



2025年9月

投資導航

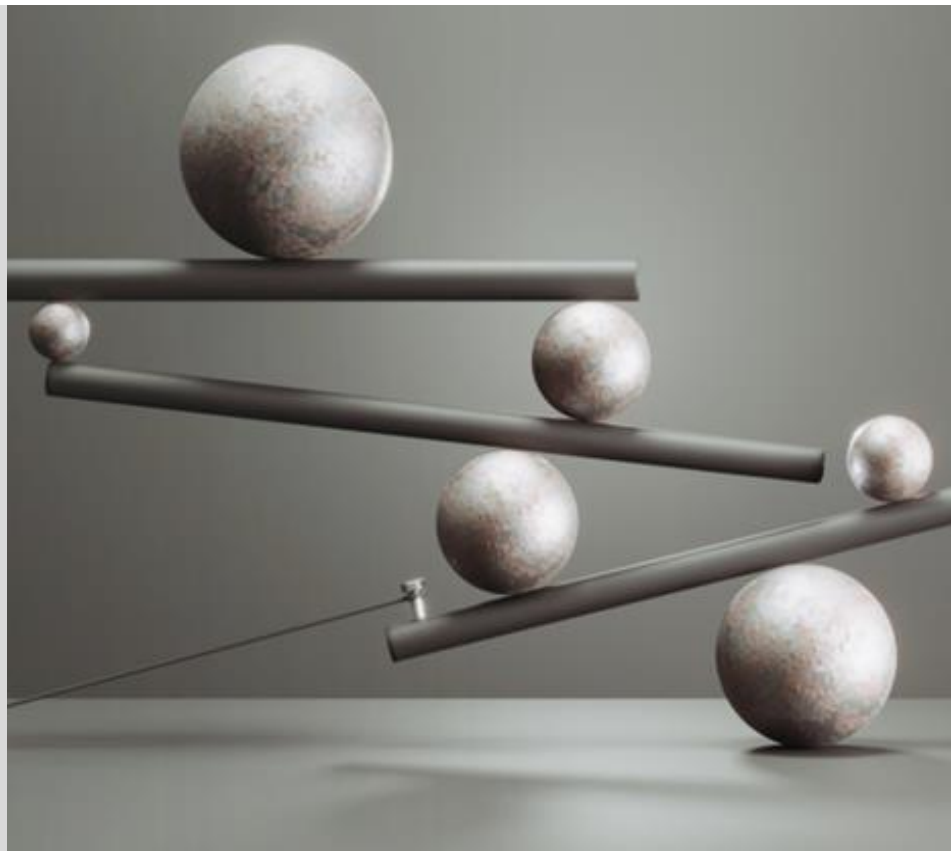
亞洲版



(鮑威爾) 政策拐點： 減息環境下的投資佈局

今期投資導航將探討投資者應如何在美聯儲可能於九月聯邦公開市場委員會 (FOMC) 上轉變政策前部署。我們預計美聯儲將從九月起重啟減息週期，以每季減25個基點的步伐持續減息至2026年6月中旬，而終端利率將為3.5%。

考慮到現金儲備創歷史新高，我們預期有利的市場條件會推動現金在未來幾個月及季度流入資本市場，以尋求更高回報。我們也針對股市是否變得不理性以及市場泡沫的擔憂進行分析。



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



九月份減息幾成定局

在美國，近期就業數據不如預期，而通脹數據符合預期，都強化了市場對九月份美聯儲減息25個基點的預期。美聯儲主席鮑威爾在全球央行年會上為本月可能減息打開大門，表示考慮到經濟前景，可能

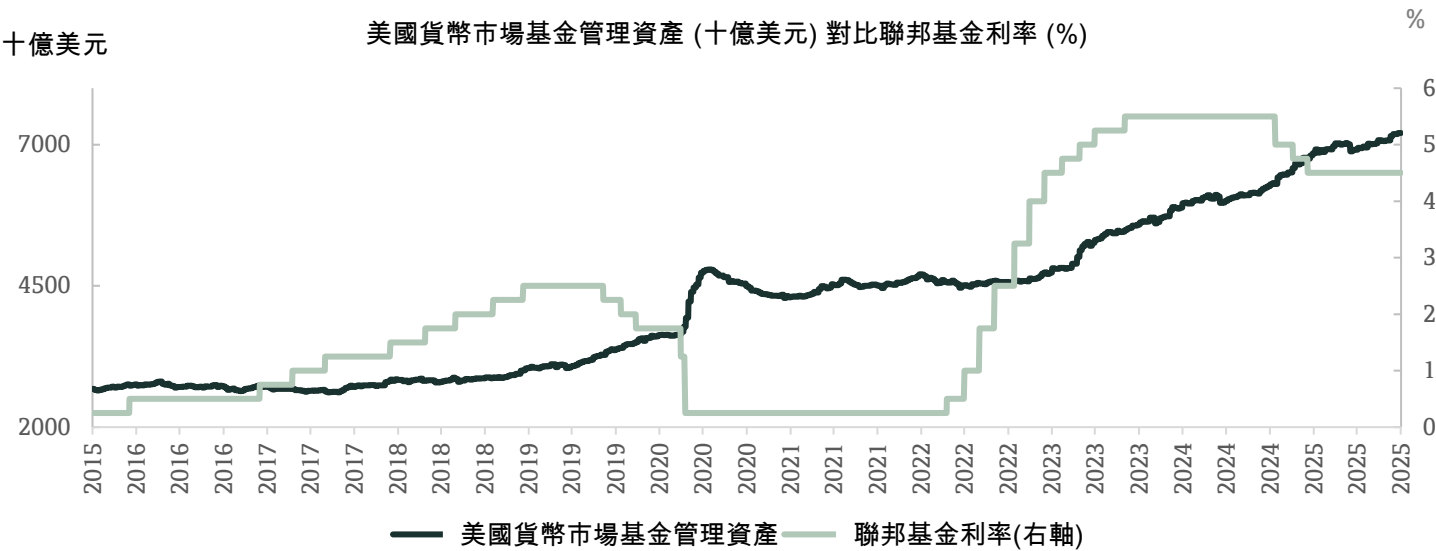
有必要調整政策立場，因勞動市場放緩程度或足以抑制由關稅推升的通脹壓力。我們持續預計美聯儲會在今年九月和十二月減息，以及明年再減息兩次，終端利率為3.5%。

現金儲備創紀錄

可觀的孳息率和關稅不確定性推使美國貨幣市場基金年初至今淨流入達3600億美元，其管理資產總規模創新紀錄，現超過7萬億美元。隨著美聯儲重啟減息週期，意味著現金（存款和貨幣市場基金）的回報將會降低。因此，有理由預計更多現金將被投入股票及債券市場，以尋求更高回報，尤其是若資

產市場持續展現穩健回報。支持現金配置的其他因素包括(1)金融環境持續寬鬆，有利資產市場；(2)經濟衰退風險仍然較低，因美聯儲似乎對疲弱的勞動市場反應迅速，並將關稅引發的通脹視為一次性價格跳升。

圖 1.
現金儲備正準備投入市場



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年9月4日。過往表現並非現時或未來表現的指標。

？ 股票市場變得不理性嗎？

近期，全球多個股市創下歷史新高或出現多年突破性漲幅。有些投資者開始擔心市場泡沫正在形成，尤其是美國股市估值相對偏高。首先，股市目前仍顯理性，因為盈利增長為主要驅動力。年初至今表現領先的股票和行業都是盈利增長方面的贏家。相反，盈利較弱的股票和行業則表現落後。

第二，歷史顯示市場泡沫通常在美聯儲收緊貨幣政策時爆破，但當前美聯儲看來準備減息。第三，過

往經驗顯示，美國股票的急劇下跌通常是由美國經濟衰退或美聯儲加息所驅動，但這兩種情況至少在短期內都似乎不會發生。

季節性規律顯示，九月往往是美國股票最差的月份。但考慮到有大量現金儲備等待入市，市場應不會出現深度回調。然而，任何回調可能是買入機會，因為市場環境有利於年尾上漲勢頭。我們目前對全球股票持中性看法，偏好非美國股票多於美股。

美元將會轉弱；貴金屬將會進一步升值

今年以來，全球許多央行持續減息，美聯儲卻暫停行動。展望未來，部分央行的減息週期可能接近或已到達尾聲，而美聯儲可能才剛重啟減息週期。這將意味利率差距將逐漸縮窄，通常對美元不利。我們預期美元中期內會進一步轉弱，美元指數的12個月目標或見95（目前為98）。

低利率環境往往有利無息資產，例如黃金和白銀。我們仍然看好貴金屬。我們對黃金的12個月目標價設為4000美元，白銀設為50美元。

為美聯儲減息做部署

- 持續投資及保持投資組合分散及多元化
- 將現金投入資本市場
- 趁孳息率反彈時鎖定債券更高收益
- 在股票和貴金屬回調時趁低吸納
- 當美元反彈時，將資金分散至非美元貨幣
- 參與對沖基金策略
- 考慮存款及現金替代品，例如與不同的資產類別掛鈎的結構性產品，控制下行風險，同時參與市場上漲從而獲取配息。



我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年9月

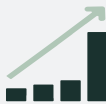
	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	=	=	市場	歐洲、英國、日本、巴西、墨西哥、中國、南韓、新加坡	■ 對全球股票維持中性。我們建議保留一些現金備用，因波動性增加時或出現具吸引力的投資機會。
			行業	醫療保健與公用事業 歐洲：金融、工業、物料	■ 對於歐洲股票，我們偏好那些從基建計劃和其他經濟刺激措施中受益的行業。歐洲銀行估值仍然便宜。
			風格/主題	大趨勢主題	■ 關注循環經濟、電氣化、安全及收益主題。
債券	=	=	政府債	歐元區、英國及美國	■ 高配美國、英國及德國政府債券。同時亦青睞美國通脹掛鈎債券。 ■ 12個月美國十年期國債孳息率維持4.25%不變。
			板塊	歐元及英鎊投資級別	■ 繼續看好歐元及英鎊投資級別企業債券。 ■ 對高收益債券及新興市場債券（美元及本地貨幣）持中性。
現金	-	-			
大宗商品	+	=		黃金、白銀、銅	■ 黃金一轉高配。將目標價上調至每安士4,000美元。可趁低吸納。 ■ 白銀一高配。目標價上調至每安士50美元。 ■ 石油一低配。布倫特原油目標價格為每桶60-70美元。 ■ 基本金屬一轉高配。預期不會有重大經濟放緩。
外匯			美元兌日圓		■ 12個月目標為140
			歐元兌美元		■ 12個月目標為1.20
			人民幣兌美元		■ 12個月目標為7.10
另類投資	+	+		對沖基金 (環球宏觀, 長/短倉股票, 相對價值)	■ 對事件驅動策略持中性。

註：+ 高配 / = 中性 / - 低配

GDP和CPI預測

		國內生產總值/GDP (同比%)			消費物價指數/CPI (同比%)		
		2024	2025f	2026f	2024	2025f	2026f
成熟市場	美國	2.8	1.6	1.5	2.9	2.8	3.6
	日本	0.1	1.1	0.6	2.7	3.2	2.5
	歐元區	0.9	1.3	1.3	2.4	2.1	1.9
	英國	1.1	1.2	1.0	2.5	3.5	2.7
北亞	中國	5.0	4.8	4.5	0.2	0.0	1.0
	香港*	2.5	1.5	1.9	1.7	1.9	2.2
	南韓	2.0	1.0	2.0	2.3	2.2	2.0
	台灣	4.6	4.5	2.5	2.2	1.8	1.6
亞恆	印度	8.2	6.5	6.3	5.4	4.6	4.1
	印尼	5.0	4.8	5.0	2.3	1.8	2.0
	馬來西亞	5.1	3.6	4.4	1.8	1.5	2.1
	菲律賓*	5.7	5.5	5.8	3.2	2.6	2.9
	新加坡	4.4	2.2	1.5	2.8	0.8	1.6
	泰國	2.5	2.2	1.6	0.4	0.0	0.5

資料來源：法國巴黎銀行集團經濟研究、法國巴黎銀行環球市場，截至2025年8月31日
*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年8月31日



經濟增長

- 美國經濟在2025年第二季以超出預期的速度增長，受惠於消費者及企業表現持穩，可能也與趕在八月關稅生效前的提前消費及備貨有關。展望未來，隨著關稅效應更加明顯，價格持續面臨上行壓力，經濟的韌性將受到考驗。我們認為增長將繼續放緩，但衰退並不是我們的基準預測。
- 儘管關稅的影響逐漸顯現，最近歐元區的經濟增長展示出驚人韌性。然而，財政問題和持續的政治不穩定（特別是在法國）正導致經濟增長擔憂加劇。就目前而言，我們仍預測2025年歐元區的全年增長率為1.3%。歐洲受益於財政刺激政策，特別是德國的刺激措施。



通脹

- 美國七月的通脹保持穩定，近期的個人消費支出（PCE）數據也呈現相同趨勢，PCE年增長率為+2.6%，核心PCE為2.9%，符合市場預期。這強化了我們對聯儲局可能會在九月的FOMC上減息的觀點，尤其考慮到勞動市場放緩。儘管如此，我們預期價格壓力會受關稅影響而持續攀升。
- 歐元區通脹明顯企穩在歐洲央行2%的目標水平附近。鑑於美歐達成貿易協議，歐元區的增長風險已見緩和。因此，我們不再預期歐央行會在九月減息，並認為其減息周期已經結束。



股票

😊 高配 😐 中性 ☹️ 低配

全球整體：中性		
		
國家		
歐元區 英國、日本 新興市場		美國
行業		
醫療保健 公用事業	通訊 房地產 金融 物料 工業	必需消費品 能源 科技 非必需消費品

亞洲整體：高配		
		
國家		
中國 新加坡 南韓	台灣 印度、馬來西亞 菲律賓 ▼ 印尼	▼ 泰國
行業		
通訊 非必需消費品 必需消費品 科技	物料 房地產 金融 醫療保健 公用事業	工業 能源

- 我們對整體股票保持中性 - 由於(1) 美股估值過高，(2) 美國經濟加速放緩風險，(3) 餘下貿易談判失敗風險。我們建議保持一些資金的靈活性，因為波動性重現可能會為投資者提供更具吸引力的機會，增加他們的整體股票配置。

■ 按國家來看，我們偏好非美國股票，例如日本、英國和歐洲。我們也繼續看好新興市場，因為歷史上美國聯儲減息都會支持新興市場股市向上。在亞洲方面，我們看好中國、新加坡及南韓，但將印尼下調至中性；泰國下調至低配，因預期近期的政治發展會影響盈利增長。
- 中國—雖然宏觀數據不如預期，且針對反內捲及房地產市場的政策力度溫和，但A股在8月份仍出現強勁補漲。散戶資金流入亦表現強勁。我們相信仍有進一步的上升空間（雖然短期內可能會出現一些整固）。

■ 由於南向資金流入增加以及一些大型科技公司的盈利超預期並上調業績指引，我們維持對香港股市和H股的高配看法。儘管年初至今股價表現強勁，目前估值仍然合理。我們仍然看好中國科技板塊以及香港及中國金融和中國電訊板塊中的高息股。

		月內 (%)	年初至今 (%)	2024年 (%)	股息率 (%)	12個月遠期市盈率 (x)	追溯市盈率 (x)	12個月股本回報率 (%)	過去12個月每股盈利增長 (%)	12個月遠期每股盈利增長 (%)
成熟市場	美國	2.3	10.8	23.9	1.2	25.0	4.7	29.2	23.0	14.5
	日本	6.4	18.7	6.3	2.3	17.6	1.6	11.9	11.5	8.9
	歐元區	4.3	27.6	-0.3	2.9	15.9	2.0	16.9	25.5	19.1
	英國	4.0	25.6	7.5	3.3	13.8	1.9	21.1	13.5	10.1
北亞	中國	14.3	22.3	7.0	1.5	20.0	2.5	15.7	20.1	33.9
	香港	5.3	33.3	24.2	3.2	11.7	1.3	13.2	28.0	16.0
	南韓	-3.3	39.2	-21.7	1.6	12.2	1.2	12.4	23.4	36.2
	台灣	-0.1	15.4	24.0	2.6	18.4	2.8	24.1	32.1	27.3
亞洲	印度	-1.0	-1.5	12.7	1.1	21.8	3.3	19.9	13.1	13.3
	印尼	2.3	5.2	-0.4	2.6	17.9	3.1	11.7	17.9	-7.3
	馬來西亞	3.2	3.2	21.5	3.7	15.4	1.4	11.8	9.6	12.5
	菲律賓	0.6	1.9	9.0	3.6	10.6	1.2	18.2	9.1	8.6
	新加坡	5.2	26.7	14.8	4.4	14.1	1.3	12.5	63.1	7.1
	泰國	1.5	-1.5	5.2	3.7	13.7	1.3	15.7	12.9	18.2

資料來源：Macrobond 指數 (以美元計價)、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年8月31日

固定收益

😊 高配 😐 中性 ☹️ 低配

全球整體：中性			整體亞洲(美元)：中性		
😊	😐	☹️	😊	😐	☹️
美國國債 德國國債 英國國債 歐元及英鎊投資級債			日本 新加坡		
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)			南韓 菲律賓 印尼 香港 印度、中國 澳洲		

		總回報(%)			最差孳息率 (%)
		月內 (7月31日至8月31日)	年初至今	2024	
亞洲	亞洲美元債券	1.3	6.0	4.5	4.8
	亞洲當地貨幣債券	1.7	11.0	1.0	3.5
	中國	1.2	5.7	5.7	4.7
	香港	1.5	6.1	4.7	4.6
	印度	1.4	7.0	7.4	5.5
	印尼	1.1	6.4	0.8	5.0
	新加坡	1.1	4.9	3.0	4.3
	南韓	1.2	5.3	4.4	4.3
	菲律賓	1.4	6.8	1.4	5.0
美國及其他	美國10年期國債	1.6	6.4	0.1	4.3
	美國投資級債	1.2	5.0	1.3	4.4
	美國高收益債	1.2	6.4	8.2	6.7
	新興市場美元債	1.3	6.1	5.2	5.0

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8月31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
	3.60	3.75	4.25	4.5

- **利率預測：**我們不再預期歐洲央行在九月份會減息。我們認為這個減息週期已結束，下一步應該是在2026年第四季度加息。至於美國，我們仍然預期今年會有兩次25個基點的減息（分別在九月及十二月），以及在2026年再減兩次，終端利率為3.5%。目前市場觀點與我們的看法更為一致，甚至有些市場參與者預期九月份FOMC會宣佈大幅減息50個基點。
- **政府債券：**我們將12個月美國10年期孳息率目標維持在4.25%，但由於對政府債務可持續性和政治不確定性的擔憂升溫導致歐元區長期債券孳息率上漲，料短期內波動性或持續。我們繼續高配美國、英國和德國國債以及美國通脹掛鉤債券。
- **企業投資級別債券：**相較美元投資級別企業債券（中性觀點），我們更偏好歐元區及英國投資級別企業債券（高配觀點），因為後者的信用指標較好，以及環球資金流向分散至非美元資產。我們偏好7年期或更短期限的歐元區投資級別債券，以及5年期或更短期限的美國投資級別債券。
- **企業高收益債券：**儘管基本面保持韌性，高收益利差已收窄。我們傾向維持中性看法，因為這類資產的估值已過高，且未反映美國經濟放緩的風險。

外匯與大宗商品

😊 高配 😐 中性 😞 低配

12個月的外匯觀點

😊 高配 😐 中性 😞 低配				
日圓	歐元	澳元	人民幣	美元
英鎊	紐西蘭元	印度盧比	馬來西亞幣	
加元	南韓圓	菲律賓比索	新加坡元	
台幣	印尼盾	泰銖		

- **歐元：**市場觀點與我們預期美聯儲於九月及十二月減息的看法一致。關稅、債務可持續性及美聯儲獨立性相關的政策不確定性正對美國資產造成壓力。另外，法國政治局勢可能短暫壓抑歐元。我們維持每歐元兌美元三個月目標價1.15，十二個月目標價1.20。
- **日圓：**日本央行於七月維持政策利率不變在0.5%水平。我們的基準預測是日本央行在今年稍後時間重啟加息。而隨著美聯儲開始減息，美元對日圓利差應會進一步收窄。日圓應該會逐漸升值。我們預期每美元兌日圓的三個月目標價為145，而十二個月目標則為140。

大宗商品

😊 高配 😐 中性 😞 低配		
白銀		石油
▲ 黃金		
▲ 基本金屬		

- **黃金：轉高配**—我們對金價維持中性，但將我們的12個月目標價從每安士3300美元上調至4000美元。儘管貿易地緣政治風險降低，黃金仍可能受到美聯儲減息、美元疲弱、中央銀行購買黃金的需求、關稅導致的通脹以及潛在的美國債務問題支撐。至於白銀，我們則持續高配，因為在珠寶業見金銀替代效應、且白銀供應緊張及工業需求不斷增長。我們進一步提高我們的白銀目標價，從每安士40美元上調至50美元。
- **石油：低配**—因石油制裁有望放寬，加上石油需求增長以及非石油輸出國組織(非OPEC)的供應大幅增長，和OPEC+的產量增加，我們預計布蘭特油價將見每桶60至70美元。
- **基本金屬：轉高配**—貿易戰似乎不會導致重大經濟放緩。在未來幾年，我們預計能源轉型和基建需求的增長將超過預期的供應增長。

外匯預測

		現貨價	3個月		12個月	
		截至2025年8月31日	觀點	目標	觀點	目標
成熟市場	美元指數*	97.77	=	99.0	-	95.1
	日本	147.1	=	145	+	140
	歐元區	1.169	=	1.15	+	1.20
	英國	1.350	=	1.32	+	1.38
	澳洲	0.654	=	0.66	=	0.66
	紐西蘭	0.589	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.374	=	1.38	+	1.35
亞洲（日本除外）	中國	7.122	=	7.15	=	7.10
	南韓*	1,390	=	1,350	+	1,320
	台灣*	30.60	+	28.8	+	28.2
	印度	88.21	=	86.0	=	88.0
	印尼*	16,490	=	16,100	+	16,000
	馬來西亞*	4.225	=	4.20	=	4.16
	菲律賓*	57.14	=	56.0	=	55.6
	新加坡*	1.284	=	1.26	=	1.25
	泰國*	32.39	=	32.3	=	31.8

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年8月31日
*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年8月31日

註：+ 高配 / = 中性 / - 低配

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