

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

—人工智能创新加力提振中国资产信心

(2025年2月刊)

阅读摘要

2025年2月，特朗普政府宣布两轮关税政策，日本2024年四季度增长超预期，人工智能创新加力提振中国资产吸引力，印度央行开启首次降息，AH股表现亮眼，美股回落、欧股相对美股表现较好，美债利率高位回落，黄金走升至3000美元/盎司附近后短暂回调，油价波动回落至70美元/桶附近。往后看：

主要关注市场中，美国“特朗普2.0”政策不确定性仍大，市场担心关税、裁员等政策拖累增长并助长通胀风险，月末美联储降息预期有所抬升，短期美股上行动能不足，美债利率下行趋势料仍波折、需关注衰退交易情绪超调引发的扰动；欧洲经济景气仍低迷，欧英央行宽松预期料可对欧股短期走势提供一定支持，欧债利率亦有下行空间；日本经济增长温和，但日央行加息节奏或加快，日股短期或维持震荡走势，中国春节后经济复苏节奏向好，AI、云概念等爆发提振市场信心，夯实AH股趋势上升基础，国债利率预计延续窄幅波动；越南贸易和制造业投资有所放缓或拖累经济前景，但积极政策将提供支撑，短期越南股市预计延续震荡；印度货币宽松政策发力对经济形成有利支持，但近期数据显示当前经济修复进程较慢，短期内股市上行动能偏弱。

大宗商品价格方面，对于黄金，关税、地缘、美联储政策不确定性仍大，短期料延续偏强波动；对于油价，原油供给增量预期有所缩减，供给端有一定支撑，需求端仍有隐忧，多空因素博弈下油价走势料震荡。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。
本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

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, 1月)	流动性 (2月前三周)	2月涨跌 (截至28日)	短期走势展望	
股市	美国	服务业景气度 非农数据大幅 下行, ISM 制造 业 PMI 低于预 期, 1月 CPI 高于预期, 但 PCE 低于前值	月末美联储降息 预期有所抬升, 目 前 Fed Watch 显示 市场对于美联储 年内降息 2-3 次, 预期于 6 月开启 首次降息	配置美股资金 净流入规模延 续回落, 本地 注册基金净流 入减少更多	配置美股资金净 流入规模进一 步缩量	纳指: -3.97% 道指: -1.58% 标普: -1.42%	AI 竞争、美联储降息 路径、特朗普政策不 确定性仍存, 市场整 体保持谨慎
	欧洲	英国四季度 GDP 显示生产 侧较弱, 欧元 区通胀压力仍 存	英央行如期降息 但前瞻指引偏鹰, 欧央行对欧元区 经济较为乐观	配置欧洲股市 的资金时隔 4 个月转为净流 入	配置欧洲股市的 资金净流入规模 增加更快	富时 100: +1.57% 德国 DAX40: +3.77% 法国 CAC40: +2.03% 欧元区 STOXX50: +3.34%	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	2024 年四季度 增长超预期, 家庭实际支出 暂时恢复扩 张, 出口增速 回升, 通胀上 行压力加大, 景气略微回 升, 就业市场 强劲	偏鹰派官员加入 日央行, 通胀或加 速日央行加息节 奏, 政府酝酿减税 政策	配置日本股市 资金时隔 4 个 月转为净流 入, 注册在本 地的基金是主 要支撑	配置日本股市资 金净流入缩量	日经 225: -6.11%	经济增长温和, 但日 央行加息节奏或加 快, 日股短期内预计 以震荡为主
	中国香港	“抢进口”效 应提振下, “物流 (G)” 短期内料延续 活跃; 春节假 期后赴港“人 流 (H)”消费 提振效应料有 所减弱; 两地 利好政策释 放、“资金流 (C)”持续回 暖可期	香港证监会发布 虚拟资产新路线 图, 推动虚拟资产 市场发展; 债券通 “北向通”离岸 人民币债券回购 业务启动, 提升香 港离岸人民币业 务中心竞争力	配置港股的资 金净流入边际 有所回落, 港 股通南向资金 净买入额刷新 2021 年 1 月以 来最高	注册于境外的基 金配置中国上市 公司的资金连续 三周净流入共 12.5 亿美元	恒指: +13.43%	AI 创新、香港特区政 府财政预算案积极政 策, 提振市场交投情 绪, 继续关注两会积 极政策及财报季个 股业绩表现, 以及“特 朗普 2.0”政策的或 有时点扰动
	越南	1 月外商投资 强劲, 贸易与 制造业景气有 所放缓	国会上调 2025 年 经济增长目标至 8%, 推动政府组织 改革与基础设施 建设以促进经济	配置越南股市 的资金净流出 缩量	延续净流出 0.58 亿美元, 净流出规 模较 1 月同期收 窄	胡志明指数: +3.19%	在政策推动和外部环 境的共同作用下, 越 南经济展现出较强的 韧性和增长潜力

			发展				
	印度	消费信心偏弱、货物出口延续收缩、制造业增长放缓均反映经济修复进程偏缓	央行首次降息25BP; 税收减免有望提振消费、政府资本支出力度预计维持不变	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	印度股市净流出12.9亿美元, 净流出规模较1月同期有所收窄	SENSEX30: -5.55%	经济数据尚未明显好转、市场信心延续偏弱, 预计短期内股市保持震荡走势
债市	美国国债	服务业景气度非农数据大幅下行, 1月CPI高于预期, 但PCE低于前值	月末美联储降息预期有所抬升, 目前Fed Watch显示市场对于美联储年内降息2-3次, 预期于6月开启首次降息	债券市场资金净流入增加, 是2024年7月以来的最高水平, 其中、高收益级转为净流入	债券市场资金净流入延续扩容	2Y美债利率: -22BP; 10Y美债利率: -34BP	美联储延续降息背景下, 美债利率回落路径波折, 短期需关注衰退交易情绪超调引发的扰动
	中国国债	节后内地经济渐进式回升, 春节消费市场供需两旺, 短期内“抢进口”仍有支持	人行关注汇率稳定性, 货币市场维持紧平衡; 民营企业座谈会召开、释放积极信号	境外机构在银行间债券市场托管余额接近历史最高水平	配置中国债券净流入2.2亿美元, 1月同期为净流出	2Y中国国债利率: +15.0BP; 10Y中国国债利率: +11.7BP	短期内降准降息的必要性下降, 两会积极政策料进一步提振增长信心, 国债利率料窄幅波动
	中资美元债	积极政策支持经济稳步向好, 地产市场分化复苏	关注两会关于地产市场积极政策部署	资金净流出收窄	2月第1周转转为净流入0.054亿美元, 后两周小幅净流出	Markit iBoxx 中资美元债指数: +1.39%	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	2月涨跌 (截至28日)	短期走势展望
黄金	2025年1月末, 人行黄金储备较上月末增加16万盎司, 为连续第三个月增持黄金 2025年1月全球实物支持的黄金ETF净流入30亿美元	美债利率、美元指数小幅回落	避险情绪反复	伦敦现金: +0.80% COMEX期金: +0.48%	关税、地缘、美联储政策不确定性仍大, 短期料延续偏强波动
原油	供给: OPEC+推迟增产的可能性仍高, 伊朗供给减少的风险有所上升, 短期俄罗斯出口快速增加的可能性不高 需求: 关税风险、美国经济的衰退担忧均引发市场对经济增长及需求的担忧	美债利率、美元指数小幅回落	避险情绪反复	布伦特原油: -4.73% WTI原油: -3.82%	原油供给增量预期有所缩减, 供给端有一定支撑, 需求端仍有隐忧, 多空因素博弈下油价走势料震荡

正文

一、美国市场短期展望：市场“滞胀”隐忧再启，短期美股上行动能不足，美债利率趋势下行路径料仍波折、关注衰退交易情绪超调引发的扰动

（一）经济：服务业景气度、非农数据大幅下行，PCE 环比近两年来首次下滑，1 月 CPI 高于预期

1 月新增非农就业 14.3 万人，低于预期（17 万人）以及上修后的前值（30.7 万人）。分行业来看，服务部门新增就业减少（16.4 万人）是拖累非农数据的主要因素，市场关注的政府部门新增就业小幅回落 0.2 万人至 3.2 万人。但美国 1 月 ADP 新增就业人数（18.3 万人）为 2024 年 10 月以来新高，同时失业率水平意外降至 4.0% 的低位，预期新增非农数据仍维持一定韧性，但后续政府减员政策或带来一定非农就业下行压力。2 月 Markit 服务业 PMI 初值 49.7、意外萎缩，创 2023 年 1 月以来新低，预期 53，前值 52.9。2 月 Markit 综合 PMI 初值 50.4，为 17 个月以来最低水平。1 月 CPI 同比增速为 3%，高于预期（2.9%）以及前值（2.9%）；其中核心 CPI 同比增速为 3.3%，亦高于预期（3.1%）及前值（3.2%）。从结构来看，几乎所有类别价格上涨，其中：食品价格主要因禽流感引发鸡蛋价格暴涨（同比 50%、环比 15%）而上涨 0.5%；住房服务环比上涨 0.4%，占 CPI 增长的近 30%。1 月美国个人消费支出（PCE）不及预期，折年为 21.98 万亿美元，低于前月的 22.67 万亿美元，环比下跌 0.2%，是 2023

年 3 月以来首次环比下滑；PCE 物价指数同比 2.5%，较前值 2.6% 回落，核心 PCE 物价指数同比升 2.6%，与预期持平，前值从 2.8% 上修至 2.9%，

（二）政策：月末特朗普政府再宣布关税政策，美联储降息预期抬升至 2-3 次

2 月 1 日，特朗普总统签署行政令，以芬太尼等问题为由，对所有中国输美商品加征 10% 关税；同时还对来自加拿大和墨西哥进口商品征收 25% 的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%，后宣布暂缓 1 个月实施。2 月 27 日特朗普政府宣布，自 3 月 4 日起对中国进口商品额外加征 10% 关税（叠加前期 10% 共计 20%），并表示从 3 月 4 日起按原计划对加拿大和墨西哥实施此前推迟加征的 25% 关税。

尽管在 2 月 11 日参议院听证会上，鲍威尔表态偏“鹰”，但低于预期的 PMI、非农就业以及 ISM 制造业 PMI 数据公布后，市场降息预期抬升。目前 Fed Watch 显示市场对于美联储年内降息幅度上升至接近 75BP（2-3 次），预期于 6 月开启首次降息。

（三）流动性：1 月以来美国本地注册基金资金“由股转债”，高收益级债券转为净流入

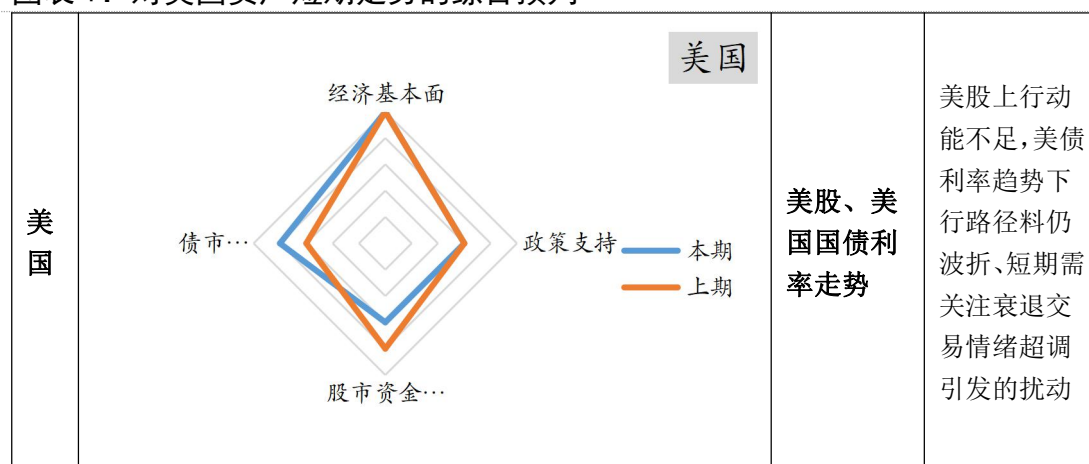
1 月配置美股资金净流入规模延续回落至 497.1 亿美元，较 2024 年 12 月大幅减少 411 亿美元，主要受本地注册基金¹净流入规模大幅减少 487.5 亿美元的影响，境外注册基金净

¹ 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，

流入规模增加 76.5 亿美元；2 月前三周美股净流入规模 172.9 亿美元，进一步缩量（1 月同期净流入规模 362.7 亿美元）。1 月美国债市资金净流入 590.9 亿美元，较 2024 年 12 月增加 439.1 亿美元，是 2024 年 7 月以来的最高水平，其中：本地注册基金净流入规模大幅扩容 394.2 亿美元，境外注册基金净流入增加 44.9 亿美元；高收益债券从净流出转为净流入 102.7 亿美元，投资级债券净流入增加至 379.8 亿美元；2 月前三周净流入规模仍扩容、为 390.1 亿美元（1 月同期 369 亿美元）。

EPL 框架综合看：“特朗普 2.0”政策不确定性仍高，市场担心关税和就业等政策拖累美国经济并助长通胀风险，短期美股上行动能不足，美债利率趋势下行路径料仍波折、短期需关注衰退交易情绪超调引发的扰动（见图表 1）。

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

可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

二、欧洲市场短期展望：经济景气仍低迷，欧英央行宽松预期料可对欧股短期走势提供一定支持，欧债利率仍有下行空间

（一）经济：英国 2024 年四季度 GDP 显示生产侧较弱，欧元区通胀压力仍存

2024 年第四季度英国 GDP 环比增长 0.1%，与三季度持平；同比增速 1.38%，高于前值（三季度：1%）。从行业表现来看，服务业环比增长 0.2%，建筑业环比增长 0.5%。从各部门来看，政府消费环比增长 0.8%（三季度：0.6%）；但企业投资环比下降 3.2%，显示供给侧活力有限。1 月欧元区 CPI 同比增速（初值）为 2.5%，高于 2024 年 12 月的（2.4%）及预测值（2.4%）；其中核心 CPI 同比增速（初值）为 2.7%，与预测值（2.6%）相比略高，与前值持平。PMI 显示制造业-服务业景气分化仍明显：制造业 PMI（46.1）略有好转，但仍处于严重收缩区间；服务业 PMI 则稳定在 51.4。

（二）政策：英央行如期降息但前瞻指引偏鹰，欧央行对欧元区经济较为乐观

欧央行行长拉加德参加欧央行 2023 年度报告辩论时称，欧元区通胀回落趋势会延续，但需更多证据确保物价增长能可持续回归 2% 的目标水平。除此之外，拉加德提到欧央行官员们对于降息时间存在分歧，但整体依然支持降息以刺激经济。对于欧洲经济，拉加德认为有触底反弹迹象，认为今年晚些时候经济会回升。往后看，市场预期欧央行 3 月份将有

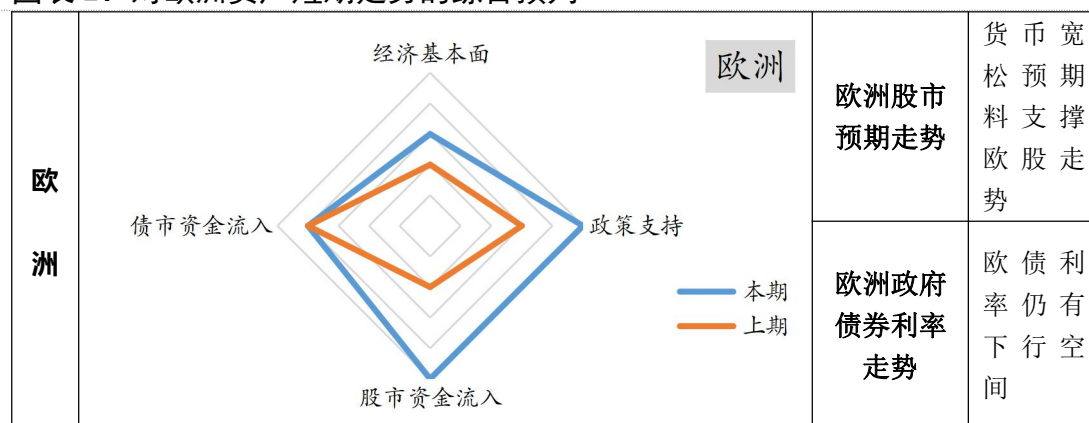
一次 25BP 的降息。英央行 2 月 6 日进行了 2025 年首次降息，将基准利率下调 25 个基点至 4.5%，为本轮降息周期的第三次降息（2024 年 8 月和 11 月分别进行了两次降息）。英央行对于通胀路径表示担忧，其预测显示 2025 年第三季度英国 CPI 将为 3.7%，高于 2024 年年底的预测（2.8%）；此外，预期通胀在 2027 年第四季度才能回落到 2% 的目标水平。往后看，市场预期 3 月份英央行将保持利率水平不变。

（三）流动性：1 月配置欧股资金转为净流入，欧债净流入小幅收窄

1 月配置欧洲股市的资金时隔 4 个月转为净流入 25.4 亿美元（2024 年 12 月净流出 12.5 亿美元）；2 月前三周资金净流入规模增加更快、为 87.8 亿美元（1 月同期净流入 41.7 亿美元）。1 月欧洲债市资金净流入小幅缩量 1.5 亿美元至 115 亿美元，其中：高收益债券基金净流入增加 2.4 亿美元，投资级债券基金净流入减少 17.5 亿美元；2 月前三周债市资金净流入延续缩量至 38.3 亿美元（1 月同期为净流入 77.2 亿美元）。

EPL 框架综合看：欧洲经济景气仍低迷，欧英央行宽松预期料可对欧股短期走势提供一定支持，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：经济增长态势整体温和，但日央行加息节奏或加快，日股短期或维持震荡

（一）经济：2024 年四季度 GDP 增长超预期，家庭收支暂恢复扩张，出口明显回升；通胀受食品价格带动上行压力增大，就业市场强劲

日本 2024 年四季度 GDP 增长超预期，环比增 0.7%（预期 0.3%）、环比折年率 2.8%超预期，其中内需拖累 0.1 个百分点、外贸拉动 0.7 个百分点为主要增长动力，私人消费受食品饮料、汽车拖累增长低迷，仍需等待来自春季工资谈判的提振。日本家庭支出暂时恢复正增，受冬季奖金可观提振，家庭收支大幅回升，日本 2024 年 12 月家庭实际收入增速自 0.7%回升至 2.9%，家庭实际支出自 -0.4%大幅上升至 2.7%。出口增速大幅回升，1 月出口同比增 7.2%（前值 2.8%、2024 年均值 6.5%），主要受运输设备出口拉动率大幅

转正（2.7个百分点，前值-1.9个百分点）提振。受大米等农产品价格上涨影响，日本物价进一步上行压力较大。1月PPI涨至4.2%（前值3.9%），1月CPI涨至4.0%（前值3.6%）。制造、服务业景气均略有回升，2月制造业PMI为48.9（前值48.7）、服务业PMI回升至53.1（前值53.0）。就业市场强劲，2024年12月新增就业回升至57万人（前11月均值32万人、2023年均值24万人），失业率继续下探至2.4%的低位（2024年前11个月均值2.5%、2023年均值2.6%），就业市场整体仍偏紧。

（二）政策：日央行官员“转鹰”、警告通胀预期上行风险，正在审议提高“103万壁垒”的建议

央行行长植田和男称食品价格上涨不是暂时的，或存在影响家庭情绪和价格预期的风险，若后续CPI上行过快、3月春季工资谈判初步结果乐观，不排除日央行将下一次加息时间大幅提前至3月会议的可能。日央行官员“转鹰”。支持货币政策正常化²的早稻田大学教授小枝淳子被日本国会任命为日本央行政策委员会委员，将在3月接替偏鸽派委员安达诚司。此外两位鸽派委员中村丰明³的任期将于今年6月结束，野口旭⁴的任期也将于2026年3月结束。与石破茂政府立场不同（或持有再通货立场）的委员数量可能减少。日

² 曾著《货币宽松的退出》、《解除负利率后的展望：确保财政可持续性为主要前提》、《质化和量化宽松的宏观经济影响》。

³ 其反对2023年7月、10月扩大YCC利率控制区间，反对2024年3月退出负利率、反对2024年6月减少购债的规划、反对2024年7月及2025年1月加息。

⁴ 其反对2024年3月退出负利率、反对2024年7月加息。

本国会将全面展开关于提高“103 万日元年壁垒”⁵的法案的审议。自民党、公明党、国民民主党已召开会议，讨论所得税的“103 万日元壁垒”问题。目前自民党提案⁶将减税力度向低收入人群倾斜，有助于提振消费。

（三）流动性：1 月日股资金时隔四个月转为净流入但 2 月以来流入缩量，注册在本地的基金是主要支撑，债市转为净流出

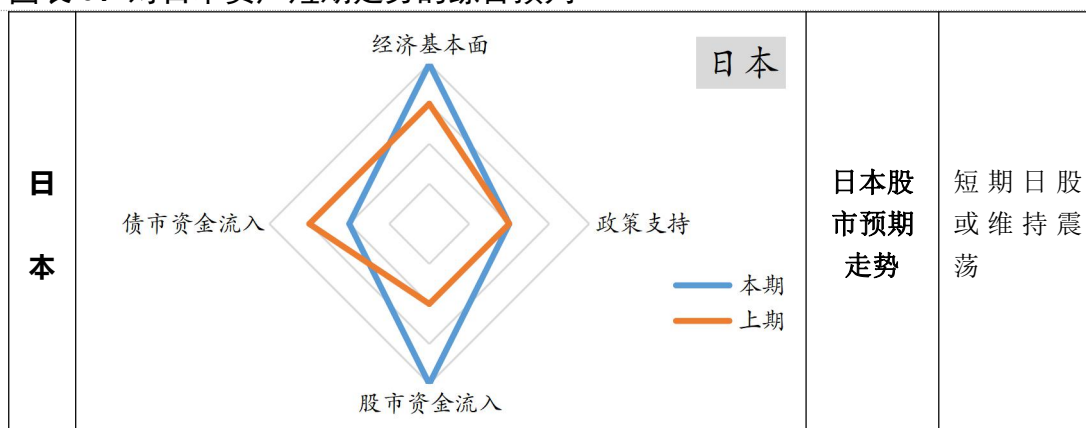
1 月配置日本股市资金时隔 4 个月转为净流入 21.5 亿美元（2024 年 12 月净流出 39.7 亿美元），主要受注册在本地的基金转为净流入 8.1 亿美元的支撑（2024 年 12 月净流出 55.6 亿美元），注册在境外的基金净流入减少 2.5 亿美元；2 月前三周日股资金净流入缩量至 12.6 亿美元（1 月同期为 21.7 亿美元）。1 月日本债市资金转为净流出 3.2 亿美元（上月净流入 0.07 亿美元），其中注册于本地的基金配置净流入 0.4 亿美元，注册于境外的基金净流出 3.6 亿美元；受 1 月下旬日央行加息影响，2 月前三周日本债市资金转为净流入 2.5 亿美元。

EPL 框架综合看：出口增速回升，春季工资谈判及所得税免税门槛的提高或有助于提振消费，但日央行加息节奏可能比市场预期更快，日股短期内料保持震荡（见图表 3）。

⁵ 在日本，年收入低于 103 万日元的人可以享受基础扣除，不需要缴纳个人所得税，超过 103 万日元部分需要征税。

⁶ 提议将年收入在 200 万日元或以下的人的免税扣除额提高到 160 万日元、年收入在 200 万日元至 500 万日元的人的免税扣除额提高到 133 万日元，500 万日元以上的人的免税扣除额提高到 123 万日元。

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：春节后中国经济复苏节奏向好，民营企业座谈会、互联互通新举措落地、香港特区政府新财政预算案等提振市场信心，夯实中国资产趋势走升动能，短期国债利率料延续窄幅波动

（一）经济：春节后内地经济复苏节奏向好；香港春节假期赴港“人流（H）”高增提振消费活跃度，“资金流（C）”金融项强势反弹

内需看，内地春节消费市场供需两旺，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 4.1%、网上零售额同比增长 5.8%，国内旅游收入和出行人次分别同比增长 7.0%、5.9%，春节档电影票房（95.1 亿）观影人次（1.87 亿）均创历史纪录，《哪吒 2》累计票房破百亿、登顶全球票房动画榜榜首。出口看，节后港口集装箱吞吐量、货物吞吐量稳步回升。“特朗普 2.0”政策不确定性仍大短期“抢进口”效应料延续。

地产方面，新房销售弱于2024年同期，春节复工后的前15天，30大中城市商品房面积同比下降6.2%⁷，其中一线城市销售改善、同比增长0.9%；此外，一线城市新建住宅价格亦初现筑底迹象，2024年11月以来连续三个月环比持平或正增长⁸。

香港经济呈现“三流”全面复苏态势。据“HGC模型”⁹，春节假期赴港“人流（H）”高增提振消费活跃度，在春节假期及多项新春大型活动带动下，2025年1月访港旅客同比增长24%、至474万人次，其中内地旅客同比升25%至373万人次；访港旅客和内地旅客量均创下2019年8月以来单月新高。2024年12月零售业销售值同比跌幅扩大至9.7%，2024年跌7.3%。展望2025年，“引才”计划、吸引游客访港等措施进一步显效，有望提振本地消费活跃度。“抢进口”效应下，“物流（G）”延续活跃。2024年12月商品出口、进口货值同比续升5.2%、1.1%，出口升幅扩大、进口升幅收窄（前值：+2.1%、+5.7%）。2024年香港商品出口、进口货值同比各升8.7%、6%。2024年底至2025年一季度前后，特朗普政府加征关税引发的“抢进口”效应料提振出口，香港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%。“资金流（C）”地产项波动承压、

⁷ 即2025年2月5日-2月19日均值相较于2024年2月18日-3月3日均值的变化

⁸ 2024年11月-2025年1月，一线城市新建商品住宅销售价格指数分别环比变化0.0%、0.2%、0.1%。

⁹ “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。

金融项强势反弹。1月住宅楼宇买卖合约量同比升4.3%、合约额微跌3.8%；2024年12月楼价指数环比转跌0.7%，全年累跌7.1%。2月以来，受Deepseek、云概念等提振，港股强势上涨。截至2月28日，恒指月内收涨13.43%、恒生科技指数大涨17.88%，居全球主要股指前列。港股成交额放量，主板日均成交额约2,851亿港元；2月仅古茗1只新股上市，募资总额15.8亿港元。港交所主板IPO申请仍有116宗，新股储备充足。2025年，全球利率中枢趋势下行，中国资产估值修复回升，“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：民营企业座谈会、香港特区政府财政预算案释放积极信号

人行货币政策报告释放稳汇率明确信号。《2024年第4季度中国货币政策执行报告》提出“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险”；2025年以来，人行加大离岸人民币央票发行力度，在港累计发行1,200亿中央银行票据，释放维护人民币汇率韧性的积极政策信号。2月17日，习近平总书记召开民营企业座谈会，参会企业家既有人工智能、机器人、新能源汽车、芯片、互联网等新兴领域的领军人物，也有农业、乳业等国民经济“压舱石”的传统产业代表；总书记提及减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题、营造公平竞争环

境、完善政策执行方式、构建亲清新型政商关系、保护企业家人身和财产安全等，释放鼓励民营经济发展的重要信号。

香港证监会制定“ASPIRe”虚拟资产新路线图，发布新年度财政预算案。香港证监会2月19日发布名为“ASPIRe”的虚拟资产路线图，提出五大支柱（连接、保障、产品、基建和联系），涉及12项主要措施。“产品”方面，提出将探讨与证券市场风险管理保障措施相衔接的虚拟资产孖展融资要求，考虑在明确的托管和运营准则下允许质押和借贷服务等。债券通“北向通”离岸人民币债券回购业务启动。以债券通“北向通”债券作为抵押品的离岸人民币债券回购业务2月10日起启动，这是此前人行与香港金管局联合推出6项深化两地金融合作新举措的其中一项，此举有助于进一步提升香港作为离岸人民币业务中心的竞争力（详见此前报告《6项深化两地金融合作新举措解读》）。香港特区政府新年度财政预算案系列举措进一步提振金融交投预期。2月26日，香港特区政府发布《2025至26财政年度政府财政预算案》，围绕发展证券和衍生产品市场、固定收益及货币市场、资产及财富管理中心、离岸人民币业务中心、互联互通扩容等提出一系列积极性支持措施（详见前期报告《香港如何育新固优、打造“三中心、一高地”？》）。

（三）流动性：1月以来配置中国上市公司的资金净流入扩容，港股通南向通资金流入创2021年1月以来新高；境外机构在银行间债券市场的托管余额接近历史最高

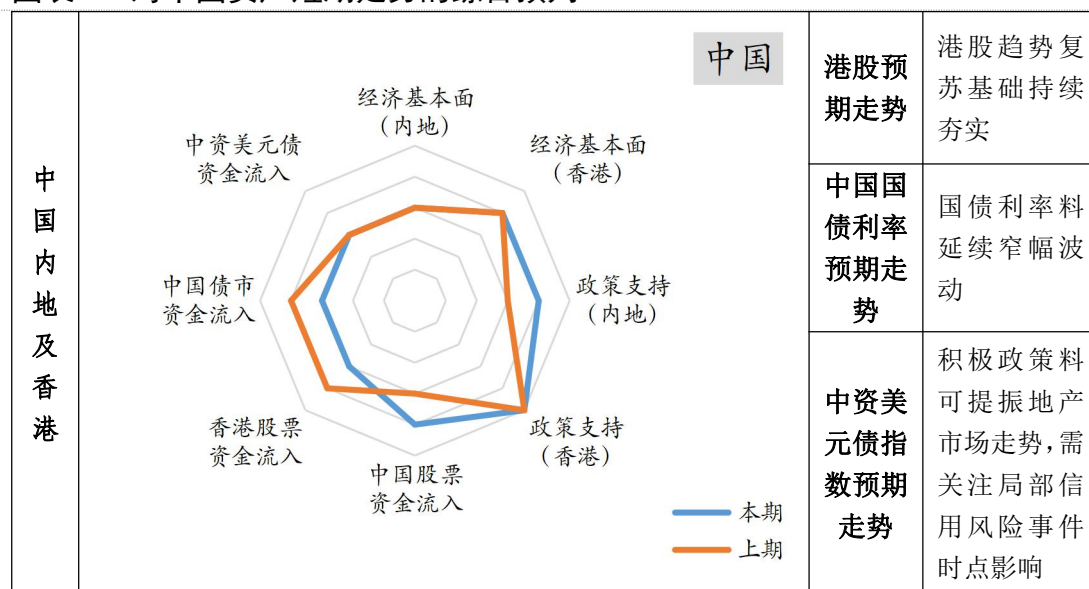
1 月配置中国上市公司（包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业）资金净流入扩容至 27.7 亿美元（2024 年 12 月为净流入 5.7 亿美元），其中：注册于境外的基金净流出减少至 34.8 亿美元（2024 年 12 月为净流出 19.1 亿美元），注册于本地的基金净流入增加 6.4 亿美元至 46.8 亿美元。配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模减少 5.3 亿美元至 5.8 亿美元；港股通南向资金净买入额为 1255.9 亿港元，较 2024 年 12 月增加 301.4 亿港元，创 2021 年 1 月以来的新高；2 月前 3 周注册于境外的基金配置中国上市公司的资金连续净流入 12.5 亿美元（1 月同期为净流出 15.8 亿美元）。

1 月 EPFR 统计基金配置中国债券（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金转为小幅净流出 1.9 亿美元（2024 年 12 月为净流入 14.7 亿美元）。但 1 月末境外机构在银行间债券市场的托管余额 4.52 万亿人民币、环比升 8.6%、同比升 16.7%，与历史最高水平（2024 年 8 月 4.524 万亿元）差距不大；2 月前三周 EPFR 统计基金配置中国债券净流入 2.2 亿美元，1 月同期为净流出 2.9 亿美元。1 月中资美元债净流出收窄至 0.122 亿美元（上月净流出 0.14 亿美元），2 月第 1 周转为净流入 0.054 亿美元，主要受地产板块投资情绪短暂回暖带动。

EPL 框架综合看：近期民营企业座谈会召开、deepseek 概念爆发、哪吒冲刺百亿票房等利好消息，叠加香港特区政

府财政预算案提出系列积极政策，提振中国资产重估信心。向后看，全国两会政策有望进一步发力、延续夯实两地经济复苏动能，AH股有进一步走升动能；经济向好、短期人行降准降息必要性偏低，短期中国国债利率料延续窄幅波动。

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：外商投资强劲、贸易与制造业景气有所放缓，国会上调增长目标，短期越南股市或延续震荡

（一）经济：外商投资强劲、贸易与制造业景气有所放缓

越南外资流入释放积极信号。1月，越南吸引外商直接投资（FDI）达43.3亿美元，同比增长48.6%。分行业看，加工制造业稳居第一，投资额超30.9亿美元（占总额71%），同比增长99.1%；房地产行业位居第二，占比25%。分投资

来源地看，韩国投资额增长迅速，占总投资的 28.9%，为同期 13.4 倍；新加坡位居第二，占比 28.7%，同比增 1.1%。随着全球产业转移加速，未来越南在半导体、电子设备等产业有望迎来新一轮投资浪潮。**贸易和制造业表现稍有放缓。**1 月，越南货物进出口总额达 631.5 亿美元，环比下降 10.5%，同比下降 3.5%。其中，出口下降 4.3%，进口下降 2.6%，实现贸易顺差 30.3 亿美元。1 月制造业采购经理指数（PMI）连续第二个月处于荣枯线下（48.9；前值 49.8）。

（二）政策：国会上调 2025 年经济增长目标至 8%，推动政府组织改革与基础设施建设以促进经济发展

2 月 12 日至 19 日，越南第十五届国会第九次非常规会议召开，表决通过了多项重要法律和决议，主要包含三个方面：**（1）政府组织与职能改革。**《政府组织法》（修正案）明确了政府职能和权限，包括统一管理各行业公共事务、分配公共事务管理范围给各部委和部级机构，并分级授权等，旨在提升国家治理效率。**（2）重大基础设施建设。**批准了包括铁路项目、高速公路和城铁网路等相关基础设施建设的决议。**（3）经济社会发展计划。**将 2025 年经济增长目标上调至 8%。此外，越南国家银行今年设定了 16% 的信贷增长目标。

（三）流动性：1 月以来越南股市资金净流出扩大、债市资金净流出收窄

1 月配置越南股市的资金净流出扩大至 1.17 亿美元，较

2024年12月净流出规模增加0.24亿美元；2月前三周延续净流出0.58亿美元。配置越南债市的资金净流出149.7万美元，较2024年12月减少152.4万美元；但2月前三周越南债市转为净流入23.5万美元。

EPL 框架综合看：贸易和制造业投资有所放缓或拖累经济前景，但积极政策提供支撑，短期越南股市或延续震荡，关注关税或地缘等事件的影响（见图表5）。

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：消费信心延续承压，出口表现恶化，央行开启首次降息，股市短期上行动能偏弱

（一）经济：增长修复进程偏缓，印度央行下调2024-25年GDP增速预测

需求端：消费信心减弱，1月消费者信心现况指数延续悲观¹⁰、且继续降至93.7（前值94.0），未来一年预期指数

¹⁰ 印度央行每2个月开展印度消费者信心调查（CCS），当消费者信心指数超过100时代表乐观预期；反之，则代表悲观预期/信心不足。

亦回落至 120.7（前值 121.9）；**服务、贸易出口表现分化**，1 月服务出口同比涨幅扩大（24.3%、前值 16.5%），而货物出口表现恶化（-2.4%、前值-1.0%）。**供给端：工业生产保持增长但增速放缓**，1 月工业生产指数（IIP）同比增 3.2%（预期 3.9%、前值 5.0%），其中制造业（3.0%、前值 5.5%）增速回落明显，一季度制造业未来业务预期指数（BEI）¹¹保持扩张但乐观情绪小幅放缓（120.0、前值 120.3）。**印度央行下调 2024-25 年 GDP 增速预测值至 6.4%（上期预测 6.6%）、并预计 2025-26 年将回升至 6.7%。**

（二）政策：央行首次降息 25BP，2025-26 财年预算案聚焦均衡增长

2 月 7 日印度央行如期降息 25BP¹²、为近五年首次，认为通胀已自高位回落且预期继续降温，经济增长远不及上一财年水平；但同时表示，对全球金融市场波动、贸易政策持续不确定性等对经济和通胀前景构成的风险保持警惕，因此继续维持“中性”立场不变，为政策提供灵活性。**财政部公布 2025-26 财年预算案**，重点包括下调财政赤字率目标至 4.4%（2024-25 年赤字率修正估计值 4.8%），推出价值 1 万亿卢比的税收减免、释放中产阶级消费潜力，维持资本支出

¹¹ 印度央行每季度对制造业进行行业前景调查，未来业务预期指数（BEI）取值在 0-200 之间，当数值超过 100 时被视为进入扩张区间。

¹² 将政策回购利率自 6.50% 下调至 6.25%，相应地常备存款便利（SDF）利率自 6.25% 下调至 6.00%；边际常备便利（MSF）利率和银行利率自 6.75% 下调至 6.50%。

占 GDP 比重 3.1%¹³，提出四大核心增长支柱（农业、中小微企业、投资及出口）。

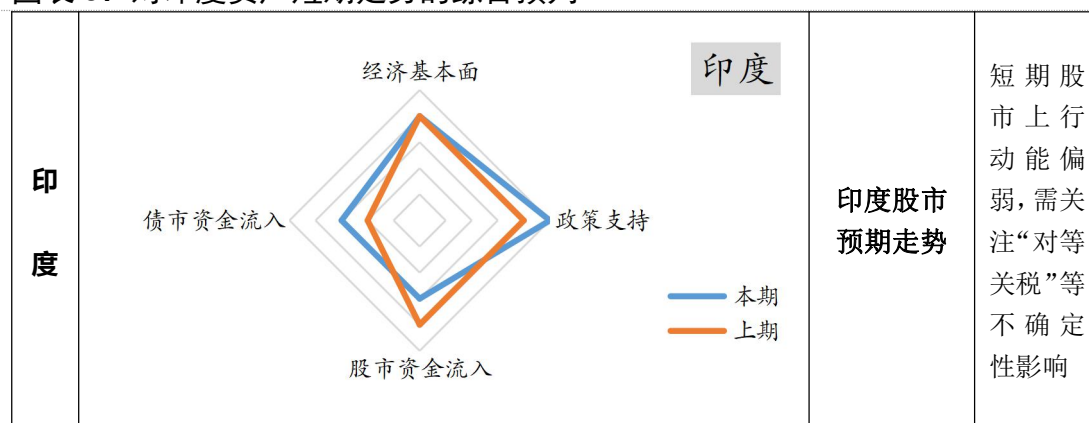
（三）流动性：印度股市连续第四个月资金净流入缩量，债市净流出有所缓和

1 月印度股市净流入 25.6 亿美元，较 2024 年 12 月减少 6.7 亿美元，是连续第四个月资金净流入缩量，其中：本地注册基金净流入增加 4.04 亿美元，境外注册基金连续第四个月净流出；2 月前三周印度股市净流出 12.9 亿美元，净流出规模较 1 月同期（净流出 16.3 亿美元）有所收窄。1 月印度债市资金净流出缩窄 12.1 亿美元至 8.3 亿美元，其中，境外注册基金净流出 1.8 亿美元（2024 年 12 月净流出 1.6 亿美元），本地注册基金净流出规模收窄 12.3 亿美元至 6.5 亿美元；2 月前三周债市资金转为小幅净流入 0.05 亿美元。

EPL 框架综合看：货币宽松政策发力对经济形成有利支持，但近期数据显示当前修复进程较慢，市场信心延续偏弱，短期股市上行动能偏弱，亦需关注“对等关税”等不确定性或有影响（见图表 6）。

¹³ 2024-25 年印度资本支出占 GDP 比重预算目标 3.4%、修正后估计值为 3.1%。

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：关税、地缘、美联储政策不确定性仍大，短期料延续偏强波动

关税隐忧、交割风险共同影响下金价屡创新高。2月上旬，关税隐忧和交割风险¹⁴共同影响下金价连续上涨，持续刷新历史新高，COMEX 黄金盘中一度接近 3,000 美元关口，中旬以来，受黄金流动性紧张局势有所缓解¹⁵、避险需求减弱以及市场高位获利了结等因素影响，短暂回调后，受地缘情绪焦灼影响，再度上行。往后看，关税、地缘、美联储政策不确定性仍大，短期料延续偏强波动。

（二）原油：短期多空因素博弈下油价走势料震荡

¹⁴ 因担忧关税增加进口黄金的成本，1月末至2月初 COMEX 期金对伦敦现货黄金的溢价一度快速飙升，最高达到 58.4 美元，有关伦敦现货黄金库存紧张，排队数周才能调往纽约的新闻，增加了市场担忧情绪。2月7日，伦敦金银市场协会 (LBMA) 发布的数据显示，截至 2025 年 1 月底，伦敦金库的黄金持有量为 8,535 吨，较上月减少 151 吨。1 月份纽约 COMEX 黄金库存增加 292.85 吨，较上月增加 42.99%，价值约 270 亿美元。

¹⁵ 有三点支撑，1) COMEX 期金对伦敦现货黄金的溢价进一步收窄，2月28日收于 10.3 美元；2) 截至 2月28日，COMEX 黄金库存量为 3,926.2 万盎司，接近疫情期间的历史高点，继续补充的需求不高；3) 根据 3月3日最新交易数据显示，3月 COMEX 期货交易价格已明显贴水现货，而 4月期货合约与现货价差也处于 0 附近，表明 COMEX 期金继续看涨情绪边际降温。

供给端，供给局势不确定上升，由于委内瑞拉¹⁶、伊朗¹⁷和俄罗斯¹⁸面临新的制裁以及关税的不确定性，OPEC+内部对于4月增产态度偏谨慎，内部存在一定分歧，下旬美俄会谈、伊拉克北部地区石油恢复出口令市场对供给增加的担忧有所加深。**需求端**，美国总统特朗普宣布对中国、加墨加征关税，以及美联储年内降息概率延续偏低均加重了市场对经济增长及需求的担忧。同时，春季检修期欧美炼厂加工量边际下滑也季节性降低原油需求。**短期看**，原油供给增量预期有所缩减¹⁹，供给端有一定支撑，需求端仍有隐忧，多空因素博弈下油价走势料震荡，重点关注俄罗斯和伊朗的出口状况、美国战略石油储备补充计划以及OPEC+产量政策调整（见图表7）。

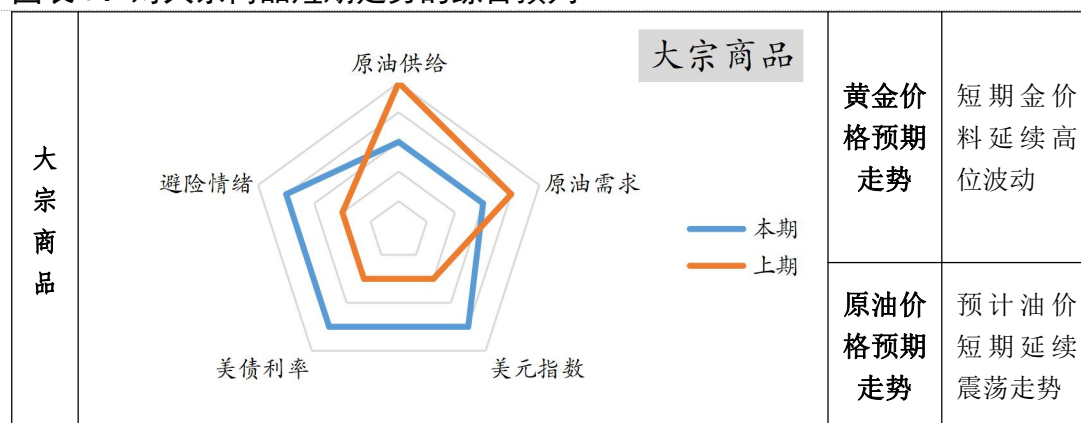
¹⁶ 美国总统唐纳德·特朗普2月26日宣布，取消上届政府对委内瑞拉能源部门发放的“特许协议”，当前唯一一家获得经营许可的公司——雪佛龙的进口许可证将在4月到期，此前据统计，雪佛龙公司在委内瑞拉的业务每天能出口约24万桶原油，超过该国石油总产量的四分之一。

¹⁷ 2月6日，美国财政部发布对伊朗航运、石油及能源公司制裁，2月24日，美国针对伊朗石油销售实施第二轮制裁，17家航运公司及13艘船舶被列入制裁名单，其中包括VLCC（超大型油轮）、Aframax（中型油轮）等核心运输工具。

¹⁸ 据彭博报道，昨日一份声明草案显示，G7国家可能要求其财长集体重新设定俄罗斯原油价格上限，目前设定的价格上限为每桶60美元。

¹⁹ IEA2025年1月月报将2025年全球石油供应过剩预期削减了约50%至45万桶/日。IEA预计，2025年全球石油供应量将增加160万桶/日至1.045亿桶。

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。**