

摩通：中資股績佳吸外資 前景看漲

港股下季有望進一步突破 關注互聯網醫療板塊

投資人語

A股上市公司業績改善、中美貿易關係緩和，及資本市場政策支持的大背景下，摩根大通對中國股票資產持「看好」態度。摩通首席亞洲及中國股票策略師劉鳴鎬向《大公報》表示，中國股票在經歷2021至2023年的持續下滑，在去年見底後，今年表現有望繼續向好。鑒於目前A股業績較港股偏弱，但估值較港股略高，總體上「看好港股，也相對看好A股」。她預計，基準情形下今年MSCI中國指數有望升見80，樂觀和悲觀預測分別為89和70。此外，基準情景中，滬深300指數或升至4150點，樂觀和悲觀情景下，指數或分別報4420點和3800點。

大公報記者 倪巍晨



▲多重利好帶動，摩根大通對中國股票資產持「看好」態度。

摩通看好中國市場

經濟前景	若目前稅率維持至年底，中國經濟就不會出現大波動，已將2025年中國GDP增速從4.1%上調至4.8%
中美貿易	中美貿易關係最壞時刻應該已過去，然而雙方關稅稅率變化仍有很大不確定性
財政政策	今年財政政策將比歷年更積極，並主要由中央財政「擴表」來實現
貨幣政策	年內中國料進一步降準降息，但出於「穩匯率」和「銀行息差」等因素考量，會控制降準降息幅度，料下半年或再降息1至2次
人民幣匯率	未來6至12個月，人民幣兌美元匯率或在7.2至7.3區間波動，不排除人民幣走強至7.2關口下方的可能
中國股票資產	基準情形下，今年MSCI中國指數有望升見80，滬深300指數或升至4150點
股票投資策略	持續看好中國股票資產中的「互聯網、醫療衛生」板塊
外資「買中國」	4月海外投資者「淨買入」意願高於「淨賣出」，國際基金偏好互聯網頭部企業

大公報記者倪巍晨整理

劉鳴鎬表示，「去年MSCI中國，尤其是在香港上市的MSCI股票業績非常好。」去年中期業績發布後，一些海外和香港的指數開始跑贏，而亞洲其他國家市場的業績基本都是跌，「這是非常大的亮點，且互聯網、醫療衛生行業的增長非常強」。她續稱，去年投資者對中國的房地產和通縮問題存有憂慮，但目前房地產市場正在溫和恢復，並未進一步惡化。此外，通縮反映的是消費變得更理性，在正常經濟活動中，不時會有這樣的階段。

去年尾在展望2025年中國股票走勢時，摩通給出的三大上行風險點均已兌現。劉鳴鎬介紹，今年對MSCI中國的一致性業績預期仍是8%增長，一季度除部分互聯網公司業績遜預期外，其他業績表現良好。中美貿易關係方面，雙方談判在升溫過程中，之後會有降溫，包括4月市場對談判的升溫和近期的降溫，「降溫是對風險偏好的誘因」。

市場短期退一步進兩步

劉鳴鎬提醒，對今年市場的三個下行風險點預測，目前為止有兩個尚未完全兌現。一是「強美元」，年初美元指數已掉頭向下；二是外資參與度，由於內地股市波動性較大，海外投資者不一定特別願意參與交易，但如果由業績主導的個股跑贏，A股對外資仍有相當大的吸引力。她續稱，兌現的風險點是「中美貿易摩擦的升溫」，今年1月13日至20日期間，市場預期朝着另一個方向發展，「我們對這些交易機會較為敏感，上升過程中會有很多波段，這些波段由事件性因子促成。」

市場走勢方面，劉鳴鎬指出，今年3月18日一些公司業績發布後，市場情緒已達到高點，因此需一段時間的調整，4月恰逢美國貿易和投資政策發布窗口期，因此市場情緒需要降溫，「我們判斷，市場短期或呈現『退一步、進兩步』格局。」

劉鳴鎬團隊在復盤歷史後發現，特朗普1.0時代，中美貿易摩擦經歷「升溫、降溫、恆溫、再次升溫、降溫」等五階段。就本輪中美貿易摩擦看，4月初到當月9日市場一度出現較大回調，這由貿易摩擦升溫造成，此後大盤迎來反彈，目前的狀態是區間波動。她說，中美貿易談判若



▲劉鳴鎬（右）表示，滬深300指數最樂觀可見3800點。旁為朱海斌。資料圖片



能達成一定協議，港股有望突破當下運行區間，「該時間點或要等到三季度，我們看好港股，也相對看好A股，但A股業績增長相對港股較乏力。」

今年重點創新主題 IT行業首選

投資主題方面，劉鳴鎬強調，今年「創新主題」同樣重要，其中，IT、信息科技是去年尾判斷中的首選行業。不過，摩通策略團隊近期將信息科技的評級從「超配」調整至「中性」，理由是該行業估值和預期已見階段頂部，「當該行業個股票氣度特別高的時候，其估值恐難長期維持在25至30倍的市售率。」她並指，持續看好中國股票資產中的「互聯網、醫療衛生」，尤其是醫療行業，未來中國醫療改革若對醫療價格做出一定下調，將利於中國創新藥的良性生態和產品。

港股科網龍頭 外資最青睞

看好前景

摩通宏觀團隊每年會在華盛頓開展投資者問卷調研，去年三成受訪者稱「已無任何中國倉位」。摩通首席亞洲及中國股票策略師劉鳴鎬介紹，今年4月的調研結果比去年要好，在回答「未來半年是『買中國』還是『賣中國』」的問題時，海外受訪者的「淨買入」意願要高於「淨賣出」。此外，國際大基金在配置中國股票資產時偏好互聯網龍頭企業，也就是港股中的互聯網股。

科企AI變現能力強

劉鳴鎬表示，作為AI技術的應用者，中國互聯網公司在AI投資端的發力較晚，因此投資成本較低，海外投資者已將中國互聯網公司視為投資美國互聯網公司的Hedge（對沖）。她分析，較之美國同業，中國互聯網龍頭有較強的創新能力和平台效應，可較快將AI相關業務變現，因而更受外資青睞。

摩通的研究稱，AI領域當一個快速增長的突破性技術達到頂點時，最領先的幾隻股票估值與收入比是25倍，要維持該水平就需AI資本支出快速增長。劉鳴鎬相信，再好的行業或突破性的技術，其估值總有頂點，較之A股和美股，投資者願意對港股相關標的在收入和利潤進步過程中慢慢給出估

值，而非短時間內將未來數年的增長性估算到股價中，「這是港股一個可讓更多投資者參與的優點。」

談及「A股對海外投資者有何優勢」時，劉鳴鎬認為，A股大盤指數具有明顯的價值風格，2021年至2024年9月期間，A股價值股跑贏增長股，此後增長股才開始佔優。現時A股市場有5000多家上市公司，在外部增長性很好的環境下，企業可通過擴張實現利潤和收入的雙增，但目前行業和企業層面需要更多整合。

「一隻股票要給股東收益，必須具備增長性。」劉鳴鎬補充說，增長可以來自上市公司自身，也可能源於收購兼併，「收購兼併將給到一些公司更理性的定價，二級市場股東也會有相對合理的投資回報，目前內地上市公司的樣板淨利潤率不足5%，在全亞太市場中最低」。劉鳴鎬提醒，就滬深300盈利狀況看，工業股盈利水平較低，A股需要行業整合及更理性的定價。



▲中國互聯網龍頭有較強的創新能力和平台效應。

關稅戰緩和 今年中國GDP料增4.8%

貿易前景

中美關稅會談達成的重要共識超出市場預期。摩通中國首席經濟學家兼大中華區經濟研究主管朱海斌表示，目前中美兩國關稅稅率若維持至年底，今年中國經濟就不會大幅下跌，「已將2025年全年中國GDP同比增速從4.1%上調至4.8%」。他相信，中美貿易關係「最壞時刻應該已經過去」，兩國關稅稅率再回到三位數的可能性非常小，但雙方關稅稅率的變化仍有很大不確定性。

朱海斌表示，今年最大的外部不確定性來自美國的對外政策，尤其是貿易政策。年初以來由美國政策反覆引發的市場波動幅度遠超預期，對中美乃至全球經濟都帶來巨大擾動，摩通也曾據此將全球經濟衰退風險從40%上調至60%。朱海斌補充說，得益於5月中美會談達成重要共識，雙方關稅第一次



▲摩通表示，全球貿易環境相比去年轉向惡化。

出現好於市場預期的變化，按2024年貿易權重看，美對華關稅平均實際有效稅率已下調至41%左右。

中國出口或與去年持平

中美談判前景方面，朱海斌給出兩種假設，一是與芬太尼相關的對華20%額外關稅，未來或續下調甚至取消，「屆時我們將進一步調升對中國經濟的預測」。二是當前中美會談內容的複雜度超過2018和2019年，美對華「對等關稅」中被暫停的24%關稅或重新實施。

朱海斌認為，今年最大的意外並非中美貿易摩擦，而是美國對全球啟動「關稅戰」。特朗普去年曾表示入主白宮後將推出10%的全球最低關稅，當時市場普遍預期不會發生，但今年確實落地。即使5月關稅風險舒緩後，美國對全球的平均關稅稅率也從年初的2%至3%，升至目前約16%左右水平。他並指，中美會談後兩國關稅稅率雖比最差時候明顯改善，但全球貿易環境相比去年轉向惡化。

朱海斌提醒，貿易摩擦對中美宏觀、投資等領域有深遠影響，包括科技、金融等領域也有出現衝突的可能。他從貿易順差角度判斷，今年中國進出口或與去年基本持平。此外，去年進出口對中國經濟的貢獻達30%或1.5個百分點，今年對經濟的貢獻率預計減弱，或回到接近零的水平，但因中國政策的調整，消費投資的貢獻率料有所抬升。

穩增長有望加碼 年內將再降息

提振經濟

去年9月以來，中國出台一攬子宏觀增量政策，前期發布的存量政策也加速落地。摩通中國首席經濟學家兼大中華區經濟研究主管朱海斌認為，中國宏觀政策已迎來近幾年最深刻、最廣泛的調整，若將去年9月至12月視為本輪政策調整的上半場，今年政策調整將進入下半場。他相信，本輪政策調整包括財政政策的放鬆、貨幣政策的持續放鬆，以及經濟結構的再平衡。總體看，2025年財政政策將比歷年要更積極，並主要由中央財政「擴表」來實現，這是本輪上半場和下半場政策的最主要區別。

擴消費出現積極進展

朱海斌分析，財政政策方面，中國通過中央財政擴張支持「穩增長」。貨幣政策方面，人民銀行將「穩樓市、穩股市」作為政策優先考慮內容。至於經濟結構的再平衡，即將「擴內需、擴消費」擺在主要經濟工作任務之首，並在今年延續。

中國「擴消費」領域已出現積極進展。朱海斌舉例說，「以舊換新」政策規模從去年的1500億元（人民幣，下同）擴張至3000億元，預示消費刺激政策從去年開始已付諸於政策行動。儘管消費刺激幅度已經提高，但投資仍是「擴內需」非常核心的內容，「我們理解的短期政策選擇仍是『投資為主、

消費為輔』」。鑒於此，未來應關注供需失衡的問題，要徹底結束該問題，需要有更多政策努力和更長的時間。

貨幣政策方面，朱海斌相信，年內料進一步降準降息，但出於「穩匯率」和「銀行息差」等因素考量，人行將控制降準降息的幅度。繼5月降息後，人行年內有望再降息1至2次，其中，三季度和四季度各降息1次。至於降準，目前中國的存款準備金率約6.4%，預示降準仍有空間，但該空間遠比過去要小。

朱海斌還判斷，未來美元相對歐元、日圓、瑞郎等貨幣將處於弱勢，尤其是5月中美關稅對弈風險下降之後。與之對應的是，未來6至12個月，人民幣兌美元匯率有望在7.2至7.3區間波動，不排除人民幣走強至7.2關口下方的可能。



▲摩通預期，人行年內有望再降息1至2次。