

2025年3月

# 投资导航

## 亚洲版



本期《投资导航》聚焦两大主题：其一是关于中国，我们会探讨中国股市是否还有进一步上升空间；其二是阐述我们对美国和欧盟金融板块的高度信心。

## 中国股市涨势能否持续？

### 中国

尽管面对通缩压力、国内需求疲弱及房地产低迷等挑战，中国仍将2025年增长目标定为约5%。此外，政府计划发行大量国债和地方政府专项债以增加支出，支持人工智能(AI)模型和创业投资发展。



## 美国和欧盟财报季：金融股表现亮眼

### 美国

美国企业盈利增长令人印象深刻，当中大型银行表现异常出色，其投资银行业务显示出复苏迹象。

### 欧洲

欧洲银行股及整体金融股也录得强劲的盈利增长和现金回报，而估值仍处于历史低位。



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





# 中国股市涨势能否持续？

! 中国全国人大首日会议的要点是什么？

“

美国总统特朗普追求保护主义之际，中国誓言要增加支出并向世界敞开怀抱。

尽管近期中美贸易战升级，但中国政府于最新一届全国人大会议上仍将2025年经济增长目标定为5%左右。总理李强承认国内经济面对通缩压力、国内需求疲弱及房地产行业持续低迷等挑战，并承诺加大支出以推动经济增长。为支撑经济增长，2025年的赤字与国内生产总值(GDP)比率定为4%左右，较去年提高1%。

此外，中国拟发行人民币1.3万亿元的超长期特别国债（较2024年增加3,000亿元）和人民币4.4万亿元的地方政府专项债券（较2024年增加5,000亿元），以加大支出强度。



2025年经济增长目标

~5%



2025年赤字与GDP比率目标

~4%  
(同比升1%)



超长期特别国债

1.3 万亿人民币  
(较上年增加3,000亿人民币)



地方政府专项债券

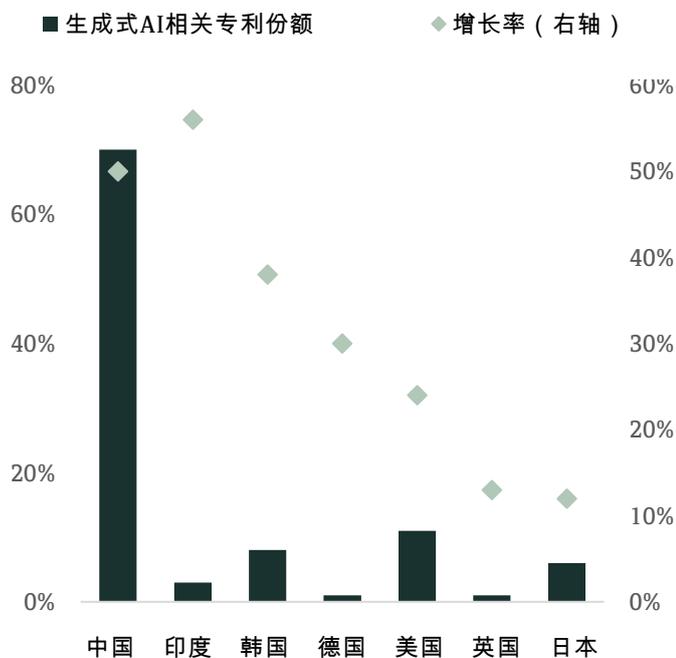
4.4 万亿人民币  
(较上年增加5,000亿元)



## 中国科技板块是否过于拥挤？ 我们是否仍持乐观看法？

在全国人大会上，中国还表示将加大对AI模型应用和创业投资发展的支持，以促进更多技术突破并加强技术自力更生能力。这是政府工作报告中首次提及AI模型，并且是在中国AI初创公司深度求索(DeepSeek)引发全球轰动之后。这令我们更加相信中国科技公司有不错的投资价值。

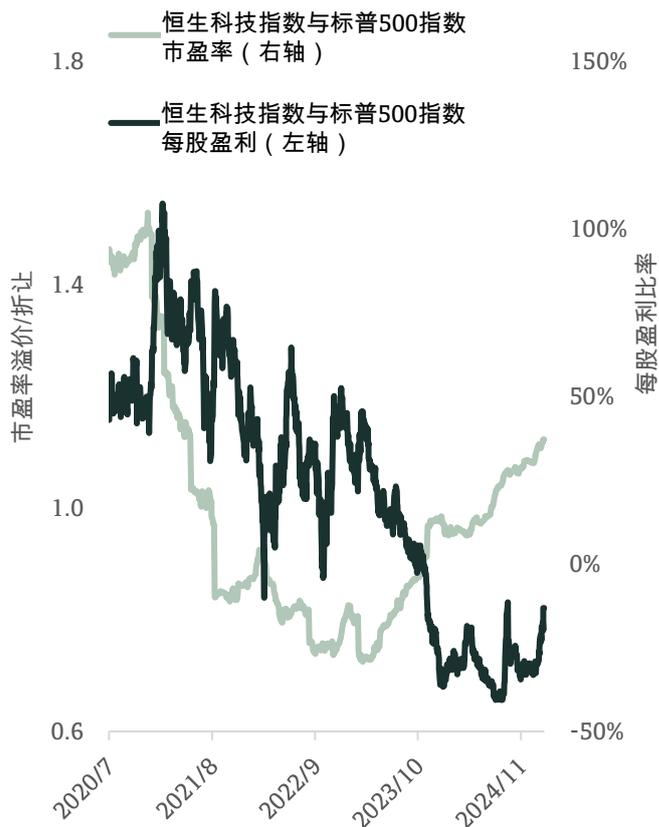
图1：各国生成式AI专利比重



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年1月31日  
过往表现并非现时或未来表现的指标。

另一个值得留意的要点是，在全球所有生成式AI相关专利中，中国专利占比最大并且仍以每年50%的速度增长（如图1）。显而易见，中国希望在全球AI竞赛中跃居前列。

图2：恒生科技指数与标普500指数的  
市盈率及每股盈利



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年2月28日  
过往表现并非现时或未来表现的指标。

我们预计市场将越来越关注AI带来的营收。投资者可能质疑“梦幻七股”如此庞大的AI资本支出未来的投资回报，故此可能会继续从该等股票中转出。纵使中国科技股的每股盈利增长跑赢美股，但其估值仍较美股存在大幅折让（如图2）。短期而言，恒生科技指数呈技术性超买，任何疲弱都是进场机会。

# 美国和欧盟财报季： 金融股表现亮眼



美国财报季表现如何？  
为何我们仍然看好美国金融股？

截至目前，已发布财报的美国企业的平均盈利增长为14.2%，远高于市场在1月初预期的+8%。预计2025年全年将增长12%。



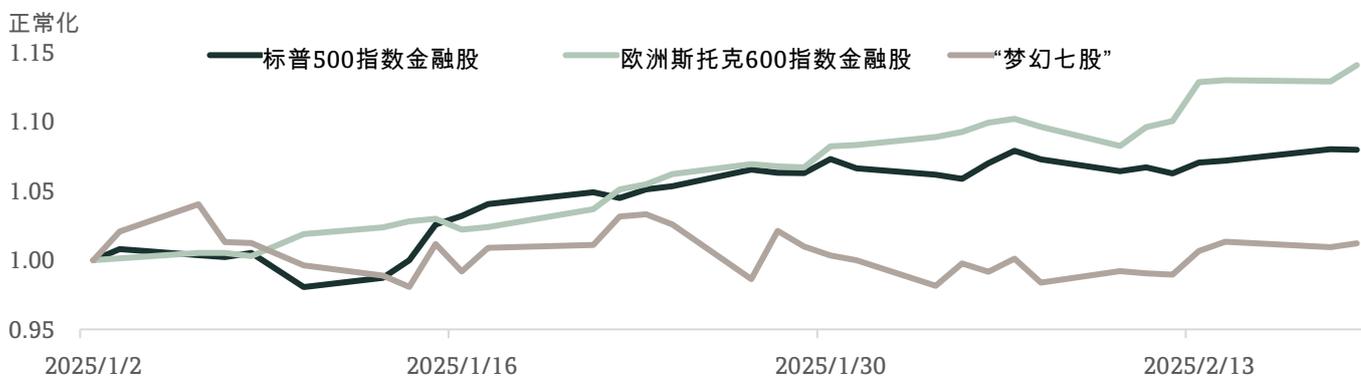
美国大型银行的业绩非常出色。大多数银行的业绩普遍高于预期，这也从其主要业务中显而易见。重要的是，投行业务之前表现低迷，直到最近已有所复苏，但可能尚未完全反映在价格上。事实上，金融板块跑赢“梦幻七股”，带动美国股市开始扩阔（如图3）。



故美国银行股并没有那么便宜，但预计2025年将实现稳健增长，特别是在特朗普总统可能放松管制政策的情况下。稳健的经济应有助于抑制违约，而“利率在更长时间内保持高企”情景可能会带来额外的推动力。故此，我们预期美国主要银行仍有潜力。

其他金融股也处于良好状态。加州山火肆虐，令外界对对保险公司有所担忧，但相关索赔似乎是可控的。美国私人保险公司对加州的风险敞口已大幅减少，它们通常会为这种灾难再投保。

图3：金融板块跑赢“梦幻七股”

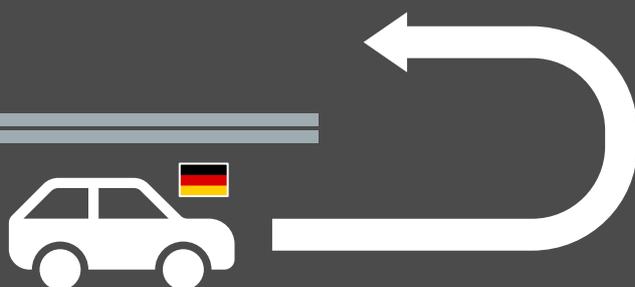


资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年2月28日  
过往表现并非现时或未来表现的指标。

**德国财政政策大转弯可能带来颠覆性改变 我们是否仍然看好欧盟金融股？**

国防和基础设施支出

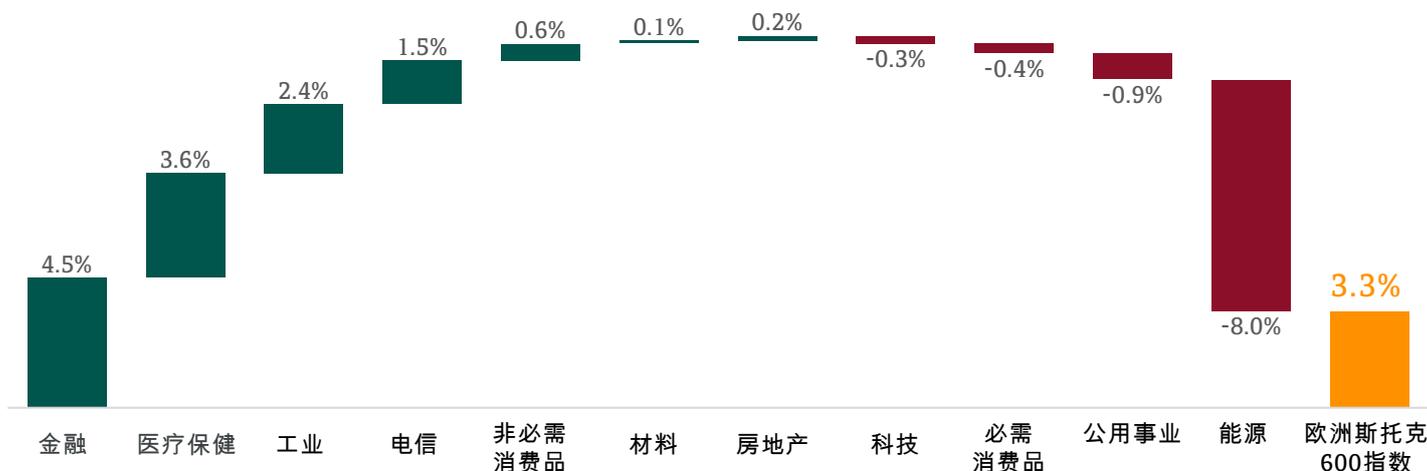
债务刹车



德国提议史无前例地放松“债务刹车”规则，以提振国防和基础设施支出，可能扭转经济低迷之势。2024年第四季企业盈利表现温和，但也算是令人鼓舞，当中盈利贡献最高的是我们最看好的板块之一——金融板块（如图4）。

我们继续看好欧洲银行股及整体金融股。企业盈利增长和现金回报相当可观，许多企业纷纷上调指引，2025年有望继续增长。此外，不论是从历史水平来看还是与其他市场相比，其估值均十分便宜。尽管欧洲金融股面临越来越多来自美国同业的竞争，但大环境仍然对其有利，并购和重组也有望提供进一步支持。

图4：2024年第四季欧洲斯托克600指数实际增长贡献率构成



资料来源：美国银行、Factset，截至2025年2月28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3月

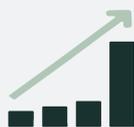
	看法		组成部分	看好	评论
	目前	上月			
股票	+	+	市场	英国、日本、巴西、中国、韩国、新加坡及印尼	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们下调美国至“中性”。</li> </ul>
			行业	金融、材料、工业、医疗保健	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们下调美国科技和非必需消费品至“负面”。</li> </ul>
			风格/主题	大趋势主题	<ul style="list-style-type: none"> <li>循环经济、电动化、安全及收入主题</li> </ul>
债券	=	=	政府债	欧元区、英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们对美国国债的看法转为“中性”。我们对美国10年期国债收益率的12个月目标维持4.25%。</li> <li>我们上调德国国债至“正面”。我们对德国10年期国债收益率的12个月目标上调至2.5%。</li> </ul>
			板块	欧元及英镑投资级别	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们对美国观点战术性转为“中性”，继续看好欧元和英镑投资级别企业债券。</li> <li>我们对高收益债券和新兴市场债券(美元+当地货币)持“中性”看法。</li> </ul>
现金	-	-			
大宗商品	+	+		黄金 基本金属	<ul style="list-style-type: none"> <li>黄金 —“正面”，上调12个月目标至每盎司3200美元。</li> <li>石油 —“负面”：布兰特原油价格目标区间为60-70美元。</li> <li>基本金属 —“正面”：尤其是铜。</li> </ul>
				美元兑日元	<ul style="list-style-type: none"> <li>12个月目标为150</li> </ul>
外汇				欧元兑美元	<ul style="list-style-type: none"> <li>12个月目标为1.02</li> </ul>
	+	+		对冲基金(事件驱动型，长/短仓股票，相对价值)	<ul style="list-style-type: none"> <li>对全球宏观环境持“中性”看法</li> </ul>

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

## 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%)		
		2023	2024f	2025f	2023	2024f	2025f
成熟市场	美国	2.9	2.8	2.3	4.1	2.9	3.4
	日本	1.5	0.1	1.1	3.3	2.7	3.2
	欧元区	0.5	0.7	1.1	5.4	2.4	2.1
	英国	0.4	0.9	0.8	7.3	2.5	3.3
北亚	中国	5.2	5.0	4.5	0.2	0.2	0.8
	香港*	3.2	3.2	3.0	2.1	1.7	2.3
	韩国	1.4	2.2	1.6	3.6	2.3	2.2
	台湾	1.3	4.4	2.4	2.4	2.2	1.9
南亚	印度	7.0	8.2	6.2	6.7	5.4	4.8
	印尼	5.1	5.0	5.0	3.7	2.4	2.3
	马来西亚	3.6	5.5	4.6	2.5	1.9	2.3
	菲律宾*	5.6	5.8	6.1	6.0	3.3	3.0
	新加坡	1.1	4.0	2.4	4.2	2.8	1.7
	泰国	1.9	2.8	2.7	1.3	0.4	1.3

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3月11日  
\*国际货币基金组资料及预测，截至2025年3月11日



### 经济增长



### 通胀

- 关税对宏观经济的潜在影响似乎超过我们此前的预期。目前的形势仍存变数，在很大程度上取决于这些新关税是短暂性还是会有所下调。但即使最终被取消，我们预期也会对全球经济活动造成持久损害。
- 我们预计欧盟的“欧洲军备重整计划 (ReArm Europe)”加上德国的5,000亿欧元基础设施投资基金和“债务刹车”规则放松，将对欧元区的经济增长和通胀产生深远的正面影响。我们对欧元区2025年国内生产总值(GDP)的增速预测由0.9%上调至1.1%。

- 就目前已宣布的关税来看，无论是永久性还是短暂性，均会对前期通胀产生重大影响。我们的模型显示，在2026年底前永久性和暂时性加征关税对美国居民消费价格指数(CPI)水平的提升分别为3个百分点左右和1.2个百分点左右。

## 股票

😊 正面    😐 中性    😞 负面

### 全球整体：正面

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

### 亚洲整体：正面

😊	😐	😞
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		
通信 非必需消费品 必需消费品 科技	能源、材料 房地产、金融 医疗保健 公用事业	工业

- **德国“不惜一切”**：中期而言，鉴于欧盟放宽财政规则为赤字支出开路、俄乌可能停火、欧洲央行的宽松政策以及相对较低的市盈率倍数，欧股有更大机会表现优异。
- **“美国例外论”受到动摇**：因美国的政策不确定性创纪录高企、经济增长放缓和估值过高，“梦幻七股”走势逆转。我们下调美国至“中性”，但对整体股票维持正面看法。
- 我们继续看好美国金融、医疗保健和工业，同时战术性下调美国科技和非必需消费品至“负面”。
- **中国科技股**：该板块中蕴藏着迅速成长的AI优胜者，且价格不贵。我们认为任何股价走弱迹象均是加仓机会。

	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	-1.7	1.2	23.4	22.0	5.0	11.9	14.5	19.1
	日本	-4.0	-4.0	18.5	14.0	1.5	8.3	8.5	9.1
	欧元区	3.4	10.8	6.8	14.2	1.9	7.2	11.7	13.2
	英国	1.7	7.8	5.3	12.1	1.9	5.9	10.5	13.9
亚洲 (日本除外)	1.0	1.6	9.8	13.1	1.8	2.5	11.8	13.3	11.8
北亚	中国	11.6	12.4	16.3	11.3	1.5	8.7	11.9	11.8
	中国 - A股	1.9	-1.1	14.7	11.9	1.7	8.7	9.1	10.7
	香港	6.7	4.5	-4.7	12.1	0.9	7.1	7.9	7.1
	韩国	0.0	4.9	-13.7	9.1	1.0	13.2	17.9	10.3
	台湾	-4.1	-1.2	40.9	16.1	3.1	18.8	15.7	17.4
南亚	印度	-7.2	-9.5	14.3	20.8	3.6	17.0	15.0	14.4
	印尼	-14.4	-14.2	-12.3	10.0	1.8	1.5	8.2	15.7
	马来西亚	0.5	-4.6	12.8	13.2	1.3	6.4	7.4	9.2
	菲律宾	3.1	-6.2	1.6	9.9	1.5	8.8	10.5	13.8
	新加坡 泰国	3.0 -7.8	3.9 -11.9	20.0 -1.6	14.2 14.1	1.8 1.5	4.7 3.9	6.4 22.0	7.1 10.8

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2月28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



▲ 德国国债  
英国国债  
欧元及英镑投资级债

▼ 美国国债  
▼ 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  
印度  
菲律宾  
印尼  
香港  
中国

		总回报(%)			最差收益率 (%)
		1个月	年初至今	2024年	
亚洲	亚洲美元债券	1.9	2.5	4.5	5.0
	亚洲当地货币债券	0.6	1.4	1.0	3.9
	中国	1.9	2.5	5.7	5.1
	香港	1.9	2.4	4.7	4.9
	印度	1.8	2.7	7.4	5.7
	印尼	2.2	2.9	0.8	5.3
	新加坡	1.9	2.5	3.0	4.5
	韩国	1.4	2.1	4.4	4.6
	菲律宾	2.1	2.6	1.4	5.3
其他	美国10年期国债	2.4	2.9	0.1	4.3
	美国投资级债	2.2	2.7	1.3	4.6
	美国高收益债	0.7	2.0	8.2	7.1
	新兴市场美元债	2.0	2.6	5.2	5.4

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2月28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
	4.25	4.25	4.25	4.5

- 利率预测：**我们继续预期美联储今年会有两次25个基点的降息，到年底达至最终利率4%。欧元区方面，我们仍然认为欧洲央行不会在今年4月降息，而是在6月和9月，最终存款利率为2%。
- 政府债：**美债收益率已从4.8%大幅跌至4.2%，而美国经济衰退并非我们的基本预测，故此我们对美国国债的看法转为“中性”。我们对德国国债转持“正面”看法，并认为中等年期(5-10年)存在良好机会。我们将德国10年期国债收益率目标从2.25%上调至2.5%。
- 投资级别企业债：**鉴于收益率进一步下跌及利差进一步收紧的空间有限，我们战术性下调美国投资级别债券至“中性”。我们继续看好欧元和英镑投资级别债券，其收益率具吸引力。

## 外汇与大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 负面

### 12个月的外汇观点



美元 新西兰元 加元	日元 韩元 印尼盾 澳元	新台币 马来西亚币 人民币 印度卢比	欧元 菲律宾比索 泰铢 英便士 新加坡元
------------------	-----------------------	-----------------------------	----------------------------------

### 大宗商品



黄金 基本金属	石油	-
------------	----	---

- 欧元：**欧元兑美元近期上涨主要与欧洲经济前景消息有关，特别是国防/基础设施支出以及德国债务刹车问题的利好消息。而且欧元区的宏观势头（经济惊奇指数）优于美国。在这些消息的共同作用下，市场重新定价联邦基金利率预期。市场目前预期美联储年底前或降息三次以上。不过这种反应似乎略为夸张。短期内，如果出现更多美国加征关税的负面消息，可能会抑制欧元区的乐观情绪。这种情景会帮助美元反弹。**我们对欧元兑美元的12个月目标维持1.02。**
- 黄金：**我们对黄金保持乐观，并将12个月目标从3000美元/盎司上调至3200美元/盎司。全球央行买金和地缘政治不确定性加剧有望支撑黄金价格。若短期回调，则有望带来新的买入机会。
- 石油：**我们维持“负面”看法，12个月目标区间为60-70美元。鉴于特朗普总统的政策倾向于油价下跌、需求增长疲软、非石油输出国组织(OPEC)供应增长以及油组及其盟友(OPEC+)计划自2025年4月起逐步增产，油价下行风险仍然存在。
- 基本金属：**贸易关税或令大宗商品价格短期波动。尽管如此，能源转型和基础设施的需求不断增长，我们长远而言维持乐观看法，尤其是铜。

## 外汇预测

	现货价 截至2025年2月28日	3个月		12个月		
		观点	目标	观点	目标	
成熟市场	美元指数*	107.61	+	109.1	+	108.9
	日本	150.7	=	150	=	150
	欧元区	1.040	=	1.04	-	1.02
	英国	1.259	-	1.23	-	1.23
	澳洲	0.622	+	0.66	=	0.64
	新西兰	0.562	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.441	=	1.45	+	1.40
亚洲（日本除外）	中国	7.283	=	7.40	=	7.40
	韩国*	1,463	=	1,500	=	1,500
	印度	87.50	=	88.0	=	88.0
	印尼*	16,580	=	16,400	=	16,600
	马来西亚*	4.463	=	4.54	=	4.58
	菲律宾*	57.99	=	59.3	-	60.0
	新加坡*	1.349	=	1.38	-	1.40
泰国*	34.17	-	35.3	-	36.0	

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年2月28日  
\*法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年2月28日

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

# 联系我们



[wealthmanagement.bnpparibas/asia](https://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>