

为集中且由流动性主导的市场轮换作好准备

7月份，中东紧张局势再度升温。市场对能否恢复停火存疑，推动布伦特原油价格回涨至接近100美元水平。此前，由于航运改道措施奏效，加上市场重新评估供应风险，油价曾回落至战前水平。

与此同时，市场转换的暗涌一直重塑全球股市。随着市场重新配置到防御性板块、金融和工业股，资金从拥挤交易中撤出的趋势正在加速。板块特定因素的影响日益显著，使表现更趋分化，反映在板块之间的相关性偏低。债券市场方面，收益率涨至高位。市场最初对财政空间的审视令长债承压。

尽管投资气氛受企业盈利再度表现强劲的憧憬所支持，但市场对结果失望的容忍空间有限，若业绩或盈利指引低于预期，可能触发市场转换步伐加快。流动性仍然利好，但可能在夏季期间减弱；部分科技股的杠杆水平及拥挤交易也可能加剧市场波动。

展望未来，我们对油价、通胀、央行行动及市场的主要信念如下：

- 近期紧张局势下，航运改道措施成为左右油价走势的关键；近期走势反映不确定性日益增加；在投资者评估供应进一步受阻风险期间，市场波动性料将维持高企。此外，液化天然气流量仍是主要瓶颈，原因是相关运输较难改道、卡塔尔的产量不易被取代，以及亚洲和欧洲的需求导致天然气市场持续供应不足。



Vincent Mortier
集团首席投资官



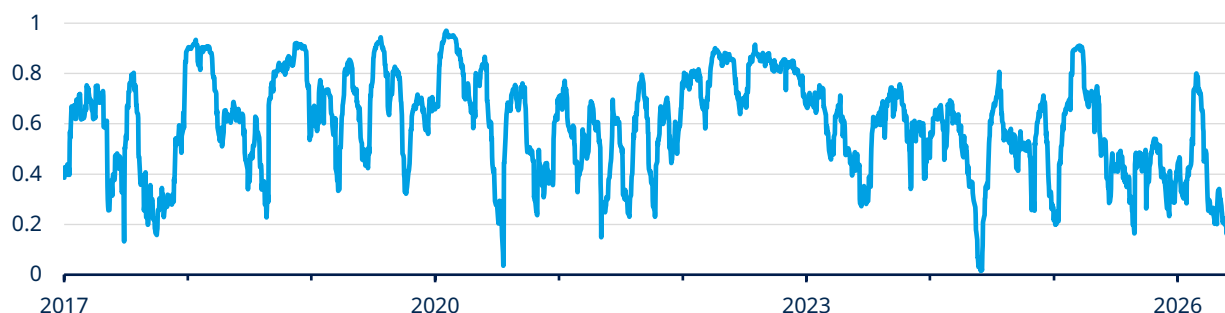
Monica Defend
东方汇理资产管理
投资研究院院长



Philippe D'Orgeval
副集团首席投资官

美国各板块之间的相关性下降，反映市场分化加剧

板块之间的平均相关性，30日滚动



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。数据为MSCI美国指数五大板块（资讯科技、金融、工业、非必需消费品、医疗保健）每日回报的30个交易日滚动相关性平均值。数值接近1表示板块走势相若，接近0则表示板块走势各异。数据截至2026年7月24日。

“整体而言，我们维持适度承险立场，但认为目前并非增加风险的时机。利率正逼近峰值，市场对盈利预期失望的容忍空间有限，加上流动性或会在夏季减弱，可能加剧市场波动。”

- **美国和欧元区近期的通胀数据显示形势较为温和。**然而，鉴于近期中东局势紧张及油价波动，通胀放缓的过程可能并非一帆风顺，数据或会出现一些波动。各国央行可能保持审慎；任何由通胀带动的紧缩措施应属短暂性质，并可能随着中东紧张局势缓和而于明年逆转。中期而言，**通胀争议仍属结构性，而非周期性。**关键问题是：面对突显资源稀缺的资本支出周期、加强战略自主的需要、争夺人工智能领导地位的竞赛、高债务水平和气候变化的影响，通胀下限最终会处于什么水平。
- **预计经济增长将略为改善，**但不同国家和不同经济环节的表现并不一致，并由投资带动。欧洲方面，**德国的改革方案**是一个结构性支柱，短期可通过提振信心而轻微推动国内生产总值增长；长期来看，其对增长的贡献将更为显著。
- **股票方面，市场转换主题已获确认。**半导体股近期表现疲弱，反映出一场更广泛的转换趋势：资金从晶片股（人工智能投资早期主要受益者）转向人工智能价值链内的其他领域，包括基础建设、电力和应用，以寻找新机遇。经历年初至今的大幅涨势后，市场似乎出现获利套现之势，同时也意味选股将更为关键，因为人工智能主题交易正逐步分化出赢家与输家。

在此环境下，我们整体维持温和承险立场。鉴于利率正逼近峰值，市场对盈利预期失望的容忍空间有限，加上夏季流动性减弱可能加剧市场波动，我们认为目前并非增加风险的时机。

东方汇理资产管理投资研究院：辛特拉论坛后的央行政策框架

前瞻性指引：自2018年以来，美联储逐步减少使用前瞻性指引，转为更依赖数据的政策框架。然而，主要央行减少提供政策指引，或会令短期利率走势更趋不明朗，导致短债进一步波动。

收益率曲线走势：展望未来，我们认为收益率曲线走势受经济增长的影响将会减弱，并更多取决于货币政策预期、期限溢价和财政脆弱性。各国政府为实现战略政策目标而进行融资，导致债务和赤字高企，未来将需扩大债券发行规模，而市场也须吸纳这批新增供应。若投资者目光转向本土债券，债市资金流或将改写，并决定这场优质收益率争夺战中的赢家与输家。

“货币政策不明朗仍然是影响整体股市和美元的重大变数。虽然美联储加息并非我们的基本预测，但若出现这种结果，可能触发这两类资产大幅重新定价。”

Monica Defend

东方汇理资产管理投资研究院院长

“市场表面风平浪静，
转换却正悄然发生。
投资者应为股市涨势
扩大作好部署，聚焦
于结构韧性、定价能
力，以及企业抵御冲
击的能力。”

在此环境下，分散投资于不同地区和板块，对构建稳健的投资组合至关重要，且应聚焦于基本面和选择性配置。我们对各个资产类别的观点如下：

- **固定收益方面**，我们对美国久期维持略为审慎至中性的立场，偏好中期债券。我们继续预期收益率曲线将会走斜，并因长期实质利率水平具吸引力而增持相关持仓。欧洲方面，我们调高收益率曲线走斜配置，并继续看好区内周边国家债券多于核心国家债券。英国方面，我们沽售持仓获利套现，但继续预期收益率曲线将会走斜。高质量信用债的收益率仍然具吸引力，我们也继续看好新兴市场债券。
- **股票方面**，我们聚焦于较不易受颠覆影响的稳健业务模式，以及财务状况稳健的企业。从策略角度而言，鉴于美国市场估值高企和存在集中风险，我们减少美国配置。我们看好欧洲和日本，而新兴市场同样具吸引力，因其科技实力较强，估值相对发达市场也更具竞争力。
- **多资产方面**，我们维持承险立场，但着重利差收益、审慎挑选及地区分散投资，而非采取强烈的定向部署。因此，我们已策略性下调对标普500指数的正面看法，但仍看好标普500等权重指数。这次转换有利欧洲，因为德国的改革方案及基础建设方案应可带来支持。外汇方面，我们继续偏好转换至利差收益较高的新兴市场货币。

整体承险意欲

避险

承险

我们维持温和的承险立场，进一步降低集中风险，并高度专注分散投资及审慎挑选。

与上月比较变动

- **多资产**：我们进一步降低集中风险，把持仓由美国股票转换至欧洲股票，并继续偏好标普500等权重指数。我们增持利差收益较高的新兴市场货币兑美元持仓。
- **固定收益**：美国方面，我们对久期维持略为审慎的立场，并因长期实质利率水平具吸引力而增持相关持仓。欧元区方面，鉴于经济增长疲弱，加上债券发行量持续增加，令长债日益受压，我们已加强收益率曲线走斜配置。英国方面，我们缩短久期配置。
- **股票**：我们日益聚焦欧洲，当地推行提升效率、竞争力和策略自主的改革，应可创造长期机遇。

整体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对高风险资产（信用债、股票、大宗商品）持有的定性观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

至于其他词汇的定义，请参阅本文件末页。

固定收益

作者

长期利率渐具吸引力

Amaury D’Orsay
固定收益部主管

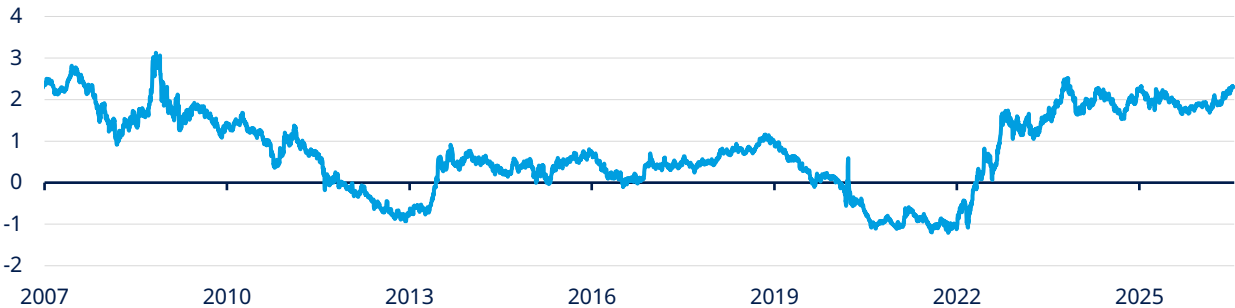
宏观环境仍然错综复杂，各国央行保持审慎，而通胀忧虑和货币政策预期仍受油价走势影响。美国方面，经济数据稳健，加上美联储立场相对强硬，为利率带来上行压力，支持我们对久期采取审慎立场，同时也为若干范畴（例如中期债券及实质利率）带来具吸引力的投资机会。

欧元区方面，欧洲央行似乎正在微调终端利率，即使日后采取行动，也可能只是调整政策力度，而非再次启动紧缩周期。由于扣除欧洲央行买债后的发债量持续增加，长债压力可能持续。这支持我们对收益率曲线走斜的观点，尤其是在收益率曲线经历一段趋平时期之后。英国方面，我们略为减持相关持仓，并在经济增长疲弱及财政前景不明朗的情况下，确认收益率曲线走斜的观点。

久期及收益率曲线	信用债	新兴市场债券及外汇
- 美国方面，我们对久期持略为审慎的立场，偏好5年期债券及收益率曲线走斜配置。鉴于长期实质利率水平具吸引力，我们增持相关持仓。欧元区方面，我们加强收益率曲线走斜配置，继续看好周边国家多于核心国家。 - 英国方面，继近期表现强劲后，我们略为减持相关持仓，但继续维持收益率曲线走斜配置。 - 由于日本央行仍然落后于形势，我们对日本债券保持审慎。我们继续预期收益率曲线将会趋平。	- 由于债券供应获市场充分吸纳，而投资者追求高质量收益的趋势持续为利差提供支持，我们维持对整体信用债的看好观点。基本面仍然稳健；随着板块表现日趋分化，审慎挑选板块和发行人将相当重要。 - 美国投资级别债券市场表现强劲，但我们看好欧盟市场多于美国。板块方面，我们偏好金融板块（盈利能力强且资本水平充裕）多于非金融板块。 - 我们继续偏好次级债券多于高收益债券，并看好短期债券。	- 我们对整体新兴市场债券保持乐观，并着重慎选投资。利差收益具吸引力，本土基本面稳健及利差稳定，为该资产类别提供支持。地区方面，我们看好拉丁美洲，并偏好巴西等大宗商品出口国。 - 我们对新兴市场主权和企业硬通货债券持正面看法，并看好绿色转型及科技等策略性主题。 - 本币债券方面，我们继续倾向选择性投资于个别国家。

美国实质国库券收益率持续上行

通胀调整后10年期收益率 (%)



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。最新数据截至2026年7月24日。

股票

作者

聚焦韧性，精挑细选

最近数周的市况显示，尽管整体市场波动性偏低，但随着投资者加强审视，个股波动性正在增加。市场仍然关注人工智能相关投资、盈利能力、估值及供应链风险，进一步突显慎选投资和结构韧性的重要性。在这环境下，鉴于市场集中及估值风险持续，我们在策略配置上减少美国投资。

Barry Glavin
股票平台主管

我们确认对欧洲的长远观点，当地推行提升效率、竞争力和策略自主的改革，应可为长期机遇带来支持。我们看好日本，稳健的基本面、支持增长政策及估值均有利当地市场表现。在科技实力和估值支持下，新兴市场也具吸引力。

发达市场

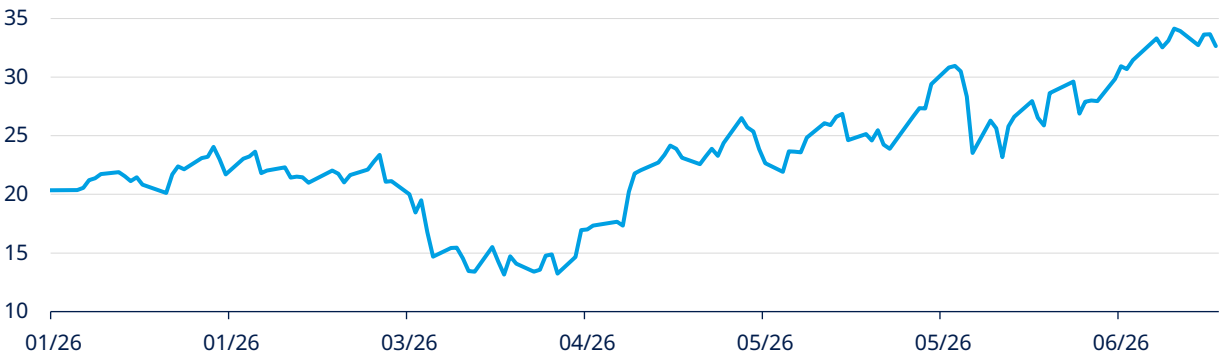
- 鉴于整体估值已显得偏高，我们偏好低风险、较能抵御人工智能冲击的公司，因其业务模式较不容易受到颠覆。我们偏好医疗保健和必需消费品板块。与此同时，人工智能、数据中心及能源转型带动电力需求增加，为公用事业、建筑及工业带来机会。我们也继续看好金融业，但近期的市场走势令选股变得至为关键。
- 我们仍看好欧洲科技股，惟最近已从半导体股获利套现。
- 日本方面，我们偏好工业股，以及受惠于供应链韧性、人工智能和基础建设的精选中小盘公司。整体而言，估值仍具吸引力。

新兴市场

- 面对地缘政治及经济风险，分散投资优势继续为新兴市场带来支持，而且估值利好和科技实力强劲。
- 我们对亚洲维持偏向正面的看法，并继续在科技 / 半导体业严选投资。人工智能带动记忆体和芯片需求，应可继续支持盈利；但随着供应增长加快及定价动力减弱，上涨空间或会收窄。
- 在盈利前景不明朗的情况下，我们对中国维持中性立场；我们偏好具备科技及全球竞争优势的精选工业公司。
- 我们仍然看好拉丁美洲，巴西10月举行的选举将是需要密切注视的重要事件。

表面平静，暗藏波动

个股相对标普500指数的波动性溢价



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年7月24日。图中线条代表VIXEQ指数与VIX指数之间的差距。VIXEQ指数量度标普500指数个别成分股的30日引伸波幅，并按市值加权计算。VIX指数量度标普500指数的30日引伸波幅。

多元资产

作者

轻微承险，保持审慎

整体宏观环境仍然利好，但通胀居高不下，各国央行依然审慎，而不同地区的增长持续分化。在此环境下，我们维持温和的承险立场，着重利差收益、精选及分散投资，而非对市场走向抱持强烈看法。

股票方面，我们保持看好。然而，美国市场高度集中于少数公司，或会令其表现逊于世界其他市场。因此，我们已策略性下调对标普500指数的正面看法，但仍看好标普500等权重指数，以把握广泛的盈利增长动力。

这次转换有利欧洲，因为德国的改革方案和基础建设计划应可为区内市场带来正面影响。此外，技术面反映投资者对欧洲股票的持有量偏低。我们认为，欧洲经济增长或可在下半年回涨，银行股等周期性板块看来具吸引力。

固定收益方面，我们对美国和欧洲久期维持正面看法，但对日本保持审慎，因当地长期债券仍容易受到通胀上升、日本央行收紧政策及期限溢价上行所影响。我们对5年期美国国库券保持正面看法，因劳动力数据转弱及核心居民消费价格指数偏低，显示美联储维持利率不变的时间或会较市场预期更长。欧洲方面，我们继续看好德国长期及短期政府债券，因市场现时预期欧洲央行只会有限度进一步收紧政策，而经济增长仍然疲弱。意大利政府债券的利差收益仍然具吸引力。最后，鉴于估值具吸引力、收益型投资者的需求，以及利好的季节性因素，我们对欧洲投资级别信用债维持正面立场，另看好新兴市场。

外汇方面，我们继续偏好从美元转换至利差收益较高的新兴市场货币，并减持欧元兑美元的持仓。我们偏好巴西里耳及土耳其里拉，因两者都受益于基本面改善和具吸引力的利差收益，预料两地央行只会审慎放宽政策。

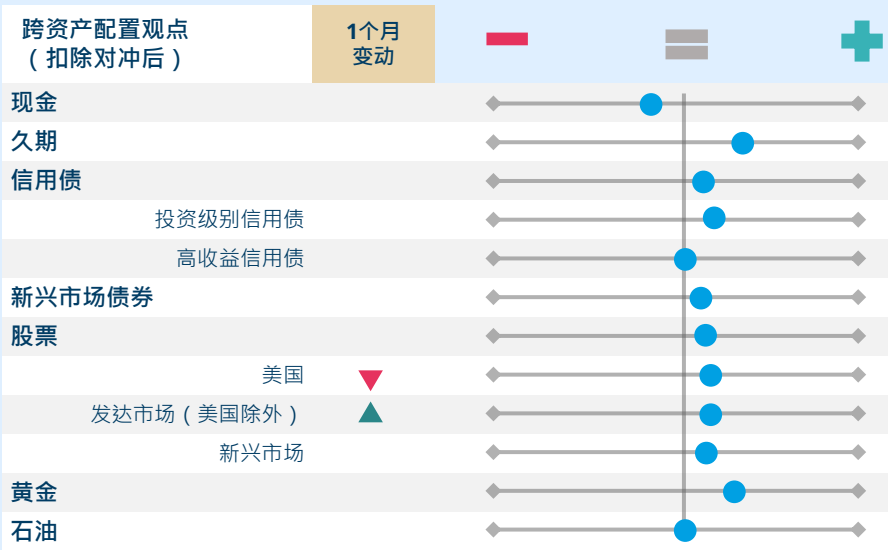
Francesco Sandrini

意大利投资官及全球多资产部主管

John O'Toole

环球主管 - 投资官方案

东方汇理多资产投资观点*



▼ 较上月看空
▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2026年7月16日。包括与上月比较变动。上表列出多资产平台的主要投资观点 (包含对冲)。*相对于参考资产配置 (基准为45%股票、45%债券、5%大宗商品、5%现金) 的观点，“=”指中性。由于投资时可能使用衍生工具，“+和-”的数字可能无法相加。这是于特定时间的评估，可能随时更改。本资料并不拟作为未来业绩的预测，读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明用途，并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来的资产配置或投资组合。

东方汇理对各资产类别的观点

股票观点

发达市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国	▼				◆					
美国平均加权							◆			
欧洲	▲							◆		
欧洲中小盘股								◆		
日本						◆				
新兴市场股票	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场							◆			
新兴市场亚洲							◆			
拉丁美洲							◆			
新兴欧洲、中东及非洲							◆			
新兴市场（中国除外）							◆			
中国						◆				
印度						◆				

固定收益观点

久期	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国						◆				
欧盟							◆			
英国	▼						◆			
日本					◆					
整体							◆			
信用债	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美国投资级别债券							◆			
美国高收益债券				◆						
欧盟投资级别债券								◆		
欧盟高收益债券						◆				
整体							◆			
新兴市场债券	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新兴市场硬通货主权债券								◆		
新兴市场硬通货企业债券								◆		
新兴市场本币债券								◆		
中国政府债券						◆				
印度政府债券							◆			
整体								◆		

环球外汇观点

外汇	1个月变动	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元										
欧元										
英镑										
日元										
新兴市场外汇*										

资料来源：最新全球投资委员会发表的观点摘要及其后讨论。观点截至2026年7月16日。上表显示对各种资产类别的绝对观点，并以9个级别范围表示，= 指中性立场。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予修改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。外汇列表呈列全球投资委员会的绝对外汇观点。*代表对多种新兴市场货币的综合观点。

较上月看空

较上月看好

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发予获准接受之人士，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会(「证监会」)的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标、财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。