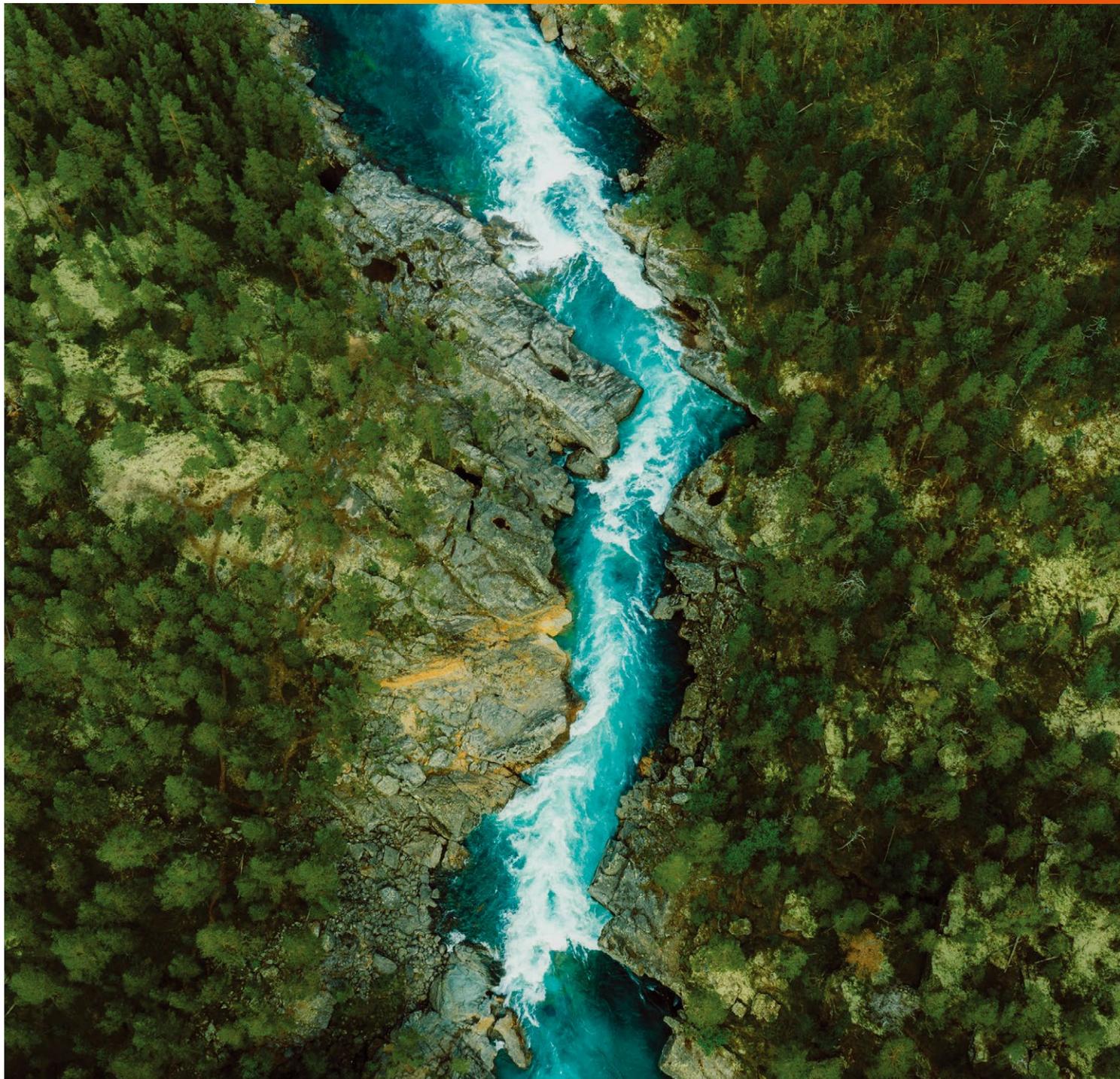


## 泾渭分明

东亚银行经济研究部

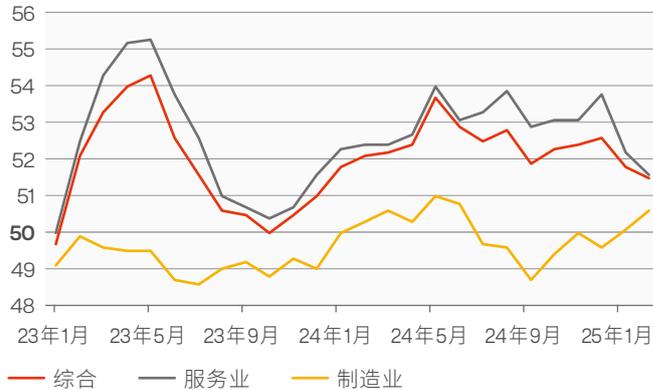


# 2025年第2季经济展望

### 本章摘要：

- 全球经济分化情况在本季料加剧，潜在风险进一步浮现
- 亚洲经济具韧性，惟美国贸易政策具高度不确定性，其影响须密切关注。另外，日本与其他亚洲央行货币政策分歧料将持续
- 多项因素支持香港经济平稳增长，香港特区政府预计今年经济增长将达2%至3%之间
- 美国经济增长动能渐见放缓，特别是“美国再度强大”政策对经济的挑战率先浮现，预料美联储于6月才会再次减息
- 欧洲经济延续轻微扩张，欧洲多国提议大幅提高国防开支和投资，料可提振商业信心，有助抵销美国贸易政策所带来的冲击
- 中国政府工作报告将今年经济增长目标订于5%左右，全方位扩大内需是首要工作任务，支持经济进一步回升向好

### 全球采购经理指数



资料来源：彭博，数据截至2025年3月20日

特朗普对全球贸易格局带来结构性转变。自特朗普再度上任以来，美国不断扩大关税措施，其力度、覆盖范围和执行时间均远超预期。美国政府不仅着力堵塞关税漏洞，还持续缩小在贸易谈判上的让步空间，即使贸易伙伴采取报复措施，美国仍然坚持实施关税措施。这反映了特朗普政府致力于解决美国长期贸易不平衡并重振本土制造业的决心，但同时也令全球产业链和供应链的合作面临前所未有的不确定性，为各国出口和制造业带来严峻挑战，跨国贸易和投资活动料将受到重大影响。

## 环球经济展望

### 环球经济分化加剧，潜在风险进一步浮现

踏入2025年第2季，环球经济增长势头有所降温，部分领先指标呈现轻微放缓趋势，尤其是环球贸易政策不确定性因美国总统特朗普的美国关税威胁影响而急剧恶化，令市场担心美国将出现滞胀，一度引发股票、债券、外汇和商品市场大幅震荡，并削弱企业投资信心。与此同时，欧洲正提出开展大规模投资计划，并加强国防措施，同时放宽长期以来的财政规则限制；中国内地也适度增配财政资源以巩固其内需的增长动力。以上政策有望支持欧洲和中国内地保持稳定的经济前景。然而，其他亚洲经济体难免受美国贸易保护政策的困扰，甚至可能面临较大的资金外流压力，因此亚洲经济体将需要加大政策力度以延续增长势头。

尽管通胀走势持续反覆，主要央行仍有减息空间。2025年以来，环球通胀表现不一，主要经济体的核心通胀率普遍持续高于央行目标，特别是服务价格存在黏性，货物价格跌势在关税和基数效应下逐步逆转，短期通胀势头可能轻微加快。尽管如此，环球利率水平仍然偏高，我们预计美联储、欧洲央行和英伦银行等将在年内进一步减息；人民银行也可能根据经济发展情况适时降息；日本央行则有序上调政策利率；其他亚洲央行也将倾向宽松其货币政策，但具体细节将视乎美联储的减息步伐、资本流向、外汇及当地政经形势等因素。

随着各主要经济体表现分化加剧，料环球经济增长有序放缓。展望未来，美国经济下行压力增加，欧洲经济前景在公共开支推动下有所改善，中国经济亦延续总体平稳扩张，其他亚洲经济体则面临较大的不确定性。整体而言，特朗普贸易政策的实施与演变，将成为影响环球经济走势的关键因素之一。



宏观经济

# 美国经济展望

## 美国经济前景渐趋不明朗

2025年初美国经济增长动能渐见放缓。2024年第4季美国经济增长2.4%(按季年率),全年增长则为2.8%,高于趋势水平。不过,自2025年以来,多个经济数据显示美国经济呈逐步降温势头,特别是消费者信心显著下挫和新增职位从高位回落,预期私人消费将有所转弱。此外,美国房地产市场停滞不前,潜在需求因抵押贷款利率高企和关税导致原材料价格上涨而受压,令房地产销售持续低迷。整体而言,美国经济的下行风险正在增加。

“美国再度强大”政策对经济的挑战率先浮现。美国总统特朗普重返白宫后,迅速推动“美国再度强大”的政策议程,其核心包括贸易保护主义、收紧移民政策和削减政府开支,这些举措正对经济产生深远影响。首先,特朗普的关税措施将直接推高进口价格并削弱消费者购买力,加上其贸易政策不确定性,打击金融市场和企业投资信心。同时,受影响国家可能采取对等关税措施,削弱美国出口竞争力并增加企业成本。其次,特朗普政府新成立的“政府效率部门”正全力执行公共开支削减计划,包括裁减公务员和冻结援助支出,以改善美国政府的财政状况,但亦可能会对公共服务和就业市场造成负面影响。再者,收紧移民政策或会改变劳工市场结构,驱逐非法移民及限制移民流入可能导致多个行业劳动力短缺,继而加剧工资上行压力。上述政策的叠加效应正在增加经济不确定性,使企业对经济前景预期转趋保守。

### 美国国内生产总值增长率



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月29日

通胀压力未除,美联储调整减息步伐。2025年第1季,关税带来的价格压力尚未完全显现,整体通胀呈横行走势,仍高于美联储2%的政策目标。服务价格在租金和工资等输入成本的推动下仍存在黏性,加上企业调查报告显示原材料和产出价格上升,反映未来通胀风险不容忽视。另一方面,在2024年降息100个基点后,美联储提到下一步政策调整将会转向谨慎,并在今年1月和3月的会议维持利率不变,将联邦基金利率保持在4.25%至4.50%的区间,我们预计美联储将在6月会议才再次减息。3月公布的最新点阵图显示,美联储预期今年将减息两次至3.75%至4.00%。同时,美联储决定放慢量化紧缩步伐,并指出此举是维持适当市场流动性的技术性调整。

### 美国个人消费开支物价指数



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

展望第2季,美国经济可能会面临增长放缓与通胀压力并存的局面,并必须关注其对不同贸易伙伴的评估结果及将会推出何种后续措施,及其对经济前景和金融市场的影响。然而,美国宏观经济的基本面仍具有一定韧性,特朗普政府亦可能推出减税和放松监管的措施,以提振内部的消费和投资需求,以平衡其政策所带来的不确定性。

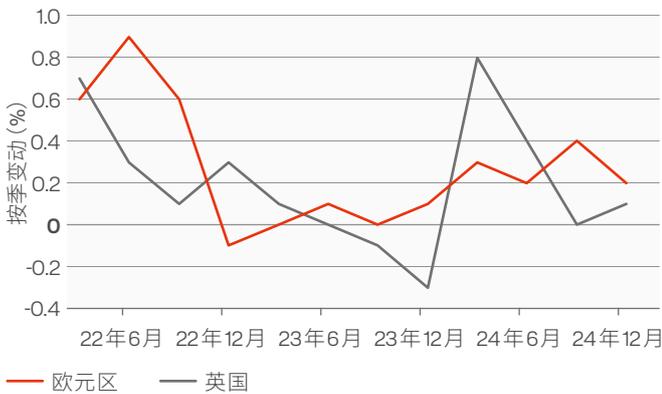


## 欧洲经济展望

### 欧洲将加大投资，抵御外围不确定性

欧元区和英国经济在2025年初轻微扩张。根据今年初的采购经理指数，欧元区经济活动维持弱复甦态势，主要受服务业的带动。欧元区成员国中，西班牙表现相对较好，惟法国经济活动持续萎缩，拖累了区内整体表现。虽然区内的货币政策逐步放宽，降低了企业和家庭的借贷成本，但欧元区整体信贷增长仍显乏力。然而，工资增长可支持内需增长。英国方面，经济活动延续温和扩张，服务业仍是主要增长动力，制造业则维持收缩。

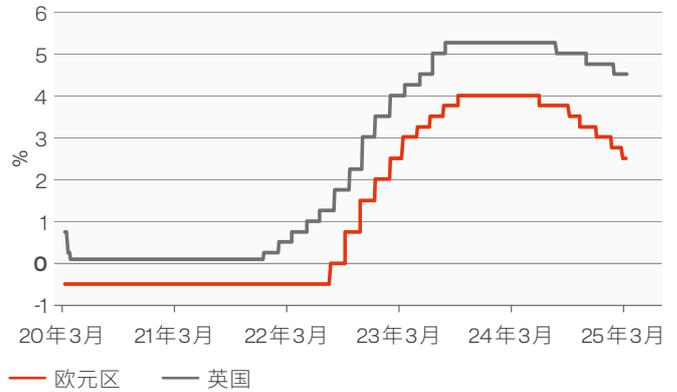
### 欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

经济下行风险将促使欧洲央行和英伦银行进一步减息。欧元区通胀呈有序放缓趋势，显示该区短期价格上涨的压力保持温和。随着抗通胀持续取得进展，加上经济下行风险增加，欧洲央行继续下调利率，并于3月5日宣布此次周期的第6次减息，把政策利率下调25个基点至2.5%。虽然欧洲央行在会后声明强调，货币紧缩环境已有改善，但考虑到欧元区在通胀受控、增长动力趋缓和美国关税政策等发展，我们预计欧洲央行未来仍会进一步减息，惟其步伐将可能有所调整。对比欧元区，英国物价呈现较大黏性，近期通胀走势更有所反覆，主要受交通和食品价格上涨，以及过往工资较快增长仍可能传导至消费物价之上。不过，英伦银行亦于2月进一步减息25个基点至4.5%，同时下调了经济增长预测。在现时利率高企下，我们预计英伦银行将继续减息，以避免对经济造成过大的压力。

### 欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

欧洲经济正面临巨大的贸易政策不确定性。自3月12日起，美国对所有进口钢铁和铝产品加征25%关税，料直接影响价值约260亿欧元的欧盟出口。欧盟亦宣布分两阶段实施反制措施：于4月1日对80亿欧元的美国商品加征关税，于4月中再对另外180亿欧元的美国商品加征关税。此外，欧洲可能面临更多特朗普政府的关税措施，特别是美国一旦向所有贸易伙伴开征对等关税，欧洲经济将难免受到波及。

欧洲多国领导人决定大规模提高国防开支和投资。在3月初，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布总额达8,000亿欧元的“重新武装欧洲计划”，包括向成员国提供1,500亿欧元的国防贷款，并提出国防开支应不受欧盟公共开支规则的限制，以及为成员国提供6,500亿欧元的财政空间。德国亦建议大幅改变其财政取态，提出建立基础设施基金、豁免超额国防开支不受债务煞车机制的限制，并为各州政府提供额外财政空间。即使以上倡议一度带动欧洲国债孳息率上升，但公共投资大幅增加是欧洲重大决策转变，料可进一步提振市场气氛、拉动私人投资，并有助抵销美国贸易政策所带来的冲击。



宏观经济

# 亚洲经济展望

## 美国贸易政策势将为亚洲经济带来明显不确定性

2024年底亚洲经济保持韧力。在美国新一届政府上场前，亚洲大部分经济体于去年底大致维持良好态势，例如去年第4季日本经济受惠于民众收入上升及政府推出财政刺激政策；台湾持续受到人工智能等投资需求的强劲推动；越南增长率更达7.5%以上，新加坡、马来西亚、印尼及菲律宾等则延续约5%的经济增速，泰国经济亦重回3%以上水平。而在今年初的商业调查显示，亚洲制造业活动保持扩张，生产及新订单指数显示供需状况回升，显示亚洲制造业尚未显著受到美国首阶段关税措施的影响。

美国贸易政策具高度不确定性。目前，美国首阶段实施的关税涉及中国、加拿大和墨西哥，货品种类包括钢铁和铝制品等，尚未对亚洲大部分出口造成直接打击。可是，美国正对其贸易政策进行全面评估，评估结果料于第2季公布，预期将会推出更多关税及贸易限制措施，例如对所有进口商品实施全面关税、推行对等关税、针对个别经济体和产品征收关税，进一步对中国加征关税，甚至要求其他经济体一同向中国加征关税等。美国对越南、台湾、日本、南韩和泰国等亚洲多个经济体持续录得庞大的贸易逆差，若美国直接对亚洲经济体加征关税，或进一步提高对中国的关税税率，甚至在东盟等地加工的中国商品亦要加征关税的话，势将为亚洲制造和出口企业，以至部分供应链及投资带来显著不稳定性，故有需要密切关注其未来的事态发展。

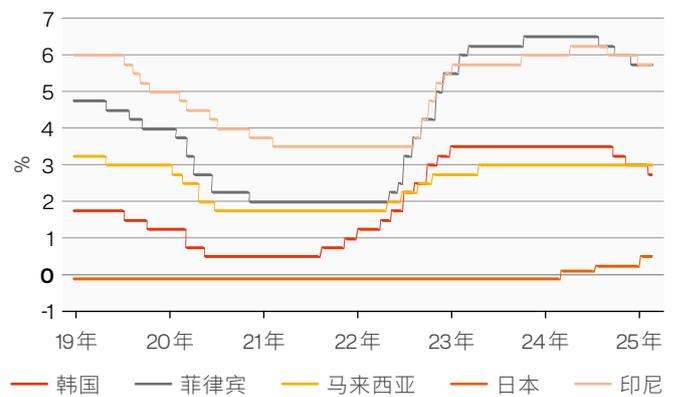
### 亚洲经济体的国内生产总值



资料来源：彭博，数据截至2025年3月20日

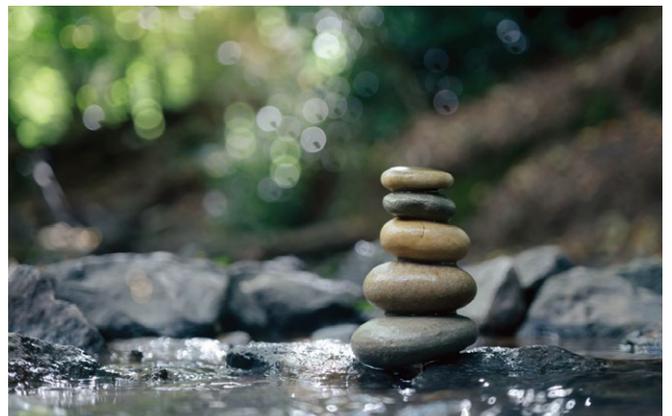
日本与其他亚洲国家的货币政策分歧料将持续。在实施多年负利率政策后，日本央行对实现通胀目标的信心增强。日本通胀在近月持续升温，加上工资保持稳健增长，日本央行上调了2025财年的通胀预测至2.5%，支持该行进一步有序上调政策利率。另一方面，南韩、印尼及泰国等央行在今年首季则宣布下调政策利率，以提振经济。面对美国贸易政策的高度不确定和全球经济增长前景趋缓，预期大部分亚洲央行仍将倾向采取宽松货币政策，但具体的减息步伐和时间则须取决于美联储息率走势、亚洲货币汇率表现及当地的经济和通胀情况。

### 亚洲经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2025年3月20日

亚洲经济或须更多的政策支持。美国贸易政策转向难免会对亚洲地区的制造、投资和出口构成压力，而亚洲国家的货币政策弹性亦可能受制于汇率和资金流向等因素。因此，亚洲地区或须透过增强财政力度促进居民消费、加大对基建、设备及科技投资提升生产力，从而推动内部消费及投资。



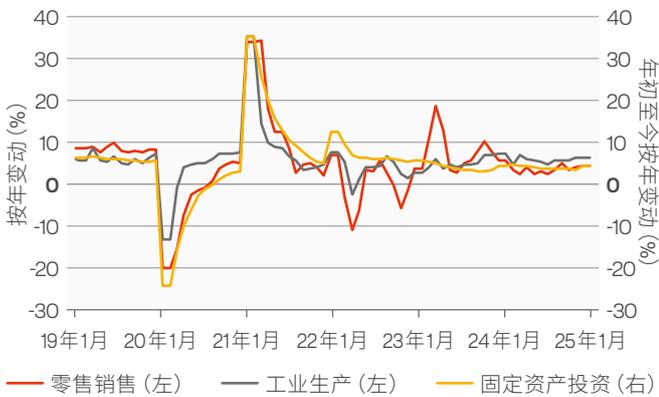
# 中国内地经济展望

## 内地经济实现良好开局

今年初内地经济进一步回升向好。在宏观政策持续发力和内部需求稳固的带动下，内地经济在今年首两个月延续增长势头，零售销售、工业生产和固定资产投资增长均胜预期。其中，工业生产继续成为经济增长的主要动力，首两个月按年增长5.9%，特别是高科技产业取得突破，刺激设备更新和科技转型等需求。零售销售总额自去年11月起加快复甦，今年首两个月按年上升4%，优于去年全年3.5%表现。另外，固定资产投资从去年全年增长3.2%加快至今年首两个月按年增长4.1%，主要受制造业及基建投资快速增长的带动。

房地产市场渐见回稳。商品住宅销售额从去年高达17.6%的跌幅明显收窄至今年首两个月按年下跌0.4%。内地将进一步推动房地产市场止跌回稳，透过因城施策、减少限制性措施、推动城中村改造、为地方政府收购存量商品房提供更大自主权、扩阔保障性住房再贷款使用范围等措施，以释放住房需求潜力并为市场注入新动力。

## 内地零售销售、工业生产及固定资产投资

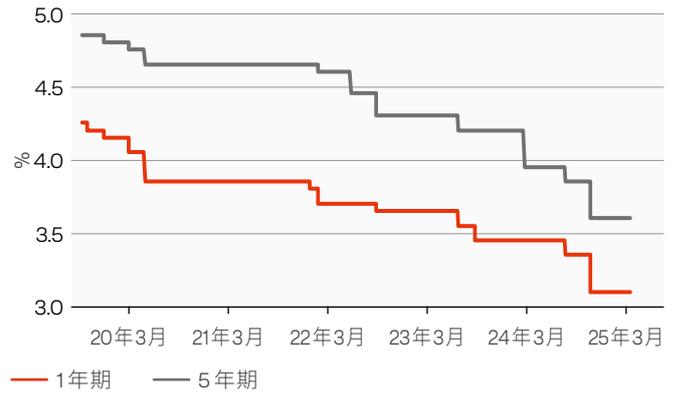


资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

外围环境仍具高度不确定性。今年2月以来，美国新政府累计对中国进口商品加征20%关税，并对所有钢铝进口征收25%关税。中国亦作出反制措施，包括对美国能源和农产品加征10%至15%关税、对部分关键金属实施出口管制措施、以及将部分美国企业纳入不可靠实体清单等。美国对中国贸易关系的评估结果将于本季初公布，并不排除推出更多关税或其他贸易限制措施。外贸政策不确定性上升，将持续困扰内地出口制造业。不过，中美拥有共同利益和合作空间，双方可能开展贸易谈判，让中美关系从分歧中取得新的平衡。

内地当局推出更有力的政策措施提振内需。今年政府工作报告将经济增长目标订于5%左右，内地亦将实施更积极有为的财政政策及适度宽松的货币政策，包括将财政赤字率从3%上调至4%、增加发行地方专项债5,000亿至4.4万亿人民币、增发超长期特别国债3,000亿人民币至1.3万亿人民币、以及适时减息降准等，以推动经济稳步扩张。值得注意的是，全方位扩大内需是今年首要工作任务，近期推出的30条“促消费”政策，涵盖增加城乡居民收入、保障消费能力、推动服务消费、以至促进大宗消费更新等多个方面，其中消费品以旧换新的覆盖范围持续扩大，补贴规模提升1倍至3,000亿人民币。在出口放缓背景下，预料内需将转趋稳固，并成为今年经济增长的核心引擎。

## 内地贷款市场报价利率



资料来源：彭博，数据截至2025年3月20日



宏观经济

# 香港经济展望

## 香港经济保持平稳增长

继2024年香港经济受净出口推动实现2.5%温和增长后，我们预期2025年初保持平稳增长。纵使香港经济前景受到美国新政府的贸易政策和其他限制所带来的不确定性困扰，但多项正面因素有助抵销外围不确定性的部分影响。当中包括，中国内地加大政策支持，经济有望平稳发展；新一轮内地创新科技热潮深受投资者追捧，推动股市回升；环球息率进一步向下；香港特区政府《财政预算案》提出多方面强化经济竞争力措施，以及香港经济基本面稳定等，香港特区政府预计今年经济增长将达2%至3%之间。

## 香港实质经济增长



资料来源：香港政府统计处，数据截至2025年3月20日

香港特区政府的《财政预算案》对未来发展提出了全面计划，包括开拓经济新增长点和提升优势产业，不单投放大量资源于北部都会区和创新科技领域的发展，亦进一步推进人民币国际化及粤港澳大湾区建设等措施，以加强香港的长期经济竞争力。同时，香港特区政府提出强化财政整合计划，将严控开支增长和减少经常性开支，并通过扩大收入来源和增加发债来提高财政收入，有序实现财政整合。

旅游业料将进一步复甦。香港旅游发展局预测今年访港旅客人次将达到4,900万，较2024年的4,450万增加10%。最新落成启用的启德体育园是香港最大的体育基础设施，提供可容纳5万人的体育活动场地。此外，香港将陆续举办一系列盛事活动，有助提升香港作为首选旅游目的地的吸引力，旅游业料可成为推动今年香港经济增长的一大动力。

## 香港旅客数字

每日入境人次



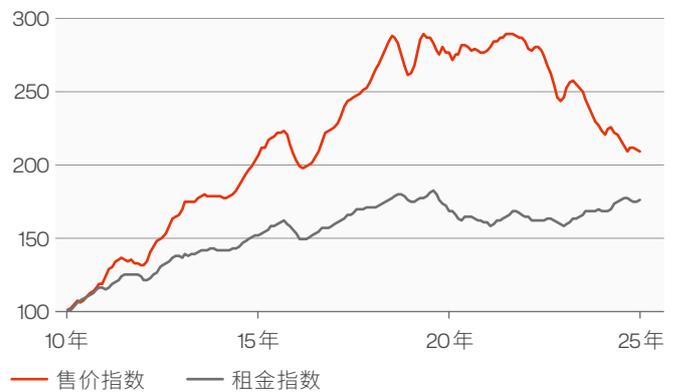
资料来源：彭博，数据截至2025年3月20日

香港股票市场转趋畅旺。自2024年9月内地当局持续加大政策力度，强调稳经济、促消费及促进资产市场回稳，市场逐渐看好内地经济前景，并提振了对香港股市的信心。今年1月下旬，内地人工智能企业深度求索 (DeepSeek) 发布新一代人工智能系统，其技术突破大大提升了市场对内地经济高质量发展的信心，进一步刺激南向资金流入和海外资金回流，令港股表现转好。随着金融活动转趋活跃及财富效应出现，料将支持香港经济表现。

楼市方面，住宅价格在低位整固，租金指数则因人才流入和就业市场稳定而持续上升。在租金稳步向上、政策支持和环球减息周期延续，有望带动按揭利率回落，预期香港楼市可望逐步筑底回稳。

## 住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差餉物业估价署，数据截至2025年3月20日

## 厚积薄发

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



股票

东亚银行财富管理处首席投资策略师 **李振豪**

# 厚积薄发

**本章摘要：**

- 各指数表现差异及行业分类指数分析皆未能解释美股走势转弱
- 股票风险溢价、油金价格比例及滞胀风险皆显示美股将继续承压
- 行业盈利预测显示美股下半年将受惠盈利增长而出现反弹
- 标普500指数本季预测区间为5,638点至6,544点，波幅较大与不确定性偏高有关
- 特朗普执政百日分析中，反映多元分散投资较过去更显重要

上季标题是《一骑绝尘》。美国总统特朗普在上一届任期的首年，美股表现强劲，欧洲及亚太区股市皆明显走高，预计今年各股市走势将有类似趋势。当时透过财赤、减息预测、企业盈利预测等7个不同角度作出分析，预测在共和党掌控总统和参众议院的“红色浪潮”下，美股各板块在今年的走势。结果显示，医疗护理、非必需品、科技、物料及工业板块表现料将较佳。

我们亦预测标普500指数在今年首季的目标水平约6,200点，但潜在下跌空间近一成。至于欧洲市场，德、法及英国股市在特朗普执政首年料将表现不俗，惟通胀恶化及持续减息将不利股市。同时须注意欧斯托克50指数中，各行业的盈利预测分歧颇大，暗示各行业走势料将南辕北辙。过去预测与现今结果大致若若。

本季标题是《厚积薄发》。全球资金流向反映特朗普就职后市场避险情绪升温，投资风险的来源罕有地集中在美股。基本面分析显示，美股各大指数表现及各行业分类指数表现出现分歧，均反映美股整体走势未见转弱，近期指数出现调整主要是资金在行业间快速轮动，导致权重股份承压。年内各行业的按季盈利预测未受近期指数调整影响，下半年美股整体有可能出现反弹。

然而，股票风险溢价近10年来首次出现负值，对美股走势不利。传统上，原油与黄金价格比例下降，往往暗示美国经济衰退的机率增加，同样不利美股。若滞胀出现，美股将变得非常波动，虽然目前出现机率仍偏低，但未雨绸缪为上策。特朗普执政百日对美股影响的参考性不高，但以多元分散投资应对未来市场的不确定性，较过去更显重要。

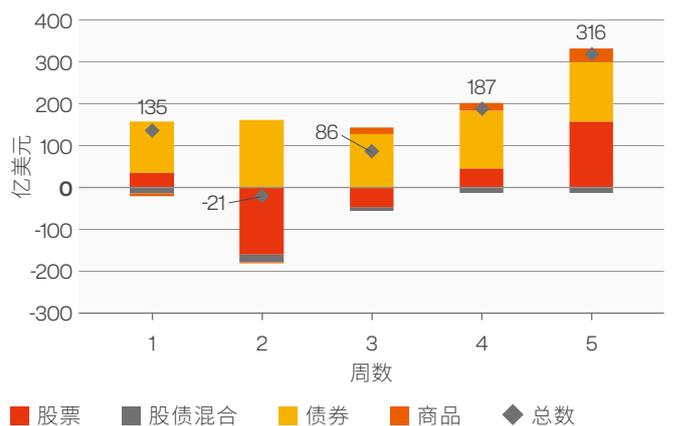
## 资金流向：全球投资风险源自美股

截至香港时间3月11日，标普500指数及纳指100在今年暂分别录得近5%及10%的跌幅，充分反映特朗普在内政及外交策略所造成的“冲击波”正对美股构成压力，甚至有蔓延至全球股市的迹象，例如日股年内下跌近9%。

《宏观策略》中分析，短期内在美国民意支持下，特朗普的政治气焰将会更盛，加剧全球不稳定性，令股市变得更加波动。在此重申上季分析，在特朗普执政首年，美股将在大幅波动中走高。回顾去年7月美股各指数的走势，当时我们预测美股将有约10%的调整，而非掉头向下的逆转走势，与现市况相当吻合。因此，目前是分段吸纳优质股份，并持有至下半年的好时机。

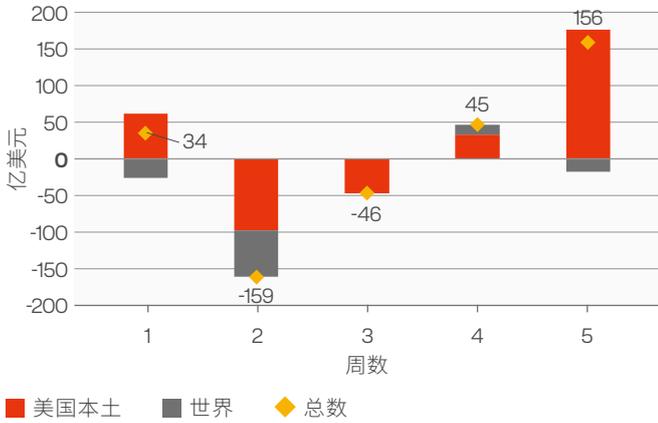
特朗普就职后的全球资金流向，揭露出投资者心态变化的端倪。根据美国投资公司协会 (ICI) 提供由今年1月29日至2月26日 (共5周) 的所有美国注册基金资金流数据显示，期内共有703亿 (美元，下同) 流入，当中债券基金净流入占比高达98%，商品基金及股票基金分别录得8%及4%的流入，股债混合基金则有10%净流出。数据显示，特朗普回归令全球不确定性上升，投资者普遍采避险策略 (详情可参阅《债券》章节内容)。

美国注册基金每周资金流向：所有类别



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2025年1月29日至2月26日

美国注册基金每周资金流向：股票



资料来源：美国投资公司协会，数据自2025年1月29日至2月26日

股票基金的资金流呈现“先低后高”走势，期内首3周累计流出171亿，但最后两周却录得202亿流入，最终净流入约31亿。从股票基金内的“美国本土”及“世界”分类数据来看，结果显示主要波动来自美股。美股基金在首3周录得83亿流出，但随后两周出现急速逆转，净流入206亿。上述数据显示，股票的波动性在所有资产类别中最大，而美股更是波动的核心。与近年情况相比，今天美股成为全球投资市场的“震央”，实属罕见。

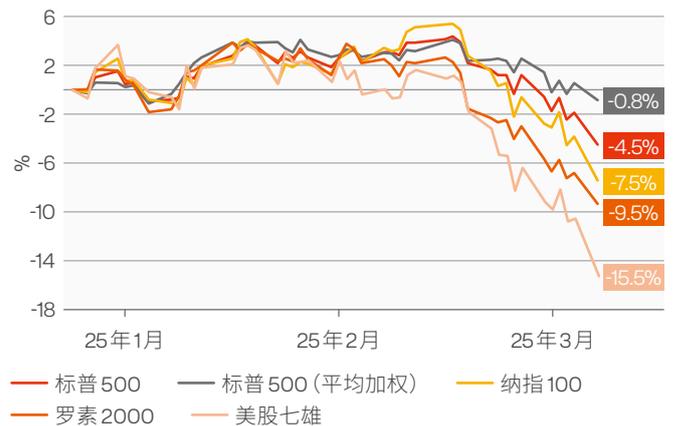


基本分析：美股下半年或出现反弹

根据上季对标普500指数的预测，指数料升至6,178点后遇阻力。而根据第1季每股盈利增长及近3年平均预测市盈率推算，上季的潜在跌幅料有近1成，回调的目标水平应为5,420点，当时曾呼吁投资者应留意风险管理。最终，市场走势与本章节的预测非常吻合。

特朗普就职后，华尔街多位市场专家皆忧虑美股估值高处不胜寒，任何突发事件都有可能引发大规模调整<sup>1,2</sup>。截至3月11日，美股各主要指数年内皆录得跌幅，而各指数及行业表现的差异，正反映出当前弱势的核心所在。

美股各主要股票指数年内表现



资料来源：彭博，数据截至2025年3月10日

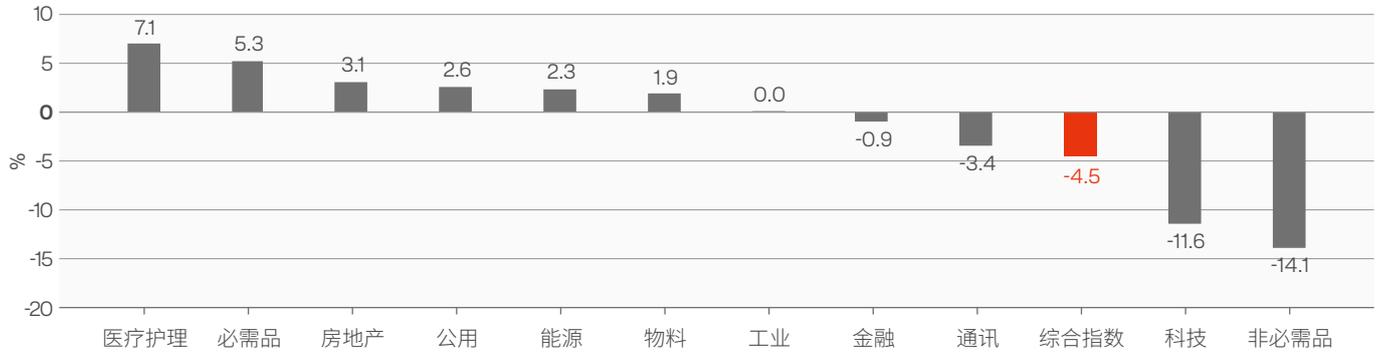
比较代表大型企业的标普500指数及代表中小企业的罗素2000指数，截至3月10日，年内表现分别报负4.5%及负9.5%，结果显示“特朗普式风暴”下，资金偏爱大型企业。另外，标普500指数与其平均加权指数的表现分别报负4.5%及0.8%，反映科技股等权重较高的板块对指数走势有一定程度的影响。纳指100同期跌7.5%，进一步证明科技股弱势正拖累美股整体表现。至于追踪科技股中最大影响力的7只巨企的“美股七雄”指数，跌幅更高达15.5%，结果进一步解释科技股是跌市的元凶。

<sup>1</sup> 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2025/01/22/jamie-dimon-us-stock-market-inflated.html>

<sup>2</sup> 见财富网站，<https://fortune.com/2025/03/05/warren-buffett-stock-market-bubble-territory/>

股票

标普500各行业指数之年内表现



资料来源：彭博，数据截至2025年3月10日

观察标普500行业分类指数截至3月10日的年内表现，11项行业分类指数中，只有科技及非必需品两项的表现跑输综合指数，显示今次跌势集中在特定板块。有6项行业分类录得正回报，意味美股并非全面崩盘。回顾上季分析，医疗护理、物料及工业将受惠于特朗普政策，今天表现更胜其他行业已属意料中事。这次结果显示，美股近期的调整与行业间资金轮动有关，而不是美股整体转势走弱。

去年美股屡创新高，市场普遍认为近期的跌市主因是估值偏高。然而，分析过去3年标普500指数、纳指100及罗素2000指数的预测市盈率变化，3项指数现分别为20.8倍、24.5倍及25.4倍，各较高位下跌约22%、33%及46%。其中，纳指100及罗素2000指数较过去3年均值低10%及11%，而标普500指数则与3年均值10.8倍相若。随着近期调整后，估值偏高已不复存在，各指数的估值已回归至相对合理的范围。

美股各主要股票指数之预测市盈率及其过去3年平均值



资料来源：彭博，数据截至2025年3月10日



近期的调整会否令各分析员调整对标普500指数及其行业分类指数的盈利预测？以今年第1季与去年第4季的盈利预测相比，只有非必需品行业出现轻微下调，其余行业的盈利预测均没有改变。结果显示，纵使特朗普的政策如何挑战三观，都未有改变全球分析员对美股今年盈利的信心，尤其是下半年料盈利出现双位数增长的行业数量明显增加。综合而言，本季美股料仍将承压，但在盈利增长带动下，下半年或出现明显反弹。整体数据表列如下：

分析员在今年第1季对标普500指数各季的盈利预测 (%)						与去年第4季的变化比较 (%)					
指数	第1季	第2季	第3季	第4季	平均	指数	第1季	第2季	第3季	第4季	平均
综合指数	6.50	10.19	13.52	11.86	10.52	综合指数	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
行业	第1季	第2季	第3季	第4季	平均	行业	第1季	第2季	第3季	第4季	平均
科技	14.53	18.82	29.87	17.90	20.28	科技	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
医疗护理	35.76	9.99	13.17	16.42	18.84	医疗护理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
工业	2.38	4.82	22.27	22.32	12.95	工业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
通讯	5.71	30.17	4.43	6.63	11.74	通讯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融	0.01	8.48	9.93	4.53	5.74	金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公用	7.62	3.41	0.82	10.59	5.61	公用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物料	-11.80	-0.85	13.04	18.39	4.70	物料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非必需品	-0.53	2.77	6.67	6.40	3.83	非必需品	0.02	-0.07	-0.06	-0.07	-0.04
房地产	1.83	3.32	7.98	1.75	3.72	房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
能源	-12.17	-7.53	10.06	19.63	2.50	能源	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
必需品	-7.32	1.80	3.28	5.75	0.88	必需品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：彭博，数据截至2025年3月10日

标普500指数走势预测方面，根据未来4季指数的盈利增长预测，取其平均值及最高值作为标的，并以截至3月18日的每股盈利约246.26美元为基础，推算未来的每股盈利，再以近1年及3年的平均预测市盈率23.47倍及20.69倍来推算，得出本季标普500指数的波动区间介乎5,638点至6,544点，高低波幅相差近900点与未来不确定性料将较高有关。

此外，套用今年第2季每股盈利增长预期10.19%及近3年平均预测市盈率再计算一次，其目标水平应为5,614点，较

3月18日收市报约5,675点只差61点，料此水平是标普500指数的技术支持位置。因此，我们预期经过今次调整后，美股料较大机会将再现升浪，惟投资者仍应注意风险管理。

从基本分析显示，美股调整有其必要性，但未有扭转整体向好的势头。参考特朗普上届的经验，相信他最终都能平息内政及外交的纷争，美国经济走弱只属暂时性。配合行业资金轮动及盈利预测等分析，我们预期美股在下半年将出现反弹，本季若出现调整，将是吸纳优质股份作中长线投资的好机会。

## 股票

### 情境分析：美国经济下滑势成焦点

除了基本因素分析，以下将透过风险溢价、原油与黄金价格比例及滞胀或“类滞胀”共3个不同情境进行分析，进一步推测美股走势。

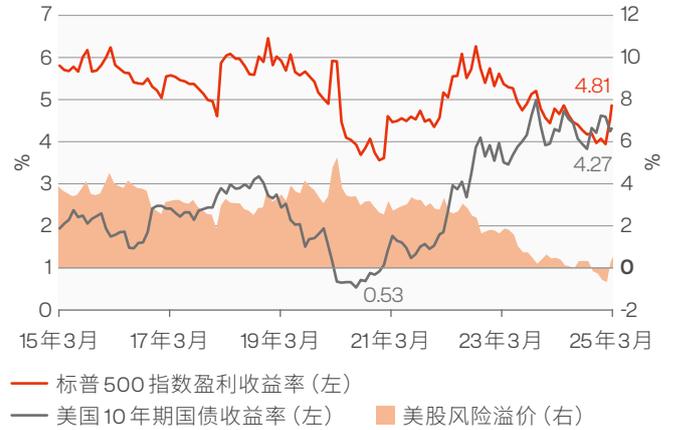
### 风险溢价：低溢价将不利美股

传统上，美国国债被视为无风险的投资，投资者深信美国政府必定能赎回债券。在此假设下，美国国债收益率便是无风险的回报。至于投资股票，其实是投资该公司的盈利能力，当中的股票收益率指一间公司每股盈利与当时股价的比例，其收益率便是现价买入该股票的报酬。最后，把股票收益率减去国债收益率，差额便是投资于股票时须面对额外风险的补偿性回报，简称股票风险溢价。

以标普500指数代表美股，美国10年国债代表无风险债券，以过去10年两者按月的收益率差额（即“股票风险溢价”）作分析。结果显示，美股收益率及美债收益率的平均值约5.1%及2.5%，即两者差额平均约2.6%。此数值可视作过去投资于美股须承受的额外风险，故需要约2.6%的额外回报作补偿。期内，风险溢价在2020年3月曾达最高的5.2%，当时美债收益率低见0.53%。往后，风险溢价便持续下跌，直至去年10月，风险溢价首次出现负值，即投资于无风险美债的回报较有风险的美股更高，显示在考虑风险与回报后，投资者不宜投资美股，主因是当时指数的盈利增长率远远落后于屡创新高的标普500指数，令股票收益率急挫。

截至3月12日，虽然风险溢价已回升至正数，但仅得0.54%，明显低于过去10年平均值。若未来有任何突发事件，例如特朗普政策带来的不确定性及经济增长放缓等，皆会引发资金撤出美股，转为流入美债以平衡总体收益率，这亦是上季美股因经济下滑忧虑而大幅下挫的个中原因。根据标普500指数及其各行业分类的盈利增长预测，当指数经历一定程度的调整后，美股的股票风险溢价将有望逐步回升至10年平均值，届时美股走势才会逐步转稳。

美国股市及债市的收益率及其溢价



资料来源：彭博，数据截至2025年3月12日

### 油金价格比例：比例下滑正压抑美股

原油与黄金价格的比例（以下简称“油金价格比例”）是一项传统的分析指标。一般来说，油价下跌源于供过于求，预示经济不景。至于黄金是没有利息兑付，当投资者愿意放弃利息而增持黄金，传统上与避险情绪升温有关。因此，当油金价格比例持续下滑时，通常意味投资者对未来投资前景信心下降。

参考过去30年的按季数据，油金价格比例与美国按年GDP的相关系数高见70%，反映油金价格比例下跌时，美国经济出现下滑的机会较高。截至3月12日，油金价格比例为0.02，较过去30年最低点0.01，仅一步之遥，暗示美国GDP短期内好大机会下跌，结果与《宏观政策》内分析相似。将此分析套用在标普500指数，油金价格比例与标普500指数的相关系数约58%。虽然未如与GDP般明显，但仍属较高水平，显示油金价格比例下跌可能为美股增添压力。

布兰特原油与黄金价格比例及美国按年GDP



资料来源：彭博，数据截至2025年3月12日

为进一步分析油金价格比例下跌对美股的影响，先以GDP首25百分位分数(即3.6%)作门槛，共筛选出7个案例，且全部都在千禧年后出现。再分析该7个案例其时的标普500指数表现，结果显示总平均值是0%，但标准差与峰谷值分别高见11.1%及42.6%，反映指数在大幅波动下回报持平。

进一步将分析区间细分为“维持4个季度或以上”及“维持4个季度或以下”，结果显示两者平均回报相若，但后者的标准差与峰谷值明显较低，显示油金价格比例下降维持时间愈长，市场波动率愈高。

再收窄分析范围，以上案例再加上油金价格比例中首25百分位分数(即0.04)作门槛，以便更切实反映当前状况，符合所有条件仅有2015年及2020年。油金价格比例下滑平均维持5个季度，标普500指数平均回报约3.2%，平均标准差及峰谷值分别约11%及26.7%。与“维持4个季度或以上”的结果相近，反映比例水平对美股的影响力不彰。

综合而言，油金价格比例与美国经济走势相若，现水平油金价格比例偏低，暗示美国经济将趋向疲弱，料将对美股构成压力。然而，就算油金价格比例再走低，其对美股带来的额外下行风险料有限(同样分析将套用在《债券》章节)。整体数据如下：

年份	指标(%)				
	平均值	标准差	最大值	最小值	峰谷值
整体数据	0.0	11.1	20.0	-22.6	42.5
维持4个季度或以上之年份					
2001年	-2.6	11.4	10.3	-15.0	25.3
2008年	-1.7	12.8	15.2	-22.6	37.8
2015年	1.5	4.5	6.5	-6.9	13.4
2020年	5.0	17.4	20.0	-20.0	40.0
平均值	0.5	11.5	13.0	-16.1	29.1
维持4个季度以下之年份					
2011年	-1.6	18.0	11.2	-14.3	25.5
2013年	2.4	2.4	2.4	2.4	0.0
2014年	1.3	1.3	1.3	1.3	0.0
平均值	0.7	7.2	4.9	-3.6	8.5

资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月12日

### 滞胀风险：未雨绸缪为上策

本章节早在上季已就特朗普就职后滞胀的风险将会增加作分析，在此不再赘述。根据本季《宏观策略》的分析，应用在标普500指数、纳指100及罗素2000指数作基础分析。滞胀案例的按季数据如下：

季度	经济数据(%)		按季表现(%)		
	按年CPI	按年GDP	标普500指数	纳指100	罗素2000指数
1980年第2季	14.4	-0.8	11.9	N/A	19.1
1980年第3季	12.6	-1.6	9.8	N/A	21.7
1982年第1季	6.8	-2.2	-8.6	N/A	-10.1
1982年第2季	7.1	-1.0	-2.1	N/A	-2.3
1982年第3季	5.0	-2.6	9.9	N/A	9.5
1982年第4季	3.8	-1.4	16.8	N/A	25.5
1991年第1季	4.9	-1.0	13.6	32.1	29.2
1991年第2季	4.7	-0.5	-1.1	-4.0	-2.0
1991年第3季	3.4	-0.1	4.5	13.1	7.7
2008年第4季	0.1	-2.5	-22.6	-24.0	-26.5
2020年第2季	0.6	-7.5	20.0	30.0	25.0
2020年第3季	1.4	-1.4	8.5	12.4	4.6
2020年第4季	1.4	-1.0	11.7	12.9	31.0
平均回报			5.6	10.3	10.2
标准差			11.6	19.4	17.2
峰谷值			42.5	56.1	57.5

资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月12日

股票

由于数据所限，只能分析近40年数据。结果显示，滞胀曾在13个季度中出现，占总季数约7%，反映滞胀属罕见情况。在滞胀出现时，3大指数出现按季负回报占比分别为31%、15%及31%，反映滞胀亦非完全不利美股。平均回报方面，标普500指数约5.6%，纳指100及罗素2000指数却有近10%。历史数据反映，回报高，风险当然偏高，纳指100及罗素2000指数的标准差分别为高双位数，而峰谷值更差不多接近60%，反映滞胀期间两大指数表现非常波动。标普500指数情况不遑多让，标准差及峰谷值分别约12%及43%，相比只有5%的平均回报，显示投资于标普500指数的性价比偏低。



在《宏观策略》的章节中，曾将符合“按年CPI除以GDP的比例高于1”及“联邦利率高于当时按年CPI”两项条件定义为“类滞胀”。在“类滞胀”的环境下，美股各指数表现差异颇大。3大指数的平均回报相若，都只是低单位数的升跌。不过，纳指100的标准差明显高于另外两个指数。当“类滞胀”维持的季数愈长，指数的波动普遍愈大，唯罗素2000指数的标准差在维持季数上差距不大。峰谷值的分歧最大，纳指100整体上高见约71%，就算“类滞胀”最短季数的一次，峰谷值亦达20.3%，远高于标普500指数的6.7%。整体数据如下：

指标	期内表现 (%)		
	整体数据	最长案例	最短案例
标普500指数			
平均值	2.2	2.5	5.6
标准差	7.0	7.6	3.4
最大值	20.5	9.8	8.8
最小值	-15.0	-14.5	2.1
峰谷值	35.4	24.3	6.7
纳指100			
平均值	2.6	2.0	5.8
标准差	13.6	12.3	8.4
最大值	35.0	13.3	20.3
最小值	-36.2	-25.7	0.0
峰谷值	71.1	39.0	20.3
罗素2000指数			
平均值	2.4	-0.8	7.2
标准差	9.4	10.1	7.4
最大值	23.8	7.3	16.7
最小值	-24.9	-24.9	0.0
峰谷值	48.8	32.2	16.7

资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月12日

综合而言，不论滞胀或是“类滞胀”，对美股各指数的平均回报影响不似预计般大，但标准差及峰谷值则偏高，显示在滞胀或是“类滞胀”时，各指数的波动率高企，反映当时投资者对讯息变化非常敏感，导致资金流动迅速。特朗普的政策及全球多极化的影响下，美国经济下滑绝非杞人忧天，加上关税令通胀高踞不下，滞胀的阴霾不胫而走，投资者应未雨绸缪，为本季出现滞胀的风险做好准备。

### “执政百日”：多层分散式投资更显重要

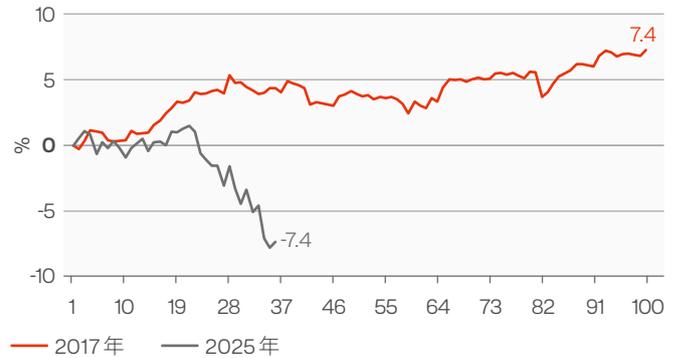
在《宏观策略》章节中，从不同角度分析特朗普执政首100天，并与他上届执政时的做法比对。结果显示，各类资产在所难免出现较大波动。

以特朗普上届执政首100天时，标普500指数、纳指100及罗素200指数的走势与今届相比，各指数走势与上届大相径庭。标普500指数和纳指100指数在特朗普执政后首23天，升幅大致与上届同步，但走势及后急转直下，转捩点是中国人工智能公司深度求索 (DeepSeek) 横空出世，提供效能强大且廉价的大型语言模型，一夕之间为科技产业投下震撼弹，引发去年美股领头羊的“美股七雄”指数急挫，加上炒作特朗普大刀阔斧削减政府开支等政策可能触发经济衰退，3大指数表现急转直下。

虽然上届数据对本届走势的参考性或不高，但细心分析今天拖累美股走势的因素，包括炒作因贸易战导致美国经济衰退或滞胀，惟美国经济数据至今未见大幅走弱。至于“美股七雄”的下挫，相信与估值偏高及过于乐观的盈利预测有关，并利用DeepSeek为借口，趁机套现或平衡投资组合才是背后的真正目的。

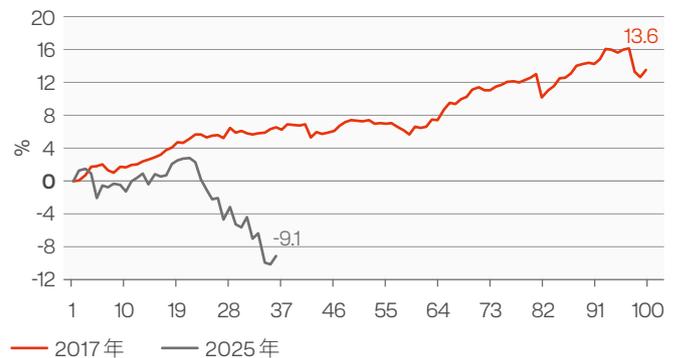
最后，若今天才顿悟全球投资风险源于特朗普以“美国优先”来重塑世界秩序的投资者，实与市场严重脱节。我们相信美股只属调整而非走势逆转，特朗普执政初期美股出现大波动是预期之内，因此未来股票组合中多元分散配置将非常重要。

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
标普500指数



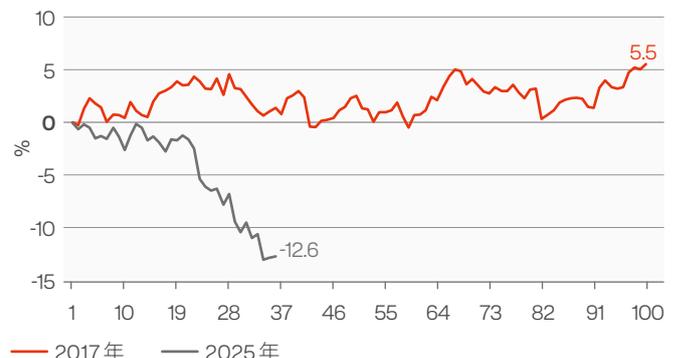
资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今届尚未执政达100个交易日，故数据截至首36个交易日）

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
纳指100



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今届尚未执政达100个交易日，故数据截至首36个交易日）

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
罗素2000指数



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月11日及2025年1月20日至3月12日（因今届尚未执政达100个交易日，故数据截至首36个交易日）

股票

东亚银行财富管理高级投资策略师 陈伟聪

# 香港及内地股市展望：意犹未尽

**本章摘要：**

- 随内地经济转好、政策宽松、国产AI技术突破，中港股市有望再创年内新高
- 宏观政策和企业层面的多重利好因素下，对内地AI相关科技企业维持乐观看法
- 去年起支撑中港股市的政策行情或告一段落，后市将更取决于企业的基本因素
- 投资者在加仓中港股票时须提防关税仍未见顶和美国对中国高科技产业施压
- 我们将恒指预测市盈率目标由10.8倍上调至11.3倍，并上调恒指2025年目标价至26,000点

上季的主题为《兵来将挡》，意谓中港股市即使面对美国新任总统特朗普加征关税的挑战，但最终也可安然无恙，恒生指数的估值修复行情可望延续。如今回顾，结果可谓有过之而无不及，港股在过去3个月的涨势较预期来得更强劲，年初订下的2025年恒指目标已提前达标。

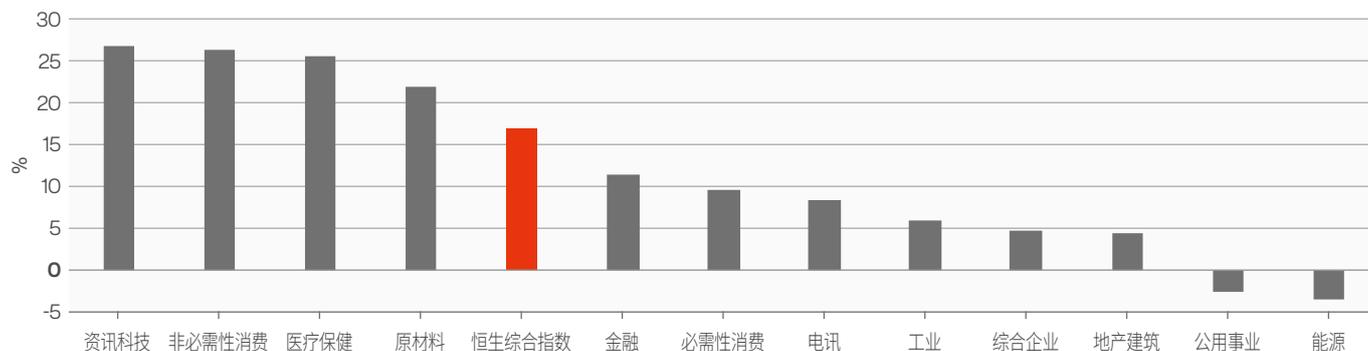
今年1月上旬，特朗普预告于就职后对中国进口商品加征关税，加上美国国防部将多家中国企业列入“涉军企业”黑名单，一度对市场风险胃纳造成扰动，拖累恒指下跌至季内最低的18,671点。不过，随后国家发改委意外提前推出新一轮消费品“以旧换新”政策，中证监亦发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，在一系列政策刺激下，港股展开绝地反击，在短短两周内成功收复20,000点大关。

及至2月初，特朗普落实向中国货品加征10%关税，惟幅度尚算温和，未对大市造成重大冲击。更关键的是，国内初创科技企业深度求索(DeepSeek)强势崛起，其主打的开源、低训练成本和高效能的人工智能(AI)大模型，霎时颠覆全球对AI的传统认知。市场预期中国AI应用的渗透率可望迅速提升，触发环球资金从美国科技股大举转投中资AI概念股。此外，中央于两会期间不仅在财政和货币政策层面兑现了市场就扩内需、稳增长的期望，更高调支持创科和AI产业发展。在权重科技股带动下，恒生指数在2月上旬至3月中旬的表现势不可挡，最大升幅达33%，并一度触及3年新高24,874点。由于缺乏重磅科网股领头，中国内地A股期内表现较港股略逊一筹，截至3月27日，恒指及沪深300指数在季内的回报分别为正17.5%及负0.1%。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的资讯科技、非必需消费及原材料均录得超过两成的升幅，跑赢指数5至10个百分点不等。而公用事业及能源则要逆市向下，分别下跌近3%至约4%。至于上季建议重点关注的板块，当中评为“看好”的内地消费股整体表现不俗，尤其是智能手机及新能源车股；同样评为“看好”的内地公用股虽录得升幅，惟表现不及增长股亮眼；评为“审慎乐观”的内地互联网平台则属AI热潮下的大赢家，多只股份均收获超额回报；同样评为“审慎乐观”的本港及国际金融板块亦成功跑赢大市。

本季题为《意犹未尽》，象征中港股市短期可能会因为美国的关税威胁升级而出现适度回吐。不过，随着国内经济表现渐入佳境，宽松政策方向未变。加上国产AI技术突破令外资刮目相看，故自首季开展的升浪可望持续，期待后市再创新高。

2025年第1季恒生综合指数各行业表现



资料来源：彭博，数据截至2025年3月27日

### 国策不遗余力推动创科，AI企业加速变现可期

随着DeepSeek大模型横空出世，凭借其开源、低成本、高效能的独特优势，引发全球投资者重新关注中国AI产业链的投资价值，带动半导体、大模型开发、云计算、数据中心、互联网平台等相关股份出现估值重估。年初至今(截至3月27日)港股市场气势如虹，尤其是恒生科技指数飙升25%，AI概念股贡献功不可没。尽管个别股份因技术性超买出现短期调整，但从中期来看，我们对内地AI相关企业维持乐观看法，主要基于宏观政策和企业层面的多重利好。

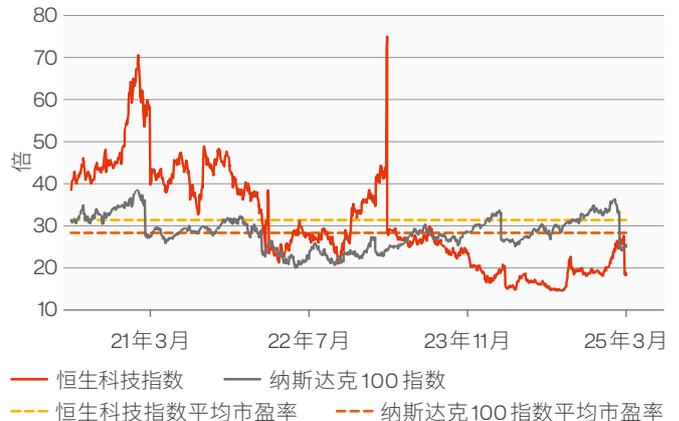
宏观政策方面，今年中国的《政府工作报告》提出大力推动创新科技产业发展，支持AI大模型广泛应用，加速开拓AI手机和电脑、AI机器人、智能网联新能源车、具身智能等领域。更关键的是，“科技”一词在报告中出现29次，为历年最多，仅次于“消费”的32次，突显高科技及AI发展的策略优先地位。两会期间，发改委和人民银行等部门亦公布了一连串便利创科企业的融资措施，包括设立规模达1万亿人民币的创投引导基金、新增债券市场的科技板等，并鼓励国内优质科企来港上市。可以预期，中央将继续不遗余力引导民间和海外资本进入新兴高科技产业，加大对关键技术研发的投入，加快释放创科企业的潜在价值。此外，2月份中央曾召开一场高规格的民营企业企业家座谈会，多位来自半导体、通讯、AI大模型开发、新能源车、机器人等新兴行业的民营巨企创办人均获邀出席，即使会后未有透露具体细节内容，惟无疑向市场释放出科技龙头民企已重新获中央领导层高度信任的强烈讯号，显示数年前的监管阴霾已经消散。展望未来数月，我们相信各地方政府将陆续发布关于AI产业的具体行动方案，重点聚焦于芯片研发、算力建设、AI应用落地等范畴，若相关预算补助金额或计划进度目标设定得更加进取，将进一步推动科技板块估值修复行情。

企业层面来说，自DeepSeek开源基础大模型面世后，国内不少云计算科企宣布接入，个别公司更因此大举强化其自研大模型，在训练和推理成本大幅降低下，AI应用范畴可望趋向普及化，有助提升相关科技企业的变现能力。在刚过去的企业全年业绩发布期间，市场对科网股的关注点已由季度营收、盈利或股份回购指引等传统指标，转向企业未来在AI领域的资本开支、大模型更新迭代、应用层面、商业化模式等。多家科网龙头企业在业绩发布会上不仅提及加大AI相关的资本投资，也详尽描绘出AI的潜在应用场景，例如电商、视频直播、社交媒体、智能驾驶、手机电脑、机器人等等。虽然在庞大投资初期段，科技企业难免会面临利润率受压、现金流消耗，以及派息和股份回购的增长空间受限等问题，但参考过去两年美股市场的

经验，投资者更倾向在早期阶段押注在AI军备竞赛中愿意大举投入和能够描绘出长远增长轨迹的企业。在估值倍数膨胀驱动下，该类股份表现一枝独秀，反而偏重自由现金流、股东回报等指标的股票，则相形见绌。

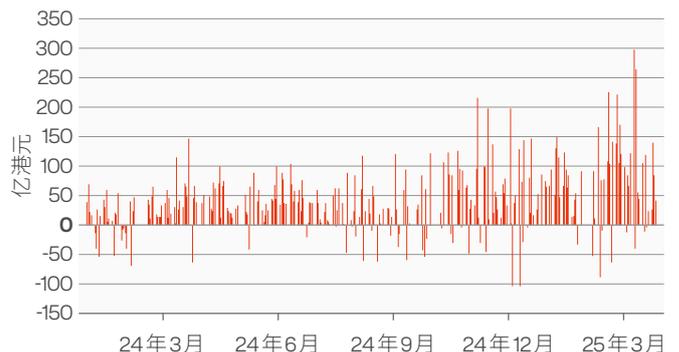
过去两个月中资AI概念股已累积不少升幅，短线出现回调整固不足为奇，但按估值而论，目前恒生科技指数的未来12个月预测市盈率仅为18.6倍，仍远低于自2020年指数推出以来的平均值31倍，若跟美股纳斯达克100指数的估值比较，更有约30%折让，幅度远高于过去5年平均值。更重要的是，由于港股较A股有更多的龙头科技股，刺激内地资金通过“港股通”流入港股市场，截至3月27日，年内“港股通”的日均净流入78亿港元，较去年全年日均净流入急增1.2倍。因此，我们相信本轮AI估值重估行情有余未尽，年内有望再创高峰。在整个产业链中，我们较看好大型云企业、软件应用、智能驾驶供应链、智能手机供应链等细分领域。

### 恒生科技指数和纳斯达克100指数未来12个月市盈率



资料来源：彭博，数据截至2025年3月27日  
注：平均市盈率自2020年7月27日至2025年3月27日

### “港股通”过去1年资金净流入情况



资料来源：彭博，数据截至2025年3月27日

## 股票

### 政策行情或告一段落，企业盈利有望接棒

备受瞩目的全国两会已于3月召开，中央政府工作报告为今年订下“5%左右”的经济增长目标，虽无太大惊喜，但至少给予市场一颗定心丸。此外，中央财政扩张幅度不愠不火，赤字率目标上调至4%属预期之内，惟特别国债（1.8万亿人民币）和地方专项债（4.4万亿人民币）新增额度则未及预期般进取，显示中央决策层谋定而后动的取态。由于国内今年开局的经济状况展现出较强韧性，加上美国对华施加的关税力度暂未算太大，故预期短期内财政刺激措施进一步加码的空间有限，意味着自2024年初起支撑中港股市估值修复的政策行情或告一段落。后续市况将更取决于企业的基本因素，包括销售、盈利改善幅度及持续性，尤其是内银、非必需消费、资讯科技等权重板块，如能在今年首季度的业绩继续报喜，可望带动恒指盈利预测进一步上调，为港股后续上行提供动能。

从风险角度出发，假如特朗普政府在今季进一步加征中国商品关税至30%以上，有机会令内地经济重新面临下行风险，甚至导致股市出现抛售，但届时或能令中央政府有更大决心加码推出宽松政策，不排除动用更多财政或货币政策去稳住内需增长，且可能引导中长期国家队资金入市，反而为中港股市创造另一轮趁低吸纳的良机。

### 刺激消费政策重点转向，服务及必需消费股可看高一线

在产业政策方面，政府工作报告重点着墨有关大力提振居民消费，与去年相比，今年的实施方式略有调整。具体而言，今年消费品“以旧换新”的补助范围扩大至电子产品，整体补贴规模亦增加至全年3,000亿人民币，高于去年的1,500亿人民币。不过，去年的政策期仅自9月至12月，故若以每月平均补助额计算，今年不升反降，显示中央在一次性直接补贴居民消费政策方面略为收敛。反之，今年更强调多渠道提升居民收入，包括公务员加薪、提高医保及养老金支付、增加育儿补贴等。此外，政府亦加强对服务式消费的支持与积极拓展消费场景，如健康经济、冰雪经济、文旅和餐饮消费等领域。

无可否认，这类措施长远有助提振居民消费信心，并减少提早透支购买力的风险。不过，对于偏重依赖一次性直接补贴的家电和汽车等企业，则未必可获得额外边际效益，未来数季的销售增长或逐步放缓。因此，我们认为上述扩大内需的措施对整体大市或中资消费股的影响仅为轻微利好。在消费板块中可基于3个标准选股：1) 较受惠城乡居民收入提升；2) 收入以服务型消费为主；3) 估值处于或低于历史平均值。综观而言，我们较看好旅游、乳品、饮料、啤酒、服饰等细分领域。

	2024年4月19日至 2024年5月20日	2024年8月5日至 2024年10月7日	2025年1月13日至 2025年3月19日
恒生指数变化	16,224点 → 19,636点	16,698点 → 23,099点	18,874点 → 24,771点
期内变幅	+21%	+38.3%	+31.2%
恒指2025年盈利预测变化	2,178港元 → 2,160港元	2,185港元 → 2,232港元	2,183港元 → 2,246港元
期内变幅	持平	+2.2%	+2.9%
恒指未来12个月预测市盈率变化	8.0倍 → 9.7倍	8.2倍 → 11.0倍	9.1倍 → 12.1倍
期内变幅	+21.2%	+34.1%	+33.0%

### 中美磨擦风险变幻莫测，加仓之余亦须量力而为

观乎以上多个维度分析，中港股市目前看似歌舞升平，但碍于中美关系始终存在高度不确定性，特朗普政府对中国的贸易政策及高科技产业取态阴晴不定，投资者在加仓中港股票的同时，亦须警惕以下风险：

(1) 关税税率或未见顶：我们预期特朗普政府将继续对华实施渐进式关税，除了4月初公布的对等关税外，不排除利用包括301调查结果和TikTok出售进度等理由，对中国商品进一步加征关税。虽然近年中国企业对美国出口占比已显著下降至15%以下，关税对中资企业盈利直接影响有限，但假若税率累计上调幅度超过30%，届时在人民币汇率走弱及其他负面心理因素影响下，对市场风险胃纳可能造成一定程度冲击。因此，我们对以美国市场作为较大出口及销售点的消费、科技、工业等企业维持审慎看法。

(2) 针对高科技产业施压：为了压制中国AI产业迅速崛起，美国个别国会议员倡议进一步收紧对中国AI芯片的出口管制，包括将英伟达H20 GPU纳入禁售或限售名单。假如提案获特朗普政府采纳，短线难免动摇市场对中国AI产业链增长前景的信心，并对上季股价大涨的科技股带来冲击。此外，特朗普于2月签署了《美国优先投资政策》备忘录，限制美国养老金、大学捐赠基金等投资中国的战略敏感行业，如人工智能、量子计算、生物科技、先进制造业等。虽然类似的限投令在拜登政府时期已经推出，惟若特朗普进一步升级管制，并要求更广泛的美国资金减持中国股票，也属后市一大隐忧。

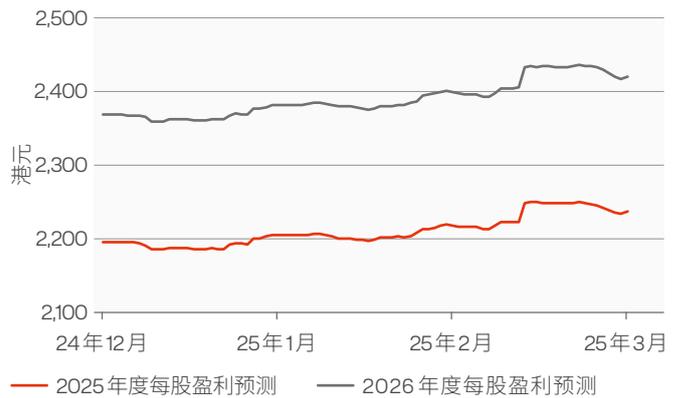
### 中港股市升势料有余未尽，上调恒指目标至26,000点

整体来说，我们对中港股市第2季的看法维持轻微正面，主要基于内地AI技术突破与应用普及化进度较预期理想，支撑以科技板块为首的增长型股份的估值更上一层楼。此外，国内消费与房地产市场在利好政策呵护下逐步回暖，可望提振一众内需企业上半年盈利表现，恒指及沪深300指数的盈利预测上调趋势料可于本季延续。不过，中美两国在贸易和科技领域磨擦升温的风险仍然挥之不去，或增添大市的波动，并为中港股市的潜在上行空间带来制约。

综观上述因素，我们维持恒生指数2025年盈利预测于2,300港元，相当于按年增长9%，并高于截至3月27日彭博预测共识的2,240港元。估值方面，虽然恒指上季录得超过17%升幅，但由于市场同时调高其盈利预测，令恒指未来12个月预测市盈率仅轻微升至10.5倍，仍低于过去

5年平均值的10.9倍，显示目前估值水平尚算吸引。我们将恒指预测市盈率目标由10.8倍上调至11.3倍，并上调恒指今年底目标水平至26,000点，较第1季预测的24,800点上调4.8%。

#### 恒生指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年3月27日

#### 恒生指数未来12个月预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2025年3月27日



股票

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 <sup>#</sup>
内地人工智能概念	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 大模型开发及云计算：龙头企业将加码投资于AI相关研发和基础设施，有助扩充算力储备、加速升级推理大模型，以及推出并优化AI专属应用产品，迈向商业化之能见度较高。</li> <li>2. 智能驾驶产业链：车企接入DeepSeek后可大幅提升智驾所需之数据生成及算法的效率和质量，有利推升国内高阶智驾(L2+或以上)方案之渗透率，相关汽车、半导体、软件、车载镜头和激光雷达等企业可从中受益。</li> <li>3. 国企电讯：AI大模型训练和推理需求迅速增长将支持互联网数据中心(IDC)机房出租率回升。另外，随着国企和地方政府扩大AI应用，料较有利具国资背景的电讯运营商抢占政务云市场份额。</li> </ol>	****
内地服务及必需消费	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 两会政府工作报告表明今年将从多方面增加城乡居民收入和优化社会保障政策，加上股市楼市逐步回稳，料有助提升居民消费信心。</li> <li>2. 国务院发布的《提振消费专项行动方案》强调支持服务式消费和开拓更多元化消费场景，例如餐饮和家政服务、文娱旅游、冰雪经济、智慧产权(IP)、游戏等。</li> <li>3. 多数企业目前估值低于历史平均值，亦处于净现金状态，有条件维持较高派息比率，以及提出新一轮股票回购。</li> <li>4. 首选乳品、运动用品、线上旅游平台、啤酒、饮料等细分板块。</li> </ol>	****
内地电力	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 今年首季国内动力煤现货价格平均按年下跌逾6%，预期未来数月尚有下行空间。同时合约煤价格亦将跟随下调，有利火电企业减省主要燃料成本，料可充份抵销电价下跌对利润造成的冲击。</li> <li>2. 国内AI应用愈趋广泛将带动数据中心用电需求。根据《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》目标，国内未来重点新建数据中心的可再生能源发电占比须超过80%，长远有助提升核电、风力和光伏发电的利用率和交易电价。</li> <li>3. 主要龙头企业均为大型国企，目前预测市盈率仅介乎6至7倍，股息率高达4%至8%，估值具不俗吸引力，长线料可受惠国企价值提升行情。</li> </ol>	***
本港公用及电讯	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 近期美国就业及消费数据渐露疲态，或促使美联储今季重启减息。我们预期2025年美国将合共减息50点子至75点子，意味美国国债收益率仍存在下行空间。目前主要本地公用及电讯股的股息率高达5%至8%，息差吸引力逐步显现。</li> <li>2. 多家企业均在海外营运大量公用事业项目，如供电、供气及水务等，普遍皆受到当地利润管制协议保障投资回报率，业绩能见度较高。另外，受惠于年初至今英镑、澳元等货币逐渐回升，可获更佳汇兑收益。</li> <li>3. 资产负债表状况稳健和现金流强劲，有助维持高派息比率、增加股份回购或提供潜在海外并购机会。</li> </ol>	***

<sup>#</sup> 标注：看好程度以\*数目作为评分，最高5\*，最低1\*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

# 经济前景不明朗对美股维持审慎；基本面改善，对欧洲和中国股票的看法转趋较正面

### 本章摘要：

- 美国政策改动频繁影响经济前景，把美股下调至较为中性
- 欧洲增加军事和基建开支将带动经济，对欧洲股票相对看好
- 受惠宏观经济改善、人工智能发展和利好政策，对中国股票看法变得较为正面

自美国总统特朗普上台后，美国的政策变动频繁，令投资者和企业均无所适从，难以制定长远策略。不明朗因素笼罩环球市场，加上对美国经济有可能步入衰退的担忧，加剧市场波动。东亚联丰团队对市场出现大幅波动并不感到意外，早前亦已先行降低股票配置，增加现金比重，以便在市场出现调整时趁低吸纳优质股份。虽然市场波动仍可能会持续，但我们对股票的短期看法保持稍为看好，惟会采用较为平衡和较具防守性的投资策略。

特朗普政策摇摆不定，使美国经济前景变得不明朗，因此我们调低对美股的评级。欧洲方面，德国的财政改革，包括增加军事和基础设施投资，以及欧洲央行的宽松政策，为市场提供支撑，促使我们对欧股的看法变得更为乐观。亚洲方面，中国受惠于利好政策及宏观经济基调改善，团队对中国股票的看法转趋乐观，但对区内的日本股市则维持中性态度。

全球短期宏观形势充满挑战和不确定因素，特朗普反覆无常的政策迫使其其他国家急于找寻应对方案，以适应新的贸易格局。地缘政治和贸易紧张局势将加剧市场波动，而资金流向、中国救市措施、特朗普的关税策略以及其“美国优先”理念等因素，将同时左右市场走势。

### 美股走势取决于特朗普政策及美联储息口走向，留意欧洲企业盈利前景

特朗普政府在加征关税的立场上摇摆不定，对经济增长带来不确定性，因此团队将美股评级下调至“中性持有”。美股经过近期的大幅调整，估值已出现支持，但美股未来走势将取决于如何消除目前的宏观经济不确定性。团队认为，特朗普与美联储主席鲍威尔的政策调整，是消除市场不明朗因素的关键。

CBOE 波动指数 (VIX)



资料来源：彭博，数据截至2025年3月18日

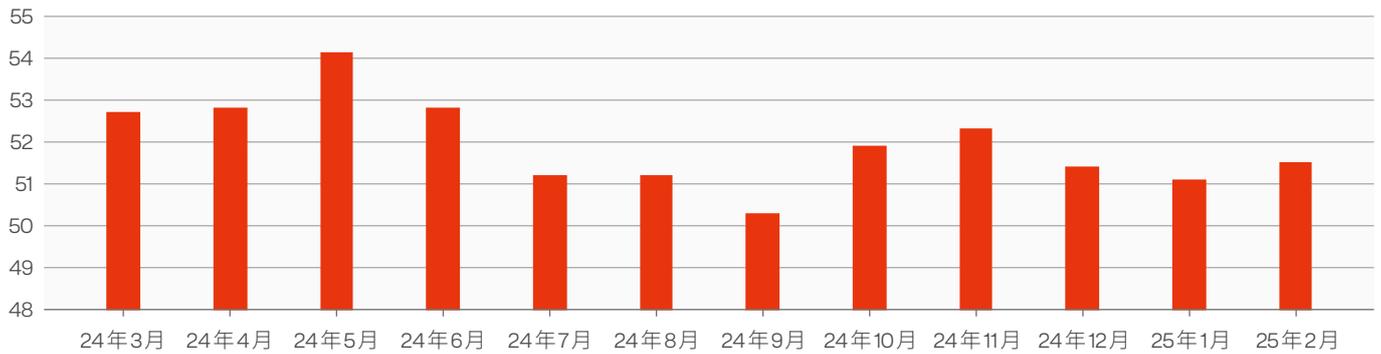
反映美股波动性的CBOE波动指数 (CBOE Volatility Index) 在3月曾大幅上升至27.86，年内升幅高达60%，数据反映投资者对未来市况波动的强烈忧虑。此外，美国近期的经济数据疲弱，例如2月新增职位低于预期，令投资者忧虑美国经济可能出现衰退。然而，我们认为美国经济仍然相对稳健，陷入衰退的可能性不大。美国2月消费物价指数印证了我们的看法，当地通胀按年上升2.8%，核心通胀按年增加3.1%，两者均低于市场预期。

至于经济长期低迷的欧洲，则有望步入早期经济扩张阶段。欧洲央行于3月再度减息，加上在特朗普政策压力下，欧洲计划增加国防开支，当中德国更表示坚决支持乌克兰，承诺修改宪法，使国防开支不受财政限制。这些举措相信有助刺激当地工业，继而带动整体欧洲经济增长。因此，团队对欧洲股市的看法变得稍为正面，尤其看好周期性股份。不过，欧洲经济仍相对疲弱，加上地缘政治不稳，若要进一步提升欧洲股票的评级，则要观察当地企业未来的盈利表现。

## 股票

### 政策清晰度增，利好中国股票；日元强势对日股持中性态度

中国综合采购经理指数 (PMI)



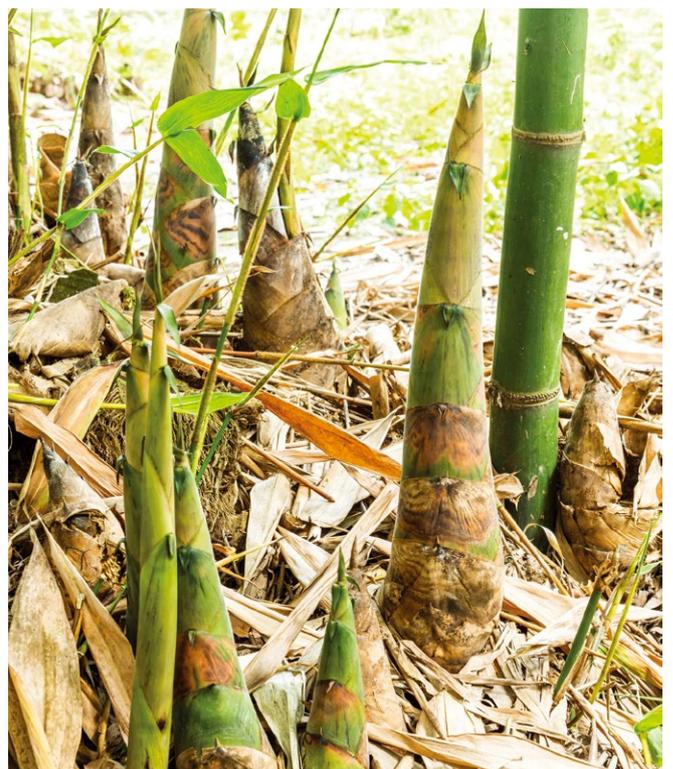
资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月18日

随着宏观经济渐趋稳定、中国人工智能行业迅速发展，以及受惠刺激消费等政策，我们对中国股票的立场变得稍为看好，预期中国经济和企业盈利在未来6至12个月具备增长潜力。中国1至2月的消费、投资及工业增速符合甚至超越市场预期，加上近期政府公布一系列刺激国内需求和消费的政策，带动投资市场气氛。此外，北京当局与主要民企早前曾作会面，提高了政策能见度。继深度求索 (DeepSeek) 后，中国一家初创企业近日推出人工智能代理Manus，通过感应器获取信息并进行分析继而作出决策。同时，一家龙头电商承诺继续对人工智能进行投资，意味对科技的资本开支将持续增加，有助刺激经济。这些利好因素促使我们调升中国股市的评级。随着中国投资气氛改善，团队尤为看好人工智能相关产业，例如互联网、通讯与非必需消费品，预期其基本面有望进一步改善。不过，关税问题和地缘政治风险仍会为中国股市带来下行风险。

日本方面，当地的宏观经济表现稳健，2024年第4季经修订后的经济增长按年上升2.2%，较第3季的1.2%高。通胀持续温和上升，但当地消费意欲不高，加上贸易摩擦升温，将左右日本央行的货币政策。由于货币政策立场尚未明确，暂难以评估其对经济的影响，再加上避险情绪高涨推高日元，故我们对日股的评级维持“中性”，并将聚焦于具防御性和高股息的股份，同时也会物色具人工智能概念的股份。

### 总结

特朗普政策摇摆不定，加上地缘政局和贸易战阴霾，预计股市会持续波动。美国政策的不确定性为当地经济增添风险，团队因此对美股的看法变得较为中性。欧洲和中国的经济基本面有所改善，故我们对欧股和中资股变得较为看好，但须小心地缘政治局势持续紧张带来的下行风险。整体而言，全球经济尚算平稳，我们建议投资者继续保持投资，在全球股市寻找机遇，并采取较平衡和防御性高的投资策略，以分散风险并对冲市场波动。



## 精挑细选

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪  
东亚联丰投资团队



# 精挑细选

### 本章摘要：

- 美联储议息的投票分布及经济预测的修正，反映正为年内再次减息作好准备
- “自我实现”的经济下滑为美联储营造减息条件
- 美国10年期国债收益率预测区间为4.02%至4.21%，2年期则为3.22%至3.44%
- 曲线正常化进程中，各美债期限溢价仍然吸引，惟降幅将不及去年
- 憧憬各大央行减息及避险情绪高涨将利好特朗普“执政百日”期间的各地债市
- “欧债危机2.0”的阴霾挥之不去，危机料不只影响欧洲，而是全球

上季标题是《腾笼换鸟》。我们当时预期美国总统特朗普就职后，全球经济的不确定性将攀升。在避险情绪升温下，各大债券指数表现普遍向好，尤以企业债券表现突出。利率走势料呈现“先高后低”的格局，与1995年的减息周期相似，预计美元计价的企业债及非美债市表现较好。欧洲债市或受特朗普政策影响而承压，亚洲债市则因投资者寻求分散风险而有望走高。

我们当时预测美国10年期国债收益率区间为4.25%至4.36%，2年期收益率区间则为3.67%至3.98%。投资策略上，建议以收益率曲线斜度为核心，短期债券表现将优于长期债券。投资者可关注投资级别的公用、医疗护理等行业债券。整体预测大致与今天结果相若。

本季标题是《精挑细选》。随着特朗普推动大规模改革，资金早在上季大举流入债市避险。美联储在利率预测上的措辞虽然谨慎，但实际上正为减息铺路。“特朗普看跌期权(Trump Put)”(即指当美股下跌时，特朗普政府将推出“托市”的政策)憧憬下，投资者预期经济和股市下滑后的政策托底或有助“红色浪潮”的延续。我们预计美债收益率将继续有序下降，投资策略应由定点转向期限溢价，尽管升幅或不及去年。

特朗普执政百日内，将有利各项债券指数，更何况今天处于减息周期。欧洲在当前国际乱局中显得举步维艰，“欧

债危机2.0”的风险正酝酿，在风起云涌的局势中觊觎甘露者，更须管控好风险。

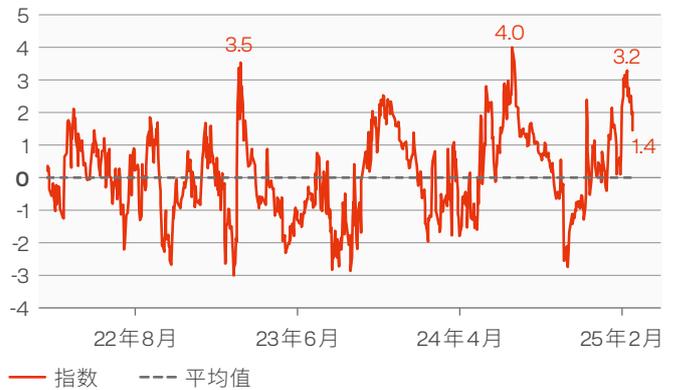
### 债券实是对冲风险的良好工具

特朗普在本届任期的作风较上届任期时更为强硬，对内雷厉风行，对外与传统盟国翻脸，还试图利用关税措施来挹注国内经济，甚至觊觎别国土地而掀起全球性争议，令各地投资风险遽然攀升。

### 数据反映投资者避险情绪高涨

西太平洋银行避险指数是综合日圆、美股波动指数、美债10年期收益率掉期等多项避险资产的波动情况，以评估市场避险情绪的变化。该指数高于0表示避险升温，反之亦然。该指数近3年的平均值为0，反映疫情后市场避险情绪回归平稳。然而，该指数在2023年3月美国矽谷银行倒闭<sup>1</sup>及2024年8月日圆拆仓潮刺激全球避险情绪<sup>2</sup>，均出现显著上升。及至今年特朗普就职后，该指数再次攀升，尤其是3月初特朗普曾执意对加拿大、墨西哥及中国加征关税<sup>3</sup>，全球避险情绪再度高涨。

### 西太平洋银行避险指数



资料来源：彭博，数据截至2025年3月14日

根据资金流向监测机构EPFR截至3月3日的数据<sup>4</sup>，特朗普就职后第5周，所有被追踪的债券基金流入量创下52个月新高。其中，欧洲债券基金吸引了创纪录的资金流入，欧洲企业债基金的资金流入更是主权债券基金的两倍。美国债券基金年初至今的总规模增长约150亿美元。从年期来看，投资者更青睐中短期美国债券基金。此外，高收益债券基金的资金流入创下22周新高，而新兴市场债券基金亦持续录得资金流入。

<sup>1</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-banks-wrapup-1-2023-03-10/>

<sup>2</sup> 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2024/08/02/carry-trade-how-japans-yen-could-be-ripping-through-us-stocks.html>

<sup>3</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/trade-wars-erupt-trump-hits-canada-mexico-china-with-steep-tariffs-2025-03-04/>

<sup>4</sup> 见EPFR网站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/back-future-fund-flows-1q25/>

## 债券

上述数据显示，投资者在特朗普就职后持续增加债券持仓，以应对市场的不确定性。同时，也验证了我们上季的预测：在不明朗环境下，债券是投资组合中不可或缺的资产，成熟市场的企业债表现将优于国债，而短期债券将优于长期债券，非美债市亦具备一定的投资机会。

展望未来，特朗普政策带来的全球不确定性料将有增无减。《宏观策略》章节已分析，债券及黄金将是较有效对冲风险的工具，投资者应按个人风险承受能力，适当配置债券。

### 利率预测：为经济下滑铺路

诺贝尔经济学奖得主克鲁曼表示<sup>5</sup>，尽管去年美联储开始减息，但长期利率（包括美国国债收益率及市场抵押贷款利率）却不跌反升，反映投资者未有理会美联储对利率及经济前景预测，反而是更忧虑特朗普政策可能推升通胀。这或使美联储不得不暂停减息，甚至在必要时重新加息。

今年初，美联储主席鲍威尔曾公开表示<sup>6</sup>，仍需观察关税对通胀的影响，其他重大政策改革所产生的不确定性仍然偏高，因此美联储不急于调整利率。然而，美国财政部长贝桑坚称，关税影响仅属“一次性”，不会导致物价持续上升，并建议美联储更慎重看待关税对经济的影响。

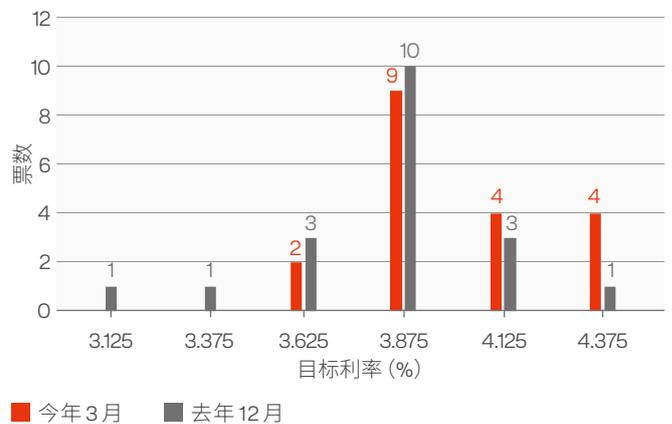
众口难调，最终美联储在3月的议息会议中一锤定音。

### 议息结果：山雨欲来风满楼

美联储在3月一如市场预期维持利率不变，并在点阵图中维持今年利率中位数于3.875%，暗示年内减息两次，每次0.25%。第3次减息与否，须视乎经济状况及特朗普政策的影响。2026年利率中位数亦维持3.375%不变，意味今明两年共将减息4次。这显示了美联储准备好在经济失衡时，随时出手扛住经济。在会后，利率期货市场显示，市场预期年内的两次减息最快于6月及9月进行，如有需要，第3次则可能在12月<sup>7</sup>。

此外，投票结果显示联储局委员们对利率变化铺排的心思。支持降息低于利率中位数的票数较上季少了3票，而投票中最大及最小目标利率之差距由1.25%收窄至0.75%。这反映出委员们对减息更有共识，预示减息的可能性增加。本行维持今年减息2至3次的预测，详情可参考《宏观经济》章节内容。

美联储点阵图



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

除了减息憧憬升温，美联储对经济预测的修正反映其看法转趋审慎。整体预测如下：

指标 (%)	去年12月	今年3月	变化
2025年实质GDP增长 (按年)	2.1	1.7	-0.4个百分点
2025年核心个人消费开支 (按年)	2.5	2.8	+0.3个百分点
2025年失业率	4.3	4.4	+0.1个百分点

资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月20日

美联储预期通胀上升和失业率将进一步回升，虽然幅度尚算可控，但令美联储两大职责目标（实现最大就业和物价稳定）备受挑战。此外，美联储下调经济增长预测，但仍维持正增长，间接驳斥了部分极端的经济衰退论调，并为年内减息两次的定调背书。

美联储亦决定在4月1日起放慢缩减资产负债表规模（简称“缩表”）的步伐，整体流动性仍保持适度宽松，但“缩表”幅度受到市场质疑。美联储未有完全取消“缩表”安排，既可避免破坏近年压抑通胀的成果，也为未来经济走弱预留政策空间，可以不动辄减息也能调控流动性，一举两得。

<sup>5</sup> 见晨星网站，<https://www.morningstar.com/news/marketwatch/20250109206/paul-krugman-thinks-bond-yields-may-be-rising-due-to-an-insanity-premium>

<sup>6</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/us/powell-says-fed-has-time-wait-clarity-trump-policy-shifts-2025-03-07/>

<sup>7</sup> 见芝加哥商业交易所网站，<https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

美联储会后声明强调经济仍然稳健，但同时下调经济数据预测，反映出委员们对经济走弱的担忧，并非如鲍威尔早前言论般乐观。鲍威尔与特朗普曾多次在利率政策上交锋<sup>8</sup>，但鲍威尔的立场“急转弯”亦屡见不鲜，市场因此揶揄减息实为“Trump Put”的助攻<sup>9</sup>。换言之，市场担忧当前的经济环境可能将是一场自我实现的经济衰退，投资者不得不警惕未来利率政策忽然转向的风险。

### “Trump Put”：更深层次的利益斟酌

特朗普当选后，投资市场曾高举“特朗普交易 (Trump Trade)”的旗帜，呼吁资金投入受惠于潜在政策或改革的资产与行业。如今，则抛出“Trump Put”，类似使用认沽期权来对冲持仓的策略。

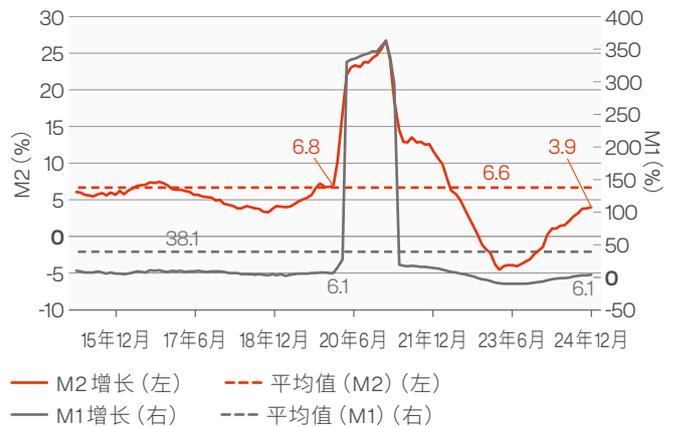
投资情绪往往需要各种主题去驱动，但无论主题如何光怪陆离都要有基本面配合。年初，华尔街大咖在特朗普就职前曾高呼美国将能延续“金发女孩经济”<sup>10,11</sup>，刺激美元资产走高。然而，不过数周，美国财长贝桑即表示无法保证美国经济不会陷入衰退<sup>12</sup>，甚至警告白宫正试图阻止“必然”发生的金融危机<sup>13</sup>。特朗普受访时亦不排除美国出现经济衰退的可能性<sup>14</sup>。

官方如此言之凿凿，市场亦有心无意地忽视背后的逻辑。加上大咖们随风摆柳，表示特朗普的专横及对等关税的影响下，衰退机会日益递增<sup>15</sup>。念兹在兹的衰退阴影潜移默化地印在众人心中，忧患意识驱使投资者对实体经济前景看法转趋保守，投资市场避险情绪再次高涨，资金链料随之收缩，最终或引发“自我实现”的经济衰退。

美国约翰霍普金斯大学经济学教授史蒂夫·汉克受访时表示<sup>16</sup>，美国货币供应量近年罕见收缩，经济指标急剧下滑，预示美国经济将“跌入悬崖”。历史经验表明，当美联储大幅收缩货币供应时，经济衰退甚至萧条往往随之而来。除非货币政策出现逆转，否则衰退将不可避免，暗示美联储

须尽快减息。根据美国近10年广义 (M2) 及狭义 (M1) 货币供应量之按年变化，截至今年1月分别上升 3.9% 及 2.9%，明显低于平均值 (M2 增长 6.6%，M1 增长 6.1%)，及疫情前水平 (M2 增长 6.8%，M1 增长 6.1%)。这一趋势相信与近年美联储持续加息及“缩表”有关。

美国货币供应量：M2 及 M1 按年增长



资料来源：彭博，数据撷取于 2025 年 3 月 23 日



<sup>8</sup> 见 CNBC 网站, <https://www.cnbc.com/2025/03/20/trump-says-the-fed-should-cut-rates-to-ease-the-economys-transition-to-his-tariffs.html>  
<sup>9</sup> 见晨星网站, <https://www.morningstar.com/news/marketwatch/2025031054/theres-a-fed-put-and-a-trump-put-but-dont-forget-the-c-suite-put-as-well>  
<sup>10</sup> 见彭博网站, <https://www.bloomberg.com/news/videos/2025-01-16/us-economy-in-goldilocks-scenario-ubs-tantia-says-video>  
<sup>11</sup> 见商业内幕网站, <https://www.businessinsider.com/us-economy-inflation-goldilocks-interest-rates-fed-rate-cuts-outlook-2025-1>  
<sup>12</sup> 见 CNN 网站, <https://edition.cnn.com/2025/03/18/economy/bessent-recession-comments/index.html>  
<sup>13</sup> 见 CNBC 网站, <https://www.cnbc.com/2025/03/16/treasury-secretary-bessent-says-white-house-is-heading-off-financial-crisis.html>  
<sup>14</sup> 见 CNN 网站, <https://edition.cnn.com/2025/03/09/business/trump-tariffs-canada-mexico-recession/index.html>  
<sup>15</sup> 见财富网站, <https://fortune.com/2025/03/16/recession-forecasts-50-50-odds-trump-trade-war-reciprocal-tariffs-federal-layoffs-bessent/>  
<sup>16</sup> 见独立研究所网站, <https://www.independent.org/multimedia/detail.asp?id=7591>

## 债券

若果经济下滑但通胀未见失控(参考上季《宏观策略》章节分析),美联储将更有底气减息。除了对减轻当前债务利息负担(已超过国防及医疗支出)有莫大帮助,减息其实有更深层的利益考量。对现届政府而言,如能在经济低迷,民怨升温时,以“救世主”姿态推出减税及行业监管放宽的政策,并配合美联储减息,将完美演绎“Trump Put”引领实体经济及投资市场全面反弹,势将大大提振现届政府的威望,借以打破共和党中期大选落败的魔咒,延续“红色浪潮”。因此,从政治角度而言,一场技术性的经济下滑或许是必要的。

从时机推算,国际间在对等关税上的争端、地缘战事的停火谈判、对政府效率部(DOGE)的法律诉讼等,最佳执行时机料在下半年至明年初,以确保市场情绪“保温”至2026年的中期选举。

### 收益率预测:由定点转向期限溢价

在今年初,特朗普政策令美国10年期国债收益率升至4.8%,市场更预测有机会升穿5%<sup>17</sup>。本章节当时力排众议,坚持上季预测区间在4.25%至4.36%。收益率不升反跌的立论建基于特朗普的能源政策压抑油价,考虑到美国通胀与油价高度正相关(约80%),低油价将抵消关税对通胀的压力。在关税政策未正式落实前,国债收益率只会有序下跌。截至3月21日,美国10年期国债收益率报4.24%,进一步验证了我们预测的准确性。详情可参阅上季本章节内容。

### 收益率料在大波动中反覆走低

根据美联储3月议息会议中对经济数据的最新预测,结合本行的内部分析模型,国债收益率预测结果如下:

年期	预测数值(%)			基本预测(%)		极端预测(%)	
	平均值	标准差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.07	0.05	0.14	4.02	4.12	3.93	4.21
2	3.28	0.06	0.16	3.22	3.35	3.13	3.44
差距	0.78	-0.01	-0.02	0.79	0.77	0.80	0.77

资料来源:彭博,数据截至2025年3月21日

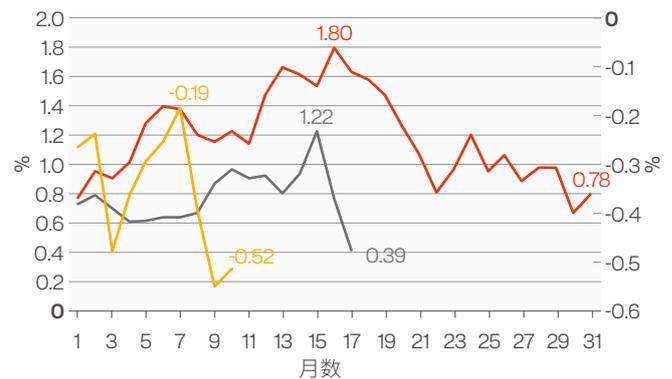
综合情景预测的最上限及最下限,美国10年期国债收益率区间为4.02%至4.21%,2年期则为3.22%至3.44%。以平均值为基准,季内2年期及10年期分别有68基点及17基点的下跌空间。由于关税政策及地缘政治摩擦将带来更多不

明朗因素,故收益率区间预测偏宽。随着美国经济有可能进一步走弱,美联储料将释出更多偏“鸽派”信号。根据我们的分析,年内首次减息较大可能发生在下半年,届时各收益率便会下行,因此预计本季收益率将低于上季。

### 期限溢价的影响日益上升

过去数季,我们分析了减息周期中,利率在高位横行至首次减息期间,美债收益率曲线(以下简称“曲线”)由倒挂转为正斜率的过程,即所谓“曲线正常化”。曲线斜度通常以长短期债券的收益率差距衡量,传统上称为“期限溢价(term premium)”,即是投资于长债面对时间风险的额外报酬。去年美联储启动了是次减息周期,料曲线正常化的进程将愈加明显,未来债市焦点料将由定点的收益率,转向不同年期债券的期限溢价之变化。

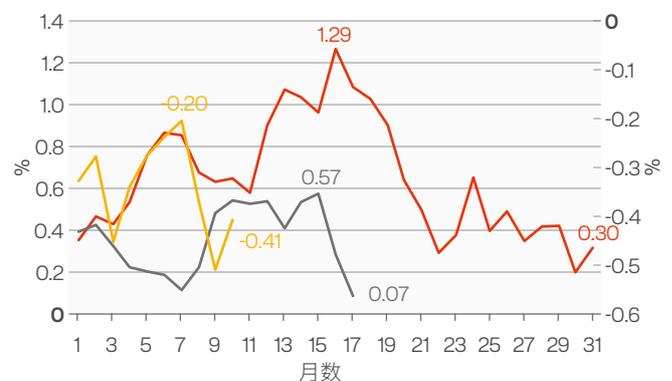
近3次减息周期的期限溢价走势:10年期



— 2000年数据(左) — 2007年数据(左) — 2019年数据(右)

资料来源:彭博,数据撷取于2025年3月22日

近3次减息周期的期限溢价走势:5年期

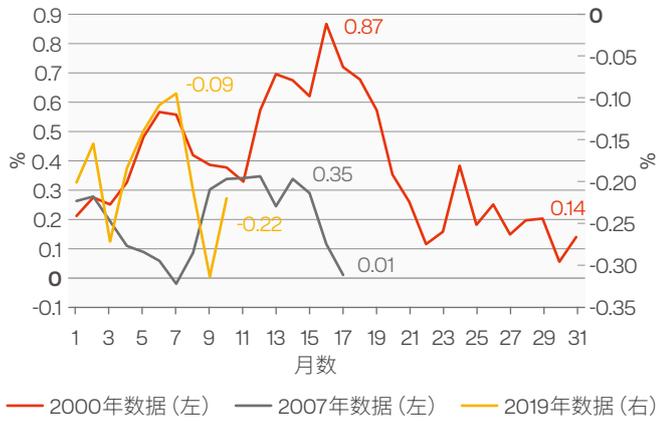


— 2000年数据(左) — 2007年数据(左) — 2019年数据(右)

资料来源:彭博,数据撷取于2025年3月22日

<sup>17</sup> 见路透社网站, <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/options-market-positioned-us-treasury-10-year-yield-hit-5-near-term-2025-01-10/>

近3次减息周期的期限溢价走势：2年期



资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月22日

透过2000年、2007年及2019年的减息周期数据，辅以10年期、5年期及2年期零息债券隐含的期限溢价作分析，结果显示，各时段及各年期的溢价走势均出现“先高后低”。抽出各时段由减息起点时至当时峰值的溢价变化，整体数据如下：

年份	期限溢价 (%)			平均
	10年期	5年期	2年期	
2000	1.04	0.94	0.66	0.88
2007	0.51	0.19	0.08	0.26
2019	0.08	0.13	0.11	0.11
平均	0.54	0.42	0.28	0.42

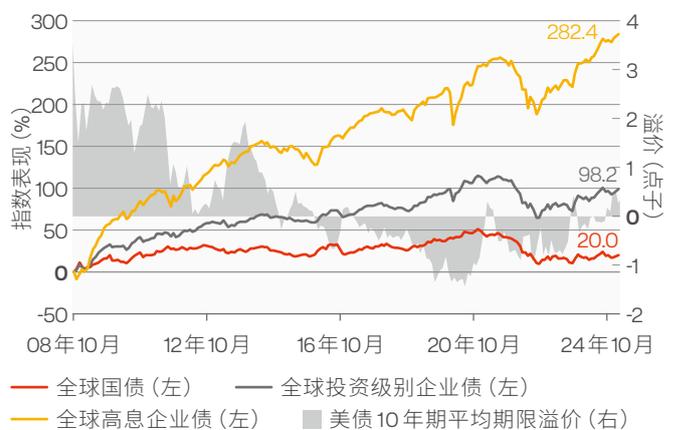
资料来源：彭博，数据撷取于2025年3月22日



是次减息周期仍未结束，但走势仿佛重复着历史。截至3月21日，美国10年期国债期限溢价减去2年期的期限溢价约30点子。根据上述收益率预测模型，在不同情景下，溢价约介乎77点至80点子。假设年内再减息最少2次，意即本季将有近50点子的升幅。补充一点，溢价进一步上升将取决于再次减息的时间，当中涉及大量非经济因素，例如国际博弈等。

投资策略上，可透过期限溢价对不同类型债券的影响再作分析。参考近20年美国10年期国债平均期限溢价作基准，再以富时世界国债指数代表全球国债市场、彭博全球投资级别企业债指数和彭博全球高收益企业债指数代表全球企业债市，全期3大债券指数与平均溢价之相关系数分别是负0.42、负0.68及负0.68。负值表示未来溢价持续上升将不利3大指数走势，幅度上企业债受影响较国债为大，企业债种类则没有明显分别。

美债10年期平均期限溢价及各全球债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2025年3月21日

再观察各指数全期的走势，2005年3月31日至今年3月20日，全球国债、投资级别企业债及高收益率企业债全期表现分别报升2.8倍、98%及20%，差距非常明显。但抽出2020年末溢价见底反弹后的数据，当时各指数跌幅分别报27%、24%及15%，显示高收益企业债的韧性更高，相信与信贷息差 (credit spread) 偏高以抵消期限溢价的冲击有关。下文将再作讨论。

## 债券

### 特朗普效应：避险中更要精挑细选

本季各章节皆预测特朗普政策操作将加剧市场不稳定性，导致各类资产走势变得非常波动。以下将以“执政百日”及“欧债危机2.0”为主题，探讨各类投资策略。

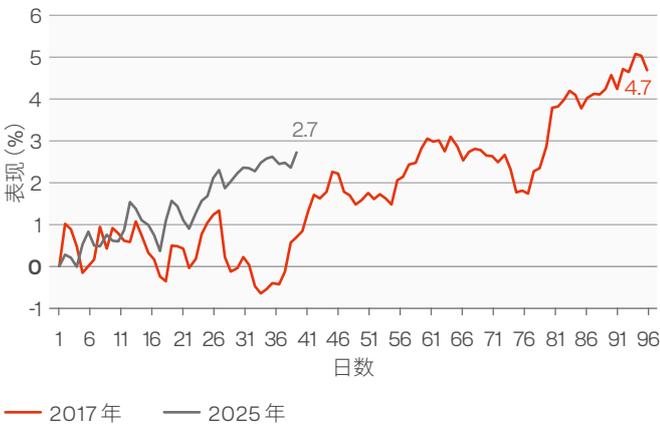
### “执政百日”：料维持反覆向好的态势

以特朗普就职首百日各资产表现作分析，《宏观策略》章节显示，当前各类商品走势与上届相似，这与特朗普继续推动相近的能源及“再工业化”政策有关。《股票》章节则显示，各美股指数表现逊于上届，甚至出现截然不同的走势。至于在债市方面，结果又将如何？

我们选取了富时世界国债指数代表全球国债市场、彭博全球投资级别企业债指数和彭博全球高收益企业债指数代表企业债市、彭博亚洲美元投资级别债券指数代表亚洲美元债市。结果显示，4大指数走势方向与上届相似。特朗普“推倒重来”的政策风格令市场风险上升，资金追捧债券作避险资产实属预期之内。

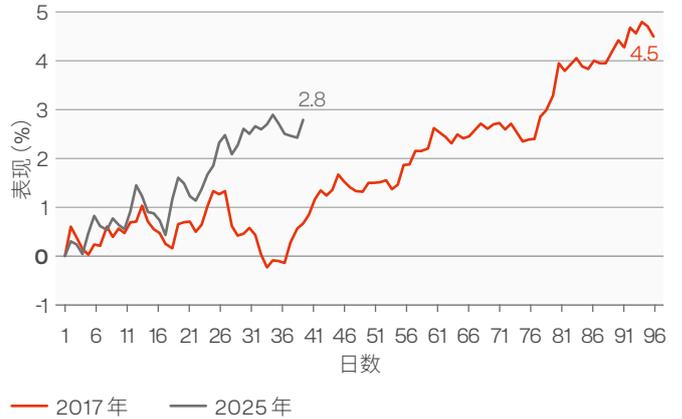
不同之处在于，上届特朗普在执政约30日后，美联储宣布加息，并在接下来两年共加息7次，共计1.75%。尽管如此，各大债券指数仍维持强势，首百日回报介乎3.0%至4.7%。相比之下，今天正处于减息周期，各种因素均支持债市升势。若果经济进一步放缓，全球主要央行有可能加快减息步伐，有利全球债市。

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
富时世界国债指数



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
彭博全球投资级别企业债指数



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
彭博全球高收益企业债指数



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

**特朗普前一任期首100个交易日及本任期初段的指数表现：  
彭博亚洲美元投资级别债券指数**



资料来源：彭博，数据由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

进一步分析企业债市场。截至3月17日，彭博全球投资级别企业债指数和彭博全球高收益企业债指数分别报升2.8%及1.7%，反映市况波动时，风险较低的投资级别企业债较受投资者青睐。除了上文提及的期限溢价，投资企业债另有对违约风险作额外补偿，市场统称为信贷息差溢价 (credit premium)。参考反映企业债违约风险的溢价，两者走向一致，但幅度却有明显差异。

**美元债券信贷息差：投资级别及高收益级别**



资料来源：彭博，数据截至2025年3月19日



去年下半年，美联储释出减息讯号，资金大举流入企业债寻求收益 (yield-seeking)，令信贷息差不断收窄。投资级别企业债的信贷息差由最高145 (点子，下同) 下降至110，降幅约24%；高收益企业债则由418跌至294，降幅约30%。尽管溢价偏低，投资者仍愿意入市，尤其是高收益企业债，反映多年后首次减息对债市的威力 (详情可参阅上季本章节内容)。

然而，当特朗普就职后，市场忧虑其政策可能引发全球经济衰退，资金撤出企业债并流入国债避险，导致信贷息差反弹。投资级别企业债的信贷息差上升了20%，而高收益企业债的信贷息差上升了27%。截至3月19日，投资级别的信贷息差报125，与去年下半年起之平均值124相若。但高收益报355，与平均值338仍有点距离，反映投资者对风险偏高的高收益企业债仍存有戒心。

综合而言，特朗普政策导致市场避险情绪升温，整体债券市场表现将更具吸引力。此外，若美国经济下滑，美联储更有底气加快减息时，债市将更受惠。信贷息差的反弹正反映投资者在风险与回报考量下，偏重于投资级别企业债。现时需静待各不明朗因素逐步明朗后，债市格局才可能会重新调整。

## 债券

### “欧债危机2.0”：不可小觑的灰犀牛

欧债危机泛指2008年全球金融危机爆发后，部分欧洲国家因经济衰退出现财政问题，最终延迟或无法偿还债务，引发全球性金融危机。希腊债务问题首先引发欧洲金融市场动荡，随后逐渐蔓延至葡萄牙、爱尔兰、意大利及西班牙。以各国英文名字首字母合并，被戏称为“欧猪五国 (PIIGS)”。欧债危机暴露了欧元区内部经济发展不均衡、财政政策缺乏协调等结构性问题，使投资者对欧债的信心长期受压。

今天欧债问题再度受到关注。特朗普的对等关税未见因盟国关系而手下留情，欧央行行长拉加德预测<sup>18</sup>，若美国对欧洲实施对等关税，首年欧元区经济增长将下降0.3%。去年欧元区GDP按年增长1.2%及按季增长0.2%，她预测今年增长将低过1%，按季更有可能出现负增长。她同时预期关税将推升通胀0.5%，目前欧元区CPI按年增长为2.3%，即通胀有可能重返2023年水平。上季《宏观策略》章节强调，特朗普政策对欧洲的冲击远较美国本身高，尤其通胀上升同时经济下滑酝酿的滞胀风险，如今随时一语成谶。

此外，美欧正争夺俄乌战事停火协议的主导权，双方更在联合国大会中罕有地出现对立局面<sup>19</sup>。市场预期，美国若撤回对乌克兰的军事援助，将由欧盟承担<sup>20</sup>，尚未计算近5,000亿美元的重建费<sup>21</sup>及北约军费上调等支出<sup>22</sup>，无疑对本已孱弱的欧洲经济雪上加霜，引发市场对“欧债危机2.0”的忧虑。

过去3年，欧洲国债收益率不断攀升，反映投资者对欧洲违约风险及地缘战事的担忧持续升温。截至3月21日，欧洲3大经济体，德国、法国及意大利的10年期国债收益率，分别报2.76%、3.46%及3.88%，与2009年欧债危机时相若。反观经济实力较弱的希腊，其10年期国债收益率报3.57%，不单低过欧债危机时水平，亦与欧洲大国相近，反映资金对希腊的债务信心与大国们相若。

近年地缘战事的枷锁、内部政治的乱象、财政纪律的缺失等拖垮了一众欧洲强国，部分华尔街分析已公开警告<sup>23</sup>，英国正堕入“债务死亡的螺旋”。去年评级机构穆迪更因财政问题而下调了法国的主权评级<sup>24</sup>。落得如斯田地，试问一众强国情何以堪？相反，洗心革面后默默耕耘的希腊，乱世中的自处更值得强国借镜。

10年期国债收益率：德国、法国、意大利、希腊



<sup>18</sup> 见欧洲新闻台网站，<https://www.euronews.com/business/2025/03/20/trade-tariffs-could-push-up-eurozone-inflation-by-05-ecbs-lagarde-warns>

<sup>19</sup> 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/articles/c7435pnle0go>

<sup>20</sup> 见欧洲议会网站，<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20250310IPR27232/the-eu-must-contribute-to-robust-security-guarantees-for-ukraine>

<sup>21</sup> 见联合国网站，<https://news.un.org/en/story/2025/02/1160466>

<sup>22</sup> 见欧洲新闻台网站，<https://www.euronews.com/my-europe/2025/01/13/boosting-natos-defence-capabilities-means-going-beyond-3-target-says-rutte>

<sup>23</sup> 见晨星网站，<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259506/ray-dalio-warns-of-uk-government-%E2%80%98-death-spiral-after-bond-yield-spike.aspx>

<sup>24</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/europe/moodys-cuts-frances-rating-aa3-waning-public-finances-2024-12-13/>

除了区内分歧，与全球主要债市比较，欧洲债市都呈现出对乱局一筹莫展的状态。截至3月21日，全球主要国债收益率于过去3个月变化的数据如下：

地区/ 国家	收益率 (%)	近3个月数据		
		最低 (%)	最高 (%)	变化 (点子)
美洲				
美国	4.25	4.16	4.79	-27.60
加拿大	2.99	2.83	3.54	-28.17
欧洲				
英国	4.71	4.43	4.89	20.30
法国	3.46	3.08	3.58	38.59
德国	2.76	2.32	2.89	48.20
意大利	3.88	3.44	4.01	43.48
西班牙	3.40	2.98	3.52	43.44
葡萄牙	3.27	2.78	3.38	52.29
瑞典	2.69	2.17	2.69	42.58
荷兰	2.98	2.54	3.11	47.93
瑞士	0.63	0.21	0.75	43.96
希腊	3.57	3.17	3.69	44.01
亚太				
日本	1.51	1.04	1.57	47.10
澳洲	4.39	4.27	4.63	-10.06
纽西兰	4.51	4.39	4.76	-2.50
南韩	2.79	2.70	2.90	-7.01
中国	1.83	1.59	1.92	13.08

资料来源：彭博，数据截至2025年3月21日

收益率变化显示资金正撤出欧洲各国。除了英国，其余欧洲国家的收益率皆录得接近或超过40点子的升幅。2009年曾有“7%魔咒”的说法<sup>25</sup>：国债收益率升至此水平即视为国家违约的指标。现况及最高水平的首5位分别是英国、法国、意大利、西班牙及希腊，均正迈向或超越4%。

值得注意的是“七国集团”（上表中以红字标示）中，只有美国和加拿大仍然“健康”，日本近月变化达47点子，收益率更回到2008年金融海啸时水平，高通胀与加息的两难局面实是日债的计时炸弹，篇幅所限在此不作详谈。

回顾2009年的欧债危机，欧洲央行透过购买国债和多次减息提供流动性，国际货币基金组织（IMF）和欧洲稳定机制（ESM）等机构亦出手为处于违约边缘的国家解困。然而，后遗症是负利率政策削弱货币政策对调控实体经济的功能，酿成贫富悬殊和资产价格扭曲等问题，亦间接积累了民怨，最终引发各地的政治震荡，至今仍犹有余悸。

去年欧央行将利率由4.5%减至2.65%，但各国收益率仍反覆走高，反映市场对债务风险的担忧无法通过减息完全化解，即使重回负利率政策也无济于事。短期内特朗普政策的不确定性料持续加剧，未来地缘战事及对欧关税的演变或成为债务危机的触发点，相信届时影响的不只欧洲，更会波及全球。

“政治一日都嫌长”，何况国际局势？投资者若要火中取栗，必先自问胆识及技巧具备，否则只会噬脐莫及。

<sup>25</sup> 见美国经济学会网站，<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.26.3.49>

## 亚洲信贷基本面强韧 有助对冲波动市况

### 本章摘要：

- 关税可能拖慢美国经济，有助支持美国国债表现
- 亚洲投资级别美元债券质素高，留意估值吸引的日韩金融债券
- 对中国内房债变得正面，同时看好中国工业债；从个别印度债券先行获利

美国总统特朗普朝令夕改的政策导致市场大幅波动。加征关税究竟是贸易战还是谈判伎俩？美国对俄乌战争的立场如何？这些都是市场的不明朗因素。此外，有迹象显示美国经济可能转弱，美国10年期国债息率一度跌至多月新低。尽管市场暗涌不绝，但东亚联丰投资团队认为，亚洲美元债市的信贷基调稳固，业务以出口美国为主的债券发行人比例不多，因此亚洲企业具备抵御外围负面因素的能力。美国国债收益率下跌将为亚洲投资级别美元债券带来支持，尤其是日韩等地的金融债。亚洲高收益美元债券息差持续收窄，团队相信中国以外的亚洲区债市有机会出现整固，建议先行从印度等地区获利。中国房地产信贷环境发展正面，我们同时看好中国工业相关债券和部分蒙古债券。

### 美国10年期国债息率走势



资料来源：Investing.com，数据由2024年11月1日至2025年3月12日

### 亚洲投资级别美元债券

投资者避险情绪高涨，为美国国债带来支持。此外，美国经济隐忧浮现，市场预期联储局今年可能减息3次<sup>1</sup>。在美国经济增长放缓风险上升的环境下，东亚联丰团队看好美国国债。亚洲投资级别美元债券的信用质素强劲，经风险调整后回报具吸引力，团队会在估值相对便宜的市场作分散投资，包括南韩和日本的金融板块。

### 人工智能发展支持中国科技债券，从估值偏高的国企债券先行获利

中国政府去年接连出招救市，经济和楼市均已转稳<sup>2</sup>。加上深度求索 (DeepSeek) 面世令市场对人工智能产业发展充满憧憬，带动科技、媒体和通讯板块的息差继续收窄，其他国企债券亦表现良好。中国投资级别债市的基调稳固，但由于估值偏高，我们选择从个别债券中先行获利。至于香港市场方面，一家早前陷入财务危机的地产商据报成功完成再融资。然而，我们认为相关风险犹存，并担心若问题再度浮现，可能对银行业带来负面的连锁效应，因此我们选择先行减持香港银行债券。

### 日本经济持续增长 南韩银行信贷基调稳健

日本和南韩投资级别美元债券属区内最具品质之一的投资选择。虽然南韩早前政局不稳，但团队相信情况可控，并会继续增持当地估值吸引的金融债券。当地主要银行信贷基调稳健，最新公布的2024年度业绩显示，资产质素维持良好。南韩央行于今年2月减息25点子，评级机构惠誉认为，减息对银行净息差造成压力，但对整体盈利影响轻微，因为不少高息存款快将到期，且银行具备强劲的资本缓冲能力<sup>3</sup>。

东亚联丰团队亦看好估值吸引的日本企业和金融债券。日本去年第4季经济增长稳健，支持银行信贷基调，并为央行提供加息条件。日本央行于今年1月加息25点子。该国已经结束负利率政策，并以较慢的步伐加息，有助减低短期过度收紧银根对经济的冲击。惠誉表示，日本大型银行信贷质素稳固，因其收入来源多元化，而且风险胃纳较低，增加资产的防御性。除日本金融债以外，团队也看好个别消费和通讯债券的前景。

<sup>1</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-expected-cut-rates-june-jobs-data-raises-potential-red-flags-2025-03-07/>

<sup>2</sup> 见雅虎财经网站，<https://ca.finance.yahoo.com/news/chinas-feb-second-hand-home-062334641.html>

<sup>3</sup> 见惠誉网站，<https://www.fitchratings.com/research/banks/major-korean-banks-resilient-amid-economic-challenges-14-02-2025>

### 总结

亚洲投资级别美元债券波动性较低，经风险调整后回报吸引。日韩金融债券质素高，防御性强，能在波动市中对冲风险。

### 亚洲高收益债券

中国早前爆发的房地产危机曾打击亚洲高收益美元债市的投资气氛。随着楼市趋稳，加上个别内房债的基本面改善，该板块开始回暖。亚洲发行人的信贷基调稳健，违约机会较低。不过，今年首两个月，一些新兴市场主权债及中国以外的企业债券已累积不少升幅，因此我们选择从个别债券先行获利，包括印度市场的债券。

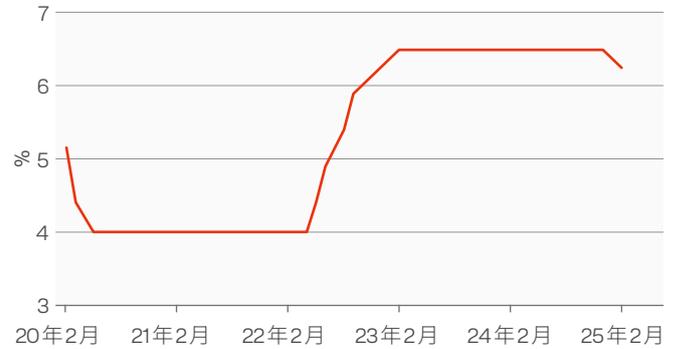
### 中国企业重回高收益美元债市 对内房债变得正面

近期，一家大型房地产发展商提早赎回债券，为沉寂已久的中国美元债市带来支持。大宗商品、综合企业甚至房地产等企业接连发债，其中一家大型铝冶炼厂的债券更出现超额认购。此外，一家国营地产商于今年2月初发行3.5亿美元债后，仅一周后再额外增发1.5亿美元进行再融资，这些新债也获得东亚联丰团队的关注。由于房地产市场有所改善，团队对该板块的看法变得正面。此外，工业债的新供应仍然有限，因此团队对中国工业债也继续看好。

### 从个别印度债券先行获利 蒙古政府发行5亿美元债券

随着通胀放缓，印度在今年2月减息，为5年来首次。当地经济去年第4季增长6.2%，政府预计今季增幅可能更快<sup>4</sup>。受惠于结构性增长，加上能源板块被政府继续视为重点发展策略，东亚联丰团队继续看好印度新能源等收益率吸引的债券。然而，印度债券已经累积不少升幅，因此我们从个别债券先行获利。

印度过去5年基准利率



资料来源：Investing.com，数据由2020年2月至2025年2月

至于前沿市场 (Frontier Markets)，东亚联丰团队对蒙古的宏观经济前景持正面看法，特别留意该国的政府和银行债。自从三大信贷评级机构去年调升蒙古信贷评级后，当地政府近日发行总值5亿美元的5年期债券，以偿还明年到期的旧债，其发行的债券息率较信贷评级更高的乌兹别克和巴西等国家的债券还要低，相信有助支持当地企业继续以低成本在国际市场进行融资。

### 总结

亚洲高收益美元债券市场回暖。随着个别市场和企业信贷基本面改善，投资者对中国高收益美元债券开始重拾信心，有机会为整体债市带来具持续性的动力，但要密切留意外围环境波动对市场所带来的挑战和影响。



<sup>4</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/india/indias-economic-growth-picks-up-rising-government-consumer-spending-2025-02-28/>

## 免责声明

# 免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据在此文件刊发前可公开获得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下自身的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是完全由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。