

2025年中 全球投资展望

驾驭不确定性

BlackRock
贝莱德

贝莱德智库



更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

MIKTGM0725A/S-409/894-1/17

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

引言

贝莱德的投研团队每年都会举行两次为期两天的会议，以讨论全球经济和市场的前景及其对投资组合的影响。自去年11月份举行上一届论坛以来，我们开会的次数更加频密，以全面评估今年一系列政策转变所引发的金融市场波动和高度不确定性。我们上一届论坛讨论和辩论的压轴议题是《全球投资展望》，藉此我们深度掌握了宏观脉络：我们一直以来认为目前的环境受供应主导，并在颠覆性趋势（或驱动现在和未来回报的结构性转变）的推动下迎来经济转型。这也导致数十年来作为投资锚点的长期宏观关键指标愈加波动，对此我们将在本文中进行剖析，并分享在当前格局下的投资洞见。

我们制定了三个主题，以详细阐述这种形势带来的投资启示。第一个主题是*投资当下的确定性*，我们认为近期形势比长期前景更加明确，因此继续保持风险偏好。其次是*策略性地管理宏观风险*，强调在此环境下管理宏观风险须讲究策略和方法 — 这种环境可带来许多超额收益机会。第三是以*颠覆性趋势为锚*，强调人工智能等颠覆性趋势在影响经济增长轨迹和持续推动投资回报方面发挥了重要作用。

作者



Jean Boivin
主管 — 贝莱德智库



Wei Li
环球首席投资策略师 —
贝莱德智库



Rick Rieder
基本面固定收益主管 —
贝莱德



Ed Fishwick
风险及定量分析主管 —
贝莱德



Glenn Purves
宏观投资环球主管 —
贝莱德智库



Raffaele Savi
系统化投资全球主管 —
贝莱德

执行发起人



Rob Kapito
总裁 — 贝莱德



Philipp Hildebrand
副主席 — 贝莱德



Rich Kushel
主管 — 贝莱德投资组合
管理团队

目录

引言	2
概要	3
投资环境	4-5
长期宏观关键指标逐渐失效	4
世界不会急速发生变化	5
主题	6-8
投资当下的确定性	6
策略性地管理宏观风险	7
以颠覆性趋势为锚	8
颠覆性趋势	9-10
地缘政治分化不断加剧	9
浅析人工智能发展阶段	10
焦点	11-14
美国资产仍是核心资产	11
美元的主导地位	12
借力私募资本	13
转型的核心在于基础设施	14
主要观点	15
细分配置观点	16

美国政策频繁转变和高度不确定性导致全球波动性显著加剧。但这其实是我们已身处数年的转型新格局的一种演变。目前的关键在于识别这种格局的核心特征以驾驭不确定性。鉴于可能会出现许多不同的潜在结果，作为锚点的长期宏观关键指标愈发波动。但宏观基本面并未发生太大变化：不可改变的经济规律决定了政策无法在极短时间内彻底改变世界。因此，我们继续看好风险资产和美国股市。人工智能等颠覆性趋势成为实现持续回报的新的长期锚点。

由于今年上半年出现诸多波折，政策不确定性明显加剧。我们之前预计今年的政策不仅不能稳定金融市场，还有可能带来扰动的因素。实际情况确如预期。就目前年中的情况来看，风险资产迄今的回报仍然相对平稳，即便其间充斥着引人注目的因素。

对投资者来说，目前的关键是了解当前环境的标志性特征。我们一直以来强调，我们进入了以深度转型为特征、受颠覆性趋势主导的新宏观格局，随着时间推移可能会推动全球经济轨迹和格局、通胀、政府债务和赤字或全球贸易出现许多截然不同的结果。2025年这一新格局更加凸显，人们开始深入探讨全球市场结构发生根本性变化的可能性——包括美国国债或美元（作为储备货币）的避险作用。

换言之，数十年来作为长期资产配置锚点的长期宏观关键指标愈加波动，是这一新格局最显著的特征。

但全球经济不会在短时间内发生翻天覆地的变化。全球贸易和债务融资层面存在一些不可改变的经济规律，将在短期内制约政策的制定。我们认为，试图打破这些规律就好比试图打破物理定律（例如摆脱地心引力），终将面临现实的制约。

宏观环境的最终走向尚未可知。但正是由于了解这些政策限制，我们得以保持灵活性，并在4月2日美国公布关税政策仅一周后便建立起重新增持风险的信心，在战术配置层面维持风险偏好。我们认为，相比长期宏观前景，短期发展形势更加清晰，这种情况对投资者来说很不寻常。因此我们更侧重于战术配置观点。有见及此，我们的第一个主题是**投资当下的确定性**，偏好美国股票和人工智能等主题。我们已准备好随时根据美国政策对经济的最终影响作出调整。我们认为，欧洲若不进行结构性改革，将难以取得出色表现——但其采取的一些措施还是让我们看到了希望。

我们的第二个主题是**策略性地管理宏观风险**。我们认为当前的转型环境相比过去十年更有利于实现超额收益，即高于基准的回报。但宏观环境动荡不安，给投资组合带来更多不确定性，须通过主动管理加以应对。即便作为锚点的长期宏观关键指标愈发波动，但我们认为颠覆性趋势可望持续推动投资回报——并且以**颠覆性趋势为锚**，这正是我们的第三个主题。与宏观关键指标不同，颠覆性趋势不能清晰地反映经济增长和通胀前景，也不直接等同于广泛的回报驱动因素。相反，我们须追踪这些趋势的演变在资产类别之间和资产类别内部创造的机会、对主题进行细分，根据市场定价的变化不断调整策略。

长期宏观关键指标 逐渐失效

今年上半年看似不同寻常，但我们认为这恰恰是多年来我们所描述的深度转型的显著表现。地缘政治分化角力、人工智能和其他颠覆性趋势正在重塑全球经济轨迹和格局。这并非周期性调整，而是可能会引发许多迥异结果的结构性的调整。不确定性势必会加剧。关键在于驾驭这种不确定性，而第一步是识别当前环境的核心特征。

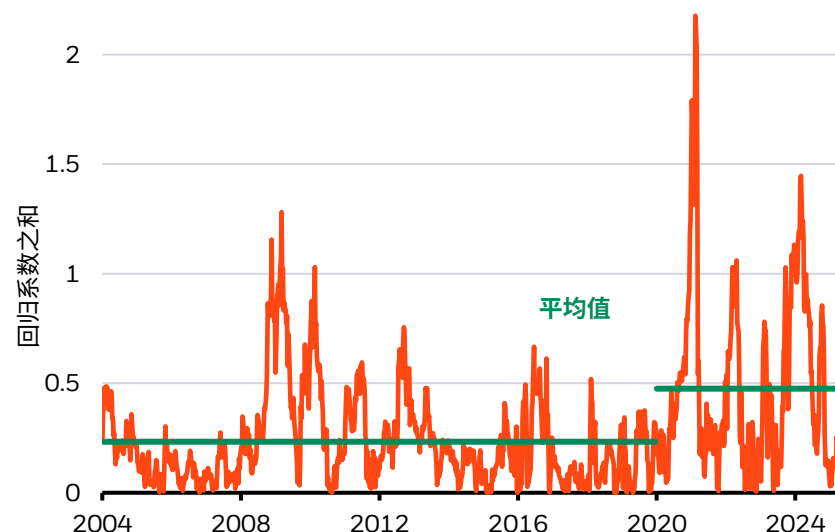
最明显的特征是市场数十年来依赖作为锚点的长期宏观关键指标逐渐失效。通胀预期不再稳定地维持在2%的目标水平附近。财政纪律逐步弱化。投资者希望持有美国长期国债能够获得的补偿正从较低水平上升。市场对支撑金融体系的支柱（如央行独立性和美国资产的避险作用）的信心也已动摇。

我们认为须采取新的风险管理方法。疫情之前，当长期宏观关键指标基本确立后，广泛资产类别回报往往会回归长期平均水平。在稳定的经济增长、低通胀和支持性货币政策的提振下，比较容易通过静态配置广泛股票和债券指数来产生回报。当股票下跌时，债券往往会起到缓冲作用。但这一切已发生变化。随着长期经济轨迹不断演变，预计投资者需要从数据当中找寻事态发展的信号。这就是现下的情况。随着投资者试图推断短期数据对短期前景和长期前景的影响，股票回报变得对短期数据更加敏感。请见右图。

这并不意味着投资者应减持风险。当前环境还有另外两个特征，可带来助益。首先，即使前景不明朗，我们认为不可改变的经济规律也会缩小短期发展结果的范围。其次，颠覆性趋势将代替成为新的回报锚点。请参见第8页。

长期前景充满不确定性

2004-2025年股市对宏观经济和贸易不确定性的敏感度



图表结论：2020年后，股票回报对经济政策意外走向的敏感度平均提高了一倍。我们认为这是因为作为锚点的长期宏观关键指标逐渐失效，投资者正试图从短期数据中获取有关长期前景的信号。

资料来源：贝莱德智库，2025年6月。注：敏感度指回归分析中花旗经济意外指数和由Iacovello等经济学家（2020年）构建的贸易政策不确定性指数的每周股票回报的系数的绝对值之和。所有变量均以z分数的形式纳入回归分析。贸易政策不确定性指数自2015年起以每日/每周的频率发布，并对此前年份的数据进行补全（假设为零）。

随着作为锚点的宏观关键指标逐渐失效，投资者不能再依赖广泛资产类别回报会回归长期平均水平。

世界不会急速发生变化

今年市场论调反反复复，有时甚至接受了全球金融秩序的瞬息多变。但贸易和债务层面存在一些不可改变的经济规律，正在制约美国的政策转变，并且有望助力投资者应对短期的不确定性。我们认为，相比长期宏观前景，目前短期发展形势更加明确——相比过去这是一个重大变化。

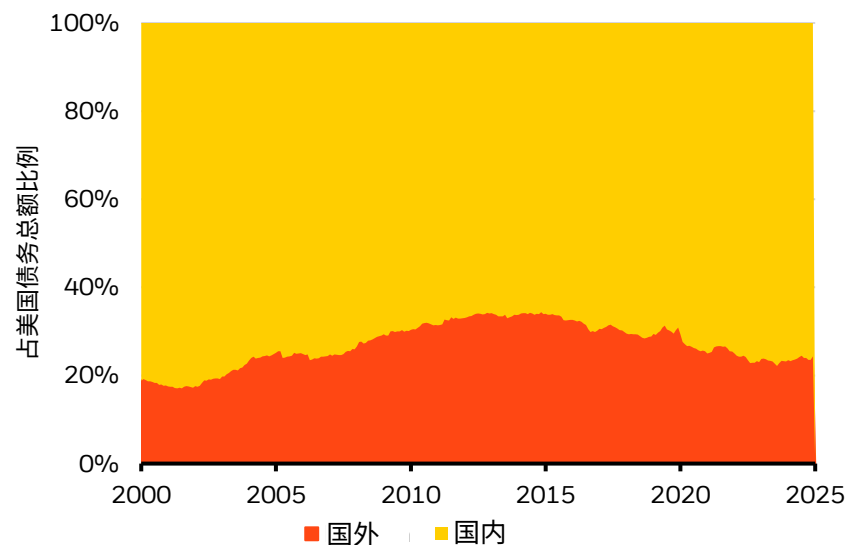
其中一条制约贸易政策的经济规律是，快速重构供应链势必造成重大冲击。企业进行生产活动时，若不能快速从其他地方采购到所需产品和材料，生产活动就可能中断。我们认为，正是因为这条规律，美国迅速取消了一些高关税（例如对中国部分电子产品免税），并且中美能迅速重启贸易谈判。美国政府调整贸易政策的目标之一是希望解决全球贸易失衡问题：长期以来美国一直是净进口国，导致经常账持续出现赤字。但这些失衡现象的成因复杂。

贸易流动失衡是因为更深层次的因素（例如储蓄与投资差额），根源在于汇率、财政政策、人口结构和全球资本流，而不仅仅是贸易政策本身。

这与第二条债务方面的经济规律有关，即美国需要外国投资者提供大量稳定资金以保持其债务的可持续性。外国投资者目前持有美国债务的约四分之一。请见右图。如果他们对美国国债的需求下降，可能会推高其收益率，并导致借贷成本飙升，从而迫使美国政府采取应对政策。我们认为，美国政府在4月2日宣布加征关税后不久又暂缓部分关税政策，部分原因可能是美国国债收益率飙升。我们认为美国目前处于一种脆弱的平衡状态（负债高企、通胀居高不下，且利率维持在较高水平），使得美国国债容易受投资者对其风险情绪恶化的冲击。在3月份，我们基于外部对拟议贸易、财政和移民政策影响的预测，估计到2030年美国的财政赤字率可能达到5%至7%。此后，穆迪将美国政府信用评级从最高级别下调，美国国会也在考虑一项我们认为可能会将赤字推高到6%至7.5%的预算法案。因此，我们认为这条经济规律是关键所在。

美国维持债务可持续性所需的外来资金

2000-2025年美国国债持有状况



图表结论：外国投资者持有约25%的美国国债，成为影响美国长期国债收益率和利率走向的重要力量。

资料来源：贝莱德智库及美国财政部，2025年4月。注：图表呈列的是外国投资者和美国投资者持有的未偿美国国债分别占未偿美国国债总量的比例。

不可改变的经济规律缩小了短期结果的波动范围。无论政策初衷如何，彻底改变已存在数十年的贸易和资本结构需经时日。

投资当下的确定性

全球贸易和资本市场的演变速度受前述不可改变的经济规律制约。从长远来看，随着宏观关键指标愈加波动，全球经济最终的走向仍充满不确定性。正因如此，就目前而言，我们致力投资当下的确定性，更倾向于6至12个月的战术配置观点。此外，我们维持风险偏好并继续超配美股。若我们认为市场对短期消息反应过度，并消化了全球秩序迅速发生重大变化的预期，我们也已准备好应对潜在的剧烈市场波动。

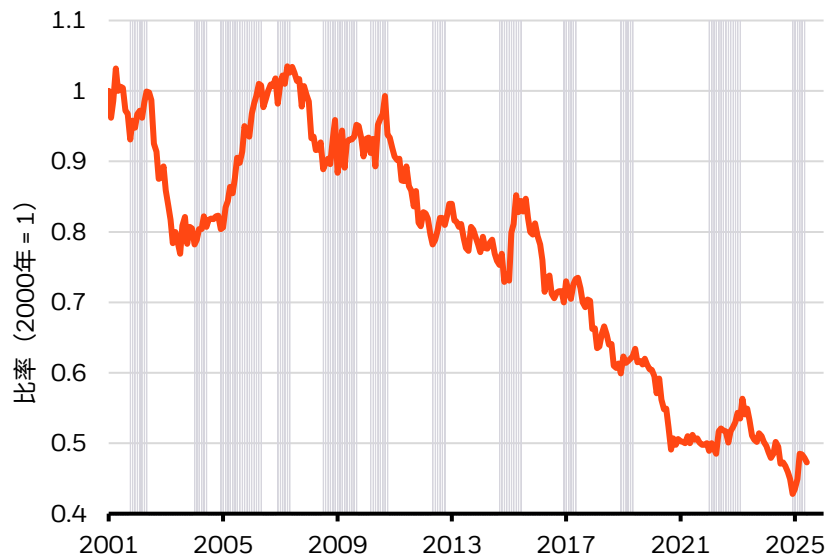
自2000年以来，欧洲股市在多个期间跑赢美国股市——但这种情况越来越少见。请参见右图的阴影区域。不过欧股的反弹从未像今年这样引发市场对美国资产角色的质疑。我们认为目前的经济形势仍为美股的出色表现带来支持。尽管美国经济因关税带来的扰动和企业谨慎情绪而受到一定影响，我们仍认为整体企业盈利有望保持稳健。

什么因素会促使我们调整相对偏好？欧洲正加大力度推进结构性改革。请参见第11页。就目前而言，我们认为欧洲的经济增速不会超过美国，尤其是考虑到其对美国经济高度依赖的背景下。企业盈利方面，美国的利润率和股本回报率仍然领先，足以支撑更高的股票估值水平。因此，近期欧洲股市跑赢美国股市的势头已经减弱。虽然预期政策利率的大幅上升对我们偏向风险资产的观点构成挑战，但市场已经反映我们认为利率将长时间保持高位的观点。而投资者希望政府债券能提供更高的期限溢价，令股票和信用债相对更具吸引力。

在欧洲股市方面，我们保持选择性配置，偏好如金融等特定板块。相比美国，我们更偏好欧元区政府债券和信用债。我们认为，从整个投资组合层面来看，美元可能进一步回落以及新兴市场更加明朗的经济增长前景，令新兴市场本币债券更具吸引力。

反弹有限

2001-2025年欧洲股票与美国股票总回报之比



图表结论：过去数十年欧洲股市在多个期间跑赢美国股市。但此前并未像今年这样引发对美股领先表现结束或美国资产角色的质疑。

所示数据仅代表过往表现。过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。指数表现回报不反映任何管理费、交易成本或开支。指数不受管理，投资者无法直接投资于指数。资料来源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2025年7月。注：图表呈列的是斯托克600指数与标普500指数以当地货币计的总回报之比，阴影区域表示斯托克600指数在三至六个月期间的表现领先标普500指数5%以上的时间段。

投资启示

- 我们认为短期发展结果比长期前景更加明确（这与通常的投资逻辑相悖），因此更侧重于战术配置观点。
- 我们总体上维持风险偏好，继续超配美国股票，并认为当前市场中存在大量获取超额收益的机会。

策略性地管理宏观风险

我们认为美国今年将继续面临持续的通胀压力，原因是地缘政治分化加剧、移民增长放缓，加上关税的直接影响尚未在消费物价指数中体现。工资增长依然偏高，导致通胀无法回落至美联储2%的目标水平，同时通胀仍具较大波动性。我们预期美联储将维持利率不变，以待关税对经济增长的影响进一步明朗。尽管关税引发的波动拖累经济增长，但我们认为持续的通胀压力（因关税而加剧）和紧张的劳动力市场将限制美联储的降息幅度。

当宏观环境趋于稳定时，持续的因子敞口（如增长、价值或通胀因子）通常不会给投资组合带来明显负面影响。但情况已不同往日。如今的关键在于精准把握配置宏观风险敞口的良机。

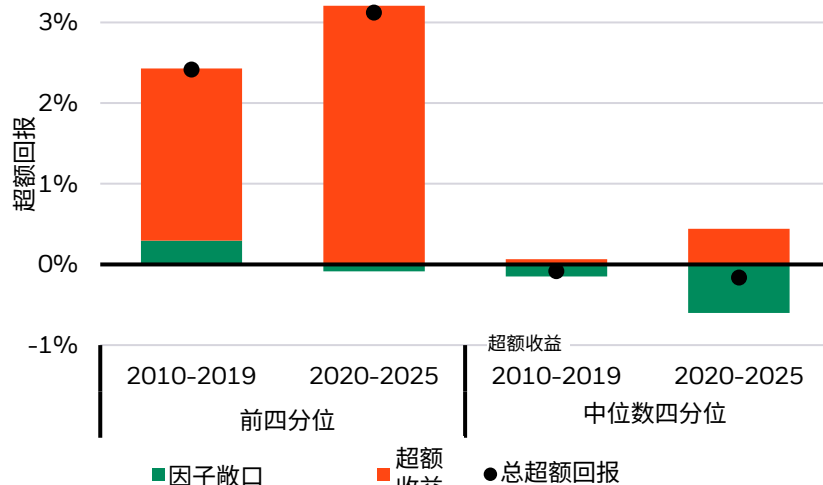
我们的研究发现，当前环境下市场和证券回报的离散度较大，对投资组合获取超额收益非常有利。

右图显示，自2020年以来表现最优的投资组合经理取得了更高的超额收益。而位列中位水平的投资组合经理则因静态因子敞口而面临较大的回报拖累。这进一步认证了宏观风险管理的重要性。

在当前环境下，这种超额收益也可通过承担其他类型的风险获得，且这些风险承担可望带来更高回报。其中之一便是颠覆性趋势，详情见第8页。另一种被广泛认可的策略是承担相对价值风险，即在不同证券的价格趋同或分化时进行配置。我们将其他一些策略归类为更谨慎的风险承担类型。其中包括寻找潜在的监管放宽或监管变动可能带来的超额收益机会——例如美国政府对加密货币态度的演变。还有拥挤仓位风险，即物色市场出现拥挤交易的机会，以及流动性风险，即在市场承压期间提供流动性的机会。由于政府债券在投资组合中的压舱作用减弱，目前采取对冲资产及策略则须寻找新的多元化资产。

提供更高的潜在超额收益

2010-2025年美国股票基金经理取得的三年期超额回报



图表结论：在当前环境下，寻求超额收益的头部基金经理取得更高的超额收益。但对于位列中位数四分位的基金经理，静态因子敞口对其基金回报构成较大拖累。

过往表现并非未来表现的可靠指示。读者不应将本资料作为对任何基金、策略或证券的研究或投资建议而加以依赖。资料来源：贝莱德智库，数据来自eVestments和LSEG Datastream，2025年7月。注：图表对比了2010-2019年与2020-2025年期间（2020年1月至6月除外）位列前四分位和中位数四分位的美国大型基金经理所创造的滚动三年平均超额回报（包括超额收益和因子贡献）。我们利用回归分析评估追求超额收益的基金经理的表现与市场状况之间的关系。回归分析具有后视镜性，只是对这种关系的一种估计。未来的关系可能会有所不同。

投资启示

- 我们认为目前环境对获取超额收益非常有利。但应谨慎管理宏观风险——或进行对冲。
- 其他可产生超额收益的风险承担类型包括相对价值机会和流动性机会。

以颠覆性趋势为锚

即便作为锚点的长期宏观关键指标逐渐失效，但我们确信颠覆性趋势可望持续推动投资回报。鉴于我们今年的重大投资主题由人工智能、能源转型、地缘政治分化以及未来的金融体系等颠覆性趋势主导，我们为把握颠覆性趋势建立的框架的重要性显而易见。但我们无法预测这场由这些颠覆性趋势所推动的经济转型的最终状态。因此须对资产类别之间和资产类别内部的情况进行持续追踪。

这场经济转型是源于资本支出激增。根据我们的估计汇总，大型科技公司（即推动人工智能发展的“超大规模公司”）仍在加大资本支出。请见右图。资本支出和基础设施是许多颠覆性趋势的核心。但正如我们在能源转型与安全主题中所见，巨额资本投入未必会带来丰厚回报，凸显出评估价格因子的重要性。有关人工智能的更多信息请参阅第10页。

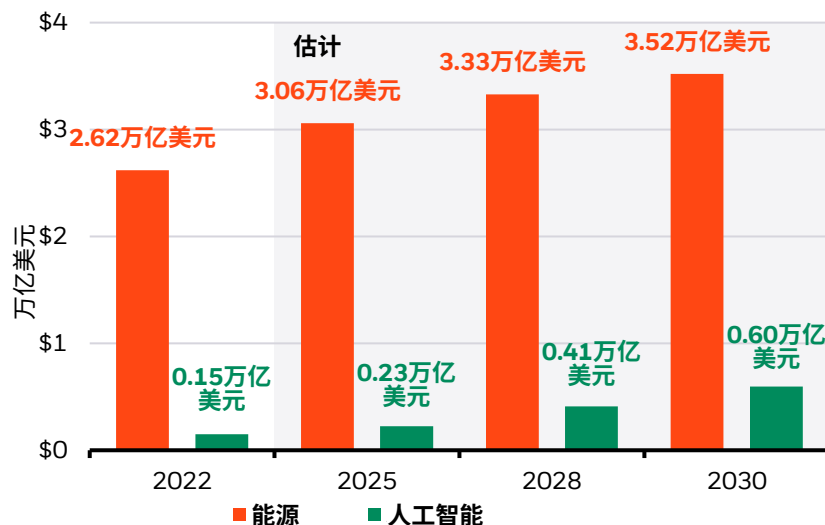
科技领域激增的需求正面临发电和电网容量的硬性限制，这是多个颠覆性趋势交汇最典型的例子。私募市场在为基础设施、能源系统和人工智能建设融资方面发挥着越来越重要的作用。随着私募市场和公开市场日益壮大，两者之间的互补性也越来越强，从而催生出将私募资产和公共资产同时纳入投资组合的新方法。更多信息载于第13页。

地缘政治分化进一步加剧：各国政府正通过产业政策引导资本，加强对关键技术控制，并推动能源安全。这些压力正在加强颠覆性趋势的相互联系，而对国家安全的担忧有助于维持和推动对所有形式的能源（包括核能）的需求。我们将在后续几页更全面地探讨这些相互交汇的颠覆性趋势。

我们正通过政策发展、资本支出渠道和供应链变动追踪这些转变。此举有助于我们快速调整投资观点。

追踪投资热潮

2022-2030年能源及人工智能相关资本支出



图表结论：能源转型和人工智能竞赛正在刺激大规模的资本支出，这一趋势可能会持续下去，从而为公开市场和私募市场创造机会。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库、路透及Aladdin可持续性分析，以及国际能源署数据，2025年4月。注：条形图列出资本投资需要的估计分布，同时包括基于供给和需求的估计。2022年的数据来自国际能源署。贝莱德的估计始于2025年。

投资启示

- 我们认为，在当前格局下颠覆性趋势可望持续推动投资回报。
- 我们看好与人工智能建设、电力需求不断上升和基础设施相关的投资，并认为私募资本将在融资中发挥关键作用。

地缘政治分化不断加剧

地缘政治分化这一颠覆性趋势正在迅速演变。过去十年，疫情、乌克兰战争和贸易紧张局势升级等冲击加剧了这种分化态势，并且随着美国新政府迅速调整其与世界其他国家的地缘政治和经济关系而加速。由于乌克兰战争短期内难以结束，而中东地区又爆发了新的冲突，市场波动性依然较高。

地缘政治分化对欧洲有何影响？国防和工业竞争力再次成为市场焦点。乌克兰战争已经暴露出欧洲工业和物流方面的结构性弱点。目前，美国不断调整安全政策正推高欧盟的国防开支。欧盟的国防开支终于达到占其国内生产总值2%的目标水平，这是20多年来首次。请见右图。随着多个欧盟北约成员国承诺将国防开支提高到国内生产总值的5%（其中3.5%用于国防开支，1.5%用于国防基础设施），这一数字还将继续上升。

如今，科技也是国家安全的关键一环。欧洲迄今在科技领域更侧重监管，而非产业扶持，但这种情况可能会改变。美国则将人工智能视为“力量倍增器”，是强化情报收集、军事能力和自主系统的工具。

贸易方面，美国和欧盟尚未达成贸易协议。而中国的竞争正对欧洲一些核心产业构成挑战，尤其是汽车行业。但欧洲的竞争力问题远不止地缘政治分化带来的挑战。德拉吉在去年发布的报告中呼吁加快决策速度（鉴于有27个成员国，这一目标仍面临挑战），同时强调协调一致的产业政策并进行大规模投资的必要性。让·莫内(Jean Monnet)曾言

“欧洲形成于危机之中”(Europe will be forged in crisis)——这句话或许再次应验。

“

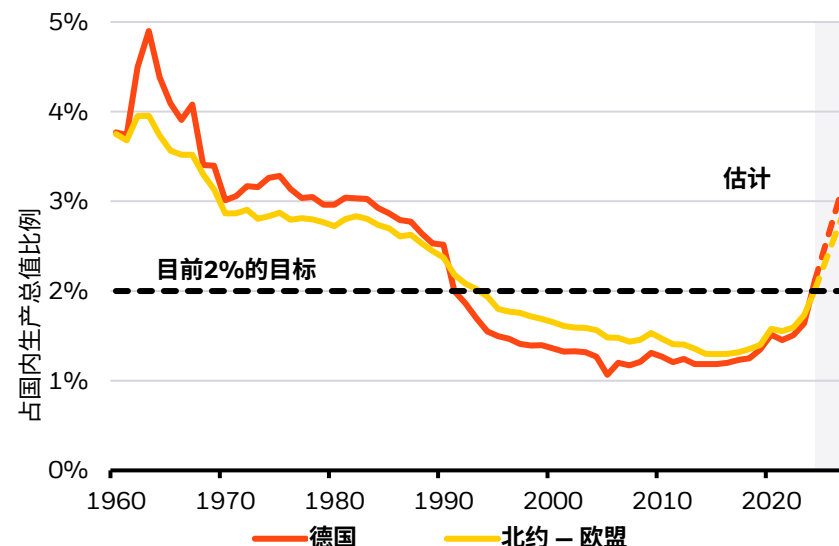
重建工业产能以弥补国防投资不足是欧洲目前的战略重点。”



Tom Donilon
贝莱德智库主席

加大国防开支

1960-2027年所示国家国防开支占国内生产总值的比例（包括历史和预测数据）



图表结论：继多年投资不足后，德国和其他欧洲国家正计划加大国防开支。如果这些计划得以实现，会将其国防开支提高到占国内生产总值的2%以上——这是一个长期目标。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库、北约、世界银行、欧盟委员会，2025年7月。注：实线表示德国及欧洲北约成员国的国防开支占国内生产总值的比例。虚线表示假设目前加大国防开支的计划已实现的情况。

投资启示

- 地缘政治分化正促使欧洲重新调整政策和资本方针，以加强地区安全、经济韧性和国际竞争力。
- 我们认为国防、基础设施和金融领域存在机会。

浅析人工智能发展阶段

我们之前已经阐述了人工智能这一颠覆性趋势将分三个阶段发展。第一阶段是建设，即企业竞相建设人工智能所需的基础设施。第二阶段是应用，即将人工智能技术集成到不同的应用程序和软件中。第三阶段是推动转型，即人工智能应用有望提高生产力，创造新的商业模式和行业。

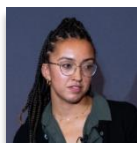
人工智能建设正加速推进。一如以往，各大型科技公司展开激烈的竞争，加紧发展自家的人工智能模型。美国科技行业仍有望实现强劲的企业盈利增长：LSEG的数据显示，标普500指数第一季度的整体盈利增长是财报季初预期的两倍，科技板块是主要驱动因素之一。科技行业是少数几个盈利预期上调的行业之一。“科技七巨头”的估值已从今年以来各自的低点回升，尽管仍低于中国DeepSeek推出低成本模型前的水平——当时市场对数据中心高额资本支出的可持续性产生了疑问。

大型科技公司坚持加大资本支出，并因此获得回报。我们仍然看好硬件制造商和有望受益于人工智能建设的行业（包括公用事业行业）。与人工智能电力需求相关的公用事业公司提到人工智能的频率远超标普500指数的平均值。请见右图。

我们继续超配广泛科技股，以把握人工智能主题带来的机会。但对于能够洞察人工智能赛道中个别潜在赢家的投资者，更应采取寻求超额收益的投资方法。人工智能与多个颠覆性趋势交汇，包括能源转型、地缘政治分化和老龄化社会的医疗保健需求。

“

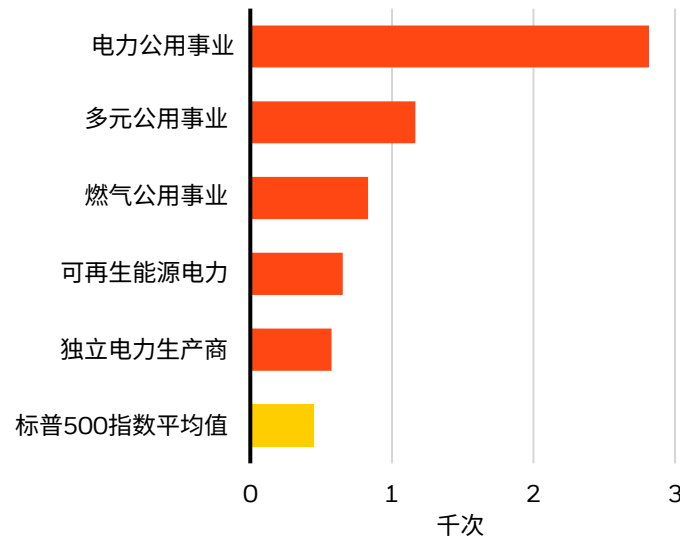
人工智能工具货币化不均衡促使整个价值链出现错误定价。”



Rowan Palmour
贝莱德基本面股票研究
分析师

人工智能的发展依赖于公用事业行业

标普500指数公司在2025年第一季度财报电话会议上提及人工智能的次数



图表结论：公用事业行业是人工智能发展的主要受益者，该行业财报电话会议中提及人工智能的频率远超标普500指数的平均值。我们认为，随着数据中心推动电力需求不断飙升，以及对灵活且可靠的电力供应的需求加大，这一趋势会一直持续。

指数不受管理，投资者无法直接投资于指数。资料来源：贝莱德智库，数据来自CapIQ，2025年7月。注：条形图呈列的是美国各种大型公用事业公司（由MSCI美国公用事业指数代表）在2025年第一季度财报电话会议中提及人工智能的频率。

投资启示

- 在人工智能这一颠覆性趋势的推动下，我们继续超配美股并看好基础设施行业。
- 人工智能赢家同样处于能源转型和地缘政治分化等其他颠覆性趋势的交汇点。

美国资产仍是核心资产

4月份美国股票、债券和美元齐齐下跌，引发市场对美国资产长期投资价值的质疑。我们认为这些担忧缺乏依据，因此仍将美国资产视为投资组合的核心，但保持更高的选择性，同时也看到了不同地区和资产类别均存在机会。

由于经济具有韧性、科技保持领先地位和稳健的企业盈利，美股过去十年表现出色。正是这种优势，支撑了美股的估值溢价，但也离不开美国企业强劲的盈利能力：如第10页所载，美股的股本回报率仍远高于历史平均水平 and 全球股票。这种趋势能否持续？

根据LSEG的数据，今年上半年大部分时间欧洲股市均跑赢美国股市，引发市场讨论美股的强劲势头是否在衰退。但美国企业的盈利能力强劲，股本回报率远高于欧洲，这也是全球投资者始终青睐美国市场而非其他地区的主要原因。请见右图。

随着财政支持推动航空航天、防务及金融板块的收入增长，欧洲市场或具备一定的上行潜力。然而，正如我们此前所指出的，我们认为若要实现持续性的超额表现，欧洲仍需推进结构性改革。

另一个市场关注点是美国疲弱的净国际投资头寸(NIIP)（即国际负债与资产之间的差额）是否会对美股估值构成威胁。但我们认为美国净国际投资头寸的持续下滑未必构成问题。这反映出美元历来处于强势地位，并且全球对美国风险资产的需求持续，而并非由于经常账赤字的不利影响加剧。我们认为，财政赤字不断上升或会带来更大的挑战。

“

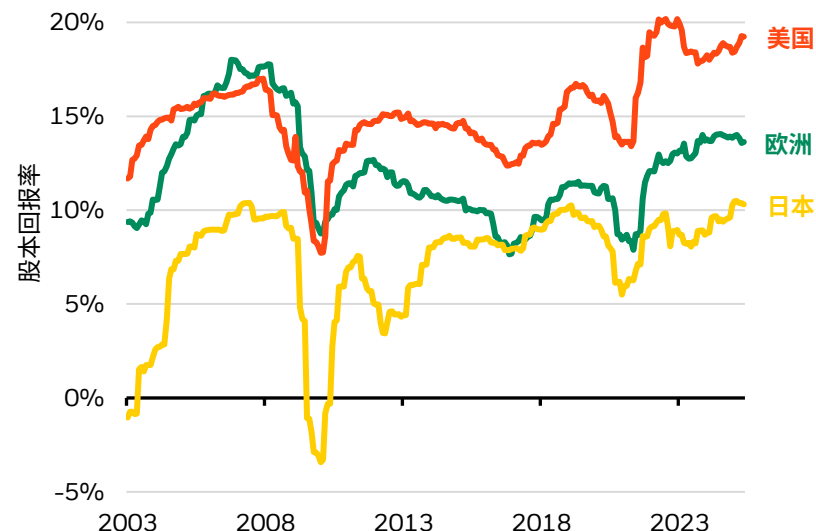
虽然市场动荡不安，但美国企业盈利依然坚挺。这种持续的表现仍然是关键。”



Alister Hibbert
首席投资官兼贝莱德策略性股票团队主管

实现更高回报

2003-2025年各地区股本回报率



图表结论：从历史表现来看，欧洲股市长期落后于美国股市，但今年以来出现反弹。美股估值仍处于高位，但与全球股票相比，其背后有强劲的盈利能力支撑。

所示数据仅代表过往表现。过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。指数表现回报不反映任何管理费、交易成本或开支。指数不受管理，投资者无法直接投资于指数。资料来源：贝莱德智库及MSCI，数据来自LSEG Datastream，2025年7月。注：图表呈列的是美国、欧洲和日本股市的股本回报率。所用指数指标为：MSCI美国指数、MSCI欧洲指数及MSCI日本指数。

投资启示

- 鉴于企业盈利强劲和人工智能势头正盛，我们战术性超配美国股票。
- 美国资产过去一直表现出色，因此我们认为它们仍是投资组合的核心。

美元的主导地位

今年美元兑主要货币贬值10%，引发市场对于美元一直以来作为全球避险货币和储备货币地位的讨论。我们认为，要改变美元在全球金融体系中的核心地位需要满足诸多条件，而且并非短期内能做到。

美元花费数十年时间并经历两次世界大战，才取代英镑和黄金成为首要储备资产。自全球金融危机以来，美元的核心地位进一步巩固，并在近90%的外汇交易中占据一席之地。请见右图。全球金融体系的另一大发展是金融机构使用外汇掉期。根据国际清算银行的数据，外汇掉期的规模自2009年以来增长一倍多。这些工具不仅增强了美元在全球的流动性，也证明了美元在跨境金融中的核心地位，各机构通过外汇市场以合成方式进行美元借贷。

今年美元下跌之际，投资者开始希望持有长期美债能提供更高的期限溢价。我们认为这些动态步伐一致。而且期限溢价的上升，只是刚开始从过去十年的极低水平回升，更加接近历史均值而已。若期限溢价进一步上升，美元可能面临更多下行压力。

市场增加对美国资产货币风险的对冲，可能会加大美元的下行压力。我们认为美元走势存在一定的不确定性，但目前新兴市场债券可望带来更高的收益率，因此上调对新兴市场本币债券的评级。

“

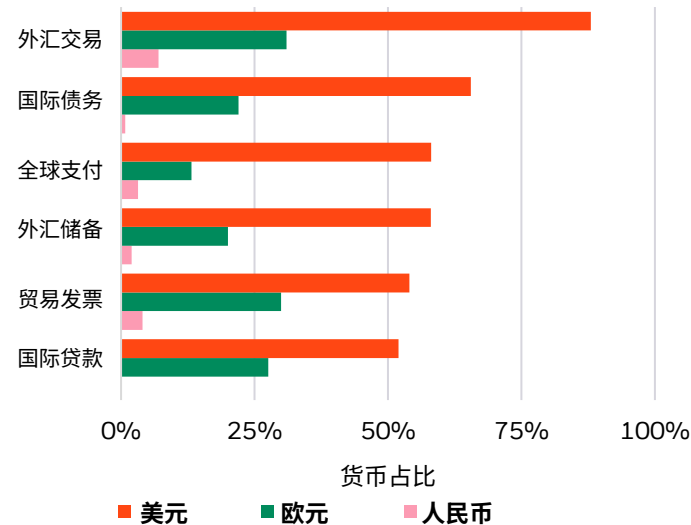
我们预计更多投资者将针对美元走弱调整外汇对冲策略。



Michel Aubenas
贝莱德基本面固定收益新兴市场债券主管

美元是全球金融体系的支柱

2024年主要货币在全球交易中的占比



图表结论：美元依旧是全球交易及融资的主导货币，欧元远居其次。外汇掉期的兴起证明了美元在跨境金融中的核心作用。

资料来源：贝莱德智库，数据来自国际清算银行(BIS)，2025年7月。注：图表呈列的是主要货币在全球交易中的占比，这些货币包括美元(USD)、欧元(EUR)、中国元(CNY，又称人民币(RMB))。

无论全球金融体系如何演变，美元的主导地位一直保持不变。我们预计这种情况短期内不会改变。

借力私募资本

公开市场与私募市场正趋于融合，为经济转型所需的大规模投资提供资金支持。私募资本在基础设施、能源和人工智能领域的融资中发挥着越来越重要的作用。随着私募市场与公开市场在投资组合中日益互补，私募与公开资产类别之间的界限正在瓦解。

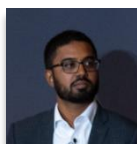
私募市场的投资机会通常被认为源于私募资本能在政府财政支持不足时提供资金，同时也与当下企业的融资模式密切相关。无论规模大小，许多企业尽可能长期保持非上市状态（如图所示），越来越频繁地同时利用公开市场与私募市场进行融资。Preqin的数据显示，截至2024年，美国私募信用债资产已飙升至1.7万亿美元，可见许多企业融资已从银行贷款转向更多元化融资。我们认为这种转变降低了系统性风险，即一家金融机构倒闭可能波及其他金融机构的风险。

私募市场的发展重塑了投资者构建整体投资组合的方式，而不仅仅是对私募资产的配置。根据Pitchbook的数据，目前美国仅约五分之一的公司上市，且上市公司的数目自2000年以来减少35%，使得公开市场股票更加集中。

但私募市场较为复杂，并不适合所有投资者。目前持有私募资产会带来一些回报较低的因子敞口，详情见第7页。纳入私募资产须对投资组合中其他部分的因子敞口进行更明确且动态的管理。此外，私募资产缺乏流动性，须就此采取应对措施。

“

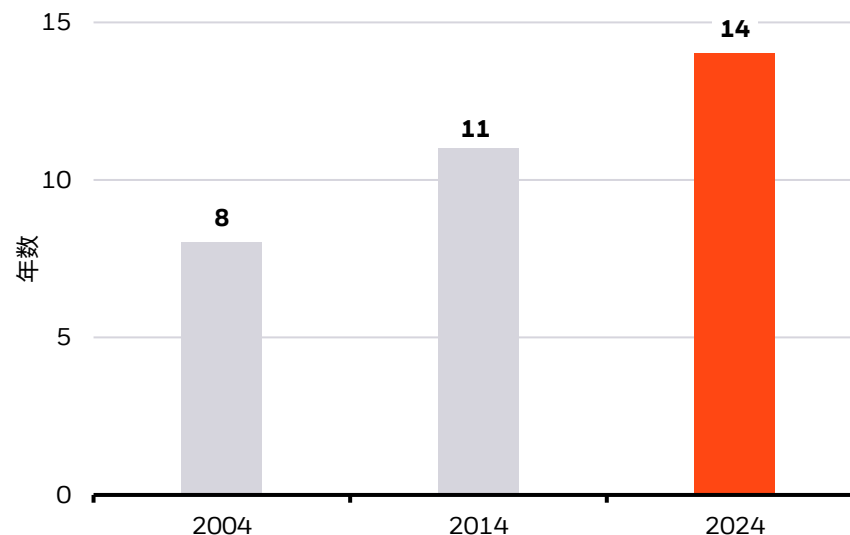
私募资本的使用增加，意味着“公开”和“私募”资产类别的边界正在瓦解。



Vivek Paul
投资组合研究主管 —
贝莱德智库

保持更长时间的非上市状态

2004-2024年美国公司首次公开募股时的平均成立年数



图表结论：如今企业在上市前保持非上市状态的时间更长 — 美国企业首次公开募股时的平均成立年数在20年间几乎翻倍。总而言之，企业在较长时间内依赖私募资本融资。

资料来源：贝莱德智库及佛罗里达大学，数据来自Jay R. Ritter，2025年7月。
注：条形图呈列的是美国公司首次公开募股时的平均成立年数。

投资启示

- 私募资本在基础设施、能源和人工智能领域的融资中发挥越来越重要的作用。
- 我们注意到公开市场与私募市场的融合在不断加速。

转型的核心在于基础设施

基础设施资产处于推动回报与加速经济转型的多个颠覆性趋势的交汇点。我们认为，供应链重构、人工智能建设以及能源需求日益增长，提振了全球基础设施的投资前景。

我们认为，债务负担沉重的政府将难以独立承担基础设施融资需求，私募资本的参与将变得不可或缺。但基础设施投资的机会远不止于此。

越来越多的大型企业与私募投资者建立合作关系，通过合资企业和资产抵押结构释放捆绑在基础设施领域的资本，将该等类型的基础设施资产转化为金融资产，进而开创了筹集长期资金的新方式，并提供了额外的基础设施资产。正因如此，私募基础设施领域快速增长。基础设施基金的资产管理规模已突破1万亿美元，欧洲的资产规模甚至与北美不相上下。请见右图。

我们发现私募基础设施资产的定价相对其他增长型私募市场资产更具吸引力。并且投资机会不受地域限制，也不受资产类别标签约束。尽管私募基础设施资产的规模、广泛性和多元化远超上市基础设施资产，但与基础设施直接相关的公开市场资产，为不具备投资私募市场所需的治理或流动性条件的投资者提供了机会。根据全球上市基础设施组织 (GLIO) 和富时的数据，公开市场基础设施资产的估值略低于私募基础设施资产。

基础设施投资有助于投资者直接利用颠覆性趋势与经济变革带来的机会，同时获得通常与通胀保持同步的稳定现金流和收益。

“

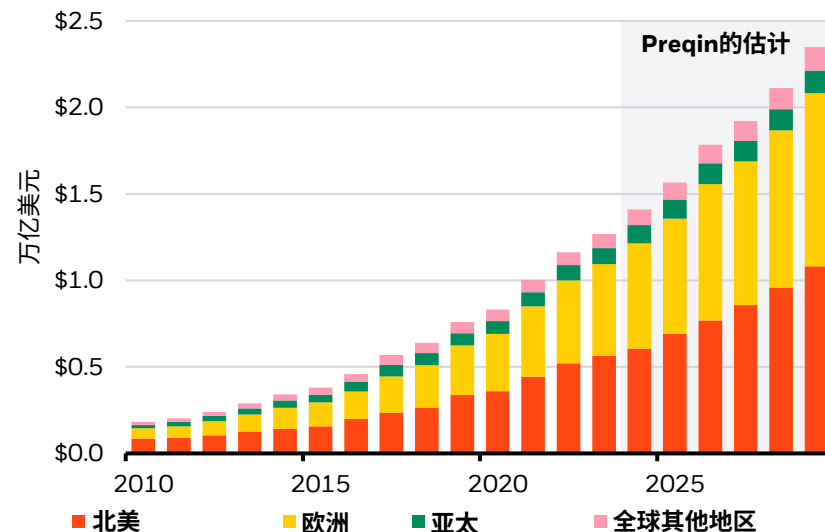
基础设施不仅仅只是不动产，更是促进经济转型的融资工具。



Raj Rao
全球基础设施合作伙伴
(Global Infrastructure Partners) 总裁兼首席运营官

基础设施资产管理规模不断攀升

2010-2029年基础设施资产管理规模



图表结论：据估计，到2028年私募基础设施资产规模将突破2万亿美元，其中大部分集中在美洲和欧洲。我们认为基础设施资本正受益于一系列推动经济转型的颠覆性趋势。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库，数据来自Preqin，2025年7月。
注：条形图呈列的是私募基础设施基金的资产管理规模，不包括以人民币计价的基金。

投资启示

- 基础设施资产是当前经济转型的核心，与驱动回报的重大结构性变革紧密相连。
- 我们认为基础设施的现金流稳定，可作为保护投资组合不受通胀波动影响的工具。

聚焦主题投资

正如我们所论述的，我们认为当前环境对于投资组合实现超额收益极为有利。我们此前总结出多种可能的经济情景，以为战术性投资提供指引。但我们认为相比长期宏观格局，短期发展结果的范围可能更小。有鉴于此，在五年甚至更长时间的战略配置中我们利用情景分析来指引我们对中期前景的看法。详情请参见[资本市场假设\(CMAs\)](#)网站（仅供专业投资者使用）。

在战术配置层面，我们继续超配美国股票，并认为人工智能主题仍有上行空间，从人工智能相关股票自4月下跌以来大幅反弹就可见一斑。美国企业盈利至今表现稳健，但倘若情况发生变化，我们随时准备好调整观点。我们偏好短期美国债券和欧元区信用债以获得收益。我们继续低配美国长期国债和日本政府债券，但对欧洲区债券持中性观点。

颠覆性趋势是战术性和战略性资产配置的关键驱动因素——凸显出投资机会越来越倾向于主题化。这些结构性驱动因素决定了我们的资本市场假设和战略配置倾向。人工智能趋势推动了投资回报，是我们超配美国科技股的主要原因。我们认为，印度股票因其人口红利而表现优异。此外我们偏好基础设施行业，因其在多个颠覆性趋势中发挥关键作用。

主要观点

我们在6-12个月（战术性）和五年（战略性）配置层面的最高确信度观点，截至2025年7月

战术性观点	理由
美国股票	政策不确定性与供应链扰动正在对短期增长构成压力，增加了经济收缩的风险。但我们认为美股有望重拾全球领先地位，因为人工智能主题在短期内持续为企业盈利提供支持，并有望在长期内推动生产力提升。
利用外汇提高收益	外汇对冲已成为一种收益来源，尤其当对冲欧元区债券至美元时。例如，法国或西班牙的10年期国债在进行货币对冲后，其收益率超过5%，甚至高于美国投资级信用债的收益水平。
风险管理策略	我们会明确风险承担来源，通过更谨慎的方式利用传统以外的风险来源（如相对价值机会）赚取超额收益。包括密切关注监管变动对企业盈利的潜在影响、识别市场有望迅速反弹的拥挤持仓，以及把握市场承压期间提供流动性的机会。

战略性观点	理由
基础设施股和私募信用债	由于相对估值具吸引力和颠覆性趋势的推动，我们认为基础设施股存在机会。我们认为，随着银行在融资和贷款方面趋于谨慎，加上回报具吸引力，私募信用债将获得更多投资人的青睐。
细化固定收益资产配置观点	由于美国的关税可能会推高通胀，相比名义发达市场政府债券我们偏好短期通胀挂钩债券。在发达市场政府债券中，相比其他地区我们偏好英国国债。
细化股票配置观点	相比发达市场股票我们更看好新兴市场股票，但对这两者都保持选择性。由于受益于多个颠覆性趋势交汇，印度等新兴市场提供了机会。对于发达市场，我们看好日本股票，因其通胀回归和企业改革使得经济前景更加明朗。

注：上述观点从美元角度做出，2025年7月。本材料仅为对特定时间的市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。读者不应将本资料作为对任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以依赖。

依据确信度列出对部分资产（相比广泛全球资产类别）的6至12月战术配置观点（2025年7月）

低配

中性

超配

● 先前观点

过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。无法直接投资于指数。注：上述观点从美元角度做出。本材料仅为对特定时间的市场环境的评估，并非对未来业绩的预测或保证。不应将本资料作为对任何特定基金、策略或证券的投资建议而加以依赖。

仅供机构、专业、合格客户及投资者

贝莱德智库

贝莱德智库 (BII)运用公司的专业知识，提供有关全球经济、市场、地缘政治和长期资产配置方面的洞见，只为助力我们客户和基金经理驾驭金融市场。贝莱德智库提供以专有研究为支撑的战略和战术市场观点、出版物和数字工具。

重要披露

本文件仅作教育用途，并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议，也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。文件内所述观点可予以更改。对特定证券，资产类别和金融市场的提及仅用于说明目的，并不意在也不应解释为建议。是否依赖本文件所载的信息由阁下自行决定。本文件的编写并未考虑任何投资者的具体目标，财务状况或需求。

本文件可能含有非仅基于过往资讯而提供之「前瞻性」资讯。有关资讯可能涵盖（其中包括）预计、预测、收益或回报估计。概无声明表示任何贝莱德基金将会取得所示的表现，或已考虑或列出拟备本文件期间就取得、计算或呈列前瞻性资料或往绩资料时所做的各项假设。若拟备本文件期间所做的假设出现任何转变，可能会对作为举例用途的所示投资回报构成重大的影响。过往业绩并不代表现在或将来的表现，不应成为选择产品或策略的唯一考虑因素。

本文件所载之讯息及意见取自贝莱德认为可靠的专属和非专属来源，并不一定涵盖所有资料，且无法保证其准确性。

在中国，本文件不得分发予居住于中华人民共和国（“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾）的人士或在中国注册的实体，除非该人士或实体已从有关政府机关处获得所有参与任何投资、接受任何投资咨询或投资管理服务所需的相关的审批。本文件属高度机密，未经贝莱德的事先书面批准前，不得复制、向任何其他个人或实体揭露或以任何形式提供给任何其他个人或实体（受保密义务约束的专业顾问除外）。本文件并不构成在任何司法管辖区向任何人出售证券的要约或购买证券的要约邀请。所载信息并不构成提供或赖以作为金融、税务、法律或会计建议，阁下应该就此类问题咨询阁下的顾问。

所载信息并不构成提供或赖以作为金融、税务、法律或会计建议，阁下应该就此类问题咨询阁下的顾问。贝莱德不保证任何特定投资的适用性或潜在价值。投资涉及风险，包括损失本金。国际投资涉及风险，包括与外币有关的风险，流动性有限，政府监管较少，以及由于政治，经济或其他不利因素的不利影响而导致的大幅波动。对新兴市场或发展中市场或较小资本市场的投资往往会增加这些风险。

本文件属高度机密，不得复制或分发予收件人以外的其他人士。

未经贝莱德的事先书面批准前，任何人士不得以任何形式或以任何方法（电子、机械、录制等其他方法）复制、于检索系统储存、传送或分发本文件的任何部份。

©2025 BlackRock, Inc. 或其附属公司版权所有。BLACKROCK乃 BlackRock, Inc., 或其附属公司的注册商标。任何其他商标归属于其各自的所有人。

BlackRock
贝莱德

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

MKTGM0725A/S-4690894-17/17