

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

—关税隐忧与政策分化仍是短期市场核心叙事逻辑

(2025 年 3 月刊)

阅读摘要

全球经济、政策及主要大类资产走势回顾：第一，3 月美英日中印央行“按兵不动”，欧央行降息 25BP，越南下调央行票据利率；第二，多个经济体“滞胀”隐忧抬升；第三，3 月印度股市表现亮眼，美股回落、欧股相对表现较好，中美国债利率波动走升，黄金突破 3,100 美元/盎司，油价围绕 70 美元/桶偏弱波动。**往后看，政策仍是大类资产走势最重要的影响因素：**

第一，“特朗普 2.0”政策路径及美联储降息预期是影响短期美股、美债走势的关键因素。美国经济短期衰退概率低，特别关注 4 月 2 日“对等关税”政策内容，美联储降息预期进一步明确前，美股上行动能偏弱、美债利率预计延续窄幅波动。

第二，非美市场积极因素增多。内地及香港经济数据稳中向好、支持性政策持续落地，德国推出大规模财政刺激政策，“春斗”涨薪不及预期掣肘日央行加息节奏，印度财政货币积极政策等，均有利于提振股市走势。欧央行、印度央行 4 月降息概率高，英央行 5 月降息概率较高，美联储大概率 6 月重启降息，日央行再次加息或更审慎。

第三，科技股短期盘整后仍有走升空间。衰退隐忧和前期涨幅过大等因素叠加影响下，科技股短期盘整后仍有上升空间，相对而言港股科技股估值更具配置吸引力。

第四，“金强油弱”态势短期料延续。多因素影响下金价突破 3,100 美元关口，后续仍有走升空间但需关注短期情绪超调引致的或有阶段回调压力。需求预期偏弱主导下，短期油价料延续低位震荡。

图表：EPL 框架下股债资产走势分析

		流动性 (3 月前三周)	3 月涨跌 (截至 31 日)	短期走势展望
股市	美国	配置美股资金净流入意愿转升，资金更青睐投资级美债	纳指：-8.21% 道指：-4.20% 标普：-5.75%	滞胀隐忧抬升，降息节奏明确前，美股上行动能偏弱、美债利率预计延续窄幅波动
	欧洲	配置欧洲股市的资金净流入规模增加更快	富时 100：-2.58% 德国 DAX40：-1.72% 法国 CAC40：-3.96% 欧元区 STOXX50：-3.94%	短期内，积极财政政策、叠加降息概率仍高，欧股走势仍有支撑
	日本	配置日本股市资金净流入进一步增加，被动资金净流入增幅较大	日经 225：-4.14%	滞胀风险抬升但日央行加息或更审慎，综合看日股短期有一定反弹空间
	中国香港	注册于境外的基金配置中国上市公司的资金净流入扩容	恒指：+0.78%	内地经济平稳开局，两会释放积极政策预期，夯实 AH 股趋势走升动能，但前期涨幅较大、叠加外部不确定隐忧，AH 股市阶段盘整后上行空间仍大
	越南	延续净流出 0.9 亿美元，较 2 月同期扩大	胡志明指数： +0.11%	增长形势有喜有忧，货币政策宽松提振市场情绪，短期越南股市或有小幅上行空间，关注关税或地缘等事件的非预期影响
	印度	印度股市净流出 7.6 亿美元，较 2 月同期有所收窄	SENSEX30：+5.76%	积极政策有望为股市上行注入动力，但趋势走强仍面临消费信心疲软、制造业增长预期减弱及“对等关税”风险等因素制约
债市	美国国债	债券市场资金净流入收窄，资金更青睐投资级美债	2Y 美债利率：-9.6BP； 10Y 美债利率：+0.9BP	美联储降息节奏明确前，美债利率预计延续窄幅波动
	中国国债	配置中国债券净流入扩容	2Y 中国国债利率： +2.7BP； 10Y 中国国债利率： +10.6BP	市场资金面维持紧平衡，两会积极政策料进一步提振增长信心，国债利率料延续波动
	中资美元债	转为净流入 0.08 亿美元	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.11%	美债利率中枢回落料支撑中资美元债投资级板块，地产和城投企稳支持高收益板块表现

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	3 月涨跌	短期走势展望
黄金	2025 年 2 月全球实物支持的黄金 ETF 净流入 94 亿美元，为 2022 年 3 月以来最高水平	美债利率窄幅波动、美元指数趋势回落	避险情绪升温	伦敦现金： +9.90% COMEX 期金： +10.60%	避险情绪升温、美元指数趋势下行等因素影响下，金价后续仍有走升空间，但金价近期上涨节奏较快，需关注关税摩擦力度弱于预期、地缘形势缓和等可能带来的阶段回调压力
原油	供给：2 月 OPEC+供应量保持稳定，美国保持缓慢增产 需求：美国炼厂检修期，开工率处于低位，3 月 19 日当周开工率降至 50.1%，为近 5 年同期最低水平。3 月月报中，IEA、EIA 分别将 2025 年原油需求下修 3 万桶/日、10 万桶/日，主要对 OECD 国家的需求下修较为明显。 库存（EIA）：2 月底 OECD 国家商业原油及石油产品库存为 27.14 亿桶，仍处历史低位。 供需缺口（EIA）：2 月原油供需缺口为 5,176.3 万桶，预计 3 月、4 月分别为 5,138.2 万桶、1.06 亿桶。	美债利率窄幅波动、美元指数快速回落	避险情绪升温	布伦特原油： +2.23% WTI 原油： +2.07%	短期看，OPEC+7 国补偿性减产对市场供给预期悲观的缓和作用有限，油价上行动力不足，但当前供需紧平衡格局下油价持续大幅下行概率不大，大概率延续偏弱震荡

正文

一、美国市场短期展望：经济数据显现“滞胀”隐忧，市场关注“对等关税”，降息节奏明确前美股上行动能不足、美债利率预计波动

（一）经济：经济数据显现“滞胀”隐忧，短期衰退风险偏小

2024 年第四季度 GDP 增速上修为 2.4%（初值 2.3%），相较于第三季度（3.1%）有所放缓。PMI 和消费信心数据反映市场衰退预期升温。2 月 ISM 制造业 PMI 数据为 50.3，较 1 月（50.9）下降了 0.6 个百分点，并且低于预期（50.5），新订单和就业数据走弱的主要原因。密歇根大学消费信心指数（2 月：64.7）较 1 月（71.7）明显下降，为 2024 年 11 月以来最低水平。就业数据低于市场预期。2 月 ADP 就业人数增加 7.7 万人，远低于市场预期（14 万人），也低于 1 月修正值（18.6 万人）。2 月非农就业人口增长 15.1 万人，不及预期（16 万人）但高于 1 月修正值（12.5 万人）。失业率为 4.1%，高于预期及前值（均为 4.0%）。核心 PCE 数据反映通胀压力有所升温。2025 年 2 月 PCE 物价指数同比上涨 2.5%，与 1 月持平，但核心 PCE 同比上涨 2.79%，高于前值 2.66%，低于 2024 年年末值（2024 年 12 月：2.8%）。

（二）政策：美联储如期维持利率水平不变，放缓缩表规模、鲍威尔安抚市场衰退忧虑情绪

3月美联储延续不降息、放缓缩表规模。美国国债减持上限从250亿美元/月放缓至50亿美元/月。下调经济增速预期,上调通胀预期。2025年、2026年增速预期分别从2.1%、2.0%下调至1.7%和1.8%;通胀预期分别从2.5%、2.1%上调至2.7%和2.2%。Fed Watch显示全年累计降息额度为65bps左右(2-3次),最早从6月开始。

(三)流动性:2月流入美股资金回落、流入美债资金扩容,3月美股资金净流入意愿转升,美债净流入意愿转降,资金更青睐投资级美债

2月配置美股资金净流入规模延续回落168.2亿美元至328.9亿美元,降幅环比有所收窄,其中,本地注册基金¹净流入规模126.6亿美元,环比增加52.1亿美元,境外注册基金净流入规模为202.3亿美元,环比减少220.3亿美元;3月前三周美股净流入规模383.5亿美元,较2月同期增加210.7亿美元,主动资金净流出177.1亿美元(2月同期净流出125.1亿美元),被动资金仍继续加仓,净流入560.7亿美元,较2月同期净流入(185.4亿美元)扩容。

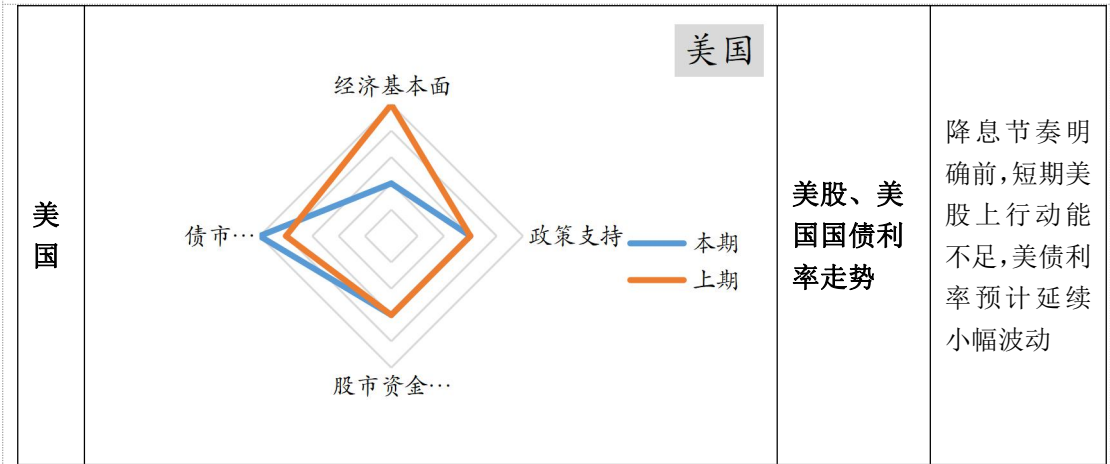
2月美国债市资金净流入663.0亿美元,较上月增加72.1亿美元,是2024年10月以来的最高水平,其中:本地注册基金净流入规模扩容至586.0亿美元,境外注册基金净流入增加至77.0亿美元;高收益债券净流入规模减少2.1亿美元至100.6亿美元,投资级债券净流入延续增加至463.2

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

亿美元；3月前三周净流入规模收窄至192.1亿美元（2月同期390.1亿美元），主动资金配置净流入134.2亿美元（2月同期为净流入250.4亿美元），被动资金净流入57.9亿美元，较2月同期净流入规模（139.7亿美元）收窄。

EPL 框架综合看：美国经济短期衰退概率偏低，“对等关税”忧虑主导市场情绪，降息节奏明确前，美股短期仍有压力、美债利率料延续小幅波动（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

二、欧洲市场短期展望：欧元区经济数据好于英国，财政刺激计划料对欧股短期走势提供支持，欧央行4月延续降息概率较大，欧债利率仍有下行空间

（一）经济：欧元区经济数据边际向好，但英国工业生产恢复速度仍缓慢

欧元区工业生产暂时脱离负增长区间。1月欧元区工业生产指数同比增速为0%，高于2024年12月水平（-1.5%）。

经济景气指数边际好转。3月欧元区 ZEW 经济现状指数为 -45.2, 基本与 2 月持平(-45.3), ZEW 经济景气指数为 39.8, 较 2 月(24.2)有所好转。**英国工业生产景气度低位略有回温。**1 月英国制造业生产指数同比增速为-1.5%, 略低于 2024 年 12 月水平(-1.38%); 1 月工业生产指数略有回温, 但仍在萎缩区间(2024 年 12 月: -1.93%, 1 月: -1.54%)。

(二) 政策: 英欧央行货币政策分化, 4 月欧央行预计延续降息, 5 月英央行降息概率较大

欧央行有望延续降息。3 月欧央行分别下调存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款便利利率至 2.5%、2.65% 和 2.9%; 将 2025 及 2026 年经济增速预期分别下调至 0.95%、1.2% (前值分别为: 1.1%、1.3%)。考虑增长压力、通胀降温(欧元区 2 月通胀率 2.4%, 低于 1 月的 2.5%), 欧央行 4 月延续降息 25BP 概率较大。**英央行议息会议如期维持 4.5% 利率水平不变,**高增长压力下, 5 月降息概率较高。**德国推出大规模财政刺激计划:**(1) 设立 5,000 亿欧元基础设施基金, 主要用于改善交通、能源网络和住房等优先领域;(2) 超过国内生产总值 1% 的国防开支将不受“债务刹车”机制限制, 实质上允许无限借贷用于国防;(3) 允许各州增加借贷, 将借款上限从 0% 提高到 GDP 的 0.35%。

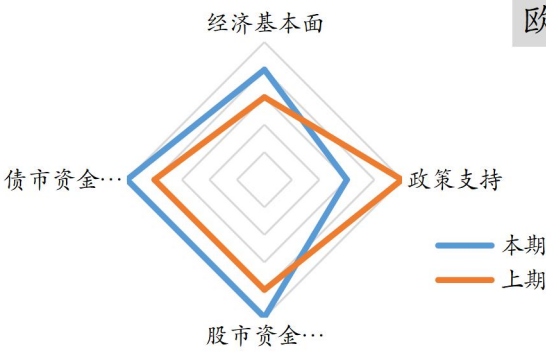
(三) 流动性: 2 月配置欧股和欧债的资金净流入均扩容, 3 月流入欧股资金延续扩容、流入欧债资金缩量, 市场担心欧债扩容风险

2月配置欧洲股市的资金净流入扩容至112.3亿美元(1月净流入25.4亿美元);3月前三周资金净流入规模增加更快、为149.3亿美元(2月同期净流入87.8亿美元),主要来自被动资金配置净流入扩容至194.0亿美元,主动资金净流出44.7亿美元,较2月同期(净流出46.0亿美元)收窄。

2月欧洲债市资金净流入增加8.1亿美元至123.0亿美元,其中:高收益债券基金净流入增加10.9亿美元,投资级债券基金净流入增加5.1亿美元;3月前三周债市资金净流入缩量至30.8亿美元(2月同期为净流入38.3亿美元),其中主动资金净流入减少至22.5亿美元,被动资金转为净流入8.3亿美元(2月同期为净流出4.3亿美元)。

EPL 框架综合看:短期内,积极财政政策、叠加降息概率仍高,欧股走势仍有支撑,欧债利率仍有回落空间但市场担心欧洲债务扩容(见图表2)。

图表 2：对欧洲资产短期走势的综合预判

欧洲		欧洲股市 预期走势	积极财政政策、叠加降息概率仍高，欧股走势仍有支撑
		欧洲政府 债券利率 走势	欧债利率仍有下行空间，但市场担心债务扩容风险

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：“春斗”喜忧参半，滞涨风险抬升，日央行加息或更审慎，日股有一定反弹空间

（一）经济：春季工资谈判喜忧参半，消费、制造业前景偏疲软，滞涨风险抬升

“春斗”第一轮涨薪小幅高于 2024 年，但中小企业涨幅明显低于工会诉求。第一轮平均工资涨幅 5.46%，略高于去年第一轮的 5.28%，但不及工会 6.09%加薪诉求。其中中小企业同比涨 5.09%，低于大企业的 5.47%、更远低于工会 6.57%的诉求，预计对本年私人消费的提振力度低于此前预期。物价进一步上行压力较大。2 月 PPI 同比涨 4.0%（前值 4.2%），其中大米仍维持逾 70%的同比涨幅。2 月 CPI 同比涨幅略回落至 3.7%（前值 4.0%），能源项因基数效应拉动率有所减弱是主要原因。日本家庭收入及支出偏疲弱，1 月家庭实际收入增速自 2.9%大幅回落至-1.1%，家庭实际支出增速自 2.7%下滑至 0.8%。制造、服务业景气双双下滑，3 月制造业 PMI 下滑至 48.3（前值 49.0）、服务业 PMI 大幅下滑至 49.5（前值 53.7）。出口增速回升，2 月出口同比增 11.4%（前值 7.3%、2024 年均值 6.5%），主要受机电产品出口拉动率大幅回升提振（3.7 个百分点，前值 0）提振。

（二）政策：3 月日央行维持政策利率不变，观望美国关税政策、内部米价飙升等不确定性，4 月有一定概率加息

3月央行维持政策利率于0.5%、表态较为平衡。一方面担忧特朗普关税政策的不确定性²及由此拖累全球经济放缓，暂未加快加息步伐；但另一方面也认为实际利率依然较低、将关注米价飙升导致物价上行风险。如关税冲击未超预期，4月有一定概率加息，否则下次加息或延后至6-7月。

（三）流动性：2月日股资金净流入扩容，3月净流入进一步加快，债市延续净流出

2月配置日本股市资金净流入扩容至30.8亿美元（1月净流入21.5亿美元），主要受注册在本地的基金净流入扩容至28.2亿美元的支撑（1月净流入8.1亿美元），注册在境外的基金净流入减少10.7亿美元；3月前三周日股资金净流入扩容至53.4亿美元（2月同期为12.6亿美元），其中，主动资金净流出收窄至5.2亿美元，被动资金净流入增加39.8亿美元至58.6亿美元。

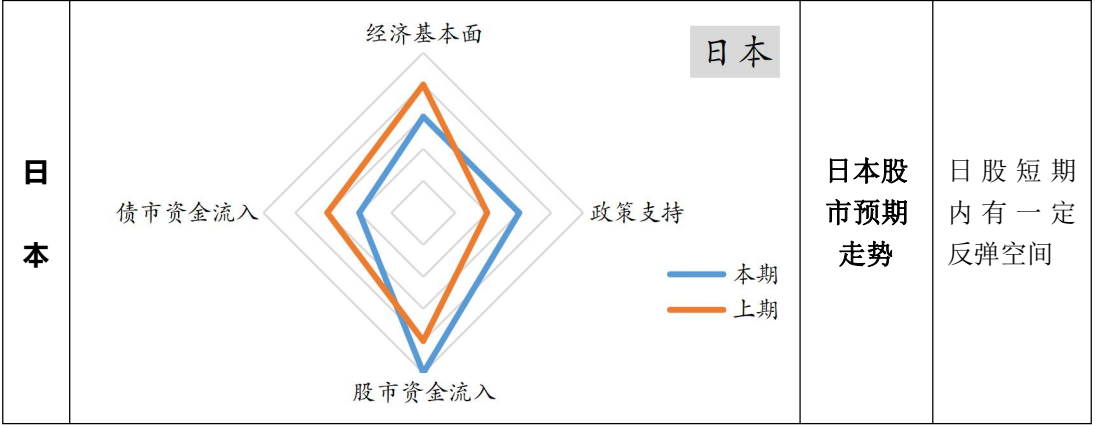
2月日本债市资金净流出5.4亿美元（1月净流出3.2亿美元），其中注册于本地的基金转为净流出1.9亿美元（1月净流入0.4亿美元），注册于境外的基金净流出3.5亿美元；3月前三周日本债市资金延续净流出0.3亿美元（2月同期为净流入2.5亿美元），其中，主动资金净流出1.5亿美元，被动资金净流入1.2亿美元。

EPL 框架综合看：滞涨风险抬升但日央行加息或更审慎，综合看日股短期有一定反弹空间，长债利率年初以来快速上

² 尤其是4月2日起实施“对等关税”所产生的影响。

行有望告一段落，带来日债阶段投资价值（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：两会积极定调 2025 年增长方向，内地年初经济数据向好，AH 股短期盘整后仍有较大上行空间，短期国债利率料延续窄幅波动

（一）经济：前 2 月内地内需改善，香港“资金流（C）”金融项延续反弹

消费端增长提速，前 2 月社会消费品零售总额同比增加 4%（预期 4.5%；2024 年 3.5%），以旧换新政策前置发力背景下，限额以上单位通讯器材类、家具类、家电类商品零售额同比分别增长 26.2%、11.7%和 10.9%。投资端超预期改善，前 2 月固定资产投资同比增长 4.1%（预期 3.76%；2024 年 3.2%；），广义基建投资（9.95%）、制造业投资（9.0%）保持较快增长，地产链逐步修复、房地产开发投资降幅收窄至 -9.8%（2024 年：-10.6%）。受春节错位、高基数、“抢进口”

效应有所降温等多因素影响，前2月出口同比增速小幅回落至2.3%(2024年5.9%)。对美欧出口增速放缓至2.3%、0.6%，对东盟(5.7%)、印度(7.9%)等部分新兴经济体出口增长较快。机电产品出口保持相对韧性，前2月同比4.2%；价格因素拖累下劳动密集型产品出口偏弱、前2月同比减少9.2%。

香港经济基本面维持稳健，“资金流(C)”金融项延续反弹，香港特区政府预测2025年GDP增长2%-3%。据“HGC模型”³，春节假期赴港“人流(H)”高增提振消费，1-2月⁴访港旅客共840万人次，同比增7%，其中内地旅客同比升4%、至650万人次；东南亚市场表现突出，同比增逾30%。1月零售业销货价值为353亿港元，同比下跌3.2%，跌幅明显收窄(2024年12月：9.6%)。“物流(G)”活跃，2月商品出口、进口货值同比分别增15.4%、11.8%，升幅较上月明显扩大(1月：+0.1%、+0.5%)，出口至越南(+114%)、英国(+61.0%)、中国内地(+29.5%)等地的升幅较明显。“资金流(C)”地产项有所承压、金融项延续反弹。2月住宅楼宇买卖合约量、额同比分别升35%、21%，1月官方楼价指数环比续跌0.45%至287.6、同比跌6.4%，但租金指数连升两个月至192.9，环比升0.4%，同比升约4%。全国两会利好政策、AI创新提振市场投资情绪，带动港股上涨。截至3月

³ “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。

⁴ 今年内地农历新年假期在1月28日至2月4日，而2024年农历新年假期在2月10日至2月17日，为确保同比比较的准确性，合并1-2月数据与去年同期比较。

31 日，恒指月内收涨 0.78%。港股成交额放量，主板日均成交额逾 2,800 亿港元；3 月共 6 只新股上市，募资总额 105.5 亿港元。港交所主板 IPO 申请仍有 118 宗，新股储备充足。

（二）政策：全国两会定调 2025 年 GDP 增长目标 5%左右，香港特区政府推出积极财政政策加快经济转型步伐

两会明确 2025 年 GDP 增长目标 5%左右，财政政策更加积极，再提“适时降准降息”（详见前期报告《五个维度看 2025 年“两会”》）。

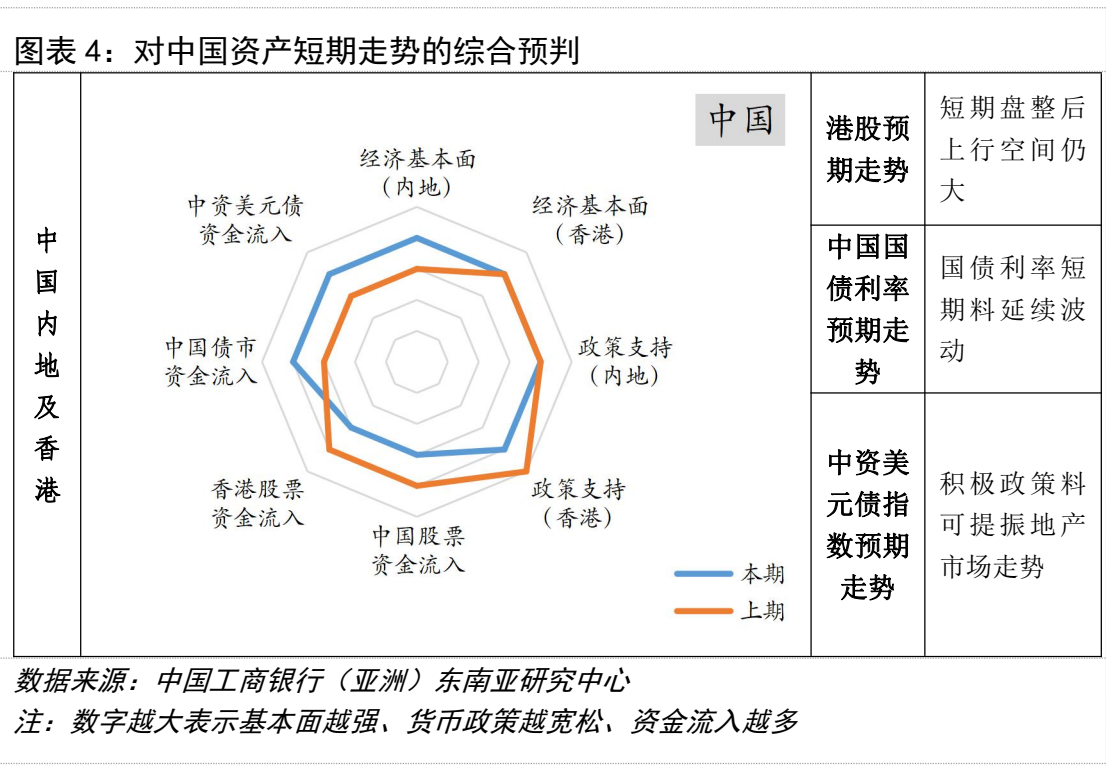
香港特区政府《2025/26 年度财政预算案》推出经济财政政策加快经济转型步伐。“强化版财政整合计划”提出适度增加发债额度支持非经营支出，着眼于巩固传统优势产业竞争力、加快北部都会区建设和培育新质生产力（详见《香港如何育新固优、打造“三中心、一高地”？》《强化版“财政整合计划”如何进一步提振香港增长动能？》）。港交所新增泰国证券交易所为认可证券交易所，在泰国证券交易所主要上市的公司可以在香港申请第二上市，认可证券交易所数量增至 20 家。东南亚地区的认可证券交易所还包括印尼证券交易所及新加坡交易所。此举有利于拓阔泰资企业融资渠道、便利泰资企业提升国际影响力，进一步发挥港交所融资中心角色；同时也为国际投资者在港投资泰国企业提供便利。

（三）流动性：2 月以来配置中国上市公司的资金阶段获利流出，港股通南向通资金流入续创 2021 年 1 月以来新高；配置中国债券的资金转为净流入

2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）资金转为净流出154.4亿美元（1月为净流入27.7亿美元），其中：注册于境外的基金转为净流入12.0亿美元（1月为净流出19.1亿美元），注册于本地的基金转为净流出166.5亿美元。**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2.4亿美元至3.4亿美元；**港股通南向资金净买入额**为1527.8亿港元，环比增加21.6%，创2021年1月以来的新高；3月前三周注册于境外的基金配置中国上市公司的资金净流入扩容至23.9亿美元（2月同期为净流入12.5亿美元）。

2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）的资金转为净流入4.2亿美元（1月为净流出1.9亿美元），2月末境外机构在银行间债券市场的托管余额4.21万亿元人民币、环比升1.7%、同比升6.5%；**3月前三周EPFR统计基金配置中国债券净流入**3.9亿美元，2月同期为净流入2.2亿美元。2月**中资美元债**净流出收窄至0.07亿美元（1月净流出0.122亿美元），3月前三周转为净流入0.08亿美元。

EPL框架综合看：内地经济平稳开局，两会释放积极政策预期，夯实AH股趋势走升动能，但前期涨幅较大、叠加外部不确定隐忧，AH股市盘整后上行空间仍大，国债利率短期料窄幅波动。



五、越南市场短期展望：外商投资和贸易强劲，制造业景气放缓，货币政策积极，预计越南股市有小幅上行空间

（一）经济：旅游业增长强劲、外商投资和贸易活动延续积极增长势头

旅游业增长强劲，受益于优惠的签证政策和有力的旅游推广计划等，1-2 月越南接待国际游客超 396 万人次，同比增长 30.2%。其中，中国超越韩国成为越南最大国际游客市场，游客量同比高增 77.8%；韩国和中国台湾国际游客市场也表现稳定。外商投资和贸易延续积极增长势头，1-2 月越南吸引外商直接投资（FDI）超 69 亿美元，同比增长 35.5%。1-2 月越南外贸进出口总额同比增长 12%，实现贸易顺差 14.7 亿美元。其中，进口同比增长 15.9%，出口同比增长 8.4%，国内企业出口增速（同比增长 12.8%）超越外资企业出口增

速(+6.7%)。制造业面临挑战,2月制造业PMI已连续第三个月处于荣枯线下,国内外需求疲软和出口需求低迷导致新订单和产出减少。

(二) 政策: 越南国家银行下调央行票据利率释放宽松信号、计划逐步取消信贷增长配额制度

越南国家银行(SBV)依旧维持利率走廊在3.0%-4.5%的区间⁵,主要通过各类货币政策工具进行干预以调控市场流动性。3月,SBV通过和票据发行渠道净注入超5万亿越南盾(约20亿美元)⁶。其中,通过OMO净注入2万亿越南盾,利率为4%;通过票据渠道净注入3万亿越南盾,票据利率从4.0%持续走低降至3.1%,或释放货币政策宽松的信号。SBV计划逐步取消信贷增长配额制度⁷。这一政策自2011年实施以来,曾有效应对信贷扩张过热和高通胀等风险,但随着近年经济形势变化,逐渐被认为阻碍企业和个人获取银行贷款。

(三) 流动性: 2月越南股市资金净流出收窄、债市资金转为净流入

2月配置越南股市的资金净流出收窄至0.9亿美元(1月为净流出1.2亿美元);3月前三周延续净流出0.9亿美元,较2月同期净流出扩大。2月配置越南债市的资金转为净流入131.0万美元,1月为净流出149.7万美元;3月前

⁵ 3.0%为再贴现利率(Discount Rate),4.5%为再融资利率(Refinancing Rate)。

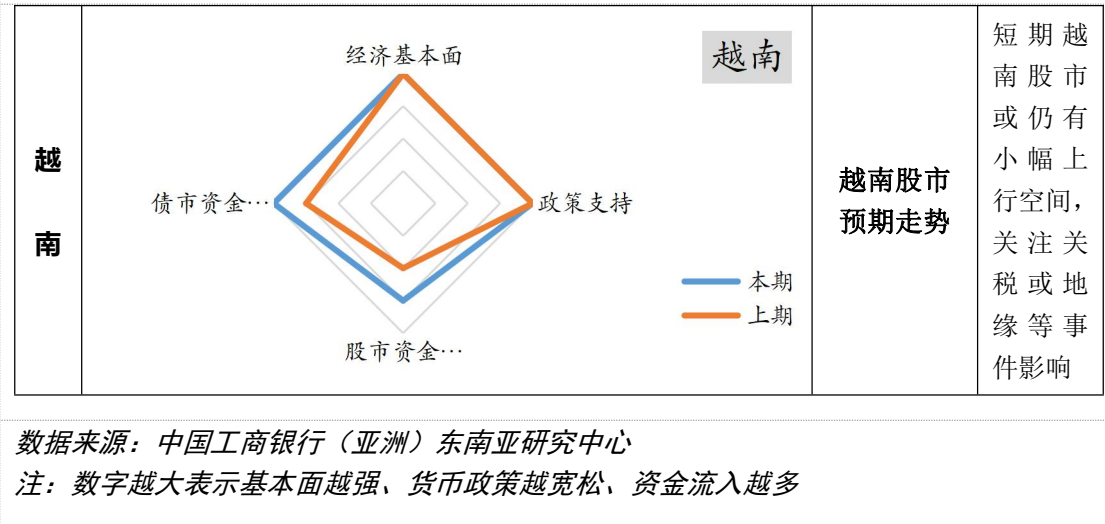
⁶ 详见越南新闻讯《Central bank injected more than VNĐ5 trillion to the market》

⁷ 2011年,越南引入信贷增长配额制度,该制度通过限制每家银行的信贷扩张速度和规模,以确保信贷资源的合理配置,有效控制了贷款质量。2007年-2010年,越南经济面临信贷增长过热的问题,年均增速持续超30%,带来了高通胀和坏账率上升等风险。

三周越南债市净流出 200.9 万美元。

EPL 框架综合看：增长形势有喜有忧，货币政策宽松提振市场情绪，短期越南股市或有小幅上行空间，关注关税或地缘等事件的非预期影响（见图表 5）。

图表 5：对越南资产短期走势的综合预判



六、印度市场短期展望：积极政策有望推动经济延续修复，或为股市回升注入动力，但趋势走强仍面临一定压力

（一）经济：GDP 增速回升但不及市场预期

2024 年四季度 GDP 同比增长 6.2%(预期 6.3%，前值 5.6%)，其中，消费（7.1%、前值 5.6%）、出口（10.4%、前值 2.5%）是拉动经济增长的主要动力（合计拉动率 6.9%）；而投资（5.0%、前值 6.1%）增速继续放缓。往后看，经济有望在政策支持下延续修复，统计部上调 2024-25 财年 GDP 增速第二次预估值至 6.5%（首次预估值 6.4%），但仍面临消费信心不足⁸、制造业增长预期减弱⁹、“对等关税”等压力。

⁸ 印度 1 月消费者信心现况指数仍处悲观区间（93.7、前值 94.0），未来一年预期指数亦回落（120.7、前

（二）政策：4月降息概率上升，资本支出维持扩张

货币政策，央行将于4月7-9日召开货币政策委员会会议，鉴于通胀连续4个月超预期降温¹⁰、且2月CPI（3.61%）、核心CPI（3.95%）均低于目标水平（4%），叠加经济增长压力，央行继续降息概率上升。**财政政策**，截至2025年1月，政府总支出累计同比增6.4%（前值5.8%），资本支出连续三个月保持两位数涨幅¹¹，且支出力度有望在新财年延续¹²。

（三）流动性：印度股市连续第五个月资金净流入缩量，债市净流出有所缓和

2月印度股市净流入22.0亿美元，较1月减少3.6亿美元，是连续第五个月资金净流入缩量，其中：本地注册基金净流入减少10.7亿美元，境外注册基金净流出有所收窄；3月前三周印度股市净流出7.6亿美元，净流出规模较1月同期（净流出12.9亿美元）有所收窄，主动资金净流出收窄至9.7亿美元，被动资金净流入规模扩大至2.1亿美元。

2月印度债市资金净流出缩窄3.9亿美元至4.4亿美元，其中，境外注册基金转为净流入0.04亿美元（1月净流出1.8亿美元），本地注册基金净流出规模收窄至4.4亿美元；

值121.9），调查显示居民对未来一年的经济形势、就业情况、收入情况的预期均减弱。

⁹ 印度2月制造业PMI回落至2024年1月以来最低水平（56.3、前值57.7），一季度制造业未来业务预期指数（BEI）亦下降（120.0、前值120.3），调查显示企业对经营状况、盈利能力的乐观预期均减弱。

¹⁰ 2024年11月-2025年2月通胀分别为5.48%（预期5.53%）、5.22%（预期5.30%）、4.26%（预期4.60%）、3.61%（预期4.00%）。

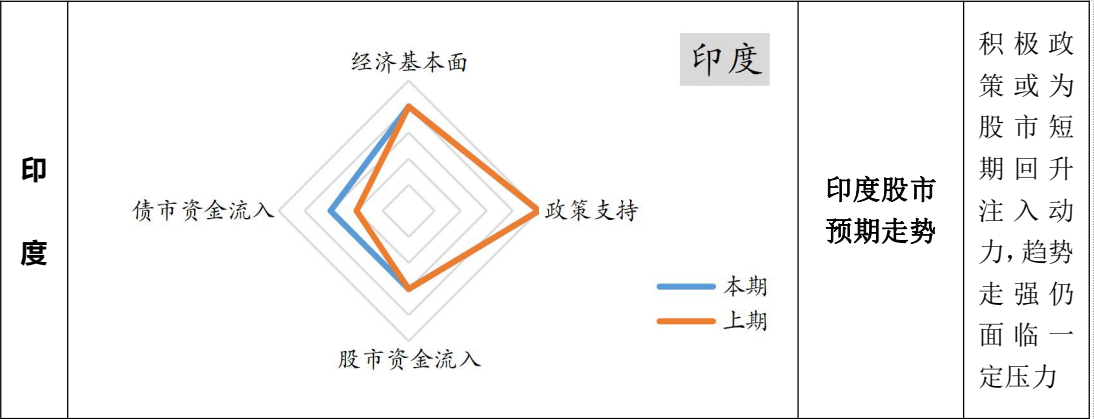
¹¹ 2024年11月-2025年1月资本支出同比增速分别为21.3%、95.3%、51.4%。

¹² 根据印度2025-26财年联邦财政预算案，维持资本支出占GDP比重（3.1%）不变。

3 月前三周债市资金转为净流出 2.1 亿美元，主动资金净流出规模更大为 1.7 亿美元，被动资金净流出 0.5 亿美元。

EPL 框架综合看：积极政策有望为股市上行注入动力，但趋势走强仍面临消费信心疲软、制造业增长预期减弱及“对等关税”风险等因素制约（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

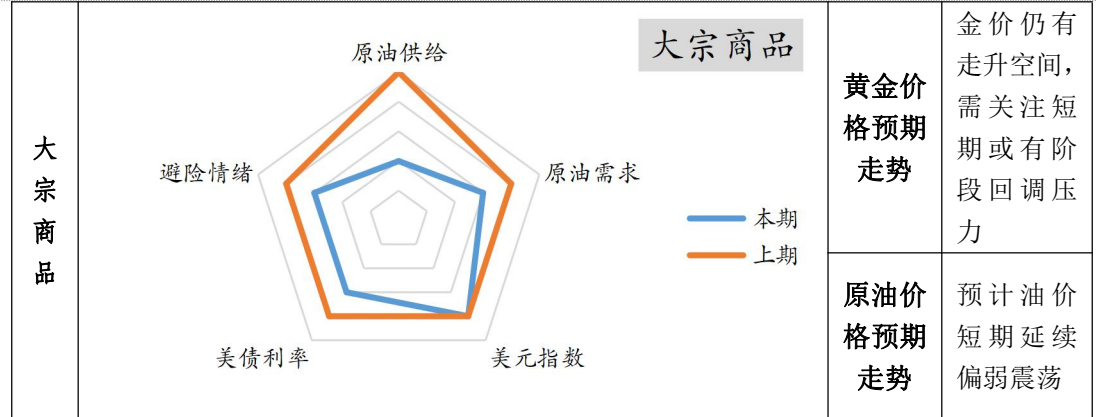
（一）黄金：多因素驱动金价有望进一步走高，关注风险缓释后的或有阶段回调压力

避险情绪加重驱动金价突破 3,100 美元大关。关税摩擦和地缘形势隐忧、美国“衰退”隐忧提振市场避险情绪，3 月中旬金价快速走高，并突破 3,100 美元关键点位。往后看，避险情绪升温、美元指数趋势下行等因素影响下，金价后续仍有走升空间，但金价近期上涨节奏较快，需关注关税摩擦力度弱于预期、地缘形势缓和等可能带来的阶段回调压力。

（二）原油：短期油价料延续低位震荡

预期地缘形势缓和、叠加悲观需求预期背景下油价偏弱震荡。供给端，俄乌局势有所降温，3月3日OPEC+意外宣布将在4月开始执行小幅增产¹³、但21日7国补偿性减产安排¹⁴削弱增产效果，供给预期仍悲观。需求端，关税摩擦、美联储仍偏鹰，滞涨隐忧增大需求放缓预期。综合看，供需双重利空影响下3月油价最低跌破70美元/桶，创2021年12月以来新低，利空情绪释放后中旬以来有所企稳。短期看，OPEC+7国补偿性减产以及中东地缘局势对市场供给预期悲观的缓和作用有限，供需紧平衡格局下油价持续大幅下行概率不大，短期大概率延续低位偏弱震荡（见图表7）。

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

¹³ 即4月起每月增产约12.2万桶/日，直至2026年9月逐步取消当前220万桶/日的自愿减产。
¹⁴ 3月21日OPEC+发布了一项新安排，要求七个成员国进一步削减石油产量，以弥补超出协议产量的部分，将持续到2026年6月。涉及的月度减产幅度在18.9万桶/日至43.5万桶/日之间，减产幅度将超过该组织计划下个月开始执行的月度增产幅度。

***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。