

提前部署，應對集中且由資金流主導的市場輪動

7月份，中東緊張局勢再度升溫。市場對能否恢復停火存疑，推動布蘭特原油價格回升至接近100美元水平。此前，由於航運改道措施奏效，加上市場重新評估供應風險，油價曾回落至戰前水平。

與此同時，市場轉換的暗湧一直重塑環球股市。隨著市場重新配置到防禦性行業、金融及工業股，資金從擁擠交易中撤出的趨勢正在加速。行業特定因素的影響日益顯著，令表現更趨分化，反映在行業之間的相關性偏低。債券市場方面，收益率升至高位。市場最初對財政空間的審視令長債受壓。

儘管投資氣氛受企業盈利再度表現強勁的憧憬所支持，但市場對結果失望的容忍空間有限，若業績或盈利指引低於預期，可能觸發市場轉換步伐加快。流動性仍然利好，但可能在夏季期間減弱；部分科技股的槓桿水平及擁擠交易亦可能加劇市場波動。

展望未來，我們對油價、通脹、央行行動及市場的主要信念如下：

- 近期緊張局勢下，航運改道措施成為左右油價走勢的關鍵；近期走勢反映不確定性日益增加；在投資者評估供應進一步受阻風險期間，市場波幅料將維持高企。此外，液化天然氣流量仍是主要瓶頸，原因是相關運輸較難改道、卡塔爾的產量不易被取代，以及亞洲及歐洲的需求導致天然氣市場持續供應不足。



Vincent Mortier
集團首席投資總監



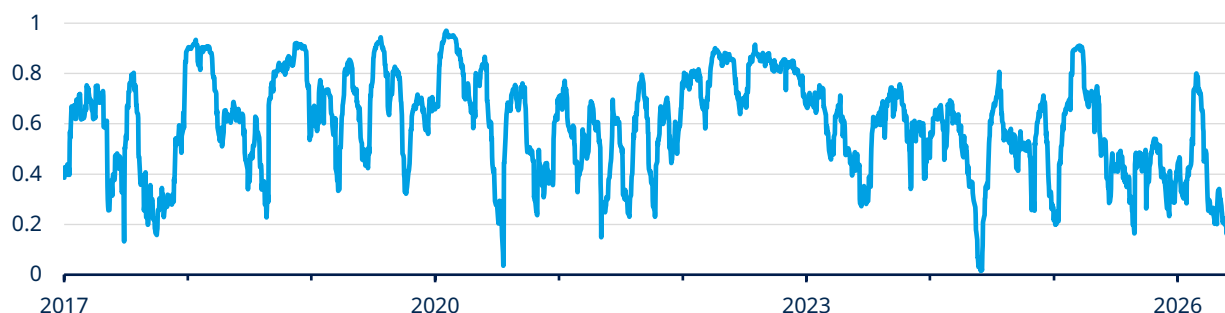
Monica Defend
東方匯理資產管理
投資研究院主管



Philippe D'Orgeval
副集團首席投資總監

美國各行業之間的相關性下降，反映市場分化加劇

行業之間的平均相關性，30日滾動



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博。數據為MSCI美國指數五大行業（資訊科技、金融、工業、非必需消費品、健康護理）每日回報的30個交易日滾動相關性平均值。數值接近1表示行業走勢相若，接近0則表示行業走勢各異。數據截至2026年7月24日。

「整體而言，我們維持適度承險立場，但認為目前並非增加風險的時機。利率正迫近高位，市場對盈利預期失望的容忍空間有限，加上流動性或會在夏季減弱，可能加劇市場波動。」

- **美國及歐元區近期的通脹數據顯示形勢較為溫和。**然而，鑑於近期中東局勢緊張及油價波動，通脹放緩的過程可能並非一帆風順，數據或會出現一些波動。各國央行可能保持審慎；任何由通脹帶動的緊縮措施應屬短暫性質，並可能隨著中東緊張局勢緩和而於明年逆轉。中期而言，**通脹爭議仍屬結構性，而非周期性。**關鍵問題是：面對突顯資源稀缺的資本開支周期、加強戰略自主的需要、爭奪人工智能領導地位的競賽、高債務水平及氣候變化的影響，通脹下限最終會處於甚麼水平。
- **預期經濟增長將略為改善，**但不同國家及不同經濟環節的表現並不一致，並由投資帶動。歐洲方面，**德國的改革方案**是一個結構性支柱，短期可透過提振信心而輕微推動國內生產總值增長；長期來看，其對增長的貢獻將更為顯著。
- **股票方面，市場轉換主題已獲確認。**半導體股近期表現疲弱，反映出一場更廣泛的轉換趨勢：資金從晶片股（人工智能投資早期主要受惠者）轉向人工智能價值鏈內的其他領域，包括基建、電力及應用，以尋找新機遇。經歷年初至今的大幅升勢後，市場似乎出現獲利套現之勢，同時亦意味選股將更為關鍵，因為人工智能主題交易正逐步分化出贏家與輸家。

在此環境下，我們整體維持溫和承險立場。鑑於利率正迫近高位，市場對盈利預期失望的容忍空間有限，加上夏季流動性減弱可能加劇市場波動，我們認為目前並非增加風險的時機。

東方匯理資產管理投資研究院：辛特拉論壇後的央行政策框架

前瞻性指引：自2018年以來，聯儲局逐步減少使用前瞻性指引，轉為更依賴數據的政策框架。然而，主要央行減少提供政策指引，或會令短期利率走勢更趨不明朗，導致短債進一步波動。

收益率曲線走勢：展望未來，我們認為收益率曲線走勢受經濟增長的影響將會減弱，並更多取決於貨幣政策預期、期限溢價及財政脆弱性。各國政府為實現戰略政策目標而進行融資，導致債務及赤字高企，未來將需擴大債券發行規模，而市場亦須吸納這批新增供應。若投資者目光轉向本土債券，債市資金流或將改寫，並決定這場優質收益率爭奪戰中的贏家與輸家。

「貨幣政策不明朗仍然是影響整體股市及美元的重大變數。雖然聯儲局加息並非我們的基本預測，但若出現這種結果，可能觸發這兩類資產大幅重新定價。」

Monica Defend

東方匯理資產管理投資研究院主管

「市場表面風平浪靜，轉換卻正悄然發生。投資者應為股市升勢擴大作好部署，聚焦於結構韌性、定價能力，以及企業抵禦衝擊的能力。」

在此環境下，分散投資於不同地區和行業，對建構穩健的投資組合至關重要，且應聚焦於基本因素及選擇性配置。我們對各個資產類別的觀點如下：

- **固定收益方面**，我們對美國存續期維持略為審慎至中性的立場，偏好中期債券。我們繼續預期收益率曲線將會走斜，並因長期實質利率水平吸引而增持相關持倉。歐洲方面，我們調高收益率曲線走斜配置，並繼續看好區內周邊國家債券多於核心國家債券。英國方面，我們沽售持倉獲利套現，但繼續預期收益率曲線將會走斜。高質素信貸的收益率仍然吸引，我們也繼續看好新興市場債券。
- **股票方面**，我們聚焦於較不易受顛覆影響的穩健業務模式，以及財政狀況穩健的企業。從策略角度而言，鑑於美國市場估值高企及存在集中風險，我們減少美國配置。我們看好歐洲及日本，而新興市場同樣具吸引力，因其科技實力較強，估值相對已發展市場亦更具競爭力。
- **多元資產方面**，我們維持承險立場，但著重息差收益、審慎挑選及地區分散投資，而非採取強烈的定向部署。因此，我們已策略性下調對標普500指數的正面看法，但仍看好標普500等權重指數。這次轉換有利歐洲，因為德國的改革方案及基建方案應可帶來支持。外匯方面，我們繼續偏好轉換至息差收益較高的新興市場貨幣。

整體承險意欲

避險

承險

我們維持溫和的承險立場，進一步降低集中風險，並高度專注分散投資及審慎挑選。

與上月比較變動

- **多元資產**：我們進一步降低集中風險，把持倉由美國股票轉換至歐洲股票，並繼續偏好標普500等權重指數。我們增持息差收益較高的新興市場貨幣兌美元持倉。
- **固定收益**：美國方面，我們對存續期維持略為審慎的立場，並因長期實質利率水平吸引而增持相關持倉。歐元區方面，鑑於經濟增長疲弱，加上債券發行量持續增加，令長債日益受壓，我們已加強收益率曲線走斜配置。英國方面，我們縮短存續期配置。
- **股票**：我們日益聚焦歐洲，當地推行提升效率、競爭力和策略自主的改革，應可創造長期機遇。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對高風險資產（信貸、股票、商品）持有的定性觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

至於其他詞彙的定義，請參閱本文件末頁。

固定收益

作者

長期利率漸具吸引力

Amaury D’Orsay
固定收益部主管

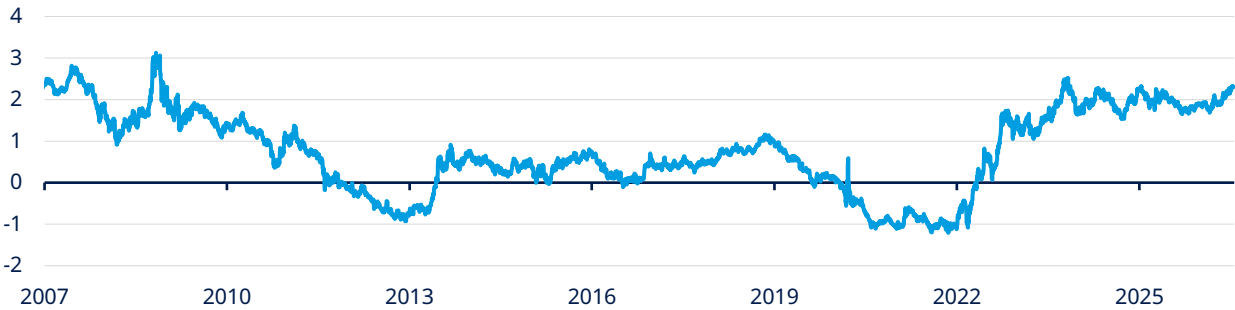
宏觀環境仍然好淡紛呈，各國央行保持審慎，而通脹憂慮及貨幣政策預期仍受油價走勢影響。美國方面，經濟數據穩健，加上聯儲局立場相對強硬，為利率帶來上行壓力，支持我們對存續期採取審慎立場，同時亦為若干範疇（例如中期債券及實質利率）帶來吸引的投資機會。

歐元區方面，歐洲央行似乎正在微調終端利率，即使日後再採取行動，亦可能只是調整政策力度，而非再次啟動緊縮周期。由於扣除歐洲央行買債後的發債量持續上升，長債壓力可能持續。這支持我們對收益率曲線走斜的觀點，尤其是在收益率曲線經歷一段趨平時期之後。英國方面，我們略為減持相關持倉，並在經濟增長疲弱及財政前景不明朗的情況下，確認收益率曲線走斜的觀點。

存續期及收益率曲線	信貸	新興市場債券及外匯
- 美國方面，我們對存續期持略為審慎的立場，偏好5年期債券及收益率曲線走斜配置。鑑於長期實質利率水平吸引，我們增持相關持倉。歐元區方面，我們加強收益率曲線走斜配置，繼續看好周邊國家多於核心國家。 - 英國方面，繼近期表現強勁後，我們略為減持相關持倉，但繼續維持收益率曲線走斜配置。 - 由於日本央行仍然落後於形勢，我們對日本債券保持審慎。我們繼續預期收益率曲線將會趨平。	- 由於債券供應獲市場充分吸納，而投資者追求高質素收益的趨勢持續為息差提供支持，我們維持對整體信貸的看好觀點。基本因素仍然穩健；隨著行業表現日趨分化，審慎挑選行業及發行人將相當重要。 - 美國投資級別債券市場表現強韌，但我們看好歐盟市場多於美國。行業方面，我們偏好金融行業（盈利能力強勁且資本水平充裕）多於非金融行業。 - 我們繼續偏好後償債券多於高收益債券，並看好短期債券。	- 我們對整體新興市場債券保持樂觀，並著重慎選投資。息差收益吸引，本土基本因素穩健及息差穩定，為該資產類別提供支持。地區方面，我們看好拉丁美洲，並偏好巴西等商品出口國。 - 我們對新興市場主權及企業硬貨幣債券持正面看法，並看好綠色轉型及科技等策略性主題。 - 本幣債券方面，我們繼續傾向選擇性投資於個別國家。

美國實質國庫券收益率持續上升

通脹調整後10年期收益率 (%)



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博。最新數據截至2026年7月24日。

股票

作者

聚焦韌性，精挑細選

最近數週的市況顯示，儘管整體市場波幅偏低，但隨著投資者加強審視，個股波幅正在上升。市場仍然關注人工智能相關投資、盈利能力、估值及供應鏈風險，進一步突顯慎選投資及結構韌性的重要性。在這環境下，鑑於市場集中及估值風險持續，我們在策略配置上減少美國投資。

Barry Glavin
股票平台主管

我們確認對歐洲的長遠觀點，當地推行提升效率、競爭力和策略自主的改革，應可為長期機遇帶來支持。我們看好日本，穩健的基本因素、支持增長政策及估值均有利當地市場表現。在科技實力和估值支持下，新興市場亦具吸引力。

已發展市場

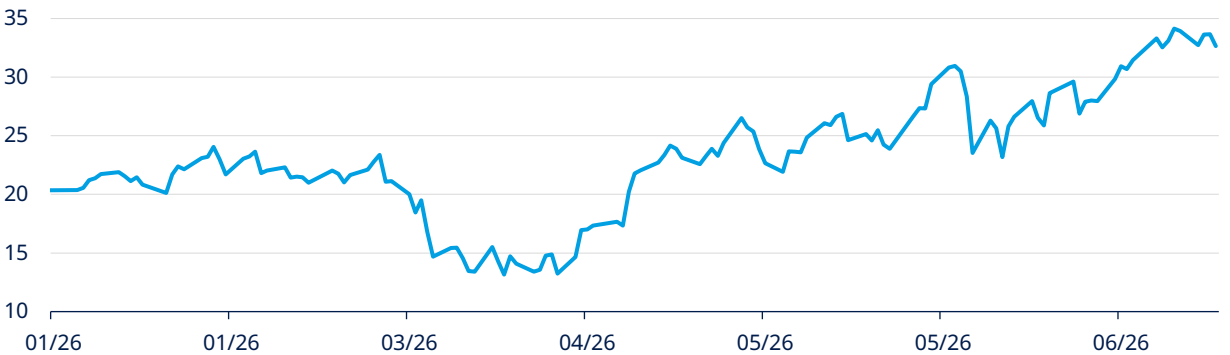
- 鑑於整體估值已顯得偏高，我們偏好低風險、較能抵禦人工智能衝擊的公司，因其業務模式較不容易受到顛覆。我們偏好健康護理及必需消費品行業。與此同時，人工智能、數據中心及能源轉型帶動電力需求上升，為公用事業、建築及工業帶來機會。我們亦繼續看好金融業，但近期的市場走勢令選股變得至為關鍵。
- 我們仍看好歐洲科技股，惟最近已從半導體股獲利套現。
- 日本方面，我們偏好工業股，以及受惠於供應鏈韌性、人工智能及基建的精選中小型公司。整體而言，估值仍具吸引力。

新興市場

- 面對地緣政治及經濟風險，分散投資優勢繼續為新興市場帶來支持，而且估值利好和科技實力強勁。
- 我們對亞洲維持偏向正面的看法，並繼續在科技／半導體業嚴選投資。人工智能帶動記憶體及晶片需求，應可繼續支持盈利；但隨著供應增長加快及定價動力減弱，上升空間或會收窄。
- 在盈利前景不明朗的情況下，我們對中國維持中性立場；我們偏好具備科技及環球競爭優勢的精選工業公司。
- 我們仍然看好拉丁美洲，巴西10月舉行的選舉將是需要密切注視的重要事件。

表面平靜，暗藏波幅

個股相對標普500指數的波幅溢價



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2026年7月24日。圖中線條代表VIXEQ指數與VIX指數之間的差距。VIXEQ指數量度標普500指數個別成分股的30日引伸波幅，並按市值加權計算。VIX指數量度標普500指數的30日引伸波幅。

多元資產

作者

輕微承險，保持審慎

整體宏觀環境仍然利好，但通脹居高不下，各國央行依然審慎，而不同地區的增長持續分化。在此環境下，我們維持溫和的承險立場，著重息差收益、精選及分散投資，而非對市場走向抱持強烈看法。

股票方面，我們保持看好。然而，美國市場高度集中於少數公司，或會令其表現遜於世界其他市場。因此，我們已策略性下調對標普500指數的正面看法，但仍看好標普500等權重指數，以把握廣泛的盈利增長動力。

這次轉換有利歐洲，因為德國的改革方案及基建計劃應可為區內市場帶來正面影響。此外，技術因素反映投資者對歐洲股票的持有量偏低。我們認為，歐洲經濟增長或可在下半年回升，銀行股等周期性行業看來具吸引力。

固定收益方面，我們對美國及歐洲存續期維持正面看法，但對日本保持審慎，因當地長期債券仍容易受到通脹上升、日本央行收緊政策及期限溢價上升所影響。我們對5年期美國國庫券保持正面看法，因勞工數據轉弱及核心消費物價指數偏低，顯示聯儲局維持利率不變的時間或會較市場預期更長。歐洲方面，我們繼續看好德國長期及短期政府債券，因市場現時預期歐洲央行只會有限度進一步收緊政策，而經濟增長仍然疲弱。意大利政府債券的息差收益仍然具吸引力。最後，鑑於估值吸引、收益型投資者的需求，以及利好的季節性因素，我們對歐洲投資級別信貸維持正面立場，另看好新興市場。

外匯方面，我們繼續偏好從美元轉換至息差收益較高的新興市場貨幣，並減持歐元兌美元的持倉。我們偏好巴西雷阿爾及土耳其里拉，因兩者均受惠於基本因素改善及具吸引力的息差收益，預料兩地央行只會審慎放寬政策。

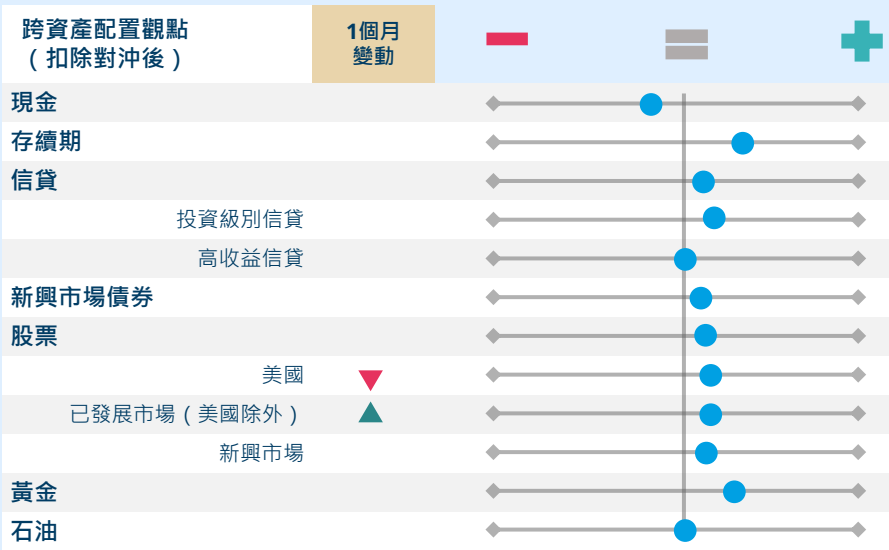
Francesco Sandrini

意大利投資總監及
環球多元資產部主管

John O'Toole

環球主管 - 投資總監方案

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：東方匯理，截至2026年7月16日。包括與上月比較變動。上表列出多元資產平台的主要投資觀點 (包含對沖)。*相對於參考資產配置 (基準為45%股票、45%債券、5%商品、5%現金) 的觀點。「=」指中性。由於投資時可能使用衍生工具，+和-的數字可能無法相加。這是於特定時間的評估，可能隨時更改。本資料並不擬作為未來業績的預測，讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明用途，並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來的資產配置或投資組合。

東方匯理對各資產類別的觀點

股票觀點

已發展市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國	▼				◆					
美國平均加權							◆			
歐洲	▲							◆		
歐洲中小型股								◆		
日本						◆				

新興市場股票	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
新興市場亞洲							◆			
拉丁美洲							◆			
新興歐洲、中東及非洲							◆			
新興市場（中國除外）							◆			
中國						◆				
印度						◆				

固定收益觀點

存續期	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟							◆			
英國	▼						◆			
日本					◆					
整體							◆			

信貸	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級別債券							◆			
美國高收益債券				◆						
歐盟投資級別債券								◆		
歐盟高收益債券						◆				
整體							◆			

新興市場債券	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場硬貨幣主權債券								◆		
新興市場硬貨幣企業債券								◆		
新興市場本幣債券								◆		
中國政府債券						◆				
印度政府債券							◆			
整體								◆		

環球外匯觀點

外匯	1個月變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲						◆			
歐元	▼			◆						
英鎊					◆					
日圓							◆			
新興市場外匯*							◆			

資料來源：最新全球投資委員會發表的觀點摘要及其後討論。觀點截至2026年7月16日。上表顯示對各種資產類別的絕對觀點，並以9個級別範圍表示，= 指中性立場。本文件為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予修改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。外匯列表呈列全球投資委員會的絕對外匯觀點。*代表對多種新興市場貨幣的綜合觀點。

▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk