



2025 年第三季度市场展望

关税、紧张局势和滴答作响的时钟

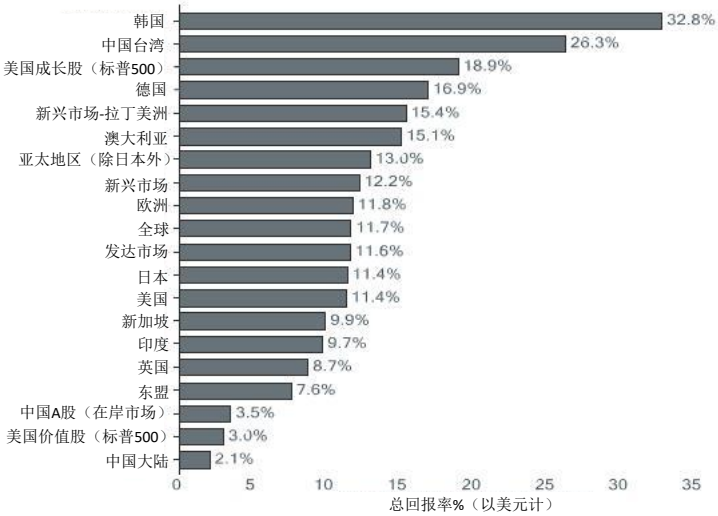
2025 第二季度:季度市场回顾

在四月初关税引发的抛售之后，市场迅速反弹

股票市场

2025 年第二季度，尽管波动加剧，但 MSCI 所有国家世界指数仍上涨了 11.7%，部分原因是特朗普政府决定暂停征收关税，以及美国促成以色列与伊朗停火，大大缓解了地缘政治紧张局势，从而为贸易发展带来了积极的支撑。在此背景下，美国股市上涨了 11.4%，科技、工业和通信服务股涨势强劲。欧洲股市上涨 11.8%，主要原因是特朗普推迟对欧盟进口商品征收 50% 的关税、能源成本下降以及劳动力市场强劲。受贸易战的积极发展以及韩国、中国台湾和印度的强劲表现推动，新兴市场股票上涨 12.2%，表现优于发达市场。韩国股市飙升 32.8%，半导体芯片制造商和汽车制造商领涨市场。中国台湾股市上涨 26.3%，主要得益于经济信心增强、人工智能（AI）需求强劲以及中美贸易紧张局势缓解。相对落后的中国大陆股市则上涨了 2.1%，但在贸易动态和政策信号不断变化的情况下，本季度的市场走势并不稳定。

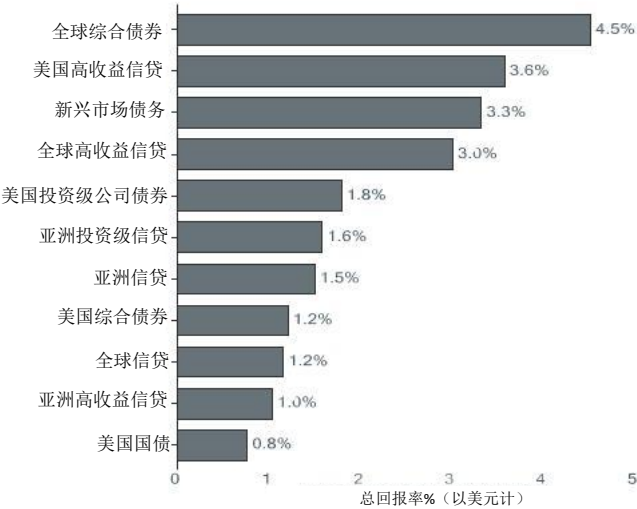
全球股票：2025 年第二季度表现



固定收益

在地缘政治紧张局势升级导致波动加剧的情况下，全球债券市场在 2025 年第二季度基本反弹，彭博全球综合指数上涨了 4.5%。美联储在本季度维持利率不变，谨慎评估特朗普总统政策的经济影响。欧洲、英国、中国、韩国和印度的央行均降息以促进经济增长，主要经济体在本季度均未加息。尽管美国 10 年期国债收益率相对稳定地保持在 4.24%，但美国 20 年期和美国 30 年期国债收益率分别上升了 17 个基点和 19 个基点。继 4 月初的关税担忧之后，信贷市场在本季度剩余时间内普遍强劲复苏，尤其是美国高收益债 (+3.6%) 和全球高收益债券 (+3.0%)，其息差大幅回升，表现优于投资级债券。摩根大通新兴市场债券指数作为以美元计价的新兴市场债券指标，回报率达到 3.3%，受益于美元走软。

全球固定收益：2025 年第二季度表现



资料来源与日期：瀚亚投资；MSCI；LSEG Datastream，截至 2025 年 6 月 30 日。股票回报参考以美元报价的相应 MSCI 市场指数（总回报）。美国成长型（标准普尔 500）和“美国价值型（标准普尔 500）”除外，它们分别由标准普尔 500 成长型（TR）指数和标准普尔 500 价值型（TR）指数表示。“DM 股票”由 MSCI 世界指数代表。固定收益市场代表如下：“亚洲高收益信贷”：摩根大通亚洲非投资级信贷指数，“全球高收益信贷”：ICE BofA 全球高收益指数，“亚洲信贷”：摩根大通亚洲信贷指数，“美国高收益信贷”：ICE BofA 美国高收益约束指数，“亚洲投资级信贷”：摩根大通亚洲信贷投资级指数，“新兴市场（EM）债务”：摩根 EMBI 全球多元化指数，“美国国债”：ICE BofA 美国国债指数，“美国投资级公司债券”：ICE BofA US Corporate Index，“美国综合债券”：彭博美国综合指数，“全球信贷”：ICE BofA 全球信贷指数，以及“全球综合债券”：彭博全球综合指数。

货币

2025第二季度，综合性的美元指数（DXY）对一篮子六种主要货币的平均汇率下跌 7.0%，年内累计跌幅达10.7%。特朗普贸易政策的不确定性、“大而美法案”带来的财政赤字担忧加剧，以及作为世界储备货币的主导地位日益减弱的前景，共同作用使美元承压。

新台币（TWD）强劲升值 13.9%，主要得益于大量外资流入中国台湾市场。瑞士法郎（CHF）和欧元（EUR）也分别大幅上涨了11.5%和9.0%，在此动荡背景下，除了美国政策的不确定性之外，投资者还对不断升级的贸易和地缘政治紧张局势感到担忧。

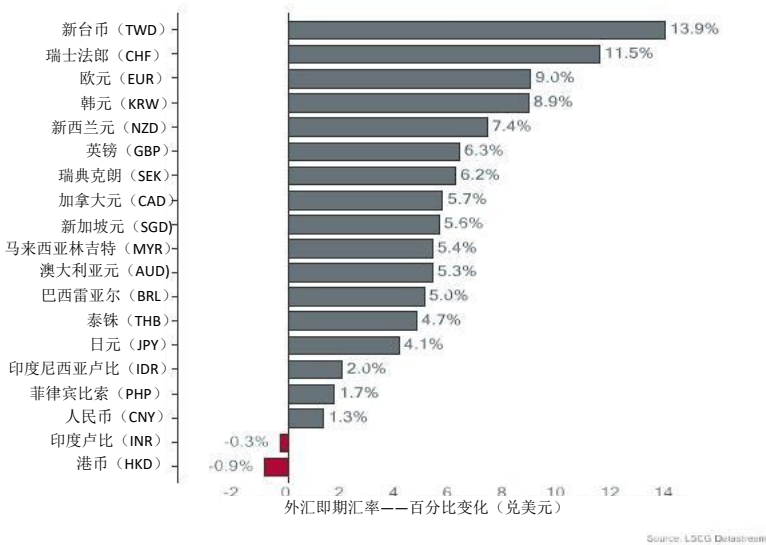
另一方面，印度卢比（INR）在本季度下跌了-0.3%，成为新兴亚洲表现最差的货币，这是因为印度储备银行（RBI）正寻求通过多样化和保护外汇储备来规避地缘政治风险。

大宗商品

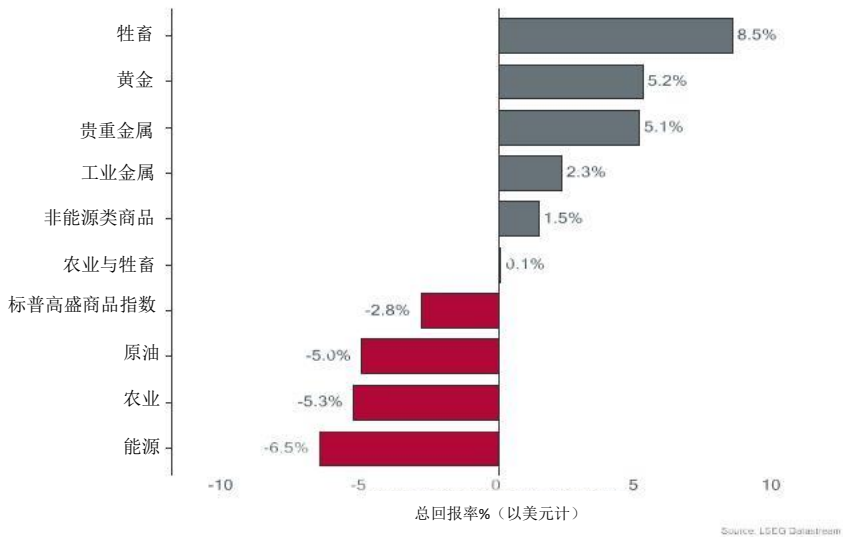
2025第二季度，标准普尔 GSCI 指数下跌-2.8%。牲畜、黄金、贵金属和工业金属表现出色。牲畜子行业受到牛市场的支撑，由于需求增强和季节性效应的影响，牛价在6月创下历史新高。在全球贸易紧张局势持续的同时，美元的普遍多元化继续促进对贵金属（如黄金、白银）的需求。

本季度，能源、农业和原油行业均表现不佳。在全球贸易紧张局势持续的背景下，市场普遍寻求分散美元资产配置，这进一步提振了对贵金属（如黄金、白银）的需求。

货币：2025 年第二季度表现（兑美元）



商品：2025 年第二季度表现



资料来源与日期：LSEG Datastream；标准普尔全球。业绩数据截至 2025 年6 月30 日。在“货币（兑美元）”图表中，各货币的表现基于Refinitiv 计算的收盘即期汇率（兑美元）。对于“商品”图表，请注意以下几点。原油标准普尔GSCI 原油指数，能源：标准普尔GSCI能源指数，牲畜：标准普尔GSCI 牲畜指数，黄金：标准普尔GSCI 黄金指数，贵金属：标准普尔GSCI 贵金属指数，农业和畜牧业：标准普尔GSCI 农业和畜牧业指数，非能源：标普GSCI 非能源指数，农业：标普GSCI 农业指数，工业金属：标普GSCI 工业金属指数。

宏观展望

与关税相关的压力预计将在下半年显现，全球增长风险加大

增长

关税延迟和临时豁免使美国上半年的经济增长强于预期。然而，我们预计到年底美国国内生产总值（GDP）同比增速将放缓至约 1.6%，2026 年仍将维持在趋势水平以下。6 月份关税征收率上升至 GDP 的 1.1%，未来几个季度可能会进一步攀升。美国总统特朗普最初于 7 月 7 日宣布，将于 8 月 1 日实施新的对等关税税率，从 25%（如日本、韩国、马来西亚）到 40%（如缅甸）不等。新的 25% 至 50% 的 232 条款行业关税可能会在第四季度公布，并于 2026 年第一季度实施。

随着贸易协定巩固关税税率，我们预计企业可能会将这些关税转嫁给消费者，这可能会拖累作为美国经济增长主要来源的美国消费者。从结果来看，美国消费放缓将对全球出口商产生负面影响，进而拖累全球整体增长。不过，虽然全球整体增长仍面临下行风险，但我们预计许多国家最终将达成协议，或至少达成某种框架。虽然预计下半年增长势头会放缓，但我们认为，在贸易紧张局势出现缓和迹象的情况下，出现极端左尾增长风险的可能性较小。

2025 年 1 月至 5 月，美国前期进口激增，推动了亚洲上半年的出口，但这一趋势在下半年可能会减弱，从而对亚洲经济增长造成下行压力。我们认为，中国和印度最有能力应对这一压力。由于出口和零售销售放缓，第三季度中国经济增长可能会较上半年的 5% 以上放缓，但新的财政和货币刺激措施可能会在第四季度推动经济增长回升至 5%。由于房地产市场可能继续萎缩，出口可能面临更高的关税，2026 年的 GDP 增长仍将在很大程度上依赖于政府的财政刺激政策。我们预计，刺激措施将越来越侧重于促进国内消费和改善社会服务。

印度的经济增长率将从目前第二季度的 6.3% 至 6.5% 逐步上升到 2026 年上半年的 6.6% 至 6.7%。印度储备银行（RBI）自去年 12 月以来已将关键政策利率下调 100 个基点，预计今年还将再下调 50 个基点。5 月份通胀率同比下降至 2.8%，远低于印度储备银行 4% 的目标；印度卢比的走强应有助于保持低通胀率。我们预计，到今年第四季度，这种宽松政策将开始对经济产生影响。

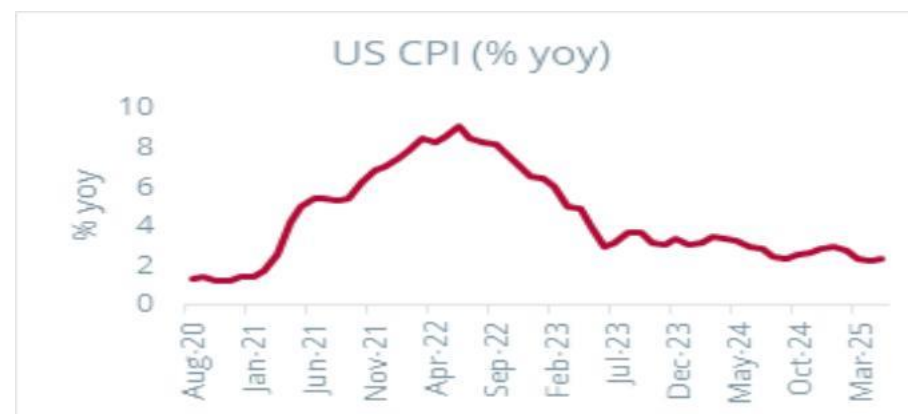
通货膨胀

随着 2025 年 6 月美国消费者物价指数（CPI）的公布，美国通胀在 5 月份的温和态势在近期开始逆转，最终在硬性经济数据中显示出关税的一些影响（尽管没有担心的那么严重）。在上半年，由于不确定哪些国家将面临哪些关税水平，企业迄今为止一般都吸收了关税的大部分成本。然而，由于关税现在有可能使利润率下降至少 2%，企业很可能开始逐步提高价格。我们认为，“转嫁率”将在第四季度和明年年初上升，因为贸易协议和 232 条款调查的结束会导致更高的关税，从而进一步提高关税成本。

相比之下，亚洲（日本除外）的通胀率应保持低位或进一步下降。预期的增长放缓、低油价和目前可观的稻米收成将在未来几个月对通胀产生下行压力。不过，该地区货币政策持续宽松的滞后影响应在年底至 2026 年初开始减轻通货紧缩的压力。

在中国，最近为解决制造业产能过剩和“内卷化”问题而进行的政策调整是一个关键的不确定因素。如果这被证明是一项积极的政策举措，就会在一定程度上扭转当前的批发价格通缩，从而在一定程度上推高中国和该地区的消费通胀。不过，考虑到中国房地产市场持续萎缩所带来的通货紧缩压力，我们认为这不会成为问题。

美国通胀尚未显现出有意义的关税影响



资料来源：彭博，数据区间：2020年8月-2025年7月

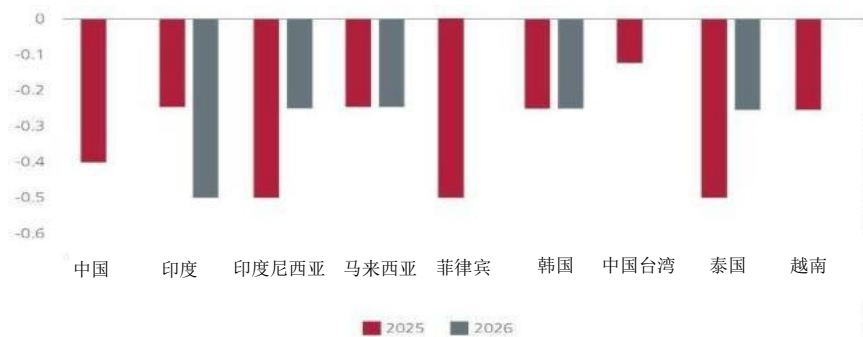
货币政策

美国联邦储备委员会（Fed）倾向于在年底前将联邦基金利率下调 25bps 至 50bps。然而，鉴于关税推升通胀的预期可信，美联储需要失业率升至4.4%-4.5%区间，方能为此轮降息提供合理依据。我们预计，在持续申领失业救济人数增加的情况下，失业率将在2025年9月份升至4.3%，这种势头可能会促使美联储在10月份降息25个基点。然而，不确定性仍然很高。如果在即将公布的2025年7月美国消费物价指数数据中，关税未能有意义地实现影响，那么即使失业率没有上升，美联储也可能在9月份恢复降息。或者，如果通胀率上升，失业率保持在4.4% 以下，美联储可能会将减息推迟到12月。

在亚洲，几乎所有主要亚洲经济体的货币政策都可能在未来六个月内进一步放松（请参见下图）。目前，几乎所有国家的通胀水平都大致低于央行的目标，并且在最近几个月有所下降。相比之下，实际政策利率远高于历史常态，因此仍处于限制性区间。

韩国和中国台湾作为强劲的出口导向型经济体，似乎是主要的通胀特例。尽管如此，我们预计下半年出口增长疲软将拖累GDP增长，两地央行应在第四季度重启降息政策。韩国的通胀率基本处于目标水平，而实际政策利率却有些偏高。然而，韩国央行（BOK）对家庭债务持续上升和房地产价格上涨表示担忧。中国台湾的通胀率略高于目标，实际政策亦同步偏高。风险在于，两地降息时点可能推迟至2026年第一季度。我们预计新加坡金融管理局（MAS）将采取宽松政策，将新元名义有效汇率政策区间下调至零升值。美元恢复普遍走强将成为亚洲央行宽松政策的主要制约因素，但我们预计美元在未来六个月内将呈现走弱趋势。

亚洲预测政策利率变化，%



资料来源与日期：瀚亚投资，2025 年 7 月 24 日。2026年数据为预测值，本文提及之经济走势预测不必然代表其将来可能的表现。

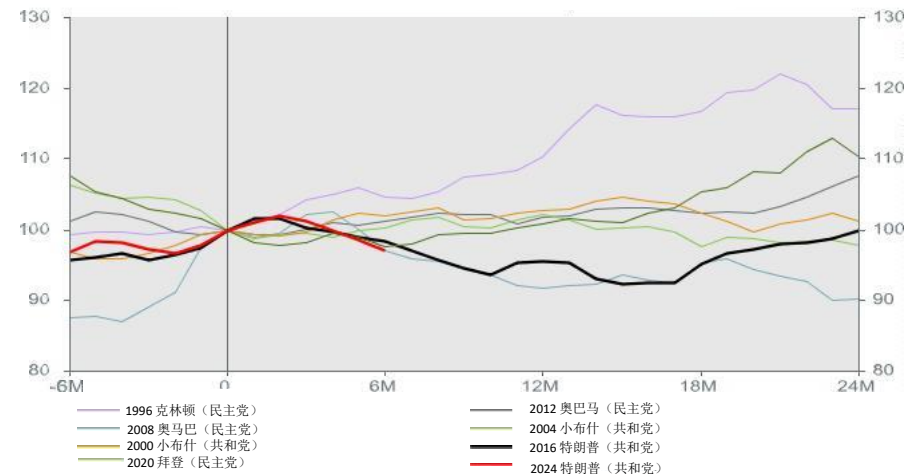
货币展望

美元正沿着美国总统特朗普首个任期第一年走弱的道路前进。我们预计这一趋势将持续下去，在未来6到9个月内，美元兑主要货币可能会再下跌3%到5%。我们观点的关键在于，从历史上看，当美国经济增长相对于全球经济增长大幅放缓时，美元往往会走软，而我们预计未来几个季度经济放缓会更显著。值得注意的是，在（相对于全球）增长率差距缩小的背景下，美元在大多数估值模型中的估值仍然很高，而且美联储还将降息。尽管美国通胀率上升，但随着美国在 2025 年上半年降息，美元的实际利率支撑将下降。

从历史上看，当美元兑其他主要贸易伙伴的一篮子货币走弱时，美元兑亚洲货币也会走弱。今年这一模式依然持续：截至 2025年6月30日，亚洲外汇广泛反弹，涨幅从1.9%（人民币）到 12.4%（新台币）不等。同期，只有港币、印度尼西亚卢比和印度卢比走弱，但幅度不到 1%。亚洲货币升值也可能成为亚洲国家与美国达成某些贸易协议的交换条件。特朗普政府认为，在过去几年中，许多亚洲国家的央行为了支持出口增长而降低了本国货币的汇率，从而损害了美国的利益。以日元、人民币、韩元、印尼盾和印度卢比为例，这些货币的估值指标均显示其汇率存在不同程度的低估，因而可能面临美国施压要求升值的政治风险。

我们普遍预计，在未来六个月内，大多数（如果不是全部）亚洲货币对美元都将升值，但预计进一步升值幅度有限，目标区间为1%-3%，并受到亚洲各国央行降息的影响。

美国广义有效汇率指数
基准：选举日=100，总统大选前6个月至选举后24个月



资料来源与日期：LSEG，2025 年 7 月 9 日

关键风险评估

关键领域	可能性	市场影响程度
我们认为，由于通胀率高于预期等因素，美国经济在未来几个季度的放缓速度将超过预期，这将带来主要的下行风险。潜在风险场景包括：其一，特朗普政府未能达成贸易协议，导致4月2日宣布的互惠关税措施范围扩大；其二，受现行232条款调查（涉及木材、基础材料、建材、药品、半导体等行业）影响，特朗普可能在2025年四季度至2026年一季度推出比预期更激进的行业关税。特别值得注意的是，若美日未能达成贸易协议并引发高额对等关税，可能导致日元贬值，进而对其它亚洲货币形成贬值压力。另一种风险情形是，若美联储在特朗普政府施压下不顾通胀抬头而大幅降息，或引发美元无序贬值。就亚洲地区而言，与美国达成的贸易协定中若包含对华加征关税或设置贸易壁垒的条款，可能引发与中国的地缘经贸摩擦。		
我们积极关注的主要上行风险包括但不限于：a) 事实证明美国经济对关税的抵御能力强于之前的预期；b) 美联储（Fed）提前下调联邦基金利率。我们认为，若特朗普政府能与美国主要贸易伙伴达成协议，将关税税率降至10%基准线以下，并扩大现行行业关税的豁免范围（或延迟实施），则可能减弱关税的预期冲击。对美联储而言的关键上行风险则在于，特朗普若任命新主席接替鲍威尔，新任主席可能以“影子主席”姿态就职，承诺上任后将推动降息。这种情况可能造成美国利率曲线结构显著扭曲，导致远期贴现率较当前市场定价更早下行。		
地缘政治不稳定加剧。虽然贸易紧张局势已成为整个2025年的头条新闻，并成为市场波动的一个主要来源，但地缘政治紧张局势仍隐约可见，并可能对投资者情绪产生重大影响。最近以色列与伊朗的紧张局势升级就说明了这一点。供应方面的通胀冲击可能会在短期内出现，如能源价格上涨或其他会提高通胀预期的事件。虽然我们认为投资者应做好未来波动加剧的准备，但从历史上看，市场往往会对此类事件保持观望（即此类事件一般不会对风险资产产生长期影响）。		
如果中国政府对贸易战的刺激措施仍然缓慢且不充分，那么中国的增长放缓（及其对全球整体增长的影响）可能会持续下去。对国内经济缺乏足够、及时的支持，可能会导致中国的GDP 增长率降至4% 以下，从而导致亚洲出口增长下滑和大宗商品价格下跌。我们希望看到 更有针对性的支持措施，以实现基础广泛的复苏（而不仅仅是稳定增长）。此外，若中国政府对财政赤字的担忧促使其转向财政整顿政策，则中国经济增速的放缓时点可能早于预期。		

资料来源与日期：瀚亚投资（新加坡）有限公司，观点截至2025年7月8日。请注意，此处提供的信息可由瀚亚投资酌情更改，恕不另行通知。

资产配置观点

尽管关税不确定性持续存在，但贸易紧张局势的缓和为战术性风险布局提供了操作空间。

特朗普在 4 月 2 日宣布 "解放日 "之后，最初导致股市断崖式下跌和信贷息差急剧扩大，但此后各种因素帮助恢复了市场风险偏好和交易情绪。这些因素包括但不限于为期 90 天的关税 "休战"，以及自"解放日"以来贸易紧张局势的整体缓和。

瀚亚的多元资产投资组合解决方案（MAPS）团队目前认为，关税对美国经济的潜在影响没有之前（自解放日以来）评估的那么严重。因此，该团队已普遍降低其多元资产组合中的现金持仓，同时对风险资产——尤其是股票和信用债——采取更具建设性的战术配置。具体而言，该团队密切监控的宏观经济基本面与领先风险指标（例如全球PMI数据与企业盈利修正数据）仍表明风险资产具备有利环境。由于特朗普新延长的8月1日截止日期过后贸易政策不确定性仍将持续，该团队计划通过基于股票期权的策略实施杠铃策略，在保持股票上涨参与度的同时控制整体下行风险。

在 3 个月的战术期限内，虽然美国股市仍有一定的上涨空间，但团队的股票投资偏好更倾向于新兴市场和亚洲，因为与美国市场相比，这些市场的市场估值和宏观经济条件相对具有吸引力。在信用债方面，团队偏好美国高收益债券，因为其7%的收益率仍然具有吸引力；偏好新兴市场债券，因为它们有可能从美元贬值中获益。鉴于美国国债目前颇具吸引力的收益率水平，以及在美国经济增长放缓的情况下，美国国债有可能在三个月后成为对冲工具，因此该团队对美国国债持建设性立场。

资产配置观点

● 减持

● 中性

● 增持

↑↓与上一季度相比上调/下调评级

- 无变化

资产	3m		12m		
全球股票	●	↑	●	-	虽然“解放日”后的波动导致我们最初变得更倾向于防御，但我们认为，随后宣布的为期 90 天的贸易“休战”、贸易紧张局势的缓和以及市场风险偏好的整体改善，都有利于形成一个更具支持性的背景，因此，我们认为短期全球股市等风险资产仍然更具建设性。此外，在许多全球央行近期更加宽松的基调下，货币市场流动性条件似乎依然充裕，这创造了一种环境，在这种环境下，如果没有来自石油或关税的新冲击，股票市场在短期内仍有一定的上升空间，可以尝试重新测试其高点。 我们对未来12个月的长期前景持更为谨慎的态度，因为美国经济的周期末期特征终将对企业的盈利前景构成挑战，并压低股票估值——尤其是在占全球总市值约64%的美国市场。
政府债券	●	-	●	-	美国国债购买减少、美国财政面临挑战以及对特朗普议程法案的持续担忧，这些因素都导致美国国债期限溢价上升，使较长期的美国国债收益率保持在有吸引力的水平。尽管我们仍然关注与关税相关的近期通胀问题，但美国经济数据（如消费者支出），尤其是劳动力市场的任何重大疲软迹象，都可能迫使美联储迅速降息，从而对美国收益率造成进一步的下行压力。 从 12 个月的长期来看，尽管今年迄今为止美国经济增长的韧性好于预期，但美国政策的持续不确定性以及全球经济增长放缓的可能性增加，支持我们倾向于政府债券/现金，而非风险资产（如股票、信贷）。
现金	●	↓	●	↑	我们对现金持中性的短期立场，因为上述 90 天关税休战后市场情绪和偏好的改善在短期内提供了有吸引力的战术机会。 在12个月的较长期限内，在不确定性增加的情况下，较高的现金持有量将是有益的，可在投资机会出现时灵活把握。

资料来源与日期：瀚亚多元资产投资组合解决方案（MAPS）团队。3m=3个月视图。12m=12个月视图。资产类别观点截至2025年7月8日，不应被视为建议。此处提供的信息可由瀚亚投资酌情更改，恕不另行通知。

资产配置观点（续）

资产配置观点					
全球股票		3m		12m	理由
美国		↑		-	短期内，我们认为，在贸易紧张局势持续缓和以及美联储即将放松货币政策的背景下，美国股市将继续表现良好。另请参阅上一页“全球股票”部分的评论。 从 12 个月的长期来看，考虑到目前高企的估值似乎低估了疲弱的增长前景，如果没有有意义的上行催化剂（即盈利增长改善），强劲的股票表现似乎难以持续。
欧洲		-		-	在德国财政支持的推动下，经济增长势头有所改善（如经济意外数据依然向好），投资者重回该地区，从而将2025 年的估值从之前的低迷水平提升。 展望未来，在经历了年初至今的强劲反弹后（即截至6 月底，MSCI 欧洲指数按美元计算在年初至今上涨了23.7%），欧洲仍然容易受到任何潜在贸易冲击的影响，而欧元走强正成为盈利的不利因素。
新兴市场		↑		-	从基本面的来看，虽然美国经济面临增长势头放缓的担忧，但新兴市场地区的经济数据意外方向普遍向好。尽管截至 6 月底，摩根士丹利资本国际新兴市场指数（MSCI EM Index）按美元计算的年度总回报率为15.6%，但与美国股票相比，新兴市场股票仍处于相对折价状态。 在我们的多元资产投资组合中，股票投资一般更倾向于新兴市场和亚洲，因为与美国市场相比，这些市场的市场估值和宏观条件更具吸引力。
亚太地区（除日本外）		↑		-	鉴于亚洲国家（如中国、中国台湾、印度、韩国）在MSCI 新兴市场（EM）指数中约占76%，而中国本身在MSCI 新兴市场指数中约占28%，请参阅我们上述关于新兴市场的评论。
政府债券		3m		12m	理由
美国		-		-	较长期美国国债的更高期限溢价使美债收益率维持在具有吸引力的水平。若美国经济数据和/或劳动力市场出现实质性疲软的迹象，可能迫使美联储快速降息，从而对美债收益率施加进一步下行压力。在12个月的较长周期内，鉴于我们预计全球经济放缓的可能性上升，我们计划在多资产投资组合中整体延长久期，因我们更倾向于选择安全的政府债券/现金，而非风险资产（如股票、信用债）。
欧洲		-		-	随着欧元区面临更低的通胀压力和更疲软的经济增长，这可能为欧洲央行（ECB）进一步降息打开大门，从而对欧洲债券收益率造成压力。
新加坡		-		-	由于新加坡低通胀态势持续，新加坡政府债券仍然具有吸引力。虽然 4 月份核心通胀率按年微升 0.7%，但新加坡金管局的预测仍然偏低，尤其是在美国征收关税导致全球需求疲软的情况下，通货紧缩的力量正在减弱。我们正密切关注全球高频数据，以观察若需求出现显著下滑，需求前置对未来的影响。
资料来源与日期：瀚亚多元资产投资组合解决方案（MAPS）团队。3m=3个月视图。12m=12 个月视图。资产类别观点截至2025年7月8日，不应被视为建议。此处提供的信息可由瀚亚投资酌情更改，恕不另行通知。					

资产配置观点（续）

资产配置观点

信贷	3m		12m		理由
美国高收益		↑		↑	尽管美国高收益率利差（OAS）水平从最近 4 月的“宽幅”明显回调（从 2025 年 4 月 7 日的 461 个基点降至今日 2025 年 7 月 3 日的 280 个基点），但该资产类别的总收益率约为7%，仍然具有吸引力，尤其是与2000 年代初相比，该资产类别的整体质量要高得多。
美国投资级（IG）		↑		-	尽管美国投资级债券仍处于历史上较紧的 OAS 水平（即截至 2025 年 7 月 3 日为 80 个基点），但仍能提供超过 5%的可观收益率，有助于获得有吸引力的整体总回报，而较高的利差有助于缓冲潜在的利差扩大。该资产类别的“硬”存续期较高（相对于美国高收益债券），如果我们假设的美国经济持续减速成为现实，那么该资产类别将从中受益。
新兴市场（美元）债券		↑		↑	在 3 个月的战术期限内，相对于美国投资级公司债券，多元资产团队对新兴市场债券持有更具建设性的战术观点。新兴市场主权（美元）债券往往受益于美元走软，这使得非美国实体偿还以美元计价的债务相对便宜。我们最近开始将新兴市场地方债券纳入精选投资组合，它们也能从美元疲软中受益，作为“套息”交易具有吸引力，同时还能从美国以外的通货紧缩压力中受益，使新兴市场国家央行能够通过加大政策降息力度来应对。
亚洲信贷		-		-	在3个月期限内，亚洲地区相对稳健的宏观经济基础以及预计 2025 年企业债券供应量将比美国减少，预计将为亚洲美元债券市场提供支持。亚洲投资级债券发行商稳定的财务状况、积极的信用评级趋势和良好的信用状况为该资产类别提供了支持。

资料来源与日期:瀚亚多元资产投资组合解决方案（MAPS）团队。3m = 3 个月视图。12m = 12个月观点。资产类别观点截至2025年7月8日，不应被视为建议。此处提供的信息可由瀚亚投资酌情更改，恕不另行通知。

关税格局迅速变得混乱

7月初，美国总统特朗普致函各国，宣布对一系列国家征收关税，但将征税时间从7月9日推迟到8月1日，以便有更多时间进行谈判。他还说，如果各国采取报复行动，他将在美国对其征收的关税税率上加上报复税率。特朗普显然把日本和韩国对美国的贸易顺差作为对国家安全的威胁。这清楚地表明，日本和大多数亚洲国家都不会得到10%的基准关税率，因为特朗普似乎仍然执迷于贸易平衡。

由于美国的数据似乎仍在维持，美国失业率保持在4.1%的低水平，关税尚未对通胀产生有意义的影响，特朗普似乎有恃无恐。不过，值得注意的是，在2025年6月的美国CPI数据中，近期出现了一些关税传导。总体通胀水平月环比上升0.3%，符合预期；核心通胀月环比上升0.2%，略低于预期。这使得美国总体通胀率和核心通胀率的同比增长率分别从2.4%和2.8%上升至2.7%和2.9%。

从基本通胀要素来看，关税似乎已开始影响物价，但美国企业迄今已通过推迟和放缓价格上涨来减轻关税的影响，从而对通胀和消费产生了温和的影响。在我们看来，这种影响仍然是温和的，并不是导致特朗普政府放弃7月7日信函中宣布的税率所需的“冲击”。据我们估计，以下可能性似乎越来越大：许多国家最终将达成协议，或至少达成某种框架。

有点类似于英国和中国宣布的降低关税增幅的协议。然而，这些“协议”的关税税率可能会高于目前10%的基准税率。这意味着美国经济可能仍将面临清算之日。2025年6月年化关税征收率已高达GDP的1.1%，而一旦这些协议达成，该比率还将大幅上升，主要原因如下：

- 1) 这些协议将把征收的关税税率从目前的10%提高到更高的水平
- 2) 在交易增加、不确定性降低的情况下，企业更有可能将关税成本“转嫁”给终端消费者，从而在短期内推动通胀，最终抑制消费。如果不这样做，那么利润率可能会从13%以上降至11%左右，从而危及假设利润率到2027年将升至近14%的盈利预测。

历史证据表明，关税不会显着提高美国的产量，尤其是在当前劳动力紧张的情况下。因此，企业更有可能提高价格（而不是扩大产能），因为在长期投资得到回报之前，关税保护往往被证明在政治上是不可持续的。尽管如此，从过去几个月的投资经验中可以看出，关税对经济数据产生的任何有意义的影响都将是滞后的。它们可能直到第四季度才会在硬数据中显现出来。令市场感到震惊的主要因素是美国6月份以后的CPI数据明显高于预期。

另外，《1962年贸易扩张法》第232条款（即232条款）对木材、基础材料、药品和半导体等的调查将于10月和12月结束。这些调查将导致新的部门关税在2026年第四季度末和第一季度初生效。因此，据我们估计，关税的全面影响可能要到2026年第一季度末或第二季度初才会显现。预计关税将在短期内引发通胀上行压力，对消费（和就业）的拖累将逐步增加，并在2026年第二季度达到顶峰。我们认为，届时美联储将下调利率，“大而美法案”的小规模刺激措施也可能已经生效。这种政策宽松将有助于缓和关税对经济增长的负面影响，很可能使美国不会跌落重大经济悬崖。因此，最终结果可能导致美元走弱，甚至可能在明年某个时点出现无序贬值——具体将取决于美联储主席杰罗姆·鲍威尔的继任者在接任前所展现的政策鸽派倾向程度。

免责声明

本文由瀚亚投资管理（上海）有限公司和瀚亚海外投资基金管理（上海）有限公司（合称“瀚亚投资上海”）结合集团关联方瀚亚投资（新加坡）有限公司和瀚亚证券投资信托股份有限公司提供的信息编制，仅供资料参考。未经事先书面同意，不得翻印、刊发、传阅、复制或分派本文全部或部分予其它任何人士。本文并不构成任何证券之认购、买入或沽售的要约或建议，也不构成任何投资意见或服务。

虽然本文提供的资料均来自瀚亚投资上海认为可靠的来源资料，或以此等来源为根据，但瀚亚投资上海不能亦不会就任何资料或数据的准确性、有效性、及时性或完整性作出任何保证，亦不会对任何资料的适用性或对谨慎责任作出明示或暗示保证。本文所载任何意见或估算资料可能作出变更，恕不另行通告。

本文所载资料，若不能在个别司法管辖区或国家合法派发予该司法管辖区或国家的任何人士或实体或供该等人士或实体合法使用，或导致瀚亚投资上海或其控股公司、附属公司、关联公司、关联人士须遵从该司法管辖区或国家的任何监管要求，则应视为不拟将本文相关资料派发予该等人士或实体或供其使用。任何人士或实体意欲回应或依赖本文所载资料，则该人士或实体应当自行查明其不受任何本地要求限制或禁止其不能如此行事。

本文所载资料及任何意见并未就任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要作出考虑；因此，亦不会就任何收件人士或任何类别人士，基于本文资料或估算意见所引致的直接或间接损失作出任何担保或赔偿。过往表现，对经济、证券市场或市场经济走势的预测、推断、或估算，未必代表任何瀚亚投资上海或瀚亚投资上海基金将来或有可能达到的表现。投资的价值及其收益，可跌亦可升。投资涉及风险，投资者或无法取回最初投资之金额。

瀚亚投资上海是保诚集团(Prudential plc)的全资子公司，保诚集团(Prudential plc)成立并注册在英格兰和威尔士。Prudential plc的注册地址为1 Angel Court, London EC2R 7AG，其注册号是1397169。Prudential plc是一家控股公司，其旗下部分子公司由香港保险业监管局及其他监管机构(如适用)获授权及受规管。瀚亚投资上海和Prudential plc均与一家主要在美国营运的Prudential Financial, Inc., 或在一家在英国注册的M&G plc的子公司Prudential Assurance Company, 并无任何关联。本文并未经任何监管当局审阅。