

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

——“对等关税”延续扰动市场情绪
(2025 年 4 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，“对等关税”政策超预期反复，扰动政策、增长预期，叠加技术性因素，全球金融市场大幅波动；第二，美国、日本等经济体“滞胀”隐忧抬升，欧元区、印度等经济体率先降息以应对经济下行压力；第三，美元资产“避险属性”承压，黄金冲高回落，油价偏弱波动。**往后看：**

第一，关税谈判过程不确定性料仍大，经济下行隐忧、避险情绪走高下，资金青睐中欧股市，印巴局势叠加拖累印度股市短期不确定性偏大。关税政策对贸易的负面影响料逐渐显现，IMF 下调 2025 年全球经济增速至 2.8%，为 2020 年以来的最低水平。关税谈判前景乐观但过程不确定性仍大，市场观望情绪仍偏浓厚，资金多元化分散配置意愿走升。

第二，主要经济体货币政策料偏积极，但财政政策发力必要性增大，掣肘债市利率下行节奏，积极政策有望提振中资美元债走势，欧债信用利差或仍大。受经济下行担忧的影响，越南央行后续或有降息可能，日央行再次加息或更审慎，欧英央行、印度央行 5 月降息概率仍较高，美联储大概率 6 月重启降息。“稳增长”、“稳汇率”政策统筹背景下，积极财政政策料掣肘债市利率下行节奏。

第三，关税冲击最强时刻已过、地缘形势延续复杂，“金强油弱”态势或有边际弱化。避险属性仍将趋势提升金价中枢，关税谈判动态短期是影响金价阶段技术调整路径的主要因素，短期波幅或仍大。油价受经济下行隐忧拖累、但跌破前低的可能性不大，短期预计延续低位窄幅波动，关注 OPEC+增产节奏和美伊、俄乌谈判进展。

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

		流动性 (4 月前四周)	4 月涨跌 (截至 25 日)	短期走势展望
股市	美国	前四周美股资金为累计净流入，4 月 3 日-9 日单周境外注册基金净卖出规模创 2001 年以来最大，主动资金连续 8 周净流出	纳指：+0.48% 道指：-4.50% 标普：-1.54%	“对等关税”扰动下，美国经济放缓预期已被美股部分计入，“对等关税”谈判过程不确定性料仍大，美股上行动能不足
	欧洲	(除 4 月 3-9 日单周净流出外)4 月前四周欧股累计为资金净流入，主动资金在第三四周转为净流入	富时 100：-1.95% 德国 DAX40：+0.36% 法国 CAC40：-3.27% 欧元区 STOXX50：-1.80%	美股偏弱、欧元走升，资金轮动入欧股。后续欧股短期仍有一定支撑但趋势上行动能偏弱
	日本	(除 4 月 3-9 日单周净流出外)4 月前四周日股为累计资金净流入，主动资金在 4 月第四周转为净流入	日经 225：+0.25%	“滞涨”风险抬升，私人消费增长乏力，外需面临日元升值的掣肘，影响日股继续上行动能
	中国香港	前四周配置香港上市公司的资金为累计净流入	恒指：-4.93%	内地经济开局良好，中央政治局会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，利好资本市场趋势向好；美国对华关税态度缓和，外部不确定性最大的时期或已经过去，港股阶段回调后回归趋势上行走势，观望情绪或影响上行节奏
	越南	前四周持续资金净流出，注册在境外的基金净流出规模更大	胡志明指数：-5.94%	尽管仍有降息空间，但关冲击掣肘越股上行动能
	印度	4 月前两周印度股市为资金净流出，后两周转为净流入，主动资金在第四周转为净流入	SENSEX30：+2.32%	印度股市短期仍有较大不确定性，关注关税谈判进展、印巴局势走向
债市	美国国债	前四周美国债市资金累计净流出，主动资金净流出规模更大，高收益级债券连续四周净流出，投资级债券在 4 月前两周仍为净流入，第三四周转为净流出	2Y 美债利率：-15.0BP； 10Y 美债利率：+6.0BP	受“对等关税”冲击，十年期美债收益率大幅上升，并且期限溢价升幅较大。往后看，市场对于美债忧虑仍存，美债收益率大概率偏窄幅波动
	中国国债	配置中国债券资金净流入扩容	2Y 中国国债利率：-8.3BP； 10Y 中国国债利率：-15.2BP	市场资金面维持紧平衡，政治局会议提升经济增长信心，积极财政政策延续发力，国债利率大幅下行空间不大
	中资美元债	连续四周资金净流出	Markit iBoxx 中资美元债指数：+0.04%	积极政策可期，料可提振地产市场走势

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	4 月涨跌（截至 25 日）	短期走势展望
黄金	除央行购金外，私人投资（尤其是亚洲地区）的需求弹性明显增强，2025 年 1 季度，ETF 净流入 226.5 吨，其中全球黄金 ETF 管理规模占比超 90% 的北美（61%）和欧洲地区（22%）贡献了主要增量，管理规模占比仅 7% 的亚洲地区贡献了 16% 的增量。	美债利率大幅波动、美元指数延续回落	避险情绪一度明显升温	伦敦现金： +5.21% COMEX 期金： +4.70%	前期金价上涨过快，关税冲击加大技术性调整节奏，关税谈判仍是影响阶段技术调整路径的主要因素
原油	供给： OPEC+再推补偿减产计划，4 月出口看 OPEC+并未很好地执行超额减产计划；美伊、俄乌谈判存在分歧，但仍在积极推进；供给预期小幅收紧。 需求： 关税扰动下，预期明显走弱，三大机构大幅下调 2025 年全球原油需求增速；4 月 IMF 将 2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3%下调至 2.8%。下游需求方面，5 月北半球进入夏季消费旺季，关注出行消费。 库存（EIA）： 3 月底 OECD 国家商业原油及石油产品库存为 27.18 亿桶，目前仍处历史低位。 供需缺口（EIA）： 小幅扩大，3 月原油供需缺口为 43 万桶/日，预计 4 月、5 月分别为 86 万桶/日、87 万桶/日。	美债利率大幅波动、美元指数延续回落	避险情绪一度明显升温	布伦特原油： -11.89% WTI 原油： -11.53%	OPEC+ 补偿性减产和制裁谈判对市场供给预期悲观的缓和作用有限，叠加关税扰动需求预期明显走弱，供需缺口预期走阔，短期油价大概率低位窄幅震荡，但再度跌破 4 月新低的概率不大。重点关注 OPEC+增产节奏和美伊、俄乌谈判进展

正文

一、美国市场展望：“对等关税”反复扰动，美股短期走势承压、市场静待关税谈判进展

（一）经济：关税担忧暂未反映在 4 月经济数据上，多家机构下调美国经济预测

增长数据仍向好、但景气下行。3 月零售销售环比增速 1.43%，大幅高于 2 月（0.22%）；其中核心零售销售环比增速为 0.52%，略低于 2 月（0.65%）。新屋销售（季调折年）数量为 72.4 万套，高于 2 月（67.4 万套）及预测值（68 万套）。但 4 月 Markit 综合 PMI 为 51.2，较 3 月（53.5）有较大幅下行，主要受服务业 PMI 拖累（3 月：54.4；4 月：51.4）。通胀数据阶段走低，3 月 CPI 同比增速为 2.4%，低于 2 月（2.8%）；其中核心 CPI 同比增速为 2.8%，低于 2 月水平（3.1%），但由于关税影响，后续通胀担忧上升。多家机构下调美国经济预测。除高盛外，摩根大通预计美国经济衰退的可能性高达 60%；花旗银行将美国 2025 年经济增长预期下调至 0.1%；巴克莱银行预计美国 2025 年 GDP 将收缩；瑞银预计关税将使得美国 CPI 上涨 2%，预计美国 2025 年 GDP 增幅将低于 1%，甚至可能年内出现衰退。IMF 最新的《全球经济展望》（WE0）下调美国经济增速至 1.8%（从 2.7%）。

（二）政策：“对等关税”谈判过程不确定性仍大，预计 5 月美联储议息会议大概率保持利率水平不变

全球多个国家展开关税反制背景下，特朗普政府关税态度有所缓和，但考虑到贸易对手众多、关税综合博弈等特点，关税摩擦隐忧缓和路径的不确定性仍大。特朗普表示不打算罢免美联储主席鲍威尔但希望降息。美联储主席鲍威尔称，目前美国经济数据依然稳健，并且金融市场未见流动性紧张。综合预期 5 月美联储议息会议大概率保持利率水平不变。

（三）流动性：美股资金 4 月转为净流出但流向反复，主动资金连续 8 周净流出；美债资金 4 月转净流出，美欧日资金卖出份额较大

3 月配置**美股**资金转为净流出 47.6 亿美元，是 2024 年 4 月以来首次月度净流出。4 月前四周资金流向反复、¹累计净流入 230.9 亿美元（第一、三周净流出，第二、四周为净流入），4 月 3 日-9 日单周境外注册基金²净卖出 107.3 亿美元、是 2001 年有数据以来最大单周流出，本地注册基金在 4 月 10-23 日两周连续净流出 132.5 亿美元；主动资金已连续 8 周净流出。

3 月**美国债市**资金净流入 146.5 亿美元，较上月大幅减少 516.5 亿美元。4 月前四周累计净流出规模达到 228.7 亿美元，4 月 3-23 日连续三周累计净流出 281.7 亿美元（本地注册基金净流出占比 55%）。从基金注册国别来看，净卖出量较大的除了美国本地基金，还有欧洲和日本基金等³；前四

¹ 4 月前四周：第一周（3.27-4.2），第二周（4.3-4.9），第三周（4.10-4.16），第四周（4.17-4.23）。

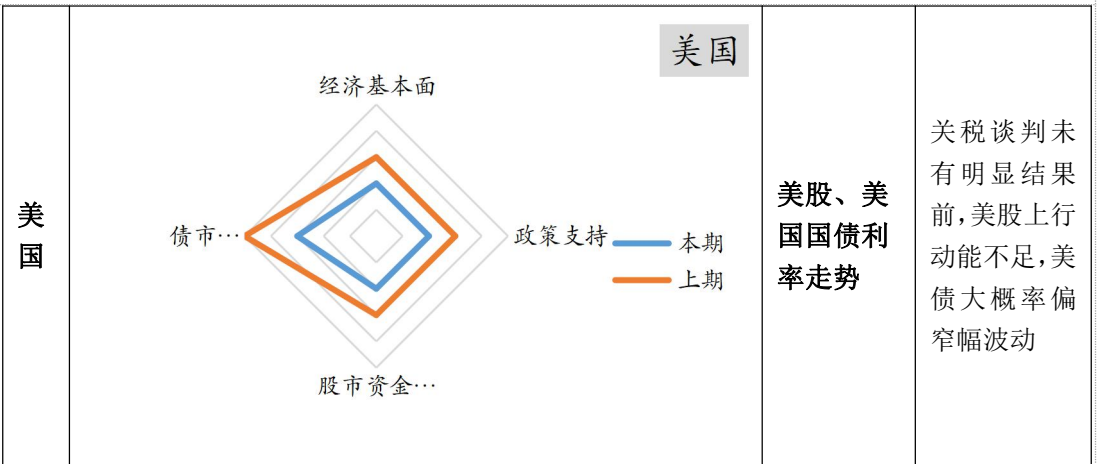
² 基金注册于本地/境外（Domestic Domicile/Foreign Domiciles）并不必然表示其资金来自境内/境外，可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

³ 详见 4 月 25 日报告《美债利率大幅波动的原因、经验及前瞻》。

周主动基金累计净流出美国债市 264.5 亿美元，被动资金净流入 35.8 亿美元；高收益级债券连续四周净流出、共 222.9 亿美元，投资级债券在 4 月第三四周转为连续净流出。

EPL 框架综合看：美国经济放缓预期已被美股部分计入，关税谈判预期乐观但过程不确定性仍大，美股短期走势或承压（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、欧洲市场展望：欧元区 4 月经济景气降温，欧央行如期降息 25BP，欧股短期仍有一定支撑但趋势上行动能偏弱，欧债利率仍有下行空间但信用利差或仍大

（一）经济：欧元区 4 月景气降温明显，通胀延续下行

欧元区 4 月制造业 PMI 与服务业 PMI 双双跌至“荣枯线”之下，分别为 48.7 与 49.7；服务业 PMI 下行对于欧元区经济的冲击较大，主要因为疫情之后欧元区制造业受到较大冲击，经济增长的主要动力来自于服务业。3 月欧元区 CPI 同

比增速为 2.2%，低于 2 月该指标（2.3%），其中核心 CPI 同比增速为 2.4%，低于 2 月该指标（2.6%）。

（二）政策：欧央行货币政策会议如期降息 25BP，对美关税反制暂缓

欧央行将基准利率、存款便利利率、与边际贷款利率分别降至 2.4%、2.25%、以及 2.65%。欧央行行长拉加德称欧元区去通胀的进程已接近完成，但强调仍需警惕风险，尤其是面对特朗普政府反复无常的关税政策。关税政策方面，欧盟决定对价值 210 亿欧元的商品加征 25% 的关税，后由于特朗普政府态度缓和，欧盟同意暂缓 90 天。

（三）流动性：欧股资金 4 月延续 3 月净流入态势、但有所缩量；欧债资金 4 月转为净流出，高收益债券连续 7 周资金净流出

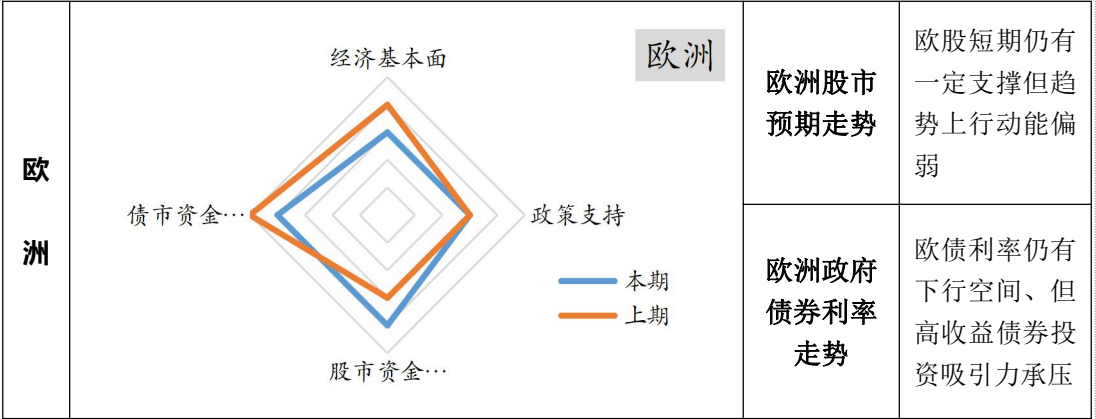
3 月配置欧洲股市的资金净流入扩容至 120.9 亿美元（2 月净流入 112.3 亿美元）。4 月前四周资金净流入 94.1 亿美元（4 月 3-9 日单周净流出 49.7 亿美元），主动资金在前两周净流出共 48.7 亿美元，被动资金仅在 4 月 3-9 日单周净流出 12.5 亿美元。

3 月欧洲债市资金净流入减少 75.1 亿美元至 48.0 亿美元。4 月前四周债市累计净流出 25.7 亿美元（第二、第三周净流出共 56.8 亿美元），主动资金从 4 月 3 日开始连续三周净流出共 369.8 亿美元，被动资金仅 4 月 3 日单周净流出

27.6 亿美元；高收益债券连续 7 周资金净流出，投资级债券多数净流入（4 月仅第三周净流出 6.5 亿美元）。

EPL 框架综合看：目前美股偏弱使得资金轮动入欧股，欧元走升也是提振因素。后续短期欧股走势仍有一定支撑，但经济基本面依然偏弱，掣肘继续上行基础（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、日本市场展望：“滞涨”风险抬升，预计日央行 5 月将维持政策利率不变，日股短期上行动能偏弱、日债利率较难大幅走高

（一）经济：春季工资谈判小企业涨薪较为落后，家庭收支收缩、出口下行，“滞涨”风险抬升

春季工资谈判中小企业涨薪较为落后。截至 4 月 17 日，日本春季工资谈判平均工资涨幅 5.37%，其中中小企业同比涨 4.97%，低于大企业的 5.40%、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。日

本家庭支出再度收缩，日本 2 月家庭实际收入增速自-1.1% 进一步回落至-2.3%，家庭实际支出增速自 0.8% 下滑至-0.5%。受日元汇率走强影响，出口增速大幅下行，3 月出口同比增 3.9%（前值 11.4%、2024 年均值 6.5%），主要受运输设备及机电产品出口拉动率显著回落拖累（1.9 个百分点，前值 6.4）提振。但物价上行压力不减。3 月 PPI 同比涨 4.2%（前值 4.2%），CPI 降至 3.6%（前值 3.7%），但剔除生鲜食品及能源的 CPI 同比升至 2.9%（前值 2.6%），虽然食品、能源有所降温，但通胀预期升温（CPI 大米分项同比继续涨至 92.1%）使家具、服装、医疗、交通等分项涨价，且本轮通胀属于国内因素引起的成本推动型通胀。制造、服务业景气略有回升，4 月制造业 PMI 略回升至 48.5（前值 48.4）、服务业 PMI 回升至 52.2（前值 50.0）。

（二）政策：关税谈判形势焦灼，日央行 5 月大概率维持政策利率不变

美日贸易谈判进展及日元汇率将是影响日央行本次会议决策的核心变量。在日元较强、外贸有走弱迹象的背景下“保增长”在日央行决策中的权重料增大，加息时点或进一步后移，下一次加息最早或在 7 月会议。

（三）流动性：日股资金 4 月延续净流入，日债资金 4 月延续净流出、流出规模小幅走高

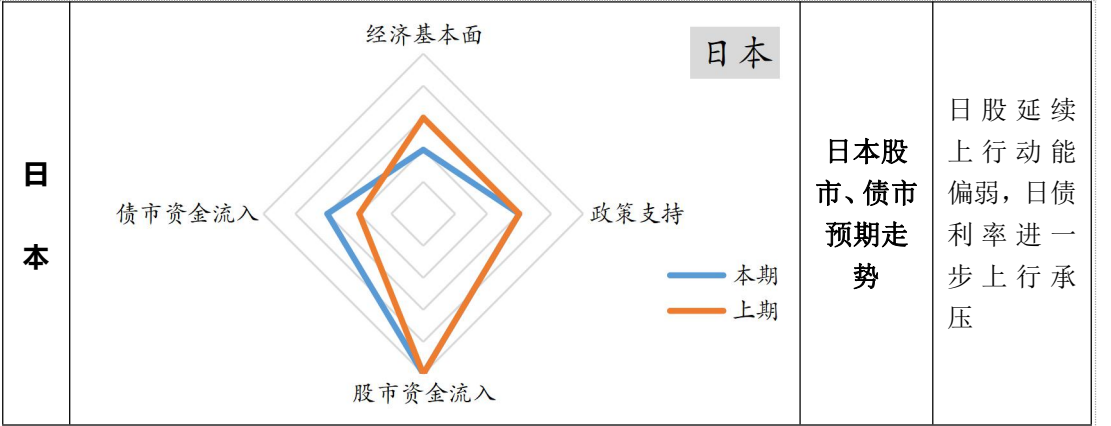
3 月配置日本股市资金净流入扩容 7.2 亿美元至 38.1 亿美元。4 月前四周日股累计资金净流入 36.3 亿美元（仅 4

月 3-9 日单周净流出 16.2 亿美元)，主动资金在经历连续 7 周的净流出后，在 4 月第四周转为净流入 1.8 亿美元，是 2024 年 12 月以来单周净流入最大规模，被动资金在近两个月多数时间净流入（仅 4 月 3-9 日单周净流出 10.7 亿美元）。

3 月日本债市资金净流出规模收窄至 3.1 亿美元（2 月净流出 5.4 亿美元）。4 月前四周日本债市资金累计净流出 4.3 亿美元（前三周为净流出，第四周转为净流入），主动资金连续四周净流出共 6.0 亿美元，被动资金连续四周净流入 1.7 亿美元。

EPL 框架综合看：“滞胀”风险抬升掣肘日央行加息节奏利好股市、债市，但关税谈判形势焦灼掣肘增长信心，日股短期延续上行动能偏弱，长债利率难以进一步升破 1.5%、料在 1.2%-1.4%附近震荡（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、中国市场展望：支持性政策延续显效接力，AH 股趋

势上行动能仍强，债市利率短期延续大幅下行空间或不大

（一）经济：积极政策提振内地经济增长、外需扰动暂未体现，香港经济首季稳健开局，关注外部政策、市场动态

内地一季度经济增长 5.4%，高于 5.16% 的增长预期。政策发力背景下，内需明显改善；外需表现超预期，关税摩擦扰动暂未显现。3 月出口同比增长 12.4%（预期：4%，前 2 月：2.3%），部分受春节错位、基数偏低、“抢进口”效应等因素影响。区域看，东盟、非洲、美洲等新兴市场贡献突出，分别拉动出口增长 2.2、1.7、1.6 个百分点；美欧等传统市场分别拉动出口增长 1.2、1.4 个百分点。关税谈判过程仍有不确定性，关注后续外需表现及积极政策对冲效果。

根据“HGC 模型”⁴，假日因素提振“人流”止跌、“抢进口”利好“物流”、恒指波动但交投延续活跃，地产交投活跃度提升，香港经济首季平稳开局（详见前期报告《四维度视角下 2025 年香港首季金融及经济观察》）。往后看，五一小长假来临料提振香港跨境消费，观望情绪偏浓或阶段影响金融及地产交投活跃度，持续关注关税谈判、美联储降息、两地积极政策动态。

（二）政策：中央政治局会议部署稳内需、扩开放，香港特区政府积极应对贸易摩擦

4 月中央政治局会议提出“推出增量储备政策，加强超

⁴ “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。

常规逆周期调节”，一方面对适度宽松的货币政策细化部署，提出设立“服务消费与养老再贷款”等新的结构性货币政策工具和新型政策性金融工具，精准滴灌科技创新、消费、外贸等领域；另一方面强调用好用足更加积极的财政政策，“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，再次提及创新推出债券市场的“科技板”。美国对华“对等关税”释放降温信号。

香港特区政府协同各界积极应对关税摩擦带来的挑战。香港金管局协同银行业承诺在审慎管理风险的原则下，积极落实早前推出的各项支援中小企措施，并为进出口及制造业、建筑业、运输业等多个行业提供更具针对性的支持。香港出口信用保险局推出三项支援中小企措施，包括将“小营业额保单”保户提供的免费付货前风险保障，延长至明年6月底；为非“小营业额保单”保户提供付货前风险保障五折保费优惠；以及降低新兴市场保费。香港财政司表示欢迎中概股回归。浙港成立合作会议机制推动两地协同发展。4月24日，浙港合作会议机制正式成立，两地政府在13项重点合作领域共51个项目达成共识，并签署了4份涵盖科技创新、住房安居、经贸合作以及青年发展范畴的合作协议。

（三）流动性：3月配置香港上市公司的资金净流入创历史新高，中资美元债转为净流入；4月配置中国内地、香港上市公司的资金均净流入，配置中国债券资金净流入扩容

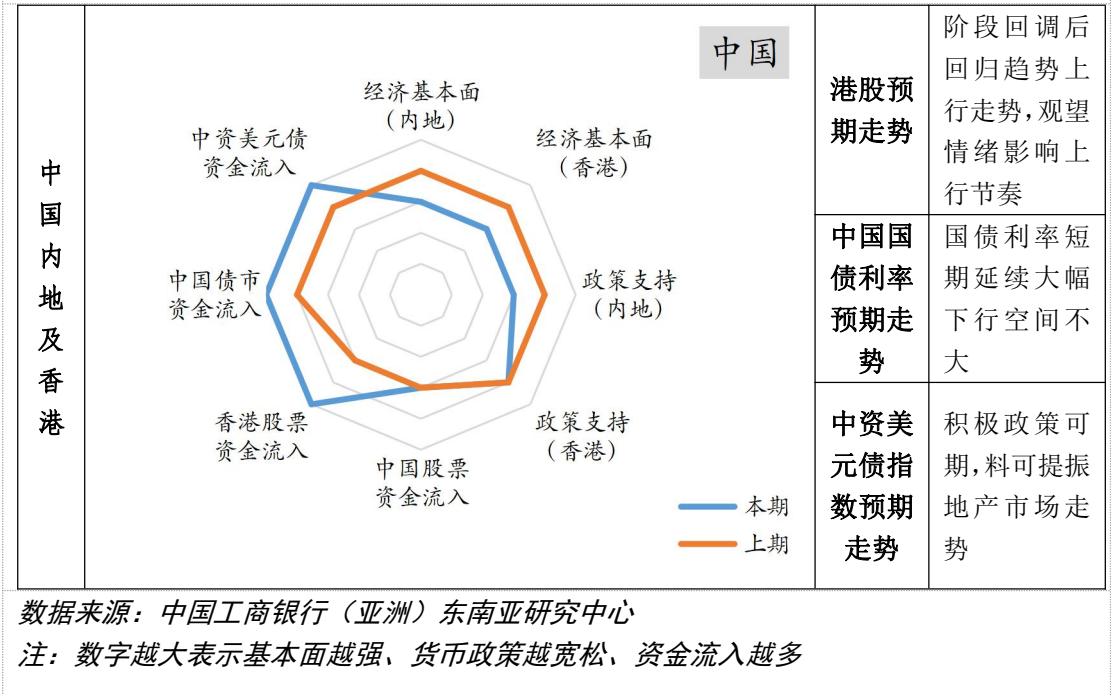
3月配置中国上市公司（包括在A股、H股和美股上市的中国企业）净流出收窄至26.4亿美元（2月为净流出154.4亿美元）；**配置香港上市公司**（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模扩容21.6亿美元至24.9亿美元，**创历史新高**；**港股通南向资金净买入额**为1602.8亿港元，环比增加4.9%，创2021年1月以来的新高。4月前四周配置中国上市公司的资金累计净流入237.7亿美元，主动资金仍为净流出，被动资金净流入大幅扩容；配置香港上市公司的资金累计净流入30.7亿美元，主动资金净流出量与3月同期基本一致，被动资金净流入量较3月同期小幅收窄。

3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）的资金净流入扩容至12.2亿美元（2月为净流入4.2亿美元），3月末境外机构在银行间债券市场的托管余额4.35万亿人民币、环比升3.4%、同比升8.8%；**中资美元债**时隔25个月转为净流入0.034亿美元。4月前四周EPFR统计基金配置中国债券净流入扩容至26.4亿美元（3月同期为净流入9.0亿美元），主动资金在第一和第四周净流入，被动资金仍呈持续净流入，中资美元债连续四周资金净流出、共0.5亿美元。

EPL框架综合看：内地经济开局良好，中央政治局会议提出“持续稳定和活跃资本市场”，利好资本市场趋势向好；美国对华关税态度缓和，外部不确定性最大的时期或已经过

去，AH 股趋势上行动能仍强，积极财政政策延续发力背景下，债市利率短期延续大幅下行空间不大。

图表 4：对中国资产短期走势的综合预判



五、越南市场展望：后续仍有降息空间，但出口下行隐忧大，预计越南股市短期上行动能偏弱

（一）经济：一季度经济延续高增，后续出口或面临下行风险

2025 年一季度越南经济延续高增，国内生产总值（GDP）同比增长 6.93%，为 6 年以来最高一季度增幅。贸易方面，一季度全国货物进出口总额同比增长 13.7%，其中出口增长 10.6%，进口增长 17.0%，实现贸易顺差 31.6 亿美元。然而，美国“对等关税”政策冲击下越南此前强劲的出口后续或面临下行风险。通货膨胀保持在可控水平，一季度居民消费价格指数（CPI）同比温和上涨 3.22%。

（二）政策：越南积极应对关税政策挑战

越南政府已于 3 月提前布局。一方面，越南与美国签署总金额超 40 亿美元的多项经贸合作协议，重点采购飞机、能源等产品。同时，主动降低从美国进口的液化天然气、汽车和乙醇等商品的关税。另一方面，积极推动市场多元化发展，与新西兰、印度尼西亚和新加坡将双边关系提升至全面战略合作伙伴关系，以降低对美国单一市场的依赖。4 月 23 日，越美双边经贸问题谈判启动。关税政策冲击影响下，越南 2025 年实现 8.0% 增长目标面临压力。2023 年 6 月以来，越南国家银行维持利率走廊在 3.0%-4.5% 的区间⁵，在当前通胀温和的背景下存在一定降息空间。

（三）流动性：3 月越南股市资金净流出扩大、债市资金转为净流出；4 月股债市均延续资金净流出

3 月配置越南股市的资金净流出扩大至 1.7 亿美元（2 月为净流出 0.9 亿美元）。4 月前四周持续净流出共 2.2 亿美元，较 3 月同期净流出扩大，注册在境外的基金净流出规模更大。

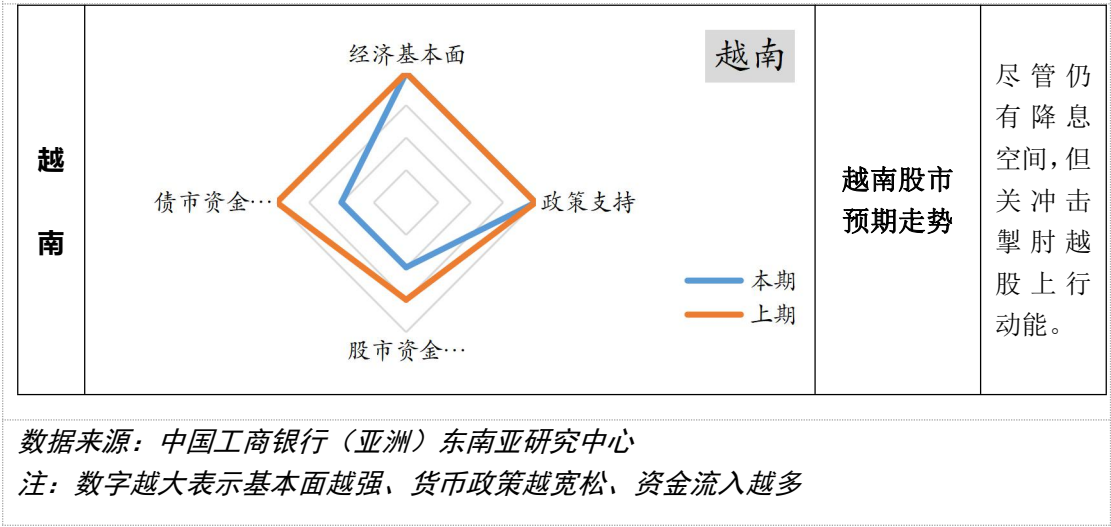
3 月配置越南债市的资金转为净流出 457.6 万美元，2 月为净流入 131.0 万美元；4 月前四周越南债市累计净流出 752.5 万美元，前三周为连续净流出，第四周转为净流入（受主动资金第四周转为净流入带动）。

EPL 框架综合看：“对等关税”政策冲击越南贸易驱动

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

的增长景气度，越央行存在一定的降息空间，短期越南股市上行动能亦偏弱（见图表 5）。

图表 5：对越南资产短期走势的综合预判



六、印度市场展望：经济增长预期放缓，关税摩擦、地缘局势扰动市场信心，印股短期走势不确定性偏大

（一）经济：关税冲击、地缘形势扰动增长信心，IMF 下调印度 2025 年 GDP 增速预测

短期经济数据向好：（1）3 月消费者信心现况指数、未来一年预期指数⁶分别升至 95.5、122.4（前值 93.7、120.7），为 2024 年 7 月以来最高水平；（2）3 月货物出口同比由负转正（0.7%、前值-10.9%），主要受对美（35.1%）出口提速推动、对整体出口拉动率达 6.3%。但工业生产放缓、预期减弱：2 月工业生产指数（IIP）同比增长 2.9%（预期 4.0%、前值 5.2%），其中制造业（2.9%、前值 5.8%）增长明显放缓，二

⁶ 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。

季度制造业未来业务预期指数 (BEI)⁷ 延续回落 (117.5、前值 120.0)。往后看, 暂缓实施“对等关税”短期内利好对美出口, 消费预期修复、货币宽松政策均对经济形成有利支持, 但关税摩擦、地缘冲突持续扰动增长前景, IMF 将印度 2025 年 GDP 增速预测值自 6.5% 下调至 6.2%。

（二）政策：延续降息 25BP 并转向“宽松”，已和美国为互惠贸易谈判制定“路线图”

4 月 9 日, 央行货币政策委员会一致投票决定降息 25BP⁸, 同时将政策立场由“中性”转向“宽松”。央行对通胀稳定在 4% 目标水平左右的信心增强, 但强调关税摩擦带来的挑战对经济增长构成较大风险。3 月通胀 (3.34%) 超预期降温⁹, 预计央行后续将继续降息以支持增长。4 月 21 日, 美国副总统万斯对印度开启为期 4 天访问, 美国贸易代表办公室声明“美国贸易代表办公室和印度商务部已敲定‘参考条款’, 为互惠贸易谈判制定了路线图”。

（三）流动性：3 月印度股市资金净流入扩容、债市净流出增加；4 月印度股市和债市均累计净流出，但第四周主动资金均转为净流入

3 月印度股市净流入 43.1 亿美元, 较 2 月增加 21.1 亿美元。4 月前四周印度股市累计净流出 3.7 亿美元 (前两周

⁷ 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。

⁸ 将政策回购利率自 6.25% 下调至 6.00%, 相应地, 将备存款便利 (SDF) 利率自 6.00% 下调至 5.75%, 边际常备便利 (MSF) 利率和银行利率自 6.50% 下调至 6.25%。

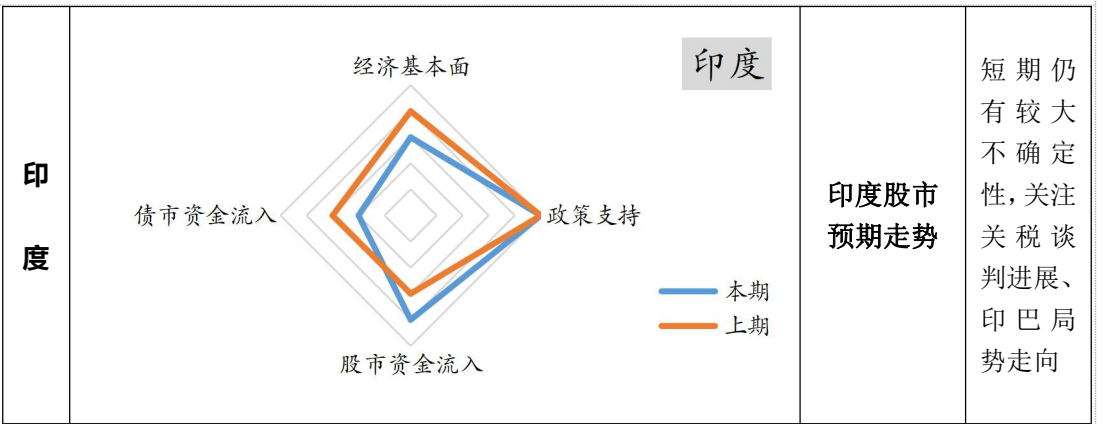
⁹ 受食品价格大幅回落影响, 3 月 CPI 同比降至 3.34% (预期 3.60%、前值 3.61%)、创 2019 年 9 月以来最低水平, 核心通胀延续小幅升至 4.10% (前值 3.95%)。

资金净流出，后两周转为净流入），主动资金前三周连续净流出共 5.7 亿美元，第四周净流入 0.7 亿美元。

3 月印度债市资金净流出扩大至 28.4 亿美元，2 月为净流出 4.4 亿美元。4 月前四周债市资金累计净流出 5.9 亿美元，净流出幅度较 3 月同期扩大，主动资金累计净流出规模 3.9 亿美元（前三周为净流出，第四周转为净流入），被动资金净流出 2.0 亿美元。

EPL 框架综合看：货币政策转向宽松有望为股市带来利好，但全球贸易环境、周边地缘¹⁰不确定性预计持续扰动市场信心，短期印股走势不确定性偏大，关注美印关税谈判进展、印巴局势走向（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

¹⁰ 据新华社报道，巴基斯坦和印度两军于当地时间 25 日 1 时 30 分至 2 时 30 分许发生间歇性交火，地点位于巴控克什米尔地区杰赫勒姆谷地的两国实控线附近，目前没有人员伤亡报告。

七、大宗商品（一）黄金：避险属性仍将趋势提升金价中枢，关税谈判动态是影响金价阶段技术调整路径的主要因素，短期波幅或仍大

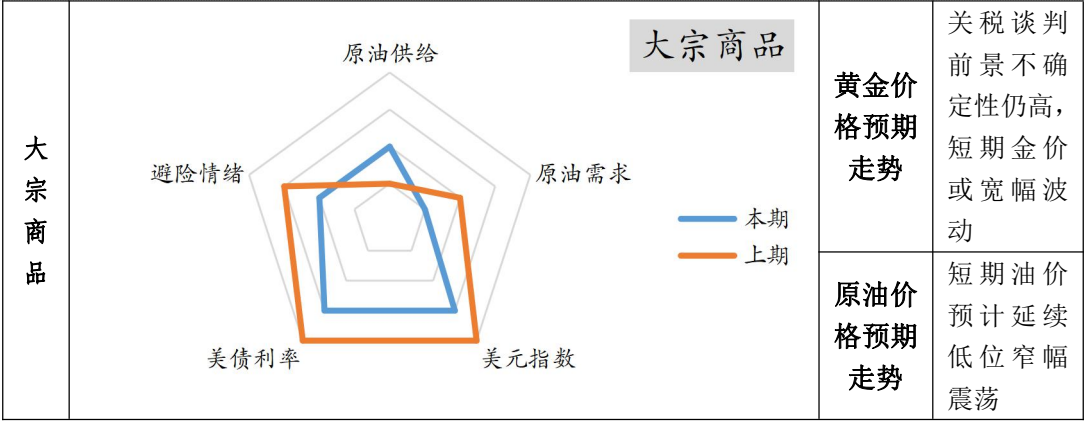
关税政策反复扰动下金价宽幅震荡，4月金价呈“小幅回落—快速攀升—冲高回落”态势，尤其是中旬美元资产“避险”信心受损，一度出现“股债汇三杀”的情况，黄金避险属性强化，9日至21日金价转而快速攀升，持续刷新历史新高，盘中一度突破3,500美元关键点位，COMEX黄金最高触及3,509.9美元，8个交易日内累计大涨14.6%；进入下旬，特朗普政府释放关税摩擦缓和信号，市场风险偏好显著回升，金价冲高回落至3,300美元附近。**往后看**，前期金价上涨过快，关税冲击加大技术性调整节奏，关税谈判仍是影响阶段技术调整路径的主要因素。

（二）原油：油价受经济下行隐忧拖累、但跌破前低的可能性不大，短期预计延续低位窄幅波动，关注OPEC+增产节奏和美伊、俄乌谈判进展

关税政策扰动市场风险情绪，油价急速下挫后企稳回升。“对等关税”加剧了市场对原油需求前景的悲观预期，WTI原油一度跌破60美元关口、最低触及55.12美元，连续5个交易日走跌（4月2日至8日），累计大幅下跌18.1%，是此次关税风波中跌幅较大的风险资产之一；关税暂缓后跌幅收窄。**往后看**，OPEC+补偿性减产和制裁谈判对市场供给预期悲观的缓和作用有限，叠加关税扰动需求预期明显走弱，

供需缺口预期走阔，短期油价大概率低位窄幅震荡，但再度跌破4月新低的概率不大。重点关注OPEC+增产节奏和美伊、俄乌谈判进展（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

***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。