

港美股二季度策略--东升西不落

港股：利好政策不断，振荡中上行

美股：短期振荡，长期价值逐步显现

2025-3-28

艾德研究部分析师 刘宗武

HKSFCE No.: BSJ488

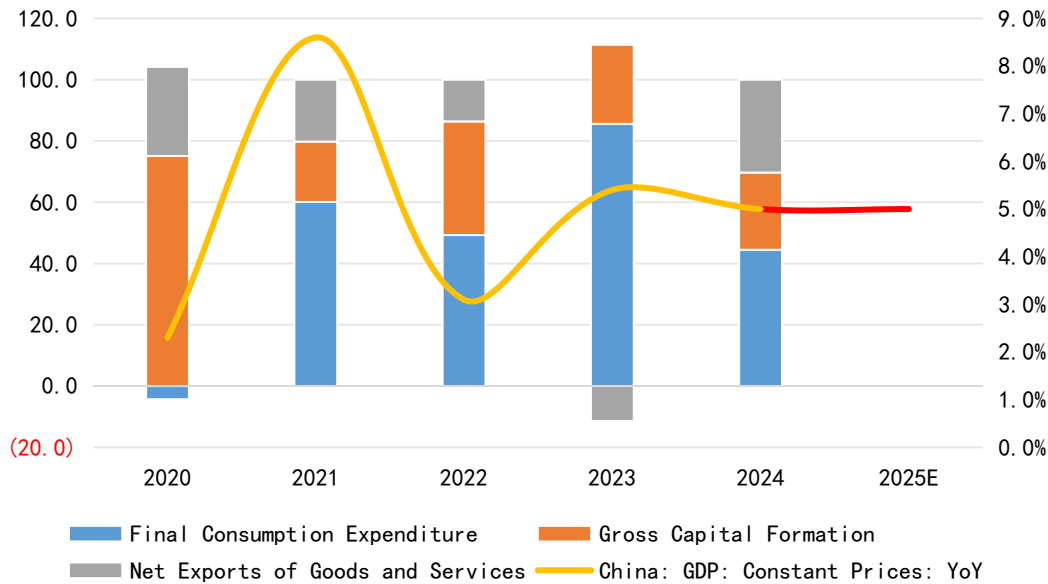
liuzongwu@eddid.com.hk



中国宏观：2025年中国GDP增长目标保持在5%

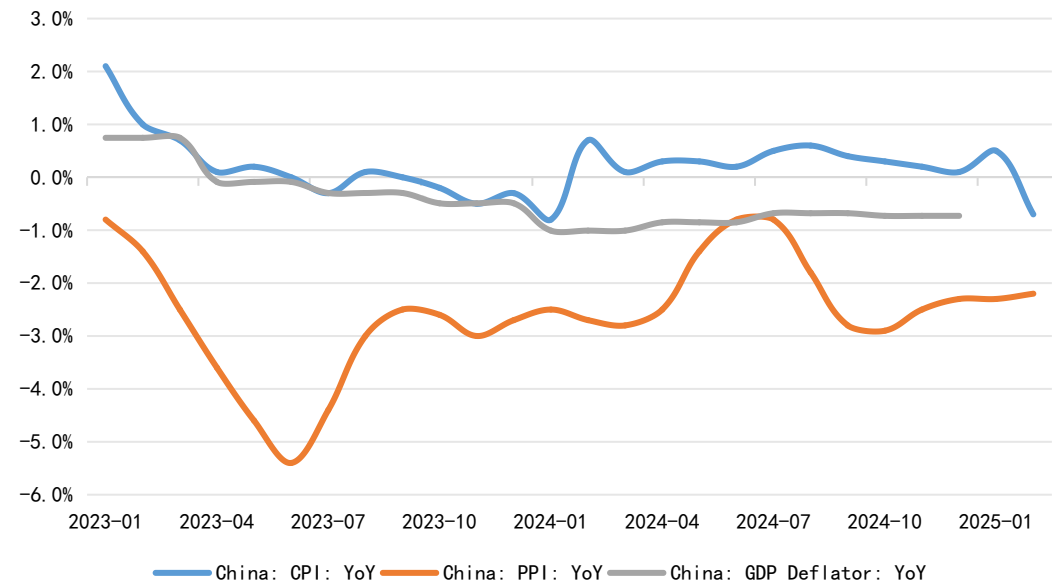
- 中国经济仍处于“通缩”中：**2025年2月CPI同比下滑0.7%，低于预期，是自2024年1月(+0.5%)以来首次出现负值，创下13个月来的最大跌幅；同期，PPI同比下滑2.2%，已连续第29个月同比负值，突出反映国内外需求和商品价格都处于非常疲软的状态。衡量经济价格的广义指标国内生产总值(GDP)平减指数已连续七个季度同比处于负值区间，是自1993年以来持续时间最长的一次通缩。
- 2025年GDP增长目标保持在5%左右：**该目标与去年目标持平，也与去年5.0%的实际增长水平一致，符合中国实际，符合经济发展规律。一揽子增量政策和存量政策，特别是今年实施多年未有的更加积极有为的宏观政策组合，为经济增长提供强有力的支撑。

2025年GDP增长目标保持在5%左右(右轴)，与去年目标及市场预期一致



Sources: Wind、艾德研究部 (左轴为贡献率, 单位%)

自2023Q4以来，GDP平减指数已连续七个季度在负值区间

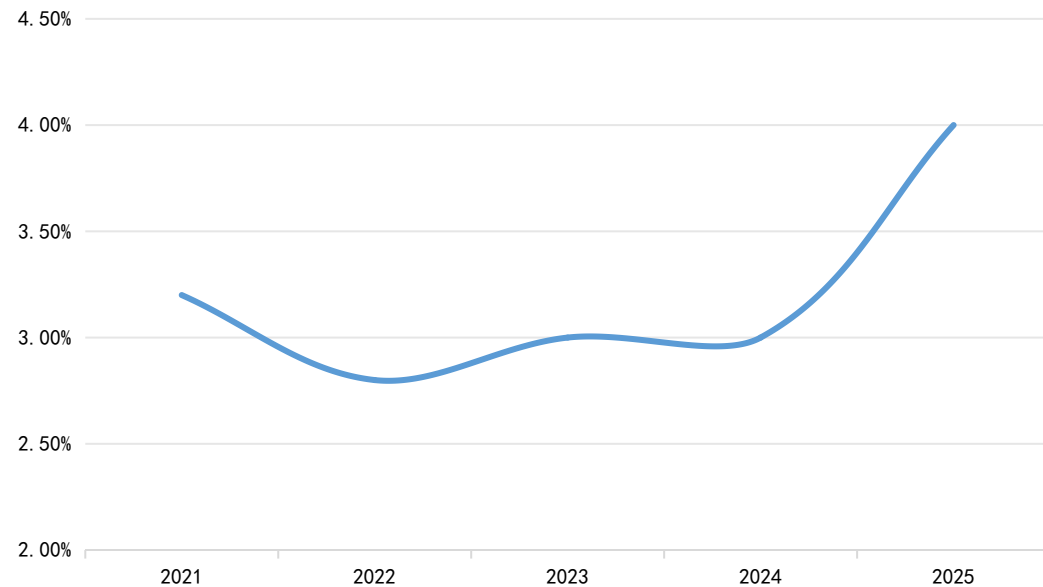


Sources: Wind、艾德研究部

中国宏观：2025年财政政策“更加积极”，货币政策转向“适度宽松”

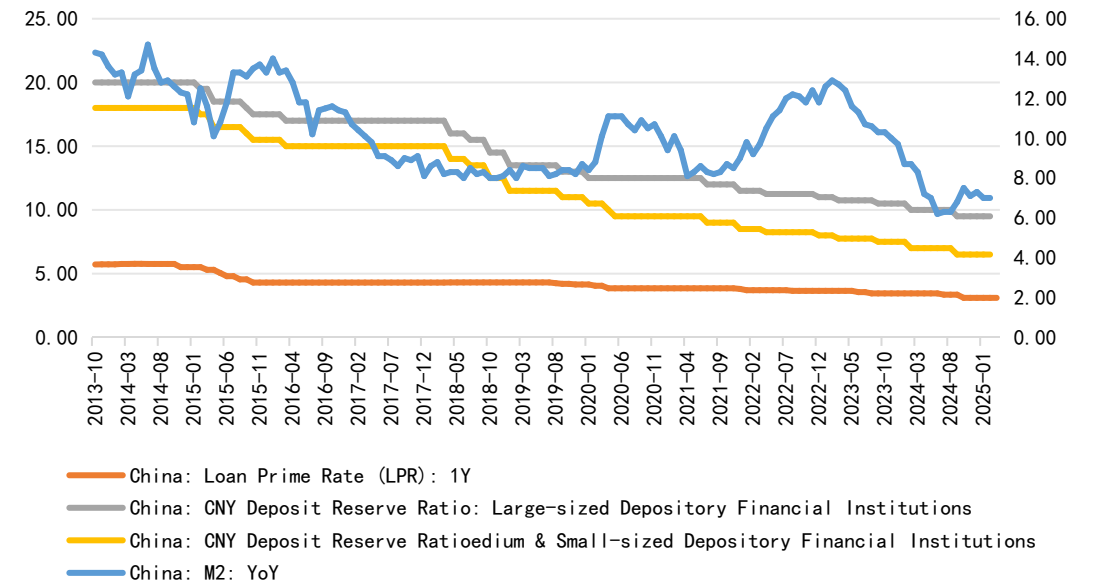
- 1. 财政政策：**2025年两会指向财政政策“更加积极”。赤字率拟提至4%左右，规模达5.66万亿元，新增1.6万亿元。拟发1.3万亿元超长期特别国债，地方专项债4.4万亿元。在支出上，优化结构，增加民生投入，如提高居民医保补助标准。促消费方面，安排3000亿元超长期特别国债用于以旧换新。同时，制造业专项资金增长14.5%，科技支出聚焦基础研究等，助力产业升级与创新。
- 2. 货币政策：**2011年至2024年的14年间，我国货币政策基调均为“稳健”，2025年转变为“适度宽松”，并明确提出“适时降准降息”。从近年来货币政策的具体操作上来看，央行引导贷款市场报价利率（LPR）逐步下行，2024年1年期下降35个基点；5年期以上下降了60个基点；两次调降法定准备金率，共计下调1个百分点。市场预期2025年LPR有合计75个基点的降幅，降准或仍有0.5个百分点以上的空间。

2025年中国将财政赤字率安排在4%左右，比2024年高1个百分点



Sources: Wind、艾德研究部

2011年至2024年的14年间，我国货币政策基调均为稳健（M2为右轴）

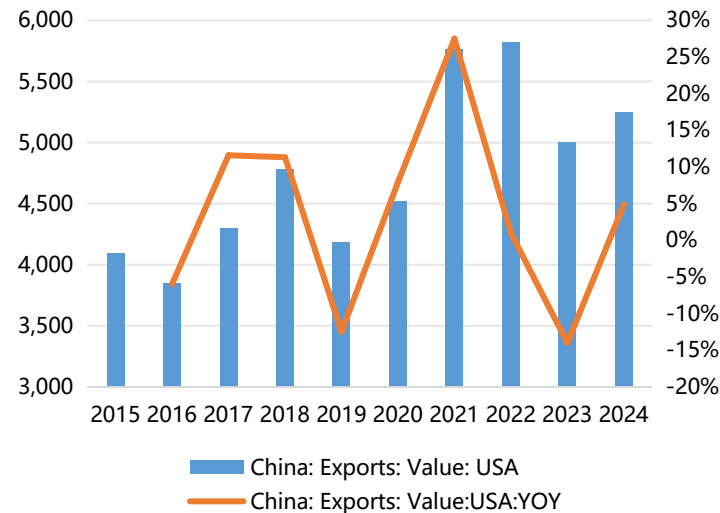


Sources: Wind、艾德研究部（单位：%）

中国宏观：中美贸易略微放缓，美对华加征关税影响或变小

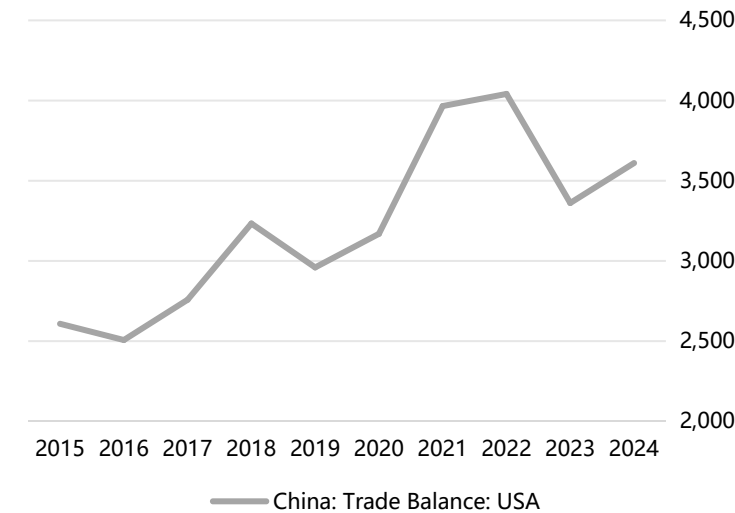
- 中美贸易放缓：**回顾2018年美国开始对中国加征关税，2018年中国出口美国的商品金额达到阶段历史高点的4784亿美元，真正受关税影响的是2019-2020年，出口商品金额分别为4,518、4,187亿美元，相比2018年分别下降了12.5%、5.6%；中美贸易逆差在2019-2020年相比2018年分别下降9.2%、2%。依据经验，2025年特朗普2.0再次对中国加征关税，或在2026-2027年产生较大影响。
- 中国出口美国商品金额占比减小：**随着中国开拓更多的国际市场，东盟已成为中国最大出口区域。近十年，美国占中国出口商品总金额的比例自2018年达到19.2%之后一路下行至2024年的14.7%。这意味着美国对中国加征关税的经济影响正逐年减小。

2018年美国开始对中国加征关税，真正受关税影响的是2019-2020年



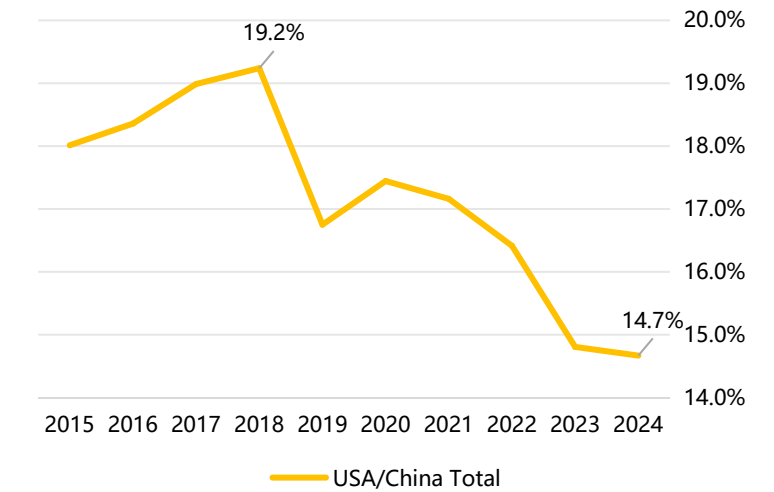
Sources: Wind、艾德研究部

中美贸易逆差(亿美元)在2019-2020年相比2018年分别下降9.2%、2%



Sources: Wind、艾德研究部

美国占中国出口商品总金额的比例自2018年达到19.2%之后一路下滑至2024年的14.7%



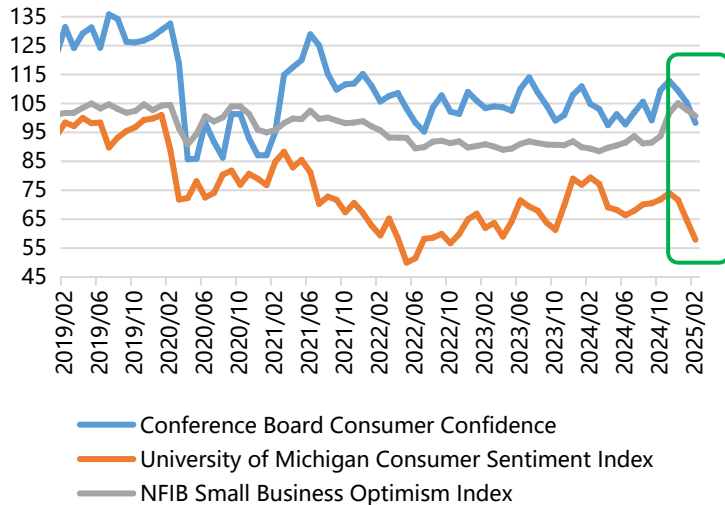
Sources: Wind、艾德研究部

美国宏观：全球2025年经济衰退概率很低

- 1. 美国消费者及小企业信心：**受限制非法移民、关税政策不确定性，商品/服务价格预期上升等因素影响，居民端与企业端信心都受到重挫，预期变差，但当前实际经济状态变化并不大。
- 2. 欧元区消费者信心：**欧洲央行降息预期增强，2月消费者信心-13.6，与预期值一致，高于5年中值-13.9，整体趋势向上。
- 3. 中国消费者信心：**近两年在促消费扩内需政策不断出台，中国政府已将扩大内需列为2025年的重要经济任务之一。中国消费者信心指数虽然在底部区间徘徊，但已创9个月新高，且在逐步增强。

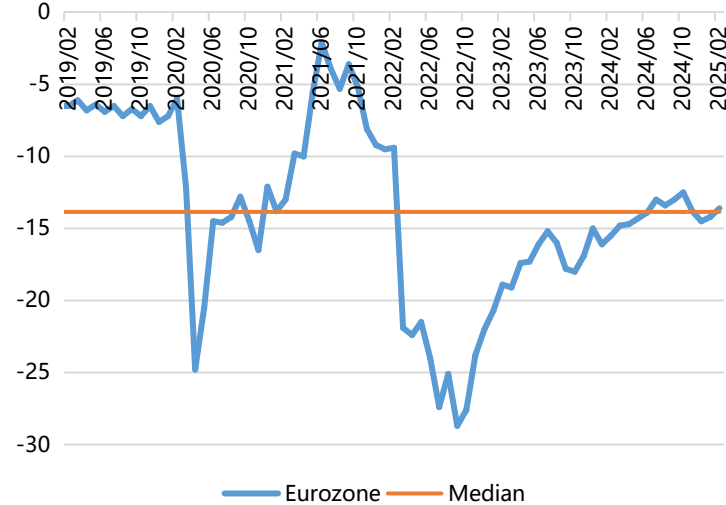
除美国消费者/小企业信心阶段偏弱之外，其它经济体消费者信心保持良好。

政策不确定性导致美国消费者信心及小企业信心下滑



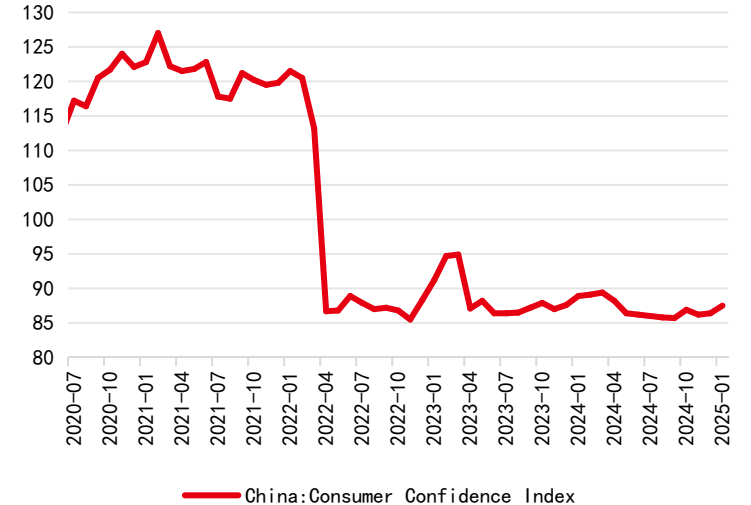
Sources: Bloomberg、艾德研究部

欧元区2月消费者信心指数-13.6，符合预期高于5年中值



Sources: Bloomberg、艾德研究部

中国消费者信心底部区间徘徊，创9个月新高，逐步增强

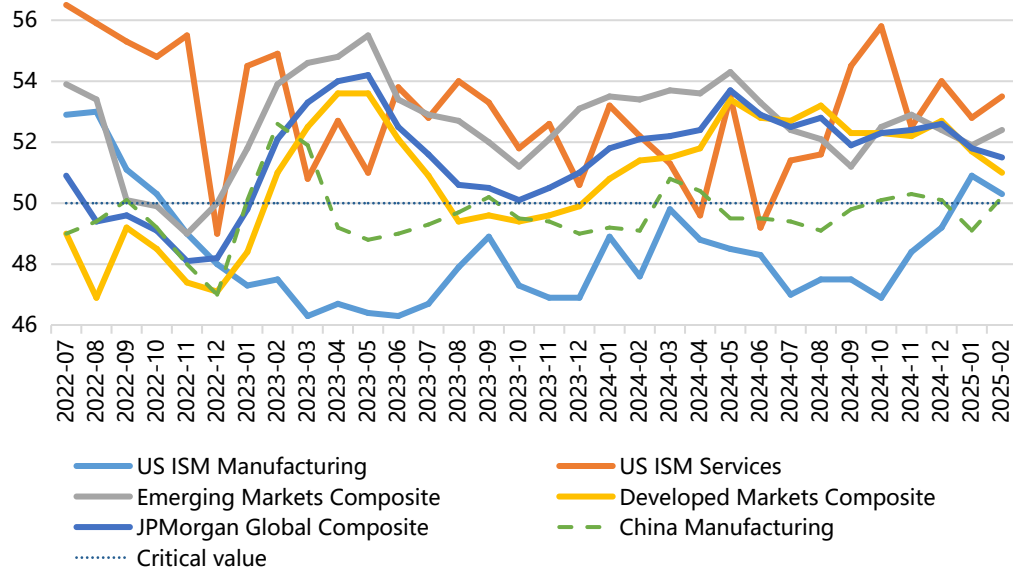


Sources: Bloomberg、艾德研究部

美国宏观：全球2025年经济衰退概率很低

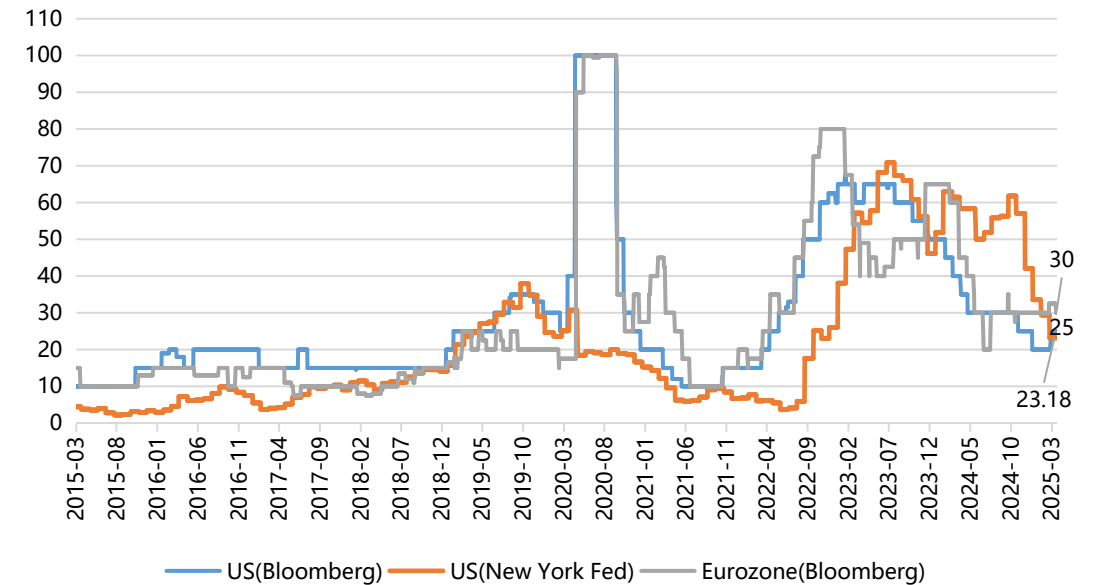
- PMI:** 2月美国制造业、服务业PMI分别为50.3、53.5；中国制造业PMI为50.2；发达市场PMI（包括美国）为51；新兴市场PMI（包括中国）为52.4；JPMorgan全球综合PMI为51.5。特别是全球综合PMI超过24个月都在扩张。
- 未来12个月衰退概率很低:** 彭博经济学家一致预测美国衰退概率为25%，纽约联储数据模型预测美国衰退概率为23.18%。彭博经济学家一致预测欧元区衰退概率为30%。

美国、中国等发达国家市场、新兴国家市场PMI都在50以上，全球都在扩张



Sources: Bloomberg、艾德研究部

2025年美国、欧元区衰退的概率（%）都很低

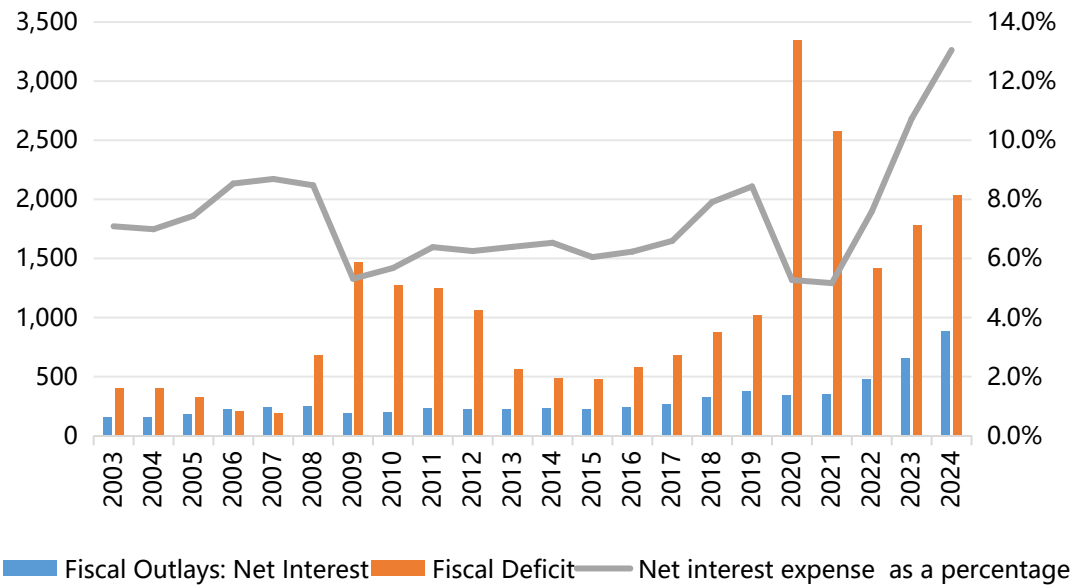


Sources: Bloomberg、NewYork Fed、艾德研究部

美国宏观：债务压力限制美国财政扩张

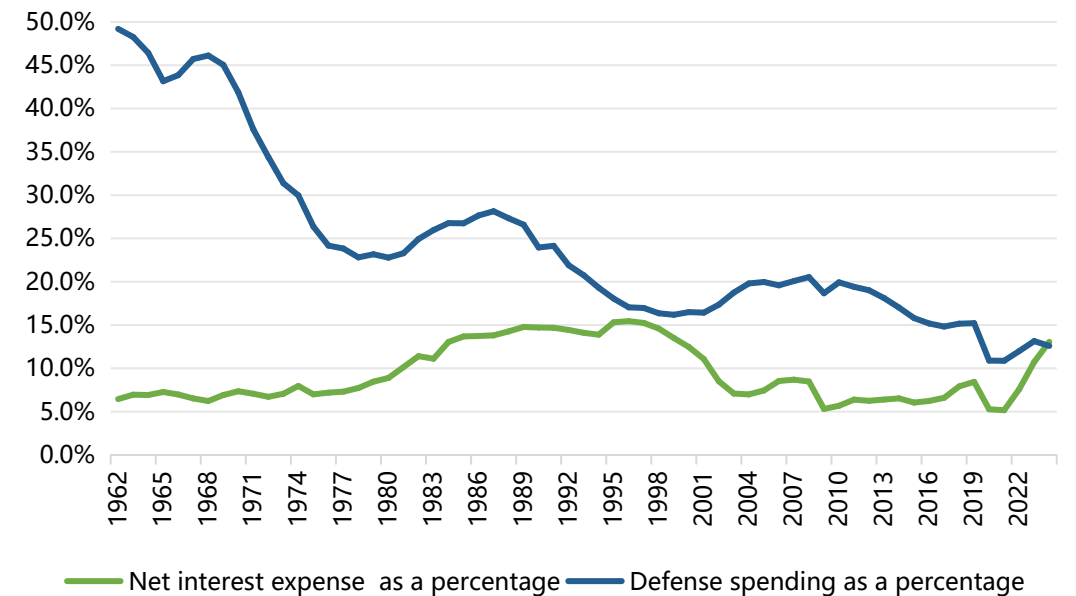
- 截至2024年底，美国联邦政府负债总额达33.9万亿美元，2024年在财政支出中利息支出8810亿美元，占总财政支出的13.1%；国防支出8500亿美元，占总财政支出12.6%；利息支出首次超过国防支出。
- 美国财政支出结构包含三部分，分别强制性支出（如医保社保）、自由裁量支出（国防与非国防）与净利息支出。强制性支出具备刚性特征，净利息支出受高利率与联邦政府高负债双重制约，特朗普政府能够较灵活运用的是自由裁量支出。如利息支出上升，可自由裁量支出将变得更捉襟见肘。
- 特朗普政府通过加征关税与裁减联邦政府雇员的方式来实现开源节流，同时，也把关税当成谈判的手段以谋取更多的利益。这就很好的解释为什么特朗普总统上任两个多月以来在关税政策、DOGE等方面存在诸多不确定性的的重要原因之一。

美国财政净利息支出占总支出比例（右轴）近几年持续上升



Sources: Wind、艾德研究部

美国2024年财政支出中利息支出首次超过国防支出

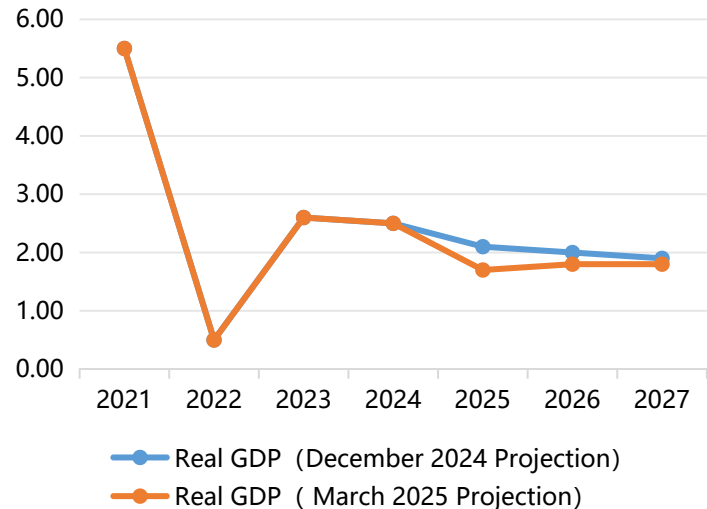


Sources: Wind、艾德研究部

美国宏观：美联储对经济前景偏乐观

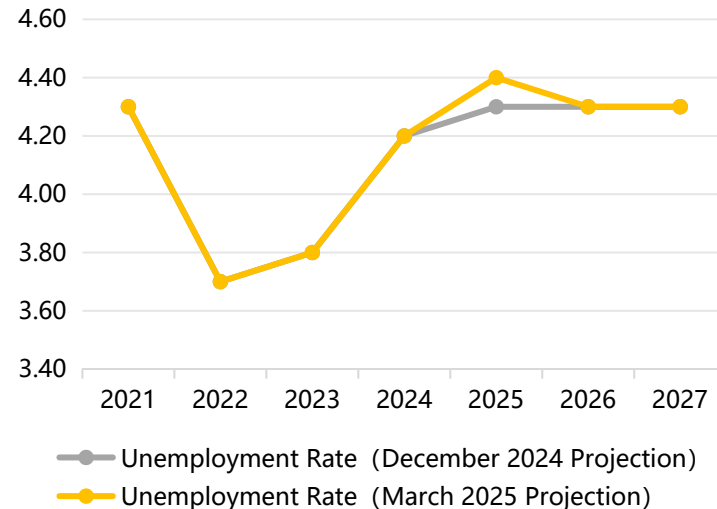
- 3月19日议息会议维持联邦基金利率在4.25%-4.5%不变。从4月1日起，每月减持MBS速度保持350亿美元不变，减持国债由250亿美元降至50亿美元，总共每月减少卖出200亿美元债券，放慢缩表进度，放缓收紧流动性，安抚市场情绪。
- 美联储官员认为经济放缓、通胀预期上升很大程度受到特朗普政策影响，现阶段存在较高的不确定性，再加上前几个月就业市场稳定，在特朗普政策明朗之前不急于降息。预期2025年底联邦基金利率3.9%，相比当前利率有60BP的降幅，即年内有2-3次降息空间。
- 美联储预期2025年失业率由4.3%调升至4.4%，核心通胀由2.5%调升至2.8%，2027年将达到2%的目标。调降未来3年实际GDP增速预期，2025年由2.1%降至1.7%，认为经济活动只是放缓，并不是衰退。

美联储调降未来3年实际GDP增速，25年由2.1%降至1.7%



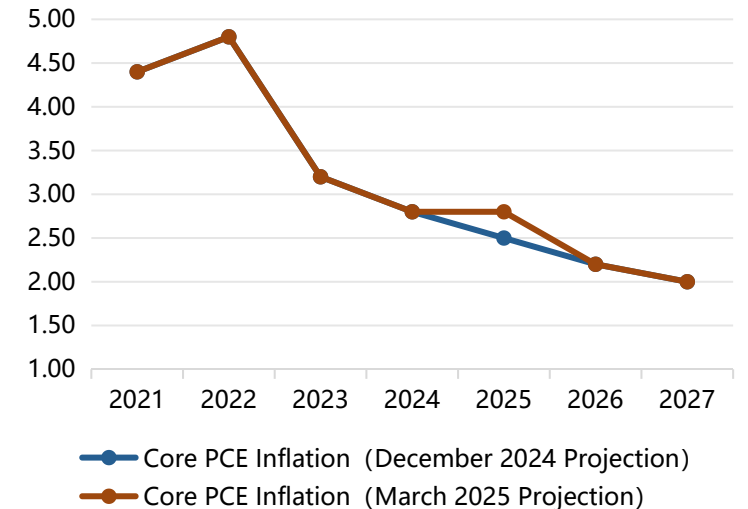
Sources: Fed、艾德研究部

对于25年失业率，美联储由4.3%提高至4.4%



Sources: Fed、艾德研究部

美联储提高25年核心通胀至2.8%，27年将达到2%目标

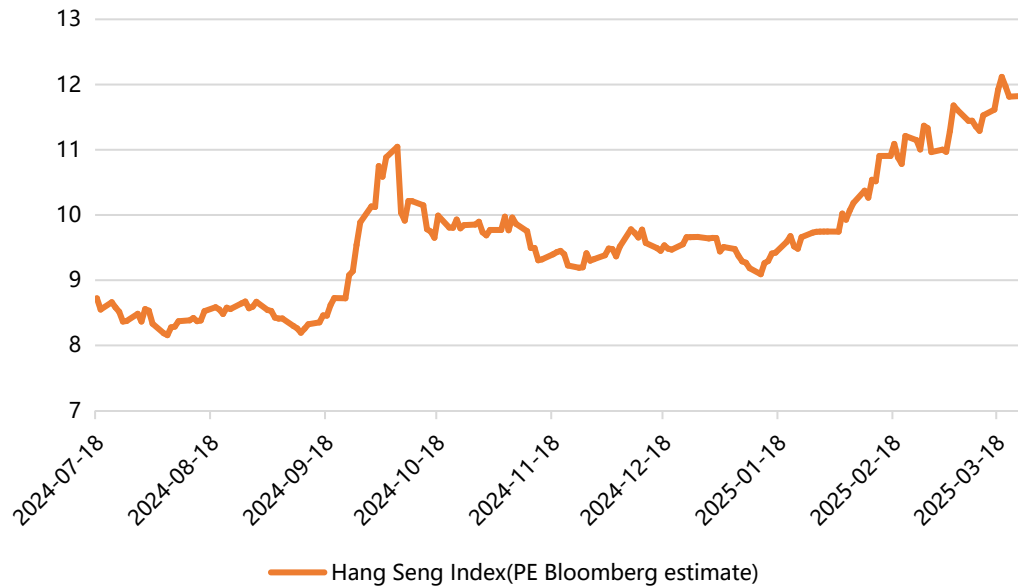


Sources: Fed、艾德研究部

港股：估值驱动恒生指数一季度上涨约19.2%

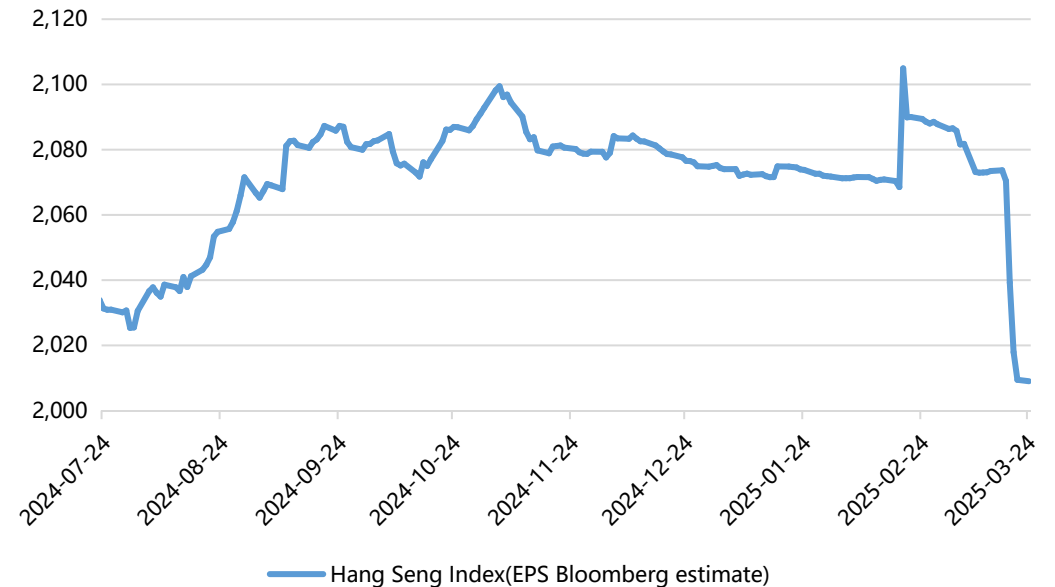
1. 恒生指数在1月1日至3月24日上涨了19.2%，其中估值（Forward PE）从9.7倍上涨至11.9倍，涨幅贡献23.1%；每股盈利（Forward EPS）从2075港币/股微跌至2009港币/股，涨幅贡献-3.2%，交叉项贡献约-0.7%。从估值与盈利的角度看，本轮上涨主要由拉估值引起，盈利出现小幅回撤。

恒生指数在1月1日至3月24日期间，市盈率（Forward PE）上涨了23.1%



Sources: Bloomberg、艾德研究部

恒生指数在1月1日至3月24日期间，每股盈利（Forward EPS）下修了3.2%

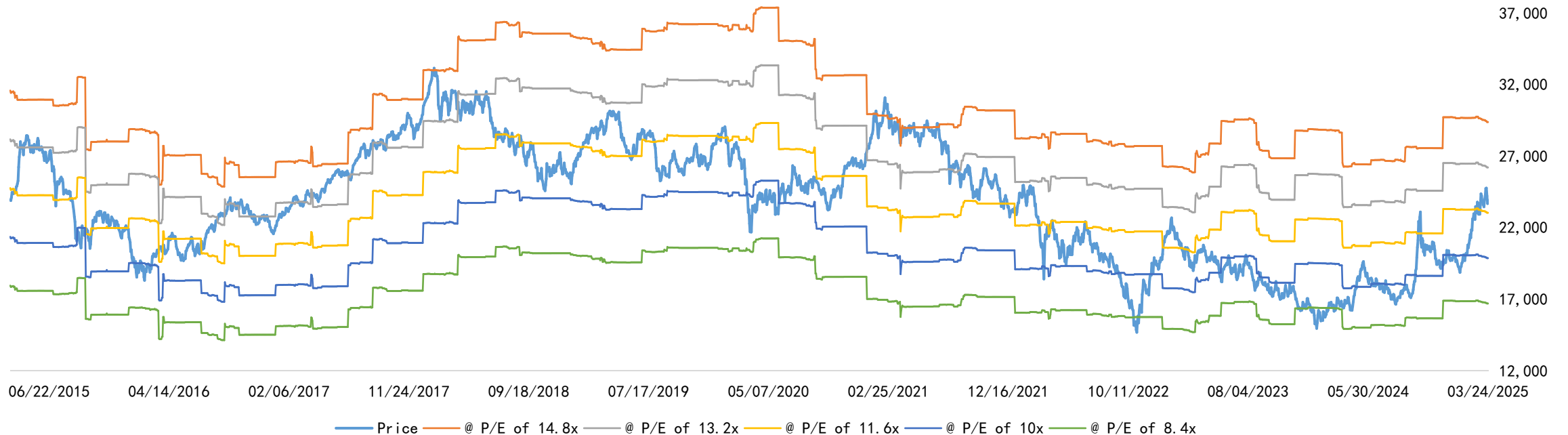


Sources: Bloomberg、艾德研究部

港股：一季度恒生指数低估值明显修复，但依然位于合理区间

1. 过去十年，恒生指数绝大部分时间运行于市盈率PE(TTM)14.8倍与8.4倍之间，但凡触及上下限都会出现反转。从图中可以看到，2017和2021年恒生指数估值两次达到最高值后不久开始进入下行通道，2022-2023年估值两次跌到最底部均出现反弹或反转。
2. 从年初至3月24日，在中国人工智能浪潮与政策利好持续加码之下，港股展现出极强的吸引力，恒生指数市盈率PE(TTM)突破中值11.6倍，低估值得到明显修复。截至3月24日，恒生指数市盈率PE(TTM)为11.6x，位于（11.6x-13.2x）下沿合理区间。
3. 指数价格方面，自2024年初底部逐级抬高，呈现一浪高于一浪的上升格局。

过去10年区间内的恒生指数PE Band

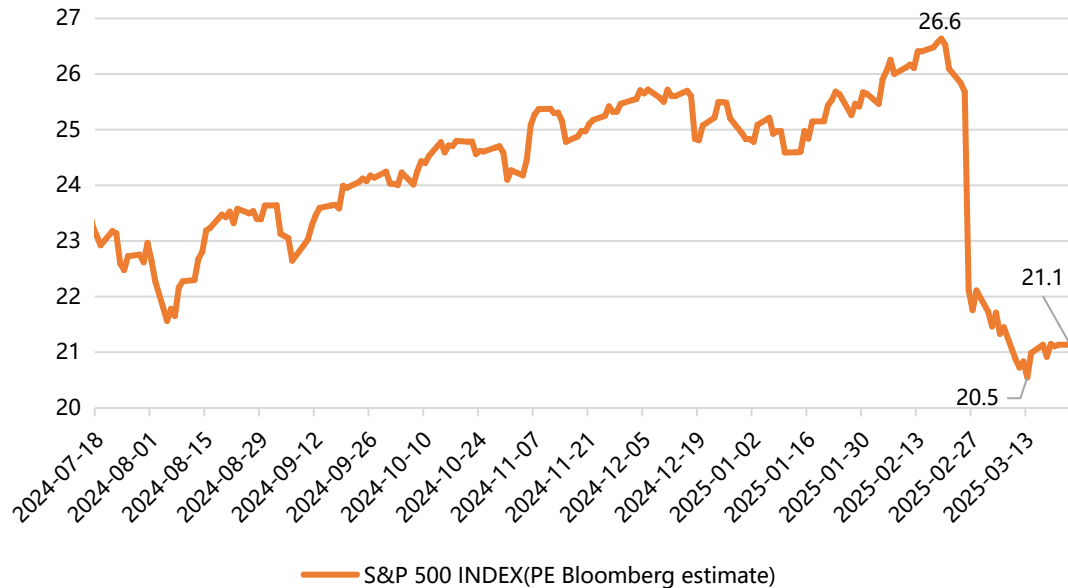


Sources: Bloomberg、艾德研究部（截至2025年3月24日）

美股：标普500价格指数最大调整10%后，PE估值回到合理区间

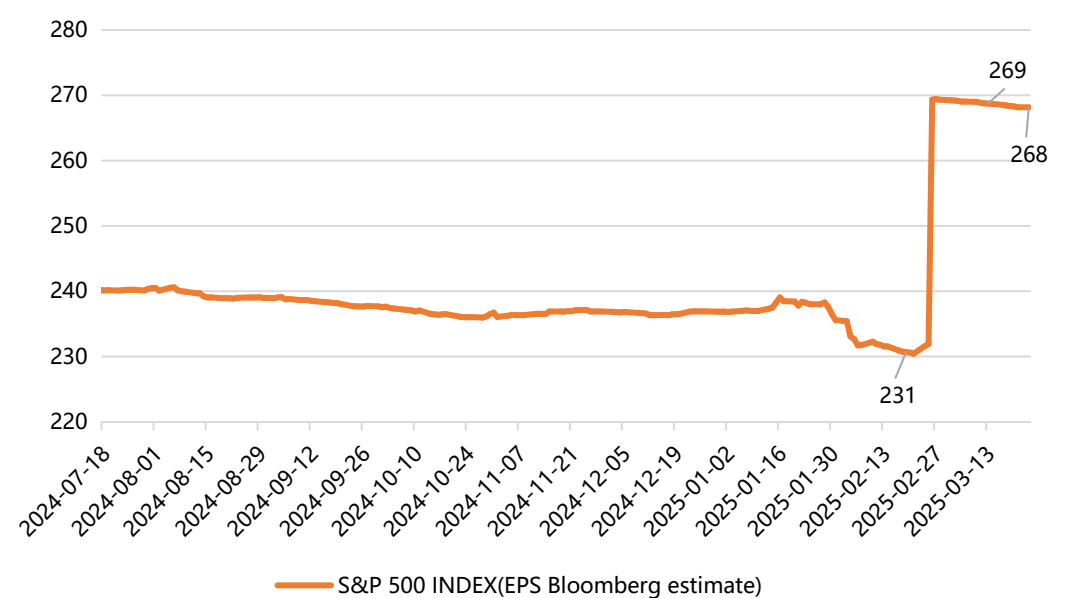
1. 标普500指数在2月19日至3月13日期间单边下跌了10%，其中估值PE从26.6倍下降至20.6倍，跌幅贡献-22.9%；每股盈利EPS从231美元/股上升至269美元/股，跌幅贡献+16.5%；交叉项贡献约-3.8%。从估值与盈利的角度看，本轮下跌主要由杀估值引起，盈利依然稳健。
2. 现时标普500指数市盈率（Forward PE）约21倍，从高位回落超20%，估值回到合理区间。

标普500在2月19日至3月13日期间，市盈率（Forward PE）估值下跌了22.9%



Sources: Bloomberg、艾德研究部

标普500在2月19日至3月13日期间，每股盈利（Forward EPS）上升了16.5%

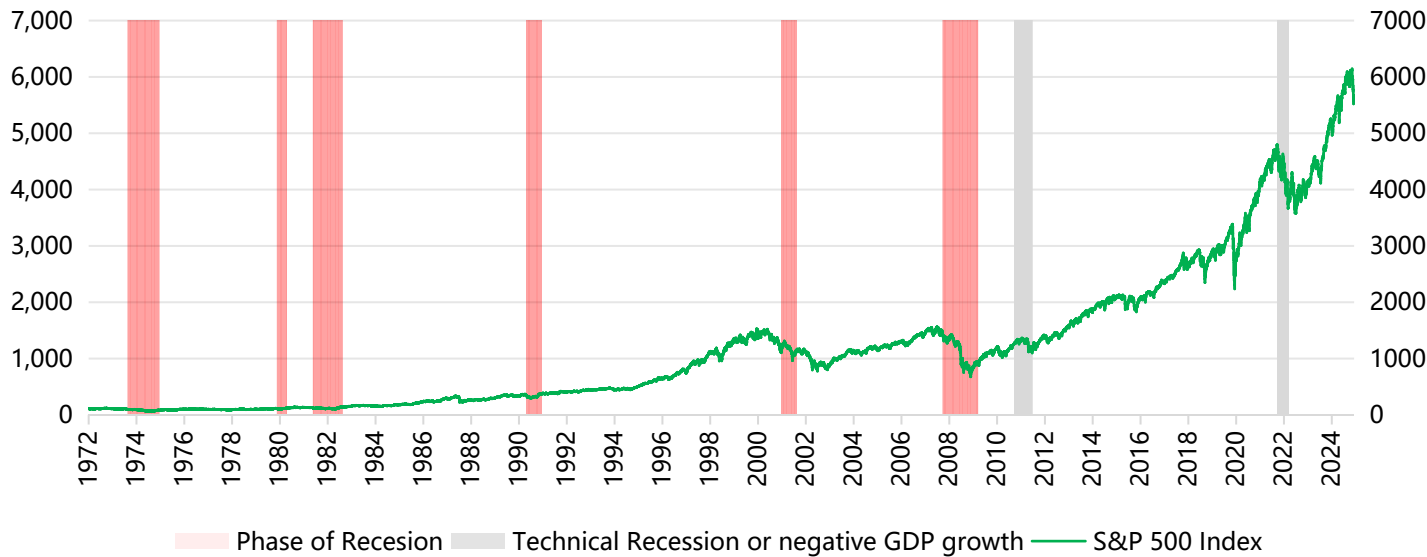


Sources: Bloomberg、艾德研究部

美股：美国不发生经济衰退的年份标普500上涨概率达84%

1. 彭博经济学家、纽约联储预测模型皆显示2025年美国衰退的概率分别为25%、23.18%，美联储近期议息会议经济预测摘要中也仅是显示经济放缓，可以判断美国经济在2025年出现衰退的概率很低。
2. 在1972-2024年共53年间，有15年出现了衰退的情形，在衰退年份标普500指数都出现了不同程度的下跌。有38年没有出现衰退，其中有6年下跌，32年上涨，上涨的概率为84%。
3. 在没有衰退的38年里，年涨幅中位数为13.41%，平均年涨幅为12.7%。

剔除实质性衰退与技术性衰退时段后，标普500指数年度上涨的概率为84%



Sources: NBER、Wind、艾德研究部（1972年1月1日-2025年3月20日）

剔除衰退年份后标普500指数年度表现统计

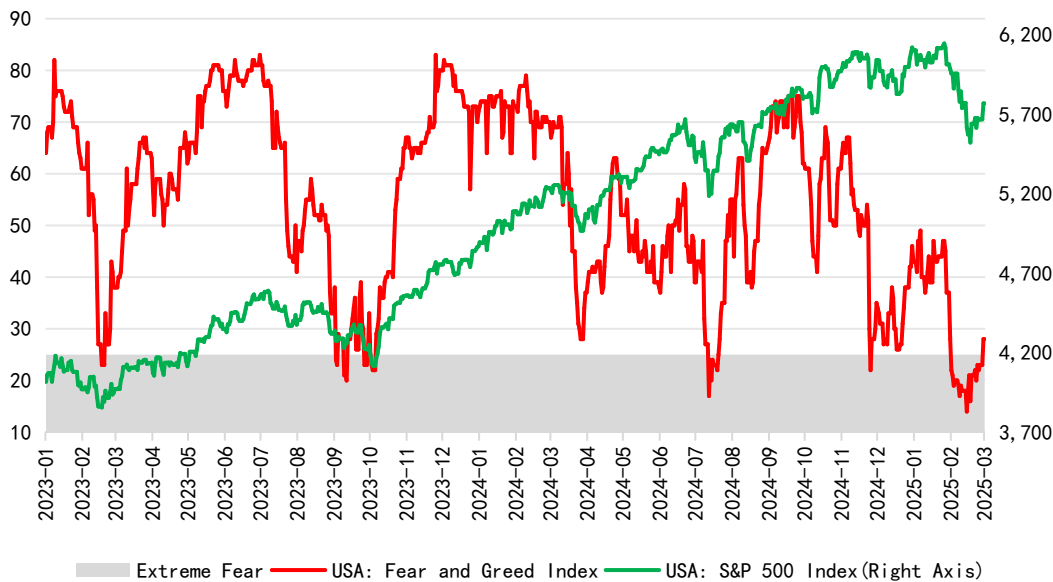
非衰退年数 (年)	38
上涨年数 (年)	32
上涨概率	84%
最大年涨幅	34.11%
最小年涨幅	-23.37%
中位数年涨幅	13.41%
平均年涨幅	12.70%

Sources: Wind、艾德研究部（1972年1月1日-2024年12月31日）

美股：又到考验人性的时候

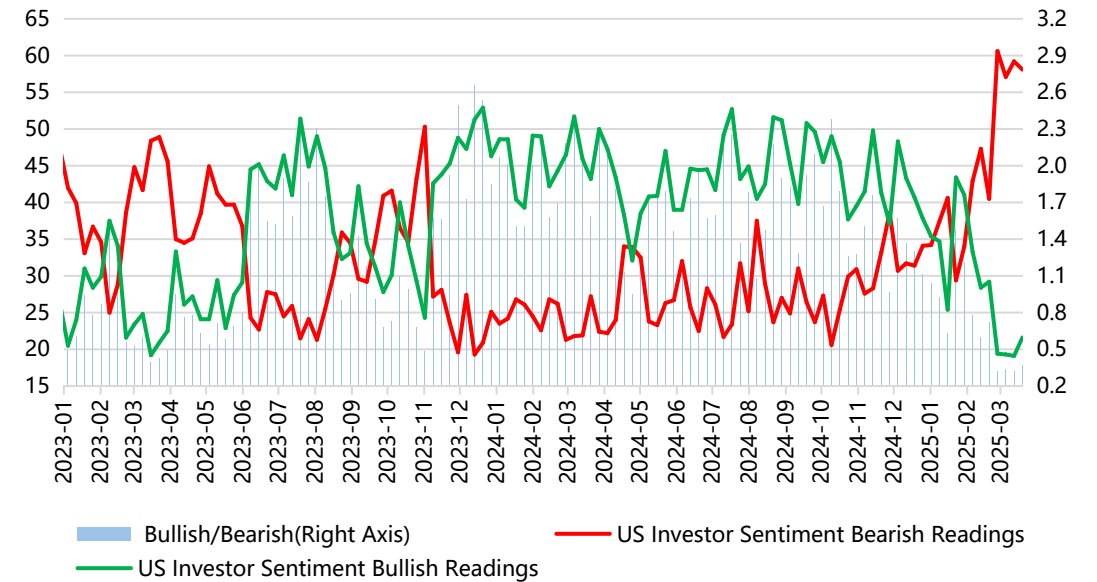
1. 美股市场情绪指标--恐惧与贪婪指数从2月25日进入‘极度恐惧’区间后，一直于低位盘整，直至3月24日有所上升，报28点，进入‘恐惧’区间，市场悲观情绪有所修复。
2. 由美国个人投资者协会（AII）调查编制的散户情绪指标每周四发布，最新的数据显示，美国散户看跌股市占比58.1%，看涨占比21.6%，看涨与看跌比值为0.37，相对悲观的情绪在蔓延。
3. 从历史的经验来看，在没有经济衰退的情境之下，“别人恐惧时我贪婪”是正确的选择。

美股市场情绪在经历一个月的‘极度恐惧’后有所修复



Sources: CNN、Bloomberg、艾德研究部（截至3月24日）
 [说明：0-25：极度恐惧（Extreme Fear）；26-44：恐惧（Fear）；45-55：中立（Neutral）；56-74：贪婪（Greed）；75-100：极度贪婪（Extreme Greed）]

美国散户看跌股市占比58.1%，看涨占比21.6%，看涨与看跌比值为0.37

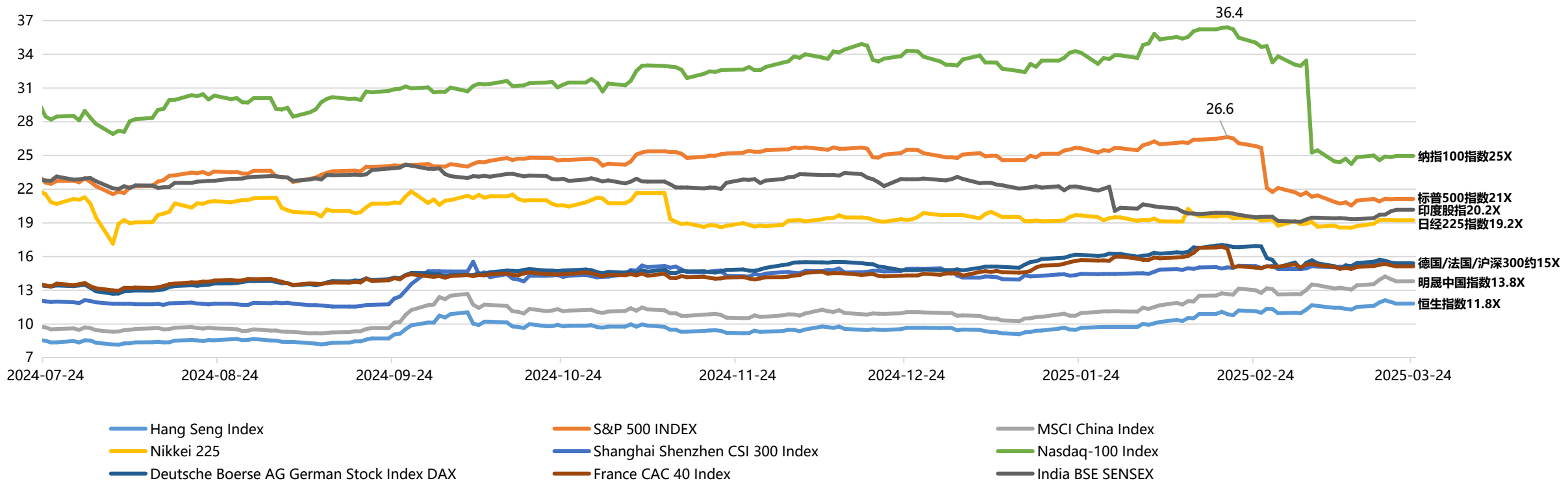


Sources: Bloomberg、艾德研究部（截至3月24日）

全球主要股指估值比较

- 恒指11.8X最低，明晟中国指数13.8X，沪深300指数15.2X，法国CAC40指数15.1X，德国DAX指数15.4X，日经225指数19.2X，印度20.2X，标普500指数21X。代表中国主要资产的恒指、明晟中国、沪深300普遍低于其它发达市场与新兴市场，在中国经济复苏的过程中依然有资产重估的潜力。
- 经过一轮快速的杀估值之后，纳指100由36.4X下跌31%至25X。标普500由26.6X下跌21%至21X，亦回到相对合理区间。

全球主要股指市盈率 (Forward PE) 估值对比，恒指11.8X最低，明晟中国指数13.8X，沪深300指数15.2X，普遍低于其它发达市场与新兴市场，依然有资产重估的潜力。



Sources: Bloomberg、艾德研究部 (截至3月24日)

二季度资产配置策略

港股：恒生指数自去年‘924行情’开始，已走出两轮犀利的大涨行情，估值虽然有所修复，但在横向上看依然远低于发达市场与新兴市场，纵向上看仅与过去十年中值相当。当前中国经济有政府的宽财政、宽货币政策持续支持，最高层肯定民营企业的地位与作用，及DeepSeek的横空出世改变了全球投资者对中国科技产业的看法，也改变了全球投资者对中国股市的看法。过去几年中国互联网公司在降本增效方面取得了显著成效，人工智能追平美国硅谷，AI浪潮方兴未艾，我们认为在政策、技术突破、预期等多重合力之下，中国资产将获得重新审视，恒指的估值将改变过去几年‘全球垫底’的局面。

1. 建议采取哑铃型配置策略，一边是进攻的南方恒生科技（3033），另一边是防守的平安香港高息（3070）。
2. 激进专业投资者可关注杠杆产品，如两倍做多恒科（7226）。

美股：当前市场更多反映了特朗普政府的关税政策带来的不确定性，4月2日对全球主要国家如何征收对等关税仍是未知数，是否会引起对手国报复，从而发展成为新一轮贸易战亦未可知。在竞选时承诺的减税、放松监管等利好政策迟迟未到，但我们认为在经济外交告一段后将转向内政，这些利好政策‘只会迟到，不会缺席’。联储主席鲍威尔在议息会议后的发布会多次提及‘关税通胀’，通胀预期上行消费者信心下降，在就业未转弱之前控通胀依然是联储的首要任务，如果标普500指数未有大幅调整（如-20%），‘美联储看跌期权’或不会行使。实际上，本轮标普500最大调整超过10%，完全是由杀估值引起，远期EPS并未下修，公司基本面钢硬。

1. 在关税政策未明朗前，重点关注可以穿越牛熊，由世界顶级资产管理人巴菲特管理的伯克希尔-B（BRK_B）、带有避险属性的黄金（GLD）等资产。
2. 待关税政策落地后，可逐步提升对ARK创新ETF（ARKK）的关注，其由凯瑟琳·伍德团队管理，主要投资于中小型颠覆性创新企业。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）研究团队成员并没有持有有关证券的任何权益。

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。艾德证券期货不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。艾德证券期货建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由艾德证券期货编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其他与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。艾德证券期货可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

报告提供者

本报告乃由艾德证券期货有限公司（「艾德证券期货」）于香港提供。艾德证券期货是香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）持牌法团，及受其监管之香港金融机构。报告之提供者，均为香港证监会持牌人士。投资者如对艾德证券期货所发的报告有任何问题，请直接联络艾德证券期货。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在作者姓名旁。

报告可用性

对部分司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告或会抵触当地法律、法则、规定，当中或包括但不限于监管相关之规例、守则及指引。本报告并非旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。