

投资研究院

驾驭 政策噪音 与变局

跨资产投资策略特刊 | 年中展望

2025年6月

主要观点

2025年下半年展望 — 核心观点

Per Breiehagen ©Gettyimages

1

关税和财政政策对美国的影响

我们预计美国实际国内生产总值增长将由2023年至2024年接近3%放缓至2025年的1.6%，主要源于私人需求转弱。加征关税将会推高物价，削弱消费信心和支出，而这个不确定性将令投资承压。尽管财政措施和放宽监管可能稍微缓解压力，但影响可能有限，而平均约15%的关税（根据我们的基本预测）将造成经济损失并导致通胀短暂回升。随着经济增长放缓，预计美联储将在下半年降息三次。

2

地缘政治风险上升，需要进一步分散投资

目前，地缘政治环境变得更具争议性，而美国政府实施关税和减少对欧洲安全的承诺，也导致紧张局势升温。这可能促使欧洲更团结一致，各国领袖在寻求通过新贸易协议分散贸易伙伴之际，也意识到集体谈判的优势。中美关系将进一步恶化，但两国都致力于避免局势升级。在这个环境下，投资者将继续分散投资于美国以外资产，尤其利好欧洲资产。

3

资产配置：温和承险立场，并通过对冲通胀作出调整

尽管增长前景欠佳，但企业表现强韧，我们预计不会出现盈利衰退。另外，美联储降息预期也支持我们采取略为积极的资产配置和抗通胀策略。我们看好全球股票，并专注于估值和定价能力，同时也看多大宗商品、黄金，以及为应对地缘政治不确定性造成的增长和通胀风险而作出的对冲工具配置。基础设施投资可提供稳定的现金流。随着美元、股票与债券之间的相关性改变，货币的多元化配置将相当重要。

4

债券的关键时刻将有利欧洲信贷与新兴市场债券

面对贸易政策不明朗、公共债务增加和庞大的债券供应，投资者将对美国国债要求更高的溢价。发达市场方面，长债收益率将继续承压。央行降息将继续支持短债，推动收益率曲线走斜。投资者将寻求分散投资于不同市场，利好欧洲和新兴市场债券。我们继续投资于优质信贷，偏好欧元投资级别信贷（金融和次级债务）。

5

股票方面，关税影响将成为板块选择的关键驱动因素

股票在下半年可能取得低个位数回报，但轮动趋势将会持续。欧洲市场的吸引力有望成为结构性主题，利好估值仍非常具吸引力的中小盘股。纵观全球，板块选择将成为关键。我们青睐内需主导的板块和服务业，以降低关税风险，并聚焦于美国放宽监管、欧洲国防和基础设施，以及东京证券交易所持续改革等主题，后者正营造更有利投资者的环境。

6

印度和新兴市场受益于贸易绕道趋势

在宏观动力回升和通胀靠稳的推动下，新兴市场股票将在2025年下半年受到追捧。随着美国特殊主义消退，印度和东协逐渐成为全球供应链绕道的主要受益者。“印度制造”计划正吸引跨国企业进驻，尤其是国防和信息科技领域。这些聚焦于内需主导板块的市场不仅是制造业枢纽，更是充满活力的增长引擎，有望把握结构性转变和日益扩大的消费者基础所带来的机遇。

7

继续分散投资于实物和另类资产

考虑到投资于这些领域的资本急增，因此更加需要审慎挑选。整体而言，地缘经济环境充满挑战，将促使投资者通过私募资产分散投资，有利稳健的本土主题。预料私募债权和基础设施仍是最具吸引力的领域。私募债权有望受益于强劲的直接贷款和集资，而基础设施将吸引寻求抗通胀保障的投资者。

2025年上半年：年中回顾

宏观观点对比我们2025年上半年的展望预期

金融市场观点对比我们2025年上半年的预期



宏观

- **地缘政治**紧张局势持续
- 美国经济例外主义受到挑战。
- 美国调查数据和客观统计数据（表现强韧，促使美联储按兵不动）存在分歧。
- **欧洲经济**温和复苏。
- **中国**加大政策支持。**印度**增长强劲。**新兴市场**强韧。
- **通胀放缓趋势**持续，尤其是欧洲。美国通胀风险。

- **股票**：正面；转出美国超大盘股（转投小盘股和其他市场）。
- **看多欧洲资产**。
- **债券**：收益率曲线走斜；看多优质信贷。
- **利率波动和股票波幅**加剧。
- 以**黄金**继续对冲地缘政治风险。
- **美元**疲弱。



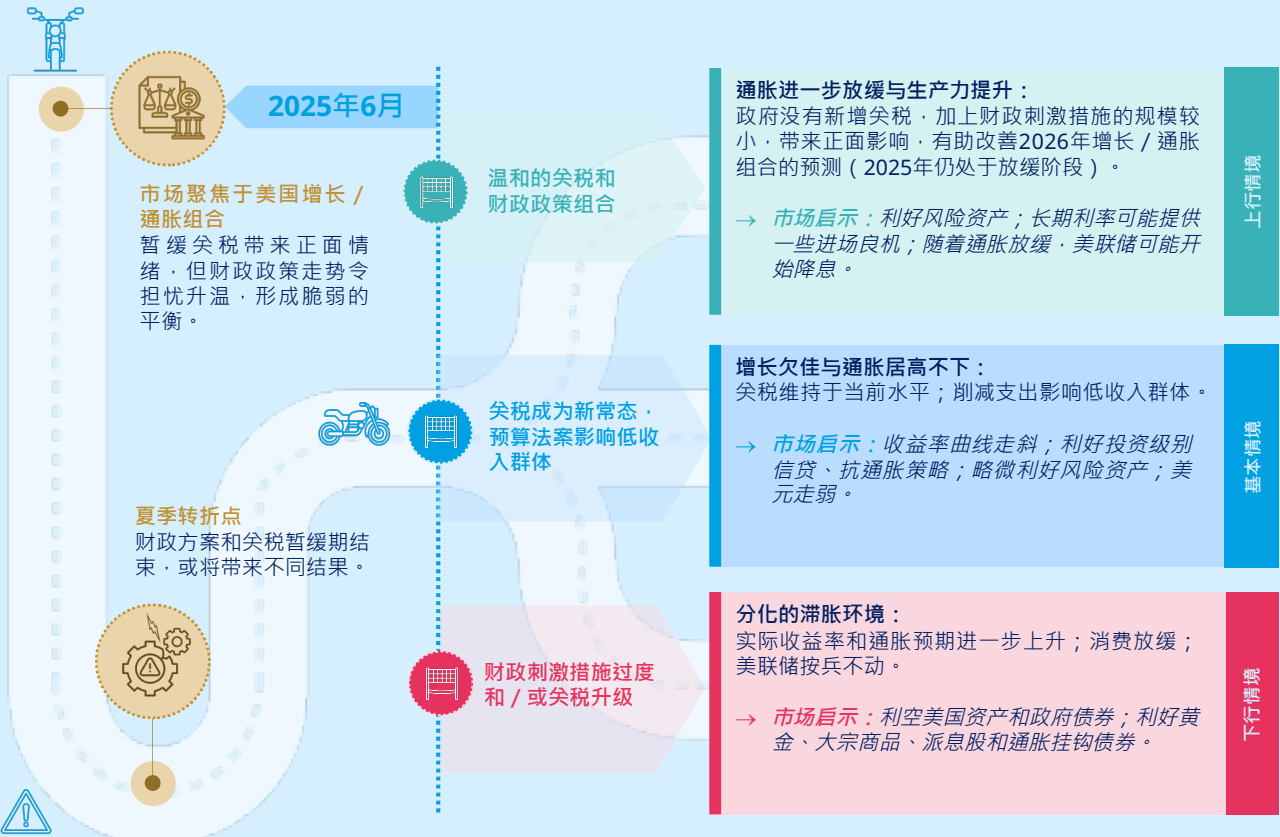
市场

- **贸易战**令**不确定性**显著增加。关税政策反复不定。
- **欧洲**的**新国防模式**。**德国**加强**财政刺激措施**。
- 因**财政风险**增加，“**债券自卫队**”重现（美国）。

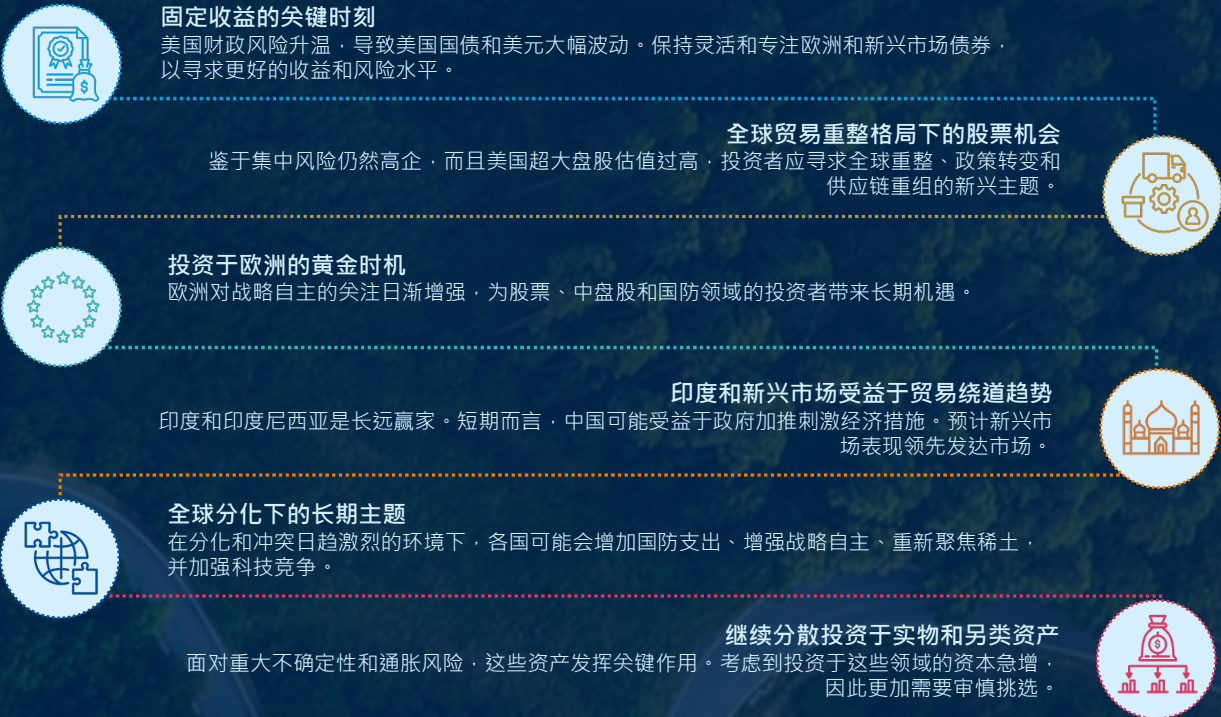
- **美国资产**的“**避险**”地位受到挑战：美元目前与股票具相关性，并与美国国债脱钩。
- 发达市场**30年期政府债券收益率**处于多年来高位，但**中国债券收益率**处于历史低位。
- **Deepseek**问世和**中美科技竞争**加剧，带动**中国股市**反弹。

2025年下半年 | 留意时序

值得关注的
主要事件



2025年下半年 | 投资主题



基本和其他情境预测

2025年情境	下行风险情境	东方汇理的基本情境	上行风险情境
	分化的滞胀环境	增长欠佳与通胀居高不下	通胀进一步放缓与生产力提升
概率	20%	70%	10%
情境	地缘政治和 / 或贸易战升级（回到“解放日”的局势）；供应链严重中断；利润衰退和劳动力市场受到影响。 增长放缓的情况进一步恶化，导致美国财赤面对上行风险。	尽管关税大幅上升（美国平均关税为15%），但随着供应链有序迁移，政策不明朗因素逐渐消退。经济增长放缓，但没有出现严重衰退。 美国财赤约为6.5%。	全球贸易再次展现动力，令政策不确定性显著消退；通胀放缓也有助于货币政策复常。（美国平均关税低于10%）。 增长转强令美国财赤面对下行风险。
全球国内生产总值	2.6-2.8%	2.8-3.0%	3.1-3.3%
美国国内生产总值	1.0%-1.3%	1.4%-1.8%	1.9%-2.1%
欧洲国内生产总值	0.3%-0.7%	0.8%-1.0%	1.2%-1.5%
中国国内生产总值	3.5%-4.0%	4.0%-4.5%	4.6%-5.0%
美国消费物价指数	3.2% - 3.5%	2.8% - 3.3%	2.4% - 2.7%
欧洲消费物价指数	1.5%-1.8%	1.8% - 2.2%	1.8% -2.2%
中国居民消费价格指数	(-0.7%) - (-0.4%)	(-0.4%) - 0%	0% - 0.5%
联邦利率	3.00%	3.75%	3.75%
欧洲央行利率	1.0%	1.5%	1.50%
投资启示	▪ 避险 ▪ 通胀挂钩债券 ▪ 黄金 ▪ 现金	▪ 温和承险 ▪ 利好股票和投资级别信贷；对高收益债券保持审慎 ▪ 对久期采取策略性部署	▪ 承险 ▪ 利好股票、投资级别信贷和高收益债券 ▪ 对久期中性立场

东方汇理资产管理投资研究院、国际货币基金组织、彭博。图表显示参考预测，以截至2025年6月10日的可用资料为基础。截至2025年6月10日的关税假设，以面值计，统一关税率为10%，对中国商品为30%（芬太尼产品20%，对等关税10%）；根据贸易扩展法第232条，对特定板块（汽车和汽车零部件）征收25%关税，对钢铝征收50%关税（自6月4日起）。对加拿大和墨西哥的特定板块关税仅适用于非美墨加协定合规进口商品。

需要监察的因素



政策滞后效应造成信贷压力，继而引发违约



随着市场越趋复杂、监管放宽以及银行和非银行机构的联系增强，私募债权面对流动性风险



商业银行和消费者承受房地产压力



估值调整和 / 或套息交易逆转，导致波动性急剧上升



MONICA DEFEND

东方汇理资产管理
投资研究院主管

大幅重整的投资机会

尽管政策难以预测、企业表现强韧和全球贸易及金融体系重组，但预期央行降息将为全球股票带来机遇。我们聚焦于欧洲国防支出、美国放宽监管、日本企业管治改革和“印度制造”倡议等主题。

驾驭债券的政策噪音

政府债券市场受债务上升威胁和通胀担忧升温所冲击，导致波动加剧。投资者可能要求长债提供更高的补偿，令收益率显得具吸引力。未来的关键策略是从美国市场分散至欧洲和新兴市场债券。



**VINCENT
MORTIER**

集团首席投资官



**PHILIPPE
D' ORGEVAL**

集团副首席投资官

投资于欧洲的黄金时机

即将推行的改革和投资计划以实现战略自主为目标，在欧元转强的支持下，这些改革和计划使欧洲逐渐成为越来越吸引投资者的市场。股票估值相对具吸引力，尤其是小盘股；政府债券有望受益于有利的增长和通胀组合；信贷供求似乎平衡，预计金融板块将表现领先。

2025年下半年值得关注的三大宏观主题

1 大而美法案 (OBBA) 对债务和低收入群体的影响

预算协调程序不太可能于夏末前完成，但大而美法案的提案引起两大担忧。首先，预料债务将于未来十年增加3万亿美元至5万亿美元，视乎个别减税措施的时效而定。其次，削减支出将主要影响联邦医疗补助计划及SNAP*等低收入群体。

两大影响：首先，无论通过哪一份财政预算案，都会影响支出和税项。其次，削减支出影响低收入群体，而减税则惠及高收入群体，这将进一步遏抑整体消费。债务上升将继续为长期收益率带来风险，如降息无法缓解金融状况，可能令美联储的工作更加棘手。

增加3万亿美元至5万亿美元

通过大而美法案后未来十年的债务增长

2 疲弱需求下美联储陷入两难



私人需求将成为今明两年美国经济增长的主要动力。我们预期关税和政策不确定性将导致消费信心低迷，使消费支出长期疲弱，可能只有过去两年全年增长3%的一半，对我们的增长预测构成下行风险。

关税不确定性也会加剧投资支出的风险，令早前“市场对放宽监管将鼓励更多投资”的预期落空。短期通胀风险虽呈现上行趋势，但幅度低于当前消费者预期。鉴于关税对经济增长的负面影响可能大于通胀，金融市场的预期似乎更加合理。这意味偏高的名义收益率反映实际利率上升，同样加深对经济增长的担忧。

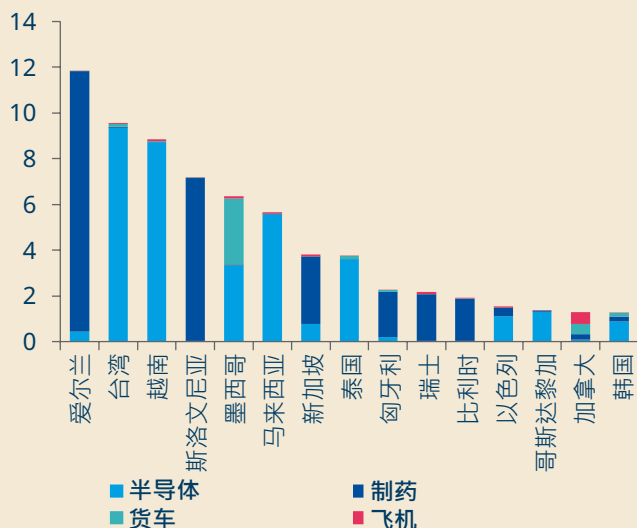
美联储的两难局面更为复杂，但随着经济增长逐渐放缓，只要通胀预期维持稳定，美联储应可忽略短暂的高通胀，并于今年大幅降息。

3 不同板块和国家 / 地区面对的关税

鉴于贸易谈判复杂，预期关税水平将持续不明朗。大部分国家面对的对等关税已由“解放日”的水平降至10%的统一基准。尽管法院裁决质疑援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收关税的做法，但特朗普仍可改用第122条的行政权力来征收关税。

对具有战略重要性的行业征收的特定板块关税正根据贸易扩展法第232条接受调查。虽然铜、木材和关键矿物等基本资源可获永久豁免，但半导体、制药、货车和商用飞机等主要制造业可能面临较高的25%关税。考虑到这些复杂因素，关税问题可能持续不明朗。根据我们的基本预测，我们假设关税平均为15%。

特定板块的关税水平尚待厘清
对美国的出口，占国内生产总值%



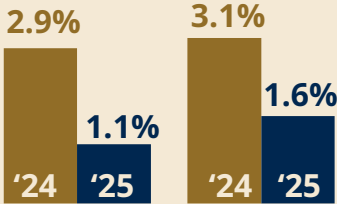
宏观经济展望 | 发达市场



关税与债务构成不利因素

受私人需求转弱的影响，预期经济增长将由2023年至2024年接近3%大幅降至潜在水平以下。这主要源于**1.关税对消费的直接**影响 — 当消费信心本已疲弱时，价格上升将削弱消费，导致支出放缓；和**2.不确定性对投资造成不利**影响。美国的财政刺激措施和潜在的放宽监管行动可能提振投资，但整体净影响应较为微弱。

即使美国平均关税税率最终低于市场所担忧的水平，但仍将远高于过去几十年，意味价格和成本将蒙受重大经济损失，而且通胀将再次偏离目标（即使只属短暂情况）。在这个环境下，我们预期美联储将于下半年降息三次。



2025年平均实际国内生产总值和实际个人消费支出低于2023年至2024年的平均水平。

资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、Refinitiv Eikon Datastream

2%

2024年
第四季度

10%

2025年
第一季度

欧元区多家银行表示，消费信贷和其他家庭贷款的需求取得温和净增长。

资料来源：欧洲央行。



欧洲需求回升

贸易不确定性加剧，令目前内需逐步复苏的趋势面对挑战。然而，**预期货币政策逐步放宽，将为经济增长带来支持**。即使利率不足一年便已从高位累计下跌175个基点，但截至2025年第一季度，信贷资金流和需求仍相对偏低。不过，目前已出现乐观迹象，**因为私募债权增长显现上升趋势，预期此趋势将会持续。**

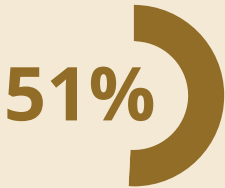
预期消费将温和回升。鉴于资本成本高企和不确定性持续，投资活动一直滞后，但不利因素应会在未来几个月逐渐消退：贸易不确定性减弱，加上利率下跌，将推动2025年下半年投资进一步回升。



日本：进入转变时代

尽管近期面对工资增长放缓、美国关税冲击和第一季度国内生产总值下跌的三重打击，但我们仍认为日本的前景已出现根本性改变。**工资增长有望回升至3%，反映2025财年春斗谈判的结果。随着大米价格下跌，预计整体通胀将会回落，实际工资增长将再次转为正数，为消费带来支持。**

私人消费回升，主要受年轻人口带动，他们最受益于近期工资增长。此外，加息有望提升银行储蓄回报，长者或可受益于温和加息。展望下半年，我们预计日本央行将继续缩表。



2024年底以货币和存款方式持有的家庭财务资产比例。
家庭负债占财务资产的1/6。

资料来源：日本央行、东方汇理资产管理投资研究院。

宏观经济展望 | 新兴市场



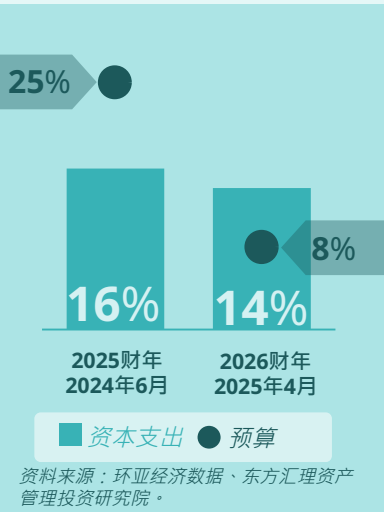
中国：刺激政策力度减弱

年初至今，出口和消费为中国经济增长提供良好支持。尽管在美国对华征收145%关税期间，跨太平洋贸易曾短暂停滞，但在中美紧张局势缓和后，货运量强劲回升。部分可能源于下半年订单的第二轮提前付运。国内方面，消费者以旧换新的补贴带动家电、家具和消费电子产品销售飙升。尽管如此，提前拨付的财政支出即将结束，且没有加推补充预算。此外，我们预期参考政策利率将于下半年温和下调20个基点。出口和消费增长料将于下半年恢复常态，届时经济现存的薄弱环节将会浮现，即通缩压力和房价再度疲弱。

同比 **+39%**

受益于政府补贴消费品以旧换新，家电零售销售进一步加速增长。

资料来源：环亚经济数据、东方汇理资产管理投资研究院。



印度的资本支出与预算目标趋于一致

尽管2025历年第一季度的宏观动力比预期强劲，但考虑到全球政策持续不明朗，我们仅把今年的增长预期由6.3%轻微上调至6.6%。投资（尤其是建筑和公共资本支出）显著上升，而通胀环境利好，为消费带来支持。

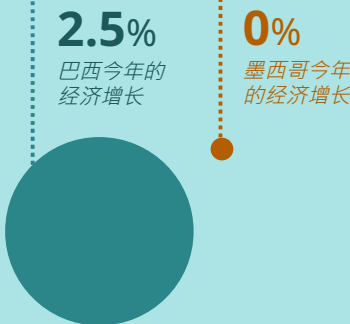
食品价格最为波动，拉低整体通胀水平，而核心物价则温和上涨。排除预期将于明年初出现的不利基数效应，通胀仍处于可控水平，这使得印度储备银行可能考虑进一步放宽政策；然而，鉴于6月已提前降息50个基点，目前的政策空间已相当有限。



拉丁美洲：巴西和墨西哥表现分歧

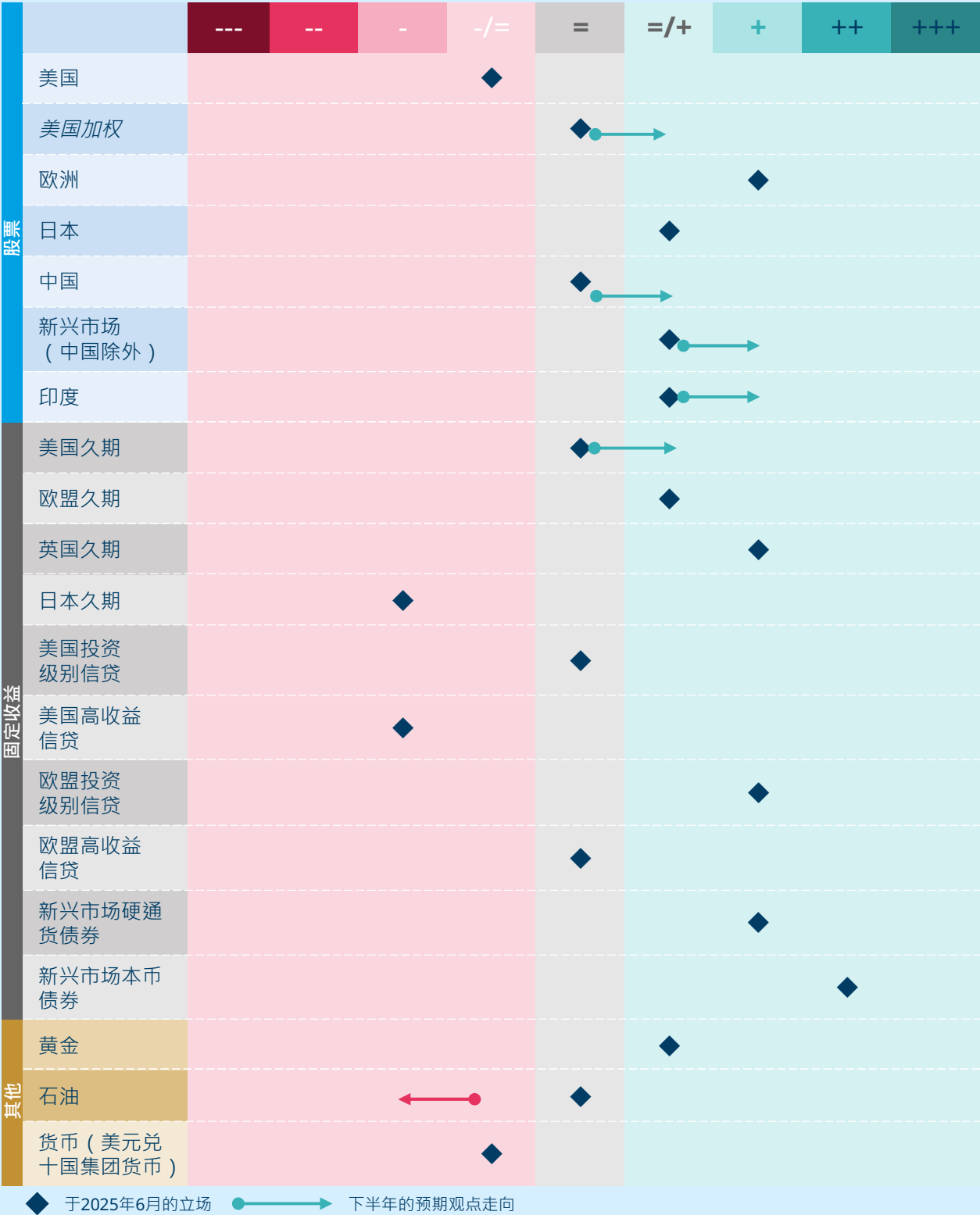
尽管巴西劳动力市场的韧性，加上强劲的农业产量，带动当地经济年初至今取得强劲增长，但该国央行可能已完成加息周期，目前的基本利率为14.75%。然而，随着高息效应逐步显现，下半年经济活动料将放缓，预计今年的经济增长平均为2.5%。我们预测，巴西央行将于2026年初开始逐步下调高水平利率，前提是其财政立场不再偏离预期。

与此同时，鉴于墨西哥经济前景疲弱，当地央行正迅速放宽其仍然偏紧的政策立场。受累于美墨贸易关系高度不明朗，以及大规模财政整顿，我们预计墨西哥经济在2025年将陷入停滞（0%增长）。



资料来源：环亚经济数据、东方汇理资产管理投资研究院。

东方汇理对各项资产类别的观点



资料来源：最新全球投资委员会（GIC）发表的观点摘要及其更新，截至2025年6月11日。上表显示对每个资产类别的绝对观点，以9个等级表示，其中 = 代表中性立场。本文件为于特定时间对市场的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。外汇表显示全球投资委员会的绝对外汇观点。

撰稿人

总编辑



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理投资
研究院主管



VINCENT MORTIER
集团首席投资官



PHILIPPE D' ORGEVAL
集团副首席投资官

编辑



CLAUDIA BERTINO
投资策略研究、出版
和客户发展部主管，
东方汇理资产管理投
资研究院



LAURA FIOROT
投资策略研究和客户
服务部主管，东方汇
理资产管理投资研究
院



SWAHA PATTANAIAK
出版和数字策略部主
管，东方汇理资产管
理投资研究院

撰稿人

VALENTINE AINOUSZ
环球固定收益策略部主管，东方汇理资产管理投资研究院

ALESSIA BERARDI
新兴市场宏观经济策略部主管，东方汇理资产管理投资研究院

JEAN-BAPTISTE BERTHON
高级投资策略师，东方汇理资产管理投资研究院

DIDIER BOROWSKI
宏观政策研究部主管，东方汇理资产管理投资研究院

FEDERICO CESARINI
已发展市场外汇策略部主管，东方汇理资产管理投资研究院

DEBORA DELBÒ
高级新兴市场宏观策略师，东方汇理资产管理投资研究院

CLAIRE HUANG
高级新兴市场宏观策略师，东方汇理资产管理投资研究院

ERIC MIJOT
环球股票策略部主管，东方汇理资产管理投资研究院

LORENZO PORTELLI
跨资产策略部主管，东方汇理资产管理投资研究院

MAHMOOD PRADHAN
环球宏观经济部主管，东方汇理资产管理投资研究院

ANNA ROSENBERG
地缘政治研究部主管，东方汇理资产管理投资研究院

GUY STEAR
已发展市场策略研究部主管，东方汇理资产管理投资研究院

AYUSH TAMBI
高级股票策略师，东方汇理资产管理投资研究院

ANNALISA USARDI, CFA
高级经济师兼先进经济体模型分析部主管，东方汇理资产管理投资研究院

设计及数据可视化

CHIARA BENETTI
数码艺术总监及策略设计师，东方汇理资产管理投资研究院

VINCENT FLASSEUR
图像及数据可视化经理，东方汇理资产管理投资研究院

副编辑

CY CROSBY TREMMEL
投资策略研究专家，东方汇理资产管理投资研究院

领导团队

DOMINIQUE CARREL-BILLIARD
实物和另类资产部主管

AMAURY D' ORSAY
固定收益部主管

BARRY GLAVIN
股票部主管

JOHN O' TOOLE
多元资产投资方案部主管

FRANCESCO SANDRINI
多元资产策略部主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

鸣谢

我们也谨此感谢 **Mickael Bellaiche**、**Sergio Bertoncini**、**Pierre Brousse**、**Pol Carulla**、**Ujjwal Dhingra**、**Silvia Di Silvio**、**Patryk Drozdik**、**Delphine Georges**、**Lauren Stagnol**。

随时获取 最新数据
如欲阅览本文件的数字版本，请使用
阁下的智能手机扫描二维码或
[点击此处](#)



Amundi

东方汇理 资产管理

凭借实力 赢得信任

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标，财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。