

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

7月宏观经济与大类资产配置观察

阅读摘要

7月全球经济、政策及主要大类资产走势：第一，特朗普政府对“美联储独立性”进行压力测试，美债利率呈“熊陡”趋势；第二，中国“反内卷”政策支持企业利润修复，提振市场对中国中长期经济高质量增长信心；第三，日本参议院选举短暂扰动金融市场。

7月全球股债市场资金流动呈现几个特点：第一，美股资金从6月的大幅净流出转为小幅净流入、主动资金连续8周净流出，美债资金延续净流入、投资级债券净流入规模更大；第二，欧股、欧债资金延续净流入，主动资金更青睐欧债、被动资金更青睐欧股；第三，配置日本股市资金连续净流出，港股通南向资金大幅净流入港股，主动资金流出越南和印度股市。

往后看：

宏观经济和政策：第一，临近“对等关税”暂缓期8月1日，主要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。第二，关税对通胀影响料逐渐显现，央行宽松节奏或审慎。美国商品通胀已开始反映关税负面影响，欧英通胀预期亦有明显升温，后续主要经济体央行货币宽松节奏或审慎，美日央行7月、印度央行8月大概率保持政策利率不变。

股债市场走势：第一，美股上行空间料不大，美债或延续“熊陡”走势；第二，欧股或可延续温和上行、欧债利率大幅下行空间预计不大；第三，“宽财政+紧货币”政策组合，整体利好日股、利空日债；第四，“反内卷”、关税谈判预期乐观，AH股继续走升动能仍坚实，内地债市利率或有小幅上行空间；第五，关注越南股市高位回调风险，印度股市估值水平亦偏高。

金油价格走势：金价预计延续高位调整，油价窄幅波动。关税谈判等多因素影响下市场避险情绪或仍有反复，金料料延续高位调整；OPEC+实际增产不及预期，部分缓解了市场对供给过剩的担忧，叠加旺季需求和地缘不确定性仍有一定支撑，预计短期油价延续窄幅波动。

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 (7 月前三周)	7 月涨跌 (截至 25 日)	短期走势展望
股市	美国	7 月前三周资金连续净流入，境外注册基金是主要支撑，主动资金已连续八周净流出，被动资金则为连续五周净流入	纳指：+3.63% 道指：+1.83% 标普：+2.96%	8 月预期上涨空间有限，美股股指已处于历史高位，叠加市场对于降息预期定价较为充分，《大而美法案》对于基本面支撑有限，但经济数据走弱对美股向下压力逐渐累积
	欧洲	7 月前三周连续净流入，高于 6 月同期，主动资金与被动资金态度相反，分别为净流出 9.3 亿美元、净流入 105.3 亿美元	富时 100: +4.10% 德国 DAX40: +1.29% 法国 CAC40: +2.20% 欧元区 STOXX50: +0.92%	欧股 8 月预期可延续温和升势，欧元区经济温和向好，贸易协议达成降低不确定性是主因
	日本	7 月前三周日股累计资金净流出 22.4 亿美元，主要受注册在境内的基金拖累，主动、被动资金均为累计净流出	日经 225: +2.39%	“宽财政+紧货币”政策组合整体利好日本股市
	中国香港	配置香港上市公司的资金呈净流入，主动、被动资金均为净流入	恒指：+5.47%	中美关税谈判有序进行，市场流动性宽松，叠加内地和香港积极政策接力发力、南向通资金大幅流入，港股趋势走升基础坚实
	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： +11.27%	越南经济基本面整体稳健，国内促发展政策积极，但仍需关注全球贸易政策的不确定性，以及近期越南大盘股指突破历史高位回调风险
	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: -2.56%	股市估值水平相对偏高，短期走势或以震荡调整为主
债市	美国国债	7 月前三周连续净流入，主动资金净流入规模更大，投资级债券净流入大于高收益级债券	2Y 美债利率： +19.0BP; 10Y 美债利率： +16.0BP	美债短端由于降息预期，仍有下行空间，但长短由于市场对美国财政状况担忧或有所上行，整体收益率曲线预期延续“熊陡”走势
	中国国债	7 月前三周配置中国债券累计净流入 38.5 亿美元，本地注册基金为主要支撑，主动、被动资金均为净流入	2Y 中国国债利率： +7.2BP; 10Y 中国国债利率： +8.6BP	中美关税谈判有序推进，支持性内需政策积极发力，三季度专项债和特别国债等发行提速，国债收益率或有小幅走升可能
	中资美元债	中资美元债净流出 674 万美元，较 6 月同期净流出收窄	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.19%	地产积极政策持续落地显效，料提振中资美元债市场走势

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	7 月涨跌（截至 25 日）	短期走势展望
黄金	需求：世界黄金协会报告显示，2025 年二季度全球黄金 ETF 总持有量增加 170.5 吨,为连续第 4 个季度净流入，距离 2020 年 2 季度 433.1 吨的峰值仍有可增长的空间。	美债利率、美元指数反弹	避险情绪有所降温	伦敦现金： +1.70% COMEX 期金： +0.84%	短期关税谈判、地缘等因素影响下市场避险情绪或仍有反复，叠加通胀预期走升背景下 7 月底美联储大概率延续暂停降息，金价料延续高位调整
原油	供给：OPEC+会议决定 8 月、9 月环比增产 54.8 万桶/日，表明 OPEC+将在 9 月完成本轮共计 220 万桶/日的增产并可能进一步超预期增产 166 万桶/日,全球原油供应压力进一步上升;但 6 月 OPEC+环比增产 34.9 万桶/日，低于 41.1 万桶/日的增产目标，连续第 3 个月不及预期。 需求：7 月机构环比小幅下调 2025 年原油需求预测（EIA: -5 万桶/日、IEA: -1.6 万桶/日）。 库存（EIA）：6 月底 OECD 国家商业原油及石油产品库存为 27.96 亿桶，环比小幅减少 42.3 万桶。	美债利率、美元指数反弹	避险情绪有所降温	布伦特原油： +1.46% WTI 原油： +0.15%	OPEC+ 实际增产不及预期部分缓解了市场对供给过剩的担忧，叠加旺季需求和地缘不确定性仍有一定支撑，预计短期油价料窄幅波动

一、美国市场展望：特朗普推进关税谈判，利好美股但阶段高位下后续上涨空间或有限，美债短端利率仍有下行空间

（一）经济：PMI 与零售销售数据仍较乐观，特朗普政府移民新政窗口期内劳动力市场数据分化，关税对商品通胀影响显现、服务通胀影响仍未显现

制造业与零售销售有所回温。6 月 ISM 制造业 PMI 为 49.0，较前值（48.5）小幅回升，非制造业 PMI（50.8）升超荣枯线（前值 49.9）；6 月零售销售环比增速 0.64%、转降为升（前值-0.87%），其中核心零售销售环比增速为 0.54%，亦大幅超过 5 月水平（-0.15%）。劳动力市场数据分化。美国 6 月 ADP 就业人数（季调）大幅下滑、缩减 3.3 万人，较 5 月（增加 2.9 万人）以及 2025 年最高点（1 月上修后增加 18.6 万人）均有较大幅度降温；但新增非农就业人数基本保持增长趋势，上半年月均复合增速为 5.8%。除了政府部门就业对于非农就业的扰动外，特朗普政府移民新政“无排期+双递交”窗口期内劳动移民数量增速明显加快¹，为上半年就业市场韧性提供一定支撑。关税效应“尚未达服务价格”。6 月 CPI 同比增速为 2.7%，较前值（2.4%）显著回升，且超出预期水平（2.6%）；其中核心通胀同比增速为 2.9%，亦超出 5 月该指标水平

¹ 2025 年 6 月美国移民局发布排期预警，明确 EB-5 预留项目签证类别将面临排期，当前“无排期+双递交”的黄金窗口期仅剩最后几个月。窗口期内，申请人可同时递交 I-526E（投资移民申请）和 I-485（身份调整申请），最快 6 个月即可获批 I-526E，并同步获得工卡和回美纸，无需等待排期。当地时间 6 月 30 日，美国移民局 USCIS 发布 2025 财年第二季度（2025 年 1-3 月）申请数据，EB-5 新政申请量激增 35%再创新高。

(2.8%), 从分项来看, 商品通胀是主要推动因素, 服务性通胀目前暂未反映关税影响。

(二) 政策: 特朗普政府对“美联储独立性”进行压力测试、“罕见”视察美联储, “对等关税”暂缓期再次到期前美国加速推进关税多边谈判

特朗普政府积极施压美联储降息。7月16日特朗普在与国会共和党人的闭门会议中声称将“解雇鲍威尔”, 美债收益率曲线现“熊陡”, 降息预期提升、短债收益率下行, 但对美联储独立性风险的担忧令10年期、30年期国债收益率跳涨。特朗普随后公开表示“不打算”采取任何行动罢免鲍威尔, 市场反应回落, 10-30年期国债收益率点差回落至60BP以内。鉴于市场明显波动, 此次“压力测试”佐证美联储独立性对于金融体系的重要性; 但同时, 由于调整力度“小于预期”, 市场亦担心此次“压力测试”提升特朗普政府未来非预期决策的可能性。美东时间7月24日美股尾盘时间, 特朗普到美联储总部视察, 当场质疑美联储大楼翻修成本超支。前次美国总统到访美联储总部还是2006年, 时任总统小布什到场参加伯南克就职仪式。**“对等关税”暂缓期再次届满前美国加速推进贸易谈判。**特朗普签署行政令延长“对等关税”90天暂缓期, 将实施时间推迟到8月1日, 并表示给150多个国家发函告知关税税率, 或有可能征税10%-15%。随后, 美国与日本(15%关税+5500亿美元投资)、菲律宾(19%+

美国输美商品 0 税率)、印尼 (19%+美国对印尼出口享受免关税和非关税壁垒待遇)、欧盟 (15%关税+6000 亿美元投资+采购超 7500 亿美元能源产品) 等经济体陆续达成贸易协议。中美将于 7 月 28 日在瑞典斯德哥尔摩开启第三轮谈判, 预计将延续前两次 (日内瓦、伦敦) 谈判成果, 并进一步具体化协议框架内容。之前, 美方撤销了英伟达出口中国 H20 芯片的禁令。

(三) 流动性: 美股资金从 6 月大幅净流出转为 7 月前三周小幅净流入、主动资金连续八周净流出, 美债资金延续净流入、投资级债券净流入规模更大

6 月配置美股资金净流出扩大至 396.4 亿美元 (5 月为净流出 13.3 亿美元)。7 月前三周²资金连续净流入、共计 66.6 亿美元, 较 6 月同期 (累计净流入 216.1 亿美元) 净流入规模收窄, 境外注册基金³累计净流入 55.5 亿美元是主要支撑, 主动资金已连续八周净流出, 被动资金则为连续五周净流入 (7 月前三周累计净流入 149.2 亿美元)。

6 月美国债市资金净流入规模扩大至 628.2 亿美元 (5 月为净流入 518.8 亿美元)。7 月前三周连续净流入、共 267.9 亿美元, 本地、境外注册基金净流入分别为 211.8 亿美元、56.1 亿美元, 主动资金净流入规模更大为 200.1 亿美元, 投资级债券净流入 186.7 亿美元, 大于高收益级债券净流入

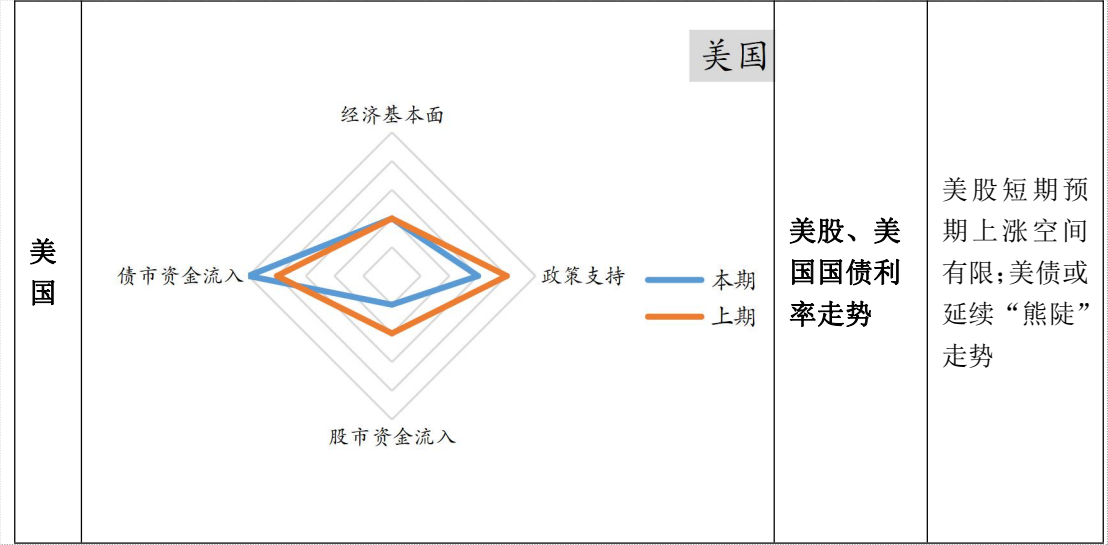
² 七月前三周: 第一周 (6.26-7.02), 第二周 (7.03-7.09), 第三周 (7.10-7.16)。

³ 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。

42.6 亿美元。

EPL 框架综合看：美股 8 月预期上涨空间有限，市场对于降息的计入较为充分，《大而美法案》对于基本面支撑有限，但经济数据走弱对美股向下压力逐渐累积。美债短端由于降息预期仍有下行空间，但长端因政状况担忧或有所上行，整体美债收益率曲线预期延续“熊陡”走势（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：欧元区经济温和回暖、贸易协议达成减轻不确定性等料可为欧股提供支持，欧债利率大幅下行空间或不大

（一）经济：通胀水平相对稳定，经济景气温和回暖

欧元区 6 月 CPI 同比增速（初值）为 2.0%，高于前值（1.9%），符合预期；其中核心 CPI 同比增速（初值）为 2.3%，与前值持平；5 月失业率 6.3%，较 4 月（6.2%）小幅回升；

5 月零售销售同比增速为 1.8%，较 4 月（2.3%）有所下滑，但高于预期（1.2%）。6 月 S&P 制造业 PMI 为 49.5，较前值、预测值（均为 49.4）微升，但仍在荣枯线之下。

（二）政策：欧央行如期暂停降息、降息或已至尾声

欧央行如期暂停降息，释放鹰派信号。欧央行于 7 月 24 日召开议息会议，如期维持三大政策利率水平不变。存款便利利率维持在 2.0%，主要再融资利率维持在 2.15%，边际贷款便利利率维持在 2.4%。此次为 2024 年 6 月之后，欧央行首次暂停降息。欧洲央行表示，当前通胀水平已达到 2% 目标，国内价格压力持续缓解，工资增长放缓。2025 年欧元区经济在复杂的全球环境中总体保持韧性（一季度 GDP 增速：0.6%）。但由于全球环境仍较为复杂，尤其是关税谈判依然在持续，风险不可忽视。此次会议中，欧洲央行行长拉加德强化了此前提到的“欧央行正接近货币政策周期的终点”。市场预期欧央行下一次降息可能推迟至 12 月，但若经济表现较好也许降息周期结束。

（三）流动性：6 月欧股、欧债资金净流入均收窄，7 月前三周欧股、欧债均连续净流入，主动资金更青睐欧债、被动资金更青睐欧股

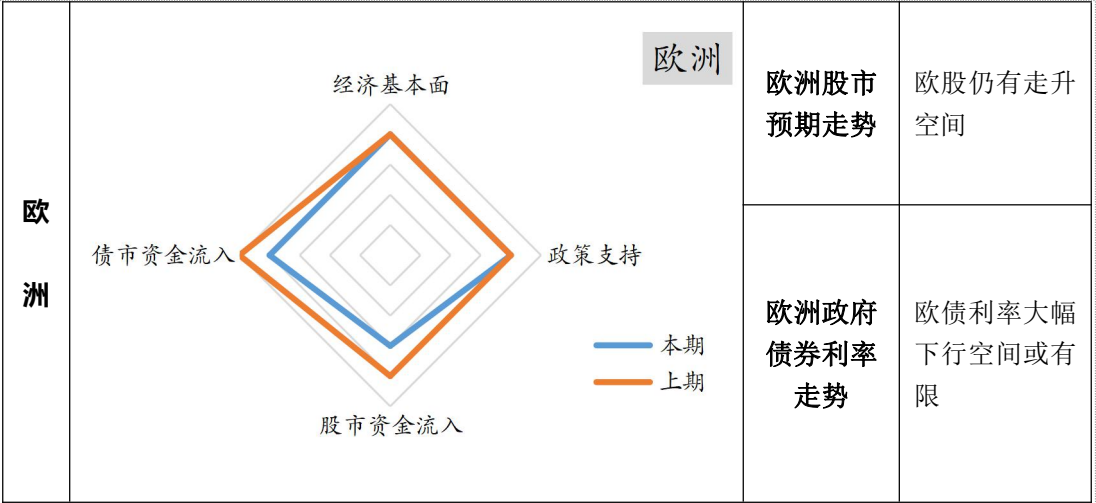
6 月配置欧洲股市的资金净流入收窄至 79.7 亿美元（5 月净流入 121.0 亿美元）。7 月前三周连续净流入、共 96.0 亿美元，高于 6 月同期（净流入 72.8 亿美元），主动资金与被动资金态度相反，分别为净流出 9.3 亿美元、净流入

105.3 亿美元。

6 月欧洲债市净流入收窄至 175.9 亿美元（5 月为净流入 213.5 亿美元）。7 月前三周债市连续净流入、共 130.9 亿美元，略小于 6 月同期的 134.5 亿美元，主动资金累计净流入 96.2 亿美元，较被动资金（34.7 亿美元）更大；投资级、高收益债券分别累计净流入 76.1 亿美元、25.2 亿美元。

EPL 框架综合看：欧股 8 月预期可延续温和增长，欧元区经济温和回暖、贸易协议达成降低不确定性等是主因；考虑到欧元区短期继续降息概率偏低、欧洲利率大幅下行空间或有限（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：国内滞胀压力走升、叠加执政党选举失利，“宽财政+紧货币”政策组合可期，利好股市、利空债市

（一）经济：私人消费低迷、出口受关税影响放缓，通胀放缓但核心通胀仍在上行

日本居民收入低迷，5月家庭实际收入同比增0.4%（前值持平）。受关税政策影响，出口放缓迹象明显。6月出口同比减0.5%（前值-1.7%、2024年6.5%）；分产品看，主要受运输设备及钢铁（出口拉动率-1.4%）拖累⁴；分国别看，对美出口放缓（出口拉动率-2.4%）为主要原因。但美日7月下旬达成贸易协定，后续核心产业受冲击力度或可减弱。美国对日征收15%关税（含汽车），钢铁及铝关税维持50%⁵不变，日本对美投资5,500亿美元并对美开放汽车、农产品等市场。经济景气分化，7月制造业PMI降至48.8（前值50.1）、服务业PMI升至53.5（前值51.7）。通胀总体放缓，但核心通胀仍上行，6月CPI同比涨3.3%（前值3.5%）、剔除生鲜食品及能源的CPI同比涨3.4%（前值3.3%）。就业市场强劲，5月同比新增就业72万人（前值46万人），失业率维持2.5%的低位（前值2.5%）。

（二）政策：执政联盟失去参众两院多数席位，后续在野党或推动下调消费税税率

自公执政联盟失去参议院多数席位。2025年参议院改选中执政联盟（自民党+公明党）仅获得47席⁶，加上75席非改选席位依然无法获得过半席位⁷。继2024年在众议院

⁴ 受美国232关税影响的商品出口收缩幅度较大，二季度日本运输设备、钢铁出口分别同比减少5.8%、15.5%。

⁵ 美国于3月对钢铁、铝加征25%关税，6月对钢铁、铝关税加征至50%（英国除外）。

⁶ 其中自民党获得39席，公明党获得8席。

⁷ 日本参议院共248席，每三年改选其中一半席位，本次自民、公明两党有75席是非改选席位，也就是说在改选席位中自民、公明两党至少要拿到50席才能保证过半席位，但此次仅获得47席，未能过半。

选举失去多数席位后，自公执政联盟再度失去参议院多数席位，自此日本参众两院均出现“少数执政”局面，政坛不确定性显著上升⁸。由于大多数在野党主张推动消费税（现行税率：食品 8%，非食品 10%）下调，有望提振目前疲软的私人消费，但可能加剧财政负担。

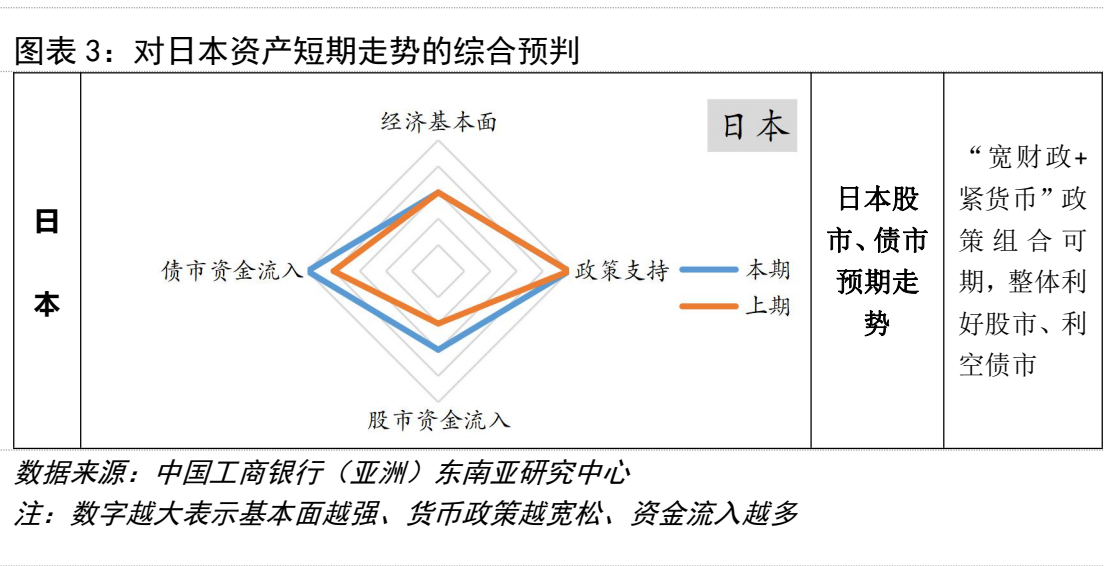
（三）流动性：6 月日股资金净流出收窄、7 月前三周延续净流出，6 月债市净流入增加、7 月前三周延续净流入

6 月配置日本股市资金净流出收窄至 25.7 亿美元（5 月为净流出 73.5 亿美元）。7 月前三周日股累计资金净流出 22.4 亿美元（第二周净流入，第一、三周均净流出），主要受注册在境内的基金累计净流出 38.8 亿美元的拖累，主动、被动资金均为累计净流出（3.2 亿美元、19.2 亿美元）。

6 月日本债市资金净流入增加 1.4 亿美元至 4.8 亿美元。7 月前三周日本债市延续资金净流入、共 4.9 亿美元，注册在境外的基金是主要支撑、累计净流入 5.0 亿美元，主动、被动资金分别净流入 2.9 亿美元、2.1 亿美元。

EPL 框架综合看：国内滞涨压力走升、叠加执政党选举失利，“宽财政+紧货币”政策组合可期，整体利好股市、利空债市（见图表 3）。

⁸ 后续不排除首相石破茂被自民党内部追究败选责任而下台，以及自民党解散众议院重选的可能性。



四、中国市场展望：经济表现积极，反内卷政策支持企业利润修复，AH 股走升基础仍坚实

（一）经济：二季度内地经济超预期增长，“物流”、“资金流”、“人流”活跃度走升提振香港经济表现

中国内地二季度 GDP 增长 5.2%(预期 5.17%; 前值 5.4%), 其中: 社会消费品零售总额 6 月同比增长 4.8%(预期: 5.56%), 餐饮收入 (0.9%, 前值 5.9%)、商品零售 (5.3%, 前值 6.5%) 增速有所走低; 固定资产投资前 6 月同比增长 2.8%, 广义基建投资 (8.9%)、制造业投资 (7.5%) 均保持较快增长, 但增速连续 3 个月有所放缓; 6 月出口同比增长 5.8% (预期: 3.2%, 前值 4.8%); 中美日内瓦贸易谈判等积极因素显现, 对美出口增速提升 (6 月-16.1%, 前值-34.5%)。

“抢进口”提升香港外需韧性，利率下行提振地产交投升温、资本市场交投延续活跃，消费转升。据“HGC 模型”⁹，

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

“抢进口”效应前置部分出口需求，提振“物流（G）”，5月商品出口、进口货值同比增速分别扩大至15.5%、18.9%，但多因素仍抬升市场观望情绪，香港贸发局二季度出口信心指数降至49（为一年来首次低于50），关注中美贸易谈判进展。赴港“人流（H）”延续高增、消费跌幅收窄。5月访港旅客同比续增20%，零售业销货值同比转升2.4%、结束此前连续14个月跌势，暑假来临有望持续提振后续跨境人流量和零售消费。“资金流（C）”地产交投升温，金融项延续走强。受港元利率下行提振，6月住宅楼宇买卖合约量、额同比转升54.4%、77%。“对等关税”暂缓限期，叠加内地经济数据超预期、“反内卷”、万亿雅鲁藏布江水电工程启动，提振市场情绪，截至7月25日恒指7月收涨5.5%，港股主板日均成交额逾2,568亿港元，共9只新股上市、募资总额176亿港元，港交所主板IPO申请仍有逾190宗、新股储备充足。

（二）政策：中央财经委会议再提“反内卷”，两地债券通优化扩容

7月1日中央财经委会议要求“依法依规治理企业低价无序竞争”“推动落后产能有序退出”，近期多个行业相继落实“反内卷”整治行动：光伏减产，内地头部光伏玻璃企业已达成共识，7月起集体减产30%；猪肉减产，多家大型集团猪企收到通知暂停能繁母猪扩产；水泥限产，水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质

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。

量发展工作的意见》，推动行业自律；**钢铁限产**，唐山地区部分钢铁企业收到 7 月限产通知。7 月以来部分行业价格有所回升¹⁰，向后看，企业中长期盈利能力修复可期。

7 月 8 日，中国人民银行和香港金融管理局宣布**三大债券通优化措施**，包括将境内投资者范围扩容至四大非银机构，拓宽离岸回购应用场景，可交易币种由人民币拓宽至美元、欧元、港元等，优化措施将于 8 月 25 日启动，新措施有望提振香港资本市场交投活跃度。

（三）流动性：6 月至 7 月前三周，配置中国上市公司的资金小幅净流出、配置香港上市公司的资金净流入，配置中国债市的资金延续净流入，港股通南向资金大幅买入

6 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 28.6 亿美元（5 月为净流出 85.9 亿美元）；配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金转为净流入 12.9 亿美元；**港股通南向资金净买入额 802.5 亿港元、较上月升 76%**。7 月前三周配置中国上市公司资金累计净流出 34.6 亿美元，其中注册于境外基金净流入 20.9 亿美元，配置香港上市公司资金净流入 19.8 亿美元，主动、被动资金分别累计净流入 0.4 亿美元、19.5 亿美元。

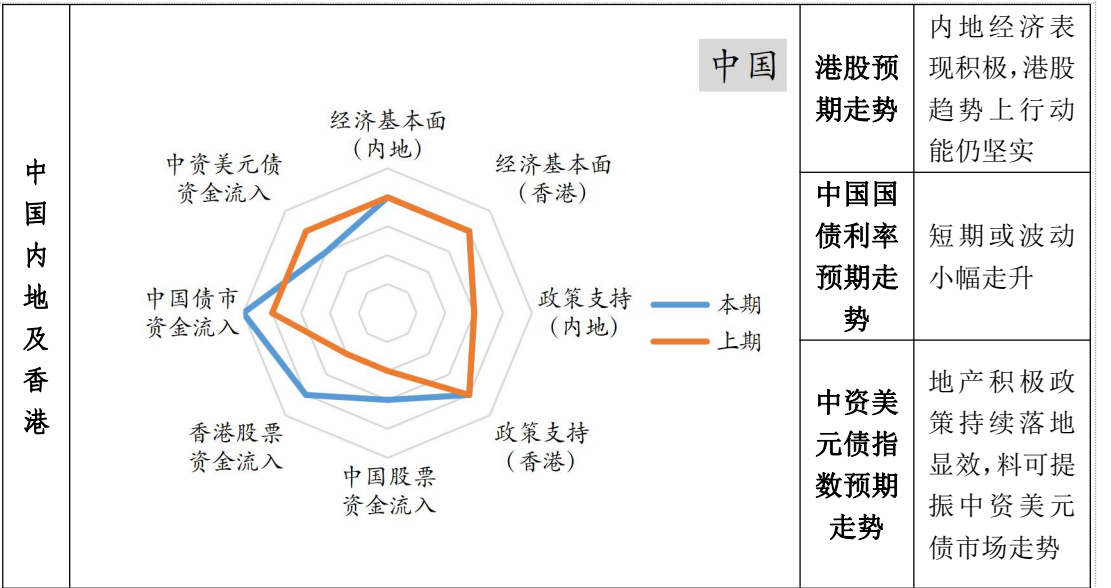
6 月 EPFR 统计基金配置**中国债券**（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金净流入延续扩容至 125.1 亿美元（5 月为净流入 52.6 亿美元），再刷新 2003 年有数据记录以来

¹⁰ 高频数据显示，2025 年 7 月 21 日光伏行业综合价格指数较 6 月 30 日升 18.9%，7 月 22 日螺纹钢现货领先价格较 6 月 30 日升 8.5%，7 月 21 日猪肉批发价格指数较 6 月 30 日升 1.1%。

的最高水平，其中注册于本地的基金大幅净流入 121.2 亿美元；中资美元债净流出小幅扩大至 973 万美元（5 月为净流出 888 万美元）。7 月前三周 EPFR 统计基金配置中国债券净流入 38.5 亿美元（6 月同期为净流入 69.2 亿美元），本地注册基金净流入 39.4 亿美元，主动、被动资金分别净流入 1.3 亿美元、37.1 亿美元；中资美元债净流出 674 万美元，较 6 月同期净流出（1037 万美元）收窄。

EPL 框架综合看：近期内地经济表现积极、中美关税谈判有序进行；向后看，“反内卷”政策有序落地，有望改善企业中长期盈利预期，市场流动性宽松，两地互联互通机制通优化扩容，AH 股料上行动能仍坚实。

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：经济稳健扩张支持股市，关注后续关税协议细节不确定性以及股指高位回调风险

（一）经济：越南二季度经济延续扩张，贸易与外商投资表现亮眼

越南经济延续扩张，2025 年二季度国内生产总值（GDP）同比增长 7.96%（前值：6.93%），越南上半年 GDP 同比增长 7.52%，创下 2011—2025 年期间上半年最高增速。三大产业均保持稳定增长，上半年农、林、渔业同比增长 3.84%，工业和建筑业增长 8.33%，服务业增长 8.14%。贸易与外商投资对经济增长的推动作用显著。上半年越南货物出口总额同比增长 14.4%，进口总额增长 17.9%，实现贸易顺差 76.3 亿美元。上半年吸引 FDI 总额同比增长 32.6%，达到 215.1 亿美元，为 2009 年以来同期最高水平。商业服务业亦实现强劲复苏，在国民消费和旅游需求增长以及国际游客数量上升推动下，上半年社会商品零售和消费服务收入总额同比增 9.3%。

（二）政策：越美初步达成贸易协定，国内积极拓展信贷促增长

越南与美国初步达成贸易协定，但双方对外表态仍有差异。7 月初，美国总统特朗普表示，美国将对越南出口至美国的商品征收 20% 的关税（低于 4 月的 46%），同时对经越南转运至美国的其他国家商品征收 40% 的关税；而越南将允许美国商品以零关税进入其市场。但越南方面仅披露双方达成《关于越美对等、公平与平衡贸易协定框架的联合声明》，暂未确认协议细节。货币政策方面，越南国家银行（SBV）

维持利率走廊在 3.0%-4.5% 的区间¹¹，但通过降低贷款利率¹²及推动信贷扩张等政策以支持经济积极增长。2025 年上半年越南信贷总额突破 17,200 万亿越南盾，较 2024 年底相比增长 9.9%，同比增长 19.32%。

（三）流动性：6 月越南股市资金净流出扩大、而债市资金净流入扩容，7 月前三周越南股市转为净流入、债市资金延续净流入

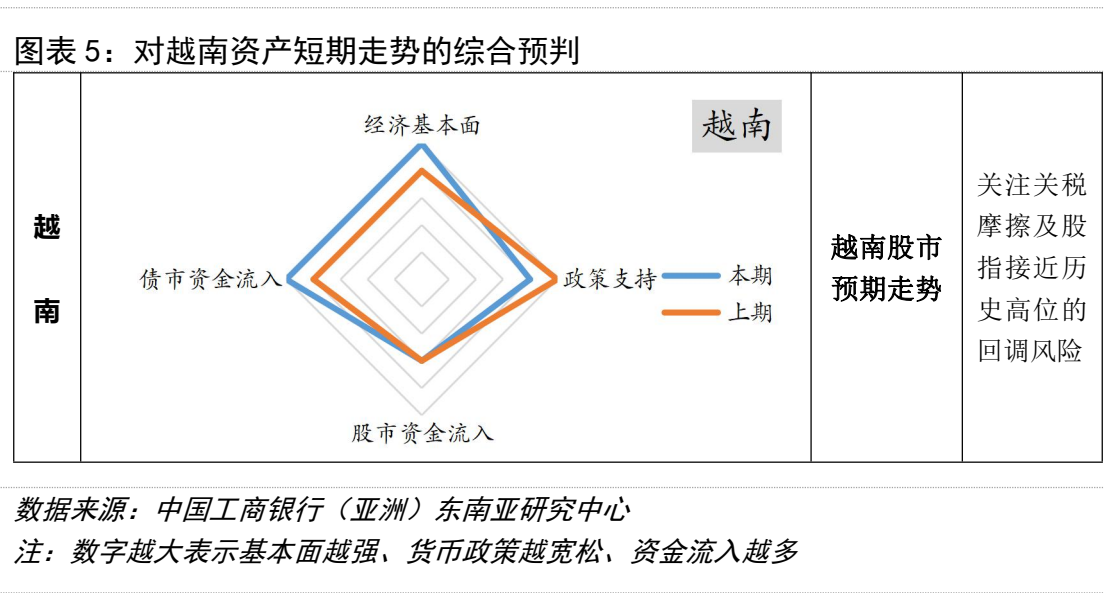
6 月配置越南股市的资金净流出扩大至 0.7 美元（5 月为净流出 0.5 亿美元）。7 月前三周累计净流入 0.6 亿美元，第一周为净流出、第二三周净流入，主动资金累计净流出 0.1 亿美元，被动资金净流入 0.7 亿美元。

6 月配置越南债市的资金延续净流入 485.9 万美元，5 月为净流出 305.9 万美元；7 月前三周越南债市资金小幅净流入共 14.3 万美元，主动资金为净流入 46 万美元、被动资金净流出 31.8 万美元。

EPL 框架综合看：越南经济基本面稳健，国内促发展政策持续推出，但仍需关注全球贸易政策的不确定性，以及近期越南大盘股指接近历史高位的回调风险（见图表 5）。

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

¹² 自 2025 年 7 月 1 日至 12 月 31 日，保障性住房贷款利率将适用新的优惠政策。根据国家银行第 5312 号文件 (5312/NHNN-CSTT)，35 岁以下公民申请购买保障性住房的中长期贷款，将在前 5 年享受年利率 5.9%，比四大国有商业银行的平均水平低 2%。从第 6 年至第 15 年，将享受比市场平均利率低 1% 的优惠。详见越南通讯社讯《越南保障性住房贷款利率降至 5.9%》。



六、印度市场展望：股市估值水平相对偏高，未来一段时间走势或以震荡调整为主

（一）经济：消费和制造业修复预期乐观，出口延续负增

消费和制造业现况偏弱但预期乐观。5 月消费者信心现况指数仍悲观¹³（95.4、前值 95.5），但未来一年预期指数升至 2024 年 7 月以来最高（123.4、前值 122.4）。5 月工业生产指数（IIP）同比增速延续放缓（1.2%、前值 2.6%），其中制造业增速亦收窄（2.6%、前值 3.1%），但 6 月制造业 PMI 升创 14 个月新高（58.4、前值 57.6）。出口连续第二个月负增，6 月货物出口同比下降 0.1%（前值-2.2%）。

（二）政策：央行 8 月再降息概率偏低，美国对印度关税税率或低于 20%

¹³ 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。

央行下次货币政策委员会会议定于 8 月 4-6 日，鉴于 6 月已提前降息 50BP、并转向“中性”立场，叠加核心通胀上升（4-6 月 4.10%、4.17%、4.43%）¹⁴，预计 8 月继续降息概率相对偏低。美印有望达成临时协议。根据路透社 7 月 14 日报道，印度贸易代表团已抵达华盛顿开展新一轮谈判。7 月 16 日，美国总统特朗普接受采访时表示，美国与印度非常接近达成贸易协议。根据《印度时报》报道，印度与美国将达成一项临时贸易协议，美国对印度关税税率或降至 20% 以下。

（三）流动性：6 月印度股市资金净流入扩容、债市净流入收窄；7 月前三周印度股市和债市均为净流入

6 月印度股市净流入扩容 20.3 亿美元至 45.5 亿美元，是自 2024 年 10 月以来的最高水平。7 月前三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 3.4 亿美元、净流入 18.2 亿美元。

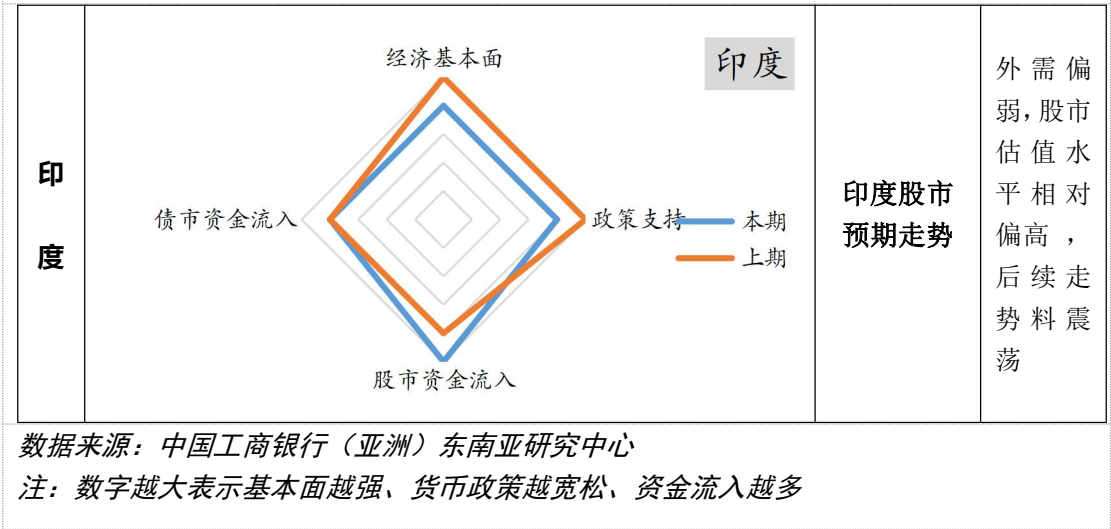
6 月印度债市资金净流入规模减少 4.9 亿美元至 23.7 亿美元。7 月前三周债市资金累计净流入 0.02 亿美元，主动资金净流入 0.15 亿美元，被动资金净流出 0.13 亿美元。

EPL 框架综合看：消费及制造预期乐观、与美国贸易谈判进展的积极信号短期利好股市，但外需延续偏弱仍影响经

¹⁴ 印度 6 月通胀降至 2.10%（预期 2.50%，前值 2.82%）、创 2019 年 2 月以来新低，主因消费食品价格指数同比下跌 1.06%，但核心通胀延续升至 4.43%（前值 4.17%）。

济增长，股市估值水平相对偏高¹⁵，未来一段时间走势或偏震荡调整。

图表 6：对印度资产短期走势的综合预判



七、大宗商品

（一）黄金：关税和降息预期反复等因素影响下，金价料延续高位波动

进入 7 月，关税政策和降息预期反复，叠加美元、美债利率反弹掣肘金价升幅，金价震荡，波幅明显收窄。下旬以来，随着关税最后期限临近，政策不确定性担忧再度推升市场避险情绪，COMEX 黄金回到 3,400 美元的近 1 个月高点。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，叠加通胀预期走升背景下 7 月底美联储大概率延续暂停降息，金价料延续高位波动。重点关注贸易谈判以及美国 7 月通胀数据。

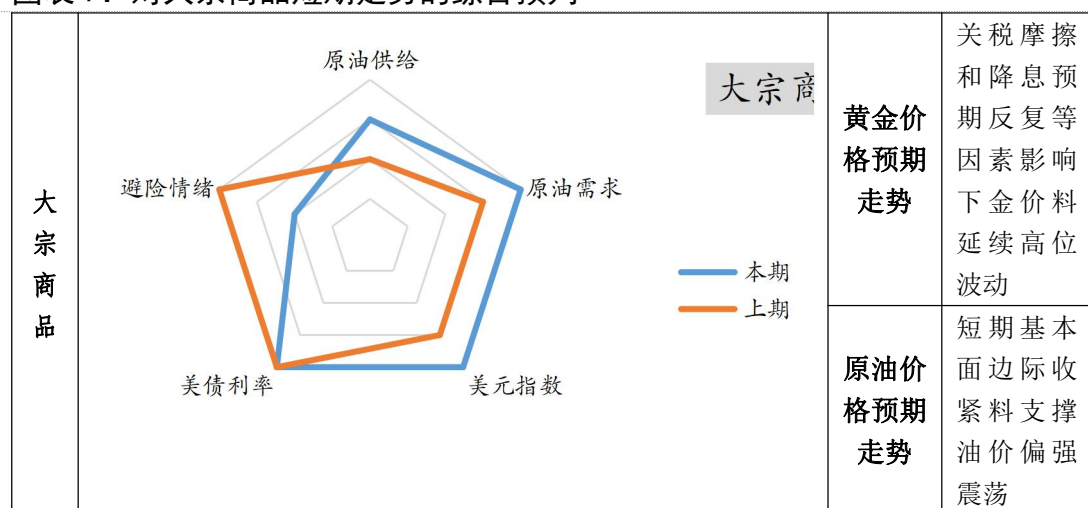
¹⁵ 根据摩根士丹利资本国际公司（MSCI）数据，2025 年 6 月印度股市市盈率为 27.23，同期中国、韩国、泰国、马来西亚、印尼等亚太经济体分别为 13.47、12.1、14.73、14.27、13.03。

（二）原油：短期基本面边际收紧料支撑油价窄幅震荡

多因素支撑下油价止跌转升，短暂触及 70 美元关口。

一是，公告显示 OPEC+8 月计划进一步扩大产量，环比增产 54.8 万桶/日（7 月：环比增 41.1 万桶/日），但 6 月实际增产连续第 3 个月不及预期，令市场对短期供给增加的担忧有所缓解；二是，尽管美国高频数据显示原油和成品油有一定累库压力，但 6 月以来炼厂开工率和投入量回升显示原油加工需求保持韧性；三是美国情报部门表示此前对伊朗的核设施打击影响不足，伊朗可以在数周内恢复核实验，市场对中东局势升温的担忧边际小幅升温。往后看，OPEC+实际增产不及预期部分缓解了市场对长期供给过剩的担忧，叠加旺季需求和地缘不确定性仍有一定支撑，预计短期油价料窄幅波动。

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。