

强劲收官

2025年第四季度投资展望



目录

03

首席投资官评论

06

投资组合策略

08

宏观趋势

11

股票

15

固定收益

19

大宗商品

22

外汇货币

31

另类资产



首席投资官评论

强劲收官： 将股票上调至超配

自4月以来，标普500指数已创下超过20次新高——是自2021年以来最频繁的纪录——反映强劲的市场动能。高盛的分析显示，当美联储在长期暂停（即超过6个月）后降息，且避免经济衰退时，股票基金流入量在随后一年内中位数增长达6%。在此类经济不衰退的情况下，标普500指数通常在6个月内上涨8%，12个月内上涨15%。

季节性是另一个推动因素。过去30年，约70%的年度市场回报集中于10月至次年3月。这一时期历来是建仓的最佳时机——如同在雨季来临前播种。随着美联储政策从紧缩转向宽松，增长股和派息股等对收益率敏感的资产有望受益。话虽如此，大多数股息支付已完成。固定收益利差收窄，限制了传统债券策略的上涨空间。

季节性疲软已过去，市场在8月和9月表现坚挺。我们对类似5个月连涨行情的回测显示，尽管短期波动在所难免，涨势有望持续。近期涨势主要由美联储政策驱动，与2008年后及2020年后的周期走势相似。

风险方面呢？

尽管美联储进入宽松周期，美元仍保持稳定，降低了美元投资者对货币对冲的需求。通胀率持续高于2%的目标，但只要未来通胀预期保持稳定，美联储可能将3%的通胀率视为新常态。

劳动力市场降温的担忧存在，但我们认为这将支撑企业利润率，进而提振股市。美联储愿意容忍顽固的通胀，表明其采取了‘让经济更热一些’的立场，这通常有利于风险资产。8月/9月出现的季节性波动可能延迟至第四季度，但我们建议借机增持。最后，鉴于当前估值水平已逼近近期峰值，降息幅度低于预期将成为关键的市场风险。

标普500指数季节性图表

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
30年最高值	7.87	7.04	9.67	12.68	5.86	6.89	9.11	7.01	8.76	10.77	10.75	6.53
30年平均值	0.41	-0.09	1.38	1.86	0.62	0.33	1.33	-0.56	-0.65	1.52	2.62	0.93
30年最低值	-8.57	-10.99	-12.51	-8.80	-8.20	-8.60	-7.90	-14.58	-11.00	-16.94	-8.01	-9.18
2025年	2.70	-1.42	-5.75	-0.76	6.15	4.96	2.17	1.91	3.53			

资料来源：彭博社，大华私人银行

综上所述，鉴于目前没有重大负面事件（如解放日）在即，美联储处于宽松周期，且历史数据显示未来6个月将迎来最佳回报期，我们将股票上调至超配评级。我们建议关注其他大市值股（接下来20只市值最大股票），以及中国等全球股票。

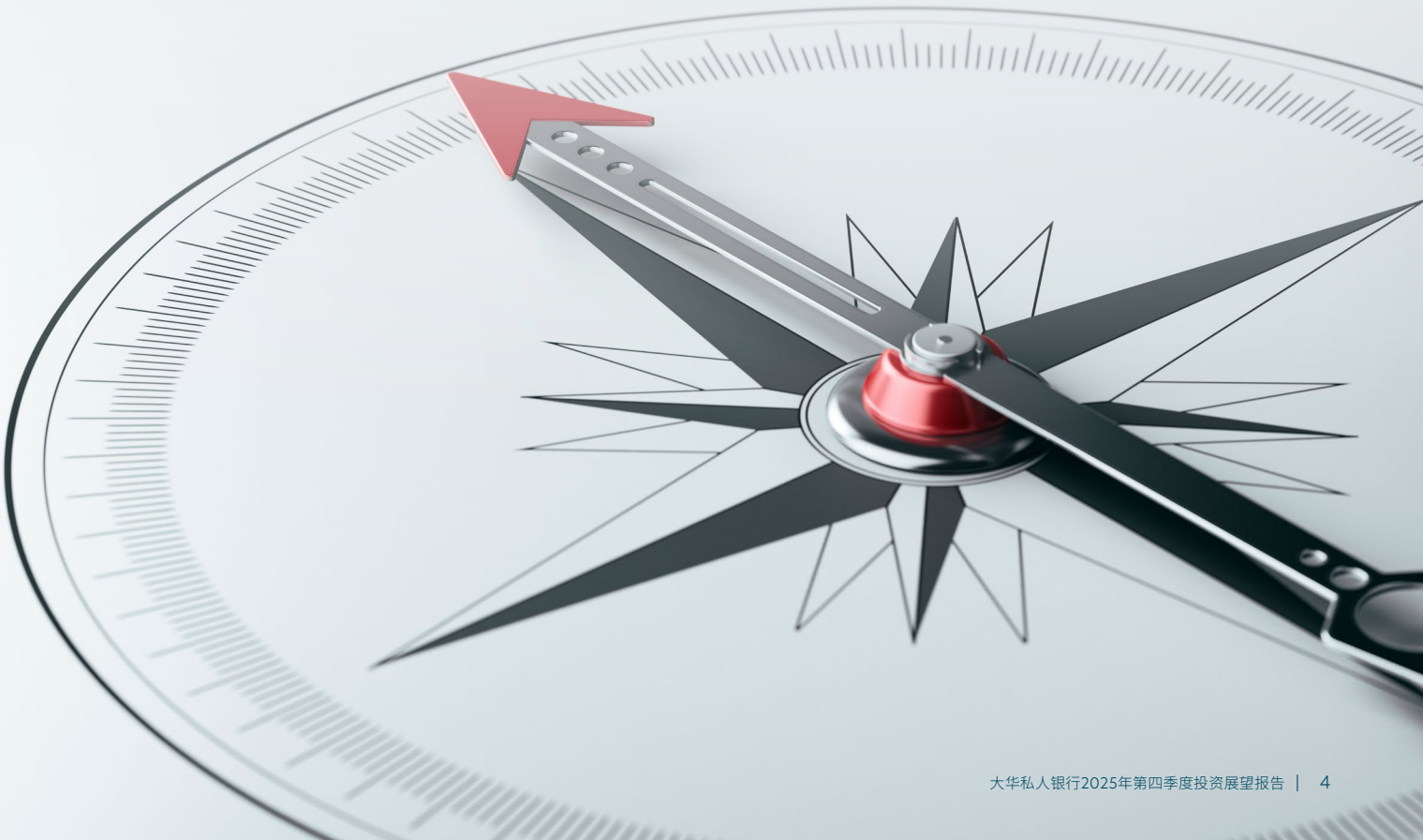
美国巨型股的现有仓位仍合理，但在当前水平增持新仓位的风险回报率较低。与巨型股挂钩的结构性产品在市场回调时仍具投资价值。固定收益资产仍能为投资组合提供稳定性，但投资者需警惕其低利差状况。私募资产等另类投资可带来分散投资的好处。黄金仍是核心配置，尽管因投机行为加剧，其短期风险回报可能走弱。

坚守优质增长股与坚挺的派息股。逢低买入策略在未来6-12个月内有望带来可观回报。最佳时机已到来——此刻布局者，未来料收获丰硕成果。

标普500指数连续5个月上涨后的表现

涨势结束日期	连续上涨涨幅	3个月回报	6个月回报	12个月回报
进行中	18.7%			
2024年8月	7.5%	6.8%	5.4%	14.4%
2021年8月	13.8%	1.0%	-3.3%	-12.6%
2020年8月	35.4%	3.5%	8.9%	29.2%
2018年1月	14.3%	-6.2%	-0.3%	-4.2%
2013年5月	8.9%	0.1%	10.7%	15.5%
2012年3月	13.0%	-3.3%	2.3%	11.4%
2011年2月	16.3%	1.4%	-8.2%	2.9%
2009年8月	27.9%	7.4%	8.2%	2.8%
平均值	17.3%	1.3%	2.9%	7.4%

资料来源：彭博社，大华私人银行



正在展开的人工智能军备竞赛

尽管当前焦点集中在技术突破上，全球争夺人工智能主导权的竞争正日益受到供应链脆弱性和地缘政治紧张局势的影响。人工智能生态系统建立在高度专业化、多层次的基础设施之上，由少数企业掌控芯片设计、存储器和光刻等关键环节。这些关键点虽带来短期定价权和投资增值空间，却也使整个生态系统面临被颠覆的风险。

随着中美两国各自推行主导战略，人工智能领域正分裂为两个平行的生态系统。美国专注于尖端设计和效率提升，而中国则借助规模优势、能源成本优势和宽松的数据监管。出口管制虽延缓了中国的发展步伐，却也加速了其推进自力更生的进程。尽管在光刻等关键领域仍存在差距，中国企业正迅速缩小差距，尤其在芯片设计和封装方面。

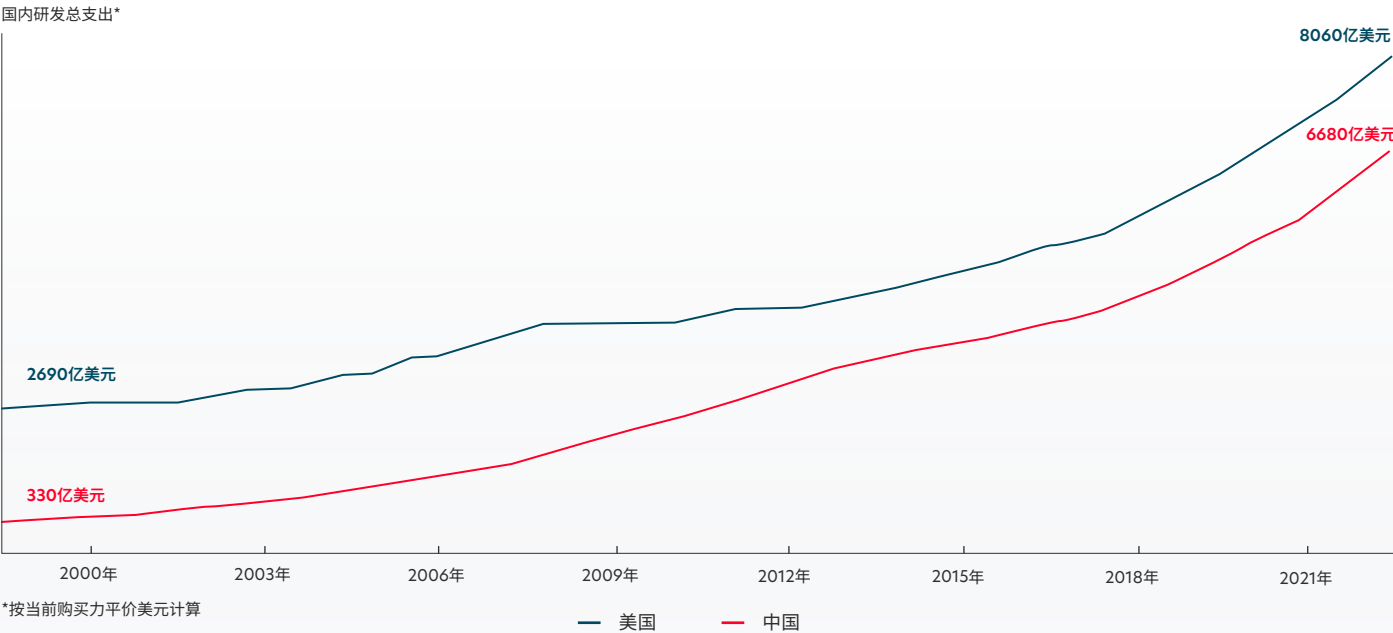
与此同时，政策应对措施持续演变。美国正从限制性措施转向战略性接触，允许有限出口以维持影响力。中国则围绕国家冠军企业整合资源，着力构建垂直整合的技术体系。

从日本（1976年超大规模集成电路项目）和美国（1987年SEMATECH项目）的历史先例中可以看出，协调一致的国家主导政策能够加速技术进步。

对于投资者而言，先进存储器、芯片设计与制造，以及光刻技术等瓶颈领域蕴藏机遇。然而这些领域具有周期性质，可能受经济周期影响。我们预计利润将集中于上游环节，而下游应用虽因人工智能蓬勃发展，但利润率可能因商品化而降低。同时向中美两国销售的企业可能面临长期压力，因为脱钩趋势将削弱其规模优势。

我们认为无需在中美之间二选一，两国市场均蕴藏机遇。此策略还能对冲地缘政治风险。尽管短期相关性可能出现分歧，长期趋势预计仍向好。归根究底，人工智能竞赛与互联网时代相似：回报虽不确定却具有战略意义，胜者将集中于拥有规模优势及难以复制的产品服务的企业。

中美两国都在研发方面投入大量资金



资料来源:Alpine Macro、National Science Board Indicators、经济合作与发展组织、MSTI

美联储接下来将何去何从？

美联储鲜少被提及的第三使命——保持适度的长期利率——再度成为焦点。特朗普新任命的美联储理事米兰 (Stephen Miran) 在9月联邦公开市场委员会会议及参议院确认听证会上均提及此议题。这被视为对长期以来“该目标是物价稳定与充分就业的副产品”这一观点的挑战。当然，我们深知当前联邦债务高企 (约37.5万亿美元) 的现状，使降低长期利率在政治层面极具吸引力。鲍威尔对此强烈反驳，并强调美联储不会将其视为独立的政策目标。

然而，鲍威尔的任期将于2026年5月结束。若美联储主动调控长期利率，市场可能出现实质性的收益率曲线控制 (YCC) 或重启大规模资产购买计划。这将：

- **压缩长期收益率：**这将降低抵押贷款和企业借贷成本。
- **通过降低折现率支撑风险资产** (股票、房地产)。
- **使美元走弱：**这可提升出口竞争力，但可能助长通胀。
- **扭曲债券市场定价：**这引发了对美联储独立性的担忧。
- **利好长期限资产** (长期债券、增长股)，但损害短期波动率策略。

然而，此举可能引发金融压制，即储户获得的回报低于通胀水平，且若市场参与者将其视为债务货币化，通胀预期将被推高。

若米兰的观点获得认同，我们可预期出现牛市趋平交易 (做多30年期国债、做空2年期国债)，增长股持续获得资金流入，以及随着实际收益率压缩而走强的黄金行情。然而，这种策略存在以下风险：

- **信誉风险：**若投资者认为美联储将维持低长期利率置于控制通胀之上，他们可能会质疑美联储对价格稳定的承诺。通胀预期可能因此失控，最终导致通胀急剧攀升。
- **通胀保值债券 (TIPS) 波动性：**“盈亏平衡通胀率”是名义国债收益率与TIPS收益率之差，可作为预期通胀率的替代指标。若市场对美联储公信力的担忧加剧，盈亏平衡通胀率可能因通胀风险被市场重新定价而剧烈波动。对TIPS持有者而言，若因对美联储公信力担忧导致通胀预期上升，短期内存在潜在上涨空间。但若美联储确认将不视第三使命为独立政策，此趋势可能急剧逆转。
- **期限溢价：**这是投资者因持有长期债券而非滚动短期债券而要求的额外收益。若美联储大幅干预长期利率，期限溢价可能变得波动——要么因美联储购债而崩溃，或因市场担忧通胀或财政主导而飙升。持有长期债券的投资者可能面临更不稳定的投资组合。

总的来说，我们认为美联储不会将长期利率作为一项独立的政策工具来进行干预。我们对当前美联储主席热门人选的分析表明，沃勒 (Christopher Waller)、沃什 (Kevin Warsh) 和哈西特 (Kevin Hassett) 均不主张将长期利率作为独立的政策工具进行干预。

鲍威尔与米兰：政策分歧

课题	鲍威尔	米兰
第三使命角色	双重使命的被动结果	主动的政策目标
政策工具	短期利率，量化紧缩	可能实施收益率曲线控制，通过量化宽松限制长期收益率
风险视角	控制通胀至关重要	增长与债务可持续性为优先
市场信号	框架不变	对结构性转变持开放态度

资料来源：大华私人银行

投资组合策略

2025年第四季度资产配置概览

资产类别	低配	中立	超配	评论
股票		○→●	▲	从中立上调至超配。为未来6个月的有利季节因素做好布局。利用回调积累优质股票。
美国股市			▲●	维持超配观点。从“七巨头”分散至标普500指数下来20只市值最大的股票及其他地区，以降低集中风险。
欧洲股市		●		维持中立观点，关注部分投资主题股票。坚守受益于政府政策利好因素的股票。
日本股市		●		维持中立观点，倾向有强大知识产权/品牌的公司。短期内可转向出口类股，因日元走弱。待股价企稳后买入银行股。
新兴市场股市(亚洲)			▲●	维持超配观点。优先选择具有韧性的派息股，同时配置中国科技/人工智能等长期增长板块。
固定收益		●		维持中立观点，风险回报不对称且信用利差极度收窄。坚守4-5年的平均久期。
发达市场投资级债券			▲●	维持超配观点，在关税不确定性的背景下，优先选择防御性板块的高质量债券。
发达市场高收益债券	▼●			维持低配观点，风险回报不对称，信用利差扩大是需警惕的关键风险。
新兴市场投资级债券			▲●	维持超配观点，偏好亚洲金融机构、部分专注于亚洲市场的保险业者、准主权/战略性国有企业，以及消费领域。
新兴市场高收益债券		●		维持中立观点，避免信贷陷阱至关重要。
另类投资			▲●	维持超配观点，相对其他资产类别相关性较低，有助分散投资。
对冲基金			▲●	维持超配观点，部分对冲基金能跑赢公共市场。
私募市场		●		维持中立观点，部分私募市场基金过往业绩良好。
原油		●		维持中立观点，原油价格预计将在每桶60-80美元区间内波动，且下行风险居多。
基本金属	▼●			维持低配观点，铜价的强势表现与中美制造业PMI疲软态势不相符。
贵金属			▲●	维持超配观点，黄金有望受益于避险需求、美元因市场预期美联储可能降息而走弱，以及中国强劲购买势头。
货币市场		●		维持中立观点，关注在技术性回调时进行新的资本部署。

▼ 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。

2025年第四季度资产配置概览

将股票评级从中立上调至超配；
为未来6个月的有利季节因素做好布局

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			30.3	▲ 5.0	50.0	▲ 5.0	65.0	▲ 5.0	75.0	▲ 5.0	
美国股市			19.2	▲ 3.2	32.0	▲ 3.2	41.6	▲ 3.2	48.0	▲ 3.2	
欧洲股市			4.5	▲ 0.8	7.5	▲ 0.8	9.8	▲ 0.8	11.3	▲ 0.8	
日本股市			1.8	▲ 0.3	3.0	▲ 0.3	3.9	▲ 0.3	4.5	▲ 0.3	
新兴市场股市 (亚洲)			4.5	▲ 0.8	7.5	▲ 0.8	9.0	▲ 0.8	11.3	▲ 0.8	
固定收益	90.0		65.0	▲ 5.0	30.0	▼ -5.0	10.0				
发达市场 投资级债券	45.0		27.6	▲ 2.1	12.8	▼ -2.1	4.3				平均久期: 4-5年
发达市场 高收益债券			4.9	▲ 0.4	2.3	▼ -0.4	0.8				
新兴市场 投资级债券	45.0		26.0	▲ 2.0	12.0	▼ -2.0	4.0				
新兴市场 高收益债券			6.5	▲ 0.5	3.0	▼ -0.5	1.0				
另类投资			▼ -10.0*		15.0		20.0		20.0		
货币市场	10.0		5.0		5.0		5.0	▼ -5.0	5.0	▼ -5.0	

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。
- 对于风险偏好为“保守型”的投资组合，根据全行风险预算框架，从另类投资中实施了一次性减配-10.0%*。

世界经济观点



经济

- 尽管美国关税大幅上调, 2025上半年全球GDP增长——尤其是美国和亚洲地区——仍超出预期。这主要得益于关税暂停措施提振了出口和制造业, 同时国内商业活动也保持强劲。
- 我们上调了2025年美国GDP增长预测至1.7% (此前为1.0%), 反映关税环境改善及投资前景趋乐观, 但对劳动力市场仍持谨慎态度。
- 我们重申对中国2025年GDP增长4.9%的预测, 贸易休战将在短期内为经济增长提供一定支撑。



货币政策

- 美联储已启动降息周期, 相较于其他接近结束宽松周期的十国集团(G10)央行, 其政策立场更显鸽派。我们仍预期2025年将再降息两次(10月与12月)。
- 尽管我们预计日本央行将继续保持紧缩政策, 我们认为在10月的货币政策会议加息的风险不大, 并继续预计12月会议将加息25个基点至0.75%。
- 对大多数亚洲经济体而言, 由于实际政策利率仍然偏高, 加上需要刺激需求, 它们仍有很大的降息空间。



物价

- 由于需求疲软、当地货币走强和商品价格下降, 除了美国, 全球去通胀进程正稳步推进。
- 就美国而言, 我们仍然假设关税引发的通胀将是一次性的价格飙升, 明年才会回落。
- 在亚洲, 增长放缓将继续对通胀造成下行压力。在中国, 通货紧缩仍是一个主要威胁。



资产配置

- 将股票评级从中立上调至超配, 为未来6个月的有利季节因素做好布局。对美国股市维持超配观点, 建议从“七巨头”分散投资至市值排名紧随其后的20家公司(Next 20)。对新兴市场股市(亚洲)维持超配观点, 偏好坚挺的派息股与具长期增长潜力的公司。
- 对固定收益维持中立观点, 因风险回报不对称且当前利差极度紧缩。投资级信贷仍然是有效的投资组合稳定器。
- 对相关性较低的另类资产保持超配观点, 它们具有可观的风险回报, 并有助分散风险。在避险需求、美元疲软及中国强劲的购买势头的推动下, 继续主张配置黄金。

宏观趋势

中国的反内卷： 利润的转折点？

一项重大政策转向，以应对“无利润增长”

中国推出重大政策举措，被称为“反内卷”，旨在应对困扰私人领域的“无利润增长”。“内卷”指的是产能过剩、激烈价格战和反通胀的循环，多年来不断侵蚀利润率，压制企业盈利。

迄今为止，中国政府已推出一系列措施，旨在遏制过度竞争、优化供给结构，并促进更健康、更可持续的增长。

尽管短期政策影响可能渐进且不均衡，这场行动有望成为企业利润增长的重要长期催化剂。对投资者而言，这标志着关键转折点——中国企业正将重心从单纯追求产量转向实现盈利性增长。

“内卷”问题

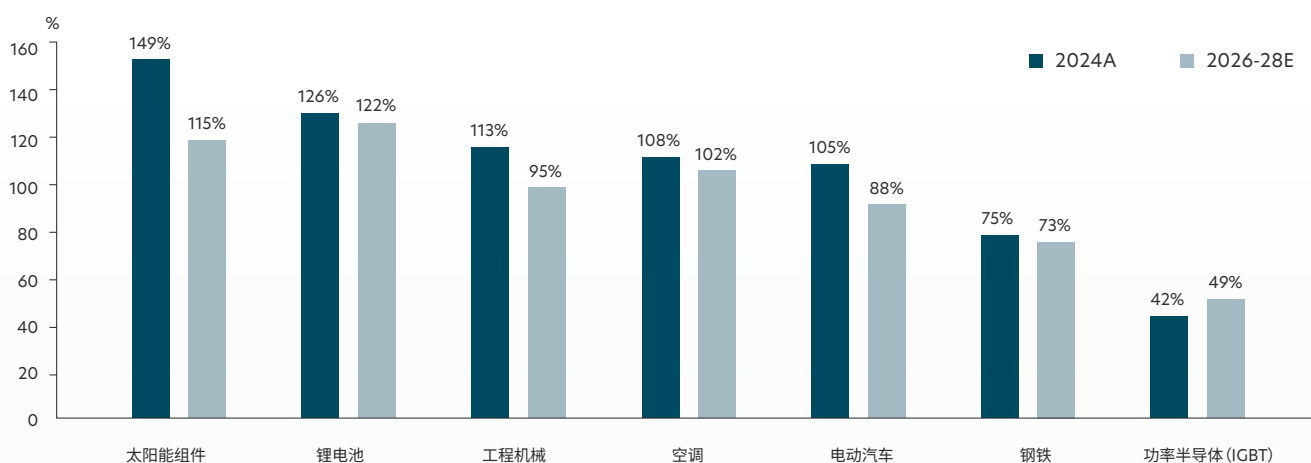
过去10年，中国上市企业的盈利增长持续落后于名义GDP和营收增长，这正是激烈竞争、产能过剩、恶性价战及利润率持续压缩导致的“无利润增长”的鲜明写照。

受此现象影响最深的行业包括太阳能、电池、化工及水泥，这些领域现已成为新政策导向的核心目标。这些板块估值具有吸引力，有望受益于政策支持。

果断的“反内卷”政策回应

“反内卷”一词于2024年7月政治局会议上正式提出，标志着自上而下解决这一结构性问题的决心。政府政策目标的隐含意义在于确保企业不会因恶性价战而破产——这对更广泛的当地就业形势和社会稳定造成巨大冲击。

中国工业产能占全球需求的百分比



资料来源：公司数据，高盛全球投资研究

在16个行业已采取逾50项聚焦供给、注重竞争的举措。这些措施包括鼓励行业自律、推动整合，以及遏制掠夺性定价。总体而言，这标志着经济政策从以往不惜代价追求增长转向更均衡、更盈利的经济模式。

盈利大幅改善的潜力

“反内卷”行动的主要目标是推动生产者价格指数 (PPI) 回升。根据高盛研究的数据，PPI每上升1%，企业利润增长可能提高2%。如果政策执行得当，这些举措有望带动受冲击最严重行业的盈利强劲复苏。

投资启示

“反内卷”行动作为结构性改革，有望实质性提升中国股票的长期投资价值。尽管我们仍需警惕执行风险及需求侧刺激的谨慎步伐，政策方向明确且积极。

投资者应重点关注战略布局得当、能从行业整合和定价能力改善中受益的企业。那些规模庞大、占据主导地位、且具备高质量盈利增长的企业，很可能成为主要受益者。

中国PPI增长与MSCI中国指数的回报率高度正相关



资料来源:彭博社, 大华私人银行



量子计算： 势头正日益增强

科技的下一次重大飞跃

想象一台如此强大的电脑：它能在数日内设计新药，彻底革新金融建模，甚至帮助应对气候变化。这就是量子计算的承诺——一种运用量子物理原理处理信息的新方式。

它尤其适用于当今超级计算机无法处理的高度复杂、多变量问题。

为何重要

首先，量子计算具有变革性潜力。量子计算机能够处理当今最强大的机器也无法解决的问题——从模拟分子用于药物研发到优化全球供应链。

其次，这是万亿美元的机遇。到2035年，量子技术有望创造1-2万亿美元的年商业价值，尤其在金融、化工、生命科学与移动出行等领域。

第三，量子计算的发展势头背后有政府和私营部门的强力推动。美国、欧洲、中国等国家已承诺投入逾400亿美元推动该领域发展。谷歌母公司Alphabet、微软和IBM等科技巨头也在竞相开发具有商业可行性的系统。

早期应用示例

- **医疗保健与制药：**加速药物研发与新型疗法的发现。
- **金融：**更精准的风险分析、欺诈检测及投资组合优化。
- **交通物流：**优化交通流、配送路线及车队管理。
- **网络安全：**随着量子技术的进步，可能最终破解现有密码，因此需要新型加密技术。

未来的方向

量子计算仍处于起步阶段。完全可靠的大型量子计算机可能要等到2030年代才会问世，但小型应用和基于云的量子服务已然初现端倪。如同十年前的人工智能（AI），该领域正从研究实验室走向现实应用场景。

投资启示

风险投资阶段的资金波动反映了商业化时间表的不确定性，而长期的人才短缺限制了短期发展能力。然而，量子技术是一个长期机遇，可能重塑整个行业格局，其投资价值类似于早期投资半导体或人工智能领域。

对投资者而言，当前布局如同对下一轮计算革命的战略性感长期看涨期权。若技术突破早于预期，该主题的小额卫星配置或能带来非对称收益。投资者可考虑通过以下途径布局：整合量子技术与人工智能及云服务的大型科技企业；专注于硬件软件平台初创企业的风险投资基金；以及网络安全、半导体和先进材料等相关领域。



早期采用者可获得量子技术为产业创造价值的高达90%

为量子应用做准备的行业



金融

投资组合优化、风险分析与欺诈检测



医疗

药物发现、分子模拟、数据分析



工业

材料科学，供应链优化



能源

勘探与电力系统的效率



通信

量子网络与带宽利用率



数据中心

加速机器学习与数据分析



密码学

颠覆与保护加密标准

资料来源：麦肯锡（2024），量子技术监测报告。IBM量子解决方案，访问时间：2025年5月。波士顿咨询公司，量子计算正在走向商业化，2023年。



股票

美国

保持投资,但要分散配置以降低集中风险

尽管历史数据显示第三季度市场存在季节性波动,标普500指数仍从7月初至9月底上涨逾5%。这一强劲表现主要由部分科技股、美国住宅建筑商及公用事业股引领,背后支撑因素包括积极的特殊发展、对借贷成本下降的预期,以及人工智能和数据中心带来的电力需求激增。

展望未来,我们预计美国利率下行将支撑股市估值。企业盈利增长前景仍为谨慎乐观——强劲基本面受到宏观经济与政策不确定性及劳动力市场挑战的制约。

由于市场在定价美联储降息方面已提前反应(至截稿时,市场已计入至2026年10月底前的四次25个基点降息),相较于美联储较为保守的点阵图中位数,若GDP增长超出预期或美联储降息预期大幅下调,市场可能出现回调。投资者应相应地分散投资。

经济稳步增长,潜在通胀得到控制

我们将2025年美国实际GDP增长预期上调至1.7%(此前为1%)。基本情景仍维持美国经济不会陷入衰退。尽管劳动力市场出现疲软迹象,8月份就业报告显示,休闲和酒店业,以及个人服务行业的净招聘人数有所增加。这些行业在经济衰退期间不会蓬勃发展。预计到2025年底失业率将攀升至4.5%,但这可能归因于更多人加入劳动力市场。最后,我们预计美国关税政策的影响将以价格一次性上涨的形式显现,明年才有所回落。

图1:盈利修正推动标普500指数创下历史新高



资料来源:彭博社, 大华私人银行



重申美联储将在2025年剩余时间内再降息两次，各25个基点

我们重申对2025年剩余时间内两次降息25个基点的观点，分别在10月和12月的联邦公开市场委员会会议上实施。这主要是因为经济增长和就业面临下行风险。这将使联邦基金目标利率在2025年底降至3.75%（上限）。

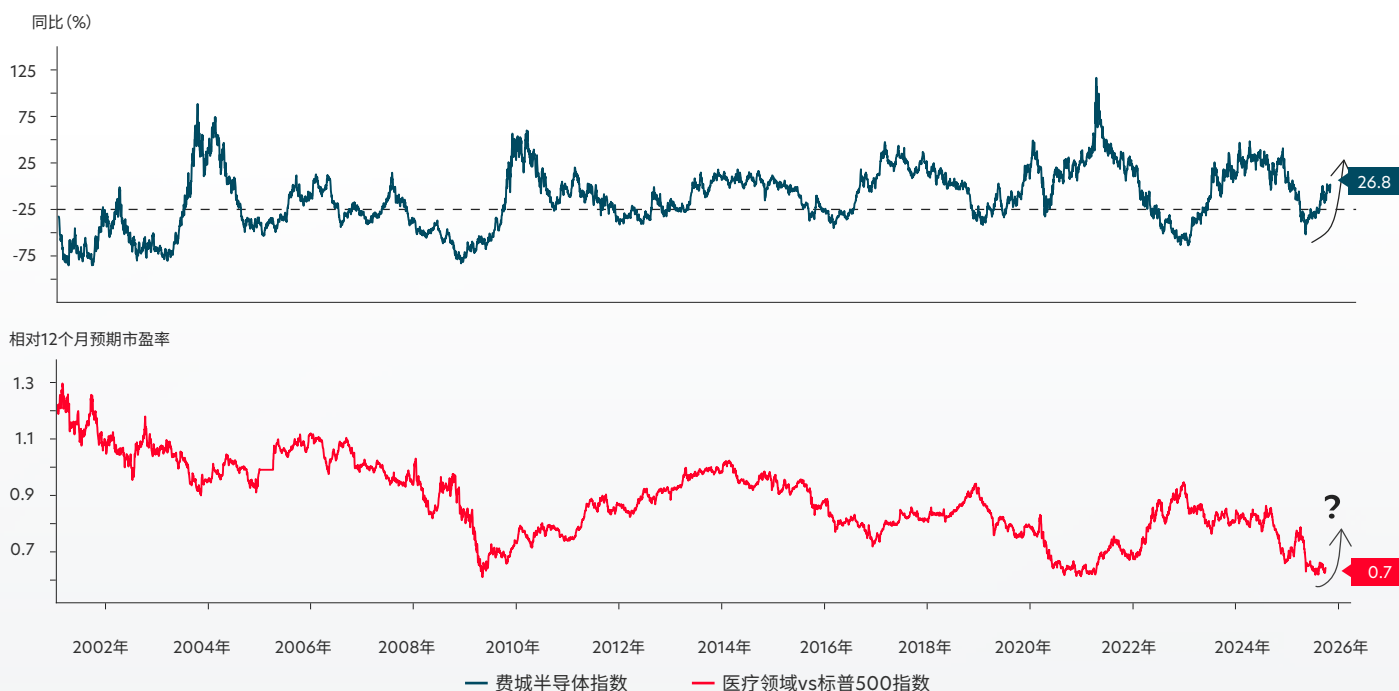
多元化投资与个股选择是关键

我们此前指出，盈利下行风险有限，且在盈利可见度强劲及人工智能驱动的生产力提升背景下，当前股票估值溢价（即12个月预期市盈率约23倍）具有合理性。这一观点依然成立，且与标普500指数混合12个月预期每股盈利同比增长提升至10%以上（至截稿时；从高个位数增长）的趋势相符。随着“七巨头”股如预期引领涨势，我们强调分散投资与个股选择的重要性——尤其在盈利覆盖面扩大，以及分析师情绪普遍改善的背景下。

投资启示与建议

尽管我们仍倾向优质人工智能/增长股，投资者需警惕部分个股估值过高及/或动能减弱的风险。投资者可考虑将部分投资从“七巨头”股转向标普500指数市值排名紧随其后的20家公司。半导体板块方面，在整体上升周期背景下，投资者应在技术性回调时逢低买入。最后，医疗领域似乎正在经历整合，以在周期性底部形成之前完成调整。总体而言，担忧过度扩张头寸的投资者可考虑通过结构性产品进行防御性配置。

图2：半导体行业仍处于上升周期，医疗领域等待催化剂



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官建议：

我们维持对美国股市的超配评级。虽然我们继续看好优质人工智能/增长股，投资者应警惕部分个股估值偏高及/或动能减弱的风险。在标普500指数中，投资者应将部分配置分散至“七巨头”股之外的“Next20”成分股。半导体方面，投资者可考虑在技术性回调时买入。总体而言，投资者可通过结构化产品建立防御性配置。

欧洲

坚持投资受益于政府政策的赢家

2025年第三季度，欧洲银行继续领跑大盘，得益于净利息收入、交易利润、成本管控、资本回报及信贷质量。在投资者中，稳定性与收益生成的主题备受关注，高股息的金融类股因此受益于资金流入。另一方面，国防类股在2025上半年强劲上涨后暂时回调。

展望未来，欧洲股市仍将面临低增长、低创新的背景。然而，欧元区经济在扩张性财政政策及内需增长迹象支撑下应保持坚挺，尤其德国似乎正逐步走出衰退。同样地，欧洲斯托克600指数的盈利增长可能已在2025年第三季度触底，当前估值维持在合理区间（约12个月预期市盈率的15倍）。投资者应继续关注赢家——国防、银行及财政资本支出受益者。

经济增长坚挺,但下行风险存在

随着俄乌战争停火前景渐明，财政刺激力度加大、激进降息举措，以及商业和消费者信心回升，欧元区2025年实际GDP同比增长预计将达1.1%。尽管与美国的贸易冲突未进一步升级，政策不确定性持续存在、欧洲出口商成本上升，以及外部需求疲软，均表明经济增长可能仍将低迷。与此同时，欧元区核心通胀率维持在2.3%不变，肯定了通胀环境稳定。然而，服务业通胀的顽固性仍是欧洲央行的担忧所在，因为它最直接反映了国内成本压力。

图1: 坚持投资强势主题



资料来源:彭博社, 大华私人银行



渐进式货币与财政政策放松

不出所料，欧洲央行持续重申其依赖数据的决策方式。尽管欧洲央行认为欧元区经济具有韧性，经济增长前景的风险偏向下行。我们预计欧洲央行将在2025年第四季度下调政策利率至1.65%，这标志着当前降息周期的尾声。与此同时，德国在2025至2026年对基础设施、安全及国防领域的短期支出提振，对工业和国防领域是个好兆头。

欧元兑美元持续升值有助于提振表现

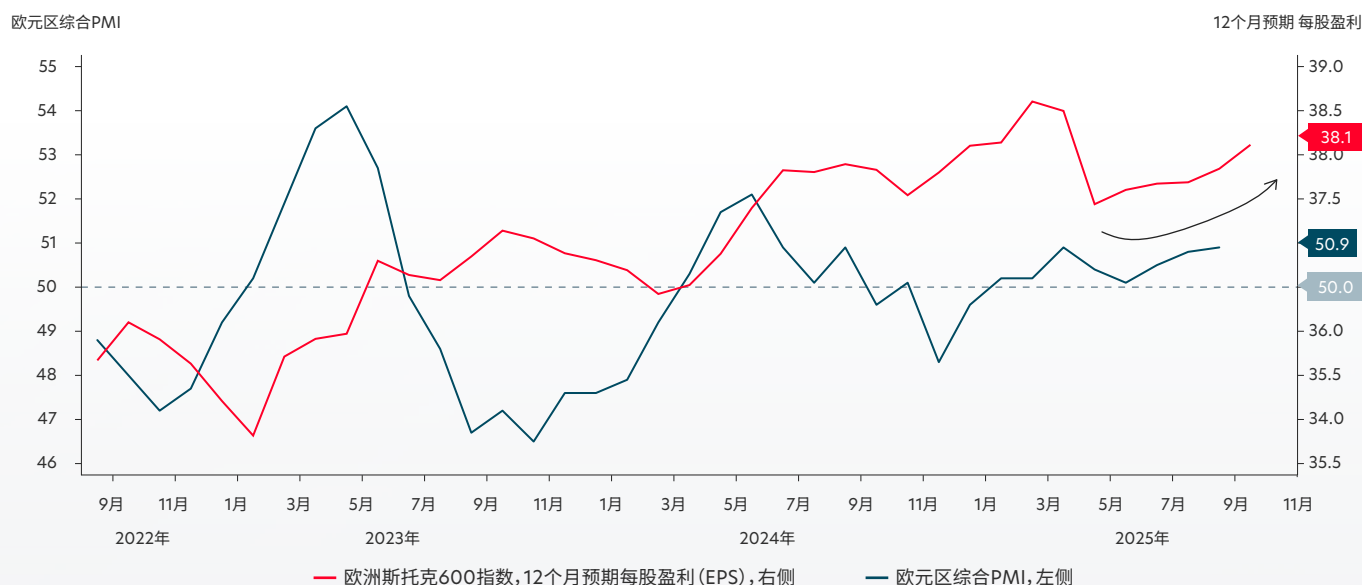
截至9月30日，以当地货币计算的年初至今总回报率显示，欧洲斯托克600指数(+13.3%)略逊于标普500指数(+14.8%)。但受美元疲软影响，欧洲股市已跑赢美国股市逾13%。

在美国劳动力市场趋弱、欧元兑美元利差扩大及去美元化担忧的背景下，我们预计未来几个季度欧元兑美元汇率将小幅走高。这意味着欧洲股市在估值水平不高的情况下，或将获得汇率的利好因素支持。

投资启示与建议

我们重申对欧洲银行股的偏好，包括西班牙和意大利等外围地区银行。随着收益率曲线陡峭化、股息/股票回购空间扩大及股本回报率提升，我们预计金融板块的优异表现将持续下去。同时，部分工业与国防类股在2025年第三季度整合后，料持续受益于欧洲的财政改革(尤其在德国)。

图2：随着采购经理指数 (PMI) 回升，企业盈利正逐步复苏



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官建议：

在经济增长前景疲软的背景下，我们维持对欧洲股市的中立评级。投资者应继续关注银行、工业和国防类股中的部分机遇，因市场预期货币和财政政策将逐步放松。欧元兑美元汇率的持续升值可能带来汇率上的助力效应。



日本

短期内日元走弱偏好出口导向型企业

2025年第三季度,日本股市无论以本币还是美元计价,表现均优于标普500指数。受日本实际工资增长及企业改革乐观情绪推动,日经225指数与东证指数在7月初至9月底期间以本币计价均上涨逾14%。在全球风险情绪回升的背景下,日元趋稳/小幅走弱也提振了投资者信心。

展望未来,日本股市将面临复杂的增长环境。来自中国和欧洲的疲软外部需求以及国内消费乏力,对经济增长构成下行风险。尽管如此,日本与特朗普总统于7月22日达成贸易协议,将对等关税从25%降至15%。强劲的游客到访量及旅游相关服务业支撑国内增长前景。半导体技术的加速投资预计将在2025下半年至2026年转化为更高的投资支出。最后,政府对家庭和小型企业的援助增加,加上国防开支提升,应有助于抵御外部逆风和国内消费放缓的影响。

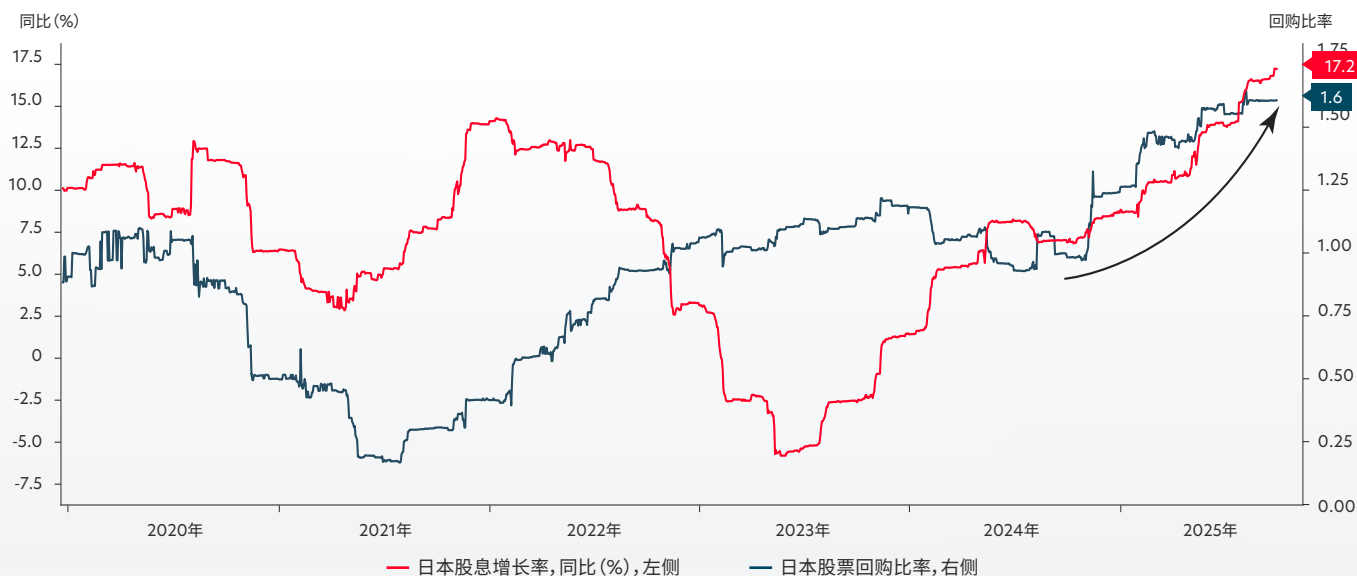
女性首相当选降低了经济增长面临的下行风险

日本2025年实际GDP同比增长预计将达1.2%,因上半年经济表现强劲。尽管日本央行收紧政策及美国关税潜在影响或带来下行风险,新任女首相高市早苗倾向采取扩张性财政政策和更宽松的货币政策,有望缓解这些风险。

日元短期走弱,因日本央行加息推迟

尽管美日达成贸易协议,美国关税政策的不确定性依然笼罩。日本央行行长植田和男表示,鉴于关税政策对日本经济增长和通胀前景构成风险,需在2025下半年评估其影响。虽然日本央行预计维持加息路径,它可能推迟上调政策利率。即将上任的日本女首相高市早苗支持持续宽松货币政策,旨在通过实际工资增长推动需求驱动型通胀。展望未来,日元短期内(即未来3个月)可能再度走弱。更长远来看,随着美元/日元利差收窄,美元兑日元汇率仍可能在2026年第二季度贬值至140。

图1:过去两年股息和股票回购有所增长



资料来源:彭博社, 大华私人银行

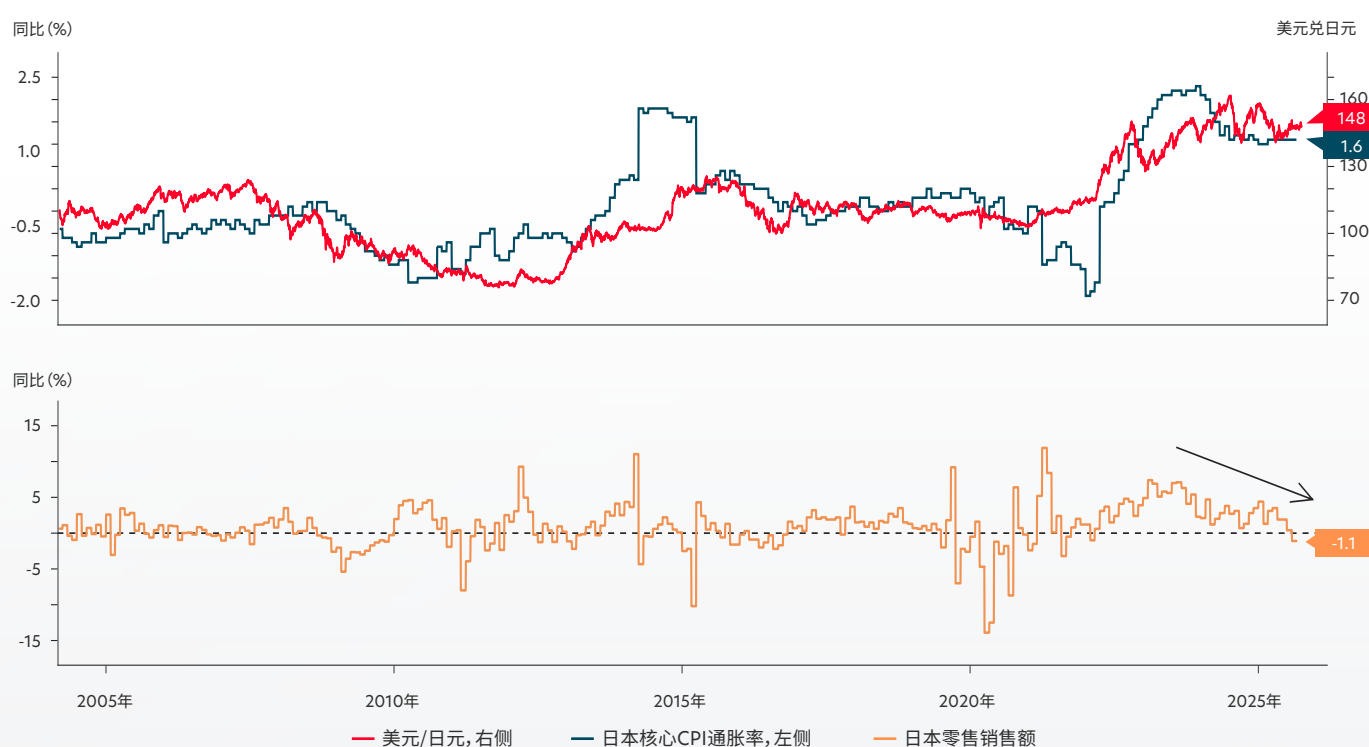
在估值显著上调之后，盈利增长将成为主要推动力

东证指数的每股盈利增长可能已在2025年第三季度触底。在12个月预期市盈率大幅上调至约16倍之后，未来股价的主要推动力将依赖于盈利预期的上调。我们预计盈利动能将由核工业与国防工业企业、拥有强大知识产权/品牌的企业、科技股，以及出口商（短期内）引领。

投资启示与建议

我们继续看好拥有强大知识产权/品牌的企业、部分科技股，以及企业改革受益者。在近期日元再度走弱的背景下，出口导向型股票将受益于汇率带来的利好因素。鉴于新任女首相的财政政策倾向及结构性增长趋势，投资者应考虑布局核能与国防工业板块。最后，关于日本银行股，当股价企稳且10年期与2年期日本国债收益率曲线趋陡时，投资者可考虑逢低买入。总体而言，个股选择仍是关键。

图2：在零售销售疲软的情况下，日本的通胀受到控制



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官建议：

我们维持对日本股市的中立评级。我们重申对拥有强大知识产权/品牌的企业、部分科技股，以及企业改革受益股的倾向。出口导向型股票可能受益于日元短期走弱带来的汇率利好因素。鉴于新首相的财政政策倾向，投资者应考虑布局核能和国防工业板块。银行板块方面，待股价企稳且10年期与2年期日本国债收益率曲线再度陡峭化后，投资者可考虑逢低买入。



新兴亚洲

盈利需在充裕流动性中迎头赶上

新兴亚洲市场以参差不齐的增长势头进入2025年第四季度，中国展现出一定的增长韧性，但房地产和消费领域持续疲软。由于人工智能和科技出口受到关注，台湾和韩国股市表现更为强劲。东盟部分国家（如越南、菲律宾和马来西亚）正享受强劲外国直接投资流入或稳定增长，而另一些经济体（如印尼和泰国）则因货币政策放松或旅游业逆风面临货币疲软。总体而言，新加坡等出口导向型经济体的外部需求正在减弱，亚洲股市的外资流入也呈现波动态势。

中国股市不再处于深度低迷状态，但疲弱的数据对经济增长发出了警示信号。不过，中国疲弱的劳动力市场是推动进一步放松政策的关键因素。尽管技术性回调概率上升，但得益于充裕的流动性环境，中国股市的上涨行情远未结束。话虽如此，股价要维持持续上行轨迹，基本面仍需迎头赶上。与此同时，投资者可考虑布局科技出口导向型市场——韩国和台湾，因它们在电子产品和半导体领域具有领先优势。印度同样具备高增长潜力，其增长动力源于国内消费、人口红利及外资流入。

随着出口前置效应减弱，中国的经济增长料放缓

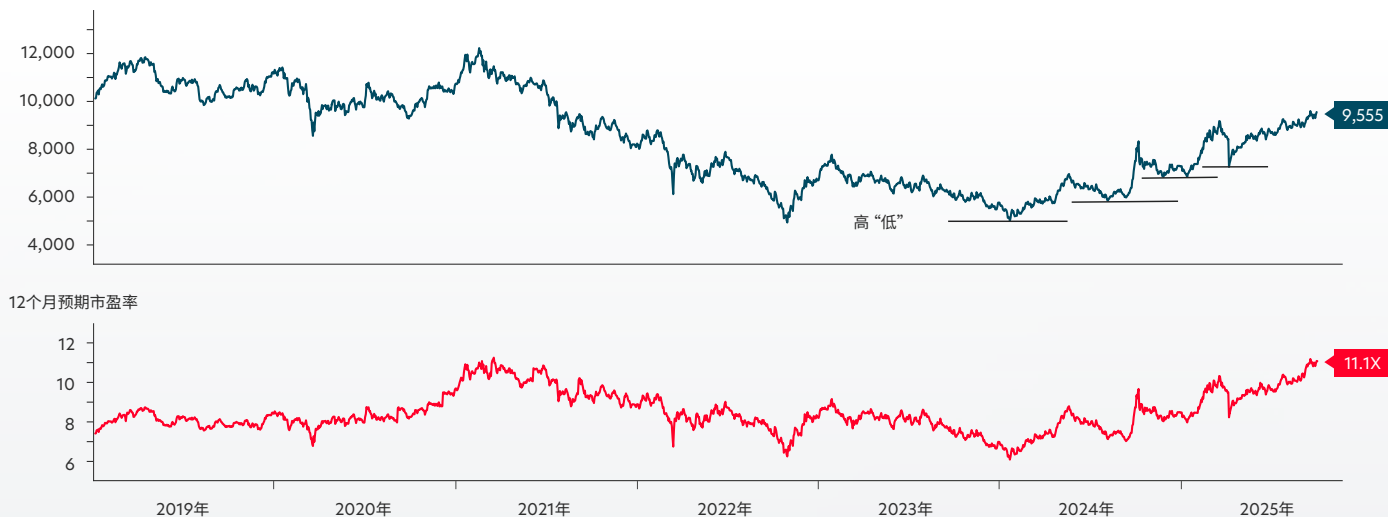
中国实际GDP同比增长预计将在2025年第三季度和第四季度分别放缓至4.7%和4.4%。2025年全年增长预计为4.9%。随着生产和出口前置效应减弱，加上美国关税政策趋严，全球需求可能开始明显回落。

广泛的经济放缓需要更多政策支持

中国近期数据显示国内需求下行趋势更为明显。在房地产销售和投资大幅下滑的背景下，新发放贷款大幅萎缩。与此同时，失业率全面攀升。在此背景下，政府对消费品的补贴和以旧换新政策对支撑零售销售仍至关重要。市场对政策支持力度加大的预期日益增强，包括国有企业和不良资产管理机构介入解决住房过剩问题。预计“反内卷”政策举措将有助于稳定工业利润，并从长远缓解通缩压力。最后，特朗普总统与习近平主席可能在未来几周举行的会晤，或有助于稳定双边关系。

图1：中国H股技术面呈积极态势

恒生中国企业指数



资料来源：彭博社，大华私人银行

除估值重估外，基本面仍需改善

在人工智能与科技乐观情绪的推动下，恒生中国企业指数估值已攀升至12个月预期市盈率的约11倍。尽管近月估值重估强劲，中国股市估值相较区域同行（尤其是美国）仍处于低位，这表明恒生中国企业指数市盈率仍有进一步扩张空间。需注意的是，恒生中国企业指数成分股的12个月预期盈利增长已出现下滑，反映盈利预期下调。若要维持股价的持续上升趋势，盈利增长或基本面必须迎头赶上。

投资启示与建议

我们重申对坚挺的中国派息股及优质人工智能相关股的偏好。鉴于近期市场上涨，投资者可考虑通过结构性产品进行防御性配置。同时建议关注韩国、台湾及印度等区域股市，这些市场正受益于人工智能/科技及长期增长的利好因素。

图2：坚守中国互联网；考虑通过衍生品进入市场



资料来源:彭博社、高盛、大华私人银行



首席投资官建议：

我们维持对亚洲新兴市场股市的超配评级。美元走弱及美联储宽松政策可能推动更多外国资金流入亚洲新兴市场，因其估值相对低廉。我们继续看好具有韧性的中国派息股，以及优质的人工智能相关股。鉴于人工智能/科技领域及长期增长的利好因素，投资者还应考虑扩大对韩国、台湾和印度的配置。

固定收益

发达市场投资级债券

坚持防御性溢价

发达市场投资级债券以彭博社美国公司债券指数为代表，年初至今（截至2025年9月29日）美元总回报率为+6.9%。美联储9月重启降息以及信用利差收窄构成的宽松货币政策环境，为今年总回报提供了支撑。

特朗普“随行就变”的关税政策，加上就业市场放缓担忧及美国政府停摆风险，应能提振投资者对优质贝塔策略的配置需求。鉴于未来3-6个月市场可能出现波动，我们认为发达市场投资级债券作为投资组合稳定器将受益匪浅。市场维持着10年期与2年期国债收益率曲线的陡峭度，两者利差维持在约52个基点左右。

我们认为美联储将通过渐进式政策宽松继续应对劳动力市场问题。大华银行环球经济与市场研究团队预计，美联储将在2025年10月和12月降息，随后在2026年再降息两次，使本轮周期终点利率达到3.25%。

信用利差已强劲收窄，当前交易水平较2025年初更为紧缩。加上美国国债收益率仍保持良好水平，这使得投资级债券整体收益率对收益型投资者而言依然极具吸引力。我们对发达市场美国政府投资级债券维持超配观点，因其兼具防御性对冲功能与票息收益优势。

固定收益年初至今表现

美元总回报率（重新基准化，2025年初=100）



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官建议：

总体而言，我们仍对发达市场美元投资级债券维持超配观点。这类债券兼具防御性对冲功能，同时仍能提供颇具吸引力的票息收益。

发达市场高收益债券

风险回报不对称;信用利差扩大仍是一大风险

发达市场高收益债券在第三季度波动性相对较低,自季度初以来收益率压缩约28个基点。然而,信用评级较低的发行者仍面临严峻的市场环境,包括高昂的再融资成本、关税相关的逆风因素,以及宏观经济不确定性。随着各国央行转向宽松货币政策,短期收益率仍有下行空间,这为因增长冲击导致的利差扩大提供了缓冲。

尽管2025上半年发达经济体经济增长因关税前置效应强于预期,随着成本压力可能重现,下半年增长动能或将减弱。大华银行环球经济与市场研究团队预计,2025年美国经济增长将达1.7%,2026年将放缓至1.5%。欧元区2025年预计增长1.1%,2026年增长将放缓至0.9%。

估值水平依然偏高,发达市场高收益债券利差(约262个基点)远低于十年平均值(约403个基点),容错空间有限。美国劳动力市场放缓迹象,以及欧洲和中东地区的地缘政治紧张局势,加剧了下行风险,使发达市场高收益债券更易受冲击。我们维持对发达市场高收益债券的低配观点,更倾向风险回报更优的发达市场投资级债券。

在此环境下,投资者应优先配置坚挺的信用资产,并布局具有逆周期特性且现金流生成能力稳健的行业。这包括公用事业、电信及大型金融公司。

美国关税政策冲击后,利差已显著收窄

美国高收益债券利差(蓝色部分为%)

美国投资级债券利差(红色部分为%)



资料来源:彭博社, 大华私人银行



首席投资官建议:

我们对发达市场美元高收益债券维持低配观点。风险回报仍不对称,信用利差扩大构成巨大下行风险。

亚洲新兴市场投资级债券

在严峻的宏观环境下提供稳定性与多元化配置

亚洲新兴市场投资级债券在解放日的初期波动后强势反弹，年初至今总回报率达+8.4%，显著优于美国投资级债券+6.9%的回报率。主要驱动因素包括有利的利率走势和利差压缩。此外，分散投资于美国以外市场的策略，或为亚洲新兴市场投资级债券提供了相对稳健的表现。

尽管关税问题持续存在不确定性，亚洲新兴市场投资级企业基本面仍保持稳健。自2022年以来，息税折摊前盈利（EBITDA）持续增长，总杠杆率从2022年的3.1倍，改善至2024年底的2.9倍。若以净杠杆率衡量，该指标已从2022年的1.6倍降至2024年的1.4倍，反映企业资产负债表管理更严格，财务健康状况持续改善。

久期约5年的债券利差已收窄至66个基点的历史低位。我们预计这一趋势将持续获得支撑，因基本面增强应有助于抵消宏观不确定性。今年迄今的债券发行规模保持良好，以价值计算低于五年平均水平。

展望未来，随着美联储持续降息周期，任何信用利差上行压力都可能因美国国债收益率走低而得到缓冲。

我们认为，优质亚洲新兴市场投资级债券兼具稳定性与分散投资的优势，其支撑因素包括广泛的投资者基础、稳定的信用环境，以及有利的新兴市场趋势（即美国例外主义减弱）。在此领域，我们继续看好亚洲（含日本）金融公司、部分亚洲寿险公司、准主权/战略性国有企业，以及防御型消费企业。

我们对部分中国科技、媒体与电信公司及专注国内消费的发行者保持积极态度。关税相关紧张局势可能促使政策干预以振兴当地经济及刺激家庭需求。此外，东盟区域龙头企业及准主权实体凭借战略重要性与相对稳定性，为提升收益提供具吸引力的机遇。

固定收益年初至今表现

美元总回报率(重新基准化, 2025年初 = 100)



资料来源:彭博社, 大华私人银行



首席投资官建议：

我们维持对亚洲新兴市场投资级债券的超配观点。它们兼具稳定性与分散投资优势，得益于广泛的投资者基础、稳定的信用环境，以及有利的新兴市场趋势。

亚洲新兴市场高收益债券

债券筛选是避免信用陷阱的关键

亚洲新兴市场高收益债券今年表现强劲，以彭博社亚洲新兴市场美元高收益债券指数来看，截至9月30日今年迄今累计回报率达+8.3%。此轮上涨主要得益于信用利差显著收窄（72个基点），同时受益于高利率环境带来的丰厚息差收益。

当前，我们正面临明显的估值问题。亚洲新兴市场高收益债券利差（期权调整价差：318个基点）较2009年以来最低水平仅扩大18个基点。尽管估值调整势在必行，强劲的技术性利好因素迄今仍使其难以实现。

企业盈利在源自中国高收益房地产领域违约周期的触底后展现出韧性。新债券发行放缓也造成了稀缺性，从而刺激了配售需求。美联储在温和经济环境下转向宽松周期，同样为风险资产创造了利好格局。

我们预计这些利好因素将逐渐减弱。因此，我们认为新兴市场亚洲高收益债券的风险平衡正向利差扩大方向倾斜。随着新兴市场亚洲高收益债券利差趋近美国企业高收益债券利差（期权调整价差：269个基点），新兴市场与发达市场之间的地域轮动也可能被触发。

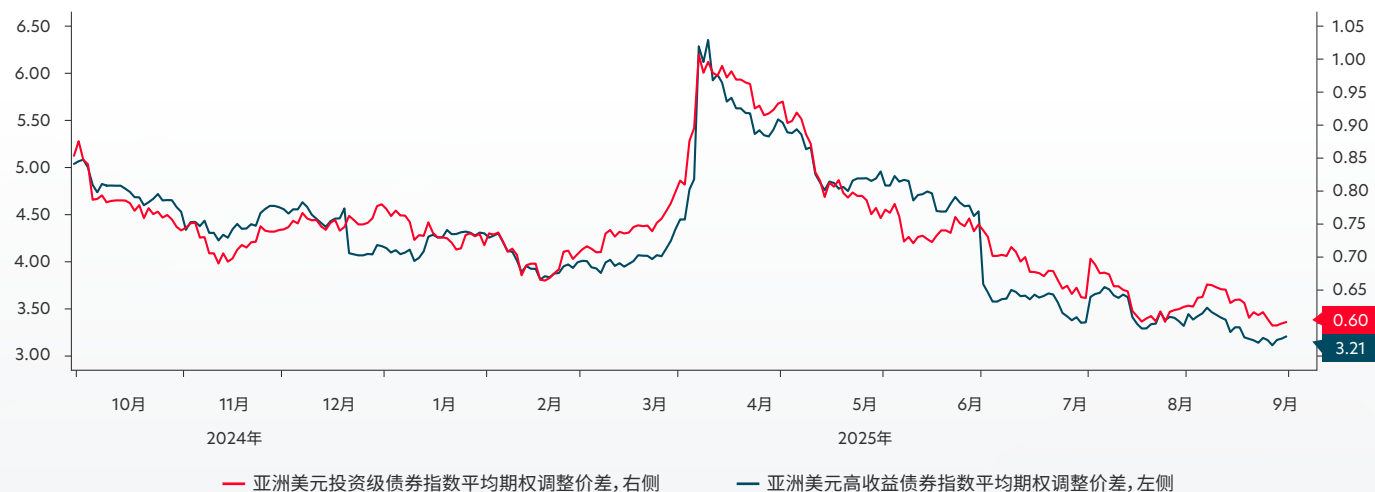
美国保护主义政策的影响虽暂获遏制，但余波未平，可能持续损害商业信心与经济增长。我们同时预计再融资风险将逐步累积——随着亚洲新兴市场高收益债券发行人逐步重返美元债券市场以应对即将到期的债务，其美元融资需求将持续攀升。

鉴于这些复杂因素，我们对未来3至6个月保持谨慎态度，主张采取严格的自下而上投资策略，以避免特殊信用事件。在投资标的中，我们认为“BB级”潜力信贷（具有投资级评级上调的可能性）更具价值，并建议避免参与困境企业及特殊情况投资。

亚洲信用利差也显著收窄，形成不对称的风险回报格局

亚洲高收益债券利差（蓝色部分为%）

亚洲投资级债券利差（红色部分为%）



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官建议：

我们认为“BB”级潜力上升的信贷更具投资价值，建议避免参与困境企业特殊情况的投资。

大宗商品

贵金属

随着零售投资兴趣增强，黄金有望突破4000美元/盎司及以上水平

过去一个月，黄金延续了其强劲且史无前例的涨势，跃升至每盎司3800美元以上，突破了我们此前对2026年第一季度的预测。推动黄金持续走强的关键因素之一是美元持续走弱，这为金价提供了强劲的助力。

此外，过去一个月金价上涨的显著特征在于全球零售投资需求的激增。随着法国、英国乃至美国预算与财政危机加剧，避险需求持续攀升，这一现象实属意料之中。全球投资者对美元去美元化或贬值的担忧日益加剧，促使他们寻求多元化配置，布局美元替代资产，而黄金正是其中关键选项之一。

上述所有发展都强化了黄金的长期利好因素。

值得注意的是，美国投资者明显重新关注黄金支持的交易所挂牌基金(ETF)，导致相关资产管理规模(AUM)总计跃升约1亿金衡盎司。在日本等其他地区，我们也观察到零售投资者对黄金支持ETF及其他投资产品的兴趣激增。在中国，上海期货交易所黄金交易量的急剧攀升已引起市场关注。仅在第三季度，上海期货交易所的实物黄金库存量已从6月份的约20吨飙升至目前的70多吨。

鉴于美元持续走弱，以及央行对黄金的持续强劲配置，我们将2026年黄金价格预测进一步上调至每盎司4000美元以上。

商品	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
黄金(美元/盎司)	3,900	4,000	4,100	4,200

随着美国10年期与2年期国债收益率曲线陡峭化，黄金同步走高



资料来源: Macrobond, 大华私人银行



首席投资官建议:

我们维持对黄金的超配观点，因避险需求与美联储即将降息将持续支撑金价的上行趋势。美元持续疲软为金价提供额外助力。

布伦特原油

在区间内交易，尽管存在下行倾向

过去两个季度的剧烈波动已让位于布伦特原油的交易区间。4月初，特朗普总统宣布在解放日实施对等关税后，布伦特原油价格从每桶75美元暴跌至65美元。随后6月下旬，随着美国轰炸伊朗核设施并加剧以伊冲突风险，布伦特原油价格从65美元飙升至近80美元/桶。

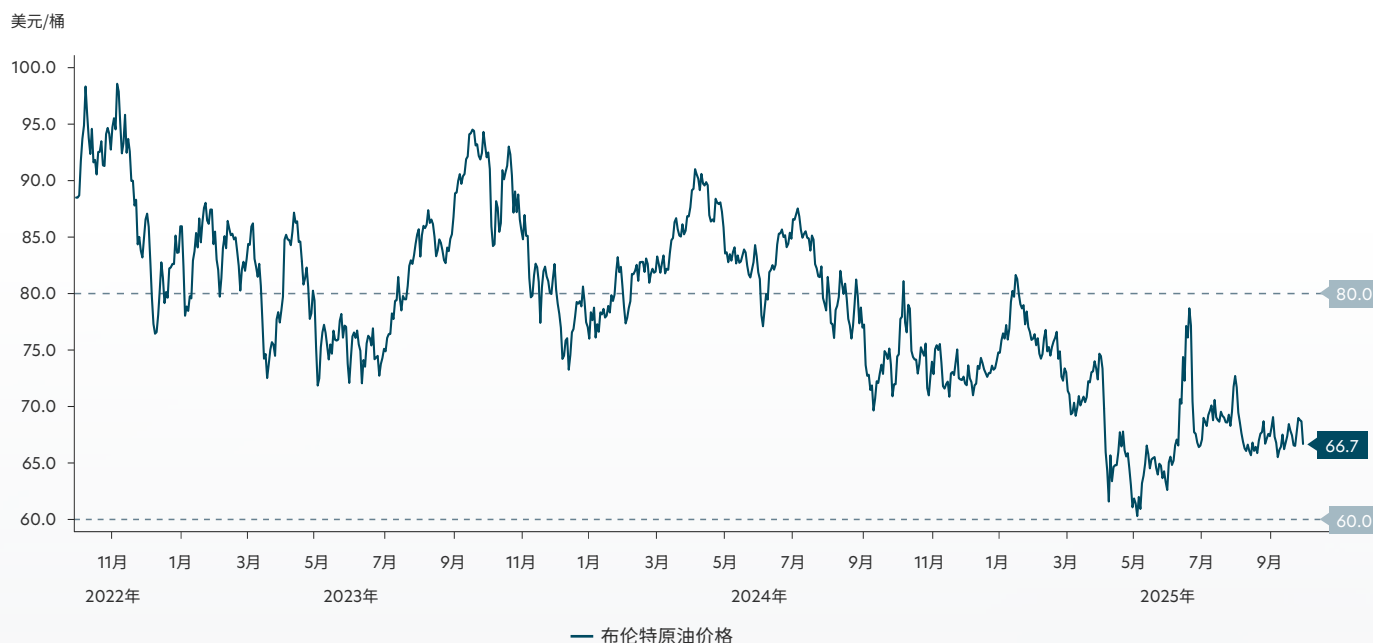
两个事件风险目前已消退并趋于平静。布伦特原油价格成功维持在每桶60至80美元的中期宽幅交易区间内。技术图表也显示，目前没有明显的趋势。随着地缘政治风险缓解，布伦特原油的关注点重新回到基本面的供需驱动因素。

供应方面，沙特阿拉伯和欧佩克+已恢复约200万桶/日的产量，预计将继续积极解除减产措施。这将限制原油价格的强劲上涨空间。另一方面，美国正补充其严重枯竭的战略石油储备，同时谨慎避免引发更多意外波动。这可能为原油价格提供一定支撑。

除非急性政治风险再次大幅上升，布伦特原油有望维持在其中期交易区间内。

商品	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
布伦特原油(美元/桶)	70	65	60	60

布伦特原油将在60至80美元/桶的中期区间内交易



资料来源: Macrobond、大华私人银行、洲际交易所 (ICE)



首席投资官建议：

我们对布伦特原油维持中立观点。除非出现新的重大政治风险，否则油价预计将在60至80美元/桶的中期区间内波动，且存在下行倾向。

基本金属(伦敦金属交易所铜)

在多重分化因素交织下，铜价正测试每吨10,000美元的关键阻力位

尽管黄金的长期上升趋势得到强化，布伦特原油已回落至明确的交易区间内，但伦敦金属交易所铜的前景却显得相当复杂。

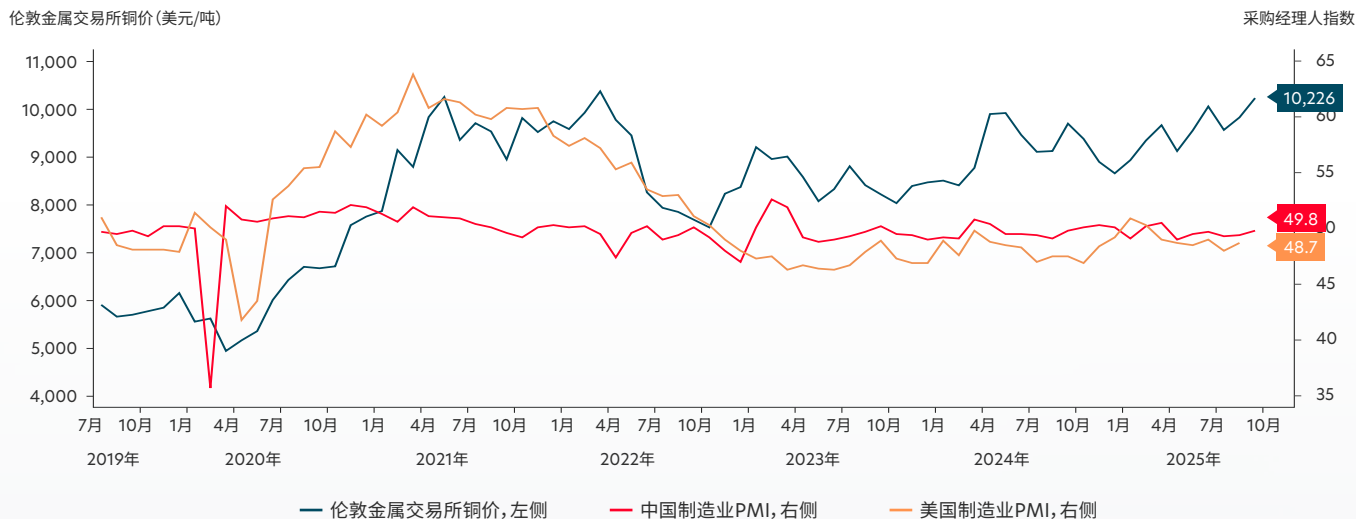
一方面，尽管特朗普总统7月下旬已排除对精炼铜征收进口关税的可能性，美国投资者和全球制造商仍持担忧态度且未完全信服。虽然COMEX铜相对于LME铜的溢价已基本消除，但有迹象表明精炼铜及各类下游产品正重新出口至美国。这支撑着LME铜价自7月的每吨9,700美元逐步攀升至8月底的每吨9,975美元。大华银行环球经济与市场研究团队的技术分析指出，铜价有望突破每吨10,021美元关口，或将重探年内每吨10,165美元的高点。

另一方面，伦敦金属交易所铜价的进一步走强与疲软的全球经济背景并不相符。尽管2025年第二季度多数经济体的表现远超预期，这场关税实施前的出口热潮将在2025年第四季度逐渐消退。市场日益担忧全球制造业与出口在2025年第四季度可能再度走弱。此外，美国就业市场疲软的迹象也在不断显现。迄今为止，伦敦金属交易所铜价的强势并未得到疲软的全球制造业采购经理人指数(PMI)支撑，尤其是中国和美国的PMI数据。关键需求指标如LME现金价差也已回落。

我们对伦敦金属交易所铜价过早且持续突破每吨10,000美元持怀疑态度。

商品	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
铜(美元/吨)	10,000	9,500	9,000	9,000

当前价格的持续强势与中美制造业PMI疲软的态势并不相符



资料来源:彭博社, 大华私人银行



首席投资官建议:

我们维持对基本金属(伦敦金属交易所铜)的低配观点,因担忧2025年第四季度全球制造业和出口可能再度走弱。当前价格强势与中美制造业PMI疲软态势不相符。

货币

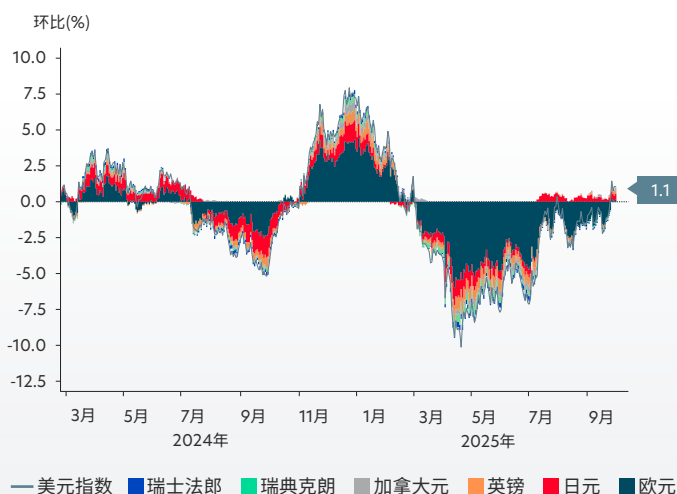
美元

美元指数料将再度走弱，但跌势将更为温和

随着美联储开启新一轮货币宽松政策，其立场相较于十国集团(G-10)其他央行可能更为鸽派——后者多数已接近各自宽松周期的尾声。这种政策分化将进一步缩小美元与主要货币间的利差，加剧美元下行压力。总体而言，我们下调了对美元指数的负面预测：2025年第四季度将跌至96.3，2026年第三季度度将跌至93.9。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
美元指数	96.3	95.3	94.6	93.9

美元指数的贡献因素



欧元

欧元将因美元走弱而受益

欧元兑美元汇率近期涨势已显疲态，因法国预算削减提案陷入僵局引发的政治不确定性，加剧了市场对政府可能垮台的担忧。我们认为当前法国的政治动荡很可能受到控制，而非系统性风险。欧元兑美元一个月波动率处于低位，加上欧元区各国信用违约掉期(CDS)利差普遍处于低位且走势平稳，均表明市场传染效应目前有限。

展望未来，我们预计美元疲软将重新占据主导地位，尤其是在美联储于九月启动降息周期之际。长远来看，欧盟扩张性财政举措或将强化欧元收益率优势，可能推升市场对区域经济增长走强和利率上升的预期。我们重申对欧元兑美元的看涨立场，最新预测为：2025年第四季度1.19，2026年第一季度1.20，2026年第二季度1.21，以及2026年第三季度1.22。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
欧元/美元	1.19	1.20	1.21	1.22

欧元兑美元汇率差异可能使欧元兑美元保持升势



人民币

人民币将进一步趋稳

人民币在过去两个月表现出韧性，逆势抵御了亚洲货币的整体回调。尽管面临贸易逆风，近期强劲的出口增长支撑了人民币走强，并改善了中国的经济增长前景。此外，8月29日中国人民银行将每日汇率中间价定为7.1030元兑1美元——这是自去年11月以来的最强汇率——预示了政策微妙的转变，表明央行愿意允许人民币适度升值，以稳定市场情绪并支持当地股市复苏。人民币走强或对中美贸易谈判带来积极影响，可反驳美国此前指责中国刻意贬值货币以刺激出口的说法。

展望未来，我们认为美元兑人民币汇率存在进一步下行空间，驱动因素包括：预期中美将于2025年底达成贸易协议，以及美联储降息导致美元持续走弱。不过，央行每日汇率定价可能限制跌幅，尤其当中国经济增长担忧持续存在且央行维持“适度宽松”政策立场。总体而言，我们更新的美元兑人民币汇率预测为：2025年第四季度7.11，2026年第一季度7.08，2026年第二季度7.05，2026年第三季度7.02。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
美元/人民币	7.11	7.08	7.05	7.02

中美贸易协议的预期以及美联储持续降息，应有助于稳定人民币



资料来源：彭博社，大华私人银行

日元

美元/日元汇率将趋向收窄的利差

7月至8月期间，美元/日元汇率与10年期美元/日元利差呈现显著差异。受对日本财政扩张担忧加剧影响，日本10年期国债收益率攀升20个基点至1.6%（2008年以来最高水平），推动利差降至三年低点。同期，美元兑日元汇率从144升至147，主要受到本季度美元整体反弹，以及7月日本央行会议令市场失望的影响——该会议未就下次加息时间提供明确指引。

展望未来，我们预计美元兑日元汇率将趋近于下降的利差水平，因美联储降息预期推动美国国债收益率进一步走低，同时美元再度走弱。与此同时，我们对日本央行在2025年第四季度加息25个基点的预测可能刺激日元需求。我们维持美元兑日元汇率将逐步走低的观点，预期2025年第四季度为144，2026年第一季度为142，2026年第二季度为140，2026年第三季度为138。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
美元/日元	144	142	140	138

美联储与日本央行货币政策分歧将使美元兑日元维持下行趋势



— 美元/日元，右边

— 美国与日本10年期国债收益率差 (%)，左边

资料来源：彭博社，大华私人银行

澳元

澳元受到澳大利亚储备银行立场不那么鸽派的支撑

在10国集团(G10)货币中,澳元兑美元的跌幅最小,7月至8月间仅下跌0.6%。这种韧性部分得益于7月通胀率比预期好,同比上涨2.8%,逼近澳大利亚储备银行2%-3%目标区间的上限。该数据强化了澳联储对降息的审慎立场,我们目前预期多两次25个基点的降息(此前预期为三次)。在美元整体走弱的背景下,澳联储鸽派立场减弱将为澳元提供更多支撑。我们更新的澳元兑美元汇率预测如下:2025年第四季度0.66,2026年第一季度0.67,2026年第二季度0.68,2026年第三季度0.69。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
澳元/美元	0.66	0.67	0.68	0.69

澳元在震荡区间内交易,与铁矿石价格同步整理



资料来源:彭博社,大华私人银行

新元

美元兑新元汇率下行空间有限

美元/新元汇率在过去两个月趋稳,此前自年初1.36的高位持续下跌一年。该汇率在7月初触及十年低点1.27附近后反弹,整个8月都在1.28上方震荡整理。这一走势印证了我们的观点:新元名义有效汇率(S\$NEER)可能已在6月见顶,此后逐步走低。

新加坡金融管理局可能在2025年10月货币政策声明(或2026年1月声明)中将新元名义有效汇率政策转向零升值立场,这或将催化新元名义有效汇率进一步贬值。因此,尽管美联储降息预期可能导致美元自2025年第四季度走弱,新元相对于区域内其他货币的表现可能相对疲软。据此,我们修订后的美元兑新元汇率预测为:2025年第四季度1.29,2026年第一季度1.28,2026年第二季度与第三季度均为1.27。

外汇货币	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
美元/新元	1.29	1.28	1.27	1.27

新元似乎正在盘整,这强化了我们的观点:新元名义有效汇率可能已见顶



资料来源:彭博社,大华私人银行

另类资产

私募股权： 适应碎片化市场

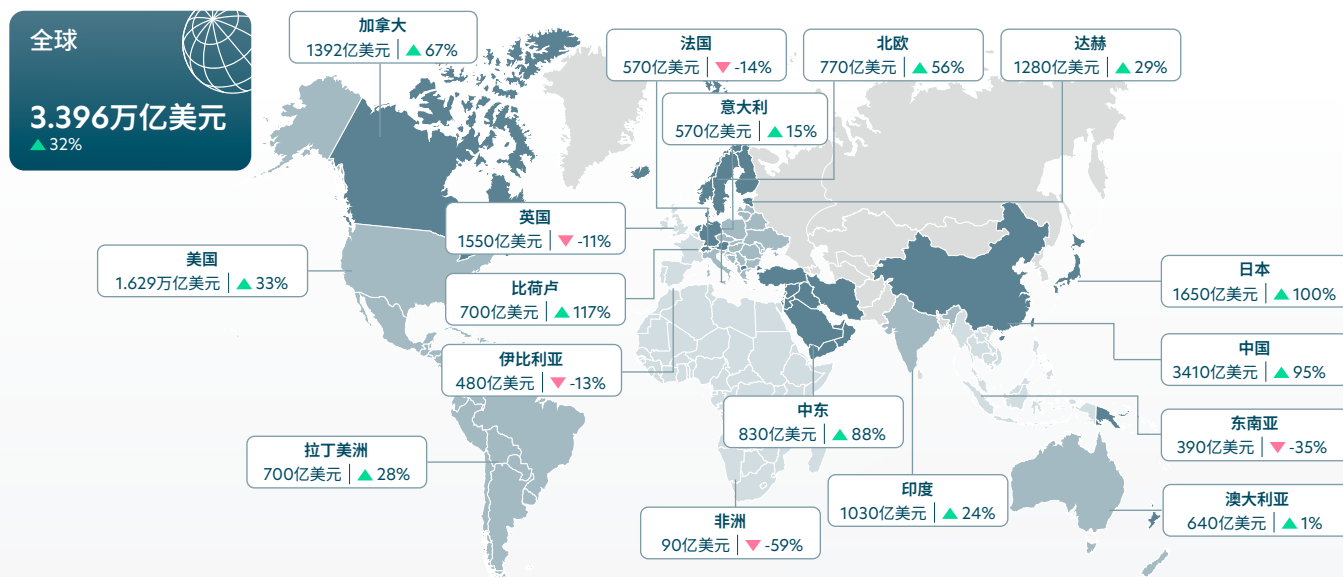
私募股权市场年初表现强劲，得益于有利的信贷环境和利率下调，推动了交易活动和退出渠道的增长。然而，受解放日事件影响，第二季度市场动能减弱，波动性加剧并延缓了交易进程。这导致市场呈现分化态势——部分普通合伙人 (GP) 成功实现退出，另一些则面临流动性约束和更长的持有期。

为适应变化，企业正积极采用灵活的资本策略。共同投资¹因兼具控制权与成本效益而日益受到青睐。二级市场正被用于重新平衡风险敞口并释放流动性。

延续基金²，净资产价值融资³及半流动性结构正助力填补资本缺口。运营价值创造仍是推动盈利改善的核心驱动力，得益于技术进步、补强型收购及效率提升。

随着公共市场趋稳及分母效应减弱⁴，交易量正逐步回升。数码基础设施、医疗分析及金融服务等领域仍存在机遇。然而，高企的入场估值与参差不齐的退出条件，凸显了严格的核保流程与审慎的经理选择至关重要。

交易量同比百分比变化



资料来源: Mergermarket, 数据截至2025年9月29日。所有数值均以美元计价。

注释:

- 共同投资: 与普通合伙人共同进行的直接投资，通常能降低费用并增强控制权。
- 延续基金: 允许普通合伙人在原始基金存续期结束后继续持有并管理资产的投资工具，常用于为现有投资者提供流动性。
- 净资产价值融资: 以基金投资组合净资产值为抵押的贷款或信贷额度，用于增强流动性或满足过渡资金需求。
- 分母效应: 当公开市场下跌导致私募资产相对权重膨胀时，由此引发的投资组合再平衡挑战可能限制新配置。

私募信贷： 在风险上升背景下的私募信贷收益

私募信贷凭借诱人收益率持续吸引投资者。直接借贷仍是核心业务，同时资产抵押贷款、机会信贷及欧洲私募债务也日益受到关注。浮动利率结构保障了回报，银团贷款市场的重启则支撑了再融资与交易量。

然而，中高端市场利差收窄削弱了超额收益潜力，促使投资者更审慎评估借款人资质。

非应计贷款⁵呈上升趋势，尤其在较旧的贷款批次和资质较弱的借款人中更为显著。需警惕实物支付利息⁶及低门槛贷款等结构性特征，它们可能掩盖信用恶化风险。基准利率下行也在削弱浮动利率结构的收益优势。

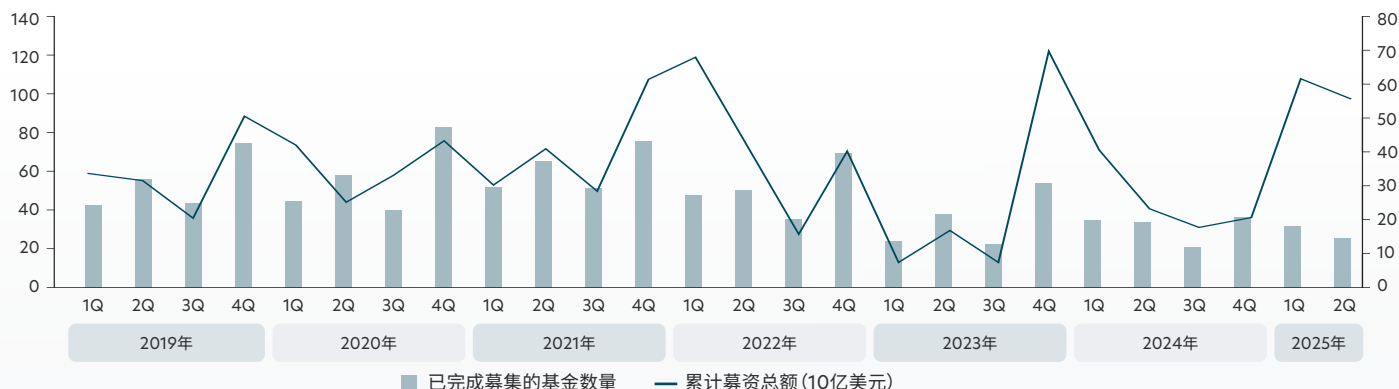
在当前环境下，严谨的尽职调查和管理人的专业能力至关重要。有效应对复杂的资本结构，并识别具备韧性的借款人，将是维持投资表现的关键。

基础设施： 兼具韧性与主题驱动增长

尽管年初市场波动剧烈，基础设施领域仍展现韧性。投资者兴趣持续稳定，资本持续涌入基础服务和以增长为导向的主题。数据中心和可再生能源领域的绿地开发，反映出市场对支持数码转型与能源转型的资产需求旺盛。人工智能驱动的数据中心与清洁能源项目，既能提供与通胀挂钩的现金流，又具备多元化配置优势。

政策不确定性与贸易中断增添复杂性，但投资者通过区域专业知识和运营聚焦应对挑战。中端市场基础设施因竞争较少且估值更优而尤具吸引力。电气化、可持续交通和循环经济模式等领域正受益于强劲的主题性利好因素。融资限制与地缘政治风险凸显了管理人选择和尽职调查的重要性。

图1:未上市基础设施基金的季度募资情况



资料来源:Pregin Pro. 数据采集于2025年7月10日。

资料来源:<https://www.ubs.com/sg/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/infrastructure/articles/infrastructure-inflows.html>

注释：

⁵ 非应计贷款：因借款人陷入困境或违约而停止产生利息收入的贷款比例。

⁶ 实物支付利息：借款人以新增债务或股权而非现金支付利息的行为，通常用于维持流动性，但可能预示信用风险。

房地产： 整体趋稳，各板块表现各异

私人房地产在经历一段时间的价格重估与市场错位后，正逐渐趋稳。随着市场情绪好转，估值与交易活动前景更为积极，资金流动逐步恢复。建筑量减少导致的供应限制支撑租金增长，并强化了现金流基本面。

管理人持续青睐租赁住房、物流地产及数据中心。住宅资产受益于购房能力挑战与供应短缺。工业地产则因电商物流与回流趋势获得支撑。

与人工智能基础设施相连的数据中心正迎来强劲的租赁需求和长期承租承诺。办公楼板块仍面临挑战，尽管部分门户城市显现趋稳迹象，混合办公趋势导致北美地区空置率居高不下且基本面疲软。相比之下，欧洲优质办公楼因新增供应有限表现更为稳健。

随着估值趋稳及交易量回升，投资者应重点关注能精准识别坚挺资产并高效执行的管理人。

对冲基金： 在分散的市场环境中灵活应对

2025年，对冲基金表现参差不齐但整体坚挺，在利率预期转变、贸易紧张局势及板块分化构成的复杂宏观环境中稳步前行。

各子策略的表现不一。科技与消费板块的股票多空策略受益于市场动能，而市场中立策略则表现疲软。宏观策略与多策略基金则通过利率、外汇货币及大宗商品的波动获利。

事件驱动策略取得局部成功，但有限的交易量制约了更广泛的机遇。量化策略表现参差，短期模型表现欠佳，而长期策略则更稳定。

投资者情绪有所改善，对冲基金日益被视为实现资产配置多元化与下行风险对冲的关键工具。随着传统资产面临估值与久期风险，对冲基金正被重新定位为投资组合构建的核心组成部分。



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。

免责声明

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)。

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它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。

大华银行有限公司公司注册号：193500026Z

大华银行有限公司是香港的持牌银行，是一家从事SFO规定的1类(证券交易)以及4类(提供证券投资建议)受监管活动的注册机构。



Right By You