

2026年4月

## 持续冲突推高通胀预期

中东冲突现已踏入第二个月，能源价格高企在全球金融市场产生连锁反应。随着市场对通胀预期重新定价，加上央行可能降息，欧美的平衡通胀率急升。英国等国家的名义债券收益率（尤其是短债）也大幅上升。在现阶段，我们认为市场在某些方面似乎反应过度，而第二轮通胀效应将取决于能源价格维持高位的时间会有多久。

增长方面，市场目前似乎并未过分担忧。我们认为，能源价格居高不下将导致消费和增长承压。整体而言，这次危机使全球经济面临滞胀压力。我们的主要观点概述如下：

- **对通胀造成的影响将因应地区而异**，欧元区所受影响可能较美国更深。通胀是否属短暂性质，取决于石油、天然气、食品和肥料价格高企维持多久。欧元区居民消费价格指数（CPI）可能在2026年急升至远高于欧洲央行目标，然后于下一年回落，但仍高于目标水平。如果通胀压力在整个经济层面变得根深蒂固，例如蔓延至中间产品、货运和保险成本，便可能出现上述情况。美国方面，我们预计能源价格偏高将对低收入家庭造成更大冲击。
- **美元走强再度成为焦点** — 尽管美元可能因其避险特性而在短期内表现强韧，但我们预计美元长期结构性走弱趋势仍将持续。美元仍面对结构性阻力，包括美国公共财政承压、地缘政治因素使全球资金流出现转变，以及美国以外地区的收益率相对更具吸引力。



**VINCENT MORTIER**  
集团首席投资总监

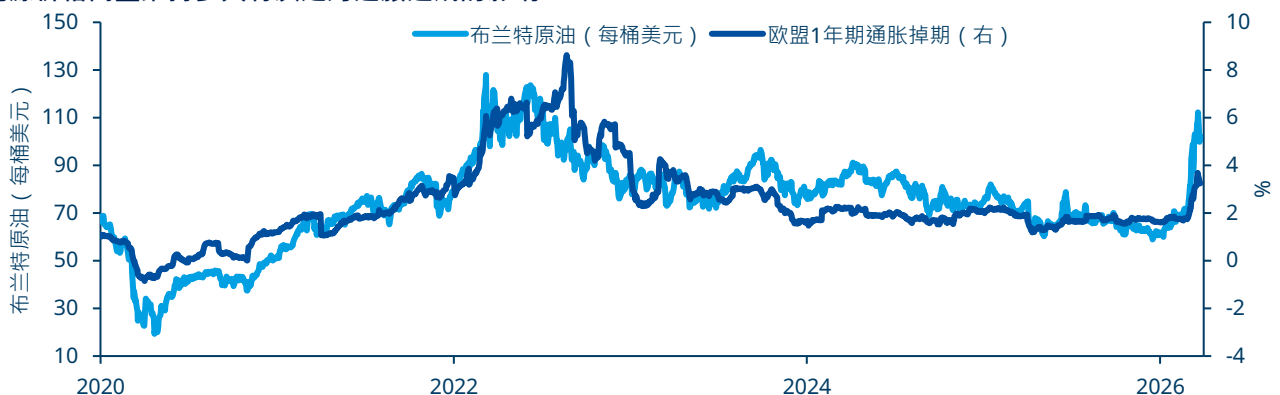


**MONICA DEFEND**  
东方汇理资产管理  
投资研究院主管



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
副集团首席投资总监

### 能源价格高企维持多久将决定对通胀造成的影响



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年3月24日。

市场高估这次危机对通胀的影响，并低估对增长造成的冲击；市场价格并未反映消费转弱令企业利润率承压的风险。

- 若要看到美元持续升值，整体通胀压力需要传导至核心通胀，且通胀预期需要升至足以迫使美联储重启加息周期 — 这将是形势逆转的关键，但并非我们的基本预测。
- 依赖从海湾国家进口能源的**欧洲和新兴市场国家**正寻求避免卷入这次冲突之中 — 欧盟和英国领导人拒绝美国总统特朗普提出参战的要求。亚洲方面，印度和中国依赖能源进口，至今已成功与伊朗就船只安全通行进行谈判。作为石油净进口国，印度易受高油价影响；其中一个风险是政府可能被迫将原本用作生产性资本支出的资源，改为能源补贴。
- **整体而言，我们认为新兴市场增长将保持强劲**，而且从长远角度来看，且未出现改变这一趋势的因素。新兴市场的财政和宏观经济指标持续改善，许多新兴市场已重新推行正统的宏观经济政策，尤其是拉丁美洲，这反映长期估值下调的趋势结束。巴西拥有大量稀土储备，墨西哥则受益于近岸外包（near-shoring）。

**总括而言，我们认为不会出现超级通胀或全球经济衰退。**我们确实预计通胀和增长将受到影响；影响程度将取决于战事持续多久，以及石油和天然气价格将在高位维持多长时间。对投资者来说，以多个方式分散投资（包括通胀挂钩工具、政府债券和大宗商品）相当重要，尤其是因为债券与股票之间的相关性正在转变。此外，我们认为投资者日益需要进行对冲和有策略地降低风险。

## 东方汇理资产管理投资研究院：部分主要央行可能在今年按兵不动

**预计欧洲央行、英国央行和美联储将在2026年维持利率不变。**对欧洲央行来说，评估能源价格对整体和核心通胀以至工资的影响仍然关键。市场价格已反映加息预期。我们收回欧洲央行今年降息的预测。此外，我们认为，如果通胀持续偏离目标，令通胀预期脱锚，欧洲央行可能加息（并非我们目前的基本预测）。鉴于通胀预期升温，美国2月份就业数据疲弱，加上最近工业生产者出厂价格指数数据优于预期，美联储采取观望态度也算合理。美联储在3月按兵不动，与我们的观点一致，而我们目前预计今年不会降息。同样，我们预计英国央行将在2026年维持利率不变。

**第二轮通胀效应（取决于供应中断和价格高企持续多久）是欧洲央行和英国央行的主要考虑因素。**能源价格不但取决于短期内天然气和石油供应实际上会否受到干扰，并取决于海湾国家的产能是否会持久受损；即使霍尔木兹海峡恢复通航，这些影响仍可能持续。伊朗袭击卡塔尔天然气发电厂便是此类中断的典型示例，其对天然气供应的影响将远超今年。

*欧洲央行不会因能源价格上涨而自动收紧政策，而是将观察并评估这次冲击的规模、持续时间和更广泛价格压力的溢出效应，然后才调整政策立场。*

**MONICA DEFEND**

东方汇理资产管理投资研究院主管

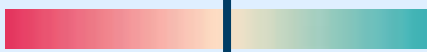
我们对这次危机、通胀和货币政策保持警惕，因此我们认为应有策略地降低风险，并通过多元化配置提升投资组合的韧性。我们的具体观点概述如下：

- **我们上调对固定收益久期的观点**，并寻求通过主动管理的方式增强韧性。与此同时，鉴于基本面强劲，我们继续看好企业信用债。我们已轻微下调新兴市场本币债券的观点，但因经济持续强劲增长，我们维持正面看法，并特别留意收益率较高的国家。
- **尽管短期市场波动使我们对部分股票板块持略微审慎态度**，但我们对欧洲、日本和新兴市场的长期信念不变。当前危机反映，资金从美国转投这些地区的趋势可能反复不定，但从长期来看将会持续。
- **从多资产角度来看**，这次危机让我们有机会对某些领域进行调整和有策略地降低风险，例如股票等较易受波动影响的领域。然而，我们已调高对政府债券的观点，并维持对企业信用债和新兴市场债券的信心。

*我们避免做出  
进取的定向部署，  
并回避过于集中的  
领域。相反，我们  
倾向继续分散  
投资，并在政府  
债券中寻找价值，  
尤其是短债。*

## 整体风险倾向

避险



承险

我们认为金融状况和流动性尚算合理，但中东冲突持续演变，促使我们暂时降低风险。

### 与上月比较变动

- **固定收益**：上调对久期的观点，看好新兴市场外汇和本币债券，但程度不如以往。我们维持收益率曲线陡峭化的观点。
- **股票**：在策略上对欧洲、日本和新兴市场持中性观点，但我们对长期观点保持正面。
- **多资产**：较看好发达市场久期和企业信用债，并精选新兴市场债券，但对股票保持中性。在策略部署上不太看好黄金。

整体承险意就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。

**AMAURY  
D'ORSAY**  
固定收益部主管

## 主动和严谨的久期管理

鉴于能源价格高企和供应中断，通胀问题受到更多关注。因此，市场价格已反映欧洲央行和英国央行将会加息。虽然我们已修订对货币政策的评估，但目前预期有关央行不会加息。我们预料这两家央行将按兵不动，等待这次危机和供应中断出现更明朗的发展，才作出决定。

因此，考虑到通胀预期升温和避险需求（对收益率）产生反向压力，现阶段宜保持灵活应对。中期来看，收益率曲线走陡是我们的基本情境预测，但我们认为，这个观点现已获得业内广泛认同，而且已大幅提前体现。整体而言，我们偏好精选策略，而非广泛投资。

### 久期和收益率曲线

- 整体而言，我们转向略微看好久期。对美国的审慎态度有所降低（尤其是短债和长债），并保持积极部署。
- 我们的积极建设性立场主要体现在于欧盟市场，而我们亦在该区逐步物色更多投资机会。我们亦看好外围/周边国家债券，因其基本面和利差收益具吸引力。我们仍看好英国，并认为2年期债券展现潜力。
- 美国通胀挂钩债券仍是良好的对冲工具。

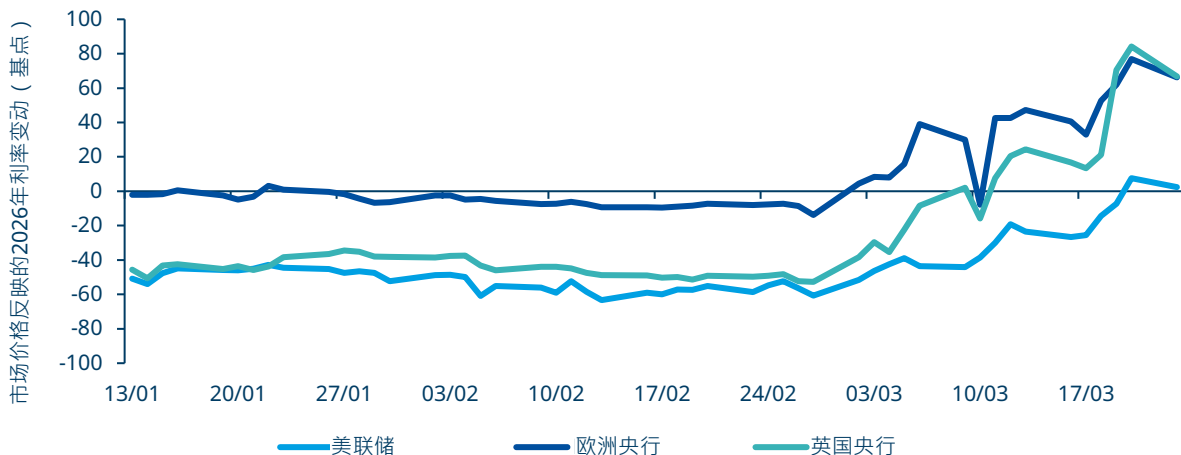
### 信用债

- 我们继续看好投资级别债券，尤其是欧洲，因为该区的利差收益具吸引力和财政状况强劲。相反，我们对高收益债券较为谨慎，因其估值吸引力较弱，而且分化仍然显著，进一步突显谨慎挑选的必要性。
- 从板块角度来看，我们偏好金融债券多于非金融债券，并看好欧洲债券息差多于美国债券息差。欧洲相对价值具吸引力。

### 新兴市场债券和外汇

- 我们看好新兴市场债券，并严加挑选。鉴于地缘政治风险偏高，我们略微调低对本币债券的正面看法，但继续看好实质收益率较高的国家，尤其是巴西和南非。
- 新兴市场外汇方面，近期表现与过往地缘政治事件期间的走势相呼应，因此我们将密切关注拉丁美洲的选举。
- 就策略部署而言，美元可能表现强韧，但美国的结构性问题仍然存在。一旦渡过这次危机，我们预计美元将会走弱。

## 市场价格目前已反映欧洲央行和英国央行将会加息



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，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3月23日。

## 聚焦具备长期韧性的领域

近期股市波动可归因于伊朗冲突，但值得注意的是，出现回调的部分板块在年内至今表现良好。目前，主要不明朗因素在于冲突的持续时间。如果紧张局势在未来几周有所缓和，油价应可回复正常水平，而当前的波动可能带来投资于不同板块的具吸引力入市良机。然而，这个时机难以准确预测。

因此，我们维持长期投资信念，但认为短期内股市存在不确定性。我们的目标仍然是寻找财务状况强劲和盈利受这次危机影响较小的优质企业。此外，我们也正在发掘受益于结构性增长主题的领域，包括围绕德国财政支出、日本企业改革和新兴市场稳健增长等相关机会。

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

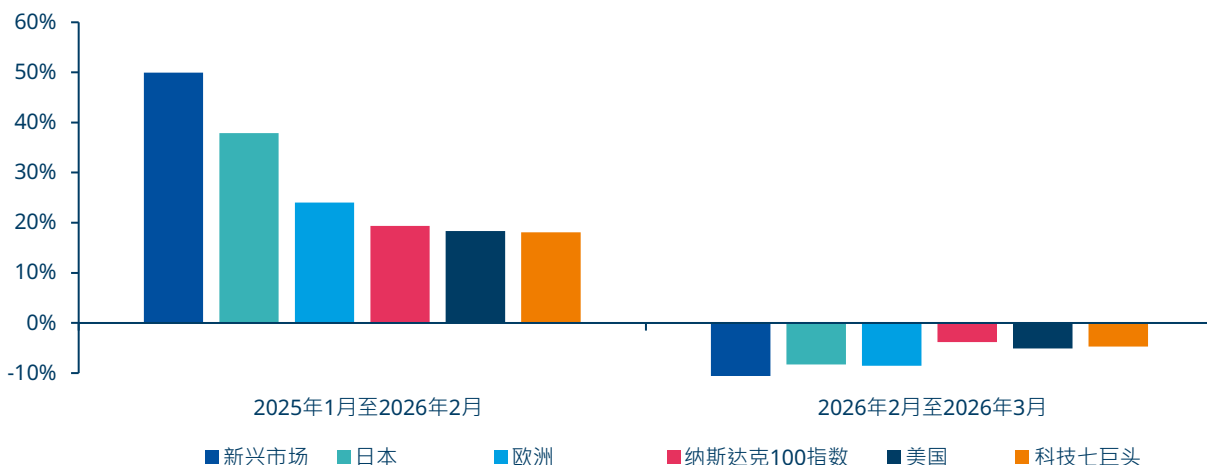
### 发达市场

- 我们的焦点转向美国以外的市场，以降低集中度风险。欧洲、日本和新兴市场仍具吸引力，但对油价较为敏感，投资者需要保持警惕。
- 欧洲方面，我们看好可受益于德国增加财政支出的股票，以及估值接近历史低位、盈利增长稳健和质量持续改善的个别中盘股。
- 板块方面，我们看好银行和工业领域，预计这些板块将受益于下一波与人工智能相关的资本支出浪潮（例如电池）。此外，受增长担忧打击的优质建筑股也展现投资机会。
- 考虑到日本出现通货复胀，且企业改革议程持续推进，我们继续看好日本，并看好在英国上市的全球银行和制药公司。

### 新兴市场

- 新兴市场估值具吸引力，而且增长稳健。我们正评估，如果冲突持续（并非我们的基本预测），是否会导致货币宽松政策延后（因能源价格上升）并抑制消费。
- 其次，资金从发达市场转向新兴市场仍属结构性趋势，即使出现一些短期调整也可以理解。由于亚洲新兴市场依赖能源进口，我们略微下调对该区的观点。印度方面，我们看好个别消费公司。如果冲突持续，可能推高肥料和食品价格。
- 最终，只要人工智能资本支出的趋势持续，韩国等国家的个别公司将可获益。鉴于供求失衡，加上政府推动“企业增值”措施，我们看好存储器供应商。

### 这次危机突显我们所相信的资金由美国转向其他市场的趋势反复不定



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2026年3月24日。2025年1月1日至2026年2月26日；2026年2月27日至2026年3月24日。标准普尔500指数、欧洲STOXX 600指数、日本TOPIX指数和MSCI新兴市场指数。所有指数均以当地货币计算。

多元资产

作者

## 策略上保持谨慎，并加强保障措施

近期中东事件让我们得以审视并重新评估长期观点的走向。我们认为，能源价格高企维持多久将决定这次危机对经济的影响。尽管我们的宏观信号仍显示当前处于后周期环境，但这些信号尚未完全涵盖长期危机所带来的影响。因此，在短期内，我们下调对风险资产的定向观点。其次，我们认为有必要加强对冲，尤其是针对发达市场股票。整体而言，维持分散投资至关重要，并需留意部分市场波动可能过于剧烈。

**股票方面，我们对发达市场和新兴市场转持中性立场，旨在待市场波动转趋平稳后发掘投资机会。**固定收益方面，我们利用近期欧洲信用市场波动的机会，调高相关配置观点，并小幅上调对新兴市场债券的正面观点。我们认为，在能源价格飙升后，部分新兴市场利率反映了对通胀的过度担忧，即收益率已大幅上升。目前，优选的一篮子新兴市场短期利率的估值更具吸引力，但应避免承担额外的外汇风险。整体而言，我们已下调对新兴市场外汇的观点。此外，我们认为亚洲能源进口国的货币可能持续偏弱，因此偏好巴西等个别能源出口国的外汇。

**久期方面，随着德国债券收益率大幅上升，我们上调相关观点。**尽管市场预期欧洲央行将会加息，但我们认为当局的反应会较为温和（预计今年不会加息）。当避险情绪升温时，德国债券仍具避险地位。整体而言，我们看好美国5年期债券、欧元区利率债，以及偏好意大利政府债券多于德国政府债券，但对日本政府债券保持谨慎。大宗商品方面，尽管我们认为与债务可持续性、财政赤字和地缘政治相关的风险仍然存在，但黄金近期的大幅波动使我们下调正面立场。至于发达市场外汇，我们对美元的长期走势保持谨慎。

**FRANCESCO SANDRINI**

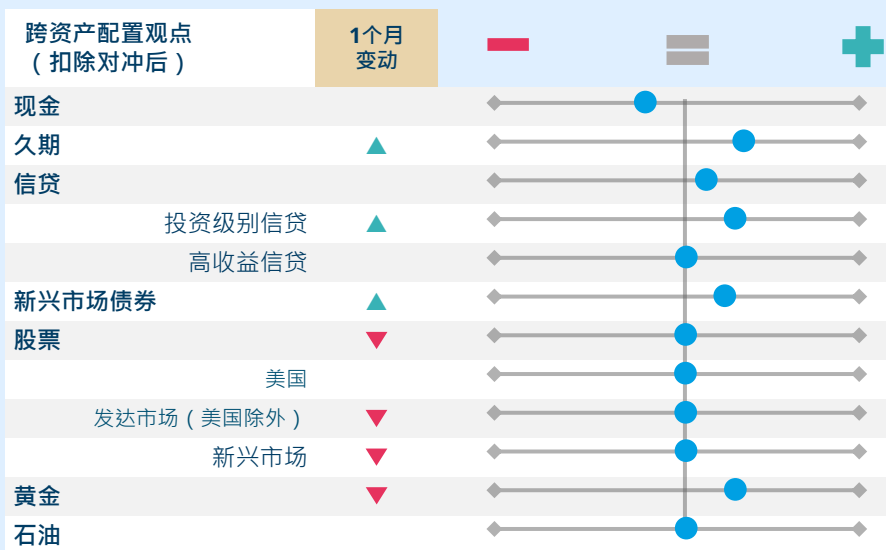
意大利投资总监及  
环球多元资产部主管

**JOHN O'TOOLE**

环球主管 - 投资总监方案

“如果市场持续走弱，我们将继续积极发掘投资机会，但在伊朗冲突仍然是主要风险的情况下，我们不大可能做出进取的定向部署。”

### 东方汇理多元资产投资观点\*



▼ 较上月看空  
▲ 较上月看好

资料来源：东方汇理，截至2026年3月24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和其后讨论。观点截至2026年3月18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」。