

投資導航

亞洲版



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變 通世界



迎接 「秋季受壓、冬季獲利」 季節性投資策略

從歷史經驗看，9月和10月往往是一年中風險資產表現最具挑戰性的月份。不過，秋季的拋售壓低偏高估值，為冬季的升浪鋪路。俗語有話：「History doesn't repeat itself, but it rhymes」即歷史不會簡單重演，但總會驚人相似。今次市場是否正迎來相同的季節性模式？

在今期《投資導航 — 2026年9月》中，我們將討論：

1. 導致「秋季受壓」的主要因素



2. 推動「冬季獲利」的主要催化劑



3. 投資者可如何應對「秋季受壓」，並為潛在「冬季獲利」做好部署？



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
亞洲副首席投資官



劉傑俊
法國巴黎銀行
財富管理
亞洲投資策略師



1. 導致「秋季受壓」的主要因素



1.1. 全球收益率向上，令金融環境收緊

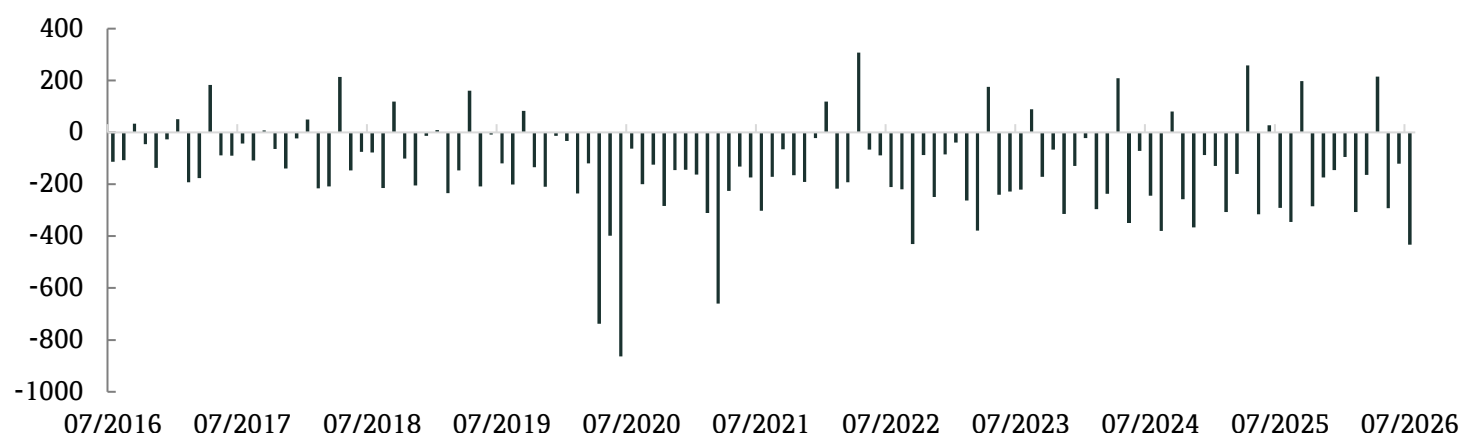
短期而言，環球收益率向上或會收緊金融環境，對風險資產未必有利。

美國財政部長貝森特公佈的「國債扭轉操作」計劃，將長年期債券回購規模倍增，或有助限制收益率升幅，但基於以下基本因素，我們預計其未必能顯著壓低收益率：

- 1) 由於持續的地緣政治衝突及經濟韌性，導致持久的通脹預期，再加上美聯儲的鷹派語調，已經推高了加息預期。
- 2) 超大規模雲端服務商的大規模舉債，正擠壓美國國債及其他投資評級債券的供應。
- 3) 美國財政收支持續惡化，7月份錄得自2021年3月以來最高的單月財政赤字（見圖1），部分原因是關稅退款、關稅收入減少，以及國防開支持續上升。
- 4) 日本、英國及法國亦面對沉重財政壓力，政府債券收益率升至數十年高位。
- 5) 日本或曾沽售美國國債，為支持日圓的干預行動提供資金（見圖2）。美國財政部近期就日圓採取聯合干預行動，並公佈債券回購計劃，或旨在減少日本央行沽售美國國債。貝森特不願見到外資進一步沽售美國國債，這一立場亦可從其評論得到印證：美聯儲應考慮擴大與日本的「外國及國際貨幣當局債券附買回交易」（FIMA Repo Facility）機制，讓日本央行可在公開市場毋須沽售所持美國國債的情況下籌集美元。
- 6) 達2.3萬億美元規模的挪威主權基金近日建議，將政府債券權重由70%下調至50%，當中美國國債為其最大持倉，以提升投資回報。此舉或對市場情緒構成壓力。

圖1：美國7月份財政赤字為2021年3月以來最高

美國每月財政結餘（十億美元）



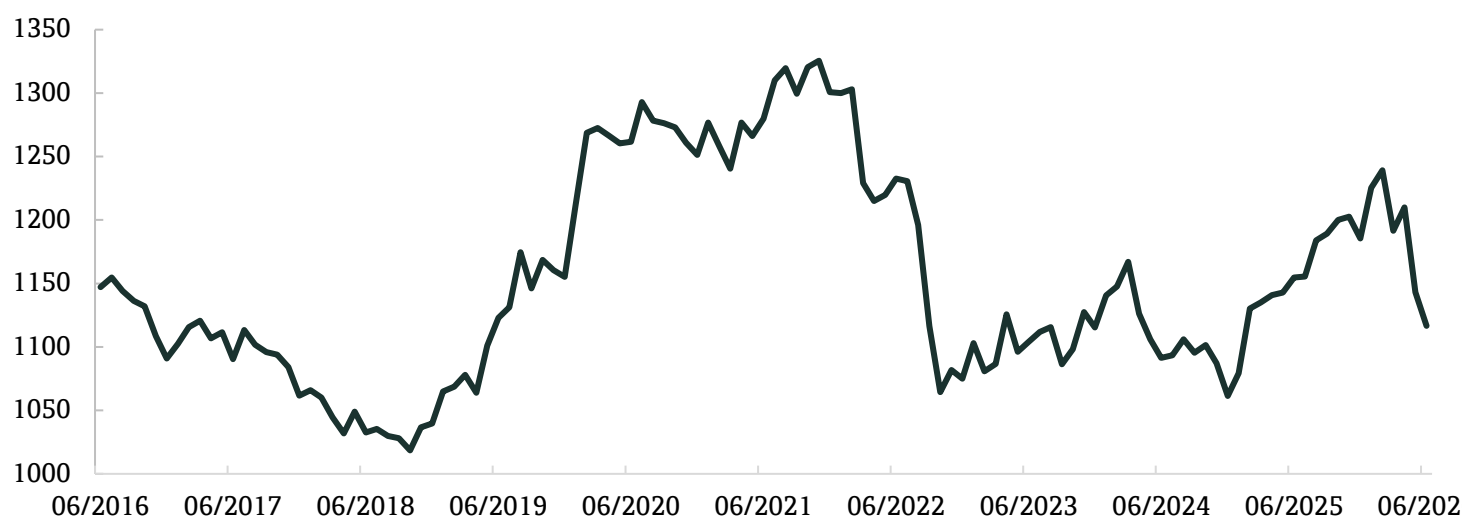
資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2026年9月9日。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

圖2：日本持有的美國國債於年初至今大幅下降

日本持有的美國國債證券（十億美元）



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2026年9月9日。

1.2 美國即將舉行的中期選舉相關不確定性

市場在美國中期選舉前夕通常會較為波動。近期民調結果顯示，民主黨的支持度明顯增強，主要受美國總統特朗普支持率跌至歷史低位所帶動。目前預計，民主黨奪得眾議院控制權的機會上升，而參議院仍可能平分議席。

市場一般在選舉後會大升，因選舉結果明朗化，且不確定性消退。然而，市場似乎低估民主黨全面勝選的可能性，若此情景出現，短期市場波動或會加劇。

1.3 Anthropic潛在首次公開招股及SpaceX股份解鎖帶來的大規模股票供應

市場估計，Anthropic可能於2026年10月進行首次公開招股(IPO)，按其2萬億美元估值計，集資額或達1,000億美元。這將超越SpaceX近期創下的紀錄（約860億美元），並成為史上最大型的公開股票首次發行。這宗超大型IPO或加劇由流動性驅動的市場波動，因零售及機構投資者或需沽出現有持倉，以籌集現金參與認購。

若相關標的提早被納入指數，亦可能觸發被動型指數追蹤基金被迫沽貨。此外，SpaceX於上市後分階段解禁內部人士持股，將大幅增加公開流通股份供應。



2. 推動「冬季獲利」的主要催化劑



2.1.大選後政治不確定性消除

從歷史經驗看，中期選舉後政治及政策不明朗因素通常會消退，帶動風險溢價回落，並推動股票市場反彈。

若選舉結果符合市場對國會分裂普遍預期，市場或出現舒緩性大升，因投資者通常偏好分治政府格局，這樣可能會減少大規模的立法突襲，從而讓投資者重新聚焦經濟基本面和企業盈利。

2.2.盈利動能強勁，人工智能熱潮持續不變

2026年第二季度的盈利季整體表現強勁，整體盈利預測均上調，並不僅限於與人工智能相關的行業。超大規模雲端服務商持續上調資本開支指引，為人工智能生態系統所需的「基礎設施與配套」提供支持。部分超大規模雲端服務商，例如亞馬遜和微軟，其雲端收入增長快於資本開支增長，亦屬利好訊號。

第三季盈利季將就人工智能變現能力提供更多細節，並將影響市場對2027年及之後的資本開支預期。與此同時，若盈利預測上調的廣度持續改善，非科技股板塊料將繼續追落後。

2.3.中國加大政策支持力度

我們預期中國不會推出「大水漫灌」式的刺激方案，但當局很可能會推出更多具針對性、循序漸進的政策措施，以支持放緩中的經濟，並實現北京全年國內生產總值增長達4.5-5.0%的目標。近期，財政部公布向大型國有銀行及保險公司注資3,600億元人民幣（約540億美元）。

鑑於財政政策是對沖短期經濟增長下行的最有效方法，我們預計將推出新一輪刺激措施，包括增加中央政府或地方政府債券額度。我們亦預計未來數月將推出一些新的政策性金融工具。



3. 投資者可如何應對「秋季受壓」，並為潛在「冬季獲利」做好部署？



投資者可透過以下方式應對市場波動：



1. 在各資產類別、國家 / 地區、板塊及貨幣建立充分多元化的投資組合



4. 大宗商品，例如黃金、白銀及銅



2. 透過結構性方案（把握高波動率）、派息股及優質投資級別債券，聚焦收益策略



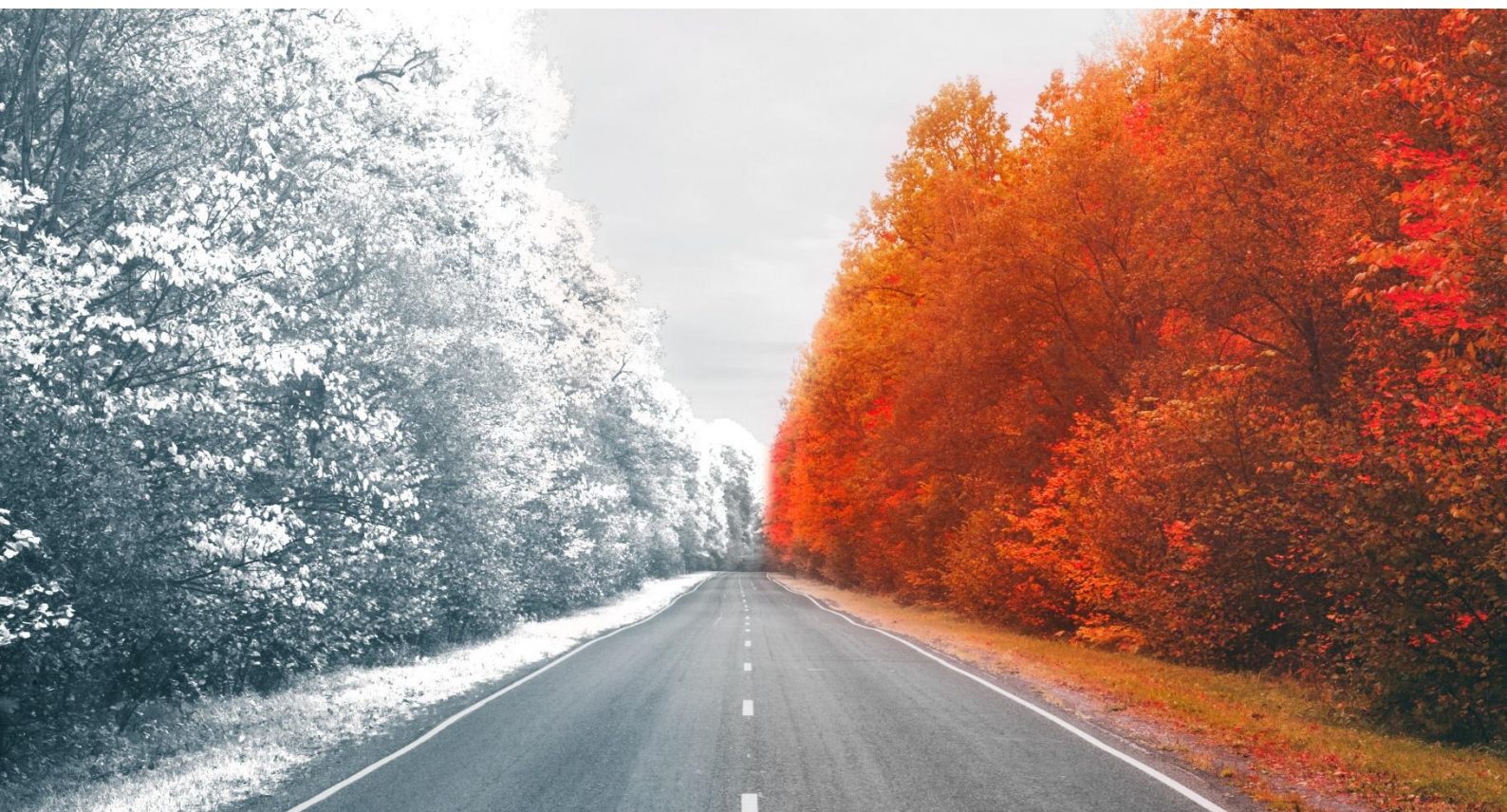
5. 私募市場，例如基礎設施基金，以及聚焦醫療保健等較防守性板塊的私募股權基金



3. 對沖基金策略



6. 日本、南韓、台灣及中國A股是我們看好的市場。宜趁低買入，為年底大升作準備



我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2026年9月

	觀點		成份	看好範疇	評論
	目前	上月			
股票	+	=	市場	日本、新興市場 (拉丁美洲、中國A股、台灣、南韓)	■ 將環球股票上調至「高配」 ■ 將新興市場 (包括台灣及南韓) 上調至「高配」 ■ 對美國、英國及歐洲維持「中性」
			行業	全球醫療保健，工業及礦業，歐盟公用事業、歐盟銀行	■ 工業：回流生產、再工業化、國防、人工智能及其他基礎設施的重新發展均為主要有利因素。但能源價格向上，對部分標的而言仍構成阻力。 ■ 醫療保健：鑑於新藥前景理想、人工智能帶來裨益以及目前併購活動增加，其估值仍然偏低。
			風格/ 主題	超級趨勢主題	■ 分散投資、收益、人工智能、基礎設施、大宗商品和亞洲主題
債券	=	=	政府債	-	■ 上調核心歐元區政府債券至「高配」，偏好7至10年期債券。 ■ 對美國政府債維持「中性」看法，並偏好5年期或以下的債券。 ■ 對美國10年期國債的12個月收益率目標維持於4.5%。
			範疇	歐元 投資評級債券	■ 將英鎊投資級別企業債券的看法下調至「中性」，同時仍偏好歐元投資級別企業債券(「高配」)，多於美元投資級別債券(「中性」)。 ■ 我們對高收益債券及新興市場債券的看法維持「中性」。
現金	=	=			
大宗商品	+	+		黃金 白銀 銅 鋁	貴金屬： ■ 白銀 - 高配 (12個月目標價為每安士80美元) ■ 黃金 - 高配 (12個月目標價為每安士5,500美元) 石油 — 低配 (12個月目標區間為60-70美元) 基本金屬： ■ 銅 - 高配 (12個月目標價為每公噸15,000美元) ■ 鋁 - 高配 (12個月目標價為每公噸3,800美元)
外匯			歐元兌美元		■ 12個月目標為1.20
			美元兌日圓		■ 12個月目標為155
另類投資	+	+		對沖基金 (全球宏觀策略、事件驅動)	■ 將股票長短倉下調至中性。對相對價值股持中性看法

註：+ 高配 / = 中性 / - 低配



		國內生產總值/GDP (同比%)			消費物價指數/CPI (同比%)		
		2025	2026f	2027f	2025	2026f	2027f
成熟市場	美國	2.1	2.4	2.5	2.7	3.2	2.5
	日本	1.1	0.8	1.1	3.1	2.0	2.3
	歐元區	1.5	0.8	1.6	2.1	2.7	2.6
	英國	1.4	1.0	1.2	3.4	3.2	3.1
北亞	中國	5.0	4.6	4.5	0.0	1.3	1.6
	香港*	3.5	2.4	2.4	1.4	2.1	1.8
	南韓	1.1	3.2	2.3	2.1	2.7	2.2
	台灣	8.8	11.6	4.7	1.7	2.2	2.2
南亞	印度	7.7	3.7	6.8	2.1	5.1	4.3
	印尼*	5.1	5.0	5.1	1.9	3.0	2.6
	馬來西亞*	5.2	4.7	4.3	1.4	1.9	2.0
	菲律賓*	4.4	4.1	5.8	1.7	4.3	3.2
	新加坡*	5.0	3.5	2.7	0.9	2.3	1.9
	泰國*	2.4	1.5	2.1	-0.1	0.9	1.0

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2026年8月31日

注：印度數據為對該財年（4月至3月）的預測

* 國際貨幣基金組資料及預測，截至2026年8月31日



經濟增長

- 全球擴張仍處於穩健基礎之上，主要受到消費者支出具韌性、企業情緒改善，以及人工智能帶動的資本開支激增所支持；不過，科技行業的信貸息差仍應密切留意，以觀察持續發債是否帶來進一步壓力。
- 受物業市場持續下行及國內需求疲弱拖累，中國經濟增長持續放緩。鑑於全球第二大經濟體似乎難以擺脫低增長，北京已宣布計劃向金融業注資540億美元，以支持銀行和保險公司。



通脹

- 在缺乏明確催化劑推動美國與伊朗衝突降溫的情況下，預期高企的能源成本短期內將維持通脹壓力；但重要的是，這料不會削弱全球增長的整體韌性。
- 央行正面對控制通脹與維持債務可持續性之間日益加劇的取捨。政治壓力或促使其容忍較高通脹，美國、英國及日本的情況正反映此點；儘管設有官方目標，這些市場的核心通脹已在較長時間內仍高於或處於2%水平。



▲ 全球整體：高配

😊	😐	😞
國家		
日本 ▲ 新興市場	美國 歐盟	-
板塊		
醫療保健 工業	通訊、原材料 非必需消費品 科技、金融 公用事業 房地產	必需消費品 能源

▲ 亞洲整體：高配

😊	😐	😞
國家		
中國-A股 ▲ 南韓 ▲ 台灣	中國H股 印度、東南亞	-
板塊		
通訊 非必需消費品 科技 醫療保健	原材料 房地產 金融 工業 能源	公用事業 必需消費品

- **上調整體股票至「高配」**：儘管面對利率走高及持續的地緣政治風險等不利因素，股票市場仍展現出顯著韌性，大多數主要指數均處於或接近歷史高位。我們留意到，市場升勢正由人工智能基礎設施逐步擴展至其他領域。這種韌性是由強勁的經濟以及持續高於過去十年平均水平的穩健盈利增長所推動。
- **按地區劃分，我們將新興市場從「中性」上調至「高配」**。亞洲仍是人工智能建設主題交易的核心，亦是我們最具信心的配置觀點。因此，我們將南韓和台灣從「中性」上調至「高配」，因兩地目前的風險回報概況看來更為有利。
- **我們對歐洲和美國維持「中性」**。儘管歐洲復甦持續改善，但天然氣價格向上及即將舉行的大選所帶來的風險仍然存在。於美國，我們繼續偏好均等權重股票多於市值加權股票，以降低超大規模企業的集中度風險，並受惠於更廣泛的市場升勢。
- **對日本維持「高配」**：受政治穩定、支持增長的改革及企業管治改善帶動，日本仍具吸引力。作為人工智能、半導體和機械人技術的領先市場，加上與美國的經濟聯繫持續加強，日本具備良好條件受惠於環球創新及供應鏈趨勢。

		一個月 (%)	年初至今 (%)	2025 (%)	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	1.9	11.3	16.9	1.0	22.7	5.1	40.8	43.4	35.0
	日本	3.9	19.1	24.3	2.0	19.2	1.9	13.4	33.0	18.6
	歐元區	1.4	15.3	36.2	2.6	16.2	2.2	19.1	23.8	20.8
	英國	1.2	12.6	35.6	3.1	12.9	2.3	20.7	30.4	29.5
北亞	中國	4.1	3.3	26.6	1.5	19.4	2.9	17.2	39.4	59.7
	香港	1.0	-2.7	33.5	3.2	10.8	1.3	15.0	18.2	24.3
	南韓	9.0	64.9	80.9	0.9	6.8	2.2	25.0	253.5	381.2
	台灣	11.6	62.2	36.8	1.5	22.3	4.5	34.7	71.1	71.3
亞洲	印度	-0.3	-6.7	2.0	1.2	19.7	3.2	19.7	12.0	20.9
	印尼	5.5	-38.3	8.8	3.0	12.5	2.4	17.1	7.9	12.6
	馬來西亞	0.6	5.3	15.8	3.4	15.9	1.6	12.6	21.0	9.5
	菲律賓	-3.2	-7.1	-2.1	3.9	9.8	1.1	20.4	15.4	5.1
	新加坡	2.4	22.3	37.2	3.9	17.3	1.6	13.4	11.9	5.9
	泰國	-1.5	26.0	2.9	3.2	16.4	1.7	18.5	53.1	13.3

資料來源：Macrobond指數（美元計），法國巴黎銀行財富管理，截至2026年8月31日



全球整体：中性



▲ 歐元區政府債
歐元投資級別債

美國國債
美國投資級別債
▼ 英鎊投資級別債
新興市場債
(硬貨幣)
新興市場債
(當地貨幣)
英國國債
高收益債

-

整体亚洲 (美元)：中性



日本
新加坡
澳洲

南韓
香港
印度
中國

菲律賓
印尼

		總回報(%)			最差收益率(%)
		1個月	年初至今	2025	
亞洲	亞洲美元債券	0.4	0.4	8.1	5.3
	亞洲當地貨幣債券	2.1	-4.1	9.7	4.3
	中國	0.3	0.9	7.3	5.2
	香港	0.2	0.5	8.4	5.1
	印度	0.4	1.6	9.6	5.7
	印尼	1.2	-1.3	8.9	5.6
	新加坡	0.2	0.4	6.6	4.9
	南韓	0.2	1.0	7.1	4.8
	菲律賓	0.9	-0.9	9.1	5.5
國庫券	美國十年期國債	0.2	-1.4	7.8	4.8
	美國投資級別債	0.4	-0.3	7.3	5.0
	美國高收益債	1.0	2.7	8.6	7.3
	新興市場美元債	0.5	0.7	8.3	5.5

資料來源：巴克萊指數、彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2026年8月31日

美國國債收益率 12個月目標(%)	2年期	5年期	10年期	30年期
▲ 4.10	4.10	4.20	4.50	4.95

■ **利率預測：**美聯儲主席沃什於全球央行年會上發表鷹派講話，令市場感到意外，並觸發市場重新調整對9月會議的預期。沃什重申致力實現2%個人消費支出物價(PCE)指數通脹目標，並暗示其政策回應機制與聯邦公開市場委員會(FOMC)過往政策取向一致。在九月加息之後，我們預計2026年十二月會再度加息。至於歐洲央行，9月存款利率一如預期上調25個基點，主要受能源價格向上及經濟表現更顯韌性所帶動。至於英國央行，我們目前預期其將於2026年12月加息。我們亦預期日本央行於未來數月份亦將進行一連串加息。

■ **政府債：**近期實際收益率向上，政府債券收益率亦上升，尤其是美國，原因在於資本需求增加，以及美聯儲政策不確定性令期限溢價上升。我們重申美國10年期國債收益率的12個月目標為4.50%，同時承認未來數月收益率或會短暫升穿5%的風險。我們將歐元區核心政府債由「中性」上調至「高配」，因收益率急升後，預期回報再次變得吸引，且目前收益率明顯高於我們的目標水平。我們偏好7至10年期債券。

■ **投資級別企業債：**鑑於供應動態及收益率 / 利差水平，我們將英鎊投資級企業債下調至「中性」，但仍偏好歐元投資級別企業債（「高配」），多於美元投資級別債券（「中性」）。我們聚焦優質標的。



12個月外匯觀點

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

大宗商品

😊	😐	😞
黃金 白銀 基本金屬	-	石油

- **日圓：**受強勁國內經濟數據及政策預期轉變帶動，日圓兌美元轉強至每美元約153日圓。日本公布強勁薪資增長，並上調第二季國內生產總值，為日本央行較市場原先預期更快加息提供明確的基本面支持。市場目前正大幅押注日本央行加息，因高市政府和日本央行將優先透過緊縮遏抑通脹，而非純粹依賴財政支出。我們預計日本未來數月將展開一連串加息，並於今年9月開始，率先加息25個基點。我們預測截至2028年9月，最終利率將達2.5%，惟未來加息步伐或會進一步加快。

- **貴金屬：**我們維持黃金每安士5,000美元及白銀每盎司80美元的12個月目標價，並確認對貴金屬的「高配」觀點。美元轉弱，加上貨幣貶值交易再度升溫，均構成明確有利因素。我們亦預計，在地緣政治環境不明朗下，各國央行將持續作為買家。
- **石油：**儘管諒解備忘錄告吹，且中東局勢短期內仍有進一步升級風險，我們基於市場結構性供應過剩，維持看淡觀點，並維持布蘭特原油12個月目標區間於每桶60-70美元。
- **基本金屬：**我們維持對工業金屬的「高配」觀點，並維持倫銅12個月目標價於每公噸15,000美元，以及倫鋁每公噸3,800美元。儘管中國經濟數據疲弱，但受強勁結構性需求（可再生能源、數據中心、電動車）帶動，我們仍對工業金屬維持結構性正面看法。

外匯預測

		現貨價	3個月		12個月	
		截至2026年9月8日	觀點	目標	觀點	目標
成熟市場	美元指數	98.79	+	100.7	-	96.3
	日本	154.0	-	158	=	155
	歐元區	1.162	-	1.14	+	1.20
	英國	1.354	=	1.33	=	1.38
	澳洲	0.722	=	0.73	=	0.71
	紐西蘭	0.585	=	0.60	=	0.60
	加拿大	1.378	=	1.38	+	1.35
亞洲/日本除外	中國	6.707	=	6.70	=	6.60
	南韓*	1,343	-	1,520	-	1,490
	臺灣*	31.55	=	32.0	=	31.8
	印度	94.83	=	95.0	=	95.0
	印尼*	17,630	-	18,350	-	18,500
	馬來西亞*	4.063	=	4.03	+	3.90
	菲律賓*	62.60	=	62.0	=	61.5
	新加坡*	1.265	=	1.29	=	1.26
	泰國*	32.93	=	33.5	=	33.0

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2026年9月15日

*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2026年8月31日

注：+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