

2025年5月

投资导航

亚洲版



关税风波来去匆匆：牛、熊与野兽

今期投资导航探讨关税动荡，由升级到最近的逆转，对经济、市场和投资的影响。

Bulls看牛的投资者

看牛的投资者(乐观的投资者)预计，美国将与一些主要国家达成贸易协议，令关税局势进一步缓和。

Bears看熊的投资者

看熊的投资者(悲观投资者)认为持续的贸易不确定性令消费及营商信心减弱，经济衰退风险日益增加。



Beasts野兽

投资者在市场波动期间因贪婪或恐惧导致非理性行为，属于投资情感上的野兽。分散投资才是应对关税危机带来的潜在风险和机遇的最佳策略。

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



牛市与熊市之间的拔河



我们的基本预测是美国可能会勉强避免经济衰退。

受惠特朗普暂缓关税及中美贸谈取得良好进展，市场迎来反弹。加上，美企财季业绩优于预期，亦令市场情绪转好。“贝森特托市(Bessent Put)”似乎是到位的，因为特朗普政府对债券市场的稳定性仍然敏感。当美债收益率分别在关税“解放日”和解雇美联储主席鲍威尔的传言流出后飙升，白宫都以某种“政策转向”回应。

市场是否已触底？乐观的投资者认为，关税恐慌的高峰期可能已经过去。他们预计美国将在未来几周或几个月内与主要国家达成贸易协议，并会推出一系列减税及放宽监管等利好增长政策。

相反，悲观的投资者仍然担心衰退或滞胀风险升温，而市场尚未完全反映这些风险。此外，通过大规模的减税计划也可能令政府能否严格执行财政纪律受质疑，并对长期国债施压。

我们的基本预测是，美国经济增长放缓至经济衰退边缘，即2025年第四季国内生产总值增长0.5%，此概率为70%(见图1)。我们维持早前的观点，即美联储将在2025年下半年及2026年全年各降息两次，终端联邦基金利率为3.5%。

我们依然认为美国有20%概率出现衰退。尽管关税战降温，美国经济已被恐惧和避险情绪所笼罩，经济活动和就业将受到更严重的打击，预期失业率在2026年上半年或飙升至6%。然而经济衰退通常带来通缩，美联储可能会急剧降息以应对失业率的大幅上升。

最坏的情况是出现滞胀，其概率为10%。届时美国核心消费者物价指数(CPI)将于2026年初升至5%，而联储局只能以加息应对。

图1. 我们认为美国经济衰退的可能性为20%，滞胀的可能性为10%

最新基本预测(70% 机率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
实际GDP	%按季(季节性调整年率)				0.4	0.7	0.2	0.8	1.3	1.6	1.6	1.7
	%同比	2.8	1.3	1.1	2.2	1.6	0.9	0.5	0.7	1.0	1.3	1.5
失业率	期内平均值%	4.0	4.4	4.9	4.1	4.2	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9
核心消费者物价指数	%同比	3.4	3.4	4.0	3.1	3.0	3.5	3.9	4.1	4.4	4.1	3.6

衰退 (20% 机率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
实际GDP	%按季(季节性调整年率)				0.4	-1.5	-2.0	-2.0	0.0	1.0	2.0	1.5
	%同比	2.8	0.4	-0.2	2.2	1.1	-0.2	-1.3	-1.4	-0.8	0.2	1.1
失业率	期内平均值%	4.0	4.6	6.0	4.1	4.3	4.7	5.2	5.7	6.0	6.1	6.1
核心消费者物价指数	%同比	3.4	3.2	2.2	3.1	3.3	3.4	3.1	2.7	2.2	2.0	1.8

滞胀 (10% 机率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
实际GDP	%按季(季节性调整年率)				0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	1.0
	%同比	2.8	1.3	0.6	2.2	1.6	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
失业率	期内平均值%	4.0	4.4	5.1	4.1	4.3	4.5	4.7	4.9	5.0	5.2	5.3
核心消费者物价指数	%同比	3.4	3.4	4.7	3.1	3.0	3.6	4.1	4.5	5.0	4.9	4.6

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月13日。过往表现并非现时或未来表现的指标。



🐼 贪婪和恐惧的情感野兽

尽管全球贸易政策的不确定性已从高峰回落，但仍然在高水平(见图2)。在此环境下，投资者应注意不要让贪婪及恐惧的情绪野兽影响投资决策。

那些担心不确定性，采取非常保守策略，重现金配置的投资者，若遇上被看涨投资者预期“最糟糕的关税动荡时期已经过去”的牛市，便只得与它擦身而过。

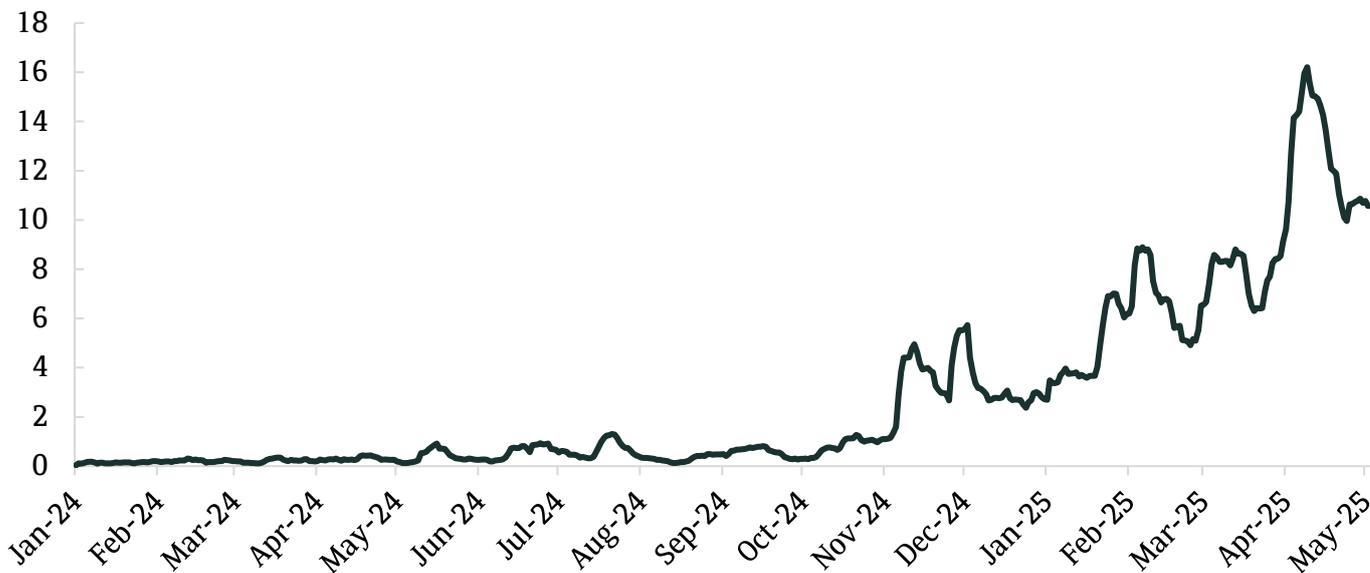
相反，那些趁最近市场好消息频出，进取地配置风险资产的投资者，一旦遇上“已知”的经济衰退或滞胀出现，就会蒙受损失。

与野兽保持距离：分散风险为上

从风险管理的角度来看，应对当前不确定环境的最佳策略是分散投资于多种货币的资产、不同经济体的股票与债券配置、贵金属、对冲基金及私募资产。多元资产投资组合能有效降低整体投资组合的波动性，因其纳入低相关性、甚至负相关性的资产类别，同时，在市场出现支持增长的政策转向时，投资者仍可参与其中。最近的市场反弹提供了一个窗口，将相对集中的投资组合调整至更具韧性且充分分散的投资组合。

图2. 全球贸易政策的不确定性从高峰下降，但仍然远高于正常水平

全球贸易政策不确定性指数



资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月6日。过往表现并非现时或未来表现的指标。

我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2025年5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"> 对全球股票维持中性。等待关税及流动性方面更多积极信号。分散投资是关键。
			行业	医疗保健与公用事业 欧洲：金融、工业、材料	<ul style="list-style-type: none"> 对美国工业由正面下调至中性。
			风格/主题	大趋势主题	<ul style="list-style-type: none"> 关注循环经济、电气化、安全及收益主题
债券	=	=	政府债	欧元区、英国及美国	<ul style="list-style-type: none"> 看好美国、欧盟核心国家及英国政府债券。同时亦青睐美国通胀挂钩债券。 对长期收益率预期不变。12个月美国十年期国债收益率为4.25%，德国十年期国债收益率为2.5%。
			板块	欧元及英镑投资级别	<ul style="list-style-type: none"> 继续看好欧元及英镑投资级别企业债券。 对高收益债券及新兴市场债券（美元及本地货币）持中性。
现金	-	-			
大宗商品	=	+		黄金	<ul style="list-style-type: none"> 黄金—转中性。预计会有短期整固，但也上调12个月目标价至每盎司3300美元。 石油—维持负面。下调布伦特原油价格至每桶55-65美元。 基本金属—中性。制造业前景因关税上调而恶化。
外汇			美元兑日元		<ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为140
			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(长/短仓股票，相对价值)	<ul style="list-style-type: none"> 由于交易减少，对事件驱动型策略从正面下调至中性。

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

GDP和CPI预测

		国内生产总值/GDP (同比%)			消费物价指数/CPI (同比%)		
		2024	2025f	2026f	2024	2025f	2026f
成熟市场	美国	2.8	1.3	1.1	2.9	3.1	3.7
	日本	0.1	0.7	0.2	2.7	3.2	2.1
	欧元区	0.8	1.0	1.3	2.4	2.1	1.9
	英国	1.1	1.0	0.8	2.5	3.2	2.5
北亚	中国	5.0	4.5	4.3	0.2	0.8	1.0
	香港*	2.5	1.5	1.9	1.7	1.9	2.2
	韩国	2.2	1.0	1.7	2.3	2.2	2.1
	台湾	4.4	2.2	2.0	2.2	2.1	1.8
南亚	印度	8.2	6.2	6.7	5.4	4.8	4.2
	印尼	5.0	4.8	5.0	2.4	1.8	2.0
	马来西亚	5.5	4.0	4.3	1.9	1.8	2.0
	菲律宾*	5.7	5.5	5.8	3.2	2.6	3.0
	新加坡	4.0	1.4	1.7	2.8	1.0	1.3
	泰国	2.8	2.0	2.4	0.4	0.9	1.5

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30日
*国际货币基金组织资料及预测，截至2025年4月30日



经济增长

- 在解放日后，我们将美国2025年GDP预测从1.8%下调至1.3%，主要考量为全球关税水平及持续时间。豁免措施及90日暂缓期为贸易谈判争取时间，减低冲击。但若在未来数周内仍未达成框架协议，我们或进一步下调预测。目前已取得较大谈判进展的国家包括印度、日本、韩国及英国。基本情境预期关税将维持较低水平，美国对盟友关税约10%，对中国的则为约30-50%。关税风波的主要风险是其带来的持续不确定性会影响消费及企业信心。
- 此外，中国的刺激政策对支撑GDP增长至关重要。五月初，我们已见一些宽松货币政策出台。



通胀

- 关税不确定持续时间越长，对通胀的影响则越大，并令全球经济增长放缓。
- 所以，我们对近期短期通胀预期大幅上升并不感意外。而好消息是长期通胀预期并未同步上扬，因此债券市场已恢复常态。
- 当前美国首当其冲面对滞胀环境，意味关税谈判持续的时间直接影响短期通胀是否触顶或进一步恶化。
- 其他国家，例如欧洲及中国，在通胀回落及低通胀的背景下，有继续降息的空间。

股票

😊 正面 😐 中性 😞 负面

全球整体：中性

亚洲整体：正面

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

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

- 全球股市在“解放日”后反弹，截至四月底已大致收复先前跌幅。关税风波缓和，包括暂缓关税90天，为市场创造喘息空间。在关税更加明朗的背景下，标普500指数在4800-5800区间徘徊。
- 由升级到降温：尽管关税水平仍将维持在历史高位，但已低于“解放日”时的高点。如果美国与印度、韩国或日本的贸易协议取得突破性进展，市场或迎来向上突破。

- 白宫似乎正运用好警察坏警察策略来缓步引导经济软着陆（对应财政部长贝森特提出的“Detox Period”的有计划破坏性调整）。美国希望美元转弱、收益率下跌及推行政府效率部（DOGE）的削减成本计划。他们不介意选举后不可避免的经济放缓，在2026年底的中期选举前提前浮现。此举为市场创造周期性喘息反弹，以避免市场崩跌。
- 因对估值和增长担忧，我们将美国工业股的评级从正面下调至中性。

	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	-0.6	-5.4	23.4	19.8	4.7	1.7	9.8	14.4	18.7
	日本	0.4	-5.1	18.5	12.8	1.4	2.4	9.4	7.0	9.0
	欧元区	-0.3	7.0	6.8	13.4	1.8	3.3	2.9	11.8	12.9
	英国	-1.1	4.1	5.3	11.8	1.9	3.7	3.9	11.4	13.6
	亚洲(日本除外)	0.5	2.0	9.8	12.3	1.6	2.7	12.5	12.7	12.2
北亚	中国	-4.8	9.1	16.3	10.7	1.4	2.8	8.8	11.8	11.6
	中国 - A股	-3.0	-4.2	14.7	11.7	1.7	3.3	8.9	8.4	10.9
	香港	-0.4	3.5	-4.7	11.5	0.9	4.5	7.3	7.1	7.9
	韩国	1.0	5.1	-13.7	8.1	0.9	2.6	21.3	16.4	10.5
	台湾	-1.3	-12.9	40.9	12.8	2.5	2.9	17.1	13.9	17.3
南亚	印度	3.6	0.2	14.3	22.2	3.8	1.2	15.7	15.0	14.6
	印尼	2.2	-7.4	-12.3	10.3	1.8	7.7	-0.6	6.1	16.0
	马来西亚	1.4	-7.1	12.8	12.3	1.3	4.2	5.6	7.0	10.9
	菲律宾	3.0	0.1	1.6	10.2	1.7	2.9	10.2	9.5	14.8
	新加坡	-4.0	0.7	20.0	13.7	1.5	5.0	5.2	7.2	10.6
泰国	4.8	-11.1	-1.6	13.6	1.5	4.2	9.4	8.8	10.2	

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30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
菲律宾
印尼
香港
印度,中国
澳洲

	总回报(%)			最差收益率 (%)	
	1个月	年初至今	2024		
亚洲	亚洲美元债券	0.2	2.6	4.5	5.1
	亚洲当地货币债券	3.6	5.7	1.0	3.8
	中国	0.2	2.9	5.7	5.1
	香港	0.3	2.9	4.7	4.9
	印度	-0.3	2.1	7.4	6.1
	印尼	0.6	2.1	0.8	5.4
	新加坡	0.3	2.7	3.0	4.4
	韩国	0.5	2.9	4.4	4.5
	菲律宾	0.3	3.0	1.4	5.3
欧元区	美国10年期国债	1.3	4.7	0.1	4.3
	美国投资级债	0.4	3.2	1.3	4.5
	美国高收益债	0.0	1.0	8.2	7.9
	新兴市场美元债	0.1	2.6	5.2	5.6

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30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

▼ 3.60

▼ 3.75

4.25

4.5

- **利率预测**：鉴于美国关税的影响，我们稍为推迟原本预期美联储降息的时间点，并新增2026年的降息预期。目前我们预计美联储将在2025年9月及12月降息，2026年还会降息两次，终端利率将降至3.5%。另外，我们预计欧洲央行将在6月进一步降息，并在7月再减一次，使终端利率达至1.75%。
- **政府债券**：预计投资者会继续偏好将资金停泊避险资产。我们看好欧元区核心政府债券、英国政府债券、美国国债及美国通胀挂钩债券。由于我们预计美联储还会降息四次，我们分别将两年期及五年期美国国债孳息目标下调至3.6%及3.75%。

- 我们预期12个月美国及德国国债收益率分别为4.25%及2.50%，故目前任何收益率反弹都是买入主权债券的好机会。
- **企业投资级别债券**：相较美元投资级别债券（中性观点），我们更偏好欧元区投资级别债券（正面观点），因为后者的信用指标较好且波动性较低。我们偏好10年期或更短期限的欧元区投资级别债券，以及5年期或更短期限的美国投资级别债券。债券为全球多元资产投资者提供了多元化投资。

外汇与大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 负面

12个月的外汇观点



韩国圆
 泰铢
 美元
 新西兰元
 马来西亚币
 菲律宾比索
 澳元
 欧元
 印尼盾
 加元
 日元
 英镑
 人民币
 新加坡元
 印度卢比

大宗商品



基本金属
 ▼ 黄金

石油

- **欧元**：近期美元的疲软是由于高关税降低了美国经济未来几年的增长潜力，以及触发滞胀风险。此外，国际投资者已开始逆转部分美元资金流。我们认为股票预期回报差异已缩小，且更有利欧元。综合以上因素，我们定欧元兑美元的3个月目标价为1.12，12个月目标价为1.15。
- **黄金**：转为中性—金价经历近期大幅上涨后，应会出现短期整固。主要原因包括贸易战开始降温，预期最不确定性的时期应已过去，以及乌克兰或达成停火协议等。但近期美元的贬值，支撑我们的目标金价由3200美元上调至3300美元。

- **石油**：负面—我们预期存在进一步下跌风险，风险因素包括全球经济增长放缓、特朗普政策压抑油价、非OPEC国家原油供应大幅增加、OPEC增产，以及若与俄罗斯或伊朗达成协议可能解除制裁。我们将目标价下调至55-65美元。
- **基本金属**：中性—市场波动扰乱行业，制造业前景因关税上调而恶化。

外汇预测

	现货价		3个月		12个月	
	截至2025年4月30日	观点	目标	观点	目标	
成熟市场	美元指数*	99.47	=	100.4	=	98.7
	日本	142.6	=	140	=	140
	欧元区	1.137	=	1.12	=	1.15
	英国	1.336	=	1.32	=	1.32
	澳洲	0.640	+	0.66	=	0.64
	新西兰	0.593	=	0.60	=	0.60
	加拿大	1.381	=	1.40	=	1.40
亚洲 (日本除外)	中国	7.263	=	7.30	=	7.30
	韩国*	1,422	=	1,400	+	1,375
	印度	84.48	-	88.0	-	88.0
	印尼*	16,600	=	16,900	=	16,900
	马来西亚*	4.315	=	4.35	=	4.28
	菲律宾*	55.86	=	57.5	=	56.6
	新加坡*	1.306	=	1.29	=	1.27
泰国*	33.41	=	32.8	+	32.4	

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年4月30日
*法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年4月30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>