

2025年4月

投资导航

亚洲版



科技与动荡：波动世界中寻宝



本期《投资导航》重点探讨投资者如何应对地缘政治和贸易紧张局势加剧的波动市况，并留意当中带来的新风险和机遇。

美国总统特朗普的关税战带来有史以来少见的全球政策高不确定性及市场动荡。与此同时，今年还有两件改变世界格局的大事件成为市场焦点——

(1) 中国的DeepSeek技术发展，

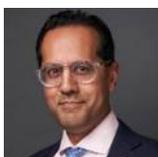
以及

(2) 德国的财政改革。

这些变革将对经济和投资产生什么影响？

投资者应确保建构具韧性的投资组合，去抓住新机遇，并应对不断增加的不确定性所带来的市场波动。

Prashant BHAYANI
法国巴黎银行
财富管理
亚洲首席投资官



谭慧敏
法国巴黎银行
财富管理
香港首席投资策略师



刘杰俊
法国巴黎银行
财富管理
亚洲投资专家





美国总统特朗普上任100天内推动建立新世界秩序



“特朗普为美股托市(Trump Put)”或“美联储托市(Fed Put)”均未显现；“贝森特托市(Bessent Put)”正成形。

美国总统特朗普在上任首100天内签署了超过100项行政命令，主要涵盖以下领域：移民改革、关税政策、削减联邦开支、劳动力优化以至外交政策调整等。

迄今最令市场意外的，是特朗普在关税政策上的激进立场。而当前可能尚未达到关税峰值，因为美国“解放日”宣布的“对等关税”，已为进一步升级预留空间，以应对其他国家潜在的反制措施。美国政府更计划利用关税收入资助潜在减税政策。因此，尽管部分国家的关税可能通过双边谈判从高点调降，但最终基准关税仍趋向更高。

特朗普正试图将美国重新定位，让重要的制造业回归本土。美国占全球消费量30%。因此，由于企业不愿意承担更高的关税风险，供应链中断是不可避免的。

尽管关税能否成功推动“美国制造业复兴”仍有争议，但创纪录的政策不确定性已经对美国经济造成冲击，消费者信心指数跌至四年来低位，而ISM制造业采购经理人指数(PMI)在3月份亦跌入收缩区域。

大规模关税引发市场对经济衰退的担忧，加剧金融市场震荡。短期内，投资人应保持谨慎，因市场正计入美国滞胀和全球衰退风险上升。

特朗普政府承认关税将导致短期阵痛。而美联储官员则对降息持谨慎态度，因关税引发通胀风险。因此，短期内“特朗普为美股托市(Trump Put)”和“美联储托市(Fed Put)”均未显现。反而，“贝森特托市(Bessent Put)”似乎正在成形，因美国财政部长贝森特正着力降低美国国债收益率。然而，在近期债券市场上涨之后，由于担心中国和其他国家将报复性地“抛售”美国国债，收益率再次上升。

特朗普政府曾表示要避免美国经济面临衰退，所以一旦美国经济前景快速恶化，政策转向就有可能发生。我们要密切关注美国首次申请失业救济人数和美国高收益信用违约交换(CDS)利差两个关键指标。“美股托市(Trump Put)”或“美联储托市(Fed Put)”是否会超预期提前回归？2026年是美国建国250周年，而中期选举将于11月举行。目前政府正致力于解决移民、关税和美国政府效率部(DOGE)的联邦成本削减等抑制增长议程。而减税和监管松绑等促进增长议程何时重回焦点？

中国及德国在改变世界格局上所担任的角色

中国

在DeepSeek的成功推动下，中国大量人工智能模型席卷全球。这对全球AI生态系统具有变革性意义，因其加速了更广泛的AI技术开发及应用。中国的高成本效益的模型也在挑战美国的人工智能主导地位。其中七大美国科企因一直过度拥挤的配置、盈利放缓，以及估值仍然相对昂贵，今年年内由市场追捧的“Mag 7”变为市场滞后的“Lag 7”。此外，市场对超大型云端服务商的投资回报率(ROI)提出质疑，因其在AI领域投入了巨额资本支出。

德国

另一个改变世界格局的是德国财政政策发生180度改变，从多年的紧缩政策转向增加国防和基础设施支出。尽管财政刺激带来的正面增长动力可能会被今年额外20%关税的负面影响完全抵销，但长期来看，这仍然是欧元区在经济增长上的一个重大良好基本面改变。

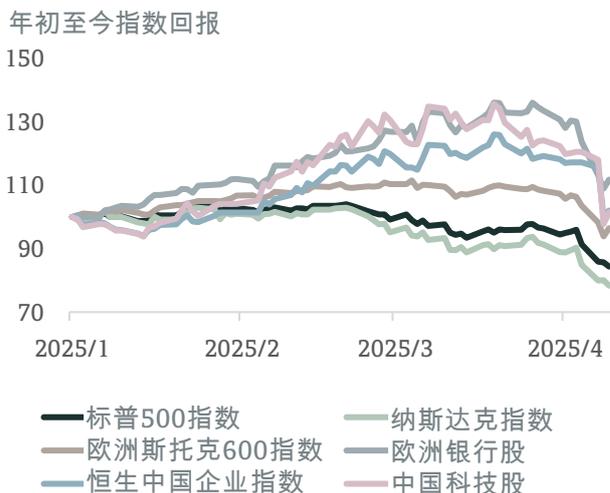


由MAGA 转到MCGA 及MEGA

年初至今，中国及欧洲股市均相对跑赢美国股市(图一)。尽管特朗普实施的大规模关税政策导致当前全球股市出现调整，但抄底机会正在涌现，尤其是中国科技股和欧洲银行等板块。

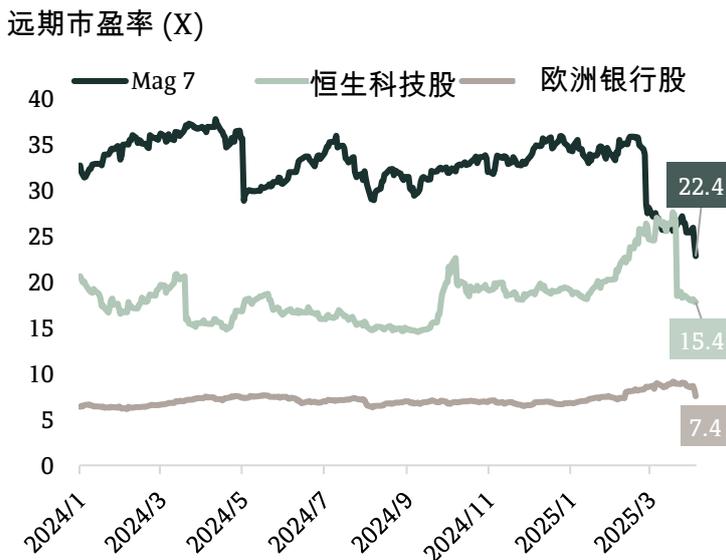
中国科技股的估值较美国Mag 7出现较大折让。即使最近后者遭到抛售，但Mag 7的平均远期市盈率仍为约22倍，而恒生科技股指数则为约15倍。欧洲银行股亦然，尽管其今年初出现了强劲反弹，但其平均远期市盈率仅为约7倍(图二)。

图1：中国及欧洲股票年初至今均相对跑赢美国股票



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月9日
过往表现并非现时或未来表现的指标。

图2：股市调整令抄底中国科技股和欧洲银行的中长线机会涌现

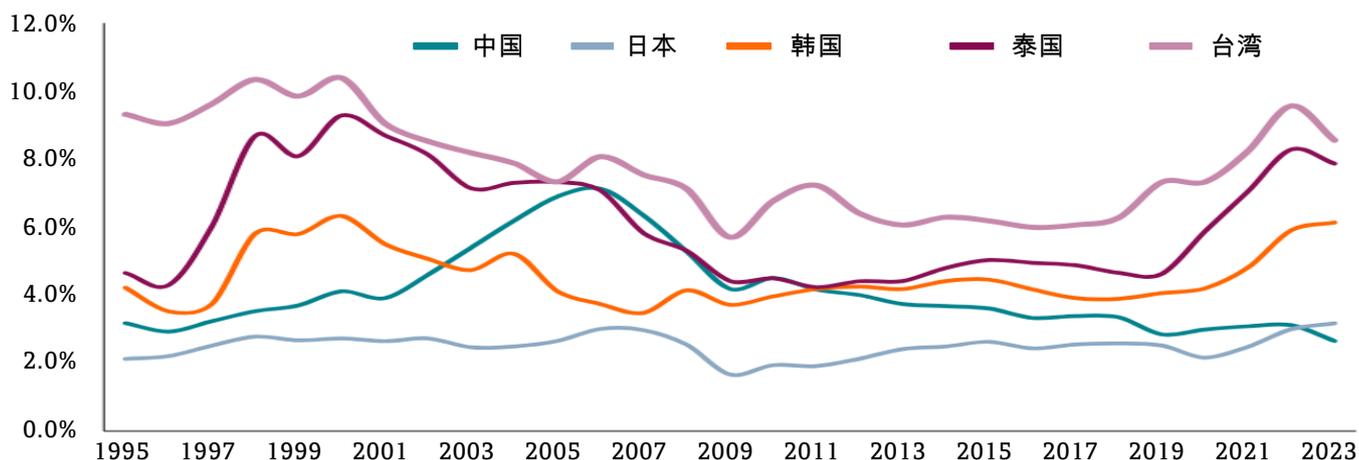


资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月9日
过往表现并非现时或未来表现的指标。

中国受美国加征关税的影响较其他亚洲国家小吗？

图3：
中国对美国出口占其国内生产总值(GDP)仅2.8%

部分亚洲国家对美出口制成品占其GDP的百分比



资料来源：联合国贸易和发展会议、彭博、Factset、法国巴黎银行Exane研究，截至2025年3月31日
过往表现并非现时或未来表现的指标。

中国对美国出口占其国内生产总值(GDP)仅2.8%。相较之下，越南对美出口占25%、台湾占14%、韩国占7%、日本占4%。

图4：
中国受海外收入影响相对较小

海外收入占总收入的百分比 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
台湾	66%	68%	67%	67%	69%	68%	68%	69%	73%	70%
韩国	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	45%	46%	44%
日本	34%	36%	37%	36%	38%	38%	37%	37%	41%	44%
印度	25%	24%	24%	23%	23%	22%	22%	20%	20%	20%
中国	12%	11%	16%	12%	12%	13%	11%	12%	13%	12%

资料来源：联合国贸易和发展会议、彭博、Factset、法国巴黎银行Exane研究，截至2025年3月31日
过往表现并非现时或未来表现的指标。

中国股票市场的海外收入占比仅12%。相反，台湾的海外收入占比为70%，韩国及日本则为44%。

资金回流中国股市

我们预期更多本地及海外资金流入中国A股及香港股市。主要驱动因素为

-  高性价比的人工智能模型
-  以国内市场为导向
-  人民币存款利率偏低
-  政府要求长期资金购入股票
-  南向资金进一步流入
-  估值处于合理区间
-  额外刺激政策
-  外资持股比例偏低

建构具韧性的投资组合助穿越市场波动时期

鉴于政策不确定性增加，投资人现应确保拥具韧性的投资组合，助穿越市场波动时期。建议投资方式如下：

	<p>分散投资于非相关性资产以降低整体投资组合的波动性 (防御型美国板块·中国/欧洲/日本的内需导向精选板块·贵金属及私募资产)</p>
	<p>收益型投资组合 (债券·股息收入·结构性票据票息)</p>
	<p>透过结构性产品方案从高波动性中获利</p>

我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2025年4月

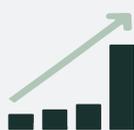
	看法		组成部分	看好	评论
	目前	上月			
股票	=	+	市场	英国、日本、巴西、中国、韩国、新加坡及印尼	<ul style="list-style-type: none"> 我们将股票评级下调至中性，等待更多有关关税和流动性的正面讯号。我们也将美国股票敞口下调至负面。
			行业	工业、医疗保健	<ul style="list-style-type: none"> 我们避开欧元区石油及天然气、消费必需品、美国科技及美国非必需消费品
			风格/主题	大趋势主题	<ul style="list-style-type: none"> 循环经济、电动化、安全及收入主题
债券	=	=	政府债	欧元区、英国	<ul style="list-style-type: none"> 我们对美国国债技术性看好，美国10年期国债收益率的3个月目标为4%。 我们对长期收益率预测维持不变。美国10年期国债收益率的12个月目标为4.25%。德国10年期国债收益率目标为2.5%。
			板块	欧元及英镑投资级别	<ul style="list-style-type: none"> 我们继续看好欧元和英镑投资级别企业债券。 我们对高收益债券和新兴市场债券(美元+当地货币)持“中性”看法。
现金	-	-			
大宗商品	=	+		黄金	<ul style="list-style-type: none"> 黄金 —“正面”：12个月目标为每盎司3200美元。 石油 —“负面”：布兰特原油价格目标区间为60-70美元。 基本金属 —“中性”：关税上升削弱制造业前景
外汇			美元兑日元		<ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为150
			欧元兑美元		<ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为1.15
另类投资	+	+		对冲基金(事件驱动型，长/短仓股票，相对价值)	<ul style="list-style-type: none"> 对全球宏观环境持“中性”看法

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

GDP和CPI预测

		国内生产总值/GDP (同比%)			居民消费价格指数/CPI (同比%)		
		2024	2025f	2026f	2024	2025f	2026f
成熟市场	美国	2.8	1.8	1.3	2.9	3.3	3.4
	日本	0.1	1.0	0.2	2.7	3.2	2.1
	欧元区	0.7	1.3	1.5	2.4	2.2	2.0
	英国	0.9	1.1	0.9	2.5	3.3	2.5
北亚	中国	5.0	4.5	4.3	0.2	0.8	1.0
	香港*	3.2	3.0	2.9	1.7	2.3	2.4
	韩国	2.2	1.6	1.9	2.3	2.2	2.1
	台湾	4.4	2.4	2.0	2.2	1.9	1.9
南亚	印度	8.2	6.2	6.7	5.4	4.8	4.2
	印尼	5.0	5.0	5.0	2.4	2.3	2.5
	马来西亚	5.5	4.6	4.0	1.9	2.3	2.4
	菲律宾*	5.8	6.1	6.3	3.3	3.0	3.0
	新加坡	4.0	2.4	2.0	2.8	1.7	2.0
	泰国	2.8	2.7	2.2	0.4	1.3	1.7

资料来源：法国巴黎银行经济研究中心、法国巴黎银行环球市场，截至2025年4月14日
*国际货币基金组织资料及预测，截至2025年4月14日



经济增长



通胀

- 美国在“解放日”推出史上最严峻的关税政策，这应该会使有效关税税率从特朗普任期前的约2.5%上升至最近的22%。远超预期的贸易关税已令部分国家，特别是中国实施反制政策。尽管我们认为大多数国家应该会进行谈判，但对全球经济，尤其是对美国造成巨大冲击已是无可避免的。关税的持续不确定性（时间表及可能的新变化）对消费者和企业情绪均产生影响。因此，我们将对2025年美国GDP预测从先前的2.5%下调至1.8%，并可能会进一步下调。
- 关税不确定性（以及潜在的报复）持续的时间越长，对通胀和全球经济增长的影响就越大。因此，近期通胀预期飙升并不令人意外。闪电式推一系列针对现代复杂供应链的关税政策几乎可肯定会导致全球生产者价格指数和消费者物价指数上升。眼见中美最近针锋相对的贸易对峙，预计美国通胀将大幅上涨。

股票

😊 正面 😐 中性 😞 负面

全球整体：中性

😊 正面			😐 中性			😞 负面		
国家								
英国			欧元区			▼ 美国		
日本								
新兴市场								
行业								
医疗保健			通信			必需消费品		
工业			▼ 房地产			▼ 能源		
公用事业			▼ 金融			▼ 科技		
			▼ 材料			▼ 非必需消费品		

亚洲整体：正面

😊 正面			😐 中性			😞 负面		
国家								
中国			台湾					
新加坡			印度 泰国					
韩国			马来西亚					
印尼			菲律宾					
行业								
通信			材料					
▼ 必需消费品			▼ 房地产					
必需消费品			金融					
科技			医疗保健					
			公用事业					
								工业
								▼ 能源

- “解放日”过后，市场对爆发全球贸易战担忧加剧，全球股市出现剧烈震荡。其中中国采取反制措施后，中国股市于4月7日大跌，属历来最严重的单日抛售之一。短期内，我们预期波动持续。而相信其他地区的进一步反制亦会削弱市场情绪。
- 我们将长期对股票的看好立场下调至中性。特朗普宣布的对等关税显然不利全球经济增长，甚至对美国造成滞胀的风险。

- 我们也将对美国股市从中性下调至减持。因关税公布后对消费产生负面影响，同时推高企业成本，双双导致企业利润下跌。而以上因素均未反映在分析师预期内。
- 我们继续看好非美国股票。从三月开始，投资者已开始从青睐美国股市改为除美国以外的全球股市。市场调整为中国、日本和/或欧洲的内需主导股票提供了中长期买入机会。

		1个月(%)	年初至今 (%)	2024年 (%)	远期市盈率 (倍)	历史市帐率 (倍)	股息率 (%)2025f	每股盈利增长(%) 2025f	每股盈利增长(%) 2026f	股本回报率(%) 2025f
成熟市场	美国	-6.0	-4.8	23.4	21.0	4.8	1.6	11.6	14.7	19.0
	日本	-1.5	-5.4	18.5	14.3	1.6	2.2	3.0	8.1	9.3
	欧元区	-3.2	7.3	6.8	14.3	1.9	3.0	6.1	11.6	13.2
	英国	-2.3	5.3	5.3	12.1	2.0	3.5	5.5	11.4	14.3
	亚洲(日本除外)	-0.2	1.4	9.8	13.2	1.8	2.5	12.5	13.2	12.1
北亚	中国	1.9	14.6	16.3	11.4	1.6	2.6	8.6	11.6	11.6
	中国 - A股	-0.1	-1.2	14.7	12.0	1.7	3.0	9.9	8.2	10.3
	香港	-0.6	3.9	-4.7	12.1	1.0	4.3	8.0	7.5	7.8
	韩国	-0.8	4.0	-13.7	8.9	0.9	2.4	19.7	18.0	10.5
	台湾	-10.7	-11.8	40.9	15.2	2.9	2.4	17.9	15.8	17.0
南亚	印度	6.8	-3.3	14.3	21.6	3.8	1.2	16.9	14.9	14.8
	印尼	5.7	-9.4	-12.3	9.9	1.8	7.7	0.5	6.3	16.0
	马来西亚	-3.9	-8.4	12.8	12.7	1.3	4.1	6.0	7.1	11.0
	菲律宾	3.6	-2.8	1.6	10.2	1.7	2.9	9.5	9.5	14.8
	新加坡	1.0	4.9	20.0	14.2	1.6	4.7	6.8	7.9	10.8
泰国	-3.6	-15.1	-1.6	14.1	1.6	4.2	11.9	10.1	10.6	

资料来源：明晟指数(以当地货币计价)、彭博、汤森路透Datastream、法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月14日

固定收益

😊 正面 😐 中性 😞 负面

全球整体：中性

整体亚洲(美元)：中性



▲ 美国国债
德国国债
英国国债
欧元及英镑投资级债

美国投资级债
高收益债
新兴市场债
(当地货币)
新兴市场债
(硬货币)

日本
新加坡

韩国
印度
菲律宾
印尼
香港
中国

		总回报(%)			最差收益率(%)
		1个月	年初至今	2024	
亚洲	亚洲美元债券	-0.1	2.4	4.5	5.1
	亚洲当地货币债券	0.6	2.1	1	4
	中国	0.2	2.7	5.7	5.1
	香港	0.1	2.6	4.7	4.9
	印度	-0.3	2.4	7.4	6
	印尼	-1.4	1.5	0.8	5.5
	新加坡	-0.1	2.4	3	4.5
	韩国	0.3	2.3	4.4	4.6
	菲律宾	0.1	2.7	1.4	5.3
其他	美国10年期国债	0.5	3.4	0.1	4
	美国投资级债	0	2.8	1.3	4.6
	美国高收益债	-1	1	8.2	7.7
	新兴市场美元债	-0.1	2.5	5.2	5.5

资料来源：巴克莱指数、彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月14日

美国国债收益率 12个月目标 (%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	4.25	4.25	4.25	4.5

- **利率预测：**我们维持今年两次降息25个基点的预测，到年底终端利率为4%。在经济增长放缓的背景下，降息很可能在2025年下半年发生。同样，我们预期欧洲央行今年亦降息两次，将存款利率降至2%。
- **国债：**我们技术性看好美国国债，因4月初美国10年国债收益率攀升至4.5%。如果关税长期维持高位，美国滞胀和全球经济衰退的风险就会增加。我们预期美国将与大多数国家启动贸易谈判。在此背景下，我们将美国10年期国债收益率的3个月目标修订为4%。
- **我们对美国10年国债收益率之12个月预测维持4.25%，德国的则为2.50%。**另我们继续看好欧元核心政府公债和欧元区高等级公司债。
- **企业投资等级债券：**我们看好投资等级信贷，尤其是欧元区金融信贷，因其具有十年高收益率及强劲资产负债表。另我们对英国投资等级企业债券转正面。

外汇与大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 负面

12个月的外汇观点



欧元
英镑
新西兰元
加元
韩元
印尼盾
印度卢比
澳元
新台币
马来西亚币
美元
菲律宾比索
泰铢
日元
新加坡元

大宗商品



黄金 ▼ 基本金属 石油

■ **欧元**：高关税将降低美国未来几年的增长潜力，并存在滞胀风险。美国经济前景的高不确定性叠加欧洲相对较佳的增长前景，可能促使欧洲投资者将投资组合由美国分散至欧洲。此外，我们认为收益率差异的转变对美元较为不利。因此，我们将欧元兑美元的3个月目标价调整为1.12，12个月目标价调整为1.15。

■ **黄金**：我们对黄金维持正面，12个月目标价为3,200美元/盎司。央行继续增持黄金及降息，以至持续的地缘政治和经济不确定性都支撑金价向上。目前金价牛皮提供了追入良机，特别是当价格跌破3000美元/盎司时。

■ **石油**：我们维持“负面”看法，12个月内的目标区间为60-70美元。特朗普的政策不利油价，更令石油需求疲弱；同时非石油输出国组织(OPEC)供应增长以及油组及其盟友(OPEC+)计划自今年4月起增加产量，油价下行风险依然存在。

■ **基本金属**：我们对基本金属的看法由正面转为中性。动荡不安的局势扰乱了该行业，关税上调也损害了制造业的前景。

外汇预测

	现货价 截至2025年3月31日	3个月		12个月		
		观点	目标	观点	目标	
成熟市场	美元指数*	104.21	-	101.4	-	99.1
	日本	149.5	-	150	-	150
	欧元区	1.080	+	1.12	+	1.15
	英国	1.291	+	1.35	+	1.39
	澳洲	0.623	+	0.66	=	0.64
	新西兰	0.571	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.439	-	1.45	=	1.40
亚洲 (日本除外)	中国	7.252	=	7.30	=	7.30
	韩国*	1,473	=	1,460	+	1,420
	印度	85.47	-	88.0	-	88.0
	印尼*	16,560	=	16,500	=	16,600
	马来西亚*	4.438	=	4.46	=	4.38
	菲律宾*	57.23	=	57.5	=	56.9
	新加坡*	1.344	=	1.34	=	1.31
泰国*	33.93	=	33.9	=	33.4	

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月14日
*法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年4月14日

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

联系我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia



免责声明

请点击以下链接仔细阅读免责声明：

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