

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 兰澜

曹凤文 张润锋 周文敏

王靖斐 杨妍 杨童舒

大类资产配置月度观察

——“特朗普 2.0”政策不确定性预期加大市场波幅

(2025 年 1 月刊)

阅读摘要

2025 年 1 月，特朗普总统宣誓就职，日央行加息 25BP，美元指数、美债利率冲高回落，美股、欧股活跃度仍高，中国国债利率走势波动，黄金和原油价格波动走升，金价升幅更明显。往后看：

主要关注市场中，美国“特朗普 2.0”政策预期提振增长憧憬，美联储降息节奏预计仍较审慎，美股走势波动、短期或仍有一定走升动能，美债利率短期料延续高位震荡；欧洲经济增长阻力仍大、通胀波动，欧英央行预计延续降息，欧股走势料波动、欧债利率仍有下行空间；日本家庭实际支出增长平庸，出口温和，叠加日央行进一步加息，日股短期内上涨动能较弱；积极政策延续显效加持，中国资产吸引力趋势增强，长端国债利率预计延续波动，关注两会积极政策部署及或有外部非预期扰动的时点影响；越南经济景气仍较强，但降息决策掣肘仍较多，短期越南股市或延续震荡，大涨大跌概率均较低，关注外部非预期事件影响；印度 GDP 预估数据偏弱掣肘市场信心，短期股市预计保持震荡走势，关注后续央行降息路径及经济数据表现。

大宗商品价格方面，对于黄金，“特朗普 2.0”政策或影响美联储降息节奏以及市场避险需求，金价料延续高位波动；对于油价，地缘形势扰动部分缓解市场供给过剩担忧，第二阶段巴以停火协议还在讨论阶段，乌克兰危机、对伊制裁情景均存在不确定性，短期油价回调幅度预计有限，重点关注后续美国能源政策、俄伊制裁形势、美国对外关税政策变化及市场反应。

图表：EPL 框架下股债资产走势分析

		经济基本面 (E)	政策动向 (P)	流动性 (L, 12月)	1月涨跌 (截至24日)	短期走势展望
股市	美国	非农数据超预期,核心通胀下降,核心零售升温	特朗普政府“首日新政”较市场预期温和,美联储1月预期暂停加息	配置美股资金净流入规模高位回落,但仍是年内次高水平	纳指: +3.33% 道指: +4.42% 标普: +3.73%	美国经济数据仍呈韧性,“特朗普2.0”政策预期提振增长憧憬,美联储降息预期审慎,美股走势波动、短期或仍有一定走升动能
	欧洲	英国通胀意外放缓,但欧元区通胀出现反复,工业生产指数进一步下降	欧央行1月降息概率偏高,英央行首次降息预期在2月	欧洲股市资金净流出扩大	富时100: +4.03% 德国DAX40: +7.46% 法国CAC40: +7.41% 欧元区STOXX50: +5.74%	欧洲股指短期取决于欧央行政策及前瞻指引,长期依然受到欧洲经济复苏的压力
	日本	短期经济数据偏“平庸”,通胀大幅上升,就业市场偏紧	日央行加息25BP,上调通胀预期,后续继续加息	配置日本股市资金净流出规模扩大,注册在境外的基金净流入扩大,注册在本地的基金流出扩大	日经225: +0.09%	日股短期内预计上涨动力较弱,关注内外部不确定性影响
	中国香港	“抢进口”效应提振下,“物流(G)”短期内料延续活跃;赴港“人流(H)”消费提振效应仍相对偏弱;两地利好政策释放、“资金流(C)”持续回暖可期	人民银行和香港金管局推出六项支持两地金融合作措施;内地出台支持中长期资金入市的一系列措施	配置港股的资金净流入高位回落,港股通南向资金净买入额是2021年1月以来次高	恒指: +0.03%	短期或延续震荡走势,但伴随美联储降息改善流动性,叠加两地积极政策接力显效,料持续夯实港股趋势回暖基础;关注两会积极政策部署及或有外部非预期扰动的时点影响
	越南	2024年经济强劲复苏,全年GDP增长7.09%,工业强劲、服务业稳增双重推动	越南国家银行紧缩流动性以稳定汇率,利率维持不变、外部压力下货币政策或较为审慎	配置越南股市的资金净流出缩量	胡志明指数: -0.14%	短期越南股市或延续震荡、大涨大跌概率均较低,关注外部非预期事件影响
	印度	2024-25财年GDP增速首次预估值回落至近四年最低水平	经济减速、通胀降温提升央行2月降息概率;政府资本支出提速支持经济增长	印度股市净流入延续收窄,注册在境外的基金资金净流出收窄	SENSEX30: -2.49%	短期内经济增长数据偏弱影响投资信心,股市或保持震荡走势,关注后续央行降息路径及经济数据表现
	债市	美国	非农数据超预期,核心通胀下降,核心零售升温	特朗普政府“首日新政”较市场预期温和,美联储1月预期暂停	债券市场资金净流入延续减少,其中投资级债券净	2Y美债利率: +2.5BP; 10Y美债利率:

债		加息	流入减少、高收益级转为净流出	+4.4BP	美联储降息预期，料形成扰动
中国国债	12月出口超预期增长、消费显著修复、投资增速小幅回落，GDP全年实现5%增长目标	2025年两新政策扩围方向已基本明确，资金安排或待两会进一步明确	配置中国债券的资金转为净流入，境外机构在银行间债券市场托管余额环比回落	2Y中国国债利率： +16.3BP； 10Y中国国债利率： -1.9BP	降准降息仍有空间，财政政策加码提振增长信心，国债利率料延续波动
中资美元债	经济复苏节奏加快，关注或有地产局部风险事件	短期内重点关注前期政策落地效果及后续积极政策部署	资金延续净流出	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.39%	美债利率中枢回落料支撑中资美元债投资级板块，局部信用风险或带来时点扰动

图表：EPL 框架下大宗商品价格走势分析

	供需格局	美元、美债利率	避险情绪	1月涨跌（截至24日）	短期走势展望
黄金	12月份，全球实物支持的黄金ETF资金流转回正值，增加7.78亿美元 人民银行公布数据显示，2024年12月末黄金储备报7,329万盎司，环比增加33万盎司，为连续第二个月增持	美债利率、美元指数冲高小幅回落	避险情绪有所升温	伦敦现金： +6.36% COMEX期金： +5.22%	“特朗普2.0”政策落地路径仍有较大不确定性，金价料延续高位波动。中长期看，降息周期、叠加地缘形势延续复杂，金价仍有走升动能。
原油	供给： 美欧加大对伊俄制裁力度，特朗普总统宣布国家进入紧急能源状态、推动国内能源开采，市场对美国原油增产预期担忧有所增加。 需求： 美国和欧洲部分地区天气寒冷刺激了对取暖油的需求，美国通胀回落以及经济数据保持韧性，中国经济2024年4季度超预期增长，叠加提振市场需求预期	美债利率、美元指数冲高回落	避险情绪有所升温	布伦特原油： +3.55% WTI原油： +3.80%	短期看，地缘扰动使得市场对供给将转为小幅过剩的担忧有所缓解，目前第二阶段巴以停火协议还在讨论阶段，乌克兰危机、对伊制裁前景均存在不确定性，短期油价回调幅度预计有限，重点关注后续美国能源政策、俄伊制裁形势、美国对外关税政策变化及市场反应。

正文

一、美国市场短期展望：“特朗普 2.0”政策预期提振增长憧憬，美联储降息节奏预计仍较审慎，美股走势波动、短期或仍有一定走升动能，美债利率短期料延续高位震荡

（一）经济：非农数据超预期，核心通胀下降，核心零售升温

2024 年 12 月新增非农就业人数为 25.6 万人，大幅超出预期（16.0 万人），较 11 月（21.2 万人）增加 20.8%；失业率为 4.1%，亦低于预期与 11 月（均为 4.2%）。核心通胀下降，12 月 CPI 同比增速（季调）为 2.9%，较 11 月升 0.2 个百分点；但核心通胀（3.2%）较 11 月下降 0.1 个百分点，其中，核心商品和房租通胀保持温和，美联储关注的非房租服务通胀回落。核心零售升温，2024 年 12 月零售销售环比增速为 0.45%，较 11 月下降 0.32 个百分点，但核心零售销售环比增速为 0.4%，较 11 月高出 0.19 个百分点。

（二）政策：特朗普政府“首日新政”较市场预期温和，美联储 1 月预期暂停加息

从特朗普总统就职演说及上任首周政策动向看，呈现出“先易后难、先内后外、综合博弈”等几个明显特点，对内产业政策（能源、科技）、移民提及较多，表态对加墨、中国征税但暂无细节发布，1 月 20 日当日美元指数小幅走低（从 109.05 下行至 108.01 左右¹），1 月 20-26 日当周累计下跌

¹ 北京时间 1 月 20 日晚 9:00 至 1 月 21 日早 8:00。

1.74%至107.48。叠加1月末公布的美联储货币政策会议纪要传递后续降息即将放缓信号，合并非农超预期及核心通胀下行，交易员押注美联储降息幅度再次减少。目前美联储观察（FedWatch）显示1月维持利率不变，第一次降息在年中且全年降息不足两次（40bps左右）。

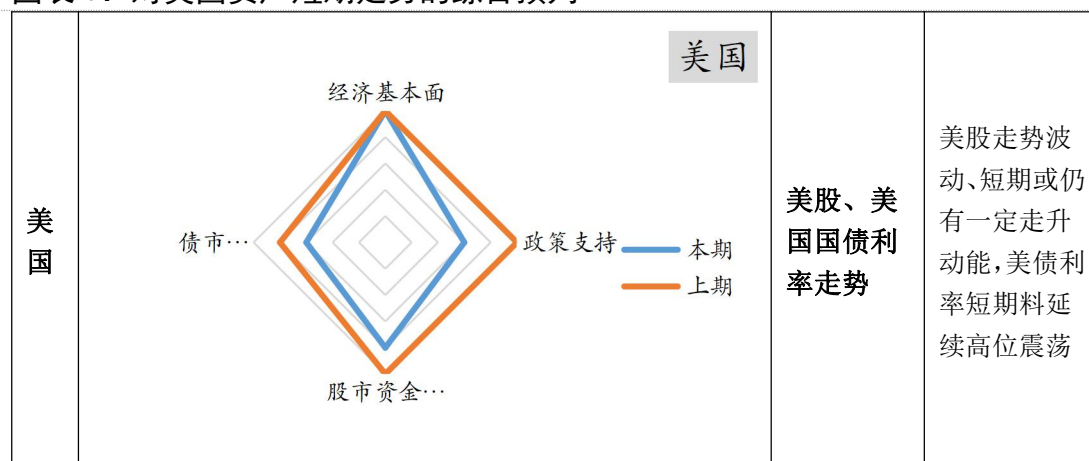
（三）流动性：2024年12月流入美国市场的资金延续“股大于债”特征；债市资金净流入缩量，高收益级债券转为净流出

2024年12月配置美股资金净流入规模高位回落至908.1亿美元，但仍是年内次高水平（上月净流入1,184.7亿美元），其中，境外注册基金配置美股净流入规模346.3亿美元，较上月减少114.5亿美元，本地注册基金²净流入规模561.9亿美元，较上月减少162.1亿美元。**债券市场资金净流入减少，本地注册基金净流入缩量更明显，高收益级债券转为净流出。**12月美国债市资金净流入151.8亿美元，较上月减少264.9亿美元，其中：本地注册基金净流入规模缩量更大；高收益债券从净流入转为净流出41.7亿美元，投资级债券净流入减少108.2亿美元。

EPL 框架综合看：美国经济数据仍呈韧性，“特朗普 2.0”政策预期提振增长憧憬，美联储降息节奏预计仍较审慎，美股走势波动、短期或仍有一定走升动能，美债利率关注“特朗普 2.0”政策后续落地路径（见图表 1）。

² 基金注册于本地/境外（Domestic Domicile/Foreign Domiciles）并不必然表示其资金来自境内/境外，可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

图表 1：对美国资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

二、欧洲市场短期展望：经济增长阻力仍大、通胀波动，欧英央行料延续降息，欧股走势料波动、欧债利率仍有下行空间

（一）经济：12月英国通胀意外放缓，但欧元区通胀出现反复，工业生产指数进一步下降

12月英国CPI同比增速有所下降（2.5%），低于预期以及11月（均为2.6%）；其中服务通胀下降较为显著（4.4%），较11月下行0.6个百分点。12月欧元区通胀有所反复，HCPI同比增速为2.4%，较11月上升0.2个百分点；核心CPI同比增速稳定在2.7%、与11月持平。分国别来看，德国CPI同比增速上升较多（2.6%），较11月上升0.4个百分点。11月欧元区工业生产指数同比增速为-1.9%，较10月进一步下降0.8个百分点。

（二）政策：欧央行大概率 1 月降息 25BP，英央行首次降息预期在 2 月

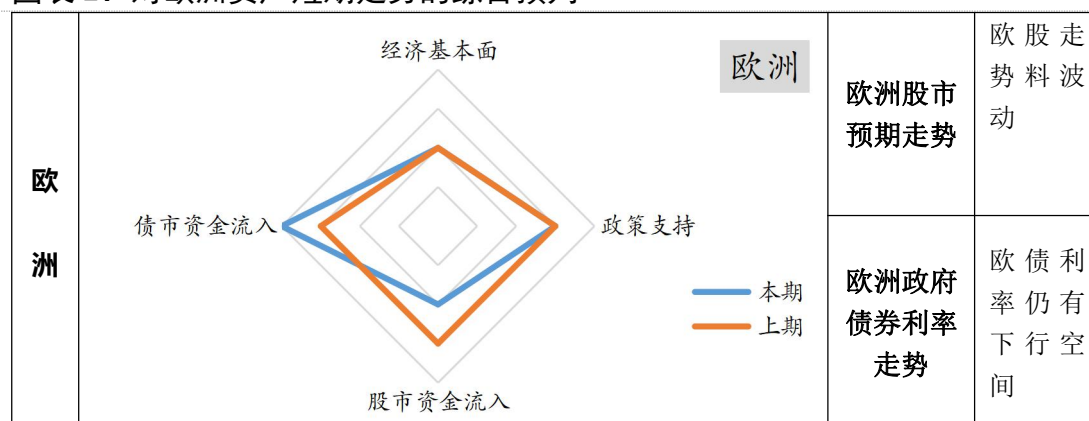
欧元区“滞胀”隐忧有所抬升，欧央行内部意见“鹰鸽各异”，欧央行管委成员维勒鲁瓦（法国央行行长）及卡西米尔（斯洛伐克央行行长）认为欧央行应在 2025 年连续降息，但霍尔茨曼（奥地利央行行长）则认为控制通胀仍应是欧央行首要目标，降息幅度应有所控制。目前利率期货市场交易显示欧央行 1 月降息 25BP 的概率接近 90%。相较而言，目前英国通胀数据低于预期，市场对英央行降息预期提升，OIS 曲线显示英央行 2 月降息（2025 年首次议息会议）的概率超过 80%。

（三）流动性：2024 年 12 月资金流出欧股扩大，流入欧债资金增加，投资级债券净流入增加、高收益级减少

2024 年 12 月配置欧洲股市的资金净流出规模扩大至 12.5 亿美元（上月净流出 9.0 亿美元）。债券市场净流入增加，投资级债券净流入增加，高收益级减少。欧洲债市资金净流入增加 57.4 亿美元至 116.4 亿美元，其中：高收益债券基金净流入减少 3.2 亿美元，投资级债券基金净流入增加 57.9 亿美元至 96.6 亿美元。

EPL 框架综合看：欧洲经济增长阻力仍大、通胀波动，欧英央行料延续降息，短期看欧股走势料波动、欧债利率仍有下行空间（见图表 2）。

图表 2：对欧洲资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

三、日本市场短期展望：短期经济数据偏“平庸”，叠加日央行进一步加息，日股短期上涨动能预计较弱

（一）经济：家庭收支增长平庸，制造、服务业景气分化，出口增长放缓；通胀大幅抬升，就业市场偏紧

日本家庭收支增长平庸。日本家庭实际收入增速连续两个月恢复正增长（2024年10、11月分别为1.1%、0.7%），但家庭实际支出仍为负增，居民对增支态度延续谨慎。出口增长放缓，11月出口同比增3.8%（前10个月均值：7.1%），主要受运输设备出口放缓拖累。制造、服务业景气分化，1月制造业PMI为48.8（前值：49.6）、服务业PMI回升至52.7（前值：50.9）。通胀受食品及能源影响大幅上涨。12月CPI大幅涨至3.6%（前值2.9%），主因食品、能源价格大幅上涨，服务通胀温和抬升，剔除生鲜食品及能源的CPI涨

幅维持于 2.4%（前值 2.4%）。就业市场偏紧，11 月新增就业回升至 42 万人（前 8 月均值 30 万人、2023 年均值 24 万人），失业率维持 2.5% 的低位（前 9 个月均值 2.5%、2023 年均值 2.6%）。

（二）政策：日央行加息 25BP，上调通胀预期

日央行加息 25BP，上调 2024、2025、2026 财年通胀预期³，承诺后续若经济及通胀预期实现，将进一步加息。2025 春季工资谈判预计涨薪可观⁴、企业对转嫁成本态度的转变及日元贬值令物价上涨更为明显⁵、特朗普总统就职后金融市场保持稳定为触发加息的三大动因。预计后续在 2025、2026 财年合计加息 3-4 次（每次 25BP），将利率抬升至 1.25%-1.5%。

（三）流动性：日股资金延续第四个月净流出，注册在本地的基金净流出扩大，债市净流入缩量

2024 年 12 月配置日本股市资金净流出规模扩大 24.8 亿美元至 39.7 亿美元，为延续第四个月净流出（上月净流出 14.9 亿美元），其中，注册在境外的基金延续净流入 16.0 亿美元（上月净流入 15.1 亿美元），注册在本地的基金净流出扩大至 55.6 亿美元（上月净流出 30.1 亿美元）；日本债市资金净流入规模延续收窄至 0.07 亿美元（上月净流入 3.6 亿美元）。

EPL 框架综合看：短期经济数据偏“平庸”，叠加日央行

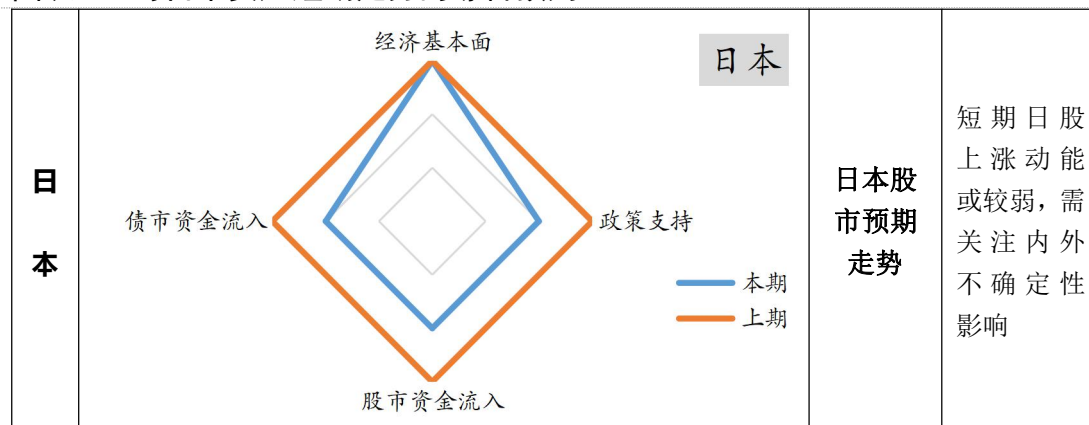
³ 对于剔除生鲜食品的 CPI，上调 2024、2025、2026 财年预测值至 2.7%、2.4%、2.0%；对于剔除生鲜食品及能源的 CPI，上调 2024、2025 财年预测值至 2.2%、2.1%，2026 财年预测值维持 2.1%。

⁴ 由于企业利润可观、劳动力供给短缺，许多公司反映将会在 2025 年春季工资谈判继续稳健上调工资。

⁵ 日央行预计剔除生鲜食品的 CPI 在 2024 财年将在 2.5%-3.0% 区间，2025 财年将在 2.5% 左右。

进一步加息，日股短期内上涨动能较弱，关注内外部不确定性影响（见图表 3）。

图表 3：对日本资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

四、中国市场短期展望：积极政策延续显效加力，中国资产吸引力趋势增强，长端国债利率料延续波动，关注两会积极政策部署及或有外部非预期扰动的时点影响

（一）经济：内外需同步回升提振下，2024 年内地实现 5% 的 GDP 增速目标；香港“物流（G）”短期内料延续活跃

2024 年中国 GDP 同比增长 5%，完成两会制定目标。外需看，2024 年出口总额增加 4.7%（美元计），12 月增速超预期回升至 10.7%（预期：7.1%，11 月：6.7%）；出口货运量增速小幅放缓（12 月：16.4%；11 月：19.9%），反映出口价格出现修复迹象。内需看，2024 年社会消费品零售总额同比增加 3.5%；12 月消费表现改善，当月同比增 3.7%、高于前值 3% 和预期 3.5%。“以旧换新”政策延续发力背景下，12 月

家用电器和音像器材类（39.3%）、通讯器材类（14%）、家具类（8.8%）增速均位于年内高位。投资增速小幅回落，2024年固定资产投资累计同比3.2%（预期：3.4%；前11个月：3.3%），广义基建投资、制造业投资延续韧性，均同比增加9.2%。

两地积极政策有望为香港经济复苏动能提供有力支持。根据“HGC模型”⁶，“物流（G）”延续活跃，2024年11月商品出口、进口货值同比续升2.1%、5.7%，出口升幅延续收窄、进口升幅小幅扩大（前值：+3.5%、+4.5%）。短期“抢进口”效应延续料可继续提振出口，2025年转口贸易大概率呈现“前高后缓”态势；贸发局对2025年出口增速预测为4%。“人流（H）”消费提振效应偏弱，12月访港旅客同比续升8%，2024年访港旅客同比增31%、至4,450万人次；11月零售业销售值同比跌幅扩大至7.3%，1-11月同比跌7.1%。2025年，“引才”计划、吸引游客访港等措施进一步显效，有望温和提振“人流（H）”的增长贡献。两地利好政策释放、“资金流（C）”持续回暖可期，12月住宅楼宇买卖合约量、额同比分别升40%、34%；11月楼价指数亦连续两个月环比回升。特朗普政府“首日新政”关税政策较预期温和，中国人民银行、中国证监会等部署支持中长期资金入市（详见前期报告《怎么看支持中长期资金入市的政策逻辑和影

⁶ “HGC三元流动模型”为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。“HGC三元流动模型”聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流”（Human）、“物流”（Goods）及“资金流”（Capital）。模型的预测方法以动态因子模型（dynamic factor model）为基础，主要采用向量自回归方法（vector autoregression）。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

响》)。1月以来恒指在19,000-20,200区间波动，港股主板日均成交额约1,483亿港元⁷；1月新股上市共8只⁸，募资总额60.5亿港元。2025年，全球利率中枢趋势下行，高利率掣肘减弱，“资金流（C）”相关行业料是香港经济增长超预期表现的关键动能。

（二）政策：“两新”政策明确扩围方向，中国人民银行和香港金融管理局推出深化两地金融合作六项措施

中央层面看，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》明确2025年“两新”政策扩围方向：**设备更新方面**，新增电子信息、安全生产、设施农业等支持领域；**以旧换新方面**，提出扩大家电产品支持种类、加大家装物品和材料补贴力度、新增手机等数码产品购新补贴；**补贴机制方面**，提出设备更新“简化申报审批流程”、以旧换新资金分配向2024年成效较好的地区倾斜等。地方层面看，湖北、广东、福建等多个省市宣布2025年延续以旧换新政策。短期看，两新政策资金安排仍待明确细节，政策“加力”力度有望在3月两会后得到进一步明确。

中国人民银行和香港金融管理局推出深化两地金融合作六项措施。主要涵盖三方面内容：一是服务实体经济开放发展需求，推出总额度为1,000亿元的人民币贸易融资流动资金安排；二是优化两地金融互联互通机制，包括进一步优化“债券通”安排、支持更多企业到香港上市和发行债券、

⁷ 截至1月23日。

⁸ 截至1月24日。

提高国家外汇储备在港的资产配置比例、支持香港推出离岸人民币国债期货；三是深化金融基础设施互联，包括加快推动快速支付系统跨境互联互通，扩大为香港居民提供代理见证开户服务的参与银行范围（详见前期报告《6项深化两地金融合作新举措解读》）。

（三）流动性：2024年12月配置中国上市公司的资金转为净流入，港股通南向通资金流入创2021年1月以来次高；配置中国债券市场的资金转为净流入，境外机构在银行间债券市场的托管余额环比有所回落

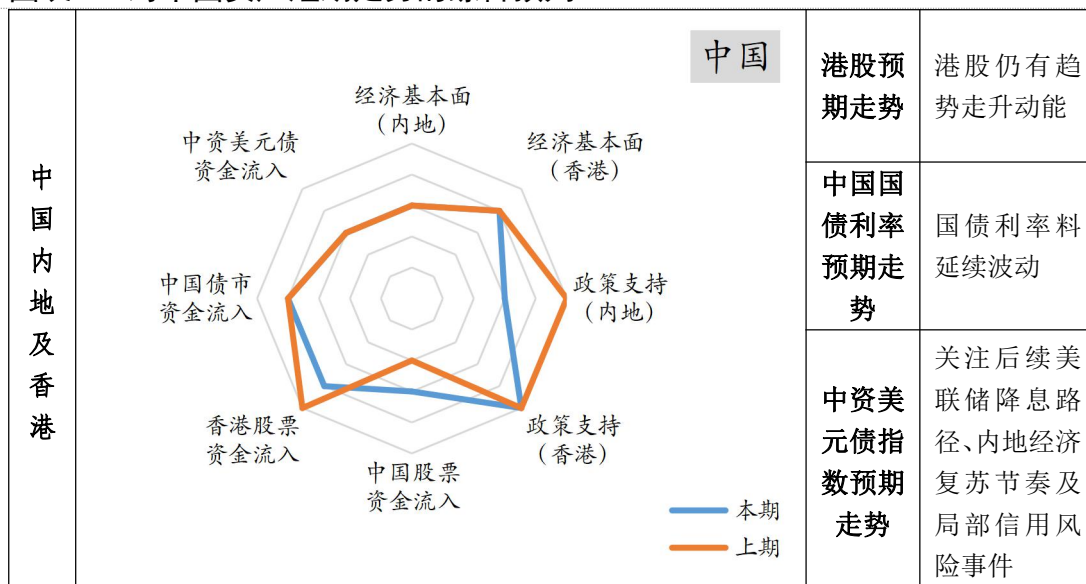
2024年12月配置中国上市公司（包括在A股、H股和美股上市的中国企业）资金转为净流入5.7亿美元（上月为净流出6.1亿美元），其中：注册于境外的基金净流出减少至34.8亿美元（上月为净流出97.5亿美元），注册于本地的基金净流入减少至40.4亿美元（上月为净流入91.4亿美元）。配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模小幅减少至11.1亿美元（上月为净流入14.8亿美元）；港股通南向资金净买入额为954.5亿港元，较上月减少295.7亿港元，仍是2021年1月以来的次高水平。

12月基金配置中国债券（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金转为净流入14.7亿美元，是2021年11月以来最大单月净流入规模（上月为净流出0.7亿美元）。截至12月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额4.16万亿

人民币、环比回落 2.1%。中资美元债净流出 0.14 亿美元（上月净流出 0.144 亿美元）。

EPL 框架综合看：2024 年 4 季度内地经济增长提速，反映前期积极政策逐步显效，叠加扩内需及资本市场支持性政策持续加力，国际资金增配中国资产的意愿有望延续增强。关注 3 月上旬召开的全国两会政策部署，以及“特朗普 2.0”关税政策落地节奏非预期扰动的时点影响。

图表 4：对中国资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

五、越南市场短期展望：经济景气度仍较强，降息决策仍有较多掣肘，短期越南股市或延续震荡、大涨大跌概率均较小

（一）经济：2024 年经济强劲复苏，全年 GDP 增长 7.09%，工业、服务业增长表现均较优

越南四季度国内生产总值（GDP）同比增长 7.55%，延续

“逐季增长”的强劲复苏趋势（前三个季度同比增速分别为5.98%、7.25%、7.43%），2024全年实现GDP增长约7.09%。具体来看，农林渔业同比增长3.27%，对经济贡献5.37%；工业和建筑业同比增长8.24%，贡献率为45.17%；服务业增长7.38%，贡献49.46%。进出口保持双位数高增，旅游业显著复苏接近疫情前水平。货物进出口额同比增长15.4%（出口额增长14.3%，进口额增长16.7%），实现贸易顺差247.7亿美元。全年接待国际游客约1,760万人次，同比增长39.5%，接近疫情前2019年1,800万人次水平。

（二）政策：越南国家银行收紧流动性以稳定汇率、利率维持不变，外部压力下货币政策或较为审慎

越南盾汇率压力尚存，国家银行收紧流动性。2024年12月越南盾汇率压力延续、全年越南盾兑美元贬值超4%⁹。2025年1月6日至10日，越南国家银行收紧银行间市场流动性以稳定汇率，总计近52.6万亿越南盾（合约20.7亿美元），包括通过国库券回笼约33.6万亿越南盾、通过抵押贷款回笼近19万亿越南盾¹⁰。国家银行暂未对利率进行调整，维持利率走廊在3.0%-4.5%的区间¹¹。2025年，越南盾兑美元汇率可能继续受到包括特朗普政府经济政策、贸易环境不确定性、地缘政治风险等外部因素的影响。因此，越南国家银行或采取更为谨慎的货币政策立场，避免过度放松利率政策，以确保汇率和通胀稳定。

⁹ 数据来源：Investing。2024年1月1日、12月31日美元兑越南盾的汇率收盘价分别为24,415、25,480。

¹⁰ 详见VietnamNews讯《SBV makes significant net withdrawal to stabilise exchange rate》

¹¹ 3.0%为再贴现利率（Discount Rate），4.5%为再融资利率（Refinancing Rate）。

（三）流动性：越南股市资金净流出缩量、债市转为资金净流出

2024 年 12 月配置越南股市的资金净流出 0.9 亿美元，较上月净流出规模减少 0.6 亿美元；配置越南债市的资金净流出 302.1 万美元，上月为净流入 409.0 万美元。

EPL 框架综合看：经济偏强仍对越南股市提供支持，但越南央行降息决策仍有掣肘，短期越南股市或延续震荡、大涨大跌概率均较低（见图表 5），关注外部非预期事件影响。

图表 5：对越南资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

六、印度市场短期展望：短期内 GDP 预估数据偏弱掣肘投资信心，股市预计保持震荡走势，关注后续央行降息路径和经济数据表现

（一）经济：本财年 GDP 增速预估值创近四年最低水平
2024-25 财年 GDP 增速首次预估值 6.4%（前值 8.2%）、为 2021-22 财年以来最低，其中投资放缓是拖累经济增长的主要原因，固定资本形成总额预估增速放缓至 6.4%（前值

9.0%)，消费仍为经济增长的主要动力(6.8%、前值3.8%)，出口亦改善(5.9%、前值2.6%)。工业生产超预期回升，2024年11月工业生产指数(IIP)同比5.2%(前值3.7%、预期4.0%)、涨幅已连续三个月扩大，其中制造业(5.8%)增长最快。商业信心保持乐观但不及预期，12月服务业、制造业PMI(终值)小幅下修至59.3、56.4(初值60.8、57.4)。

(二) 政策：2月降息概率上升，政府资本支出提速

2025年2月5-7日印度央行将召开货币政策委员会会议，鉴于央行已调整立场为“中性”为降息打开通道，通胀连续两个月超预期降温¹²，叠加经济增长压力增大，2月开启首次降息的概率提升。政府资本支出提速支持经济增长，2024年11月，政府总支出保持增长(同比3.6%、前值31.7%)，其中资本支出在连续三个月同比负增后转为正增长(同比21.3%、前值-8.4%)。

(三) 流动性：印度股市资金净流入减少，债市转为净流出

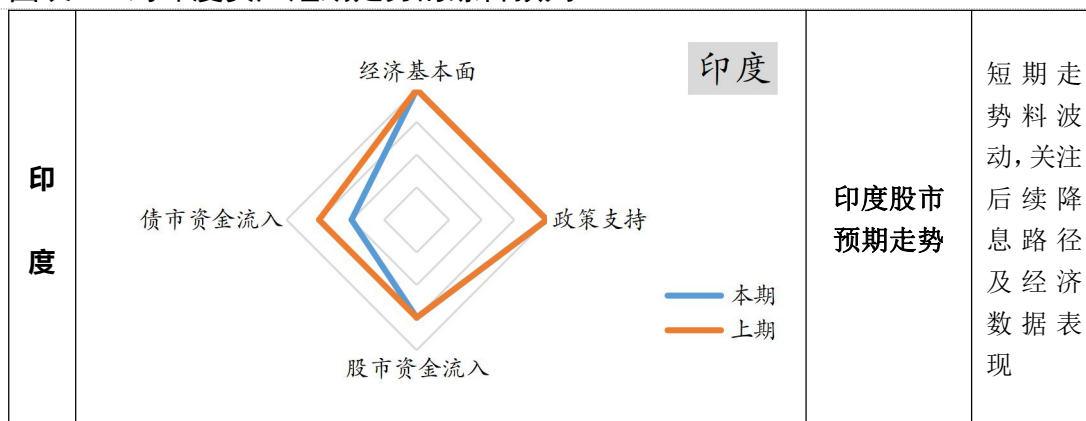
12月印度股市净流入32.3亿美元，较上月减少3.6亿美元；其中：本地注册基金净流入减少5.9亿美元至43.3亿美元，境外注册基金净流出10.93亿美元(上月为净流出13.3亿美元)。印度债市资金时隔两个月转为净流出20.4亿美元(上月为净流入4.7亿美元)，其中，本地注册基金

¹² 通胀自10月6.21%的高位连续两个月超预期回落，2024年11月、12月CPI同比分别为5.48%(预期5.53%)、5.22%(预期5.30%)，同时核心通胀保持稳定降温(2024年10-12月3.67%、3.64%、3.58%)。

净流出 18.8 亿美元（上月为净流入 8.6 亿美元），境外注册基金净流出 1.6 亿美元（上月为净流出 4.0 亿美元）。

EPL 框架综合看： GDP 预估数据偏弱掣肘投资信心，后续信心回升或需待经济数据转好以及首次降息落地之后，短期股市预计保持震荡走势（见图表 6）。

图表 6：对印度资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

七、大宗商品

（一）黄金：“特朗普 2.0” 政策或影响美联储降息节奏以及市场避险需求，金价短期料延续高位波动

经过 2024 年 11-12 月震荡调整后，2025 年初金价重拾升势。特朗普政府“首日新政”较预期温和，但市场对后续政策不确定性隐忧仍高，提振避险买需，叠加特朗普总统表态支持降息，驱动金价走升，COMEX 黄金盘中最高升至 2,785 美元、接近 2024 年 10 月末的历史最高位。短期看，“特朗普 2.0”政策落地路径仍有较大不确定性，金价料延续高位波动。中长期看，降息周期、叠加地缘形势延续复杂，金价仍有走升动能。

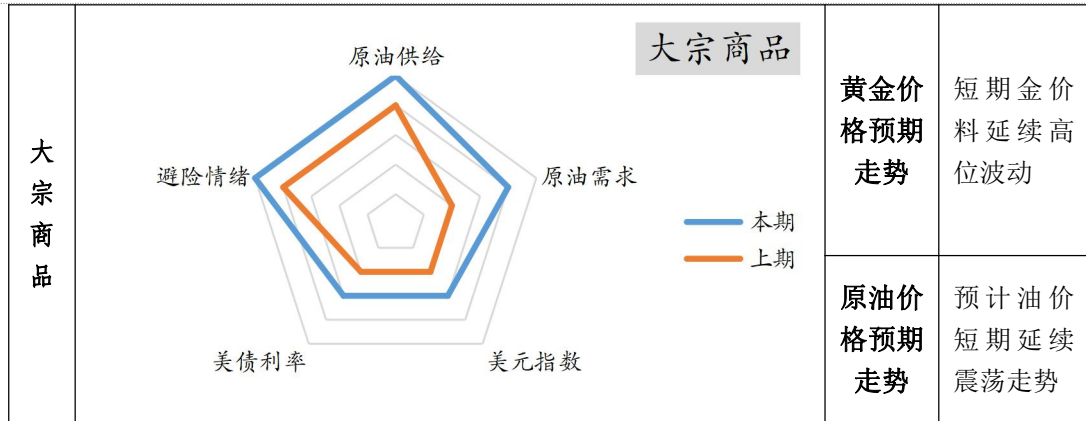
（二）原油：供给扰动担忧下油价回调幅度或有限

地缘因素影响下油价先升后降，供需预期边际改善提振油价连续第二个月上涨，且升幅明显扩大。2025年1月上半月，供给端，美欧加大对伊朗、俄罗斯¹³制裁力度；需求端，美国和欧洲部分地区天气寒冷刺激了对取暖油的需求，美国通胀回落、经济数据保持韧性，中国4季度经济增速超预期等，提振市场需求预期，驱动油价走高，布伦特原油一度升破80美元关口、为近半年高位。下半月，最新数据显示¹⁴，尽管对俄油制裁力度加大，但俄油价格降低和运力恢复支持俄油海运出口持续走高，市场对俄油供应的担忧有所缓解，此外特朗普总统宣布国家进入紧急能源状态，推动国内能源开采，也令市场对美国原油增产担忧有所增加，多因素冲击下油价冲高回落。**短期看**，地缘扰动使得市场对供给将转为小幅过剩的担忧有所缓解，目前第二阶段巴以停火协议还在讨论阶段，乌克兰危机、对伊制裁前景均存在不确定性，短期油价回调幅度预计有限，重点关注后续美国能源政策、俄伊制裁形势、美国对外关税政策变化及市场反应（见图表7）。

¹³ 当地时间1月10日，美国财政部宣布对俄罗斯实施新一轮制裁，该国183艘油轮以及数百家石油公司、保险公司和贸易商被列入制裁名单。

¹⁴ 据SP Global Commodities海运数据，截至1月19日当周俄罗斯海运原油出口量增至七周高位，从俄罗斯港口的原油发货量平均为380万桶/日，较上周增加73万桶/日。

图表 7：对大宗商品短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大，表示对大宗商品价格支撑力度越大

***免责声明**

本报告由中国工商银行（亚洲）有限公司发出，以上条款建立在我行认为可靠信息的基础上，但我行并不表示对报告的准确或完整负责。如以上资料有所更改，我行恕不另行通知。上述资料仅供参考，我行并非借此诱导任何投资行为或预期未来利率/价格走势。我行或我行的任何关联机构可能拥有以上投资产品。

本报告并不构成我行作为上述交易及任何其他投资交易的顾问或令我行负上任何信托责任。我行不对报告或其内容运用负上任何法律责任。投资者在决定进行任何交易之前，应充分了解交易的详情和细则，并进行独立的分析，以评估该交易是否切合个人的条件和目标。我们也建议投资者作出独立的调查以达上述的目的。我行不保证或指示此投资产品将出现任何的投资结果。

这份报告是提供的资料仅供参考。本报告并不构成任何要约，招揽或邀请购买，出售或持有任何证券。投资价格可跌可升，投资者可能会损失部分或全部的投资。在本报告所载资料没有考虑到任何人的投资目标，财务状况和风险偏好及投资者的任何个人资料，因此不应依赖作出任何投资决定。订立任何投资交易前，你应该参照自己的财务状况及投资目标考虑这种买卖是否适合你，并寻求咨询意见的独立法律、财务、税务或其他专业顾问。



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。**