

碧波蕩漾

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：碧波盪漾

本章摘要：

- AI 主題板塊持續強勢，龍頭企業估值溢價穩固，主要受惠於資本開支強勁增長及相互戰略投資合作，形成內循環加速器
- 美聯儲減息周期或重現「金髮女郎」情境，若經濟軟著陸成功，將利好高增長、海外收入佔比高、房地產相關及負債比率偏高等四大投資主題股票
- 關稅後遺症逐步顯現，可能損耗企業利潤及消費信心，成為美股最大軟肋，建議迴避美國本地銷售佔比較重的消費類股票
- 基於AI熱潮支撐及減息環境，我們上調標普500指數2025年盈利預測至272美元，預測市盈率目標為25.2倍，上調全年目標至6,850點

今年第二季度美股市場繼續扶搖直上，在AI硬體鏈與雲端服務雙輪驅動下，科技權重股領軍上攻，標普500指數亦提早升抵我們早前所訂下的全年目標6,480點。7月中上旬，特朗普政府陸續與各國敲定新一輪貿易協議，超高額對等關稅對美國經濟之威脅逐步解除，為美股延續升勢奠定穩固基礎。此後，美股進入財報公佈密集期，標普500指數成份股第2季度盈利超預期的比例高達82%，其中資訊科技板塊盈利超預期的企業比例更高達91%，表現驚豔程度跟我們上期所預測的水平相若。再者，隨著美國一連串就業數據顯著轉弱，市場憧憬美聯儲或可加速減息，而9月份美聯儲不僅兌現了減息25點子的市場期望，更釋出偏鴿訊號，引導美國國債收益率曲線下移，為美股升勢錦

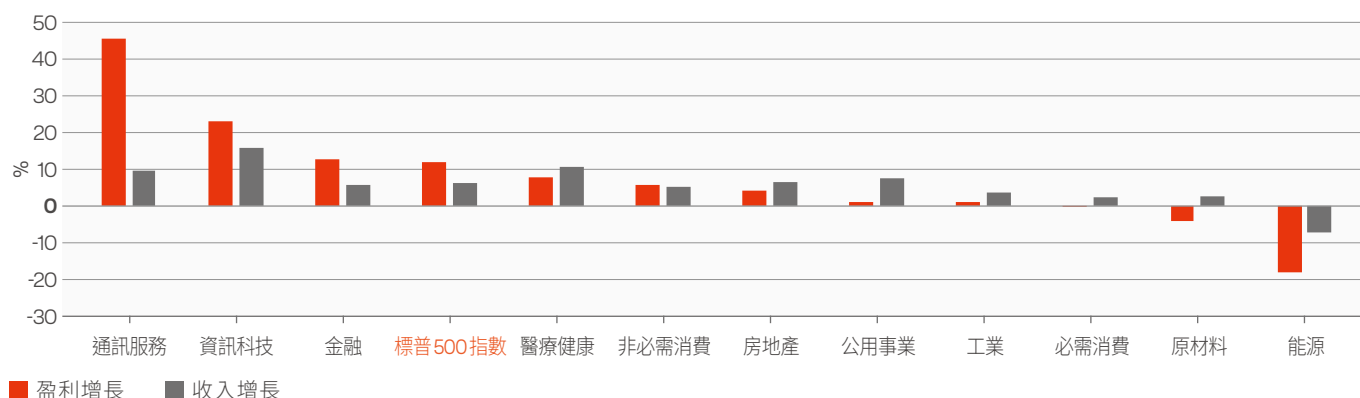
上添花。總括來說，第3季美股三大指數全線上升，道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數之升幅分別為5.2%、7.8%、11.2%。

本季題為《碧波盪漾》，象徵美股市況正在享受著利率下調、經濟溫和增長、AI熱潮等正面因素，可望於本季維持風和日麗之光景。然而，投資者仍須警惕對等關稅正式落地後對美國消費和就業市場之潛在衝擊，以及主要AI科企增加投入後對短期利潤之影響，畢竟美股主要指數目前估值水平已今非昔比，若稍有落差則可能為市況激起一陣漣漪。

AI 主題板塊強勢料有餘未盡 龍頭企業估值溢價穩固

人工智能(AI)主題板塊上季表現維持火熱，續成為標普500指數屢創新高的領頭羊，主要歸功於一眾科網巨企季度業績再次大舉報喜。其中，資訊科技板塊在第2季的收入和盈利分別按年增長15.8%和23.0%，增長在12個分類行業中分別排名第1及第2位，盈利超預期的股票比例高達91%，同樣高居首位；另一個高度受惠於AI業務的板塊是通訊服務，其第2季收入和盈利分別按年增長9.7%及45.6%，排名第3及第1位。除了第2季業績報捷外，多家AI相關企業亦相繼公布來季的正面財務指引，觸發市場全面上調這兩大板塊的第3季度盈利增長預測，資訊科技板塊從增長15.9%調高至20.9%，通訊服務則從增長0.8%上調至3.6%，兩者上調幅度遠高於標普500指數。值得一提的是，公用事業板塊第3季度盈利增長預測更罕有高達17.5%，在一眾分類行業中增速僅次於資訊科技板塊，其主要受益於AI數據中心高速擴容下，對電力需求之增量貢獻。

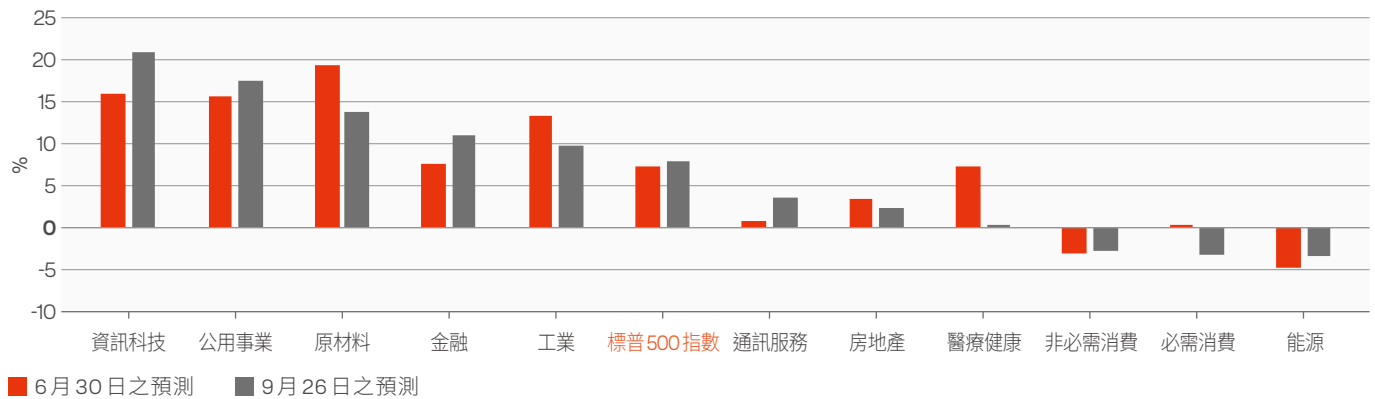
標普500指數及其行業指數第2季的收入與盈利增速



資料來源：FactSet，截至2025年9月29日

股票

標普500指數及其行業指數第3季的盈利增長預測



資料來源：FactSet，截至2025年9月29日

我們對美國AI相關產業鏈的中期投資展望維持正面，主要建基於下列兩大催化劑：

- (1) 即使美國宏觀經濟增長出現放緩，AI雲服務巨企的資本開支料仍可維持強勁增長，為整個產業鏈提供了穩定訂單，令相關企業的盈利有更高的能見度。根據上市企業財報及最新指引，美國市值最大前5名的超大規模雲服務商，在近4季的資本開支合計超過3,100億美元，其中今年第2季資本開支的按年增速約78%，較第1季增長69%進一步加快。至於市場對今年全年的資本開支預估已從年初的2,700億美元顯著上調至3,680億美元，對2026年的預估亦持續上修至4,320億美元。我們認為，AI在美國各行各業的應用滲透率一日千里，強化了美國科技巨企在雲服務和廣告營銷業務上的收入轉化能力，有助延續這輪AI資本開支競賽的行情，故續看漲一眾算力上游板塊，包括半導體（如GPU、ASIC、芯片代工等）、伺服器、核能發電、電力設備等。
- (2) AI科技巨企之間的互相投資與戰略合作，正形成「內循環」加速器。例如美國GPU芯片巨頭擬斥資1,000億美元入股AI大模型開發商OpenAI、OpenAI與一家美國雲服務巨企簽訂總值3,000億美元的算力基建採購協議、該雲服務巨企則須向美國芯片巨頭購入大量GPU。我們認為，隨著特朗普今年初高度推崇、4年內總投資額高達4,000億美元的「星際之門」計劃逐步啟動，這類「資本—算力—應用」的內循環戰略合作將陸續有來，有效為美國AI巨企締造生態護城河。這不僅有助催化更大規模的算力平台基礎建設、更高性能的AI模型和應用，更重要的是可鞏固龍頭企業的估值溢價。因此，我們偏好關注的AI中下游板塊包括大型雲計算平台、線上社交及娛樂媒體等。

美聯儲減息或重現「金髮女郎」，重點關注四大投資主題

事隔9個月，美聯儲在9月終於再度按下減息鍵。另根據最新的利率點陣圖預測，本季將尚有兩次合計50點子的減息空間。值得一提的是，由於當地參議院否決了最新一份臨時撥款議案，導致美國聯邦政府自2018年以來再次陷入停擺僵局，若事件未能於短期內平息，不排除對就業市場和經濟活動造成若干程度衝擊，屆時美聯儲加速降息的機率可能進一步升溫。無論如何，美國步入新一輪貨幣寬鬆周期似乎已無懸念。整體上，美聯儲減息對於美股市場收益表現而言，影響只是好壞參半。以對上7次減息全周期為例，標普500指數錄得4升3跌，期內平均回報為負3%。不過，假如撇除曾經陷入經濟衰退的減息周期，標普500指數在其餘3輪周期均全數報捷，平均回報高達正9%，故又被稱為「金髮女郎」的最佳情境。由此可見，如果我們對美國經濟能成功實現軟著陸的基本情境假設成立，美聯儲未來有序減息料可為美股錦上添花，有利延續本季破頂之勢。



美國過去 7 次減息周期內之美股三大指數表現：

減息周期	經濟衰退？	累計減息幅度	標普 500 指數 變幅 (%)	道指變幅 (%)	納指 100 變幅 (%)
1989 年 6 月至 1992 年 9 月	是	675 點子	+30	+33	+44
1995 年 7 月至 1996 年 1 月	否	75 點子	+14	+15	+5
1998 年 9 月至 1998 年 11 月	否	75 點子	+8	+12	+7
2001 年 1 月至 2003 年 6 月	是	550 點子	-27	-17	-53
2007 年 9 月至 2008 年 12 月	是	500 點子	-43	-38	-42
2019 年 7 月至 2020 年 3 月	是	-225 點子	-9	-14	+2
2024 年 9 月至 2024 年 12 月	否	-100 點子	+4	+2	+9
所有周期之平均回報：			-3	-1	-4
非經濟衰退周期之平均回報：			+9	+10	+7

我們認為，在美國減息周期初段且經濟能實現軟著陸的前提下，以下 4 個投資主題較具潛力獲得超額收益：

(1) 短期資本投入大，惟長遠高增長股份。一般情況下，美聯儲降息會引導國債收益率曲線下移，傳統估值框架下，折現率（長端國債收益率）下降對現金流存續期較長的資產（高增長、遠期利潤佔比較高）定價敏感度更大，尤其利好具高增長概念主題的中小型上市企業。較受惠的行業包括：AI 雲平台/軟件、生物科技、自動駕駛、人型機械人、量子計算、太空航天、核能等。

標普 500 焦點海外收益指數與美元指數的關係



資料來源：彭博，截至 2025 年 9 月 29 日

(2) 海外收入佔比較高之股份。美國步入降息周期將令美元與其他主要貨幣息差收斂，故我們行方觀點維持看淡美元匯價。而在美股內，海外營收佔比高的公司，將一方面受惠於更高水平的海外利潤折算美元值，另一方面亦因貨品價格競爭力提升而刺激出口。根據 2022 年至今的往績分析，每當美元指數呈下行趨勢並低於 105 水平的期間，標普 500 焦點海外收益指數（成份股為美國以外地區收入佔比較高之企業）普遍均可錄得正面相對收益。較受惠之行業包括：半導體設備、電子消費品、航空設備、線上娛樂消費平台、消費金融、連鎖快餐等。

(3) 房地產相關板塊。若美聯儲未來 1 年採取較進取節奏減息，我們預期 30 年期國債收益率亦將逐步走低，同時可帶動美國 30 年期房貸按揭利率進一步回落（該利率已從 5 月下旬高位 6.98% 下降至 9 月下旬的 6.34%），有助提振新屋銷售、二手房銷售、新屋動工等數據表現，房地產相關股份理應可受惠。根據過去 10 年統計數據，標普 500 房地產行業分類指數跟 MBA 30 年期房貸按揭利率之走勢存在頗高負相關性（-0.53），兩者之間的 BETA 高達 -0.88，意味該指數表現對房貸利率變動的敏感度偏高。較受惠之細分板塊包括：房地產開發商、重型機械工業、家居裝修與建材零售商等。

(4) 負債比率偏高（尤其浮息債務佔比較高）的股份。這類企業對政策利率下調的傳導最直接，就是融資成本降低，提升淨利潤率表現。事實上，參考去年 9 至 12 月的減息周期期間，美國高浮息負債一籃子股票指數大幅跑贏標普 500 平權指數約 8 個百分點。至於今年第 3 季期內（市場對美聯儲減息預期升溫），該一籃子股票指數的漲幅亦領先標普 500 平權指數 7.7 個百分點。此外，近期美國通過《大而美法案》提高企業利息抵扣上限，也為高槓桿企業帶來稅盾利好。

股票

標普500等權重指數、高浮動利率債務股票指數與聯邦基金利率的關係



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

關稅後遺症或逐步顯現，消費成股市最大軟肋

儘管過去數月特朗普政府已經與大部分貿易夥伴簽訂全新貿易協議，避免了關稅戰進一步升級，但畢竟目前美國有效關稅稅率較今年初已大幅調升，關稅對宏觀經濟的影響亦從「心理不確定性」走向「實質衝擊」，將會是未來1至2個季度美股企業盈利的後顧之憂。值得注意的是，除了原有的鋼鋁、汽車、半導體關稅及各國對等關稅外，特朗普近期亦宣布在10月起針對廚櫃、傢俱、家居裝修材料等消費品加徵最高50%關稅，另外，針對進口專利藥或品牌藥品加徵100%關稅，雖說仍附設某些豁免條件，惟不宜低估其對美國企業利潤率和民眾消費信心的損耗。

綜觀美國9月公布的經濟指標，就業數據表現最為失色，本季度個人收入增速或進一步受壓，佔美國經濟結構近68%的消費市場難免首當其衝。加上關稅正式落地後，相信普遍零售企業也選擇加價以轉嫁成本，對居民消費信心來說可謂雪上加霜，更惶論關稅生效前居民進行提前搶購便已透支了不少購買力。事實上，美國密歇根大學消費者信心指數於8至9月錄得連續兩個月下滑，並從7月的61.7下跌至9月的55.1，意味第4季的零售銷售增速料面臨重大挑戰。投資者須密切注視各大零售消費品牌於感恩節及聖誕節等傳統消費旺季的銷售表現。一旦美國消費及勞動市場同時出現失速下滑，屆時市場料加大押注經濟硬著陸之風險，美股企業盈利預測和估值水平平均可能面臨較劇烈下修壓力，其中受關稅影響較大、美國本地銷售佔比較重的必需及非必需消費類股票可先行迴避。

標普500非必需消費指數與密歇根大學消費者信心指數的關係



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

外國投資協議塵埃落定，工業能源出口股可看高一線

特朗普通過關稅談判成功與全球主要經濟體簽訂貿易框架協議，目的之一是拉攏各貿易夥伴增加對美國投資，並擴大採購美國商品之規模。綜觀過去數月談妥的貿易協議，歐盟、日本、南韓、越南、中東多國均承諾未來數年對美國進行龐大投資及進口美國產品，主要圍繞能源、汽車、飛機、軍備、農產品等產業，重點摘要如下：

- 歐盟：2028年前總投資額達6,000億美元、採購7,500億美元能源產品、大量購買軍備；
- 日本：2029年前投資美國關鍵產業總額5,500億美元、購買100輛商用飛機、增加採購美國大米75%、購買數十億美元軍備；
- 南韓：總投資額達3,500億美元（聚焦在造船、晶片、核能、電池和生物製品等領域）、購買1,000億美元能源產品；
- 中東國家：總投資額合共超過20,000億美元、合共購買超過1,800億美元軍備、合共購買逾250輛商用飛機。

儘管以上的巨額投資或採購承諾最終能否全數落實依然充滿變數，我們始終相信特朗普力促製造業回流美國、提振本土就業的政策方向將持之以恆，其10月底亞洲之行期間有望敲定更多貿易協議的落地細節。這對美股市場或許有利可圖，投資者不妨多加關注出口佔比較大的美國企業，尤其飛機製造、航空設備、國防設備、液化天然氣等板塊。

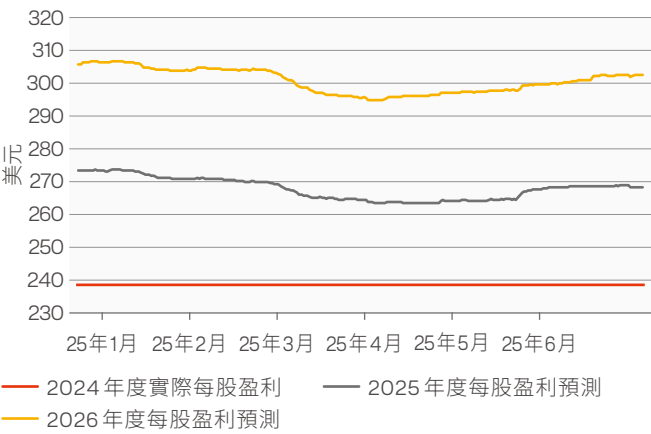
美股料續享估值溢價優勢，上調標普 500 指數目標至 6,850 點

基於關稅落實後對本季美國就業和消費市場帶來潛在隱憂，加上政府停擺對經濟衝擊亦存在不確定性，周期性較強的行業或面臨盈利預測下修風險。不過，受惠AI熱潮的半導體、雲平台、線上媒體等企業之增長動能料維持堅挺，有助支撐整體美股第3季及第4季的盈利表現，故我們將標普500指數2025年盈利預測從270美元輕微上調至272美元，較截至9月30日彭博綜合市場預測高1.4%，即按年增長約11%。

估值方面，受益於美聯儲踏入新一輪減息周期，美國國債收益率趨向下移，只要當地經濟能避免陷入衰退，折現率下調料對美股估值形成堅實支撐。另外，AI巨企合組戰略聯盟、大模型升級迭代步伐加速、應用範圍持續滲透等因素，該可支持美股主要指數享受較高估值溢價。因此，雖然截至9月30日，美股三大主要指數（道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數）的未來12個月預測市盈率分別為21.0倍、22.6倍、27.1倍，均高於過去10年平均水平超過1個標準差，現階段估值吸引力實在欠奉，但我們仍然選擇給予美股市場一定程度的估值溢價，並將標普500指數之2025年預測市盈率目標從24倍上調至25.2倍。綜合而言，我們將標普500指數之年內目標從6,480點上調至6,850點。

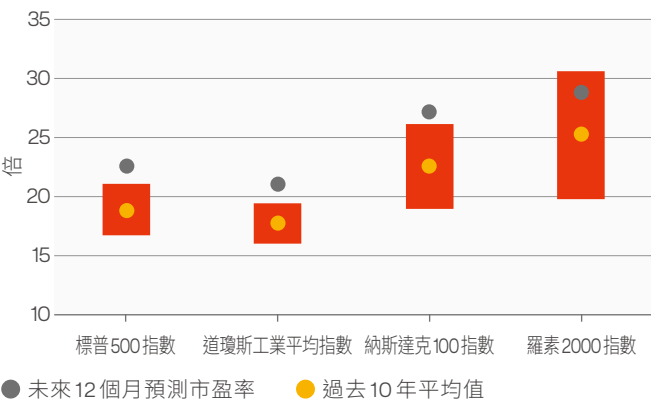


標普 500 指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年9月29日

美股各主要指數的估值情況



資料來源：彭博，截至2025年9月29日

註：棒形圖上端為+1標準差，下端為-1標準差

股票

香港及中國內地股市展望：休整以待

本章摘要：

- 「十五五」規劃綱要對中港股市具影響力，預期內容會聚焦於AI、科技自主、服務消費、綠色低碳
- 「反內卷」主題的利好因素或已被提前反映，宜對相關股份採取候低分段吸納策略
- 恒指2025年的每股盈利預測下調至2,100港元，預測市盈率目標上調至13.0倍，將今年恒指目標水平從26,000點上調至27,400點
- 滬深300指數的每股盈利預測為294人民幣，預測市盈率目標為16.5倍，今年滬深300指數目標水平定於4,850點
- 本季中港兩地市況或出現較劇烈震盪，若高追入市須做妥風險管理
- 本季看好板塊包括內地人工智能概念、內地服務及體驗式消費、內地可再生能源及電力設備、本港公用及電訊

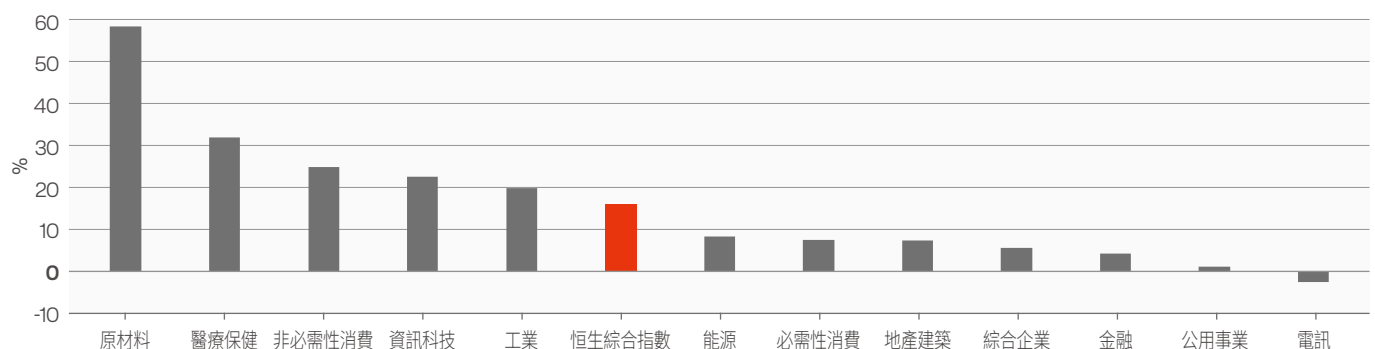
正如上季標題《穩打穩紮》所意，第3季港股市場穩步上揚，有別於上半年大起大落的行情。期內，中美代表進行了第3輪和第4輪貿易會談，相互答應再度延長90日優惠關稅期限，及後兩國元首通電亦初步達成轉售TikTok協議，屬推升中資股估值的重要功臣。再者，中國內地政府陸續針對多個原材料及消費行業發布「反內卷」措施，加上推動西藏大型水利項目開工、鬆綁一線城市房地產限購與限貸政策，為市場氣氛錦上添花。更關鍵的是，官方公布

「人工智能+」行動方案，同時多家內地科技巨頭接連推出升級版人工智能(AI)模型和自研芯片發展藍圖，成功抵銷了個別消費平台企業深陷割喉式補貼導致季度利潤急跌的負面衝擊。恒生指數從7月上旬的季內低位23,690點拾級攀升，至9月中旬最高一度突破27,000點水平，創下4年新高，並升越我們在4月初訂下的年內目標26,000點。恒生指數和滬深300指數在第3季分別錄得11.6%和18.1%的升幅。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的原材料、醫療保健、非必需消費及資訊科技於第3季均錄得超過20%的升幅，跑贏指數6至42個百分點不等。電訊則逆市向下，跌2.5%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「非常看好」的內地AI概念股普遍表現報捷，其中AI雲平台、數據中心、芯片等股份的表現尤其突出。獲評為「看好」的內地服務及體驗式消費板塊因業績超預期，股價大多跑贏大市。至於評為「審慎樂觀」的內地原材料板塊在受惠「反內卷」政策成為大贏家，多隻股份均收獲超額回報。同樣評為「審慎樂觀」的內地券商亦能交出亮麗表現。

本季題為《休整以待》，象徵中港股市經歷首3季勢如破竹的大升市後，現價估值的吸引力已大不如前，另外多個受惠政策拉動的權重股亦已升至技術嚴重超買區，不排除本季會觸發震盪調整，藉此令本輪牛市暫時休養生息。在國策持續支持創科發展、內需消費、經濟結構轉型等前提下，我們預期明年大市可望再創高峰，中長線投資者可待市況適度回調後，採取分注低吸的策略。

2025年第3季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

「十五五」規劃綱要備受矚目，中港股市或呈先高後低格局

未來國策主線的定調對本季的中港股市影響可謂舉足輕重。在10月下旬將會召開的20屆四中全會，預期將研究制定「十五五」規劃建議，料會初步提出未來5年中國經濟增長目標區間，並圍繞科技創新、內需擴容、發展新興產業、強化社會民生保障、綠色低碳轉型、推進城鎮化、財稅改革等範疇進行重點探討。市場普遍預期，中央決策層將採取穩中求進態度去制定2026至2030年之經濟增長目標，假設如過往傳統股期望將GDP總額10年內翻一番，2025至2035年間須達到年均約4.4%的實際增速，即未來5年的GDP增長較大機率定於4.5至5%水平。若最終結果符合該預期，即使整體經濟增長動能較過去數年放緩，相信仍有助提升市場風險偏好情緒。反之，若年均增速僅定於4%左右，則可能為中資股帶來短期震盪。

回顧歷史數據，過去5次在討論五年規劃大綱的中央委員會全體會議舉行的1個月前、1個月後、整個季度的中港股市表現，期內恒生指數的平均回報分別為+2.8%、+0.7%、+1.7%，而上證綜合指數的平均回報則分別為+3.7%、+0.7%、+4.5%。若只計算最近3次的五中全會（即2020年、2015年及2010年10月召開），不論是恒生指數或上證綜合指數，該3年的第4季度均錄得正回報，平均升幅分別高達7.8%及6.9%。綜觀而言，在全體會議討論新一個五年規劃大綱的季度，普遍對中港股市有利，尤其是會議召開前1個月，股市表現往往較開會後1個月更優秀。至於在10月四中全會召開前，中港股市料暫可延續自今年4月中旬以來歌舞昇平之氣氛，惟在大市已經處於較高水平下，恒生指數要複製過去3屆開會前1個月平均超過8%之漲幅，似乎不無難度。而當規劃大綱圓滿公布後，亦須警惕好消息出貨的回調壓力。

五年規劃綱要發布前後上證指數表現：

	開會前 1個月	開會後 1個月	整個 第4季
15屆五中全會（2000年）	-2.2%	+7.1%	+3.7%
16屆五中全會（2005年）	-3.1%	-5.8%	-2.0%
17屆五中全會（2010年）	+12.0%	-3.0%	+7.1%
18屆五中全會（2015年）	+10.9%	+1.7%	+11.8%
19屆五中全會（2020年）	+1.0%	+3.6%	+1.8%
平均回報：	+3.7%	+0.7%	+4.5%

五年規劃綱要發布前後恒生指數表現：

	開會前 1個月	開會後 1個月	整個 第4季
15屆五中全會（2000年）	-9.2%	-2.1%	-12.9%
16屆五中全會（2005年）	-2.1%	+1.1%	-1.8%
17屆五中全會（2010年）	+9.4%	+0.7%	+11.7%
18屆五中全會（2015年）	+9.1%	-3.6%	+3.4%
19屆五中全會（2020年）	+6.7%	+7.1%	+8.1%
平均回報：	+2.8%	+0.7%	+1.7%

規劃預期聚焦四大主題；AI、科技自主、服務消費、綠色低碳

以中長線投資角度而言，我們相信「十五五」規劃綱領中會支持新興產業發展，以及展現出對經濟結構改革轉型的決心。相比起單純衡量經濟增長目標，料更能夠推動新一波中港股市估值的上調行情，且可讓投資者發掘潛在超額收益的主題投資機遇。重點前瞻如下：

(1) 提升科技創新戰略發展地位

「十五五」編制可能將「數字經濟+人工智能」併列成篇，突出其發展定位。根據8月國務院發布的《關於深入實施「人工智能+」行動的意見》，提出在2027年實現人工智能與六大重點領域廣泛深度融合，新一代智能終端、智能體等應用普及率目標超過70%，2030年應用普及率須達到90%。由此可見，「十五五」規劃除了聚焦智能算力和數據中心等基礎建設之外，亦預期會強調加速拓展AI大模型的社會應用場景，包括消費、醫療、教育、工業、農業、能源等領域。當AI應用範疇愈趨普及，相關科技企業的變現能力自然愈強。因此，我們繼續看好AI雲計算、AI智能手機及電腦、智能駕駛、人形機器人、線上娛樂及醫療平台等細分板塊。



股票

(2) 實現關鍵產業供應鏈自主可控

過去數年內地先進半導體產業屢次被美國濫施技術設備供應管制，激發了中央政府在關鍵科技領域推動自主研發和國產替代之決心。儘管近期特朗普政府宣布解禁部份美企 AI GPU 對中國的出口限制，但相信無阻「十五五」規劃繼續鞏固集成電路行業供應鏈實現國產優先這一大方向。我們預期，內地政府將利用稅務減免、特惠專項信貸、設立專項基金、引導社會資本投入等政策措施，續為具備卓越研發能力的企業保駕護航，較受惠的 A 股與港股板塊包括晶圓代工、芯片開發、特種新材料和 DUV 光刻機供應鏈等。

(3) 擴大民生保障，支持服務型消費

「十五五」規劃料繼續聚焦推動經濟結構再平衡，即是降低對傳統出口、舊式基建和房地產產業的依賴程度，轉為擴大內需消費對經濟貢獻的佔比。事實上，在過去1年，內地政府已通過育兒補貼、調整最低工資、增加養老金支付等社會保障措施來提升居民可支配收入，相信類似社福優化政策將陸續有來，以進一步釋放居民消費潛力。此外，拓展服務消費似乎也會成為規劃中最引人憧憬的項目之一，預期未來1年中央及各地方政府將針對住宿餐飲、醫療保健、文娛、旅遊、體育、養老、教育等服務消費範疇，培育更多元化消費新場景與龍頭消費品牌，並在現有財政及信貸支援政策（例如5,000億元人民幣專項再貸款、消費貸款利息補貼、地方旅遊消費券等）上適度加碼，料有利服務及體驗式消費為內地經濟帶來更大增長動能。投資部署上，我們建議中長線可持續關注運動用品、線上娛樂平台、線上醫療平台、旅遊平台等板塊，惟相關股份在過去半年普遍已錄得較大超額收益，短線不排除先作休整回吐。

(4) 加速綠色低碳轉型

根據去年7月國務院發布的《加快構建碳排放雙控制度體系工作方案》，確立了「十五五」期間將降低碳排放強度作為經濟和社會發展的約束性指標。此外，由於「十四五」期間國內減碳未及預期，截至2024年底碳排放強度較2005年累計降幅約53%¹，較早前訂下2030年的碳達峰目標（即2030年碳排放強度較2005年下降65%以上）尚有差距，未來5年的年均降幅須達到逾5%方可達標，相較於「十四五」的減碳要求顯著提升。因此，相關政策料將聚焦於加快傳統高污染行業改造升級，亦將引導社會資金投向更多低碳產業和潔淨能源項

目。其中，最備受矚目的是落實於今年動工、總投資額超過1.2萬億人民幣的西藏雅魯藏布江大型水利項目。投資者可適時部署可再生能源發電及電力設備、核電、儲能設備、氫能設備、特高壓與智算電網等主題板塊。

「反內卷」料帶來再通脹，原材料板塊可望迎來盈利拐點

內地在上一季密集推出「反內卷」政策，成為中港股市節節上升的主要催化劑之一。回顧7月召開的中央財經委員會會議及中央政治局會議，決策層表明未來須加強抵制行業無序競爭，並推動重點行業產能治理。箇中目的是透過削減過剩產能和嚴控非理性競爭，以緩和國內物價下行壓力，提升企業利潤率。事實上，截至今年8月，中國生產者物價指數（PPI）已經連續35個月錄得負增長，其中6月和7月PPI皆錄得按年跌3.6%，為年內最大跌幅，顯示內地多個上游製造業環節正面臨嚴峻通縮挑戰。由於部份傳統工業出現產能過剩，今年第2季國內工業產能利用率下滑至74%²，1至7月規模以上工業企業利潤按年下跌1.7%³，水泥、玻璃、化工、光伏硅料等行業屬較重災區。此外，近期消費品行業如汽車、電商與外賣平台等也一度深陷割喉式補貼戰，進一步加劇價格下行壓力，多家相關企業之第2季度淨利潤表現也因此一落千丈。

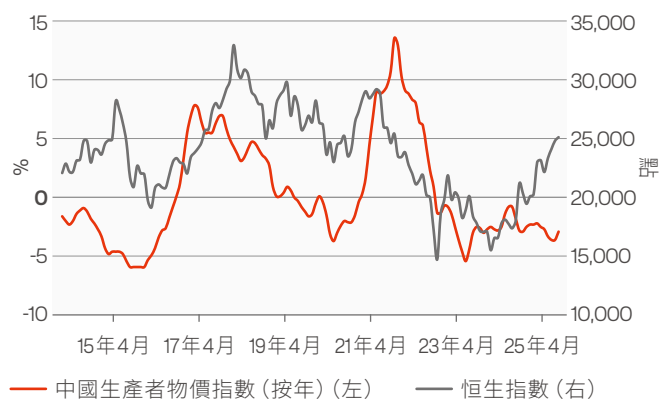
正因如此，中央政府處理內卷問題可謂刻不容緩，料有利於中港股市觸發再通脹估值修復行情。參考2015至2018年中央推動「供給側改革」經驗，當時國策同樣是針對產能過剩的行業，包括煤炭、水泥、鋼鐵、有色金屬等國企主導的板塊，利用「由上而下」、行政命令方式進行產能削減。中國PPI在2016年成功扭轉了之前長達50多個月（2012-2016年）的負增長，從2015年低點-5.9%一度回升至2017年最高的+7.8%；同時，隨著工業企業利潤率迅速改善，創造了中港股市在本世紀以來其中一個最亢奮的大牛市，以2016年上旬最低點至2018年上旬最高點計算，恒生指數及滬深300指數期內漲幅分別高達83%及56%。當然，本輪的「反內卷」行動跟當年的「供給側改革」在執行細節上不盡相同，例如這次改革涉及較多民企主導領域，故削產能力度可能較過往溫和，且可能偏向採取市場化、行業自發減產（如水泥、煤炭、鋼材或光伏玻璃）等方式進行，故再通脹行情料須更長時間體現，而市況之潛在漲幅預期也不能同日而語。

¹ 見江蘇節能網網站，http://www.jsjnw.org/dangjian_1/784.html

² 見國家統計局網站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202507/t20250715_1960404.html

³ 見國家統計局網站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202508/t20250827_1960884.html

中國生產者物價指數及恒生指數的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

中國生產者物價指數及滬深300指數的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

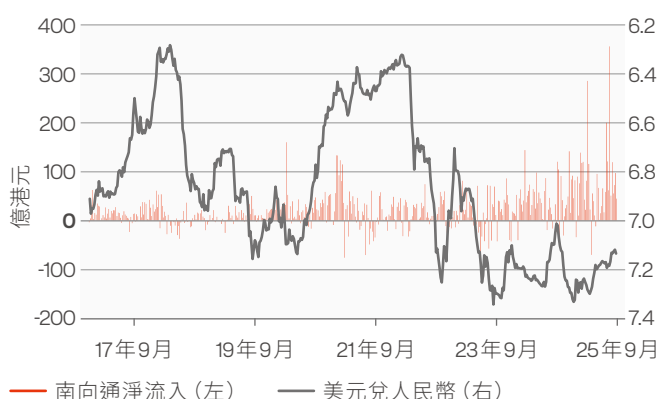
無可否認，行業產能調整短期對經濟或會造成一定衝擊，但長期則有助重塑供需平衡格局，扭轉物價下行趨勢，以及提升企業利潤率。行業層面上，鋼材、水泥、太陽能材料、化工、碳酸鋰電池等企業，普遍在過去兩年深陷虧損或盈利大幅倒退的困局，預期在「反內卷」國策主導下，本季將實施嚴格限產和減產措施，並抵制低於成本價的傾銷行為，相關行業的龍頭企業可望搶佔更大市場份額。同時，伴隨各大宗商品價格已於第3季起築底回升，主要原材料企業的盈利表現料該可迎來轉捩點。不過，由於多數股份在過去1季已累積驚人升幅，恒生原材料行業指數期內亦大幅跑贏其他板塊，意味「反內卷」主題或已被提前充份定價，投資者宜採取候低分段吸納策略。

美國重啟減息帶動資金流入，本港高息板塊坐享其成

美聯儲9月重啟減息，根據最新的利率點陣圖預測，本季尚有2次共50點子的利率下調空間。隨著美聯儲主席鮑威爾和數位理事於明年任期屆滿，相信在特朗普政府主導接班

人提名下，美聯儲鴿派陣營當道幾成定局，故預期2026年之減息路徑仍偏進取。數據顯示，當美國處於減息週期而經濟未有出現急劇衰退，環球資金往往更傾向流入新興市場（詳情可參閱《宏觀策略》章節），中港股市亦受益匪淺。箇中主要原因之一是美國減息有利於增強人民幣的升值預期，從而降低海外投資者對中國股票的匯兌風險溢價，有助中資股整體估值抬升。另一方面，人民幣匯價走高亦間接提升離岸中資股的每股盈利和派息水平（以港元計算），對國內投資者更顯吸引力，故在過往人民幣階段性升值的周期，港股通南向淨流入規模普遍大幅增加，對大型中資權重股形成被動與主動配置增量。當然，自今年4月起人民幣兌美元匯價已攀升約3%至約7.1水平，疊加關稅影響下，8月份中國出口表現已漸露疲態⁴，不排除內地政府將對人民幣升值節奏稍作壓抑。況且年初至今港股的漲幅已遠勝於A股，導致滬深港通AH股之平均溢價大幅收窄至20%左右，創下自2019年首季以來的低點。這都意味美國降息、人民幣升值之因素短線未必可為在港上市的中資股增添太多上升動能。

南向通淨流入及人民幣匯率的關係



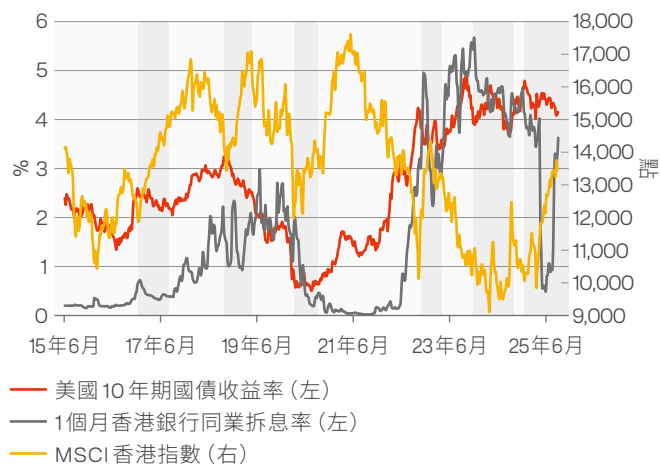
資料來源：彭博，數據截至2025年9月26日

反之，美國持續降息可能對香港本地之權重股份創造更大的邊際效益。首先，美息穩步下調有助收窄與港元的息差優勢，預期港元沽盤壓力亦可減輕，港元同業拆息（HIBOR）可望扭轉第3季以來急速上行的走勢（1個月HIBOR一度從0.5%上升至3.9%），甚至重新掉頭回落。對於港元或美元計價債務比例較多、融資成本佔收入比例較高的本地企業來說，可謂一大喜訊。其中潛在受益之板塊包括地產收租、澳門博彩、航空營運及租賃股等。再者，美國國債收益率曲線料延續整體下移的趨勢，對於本港高收益價值型股份而言，股息收益率溢價擴大、折現率下降均有利支撐估值上修。其中較可看好本地公用事業、本地電訊、本地房地產信託基金等板塊。事實上，回顧過去10年之數據，每當港元同業拆息或美國長期國債收益率處於下行階段時，MSCI香港指數表現往往可看高一線。

⁴ 見華爾街見聞網站，<https://wallstreetcn.com/articles/3755131>

股票

MSCI 香港指數、香港銀行同業拆息率與美國國債收益率的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

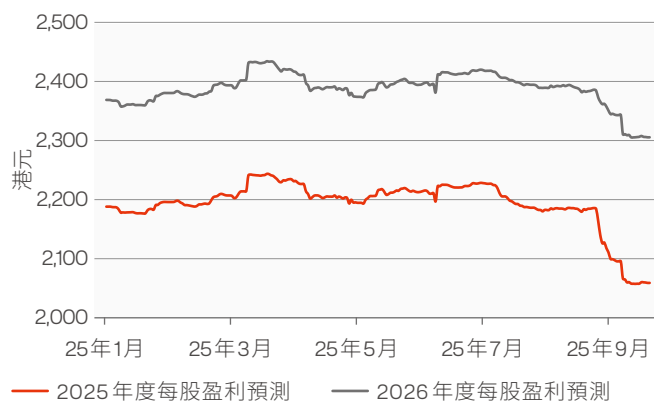
AI 板塊引領大市估值上修，恒指目標調升至27,400點

基於內地人工智能產業在多個環節上持續出現突破性發展，同時展望「十五五」規劃將重點提升其戰略地位，中長線而言人工智能相關科技股該可繼續成為中港股市估值上調之領頭羊。再者，中國「反內卷」措施料會密鑼緊鼓推出，美聯儲進一步減息似乎亦勢在必行，均支持A股與港股主要股指暫時享受一定幅度的估值溢價。不過，我們認為中美關係未來之發展依然存在高度不確定性，本季宜繼續觀望雙方的貿易會談進度、高科技領域之出口管制爭端、TikTok 交易進展、關於購買俄羅斯能源的潛在制裁等事件。若結果稍有差池，可能會再度激發市場風險溢價抽升，限制大市估值進一步上調空間。

至於企業盈利表現方面，我們認為面臨的挑戰將更嚴峻。根據彭博數據，自7月以來（截至9月26日）恒生指數和滬深300指數的2025年度盈利預測分別遭下調7.5%及1.1%，主要被深受內卷威脅的汽車、外賣和電商平台之權重股份所「拖後腿」。縱然相關行業的非理性價格戰似乎已稍為收斂，惟企業利潤率復甦之路料舉步維艱；至於AI龍頭企業亦可能因激進的前期資本投入而削弱短期盈利能力。另外，國內8月份宏觀經濟數據續呈轉弱之勢，在出口前置釋放、房地產銷售乏力、消費品以舊換新補貼額度逐漸耗盡下，預期未來2至3個月之經濟數據表現難以擺脫頹勢。因此，我們對中資股之2025年盈利預測看法略轉向保守，但2026年有望迎來更強勁增長。

總括而言，我們將恒指2025年的每股盈利預測從上季的2,300港元下調至2,100港元，略高於彭博預測共識的2,063港元（截至9月25日數據）。另外，我們對滬深300指數的每股盈利預測為294人民幣。估值方面，根據彭博截至9月23日數據，目前恒指預測市盈率為12.9倍，高於過去5年平均價值約1個標準差。我們將恒指2025年預測市盈率目標從上季的11.3倍上調至13.0倍，並將今年恒指目標水平從26,000點上調至27,400點。我們給予滬深300指數2025年預測市盈率目標16.5倍，今年滬深300指數目標水平定於4,850點。儘管全年目標水平獲上調，我們認為本季市況或出現較劇烈震盪，若高追入市須做妥風險管理。

恒生指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年9月26日

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9月22日

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. 「十五五」規劃料大力支持AI及算力發展，早前國務院發布《關於深入實施「人工智能+」行動的意見》，要求提升AI在各個重點產業的深度融合，並擴大AI智能終端的應用普及率，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，有助自研高端芯片、擴充算力儲備、加速升級AI大模型，以及擴大AI實際應用場景，預期可激發更強大和多元化的變現能力。 3. 多家國內及海外科技巨企將於本季發布新產品，重點關注物理型AI產品的技術突破，其中較看好高階智駕（L3或以上）、Robotaxi、人形機器人的相關產業鏈。	****
內地服務及體驗式消費	1. 7月中央政治局會議重申穩定居民就業和優化社會保障政策的重要性，並在多方面增加居民收入。加上近月股市顯著造好，財富效應有助提升居民消費信心。 2. 上季商務部等9大部門發布《關於擴大服務消費的若干政策措施》，提出19項支持措施，如打造新消費熱點、擴大服務業對外開放、加強財金政策支持等，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、線上醫療平台、運動用品、旅遊、飲料等細分板塊。	***
內地可再生能源及電力設備	1. 國內AI應用愈趨廣泛將帶動數據中心之用電需求，根據《促進可再生能源綠色電力證書市場高品質發展的意見》，要求提升全國數據中心的綠色電力消費比例，長遠有助改善核電、風力和光伏發電之利用率和交易電價，同時帶動儲能電池需求。 2. 光伏及風電行業陸續推出自發性「反內卷」措施，限制產能過度擴張及持續低價傾銷，料可支持光伏材料、風電渦輪機組價格低位回升。西藏雅魯藏布江大型水電工程今年正式動工，長遠有利帶動水電機組及抽水蓄能設備需求。 3. 內地主要發電股份經過8月及9月的回調後，目前預測市盈率已重返5年平均價值水平附近，且股息率高達3.5至6%，估值吸引力不俗。	***
本港公用及電訊	1. 近期美國就業數據表現漸露疲態，料促使美聯儲加快減息步伐，我們預期今明兩年美聯儲尚有合共100點子的降息空間，意味美國國債收益率及港元拆息將趨向下行。目前主要本地公用及電訊股之股息率高達5至8%，息差吸引力逐步顯現。 2. 多家企業均在營運大量海外公用事業項目，如供電、供氣及水務等，普遍皆受到當地利潤管制協議保障投資回報率，業績能見度較高。另外料受惠於非美貨幣持續轉強，海外項目可獲更佳匯兌收益。 3. 資產負債表狀況穩健，現金流強勁，有助維持高派息比率、增加股份回購或提供潛在海外併購機會。	****

[#] 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

股票

東亞聯豐投資團隊

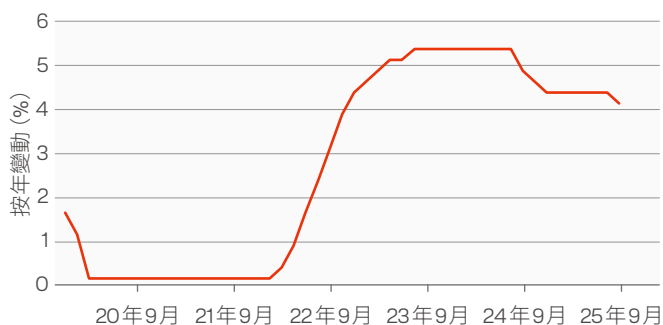
減息有利風險資產，對美日及中國等亞洲市場持樂觀態度

本章摘要：

- 美聯儲再度重啟減息周期，對股票市場持樂觀態度
- 看好美股，因當地經濟增長雖然有所放緩但仍具韌性、且人工智能領域投資持續活躍
- 法國政局不穩及債務飆升，故對歐洲觀點轉趨審慎；日本經濟增長迅速，看好日股
- 流動性充裕及貨幣走強利好亞洲市場；「反內卷」政策有助支撐中港股票走勢，擱置稅務改革利好韓股

美聯儲於9月如期減息25點子，主席鮑威爾形容這次減息屬「風險管理」。儘管通脹依處於高位，但新增職位減少，勞動市場存在下行風險，促使央行把貨幣政策調整至更為中性的立場。最新點陣圖顯示，今年餘下時間或有兩次減息機會¹，有利風險資產表現。東亞聯豐團隊因此對股票維持樂觀看法，並繼續看好美股，因其經濟仍具韌性。歐洲方面，由於法國政局不穩，團隊轉向更為審慎。日本經濟穩健，市場普遍預期新一任領導層將推出更積極的財政措施以應對通脹和強化美日關係，因此團隊亦看好日股。同時上調對亞洲整體股市觀點，重點關注流動性充裕的中港股票市場，以及近期擱置稅務改革的韓國市場。

美國聯邦基金利率中位數



資料來源：美聯儲，數據截至2025年9月19日

看好美日股票市場，因兩國經濟持續強韌；法國政局不穩令歐洲立場轉趨中性

美國就業市場面臨下行風險，儘管通脹依舊高企，但美聯儲為平衡支持勞動市場與控制通脹的雙重目標，於9月如期重啟減息周期。美國8月通脹率按年上升2.9%，為今年1月以來最大增幅²，雖然美聯儲認為物價上漲屬短期現象，但仍需進一步觀察。值得注意的是，美國就業市場明顯放緩，下行風險日益增加。8月非農業就業人數僅增加2.2萬，遠低於市場預期。失業率由7月的4.2%輕微上升至8月的4.3%。東亞聯豐團隊認為，儘管勞動市場有所放緩，美國整體經濟依然穩健。美聯儲已將今年經濟增長預測由1.4%調升至1.6%³，企業最新公布的業績也相對強韌，人工智能相關領域的投資持續增長⁴。展望未來，市場仍面臨不確定因素，包括美國最高法院將審理總統特朗關稅政策的相關訴訟，裁決或於年底前公布，結果可能對市場情緒帶來影響，投資者須密切關注。

法國政局不穩及赤字惡化等，促使評級機構惠譽於9月12日下調法國主權評級，引發債市大幅波動⁵。歐洲主要經濟體的不穩定，使我們對歐洲的立場轉趨審慎。歐元區第二季經濟顯著放緩，僅增長0.1%。然而，消息好壞參半，8月製造業採購經理指數升至50.7，為2022年年中以來首次錄得按月改善⁶。德國的債務改革及未來12年5,000億歐元的特別基礎設施投資基金，突顯德國積極的財政政策立場⁷。儘管今年投資對增長貢獻有限，團隊預期歐元區中期經濟增長將可望達0.5至1%。短期內，歐洲仍難完全擺脫美國關稅及全球經濟不確定性的影響，但鑒於歐股估值合理，且長期具增長潛力，團隊對該區維持中性立場。

¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/09/17/fed-rate-decision-september-2025.html>

² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/09/11/consumer-prices-rose-at-annual-rate-of-2point9percent-in-august-as-weekly-jobless-claims-jump.html>

³ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250917.pdf>

⁴ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/amp/2025/07/23/googles-85-billion-capital-spend-spurred-by-cloud-ai-demand.html> 及 <https://www.cnbc.com/amp/2025/07/30/metas-big-ai-spending-blitz-will-continue-into-2026-.html>

⁵ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-france-to-a-outlook-stable-12-09-2025>

⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/euro-zone-manufacturing-expanded-first-time-since-early-2022-august-pmi-shows-2025-09-01/>

⁷ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/amp/2025/03/18/german-parliament-to-vote-on-fiscal-package-that-could-bring-historic-reforms.html>

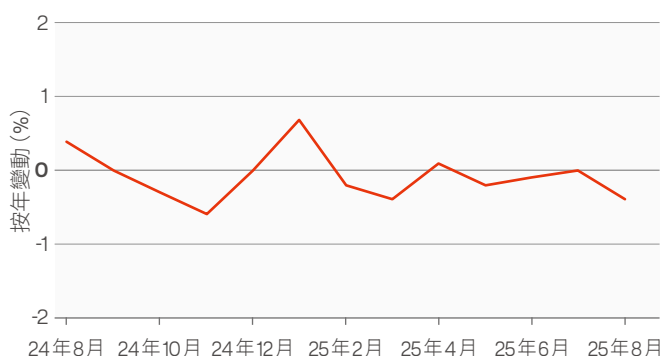
日本方面，首相石破茂宣布辭職，自民黨將重新選出新黨魁，新領導層將聚焦協助家庭應對通脹。市場普遍期待新政府推出支持經濟增長的財政措施⁸。與此同時，日本整體消費向好、企業開支穩定，經濟也穩步擴張。日本第二季國內生產總值年度化增幅達2.2%，連續五季錄得增長⁹。出口情況亦有所改善，8月整體出口按年下跌0.1%，較7月2.6%的跌幅大幅收窄¹⁰。在日本宏觀經濟向好的背景下，我們對日股持樂觀看法，但將會密切關注新首相政策方向及貨幣政策動向。

看好中港和韓國等亞洲股票，關注中國物價走勢

東亞聯豐團隊提升對整體亞洲股票的看法，尤其看好中國、韓國及個別台灣科技股。人民幣和亞洲貨幣走強，有助提升環球投資者對新興市場的配置。

中國內地流動性充裕，投資者通過融資買入股票，推動中港股市上漲。受惠於流動性充裕、「反內卷」政策推動、科技本土化趨勢加強及中美貿易緊張局勢緩和，團隊看好中港股票。然而，中國內地經濟活動和物價仍然疲弱，8月製造業採購經理指數繼續處於收縮區間為49.4。而物價指數則按年下跌0.4%，3個月內再次跌落負值¹¹。中國內地對過度競爭及產能過剩的整治，工業品價格出現初步回穩跡象。但股市能否進一步走高，則取決當局是否推出更多有力刺激經濟政策及通縮趨勢可否扭轉。在「反內卷」政策推行，加上不少股票估值仍屬合理，因此團隊認為中港股票具備由下而上的選股機會。隨著全球利率見頂，中港等亞洲區內具有穩定息率的價值型股份，預計將有機會持續吸引國際資金。中國消費雖尚未出現明顯改善，但已漸趨穩定，非必需消費品和新興消費類股份表現向好，市場亦預期當局可能進一步推出刺激消費的政策提振內需。

中國消費者物價指數



資料來源：國家統計局，數據截至2025年9月19日

除中國以外，韓國也是團隊看好的市場之一。總統李在明較早前提出降低資本利得稅門檻，引發當地股市短期下挫，但隨著政府最終放棄該計劃，股市隨即反彈¹²。韓國第二季國內生產總值按年上升0.6%¹³，加上美國減息為韓國等亞洲央行提供減息空間，有利流動性，因此團隊看好韓國股市，特別是人工智能相關的企業。隨著全球人工智能基礎建設和技術應用不斷擴大，相關產業板塊亦有望受惠。

總結

美國重啟減息週期，利好風險資產表現。團隊看好美國、日本以及中韓等亞洲市場，但由於法國政局不穩，對歐洲持審慎態度。當前市場仍然存在多項不確定性因素，建議投資者適度配置於不同地域與板塊，以分散風險。



⁸ 見Japannews網站，<https://japannews.yomiuri.co.jp/politics/election/20250925-282969/>

⁹ 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/09/08/economy/gross-domestic-product-grew-22-last-quarter/>

¹⁰ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/09/17/japan-exports-slip-for-fourth-straight-month-but-less-than-expected-.html>

¹¹ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/09/10/china-cpi-august-deflation-.html>

¹² 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-14/south-korea-scraps-plans-to-raise-capital-gains-tax-on-stocks>

¹³ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2025/07/24/south-korea-avoids-technical-recession-as-gdp-expands-0point6percent-in-second-quarter.html>

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。