

逢凶化吉

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰
東亞聯豐投資團隊



美國股市展望 — 逢凶化吉

本章摘要：

- 美國債息雖然高企，但對美股未必是絕對負面；聯儲局對降息口風稍微轉鴿
- 6月份前瞻性數據反彈，預期《大而美法案》有效刺激消費，或逆轉盈利下行趨勢
- 人工智能板塊領跑美股，預期能繼續維持強勢，可續作為美股組合的重點配置
- 給予標普500指數之預測市盈率目標為24倍，每股盈利為270美元，對應的全年目標水平為6,480點

今年第2季，美股市場經歷了劇烈震盪，但最終有驚無險的行情。4月上旬，特朗普政府宣布針對全球大部份國家加徵遠超市場預期的對等關稅，迅即殺市場措手不及。受到滯脹恐慌情緒蔓延下，標普500指數曾於3個交易日內最多下瀉約15%，最低下試4,835點，而VIX波動指數則一度急升至52。正當市場風險胃納急轉直下時，特朗普卻於數天後宣布給予全球除中國以外的貿易夥伴90日關稅暫緩期，意味貿易戰尚有談判餘地。標普500指數便於4月9日應聲反彈10%，為2008年金融海嘯以來的最佳單日升幅。

其後，美國政府陸續就包括電子消費產品在內的數項產品類別賦予關稅豁免，更在5月上旬與中國達成日內瓦初步貿易協議，暫免徵收巨額關稅90日，市場對貿易摩擦之憂慮進一步降溫。再者，美股首季業績表現亮眼，人工智能相關科技股盈利增長及收入前景指引大範圍報捷，成功抵銷了因美國債務憂慮而令國債收益率抽升的負面影響。標普500指數在5月至6月上旬期間勢如破竹，成功收復6,000點大關，期內升幅高達9%。6月中旬以伊戰事突爆發，國際油價急升再度重燃美國經濟墜入滯漲之憂慮，唯幸美國宣布軍事介入後短時間內便告平息局勢，繼而簽訂停戰協議。期間標普500指數雖稍見動盪，但幅度非常溫和，局勢緩和後更勇破6,150點之歷史新高。

總括來說，第2季美股三大主要指數全線上揚，道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數之升幅分別為5%、10.6%、17.6%，後兩者更成功創下歷史新高。

本季題為《逢凶化吉》，象徵特朗普政府之貿易政策依然存在不確定性。美國財赤憂慮或令國債息居高不下，加上經濟數據和企業第2季盈利均存在增長放緩風險，故美股市場相信仍會偶有間歇性回調。不過，我們相信美國將陸續與主要國家敲定貿易協議，關稅對美股盈利之威脅有望降溫，而且稅改法案通過及美聯儲重啟降息均屬潛在催化劑，有助美股市況在本季力挽狂瀾，延續破頂勢頭。

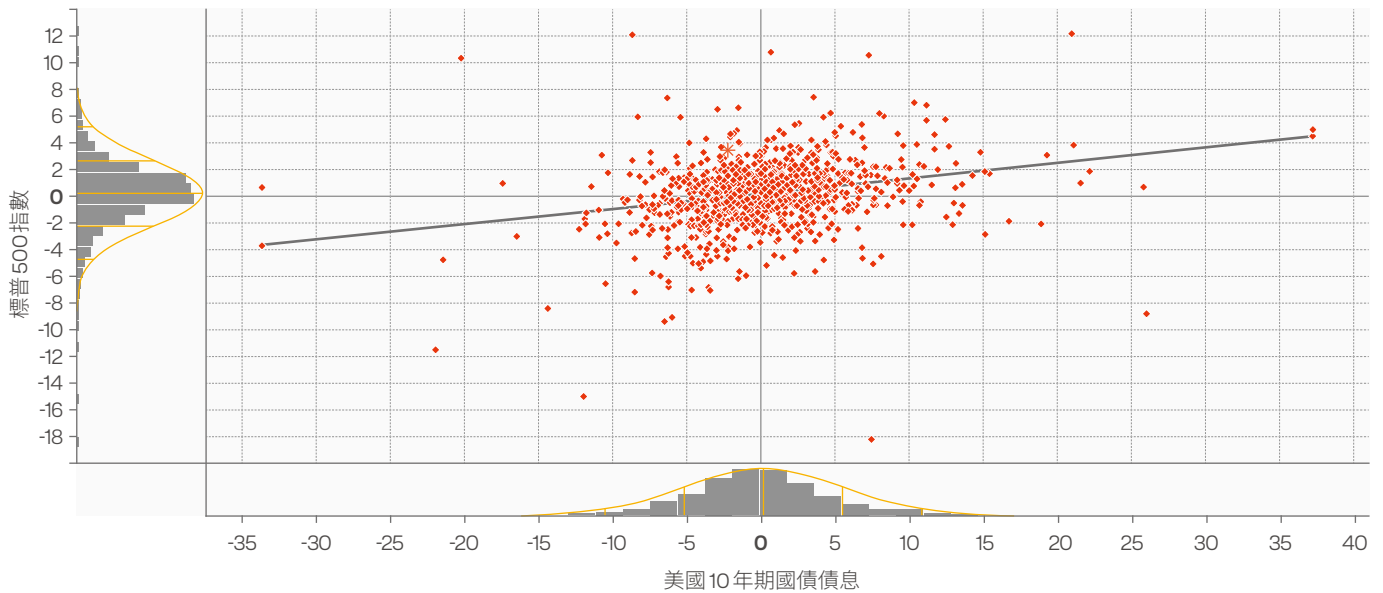
美債息高企非一面倒負面，Fed Put行情有望重演

市場傳統智慧往往將美股表現跟美國國債收益率之關係劃上反向標籤，即債息走高就必然導致股市受壓。然而，上季度（4至5月期間）美國長端國債名義收益率顯著攀升，其中10年期與30年期收益率分別高見4.6%及5.1%，惟這次美股市場卻能安然渡過，未有出現如2023年第3季期間股債雙殺的格局。事實上，根據過去20年迴歸分析結果，美國10年國債收益率與標普500指數按週表現之相關係數為正0.25，代表兩者走勢長期來說其實存在正向關係。歸根究底，長端國債收益率除了定價通脹預期及基準利率水平外，某程度上也反映市場對經濟增長前景看法，故當國債收益率因經濟增長預期改善而上漲時，股市通常也會同步向好。隨著特朗普於4月中旬及5月中旬分別對全球貿易夥伴及中國宣布90日關稅豁免期，市場即大幅下調美國今年經濟步入衰退之概率，自然促使投資者棄債取股。假設我們的基礎情景預測成立，即下半年特朗普將逐步跟全球主要經濟體簽訂貿易協議，關稅稅率僅維持於溫和水平，相信即使債息處於相對高位而非大幅飆升的投資環境下，美股市場料可保持相當韌性。



股票

標普500指數及美國10年期國債債息在過去20年的走勢關聯度



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

當然，倘若美國國債收益率在短時間內大幅飆升，則很大程度是由美聯儲激進收緊貨幣政策或美國政府財政前景迅速惡化所導致，而這兩項負面因素往往對市場風險胃納造成衝擊，股市出現調整之機率就會隨即大增。過去20年，若美國10年期國債收益率在10周內上升超過110點子（約1個標準差），期間標普500指數錄得跌幅的比例為80%，但平均跌幅為1.4%，仍算相對溫和。

2000年至今美國國債收益率大幅上升周期內之美股表現

日期	美國10年期國債收益率變化	變幅（點子）	標普500指數變化	變幅
2003年6至8月	3.07% → 4.66%	159點子	996點 → 990點	-0.5%
2004年3至5月	3.65% → 4.90%	125點子	1,110點 → 1,096點	-1.3%
2009年4至6月	2.78% → 4.00%	122點子	857點 → 946點	+10.4%
2022年3至5月	1.67% → 3.20%	153點子	4,204點 → 4,024點	-4.3%
2022年8至10月	2.76% → 4.34%	158點子	4,228點 → 3,753點	-11.2%

值得注意的是，特朗普積極推動的《大而美法案》可能令聯邦政府赤字未來10年增加2.4萬億美元，加上政府債務上限料獲顯著上調，未來美國政府債務佔GDP比例預期將由目前的128%進一步提升。假如市場對美國財政可持續性的憂慮加劇，進而推動長端國債收益率在本季內大幅抽升，並進一步擴闊期限溢價，不排除會引發美股出現間歇性震盪回調。

話雖如此，我們認為美國政府短期內出現財政崩潰或債務違約的機率仍屬微乎其微。另外，美聯儲亦有多項備用寬鬆工具，如降息、停止縮表、重啟量化寬鬆等，可以適時壓低國債債息助華府紓緩融資成本。事實上，6月下旬美聯儲主席鮑威爾在國會聽證會上的口風已稍微轉鴿。他表示，只要美國與貿易夥伴的協議落實進度理想，美聯儲便會考慮降息。因此，每當市場押注以上極端事件而令股市出現劇烈拋售，以長線投資角度來說，往往就是趁低吸納的理想時機。

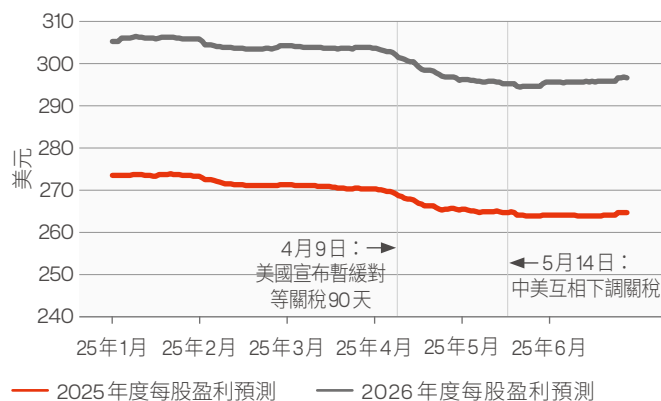
從投資角度上看，在美國國債收益率依然維持較高水平（10年期：4.2%上方）的情況下，我們認為，投資者應適度降低對利率敏感度較高的中小型股份（例如羅素2000指數成份股）或高負債企業的持倉比例。相較標普500指數來說，羅素2000指數擁有較高淨負債率、較大比例的浮動利率債務，以及較微薄的經營利潤率，使其在高利率環境下盈利能力更易受到侵蝕，股價表現也往往跑輸。除非本季美聯儲釋出較強烈降息訊號，引導長端債息顯著下挫，否則我們仍然偏好資產負債表強健的大型股票，其中金融板塊可望較受益於孳息曲線呈陡峭狀態的投資環境。

美國前瞻性數據見反彈，盈測下行趨勢或現拐點

儘管特朗普在4月中上旬已宣布暫緩對等關稅措施，惟美國近期公布的經濟數據表現仍參差分化。一方面，5月份零售銷售、耐用品訂單、每周新申領失業救濟金人數和非農新增職位等實際經濟活動指標均呈現按月惡化，反映美國短期內的經濟增長動能正面臨減速。但另一方面，一系列前瞻性經濟指標，例如6月份密歇根大學消費者情緒指數、諮商會消費信心指數、PMI製造業指數等，則已經自近期低點大幅回升。換言之，隨著特朗普政府剎停高額對等關稅，並釋出願意跟貿易夥伴磋商之態度後，美國消費者及生產者對未來經濟前景的展望已轉趨樂觀。

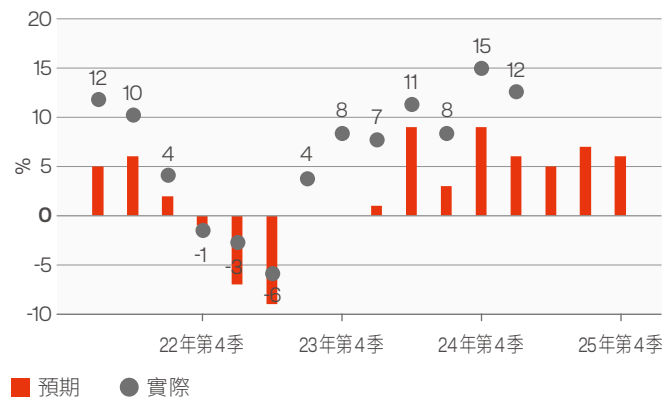
根據彭博數據，截至6月23日，市場對美國2025年經濟增長的預測平均為1.4%，較今年1月初預測增長2.1%顯著下調。期內，市場對標普500指數的2025年和2026年每股盈利預測亦分別下調約3.6%和3.3%，至263.5及295.8美元。無可否認，特朗普在「解放日」公布的激進關稅政策確屬動搖市場信心的始作俑者，經濟增長及企業盈利預測遭削本屬無可厚非。可是當美國政府已先後於4月7日及5月12日宣布分別給予主要貿易國家及中國90天關稅暫緩期，市場對美國年內經濟增長預測及標普500指數盈利預測卻未見明顯上修。儘管上文提及的前瞻性經濟指標表現已扭轉跌勢，市場對經濟及盈利前景展望卻依然無動於衷。過去特朗普反覆無常的貿易政策，或令經濟師及分析員之預測普遍趨向謹慎，但這往往為後續發布的經濟數據和企業財報提供更大程度的「超預期」驚喜，潛在投資獲利空間也就更可觀。事實上，在2022年首季至今年首季期間合共13個季度，標普500指數盈利增長超預期的季度比例高達92%，每季平均超預期的幅度為4.4個百分點，顯示企業季度業績表現大舉報捷近年在美股市場屢見不鮮。

標普500指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

標普500指數季度盈利增長與市場預期對比



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

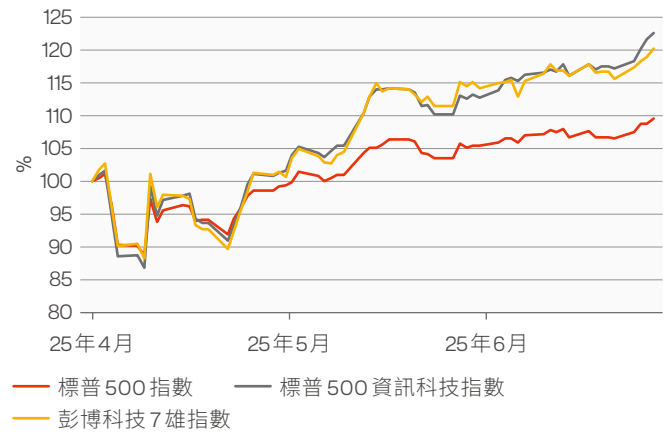
股票

我們認為，本季度特朗普政府將加速與各主要貿易夥伴簽訂貿易協議，雙邊關稅稅率料維持溫和水平，再配合賦予特定重點行業（例如電子消費產品、半導體、汽車零部件、稀土等）關稅豁免，當地就業市場與消費環節所受的衝擊有限。本季公布的經濟數據或有驚喜，從而觸發經濟增長和企業盈利預測重新上調。更重要的是，《大而美法案》預期可於7月份獲國會表決通過，意味可永久延長2017年《減稅與就業法案》中對企業的減稅條款，避免其於年底失效。同時，個人所得稅中的標準扣稅額度及州稅與地方稅扣除額度（SALT deduction）亦有望在未來數年增加。雖然本次的稅改政策對降低企業實際稅率的邊際效益料不及2018年，惟仍然可有效減輕普遍民眾的稅務負擔以刺激消費，相信美國普遍行業之企業盈利也可間接受益，尤其早前受關稅問題困擾導致盈利預測遭大幅下調的非必需消費板塊，頗有機會迎來盈利趨勢之轉捩點。

人工智能板塊盈利增長料持續領導群雄

經過4月上旬因「解放日」對等關稅公布之暴跌後，美股三大指數均在5月成功修復失地，而標普500指數及納斯達克100指數其後更攀升至歷史新高，其中受惠人工智能熱潮的資訊科技板塊可謂最大領漲功臣。截至6月26日，標普500行業分類指數當中，資訊科技行業指數自4月初以來累計上升22.2%，表現排行首位，大幅跑贏標普500指數期內漲幅。至於過去2年大部份時間均獨領風騷的「美股7雄」指數，期內反彈幅度達19.9%，表現仍算堅挺，惟罕有地跑輸資訊科技行業指數，反映市場資金配置AI領域之股票標的已漸趨分散和多元化。

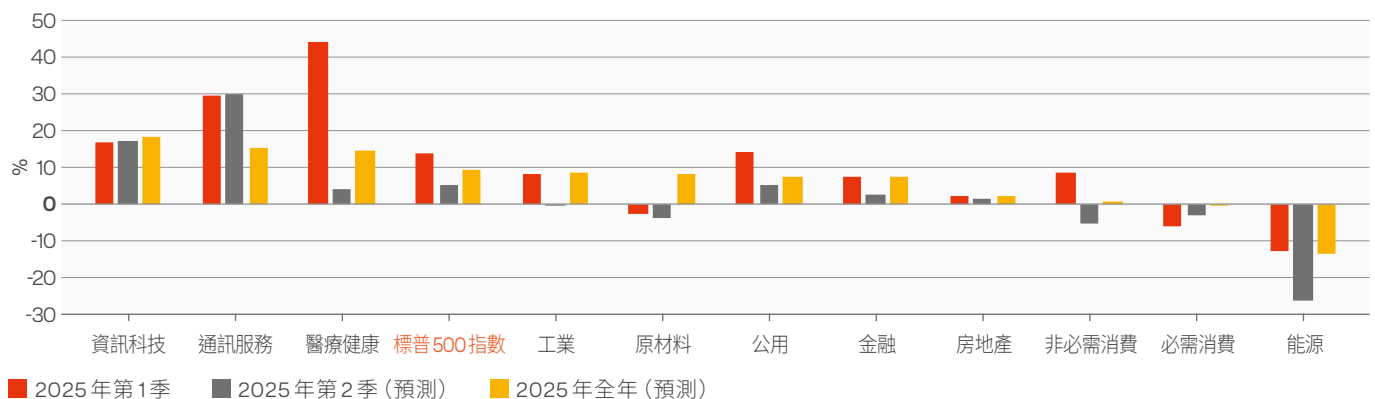
標普500指數、標普500資訊科技指數、彭博科技7雄指數於第2季的表現



資料來源：彭博，第2季數據截至2025年6月26日

以業績角度分析，今年第1季資訊科技板塊的收入及盈利按年增長分別為12.5%和16.4%，在12個分類行業中分別排名第1及第3；另一個同樣與人工智能業務息息相關的板塊是通訊服務，其第1季收入和盈利按年增長分別為7.6%及28.8%，排名第4及第2。這兩大板塊除了成功在首季交出亮眼業績外，不少成份股也提供了第2季度正面盈利指引，故令市場對兩者的盈利展望依然維持樂觀。資訊科技板塊的第二季度和2025全年的盈利增長預測分別約為17%和18%，而通訊服務板塊則分別約為29%和15%，同樣在各行業當中名列前茅。

標普500指數及其行業指數的盈利預測走勢



資料來源：FactSet，數據截至2025年6月27日

我們認為未來數季美國人工智能相關產業鏈的盈利能見度仍然較高，可繼續作為美股組合的重點配置，主要基於以下兩大原因：

- (1) 根據企業第1季度業績的前瞻指引，美國主要科技巨頭均維持2025年較進取的人工智能相關資本開支，個別大型雲端服務供應商甚至持續加碼人工智能基礎建設，尤其用於訓練及推理AI大模型的伺服器及數據中心設施。這反映美國人工智能產業投資基本上未有受到宏觀經濟增長放緩、貿易戰升級、中國DeepSeek崛起等因素之影響。上游高端半導體企業可望持續受惠於市場殷切需求，加上尖端芯片產能逐步提升，今年盈利增速可稍看高一線。
- (2) 人工智能大模型升級迭代步伐料持續加速，例如OpenAI全新版本的大模型GPT-5預期將於本季粉墨登場。美國科網巨企的新一代大模型料透過大幅增加參數規模及強化推理能力，顯著提高文本生成、程式編寫及多模態應用的準確性，預期可將AI應用場景拓展至更廣闊的商業領域，並進一步提升滲透率。大型雲企業股票料成為其中主要的潛在贏家，另外從事AI應用開發的軟件服務供應商股票亦可擇優而選。

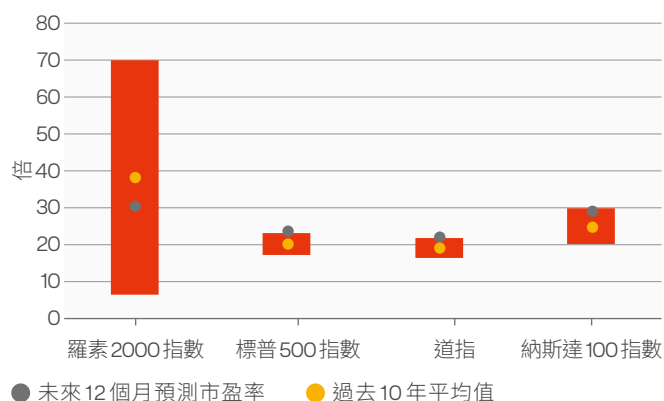
主要股指估值吸引力一般，給予標普500指數目標6,480點

估值方面，截至6月27日，美股三大主要指數分別有道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數，其預測市盈率分別為21.9倍、23.5倍、29.1倍，均高於過去10年平均價值水平約1個標準差，故現階段入市之值博率理論上不



算太高，不排除短線出現震盪回調之風險。但值得注意的是，在2024年至今的美股上行周期期間，標普500指數預測市盈率高於22倍的時間比例超過65%，當中指數雖曾作間歇性回調，惟整體上也維持大漲小回、屢創高位的格局。這某程度上反映了近2年投資美股市場的資金大多偏好增長型及動能型風格，主要催化劑乃來自人工智能產業強勢崛起而驅動的盈利增速躍升，故得以支撐較高昂的估值倍數。此外，美國利率在經濟實現軟著陸的背景下逐步回落，亦有助承託大市估值。我們預期以上兩個主要關鍵利好因素將延續至下半年，因此給予美股市場估值溢價，標普500指數之預測市盈率目標設定為24倍。同時，我們預測標普500指數2025年每股盈利為270美元，較截至6月27日彭博綜合市場預測高2.5%，即按年增長約11%。綜合而言，我們給予標普500指數之全年目標水平為6,480點。

美股各指數的估值情況



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

註：棒形圖上端為+1標準差，下端為-1標準差

標普500指數及1年預測市盈率走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

股票

香港及內地股市展望：穩打穩紮

本章摘要：

- 預期支撐中港股市的財政刺激逐步退坡，政策將更聚焦於經濟結構調整與轉型，利好保障型及服務型消費板塊
- 國內保險企業調高權益資產配置比例上限，料繼續增配中港股票，中長線看好高息價值股
- 預期中港股市可延續估值修復趨勢，但潛在上修空間已較前期收窄
- 維持恆指預測市盈率目標於11.3倍及其2025年目標價於26,000點不變
- 看好人工智能概念、服務及體驗式消費、券商和原材料板塊的中資股

第2季港股可謂歷盡驚濤駭浪，一連串重大風險事件接連發生，包括美國宣布對華加徵極端高額對等關稅、中方對美啟動嚴厲反制、美國主權債務評級被削、以色列與伊朗開戰等，恒生指數及滬深300指數期內分別最多下跌約17%及10%，一度下試19,260點及3,514點。尤幸兩者最終均全身而退，盡數收復失地，主要催化劑來自中美貿易磋商進度理想，關稅對經濟的負面影響降溫。此外，中資企業首季盈利報喜、中央寬鬆政策基調持續，以及資金湧港拉低港元拆息等利好因素亦功不可沒。期內，恒生指數及滬深300指數的回報分別為正4.1%及正1.3%。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的原材料、醫療健康及金融均錄得超過一成的升幅，跑贏指數9至15個百分點不等。非必需消費則要逆市向下，跌超過6%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「看好」的內地人工智能(AI)概念股表現個別發展，其中AI應用類股份走勢普遍較佳；同樣評為「看好」的內地服務及必需消費板塊亦表現分化，服務式消費相關股票走勢相對佔優；評為「審慎樂觀」的內地電力股則意外成為大贏家，多隻股份均收獲超額回報；同樣評為「審慎樂觀」的本港公用及電訊板塊亦交出亮麗表現。

本季題為《穩打穩紮》，象徵中港股市本季可能稍微缺乏由政策主力推動的上行催化劑，但中美貿易衝突似有緩解跡象，企業盈利尚有修復空間，配合短期寬鬆流動性對大市形成呵護下，相信投資者仍有穩中求勝機會。

中央財政刺激料有序退坡，關注保障型及服務型消費板塊

隨著國內上半年經濟增長穩步向好，加上中美關稅戰有初步降溫跡象，本季度中央政府進一步加碼財政刺激措施的必要性已大不如前。投資者不宜對7月召開的中央政治局會議抱有過度憧憬，相信上調全年預算赤字目標及特別國債發行額度的概率較低，反因寬鬆政策逐步退坡，短期可能對大市走勢形成若干掣肘。例如在消費品「以舊換新」政策上，全年3,000億元人民幣的財政補貼額度未必可獲再次擴容，基於上半年已消耗當中的1,620億元，意味下半年補貼資金投放的節奏將放緩。連同去年的高基數效應、購買力提前透支等因素影響下，下半年中國零售銷售增速料面臨暗湧，尤其對部份依賴一次性補貼的消費行業，例如汽車、家電、消費電子產品等，下半年銷售增長減速的壓力可能更大，甚至有機會迎來更激烈的降價促銷競爭，為相關消費品牌企業及一眾電商平台的利潤率帶來下行風險。事實上，相關板塊的重點股份自6月起已普遍跑輸大市。當然，投資者宜謹慎應對之餘，也不代表須全面清倉，關鍵在於優先選擇具備差異化競爭優勢，並能夠持續提升市場份額的優質股份。

我們認為，中央決策層下半年的政策思路將更聚焦於經濟結構調整與轉型，推動內需消費增長固然仍是核心主軸，但執行方向料會從真金白銀的一次性購物補貼，有序轉移至以下兩大方面：

- (1) 加大社會民生保障支出。根據國務院6月發布的《關於進一步保障和改善民生著力解決群眾急難愁盼的意見》，主要圍繞養老保障、生育及失業補貼、調整最低工資標準、教育及醫療資源分配等範疇，推出一系列優化措施，以減緩居民儲蓄壓力，提升居民消費意願。
- (2) 強化金融政策支持力度，推動服務式消費發展。6月下旬，人民銀行等六大部委聯合印發《關於金融支持提振和擴大消費的指導意見》，提出19項具體金融和信貸措施，提振文娛、旅遊、教育、體育、養老等服務式消費行業。相關具體措施包括：設立5,000億元人民幣專項再貸款、支持優質企業上市或發債融資、推動服務消費基礎設施發行REITs、鼓勵地方投資基金參股新型消費領域等。

有見及此，我們預期資金將繼續對中港股市的消費板塊進行選擇性配置，業務偏重於體驗或服務型消費的股份料較受追捧。其中，我們相對看好線上娛樂（涵蓋音樂/遊戲/短視頻）、旅遊平台、特色運動用品、教育培訓等細分板塊。另外，社會保障和鼓勵生育政策的加碼，中長線亦將利好保險、醫療護理、乳品等行業。

2025年第2季內地主要消費細分行業表現比較

消費細分行業	代表股票數目*	期內升/跌比例	期內平均變幅
汽車	5	1:4	-3.0%
家電/電子產品	4	1:3	+1.2%
電商平台	3	0:3	-17.0%
線上娛樂	5	5:0	+20.9%
旅遊/體育/教育	5	3:2	+4.4%

* 只計算恒生指數/恒生國企指數/恒生科技指數之成份股



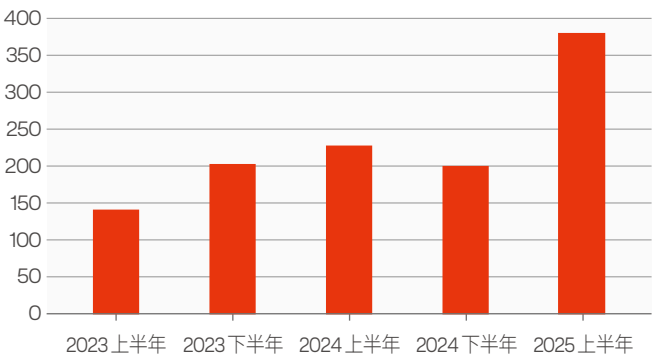
寬鬆流動性錦上添花，惟資金流向變數多

資金流動性對中港股市的影響力可謂舉足輕重。過去數月市況顯著走俏，皆因主要受益於國內基金加速擴容、險資踴躍入市、美元走弱、港元拆息急跌等因素，為港股與A股市場創造了相對充裕的流動性環境，帶動更多增量資金入市。以上幾項利好因素能否在本季延續，料成為後市關鍵的好淡風向標，而我們的觀點為審慎樂觀，以下為大家逐一分析：

國內基金擴容：勢不可擋，有利新興產業股票

上半年國內股票型互惠基金發行量達380隻，發行總額則為1,855億元人民幣，兩者均遠超過去兩年同期的發行規模。值得一提的是，內地QDII基金發行數量亦錄得按年倍升。這意味著更多閒置資金被激活入市，或者更大比例資金從債市轉投股市，兩者皆算是為下半年內地A股與港股市場資金池奠定了穩固基礎。若內地監管層加速推動ETF互聯互通擴容、優化基金費率改革等舉措，投資者參與門檻料可進一步降低，兩市可望迎來更大批活水入場。另外，近年內地基金公司發行被動型指數基金愈見普遍，而這類產品大部份偏好追縱新成立且具特色主題概念的行業指數，例如人工智能、半導體、機器人、新消費及創新藥等。因此，只要市場風險胃納維持正面，這些行業的重磅指數成份股自然更容易水漲船高。

2023年至2025年上半年國內新發行股票型基金數量



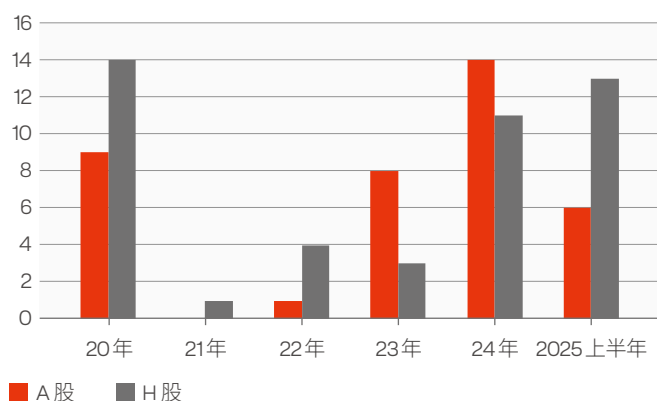
資料來源：中國證券投資基金業協會、中國基金報，數據截至2025年6月30日

股票

內地險資入市：短期步伐趨緩，中長線有利高息價值股

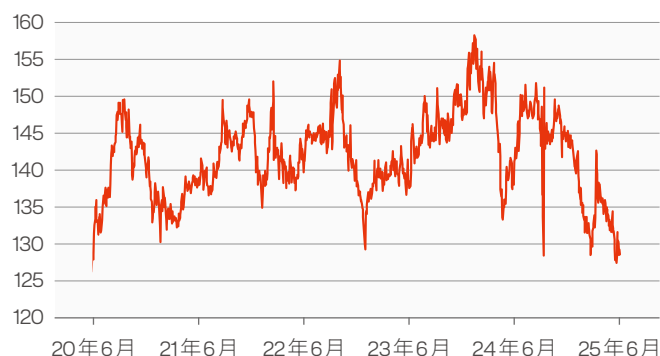
受惠於今年4月中央金融監管總局宣布放寬國內保險企業償付充足率檔位要求，從而調高權益資產配置比例上限，預期可引導內地保險資金未來繼續積極增配中港股票。事實上，今年上半年內地險資舉牌潮（即增持上市企業股票至5%以上）相當火熱。截至6月20日，險資舉牌總量19次，不但已達到2024年整全年的76%，且更超過2021年至2023年間的總和。值得關注的是，今年險資舉牌的重點對象為香港上市的H股，有別於以往兩年主力增持A股的現象，而銀行H股則是險資最為青睞的吸納板塊。我們認為，保險資金對股票市場的持續加碼意味著市場將獲得穩定、長期的資金支持，特別是對於高股息、盈利增長穩定的優質價值型股票而言，中長線將形成紮實的估值支撐。然而，基於過去半年港股市場顯著跑贏A股，導致AH股之平均溢價已大幅收窄至30%左右，接近過去5年低點，意味現階段H股的吸引力已相對弱化。如果保險資金在本季稍為放慢增配H股的步伐，甚至選擇局部獲利減持，則可能會減弱中資H股的上升動能。

2020年至2025年上半年內地保險資金舉牌A股和H股次數



資料來源：中國保險業協會，數據截至2025年6月30日

恒生滬深港通AH股溢價指數



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

美元弱勢及HIBOR低企：變數繁多，宜謹慎看待

上季市場對美元避險貨幣地位有所動搖，美元匯價急速走弱，觸發環球資金轉向流入亞太區市場。人民幣間接受惠，兌美元匯價期內反覆上升約2.7%。港元同業拆息亦因熱錢大舉湧入而迅速下滑，1個月期拆息曾經下跌至0.53%，創2022年第2季以來新低。這兩項因素造就了港股市場自4月中旬起的大翻身，尤其對於一眾本港利率敏感板塊，如地產開發、收租、REITs、公用事業等，股價表現更是強勢畢露。另外人民幣轉強也提振了內地航空、石化等行業。展望本季，我們預期美聯儲較大概率重啟減息，料有助香港金融市場維持相對寬鬆的流動性，以及較低水平的利率環境，對港股市場無疑是重要承托。不過，外圍資金流向受多個因素主導，且往往變幻莫測，投資者須警惕一旦美元拋售潮告一段落，本港流動性亦較大機會面臨加速收緊壓力，人民幣匯價及港元拆息走勢屆時或出現逆轉，故短線如欲繼續增持以上所述板塊，則須步步為營。

香港銀行同業拆息率及恆生地產分類指數的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

中資股盈利上調趨勢未變，維持恒指全年目標 26,000 點

基於中國第2季主要宏觀經濟數據表現不俗，加上市場目前對恒生指數今年的盈利預測（彭博綜合預測：2235 港元，按年增長3.6%）仍屬保守，我們認為中資股上半年的業績可為市場帶來上行驚喜，從而激發新一波盈利預測上調行情。然而，下半年國內經濟增長動能因出口放緩、消費按年高基數、樓市復甦乏力等問題，料面臨一定程度考驗。而電商平台、汽車等行業則可能會受到更嚴峻的價格競爭或新業務投資激增，導致未來數季利潤率受壓。綜合以上因素，我們維持恒生指數2025年盈利預測於2,300 港元，相當於按年增長約7%。

估值方面，截至6月30日，恒生指數的未來12個月預測市盈率為10.8倍，與過去5年平均值相若。受惠於中美初步達成貿易協議、內地AI科技產業技術突破、香港資金流動性持續充裕等利好因素，我們依然相信中港股市可延續估值修復趨勢，但潛在上修空間已較前期收窄。總括而言，我們維持恒指2025年預測市盈率目標於11.3倍，同時維持今年底恒指目標水平於26,000點不變。



恒生指數未來12個月預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2025年6月30日

恒生指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年6月30日

股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地人工智能概念	1. 國策大力支持AI及算力發展，早前發布《算力互聯互通行動計劃》，要求提升算力之間的互聯、協同與調度能力，有利網絡設備、雲平台及芯片股。 2. 互聯網龍頭企業將加碼投資於AI相關研發和基礎設施，有助擴充算力儲備、加速升級推理大模型，以及加速更新升級AI專屬應用產品，預期相關收入貢獻將持續提升。 3. 國企電訊：AI大模型訓練和推理需求迅速增長將支持互聯網數據中心(IDC)機房出租率回升；另外，隨著國企和地方政府擴大AI應用，料較有利具國資背景的電訊運營商搶佔政務雲市場份額。	*****
內地服務及體驗式消費	1. 兩會政府工作報告表明今年將從多方面增加城鄉居民收入和優化社會保障政策，加上股市、樓市逐步回穩，料有助提升居民消費信心。 2. 人民銀行等六大部委發布《關於金融支持提振和擴大消費的指導意見》，提出19項具體金融和信貸措施，重點提振文娛、旅遊、教育、體育、養老等服務式消費行業。 3. 普遍大型企業均擁有相對獨特競爭優勢，行業內卷程度較低，消費需求亦不受「以舊換新」現金補貼退坡影響。 4. 首選線上娛樂、運動用品、旅遊、教育培訓、IP潮玩、飲料等細分板塊。	****
內地券商	1. 上半年香港市場新股上市集資額超過1,000億港元，按年升逾700%；下半年料續有多家大型A股企業及海外上市中概股回流香港上市。中資券商屬多家大型IPO的主要保薦人及承銷商，料可顯著提升投行業務收入。 2. 年初至今港股與A股市場表現理想，日均成交額按年顯著增加，預期可帶動券商之經紀佣金和交易業務收益強勁增長。行業上半年業績表現可看高一線。 3. 行業主要股份目前之預測市盈率介乎8至12倍，估值仍低於歷史平均值，料續有上調空間。	***
內地原材料	1. 中央政府要求加強行業反內卷治理，推動落後產能有序退出，中長線料有助控制供給及提升行業集中度，穩定產品價格。行業龍頭可望搶佔更大市場份額，同時提升利潤率表現。 2. 內地宏觀經濟改善，房地產、製造業、新能源等環節穩步復甦，有利下游需求回升。 3. 普遍細分板塊目前估值仍處於偏低水平，且股息率不俗。若行業供需面得到改善，估值料有較大上調空間。 4. 首選電解鋁、冶煉銅、水泥、光伏玻璃、煉油石化等細分板塊。	***

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

美國經濟維持強韌，但在去美元化趨勢和下行風險等因素下，對美股持中性態度；歐洲及亞洲市場估值吸引，具分散投資價值

本章摘要：

- 宏觀指標表現較預期強韌，但需關注去美元化趨勢及經濟下行風險，對美股持中性態度，並看好科技板塊
- 歐洲及亞洲股票具分散風險價值，值得關注
- 中國股市估值吸引且受流動性支持，持中性態度；其中消費和黃金板塊較具吸引力
- 南韓大選後政治不確定性減少、新加坡有望推進企業改革，利好股市前景

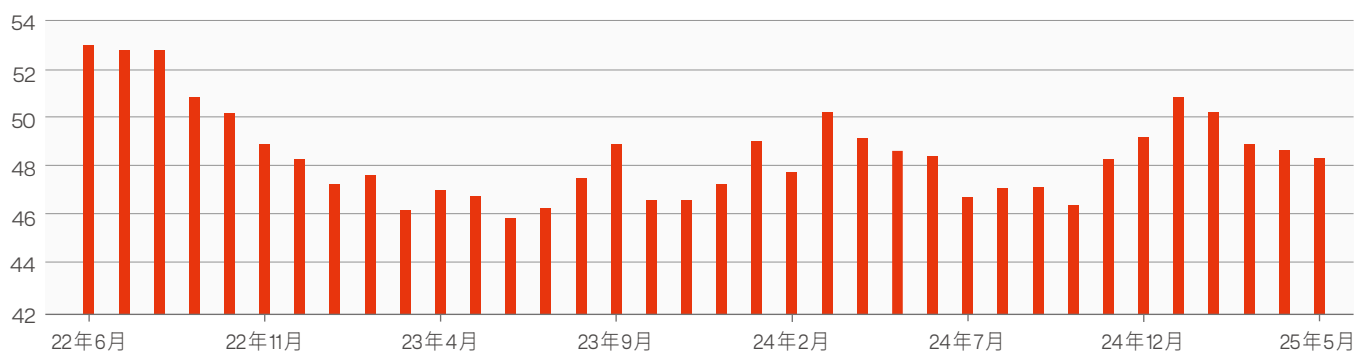
本季度環球市場格局錯綜複雜。美國勞動力市場與零售數據保持強韌，通脹暫未見大幅升溫，貿易談判亦取得一定進展。然而，經濟下行風險猶存，美聯儲貨幣政策方向尚未明朗。保護主義抬頭和高企債務水平正挑戰美元資產作為傳統避險工具的地位，使分散投資策略變得更加重要。目前，東亞聯豐團隊對美股持中性態度，當中以人工智能帶動的科技板塊表現較佳。同時，我們相對看好歐洲及亞洲市場，包括新加坡、南韓，以及中國等地區。歐亞市場預計受惠於擴張性財政措施，因而被看高一線。亞洲市場則因區內貨幣轉強、貿易戰降溫，以及南韓股市在總統大選後重拾上升動力而被看好。

發達國家中歐洲前景被看高一線；對美股持中性態度，尤其看好科技股

美國宏觀經濟數據整體穩健，5月就業報告表現強勁，通脹按年上升2.4%，低於預期。儘管經濟基本面良好，政治與貿易戰的不確定性仍壓抑市場情緒。失業救濟申請人數增加，加上5月美國供應管理協會 (ISM) 製造業和服務業指數均處於低於50的收縮區間，為去年6月以來首見，須密切留意經濟放緩跡象。宏觀數據參差，美聯儲政策走向不明，目前市場普遍預期央行將保持審慎立場。雖然息率維持在現有高水平，但考慮美國宏觀經濟仍然穩固，相信市場仍能承受當前政策環境。鑒於關稅的保護主義及國家債務問題，去美元化趨勢可能持續，因此團隊對美股持中性立場，惟看好由人工智能推動的科技板塊，因其具結構性增長動力及穩健資產負債表。



美國供應管理協會製造業和服務業指數



資料來源：Investing.com，數據由2023年6月至2025年5月

股票

歐洲方面，隨著美元資產避險地位面臨考驗，歐洲宏觀前景逐漸明朗。儘管市場普遍認為美歐難以在7月期限前達成全面貿易協定，但預期美方可能延後實施關稅。值得關注的是，德國近期通過一項460億歐元的減稅方案以支持企業和振興經濟，配合歷史性的債務改革及其未來12年5000億歐元專案基礎設施投資基金，相信有利提振德國和歐元區經濟增長。縱使短期內歐洲市場難以完全規避關稅政策與環球經濟波動的影響，但歐股估值較美股有顯著折讓，長遠風險回報更具吸引力，因此建議投資者予以關注。

至於日本股市，受汽車關稅憂慮、日圓匯率波動以及日本央行貨幣政策不確定性影響，預計將持續波動走勢，因此我們對日股持中性態度。然而，考慮其估值合理，加上日元被視為避險貨幣，有機會利好個別日股。近日，受大米價格和能源成本飆升帶動，4月核心通脹加速至3.5%。市場預期日本央行可能最早於7月份再次加息，銀行股有望從中受惠。

亞洲市場具分散投資作用；物價走勢為中國股市前景關鍵；新加坡、南韓前景向好

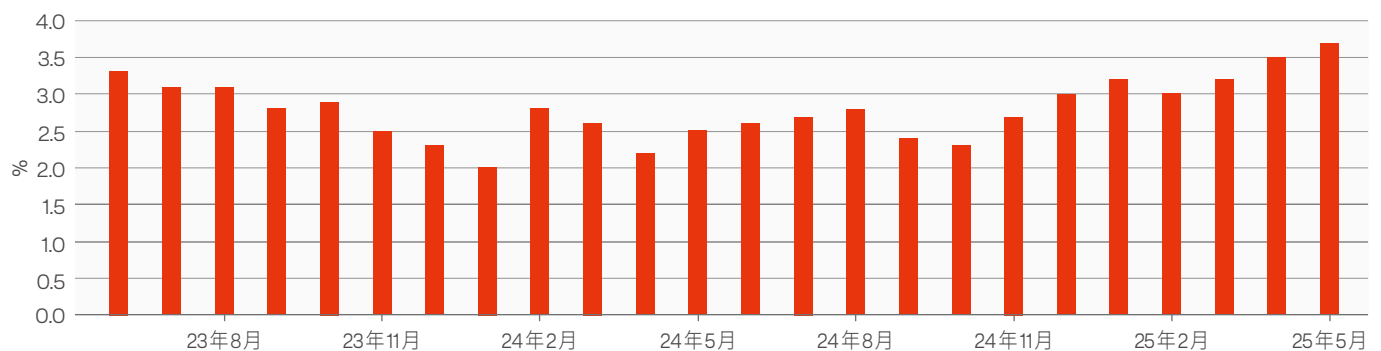
多項指標顯示中國經濟正漸趨平穩，但整體仍處於結構性轉型階段。目前，中國股市主要受內地流動性改善及低估值支持，後市能否進一步上升，關鍵在於能否擺脫通縮陰霾，這將取決於當局會否推出更大規模的刺激措施及其具體執行細節。中國內地零售銷售數據漸趨平穩，但仍未恢復至疫情前水平。鑒於中美貿易談判雖有正面進展，但仍存諸多不確定因素及細節有待明確，東亞聯豐對中港股市持中性態度。在貿易戰陰霾下，當局有可能考慮推出更多刺激消費的政策措施，非必需消費品行業可望受惠。此外，由於中國當局目前政策重心較為注重風險管理而非低質量增長刺激，價值型與高股息股預計會繼續成為市場焦點。同時，黃金相關配置也值得關注，因其具備對沖地緣政治風險的作用。

在去美元化趨勢推進下，亞洲貨幣如新加坡元及韓元等走強，配合兩國相繼推出企業改革措施，進一步利好當地股市前景。新加坡近日提出稅務優惠與簡化上市流程等方案，旨在推動更多企業赴新上市，同時鼓勵基金經理等機構投資者增加對股市的投資。南韓則在總統大選後消除政治不穩所帶來的不明朗因素，股市重拾動力。基於上述因素，新加坡與韓國市場均值得投資者留意，可作為分散風險的選擇。

總結

儘管美國經濟基本面穩健，且貿易摩擦呈緩和跡象，但隨著去美元化趨勢持續及多重不明朗因素仍縈繞環球市場，分散投資策略顯得尤為重要。歐洲、日本和亞洲等市場均提供不同的投資機會，投資者宜挑選基本面強韌的優質股份，靈活調整資產配置，以應對多變的市場環境。

日本全國核心消費價格指數 (CPI)



資料來源：Investing.com，數據由2023年6月至2025年5月

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。