

2026年5月

近期论调转变

过去几周，市场在短短几天同时遭受通胀预期升温、央行政策展望转变和好坏参半的新闻消息所影响。在冲突初期，利率面临上行压力，风险资产则承受下行压力。目前，大部分股票市场（包括美国、欧洲和新兴市场）已回升至接近战事爆发前的水平。

各界致力于推动停火止战并达成脆弱的停火协议，为风险资产提供支持，但冲突仍未解决，加上利率可能长期维持偏高，一再压抑市场升势。市场走势取决于外界论调的转变，大致可归纳为：停火是否会落实；承险或是避险；以至通胀和增长担忧。展望未来，我们认为：

- 主要风险在于**整体通胀可能传导至核心通胀**。对于已处于高通胀的经济体，其通胀回落至目标水平的进程可能受阻；而已达标的经济体则面对一个不容忽视的风险，即通胀预期不稳。
- **经济增长前景转弱（并非衰退）**，取决于此次冲击对经济影响的持续性与扩散程度，以及能源价格维持高企的时间有多长。由于实质收入承压和商业信心下降，2026年初预期的正面动力未有出现，经济增长转趋放缓。
- **发达市场的财政前景**在此次危机前本已紧绌，因此我们预计全球大部分地区（包括美国、欧元区 and 英国）不会推出大规模的财政支持措施，而是针对家庭和策略性板块提供有选择性的纾困。即使在新兴市场，应对措施也将因应各国而异。



VINCENT MORTIER
集团首席投资官

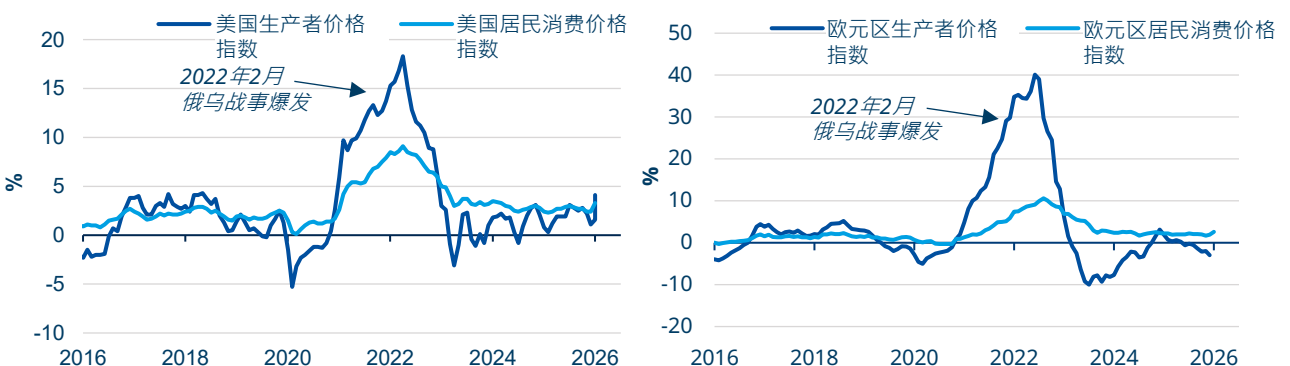


MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院院长



PHILIPPE D'ORGEVAL
副集团首席投资官

2026年的情况有别于2022年，但能源价格长期偏高，仍可能推高居民消费价格指数和生产者价格指数



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博。截至2026年4月20日。2026年3月为最新数据；欧元区生产者价格指数为2026年2月数据，美国居民消费价格指数2025年10月数据暂缺。

我们就经济增长、能源、运输、航运、保险和投资者 / 消费者信心范畴所设想的发展脉络已得到证实。

实质收入转弱、利润率承压、需求放缓和政策空间收窄，对经济增长造成的冲击通常会滞后显现。其次，欧洲、美国和新兴市场地区之间的不对称趋势将更为明显。第三，各国央行至今的表现符合预期，并预料将保持谨慎、被动回应而非先发制人。

上述情况在过去一个月有何变化？

- 尽管我们对经济缓慢增长的基本预测没有改变，但由于目前下行风险增加，我们认为发生机率已经下降。在3月份，我们的框架仍然是以定向宏观调整为主，包括能源冲击、经济增长变化有限，以及谨慎的政策应对。我们谨此重申，能源冲击持续，比最初冲击本身更为关键。
- 现在看来，这次事件并非一次性冲击或黑天鹅事件，而是持续一段较长时间的现实情况，最终可能演变为**宏观金融冲击**。在3月份，市场焦点集中于霍尔木兹海峡、石油运输和相关冲击造成的即时影响。目前的解读更为广泛，而且影响可能更为持久。
- 政策分化也更为明显。上月，我们对央行政策的观点是：央行对加息保持谨慎，并可能忽视通胀短暂飙升。现在我们认为，**各国央行将维持“有纪律的政策灵活性”：维护公信力、保持通胀预期稳定、密切注视第二轮通胀效应（这一点至关重要！），并保留足够的灵活性以应对冲击，避免机械式收紧政策而导致经济脆弱**。正因如此，我们目前预计美联储和欧洲央行将按兵不动，降息时间预料将推延至2027年。

哪些因素可能促使我们改变观点，值得密切关注？

- 海湾地区石油、天然气和其他商品供应中断的时间延长，或将对经济产生第二轮通胀效应。
- 换句话说，危机效应传导至能源、运输和其他经济领域，将影响整体物价水平。然而，如果相关效应无法转嫁至消费物价，企业利润率将受到影响，意味着我们的观点将会改变。欧洲尤其易受这次冲击所影响。
- 央行应对措施如果转趋强硬，将极为关键。如果美联储或欧洲央行再度展现强硬立场，我们将调整对久期的观点，尤其是短债久期。
- 随着危机持续更久，每股盈利预测将作出修订。
- 目前，流动性和信用传导机制为风险资产带来支持。股票波动性较低；固定收益信用债领域未见资金外流；技术面也属合理。如果上述情况出现变化，将影响我们的观点。

各国央行保持警觉、
公信力和灵活性；
以通胀为基础，
对冲击保持警惕，
并致力于避免反应
过度或滞后。

MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管

我们认为在当前环境下，投资组合构建比定向投资信念更为关键，突显谨慎挑选的重要性。

现阶段应依据长期投资信念，把握风险资产的投资机遇，发掘盈利和基本面稳健的领域，同时维持适当防护。

- **固定收益方面**，我们并不建议做出特定方向的久期部署，而是聚焦于不同收益率曲线和相对价值。短期债券对偏向强硬政策立场的重新定价仍然较为敏感，而经济增长转弱应会随着时间而限制长债收益率。因此，我们需要采取更精细的投资策略。我们上调对英国久期的观点，目前对美国持中性观点。我们也选择性物色企业信用债，并继续看好新兴市场债券，但在策略上已下调对印度债券的取态。
- **股票方面**，市场预计中东危机能够迅速得到解决，带动大市在4月份回升。虽然美国股市在结构上表现最为强劲，但也最为集中，部分领域的估值显得偏高。因此，我们在欧洲、日本和拉丁美洲等新兴市场发掘价值投资机会。尽管欧洲作为纯粹跟随大市配置策略的吸引力可能较低，但在板块分化以及产业政策、基础设施和国防等个别主题方面更具投资价值。
- **多资产方面**，此次危机促使我们在不同资产类别和地区维持更精细的投资部署。我们的目标是在短期机遇与长期投资信念之间取得平衡，对风险资产维持略微正面的看法，同时保持多元化立场。此外，我们认为黄金不仅有助于分散地缘政治风险，也可对中央行政策不确定的风险。

整体风险倾向

避险

承险



流动性状况仍属合理，承险意欲依然温和，至今没有出现任何非理性抛售。因此，我们仍然略微看好风险资产。

与上月比较变动

- **固定收益**：上调美国久期的观点至中性，转趋看好英国，但对日本久期趋于谨慎。
- **多资产**：看好美国和拉丁美洲股票；上调我们对意大利政府债券的正面观点；调整外汇配置，下调对挪威克朗兑欧元的正面看法。
- **新兴市场**：选择性看好新兴市场股票，对印度债券的观点不如以往正面。

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。我们的观点可能调整，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。

久期：降低方向性，提升精细化配置

市场对央行政策决定的定价已由战事初期反映的英国央行，转为现时反映的加息，以欧洲央行和英国央行尤甚。尽管我们明白这次重新定价是由通胀担忧所致，但我们并不认同这次的定价幅度，例如英国金边债券的情况。此外，我们认为整体政府债券供应充裕，可能对收益率构成压力。

因此，我们避免进取的方向性配置，而是倾向于在不同收益率曲线做出选择性部署，并在企业信用债和新兴市场中物色额外收益；后者在地缘政治压力下展现韧性。新兴市场持续提供强劲的利差收益，包括高收益资产，但其中一个风险是中东局势可能出现极端升级（这并非我们的基本预测）。

久期及收益率曲线	信用债	新兴市场债券和外汇
<ul style="list-style-type: none"> 整体而言，我们对久期维持正面观点。美国方面，由于财政风险对利率构成压力，我们主要通过中短期债券，上调美国久期中性观点。我们看好通胀挂钩债券。 欧洲货币联盟方面，我们看好2年期至5年期相对30年期的曲线走峭配置，并偏好短期债券，同时仍然认为周边国家债券相对具吸引力，但在当前水平下吸引力有所下降。 英国方面，我们主要上调对短债久期的观点；同时下调对日本的取向，并继续看好曲线趋平配置。 	<ul style="list-style-type: none"> 整体而言，我们对投资级别信用债维持正面看法。我们也选择性物色美国市场的机会，偏好短期和中期债券；相对于高收益债券，优先考虑次级债券。 欧洲投资级别债券方面，我们看好个别BBB / BB级信用债和金融债券，同时在信用和利率方面维持适当防护。我们也继续偏好2年期债券。 我们对高收益债券保持略微谨慎：其估值显得合理，技术面也有利，但在不同板块和评级之间谨慎挑选依然是关键。 	<ul style="list-style-type: none"> 地区方面，我们偏好拉丁美洲。巴西、阿根廷和墨西哥等国家因具备石油、天然气和农产品优势，展现较强韧性。 我们对本币债券保持正面观点，尤其是巴西、南非和匈牙利，并致力于发掘市场过度抛售所带来的机会。 我们看好利差收益较高的新兴市场外汇，例如巴西、墨西哥和南非，以及个别前沿国家。 发达市场外汇方面，我们对美元维持谨慎的结构观点，但在策略上保持中性。

英国短期金边债券具吸引力：市场价格过度反映英国央行收紧货币政策预期



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博、东方汇理预测指东方汇理资产管理投资研究院做出的预测，截至2026年4月16日。市场预测以WIRP估计相对于当前利率的变动为基础，基于隔夜指数掉期模型。数据截至2025年4月17日。

市场预期危机将迅速解决

股票市场行为出现重大转变，反映市场对危机迅速解决感到乐观，但即使暂时停火，实际发展路向可能较预期棘手。这场危机没有改变我们对欧洲、日本和新兴市场（即拉丁美洲和亚洲新兴市场）的结构性看好观点，但我们认为短期内可能出现波动。此外，这场危机也促使我们在围绕这些长期投资信念发掘具韧性的领域（受市场反应过度所拖累）时保持警惕。

BARRY GLAVIN
股票平台主管

其次，我们目前认为，市场较可能呈现分化走势，而非朝着单一的整体方向发展。欧洲方面，我们预料区内资本支出上升和迈向战略自主的动力，有望带来第二轮受益者。最后，在人工智能领域，市场焦点现已聚焦投资变现能力、技术淘汰风险和每股盈利表现。

发达市场

- 我们继续聚焦于长期投资机会，尤其在**欧洲、日本和新兴市场**；尽管这些市场对油价表现敏感，但仍具吸引力。我们看好股东回报改善的银行，受益于与能源效益、自动化和人工智能资本支出（例如数据中心）相关的工业企业，以及个别必需消费品公司。
- 欧洲方面，推动改革、提升效率和加快电气化的趋势正不断增强。我们看好受益于上述趋势的股票，以及估值接近历史低位的个别中型股。
- 日本方面，我们投资理据中的特殊动力（例如企业改革议程）在当前环境下更具吸引力。

新兴市场

- **精选新兴市场持仓，偏好特殊风险。**新兴市场急剧反弹，可见市场观点变化的速度有多快。我们继续聚焦于基本面、估值、消费主题和外部融资；这些因素在拉丁美洲等多个地区均具吸引力。另一方面，这场危机促使我们下调对阿联酋等国家的立场，但我们仍然看好南非。
- **亚洲**应可受益于科技和半导体周期。国家方面，个别韩国企业将受存储器芯片需求殷切的支持，尤其来自美国和中国企业的需求。中国近期的国内生产总值增长数据展现韧性，且该国也拥有庞大的能源储备。虽然我们目前持中性立场，但将保持警惕。

与发达市场相比，拉丁美洲的估值具吸引力（低于长期平均）



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年4月16日。MSCI拉丁美洲新兴市场指数和MSCI发达市场（MXWO）指数。上述6个月远期市盈率移动平均值用以显示平滑化图表。

多资产

作者

积极投资：把握市场错位机遇

随着危机持续演变，我们展望未来，并密切关注以下风险：原材料成本上涨和供应中断对企业利润率或消费通胀的传导作用。长期通胀预期并未出现如2022年般的重新定价，反映本次冲击更偏向经济增长和成本，而非通胀机制的结构性转变。市场方面，这使我们能够保持积极和策略性部署，尤其是在估值未见改善但基本面仍然稳健的领域。因此，我们策略性地上调对股票的立场。鉴于地缘政治和经济风险持续，我们认为，现在适宜加强防护措施并维持高度多元化的立场。

股票方面，继最近几周急剧波动后，我们策略性地上调对标普500指数和拉丁美洲的立场。这些市场的风险回报水平较具吸引力，并获强韧的盈利预测修订支持，而且外资持续流入拉丁美洲。其次，这些市场的能源需求并非依赖进口。

久期仍具投资价值，尤其是美国5年期债券和德国政府债券。值得注意的是，我们上调对意大利政府债券与德国政府债券之间利差的正面观点；自伊朗相关局势升级以来，该息差显著扩大，使其利差收益更具吸引力。随着意大利公投结束，加上该国政府保持稳定，市场波动性应有所缓和，利差也有望趋于稳定。此外，与欧洲其他国家相比，我们认为市场对意大利财赤的担忧有限。

外汇仍然是我们多资产观点的重要支柱；从长远角度来看，我们对美元保持谨慎。因应近期走势，我们调低挪威克朗兑欧元的正面看法。鉴于地缘政治环境不明朗，挪威克朗仍获当地能源相关比重的支持。此外，我们由看好欧元兑美元，转为看好澳元兑美元。最后，我们策略性地下调新兴市场外汇观点至中性。

FRANCESCO SANDRINI

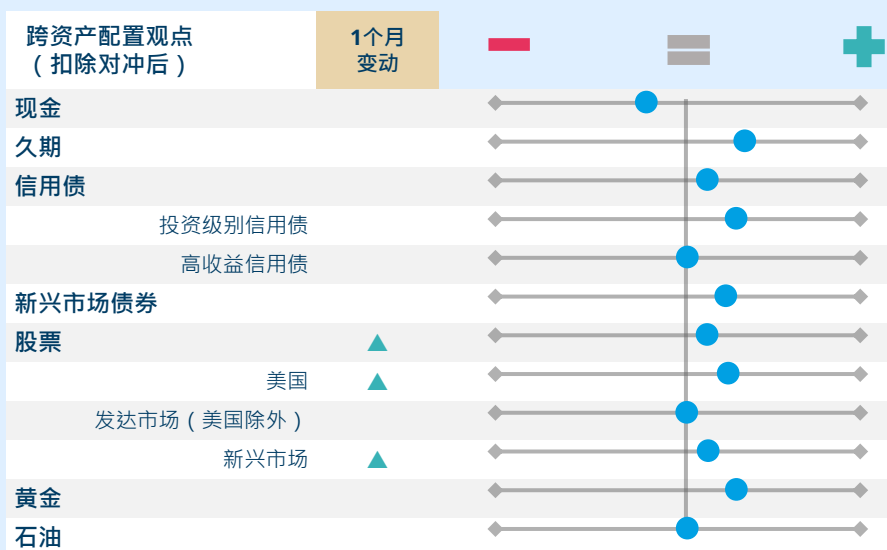
意大利投资总监及
环球多资产部主管

JOHN O'TOOLE

环球主管 - 投资总监方案

“我们将策略性投资信念与短期市场走势区分。因此，即使我们对风险持略微看好的立场，但鉴于地缘政治不明朗，短期内适宜保持充分的防护措施。”

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4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%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						◆				
欧洲中小型股							◆			
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、中东和非洲								◆		
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	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国政府债券						◆				
印度政府债券	▼						◆			
新兴市场主权硬通货债券								◆		
新兴市场本币债券								◆		
新兴市场企业硬通货债券								◆		
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及其后讨论。观点截至2026年4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。

▼ 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」。