

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳 周文敏 李美婷

2026 年中展望系列之七:

通胀预期校准与板块轮动扩散

——2026 年下半年全球大类资产走势展望

阅读摘要:

2026 年上半年全球金融市场波动大概经历三个阶段的交易主线轮动：**第一阶段（1-2 月）**：地缘形势扰动、美联储主席换届等事件短暂影响市场走势，但降息预期仍有支撑，美元指数、美债利率整体下行，半导体引领股市上行，金价油价跌后回稳；**第二阶段（3-4 月）**：中东形势升级背景下油价高位波动，主要央行货币政策预期转向，多数国家国债利率走升、黄金短暂冲高后回落，菲律宾、印尼遭遇股债汇“三杀”，中国资产展现避险属性；**第三阶段（5-7 月）**：美伊谈判波折推进，高油价传导至通胀，多央行开启加息，科技股内部分化，主要发达经济体债市“风波”缓和后再度承压，油价、美元指数亦转升。

展望下半年，随着地缘博弈、AI 创新竞争等不确定性演绎，影响全球大类资产走势可能的四重变量：**变量一**：地缘形势扰动或阶段性缓和，但尾部风险仍存；**变量二**：通胀中枢预计料跟随油价中枢回落，但部分经济体高物价或有黏性；**变量三**：经济结构“K 型分化”格局或延续，消费动能整体趋缓，投资格局分化；**变量四**：货币政策态度整体偏鹰，但加息落地节奏或更审慎。

正文

一、2026 年上半年全球资金流动及大类资产走势回顾

2026 年上半年，地缘形势扰动、美联储主席换届、货币政策预期转换、经济和市场“K 型”分化加剧等因素主导全球金融市场走势，大概经历三个阶段的交易主线轮动：

第一阶段（1-2 月）：地缘形势扰动、美联储主席换届等事件短暂影响市场走势，但降息预期仍有支撑，美元指数、美债利率整体下行，半导体引领股市上行，金价油价跌后回稳。

1 月上中旬，委内瑞拉、格林兰岛等地缘事件突发，市场避险情绪影响下美元指数短暂走升，下旬地缘风险缓和后美元指数快速回落至近四年低点水平；1 月末特朗普提名沃什为新任美联储主席，贵金属在获利了结和流动性紧缩担忧下出现交易“踩踏”，短暂暴跌后企稳，WTI 原油于年初 50 美元/桶的“盈亏平衡线”¹附近逐步回暖，两月累升 17.2%。

股债方面，1 月日本内阁重组后，财政扩张并减税的新政引发债务可持续性担忧，推动日债利率走升，“套息交易”逆转担忧下美债利率短暂上行。综合 1-2 月来看，在美联储降息仍是基本预期的背景下，主要发达经济体国债利率整体收跌；股市除半导体板块表现亮眼外（韩国综指涨 48.2%、日经 225 指数涨 16.9%、费城半导体指数涨 14.3%），其他主要股指区间波动。国际资金整体向发达市场流入，尤其美

¹ 伯恩斯坦（Bernstein）等机构测算，整个石油行业要实现盈亏平衡，平均需要 50-55 美元/桶的油价。

日韩股市净流入增量明显；美欧日债市净流入增量较大，新兴市场股债市 1 月为资金净流出、2 月转为净流入。

第二阶段（3-4 月）：中东形势升级背景下油价高位波动，主要央行货币政策预期转向，多数国家国债利率走升、黄金短暂冲高后回落，菲律宾、印尼遭遇股债汇“三杀”，中国资产展现避险属性。

2 月末中东形势超预期升级，霍尔木兹海峡通航受阻，原油价格快速冲高至 100 美元/桶上方，后续美伊双方谈判缓慢推进，临时停火与局部冲突反复扰动，油价维持高位波动；黄金仅在事件骤然升级时短暂冲高后回落，并在 4 月跟随风险资产有所回升。

航运中断导致原油等关键资源价格上涨引发通胀预期升温，主要经济体央行货币政策预期有所转向，澳洲联储、新加坡金管局和菲律宾央行等率先开启紧缩政策²。3-4 月美元指数在 97-101 区间“M 型”波动，多数非美货币承压，英镑、澳元和人民币汇率小幅走强（英镑升 0.9%、澳元升 1.3%、离岸人民币升 0.4%），受高油价影响较大的部分新兴经济体汇率跌幅较大（菲律宾比索贬 6.9%、泰铢贬 4.8%、印度卢比贬 4.7%、印尼盾贬 3.6%）。除中国外（2Y、10Y 中国国债利率分别-11BP、-4BP），多数经济体国债利率走升，发达经济体 10Y 国债利率升幅在 40-50BP 之间（10Y 英国国债利率升幅最大、为 67BP），新兴经济体中印尼、泰国、菲律宾

² 澳洲联储 3 月 17 日加息 25BP、是其年内第二次加息（2 月 2 日首次加息 25BP）；新加坡金管局于 4 月 14 日小幅上调 S\$NEER 新元名义有效汇率政策带的升值斜率，但政策区间宽度、区间中心点维持不变；菲律宾央行于 4 月 23 日加息 25BP。

长债利率升幅较大（+42BP、+48BP、+90BP）。股市经历 3 月的阴跌后，4 月在科技股亮眼财报的引领下“V 型”转升，多数股指收复 3 月跌幅，费城半导体指数反弹幅度较大（3 月-6.3%、4 月+38.4%），而菲律宾和印尼的股市承压（马尼拉综指和印尼综指两月累计-11.8%、-15.5%），主要受输入性通胀风险、财政赤字压力、资源政策调整等影响（详见《AI 浪潮与地缘冲击下的机遇与挑战——RCEP 国家 2026 年中经济回顾及展望》）。观察全球基金的流动，3 月国际资金恐慌性撤出股债市场、4 月部分回流，股市仅美股的回流资金超过撤离量，中国和印度债市显示避险属性（中国债市两月连续净流入、并逐月扩容，印度债市 4 月净流入增量超过 3 月环比减量）。

第三阶段（5-7 月）：美伊谈判波折推进，高油价传导至通胀，多央行开启加息，科技股内部分化，主要发达经济体债市“风波”缓和后再度承压，油价、美元指数亦转升。

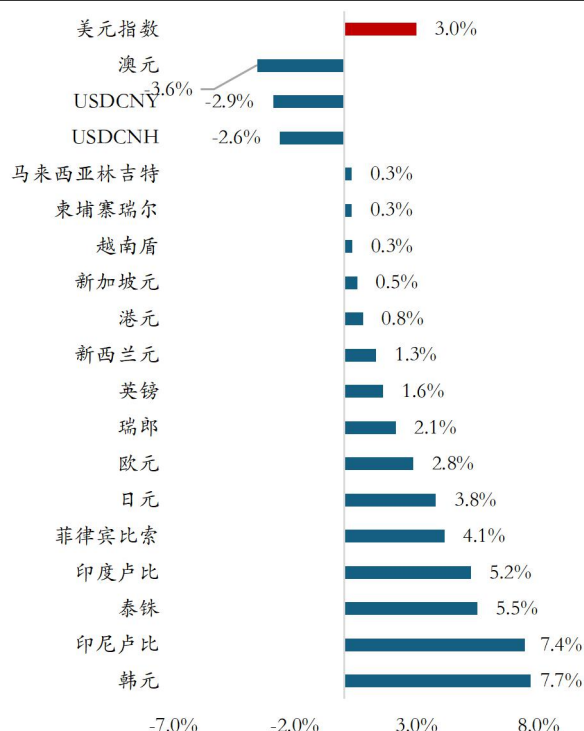
5 月美伊双方谈判屡有波折，原油价格自 5 月下旬逐渐开启下行通道，至 6 月中双方签署谅解备忘录前后加速回落，截至 6 月末，WTI 原油跌至 70 美元/桶下方、为 2026 年 3 月初的水平；金价则在高实际利率的压制下持续阴跌，6 月末一度失守 4,000 美元的重要关口、回吐 2026 年以来涨幅。但伴随美伊谈判遭遇逆风，油价、美债利率、美元指数于 7 月初再度走高。

高油价进一步传导至通胀，更多经济体央行加入货币紧

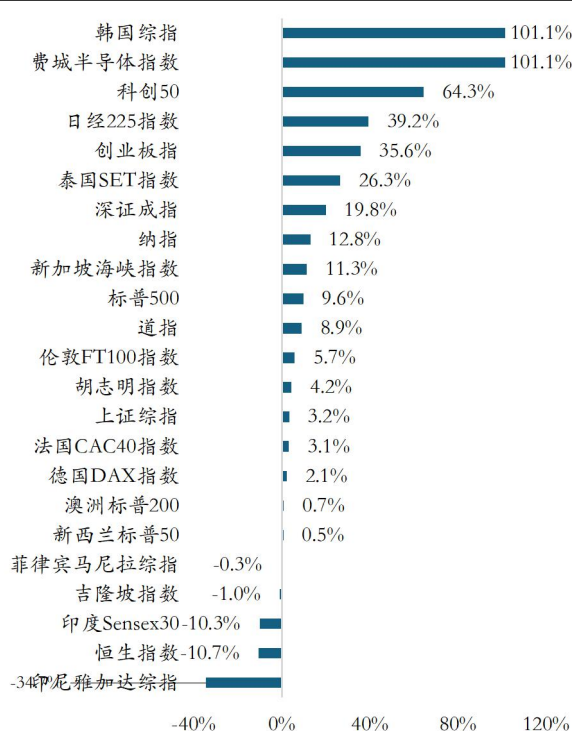
缩的行列，发达经济体中，澳洲联储、日央行、欧央行等加息落地，美联储新任主席沃什正式就任，6月FOMC会议点阵图利率预期上修；新兴经济体中，印尼央行在1个月的时间内加息3次、共100BP，菲律宾央行年内二次加息³。美元指数在5月初探底后持续走升，6月最高升至101.8、为2025年5月以来的最高水平，5-6月累升3.2%，印尼盾、瑞郎、日元、韩元（分别贬3.3%、3.5%、3.8%、4.5%）贬幅较大，离岸人民币汇率则逆势升0.6%。美债利率在5月上中旬跟随油价走升，10Y美债利率刷新近一年半新高，5月下旬中东局势缓和、油价回落，10Y美债利率回吐部分升幅，而2Y美债利率则在加息预期引导下继续攀升，多数经济体长债利率跟随10Y美债利率的走势，10Y中国国债利率则维持区间波动。股市在4月开启反弹后，5月延续升势，6月在流动性收紧担忧及高位科技股获利了结等背景下宽幅波动，5-6月多数股指小幅收升；科技股内部轮动“缩圈”，Mag7在6月开始回落，而存储、光互联等AI产业链硬件板块仍表现突出，上证科创50指数5-6月累升40.5%、费城半导体指数升35.6%、韩国综指升28.5%、日经225指数升18.2%。全球基金资金动向看：美股仍受青睐，新兴经济体股市5、6月仍为整体净流出、但规模逐渐收窄；发达经济体债市5月净流入量创历史新高后，6月有所收窄，新兴经济体中，中国债市资金持续净流入且规模逐月扩容（见图表1-2）。

³ 澳洲联储5月5日再加息25BP，是年内第三次加息；欧央行6月11日加息25BP；日央行6月16日加息25BP；印尼央行5月20日起预期宣布加息50bp，6月9日再加25BP、6月18日第三次加息、25BP常规会议再加25bp；菲律宾央行6月18日加息25BP，是年内第二次加息。

图表 1：2026H1 全球主要经济体汇市表现



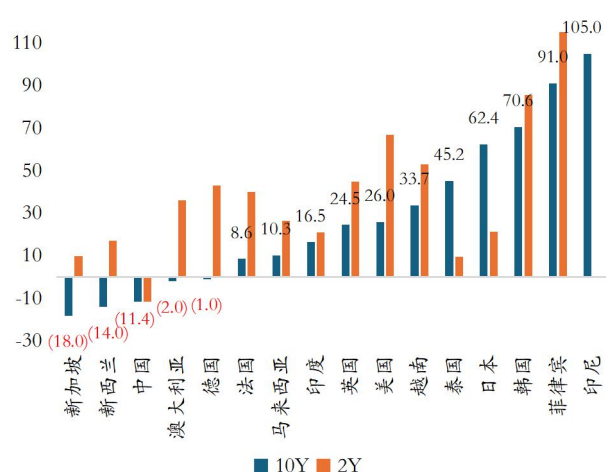
图表 2：2026H1 全球主要经济体股市表现



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：除美元指数外，其他货币均采用美元兑该货币的直接标价法。

图表 3：2026H1 主要经济体国债利率涨跌（BP）



图表 4：2025 以来黄金原油价格走势



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：2026 年 1-6 月全球主要经济体股债市场资金流动情况

(百万美元)	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	最近8个月资金流动 (由近到远)
股市	175191.6	(23916.4)	87090.3	79011.1	134277.4	23366.9	
-发达市场	197997.3	28395.9	99227.3	67290.2	88798.5	78775.5	
美国	173452.4	31796.4	76044.2	38698.1	44752.6	29785.3	
发达欧洲*	10442.2	(829.1)	9111.1	8503.1	23813.2	26296.2	
日本	5651.8	(6525.0)	4467.7	12931.6	10566.4	6153.1	
韩国	3394.7	802.7	3319.8	9562.8	17950.5	15606.3	
-新兴市场	(23354.0)	(52757.8)	(12886.3)	11671.8	44726.1	(56428.3)	
中国内地**	(31726.3)	(54161.8)	(37294.1)	(8572.3)	(573.6)	(97454.9)	
中国香港**	427.4	267.6	851.4	201.9	880.1	1242.8	
印度	(2198.5)	1945.2	5563.2	2523.2	6219.5	5928.7	
印尼	165.1	2.9	271.1	(78.4)	384.9	448.9	
越南	(115.2)	(166.9)	94.1	(236.6)	180.3	122.4	
债市	95374.2	161672.2	67610.6	15974.3	129381.1	115887.4	
-发达市场	84124.0	148907.5	48577.1	31553.2	116384.5	120245.2	
美国	68081.3	119563.8	34541.7	30835.0	87385.2	100176.1	
发达欧洲	11344.1	21238.0	9706.6	(6270.7)	20707.8	13595.5	
日本	430.4	1565.7	816.9	1188.8	1516.8	787.5	
韩国	(1258.2)	742.1	1207.0	(285.3)	258.0	383.9	
-新兴市场	11123.0	12507.9	18857.3	(15449.0)	12663.8	(4570.4)	
中国内地**	9317.8	5723.2	4068.7	2254.3	378.8	(15465.0)	
印度	42.6	(3179.3)	2061.9	(9393.8)	(708.2)	(1535.7)	
印尼	(48.1)	296.1	275.6	(527.4)	679.8	462.8	
越南	2.35	3.81	(0.54)	(4.73)	3.96	(0.83)	

数据来源：EPFR 数据截至2026年6月24日，6月数据为weekly加总，与1-5月monthly统计范围略有差异
注：*发达欧洲（Developed Europe），涵盖17个欧洲国家（Austria, Belgium, Switzerland, Germany, Denmark, Spain, Finland, France, United Kingdom, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Norway, Portugal, Sweden, Iceland）
**中国内地：指中国内地企业发行的股票/债券，涵盖A股、港股中资股、中概股；国内人民币债券、中资美元债、点心债等
**中国香港：仅指香港本地企业发行的股票

数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、2026 年下半年影响全球大类资产走势的四重变量

2026 年下半年，随着地缘博弈、AI 创新竞争等不确定性演绎，全球大类资产走势或存在预期调整可能，具体看：

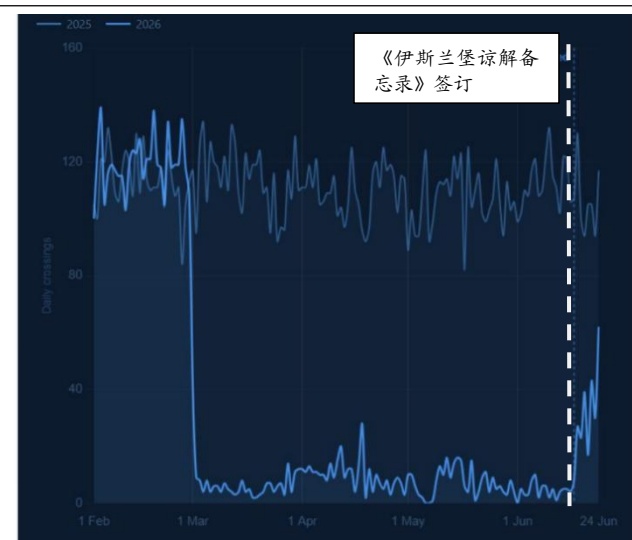
变量一：地缘形势扰动或阶段性缓和，但尾部风险仍存。

美伊双方最早在 4 月 8 日达成首轮临时停火协议，但协议执行脆弱，局部摩擦重启，关键航道仍封锁，6 月 17 日，在多方斡旋下，双方签署《伊斯兰堡谅解备忘录》，约定全

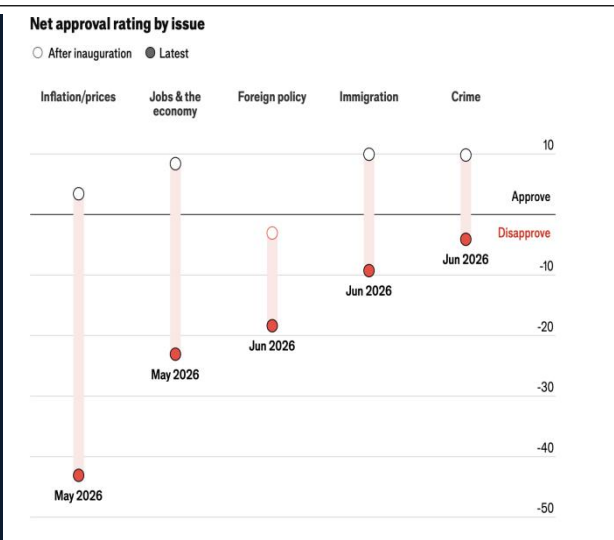
线即时停火，并开启 60 天终极谈判周期，霍尔木兹海峡通航量明显增加，根据 AXSMarine 发布的数据，6 月 24 日有 62 艘经核实的商船通过霍尔木兹海峡、是自冲突以来最高的单日数量，恢复至 2025 年同日通航量约 53%，24-28 日均通航量为 38.2、是美伊谅解备忘录签订前的 8.5 倍(见图表 6)。但七月初美伊谅解备忘录被宣告终结，双方展开军事互袭，霍尔木兹海峡航运再度受阻。

短期内，中东形势整体缓和趋势料延续，但缓和路径料波折，尾部风险仍存；**往后看**，美国中期选举临近，9 月后两党拉票竞争逐渐升温，11 月初将完成投票，目前 Polymarket 显示民主党赢得众议院的概率升至 85%，而共和党赢得参议院的概率为 56%（中东局势升级前为 60%以上），竞选压力较大（见图表 8-9）；同时，根据 Economists 的调查，美国选民对特朗普政府在通胀、就业、外交等议题上的支持率降幅较大（见图表 7），**预计中期大选临近背景下，特朗普政府持续升级地缘冲突的概率较小。**

图表 6: AXSMarine 统计的霍尔木兹海峡通航量

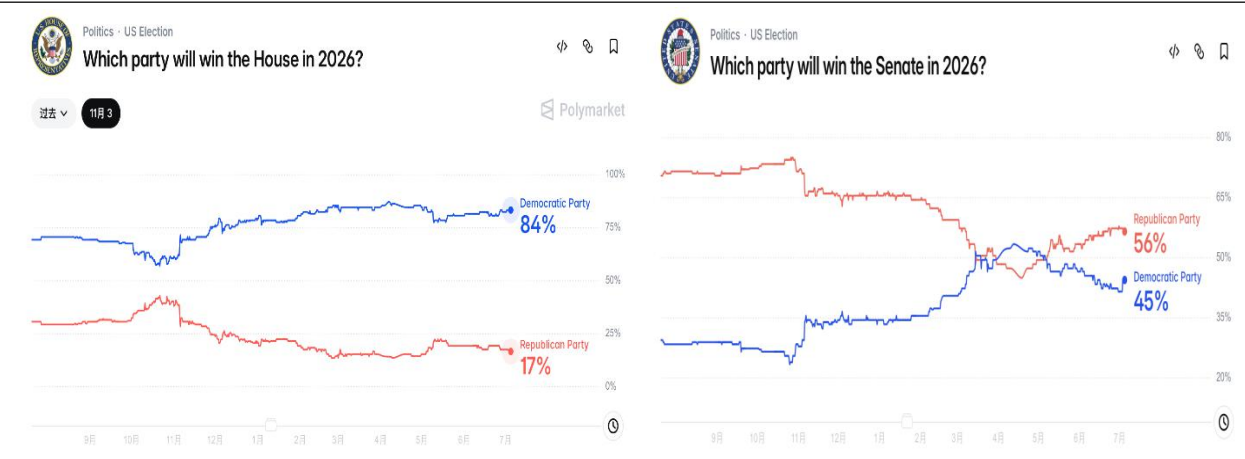


图表 7: 在各项政策议题下，特朗普政府支持率变动情况（更新于 6 月 30 日）



数据来源: AXSMarine、Economists、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8: Polymarket 显示众议院中期选举中民主党获胜概率达到 85% 图表 9: Polymarket 显示参议院中期选举中共和党获胜概率达 56%



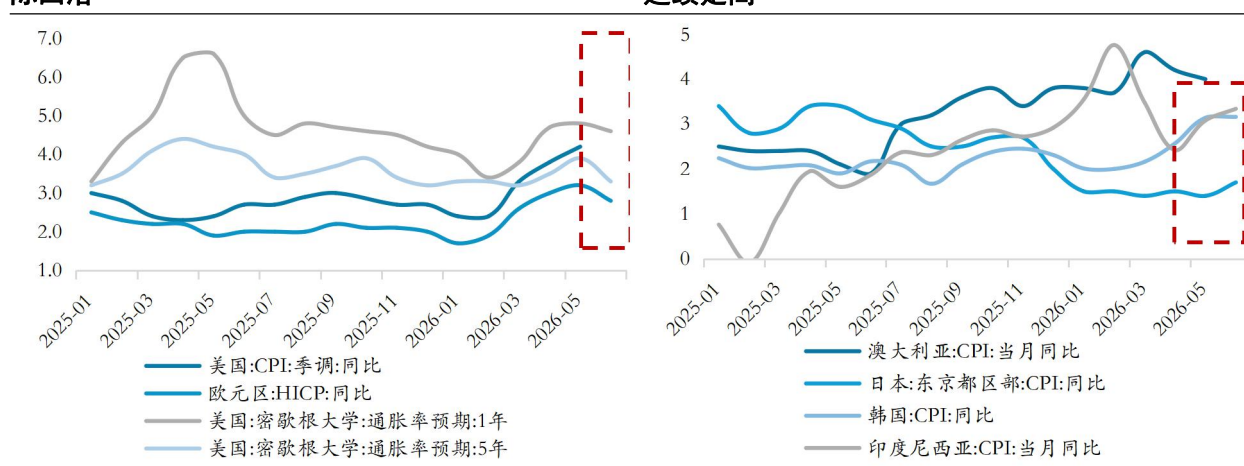
数据来源: Polymarket、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（最新访问于 7 月 4 日）

变量二：通胀中枢预计跟随油价中枢回落，但部分经济体高物价或有黏性。

受 5 月下旬后油价回落影响，预计多数经济体通胀从高位逐渐回落，例如，欧元区 6 月 HICP 同比已回落至 2.8%（5 月为 3.2%）；6 月美国密歇根大学 1 年通胀预期从此前的 4.8% 降至 4.6%（见图表 10），同时，美国经济分析局（BEA）宣

布，自 9 月 30 日后，将对 PCE 价格指数统计方法进行调整，新方法较现有方法更倾向向下修核心 PCE 数据⁴；但也有部分经济体通胀在短期内黏性仍高，例如，日本通胀前瞻指标——6 月东京都 CPI 同比升至 1.7%（5 月为 1.4%），是 2026 年以来的最高水平，主要受汇率走弱、进口成本抬升，以及政府水费补贴退坡等影响；6 月韩国 CPI 同比延续升至 3.2%，是 2023 年 12 月以来的最高水平，受原材料成本上涨和货币贬值等因素影响；6 月印尼 CPI 亦延续走升至 3.34%，高油价的滞后影响以及汇率承压导致的输入性通胀仍较高；澳大利亚通胀水平自 3 月一次性冲高后，连续两月回落，但起关键缓冲作用的燃料消费税削减政策即将到期，叠加 7 月起最低工资标准上调⁵等，短期内通胀存在高位波动可能（见图表 11）。

图表 10：6 月欧元区通胀水平、美国通胀预期已有边际回落 **图表 11：6 月韩国、印尼、日本东京都通胀水平仍延续走高**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁴ 美国经济分析局（BEA）宣布，将对 PCE 价格指数的三个分项进行方法论调整，包括电脑软件及配件、投资组合管理服务及法律服务，高盛预计，综合三项变更，5 月核心 PCE 同比通胀将被下修 0.2 个百分点至 3.2%。新方法将于 2026 年 9 月 30 日正式生效，并按惯例追溯调整历史数据。

⁵ 7 月 1 日起，澳大利亚最低工资标准将上调 4.75%，直接覆盖全澳约 20% 的劳动力群体（尤其是劳动密集型基础服务业）。薪资成本的抬升将迫使企业提高服务报价。

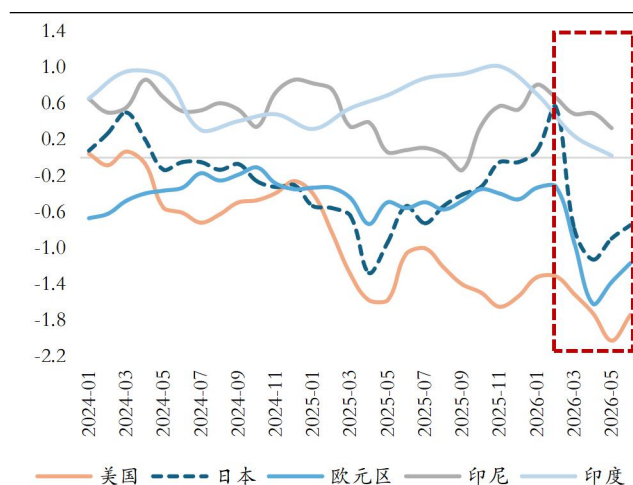
变量三：经济结构“K 型分化”格局或延续，消费动能整体趋缓，投资格局分化。

消费方面，前瞻性消费指标边际转弱，美国居民超额储蓄快速下降，年初至 5 月累计降幅超过三成，5 月密歇根消费者信心指数跌至历史最低水平；欧元区消费者信心指数持续为负，4 月时创下历史新低，德国零售销售指数同比 4、5 月连续为负；日本家庭消费支出实际同比连续 6 个月为负；中国 5 月社零同比增速转负等。预计在高利率、高通胀叠加居民资产负债表结构趋弱等因素影响下，短期内“供强需弱”格局料延续、消费对经济的支撑动能随之有所放缓。

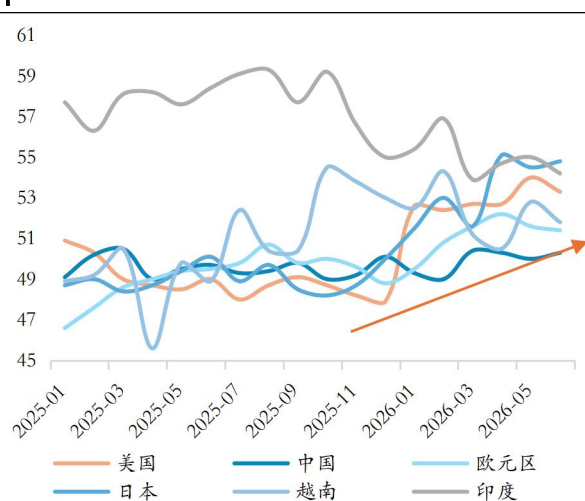
投资方面，AI 产业链带动制造业周期共振向上，2026 年以来，美国制造业 PMI 维持在荣枯线上方、并升至四年最高水平，日本制造业 PMI 指数自 2025 年 10 月起快速走升，欧元区制造业 PMI 连续 5 个月维持在荣枯线上，除印度外，中国和越南等新兴市场制造业 PMI 在荣枯线上方波动（见图表 13）。相对应的，投资整体呈明显结构分化态势，电子及设备制造业投资景气度高，政府投资仍有支撑、地产投资疲弱。美国看，2025 年四季度、2026 年一季度信息处理设备和软件投资同比折年率高达 74.8%、72.4%，相较其他类别投资增速断崖式领先，此外，软件和研发等知识产权类投资提速也较快、在 10% 上下，相较而言，私人建筑投资已经连续 6 个季度负增；中国看，2026 年前 5 月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增长 6.7%，基建投资

累计增速 0.6%，地产投资增长延续承压（见图表 14-15）。

图表 12：各经济体消费者信心指数（标准化）

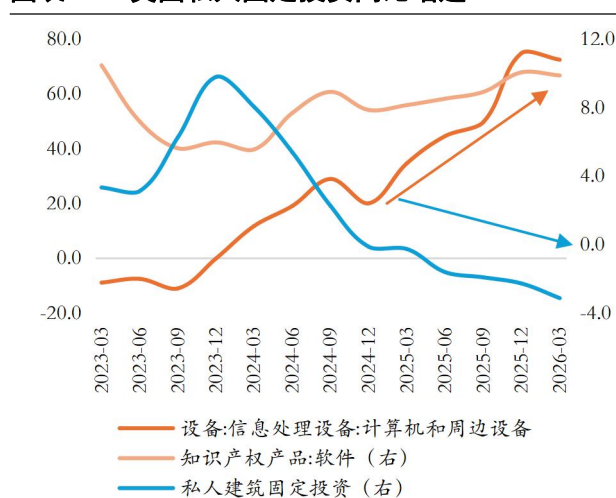


图表 13：多数经济体制造业 PMI 指数波动走升

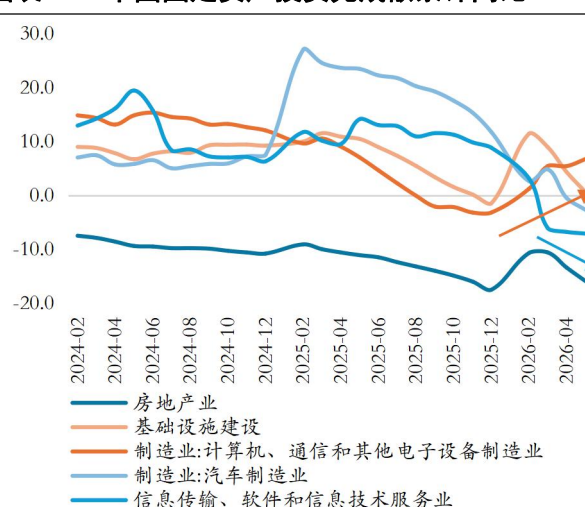


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14：美国私人固定投资同比增速



图表 15：中国固定资产投资完成额累计同比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

变量四：货币政策态度整体偏鹰，但加息落地节奏或更审慎。

结合前述分析，虽然油价已从高位回落，但地缘尾部风险仍存，叠加油价对通胀的滞后传导及进口成本抬升等影响，通胀中枢预期温和回落，但短期或仍高于政策目标，且部分

经济体存在输入性通胀向核心商品和服务二次传导的可能，目前美联储、欧央行、日央行等主要发达经济体央行表态仍偏鹰。但经济结构“K型分化”背景下，总量型货币政策效果或受限。传统货币政策通过加息抬高融资成本，从而抑制资本开支与需求，但AI投资上升至战略博弈层面，驱动力转向构建战略护城河与“FOMO恐慌”(fear of missing out)，因而即便利率高企，AI科技巨头及新兴企业利用股权债权融资量巨大⁶。当央行加息政策落地，最先被抑制的往往是地产、中小企业、消费等传统高利率敏感部门，而非高景气并具有融资优势的AI企业，或进一步加深“K型分化”格局、挤占传统部门资源。

综合考量，我们预计**美联储**或维持偏鹰表态以巩固抑制通胀预期及“美联储独立性”叙事，但加息落地节奏或更为审慎，年内大概率维持利率不变；**欧央行**面对通胀边际回落、经济景气仍有韧性的现状，短期表态仍偏鹰，但后续政策节奏或依赖经济数据动态调整；**日央行**内需稳固叠加输入性通胀风险仍高，下半年或还有1次加息可能；**澳洲联储**下半年视通胀向核心扩散的情况，预计仍有1-2次的加息空间；**人行**料延续“适度宽松”，结构性工具重点发力，货币政策框架改革向提高政策利率传导效率、平稳市场流动性、稳汇率等方向均衡发力；**印尼**“稳汇率”压力仍然较大，下半年若汇率压力持续可能进一步加息。

⁶ 根据彭博统计，截至7月初，今年AI相关公司债券发行融资总额增至3350亿美元、超过2025全年的两倍，同时大量资金涌入科技初创企业，根据TechCrunch统计，今年上半年美国共诞生83家“独角兽”企业，其中AI相关的共51家，累计融资金额超520亿美元。

三、2026 年下半年全球大类资产走势展望

（一）汇市：美元指数或高位波动，人民币和澳元料有温和走升动能，其他非美货币短期仍有压力

1. 美元指数自 5 月初以来持续走升，除技术面上呈多头排列⁷外，期货市场美元指数的持仓从 5 月下旬后转为净多头、并快速增加（见图表 16），显示短期内市场对美元强势的预期；基本面上，AI 资本开支、制造业补库存对美国经济的支撑仍在，美国经济景气整体强于欧元区和日本等发达经济体，美与非美利差走阔（见图表 17）；政策面上，通胀预期有所回落，但读数仍高于政策目标，沃什就任后对美联储政策框架的改革，市场预期“美联储独立性”叙事强化，多因素影响下，预计下半年美元指数延续高位波动。

2. 欧元预计维持偏弱震荡，若通胀高位回落，或主要经济体受地缘、关税、消费走弱等拖累经济景气度，则欧央行紧缩预期或有调整，进一步拖累欧元走势。

3. 日元或维持区间震荡，向上空间或大于向下空间，强势美元继续对日元形成压力，但日元已跌至 40 年低位，增大日本财务省外汇干预的可能，叠加日央行继续推进货币政策正常化，有助于缓解日元压力。

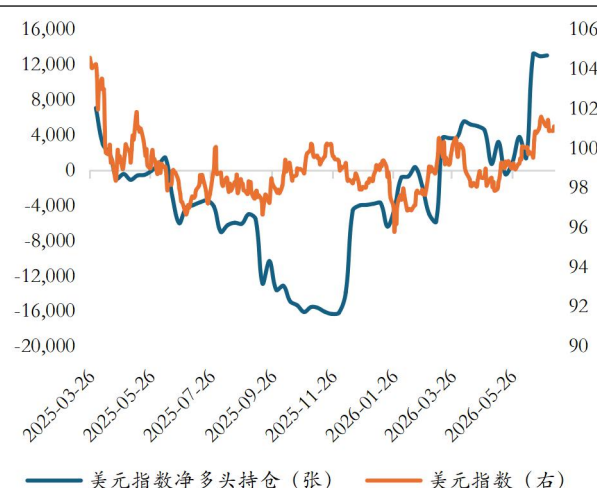
4. 澳大利亚受较高利率和大宗商品价格上涨支撑，澳元有望保持相对强势。

⁷ 美元指数顺利站上 20 日均线、60 日均线、120 日均线及 250 日均线。

5. 人民币汇率预计中枢温和走升，AI 算力基建投资超级周期、全球能源转型加速推进、价格因素正向拉动等多重因素共同作用下，中国出口或延续韧性，资本账户稳步开放与企业盈利改善等增强人民币资产吸引力，人民币汇率稳健与企业顺势结汇“正循环”，进一步支持人民币汇率中枢走强。

6. 其他非美货币中，新加坡元和马来西亚林吉特受益于能源和电子出口改善，存在一定升值空间；菲律宾比索虽获得加息预期支撑，但仍面临经济放缓压力；泰铢则受经济增长偏弱和货币政策维持宽松影响，预计走势偏弱；印尼卢比仍面临贬值压力，后续重点观察通胀水平及政府政策等变化，印尼央行若延续多次加息，印尼卢比压力或有所缓和；印度卢比预计偏弱波动，主要受输入性通胀、资金外流、制造业景气回落以及 AI 冲击 IT 服务外包产业⁸等因素的影响。

图表 16：美元指数净多头持仓量持续增加



图表 17：美-非美利差走阔



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：非美利差采用欧元区、日本、英国、加拿大、瑞典、瑞士各经济体政府债利率，并根据各货币在美元指数构成中的权重加权得来。

⁸ 根据印度《经济时报》报道，2025-2026 财年，印度五大核心 IT 企业员工总数合计减少 6981 人，而上一财年这一数字是净增 12718 人。

（二）债市：多数经济体货币政策料偏鹰，发达经济体国债利率或维持高位，新兴经济体表现分化

1. 美债利率或延续高位波动，一方面，OPEC 或逐步重回增产，但中东地缘冲突缓和路径仍波折，，通胀回落节奏或偏缓，同时 AI 基建投资热潮延续，上游材料设备涨价或成为通胀新来源⁹，令通胀水平维持在长期目标以上，美联储延续偏鹰表态背景下，美债利率延续高位波动；但另一方面，超额储蓄缩水，消费对经济的支持趋弱，劳动力市场结构性疲弱等限制美联储加息可能，美债利率进一步大幅冲高可能不大。

2. 欧洲仍面临“高通胀、低增长”的经济困境与财政持续恶化的双重约束，欧央行与英央行是否继续加息视油价传导与输入性通胀扩散的情况而定，欧洲主要经济体利率预计高位震荡、易涨难跌，若财政困境引发政局动荡不排除有短暂冲高可能。

3. 汇率疲弱背景下，日本仍面临输入性通胀风险，政府补贴及薪资上涨等延长核心通胀走升的持续性，日央行若持续推进货币政策正常化，日债利率仍有上行空间。

4. 中国国债利率预计延续区间波动，基本面上，下半年通胀或较上半年有边际回落，基建、高新领域投资及企业利润改善向好；资金面上，三季度政府债及专项债发行料提速，但人行进一步深化利率传导机制、收窄利率走廊、结构性政

⁹ 6月美联储FOMC会议纪要称：“许多与会者指出，对AI基础设施持续强劲的需求可能会维持科技产品和电力价格的上涨压力”。

策工具料延续发力，资金面整体预计维持充裕；市场面上，人民币汇率中枢稳步走升，资本账户开放有序推进，吸引国际资金增配中国资产；另外，存款搬家及“固收+”和“分红险”等投资理财逐渐扩容，或带动股债同向波动、利率的波幅或有所加大。

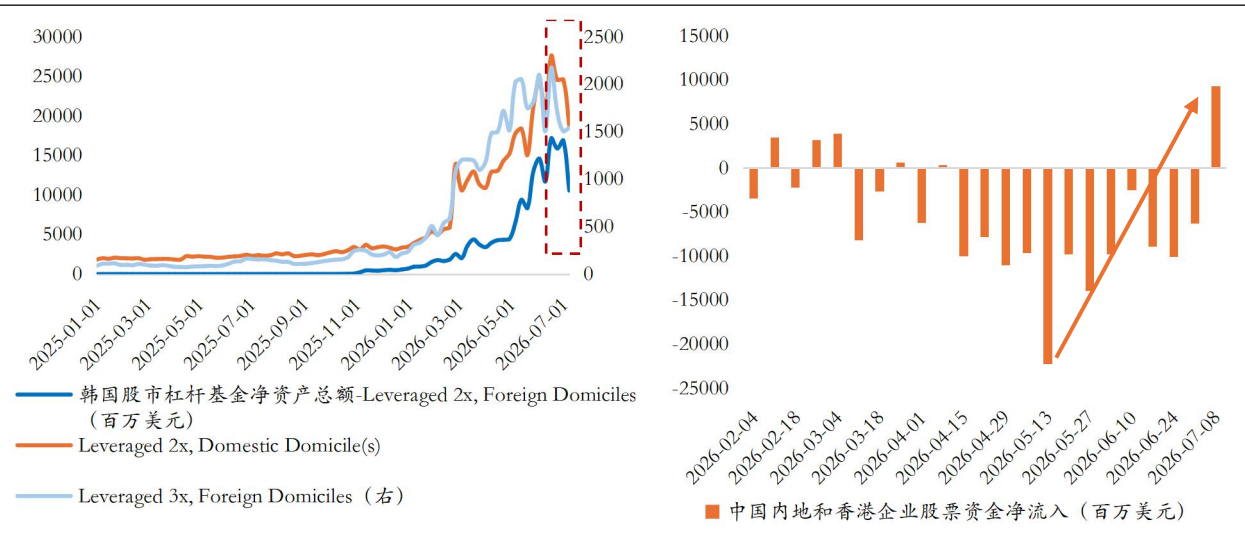
5. 其他经济体方面，**澳大利亚**核心通胀存在韧性、经济景气仍有支撑的背景下，澳洲联储后续仍存在加息可能，澳大利亚国债利率或存在一定走升可能；**印尼**财政赤字扩张且赤字率居高不下，加息和汇率贬值或将继续增加财政压力，叠加输入性通胀和资本外流风险仍大，预计印尼国债利率维持高位甚至存在进一步上行可能；**菲律宾**债券利率在加息预期下仍面临上行压力，**新加坡和马来西亚**预计维持政策稳定、债市波动或相对有限，而**泰国**债券利率预计波动偏弱。

（三）股市：全球股市延续分化，AI 产业链依赖涨价和业绩兑现逻辑，部分资金或向估值合理、业绩能见度较高的区域和板块轮动扩散

展望后续，多数经济体央行政策从宽松转向阶段偏紧，利率维持在较高水平，显示全球流动性压力有所增加，叠加前期快速上涨后 AI 板块估值高企，市场对 AI 产业链投资可持续性 & 商用效果信息高度敏感、波动预计加大，围绕 AI 产业链的投资或有轮动扩散的可能。**区域方面**，韩国等前期高景气市场去杠杆过程中，部分资金轮动至估值合理、赔率较高的市场，例如，我们观察到 7 月中国 AH 股资金净流入

明显增加（见图表 18-19）；结构方面，AI 硬件产业链预计延续受到青睐，大型云厂商资本开支持续加码、市场需求旺盛导致的涨价以及长期协议签订锁定利润增长等使得半导体景气周期延长，但投资者对业绩兑现要求更高，此前过度拥挤的赛道短期可能存在获利了结风险；部分资金开始向其他增长叙事较强（例如创新药）或估值相对较低、业绩能见度较强（例如 HALO 资产¹⁰：能源电力、工业矿产、AI 基建等上游重资产）的行业扩散（见图表 20）。

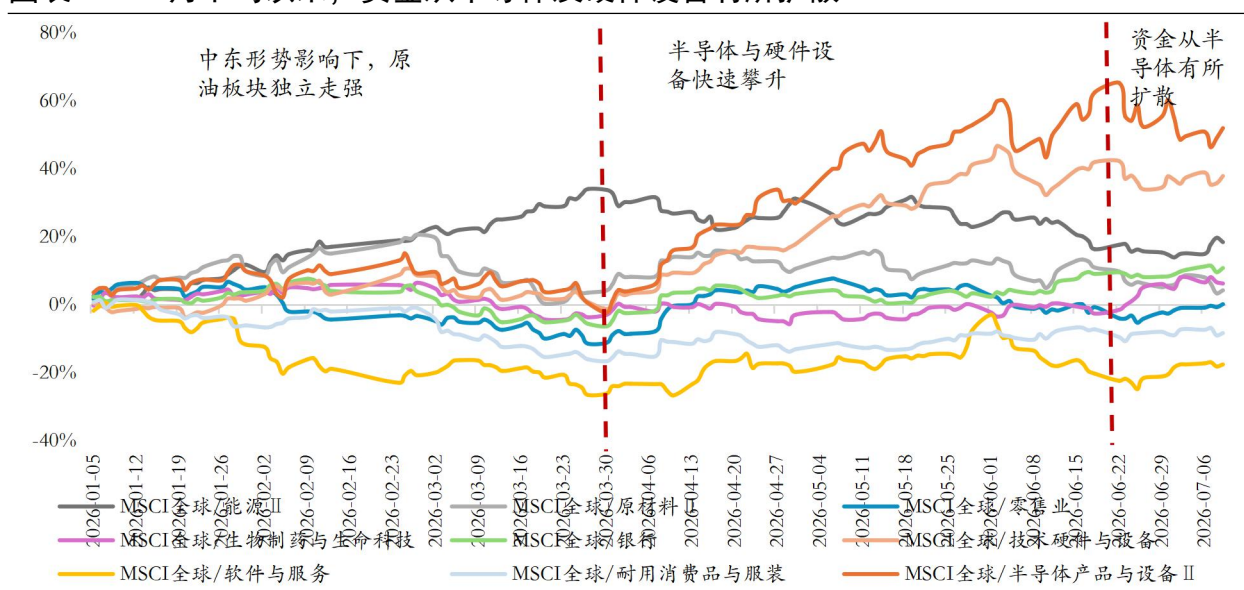
图表 18：韩国股市杠杆基金净资产总额自 6 月下旬以来从峰值回落
图表 19：流入中国 AH 股的资金净流出持续收窄至转为大幅净流入



数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁰ Heavy Assets, Low Obsolescence——重资产、低淘汰率

图表 20：6 月下旬以来，资金从半导体及硬件设备有所扩散



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

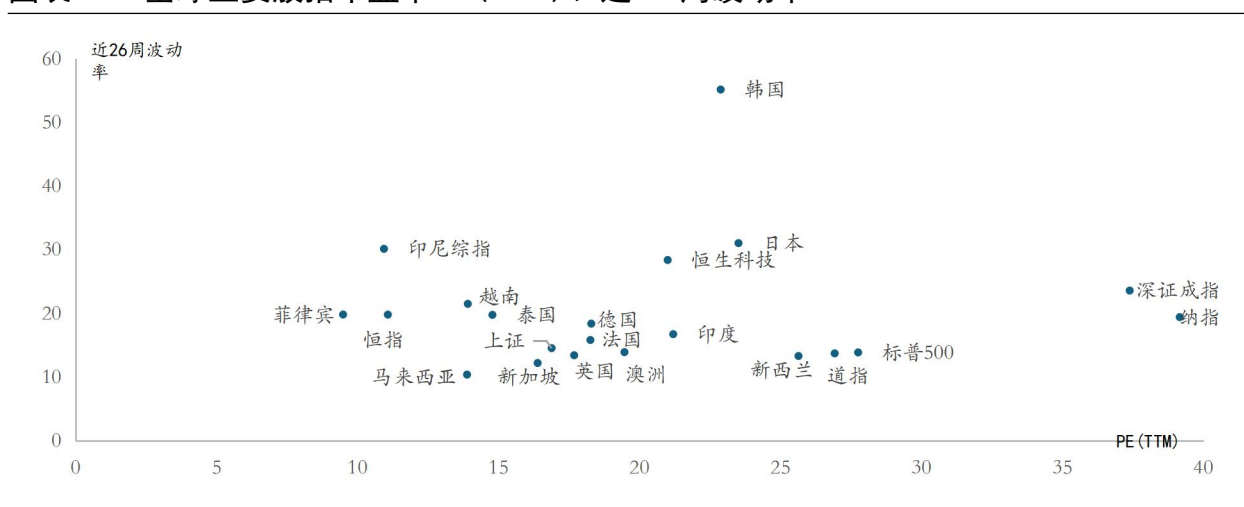
具体来看，1. 欧美市场：短期美股预计维持高位宽幅震荡。AI 产业投资热潮仍是股市交易主线，但估值高位背景下需警惕业绩兑现、或有技术突破等引致的回调风险。宏观层面重点跟踪美联储货币政策预期、11 月美国大选前后政策转向；板块维度关注 HALO 主题催化，以及资金再平衡带来的板块轮动结构性机会。欧洲主要股指具备估值优势，波动压力温和。德国推行大规模财政刺激、国防预算大幅加码，预计高端制造、军工等板块盈利修复确定性较强；法国股市行情受政治局势、债务负担影响预计弱势波动、短期增长弹性有限。

2. 亚太市场：半导体景气周期延续，一定程度上支持中日韩股市整体向好，“宽财政+紧货币”背景下日股有望温和上行，需关注外部不确定性及日元汇率波动等影响。韩股

波动率偏高，财政扩张、支柱产业半导体和通信行业景气度支撑下，韩股仍具上行弹性，但外需波动、地缘风险，叠加跨境资金以及杠杆资金扰动易放大回撤风险。中国“十五五”规划开局，释放政策红利与产业机遇，香港和内地资本市场支持政策密集落地，叠加全球资金多元配置趋势及估值洼地优势，夯实**A股**、**港股**趋势走升基础。**印度**方面，能源价格回落、卢比汇率阶段性企稳，边际缓解印度经济增长压力，印度股市具走升基础但需关注外部地缘局势再次推升油价、加息预期升温、外资持续流出等扰动。

东南亚区域整体估值偏低，行情预计弹性分化：**越南**经济景气度上行、增量外资流入预期（富时罗素9月起将越南升级至次级新兴市场）料带动**越南**股市走强。资源型国家方面，**澳大利亚**、**新西兰**内需尚稳，加息控通胀背景下私人消费有望保持一定韧性，股市料延续区间震荡，但**印尼**受国内经济政策不明朗、市场评级下调潜在风险拖累，震荡区间或将进一步扩大。**泰国**、**菲律宾**等服务型经济体面临“增速放缓+通胀抬升”两难困境，企业盈利面对较大挑战，叠加货币政策趋紧抬升无风险利率，股市行情或仍有一定下行风险。

图表 21：全球主要股指市盈率 PE (TTM*)、近 26 周波动率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数据截至 2026 年 6 月底，PE (TTM) 为周度数据

（4）大宗商品：金价短期承压但中长期逻辑未变，地缘溢价趋势回落下油价料维持震荡偏弱走势

1. 黄金：短期金价受制于估值压力，中长期配置价值仍具支撑。中东地缘冲突引发的“滞胀”恐慌推动了全球货币政策趋紧，美元指数与美债实际利率持续走强背景下，金价波动回调。进入下半年，掣肘金价的核心变量存在边际弱化可能，一方面，随着中东局势整体趋缓，油价中枢回落将逐渐带动通胀下行，叠加美国劳动力市场数据偏弱，市场对美联储加息定价存在回吐空间；另一方面，全球央行持续购金¹¹、美国财政债务压力、以及美元信用体系弱化等中长期支撑逻辑未变。但需要注意的是，黄金 ETF 流出压力仍存¹²，

¹¹ 根据世界黄金协会 6 月公布的最新调研，89% 的受访央行认为，全球央行的黄金储备在未来 12 个月内将会增加；45% 的受访央行认为未来 12 个月内其自身黄金储备也将增加。

¹² 根据世界黄金协会报告，今年 6 月全球实物黄金 ETF 录得 89 亿美元的净流出，使得上半年全球黄金 ETF 整体净流入额收窄至约 80 亿美元。截至 6 月底，全球黄金 ETF 资产管理规模达 5260 亿美元，上半年下降 6%；总持仓量上半年增加 18 吨至 4047 吨。

对贵金属市场流动性带来影响，或限制金价上方空间。此外，霍尔木兹海峡封锁等尾部风险尚未完全消除，若地缘冲突反复引发油价冲高，金价仍面临阶段性回调压力。往后看，短期或延续震荡格局，但中长期上涨逻辑延续。

2. 原油：短期油价或震荡偏弱，地缘不确定性提供弹性空间，中枢料难回冲突前水平。供给端，美伊谅解备忘录签署后，地缘风险溢价回落，霍尔木兹海峡通行显著恢复后积压原油释放，叠加 OPEC+ 延续渐进式增产节奏并宣布增产计划，中东产量逐步修复，但回升至冲突前水平还需一定时间。同时，7 月上旬美伊互袭反映中东冲突缓和路径仍有摩擦。**需求端**，持续高油价对终端消费的抑制效应已使得原本供需缺口明显收窄，预计 2026 年全球石油需求呈收缩态势¹³。**库存方面**，海峡封锁带来去库压力，低库存格局短期难改，补库潜在需求将为油价提供底部支撑。往后看，**地缘形势料趋势、波折缓和**，但基础设施恢复仍需时日，短期油价或维持震荡偏弱的走势，中枢料难回冲突前水平。但地缘不确定性仍存，若霍尔木兹海峡及中东供应的不确定性再度抬升，地缘风险溢价存在阶段回弹可能。

¹³ IEA 6 月最新月报显示，2026 年全球石油需求预计同比下降 110 万桶/日，较 5 月报告下调 70 万桶/日，第二季度交付量同比跌 500 万桶。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。