

欧洲央行按兵不动 韩国出口维持高景气度

海外
宏观

上周海外宏观数据：

- **欧元区：**欧洲央行维持三项关键利率不变，为6月重启加息后首次按下政策暂停键，反映其仍需评估能源冲击和通胀传效应。此次暂停并非转向宽松，而是保留政策可选性，由于近期中东局势再度恶化，油价上涨促使市场已开始押注9月重启加息。
- **韩国：**7月前20天韩国出口同比大幅跃升62.9%，出口总值创下历年7月同期最高纪录，增速较上月同期49.7%进一步提速。韩国作为全球存储芯片和HBM芯片核心供给国，三星、SK海力士两大龙头占据全球高端存储芯片主要市场份额，强劲的出口增速显示AI基建仍处于超高景气周期。
- **日本：**日本6月核心CPI同比1.6%，高于5月的1.4%，但连续第五个月低于日本央行2%目标。燃油补贴抵消部分能源上行压力，使总项并未完全反映中东局势对进口成本的影响。核心通胀回升和日元偏弱均支持日本央行维持审慎偏紧立场，连续快速加息的必要性目前仍然不高。

市场延续“通胀交易”，美债显著承压

债市

- **美国：**上周美国国债市场整体承压，收益率曲线全线上行，市场悲观情绪持续发酵。当前美债核心交易逻辑聚焦通胀预期反弹，上周伊朗战事持续升级，市场高度担忧霍尔木兹海峡原油运输通道受阻，推动布伦特原油价格一度突破100美元/桶。油价大幅冲高直接带动年内加息预期升温。此外，上周多位美联储官员释放偏鹰立场，其中沃勒明确表态，若核心通胀数据持续显示价格压力广泛扩散，美联储存在进一步上调利率的可能；达拉斯联储主席洛根亦指出，当前适度提前收紧货币政策，可规避后续通胀失控后被迫大幅紧缩的风险。地缘驱动的输入性通胀升温叠加美联储鹰派政策指引，共同推动美债收益率大幅飙升，2年期美债收益率上行15.3bp至4.33%，10年期美债收益率上行12.9bp至4.68%，均创下年内新高。
- **中国：**上周国内利率债市场震荡偏强，尽管央行公开市场持续开展净回笼操作，但市场资金面并未收紧，整体维持平稳偏松格局。DR007持续稳定在1.40%下方运行，低于政策利率中枢。叠加上周有传言称存款利率可能会进一步下调，市场对后续宽松货币政策的博弈情绪升温，债市做多情绪蔓延，带动国债收益率小幅下行。10年期国债收益率下行1bp至1.72%。目前中美10年期国债利差为296bp。

资料来源：彭博，数据截至2026年7月26日

地缘冲突推升油价与通胀预期
资金开始关注AI投入产出比

股票

市场	指数/价格	一星期 (%)	年初至今 (%)	市盈率
主要股票指数				
标普 500指数	7411.98	-0.61	8.28	21.26
纳斯达克指数	24975.82	-2.13	7.46	27.61
道琼斯指数	51947.25	-0.38	8.08	21.56
欧洲斯托克 600指数	644.51	0.46	8.84	15.76
富时100指数	10736.23	1.28	8.10	13.47
德国DAX指数	25099.00	1.08	2.49	16.42
法国CAC40指数	8372.28	0.40	-3.90	15.22
恒生指数	24963.23	1.63	-2.60	11.32
恒生科技指数	4629.51	0.14	-16.07	20.14
上证指数	3814.20	1.33	-3.90	13.66
沪深300指数	4649.19	2.65	0.42	14.89
科创50指数	1787.20	4.19	32.96	72.44
日经225指数	64611.15	0.73	28.35	22.40
韩国综合指数	6690.62	-1.91	58.76	6.95
台湾加权指数	43654.84	2.30	52.07	20.32
越南VN30指数	1829.36	-5.30	-9.91	10.48
MSCI 印度指数	2895.93	-1.80	-5.82	21.81

- 上周美股市场走弱的核心驱动来自科技巨头财报引发的AI估值逻辑转向，**市场情绪从此前对AI投入的乐观预期，快速转向对投入产出比的严苛审视**。谷歌上周业绩会将全年资本开支指引大幅上调，且季度自由现金流上市二十余年来首次转负，直接引发投资者对AI基础设施投资回报周期的担忧。
- **地缘冲突推升油价与通胀预期，进而压制成长股估值，是上周市场调整的另一大核心主线**。市场一度对9月加息的概率定价已升至五成以上，新任美联储主席沃什对于通胀的强硬表态，进一步强化了货币政策维持偏紧的市场预期。

股票

- 上周A股较外围市场表现强势，**核心驱动力来自政策端的维稳信号与资金托底**。证监会召开专题座谈会，释放多措并举保障市场平稳运行的明确表态，叠加中国诚通、中国国新等国家级资本平台持续进场增持，扭转了市场悲观预期。**但在外围科技承压叠加中东地缘冲突持续升级的背景下，预计A股难以走出持续向上行情。**
- 上周谷歌二季度业绩会是AI交易市场情绪转折的生动展示。此前两年的AI行情中，资金始终为远期技术愿景定价，龙头公司只要释放加大 AI 投入的信号就能获得估值溢价；而此次业绩披露后，市场开始严格审视每一笔 AI 资本开支的短期回报，从鼓励投入转向要求兑现。**这种逻辑切换并非否定AI的长期产业价值，而是AI交易无脑买入的阶段暂告一段落，市场需要更多的商业化清晰信号（大模型ARR，大模型应用场景拓展等）来推动进一步上涨。**
- 刚过去的周末是本轮中东地缘冲突升级以来的第一个拐点，持续13天的美军对伊朗空袭骤然暂停，全面战争的风险下降，但冲突彻底平息的概率同样很低，后续反复性依然较强。**油价中枢较6月已明显抬升映射到全球股市，周末地缘变化的影响更多体现为外部压制的边际放松，而非趋势性反转。**

美债利率大幅双向震荡 人民币信用债提供安全港湾

市场热点

- 目前是投资人民币短期城投的好时机，核心逻辑在于软性担保筑牢安全底线与精准规避美元利率大幅波动的双重优势。
- **软性担保夯实短期投资安全性，降低违约风险**：城投平台与地方政府存在紧密的利益绑定，市场普遍预期地方政府会通过财政补贴等方式提供隐性支持，避免违约对区域融资环境造成冲击。
- **规避美元利率走高风险，凸显人民币资产优势**：近期美债利率在地缘政治波动下大幅双向震荡，长久期、低票息的品种尤其容易出现大幅回撤。而地缘冲突对国内利率的传导链条长、影响弱，直接决定了组合底层资产的价格稳定性远高于美元计价的信用债。

基金亮点

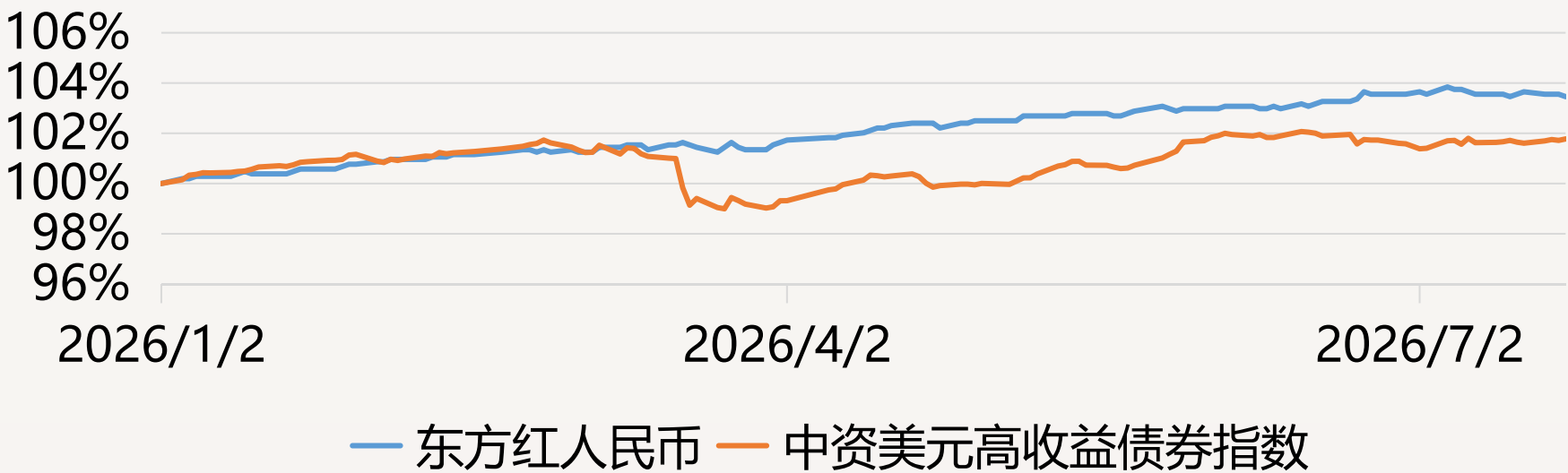
- **东方红启元基金系列-东方红大中华债券基金 A CNY Acc (HK0000695137)**
- **投资范围明确**：以大中华区信用债为核心配置，其中基础设施（城投板块）占比高达63.62%，是组合收益的核心来源。
- **高票息构筑厚收益安全垫**：基金整体债券组合的到期收益率（最差收益率）达 7.58%，其中城投债普遍具备高票息特征。
- **人民币利率波动在地缘环境动荡的当下较低**：持有人民币城投久期较短，平均久期1.75年。
- **城投之外主投AT1债券**：AT1主要投资G-SIB，不赎回/减计风险较低。

基金

基金详情

➤ 该基金在2026年以来更改投资策略，转向以人民币城投+AT1债券的特色策略。该策略在波动市场下展现了显著的波动韧性，年初至今基金上涨3.46%，而中资美元高收益债券指数同期则上涨1.78%。在近期由于美伊战争导致通胀预期升温，美债收益率大幅走高的背景下，全球美元债普遍录得下跌，而基金净值保持稳健。

回报率对比



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2026年7月23日

➤ 基金整体持仓较为集中，十大持仓中有六只为人民币城投，四只为国际知名银行的债券。中国人民币城投虽然在海外市场上普遍评级较低，归于高风险债券。但短久期的城投有软性担保，且基金持仓主要布局优质省份城投，短期风险可控。

十大持仓	%	十大持仓	%
成都东进淮州新城投资	7.96	东亚银行有限公司	5.4
唐山国际投资（香港）	7.93	沂晟国际有限公司	5.33
汇丰控股有限公司	5.53	花旗集团	4.43
山东高创控股集团有限公司	5.52	山东齐河有限公司	3.97
渣打集团有限公司	5.42	邹城市城资控股集团有限公司	3.96

资料来源：2026年6月报，东方证券（香港）

债市

上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2417.06	-0.64	-0.73	4.58
彭博美国公司债总回报指数	3517.77	-0.92	-0.77	5.47
彭博美国企业高收益债指数	2958.86	-0.57	1.52	7.71
彭博欧洲综合总回报指数	246.24	-0.25	-0.23	3.45
彭博亚洲美元投资级债券指数	206.86	-0.61	-0.23	5.12
彭博亚洲美元高收益债券指数	207.30	-0.25	3.53	8.01
彭博中国综合总回报指数	304.77	0.15	5.41	1.61
彭博中资美元债总回报指数	143.37	-0.42	0.65	5.18
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	246.51	-0.34	0.85	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	246.29	0.29	1.96	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1397.00	-0.75	0.73	6.30

市场短评

上周全球债券市场受中东地缘冲突、油价上行推升通胀预期影响，走势普遍较弱。市场加息预期升温，美债收益率上行压制债券估值，彭博美国国债指数周跌幅 0.64%，美国投资级公司债跌幅扩大至 0.92%；新兴市场美元债、亚洲美元投资级债同步走弱。仅高收益板块表现相对抗跌，受益于风险偏好韧性，跌幅显著小于利率债。欧洲债券同样跟随外围调整，彭博欧洲综合总回报指数下行 0.25%。与海外市场形成鲜明对比，中国债市再次走出独立行情。彭博中国综合总回报指数上周上涨 0.15%，年初至今收益达 5.41%。国内需求偏弱，输入性通胀传导有限，通胀预期保持平稳，境内债市对油价上涨敏感度较低，债市整体情绪乐观。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2026年7月26日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 南宁交投集团发布公告，截至NNCOMM 7.3 04/30/27要约截止时间，合格持有人已有效提交本金总额为134,310,000美元的现有票据，占未偿付现有票据总本金的约44.77%。本次要约的结算日预计为2026年7月28日，结算完成后，未偿付的现有票据本金总额将为165,690,000美元。
- 万科企业(02202.HK)发布公告，于2026年7月21日，公司与公司主要股东深圳地铁集团订立贷款协议，据此，深圳地铁集团同意向公司提供总额不超过人民币5.19亿元的贷款。
- 新濠影汇酒店(MSC.US)子公司发布公告，已于7月18日赎回1.65亿美元STCITY 6.5 01/15/28。公司已注销全部已赎回票据。在已赎回票据注销后，尚有总额3.35亿美元的票据未偿还。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
南宁交投	NNCOMM 7.3% 30/04/2027	101.68	-0.02
万科	VNKRLE 3.975% 09/11/2027	44.78	-0.06
新濠影汇	STCITY 6.5% 15/01/2028	99.82	-0.09

资料来源：彭博，数据截至2026年7月26日

中资境外债市场

上周一级市场发行

发行主体	信用评级	期限	规模	货币	初始定价（收益率）	定价日期
临沂城市建设投资	BBB-（惠誉）	3年	1.1亿	美元	5.70%	20/07/2026
招银国际租赁	A-（标普）	3年	6亿	美元	SOFR+105bp（约4.66%）	21/07/2026
台州市城市建设投资发展	BBB（惠誉）	3年	4亿	美元	4.85%	22/07/2026
宿迁裕丰产业投资发展	无	3年	2.32亿	人民币	2.88%	24/07/2026

资料来源：彭博，数据截至2026年7月26日



一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

摩根士丹利预计阿里云收入增速将加快至45%，维持“增持”评级，并将阿里列为亚太区首选持仓标的。

正向
阿里巴巴

摩根大通发表报告，将中银香港投资评级由「中性」上调至「增持」，目标价由43.3元上调至53.3元。

正向
中银香港

摩根士丹利

摩根士丹利同样看好黄金后市，其大宗商品团队预计年底金价目标为每盎司 4450美元，主要依据包括全球央行持续购金。

正向
黄金

摩根士丹利将Palo Alto Networks的目标价从320美元上调至387美元，维持“增持”评级。

正向
Palo Alto Networks

花旗

花旗警告，美股仓位去化远未结束，纳斯达克100多头已全线浮亏且仓位仍偏高，仍有进一步平仓压力。

负向
纳斯达克100

花旗发表研究报告指，理文造纸(02314.HK)发盈喜，预料上半年净利润按年大增64%至71%，中期业绩表现较预期强劲，相应将2026至2028年盈利预测上调22%至28%，目标价由4.3元上调至4.8元，维持「买入」评级。

正向
理文造纸

高盛

高盛指出，MiniMax的多模态策略为其关键差异化优势，H3模型已进入推出前最后阶段，预期即将面世，相信会对多模态行业格局带来深远影响，重申MiniMax「买入」评级，目标价860元。

正向
MiniMax

高盛将CrowdStrike的12个月目标价从182美元上调至208美元，并将Palo Alto Networks的目标价从330美元上调至371美元，均维持“买入”评级。

正向
CrowdStrike

富国银行

富国银行将Meta的目标价从767美元上调至835美元，维持“增持”评级。

正向
Meta

大和

大和指，国务院于7月13日首次发布消费提振五年计划，短期利好餐饮板块情绪，有助海底捞市盈率修复。

正向
海底捞

风险揭露/免责声明

本文件所载数据只供参考之用。东方证券(香港)有限公司或其关联成员(统称「东方证券(香港)」)并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，所以投资者不应以文章中提及的内容作为投资决定的单一考虑因素。投资者于投资相关产品前应审慎评估，或连系东方证券(香港)专人咨询，确保该等产品特性与风险适合及符合其个人情况。

本文件所载资料并不拟提供予置身或居住于该等法律上限制东方证券(香港)发放此等资料之地区的人士或实体使用;及在任何地区向任何人士或实体进行申购或投资证券或投资产品的要约或游说乃属违法时,则上述资料不应视为向该等地区进行该等要约或游说。上述资料亦不拟提供作为专业意见,因此不应赖以作为专业意见。

本文件所述内容未经证券及期货事务监察委员会审阅。任何投资均带有风险，过往表现未必可作为日后表现的指引，基金单位价格可升可跌，投资者可能损失全部或部分投资金额。投资者需详细阅读并了解产品详细说明书及/或产品备忘录及/或条款说明书及其他相关文档(包括但不限于产品资料概要)(统称「产品说明书」)的内容，以获取进一步资料，包括但不限于各项风险因素、收费、税务、资产净值计算、申购及赎回条款等，请点击基金以了解更多相关风险披露声明。本文仅供专业人士使用，你应就上述资料内容谨慎行事，如对有关资料的任何内容有任何疑问，应寻求独立专业意见。

本文件内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关资料或其他因素而变动。本档内容可随时更改，东方证券(香港)并不承诺提供任何有关变更之通知。证券/投资产品过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，投资者可能蒙受所有最初存入资金的损失。

虽然本文件所载资料来自或编写自东方证券(香港)相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、完整性或可靠性, 惟东方证券(香港)不会就有关数据的遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况或由于信赖有关数据而蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。东方证券(香港)不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。未经东方证券(香港)事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表本文件所载资料。

相关关系及相关财务权益的披露

撰写本文之东方证券(香港)持牌人士及其有联系者均未拥有与此文章所提及的产品发行人或新上市申请人有关的任何财务权益；亦无担任有关发行人或新上市申请人或与其有联系的高级人员。

东方证券(香港)与本文所提及的有关产品发行人或新上市申请人无任何投资银行业务的关系，亦没拥有相等于或高于有关发行人市场资本值的1%或新上市申请人的已发行股本或已发行单位的1%。此外，受雇于东方证券(香港)或与其有联系的个人亦无担任有关发行人或新上市申请人的高级人员。

东方证券(香港)有收取由本文所提及的产品的发行人就分销本文所提及的投资产品而提供的费用、佣金或其他金钱收益。详情请参阅我们按规定在订立任何投资产品交易前或在订立任何投资产品交易时须向阁下提供的金钱收益披露，或东方证券(香港)有收取由其他人士提供的非金钱收益，或与本文所提及的产品的发行人有紧密联系或其他法律或经济关系。