



2025年夏季特刊 (7-8月)

投資導航

亞洲版



美國關稅：關稅風波是否接近尾聲？

今期投資導航將探討投資者對即將於8月1日生效的美國關稅的擔憂，談及通脹問題以及關稅將如何影響美聯儲利率路徑。本期刊還將涵蓋貿易不確定性問題以及如何在此環境下作出最佳投資部署。

關鍵問題：

- 目前在特朗普2.0的貿易形勢是怎樣？
- 美國8月1日的新關稅將如何影響通脹？
- 美國關稅將如何影響美聯儲的利率路徑？
- 投資者應否擔憂進一步的關稅不確定性？
- 投資者應該如何佈局以應對波動市況？

COUNTDOWN



美國在「解放日」宣佈的對等關稅引發了一定的市場不確定性。此後，各國主動與美國進行談判，而最後期限是8月1日。儘管近期市場出現波動，市場仍以更強勁的勢頭回升。這表明我們或即將來到美國關稅風波的尾聲。

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



目前在特朗普2.0的貿易形勢是怎樣？

關稅上不再TACO (“Trump Always Chicken Out”，特朗普總是臨陣退縮)

在當初首次延長的關稅最後期限7月9日臨近之際，美國總統特朗普宣佈對數十個經濟體以及大宗商品徵收更激進的關稅。然後宣布2025年8月1日將作為所有擬徵關稅生效的新日期，沒有進一步延長。貿易夥伴實質上獲得了額外的三週時間談判並達成協議，否則將面臨更具侵略性的關稅。越南迅速與美國達成了協議，其中包括商品的轉運條款。此後，各國加速與美國達成貿易協議的進程，而最新達成的是日本、菲律賓和印尼。此外，最近通過的「大而美法案 (OBBBA)」，已通過減稅和財政

計劃，為特朗普總統在關稅方面提供了額外籌碼。美國最新的預算盈餘(自2017年以來首次)也為特朗普總統增添推進關稅議程的動力。我們在貿易上的基本預測是對所有國家徵收10%的最低關稅。但考慮到這些關稅對財政收入以及特朗普總統地位的重要性，我們預測基準平均對等關稅稅率最終落在15至20%之間，這與目前宣佈的協議一致。

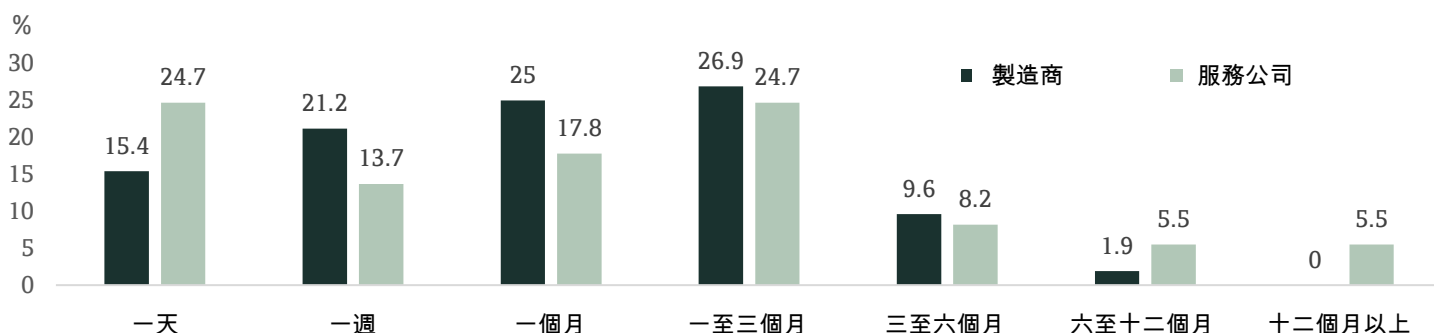
美國8月1日加徵的新關稅將如何影響通脹？

關稅轉嫁將是關鍵所在

自8月1日起，對出口至美國的商品徵收的新關稅將落地。目前美國的庫存表明，加徵新關稅前的商品可能在2025年6月至8月間清倉。針對關稅的調查顯示，大多數受影響的公司打算在1至3個月內迅速將新增成本轉嫁至商品價格。有些公司甚至因預計新庫存成本更高而打算提早加價。事實上，美國6月的消費者物價指數(CPI)報告也清楚地顯示關稅轉嫁到了商品價格上，儘管整體數據受

到非必需消費品類別和汽車價格更疲軟的限制。轉嫁的幅度同樣也是關鍵所在。進口商、出口商和消費者在內的所有持份者都可能會承擔部分上漲的價格。總體而言，在7月至9月期間關稅轉嫁和通脹影響可能會更加強勁。而即將公布的七月和八月通脹數據或將進一步證實這一點。

圖1.
紐約聯儲調查的關稅轉嫁時間
(業務佔比%)



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年7月23日。
過往表現並非目前或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

？ 美國關稅將如何影響美聯儲的利率路徑？

美聯儲大機會於今年9月和12月減息

在利率進一步正常化之前，美聯儲一直保持其依靠數據作決策的方法立場。隨着8月1日的延長關稅最後期限臨近，美國的總體有效稅率應該會變得更加明確，且將是自1943年以來的最高值。如前所述，預計關稅對通脹影響將於今年第三季度浮現，因此接下來幾個月的通脹數

據將為美聯儲提供關於關稅對經濟影響的明確指標。美聯儲內部鴿派陣營正在壯大，而解僱美聯儲主席鮑威爾的傳聞也增加了減息預期。總括而言，我們保持對美聯儲就目前而言的政策調整略顯滯後的想法不變。因此，我們仍認為今年會於9月和12月各減息一次，然後在2026年上半年再減息兩次，使得終端利率達到3.5%。

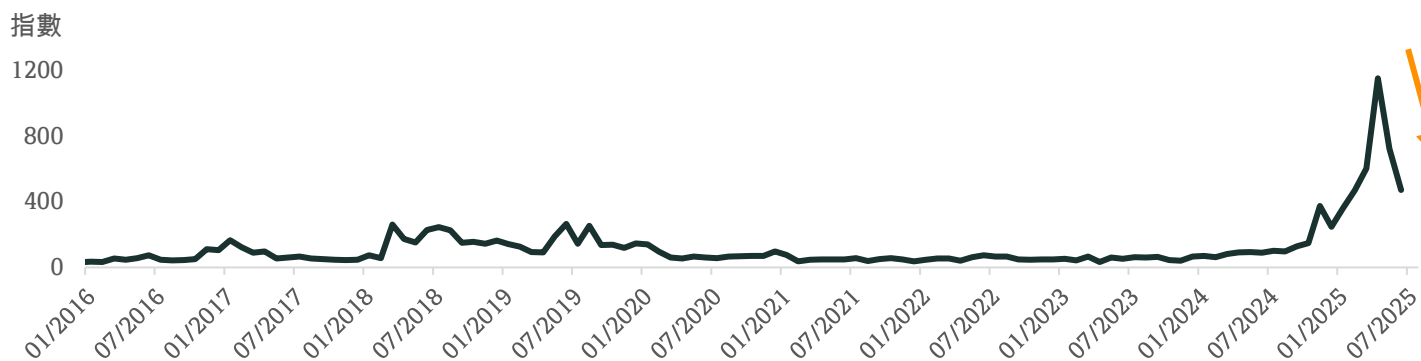
？ 投資者應否擔憂進一步的關稅不確定性？

貿易政策不確定性在4月2日達到頂峰後回落

儘管有越來越多的頭條新聞提及關稅，但我們開始看到美國關稅的不確定性正在降低。事實上，我們已接近這場關稅博弈的尾聲，而非開端。貿易不確定性很可能在4月2日「解放日」已達到頂峰。隨着中美兩國關係發展向好，不確定性的水平顯著減低。因為中美兩國持續化解圍繞稀土金屬和半導體出口的敏感問題，美國與中國的貿易休戰可能會延續到8月12日之後。隨着關稅水平變得更加清晰，我們看到貿易不確定性在持續減少，這對企業制定資本支出計劃至關重要。然而，有關涉及商

品轉運的交易仍然存在問題，因為特朗普政府尚不清楚如何明確區分非法逃稅的貿易路線調整和貿易重新分配。在增長方面，我們的基本預測仍然是美國經濟增長將放緩（這一預測較年初時有所上調），而不是經濟衰退。儘管貿易不確定性有所減少，但其仍然維持高企，且不能忽視持續的地緣政治緊張局勢，動蕩時期可能隨時重臨。畢竟，VIX指數在「解放周」期間一度飆升至60後，回落到目前16的水平。

圖2.
貿易不確定性指數下降

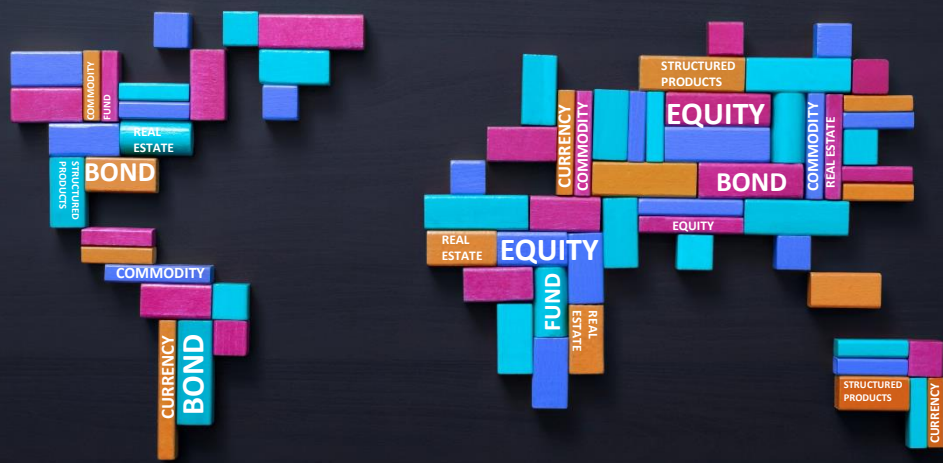


資料來源：Macrobond、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年7月23日。
過往表現並非目前或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界



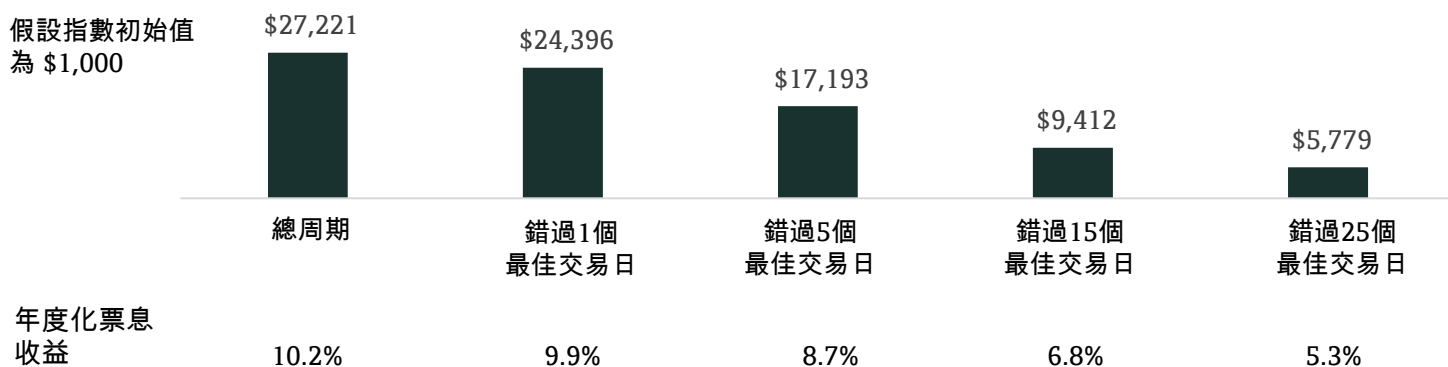
？ 投資者應該如何佈局以應對波動市況？

分散風險以強化投資組合

動蕩時期對投資者而言尤其具挑戰性。即使在這次對等關稅風波結束後，特朗普的不確定行徑所帶來的風險也難以消失。因此，在這樣的市場環境中保持投資紀律至關重要。戰略資產配置應該是每個投資者的重心。我們的投資主題「多元化是唯一的免費午餐」從年初至今已錄得回報，因為重倉非美國股票、黃金、另類投資及貨幣多樣化提升了經風險調整的回報。

此策略透過投資於多個資產類別，包括另類投資、大宗商品及非週期性策略，以帶來長期穩定回報。若想戰術資產配置實現超額收益，確保根據最新市場觀點調整投資組合亦至關重要。更重要的是，進入市場的時間長度重要過擇時入市的時間點。研究表明，在長達20多年的投資時期中，若投資者哪怕只錯過了1至5個最佳交易日，就可以損失高達2%年復合回報。因此，持續投資將是關鍵。

圖3 .
標普500指數(1990年至2023年)的表現



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年7月23日。
過往表現並非目前或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變 通世界

我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年7-8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、新加坡及印尼	■ 對全球股票維持中性。我們將歐洲的評級提升為正面。
			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，我們對出口企業保持謹慎，偏好那些從基建計劃和其他經濟刺激措施中受益的行業。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	■ 看好美國、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	■ 黃金—中性。預期會有短期整固及目標為每安士3,300美元。可趁低吸納。 ■ 石油—維持負面。布倫特原油目標價格為每桶60-70美元。 ■ 基本金屬—中性。認為貿易戰可能導致經濟放緩。
			美元兌日圓		■ 12個月目標為140
外匯			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7.20
另類投資	+	+	對沖基金 (長/短倉股票, 相對價值)		■ 對環球宏觀及事件驅動策略持中性。

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面

攜手變通世界



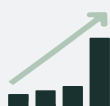
BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

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	1.7	1.5	2.9	2.9	3.2
	日本	0.1	0.7	0.4	2.7	3.3	2.1
	歐元區	0.8	1.2	1.3	2.4	2.1	1.9
	英國	1.1	1.2	1.0	2.5	3.3	2.6
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	1.7	2.3	2.2	2.1
	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	2.0	2.4	0.4	0.8	1.6

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7月25日

*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年7月25日



經濟增長

- 《大而美法案》(OBBBA) 的通過沒有改變我們對美國經濟增長的預期軌跡—依然被關稅拖累與因稅收及支出法案帶來僅適度的新動力所影響。但它增強了我們對美國經濟將避免衰退的信心。
- 我們估計歐元區受惠於國防和基礎設施的承諾投資，2025年至2027年的平均GDP年增長為1.4%。若沒有承諾投資，GDP年增長將較疫情前低。



通脹

- 美國6月的消費者物價指數(CPI)報告清楚地顯示關稅轉嫁到了商品價格上，儘管整體數據受到非必需消費品類別和汽車價格更疲軟的限制，我們預期核心通脹將會由7月消費者物價指數報告開始按月回升。
- 對於歐元區，即使歐盟與美國達成貿易協議框架，在預期通脹持續低於目標以及高關稅所帶來的增長風險上升之下，我們預期歐央行於9月份會減息至1.75%。



股票

😊 正面

😐 中性

😞 負面

全球整體：中性			亞洲整體：正面		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
國家			國家		
▲ 歐元區 英國、日本 新興市場			中國 新加坡 南韓 印尼	台灣 印度、泰國 馬來西亞 菲律賓	-
行業			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	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

- 我們將歐洲股票的評級上調至正面，因為不確定性減少，增長的上行風險顯現。我們偏好業務集中本地市場的大型企業。但在歐元強勢下，我們對歐盟出口企業保持謹慎。

■ 我們對環球股票保持中性的原因包括，(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。我們更傾向於保持一定程度的謹慎，因為波動性回升可能為投資者提供更具吸引力的股票入市機會。
- 我們對中國股票維持正面。近期，由於北京提倡「反內捲」，結束價格戰和改善產能過剩的希望浮現，提振市場情緒。

■ 我們也相信，由於中國政府支持經濟和股市，下行風險是有限的。中國股票的估值，尤其科技股，因向上修正盈利預測而見吸引力。而中國的銀行和電訊行業仍然提供不錯的股息。

		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	3.1	9.3	23.9	1.2	24.8	4.7	28.9	25.3	11.8
	日本	-0.2	12.7	6.3	2.5	16.7	1.5	12.2	9.3	9.8
	歐元區	1.6	25.6	-0.3	3.0	15.4	2.1	17.2	21.1	20.9
	英國	1.4	22.0	7.5	3.4	13.3	1.9	21.7	6.1	10.0
北亞	中國	6.1	8.6	7.0	2.0	16.6	2.0	14.8	13.4	28.8
	香港	6.4	29.7	24.2	3.5	10.5	1.2	13.5	30.4	13.7
	南韓	2.4	42.8	-21.7	1.7	11.4	1.3	13.1	40.7	42.8
	台灣	5.2	16.1	24.0	2.9	16.6	2.8	24.5	33.1	34.7
亞洲	印度	-4.6	0.2	12.7	1.0	22.8	3.8	19.8	12.2	17.1
	印尼	7.0	5.0	-0.4	3.0	16.9	2.9	14.7	30.6	3.0
	馬來西亞	0.1	1.3	21.5	3.6	14.8	1.5	11.9	16.9	14.7
	菲律賓	-0.8	4.9	9.0	3.0	11.0	1.4	19.0	9.7	9.8
	新加坡	6.8	23.5	14.8	4.8	12.9	1.2	12.3	58.2	8.5
	泰國	12.2	-4.1	5.2	4.2	12.8	1.2	14.3	4.0	10.5

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7月25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		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
美國國債 德國國債 英國國債 歐元及英鎊投資 級債	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 菲律賓 印尼 香港 印度、中國 澳洲	

		總回報(%)			最差孳息率 (%)
		月內 (6月30日至7月25日)	年初至今	2024	
亞洲	亞洲美元債券	0.2	4.5	4.5	5.0
	亞洲當地貨幣債券	0.0	10.0	1.0	3.6
	中國	0.2	4.3	5.7	4.9
	香港	0.1	4.4	4.7	4.9
	印度	0.5	5.2	7.4	5.7
	印尼	0.5	4.8	0.8	5.2
	新加坡	-0.2	3.6	3.0	4.5
	南韓	0.0	3.9	4.4	4.6
	菲律賓	0.4	5.2	1.4	5.2
匯兌及其他	美國10年期國債	-0.7	4.5	0.1	4.3
	美國投資級債	-0.4	3.6	1.3	4.6
	美國高收益債	0.5	5.1	8.2	7.0
	新興市場美元債	0.3	4.5	5.2	5.2

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7月25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：我們仍然認為歐洲央行將於九月作最後一次減息，終端利率為1.75%，並在2026年尾加息。另外，我們維持之前預期，美聯儲今年將減息兩次，2026年再減息兩次，最終利率為3.5%。

■ 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%，但要當心在年末之前再融資風險高企，而出現短期波動。德國的長期利率在短期內應該會有較少波動，並會在2026年上升（2026年中前目標為2.75%）。我們繼續看好美國、英國和德國國債以及美國通脹掛鈎債券。
- 企業投資級別債券：相較美元投資級別債券（中性觀點），我們更偏好歐元區投資級別債券（正面觀點），因為後者的信用指標較好、波動性較低，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：儘管面對環球風險，高收益利差已收窄。違約率保持在低水平，基本面仍具韌性。不過，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

😊 正面

😐 中性

😞 負面

12個月的外匯觀點

日圓
歐元
南韓圓
台幣英鎊
人民幣
菲律賓比索
澳洲
印尼盾
新加坡元
紐西蘭元
馬來西亞幣
泰銖美元
加元
印度盧比

- **歐元：**我們相信資本已經開始重新配置，遠離美國資產，而這一趨勢不會因關稅減緩而逆轉。持續的財政壓力強化了我們對美元的負面展望。所以，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。
- **澳元：**澳洲央行在五月將其政策利率下調25基點至3.85%。我們繼續認為全球風險偏好、美中貿易關係及中國增長等外部因素對澳元的影響大於其國內基本面。我們維持澳元兌美元三個月目標價0.66，並將十二個月目標價改為0.66。

大宗商品

基本金屬
黃金

石油

- **黃金：中性—黃金：**中性一金價經歷過急速升浪，加上貿易戰和軍事衝突有機會降溫，我們預期金價會出現短期整固，已於五月初對黃金看法改為中性。不過，一旦貿易和/或軍事緊張局勢再次升級，或者投資者對美國的赤字和債務變得更加擔憂，黃金仍然可以繼續擔當其避險角色。我們對金價的目標為每盎司3300美元。
- **石油：負面—**因美國總統特朗普的政策傾向於降低油價，加上需求增長有限，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：中性—**我們認為貿易戰可能導致經濟放緩，從而令基本金屬的需求減少。長期而言，能源轉型及基礎設施的對其的需求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7月25日	觀點	目標	觀點	目標	
成熟市場	美元指數*	97.65	=	98.8	-	95.3	
	日本	147.7	=	145	+	140	
	歐元區	1.174	=	1.15	+	1.20	
	英國	1.344	=	1.35	=	1.38	
	澳洲	0.657	=	0.66	=	0.66	
	紐西蘭	0.602	=	0.60	=	0.60	
	加拿大	1.370	-	1.40	-	1.40	
亞洲（日本除外）	中國	7.168	=	7.20	=	7.20	
	南韓*	1,383	=	1,360	+	1,330	
	台灣*	29.44	=	29.0	+	28.2	
	印度	86.52	=	86.0	-	88.0	
	印尼*	16,315	=	16,200	=	16,000	
	馬來西亞*	4.223	=	4.23	=	4.17	
	菲律賓*	57.13	=	56.3	=	55.6	
	新加坡*	1.282	=	1.27	=	1.25	
	泰國*	32.38	=	32.5	=	31.8	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年7月25日

*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年7月25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