

2026上半年投资展望

应对全球分歧



目录

03 首席投资官评论

13 投资组合策略

16 股票

24 固定收益

33 大宗商品

34 外汇货币

37 另类投资

首席投资官评论



2026年展望

引言

全球投资格局步入新阶段，由经济复苏的结构性转变、技术创新和市场改革塑造。投资者面临复杂的环境：不均衡的增长模式、变革性技术和不断演变政策框架相互交织，既创造了机遇，也带来了风险。

我们的展望突显三大关键主题：美国复苏呈现K型特征，人工智能(AI)蕴含机遇与风险——包括其在实体经济应用的下一个前沿，以及放眼全球的必要性，其中新兴市场、中国和新加坡提供差异化的投资前景。

K型经济格局

美国经济复苏仍呈现明显的K型特征，由两极分化标志：一方面企业利润和人工智能相关资本支出蓬勃增长，另一方面低薪阶层持续疲软。

就业较疫情期间滞后约5个百分点，而工资通缩对低收入群体冲击最严重，加剧了家庭间的情绪分化。不过，受益于财富效应的高收入群体支撑了消费水平。

这种动态具有抑制通胀的作用，为美联储在2026年进一步降息铺平道路，且不会引发经济过热风险。对投资者而言，当前环境有利于延长债券组合久期，聚焦于能抵御需求波动的领域——例如人工智能基础设施和利基消费板块——同时避开与全球贸易或低收入群体消费密切相关的深度周期性行业。

人工智能:从数码化到实体化

人工智能持续占据头条，但舆论焦点正从炒作转向商业化。当前市场更青睐能展现切实盈利贡献的企业，而非仅有模糊路线图的公司——这从激进扩张、债务融资的人工智能资本支出企业的股价回调中可见。尽管美国在创新方面领先，中国政策驱动的人工智能战略正在数据、计算和部署层全面加速推进。

最具吸引力的机遇存在于瓶颈领域——人工智能芯片、高带宽内存及电力基础设施——这些领域的供应仍显紧张。在软件之外，人工智能的下一阶段是“物理智能”，通过无缝接口、自主系统和移动解决方案将认知能力植入现实世界。这场硬件复兴涵盖半导体、传感器、电池和机器人技术，其驱动力来自人口结构变化，以及增强人类感官的需求。风险包括高资本支出和监管障碍，但结构性增长潜力似乎相当可观。



放眼全球:新兴市场(中国)与新加坡

随着竞争格局演变，全球化布局仍至关重要。中国作为制造业与创新中心的崛起，体现在其《财富》全球500强企业数量持续增长，以及在电动车和电信等领域的领导地位。海外扩张为中国企业带来利润率提升，并降低了对国内周期的敏感度——目前沪深300成分股企业海外收入占比已突破11%。与此同时，新加坡股市正在新加坡金融管理局50亿元的证券市场发展计划的支持下，处于改革引领的上升阶段初期。双重上市和做市激励等措施旨在释放价值并吸引全球资本。凭借低估值和机构持仓较轻的优势，新加坡股市表现有望向好，尤其受益于公司治理改革和全球货币宽松政策的银行、房地产投资信托及工业板块。

结论

投资者应为一个由不均衡增长、技术颠覆和全球资本流动变化所定义的世界做好准备。在美国呈现K型复苏的背景下，在通缩和政策宽松环境中，风险资产仍值得采取建设性立场。人工智能仍是长期驱动因素，但选择性至关重要——应聚焦于货币化领导者和实体人工智能赋能者。最后，全球配置中国、新兴市场及新加坡市场可实现多元化布局，同时把握结构性改革与竞争优势带来的机遇。在此环境下，通过平衡久期、质量与主题性增长的纪律性投资组合构建，将成为把握上行空间并应对波动的关键。



K型经济 繁荣失衡

美国复苏呈现K型特征

关于美国经济复苏呈现K型特征的讨论尚显不足：企业利润、资产价格及人工智能相关资本支出正蓬勃增长，而消费经济的大部分领域及低薪阶层却举步维艰。

这种组合无疑具有通胀减缓的作用，为美联储在2026年进一步降息奠定了基础，并具有深远的投资影响，具体将在后文阐述。

K型意味着什么？

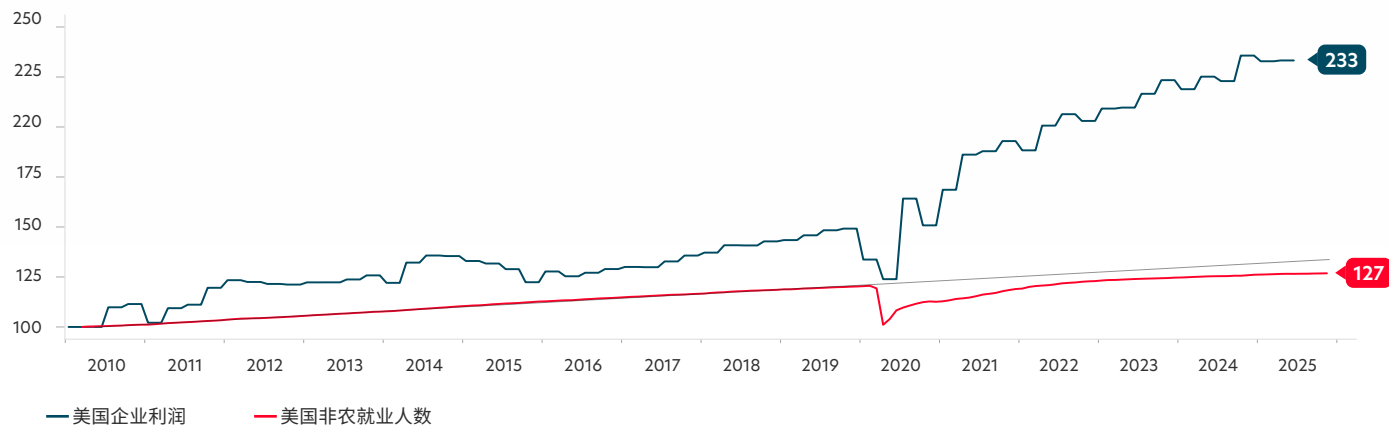
值得注意的是，自疫情以来美国企业利润的增长呈现“无就业增长”特征。企业利润实现大幅增长，但美国就业水平仍比疫情期间低约5%。

此外，低薪行业在享受了疫情后劳动力短缺带来的优势后，经历了最剧烈的工资通缩。这同样体现在高收入群体与低收入群体消费情绪的分化上。在此背景下，在强劲财富效应的支撑下，高收入群体的消费可能为美国经济提供有力支撑。

最后，过去两年的经济扩张异常依赖科技投资，而该领域仅占国内生产总值的4.5%。相比之下，美国69%的经济活动源于消费支出。综合来看，K型复苏抑制了整体通胀，使美联储在2026年更容易降息，而无需担心美国经济过热。

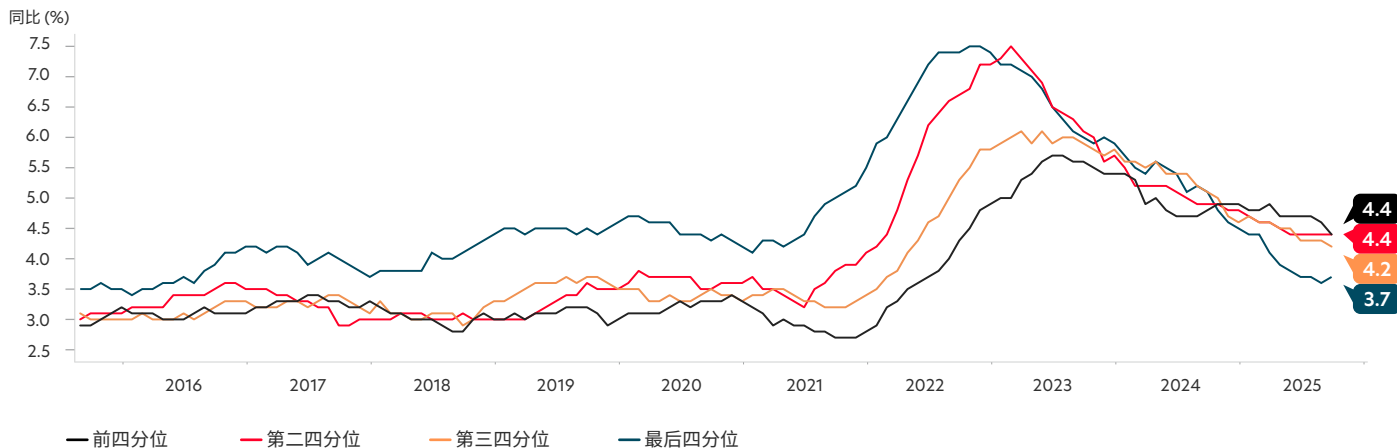
美国出现无就业的利润繁荣

重新基准化, 2010年=100



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

工资通缩, 低收入群体感受最为明显



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

政策与利率:K型复苏指向更宽松的货币环境

美联储路径:继2025年12月降息25个基点后,美联储点阵图显示2026年仅会降息一次,幅度低于预期。鉴于美国劳动力市场的疲软状态,以及通胀持续放缓,我们的经济团队预计2026年将降息两次,使联邦基金利率目标区间上限在2026年第三季度末降至3.25%。

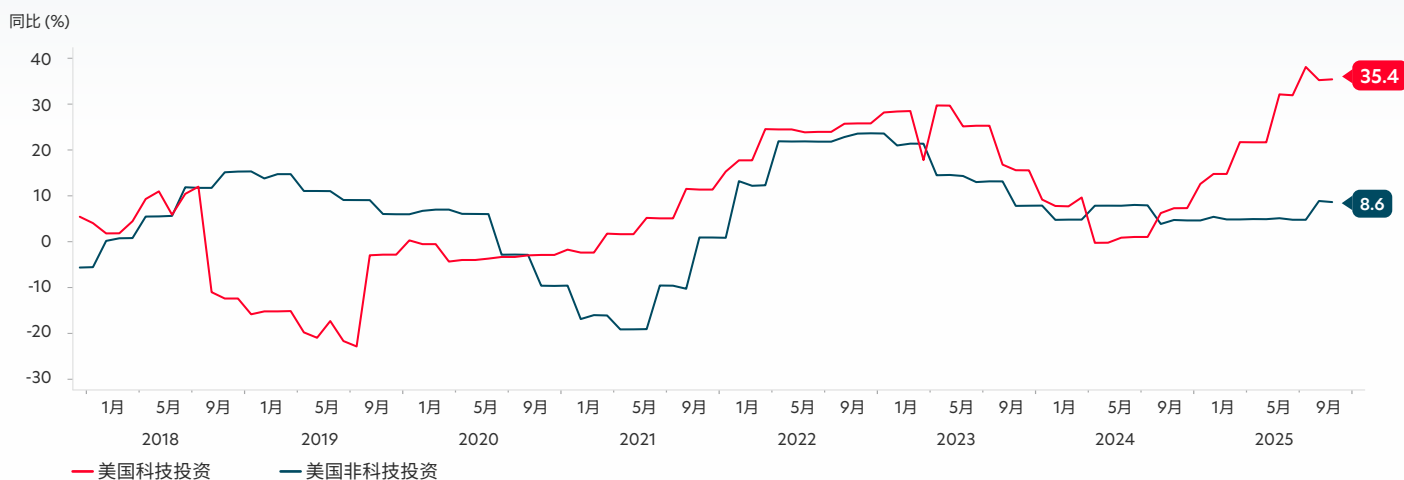
延长久期:我们建议将债券组合平均久期从之前的3-5年,提升至5-7年,尤其当长期收益率攀升时(即美国10年期国债收益率升至约4.5%)。

投资启示

在投资策略方面,利率下行增加了人工智能领域赢家(包括公用事业股)的超额回报可能持续更久的可能性。我们看好人工智能瓶颈领域——芯片设计、存储器和光刻技术领域的企业。具备定价能力且订单积压明确的能源及其他人工智能基础设施企业仍具投资价值。

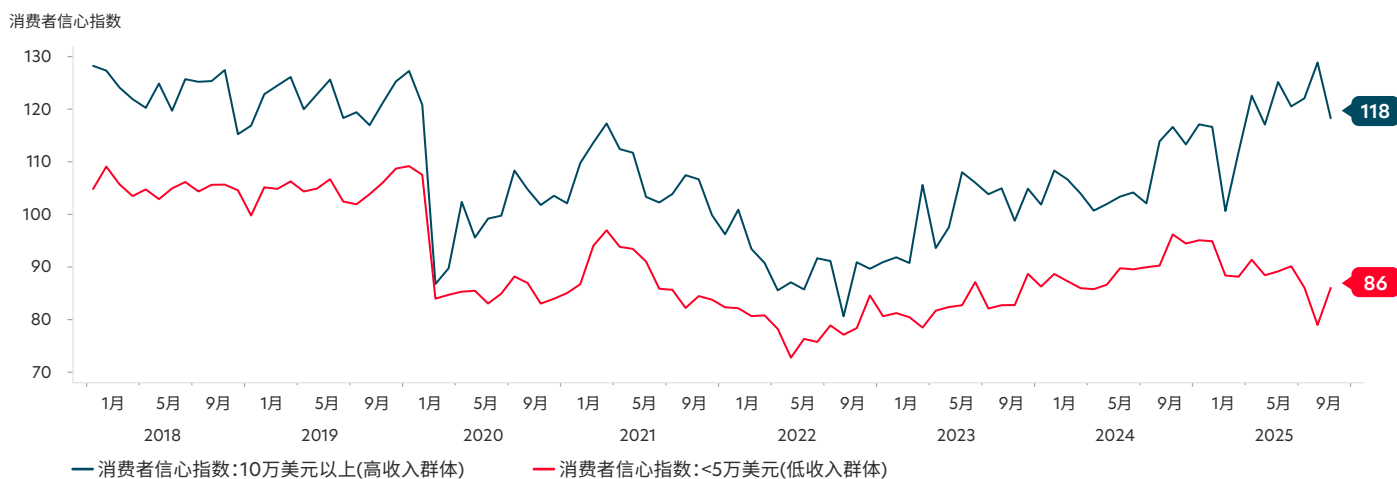
某些利基消费领域将受益于利率下调及高收入群体在强劲财富效应推动下的消费支出。我们避开与全球贸易和关税密切相关的深度周期性行业,以及高度依赖低收入消费者需求的企业。

K型资本支出



资料来源:彭博社,大华私人银行

美国消费者信心的分化



资料来源:US Morning Consult,彭博社,大华私人银行

人工智能 机遇与挑战

周期与纪律

人工智能正遵循经典技术发展周期：用户增长集中在前期，而随着网络效应和依赖性增强，盈利能力则在后期逐步显现。市场焦点已从“宣布人工智能”转向“验证人工智能”，更青睐能量化利润贡献而非仅有模糊路线图的企业。在近期行业论坛及财报表述中，盈利能力已成为核心议题——投资者正通过智能工作流程和生产力提升来测算切实回报。私募市场数据印证了这一转变：资本正涌向具备规模优势和运营纪律的团队，而非仅凭炒作。

表面之下的泡沫担忧

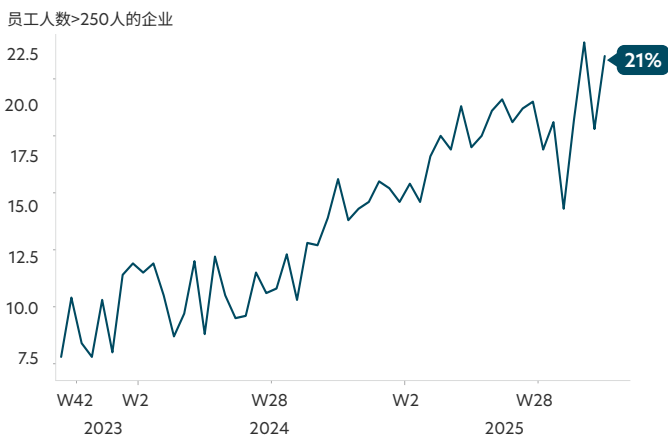
技术本身真实可靠，但当前的狂热主要源于前所未有的资本支出和杠杆操作。市场轮动已显现：Meta在将2025年资本支出上调至700亿至720亿美元后，股价单日暴跌11%，这表明投资者不会为缺乏明确回报的激进支出买单。

甲骨文因债务融资的AI数据中心建设遭遇重挫，其故事已演变为“用业绩证明”的交易，市场质疑其投资回报率和利润率的可持续性，尽管订单积压规模庞大。

《玩家2》：中国

尽管美国在前沿创新领域仍占据领先地位，中国正通过政策驱动的协同推进，在人工智能栈(数据、计算、部署)显著提升执行速度与资源配置效率——这一切都得到了国家层面的有力支持。

未来6个月的AI采用率



资料来源:美国人口普查局, 大华私人银行

我们认为，私营模式企业面临的风险高于现金流充沛的上市公司：OpenAI的发展路径显示它在巨额现金消耗下仅能在2030年前后实现实质性盈利，而Anthropic虽预计更早实现盈亏平衡(约2027-28年)，仍需持续投入巨额资金。我们预计，市场将在2026年容忍用户增长优先于盈利的局面，但到2027年必须明确展现人工智能的盈利能力，否则投资者将撤离前景不明的领域。

布局瓶颈领域

最具韧性的机遇存在于供应紧张的领域：人工智能芯片、高带宽内存(HBM)、电力/公用事业，以及设备/工业领域。HBM已成为加速器的稀缺燃料，重塑着DRAM的领导地位和利润池格局。在基础设施方面，人工智能数据中心的负载已成为关键制约因素：到2035年，美国与人工智能相关的电力需求可能激增30倍，使得电网容量、互联互通和现场发电成为回报的关键。

结论

短期宏观影响有限：前瞻性研究表明未来十年生产率/GDP将获得小幅累积提升，这意味着人工智能在改善福利(节省时间、提升服务质量)方面的作用大于解决主权资产负债表困境——它并非债务问题的灵丹妙药。投资组合要点：超配瓶颈领域(人工智能芯片、高带宽内存、先进封装技术、电网互联公用事业、电力设备)，坚持要求企业披露人工智能商业化指标，并持续投资于中国协同推进的人工智能战略。

估值与盈利增长超越互联网泡沫时期

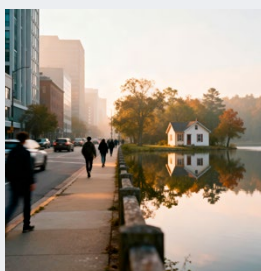


— 每股盈利 — 市盈率

人工智能的下一阶段:物理智能

我们预计，人工智能将突破屏幕与算法的局限，迈向实体世界。这场物理人工智能的进化将重塑人类的生活方式、工作模式及与技术的互动。三大核心主题正在塑造这一未来：

- **无摩擦技术：**未来的交互界面将以听觉、感官和直觉为基础，用语音、手势和环境提示取代键盘与触摸屏。住宅、办公室和车辆将无缝响应人类意图。OpenAI称之为“第三核心设备”，它能提供“平和宁静”的生产力体验，摆脱那些让我们不堪其扰的嘈杂通知。这一变革将推动先进传感器、麦克风、触觉反馈系统及具备实时处理能力的边缘AI芯片的需求增长。



无需触碰，无需屏幕。
OpenAI的“第三核心设备”旨在带来宁静与平和。

- **隐形科技：**物理人工智能将代替重复性低价值任务——清洁、维护和补货——无需人工干预。机器人与自主系统将在背后默默运作，重塑物流、酒店业及家庭自动化。想象晚餐后直奔电影院的场景——人工智能正悄然自动清理餐桌、清洗碗碟，并重新布置家居环境，而您无需动手。这些解决方案需要高效电池、精密执行器和专用集成电路来实现大规模性能。



承担繁重工作。

[了解更多](#) >

- **移动技术：**随着发达市场及中国人口老龄化加剧，移动性已成为经济发展的必然需求。物理人工智能将通过外骨骼、智能可穿戴设备及康复器械增强人类力量与耐力。工业应用将减少工伤事故，延长经验丰富劳动力的生产力。该主题需要轻量化材料、高能量密度电池、先进的存储模块，以及AI加速器，以实现实时运动控制。



活力安老。Kenqing等企业助长者强健生活。

[了解更多](#) >

投资启示

物理AI不仅是软件层面的故事——它更是一场硬件复兴。上述所有主题都依赖半导体、传感器、电池和专业制造能力的基础支撑。关键机遇包括：

- **半导体：**边缘计算专用集成电路与AI加速器。
- **能源存储：**适用于机器人与可穿戴设备的高密度电池。
- **传感器与执行器：**视觉、激光雷达、触觉反馈及运动系统。
- **存储与连接：**用于实时人工智能处理的低延迟模块。

增长驱动力：人口老龄化、劳动力短缺及自动化需求。

风险：高资本支出、供应链限制及法规采用曲线。

物理人工智能标志着一场结构性转变——从数码便利转向物理赋能。投资者应关注在机器人硬件、半导体设计和先进能源系统领域进行创新的企业，这些领域将成为未来十年人工智能驱动增长的基石。

放眼全球 中国股票

尽管贸易不确定性持续存在，我们仍然认为中国企业的全球扩张仍是重要的投资主题。

增长与盈利能力

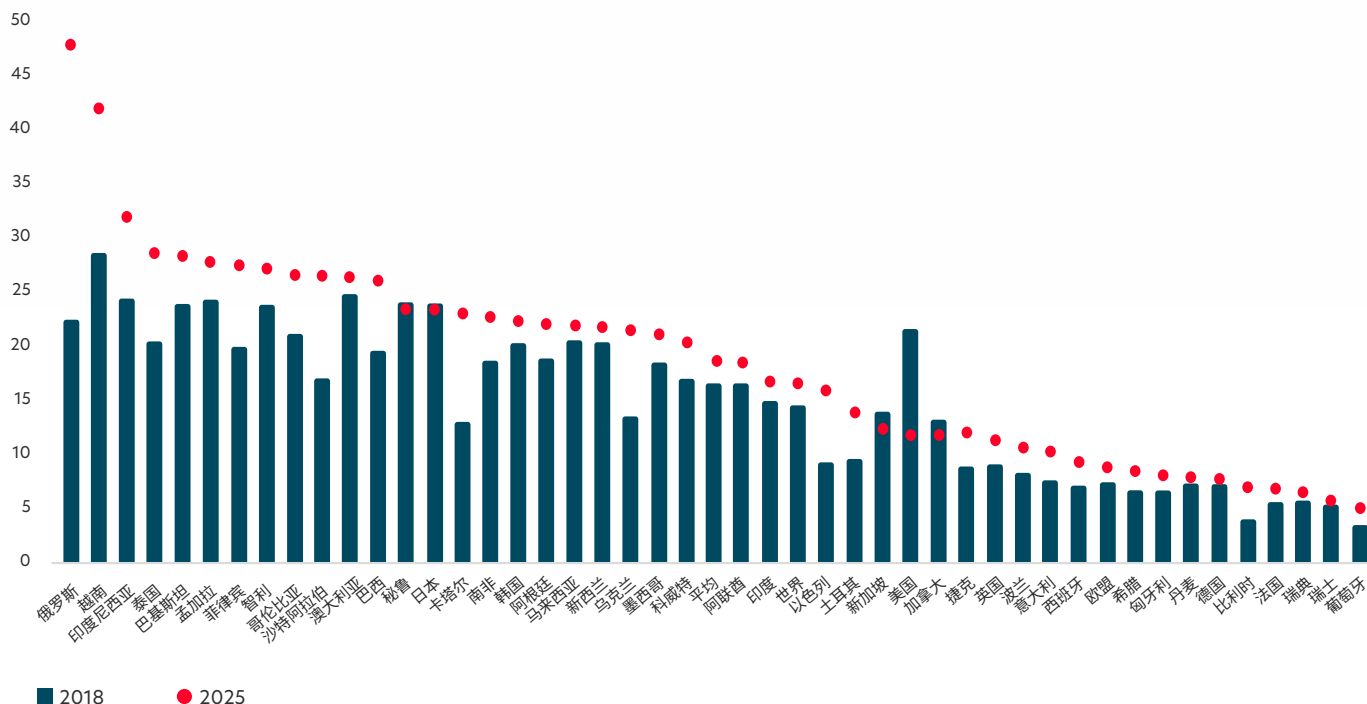
中国企业正加速推进国际化发展，为海外收入增长创造机遇。近年来，产能过剩、激烈竞争和持续通缩压制企业盈利。在国内需求受限的背景下，在竞争较少的国际市场中寻求机会，正逐渐成为企业维持整体增长和盈利能力的战略重点。

海外业务提供的收入来源和成本结构与国内经济周期相关性较低，而更契合全球趋势。当海外收入占比达到显著水平时，整体市场对国内增长的依赖度将降低。在海外利润率溢价持续强劲的乐观情景下，这可能为出口导向型企业相对于纯内需型企业释放重估潜力。

2024年，海外收入占沪深300指数成分企业总收入的11.7%，同比增长1.4个百分点。从行业层面看，电子和家电行业的海外收入占比最高。此外，在多数行业领域，海外毛利率均超越国内水平——尤其在媒体、医疗保健、计算机及通信服务行业——这进一步印证了全球扩张对提升利润率的积极作用。

中国出口商在所有国家市场的份额正稳步提升

中国在各出口市场出口市场份额(%)



注：
· 所有系列均以12个月移动平均线呈现

资料来源:Alpine Macro

日益增强的竞争力和全球影响力

中国产品多年来已发生显著变化，在提高成本效益的同时提高质量，从而增强其在全球舞台上的竞争力。事实上，在研发投入的强劲推动下，中国已崛起为技术先进产品的领先生产国，涵盖电信设备、太阳能电池板和无人机等领域。中国产品在多个行业都具备极具吸引力的价值主张，这体现在中国品牌在全球的快速普及。

这种日益增强的竞争力体现在企业规模上：2024年，130家中国企业入选《财富》全球500强，而十年前这一数字仅为100家。值得注意的是，汽车、高科技和互联网领域的企业持续展现强劲增长势头，巩固了中国作为全球制造业和创新中心的地位。

具有竞争力的货币

人民币在贸易加权基础上极具竞争力，预计将在未来几个季度继续为中国出口商提供助力。大华银行预计，人民币兑美元汇率将逐步升值，主要受中美贸易协议预期，以及美联储降息周期中美元持续疲软推动。我们对美元兑人民币汇率的预测为：2026年第一季度7.04、第二季度7.00，第三季度6.98，以及第四季度6.95。事实上，政策制定者吸取日本“失落的几十年”的教训，似乎倾向维持货币竞争力以支撑外部需求，这使中国出口商在全球扩张中占据竞争优势。



放眼全球

新加坡股市改革驱动的上漲仍处于初期阶段

政策背景:发生了哪些变化?

新加坡股市正进入转型阶段,这主要得益于新加坡金融管理局推出的“价值释放”计划,以及更广泛的50亿元证券市场发展计划。

这些政策举措旨在强化企业对股东价值的关注,提高信息披露标准,并深化投资者参与。具体措施包括纳斯达克和新加坡两地上市通道、更小的最低交易整数,以及提供做市激励。

尽管新加坡正努力效仿日本和韩国成功的治理/价值提升举措,要实现广泛而持久的股票再估值,仍需更多细节和良好的执行力。

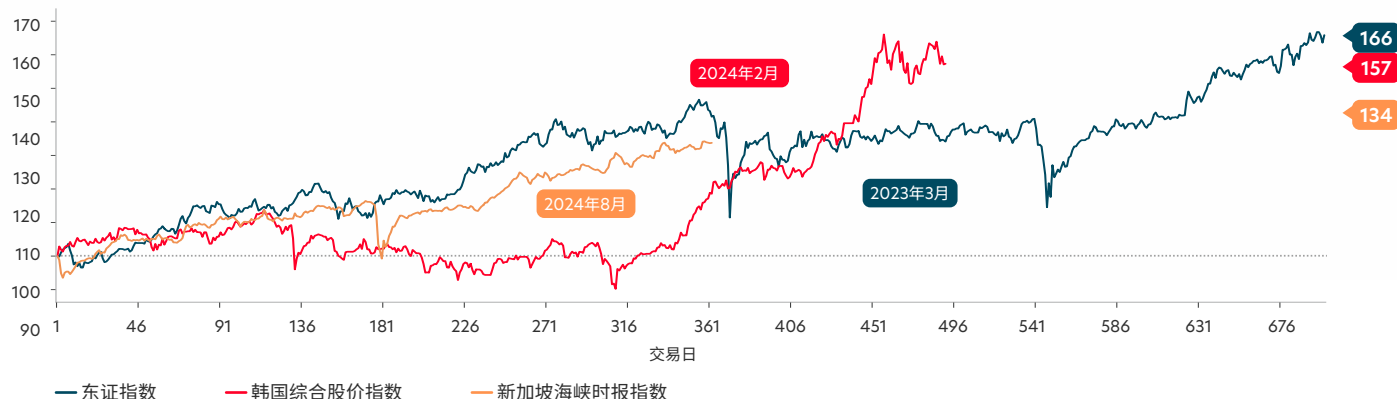
当前市场态势

自2024年8月证券市场检讨小组成立以来,新加坡海峡时报指数(STI)已上涨约30%,表现优于东南亚地区其他市场,但仍落后于日本/韩国——自首批治理或股市改革方案公布以来,这两国股市涨幅均超过55%。

新加坡股市的下一轮涨势取决于可观察的企业行动——例如股票回购、提高股息和战略性资产再循环——这些行动需要监管明确性和激励措施的支持。

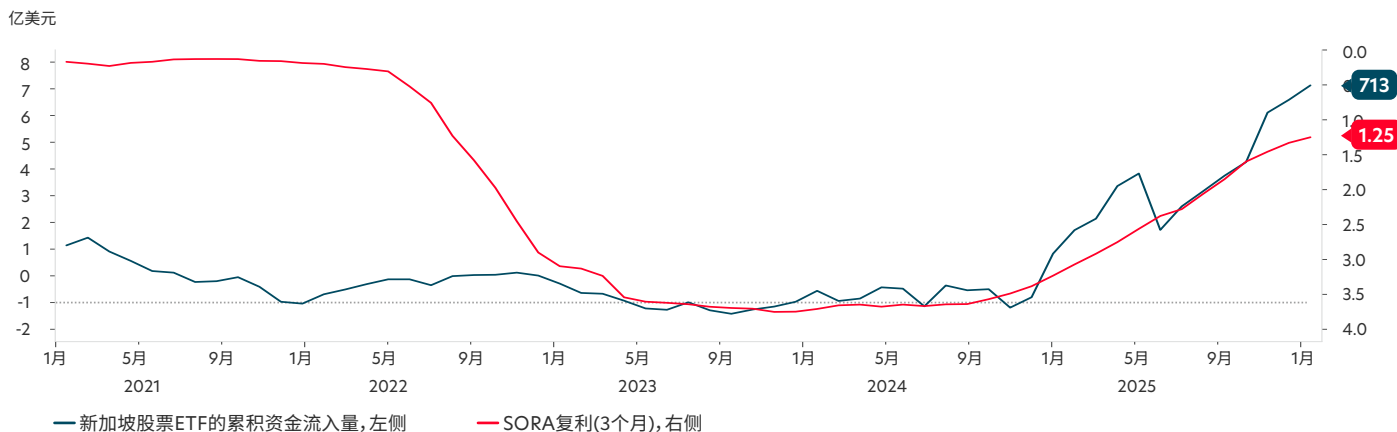
新加坡海峡时报指数改革后涨幅仍落后于同行

重新基准化,价值上升起始日=100



资料来源:彭博社,大华私人银行

新加坡股票ETF资金流与SORA



资料来源:彭博社,大华私人银行

催化剂与宏观利好因素

- **监管举措：**EQDP基金分配(第二期28.5亿新元)及即将任命的资产管理公司。
- **全球货币宽松政策：**低利率环境支撑估值水平及风险偏好。
- **行业驱动因素：**房地产受益于利率下行和治理改革；工业和电信企业有望实现资产再循环与股票回购；银行致力于资本回报；公用事业受能源转型支撑。

风险与逆风因素

- **执行风险：**执法力度不足与激励机制缺失可能限制企业参与改革，而监管政策迟迟未能明确则可能阻碍改革进程。
- **全球不确定性：**地缘政治紧张局势、大宗商品价格波动或货币宽松政策转向可能拖累市场情绪。
- **国内挑战：**劳动力成本压力与盈利复苏放缓可能影响特定行业。由此，指数表现或将高度依赖银行与房地产板块。

投资启示

过去三年，新加坡股市累计机构资金净流出达52亿新元。值得注意的是，这些机构投资者在2025年对新加坡银行股和房地产投资信托(REITs)进行了获利了结。

在全球基金持仓偏轻的背景下，随着改革取得实质性进展的迹象显现，新加坡股市有望迎头赶上日本和韩国股市。零售投资者参与度提升及新元存款增速超出趋势水平，为国内股市资金流动注入流动性，支撑股价进一步上涨。

我们预计，国内经济强劲和全球货币宽松政策将持续支撑盈利复苏。与此同时，海峡时报指数当前估值(即截至2025年12月18日的12个月预期市盈率为14.1倍)相较全球同类指数仍具吸引力。

我们青睐那些有望从这些改革中受益的企业。具体而言，我们看好那些拥有强劲资产负债表支撑股息增长空间、且在优化资本配置背景下股本回报率持续提升的公司。最后，具备良好派息记录且有基本面支撑的房地产投资信托，以及对资本回报承诺坚定的银行仍为我们的首选。



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。美联储宽松周期利好风险资产。逢低布局优质股票。
美国股市			▲	保持超配观点。将投资从科技巨头转向金融、工业和医疗保健板块。降息应能缓冲估值压力。
欧洲股市		●		维持中立观点。需精选标的；我们看好国防/基础设施及银行板块，避开深度周期性行业。
日本股市		●		保持中立观点。日本央行收紧货币政策是关键风险；我们看好金融和工业板块。避开定价能力薄弱的出口商。
新兴市场股市(亚洲)			▲	维持超配观点。我们看好中国科技股与派息股，以及韩台半导体板块。在东盟地区偏好新加坡。
固定收益		●		鉴于整体收益率合理但利差收窄，维持中立观点。坚持5-7年的平均久期。
发达市场 投资级债券			▲	维持超配观点。美联储渐进式宽松政策下，票息收益仍具吸引力。
发达市场 高收益债券	▼			维持低配观点。利差收窄与经济增长放缓推升评级下调风险——保持高信用质量配置。
新兴市场 投资级债券			▲	维持超配观点。在美元走软及通胀态势温和背景下，偏好亚洲准主权/战略性国有企业。
新兴市场 高收益债券		●		维持中立观点。鉴于特定资产负债表风险，需审慎选择标的。
另类投资			▲	维持超配观点，因相关性较低的另类资产有助分散风险。
对冲基金	●	←	▲	将评级从超配下调至中立。部分对冲基金策略的表现可超越公共市场。
私募市场	○	→	▲	将评级从中立上调至超配。优先选择具有成熟业绩记录和严谨承销流程的管理人。
贵金属			▲	维持超配观点。黄金可受益于避险需求及央行持续配置。
货币市场	●			保持中立观点。在调整阶段保持充足的现金储备以便战术性部署。

▼ 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：

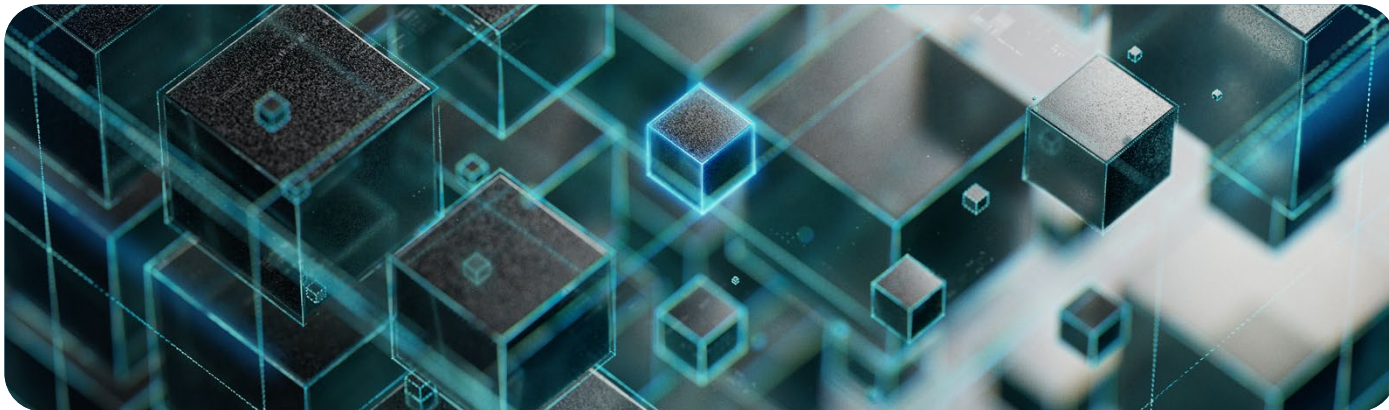
- 上方的资产配置概览基于“平衡型”的风险偏好和组合。详情请参阅下一页。
- 每个实心点表示当前季度资产的配置情况。
- 如果有空心点，每个空点表示上一季度资产的配置情况。

2026年第一季度 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	▼ -0.3	31.5	▼ -0.5	41.0	▼ -0.7	47.3	▼ -0.8	
欧洲股市			4.2	▼ -0.3	7.0	▼ -0.5	9.1	▼ -0.7	10.5	▼ -0.8	
日本股市			1.8		3.0		3.9		4.5		
新兴市场股市 (亚洲)			5.1	▲ 0.6	8.5	▲ 1.0	11.1	▲ 1.3	12.8	▲ 1.5	
固定收益	90.0		65.0		30.0		10.0				
发达市场 投资级债券	45.0		27.6		12.8		4.3				平均久期: 5-7年
发达市场 高收益债券			4.9		2.3		0.8				
新兴市场 投资级债券	45.0		26.0		12.0		4.0				
新兴市场 高收益债券			6.5		3.0		1.0				
另类投资					15.0		20.0		20.0		
货币市场	10.0		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。



世界经济观点



经济

- 尽管贸易紧张局势持续, 2025年全球经济增长2.3%, 但随着需求转向科技投资而就业增长放缓, 经济失衡现象已开始显现。预计2026上半年经济增长将受财政刺激政策推动, 在美国和中国尤为显著。
- 我们已将2026年美国经济增长预测上调至1.7%(此前为1.5%), 反映市场预期特朗普的减税和放松管制政策或能抵消关税政策带来的负面影响。主要风险仍在于政府停摆更持久, 可能扰乱经济复苏进程。
- 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关键增长引擎。



货币政策

- 在12月FOMC会议上备受期待的25个基点降息后, 我们仍预计美联储将在明年初暂停降息, 随后于2026年再度启动宽松政策并实施两次降息, 这意味着终点利率将达3.25%。
- 日本央行(BoJ)在发达经济体中仍属特例, 预计将进一步收紧货币政策。继去年12月加息25个基点至0.75%后, 我们的宏观经济团队预计利率最终将在2026年第三季度升至1.00%。
- 对于多数亚洲经济体而言, 鉴于实际政策利率仍处于较高水平且有必要刺激需求, 降息空间依然显著。



物价

- 关税引发的全球通胀担忧最终被证明是多余的, 因为具有韧性的供应链和中介机构吸收了成本压力。
- 在美国, 尽管主要食品和杂货价格出现通胀上升迹象, 整体通胀仍得到控制。
- 在多数东盟经济体中, 强劲的货币和价格具有竞争力的中国商品抑制了成本, 通胀轨迹保持温和。



资产配置

- 对股票维持超配观点, 因美联储宽松周期利好风险资产。我们对美国股市维持超配观点, 并建议将投资从科技巨头多元化配置至金融、工业和医疗保健板块。维持对亚洲新兴市场的超配观点; 对中国科技股、派息股, 以及韩台半导体板块持积极态度。在东盟地区更看好新加坡。
- 对固定收益保持中立观点, 因其整体收益率合理但利差收窄。维持5-7年平均久期。对发达市场投资级债券和新兴市场投资级债券维持超配观点。
- 维持对相关性价较低的另类资产的超配观点, 因其风险回报率可观且有助分散投资。将私募市场上调至超配, 将对冲基金下调至中立。

股票

美国

前景正面, 但需保持精选

立场: 我们维持对美国股市的超配立场直至2026上半年, 认为短期存在盘整空间, 但人工智能主题仍具支撑。展望未来, 超额收益主要源于个股选择。我们继续建议逢低买入。投资者可考虑通过结构性产品获取防御性配置。

货币政策: 我们预计美联储将在2026年实施两次25个基点的降息, 延续宽松政策; 这将使联邦基金目标利率在2026年底降至3.25%(上限)。

宏观基调: 2026年, 美国实际经济增长预计将保持在1.7%, 主要由劳动力生产率提升、财政扩张、加速的资本支出, 以及较低的利率所驱动。核心个人消费支出通胀率可能呈现下降趋势。美国失业率上升将成为需要重点关注的风险。

资产配置纪律: 尽管美国股市相较历史仍显昂贵, 估值本身不会限制回报。我们持续关注优质增长, 同时寻找 AI 领域的瓶颈机会, 同时看好部分周期性板块(如金融与工业)及防御性板块(如具备可持续盈利能力的部分医疗领域个股)。

宏观背景与利率: 利好股市

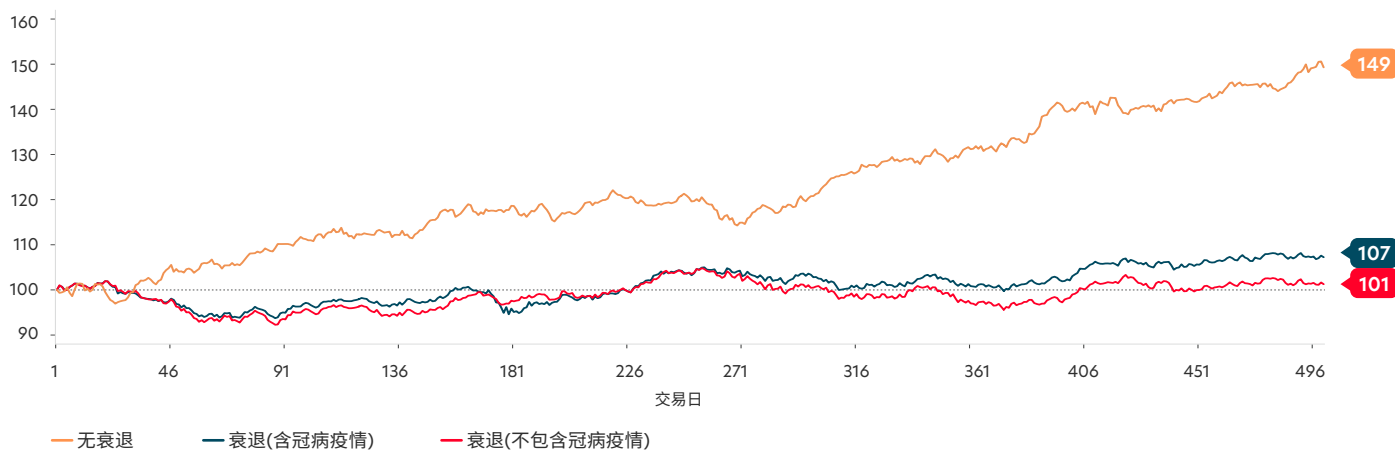
美联储路径: 我们的经济团队预测美联储将在2026年两次降息25个基点, 若经济增长或就业趋缓, 则存在进一步宽松的倾向。这为股票估值倍数可能出现的下调提供了缓冲空间, 并支持“逢低买入”的策略。

美国经济增长: 预计2026年美国实际经济增长将达1.7%, 关税政策与劳动力市场降温将抑制需求。总体而言, 在基本情景下, 我们不预期出现技术性衰退。

值得注意的是, 《大而美法案》(OBBA)预计将在2026年通过削减约1290亿美元企业税款, 为财政注入强劲动力。货币政策与监管支持将与财政政策形成协同效应, 有效缓冲需求下行压力, 降低经济衰退风险。这进一步强化了在人工智能驱动增长之外, 参与周期性复苏的必要性。

在美联储降息且经济未陷入衰退的情况下, 美股有望持续攀升

标普500指数(重新基准化, 美联储降息起点=100)



资料来源: 彭博社, 大华私人银行

盈利与估值： 盈利稳健，表现分化加剧

盈利轨迹：相较于2026年每股盈利(EPS)增长率为10%中低位的共识预期，美国股市回报率有望保持良好水平。考虑到美联储的降息路径，估值逆风应较为温和。总体而言，每股盈利增长很可能成为2026年美国股市回报的核心驱动因素，且涨势将扩大至部分周期性板块。

除非美国失业率急剧攀升，“七巨头”股(Mag7)的盈利应能保持稳健。美国企业利润增速加快，而就业水平仍低于疫情前趋势；我们预计这种由生产率驱动的“无就业利润繁荣”将持续下去。

估值：标普500指数中的美国企业正以接近峰值的利润率运营，当前估值水平逼近过去20年来的最高点。话虽如此，美国股票仍将在相当长一段时间内保持其主导资产类别的地位。美国回报率通常会超出预期，主要得益于企业具备超越市场预期的能力。鉴于当前估值水平偏高，在选择入场时机时保持纪律至关重要。

市场动态与定位：尽管美国大市值股仍受益于终端市场的韧性、坚实的资产负债表，以及依托传统业务强劲自由现金流进行投资的能力，超级大型企业持续跑赢大盘的表现并非必然。

这表明需要保持精选和多元化配置：采用等权重指数、低波动性因子和纪律性选股。投资者应考虑配置科技以外的板块：金融、工业和医疗保健。

人工智能周期： 把握瓶颈机遇

周期状态：人工智能主题尚未终结，当前调整符合预期。“七巨头”股估值已回调至约29倍，业绩分化加剧——审慎择股。

投资标的：我们建议布局人工智能领域的瓶颈环节——芯片设计、存储器及光刻技术相关企业。具备定价能力且积压订单转换明确的能源与数据中心基础设施标的仍具可行性。投资者应避免盈利路径薄弱的拥挤领域。鉴于流动性更佳且价格发现机制完善，我们更倾向通过公开市场而非私募渠道布局人工智能领域。

风险警示：投资者应密切关注供应商融资动态，其模式可能重现1990年代末互联网泡沫时期的特征。尽管当前科技龙头企业盈利可观，且资本支出由内部现金流严格管控，过度扩张的迹象或将显现。

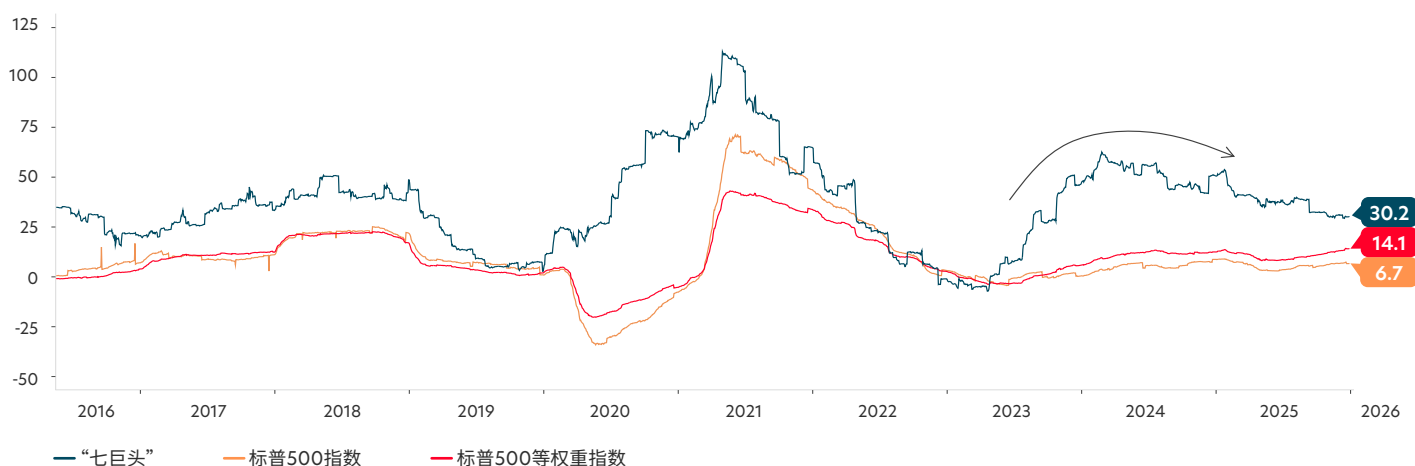
投资启示

鉴于财政刺激即将推出、货币政策相对宽松且没有极端外部冲击，美国股市有望继续攀升。话虽如此，投资者仍需做好准备，在任何事件驱动的波动中坚守优质标的。

在人工智能相关投资中需保持谨慎，尤其对那些面临回报率与资本成本之间挤压、且变现路径尚未明确的企业。除人工智能外，我们看好部分周期性行业(如金融和工业)及防御性行业(如特定医疗保健领域)。投资者应通过外汇对冲策略维持投资组合多元化。

尽管表现稳健，“七巨头”的预期盈利增长已见顶，其余企业正在迎头赶上

12个月预期每股盈利增长，同比%



资料来源：彭博社，大华私人银行

欧洲

应对短期挑战

立场：鉴于经济增长放缓，我们对欧洲股票维持中立观点直至2026上半年，欧盟财政政策支持或可抵消制造业疲软的影响。鉴于全球采购经理指数走软，我们建议避开深度周期性股票(如汽车和化工股)，转而青睐受益于欧盟国防与基础设施支出计划的优质企业。

货币政策：我们的经济团队预计欧洲央行(ECB)将把欧元再融资利率维持在1.90%至2026年。

宏观基调：2026年，欧元区经济增长预计将为1.1%。主要宏观风险包括美国关税政策、制造业逆风及法国政治不确定性，而德国财政刺激政策可能带来上行空间。地缘政治紧张局势或削弱消费者信心，抑制家庭支出。

配置纪律：我们持续关注有望受益于欧盟国防支出增长及基础设施韧性提升的企业。除工业板块外，我们预计金融板块将表现优异——得益于利率环境(即收益率曲线陡峭化)带来的净利息收益率扩大，以及通过股息或股票回购实现的高资本回报。

欧洲的范式转变基于实现自给自足

旧范式



新范式



欧洲的范式转变
基于实现自给自足

资料来源：MSCI，高盛资产管理公司。截至2025年11月。

宏观背景与利率： 中立至温和支持

欧洲央行路径：我们的经济团队预计欧洲央行将维持利率在1.90%至2026年。不过，若通胀低于目标且经济增长放缓，2026上半年仍可能小幅降息。此政策立场限制了股市估值的下行风险。

欧盟经济增长：欧元区2026年经济增长预计为1.1%，反映出国内需求疲软、外部贸易相关的逆风因素，以及来自中国的激烈竞争。德国的财政刺激政策有望部分抵消这些挑战。

欧元与全球溢出效应：欧洲央行政策稳定且通胀预期锚定，预示欧元兑美元汇率将保持相对坚挺，这可能削弱出口竞争力。

盈利与估值： 温和增长，择机布局

盈利轨迹：市场普遍预期2026年每股盈利将实现中至高个位数增长，反映国内需求疲软及外部贸易逆风。我们预计回报将“稳健但平淡”，宏观动能疲软将限制上行空间。

尽管欧盟已启动为期数十年的国防与基础设施投资周期，短期财政刺激力度可能有限。由于治理碎片化导致的体制惯性与国家保护主义，整体进展或将缓慢。

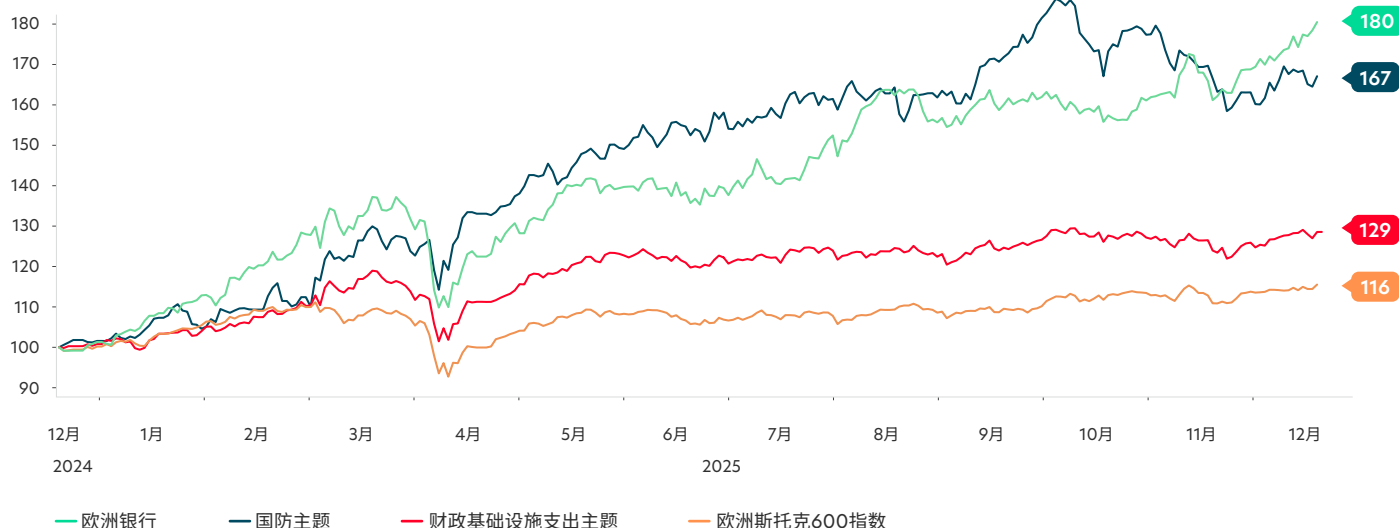
估值：欧洲斯托克600指数当前交易水平接近十年均值(即截至2025年12月18日，约15.1倍的12个月预期市盈率)，相较美国同行具备相对价值。展望未来，欧洲不同风格与板块间的估值分化可能持续存在。鉴于盈利加速预期有限，投资者应重点关注企业的现金流韧性。

市场动态与定位：金融股和工业股是2025年欧洲斯托克50指数强劲上涨的主要推手。我们继续看好该板块的领涨股。

展望未来，质量与定价能力至关重要。我们预计各行业业绩表现将呈现更大差异，这主要源于利润率压力分化与监管政策调整。出口导向型行业可能面临欧元走强和中国产品的双重逆风，而受益于欧盟国防开支、能源转型及工业自动化政策的领域，应能持续吸引资本流入。

坚持布局优势主题

重新基准化, 1年前=100



资料来源:彭博社, 大华私人银行

欧洲“安全与韧性”周期:把握资本支出受益者

周期现状：欧洲正进入为期数年的军备重建与基础设施更新阶段，乌克兰重建计划在应急、恢复及现代化三个阶段预计耗资5000-6000亿美元；这将持续支撑国防、工业、基础设施及能源系统的需求。

投资标的：我们看好主权驱动型资本支出的结构性受益者。这包括服务国防与民用市场的双重用途技术及国防领域。电网与能源转型基础设施同样能提供脱碳主题的投资机会。最后，欧洲银行及优质特许经营企业将受益于政策支持与电气化举措。

风险警示：若全球采购经理指数恶化或信用利差扩大，估值可能下调。总体而言，短期宏观挑战及欧盟财政刺激政策实施相关的执行风险值得关注。

投资启示

欧洲股市在财政政策驱动主题下存在上行空间，同时相较美国仍保持估值折价。精选个股与主动管理至关重要，因2026年存在较高的风格或板块轮动的可能性。投资者应重点布局资本支出受益板块——包括国防与军民两用技术制造商、电网及能源转型基础设施、工业自动化领域，同时关注欧洲本土银行。

日本

迈向政策正常化

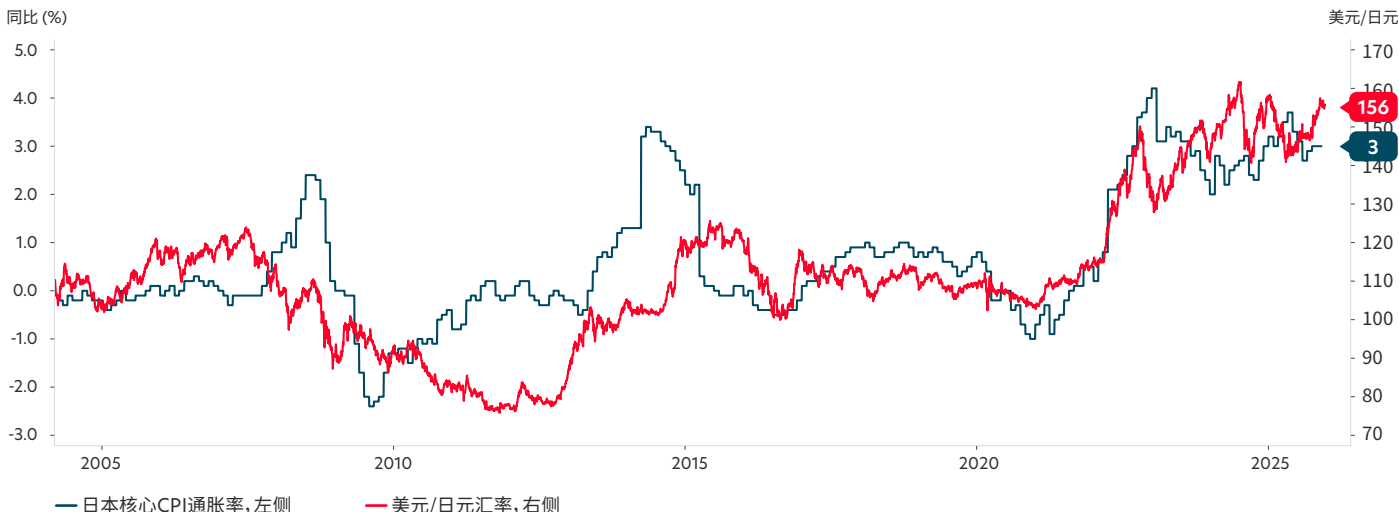
立场：我们维持对日本股票的中立观点至2026上半年，权衡日本企业在全局增长放缓背景下的经营杠杆，以及日本央行政策收紧风险，同时考虑治理改革的支持作用及企业盈利增长的周期性回升。

货币政策：我们的经济团队预计日本央行将在2026年第三季度将政策利率最终上调至1.00%。稳健但温和的政策正常化进程应能限制估值倍数压缩。不过，国内无风险利率上升将提高股票投资门槛收益率，对利率敏感、久期较长的增长股构成压力。

宏观基调：2026年，日本实际经济增长预计将保持温和，为1.3%，财政刺激与科技领域资本支出将抵消消费疲软的影响。主要宏观风险包括：日本央行意外加息、因中日地缘政治紧张局势升温导致总需求走软，以及2026上半年日元比预期更强。瑞银估计，日元每升值10日元，将使企业利润减少约2.5%。

配置纪律：我们寻求受益于高市早苗内阁政策主题的企业，包括国防基础设施建设与能源安全。我们也看好那些通过治理改革实现股本回报率持续提升、资本回报强劲的企业。总体而言，日本个人储蓄账户(NISA)制度改革带来的资金流入应能提振国内股市。我们强调坚持投资具有强大定价能力的大型企业的重要性，这有助于抵消不断上涨的工资和投入成本。值得注意的是，企业正面临利润率压力，尤其是在工资增长加速和出口需求疲软的背景下。基于此，我们避开那些定价能力薄弱的出口商——这类企业最易受日元汇率波动和中国需求波动的影响。

企业因劳动力成本上升和日元贬值提高了商品与服务价格



资料来源:彭博社, 大华私人银行

宏观背景与利率：

财政刺激增强推动利率上升

日本央行路径：我们的经济团队预计，日本央行将在2026年第三季度将政策利率从0.75%上调至1.00%，完成最后一次加息。渐进式政策正常化将限制估值上行空间，盈利增长需承担主要支撑作用。

日本经济增长：尽管面临贸易相关挑战和金融状况收紧，预计2026年日本实际经济增长将保持温和，达1.3%。该预测基于人工智能相关支出持续增长，但国内消费仍存在不确定性。随着能源补贴效应减弱及日元趋稳，预计2026年整体CPI通胀率将回落至约2.0%。

日元与全球溢出效应：随着美联储将宽松周期延长至2026年，我们预计美元将普遍走弱。日本当局近期针对“单边快速贬值”的口头警告，也提升了美元/日元逼近157-162区间时干预汇率的风险。在此背景下，美元/日元可能在2026年第四季度升至146。

盈利与估值： 盈利需承担重任

盈利轨迹：市场普遍预期2026年东证股价指数(TOPIX)每股盈利将实现高个位数增长，主要驱动因素包括：股本回报率改革、公司治理变革及国内资金流动(NISA 2.0)。展望未来，我们预期盈利将稳步复苏。上行空间取决于治理改革与内需韧性，下行风险则源于高企的工资通胀压缩利润率、汇率逆风及贸易疲软，尤其对中国业务的敞口构成拖累。

估值：东证股价指数12个月预期市盈率约16倍(截至2025年12月18日)，高于其十年均值(14.6倍)。随着日本央行政策利率正常化，市盈率可能出现小幅压缩。我们预计，出口商和高久期增长股将面临贴现率上升和日元波动带来的逆风，而现金流稳健且受益于治理改革提升净资产收益率的金融股和工业股应能吸引资金流入。

市场动态与定位：质量与定价能力至关重要。工资驱动的利润率压缩使定价能力成为关键；我们规避成本转嫁能力薄弱的行业。投资者应青睐受益于国内主题的公司，这些主题包括公司治理改革、净资产收益率提升，以及NISA计划推动的资金流入。此外，我们继续看好政策受益板块；国防、基础设施及能源安全仍是投资者应重点关注的结构性主题。

日本“改革”周期： 掌控治理与政策赢家

周期状态：日本当前正处于公司治理与净资产收益率提升的周期，该趋势因NISA 2.0资金流入、股票回购改革，以及对国防、基础设施和能源安全的政策支持而增强。此结构性转变旨在释放股东价值并实现产业能力现代化，同时财政举措聚焦电网韧性与关键技术领域。

投资标的：我们青睐实施真正股份注销、维持股息增长并提升资本效率的企业。受益于国防开支、工业自动化及能源转型基础设施的政策受益者受青睐。随着日本国债收益率曲线陡峭化，日本当地银行的净利息收益率应能获得有力支撑。最后，与生产力及自动化相关的机械设备、精密电气仪器和IT服务领域料表现良好。

投资启示

继首相高市早苗宣布实施冠病疫情以来最大规模的刺激计划后，该计划包含17.7万亿日元(1120亿美元)的一般账户支出，以及日本政府总规模达21.3万亿日元的财政刺激计划，因期限溢价上升导致的长期收益率走高，可能对成长型企业构成压力。结合渐进式货币政策正常化进程，日本国债收益率曲线的陡峭化应能支撑金融业的净利息收益率。

鉴于工资通胀带来的利润率压力，以及日元在2026年走强的预期，我们避开缺乏定价能力的出口企业。总体而言，投资者应青睐治理水平提升且拥有可信资本回报策略的企业，以及在高市政府政策下受益的行业。

日本国债收益率曲线陡峭化有利于日本当地银行的表现



资料来源:彭博社, 大华私人银行

新兴亚洲

蓄势待发

立场：我们维持对亚洲新兴市场股票的超配观点，并在2026年上半年对中国市场持积极预期。我们预计，中国将实施有选择性的政策宽松以稳定经济增长和企业盈利，同时北亚科技周期(韩国和台湾地区)仍将提供支撑。

东盟以坚实基础开启新年——出口韧性强劲、汇率趋稳、通胀温和——但2025年的前置效应意味2026年初将趋于平稳；新加坡和马来西亚等部分经济体仍保持强劲增长。

货币政策：我们的经济团队预计，中国人民银行的渐进式宽松政策最早将于2026年第一季度重启，届时可能实施10个基点的降息和50个基点的存款准备金率下调。与此同时，韩国和台湾地区央行料将维持政策利率不变，但2026年上半年存在小幅降息的可能性。

宏观基调：尽管存在地缘政治不确定性，预计2026年中国实际经济增长将达4.7%。第十五个五年规划(2026-2030年)将重点放在国内消费升级与技术自主。尽管工业生产和出口在未来几年仍将是关键增长引擎，国内消费在经济中的占比必将提升。

由于市场竞争激烈和消费支出疲软，中国的通缩压力在2025年持续存在。步入2026年，随着政府出台旨在提振国内消费的政策，这些压力应会缓解。

中国H股在200日移动平均线附近获得支撑

恒生中国企业指数



资料来源:彭博社, 大华私人银行

配置纪律：我们继续倾向采用杠铃策略，重点布局中国科技股和派息股。投资者应继续关注具备强劲自由现金流和严格资本支出的平台/人工智能驱动型消费科技股，以及资本回报可靠且基本面持续改善的中国银行、保险公司和电信运营商。

此外，我们对韩国和台湾地区的半导体/人工智能硬件板块保持积极态度，重点关注人工智能供应链中的瓶颈领域。在东盟区，我们继续看好新加坡股市，特别推荐布局受益于证券市场发展计划的企业。

宏观背景与利率： 中立至至略微偏向支持

新兴亚洲经济增长：尽管中国经济增长放缓与关税不确定性持续存在，更广泛的亚洲地区有望在2026年以稳健基础迈入新阶段，其出口韧性与通缩趋势将提供支撑。人工智能技术出口将成为主要增长引擎，而潜在下行风险包括关税紧张局势再度升温及中国房地产市场持续低迷。

新兴亚洲外汇货币与利率：我们对新兴亚洲外汇货币保持建设性中期展望，前提是全球贸易摩擦持续缓和、人民币汇率保持稳定，以及亚洲央行与美联储之间的利差收窄。与此同时，许多亚洲新兴市场央行可能已接近宽松周期的尾声，部分央行将在2026年实施定向宽松政策。

盈利与估值： 两端均存在改善空间

盈利轨迹：市场普遍预期未来12个月中国HSCEI指数的每股盈利将实现低至中个位数增长，其中2026上半年表现尤为疲软。此后，随着国内消费改善及库存压力消退，2026下半年盈利前景有望显著好转。

估值：HSCEI当前交易于10.4倍12个月预期市盈率(截至2025年12月18日)；相较于全球同行，估值水平仍具吸引力。随着每股盈利前景更趋明朗，加上公司对股息派发和股票回购的审慎态度，我们认为估值倍数仍有进一步上调空间。中国有针对性的刺激措施及渐进式政策宽松，应能为整个区域市场提供更多助力。

市场动态与定位：在美元走弱的背景下，随着全球利率下降，新兴市场风险偏好应有所改善。我们维持对中国科技股与派息股的杠铃策略，同时看好东北亚人工智能硬件/半导体板块，强调严格把控入场时机的重要性。为主动管理风险，投资者需密切关注中国关税政策动向、CPI/PPI数据，以及房地产行业动态。

中国股市： 潜在的意外上行与风险

逆风减弱：中国房地产下行、消费收缩和贸易放缓带来的压力正在缓解。值得注意的是，中美对抗似乎将暂时休战。随着这些关键逆风因素消退，中国增长板块和出口的韧性可能成为焦点。

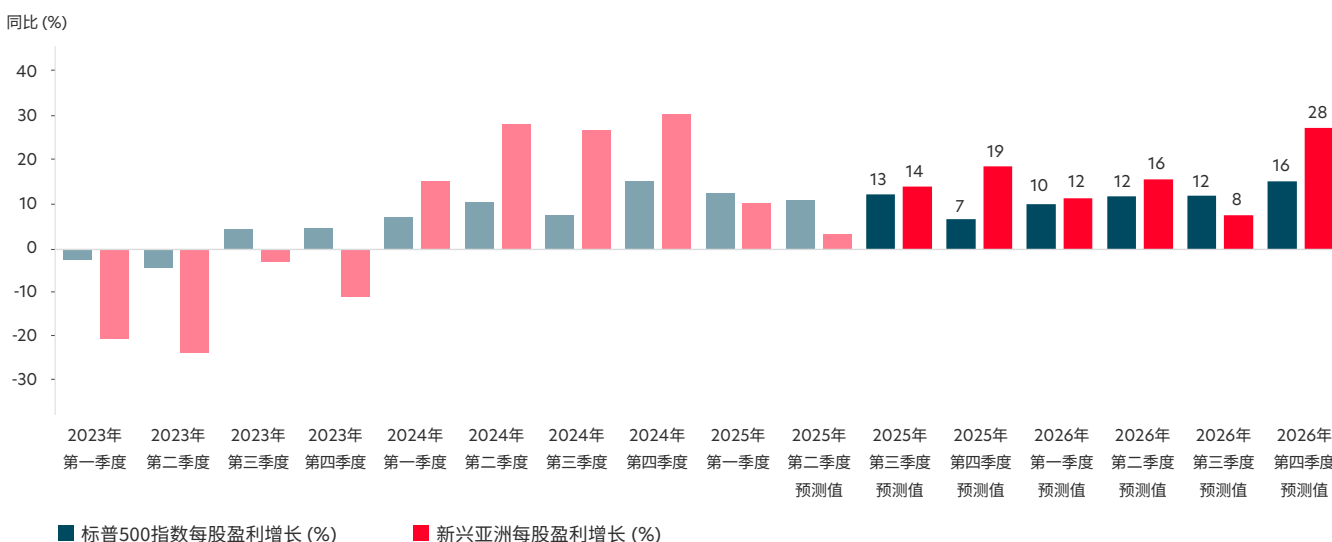
风险警示：有三种情况可能打断中国股市的涨势。它们是：(1) 财政、货币或监管政策收紧；(2) 由估值过高引发的繁荣-萧条周期(目前尚未显现)；(3) 极端的外部冲击。鉴于市场缺乏投机行为，同时美中贸易方面的阻力正在缓解，中国股市进入熊市的可能性较低。

话虽如此，主要下行风险源于货币和信贷总量持续恶化。中国的货币政策一直过于紧缩。与此同时，由于房地产持续低迷，中国消费者仍深受净资产巨额缩水的创伤。总体而言，要使中国经济摆脱困境，家庭需要增加消费，政府则应推出更多财政刺激措施。

投资启示

投资者应坚持布局中国新经济领域，包括先进制造业、人工智能、电动汽车及电池产业。我们持续倡导科技股与派息股并重的杠铃策略。我们同时看好北亚人工智能半导体/硬件企业，尤其关注人工智能产业链中的瓶颈环节。新加坡股市因其稳健的基本面备受青睐。

新兴亚洲处于有利位置，具备更强的每股盈利增长和相对合理的估值



资料来源:彭博社, 大华私人银行

固定收益

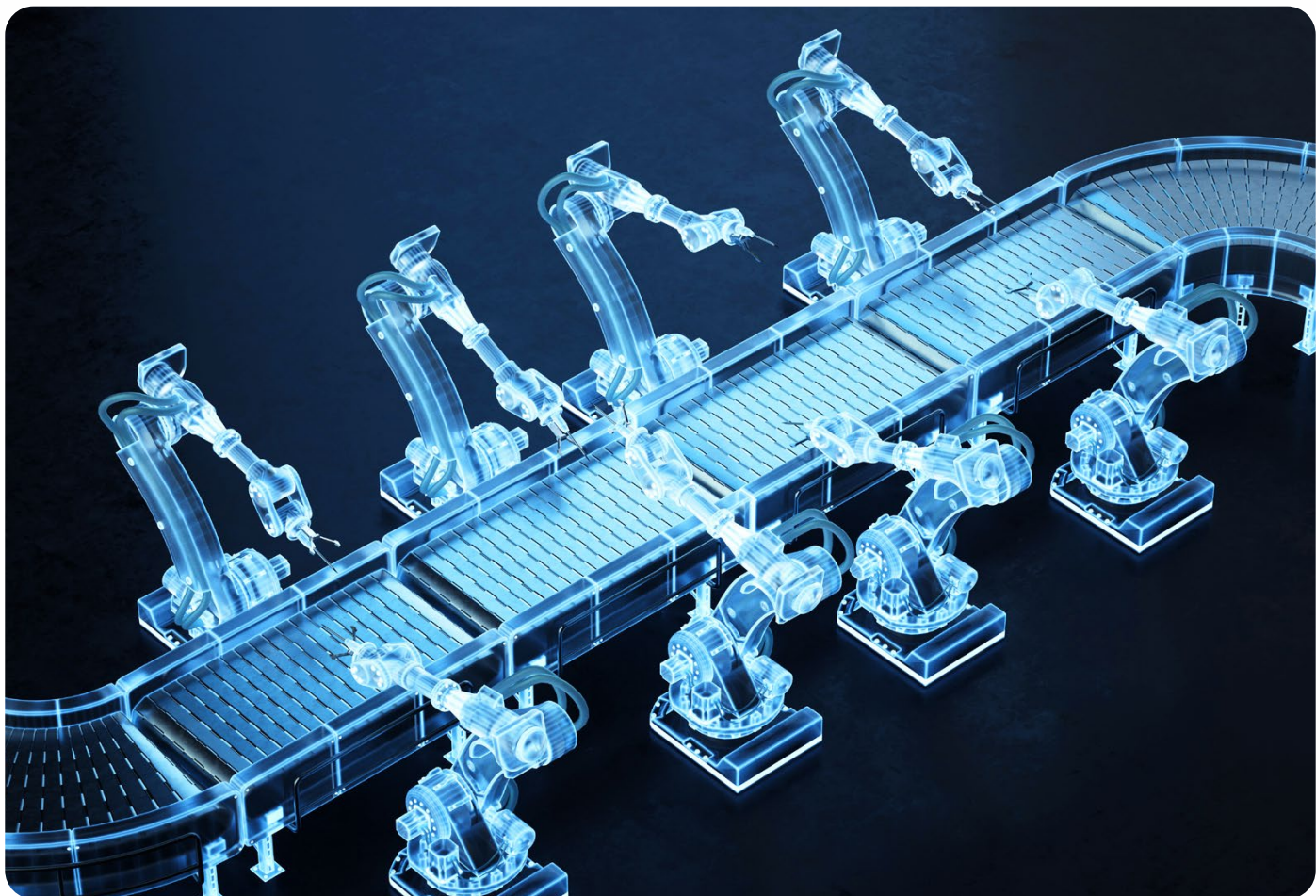
美国科技领域 保持精选

人工智能相关资本支出迅速上升， 需谨慎选择

人工智能仍是当今投资领域最具变革性的主题之一。讨论的核心围绕对人工智能基础设施及其附属生态系统的投资需求正加速增长。据国际数据公司预测，2026至2029年间全球累计人工智能相关投资可达3.5万亿美元。从供应端动态看，今年以来投资级科技企业债券发行规模已突破2000亿美元，几乎是2024年发行规模的两倍。展望未来，随着科技企业着力满足三大资金需求——股东回报(股票回购，分红)、2029年

前年均700亿美元的债务再融资，以及人工智能相关资本支出——债券发行规模预计将保持高位。

投资者面临的关键问题主要有两方面：这些资本支出投资能多快转化为货币化收益和盈利验证？市场能否在不显著扩大信用利差的情况下，顺利消化预期涌入的发行供应？从近期趋势来看，美国投资级科技企业信用利差(OAS)从2025年2月的年内低点已扩大17个基点，主要因为市场对部分质量较低的科技企业存在特殊担忧——这些企业债券发行激进，客户集中度高，且人工智能采用率存在不确定性。



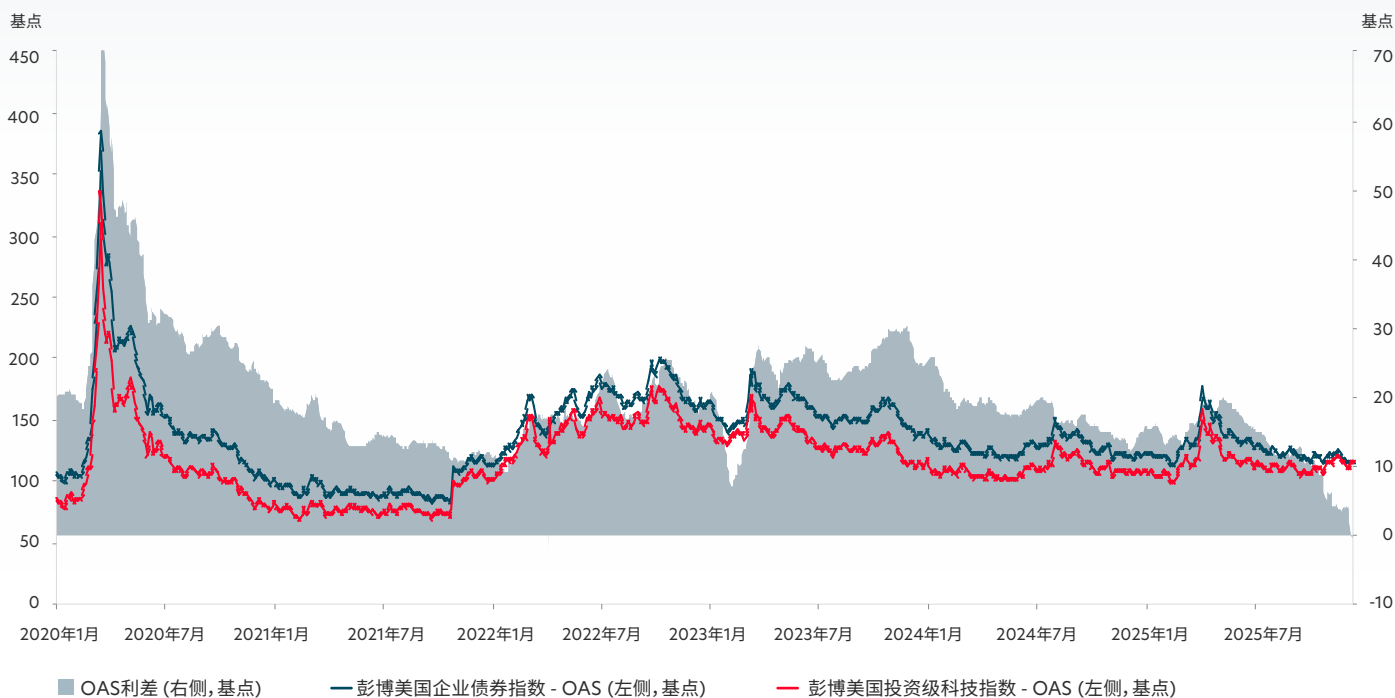
尽管如此，美国科技企业信贷的交易利差仍低于多数板块，较彭博美国企业债券指数低4个基点。不过，两者之间的利差已收窄至2007年以来的最低水平，这为投资者提供了绝佳机会，可通过优质美国科技企业信贷参与人工智能的长期增长主题。

从信贷角度看，债务融资的资本支出持续增长而收益提升未能同步，将加剧杠杆压力并侵蚀利息覆盖率。但我们认为，对于拥有坚挺资产负债表的部分发行者而言，短期供应逆风尚在可控范围内。

我们更青睐具备充裕现金储备、强劲自由现金流生成能力，以及充足评级缓冲空间的美国科技企业信贷。

例如，AA级美国科技企业信贷净杠杆率低于1.0倍，净债务/企业价值比率低于1%，彰显其卓越的资产负债表实力。这种差异化优势将有效降低评级下调风险，使投资者能够从供应端引发的利差扩大中获取超额回报。

近期利差扩大后，美国科技板块展现出诱人的相对价值



资料来源：彭博社，大华私人银行

首席投资官建议

我们更青睐具备以下特质的美国科技信贷：拥有充裕的现金储备、强大的自由现金流生成能力，以及充足的评级缓冲空间。

发达市场投资级债券

估值表面上显得偏高,但基本面稳健

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2025年12月18日)的总回报率为+7.4%，连续第三年上涨。其表现主要得益于美国国债收益的推动。信用利差贡献了+1.0%的超额回报，因发达市场投资级债券(OAS)信用利差收窄至116个基点的近十年低位。

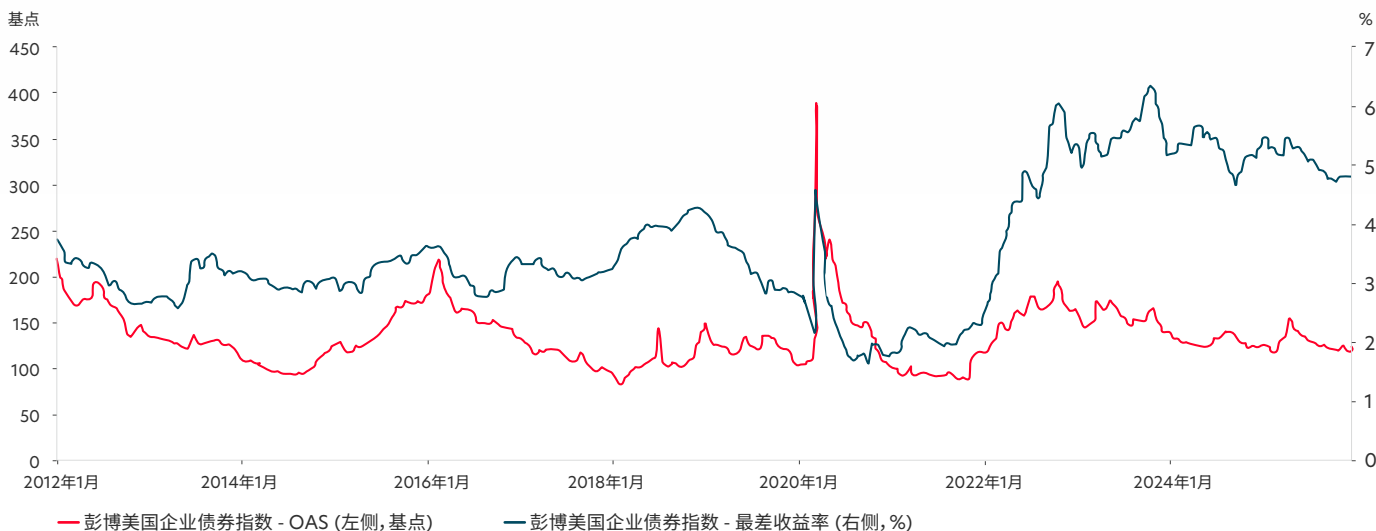
2025年，美国利率受益于关税相关通胀的温和态势，以及市场对美国劳动力市场趋缓的担忧加剧。招聘连续下滑与裁员增加的态势，也促使美联储将焦点转向其就业使命，尽管通胀率仍高于2%的长期目标，美联储仍于2025年9月重启降息周期。展望未来，我们预计经济增长与就业的下行风险将影响美联储的政策反应。大华银行环球经济与市场研究部预测，2026年第一季度将暂停降息，新任美联储主席将在第二和第三季度分别实施25个基点的降息。

发达市场投资级信贷基本面依然强劲，2025年评级上调数量超过下调数量。然而，信贷利差2026年可能呈现扩大趋势，主要受美国科技企业与人工智能超大规模企业发行量激增、并购活动增加，以及外国需求疲软等因素影响。不过，由于不存在重大经济失衡，利差扩大幅度应有限。

鉴于估值在表面上显得偏高，我们建议采取发行人多样化策略，并以自下而上的方式进行信贷筛选。若长期利率呈现粘性特征，收益率曲线中段(5-7年修正久期)将提供收益与利率风险对冲的理想平衡。

在经济增长温和且政策利率利好效应减弱的背景下，我们倾向防御性行业中的优质信贷。我们也预计，2026年发达市场投资级债券的回报将主要由息差收益驱动，而非信用利差收窄带来的超额收益。

发达市场投资级债券信用利差徘徊于十年低位附近



资料来源:彭博社、大华私人银行

首席投资官建议

我们维持对发达市场投资级债券的超配观点，并更青睐质量更高，以及来自防御性板块的信贷。

发达市场高收益债券

收益与信贷选择是2026年回报的关键

以彭博社美国企业高收益指数为代表的发达市场高收益债券今年迄今(截至2025年12月18日)的总回报率为+7.9%。其信用利差表现优异,贡献了+2.1%的超额回报。当前信用利差(OAS)为303个基点,相较2025年初(312个基点)及过去五年平均值(363个基点)处于较高水平。信用利差收窄与企业盈利强劲及系统性信用恶化缺失相辅相成。因此在经济环境温和的背景下,信用利差或将维持区间震荡。

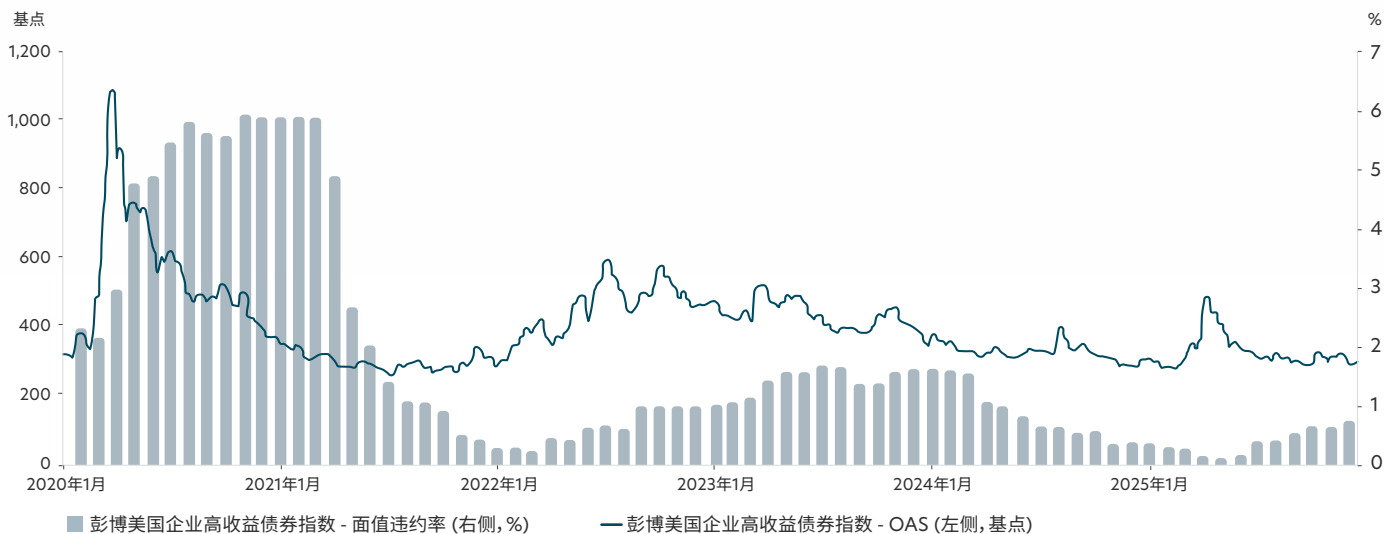
据彭博社估算,2025年违约率维持在3.7%的低位,尽管期间发生包括First Brands和Tricolor在内的信贷事件。这些事件呈现出后周期特征,但鉴于企业基本面稳健、利率走低,以及短期内不存在重大到期压力,整体风险仍可控。这些因素将继续支撑发达市场高收益债券的技术性需求。

2026年的再融资规模预计与2025年基本持平,但并购和杠杆收购活动的增加可能引发机会性债券发行。

展望2026年,我们对发达市场高收益债券的低配立场,反映出基于当前估值和美国政策利好因素减弱的风险回报不对称担忧。发达市场高收益债券与投资级债券的利差已收窄至历史低位(当前为187个基点),远低于近期市场下行期间的压力水平:解放日(2025年)期间为318个基点,全球加息周期(2022年)期间为413个基点,冠病疫情(2020年)期间为709个基点。

我们认为,发达市场高收益债券的定价过于理想化,在避险环境下几乎没有缓冲空间。因此,2026年的回报将主要由票息收益和严格的信贷筛选驱动,而非全行业利差收窄。

信用利差收窄与低违约率并存



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

风险回报不对称与美国政策利率利好因素减弱, 将抑制2026年强劲总回报的催化因素。

新兴市场亚洲投资级债券

新兴市场亚洲投资级债券提供多元化配置与诱人收益的机遇

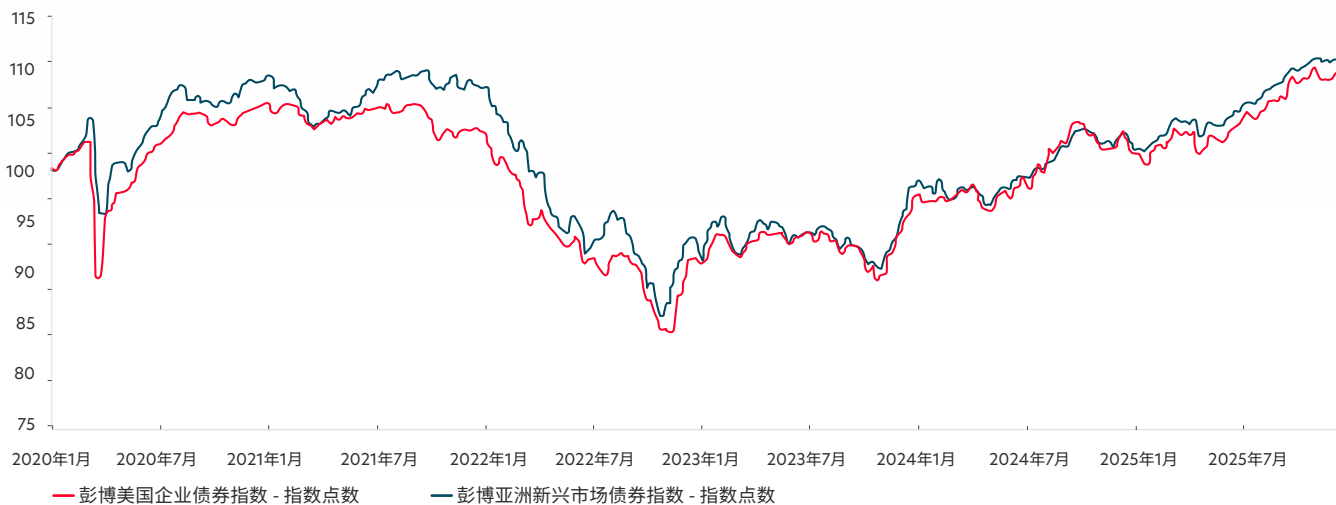
以彭博社新兴市场亚洲指数为代表的新兴市场亚洲投资级债券，今年迄今(截至2025年12月18日)的总回报率为+8.3%。这主要由美债收益率走低及利差收窄20个基点推动。

尽管年初面临美国例外主义政策的逆风，2025年亚洲新兴市场仍保持稳健增长。展望未来，我们预计亚洲新兴市场将受益于温和经济增长和宽松的国内货币政策环境所支撑的更有利背景。

企业基本面依然强劲，净杠杆率接近周期性低位(MSCI亚太指数：1.3倍)，信用评级呈现正向迁移。尽管行业和国家特定风险依然存在(中国房地产行业尤为突出)，违约率料维持在低位。

新兴市场亚洲投资级债券持续提供较低的波动率调整后回报

指数点数, 重新基准化 (100)



资料来源: Macrobond, 大华私人银行

首席投资官建议

新兴市场亚洲投资级债券提供多元化配置与极具吸引力的收益机会，得益于区域投资者基础、稳定的信贷环境及有利的新兴市场趋势。

估值处于紧缩状态，新兴市场亚洲投资级债券(OAS)信用利差逼近十年低点，但整体收益率仍具吸引力：新兴市场亚洲投资级债券最差收益率为4.80%。

我们预计技术面将保持利好，主要得益于可控的净发行量、全球投资者结构性配置不足，以及强劲的区域需求。尽管政策利率利好效应减弱可能导致信用利差扩大，我们认为这不会动摇市场需求。

我们预计，2026年实现低波动性稳定回报的关键在于分散投资，并警惕规避基本面恶化的行业所面临的特殊风险。从行业角度看，我们对东盟区域龙头金融从业者、部分专注于亚洲市场的保险从业者、准主权/战略性国有企业，以及防御性消费信贷持积极看法。此外，我们认为中国科技、媒体、通信信贷有具备吸引力的风险回报，有望受益于国内消费趋势的改善。

新兴市场亚洲高收益债券

技术面利好但需警惕自满情绪

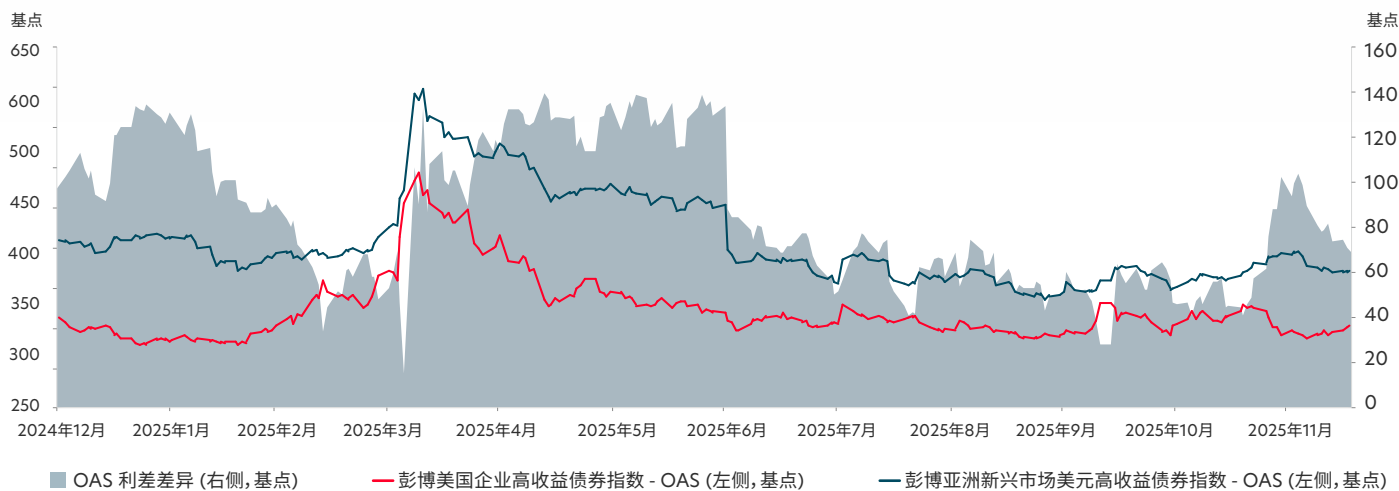
以彭博社亚洲新兴市场美元高收益债券指数为代表的新兴市场亚洲高收益债券今年迄今(截至2025年12月18日)的总回报率为+9.1%。这主要得益于低信用评级领域特殊事件引发的信用利差显著收窄：Vedanta Ltd. 蒙古、巴基斯坦、斯里兰卡及马尔代夫相关事件。政府债券收益率的攀升，也进一步强化了2025年新兴市场亚洲高收益债券的票息收益投资逻辑。

新兴市场亚洲高收益债券的利差收窄与高收益困境备受关注。当前，随着市场重新评估信用估值，新兴市场亚洲高收益债券(OAS)的信用利差已从2025年9月创下的年内低点(336个基点)扩大至372个基点。虽然可能需要进一步调整，但该资产类别仍享有利好因素支持。关键在于企业基本面保持强劲，人工智能驱动的投资正推动全球经济增长与生产力提升。货币政策方面，美国及多数亚洲经济体的渐进式降息周期，有效支撑了企业资产负债表与再融资活动。中国高收益地产领域整顿后，新兴市场亚洲债券发行量锐减，进一步强化了配置需求。

随着美元在2025上半年走弱后重拾升势，新兴市场亚洲高收益债券信用利差表现持续逊于发达市场高收益债券。尽管当前新兴市场亚洲高收益债券信用利差较发达市场高收益债券的高出近69个基点，我们认为该利差或将收窄。支撑这一判断的因素包括：美国劳动力市场趋缓、地缘政治风险持续存在，以及经济增长隐忧。美国例外主义也可能削弱商业信心并抑制投资支出。

总体而言，我们对2026年的市场波动保持警惕，更倾向于配置优质高贝塔信贷。展望未来，除中国高收益房地产信贷外，由于没有特殊事件驱动，阿尔法机会不会显著增加。新兴市场亚洲高收益信贷的价值点包括资本结构底层的企业和银行债券(混合、T2级、AT1级)。我们同时倾向于规避中国高收益债券领域未评级的地方政府融资平台(LGFV)及受困企业。

在利差收窄环境下强调精选策略



资料来源:彭博社, 大华私人银行

首席投资官建议

在新兴市场亚洲高收益债券中，价值点主要集中在资本结构较低层级的企业和银行债券(混合、T2级、AT1级)。

全球金融与保险业

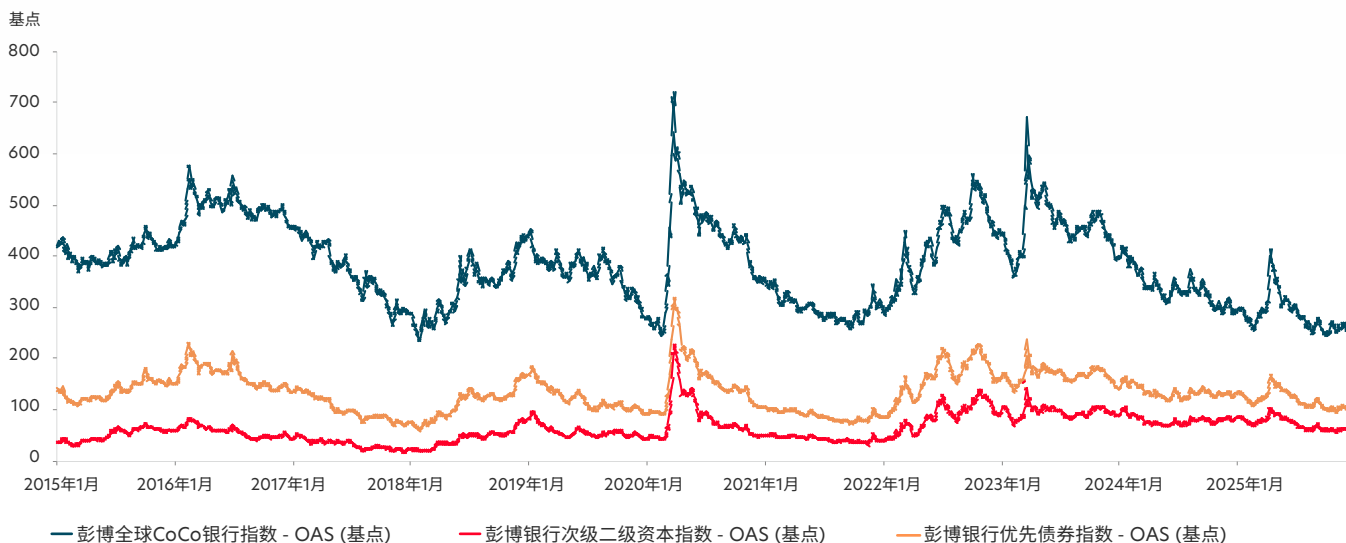
结构性优势优先于收益追求动机

AT1债券今年迄今(截至2025年12月18日)的回报率为+10.2%，优于T2债券(+6.5%)和优先债券(+5.2%)。这主要得益于50个基点的信用利差收窄(T2债券：36个基点；优先债券：25个基点)。可见，除2025年4月特朗普总统宣布“解放日”政策引发短期波动外，银行资本结构中的信用利差在2025年大部分时间保持稳定。

2025年收益率曲线陡峭化，但前端利率仍受各国央行渐进式政策正常化的影响而保持稳定。宽松政策环境支撑银行盈利与资产负债表，欧洲大型银行维持稳健信用基本面。据彭博社数据，普通股一级资本充足率中位数为14.2%，不良贷款率为2.3%。

当前AT1(OAS)信用利差为249个基点，接近历史低点230个基点，且较T2(OAS)信用利差高出2.5倍——按历史标准衡量属于高位。

AT1债券信用利差逼近历史低位，容错空间有限



资料来源:彭博社, 大华私人银行

我们还注意到，2025年发行的AT1债券重置利差较低，反映基本面改善和收益率驱动的需求。这意味着在无额外基本面或结构性催化因素的情况下，2026年进一步压缩利差并实现超额回报的空间有限。

鉴于AT1债券独特的损失吸收特性及高昂估值，选择性至关重要。为此，我们倾向选择来自全国银行龙头或具备良好独立信用状况的银行发行的债券。尽管AT1债券仍提供具有吸引力的整体收益率，我们更倾向优先选择重置利差高于平均水平的结构，以缓解赎回延期风险。从风险调整角度来看，T2债券当前在指数层面较优先债券溢价37个基点(1.6倍)，我们认为它仍具一定价值。

除银行外，我们对保险公司(包括T2和RT1类)发行的混合债券持更积极的态度，主要得益于稳健的偿债能力比率、稳定的信用评级，以及保险业务相对非周期性的特性。这些保险混合债券既能实现行业配置多元化，并在一定程度上隔离宏观层面的风险，从而强化债券在投资组合中的稳定作用。

首席投资官建议

银行T2债券提供均衡的风险回报。保险次级债券(T2和RT1)因能增强投资组合的多元化与稳定性，日益受到青睐。

新元债券市场

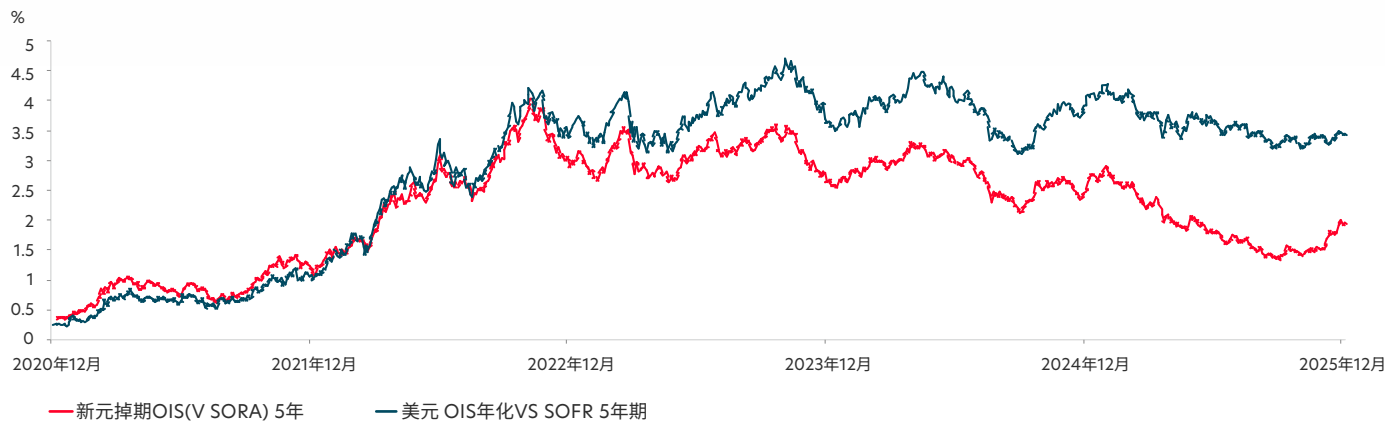
从强势走向稳定

2025年，新元债券市场展现出非凡韧性，尽管全年不时出现波动且地缘政治紧张局势持续，该资产类别仍证明了其抗风险能力。从指数层面看，得益于新元利率下降，Markit iBoxx 新元整体指数今年迄今(截至2025年12月18日)的回报率为+7.0%。

新元隔夜利率隔夜指数掉期(SORA-OIS)曲线牛市陡峭化，2年期至30年期区间大幅下行25至105个基点，其中前端受益最为显著。具体而言，新加坡金融管理局6个月期国库券(2025年12月17日拍卖)的截止收益率为1.48%，远低于年初3%的收益水平。这印证了我们的观点：新元流动性充裕，对新元资产的技术性需求强劲，推动收益率下行。

2025年，全球不确定性加剧，市场纷纷转向新元避险，其汇率表现令投资者喜出望外。展望未来，大华银行环球经济与市场研究部预计，尽管新元隔夜利率(SORA)与有抵押隔夜融资利率(SOFR)的利差目前处于历史极端水平，SORA将随着美联储接下来的降息同步下调。这可能决定2026年新元利率相对美国利率的表现。

SORA-SOFR 折价目前处于历史极端水平



资料来源:Macrobond, 大华私人银行

2025年，新元债券一级市场蓬勃发展，国内外发行机构纷纷利用低利率环境进军新元债券市场。金融机构、保险公司及新加坡法定机构主导了2025年的发行规模。尽管一级市场在解放日(2025年4月)期间受到影响，随着地缘政治紧张局势缓解及利率下降，发行量在下半年有所回升。值得注意的是，新元债券市场深度持续增强，现有发行机构与首次发行机构积极进入新元市场，进一步提升了市场多元化程度。

尽管部分信用利差扩大，我们覆盖的新元债券市场整体信贷基本面仍保持稳定。我们相信，在全球去美元化担忧重燃的背景下，新元债券在全球多元化债券投资组合中仍能发挥重要作用。新元债券将继续为投资者提供稳定收益及稳定投资组合。鉴于我们预期信用利差将维持区间震荡，且新元利率将与美国利率同步下调，我们认为新元债券的入市途径将从资本增值转向以票息收益为主。

2026年，我们倾向布局优质资产，捕捉全球发行人中因投资者认知不足而产生的信贷风险溢价错配。从行业角度看，我们重点关注全球系统重要性银行发行的T2/AT1债券、保险公司T2债券、企业混合债券，以及部分未评级的国内企业债券。

首席投资官建议

我们倾向选择全球金融机构发行的T2/AT1债券、保险公司发行的T2债券、企业混合债券，以及部分未评级的国内企业债券。

澳元债券市场

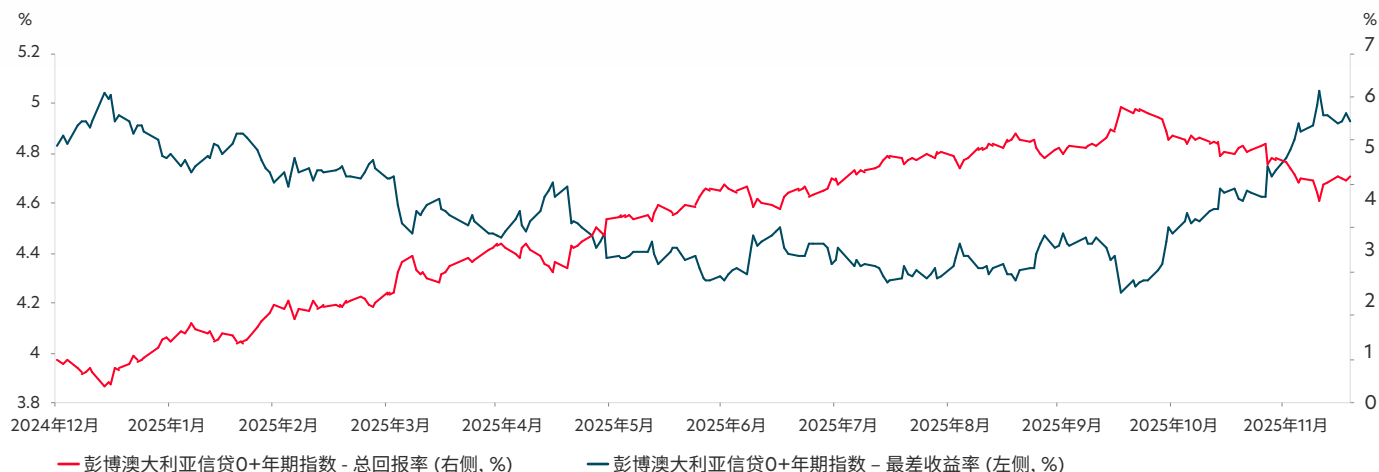
优质分散投资工具， 兼具诱人收益与陡峭的曲线滚降收益

以彭博社澳债信贷0+年期指数为代表的澳元信贷今年迄今(截至2025年12月18日)回报率达+4.1%，主要得益于信用利差收窄——从2025年初的87个基点收窄至当前的77个基点。澳元信贷表现于2025年10月见顶，随后因通胀回升担忧在11-12月回调。市场对澳大利亚储备银行短期降息的预期弱，引发了澳大利亚利率的抛售。

澳大利亚经济展现韧性，得益于多元化的经济基础、稳定的人口增长，以及坚挺且监管完善的金融体系。近期数据表明劳动力市场持续趋紧，这可能在一定程度上支撑了国内消费。受此影响，通胀数据显现上行压力(2025年10月澳大利亚CPI: +3.8%)，最终促使澳大利亚储备银行在2025年12月货币政策会议上维持政策利率不变。

在2025年三次降息后，大华银行环球经济与市场研究部预计，鉴于经济增长放缓、通胀缓解及失业率上升的预期，澳大利亚储备银行将在2026年重启降息周期——分别在第一季度和第二季度各降息一次。

澳元(信贷)收益率逼近年内峰值，因澳联储政策正常化



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银行、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；以及外国发行者的企业债券。

按3.1%预测值(2026年)计算，澳大利亚的政策利率将在发达经济体中位居前列。这意味着澳元可能受益于汇率利好因素，从而成为澳元债券中潜在的额外回报来源。

展望未来，澳元信贷凭借其收益率(指数层面达4.93%)相对于G3货币债券市场的优势，展现出极具吸引力的价值。养老基金的结构性需求与日益增强的市场深度，进一步强化了澳元信贷的价值主张。我们强调，作为资产类别，澳元信贷在稳定性(深厚的当地投资者基础)、质量(指数中75%评级为A级及以上)及流动性(相较于其他亚洲当地货币市场更优)方面均表现突出，使其成为有效的投资组合稳定器。

在澳元信贷市场中，我们看好澳大利亚大型银行、全球系统重要性银行及保险公司发行的T2债券；全球系统重要性银行发行的优先债券；公用事业与基础设施债券；以及外国发行者的企业债券。对于寻求更高贝塔系数的投资者，BBB级信贷中亦存在一些机遇，但我们强调严格筛选，重点关注基本面改善的信贷主体。此外，袋鼠债券市场发行活动增加，为投资者提供获取附带新发行者让利条款信贷的良机。

大宗商品

贵金属

趋势性涨势或将延续至2026年

截至2025年12月18日，金价维持在约4300美元/盎司的水平，年内累计涨幅已达64%。这是自1970年代末以来黄金年度表现最亮眼的时期之一。市场目前开始关注，黄金这一强劲的涨势在进入2026年后是否能够持续。

另一方面，推动黄金强劲上涨的现有积极因素依然存在。黄金作为避险资产以实现投资组合多元化的需求依然强劲。全球主要交易所(如纽约商品期货交易所和上海期货交易所)的黄金库存仍在持续累积。黄金交易所挂牌基金(ETF)的购买量同样保持强劲。在主权层面，全球央行疯狂配置黄金的势头未减。以泰达币(Tether)为首的稳定币也加速了黄金储备的积累。

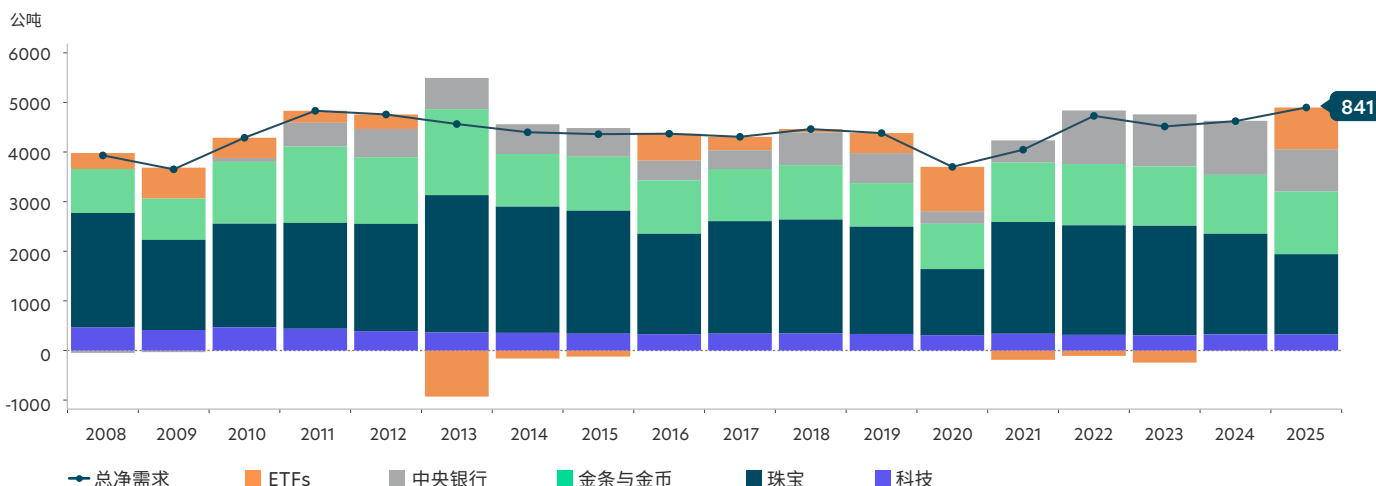
最后，黄金迅速从11月中旬的短暂盘整中反弹，因市场再度预期美联储12月将再降息，使金价从4000美元/盎司跃升至约4200美元/盎司。

总体而言，除非强劲的避险需求和央行配置这两个积极驱动因素出现变化，黄金很可能延续其趋势性涨势。

在此背景下，我们维持积极预期，并将预测上调至：2026年第一季度4300美元/盎司，2026年第二季度4400美元/盎司，2026年第三季度4500美元/盎司，以及2026年第四季度4600美元/盎司。

大宗商品	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
黄金(美元/盎司)	4,300	4,400	4,500	4,600

黄金:受央行和零售需求日益驱动



首席投资官建议

我们维持对黄金的超配评级，因避险需求与央行的强劲配置将持续支撑黄金价格的上行趋势。



外汇货币

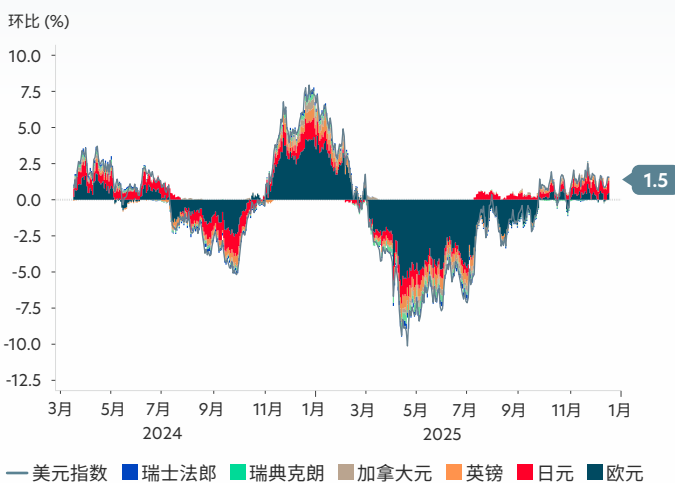
美元

美元指数料将走弱, 美联储进一步降息将成为主要驱动因素

我们维持对美元在2026年看跌的预期, 主要驱动因素是市场预期美联储将进一步降息。随着劳动力市场状况趋缓——当前失业率已升至四年高点4.4%, 加剧了经济衰退担忧——美联储很可能转变政策立场。政治风险可能加剧下行压力, 尤其在美联储主席鲍威尔任期将于2026年5月届满之际。市场或预期继任者将延续特朗普政府偏好低利率的政策倾向, 这将强化市场对联邦基金终点利率下调及美元持续疲软的预期。我们对美元指数的预测显示其将逐步走低: 2026年第一季度98.2, 第二季度97.3, 第三季度96.5, 以及第四季度95.7。不过, 顽固的通胀可能抑制贬值速度, 阻止美元加速下跌。

外汇货币	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
美元指数	98.2	97.3	96.5	95.7

美元指数的贡献因素



资料来源: Macrobond, 大华私人银行

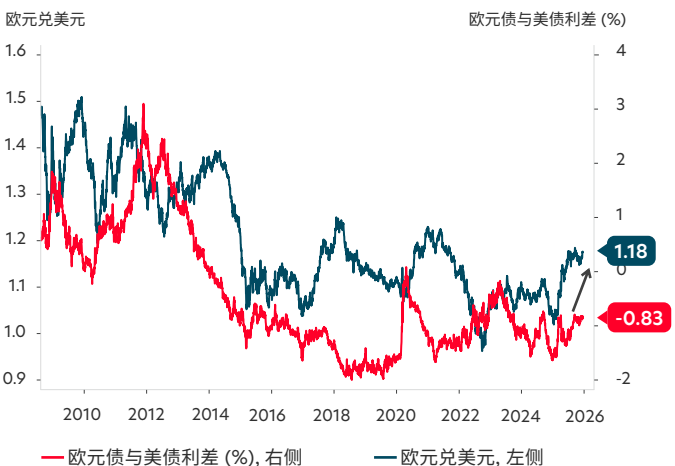
欧元

欧元预计将在2026年逐步升值

2026年, 我们预计欧洲央行将在第一季度实施最后一次25个基点的降息, 标志着自2024年6月启动的宽松周期的结束。随着美联储持续宽松政策直至2026年, 此举将进一步压缩欧元兑美元利差, 为该货币对创造有利环境。此外, 德国财政刺激政策预计将延续至2026年, 尽管其边际效应较2025年3月的初始激增有所减弱。我们维持对欧元兑美元的积极展望, 预计该货币对将在2026年逐步升值。我们的最新预测分别为: 2026年第一季度1.17, 第二季度1.18, 第三季度1.19, 以及第四季度1.20。

外汇货币	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
欧元/美元	1.17	1.18	1.19	1.20

欧元兑美元汇率利差收窄将形成支撑



资料来源: Macrobond, 大华私人银行

人民币

人民币升值步伐将因经济增长放缓而趋缓

2025年，人民币强劲反弹，反映中美贸易格局的转变。在关税升温背景下，美元兑人民币汇率于4月飙升7.3512（2007年以来最高点），之后随着紧张局势缓和及关税休战期限于11月延长，在年底回落至7.08。展望未来，我们预计美元兑人民币汇率将进一步温和下行，支撑因素包括贸易协定带来的积极情绪，以及美联储降息周期延续至2026年导致的美元持续疲软。人民币走强也符合中国通过提升购买力促进国内消费的长期目标。不过，经济增长放缓（我们预测2026年GDP增长为4.7%，低于2025年的5.0%），以及央行对每日汇率定价的审慎态度和“适度宽松”的政策立场，可能抑制人民币升值空间。若汇率波动加剧，口头干预仍有可能发生。总体而言，我们最新的美元兑人民币汇率预测为：2026年第一季度7.04，第二季度7.00，第三季度6.98，以及第四季度6.95。

外汇货币

1Q26F

2Q26F

3Q26F

4Q26F

美元/人民币

7.04

7.00

6.98

6.95

人民币升值步伐可能因经济增长放缓而趋缓



资料来源：彭博社，大华私人银行

日元

美元兑日元汇率将从高位逐步升值

2025年，日元成为十国集团外汇货币中最疲软的货币，此前高市早苗于10月当选日本首相。市场将其胜选视为日本将重启激进财政刺激和超宽松货币政策的信号，令人联想到安倍晋三执政时期的安倍经济学。这种预期推动美元兑日元汇率大幅攀升。此举加剧了美元/日元与10年期利差的脱节，该利差已降至2022年3月以来最低水平。日本央行如市场普遍预期，于12月将基准利率上调25个基点。展望未来，我们预计该利差将主要通过美元/日元汇率回落而收窄——随着美联储宽松周期延续至2026年，美元将普遍走弱。关于“快速贬值”的口头警告提升了157-162区间内干预的风险。我们的最新预测为：2026年第一季度152，第二季度150，第三季度148，以及第四季度146。

外汇货币

1Q26F

2Q26F

3Q26F

4Q26F

美元/日元

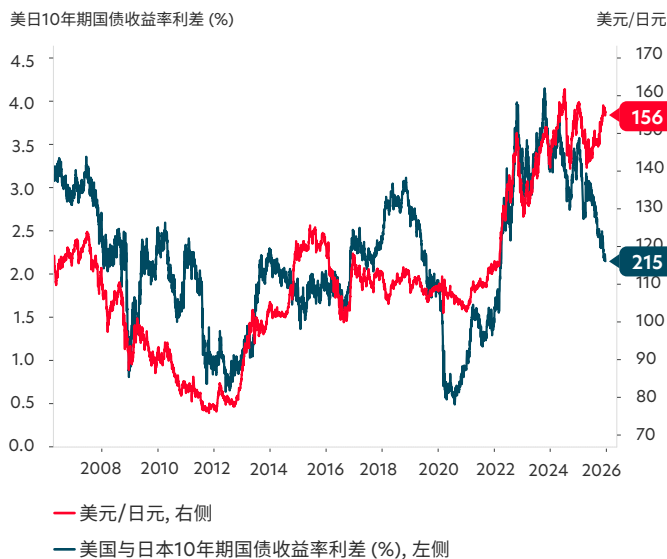
152

150

148

146

预计美元/日元将逐步走低，但受政策担忧持续影响，起点较高



资料来源：彭博社，大华私人银行

澳元

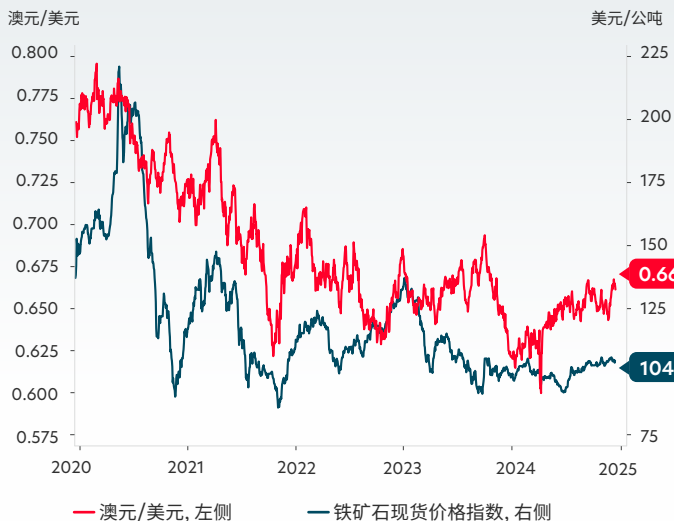
澳元受惠于积极宏观环境

若排除4月关税冲击因素，澳元兑美元汇率今年保持稳步回升态势，有望实现五年来的首次年度上涨。主要驱动因素包括全球贸易紧张局势缓解、人民币汇率走强，以及澳大利亚储备银行相对温和的政策立场。近期通胀数据意外上行，可能促使澳联储在12月按兵不动，但我们仍预期2026上半年将再降息两次。

展望未来，我们预计积极宏观环境将延续至2026年，支撑对澳元等风险敏感型货币的需求。当全球宽松周期最终结束时，澳元或将成为相对高收益的外汇货币——我们预测澳联储在2026年第二季度将终点利率设定在3.1%，进一步强化了这一观点。我们维持对澳元兑美元的积极展望，最新预测为：2026年第一季度0.67，第二季度0.68，第三和第四季度均为0.69。

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

鉴于宏观环境良好，维持对澳元的积极展望



资料来源：彭博社，大华私人银行

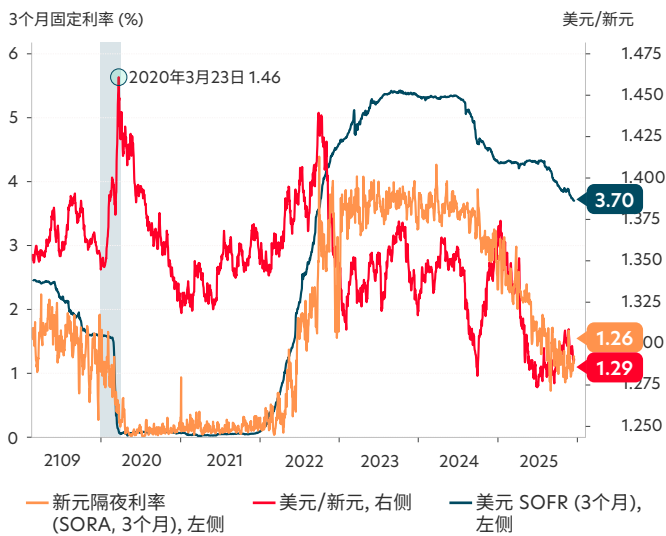
新元

预计美元兑新元将继续走弱

2025年，美元兑新元跟随美元指数走低，从年初的1.36跌至12月初的约1.29。从贸易加权角度看，新元名义有效汇率(S\$NEER)在11月稳定于政策中间轴上方1%左右，此前自6月以来持续从2%的上限回落。这种韧性得益于强劲的非石油国内出口和工业产出，进一步强化了新加坡上调后的2025年GDP增长预测(4.4%)的上行风险。鉴于经济增长态势良好且再通胀迹象显现，新加坡金融管理局预计将维持每年约0.5%的温和新元名义有效汇率升值立场直至2026年。若核心通胀回归常态，风险已转向潜在货币政策收紧——最快可能在2026年4月，通过将坡度提高至1.0%。2026年，我们预计美元兑新元将随美元普遍回调而继续走弱。据此，我们美元兑新元的最新预测为：2026年第一季度1.29，第二季度1.28，第三季度1.27，以及第四季度1.26。更坚挺的新元名义有效汇率亦支撑着新元交叉汇率，预计到2026年底，新元兑马币汇率为3.21，新元兑人民币汇率为5.52，而澳元兑新元汇率则将走高。

外汇货币	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
美元/新元	1.29	1.28	1.27	1.26

新元将随着亚洲外汇货币的进一步上涨表现优异



资料来源：彭博社，大华私人银行

另类投资

私募股权 复苏信号与利好因素

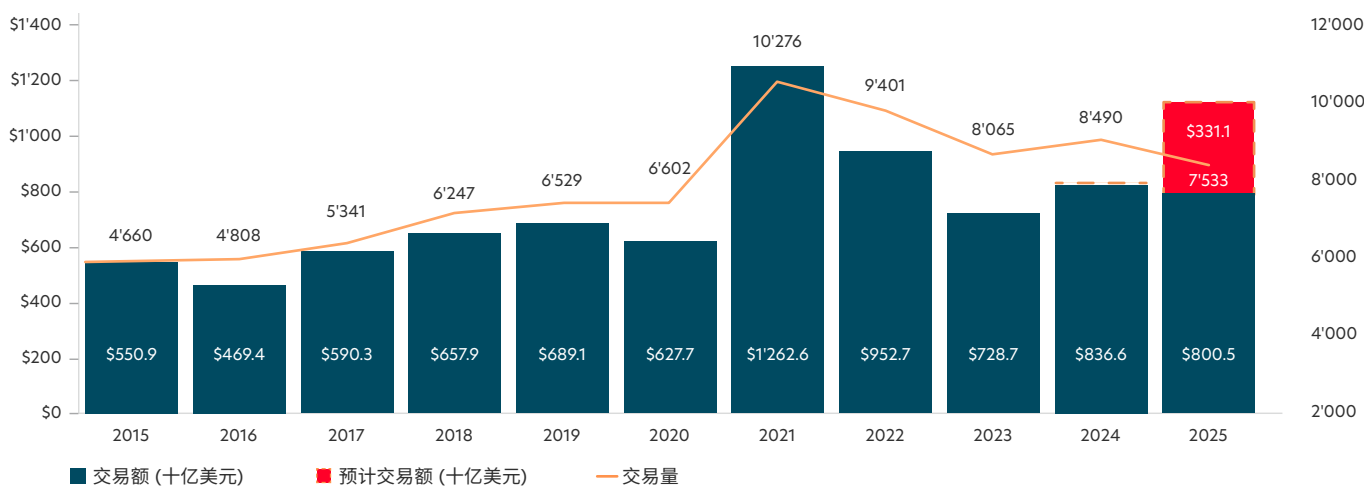
在利率居高不下和估值错配的背景下，私募股权自2022年起经历了退出步伐持续放缓，如今正步入新周期。随着宏观环境逐步改善，退出市场正逐步重启。美国私募股权公司2025年的退出规模预计将超越2024年，这标志着该市场连续第二年复苏。

多渠道均呈现增长势头。2025年第三季度，并购交易量持续增加。随着发起人推动大额交易且战略买家重返市场，2025年前三季度并购总交易量同比增长34%¹。首次公开售股(IPO)活动同样重现活力。2025年前三季度，美国已有20家私募股权支持的企业完成IPO定价²，数量已超越去年全年总数，市场正朝着2021年以来最强劲的年度表现迈进。尽管距离2021年峰值仍有差距，此次复苏表明市场对企业上市作为退出渠道的信心正在增强。

二级市场保持韧性，对有限合伙人(LP)流动性和普通合伙人(GP)主导交易的需求依然强劲。净资产值折价幅度已收窄，但定价仍具选择性，偏好高质量资产。

展望2026年，政策利率的预期下调将成为关键催化因素。融资成本与折现率下降历来能通过改善投资组合公司现金流、提升退出倍数来放大私募股权回报。历史数据显示，私募股权表现最强的年份往往与利率下行周期重叠，例如1990年代初、2000年代初、2009年后及2020年后的周期。这种动态为资本向错配但正在复苏的市场配置创造了有利环境。

美国私募股权交易量(十亿美元)



资料来源: Partners Group, PitchBook。基于第三季度业绩估算的第四季度交易额与交易量。实际数据与事件可能存在差异，且可能存在显著波动。

注:

¹ 资料来源: Dealogic/ION Analytics (截至2025年10月31日)

² 资料来源: Pitchbook, 截至2025年10月31日

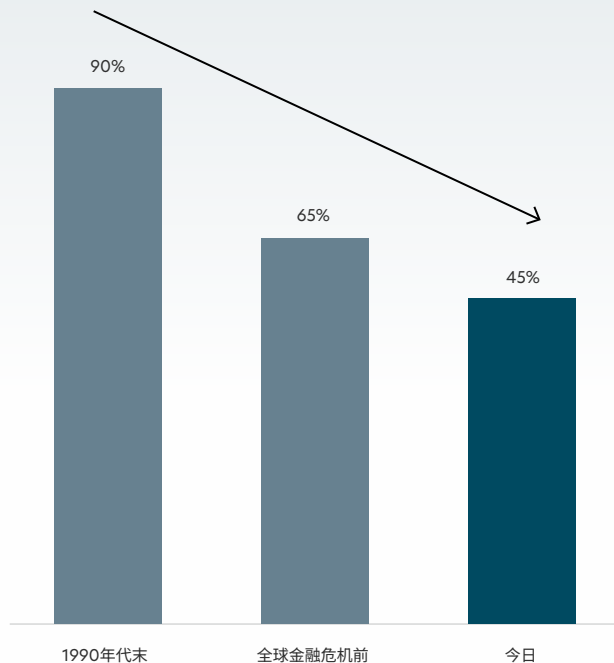
私募信贷 拨开迷雾

私募信贷受益于多重结构性利好因素：更严格的银行监管、公共信贷市场波动加剧，以及借款人对定制化融资方案的偏好。直接借贷已成为赞助商支持企业的关键资金来源，并日益成为追求高效执行与确定性的大型企业的首选渠道。

近期头条新闻引发了对风险的质疑，但基本面依然坚挺。当前直接借贷的平均贷款与估值比率远低于全球金融危机前水平，这为债务减值提供了更充裕的股权缓冲。非计息贷款虽小幅上升，但仍低于历史均值，而利息覆盖率在强有力的发起人支持和契约保护下，仍保持在健康水平。

尽管利差收窄且违约率上升，私募信贷历来相较杠杆贷款能带来150-200个基点的超额利差³，同时消除了中介机构的收益流失。在市场高端领域，违约率仍处于低位——息税折旧摊销前利润(EBITDA)达1亿美元及以上的企业，其契约违约率更低。经验丰富且具备显著规模并投资大型企业的管理人，在宏观经济不确定时期更能展现出色表现。

平均贷款价值比率



资料来源：黑石集团。

注：“1990年代末”的贷款价值比率(LTV)指1990年代通过高收益债券为大型收购融资所采用的近似杠杆水平。“全球金融危机前”LTV指基于PitchBook LCD数据，2000-2007年间美国收购交易中通过杠杆贷款融资的近似杠杆率。“今日”LTV指基于KBRA DLD数据，2025年第三季度完成的中高端市场并购交易平均LTV。

注：

³ 资料来源：KBRA DLD月度洞察与展望报告(截至2025年8月31日)

基础设施 赋能韧性

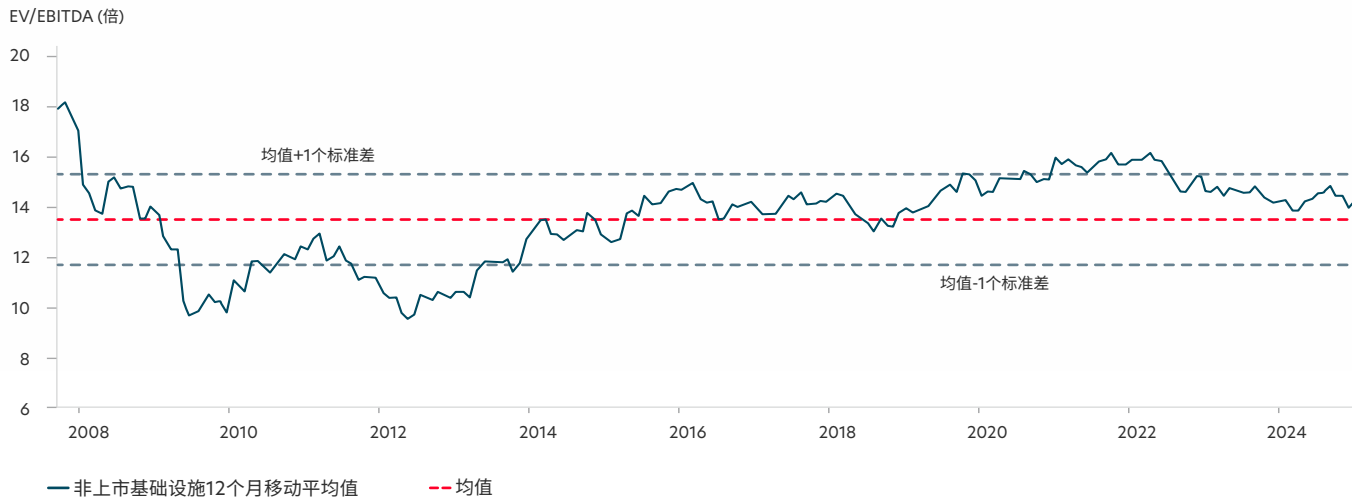
基础设施已成为私募市场的战略支柱，为投资者提供基于长期合同现金流的必要服务的投资渠道。在二十国集团(G20)经济体中，基础设施投资缺口预计将显著扩大，凸显出持续资本配置以避免严重不足的必要性的必要性。

这为基础设施管理者带来极具吸引力的机遇，远超当前围绕人工智能的叙事。这些机遇涵盖电网现代化、可持续能源系统扩建，以及建设具备韧性的交通和水资源网络。以美国为例，其大部分电网建于20世纪60至70年代，凸显了升级改造的紧迫性，以满足电气化和可再生能源整合日益增长的需求。

在欧洲，受监管的网络正加速电网投资，监管机构对新项目也采取了建设性态度。

基础设施具备稳定性、抗通胀和可靠收益等特征，使其即使在宏观环境波动中，仍然是一种“全天候”配置。当前估值倍数仍低于历史峰值，为该资产类别提供了具有吸引力的入场时机。随着数码化与电气化等结构性趋势支撑盈利增长，私人基础设施未来12个月的回报前景依然乐观。

私人基础设施企业价值/息税折摊前盈利交易倍数



资料来源:麦格理资产管理公司,彭博社(2025年10月)。私人基础设施时间序列基于2008年1月至2025年6月期间1,222笔交易倍数数据。过往业绩并不代表未来结果。仅供说明之用。

房地产

从重置到复苏

历经多年调整后，私人房地产市场显现稳定迹象。交易活动显著回升。商业房地产交易量已连续五个季度同比增长，创下自衰退开始以来最持久的增长周期。

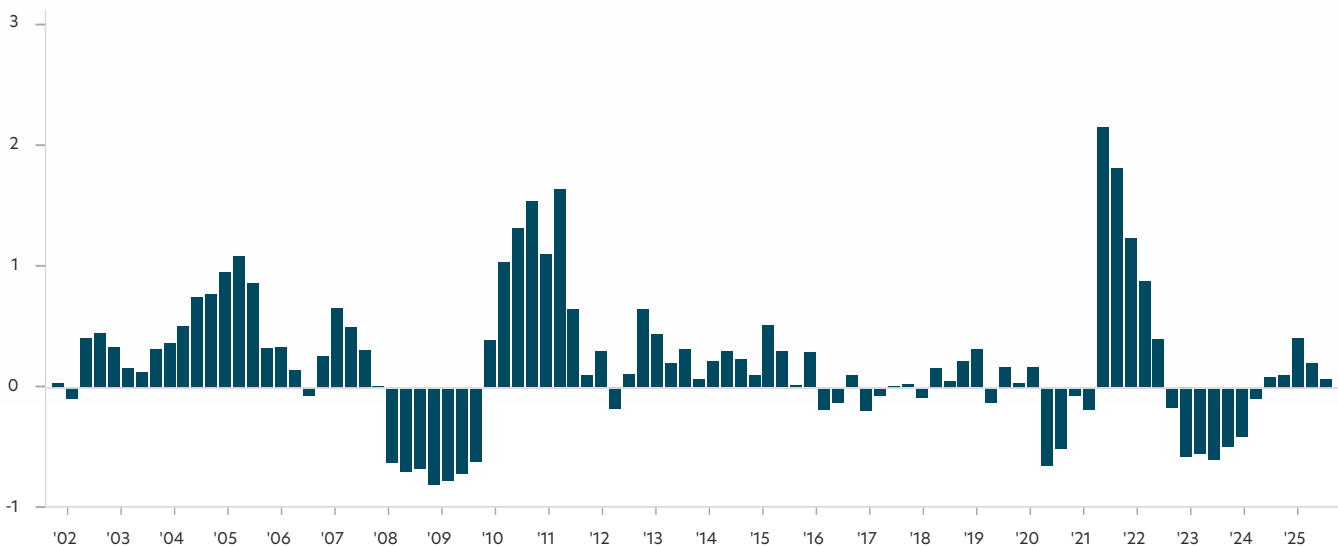
工业及物流资产表现依然最为强劲，得益于电子商务和供应链韧性的支撑。随着新建项目减少，多户住宅市场基本面趋稳，此前供应过剩带来的压力有所缓解。零售业，尤其是以超市为核心和体验型业态，持续展现出韧性。

办公物业仍是面临最大挑战的板块。“择优而栖”的趋势持续存在——租户青睐新建、地点优越、节能环保且配备现代化设施的建筑，而老旧物业则面临淘汰风险及潜在的用途转换。这种分化凸显了资产选择与重新定位策略的重要性。

随着交易量上升和供应减少，房地产有望逐步复苏，尽管关税引发的建筑成本风险和办公楼需求的不确定性依然存在。

美国商业地产交易量 (同比及变化)

EV/EBITDA (倍)



资料来源: Real Capital Analytics, Cohen & Steers。截至2025年7月31日。

对冲基金

碎片化世界中的机遇

在政策不确定性、行业分化与周期性波动交织的环境中，对冲基金仍是多元化投资组合的重要组成部分，提供灵活性和获取超额收益的能力。

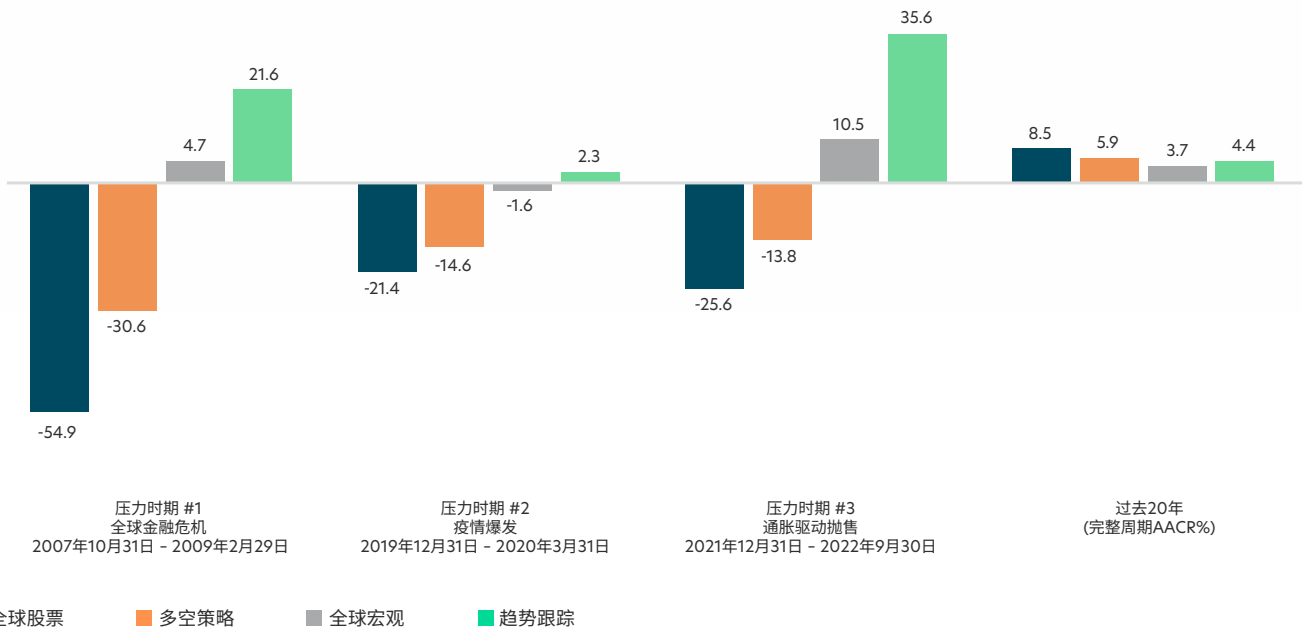
多策略基金持续引领行业，吸引大部分新增资金。它们在股票、信贷、宏观和套利领域实现动态配置的能力，使其成为寻求“一站式”多元化配置的机构投资者的首选。

股票多空基金凭借其独特优势，能够有效捕捉由技术颠覆、贸易格局重组及货币宽松政策分化引发的行业间业绩分化。从历史表现看，股票多空策略既能捕捉约70%的股市涨幅，同时能将回撤幅度控制在整体市场的一半左右，因此对追求风险调整后收益的投资者极具吸引力。这种不对称性源于其独特能力：能够将对高信念股票的多头头寸与对结构性受困公司的空头头寸相结合。

总体而言，对冲基金的适应性及其与传统资产的低相关性，使其在当今碎片化的市场中成为不可或缺的配置。

某些对冲基金提供了更强的下行保护,但牺牲了上行收益捕捉能力

截至2025年10月31日
百分比 (%) 美元



资料来源: FactSet Research Systems Inc., Hedge Fund Research, Inc., MSCI Inc., 法国兴业银行及汤森路透DataStream。

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