

2025下半年投资展望

从深渊到黎明



目录

02	首席投资官评论
06	投资组合策略
09	宏观趋势
13	股票
18	固定收益
23	大宗商品
27	外汇货币



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

首席投资官评论



美元之王：从“单边押注”到逐渐贬值

在特朗普 2.0 时代，地缘政治和国内压力不断上升，使美元的主导地位逐渐被削弱。通过制裁和关税将美元武器化引发全球反抗，促使许多国家确保储备多元化，特别是转向黄金。与此同时，包括美联储独立性在内的制度保障受到挑战，削弱了投资者的信心。

尽管面临诸多挑战，美元仍深深植根于全球金融体系中，尚无可行的替代货币能与其流动性和信任度相匹配。即便如此，财政失衡和政治动荡可能会提高风险溢价，影响美国股票、债券和私人资产。

虽然美元的霸主地位暂时保持不变，但其不可动摇的地位已不再有保障。随着全球金融格局的演变，投资者应关注资产配置多元化和增强抗风险能力。美元指数一直是“单边押注”，自全球金融危机以来已上涨40%。未来，投资者可能需要适应美元逐渐贬值的趋势。

怎样才能成为全球储备货币？

稳健的金融市场：全球货币需要有深度且流动性强的市场。美国在这方面表现出色，而欧元区，日本和中国则面临结构性限制。

全球领导角色：全球货币发行者支持国际规范。美国一直处于领先地位，但正在逐渐衰落。与此同时，欧盟的影响力正在逐步增强。

不受限制的可兑换性：全球货币必须可以自由兑换。美元、欧元和日元符合这一条件；人民币由于资本管制，可兑换性受到限制。

对外赤字：发行者应保持经常账户赤字，以便在全球推广其货币。美国是典型的例子，但欧元区，日本和中国并非如此。

高效的结算基础设施：主导货币需要强大的支付系统。美元受益于环球银行金融电信协会（SWIFT）和清算所银行同业支付系统（CHIPS），其规模无与伦比。

强大的国内机构：对货币的信任取决于机构的实力。美国在历史上一直处于领先地位，但近期的不稳定性引起了市场担忧；欧盟则更注重规则。

经济韧性和增长：强劲的货币获得坚挺的经济支撑。美国保持经济增长和生产力，其他国家则面临结构性问题。

美元仍无直接替代品；欧元位居第二

主要货币和替代品的属性		美元	欧元	人民币	日元	英镑	印度卢比	比特币	黄金
货币属性	价值存储	高	高	中	高	高	高	低	高
	交换媒介	高	高	中	高	高	高	中	中
	记账单位	高	高	中	高	高	高	中	中
经济因素	开放的资本账户	高	中	低	高	高	低	中	中
	政治上能否维持经常账户赤字	高	中	低	高	高	高	中	中
	可观的经济规模	高	高	中	高	高	高	中	中
	全球贸易份额	高	高	中	高	高	高	中	中
	金融市场：规模、深度和开放性	高	中	低	高	高	高	低	低
	货币作为锚定/挂钩工具	高	中	低	高	高	高	中	中
	稳定的经济	高	高	中	高	高	高	中	中
地缘政治	强大的地缘政治联盟体系	高	中	低	高	高	低	中	中
	占据主导地位的海军、空军和网络力量	高	中	低	高	高	低	中	中

高 中 低

资料来源：大西洋理事会的美元主导监测，Alpine Macro，大华私人银行



美元走弱，谁将受益？

美元逐渐贬值为投资者带来战略机遇，尤其是新兴市场、中国，以及海外业务规模可观的美国公司，特别是“七巨头”科技公司。随着美元走软，新兴市场经济体的偿债成本降低，因为它们大部分的外债都以美元计价。这改善了新兴市场的财政稳定性，并鼓励资本流入，主要因为全球投资者在增长较快的地区寻求更高的回报。至于中国，美元走软有助人民币国际化，尤其是北京正在积极推动以美元为基础的贸易替代方案的情况下。

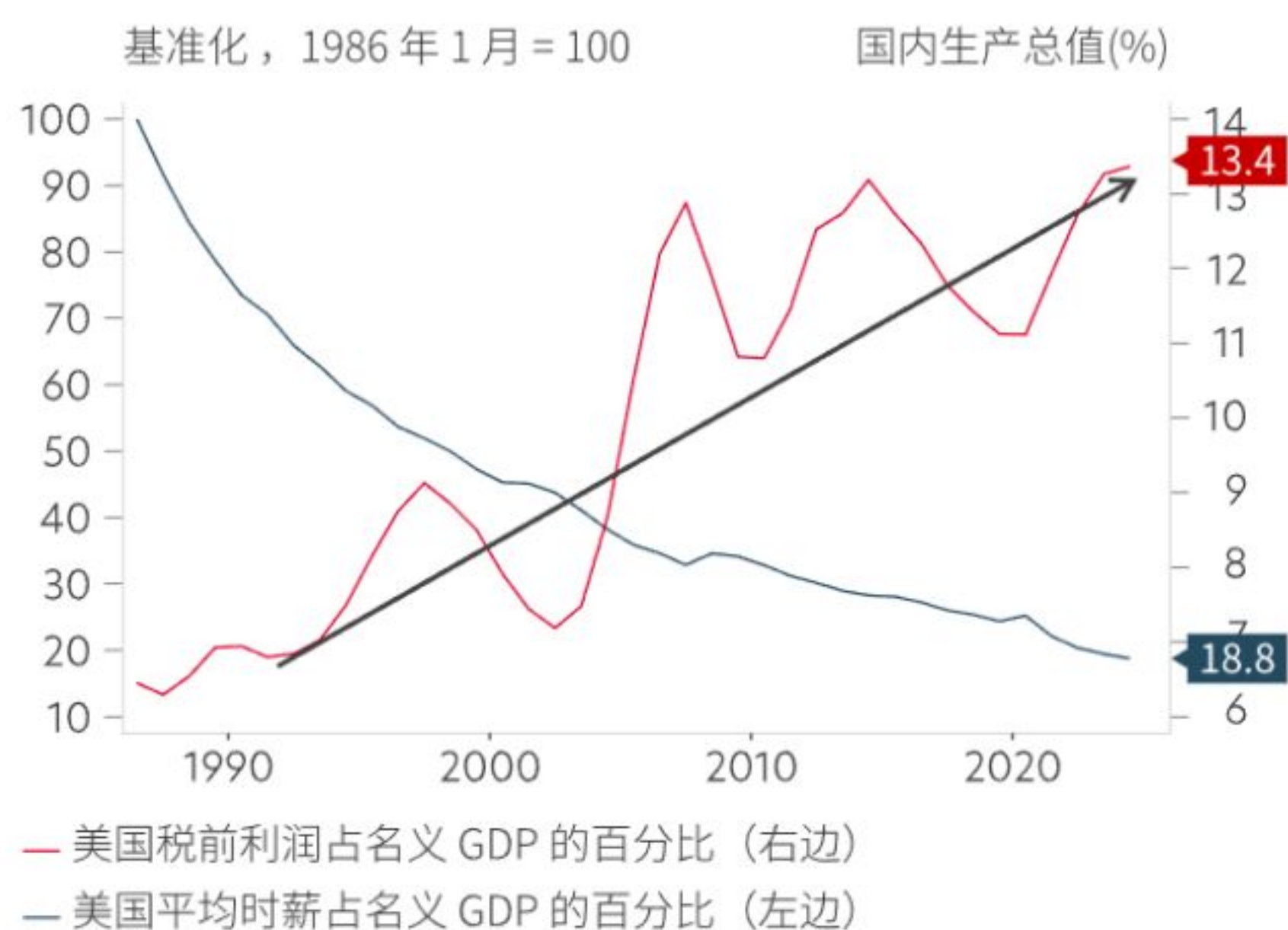
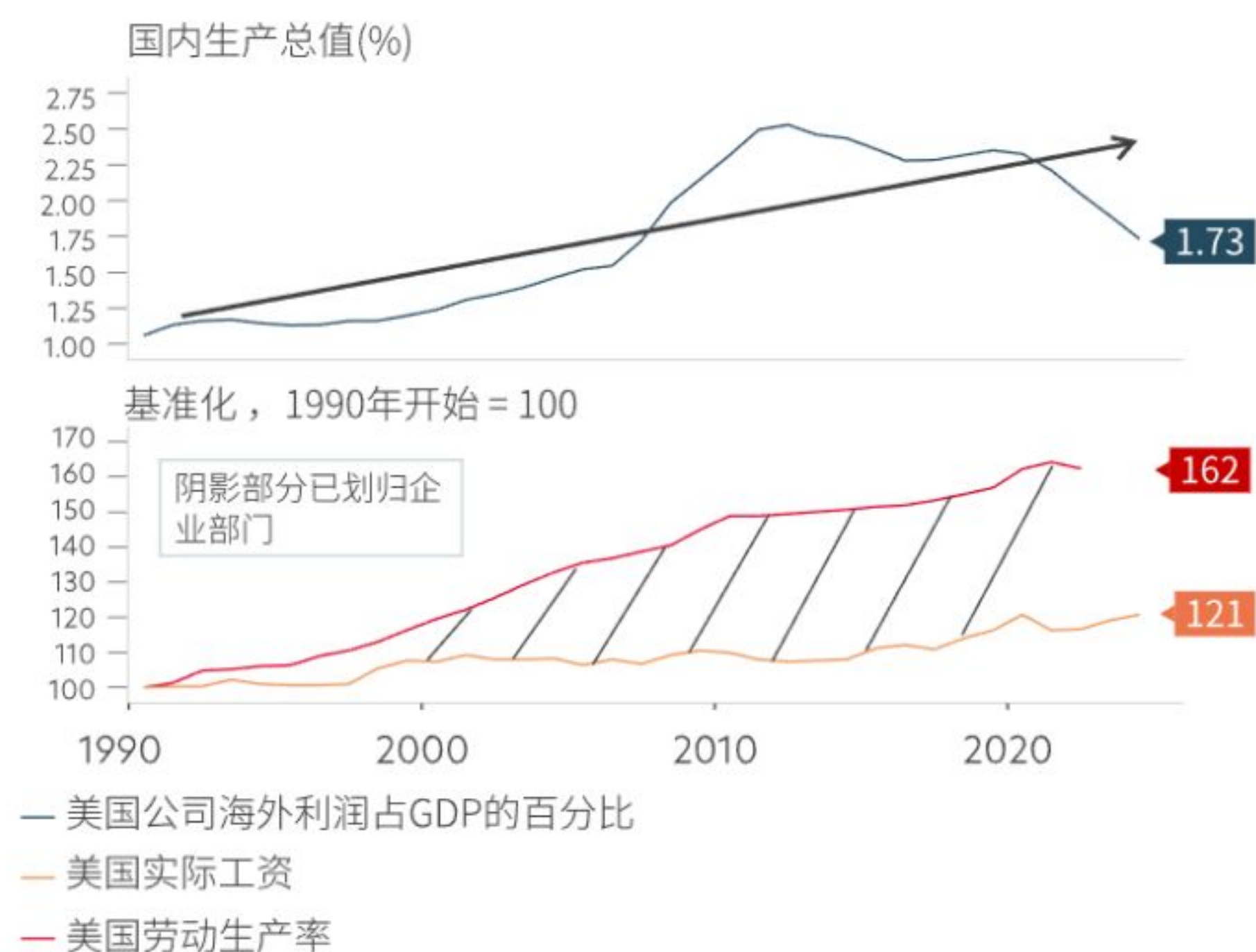
在美国，苹果、微软、英伟达和 Alphabet 等拥有大量国际收入来源的公司将从中受益。美元贬值会提高国外收入兑换成美元的价值，从而提升利润率和每股盈利。对于全球需求强劲、定价能力较强的科技和品牌消费品等行业来说，这种货币利好因素的影响尤为显著。

此外，美元贬值往往与全球金融条件放宽（即：利率降低和资本流动强劲）相吻合，支持风险资产和商品价格；这有利于新兴市场出口国和资源丰富的经济体。

在这种环境下，投资者应考虑建立更多元化的投资组合。这意味着增加对新兴市场股票和债券（随着收益率变得更具吸引力）、中国资产，以及具有全球影响力的美国跨国公司的配置。尽管如此，美元的走势将取决于美国的财政政策、利率差异和地缘政治局势的发展。战略定位和积极的货币风险管理将是把握上行趋势，同时降低整体投资组合波动性的关键。

相反，依赖进口的美国公司（投入成本上升）、美国出境旅游（外出旅游成本增加）和美国消费者（购买力下降）可能会因美元走弱而遭受损失。

事实上，美国企业利润从全球化中获益良多



“七巨头”有望受益于美元走弱





投资者下一步该怎么做

市场已大幅回调，有望重返历史高点。虽然解放日的“恐慌高峰”已过去，波动依然存在。

我们的资产配置基本保持不变。我们对股票持中立立场。其中，我们将美国股市的评级上调至超配，日本的评级则下调至中立。美国股市的评级上调，反映了我们将重心转回“七巨头”股票，这些股占标普 500 指数近 30%。日本股市评级下调的主要原因是日元走强，这通常会对它以出口为主的股票指数构成压力。亚洲新兴市场的评级仍为超配，焦点聚集在中国新兴人工智能力量，而非传统的刺激政策受益者。

关税

尽管关税看似昨日的新闻，征收关税的方式却加深了全球对美国及其货币的不信任。公众的强烈反应--更关键的是，全球债券市场的反应--导致美国政策急剧逆转。这种前进两步、后退一步的动态值得密切关注。我们预计，关税引发的波动仍将持续，但不会达到“解放日”的水平。

季节性

第三季度历来波动较大；我们认为，这是逢低买入的机会。第四季度应该会更强劲，不仅因季节性因素，也因特朗普 2.0 政策（如放松管制和减税），这或许会提振市场情绪。

新与旧

国防和金融仍将受益于积极的财政政策。人工智能的发展日趋成熟，重点是能源安全，以及向自动驾驶和人形机器人等具身人工智能的过渡。

高质量增长

今年早些时候，我们从“七巨头”股转向标普 500 指数中的其余493只股（O493）。这一转变取得了成效，在峰值时，O493 比“七巨头”股高出 18 个百分点，目前的差距缩小至 8 个百分点。此时，我们再次转向“七巨头”股当中的优质增长企业，它们拥有不可替代的产品和数十亿美元的现金流，可为未来增长提供动力。

优质收益

投资组合中应保留相当一部分配置于投资级债券和有稳定，不断增长的股息的大市值股。至于债券，应管理好久期风险（即平均期限为 4-5 年）。发达市场和新兴市场的高收益信贷仍然很复杂，最好在专业人士的建议下进行投资。鉴于美元的脆弱性，符合融资需求的当地货币债券值得探讨。

私人市场收益率

这仍然是确保非相关回报的关键。杠杆贷款、私人信贷和基础设施带来稳定的收益。黄金虽然不是私人资产，其无关联的性质使它成为提升投资组合韧性和对冲地缘政治风险的关键。

投资级债券仍是投资组合的支柱，而部分亚洲新兴市场高收益债券仍值得关注



资料来源：彭博社，大华私人银行



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

投资组合策略

资产配置概览

07

资产分配

08



2025年第三季度资产配置概览

资产类别	低配	中立	超配	评论
股票		●		鉴于贸易政策的不确定性和季节性因素，在股市强劲反弹后保持中立观点。
美国股市		○→●		从中立上调至超配，美国企业减税和去管制化将在 2025 下半年带来提振作用。
欧洲股市		●		维持中立观点，但关注部分投资主题股票。欧盟财政刺激计划的实施或带来上行风险。
日本股市		●←○		从超配下调至中立，日元走强和商业情绪减弱或拖累股市表现。
新兴市场股市 (亚洲)			●	维持超配观点，坚持投资具有韧性的派息股和消费股，以及中国科技/人工智能等长期增长领域。
固定收益		●		维持中立观点，关注逢低买入机会。建议平均久期为4-5 年。
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，原油价格可能在60-65 美元/桶区间内波动，2026 年有可能进一步走低。
基本金属	●			维持低配观点，直到全球工业领域再次出现复苏的迹象。
贵金属			●	维持超配观点，黄金可受益于避险需求、美元走弱、央行买入及受到良好控制的实际收益率。
货币市场		●		维持中立观点，预计到了 2025 年底，股市将超越2025 年初的水平。

 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。

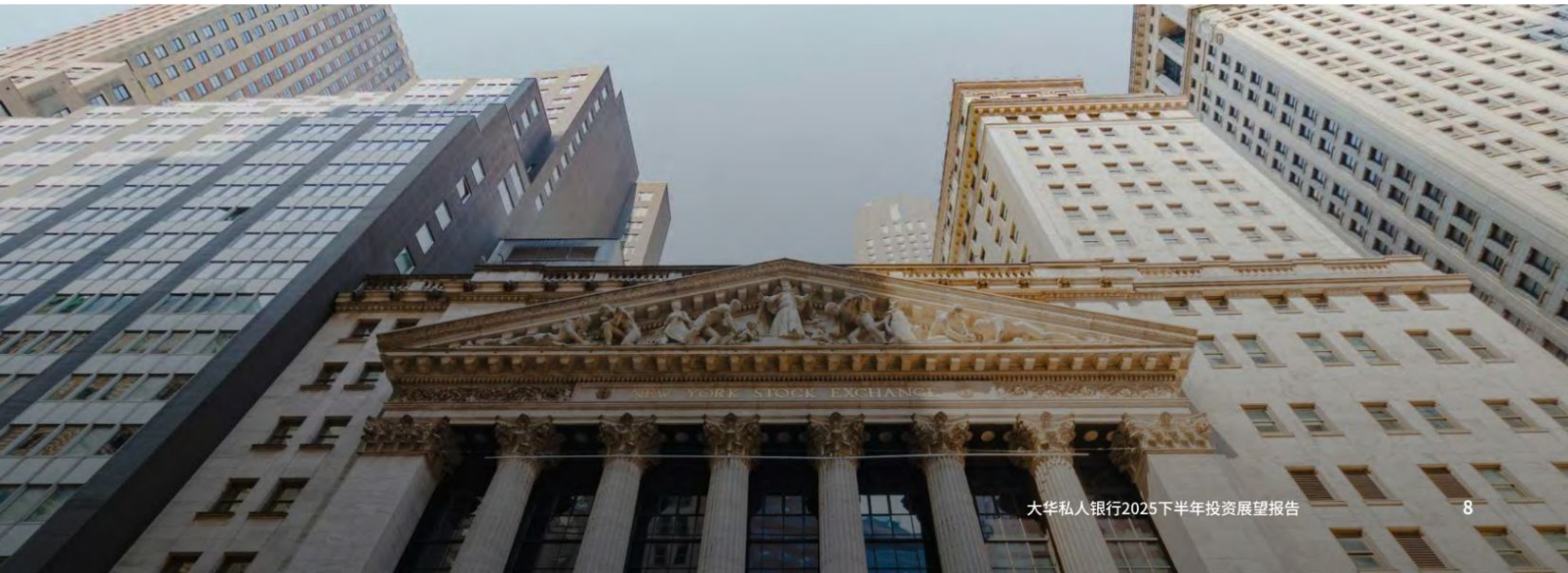
2025年第三季度资产配置概览

美国股市评级上调，资金来源为日本股市

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	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	
股票				25.0			45.0			60.0			70.0			
美国股市				16.0	1.0		28.8	1.8		38.4	2.4		44.8	2.8		
欧洲股市				3.8			6.8			9.0			10.5			
日本股市				2.5	-1.0		2.7	-1.8		3.6	-2.4		4.2	-2.8		
新兴市场股市 (亚洲)				3.8			6.8			9.0			10.5			
固定收益	90.0			60.0			35.0			10.0						
发达市场 投资级债券	45.0			25.5			14.9			4.3						
发达市场 高收益债券				4.5			2.6			0.8						
新兴市场 投资级债券	45.0			24.0			14.0			4.0						
新兴市场 高收益债券				6.0			3.5			1.0						平均久期: 4-5年
另类投资				10.0			15.0			20.0			20.0			
货币市场	10.0			5.0			5.0			10.0			10.0			

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。





宏观趋势

世界经济观点	10
人工智能：迅速普及	11
亚洲消费：Z 世代消费	12





世界经济观点



经济

- ◆ 虽然政策的不确定性依然很高，全球经济仍继续增长，尽管增速有所放缓。
- ◆ 我们预计美国 2025 年的 GDP 增长为 1.0%（2024 年为 2.8%），鉴于贸易紧张局势近期有所缓和，我们的预测存在上行风险。我们已将经济衰退概率从 40% 下调至 35%。
- ◆ 我们重申对中国 2025 年 GDP 增长预测为 4.6%，贸易休战将在短期内为经济增长提供一定支撑。



货币政策

- ◆ 全球货币政策继续分化。我们维持美联储今年三次降息 25 个基点的观点，分别在 9 月、10 月和 12 月的 FOMC 会议上进行。同样，欧洲央行和英国央行也在放宽货币政策。
- ◆ 尽管我们仍预计日本央行将维持利率紧缩政策，我们已将利率上调 25 个基点的预期推迟到 9 月。
- ◆ 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

- ◆ 对全球股市保持中立观点。将美国股市的评级上调至超配，主要因为美国的财政扩张计划（包括减税和放松管制）可带来提振作用。下调日本股市评级至中立，原因是日元走强和商业情绪减弱。
- ◆ 固定收益，特别是投资级信贷，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。继续主张配置黄金作为对冲工具。



人工智能：迅速普及

随着人工智能的周期成熟，具身人工智能来到一个转折点

如今，对人工智能技术的投资可以带来丰厚的回报，尤其随着成本降低，以及应用从数码领域扩展到实体空间。核电与人工智能基础设施的结合进一步巩固了各行各业的增长和创新潜力。随着人工智能的周期成熟，向具身人工智能的过渡（指将人工智能整合到物理身体和系统中）开辟了一个令人兴奋的新领域，或彻底改变我们生活和工作的方式。

投资人工智能的回报率

目前，大力投资人工智能可带来可观且可能加速的回报。随着技术的快速发展，人工智能的部署变得更实惠。人工智能还为医疗保健、金融和制造业等行业创造新商业模式和收入来源；初创独角兽企业能够为早期投资者带来丰厚的投资回报。

核能在人工智能中的角色

核能因其可持续性和高能量密度，成为人工智能领域的潜在电源。它能以稳定、低碳的方式满足人工智能系统的能源需求。此外，将人工智能与核能技术相结合，可推动能源管理、反应堆维护和安全方面的创新，从而带来新的市场机遇。

成熟的人工智能周期和较低的大型语言模型成本

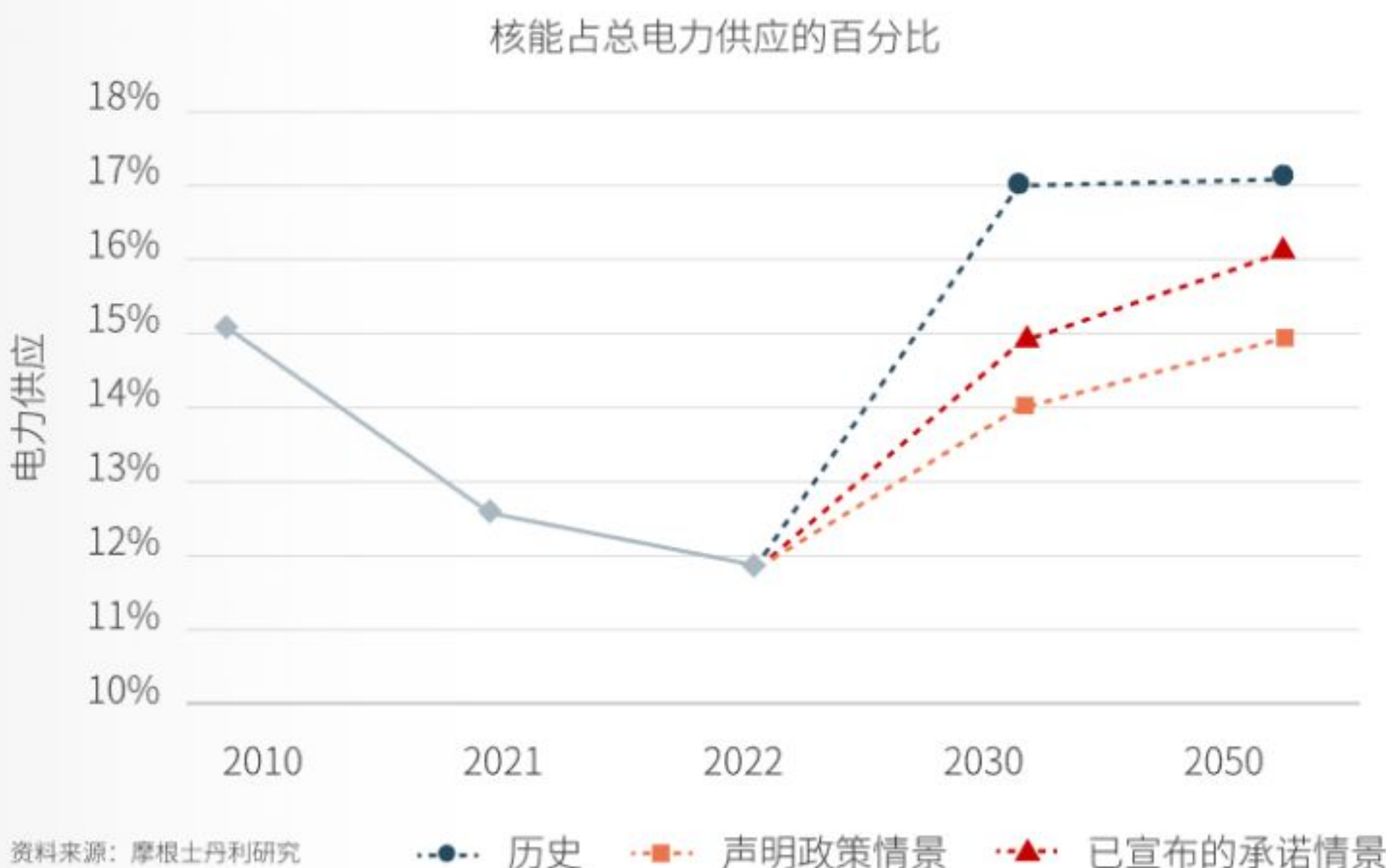
随着人工智能技术成熟，大型语言模型（LLM）的成本因开源发展和优化而减少，这使得小型企业更容易接触人工智能技术。中国的深度求索（DeepSeek）已证明，即使资源有限，没有什么是不可能的。企业也有效地将人工智能整合到工作流程和产品中，提升效率和客户体验，尤其是在零售等行业。较低的成本也鼓励初创企业创新，颠覆传统市场，并开辟新市场。

人工智能从数码到实体的过渡

通过自动驾驶汽车和人形机器人等技术，人工智能逐渐进入实体世界。

摩根士丹利预测，2023年美国自动驾驶汽车的整体潜在市场（TAM）将达 3.2 万亿英里，而全球人形机器人劳动力市场预计带来30 万亿美元的颠覆性机遇。这些应用包括交通、医疗保健和教育。这些模式的转变使城市更智能、物流更高效、消费者体验更丰富，从而加强了人工智能在科技进步中的作用。

核能：推动人工智能发展的重要电源



人形机器人有望被广泛采纳

层	行业	U S T	#A	A
2028 年开始采用				
1	建筑和开采	6.2	4.4	70%
1	生产	8.8	6.0	68%
1	农业、渔业和林业	0.4	0.3	67%
1	建筑和场地清洁与维护	4.4	3.0	67%
1	安装、维护和修理	6.0	4.0	66%
1	医疗保健支持	7.1	4.6	66%
1	食品准备和服务相关	13.2	8.4	64%
1	个人护理和服务	3.0	1.9	61%
2036 年开始采用				
2	保护服务	3.5	2.0	58%
2	运输和材料搬运	13.8	7.6	55%
2	销售及相关	13.4	5.8	43%
2	医疗保健从业人员和技术人员	9.3	3.8	41%
2	生命、物理和社会科学	1.4	0.5	39%
2	建筑与工程	2.5	0.8	33%
3	教育教学和图书馆	8.7	2.9	33%
2040 年开始采用				
3	办公室和行政支持	18.5	4.4	24%
3	管理层	10.5	1.3	12%
3	艺术、设计、娱乐、体育和媒体	2.1	0.2	11%
3	社会和社区服务	2.4	0.0	1%
3	业务和财务运作	10.1	0.6	6%
3	法律	1.2	0.0	2%
NA 计算机与数学				
		5.2	0.0	0%
总计				
		151.9	62.7	41%

U S T = 美国总就业人数（百万） #A = #可采纳（百万） A = 可采纳



亚洲消费： Z 世代消费

受价值驱动，体验至上的消费

投资者习惯在经济形势好或有刺激政策/补贴时投资非必需消费品（consumer discretionary）股。然而，我们要强调的是，一些能够捕捉 Z 世代不断变化的消费模式的公司。

Z 世代占全球人口近 25%，他们的偏好正在重塑市场。具体而言，亚洲的 Z 世代--科技原住民、高度互联和越来越注重价格--正在重新定义整个地区的消费趋势。

在经济不确定、通胀压力和部分市场工资停滞的情况下，这一群体正从受身份驱动的消费转向价值、个性化和情感联系的消费。亚洲 Z 世代倾向体验而非物质消费，这推动了平价奢侈品和“多巴胺消费主义”（dopamine consumerism）的增长。

消费降级

这里的“消费降级”指的是在价格上进行下调，但并不意味着对商品或服务的需求或体验有所降低。例如，泡泡玛特的“拉布布”公仔--比奢侈品公仔便宜，但却能引起情感共鸣，具有收藏价值，并在社交媒体上疯传。另一个例子是深受许多人喜爱的消费品--泡泡茶。泡泡茶文化依然强劲，但已转向超值连锁店或促销活动--以实惠的价格享受生活。

日本游戏和动漫 — 情感价值超越物质价值

在日本，Z 世代的消费正在增长，主要集中在动漫、移动游戏、角色扮演（Cosplay）以及基于粉丝文化的相关内容上，这些消费往往以数码形式或微交易的方式进行。

像《原神》这样的游戏或《鬼灭之刃火之神血风谭》这样的特许经营游戏建立了情感生态系统，以体验驱动、身份塑造型消费取代了传统商品。对许多人来说，数码商品（即使是在游戏内）也比奢侈手袋更具吸引力。

值得注意的是，根据高盛的预测，日本游戏和动漫的海外销售比重在未来 15 年内将达到约 80%。任天堂最新推出的 Switch-2 游戏机创下了游戏机销量的历史新高--24 小时内在全球售出超过 300 万台游戏机。

亚洲 Z 世代消费的关键主题

1. 可负担性与社区：

小件商品（如摆件和化妆品）因具有社交或粉丝吸引力而备受青睐。

2. 经验 > 所有权：

外出用餐、参加活动，以及与品牌共创内容超越了奢侈品消费。

3. 真实性很重要：

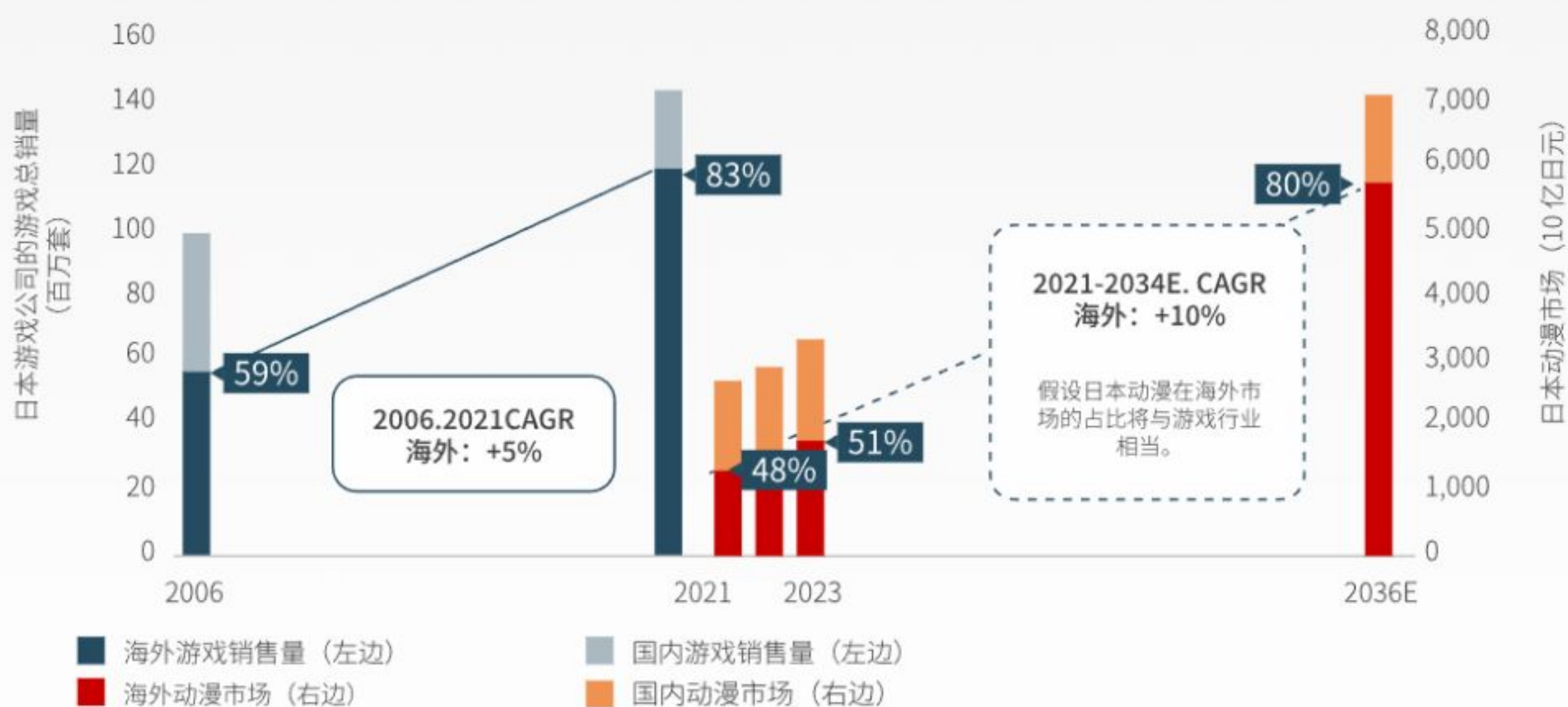
与精致的跨国品牌相比，Z 世代更支持小众、具有文化相关性的品牌。

中国的Z世代在买什么？



资料来源：霸王茶姬，泡泡玛特，老铺黄金，谷歌

日本游戏和动漫的海外销售增长强劲





股票

美国	14
欧洲	15
日本	16
新兴亚洲	17



美国

股市盘整后有望再创新高

2025 年第二季度，美国股市大幅波动，主要受特朗普 2.0 政府的关税政策影响。

4 月初，美国总统特朗普宣布全面提高关税，导致市场出现历史性抛售。标普 500 指数在两个交易日内暴跌约 10%，抹去 5 万亿美元的市值。面对巨大的市场压力和政治反响，特朗普政府于 4 月 9 日改变此前立场，宣布 90 天暂停对多数国家征收新关税。虽然局势仍不稳定，美国法院最新裁决阻止了特朗普的大部分关税措施，这对全球风险情绪来说是个好兆头。事实上，市场已从四月份的低点出现了惊艳的反弹。我们预计，市场近期将在“宽幅平稳的区间”盘整，但 2025 年底的水平将高于 2025 年初的。

图 1：每股盈利下行空间有限（在不出现经济衰退的情况下）



图 2：标普 500 指数已将 PMI 的大幅收缩纳入定价



首席投资官建议：

我们将美国股市评级从中立上调至超配。投资者应保持多元化投资，偏好“七巨头”等优质成长股和价值型股票。贸易紧张局势已达到顶峰，但 7/8 月份的季节性市场疲软将为投资者提供建仓机会，以从减税、放松管制和历史上强劲的第四季度表现中受益。

经济增长放缓但仍坚挺

由于贸易政策的不确定性持续，商业意向受到打击，预计 2025 年的实际 GDP 同比增长将放缓至 1%；中美贸易谈判的任何进展将带来上行风险。美国消费支出保持坚挺，但信贷收紧抑制了投资。在职位空缺减少和工资压力减轻的情况下，劳动力市场初显疲态。核心 PCE 通胀率除暂时性飙升外，将朝着美联储 2% 的目标放缓。

美联储政策转向鸽派，保持耐心

市场定价已转向年底前两次降息；大华银行经济研究团队预计，到 2025 年底（截至 6 月 6 日），美联储将降息 3 次，每次 25 个基点，使联邦基金目标利率达 3.75%。美联储可能会更多地关注实际增长放缓，而较少关注通胀。

盈利下行风险料有限；估值虽高但合理

标普 500 指数混合 12 个月预期每股盈利同比增长为 9%（截至 6 月 6 日），人工智能和工业自动化领域表现强劲。重要的是，在经济增长放缓但未出现衰退的情况下，盈利的下行风险料有限（图 1）。标普 500 指数的 12 个月预期市盈率为 21.9 倍（截至 6 月 6 日），估值看起来很高，但受到稳健的盈利和稳定的实际收益率支撑。

催化因素

市场可能会对特朗普财政扩张计划中较低的企业税率和监管成本进行定价；这可能会使 2026-2027 年的每股盈利预测上调 5-8%。与此同时，人工智能引领的资本支出周期将继续推动生产力和盈利势头，尤其是在云基础设施和半导体领域。

市场定位

标普 500 指数已对综合采购经理人指数的大幅萎缩进行了定价（图 2）。我们仍看好部分优质成长股，同时建议适度配置价值型股票。



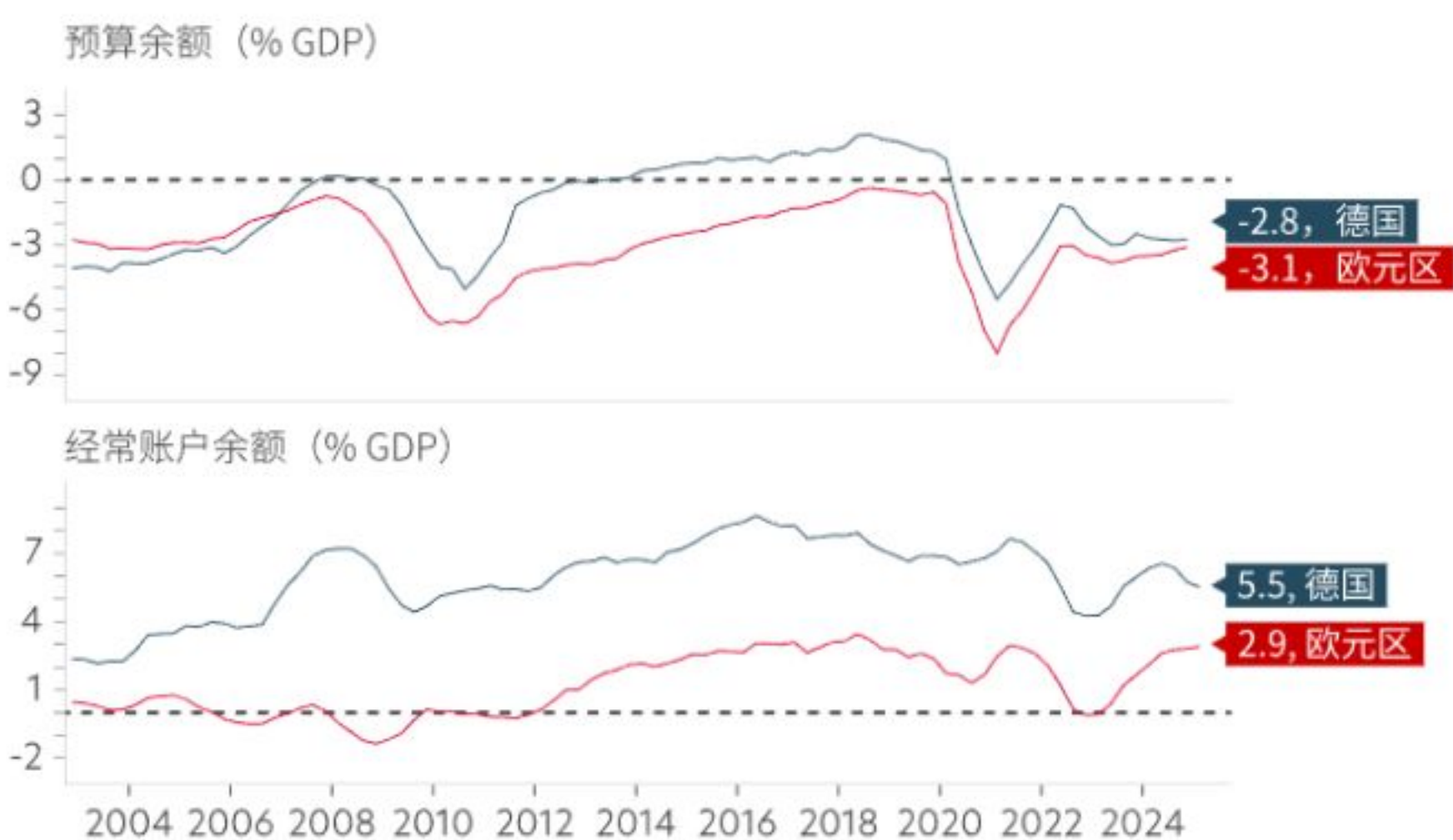
欧洲

得益于财政和货币政策放松

2025 年第二季度，欧洲斯托克600指数以欧元计算的总回报上升超过5%（截至 6 月 6 日），延续了温和复苏的趋势。涨幅主要受对欧洲央行的降息预期、坚挺的企业盈利，以及宏观情绪的改善推动。

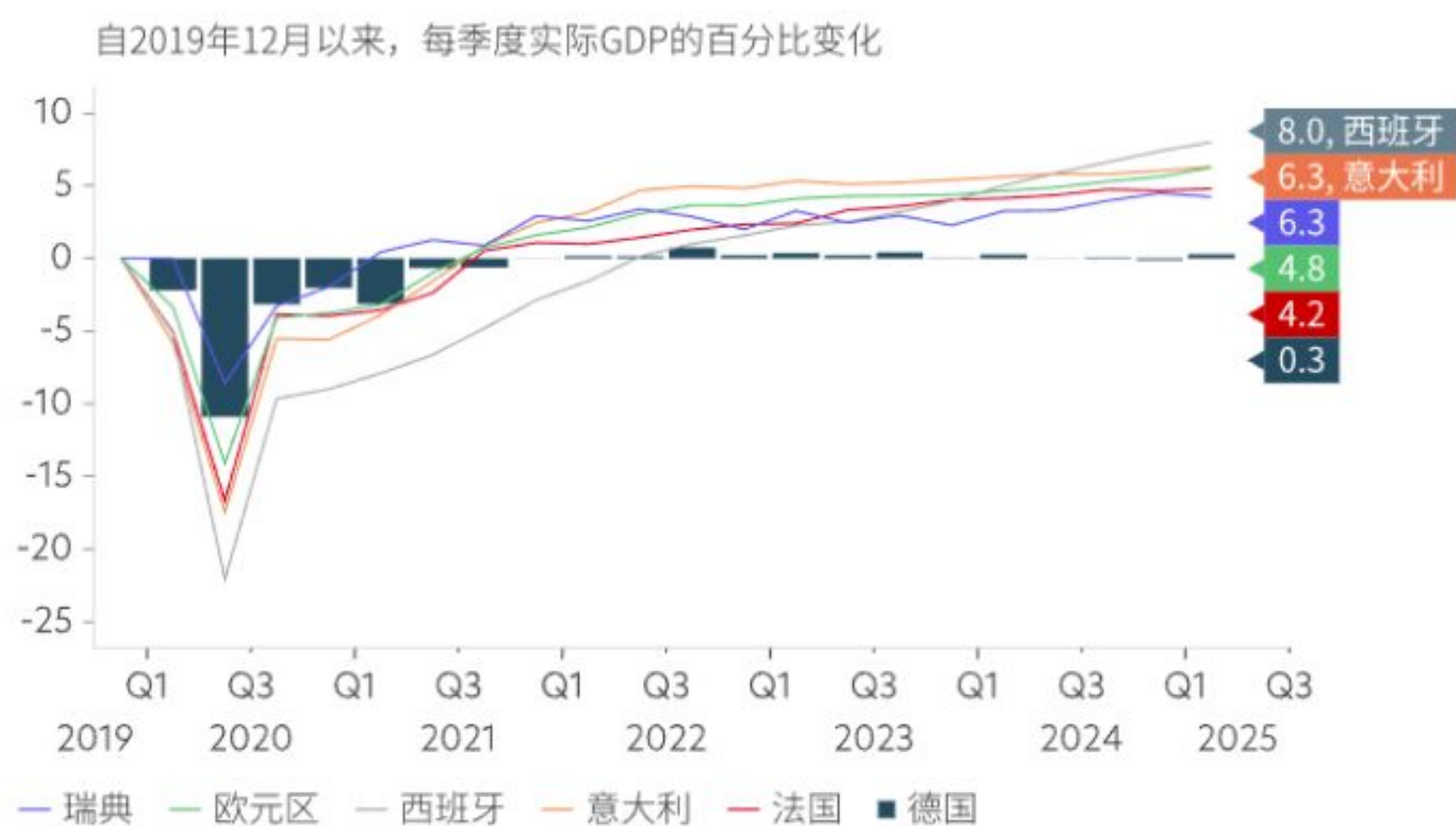
强劲的订单积压和对资本支出项目的希望提振了国防、资本货物和部分基础设施股。与此同时，欧洲银行业继续保持领先地位，加上科技和工业领域盈利坚挺，支撑了欧洲风险资产的整体表现。展望未来，2025 下半年的前景将取决于欧洲央行持续放松货币政策和欧盟财政刺激措施的部署。

图 1：需要财政支出来抵消经常账户盈余



资料来源：Macrobond，彭博社，大华私人银行

图 2：西班牙和意大利引领欧盟GDP增长



首席投资官建议：

我们对欧洲股市保持中立观点，重点关注部分工业、银行和人工智能/科技股。我们主张在弱势中买入，或通过卖出看跌策略获得股票敞口。

整个地区增长稳定

2025 年，欧元区国内生产总值增长预计为0.5%，在 2024 年底出现轻微技术性衰退后趋于稳定。值得注意的是，德国在财政支持和工业补货的支撑下温和反弹。德国的财政刺激政策（约占 GDP 的 1.5-2.0%）开始发挥作用，支撑了国内需求和工业情绪。在商品通胀放缓的带动下，整个地区的通胀都在放缓，允许欧洲央行放宽政策。虽然劳动力市场仍处于紧张状态，工资压力已减缓。失业率（截至 6 月 6 日为 6.3%）持续下降，为消费提供支撑。

放松货币和财政政策

在通胀放缓的背景下，欧洲央行预计在 2025 年剩余时间降息，使欧元再融资利率降至 1.65%（截至 6 月 6 日）。与此同时，德国 9000 亿欧元的大规模财政计划将刺激能源转型、半导体和人工智能，以及国防现代化。这种从紧缩到支持工业政策的转变深受欢迎，以抵消经常账户盈余导致的长期过度储蓄（图 1）。

盈利增长强劲，估值依然合理

欧洲斯托克600指数混合12个月预期每股盈利同比增长约为5%（截至 6 月 6 日），从 2024 年的接近零增长复苏。盈利广度正在改善，工业和银行等周期性行业出现一些上涨势头。与全球同行相比，估值仍然偏低，12个月预期市盈率（截至 6 月 6 日）为14.7 倍，财政和货币政策放松带来一些上行风险。

市场定位

德国的工业和国防股将继续受益于财政政策和生产回流（reshoring）需求，而西班牙和意大利等外围地区的银行则可能因股息/股票回购利好因素、资产质量改善和股本回报率上升（约 12-14%）而跑赢大盘（图 2）。部分人工智能/科技股仍具投资价值。我们主张在弱势中买入，或通过卖出看跌策略获得股票敞口。



日本

受日元走强和商业情绪减弱拖累

与全球同行一样，日本股市在 2025 年第二季度也经历了由全球贸易紧张局势、国内货币政策决策和不断变化的经济指标所形成的复杂局面。

由于美国征收关税，投资者情绪受影响，导致日本股市出现波动。汽车和钢铁等以出口为导向的主要行业面临与美国关税相关的不利因素，影响了股票表现，并引发更广泛的市场恐慌。在全球情绪从超卖状态复苏的背景下，日本股市也出现了反弹。然而，由于日本正在与美国进行贸易谈判，经济前景持续存在不确定性，使商业情绪减弱（图 1）。再加上日元走强可能导致股市波动，我们将日本股市评级从超配下调至中立。

增长的下行风险

尽管入境旅游保持坚挺，鉴于美国对日本主要出口行业征收关税带来下行风险，以及实际工资负增长导致国内消费疲软，预计 2025 年日本实际 GDP 同比增长为 1.0%。由于美国关税政策的不确定性依然存在，出口增长也料放缓。与此同时，受租金上涨和价格调整（以反映劳动力成本上升）推动，核心通胀率意外走高。

图 1：日本商业情绪正在减弱



日本央行历史性政策正常化进程已启动

日本央行（BOJ）预计将加息一次，为 25 个基点，到 2025 年底，政策利率将达 0.75%。收益率曲线控制（YCC）已被放弃，日本央行允许 10 年期日本国债收益率高于 1.0%。虽然这反映了市场对日本通胀可持续性的信心增强，利率差距缩小（随着美联储减息）表明日元将继续走强，这可能意味着股市即将出现波动（图 2）。

盈利增长乏力，但因行业而异；估值仍不高

在货币拖累和全球贸易疲软的预期下，东证指数的混合 12 个月预期每股盈利同比增长约为 3%（截至 6 月 6 日）。令市场欣慰的是，东证指数的 12 个月预期市盈率为 14.5 倍（截至 6 月 6 日），仍低于全球同行及其 20 年平均水平。

市场定位

值得注意的是，由于治理改革和资本约束，许多日本公司的股本回报率呈上升趋势。我们偏好以国内为导向的企业，如金融企业和资本回报上升（即股息和股票回购）的企业改革受益者。优质消费和成长型企业仍值得关注。出口商（如汽车和电子产品）可能会受到贸易政策不确定性和外汇折算等不利因素拖累。总体而言，投资组合的定位应能抵御外汇波动。

图 2：日元走强导致股市波动加剧



首席投资官建议：

我们将日本股市评级从超配下调至中立。在日元走强的情况下，日本股市可能会出现一些波动。我们更看好以国内为导向的行业，如金融业、日本企业改革的受益者，以及定价能力强的优质消费股和增长股。



新兴亚洲

处于转折点，市场对风险有更深入的了解

在关税悬而未决、通货紧缩和针对性刺激政策的背景下，中国仍是2025年第二季度新兴亚洲市场波动的核心。为期90天的中美贸易休战协议到期可能会带来不确定性，美国对中国商品征收高达60%关税的威胁迫在眉睫。与此同时，生产者价格同比下滑至-2.0%，凸显了生产者利润的疲软和需求方面的谨慎态度。中国官方采取了有针对性的刺激措施--将存款准备金率下调50个基点，支持中小企业贷款，并承诺新基础设施以稳定市场。

展望2025年第三季度，新兴亚洲市场股市处于转折点。虽然该地区面临外部不利因素，主要为贸易紧张局势加剧和全球债券市场持续动荡，但其中许多风险已被决策者更好地理解、定价或积极应对。我们采取谨慎立场，倾向在派息股和优质中国科技/人工智能股采取杠铃策略。

各地区增长情况不同

由于国内需求坚挺，印度的经济增长优势可能持续，而中国市场信心脆弱，其2025年实际GDP增长预计为4.6%。东盟的增长也将放缓，这反映了全球贸易放缓、出口下降和中国的溢出效应。

通过渐进式刺激政策稳定中国增长

随着工业产出、零售业销售和固定资产投资出现触底反弹的迹象，中国的国内生产总值增长有望趋稳。然而，由于消费者情绪和投资疲软，私人领域仍持谨慎态度。在购房者信心低迷的情况下，房地产领域仍是主要拖累因素。地方政府财政仍然面临压力。

在这种情况下，中国政府承诺采取积极的财政政策，2025年地方政府债券额度（约4万亿元人民币），将用于资助基础设施、绿色项目和技术。尽管货币政策的传导效果较弱，在贷款市场报价利率和存款准备金率下调的同时，货币政策也日趋宽松。鉴于中美贸易协议达成的可能性日益增加，“财政火箭筒”不太可能出现。

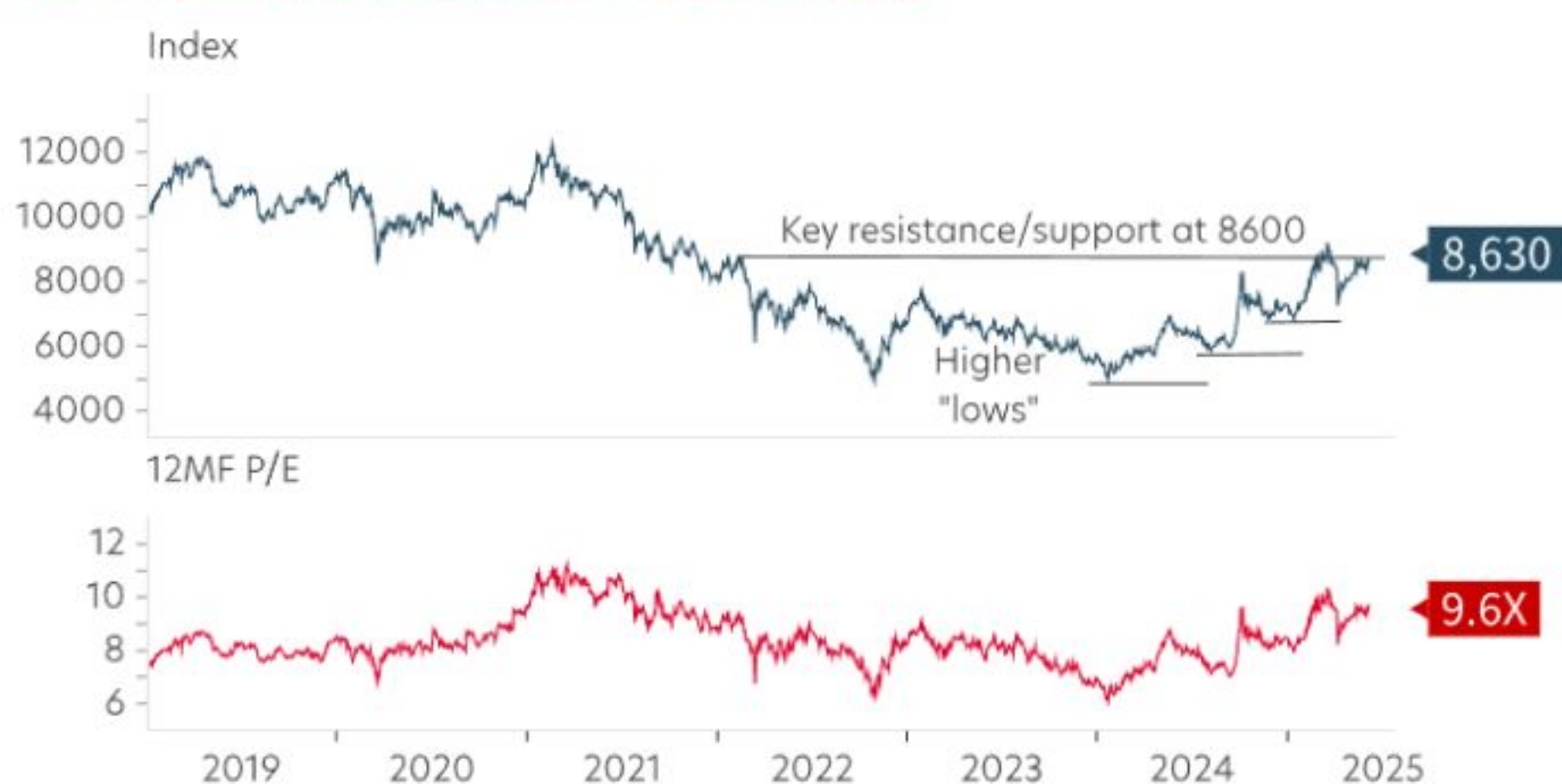
中国盈利增长稳健，估值具有吸引力

在人工智能和科技乐观情绪的推动下，恒生中国企业指数（HSCEI）混合12个月预期每股盈利同比增长约8%（截至6月6日）。在宏观背景改善的情况下（图1），12个月预期市盈率为9.6倍，与全球同行相比，其估值仍有很大的扩张空间。

市场定位

美联储放松货币政策可能会推动外资流入新兴亚洲市场，从而支持亚洲外汇市场。总体而言，我们重申对坚挺的中国派息股和消费股，以及人工智能相关股的偏好（图2）。

图 1: 恒生中国企业指数--技术面良好



资料来源：彭博社，大华私人银行

图 2: 继续关注中国的长期增长领域（如：人工智能）



首席投资官建议：

我们对新兴亚洲市场股市保持超配观点，尤其是中国。在估值水平不高的背景下，美元走弱和美联储放松政策可能会推动更多外资流入新兴亚洲市场。我们重申对中国派息股和消费股，以及人工智能相关股的偏好。



固定收益

发达市场投资级债券	19
发达市场高收益债券	20
亚洲新兴市场投资级债券	21
亚洲新兴市场高收益债券	22





发达市场投资级债券

纳入防御性溢价

以彭博美国企业债券指数（Bloomberg US Corporate Bond Index）为代表的发达市场投资级债券今年迄今（截至6月6日）的总回报率（美元）为+2.0%。在“解放日”冲击之后，市场情绪趋稳，信用利差有所回升。然而，由于关税方面的不确定性和美国财政状况恶化，美国国债收益率已上升。

随着特朗普关税和美国长期财政健康状况成为焦点，美国的例外论也得到了喘息。具体而言，对贸易保护主义和关税引发的通胀担忧导致了普遍的避险情绪，交易员正在减少长期头寸。市场已对国债收益率曲线部分熊市陡峭化进行了重新定价，10年期与2年期、30年期与10年期国债收益率利差分别扩大了16个基点和31个基点。

展望未来，我们预计美联储将通过逐步放宽货币政策应对劳动力市场担忧。大华银行环球经济与市场研究团队预计，2025年第三季度将降息一次（25个基点），接着在第四季度两次降息25个基点。

虽然信贷息差有所收窄，但与2025年初的水平相比，仍然偏高。与更高的国债收益率相比，投资级债券的整体收益率仍处于对收益投资者来说具有吸引力的水平。在关税不确定性依然存在的情况下，我们倾向防御性行业的优质债券，这不仅能对冲广泛的风险规避情绪，还能带来票息收益。我们对发达市场美元投资级债券维持超配观点。

首席投资官建议：

总体而言，我们对发达市场美元投资级债券维持超配观点。我们倾向防御性行业票息收益具有吸引力的优质债券。

固定收益年初至今的表现

美元总回报指数（重定基准，2025年初 = 100）



资料来源：彭博社，大华私人银行



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

今年迄今，发达市场高收益债券的走势犹如过山车，因为在特朗普总统的关税政策冲击下，风险资产出现广泛抛售。随着风险情绪恢复，发达市场高收益债券信用利差（以彭博美国企业高收益债券指数为代表）从4月份的高峰收窄了约150个基点。债券少量的供应和良性违约率也为发达市场高收益债券提供了技术支撑。总体而言，票息收益和利差压缩有助推动发达市场高收益债券今年迄今总回报（美元）达+3.0%（截至6月6日）。

尽管如此，经济增长放缓、降息延迟以及不同评级之间的信用利差差异进一步缩小，都将在2025年剩余时间对发达市场高收益债券构成不利因素。我们预计，美联储的观望立场最终将导致美国劳动力市场疲软，并拖累美国国内生产总值增长。

大华银行环球经济与市场研究部对2025年GDP同比增长预测为1.0%（2024年：同比增长2.8%），证实了这一观点。

这可能使信贷风险偏向下行，周期性行业最容易出现利差扩大。

就估值而言，目前发达市场高收益债券信用利差约为300个基点，比10年平均利差410个基点小。在当前时刻，投资者应优先考虑信用风险，重点关注能够充分抵御宏观经济冲击和调整的信贷。首选行业包括公用事业、电信和大型金融企业。

总体而言，我们对发达市场美元高收益债券维持低配观点。

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。风险回报仍然不对称，信用利差扩大构成巨大的下行风险。

美国关税政策冲击后，信用利差大幅收窄



资料来源：彭博社，大华私人银行



亚洲新兴市场投资级债券

严峻宏观背景下的一片相对净土

亚洲新兴市场投资级债券从最初的“解放日”冲击中恢复过来，年初至今的总回报率达到+2.7%（截至6月6日）。由于2025年上半年信用利差大幅波动，利率和票息收益成为主要的回报驱动因素，目前已恢复中立。

展望未来，我们将密切关注关税新闻以及价格转嫁到终端消费者的影响对全球需求的影响。亚洲以出口为导向的市场可能更容易受到全球增长放缓的影响。与此同时，亚洲新兴市场投资级债券发行者的基本面仍然良好，应能部分抵消一些宏观不确定性。我们还认为，在这种情况下，美国国债收益率的下降可以缓解信用利差上升的压力。

我们预计，亚洲新兴市场投资级债券将是相对的避风港，能满足投资者稳定投资组合和分散投资的需求。

在这一领域，我们仍然偏好亚洲（包括日本）金融企业、部分以亚洲市场为主的寿险公司、准主权/战略性国有企业，以及防御性消费企业。

我们仍看好部分中国TMT企业和以国内消费为目标的发行者。关税紧张局势可能会促使重振地方经济和促进家庭消费需求的政策。东盟地区的龙头企业和准主权企业也会带来有吸引力机遇。总体而言，我们对亚洲新兴市场投资级债券维持超配观点。

首席投资官建议：

我们对亚洲新兴市场投资级债券维持超配观点。我们仍然偏好亚洲金融企业、部分以亚洲市场为主的寿险公司、准主权/战略性国有企业，以及防御性消费企业。

固定收益年初至今的表现

美元总回报指数（重定基准，2025年初 = 100）



资料来源：彭博社，大华私人银行



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

以彭博亚洲美元高收益债券指数（Bloomberg Asia USD High Yield Bond Index）为代表的亚洲新兴市场高收益债券在 2025 年继续保持良好走势，年初至今（截至 6 月 6 日）的总回报率（美元）为 +2.8%。信用利差已从 4 月份的峰值大幅收窄至 487 个基点（截至 6 月 6 日），因为贸易紧张局势缓和导致波动大幅减少。

宏观经济的不确定性影响了市场情绪，而美国国债收益率的上升可能给高收益债券发行者带来高昂的再融资成本。虽然亚洲新兴市场可从贸易绕道中受益，G7 经济体经济增长放缓的二级影响仍可能导致亚洲新兴市场信用利差扩大。

尽管如此，对有吸引力的整体收益的强劲需求和有利的供应技术，应能使亚洲新兴市场的高收益债券获得良好支撑。

在定位方面，谨慎和严格筛选仍是我们在亚洲新兴市场高收益债券的策略。我们主张采用严格的自下而上分析方法，以降低高收益债券领域的信贷风险。

总体而言，我们倾向评级较高和较成熟的BB评级信贷，以更好地抵御潜在的信用陷阱和特殊风险。我们对亚洲新兴市场高收益债券维持中立观点。

首席投资官建议：

我们对亚洲新兴市场高收益债券维持中立观点。我们看好部分东盟基础设施、印尼公用事业和印尼房地产信贷。

亚洲新兴市场债券利差已收窄，但与美国关税冲击前相比，仍处于较高水平



资料来源：彭博社，大华私人银行



大宗商品

贵金属	24
布伦特原油	25
基本金属（LME 铜）	26



贵金属

黄金价格受避险需求和央行强劲配置支撑

黄金仍然是我们在大宗商品中最乐观的资产，在宏观经济利好因素和央行强劲需求的支撑下，预计在 2025 年第三季度保持上涨趋势。

几大长期利好因素强化了黄金的持续涨势。首先，在短暂的盘整后，美元延续跌势，美元指数（DXY）再次跌回 100 点以下。美国总统特朗普再次威胁要征收更高的贸易关税，这次是针对欧盟，引发了美元最新一轮的抛售。今年迄今，美元的抛售推动了黄金的涨势。

其次，中国对黄金的强烈需求依然不减。在中国人民银行上调进口配额后，中国 4 月份非货币黄金每月进口量猛增 73%，达到 127 公吨，创一年来新高。

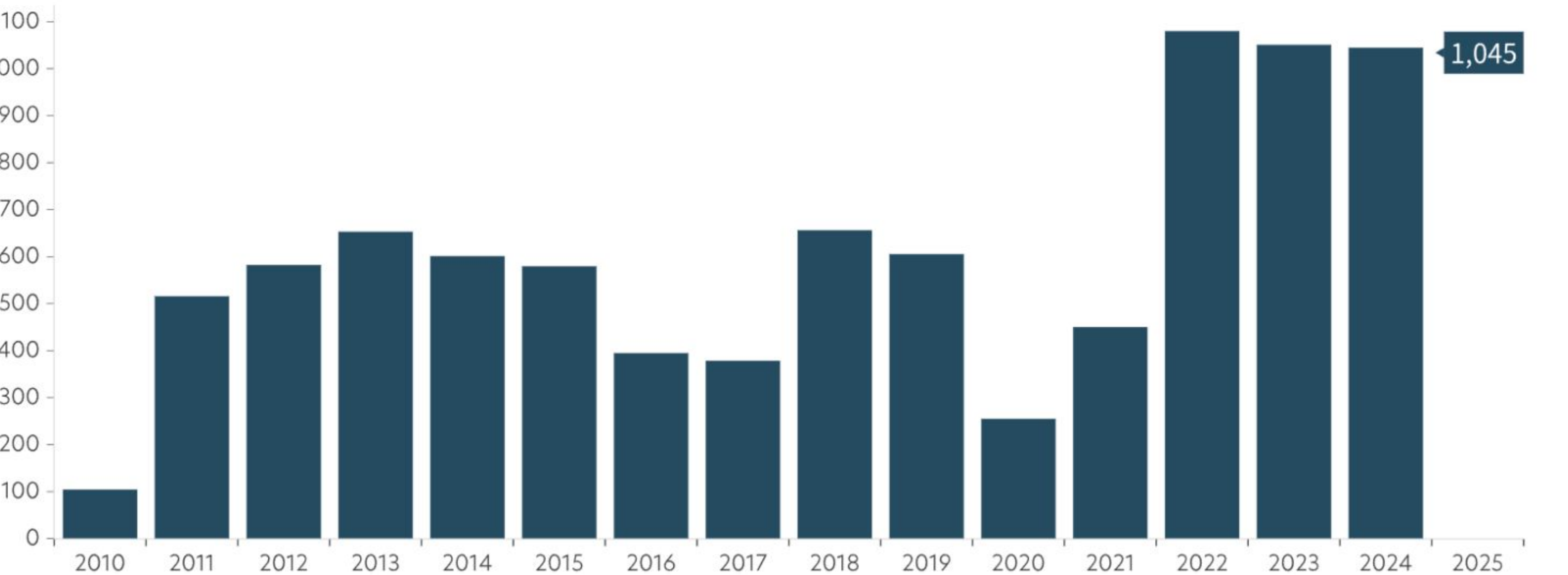
第三，纽约商品交易所和上海期货交易所黄金期货关键仓位仍保持净多头。事实上，上海期货交易所的黄金净多头头寸继续增加，同时有证据表明中国国内对黄金交易所挂牌基金（ETF）的兴趣日益增长。

这些因素强化了持续强劲的避风港需求和央行的强劲配置，重申了我们对黄金的长期积极展望。

我们重申我们的积极预测：

商品	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
黄金 (美元/盎司)	3,400	3,500	3,600	3,700

央行年度净购买量使全球黄金需求保持强劲（公吨）



资料来源来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议：

我们对黄金维持超配观点，避险需求和央行的持续配置将支撑金价继续上涨。美元的持续疲软为黄金价格带来进一步支撑。



布伦特原油

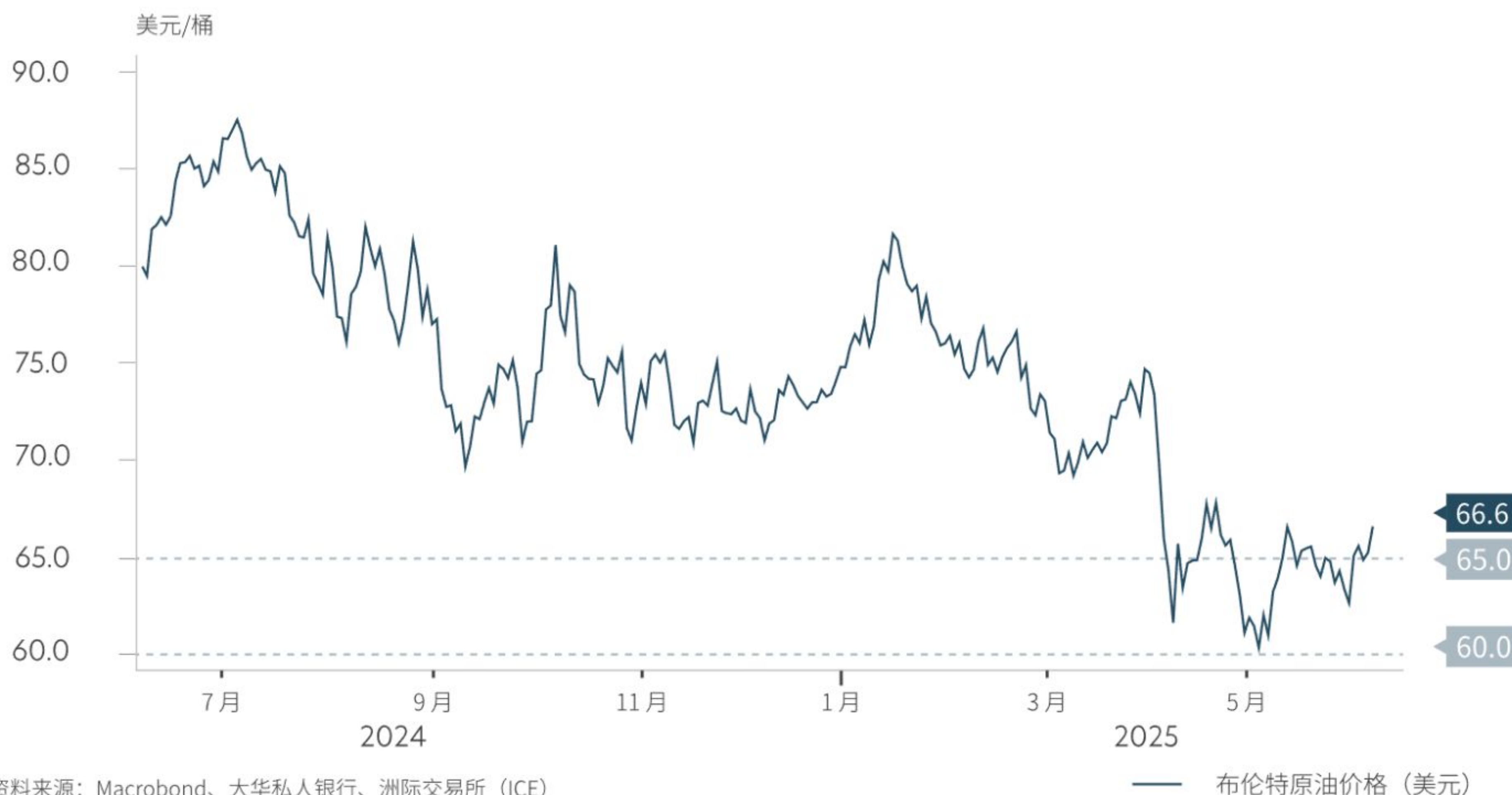
欧佩克+ 恢复供应步伐加快是一大不利因素

随着 2025 年的到来，沙特阿拉伯对欧佩克+逐步恢复石油产量的做法越来越不耐烦，该集团的战略已从稳定价格转向重夺市场份额。沙特阿拉伯现在的目标是在年底前完成这一目标，这促使 7 月份连续第三次增产 41.1 万桶/日，使恢复的总产量达到 140 万桶/日。此外，美国现在是世界最大的原油生产国。

虽然供应压力增加影响了市场情绪，布伦特原油价格已飙升至每桶 70 美元以上，并在近期出现一些趋稳迹象。这或许反映，在以色列袭击伊朗核设施的消息传出后，中东紧张局势升温，地缘政治风险溢价开始显现。然而，在 2024 年，以色列和伊朗之间的冲突对原油价格的影响有限。因此，我们不会对布伦特原油价格预测作出反射调整。

商品	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
布伦特原油 (美元/桶)	65	60	55	55

布伦特原油价格将稳定在约 60-65 美元/桶。



资料来源：Macrobond、大华私人银行、洲际交易所（ICE）

首席投资官建议：

首席投资官建议：我们对布伦特原油保持中立观点。尽管地缘政治发展存在上行风险，2025 年剩余时间内，预计布伦特原油价格将稳定在 60-65 美元/桶的较低端。



基本金属（伦敦金属交易所铜）

关税不确定背景下COMEX的库存积压是不可持续的

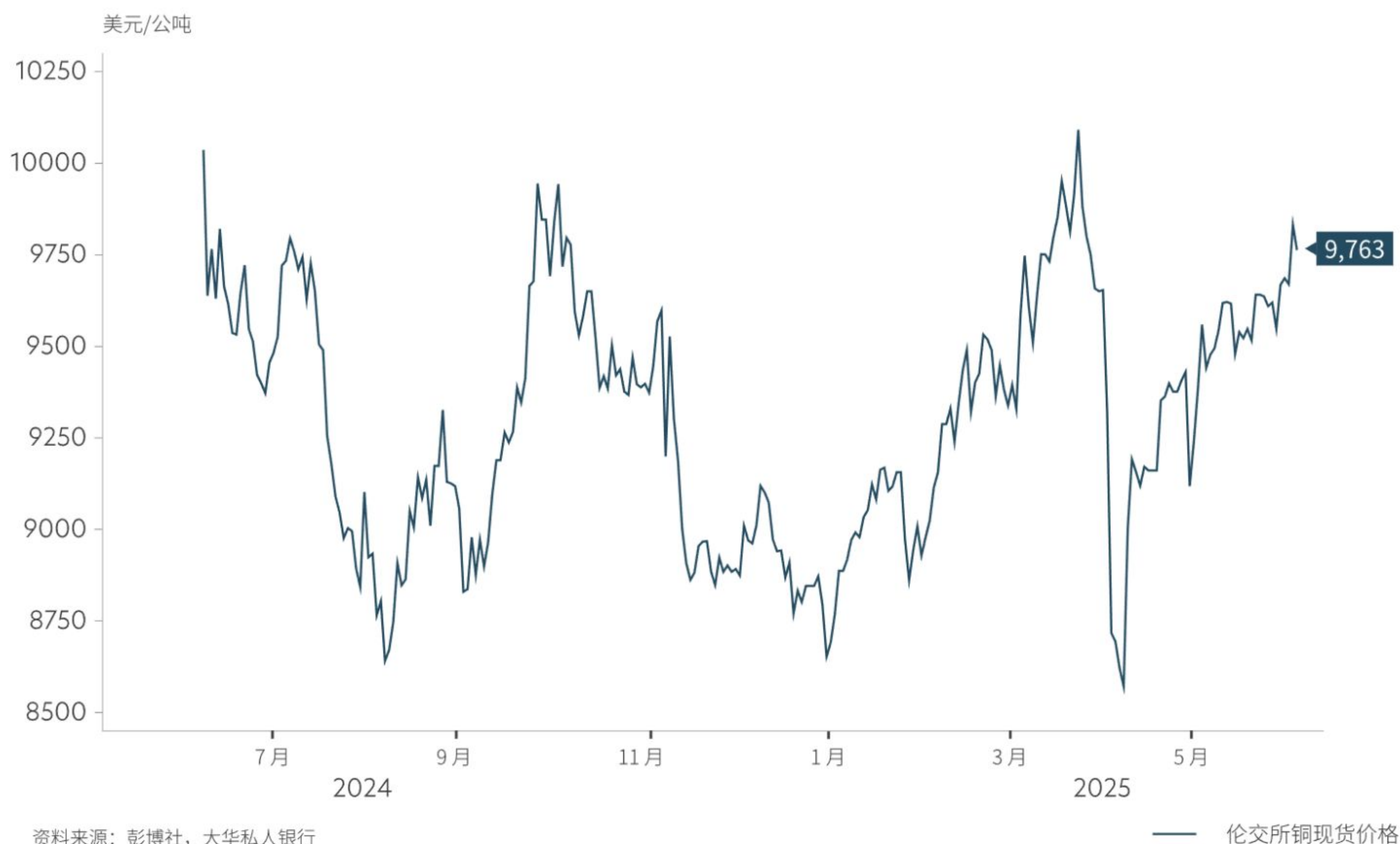
由于投资者担忧特朗普总统可能会将贸易关税扩大到铜进口（尽管没有官方迹象），纽约商品交易所的铜库存继续大幅增加。这种预防性囤积维持了 COMEX 铜相对于 LME 铜的溢价，在计入运输成本后，打破传统套利预期。由此造成的市场失调使铜短期流动性收紧，推高了 LME 现货价差和中国的洋山溢价。

在与美国的贸易关系持续紧张的情况下，中国也在囤积铜，进一步加剧了近期的供应压力。

尽管如此，COMEX 的库存积压是不可持续的，促使我们对 LME 铜的展望为谨慎悲观，更新的预测如下：

商品	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
铜 (美元/公吨)	9,500	9,000	8,500	8,500

铜库存增加导致价格涨幅逐渐减弱



首席投资官建议：

我们对基本金属（LME 铜）维持低配观点，因为我们预期在美国潜在贸易关税前的预防性囤积将会消退。COMEX 铜库存的增加是不可持续的，促使我们对 LME 铜的展望为谨慎悲观。



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

货币

美元	28
欧元	28
人民币	29
日元	29
澳元	30
新元	30



美元

未来几个季度，美元指数（DXY）预计跌破 100

全球贸易战极有可能在 2025 年下半年开始缓和。因此，撤出美国资产的步伐或放缓，从而减少美元下行压力的主要来源。尽管如此，随着关税相关风险减弱，货币政策考量可能再次成为焦点。我们预计美联储将在暂停九个月后继续放松货币政策--而其他十国集团央行渐渐结束宽松周期-- 这可能会再次缩小美元利率差异，对美元构成下行压力。总体而言，前者可能会占据主导地位。我们还注意到，十国集团的美元期货净空头头寸可能已在短期内见顶。我们维持美元指数继续下行的观点，并更新了隐含预测。

外汇货币	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
美元指数	99.4	98.4	97.4	96.5

美元指数的贡献因素



欧元

欧元兑美元汇率差预期好转并维持上升趋势，但步伐可能会放缓

在过去的几个月里，当去美元化猜测开始升温时，欧元成为直接受益者，于4月份触及 1.1573 的高点，为 2021 年 11 月以来最高。对欧元走势的乐观情绪也反映在期权市场上，欧元兑美元看涨期权的溢价相对于看跌期权的达到了自2020年3月疫情高峰以来的最高水平。出于同样的原因，如果去美元化主题与关税风险同时消退，市场对欧元的兴奋情绪可能会有所降温。虽然欧元兑美元汇率差的预期回升或使欧元兑美元的上升趋势保持不变，其步伐可能会放缓。总体而言，我们对欧元/美元的最新预测将欧元定位为今年表现最佳的主要货币之一。

外汇货币	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
欧元/美元	1.14	1.15	1.16	1.17

欧元兑美元汇率差异可能使欧元兑美元保持升势，但其步伐可能放缓





人民币

贸易不确定性、国内经济增长持续放缓，以及 "适度宽松" 的政策立场，可能会将人民币汇率固定在每日中间价的弱势端

2025 年第二季度，美元兑人民币从 7.35 的心理关口回落至 7.17 的低位，这一水平上一次出现为 2024 年 11 月。在当前约 7.20 的水平（截至 5 月 30 日），市场已消化了特朗普 2.0 关税的大部分风险溢价。美元兑人民币已从 4 月初贸易紧张局势爆发时的 +2% 上限（固定汇率）回归到每日固定汇率。从目前来看，在 8 月 13 日关税休战到期前达成贸易协议的不确定性、国内经济增长持续放缓，以及中国人民银行“适度宽松”的政策立场，可能会将人民币汇率固定在每日中间价的弱势端。市场预期美国对中国的最终关税将高于其他国家，为 CFETS 人民币汇率指数持续疲软和亚洲外汇市场的表现不佳奠定基础。短期内，我们对人民币保持谨慎态度，预计在 2025 年第三季度美元兑人民币将走高。

外汇货币	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
美元/人民币	7.26	7.22	7.18	7.12

人民币面临贬值压力，因市场预期美国对中国最终关税水平将高于其他国家。



日元

美联储和日本央行的货币政策分化将使美元/日元维持下行趋势

截至 5 月 29 日，美元兑日元已从 2025 年第二季度初的约 150 跌至 145，反映美元兑日元汇率差缩小。尽管美国 10 年期国债收益率已升至 4.5%，反映出美国财政忧虑加剧，日本 10 年期国债也从解放日的低点约 1.1% 强劲反弹至 1.5%（截至 5 月底），此前一系列日本长期国债拍卖的投资者需求低迷。我们仍预计，美联储（放松）和日本央行（收紧）之间的货币政策分化将使美元/日元维持下行趋势。尽管如此，日本央行将加息推迟至 2025 年 9 月和 2026 年第一季度，或使日元未来走强势头有所放缓。

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

美联储和日本央行的货币政策分化将使美元/日元维持下行趋势





澳元

美元普遍走软，贸易谈判逐步取得进展，市场持谨慎乐观态度

澳元/美元在解放日关税暂停 90 天后出现 V 型反弹，自 4 月中旬以来主要在 0.6350 至 0.6500 之间盘整。即使在美元广泛走软的情况下，中美 5 月达成的 90 天关税削减协议也未能激发澳元/美元向上突破。这反映出投资者对中美贸易谈判的进一步进展的谨慎态度。澳大利亚储备银行（RBA）的鸽派降息，以及该行考虑更大幅度地降息半个百分点，都对澳元造成了影响。

总体而言，我们重申对澳元/美元的谨慎乐观看法，前提是美元广泛走软和贸易谈判逐步取得进展，但全球贸易放缓可能导致澳元今年落后于十国集团的货币。

外汇货币	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
澳元/美元	0.64	0.65	0.66	0.67

美元普遍走软，贸易谈判逐步取得进展，市场持谨慎乐观态度



新元

政策进一步放宽或使新元名义有效汇率开始走低

在美元普遍疲软和避险资金流入新加坡的情况下，美元兑新元跌破了 1.30 的心理关口，并在 5 月底触及 1.2802 的 8 个月低点。今年迄今，新元兑美元已上涨近 6%，成为表现最好的东盟货币。根据我们的估计，新元名义有效汇率

（S\$NEER）目前比政策中间轴高出约 1.8%（截至 5 月 30 日），接近其 2.0% 的上限，这限制了新元兑美元和 S\$NEER 篮子中其他货币的进一步升值潜力。

我们预计新加坡金融管理局（MAS）将在 7 月通过下调坡度进一步放宽政策，这可能会促使新元名义有效汇率开始走低。因此，我们预计未来几个季度，美元/新元将在 1.30 水平附近盘整。

外汇货币	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
美元/新元	1.30	1.29	1.29	1.28

经过一段时间的超出大盘表现后，预计短期内将出现盘整



查看更多信息



go.uob.com/mio2025

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码：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