

2025年7月

团队观点

2025年第3季度

不敢进场？

本文反映安联投资(Allianz Global Investor)投资团队对2025年第3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

重新评估美国

- 有迹象表明，由于美国政策制定的不稳定性和市场波动性，“不敢进场”（FOGI, fear of going in）的心理已在机构投资者中占据主导地位。问题在于，如果年内贸易紧张局势出现缓和以及金融市场反弹促使人们改变想法，那么“不敢进场”的心理是否会被“害怕错过”（FOMO, fear of missing out）的心理所取代。
- 尽管投资者在权衡下一步举措，但构成美国独特的成功商业环境的诸多因素仍然保持不变，例如美国公司通常具有较高的资本回报率、其在人工智能领域处于领先地位，以及拥有有利的人口结构。从历史来看，美国股票的投资者均获得了回报。
- 但我们认为，目前美国在全球指数中的权重可能过高：美股所获得的溢价或许只适用于表现最佳的板块。审慎考虑并关注关键的机会领域，例如科技和部分工业板块，同时减少对那些针对其他市场不存在价格溢价的美国板块的投资。
- 鉴于对美国政策制定和债务水平上升的担忧，全球投资者对美元和美国国债作为避险资产的前景提出质疑。我们预计美元将面临下行压力，美国国债收益率曲线将继续变陡。对本币债券的配置可能继续受益于美元下跌。
- 与此同时，欧洲财政支出的增加将使网络安全、国防和国防技术以及人工智能等板块的领先本土企业受益。

本季度图表

万亿危机凸显？

美国的巨额国债（36万亿美元，且还在不断增加）日益成为债券市场关注的焦点，市场对美国政府的长期偿债能力表示担心。在唐纳德·特朗普提出“大而美法案”之前，有预测认为，在最糟糕的“财政事故”情景下，债务占GDP的比率将达到252%，这凸显了人们对收益率上升和对美国资产偏好下降的担忧。

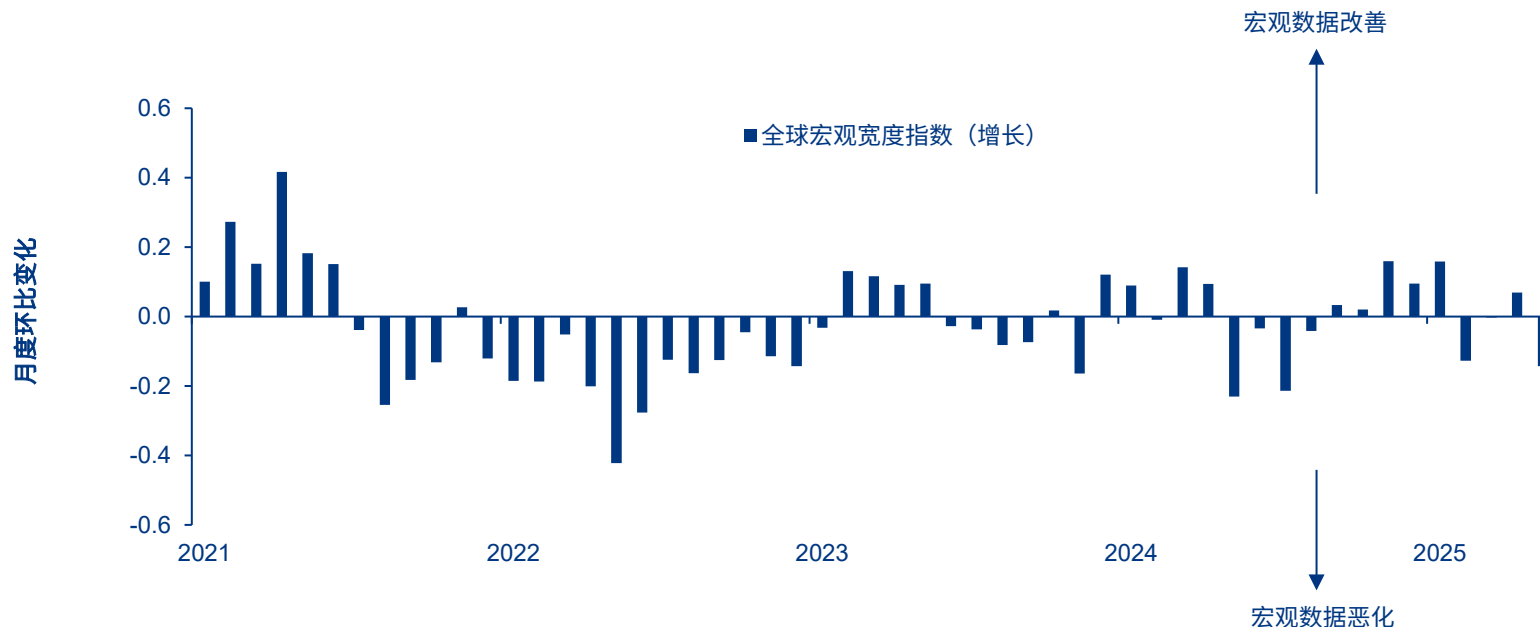


注意：除“财政事故”情景（假设基本赤字每年额外增加1%）外，其他情景均基于美国国会预算办公室(CBO)对基本赤字和名义GDP增长（在任何新刺激之前）的基础预测（2025年3月）。这些情景基于对公共债务平均利率(r)的不同假设。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，CBO（数据截至2025年3月31日）。

经济增长：关税造成负面影响，但欧元区表现亮眼

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）本月出现了近一年来最大的月度跌幅

- **我们的全球增长指标指数三个月来首次出现下跌，最终反映了长期贸易战的滞后影响。**
- **由于企业为应对关税而提前安排生产，制造业增长放缓，从而阻碍了全球表现。服务业失去了更多动力。**
- **美国各项指标连续第四个月下滑。日本、英国、中国和巴西也遭遇挫折。**
- **相比之下，欧元区继续取得增长。澳大利亚、印度、墨西哥和韩国的数据也有所上升。**



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5月31日）。

概览：各地区主要经济数据

美国

美国政府突然的政策变动很可能正在破坏经济前景。由于贸易、移民和税收方面的不确定性动摇了企业、消费者和投资者的信心，**2025年的增长将减半。我们预计关税将在2025年下半年显著推高通胀水平。**我们认为美联储将采取观望态度，在2025年年底前逐步将利率降至4%左右。

欧洲

泛欧洲加强内部合作的意愿增强、德国公共支出有望增加以及整个地区的国防开支增加，**这些举措都利好欧洲。**不过经济增长依然乏力，贸易战风险隐现。我们预计通胀将有所放缓，从而使欧洲央行能够在2025年底前将存款利率调整至1.5-1.75%区间。英国方面，我们预计利率将逐步下调。

亚洲

美国提高进口关税对中国出口构成威胁，而出口业务近几个季度在中国经济中表现亮眼。我们预计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。**在主要央行中独树一帜的日本央行，预计中期内仍将逐步加息**——但在瞬息万变的环境中，政策失误的风险有所上升。

经济增长：总体前景不容乐观

实际GDP，同比%

地区	2024*	2025年彭博共识	2025年安联投资预测
全球	3.3	2.7	共识
美国	2.8	1.4	共识
欧元区	0.9	0.8	共识
德国	-0.2	0.0	高于共识
英国	1.1	1.0	低于共识
日本	0.1	0.8	共识
中国	5.0	4.5	共识

通货膨胀：美国通胀压力加大

通货膨胀，同比%

地区	2024*	2025年彭博共识	2025年安联投资预测
全球	5.7	3.9	共识
美国	3.0	3.0	高于共识
欧元区	2.4	2.1	低于共识
德国	2.5	2.2	低于共识
英国	2.5	3.0	低于共识
日本	2.7	2.8	共识
中国	0.2	0.3	共识

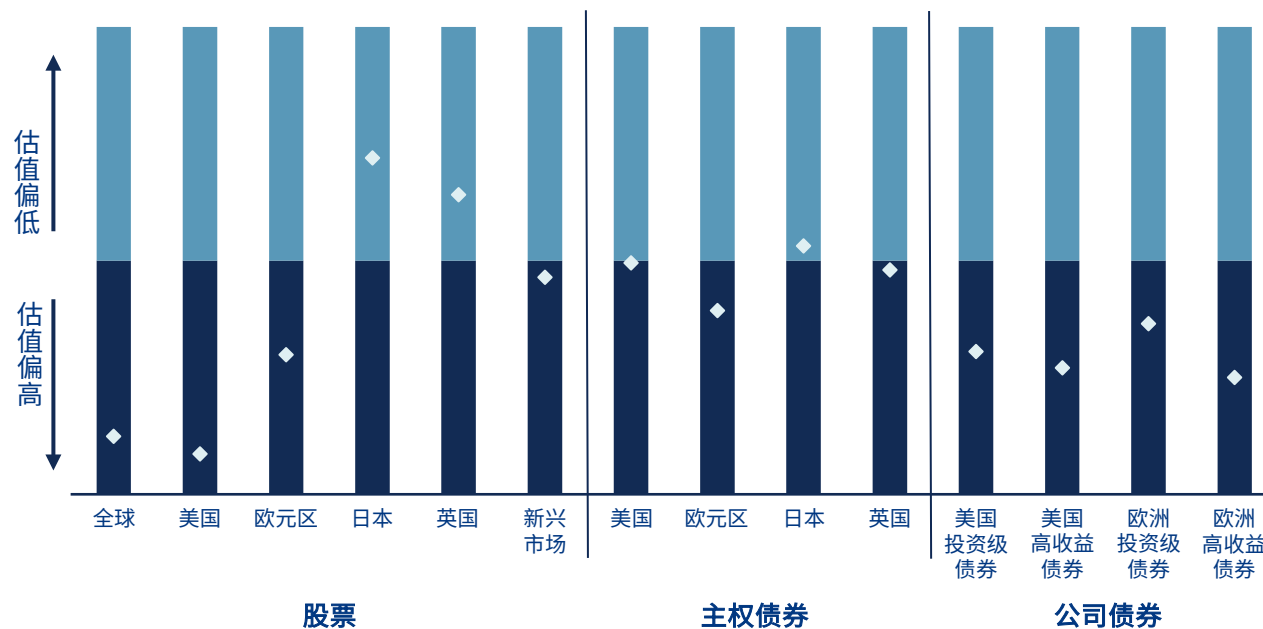
*2024年数据来自国际货币基金组织。数据截至2025年6月16日。

估值观点：把握美国股票以外的机会

更多资产的估值正在提高

- 在经历了抛售和复苏之后，**美国股票按照历史标准来看定价仍然较高**。但我们的估值图表显示，其他地区仍存在大量机会。
- 在我们所分析的资产中，**日本股票的价值被低估得最厉害**。欧元区股票的吸引力似乎日益上升。
- 近期固定收益市场的震荡已带来潜在的入场点。我们认为，**美国国债——在市场波动期间历来是首选——正接近公允价值**。日本主权债券被视为最便宜的选择。
- 我们可能会在年底之前看到更多的价格调整**，这取决于贸易紧张局势的规模、美国政策的走向，以及各国之间的利率和经济增长差异。

2025年5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5月31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示的结果、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

- **欧洲方面**，随着政府加大对基础设施和战略产业的投资，对“主权”的持续关注将带来利好。我们认为，2026年欧洲与美国的盈利增长差距将会缩小。
- **亚洲方面**，从基于语言的人工智能向多模态模型的转变，为嵌入式系统提供助力，将成为科技增长和创新的关键驱动力，尤其是在中国。日本方面，再通胀和公司治理改革正在推动市场发展，而且由于资金预计将从美国撤离，市场也可能从避险效应中受益。
- **在财政和货币利好因素的推动下**，印度的经济增长将重新加速。从长期来看，人口因素和生产力的提升应将继续利好印度。
- 在科技领域，除了人工智能主题——采用者与推动者之外，我们认为随着周期性压力的缓解和结构性需求的加速，**更广泛的半导体行业将重新受到关注**。
- **虽然短期内与关税相关的波动以及高估值会对美国股市的前景构成压力**，但我们认为美国仍具备关键的结构性优势，包括其股票市场对创新和人工智能板块的敞口、商业文化、灵活的劳动力市场、资本回报率以及人口等方面的优势。

固定收益

- **由于经济增长风险以及对财政前景恶化的担忧**，我们预计**收益率曲线将变陡，尤其是在美国**。债券市场的波动可能会持续较高水平，因此我们倾向于围绕我们对收益率曲线的核心观点和长期总体久期偏好进行战术性交易。
- **与美国国债相比，我们认为30年期的长期英国国债更有价值**。我们认为，宏观和政策背景也使得欧元区外围主权债券的利差相对于核心市场更具优势。
- **在投资级信贷领域，定价略微偏高，但企业基本面依然强劲，技术面也具有支撑作用**。我们保持适度超配，重点放在质量较高的公司和非周期性公司上。
- **我们认为，高收益债券的利差对于任何违约率上升的补偿作用有限**。我们不会盲目跟风市场，而是注重证券选择，并保持略微低配。
- **新兴市场方面**，我们看好本币债券，尤其是在那些央行具备降息空间的国家，比如印度尼西亚。我们还看好南非的本币债券。
- **我们认为美元面临周期性和结构性不利因素，因此倾向于相对韩元、新加坡元和巴西雷亚尔等货币做空美元**。

多元资产

- **作为多元资产投资者，我们对股票持谨慎乐观态度**，这得益于有利的市场势头，但同时我们也有强烈的地区偏好。虽然短期内股票可能继续受益于技术支撑，但我们预计美国股市将触及长期高位，而其他市场可能会表现更佳。**我们选择欧元区股票**，这得益于市场情绪改善、央行政策支持以及投资者资金流入不断增加。
- 由于通胀数据疲软和避险资金流入，**欧元区也是我们首选的主权债券市场**，不过我们的信心有所减弱。由于财政担忧加剧和拍卖表现不佳，我们对美国国债持更为谨慎的态度。新兴市场债券应会越来越多地受益于过去的财政和货币秩序。
- **美元的脆弱性仍是货币市场的主要主题**。受惠于美元疲弱及利好的基本面，我们继续看好欧元及日元。美国例外主义面临挑战以及海外债务负担不断增加，令美元前景蒙上阴影。
- **在全球前景不明朗的情况下，黄金在各国央行强劲买入的支撑下继续大放异彩**。虽然地缘政治紧张局势可能导致短期油价上涨，但对供应过剩的担忧将打压价格，原油仍面临压力。**铜价维持区间波动**，但对该种金属征收额外关税可能会推高价格。

私募市场：年中展望

当前机遇

- 与公开市场相比，私募市场在过去市场动荡时期表现更为稳定（波动性更低），这表明在资产配置中增加私募市场投资能够在此类时期帮助稳定投资组合。
- 多元化配置至关重要。**私募信贷或基础设施领域的投资者可以从两个方面考虑多元化配置：i)跨年份（即基金首次进行投资的年份）投资，降低市场择时风险；ii)跨地区投资，避免过度投资于某一地区。
- 尽管经济增长前景尚不明朗，但如果通胀得到控制，增加一些防御性资产，如浮动利率私募债权和基础设施股票，将有助于保护投资组合。
- 如果通胀大幅上升，实物资产和信贷（收入通常与通胀挂钩）有望受益。2022年通胀飙升时，基础设施股票的通胀保护潜力得到了体现（见图表）。
- 在整体形势不明朗、市场普遍缺乏分红以及公开市场出现下跌的情况下，二级市场（现有信贷基金中的股份）将发展成为颇具吸引力的防御性投资选择。
- 私募股权投资活动仍处于观望状态，我们预计一旦流动性、稳定性以及更乐观的经济前景得以实现，私募股权投资活动将出现反弹。
- 快速增长的半流动性私募市场产品是进入私募市场的良好途径，尤其对于那些希望初步涉足该领域的投资者而言，因为这类产品能实现快速建仓。它们还能帮助现有投资者对资产配置进行微调。

市场表现更新： 资产类别概览（欧元）

以欧元计价，2024年私募市场各类资产均实现了两位数的回报率，这也得益于美元在这一年里升值了7%。长期上行和下行波动率一直低于股票，在2022年股市低迷期间表现出色。

	2024	2023	2022	5年	10年
私募股权	12.0%	2.4%	-3.2%	15.4%	15.5%
私募信贷	13.6%	6.6%	9.4%	10.2%	9.4%
基础设施股票	12.6%	5.0%	15.4%	10.7%	10.8%
MSCI世界指数	26.9%	19.8%	-13.0%	13.0%	11.7%

数据来源：安联投资，MSCI私募资本以及彭博社：截至2024年12月31日所有年份私募市场的合并净内部回报率和股票的总回报率，均以欧元计值。材料仅供参考，不保证预期结果或表明未来配置情况。过往业绩并不预示未来的结果。

探索 我们 更多的 近期见解



新的市场重心在哪里？



超越关税——评估在不断变化的世界秩序中贸易再平衡所带来的更广泛影响



亚洲固定收益板块今年能否继续跑赢大市？



投资拉丁美洲基础设施，为增长提供资金支持

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。