

—— 2026下半年投资展望

韧性胜于完美





目录

03 首席投资官评论

13 投资组合策略

16 股票

26 固定收益

32 大宗商品

34 外汇货币

37 另类投资

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。

风险:资本支出放缓与通胀

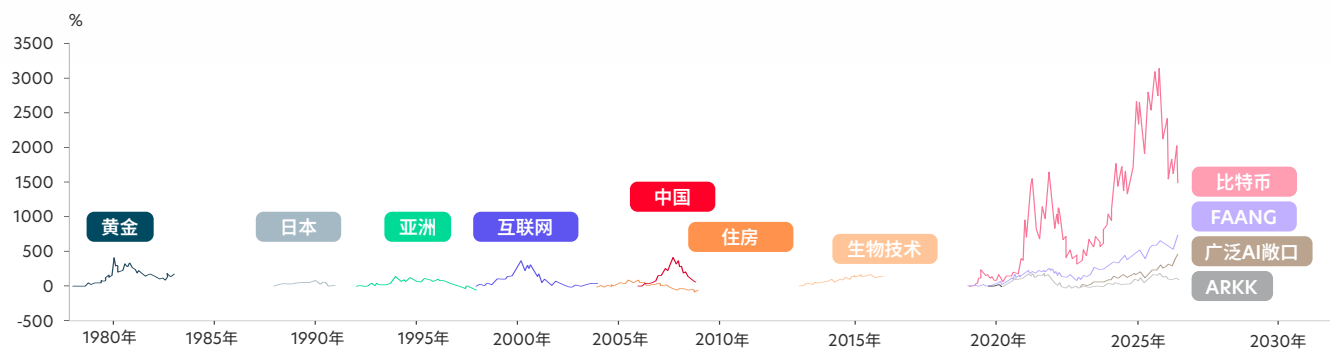
当然,风险是存在的。如果超大规模科技公司缩减资本支出, AI基础设施领域可能会受到冲击。如果油价飙升至130美元以上并维持在这个水平,各国央行可能会再次转为鹰派。这将是一个问题。市场不喜欢通胀,更不喜欢政策收紧。尤其令人头疼的是,这两者会像不速之客一样同时出现。

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。

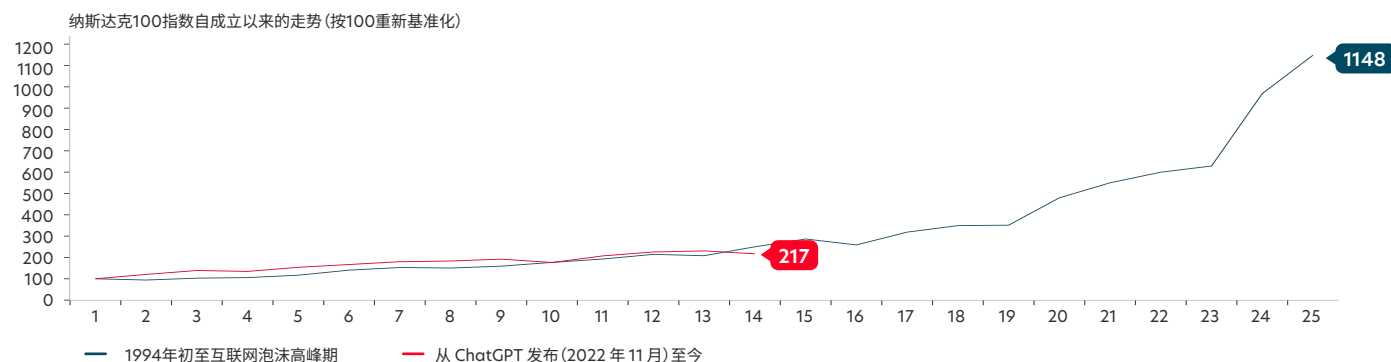
旧时代奖励的是最精简的系统。新时代或许会奖励那种在系统崩溃时仍能运转的系统。虽不那么优雅,却更具投资价值。在这个周期中,投资组合不应像在完美高速公路上飞驰的跑车,而应像油箱满载、备胎齐全的越野SUV。

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。

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。



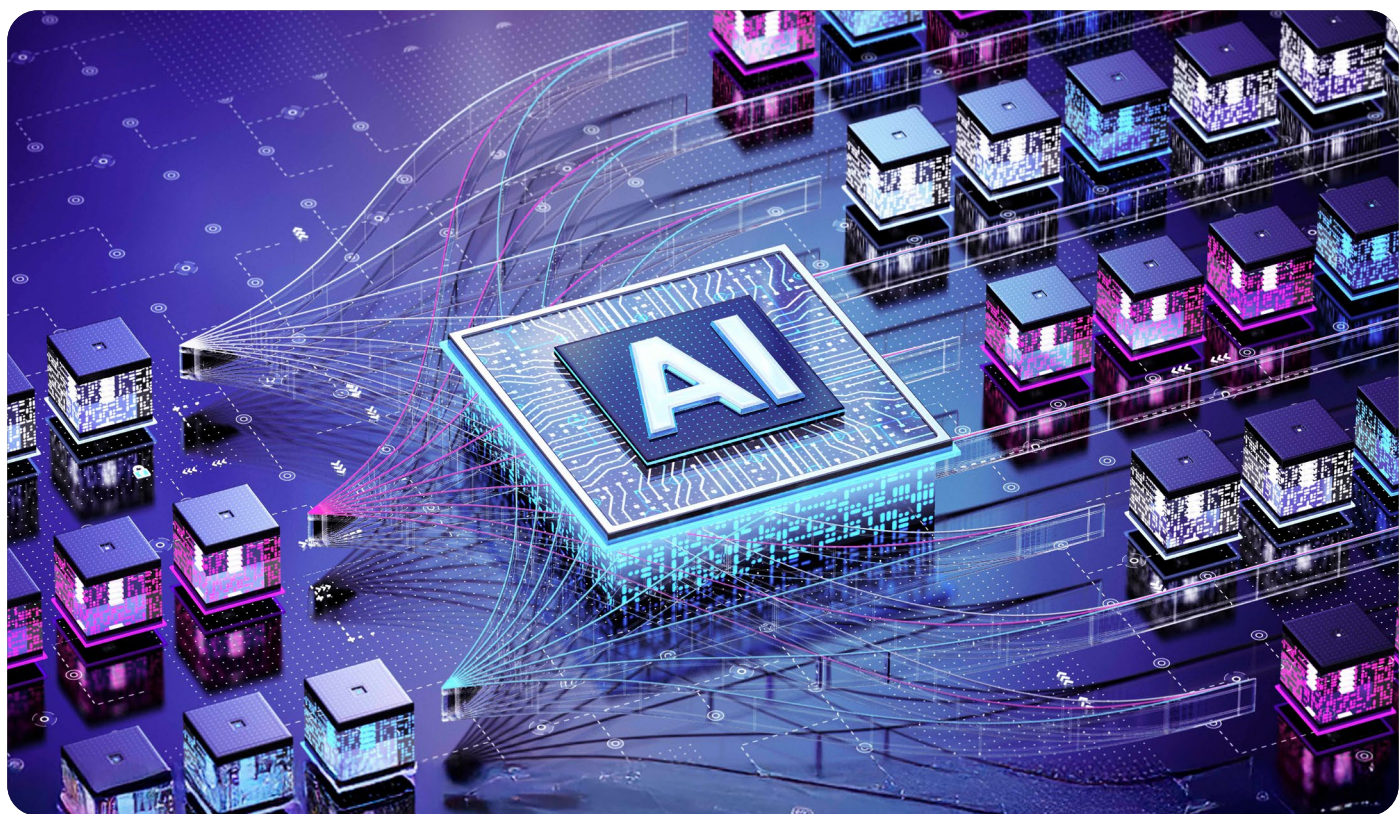
聊天机器人
回答问题



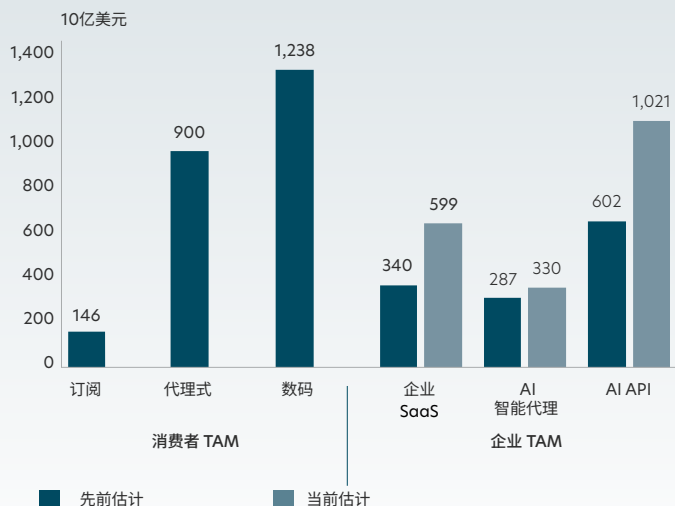
Copilot
帮助用户



AI 代理
完成任务

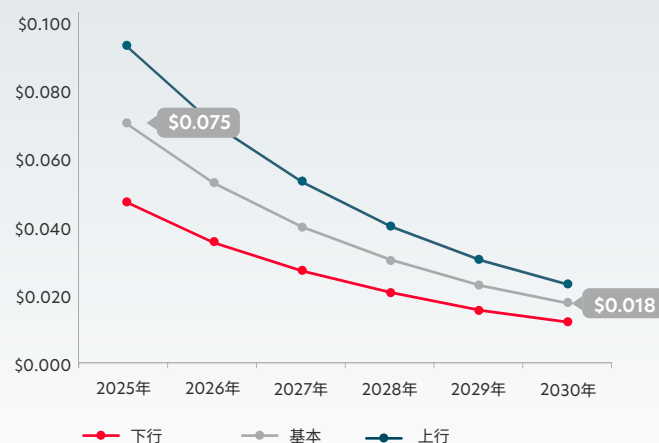


2030年AI总可寻址市场 (TAM) 将达4.2万亿



资料来源:花旗银行,大华私人银行

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

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。

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 workflows 平台: 我们青睐能够将智能代理嵌入现有 workflows 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 workflows 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 workflow。

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、workflows 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。

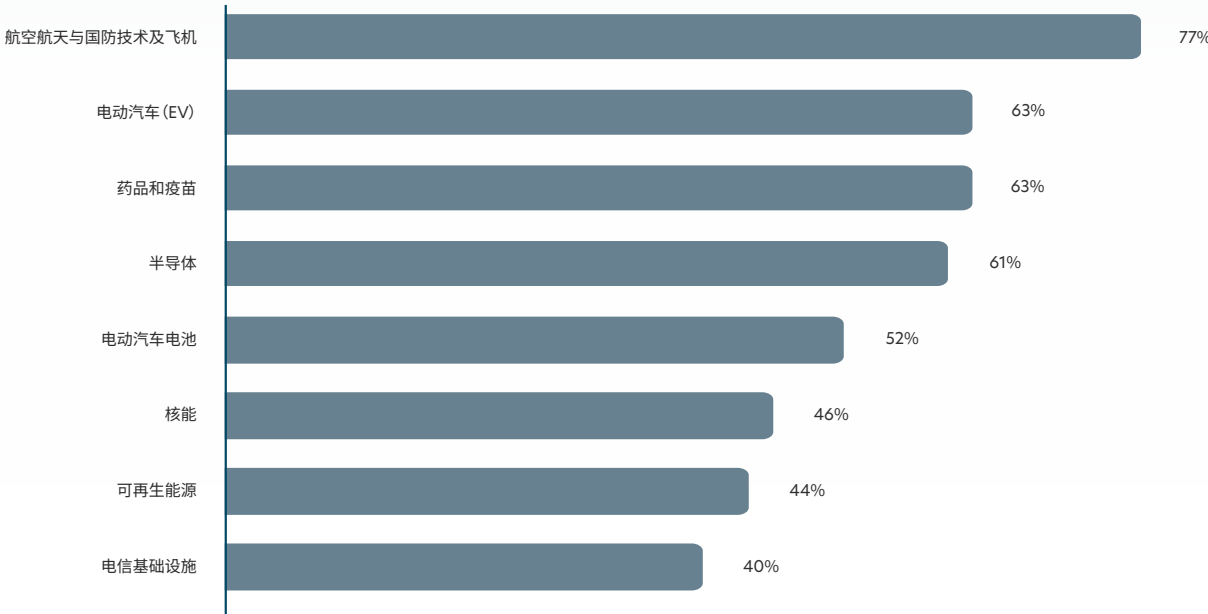
3) 供应链冲击已永久性地改变了行为模式

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。

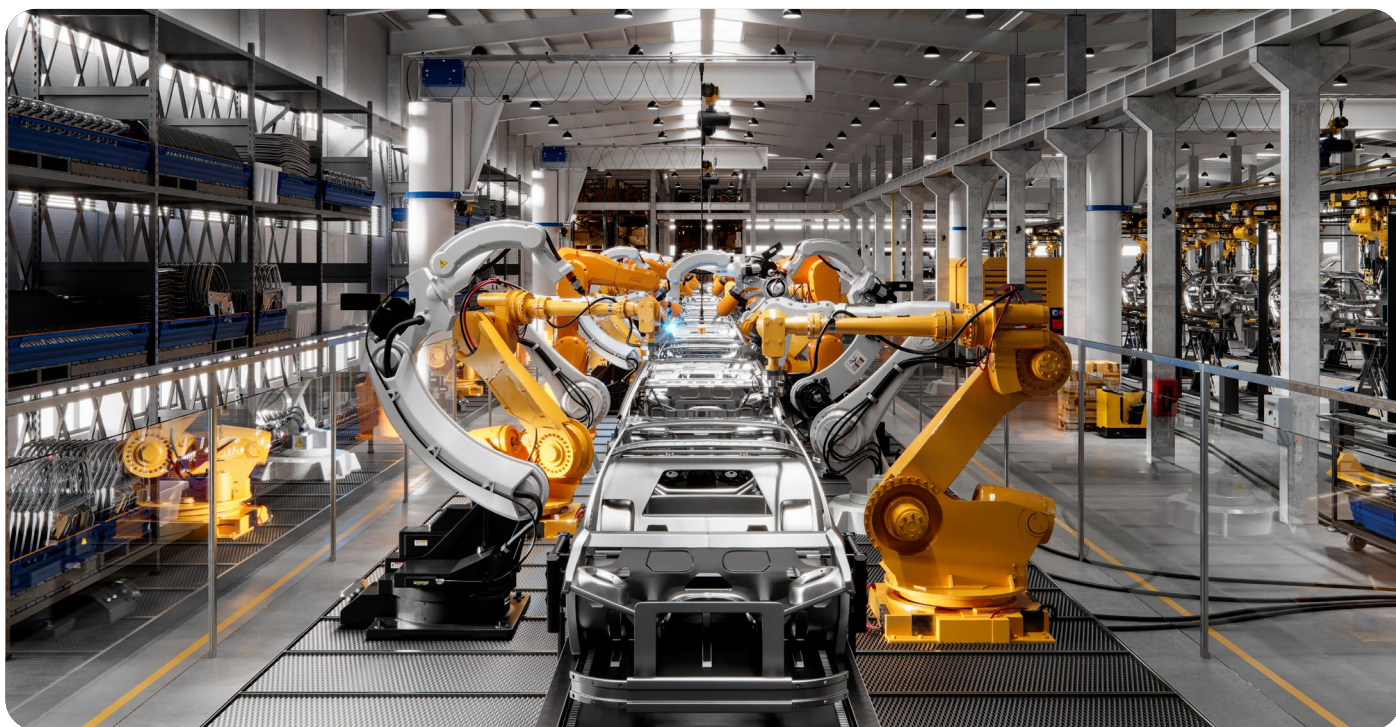
风险与制约因素

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。

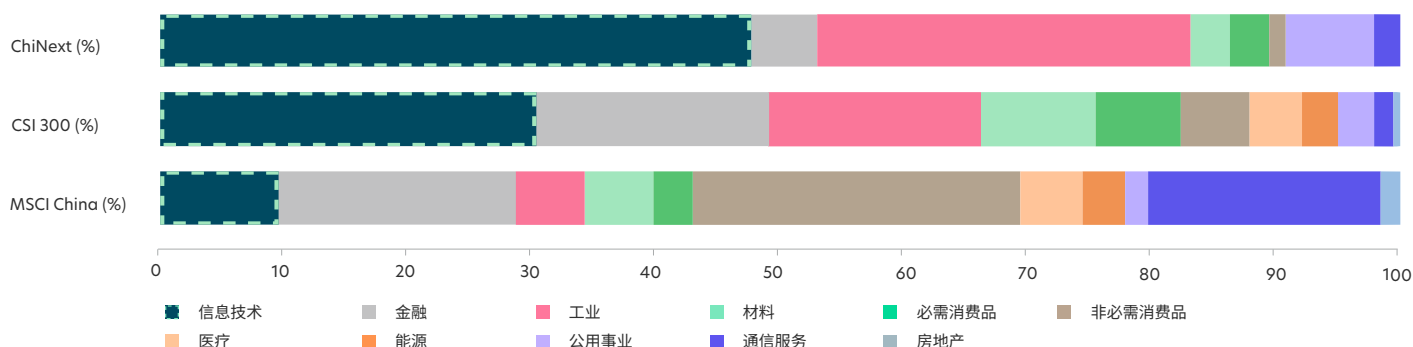
投资者需求依然强劲。大型IPO和高增长科技股上市继续吸引大量认购，这反映出市场流动性充裕且投资者对配置中国增长型资产的兴趣持续不减。关键在于，这种需求能否保持足够强劲，以消化更密集的发行日程，同时又不给二级市场表现带来压力。

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。

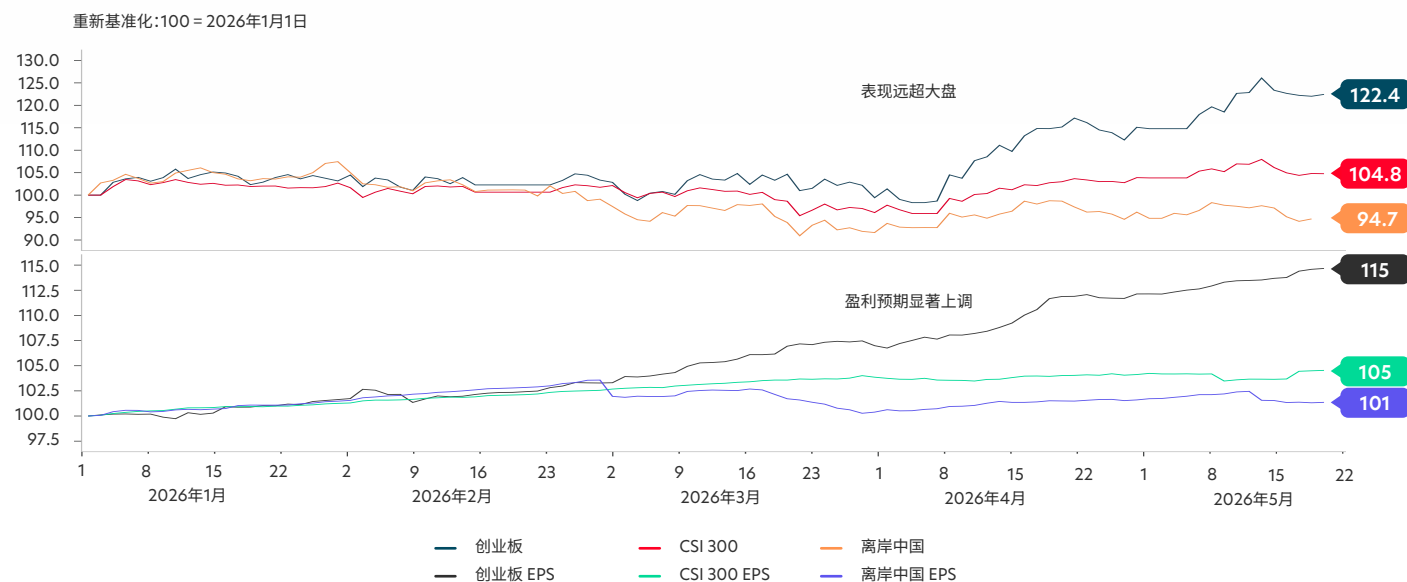
如何布局中国股市?

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



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		●		保持中立观点。在风险回报比有所改善之前，暂缓进一步配置私募股权和信贷资产。
对冲基金		●		保持中立观点。在市场波动加剧的环境下，建议采用多空股票策略。
私募市场		●		保持中立观点。对私人房地产和基础设施持建设性态度。在私募股权和信贷领域保持审慎。
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。

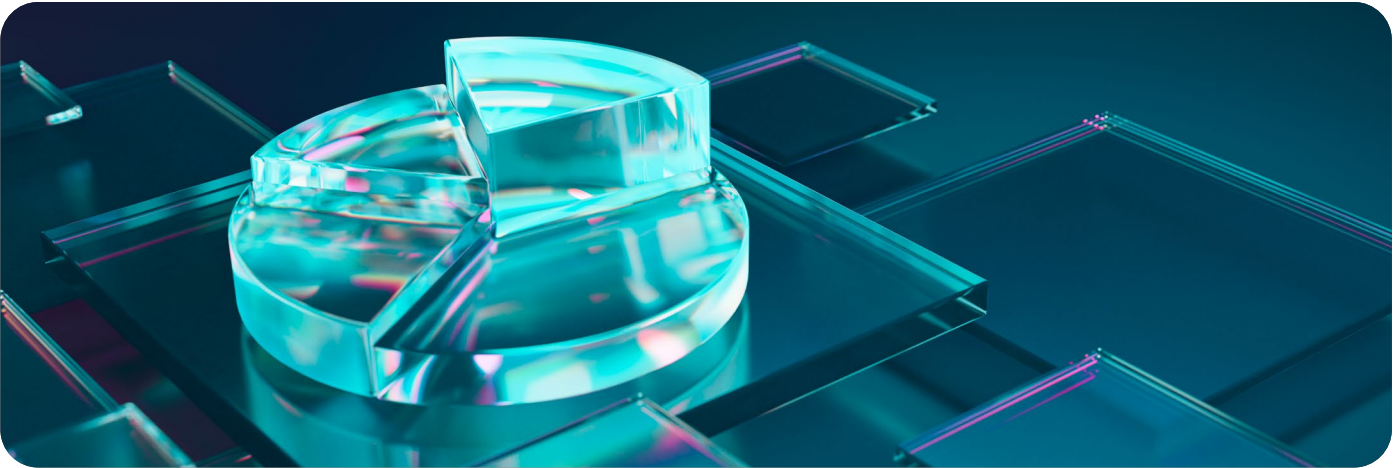
2026年第三季度

资产配置概览

资产类别	非常保守型 (%)		保守型 (%)		均衡型 (%)		增长型 (%)		进取型 (%)		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		
美国股市			18.9		31.5		41.0		47.3		
欧洲股市			4.2		7.0		9.1		10.5		
日本股市			1.8		3.0		3.9		4.5		
新兴市场股市 (亚洲)			5.1		8.5		11.1		12.8		
固定收益	90.0		65.0		32.5		12.5				
发达市场 投资级债券	45.0		29.2	▲ 1.6	14.6	▲ 0.8	5.6	▲ 0.3			平均久期: 4 至5 年
发达市场 高收益债券			3.3	▼ -1.6	1.6	▼ -0.8	0.6	▼ -0.3			
新兴市场 投资级债券	45.0		26.0		13.0		5.0				
新兴市场 高收益债券			6.5		3.3		1.3				
另类投资					10.0		15.0		17.5		
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

- 受能源成本上升影响,全球经济增长预计将小幅放缓,但仍将得到美国需求韧性和AI领域持续投资的支撑。
- 我们预计2026年美国经济增长为1.7%。经济前景仍呈“K型”格局:高收入群体和企业将受益于政策支持和AI投资,而低收入家庭则面临成本上升、劳动力市场疲软,以及财富增长有限的困境。
- 我们维持对中国2026年经济增长4.7%的预测,未来几年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,为第二季度经济放缓进一步加深提供了一定缓冲。



货币政策

- 我们预计美联储将在2026年维持利率不变,随后于2027年第二季度末和第四季度分别降息,随着劳动力市场出现疲软迹象,政策利率将降至3.25%。
- 受通胀担忧持续影响,欧洲央行已于6月加息。此后,随着长期金融条件收紧,其政策路径可能会转向更为审慎。
- 中国的货币政策将保持适度宽松,依靠小幅定向宽松而非大范围刺激。继6月加息后,我们预计日本央行(BoJ)将在第三季度进入暂停期,随后重启货币政策正常化进程,并于2026年第四季度末再加息25个基点,将利率上调至1.25%。



物价

- 2026年,全球通胀再次回升,这主要受能源价格上涨,以及商品、服务和供应链方面普遍存在的通胀压力推动。
- 我们上调了对2026年美国通胀率的预测(整体通胀率:3.7%,核心通胀率:3.0%),以反映能源和服务领域持续存在的通胀压力。我们预计通胀压力要到明年才会出现显著缓解。
- 随着通缩压力的缓解,中国的通胀率预计将小幅上升;而东南亚经济体可能面临强烈的价格传导效应,这反映出这些经济体对能源成本和进口通胀的敏感度较高。



资产配置

- 鉴于企业盈利韧性及AI持续布局,维持对股票的超配评级。维持美国股市超配观点,重点关注AI基础设施领域,并继续偏好金融、工业和材料板块。维持对亚洲新兴市场的超配观点;对中国科技股、派息股,以及韩国/台湾半导体股持积极态度。在东盟地区中,更青睐新加坡。
- 鉴于整体收益率处于合理水平但利差收窄,维持对固定收益的中立观点。将久期缩短至4-5年。对发达市场投资级债券和新兴市场投资级债券维持超配评级。
- 维持对相关性较低的另类投资的中立观点。在风险回报前景改善前,暂缓进一步配置私募股权和信贷资产。

股票

美国

盈利表现领跑

立场：进入2026下半年，我们维持对美国股市的超配评级，这一观点得到强劲的盈利增长、稳健的美国宏观经济势头，以及持续的AI基础设施投资的支持。

2026年第一季度企业盈利表现强劲，支撑了市场估值，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资本支出仍是投资重点，其影响正向其他领域扩展。

不过，鉴于市场目前预计美联储将在2026年剩余时间内维持利率不变，进一步的上涨空间应更多取决于盈利表现、利润率管控及市场广度的扩大，而非估值扩张。受负面消息（包括地缘政治事件）影响，股市可能面临回调风险。

总体而言，投资者应避免追高买入个股，并预留资金以备市场回调之需。主要风险包括债券收益率上升、中东局势紧张、油价居高不下、利润率承压，以及超大规模科技企业支出放缓。

宏观背景与利率

美联储路径：我们目前的观点是，美联储将在2026年剩余时间内维持较长时间的暂停降息，预计要到2027年才会重启宽松政策。预计联邦基金目标利率上限将维持在3.75%直至2026年底，随后在2027年进行两次各25个基点的降息，使其在2027年底降至3.25%。4月份联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要强化了保持耐心这一立场，政策制定者同时强调了通胀上行风险和就业下行风险。

通胀：通胀风险有所上升。5月整体消费者价格指数（CPI）同比上涨4.2%，核心CPI同比上涨2.9%。我们将2026年的通胀预测上调至整体通胀率3.7%、核心通胀率约3.0%，上行风险主要源于能源价格及不断演变的地缘政治局势。

经济增长：对于2026年，我们仍预计美国GDP将保持正增长，但增速将放缓至约1.7%（2025年：2.1%）。这反映出，尽管财政刺激效应逐渐减弱且消费者支出面临更大制约，AI驱动的投资及相关生产率提升仍将持续提供支撑。能源成本居高不下可能将持续至下半年，给经济增长带来额外阻力。

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/成长板块引领盈利周期

盈利动态：展望2026下半年，美国企业盈利预计仍将是主要驱动力，市场普遍预期2026年标普500指数每股收益 (EPS) 增长将维持在20%出头。盈利动能应得到稳健的销售增长、不断改善的盈利预期修正以及严格的利润率管控的支撑；随着更多企业受益于经营杠杆、成本控制以及AI驱动的早期生产率提升，这一趋势将不再局限于超大市值科技股。不过，由于2026年的基数受到部分科技和半导体龙头企业的拉动，预计2027年的每股收益增长将有所放缓。

估值：在中东停火推动股市反弹之后，美国股市估值看似偏高但尚未过高，标普500指数的12个月预期市盈率 (P/E) 为20.8倍 (截至2026年5月26日)，高于其10年平均水平19.0倍。强劲的盈利表现有助于支撑这一估值溢价，但在当前货币政策背景下，进一步的上涨空间可能更多取决于盈利的实际表现，而非市盈率的扩张。

市场定位：成长型和科技类股票预计将保持上行势头，尤其是那些受益于AI基础设施和大型数据中心资本支出的股票。然而，高估值使得这些股票一旦出现令人失望的消息，就容易遭遇剧烈的技术性回调。因此，投资组合多元化仍是一项重要的风险管理工具，特别是在市场集中度创下历史新高的背景下。投资者还应警惕潜在的板块轮动，将资金重新配置至周期性行业和其他表现滞后的板块，这可能是一种更均衡的投资策略。



投资策略： 逢低买入，扩大持仓

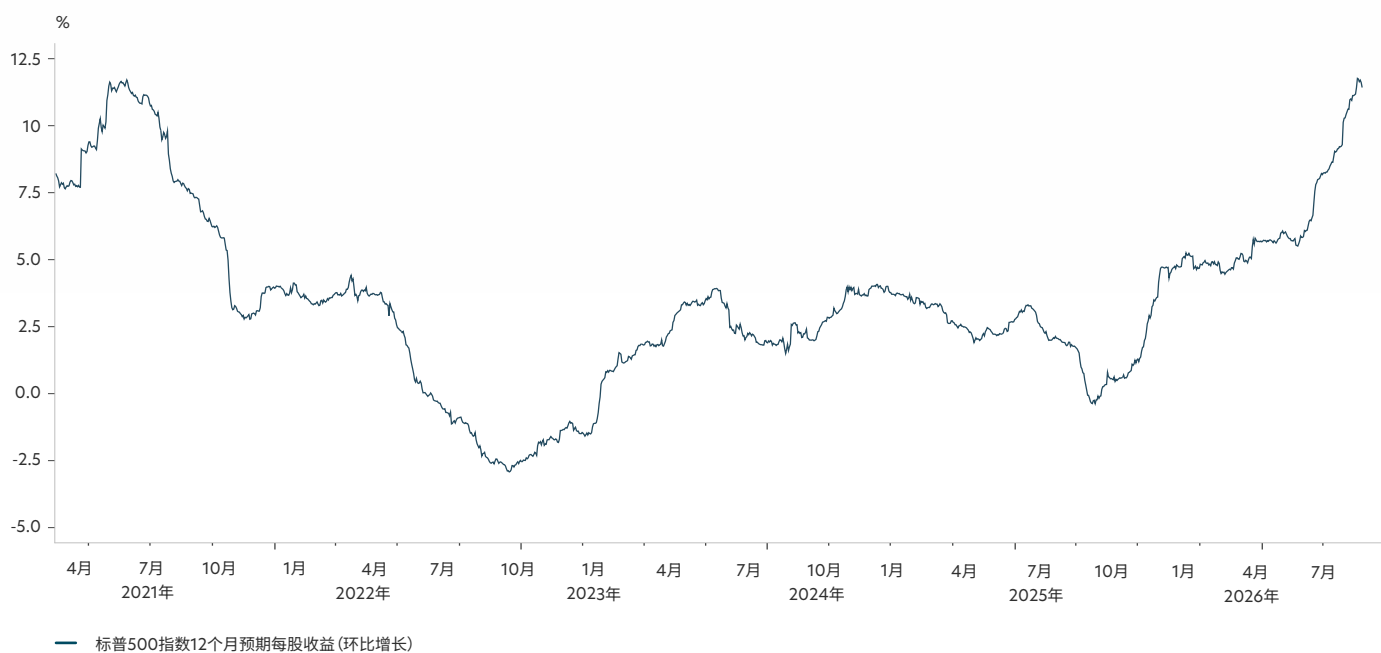
策略：2026下半年更审慎的策略是预留资金以备市场回调之需。错过了4月以来这波上涨行情的投资者应避免追高超买的股票。相反，他们应准备一份买入清单，设定入场价位，并在盘整期间分批建仓。成长股和科技股应继续作为核心持仓，尤其是AI基础设施、云计算、半导体及数据中心领域的受益者。投资组合还应分散配置至部分优质股票。工业板块得益于电气化、国防开支和生产回流带来的多年利好因素。投资银行可能受益于大型IPO的乐观预期和交易活动的增强，而医疗保健板块则具备补涨潜力和防御性收益。

风险警示：主要风险包括债券收益率上升（可能导致估值承压），以及中东冲突长期化（可能使油价维持高位，从而加剧通胀压力并侵蚀利润率）。杠杆率仍是薄弱环节，而超大规模科技企业的支出放缓可能扰乱AI供应链。

要点

在美国企业强劲的盈利表现和AI相关增长的支撑下，美国股市前景依然乐观。然而，鉴于估值偏高且市场集中度较高，投资者应保持纪律，在回调时逢低买入，而非追高已超买的个股。投资组合应继续在AI受益股，以及工业、投资银行和医疗保健等行业的部分优质股之间保持分散配置，同时投资者需密切关注债券收益率上升、石油冲击、杠杆率、地缘政治紧张局势及超大规模科技公司支出放缓带来的风险。

标普500指数成分股公司大多超出了每股收益预期



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

尽管美联储暂停加息的时间较长, 得益于企业盈利韧性、AI资本支出及稳健的增长, 我们仍维持对美国股市在2026下半年的超配观点。

欧洲

中立, 但存在特定投资机会

立场: 展望2026年下半年, 我们维持对欧洲股市的中立评级。尽管该地区宏观基本面持续展现韧性, 且存在诸多具有吸引力的结构性主题, 但缺乏全面的盈利复苏及核心通胀居高不下, 限制了指数层面跑赢大盘的潜力。

投资格局仍具有高度的独特性, 各行业表现差异显著。部分主题——尤其是AI基础设施、能源转型和国防现代化——继续提供极具吸引力的超额收益。然而, 鹰派政策背景、持续的通胀, 以及制造业面临的结构性压力, 正在抑制整体市场表现。

欧洲斯托克600指数的估值总体上较为合理, 接近历史均值, 其相对于美国市场的持续折价反映了结构性增长乏力及科技板块权重较低。市场广度依然狭窄, 涨幅主要集中在部分特定板块和个股, 这进一步强化了我们对主动选股策略的偏好, 而非被动配置区域性头寸。

在此背景下, 我们建议采取平衡策略: 以具有高股息可见度的防御型价值股作为投资组合的核心, 同时有选择地增持具有结构性长期增长潜力的行业。

宏观与政策背景:

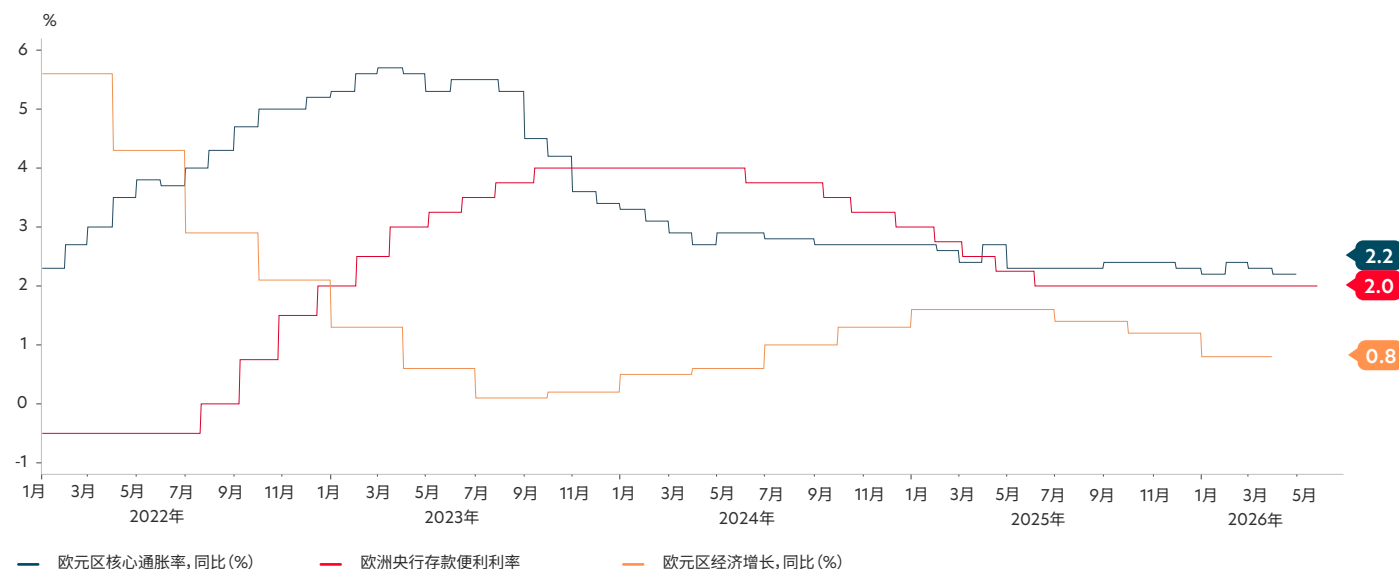
受能源冲击影响, 欧洲央行转为鹰派

欧洲央行政策路径: 受能源引发的滞胀冲击推动, 市场对欧洲央行2026年下半年政策路径的预期已从“长期暂停加息”转向更为鹰派的立场。尽管欧元区经济增长疲软, 持续的通胀——预计第四季度将达到3.0%, 随后在2027年回落至2.0%以下——可能会促使央行采取审慎应对措施。该央行于6月实施了加息, 将存款基准利率从2.00%上调至2.25%, 而市场此前预期紧缩幅度约为75个基点。

欧元区经济增长: 欧盟委员会已将2026年欧元区经济增长预期下调至约0.9%, 反映了新一轮能源和地缘政治冲击的影响。尽管私人消费仍相对坚挺, 德国工业部门的结构性疲软继续拖累整体经济活动, 这一影响部分被南欧地区以服务业为主导的更强劲增长所抵消。

欧元盘整: 随着利差收窄步伐放缓, 欧元兑美元目前正处于盘整阶段。美联储的紧缩周期即将结束, 而欧洲央行 (ECB) 的立场则仍相对鹰派。展望未来, 利差的进一步收窄——加上地缘政治风险的缓解——应能为汇率提供支撑。我们预计, 欧元兑美元短期内将维持区间震荡, 随后到2026年第四季度将逐步升至1.19附近。

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： 增长稳定但领涨动力有限

盈利动态：2026年第一季度企业盈利展现出韧性，但增长动能有限。业绩基本符合预期，存在下行意外，上调预期的情况寥寥无几且集中于少数企业。各行业表现差异依然显著：具备结构性定价能力的行业成功守住了利润率，而周期性更强、产品同质化程度较高的细分领域则面临高投入成本和定价灵活性不足的压力。

展望未来，前景虽趋于稳定，但缺乏加速增长的催化剂。2026年每股收益增长的共识预期仍维持在6%–8%左右，但实际表现将参差不齐且因行业而异。盈利增长的引领力量仍将由结构性因素驱动，增长将集中于AI相关资本支出、电气化和国防等领域，而传统周期性行业将继续落后。

估值：欧洲斯托克600指数的12个月预期市盈率为15.0倍（截至2026年5月26日），接近其10年均值。这相对于美国市场而言存在折价，主要原因是缺乏超大市值企业的长期增长驱动力。我们认为当前估值水平合理，在缺乏显著扩张催化剂的情况下仍具备一定安全边际。

市场定位：我们看好AI基础设施领域的投资机会，以及清洁能源转型和国防等结构性增长领域。在这些领域，数码化、脱碳和国家安全等持久主题持续支撑需求，并为盈利的可持续性提供了保障。

投资策略： 瞄准具体投资机会，而非市场贝塔系数

AI基础设施：AI基础设施是一个关键的投资机会，其发展得益于在半导体设备、先进光刻技术以及数据中心内存领域的领先地位。

公用事业与电力基础设施：欧洲公用事业公司处于有利地位，能够持续投资于发电、电网基础设施和可再生能源项目，同时还具备相对诱人的股息收益率和防御性盈利特征。

国防与战略自主：地缘政治的不确定性及多极化世界的显现，正推动整个欧洲的国防开支增加。

风险警示：与欧洲国防开支举措相关的政策失望情绪可能打击市场信心。与此同时，受供应中断影响，天然气价格的持续上涨可能会推高生产成本。

投资要点

到2026年第三季度，欧洲股市仍可能是一个需要精挑选个股的市场。鉴于宏观经济逆风持续存在且市场广度受限，我们维持中立立场。阿尔法收益越来越依赖于对结构性支出领域（如AI基础设施、清洁能源和国防）的择优配置，而非广泛的贝塔收益。从地理配置来看，我们更偏好意大利和西班牙等外围市场，而非德国，因为其工业基础正在进行的结构性调整持续对增长和盈利可见度构成拖累。

坚持布局优势主题



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

展望2026下半年，我们对欧洲股市维持中立评级，因为宏观环境虽在改善，但仍面临持续存在的结构性制约。

日本

结构性改革利好,但应采取择优投资策略

立场: 2026下半年,我们对日本股市维持中立立场。尽管结构性改革的势头继续支撑中期投资逻辑,高估值和能源价格上涨要求采取更为择优的投资策略。

受年初至今强劲表现推动,估值已升至数十年来的高位(新冠疫情期间除外)。尽管这反映了盈利质量的提升和企业改革成效,但也使市场更容易受到政策收紧和外部冲击的影响,特别是在地缘政治局势不断演变及全球经济增长存在不确定性的背景下。

在日本,投资逻辑正不断从周期性复苏向结构性转型演进,其驱动力包括公司治理改革、经济安全、供应链韧性以及技术创新等主题。这些结构性利好因素持续支撑着盈利韧性及股本回报率(ROE)的提升,从而增强了日本在全球投资组合中的吸引力,尽管在2026下半年,个股选择将变得愈发重要。

我们更青睐那些能从高市内阁推动的国防基础设施建设及能源自给自足等政策主题中受益的企业。在公司治理和股东回报方面取得显著改善的企业仍备受青睐。最后,我们看好那些在关键AI基础设施建设中占据重要地位的企业。

宏观及政策背景:

中东风险占据主导地位,意味着未来加息将采取审慎路径

政府的经济战略侧重于增强国家韧性和发展战略性新兴产业。重点优先事项包括经济安全、供应链韧性及AI基础设施。预计这些举措将推动各行业投资增长,涵盖半导体、先进制造业及通信基础设施等领域。

日本央行政策路径: 持续高企的油价对经济增长构成下行风险,但对通胀则构成上行风险,尤其是当前企业更倾向于将成本转嫁给消费者,且通胀预期正在上升。继6月加息之后,我们目前预计日本央行将在2026年第三季度进入一段暂停期,随后重启货币政策正常化进程,并于2026年第四季度末再次加息25个基点至1.25%。此后,我们预计2027年第二季度末将再加息25个基点至1.50%,我们认为这将是终点利率。

日本经济增长: 预计2026年日本实际经济增长为1.3%,受私人消费疲软和原油价格高企影响,下行风险较大。2026年消费者物价指数(CPI)通胀率预计平均为2.0%,受中东相关风险影响,通胀率可能更高。

日元走势: 我们预计美元兑日元汇率将逐步回落,向更符合美日利差收窄水平的区间靠拢。

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:高盛,彭博社,大华私人银行

盈利与估值： 尽管面临外部冲击，盈利仍具韧性

盈利走势：市场普遍预期2026年东证指数(TOPIX)每股收益(EPS)将实现低双位数增长，这得益于更持久的盈利格局，其主要驱动力包括更强的定价能力、持续的工资增长，以及企业持续的重组和生产率提升。然而，高企的能源价格和地缘政治紧张局势可能对利润率构成压力。

估值：TOPIX当前12个月预期市盈率为17.2倍(截至2026年5月26日)，高于其10年平均水平(14.9倍)。随着日本央行寻求将政策利率正常化，我们认为市盈率可能出现压缩。话虽如此，高市首相在历史性的提前大选中获胜后，在推行其财政扩张主义经济议程方面拥有更大的回旋余地。针对企业和广大消费者的财政刺激措施，有望为估值提供支撑。

市场定位：鉴于近期市场表现优于大盘，我们预计企业盈利将保持韧性，但盈利差异将进一步扩大。我们更青睐具有强大定价能力和结构性利好因素的大盘优质股。

在投资组合配置方面，行业选择和主题配置至关重要。我们倾向于选择那些符合财政政策优先事项、公司治理和股东回报有所改善，以及在全球AI基础设施体系中占据关键地位的企业。



结构性增长主题： AI、基础设施与经济安全

AI与半导体生态系统：涉足半导体设备和先进制造领域的公司，仍是当前全球AI及科技资本支出周期中的核心受益者。

基础设施更新：随着20世纪80年代建造的老旧基础设施达到更换年限，日本正进入一个重大基础设施更新周期。这些项目得到了超过5万亿日元的国家韧性预算的支持，凸显了计划中基础设施支出的规模。

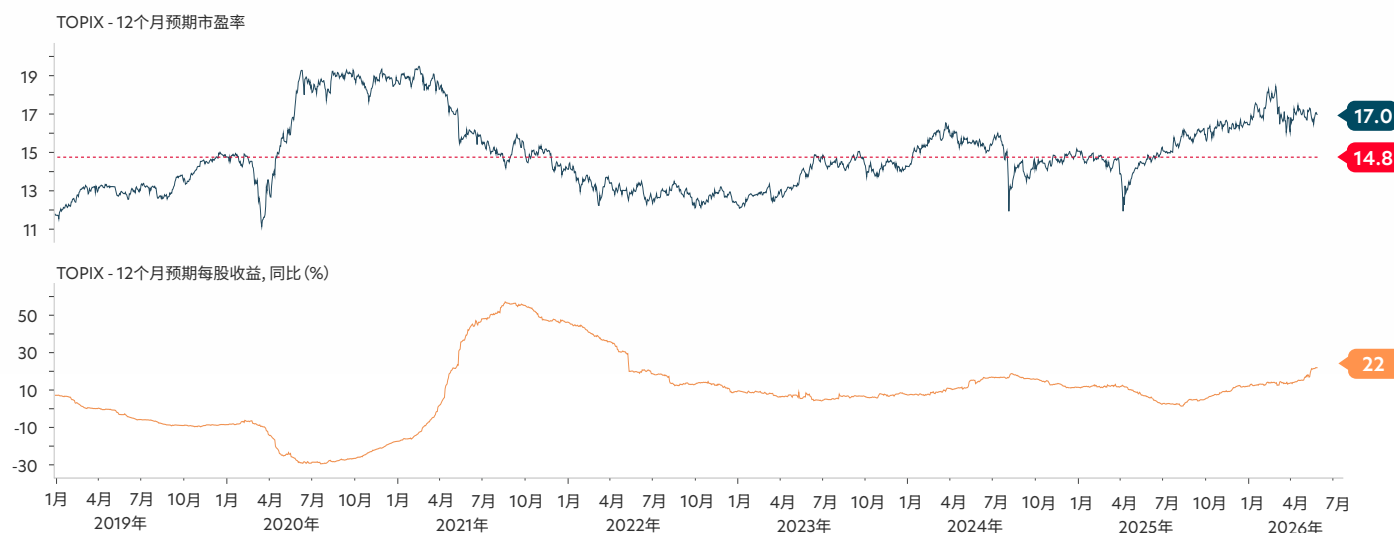
经济安全：日本将政策重点放在战略性产业、能源安全和先进技术，预计这将推动航空航天、通信和网络安全等领域的投资。

风险警示：能源价格持续上涨、日元升值幅度超出预期、政策执行风险及全球经济放缓，都可能打击投资者信心。

投资要点

日本股市继续受益于结构性改革、战略性产业投资以及企业盈利能力的提升。然而，能源价格持续波动、汇率走势以及温和的经济增长，可能会限制市场整体市盈率的扩张。因此，我们对日本股市维持中立评级，采取择优投资策略，重点关注符合结构性增长主题的企业，例如AI基础设施、国家韧性及供应链安全等领域。

相对于10年平均水平，当前股市估值偏高；应采取择优投资策略



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

对于2026下半年, 我们对日本股市维持中立评级。结构性改革将支撑日本股市, 但应采取择优投资策略。

新兴亚洲

科技板块领跑, 巩固涨幅

立场: 进入2026年下半年, 我们维持对亚洲新兴市场股票的超配评级。我们的乐观立场基于该地区结构性的韧性以及不断改善的企业基本面。尽管全球市场整体面临估值过高的困境, 亚洲新兴市场却兼具自我维持的国内增长、防御性货币政策框架以及被低估的估值, 形成了极具吸引力的组合。

亚洲新兴市场的增长故事仍是全球最具活力的, 其动力源于国内消费与经济结构性重塑的强力结合。东盟经济体正受益于中产阶级可支配收入的增长和持续的外商直接投资。中国正从依赖房地产的增长模式转向高附加值制造业和消费服务业。该地区多个市场因其结构性优势而脱颖而出。韩国和台湾地区正受益于AI和半导体领域的强劲利好因素, 推动增长势头持续, 而中国则已显现出经济企稳的早期迹象。

与此同时, 新加坡凭借强大的金融机构、充沛的资本流动以及对数字化和基础设施投资日益增长的需求, 为进入东盟市场提供了稳健且优质的门户。总体而言, 这些趋势支撑着对亚洲新兴市场股票的乐观展望, 其中科技和结构性增长板块存在精选投资机会。

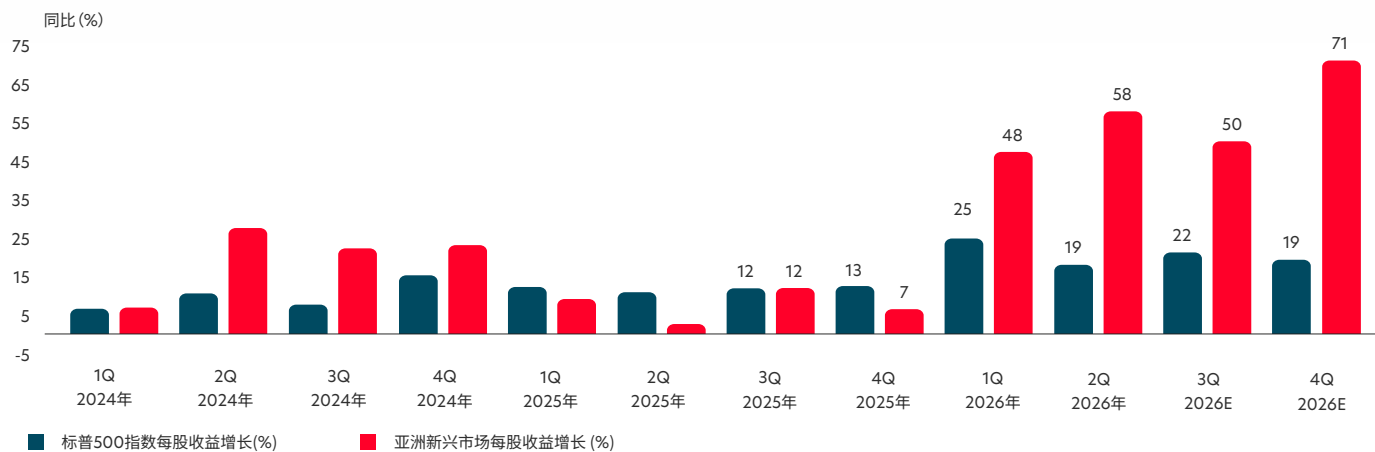
宏观背景: 结构性升级仍是亮点

中国经济增长: 中国2026年第一季度经济同比增长5.0%, 表现强劲, 这为2026年第二季度可能出现的经济放缓提供了缓冲, 预计全年增长将放缓至4.7%左右。尽管整体工业活动有所放缓, 全球AI需求的上升周期继续支撑着高科技制造业; 与此同时, 房地产市场仍处于下行趋势, 价格压力仅略有缓解, 一线城市表现强劲而低线城市疲软的分化态势依然存在。总体而言, 整体经济增长正在放缓, 向更可持续、更高质量的增长步伐过渡。

中国的经济再平衡: 北京的监管政策正有意将资本配置从房地产投机转向“新生产力”。政策框架侧重于先进制造业、数码基础设施和绿色技术。这种结构性升级牺牲了高杠杆的表面增长, 以换取可持续、高利润率的经济产出。

货币政策: 中国人民银行(PBOC)仍将保持货币政策“适度宽松”的基调, 以支持消费复苏。与此前预测的2026年第三季度将小幅降息10个基点相比, 我们的经济研究团队目前不再预期中国人民银行今年会降息。预计政策制定者将依靠财政措施, 以缓冲中东冲突对整体经济的影响。

得益于强劲的盈利增长和较低的估值, 新兴亚洲股市有望跑赢大盘



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

盈利与估值： 科技驱动的盈利增长

盈利走势：市场普遍预期，未来12个月摩根士丹利资本国际（MSCI）亚洲新兴市场指数的每股收益（EPS）将增长约54%。虽然我们预计该地区的盈利上调周期将持续，未来增速可能会有所放缓。

科技相关板块仍是盈利增长的主要驱动力。存储器超级周期是一个广受认可但仍存在争议的主题。超大规模云服务商强劲的需求导致高端存储芯片供应紧张，推动价格大幅上涨，并因高经营杠杆效应而带来超额的盈利增长。

从国家层面来看，在制造业活动加速、内存价格上涨以及半导体出口强劲的背景下，韩国和台湾地区正引领着盈利上调。中国的盈利前景依然较为温和，但其呈现出结构性转型的态势——在政策驱动下，资本向高科技、高质量领域重新配置，支撑着增长放缓但仍具韧性的经济态势。

估值：MSCI新兴亚洲指数的12个月预期市盈率为12.1倍，而HSCEI指数的12个月预期市盈率为9.4倍（截至2026年5月26日）；尽管增长潜力强劲，其估值相对于发达市场仍处于折价水平。我们认为当前存在吸引人的入场点，但预计复苏将呈渐进且不均衡的态势，因此应采取择优布局的策略。

市场布局与策略：我们倾向对亚洲新兴市场及中国股票采取杠杆策略，重点关注具有可持续股息的板块，以及优质的AI/科技龙头企业。

结构性增长主题： AI、先进制造业和经济韧性

半导体产业链：台湾和韩国拥有领先的半导体制造商，这使它们处于有利地位，能够从AI、高性能计算和存储芯片日益增长的需求中获益。AI驱动的计算需求正在加速增长，向长期合同的转变支撑着更为稳健的盈利前景。

中国科技与工业转型：作为长期经济战略的一部分，中国将继续将技术自主和先进制造业作为优先发展方向。重点领域包括AI、半导体本土化、先进工业自动化以及电动汽车。

东盟经济增长与金融中心扩张：新加坡作为区域金融和科技中心脱颖而出，得益于强劲的资本流入、财富管理业务的增长，以及不断扩大的数码基础设施。

风险警示：地缘政治紧张局势和能源价格上涨可能导致市场波动。当前投资周期结束后，全球科技需求可能会放缓。

投资要点

总体而言，亚洲新兴市场仍受益于强劲的盈利增长、科技领域的领先地位及经济结构转型。除派息股之外，我们继续关注中国的新经济主题，如AI、先进制造业和电动汽车；而在东盟地区，我们更青睐新加坡股票，因其具备韧性和防御性特征。

首席投资官建议

进入2026下半年，我们维持对亚洲新兴市场股票的超配评级，其支撑因素包括盈利增长、结构性技术领先地位，以及相对于发达市场的具吸引力的估值。

固定收益

发达市场 投资级债券

在市场重新定价的背景下缩短久期、提升质量

发达市场投资级债券在2026年初时基础稳固。虽然估值偏高，但得到了强劲的企业盈利、稳健的资产负债表，以及市场对主要央行将以数据为导向、循序渐进地实施政策正常化的预期的支撑。在此环境下，以票息收益为主的策略依然具有吸引力，发达市场投资级债券的战略配置理由依然成立。

随着美伊冲突升级以及霍尔木兹海峡能源运输受阻，这一背景被彻底颠覆。此次冲击推动布伦特原油价格升至每桶100美元以上，并给全球市场带来了新一轮通胀压力。虽然最初的影响主要集中在能源价格上，随后已蔓延至商品、服务和供应链的各个领域。在美国，5月整体CPI同比涨幅升至+4.2%，创下自2023年5月以来的最高水平。

通胀数据直接引发了美国利率市场的一轮决定性重新定价。美国10年期国债收益率升至4.5%以上，而美国30年期国债收益率则攀升至5%以上。美国10年期通胀盈亏平衡通胀率也随之走高，截至2026年5月25日已达2.41%。更重要的是，联邦基金期货目前给出了年内加息的实质性概率。这既反映了能源价格冲击，也反映了市场对即将上任的美联储主席沃什 (Kevin Warsh) 政策立场的不确定性。

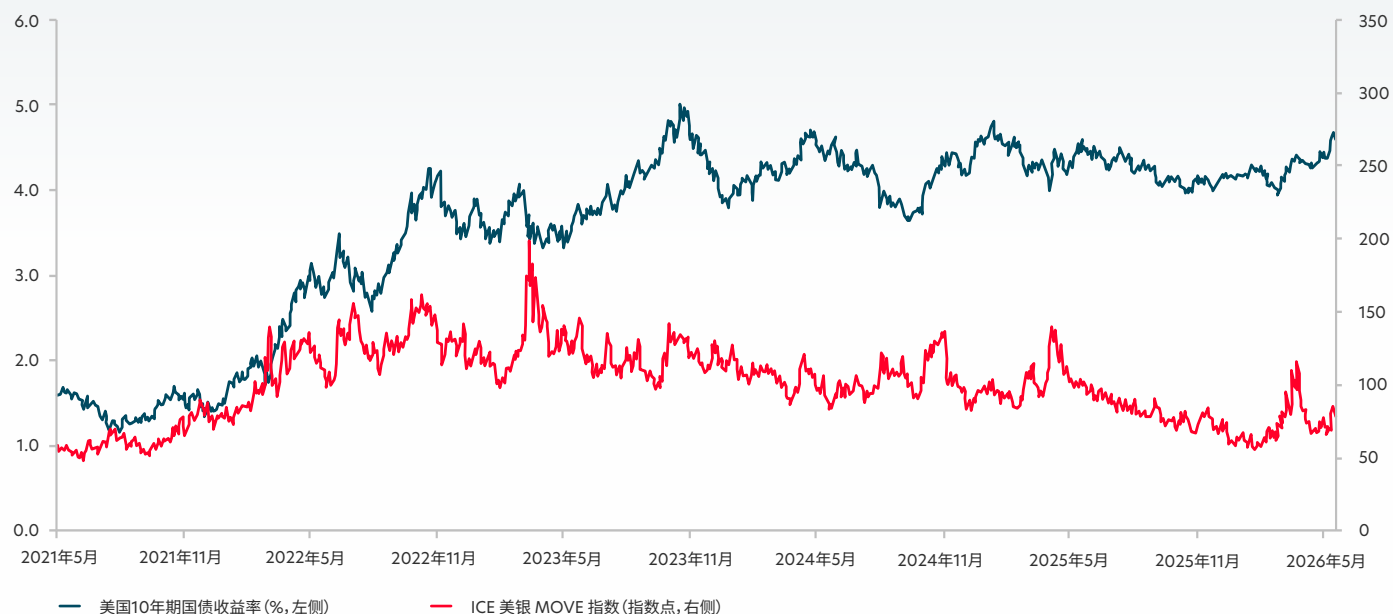
大华银行环球经济与市场研究部预计，到年底美国10年期国债收益率将达到4.45%，并预计美联储将在2026年剩余时间内维持利率不变，然后于2027年恢复宽松政策。因此，我们将投资组合的目标久期从之前的5-7年下调至4-5年。



发达市场投资级债券处于一种微妙的平衡状态：鉴于估值已处于高位，利差进一步收窄带来的上行空间有限，但较高的综合收益率仍在持续刺激需求。我们不倾向于为了获取额外的收益提升而降低信用质量标准。我们认为，特定企业的信用事件构成了日益扩大的尾部风险，而大盘对此的定价不足。我们的策略审慎周密：优先选择优质标的，在信用筛选上保持纪律性，并在市场大幅回调时有选择地增持结构性赢家。

我们的行业偏好体现了持久且长期的信念。在信用筛选中，我们将防御型核心标的与结构性增长标的相结合。我们对以下领域持最乐观态度：AI电气化受益企业、国防主承包商、受监管且业务多元化的公用事业公司、基础设施、金融、保险、电信、部分上游油气企业，以及部分美国AI超大规模企业。

尽管美国国债收益率走高，利率波动仍保持温和



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

注重质量，在信用选择上保持纪律性，并在市场大幅抛售期间有选择地增持结构性赢家。

发达市场 高收益债券

高收益掩盖了不断上升的风险

发达市场美国高收益指数今年迄今回报率为+1.13% (截至2026年5月25日)，主要得益于票息收入(+2.59%)和利差收窄(+1.2%)，但受到利率抛售(-2.67%)的显著拖累。票息收益一直是高收益指数的主要驱动力，但被由地缘政治风险加剧和能源价格上涨引发的利率抛售所抵消。

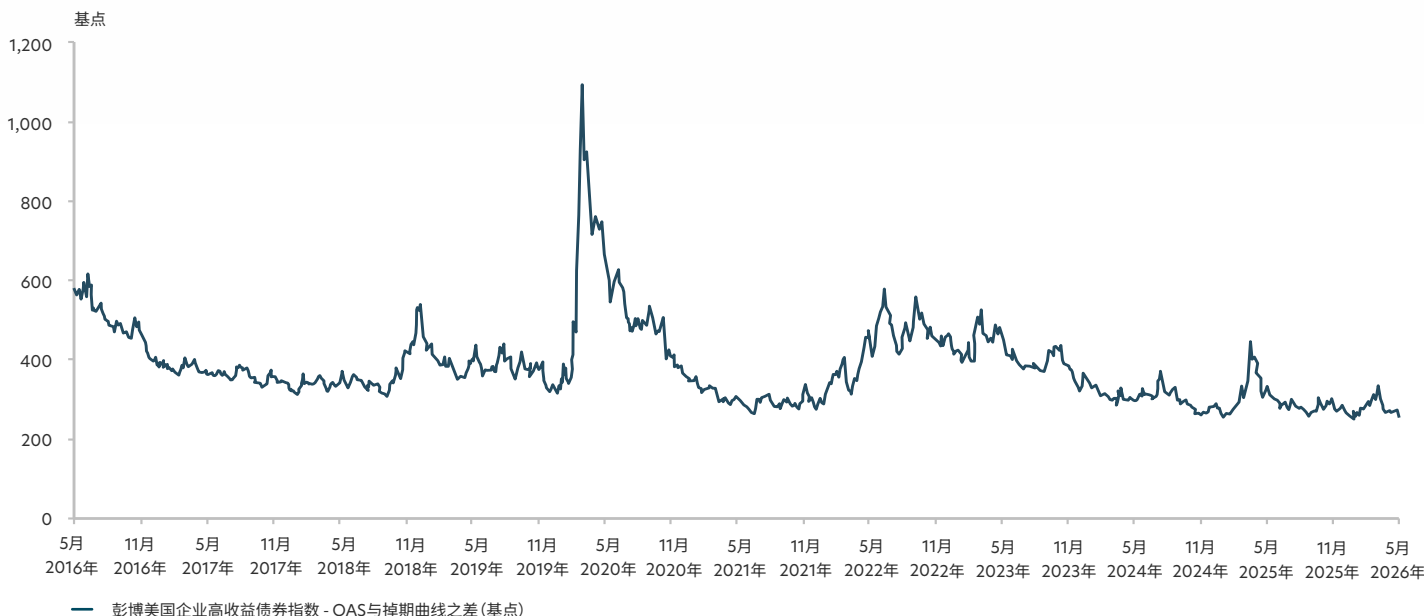
美国高收益债券也未能幸免于中东冲突的影响。在美股高收益指数中权重相对较大的能源板块，因布伦特原油价格升至每桶100美元以上而受益于此次冲突。该板块今年以来的总回报率为+3.98%。若能源价格回归正常，能源板块的信用利差可能有扩大的空间。然而，能源价格上涨的次生影响已波及非必需消费品板块，而AI驱动的颠覆性变革则引发了市场对软件板块长期可行性的质疑。

美国高收益债券市场的基本面已有所改善，指数层面的净杠杆率从2025年12月的4.85倍降至2026年5月22日的3.9倍。BB级债券在指数中的占比已达到56%的历史最高水平，而单B级债券占比则降至9%，为2002年以来的最低水平。然而，企业违约率一直在稳步上升，从2025年10月的近期低点0.78%升至2026年4月的2.01%，略低于2.31%的10年平均水平。

从技术角度来看，对高收益债券的强劲需求推动了信用利差收窄。这种强劲需求也导致高收益债券一级市场出现超额认购。

我们维持对美国发达市场高收益债券的低配评级，因为我们认为高收益债券的窄利差无法充分补偿投资者因高波动性和尾部风险所承受的风险。我们认为，中东冲突带来的悬而未决问题、对商业发展公司(BDC)的流动性担忧，以及软件行业的压力，均被市场低估。此外，高收益债券极度负的凸性特征也限制了价格的上行空间。因此，我们认为高收益债券的风险回报比不如发达市场投资级债券具有吸引力。

美国高收益债券信用利差接近历史低点，进一步收窄的空间有限



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

严格的自下而上信用筛选仍是避免面临特定信用压力的关键。

新兴市场 亚洲投资级债券

更高收益率、稳定的利差及特定风险

2025年对亚洲新兴市场债券而言表现强劲,在利差和美国国债收益率双双上涨约65个基点的推动下,JACI投资级指数全年总回报率达7.8%。然而,这一利好背景并未延续至2026年。年初至今,JACI投资级指数的总回报率约为-0.03%,原因是美国国债收益率上升侵蚀了票息收益。另一方面,亚洲投资级信用利差保持相对稳定,尽管整体市场风险偏好下降,年初至今仍收窄了-4个基点。这种韧性得益于有利的综合收益率及稳健的企业基本面——以净债务与息税折旧及摊销前利润(EBITDA)之比衡量的净杠杆率,MSCI亚太地区指数的该指标截至2026年4月仍维持在1.47倍,接近周期性低点。

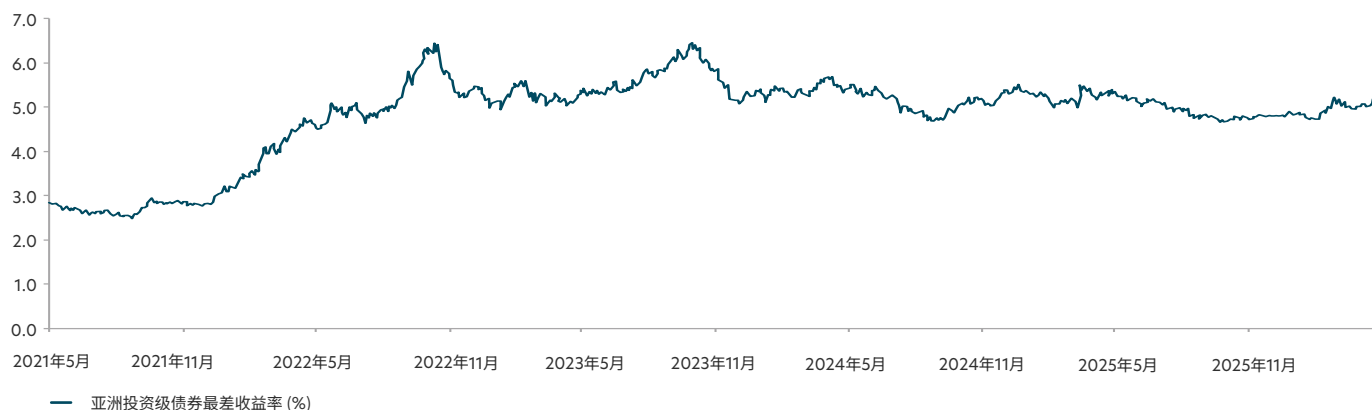
特朗普与习近平的峰会达成了在缓和中东局势和维护两岸稳定方面开展合作的承诺,同时中国承诺增加采购美国商品——尽管各行业的具体细节仍十分有限。美国官员方面则表示愿意降低关税,并对更多中国投资持开放态度。工作层面的谈判仍在继续,关税调整的时间表和投资框架的具体细节很可能成为近期的催化剂。对于亚洲投资级债券而言,贸易紧张局势的持续缓和将有助于利差保持稳定,并可能改善中美贸易休战期延长至2026年11月到期日之后的可能性。

JACI 投资级债券信用利差目前交易于历史低位附近——仿佛中东冲突已得到解决——我们认为,利差进一步收窄面临较高门槛。此外,受美元融资成本相对于本地货币融资更具优势,以及亚洲工业超级周期的推动,一级市场发行量四年来首次转为净正值——这一转变可能会限制利差的进一步收窄。

话虽如此,利率环境却呈现出不同的局面。我们认为,利率的阶段性波动可能会提供吸引人的入场时机,以便锁定较高的综合收益率;而企业基本面的韧性应能为防止利差扩大提供强有力的支撑。截至2026年5月25日,JACI投资级债券的最差收益率(YTW)高于5%,这一水平相较于历史区间而言颇具吸引力。通过严谨的信用筛选和亚洲地区的地域分散投资,有助于降低特定风险;同时,通过杠铃策略将投资组合久期控制在约4-5年,若美国国债收益率曲线呈现牛市陡化,则可捕捉上行空间。

从行业角度来看,我们青睐东盟地区的金融业龙头企业、部分专注于亚洲市场的保险公司、准主权机构、战略性国有企业,以及防御型消费和公用事业领域的信用标的

具有吸引力的风险回报比和诱人的综合收益率水平



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

我们认为,亚洲新兴市场优质投资级债券既具备稳定性,又能实现资产配置多元化,其优势得益于广泛的投资者基础、稳定的信用环境,以及具有吸引力的估值。

新兴市场 亚洲高收益债券

在高收益债券领域保持精选策略

亚洲新兴市场高收益债券自2026年3月美伊紧张局势达到顶峰以来强劲反弹，截至2026年5月25日，年初至今回报率为+2.25%，跑赢了发达市场高收益债券。受追求收益的需求、供应紧缺以及较低的违约率支撑，亚洲新兴市场高收益债券的信用利差已收窄约10个基点至363个基点。鉴于彭博亚洲新兴市场美元高收益信用指数的收益率达7.93%，其绝对票息收益前景颇具吸引力。不过，我们注意到高收益债券相对于投资级债券的利差可能收窄，因为后者受近期美国国债市场走软的影响更为显著。

我们对亚洲新兴市场高收益债券相对于发达市场高收益债券的偏好依然有充分依据，因为两者之间的信用利差已从2026年初的88个基点收窄至72个基点。平均而言，亚洲新兴市场高收益债券发行人往往具有“HALO”（高资产、低过时风险）类型的特征，这使它们能够更好地抵御AI带来的重大冲击。

从市场结构来看，亚洲新兴市场高收益债券市场已从高度集中于房地产的格局，转变为更加多元化的格局，其中以国内市场为导向的借款人所占比例有所提高。

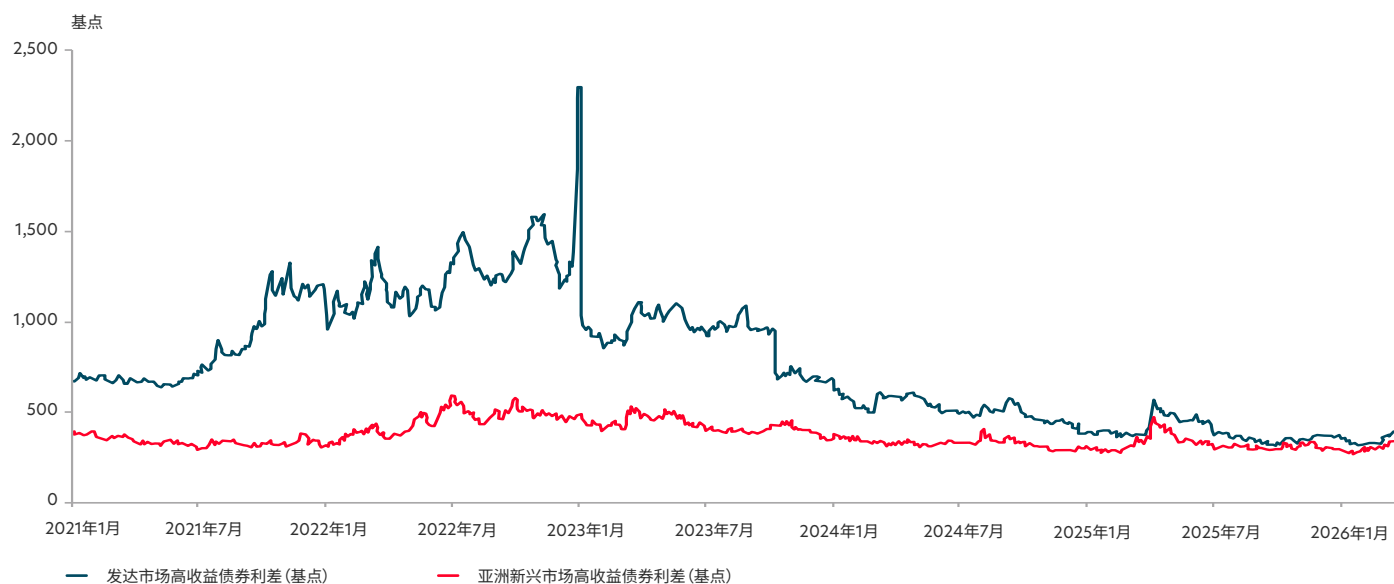
油价及其对通胀的剩余影响可能会产生分散效应，特别是对于作为能源净进口国的亚洲新兴市场而言。尽管如此，发行方的基本面更为稳固，鉴于2025年的盈利情况及乐观的前景指引，我们预计亚洲新兴市场高收益债券的违约率将保持在可控范围内。

我们认为，亚洲新兴市场高收益债券的短期再融资风险预计有限。2026年到期的债券主要集中在基础设施类债券、印度可再生能源债券，以及澳门博彩运营商债券，而这些发行主体仍能轻松获得融资市场资金。我们还观察到，投资者对要约收购和债券置换的参与率相当可观，这反映出投资者需求旺盛且存在积压需求。

我们预计亚洲新兴市场高收益债券的技术面将保持有利，因为2026年的净供应量可能仍为负值。本币融资（即离岸人民币、印尼盾等）已成为发行人的可行替代渠道，进而提升了美元债券的稀缺价值。

尽管我们预计亚洲新兴市场高收益债券的信用基本面不会出现广泛而突然的恶化，为规避特定信用风险，严格的自下而上信用筛选仍至关重要。

在信用利差收窄的背景下，应注重筛选



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

严格的自下而上信用筛选仍是避免面临特定信用压力的关键

澳元债券市场

较高的票息收益,持久的质量: 澳元债券投资机会

澳大利亚储备银行(RBA)已于2026年转向紧缩政策,迄今已三次加息,将现金利率上调至完全逆转了2025年的降息幅度。这一政策转向反映了通胀预期的上调,部分原因在于中东危机引发的能源价格压力。

大华银行环球经济与市场研究部预计,澳大利亚储备银行将维持现金利率不变,理由是近期地缘政治冲击和能源价格高企将抑制家庭和企业支出,同时导致失业率逐步上升。澳美10年期利差传统上维持在±20个基点,但自2025年8月以来已扩大至约50-80个基点。利差的扩大表明,两国对通胀压力的容忍度存在显著差异,且央行对地缘政治风险的应对措施也各不相同。

尽管我们承认短期内可能出现按市价计价的波动,我们认为当前澳元收益率水平颇具吸引力,因为市场已将2026年剩余时间内至少一次以上的加息预期计入价格之中。

从信用角度来看,以彭博澳大利亚债券信用O+年期指数为代表的澳元债券,今年迄今(截至2026年5月25日)实现了+0.28%的温和总回报率。较高的综合收益率带来的好处被利差扩大和利率波动所抵消。随着中东冲突升级,利差扩大了约7个基点,而澳大利亚储备银行连续三次加息的影响进一步拖累了回报。一级市场供应增加也导致利差走软,今年以来袋鼠债券发行规模达到约407亿澳元(同比增幅约50%)。

展望未来,我们认为,对于重仓持有美元或新元资产的投资者而言,澳元债券仍能提供极具吸引力的分散投资效益。这得益于其相对较高的综合收益率、由深厚的国内“买入并持有”投资者群体支撑的市场稳定性,以及强劲的信用质量(该指数中约75%的债券评级为A级或以上)。在该资产类别中,我们认为澳大利亚主要银行、全球系统重要性银行(G-SIBs)、部分公用事业、能源和基础设施企业,以及优质外国企业发行的债券具有投资价值。

在澳大利亚储备银行政策正常化的背景下,澳元信贷收益率逼近年内高点



资料来源:Macrobond, 大华私人银行

首席投资官建议

我们看好澳大利亚大型企业、全球系统重要性银行和保险公司发行的T2债券;全球系统重要性银行发行的优先债券;公用事业和基础设施债券;以及外国发行人发行的企业债券。

大宗商品

贵金属(黄金)

避险需求将推动金价走高

短期内,投资者必须应对中东冲突引发的能源价格急剧上涨及其潜在的通胀影响。反映这一情况的是,掉期和期货市场已开始将七国集团(G7)主要央行进一步加息的可能性计入价格。

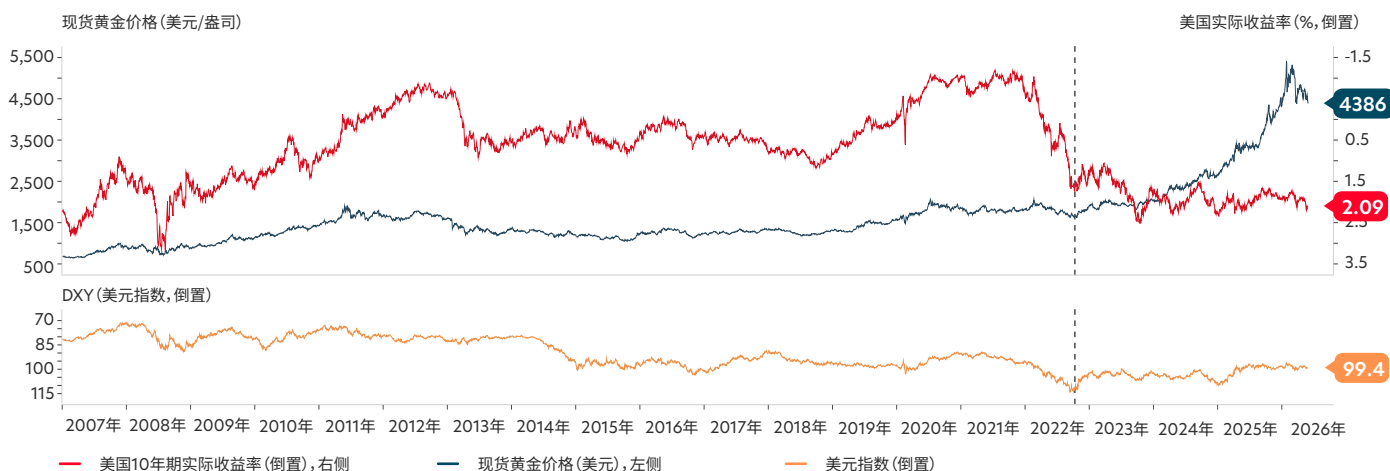
黄金通常对利率和美元汇率较为敏感,短期内将面临逆风。利率上升和美元走强往往会增加持有无收益资产的机会成本,从而对金价构成压力。在美以-伊朗冲突爆发之初,我们最初预计避险需求的上升将支撑金价。然而,市场动态已发生转变,投资者目前更关注货币政策收紧的风险,这正对金价施加下行压力。

尽管面临这些短期挑战,我们对黄金的长期前景仍持乐观态度。近期地缘政治紧张局势的升级,进一步巩固了黄金作为战略性避险资产的地位。在持续的不确定性和全球局势波动加剧的背景下,来自散户投资者和央行的需求有望进一步增强。

鉴于美国国债收益率短期内可能进一步攀升,以及美联储短期内加息的风险,我们将黄金价格预测下调至:2026年第三季度3,900美元/盎司,2026年第四季度4,300美元/盎司,2027年第一季度4,600美元/盎司,以及2027年第二季度4,900美元/盎司。

大宗商品	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F
黄金(美元/盎司)	3,900	4,300	4,600	4,900

黄金:价格上涨受到避险需求的支撑;价格走势已与美国实际收益率和美元走势出现背离



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

鉴于当前收益率走高的环境,预计黄金价格短期内可能进一步盘整,因此我们将黄金评级下调至中立。

布伦特原油

受能源和商品价格飙升影响，通胀风险日益加剧

美伊冲突已进入第四个月，目前仍未见明确解决迹象。尽管停火协议仍在生效，霍尔木兹海峡实际上仍处于封锁状态，美伊双方的谈判也远未达成最终协议。因此，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（阿联酋）决定自5月1日起退出石油输出国组织（欧佩克），这使局势变得更加复杂。虽然从长期来看，此举可能会对油价造成压力，但就短期影响而言，这表明阿联酋与沙特阿拉伯之间的战略分歧正在加深。

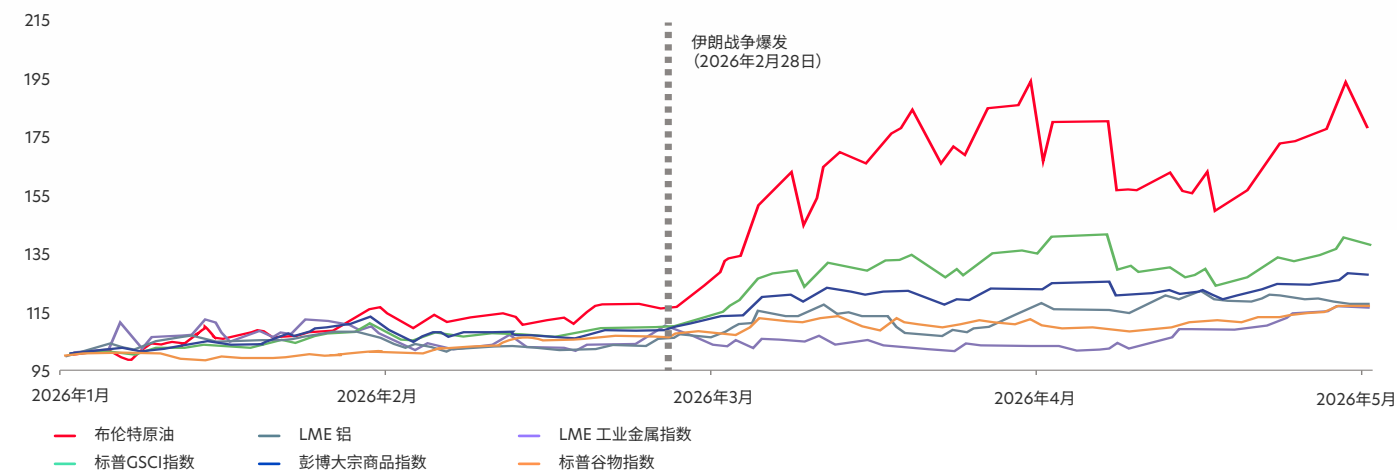
供应中断的影响正波及整个能源领域，不仅限于原油，还延伸至航空煤油、汽油，以及石脑油、聚乙烯、尿素、氨气和硫磺等下游产品。随着冲突持续，这些中断已开始波及其他大宗商品市场，包括工业金属——尤其是铝和镍——以及农产品和谷物市场。

美国和伊朗对霍尔木兹海峡实施的双重封锁，已使供应形势显著趋紧。这体现在原油市场波动加剧上：布伦特原油价格在4月中旬因对和平突破的期待而短暂跌至每桶90美元后，于4月底回升至每桶120美元以上。值得注意的是，即期原油价格目前高于期货价格，这表明短期内供应极度紧张。

展望未来，我们预计美伊临时和平协议将促成正式协议的达成，受此预期影响，布伦特原油价格已开始回落。随着霍尔木兹海峡重新开放，油价预计将进一步回落，我们预测2026年第三季度价格为85美元/桶，2026年第四季度为80美元/桶，并将在2027年第一季度跌至70美元/桶。

大宗商品	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F
布伦特原油 (美元/桶)	85	80	70	70

工业金属、塑料和农产品领域的能源价格涨幅普遍扩大(自2026年1月以来的标准化回报率)



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

我们建议，一旦地缘政治不确定性消退，布伦特原油价格的上涨势头将逐渐减弱。欧佩克仍拥有充足的储备，可在必要时增加原油产量。

外汇货币

美元

美元汇率将在2026年第二季度维持高位,此后将再度走弱

近期,美元作为避险资产的属性使其与原油的关联度增强,这在很大程度上推动了美元指数的走势。3月,随着伊朗冲突升级,两者均上涨;4月初停火公告发布后,两者又同步回落。随着谈判陷入僵局且霍尔木兹海峡持续封锁,原油价格反弹并带动美元走强,尽管随后日元短暂的干预对美元构成了一定压力。短期内,地缘政治风险居高不下及原油供应紧张应能继续支撑美元。然而,从中期来看,美国利率差收窄,以及G10其他国家相对更紧缩的货币政策,预示着美元将逐渐呈现看跌趋势。

我们对美元指数的最新预测为:2026年第三季度97.9,2026年第四季度97.0,2027年第一季度95.7,以及2027年第二季度94.9。

外汇货币

美元指数

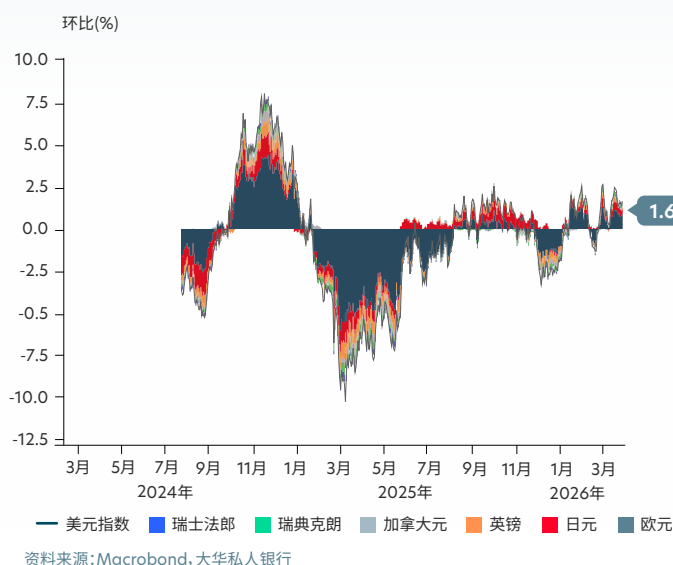
97.9

97.0

95.7

94.9

美元指数的贡献因素



欧元

欧元预计将在2026年逐步升值

4月份,欧元兑美元汇率上涨1.5%至1.1731,基本收复了3月份2.2%的跌幅。此次反弹主要源于政策前景的分化:欧洲央行立场转为鹰派,并暗示将于6月加息,而美联储则总体上维持宽松基调。我们目前也预计欧洲央行今年将加息一次。短期来看,地缘政治紧张局势下美元作为避险资产的需求依然存在,这可能会限制2026年第二季度的涨幅。不过,随着利差收窄和风险缓解,欧元兑美元汇率预计将在第二季度触底,此后逐步回升。

我们更新后的预测为:2026年第三季度1.18,2026年第四季度1.19,2027年第一季度1.21,以及2027年第二季度1.22

外汇货币

欧元/美元

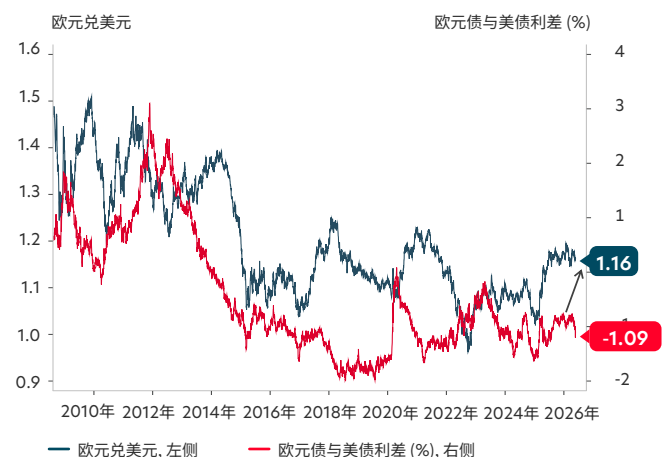
1.18

1.19

1.21

1.22

欧元兑美元汇率利差收窄将形成支撑



人民币

人民币一直是亚洲最具韧性的货币，政策稳定性进一步巩固了这一优势

人民币一直是亚洲最具韧性的货币，自伊朗冲突以来，人民币兑美元汇率上涨了0.5%，而其他亚洲货币则出现贬值。这反映出中国凭借庞大的外汇储备和多元化的能源结构，在石油冲击中保持了韧性。政策信号进一步巩固了这种稳定性，中国外汇交易系统(CFETS)的汇率中间价走强，离岸人民币波动性也保持在较低水平。展望未来，随着风险缓解，人民币预计将逐步升值，但升值幅度应保持在可控范围内。政策制定者强调将维持“合理”的汇率水平，而适度宽松的货币政策立场可能会限制人民币的急剧升值。

总体而言，我们对美元兑人民币汇率的最新预测为：2026年第三季度6.80，2026年第四季度6.76，2027年第一季度6.73，以及2027年第二季度6.70。

外汇货币

美元/人民币

3Q26F

4Q26F

1Q27F

2Q27F

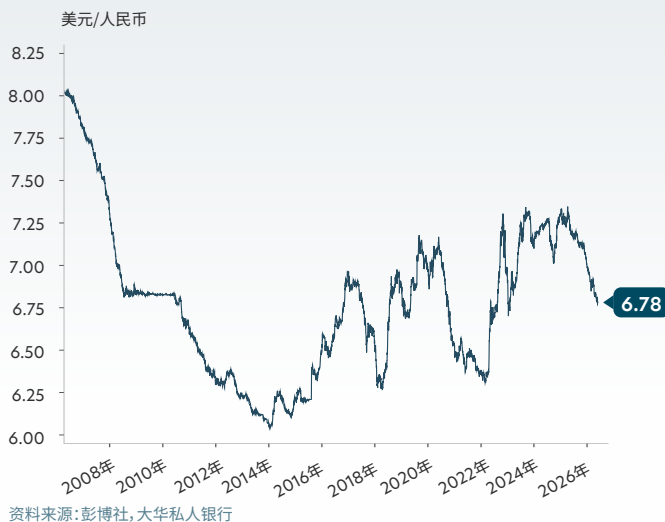
6.80

6.76

6.73

6.70

预计人民币将恢复温和升值趋势



日元

受地缘政治因素推动美元走强，美元兑日元短期内将维持高位

日本当局自2024年以来首次进行外汇干预，动用5.4万亿日元(345亿美元)，引发日元急剧反弹，美元兑日元汇率下跌近3%至155.57。此举表明，在通胀担忧的背景下，日方正强力捍卫160关口。然而，过往经验表明，一次性干预很少能持续改变趋势。高企的油价和美元作为避险资产的需求应会在短期内继续支撑美元兑日元汇率，尽管该汇率持续突破160关口的可能性不大。从长期来看，地缘政治风险的缓解和美日利差的收窄，加上美联储预期降息，以及日本央行进一步收紧货币政策，应会推动日元逐步升值。

总体而言，我们对美元兑日元汇率的最新预测为：2026年第三季度157，2026年第四季度155，2027年第一季度153，以及2027年第二季度151。

外汇货币

美元/日元

3Q26F

4Q26F

1Q27F

2Q27F

157

155

153

151

随着中期地缘政治担忧逐渐消退，预计美元兑日元汇率将逐步回落



澳元

短期内, 澳元汇率可能呈现双向波动

澳元表现优于其他G10货币, 4月上涨4.4%, 自2月下旬以来兑美元一直保持坚挺。澳元走强主要得益于澳大利亚储备银行(RBA)采取更鹰派的立场, 该行已连续加息, 并可能进一步收紧货币政策以抑制通胀, 尤其是住房和交通领域的通胀。短期内, 受地缘政治不确定性和油价高企影响, 澳元兑美元汇率将面临双向波动。然而, 中期前景依然乐观, 这得益于全球风险的缓解及美联储潜在的宽松周期, 这些因素应能进一步巩固澳元的收益率优势——目前该优势在G10货币中名列前茅。

我们对澳元兑美元汇率的最新预测为: 2026年第三季度0.72, 2026年第四季度0.73, 2027年第一季度0.74, 以及2027年第二季度0.75。

外汇货币

3Q26F

4Q26F

1Q27F

2Q27F

澳元/美元

0.72

0.73

0.74

0.75

鉴于地缘政治风险最终将有所缓解, 维持对中期前景的乐观预期



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

新元

新元将受益于避险货币地位及市场对新加坡金融管理局收紧政策的预期

新加坡金融管理局于2026年4月收紧了货币政策, 使新元名义有效汇率(S\$NEER)的政策区间斜率上调50个基点至1.0%预计今年晚些时候还将进一步上调, 且存在提前行动的风险。新元既受益于避险资金流入, 又得益于新加坡应对输入性通胀的积极姿态。这使其有望跑赢区域内其他货币, 预计新元兑人民币和新元兑马来西亚令吉将小幅走强。与此同时, 随着地缘政治风险缓解, 市场将重新聚焦美联储最终的宽松政策及美元整体走软, 美元兑新元汇率应会重拾下行趋势。

考虑到新元在伊朗冲突期间展现出的韧性, 我们将美元兑新元的汇率预测调整至: 2026年第三季度1.28, 2026年第四季度1.27, 2027年第一季度1.26, 以及2027年第二季度1.25。

外汇货币

3Q26F

4Q26F

1Q27F

2Q27F

美元/新元

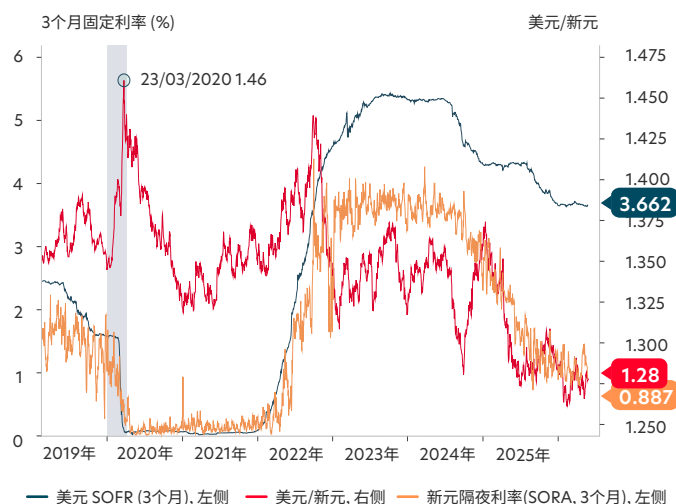
1.28

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

另类投资

私募股权： 退出情况好转，选择标准趋严

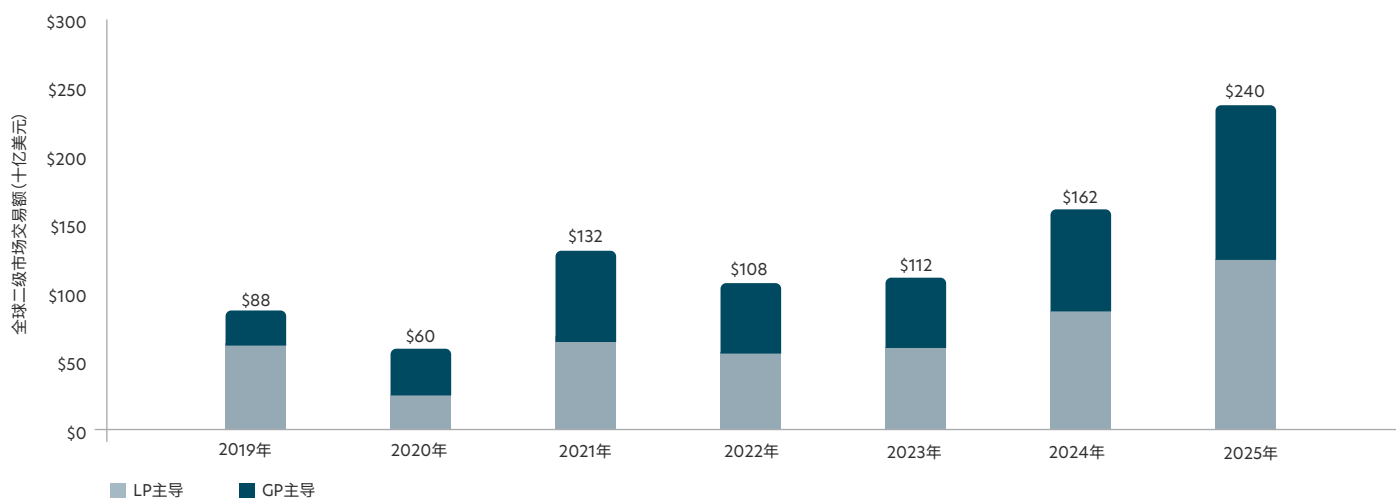
私募股权在2026下半年进入了一个重新调整的阶段。过去十年的大部分时间里，低利率、充裕的流动性和市盈率扩张等有利背景支撑了投资回报。如今，这一环境已发生实质性变化。

2022至2023年间利率的急剧上升，暴露了那些在估值峰值时以高杠杆收购的资产所存在的脆弱性，导致该资产类别相对于公开市场的历史回报溢价收窄。该行业目前正经历着必要的调整。在当今环境下，超额收益越来越依赖于真正的运营价值创造和基金经理的能力，而非金融工程或低成本融资。因此，各基金经理之间的业绩差异正在扩大，这进一步凸显了审慎选择的重要性。

令人鼓舞的是，退出活动已开始复苏，但改善态势仍不均衡且集中。尽管2025年美国的退出交易量出现反弹，交易活动主要集中在少数几笔大额交易上。与此同时，等待退出的私募股权投资企业的存量持续增长，这反映了此前几年分红低迷和退出节奏放缓所造成的积压。这种动态正推动二级市场的持续扩张，该市场在提供流动性方面发挥着越来越重要的作用：它既允许发起人重设时间表并为高信心资产进行再融资，又为现有投资者提供了在变现与继续持有之间进行选择的机会。

展望未来，私募股权投资的长期前景依然稳固。不过，回报率可能会更为温和，且分布不那么均衡，投资结果将越来越取决于基金管理人的选择、执行能力，以及对基本价值创造的明确关注。

二级市场的交易量一直呈上升趋势



资料来源：杰富瑞、Evercore、Campbell Lutyens，截至2025年12月，全球二级市场交易数据

私募信贷： 从收益到精选

私募信贷在2026年剩余时间里正处于一个微妙的转折点：表面上的谨慎情绪高涨，但基本面却总体保持韧性。近期由零星破产事件、半流动性投资工具的赎回压力，以及对软件中断的担忧所引发的市场焦虑，加剧了市场对这一资产类别的审视。然而，在强劲收益支撑下，当前的压力似乎属于个别现象而非系统性风险，违约情况得到控制，已实现损失仍处于较低水平。

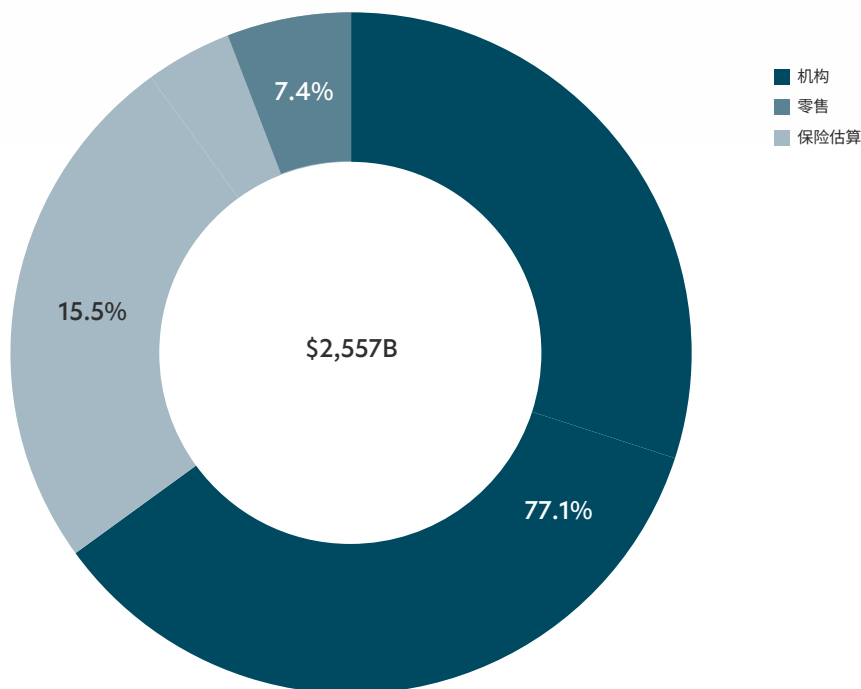
重要的是，私募信贷仍主要由机构投资者持有，相较于零售投资者主导的细分领域，机构投资者更长的投资期限和较低的流动性需求，为其提供了更稳定的资本基础，并增强了结构韧性。

从借款人层面来看，风险正呈现日益两极分化的趋势，特别是在软件等行业。竞争地位较弱的企业面临更大的颠覆风险，而现金流稳定、市场地位稳固的企业则仍具有较强的韧性。这进一步凸显了承保纪律、选择性及主动监控组合的重要性。

流动性动态仍是关键关注点，该资产类别继续面临高企的赎回请求。不过，现有证据表明，这反映的是流动性管理方面的挑战，而非基本面恶化，且大多数基金经理均在既定的赎回限制框架内运作。

展望未来，市场环境可能呈现出局部压力、收益率分散度扩大，以及基金经理素质溢价不断上升的特点。宏观不确定性及银行信贷条件收紧，已为私募贷款机构创造了提升利差和加强贷款文件规范性的机会。在此背景下，那些拥有强大项目来源网络、重组能力及纪律严明的投资组合构建能力的成熟平台，最能把握这些机遇。

按渠道划分的私募债务资产管理规模占比



资料来源: Pitchbook, Geography Global, 截至2025年6月30日。

注: 零售和保险行业的数据截至2025年12月31日。

私人基础设施： 扩大结构性需求

进入2026年第三季度，私人基础设施领域凭借其核心的防御性特征和长期的结构性重要性，继续展现出相对的韧性。该资产类别受益于固定且可预见的现金流、与通胀挂钩的收入机制，以及对基本服务的需求缺乏弹性，使其在宏观环境更加不确定的情况下仍处于有利地位。

投资者需求依然强劲，这进一步巩固了基础设施作为防御型、收益导向型及有助于提升资产配置多样性的投资标的的地位。从更根本的角度来看，基础设施正日益被视为一种战略性资产类别，对经济韧性、地缘政治竞争力及技术进步至关重要。与电力、数据、物流和互联互通相关的资产，正逐渐成为企业业绩和国家优先事项的关键支撑。

资本配置日益聚焦于长期结构性增长主题，包括 (i) 可再生能源和能源转型资产，(ii) 发电、输电及电网现代化，(iii) AI和数码基础设施，(iv) 交通运输现代化。这些领域正受到强劲的利好因素支撑，包括脱碳、电气化、供应链重组，以及由AI驱动的数据消耗快速增长。

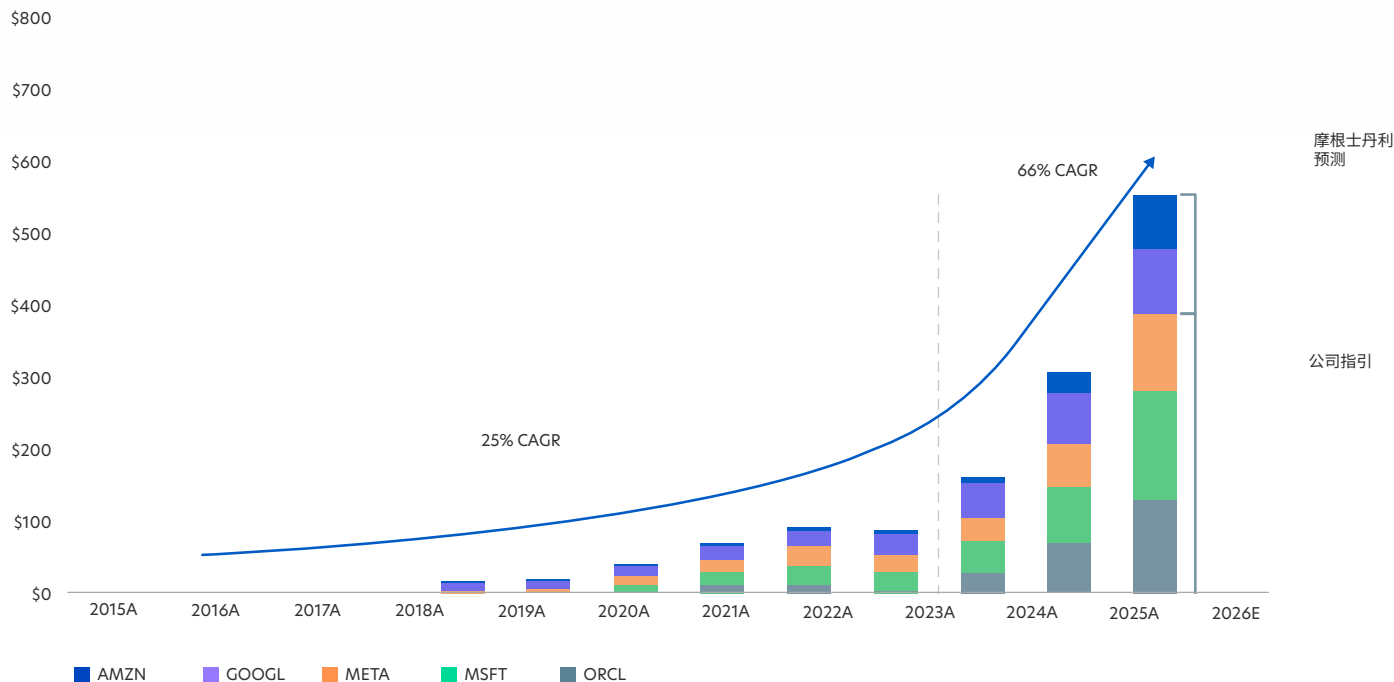
与此同时，在公共部门资产负债表承压的背景下，基础设施投资的需求正在上升。各国政府面临日益严峻的财政限制，其独立为基础设施提供资金的能力正在减弱。

因此，预计私募资本将在弥合全球基础设施融资缺口方面发挥核心且日益重要的作用。基础设施投资正日益呈现结构性，而非周期性特征，长期资本正被投入到淘汰风险低且具有持久经济重要性的资产中。

超大规模科技公司继续上调资本支出预测，其支出主要由AI和云基础设施驱动

各年度资本支出

十亿美元



资料来源: Hamilton Lane, 2015A–2025A数据来自标普资本智商 (S&P Capital IQ), 数据截至2026年2月; 2026E数据来自公司业绩发布会及摩根士丹利, 截至2026年2月业绩发布会及摩根士丹利

房地产： 市场趋稳与精选投资机会

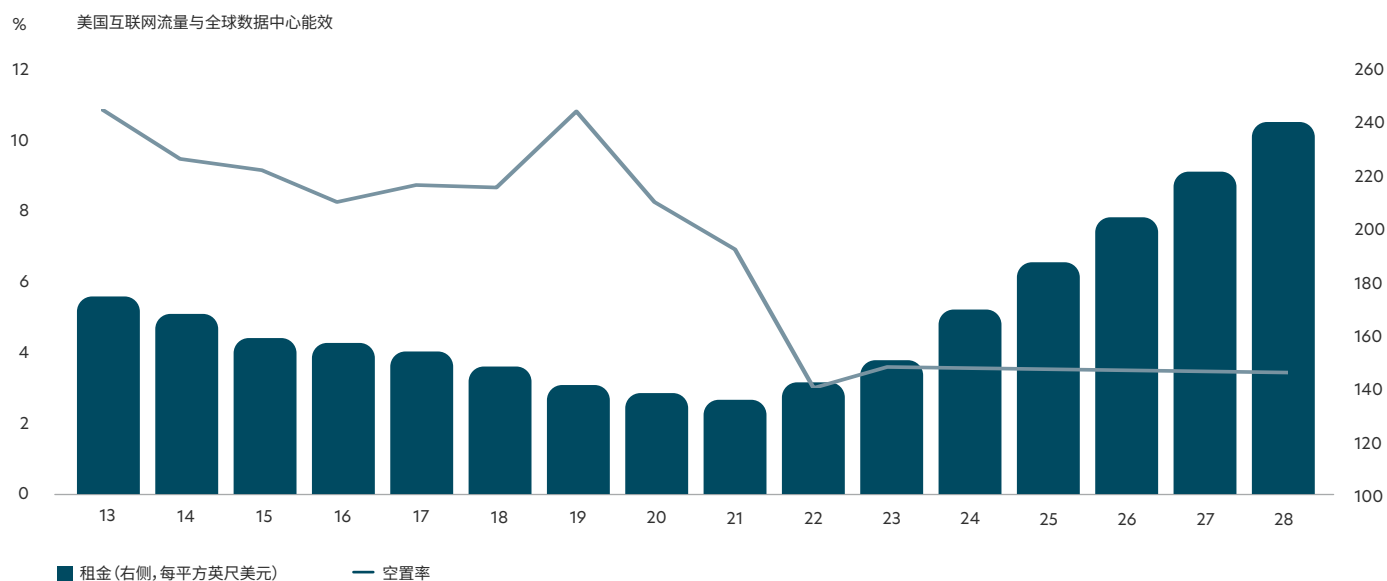
2026年第三季度，私人房地产市场情绪有所好转，尽管各行业和各地的复苏态势仍不均衡。由利率上升驱动的重新定价周期似乎已基本成为过去，而建筑成本上涨和融资条件收紧导致开发项目储备减少，反而支撑了现有资产的基本面。

该行业仍呈现高度分化态势，业绩表现日益取决于结构性需求和资产质量。物流、数据中心和住宅资产继续受益于供应链重组、数码化转型，以及持续的住房短缺等持久的需求驱动因素。反映这一转变，投资领域正变得更加多元化且结构趋于一致，资本正流向受长期结构性趋势支撑的领域。除传统核心细分领域外，老年护理、学生公寓、建租型住宅、自助仓储和生命科学等领域也日益受到关注，这些领域不仅能提供差异化的收入来源，且与宏观经济周期的相关性较低。

私人房地产正从广泛、以贝塔系数为导向的投资配置，转向更具选择性、以投资策略为导向的投资机会组合，在此过程中，严谨的尽职调查和行业专业知识对实现稳定的回报至关重要。



数据中心的空置率仍处于较低水平，租户需求与不断增加的供应量保持同步



资料来源: IBISWorld、Uptime Institute、PGIM。截至2025年11月

对冲基金： 波动性已成为新常态

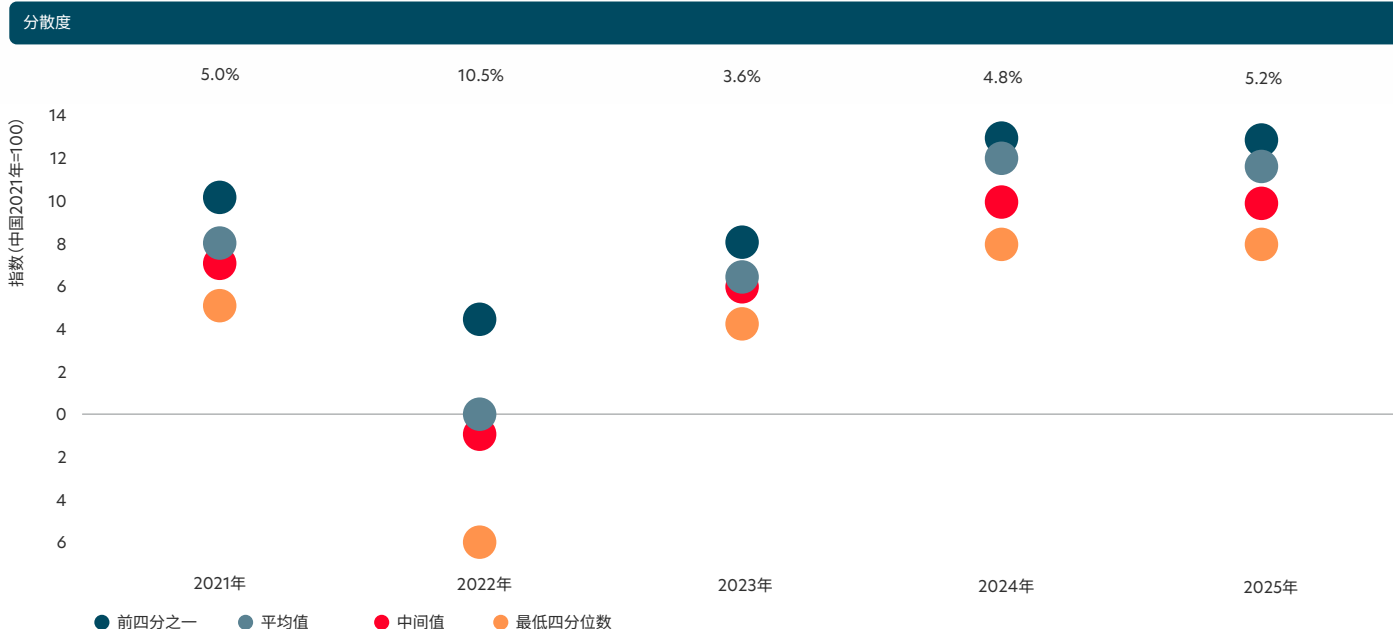
随着今年早些时候伊朗冲突引发的市场剧烈动荡，对冲基金在进入2026年第三季度时，面临波动性显著加剧且更为复杂的宏观背景。在2025年众多投资策略表现强劲之后，该行业经历了一段显著的回撤期——油价上涨、地缘政治不确定性加剧、利率波动以及快速去杠杆化，同时对股票、宏观和系统化策略的业绩构成了压力。尽管不同策略和基金经理所处的环境各异，此次抛售的性质在很大程度上是全面性的。这一事件是近年来对对冲基金而言最具挑战性的时期之一，多家主要经纪商指出，此次回撤的幅度和速度均属近年来最为严峻之一。

近期市场的波动也暴露了市场对“拥挤交易”日益加剧的担忧，特别是在规模较大的多策略“群组”交易平台中。尽管这些平台凭借其多元化配置和集中化的风险管理框架，继续吸引大量机构资金流入，但越来越多的迹象表明，各“群组”之间乃至各公司之间的底层持仓相关性正在增强，尤其是在高确定性的主题投资方面。尽管如此，与更具方向性的策略相比，多策略平台平均而言仍展现出相对更强的下行保护能力，以及更快的复苏势头。

展望未来，市场环境可能对股票多空策略更加有利——随着估值差异的扩大及赢家与输家之间盈利轨迹的分化（尤其是在与AI相关的行业中），这将为创造超额收益创造了肥沃的土壤。

总体而言，对冲基金的投资结果很可能越来越受分散性因素驱动，其业绩将取决于对市场拥挤现象的敏锐度、应对利率波动和相关性变化的能力、阿尔法来源的深度与多样性，以及在快速变化的市场环境中实施稳健的风险管理。

资产配置者对冲基金投资组合已实现收益率的分散度



资料来源：贝莱德，数据来自高盛资本《资金分配者调查》。2021–2025年（每年截至11月）资金分配者实现的对冲基金投资组合回报率。过往业绩并非未来表现的可靠指标。

查看更多信息



go.uob.com/cioinsights

在Spotify上关注我们



go.uob.com/pb-podcast

免责声明

一般规定

本文件所含资料基于公开可用的信息。尽管已采取一切合理的措施确保本文件中所载资料的准确性和客观性，但大华银行有限公司(UOB)对此类信息的准确性或完整性(包括上述任何估价)既不做任何陈述或保证，也不进行独立验证。大华银行有限公司对本文件适用于任何特定目的充分性，完整性，或适当性不做任何陈述或保证。任何意见或预测仅反映作者在本文件发布时的观点，如有更改，恕不另行通知。本文件中包含的信息，包括任何数据，预测和基本假设均基于特定假设，管理层预测和已知信息分析，仅反映截至发布时的情况，所有这些信息如发生变化，恕不另行通知。过去的业绩数据并不代表未来的结果。

非要约或招揽

本文件不应被视为进行上述任何产品交易的要约或招揽。在决定投资上述任何产品之前，请咨询您的财务、法律、税务或其他相关顾问，了解产品对您的适用性，同时考虑您的具体投资目标、财务状况或特定需求(本文件未考虑到的内容)。如果您不想寻求此类建议，请仔细考虑上述产品是否适合您。

风险

对本文件所述任何产品的投资均可能带来不同程度的风险，包括信贷风险、市场风险、流动性风险、法律风险、跨司法管辖区风险和外汇风险等等(包括电子交易和杠杆产品交易风险)。本出版物不提供任何会计，法律，监管，税务，财务或其他方面的建议。在投资任何产品之前，请与您的财务、法律或其他相关顾问交谈，了解所涉及的风险，以及您是否适合承担此类风险。投资产品的任何描述均完全符合投资产品的条款和条件，以及投资产品的招股说明书或构成文件(如适用)。

估价

本文件中的产品估价仅作参考，并不表示订立的新产品交易条款，或者现有产品的清算或解除条款。相比而言，本文件所述估价可能较高。这些估价可能与其他来源的价格之间存在很大差异，因为各方采用的假设、风险和方法可能各有不同。

免责

在相关适用法律法规规定允许的最大范围内，任何人依据或者无法依据本文件所含信息、观点进行预测或者评估，进而投资造成的任何损失或损害，大华银行及其附属公司对该损失或损害不负有任何责任。大华银行有限公司及参与出具本文件的关联公司可能与本文件中提及的产品存在利益关系，包括但不限于，本文件中提到的人员可能会为上述产品提供营销、交易、持有、做市、金融或顾问服务，或担任公开发行业基金的基金经理或联合基金经理。大华银行有限公司及其关联公司可能与本文件中提及的任何产品供应商结成了联盟、签订了合约，或存在经纪、投资银行或任何其他金融服务关系。大华银行有限公司及其关联公司已发布的其他报告，出版物或文件的观点与本文件中所述内容可能存在不同，任何报告，出版物和文件中表达的任何观点如有更改，恕不另行通知。

其他

除非另有通知，大华银行有限公司为受指示执行的任何交易的委托方，而非代表贵方参与交易所、单位信托或基金中证券相关交易的代理机构。

新加坡

本文件及其内容适用于经备案投资人(定义参见新加坡《证券和期货法》第289章第4A节)。

免责声明

香港

本文件及其内容适用于“职业投资者”(如《证券及期货条例》(SFO)(《香港法例》第571章)及其辅助性原则法律所定义)(“职业投资者”)。除以下情形外,任何公司的股份或者信用证券不以任何文书方式在香港出售或者销售:(1)向职业投资者出售或者销售;(2)不会导致本文件成为《公司(清盘及杂项条文)条例》(《香港法例》第32章)(“CWUMPO”)所指的“招股说明书”或者不构成CWUMPO所指的公共要约。除非《香港法例》规定允许,否则任何人不得且不会在香港或者其他任何地区发行或者以发行为目的拥有以香港公众为对象或者内容可能被香港公众获取或者阅读的任何与集体投资计划证券、结构化产品或者权益有关的广告、邀请函或者文书。向或者计划向非香港居民配售或者仅向职业投资人配售的集体投资计划证券、结构化产品或者权益除外。

警告

本文件的内容未经任何香港监管当局审查。建议您处理与本文件有关的事项时谨慎小心。如果您对本文件的任何内容有任何不解之处,请向独立专业机构获取建议。本文件仅在相关国家法律允许的情况下在当地发布。本文件的接收者不包括任何禁止此类出版物的管辖区内的任何人(因国籍、居住地或其他原因受其管辖)。本文件可能包含大华银行有限公司(或其产品供应商)的专有信息,未经同意,不得复制或传播全部或部分内容。如果本文件的英文版本与任何译文版本之间存在任何不一致之处,或含义存在任何差异,则应以英文版本为准。



Right By You