

拾級登雲

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：拾級登雲

本章摘要：

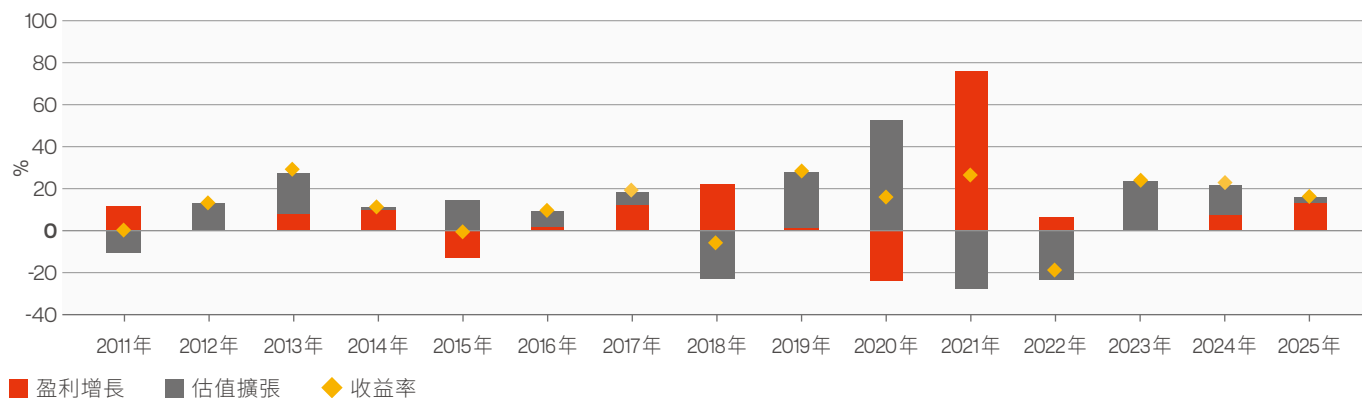
- 美股市值佔GDP比重、席勒市盈率和「循環交易」現象趨普及，皆顯示美國AI股票已具備部份泡沫特徵。一旦AI應用場景和企業回款能力與市場預期出現落差，可能形成回調壓力
- 美股宏觀基調與2000年科網股泡沫爆破周期存在本質差異，不可從估值之單一角度作類比。AI屬國際地緣競爭主要賽道，料政府會以各項措施支持AI科企發展，有利支撐行業估值
- 預期美國AI主題板塊走勢漸趨分化，較看好：i) 擁有充沛產能及較強定價能力的芯片（GPU、ASIC、存儲）開發和代工企業；ii) CAPEX持續向上且具備強大AI模型升級能力之雲平台企業；iii) ROI及現金流周轉能力較強之AI應用企業
- 中期選舉前，美國政府料釋出更多經濟利好政策，例如減稅延期、基建加快審批、加碼補貼本土製造業、放寬銀行業資本要求等，加上《大而美法案》提升財政方面刺激力度，有助美股市場營造「選前蜜月」行情
- 2026年標普500指數目標為7,500點，對應2026年預測每股盈利315美元（按年+15%），以及未來12個月預測市盈率23.8倍。須警惕任何地緣、選舉或供應鏈之雜音均可能對估值形成壓力，潛在回調幅度約5-8%
- 在聚焦成長主線的同時，通過部分周期倉位元來平衡組合，應對市場從集中走向擴散的輪動

2025年美股屬於典型的「盈利主導」的行情。AI資本開支周期正進入兌現階段：第1季Blackwell GPU量產、第2季各大科技巨頭資本開支按年大增，帶動半導體、伺服器、液冷及電力設備等板塊每股盈利連續三季上調；第3季零售、工業龍頭在自動化大幅降低成本下，毛利率意外擴張，推動標普500指數全年每股盈利增速由年初預測的7%升至11%以上。全年盈利增長貢獻佔指數漲幅逾七成，與2023-24年「估值主導」形成鮮明對比。期間市場並非沒有波動，但每次回調幅度未達5%就被更強勁的盈利上調迅速拉回，顯示「盈利底」比「流動性底」更牢靠。

估值全年基本窄幅波動。雖然10年期美債收益率從4.7%一度回落至3.9%，但美聯儲僅進行了3次「預防式減息」，預測市盈率始終無法突破過去3年的上軌。資金結構分化明顯：美股七巨頭自4月起進入「業績-回購」雙升通道，股價與自由現金流匹配度高，估值因盈利調升而自高位回落；相反，剔除這7間企業後的「標普493」僅在9月降息前後出現短暫輪動，隨後又因財政赤字擴張與經濟不確定性而再度受壓。全年來看，估值擴張對指數的貢獻不足三成，且集中在少數AI基礎設施龍頭，其餘板塊主要靠盈利大幅超預期，而獲得「合理估值之內的上漲」。

總括來說，2025年美股三大指數全線上揚，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13.0%、16.4%、20.2%，後兩者更成功創下歷史新高。

盈利與估值對標普500指數的貢獻



資料來源：彭博，數據截至2025年11月28日

股票

本季主題為《拾級登雲》，美股在AI資本開支的堅實台階上，企業盈利已連續三季超出預期，可謂雲徑初開。展望前方，坡道仍指向雲端，但估值隱坡陡峭，利率與政策雜音或令升勢數度停步；AI投資熱潮分化亦日趨明顯，純概念股掉隊，資金更願意為同時具備「訂單與現金流」的企業支付溢價。投資者唯有把握確定性高、估值相對合理的「盈利台階」，方能在階段性調整中繼續登雲，而不被高空估值陣風吹倒。

AI 泡沫論再審視：部分特徵隱約歷史再現

在2025年第4季，美股曾經出現調整，市場再度重提當前估值是否重現2000年科網泡沫的疑問。從部分指標觀察，確實具備部分特徵。

用資本化率衡量，2024年美股總市值佔GDP比重已升至213%，比1999年153%的紀錄高出整整60個百分點；若將GDP視作經濟體承重樑，這條樑上的股市砝碼已比互聯網狂熱期更重。

再看市盈率，席勒市盈率（取過去10年經通脹調整的平均淨利潤，平滑周期波動）1999年的峰值為44.2倍，2025年11月為39.9倍，雖較高位略低，但仍穩居歷史第二高位，且距離最高位不足5個百分點。當年估值高峰對應的是大量負現金流企業，如今則對應AI產業鏈訂單高峰，估值曲線同樣陡峭。

市場憂慮AI產業「循環交易」再現。半導體硬體龍頭透過預付款、股權投資等方式向AI大模型公司「輸血」，使其得以持續採購自家GPU，形成「收入—投資」的循環。這一模式與2000年設備商向互聯網運營商提供「供應商融資」（vendor financing）的手法如出一轍，潛在隱患也相似。當前AI應用尚未有可持續的消費級場景，終端變現能見度低；同時高負荷運轉下GPU折舊周期或短於市場預期，一旦算力利用率下滑，算力中心的真實回報率可能迅速惡化。

美國國內上市公司市值佔GDP比重



資料來源：Wind，數據截至2025年11月28日

標普500指數席勒市盈率



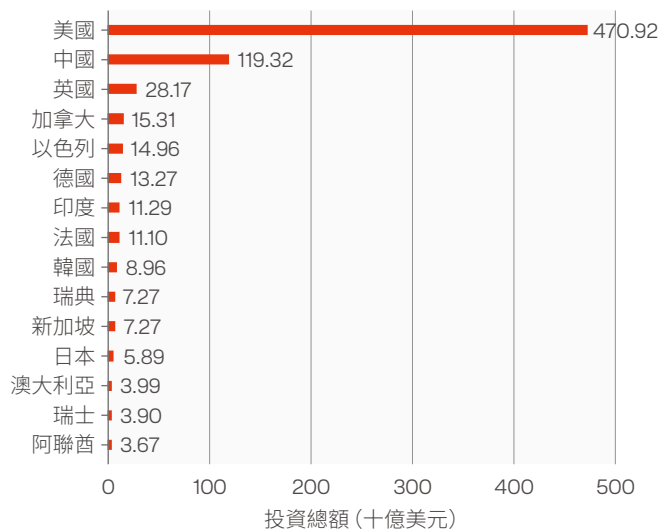
資料來源：Wind，數據截至2025年11月28日

「全球牌桌與寬鬆彈藥」— AI估值雖高，宏觀基本面已非2000年

當前宏觀環境與上世紀90年代相比，在國力博弈格局和貨幣政策環境上存在本質差異，不可從估值等視角簡單類比。

1990年代的互聯網革命幾乎是一場「美國獨角戲」，資本、技術與政策紅利都集中在一國；當前AI已成全球化賽道。2013-2024年累計私人AI投資中，美國雖以4,710億美元佔半壁江山，中國以1,190億美元緊隨其後，英、加、以、德、印、法六國合計貢獻1,100億美元，形成「中美雙引擎、多極跟隨」的格局。在大國博弈視角下，AI已成地緣競爭的「硬賽道」— 華府不可能主動收緊晶片與模型投入，否則等同把算力高地讓於對手；各州補貼、出口管制、關稅豁免等工具反而會把資本開支鎖在高位，與2000年「加息+強美元」的環境截然不同。

2013-2024年按地理區域分類的全球人工智能私人投資（綜合）



資料來源：史丹福大學《2025年人工智能指數報告》

貨幣政策背景更不一樣。2000年3月納斯達克見頂前夕，美聯儲仍處於加息階段，聯邦基金目標利率高達6.5%，10年期美債債息高達6.4%。當下聯邦基金目標利率已降至3.75%，10年期美債債息約4.1%，且縮表計畫已暫停，實際利率曲線比當年低200個基點以上。降息兼停止縮表的組合，不僅大幅降低算力中心等人工智能企業的巨額融資成本，更讓科技巨頭手中累積逾7,000億美元現金等價物，持續享有正利差優勢，足以在股價回調時加碼回購、併購或進一步增加資本開支(Capex)。估值高地上同樣有人「端著彈藥」固守陣地，此乃2000年科網泡沫破裂前未曾出現的「寬鬆緩衝墊」。因此，僅憑市值或席勒市盈率逼近舊峰值就斷言「泡沫即將破裂」，容易忽視全球政策與流動性基本面已徹底換軌。

美聯儲仍處於減息通道



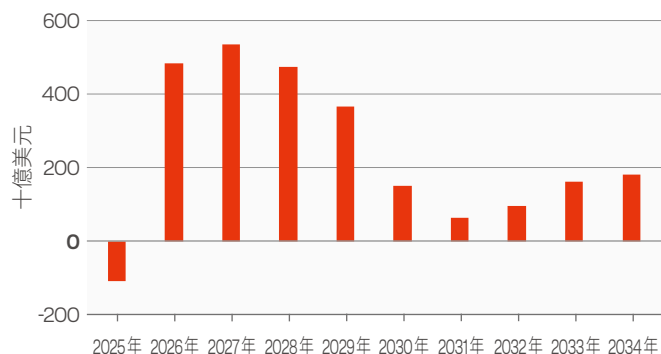
資料來源：Wind，數據截至2025年11月28日

「選票行情與財政油門」— 美股有望再借政策東風

2026年11月將迎來美國中期選舉，歷史經驗顯示，總統若在國會失去多數席位，後續兩年往往容易陷入「跛腳鴨」僵局。特朗普團隊對此記憶深刻：2018年第4季標普500累跌逾14%，消費者信心指數驟降20點，被視為共和黨丟失眾議院的重要原因。為避免重蹈覆轍，白宮大概率提前釋放經濟友好政策，例如延續減稅優惠、加快基建審批、加碼對本土製造業補貼等措施，均可能在2025年底至2026年上半年集中落地，形成「選前蜜月期」。

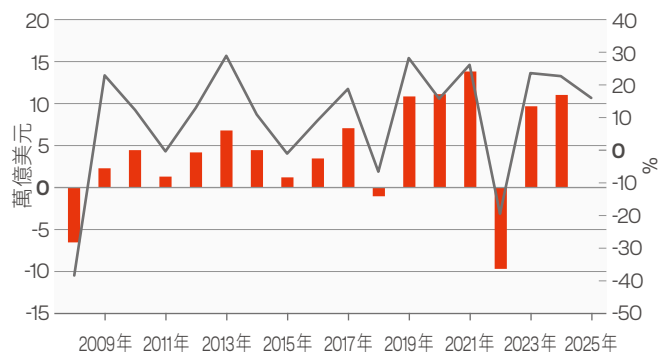
財政方面已預留彈藥。《大而美法案》2026年起進入支出高峰，預計今年新增赤字約3,000億美元，相當於GDP的1.1%，對私人部門現金流構成「對沖式」注入。2018年資產縮水一度令居民金融資產增量轉負，而2025年已重回年化約15萬億美元的高速增長軌道，若政策配合市場維持正回報，財富效應將持續支撐零售支出與企業回購。選舉年與財政擴張「雙輪」疊加，降低2026年美股出現深度調整的概率，指數仍有望在中高位震盪上行。

《大而美法案》增加美國財政赤字



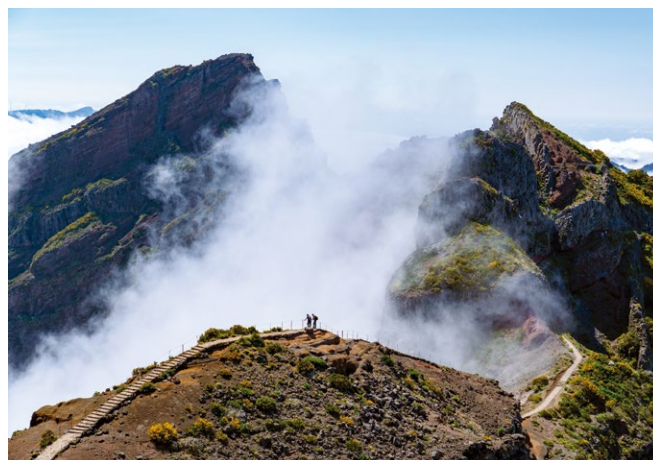
資料來源：美國國會預算辦公室，數據擷取於2025年11月28日

美國居民及非盈利機構部門金融資產與標普500指數變幅走勢



■ 美國居民及非盈利機構部門金融資產：年度變化（左）
— 標普500指數年度變幅（右）

資料來源：Wind，數據截至2025年11月28日



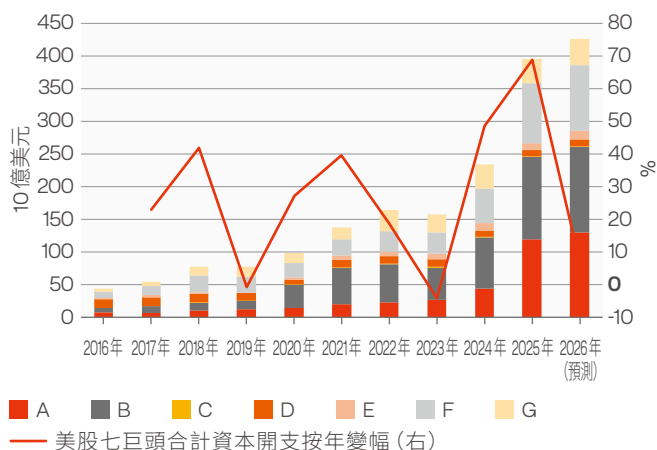
股票

「高估值棧道上的波動台階」— 美股或呈「緩升+快調」節奏

預期2026年美股七巨頭的Capex仍然居高不下，合計支出料將逼近4,500億美元，GPU、液冷、電力設備訂單已排至2027年上半年，市場對此已充分反映。然而，圖表顯示2026年其增速或將自峰值回落，同時高利用率下的4年折舊曲線日趨陡峭，意味若應用方面的收入未能同步放量，七巨頭的自由現金流將在2026年下半年面臨「折舊+資本開支」雙重壓力。市場雖已察覺到此拐點，但情緒尚未逆轉，牽動更高的波動溢價。

我們預期2026年標普500指數目標為7,500點，對應2026年預測每股盈利315美元（按年+15%），以及未來12個月市盈率23.8倍。觀察股權風險溢價（ERP）目前處於極低水平，顯示估值對壞消息的緩衝墊極薄。財政與貨幣雙寬鬆雖封鎖了利率急升、流動性驟緊的系統性風險，卻也讓ERP難以持續擴張。因此，任何地緣、選舉或供應鏈雜音，都可通過「情緒—ERP—股價」的傳道鏈迅速釋放，引發5-8%的急促回調。由於寬鬆背景未變，此等回調多屬臨時定價，而非趨勢反轉，反而為逢低布局提供機會。2026年主線料呈「高平台、小台階」格局：指數的均衡水平料隨盈利溫和上升，但波動區間放大，情緒修復後獲利，將成為獲取超額收益的核心戰術。

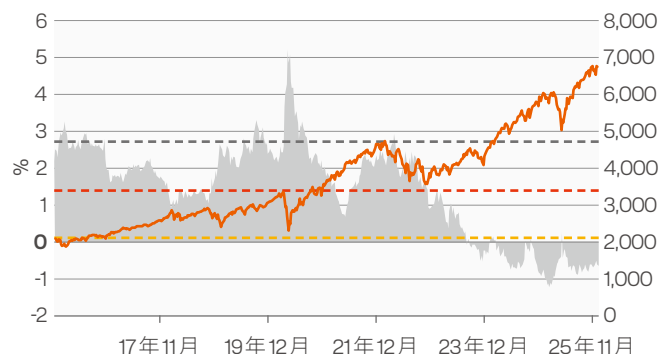
美股七巨頭資本開支情況



資料來源：彭博，數據截至2025年11月28日

註：A至G代表各自代表七巨頭之一

標普500指數股權風險溢價目前處於極低水平



資料來源：Wind，數據截至2025年11月28日

美股AI投資三把篩：全球比價、成長優先、訂單為王

估值角度方面，標普500指數、納斯達克指數，確實高居10年90%分位，惟此並非美股「獨自昂貴」。日經225指數市盈率約21倍（69%分位）、德國DAX約19倍（60%分位）、恒指雖僅12倍，卻已升至自身歷史78%分位，顯示「AI革命」3年來，全球資金系統性抬升權益風險溢價。在缺乏更廉價替代品的背景下，美股憑藉AI產業鏈最完整、回購最活躍、美元流動性最充裕，仍將是全球配置型資金的「預設倉位」。對投資者而言，畏高不如擇時，利用5-8%的階段性回調加倉，比空倉而錯失升勢的風險更小。

風格上，宜繼續押注成長型而非價值型股票。歷史規律顯示，加息停止並進入降息通道後12-18個月，成長風格類股份仍將繼續跑贏價值風格；當前聯邦基金正處於這一「暫停—降息」平台，流動性邊際放鬆對高啤打資產最有利。基於2026年成長風格佔優的判斷，除AI外，應重點關注兩大方向：一是非必需消費品，該板塊將核心受惠於可能的降息周期、穩健的就業與家庭資產負債表，盈利預期已顯改善跡象；二是醫療保健，隨著政策不確定性降低，其在肥胖症治療、醫療設備等領域的創新驅動增長（「長壽主題」）將重獲市場關注。此外，由AI衍生的公用事業（電力需求革命）和地緣政治驅動的國防科技，是值得長期關注的主題性成長賽道。總體策略是在聚焦成長主線的同時，通過部分周期倉位元來平衡組合，應對市場從集中走向擴散的輪動。

聚焦 AI 領域，2025 年市場已用「腳」投票 — 純故事型 SaaS、尚未交付製造 (Tape-out) 的 GPU 初創、無使用場景的大模型公司，均遭連續下調評級。投資策略應收縮至 3 條主線：1) 硬體「鏟子」：擁有實體產能與定價權的晶圓廠、存儲龍頭；2) 平台槓桿：雲巨頭 Capex 向上且能把折舊轉嫁給客戶的 IDC 與光模組；3) 應用兌現：AI+ 廣告、AI+ 醫藥已出現兩位數投資回報率 (ROI) 案例，現金周轉天數持續改善。用「訂單 — 投資資本回報率 (ROIC) — 自由現金」三把篩，才能在估值高位中繼續分享 AI 紅利，而非接最後火棒。

減息周期成長風格通常較價值風格略勝一籌



全球股票市場目前估值並不便宜

指數	市盈率 (PE)						指數漲跌幅	
	PE 最新值	百分位 (PE，過去 10 年)					2025 年	2024 年
標普 500	29.24					87.46%	16.45%	23.31%
納斯達克	42.03					71.13%	21.00%	28.64%
道瓊斯工業	30.49					90.84%	12.16%	12.88%
英國富時 100	20.03					67.46%	18.93%	5.69%
德國 DAX	18.64					59.99%	19.73%	18.85%
法國 CAC40	18.29					51.87%	10.05%	-2.15%
日經 225	20.63					69.42%	25.97%	19.22%
恒生指數	11.89					78.80%	28.91%	17.67%
恒生科技	23.38					34.78%	25.31%	18.70%
上證指數	16.27					91.89%	16.02%	12.67%
創業板指	39.20					35.82%	42.54%	13.23%

資料來源：彭博、Wind，數據截至 2025 年 11 月 28 日

各 AI 板塊的季度股價變幅

AI 基礎設施	23 年第 1 季	23 年第 2 季	23 年第 3 季	23 年第 4 季	24 年第 1 季	24 年第 2 季	24 年第 3 季	24 年第 4 季	25 年第 1 季	25 年第 2 季	25 年第 3 季
AI 大模型	31.7%	26.1%	2.0%	15.5%	18.5%	8.9%	0.9%	12.9%	-14.9%	17.9%	14.5%
算力晶片	43.9%	17.1%	-1.5%	38.4%	31.1%	-26.0%	-12.9%	-2.8%	-8.8%	27.3%	37.4%
AI 伺服器	3.8%	46.8%	16.8%	10.2%	80.2%	7.4%	-11.2%	-16.4%	-13.7%	26.4%	20.1%
存儲晶片	20.4%	13.3%	3.5%	18.4%	27.8%	22.7%	-14.6%	11.7%	-30.5%	35.6%	64.5%
平台/資料管理	10.1%	34.0%	-7.9%	23.0%	-1.9%	-7.0%	-0.3%	17.1%	-23.1%	9.6%	4.5%
網路安全	14.6%	19.6%	8.3%	40.2%	10.1%	4.9%	-5.8%	3.0%	-17.5%	36.4%	15.6%
電力/鈾	5.2%	25.1%	18.8%	17.3%	34.9%	22.1%	20.3%	24.5%	-23.6%	43.9%	13.2%
ToB 解決方案	23 年第 1 季	23 年第 2 季	23 年第 3 季	23 年第 4 季	24 年第 1 季	24 年第 2 季	24 年第 3 季	24 年第 4 季	25 年第 1 季	25 年第 2 季	25 年第 3 季
AI+ 辦公	22.9%	13.8%	-4.5%	19.8%	16.2%	-4.8%	17.1%	11.8%	-18.2%	7.9%	-21.7%
AI+ 設計	23.3%	14.6%	5.0%	16.7%	10.9%	-1.0%	-16.6%	5.8%	-15.6%	25.3%	9.9%
AI+ 廣告	42.5%	71.5%	53.5%	5.5%	68.0%	18.0%	66.4%	197.9%	-16.5%	35.8%	71.9%
AI+ 解決方案	68.4%	49.9%	-29.6%	22.4%	65.1%	-26.7%	6.4%	197.1%	-2.1%	71.3%	57.1%
AI+ 遊戲	0.1%	28.4%	-17.1%	22.2%	-17.8%	-17.4%	20.9%	6.8%	-16.3%	15.6%	47.1%
AI+ 金融	13.1%	4.1%	11.3%	22.9%	4.2%	2.7%	3.1%	-3.8%	-10.9%	34.2%	-11.5%
AI+ 醫藥	-3.6%	4.6%	-17.2%	20.5%	-1.8%	-3.6%	55.2%	2.3%	12.5%	19.4%	27.2%
AI+ 版權	26.5%	-14.4%	-9.0%	22.1%	1.9%	-6.3%	-3.2%	-7.0%	-19.5%	4.4%	3.7%
ToC 應用	23 年第 1 季	23 年第 2 季	23 年第 3 季	23 年第 4 季	24 年第 1 季	24 年第 2 季	24 年第 3 季	24 年第 4 季	25 年第 1 季	25 年第 2 季	25 年第 3 季
AI+ 教育	27.7%	-20.1%	10.3%	37.8%	-19.5%	-35.7%	0.5%	12.7%	-38.8%	53.0%	-22.3%
AI+ 新聞	53.6%	-52.4%	-25.1%	-18.8%	49.7%	613.2%	22.2%	2.2%	-37.0%	3.1%	-21.3%
AI+ 社交	21.9%	8.5%	-22.4%	94.8%	-32.7%	48.3%	-32.4%	14.1%	-21.9%	-1.9%	-6.8%
AI+ 智能終端機	20.8%	-45.9%	-39.7%	-33.0%	-37.4%	58.1%	1892.8%	-2.2%	-53.6%	-43.5%	-32.8%

資料來源：Factset，數據截至 2025 年第 3 季

股票

中港股市展望 — 固本培元

本章摘要：

- 國策刺激程度料不溫不火，財政與貨幣政策料聚焦創新科技、新型基建與服務消費等範疇，預期「新經濟」板塊將領漲大市
- 「反內卷」與「再通脹」的利好因素將逐步兌現，加上人工智能企業變現能力增強，料成為中資股盈利回升的催化劑
- 恒指2026年的每股盈利預測為2,350港元，預測市盈率目標為13.1倍，今年恒指目標為30,800點。滬深300指數目標則升至5,080點
- 本季較看好內地人工智能、智能駕駛和人形機器人供應鏈、高端工業、服務娛樂消費、中資電訊、本港地產收租及交通運輸等細分板塊

上季中港股市走勢大概符合標題所意的《休整以待》，恒生指數在去年10月上旬創下年內新高27,287點後，上升動能便無以為繼。10月中旬，美國特朗普政府威脅對中國商品加徵100%關稅，一度拖累恒指在3日內大跌近5%。尤幸中美元首於南韓舉行的亞太經合會議進行會談尚算順利，貿易戰未有進一步升級。10月下旬中國召開「四中全會」發布「十五五規劃」之發展建議，曾帶動人工智能、機器人、綠色能源、「反內卷」等相關主題板塊短暫上揚，亦因此推動恒指於11月中上旬重越27,000點。然而好景不常，美國政府停擺導致關鍵經濟數據延後公布，市場對美聯儲減息預期有所動搖。同時，中國10月及11月的經濟指標不及預期，部分科技及互聯網的權重股公布的第3季盈利表現遜色，均導致恒指盈利預測遭大幅下修。以上利空因素加劇港股回調壓力，恒指於12月中旬一度下試季內低位25,086點。截至去年12月29日，期內恒生指數及滬深300指數的回報分別為負4.5%及持平。

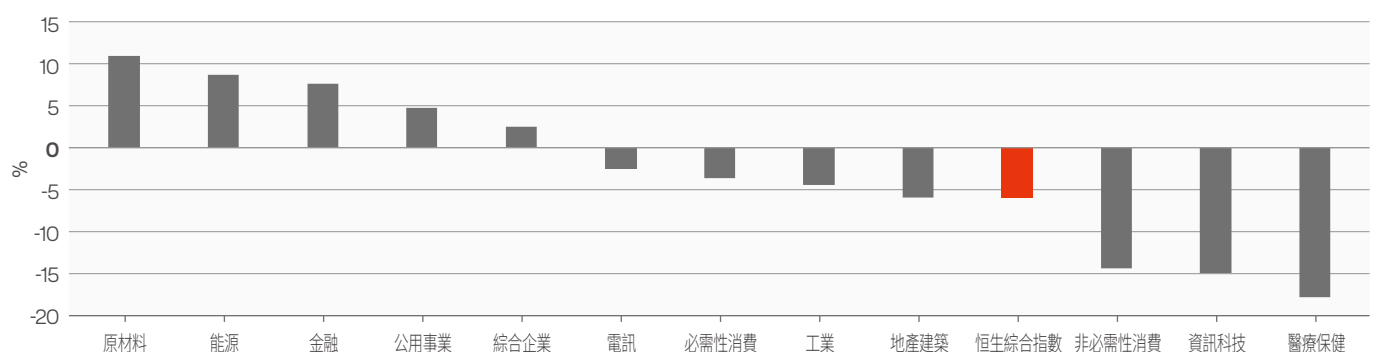
港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的原材料、能源、金融、公用事業及綜合企業板塊於上季均錄得正回報，跑贏指數8至17個百分點不等。而在去年首3季大幅領先的資訊科技及非必需消費板塊則面臨較大沽壓，下跌約13%。至於上季建議重點關注的板塊，當中被評為「看好」的中國內地人工智能概念股普遍於高位出現獲利回吐；同樣評為「看好」的本港公用事業板塊則受惠美國減息而大範圍報捷；評為「審慎樂觀」的內地服務及體驗式消費板塊跟隨大市進入整固行情；同樣評為「審慎樂觀」的內地可再生能源及電力設備則個別發展，多隻電力設備股份錄得超額回報。

本季題為《固本培元》，象徵中港股市正處於整固根基、蓄勢待發的關鍵階段。今年市況能否乘勝追擊，很大程度取決於中資企業內生盈利的恢復進度，而非單純由估值膨脹所驅動。另外在「十五五」開局之年，預期宏觀政策重點在於發揮現有政策成效，以及聚焦戰略性新興產業投放，惟整體增量刺激或較過去兩年收斂。綜觀而言，大市料以「慢牛」姿態拾級而上，並將呈現「新強舊弱」格局，傳統舊經濟板塊雖具韌性，惟上行驚喜或有限；反而受惠國策的科技、服務及新型消費、高端工業等板塊，預期可稍看高一線。

受惠「反內卷」及AI變現能力增強，中資股盈利回勇在望

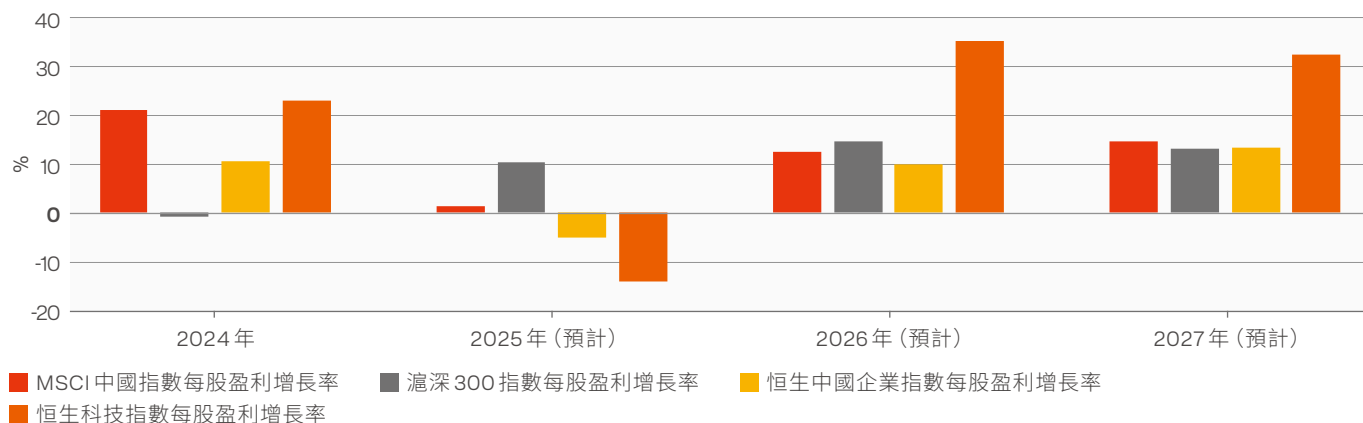
企業盈利層面上，中資股在2025年的整體表現平庸，恒生成企指數和MSCI中國指數的每股盈利按年增速預期僅錄低單位數，與指數的強勁收益形成明顯反差。歸根究底，去年內地經濟仍受困於通縮陰霾、傳統工業產能過剩、銀行業息差承壓、房地產市場疲軟、互聯網消費平台價格競爭惡化等問題，一定程度抑壓了企業盈利的復甦動能。踏入2026年，我們相信上述各項因素將穩步改善，中資股盈利增速有望抬升，根據彭博綜合預測，一眾主要中國股票指數2026年之每股盈利增長可回升至10%至35%，2027年更可加速至13%至32%。

2025年第4季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，截至2025年12月29日

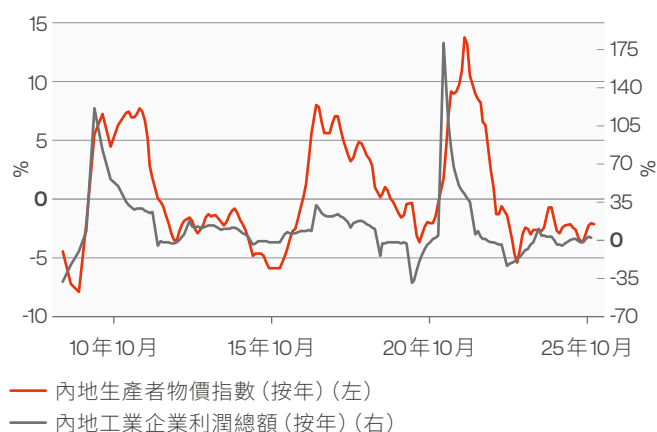
主要中港股票指數於2025至2027年的每股盈利增長預測



資料來源：彭博，數據截至2025年12月22日

首先，中央料持續推進「反內卷」及重點行業產能優化之政策，儘管短期可能制約製造業固投增長，卻是緩解企業間無序價格競爭、社會長期深陷通縮陰霾的必要舉措，且有助傳統中資企業產能利用率及盈利能力逐漸恢復。參考2009年至今的數據，每當國內生產者物價指數 (PPI) 在負值區間扭轉跌勢並重新轉正的3個周期，中國規模以上工業企業利潤期內均告顯著回勇。事實上，自去年第3季中央推出一連串行業「反內卷」措施後，中國PPI按年跌幅已連續數月出現收窄，雖尚未成功擺脫負增長局面，但工業企業利潤已在8月開始重拾按年增長，而1至10月工業企業利潤累計增幅為1.9% (上半年：負1.8%)，初步展現復甦苗頭。除了受惠於「反內卷」措施行業 (例如鋼材、光伏等) 的利潤好轉之外，高端裝備製造及高技術製造業亦繼續呈現強勢。我們認為，今年「反內卷」措施的重點執行範圍可能更趨廣泛，目前產能利用率依然偏低的化工、新能源發電設備、碳酸鋰、水泥等行業可憧憬加速改革，相關商品價格和企業利潤之下行趨勢可望於今年內迎來轉捩點。當然，傳統周期板塊之盈利復甦若要全面加速，還須宏觀需求面配合。然而，基於國內消費和出口在去年上半年處於高基數，加上今年中央廣義赤字率料不溫不火，促消費政策邊際效益遞減下，我們認為國內舊經濟行業 (如傳統消費、銀行、工業、能源等) 在2026年之盈利雖可保持韌性，惟上行驚喜度料有限。

內地生產者物價指數及工業企業利潤年內累計總額按年變動



資料來源：彭博，數據截至2025年12月22日

今年中港股市的盈利增長引擎預期將由科技板塊領銜。根據彭博綜合預測，恒生科技指數2026年及2027年的盈利增速預測分別達35%及32%，而MSCI中國指數及滬深300指數的預期增速僅12%至15%，反映「新經濟」與「舊經濟」行業之盈利表現繼續分化。值得注意的是，2025年恒生科技指數每股盈利罕有在大牛市周期中出現按年倒退，但這主要歸咎於電商及外賣互聯網平台巨企對新業務大幅增加投入，並於第2季啟動激進價格戰，導致行業利潤率一落千丈，個別權重平台企業在2025年的盈利預計下滑30%以上，甚至錄得虧損。隨著「反內卷」措施相繼落地，今年電商平台企業之非理性價格戰該可進一步緩和，預期2026下半年盈利在按年低基數下可望錄得強勁反彈，現水平股價再度急墜的風險似乎不大。

股票



此外，2025年股價大放異彩的AI主題板塊(如雲平台、大模型開發、半導體等)，其盈利表現卻只屬好壞參半，半導體企業相對較亮眼，但AI雲平台與大模型開發企業因需大舉增加研發開支及基礎設施的相關資本開支，2025年平均盈利增速料僅約16%，反映去年股價飆升主要來自估值擴張而非盈利驅動。展望2026年，我們認為國內AI應用滲透率將顯著提升，有助強化AI產品變現能力；且AI行業邁進汰弱留強階段，市場份額料向龍頭企業進一步靠攏，尤其有利於AI模型升級步伐較快、具備產業上下游一體化(即芯片、雲平台、大模型及應用)、財務狀況和自由現金流較強的公司，更容易實現規模經濟優勢及正面經營槓桿，預期可增強收入轉化至盈利的能力。根據彭博預測，恆生科指內的AI雲及大模型開發之相關股票，其2026年的盈利增長料上升至52%，另外跟物理AI應用息息相關的自動駕駛主題股票之盈利增速更料高達136%，預期兩者將成為今年港股市場的重點盈利催化劑。

恆生科技指數成份股細分行業之盈利和股價表現：

細分科技行業	代表股票數目	本財年平均盈利 增長預測	下財年平均盈利 增長預測	2025年股價升/ 跌比例	2025年股價 平均變幅
電商及外賣平台	3	-34%	+72%	2:1	+11%
AI雲及大模型開發	7	+16%	+52%	6:1	+44%
網上娛樂及旅遊平台	7	+56%	+8%	7:0	+42%
半導體	2	+52%	+106%	2:0	+171%
智能家電及電子消費品	6	+27%	+15%	2:4	+1%
智能汽車及自動駕駛主題	7	+32%	+136%	6:1	+39%

宏觀政策寬鬆程度料不慍不火，新興及創科板塊料坐享其成

2025年A股與港股市場表現勢如破竹，中央多方面寬鬆政策的加持可謂居功至偉。踏入2026年，隨著國內經濟下行風險減低，資本市場亦已累積一定程度漲幅，單靠政策憧憬驅動估值上升的行情未必再大範圍適用。參考2025年12月中央經濟工作會議(中經會)釋出的訊號，今年經濟政策的基調為「發揮存量政策和增量政策集成效應」，意味重點須落實好現有政策而非大量推出新政策，相比去年「加強超常規逆周期調節，全方位擴大內需」的表述，今年的寬鬆立場顯得較審慎。至於具體政策目標與細節如何，則可能要留待3月召開的全國「兩會」正式揭盅，以下為我們的初步預測，並推敲對大市的潛在投資機遇。

財政政策方面，儘管整體立場仍維持「更加積極」，惟最新中經會僅強調穩定政府赤字和發債規模，明顯有別於2024年的提升赤字率和加大財政支出強度。我們預期，今年官方財政赤字率目標維持於4%；長期特別國債發行規模從1.3萬億上調至1.4至1.6萬億人民幣；地方專項債發行額度從4.4萬億上調至4.6至4.8萬億人民幣。此外，「兩新」(即消費品以舊換新和大規模設備更新)補貼措施有望延續，惟在「優化實施」的前提下，補貼總額度調升空間可能有限(2025年：合共5,000億人民幣)。因此，過去1年銷售增長重點依賴於「國補」的汽車、家電、智能手機等消費板塊或面臨短期逆風，投資時宜按品牌的新產品吸引力和創新程度擇優而取。反之，個別服務式與新型消費項目或有機會獲納入財政補貼範圍，例如人工智能產品、旅遊、養老或育兒服務等，可稍看高一線。同時，中央要推動投資止跌回穩，預期將適度增加中央預算內的固定資產投資比例，除了傳統基建投資可迎來復甦外，我們更看好新型電力設備、儲能設施、算力及網路設備、智能駕駛裝備、機器人等新基建領域。

貨幣政策方面，中經會再度提及減息降準，並將「推動物價回升」作為關鍵評核標準，意味中國在明確走出通縮陰霾之前，尚存在利率或存準率下調空間。根據本行經濟研究部團隊預測，今年中國之政策利率和銀行存準率料分別下調10-20點子和50點子。即便如此，我們認為減息降準等傳統寬鬆手段僅在國內經濟下行壓力加劇時，能對大市提供緩衝與托底作用，卻難以成為當前進一步推升中資股票的催化劑。反而我們相信央行將更靈活採用專項再貸款、再貼現、抵押補充貸款等結構性貨幣政策工具，支持個別內需或新興戰略產業發展，故投資角度上也可優先考慮該類板塊。再者，人民銀行可考慮重啟購買國債，以配合財政部發行大規模特別國債時，用作平滑對長期利率的衝擊，緩和政府的融資成本。過去3年，普遍價值型國企板塊（如內銀、保險、電訊、能源、電力等）因其股息收益率相對中國10年期國債息率存在較高息差優勢，吸引國內中長期資本踴躍追逐，帶動相關股價錄得逾倍升幅。今年內地貨幣政策既仍然維持「適度寬鬆」方向，估算中國長期國債利率中樞上移空間有限，故投資者可繼續適度持有上述之高收益板塊，惟由於該等板塊股息率已較去年初顯著下降，今年股價要重演一飛沖天之行情不無難度。

產業政策上，今年作為「十五五」開局之年，相信3月「兩會」發布之產業政策方向也將貫徹「四中全會」提出的「十五五規劃建議」之主要布局。綜觀「十五五」規劃的主要目標排序，「建設現代化產業體系」及「加快高水平科技自立自強」排行首兩位，彰顯升級傳統產業、培育新興產業、推動科技創新等屬重中之重的環節。若跟「十四五」規劃比較，「十五五」規劃將「深入推進數字中國建設」獨立成篇，亦確立了全面實施「人工智能+」之行動；強調採取超常規措施推動集成電路、基礎軟件、先進材料等重點行業取得關鍵技術突破，提升產業鏈自主可控水平；新增對培育未來產業的具體表述，例如量子科技、生物製造、氫能、核聚變、人形機械人、6G通訊等。總括而言，我們較看好內地新興產業相關板塊，包括芯片製造、AI網絡設備+雲平台、AI應用平台、智能駕駛、人形機器人、高端工業、特種新材料、核能及氫能設備等。

樓市政策方面，基於2025年內地房地產銷售和房價表現每況愈下，大型房企違約危機死灰復燃，故中經會表明須「著力穩定房地產市場」。我們預期中央及地方政府今年將更積極推出提振樓市措施，在鼓勵需求（例如：放寬一線城市限購、下調首付比例、補貼房貸利息、推行二手房「帶押過戶」等）及改善供應（例如：增加地方收儲支持力度、約束土地供應增量）層面多管齊下，房地產市場下滑勢頭今年內可望逐步喘定。因此，儘管內房板塊短期內仍面臨全年業績不濟、月度銷售欠佳等挑戰，但勿低估後續利好政策出台導致「挾淡倉」抽升之可能性。對於風險承受能力較高之投資者，可考慮小注配置具備國企背景、財務狀況較佳、一線城市銷售佔比較高的內房股。

2025 年中央經濟工作會議之重點政策方向：

2025 年		2024 年
財政政策	保持必要的財政赤字、債務總規模及支出總量。規範稅收優惠、財政補貼政策。	提增財政赤字率，加大財政支出強度，增發超長期特別國債、地方政府專項債。
貨幣政策	把物價回升作為貨幣政策的重要考量，靈活運用降準減息等多種政策工具。	適時降準減息，使社融規模、貨幣供應量與經濟增長、物價水平預期目標相匹配。
內需環節	堅持內需主導，建設強大國內市場。推動投資止跌回穩。優化實施「兩新」「兩重」之國家補貼。	大力提振消費，提高投資效益，全方位擴大國內需求。加力擴圍實施「兩新」「兩重」之國家補貼。
房地產市場	著力穩定房地產市場，因城施策控增量、去庫存、優供給，鼓勵收購存量商品房重點用於保障性住房等。	穩住房地產市場風險。
資本市場	深化資本市場投融資綜合改革。	穩住股市，打通中長期資金入市卡點堵點，增強資本市場制度的包容性、適應性。

股票

恒生指數在中國五年計劃的首年上半年回報率



資料來源：彭博，數據截至2025年12月22日

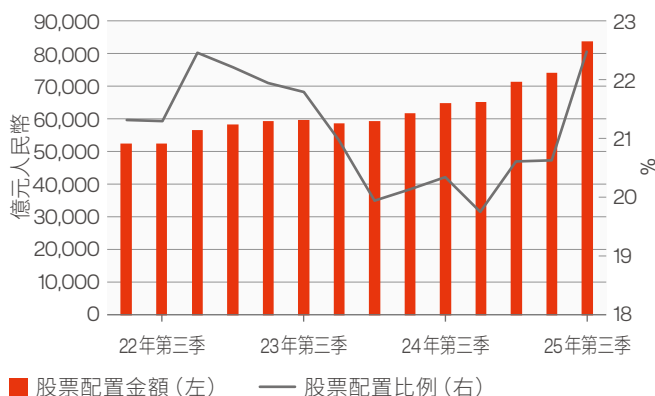
股市流動性料維持充沛，增長型主題板塊續受青睞

2024年以來，國內流動性狀況持續轉強，可謂對中港股市之回升形成堅實支撐。展望2026年，各項有利增強市場流動性的利好因素，包括利率低企、宏觀經濟改善、國策鼓勵中長線資金入市、居民存款轉移等，均有望在某程度上延續。

值得關注的是，公募基金ETF已逐漸成為提供A股與港股流動性的中流砥柱，截至2025年12月26日，年內在中國境內發行的ETF總規模突破6萬億人民幣，不僅創下歷史高峰，更按年激增超過60%。其中，股票型ETF規模達3.85萬億人民幣，佔比約64%。ETF規模飆升的同時，產品種類也愈趨多元化，除了追蹤主要A股股票指數（如滬深300、中證500等）的核心品種外，近兩年亦興起各類行業、風格、主題、概念的ETF。按2025年資金淨流入額超過100億人民幣的35隻ETF中，行業及主題類別的股票ETF就佔了14席，當中涵蓋了互聯網、科技、創新藥、機器人、券商、化工等行業，而排行榜首、年內淨流入額達570億人民幣的是港股通互聯網ETF。ETF市場的急速冒起重塑了國內個人與機構投資者配置股權資產的方式，即以更低成本、更容易分散風險的優勢，去捕捉大市或不同新興產業的投資機遇，從而引導更多民間資金參與股票市場。

內地保險資金亦是中港股市另一大不可或缺的流動性來源。根據國家金融監督管理總局數據顯示，截至2025年第3季末，國內保險資金（包括人身險和財產保險）對權益類資產（包含公司股票、證券投資基金及長期股權投資）的配置金額達8.4萬億人民幣，創下歷史新高，而權益類資產投資佔保險資金累計可用額度之比例上升至22.5%，較2024年末時的19.8%水平顯著增加，亦屬2022年相關季度數據發布以來的最高比例。隨著2025年初中證監主席吳清宣布大型國有保險公司每年新增保費的30%須用於投資A股，加上去年12月國家金融監管總局宣布下調保險資金投資A股的風險因子（包括持倉時間超過3年的滬深300指數成份股及中證紅利低波動100指數成份股；持倉時間超過2年的科創板普通股），預期可於今年進一步釋放更多保險資金入市。

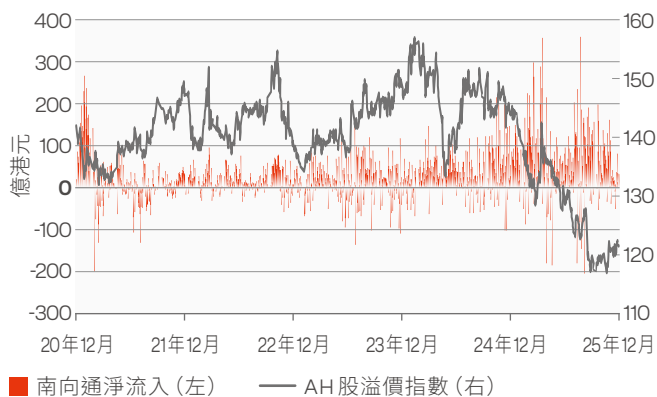
內地保險資金股票配置金額及比例



資料來源：國家金融監督管理總局，數據截至2025年12月22日

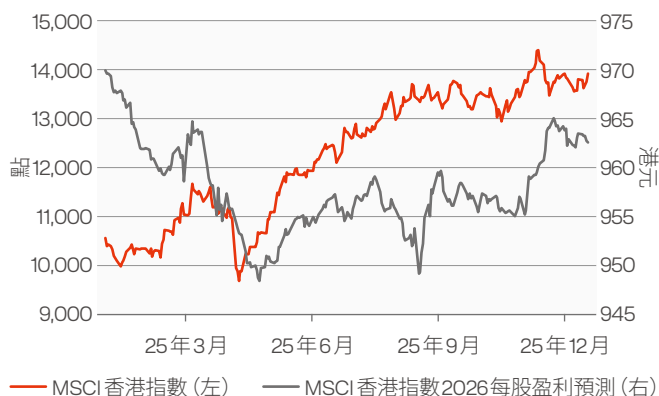
對於港股市場流動性而言，美聯儲延續減息周期及結束縮表，加上人民幣匯價徘徊高位，該有利海外資金加速流入。同時，港元拆息(HIBOR)料尚有下列空間，將可繼續支持本港房地產和消費市場復甦，本港高負債企業亦能減省利息開支，有助MSCI香港指數盈利預測的上調趨勢於2026上半年一氣呵成。更重要的是，港股市場在2025年日均成額高達2,500億港元，按年增長89%，「港股通」南向資金的增量實在功不可沒。截至2025年12月23日，南向資金年內累計淨流入港股達1.4萬億港元，較2024年激增近100%，淨流入高峰尤其集中於去年第1季和第3季度的科技大牛市行情，反映南向資金的投資風格愈來愈趨向增長型股票，尤其偏好大市值、收入增速較高、財務狀況穩健、A股未有上市或H股存在顯著折讓，且具有特定國策主題增長點的科技股。既然今年國策的重點提振對象離不開科技及新興戰略產業，預期可持續迎合南向資金的吸納口味，當南向資金的定價權進一步提升時，港股市場的新經濟板塊便能享受較高的估值溢價，故不排除H股對A股之折讓幅度今年繼續收窄。

南向通淨流入的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年12月22日

MSCI 香港指數及其2026 每股盈利預測



資料來源：彭博，截至2025年12月23日

上調盈利預測及估值倍數，給予恒指2026年目標30,800點

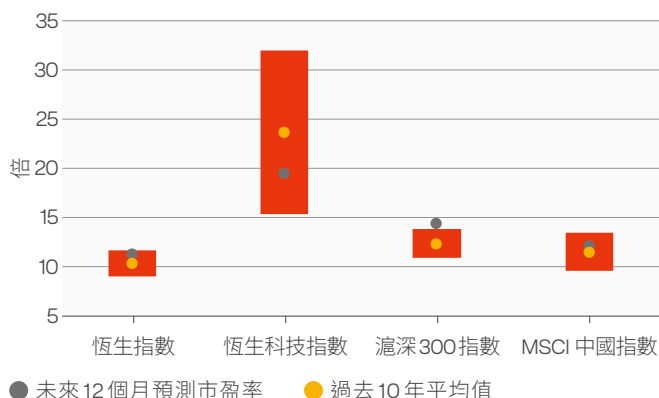
總括而言，我們認為恒生指數成份股2025年第4季盈利仍然面臨挑戰，惟2026年有望迎來可觀復甦，故將2025年恒指每股盈利預測從上季的2,100港元下調至2,080港元，另最新預測2026年恒指每股盈利按年增長13%至2,350港元，高於彭博預測共識的2,266港元(截至12月23日數據)。另外，我們對滬深300指數的2026年每股盈利預測為328人民幣，即按年增長16%。估值方面，根據彭博截至12月23日數據，目前恒指之未來12個月預測市盈率為11.4倍，高於過去10年平均價值約0.9個標準差。雖然恒指目前估值較以往水平不算便宜，但在港美利率處於下行周期、中美緊張局勢暫緩，而且憧憬國策續加碼支持以AI為首的創科產業發展，在港上市的權重科技股料可享受較高估值溢價。因此，我們給予恒指未來12個月預測市盈率目標為13.1倍，並將今年恒指目標水平訂為30,800點。我們給予滬深300指數2026年預測市盈率目標15.5倍，今年滬深300指數目標水平定於5,080點。

恒生指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年12月22日

中港股市各主要指數的估值情況



資料來源：彭博，截至2025年12月23日

註：棒形圖上端為+1標準差，下端為-1標準差

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	<ol style="list-style-type: none"> 「十五五」規劃建議重點支持AI發展，要求強化算力、算法、數據等高效供給，並全面實施「人工智能+」行動，有助提升AI在各個傳統產業及智能終端的應用普及率，支持更強大和多元化的變現能力。 國內AI巨企或可重啟採購美國H200高級芯片，有利持續升級基礎大模型和發布新款多模態模型（包括圖片、影片、VLA等），以及推出更多元化的AI應用app和AI智能硬件產品（例如AI手機、AI眼鏡、人形機器人等），強化科技企業AI商業化空間。 中央政府料持續採取非常規措施推動半導體產業實現關鍵技術突破，提升產業鏈自主可控水平，有利先進芯片開發、芯片代工、國產光刻機供應鏈板塊估值擴張。 細分板塊首選AI雲平台、AI模型開發、AI應用軟件與平台、芯片代工、人形機器人。 	*****
汽車及智能駕駛供應鏈	<ol style="list-style-type: none"> 中央財政部表示2026年將延續消費品以舊換新補貼措施，預期補貼範圍更傾斜於節能技術較佳的龍頭車企。另外，發改委明言整頓新能源車行業的內卷式競爭，推動落後產能退出，有利龍頭車企提升市場份額及利潤率水平。 國內新能源車企近年積極開拓海外市場，預期今年海外銷售可維持高雙位數增長，尤其在歐洲、中東、南美洲等市場滲透率迅速提升，有助抵銷國內銷售放緩及利潤率下行的壓力。 中國工信部正式公布首批L3級自動駕駛車型准入許可，部份合資格車型可在北京、重慶指定區域開展上路試點，預期今年將在更多城市陸續開放。另外，受惠於不斷優化的軟硬體技術，全球robotaxi車隊規模料於未來數年顯著增加。預期可提升智駕技術較強之車企和相關供應鏈企業之估值水平。 	***
中資電訊	<ol style="list-style-type: none"> 近年積極發展針對企業用戶的產業數碼化業務，包括「算力+模型+數據+工具+應用」一體化的智能雲服務，預期行業之AI數據中心業務及AI應用服務收入可維持較高增速。 5G相關電訊網絡資本開支持續減少，有利提升企業自由現金流，用作派息或股份回購，甚或用作投資潛在回報率更高的智算業務。 受惠於內部AI及自動化科技應用愈趨普及，電訊企業成本控制能力顯著改善，可望扭轉EBITDA利潤率過去數年持續下滑之趨勢。 主要龍頭企業在過去3年逐步提升派息比率，股價經過去年第4季之回調後，目前2025年預測股息率達5.7%至6.7%，仍遠高於10年中國國債收益率，估值重現吸引力。 	***
本港地產收租及交通運輸	<ol style="list-style-type: none"> 我們預期美聯儲今年尚有約75點子的減息空間，意味港元拆息HIBOR和按揭利率將趨向下行，有利帶動本港新盤物業銷售及樓價延續復甦，同時可減省企業港元債務的融資成本。 受惠利率下調、財富效應升溫、盛事表演項目增加、人民幣升值等因素，香港零售銷售增速和訪港旅客人數自2025下半年起持續回升，可稍看好本地零售收租和交通運輸企業的全年業績表現及管理層對2026年經營前景指引。 宜優先選擇資產負債表穩健、派息往績理想之公司，全年削減派息的風險有限。美國長期國債收益率料有下移空間，目前主要本地地產收租股之股息率普遍高達4%至6.5%，息差吸引力將重新顯現。 	*****

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

全球股市前景樂觀：受惠宏觀經濟穩健、科技基本面強勁及美國利率下行

本章摘要：

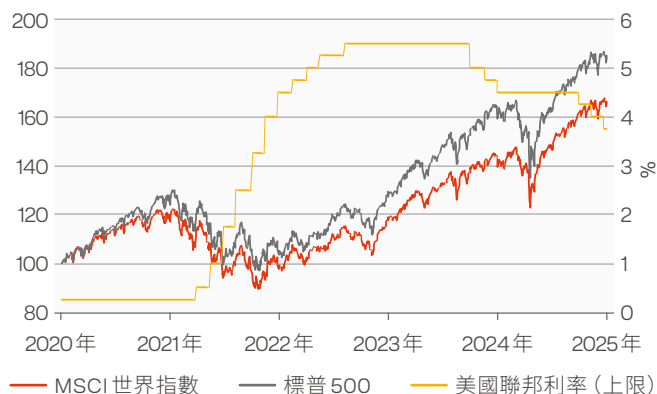
- 經濟增長穩健、貨幣政策寬鬆以及擴張性財政措施將支撐環球股市
- 看好歐洲、美國和日本股市；中國內地、南韓和台灣科技股值得留意
- 科技股增長、盈利和現金流強勁將繼續支持估值

2026年宏觀經濟預計維持向好，推動環球股市延續升勢。美國消費和投資增長將推動美國經濟。勞動市場放緩預期促使美聯儲繼續減息，加上「去美元化」趨勢持續及美元弱勢，將利好風險資產。

雖然市場憂慮人工智能潛在泡沫，但東亞聯豐團隊認為科技板塊結構性增長猶存，估值受業務擴張和盈利增長等利好因素支持。科技股升勢料擴展至其他估值較低的價值型周期性板塊，如金融、能源、工業和材料。受德國財政刺激措施推動，歐洲股市2026年表現相信向好。日本追加預算案達18.3萬億日元（佔GDP約3%），有助帶動股市表現。亞洲方面，受惠於人工智能供應鏈主導地位及企業改革，南韓可多加關注。中國內地與台灣個別科技股具吸引力；印度雖然結構性增長穩健，但人工智能相關企業比重較低，吸引力因此稍遜。

總體而言，投資團隊對股票持建設性態度，但由於不明朗因素和地緣政治壓力始終縈繞環球股市，建議投資者維持分散配置，以有效管理組合風險。

主要股市表現與美國聯邦利率之比較



資料來源：彭博，截至2025年12月22日。指數以2020年=100為基數重置

經濟韌性和減息預期利好美股；財政措施帶動歐洲及日本

美國經濟增長穩健，勞工市場疲弱支持美聯儲減息預期，將進一步帶動美股。市場憂慮科技板塊估值偏高，但與2000年的科網泡沫相比仍有一段距離。截至2025年11月，美股7巨頭的未來24個月市盈率為26.8倍，遠低於2000年時7大企業的52倍。值得注意的是，科技企業人工智能資本開支維持高位，受需求強勁、持續供應樽頸及良好的融資環境等利好因素支持。相較2000年，當前科技公司多錄得盈利、業務增長強勁並擁有充裕現金，應用涵蓋通訊、醫療、金融和工業等範疇。與此同時，供應鏈包括半導體、數據庫、伺服器及散熱器等亦更趨完善，支撐長期結構性增長。

歐洲方面，東亞聯豐團隊維持建設性態度。德國推動大規模財政刺激計劃，其國防和基礎設施的投資，預計將帶動區內經濟復甦及股市表現。另外，日本通過佔GDP總值3%、總額達18.3萬億日元的追加預算案，料利好當地經濟。團隊因此對日本股票持樂觀態度，視其為已發展市場周期性配置機會。

亞洲股市人工智能動力不遑多讓，估值相對吸引

2026年亞洲主要股市預計持續向好。美國利率下行和美元持續弱勢降低融資成本及匯率風險，「去美元化」趨勢刺激資金流入亞洲市場。亞洲股市估值也相對合理，中國內地、南韓和台灣等地在人工智能發展方面絕不遜色於美國，但估值卻較低。印度雖受結構性增長帶動，但由於人工智能企業比例較低，吸引力相對不及其他地區。整體而言，亞洲科技供應鏈主導地位將持續受益全球人工智能需求擴張。

股票

對中國持中性態度；聚焦科技、工業、材料和非必需消費品等板塊

中國內地的經濟數據好壞參半。貿易順差於2025年11月突破1萬億美元，但零售銷售和工業生產則低於市場預期。一家大型發展商延長債券展期，影響投資者信心。剛結束的中央經濟工作會議中，當局承諾延續目前貨幣和財政政策，並把擴大內需列為2026首要任務，包括推動消費及投資。團隊對中國股票持中性態度，建議於不同板塊尋找機遇。中國的人工智能發展聚焦於高度擴展的應用，例如電子商務和雲端運算等。隨著政府推動電動車、自動化生產、綠色科技和對金屬的需求，工業和材料股預計會因此受惠。

科技股將繼續帶動台灣、南韓；南韓企業改革增添動力

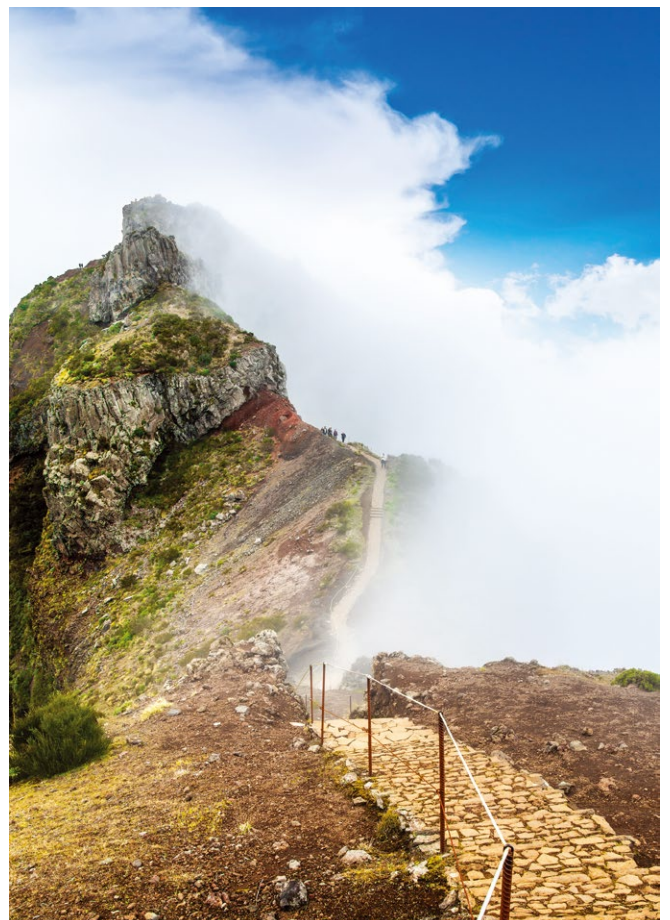
目前人工智能硬件供應鏈主要由亞洲主導；人工智能半導體、伺服器以至記憶體，不少在台灣和南韓等地生產。台灣供應全球約90%人工智能伺服器，更擁有全球最大半導體製造商，支撐其強勁出口及企業盈利。

南韓在人工智能供應鏈的重要性亦不遑多讓。去年11月，南韓半導體出口按年增加38.6%，達172.6億美元，創單月紀錄。此外，南韓所生產的隨機存取記憶體（DRAM）和高頻寬記憶體（HBM）分別佔全球市場大約70%和80%。目前，大部分記憶體供應主要來自兩家大型南韓生產商，由於供不應求促使生產商需要擴大產能以應付需求。人工智能發展同時惠及周邊行業，供應鏈相關訂單增加增加了對南韓航運和物流業的需求。

企業改革是推動南韓股市的另一動力。為改善南韓企業長期被低估的情況，當局推出「企業價值提升」計畫，鼓勵公司透過增加派息和股份回購等行動釋放企業價值，吸引國內外投資者。此外，南韓的周期性股份也備受團隊關注。

總結

今年風險資產預計將延續2025年升勢。美國經濟持續強韌、歐洲受德國財政刺激政策帶動，而日本追加預算案也將推動經濟增長。人工智能動力持續支持科技股估值，美聯儲減息預期和美元弱勢將繼續支撐環球股市。地緣政治局勢始終存在變數，投資者宜保持彈性，在不同板塊和市場分散風險。



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。