

中美重启磋商牵动风险偏好

每周策略建议

港股：中美元首通话后释放继续落实日内瓦共识的积极信号，开启第二轮经贸磋商，短期有助减少不确定性，但是中美双方在关税税率、芬太尼、技术出口管制和稀土反制等多方面仍存在分歧，预计中美谈判进程仍会较为反复，关注“稀土 VS. 芯片”博弈天平。中国5月物价水平仍然低迷，短期“抢出口”部分纾缓了企业主动降价去库存的压力，但后续贸易战不确定性仍较高，叠加消费补贴拉动效应边际回落，下半年伊始财政加码刺激的必要性将明显上升，而政策加码的进度和力度则仍受制于外部压力掣肘。近期资金围绕焦点板块轮动，大市未有明显新增资金流入，港股通净流入也在持续放缓。策略上，短期料低估值、高增长潜力且5月以来弹性相对落后的恒生科指或有较好表现，消费电子、AI产业链受惠外部风险阶段性缓释或有明显反弹。高防守性的红利板块仍具配置价值。此外，近期升幅凌厉的“新消费”半新股将在未来两个月迎来密集解禁，届时筹码或开始松动，警惕股价波动性加剧，建议趁高获利离场。

美股：美国最新ISM制造业、服务业PMI及就业报告好坏参半，中美元首对话纾缓地缘政治风险，美国对大多数贸易伙伴的对等关税豁免期将于7月9日到期，但特朗普基于现实约束（通胀预期、债息上升、贸易伙伴的抵制）及司法挑战，料关税战超再预期升级机会不大。标普500及纳指未来12个月PE分别达到21.9倍及27.6倍，估值几乎回到年初高位，盈利上修动能不充分，债息高位横行，未来两个月若债务上限通过后财政部重新发债对美股带来流动性挤压，标普500指数中线及长线市宽与大市也开始出现背离。现时再做多或加仓美股的性价比不足，继续侧重防御性板块（必选消费、公用事业）因低宏观敏感度受资金青睐。若美股出现调整，首选加仓银行、科技及通讯服务相关股份。

美债：十年期美债收益率升至4.5%左右关键阈值，市场在经济数据韧性和政策不确定性间博弈。美国5月就业数据显示仍偏稳健，但ISM数据显示关税阴霾对制造业和服务业均带来冲击。尽管市场仍预计美联储最早9月降息，但就业市场延续放缓、关税通胀隐忧显性化以及财政忧虑仍存，随着财政退坡与关税滞后效应在下半年对经济增长压制加剧，长端利率预计将逐步回落。短期维持10年期债息或维持4.3%-4.8%高位震荡判断，4.5%以上区域配置性价比凸显。

美元指数：美元指数近一周延续在99左右震荡，多空力量在宏观数据分化与地缘博弈之间形成拉锯。尽管就业数据支撑经济韧性逻辑，但制造业景气反复、服务业景气下滑等内需实质转弱的信号在累积。预计美元指数短期维持98.5-99.5区间震荡，突破需待核心数据和中美磋商明朗。若伦敦磋商取得技术管制放宽或关税豁免延期成果，或形成阶段性美元支撑；若5月美国零售销售数据等硬数据明显转弱，叠加减税法案僵局难破，市场对财政托底经济的信心受挫，则会进一步加剧美元下行压力。

美元兑离岸人民币：中美贸易谈判的不确定性持续压制人民币，若伦敦谈判超预期积极，则人民币或有阶段性走强表现。但考虑到内部基本面弱修复底色不改，政策处于落地观察期，外部地缘博弈压力仍存，料人民币汇率大概率保持在当前7.20中枢位置双向波动。

风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	23,792	2.2%	18.6%
恒生科技	5,286	2.2%	18.3%
恒生中国企业	8,629	2.3%	18.4%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

港股宏观基本面及政策追踪

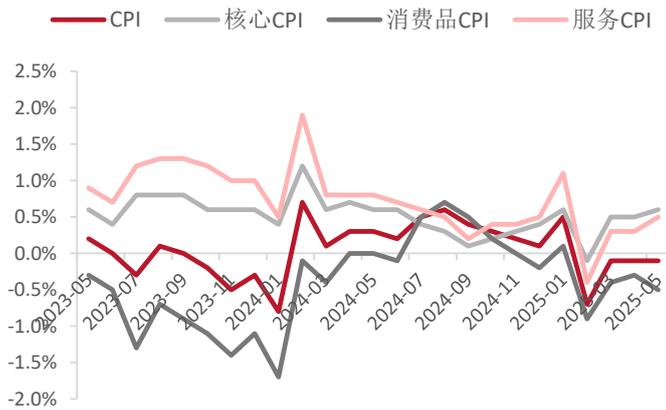
中国宏观数据及政策跟踪：

5月物价修复疲弱

5月CPI同比下滑0.1%，与上月持平，连续四个月处于负值；CPI环比转跌0.2%，食品价格同环比均拖累。核心CPI同比增长0.6%，保持温和升幅。消费品CPI跌幅较上月扩大0.2个百分点至-0.5%，服务CPI则较上月增幅扩大0.2个百分点至0.5%，显示消费品在以旧换新补贴政策支持下价格修复动能仍然疲弱，厂家仍以价换量居多；在五一小长假和端午小长假的拉动下，服务业相对保持一定的修复动能。

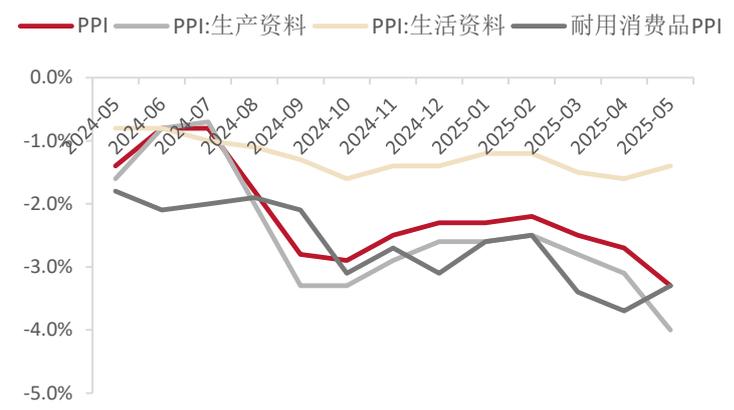
5月PPI同比下滑3.3%，较上月跌幅扩大0.6个百分点，为2023年8月以来最大跌幅，显示工业品物价回升动能疲弱。5月生产资料PPI跌幅较上月扩大0.9个百分点至-4.0%，同样创2023年8月以来最大跌幅；生活资料PPI跌幅较上月略微收窄0.2个百分点至-4.1%。5月耐用消费品PPI同比仍下跌3.3%，环比则扭转前两月的跌幅至0.1%。关税战暂缓为工业厂家提供“抢出口”的空间，部分纾缓主动降价去库存的压力，但随着消费政策补贴及“抢出口”的效应消退，若后续缺乏财政进一步刺激接续支持，料物价水平仍将在较长一段时间缺乏弹性。

图表 1：5月CPI同比增幅持平



来源：万得、中泰国际研究部。以上为同比。

图表 2：5月PPI同比跌幅扩大



来源：万得、中泰国际研究部。以上为同比。

海外市场宏观数据及政策：

美国就业市场延续逐步放缓态势

美国5月新增非农13.9万，超预期的12.6万，前值下修至14.7万。服务业继续贡献职位增长，暂未明显受到关税战的影响。5月失业率维持在4.2%，而劳动力参与率小幅下降至62.4%。5月平均时薪环比增长加速至0.4%，同比则持平于3.9%。美国4月职位空缺数目时隔三个月再度增长，同样显示美国就业市场仍有韧性。4月职位空缺数目为739.1万份，较3月增加19.1万份，主要由私营企业贡献，专业和商业服务、教育和保健业职位增长明显。每名求职者对应职位空缺之比为1.03，继续处于2019年的水平，供需恢复正常水平。4月裁员人数攀升至去年10月以来最高水平，单月增加19.6万人至179万人，不过解雇率处于相对低位，显示企业面对经济温和放缓的环境也不愿主动减少人员。尽管宏观经济前景存在不确定性，但劳动力市场仍保持在相对稳定水平。

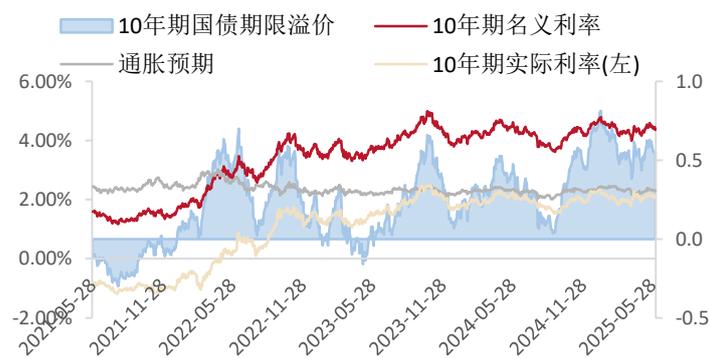
当前美国就业市场延续逐步放缓的势头，新增非农及工资增长稳健进一步降低美国陷入滞胀风险。过去数月美国的消费增速放缓主要由于消费者对关税政策不确定性的忧虑，而非实际收入出现下滑。美国对大多数贸易伙伴的对等关税豁免期将于7月9日到期，如果届时关税战不再升级，较高的实际收入增速将会支撑下半年的消费增长，同时年内美联储仍有降息窗口。现时利率期货基本预计6月及7月FOMC不降息，12月前累计降息50bp的机率较大。

关税阴霾下，美国制造业景气度反复，服务业景气度收缩

美国制造业景气度受到关税影响持续反复，5月ISM制造业PMI小幅回落至48.5%，连续三个月低于荣枯线，但供需指标回升。新订单及产出指数按月分别上升0.4及1.4个百分点。新出口订单指数大跌3个百分点，关税影响显著。客户库存及自有库存指数大跌，新订单-库存差值有所反弹，反映企业为满足客户提前补货的需求而加快出清库存。

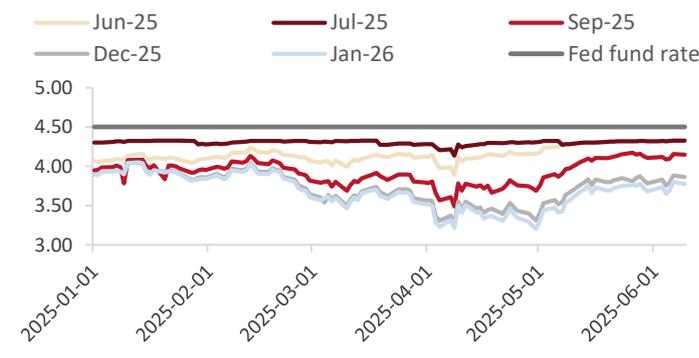
美国5月ISM服务业PMI跌至49.9%，自2024年6月以来再度收缩，需求收缩是主因，新订单指数按月大跌5.9个百分点至46.4%，为2022年12月以来最低。服务业就业指数升至50.7%，表明企业仍然保持招聘。5月ISM服务业与Markit服务业PMI走势出现明显背离，ISM服务业涉及更多的国际企业，表明这些企业更易受到关税不确定性的影响。

图表3：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表4：利率期货对未来数次FOMC利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部。左轴单位为%。

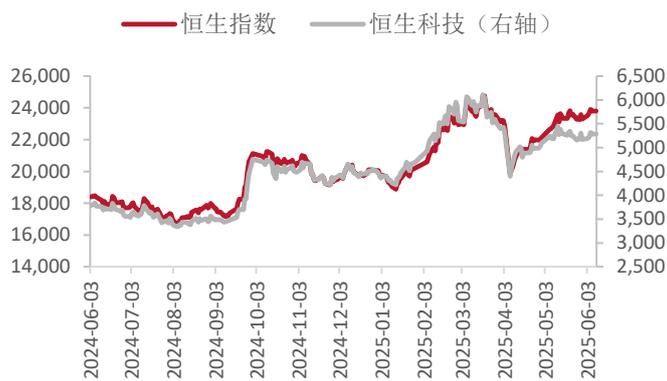
上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

港股大盘上周先跌后升

市场在中美元首通电的憧憬下，港股大盘全周先跌后升，恒生指数全周上升 2.2%，收报 23,792 点。恒生科指全周上升 2.2%，收报 5,286 点。恒指公司上周五季检生效，使当日大市成交金额增加至 2,356 亿港元，但上周全周日均成交仍按周下跌 7.6% 至 2,039 亿港元，显示大多投资者仍在观望中。截至 6 月 6 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）为 14.8%。

图表 5：恒生指数/恒生科指走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 6：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数中，原材料及医疗保健行业分类指数上分别升大升 5.6% 及 4.1%，前者受到黄金及铜有色股份带动，后者则受惠于市场对中国创新药 BD 交易的预期。电讯、工业则为唯二下跌下跌板块，能源、公用事业板块也相对落后。

图表 7：港股行业周涨跌幅（2025.6.2 - 2025.6.6）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
原材料业	5.6%	5.6%	31.1%
医疗保健业	4.1%	4.1%	42.0%
综合企业	3.3%	3.3%	7.0%
资讯科技业	3.3%	3.3%	26.4%
非必需性消费	2.1%	2.1%	19.0%
金融业	2.1%	2.1%	18.8%
必需性消费	1.8%	1.8%	12.5%
地产建筑业	1.3%	1.3%	7.3%
公用事业	1.3%	1.3%	2.3%
能源业	0.9%	0.9%	-1.8%
工业	-0.2%	-0.2%	2.1%
电讯业	-0.6%	-0.6%	15.0%

来源：万得，中泰国际研究部

港股通净流入量下滑

上周港股通净流入 149 亿港元，较前一周净流入下滑 46%。尽管上周仅四个港股通交易日，但日均净流入量也仅 37 亿港元，较前一周下滑 34%。南向资金青睐净流入可选消费（美团）、内银和医药生物，硬件设备、软件服务的净流出量继续靠前，尤其腾讯（700 HK）、小米（1810 HK）仍然录得净流出。5 月以来港股通净流入明显放缓，港股通 20 天累计净流入量自 5 月 7 日起，从 2 月底以来平均 1000-2000 亿港元的水平，持续降至 1000 亿港元以下，截至 6 月 6 日港股通 20 天累计净流入量仅 549 亿港元，印证当前港股大盘估值和盈利增长水平对于南向资金吸引力明显降低。

图表 8：南向资金上周前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	3690.HK	美团-W	55.74
2	0939.HK	建设银行	31.86
3	1093.HK	石药集团	23.34
4	9988.HK	阿里巴巴-W	13.20
5	0857.HK	中国石油股份	10.06
6	1801.HK	信达生物	10.01
7	1288.HK	农业银行	9.68
8	2015.HK	理想汽车-W	9.30
9	6060.HK	众安在线	9.28
10	0883.HK	中国海洋石油	8.84

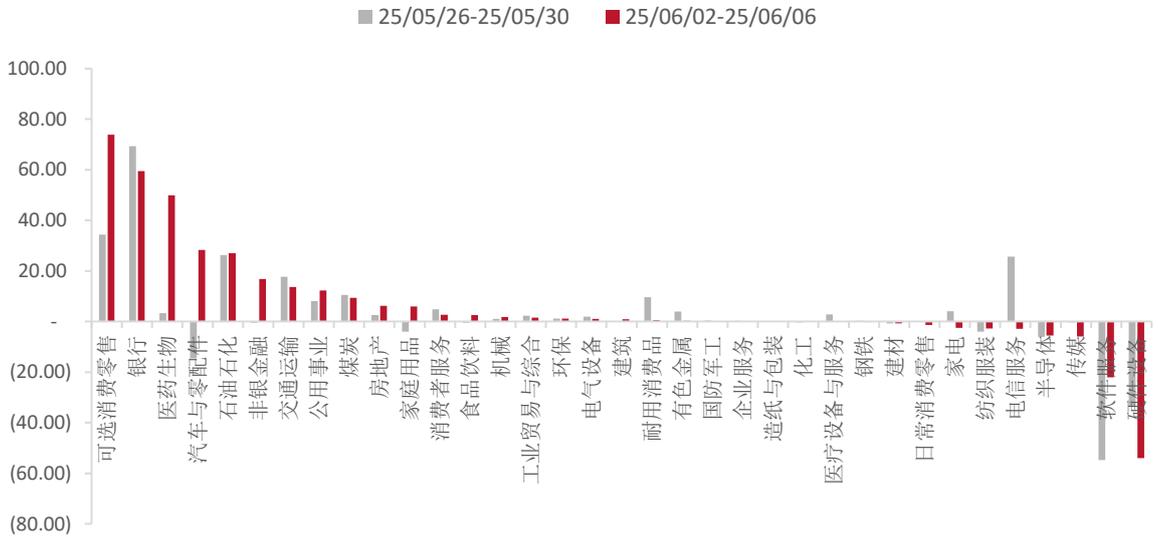
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 6 月 6 日更新。

图表 9：南向资金上周前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	0700.HK	腾讯控股	-30.81
2	1810.HK	小米集团-W	-23.70
3	0981.HK	中芯国际	-7.36
4	1024.HK	快手-W	-6.80
5	2328.HK	中国财险	-6.66
6	2269.HK	药明生物	-5.95
7	0992.HK	联想集团	-3.44
8	0751.HK	创维集团	-3.35
9	1336.HK	新华保险	-2.47
10	2313.HK	申洲国际	-2.37

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 6 月 6 日更新。

图表 10：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

港股估值修复至近七年 60%水平

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.4 倍及 11.3 倍，处于 59.2%及 59.5%的七年分位数。恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.1%及 4.4%，处于 0.5%及 1.8%的七年分位数。当前恒指和 MSCI 中国的估值已大幅修复，AH 溢价指数偏低，然而恒生科指估值仍处相对低位，外部风险阶段性缓释的背景下，短期有望获资金追落后。

图表 11: 全球主要股市估值 (未来 12 个月)

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	10.4	59.2%	5.1%	0.5%
	恒生科技	16.4	25.7%	1.6%	50.4%
	恒生综指	10.8	73.3%	4.7%	0.4%
	沪深 300	12.7	68.6%	6.2%	69.1%
	上证指数	12.5	87.3%	6.3%	45.4%
亚洲其他	日经指数	18.1	53.8%	4.0%	12.0%
	韩国 KOSPI	9.4	26.9%	6.1%	27.1%
	澳洲	15.1	75.7%	2.1%	0.6%
美国	标普 500	21.9	86.3%	0.1%	2.9%
	纳斯达克	27.6	52.1%	-0.9%	10.4%
	道琼斯指数	20.1	86.3%	0.5%	3.7%
欧洲	英国富时	13.1	77.2%	3.2%	0.2%
	法国 CAC	14.7	74.6%	2.3%	1.2%
	德国 DAX	16.0	92.2%	1.7%	0.2%
MSCI 全球指数	MSCI 中国	11.3	59.5%	4.4%	1.8%
	MSCI 香港	13.2	30.5%	3.1%	2.4%
	MSCI 新兴市场	12.5	76.0%	3.5%	0.3%
	MSCI 发达国家	18.5	82.1%	0.9%	2.2%
	MSCI 全球指数	19.6	82.4%	0.6%	2.3%

来源: Bloomberg, 中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率, 其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 12: 恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 13: 恒生指数风险溢价



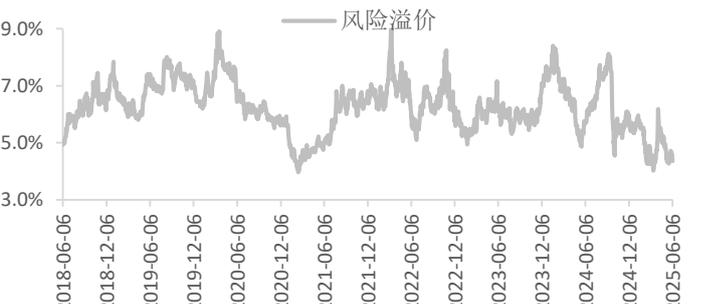
来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 14: MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



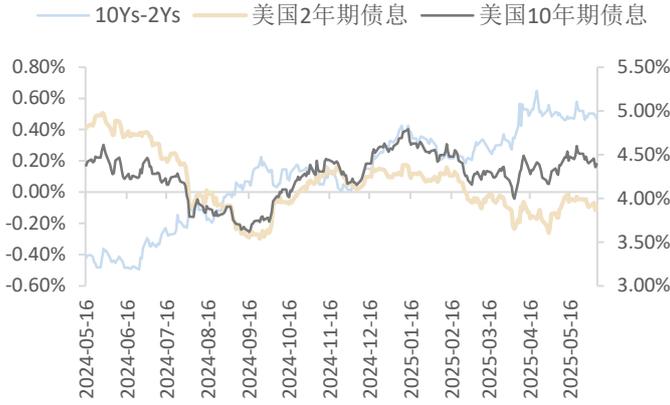
来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 15: MSCI 中国指数风险溢价



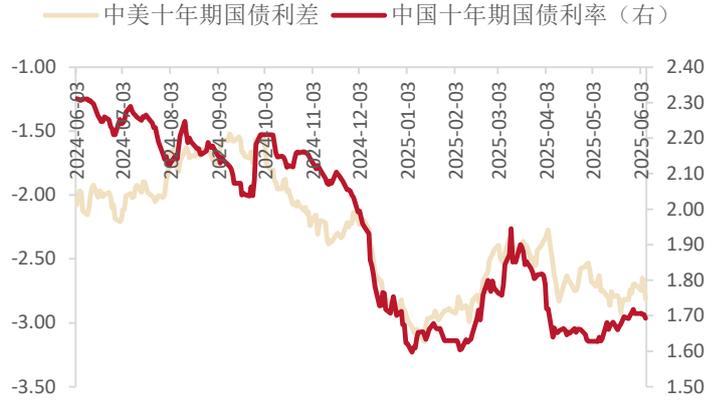
来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 16: 美国 10 年期和 2 年期国债收益率



来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 17: 中美 10 年国债收益率利差 (%)



来源: Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 18: 离岸人民币与美元指数走势



来源: Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19: 欧元、日元、英镑兑美元的汇率变化



来源: Bloomberg、中泰国际研究部, 左轴为日元。

风险提示

国际形势复杂多变; 政策效果不及预期; 地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露:

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话: (852) 3979 2886

传真: (852) 3979 2805