

2025年4月

投資導航

亞洲版



科技與動盪：波動世界中尋寶



本期《投資導航》重點探討投資者如何應對地緣政治和貿易緊張局勢加劇的波動市況，並留意當中帶來的新風險和新機遇。

美國總統特朗普的關稅戰帶來有史以來少見的全球政策高不確定性及市場動盪。與此同時，今年還有兩件改變世界格局的大事件成為市場焦點—（1）中國的DeepSeek技術發展，以及（2）德國的財政改革。這些變革將對經濟和投資產生什麼影響？

投資者應確保建構具韌性的投資組合，去抓住新機遇，並應對不斷增加的不確定性所帶來的市場波動。

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





美國總統特朗普上任100天內推動建立新世界秩序



「特朗普為美股托市(Trump Put)」或「美聯儲托市(Fed Put)」均未顯現；「貝森特托市(Bessent Put)」正成形

美國總統特朗普在上任首100天內簽署了超過100項行政命令，主要涵蓋以下領域：移民改革、關稅政策、削減聯邦開支、勞動力優化以至外交政策調整等。

迄今最令市場意外的，是特朗普在關稅政策上的激進立場。而當前可能尚未達到關稅峰值，因為美國「解放日」宣布的「對等關稅」，已為進一步升級預留空間，以應對其他國家潛在的反制措施。美國政府更計劃利用關稅收入資助潛在減稅政策。因此，儘管部分國家的關稅可能通過雙邊談判從高點調降，但最終基準關稅仍趨向更高。

特朗普正試圖將美國重新定位，讓重要的製造業回歸本土。美國佔全球消費量30%。因此，由於企業不願意承擔更高的關稅風險，供應鏈中斷是不可避免的。

儘管關稅能否成功推動「美國製造業復興」仍有爭議，但創紀錄的政策不確定性已經對美國經濟造成衝擊，消費者信心指數跌至四年來低位，而ISM製造業採購經理人指數(PMI)在3月份亦跌入收縮區域。

金融市場震盪。短期內，投資人應保持謹慎，因市場正計入美國滯脹和全球衰退風險上升。

特朗普政府承認關稅將導致短期陣痛。而美聯儲官員則對減息持謹慎態度，因關稅引發通脹風險。因此，短期內「特朗普為美股托市(Trump Put)」和「美聯儲托市(Fed Put)」均未顯現。反而，「貝森特托市(Bessent Put)」似乎正在成形，因美國財政部長貝森特正著力降低美國國債孳息率。然而，在近期債券市場上漲之後，由於擔心中國和其他國家將報復性地「拋售」美國國債，孳息率再次上升。

特朗普政府曾表示要避免美國經濟面臨衰退，所以一旦美國經濟前景快速惡化，政策轉向就有可能發生。我們要密切關注美國首次申請失業救濟人數和美國高收益信用違約交換(CDS)利差兩個關鍵指標。「美股托市(Trump Put)」或「美聯儲托市(Fed Put)」是否會超預期提前回歸？2026年是美國建國250週年，而中期選舉將於11月舉行。目前政府正致力於解決移民、關稅和美國政府效率部(DOGE)的聯邦成本削減等抑制增長議程。而減稅和監管鬆綁等促進增長議程何時重回焦點？



中國及德國在改變世界格局上所擔任的角色

中國

在DeepSeek的成功推動下，中國大量人工智慧模型席捲全球。這對全球AI生態系統具有變革性意義，因其加速了更廣泛的AI技術開發及應用。中國的高成本效益的模型也在挑戰美國的人工智慧主導地位。其中七大美國科企因一直過度擁擠的配置、盈利放緩，以及估值仍然相對昂貴，今年年內由市場追捧的「Mag 7」變為市場滯後的「Lag 7」。此外，市場對超大型雲端服務商的投資回報率(ROI)提出質疑，因其在AI領域投入了巨額資本支出。

德國

另一個改變世界格局的是德國財政政策發生180度改變，從多年的緊縮政策轉向增加國防和基礎設施支出。儘管財政刺激帶來的正面增長動力可能會被今年額外20%關稅的負面影響完全抵銷，但長期來看，這仍然是歐元區在經濟增長上的一個重大良好基本面改變。

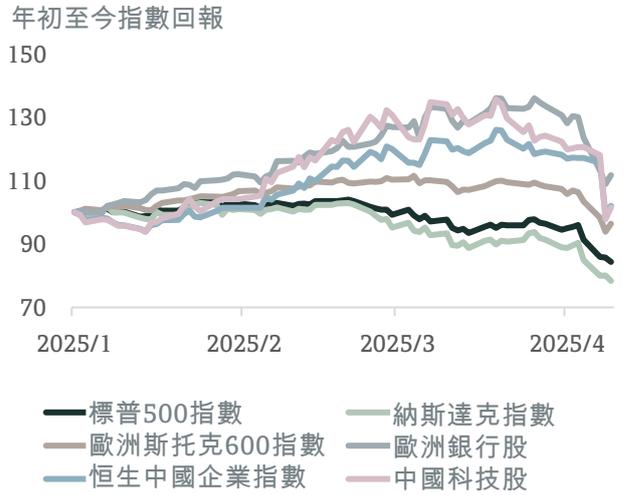


由 MA_GA 轉到 MC_GA 及 ME_GA

年初至今，中國及歐洲股市均相對跑贏美國股市(圖一)。儘管特朗普實施的大規模關稅政策導致當前全球股市出現調整，但抄底機會正在湧現，尤其是中國科技股和歐洲銀行等板塊。

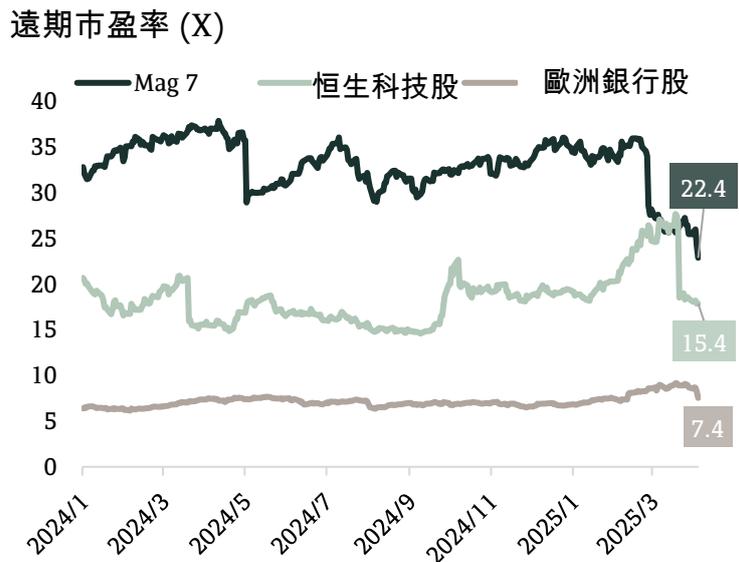
中國科技股的估值較美國Mag 7出現較大折讓。即使最近後者遭到拋售，但Mag 7的平均遠期市盈率仍為約22倍，而恒生科技股指數則為約15倍。歐洲銀行股亦然，儘管其今年初出現了強勁反彈，但其平均遠期市盈率僅為約7倍(圖二)。

圖1：中國及歐洲股票年初至今均相對跑贏美國股票



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年4月9日過往表現並非現時或未來表現的指標。

圖2：股市調整令抄底中國科技股和歐洲銀行的中長線機會湧現

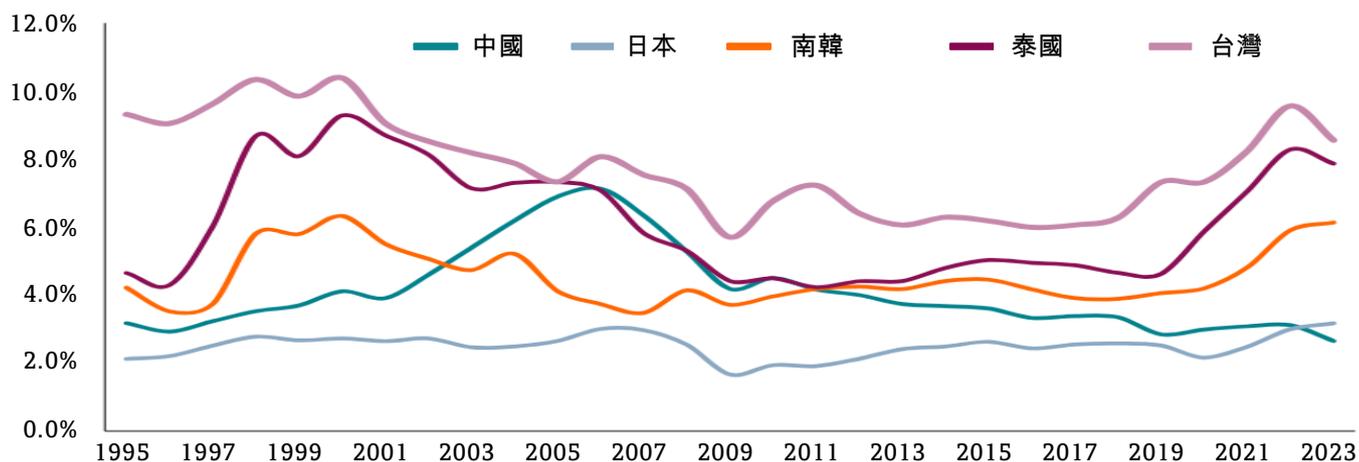


資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年4月9日過往表現並非現時或未來表現的指標。

中國受美國加徵關稅的影響較其他亞洲國家小嗎？

圖3：
中國對美國出口佔其國內生產總值(GDP)僅2.8%

部分亞洲國家對美出口製成品佔其GDP的百分比



資料來源：聯合國貿易和發展會議、彭博、Factset、法國巴黎銀行Exane研究，截至2025年3月31日
過往表現並非現時或未來表現的指標。

中國對美國出口佔其國內生產總值(GDP)僅2.8%。相較之下，越南對美出口佔25%、台灣佔14%、南韓佔7%、日本佔4%。

圖4：
中國受海外收入影響相對較小

海外收入佔總收入的百分比 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
台灣	66%	68%	67%	67%	69%	68%	68%	69%	73%	70%
南韓	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%
中國	12%	11%	16%	12%	12%	13%	11%	12%	13%	12%

資料來源：聯合國貿易和發展會議、彭博、Factset、法國巴黎銀行Exane研究，截至2025年3月31日
過往表現並非現時或未來表現的指標。

中國股票市場的海外收入佔比僅12%。相反，台灣的海外收入佔比為70%，南韓及日本則為44%。

資金回流中國股市

我們預期更多本地及海外資金流入中國A股及香港股市。主要驅動因素為

-  高性價比的人工智能模型
-  以國內市場為導向
-  人民幣存款利率偏低
-  政府要求長期資金購入股票
-  南向資金進一步流入
-  估值處於合理區間
-  額外刺激政策
-  外資持股比例偏低

建構具韌性的投資組合助穿越市場波動時期

鑑於政策不確定性增加，投資人現應確保擁具韌性的投資組合，助穿越市場波動時期。建議投資方式如下：

	<p>分散投資於非相關性資產以降低整體投資組合的波動性 (防禦型美國板塊·中國/歐洲/日本的內需導向精選板塊·貴金屬及私募資產)</p>
	<p>收益型投資組合 (債券·股息收入·結構性票據票息)</p>
	<p>透過結構性產品方案從高波動性中獲利</p>

我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年4月

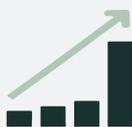
	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	=	+	市場	英國、日本、巴西、中國、南韓、新加坡及印尼	<ul style="list-style-type: none"> 我們將股票評級下調至中性，等待更多有關關稅和流動性的正面訊號。我們也將美國股票敞口下調至負面。
			行業	工業、醫療保健	<ul style="list-style-type: none"> 我們避開歐元區石油及天然氣、消費必需品、美國科技及美國非必需消費品
			風格/主題	大趨勢主題	<ul style="list-style-type: none"> 循環經濟、電動化、安全及收入主題
債券	=	=	政府債	歐元區、英國	<ul style="list-style-type: none"> 我們對美國國債技術性看好，美國10年期國債孳息率的3個月目標為4%。 我們對長期孳息率預測維持不變。美國10年期國債孳息率的12個月目標為4.25%。德國10年期國債孳息率目標為2.5%。
			板塊	歐元及英鎊投資級別	<ul style="list-style-type: none"> 我們繼續看好歐元和英鎊投資級別企業債券。 我們對高收益債券和新興市場債券(美元+當地貨幣)持「中性」看法。
現金	-	-			
大宗商品	=	+		黃金	<ul style="list-style-type: none"> 黃金 — 「正面」：12個月目標為每安士3200美元。 石油 — 「負面」：布蘭特原油價格目標區間為60-70美元。 基本金屬 — 「中性」：關稅上升削弱製造業前景
外匯			美元兌日圓		<ul style="list-style-type: none"> 12個月目標為150
			歐元兌美元		<ul style="list-style-type: none"> 12個月目標為1.15
另類投資	+	+		對沖基金(事件驅動型，長/短倉股票，相對價值)	<ul style="list-style-type: none"> 對全球宏觀環境持「中性」看法

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	1.8	1.3	2.9	3.3	3.4
	日本	0.1	1.0	0.2	2.7	3.2	2.1
	歐元區	0.7	1.3	1.5	2.4	2.2	2.0
	英國	0.9	1.1	0.9	2.5	3.3	2.5
北亞	中國	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
	南韓	2.2	1.6	1.9	2.3	2.2	2.1
	台灣	4.4	2.4	2.0	2.2	1.9	1.9
南亞	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
	馬來西亞	5.5	4.6	4.0	1.9	2.3	2.4
	菲律賓*	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
	泰國	2.8	2.7	2.2	0.4	1.3	1.7

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14日
*國際貨幣基金組織資料及預測，截至2025年4月14日



經濟增長

- 美國在「解放日」推出史上最嚴峻的關稅政策，這應該會使有效關稅稅率從特朗普任期前的約2.5%上升至最近的22%。遠超預期的貿易關稅已令部分國家，特別是中國實施反制政策。儘管我們認為大多數國家應該會進行談判，但對全球經濟，尤其是對美國造成巨大衝擊已是無可避免的。關稅的持續不確定性（時間表及可能的新變化）對消費者和企業情緒均產生影響。因此，我們將對2025年美國GDP預測從先前的2.5%下調至1.8%，並可能會進一步下調。



通脹

- 關稅不確定性（以及潛在的報復）持續的時間越長，對通脹和全球經濟增長的影響就越大。因此，近期通脹預期飆升並不令人意外。閃電式推一系列針對現代複雜供應鏈的關稅政策幾乎可肯定會導致全球生產者價格指數和消費者物價指數上升。眼見中美最近針鋒相對的貿易對峙，預計美國通脹將大幅上漲。



股票

😊 正面 😐 中性 😞 負面

全球整體：中性

亞洲整體：正面

😊	😐	😞
國家		
英國 日本 新興市場	歐元區	▼ 美國
行業		
醫療保健 工業 公用事業	通訊 房地產 ▼ 金融 ▼ 物料	必需消費品 能源 ▼ 科技 ▼ 非必需消費品

😊	😐	😞
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

- 「解放日」過後，市場對爆發全球貿易戰擔憂加劇，全球股市出現劇烈震盪。其中中國採取反制措施後，中國股市於4月7日大跌，屬歷來最嚴重的單日拋售之一。短期內，我們預期波動持續。而相信其他地區的進一步反制亦會削弱市場情緒。
- 我們將長期對股票的看好立場下調至中性。特朗普宣布的對等關稅顯然不利全球經濟增長，甚至對美國經濟造成滯脹的風險。
- 我們也將對美國股市從中性下調至減持。因關稅公布後對消費產生負面影響，同時推高企業成本，雙雙導致企業利潤下跌。而以上因素均未反映在分析師預期內。
- 我們繼續看好非美國股票。從三月開始，投資者已開始從青睞美國股市改為除美國以外的全球股市。市場調整為中國、日本和/或歐洲的內需主導股票提供了中長期買入機會。

	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	-6.0	-4.8	23.4	21.0	4.8	11.6	14.7	19.0
	日本	-1.5	-5.4	18.5	14.3	1.6	3.0	8.1	9.3
	歐元區	-3.2	7.3	6.8	14.3	1.9	6.1	11.6	13.2
	英國	-2.3	5.3	5.3	12.1	2.0	5.5	11.4	14.3
	亞洲(日本除外)	-0.2	1.4	9.8	13.2	1.8	12.5	13.2	12.1
北亞	中國	1.9	14.6	16.3	11.4	1.6	8.6	11.6	11.6
	中國 - A股	-0.1	-1.2	14.7	12.0	1.7	9.9	8.2	10.3
	香港	-0.6	3.9	-4.7	12.1	1.0	8.0	7.5	7.8
	南韓	-0.8	4.0	-13.7	8.9	0.9	19.7	18.0	10.5
	台灣	-10.7	-11.8	40.9	15.2	2.9	17.9	15.8	17.0
亞	印度	6.8	-3.3	14.3	21.6	3.8	16.9	14.9	14.8
	印尼	5.7	-9.4	-12.3	9.9	1.8	0.5	6.3	16.0
	馬來西亞	-3.9	-8.4	12.8	12.7	1.3	6.0	7.1	11.0
	菲律賓	3.6	-2.8	1.6	10.2	1.7	9.5	9.5	14.8
	新加坡	1.0	4.9	20.0	14.2	1.6	6.8	7.9	10.8
泰國	-3.6	-15.1	-1.6	14.1	1.6	4.2	11.9	10.1	10.6

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14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
印度
菲律賓
印尼
香港
中國

	總回報(%)			最差收益率(%)	
	1個月	年初至今	2024		
亞洲	亞洲美元債券	-0.1	2.4	4.5	5.1
	亞洲當地貨幣債券	0.6	2.1	1	4
	中國	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
	南韓 菲律賓	0.3 0.1	2.3 2.7	4.4 1.4	4.6 5.3
其他區域	美國10年期國債	0.5	3.4	0.1	4
	美國投資級債	0	2.8	1.3	4.6
	美國高收益債	-1	1	8.2	7.7
	新興市場美元債	-0.1	2.5	5.2	5.5

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14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
	4.25	4.25	4.25	4.5

- 利率預測：我們維持今年兩次減息25個基點的預測，到年底終端利率為4%。在經濟增長放緩的背景下，減息很可能在2025年下半年發生。同樣，我們預期歐洲央行今年亦減息兩次，將存款利率降至2%。
- 國債：我們技術性看好美國國債，因4月初美國10年期國債孳息率攀升至4.5%。如果關稅長期維持高位，美國滯脹和全球經濟衰退的風險就會增加。我們預期美國將與大多數國家啟動貿易談判。在此背景下，我們將美國10年期國債孳息率的3個月目標修訂為4%。
- 我們對美國10年期國債孳息率之12個月預測維持4.25%，德國的則為2.50%。另我們繼續看好歐元核心政府公債和歐元區高等級公司債。
- 企業投資等級債券：我們看好投資等級信貸，尤其是歐元區金融信貸，因其具有十年高收益率及強勁資產負債表。另我們對英國投資等級企業債券轉正面。

外匯與大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 負面

12個月的外匯觀點



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

大宗商品



😊 黃金
😐 基本金屬
😞 石油

■ **歐元**：高關稅將降低美國未來幾年的增長潛力，並存在滯脹風險。美國經濟前景的高不確定性疊加歐洲相對較佳的增長前景，可能促使歐洲投資者將投資組合由美國分散至歐洲。此外，我們認為孳息率差異的轉變對美元較為不利。因此，我們將歐元兌美元的3個月目標價調整為1.12，12個月目標價調整為1.15。

■ **黃金**：我們對黃金維持正面，12個月目標價為3,200美元/安士。央行繼續增持黃金及減息，以至持續的地緣政治和經濟不確定性都支撐金價向上。目前金價牛皮提供了追入良機，特別是當價格跌破3000美元/安士時。

■ **石油**：我們維持「負面」看法，12個月內的目標區間為60-70美元。特朗普的政策不利油價，更令石油需求疲弱；同時非石油輸出國組織(OPEC)供應增長以及油組及其盟友(OPEC+)計劃自今年4月起增加產量，油價下行風險依然存在。

■ **基本金屬**：我們對基本金屬的看法由正面轉為中性。動盪不安的局勢擾亂了該行業，關稅上調也損害了製造業的前景。

外匯預測

	現貨價 截至2025年3月31日	3個月		12個月		
		觀點	目標	觀點	目標	
成熟市場	美元指數*	104.21	-	101.4	-	99.1
	日本	149.5	-	150	-	150
	歐元區	1.080	+	1.12	+	1.15
	英國	1.291	+	1.35	+	1.39
	澳洲	0.623	+	0.66	=	0.64
	紐西蘭	0.571	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.439	-	1.45	=	1.40
亞洲 (日本除外)	中國	7.252	=	7.30	=	7.30
	南韓*	1,473	=	1,460	+	1,420
	印度	85.47	-	88.0	-	88.0
	印尼*	16,560	=	16,500	=	16,600
	馬來西亞*	4.438	=	4.46	=	4.38
	菲律賓*	57.23	=	57.5	=	56.9
	新加坡*	1.344	=	1.34	=	1.31
泰國*	33.93	=	33.9	=	33.4	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年4月14日
 *法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年4月14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