



2025年3月

投資導航

亞洲版



本期《投資導航》聚焦兩大主題：其一是關於中國，我們會探討中國股市是否還有進一步上升空間；其二是闡述我們對美國和歐盟金融板塊的高度信心。

中國股市漲勢能否持續？

中國

儘管面對通縮壓力、國內需求疲弱及房地產低迷等挑戰，中國仍將2025年增長目標定為約5%。此外，政府計劃發行大量國債和地方政府專項債以增加支出，支持人工智能(AI)模型和創業投資發展。



美國和歐盟財報季：金融股表現亮眼

美國

美國企業盈利增長令人印象深刻，當中大型銀行表現異常出色，其投資銀行業務顯示出復甦跡象。

歐洲

歐洲銀行股及整體金融股也錄得強勁的盈利增長和現金回報，而估值仍處於歷史低位。



Prashant BHAYANI
法國巴黎銀行
財富管理
亞洲首席投資官



譚慧敏
法國巴黎銀行
財富管理
香港首席投資策略師



劉傑俊
法國巴黎銀行
財富管理
亞洲投資專家





中國股市漲勢能否持續？

! 中國全國人大首日會議的要點是甚麼？

“

美國總統特朗普追求保護主義之際，中國誓言要增加支出並向世界敞開懷抱。

儘管近期中美貿易戰升級，但中國政府於最新一屆全國人大會議上仍將2025年經濟增長目標定為5%左右。總理李強承認國內經濟面對通縮壓力、國內需求疲弱及房地產行業持續低迷等挑戰，並承諾加大支出以推動經濟增長。為支撐經濟增長，2025年的赤字與國內生產總值(GDP)比率定為4%左右，較去年提高1%。

此外，中國擬發行人民幣1.3萬億元的超長期特別國債（較2024年增加3,000億元）和人民幣4.4萬億元的地方政府專項債券（較2024年增加5,000億元），以加大支出強度。



2025年經濟增長目標

~5%



2025年赤字與GDP比率目標

~4%
(按年升1%)



超長期特別國債

1.3 萬億人民幣
(較上年增加3,000億人民幣)



地方政府專項債券

4.4 萬億人民幣
(較上年增加5,000億元)

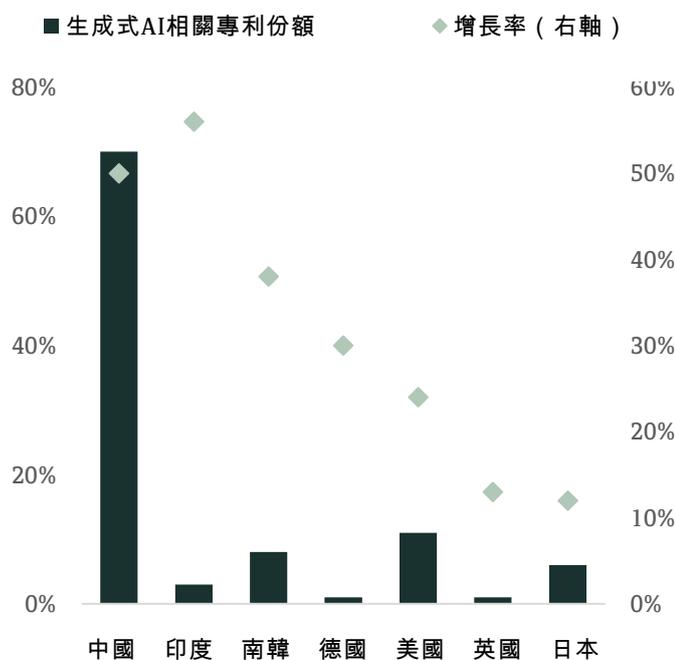




中國科技板塊是否過於擁擠？ 我們是否仍持樂觀看法？

在全國人大會上，中國還表示將加大對AI模型應用和創業投資發展的支持，以促進更多技術突破並加強技術自力更生能力。這是政府工作報告中首次提及AI模型，並且是在中國AI初創公司深度求索(DeepSeek)引發全球轟動之後。這令我們更加相信中國科技公司有不錯的投資價值。

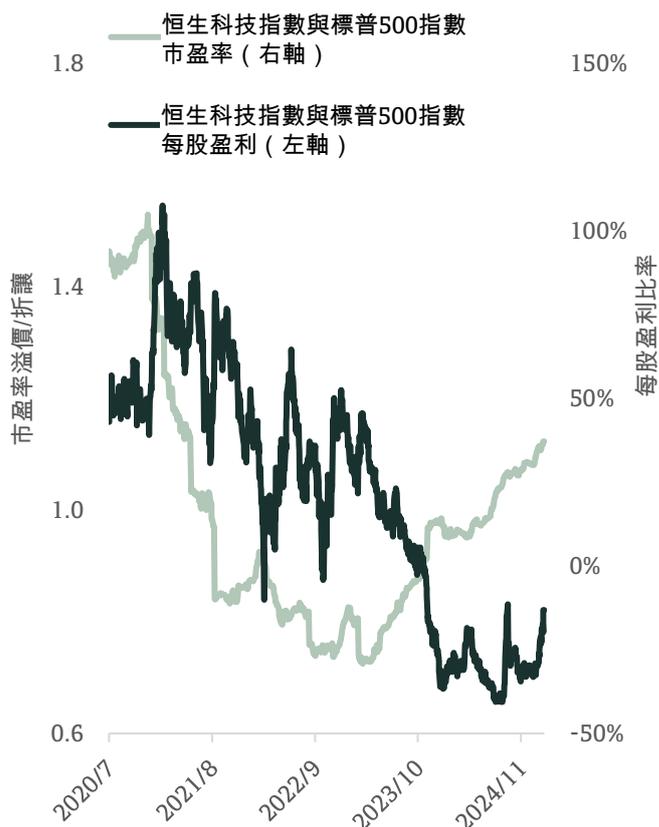
圖1：各國生成式AI專利比重



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年1月31日
過往表現並非現時或未來表現的指標。

另一個值得留意的要點是，在全球所有生成式AI相關專利中，中國專利佔比最大並且仍以每年50%的速度增長（如圖1）。顯而易見，中國希望在全球AI競賽中躍居前列。

圖2：恒生科技指數與標普500指數的
市盈率及每股盈利



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年2月28日
過往表現並非現時或未來表現的指標。

我們預計市場將越來越關注AI帶來的營收。投資者可能質疑「夢幻七股」如此龐大的AI資本支出未來的投資回報，故此可能會繼續從該等股票中轉出。縱使中國科技股的每股盈利增長跑贏美股，但其估值仍較美股存在大幅折讓（如圖2）。短期而言，恒生科技指數呈技術性超買，任何疲弱都是進場機會。



美國和歐盟財報季： 金融股表現亮眼



美國財報季表現如何？
為何我們仍然看好美國金融股？

截至目前，已發佈財報的美國企業的平均盈利增長為14.2%，遠高於市場在1月初預期的+8%。預計2025年全年將增長12%。



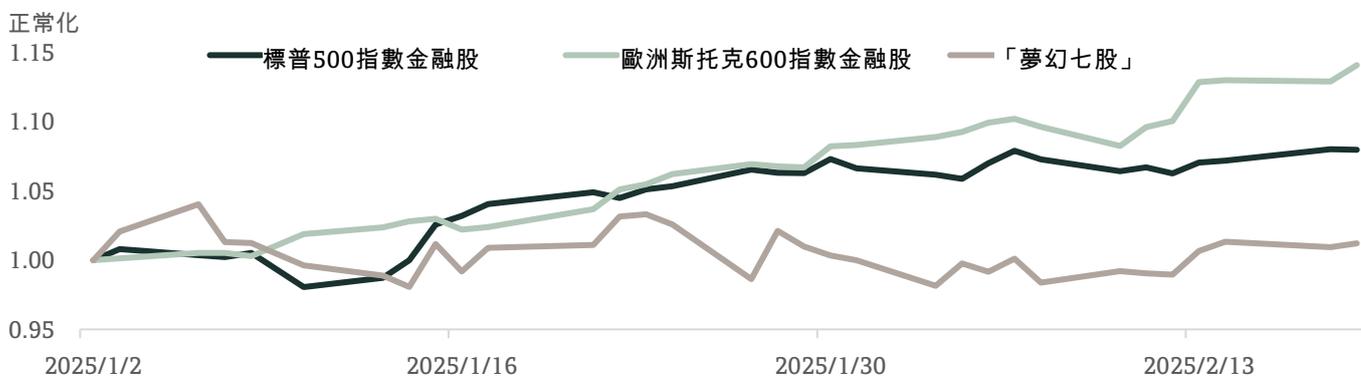
美國大型銀行的業績非常出色。大多數銀行的業績普遍高於預期，這也從其主要業務中顯而易見。重要的是，投行業務之前表現低迷，直到最近已有所復甦，但可能尚未完全反映在價格上。事實上，金融板塊跑贏「夢幻七股」，帶動美國股市開始擴闊（如圖3）。



故美國銀行股並沒有那麼便宜，但預計2025年將實現穩健增長，特別是在特朗普總統可能放鬆管制政策的情況下。穩健的經濟應有助於抑制違約，而「利率在更長時間內保持高企」情景可能會帶來額外的推動力。故此，我們預期美國主要銀行仍有潛力。

其他金融股也處於良好狀態。加州山火肆虐，令外界對對保險公司有所擔憂，但相關索賠似乎是可控的。美國私人保險公司對加州的風險敞口已大幅減少，它們通常會為這種災難再投保。

圖3：金融板塊跑贏「夢幻七股」



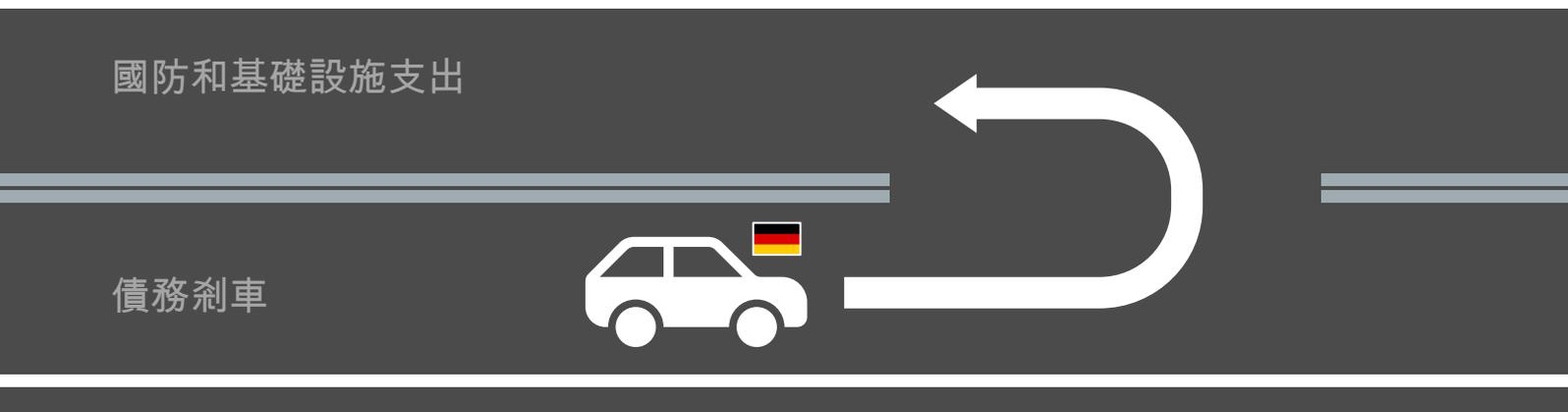
資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年2月28日
過往表現並非現時或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

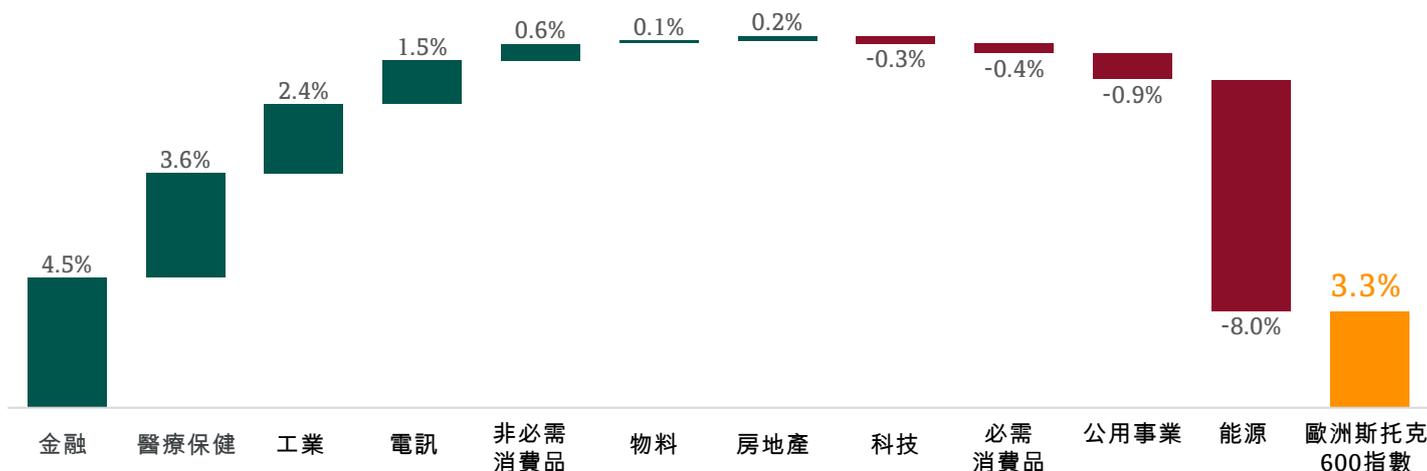
**德國財政政策大轉彎可能帶來顛覆性改變
我們是否仍然看好歐盟金融股？**



德國提議史無前例地放鬆「債務剎車」規則，以提振國防和基礎設施支出，可能扭轉經濟低迷之勢。2024年第四季企業盈利表現溫和，但也算是令人鼓舞，當中盈利貢獻最高的是我們最看好的板塊之一——金融板塊（如圖4）。

我們繼續看好歐洲銀行股及整體金融股。企業盈利增長和現金回報相當可觀，許多企業紛紛上調指引，2025年有望繼續增長。此外，不論是從歷史水平來看還是與其他市場相比，其估值均十分便宜。儘管歐洲金融股面臨越來越多來自美國同業的競爭，但大環境仍然對其有利，併購和重組也有望提供進一步支持。

圖4：2024年第四季歐洲斯托克600指數實質增長貢獻率構成



資料來源：美國銀行、Factset，截至2025年2月28日
過往表現並非現時或未來表現的指標。

我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年3月

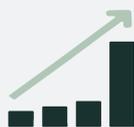
	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	+	+	市場	英國、日本、巴西、 中國、南韓、 新加坡及印尼	<ul style="list-style-type: none"> ■ 我們下調美國至「中性」。
			行業	金融、物料、 工業、醫療保健	<ul style="list-style-type: none"> ■ 我們下調美國科技和非必需消費品至「負面」。
			風格/ 主題	大趨勢 主題	<ul style="list-style-type: none"> ■ 循環經濟、電動化、安全及收入主題
債券	=	=	政府債	歐元區、英國	<ul style="list-style-type: none"> ■ 我們對美國國債的看法轉為「中性」。我們對美國10年期國債孳息率的12個月目標維持4.25%。 ■ 我們上調德國國債至「正面」。我們對德國10年期國債孳息率的12個月目標上調至2.5%。
			板塊	歐元及英鎊投資級別	<ul style="list-style-type: none"> ■ 我們對美國觀點戰術性轉為「中性」，繼續看好歐元和英鎊投資級別企業債券。 ■ 我們對高收益債券和新興市場債券(美元+當地貨幣)持「中性」看法。
現金	-	-			
大宗商品	+	+		黃金 基本金屬	<ul style="list-style-type: none"> ■ 黃金 — 「正面」，上調12個月目標至每安士3200美元。 ■ 石油 — 「負面」：布蘭特原油價格目標區間為60-70美元。 ■ 基本金屬 — 「正面」：尤其是銅。
				美元兌日圓	<ul style="list-style-type: none"> ■ 12個月目標為150
外匯				歐元兌美元	<ul style="list-style-type: none"> ■ 12個月目標為1.02
				對沖基金(事件驅 動型，長/短倉股票， 相對價值)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 對全球宏觀環境持「中性」看法

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面

GDP和CPI預測

		國內生產總值/GDP (同比%)			消費物價指數/CPI (同比%)		
		2023	2024f	2025f	2023	2024f	2025f
成熟市場	美國	2.9	2.8	2.3	4.1	2.9	3.4
	日本	1.5	0.1	1.1	3.3	2.7	3.2
	歐元區	0.5	0.7	1.1	5.4	2.4	2.1
	英國	0.4	0.9	0.8	7.3	2.5	3.3
北亞	中國	5.2	5.0	4.5	0.2	0.2	0.8
	香港*	3.2	3.2	3.0	2.1	1.7	2.3
	南韓	1.4	2.2	1.6	3.6	2.3	2.2
	台灣	1.3	4.4	2.4	2.4	2.2	1.9
南亞	印度	7.0	8.2	6.2	6.7	5.4	4.8
	印尼	5.1	5.0	5.0	3.7	2.4	2.3
	馬來西亞	3.6	5.5	4.6	2.5	1.9	2.3
	菲律賓*	5.6	5.8	6.1	6.0	3.3	3.0
	新加坡	1.1	4.0	2.4	4.2	2.8	1.7
	泰國	1.9	2.8	2.7	1.3	0.4	1.3

資料來源：法國巴黎銀行經濟研究中心、法國巴黎銀行環球市場，截至2025年3月11日
*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年3月11日



經濟增長

- 關稅對宏觀經濟的潛在影響似乎超過我們此前的預期。目前的形勢仍存變數，在很大程度上取決於這些新關稅是短暫性還是會有所下調。但即使最終被取消，我們預期也會對全球經濟活動造成持久損害。
- 我們預計歐盟的「歐洲軍備重整計劃 (ReArm Europe)」加上德國的5,000億歐元基礎設施投資基金和「債務剎車」規則放鬆，將對歐元區的經濟增長和通脹產生深遠的正面影響。我們對歐元區2025年國內生產總值(GDP)的增速預測由0.9%上調至1.1%。



通脹

- 就目前已宣佈的關稅來看，無論是永久性還是短暫性，均會對前期通脹產生重大影響。我們的模型顯示，在2026年底前永久性和暫時性加徵關稅對美國消費物價指數(CPI)水平的提升分別為3個百分點左右和1.2個百分點左右。



股票

😊 正面 😐 中性 😞 負面

全球整體：正面

亞洲整體：正面

😊	😐	😞
國家		
英國 日本 新興市場	▼美國 歐元區	-
行業		
金融、醫療保健 物料、工業 公用事業	通訊 房地產 科技 非必需消費品	必需消費品 能源

😊	😐	😞
國家		
中國 新加坡 南韓 印尼	台灣 印度、泰國 馬來西亞 菲律賓	-
行業		
通訊 非必需消費品 必需消費品 科技	能源、物料 房地產、金融 醫療保健 公用事業	工業

- **德國「不惜一切」**：中期而言，鑑於歐盟放寬財政規則為赤字支出開路、俄烏可能停火、歐洲央行的寬鬆政策以及相對較低的市盈率倍數，歐股有更大機會表現優異。
- **「美國例外論」受到動搖**：因美國的政策不確定性創紀錄高企、經濟增長放緩和估值過高，「夢幻七股」走勢逆轉。我們下調美國至「中性」，但對整體股票維持正面看法。
- 我們繼續看好美國金融、醫療保健和工業，同時戰術性下調美國科技和非必需消費品至「負面」。
- **中國科技股**：該板塊中蘊藏著迅速成長的AI優勝者，且價格不貴。我們認為任何股價走弱跡象均是加倉機會。

	1個月(%)	年初至今(%)	2024年(%)	遠期市盈率(倍)	歷史市帳率(倍)	股息率(%)2025f	每股盈利增長(%)2025f	每股盈利增長(%)2026f	股本回報率(%)2025f	
成熟市場	美國	-1.7	1.2	23.4	22.0	5.0	1.5	11.9	14.5	19.1
	日本	-4.0	-4.0	18.5	14.0	1.5	2.2	8.3	8.5	9.1
	歐元區	3.4	10.8	6.8	14.2	1.9	3.0	7.2	11.7	13.2
	英國	1.7	7.8	5.3	12.1	1.9	3.6	5.9	10.5	13.9
亞洲 (日本除外)	1.0	1.6	9.8	13.1	1.8	2.5	11.8	13.3	11.8	
北亞	中國	11.6	12.4	16.3	11.3	1.5	2.6	8.7	11.9	11.8
	中國 - A股	1.9	-1.1	14.7	11.9	1.7	3.1	8.7	9.1	10.7
	香港	6.7	4.5	-4.7	12.1	0.9	4.1	7.1	7.9	7.1
	南韓	0.0	4.9	-13.7	9.1	1.0	2.4	13.2	17.9	10.3
	台灣	-4.1	-1.2	40.9	16.1	3.1	2.3	18.8	15.7	17.4
亞洲	印度	-7.2	-9.5	14.3	20.8	3.6	1.3	17.0	15.0	14.4
	印尼	-14.4	-14.2	-12.3	10.0	1.8	7.4	1.5	8.2	15.7
	馬來西亞	0.5	-4.6	12.8	13.2	1.3	3.9	6.4	7.4	9.2
	菲律賓	3.1	-6.2	1.6	9.9	1.5	2.4	8.8	10.5	13.8
	新加坡	3.0	3.9	20.0	14.2	1.8	4.7	6.4	7.1	10.8
泰國	-7.8	-11.9	-1.6	14.1	1.5	3.9	22.0	10.8	10.8	

資料來源：明晟指數(以當地貨幣計價)、彭博、湯森路透Datastream、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年2月28日

固定收益

😊 正面 😐 中性 😞 負面

全球整體：中性

整體亞洲(美元)：中性



▲ 德國國債
英國國債
歐元及英鎊投資級債

▼ 美國國債
▼ 美國投資級債
高收益債
新興市場債
(當地貨幣)
新興市場債
(硬貨幣)

日本
新加坡

南韓
印度
菲律賓
印尼
香港
中國

		總回報(%)			最差收益率 (%)
		1個月	年初至今	2024年	
亞洲	亞洲美元債券	1.9	2.5	4.5	5.0
	亞洲當地貨幣債券	0.6	1.4	1.0	3.9
	中國	1.9	2.5	5.7	5.1
	香港	1.9	2.4	4.7	4.9
	印度	1.8	2.7	7.4	5.7
	印尼	2.2	2.9	0.8	5.3
	新加坡	1.9	2.5	3.0	4.5
	南韓 菲律賓	1.4 2.1	2.1 2.6	4.4 1.4	4.6 5.3
其他	美國10年期國債	2.4	2.9	0.1	4.3
	美國投資級債	2.2	2.7	1.3	4.6
	美國高收益債	0.7	2.0	8.2	7.1
	新興市場美元債	2.0	2.6	5.2	5.4

資料來源：巴克萊指數、彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年2月28日

美國國債孳息率 12個月目標 (%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	4.25	4.25	4.25	4.5

- **利率預測**：我們繼續預期美聯儲今年會有兩次25個基點的減息，到年底達至最終利率4%。歐元區方面，我們仍然認為歐洲央行不會在今年4月減息，而是在6月和9月，最終存款利率為2%。
- **政府債**：美債孳息率已從4.8%大幅跌至4.2%，而美國經濟衰退並非我們的基本預測，故此我們對美國國債的看法轉為「中性」。我們對德國國債轉持「正面」看法，並認為中等年期(5-10年)存在良好機會。我們將德國10年期國債孳息率目標從2.25%上調至2.5%。
- **投資級別企業債**：鑑於收益率進一步下跌及利差進一步收緊的空間有限，我們戰術性下調美國投資級別債券至「中性」。我們繼續看好歐元和英鎊投資級別債券，其收益率具吸引力。

外匯與大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 負面

12個月的外匯觀點



美元
紐西蘭元
加元

日圓
南韓圓
印尼盾
澳元
新台幣
馬來西亞幣
人民幣
印度盧比

歐元
菲律賓比索
泰銖
英便士
新加坡元

大宗商品



黃金
基本金屬

石油

-

- **歐元：**歐元兌美元近期上漲主要與歐洲經濟前景消息有關，特別是國防/基礎設施支出以及德國債務剎車問題的利好消息。而且歐元區的宏觀勢頭（經濟驚奇指數）優於美國。在這些消息的共同作用下，市場重新定價聯邦基金利率預期。市場目前預期美聯儲年底前或減息三次以上。不過這種反應似乎略為誇張。短期內，如果出現更多美國加徵關稅的負面消息，可能會抑制歐元區的樂觀情緒。這種情景會幫助美元反彈。我們對歐元兌美元的12個月目標維持1.02。

- **黃金：**我們對黃金保持樂觀，並將12個月目標從3000美元/安士上調至3200美元/安士。全球央行買金和地緣政治不確定性加劇有望支撐黃金價格。若短期回調，則有望帶來新的買入機會。

- **石油：**我們維持「負面」看法，12個月目標區間為60-70美元。鑑於特朗普總統的政策傾向於油價下跌、需求增長疲軟、非石油輸出國組織(OPEC)供應增長以及油組及其盟友(OPEC+)計劃自2025年4月起逐步增產，油價下行風險仍然存在。

- **基本金屬：**貿易關稅或令大宗商品價格短期波動。儘管如此，能源轉型和基礎設施的需求不斷增長，我們長遠而言維持樂觀看法，尤其是銅。

外匯預測

	現貨價 截至2025年2月28日	觀點	3個月		12個月	
			目標	觀點	目標	
成熟市場	美元指數*	107.61	+	109.1	+	108.9
	日本	150.7	=	150	=	150
	歐元區	1.040	=	1.04	-	1.02
	英國	1.259	-	1.23	-	1.23
	澳洲	0.622	+	0.66	=	0.64
	紐西蘭	0.562	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.441	=	1.45	+	1.40
亞洲（日本除外）	中國	7.283	=	7.40	=	7.40
	南韓*	1,463	=	1,500	=	1,500
	印度	87.50	=	88.0	=	88.0
	印尼*	16,580	=	16,400	=	16,600
	馬來西亞*	4.463	=	4.54	=	4.58
	菲律賓*	57.99	=	59.3	-	60.0
	新加坡*	1.349	=	1.38	-	1.40
泰國*	34.17	-	35.3	-	36.0	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年2月28日
*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年2月28日

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

聯絡我們



wealthmanagement.bnpparibas/asia



免責聲明

請點擊以下連結仔細閱讀免責聲明：

<https://bnpp.lk/-asia-disclaimer>



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界