

2025年10月

团队观点

2025年第4季度

主动出击，沉着应对

本文反映安联投资(Allianz Global Investor)投资团队对2025年第4季度的市场看法。过往业绩并不预示未来的结果。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。

我们对全球市场的看法

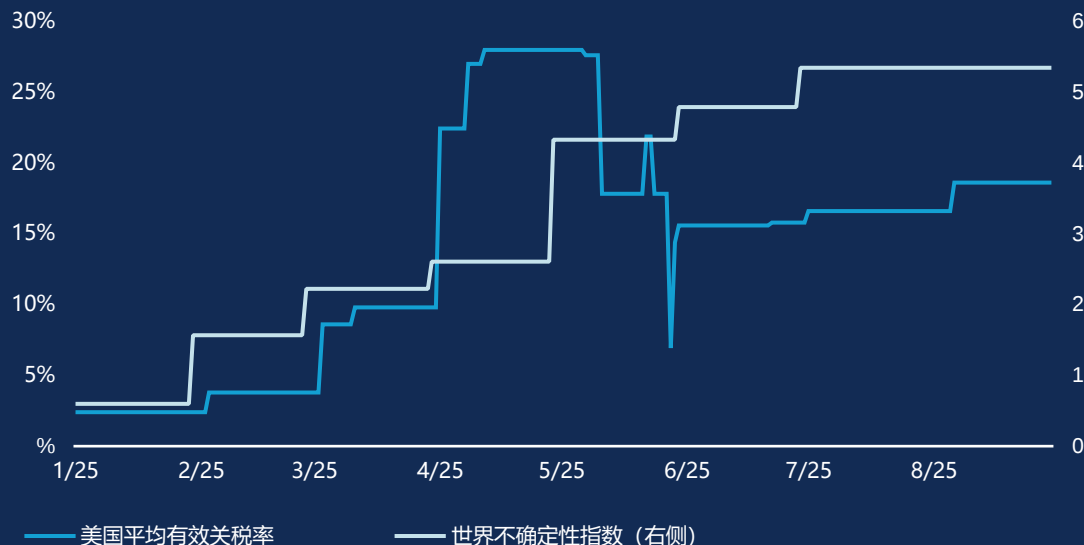
新世界格局

- **我们认为2025年分为两个不同的阶段。**经历“解放日”关税的最初冲击后，市场正在适应一个新的现实：政治和经济前景都变得更加不明朗。在不断变化的环境中，保持谨慎固然必要，但也为采取主动策略的投资者打开了机遇之门。
- **经济增速已低于趋势水平，各区域呈现广泛而有序的放缓态势。**随着以往建立在美国持续外部失衡基础上的全球模式已实际走向终结，一个新的地缘政治与经济框架正在形成。在这一新格局下，诸如欧洲主权（其内容已从国防领域向其他战略产业延伸）这类主题，可能会带来投资机遇。
- **投资组合多元化将至关重要，需覆盖更广泛的资产类别。**随着各国推行日益分化的货币和财政政策，全球投资格局日趋迥异。全球收益率走势各不相同，这凸显了建立多元化债券投资组合的必要性。
- **美国方面，通胀很可能再度加速，而关税政策是其中的部分推动因素。**其他方面，增长疲弱应会令通胀受压。随着美联储重启降息周期，若形成“政治动机已凌驾于通胀规律之上”的预期，可能会成为市场的危险信号。
- **虽然今年剩余时间可能仍充满挑战，但不太可能比这更糟。**除非出现重大利空消息，否则市场很难真正转入全面的避险模式。但随着全球经济进入更加脆弱的阶段，投资者应保持灵活的投资组合配置，并考虑纳入波动率指数敞口，实现主动管理、沉着应对。

本季度图表

关税风波引发不确定性持续蔓延

美国的关税政策已成为今年不确定性的主要根源。尽管关税水平已从峰值回落，但世界不确定性指数*仍处于近期高位，表明关税遗留的影响仍在，全球经济变得更加难以预测。虽然这可能对全球贸易构成挑战，但在经济前景不明确的环境中，主动型管理者或将迎来有利机遇。

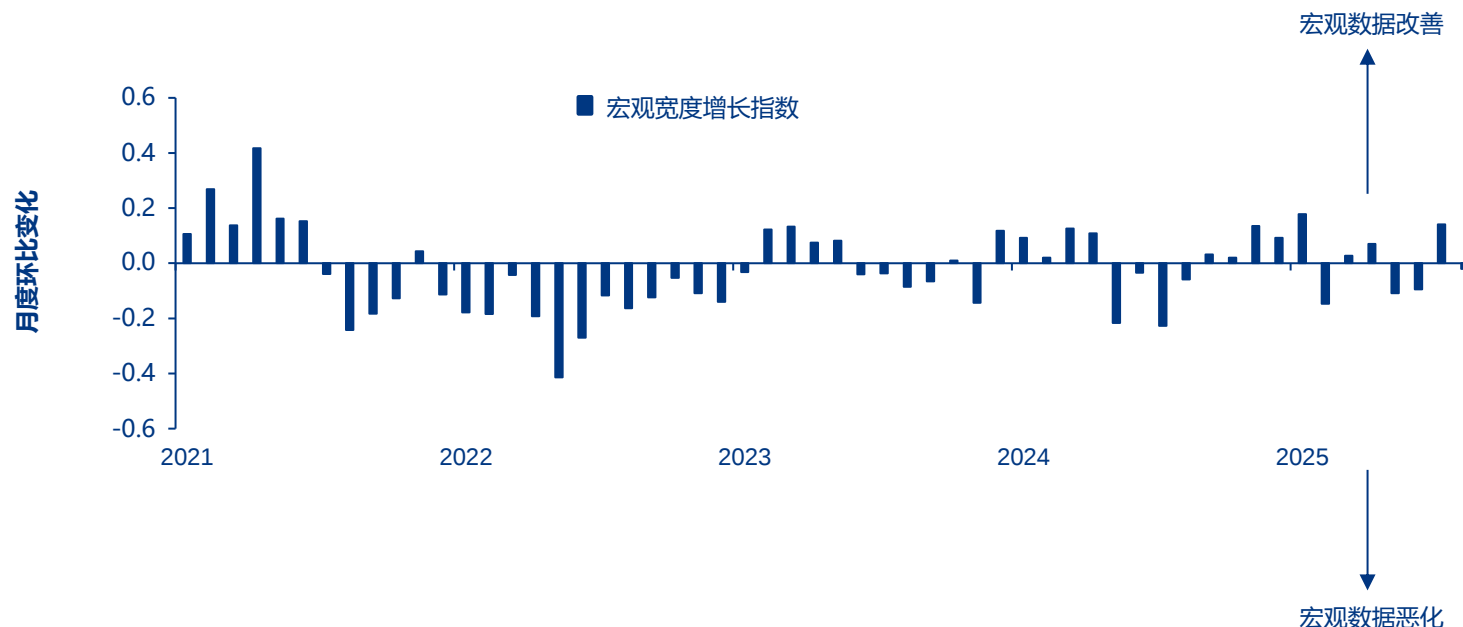


* 世界不确定性指数 (worlduncertaintyindex.com) 是通过统计《经济学人智库》国家报告中“不确定” (及其变体) 一词出现的频率来计算得出的。数字越大表示不确定性越高，反之亦然。
数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，Ahir/Bloom/Furceri (世界不确定性指数)，国际货币基金组织，耶鲁大学预算实验室 (关税率)，数据截至2025年8月7日。

经济增长：复苏迹象——警惕滞胀风险

我们的宏观宽度增长指数¹（衡量全球各地的宏观经济数据）近期的反弹趋势已发生逆转

- 尽管经济活动数据略有改善，但由于企业和消费者信心下滑，**全球增长指标指数的最新数据仍出现小幅下降。**
- **从地区来看，这一衰退是广泛的，其中中国和巴西是受影响最严重的地区。**美国、欧元区（五个月来首次下跌）和英国也同样遭遇挫折，但程度较低。
- **日本、加拿大、韩国、印度和土耳其表现更为强劲。**
- **服务业的表现优于制造业，制造业在关税生效前的提前生产安排增长正显示出明显的减弱迹象。**



¹我们专有的宏观宽度增长指数跟踪354项全球、区域和国家月度宏观经济数据走向。该指数月度变化范围为-1到1，数值1（-1）表示所有相关指标上升（下降）。这些指数关注变化的方向而不是幅度，因此能够评估潜在宏观趋势的广度，并且不太可能受底层数据的任何历史修订的影响。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，路孚特（数据截至2025年8月31日）。

概览：各地区主要经济数据

美国

我们认为美国正面临滞胀风险，这表现为通胀回升与增长疲软并存。预计2025至2026年通胀水平将普遍高于市场预期，原因包括关税成本向消费者传导以及移民政策收紧导致劳动力市场供应趋紧。随着9月降息25个基点，美联储已开启一轮“预防性”降息周期，**我们预计，到2026年中期联邦基金利率将降至3.5%**。我们认为，特朗普总统的“大而美法案”的一系列财政刺激举措需要到2026年上半年才会落地。

欧洲

我们有理由对欧洲的前景持乐观态度。德国的通胀似乎有所放缓，公共开支应会从2026年开始上升，从而提振经济增长前景。**法国的政治不稳定仍是一个风险因素，但除非经济出现实质性疲软，否则我们预计欧洲央行将在2025年底前再降息25个基点。**我们预计英格兰银行将再降息25个基点，但降息时间可能会推迟。

亚洲

在政府补贴等措施支撑下实现三个季度强劲增长后，我们预计中国经济将于第三季度起放缓。我们预期还会出台更多刺激措施，包括降息，但这些措施可能只会限制下行风险。**日本央行可能会等待更多经济复苏迹象，然后再继续加息。**

经济增长：美国经济增长在2026年仍将乏力

实际GDP，同比%

地区	2024*	2025年彭博共识†	2026年彭博共识	2026年安联投资预测
全球	3.0	2.8	2.9	=
美国	2.8	1.6	1.7	↓
欧元区	0.7	1.1	1.1	↑
德国	-0.2	0.3	1.0	↑
英国	0.8	1.2	1.1	=
日本	0.1	1.0	0.8	=
中国	5.0	4.7	4.2	↑

通货膨胀：美国以外地区的经济疲软可能会抑制通胀

通胀，同比%

地区	2024*	2025年彭博共识†	2026年彭博共识	2026年安联投资预测
全球	4.2	3.8	3.5	=
美国	3.0	2.8	2.8	↑
欧元区	2.4	2.1	1.9	↓
德国	2.5	2.1	2.0	=
英国	2.5	3.3	2.5	=
日本	2.7	3.0	1.8	=
中国	0.2	0.1	1.0	↓

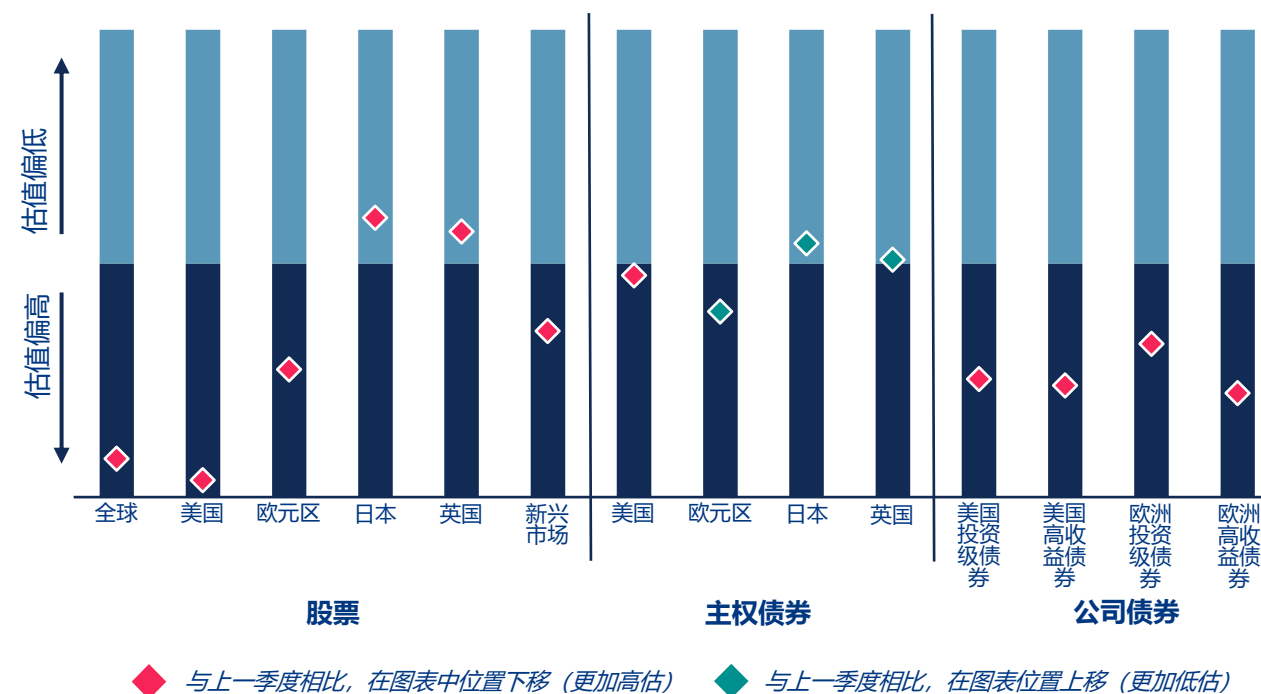
*2024年数据来自国际货币基金组织。数据截至2025年9月。†对于2025年，我们的预测大多与市场共识预期一致。

估值观点：日本和英国估值偏低有据可依？

部分主权债券已变得更便宜

- 过去三个月，大多数资产的价值有所上升。但日本、英国和欧元区的主权债券除外，与历史标准相比，这些债券已变得更便宜。
- 在我们所分析的资产中，日本股票的价值仍然被低估得最厉害，英国股票紧随其后。根据我们的指标，日本和英国主权债券似乎也被低估。
- 近期股市持续上涨已反映在估值水平上。作为我们分析资产中估值最高的美国股票，过去三个月再次上涨。上一次美国股票被高估到如此程度还是在2000年9月。
- 近几个月来，企业债券的价格变得更加高昂，从估值角度来看，欧洲投资级固定收益债券是我们所分析的债券中表现最佳的。

2025年8月底



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8月31日）。过往业绩并不预示未来的结果。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

- **在欧洲，日益增强的战略自主权仍是关键。**在战略产业中占据领先地位的欧洲企业以合理的价格展现出令人信服的增长态势；北约成员国将把国防开支提升至占GDP的5%，是前所未有的，并将推动航空航天和国防领域的发展。金融体系的稳健性和独立性将成为另一个重要议题。
- **小盘股可能受益于美国联邦政策及产业回流趋势，**同时在其他地区也展现出具有吸引力的估值。由于融资条件改善和风险偏好上升，利率降低应能支持其表现。
- **中国市场正受益于人工智能及相关领域的领导地位，**房地产板块亦显改善。**印度的“愿景型经济”似乎没有受到关税问题的影响**（对美国的净商品出口不到GDP的2%），有利的人口结构推动了长期增长。
- **科技板块方面，**由于人工智能和领先企业的开发成果，**人形机器人和智能机器所获得的关注度正在上升。**人工智能的前景依然强劲——甚至可能被低估。
- **软件行业正在复苏，人们对于人工智能会削弱软件即服务（SaaS）业务的担忧可能存在夸大——**企业软件复杂且具有定制性，拥有稳定的收入来源和较高的利润率。虽然存在不确定性，但人工智能在这方面的影响很可能是积极的，通过简化重复性任务，从而使人类能够专注于更高附加值的工作。

固定收益

- 由于经济增长面临下行风险，**我们倾向于在部分市场中采取长期投资策略。**我们预计美国等主要市场的收益率曲线将进一步变陡。鉴于各国央行政策的不同路径，全球化利率风险敞口是关键所在。
- **我们认为欧元区边缘国家的利率市场（如西班牙）比美国国债更具吸引力。**我们对法国持谨慎态度，因为法国的政治和财政风险正在上升。
- **考虑美国通胀保值债券（TIPS），**因为市场可能低估了美国的通胀风险。
- **信贷方面，我们倾向于选择优质投资级发行人而非高收益债券，**重点关注非周期性产品和银行优先债务。
- **新兴市场债券受益于有吸引力的利差和美元疲软，**尤其是巴西、南非和秘鲁等本土债券市场。亚洲信贷方面，我们继续看好高收益债券的利差。
- 鉴于美国经济增长放缓、利率下调以及美联储独立风险增加，**我们看空美元。**我们看好欧元和韩元兑美元的外汇多头。同时，我们也看好英镑兑挪威克朗、澳元和人民币的外汇空头。

多元资产

- **从跨资产的角度来看，我们偏好股票多于债券，而又偏好债券多于现金。**我们认为，即使基本面有所疲软，在总体风险偏好上升的环境下，股票仍能够保持近期的涨势。不过，尽管我们对股票持看多态度，但我们也会积极运用期权策略来从波动性变化中获利。
- **新兴市场是我们当前看好的股票市场，**其支撑因素包括美元走弱、企业盈利改善、多数投资者配置不足以及强劲的价格动能。
- **我们对主权固定收益市场的展望总体上保持中立，尽管我们仍看好收益率曲线陡峭化策略。**由于通胀数据疲软和避险资金流入，我们仍然更看好欧元区而非美国，但考虑到法国的政治动荡，我们对法国持谨慎态度。
- 得益于保守的财政和货币政策，**新兴市场债券正逐渐成为长期优选策略。**
- **随着美元作为全球储备货币的地位受到考验，黄金正逐渐成为最可靠的避险资产，**我们仍将其视为最理想的多元化投资选择。我们对美元持长期看跌态度，并且正准备在短期内进行减持操作。

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，并请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。