

2025年10月

投资导航

亚洲版



年底升市需要什么“配料”？

我们最常听到的问题之一是：

“全球股市年底有多大机会迎来升市？”

步入今年最后一个季度之际，投资者对这个问题特别有共鸣，因市场在这一时期的预期往往更高，同时也是企业制定新一年战略决策的时刻。去解答这个问题，我们聚焦下列四个通常为股市升市奠定基础的关键因素。

弄清这些因素的相互作用，特别是在年初至今的市场表现和更广泛的宏观经济动态的背景下，对于评估年末迎来强劲升市的可能性至关重要。让我们仔细看看是什么推动乐观情绪，以及存在的风险因素。



1. 宽松的全球金融状况



2. 稳健的企业盈利



3. 有利的季节性因素



4. 投资者持仓情况

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





1. 宽松的全球金融状况

正如我们在《投资导航》9月刊中所述，终于迎来美联储的政策拐点。我们目前预期美联储今年可能再降息两次，分别在十月和十二月，并在2026年上半年再降息两次。

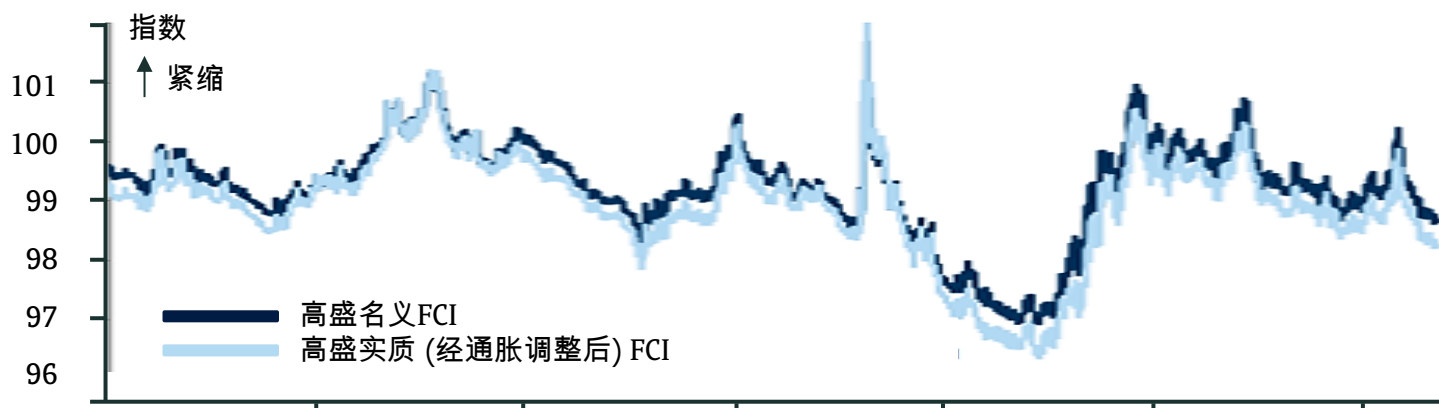
与此同时，尽管我们预期欧洲央行不会进一步放宽货币政策，但该央行已经大幅降息，自2024年5月以来已将利率下调逾200个基点。

相比之下，中国仍在努力应对通缩而非通胀，并维持货币和财政宽松措施。

信贷利差收窄，美元已经走弱。两者结合增强了全球流动性，并使新兴市场央行随之开启降息周期。金融状况宽松通常是领先指标，不过它往往有点滞后效应。因此，纵使全球股市年初至今的表现已经非常强劲，第四季仍有机会进一步上行。

图1：金融状况继续宽松- 利好资产市场

高盛美国金融状况指数(FCI)



资料来源：汤森路透Datastream、法国巴黎银行Exane、高盛，截至2025年9月26日。
过往表现并非目前或未来表现的指标。



2. 企业盈利值得关注

美国企业今年第二季度业绩超出预期。再看欧洲，尽管企业盈利部分受制于欧元走强，但市场仍普遍预期欧洲企业明年的盈利可望达到两位数增长。与此同时，中国的盈利修正似见触底，预计到2026年将实现两位数的增长。日本企业今年盈利强劲，预计将增长10%，在此推动之下，日企正在悄然进行创纪录的股票回购。

驱动本轮全球盈利增长趋势的主要因素是未来15个月经济不会显著放缓。我们预期股票估值可能不会进一步大幅扩张，特别是美国股市，但股价仍有机会走高，不过如果这一趋势持续，步伐可能会更温和。



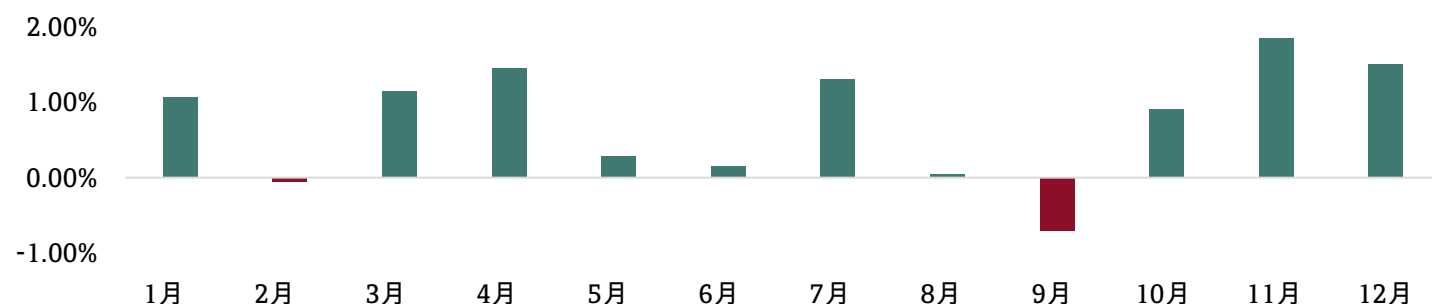


3. 季节性因素

季节性趋势也会影响市场。从1950年以来的表现来看，标普500指数往往在第四季度表现强劲，录得正回报的机率达74%，平均回报率为+4.2%(见图2)。同样，自1998年以来，欧股录得正回报的季度占比达68%，平均回报率为+2.8%。尽管如此，这些数字代表的是平均水平，也有例外，例如，2022年第四季度标普500指数、欧洲斯托克600指数和上证综指均有所下跌。关键在于“金发女孩经济(Goldilocks)”得以持续：国内生产总值(GDP)软着陆以及通胀逐步放缓或上升幅度可控。

图2：季节性因素表明第四季度通常是表现最强劲的季度

标普500指数自1950年以来的平均每月回报



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年10月8日。
过往表现并非目前或未来表现的指标。



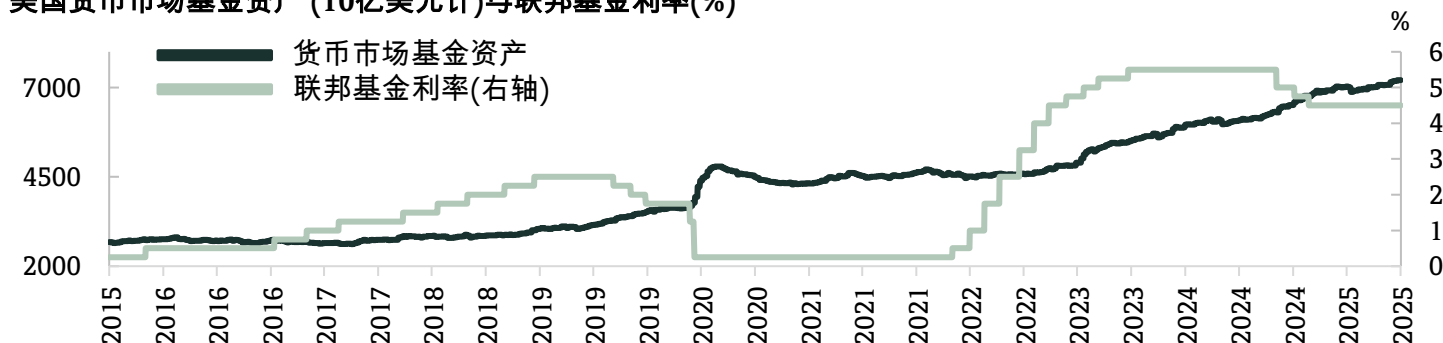
4. 持仓情况

即使在经历自新冠疫情以来最强劲的股市反弹后，持仓仍有所增加，但未算强劲。全球基金经理仍然看好股票。对冲基金的投资组合(短仓与长仓合计)总规模相当庞大，但按历史标准，其市场净敞口仍然处于中等水平。

散户投资者目前最为乐观，其中美国散户投资者的乐观情绪最为高涨，接近历史高点。然而，美国个人投资者协会(AAII)的情绪调查显示，近期指标并未达到令人担忧的极端值。因此，虽然调整早该出现且在预期之中，但目前的市場情绪并没有显示宏观市场已经见顶。

图3：创纪录的场外现金等待部署

美国货币市场基金资产(10亿美元计)与联邦基金利率(%)



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



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界



升市面对哪些潜在风险？

- 1 经济增长下滑幅度大于预期和通胀意外回升均可能导致一定程度的回调。从历史上看，滞胀一直是对股票和债券最不利的情况。
- 2 一旦已经达成的贸易框架协议破裂，或中美贸易协议缺乏进展，均可能会抑制企业资本支出和投资活动。
- 3 人工智能相关资本支出（今年以来一直被上调）若出现放缓，可能对股票造成压力，美股首当其冲。鉴于市场在科技板块的集中度高，该支出放缓也可能产生连锁反应，波及台湾、中国科企及韩国市场。
- 4 地缘政治冲突若急剧升级，可能推动油价大幅走高，进而可能对年底升市构成阻力。



年底升市是否已经蓄势待发？

- 全球金融状况持续宽松，通常是风险资产的强大推动力。
- 第四季度通常是一年中表现最强劲的季度，季节性因素表明可能迎来“圣诞老人行情”。
- 经济韧性和强劲的企业盈利是支撑看涨的基本原因。
- 在降息预期推动下，资金从货币市场基金加速转出，投资者的持仓可能利好风险资产。
- 我们认为，鉴于风险偏好大幅上升，这一势头有望持续下去。
- 有鉴于此，我们目前高配全球股票。地区而言，我们对美国和欧盟股票持“中性”看法，同时高配日本和新兴市场（包括中国）。



我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2025年10月

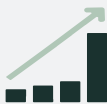
	看法		组成部分	看好	评论
	目前	上月			
股票	+	=	市场	英国、日本、巴西、墨西哥、中国、韩国、新加坡	■ 上调股票至“高配”：在经济韧性的支撑下，全球股票市场表现十分强劲。美联储已开启降息周期，故此我们上调美股至“中性”，同时下调欧盟股票至“中性”。
			板块	“高配”医疗保健和公用事业；欧洲：金融、工业、原材料	■ 美股而言，我们上调信息技术和非必需消费品至“中性”。欧盟股票而言，我们将建筑材料从“高配”下调至“中性”。
			风格/主题	大趋势主题	■ 关注循环经济、电气化、安全及收入主题。
债券	=	=	政府债	欧元区、英国、美国	■ 我们继续高配美国(更看好短期2-5年)、英国和德国政府债券及美国抗通胀债券(TIPS)。 ■ 我们对美国10年期国债收益率的12个月目标维持4.25%不变。
			板块	欧元及英镑投资级别	■ 继续看好欧元及英镑投资级别企业债券。 ■ 我们预期美元可能进一步走弱，故此上调新兴市场债券(当地货币)至“高配”。 ■ 对新兴市场债券(美元)和高收益债券的看法保持“中性”。
现金	-	-			
大宗商品	+	+		黄金	■ 长线而言“高配”黄金和白银。这两个贵金属的价格均已触及我们的目标（价4000美元/盎司和50美元/盎司），预期短期内可能会出现整固。 ■ 石油 - 维持“低配”。布兰特原油价格目标区间为60-70美元。 ■ 基本金属 - “高配”，特别看好铜，我们的目标区间为11,000美元-12,000美元。
外汇			欧元兑美元		■ 12个月目标为1.24
			人民币兑美元		■ 12个月目标为7.10
另类投资	+	+		对冲基金 (全球宏观、长/短仓股票、相对价值)	■ 对事件驱动策略持“中性”看法

注：+ 高配 / = 中性 / - 低配

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	1.7	1.5	2.9	2.8	3.4
	日本	0.1	1.3	0.6	2.7	3.2	2.5
	欧元区	0.9	1.3	1.4	2.4	2.1	1.8
	英国	1.1	1.3	1.0	2.5	3.5	2.7
北亚	中国	5.0	5.0	4.5	0.2	0.0	1.0
	香港*	2.5	1.5	1.9	1.7	1.9	2.2
	韩国	2.0	1.0	2.0	2.3	2.1	2.0
	台湾	4.6	5.3	2.0	2.2	1.6	1.4
南亚	印度	6.5	7.0	6.5	4.6	2.9	4.5
	印尼	5.0	4.8	4.9	2.3	1.9	2.5
	马来西亚	5.1	4.2	3.6	1.8	1.4	1.7
	菲律宾*	5.7	5.5	5.8	3.2	2.6	2.9
	新加坡	4.4	2.5	1.5	2.8	0.7	1.4
	泰国	2.5	2.2	1.5	0.4	0.0	0.5

资料来源：法国巴黎银行集团经济研究、法国巴黎银行环球市场，截至2025年9月30日
注：印度的预测是对财年(4月-3月)的预测
*国际货币基金组资料及预测，截至2025年9月30日



经济增长

- 美国第二季度经济增速再次被上调。终值显示，第二季度国内生产总值(GDP)年化增长率为3.8%，远高于最初的估计。这种经济势头可能会持续到第三季度，凸显作为世界最大经济体的韧性。这也是推动风险偏好普遍上升的原因之一。故此，我们对美国经济于2025年全年增速的预测由先前的1.6%上调至1.7%。
- 尽管欧元区目前面对地缘政治挑战，但该地区经济增长仍显示出惊人的韧性。欧盟与美国签署贸易协定减少重大风险，有望支撑明年的经济活动以温和的速度扩张。不过，对法国政治稳定性的担忧犹存。我们目前对欧元区2025年和2026年的经济增速预测分别为1.3%和1.4%。



通胀

- 美国通胀于2025年9月加速至2.9%。这一增速被普遍解读为渐进的，而且在预期之内。美联储也终于认为重启降息周期的时机已到，在2025年9月议息会上降息25个基点。美联储的侧重点是解决劳动力市场疲弱的问题，不过美联储会议纪要显示，许多决策者仍然强调通胀风险仍偏向上行。
- 欧元区9月通胀率从前三个月的2.0%升至2.2%，略高于欧洲央行的目标。我们仍认为欧洲央行降息周期已经结束，存款利率在未来一年将保持在2%。经济增长方面的风险处于平衡状态，而通胀也在目标范围内。

股票

😊 高配 😐 中性 😞 低配

全球整体：“高配” ▲			亚洲整体：“高配”		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
国家			国家		
英国、日本 新兴市场		▲ 美国 ▼ 欧元区	中国 新加坡 韩国	台湾 印度、马来西亚 菲律宾、印尼	泰国
行业			行业		
医疗保健 公用事业	通信、房地产 金融、原材料 工业 ▲ 非必需消费品 ▲ 科技	必需消费品 能源	通信 非必需消费品 必需消费品 科技	原材料 房地产 金融 医疗保健 公用事业	工业 能源

- 我们对股票整体的看法转为“高配”- 在经济韧性、企业盈利普遍稳健利以及宽松货币政策下的持仓等因素的支撑下，全球股市表现十分强劲。此外，股票回购和货币市场基金的潜在轮动可能是升市得以延续的有利因素。

■ 具体国家而言，虽然美国股票长期基本面仍令人担忧，但我们目前对美股的看法上调至“中性”。我们已更新对美联储未来的降息行动的看法，预期会有更多降息，需谨记“不要和美联储对立”，标普500指数在经济没有陷入衰退的时期表现良好。另外，受汇率影响，我们目前对欧股的看法转为“中性”。
- 我们青睐日本、英国和中国等非美国股票。

■ 日本市场：我们重申“高配”建议，原因是全球经济前景乐观、日本经济在外部和内部力量(例如工资增长)推动下复苏、企业盈利稳健和持续进行的改革。另外，高市早苗(Takaichi)有望出任日本首相，该局面也可能进一步刺激日股走高。

■ 中国市场：鉴于中国股票仍有进一步上行空间，故此我们维持“高配”。估值保持合理，而且资金流动在人工智能热潮的推动下不断改善。我们继续看好中国科技股和香港/中国金融及中国电信板块的高股息股。

		月内 (%)	年初至今 (%)	2024年 (%)	股息率 (%)	12个月 远期市盈率 (x)	追溯 市盈率 (x)	12个月 股本回报率 (%)	过去12个月 每股盈利 增长(%)	12个月远期 每股盈利 增长(%)
成熟市场	美国	3.8	15.0	23.9	1.1	25.9	4.9	29.4	27.8	15.1
	日本	1.4	21.1	6.3	2.3	17.9	1.6	12.1	11.9	8.3
	欧元区	3.4	31.4	-0.3	2.8	16.4	2.0	17.2	25.8	19.8
	英国	2.6	28.4	7.5	3.2	14.0	2.0	21.0	13.2	10.1
北亚	中国	3.3	25.3	7.0	1.4	21.6	2.6	15.2	17.0	35.2
	香港	5.6	38.9	24.2	2.9	12.4	1.4	13.5	32.3	16.1
	韩国	7.7	52.4	-21.7	1.4	13.1	1.3	12.8	29.0	33.8
	台湾	8.2	25.8	24.0	2.5	20.1	3.0	24.6	32.4	31.4
南亚	印度	1.9	-0.7	12.7	1.1	21.5	3.3	19.7	13.1	13.2
	印尼	0.1	6.0	-0.4	2.5	18.7	3.3	11.7	16.5	1.9
	马来西亚	5.3	8.7	21.5	3.5	15.7	1.5	12.0	9.2	10.9
	菲律宾	-3.0	-0.9	9.0	3.7	10.1	1.2	18.0	9.5	6.7
	新加坡	1.0	27.8	14.8	4.4	14.3	1.3	12.5	61.0	6.5
	泰国	3.6	1.1	5.2	3.5	13.9	1.4	16.4	11.2	18.7

资料来源：Macrobond指数(美元计)，法国巴黎银行财富管理，截至2025年9月30日

固定收益

😊 高配 😐 中性 😞 低配

全球整体：中性

😊

😐

😞

美国国债
德国国债
英国国债
欧元及英镑投资级债
▲新兴市场债（当地货币）

美国投资级债
高收益债
新兴市场债（硬货币）

-

整体亚洲(美元)：中性

😊

😐

😞

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(%)
		月内	年初至今	2024	
亚洲	亚洲美元债券	0.9	7.0	4.5	4.7
	亚洲当地货币债券	-0.9	10.0	1.0	3.5
	中国	0.8	6.5	5.7	4.6
	香港	0.9	7.0	4.7	4.5
	印度	1.0	8.1	7.4	5.3
	印尼	1.0	7.5	0.8	5.0
	新加坡	0.6	5.6	3.0	4.2
	韩国	0.5	5.8	4.4	4.3
	菲律宾	1.5	8.5	1.4	4.9
其他地区	美国10年期国债	0.4	6.8	0.1	4.1
	美国投资级债	1.1	6.1	1.3	4.4
	美国高收益债	0.8	7.2	8.2	6.7
	新兴市场美元债	1.0	7.1	5.2	4.9

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9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	4.50

- 利率预测：在劳动力市场放缓的情况下，我们目前预期美联储今年会再降息两次（此前预期为一次），并于明年上半年再降息两次，终端利率为3.25%。另外，我们认为欧洲央行已经结束其宽松周期，下一步将是在2026年底加息。

■ 政府债：我们对美国和德国的十年期国债收益率目标分别维持在4.25%和2.75%。因英国通胀仍具粘性，我们对英国10年期国债收益率的目标从4.20%上调至4.40%。我们对美国、英国和德国政府债券的看法维持“高配”，但看好的美债年期收窄至短期，看好的英债和德债年期维持中期。我们仍然看好美国抗通胀债券。
- 企业投资级别债券：相比美元投资级别债券(“中性”)，我们更看好欧元和英镑投资级别债券(“高配”)，该等债券的信贷指标更佳、波动性更低，而且全球都在分散美元资产。我们青睐7年期以内的欧元区投资级别以及5年期以内的美国投资级别债券。

■ 新兴市场债券：我们对新兴市场当地货币债券的看法从“中性”上调至“高配”。预期美元走弱是利好因素。在估值高企及美国长期收益率走高的风险下，我们对新兴市场硬货币债券的看法维持“中性”。

外汇与大宗商品

12个月的外汇观点



日元、英便士
新西兰元、韩元
菲律宾比索
欧元、澳元、加元
新台币、新加坡元

人民币
印尼盾
泰铢
印度卢比
马来西亚币

美元

- 欧元：无论是关税、债务可持续性还是美国政府对美联储的政治干预所引起的政策不确定性，预计都将逐步削弱投资者对美元的信心。此外，随着美联储继续降息，欧美利率差收窄可能迟早会对美元构成压力。因此，我们对美元指数(DXY)的12个月目标为92.6，并将欧元的3个月和12个月目标分别改为1.18和1.24。
- 澳元：澳洲央行于2025年8月下调政策利率25个基点至3.6%。贸易不确定性下降，加上国内前景改善，推动澳元走强。此外，有利的息差和大宗商品需求增加预期将进一步支撑澳元。我们的3个月目标维持0.66，并将12个月目标调整为0.68(1澳元的价值)。

高配

中性

低配

大宗商品



黄金
白银
基本金属

-

石油

- “高配”黄金 - 我们对贵金属的长线看法维持“高配”。黄金和白银的价格均已触及我们的目标价 (4000美元/盎司和50美元/盎司)，预期短期内可能会出现整固。我们认为黄金将继续受到美联储降息、去美元化、央行买金、以及地缘政治和金融环境高度不确定带来的避险投资偏好等因素的支撑。
- “低配”石油 - 鉴于石油输出国组织及其盟国(OPEC+)增产，非OPEC国家的供应大幅增长，而需求增长有限，我们对石油的看法维持“低配”，预计布兰特油价将见每桶60至70美元。
- “高配”基本金属 - 我们维持长线“高配”看法，并预期能源转型和基础设施需求的增长将超过预期的供应增长。我们对铜(LME)的12个月目标区间为11,000-12,000美元。

外汇预测

		现货价	3个月		12个月	
		截至2025年9月30日	观点	目标	观点	目标
成熟市场	美元指数*	97.78	=	97.0	-	92.6
	日本	147.9	+	145	+	140
	欧元区	1.173	=	1.18	+	1.24
	英国	1.345	=	1.36	+	1.43
	澳洲	0.661	=	0.66	+	0.68
	新西兰	0.579	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.392	=	1.38	+	1.35
亚洲（日本除外）	中国	7.128	=	7.15	=	7.10
	韩国*	1,404	=	1,370	+	1,350
	台湾*	30.46	+	28.8	+	28.2
	印度	88.79	=	88.0	=	88.0
	印尼*	16,665	=	16,450	=	16,300
	马来西亚*	4.207	=	4.20	=	4.16
	菲律宾*	58.21	+	56.0	+	55.6
	新加坡*	1.290	=	1.26	+	1.25
	泰国*	32.40	=	32.3	=	31.8

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年9月30日

*法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年9月30日

注：+高配/=中性/-低配



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变 通世界

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>



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界