

做好準備面對高度集中且資金驅動的市場輪動

7 月份，中東地區的緊張局勢再次升溫，市場質疑恢復停火的可行性，推動布蘭特原油價格重回每桶 100 美元附近。先前由於航線繞行措施發揮效力及重新評估供應風險，價格已降至戰前水準。

與此同時，市場輪動的暗流正在重塑全球股市。隨著市場重新調整並轉向防禦類股、金融類股和工業類股，從過度熱絡的交易中撤離的趨勢已然加速。特定類別驅動因素的影響力增強，績效表現更趨於分散，跨類別相關性低落亦反映出這點。債券市場方面，殖利率升至高點，市場初步檢視財政空間，使長天期部位承壓。

雖然投資人信心依然有所支撐，預期財報季可望再創佳績，然而市場預期不容有失，一旦財報或財測不如預期，可能引發市場加速輪動。流動性持續提供支撐，但夏季期間可能減弱；部分科技共識的槓桿率和熱絡交易，也可能加劇市場變動。

展望未來，我們對油價、通膨、央行行動和市場的主要投資信念如下：

- 針對油價對近期緊張局勢的走勢，關鍵在於航運路線的重新規劃；近期走勢反映出變數增加，投資人正在評估供應進一步中斷的風險，因此油價波動率仍然居高不下。此外，液化天然氣輸送仍是主要瓶頸，原因是改道繞行難度高，不易填補卡達的產量缺口，而且亞洲和歐洲的需求導致天然氣市場供應不足。



Vincent Mortier
集團投資長



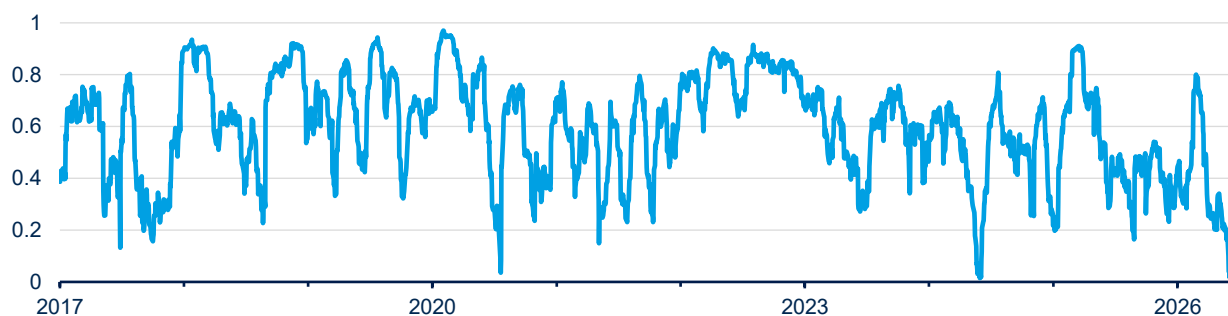
Monica Defend
東方匯理
投資研究所主管



Philippe
D'Orgeval
集團副投資長

美國類別相關性降低，反映市場分散程度上升

30 天滾動平均成對類別相關性



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博。資料為 MSCI 美國 5 大類別 (資訊科技、金融、工業、非必需消費、醫療保健) 單日報酬率平均值的 30 個交易日滾動相關性。讀數接近 1 表示各類別走勢相近，讀數接近 0 則表示各類別走勢分歧。截至 2026 年 7 月 24 日資料。

「整體而言，我們維持溫和承擔風險的立場，但不認為現在適合擴大曝險。利率接近高點，獲利預期不容有失，且夏季流動性趨緊可能加劇市場震盪。」

- 近期美國和歐元區的通膨數據顯示，情況已趨於溫和。但鑑於近期中東緊張局勢和油價走勢，反通膨趨勢未必一路平順，數據仍可能有所波動。各國央行料將保持審慎態度，任何通膨導致的緊縮政策均應屬暫時性對策，隨著中東緊張局勢的緩和，明年有望逆轉。中長期而言，通膨議題屬結構性因素，不具景氣循環性質。關鍵問題是，在資本支出週期凸顯資源緊缺、策略自主性亟待加強、AI 霸權之爭、高負債及氣候變遷的影響等因素作用下，通膨底線最終落在何處。
- 預期經濟成長將略有起色，但各國及個別經濟領域之間的改善程度不一，而投資將引領成長。歐洲方面，德國的改革方案是一項結構性支柱，短期內應能提振信心，對 GDP 成長產生些微影響，對長遠經濟成長的貢獻則較為明顯。
- 股市輪動主題獲得確認。半導體產業近期表現疲軟，凸顯整體資金輪動趨勢：從晶片 (即 AI 投資的主要早期受益者) 轉向 AI 價值鏈中的其他領域，包括基礎建設、電力和應用，積極尋求新契機。年初迄今的漲幅可觀，如今看似獲利了結，同時也需要加倍慎選標的，原因是 AI 交易已是輸贏互見。

在此背景下，我們維持溫和承擔風險的立場，並認為目前並非擴大曝險的理想時機，理由是利率已接近高點，獲利預期不容有失，而且夏季流動性趨緊可能會加劇市場震盪。

東方匯理投資研究所：辛特拉論壇會後各國央行架構

前瞻指引：2018 年以來，聯準會已逐步放棄前瞻指引，轉向以數據資料為本的架構。但主要央行減少政策指引可能增加短期利率走勢的變數，進而導致曲線的短天期利率出現額外波動。

殖利率曲線變化：展望未來，我們認為經濟成長對殖利率曲線走勢的影響較輕微，而貨幣政策預期、期限溢酬和財政弱點等因素的影響較為明顯。各國政府為取得資金而事實策略政策目標，造成高額債務和赤字，必須擴大發行債券，而市場則需加以消化。為此，投資人將焦點轉向國內債券，可能重塑債市資金流向，攸關了這場優質殖利率爭奪戰的勝敗。

「貨幣政策的不確定乃是影響股市整體趨勢及美元走勢的重大因素。雖然聯準會升息與我們的基本情境研判不符，但若成真，可能引發這兩種資產類別的價格大舉重整。」

Monica Defend
東方匯理投資研究所主管

「市場表面平靜無波，
但底層輪動已然啟動。
投資人佈局應著眼
整體股市，重點關注
結構韌性、訂價能力
以及公司對於衝擊的
吸收能力。」

在這樣的情況下，我們確認各個地區和類別的多元佈局，對建立穩健抗跌投資組合至關重要，重點在於基本面和慎選標的。綜觀各個資產類別，我們的具體信念概述如下：

- **固定收益方面**，我們對於美國存續期維持稍微審慎、接近中立的態度，看好殖利率曲線的中間區段。我們依然認為殖利率曲線轉趨陡峭，並且考量利率水準具吸引力，擴大對長天期實質利率的持倉。歐洲方面，我們增加對陡峭化部位的佈局，仍看好外圍國家債券，更甚於核心國家債券。英國方面，我們將持倉獲利了結，並繼續抱持陡峭化趨勢的看法。優質信用債仍舊提供了別具吸引力的殖利率，同時我們對於新興市場債延續了正面看法。
- **股票投資方面**，我們關注穩健抗跌、不受干擾的商業模式和強健的資產負債表。就策略層面而言，我們佈局美國以外的市場，理由是估值與集中度風險升高。我們積極看待歐洲和日本，同時新興市場也展現吸引力，具備技術優勢，且估值相較於已開發市場更為誘人。
- **多元資產方面**，我們保持主動承擔風險的立場，但更偏好利差、慎選標的和區域多元佈局，而非強烈的方向性部位。因此，我們戰術性縮減對 S&P 500 指數的正面態度，同時對 SPX 500 相等權重指數保持樂觀看待。此次輪動有利於歐洲，德國的改革方案和基礎建設方案理應能提供支撐。外匯市場方面，我們持續看好輪動轉向利差較高的新興市場貨幣。

整體風險氛圍

風險趨避

風險承擔



我們維持溫和承擔風險的立場，進一步縮減集中度風險，並高度專注於多元佈局與慎選標的。

相較於上個月的變動

- **多元資產**：我們進一步調降集中度風險，將資金從美股轉向歐股，並繼續偏好相等權重 S&P 500 指數。我們擴大持有新興市場貨幣兌美元的高利差部位
- **固定收益**：美國方面，我們對存續期依然保持略為謹慎的立場，並且考量利率水準具吸引力，擴大對長天期實質利率的持倉。歐元區方面，由於經濟成長疲軟，加上債券發行量持續上升，長天期部位的承壓有增無減，因此我們加強對殖利率曲線陡峭化的佈局。英國方面，則縮減存續期部位。
- **股票**：我們對歐洲的關注度與日俱增，看好改革旨在提高效率、競爭力和策略自主性，理應足以創造長期契機。

整體的風險氛圍，則是透過不同的投資平台，針對各種風險資產（信用債、股票、原物料）表達質化觀點，並於全球投資委員會裡交流分享。我們的立場仍將視情況調整，俾以反映市場與經濟環境的任何變動。

ECB = 歐洲中央銀行、DM = 已開發市場、EM = 新興市場、CB = 中央銀行、IG = 投資級、HY = 非投資級、HC = 強勢貨幣、LC = 當地貨幣。其他詞彙定義，敬請參閱本文件最末頁。

固定收益

作者群

長天期利率具備誘人投資價值

Amaury D’Orsay
固定收益主管

總經局勢喜憂參半，各國央行態度審慎，而通膨隱憂及貨幣政策預期仍受到油價走勢的影響。美國方面，由於經濟數據穩健、聯準會立場相對強硬，利率蒙受上檔壓力，這支持了我們對存續期的謹慎態度，也為特定領域創造具吸引力的投資機會，例如殖利率曲線的中間區段及實質利率。

歐元區方面，歐洲央行似乎正在微調其終點利率，任何進一步的措施都可能指向政策校準，而非再度緊縮。扣除歐洲央行購債額度後，債券發行量持續上升，長天期券種可能持續承壓，這印證了我們對殖利率曲線趨陡的看法，經歷一段曲線趨平時期後，進一步鞏固了這種看法。英國方面，我們略微縮減相關部位的持倉，確認在經濟成長疲軟和財政存在不確定性之下，殖利率曲線趨於陡峭。

存續期與殖利率曲線

- 美國方面，略微審慎看待存續期，偏好 5 年期券種，並看好殖利率曲線趨於陡峭。考量利率水準具有吸引力，我們擴大對長天期實質利率的持倉。歐元區方面，我們加強陡峭化部位，並持續看好外圍國家債券，更甚於核心國家債券。
- 英國方面，鑑於近期表現強勁，我們略微縮減部位的持倉，並維持陡峭化策略。
- 我們仍然審慎看待日本債券，原因是日本央行落後市場趨勢。我們仍認為曲線將漸趨平坦。

信用債

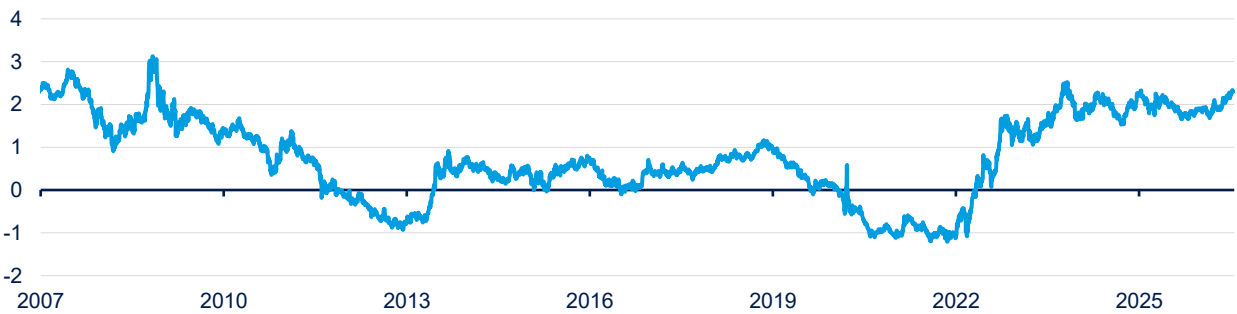
- 對於信用債的整體表現，延續正面看法，供應獲得充分吸收，對優質殖利率的追求也為利差提供支撐。基本面依然穩健；隨著類別分散程度擴大，慎選類別/發行機構將變得至關重要。
- 美國投資級市場具有韌性，但我們看好歐盟市場更甚於美國市場。而從產業角度來看，我們偏好金融債 (獲利強勁且資本水準高) 更甚於非金融券種。
- 我們依舊偏好次順位債券更甚於非投資級債券，看好短天期債券。

新興市場債券與外匯

- 對於新興市場債，我們保持了積極的看法，整體而言，聚焦於慎選標的。此資產類別受益於誘人利差，具韌性的國內基本面和穩定的利差。就區域而言，我們看好拉丁美洲，略微傾向巴西等原物料出口國。
- 我們正向看待新興市場強勢貨幣債，包括主權債和公司債，尤其看好策略性題材 (例如綠色轉型與科技等)。
- 當地貨幣債券方面，我們持續看好依國家慎選貨幣的策略。

美國國庫券實質殖利率持續攀升

通膨調整後 10 年期公債殖利率，%



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博。截至 2026 年 7 月 24 日最新資料。

股票

作者群

聚焦抗跌韌性與慎選標的

最近幾週的數據顯示，雖然市場波動率低，但隨著投資人日益關注，個股波動率正在上升。對於 AI 相關投資、獲利能力、估值和供應鏈風險的擔憂仍然是關注的焦點，凸顯了慎選標的和結構韌性的重要性。適逢如此背景，由於集中度和估值風險持續存在，我們對美國以外的市場進行策略佈局。

Barry Glavin
股票平台主管

我們確認對歐洲的長期觀點，看好改革旨在提高效率、競爭力和策略自主性，理應足以支撐長期契機。我們積極看待日本，理由是其基本面穩健、政策有利經濟成長和估值。新興市場也頗具吸引力，其技術優勢和估值均提供支撐力道。

已開發市場

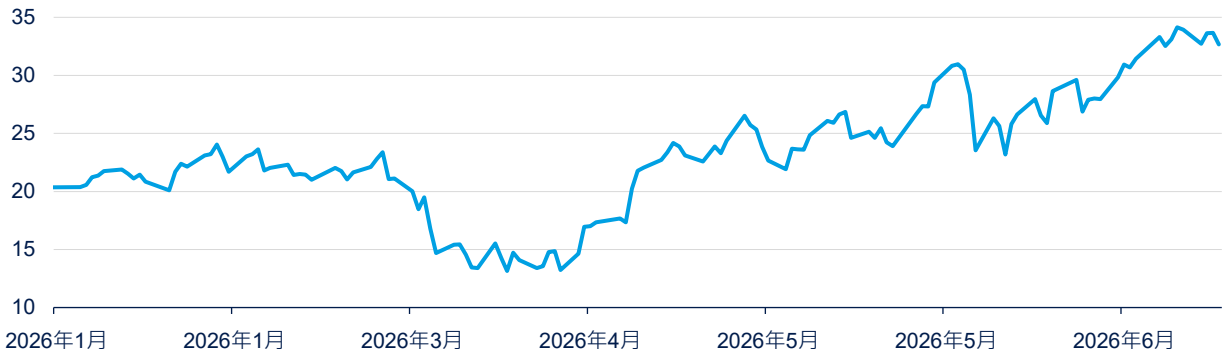
- 整體估值似乎已達飽和，因此我們看好低 beta 係數、不易被 AI 取代且商業模式不容易被顛覆的公司。我們偏好醫療保健和必需消費品等類別，而 AI、資料中心和能源轉型帶來的電力需求成長，也為公用事業、營建和工業等類別創造機會。雖然近期市場動態使得選股成為重中之重，但我們對金融類股仍然抱持積極的看法。
- 我們依然樂觀看好歐洲科技股，但最近也針對半導體類股予以獲利了結。
- 日本方面，我們青睞的工業類股及精選的中小型企業個股，具備供應鏈抗跌韌性、AI、基礎建設相關的曝險。整體估值水準頗為誘人。

新興市場

- 新興市場雖然面臨地緣政治和經濟風險，但仍受益於多元佈局效益、合理的估值以及科技類股的強勁表現。
- 我們對亞洲保持略微樂觀的態度，同時對科技/半導體類別維持慎選原則。AI 驅動的記憶體和晶片需求應能繼續支撐獲利，但隨著供應成長加速和價格上漲動能減弱，上漲空間料將放緩。
- 鑑於中國市場獲利前景仍有變數，我們對中國市場保持中立態度；看好具有技術和全球競爭優勢的特定工業個股。
- 我們對拉丁美洲仍持正面看法，10 月的巴西選舉是需要密切關注的關鍵事件。

暗流湧動的波動率

相對於 S&P 500 指數的個股波動率溢價



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博，截至 2026 年 7 月 24 日。這條線代表 VIXEQ 指數與 VIX 指數之間的落差。VIXEQ 指數衡量的是 S&P 500 指數成分股的市值加權 30 天隱含波動率，而 VIX 指數衡量的是 S&P 500 指數的 30 天隱含波動率。

多元資產

作者群

溫和的風險承擔態度，保持謹慎

總體經濟情勢持續提供支撐，但通膨僵固，各國央行保持謹慎，各地區經濟成長仍然參差不齊。在這種情況下，我們保持溫和的風險承擔態度，專注於利差、慎選標的和多元佈局，而非強烈的方向性部位。

股票方面，我們保持正面看法，但美國股市高度集中於少數個股，可能導致大盤表現遜於世界其他地區。因此，我們戰術性縮減對 **S&P 500 指數** 的正面態度，同時樂觀看待 **SPX 相等權重指數**，以把握整體企業盈餘成長動能。

此次輪動有利於歐洲，德國的改革方案和基礎建設方案理應為區域帶來利多。此外，技術面顯示歐股持有比例偏低。我們認為歐洲經濟成長有望在今年下半年反彈，包括銀行業在內的景氣循環類股將頗具吸引力。

固定收益方面，我們仍樂觀看待美國和歐洲的存續期，但對日本則保持謹慎態度，日本長天期債券容易受到通膨上升、日本央行政策緊縮和期限溢酬上升的影響。我們依然看好 5 年期美國國庫券，疲軟的就業數據和低迷的核心 CPI 顯示，聯準會維持利率不變的時間可能會比市場預期的更長。歐洲方面，我們對德國公債與短期券種保持正面態度，目前市場價格反映歐洲央行進一步緊縮貨幣政策的可能性有限，而且經濟成長仍然疲軟。義大利公債的利差依然極富吸引力。最後，考量到估值具吸引力、收益買方的需求暢旺，以及季節性利多的作用，我們繼續積極看待歐洲投資級信用債，也看好新興市場。

外匯市場方面，我們持續看好輪動轉向利差較高的新興市場貨幣兌美元，並縮減歐元兌美元部位。我們看好巴西里爾和土耳其里拉，理由是基本面改善和利差吸引力，並且預期兩國央行僅將審慎採取寬鬆政策。

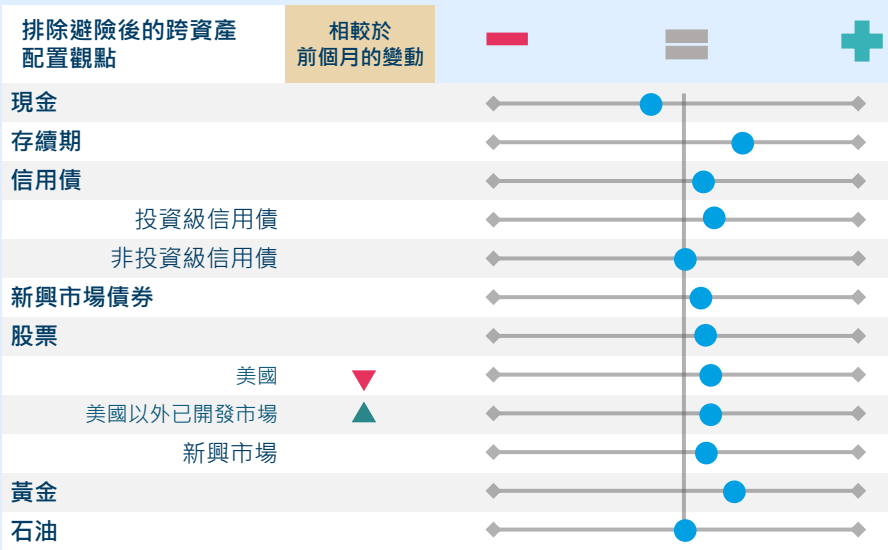
Francesco Sandrini

義大利首席投資長 & 全球多重資產主管

John O'Toole

全球主管 - CIO 策略

東方匯理多元資產投資觀點*



▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

資料來源：東方匯理，截至 2026 年 7 月 16 日。M-1 變動包括與上個月相比結果。表格反映了多元資產平台的主要投資信念 (包括避險部位)。* 此處觀點均為相對於參考資產配置 (基準 45% 股票、45% 債券、5% 原物料、5% 現金) 的數值，其中「=」係指中立。實際執行可能運用衍生性商品，因此 + 與 - 未必完全相抵。此係特定時機的評估結果，仍有可能隨時變動。資訊內容無意預測未來結果，亦不建議讀者將其視為對特定基金或證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊內容僅供參考，概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品之實際資產配置或投資組合成分。

不同資產類別的東方匯理觀點

股市觀點

已開發市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國	▼				◆					
美國相等權重							◆			
歐洲	▲							◆		
歐洲中小型股								◆		
日本						◆				
新興市場股票	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場							◆			
亞洲新興市場							◆			
拉丁美洲							◆			
新興歐非中東地區							◆			
中國以外 其他新興市場							◆			
中國						◆				
印度						◆				

固定收益觀點

存續期	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國						◆				
歐盟							◆			
英國	▼						◆			
日本					◆					
整體							◆			
信用債	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美國投資級							◆			
美國非投資級				◆						
歐洲投資級								◆		
歐洲非投資級						◆				
整體							◆			
新興市場債券	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興市場強勢貨幣 主權債								◆		
新興市場強勢貨幣 公司債								◆		
新興市場當地貨幣								◆		
中國公債						◆				
印度公債							◆			
整體								◆		

全球外匯觀點

外匯	相較於前個月的變動	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
美元	▲						◆			
歐元	▼			◆						
英鎊					◆					
日圓							◆			
新興市場外匯*							◆			

資料來源：最近一次全球投資委員會 (GIC) 例會與後續討論的觀點摘要。截至 2026 年 7 月 16 日的觀點。表格反映了各個資產類別的絕對觀點，並以 9 個不同等級予以評估，其中 = 表示中立立場。本文件係反映特定時機的市場評估結果，無意預測未來事件或擔保未來投資成果。建議讀者避免完全仰賴此處資訊，亦不宜將之視為對特定基金或證券的研究結論、投資建議或推薦。資訊僅供說明與教育用途，後續仍可能發生變化。資訊內容概未反映任何目前、過去或未來之東方匯理產品之實質資產配置或投資組合成分。外匯圖表顯示 GIC 的絕對外匯觀點。* 圖表呈現多種新興市場貨幣的綜合看法。

▼ 上個月過後遭降評
▲ 上個月過後遭升評

東方匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

東方匯理證券投資信託股份有限公司為東方匯理基金及東方匯理長騰系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。東方匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group之成員【東方匯理投信獨立經營管理】