



2025年10月

投資導航

亞洲版



年底升市需要什麼「配料」？

我們最常聽到的問題之一是：

「全球股市年底有多大機會迎來升市？」

步入今年最後一個季度之際，投資者對這個問題特別有共鳴，因市場在這一時期的預期往往更高，同時也是企業制定新一年戰略決策的時刻。去解答這個問題，我們聚焦下列四個通常為股市升市奠定基礎的關鍵因素。

弄清這些因素的相互作用，特別是在年初至今的市場表現和更廣泛的宏觀經濟動態的背景下，對於評估年末迎來強勁升市的可能性至關重要。讓我們仔細看看是什麼推動樂觀情緒，以及存在的風險因素。



1. 寬鬆的全球金融狀況



2. 穩健的企業盈利



3. 有利的季節性因素



4. 投資者持倉情況

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





1.寬鬆的全球金融狀況

正如我們在《投資導航》9月刊中所述，終於迎來美聯儲的政策拐點。我們目前預期美聯儲今年可能再減息兩次，分別在十月和十二月，並在2026年上半年再減息兩次。

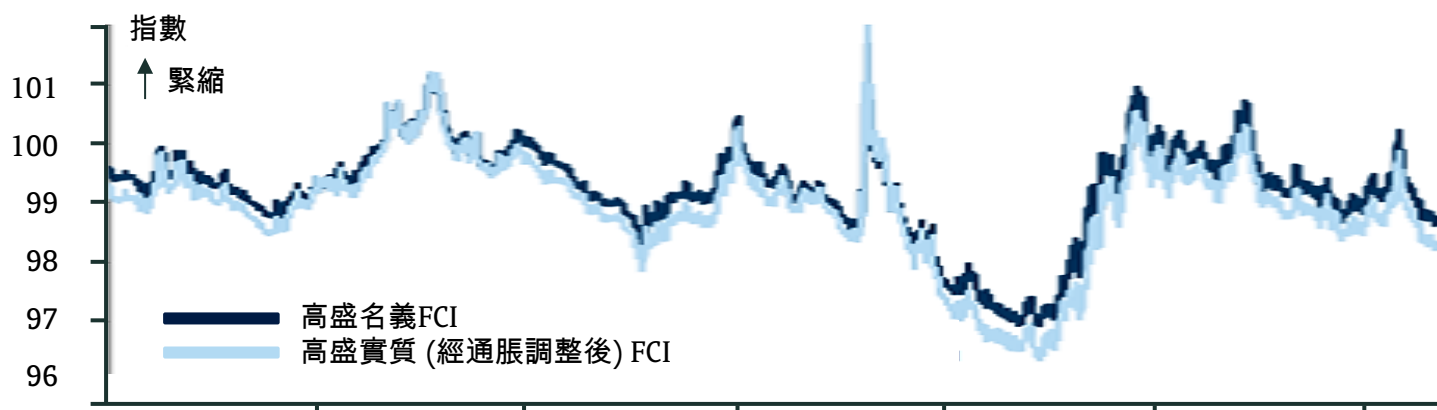
與此同時，儘管我們預期歐洲央行不會進一步放寬貨幣政策，但該央行已經大幅減息，自2024年5月以來已將利率下調逾200個基點。

相比之下，中國仍在努力應對通縮而非通脹，並維持貨幣和財政寬鬆措施。

信貸利差收窄，美元已經走弱。兩者結合增強了全球流動性，並使新興市場央行隨之開啟減息週期。金融狀況寬鬆通常是領先指標，不過它往往有點滯後效應。因此，縱使全球股市年初至今的表現已經非常強勁，第四季仍有機會進一步上行。

圖1：金融狀況繼續寬鬆- 利好資產市場

高盛美國金融狀況指數(FCI)



資料來源：湯森路透Datastream、法國巴黎銀行Exane、高盛，截至2025年9月26日。
過往表現並非目前或未來表現的指標。



2.企業盈利值得關注

美國企業今年第二季度業績超出預期。再看歐洲，儘管企業盈利部分受制於歐元走強，但市場仍普遍預期歐洲企業明年的盈利可望達到兩位數增長。與此同時，中國的盈利修正似見觸底，預計到2026年將實現兩位數的增長。日本企業今年盈利強勁，預計將增長10%，在此推動之下，日企正在悄然進行創紀錄的股票回購。

驅動本輪全球盈利增長趨勢的主要因素是未來15個月經濟不會顯著放緩。我們預期股票估值可能不會進一步大幅擴張，特別是美國股市，但股價仍有機會走高，不過如果這一趨勢持續，步伐可能會更溫和。



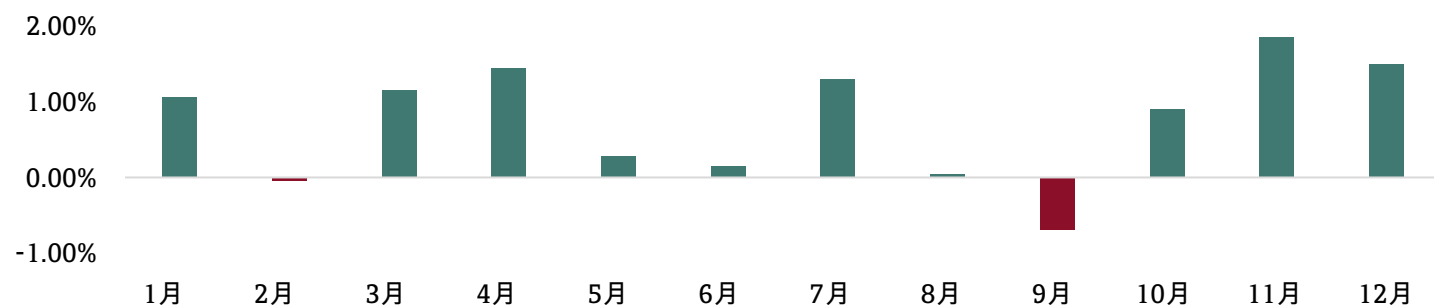


3. 季節性因素

季節性趨勢也會影響市場。從1950年以來的表現來看，標普500指數往往在第四季度表現強勁，錄正回報的機率達74%，平均回報率為+4.2%(見圖2)。同樣，自1998年以來，歐股錄得正回報的季度佔比達68%，平均回報率為+2.8%。儘管如此，這些數字代表的是平均水平，也有例外，例如，2022年第四季度標普500指數、歐洲斯托克600指數和上證綜指均有所下跌。關鍵在於「金髮女孩經濟(Goldilocks)」得以持續：國內生產總值(GDP)軟著陸以及通脹逐步放緩或上升幅度可控。

圖2：季節性因素表明第四季度通常是表現最強勁的季度

標普500指數自1950年以來的平均每月回報



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年10月8日。
過往表現並非目前或未來表現的指標。



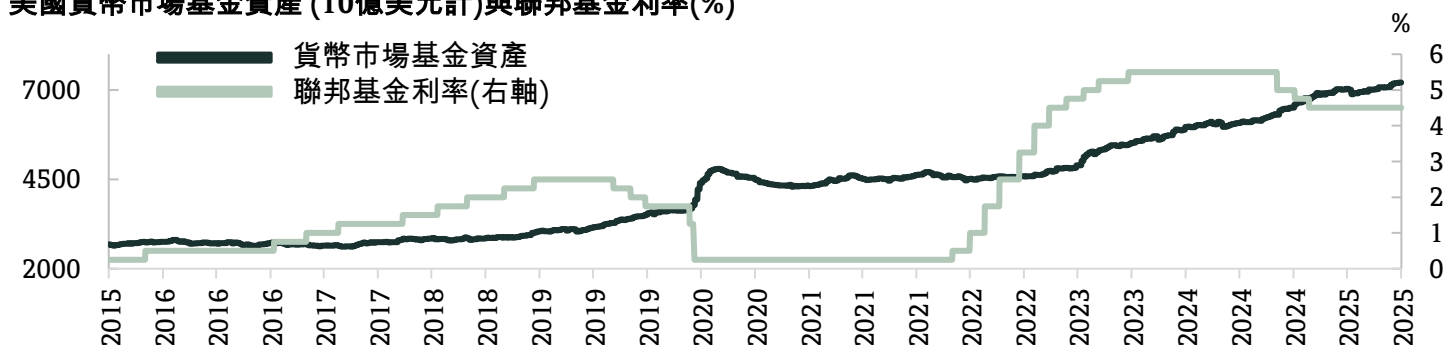
4. 持倉情況

即使在經歷自新冠疫情以來最強勁的股市反彈後，持倉仍有所增加，但未算強勁。全球基金經理仍然看好股票。對沖基金的投資組合(短倉與長倉合計)總規模相當龐大，但按歷史標準，其市場淨敞口仍然處於中等水平。

散戶投資者目前最為樂觀，其中美國散戶投資者的樂觀情緒最為高漲，接近歷史高點。然而，美國個人投資者協會(AAII)的情緒調查顯示，近期指標並未達到令人擔憂的極端值。因此，雖然調整早該出現且在預期之中，但目前的市場情緒並沒有顯示宏觀市場已經見頂。

圖3：創紀錄的場外現金等待部署

美國貨幣市場基金資產(10億美元計)與聯邦基金利率(%)



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



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界



升市面對哪些潛在風險？

- 1 經濟增長下滑幅度大於預期和通脹意外回升均可能導致一定程度的回調。從歷史上看，滯脹一直是對股票和債券最不利的情况。
- 2 一旦已經達成的貿易框架協議破裂，或中美貿易協議缺乏進展，均可能會抑制企業資本支出和投資活動。
- 3 人工智能相關資本支出（今年以來一直被上調）若出現放緩，可能對股票造成壓力，美股首當其衝。鑑於市場在科技板塊的集中度高，該支出放緩也可能產生連鎖反應，波及台灣、中國科企及南韓市場。
- 4 地緣政治衝突若急劇升級，可能推動油價大幅走高，進而可能對年底升市構成阻力。



年底升市是否已經蓄勢待發？

- 全球金融狀況持續寬鬆，通常是風險資產的強大推動力。
- 第四季度通常是一年中表現最強勁的季度，季節性因素表明可能迎來「聖誕老人行情」。
- 經濟韌性和強勁的企業盈利是支撐看漲的基本原因。
- 在減息預期推動下，資金從貨幣市場基金加速轉出，投資者的持倉可能利好風險資產。
- 我們認為，鑑於風險偏好大幅上升，這一勢頭有望持續下去。
- 有鑑於此，我們目前高配全球股票。地區而言，我們對美國和歐盟股票持「中性」看法，同時高配日本和新興市場（包括中國）。



我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年10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、墨西哥、中國、南韓、新加坡	■ 上調股票至「高配」：在經濟韌性的支撐下，全球股票市場表現十分強勁。美聯儲已開啟減息週期，故此我們上調美股至「中性」，同時下調歐盟股票至「中性」。
			板塊	「高配」醫療保健和公用事業；歐洲：金融、工業、原材料	■ 美股而言，我們上調資訊科技和非必需消費品至「中性」。歐盟股票而言，我們將建築材料從「高配」下調至「中性」。
			風格/主題	大趨勢主題	■ 關注循環經濟、電氣化、安全及收入主題。
債券	=	=	政府債	歐元區、英國、美國	■ 我們繼續高配美國(更看好短期2-5年)、英國和德國政府債券及美國抗通脹債券(TIPS)。 ■ 我們對美國10年期國債收益率的12個月目標維持4.25%不變。
			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。 ■ 我們預期美元可能進一步走弱，故此上調新興市場債券(當地貨幣)至「高配」。 ■ 對新興市場債券(美元)和高收益債券的看法保持「中性」。
現金	-	-			
大宗商品	+	+		黃金	■ 長線而言「高配」黃金和白銀。這兩個貴金屬的價格均已觸及我們的目標(價4000美元/安士和50美元/安士)，預期短期內可能會出現整固。 ■ 石油 - 維持「低配」。布蘭特原油價格目標區間為60-70美元。 ■ 基本金屬 - 「高配」，特別看好銅，我們的目標區間為11,000美元-12,000美元。
外匯			歐元兌美元		■ 12個月目標為1.24
			人民幣兌美元		■ 12個月目標為7.10
另類投資	+	+	對沖基金 (全球宏觀、長/短倉股票、相對價值)		■ 對事件驅動策略持「中性」看法

註：+ 高配 / = 中性 / - 低配

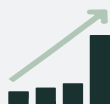
GDP和CPI預測

		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	1.7	1.5	2.9	2.8	3.4
	日本	0.1	1.3	0.6	2.7	3.2	2.5
	歐元區	0.9	1.3	1.4	2.4	2.1	1.8
	英國	1.1	1.3	1.0	2.5	3.5	2.7
北亞	中國	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
	南韓	2.0	1.0	2.0	2.3	2.1	2.0
	台灣	4.6	5.3	2.0	2.2	1.6	1.4
亞極	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
	馬來西亞	5.1	4.2	3.6	1.8	1.4	1.7
	菲律賓*	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
	泰國	2.5	2.2	1.5	0.4	0.0	0.5

資料來源：法國巴黎銀行集團經濟研究、法國巴黎銀行環球市場，截至2025年9月30日

註：印度的預測是對財年(4月-3月)的預測

*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年9月30日



經濟增長

- 美國第二季度經濟增速再次被上調。終值顯示，第二季度國內生產總值(GDP)年化增長率為3.8%，遠高於最初的估計。這種經濟勢頭可能會持續到第三季度，凸顯作為世界最大經濟體的韌性。這也是推動風險偏好普遍上升的原因之一。故此，我們對美國經濟於2025年全年增速的預測由先前的1.6%上調至1.7%。
- 儘管歐元區目前面對地緣政治挑戰，但該地區的經濟增長仍顯示出驚人的韌性。歐盟與美國簽署貿易協定減少重大風險，有望支撐明年的經濟活動以溫和的速度擴張。不過，對法國政治穩定性的擔憂猶存。我們目前對歐元區2025年和2026年的經濟增速預測分別為1.3%和1.4%。



通脹

- 美國通脹於2025年9月加速至2.9%。這一增速被普遍解讀為漸進的，而且在預期之內。美聯儲也終於認為重啟減息週期的時機已到，在2025年9月議息會上減息25個基點。美聯儲的側重點是解決勞動力市場疲弱的問題，不過美聯儲會議記錄顯示，許多決策者仍然強調通脹風險仍偏向上行。
- 歐元區9月通脹率從前三個月的2.0%升至2.2%，略高於歐洲央行的目標。我們仍認為歐洲央行減息週期已經結束，存款利率在未來一年將保持在2%。經濟增長方面的風險處於平衡狀態，而通脹也在目標範圍內。



股票

😊 高配 😐 中性 ☹️ 低配

全球整體：「高配」▲		
😊	😐	☹️
國家		
英國、日本 新興市場	▲ 美國 ▼ 歐元區	
行業		
醫療保健 公用事業	通訊、房地產 金融、原材料 工業 ▲ 非必需消費品 ▲ 科技	必需消費品 能源

亞洲整體：「高配」		
😊	😐	☹️
國家		
中國 新加坡 南韓	台灣 印度、馬來西亞 菲律賓、印尼	泰國
行業		
通訊 非必需消費品 必需消費品 科技	原材料 房地產 金融 醫療保健 公用事業	工業 能源

- 我們對股票整體的看法轉為「高配」- 在經濟韌性、企業盈利普遍穩健利以及寬鬆貨幣政策下的持倉等因素的支撐下，全球股市表現十分強勁。此外，股票回購和貨幣市場基金的潛在輪動可能是升市得以延續的有利因素。
 - 具體國家而言，雖然美國股票長期基本面仍令人擔憂，但我們目前對美股的看法上調至「中性」。我們已更新對美聯儲未來的減息行動的看法，預期會有更多減息，需謹記「不要和美聯儲對立」，標普500指數在經濟沒有陷入衰退的時期表現良好。另外，受匯率影響，我們目前對歐股的看法轉為「中性」。
- 我們青睞日本、英國和中國等非美國股票。
 - 日本市場：我們重申「高配」建議，原因是全球經濟前景樂觀、日本經濟在外部和內部力量(例如工資增長)推動下復甦、企業盈利穩健和持續進行的改革。另外，高市早苗(Takaichi)有望出任日本首相，該局面也可能進一步刺激日股走高。
 - 中國市場：鑑於中國股票仍有進一步上行空間，故此我們維持「高配」。估值保持合理，而且資金流動在人工智能熱潮的推動下不斷改善。我們繼續看好中國科技股和香港/中國金融及中國電信板塊的高股息股。

		月內 (%)	年初至今 (%)	2024年 (%)	股息率 (%)	12個月 遠期市盈率 (x)	追溯 市盈率 (x)	12個月 股本回報率 (%)	過去12個月 每股盈利 增長(%)	12個月遠期 每股盈利 增長(%)
全球	美國	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
	歐元區	3.4	31.4	-0.3	2.8	16.4	2.0	17.2	25.8	19.8
	英國	2.6	28.4	7.5	3.2	14.0	2.0	21.0	13.2	10.1
亞洲	中國	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
	南韓	7.7	52.4	-21.7	1.4	13.1	1.3	12.8	29.0	33.8
	台灣	8.2	25.8	24.0	2.5	20.1	3.0	24.6	32.4	31.4
低配	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
	馬來西亞	5.3	8.7	21.5	3.5	15.7	1.5	12.0	9.2	10.9
	菲律賓	-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
	泰國	3.6	1.1	5.2	3.5	13.9	1.4	16.4	11.2	18.7

資料來源：Macrobond指數(美元計)，法國巴黎銀行財富管理，截至2025年9月30日

固定收益

😊 高配 😐 中性 ☹️ 低配

全球整體：中性

😊

😐

☹️

美國國債
德國國債
英國國債
歐元及英鎊投資級債
▲新興市場債（當地貨幣）

美國投資級債
高收益債
新興市場債
（硬貨幣）

-

整體亞洲(美元)：中性

😊

😐

☹️

日本
新加坡

南韓
菲律賓
印尼、香港
印度、中國
澳洲

		總回報(%)			最差收益率(%)
		月內	年初至今	2024	
亞洲	亞洲美元債券	0.9	7.0	4.5	4.7
	亞洲當地貨幣債券	-0.9	10.0	1.0	3.5
	中國	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
	南韓	0.5	5.8	4.4	4.3
	菲律賓	1.5	8.5	1.4	4.9
其他地區	美國10年期國債	0.4	6.8	0.1	4.1
	美國投資級債	1.1	6.1	1.3	4.4
	美國高收益債	0.8	7.2	8.2	6.7
	新興市場美元債	1.0	7.1	5.2	4.9

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9月30日

美國國債收益率 12個月目標 (%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	3.60	3.75	4.25	4.50

- 利率預測：在勞動力市場放緩的情況下，我們目前預期美聯儲今年會再減息兩次（此前預期為一次），並於明年上半年再減息兩次，終端利率為3.25%。另外，我們認為歐洲央行已經結束其寬鬆週期，下一步將是在2026年底加息。

■ 政府債：我們對美國和德國的十年期國債收益率目標分別維持在4.25%和2.75%。因英國通脹仍具粘性，我們對英國10年期國債收益率的目標從4.20%上調至4.40%。我們對美國、英國和德國政府債券的看法維持「高配」，但看好的美債年期收窄至短期，看好的英債和德債年期維持中期。我們仍然看好美國抗通脹債券。
- 企業投資級別債券：相比美元投資級別債券（「中性」），我們更看好歐元和英鎊投資級別債券（「高配」），該等債券的信貸指標更佳、波動性更低，而且全球都在分散美元資產。我們青睞7年期以內的歐元區投資級別以及5年期以內的美國投資級別債券。

■ 新興市場債券：我們對新興市場當地貨幣債券的看法從「中性」上調至「高配」。預期美元走弱是利好因素。在估值高企及美國長期收益率走高的風險下，我們對新興市場硬貨幣債券的看法維持「中性」。

外匯與大宗商品

12個月的外匯觀點



日圓、英便士
紐西蘭元、南韓圓
菲律賓比索
歐元、澳元、加元
新台幣、新加坡元

人民幣
印尼盾
泰銖
印度盧比
馬來西亞幣

美元

- 歐元：無論是關稅、債務可持續性還是美國政府對美聯儲的政治干預所引起的政策不確定性，預計都將逐步削弱投資者對美元的信心。此外，隨著美聯儲繼續減息，歐美利率差收窄可能遲早會對美元構成壓力。因此，我們對美元指數(DXY)的12個月目標為92.6，並將歐元的3個月和12個月目標分別改為1.18和1.24。
- 澳元：澳洲央行於2025年8月下調政策利率25個基點至3.6%。貿易不確定性下降，加上國內前景改善，推動澳元走強。此外，有利的息差和大宗商品需求增加預期將進一步支撐澳元。我們的3個月目標維持0.66，並將12個月目標調整為0.68(1澳元的價值)。

大宗商品



黃金
白銀
基本金屬

-

石油

- 「高配」黃金 - 我們對貴金屬的長線看法維持「高配」。黃金和白銀的價格均已觸及我們的目標價（4000美元/安士和50美元/安士），預期短期內可能會出現整固。我們認為黃金將繼續受到美聯儲減息、去美元化、央行買金、以及地緣政治和金融環境高度不確定帶來的避險投資偏好等因素的支撐。
- 「低配」石油 - 鑑於石油輸出國組織及其盟國(OPEC+)增產，非OPEC國家的供應大幅增長，而需求增長有限，我們對石油的看法維持「低配」，預計布蘭特油價將見每桶60至70美元。
- 「高配」基本金屬 - 我們維持長線「高配」看法，並預期能源轉型和基礎設施需求的增長將超過預期的供應增長。我們對銅(LME)的12個月目標區間為11,000-12,000美元。

外匯預測

匯價預測		現貨價		3個月		12個月	
		截至2025年9月30日	觀點	目標	觀點	目標	
成熟市場	美元指數*	97.78	=	97.0	-	92.6	
	日本	147.9	+	145	+	140	
	歐元區	1.173	=	1.18	+	1.24	
	英國	1.345	=	1.36	+	1.43	
	澳洲	0.661	=	0.66	+	0.68	
	紐西蘭	0.579	+	0.60	+	0.60	
	加拿大	1.392	=	1.38	+	1.35	
亞洲（日本除外）	中國	7.128	=	7.15	=	7.10	
	南韓*	1,404	=	1,370	+	1,350	
	台灣*	30.46	+	28.8	+	28.2	
	印度	88.79	=	88.0	=	88.0	
	印尼*	16,665	=	16,450	=	16,300	
	馬來西亞*	4.207	=	4.20	=	4.16	
	菲律賓*	58.21	+	56.0	+	55.6	
	新加坡*	1.290	=	1.26	+	1.25	
	泰國*	32.40	=	32.3	=	31.8	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年9月30日

*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年9月30日

註：+高配/=中性/-低配



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