

研究报告



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 李美婷

11月环球经济与大类资产配置观察

阅读摘要

11月，美国政府停摆结束，英央行维持基准利率不变，日本新政府推出一揽子财政刺激计划，人行重启国债买卖，地缘风险阶段性扰动。主要关注大类资产升幅¹，COMEX期金(2.44%)>胡志明指数(1.73%)>印度SENSEX30(1.15%)，美债利率回落(2年、10年期美债利率分别降14BP、7BP)，中国国债利率小幅走升(2年、10年期国债利率分别升2.91BP、2.56BP)。

11月前三周，全球股债市场资金流动呈现几个特点：第一，美股资金净流入减少，主动资金延续七周净流出；美债净流入增加，投资级债券受青睐；第二，中国上市公司延续资金净流入、环比边际收窄，债市资金净流入增加、主被动资金均增加持仓；第三，越南、印度股债市场均转为资金净流入。短期看：

宏观经济和政策：第一，12月美联储停止缩表、降息预期偏高，欧央行或维持利率不变，尚不能完全排除日央行加息概率；第二，中央经济工作会议部署、欧洲拟定秋季预算案、日本新政府公布积极财政政策，提振增长信心；第三，局部地缘形势仍呈不确定性扰动态势。

股债市场走势：第一，美国经济仍呈一定韧性叠加货币、财政双宽松预期下，美股暂不具备大幅下跌条件；但12月降息预期波动、叠加市场对AI投资“商业回报”前景高度关注，预计12月美股延续震荡行情，短期美债利率或抬升、中长期“牛陡”走势不变；第二，欧元区通胀水平小幅下行，经济景气较弱，后续仍需要政策支持，短期欧股、欧债缺乏上行动能；第三，高市政府公布系列政策，日股创新高后回落，“宽财政+紧货币”预期利好股市、利空债市；第四，中央经济工作会议积极政策部署有望提振AH股走势，国债利率预计窄幅波动；第五，越美谈判进一步深化，印美或将签署首阶段贸易协议以及印度央行降息预期升温等整体利好越南及印度股市。

金油价格走势：短期黄金高位波动压力仍大，中长期走升基础仍稳固；供给过剩压力仍大，但地缘局势不确定性对油价有阶段支撑，短期油价料延续窄幅波动。

¹ 10月数据截至24日。

图表：EPL 框架下股债资产走势分析

		流动性 (11月前三周)	11月涨跌 (截至 24 日)	短期走势展望
股 市	美国	11月前三周累计资金净流入，本地注册基金连续三周净流入，境外注册基金第一二周小幅净流入、第三周净流出规模较大，主动资金已连续7周资金净流出	纳指: -3.60% 道指: -2.34% 标普: -1.97%	美国经济韧性叠加货币、财政双宽松预期下，美股或暂不具备大幅下跌条件。但12月暂缓降息可能性、叠加市场对数据佐证AI投资“商业回报”高度敏感，风险情绪趋向审慎背景下，预计12月美股延续震荡行情
	欧洲	11月前三周资金净流入规模扩容，主动资金连续7周净流出，被动资金延续净流入	富时100: -1.88% 德国DAX40: -3.00% 法国CAC40: -1.99% 欧元区STOXX50: -2.36%	通胀小幅下行、经济景气仍弱，央行降息节奏暂缓，短期欧股、欧债缺乏上行动能，关注后续积极政策部署
	日本	11月前三周日股资金流动，累计为资金净流入，主被动资金态度相反，主动资金净流出、被动资金净流入	日经225: -7.22%	内需有所放缓，通胀反弹压力加大，新政府推出经济刺激计划，日股创新高后回落，“宽财政+紧货币”整体仍利好股市、利空债市
	中国香港	配置香港上市公司资金净流入4.3亿美元，较上月同期增加，其中主动资金净流出、被动资金为净流入；截至24日，11月港股通净买入额1,106.25亿港元	恒指: -0.73%	新型政策性金融工具落地，中央经济工作会议料延续部署积极政策，有望叠加提振AH股走势
	越南	11月前三周转为资金净流入886.2万美元，主动资金净流出较上月同期收窄，被动资金净流入增加	胡志明指数: +1.73%	制造业景气回升，政府锚定10%增长目标，叠加越美贸易协定谈判取得阶段进展，有助于提振市场信心。但上月金融违规事件后市场交投情绪有所降温，流动性边际收紧风险未完全缓释，短期越股或小幅震荡上行
	印度	11月前三周印度股市转为资金净流入3.4亿美元，主动资金净流出较上月同期收窄、被动资金净流入增加	SENSEX30: +1.15%	虽然近期经济数据有所走弱，但印度仍是增长最快的主要经济体，叠加降息预期升温、印美或签署首阶段贸易协议的预期，均有望提振股市走势
债 市	美国	11月前三周资金净流入扩容，主动、被动资金均为净	2Y美债利率: -14.0BP;	短期虽受发债量增加、流动性趋紧、降息节奏放缓预期等影响，

国债	流入，投资级债券净流入延续增加，高收益级债券连续6周资金净流出	10Y 美债利率： -7.0BP	利率水平出现阶段抬升，但中长期看美联储仍处降息周期，预计美债收益率曲线继续呈“牛陡”态势
中国国债	11月前三周配置中国债券净流入23.6亿美元，较10月同期净流入增加11.1亿美元，主动、被动资金均为净流入	2Y 中国国债利率： +2.91BP; 10Y 中国国债利率： +2.56BP	人行综合利用一揽子政策工具支持市场流动性稳定，股债跷跷板效应等因素叠加影响下，国债利率大概率延续窄幅波动
中资美元债	11月前三周中资美元债累计净流出1,222.0万美元	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.20%	美债利率趋势性回落有望提振投资级中资美元债走势，地产板块料延续波动，关注局部事件的影响

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	11月涨跌 (截至24日)	短期走势展望
黄金	ETF 投资： 世界黄金协会数据显示，10月全球黄金 ETF 净流入81.53亿美元；全球黄金 ETF 资产管理总规模增至5,028亿美元，再创历史新高	美债利率 小幅回落，美元指数反弹	避险情绪有所降温	伦敦现金： +1.76% COMEX 期金： +2.44%	短期降息预期波动、局部地缘形势缓和等因素影响下，金价可能面临一定回调压力，但中长期仍有走升空间
原油	供给： OPEC+会议决定12月继续增产，环比+13.7万桶/日，增幅与10月和11月一致，但因供应过剩担忧加剧，明年第一季度暂停增产，这也是自4月以来OPEC+首次暂停增产 需求： EIA预期偏悲观，下调原油需求预测(2025：-3万桶/日；2026年：-6万桶/日)，供需缺口(供需)扩大至443万桶/日 库存(EIA)： 10月底OECD国家商业原油及石油产品库存为29.03亿桶，环比增加2,750万桶	美债利率 小幅回落，美元指数反弹	避险情绪有所降温	布伦特原油： -2.86% WTI 原油： -3.27%	原油累库压力不断增大，叠加地缘不确定性，预计短期油价料延续窄幅波动

正文

一、美国市场展望：美股预计延续震荡格局，美债短期波动不改“牛陡”态势

(一) 经济：政府停摆拖累 2025 年四季度 GDP 增速，服务业景气度回暖但制造业景气度延续承压

美国政府结束持续 43 天的史上最长联邦政府“停摆”，根据美国国会预算办公室估算，由于联邦雇员消费减少²、航班中断³、援助金推迟、消费信心下降等问题，预计导致美国 2025 年 Q4 经济增长率下降 1.5 个百分点，不过随着工资补发等秩序恢复、2026 年 Q1 经济增长率提高 2.2 个百分点，但约 110 亿美元经济活动将永久损失⁴。10 月服务业景气大幅回暖，但制造业景气仍疲弱。ISM 服务业 PMI 指数 52.4、创八个月新高（预期 50.8、前值 50），需求大幅回暖，就业收缩幅度收窄，通胀压力仍大；ISM 制造业 PMI 指数为 48.7、连续第八个月处于收缩区间（预期 49.5、前值 49.1）。非农数据“矛盾”“滞后”，参考意义有限。9 月招聘活动反弹，非农新增就业人口 11.9 万大超预期；但失业率升至 4.4%，为四年最高。10 月就业数据将与 11 月报告合并，推迟至 12 月 16 日发布（晚于美联储议息会议时间 12 月 10 日）。

(二) 政策：数据缺失背景下美联储官员分歧加大，12 月降息概率波动走高

² 国会预算办公室估计，政府停摆期间联邦雇员薪资停发金额约 160 亿美元，导致其消费、假日出行、大宗商品采购等减少或推迟。

³ 航空公司根据联邦航空管理局的命令取消了 10,000 多个航班，经济咨询公司 Tourism Economics 估计停摆使旅游支出每天减少 6300 万美元。

⁴ 估算数据来源于美国国会预算办公室（CBO）。

美联储 10 月鹰派降息，政策利率下调 25BP 至 3.75%-4.00% 区间，自 12 月 1 日起结束缩表。但会议释放鹰派信号：（1）鲍威尔称 12 月降息并非“板上钉钉”；（2）投票分歧加大，一位官员投票支持 9 月不降息。12 月降息概率最低降至约三成后回升，关键经济数据缺失背景下：（1）官员内部分歧明显加大；（2）鲍威尔称“在雾中开车会减速慢行”，尚不能完全排除美联储 12 月暂缓降息的可能性。

（三）流动性：10 月美股美债资金净流入均减少；11 月前三周美股净流入较上月同期收窄、主动资金连续 7 周净流出，美债资金净流入增加，但高收益级债连续 6 周净流出

10 月配置美股资金净流入大幅减少 216.8 亿美元至 38.4 亿美元，注册在境外⁵的基金净流入较 9 月减少 130.1 亿美元至 56.5 亿美元，注册在本地的基金转为净流出 18.1 亿美元。11 月前三周⁶资金累计净流入 399.4 亿美元（10 月同期为净流入 414.3 亿美元），本地注册基金连续三周净流入、共 427.6 亿美元，境外注册基金第一二周小幅净流入、第三周净流出 32.7 亿美元；主动资金已连续 7 周净流出，11 月前三周累计净流出 253.3 亿美元（10 月同期为净流出 49.2 亿美元），被动资金累计净流入 652.8 亿美元。

10 月美国债市资金净流入规模小幅收窄至 747.6 亿美元（9 月为净流入 753.0 亿美元）。11 月前三周累计净流入

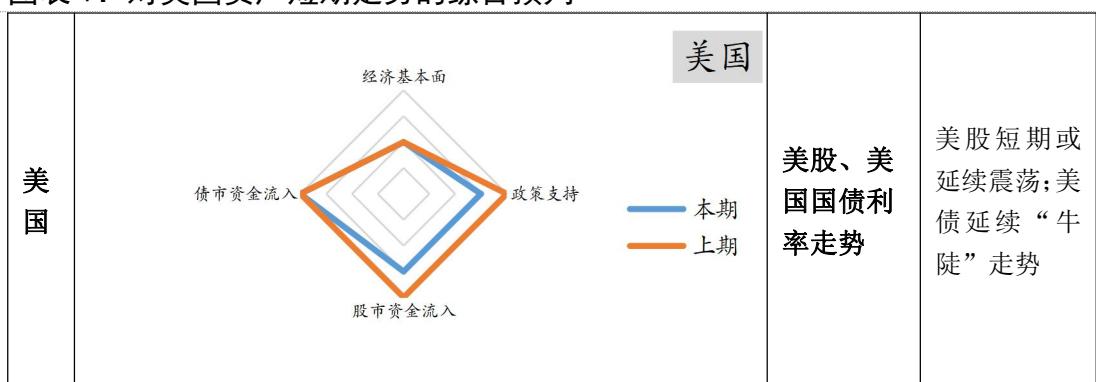
⁵ 基金注册于本地/境外（Domestic Domicile/Foreign Domiciles）并不必然表示其资金来自境内/境外，可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

⁶ 11 月前三周：第一周（10.30-11.5），第二周（11.6-11.12），第三周（11.13-11.19）。

388.7亿美元（较10月同期增加19.4亿美元），本地、境外注册基金净流入分别为326.9亿美元、61.8亿美元，主动资金和被动资金分别净流入191.0亿美元、197.7亿美元，投资级债券累计净流入321.0亿美元（较10月同期增加47.1亿美元），高收益级债券连续6周资金净流出，11月前三周累计净流出28.0亿美元。

EPL 框架综合看：（1）股票市场：10-11月我们连续提示美股进入震荡行情，预估12月震荡延续。美国经济韧性叠加货币、财政双宽松预期下，美股或暂不具备大幅下跌条件。但12月降息预期反复、叠加市场对数据佐证AI投资“商业回报”高度敏感，风险情绪趋向审慎背景下，预计12月美股延续震荡行情。（2）债券市场：短期利率抬升，中长期“牛陡”态势不变。短期虽受发债量增加、流动性趋紧、降息节奏放缓预期等影响，利率水平出现阶段抬升，但中长期看美联储仍处降息周期，预计美债收益率曲线继续呈“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



二、欧洲市场展望：欧元区通胀小幅下行，经济景气仍弱，短期欧股、欧债缺乏上行动能

（一）经济：通胀水平小幅下行，经济景气仍较弱

10月欧元区通胀小幅下行：CPI同比增速为2.1%，较9月下降0.1个百分点；其中核心CPI同比增速为2.4%，与9月持平。11月欧元区景气小幅升温：ZEW经济现状与景气指数均有小幅上升，其中现状指数从10月的-31.8升至-27.3；景气指数从22.7上升至25.0。但11月欧元区消费信心指数（季调初值）与上月持平，维持在-14.2，显示消费端信心仍弱。英国三季度经济边际放缓：三季度GDP（初值，季调同比）为1.26%，略低于前值0.17个百分点，3个月滚动GDP环比增速亦有下行（0.1%），较前值下降0.1个百分点。10月零售指数（季调同比）为2.1%，较9月下降0.5个百分点。

（二）英国央行维持利率水平不变，欧央行行长强调经济结构改革的紧迫性

英国央行维持利率水平不变：11月6日英央行以微弱投票优势（5-4）决定维持利率不变，展现对秋季预算案前的谨慎态度。行长贝利称，政策虽仍具限制性，但已过峰值，将关注12月18日前公布的通胀与就业数据，以判断降息时机。欧洲央行行长拉加德强调经济结构改革的紧迫性，拉加德表示面对中美贸易紧张、稀土出口限制及全球保护主义抬头，欧盟以出口为导向的增长模式正受冲击，急需改革。同

时表示，欧盟应打通内部市场、拆除壁垒，以强化自身韧性、降低对外依赖，并有能力抵消美方关税带来的负面影响。

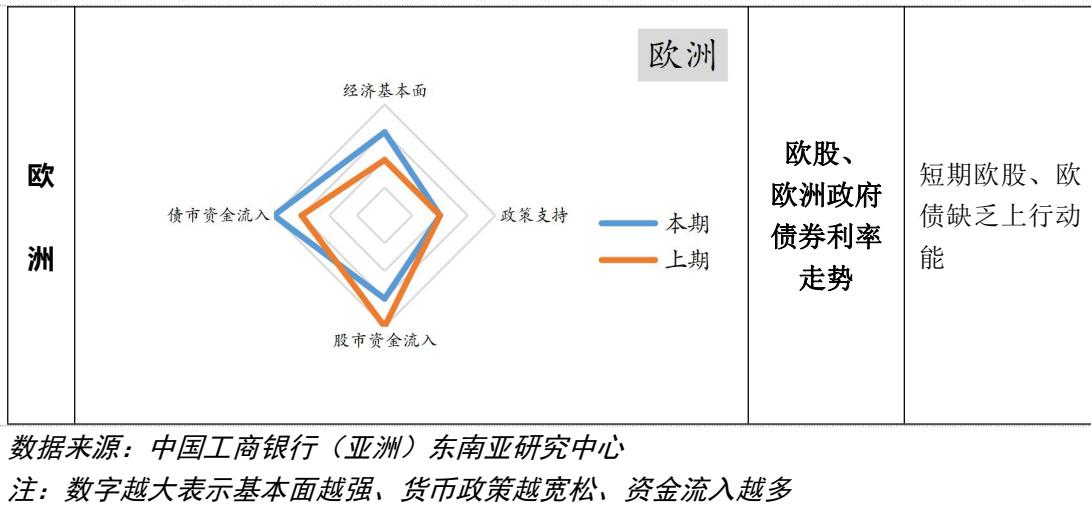
(三) 流动性：10月欧洲资金从股市流向债市；11月前三周欧股欧债资金净流入均增加，投资级债券净流入收窄、高收益债券净流入增加

10月配置欧洲股市的资金净流入规模收窄至38.5亿美元（9月净流入89.1亿美元）。11月前三周累计资金净流入63.4亿美元，较10月同期增加3.8亿美元，主动资金连续7周净流出，11月前三周累计净流出45.8亿美元（10月同期净流出17.4亿美元），被动资金净流入109.3亿美元。

10月欧洲债市净流入增加至175.6亿美元（9月为净流入84.0亿美元）。11月前三周债市累计净流入88.7亿美元，较10月同期增加26.8亿美元，主动、被动资金分别累计净流入50.7亿美元、38.0亿美元；投资级累计净流入52.1亿美元、较10月同期减少0.3亿美元，高收益债券累计净流入2.1亿美元、较10月同期增加1.2亿美元。

EPL 框架综合看：通胀小幅下行、经济景气仍弱，央行降息节奏暂缓，短期欧股、欧债缺乏上行的动能，关注后续积极政策部署（见图表2）。

图表 2：对欧洲资产短期走势的综合预判



三、日本市场展望：三季度 GDP 增速转跌，“滞胀”压力加大，新政府推出一揽子财政刺激计划，日央行加息趋势不变，“宽财政+紧货币”整体利好股市、利空债市

(一) 经济：私人消费仍较疲软，出口缓慢恢复，通胀有较大反弹压力

三季度产出转为收缩。三季度 GDP 环比跌 0.4% (环比折年率 -1.8%)，地产投资、出口缩减 (均拖累 0.3 个百分点) 为主要原因，建筑业监管调整⁷、对美出口持续缩减为深层原因。零售数据有所回暖 (9 月同比增速放缓至 0.5%，前值 -0.9%)，但居民实际收入依然疲软，8 月实际收入同比持平 (前值 2.8%)。出口缓慢恢复。10 月出口同比增 3.6% (前值 4.2%、2024 年 6.5%)。分产品看，运输设备及钢铁 (出口拉动率 0.1%、前值 -0.3%) 有所回暖但杂项出口放缓。分国别

⁷ 《为实现碳中和社会而对提高建筑物能耗性能法进行部分修订的法案》已于 2022 年 6 月 17 日颁布，该法案将于 2025 年 4 月 1 日全面实施，并对《建筑基准法》和《建筑节能法》进行重大修订。

看，对美出口有所回暖（出口拉动率-0.6%、前值-2.7%）但对中国及东盟出口放缓（出口拉动率0.4%、前值2.1%）。通胀有较大反弹压力，10月CPI同比升3.0%（前值2.9%），剔除生鲜食品和能源的CPI同比升3.1%（前值3.0%），叠加日元偏弱、进口价格指数反弹，通胀反弹压力加大。景气分化，11月制造业PMI微升至48.8（前值48.2）、服务业PMI持平于53.1。就业市场保持强劲，9月新增就业49万人（前值20万人），失业率维持2.6%的相对低位。

（二）政策：日本新政府推出一揽子财政刺激计划，日本央行加息趋势不变

日本新政府拟效法“安倍三支箭”中的大胆财政、结构改革，计划在摒弃单一年度预算，转而设计能够兼顾多年财政管理⁸的体系前提下，推出总额21.3万亿日元的经济刺激计划。计划围绕民生纾困⁹、产业升级¹⁰、自主安全¹¹三大重点，投向针对高物价补贴、加大医疗行业补助、支持科技投资、应对灾害等方面。日本央行行长植田和男称已告知首相高市早苗，日本央行正在调整货币支持力度，以稳定实现2%的通胀目标，暗示加息趋势不变。

⁸ 计划详见日本自民党官网链接 https://storage2.jimin.jp/pdf/news/policy/211802_1.pdf。

⁹ 民生纾困方面，(1)向有孩家庭的18岁以下儿童每人发放2万日元补贴，(2)发放约7000日元的电力和燃气费用将获得总计补贴，(3)鼓励发放大米券和电子优惠券。

¹⁰ 产业升级方面，(1)设立一项为期十年的基金，用于提升造船能力，(2)支持半导体、航空航天等战略领域，(3)对因医疗用品价格和劳动力成本上涨而面临日益严峻财务困境的医院和医务人员提供补贴。

¹¹ 自主安全方面，应对自然灾害和熊袭击事件增多的应急基金将增加约7,000亿日元，并应维新会要求布局副首都相关内容。

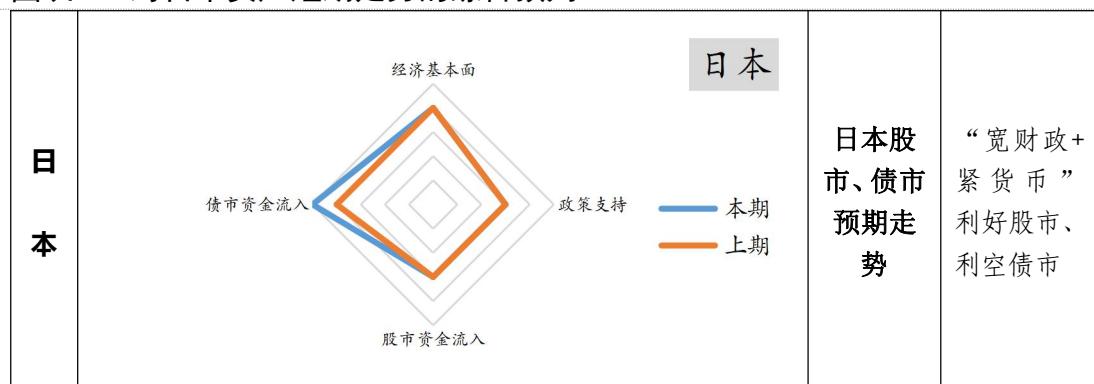
(三) 流动性：10月日股日债资金净流入均增加；11月前三周日股资金净流入、主被动资金态度相反，日债资金净流入收窄

10月配置日本股市资金净流入增加至38.2亿美元（9月为净流入34.3亿美元）。11月前三周日股资金流波动，累计净流入43.7亿美元（10月同期为净流出9.7亿美元），注册在境外、境内的基金分别净流入38.8亿美元、4.9亿美元，主动资金累计净流出0.7亿美元、被动资金累计净流入44.4亿美元。

10月日本债市资金净流入小幅增加2.2亿美元至14.1亿美元。11月前三周日本债市延续资金净流入6.8亿美元（较10月同期减少0.4亿美元），注册在境内、境外的基金分别累计净流入2.5亿美元、4.3亿美元，主动、被动资金分别净流入7.4亿美元、1.5亿美元。

EPL框架综合看：内需有所放缓，通胀反弹压力加大，新政府推出经济刺激计划，日股创新高后回落，“宽财政+紧货币”整体仍利好股市、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：新型政策性金融工具落地，中央经济工作会议有望延续部署积极政策，料可叠加提振AH股走势，国债利率预计延续窄幅波动

(一) 经济：10月内地需求增速整体有所放缓，结构性增长亮点突出；香港特区政府上调全年GDP增速预测至3.2%

内需增速整体有所放缓，结构性亮点仍突出。10月固定资产投资累计同比增速降至-1.7%（前值-0.5%），制造业投资（2.7%，前值4%）中交通运输相关行业投资保持高速增长¹²；广义基建投资延续放缓（1.5%，前值3.3%），基础设施投资中互联网和相关服务业投资同比增长20.0%。10月社零增速降至2.9%（前值3.0%；预期2.7%），假期效应提振下，餐饮收入（10月：3.8%；前值：0.9%）、服务零售额（前10月：5.3%；前值：5.2%）均提速增长。关税摩擦、高基数与假期扰动下，外需增速阶段性放缓，10月出口同比下降1.1%（前值：8.3%；预期：1.5%），集成电路（26.9%）、汽车（34.0%）、船舶（68.4%）出口延续高增。

据香港经济增长“HGC模型”¹³，跨境“人流(H)”消费持续向好，10月访港旅客同比续增12%，9月零售业销货值同比升幅扩大至5.9%，全运会叠加传统节日来临料持续带

¹² 2025年前10月，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长20.1%，汽车制造业投资增长17.5%。

¹³ “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。

动年底旅游零售业。“物流 (G)” 景气度加速上行，10月商品出口、进口货值同比增幅分别扩大至 17.5%、18.3% (前值：16.1%、13.6%)。 “资金流 (C)” 股市、楼市交投延续活跃。降息提振叠加低基数效应，10月住宅楼宇买卖合约量、额同比升 22%、37%；楼价回稳，期间 CCL 中原城市领先指数大致持平。11月，AI 估值忧虑和美联储降息不确定性扰动下，恒指先升后跌；交投延续活跃，港股主板日均成交额逾 2,300 亿港元；共 11 只新股主板上市，募资总额约 415 亿港元，港交所主板 IPO 申请仍有逾 290 宗。整体看，香港三季度实质 GDP 同比超预期增长 3.8%、创一年半季度新高，香港特区政府 11 月中上修全年 GDP 增速预测至 3.2% (8 月：2.0%–3.0%)。

(二) 政策：新型政策性金融工具投放完毕，人行重启国债买卖；香港金管局发布“金融科技 2030”愿景

新型政策性金融工具 5,000 亿元资金投放完毕，预计拉动项目总投资超 7 万亿元。投向上，加大对科技创新和战略性新兴产业的支持力度，资金投向范围拓展至数字经济、人工智能、绿色低碳、交通物流、城市更新等新兴领域；地域上，强化对经济大省挑大梁的支持力度，近八成资金投向浙江、广东、江苏等 12 个经济大省。10 月人行重启国债买卖。当月通过公开市场国债买卖净投放 200 亿元，为 2025 年 1 月暂停国债买卖后的首次操作重启。中美元首 APEC 峰会会晤取得积极进展，美方调降芬太尼关税 (20% 降至 10%)、暂停经贸调查，双方同意恢复开展农产品、资源品、科技出口

等领域合作。

香港金管局发布“金融科技2030”愿景，聚焦“DART”四大领域，即数据(Data)、人工智能(AI)、韧性(Resilience)、代币化(Tokenization)，涵盖逾40个项目，目标在2030年将香港发展为一个更具深度、韧性和前瞻性的国际金融科技枢纽。港深计划共建全球金融科技中心。香港特区政府财库局与深圳市地方金融管理局联合发布《关于携手打造港深全球金融科技中心的行动方案(2025-2027年)》，重点措施包括鼓励深圳科技企业来港融资、在港发行离岸人民币债券，支持两地共建金融科技联合孵化器等，目标到2027年底落地20个以上深港跨境数据验证平台金融领域应用场景。

(三) 流动性：10月配置中国上市公司的资金净流入边际回落但仍超过美国和欧洲股市的净流入水平，境外机构在银行间债券市场的托管余额时隔三个月重回四万亿以上；11月前三周配置中国上市公司资金净流入边际收窄，配置中国债券的资金净流入增加

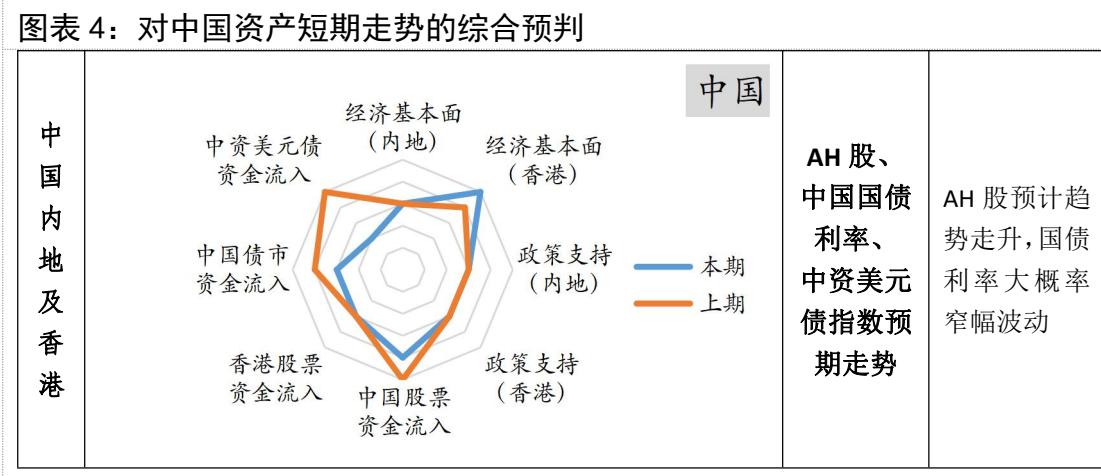
10月配置中国上市公司（包括A股、H股和美股上市的中国企业）的资金净流入161.7亿美元（9月为净流入209.6亿美元），超过美国和欧洲股市当月的净流入水平；配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入小幅收窄0.3亿美元至3.1亿美元。11月第三周配置中国上市公司资金累计净流入149.9亿美元（10月同期为净流入205.5亿美元），其中注册于境外的基金净流入32.0亿美元（较10

月同期增加 22.8 亿美元），注册于境内的基金净流入 117.9 亿美元，主动资金净流出 12.1 亿美元，被动资金净流入 162.0 亿美元、较上月同期增加 51.8 亿美元；配置香港上市公司资金净流入 4.3 亿美元（较 10 月同期增加 1.6 亿美元），其中主动资金净流出 1.1 亿美元，被动资金净流入 5.5 亿美元，截至 24 日，11 月港股通净买入额 1,106.25 亿港元。

10 月配置中国债券（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金净流入延续收窄至 8.7 亿美元（9 月为净流入 30.2 亿美元），10 月境外机构在银行间债券市场托管余额时隔三个月重回四万亿规模、为 4.23 万亿元、环比大增 11.8%；中资美元债转为净流出 2,157.8 万美元（9 月为净流入 916.7 万美元）。11 月前三周净流入 23.6 亿美元，较 10 月同期净流入增加 11.1 亿美元，主被动资金分别净流入 0.7 亿美元、22.9 亿美元；中资美元债累计净流出 1,222.0 万美元。

EPL 框架综合看：新型政策性金融工具落地，中央经济工作会议有望延续部署积极政策，料可叠加提振 AH 股走势，国债利率预计延续窄幅波动（见图表 4）。

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：制造业景气显著回升，越美就对等贸易协定框架发表联合声明，短期越南股市或小幅震荡走升

（一）经济：制造业景气度显著回升，越南国会将 2026 年 GDP 增速目标锚定在 10%以上

制造业景气度显著回升。10 月越南制造业采购经理指数（PMI）跃升至 54.5（前值：50.4），创 2024 年 7 月以来新高。需求端改善，新订单明显回升、新出口订单录得一年来首次扩张；产出增速亦同步达到 2024 年 7 月以来峰值。供需两旺带动就业与库存释放积极信号，商业信心指数创 16 个月新高。然而，通胀压力加大。投入成本通胀升至 2024 年 7 月以来最高水平，约 27%受访企业反映原材料涨价及供应短缺；产出价格通胀率更达 2022 年 6 月以来高点，反映成本端压力向价格端传导，尽管短期内订单承接尚有韧性，但需关注价格持续上涨对需求的抑制。

11 月越南政府例行新闻发布会释放积极信号，预期 2025 年有望位列地区及全球高增长国家行列。越南国会通过 2026 年经济社会发展计划决议，将 GDP 增速目标锚定在 10%以上。

（二）政策：越美就对等贸易协定框架发表联合声明，正式启动运营国际金融中心

10 月 26 日，越南与美国就对等贸易协定框架发表联合声明，系统总结迄今谈判成果，双方表态将持续推进技术层

级谈判，致力于在几周内最终达成协定并签署。11月1日，越南总理范明主持召开国际金融中心成立会议，宣布中心“即刻启航”，采用“一个中心、两地执行”模式，其中胡志明市占地899公顷、定位为综合金融枢纽，重点发展证券、银行、基金管理及金融科技沙盒；岘港市占地300公顷，聚焦绿色金融、区块链、供应链金融及数字资产试点。越南政府于11月10日颁布决议，明确自2026年1月1日起将全国各地区最低工资标准上调7.2%，有助于改善低收入群体的可支配收入，但部分劳动密集型企业或面临一定成本压力。

(三)流动性：10月越南股市资金净流出收窄、债市净流入也收窄；11月前三周股市和债市均转为净流入

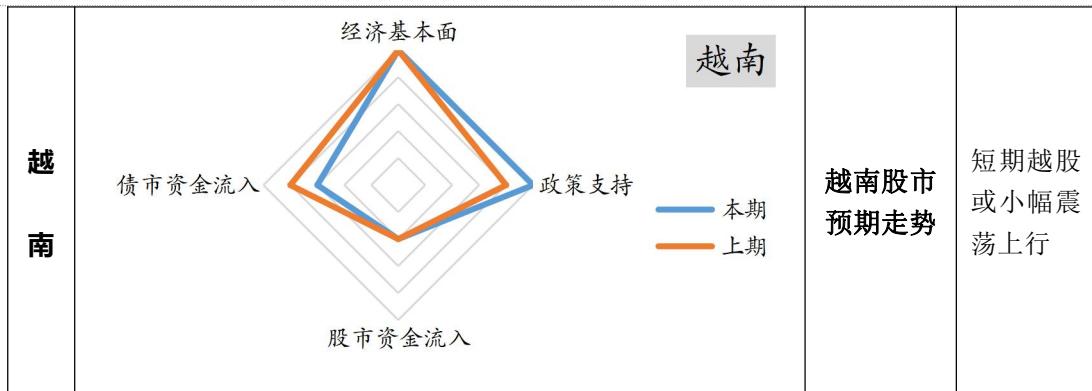
10月配置越南股市的资金净流出收窄至1.1亿美元（9月为净流出1.8亿美元）。11月前三周转为资金净流入886.2万美元（10月同期为净流出7,341.7万美元），主动资金仍为净流出、共6,085.1万美元、较10月同期净流出收窄5,017.2万美元，被动资金净流入增加3,210.6万美元至6,971.3万美元。

10月配置越南债市的资金净流入延续收窄至118.4万美元，9月净流入237.8万美元；11月前三周越南债市累计净流入88.8万美元（10月同期净流出1.8万美元），主动资金累计净流入80.8万美元、被动资金净流入8.0万美元。

EPL框架综合看：制造业景气度回升，政府锚定10%增长目标，叠加越美贸易协定谈判取得阶段进展，有助于提振

市场信心。但上月金融违规事件后市场交投情绪有所降温，流动性边际收紧风险未完全缓释，短期越股或小幅震荡上行（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：降息预期升温、印美推进签署首阶段贸易协议利好股市走势

（一）经济：出口数据延续走弱，制造业增长或放缓

10月货物出口增速转负（-11.8%、前值6.8%），部分受2024年同期高基数等因素制约，其中，对美国出口受关税¹⁴影响同比延续下降8.6%（前值-12.4%）。核心工业部门产出增长停滞，10月八大核心工业指数（ICI）¹⁵同比降至0%（前值3.3%）、为近14个月低点。制造业预期扩张但增速放缓，11月制造业、服务业PMI（初值）分别为57.4、59.5（前值59.2、58.9）。

¹⁴ 美国对印度追加25%的额外关税于2025年8月27日生效，叠加之前的25%，总税率达50%。

¹⁵ 核心工业指数（ICI）涵盖的8个核心基础行业的产出约占印度工业总产出的四成以上，通常被视为印度工业表现的领先指标。

(二) 政策：通胀创历史新低推升降息预期，印美或于年末签署首阶段贸易协议

10月通胀创有统计纪录以来的最低水平（0.25%、预期0.40%、前值1.44%），核心通胀亦小幅回落（4.40%、前值4.48%），推升市场对央行加快降息步伐的预期。相关报道显示，印美正加速推进首阶段贸易协定，或可在2025年底前签署，有望解决美国对印度商品征收加征50%的关税税率至与越南、泰国相近的水平（15%-16%），同时改善美国市场准入条件。

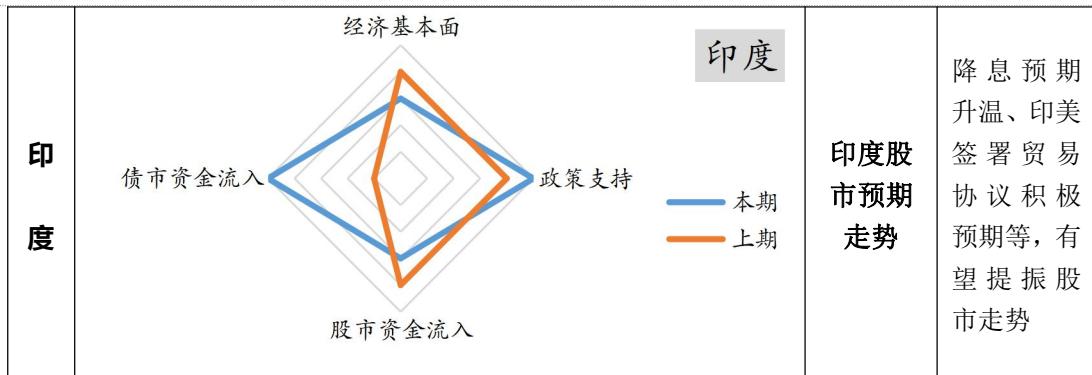
(三) 流动性：10月印度股市和债市资金净流入均减少；
11月前三周印度股市和债市均为资金净流入

10月印度股市净流入减少18.0亿美元至27.5亿美元；
11月前三周印度股市转为资金净流入3.4亿美元（10月同期为净流出4.6亿美元），注册在境外的基金净流入3.2亿美元，注册在境内的基金净流入0.14亿美元，主动资金净流出8.2亿美元、较10月同期净流出规模收窄0.9亿美元，被动资金净流入较上月同期扩大7.0亿美元至11.5亿美元。

10月印度债市资金转为净流入28.8亿美元（9月为净流出28.9亿美元），是2024年4月以来最大单月净流入额。11月前三周债市资金累计净流入3,679.5万美元，主动资金净流入850.5万美元、被动资金净流入2,829.0万美元。

EPL 框架综合看：虽然近期经济数据有所走弱，但印度仍是增长最快的主要经济体¹⁶，叠加降息预期升温、印美或签署首阶段贸易协议的预期，均有望提振股市走势。

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：降息预期反复，短期调整压力仍存

美联储降息预期反复，金价冲高回落震荡。月初，受美联储官员鹰派言论、关税摩擦不确定性等影响，国际金价在 4000 美元区间窄幅震荡。进入中旬，美国政府开门缓解流动性压力，13 日政府停摆正式结束，COMEX 黄金盘中最高触及 4250 美元关口，重回三周内高点。但随后美联储内部分歧凸显，多位官员表示对 12 月降息持谨慎态度，叠加 9 月非农数据影响，降息预期进一步收紧，金价高位回调、在 4080 美元附近波动。往后看，短期降息预期波动、局部地缘形势

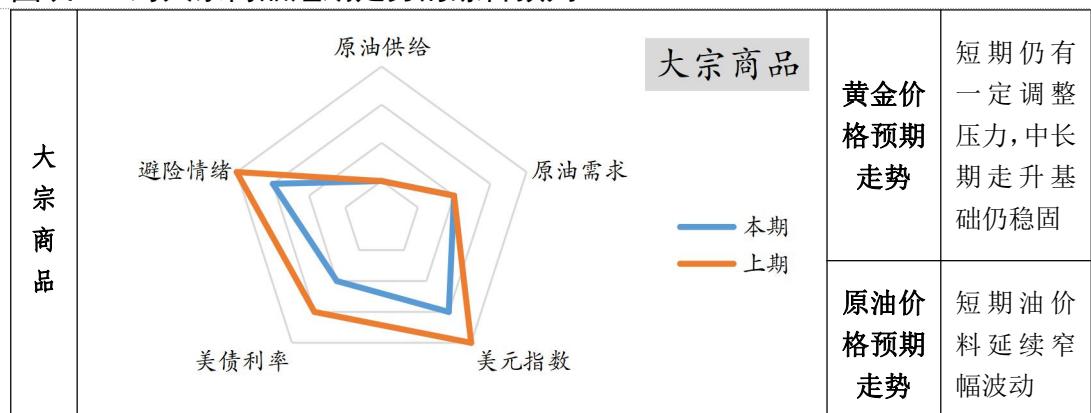
¹⁶ 国际货币基金组织（IMF）10月更新的《世界经济展望报告》将印度2025-26财年GDP增速预测上调0.2个百分点至6.6%，主要因为4月-6月经济意外强劲(7.8%)，但同时鉴于高关税的不利影响，下调2026-27财年预测至6.2%。

缓和等因素影响下，金价可能面临一定回调压力，但中长期仍有走升空间。

（二）原油：供给过剩预期强化，油价区间窄幅震荡

受供给压力、地缘风险回落等因素影响，11月布伦特原油价格在62-65美元区间震荡下行。本月美国政府停摆结束、乌克兰继续对俄基础设施进行打击，为油价带来下方支撑；但美联储降息预期波动，叠加库存压力，以及俄乌停火协议消息，拖累油价下行。月中，OPEC月报强化了2026年供需过剩的预期，12日油价盘中大跌，布伦特原油盘中跌3.7%至62.68美元，重回10月下旬以来低位水平。进入下旬，俄乌停火框架协议消息带动地缘风险溢价有所回落、提振油价。往后看，原油累库压力不断增大，叠加地缘不确定性，预计短期油价料延续窄幅波动。

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。