

# 2025年中展望



**Vis Nayar**  
首席投资官  
瀚亚投资



**Ray Farris**  
首席经济学家  
瀚亚投资

2025年5月

预计关税和美国政策的重大不确定性将抑制全球增长。贸易谈判后，亚洲和新兴市场将出现不同的结果。能够实施扩张性政策并降低利率以支持增长的国家，在抵御外部冲击方面会处于更有利的地位。投资策略应优先考虑积极的定位、投资组合多元化以及有韧性的行业，从而有效应对市场波动。在这种环境下，积极挑选股票是关键。

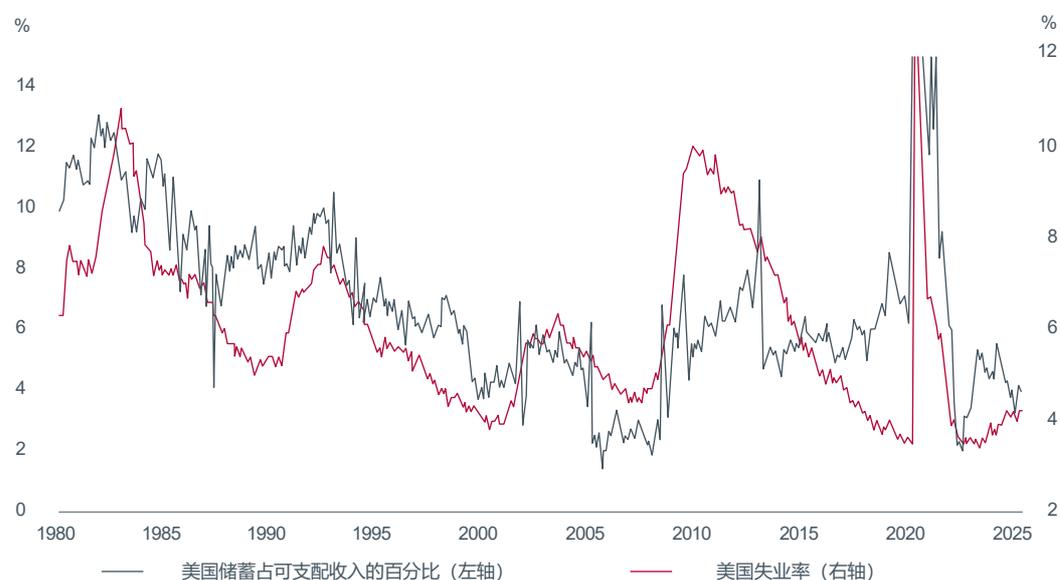
## 宏观视角

鉴于当前美国政策的不确定性，您对 2025 年下半年美国经济增长的展望如何？

我们先来看美国可能出现的积极情况。尽管物价上涨，美国消费者可能仍会继续消费。美国新增就业岗位稳健，达 17.7 万个，失业率维持在 4.2% 的低位，实际薪资收入增幅略超 3%<sup>1</sup>。劳动力市场的强劲态势可能会让家庭有信心进一步动用储蓄来维持生活水平。尽管美国目前的储蓄率处于 3.9% 的低位，但过去曾低至 1.8%。近期油价下跌对这种情况有利，按当前油价计算，它大致能抵消 0.3% - 0.5% 的 GDP，以弥补关税带来的成本。如果消费者持续消费，企业就不太可能从招聘转为裁员。

<sup>1</sup>截至时间：2025年4月。

图 1：美国消费者可能会进一步削减储蓄，除非失业率上升



数据来源：路孚特 (LSEG) 数据平台，数据截至：2025 年 5 月。

如果特朗普政府迅速大幅下调对中国的关税，并宣布与美国主要进口来源地（日本、欧洲、韩国和越南）达成降税贸易协定，美国消费者持续消费就更有可能会发生。这对美国来说是最佳情形。

然而，我们认为美国消费者持续消费不太可能出现。我们预计2025年美国经济增长将较为低迷，在1.2%-1.5%之间，且下行风险较大。即使目前最普遍预期的关税“最终方案”（即对各国大致为10%的关税，对中国为30%有部分排除项）很快出台，美国实际关税税率仍将比去年提高10%以上。这相当于约占美国GDP1.5%的增税，是几十年来最大的单年增幅之一，这会削减家庭可支配收入。

然而，贸易协定往往是漫长而拖沓的事务。美国与英国的新贸易协定在特朗普政府上台前就已经经历了数年谈判。这可能也得益于2024年美国对英国的商品贸易顺差。协定宣布后不久，美国商务部部长卢特尼克表示，与日本、韩国乃至印度的谈判要复杂得多，耗时也会更长。新闻报道称，与欧盟的谈判也困难重重。可以确定的是，截至撰写本文时，欧盟已公布一份针对美国的潜在报复性关税清单，价值达1070亿美元<sup>2</sup>。

如果美国消费者从购买昂贵的电子产品和服装转向更多地消费服务，经济可能难以重新分配劳动力。商品、贸易服务以及中小制造企业可能会裁员，然后服务业才开始招聘员工。失业率上升可能会导致家庭削减支出，迫使企业也进行裁员。

最糟糕的情况是，90天的互征关税暂停期结束，却没有达成有实际意义的贸易协定，美国关税大幅提高，抑制美国消费和就业，所有这些因素共同作用，到年底可能会使美国经济陷入衰退。

<sup>2</sup> 截至2025年5月13日

至于利率方面，如果失业率上升至 4.4% - 4.5%，且每周首次申请失业救济人数在四周移动平均值基础上超过 35 万，预计美联储 (Fed) 将下调联邦基金利率。到 2025 年 9 月，可能会降息 50 个基点。如果失业率上升幅度更大，降息幅度可能会达到 100 个基点。相反，如果通胀在今年剩余时间内加速上升，美联储可能会加息。我们认为这种情况不太可能发生，但如果发生，2025 年剩余时间内每次会议都可能加息 25 个基点，这可能会使通胀预期回落至 2024 年水平，并恢复温和的通胀数据。

### 基于您对美国的基本预期情景，对亚洲经济增长有何影响？

我们认为高关税、高度不确定性以及美国经济增长放缓的基本情景，意味着亚洲经济增长将放缓，同时亚洲利率和货币也会走低。

对于中国而言，近期美国将关税税率从超过 100% 降至 10%，使加权平均税率降至约 35%（20% 的“芬太尼”关税和针对某些行业的 25% 关税仍在实施）<sup>3</sup>。这意味着今年中国经济增长面临约 1% 的 GDP 拖累。尽管如此，我们预计中国今年 GDP 增速接近 4.4%。政府已宣布财政刺激规模接近 GDP 的 2%，预计今年晚些时候还可能再推出占 GDP 1% - 1.5% 的刺激措施。政府也已开始降息，并增加对多个经济领域的专项贷款。

印度可能是亚洲最大的赢家。其对美出口占 GDP 的比重仅为 2.2%，在亚洲国家中第二低。与美国达成的贸易协定可能使印度受益，使其成为从中国迁离企业更具吸引力的生产基地。近期印度整体通胀率在 4 月同比降至 3.2%，低于印度储备银行 4% 的目标，为年底前降息 50 至 75 个基点创造了空间。预计印度今年经济增长 6.3%，明年增长 6.5%。

日本经济预计增长 0.6% - 0.8%，这取决于能否与美国达成贸易协定。推动日本整体经济增长的出口今年可能会走弱，但工资增长有望通过刺激国内消费在一定程度上抵消这一影响。

东盟国家面临不同的局面，越南、马来西亚、新加坡和泰国等依赖贸易的国家，由于出口走弱，经济增长可能放缓 0.5% - 2.0%。印度尼西亚和菲律宾受影响可能最小，我们预计菲律宾今年 GDP 增速将维持在 5.6% 左右。

### 2025 年下半年的减税措施能否抵消关税的影响并提振股市？

特朗普政府与 18 个国家达成的贸易协定谈判正在推进，加上截至 3 月美国健康的经济数据，在一定程度上提供了帮助。然而，出口和工业生产数据似乎开始走弱，这可能会影响第二季度的 GDP 数据。减税措施对提振股市的影响程度将取决于其规模以及实施速度。

<sup>3</sup>美国和中国于 2025 年 5 月 12 日宣布关税休战 90 天。

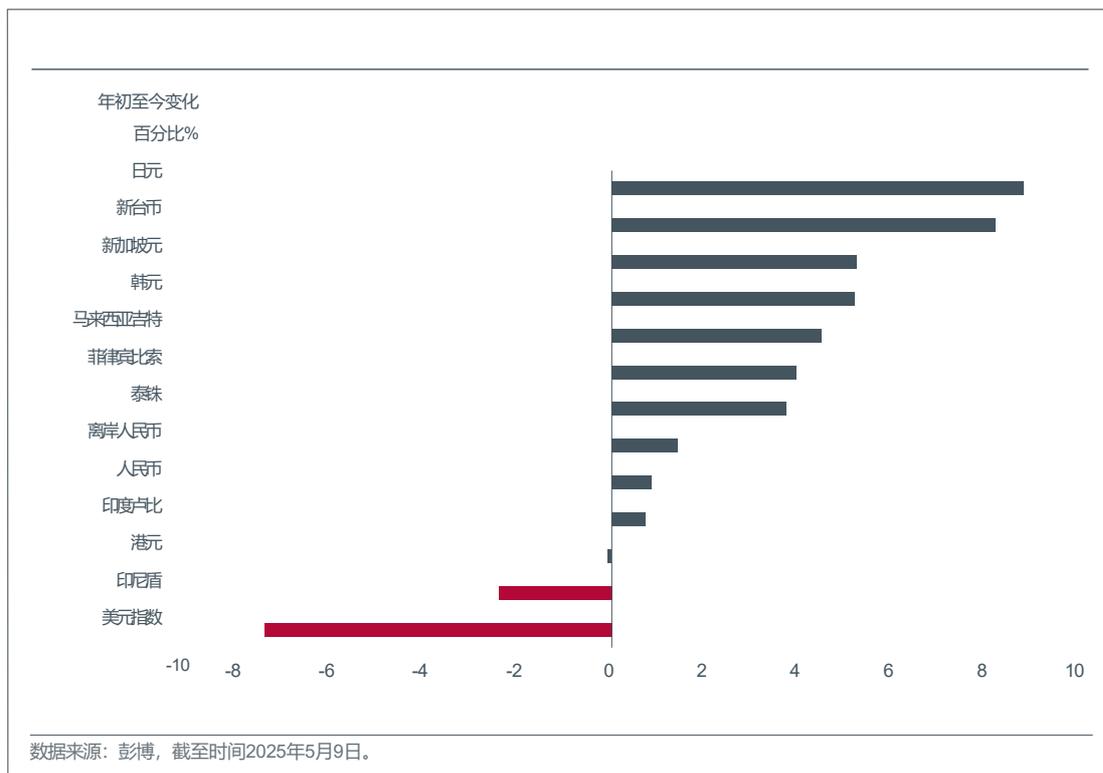
美国 2026 年预算中的大部分“减税”措施，实际上是为了避免因 2017 年《减税与就业法案》(TCJA) 到期而在明年出现的税率上调。国会目前正在讨论一些减税形式，如对加班收入免税，或许还有小费免税，但这些可能会在收入水平方面设置严格的资格限制，且对总金额设限。此外，国会将削减当前支出，以部分支付延长《减税与就业法案》税率的费用。关键在于，关税属于增税措施，并未包含在预算计划内。

因此，我们认为新预算对股市不会有太大影响。相反，它可能对美国国债产生长期负面影响。当前的预算谈判意味着，未来十年美国联邦债务将增加约 4 万亿美元。市场对这一情况的担忧，似乎正通过增加期限溢价，给美国长期国债收益率带来上行压力。如果美国经济增长率放缓至 1% 或更低，今年晚些时候美国国债收益率仍会下降，但这一因素可能会缩小降幅，并意味着在 2026 年末经济开始复苏时，收益率有较大回升。

### 美元作为世界储备货币的长期前景如何，美元走弱对资本流动有何影响？

美国仍是世界最大经济体，而非美国政府债务市场规模相对较小且流动性较差，这些实际情况将在可预见的未来维持美元的储备货币地位。然而，美国经济增长疲软、美联储降息、美国债务增加以及持续的地缘政治紧张局势，可能导致未来一年内更多资金从美元资产撤离回流本土。我们预计，总体而言，目前相对昂贵的美元至少会贬值 4%，明年可能贬值多达 10%。

图 2：美元普遍走弱推动亚洲货币走强

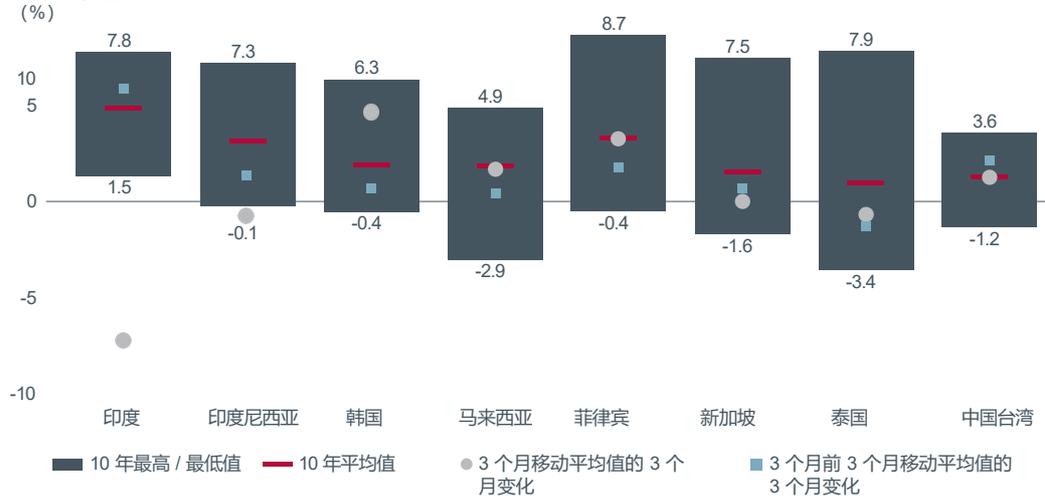


我们预计，随着美元贬值，多数亚洲货币将有所升值。重要的是，亚洲各国央行可能会比以往更允许本国货币升值，因为它们希望在当前与美国的贸易谈判中避免被指责操纵汇率。

亚洲货币升值的一个好处是，在通胀低于目标水平的经济体中，亚洲各国央行将有更大的降息空间。货币升值与降息共同作用，应会提升亚洲资产市场对国际资本流动的吸引力。

图 3: 亚洲低通胀为降息和降低收益率留出空间

亚洲消费者物价指数 (CPI) 通胀率 (%)



数据来源: 路孚特 (LSEG) 数据平台。2025 年 4 月 11 日

## 投资影响

**我们 2025 年年度展望报告《新兴市场与亚洲：风云变幻中的机遇》强调了政策和经济变化中的投资机遇。目前情况如何？**

2025 年初，股票和债券市场开局相对稳健，但不同市场和资产类别的表现很快出现分化。1 月下旬，随着中国初创人工智能实验室 DeepSeek 取得突破，市场波动性上升，预示着这将是动荡的一年。

特朗普赢得总统大选后，因市场对潜在减税和经济强劲增长的乐观预期，美国股市起初上涨。然而，政府的移民和关税政策打断了这一涨势，这些政策引发了对通胀上升和经济增长放缓的担忧。截至撰写本文时<sup>4</sup>，随着中美 90 天关税休战之后，美国股市已有所回升。

近年来美国资产的强劲上涨导致估值过高，且在许多投资者投资组合中占比过高。另一方面，亚洲和新兴市场的估值更具吸引力，持仓较轻。这种情况依然存在，这表明亚洲和新兴市场有更大的上行潜力。这些地区的一些市场受益于更清晰的政策制定和强劲的国内增长驱动力。印度和中国在应对关税挑战方面有更大的政策空间。与此同时，日本的指数调整提高了股息回报率。在拉丁美洲，（截至撰写本文时）对墨西哥未加征额外关税是个意外之喜。巴西也是一个相对封闭的经济体，其 GDP 的 80% - 85% 由国内驱动。此外，CE3 经济体（波兰、捷克共和国和匈牙利）与美国的贸易收入关联度不到 2%。

图 4：新兴市场估值更具吸引力



数据来源：明晟公司 (MSCI)、路孚特 (Refinitiv) 数据平台、瀚亚投资。截至 2025 年 3 月。MSCI 发达市场指数与 MSCI 新兴市场指数相对 MSCI 全球指数的滚动市净率。市净率 = 股价 / 每股账面价值。过往表现并非未来表现的指示或保证。为说明目的，仅显示了可获取数据的指数。可能无法直接投资于指数。过去表现不能保证未来收益。

<sup>4</sup>截至 2025 年 5 月。

美国企业更加谨慎，但也并未恐慌，采取“观望”态度。它们似乎不愿过早裁员，以防贸易协定达成。尽管资本支出仍相对稳健，但已造成了一些损害。不过，项目延期仍远低于新冠疫情期间的水平。

关税谈判长期结果的不确定性可能会继续间歇性引发市场波动。尽管如此，我们认为亚洲和新兴市场处于有利地位，能让投资者从更大程度的多元化投资中获益。过去几年，美元走弱，而从历史上看，美元走弱对亚洲和新兴市场有利。在这种多变的环境中，主动管理和自下而上的证券选择是获取超额收益的关键。

### 今年市场波动很大。您的团队如何应对这种情况，投资者又能做些什么？

灵活的投资者可以利用市场波动带来的价格错位获利。作为专注亚洲和新兴市场的自下而上型投资者，我们始终致力于寻找那些长期基本面强劲且估值具有吸引力的公司。我们的多元资产团队也在使用不同工具（如有吸引力的衍生品）来把握新兴市场机会，同时限制下行风险。这改善了投资组合的风险回报状况。团队也变得更加灵活，锁定收益并及时止损，这有助于减轻市场下跌和市场波动加剧带来的风险，维持投资组合的长期财务稳定性。

我们还利用数据和风险管理工具来保护投资组合的超额收益，并验证我们的判断。即便如此，我们仍会留意风险模型背后的假设。鉴于市场相关性不断变化，风险指标可能会受到所用数据周期的影响，所以我们会在不同情景和时间框架下对投资组合进行压力测试。

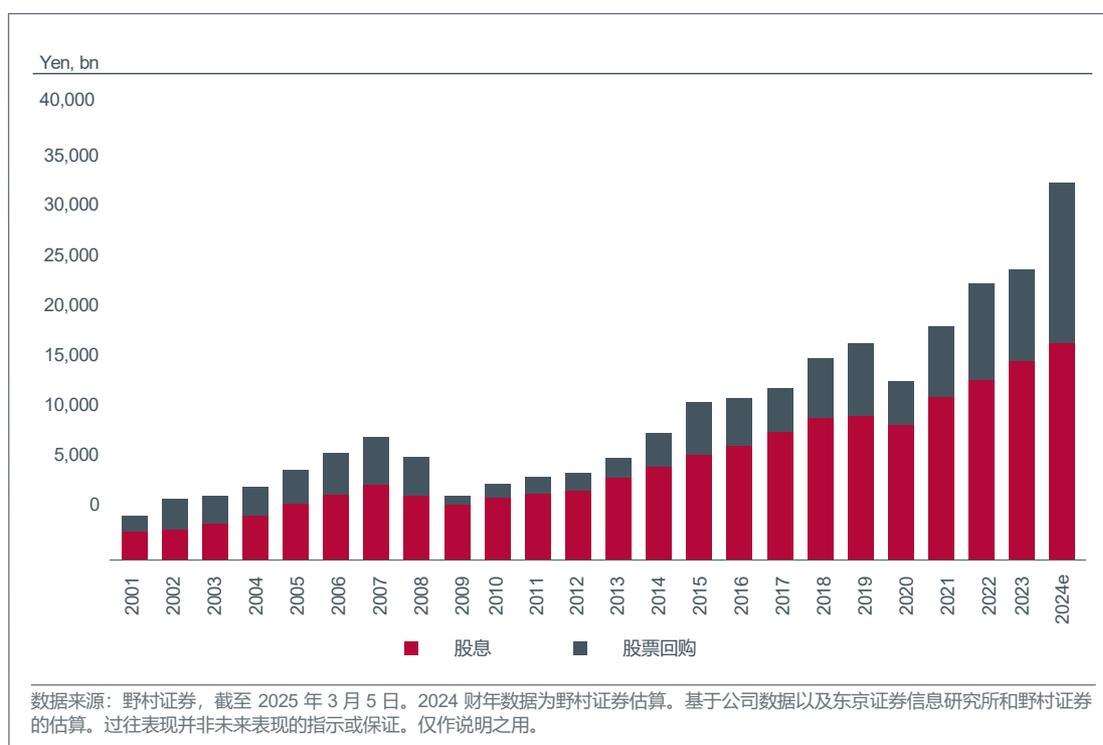
对于投资者而言，投资组合多元化很重要——从估值过高的市场重新配置到估值更具吸引力且基本面不断改善的市场，这是明智之举。来自高质量债券和股息支付股票的稳定收入，在盈利不确定性增加时也能帮助缓冲收益波动。如今投资者已明白，从亏损中恢复颇具挑战性。低波动策略有助于将下行风险降至最低，同时仍能让投资者有机会分享市场上涨的收益。

### 日本股票市场能否重拾 2024 年的强劲势头？有哪些推动因素？

2025 年初，日元升值和特朗普的关税措施给过去几年引领市场的大型出口企业带来压力。与此同时，小型股表现优异。

在关税方面，任何进展都可能提振投资者情绪。除关税外，其他长期市场驱动因素也在发挥作用。企业改革并非新话题，但其发展势头——如增加股息、股票回购和解除交叉持股——依然强劲。4 月，一家日本大型汽车制造商出价 420 亿美元将其子公司私有化，这激发了人们对更广泛企业重组的乐观情绪。东京证券交易所推动改善公司治理，显然继续为投资者提供了独特且与市场不相关的超额收益来源。

图 5：股息支付和股票回购持续增加



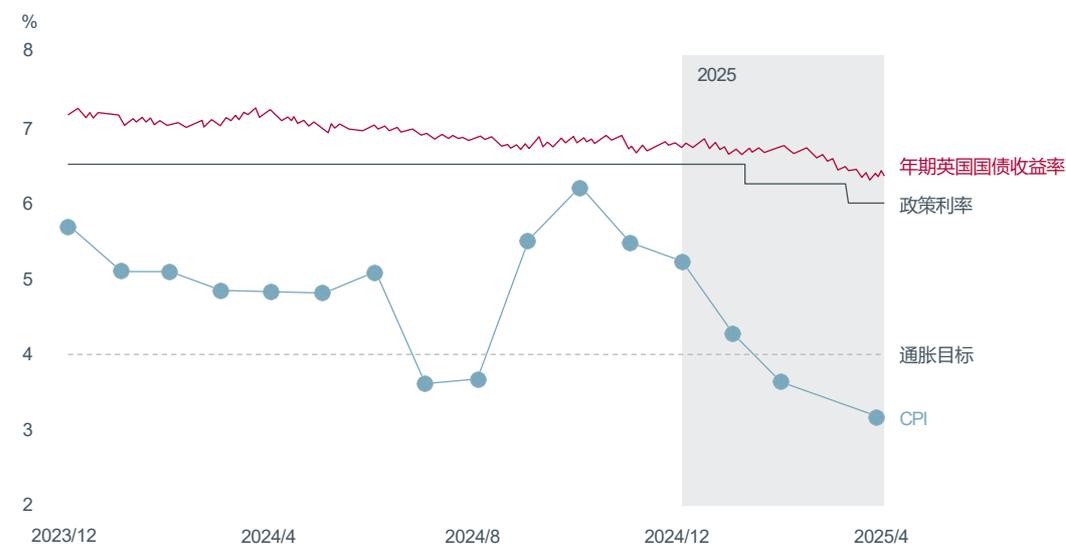
与此同时，受劳动力短缺、通缩缓解以及政府政策的推动，日本正经历三十多年来最高的名义工资增长。再通胀有助于实际工资回升，支撑国内消费并抵御外部冲击。这也促使企业从囤积现金转向提高股本回报率。

按市净率计算，日本仍是全球估值最低的市场之一。盈利增长和自由现金流也相对强劲。凭借稳健的企业改革和不断上升的工资增长，日本股票对全球投资者而言是一个有着较大吸引力的长期投资选择。

### 为何印度股市今年以来表现坚挺，尽管在 2025 年初被认为“估值过高”？

印度股市表现坚挺，部分原因在于印度储备银行（RBI）的鸽派和促增长立场。印度储备银行今年已两次下调基准利率，由于通胀仍在可控范围内，预计还将再降息 50 - 75 个基点。更重要的是，印度储备银行向银行系统注入流动性，解决了自 2024 年以来制约经济增长的一个关键因素。

图 6：通胀受控为进一步降息创造条件



数据来源：彭博。截止时间：2025年5月。

国内投资者资金流入势头持续强劲，而外国机构投资者在4月下半月转为净买入。鉴于印度庞大的国内经济规模，在美关税行动中，印度的处境相对更有利。除不受关税影响的信息技术服务外，印度股市对美出口敞口有限。此外，2025财年第四季度财报季表现坚挺，盈利下调幅度极小。

印度储备银行的持续支持、低迷的油价以及强劲的国内资金流入，为印度股市营造了有利环境。尽管估值在某个时点可能成为不利因素，但主动型基金经理仍应能找到投资机会。

## 我们曾警示不要对中国股市过于悲观，我们现在仍保持谨慎乐观吗？

我们对中国股市的中长期走势仍持谨慎乐观态度。H 股和 A 股的估值依然具有吸引力，为自下而上选股的投资者提供了机会。在 4 月政治局会议后，市场对大规模刺激政策的预期降温，失望风险降低，为超预期表现留出空间。

令人鼓舞的是，中国五一假期数据显示出国内经济的韧性。旅游人次和收入同比分别增长 6.4% 和 8%，餐饮 / 零售销售额增长 6.3%。作为中小企业情绪指标的澳门博彩毛收入增长 12%。

南向资金正成为推动 H 股的主要力量，至今净买入额达 780 亿美元，占 2024 年全年总额的 75%。自 2021 年以来，南向资金持股占总市值比例增长了一倍至 11 - 12%，增强了市场韧性。

即便如此，市场波动性仍然较高，中美紧张局势仍可能升级。我们青睐那些在股东回报方面表现稳定、竞争地位强劲且盈利增长确定性较高的公司。

**对于希望投资中国股市的投资者，除单独配置外，我们认为将中国和印度的股票组合配置，能在这两个亚洲大国之间实现多元化投资，两国市场相关性低且增长驱动力各异。**

## 鉴于美联储在通胀风险和增长担忧之间如履薄冰，投资者应如何看待债券市场？

尽管关税暂停 90 天，但长期结果的不确定性仍可能拖累全球经济增长。投资者应维持全球多元化的债券投资组合，并转向那些受益于关税缓和、供应链调整和国内支持的国家。

我们的固定收益团队正密切关注信用质量是否恶化。标的筛选至关重要，他们优先考虑政府、准政府和公用事业等防御性板块。目前有机会以优惠估值获取优质资产。

经济增长放缓表明，各国央行可能采取更宽松的政策立场，尤其是在通胀已缓和的国家。亚洲本币债券因具有诱人的实际收益率和稳健的经济基本面，呈现出极具吸引力的投资机会。其与发达市场资产的低相关性以及逐步纳入主要债券指数的趋势，也增强了其多元化投资的吸引力。因此，一旦利率出现大幅下跌，该团队将延长亚洲本地和新兴市场债券投资组合的久期。在货币方面，他们仍更注重战术，寻求极端行情以积累美元作为投资组合的对冲手段。

对美元储备货币地位日益加剧的担忧，引发了外国对美国国债长期需求的质疑。不过，短期内，在美国财政部和美联储流动性支持的支撑下，美国国债应仍保留其“避风港”地位，就如同在新冠疫情危机期间所展现的那样。

## 投资主题

主题	理由	策略
1. 加强投资组合多元化	<ul style="list-style-type: none"> <li>近年来，美国资产（包括美元）的强劲上涨导致估值过高，且在许多投资者的投资组合中占比过高。随着美国经济增长放缓，进行多元化投资是明智之举。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲 / 新兴市场股票、债券和货币</li> </ul>
2. 识别关税赢家	<ul style="list-style-type: none"> <li>鉴于印度对美国的出口敞口较低，它可能是亚洲在关税战中最大的赢家。潜在的贸易协定可能会提升其作为替代制造基地的吸引力。</li> <li>通胀低于目标水平，使印度储备银行（RBI）有进一步降息以刺激经济增长的空间。</li> <li>部分新兴市场可能受到关税冲击的影响较小。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>印度股票和债券</li> <li>新兴市场股票和债券</li> </ul>
3. 把握政策机遇	<ul style="list-style-type: none"> <li>对大规模刺激政策的预期较低，为价格具有吸引力的股票从任何意外的上行惊喜中受益留出了空间。宽松的政策也有助于促进经济增长。</li> <li>企业改革的强劲势头仍在持续，提供了独特的超额收益来源；再通胀推动工资增长和消费。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国股票</li> <li>日本股票</li> </ul>
4. 应对降息	<ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲和新兴市场的大部分地区通胀得到控制，且亚洲货币走强，使各国央行有降息空间以支持经济增长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>优质亚洲本地和新兴市场债券</li> </ul>
5. 构建更强的投资组合韧性	<ul style="list-style-type: none"> <li>鉴于关税结果不确定，市场波动性将持续高企，且盈利前景的能见度降低。</li> <li>从亏损中恢复颇具挑战性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>（来自股息和债券的）优质收益</li> <li>低波动策略</li> </ul>

数据来源：瀚亚投资

数据来源：所有经济预测均来自瀚亚投资。

其他贡献者：瀚亚投资股票、固定收益和量化投资团队。

## 免责声明

本文由瀚亚海外投资基金管理（上海）有限公司（“瀚亚海外投资上海”）结合集团关联方瀚亚投资（新加坡）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海外投资上海认为可靠的来源资料，或以此等来源为根据，但瀚亚海外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，或导致瀚亚海外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，未必呈现任何瀚亚海外投资上海或瀚亚海外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 EC2R7AG, 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。



A Prudential plc company 

[eastspring.com](http://eastspring.com)