

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

—地缘冲突短暂扰动市场、关注关税谈判进展
(2025 年 6 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，以伊冲突局势短暂升级，国际金价油价大幅波动；第二，美国《大而美法案》“闯关”成功，中长期料增加财政负担，扰动债市；第三，主要关注国家中，欧央行如期降息，日央行放缓 QT 节奏，印度央行超预期降息降准，提振市场信心。**往后看：**

第一，股市：“对等关税”暂缓期延期至 8 月 1 日，期间各经济体与美国贸易谈判进展仍将是扰动市场情绪的重要线索。降息预期提振下，多数经济体股市预计走势偏强。

第二，关税对各经济体影响逐渐显现，央行货币宽松以稳经济，财政政策延续积极发力。美联储降息渐近，英央行表态称英国经济增长依然疲弱，后续料仍有降息空间，出口放缓背景下日央行进一步加息的概率不大。整体而言，多数国家债市表现大概率弱于股市。

第三，关税、地缘等不确定性仍强，金价料延续高位波动，以伊冲突短暂平息后，油价料回归偏弱震荡格局。关税谈判、地缘局势等因素影响下市场避险情绪或仍有反复，金价料延续高位波动；以伊冲突短暂平息后，油价走势预计重回基本面主导，OPEC+增产预期强化背景下，油价大概率回归区间偏弱震荡格局。

图表：EPL 框架下股债资产走势分析

		流动性 (6 月四周)	6 月涨跌 (截至 30 日)	短期走势展望
股市	美国	6 月四周美股资金流向反复、累计净流入 165.6 亿美元，其中，仅第三周为净流入，其余三周均为净流出	纳指：+6.57% 道指：+4.32% 标普：+4.96%	市场对于关税冲击的预期修复接近完成，美联储降息预期逐渐被计入，关税负面影响滞后显现，但《大而美法案》减税提振增长信心，美股上行仍有压力
	欧洲	6 月四周连续净流入，但规模低于 5 月同期，主动资金净流出，被动资金净流入	富时 100: -0.13% 德国 DAX40: -0.37% 法国 CAC40: -1.11% 欧元区 STOXX50: -1.18%	欧股 7 月预期可延续温和增长，主因欧央行较宽松政策，以及欧元区经济温和复苏态势。但 7 月财报季，工业、化工等出口公司受到的关税冲击可能反映在财报上，亦需关注后续美欧关税谈判进展
	日本	6 月四周日股累计资金净流入，仅第一周净流入，后三周均净流出	日经 225: +6.64%	日本通胀出现降温迹象，日央行边际宽松利好股市
	中国香港	6 月四周配置香港上市公司的资金转为净流入 10.3 亿美元，被动资金是主要支撑	恒指：+3.36%	中美关税谈判有序推进，支持性内需政策积极发力、消费投资韧性增长，中国经济增长动能偏强支持港股趋势走升
	越南	6 月四周累计资金净流出，仅第三周净流入，其余均为资金净流出，被动资金在后三周转转为净流入	胡志明指数： +3.26%	越南国内地方政府模式的改革有望提升国家治理的效率与效能，进而促进经济发展，但需关注 7 月“对等关税”后续政策等外部风险的潜在冲击
	印度	6 月四周印度股市连续净流入，主动资金和被动资金态度相反，分别为净流出 2.6 亿美元、净流入 17.4 亿美元	SENSEX30: +2.65%	经济增速超预期回升、央行降准降息继续利好股市，需关注“对等关税”谈判进展
债市	美国国债	6 月四周连续净流入，本地注册基金净流入是主要支撑，投资级债券净流入规模更大	2Y 美债利率： -17.0BP; 10Y 美债利率： -17.0BP	美联储放松 eSLR 要求对美债提供支持，但《大而美法案》上调债务上限，7 月美债收益率或有阶段上行空间
	中国国债	6 月四周中国债券净流入扩容，被动资金净流入规模较大	2Y 中国国债利率： -9.8BP; 10Y 中国国债利率： -2.4BP	中美关税谈判有序推进，支持性内需政策积极发力、消费投资韧性增长，债券收益率料延续波动走势
	中资美元债	6 月四周中资美元债净流出 0.1 亿美元，较 5 月同期净流出小幅走阔	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.92%	美债利率维持高位，中资美元债市场料延续波动

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	6 月涨跌（截至 30 日）	短期走势展望
黄金	需求：根据世界黄金协会，全球黄金 ETF 净流出 18 亿美元，全球黄金 ETF 基金管理规模下跌了 1% 至 374 亿美元；世界黄金协会最新调查结果显示，95%央行计划未来 12 个月增加黄金储备。	美债利率、美元指数回落	避险情绪波动升温	伦敦现金： +0.30% COMEX 期金： +0.23%	预计短期关税谈判、地缘局势等因素影响下市场避险情绪或仍有反复，市场预期 7 月美联储延续暂停降息，金价料延续高位波动，重点关注关税谈判、美联储议息会议、地缘形势
原油	供给：5 月 31 日，OPEC+成员国同意将 7 月原油供应量增加 41.1 万桶/日，是连续第 3 个月加快恢复生产；5 月 OPEC+实际仅环比增产 16 万桶/日，远不及预期，主要源于伊拉克、阿联酋和俄罗斯为弥补此前超产被要求“补偿减产”，哈萨克斯坦严重超产，导致 OPEC+八国 5 月总产量较配额超出近 40 万桶/日；6 月机构环比小幅上调 2025 年原油供给预测（EIA: +22 万桶/日、IEA: +30 万桶/日）。 需求：世行将 2025 年全球经济增速下调 0.4 个百分点至 2.3%；6 月机构环比小幅下调 2025 年原油需求预测（EIA: -19 万桶/日、IEA: -10 万桶/日）。 库存（EIA）：5 月底 OECD 国家商业原油及石油产品库存为 28.11 亿桶，环比增加 3,199 万桶、为连续第 3 个月增加。	美债利率、美元指数回落	避险情绪波动升温	布伦特原油： +6.42% WTI 原油： +6.88%	短期油价走势重回基本面主导，尽管旺季需求和地缘不确定性仍有一定支撑，但在长期供给过剩压力下预计油价大概率回归区间偏弱震荡格局。后续重点关注 OPEC+产量决议和中东局势进展

正文

一、美国市场展望：“对等关税”负面影响逐步显现，“大而美”法案成功闯关，短期相对利好美股、利空美债

（一）经济：关税政策扰动的负面效应在制造业 PMI、小非农 ADP、零售销售以及 PCE 等数据上显现

5、6 月新增非农就业人数分别为 14.4 万人(季调)、14.7 万人(初值)，均表现出较强的韧性。但 5 月小非农 ADP 私人部门新增就业人数为 2.9 万人，远不及预期(11 万人)且较 4 月(6 万人)有较大程度下行，主因为特朗普政府的“对等关税”政策令私营企业劳动雇佣意愿较为保守。目前 ADP 与非农就业数据的差异表明，美国私营部门就业对于特朗普关税政策的反应更加迅速。5 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.5，相较于 4 月水平(48.7)微降，其中库存指标是拖累 PMI 的主要原因。5 月零售销售环比增速为-0.91%，较 4 月(-0.22%)进一步下滑，其中核心零售销售环比增速为-0.28%，较 4 月(0.04%)转升为跌。5 月 PCE 同比增速为 2.3%，其中核心 PCE 同比增速为 2.7%，均超过 4 月(分别为：2.1%、2.5%)。

（二）政策：6 月美联储议息会议未降息、放宽 eSLR 计划以增强国债市场韧性，《大而美法案》“闯关”成功

6 月美联储议息会议将利率水平维持在 4.25%-4.50% 不变，并在经济报告(SEP)中下调经济增速预测：2025、2026 年 GDP 增速预测下调至 1.4%(从 1.7%)、1.6%(从 1.8%); 上调通胀预测：2025、2026 年 PCE 同比增速分别上调至 3.0%

(从 2.7%)、2.4% (从 2.2%)。点阵图显示 2025 年内降息次数为 2 次 (与前次投票结果一致)，2026 年降息从 2 次减少至 1 次。目前美联储观察 (Fed Watch) 9 月降息至少 25BP 的概率为 72%左右。除此之外，美联储公布了放宽关键资本规定“增强型补充杠杆率 (eSLR)”的计划，此次修订将把控股公司的资本要求从目前的 5%下调至 3.5%-4.5%区间，将有助于增强美国国债市场的韧性，减少市场功能失常的可能性以及美联储在未来压力事件中干预的需要。《大而美法案》“闯关”成功，短期对内需有一定提振作用，但可能加大美国经济“滞胀”压力、抬升美联储谨慎观望情绪 (详见前期报告《怎么看<大而美法案>的经济金融影响》)。

(三) 流动性：美股资金 5 月转为净流出，6 月四周流向反复；美债资金 5 月 6 月连续净流入，投资级债券净流入规模更大

5 月配置**美股**资金转为净流出 13.3 亿美元 (4 月为净流入 291.0 亿美元)。6 月四周¹资金流向反复、累计净流入 165.6 亿美元，仅第三周净流入 371.0 亿美元，其余三周均为净流出；6 月四周境外注册基金²累计净流出 11.7 亿美元，本地注册基金净买入 177.4 亿美元。

5 月**美国债市**资金转为净流入 518.8 亿美元 (4 月为净流出 629.8 亿美元)。6 月四周连续净流入、共 224.6 亿美

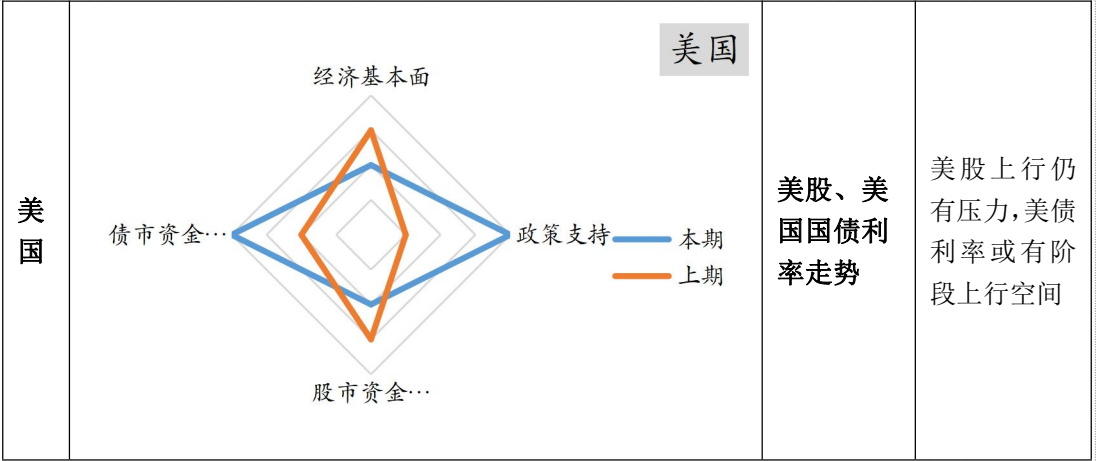
¹ 六月四周：第一周 (5.29-6.4)，第二周 (6.5-6.11)，第三周 (6.12-6.18)，第四周 (6.19-6.25)。

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。

元，本地注册基金净流入是主要支撑（212.6 亿美元），主动资金净流入规模更大为 166.7 亿美元。投资级债券和高收益级债券分别净流入 123.2 亿美元、64.8 亿美元。

EPL 框架综合看：市场对于关税冲击的预期修复接近完成，美联储降息预期逐渐被计入。往后看，关税负面影响滞后显现、但《大而美法案》减税提振增长信心，美股上行仍有压力。美联储放松 eSLR 要求对美债提供支持，但《大而美法案》上调债务上限，7 月美债收益率或有阶段上行空间（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：欧央行较为宽松的货币政策，以及经济温和复苏态势支撑欧股走势；欧债利率仍有下行空间，需警惕非预期关税冲击

（一）经济：5 月欧元区通胀数据下行趋势稳定，5、6 月经济景气连续有所好转

5 月欧元区 CPI（修正值）与初值及预期保持一致，同比增速为 1.9%，较 4 月（2.2%）进一步下降。核心 CPI 同比增速为 2.3%，较 4 月（2.7%）进一步下行。欧元区 5 月经济景气有小幅好转：指数为 94.8，略高于预期（94.0），且高于 3 月该指标水平（93.8），但消费者信心指数依然偏弱，4 月该指标为-15.3，比 3 月该指标水平（-16.6）有小幅好转。6 月欧元区 ZEW 经济景气指数与经济现状指数均有所微升：其中景气指数为 35.3，高于 5 月水平（11.6）；6 月现状指数为（-30.7），高于 5 月该指标水平（-42.4）。

（二）政策：欧央行如期降息，英央行如期维持利率水平不变

欧央行议息会议如期降息 25BP，目前基准利率（主要再融资利率）、存款便利利率（隔夜存款利率）、边际贷款利率（隔夜贷款利率）分别为 2.15%、2.0%、2.4%。英央行议息会议维持基准利率水平在 4.25% 不变（投票结果为 6-3），同时货币委员会认为英国经济增长依然疲弱，英央行预期英国第二季度 GDP 环比增速约为 0.25%，但 CPI 同比增速预期可能在 9 月达到 3.7%。

（三）流动性：欧股资金 5 月净流入扩容，6 月延续净流入；欧债资金亦连续净流入、投资级债券净流入规模更大

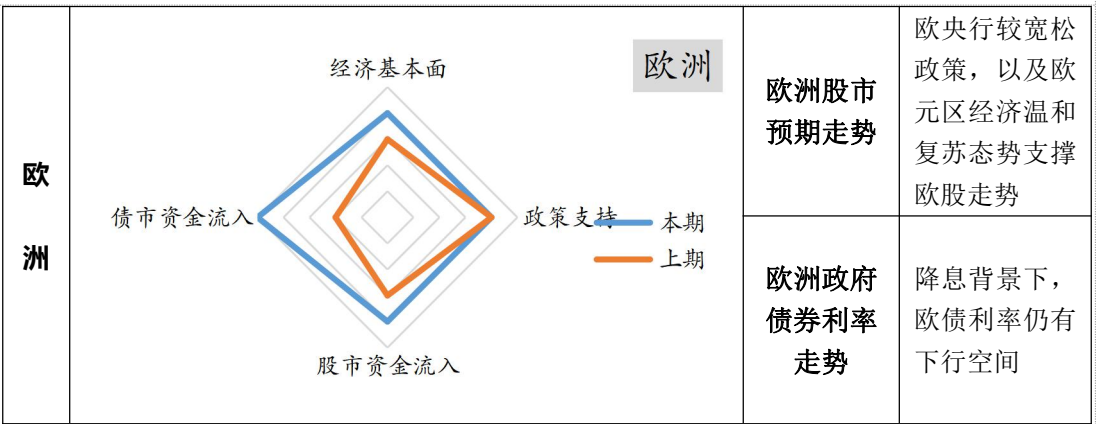
5 月配置欧洲股市的资金净流入扩容至 121.0 亿美元（4 月净流入 108.9 亿美元）。6 月四周连续净流入、共 105.5 亿美元，低于 5 月同期（净流入 167.3 亿美元），主动资金

与被动资金态度相反，分别为净流出 27.7 亿美元、净流入 133.2 亿美元。

5 月欧洲债市转回净流入 213.5 亿美元（4 月为净流出 12.6 亿美元）。6 月四周债市连续净流入、共 139.3 亿美元，主动资金累计净流入 84.4 亿美元，较被动资金（54.9 亿美元）更大；投资级债券累计净流入 122.1 亿美元，高收益债券累计净流入 20.9 亿美元。

EPL 框架综合看：欧股 7 月预期可延续温和增长，主因欧央行较宽松政策，以及欧元区经济温和复苏态势。但 7 月财报季，工业、化工等出口公司受到的关税冲击可能反映在财报上，亦需关注后续美欧关税谈判进展（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：通胀出现降温信号，日央行边际转鸽、利好股市债市

（一）经济：出口放缓，通胀出现降温信号，贸易谈判陷僵局

日本家庭收支低迷，日本 4 月家庭实际收入同比持平（前值-2.0%），家庭实际支出增速同比-0.1%（前值 2.1%）。受美国 232 关税影响，出口显著放缓。5 月出口同比减 1.7%（前值 2.0%、2024 年均值 6.5%），分产品看主要受运输设备及钢铁出口拉动率（-2.8%）拖累。分国别看对美、对华出口放缓（同比拉动率-2.3%、-1.7%）为主要原因。景气趋于恢复，6 月制造业 PMI 重新扩张至 50.4（前值 49.4）、服务业 PMI 略回升至 51.5（前值 51.0）；5 月新增就业 72 万人（前值 46 万人），失业率维持 2.5% 的低位（前值 2.5%）。日本通胀压力高企，但已出现边际放缓迹象。5 月 CPI 同比涨 3.5%（前值 3.6%）、剔除食品及能源的 CPI 同比涨 3.3%（前值 3.0%），东京都 6 月 CPI 同比降至 3.1%（前值 3.4%）、剔除生鲜食品及能源的 CPI 同比降至 3.1%（前值 3.3%），特别地，米价开始下跌，至 6 月 23 日价格已降至 5 公斤 3,920 日元（约合人民币 193.2 元），或预示本轮米价引起的成本性通胀见顶。美日关税谈判陷阶段僵局。在核心议题汽车关税方面，日方贸易代表赤泽亮正称美国对日汽车关税“不可接受”，但特朗普暗示其不会撤销对汽车加征的 232 关税³。

（二）政策：日央行放缓 QT 节奏

日央行维持无担保隔夜利率于 0.50%，但宣布放缓 2026 年 4 月之后减少购债的步伐（自每季度减少购买 4,000 亿日元放缓至每季度减少购买 2,000 亿日元），实际上延缓了政

³ 6 月 29 日，美国总统特朗普在接受福克斯新闻采访时，再次表达对美日汽车贸易的不满。他表示，“我可以给你写封信，上面写着‘亲爱的日本，你将为汽车支付 25% 的关税’”。

策正常化速度（也即边际宽松）。预计下半年外部对美贸易有所收缩、内部私人消费较为低迷、金融市场超长债利率尚不稳定背景下，进一步加息概率不大。

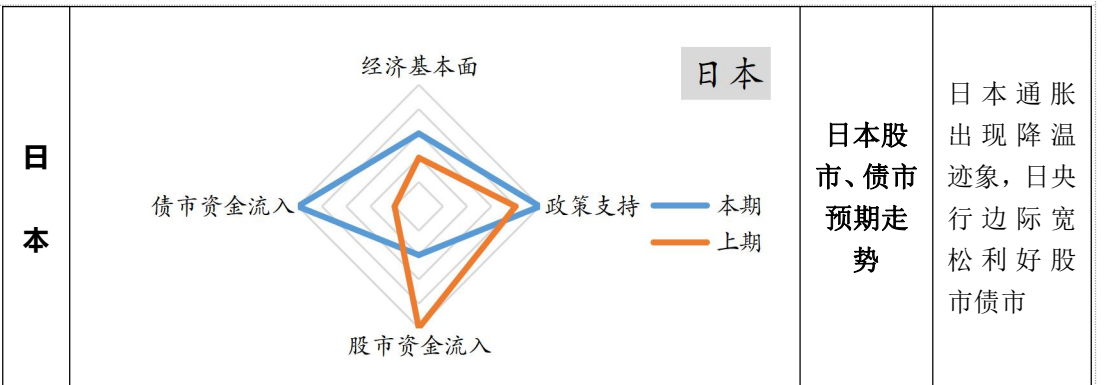
（三）流动性：5月外资对日股的资金配置从股市转向债市，6月股市债市均为资金净流入

5月配置日本股市资金时隔4个月转为净流出73.5亿美元。6月四周日股累计资金净流入31.0亿美元（第一周净流入，后三周均净流出），注册在境外基金仍连续净流入。

5月日本债市资金转为净流入3.4亿美元。6月四周日本债市累计资金净流入3.7亿美元，略高于上月同期（3.05亿美元），注册在境外的基金是主要支撑、净流入3.5亿美元，主动资金净流入规模更大为2.3亿美元。

EPL 框架综合看：日本通胀出现降温迹象，日央行边际宽松利好股市债市（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：中美关税谈判有序推进，支持性内

需政策积极发力，中国经济增长动能偏强支持 AH 股趋势走升，债券收益率料延续波动走势

（一）经济：5 月中国内地消费超预期改善，出口及投资增速放缓；“抢进口”提升香港外需韧性，消费转升，金融项延续反弹

中国内地消费超预期改善，5 月社会消费品零售总额同比增加 6.4%（预期 4.9%；4 月 5.1%）。以旧换新政策延续发力、叠加“618”大促提前开启，商品零售额提速增长（5 月 6.5%；4 月 5.1%）。投资增长有所放缓，前 5 月固定资产投资同比增 3.7%（前 4 月 4%；），广义基建投资（10.4%）、制造业投资（8.5%）形成积极支撑、但增速小幅放缓，期待增量政策落地。出口增速回落（5 月 4.8%；4 月 8.1%；3 月 12.3%，美元计），其中，对美出口同比大幅减少 34.5%，对欧盟出口增速进一步加快（5 月 12%；4 月 8.3%），对东盟出口增长（14.8%）保持相对韧性。

香港消费转升，“物流”延续活跃，地产交投仍承压但金融项延续反弹。据“HGC 模型”⁴，赴港“人流（H）”延续高增、消费跌幅放缓。在“五一黄金周”、多项推广活动带动下，5 月访港旅客同比续增 20%至 408 万人次；1-5 月旅客累计同比增 12%。5 月零售业销货值亦同比转升 2.4%，至 313 亿港元，1-5 月零售销售额同比跌幅收窄至 4.0%。“抢进

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。

口”提振“物流（G）”活跃度，5月商品出口、进口货值同比增速分别扩大至15.5%、18.9%（4月：+14.7%、+15.8%）。其中，出口至日本（+96%）、马来西亚（+55%）、中国台湾（+55%）和中国内地（+17.6%）等目的地的升幅较明显；出口至英国（-52%）和美国（-18%）等地的货值下跌。“资金流（C）”地产项有所承压，金融项延续走强。5月住宅楼宇买卖合约量、额同比续跌8%、28%；楼价转升，5月官方楼价指数环比升约0.03%至286.6点，连续两个月回升，但同比仍跌6.2%。租金指数连升6个月至195.2点，环比升0.7%，同比升2.7%。6月，中美经贸磋商机制首次会议举行、原则上达成协议框架，提振市场风险偏好。恒指6月收涨3.4%；港股成交放量，主板日均成交额逾2,300亿港元。6月共15只新股上市，募资总额264亿港元。港交所主板IPO申请仍有逾200宗，新股储备充足。

（二）政策：中美伦敦谈判就关键议题达成初步共识，“跨境支付通”正式推出，《香港数字资产发展政策宣言2.0》公布

6月25日中国人民银行（人行）召开2025年第二季度例会，会议延续“适度宽松”的货币政策基调，删除“适时降准降息”的表述，经济增长韧性较强背景下，短期内再次降准降息的必要性或有所减弱。6月9-10日中美经贸磋商机制首次会议于在伦敦举行，会谈后中美双方团队保持着密切沟通，并进一步确认框架细节，中方将依法审批符合条件的

管制物项出口申请，美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施。

香港金融管理局与人民银行于6月22日推出“跨境支付通”，两地金融基础设施互联互通更进一步。《香港数字资产发展政策宣言 2.0》于6月26日公布，新宣言涵盖四大范畴，包括优化法律与监管、扩展代币化产品种类、推进应用场景及跨界别合作、人才与合作伙伴发展，致力于推动香港成为数字资产领域的全球创新中心（详见前期报告《<香港数字资产发展政策宣言 2.0>简析》）。

（三）流动性：配置中国股市的资金短暂净流出，配置中国债市的资金连续净流入、规模创历史新高

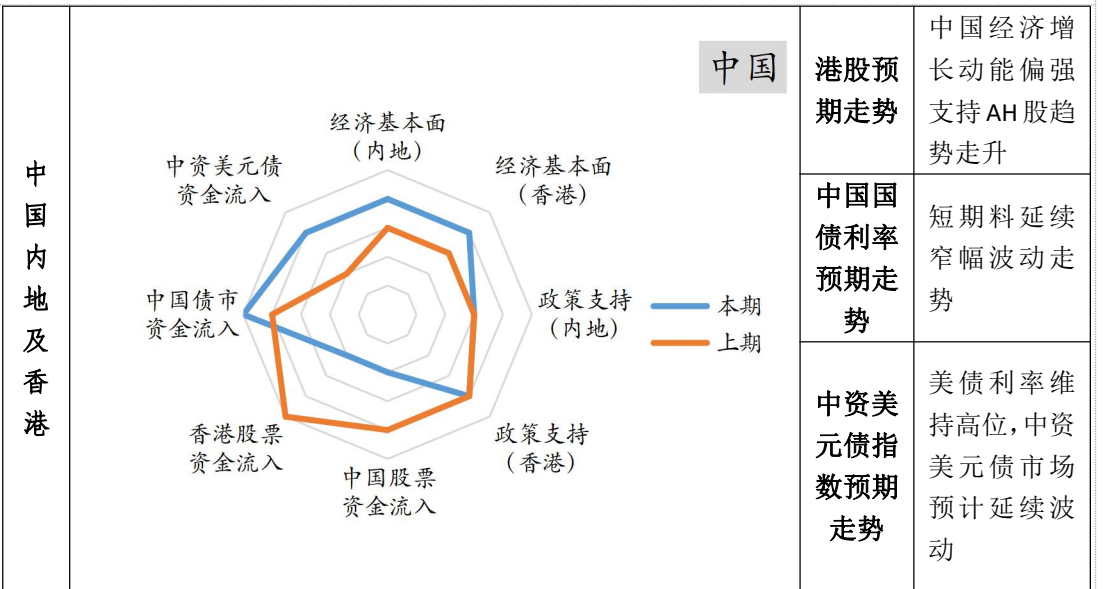
5月配置中国上市公司（包括在A股、H股和美股上市的中国企业）转为净流出85.9亿美元（4月为净流入205.6亿美元）；配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金小幅净流出5.6亿美元；港股通南向资金净买入额高位回落至456.2亿港元。6月四周配置中国上市公司的资金累计净流出6.8亿美元，较上月同期（净流出81.1亿美元）收窄；配置香港上市公司的资金累计净流入转为10.3亿美元（上月同期为净流出4.7亿美元），被动资金是主要支撑。

5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）的资金净流入延续扩容28.4亿美元至52.6亿美元，是2003年有数据记录以来的最高水平，其中注册于本地的基金大幅净流入48.6亿美元；根据人行公布的数

据，5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、环比降 2.2%、同比升 3.0%；中资美元债净流出 0.09 亿美元，较 4 月净流出 0.5 亿美元收窄。6 月四周 EPFR 统计基金配置中国债券净流入扩容至 107.8 亿美元（5 月同期为净流入 45.0 亿美元），本地注册基金净流入 105.3 亿美元，被动资金净流入 106.0 亿美元，较上月增加 62.7 亿美元，主动资金净流入 1.8 亿美元，较上月同期变化不大；中资美元债净流出 0.1 亿美元，较 5 月同期净流出（0.06 亿美元）小幅走阔。

EPL 框架综合看：中美关税谈判有序推进，支持性内需政策积极发力、消费投资韧性增长，中国经济增长动能偏强支持 AH 股趋势走升，债券收益率料延续波动走势。

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、越南市场展望：越南政府改革有望提升国家治理效

能，支持越南股市，但需关注“对等关税”潜在冲击

（一）经济：制造业呈现积极复苏态势，外商投资与贸易活动保持活跃

制造业呈现积极复苏态势。5月，越南制造业采购经理人指数（PMI）为49.8，较上月的45.6有所改善，制造业商业环境正逐步趋稳。同时，5月工业生产指数（IIP）环比增长4.3%，同比增长9.4%，其中加工制造业同比增长11%是主要动力。外商投资与贸易活动保持活跃。2025年前5个月，越南货物进出口总额同比增长15.7%，出口额增长14.0%，进口额增长17.5%，实现贸易顺差46.7亿美元。同期，越南注册外商直接投资总额同比激增超51%，达到约184亿美元。

（二）政策：越南修订宪法，实施“省与乡”两级地方政府管理模式

越南修订宪法和重新组织地方政府模式，以构建更加精简、高效且贴近民众的行政体系。2025年6月，越南第十五届国会第九次会议通过了关于修改2013年《宪法》若干条款的决议以及《地方政权组织法（修正案）》等。此次宪法修订涵盖了越南祖国阵线和政治社会组织、工会等相关规定，以及行政组织和地方政府组织的条款等内容。修宪的核心目标在于精简党政机构架构，简化行政手续流程，从而提升国家治理的效率与效能。2025年7月1日起，越南实施两级地方政府组织模式，即省级和乡级，全国将设立34个省级行

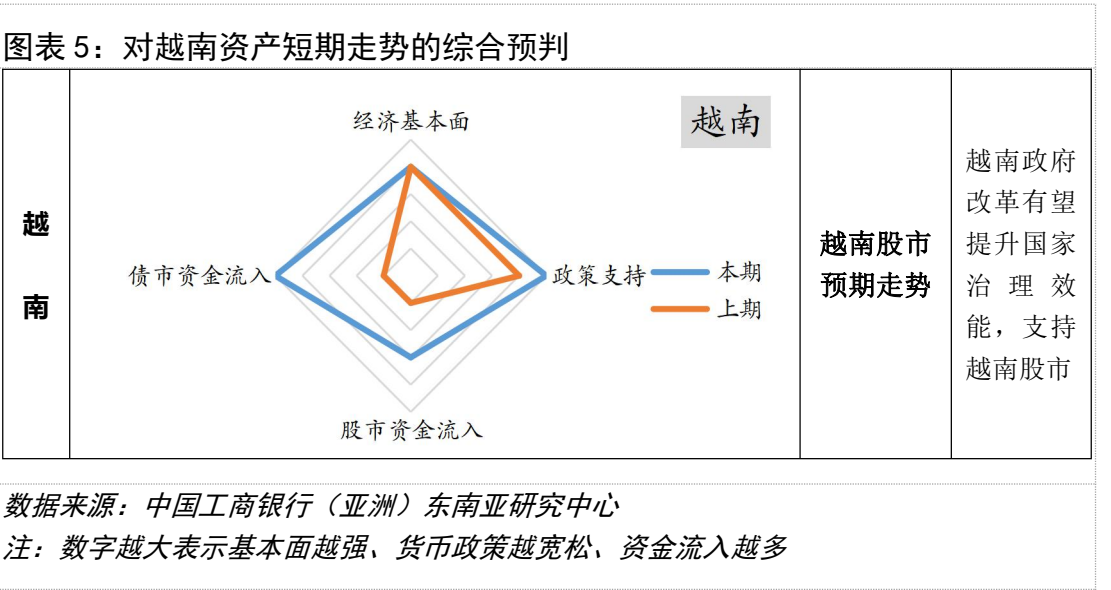
政单位。此外，越南国会通过决议将在胡志明市和岘港市设立国际金融中心。

（三）流动性：越南股市资金净流出收窄、债市资金转为净流入

5月配置越南股市的资金净流出收窄至0.5亿美元（4月为净流出2.9亿美元）。6月四周累计净流出0.43亿美元，仅第三周净流入，其余均为资金净流出，主动资金连续四周净流出，被动资金在后三周转为连续净流入。

5月配置越南债市的资金时隔两个月转为净流入305.9万美元，4月为净流出828.2万美元；6月四周越南债市资金净流入共242.9万美元，前三周为资金净流入，第四周转转为净流出。

EPL 框架综合看：越南国内地方政府模式的改革有望提升国家治理的效率与效能，进而促进经济发展，但需关注7月“对等关税”后续政策等外部风险的潜在冲击（见图表5）。



六、印度市场展望：经济增速超预期回升、央行降准降息继续利好股市

（一）经济：年初经济增速超预期回升，外需走弱

2025 年一季度 GDP 同比增长 7.4%（预期 6.8%，前值上修至 6.4%），强劲内需、贸易顺差扩大是支持经济复苏的主要动力⁵。外需显现走弱迹象，5 月货物出口同比转负（-2.2%、前值+9.0%），其中对美国抢出口效应减弱（16.9%、前值 27.3%），伴随关税政策、地缘不确定性上升，年内外需或持续承压，但央行降准降息有望为经济提供积极支持。央行预计 2025-26 年 GDP 增长预测值为 6.5%。

（二）政策：央行超预期降息降准，立场转向“中立”

6 月 6 日，央行降息 50BP⁶，理由是通胀显著回落至目标水平以下⁷，地缘紧张局势、全球贸易和天气相关的不确定性对经济构成下行风险，须提前降息增强增长势头；同时将政策立场由“宽松”转向“中性”，为政策预留灵活性。同日，央行宣布降准 100BP，将于 9-11 月分四次进行、每次降 25BP⁸，预计释放约 2.5 万亿卢比的流动性。

（三）流动性：5 月印度股市资金净流入收窄、债市净流入增加；6 月印度股市和债市均为净流入

⁵ 投资增长提速（7.8%、前值 4.9%）、消费（4.7%、前值：8.3%）增长放缓但维持韧性，对整体经济增长合计拉动 5.8%；进口大幅回落（-12.7%、前值-2.1%）、出口保持增长（3.9%、前值 10.8%）推动贸易顺差扩大至 1.91 万亿卢比。

⁶ 将政策回购利率自 6.00%下调至 5.50%，相应地，常备存款便利（SDF）利率自 5.75%下调至 5.25%；边际常备便利（MSF）利率和银行利率自 6.25%下调至 5.75%。

⁷ 5 月通胀延续超预期降温至 2.82%（预期 2.98%，前值 3.16%），央行将 2025-26 财年通胀预期下调至 3.7%（4 月预测 4.0%）。

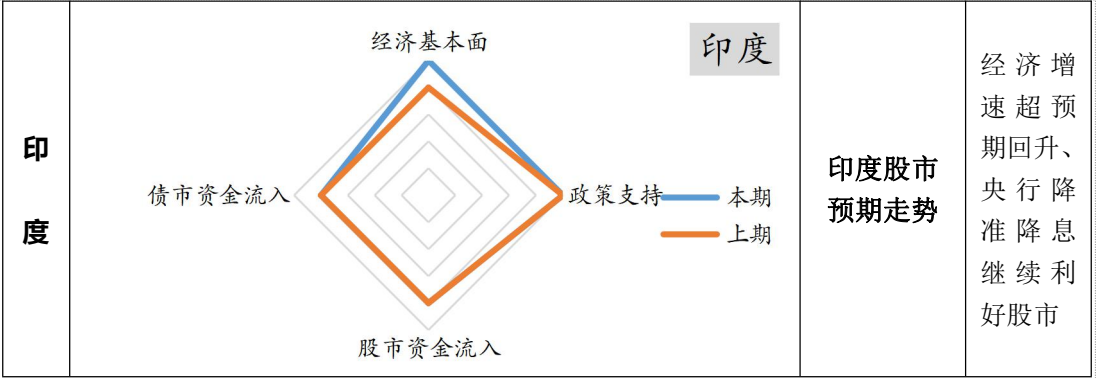
⁸ 生效日期分别为 2025 年 9 月 6 日、10 月 4 日、11 月 1 日和 11 月 29 日。

5 月印度股市净流入延续收窄 17.0 亿美元至 25.3 亿美元。6 月四周印度股市连续净流入、共 14.8 亿美元，主动资金和被动资金态度相反，分别为净流出 2.6 亿美元、净流入 17.4 亿美元。

5 月印度债市资金净流入规模增加 2.6 亿美元至 28.6 亿美元。6 月四周债市资金累计净流入 1.1 亿美元，主动资金和被动资金分别累计净流入 0.34 亿美元、0.75 亿美元。

EPL 框架综合看：经济增速超预期回升、央行降准降息继续利好股市，需关注“对等关税”谈判进展。

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：短期关税、通胀等不确定性因素影响下金价料延续高位波动

避险情绪反复主导下金价延续高位波动。6 月金价在以伊冲突⁹引发的市场避险情绪主导下先涨后跌，13 日伊朗导

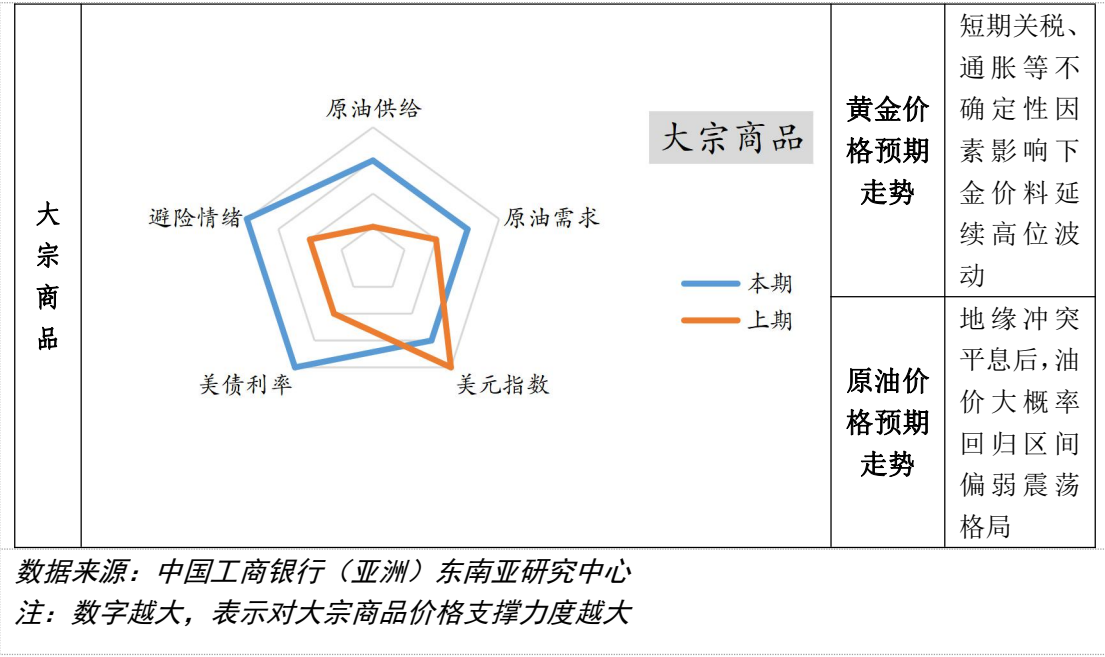
⁹ 6 月中东局势重要事件时间轴：11 日美国撤侨—13 日始以伊互袭—21 日美国突然轰炸伊朗核设施—23 日伊朗“通知式”反击美国—24 日以伊停火。

弹回击伊朗将避险情绪推至巅峰，金价最高升破 3,450 美元关口，进入下半月，中东局势出现转折，23 日伊朗通知式袭击美军基地，市场开始定价战争结束，避险情绪渐进回落，至月末金价在 3,300 美元附近震荡，回吐本次冲突以来涨幅。6 月下旬以来金价在 3,200-3,400 美元区间震荡。往后看，预计短期关税谈判、地缘局势等因素影响下市场避险情绪或仍有反复，市场预期 7 月美联储延续暂停降息，金价料延续高位波动，重点关注关税谈判、美联储议息会议、地缘形势。

（二）原油：OPEC+增产预期强化背景下，油价大概率回归区间偏弱震荡格局

旺季需求和地缘不确定性提振油价中枢走升。6 月上旬，市场预期夏季需求旺季到来将带动原油加工需求增加，叠加主要国家制造业 PMI 向上修复，油价逐步企稳回升；进入中旬，以伊冲突爆发令供给不确定明显增加，地缘政治风险溢价飙升，23 日布伦特原油最高接近 80 美元、为 2024 年 4 月以来高点，随着以伊双方宣布停火，地缘风险溢价快速回落，油价回吐冲突以来所有涨幅。往后看，短期油价走势重回基本面主导，尽管旺季需求和地缘不确定性仍有一定支撑，但在长期供给过剩压力下预计油价大概率回归区间偏弱震荡格局。后续重点关注 OPEC+产量决议和中东局势进展。

图表 7：对大宗商品短期走势的综合预判



***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。