

2025年下半年投资展望

越过彼岸： 在不断变化的世界中 寻求可能性



诚摯如一

编辑团队

总编辑

Gidon Jerome Kessel

新加坡和区域主管
存款与财富管理
个人金融服务部

编辑团队

林敬和

财富管理咨询与策略主管
存款与财富管理
个人金融服务部

陈建辉

财富管理咨询投资策略师
存款与财富管理
个人金融服务部

刘璇栗

财富管理咨询投资策略师
存款与财富管理
个人金融服务部

邓文健

财富管理咨询投资策略师
存款与财富管理
个人金融服务部

刘家菱(实习生)

财富管理咨询投资策略师
存款与财富管理
个人金融服务部

黄丽鹂

市场研究及策略主管
财富管理部
大华银行(中国)

内容

4 前言

5 主要考虑因素和策略

2025年下半年展望

7 经济展望

10 国家聚焦

14 资产类别观点

需关注的关键主题

18 主题1: 特朗普2.0的影响

20 主题2: 经济增长放缓的短暂阶段

21 主题3: 人工智能(AI)应用增加

你能做到

24 构建您的投资组合

25 核心配置

26 战术性配置

前言



Jacquelyn Tan

董事总经理
集团个人金融服务部主管

当我们步入2025年时，我们曾预计席卷全球的变革将同时带来挑战和机遇，而现实证明我们的这一预测正确无疑。

2025年上半年，我们的经济韧性经受住了考验。美国政策的不确定性和中东紧张局势的加剧引发了市场波动，并使得投资者重新考虑投资头寸。美国大胆的关税提案最初引发了市场恐慌，并促使投资者转向更安全的资产。但是当下调某些关税后，股市已有所反弹。与此同时，全球债券市场仍处于紧张状态，尤其是美国境内对债务水平上升和财政可持续性的担忧加剧了市场的不安。

展望未来，我们预计市场将持续动荡，直至美国关税政策及其对增长、通胀和利率的连锁反应变得更加明朗。尽管如此，全球经济在不确定中表现出了非凡的韧性。增长可能会变慢，却很稳定。

有迹象表明，美国政策不确定性可能已然见顶，再加上各国央行采取减税措施和更具支持性的立场，我们有理由对2025年下半年保持谨慎乐观。

前方的道路崎岖不平。但也为投资者提供了富有意义的机会。这也是保持多元化比以往任何时候都更加重要的原因，因为多元化投资有助于平衡潜在收益和稳定性。我们鼓励投资者保持机敏，积极管理其投资组合，并确保其投资策略符合风险偏好和长期目标。

我们希望我们的《2025年下半年投资展望》不仅能提供有价值的见解，还能为投资者提供抓住未来机会的策略。我们一直在您身边，支持您踏上财富之旅，并共同构建更加稳固的财务未来。

关键考虑事项和策略



投资策略

- 1 短期波动代表买入风险资产的机会
- 2 进行多元化投资，寻求收入型资产
- 3 维持科技股投资，以实现长期结构性增长



核心



多元资产配置策略



投资级债券基金

战术



优质派息股票



发达市场金融



科技股



中国



市场中性策略
(亚洲股票)



黄金

来源: 大华银行个人金融服务部理财咨询 (2025年6月20日)

2025年下半年展望

经济展望	7
国家聚焦	10
资产类别观点	14

2025年下半年展望

经济展望

经济

全球经济仍将持续扩张，但增长有所放缓。得出这一结论的背景是美国政策存在不确定性、贸易紧张局势持续存在以及生活成本压力变大可能抑制诸多经济体的商业投资和打击消费者情绪。近期中东紧张局势升级也引发了投资者对于原油价格走高可能抑制全球经济增长的担忧。

全球经济前景取决于不断变化的美国政策以及消费需求的韧性。美国对等关税政策的截止日期2025年7月9日将是一个关键的转折点，市场将密切关注对等关税是否会有进一步缓和的迹象或其紧张局势是否会再度恢复。一旦美国关税政策的最终结果变得明朗，投资者和各国央行将能够更准确地评估其对经济增长的全面影响。

全球经济增长面临的最大的风险是通过恢复更高的对等关税以及额外的行业关税带来的贸易紧张局势再度升级。这将加重当前美国对其所有贸易伙伴征收的10%基准关税和行业特定关税，由此影响全球供应链和消费需求。另一方面，如果贸易紧张局势能够实质性缓和，将有助于改善全球经济前景。尽管我们预计经济增长将会放缓，但目前我们预计不会出现经济衰退（图1）。

我们预计，2025年美国经济增长率将放缓至1.0%，原因是商业情绪受到贸易政策不确定性的影响。美国劳动力市场也初现降温

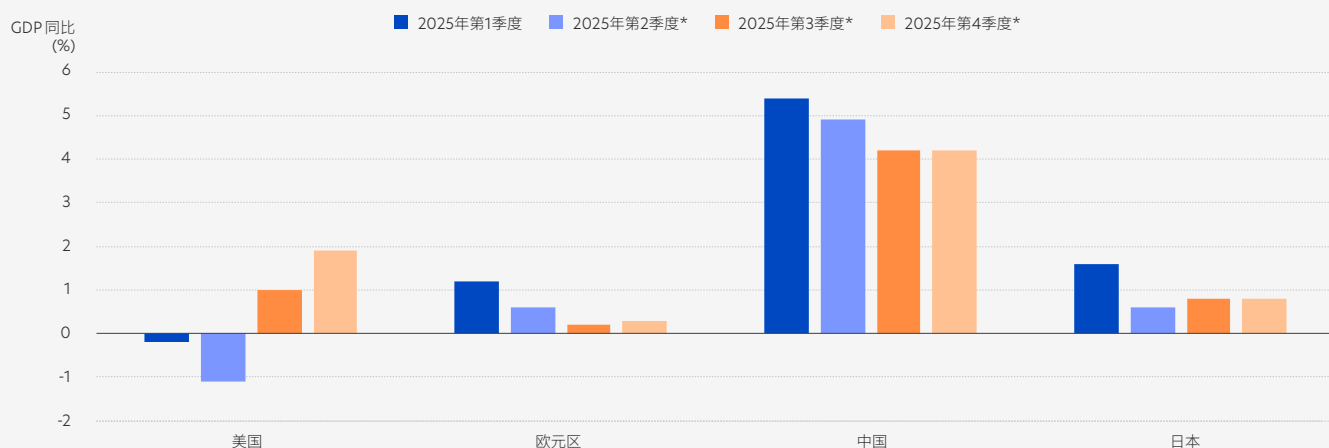
迹象，而美元(USD)走软将带来不利影响。但是，如果实施了特朗普(Trump)总统的减税计划，将遏制美国经济增长放缓的局面；而如果贸易紧张局势缓和，则有望改善经济前景。

欧元区经济的主要风险在于欧盟(EU)可能无法与美国达成贸易协议，由此导致特朗普总统对几乎所有来自欧盟的进口商品征收50%的关税。由于存在这一关税风险，我们对2025年欧元区国内生产总值(GDP)同比增长率预测值进行修正，将其从之前的0.9%下调至0.5%。

我们预计中国经济将企稳，鉴于中国与美国达成的90天关税休战协议带来的短暂缓解，预计2025年中国经济同比增长4.6%。出口一直是近期的主要经济增长动力，但能否达成持久的贸易协议，或者是否会再次征收更高的关税，仍尚待分晓。由于中国国内经济增长动力较为迟缓，中国政府同时采取了财政和货币刺激措施。

日本经济增长面临下行风险，我们预计2025年日本实际GDP同比增长1.0%。原因主要是汽车和钢铁等日本关键出口行业受到美国关税相关不利因素的影响，而日元(JPY)走强又对出口竞争力产生负面影响。此外，高通胀，尤其是大米价格的大幅上涨抑制了日本国内消费。

图1: 全球增长略有放缓,但仍在扩张中



*该数据由大华银行预测。

来源: 大华银行环球经济与市场研究部、彭博社(2025年6月20日)

经济展望

通胀

大多数经济体的通胀率在逐渐下降，且在大多数国家的通胀率正趋同于央行设定的2%的通胀率目标值。造成这一反通胀趋势的因素包括经济增长放缓、供应链压力减轻以及工资压力显著下降。此外，因为财政支持未过度刺激需求，财政支持变得更有针对性且通胀倾向更低，从而有助于稳定物价。

就2025年而言，我们预计通胀压力将在很大程度上处于控制中（图2）。然而，通胀放缓的幅度可能在未来几个月变得不均衡。在几个经济体中，服务业仍出现粘性通胀现象，异常天气将继续对农业产出造成影响，由此带来食品价格压力再度上升的风险。同时，必须考虑中东紧张局势导致油价上涨的风险。

在美国，尽管通胀有所放缓，但特朗普总统的财政政策和贸易政策的影响仍给经济前景蒙上阴影。特朗普的减税政策可能提振消费需求，而进口关税可能提高投入成本和消费价格，由此可能导致通胀再次加速。

如果对等关税与当前的基准关税和行业特定关税同时恢复，则其对通胀的影响将变得更加明显，但影响的程度将取决于征收的关税水平。尽管如此，我们认为关税推动的美国通胀是短期内价格飙升，随后其将会缓解。

另外，尽管供应链中断和能源价格波动带来的风险仍然存在，经济增长放缓将继续对通胀施加下行压力。

图2: 2025年大多数经济体的通胀压力处于控制中

	2024	2025F
美国	3.0	3.6
欧元区	2.4	2.0
中国	0.2	0.0
日本	2.8	2.9
新加坡	2.8	0.7
马来西亚	1.8	2.3
印度尼西亚	2.3	2.4
泰国	0.4	0.6

来源: 大华银行环球经济与市场研究部 (2025年6月20日)

2025年下半年展望

经济展望

央行政策

随着大多数经济体的通胀继续放缓，全球各国央行已将重点转向通过启动降息政策支持经济增长。这一转变反映了在全球需求、贸易不确定性和金融市场波动放缓的驱动下，货币政策方面的更广泛调整。

更重要的是，这些降息政策并非出于对经济衰退的担忧，而是战略性微调政策的制定，以适应不断变化的通胀和增长动态。在短期内，美国的关税政策和财政政策和地缘政治紧张局势将为这些动态带来驱动力。

我们的观点是未来将逐步降息。各国的降息节奏和幅度将有所不同，这反映了各国的贸易中断风险、国内通胀趋势和货币稳定性存在差异。

在美国，鉴于关税对经济和通胀的影响尚未确定，美联储(Fed)2025年迄今一直不愿降息。尽管如此，我们预计美联储将在2025年下半年降息三次，每次降息25个基点(bps)，原因是美联储将优先考虑经济增长面临的下行风险。

自2024年6月以来，欧洲中央银行(ECB)已降息8次。随着通胀率趋同于2%的目标水平，预计欧洲中央银行将继续维持其降息周期，

以避免对经济增长带来下行风险。我们预计2025年下半年欧洲中央银行还会降息两次，每次降息25个基点，到2025年年底前将存款利率降至1.5%。

在亚洲，各国央行也采取了更为宽松的货币政策。

预计中国央行(即中国人民银行)将维持“适度宽松”的货币政策，主要通过降低存款准备金率(RRR)和有针对性的降息来提供流动性支持。尽管如此，鉴于中国人民银行在2025年5月已实施了宽松的货币政策，且仍处于中美90天关税休战期中，预计在2025年第4季度中国将公布进一步的货币政策宽松举措。

其他亚洲国家的央行可能采取谨慎的降息措施，目的是既要为经济增长提供支持，又要保持货币稳定和投资者信心。由于亚洲地区整体的通胀水平较低，因此有进一步采取货币政策宽松举措的空间，以便抵消美国关税政策和全球贸易中断可能带来的潜在增长阻力。

日本是唯一一个加息的主要经济体，预计日本将在2025年9月加息25个基点，之后在2026年第1季度最后一次加息。

图3: 预计将逐步降息

	当前	2025年第3季度*	2025年第4季度*	2026年第1季度*	2026年第2季度*
美国	4.50	▼ 4.25	▼ 3.75	— 3.75	▼ 3.50
欧元区	2.00	▼ 1.75	▼ 1.50	— 1.50	— 1.50
中国	3.00	— 3.00	▼ 2.90	— 2.90	— 2.90
日本	0.50	▲ 0.75	— 0.75	▲ 1.00	— 1.00
马来西亚	3.00	▼ 2.75	▼ 2.50	— 2.50	— 2.50
印度尼西亚	5.50	▼ 5.25	— 5.25	— 5.25	▼ 5.00
泰国	1.75	— 1.75	▼ 1.25	▼ 1.00	— 1.00

*数据为大华银行预测数据。

“美国”指美国联邦基金利率目标上限。“欧元区”指欧元区存款机制利率。“中国”指中国1年期贷款市场报价利率。“日本”指日本短期政策利率。“马来西亚”指马来西亚隔夜政策利率。“印度尼西亚”指印度尼西亚7天期逆回购利率。“泰国”指泰国1天期债券回购利率。▼表明利率低于上一季度。—表示利率与上一季度持平。▲表明利率高于上一季度。

来源：彭博社、大华银行环球经济与市场研究部（2025年6月20日）

2025年下半年展望

国家聚焦



美国

由于持续的贸易政策不确定性和疲软的劳动力市场，预计美国经济增长将放缓。在劳动力市场上，我们已获取职位空缺减少、领取失业救济的人数上升以及工资增长放缓方面的证据。

尽管美国的一家联邦法院最初阻止了大部分美国关税，但特朗普政府提起上诉，允许关税暂时保持不变。中美为期90天的关税休战期以及美国与其他国家为期90天的关税暂停期带来了暂时的缓解，但目前尚不清楚这是否将导致贸易协议的签署或关税升级的恢复。

美国消费者、进口依赖型企业和旅游公司也将面临美元走软带来的不利因素。

展望未来，我们认为美国贸易政策的影响将导致经济增长放缓，但不会导致经济衰退。尽管在贸易紧张局势缓解的情况下美国经济前景可能有所改善，我们已将2025年美国GDP同比增长率预测值从1.8%

下调至1.0%。尽管特朗普总统的减税计划对经济增长的全面影响可能到延迟到2026年方可显现，其也将为经济增长提供支持。

关税可能会在未来几个月推高美国的通胀，但我们预计这只是暂时的飙升，随后其将在2026年缓解。尽管我们预计美国核心通胀率将高于3.8%，2025年美国整体通胀率预测值同比为3.6%。

鉴于尚不清楚关税对经济增长和通胀的影响程度，美联储主张应对利率变化保持谨慎和耐心。在经济前景变得更加明朗前，美联储可能会持观望态度。

值得注意的是，降息推迟的原因仅仅是经济前景不明朗。鉴于我们认为关税驱动的通胀是暂时性的且美国经济增长将放缓，我们预计2025年晚些时候将有三次降息，每次降息25个基点，由此到2025年底美国联邦基金利率目标（FFTR）的上限将达到3.75%。



欧元区

预计欧元区2025年全年经济同比增长0.5%，能够从2024年底的轻度技术性经济衰退中复苏。由于德国的财政刺激计划为工业和国内需求提供支撑，该复苏很可能在今年上半年就出现。

未来的主要风险是欧盟可能无法与美国达成贸易协定，由此特朗普总统将从2025年7月9日起对几乎所有欧盟进口商品征收50%的关税。这将加重当前已征收的行业关税，并将使欧洲出口严重承压，特别是汽车和机械等关键行业，而这些行业对德国和法国等欧洲国家至关重要。

截至目前，欧盟未能在其与美国之间的贸易谈判中取得进展。据报道，即使欧盟能够与美国达成贸易协议，特朗普总统也会保留对欧盟产品征收的多项关税。作为回应，欧盟正准备相关对策，由此增加了贸易战的风险。由于存在这一关税风险，由于存在这一关税风险，我们对2025年欧元区GDP同比增长率预测值进行修正，将其从之前的0.9%下调至0.5%。

从积极的角度而言，德国的财政刺激计划允许增加军事支出和民防支出以及增加对网络安全和基础设施的投资。尽管如此，对德国经济提振的作用只可能会逐步显现。

在地缘政治紧张局势加剧的情况下，欧洲各国政府正增加借款，以增加其军事开支。值得注意的是，德国已对其严格的债务法规进行修订，以增加军事开支，并通过一项5,000亿欧元的投资基金加快基础设施建设并增加气候领域的投入。尽管这将有助于促进长期经济增长，但对经济的提振作用只会逐步显现，同时也将导致政府债务增加和财政赤字扩大。

欧元区的整体通胀率和核心通胀率持续下滑。造成这种下滑的主要原因包括能源价格下跌、欧元走强及此前加息的滞后影响。欧洲中央银行此前持续重点关注的服务业通胀率也显著放缓。目前，预计2025年欧元区年均通胀率同比为2.0%，而2.0%也是欧洲中央银行设定的通胀率目标。

与上述趋势相符，欧洲中央银行在2025年6月召开的政策会议上将利率下调了25个基点，这是欧洲中央银行连续7次降息，也是自2024年6月以来的第8次降息。鉴于经济增长放缓和通胀降低，我们预计在2025年9月和2025年10月将分别降息25个基点，存款利率将降至1.5%。

2025年下半年展望

国家聚焦



中国

尽管受到美国所谓的“解放日”关税冲击的不利影响，中国经济的表现超出预期，显示出更强的韧性。2025年近几个月以来，出口一直是中国主要的增长动力，原因是2025年5月12日宣布的中美90天关税休战期带来了短期的提振作用，中国制造商提前向美国及其他国家发货。工业生产、零售销售额和固定资产投资也已显示出触底迹象。

但是，目前尚不清楚关税休战是否会延长、中美两国是否能够达成持久的贸易协议，还是关税将在休战期结束后再次上调。然而，很有可能是美国对中国征收的关税水平仍将高于2024年的关税水平。

中国国内的增长动力呈谨慎态势。中国国内消费依然低迷，导致价格战、价格下跌和通缩压力。对关税政策的担忧也抑制了对私营部门投资。因此，推动房地产市场的复苏也是中国的当务之急，原因是家庭净财富的稳定有助于促进消费。

以上也是中国政府愿意通过财政和货币刺激措施支持地方经济发展的原因，由此实现中国2025年GDP增长“5%左右”的目标。

具体而言，中国在2025年3月召开的全国人民代表大会上宣布了一项相当于其GDP的2%的财政刺激计划。随后在2025年5月7日，中国又宣布了货币刺激措施，包括将银行存款准备金率下调50个基点以及将关键利率下调10个基点。

综合考虑上述情况后，我们预计中国经济将企稳，且基于中美关税休战，我们对2025年中国经济增长率的预测值略微上调至同比4.6%（此前预测值为同比4.3%）。

鉴于消费者情绪低迷，通缩仍然是中国经济面临的主要威胁。关税和日益激烈的国内竞争导致的价格战将继续压低制造商的利润率，从而导致工资增长放慢和消费减弱。

鉴于近期贸易紧张局势变得稳定以及今年5月公布的货币刺激措施，我们预计中国人民银行在短期内不会进一步启动宽松货币政策。我们仅预计2025年第4季度中国还会再降息10个基点，届时7天期逆回购操作利率、1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）将分别降至1.30%、2.90%和3.40%。此外，存款准备金率可能再下调50个基点。



日本

我们预计2025年日本经济同比增长1.0%。尽管日本的工资上涨、旅游业收入强劲以及半导体技术投资加速，但其经济增长前景仍存在越来越大的下行风险。

美国的关税措施已对日本的汽车和钢铁等出口产品造成冲击，且由于美国贸易政策的不确定性持续存在，日本的出口增长预计将进一步放缓。特别是，日本尚未在2025年7月9日的截止日期前与美国达成贸易协定。日元走强也对日本的出口竞争力带来消极影响，其可能抑制日本的经济增长。

因工资增长带来的消费复苏情况在日本同样仍不均衡。尽管2025年过去的大多数月份中，日本家庭支出已有所增长，但鉴于消费者面临的生活成本压力变大，该支出可能开始下降。与此同时，由于通胀高企，日本的实际工资已连续四个月保持负增长。

日本的通胀压力依然高企，日本2025年5月的核心通胀率攀升至26个月来的最高水平，即同比增长3.7%。这主要是由食品价格的上涨所致，特别是大米价格同比飙升了102%。此外，服务业的通胀持续上攀升，这表明企业正将劳动力和大米上涨的成本转嫁给消费者。这意味着日本的通胀率已连续三年超出2%的通胀率目标。我们已将日本整体通胀率和核心通胀率的预测值分别修正至同比2.9%和同比2.8%。

日本央行在此前召开的三次政策会议上均未加息，原因是其仍在等待美国关税政策及其对日本经济和通胀的影响变得明朗。尽管如此，鉴于日本的通胀率远高于2%，预计未来日本央行仍然将加息。我们预计日本央行将在2025年9月将利率上调25个基点至0.75%，并在2026年第1季度再次加息25个基点。

2025年下半年展望

国家聚焦

图4: 主要和选定区域国家的经济概要



美国

1.0%

国内生产总值
(GDP)预测

3.6%

居民消费价格指数
(CPI)预测

- 由于美国贸易政策的不确定性,我们预计美国经济增长将放缓,但特朗普(Trump)总统的减税和放松管制政策将抵消该影响。
- 我们预计关税将在短期内推高美国的通胀,但我们预计这只是暂时的飙升,随后通胀将会缓解。
- 我们预计美联储(Fed)将在2025年降息3次,分别在2025年9月、10月和12月降息25个基点。



欧元区

0.5%

GDP预测

2.0%

CPI预测

- 由于持续的贸易紧张局势,欧元区的经济前景将变得暗淡,但不断增加的国防支出将支撑欧元区的长期经济增长。
- 由于需求疲软、能源价格下跌以及货币政策收紧的滞后效应,预计欧元区的通胀率将降至欧洲中央银行(ECB)设定的2%目标。
- 由于欧元区国家和全球的不确定性日益增加,预计欧洲中央银行将在2025年年底再次降息25个基点。



中国

4.6%

GDP预测

0.0%

CPI预测

- 中国经济增长有望企稳,但增长前景将取决于中美关税政策的走势以及中国政府通过刺激支持经济发展的意愿。
- 由于面临国内需求疲软和持续的中美贸易紧张局势不利因素,中国的通缩压力可能持续存在。
- 预计中国人民银行将在2025年第4季度将关键利率下调10个基点。



日本

1.0%

GDP预测

2.9%

CPI预测

- 日本经济面临越来越高的下行风险,原因是关税将对日本出口带来消极影响,而日元走强也可能为增长带来消极影响。
- 由于食品价格上涨,我们预计日本通胀将保持在高位,同时日本企业可能把更高的投入成本转嫁给消费者。
- 我们预计日本央行将在2025年9月份加息25个基点至0.75%。

来源:彭博社、大华银行环球经济与市场研究部(2025年6月20日)

2025年下半年展望

国家聚焦



印度

6.5% | **4.6%**
GDP预测 | CPI预测

- 由于受美国关税政策冲击的影响较小以及保持强劲农业推动农村地区的需求上升,印度经济已修正为正增长。
- 尽管不断上涨的黄金价格正推高核心通胀,但由于食品供应中断的风险降低,预计印度将保持低而稳定的通胀。
- 预计在2025年下半年,印度储备银行(RBI)会将利率维持在5.50%。



新加坡

1.7% | **0.7%**
GDP预测 | CPI预测

- 经济增长可能会放缓,原因是前期投资势头消散,以及基数效应表现不利。
- 由于需求疲软和供应过剩,通胀可能连续第三年放缓,而服务业通胀将受到劳动力市场遇冷的限制。
- 预计新加坡金融管理局(MAS)将于2025年7月将新加坡元名义有效汇率(S\$NEER)[^]政策区间的斜率完全拉平,以支持新加坡的经济增长。



马来西亚

4.0% | **2.3%**
GDP预测 | CPI预测

- 富有韧性的国内需求以及正在实施中的和将要公布的新财政措施将继续为马来西亚的经济增长提供支撑。
- 由于全球价格压力缓解、大宗商品价格下跌和需求压力变小,通胀可能继续保持减弱。
- 预计马来西亚国家银行(BNM)两次下调利率,每次下调25个基点,在2025年年底前其隔夜政策利率(OPR)将降至2.50%。



泰国

2.0% | **0.6%**
GDP预测 | CPI预测

- 预计泰国财政政策和货币政策的持续支持将缓解国内外不利因素对经济的影响。
- 由于需求疲软、政府价格控制和旅游业增长放缓,预计泰国通胀率将保持在低位。
- 为重启泰国银行(BOT)的宽松周期,预计泰国银行(BOT)将于2025年第4季度两次下调利率,每次下调25个基点,在2025年年底前利率将降至1.25%。



印度尼西亚

4.9% | **2.4%**
GDP预测 | CPI预测

- 印度尼西亚经济增长放缓的主要原因是持续的贸易不确定性。
- 2025年印度尼西亚的平均通胀率可能略低于2.4%。
- 预计印度尼西亚银行(BI)将在2025年第3季度降息25个基点至5.25%,并在2025年年底前保持该水平。



越南

6.0% | **3.6%**
GDP预测 | CPI预测

- 尽管越南经济仍保持强劲,但如果其未能与美国达成贸易协议,则其经济前景可能面临下行压力。
- 2025年,越南通胀率将继续攀升至3.6%,但仍低于越南政府设定的4.5%的预估上限。
- 越南国家银行(SBV)可能会在2025年年底前将利率维持在4.50%。

[^]新加坡元名义有效汇率(S\$NEER)是新加坡金融管理局(MAS)用于管理新加坡元汇率的政策工具。

来源:大华银行环球经济与市场研究部(2025年6月20日)

2025年下半年展望

资产类别观点

股票

全球股市在2025年上半年大幅波动，此次波动是宏观经济韧性、关税不确定性、地缘政治紧张局势和不断变化的货币政策复杂性相互作用的结果。股市表现喜忧参半，2025年迄今，美国股市表现逊于全球其他股市。

从2025年4月所谓的美国关税“解放日”抛售中大幅复苏后，股市强劲复苏，摩根士丹利资本国际指数（简称“MSCI指数”）近期创下新高。

2025年下半年，我们对作为广泛资产类别的股票持中性观点。受政策差异、人工智能驱动的创新以及美国关税政策和财政政策的影响，投资者应为跨地区和跨行业的持续分散投资做好准备。这就需要投资者对股票投资采取多元化方法，以消除潜在的波动。然而，市场也存在我们倾向的选择性机会。首先是优质股利股票，原因是股利股票持续且有吸引力的股利支付在美国贸易政策不确定的情况下为投资者提供获得收益的机会。我们也对科技股、发达市场金融和中国股市保持积极观点。

美国股市近期可能出现一些盘整，但2025年年底时可能高于当前水平。虽然与全球其他股市相比，美国股市的交易估值更高（图5），但我们合理验证这一点，甚至未来可能估值更高。这些理由包括企业盈利强劲、特朗普总统的减税和放松管制政策促进增长以及美联储降息的可能性。

美国股市经常在每年7月和8月出现季节性疲软，但当任何此类季节性疲软出现时，就为投资者提供逢低买入的机会，并为2025年第4季度的历史性强劲股市建仓。

尽管美国科技股的估值仍然高企，但投资者应寻求在潜在减税和支撑强劲盈利增长的长期人工智能趋势下逢低积累财富。

欧洲中央银行降息和企业盈利反弹为欧元区股市提供了支撑。德国的大规模财政刺激方案和其他欧洲国家增加军费开支也提振了国防、资本货物和基础设施行业的股票。

尽管相对于全球其他股市而言，欧洲股市的估值仍具有吸引力，但如果欧盟未能与美国达成贸易协定，美国可能提高对欧盟产品征收的关税，因此存在潜在不利因素。这就是我们对欧洲股市持中性观点的原因。

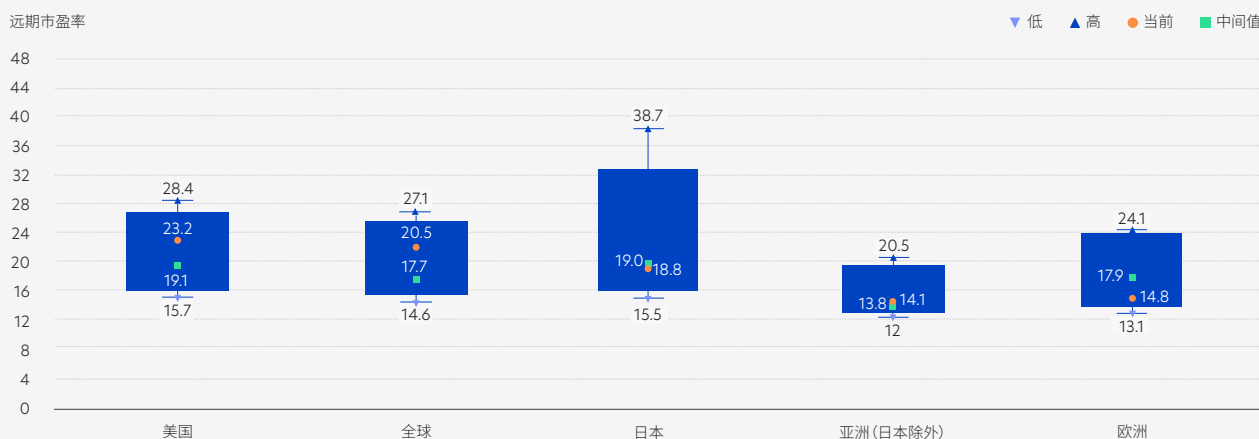
我们对中国股市保持积极观点。在地缘政治紧张局势下和面临国内挑战的情况下，中国仍是焦点。为期90天的中美关税休战期将于2025年8月12日到期，届时可能再次带来不确定性。

尽管如此，中国经济增长将趋于企稳，同时中国政府已承诺将实施积极的财政和货币政策，以应对贸易紧张局势和房地产行业的低迷。凭借稳健的盈利增长和具有吸引力的估值，中国股市有超越全球其他股市的空间。

我们对亚洲其他股市持细微差别的观点。随着美联储潜在的宽松货币政策和美元走软，亚洲股市可能从外资流入增加中受益。尽管如此，由于诸多亚洲国家尚未与美国达成贸易协议，同时可能依然存在征收更高关税的情况，亚洲的区域市场波动可能持续存在。

这就是我们对亚洲股市持中性策略的原因，在该策略下，不管市场走向如何，投资者都能够获得回报。除上述策略外，我们继续倾向能够带来有吸引力收益的优质亚洲股利股票。

图5: 美国政策变得明朗和潜在降息政策将使美国股票继续以高估值交易



来源: 彭博社 (2025年6月20日)

2025年下半年展望

资产类别观点

债券

债券市场正受到横风的影响。

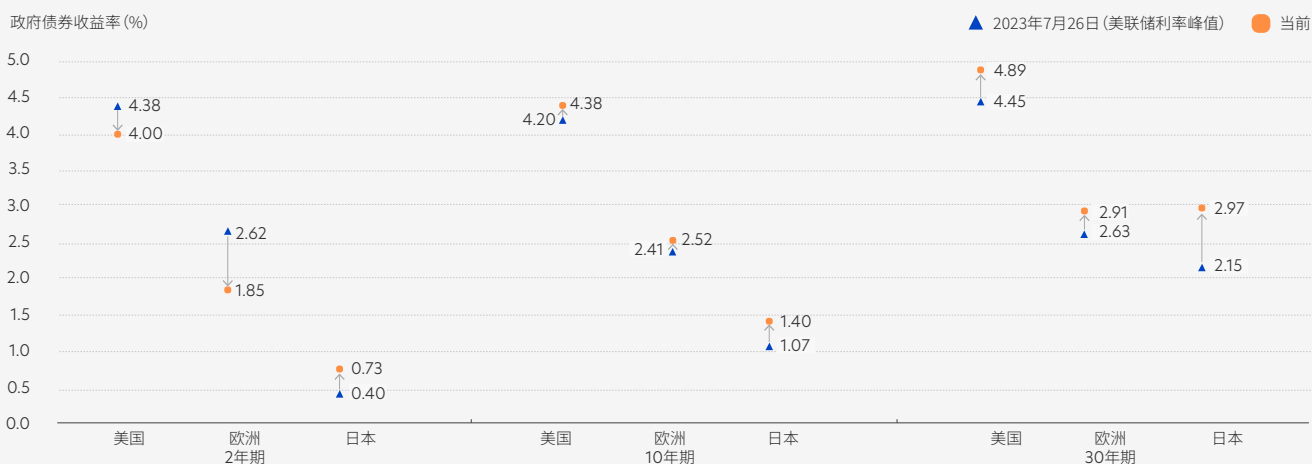
2025年近几个月来,美国贸易保护主义日益加剧,关税引发的通胀风险也显著上升。由于在财政刺激和国防方面无节制的支出导致政府债务水平上升,也引发了对一些国家的财政可持续性的担忧。这些因素都导致了长期政府债券收益率的上升。目前,其中一些因素可能将持续存在,可能导致2025年下半年的长期债券收益率保持高企。

相比之下,短期债券收益率则趋于稳定,原因是市场预期全球各国央行将多次降息,其中最重要的是美联储将在2025年下半年公布宽松的货币政策(图6)。

在亚洲,出口依赖型经济体可能会因持续的贸易紧张局势而更容易受到经济增长放缓的影响。但是,亚洲投资级债券发行人的基本面依然稳健,这有助于缓解宏观经济的一些不确定性。

考虑到关税的持续不确定性,我们继续看好来自发达市场和亚洲新兴市场的投资级债券。这些债券将继续为投资者带来有吸引力的收益率,并可以作为规避更大范围风险的对冲工具。

图6: 短期收益率保持稳定, 但由于对财政可持续性的担忧, 长期收益率已上升



来源:彭博社(2025年6月20日)

2025年下半年展望

资产类别观点

外汇和大宗商品

2025年第2季度，美元被大幅抛售，主要原因是投资者因特朗普总统不可预测的贸易政策纷纷出手以美元计价的资产。

随着穆迪 (Moody) 最近下调美国主权信用评级以及越来越多的人士担心特朗普总统提议的减税措施将大幅增加财政赤字，投资者开始质疑美元作为全球储备货币的作用。

全球贸易紧张局势可能在2025年下半年开始有所缓解。如果与关税有关的风险变小，投资者放弃美国资产的速度可能放缓，由此短暂缓解美元走软。

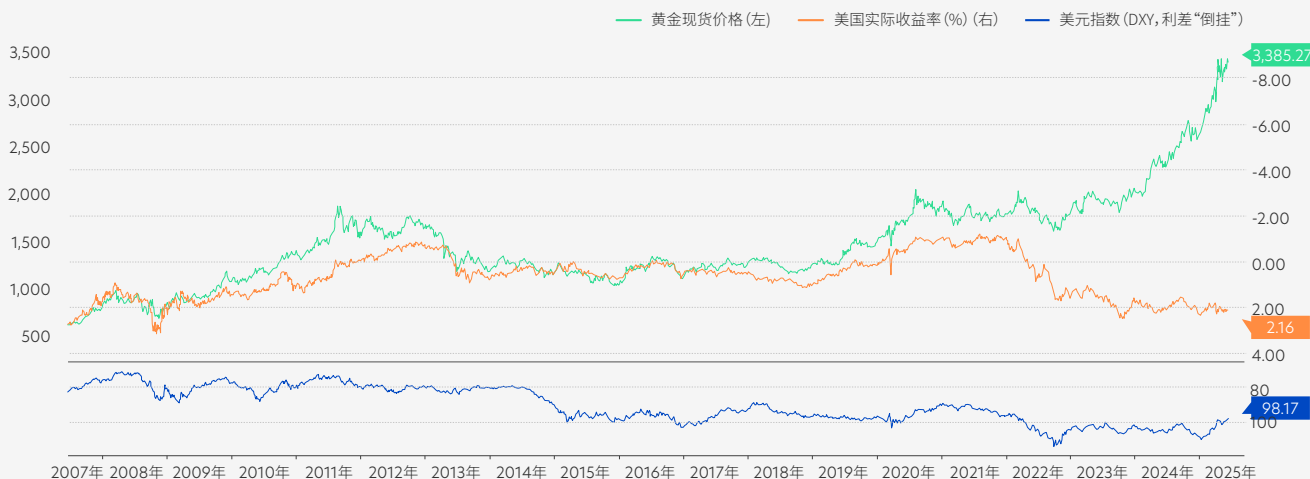
这意味着，投资者会再次更多地考量货币政策。随着美联储开始实施新一轮降息政策，同时其他央行逐渐结束其货币宽松周期，将给美元带来新的下行压力。因此，我们对美元保持消极观点，预计美元指数将在2025年第4季度跌至98.4。

我们认为几个关键因素可能影响亚洲货币近期的反弹。这些因素包括未来将发布的关税政策的不确定性、去美元化趋势的可持续性、亚洲经济体疲弱的经济前景，以及亚洲货币今年迄今为止的走强限制了进一步升值的空间。因此，我们对亚洲货币持近期谨慎观点。

黄金继续从几个长期利好因素中获益。这些因素包括强劲且持续的避险需求、持续的央行购买以及美元疲软，由此提升了我们对黄金的长期积极观点。尽管实际收益率上升，黄金将继续作为股票和债券之外的分散投资 (图7)。我们预计在2025年第4季度黄金价格将达到每盎司3,500美元。

2025年6月23日，当中东紧张局势升级后，我们将2025年下半年布伦特原油价格的预测上调至每桶80美元。尽管如此，值得注意的是，2024年以色列和伊朗之间的冲突对油价几乎没有持续影响，而产油国联盟欧佩克+ (OPEC+) 一直在积极增加/石油供应。

图7: 尽管自2022年以来实际收益率上升且美元保持坚挺, 但黄金价格仍继续飙升



来源: 彭博社、大华银行私人银行部 (2025年6月20日)

需关注的主要主题

主题1: 特朗普2.0的影响	18
主题2: 经济增长放缓的短暂阶段	20
主题3: 人工智能 (AI) 应用增加	21

需关注的主要主题

主题1: 特朗普2.0的影响

1. 充满不确定性的新时代

唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 第二次当选美国总统, 通常被称为“特朗普2.0”, 由此再次引发了全球经济的不确定性, 特别是在贸易政策和财政政策方面。

特朗普的领导风格以突然且难以预测的政策转变而全球闻名, 尤其是在贸易方面的政策。与“特朗普1.0”类似, 特朗普的不可预测性已经开始影响投资者情绪, 并颠覆了此前的金融市场预期。

2. 关税影响

特朗普2.0的显著特征是其其在关税上更加激进的立场。2025年4月2日所谓的关税“解放日”标志着美国全面征收新关税, 实际征收的关税税率达到上世纪30年代以来的最高水平, 标志着数十年以来的全球贸易自由化已急剧逆转。

这些普遍征收的10%基准税率、已暂时中止的更高的对等关税以及行业关税都引起了人们对通胀和企业盈利能力的担忧。

对企业而言, 向其征收关税意味着需要投入更高的成本, 由此可能挤压利润率并降低竞争力。对消费者而言, 这意味着各类产品价格都会上涨, 给全球各地已经高昂的生活费用再度增加通胀压力。由此带来的直接影响是企业 and 家庭的信心急剧恶化, 且企业无法在尚未明确且不断变化的规则下制定计划。

3. 减税和财政刺激: 双刃剑

尽管如此, 但也不都是坏消息。特朗普政府也在推动减税和放松管制, 这可能会对商业投资和消费者支出产生刺激作用。反过来, 这可能提高美国企业的收益, 推动美国经济增长。

美国国会目前正讨论实施一项近6万亿美元的预算和解方案, 该方案将延长2017年《减税与就业法案》(TCJA) 的期限, 并引入新的财政支持。

而问题在于, 尽管特朗普的减税计划能在短期内刺激经济, 但也引发了人们对长期财政可持续性的担忧。美国国会预算办公室警告称, 如果延长《减税与就业法案》中的期限而不增加相应的财政收入, 即使在已经考虑动态经济效应的前提下, 财政赤字可能会在未来几十年内增加2.8万亿美元。如果利率上升, 公众持有的联邦债务预计将从目前占GDP的99%飙升至2054年的超过214%, 甚至可能超过GDP的250%。

即使部分关税收入被用于为减税计划提供资金支持, 则美国财政部仍可能需要发行更多债券。

虽然财政刺激措施可能在短期内缓解压力, 但也凸显了扩张性政策的两面性: 能够在当下促进增长, 也能够在未来引发金融不稳定。

金融市场已做出这种反应, 美国国债收益率曲线变得陡峭就反映了市场人士的相应担忧。长期债券收益率上升, 30年期债券的收益率一度超过5%。

与此同时, 美元走软, 这在长期债券收益率上升的情况下实属罕见。通常而言, 较高的利率能够吸引更多外国投资, 并提高本国货币的汇率。之后在这种情况下, 由于对长期债务可持续性以及美国政策的不可预测性存在担忧, 全球投资者正重新评估其对美国资产的配置。美元作为全球储备货币的地位如今正遭受比以往更严苛的质疑。这也将对全球金融市场产生深远影响, 特别是在各国开始降低其对以美元计价资产的依赖的情况下。



需关注的主要主题

主题1: 特朗普2.0的影响

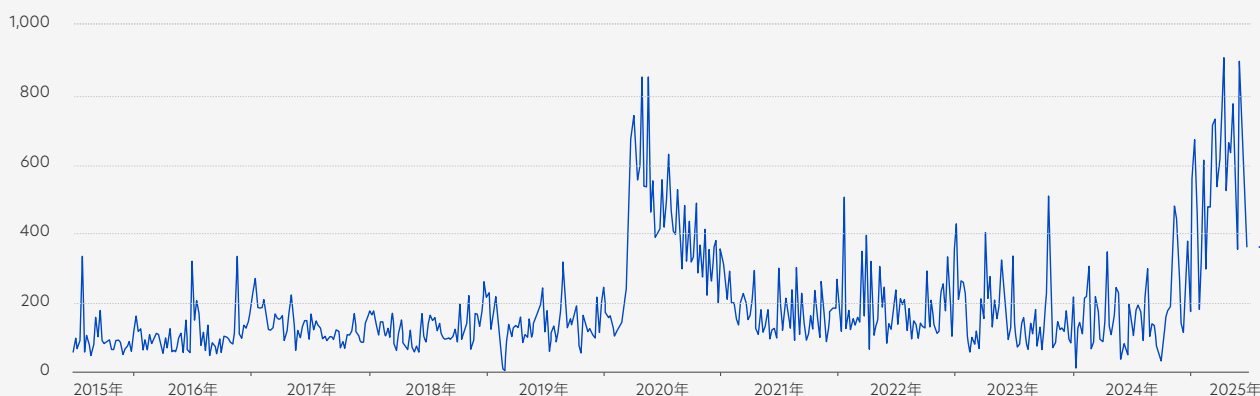
图8: 特朗普总统仍关心市场反应

特朗普看跌期权



图9: 美国政策的不确定性可能已然见顶，但目前仍然高企

美国经济政策不确定性指数



来源: 彭博社、大华银行私人银行部 (2025年6月20日)

4. 特朗普仍关注金融市场; “特朗普看跌期权”

在2025年4月初全球金融市场出现大规模抛售的情况下，特朗普非常担忧，从而撤销部分关税措施（图8）。这表明特朗普仍密切关注金融市场的发展，并将其视为对其此次总统任期的一次检验。

市场人士普遍认为，在做出让步前，特朗普总统愿意容忍一定程度的经济阵痛和市场不稳定，这被称为“特朗普看跌期权”。2025年4月9日，中美双方协议对等关税90天内暂停实施，而这一暂时的缓和措施让市场变得稳定，并让美国企业能够提前大量进口关键商品。

随着对等关税的截止日期2025年7月9日越发临近，可能出现另一阶段的不确定性及市场波动。或许会再次出现“特朗普看跌期权”现象。

5. 在不确定性中展现的韧性

尽管面临这些挑战，金融市场仍表现出韧性，美国政策的不确定性可能已然见顶（图9）。特朗普宣布关税政策时带来的最初强大冲击似乎正在减弱，而市场也正在适应新政策。

得益于潜在的减税政策的支撑，预计企业盈利仍将增长，美国经济不会陷入衰退。

虽然短期内仍可能出现波动，但未来几个月的市场环境有望改善。对投资者而言，多元化投资并集中投资优质资产仍是关键。投资者应保持机敏，以抓住不断涌现的投资机会。

需关注的主要主题

主题2:经济增长放缓的短暂阶段

从2025年初开始,全球经济进入增长放缓阶段。
这并非出现经济衰退,而是适度放缓的时期。

哪些因素导致放缓?

全球各经济体经济增长放缓主要是由于特朗普总统的贸易政策导致了消费和投资行为的反应性转变。

由于担心价格上涨,消费者变得谨慎。企业正重新评估供应链依赖关系,并致力于加快重新迁回本土或多元化生产。政策的不确定性也导致企业推迟作出投资决策。

可能显现季节性趋势

美国政策的发展,特别是关税政策的发展,将在短期内继续引起市场波动。特别是随着对等关税截止日期2025年7月9日临近,而当前中美关税休战期持续至2025年8月中旬。

这可能顺应市场的季节性趋势,即在每年第3季度,金融市场波动加剧。

即便如此,从历史数据来看,股市在每年第4季度有强劲的表现。

而这也符合我们的观点,即2025年下半年的市场环境将有所改善,且美国的减税政策有可能在2025年年底前被美国国会正式通过。而潜在的美联储降息也是一个支持因素。

这意味着投资者可以将第3季度出现的短期波动视为机会,以便积累核心投资和战术投资,为2025年的强劲收官做好准备。

对长期投资者而言,长期持有股票方可取得成功。

正如历史证明的那样,对投资者而言,对股市进行长期投资总是比试图精准把控股市走势更有效。(图10)

为减少波动,投资者应将其投资组合分散到不同的资产类别、地区和行业。投资者还可以考虑采用定期定额投资。



图10: 在每个高峰期投资的最差的市场时机把握者原本可以表现得很好

MSCI全球指数(净股息、净总美元回报)-1970年1月至2020年5月



需关注的主要主题

主题3:人工智能(AI)应用增加

1. 人工智能已从炒作走向现实

人工智能已经从一个概念性的话题迅速发展成为各个行业的变革力量。2025年,人工智能不再仅仅是一个流行词汇,而是已经成为重塑企业运营方、提高生产力、推动创新的基础性技术。人工智能生态系统正超越传统科技巨头。从医疗保健业、金融业到制造业、物流业等各行业的企业都在将人工智能融入其工作流程中,以提高效率、降低成本以及开辟新收入来源。人工智能的广泛应用正为投资者创造长达数十年的投资机会。

2. 人工智能领导力的竞争

尽管美国当前在基础研究和商业应用方面仍占据领先地位,但中国正通过大规模投资、国家支持举措以及不断壮大的人工智能人才库迅速缩小其与美国之间的差距。中国人工智能初创公司DeepSeek便是这一转变的典型代表公司。DeepSeek证明了即使在资源有限的情况下,创新也能够蓬勃发展,其能够以远低于西方同类产品的成本提供高性能模型。

3. 通过人工智能创新引领未来定位

投资机会正从上游硬件(如芯片和服务器)转向下游应用(如人工智能代理、智能机器人、自动驾驶汽车和人工智能软件)。人工智能周期正趋于成熟,成本也在下降,因此小型企业和初创企业更容易采用人工智能。这由此引发了一波创新浪潮,而这波创新浪潮正颠覆传统行业并打造全新的市场。

随着地缘政治的喧嚣逐渐褪去、市场重新聚焦于基本面,人工智能有望重新吸引投资者的关注。人工智能不仅仅是趋势,更是结构性的增长引擎,将继续塑造投资组合的未来,而中国和美国将在技术竞争的新时代引领全球。我们对科技股持积极观点。收益增长韧性将继续作为全球科技股的重要支撑因素(图11)。

对长期投资者而言,七大科技巨头股票2025年迄今为止的表现不佳可能是战略机会,投资者可以在这些继续在人工智能领域占据领先地位的公司中建仓(图12)。



需关注的主要主题

主题3:人工智能(AI)应用增加

图11: 极具韧性的全球科技股收益继续支持科技股投资者的积极情绪

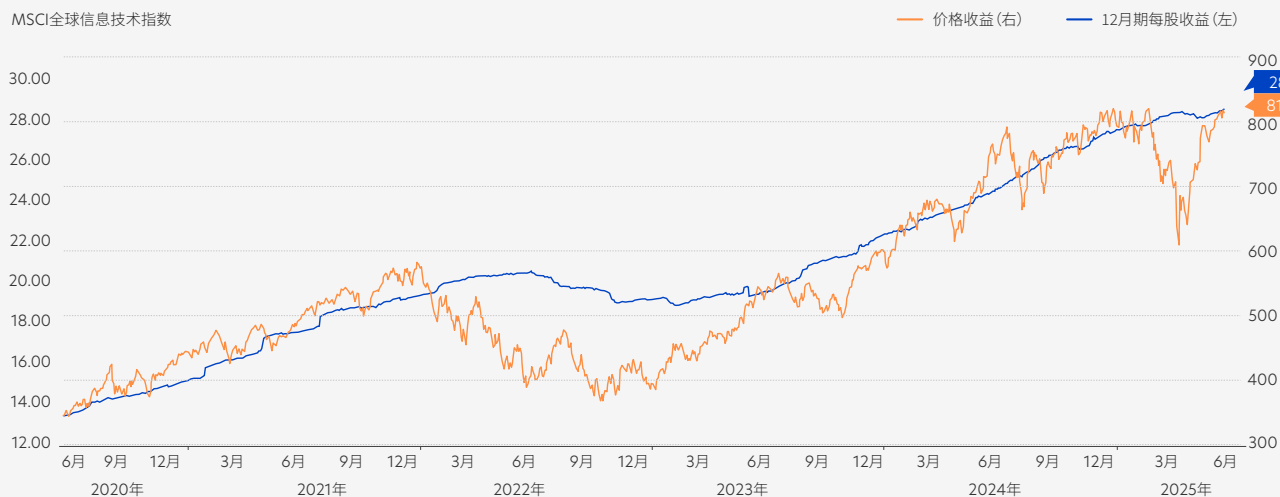


图12: 继近期表现不佳后, 七大科技巨头股票重返辉煌的理由



来源: 彭博社、大华银行私人银行部(2025年6月20日)

您能做的

建立您的投资组合	24
核心配置	25
战术性配置	26



您能做的

建立您的投资组合

在建立投资组合时，投资者应首先考虑财务目标、风险承受能力和投资时间。在考虑风险较高但在中短期内可能获得更高回报的战术性投资前，投资者可以先将投资组合锁定在对市场周期依赖度较低的核心投资。

美国贸易政策不确定性最高的时期似乎已经结束，尽管我们尚不清楚贸易谈判是否会促成降低关税的协定的签署，或90天暂停期结束后是否会恢复征收更高的对等关税。

金融市场可能在短期内继续波动，直到上述不确定性变得明朗且地缘政治紧张局势消退。通过多资产投资策略和投资级债券基金等核心投资，投资者能够确保其投资组合在不同的资产类别、地区和行业中保持良好的多元化投资。

2025年下半年的市场环境可能会有所改善，届时贸易协议将变得明朗，焦点将转向美国减税和放松管制政策，而美联储也将降息。因此，投资者应将短期内的下跌视为购买风险资产的机会。

对风险偏好较高的客户而言，我们建议下列选择性战术机会。尽管如此，我们建议投资者在投资组合配置中保持机敏并避免集中风险。

我们建议投资者保留一小部分黄金，将其作为多元化投资组合的工具。我们建议追求收益的投资者考虑我们认为将继续保持良好表现的优质股利股票。我们对科技行业维持积极观点，原因是人工智能将为长期增长提供支撑。发达市场金融的基本面依然保持强劲。

我们认为亚洲市场将充满活力。我们相信估值极具吸引力的中国股市，随着中国经济企稳，中国股票将上涨。此外，我们主张对更广泛的亚洲股票采取市场中性策略，无论市场走向如何，投资者都将获得回报。



您能做的

核心配置



多资产策略

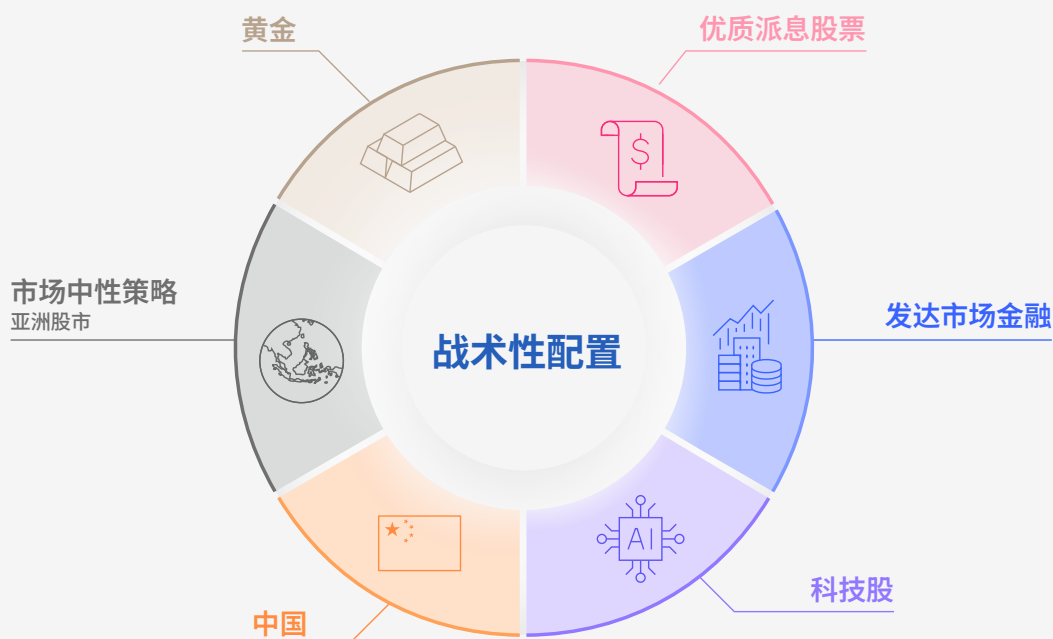
在背景不确定的情况下, 将投资组合分散到不同的资产类别、地区和行业, 对避免集中风险而言非常重要。其中的一个方法是通过核心投资 (多元资产配置策略) 获得稳定、持续的回报, 并抓住机会实现投资者的长期财务目标。

投资级债券基金

鉴于债券市场近期的波动, 投资者可以考虑持有由专业基金公司管理的投资级债券组合。这些债券基金公司将对债券投资组合期限实施动态管理, 并允许投资者对各种债券进行多元化投资, 从而获得稳定而有吸引力的收益。投资级债券在投资组合中也起到多元化投资的重要作用。

您能做的

战术性配置



黄金

尽管黄金价格在2025年4月22日创下历史新高后出现盘整，但鉴于避险需求，我们仍对黄金持积极观点。尽管中美对等关税政策已暂停，但美国关税仍处于数十年来的高位，全球经济增长可能放缓。

美元走弱也将为黄金价格提供支撑，原因是使用其他货币投资的投资者将更容易购买黄金。在不确定性持续的背景下，很有可能各央行和零售投资者对黄金的需求仍将保持强劲。

作为避险资产，黄金在资产组合多元化中发挥着重要作用。

不过，鉴于黄金是非利息收益资产，我们建议投资者可将黄金配置比例保持在5%至10%之间。

市场中性策略(亚洲股市)

尽管亚洲股市近期因估值极具吸引力、中美关税停战协议、美元走软以及资金从美国资产中撤离等因素而重新获得投资者青睐，但亚洲股市的市场波动仍可能保持高企，且直至贸易谈判结束且美国贸易政策变得明朗。

对风险偏好较高的投资者而言，针对亚洲股市的市场中性策略将使投资者能够抓住机会并降低投资组合的波动性。原因是基于市场中性策略，投资者能够在波动市场中灵活进行多头和空头操作，因此无论市场走向如何，投资者都能够获得收益。

中国

我们对中国股市持积极观点，原因是与全球其他市场相比，中国股市估值具有吸引力，且中国的经济增长也将趋于企稳。中国已公布其将实施积极的财政政策，以便促进国内消费并推动技术创新与应用，预计这将为中国经济和中国金融市场提供支撑。

中国央行也通过降息和增加金融系统的流动性的方式实施其宽松货币政策。

考虑到稳健的盈利增长和具有吸引力的估值，我们认为中国股市有超越全球其他国家股市的空间。

但是，我们建议投资者注意房地产行业持续低迷和贸易紧张局势等挑战。

您能做的

战术性配置

发达市场金融

虽然经济增长放缓是潜在的不利因素，但金融业的基本面仍然强劲。

原因是衡量盈利能力的指标银行净资产收益率 (ROE) 自2020年以来实现了大幅上升。

企业盈利一直保持强劲，且可能会继续保持，原因是交易量的提高将抵消贷款增长和净息差的任何潜在消减。

科技股

虽然可能遭遇一些短期阻力，但人工智能支撑的科技股能够实现长期增长。

此外，特朗普总统可能在2025年下半年推出促进增长的政策，届时将为美国经济提供支撑，并在人工智能需求的支持下保持科技股的收益增长势头。

掌握全球大额收益的大型科技公司将从美元走软中受益，这将提振海外收益的价值，从而提高收益率和利润率。

虽然大型科技公依然在收益方面领先，但我们认为焦点也将扩大到其他从人工智能创新受益的公司。

优质派息股票

2025年迄今为止，拥有稳定现金流和良好资产负债状况且持续带来有吸引力的股利的优质公司的股票表现良好，我们预计这种情况将继续存在。

在不确定性持续的背景下，优质派息股票是投资者的防御性配置。优质派息股票能够让投资者实现具有良好的投资组合收益，从而对抗长期通胀，特别是在利率下降的情况下。此外，当投资者使用资本收益和股利进行再投资时，优质派息股票能够为投资者提供潜在的资本增值和复合财富效应。

在全球脱颖而出的地区是亚洲（日本除外），该地区专注于国内业务的公司能够持续带来有吸引力的股利支付。

结论

投资者应确保多元化的投资组合，优先考虑核心投资，如多资产策略和投资级债券基金。

2025年下半年，市场环境可能会有所改善。风险资产的短期下跌是投资者的买入机会。

风险偏好较高的投资者可以考虑战术性机会，但要保持机敏、定期审查投资组合并避免集中风险。



诚挚如一

重要通知和免责声明

本出版物所载的资料仅供参考之用，不具有任何义务。本出版物不是也不应被视为买卖任何投资或保险产品的要约、推荐、邀请或建议，且任何人不得以任何目的予以传播、披露、复制或依赖文中信息。有关投资或保险产品的任何描述(如有)均完全符合该投资或保险产品的条款和条件，以及该投资或保险产品的招股说明书或构成文件(如适用)。本出版物中的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其他建议。如有疑问，您应就文中讨论的议题咨询您的专业顾问。

本出版物中包含的信息，包括任何数据、预测和基本假设，均基于特定假设、管理预测和对已知信息的分析，并反映了截至出版日期的当前情况，所有这些信息均可能随时发生变动，恕不另行通知。尽管已尽一切合理努力确保本出版物所含信息的准确性和客观性，大华银行有限公司(以下简称“大华银行”)及其员工均不作任何形式的明示、暗示或法定陈述或保证，也不对文件内容的完整性或准确性承担任何责任。因此，大华银行及其员工对文中出现的任何错误、不准确之处、遗漏或任何人士因信赖本出版物所载的意见或资料而引致的任何后果或任何损失/损害一律不承担任何责任。

本出版物中包含的关于(包括但不限于某些国家、市场或公司的)未来事件或业绩的任何意见、预测和其他前瞻性陈述不一定代表实际事件或结果，可能与实际事件或结果有所不同。文中信息不考虑特定的目标、财务状况和任何特定人士的特殊需求。投资者在投资任何投资或保险产品之前，不妨寻求独立财务顾问的意见。如您选择不寻求有关意见，则您应考虑有关投资或保险产品是否适合您。如果英文版和中文翻译版之间有任何不一致之处，或含义有任何不同，应以英文版为准。