

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

8月宏观经济与大类资产配置观察

阅读摘要

8月全球经济、政策及主要大类资产走势：第一，8月杰克逊霍尔全球央行年会，鲍威尔释放“短鸽长鹰”政策信号，美债利率先升后降；第二，中国科技和制造业增长前景乐观，带动资本市场情绪趋势回暖；第三，美国对印度关税大幅提升至50%，叠加市场对美俄谈判预期乐观，金价小幅上行、油价大幅走低。

8月全球股债市场资金流动呈现几个特点：第一，美股延续资金净流出、本地基金仍看好，美债净流入延续扩容、投资级债券净流入规模明显更大。第二，日本市场资金配置呈“股债两重天”现象，配置日本股市的资金净流出扩大，7月净流出规模是历史次高水平；但债市资金净流入扩容，是2024年2月以来次高水平；第三，中国内地和香港资产继续受青睐，港股通南向资金延续大幅净流入，配置中国债券的资金净流入刷新历史新高。

往后看：

宏观经济和政策：第一，中美“对等关税”再延期90天，美国对印度的关税提升至50%，关税谈判进展仍有一定不确定性，持续关注特别是重点行业政策反复。第二，关税对美国通胀影响料逐渐显现，但非农数据超预期走弱和政策独立性或有影响背景下，美联储政策转向路径仍有不确定性。8月以后，美国与各国对等关税政策基本落地，预期关税通过价格的“直接穿透”效应将进一步加强。

股债市场走势：第一，市场对美联储大幅转鸽反应较积极，预计短期内降息对美股走势仍有一定支撑，但波动风险亦走高；第二，欧元区经济景气小幅升温，欧央行9月料维持利率不变，欧股短期走势仍有支持；第三，“财政小幅宽松+货币缓步收紧”政策组合可期，整体利好日股、利空日债；第四，内地下半年结构性货币政策持续落地可期，流动性宽松背景下，科技板块有望延续驱动AH股上行；第五，越南经济基本面稳健、央行采取宽松的信贷政策，支持越南股市走势，印度股市受外部不确定性扰动，短期走势可能波动。

金油价格走势：预计金价持续上行空间或有限，短期基本面边际收紧料支撑油价偏强震荡。美联储降息交易、地缘不确定性因素叠加影响下，金价料仍有趋势上行空间，但短期内，考虑到政策及地缘不确定性阶段缓和、前期市场对9月降息的交易较为充分，高价位掣肘个人投资意愿等，在市场给出更多降息预期之前，金价持续上涨空间或较为有限。OPEC+增产以及需求增长不足共同影响下，原油累库压力不断增大，供给过剩压力下油价仍有回落空间，但或有原油供应链重构风险、“对等关税”不确定性下行可能提振增长前景等，对油价形成提供一定向上动能。

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 (8 月前三周)	8 月涨跌 (截至 27 日)	短期走势展望
股市	美国	8 月前三周资金连续净流出，境外注册基金和本地注册基金态度分化，境外注册基金累计净流出、境内注册基金净流入，主动、被动资金均为净流出	纳指：+2.21% 道指：+3.25% 标普：+2.24%	市场对美联储大幅转鸽反应较积极，预计短期内降息对美股走势仍有一定支撑；但是包括就业、投资等数据显示美国经济放缓风险逐渐累积，叠加政策不确定性延续，和估值处于高位，预计短期波动风险上行，中期有一定回调压力
	欧洲	8 月前三周净流入收窄，主动资金净流出 21.3 亿美元，被动资金净流入 46.9 亿美元	富时 100: +1.34% 德国 DAX40: -0.08% 法国 CAC40: -0.35% 欧元区 STOXX50: +1.38%	欧元区通胀水平保持稳定，经济景气小幅升温，预计欧央行 9 月维持利率不变，欧股短期走势仍有支持
	日本	8 月前三周日股连续资金净流出，注册在境外、境内的基金均为净流出，主动资金在前两周净流出后、第三周转为净流入，被动资金仍为连续净流出	日经 225: +3.53%	“财政小幅宽松+货币缓步收紧”政策组合整体利好股市
	中国香港	配置香港上市公司的资金净流入扩大，被动资金为主要支撑，主动资金第一二周为净流出、第三周转为净流入，港股通南向资金净买入额环比走升	恒指：+1.73%	下半年结构性货币政策持续落地可期、有望进一步提振经济增长动能。流动性宽松背景下，科技板块有望延续驱动港股上行
	越南	8 月前三周越南股市连续净流出，主动资金和被动资金均为净流出	胡志明指数： +11.33%	越南经济基本面稳健，制造业重回增长轨道，越南政府上调 GDP 目标，越南央行采取宽松的信贷政策，支持越南股市走势
	印度	8 月前三周印度股市连续净流出、共 17.2 亿美元，主动、被动资金分别净流出 10.8 亿美元、6.5 亿美元。	SENSEX30: -0.49%	消费及制造预期延续乐观，商品及服务税 (GST) 改革有助于释放内需增长潜力，但面临较大的“对等关税”压力，对股市带来扰动
	债市	美国国债	8 月前三周净流入扩大，境外注册基金净流入规模更大，主动、被动资金均为净流入，投资级债券更受青睐	2Y 美债利率： +35.0BP; 10Y 美债利率： +13.0BP
中国国债		8 月前三周配置中国债券净流入收窄，本地注册基金是主要支撑，主动资金小幅净流出，被动资金连续三周净流入	2Y 中国国债利率： +0.85BP; 10Y 中国国债利率： +9.44BP	“对等关税”延期，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 3357 万美元，较 7 月同期净流出规模收窄	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.90%	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	8月涨跌 (截至27日)	短期走势展望
黄金	<p>需求：世界黄金协会报告显示，7月全球实物黄金ETF流入32亿美元，延续净流入态势。在持续流入与金价上涨的双重推动下，资产管理总规模增至3,860亿美元，再创月末记录新高。</p>	美债利率、美元指数回落	避险情绪有所降温	伦敦现金： +2.35% COMEX 期金： +2.99%	美联储降息交易、地缘不确定性因素叠加影响下，金价料仍有趋势上行空间，但短期内，考虑到政策及地缘不确定性阶段缓和、前期市场对9月降息的交易较为充分，高价位掣肘个人投资意愿等，在市场给出更多降息预期之前，金价持续上涨空间预计较为有限
原油	<p>供给：OPEC+正式宣布9月增产54.7万桶/日，7月原油产量环比增加33.5万桶/日，延续低于41.1万桶/日增产目标；</p> <p>需求：8月三大机构均环比下调了需求预期，其中IEA将需求增量环比下调2万桶/日，供需缺口扩大至82万桶/日；8月海外制造业需求有所恢复，欧美制造业PMI均反弹。</p> <p>库存（BIA）：7月底OECD国家商业原油及石油产品库存为28.04亿桶，环比增加2,794万桶，为连续第3个月增加。</p>	美债利率、美元指数回落	避险情绪有所降温	布伦特原油： -6.38% WTI原油： -7.93%	OPEC+增产、需求前景审慎背景下，原油累库压力不断增大，供给过剩压力下油价仍有回落动能，但或有供应链重构风险、“对等关税”不确定性下行等，可能提振增长前景等，对油价形成提供一定向上动能，叠加OPEC+预计继续在“保价格”与“争份额”之间取得平衡，实际增产大概率延续不及预期，油价趋势向下节奏或偏缓

正文

一、美国市场展望：美联储“短鸽长鹰”，美股短期或仍有一定支撑但波动风险亦上行，美债料呈“牛陡”态势

（一）经济：二季度 GDP 增速反弹但非农数据大幅降温，通胀影响未明显传递至销售端

二季度美国 GDP 环比折年率 3%，扭转一季度的萎缩（-0.5%）、且超出市场预期（2.6%）。强劲的经济数据背后，实际上是“抢进口”和“累库存”的脉冲扰动，贸易逆差对 GDP 环比拉动率由一季度的-4.6%大幅转正为二季度的+5.0%，私人库存对 GDP 的环比拉动率由一季度的+2.6%转向二季度的-3.2%。排除扰动后，美国 GDP 增速由一季度的 1.5%放缓至二季度的 1.1%，消费仍具一定韧性但企业投资大幅下滑。

就业市场大幅降温。7 月非农新增就业人数骤降至 7.3 万人、创 9 个月来最低记录；5、6 月新增就业大幅下修 25.8 万；7 月失业率回升至 4.2%（前值 4.1%）；7 月劳动参与率下降至 62.2%（前值 62.3%）。目前通胀的影响还停留在产业链上游，未明显传递至销售端。7 月 PPI 同比增速大幅上涨，从 6 月的 2.3%上升 1 个百分点至 3.3%，远超预期（2.5%），为 2025 年 2 月以来最高增幅。7 月 CPI 同比增速为 2.7%，与前值持平且与预期相符；核心 CPI 同比增速为 3.0%，为 2025 年 3 月以来最大涨幅，其中核心服务上涨为主要原因，而与关税相关的核心商品的价格尚未有明显上涨。

（二）政策：7月美联储如期按兵不动，但内部分歧加大；8月全球央行年会上鲍威尔明确释放“短鸽长鹰”政策信号，9月降息25BP是大概率事件

7月美联储议息会议如期保持基准利率在4.25%-4.5%区间不变。内部官员分歧加大，自1993年以来首次出现两位美联储理事与多数意见相左，对关税以及经济形势的判断有较大差异。8月杰克逊霍尔全球央行年会，鲍威尔释放“短鸽长鹰”政策信号：（1）大幅调整对经济前景的判断，认为就业下行风险大于通胀上行风险，特别是目前失业率没有明显恶化的主要原因是劳动力市场供需同步放缓下的“奇异平衡”，后续恶化风险上升；关税通胀为“一次性”的可能较高，不太可能引发工资—通胀螺旋，不必过于担忧。（2）调整美联储货币政策框架，隐含此轮降息终点或较之前明显上抬。根据美联储公布的《长期目标和货币政策战略声明》¹，第二次货币政策框架调整主要涉及三个方面的内容：一是删除了对零利率下限（ELB）的描述，目前的市场环境下不应继续将低利率环境作为货币政策框架的设计基础；二是放弃了2020年引入的“平均通胀目标制”（AIT），意味着美联储对通胀做出反应的时间更灵活（2025年5月FOMC会议已决定修改AIT）；三是重新强调通胀与就业的双平衡（balanced approach）。

¹ 美国货币政策框架5年进行一次审查。2020年第一次修订，本次为第二次修订。货币政策框架的原型是2012年本·伯南克时期所达成的共识声明，

非农数据超预期走弱、关税摩擦阶段缓和和或有政策“独立性”压力等因素影响下，鲍威尔对货币政策的预判明显转向。我们认为，8月以前美国与大部分经济体处于关税谈判期，同期关税效应更多通过预期发挥作用（消费者信心、厂商“抢进口”、生产前置等），而非关税对于价格的“直接穿透”。8月以后，美国与各国“对等关税”谈判基本落地，预期关税通过价格的“直接穿透”效应料逐步显现，预计三季度后美国通胀压力上行。整体看，9月美联储审慎渐进降息 25BP 或较为合宜，后续持续大幅降息仍然面临阻力。

（三）流动性：美股资金 7 月净流出小幅收窄，8 月前三周延续净流出；7 月美债资金净流入刷新 2021 年 1 月以来的新高，8 月延续净流入、投资级债券更受青睐；主动、被动资金净流出，境内资金流入但境外资金流出

7 月配置美股资金净流出收窄至 350.5 亿美元（6 月为净流出 396.4 亿美元）。8 月前三周²资金累计净流出 122.5 亿美元。境外注册基金³和本地注册基金态度分化，境外注册基金累计净流出 243.0 亿美元，境内注册基金净流入 120.5 亿美元。主动资金流出意愿更强烈，主动资金、被动资金分别累计净流出 116.4 亿美元、6.1 亿美元。

7 月美国债市资金净流入规模扩大至 822.9 亿美元（6 月为净流入 628.2 亿美元），是 2021 年 1 月以来的最高水

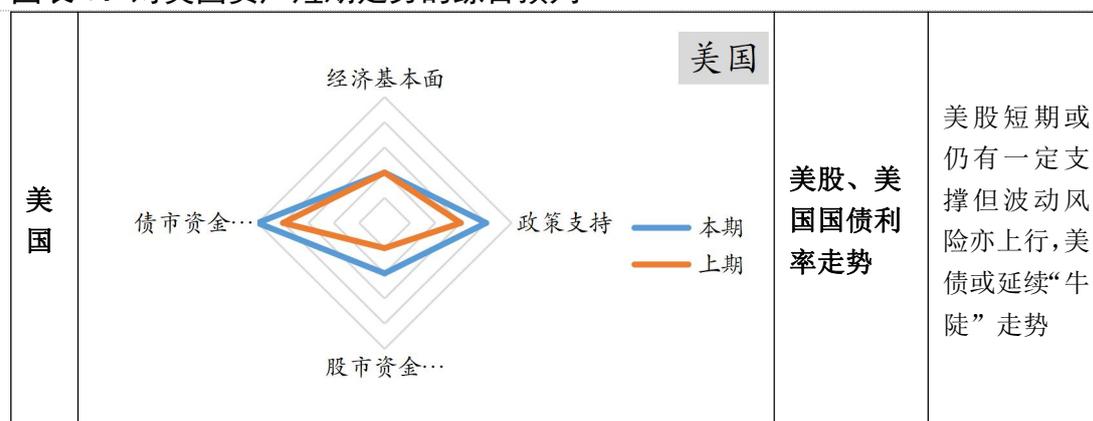
² 8 月前三周：第一周（7.31-8.06），第二周（8.07-8.13），第三周（8.14-8.20）。

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。

平。8月前三周累计净流入562.5亿美元（7月同期为净流入267.9亿美元），本地、境外注册基金净流入分别为100.0亿美元、462.5亿美元，主动资金和被动资金分别净流入300.0亿美元、262.8亿美元，投资级债券更受青睐、累计净流入378.7亿美元，高收益级债券净流入41.3亿美元。

EPL 框架综合看：尽管美联储释放“短鸽”政策信号，《大而美法案》利好短期增长，提振美股仍有一定上涨空间，但考虑到前期市场交易降息预期，就业、投资等数据显示美国经济放缓风险累积且数据波幅较大，叠加美股估值高企，美股短期波动风险料亦大。美债短端由于降息预期仍有下行空间，但长端因财政状况和通胀上行忧虑下行幅度大概率偏小，预期整体美债收益率曲线呈“牛陡”态势（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：欧元区通胀水平保持稳定，经济景气小幅升温，预计欧央行9月维持利率不变，欧股短期走势仍有支持，欧债利率料波动回落

（一）经济：通胀水平保持稳定，经济景气小幅升温

欧元区 7 月 HICP(调和消费价格指数)同比增速为 2.0%，与 6 月 HICP 水平持平，符合预期；其中核心 HICP 同比增速为 2.3%，与 6 月持平。8 月欧元区综合 PMI 指数从 7 月的 50.9 上升至 51.1，高于市场预期（50.6）。其中，制造业 PMI 为 50.5，高于预期（49.5）及 7 月（49.8）；服务业 PMI 小幅下降至 50.7，依然在“荣枯线”上方。分国别看，德国经济有明显好转迹象：综合 PMI 上升至 50.9，超出市场预期（50.2）；制造业表现突出，PMI 从 7 月的 46.9 大幅上升至 49.9。

（二）政策：欧央行大概率 9 月维持利率水平不变

全球央行杰克森霍尔会议召开，欧央行委员指出目前欧元区经济较有韧性，通胀也稳定处在 2%水平左右。基于这一现状，欧央行预期 9 月将维持政策利率水平不变。截至目前，欧央行在 2025 年已经进行了三次降息共 75BP，存款机制利率目前维持在 2%水平。

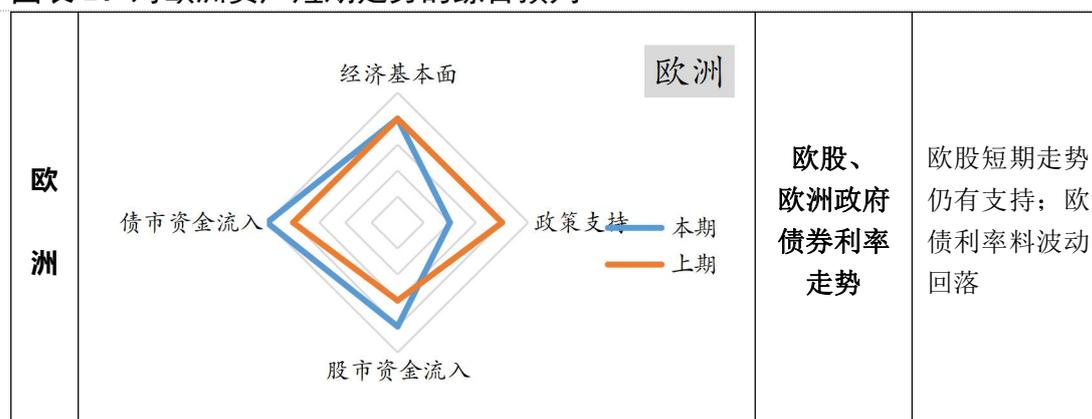
（三）流动性：7 月欧股、欧债资金净流入均扩大，8 月前三周欧股、欧债净流入收窄，主动资金更青睐欧债、被动资金更青睐欧股

7 月配置欧洲股市的资金净流入扩大至 134.2 亿美元（6 月净流入 79.7 亿美元）。8 月前三周累计资金净流入 25.6 亿美元，低于 7 月同期（净流入 96.0 亿美元），主动资金净流出 21.3 亿美元，被动资金净流入 46.9 亿美元。

7月欧洲债市净流入扩大至229.0亿美元（6月为净流入175.9亿美元）。8月前三周债市累计净流入83.0亿美元，低于7月同期的130.9亿美元，主动资金累计净流入65.5亿美元，较被动资金（17.5亿美元）更大；投资级、高收益债券分别累计净流入43.2亿美元、11.3亿美元。

EPL框架综合看：欧元区通胀水平保持稳定，经济景气小幅升温，预计欧央行9月维持利率不变，欧股短期走势仍有支持，欧债利率料波动回落（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：日本内需持续疲弱，通胀仍具粘性，“财政小幅宽松+货币缓步收紧”政策组合可期，利好股市、利空债市

（一）经济：私人消费低迷，出口持续放缓，核心通胀具备粘性

日本二季度GDP环比增0.3%、高于前值0.1%，但结构上几乎全由净出口拉动（二季度出口环比跌1.7%，进口环比

跌 5.0%)，其中内需总体持平，私人消费只拉动增长 0.1 个百分点，家庭收入受通胀削弱仍是掣肘内需的主要原因，日本 6 月家庭名义收入同比增 1.3%（前值 4.7%）、但实际收入同比减 1.7%（前值增 0.4%）。受“对等关税”影响，出口放缓迹象明显。7 月出口同比减 2.6%（前值-0.5%、2024 年 6.5%）。产品看，主要受运输设备及钢铁（出口拉动率-3.7%）拖累。后续运输设备出口或受关税降至 15%有所回暖，但钢铁仍沿用 50%税率、预计持续缩减，对美出口放缓（出口拉动率-2.0%）为主要原因。通胀总体放缓，核心通胀仍呈一定粘性，7 月 CPI 同比涨 2.9%（前值 3.1%）、剔除生鲜食品及能源的 CPI 同比涨 3.1%（前值 3.1%）。就业市场强劲，6 月新增就业 51 万人（前值 72 万人），失业率维持 2.5%低位（前值 2.5%）。

（二）政策：“财政小幅宽松+货币缓步收紧”政策组合可期

自民党内部分歧持续，日本自民党内部首次⁴讨论关于提前举行自民党总裁选举的程序；在野党倾向采取更宽松的财政刺激政策，或增大现任政府放弃鹰派财政政策立场。伴随财政状况逐步改善，后续财政或有小幅宽松空间（详见前期报告《日债风暴诱因及其外溢影响几何？》）。日央行内部鹰派呼声增多，部分官员呼吁放弃模糊的“潜在通胀”指标、将政策沟通重点转向更直观的总体通胀。央行 7 月会议纪要显示，部分官员主张应将政策沟通核心

⁴ 此前未有在自民党总裁仍表示有意留任的情况下讨论提前举行总裁选举的先例。

从“潜在通胀”（underlying inflation）转向实际价格走势及其前景、产出缺口和通胀预期，部分官员主张应更加重视二次通胀风险。但也有官员主张至少还需 2-3 个月评估关税政策影响，下一次加息或在 10 月或 12 月。

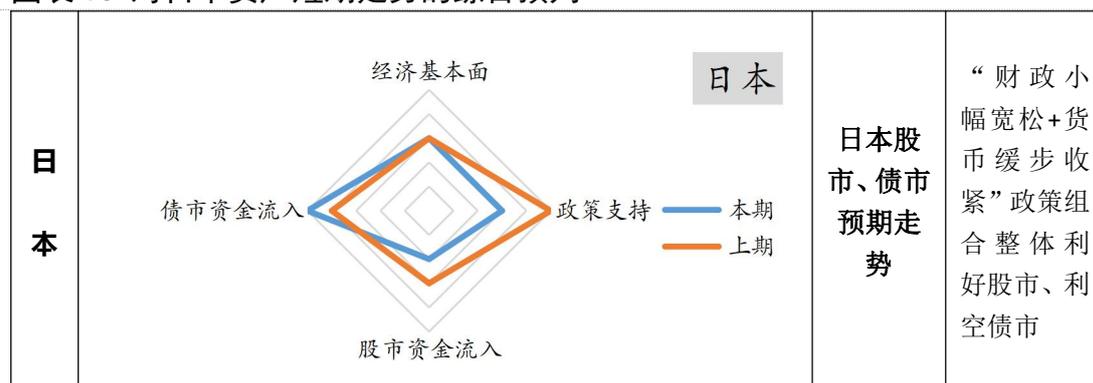
（三）流动性：7 月日股资金净流出扩大、8 月前三周延续净流出、主动资金净流入有边际回暖，7 月债市净流入增加、8 月前三周延续净流入

7 月配置日本股市资金净流出扩大至 89.0 亿美元（6 月为净流出 25.7 亿美元），是历史次高水平（最高为 2016 年 4 月净流出 91.7 亿美元）。8 月前三周日股连续资金净流出、共 45.3 亿美元，注册在境外、境内的基金分别净流出 21.9 亿美元、23.4 亿美元，主动资金在前两周净流出后、第三周转为净流入，被动资金仍为连续净流出、共 45.6 亿美元。

7 月日本债市资金净流入增加 9.6 亿美元至 14.4 亿美元，是自 2024 年 2 月以来的最高水平。8 月前三周日本债市连续资金净流入、共 7.2 亿美元，注册在境外的基金是主要支撑、累计净流入 6.3 亿美元，主动、被动资金分别净流入 6.0 亿美元、1.2 亿美元。

EPL 框架综合看：内需持续疲弱，通胀仍具一定粘性，日央行下一次加息或在 10 月或 12 月，年内日本“财政小幅宽松+货币缓步收紧”政策组合可期，整体利好股市、利空债市（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：结构性货币政策持续落地可期，科技板块有望延续带动 AH 股上行

（一）经济：7 月外需超预期增长、内需阶段有所放缓，HIBOR 阶段低位提振香港地产交投，金融项延续活跃

外需超预期增长，7 月出口同比增长 7.2%（前值 5.9%；预期 5.8%），分国别看，以东盟（16.6%）、非洲（42.4%）为代表的新兴市场出口高增，对欧盟出口小幅提速至 9.2%（前值 7.6%），对美出口降幅走阔至 21.7%（前值-16.1%）、连续 4 个月同比负增。内需阶段有所放缓，7 月社零增速放缓至 3.7%（前值 4.8%；预期 4.9%），家具、家电、汽车等品类增速放缓，反映国补政策对商品消费（7 月 4%；6 月 5.3%）提振效应有所减弱。固定资产投资累计同比增速降至 1.6%（前值：2.8%），其中广义基建投资、制造业投资、房地产开发投资增速分别降至 7.3%、6.2%、-12%（前值：8.9%、7.5%、-11.2%）。

“抢进口”效应持续提振香港转口贸易活跃度，HIBOR 阶段低位提振地产交投、金融项延续活跃，零售消费续升。据“HGC 模型”⁵，“物流(G)”延续活跃，7月商品出口、进口货值同比增速扩大至 14.3%、16.5%(前值:11.9%、11.1%)。暑期赴港“人流(H)”高增，零售消费续升。7月访港旅客同比续增 12%，6月零售业销货值同比续升 0.7%、连升两个月。低息环境提振“资金流(C)”地产交投，金融项延续走强。7月港元利率低位徘徊、续提振楼市交投，住宅楼宇买卖合约量、额同比续升 54.9%、30%。中美关税宽限期再度延长 90 天，叠加内地经济数据超预期等，提振市场投资情绪。8月恒指在 24,500-26,000 点区间震荡上行，主板日均成交额约 2,700 亿港元。8月共 5 只新股上市，募资总额超过 52.9 亿港元，港交所主板 IPO 申请仍有逾 200 宗。

(二) 政策：积极财政加力支持促消费长效机制建设，两地债券通优化扩容，香港《稳定币条例》8月起生效

近期内地围绕“居民增收、供给提质”主线，完善扩内需长效机制建设：(1) 加大育儿补贴。自 2025 年起，对未滿 3 周岁婴幼儿按每人每年 3,600 元标准发放育儿补贴；2025 年中央财政安排支出约 900 亿元，有望带动婴童食品、耐用品及相关服务消费。(2) 推出两项贴息方案。一是对汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、

⁵ “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。

健康医疗等重点领域的个人消费贷款，财政按贷款金额 1% 给予贴息；二是对餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育等 8 类消费领域经营主体予以贷款贴息。通过“财政贴息、金融让利”方式，降低居民消费和企业供给成本，进一步扩大有效需求、提升服务消费供给质量。

香港《稳定币条例》自 8 月 1 日起生效，香港金管局随后发布的《持牌稳定币发行人监管指引》和《打击洗钱及恐怖分子资金筹集指引（持牌稳定币发行人适用）》亦于 8 月 1 日刊宪，有意申请牌照的机构需于 9 月底前提交申请。8 月 14 日香港证监会、香港金管局发布联合声明称，市场近期出现与稳定币概念相关波动，呼吁公众应对相关资讯保持谨慎。

（三）流动性：7 月至 8 月前三周，配置中国上市公司的资金净流出收窄、配置香港上市公司的资金净流入增加、港股通南向资金买入增加；配置中国债市的资金净流入增加、延续刷新 2003 年有数据记录以来的最高水平

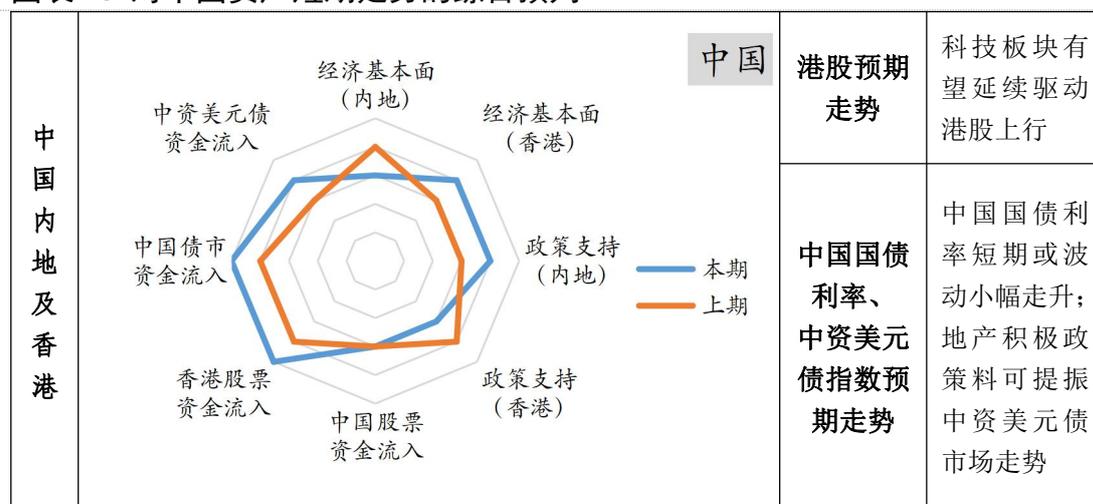
7 月配置中国上市公司（包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业）净流出延续收窄至 17.7 亿美元（6 月为净流出 28.6 亿美元）；配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入扩大 26.5 亿美元至 39.4 亿美元；港股通南向资金净买入额 1356.5 亿港元、较上月升 69%。8 月前三周配置中国上市公司资金累计净流出 9.7 亿美元（7 月同期为累计净流出 34.6 亿美元），其中注册于境外基金净流入 20.3 亿美元，配置香港上市公司资金净流入 32.2 亿美元，较 7

月同期（净流入 19.8 亿美元）增加，被动资金累计净流入 33.4 亿美元，主动资金于第三周转为净流入。

7 月配置中国债券（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 150.0 亿美元（6 月为净流入 125.1 亿美元），延续刷新 2003 年有数据记录以来的最高水平；中资美元债净流出收窄至 459 万美元（6 月为净流出 973 万美元）。8 月前三周 EPFR 统计基金配置中国债券净流入 28.4 亿美元（7 月同期为净流入 38.5 亿美元），本地注册基金净流入 28.4 亿美元是主要支撑，主动资金累计小幅净流出 1.0 亿美元，被动资金连续三周净流入 29.5 亿美元；中资美元债净流出 3357 万美元，较 7 月同期净流出（674 万美元）收窄。

EPL 框架综合看：下半年结构性货币政策持续落地可期、有望提振经济增长动能。流动性宽松背景下，科技板块有望延续驱动 AH 股上行。

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：制造业重回增长轨道，政府上调 GDP 增长目标，央行采取宽松信贷政策，支持越股走势

（一）经济：制造业重回增长轨道

制造业重回增长轨道。7月越南制造业采购经理人指数（PMI）攀升至52.4，为四个月来首次突破荣枯线，反映制造业整体健康状况改善。新订单反弹回升推动生产加速，为四个月来首次增长。与此同时，企业信心复苏加强，2025年前七个月越南新设立及复工复产企业数量同比增长22.9%，达到17.4万家。贸易持续呈现积极态势，7月越南货物进出口总额达822.7亿美元，环比增长8%，同比增长16.8%。

（二）政策：政府提出2025年GDP增速达到8.3至8.5%的新目标，推动信贷资金加速流入实体经济

越南政府提出2025年经济增长新目标：**GDP增速达到8.3%至8.5%**，CPI平均增速控制在4.5%以下。为此，越南国家银行将继续采取积极措施，逐步降低贷款利率，并上调2025年信贷机构的信贷指标，推动银行资金加速流入实体经济，支持生产经营和刺激国内消费⁶。国际贸易方面，**越南积极应对“对等关税”政策调整**。8月1日，美国宣布将对越南的对等关税税率从46%下调至20%。为推动出口增长，越南工贸部强调企业应充分利用越南与60多个国家和地区签署的17项自由贸易协定及70项双边合作机制，进一步拓展

⁶ 据越南国家银行数据，今年前7个月，信贷增长较2024年底约提升10%，显著高于去年同期的6%。

国际市场。同时工贸部还提出，将深入研究中东、非洲、拉美等新兴市场，推进出口市场多元化。

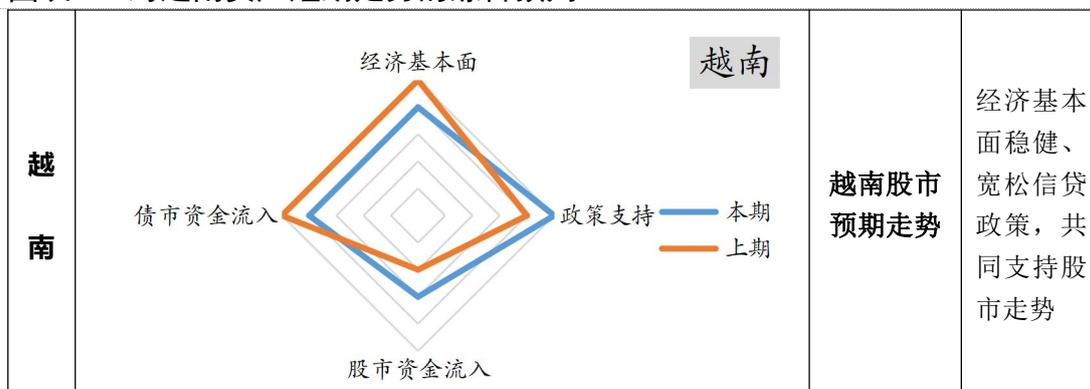
（三）流动性：7月越南股市资金净流出收窄，债市资金净流入扩容，8月前三周越南股市净流出，债市资金延续净流入

7月配置越南股市的资金净流出收窄至0.15亿美元（6月为净流出0.71亿美元）。8月前三周连续净流出、共2.2亿美元，主动资金和被动资金分别净流出1.17亿美元、1.0亿美元。

7月配置越南债市的资金延续净流入192.0万美元，6月为净流入485.9万美元；8月前三周越南债市资金延续净流入181.0万美元，7月同期为净流入14.3万美元，主动、被动资金分别净流入145.9万美元、35.1万美元。

EPL 框架综合看：越南经济基本面稳健，制造业重回增长轨道，越南政府上调GDP目标，越南央行采取宽松的信贷政策，支持越南股市走势（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、印度市场展望：股市或面临美印贸易摩擦升级带来的扰动

（一）经济：消费和制造业预期乐观，但美国提高关税加大外需压力

内需仍具韧性：（1）消费信心回升，7月消费者信心现况指数⁷（96.5、前值95.4）、未来一年预期指数（124.7、前值123.4）均回升，且预期指数升至2024年7月以来最高。

（2）制造业预期延续乐观，8月制造业PMI升创2008年以来新高（59.8、前值59.1），国内新订单是主要推动力。外需增长压力料上升，7月货物出口明显改善（7.3%、前值-0.1%），但鉴于美国是印度第一大出口目的地、2024财年对美出口份额达19.8%，美国大幅提高关税后、预计出口将面临较大压力。

（二）政策：美国提高印度关税，印度推行税制改革等多项举措应对冲击

美国大幅提升印度关税至50%⁸，并取消美国贸易代表团8月25日至29日访印行程，印度采取多项措施抵御冲击：（1）推进商品及服务税（GST）改革，计划将四个税档（5%、12%、18%、28%）简化为两档（5%、18%）；（2）拟通过“出口促进计划（EPM）”在未来六年为出口企业提供

⁷ 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。

⁸ 美国总统特朗普7月30日宣布，将从8月1日起对印度输美商品征收25%的关税并实施其他“惩罚”。8月6日，美国总统特朗普以印度“直接或间接进口俄油威胁美国安全”为由，对印度追加25%的额外关税，额外关税于8月27日生效（公布后21天），叠加之前的25%，总税率高达50%。

总价值约 2,500 亿卢比的支持措施⁹；(3) 8 月 19 日至 9 月 30 日暂停棉花进口关税，缓解纺织行业压力；(4) 拓展多元市场，具体包括启动与欧亚经济联盟 (EAEU)¹⁰ 自由贸易协定谈判，重启与中国的三处传统边境贸易市场¹¹、总理莫迪计划参加 2025 年上合组织峰会等。8 月 6 日央行维持利率不变¹²并保持“中性”立场，主因为央行年内已累计降息 100BP，货币政策传导仍在继续、对经济影响尚未完全显现。近期美印贸易摩擦不确定性提升、加剧经济增长压力，7 月核心通胀降温¹³或为央行后续应对冲击打开政策空间。

(三) 流动性：7 月印度股市资金净流入扩容、债市净流入延续收窄；8 月前三周印度股市转为净流出、债市净流入扩容

7 月印度股市净流入扩容 15.8 亿美元至 61.4 亿美元，是自 2024 年 9 月以来的最高水平。8 月前三周印度股市连续净流出、共 17.2 亿美元，主动、被动资金分别净流出 10.8 亿美元、6.5 亿美元。

7 月印度债市资金净流入规模延续减少 5.7 亿美元至 18.1 亿美元。8 月前三周债市资金累计净流入 0.58 亿美元

⁹ 具体支持措施包括两项计划——出口鼓励计划 (Niryat Protsahan) 和出口指导计划 (Niryat Disha)。“出口鼓励计划”主要提供贸易融资支持，以弥补出口企业面临的流动性缺口，预计拨款为 1,000 亿卢比；“出口指导计划”聚焦对出口质量合规、海外市场拓展、品牌建设、出口仓储物流以及能力建设的支持，旨在促进企业融入全球价值链，预计拨款为 1,450 亿卢比。

¹⁰ 8 月 20 日，印度与欧亚经济联盟 (EAEU) 在莫斯科签署了启动自由贸易协定 (FTA) 谈判的职权范围 (ToR)，拟议的自由贸易协定预计将扩大印度出口企业的市场准入。欧亚经济联盟 EAEU 由亚美尼亚、白俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯共和国和俄罗斯联邦组成。

¹¹ 8 月 18 日至 20 日，外交部长王毅对印度进行国事访问，期间举行中印边界问题特别代表第 24 次会晤，并达成 10 点共识，其中双方同意重开仁青岗—昌古、普兰—贡吉、久巴—南加三处传统边境贸易市场。

¹² 央行货币政策委员会一致投票决定将政策回购利率维持 5.50% 不变，相应地，常备存款便利 (SDF) 利率维持 5.25%；边际常备便利 (MSF) 利率和银行利率维持 5.75%。

¹³ 7 月印度整体通胀降至 1.55% (预期 1.76%，前值 2.10%)，主要由消费食品价格指数 (-1.76%、前值 -1.06%) 大幅下跌导致，核心通胀降温至 4.12% (前值 4.43%)。

(7月同期为净流入0.02亿美元)，主动、被动资金分别净流入0.36亿美元、0.23亿美元。

EPL 框架综合看：消费及制造预期延续乐观，商品及服务税(GST)改革有助于释放内需增长潜力，但面临较大的“对等关税”压力，或对股市带来扰动。

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：美联储释放“短鸽长鹰”政策信号，叠加金价处于历史高位，短期金价持续上行空间预计有限

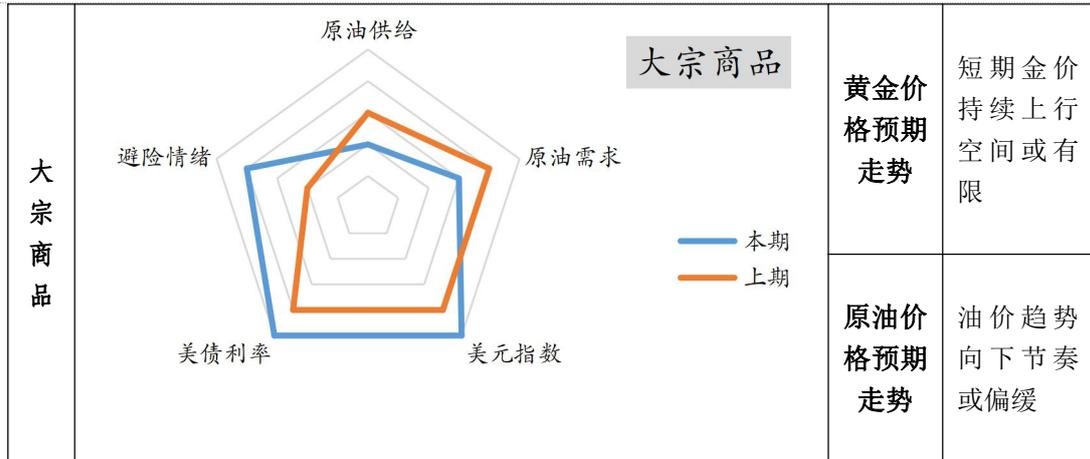
前期降息预期升温驱动下金价中枢小幅上移。月内，金价中枢小幅上移，降息预期反复、黄金关税风波以及美印关税冲突等多因素影响下，上中旬金价呈倒“V”型走势，COMEX黄金盘中最高触及3,534美元、再度刷新历史新高，月末鲍威尔在杰克逊霍尔会议上超预期释放鸽派信号提振金价走升。往后看，美联储降息交易、地缘不确定性因素叠加影响下，金价料仍有趋势上行空间，但短期内，考虑到政策及地

缘不确定性阶段缓和、前期市场对9月降息的交易较为充分，高价位掣肘个人投资意愿等，在市场给出更多降息预期之前，金价持续上涨空间预计较为有限。

（二）原油：短期基本面边际收紧料支撑油价偏强震荡

供给压力加剧拖累油价大幅回调。上半月，OPEC+延续加速增产计划，8月3日OPEC+正式宣布9月增产54.7万桶/日，圭亚那、巴西等非OPEC国家增产，供给压力进一步加大，叠加俄美会谈的消息提振了市场对美国减少对俄制裁的乐观预期，拖累油价持续回调，布伦特原油盘中最低触及65美元关口；下半月，美俄未宣布实质性协议，市场对乌克兰局势降温的乐观预期反复，油价跌幅有所收窄。**往后看**，OPEC+增产、需求前景审慎背景下，原油累库压力不断增大，供给过剩压力下油价仍有回落动能，但或有原油供应链重构风险、“对等关税”阶段缓和可能提振增长前景等，对油价形成提供一定向上动能，叠加OPEC+预计继续在“保价格”与“争份额”之间取得平衡，实际增产大概率延续不及预期，油价趋势向下节奏或偏缓。

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。**