

亞洲區股票諮詢部

# 股市觀點

香港 / 中國 ■ 美國 ■ 歐洲 / 英國

2025年第二期



**BNP PARIBAS**  
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

### 主要指數表現一覽



資料來源：法國巴黎銀行、彭博，截至2025年3月18日  
過往表現並非現時或未來表現的指標。

#### 整體市場概況

自2025年2月中旬以來，由於全球貿易不確定性和美國經濟疲軟，導致美股估值由原本過於樂觀的水平回落，我們預期美股波動會持續一段時間。我們建議在美股配置上採取更審慎態度，在金融、醫療保健和工業等行業發掘價值。

相反，中港股市躍升至今年年初至今\*表現最佳的主要市場之一，因市場受中國人工智能創新和消費潛在復甦的樂觀情緒所帶動。鑑於市場情緒發生結構性變化，而其估值相比其他市場還有折讓，所以我們繼續看好中港股。但若要支撐健康的牛市，目前狹窄的市場寬度應率先擴大。

然而，歐洲股市年初至今也表現良好，尤於市場預期政府刺激措施和對奢侈品復甦抱有希望。加上估值不貴，特別是英國股票，我們認為其防守優勢仍然有利。

\*截至2025年3月18日



# 最新市況 香港/中國：風向改變

中國已準備好與美國經濟脫鉤，以往認知的風險可能會成為護城河。

## 市況概述

儘管人工智能(AI)芯片方面受限，中國低成本AI模型的崛起重新燃起市場對中國科技和互聯網行業的熱情。在2025年3月兩會中，中國政府高級官員的穩增長基調增強了市場對政府推出更多刺激措施和減少監管審查的預期。在多個利好因素籠罩下，港股市場未有反映對中美貿易緊張局勢升級和中國內地即將出現通縮風險的擔憂，年初至今表現優於大多數其他主要股票市場。

我們在2024年8月發佈的報告中強調，國際投資者可以通過投資於香港及中國股票來提高風險調整後收益。目前看法未有改變，因恒生指數及滬深300指數與全球股票市場的相關性為弱至中度(請參閱圖表)。

### 過去兩年各股市指數按每周表現的相關值

	恒生指數	滬深300指數	標普500指數	日本東證指數	泛歐斯托克600指數	MSCI全球指數
恒生指數	/	0.71	0.33	0.32	0.47	0.42
滬深300指數	0.71	/	0.22	0.22	0.22	0.26
標普500指數	0.33	0.22	/	0.57	0.67	0.97
日本東證指數	0.32	0.22	0.57	/	0.47	0.62
泛歐斯托克600指數	0.47	0.22	0.67	0.47	/	0.78
MSCI全球指數	0.42	0.26	0.97	0.62	0.78	/

資料來源：彭博、法國巴黎銀行，截至2025年3月12日

## 我們的觀點

香港股市是次升浪集中在人工智能領域。自今年1月20日發佈DeepSeek R-1以來至今年3月12日，恒生指數83隻成分股中，只有23隻跑贏指數。前五名表現優異的公司都與AI相關。我們認為，狹窄的市場寬度有需要擴大，以支撐健康的牛市。我們預期2025年第二季度會出現板塊輪動，指數則會在區間徘徊。

### 如何部署？

全面AI	低成本AI模型為其他產業催生眾多新商機。儘管許多企業高調宣稱將運用AI技術，但我們認為並非所有公司都具備科技DNA。我們更看好有實績證明能成功運用科技提升產品的企業。
美國關稅	需選擇性佈局對美國市場有高銷售敞口的產業企業，例如太陽能板製造商，因行業產能過剩將無可避免壓縮利潤率。



## 重點行業中 值得留意之發展

■ **消費**：國務院總理李強在2025年的《政府工作報告》中，把「大力提振消費」列為中國政府首要議程，較2024年的第三位提升。國務院隨後發布了提振消費的行動方案，涵蓋三十項重點任務。預期各省政府將於未來數月推出一系列刺激政策。

■ **低成本AI**：中國的DeepSeek R1被視為重塑全球AI競賽格局的關鍵技術，其AI模型開發所需的硬件規格和開發成本可能較先前預期大幅降低。開源AI模型的推理成本持續下降，將孵化出針對小眾群體的創新AI應用場景。隨著各個AI應用程式都可能需要更多運算能力，指數式增長的AI應用數量將大幅增加基礎硬件設施的需求。AI應用的蓬勃發展也可能刺激消費者升級至可支援AI的智能手機及設備。

# 最新市況

## 美國：在風險中找機遇

### 市況概述

標普500指數於2025年2月19日創歷史新高後，美國股市出現回調，使遠期市盈率從今年峰值22.6倍回落至更合理的約18.6倍，逐漸接近該指數10年歷史均值約17.7倍。(預估值截至2025年3月11日)

### 我們的觀點

2025年初，市場一如預期波動加劇。投資者正重新評估風險偏好，主要因美國總統特朗普優先推行的貿易政策審查增加市場不確定性及風險，而此前預期的減稅、監管鬆綁及營商友好等政策可能延後兌現。因此，我們近期將美股評級下調至中性，建議投資者採取更審慎的資產配置策略，以待美國政府頻繁、激進且不可預期的貿易政策轉趨明朗化。

展望2025及2026年，市場預期MSCI美國指數每股盈利增長(EPS)分別為12.1%及14.4%，高於對全球股市預測的10.3%及13%(預估值截至2025年3月3日)。若未來數月企業盈利表現穩健且關稅不確定性減低，市場有望反彈並為策略性投資者開啓新機遇。

行業方面，我們持續看好金融(銀行及保險)、工業及醫療保健等板塊。其中預期銀行業會受監管鬆綁與併購活動增加而支撐盈利。至於可能面臨不利因素的板塊，則包括受關稅影響或與氣候相關的，例如可再生能源股，其或因未來撤銷環保政策而承壓。

另外，我們相信AI主題會是中長期結構性主題，所以即使面臨短期獲利回吐壓力，其前景依然明朗。放眼整個科技領域，我們建議分散投資在硬件、半導體，以至軟件類標的，因其關稅風險敞口低，且產品具備AI應用的創新潛力。

我們維持對核心工業股的配置觀點，因預料製造業回流趨勢持續。另看好醫療保健板塊，認為其防禦性增長優勢持續，並展望AI未來會重塑該產業，實現成本優化及營運效率提升。其他受青睞的主題投資標的包括水資源、黃金及銅礦開採業。



### 重點行業中 值得留意之發展

- **工業**：製造業將受惠於工業活動增加，數據中心和人工智能驅動的基礎設施建設，同時在促進增長政策與未來利率下行的支持下，機械設備等資本品需求亦有望增加。
- **醫療保健**：受益於市場波動和來自較高Beta板塊的輪動，醫療保健股於今年開局表現強勁。但特朗普總統任命的新醫療保健部門官員被視為潛在的行業革新者，可能加劇政策不確定性。儘管如此，我們仍看好此板塊的防禦性增長優勢，而人工智能也有望推動行業轉型、降低營運成本並提升醫療成果。
- **資訊科技**：近期的波動源於對AI支出可持續性、競爭壓力和宏觀經濟的擔憂。多種因素疊加引發市場調整。短期波動顯著，令推動AI的關鍵企業估值亦修正，形成更複雜的估值格局。但我們對其中期前景有信心，因AI主題基本面增長動力仍然強勁。

### 如何部署？

我們關注的事件	貿易政策不確定性、盈利及經濟增長前景、AI投資
投資影響	主張更審慎的資產配置，並分散在多個資產類別



## 最新市況

# 歐洲/英國：歐洲領先

### 市況概述

儘管宏觀數據好壞參半、政治局勢持續緊張，且市場擔憂特朗普政府關稅政策可能損害區域盈利，歐洲股市開局表現強勁，跑贏美國市場。

德國聯邦大選顯著改變投資與政治格局，由保守黨基督教民主聯盟(CDU)與基督教社會聯盟(CSU)領袖梅爾茨勝出。CDU/CSU與可能組成聯合政府的社會民主黨(SPD)提出5000億歐元十年期基礎設施特別基金，並擴大地方財政自主權。此外，新國防提案主張必要國防支出若超過國內生產總值(GDP)的1%可豁免於債務剎車限制且不設上限，一旦獲批准將開啟大規模財務擴張。另外，歐盟委員會還宣佈了一項8000億歐元國防支出計劃。

除了財政擴張外，歐洲市場向上的原因包括，擁有結構性主題(例如再生能源及人工智能)相關標的、奢侈品行業復甦跡象以及與俄烏戰爭潛在停火的投資機會。

歐洲央行(ECB)自2024年6月以來已六次下調基準存款利率。歐元區通脹放緩跡象增強市場對ECB達至接近2%通脹目標的信心。我們預期2025年將進一步減息，最終存款利率於2025年9月為約2%。整體歐股財報表現不俗，其中以銀行及醫療保健企業盈利超預期幅度最大，均利好市場。但個別受關稅和全球貿易政策不確定性影響的股票表現則較為遜色。

### 我們的觀點

即使歐股近期強勁上漲，其仍處於合理估值水平(截至2025年3月11日，泛歐斯托克600指數的市盈率為14.3倍)。我們看好醫療保健、工業、物料及金融。

英國方面，領先的經濟數據優於預期，與市場悲觀情緒形成較大對比。政府採取支持增長的基調，但財政大臣恐撤回增加稅收的承諾，這或衝擊市場信心。然而，市場估值已反映出諸多負面因素。英國股票估值仍然吸引，截至2025年3月11日，富時100指數和MSCI英國指數的遠期市盈率為12.9倍，市場的防守優勢仍然存在。

### 如何部署？

我們關注的事件	貿易政策及地緣政治的不確定性、政府刺激政策及經濟增長前景
投資影響	避免重倉於貿易政策相關股票，看好受惠結構性增長的板塊，如醫療保健、金融、材料及工業



### 重點行業中 值得留意之發展

- 金融：銀行股是泛歐斯托克600指數年初至今表現最好的行業(截至2025年3月18日)。銀行業強勁的盈利支持提供了豐厚的股東回報，為市場打了一支強心針。而歐洲的銀行吸引了2020年以來最多的併購交易，而持續併購活動將繼續利好銀行業。
- 物料：德國的5000億歐元基礎設施基金和烏克蘭潛在停火協議預計會有利物料板塊。考慮到在過去二至三年歐洲化工類股票顯著跑輸大市，我們已將其評級從「負面」上調至「中性」。
- 工業：受惠於德國財政支出擴張，此板塊料將成為國防、結構性增長領域資本支出增加的電氣化、工業自動化及再生能源等受益者。若俄烏衝突達成和解並啟動戰後重建，工業板塊亦將受惠。



# 股票配置

😊 正面    😐 中性    😞 負面

## 整體環球市場: 正面

## 整體亞洲市場: 正面



### 國家

### 國家

英國  
日本

美國  
歐元區

-

中國  
香港

-

-

### 行業

### 行業

- 👉 金融
- 👉 醫療
- 👉 物料
- 👉 工業
- 👉 公用事業
- 👉 通訊服務
- 👉 房地產
- 👉 必需消費品
- 👉 能源
- 👉 科技
- 👉 非必需消費品

- 👉 通訊服務
- 👉 非必需消費品
- 👉 必需消費品
- 👉 科技
- 👉 能源
- 👉 物料
- 👉 房地產
- 👉 金融
- 👉 醫療
- 👉 公用事業
- 👉 工業

註：橙色字體 代表評級上調；紅色字體代表評級下調。

## 作者 - 亞洲股票顧問團隊



徐啟敏  
亞洲區股票諮詢部主管



GODFREY OYENIRAN  
資深投資顧問



吳雅琳  
資深投資顧問



李永琛  
資深投資顧問



林俊諺  
投資顧問



KEVIN HADIPRODJO  
投資顧問

# 聯絡我們



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