

2026年3月

市场正持续加速演变

自年初以来，我们在展望中强调的多项主要信念已逐渐浮现，部分趋势更明显加快。市场持续获得良好支持，国家、板块和股票层面出现重大轮换。

正如近期中东局势升级所显示，地缘政治分裂化与变中有序仍是当今世界的主旋律。目前局势发展仍存在变数，现阶段宜将其界定为一场军事冲击，政治影响有待观察。油价作为宏观经济的主要传导渠道，目前水平似乎已大致反映市场预期短暂的地缘政治风险溢价。

在达沃斯，我们听到论调的转变，国际秩序出现明显的断裂。在慕尼黑安全会议上，以至近期的市场中，都显示出政策行动的推进。欧洲央行行长拉加德在演说中提及欧洲央行设立新的回购机制，反映政策官员对地缘经济日益重要的看法。

显然，我们正在步入一个更复杂的市场平衡 — 政策、地缘政治与资本配置的影响力，已不亚于经济周期。在瞬息万变的环境下，现在正是重新审视我们主要信念的良机：

- **美国与欧洲正在转型，增长动力增强**，而非走向低迷。美国劳动力市场的信号喜忧参半，消费、财富效应和人工智能主导的资本支出飙升，都是推动经济活动的关键因素。
- **在变中有序的时代，分散投资对在不同资产类别实现可持续回报至关重要。**



VINCENT MORTIER
集团首席投资总监



MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资总监

美国劳动力市场的信号喜忧参半：最新申领失业救济金人数和新增职位皆升



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。两个图表的最新可用数据，截至2026年2月24日。右图为3个月滚动平均非农业就业职位。

欧洲央行行长拉加德在慕尼黑安全会议上宣布新的欧元流动性工具，反映政策制定与地缘经济之间的联系日益紧密。

- 面对越趋分化和选择性的全球市场，**股票投资应具备全球视野**，不局限于科技竞赛。
- **财政和货币政策**将推动投资机会。
- **欧洲和新兴市场**提供长期潜力。

我们的信念基于以下部分宏观观点：

- **消费仍然是美国经济增长的主要动力，我们将今年预测上调到2.5%**。美国劳动力市场表现喜忧参半，加上消费需求强劲（得益于退税等因素），促使我们上调经济增长预期。我们也正在评估美国关税的最新变动。不过，我们希望申领失业救济金人数和新增职位方面看到更多进展，才能就劳动力市场得出明确结论。若企业因利润率承压而裁员，则存在下行风险。欧元区方面，去年底意大利和西班牙等经济体的增长数据令人惊喜，为2026年带来更强增长动力。我们已将今年欧元区增长预测上调至1.2%。
- **美国方面，我们认为通胀将持续放缓**，但仍处于美联储的目标范围，意味当局没有太大空间降息超过两次（年中及9月分别降息25个基点）。此观点基于劳动力市场的脆弱性。此外，我们认为由于美联储极力避免回购市场承压，下任主席缩减资产负债表的门槛将会很高。
- **政策制定与国家安全的关联日趋紧密**，欧洲也逐渐凝聚共识，必须实现独立于美国的战略自主。欧洲央行宣布推出新的回购机制，以改善非欧盟央行的欧元流动性，正是反映此趋势的最新信号。降息方面，我们认为欧洲央行将于今年第三季度降息一次。内需持续改善，但工资增长喜忧参半。
- **新任首相权力巩固后，日本正式迎来财政扩张时代**。新政策以降低通胀及刺激经济增长为重点，两者均会对日本债券和日元产生影响。货币政策方面，我们维持今年仅加息一次的观点，少于市场预期，但与去年第四季度疲弱的增长数据相符。
- **确认印度等新兴市场为结构性配置**。虽然市场可能会出现波动，但整体增长环境依然向好，我们已将今年国内生产总值增长预测上调到6.8%。最新的年度财政预算、印度与欧盟贸易协议等协议，以及对美出口关税有望减免，均为增长提供支持。据此，我们撤回印度储备银行将放宽政策的预期，相信该行将于今年维持利率不变。

总括而言，我们预计今年经济既不会过热，也不会陷入衰退，维持适度承险立场。因此，长远而言，**分散投资和审慎挑选资产，将较单纯追逐市场周期更能缔造回报。**

周期后段的环境让我们得以维持适度承险立场，概述如下：

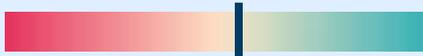
- **固定收益**：我们对整体久期保持中性，并下调对美国的观点。日本出现许多可能影响我们立场的因素。目前，我们对久期保持中性，并相信收益率曲线将会趋平。风险资产方面，我们对企业信贷保持乐观，并视新兴市场债券为长期回报和分散投资的来源。
- **股票**：人工智能进步所引发的波动，正是市场给予那些将被此技术颠覆的企业的考验的方式。我们仍聚焦于物色能够在这种不确定性下受益的企业（例如属“反实体经济”的企业），包括工业和材料板块内财政状况强劲的优质公司。我们也看好必需消费品。新兴市场增长持续强劲，但不同地区表现各异。我们看好拉丁美洲和新兴欧洲。
- **多元资产**：我们对不同资产类别保持灵活策略，以发掘具价值的领域。目前新兴市场债券的利差收益强劲，且具备分散投资潜力，我们认为其展现价值。此外，由于盈利增长前景强劲，我们现时对日本股票感到乐观，对美国股票则持中性观点。整体而言，我们维持充分多元化的立场。

尽管美国关税引起的波动反映贸易紧张局势远未结束，但经济动力仍然相当稳固。

整体承险意欲

避险

承险



风险资产并不便宜，但经济增长和盈利合理，让我们得以维持温和承险立场。

与上月比较变动

- **固定收益**：下调对美国久期的观点。
- **多元资产**：对新兴市场债券和日本股票保持乐观，并在策略上对美国股票持中性立场。

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（信贷、股票、大宗商品）持有的定性观点。我们的观点可能会调整，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

**AMAURY
D'ORSAY**
固定收益部主管

利率将维持区间波动

我们认为，虽然美国通胀将继续放缓，但今年整体通胀将维持在2.5%到3%之间，高于美联储的目标。因此，美联储很可能在短期内按兵不动。当通胀于年中左右更趋确定，当局便可能会降息。

与此同时，由于劳动力市场没有任何明显改善迹象，我们认为美联储不会转向加息。整体而言，利率将维持窄幅上落。亚洲方面，日本的情况例外，我们正密切注视其财政 / 货币政策的发展。我们维持整体均衡配置，对企业信贷和新兴市场债券偏向正面，并对发达市场的久期持严谨挑选的立场。

久期和收益率曲线

- 我们对整体久期持中性观点，但因市场价格已反映降息而对美国转趋审慎。收益率曲线可能会走斜（5年期 / 30年期）。
- 日本方面，我们的立场接近中性，并会积极监察其情况。估值、利差收益和政局稳定均属利好因素，但任何财政失误都可能令债券承压。我们也预计收益率曲线将趋平（10年期 / 30年期）。
- 欧盟方面，我们看好周边国家债券和英国（主要是短债）。

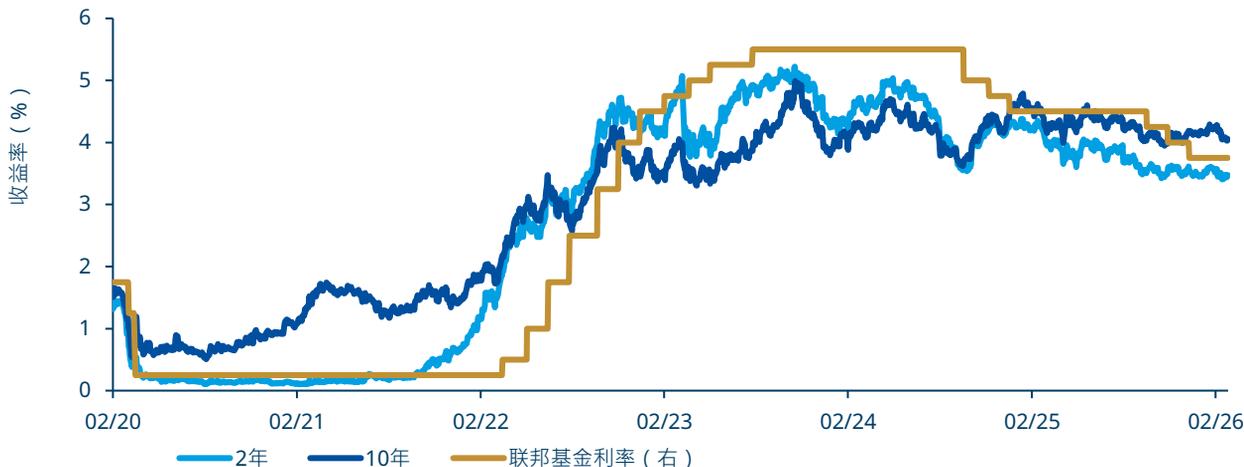
信贷和新兴市场债券

- 企业信贷仍然是高利差收益率和优质信贷的来源。
- 从全球角度来看，我们偏好欧盟多于英国和美国，并看好投资级别债券多于高收益债券。
- 新兴市场债券提供良好分散投资机会，也未见系统性风险。增长不均加剧分化风险，因此需要严选投资。
- 具体来说，我们看好硬货币、主权和企业信贷，但更看好本币债券。

外汇

- 我们对美元保持中性立场。短期内，国内生产总值增长应可继续受益于政策组合，但不确定性依然存在，且美元作为避险资产的吸引力有所下降。
- 英镑方面，我们维持负面观点。宏观环境疲弱，而且我们预计当局降息。
- 新兴市场外汇方面，我们维持正面立场，但稍微调整至偏好亚洲外汇。

美国利率短期内或将维持区间波动



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年2月25日。

股票

作者

人工智能颠覆或支持市场轮动

BARRY GLAVIN
股票平台主管

全球宏观环境尚算良好，但关税再次为这个变中有序的市场带来不确定性。市场方面，股市波动（包括人工智能领域）提醒投资者，这是市场对相关公司的竞争优势和盈利潜力提出的真正疑问。任何有关进展——例如开发新的人工智能模型，都可能导致业务模式面临颠覆性风险的公司加剧波动。

目前，市场整体偏好工业板块中的优质企业，而回避科技领域的输家。我们仍然专注于从基本面角度分析可抵御这次市场轮换，甚至可从中获益的企业，尤其是在欧洲、日本及新兴市场。

发达市场

新兴市场

- 鉴于美国的集中风险偏高，我们仍然偏好全球多元化策略。
- 我们看好日本，因其应可受益于财政支出和企业改革。股本回报率上升和股份回购增加，提振日本市场表现。欧洲方面，利率下调、能源成本下降，加上德国的刺激经济措施，都为企业盈利提供支持。
- 板块方面，我们看好工业、健康护理和银行业（选股至为关键）。我们预计工业将受益于下一波人工智能资本支出浪潮，这股浪潮很可能从数据中心蔓延至电池、电动机、传感器及无人机等领域。因此，像工业股这类企业对企业（B2B）公司有望实现强劲的收入增长和较高的回报。

- 新兴市场股票受益于基本面强劲、经济增长和美元走弱。特朗普政策在发达市场带来的不确定性，也是近日提振新兴市场股票的另一个因素。
- 我们继续看好新兴欧洲、拉丁美洲和阿联酋。
- 亚洲方面，从结构角度而言，我们看好印度。然而，我们密切关注估值，及部分已反映“综合企业折让”的公司。*中国方面，我们持中性观点，认为中国政府的反内卷政策短期内提振企业利润率的可能性不大。
- 虽然我们对能源和科技板块保持审慎，但看好记忆体晶片企业，例如韩国相关企业。

轮换至实体经济：美国工业对比软件；小盘股对比大盘股



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年2月25日。小盘股和大盘股采用罗素指数，软件和工业股则采用标准普尔指数。*与新兴市场内容相关：综合企业折让是指一家多元化企业的整体估值跌至低于其所有附属公司的价值（各部分总和）。

多元资产

发掘新兴市场的利差潜力

美国和欧洲的增长动力较预期强劲，迈向通胀目标的进程反复，可能促使美联储和欧洲央行在短期内按兵不动。日本方面，首相高市早苗当选，为其“早苗经济学”议程增添动力，或可重塑日本的增长潜力。至于其他地区，新兴市场的金融状况改善，有助优化其经济结构。在此环境下，我们重新调整立场，发掘新兴市场的利差机会，并维持适度的承险立场。

虽然我们仍然看好欧洲和英国股票，但在策略上对美国采取中性立场。科技板块的集中风险仍然偏高，市场对在拥挤交易以外进行多元化配置的需求也上升。其次，鉴于预计日本企业的盈利增长强劲，加上股本回报率改善，我们上调对日本的观点。我们仍然看好整体新兴市场，尤其是拉丁美洲。

固定收益方面，我们转而看好新兴市场息差，因其应可受益于承险意欲。尽管地缘政治风险持续，而且估值偏高，但流动性充裕、宏观动力正面，以及利差具吸引力，都为新兴市场息差提供支持。发达市场方面，我们仍然看好欧盟投资级别债券。至于政府债券，我们整体看好美国和欧盟。然而，我们现时倾向通过德国政府债券，而非欧洲货币联盟掉期，反映我们对欧盟的观点。对比掉期，德国政府债券的估值具吸引力，有望受益于欧洲央行可能采取的温和立场，并在避险情境下提供保障。我们也继续看好意大利政府债券。

我们转而看好一篮子新兴市场外汇兑美元。此配置提供分散投资效益，并应可受益于新兴市场增长正面和美元走弱。大宗商品方面，我们看好黄金，并在美国对伊朗采取军事行动后，不再对石油持审慎观点。此外，鉴于近日股市上扬和地缘政治风险升温，我们认为有必要加强保障措施，尤其是对美国股票。

作者

FRANCESCO SANDRINI

意大利投资总监及
环球多元资产部主管

JOHN O'TOOLE

环球主管 - 投资总监方案

“我们旨在分散投资，并发掘有望受益于宏观环境利好、结构增长前景具吸引力并具盈利潜力的市场。”

东方汇理多元资产投资观点*



▼ 比上月看淡
▲ 比上月看好

资料来源：东方汇理，截至2026年3月2日。包括与上月比较变动。上表列出多元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						◆				
美国增长				◆						
美国价值							◆			
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						◆				
信贷	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	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国政府债券						◆				
印度政府债券								◆		
新兴市场硬货币主权债券								◆		
新兴市场本币债券									◆	
新兴市场硬货币企业债券								◆		
整体								◆		

全球外汇观点

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和其后讨论。观点截至2026年3月2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，可予更改。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。

▼ 比上月看淡
▲ 比上月看好

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內，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」。