

2025年11月

投资导航

亚洲版



中国股票重回国际视野： 从“不可投资”到“不可忽视”

在2024年强劲反弹后，中国股票（包括国内A股及在香港上市的H股）在2025年再次表现出色。外国投资者近年来因中国股市持续低迷而普遍视中国股票“不可投资”；但这一看法现已逐步转变为视中国为“不可忽视”的市场之一。尤其是今年年初DeepSeek（深度求索）取得突破性进展，以及内地一系列人工智能(AI)创新不断，众多投资者开始重新审视对中国股市前景的悲观情绪。

我们继续看好中国股票，并认为A股和H股后市仍有进一步上行空间。主要推动力包括：



由基建延伸至应用
端的AI需求持续上
升



中美两国“以升级促
缓和”的贸易摩擦“战
略”



企业盈利有望回升



股票估值相对合理
及投资者信心增强

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



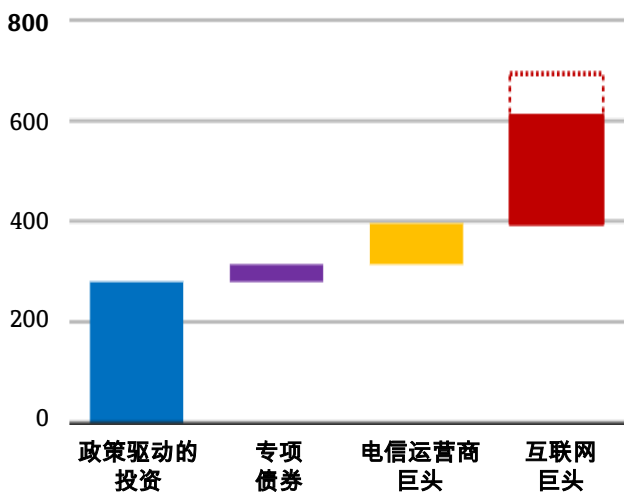


1. 由基建延伸至应用端的AI需求持续上升

在最近召开的四中全会上，北京当局明确将“科技自立自强”列为“十五五”规划核心目标。中国拥有丰富且具成本效益的可再生能源及电网基础设施，在该领域处于全球领先地位，能够满足AI强劲需求带动下大幅增加的用电需求。此外，中国也是全球主要AI人形机器人和智能服务设备的生产国。预计中国今年的AI资本支出可能达到人民币6000-7000亿元(见图1)，庞大的内需市场有助推动本土科技品牌商业化及规模化。

图1：AI资本支出主要来自中国政府和大型科企

预计2025年中国AI资本支出可能达到人民币6000 - 7000亿元



资料来源：公司资料、彭博、美国银行、法国巴黎银行财富管理，截至2025年10月31日。过往表现并非目前或未来表现的指标。

图2：中国似乎在多项关键技术领域处于领先地位

2019-2023年ASPI追踪的64项关键技术中的前十名全球排名

	中国	美国
先进的集成电路设计与制造	1	2
自然语言处理	2	1
量子运算	2	1
高规格加工工艺	1	3
先进飞机发动机	1	2
无人机、蜂群和协作机器人	1	2
电动车电池	1	2
太阳能光伏	1	2
基因工程	2	1
先进射频通信	1	2

资料来源：澳洲战略政策研究所(ASPI)《关键技术追踪》报告、杰富瑞、法国巴黎银行财富管理，截至2025年10月31日。过往表现并非目前或未来表现的指标。



2. 中美两国“以升级促缓和”的贸易摩擦“战略”

近期美国总统特朗普与中国国家主席习近平的会晤取得积极成果，双方同意将芬太尼关税立即减半至10%，并暂缓一年征收对等关税、出口管制及海事费用等。这些措施可能会将2025年美国对华加征关税加权平均税率从32%降至22%，与区内国家（例如东盟约20%、韩国约15%）接近。

市场对双边关系暂时缓和的反应平淡，因相关紧张局势降温已在预期之内，且中美一向采取“以升级促缓和”的互动策略，但此举确实令资本市场更加清楚未来政策走向。

这项新协议标志着“休战”，惟难言贸易紧张彻底结束，未来仍存变数。此外，长期来看，双方在科技和关键矿产方面的脱钩仍可能加速。





3. 企业盈利有望回升

中国股票（包括A股和H股）年初至今的强劲升势主要由估值扩张推动，而非企业盈利。预期整体盈利增长将于明年见底回升。未来盈利的主要潜在驱动力包括：AI资本支出带动的利润增长；“反内卷”行动及消费刺激措施带来的利润再膨胀；以及随着中国产品竞争力提升而不断增加的海外市场敞口带来的利润增长。



4. 股票估值相对合理及投资者信心增强

虽然恒生指数和沪深300指数于今年十月触及多年高位，但远期市盈率目前分别为12.7倍和16.3倍，远低于标普500指数的25.8倍。

截至十月底，香港股市今年以来累计录得南向资金净流入达到创纪录的1620亿美元。我们继续看到国内投资者对香港和中国A股市场的信心持续提升的潜力，这意味着将有更多过剩储蓄重新分配到股市。我们亦相信，鉴于环球资金分散投资需求、中国股票相对估值合理及对中国市场长期“低配”，未来中国股票将逐步重回国际投资者视野。



中国股票（A股 + H股）：建议逢低买进

- 由于“十五五”规划未提供科技领先或经济平衡的细节或具体目标，我们认为接下来值得关注的重要会议将是拟于今年十二月召开的中央经济工作会议和拟于2026年三月召开的两会。
- 在“美联储托市”和“特朗普托市”的背景下，金融条件趋于宽松，利好风险资产，包括中国股票。此外，预期中国将继续实行适度宽松的货币和财政政策，以实现高质量发展目标。内地的金融条件亦正逐步改善。
- 建议投资者在市场回调时吸纳A股和H股。我们继续喜欢投资于增长股/科技股，以及香港/中国金融及中国电信板块的高股息股的杠铃策略。



我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2025年11月

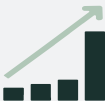
	看法		组成部分	我们看好	评论
	目前	上月			
股票	+	=	市场	英国、日本、巴西、墨西哥、中国、新加坡	■ 我们认为整体风险环境仍然乐观，故此我们对股票仍持正面看法。
			板块	“高配”医疗保健和公用事业 欧洲：金融、工业、原材料	■ 日本市场而言，我们看好中小型股、金融股和专注本土市场的企业，并青睐例如公司管治改革进展顺利的日企。新兴市场而言，我们看好中国科技板块和中国高股息股 (如银行及电信板块)等投资主题。
			风格/主题	大趋势主题	■ 关注循环经济、电气化、安全及收入主题。
债券	=	=	政府债	英国、美国抗通胀债券(TIPS)	■ 我们对美国和欧盟核心政府债券的看法从“正面”下调至“中性”，看好的年期收窄至短期。 ■ 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	■ 我们“高配”新兴市场债券(当地货币)，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	+	+		铜	■ 贵金属 - 由于近期价格急剧攀升，短线看法为“中性”。我们对黄金和白银的目标价分别为每盎司4400美元和每盎司55美元。 ■ 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，12个月目标价为12,000美元。
			欧元兑美元		■ 12个月目标为1.24
外汇			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、事件驱动策略)		■ 对相对价值持“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	2.0	1.8	2.9	2.8	3.1
	日本	0.1	1.3	0.6	2.7	3.2	2.3
	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	3.4	2.6
北亚	中国	5.0	5.0	4.5	0.2	0.0	1.0
	香港*	2.5	2.4	2.1	1.7	1.7	2.1
	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	6.2	6.4	4.6	3.2	4.4
	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	5.4	5.7	3.2	1.6	2.6
	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：法国巴黎银行经济研究中心、法国巴黎银行环球市场，截至2025年10月31日
注：印度对该财年(4月至3月)的预测
*国际货币基金组资料及预测，截至2025年10月31日



经济增长

- 根据标普全球最新的采购经理人指数(PMI)调查数据显示，美国十月综合PMI自九月的53.9升至54.6，表明经济持续扩张。虽然企业信心跌至六个月低位，但就业人数仍小幅上升。通胀压力有所缓解，投入成本和产出价格升幅均为四月以来最慢，表明物价增速放缓之际经济仍在稳步增长。有鉴于此，我们对美国2025年全年GDP增长预测由原先的1.7%上调至2.0%。
- 欧元区经济今年十月的增速为2023年5月以来最快，十月综合PMI从九月的51.2升至52.5，远高于50.0的荣枯线。另外，十月服务业强劲上行，我们预期区内经济增长复苏之势将持续。



通胀

- 美国2025年九月通胀率从八月的2.9%升至3%，创今年一月以来最高水平，但低于市场预期的3.1%。整体通胀低于预期，强化我们对美联储进一步降息的想法。我们维持今年十二月可能再降息25个基点，随后于2026年上半年再降息两次的预期不变。
- 欧元区而言，2025年九月通胀率升至2.2%，略高于欧洲央行的目标，不过我们认为欧洲央行可能不会太在意这点，并将继续将利率维持在2%。

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	台湾、 印度、马来西亚 菲律宾、印尼 ▼ 韩国	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

- 我们对全球股票仍持正面看法 - 我们认为整体风险环境仍然乐观，货币政策仍属宽松、回购活动持续增加，财报季截至目前进展顺利。近期中美关系缓和迹象亦令人鼓舞。

■ 国家层面而言，虽然长远基本面仍有隐忧，但在美联储放宽货币政策下，我们对美国和欧盟股票保持“中性”看法。我们继续看好日本及英国等非美国股票。新兴市场股票相对于成熟市场股票的表现往往呈现周期性。在美元结构性走弱的支撑下，我们认为有机会展开新的上行周期。纵观亚洲市场，我们看好中国和新加坡股票。
- 韩国：在基准KOSPI指数表现格外优异（今年十月升10%，年初至今累计飙升72%）后，我们的看法由“高配”下调至“中性”。推动股价上行的主因是内存价格飙升，得益于AI需求强劲和企业管治改革；但短期而言，韩国股票在技术上似乎呈现超买，或早该出现回调/整固。

■ 中国：我们维持对中国A股及香港/中国H股的“高配”看法，认为仍有进一步上升空间。现时估值保持合理，而强劲的AI乐观情绪支撑资金流持续改善。我们继续看好中国科技板块及香港/中国金融和中国电信行业的高股息股。

		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	2.1	17.1	23.9	1.2	25.8	4.8	37.3	26.7	15.8
	日本	1.2	23.6	6.3	2.3	18.7	1.6	11.9	12.9	4.3
	欧元区	0.1	29.8	-0.3	2.8	16.7	2.0	17.4	26.3	18.2
	英国	1.1	28.3	7.5	3.1	14.4	2.0	20.9	14.1	9.2
北亚	中国	-0.2	25.0	7.0	1.3	22.0	2.6	15.2	20.5	34.6
	香港	-1.1	37.4	24.2	2.8	12.9	1.4	13.6	32.0	15.9
	韩国	20.4	81.7	-21.7	1.3	15.2	1.4	13.3	50.7	40.6
	台湾	8.5	35.5	24.0	2.3	21.7	3.2	25.3	33.0	34.4
亚洲	印度	4.4	2.8	12.7	1.1	22.9	3.5	19.7	13.9	12.5
	印尼	1.0	7.2	-0.4	2.3	19.8	3.4	12.0	19.6	-5.0
	马来西亚	1.8	9.8	21.5	3.5	15.6	1.5	11.9	9.7	11.6
	菲律宾	-3.1	-5.2	9.0	3.7	10.1	1.2	17.8	8.9	5.3
	新加坡	2.3	30.0	14.8	4.2	14.7	1.3	12.4	61.5	4.9
	泰国	3.4	4.0	5.2	3.4	13.6	1.4	16.8	17.9	15.9

资料来源：Macrobond指数(美元计)，法国巴黎银行财富管理，截至2025年10月31日

固定收益

😊 高配

😐 中性

😞 低配

全球整体：中性		
😊	😐	😞
英国国债 欧元及英镑投资级债 新兴市场债（当地货币）	▼ 美国国债 ▼ 德国国债 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	0.7	7.7	4.5	4.7
	亚洲当地货币债券	-0.7	9.2	1.0	3.6
	中国	0.7	7.2	5.7	4.6
	香港	0.8	7.9	4.7	4.5
	印度	0.5	8.6	7.4	5.3
	印尼	1.3	8.9	0.8	4.9
	新加坡	0.5	6.1	3.0	4.2
	韩国	0.5	6.4	4.4	4.2
	菲律宾	0.7	9.2	1.4	4.8
其他	美国十年期国债	0.5	7.3	0.1	4.2
	美国投资级债	0.6	6.8	1.3	4.3
	美国高收益债	0.2	7.4	8.2	6.8
	新兴市场美元债	0.8	8.0	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10月31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：**鉴于劳动力市场走弱及政治压力，我们预期美联储将于今年十二月再次降息并于明年再降息两次，最终将政策利率减至3.25%。相比之下，欧洲央行则可能容许通胀略低于目标，并将利率继续维持在2%，预期在2026年底前不太可能加息。

■ **政府债：**我们对美国、德国和英国的十年期国债收益率目标分别维持在**4.25%、2.75%和4.40%**。近期美债回升后，我们将美国和欧盟核心政府债券的看法从“正面”下调为“中性”，看好的年期收窄至短期。我们继续看好英国政府债券和美国抗通胀债券(TIPS)。
- **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：**我们看好新兴市场当地货币债券，预期新兴市场货币有望升值及新兴市场央行可能继续降息。在估值高企及美国长债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

😊 高配

😐 中性

😞 低配

12个月外汇观点



日元、英镑
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

大宗商品



基本金属

▼ 黄金
▼ 白银

石油

- **欧元：**受欧元和日元因政局而受挫所推动，美元近期走强，但升势似乎是暂时性的。从关税到美联储独立性等持续的政策不确定性，息差收窄以及美元对美国经济数据高度敏感，预期将加剧美元下行压力。**我们对欧元兑美元的3个月和12个月分别为1.16和1.24（一欧元的价值）。**
- **人民币：**中国人民银行持续下调美元/人民币中间价，表明倾向于维持美元/人民币汇率相对稳定，同时容许人民币随时间逐步温和升值。然而，我们认为在下列因素影响下，人民币的升值空间有限：美国现有关税、中国国内宏观经济通缩状况及中国持续对外投资。**我们的3个月目标调整至7.10，12个月目标维持7.10（一美元的价值）。**
- **黄金：“中性”** - 我们的看法由“正面”下调为“中性”。在经历一轮急升后，预期会出现获利回吐，未来几周或几个月可能持续整固。我们对黄金和白银的12个月目标分别为4400美元和55美元。
- **石油：“低配”** - 未来三到六个月内，我们维持负面看法，预期布兰特原油价格可能跌穿60美元，其后在2026年底才会重返60-70美元区间。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，我们预期未来几个月将呈现供过于求。
- **基本金属：“高配”** - 我们维持正面看法，并预期基建和能源转型需求的增长或将超过预期的供应增长。**我们对铜(LME)的12个月目标是12,000美元。**

外汇预测

		现货价	3个月		12个月	
		截至2025年10月31日	观点	目标	观点	目标
成熟市场	美元指数*	99.80	=	98.3	-	92.6
	日本	154.0	+	145	+	140
	欧元区	1.154	=	1.16	+	1.24
	英国	1.315	=	1.33	+	1.43
	澳洲	0.655	=	0.66	+	0.68
	新西兰	0.572	+	0.60	+	0.60
	加拿大	1.401	=	1.38	+	1.35
亚洲（日本除外）	中国	7.123	=	7.10	=	7.10
	韩国*	1,430	+	1,370	+	1,350
	台湾*	30.74	+	28.8	+	28.2
	印度	88.77	=	88.0	=	88.0
	印尼*	16,630	=	16,450	=	16,300
	马来西亚*	4.189	=	4.20	=	4.16
	菲律宾*	58.89	+	56.0	+	55.6
	新加坡*	1.301	+	1.26	+	1.25
	泰国*	32.34	=	32.3	=	31.8

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年10月31日
*法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年10月31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