Allianz Global Investors
安聯投資

納入我們對私募市場的年中展望

2025年7月

團隊觀點

2025年第三季

害怕入市？

本文件反映安聯投資投資團隊的2025年第三季觀點。過往表現並不代表對未來回報的預測。本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。

環球市場觀點

重新評估美國

- **有跡象顯示，在美國市場不穩定的政策制定和波動中，機構投資者牢固地形成一種害怕入市的心態。**問題在於，若貿易緊張局勢緩和及金融市場反彈，促使投資者於今年稍後時候的看法發生轉變，這種害怕入市的心態會否將被「擔心錯失良機」的心態所取代。

- **在投資者考慮下一步行動之際，使美國成為獨一無二的成功營商環境的眾多因素仍然穩如磐石**，例如美國公司的資本回報率通常較高，在人工智能（AI）領域佔據領先地位及人口結構有利。根據歷史經驗，美國股票的投資者往往可獲得不俗回報。

- **但我們認為，目前美國在環球股票指數中的權重或許過高：美國股票溢價的合理性，可能僅限幾個表現最佳的板塊。**考慮選擇性投資，並專注科技及部分工業等若干關鍵板塊的一些機遇，同時把資金撤離相較其他市場而言溢價不合理的美國股票，並轉投其他板塊。

- **市場對美國的政府決策及債務水平上升惴惴不安，導致環球投資者質疑美元及美國國庫券作為避險資產的未來前景。**我們預計，美元將面臨下行壓力，美國收益率曲線將持續走峭。對本地貨幣債券的配置可望繼續從美元貶值中受惠。

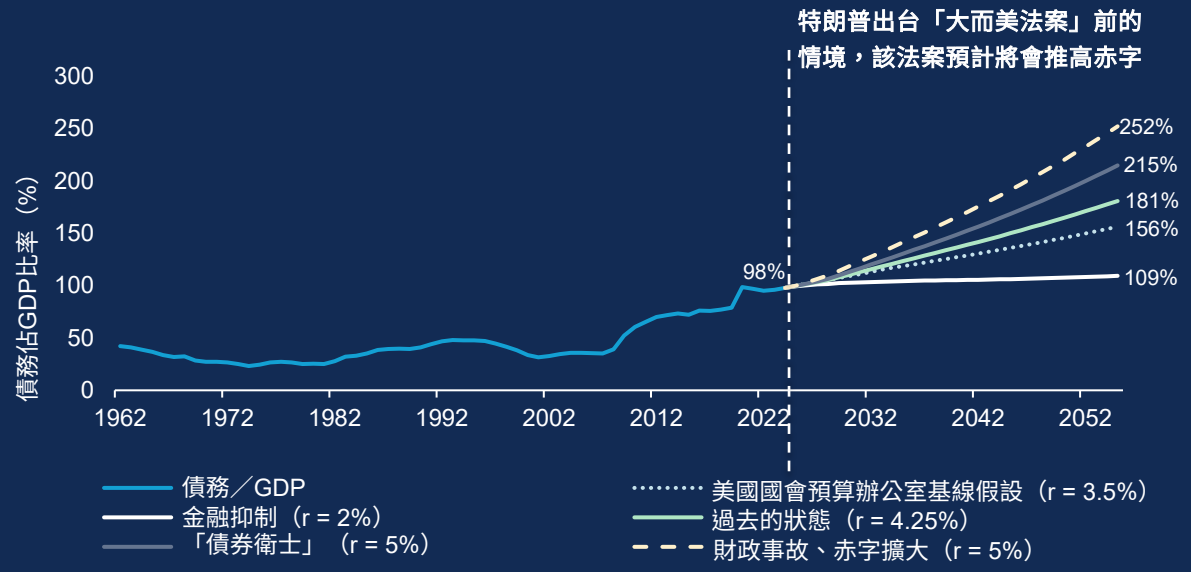
- **與此同時，歐洲增加的財政開支將令**網絡安全、國防及國防科技及AI等行業的**領先本土企業受惠**。

Allianz Global Investors 安聯投資

季度圖表

麻煩不計其數？

美國國債持續攀升（36萬億美元且仍在增長），日益備受債券市場關注，市場擔憂政府的長期償債能力。在特朗普提出「大而美法案」（big, beautiful bill）之前，市場預計在出現「財政事故」的最壞情境下，美國債務佔國內生產總值（GDP）的比率將達到252%，這突顯市場對收益率上升及投資者對美國資產的偏好減弱感到憂慮。



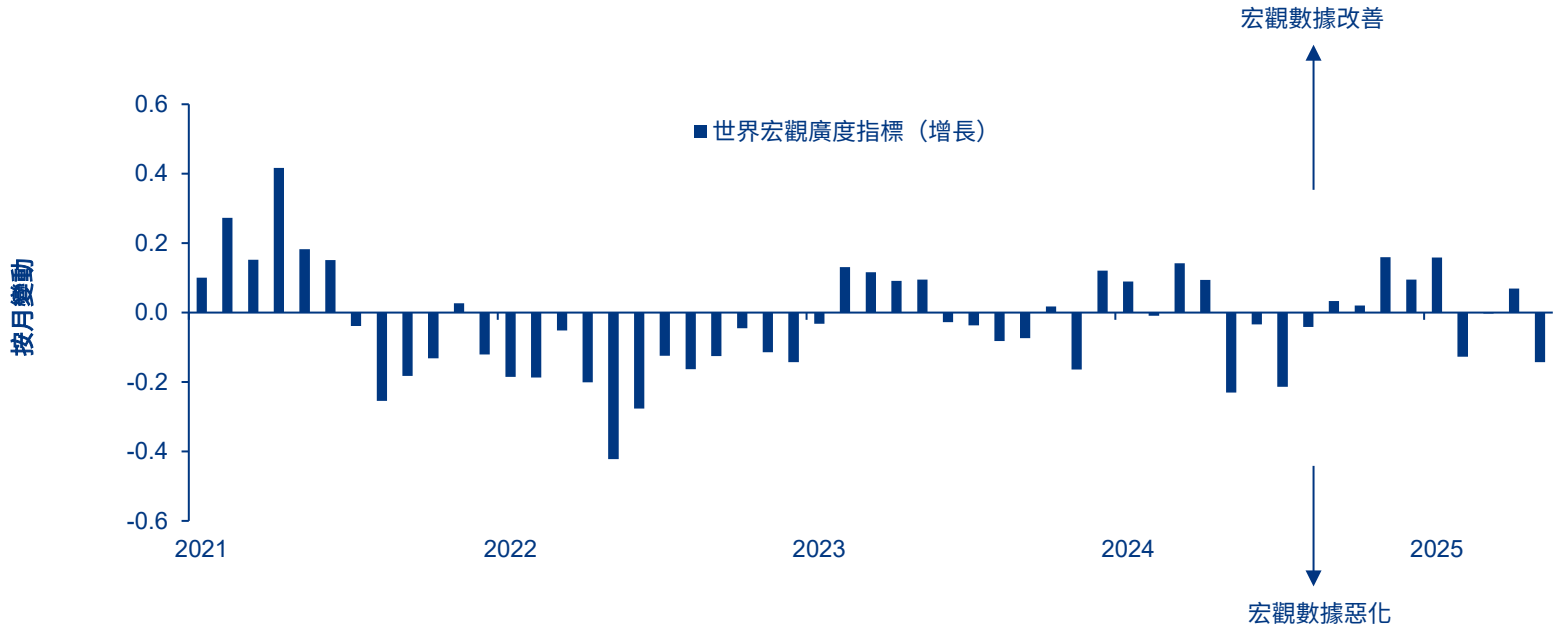
註：上述情境基於美國國會預算辦公室2025年3月關於基本赤字及名義國內生產總值增長（未考慮任何新的刺激政策）的基準情境預測，惟「財政事故」情境除外，其假設基本赤字每年額外增加1%。上述情境基於對公共債務平均利率（r）的不同假設。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、美國國會預算辦公室（數據截至2025年3月31日）。

Allianz Global Investors 安聯投資

經濟增長：儘管關稅造成衝擊，歐元區卻表現亮眼

我們的宏觀廣度增長指標[1]衡量全球各地的宏觀經濟數據，該指標錄得近一年來最大的單月跌幅

- **我們這項環球增長指標指數於過去三個月內首次下跌**，最終反映了這場曠日持久的貿易戰的滯後性影響。
- 隨著各行各業公司逐步取消在關稅政策出台前實施的提前生產安排，**製造業增長放緩，令環球表現受到影響**。服務業的增長動能進一步減弱。
- **美國各項經濟指標連續第四個月下滑。**日本、英國、中國及巴西同樣回落。
- **相比之下，歐元區持續增長**。澳洲、印度、墨西哥及南韓的數據同樣有所上升。



1) 我們獨有的宏觀廣度增長指標每個月追蹤354項環球、地區及國家的宏觀經濟數據走向。指標的按月變化範圍為-1至1，1（-1）的數值代表所有相關指標上升（下跌）。由於這些指數著重於變化的方向而非幅度，因此能夠評估相關宏觀趨勢的廣泛性，而且相關數據的歷史修正對其影響較少。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Refinitiv（數據截至2025年5月31日）。

Allianz Global Investors 安聯投資

概覽：各地區的主要數據

美國

美國政府突然改變政策，可能會損害經濟前景。由於圍繞貿易、移民及稅收的不確定性令企業、消費者及投資者的信心受動搖，**2025年的經濟增長率勢將減半。我們預計，關稅將於2025年下半年大幅推高通脹**。我們認為，美國聯儲局將採取觀望態度，到2025年底或之前將利率逐步降低至4%左右。

歐洲

歐洲各國加強泛歐合作的意願增強、德國可能增加公共支出及歐洲國防支出增加均利好歐洲市場。然而，歐洲的經濟增長仍然低迷，且面臨貿易戰的風險。我們預計通脹將回落，從而為歐洲央行創造條件，有望於2025年底或之前將存款利率降至1.5-1.75%的區間。我們預計英國將逐步減息。

亞洲

美國上調進口關稅對中國出口造成威脅，而出口貿易是中國經濟近幾個季度表現亮眼的地方之一。我們預計，中國政府將採取包括減息在內的進一步額外刺激措施，但該等措施可能僅能夠限制下行風險。**在芸芸主要央行中，日本央行是例外，我們仍預計其於中期內將逐步加息** – 但在瞬息萬變的環境中，政策失誤的風險已有所上升。

經濟增長：整體前景黯淡

實質GDP，按年變動%

地點	2024*	2025彭博市場預測	2025安聯投資預測
全球	3.3	2.7	*市場預測*
美國	2.8	1.4	*市場預測*
歐元區	0.9	0.8	*市場預測*
德國	-0.2	0.0	*高於市場預測*
英國	1.1	1.0	*低於市場預測*
日本	0.1	0.8	*市場預測*
中國	5.0	4.5	*市場預測*

通脹：美國的通脹壓力加大

通脹，按年變動%

地點	2024*	2025彭博市場預測	2025安聯投資預測
全球	5.7	3.9	*市場預測*
美國	3.0	3.0	*高於市場預測*
歐元區	2.4	2.1	*低於市場預測*
德國	2.5	2.2	*低於市場預測*
英國	2.5	3.0	*低於市場預測*
日本	2.7	2.8	*市場預測*
中國	0.2	0.3	*市場預測*

*2024年數據來自國際貨幣基金組織。數據截至2025年6月16日。

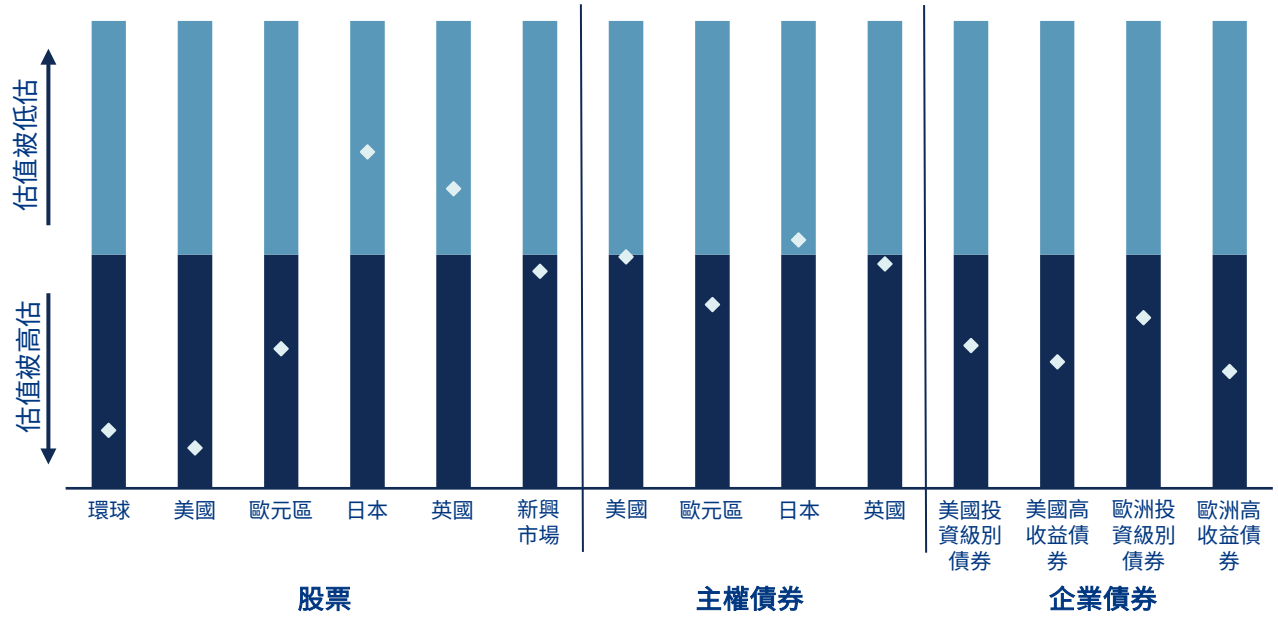
Allianz Global Investors 安聯投資

估值觀點：美國股票以外的機遇

更多資產的估值正在改善

- **美國股票**在經歷拋售後回升後，**相較歷史標準而言仍然定價偏高**，但我們的估值圖表顯示，其他市場相對存在大量機遇。
- 在我們分析的資產中，**日本股票是價值最被低估的股票。歐元區股票的吸引力似乎日益增加。**
- 定息收益市場近期的波動性創造了潛在的入市機會。我們認為，**美國國庫券（在市場波動時期歷來被視為首選產品）的估值正接近公允價值**。日本主權債券似乎是估值最便宜的選擇。
- **到年底或之前可能會出現更多的重新定價**，具體取決於貿易緊張局勢的規模及美國政策的走向，以及各國利率及經濟增長率之間的差異。

2025年5月底



我們的經濟及策略團隊的計算結果。

估值評分為相對過往評分分佈的當前評分。股票估值根據席勒市盈率（Shiller-PE）、市賬率、12個月預期市盈率。主權債券估值根據10年期實質利率和期限溢價。企業債券估值根據隱含違約機率和主權債券各自的估值。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Datastream（數據截至2025年5月31日）。過往表現並非未來回報的指標。本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。估值根據對經濟增長展望方面的最新假設。

Allianz Global Investors 安聯投資

資產類別確信度

股票

- **歐洲持續專注「主權」**將帶來利好因素，因為各國政府增加對基建設施及策略性行業的投資。我們認為，歐洲與美國在企業盈利增長的差異將於2026年縮小。
- **亞洲方面，AI從語言模型邁向多模態模型，推動嵌入式及具身系統（embedded and embodied systems）的發展，**將會成為科技增長及創新的主要推動因素，尤其是在中國。日本方面，通貨再膨脹及企業管治改革推動市場的發展，其亦可能受惠於資金預計將從美國市場流出帶來的避險效應。
- **受惠於財政及貨幣政策帶來的支持，印度經濟增長勢將重新提速。**長遠而言，人口結構及生產力提升有望繼續利好印度。
- 科技領域方面，除AI主題中的採用者與推動者外，我們認為，隨著週期性壓力的減輕及結構性需求的加速，**整個半導體板塊將再度成為市場關注的焦點。**
- **儘管短期而言，關稅相關的波動性及估值偏高影響我們對美國股票的展望，**但我們認為美國仍具備關鍵的結構性優勢，包括其股票市場對創新及AI的參與程度、企業文化、彈性的勞工市場、資本回報率及人口結構。

定息收益

- **鑑於面臨經濟增長風險及市場擔憂財政展望轉差，我們預計收益率曲線將會陡峭，尤其是在美國。**債券市場可能繼續劇烈波動，因此我們偏好圍繞我們關於收益率曲線的核心觀點及整體存續期長倉的偏好進行策略性交易。
- **相較美國國庫券而言，我們認為持有30年期英國金邊債券長倉具有投資價值。**我們認為，宏觀及政策環境同樣使歐元區的週邊國家主權債券息差相較核心國家主權債券更具吸引力。
- **投資級別信貸的定價略為偏高，但企業基本因素仍然強勁，且技術因素提供支撐。**我們維持適度超配，重點關注質素較高及非週期性信貸。
- **我們認為，高收益債券息差對違約率上升所帶來風險的補償作用有限。**我們並未盲目追逐市場，而是專注證券挑選並維持略為低配的立場。
- **新興市場方面，我們看好本地貨幣債券，**尤其是央行存在減息空間的市場（例如印尼）。我們亦看好南非本地利率債。
- **我們認為，美元面臨週期性及結構性利淡因素，並傾向於持有美元兌韓圜、新加坡元及巴西雷亞爾**等貨幣的短倉。

多元資產

- **作為多元資產投資者，我們對股票持審慎樂觀的態度，**這得益於股票的動力良好，但我們具有強烈的地區偏好。儘管股票在短期內可能繼續受惠於技術因素的支撐，但我們預計美國股票將達到長期高位，而其他市場則有有機會表現更佳。**我們看好歐元區股票，**其受惠於市場氣氛改善、央行政策支持及投資者資金流入的增加。
- 由於通脹數據回軟及避險資金流入，**我們亦偏好歐元區主權債券，**但我們的確信度有所降低。由於財政擔憂加深及國債拍賣需求疲軟，我們對美國國庫券持有更加審慎的態度。新興市場債券有望日益受惠於區內政府過往在財政及貨幣政策方面恪守紀律。
- **美元的脆弱性仍主導貨幣市場情緒。**我們看好歐元及日圓，兩者均受惠於美元走軟及基本因素帶來的支撐。美國的例外論面臨挑戰及海外債務負擔加劇，令美元的前景蒙上陰影。
- 受惠於各國央行的強勁買盤，**在環球經濟前景不明朗的情況下，黃金表現持續亮麗。**儘管地緣政治緊張局勢或會在短期內推高油價，但有關供應過剩的憂慮拖低價格，使得原油價格仍然受壓。**銅價維持窄幅上落，**但面臨的額外關稅可能會推高銅價。

本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。

私募市場：年中展望

當前機遇

- **相較公募市場而言，私募市場在過往市場動盪時期的表現更為穩定（波動性較低），**表明在資產配置中加入私募投資有助穩定投資組合在市場動盪時期的表現。
- **分散投資至關重要。**私募信貸及基建設施債券領域的投資者可考慮以下兩種方式進行分散投資：i)不同的最初投資年份（即基金作出首筆投資的年份），以降低市場擇時風險，及ii)不同的地域，有助避免對某個地區的持倉過高。
- **儘管增長前景不明朗，**但若通脹得到控制，**浮息私募債券及基建設施股票等防守性資產應有助於為投資組合提供保障。**
- **若通脹大幅上升，預計實物資產及信貸（收入通常與通脹掛鈎）將會受惠。**2022年通脹率飆升時（見圖表），基建設施股票的抗通脹潛力得以發揮。
- 在面臨整體不確定性、整體市場欠缺派息及公募市場出現回撤的背景下，**二級市場交易（對現有信貸基金的持份投資）繼續演變為具吸引力的防守性部署選擇。**
- 目前，投資者對私募股權活動仍處於觀望狀態，**我們預計一旦流動性、穩定性及經濟展望轉好，這類活動將會反彈。**
- **半流動性私募市場產品快速增長，可能成為投資者進入私募市場的一種較佳方式，**尤其是對於首次涉足的投資者，此類產品可讓其快速建倉。該等產品亦有助現有投資者對資產配置作出微調。

Allianz Global Investors 安聯投資

最新市場表現：資產類別概覽（歐元）

私募市場資產類別於2024年錄得雙位數回報（以歐元計），美元於年內升值7%亦起到提振作用。私募市場的長期上行及下行波動性始終低於股票，其中在2022年股市下行期間的表現大幅領先於股市。

	2024	2023	2022	5年期	10年期
私募股權	12.0%	2.4%	-3.2%	15.4%	15.5%
私募信貸	13.6%	6.6%	9.4%	10.2%	9.4%
基建設施股票	12.6%	5.0%	15.4%	10.7%	10.8%
MSCI世界指數	26.9%	19.8%	-13.0%	13.0%	11.7%

資料來源：安聯投資、MSCI Private Capital及彭博：私募市場所有成立年份的匯集淨內部回報率及股票的總回報，所有數據截至2024年12月31日，以歐元計值。僅供說明用途，概不保證預期業績，亦不代表未來配置。過往表現並不代表對未來回報的預測。

Allianz Global Investors
安聯投資

發現
我們更多
近期見解

市場的新重心在哪裡？（只提供英文版本）

超越關稅 – 在世界秩序轉變下評估貿易再平衡的更廣泛影響（只提供英文版本）

亞洲定息收益今年能否繼續跑贏大市？

透過基建設施推動拉丁美洲經濟增長（只提供英文版本）

免責聲明

本文件反映安聯投資投資團隊的第三季觀點。過往表現並不代表對未來回報的預測。
本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。
投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。
發行人:
香港–安聯環球投資亞太有限公司

ADM-W4622966