

想他人之所不想 得他人之所不得

季度投资时评

要点概述

2025年第三季度，金融市场整体表现积极，这主要得益于关税升级程度低于预期以及美联储期待已久的货币政策转向宽松。经过数月的不确定性，美国与欧盟和日本达成了新的贸易协议，将关税税率设定在可控的15%水平——远低于4月份最初提出的惩罚性水平。与此同时，劳动力市场降温的迹象促使美联储实施了年内首次降息，进一步强化了市场对政策环境再次转为有利的信心。

全球风险资产随之走强。标普500指数本季度上涨8.1%，黄金飙升16.8%至历史新高，美国国债收益率小幅下降，实现1.7%的涨幅。此前在上半年承受巨大压力的美元终于企稳，小幅反弹0.9%。

进入第四季度，宏观经济背景呈现"金发姑娘经济"特征——经济增长放缓但未陷入衰退，通胀压力缓解，各央行开始降息。在不断扩大的人工智能投资周期支持下，企业盈利保持稳健。然而，风险依然存在：意外的增长冲击、特朗普政府政策不确定性再度上升，或通胀粘性超出预期，都可能迅速挑战当前的乐观情绪。

我们保持积极但高度警惕的立场：对股票持积极态度，同时通过黄金等防御性或另类配置工具进行有效分散。在固定收益领域，我们偏好短至中久期、高质量信用债，这类资产能提供有吸引力的收益，同时对利率波动的敏感度较低。简言之，政策宽松与稳定增长的"恰到好处"平衡仍将在年底前支撑风险资产，但这种平衡需要密切关注。保持灵活审慎的投资策略将是应对2025年最后阶段的关键。



2025年第三季度金融市场整体表现积极，主要受关税升级程度低于预期以及美联储转向货币宽松政策的支撑。

首先，尽管关税仍是主要议题，但实际执行情况比市场在第二季度末预期的更为温和。经过多次延期和谈判，美国于7月与欧盟和日本达成贸易协议，将新关税税率设定为15%——高于最初提出的10%，但远低于4月份最初提议的惩罚性水平。

此外，美国劳动力市场降温的迹象促使美联储转向鸽派立场。7月就业报告远弱于预期，导致对5月和6月数据的历史性下修幅度高达-25.8万人。8月新增就业人数也仅有2.2万人。这促使美联储实施了2025年的首次降息，同时暗示未来可能进一步降息。

2025年第三季度，大多数主要资产类别均获得正回报，其中贵金属和股票领涨。

标普500指数上涨8.1%，延续了自第二季度以来的强劲表现。这波上涨受到稳健经济数据的支撑，尤其对成长型板块形成利好。

黄金在第三季度飙升16.8%，受强劲需求推动，达到每盎司3,859美元的历史新高。这创下其十年来最强劲的季度表现，年初至今累计上涨47.0%。

美国国债同样录得正回报，上涨1.7%，10年期收益率下降8个基点，受益于美联储的鸽派转向。

美元在经历历史性的2025年上半年下跌后企稳，第三季度上涨0.9%，实现年内首个季度上涨（美元的大部分反弹发生在7月）。

Performance %	一季度	二季度	三季度
标普500指数	-4.3%	10.9%	8.1%
黄金	19.0%	5.8%	16.6%
瑰丽七巨头	-16.0%	21.0%	17.6%
美国国债	3.8%	1.4%	1.7%
美元指数	-3.8%	-7.1%	0.9%

前景展望：预计风险资产将在第四季度表现良好

截至2025年10月3日，美国政府停摆已进入第三天。这导致包括就业报告在内的关键官方数据发布暂停，市场不得不依赖如ADP报告等私人指标，该报告显示上月私营部门减少32,000个就业岗位——这一“温和”数据进一步巩固了10月美联储降息0.25%的预期，为股市提供了支撑性顺风。

然而，如果美国政府僵局持续，再延长10-15天，10月15日的CPI报告可能会被推迟，可能引发通胀担忧。尽管如此，我们也注意到，历史上市场通常能够从之前的停摆中安然无恙地恢复，在停摆后的数周和数月内录得正回报。

基于此，我们维持对股票的超配立场，同时采取下行对冲措施，并配置黄金等防御性/另类资产组合。

在固定收益领域，我们继续偏好能提供良好收益且在高波动时期更具韧性的优质投资级信用债。

在货币领域，我们继续对美元保持长期低配立场。由于需要为“双赤字”提供资金，美元面临结构性挑战。不断上升的债务担忧以及美国财政可持续性問題也正在削弱市场对美元的信心，限制了其仅靠高利率吸引资本流入的能力。

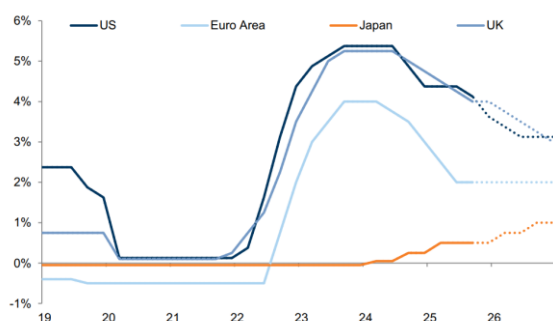
金发姑娘经济与三大风险

金发姑娘与 ...

在儿童故事“金发姑娘与三只熊”中，金发姑娘选择了“不太热、不太冷、恰到好处”的粥。

类似地，许多人将当前经济环境描述为“金发姑娘经济”：经济活动已降温但未陷入衰退，同时通胀已适度缓解，使(大多数)央行能够谨慎地降息。

利率预测



近期数据进一步印证了这一观点。美国最新就业报告显示，截至9月20日当周，初次申请失业救济人数减少14,000人，降至218,000人——接近7月低点，表明劳动力市场正在降温但尚未出现大规模裁员，因此经济不会陷入衰退。尽管全球前景仍充满不确定性，但欧洲经济也显示出初步复苏迹象，采购经理人指数(PMI)在过去几个月持续反弹。

强大的人工智能资本支出(AI Capex)周期继续推动支出和盈利增长。重要的是，这种势头正显示出在美国大型科技股之外更广泛扩散的迹象。9月10日，甲骨文公司因强劲的人工智能驱动云需求以及与OpenAI签订3000亿美元协议的消息，当日股价飙升36%，令市场震惊。更值得注意的是，中国科技股——多年来一直受到监管收紧的压力——不仅参与了人工智能增长浪潮，甚至表现更为出色。作为中国人工智能实力代表的阿里巴巴，随着新产品发布和AI模型推出，股价大幅上涨。

总结：我们预计在年底前风险资产将迎来“恰到好处”的环境，前提是避免出现衰退且通胀得到控制。

...三大风险

正如金发姑娘最终面对三只熊一样，存在可能破坏这一微妙平衡的潜在风险。让我们关注以下三只“熊”：

风险一：增长冲击！

特别是企业盈利引擎停滞或就业市场破裂的风险。人工智能相关投资推动了盈利增长，但如果需求不及预期或劳动力市场急剧恶化，市场信心和盈利可能会迅速减弱。鉴于当前市场某些板块的高估值，这可能成为引发大规模抛售的催化剂。

风险二：政策不确定性

尽管自4月“解放日”事件以来贸易不确定性已有所缓和，但特朗普政府的政策仍存在变数，可能影响市场特定板块。尽管市场目前较为平静，但特朗普总统并未降低调门，[近期宣布对药品、卡车和厨房橱柜征收新关税](#)。

风险三：利率不确定性

市场一直受到美联储降息预期的提振。风险在于：如果关税影响导致通胀持续时间超出预期，降息可能会比市场预期更为缓慢或幅度更小。美联储主席鲍威尔曾表示，美联储不会让“关税带来的价格一次性上涨……演变成持续的通胀问题”；这提醒我们降息并非板上钉钉。我们也在关注长期收益率，如果对财政赤字或央行独立性的担忧加剧，长期收益率可能大幅上升——如果长期利率过快、过猛地上涨，市场可能会做出负面反应。

呼应高盛观点：金发姑娘经济目前仍在避开“三只熊”……但仅限于当下。我们保持谨慎乐观但不自满——继续保持多元化配置，并在风险/回报比良好的市场板块中进行布局，如前文所述。

固定收益格局变化的转变

央行行动

美联储于9月17日实施了首次25个基点的降息。任何期待围绕这一备受期待的政策行动进行交易的人可能会感到失望，因为债券收益率在降息后反而上涨，此前市场已根据温和的通胀数据和杰克逊霍尔释放的鸽派信号对降息进行了定价。

债券市场这种波动在多大程度上源于对美联储独立性的担忧及其未来行动的预期？这个问题的答案或许只是老生常谈，但收入型投资者真正面临的问题是：在这种环境下如何仍能实现其收益目标。

寻找久期“甜蜜点”

随着市场普遍预期收益率将下行，通常的教科书式解决方案是投资长期债券以锁定收益率并降低再投资风险。但鉴于对美国赤字、增长和通胀的担忧，许多人对收益率曲线的远端持谨慎态度。这真是进退两难！我们的解决方案是配置于“曲线中部”，即短至中期债券，这些债券能够提供更持久的稳定收益，同时避免大幅价格波动。

高估值环境：

精选优质标的的收益的重要来源之一是投资企业信用债，这类债券通常提供更高票息。过去几年确实环境有利，投资者已从高收益率中获益。

这背后是持续的经济增长，使经济衰退得以避免。信贷市场的强劲表现和持续的资金流入意味着，投资者今天为承担更多信用风险所获得的“额外补偿”已降低，如下图所示。

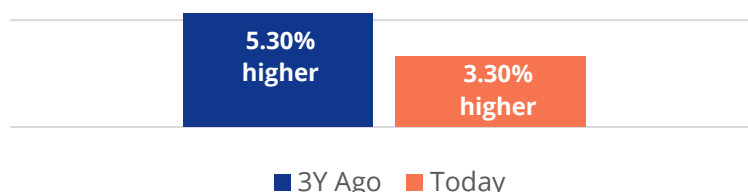
好消息是：综合收益率仍处于历史高位，足以满足收入型投资者的需求。然而，在未来环境中，主动的信用选择至关重要。我们在资产抵押证券和抵押贷款支持证券等证券化信贷中发现了机会，同时也在高收益债券领域精选高质量发行主体，即所谓的“跨品种”债券。

全球不确定性需要韧性

切勿忘记，我们正生活在一个全球不确定性加剧的世界。世界正从一个全球超级大国向下一个过渡，现任超级大国美国不会轻易让位。欧洲和中东地区不稳定的政策和地缘政治冲突将对市场和经济产生影响。

投资者需要在投资组合中（以及自身）保持韧性，以应对突发的波动。当波动发生时，首要任务是坚持既定策略，避免低价抛售。如果投资者能够从容应对，他们可以开始考虑如何利用这些波动创造机会。

High Yield vs Investment Grade: The ‘extra income compensation’ has come down



Source: Bloomberg. Yield to worst. Global investment grade: Bloomberg Global Agg Index, Global high yield: Bloomberg Global High Yield Index,

以下信息：（1）为昇亚资本及/或其内容提供方的专有资料；（2）不得复制或转载；（3）不保证其准确性、完整性或时效性。昇亚资本及其内容提供方对因使用该等信息而产生的任何损害或损失不承担责任。过往业绩不代表未来结果

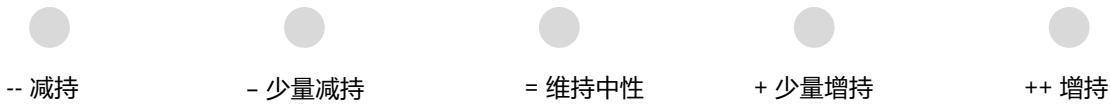
我们的配置策略?

股票(蓝色)

债券(橙色)

关键主题	配置
在高度不确定性中保持平衡 当前市场环境呈现持续的顺风与不断累积的风险之间的拉锯战，因此采取审慎平衡的策略至关重要。顺风因素包括依然稳健的企业盈利、人工智能驱动的生产力提升乐观情绪，以及美国劳动力市场的持续韧性。然而，主要经济体之间的关税措施与潜在的报复性威胁，正带来更高的不确定性。	美国股票 全球股票 (如欧洲、日本)
分散配置至新兴机遇 金融市场运行遵循周期规律。宽松货币时代的结束意味着投资者需要超越在前期广泛增长中表现良好的热门市场，寻找未来的赢家。重点关注受自身独特经济轨迹驱动且估值具有吸引力的高增长市场。	新兴市场股票 (如中国、印度)
调整固定收益策略 从高收益债券的强劲表现中获益后，我们正逐步将配置转向更高质量的固定收益资产，同时维持具有吸引力的收益率。在当前环境下，投资者仍可实现稳健收益，但需要在创造回报与管理波动之间取得更精细的平衡。	发达市场信用债 亚洲高收益信用债 新兴市场信用债

资产配置策略



股票：区域配置

- 美国
● ● ● ● ● 持续的盈利增长依然具有支撑作用，但受到估值偏高和政策不确定性的制约。
- 欧洲
● ● ● ● ● 估值更具吸引力且财政政策转向扩张形成顺风，但增长不均衡与政治风险要求采取平衡策略。
- 日本
● ● ● ● ● 鉴于政策不确定性升高和货币波动加剧，对日本采取中性立场有助于管理不确定结果。
- 除日本外亚太市场
● ● ● ● ● 中国政府采取的更积极刺激措施为亚洲股票提供了更好的顺风，这得益于其更具吸引力的估值。
- 新兴市场
● ● ● ● ● 维持对高增长新兴市场的偏好，这些市场预计将受益于稳定的全球增长和弱势美元背景。

固定收益

- 全球
● ● ● ● ● 关注政府债券的"避险"特性，可在市场压力时期缓冲投资组合波动。
- 投资级企业债
● ● ● ● ● 坚持多元化资产配置，并利用发达市场投资级债券的错误定价机会。
- 美国高收益债
● ● ● ● ● 保持最低敞口，因为投资级债券能提供相对理想的风险回报以获取收益，同时降低违约风险。
- 亚洲
● ● ● ● ● 尽管亚洲信用债继续提供具有吸引力的综合收益率和基本面支撑，但在实现强劲收益和资本增值后，我们维持中性配置。
- 新兴市场债务
● ● ● ● ● 侧重硬通货以聚焦信贷回报，同时限制对新兴市场货币的敞口。选择短久期债券以缓解因利率路径不确定性带来的波动。

以下信息：（1）为昇亚资本及/或其内容提供方的专有资料；（2）不得复制或转载；（3）不保证其准确性、完整性或时效性。昇亚资本及其内容提供方对因使用该等信息而产生的任何损害或损失不承担责任。过往业绩不代表未来结果

MARKET INDEX RETURNS

区域股票	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球	3.66	18.88	12.52	8.80
美国	3.64	14.81	15.29	10.96
欧洲	2.02	28.69	8.98	6.80
日本	2.37	22.60	8.57	4.90
除日本外亚太市场	5.78	25.11	8.64	7.18
新兴市场	7.17	28.17	8.44	6.51

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	0.53	20.31	10.89	8.38
巴西	5.56	41.26	9.22	3.34
中国A股	3.47	23.73	4.97	11.33
中国H股	7.51	34.89	3.87	5.55
中国香港	7.83	37.95	6.22	5.19
印度	-0.15	0.09	9.95	9.43
印度尼西亚	1.30	14.06	8.24	10.73
韩国	6.41	52.04	6.12	5.60
马来西亚	4.34	8.31	4.13	5.21
新加坡	0.23	25.56	9.91	8.27
中国台湾	7.16	24.01	17.13	11.86
泰国	2.85	-0.28	2.50	5.08
越南	-1.31	28.12	11.85	9.14

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	20.99	124.82	20.25	6.26
能源股	-0.43	7.04	8.14	5.68
科技股	7.46	22.00	23.07	14.99
医疗保健股	1.00	4.29	8.32	8.81
金融股	0.14	12.70	13.55	6.31

固定收益	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球投资级债券	0.65	7.91	1.15	2.42
对冲全球投资级债券	0.74	4.05	2.32	3.37
高收益债券	0.79	7.25	5.78	6.48
亚洲债券	0.89	6.94	3.42	3.53
新兴市场	1.11	8.51	4.02	5.44

Note: (H) Currency Hedged

货币	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
新加坡元兑美元	-0.48	5.86	0.98	1.37
欧元兑美元	0.41	13.33	0.49	-0.12
日元兑美元	-0.57	6.29	-2.08	-1.32

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	11.92	47.04	13.22	11.11
石油	-2.56	-13.04	3.30	-0.30

截至2025年9月30日。来源：彭博社。以美元计价的总回报。
10年及20年回报为年化计算。

“在投资领域，
舒适的东西很少有利可图。”

罗伯·阿尔诺特

以下信息：（1）为昇亚资本及/或其内容提供方的专有资料；（2）不得复制或转载；（3）不保证其准确性、完整性或时效性。昇亚资本及其内容提供方对因使用该等信息而产生的任何损害或损失不承担责任。过往业绩不代表未来结果

重要通知与免责声明

昇亚资本私人有限公司 (Ascend Asia Asset Management Pte. Ltd.) 所知和所信，昇亚资本公司仅认为本材料中包含的信息在发布日期是准确的。本材料中的所有信息和意见如有更改，恕不另行通知。对于材料或第三方提供的信息的准确性、充分性或完整性，不作任何明示或暗示的陈述或保证。该材料上的材料可能包括技术上的不准确或印刷错误，并且可能由于随后的发展而变得不准确。昇亚资本公司没有义务维护该材料的更新。

昇亚资本公司及其关联公司及其各自的股东、董事、管理人员和员工均不对本材料中的任何错误或遗漏承担任何责任，或对本材料直接或间接造成的任何直接或间接损失或损害承担任何及全部责任。除非昇亚资本公司另行同意，否则严禁使用、披露、复制、修改或分发本材料或其任何部分的内容。昇亚资本明确声明，对于因您访问或使用本材料而产生的或以任何方式与之相关的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害，汇信不承担任何责任，无论是在合同、侵权、严格责任或其他方面。

此材料不是广告，不打算用于公众使用或分发。本材料仅用于提供一般信息，未考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需求，不构成投资建议。

本材料中包含的信息不构成金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议，也不构成对昇亚资本公司管理的基金的投资邀请，也不构成对昇亚资本公司管理或建议的基金所发行权益的出售要约。要约只能通过相关要约文件以及相关认购协议作出，所有要约都必须完整阅读和理解，而且只能在符合相关法律和监管要求的管辖范围内作出。

模拟的、过去和预测的表现不一定代表未来的结果。虽然有获利的机会，但任何投资者在投资昇亚资本公司管理或建议的基金时，都有损失100%的风险。

本材料的信息不应提供给位于或居住在该等信息的分发受到限制或未经授权的管辖区的人员。未采取任何行动授权、注册或合格任何昇亚资本基金，或以其他方式允许任何昇亚资本基金在任何司法管辖区公开发行，或允许在任何司法管辖区分发与任何昇亚资本基金有关的信息。