

更新报告

高台整固，轮动寻机

每周策略建议

港股：5 月中国经济基本面温和平缓修复与结构分化并存，社零受益于假期因素环比回暖但内部结构分化，5 月一揽子金融政策部分拉动短期融资需求，但 M1 改善持续性仍待观察，地产链持续承压，基建（不含电力）投资放缓。中美贸易谈判虽在技术层面推动共识落实，展现出建设性姿态，但双方实质性分歧犹存，科技角力与贸易风险摩擦尚未根除，料仍对市场风险偏好构成持续干扰。资金流方面，根据国际金融协会(IIF)最新数据，年初至今年 5 月中国市场录得 52 亿美元资金流入，但中国股市整体仍被外资显著低配，潜在配置空间巨大，基本面积极改善的持续性将是关键因素，短期港股或面临亚洲其他市场（如日、韩）一定程度的资金竞争分流。当前恒指估值已修复至过去七年约 60%分位，AH 溢价处于三年以来相对低位，叠加风险补偿不足，短期内预计港股大盘维持高台整固格局。关注结构性机会：高防守性红利板块（如能源、电讯）有利于应对波动；同时关注估值相对较低、增长潜力较大且前期表现落后的恒生科技指数，其在外围风险阶段性缓释后弹性更优。

美股：中东战火使美股三大指数上周冲高回落，上周五明显下跌，但历史表现战争对股市影响非常短暂，不足以成为美股筑顶下跌的主因。中美贸易磋商在伦敦取得正面成果，美国总统特朗普也指出大概率会延长针对主要贸易伙伴的关税豁免期，关税战短期对市场的影响或进一步弱化。美股的重点重回增长与通胀，最新公布的硬数据如通胀及就业报告反映经济温和增长，软数据如最新的 6 月消费者信心指数初值也大幅反弹，说明当前经济基本面不差。标普 500 指数向前 12 个月盈利预测已回到高位，科技、通讯服务、公用事业、工业板块的盈利预测也有上修。不过，美股整体指数的估值处于较高水平，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，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）。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：美国 5 月 CPI 数据削弱“通胀粘性”叙事，叠加失业金申领人数呈现上行趋势，市场降息预期走强，加上上周美债拍卖结果积极，部分缓解市场担忧，十年期美债收益率跌至 4.4%左右。但是减税法案和关税谈判仍有变数，市场对美国财政忧虑犹存。短期地缘冲突溢价和中长期财赤忧虑之下，美债难现单边行情。短期维持 10 年期债息或维持 4.3%-4.8%高位震荡判断，仍可部署逢高配置。

美元指数：美国通胀降温、就业放缓，美元指数回落至 98。尽管通胀暂未反映关税冲击，但库存明显回落，市场对需求转弱、经济下行的担忧仍未完全消弭，美元核心下行逻辑仍存，关注 5 月零售数据验证需求端。特朗普威胁单边加征关税加剧市场动荡，减税法案增添债务扩张隐忧，政策不确定性再放大美元下行压力。不过，以伊冲突急剧升级推升原油飙涨，或倒逼避险资金阶段性回流美元，为美元提供一定缓冲。

美元兑离岸人民币：美元指数延续下行偏弱趋势，叠加 6 月 11 日中美伦敦谈判释放积极信号，离岸人民币一度升至 7.17 左右。但 5 月中国经济修复仍较温和，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。

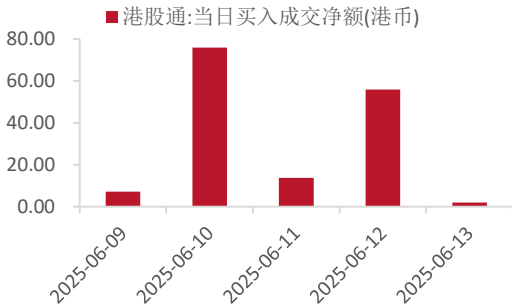
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

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	23,892	0.4%	19.1%
恒生科技	5,239	-0.9%	17.3%
恒生中国企业	8,655	0.3%	18.7%

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

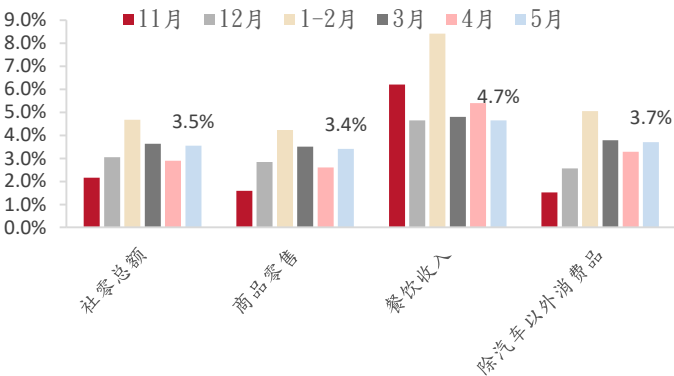
港股宏观基本面及政策追踪

中国宏观数据及政策跟踪：

5 月社零同比增速加快

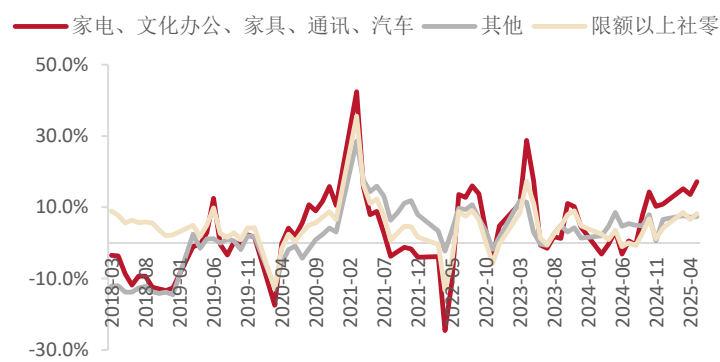
在以旧换新政策支持，叠加“五一黄金周”和“618”促销的拉动下，5 月社零同比增长 6.4%，为 2023 年 12 月以来最快，社零的四年平均增速也回升至 3.5%，其中商品社零四年平均增速较 4 月增加 0.8 个百分点至 3.4%；服务零售额累计同比增速加快至 5.2%，为今年以来最快。限额以上方面，可选消费同比增速加快，粮油食品等必选消费也较稳定。5 月政策补贴相关品类继续表现亮眼，家电、文化办公、家具、通讯、汽车加总的同比增速达到 17.2%，其他非国补品类增速仅 7.2%。参考历史表现，国补带动相关消费品类需求出现短期脉冲式爆发，但由于大量耐用消费品需求前置，后续相关品类的增速或出现边际放缓。

图表 1：5 月社零四年平均增速有所回升



来源：万得、中泰国际研究部。以上为四年平均增速。

图表 2：受惠政策补贴相关品类表现亮眼

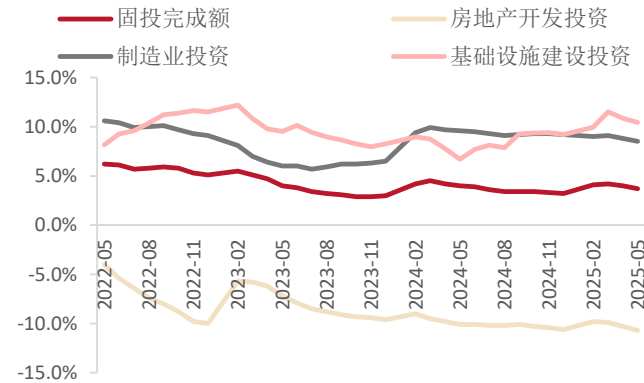


来源：万得、中泰国际研究部。以上为当月同比。

5 月固投累计同比下滑

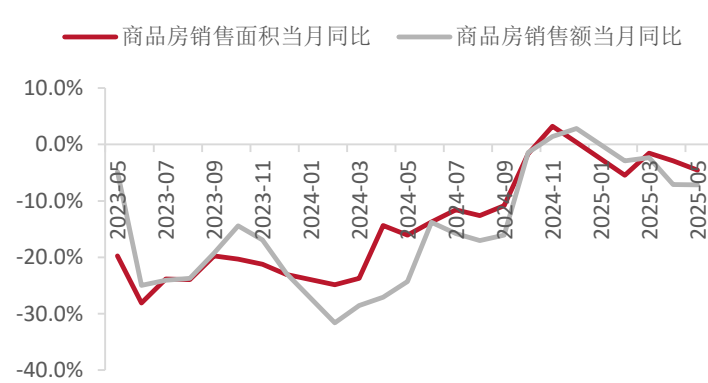
5 月固投累计同比增长 3.7%，较前值下滑 0.3 个百分点。地产投资继续拖累，5 月房地产开发投资累计同比下滑 10.7%，为 2020 年 2 月以来最差。5 月单月商品房销售面积和销售额分别同比下滑 4.6%、7.1%，未有明显改善趋势。5 月 70 城新房、二手房价格同比跌幅分别收窄 0.4、0.5 个百分点至-4.1%、-6.3%，但环比跌幅均略有扩大 0.1 个百分点至-0.2%、-0.5%，房价跌势延续放缓但仍在探底。5 月制造业和基建（不含电力）投资分别累计同比增长 8.5%、5.6%，均较上月略有放缓，但仍展现较强韧性。5 月高技术产业投资累计同比增长 11.5%，较前值加快，航空航天、电子通信制造及电商服务等细分领域引领增长，设备工器具购置投资亦在政策支持下保持高速增长 17.5%，重大项目（10 亿元以上项目累计同比增长 8.1%）的推进也为整体投资提供了关键支撑。

图表 3：5 月固投累计同比增速放缓



来源：万得、中泰国际研究部。以上为累计同比。

图表 4：5 月商品房销售未有明显改善趋势

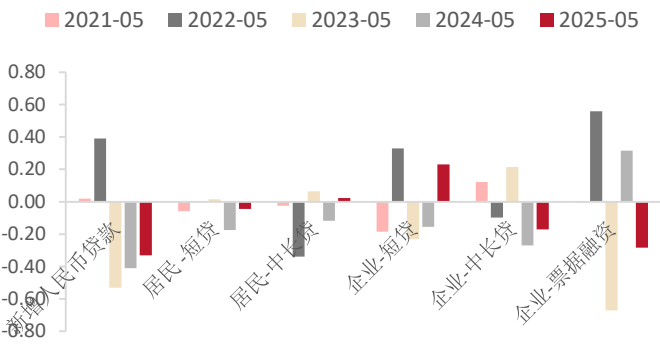


来源：万得、中泰国际研究部。以上为当月同比。

5 月金融数据喜忧参半

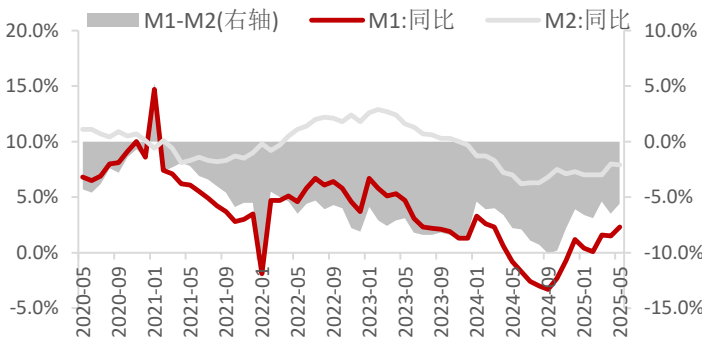
5 月新增社融 2.3 万亿，同比多增 0.2 万亿，政府债继续支撑。5 月政府债新增 1.2 万亿，同比多增 0.2 万亿，5 月以来政府债发行保持积极节奏。5 月新增人民币贷款 6,200 亿，同比少增 3,300 亿。其中，居民新增贷款同比少增 217 亿，短贷连续三个月同比少增，但中长贷由负转正，与 5 月 30 大中城市商品房销售面积同比降幅收窄有所呼应。企业新增贷款同比少增 2,100 亿，短贷同比多增 2,300 亿，但中长贷同比少增 1,700 亿，关税扰动下企业长投意愿回落；票据融资分别同比少增 2,826 亿，冲量特征转弱。5 月 M1 增速升至 2.3%，M2 增速则略微回落至 7.9%，M1-M2 负剪刀也较前值收窄。5 月降准降息等一揽子金融政策落地以及外部压力阶段性缓和，有效拉动了部分短期资金需求，但持续性仍需观察。

图表 5：5 月新增人民币贷款同比少增



来源：万得、中泰国际研究部。以上为单月新增量同比，单位为万亿元。

图表 6：5 月 M1 增速有所提升



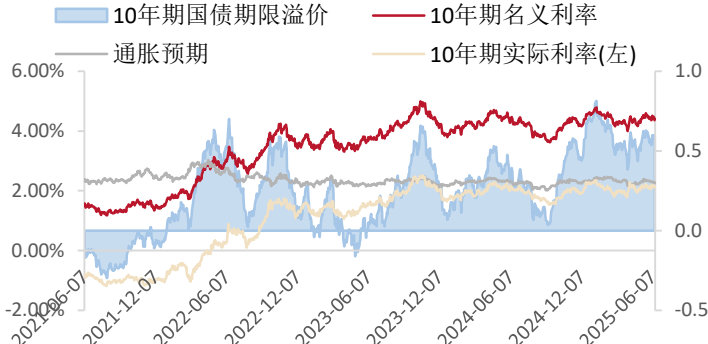
来源：万得、中泰国际研究部。

海外市场宏观数据及政策：

美国 5 月 CPI 和核心 CPI 皆低于预期

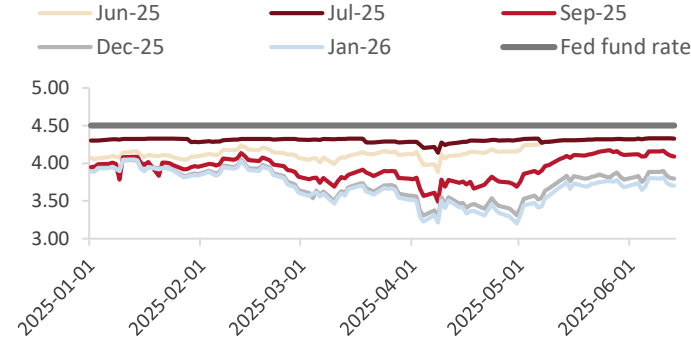
美国 5 月 CPI 同比增长 2.4%，较 4 月轻微反弹，能源价格下降是主要贡献。5 月核心 CPI 同比增长 2.8%，几乎于 4 月持平，环比也仅微升 0.1%。核心商品中服饰、新车、二手车价格环比下降，核心服务的房租、医疗服务及交通价格的升幅也在放缓。美联储最关注的扣除房租的超级核心服务 CPI 环比增速放缓至 0.1%，同比小幅反弹至 2.9%，仍属较低水平。5 月商品通胀暂未完全反映关税影响，关税暂缓给予进口商补货窗口。不过，从 5 月 ISM 制造业和服务业 PMI 来看，库存已有明显回落，或说明短期内进口商仍在消耗原有库存从而推迟了关税的影响。考虑到关税谈判潜在不确定性仍较高，5 月 CPI 数据不太可能改变美联储继续观望的立场，不过这份报告也有助于缓解市场对于通胀的忧虑。从市场的交易计价看，按照 TIPS 交易出的通胀预期保持稳定，5Y5Y 通胀预期小幅回落至 2.44%，市场暂时不太担心长期通胀恶化。

图表 7：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 8：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：

港股大盘上周冲高回落

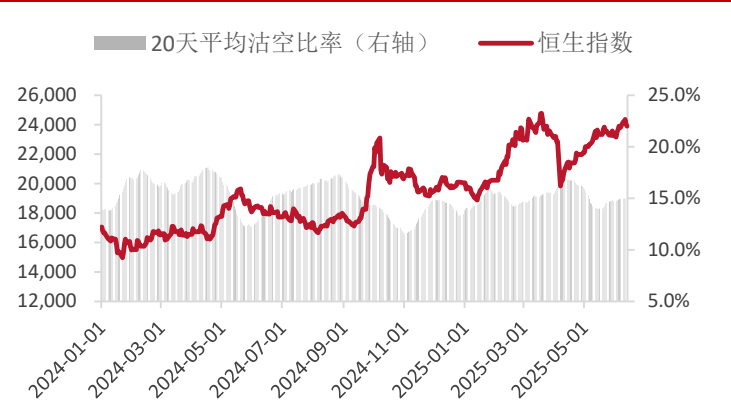
受中东地缘紧张局势升级影响，上周恒生指数冲高回落，全周仅微升 0.4%，收报 23,892 点。恒生科指全周下跌 0.9%，收报 5,239 点。上周日均成交额则按周上升 24.6%至 2,540 亿港元。截至 6 月 13 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）为 15.0%。

图表 9：恒生指数/恒生科技走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 10：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，医疗保健和原材料行业分类指数涨幅继续领先，分别大涨 8.8%和 7.0%。必需消费、可选消费和资讯科技行业为唯三下跌板块。

图表 11：港股行业周涨跌幅（2025. 6. 9 - 2025. 6. 13）

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
医疗保健业	8.8%	13.2%	54.4%
原材料业	7.0%	12.9%	40.2%
综合企业	4.1%	7.6%	11.4%
能源业	3.5%	4.4%	1.7%
工业	3.0%	2.7%	5.1%
地产建筑业	2.6%	4.0%	10.1%
金融业	2.3%	4.4%	21.5%
公用事业	0.3%	1.6%	2.6%
电讯业	0.0%	-0.5%	15.0%
资讯科技业	-0.7%	2.5%	25.5%
非必需性消费	-1.7%	0.4%	17.0%
必需性消费	-1.8%	0.1%	10.5%

来源：万得，中泰国际研究部

港股通净流入量微增

上周港股通净流入 154 亿港元，较前一周净流入微增 3%。南向资金继续净流入医药生物、内银、汽车及零配件、石油石化和可选消费（美团），净流出软件服务（腾讯）、硬件设备（小米），显示南向资金仍然青睐热点题材（医药生物）和高防守性为主，但内部也开始出现明显分化，例如建设银行（939.HK）、农业银行（1288.HK）仍然净流入靠前，但中国银行（3988.HK）和工商银行（1398.HK）上周出现净流出。

图表 12：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	44.02
2	1211.HK	比亚迪股份	32.69
3	0939.HK	建设银行	29.03
4	1801.HK	信达生物	24.23
5	0857.HK	中国石油股份	23.16
6	1093.HK	石药集团	16.12
7	2015.HK	理想汽车-W	12.21
8	1288.HK	农业银行	11.67
9	1530.HK	三生制药	9.56
10	1088.HK	中国神华	9.53

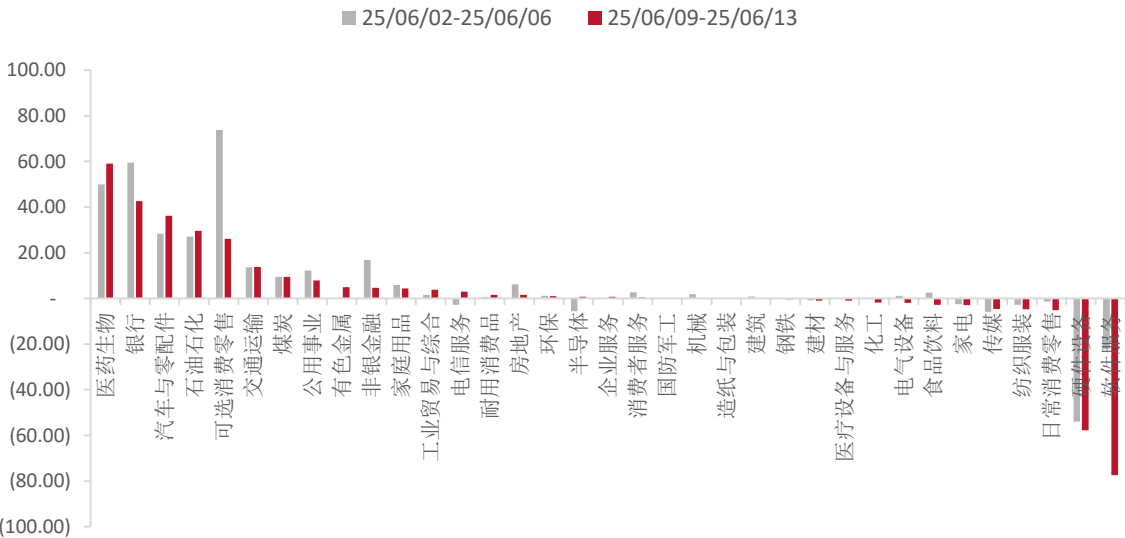
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 6 月 13 日更新。

图表 13：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	净买入
1	0700.HK	腾讯控股	-81.18
2	1810.HK	小米集团-W	-57.58
3	9988.HK	阿里巴巴-W	-20.09
4	1024.HK	快手-W	-8.76
5	2328.HK	中国财险	-8.05
6	9868.HK	小鹏汽车-W	-8.00
7	3988.HK	中国银行	-7.63
8	1398.HK	工商银行	-7.46
9	9626.HK	哔哩哔哩-W	-6.83
10	9926.HK	康方生物	-6.25

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 6 月 13 日更新。

图表 14：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。

港股估值短期或缺乏向上催化剂

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.3 倍及 11.2 倍，处于 57.5%及 56.2%的七年分位数。
恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.3%及 4.5%，处于 1.5%及 3.8%的七年分位数。短期来看，中美博弈阶段性缓和但仍具不确定性，地缘政治局势升温也导致风险偏好震荡，港股暂时催化动力有限。

图表 15：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	10.3	57.5%	5.3%	1.5%
	恒生科技	14.8	12.3%	2.3%	74.4%
	恒生综指	10.9	74.2%	4.8%	0.8%
	沪深 300	12.7	67.7%	6.2%	69.8%
	上证指数	12.5	86.4%	6.3%	45.7%
亚洲其他	日经指数	18.2	54.1%	4.1%	12.9%
	韩国 KOSPI	9.7	29.9%	5.9%	23.8%
	澳洲	14.7	71.1%	2.4%	3.2%
美国	标普 500	21.7	84.1%	0.2%	4.4%
	纳斯达克	27.2	49.9%	-0.8%	16.3%
	道琼斯指数	19.8	81.7%	0.6%	5.6%
欧洲	英国富时	13.1	77.4%	3.2%	0.3%
	法国 CAC	14.4	68.5%	2.5%	3.3%
	德国 DAX	15.5	85.6%	2.0%	1.5%
	MSCI 中国	11.2	56.2%	4.5%	3.8%
	MSCI 香港	13.4	33.0%	3.0%	1.9%
	MSCI 新兴市场	12.5	75.0%	3.6%	1.5%
	MSCI 发达市场	18.4	79.5%	1.0%	3.9%
	MSCI 全球指数	19.5	79.3%	0.7%	3.9%

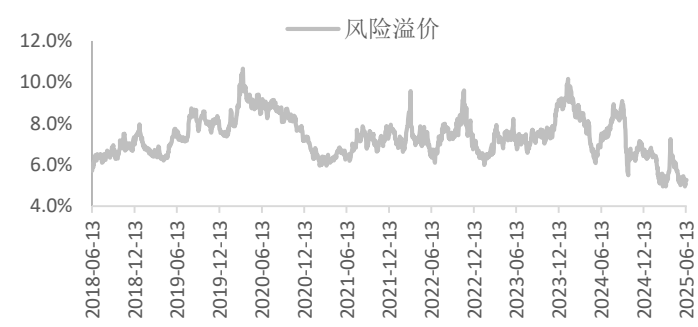
来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 16：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 17：恒生指数风险溢价



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 18：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



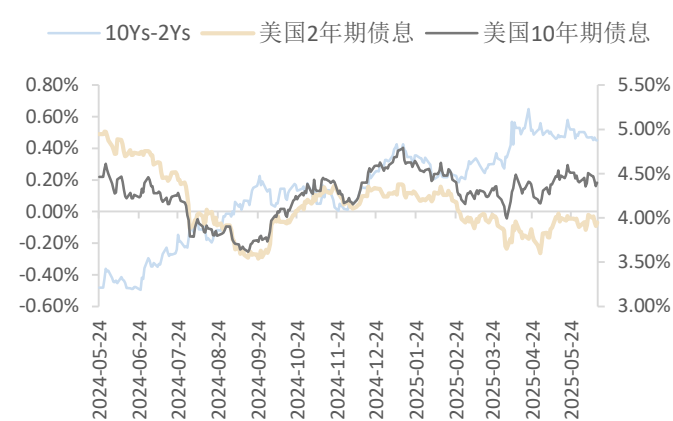
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：MSCI 中国指数风险溢价



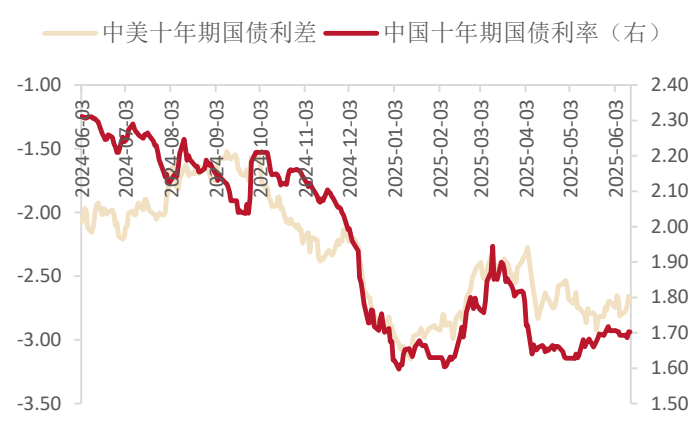
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 20：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 21：中美 10 年国债收益率利差（%）



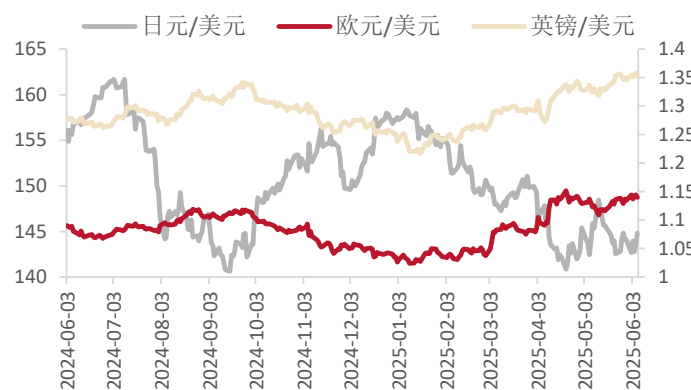
来源：Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 22：离岸人民币与美元指数走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 23：欧元、日圆、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