

2025年4月

# 团队观点 2025年第2季度

市场情绪转变

# 我们对全球市场的看法

## 风向转变，市场轮动

- **2025年初，市场情绪发生转变。**面对严峻的地缘政治形势，欧洲正在着手调整财政政策以推动经济结构性增长。这一转变，也是经济和政治的重要节点，引发欧洲市场的全面上涨。
- **我们认为，截至目前，相对于美国市场长期以来的大量超配仓位而言，资金流入欧洲市场的规模仍然很小，**现在入场仍为时不晚。
- **美国方面，关税问题以及对经济和政府政策的不确定性正在拖累美国经济增长。**新政府的一些举措可能会削弱美国作为“避险天堂”的地位。
- 在此环境下，主要风险包括**美国通胀反弹、全球增长势头放缓以及贸易战全面爆发且旷日持久的危险。**但我们认为，这为主动管理策略提供了颇具吸引力的时机。
- **鉴于市场环境可能出现如“空气漩涡”一般的短期波动，我们对部分股市持谨慎乐观态度。**构建具有稳定支撑的跨区域投资组合至关重要。考虑做多欧洲市场，同时关注中国和印度市场投资机会。
- **市场情绪的此番转变对主权债券也产生了影响。**我们对英国金边债券的确信度最高。总体而言，我们略微看好英国和欧元区久期。我们认为，套利机会和上涨动能为投资级债券利差提供了支撑。

## 本季度图表

## 风水轮转

随着特朗普再次入主白宫，许多投资者都期待着美国股市能重演2017年其首个任期初期的上涨走势。但事与愿违，美国市场出现下挫，欧洲股市则一路大涨长虹。特别是美国科技股“七巨头”（Mag 7）集体回吐了大选以来的涨幅。



数据来源：伦敦证券交易所集团数据流，安联投资经济与策略研究团队。数据截至2025年3月12日



# 概览：各地区主要经济数据

## 美国

全球最大的经济体开始初露裂痕。关税、移民、财政政策及监管不确定性持续令企业和投资者情绪承压。**因此，我们预计美国经济增长放缓速度可能会快于市场预期。**关税可能会推高物价，从而加剧通胀。在此背景下，**我们认为美联储可能会提早停止降息**，终点利率预计在4%左右。

## 欧洲

欧洲经济前景开始趋于明朗。**欧洲增加国防开支和德国加大基础设施投资的计划，有望重振原本停滞不前的经济增长。**需要注意的是：相关措施最早要到2026年才能显现成效。未来几个季度，**我们预期欧洲央行会将存款利率下调至2%左右的中性水平。**英国方面，我们认为英国央行将采取谨慎态度，每季度降息一次。

## 亚洲

鉴于中国房地产市场依然脆弱以及对美出口面临关税风险，**我们预计中国政府将继续支持经济增长。**由于日本经济运行良好，**我们预计日本央行或将在2025年逐步上调政策利率至最低1%的水平。**

### 经济增长：我们比共识预期更偏悲观

实际GDP，同比%

|     | 2024年彭博共识 | 2025年彭博共识 | 2025年安联投资预测 |
|-----|-----------|-----------|-------------|
| 全球  | 3.0       | 2.9       | ↓           |
| 美国  | 2.8       | 2.3       | ↓           |
| 欧元区 | 0.7       | 0.9       | ↓           |
| 德国  | -0.2      | 0.3       | =           |
| 英国  | 0.8       | 1.0       | ↓           |
| 日本  | 0.1       | 1.2       | =           |
| 中国  | 5.0       | 4.5       | =           |

### 通胀：我们认为美国通胀风险正在上升

通胀，同比%

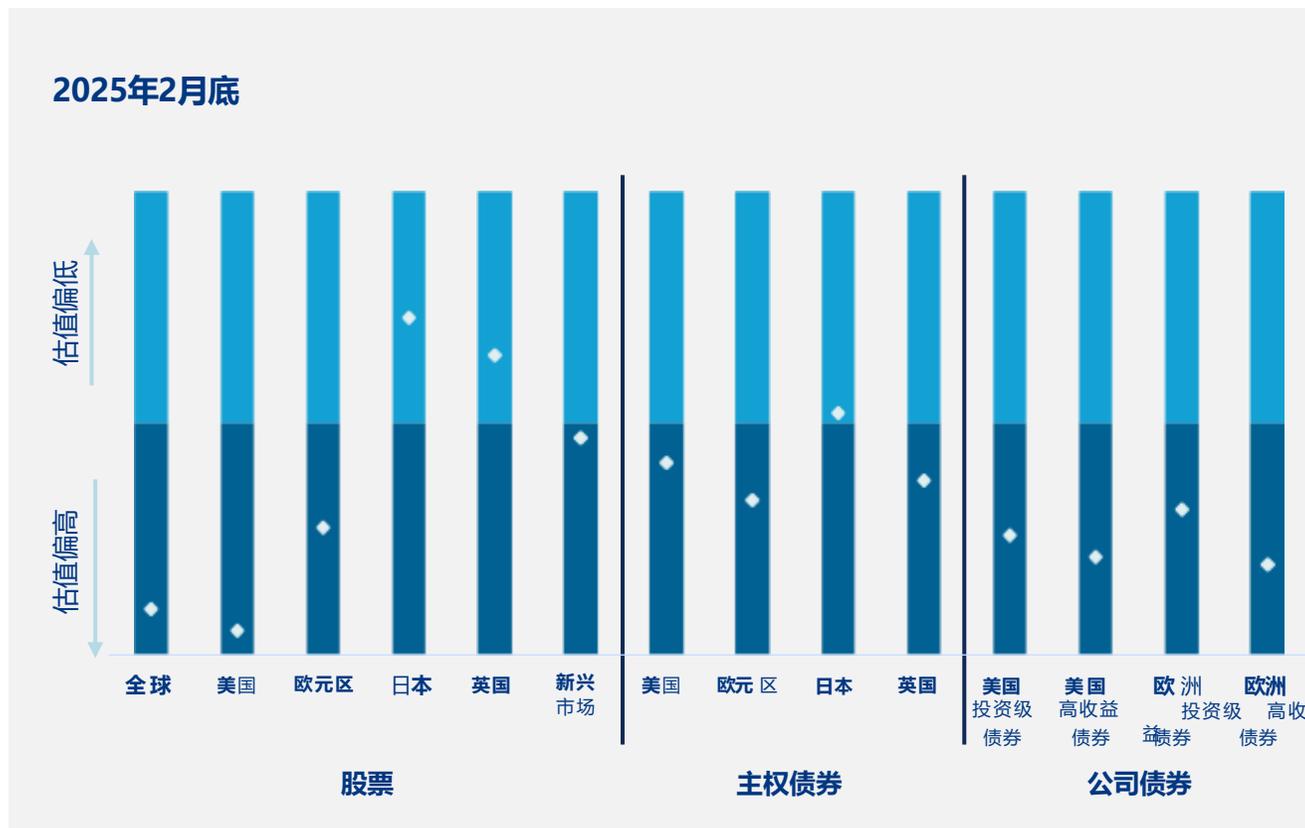
|     | 2024年彭博共识 | 2025年彭博共识 | 2025年安联投资预测 |
|-----|-----------|-----------|-------------|
| 全球  | 4.2       | 3.8       | =           |
| 美国  | 3.0       | 2.8       | ↑           |
| 欧元区 | 2.4       | 2.2       | =           |
| 德国  | 2.5       | 2.3       | =           |
| 英国  | 2.5       | 2.8       | =           |
| 日本  | 2.7       | 2.4       | =           |
| 中国  | 0.2       | 0.7       | =           |

图例：↑ 安联投资预测高于共识； ↓ 安联投资预测低于共识； = 安联投资预测与共识一致。  
vi 数据截至2025年3月6日。

# 估值观点：市场开始显现投资机遇

## 估值水平开始反映全球经济增长轨迹的分化态势

- 近期金融市场的动荡才刚开始反映在估值方面。尽管近期美国股市下跌，但按历史标准来看，美国股票估值依然偏高。
- 欧元区股票2025年迎来强劲开局，但我们认为仍可从中发现投资机遇（参见资产类别研判）。日本股市看起来仍估值偏低。
- 固定收益方面，日本主权债券的估值似乎最具吸引力。在经历近期市场波动后，美国、欧元区和英国等其他一些主权债券市场也开始展现出较高的投资价值。
- 随着地缘政治紧张局势加剧各国在经济增长、利率及各类资产表现方面的持续分化态势，我们预计未来几个月市场或将涌现更多的重新定价机会。



计算结果来自安联投资经济与战略研究部门。估值评分 = 当前评分相对于历史评分的分布。股票估值基于席勒市盈率、市净率和12个月远期市盈率。主权债估值基于10年期实际利率和期限溢价。公司债券估值基于隐含违约概率和相应的主权债估值。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，Datastream（数据截至2025年2月28日）。过往表现并不代表未来结果。此处陈述可能包含基于管理层当前看法和假设而对未来所做的预期和其他前瞻性陈述，其中包含的已知和未知风险及不确定性可能会导致实际结果、表现或事件与此类陈述表达或暗含的结果、表现或事件存在重大差异。我们不承担更新任何前瞻性陈述的义务。估值基于对经济增长前景的最近的展望。

# 资产类别研判

## 股票

- 总体而言，我们依然对股票持乐观态度，同时采取战术性配置以应对“空气漩涡”式风险。我们认为欧洲股票仍有上涨空间，但鉴于市场波动性和不确定性，我们也会关注全球其他市场，以构建具有稳定支撑的跨区域投资组合。
- 重申“欧洲主权”及增加政府支出的承诺有望提振多个板块表现。其中可能涵盖网络安全、人工智能及国防等领域。
- 欧洲投资者目前低配建筑板块。但全球数据中心的快速增长将为该板块带来结构性利好；该板块还有望从乌克兰停火后的重建工作中受益。
- 印度股市市值约为4万亿美元，与其他新兴市场相比行业多元化程度较高。估值也提供了较为可观的安全边际。
- 我们认为中国股市估值颇具吸引力，同时也因其科技领域（例如具身人工智能和人形机器人）聚焦度逐渐受到市场关注。鉴于今年中国贸易前景可能偏弱，中国政府可能会通过拉动消费来促进经济增长。

## 固定收益

- 我们预期欧洲收益率曲线将趋陡，这主要是由于德国及欧洲其他国家推出大规模国防相关开支计划的影响，但相关计划付诸实施仍需时日。在大西洋另一岸，对美国经济放缓的担忧同样可能导致美国收益率曲线陡峭化。在此环境下，我们倾向于对结构性持仓进行战术性操作。
- 从估值和央行政策的市场预期来看，英国金边债券的前景较为乐观。与欧元区或加拿大不同，英国市场的定价尚未充分反映未来可能的降息幅度。鉴于近期英国金边债券表现出色，我们对该投资主题的部分头寸执行了获利了结操作。
- 考虑做多日元。日本央行持续面临加息压力，亟需将利率上调至更“正常”的水平以应对通胀。因此，预计日本收益率曲线将趋于平坦。
- 切勿在债券市场追逐贝塔。鉴于预期利率波动性较高，当前环境需要投资者采取自下而上的方法结合个券分析谨慎选择债券。
- 新兴市场在市场波动中展现出韧性，这表明投资于精选新兴市场债券的方法具有价值。

## 多元资产

- 由于不利因素加剧及关税打压市场情绪，我们维持选择性看好部分股市的立场。在削减美国敞口后，欧洲股票成为我们的首选，这主要得益于欧洲市场的上涨动能、具有吸引力的估值、财政支出增加以及市场情绪回暖等因素的提振。
- 鉴于欧洲通胀低于美国，相比美国国债，我们更青睐欧洲政府债券。尽管一揽子财政计划规模尚待最终确定，但鉴于波动性上升及主要收益率曲线呈分化态势，我们预计收益率将维持在较高水平。
- 我们的首选货币是日元。我们认为，日本央行的政策立场（其加息周期已接近尾声）为日元提供了支撑。日元有望重获避险货币的地位，特别是随着日元本币债券的吸引力持续增强。
- 大宗商品方面，鉴于黄金涨势强劲及其作为地缘政治风险对冲工具的作用，黄金仍是我们确信度最高的投资类别。我们认为，黄金仍是多元资产投资组合中有益的分散投资工具。

# 探索 我们更多的 近期见解



[让欧洲市场再次强大?](#)



[如果欧洲“觉醒”并采取行动，将会发生什么？](#)



[主权债券市场波动加剧：  
后续走势如何？](#)



[重新关注中国股票的十大理由](#)

# 风险提示

本文内所载的资料于刊载时均取材自安联投资相信是准确及可靠的来源。安联投资保留权利于任何时间更改任何资料，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并向财务顾问咨询独立意见。

本文包含的部分信息（包括任何意见或预测表达）基于安联投资认为在发布之日是可靠的来源获得的，任何人士依据该信息采取行动或以其他方式改变其观点需自行承担风险，安联投资不承担任何有关责任。投资涉及风险。尤其是投资于新兴及发展中国场所附带的风险。过往表现并非未来表现的指引。

本文内容均受版权保护，未经同意，本文不得转载或给第三方传阅。本文件并未经监管机关审核。

发行人为安联寰通海外投资基金管理（上海）有限公司。