

2026 下半年投资展望

变局中构建韧性



Right By You

目录

03 首席投资官观点

13 投资组合策略

16 股票

25 固定收益

32 大宗商品

34 外汇货币

首席投资官评论

前言： 在韧性与现实之间取得平衡

过去几年，市场一直在追问世界是否正在回归常态。答案越来越明确：没有。并不是因为某个委员会禁止了“常态”，尽管有时确实让人有这种感觉，而是因为旧有的市场运作逻辑建立在廉价资本、顺畅的全球贸易、地缘政治环境相对稳定及几乎不惜一切代价追求效率的基础之上。那个世界并未消失，但它已不再是唯一的主导。

本季度，我们的资产配置依然维持风险偏好，重点关注三大正在重塑投资组合的结构性转变：具备自主决策能力的人工智能(AI)、中国股市的“双速分化”，以及战略性再工业化。同时，我们也将这些主题置于一个宏观环境中加以审视——这一环境相比上一轮周期不那么友好，但也未必真正敌对。

货币政策方面，由沃什(Kevin Warsh)领导的美联储更可能倾向中立立场，而非鹰派。这一区别至关重要。我们预计2026年不会降息，但也不认为央行会刻意压制经济。通胀水平可能会略高于疫情前时期，这意味着固定收益投资需要更加严谨。因此，我们已将久期从5-7年下调至4-5年，同时仍认可债券在稳定投资组合中的作用。

AI:从讨论走向实践

第一个结构性变化，是AI正从“对话”走向“执行”。生成式AI的第一阶段带来更好的答案、更高效的摘要，以及那些仿佛出自一位非常礼貌的咨询顾问之手的邮件。而下一阶段的影响更为深远。所谓代理式AI，指的是能够进行任务规划、使用软件、获取数据、识别问题并使工作流程自动化的系统。简而言之，如今的大多数AI仍停留在“会说”，而代理式AI的关键在于“把事情做完”。

AI:走向实体化

这也意味着机会不再局限于AI模型本身。价值分布在软件、云平台、网络安全、数据系统及工作流程重构等多个领域。同时，它也体现在AI背后的实体基础设施中。芯片依然重要，但已不再是全部。内存、电力、散热、数据传输，以及将AI部署到更接近终端用户的位置，这些因素正变得同样关键。硅仍然重要——只是它需要电力、管线，以及一个安放之处。

这让我们不得不关注一个虽不那么引人注目却更为关键的层面：电网、冷却系统、数据中心设备及传输海量数据的连接网络。AI数据中心正日益受到数据传输能力、散热能力及电力保障能力的制约。换言之，AI产业正逐渐演变为基础设施产业。硅谷需要变电站。

中国:两个市场的故事

第二个结构性变化是中国股市的两极分化。所谓“中国敞口”并不是一个简单统一的类别。在岸A股正日益与产业政策、高端制造、半导体、清洁技术及本土创新紧密相关;而离岸H股仍主要集中于互联网平台、金融、电信及能源等板块。

这解释了业绩差距的原因。A股反映的是北京希望构建的未来,而H股仍在苦苦挣扎于投资者曾经青睐的商业模式。平台公司依然重要,但它们在AI、云基础设施及消费服务领域的竞争上投入巨大。投资者有理由质疑:这些投入何时才能转化为利润?答案并非放弃中国,而是要精准布局。在估值低迷的领域,应保持对经济复苏的配置。在政策利好和盈利可见度更强的领域有选择地增持。

自给自足:“以防万一”已成为新常态

第三大转变是战略性再工业化。几十年来,企业一直以降低成本为目标优化供应链。如今,韧性已成为新的优先事项。“以防万一”虽不如“准时制”听起来优雅,但在芯片短缺、港口关闭或能源通道沦为地缘政治筹码时,却要好得多。

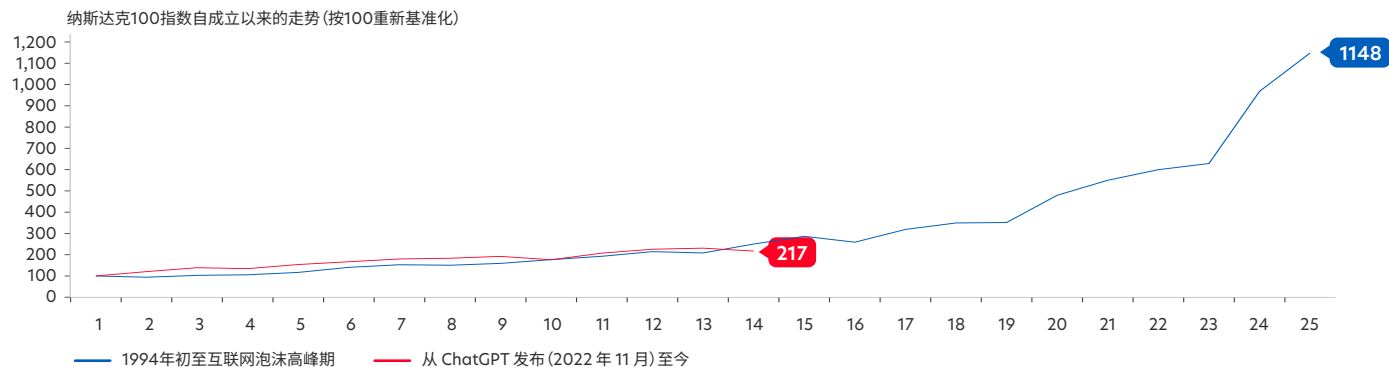
这将推动电网基础设施、电力设备、核能、可再生能源、储能、自动化及关键材料的发展。但这也意味着成本上升。韧性并非免费,它通常伴随着更高的账单。

资产泡沫的历史



资料来源:LBMA、日经公司、SET、纳斯达克、标普全球、上交所、Macrobond、ICE

纳斯达克100指数表现对比:今日与1990年代互联网泡沫高峰期前的表现



资料来源:彭博社, 大华私人银行

注:图表更新至2026年6月9日。

风险:资本支出放缓与通胀

当然,风险是存在的。如果超大规模科技公司缩减资本支出, AI基础设施领域可能会受到冲击。如果油价飙升至130美元以上并维持在这个水平,各国央行可能会再次转为鹰派。这将是一个问题。市场不喜欢通胀,更不喜欢政策收紧。尤其令人头疼的是,这两者会像不速之客一样同时出现。

总结:韧性胜于完美

其中的共同点在于“掌控”。企业希望掌控工作流程;政府希望掌控供应链;而在这个始终难以预测的世界里,投资者则希望掌控风险。

旧时代奖励的是最精简的系统。新时代或许会奖励那种在系统崩溃时仍能运转的系统。虽不那么优雅,却更具投资价值。在这个周期中,投资组合不应像在完美高速公路上飞驰的跑车,而应像油箱满载、备胎齐全的越野SUV。

代理式AI： 从回答问题到执行任务

代理式AI是聊天机器人之后的下一个发展阶段

生成式AI的第一阶段侧重于内容创作、搜索、摘要生成和编程辅助。而下一阶段则聚焦于执行能力。

代理式AI指的是能够朝着既定目标努力、对任务进行推理、与软件互动并上报异常情况的系统。简而言之，当今大多数AI只会“说话”，而代理式AI则会“行动”。

这一区别至关重要，因为企业需要的不仅仅是更好的答案。它们还需要更低的运营成本和更高效的工作流程。因此，向代理式AI的转型，将AI从一种生产力工具（聊天机器人）转变为一种自动化的潜在数码员工。如果成功，这本质上将转向“基于硅的劳动力”，这有望提高企业的利润率和盈利。

我们认为，这使得代理式AI成为一个结构性且持久的主题。市场不再争论企业是否会使用AI，而是转向探讨：在哪些领域可以信任AI自主行动，哪些工作流程可以重新设计，以及哪些平台将掌控协调、数据和治理层。



聊天机器人
回答问题



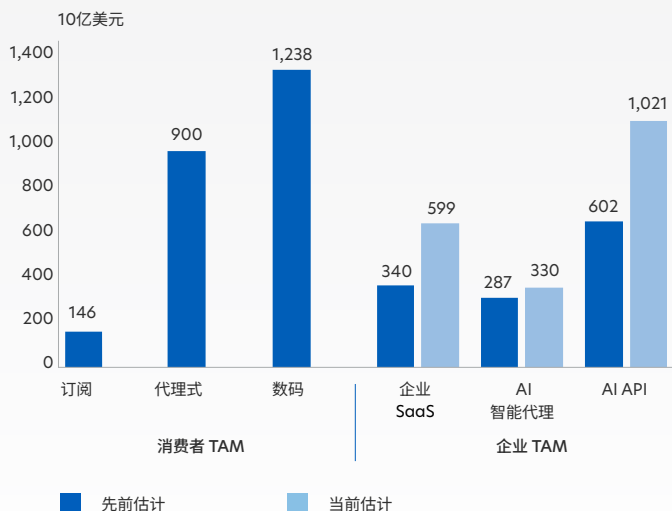
Copilot
帮助用户



AI 代理
完成任务



2030年AI总可寻址市场(TAM)将达4.2万亿



资料来源:花旗银行, 大华私人银行

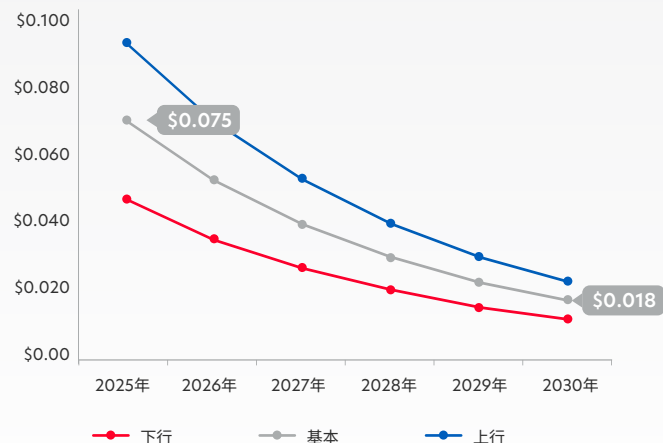
虽然应用尚处于初期阶段,发展方向已明朗

企业采用仍处于早期阶段,但发展趋势令人鼓舞。Gartner预计,到2026年底,40%的企业应用将包含特定任务的AI代理,而2025年这一比例还不到5%。Gartner还预测,在最佳情景下,到2035年,代理式AI可能推动约30%的企业应用软件收入。

这一机遇的规模之所以巨大,是因为代理式AI并非孤立存在。它构成了更广泛的企业AI技术栈的一部分,该栈还包括订阅服务、AI应用程序接口(API)及工作流自动化。

在这个更广阔的机遇中,AI代理代表增长最快的层级之一,这反映了AI正从生产力工具向主动执行工作的执行者转变。

随着计算成本和定价机制的规模化发展,预计每条查询的成本(涵盖各种看涨和看跌情景)将显著降低



资料来源:高盛全球投资研究部

我们目前对代理式AI持乐观态度

我们看到有三项条件正在汇聚,进一步强化了我们对代理式AI的论点。

首先,软件生态系统已经成熟,企业应用、云平台、API 和工作流工具都已准备就绪,能够支持代理的部署。通往部署的“轨道”基本上已经铺设完毕。

其次,企业需求正从广泛的AI实验转向可衡量的投资回报率(ROI)。代理式AI是提升利润率并向股东展示投资回报率合乎逻辑的下一步。

第三,成本与能力曲线正在改善,使得在窄域、高价值的工作流中部署代理变得更容易。随着硬件技术的进步,代币价格(运行AI代理的成本)预计也将进一步下降,使代理式部署的经济效益更加有利。

代理式AI的首批应用场景

短期内，我们看到的是代理式AI的实际部署，而非未来主义的理想。

早期应用场景很可能集中在客户服务、呼叫中心、软件工程、采购、合规、研究及内部运营等领域。这些领域的工作流程具有重复性、数据丰富且可量化的特点，因此非常适合在受控环境下部署代理。

然而，随着代币价格逐渐回落，我们预计应用场景将显著扩展至数据密集型领域，从而进一步扩大智能代理在企业中的应用范围。

投资启示

我们认为，代理式AI的商业价值在于控制层，其发展机遇远不止于基础模型（如ChatGPT、Gemini、Claude）本身。

因此，我们认为更优的投资策略是布局那些能随着企业级代理规模扩大而受益的生态系统层。

企业软件与工作流平台：我们青睐能够将智能代理嵌入现有工作流的公司，尤其是在客户服务、销售、编程、企业资源规划（ERP）、人力资源管理（HCM）、采购和合规领域。

云、计算与AI基础设施：代理式AI会增加推理需求，因为代理会将单次查询转化为多步骤工作流。它们会进行规划、检索数据、调用工具、验证输出结果并重复执行操作。

这将推动云平台、加速器、网络、内存及数据中心基础设施的发展，尽管当前估值已充分反映了AI资本支出的显著增长。

安全、身份与治理：随着代理程序获得企业系统的访问权限，身份与访问管理变得至关重要。代理程序本质上是“数码内部人员”，因为它们可能拥有特权访问权限，并在无人持续监督的情况下做出决策。

这将推动对网络安全、访问控制、监控、审计追踪及AI治理软件的需求。

数据控制层与连接层：只有当代理能够访问正确数据、理解上下文并安全地与企业系统交互时，它们才有价值。掌握遗留系统集成、数据架构和治理权的企业，掌握着广泛部署代理的关键。

这使得数据平台、集成软件和企业搜索成为重要的受益者。

专业服务与工作流重构：

瓶颈不仅在于技术，更在于流程重构。市场对重新构想智能代理的运营模式的需求将日益增长，而非仅仅自动化现有人工工作流。

这将推动围绕AI转型的咨询、系统集成及托管服务业务的发展。

风险：信任、成本和执行将决定发展速度

主要风险在于企业将演示与部署混为一谈。许多基于代理的AI试点项目在受控环境中运行，但生产系统需要可靠、可审计、访问控制、工作流重构及明确的责任归属。

安全性是第二大风险。AI代理可能泄露数据、滥用工具、提升权限，或以难以追踪的方式与其他代理进行互动。

成本是另一项制约因素。代理系统可能对计算资源需求极高，因为它们需要反复进行推理、检索、使用工具和验证。如果推理成本无法快速下降，企业可能会将部署范围仅限于最具价值的用例。这可能会推迟软件的商业化进程，并给基础设施投资回报带来压力。

监管因素也可能减缓金融服务、医疗保健和公共部门用例中的采用进程。

战略性再工业化： 供应链从追求效率转向追求韧性

从“及时生产”到“未雨绸缪”

全球经济在供应链设计方面正经历一场结构性转变。过去三十年间，全球化一直将效率、整合和最低成本生产置于首位。

如今，这种模式正被一个以冗余、多元化和本土能力为核心的更具韧性的框架所取代。

战略性再工业化反映了这一转型。各国政府和企业正积极重塑供应链，以减少对单一地区的依赖，特别是在半导体、能源系统和工业投入品等关键领域。其结果是生产模式从“及时生产”转向“未雨绸缪”。

我们认为这是一种持续数十年的结构性趋势，而非周期性复苏主题。其驱动因素具有持久性：地缘政治碎片化、能源安全、脱碳及技术变革。一旦工业产能重建、供应链重组，这些变化就不太可能迅速逆转。



“旧”全球化模式

- 单一国家采购
- 准时制库存
- 最低成本生产
- 最小冗余
- 自由市场



“新”全球化模式

- 多国及“友岸外包”供应链
- 更高的库存缓冲
- 供应安全优先于边际成本
- 政府激励措施与限制

为何当前正大力推进战略性再工业化

1) 地缘政治碎片化正演变为结构性特征

全球贸易日益受到国家安全考量的影响,而非单纯的经济效率。出口管制、贸易限制和区域联盟正推动供应链向多国参与和“友岸外包”模式转变,而非追求全球优化。

2) 中东冲突凸显能源脆弱性

近期中东局势的升级印证了一个关键现实:能源安全正面临地缘政治冲击。其含义不言而喻:能源正被视为战略资产,而不仅仅是一种商品。各国正加速推进能源独立,转向发展包括核能和可再生能源在内的国内发电能力。

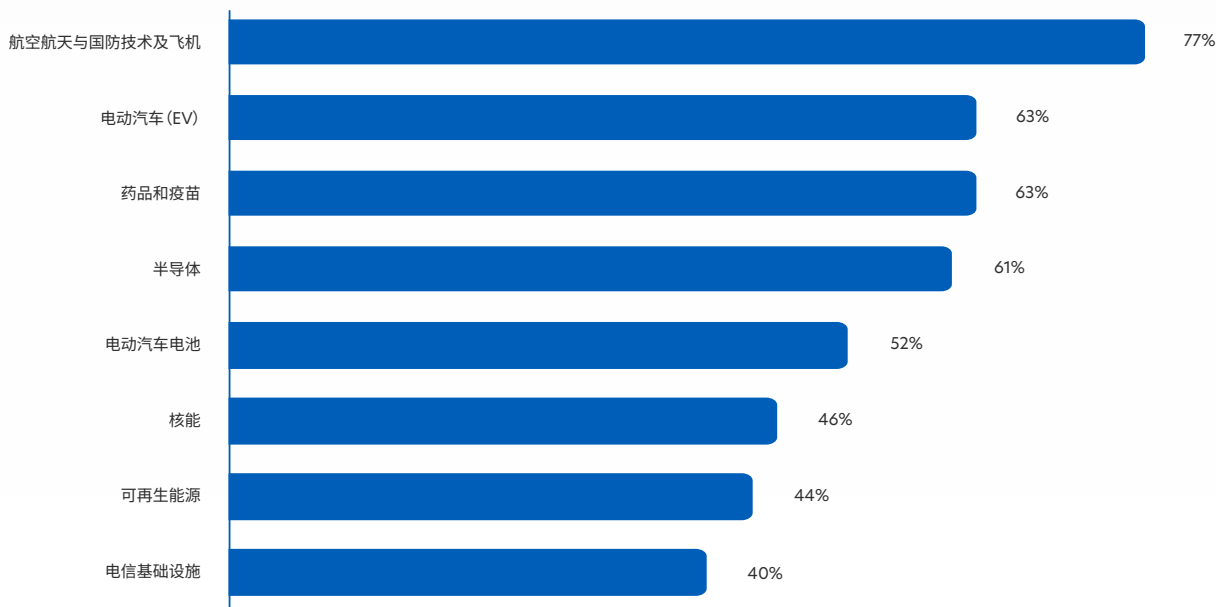
3) 供应链冲击已永久性地改变了行为模式

从疫情期间的物资短缺到半导体瓶颈,近期的一系列中断事件重塑了企业的风险管理框架。这导致企业从精益库存模式转向了缓冲库存模式。如今的供应链建设更注重韧性,并考虑“假设”情景。因此,韧性已融入企业的决策过程,从而强化了政策驱动的再工业化进程。

4) 下一阶段的增长可能将更加资源密集

随着工业回流的推进,我们看到对本地能源需求增加,这将带动电网基础设施投资。这恰好与AI革命及基础设施建设相契合,加速了对铜、锂和稀土等关键资源的需求。

认为建立自主制造能力至关重要的组织所占比例



资料来源:凯捷研究院,《再工业化高管调查》,2024年2月,样本量N=1,300名高管。

投资启示

向再工业化和供应链韧性转型的趋势，正推动整个经济体的资本密集度在结构上提升。过去几年制造业建筑支出的激增也表明，相当一部分工业产能已在实体层面建成，该体系目前正过渡到运营阶段。

这一过渡至关重要，因为增长的能源强度通常在设施投产后会上升，而非在建设阶段。

电力与电网基础设施：随着再工业化推动能源需求在结构上呈现更高且更具本地化的趋势，公用事业公司和电气设备供应商将从中受益。

核能、可再生能源与储能：对能源安全的重视可能会促使投资转向石油以外的能源资源多元化。这将有利于核能作为稳定的基荷电源，同时太阳能等可再生能源也将受益，并得到包括电池技术在内的储能解决方案的支持。

工业自动化：劳动力成本上升、生产回流及工厂现代化进程，应推动对自动化、机器人、传感器及工业软件的需求。

关键材料和大宗商品：我们预计囤积行为将有所增加，无论是以正式形式（战略储备）还是非正式形式（企业库存积累）。

这可能涉及石油、液化天然气、铜、锂、稀土等战略性资产。此类囤积行为可能会放大需求周期，收紧大宗商品市场，并可能加剧价格波动。

成本基础上升：从全球优化供应链转向本地化、冗余且能源安全的生产模式，不可避免地会推高资本和运营成本。

虽然这可能会在系统层面带来轻微的通胀压力，但同时也通过提升稀缺性资产、定价权资产及获得监管支持的资产的价值，改变投资格局。

因此，在将韧性置于边际效率之上的世界中，能源基础设施、电网资产和关键材料不仅将受益于交易量的增长，还将受益于结构上更为坚挺的价格走势。

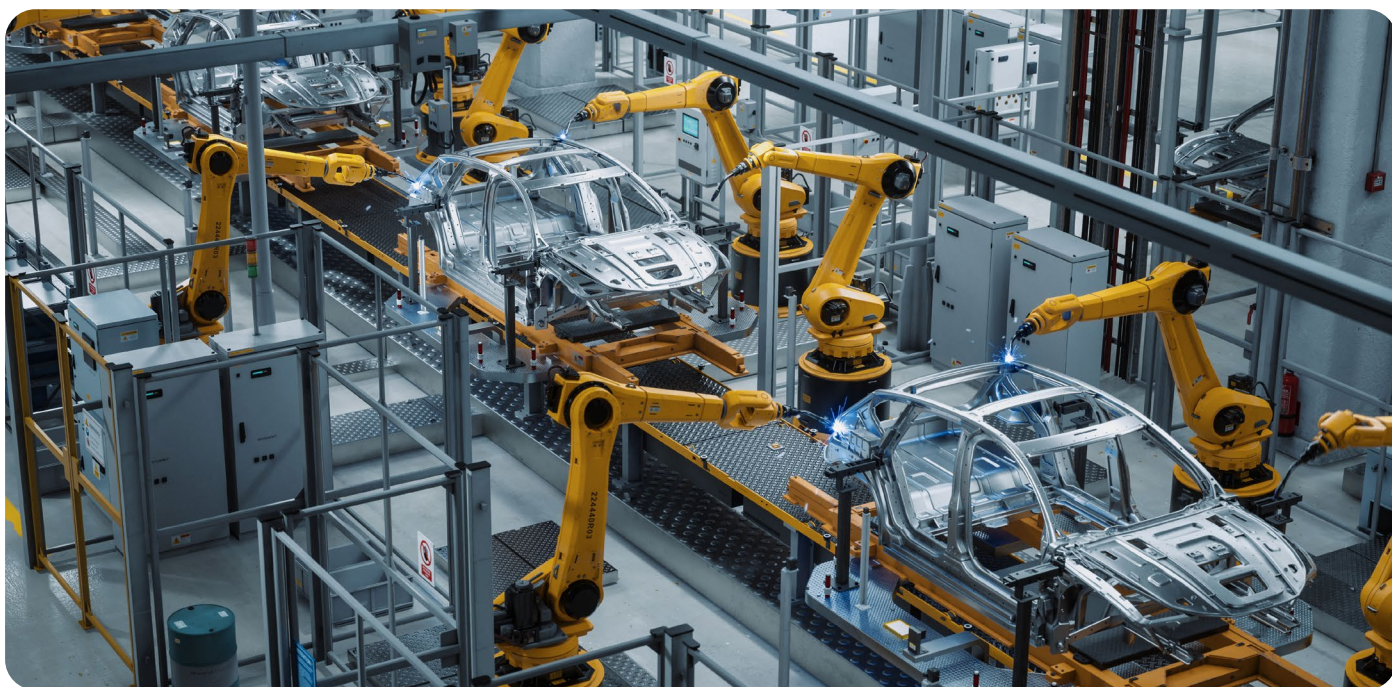
风险与制约因素

尽管重工业化的结构性基础依然稳固，这一进程不太可能呈线性发展。我们认为未来将面临三大风险：

项目储备风险：制造业建设支出主要集中在前期。未来的增长取决于能否持续公布新项目及获得政策支持。

融资制约：利率上升可能限制边际投资，特别是在未获得大量补贴的行业。

执行瓶颈：劳动力短缺、审批延误，以及关键设备（如变压器、电网组件）的供应限制，都可能延缓项目交付并推高成本。



中国： 两个市场的故事

中国股市内部已出现明显分化。能源和材料等上游板块，以及高端制造业、技术本土化、半导体和医疗保健板块，今年以来的回报率均优于大盘。这一表现得益于盈利预期上调势头增强、政策支持，以及投资者青睐那些涉及供应链本土化、产业升级和“新优质生产力”的公司。

相比之下，离岸中国股表现滞后。其指数构成仍高度集中于大型互联网平台、金融、电信和能源类股票，而在A股上市企业中——许多表现优异的板块正集中于此——却存在结构性低配。这导致境内和境外指数所反映的中国市场敞口之间差距不断扩大。简而言之，A股在定价中越来越体现工业政策和国内创新因素，而H股则仍更多地受制于平台资本支出周期、消费需求的不确定性及传统的指数成分结构。

与此同时，中国的首次公开募股（IPO）市场正在经历一场结构性复苏。2025年，香港募集资金约2800亿港元（约350亿美元），同比增幅超过一倍，而受政策支持以及科技行业上市需求回暖的推动，内地和离岸市场的发行规模均出现反弹。一级市场的复苏不仅仅是周期性的，它反映了资本市场正朝着战略性行业——特别是硬科技、先进制造业、AI、半导体和生物技术——进行更广泛的战略调整。

H股发行储备

在内地A+H股双重上市及中国美国存托凭证（ADR）可能回归的推动下，香港的IPO发行储备已显著扩大。预计这一势头将延续至2026年，募资规模可能超过3000亿港元（约380亿至400亿美元），这表明香港股市将重回具有全球影响力的发行规模。

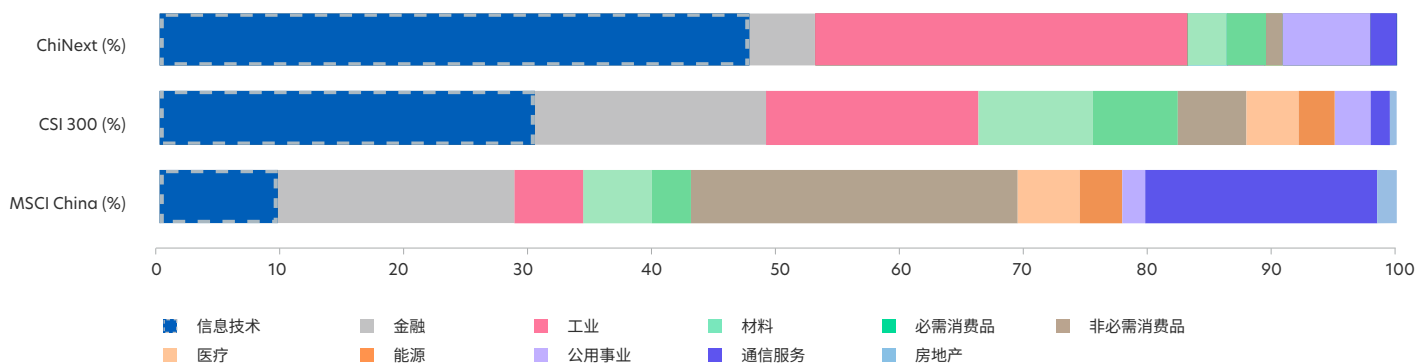
投资者需求依然强劲。大型IPO和高增长科技股上市继续吸引大量认购，这反映出市场流动性充裕且投资者对配置中国增长型资产的兴趣持续不减。关键在于，这种需求能否保持足够强劲，以消化更密集的发行日程，同时又不给二级市场表现带来压力。

A股发行储备

随着监管政策的调整，境内市场也正在重拾增长势头。科创板和创业板的各项改革明确瞄准了硬科技和创新领域，强化了国内交易所作为国家重点产业融资渠道的作用。

一项关键进展是在科创板设立了“成长板”，旨在支持半导体、AI和生物技术领域的未盈利企业。这实际上为那些可能尚未达到传统盈利门槛、但仍具有战略重要性的早期科技企业重新开启了IPO通道。这些改革标志着一场结构性转变。中国资本市场正与北京的产业政策重点——尤其是技术自主和国内供应链韧性——实现更直接的对接。

中国指数中的科技板块权重



资料来源：彭博社，大华私人银行

A股与H股表现分化

今年A股与H股表现出现分化,因为它们目前反映的是中国市场的不同投资敞口。境内A股,尤其是创业板等成长型指数,侧重于硬件、产业升级和“新优质生产力”:电力设备、通信、电子、半导体和先进制造业。这些企业直接受益于政策支持、国内流动性,以及市场对供应链本土化和AI基础设施领军企业的溢价。

相比之下,H股主要由大型平台、金融、电信和能源类公司主导。仅腾讯和阿里巴巴两家就占据恒生中国企业指数(HSCEI)的很大权重,此外还有银行、保险公司、大型石油公司和电信运营商。平台公司不再仅仅被视为“轻资产复合型企业”而估值。它们正处于高强度投资周期中,在AI模型、云基础设施、芯片,以及快商务或消费服务领域的竞争中进行大规模投入。阿里巴巴已承诺投入巨额的AI/云计算资本支出和快商务投资,而腾讯则表示将在2026年第一季度后大幅提高AI资本支出。

这一点很重要,因为投资者正在质疑投资回收期。H股平台在电商、游戏、广告、云服务和本地服务等领域争夺终端消费者的钱包,而资本支出和补贴却在稀释其利润率。与此同时,A股市场往往汇聚了这些支出的上游受益者。这才是两者分化的更根本原因。

如何布局中国股市?

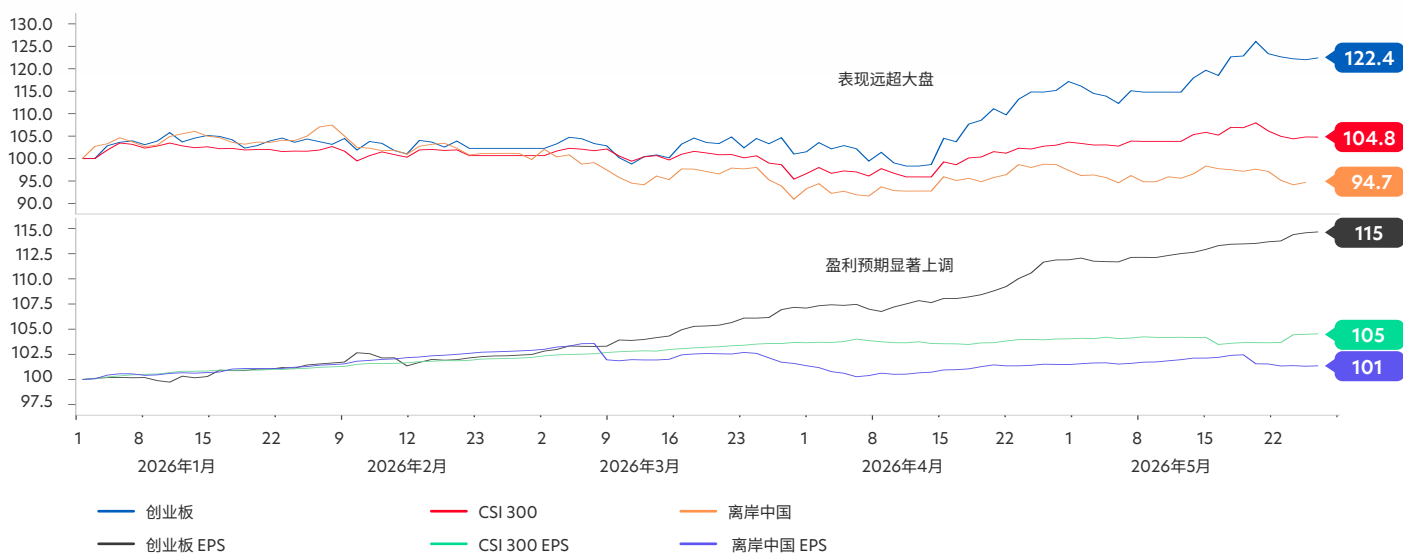
科创板和创业板的AI及硬科技上市项目储备,有望持续支撑A股成长板块的结构性溢价。不过,鉴于相较于全球同行估值仍处于低位,且随着政策支持、资本流入和利润率回归正常,盈利追赶潜力明显,HSCEI投资者无需在当前水平减持头寸。该指数目前仍处于配置不足且具有周期性特征的状态,这意味着如果未来6至24个月内经济增长、房地产市场企稳及外部需求出现哪怕是温和的改善,该指数将具备不对称的上行空间;这支持我们维持持有立场,而非在接近谷底的市盈率水平上抛售。

话虽如此,新增资金最好有选择性地配置于创业板,该板块的结构性增长动力(如先进制造业、清洁技术和本土创新)依然完好,盈利可见度更高,政策支持力度更强,尽管波动性较大,仍具备优异的中期复合增长潜力,从而在价值股复苏与成长股领跑之间形成杠铃资产配置。

主要风险在于市场消化能力。若新股发行速度超过投资者需求,二级市场流动性可能面临压力,尤其是在小盘成长股板块。这将对A股硬科技和创新类股票当前享有的估值溢价构成挑战。

中国股指表现

重新基准化:100 = 2026年1月1日



资料来源:彭博社, 大华私人银行

投资组合策略

资产配置概览

资产类别	低配	中立	超配	评论
股票				维持超配观点。企业盈利前景依然向好。逢低买入优质股票。
美国股市				保持超配观点。重点关注AI基础设施栈。多元化仍是关键。
欧洲股市				维持中立观点。在温和增长的背景下，AI基础设施和公用事业等领域仍有一些投资机会。
日本股市				保持中立观点。看到结构性利好因素，但也存在周期性风险。更青睐那些顺应财政政策驱动主题的公司。
新兴市场股市 (亚洲)				维持超配观点。预计科技股将持续带动盈利预期上调，而其估值水平相对于发达市场同行仍处于较低水平。
固定收益				维持中立观点。针对近期信用利差扩大，应灵活把握投资机会。 建议将平均久期控制在4至5年。
发达市场 投资级债券				维持超配观点。在近期债券抛售潮中优化投资组合韧性，同时在市场重新定价的环境下提升资产质量。
发达市场 高收益债券				维持低配观点。风险与回报仍呈不对称态势，且行业配置状况不佳。
新兴市场 投资级债券				维持超配观点。继续看好东盟地区的金融龙头企业、亚洲准主权债券，以及战略性国有企业。
新兴市场 高收益债券				维持中立观点。鉴于各公司资产负债表中存在的特定风险，需谨慎选择。
另类投资				
贵金属				将评级下调至中立。除了短期通胀风险外，黄金仍可受益于避险需求及央行持续的配置。
货币市场				保持中立观点。随着市场波动带来投资机会，逐步部署闲置资金。

低配 中立 超配 本季度资产的配置情况 上一个季度资产的配置情况

注：

- 上方的资产配置概览基于“平衡型”的风险偏好和组合。详情请参阅下一页。
- 每个实心点表示当前季度资产的配置情况。如果有空心点，每个空点表示上一季度资产的配置情况。

2026年第三季度 资产配置概览

资产类别	非常保守型 CRP 1 (%)		保守型 CRP 2 (%)		均衡型 CRP 3 (%)		增长型 CRP 4 (%)		进取型 CRP 5 (%)		评论
	现在	变动	现在	变动	现在	变动	现在	变动	现在	变动	
股票			30.0		50.0		65.0		75.0		
固定收益	90.0		65.0		42.5		27.5		17.5		平均久期： 4至5年
货币市场	10.0		5.0		7.5		7.5		7.5		

注：

- “变动”一栏表示资产配置比例相对于上个季度的变化。绿色表示增加配置，红色表示减少配置。
- 由于四舍五入至小数点后1位，数字相加可能有出入。



世界经济观点

经济



- 预计全球经济增长将因能源成本上升而小幅放缓,但仍将受到美国需求韧性和对人工智能(AI)持续投资的支撑。
- 我们预计2026年美国国内生产总值(GDP)增长率为1.7%。美国经济背景仍呈现“K型”复苏态势。高收入家庭和企业持续受益于支持性政策和AI驱动的投资,而低收入家庭则面临物价上涨、劳动力市场条件疲软以及财富积累受限的问题。
- 对于中国,我们维持2026年GDP增长4.7%的预测不变。预计工业生产和出口仍将是主要增长动力。2026年第一季度5.0%的强劲同比增长为2026年第二季度可能出现的放缓提供了缓冲。

货币政策



- 我们预计美联储(Fed)将在2026年全年维持利率不变。预计货币政策宽松仅会在2027年重启,预计在2027年第二季度和2027年第四季度将进行两次降息,随着通胀压力消退后将政策利率上限降至3.25%。
- 欧洲央行(ECB)已在2026年6月加息,主因是持续的通胀担忧。在此之后,其政策可能会转向更为谨慎的路径,因为长期金融条件收紧对经济增长构成压力。
- 预计中国的货币政策将保持适度宽松,依靠小规模定向宽松措施而非全面刺激。
- 在日本,继2026年6月加息后,我们预计日本银行(BOJ)近期将维持政策不变,随后在2026年第四季度和2027年第二季度各加息25个基点(bp),将终端利率推至1.50%。

物价



- 受能源价格高企以及商品、服务和供应链广泛价格压力推动,2026年全球通胀再度回升。
- 我们已上调2026年美国通胀预测,预计整体通胀率为3.7%,核心通胀率为3.0%,这反映了能源和服务业持续的价格压力。预计要到2027年才会出现实质性缓和。
- 因通缩压力逐渐缓解,中国通胀可能轻微走高。同时,东南亚经济体可能因对能源成本和进口通胀的敏感性而经历更强的价格传导。

资产配置



- 鉴于企业盈利韧性及人工智能持续投资的支撑,维持对股票的超配。特别是,我们维持对美国股票的超配观点,看好人工智能生态系统中的各类机遇,例如数据中心、芯片和相关基础设施。我们还认为受益于经济活动和投资趋势的行业存在投资价值,包括金融、工业和材料板块。
- 维持对亚洲新兴市场的超配,尤其是北亚地区。我们看好中国的科技板块和高股息股票;同时,持续的AI需求有望提振韩国和中国台湾的半导体龙头企业。在东盟内部,我们看好新加坡股票。
- 我们对固定收益维持中性观点。虽然收益率颇具吸引力,但信用利差较窄,导致上涨空间受限。因此,我们建议将久期保持在4至5年左右的中等水平,以应对利率风险。

股票

美国

盈利表现领跑

立场：进入2026年下半年，我们维持对美国股票的超配立场，这得益于企业盈利增长的韧性、宏观经济势头的稳定以及AI基础设施投资的持续。

2026年第一季度的强劲企业盈利增强了对市场的信心，而AI早期变现趋势进一步增强了市场对美国企业盈利前景的信心。尽管AI相关的资本支出仍是关键驱动因素，但它的益处正日益扩展到更广泛的领域。

然而，鉴于目前预计美联储将在2026年剩余时间维持利率不变，美国股市进一步上涨可能更少依赖于估值扩张，而更多依赖于盈利兑现、利润率管控以及更广泛行业的参与。因此，市场可能对包括地缘政治风险在内的负面发展变得更加敏感。

在此环境下，投资者应避免追逐已超买的个股，而是继续备足资本，以便在市场疲软时期完成部署。关键风险包括债券收益率上升、中东局势紧张、油价高企、利润率压力以及AI超大规模科技企业支出放缓。

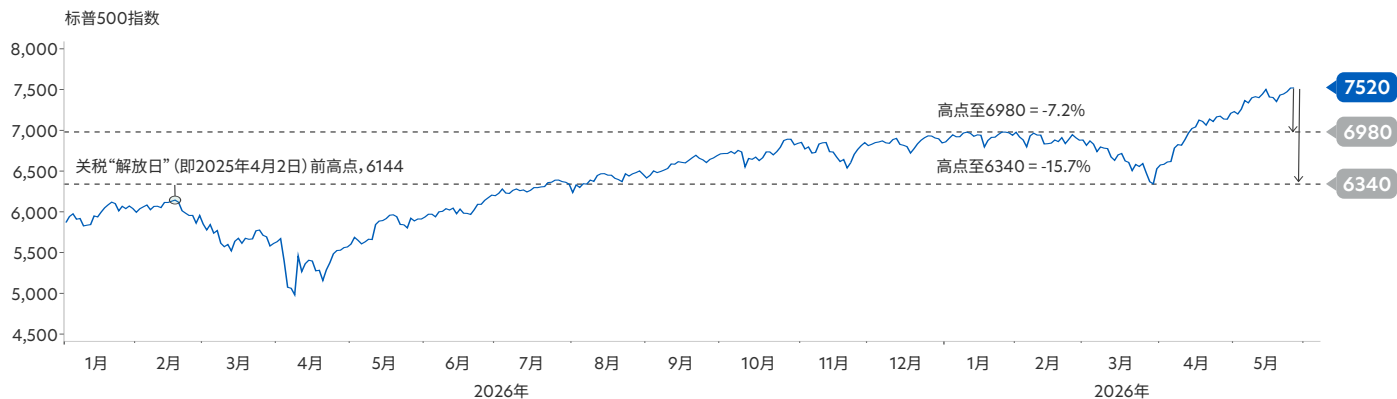
宏观背景与利率

美联储路径：我们预计2026年剩余时间将延长利率暂停期，政策宽松预计仅在通胀压力消退后的2027年才会出现。联邦基金目标利率 (FFTR) 上限很可能在2026年底前维持在3.75%，预计在2027年才可能出现两次降息，在2027年底前降至3.25%。在2026年6月召开的货币政策会议上，新任美联储主席沃什释放了谨慎信号，明确承诺确保通胀稳定。美联储官员现在存在明显意见分歧：9位官员预计今年至少加息一次，8位官员预计今年利率维持不变，1位官员预计今年降息

通胀：通胀仍是一个关键担忧。价格压力超出预期回升，2026年5月整体消费者物价指数 (CPI) 同比上涨4.2%，核心CPI同比上涨2.9%。我们已上调2026年通胀预测，预期整体通胀率为3.7%，预期核心通胀率为3.0%。能源价格和地缘政治发展将决定通胀是否会高于我们目前的预期。

经济增长：尽管存在上述压力，美国经济增长预计仍将保持韧性。共识预测指出，2026年美国GDP增长率为1.7%，主要得益于AI驱动的投资和生产率的提升。尽管如此，更高的能源成本可能构成潜在不利因素。

标普500指数的技术位

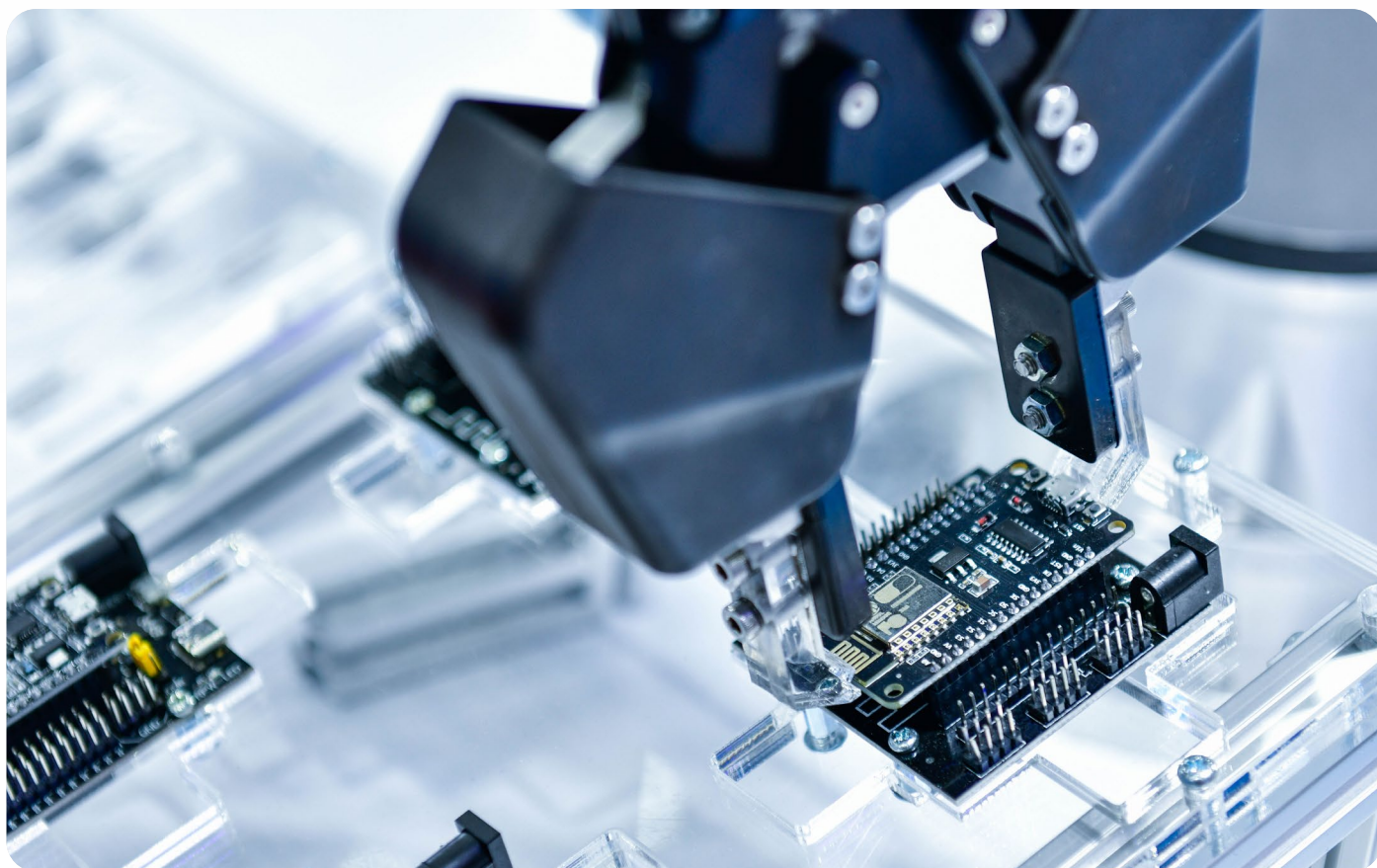


资料来源：彭博社、大华私人银行

盈利与估值： 科技与成长板块引领盈利周期

盈利动态：展望未来，企业盈利预计仍将是推动股市表现的主要驱动力。共识预测显示，2026年标普500指数每股收益（EPS）将实现约20%出头的增长，这得益于营收增长的韧性、盈利预期的上修以及持续的成本控制。重要的是，盈利增长从超大盘科技股向外扩散，因为更多企业从经营杠杆、成本管控以及早期AI驱动的生产率提升中受益。然而，由于龙头科技和半导体企业设定了较高的基数，2027年的EPS增长可能会放缓。

估值：尽管估值处于高位，但并不是过高，并且仍受强劲盈利的支撑。截至2026年5月底，标普500指数的12个月远期市盈率约为20.8倍，高于其10年平均值19倍。虽然这种溢价看似合理，但在“更高更久”的利率环境下，估值的进一步上行将高度依赖持续强劲的盈利表现。



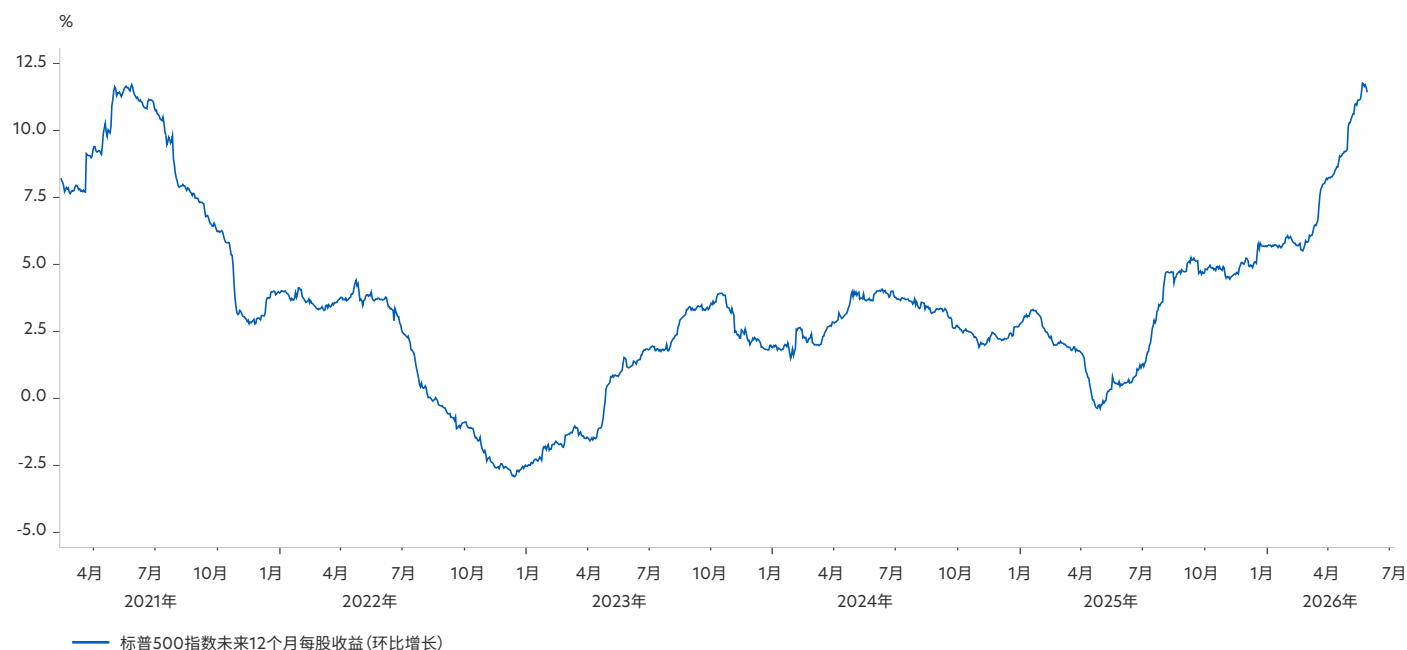
投资策略

受强劲盈利兑现和AI相关增长的支撑，美国股市仍有积极前景。预计成长和科技板块将继续保持积极势头，特别是受益于AI基础设施、云计算、半导体和数据中心投资的企业。然而，估值高企导致这些板块在面对不利消息时容易受到短期回调的影响。鉴于市场高度集中，多元化投资仍至关重要。

2026年下半年的审慎策略是继续备足资本，以便在市场疲软时期完成部署。错过自2026年4月以来反弹的投资者应避免追逐已超买的股票，而应采取更慎重的策略，在整理期内逐步建仓。虽然成长和科技股（如AI基础设施、云计算、半导体和数据中心受益者）仍为核心持仓，但投资组合同样应该扩大对其他基本面良好的优质股票的敞口。电气化、国防支出和供应链回流带来的多年顺风使得工业板块脱颖而出。资本市场活动改善和大型IPO潜在回暖可能惠及金融板块，尤其是投资银行。医疗板块同样具备极具吸引力的防御特性，并且盈利有望改善。

关键风险：债券收益率上升可能通过收紧金融条件压制股票估值。持久的中东冲突可能导致油价居高不下，加剧通胀压力并使企业利润率承压。此外，在“更高更久”的利率环境下，高杠杆仍是脆弱性之源。最后，超大规模科技企业支出的任何放缓都可能扰乱AI供应链，从而可能削弱盈利的一个关键驱动因素。

标普500成分股企业大多持续超出每股收益预期



资料来源:彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

尽管美联储暂停降息的周期延长，但在盈利韧性、AI资本支出和稳健经济增长的支撑下，我们对2026年下半年的美国股票维持超配观点。

欧洲

维持中性配置观点,关注定向投资机会

立场: 对于2026年下半年的欧洲股票,我们维持中性配置观点。尽管该地区持续展现出具有韧性的宏观经济基本面,并且受益于多个具备吸引力的结构性增长主题,但由于缺乏全面的盈利复苏以及核心通胀持续高企,预计将限制欧洲股市的上行空间。

欧洲的投资环境依然极具特色,各行业及企业之间的表现分化明显。AI基础设施、能源转型和国防现代化等结构性增长领域持续提供具有吸引力的投资机会。然而,除上述局部强势领域外,大盘环境仍面临不利因素,主要受制于顽固的通胀压力、利率潜在上行风险以及制造业结构性困境。

欧洲股市的上涨仅集中在特定板块和企业,这意味着投资者需要精挑细选,而非简单的被动区域性配置。

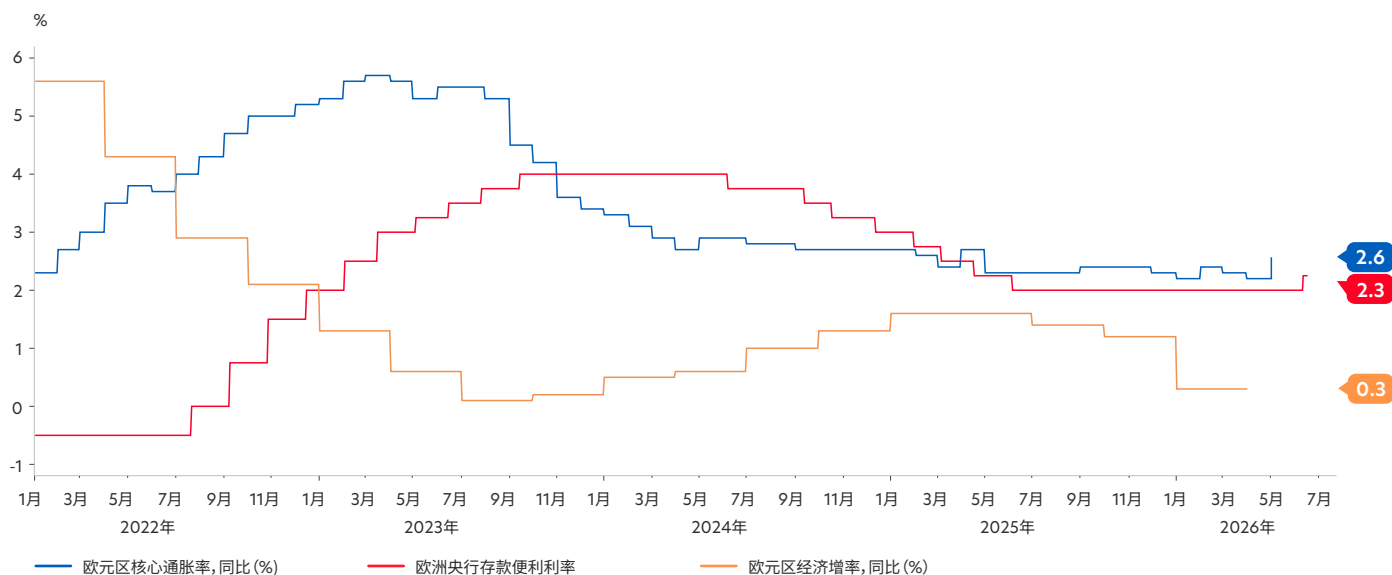
宏观与政策背景

欧洲央行政策: 尽管欧元区经济增长乏力,但持续的通胀或将促使欧洲央行采取慎重的应对措施。2026年下半年欧洲央行政策前景已发生转变,从原先预期的长期暂停加息,转向可能实施更紧缩的货币政策。央行已于2026年6月加息25个基点,将存款便利利率从2.00%上调至2.25%。

通胀: 预计欧元区通胀率将在2026年第四季度向3.0%攀升,随后于2027年逐步回落至2.0%。

增长: 受地缘政治局势再度紧张及能源价格高企的影响,欧盟委员会已将2026年欧元区GDP增长预测下调至0.9%左右。尽管消费支出仍提供一定支撑,但德国工业部门的结构性挑战依然掣肘整体经济活动。这一疲软态势在一定程度上被南欧经济体相对强劲的服务业导向型增长所抵消。

在欧元区经济增长乏力的背景下,欧洲央行需要在利率管理方面寻求微妙的平衡



资料来源: 彭博社、大华私人银行

盈利与估值： 增长企稳，但领涨势头集中

盈利动态：2026年第一季度，欧洲企业盈利展现出韧性，但增长动能有限。各行业间的盈利分化尤为明显。具备强大定价能力的企业得以在成本上升的环境下维护利润率；相比之下，周期性较强及产品同质化程度较高的行业持续面临投入成本高企与定价能力疲软的双重压力。

展望未来，预计盈利增长将保持稳定但幅度不大，市场共识预测2026年增速将在6%至8%之间。然而，各板块的增长会极不均衡，领涨势头主要集中于人工智能相关投资、电气化和国防等关键结构性领域。传统周期性行业的盈利增长预计将会滞后，尤其是在经济增长低迷且成本压力持续的宏观环境下。

估值：斯托克欧洲600指数(Stoxx Europe 600)的12个月远期市盈率约为15倍，接近其10年历史均值。由于结构性增长动力较弱且科技股权重较低，欧洲市场相较美国同类市场存在估值折价。我们认为当前估值水平合理，但缺乏推动盈利加速增长的明确利好因素，可能会限制欧洲股市的上行空间。

投资观点

我们看好AI基础设施领域的投资机会，同时青睐清洁能源转型与国防等结构性增长板块。数字化、脱碳及国家安全等长期主题持续为这些领域的需求提供支撑，并助力企业盈利的可持续增长。

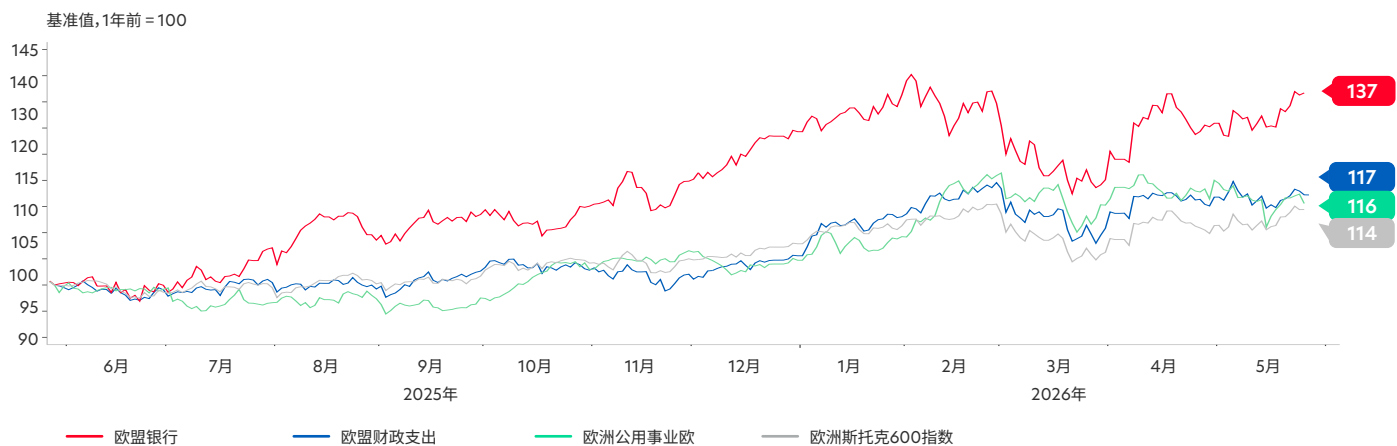
AI基础设施板块表现持续亮眼，这得益于欧洲在半导体设备、先进光刻技术及数据相关技术领域的领先地位。

公用事业与电力基础设施板块也兼具防御特性与结构性增长优势，吸引力十分明显。对可再生能源、电网现代化及发电领域的持续投资正在增强长期盈利的可见性；同时，相对稳定的现金流和极具吸引力的股息率进一步提升了该板块在高利率环境下的配置价值。

此外，国防板块受益于结构性的政府国防支出增长，这一趋势由持续的地缘政治不确定性以及向多极化世界的转变所驱动。在此背景下，国防企业具备良好的条件实现需求与盈利的增长。

总体而言，鉴于宏观经济不利因素持续存在，并且市场上涨主要集中在少数板块，我们对欧洲股票维持中性配置观点。超额收益越来越多地源自对结构性领域的精选配置。投资者应优先关注防御性价值股(能够提供强劲分红且盈利具有韧性的标的)和精选结构性增长股(有望实现持续盈利扩张的优质企业)。从地域配置来看，我们倾向于意大利和西班牙等边缘市场，相对不看好德国；德国工业部门的结构性挑战将持续拖累经济增长与企业盈利。

坚守布局优势主题



资料来源:彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

迈入2026年下半年，由于宏观经济环境的改善被持续存在的结构性制约因素所抵消，我们对欧洲股票维持中性配置观点。

日本

结构性改革提供支撑, 但需采取择优投资策略

立场: 迈入2026年下半年, 我们对日本股票维持中性配置观点。尽管持续的结构性改革继续支撑中期投资逻辑, 但估值高企且能源价格居高不下, 因此需采取更为择优的投资策略。

继年初至今的强劲表现后, 股票估值已升至数十年高位(疫情期间除外)。这反映了企业盈利质量的改善、公司治理水平的提升以及改革势头的延续。然而, 估值基数的抬高使得日本股市在面对潜在货币政策收紧及外部冲击时显得更为脆弱, 尤其是在地缘政治环境不确定及全球增长不均衡的背景下。

日本的投资逻辑正日益从周期性复苏向结构性转型演变。核心驱动因素包括公司治理改革的持续、对经济安全的高度重视、提升供应链韧性的举措以及持续的科技创新。这些结构性利好因素正在支撑更具持久性的盈利增长, 并且企业运用股东资本创造净利润的效率显著提升。虽然这进一步增强了日本股市的吸引力, 但我们认为在未来数月, 个股精选的重要性将与日俱增。

宏观与政策背景

日本政府的经济战略明确聚焦于强化国家韧性, 并以此扶持战略性新兴产业。核心要务涵盖经济安全、供应链韧性建设以及人工智能相关基础设施的发展。预计这些举措将推动半导体、先进制造及通信基础设施等关键领域的持续投资。

日本银行政策: 日本银行于2026年6月将政策利率上调25个基点至1.00%, 创31年来新高。日本银行警示, 油价上涨的影响正在加速显现, 并可能传导至消费者通胀领域; 与此同时, 中长期通胀预期持续攀升。日本银行暗示未来将继续加息, 但具体路径取决于通胀走势及中东局势的发展。我们预计, 日本银行将在短期内维持政策不变, 随后于2026年第四季度再次加息25个基点, 并于2027年第二季度最后一次加息25个基点, 将利率提升至1.50%, 预计这标志着本轮紧缩周期的终结。

通胀: 预计全年通胀率将平均维持在2.0%左右, 但若地缘政治紧张局势(尤其是中东地区)持续推高能源价格, 通胀水平可能进一步上行。

增长: 预计2026年日本实际GDP增长率为1.0%。由于私人消费疲软及能源价格高企, 经济增长面临的风险偏向下行。

优先选择具有结构性利好因素的板块(半导体、公司治理表现优异的企业及通胀回升的受益者)



资料来源: 彭博社、彭博、大华私人银行

盈利与估值：

外部冲击下盈利依然具有韧性

盈利动态：在盈利方面，尽管外部环境更具挑战性，企业盈利能力仍具有韧性。共识预期显示，得益于更强的定价能力、持续的薪资增长以及现行的企业重组与生产率提升，2026年东证指数有望实现低双位数的每股收益增长。然而，投入成本上升及地缘政治不确定性可能会对利润率构成压制。

估值：东证指数目前的12个月远期市盈率约为17.2倍，高于其10年均值14.9倍。随着日本银行逐步推进利率正常化，可能会出现一种情境：企业盈利实现增长，但股价却持平甚至下跌。尽管如此，财政政策依然保持支持力度。日本首相高市因获得强大的选举授权，其扩张性政策立场得到巩固，预计将持续为企业和消费者提供支持，有助于支撑股票估值。

投资策略

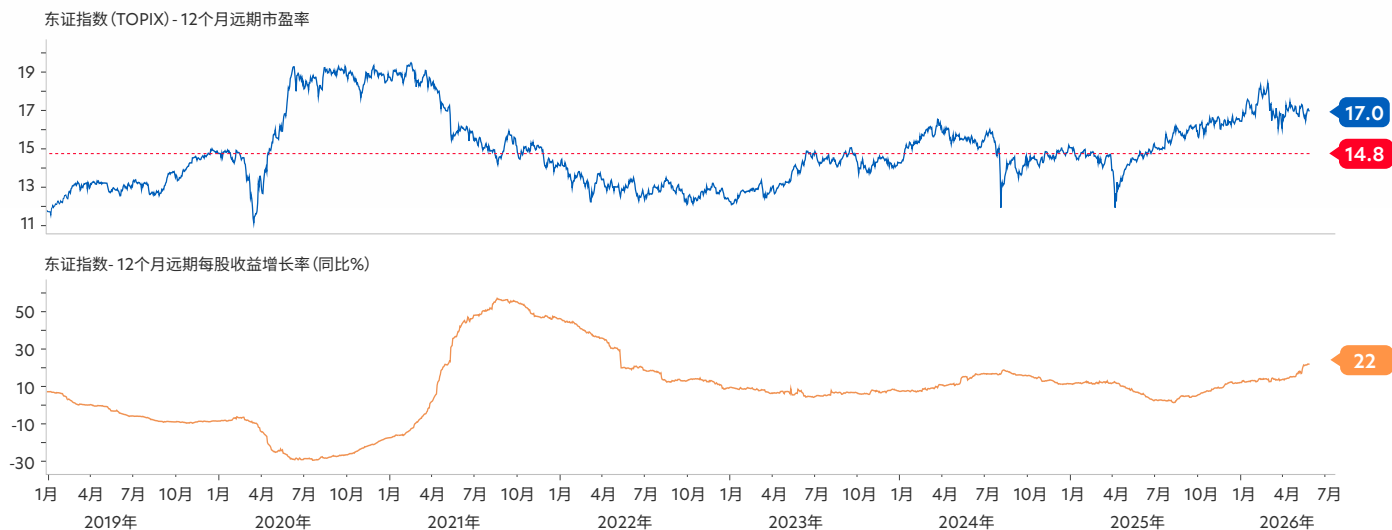
日本股票市场持续受益于结构性改革、战略性新兴产业投资以及企业盈利能力的改善。然而，能源价格与日元汇率持续波动，加上经济适度增长，可能会限制股市的上行空间。因此，我们对日本股市维持中性配置观点，并采取精选投资策略，重点关注契合日本财政政策重点、公司治理改善及股东回报提升以及全球AI基础设施的关键环节的企业。

契合全球AI及半导体周期的企业依然具备良好机遇，尤其是半导体设备和先进制造领域的公司。

此外，日本正迈入重大的基础设施更新周期，数十年的老旧资产亟待替换。规模超过5万亿日元的庞大“国家韧性”预算为此提供了有力支撑，确立了基础设施支出与投资机遇的坚实基础。

最后，政府对经济安全及战略性新兴产业的重视，预计将支撑航空航天、电信和网络安全等领域的持续投资。这些板块有望受益于长期政策支持及资本配置的持续增加。

估值相对于10年均值处于高位，需采取精选投资策略



资料来源：彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

迈入2026年下半年，我们对日本股票维持中性配置观点。持续开展的结构性改革继续提供支撑，但需采取精选投资策略。

新兴亚洲

科技龙头地位巩固涨势

立场: 进入2026年下半年,我们对亚洲新兴市场(EM Asia)股票维持超配立场。这主要归功于结构韧性与企业基本面改善的双重驱动。与估值偏高的发达市场相比,亚洲新兴市场具备更具吸引力的风险回报比。该地区受益于自我维持的本土增长、支持性的货币政策环境以及相对合理的估值水平。

亚洲新兴市场依然是全球最具增长活力的地区之一。这得益于国内消费上升以及主要经济体持续结构性转型的共同推动。在东盟地区,不断壮大的中产阶级收入水平持续支撑消费,而稳定的外商直接投资则进一步巩固了增长势头。与此同时,中国正在经历经济转型,逐步摆脱对房地产驱动增长的依赖,转向先进制造业、科技和消费服务等高价值领域。在整个北亚地区,韩国和中国台湾继续受益于人工智能和半导体相关强劲需求,这正推动其盈利势头和工业活动。

新加坡则继续作为亚洲境内兼具防御性与高质量的市场脱颖而出,扮演着通往东盟增长的门户角色。其强大的金融体系、持续的资金流入以及在数字和基础设施投资中日益扩大的作用,为市场提供了稳定性,同时仍能分享区域增长的红利。

综合来看,这些因素共同支撑着我们对亚洲新兴市场股票维持的积极观点,尤其是在科技与创新等契合结构性增长趋势的板块。

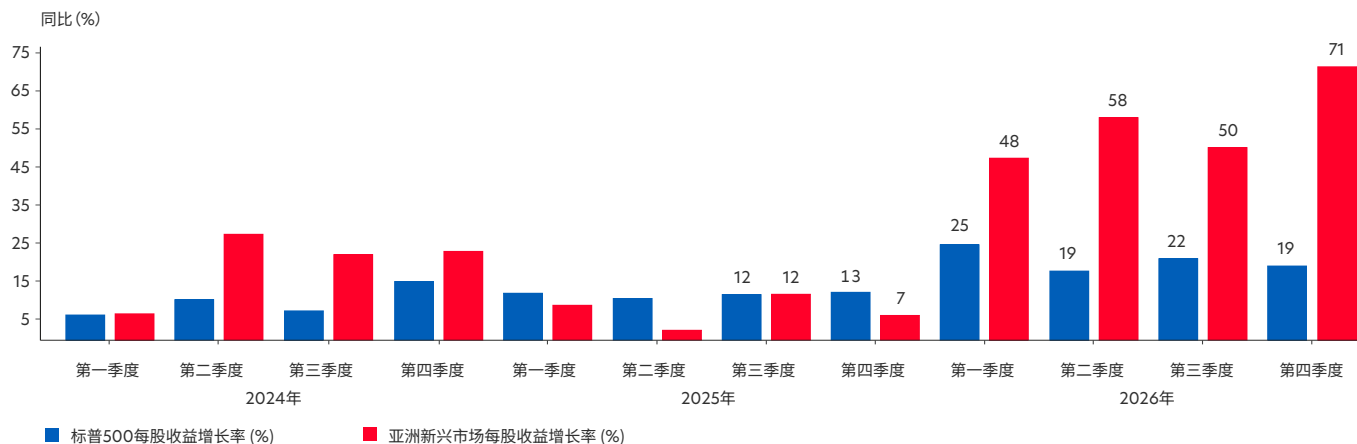
宏观与政策背景(中国)

增长: 2026年第一季度,中国经济实现了5.0%的超预期强劲同比增长,为后续季度可能出现的增长放缓提供了缓冲。全年增长预计将放缓至4.7%左右,反映了向更可持续和更高质量增长模式的有意转型。虽然高科技制造业继续受益于强劲的全球需求(尤其是AI相关领域),但更广泛的工业活动已经放缓,房地产市场仍面临压力,一线城市与低线城市之间的分化日益明显。

中国的政策转型: 政策制定者正积极将资本从房地产投机领域转向先进制造业、数字基础设施和绿色技术等“新质生产力”领域。这一转型标志着一种战略转向,即从高度杠杆化、投资密集型的增长模式,转向更可持续且利润率更高的经济活动。

中国的货币政策: 中国央行(即中国人民银行)预计将保持适度宽松的货币政策立场,以支持消费复苏。尽管此前预期可能降息,但我们预计中国央行今年已不太可能再降息。目前的观点是,政策制定者将更多地依赖财政措施缓冲中东冲突对中国经济的冲击。

亚洲新兴市场凭借强劲的盈利增长和低估值预期而表现优异



资料来源:彭博社、大华私人银行

盈利与估值： 科技引领的盈利增长

盈利动态：市场预期显示，未来十二个月亚洲新兴市场将实现强劲的盈利增长，但预期上调的步伐预计将有所放缓。科技相关板块继续作为盈利增长的主要驱动力，支撑于AI和高性能计算的持续旺盛需求。在此背景下，存储芯片周期依然是核心主题。高端存储芯片的供应持续紧张，叠加超大规模科技企业的强劲需求，目前已推动价格上涨，并带动生产商实现显著的盈利增长。

国家层面，韩国和中国台湾正引领盈利上调周期，这得益于强劲的半导体出口、制造业活动的改善以及存储芯片价格的上涨。相比之下，中国的盈利前景则更为温和，但仍受益于其结构性转型。随着时间的推移，向更高质量领域的转型预计将为整体增长放缓提供一个更稳定、更具韧性的盈利基础。

估值：与发达市场相比，亚洲新兴市场股票仍具吸引力。截至2026年5月26日，MSCI新兴亚洲指数的12个月远期市盈率约为12.1倍，而恒生中国企业指数约为9.4倍。虽然亚洲拥有强劲的增长前景，但这些估值水平相较于发达市场仍存在明显折价。尽管复苏路径可能缓慢且不均衡（尤其是外部不确定性因素的影响），但当前的估值水平为具有中长期投资视野的投资者提供了吸引力较强的入场机会。

投资策略

我们倾向于一种融合策略：既投资于AI/科技等结构性增长主题中的优质领导企业，又布局那些能够提供持续稳定股息的板块。

凭借向长期合约模式的转变，高质量科技与半导体领域的头部企业（尤其是台湾和韩国企业）将继续受益于持续的人工智能需求，并迎来不断改善的盈利前景。

在中国，投资机遇集中在与政策导向高度契合的领域，例如AI、半导体、先进制造、技术自主、工业自动化以及电动汽车。与此同时，纳入具备稳定股息记录的优质企业有助于提供稳定收益并降低投资组合的波动性。

新加坡则在本地区市场中脱颖而出，展现出其稳定与优质特性。其稳健的金融体系、持续涌入的外国资本以及不断壮大的财富管理行业共同构成经济韧性的坚实支撑。与此同时，数字基础设施的持续投资进一步巩固了其区域枢纽的地位。综合来看，这些因素共同推动新加坡成为投资者寻求把握东盟增长机遇的可靠门户。

关键风险：地缘政治紧张局势与更高的能源价格可能导致市场出现阶段性波动。此外，一旦当前的投资周期变得成熟，全球对科技产品的需求可能放缓，或将抑制半导体等关键行业的盈利增长。

首席投资官建议

我们维持对新兴亚洲股票的超配立场，支撑考量包括强劲的盈利增长、科技领域的结构性领导地位以及相较于发达市场更具吸引力的估值水平。在东盟境内，我们看好新加坡股市。

固定收益

发达市场 投资级债券

在重新定价的世界中缩短久期，强化优质资产

发达市场投资级 (DM IG) 债券在2026年初开局稳健。尽管估值相对偏高，但其背后的支撑因素包括：强劲的企业盈利、健康的资产负债表，以及主要央行将根据数据逐步放松政策的预期。

然而，随着美国-伊朗冲突升级，这一有利背景发生了转变，因为该冲突扰乱了经霍尔木兹海峡的能源运输。油价急剧上涨，其中布伦特原油价格飙升至每桶100美元以上，一度在全球市场引发新一轮通胀压力。最初源于能源领域的冲击现已扩大至影响商品、服务以及供应链。在美国，2026年5月整体通胀率同比上升至4.2%，创下自2023年5月以来的最高水平。

通胀趋势在塑造市场预期方面扮演了关键角色。美国国债收益率已出现明显攀升，其中10年期收益率一度突破4.5%，30年期收益率更是短暂超过5%。通胀预期也随之上升，市场目前正为在2026年底前加息的可能性进行定价。这既反映了能源价格上涨带来的影响，也反映了新任美联储主席沃什领导下未来政策方向的不确定性。

因此，债券市场已对“高利率维持更久”的宏观环境作出调整。预计到2026年底，10年期美国国债收益率将在4.65%左右徘徊。我们现在预计，美联储将在今年内维持利率不变，潜在的降息周期可能要等到2027年才会重启。为应对这一预期的转变，我们已将目标投资组合的久期从之前的5至7年缩短至4至5年，以更好地管理利率风险。

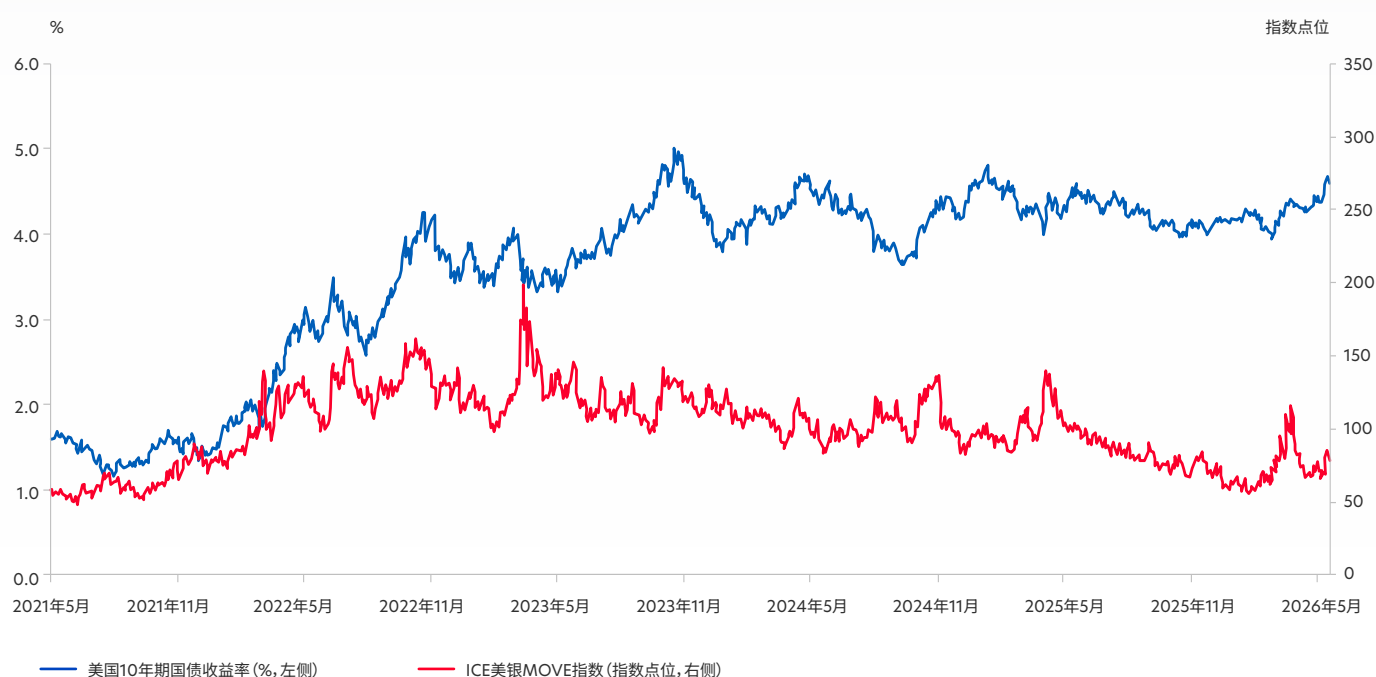


当前环境下,发达市场投资级债券提供了一种耐人寻味的平衡。鉴于估值已显高企,其价格进一步上涨的空间有限,但整体收益率依然具有吸引力,并有望吸引投资者的需求。然而,对于为追求更高收益而承担较低质量的信用风险,我们持谨慎态度。低质量发行人相关风险可能上升,而这些风险可能并未完全反映在当前的市场定价中。

我们的策略依然聚焦于质量和严格的信用选择。我们倾向于选择基本面强劲、商业模式富有韧性的企业,并计划在市场疲软时期有选择地增加对这些企业的敞口。

从行业角度来看,我们倾向于配置防御性与结构性增长机会相结合的组合。我们认为具有吸引力的领域包括:受益于人工智能增长及电力需求增加的企业、国防相关企业、受监管的综合公用事业、基础设施提供商、金融机构、保险公司、电信公司、特定能源生产商以及涉足人工智能的美国科技领军企业。

尽管美国国债收益率较高,但利率波动率依然低迷



资料来源:彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

重点关注优质债券,在信用选择上保持严明纪律,并利用市场波动建立对长期结构性优胜者的敞口。

发达市场 美国高收益债券

高收益债券的涨幅掩盖了风险上升

发达市场美国高收益 (DM HY) 债券在2026年带来了适度回报, 回报主要由收入驱动, 而非价格升值。截至2026年5月25日, 该资产类别年内回报约为1.13%。这一表现主要受票息收入和信用利差收窄的支撑, 但对利率上升的担忧在一定程度上抵消了涨幅, 并对债券价格构成压力。

持续的中东冲突对美国高收益市场产生复杂的影响。一方面, 在高收益指数中占有相当大比重的能源行业从油价上涨中获益。这支撑了能源相关高收益债券的强劲回报。然而, 若油价企稳或下跌, 部分涨幅可能会被逆转。与此同时, 更高的能源成本已开始传导至其他经济领域, 尤其是消费相关行业; 这些行业中, 成本上升抑制需求并使盈利能力承压。此外, 持续的技术变革 (特别是AI变革) 给软件等行业带来不确定性, 引发人们对软件企业长期商业模式和信用质量的担忧。

基本面角度看, 美国高收益市场的整体质量有所改善。平均而言, 企业的债务水平有所降低, 杠杆率在过去数月已明显下降。市场构成已向更高质量的发行人倾斜, BB级企业的占比有所增加, 而低评级债券的份额则有所减少, 表明该资产类别拥有一个更强的起点。然而, 压力的早期迹象也已出现。违约率从极低水平逐步上升, 目前已接近历史平均水平, 这表明在更为严峻的经济环境中, 资质较弱的企业开始面临挑战。

投资者对高收益资产的强劲需求导致信用利差保持在收紧水平, 并推动了新发行高收益债券的踊跃认购。然而, 这种强劲需求也可能在掩盖潜在风险, 因为投资者在承担更高信用风险时, 所要求的补偿依然相对较低。

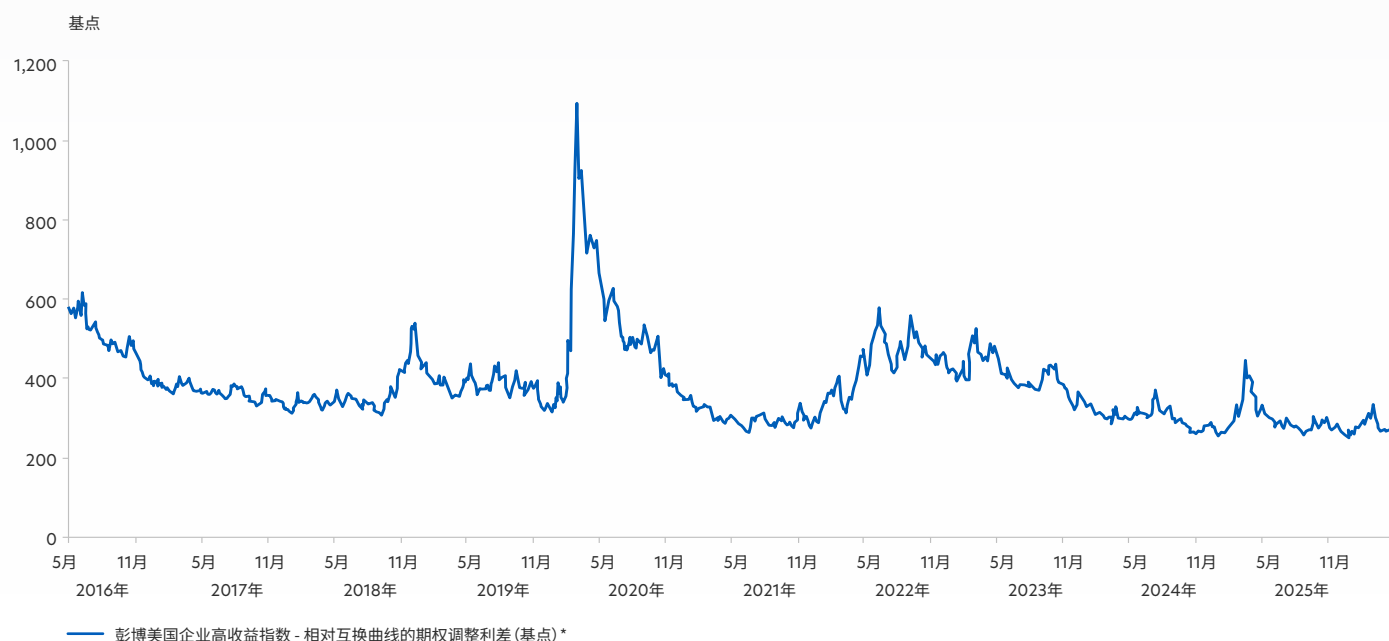


鉴于上述背景，我们对发达市场美国高收益债券维持谨慎态度，并维持低配观点。当前估值水平无法充分补偿投资者承担的风险，尤其是在地缘政治不确定性加剧及波动性上升的环境下。对于中东冲突的担忧、部分信贷市场可能出现的流动性压力以及软件等行业面临的结构性挑战，目前尚未充分体现在高收益市场中。

尽管收益回报依然具有吸引力，但资本增值的潜力受到制约，而一旦环境恶化，下行风险可能会加剧。

总体而言，我们认为相较于更高质量的债券，美国高收益债券的风险回报吸引力较低。因此，投资者应坚持精挑细选，优先考虑质量，并更多关注投资级债券；这些债券能在保持较低风险的同时提供具有吸引力的收益。

美国高收益债券信用利差接近历史低位，进一步收紧的空间有限



资料来源：彭博社、大华私人银行

*注：相对互换曲线的期权调整利差 (OAS) 是指投资者相对于相对“无风险”利率 (互换利率) 所获得的额外收益，反映了对企业放贷所承担的额外风险。

首席投资官建议

维持低配观点。自下而上的严谨信用甄选对于规避企业特定风险至关重要，这些风险在更广泛的市场层面上可能并不明显。

亚洲新兴市场 投资级

更高收益、稳定利差与选择性风险

亚洲新兴市场投资级 (EM IG) 债券在2025年表现强劲, 其回报得益于美国国债收益率的下降和信用利差的收窄。然而, 这一势头并未延续至2026年。截至今年, 由于价格的下跌抵消了这些债券产生的收入, 回报率大体持平。

尽管如此, 在全球市场环境更为谨慎的背景下, 亚洲投资级信用利差依然保持相对稳定。这种韧性反映了两大关键因素。首先, 整体收益率依然具有吸引力, 持续吸引投资者需求。其次, 亚洲的企业基本面保持稳健。企业普遍持有的债务水平低于收益, 为应对经济不确定性提供了良好的缓冲。

地缘政治方面, 近期中国和美国之间的高层会谈传递出一些积极信号。双方均表示愿意在关键问题上开展合作, 包括缓解中东紧张局势和维护地区稳定。此外, 虽有早期迹象显示中美贸易关系有所改善, 但具体细节仍十分有限。如果这些进展能使中美紧张局势持续缓和, 则将对亚洲投资级信用债构成利好。

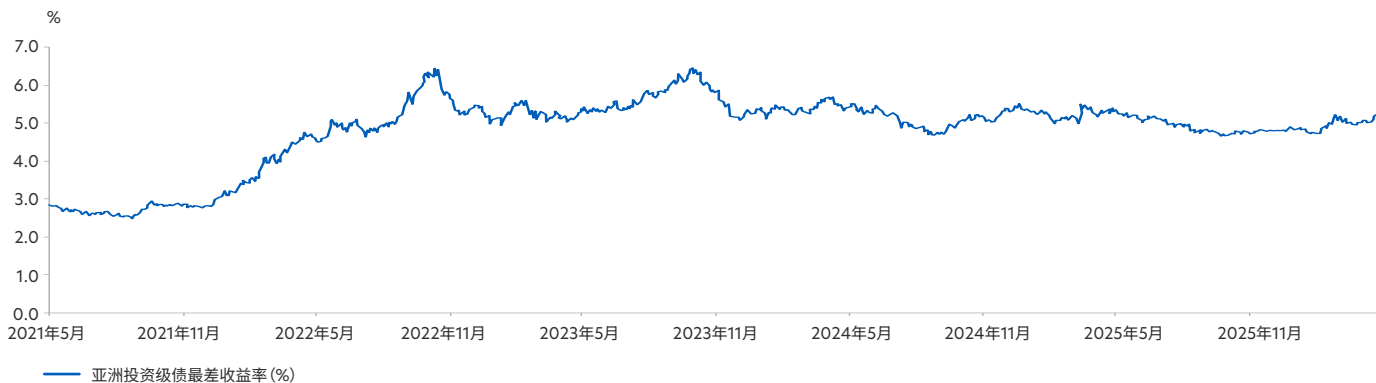
尽管如此, 亚洲新兴市场投资级债券的估值吸引力正在减弱。当前, 信用利差正处于历史性收窄水平附近, 表明大部分积极预期已反映在价格中。这意味着价格进一步上涨的空间有限。此外, 债券发行量在经历数年的下降后有所回升, 因为企业正利用相对有利的美元融资环境。供应量的增加也可能限制利差的进一步收窄。

尽管如此, 债券市场的波动性也可能为投资者创造有利的入场时机, 以锁定整体的高收益。截至2026年5月底, 该资产类别的收益率已超过5%, 与历史水平相比颇具吸引力。

鉴于当前环境, 采取纪律严明和精挑细选的投资策略依然至关重要。审慎的信用甄选以及国家和行业间的多元化配置有助于降低企业特定风险敞口。同时, 维持一个目标投资组合久期约为4至5年的均衡投资组合有助于在管理利率风险的同时保障收入。杠铃策略(即结合短久期和长久期的债券)也可能使投资者在美国国债收益率曲线走陡时获益。

从行业角度看, 我们看好东盟地区的领先金融机构、精选的保险公司、具有强大战略重要性的国家关联企业以及消费品和公用事业等防御性板块。

具有吸引力的风险回报比和有吸引力的综合收益率水平



首席投资官建议

新兴市场亚洲投资级债继续提供稳定性与多元化的组合优势。其得益于稳健的基本面、广泛的投资者基础以及相对有吸引力的收益率。

亚洲新兴市场 高收益债券

在高收益信用债券领域保持选择性

亚洲新兴市场高收益 (EM Asia HY) 债券在2026年3月美伊紧张局势达到顶峰后已实现强劲复苏。截至2026年5月25日, 该资产类别已实现约2.25%的年初至今回报率, 表现优于其发达市场同类资产。这一表现得到了信用利差收窄的支撑, 利差已缩窄约10个基点, 主要得益于投资者对较高收益的持续需求、新债供应有限以及相对稳定的违约率。亚洲新兴市场高收益债券的收益率约为8%, 为投资者提供了具有吸引力的收益。

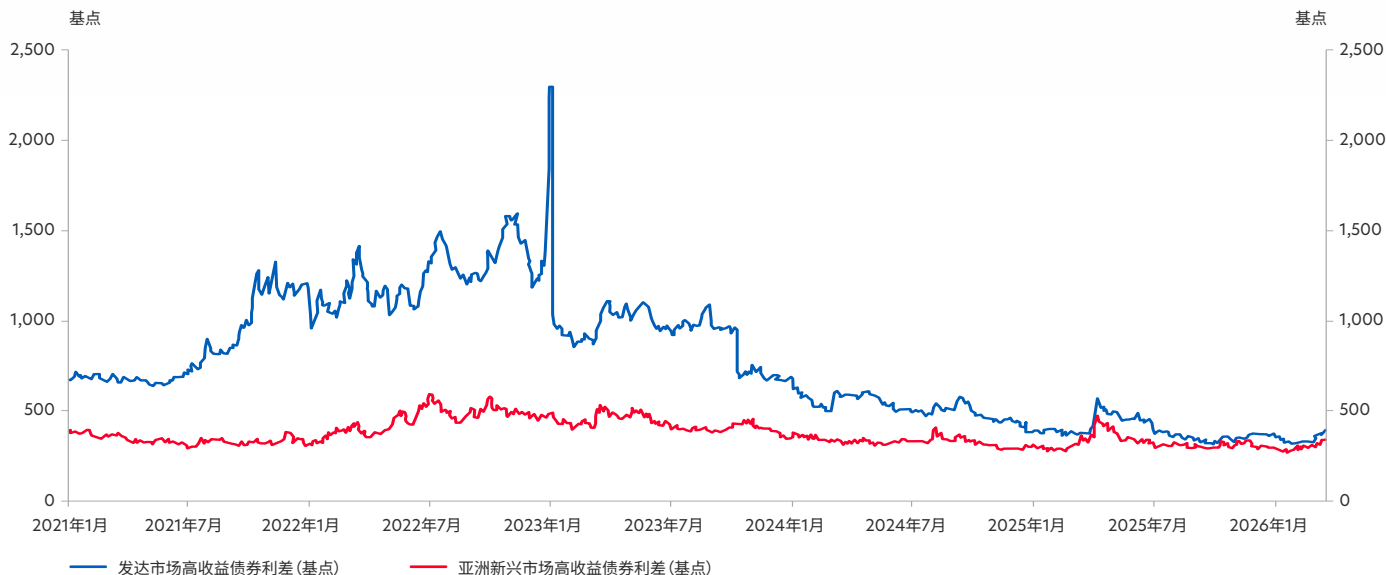
相较于发达市场高收益债券, 我们对亚洲新兴市场高收益债券的偏好依然未变。两个市场之间的信用利差差距今年进一步缩窄, 反映出亚洲市场相对较强的表现。此外, 许多亚洲新兴市场高收益企业的商业模式往往有实体资产支撑, 并且对快速技术颠覆的敞口较低。因此, 它相对更具韧性, 特别是在AI重塑行业并给发达市场某些领域带来不确定性的环境下。

随着时间推移, 亚洲新兴市场高收益债券市场的结构也得到改善。该市场已不再过度依赖房地产板块, 并且如今更加多元化, 国内导向型公司于各行业的占比有所增加。尽管高油价仍是潜在问题 (特别是由于许多亚洲经济体是能源净进口国), 但公司总体上正从更强劲的财务状况步入这一时期。2025年盈利表现稳健, 前瞻性指引表明违约率可能仍将保持在可控范围内。

短期内的再融资风险似乎也得到控制。2026年即将到期的债券大部分集中在基础设施、印度可再生能源和澳门博彩运营商等板块。这些板块继续享有相对良好的融资市场准入渠道, 降低了偿还压力的风险。此外, 近期投资者的参与表明市场需求旺盛且流动性充足。

从技术角度看, 供应条件仍然提供支撑。预计今年亚洲美元高收益债券的净新增发行量将保持有限, 因为越来越多的企业正转而寻求本币融资。这减少了美元债券的供应规模, 同时通过稀缺效应支撑价格。

在信用利差*收窄的背景下强调精挑细选



资料来源: 彭博社、大华私人银行

*注: 信用利差是指两只期限相似但信用质量不同的债券之间的收益率差异, 反映了投资者为承担更高的信用风险所要求的额外补偿。

首席投资官建议

我们对新兴市场高收益债券持中性配置观点。自下而上的严谨信用甄选至关重要, 但投资者应专注于优质发行人。

澳元债券市场

高息差, 持久品质: 澳元信用债券机遇

澳大利亚储备银行 (RBA) 在2026年转变了其政策立场, 转向重新收紧。迄今为止已实施三次加息, 实际上逆转了2025年推出的宽松措施。这一变化反映了不断上升的通胀压力, 部分原因是中东持续紧张局势相关能源价格上涨。

我们预计澳大利亚储备银行目前将维持利率不变, 因为近期的地缘政治冲击和高昂的能源成本可能会对家庭消费和企业支出造成压力。与此同时, 这些压力可能会逐渐推高失业率, 从而减少进一步收紧的必要性。

债券市场上, 澳大利亚与美国之间的收益率差异明显扩大。澳大利亚和美国10年期国债收益率之间的利差通常保持在较窄的区间内, 但自2025年8月以来该利差已明显增加。这反映了央行应对措施差异: 澳大利亚已实施三次加息, 而美国的政策路径仍存在更多不确定性。

尽管短期价格可能波动, 但目前的澳元 (AUD) 债券收益率似乎仍具吸引力。

从信用债券角度看, 今年, 以澳元计价的公司债券迄今为止带来了适度回报。较高的收益率部分被利率上升和信用利差扩大所抵消, 特别是在地缘政治紧张局势升级之后。此外, 因为市场供应量有所增加, 债券发行量的增加也给利差带来一些压力。

尽管如此, 澳元信用债券继续提供明显的多元化配置优势, 特别是大量持有美元 (USD) 或新加坡元资产的投资者。该资产类别结合了相对有吸引力的收益率与稳定的市场结构, 这得益于其国内投资者基础稳固, 并且这些投资者通常采取长期、买入持有的策略。此外, 信用质量依然保持在高位, 市场中相当一部分的评级为A或更高等级。

总体而言, 澳元信用债券在收益、质量和多元化方面提供了引人注目的组合, 使其成为完善均衡固定收益投资组合的有价值补充。

在澳大利亚储备银行政策正常化之际, 澳元信用债券收益率逼近近年内高点



资料来源: Macrobond、大华私人银行

*注: 资产互换 (ASW) 利差是指投资者在将固定利率债券转换为浮动利率工具时, 相对于无风险利率获得的溢价或折价。它主要用于将信用风险与利率风险分离开来。

首席投资官建议

我们看好澳元信用债券市场某些领域具有吸引力的机会, 特别是澳大利亚主要银行、全球系统重要性银行 (G-SIB) 和保险公司发行的二级资本债券。我们同样看好公用事业和基础设施债券以及外国发行人公司债券的价值。

大宗商品

贵金属(黄金)

避险需求推动金价上涨

短期内,投资者必须应对因中东冲突而产生的高能源价格及其潜在的通胀影响。基于此,金融市场已开始为某些主要央行加息的可能性进行定价。

由于黄金通常对利率和美元敏感,它正面临短期不利因素。较高的利率和强势美元往往会增加持有非生息资产的机会成本,从而使黄金价格承压。在美国/以色列-伊朗冲突爆发之初,我们最初预期强化避险需求将支撑黄金。然而,市场动态已经转变,投资者现在更关注加息的风险,给黄金价格带来下行压力。

鉴于潜在加息的短期风险,我们已下调金价预测。我们目前预计黄金将在2026年第四季度仅上涨至每盎司4,800美元,在2027年第一季度上涨至每盎司5,000美元。

尽管存在这些短期挑战,我们对黄金的长期前景仍维持积极观点。持续的地缘政治紧张局势将强化黄金作为战略避险资产的角色。在持续不确定性和更加波动全球格局的支撑下,零售投资者和央行的需求可能会进一步加强。

首席投资官建议

我们将对黄金的配置观点下调至中性,预计在更高收益率的环境下,短期内可能会进一步盘整。



布伦特原油

能源和大宗商品价格飙升加剧通胀风险

尽管美国和伊朗之间已达成临时和平协议，但整个中东地区的地缘政治风险依然居高不下。

阿拉伯联合酋长国 (UAE, 下称“阿联酋”) 决定退出石油输出国组织 (OPEC)，于2026年5月1日生效，导致市场局势更加复杂。虽然从长期来看这可能会压低油价，但短期内的预示意义指向阿联酋与沙特阿拉伯之间战略分歧的加剧。

供应中断正波及整个能源领域，不仅限于原油，还延伸至航空煤油、汽油以及石脑油、聚乙烯、尿素、氨气和硫磺等下游产品。由于中东紧张局势，这些中断态势已开始外溢至其他大宗商品市场，特别是铝和镍等工业金属，以及农产品和谷物。

美国和伊朗对霍尔木兹海峡的双重封锁已实质性收紧了供应状况。因此，原油市场波动性加剧，布伦特原油在2026年4月底飙升至每桶120美元以上，后因美伊达成的临时和平协议回落至每桶90美元以下。值得注意的是，当前原油价格高于未来交割价格，表明目前供应尤其紧张。

展望未来，因预期美国和伊朗将达成正式和平协议，我们预计布伦特原油价格将进一步下跌。随着霍尔木兹海峡重新开放，油价预计将进一步回落，预测2026年第三季度为每桶85美元，2026年第四季度为80美元，直至2027年第一季度为70美元。



Currencies

美元

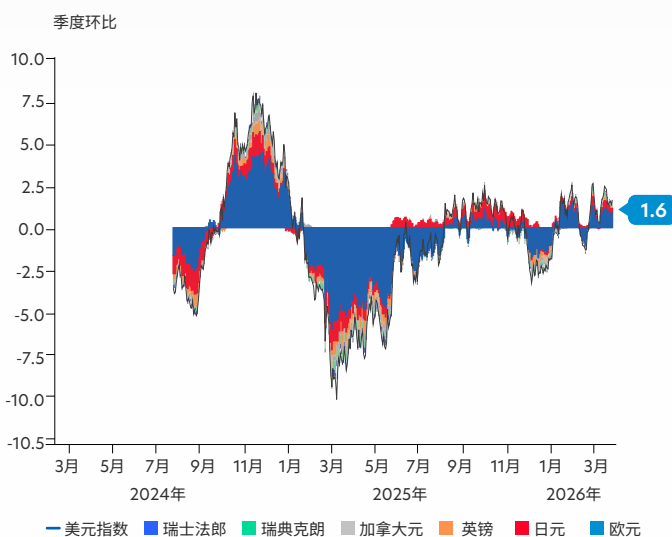
美元预计将在2026年第二季度保持高位, 此后将再度走弱

美元的避险特性近期增强了其与原油的相关性, 随着油价波动, 美元亦步亦趋。2026年3月, 随着美伊冲突升级, 两者均出现上涨, 随后在2026年4月初宣布停火后一同回落。然而, 随着和谈陷入僵局以及霍尔木兹海峡继续关闭, 油价反弹并推升美元, 尽管日本财务省干预以削弱日元曾给美元带来短暂压力。短期内, 地缘政治风险居高不下且石油供应受限将继续支撑美元。然而, 中期来看, 我们维持美元将逐步走弱的看法, 这是因为利差预计将收窄, 我们预期美联储最终将在2027年降息, 而其他十国集团 (G10) 央行则维持相对更紧的货币政策。

因此, 我们更新后的美元点位预测为: 2026年第三季度为97.9, 2026年第四季度为97.0, 2027年第一季度为95.7。

外汇	2026年第三季度预测	2026年第四季度预测	2027年第一季度预测	2027年第二季度预测
美元指数 (DXY)	97.9	97.0	95.7	94.9

美元指数 (DXY) 的贡献度



资料来源: Macrobond、大华私人银行

注: 美元指数衡量美元兑一篮子主要外币的价值。

欧元

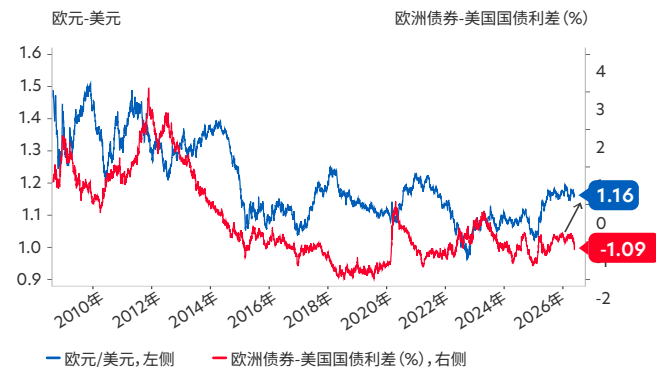
2026年欧元预计将逐步升值

2026年第二季度, 受货币政策前景分歧的支撑, 欧元兑美元汇率已趋稳, 其中欧洲央行在2026年6月加息, 而美联储则维持利率不变。短期内, 地缘政治紧张局势挥之不去的美元避险需求可能会限制欧元的涨幅。然而, 随着利差收窄, 预计欧元兑美元将会触底, 并在2026年底前逐步回升。

我们预计欧元兑美元汇率将走强至2026年第四季度的1.19和2027年第一季度的1.21。

外汇	2026年第三季度预测	2026年第四季度预测	2027年第一季度预测	2027年第二季度预测
欧元/美元	1.18	1.19	1.21	1.22

欧元-美元利差收窄将构成利好



资料来源: Macrobond、大华私人银行

注: 欧洲债券-美国国债利差是指欧洲债券 (通常指在美国境外发行的以美元计价的债券) 与同期限美国国债 (UST) 之间的收益率差异。

人民币

凭借政策稳定性,人民币成为亚洲最具韧性的货币

在岸人民币 (CNY) 是亚洲最具韧性的货币, 自美伊冲突以来人民币兑美元汇率持续走强, 而其他亚洲货币兑美元汇率则普遍走弱。这反映出中国对油价冲击的抵御能力, 其背后是多元化的能源供应结构和庞大的外汇储备作为支撑。中国的政策信号强化了汇率的稳定性, 每日人民币中间价显示官方在引导人民币走强, 同时离岸人民币 (CNH) 的波动性也保持在较低水平。展望未来, 随着风险因素缓解, 预计人民币将逐步升值, 但涨幅会受到控制。政策制定者已强调将人民币汇率维持在“合理”水平, 而适度宽松的货币政策也可能限制人民币的快速升值。

我们预计人民币兑美元汇率将逐步走强, 至2026年第四季度达到6.76, 并于2027年第一季度达到6.73。

外汇	2026年第 三季度预测	2026年第 四季度预测	2027年第 一季度预测	2027年第 二季度预测
美元/人民币	6.80	6.76	6.73	6.70

预计人民币将恢复谨慎升值趋势



资料来源: 彭博社、大华私人银行

日元

短期内日元将继续承压

2026年4月底, 日本当局自2024年以来首次干预日元汇率, 动用5.4万亿日元 (约合345亿美元) 支撑日元, 引发美元/日元汇率急跌。此举表明, 日本正试图阻止美元/日元汇率持续升破160, 因为日元走弱会加剧日本的通胀压力。然而, 历史经验表明, 一次性汇率干预极少能引发趋势的可持续反转。高企的油价和美元避险需求应在短期内继续支撑美元/日元汇率, 不过持续突破160的可能性不大。长期来看, 地缘政治风险缓解以及美日利差收窄 (通过预期的美联储降息和日本银行加息) 应会带动日元逐步复苏。

我们预计美元/日元汇率将在2026年第四季度降至155, 并在2027年第一季度降至153。

外汇	2026年第 三季度预测	2026年第 四季度预测	2027年第 一季度预测	2027年第 二季度预测
美元/日元	157	155	153	151

预计随着地缘政治担忧在中期消退, 美元/日元汇率将逐步走弱



— 美国-日本10年期国债收益率利差 (%), 左侧 — 美元/日元, 右侧

资料来源: 彭博社、大华私人银行

澳元

短期内澳元料将呈现双向波动

2026年第二季度，澳元表现优于G10其他货币，自2026年2月底以来澳元兑美元汇率也普遍保持韧性。此轮强势由澳大利亚储备银行在2026年2月、3月和5月的连续三次加息所驱动，若通胀持续加速，未来可能还有更多政策收紧举措。短期内，鉴于地缘政治的不确定性和高企的油价，澳元/美元汇率将面临双向波动。然而，受益于全球风险缓解以及潜在的美联储宽松周期，中期前景依然向好，应会强化澳元相对于G10其他货币的利率优势。

我们预计澳元/汇率美元将在2026年第四季度升至0.73，并在2027年第一季度升至0.74。

外汇	2026年第 三季度预测	2026年第 四季度预测	2027年第 一季度预测	2027年第 二季度预测
澳元/美元	0.72	0.73	0.74	0.75

维持中期积极展望，前提是地缘政治风险最终缓解



资料来源：彭博社、大华私人银行

新加坡元

新加坡元将受益于避险地位及新加坡货币政策收紧预期

新加坡央行（即新加坡金融管理局）于2026年4月收紧货币政策，将新加坡元名义有效汇率（S\$NEER）的升值斜率上调约50个基点至每年1.0%，预计今年晚些时候将再次上调，并且此次上调时间可能提前。新加坡元受到避险资金流入和新加坡主动应对输入性通胀举措的双重支撑。因此，新加坡元有望跑赢亚洲地区内其他货币，预计新加坡元/人民币汇率和新加坡元/林吉特汇率将适度上涨。与此同时，随着地缘政治风险缓解以及市场重新聚焦于美联储最终降息和更广泛的美元走弱，美元/新加坡元汇率应会随时间推移恢复其下行趋势。

考虑到新加坡元在美伊冲突期间展现的韧性，我们预计美元/新加坡元汇率将在2026年第四季度小幅下行至1.27，并在2027年第一季度下行至1.26。

外汇	2026年第 三季度预测	2026年第 四季度预测	2027年第 一季度预测	2027年第 二季度预测
美元/新加坡元	1.28	1.27	1.26	1.25

鹰派政策立场与避险货币地位的双重作用，使新加坡元有望跑赢区域内其他货币



资料来源：彭博社、大华私人银行

注：SOFR（担保隔夜融资利率）：美国基准利率，基于以美国国债作为抵押品的隔夜借款成本。SORA（新加坡隔夜平均利率）：新加坡基准利率，基于隔夜银行间平均贷款利率。



Right By You

重要通知与免责声明:

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。

本份由 (大华银行) 发行的文件，可能全部或部分基于源自摩根资产管理的资料，以及有可能并没有全面反映资料来源的所有观点。不拟构成研究或推介，也不拟构成符合接收者的任何特定目标。本文件中英文版本如有任何歧异，概以英文版所载资料其为教育性质，为准。

版权所有©2026大华银行有限公司版权所有。

大华银行有限公司注册登记号:193500026Z