



2025年5月

投資導航

亞洲版



關稅風波來去匆匆：牛、熊與野獸

今期投資導航探討關稅動盪，由升級到最近的逆轉，對經濟、市場和投資的影響。



Bulls看牛的投資者

看牛的投資者(樂觀的投資者)預計，美國將與一些主要國家達成貿易協議，令關稅局勢進一步緩和。



Bears看熊的投資者

看熊的投資者(悲觀投資者)認為持續的貿易不確定性令消費及營商信心減弱，經濟衰退風險日益增加。



Beasts野獸

投資者在市場波動期間因貪婪或恐懼導致非理性行為，屬於投資情感上的野獸。分散投資才是應對關稅危機帶來的潛在風險和機遇的最佳策略。



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



✂ 牛市與熊市之間的拔河



我們的基本預測是美國可能會勉強避免經濟衰退。

受惠特朗普暫緩關稅及中美貿談取得良好進展，市場迎來反彈。加上，美企財季業績優於預期，亦令市場情緒轉好。「貝森特托市(Bessent Put)」似乎是到位的，因為特朗普政府對債券市場的穩定性仍然敏感。當美債孳息率分別在關稅「解放日」和解僱美聯儲主席鮑威爾的傳言流出後飆升，白宮都以某種「政策轉向」回應。

市場是否已觸底？樂觀的投資者認為，關稅恐慌的高峰期可能已經過去。他們預計美國將在未來幾周或幾個月內與主要國家達成貿易協議，並會推出一系列減稅及放寬監管等利好增長政策。

相反，悲觀的投資者仍然擔心衰退或滯脹風險升溫，而市場尚未完全反映這些風險。此外，通過大規模的減稅計劃也可能令政府能否嚴格執行財政紀律受質疑，並對長期國債施壓。

我們的基本預測是，美國經濟增長放緩至經濟衰退邊緣，即2025年第四季國內生產總值增長0.5%，此概率為70%(見圖1)。我們維持早前的觀點，即美聯儲將在2025年下半年及2026年全年各減息兩次，終端聯邦基金利率為3.5%。

我們依然認為美國有20%概率出現衰退。儘管關稅戰降溫，美國經濟已被恐懼和避險情緒所籠罩，經濟活動和就業將受到更嚴重的打擊，預期失業率在2026年上半年或飆升至6%。然而經濟衰退通常帶來通縮，美聯儲可能會急劇減息以應對失業率的大幅上升。

最壞的情況是出現滯脹，其概率為10%。屆時美國核心消費者物價指數(CPI)將於2026年初升至5%，而聯儲局只能以加息應對。

圖1.
我們認為美國經濟衰退的可能性為20%，滯脹的可能性為10%

最新基本預測(70% 機率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
實際GDP	%按季(季節性調整年率)				0.4	0.7	0.2	0.8	1.3	1.6	1.6	1.7
	%按年	2.8	1.3	1.1	2.2	1.6	0.9	0.5	0.7	1.0	1.3	1.5
失業率	期內平均值%	4.0	4.4	4.9	4.1	4.2	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9
核心消費者物價指數	%按年	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%機率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
實際GDP	%按季(季節性調整年率)				0.4	-1.5	-2.0	-2.0	0.0	1.0	2.0	1.5
	%按年	2.8	0.4	-0.2	2.2	1.1	-0.2	-1.3	-1.4	-0.8	0.2	1.1
失業率	期內平均值%	4.0	4.6	6.0	4.1	4.3	4.7	5.2	5.7	6.0	6.1	6.1
核心消費者物價指數	%按年	3.4	3.2	2.2	3.1	3.3	3.4	3.1	2.7	2.2	2.0	1.8

滯脹 (10%機率)		年度			2025				2026			
		2024	2025	2026	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
實際GDP	%按季(季節性調整年率)				0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	1.0
	%按年	2.8	1.3	0.6	2.2	1.6	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
失業率	期內平均值%	4.0	4.4	5.1	4.1	4.3	4.5	4.7	4.9	5.0	5.2	5.3
核心消費者物價指數	%按年	3.4	3.4	4.7	3.1	3.0	3.6	4.1	4.5	5.0	4.9	4.6

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月13日。過往表現並非現時或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變 通世界

貪婪和恐懼的情感野獸

儘管全球貿易政策的不確定性已從高峰回落，但仍然在高水平(見圖2)。在此環境下，投資者應注意不要讓貪婪及恐懼的情緒野獸影響投資決策。

那些擔心不確定性，採取非常保守策略，重現金配置的投資者，若遇上被看漲投資者預期「最糟糕的關稅動盪時期已經過去」的牛市，便只得與它擦身而過。

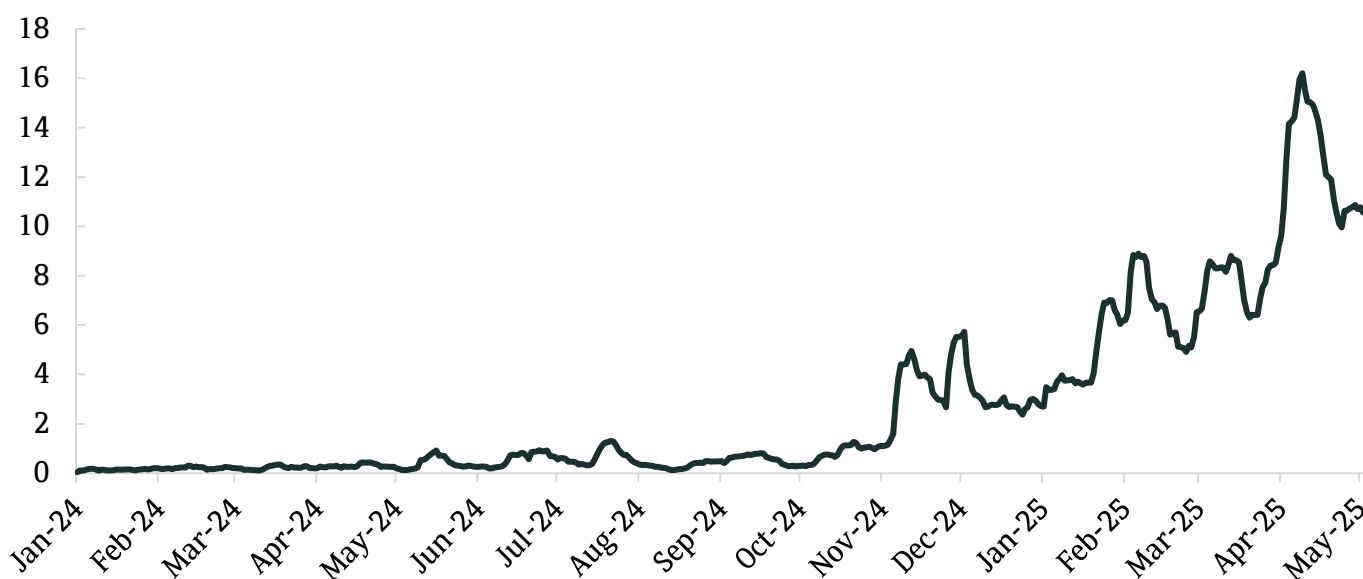
相反，那些趁最近市場好消息頻出，進取地配置風險資產的投資者，一旦遇上「已知」的經濟衰退或滯脹出現，就會蒙受損失。

與野獸保持距離：分散風險為上

從風險管理的角度來看，應對當前不確定環境的最佳策略是分散投資於多種貨幣的資產、不同經濟體的股票與債券配置、貴金屬、對沖基金及私募資產。多元資產投資組合能有效降低整體投資組合的波動性，因其納入低相關性、甚至負相關性的資產類別，同時在市場出現支持增長的政策轉向時，投資者仍可參與其中。最近的市場反彈提供了一個窗口，將相對集中的投資組合調整至更具韌性且充分分散的投資組合。

圖2.
全球貿易政策的不確定性從高峰下降，但仍然遠高於正常水平

全球貿易政策不確定性指數



資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月6日。過往表現並非現時或未來表現的指標。



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5月

	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	=	=	市場	英國、日本、巴西、中國、南韓、新加坡及印尼	■ 對全球股票維持中性。等待關稅及流動性方面更多積極信號。分散投資是關鍵。
			行業	醫療保健與公用事業 歐洲：金融、工業、物料	■ 對美國工業由正面下調至中性。
			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、歐盟核心國家及英國政府債券。同時亦青睞美國通脹掛鈎債券。 ■ 對長期收益率預期不變。12個月美國十年期國債孳息率為4.25%，德國十年期國債孳息率為2.5%。
			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	■ 黃金一轉中性。預計會有短期整固，但也上調12個月目標價至每安士3300美元。 ■ 石油一維持負面。下調布倫特原油價格至每桶55-65美元。 ■ 基本金屬一中性。製造業前景因關稅上調而惡化。
			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1.15
另類投資	+	+	對沖基金(長/短倉股票，相對價值)		■ 由於交易減少，對事件驅動型策略從正面下調至中性。

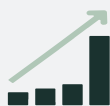
註：+ 正面 / = 中性 / - 負面

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	1.3	1.1	2.9	3.1	3.7
	日本	0.1	0.7	0.2	2.7	3.2	2.1
	歐元區	0.8	1.0	1.3	2.4	2.1	1.9
	英國	1.1	1.0	0.8	2.5	3.2	2.5
北亞	中國	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
	南韓	2.2	1.0	1.7	2.3	2.2	2.1
	台灣	4.4	2.2	2.0	2.2	2.1	1.8
亞恆	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
	馬來西亞	5.5	4.0	4.3	1.9	1.8	2.0
	菲律賓*	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
	泰國	2.8	2.0	2.4	0.4	0.9	1.5

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2025年4月30日

*國際貨幣基金組織資料及預測，截至2025年4月30日



經濟增長

- 在解放日後，我們將美國2025年GDP預測從1.8%下調至1.3%，主要考量為全球關稅水平及持續時間。豁免措施及90日暫緩期為貿易談判爭取時間，減低衝擊。但若在未來數週內仍未達成框架協議，我們或進一步下調預測。目前已取得較大談判進展的國家包括印度、日本、南韓及英國。基本情境預期關稅將維持較低水平，美國對盟友關稅約10%，對中國的則為約30-50%。關稅風波的主要風險是其帶來的持續不確定性會影響消費及企業信心。
- 此外，中國的刺激政策對支撐GDP增長至關重要。五月初，我們已見一些寬鬆貨幣政策出台。



通脹

- 關稅不確定持續時間越長，對通脹的影響則越大，並令全球經濟增長放緩。
- 所以，我們對近期短期通脹預期大幅上升並不感意外。而好消息是長期通脹預期並未同步上揚，因此債券市場已恢復常態。
- 當前美國首當其衝面對滯脹環境，意味關稅談判持續的時間直接影響短期通脹是否觸頂或進一步惡化。
- 其他國家，例如歐洲及中國，在通脹回落及低關稅的背景下，有繼續減息的空間。



股票

😊 正面 😐 中性 😞 負面

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

- 全球股市在「解放日」後反彈，截至四月底已大致收復先前跌幅。關稅風波緩和，包括暫緩關稅90天，為市場創造喘息空間。在關稅更加明朗的背景下，標普500指數在4800-5800區間徘徊。
- 由升級到降溫：儘管關稅水平仍將維持在歷史高位，但已低於「解放日」時的高點。如果美國與印度、韓國或日本的貿易協議取得突破性進展，市場或迎來向上突破。
- 白宮似乎正運用好警察壞警察策略來緩步引導經濟軟著陸（對應財政部長貝森特提出的"Detox Period"的有計劃破壞性調整）。美國希望美元轉弱、孳息率下跌及推行政府效率部（DOGE）的削減成本計劃。他們不介意選舉後不可避免的經濟放緩，在2026年底的中期選舉前提前浮現。此舉為市場創造週期性喘息反彈，以避免市場崩跌。
- 因對估值和增長擔憂，我們將美國工業股的評級從正面下調至中性。

		1個月(%)	年初至今(%)	2024年(%)	遠期市盈率(倍)	歷史市帳率(倍)	股息率(%)2025f	每股盈利增長(%)2025f	每股盈利增長(%)2026f	股本回報率(%)2025f
成熟市場	美國	-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
	歐元區	-0.3	7.0	6.8	13.4	1.8	3.3	2.9	11.8	12.9
	英國	-1.1	4.1	5.3	11.8	1.9	3.7	3.9	11.4	13.6
	亞洲(日本除外)	0.5	2.0	9.8	12.3	1.6	2.7	12.5	12.7	12.2
北亞	中國	-4.8	9.1	16.3	10.7	1.4	2.8	8.8	11.8	11.6
	中國 - 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
	南韓	1.0	5.1	-13.7	8.1	0.9	2.6	21.3	16.4	10.5
	台灣	-1.3	-12.9	40.9	12.8	2.5	2.9	17.1	13.9	17.3
亞太	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
	馬來西亞	1.4	-7.1	12.8	12.3	1.3	4.2	5.6	7.0	10.9
	菲律賓	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
	泰國	4.8	-11.1	-1.6	13.6	1.5	4.2	9.4	8.8	10.2

資料來源：明晟指數(以當地貨幣計價)、彭博、湯森路透Datastream、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年4月30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			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(%)			最差收益率(%)
		1個月	年初至今	2024	
亞洲	亞洲美元債券	0.2	2.6	4.5	5.1
	亞洲當地貨幣債券	3.6	5.7	1.0	3.8
	中國	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
	南韓	0.5	2.9	4.4	4.5
	菲律賓	0.3	3.0	1.4	5.3
美國	美國10年期國債	1.3	4.7	0.1	4.3
	美國投資級債	0.4	3.2	1.3	4.5
	美國高收益債	0.0	1.0	8.2	7.9
	新興市場美元債	0.1	2.6	5.2	5.6

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4月30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：鑒於美國關稅的影響，我們稍為推遲原本預期美聯儲減息的時間點，並新增2026年的減息預期。目前我們預計美聯儲將在2025年9月及12月減息，2026年還會減息兩次，終端利率將降至3.5%。另外，我們預計歐洲央行將在6月進一步減息，並在7月再減一次，使終端利率達至1.75%。

■ 政府債券：預計投資者會繼續偏好將資金停泊避險資產。我們看好歐元區核心政府債券、英國政府債券、美國國債及美國通脹掛鈎債券。由於我們預計美聯儲還會減息四次，我們分別將兩年期及五年期美國國債孳息目標下調至3.6%及3.75%。
- 我們預期12個月美國及德國國債孳息率分別為4.25%及2.50%，故目前任何孳息率反彈都是買入主權債券的好機會。

■ 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且波動性較低。我們偏好10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。債券為全球多元資產投資者提供了多元化投資。

外匯與大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 負面

12個月的外匯觀點



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

大宗商品



基本金屬
 ▼ 黃金

石油

- **歐元**：近期美元的疲軟是由於高關稅降低了美國經濟未來幾年的增長潛力，以及觸發滯脹風險。此外，國際投資者已開始逆轉部分美元資金流。我們認為股票預期回報差異已縮少，且更有利歐元。綜合以上因素，我們定歐元兌美元的3個月目標價為1.12，12個月目標價為1.15。
- **黃金**：轉為中性—金價經歷近期大幅上漲後，應會出現短期整固。主要原因包括貿易戰開始降溫，預期最不確定性的時期應已過去，以及烏克蘭或達成停火協議等。但近期美元的貶值，支撐我們的目標金價由3200美元上調至3300美元。

- **石油**：負面—我們預期存在進一步下跌風險，風險因素包括全球經濟增長放緩、特朗普政策壓抑油價、非OPEC國家原油供應大幅增加、OPEC增產，以及若與俄羅斯或伊朗達成協議可能解除制裁。我們將目標價下調至55-65美元。
- **基本金屬**：中性—市場波動擾亂行業，製造業前景因關稅上調而惡化。

外匯預測

	現貨價 截至2025年4月30日	觀點	3個月 目標	12個月	
				觀點	目標
成數市場	美元指數*	99.47	=	100.4	=
	日本	142.6	=	140	=
	歐元區	1.137	=	1.12	=
	英國	1.336	=	1.32	=
	澳洲	0.640	+	0.66	=
	紐西蘭	0.593	=	0.60	=
	加拿大	1.381	=	1.40	=
亞洲（日本除外）	中國	7.263	=	7.30	=
	南韓*	1,422	=	1,400	+
	印度	84.48	-	88.0	-
	印尼*	16,600	=	16,900	=
	馬來西亞*	4.315	=	4.35	=
	菲律賓*	55.86	=	57.5	=
	新加坡*	1.306	=	1.29	=
	泰國*	33.41	=	32.8	+

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年4月30日

*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年4月30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