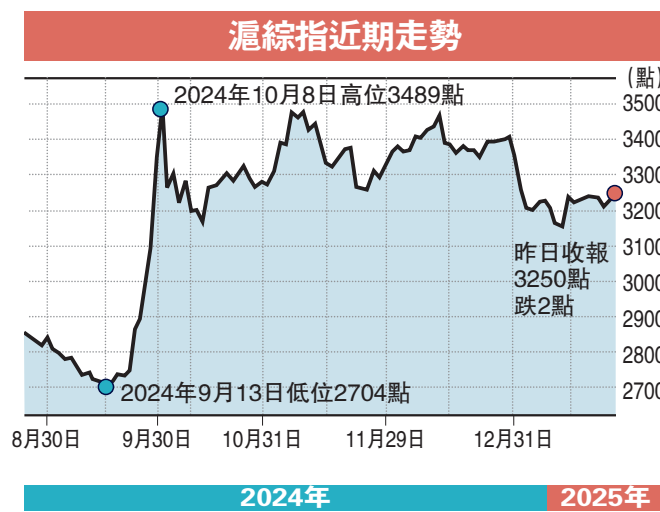
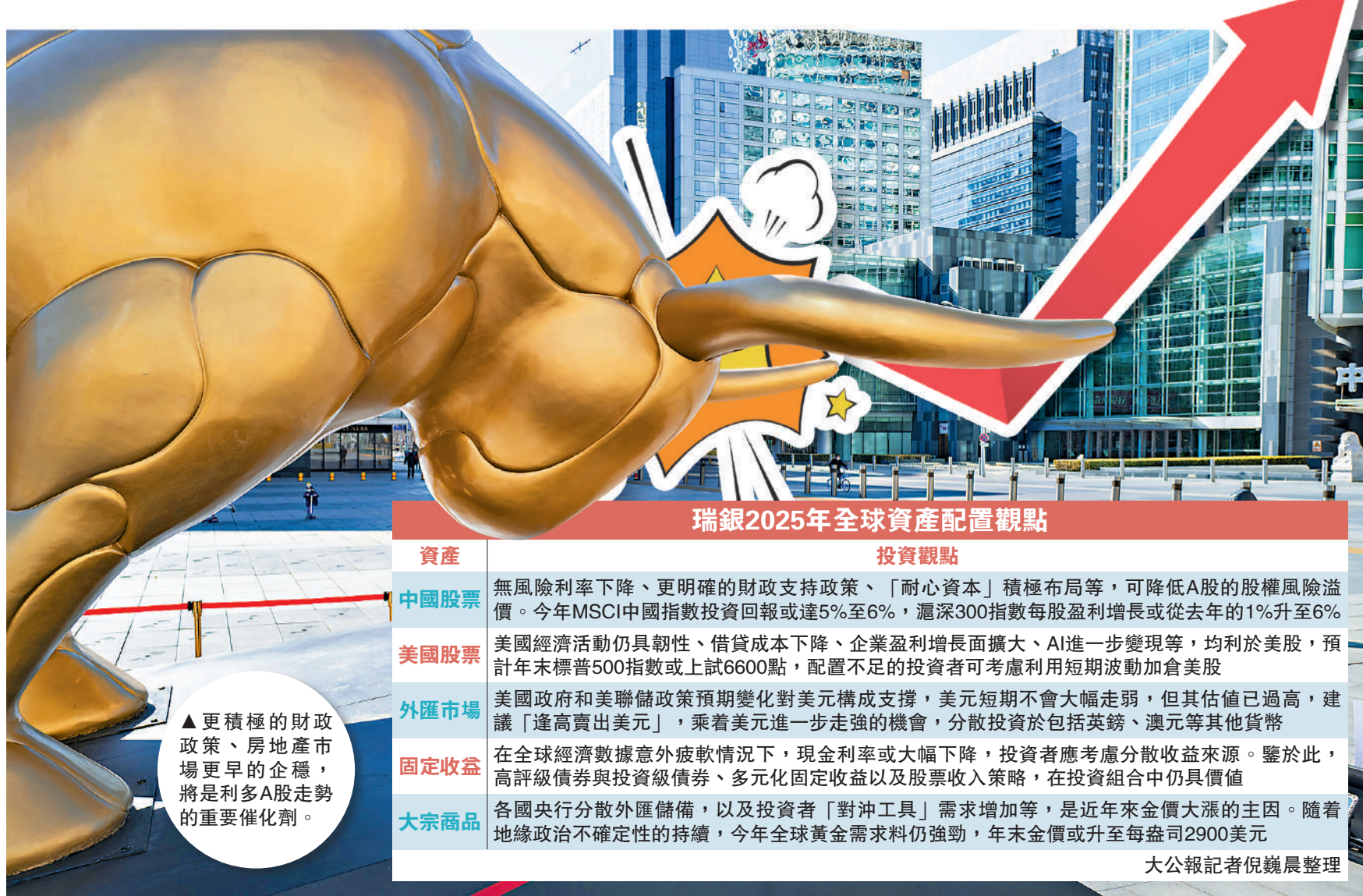


利好政策提振信心 「耐心資本」積極布局

瑞銀證券：估值修復 A股今年穩中向好



瑞銀2025年全球資產配置觀點

資產	投資觀點
中國股票	無風險利率下降、更明確的財政支持政策、「耐心資本」積極布局等，可降低A股的股權風險溢價。今年MSCI中國指數投資回報或達5%至6%，滬深300指數每股盈利增長或從去年的1%升至6%
美國股票	美國經濟活動仍具韌性、借貸成本下降、企業盈利增長面擴大、AI進一步變現等，均利於美股，預計年末標普500指數或上試6600點，配置不足的投資者可考慮利用短期波動加倉美股
外匯市場	美國政府和美聯儲政策預期變化對美元構成支撐，美元短期不會大幅走弱，但其估值已過高，建議「逢高賣出美元」，乘著美元進一步走強的機會，分散投資於包括英鎊、澳元等其他貨幣
固定收益	在全球經濟數據意外疲軟情況下，現金利率或大幅下降，投資者應考慮分散收益來源。鑒於此，高評級債券與投資級債券、多元化固定收益以及股票收入策略，在投資組合中仍具價值
大宗商品	各國央行分散外匯儲備，以及投資者「對沖工具」需求增加等，是近年來金價大漲的主因。隨著地緣政治不確定性的持續，今年全球黃金需求料仍強勁，年末金價或升至每盎司2900美元

大公報記者倪巍晨整理

投資人語

近期A股市場轉趨波動，一定程度預示地緣政治相關不確定性已被市場所定價。瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊向《大公報》表示，無風險利率的下降、更明確的財政支持政策、強勁的個人投資者資金淨流入，以及「耐心資本」的積極布局等，有利於降低A股股權風險溢價，2025年A股中期展望依然向好。綜合下游行業利潤率復甦，以及上年同期較低的盈利基數等判斷，基準情景下，滬深300指數每股盈利增長有望從去年的1%，提升至今年的6%。

大公報記者 倪巍晨

汪濤：穩增長料加碼 對沖關稅風險

政策支持

「去年末召開的中央經濟工作會議，設定了更積極的政策基調。」瑞銀亞洲經濟研究主管及首席中國經濟學家汪濤相信，「穩增長」是今年經濟工作的首要任務，中國將通過提高赤字率、進一步降息、加大政策支持，以及加強預期管理和政策協調等方式護航經濟平穩增長。

中央經濟工作會議要求，2025年要保持經濟穩定增長，強調實施「更加積極有為」的宏觀政策，擴大內需。汪濤分析，中央強調着力實現增長穩、就業穩和物價「合理回升」的優化組合。考慮

到保持國際收支基本平衡、促進居民收入增長等，中央政策定調為穩增長設定了更積極的政策基調。

擴大「白名單」促樓市回穩

在汪濤看來，促進房地產市場「止跌回穩」也是今年經濟工作的重要任務之一。她認為，今年國家有望推動銀行擴大對「白名單」機制的信貸支持，以確保房地產項目的交付。在此過程中，政策層仍需一段時間來調整政策設計，破除推動房地產去庫存所面臨的瓶頸限制，特別是在降低融資成本、加強地方政府和開發商推進去庫存項目的意願等方面。

瑞銀資管團隊在發給《大公報》的郵件中強調，中國在經濟模式的結構性轉型方面已取得重大進展，「未來12至18個月內，可能出現

更果斷的刺激措施」。

汪濤預計，2025年廣義財政赤字率或擴大2個百分點，人行有望在去年基礎上進一步降息30至40基點；此外，消費品以舊換新的政府補貼規模或至少翻倍至3000億元人民幣或以上，政策支持的範圍也將擴容，包括提高社保支出、加快推動房地產去庫存，推進更多結構性改革等。

汪濤相信，基準情景下，美國或於本季公布對中國進口產品加徵關稅的方案，並從三季度起分階段實施加徵。隨著加徵關稅細則的出台，及後續影響的逐漸顯現，中國有望在今年稍晚些時候和明年進一步加碼政策支持。未來數月若出現超预期重大衝擊，中國也可能在今年全國兩會上對中央經濟工作會議提出的部分政策目標和措施進行調整。

孟磊坦言，今年美國對中國潛在加徵關稅的時點和幅度，以及中國支持政策出台的時點與規模、房地產市場情緒變化等雖難預測，但市場仍有望迎來超預期的利好。具體看，更積極的財政政策、中國房地產市場更早的企穩，將是利多A股走勢的重要催化劑。另一方面，民營經濟信心的持續恢復、更多「耐心資本」的積極入市，也有助於A股估值中樞的抬升。

瑞銀中國股票策略報告認為，關稅、地緣政治、中國政策應對等多股力量間的博弈，或加劇今年中國股市的震盪，投資者需靈活配置投資組合。然而中國宏觀政策的應對、低基數效應、在岸機構投資者資金的流入，以及公司治理改革等，將合力推動市場在今年錄得正回報。

企業降資本支出 淨利趨增

瑞銀中國股票策略研究主管王宗豪從盈利角度看，認為中國股票已步入低基數期。因上市公司持續關注成本控制，去年前三季度的資本支出下降5%至6%，淨利潤同比實現50基點的增長。此外，H股公司的回購規模已升至年化1.6%，A股公司治理改革加速的同時，監管部門發布了市值管理指引。

王宗豪相信，得益於去年9月末以來系列刺激措施的加碼，今年財政赤字率大概率擴大，房價跌幅也將較去年顯著放緩。此外，關稅問題雖可能對中國出口和經濟增長帶來擾動，但上市公司的美國敞口非常有限，僅佔其總收入的3%。「MSCI中國指數今年的股票投資回報或達5%至6%，市場任何回調都將為投資者提供更具吸引力的買點。」王宗豪說。

瑞銀資產管理中國股票主管施斌在發給《大公報》的郵件中提到：「中國政策轉向過程中，考慮到眾多優質公司的估值非常具有吸引力，投資中國股市的機遇非常樂觀。」他尤為看好在國外市場佔有率不斷增長的公司，而那些重視通過「派息和股票回購」方式回饋投資者的公司也有望錄得良好表現。

關注四大主題 首選互聯網股

孟磊建議，今年可關注A股四大主題，一是尋找更強而有力且更明確的政策寬鬆受益者，二是留意自主可控與國產替代加速的機會，三是關注由併購帶來的第二增長曲線，四是聚焦市值管理和股東回報改革背景下優質企業的估值重構。他相信，今年A股中期展望依然向好。其中，得益於高beta屬性以及市場充足的流動性，上半年小盤股或跑贏大盤股，在更多有關盈利復甦、地緣政治緊張局勢升級等具體證據出現前，該趨勢或持續一段時間。

孟磊補充說，戰術上看好受益於市場充足流動性，以及從利好政策中直接受益的行業，包括電子、家用電器、通信、國防軍工和保險等。中國股票整體配置方面，瑞銀首選互聯網行業，beta標的方面更看好教育、啤酒，以及A股中的TMT板塊。

美息今年料僅減半厘 6月出手機會高

息口預測

今年要為美國降息步伐放慢做好準備。瑞銀財富管理投資總監辦公室(CIO)團隊向《大公報》表示，由於美國通脹仍強於預期，美聯儲也釋放出更「鷹派」的政策基調，「2025年全年美國或僅降息0.5厘」。該團隊強調，在美國經濟仍具韌性、借貸成本下降、企業盈利增長面擴大、人工智能(AI)進一步變現等背景下，今年底標普500指數或升至6600點，即較去年末收盤點位有約12%的上漲空間，建議配置不足的投資者利用短期市場波動加倉美股。

瑞銀CIO團隊認為，面對勞動力市場可能的下行風險，以及持續徘徊在高於美國2%目標的通脹水平，美聯儲正在兩者間尋找平衡點。瑞銀CIO團隊相信，美聯儲或分別在今年6月、9月各降息0.25厘，全年累計降息幅度或僅0.5厘。而非市場此前預期的每季度降息一次、全年降息1厘。鑒於美聯儲決策取決於就業和通脹

數據的變化，如果未來美國勞動力市場和通脹指標進一步走弱，不排除美聯儲提前在3月降息的可能性。

瑞銀財富管理大中華區投資總監及亞太區

宏觀經濟主管胡一帆分析，目前美國企業的稅率為21%，特朗普減稅政策或推動企業稅率減到20%至15%，「減到15%的可能性比較大，特別對中小企業有較大推動力」。特朗普曾表示「放鬆管制」，對金融和能源行業的管制均有望放鬆，加之對於併購的鼓勵，均有助於推動市場活躍度。

減稅政策利好中小股

此外，特朗普也提及「增加投資」，特別是對AI、能源等領域的投資，這將促進美國經濟的增長。她預計，AI將對很多公司帶來較高的推動，該行看好美國AI行業，包括高科技、七大頭部企業今年均有望繼續有好表現。她並指，考慮到企業降稅和美聯儲降息等，今年美股中小盤會有優異表現，而電力缺口的上升、金融管制的放鬆等，亦有望對有關行業帶來強勁的盈利增長。

地緣不明朗 黃金年底目標2900美元

資產配置

因憂慮特朗普將擴大財政赤字、提高關稅稅率，從而推動美國通脹水平的攀升，美國國債收益率近期飆升。瑞銀財富管理投資總監辦公室(CIO)團隊表示，隨著全球市場利率水平的進一步下降，投資者應考慮將多餘的現金、貨幣市場持倉、到期定存等用於投資，建議結合階梯式和投資級債券、多元化固定收益策略，以及股票收益策略維持投資組合的收益。

瑞銀CIO團隊提醒，去年黃金投資搶眼的表現，與各國央行大量買金、地緣政治憂慮加劇，以及美國利率下行等帶來的非生息資產機會成本下降有關。綜合美聯儲政策態度，今年可能要降低對黃金ETF的需求預期，不過隨着地緣政治不確定性的持續，2025年全球黃金需

求料仍強勁，到年末國際金價或升至每盎司2900美元。

美元估值過高 逢高賣出

大公報記者留意到，年初美滙指數繼續震盪攀升，最高曾升穿109.5。瑞銀CIO團隊坦言，美國政府和美聯儲政策預期的變化，在過去數周對美元走勢構成支撐，不過該團隊仍認為「目前美元估值過高」。短期看，美元雖不會大幅走弱，但投資者應乘著美元進一步走強的機會「逢高賣出美元」，並分散投資於包括英鎊、澳元等其他貨幣。

瑞銀CIO團隊認為，基準情景下，今年已不再預期美國或瑞士的利率將顯著回落，但固定收益的絕對收益率仍有吸引力。在經濟數

據意外疲軟情況下，現金利率或大幅下降，投資者必須考慮分散收益來源。具體看，高評級債券、投資級債券、多元化固定收益以及股票收入策略在投資組合中仍有價值，優質階梯式債券和結構性投資策略可為投資者管理好未來五年的流動性需求，而優質固定收益則利於降低投資組合的波動性。

至於港股，瑞銀財富管理大中華區投資總監及亞太區宏觀經濟主管胡一帆指出，去年港股曾出現一波漲幅，其間市場也有回調，總體上保持中性態勢。她解釋，所謂「中性態勢」，即港股仍有向上機會，畢竟中央政策層面所釋放的積極信號令市場信心大增，鑒於港股市場中「投資態度較理性」的機構資金佔據主導，港股今年走勢仍要觀察後續政策落地情況。



孟磊認為，更積極的財政政策、房地產市場更早的企穩，將是利多A股走勢的重要催化劑。



王宗豪指出，MSCI中國指數今年的股票投資回報或達5%至6%。