

市場環球概覽

24 / 11 / 2025

在「更高更久」的利率環境中尋找ALPHA



盈利韌性

龍頭科技股支撐美股盈利，但分化加劇



地緣風險

中東與烏克蘭局勢
持續為能源市場帶來溢價



央行鷹派立場

主要央行 (Fed, ECB)
維持鷹派，降息預期降溫

- 關鍵催化劑：強勁非農就業數據，強化「不急於降息」共識。10年期美債收益率突破4.8%。

MAP FILTER

S&P 500

Dow Jones 30

Nasdaq 100

Russell 2000

All Stocks

World

ETFs

Crypto

Futures

Year to Date Pe...

Quick search ticker

A Agilent Technologies Inc

AAPL Apple Inc

ABV AbbVie Inc

TECHNOLOGY

SOFTWARE - INFRASTRUCTURE

MSFT
+12.01%ORCL
+19.27%PLTR
CRWD
+43.40AVGO
+46.74%AMD
+68.71%MU
+146.40%

SEMICONDUCTORS

NVDA
+33.20%CRM
-32.07

ADBE

UBER

SEMIC

COMPUTE

COMMUNI

APH

TEL

FINANCIAL

BANKS - DIVER

JPM
+24.32%

WFC

BAC

C

CREDIT SERVI

V

INSURAN

V

MA

COF

BX

BX

CAPITAL MA

GS

MS

SCHW

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

CB

ALL

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

INSUR

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

CAPITAL MA

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

ASSET MANA

FINANCI

ALL

CB

ASSET MANA

BLK

近月主要資產動態

東證股價指數

INDEXTOPIX: TOPIX :

市場摘要 > 東證股價指數

3,293.32

+43.82 (1.35%) ↑ 過去 1 個月

11月21日下午2:38 [GMT+9] • 免責聲明

1D | 5天 | **1個月** | 6M | YTD | 1年 | 5年 | 最長



那斯達克100指數

INDEXNASDAQ: NDX :

市場摘要 > 那斯達克100指數

24,054.38

-1,072.75 (-4.27%) ↓ 過去 1 個月

11月20日下午5:15 [EST] • 免責聲明

1D | 5天 | **1個月** | 6M | YTD | 1年 | 5年 | 最長



S&P 500

INDEXSP: .INX :

市場摘要 > S&P 500

6,538.76

-196.59 (-2.92%) ↓ 過去 1 個月

11月20日下午5:00 [EST] • 免責聲明

1D | 5天 | **1個月** | 6M | YTD | 1年 | 5年 | 最長



Euro Stoxx 50指數

INDEXSTOXX: SX5E :

市場摘要 > Euro Stoxx 50指數

5,569.92

-116.91 (-2.06%) ↓ 過去 1 個月

11月20日下午6:00 [GMT+1] • 免責聲明

1D | 5天 | **1個月** | 6M | YTD | 1年 | 5年 | 最長



恒生指數

INDEXHANGSENG: HSI :

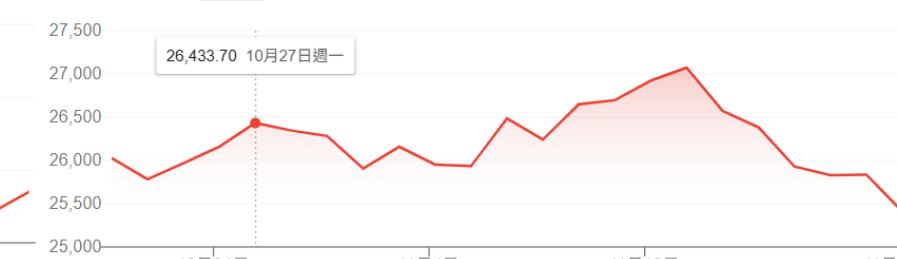
市場摘要 > 恒生指數

25,405.87

-621.68 (-2.39%) ↓ 過去 1 個月

11月21日下午2:01 [GMT+8] • 免責聲明

1D | 5天 | **1個月** | 6M | YTD | 1年 | 5年 | 最長



洞察：日股、原油領漲；歐亞股市、全球債市承壓；美元受利差與避險需求支撐。



央行政策

利率預期轉變：2025年降息次數被大幅削減

「更高更久」的利率定價轉變

市場預期修正

- 聯儲局：2025年降息預期從6次下修至2次
- 降息起點：從Q1延後至Q4
- 終端利率預期：上調50基點至5.5% (反映通脹擔憂)

通脹黏性壓力

- 美國核心PCE：2.8% (遠高於Fed 2%目標)
- 服務通脹頑固，薪資增長強勁
- 10年公債殖利率：與核心通脹高度相關

「市場接受『更高更久』敘事，持續施壓資產估值 (尤其成長股)。實質利率上升將重新定義資產定價基準。」

企業盈利

盈利分化加劇：「瑰麗七巨頭」VS. 大盤

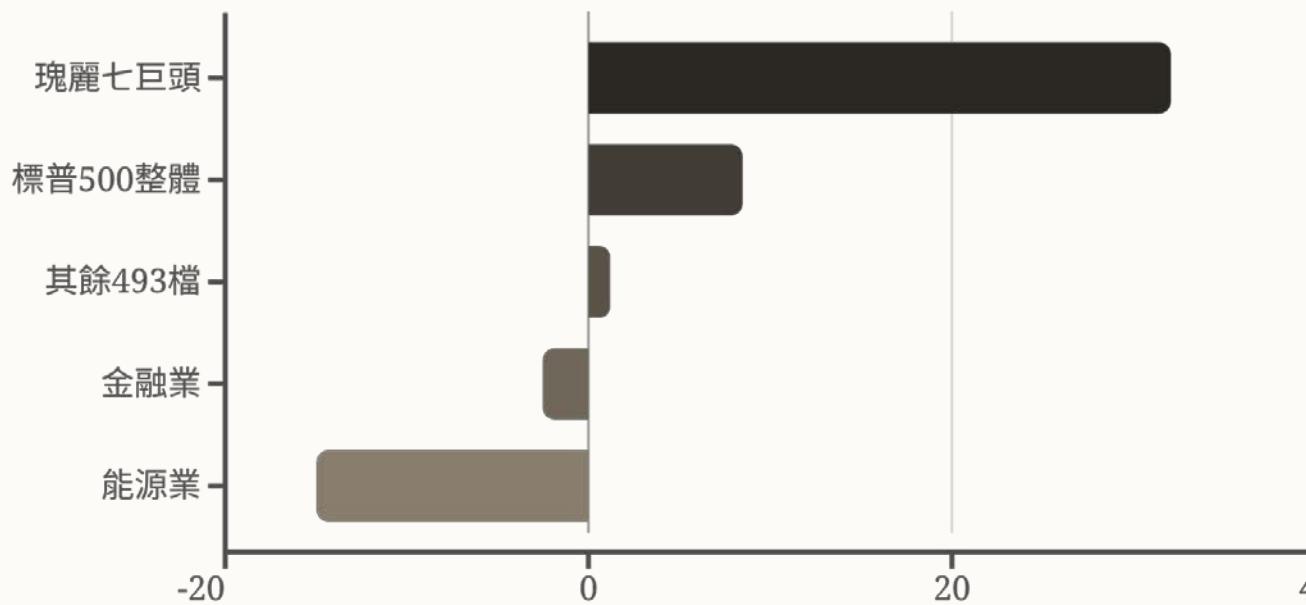
科技巨頭撐起一片天



Q3 EPS增32%。
佔標普500市值43%，貢獻85%盈利增長。

Q3 EPS僅增1.2%。
多數行業利潤壓縮、需求放緩。

市場廣度不足。
盈利集中AI科技股，脆弱性高。



分析師盈利預期修正

下一季盈利預期分化：

- 上調：科技、AI基礎設施、非必需消費
- 持平：醫療保健、公用事業
- 下修：工業、原物料、小型股

警惕「Mag 7」業績不如預期，可能帶來系統性風險。

交易室觀點：戰術配置策略

當前投資組合調整與風險管理



☒ 進攻性配置

增持：

- 日本銀行股 (貨幣政策正常化, 利差擴大)
- 能源股 (地緣政治, 供給限制)
- 優質科技股 (定價權, 強現金流, AI加持)

策略：聚焦龍頭企業，具護城河優勢，盈利可見度。

☒ 防禦性配置

增持：

- 現金 (貨幣基金5.3%, 高流動性, 下檔保護)
- 黃金ETF (對沖地緣政治/通膨, 實質利率見頂後具吸引力)
- 美元多頭 (利差優勢, 避險需求)

⊖ 減持/規避

風險管理：

- 高估值成長股 (對利率敏感, 估值修正壓力)
- 歐洲週期性股票 (經濟疲軟, 能源成本高)
- 中國地產相關 (政策有限, 結構性壓力)

風險預警與關鍵事件

監測點與市場催化劑

風險分析

高概率風險
通脹數據高於預期
核心CPI超預期，恐觸發債市拋售，10年美債殖利率可能破5%。

中概率風險
科技巨頭財報不佳
「瑰麗七巨頭」業績或指引不及預期，市場或獲利了結與修正。

低概率/高衝擊
地緣衝突升級
中東/烏克蘭局勢惡化，恐使能源價格飆30%+，引發滯脹擔憂。

未來一週關鍵事件日曆

1

週三

美國CPI通脹數據

預期月增0.3%，核心年增3.7%。

FOMC會議紀要

關注委員對利率與降息時點討論。

2

週四

美國PPI數據

驗證生產成本壓力。

聯儲局官員講話

鮑威爾、威廉斯等將發表政策觀點。

3

週五

密歇根大學消費者信心指數

通膨預期與消費意願影響Fed判斷。



開玩笑抑或認真？ 特朗普：利率不降就炒了財長貝森特

撰文：聯合早報

出版：2025-11-20 18:38 更新：2025-11-20 18:38

24



聯儲局會議紀要：多名官員傾向於12月不降息

儘管特朗普希望聯儲局繼續降息，但星期三公佈的聯儲局會議紀要顯示，聯儲局多名官員傾向於反對在12月再次降息。

聯儲局在10月29日結束貨幣政策會議後宣佈，將聯邦基金利率目標區間下調25個基點到3.75%至4.00%之間，是自2024年9月以來第五次降息。

不過會議紀要顯示，雖然大多數與會者認為，隨著時間推移，進一步降息可能是適宜的，但有數人表明，於12月再降息25個基點未必是最佳選擇。



美國總統特朗普 (Donald Trump，又譯川普) 說，如果財長貝森特 (Scott Bessent) 無法協助降低利率，他就會開除貝森特。

雖然特朗普是以開玩笑的語氣說這番話，但這顯示面對選民要求降低生活成本壓力，特朗普對美國聯邦儲備局不願加快降息步伐日益感到不滿。



2025年4月9日，美國華盛頓白宮橢圓形辦公室，總統特朗普準備簽署行政命令之際，財長貝森特 (Scott Bessent，左) 和商務部長盧特尼克 (Howard Lutnick) 站在他身後。 (Getty)

特朗普星期三 (11月19日) 在華盛頓舉行的美國沙特投資論壇上說：「斯科特 (Scott，即指貝森特) 唯一搞砸的就是聯儲局.....利率太高了，斯科特。如果你不盡快解決，我就炒你魷魚，怎麼樣？」



左圖：聯儲局主席鮑威爾 (Jerome Powell) 中圖：美國總統特朗普 (Donald Trump，又譯川普)
右圖：美國財政部長貝森特 (Scott Bessent) (Reuters)



↗ Trending Breaking New Politics Sports



Fed decision in December?



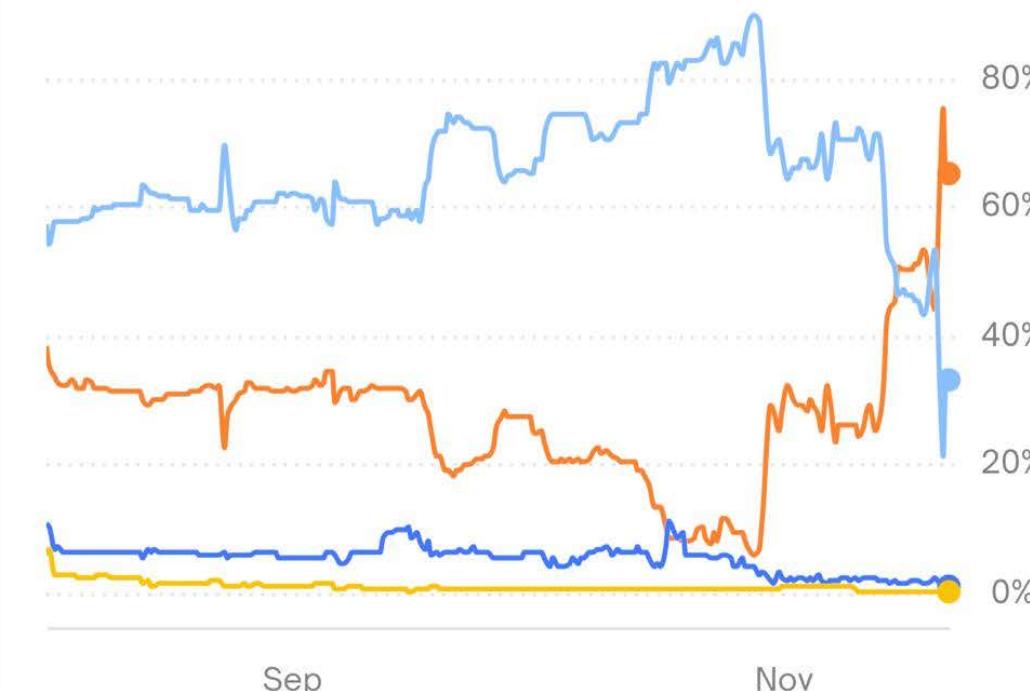
Dec 10

Jan 28, 2026

Mar 18, 2026

- No change 66%
- 25 bps decrease 34%
- 50+ bps decrease 1.3%
- 25+ bps increase <1%

↗ Polymarket



Cathie Wood's ARK buys Nvidia shares after Q3 earnings

Investing.com | Author Ambar Warrick | Stock Markets

Published 21/11/2025, 04:30



© Reuters

Investing.com-- Cathie Wood's ARK fund purchased more shares in **NVIDIA Corp (NASDAQ:NVDA)** on Thursday, its first purchase since August, after the chipmaking giant clocked stronger-than-expected third quarter earnings.

The **ARK Innovation ETF (NYSE:ARKK)** purchased about \$17.5 million worth of shares in Nvidia, amounting to over 93,000 shares, daily data from the ETF and aggregator Cathie's Ark showed.

TT

The move was the first purchase of Nvidia shares by any of Wood's funds since August 4, and appeared to reiterate Wood's bullish stance on Nvidia and artificial intelligence. Ark holds a combined 1 million shares in Nvidia through all of its funds, with the company being Ark's 19th largest holding.

Nvidia shares fell 3.2% after wild swings on Thursday, as initial optimism over its earnings was vastly overshadowed by questions over rising inventory levels and fears of circular financing in the AI industry.

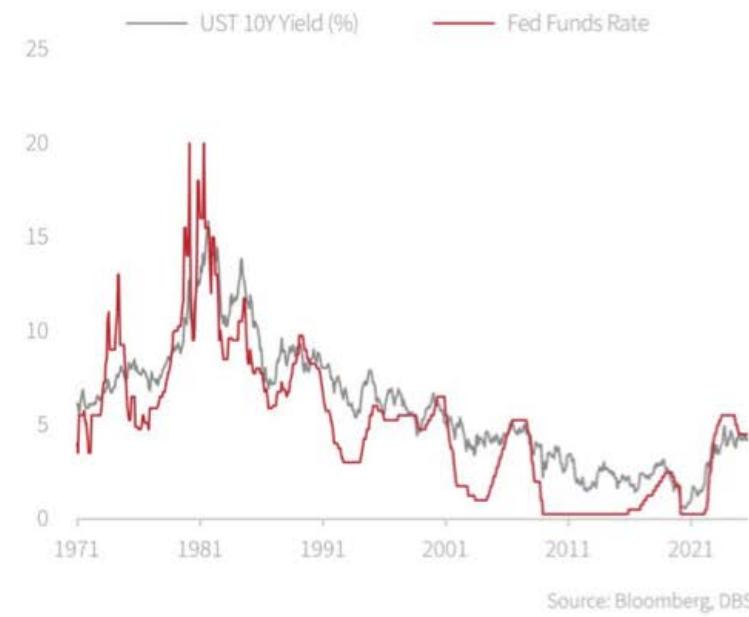
Comments from Nvidia CEO Jensen Huang, which downplayed concerns over a bubble and circular financing, did little to quell investor fears. Nvidia had in recent months pledged to invest in several of its key customers, mainly OpenAI.

The stock is nursing steep losses in recent weeks amid growing concerns over an AI-fueled bubble in tech valuations. Markets also questioned just how much of the hundreds of billions of dollars in spending on AI was justified.

Nvidia in particular was also pressured by several major investors selling their stakes in the firm before its earnings, chiefly Softbank Group and Peter Thiel. Investor Michael Burry, who famously traded the 2008 subprime mortgage crisis, had flagged a bubble in tech valuations, while disclosing a short position in Nvidia.

Tech stocks were also pressured by investors further paring back bets that the Federal Reserve will cut interest rates in December.

Longer-term yields may stay elevated in the current Fed easing cycle



Watch your blind spots: Valuation and earnings risk. Since the trough of "Liberation Day", the S&P 500 has rallied sharply as the market priced in falling policy risks and impending monetary easing. But the optimism is unfortunately not matched by fundamentals as the earnings forecast remains flat, contributing to the spike in valuations. At 24.3x forward P/E, valuation for the S&P 500 is edging close to the +2 SD expensive mark. Meanwhile, earnings momentum is showing signs of tapering off, particularly in the S&P 500 technology space. Even within the technology space, unprofitable companies are expected to remain in the red through 2026.

Separately, we are closely watching how tariffs will impact earnings in the coming quarters. We have long maintained that the tariff income which the US government currently enjoys must be funded somewhere. Should importers absorb some of the pain, it will translate to earnings downgrades – a trend already evident among US retailers. For instance, Walmart has said that US tariffs are driving up costs and squeezing profit margins this year.

Ride the bifurcation wave: Increase exposure to US technology and bring overall US equities exposure to neutral. The robust 2Q25 US earnings season saw 80% of companies reporting positive earnings surprise, while 70% registered earnings growth. But despite the robust headline number, huge bifurcation exists. Case in point: earnings growth for technology-related sectors (technology and communications services) averaged 18% in 2Q25. However, sectors outside of this group registered an average growth of only 0.8%. We believe that this bifurcation trend will persist as tariff headwinds will have a bigger impact on traditional industries with thin margins and low bargaining power. Technology companies are better positioned to ride the new normal of heightened geopolitical and policy tensions. From a portfolio construction standpoint, we advocate investors to increase exposure to US technology and bring overall US equities exposure to neutral.

US Sector Allocation – 4Q25

	Overweight	Neutral	Underweight
Technology	Industrials	Real Estate	
US	Comm. Services	Utilities	Materials
	Healthcare	Cons. Staples	Energy
	Financials	Cons. Discretionary	

Source: Bloomberg, DBS

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

攜手變 通世界

投資導航-亞洲版：2025年11月

- 2



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

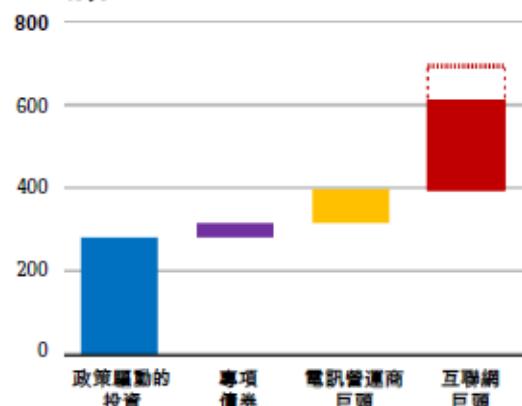


圖2：中國似乎在多項關鍵技術領域處於領先地位

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：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。



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。

這項新協議標誌著「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。

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





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 目前	看法 上月	組成部分	我們看好	評論
股票	+	=	市場	英國、日本、巴西、墨西哥、中國、新加坡	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 關注循環經濟、電氣化、安全及收入主題。
	=	=	政府債	英國、美國抗通脹債券(TIPS)	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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」。
	-	-			
	+	+			
			銅		<ul style="list-style-type: none"> 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)		<ul style="list-style-type: none"> 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
美 國 日 本 歐 元 區 英 國	2.8	2.0	1.8	2.9	2.8	3.1
	0.1	1.3	0.6	2.7	3.2	2.3
	0.9	1.3	1.4	2.4	2.1	1.8
	1.1	1.3	1.0	2.5	3.4	2.6
中 國 香 港* 南 韓 台 灣	5.0	5.0	4.5	0.2	0.0	1.0
	2.5	2.4	2.1	1.7	1.7	2.1
	2.0	1.0	2.0	2.3	2.1	2.0
	4.6	5.3	2.0	2.2	1.6	1.4
印 度 印 尼 馬 來 西 亞 菲 律 賓* 新 加 坡 泰 國	6.5	6.2	6.4	4.6	3.2	4.4
	5.0	4.8	4.9	2.3	1.9	2.5
	5.1	4.2	3.6	1.8	1.4	1.7
	5.7	5.4	5.7	3.2	1.6	2.6
	4.4	2.5	1.5	2.8	0.7	1.4
	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。有鑑於此，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

全球整體：高配			亞洲整體：高配		
國家	國家	國家	行業	行業	行業
英國、日本 新興市場	美國 歐元區	中國 新加坡	通訊、房地產 金融、原材料 工業 非必需消費品 科技	通訊 非必需消費品 必需消費品 能源	通訊 原材料 房地產 金融 醫療保健 工業 公用事業

- 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/盤固。
- 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(%)
美 國 日 本 歐 元 區 英 國	2.1	17.1	23.9	1.2	25.8	4.8	37.3	26.7	15.8
	1.2	23.6	6.3	2.3	18.7	1.6	11.9	12.9	4.3
	0.1	29.8	-0.3	2.8	16.7	2.0	17.4	26.3	18.2
	1.1	28.3	7.5	3.1	14.4	2.0	20.9	14.1	9.2
中 國 香 港 南 韓 台 灣	-0.2	25.0	7.0	1.3	22.0	2.6	15.2	20.5	34.6
	-1.1	37.4	24.2	2.8	12.9	1.4	13.6	32.0	15.9
	20.4	81.7	-21.7	1.3	15.2	1.4	13.3	50.7	40.6
	8.5	35.5	24.0	2.3	21.7	3.2	25.3	33.0	34.4
印 度 印 尼 馬 來 西 亞 菲 律 賓 新 加 坡 泰 國	4.4	2.8	12.7	1.1	22.9	3.5	19.7	13.9	12.5
	1.0	7.2	-0.4	2.3	19.8	3.4	12.0	19.6	-5.0
	1.8	9.8	21.5	3.5	15.6	1.5	11.9	9.7	11.6
	-3.1	-5.2	9.0	3.7	10.1	1.2	17.8	8.9	5.3
	2.3	30.0	14.8	4.2	14.7	1.3	12.4	61.5	4.9
	3.4	4.0	5.2	3.4	13.6	1.4	16.8	17.9	15.9

固定收益

高配 中性 低配

全球整體：中性



英國國債
歐元及英鎊投資級債
新興市場債（當地貨幣）
▼ 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）

整體亞洲(美元)：中性



日本
新加坡
南韓
菲律賓
印尼、香港
印度、中國
澳洲

亞洲美元債券
亞洲當地貨幣債券
中國
香港
印度
印尼
新加坡
南韓
菲律賓

美國十年期國債
美國投資級債
美國高收益債
新興市場美元債

	總回報 (%)			最差收益率 (%)
	月內	年初至今	2024	
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
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

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

幣種	現貨價 截至2025年10月31日	3個月		12個月	
		觀點	目標	觀點	目標
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

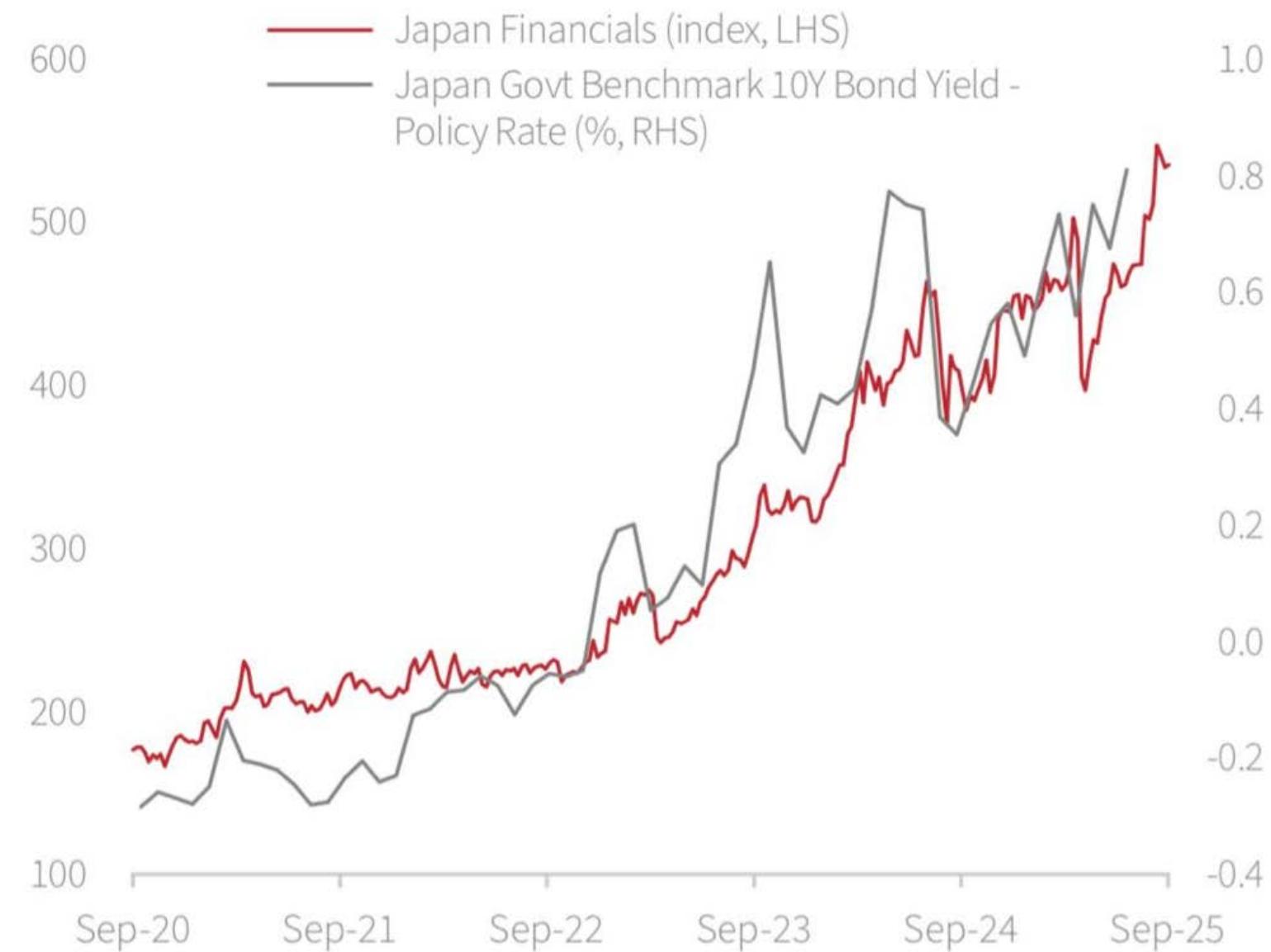
中國	7.123	=	7.10	=	7.10
南韓*	1,430	+	1,370	+	1,350
台灣*	30.74	+	28.8	+	28.2
印度	88.77	=	88.0	=	88.0
印尼*	16,630	=	16,450	=	16,300
馬來西亞*	4.189	=	4.20	=	4.16
菲律賓*	58.89	+	56.0	+	55.6
新加坡*	1.301	+	1.26	+	1.25
泰國*	32.34	=	32.3	=	31.8

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

Japan financials vs yield curve



Source: LSEG, DBS

		2025				2026			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Thailand	3M BIBOR	2.15	1.89	1.65	1.40	1.15	1.15	1.15	1.15
	2Y	1.76	1.40	1.20	1.00	0.80	0.80	0.80	0.80
	10Y	2.05	1.60	1.30	1.20	1.10	1.10	1.10	1.10
	10Y-2Y	29	20	10	20	30	30	30	30
Mainland China	1Y LPR	3.10	3.00	3.00	2.90	2.80	2.65	2.65	2.65
	2Y	1.51	1.37	1.45	1.30	1.25	1.20	1.15	1.15
	10Y	1.81	1.65	1.70	1.60	1.55	1.50	1.50	1.50
	10Y-2Y	30	29	25	30	30	35	35	35
Hong Kong, SAR	3M HIBOR	3.88	1.68	3.05	2.55	2.40	2.40	2.40	2.40
	2Y*	3.42	2.58	2.80	2.70	2.65	2.55	2.55	2.55
	10Y*	3.42	2.94	3.30	3.10	3.20	3.30	3.40	3.50
	10Y-2Y	0	36	50	40	55	75	85	95
Korea	3M CD	2.84	2.56	2.60	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
	3Y	2.56	2.46	2.45	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
	10Y	2.77	2.81	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
	10Y-3Y	21	35	35	60	60	60	60	60
India	3M MIBOR	7.29	6.18	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
	2Y	6.42	5.79	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60
	10Y	6.58	6.32	6.65	6.50	6.30	6.30	6.30	6.30
	10Y-2Y	16	53	105	90	70	70	70	70

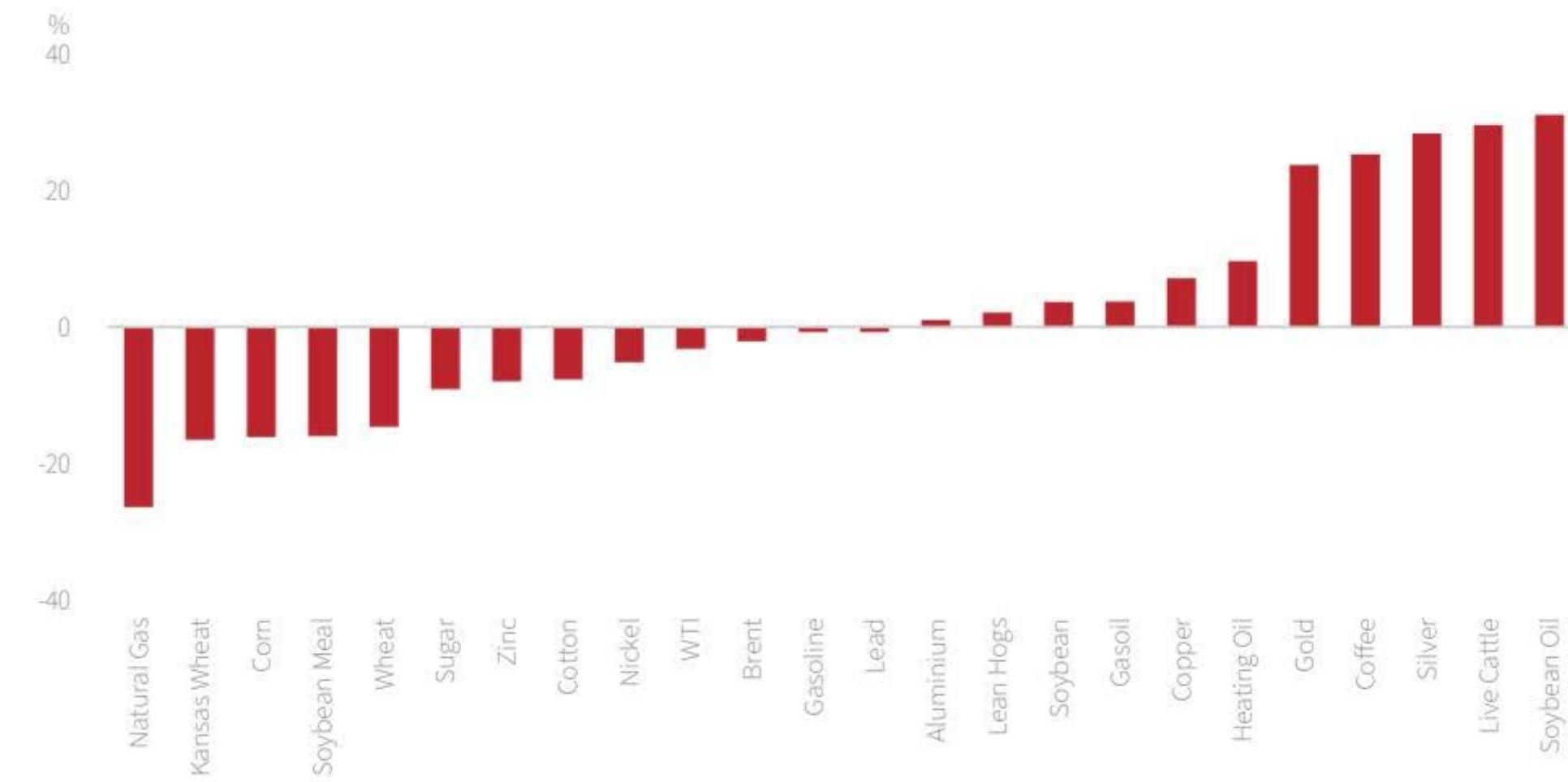
Interest rates: %, eop

Interest rates spreads (10Y-2Y / 10Y-3Y): bps, eop

*swap rates

Source: CEIC, Bloomberg, DBS

YTD individual commodity performance



Source: Bloomberg, DBS
Data as at 26 Aug 2025



父母背債四千萬 富家公子擺攤自救

泰国「小老闆」靠炸海苔逆轉人生



優品360° | Foodville

非油炸

勁脆口感！

無油烤焗

健康輕盈！

Grilled Seaweed
Super Crisp

wave

CLASSIC

試食優惠價



Thanks