

2025年2月

# 投資導航

亞洲版



## 人工智能(AI) 軍備競賽當前格局如何？(1/2)

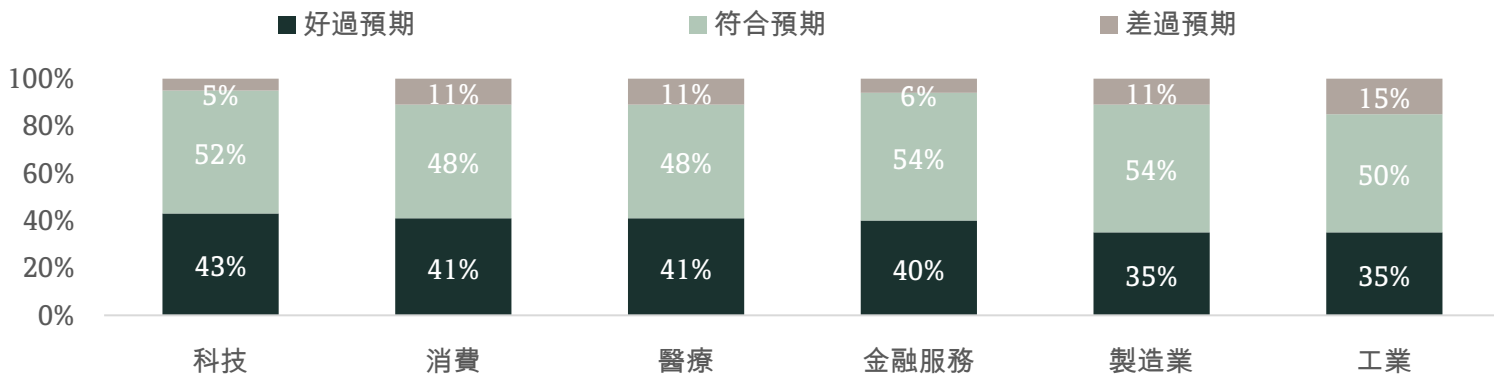
### AI主題的投資回報如何？

2025年1月，深度求索DeepSeek發佈開源模型，導致半導體硬件股遭大幅拋售。這背後的大環境是AI商業化——市面上推出更多且更便宜的AI模型和算法，將為企業接入AI應用流程提供更具成本效益的途徑。

部分「夢幻七股」公司最近仍上調資本支出前景。未來的關鍵問題在於AI的投資回報。這與幾年前的「元宇宙」相呼應。故此，這些公司面臨着在未來幾個季度實現營收增長的壓力，以證明資本支出是合理的。

企業於2025年的AI資本支出放緩的可能性越來越大，尤其與2024年50-60%的增長相比。即使雲端收入預測不如人意，

### 大多數公司從生成式AI錄得穩健的投資回報率



資料來源：AlphaWise、摩根士丹利研究、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年1月31日  
過往表現並非現時或未來表現的指標。

Prashant BHAYANI  
法國巴黎銀行  
財富管理  
亞洲首席投資官

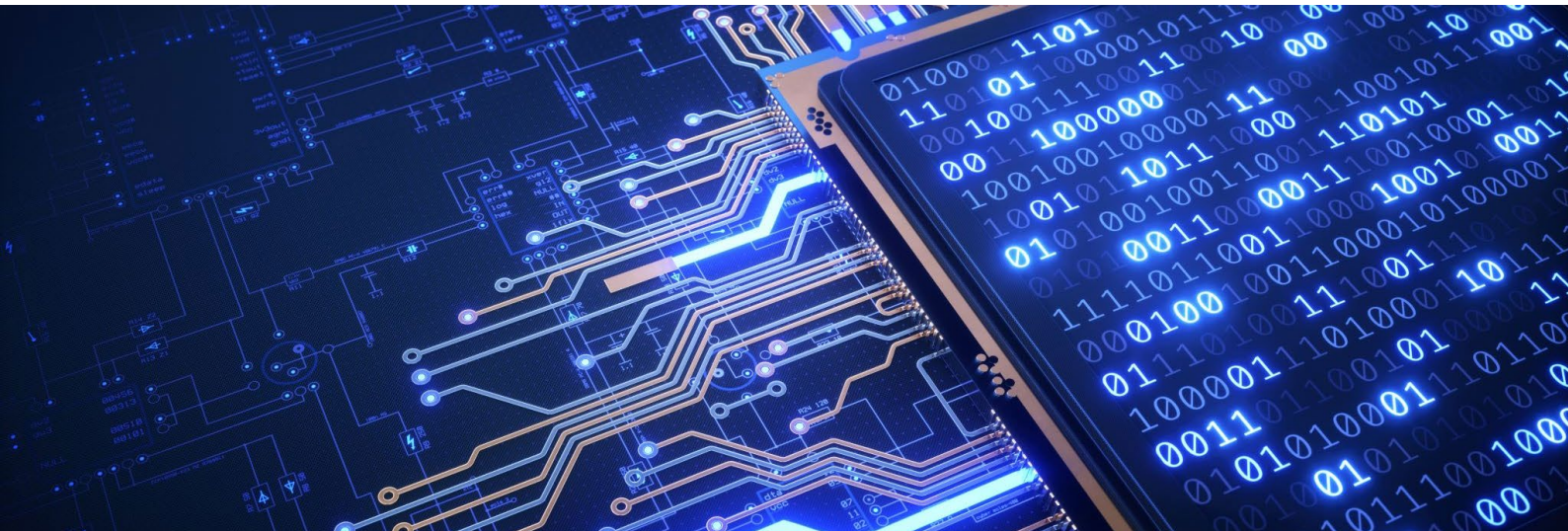


譚慧敏  
法國巴黎銀行  
財富管理  
香港首席投資策略師



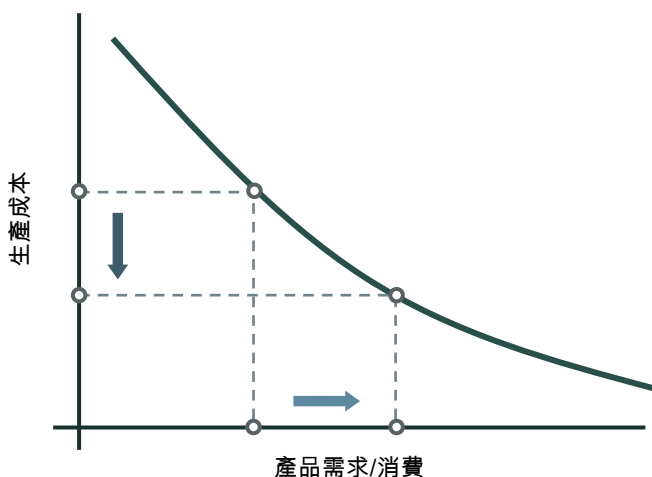
劉傑俊  
法國巴黎銀行  
財富管理  
亞洲投資專家





# 人工智能(AI) 軍備競賽當前格局如何？(2/2)

## 傑文斯悖論



資料來源 Jevons, W.S. (1865). *The Coal Question; An Inquiry Concerning the Progress of the Nation, and the Probable Exhaustion of Our Coal Mines*. London: Macmillan and Co.

根據「傑文斯悖論」(Jevons Paradox)，當科技進步提高資源使用效率時，需求量會大幅上升，而資源的整體消耗往往會增加（而不是減少）。更便宜的尖端AI模型有望加速其在更廣泛經濟體系中的應用，從而推升各行業的生產力並推動電力需求加速增長。市場將密切關注這種情況是否會發生。

## 誰是AI主題贏家？



在AI發展週期新階段，大贏家不一定是「夢幻七股」，而是能夠在金融、醫療保健和軟件行業顯著推動AI相關生產力效益的公司。

AI商業化也會刺激新一波商業和行業發展，正如移動互聯網和智能手機的廣泛應用。由於模型訓練成本可能會下降以及向推論、推理和超級代理轉變，相比硬件，這可能會更利好軟件。



## 「關稅總統」復仇反擊！



### 特朗普的關稅政策對市場有何影響？

美國宣佈提高貿易關稅證實了我們的關鍵假設，即應重視特朗普的競選承諾，或將一一兌現。事實上，已宣佈的加徵關稅規模更大，而且比我們預測的要快推出。最近被提及的是對所有進口鋼鐵和鋁產品徵收25%的關稅，以及實施新的對等關稅。我們最初認為關稅將逐漸提高。

我們認為，特朗普總統宣佈徵收如此高的關稅是1)對即將進行的談判施加最大壓力，或者2)通過重新調整供應鏈路線來增加收入以減少預算赤字。

特朗普總統上任後在稅收方面的「第一把火」已取得初步勝利，墨西哥和加拿大已頒佈措施打擊芬太尼毒品和嚴防非法移民流入美國。與此同時，美國政府現將與兩國就貿易問題進行接洽，這對市場十分關鍵。

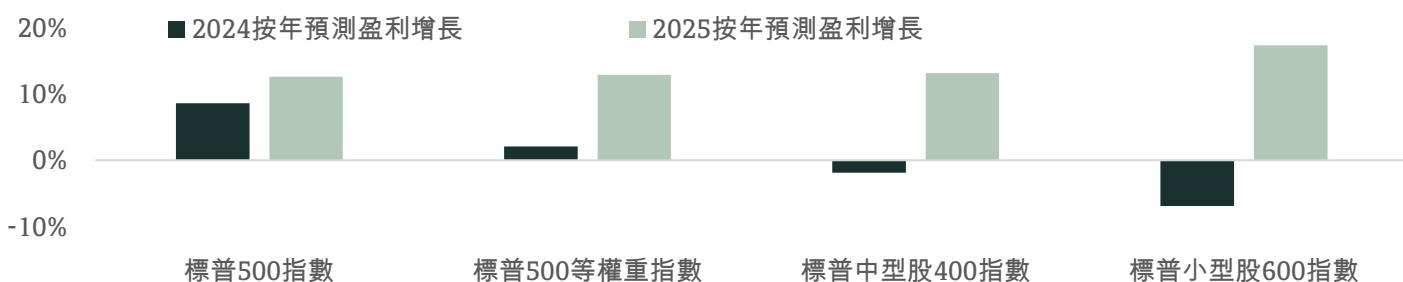
相關國家料採取以牙還牙的方式回應美國的關稅，不過最近暫停徵收關稅將留出時間與相應國家進一步談判。此外，對中國實施的第一階段關稅只有10%，遠低於預期。總括而言，我們認為目前較可能採取溫和的關稅措施。若最終維持已宣佈的關稅水平（並非我們的基本預測），我們預期這將令美國經濟下降0.4%，並將核心通脹推升0.8%，墨西哥和加拿大亦很可能陷入經濟衰退。故此，更有可能出現的情景是協商之後達成各方同意的結果。

### 市況波動之際，何處找尋投資機遇？

鑑於我們的基本預測是會推出溫和的關稅或貿易協定以避免加徵關稅，對經濟增長和通脹的影響都應該相對有限。然而，風險猶存。

故此，我們繼續提倡在全球不同板塊及市場進行多元化投資。我們繼續「高配」歐盟金融、全球醫療保健、工業和物料板塊。年初至今，標普500指數成分股中，表現落後的是科技板塊。舉例來說，自2022年1月以來，歐洲銀行股的表現一直領先「夢幻七股」。另外，我們看好日本、英國和中國股票。

### 盈利增速差距趨同



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年1月31日  
過往表現並非現時或未來表現的指標。



**BNP PARIBAS**  
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

## 我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽\_ 2025年2月

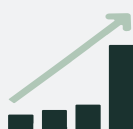
	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	+	+	市場	美國、英國、日本、巴西、中國、南韓、新加坡及印尼	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們看好美國和日本的小型股。</li> </ul>
			行業	金融、物料、工業、醫療保健	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們看好美國銀行、週期性股和能源基礎設施。</li> </ul>
			風格/主題	大趨勢主題	<ul style="list-style-type: none"> <li>循環經濟、電動化、安全及收入主題。</li> </ul>
債券	=	=	政府債	美國國債、美國國庫抗通脹債券、英國國債	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們將美國國債、美國國庫抗通脹債券(TIPs)和英國國債上調至「正面」。</li> <li>我們對美國10年期國債孳息率的12個月目標維持4.25%。我們上調2年期孳息率目標至4.25%。</li> </ul>
			板塊	投資級別	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們繼續看好美國(偏好到期日增至最多7年到期)及歐元(最多10年到期)投資級別企業債券。</li> <li>我們對高收益債券及新興市場債券(美元+當地貨幣)持「中性」看法。</li> </ul>
現金	-	-			
大宗商品	+	+		黃金 基本金屬	<ul style="list-style-type: none"> <li>黃金 — 「正面」：12個月目標價格每安士3,000美元。</li> <li>石油 — 「負面」：布蘭特原油價格目標區間為60-70美元。</li> <li>基本金屬 — 「正面」：尤其是銅。</li> </ul>
				美元兌日圓 歐元兌美元	<ul style="list-style-type: none"> <li>3個月和12個月目標均為150</li> <li>3個月目標為1.00，12個月目標為1.02</li> </ul>
另類投資	+	+		對沖基金(事件驅動型，長/短倉股票，相對價值)	<ul style="list-style-type: none"> <li>對全球宏觀環境持「中性」看法</li> </ul>

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面

## GDP和CPI預測

		國內生產總值/GDP ( 同比% )			消費物價指數/CPI ( 同比% )		
		2023	2024f	2025f	2023	2024f	2025f
成熟市場	美國	2.9	2.8	2.4	4.1	2.9	3.0
	日本	1.5	-0.2	0.6	3.3	2.7	2.9
	歐元區	0.5	0.8	1.1	5.4	2.4	2.1
	英國	0.4	0.8	1.1	7.3	2.5	3.1
北亞	中國	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
	南韓	1.4	2.2	1.6	3.6	2.3	2.2
	台灣	1.3	4.4	2.4	2.4	2.2	1.9
南亞	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
	馬來西亞	3.6	5.5	4.6	2.5	1.9	2.3
	菲律賓*	5.6	5.8	6.1	6.0	3.3	3.0
	新加坡	1.1	4.0	2.5	4.2	2.8	1.7
	泰國	1.9	2.8	2.7	1.3	0.4	1.3

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1月31日  
\*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年1月31日



### 增長

- 我們將美國2025年國內生產總值(GDP)增速預測從2.1%上調至2.4%。穩健的薪資收入和就業增長、財富效應，大選後企業和消費者調查顯示樂觀情緒跡象等有望令經濟活動維持韌性。
- 持續加徵關稅並非我們的基本預測。從歷史來看，高關稅通常會導致高通脹並拖累經濟增長。再者，這會令特朗普總統和共和黨付出較高代價，或令其在2026年中期選舉中失利。



### 通脹

- 儘管推出關稅，但美國通脹率短期內仍可能進一步放緩，原因在於1)油氣價格，2)住房成本，及3)薪資增長在未來幾個月內都會較為溫和。
- 我們預期通脹水平將維持低企，美聯儲、歐洲央行和中國央行料將繼續調低相應的參考利率，不過步伐可能會更緩慢。



# 股票

😊 正面      😐 中性      ☹️ 負面

## 全球整體：正面

😊	😊	☹️
國家		
美國 英國 日本 新興市場	歐元區	-
行業		
金融 醫療 物料 工業 公用事業	能源 房地產 科技 非必需消費品	必需消費品 能源

## 亞洲整體：正面

😊	😊	☹️
國家		
中國 新加坡 南韓 印尼	台灣 印度、泰國 馬來西亞 菲律賓	-
行業		
通訊 非必需消費品 必需消費品 科技	能源、物料 房地產、金融 醫療保健 公用事業	工業

- DeepSeek重磅登場：DeepSeek可能會顛覆AI行業格局。其最新發展挑戰市場共識，即AI的霸主地位依賴技術基礎設施的巨額資本支出，並將由少數美國科技巨頭主導。DeepSeek的問世證明中國私營板塊仍然具有創新實力，並有機會普及化計算機應用並改變全球AI生態系統，中國科技股成主要受益者。
- 美國企業財報穩健：美國企業在2024年第四季度的盈利增長可能超過10%（按年）。金融板塊尤為強勁，當中我們仍然最看好大型美國銀行。

	1個月(%)	年初至今(%)	2024年(%)	遠期市盈率(倍)	歷史市帳率(倍)	股息率(%)2025f	每股盈利增長(%)2025f	每股盈利增長(%)2026f	股本回報率(%)2025f
成熟市場	美國	3.0	3.0	23.4	22.4	5.5	13.9	14.2	17.8
	日本	0.1	0.1	18.5	14.4	1.5	6.3	10.3	9.8
	歐元區	7.2	7.2	6.8	13.7	1.9	8.2	11.2	12.2
	英國	6.0	6.0	5.3	11.8	1.9	7.1	10.2	12.2
亞洲(日本除外)	0.6	0.6	9.8	12.8	1.8	12.2	12.9	11.7	
北亞	中國	0.8	0.8	16.3	10.1	3.0	8.9	11.8	11.6
	中國 - A股	-3.0	-3.0	14.7	12.1	3.2	9.5	9.6	10.7
	香港	-2.0	-2.0	-4.7	11.6	0.9	7.2	7.8	7.2
	南韓	4.9	4.9	-13.7	8.7	1.0	15.2	15.5	10.2
	台灣	3.0	3.0	40.9	16.8	3.5	18.4	15.8	16.7
亞權	印度	-2.5	-2.5	14.3	21.4	1.2	17.3	15.0	14.4
	印尼	0.2	0.2	-12.3	11.2	2.1	3.6	8.4	15.2
	馬來西亞	-5.1	-5.1	12.8	13.1	1.4	7.1	7.6	9.3
	菲律賓	-8.9	-8.9	1.6	9.9	1.7	9.3	10.4	13.8
	新加坡	0.8	0.8	20.0	13.7	1.8	5.7	7.2	10.7
泰國	-4.5	-4.5	-1.6	15.7	1.7	12.9	9.4	9.4	

資料來源：明晟指數(以當地貨幣計價)、彭博、湯森路透Datastream、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年1月31日

## 固定收益

😊 正面    😐 中性    😞 負面

全球整體：中性

整體亞洲(美元)：中性



- ▲ 美國國債
- ▲ 英國國債
- ▲ 美國國庫抗通脹債券 (TIPS) 投資級別
- 高收益債
- 新興市場債 (當地貨幣)
- 新興市場債 (硬貨幣)

- 日本
- 新加坡
- 南韓
- 印度
- 菲律賓
- 印尼
- 香港
- 中國

		總回報(%)			最差收益率 (%)
		1個月	年初至今	2024年	
亞洲	亞洲美元債券	0.1	0.1	4.5	5.4
	亞洲當地貨幣債券	-0.1	-0.1	1.0	4.1
	中國	0.0	0.0	5.7	5.4
	香港	0.1	0.1	4.7	5.2
	印度	0.5	0.5	7.4	6.1
	印尼	-0.1	-0.1	0.8	5.6
	新加坡	0.2	0.2	3.0	4.9
	南韓	0.2	0.2	4.4	5.0
	菲律賓	-0.2	-0.2	1.4	5.5
國庫券	美國10年期國債	0.0	0.0	0.1	4.5
	美國投資級債	0.0	0.0	1.3	4.9
	美國高收益債	0.8	0.8	8.2	7.3
	新興市場美元債	0.1	0.1	5.2	5.8

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1月31日

美國國債孳息率 12個月目標 (%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	▲ 4.25	▲ 4.25	4.25	4.5

- **利率預測**：我們預期美國今年會減息兩次，每次25個基點，略高於市場定價，最終利率可達4%。歐元區而言，我們預期還有三次25個基點的減息和最終利率為2%，與市場定價相若。
- **政府債**：鑑於近期拋售，我們對美國和英國政府債券的看法轉為正面，並增加美國存續期與基準指數符合（6年期）。我們對美國抗通脹債券的看法亦轉為正面。由於預期回報吸引力較低，我們對德國政府債券保持中性看法。
- **投資級別企業債券**：由於技術面強勁、收益高、波幅低，我們保持樂觀。我們更喜歡歐元（最多10年期）投資級別企業債券，而青睞到期日增加至最多7年的美國投資級別企業債券。
- **高收益企業債券**：平均利差較低，限制利差壓縮的上行空間。然而，該資產類別仍然受到高收益及穩健需求的支撐。離散度有望提升，故此信貸篩選至關重要。

## 外匯與大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 負面

### 12個月的外匯觀點



日圓  
美元  
南韓圓

澳元  
新台幣  
印尼盾  
紐西蘭元  
人民幣

印度盧比  
馬來西亞幣  
菲律賓比索  
新加坡元

歐元  
英便士  
泰銖

### 大宗商品



黃金  
基本金屬

石油

-

- **歐元**：由於經濟環境轉弱及即將實施新關稅，我們繼續預期歐洲央行看得減息步伐較美聯儲更進取。相比歐元，歐美息差更高更有利於美元。我們預期美元會進一步走強，可能會重試平價線。我們的歐元兌美元3個月目標調整為1，並維持12個月目標1.02。
- **日圓**：日本央行於2025年1月如預期加息25個基點至0.50%。我們繼續預期該央行於今年及明年會有更多加息。然而，鑑於我們對美國最終利率的假設，日圓的上行空間有限。我們的美元兌日圓3個月和12個月目標均為150，意味著預期日圓會溫和上行。

- **黃金**：我們對黃金的前景保持樂觀，12個月目標維持每安士3000美元。多間央行減息和買金，加上通脹上行風險和貿易緊張局勢加劇，應會支撐黃金價格。
- **石油**：我們維持負面看法，12個月目標區間為60-70美元。鑑於特朗普總統的政策傾向於油價下跌、需求增長疲軟、非石油輸出國組織(OPEC)供應增長以及油組及其盟友(OPEC+)計劃自2025年4月起逐步增產，油價下行風險仍然存在。
- **基本金屬**：貿易關稅或令大宗商品價格短期波動。儘管如此，能源轉型和基礎設施的需求不斷增長，我們長遠而言維持樂觀看法。

## 外匯預測

	現貨價 截至2025年1月31日	3個月		12個月		
		觀點	目標	觀點	目標	
成熟市場	美元指數*	108.37	+	110.9	+	108.9
	日本	154.9	+	150	+	150
	歐元區	1.040	-	1.00	-	1.02
	英國	1.243	-	1.20	-	1.23
	澳洲	0.624	+	0.66	=	0.64
	紐西蘭	0.563	+	0.60	=	0.60
	加拿大	1.448	=	1.45	=	1.40
亞洲 (日本除外)	中國	7.265	=	7.40	=	7.40
	南韓*	1,453	+	1,320	+	1,290
	印度	86.62	+	84.0	=	84.0
	印尼*	16,300	=	16,400	=	16,600
	馬來西亞*	4.458	=	4.54	=	4.57
	菲律賓*	58.37	=	59.3	=	59.8
	新加坡*	1.355	=	1.38	=	1.39
泰國*	33.68	-	35.3	-	35.8	

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年1月31日  
\*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年1月31日

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面



**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](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