



2025年11月

投資導航

亞洲版



中國股票重回國際視野： 從「不可投資」到「不可忽視」

在2024年強勁反彈後，中國股票（包括國內A股及在香港上市的H股）在2025年再次表現出色。外國投資者近年來因中國股市持續低迷而普遍視中國股票「不可投資」；但這一看法現已逐步轉變為視中國為「不可忽視」的市場之一。尤其是今年年初DeepSeek（深度求索）取得突破性進展，以及內地一系列人工智能(AI)創新不斷，眾多投資者開始重新審視對中國股市前景的悲觀情緒。

我們繼續看好中國股票，並認為A股和H股後市仍有進一步上行空間。主要推動力包括：



由基建延伸至應用
端的AI需求持續上
升



中美兩國「以升級
促緩和」的貿易摩
擦「戰略」



企業盈利有望回升



股票估值相對合理
及投資者信心增強

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



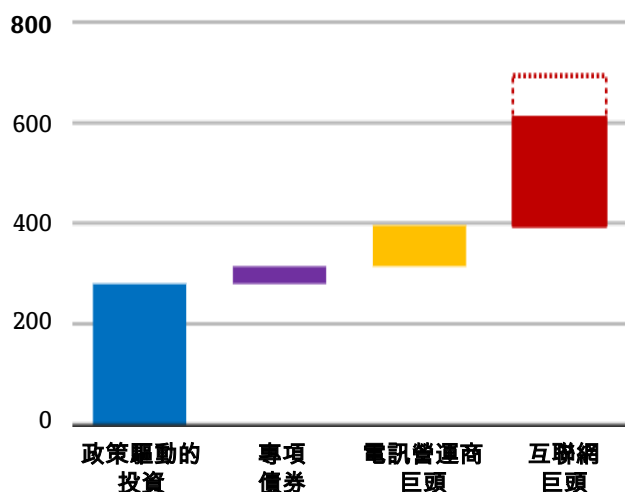


1. 由基建延伸至應用端的AI需求持續上升

在最近召開的四中全會上，北京當局明確將「科技自立自強」列為「十五五」規劃核心目標。中國擁有豐富且具成本效益的可再生能源及電網基礎設施，在該領域處於全球領先地位，能夠滿足AI強勁需求帶動下大幅增加的用電需求。此外，中國也是全球主要AI人形機器人和智能服務設備的生產國。預計中國今年的AI資本支出可能達到人民幣6000-7000億元(見圖1)，龐大的內需市場有助推動本土科技品牌商業化及規模化。

圖1：AI資本支出主要來自中國政府和大型科企

預計2025年中國AI資本支出可能達到人民幣6000 - 7000億元



資料來源：公司資料、彭博、美國銀行、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年10月31日。過往表現並非目前或未來表現的指標。

圖2：中國似乎在多項關鍵技術領域處於領先地位

2019-2023年ASPI追蹤的64項關鍵技術中的前十項全球排名

	中國	美國
先進的集成電路設計與製造	1	2
自然語言處理	2	1
量子運算	2	1
高規格加工工藝	1	3
先進飛機發動機	1	2
無人機、蜂群和協作機器人	1	2
電動車電池	1	2
太陽能光伏	1	2
基因工程	2	1
先進射頻通信	1	2

資料來源：澳洲戰略政策研究所(ASPI)《關鍵技術追蹤》報告、傑富瑞、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年10月31日。過往表現並非目前或未來表現的指標。



2. 中美兩國「以升級促緩和」的貿易摩擦「戰略」

近期美國總統特朗普與中國國家主席習近平的會晤取得積極成果，雙方同意將芬太尼關稅立即減半至10%，並暫緩一年徵收對等關稅、出口管制及海事費用等。這些措施可能會將2025年美國對華加徵關稅加權平均稅率從32%降至22%，與區內國家（例如東盟約20%、南韓約15%）接近。

市場對雙邊關係暫時緩和的反應平淡，因相關緊張局勢降溫已在預期之內，且中美一向採取「以升級促緩和」的互動策略，但此舉確實令資本市場更加清楚未來政策走向。

這項新協議標誌着「休戰」，惟難言貿易緊張徹底結束，未來仍存變數。此外，長期來看，雙方在科技和關鍵礦產方面的脫鉤仍可能加速。





3. 企業盈利有望回升

中國股票（包括A股和H股）年初至今的強勁升勢主要由估值擴張推動，而非企業盈利。預期整體盈利增長將於明年見底回升。未來盈利的主要潛在驅動力包括：AI資本支出帶動的利潤增長；「反內卷」行動及消費刺激措施帶來的利潤再膨脹；以及隨著中國產品競爭力提升而不斷增加的海外市場敞口帶來的利潤增長。



4. 股票估值相對合理及投資者信心增強

雖然恒生指數和滬深300指數於今年十月觸及多年高位，但遠期市盈率目前分別為12.7倍和16.3倍，遠低於標普500指數的25.8倍。

截至十月底，香港股市今年以來累計錄得的南向資金淨流入達到創紀錄的1620億美元。我們繼續看到國內投資者對香港和中國A股市場的信心持續提升的潛力，這意味着將有更多過剩儲蓄重新分配到股市。我們亦相信，鑑於環球資金分散投資需求、中國股票相對估值合理及對中國市場長期「低配」，未來中國股票將逐步重回國際投資者視野。



中國股票（A股 + H股）：建議逢低買進

- 由於「十五五」規劃未提供科技領先或經濟平衡的細節或具體目標，我們認為接下來值得關注的重要會議將是擬於今年十二月召開的中央經濟工作會議和擬於2026年三月召開的兩會。
- 在「美聯儲托市」和「特朗普托市」的背景下，金融條件趨於寬鬆，利好風險資產，包括中國股票。此外，預期中國將繼續實行適度寬鬆的貨幣和財政政策，以實現高質量發展目標。內地的金融條件亦正逐步改善。
- 建議投資者在市場回調時吸納A股和H股。我們繼續喜歡投資於增長股/科技股，以及香港/中國金融及中國電信板塊的高股息股的槓鈴策略。



我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年11月

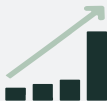
	看法		組成部分	我們看好	評論
	目前	上月			
股票	+	=	市場	英國、日本、巴西、墨西哥、中國、新加坡	■ 我們認為整體風險環境仍然樂觀，故此我們對股票仍持正面看法。
			板塊	「高配」醫療保健和公用事業 歐洲：金融、工業、原材料	■ 日本市場而言，我們看好中小型股、金融股和專注本土市場的企業，並青睞例如公司管治改革進展順利的日企。新興市場而言，我們看好中國科技板塊和中國高股息股 (如銀行及電訊板塊)等投資主題。
			風格/ 主題	大趨勢 主題	■ 關注循環經濟、電氣化、安全及收入主題。
債券	=	=	政府債	英國、美國抗通脹債券(TIPS)	■ 我們對美國和歐盟核心政府債券的看法從「正面」下調至「中性」，看好的年期收窄至短期。 ■ 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	■ 我們「高配」新興市場債券(當地貨幣)，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	+	+		銅	■ 貴金屬 - 由於近期價格急劇攀升，短線看法為「中性」。我們對黃金和白銀的目標價分別為每安士4400美元和每安士55美元。 ■ 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，12個月目標價為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、事件驅動策略)		■ 對相對價值持「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	2.0	1.8	2.9	2.8	3.1
	日本	0.1	1.3	0.6	2.7	3.2	2.3
	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	3.4	2.6
北亞	中國	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
	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	6.2	6.4	4.6	3.2	4.4
	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	5.4	5.7	3.2	1.6	2.6
	新加坡	4.4	2.5	1.5	2.8	0.7	1.4
	泰國	2.5	2.2	1.5	0.4	0.0	0.5

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10月31日
注：印度對該財年(4月至3月)的預測
*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年10月31日



經濟增長

- 根據標普全球最新的採購經理人指數(PMI)調查數據顯示，美國十月綜合PMI自九月的53.9升至54.6，表明經濟持續擴張。雖然企業信心跌至六個月低位，但就業人數仍小幅上升。通脹壓力有所緩解，投入成本和產出價格升幅均為四月以來最慢，表明物價增速放緩之際經濟仍在穩步增長。有鑒於此，我們對美國2025年全年GDP增長預測由原先的1.7%上調至2.0%。
- 歐元區經濟今年十月的增速為2023年5月以來最快，十月綜合PMI從九月的51.2升至52.5，遠高於50.0的榮枯線。另外，十月服務業強勁上行，我們預期區內經濟增長復甦之勢將持續。



通脹

- 美國2025年九月通脹率從八月的2.9%升至3%，創今年一月以來最高水平，但低於市場預期的3.1%。整體通脹低於預期，強化我們對美聯儲進一步減息的看法。我們維持今年十二月可能再減息25個基點，隨後於2026年上半年再減息兩次的預期不變。
- 歐元區而言，2025年九月通脹率升至2.2%，略高於歐洲央行的目標，不過我們認為歐洲央行可能不會太在意這點，並繼續將利率維持在2%。

股票

😊 高配 😐 中性 😞 低配

全球整體：高配			亞洲整體：高配		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
國家			國家		
英國、日本 新興市場		美國 歐元區	中國 新加坡	台灣、 印度、馬來西亞 菲律賓、印尼 ▼ 南韓	泰國
行業			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	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

- 我們對全球股票仍持正面看法 - 我們認為整體風險環境仍然樂觀，貨幣政策仍屬寬鬆、回購活動持續增加，財報季截至目前進展順利。近期中美關係緩和跡象亦令人鼓舞。
- 國家層面而言，雖然長遠基本面仍有隱憂，但在美聯儲放寬貨幣政策下，我們對美國和歐盟股票保持「中性」看法。我們繼續看好日本及英國等非美國股票。新興市場股票相對於成熟市場股票的表現往往呈現週期性。在美元結構性走弱的支撐下，我們認為有機會展開新的上行週期。縱觀亞洲市場，我們看好中國和新加坡股票。
- 南韓：在基準KOSPI指數表現格外優異（今年十月升10%，年初至今累計飆升72%）後，我們的看法由「高配」下調至「中性」。推動股價上行的主因是記憶體價格飆升，得益於AI需求強勁和企業管治改革；但短期而言，南韓股票在技術上似乎呈現超買，或早該出現回調/整固。
- 中國：我們維持對中國A股及香港/中國H股的「高配」看法，認為仍有進一步上升空間。現時估值保持合理，而強勁的AI樂觀情緒支撐資金流持續改善。我們繼續看好中國科技板塊及香港/中國金融和中國電信行業的高股息股。

		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	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
	歐元區	0.1	29.8	-0.3	2.8	16.7	2.0	17.4	26.3	18.2
	英國	1.1	28.3	7.5	3.1	14.4	2.0	20.9	14.1	9.2
亞洲	中國	-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
	南韓	20.4	81.7	-21.7	1.3	15.2	1.4	13.3	50.7	40.6
	台灣	8.5	35.5	24.0	2.3	21.7	3.2	25.3	33.0	34.4
區域	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
	馬來西亞	1.8	9.8	21.5	3.5	15.6	1.5	11.9	9.7	11.6
	菲律賓	-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
	泰國	3.4	4.0	5.2	3.4	13.6	1.4	16.8	17.9	15.9

資料來源：Macrobond指數(美元計)，法國巴黎銀行財富管理，截至2025年10月31日

固定收益

😊 高配 😐 中性 😞 低配

全球整體：中性			整體亞洲(美元)：中性		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
英國國債 歐元及英鎊投資級債 新興市場債 (當地貨幣)			日本 新加坡		
▼ 美國國債 ▼ 德國國債 美國投資級債 高收益債 新興市場債 (硬貨幣)			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	0.7	7.7	4.5	4.7
	亞洲當地貨幣債券	-0.7	9.2	1.0	3.6
	中國	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
	南韓	0.5	6.4	4.4	4.2
	菲律賓	0.7	9.2	1.4	4.8
其他	美國十年期國債	0.5	7.3	0.1	4.2
	美國投資級債	0.6	6.8	1.3	4.3
	美國高收益債	0.2	7.4	8.2	6.8
	新興市場美元債	0.8	8.0	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10月31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：**鑑於勞動力市場走弱及政治壓力，我們預期美聯儲將於今年十二月再次減息並於明年再減息兩次，最終將政策利率減至3.25%。相比之下，歐洲央行則可能容許通脹略低於目標，並將利率繼續維持在2%，預期在2026年底前不太可能加息。
- **政府債：**我們對美國、德國和英國的十年期國債收益率目標分別維持在4.25%、2.75%和4.40%。近期美債回升後，我們將美國和歐盟核心政府債券的看法從「正面」下調為「中性」，看好的年期收窄至短期。我們繼續看好英國政府債券和美國抗通脹債券(TIPS)。
- **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：**我們看好新興市場當地貨幣債券，預期新興市場貨幣有望升值及新興市場央行可能繼續減息。在估值高企及美國長債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

😊 高配

😐 中性

😞 低配

12個月外匯觀點



日圓、英鎊
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

大宗商品



基本金屬



▼ 黃金
▼ 白銀



石油

- **歐元：**受歐元和日圓因政局而受挫所推動，美元近期走強，但升勢似乎是暫時性的。從關稅到美聯儲獨立性等持續的政策不確定性，息差收窄以及美元對美國經濟數據高度敏感，預期將加劇美元下行壓力。**我們對歐元兌美元的3個月和12個月分別為1.16和1.24（一歐元的價值）。**
- **人民幣：**中國人民銀行持續下調美元/人民幣中間價，表明傾向於維持美元/人民幣匯率相對穩定，同時容許人民幣隨時間逐步溫和升值。然而，我們認為在下列因素影響下，人民幣的升值空間有限：美國現有關稅、中國國內宏觀經濟通縮狀況及中國持續對外投資。**我們的3個月目標調整至7.10，12個月目標維持7.10（一美元的價值）。**
- **黃金：**「中性」 - 我們的看法由「正面」下調為「中性」。在經歷一輪急升後，**預期會出現獲利回吐，未來幾週或幾個月可能持續整固。**我們對黃金和白銀的12個月目標分別為4400美元和55美元。
- **石油：**「低配」 - 未來三到六個月內，我們維持負面看法，**預期布蘭特原油價格可能跌穿60美元，其後在2026年底才會重返60-70美元區間。**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，我們預期未來幾個月將呈現供過於求。
- **基本金屬：**「高配」 - 我們維持正面看法，並預期基建和能源轉型需求的增長或將超過預期的供應增長。**我們對銅(LME)的12個月目標是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10月31日	觀點	目標	觀點	目標	
成 藏 市 場	美元指數*	99.80	=	98.3	-	92.6	
	日本	154.0	+	145	+	140	
	歐元區	1.154	=	1.16	+	1.24	
	英國	1.315	=	1.33	+	1.43	
	澳洲	0.655	=	0.66	+	0.68	
	紐西蘭	0.572	+	0.60	+	0.60	
	加拿大	1.401	=	1.38	+	1.35	
亞 洲 （ 日 本 除 外 ）	中國	7.123	=	7.10	=	7.10	
	南韓*	1,430	+	1,370	+	1,350	
	台灣*	30.74	+	28.8	+	28.2	
	印度	88.77	=	88.0	=	88.0	
	印尼*	16,630	=	16,450	=	16,300	
	馬來西亞*	4.189	=	4.20	=	4.16	
	菲律賓*	58.89	+	56.0	+	55.6	
	新加坡*	1.301	+	1.26	+	1.25	
	泰國*	32.34	=	32.3	=	31.8	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年10月31日
*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年10月31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