



2025 年下半年市場展望  
駕馭新常態



## 宏觀經濟分析

### 全球經濟下半年將放緩

全球經濟在 2025 年下半年將出現一定程度的放緩，新興市場的放緩可能比成熟市場更為顯著。

在成熟市場中，美國的經濟放緩最為明顯。上半年，特別是第一季度，由於關稅戰的考量，企業提前進行了大量進貨，這種情況在下半年將不再出現。此外，經濟本身也處於經濟循環的下行階段，因此經濟增長率將從上半年接近趨勢增長(約 1.8-2.0%)的水平下降至 1%甚至低於 1%的水平，全年經濟增長率預計僅有約 1.35%。

至於歐元區和英國，雖然下半年相較於上半年的經濟放緩程度不如美國那麼顯著，但歐元區和美國之間可能展開的貿易戰，後續的負面影響可能會超出預期。日本在上半年相對於過去長期經濟水平來說，增長尚可，但到了下半年，特別是第四季度，預估經濟將明顯放緩。至於中國，下半年的市場預估也不容樂觀，在財政刺激沒有明顯增加的情況下，經濟增長將較上半年明顯放緩。

### 特朗普政策為經濟帶來高度不確定性

我們關注的焦點美國。正如前述，上半年因強烈的補貨需求，消費尚可維持，而投資與進口提前備貨的需求尤其強烈，使得經濟表現頗佳。然而，這些需求到了下半年將逐漸消失，反而會因提前消化這些需求而導致屆時的需求下降，對經濟表現形成不利影響。目前的經濟數據尚可，但無論是家庭還是企業，都面臨特朗普各種政策不確定性的影響，消費信心保守、動力減弱，企業訂單下降，這些都是可以預見的發展趨勢。雖然目前的硬數據(實體數據)尚可，但軟數據(調查數據)已經明顯走弱。根據過去的經驗，最終實體數據也會隨之下滑。我們認為勞動市場將是未來觀察的重點，其領先指標的調查數據已開始顯現頹勢，其惡化將進一步影響薪資增長與消費動力，從而對美國經濟造成衝擊。

至於特朗普後續政策的影響，儘管貿易戰的動作相比於上半年似乎略有緩和，但市場目前的焦點已轉向財政議題，這將成為年中到下半年市場反應更強烈的主軸。在當前的預算法下，並沒有辦法有效縮減赤字與未來債務累積，這將不可避免地給中長期國債孳息率施加上行壓力。而市場利率處於高檔，對實體經濟的表現本就是不利因素。

隨著美國通脹和勞動市場持續降溫，2025 年上半年經濟已回到就業與通脹風險大致均衡的狀態。展望 2025 年下半年，住房通脹仍將持續下滑，然而第三季度關稅將推高核心商品通脹，並在第四季度擴散至服務通脹。屆時，核心通脹率將由 2.7%上升至 3.3%，並預計在 2026 年下半年逐漸放緩。至於勞動市場，也將受到經濟景氣下滑的影響。所幸企業多以減少招聘取代大規模裁員，失業率預計將由 4.1%上升至 4.6%。面對美國經濟輕度停滯性通脹與高度不確定性的影響，美聯儲將維持現有利率不變。預計 2025 年第四季度通脹將從高峰開始回落，而勞動市場仍持續惡化，美聯儲預計將降息 25 個基點，並在 2026 年持續降息 50 至 75 個基點。然而，特朗普政府多項行政命令對經濟的影響存在高度不確定性，仍須留意經濟可能出現硬著陸以及美聯儲積極降息的可能性。

### 下半年估值仍受壓 建議防衛性及品質(Quality)

在美股投資方面，我們認為今年進入空頭的機率並不高，但第三季度下跌的機會不小。從基本面來看，S&P 500 全年盈利預估已由年初的 14.1%降至目前不到 9%的水平。尤其是原物料、工業、非必需性消費等在貿易戰中風險較高的個股，其盈利預測被下修了 10-15%不等，是受貿易戰影響較大的板塊。但整體股市來說，這種情況並不意外，因為自 2000 年以來，已多次出現經濟僅低速增長但股市盈利卻衰退的情況，因此預計下半年盈利下修的趨勢還會持續。至於估值部分，如前述所言，降息的可能性不大，且 10 年期國債的無風險利率處在高位，加上股市持續反映基本面風險，風險溢價也會上揚；這些因素都推高了折現率，對股市估值形成利空。綜合來看，我們對美股第三季度持不樂觀態度，第四季度則需觀察景氣是否觸底、減稅和財政政策的發展等因素，以判斷大盤是否有表現機會。在投資風格上，我們建議以防

禦性和品質(Quality)為主。防禦性股票在景氣下行時具有保護作用，而品質股(Quality)則是選擇資產負債表較健康的企業，在動盪時期相對較佳的選擇。

### 優先選擇投資級公司債

至於債券投資方面，下半年美國經濟弱化應有望帶動債券利率回落。我們預期十年期美國國債利率在第三季下半至第四季將回落至 4.0%-4.3% 的低位區間附近，並隨著美國景氣觸底及美聯儲降息進入尾聲，利率可能由降轉升。然而，投資者需留意第三季初減稅法案調高債務上限所增添的財政紀律隱憂、美國財政部增發債券吸取市場流動性、以及美國景氣若比預期強勁等因素，這些都可能限制美債利率的降幅。在公司債方面，考慮到下半年美國經濟動力偏向下行，我們較建議投資信用質素較好的投資等級公司債。待年底至明年初美國經濟觸底時，再考慮轉進非投資等級公司債，以捕捉可能的收益機會。

## 中國宏觀經濟

### 應對外患中國的四大經濟發展重點

自 2025 年初以來，中國經濟在多重內外因素交織下呈現邊際改善。經貿領域，與美國達成 90 天短期關稅豁免後，市場對全年 GDP 增速的預期回升，由公布「解放日」後的 4.2%，上調至達成初步協議後的 4.5%；而另一方面，儘管對美出口仍在萎縮，但對東協與印度的出口增幅明顯，出口商正積極開拓多邊市場以化解外部衝擊，中國出口至美國的佔比持續下降。在面對外患的背景下，中國政府對經濟的四大重點包括：(1)維持銀行體系流動性、(2)提振消費信心、(3)支持創科推動高增值生產策略、(4)增加拓展美國以外的貿易聯盟。

### 從“錢荒”轉向“信心荒” 中國需推動信心恢復

貨幣政策層面，流動性充裕、銀行體系資金面寬鬆，但社會信心仍待進一步修復。十年期國債收益率在主要新興市場中處於較低水平，有助於降低企業融資成本；食品價格下降帶來的通縮壓力與核心 CPI 溫和增長同時存在。製造業 PMI 徘徊在 50 榮枯線附近，短期尚未顯現明顯擴張。金融支持重心正從“錢荒”轉向“信心荒”（有充足資金支援，但缺乏信心）。

而事實上，中央政府為提振國內增長動力，除了自去年年底開始早前不斷推出/更新的消費扶持政策，如「以舊換新」及「大規模設備更新」具有資金落地推動消費外；人民銀行於 5 月初實施新一輪貨幣寬鬆政策：全面降準 0.5 個百分點、降息 0.1 個百分點，並擴大再貸款與再貼現額度，向市場釋放約人民幣 1 兆元長期流動性，增加企業的融資意欲，為後續信心回復打好基礎。後續中央政治局會議將成為政策走向的關鍵，市場普遍預期貨幣與財政政策將繼續協同發力，以提振整體經濟信心。

而經過時間推移的政策落地逐漸發揮效用，自 2024 年下半年以來，零售銷售增速企穩回升，至今 4 月消費表現持續回穩；同時基建投資保持強勁，對沖房地產市場疲弱帶來的下行風險。另外，住宅市場在去年觸底後逐步回穩，銷售量逐漸回穩；汽車銷售快速增長，反映內需存在一定韌性，消費對於中國 GDP 的壓力沒有市場想像般大。而從資本市場來看，上證綜合指數表現或可視為另一信心指標，在經歷過去數年的下行趨勢，並於去年九月起反彈重上 3,300 的水平後，進入連月的整固橫行格局，實質上逐步體現資金回流與投資者信心修復。

### 2025 中國高科技製造

早前 2015 年的時間，國務院已經為「中國製造 2025」進行規劃，指要推動中國在高端製造業的競爭力。經歷十年的發展及升級轉型後，“中國製造 2025”已在人工智慧、半導體、新能源裝備等領域取得多項技術突破，下一階段將聚焦技術的商業化與普及應用。

而自中國房地產陷入危機後，中國銀行體系的信貸資源正由房地產部門加速向製造業及高科技產業傾斜，反映中國經濟增長動力來源的改變。隨著，中國創新技術持續突破，中國有機會持續出現“Deepseek moment”，這是大量資金投入研究和開發的結果。但中國的技術創新或將會引起美國對中國的警惕，引致美國對於中國不同科技限制措施出台。無論關稅上的談判結果怎樣，中美關係也將會時鬆時緊，時好時壞，這將會是新常態。久而久之，對中美的爭拗，市場的反應也將越來越平淡。

### 美國依賴性降低 分散風險

如以上所說美國對中國的創新發展增加了大大小小的限制措施，連同近期美國再對全球加徵關稅的背景下，事實上中國早前已為此風險做準備，由特朗普 1.0 對中國開展第一次貿易戰時期開始，中國出口至美國的比例已明顯降低，並轉向與其他貿易國進行交易，於 2019 年中國出口至非美國國家的比重為約 80%，而 2025 年該比例升至約 85%，對於直接出口至美國的佔比逐漸減少，同時中國增加了對東協及印度等的國家增加貿易活動，為中國出口提高彈性及分散風險。

與此同時，在環球貿易環境不穩下，近年中國正積極增加黃金儲備，由 2023 年初的約 2000 噸，增加至今近 2300 噸，佔了中國外匯儲備約 7%，仍然遠低於其他國家以黃金作為外匯儲備的 21% 水平，未來中國或會成為黃金需求的主要來源。

### 多元資產配置應對新常態

中美關係將在“時鬆時緊”的新常態中持續博弈。面對美方持續加碼的高科技出口管制，中國正加速強化本土供應鏈、多元貿易策略及自主研發，推動核心技術自主可控。黃金儲備持續增長，作為避險資產的價值在不確定環境下進一步凸顯。港股市場方面，恒生指數自年初以來走勢強勁，反映海外資金持續配置中國資產與風險偏好回升。投資者日益重視分散風險，多元資產配置成為新趨勢，包括適度布局海外市場與防禦性資產。

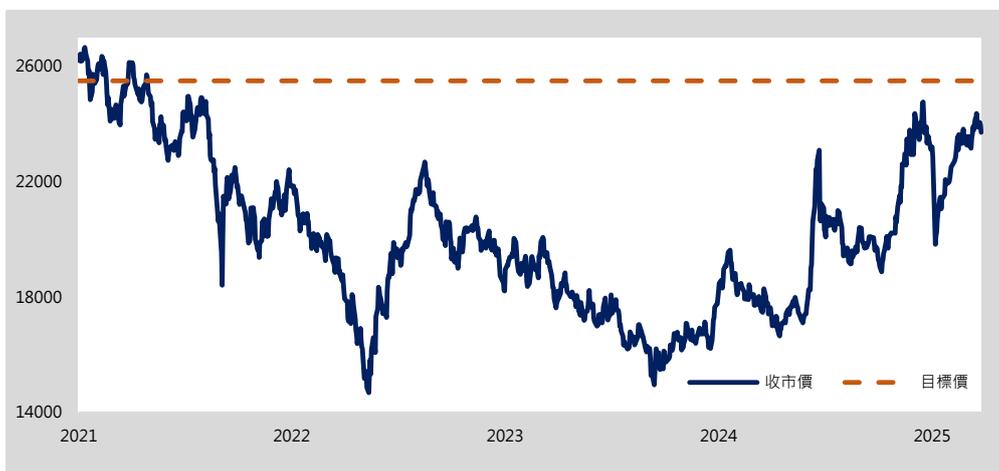
綜合來看，2025 年下半年中國經濟將在政策推動、內需回升與製造業轉型升級的共同作用下持續修復。但仍需關注中美摩擦、地緣政治與國際需求波動等不確定因素。

## 恒指 2025 年下半年展望

### 2025 年恒指目標價 25,500 點

我們在 2025 年上半年提出 23,200 點，但當時最重大的下行風險是特朗普的關稅政策。考慮上述狀況後，我們認為港股下半年會反映更多利好因素，這也反映在市場對於恒指的每股盈利預估上修。我們上調今年恒指目標價至 25,500 點，對應約 11 倍預測市盈率，下半年潛在增長 6.3% (截止 25 年 6 月 17 日計)，總值全年升幅 27.5%。

圖 1: 恒生指數



資料: 彭博, 凱基整理, 截至 2025 年 6 月 17 日

## 行業短評

| 行業   | 評級 | 短評   |
|------|----|--|
| 工業   | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中央提前下達 2025 年專項債額度 1.8 萬億元，重點支持產業升級專案。預期中國工業長期轉型趨勢仍然顯著，高技術製造業投資仍然超越整體工業投資增速。受美國關稅影響，「出口轉內銷」或是可行方法，但過多商品供應或引發本土廠商價格戰，高增值製造業或可避免價格內卷。</li> <li>● 自動化及人型機械人，2025 是中國人型機器人(具身智能機器人)產業正迎來量產元年，2030 年市場規模接近 4000 億元人民幣。中國企業在整個產業鏈各環節均有佈局，尤其在核心零部件的硬體降本方面具備全球領先優勢，產業鏈完備且規模龐大。</li> </ul> |
| 互聯網  | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 隨著 AI 發展，不同企業均善用人工智慧提升企業營運效益，特別於廣告業務，從用戶偏好著手，提升廣告點擊率，為可率先體現 AI 變現能力的項目</li> <li>● 隨著 DeepSeek 出現，市場對於中國 AI 發展信心加強，市場預測 2025 年中國 AI 軟件市場規模將突破 500 億元，按年約升 32%。</li> <li>● 中國政府將「人工智能+」上升為國家戰略，重點支援大模型訓練與行業應用，中國人工智能行業發展將可長遠提升中國企業營運效率改善。</li> </ul>                                |
| 原材料  | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 電池相關材料會因全球新能源車滲透率提升及電池儲能需求上升，帶動電池及上游原材料需求長期增長。</li> <li>● 黃金作為避險作用，黃金資產在今年這不明朗前景下看好。</li> <li>● 預期今年水泥需求預計高單位數跌幅，主要受房地產市場持續低迷拖累，基建投資的增長僅能抵消部分影響，但受惠更嚴格的產量限制，水泥價格料呈現穩定回升趨勢。</li> </ul>   |
| 電信   | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在宏觀經濟不確定性背景下，電信運營商板塊成為中國股市的避風港。電信運營商淨利潤保持穩定，且 2025 年資本支出(Capex)預計下降，令現金流將更為充裕。隨著國資委(SASAC)鼓勵國有企業提升股東回報，我們預計高分紅將持續，支撐股價表現。</li> <li>● 因電信運營商資本支出(Capex)下降，通信塔和通信設備行業短期內營收或面臨壓力。與此同時，超大規模雲服務商(Hyperscalers)和國有企業在 DeepSeek 技術發佈後，對人工智能(AI)應用的興趣日益濃厚，計算產品在未來有望實現快速增長。</li> </ul>     |
| 醫療保健 | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府支持整個創新藥物產業鏈，包括新納入的 C 類藥物清單，如 CAR-T、尖端腫瘤藥物及罕見疾病用藥。</li> <li>● 醫療設備在下半年將獲得更多政策支持，尤其是招標活動將更加積極，招標熱度在 2025 年第一季度已經提升。</li> <li>● 醫藥外包(CXO)將受惠於政府優化臨床試驗的政策推動，從而加快創新藥物的開發。相反，美國的《生物安全法案》(Biosecure Act)仍將是行業的主要壓力來源，並可能進一步加強監管。</li> </ul>  |
| 公用事業 | 增持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 發電行業因煤炭價格弱勢帶來的煤電利差擴大受益，支持收益並帶來高股息率，且電力需求受關稅局勢影響有限。</li> <li>● 太陽能等可再生能源面臨國內裝機增速放緩面臨挑戰。</li> </ul>   |

| 行業    | 評級 | 短評   |
|-------|----|--|
| 金融    | 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在中美關稅的衝突下，預期中央政策需要透過使用更多工具來刺激內需，而金融業整體受益於政策支持，包括降準預期(下跌 40 基點)和流動性寬鬆(將 7 天逆回購利率)預計下調約 40 個基點，降至約 1.1%。</li> <li>● 財產險盈利主要來自承保利潤，投資組合對市場波動敏感度低於壽險，受益於良好的費損率管理和較短的負債久期。</li> <li>● 人壽險行業盈利與分紅能見度明顯下降，主要因 A 股市場波動對投資收益影響較大，加上長端利率下行壓力。</li> <li>● 內銀受利率下行與淨息差收窄影響，2025 年盈利增長預計維持低至中個位數。</li> </ul>   |
| 消費    | 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 今年中國經濟增長以推動經濟增長為主，自年初起中國持續推出扶持政策，特別具有資金落地的措施，成效較為顯著</li> <li>● 截止 2025 年第一季，居民支出收入佔比仍然較 2020 年有所回復，但對比疫情前支出比列仍然修復空間</li> <li>● 在政策的支持底下，社會零售銷售表現逐漸改善。後續消費除資金落地外，或會以主題式方向發展，例如中國四年一度的全運會，或會引起一輛運動熱潮，推動相關產品需求。</li> <li>● 但受到政策所推動的行業，估值或已偏高</li> </ul>   |
| 房地產   | 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中國住宅市場自 2025 年下半年起已開始趨於穩定，這對整體消費者情緒起到了重要的穩定作用。然而，我們預計未來樓價並不會出現明顯上升，亦不認為住宅發展商會有顯著的上行空間。</li> <li>● 我們認為，像萬象生活(MIXC)這樣的物業管理公司，是投資中國商業地產板塊的最佳方式之一，因為其輕資產業務模式具有優勢。此外，萬象購物中心組合規模龐大，也為其提供了進一步提升營運效率的空間。</li> <li>● 在香港，我們將避開所有商業類地產企業，民生零售類別(non-discretionary category)除外，而該類別中的龍頭企業則是領展(LINK)。該公司經營抗跌性強的公共屋邨商場外，亦正轉型為房地產基金管理平台，這從長期來看將有助提升其回報表現。</li> </ul> |
| 運輸    | 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>航空:</b> 中國航空公司面臨機票價格疲軟的持續壓力，這仍然對其盈利能力造成影響，中國三大航空公司自 2022 年重啟起仍未能擺脫虧損。</li> <li>● <b>海運:</b> 短期內雖然受美國大減關稅推動短期出口及運價大幅上升，但中長遠貿易談判仍存不確定性，數據上，海口河口外貿輸送量按年增長速度持續下滑。</li> <li>● <b>快遞:</b> 居民的消費習慣的模式改變均有助推動快遞需求。例如，直播電商與社交電商等新模式催生「小件化」趨勢，市場預期快遞業務量預期今年按年有 10-15% 的增長，而背後受到網購需求所支持。惟行業價格戰仍持續。</li> </ul>   |
| 科技/硬體 | 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中國硬體代工廠面臨長期壓力，因蘋果將 iPhone 部分生產轉移至印度。</li> <li>● 2025 年智慧手機出貨量可能表現平淡，從 2025 年第一季度的低增長率可見一斑。與此同時，具備生成式人工智慧(Gen AI)和基礎 AI 功能的 AI 智慧手機出貨量上升並搶占市場份額，帶動平均售價(ASP)上升。</li> <li>● iPhone 供應鏈有望受益於規格升級，尤其是可能的 iPhone 17 升級週期，蘋果需求可能更具韌性，未來幾年有明確的升級路線圖。</li> <li>● 相機模組將受益於(AI-on-device)技術，需配備更高規格的相機模組，以及智慧駕駛領域的需求提升。</li> </ul>                                 |

| 行業 | 評級 | 短評  |
|----|----|---|
| 能源 | 減持 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 原油價格有下行風險，因 OPEC+ 放寬產量限制令全球原油產量趨勢上升。中國煉油利潤率在 2025 年下半年可能因出口減少走弱，加上燃料需求增量受電動車普及影響受限。石化需求將因政府家電以舊換新計劃逐步回暖，但整體產能利用率低，短期內利差難以恢復。</li> <li>● 供應充足令煤炭價格壓力將持續至 2025 年下半年，生產商利潤受影響。</li> </ul> |

## 個股短評

| 個股               | 目標價          | 短評  |
|------------------|--------------|---|
| 工業               |              |   |
| 小米<br>(1810)     | HK\$<br>64.7 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 小米在 AIoT 領域具備深厚技術積累，這為人型機器人提供了豐富的感知及決策演算法基礎。小米的硬體優勢正逐步轉化為 IoT 和 AI 領域的競爭力，並可望推動機器人在多場景落地。</li> <li>● 小米 4 月 SU7 交付量為 2.8 萬輛，儘管按月量度稍下跌 3.4%，但考慮到 3 月至 4 月小米汽車出現車禍而爆炸，我們認為今年官方目標 35 萬輛銷售達成機會仍大。</li> </ul>   |
| 互聯網              |              |   |
| 騰訊<br>(700)      | HK\$<br>545  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 新遊戲成為近年日活躍最高的中國手遊排行榜，反映騰訊遊戲吸引力</li> <li>● 另外，後續仍有豐富的遊戲管道，近次發布會對 46 款海內外遊戲進行更新，其中包括 24 款新遊戲</li> <li>● 廣告方面，指大多數重點行業的營銷服務收入均有所增長，表示需求復甦較全面，有利進一步推動廣告收入增長，與社會消費品銷售增長改善的情況互相呼應。</li> <li>● 騰訊將會持續將 AI 融入營運當中，包括遊戲 AI 防作弊，生成內容、廣告則助提升點擊率，提升廣告轉化能力等。</li> </ul> |
| 阿里巴巴<br>(9988)   | HK\$<br>127  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 雲智能業務收入增長仍在加速，AI 相關產品收入連續七個季度實現三位數增長，反映 AI 需求依然強勁</li> <li>● 主要利潤貢獻者淘天集團，因 Take Rate 上升，提供盈利支撐</li> </ul>  |
| 攜程<br>(9961)     | HK\$<br>570  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● AI 應用亦顯著提升了營銷效能，通過智能化優化廣告投放，降低單次點擊成本並提高轉化率。</li> <li>● 平台商家藉助 AI 工具客服系統來自助解決問題，大幅降低營運成本。</li> <li>● 隨著自動化程度提高，預計未來三年集團營運利潤率將穩步提升。</li> </ul>   |
| 原材料              |              |   |
| 寧德時代<br>(3750)   | HK\$<br>350  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 寧德時代已覆蓋了全球新能源車銷量前十名中的九家客戶，反映寧德時代的技術領先地位。</li> <li>● CATL 作為全球領先的汽車電池製造商，積極擴展歐洲產能，並持續投入新一代電池技術研發(如固態電池和鈉離子電池)</li> </ul>  |
| 黃金 ETF<br>(2840) | HK\$<br>2670 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 這 ETF 的標的只有黃金，ETF 股價走勢十分接近金價。對金礦股相比，投資黃金 ETF 無需考慮個股風險。</li> <li>● 黃金年末目標價為 3700 美元/oz.</li> </ul>  |

| 個股             | 目標價           | 短評   |
|----------------|---------------|--|
| 電訊             |               |  |
| 中國聯通<br>(762)  | HK\$<br>11    | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中國聯通的 AI 和雲業務快速增長，預計未來幾年整體營收增長將優於同行。</li> <li>● 目前分紅率約為 60%，低於同行約 70%，隨著盈利增長及國資委以淨資產收益率(ROE)和股東回報率衡量中央國企，分紅空間有望擴大。</li> </ul>   |
| 醫療保健           |               |  |
| 康方生物<br>(9926) | HK\$<br>112   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 康方生物是一家創新的藥品公司，我們重視其全球領先的免疫腫瘤學(I/O)雙特異性抗體(BsAb)業務，該業務已進入商業化階段並嚴格遵守商業合規。</li> <li>● 公司前景強勁，2024 年實現銷售額人民幣 22 億元，預計到 2027 年有望在關鍵雙特異性抗體療法以及新產品管線的推動下，銷售額增長至人民幣 90 億元，增長約 4 倍。</li> <li>● 強大的新產品管線與全球擴展：擁有超過 50 個新項目和 24 項全球臨床試驗，領先雙特異性抗體領域。</li> </ul>   |
| 金融業            |               |  |
| 友邦保險<br>(1299) | HK\$<br>97    | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 季度新業務價值(NBV)增長勝預期，而利潤率提升主要得益於產品組合優化。新業務合約服務邊際高於 NBV，為未來盈利增長奠定良好基礎。</li> </ul>   |
| 富途控股<br>(FUTU) | US\$<br>141.7 | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 美國市場交易量佔比從 81% 下降至 72%，收入來源集中度降低，同時富途的交易量與資產管理規模(AUM)仍保持穩定，這得益於其主要客戶群轉向交易香港及中國 ADR 股票。</li> <li>● 此外，港股的日均成交在 2025 年初至今增長 30%，反映市場信心增強，有力支撐富途的業務表現。</li> </ul>  |
| 消費             |               |  |
| 泡泡瑪特<br>(9992) | HK\$<br>266   | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 泡泡瑪特持續將產品擴拓至海外，在亞洲地區引起熱潮後，今年將焦點放至北美市場。</li> <li>● 泡泡瑪特與其他國際知名 IP 合作，例如迪士尼及海賊王等，增加額外收入動力。</li> <li>● 後續泡泡瑪特亦會推出動畫，可為旗下產品增加客戶忠誠度及吸引新客源。</li> </ul>  |
| 公用事業           |               |  |
| 華潤電力<br>(836)  | HK\$<br>20.2  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 雙重盈利增長動力：1) 受益於煤電利差擴大；2) 可新能源裝機量預計將增長近三成，增速明顯領先同行，推動投資回報率(ROIC)提升。</li> <li>● 強勁盈利增長支持股息收益及估值。</li> </ul>   |
| 房地產            |               |  |
| 領展<br>(823)    | HK\$<br>49.5  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 領展正考慮把一隻房地產投資信託基金分拆在新加坡上市，該基金將包括其在中國內地和香港以外的部分物業。如果上市成功應會是一大催化劑。</li> <li>● 雖然香港零售租金仍面臨單位數的負租金調整，但領展旗下零售商戶的低單位數銷售跌幅明顯優於整體市場。且租戶續租率高於 80%，整體出租率維持在 97-98% 之間，顯示資產現金流穩健。</li> <li>● 領展最新薪酬機制強調管理層獎金與股東回報緊密掛鉤，短期獎金關注租金及分派表現，長期獎勵部分會與約 30 家同行比較，須超越中位數方可獲得獎金，確保管理層績效與市場競爭力及股東回報緊密掛鉤，提升激勵效果及持續增長動力。</li> </ul> |

## 台灣市場

### 台股先消化不利因素後回穩

特朗普的關稅政策反覆無常，導致台股在今年上半年經歷劇烈波動。然而，近期由於關稅戰的緩和，加上美國科技巨頭對 AI 相關支出仍維持強勁動能，台股成功收復了特朗普宣布實施對等關稅的起跌點。展望未來，我們認為關稅戰對經濟的負面影響將逐漸顯現，預示在第三季之前，台股可能面臨再次下修的風險。然而，適度的修正將有助於第四季指數的回穩反彈。

儘管美中達成了暫時性協議，且特朗普的關稅命令面臨行政訴訟，導致關稅戰有所緩和，但現階段美國對中國進口商品的實際關稅稅率仍高達 37.5%至 55.0%。對於一般代工產業來說，這樣的稅率仍然難以盈利，很難期待美中雙方恢復正常貿易。即使特朗普關稅政策面臨訴訟挑戰，但他仍可尋求其他法律依據繼續對全球課稅。綜合來看，過度樂觀地認為關稅戰最壞的情況已經過去，恐怕是未來的風險。我們更加擔心的是，特朗普廣泛加徵關稅將導致經濟增長放緩與通脹壓力並存。根據彼得森國際經濟研究所的估計，如果特朗普對全球普徵 10%至 20%的關稅，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 0.4 至 0.9 個百分點。若考慮各國的報復措施，衝擊幅度將會再增加一倍以上，達到 0.9 至 1.8 個百分點。這意味著無論特朗普未來採取多少關稅，對經濟的衝擊恐怕都難以避免。台灣的供應鏈與美國經濟高度相關，這預示著一旦關稅影響傳導至經濟，台股的盈利展望可能會被下修。

最後，台股在第三季之前若能適度消化上述不利因素，將有利於第四季開始走穩。經濟放緩可能帶來特朗普政策調整或美聯儲刺激措施等利好。此外，AI 的強勁需求依然是支撐隔年台股盈餘增長的關鍵，尤其是估值適度修正後將較容易迎來年底前資金的青睞。

## 新加坡市場

### 在環球不確定性中凸顯韌性

在 2025 年下半年，新加坡的經濟預計將因全球貿易不確定性和挑戰性的外部環境而經歷謹慎增長。儘管批發貿易、製造業、金融和保險等部門提供了一定的支持，但地緣政治緊張局勢和保護主義對市場情緒造成了壓力。通脹保持可控，但勞動市場顯示出緊張跡象。近期因關稅暫停而促進的貿易活動預計將會減緩。展望未來，增長受美國貿易政策和中國經濟復甦等外部因素的影響。政府已下調增長預期，但電子和金融服務等領域的優勢仍然存在。對人工智慧、數位化和綠色技術的戰略投資旨在未來增強經濟韌性。潛在的貿易衝突和全球需求減弱帶來風險。預計國內措施將促進創新並穩定房地產市場，以支持增長，儘管企業和家庭可能面臨更多挑戰。總體而言，新加坡的經濟有望保持穩定，但近期增長上行空間有限。

### 經濟概況

**GDP**：在 2025 年第一季度，新加坡的 GDP 同比增長 3.9%，略高於預期的 3.8%，但相比 2024 年第四季度的 5%增長有所放緩。這一輕微的超預期增長得益於批發貿易、製造業、金融和保險部門。儘管主要經濟體之間進行了降低全球貿易緊張局勢的談判，但貿易與工業部(MTI)仍持謹慎態度。MTI 預計，由於持續的不確定性將導致經濟活動減少和潛在的報復性關稅重新升級，全球經濟前景將保持相對黯淡。短期內，製造業、金融和保險、信息與通信、專業服務以及面向消費者的部門預計將受到負面影響，國內勞動市場也將受到衝擊。因此，MTI 已將新加坡 2025 年的增長預測下調至 0%至 2%，此前為 1%至 3%。

**CPI**：在四月，新加坡的核心通脹上升至 0.7%，較三月的 0.5%有所增加，這是六個月以來首次出現同比增長，也是連續第四個月保持在 1%以下。新加坡金融管理局(MAS)和貿易與工業部將此次增長歸因於服務和食品價格上漲，這些增

長超過了零售和其他商品價格的下降。由於全球需求整體疲弱，潛在貿易衝突帶來的通脹影響以及進口通脹和食品商品價格上漲的壓力預計將得到控制。MAS 預計，2025 年核心通脹和整體通脹將平均在 0.5%至 1.5%之間。

**勞動力市場：**在 2025 年第一季度，總就業人數增加了 2,300 人，低於 2024 年第四季度的 7,700 人和 2024 年第一季度的 3,200 人。該季度居民失業率為 2.9%，而整體失業率在三月保持穩定為 3.1%。雖然健康和社會服務以及金融服務的就業增長，但專業服務、製造業和信息與通信部門的下降抵消了這些增長。裁員人數從上一季度的 3,680 人減少至 3,300 人。人力部預計，由於貿易政策不確定性和全球貿易衝突導致的外部需求疲弱，就業增長將會放緩，失業率將輕微上升。

**固定資產投資：**在 2024 年，新加坡獲得了 135 億新元的固定資產投資承諾，同比增長 6.3%，高於 2023 年的 127 億新元，並實現了每年 84 億新元的總商業支出。這些投資預計將創造 18,700 個工作崗位，每年增加 235 億新元的附加價值在未來五年內。雖然 2023 年的投資遍及化學、電子和研發領域，但 2024 年大部分投資來自電子部門。經濟發展局 (EDB)承認，全球保護主義政策和關稅對投資環境構成風險。儘管如此，EDB 計劃利用亞洲在全球 GDP 中所占份額的增長，預計將從目前的約 50%上升至 2030 年的 60%，以吸引關鍵領域和新興增長領域的投資。EDB 將專注於人工智慧、數位化和氣候技術，以加強新加坡作為全球創新中心的地位，並支持如柔佛-新加坡特別經濟區等倡議。

**國際貿易：**在 2025 年四月，新加坡的總貿易同比增長 14.7%，繼 2025 年三月的 3.4%增長之後，出口上升 22.1%，進口上升 7.0%。非石油國內出口(NODX)增長 12.4%，繼續展現 2025 年的強勁表現。電子和非電子出口均有所增長，其中四月電子 NODX 增長 23.5%，非電子 NODX 增長 9.3%。對印尼、台灣和南韓的 NODX 也出現顯著增長，而對中國和馬來西亞的 NODX 則有所收縮。非石油再出口(NORX)增長 39.4%，受電子 NORX 驟增 58.5%的推動，非電子再出口也增長 15.6%。四月，對台灣、美國和馬來西亞的 NORX 顯著增長。然而，四月出口和進口的強勁增長主要是因為特朗普總統暫時停止高關稅，導致企業急於前置發貨以利用這一臨時減少。中國持續緩慢的經濟復甦，以及美國關稅的不確定性，預計將使新加坡的貿易增長在 2025 年保持在單位數字。

**個人可支配收入和儲蓄：**在 2025 年第一季度，個人可支配收入同比增長 5.2%，低於上一季度的 9.9%增長。該季度的增長也受到員工薪酬的支持。個人儲蓄在 2025 年第一季度同比增長 6.7%，較 2024 年第四季度的 19.6%增長有所放緩。由於企業在貿易戰等經濟不確定性中裁減職位和凍結招聘，2025 年的個人收入增長可能會保持低迷。然而，預期在 2025 年下半年可能會降息，這可能改善招聘水平並促進可支配收入的增長。

**房屋和租金價格：**在 2025 年第一季度，私人住房價格上漲 0.8%，較 2024 年第四季度的 2.3%增長有所放緩。同時，私人住宅租金也在第一季度上漲 0.4%，此前幾個季度保持不變。非土地物業租金增長 0.5%，而土地物業租金增長 0.3%，反映出租賃市場需求放緩。排除行政公寓(ECs)後，季度租用量輕微下降 1.3%，但同比仍保持在高位。另一方面，管道供應輕微增長 0.2%，達到 35,364 單位。由於租用量下降和管道供應增加，供應缺口同比輕微縮小，顯示出與 2024 年第四季度相比，2025 年第一季度有輕微的調整。行政公寓在房地產市場中表現亮眼，第一季度推出 760 個 EC 單位，售出 830 個 EC 單位。展望未來，隨著近年來政府土地出售計劃中整體私人住房供應的逐步增加，住房的管道供應可能會導致住房和租金價格的放緩。

## 亞洲財富中心

新加坡目前擁有約 333 位億萬富翁(個人淨資產至少為 1 億美元)，在全球排名第六。在過去十年中，從 2014 年到 2024 年，千萬富翁的總數增長了 62%，使新加坡成為全球增長最快的財富中心之一，排名第 21。新加坡在高淨值人士的淨流入方面排名第三，僅次於阿聯酋和美國，預計 2024 年將有 3,500 名高淨值人士移居新加坡。根據德勤 2024 年國際財富管理中心排名，新加坡在全球競爭力方面排名第二，目前在新加坡已建立超過 2,000 個單一家族辦公室，管理 130 億和 1300 億資金，截至 2024 年 12 月。此外，新加坡金融管理局計劃啟動一項 50 億新元的計劃，通過新加坡交易所

促進本地股票市場。這項計劃將資金交給本地基金管理人，重點投資新加坡股票。預計這將改善估值、增強流動性並吸引更多首次公開募股，進一步鞏固新加坡作為亞洲財富中心的地位。

## 看好行業

政府關聯本地公司：因政府支持及穩定的業務前景而催生重新評價的催化劑因素。

### 投資產品與服務部

◆ 梁啟棠 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 ADU276)

[cusson.kt.leung@kgi.com](mailto:cusson.kt.leung@kgi.com)

◆ 梁煒鏗

證監會持牌人 (中央編號 ARA294)

[vitus.wh.leung@kgi.com](mailto:vitus.wh.leung@kgi.com)

◆ 莫偉民 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)

[raymond.mok@kgi.com](mailto:raymond.mok@kgi.com)

◆ 龔俊樺 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BRY438)

[tommy.kung@kgi.com](mailto:tommy.kung@kgi.com)

◆ 葉晉宜

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)

[derek.yip@kgi.com](mailto:derek.yip@kgi.com)

#### 重要聲明

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益