

# 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 周文敏  
杨妍 李美婷

## 2026 年全球金融市场展望： 分化与聚焦

### 阅读摘要

回顾 2025 年，全球主要经济体央行面对稳增长和控通胀的“两难困境”，货币政策节奏普遍偏审慎。金融市场在货币财政“双宽松”、关税摩擦与地缘博弈反复的背景下，呈现“风险资产与避险资产齐涨、非美资产表现亮眼”的特征。整体看，2025 年主要大类资产表现为：黄金 > 股票 > 债券 > 原油。外汇市场上，美元指数大幅走弱，欧元、瑞郎等非美避险货币以及多数亚太货币走强。债券市场在“宽货币”基调下短端利率趋于下行，主要发达经济体长债利率攀升，收益率曲线陡峭化。全球股市普涨，呈“V”型走势，韩国股市领跑，港股、A 股等亚太市场亦实现双位数涨幅。大宗商品市场中，避险及投资需求共振推动金价连创新高至 4500 美元上方；而供需失衡与地缘博弈下油价中枢震荡下移，一度跌破 55 美元关口。

展望 2026 年，影响全球经济金融走势的因素包括三条主线：一是，多数主要经济体有望实现 GDP 温和增长；关税及宽财政影响下，部分国家再通胀隐忧走升。二是，主要央行货币政策态度相机审慎，部分央行降息或已近尾声。三是，宽财政逐渐落地显效、财政负担忧虑仍存；降息提振传统产业但 K 型增长特点料仍突出。展望全球金融市场，**汇市方面**，美元指数延续处于下行周期、跌幅或收窄，非美货币表现将更多取决于经济基本面、分化态势料延续；**债市方面**，降息周期内国债利率中枢延续趋势回落，通胀、债务等因素推升期限溢价，多数国家收益率曲线料整体延续“牛陡”态势；**股市方面**，宏观流动性宽松、财政扩张与 AI 创新仍是交易主线，非美市场股票资产吸引力提升；**大宗商品方面**，金价仍有上行动能，供给过剩压力下油价中枢料进一步下移但幅度或有限。

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。

# 一、2025年全球主要经济体货币政策及金融市场走势回顾

## （一）货币政策：增长放缓但仍有韧性、通胀回落但仍有压力，除日央行外、稳慎宽松是央行普遍选择

2025年，主要经济体央行面对稳增长和控通胀的“两难困境”，货币政策节奏普遍偏审慎，其中：

1. 美欧日央行政策分化，欧央行最鸽，日央行逆势加息，美联储“走走停停”。

美联储“谨慎权衡”、降息75BP。年内劳动力市场疲弱风险上升、通胀未大幅上行，美联储于9月重启降息，10月、12月连续两次各降息25BP至3.50%-3.75%，并从12月起结束缩表、重启准备金管理购买计划（RMP）；此外，在8月的杰克逊霍尔会议上，鲍威尔宣布放弃“平均通胀目标制（FAIT）”，回归“灵活通胀目标制（FIT）”，重申2%的长期通胀率是其货币政策的核心锚点<sup>1</sup>。自2024年9月开启此轮降息周期以来，已累计降息175BP。

欧央行降息100BP至2.0%后保持观望<sup>2</sup>。在上半年连续降息100BP后，下半年面对经济增长动力不足和仍高于目标的核心通胀陷入了“低增长困境”下的政策僵持，已经连续4次会议“按兵不动”，在12月会议上表态偏鹰，自2024年6月开启降息周期以来，已累计降息200BP。

<sup>1</sup> 2020年，为了把通胀率长期平均维持在2%水平，美联储允许通胀在一段时间内“适度超调”（比如超过2%）。鲍威尔表示，过去那种“有意、温和的通胀过冲”理念在后疫情时代并不适用，甚至造成了沟通上的混乱。

<sup>2</sup> 欧央行于2025年6月将存款机制利率、主要再融资利率、边际借贷利率分别降至2.0%、2.15%和2.45%。

日央行缓步推进货币政策正常化，年内加息 50BP 至 0.75%。继 1 月加息 25BP 后，连续六次会议维持利率不变，6 月会议后宣布放缓 2026 年 4 月以后缩减购债规模的步伐，12 月继续加息 25BP。从 2024 年 3 月结束负利率后，已连续加息 3 次、累计 85BP。

## 2. 人行以“适度宽松+精准滴灌”为政策主线。

5 月初降息 10BP、降准 50BP，同时统筹利用加量续作 MLF、买断式逆回购常态化、重启国债买卖等操作保持流动性合理充裕，并优化创新科技、消费类等结构性货币政策工具，支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷支持力度。

## 3. 多数亚太经济体宽松货币政策节奏稳慎，印尼澳新三个资源型国家宽松力度较大。

多数亚太经济体统筹“稳汇率”和“稳经济”相机抉择。其中，印度央行降息 125BP（此轮降息周期累降 125BP），并下调银行现金准备金率 100BP 至 3%以增加银行体系流动性；马来西亚央行时隔 5 年首次降息，并降准 100BP 释放约 190 亿林吉特流动性；新加坡金管局连续两次下调新加坡元升值斜率；越南央行继续“按兵不动”（此轮降息周期政策利率累降 150BP），但政府指导银行系统降低贷款利率（此轮降息周期内市场实际贷款利率累降约 250BP）以支持经济增长。

资源型经济体为应对贸易不确定性带来的下行风险，降息最早（印尼 1 月、澳新 2 月），累计降息幅度也较大（新

西兰 325BP、印尼 150BP、澳大利亚 75BP）（见图表 1），此轮降息周期内分别累降 325BP、150BP 和 75BP。

图表 1：2025 年各主要经济体基准利率变动情况（截至 2025 年 12 月 22 日）

	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2025 年基准利率变化
美国	3.75	4.00	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	-0.75
欧元区	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.40	2.40	2.65	2.90	3.15	3.15	3.15	-1.00
英国	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	-1.00
日本	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.50
韩国	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	-0.50	
中国内地	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	-0.10	
中国香港	4.00	4.25	4.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	-0.75	
澳大利亚	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.85	3.85	3.85	4.10	4.10	4.35	4.35	-0.75	
新西兰	2.25	2.25	2.50	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.75	4.25	4.25	-2.00	
泰国	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	2.25	-1.00	
菲律宾	4.50	4.75	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	5.75	-1.25	
越南	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.00	
马来西亚	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	-0.25	
印度尼西亚	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	6.00	-1.25		
印度	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	-1.25		

数据来源：CEIC、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：欧央行基准利率为三大基准利率之一的主要再融资利率，中国内地基准利率为 7 天逆回购利率。

（二）金融市场：货币财政政策“双宽松”、关税摩擦和地缘博弈反复，大类资产呈“风险资产和避险资产齐涨+非美资产表现亮眼”的特征

整体看，2025 年主要大类资产表现：黄金 > 股票 > 债券 > 原油。其中，流动性扩张提振风险偏好，股市表现突出，AI 投资加速以及半导体产业上行周期带动成长板块领涨；不同经济体复苏路径和政策节奏差异影响下，债券市场震荡分化、收益率曲线普遍趋陡，主要发达经济体长债利率出现阶段性快速攀升；大宗商品中，贵金属和工业金属表现亮眼，供大于求预期下油价持续承压。值得关注的是，“特朗普 2.0

政策”冲击全球贸易、地缘、产业竞争秩序，影响全球经济复苏节奏和美元信用基础，大类资产呈现避险和风险资产齐涨、非美资产表现亮眼的特征。分市场看：

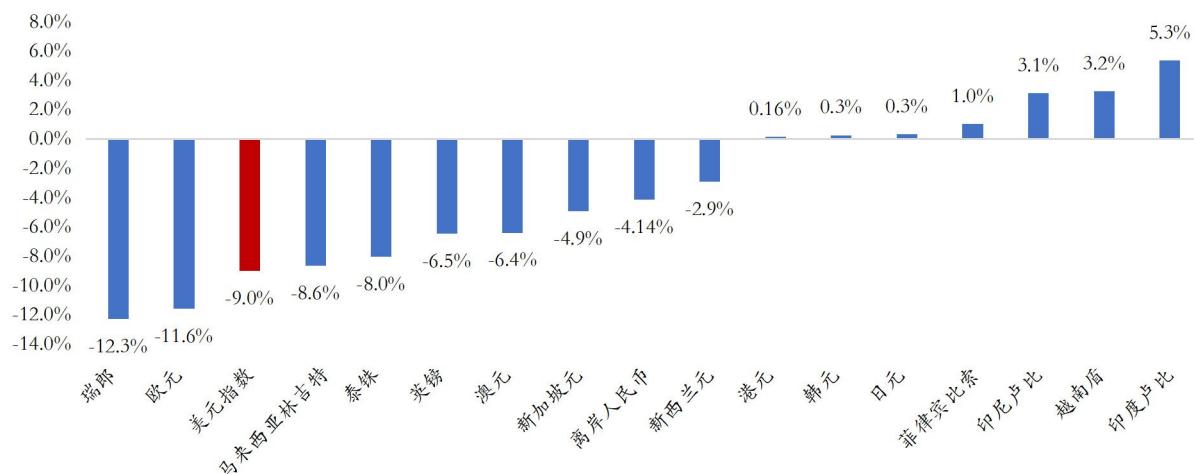
**1. 外汇市场：**美元大幅走弱，美元以外的避险货币表现佳，亚太货币多数走强。

美元指数短暂冲高后波动走弱。年初“特朗普交易”、偏强数据拉低降息预期等影响下，美元指数冲高至 110.2、是 2022 年 11 月以来的最高水平；4 月后，“对等关税”政策出台及贸易谈判反复、《大而美法案》落地增加财政负担、叠加美联储独立性担忧等加快美元指数跌势，上半年累计跌幅达到 10.8%，创下了 1973 年以来的最差同期表现；三季度后，美国与多个贸易伙伴达成关税协议，地缘风险阶段性缓和，但美联储降息预期反复，美国政府停摆时长刷新纪录，市场流动性短暂收紧，叠加日元持续走弱等多因素影响，美元指数在 95-100 区间偏强震荡。

美元以外的避险货币表现亮眼，瑞郎、欧元、英镑年内分别升 12.3%、11.6%、6.5%，欧元兑美元 (EURUSD) 最高突破 1.19，为 2021 年 6 月以来最高，英镑兑美元 (GBPUSD) 最高接近 1.38，为 2021 年 10 月以来最高；日元 1-4 月受“春斗”涨薪超预期提振经济增长预期而阶段性走强，但二季度以来，日债利率快速攀升、关税谈判、新政府政策预期等不确定性因素拖累下持续走弱、11 月下旬后再度跌破 155 关口，最弱接近 158。

4月初以来，关税压力缓和叠加美元指数走弱，亚太主要经济体货币普遍转强，尤其5月初在资金回流驱动下迎来短暂集体上涨。其中，人民币稳健走升，USDCNH年内最高升至7.03附近、为2024年10月以来最强水平，港元在联系汇率制度下展现较强弹性，二季度在强方和弱方兑换保证水平之间波动，香港金管局通过适时干预确保汇率稳定，东盟经济体货币汇率分化明显，马来西亚林吉特、泰铢、新加坡元表现优异（-8.6%、-8.0%、-4.9%），印尼卢比、越南盾（+3.1%、+3.2%）表现较弱（见图表2）。

图表2：2025年全球主要经济体货币兑美元汇率行情



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：除美元指数外，各货币统一为直接标价法，汇率变动为正表明该货币贬值。

注：2025年行情截至2025年12月19日。

**2. 债券市场：**“宽货币”政策基调下，短端利率整体趋于下行，主要发达经济体长债利率攀升，收益率曲线陡峭化。

短端国债利率整体趋于下行。新兴市场方面，新加坡、菲律宾、印度2年期国债利率降幅较大（-123BP、-96BP、

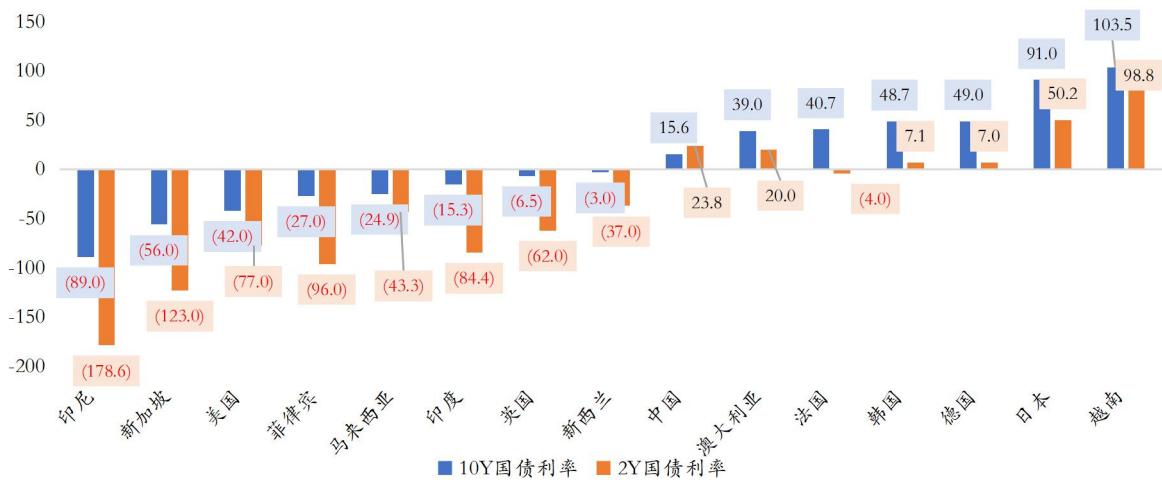
-84.4BP)；发达市场方面，2年期美债利率跌77BP，法国2年期政府债利率跌4BP。

**长端国债利率走势分化。**其中，发达经济体财政扩张加大市场对政府债务可持续担忧，长债利率出现阶段性快速上行，其中，10年期日债、德债和法债升幅较大(+91BP、+49BP、+40.7BP)，日本10Y国债利率最高升至2.02%，为1999年以来新高，德国、法国10Y国债利率最高升至2.9%、3.6%，均为2011年以来高位。

**中美10年国债利差收窄。**10年期美债利率波动收跌。年初至7月中旬，“对等关税”、《大而美法案》落地等政策扰动下，美债利率宽幅震荡；7月中下旬以来，随着就业数据表现疲弱，经济“滞胀”风险担忧加剧强化降息预期，美债利率逐步回落，年内10年期美债利率累计跌幅42BP。

**10年期中国国债利率波动走升。**一季度“开门红+Deepseek时刻”股债跷跷板效应下，国债利率走升；二季度“双降落地+关税扰动”国债利率在1.6%-1.7%区间低位波动；三季度后“反内卷+流动性紧平衡”国债利率回升，年内累计升幅16BP（见图表3）。

图表 3：2025 年全球主要经济体国债（政府债）收益率行情（BP）



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2025 年行情截至 2025 年 12 月 19 日。

### 3. 股票市场：全球股市普涨、呈“V”型走势，韩股领涨。

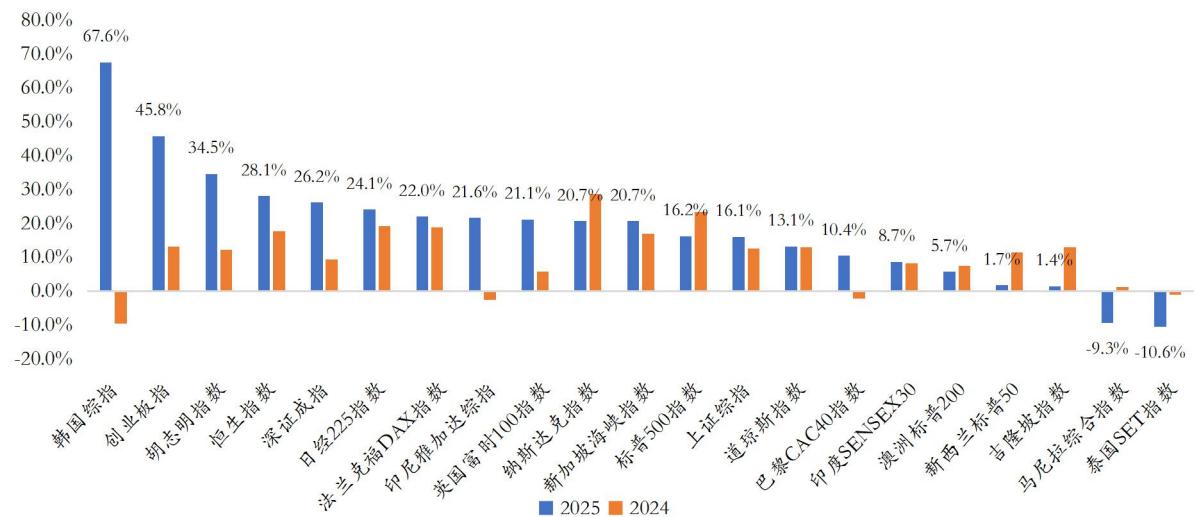
从节奏上看，各经济体股市深跌、反弹基本同步，但后续具体表现及驱动逻辑分化。股指深 V 底部集中于 4 月初，主因是特朗普“对等关税”政策的冲击；后续随着“对等关税”谈判缓和，叠加全球宽松货币政策释放充裕流动性、美元+1 资产多元配置趋势及 AI 热潮持续发酵，全球主要股指 4 月后强势反弹，下半年诸多股指相继创下历史新高。

**欧美股市：**美股上半年呈“V”型走势，下半年接续震荡走升、连创新高，主要受 AI 逻辑、企业盈利增长，叠加特朗普政府与多国达成贸易协议、美联储重启降息等多因素影响。截至 12 月 19 日，标普、纳斯达克指数、道指分别：+16.2%、+20.7%、+13.1%，美股已连涨三年。欧股普遍收涨，主要受益于美元+1 资产多元配置、货币宽松政策和财政刺激

的乐观预期、企业盈利带动。其中，德股因出口企业（医药、军工、高端制造）盈利超预期领涨（+22.0%）。

亚太股市：韩股领跑全球股市，港股、A股、日股、越股、印尼股指等实现双位数涨幅，泰国、菲律宾股指“跑输”。大选后政府推行改革，AI驱动半导体出口激增，叠加2024年低基数，韩国综指强势上涨，9月后接连创历史新高，涨幅（+67.6%）在全球主要股指中居前。日央行暂停加息周期，叠加日企盈利稳健，带动日股走强（+24.1%）。中国内地AI相关科技股价值重估、国际资金增配、“反内卷”等政策利好等多因素共同提振中国资产投资信心，截至12月19日，港股恒指大涨逾28%、居全球股指前列，恒生科技指数涨23.7%；上证指数、深证成指分别涨约16.1%、26.2%。央行降息、减税措施提振内需，印巴冲突停火增强外资流入印度股市信心，印度SENSEX30指数收升8.7%。受本地经济增长表现、政局稳定性和央行降息幅度等综合影响，东南亚各国股市表现分化。具体看：越南股市受经济强劲增长、产业链重构加速带动，越南胡志明指数涨幅（+34.5%）；央行政策积极、经济韧性较强共同提振印尼股市涨21.6%。服务型经济体如泰国、菲律宾、马来西亚等股市表现较疲弱，特别是在旅游业降温、外需疲弱叠加政局动荡下，泰国SET指数（-10.6%）、菲律宾马尼拉综指（-9.3%）跑输全球主要股指（见图表4）。

图表 4：2024–2025 年全球主要经济体股指行情



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2025 年行情截至 2025 年 12 月 19 日。

图表 5：2025 年末全球主要经济体股指估值 PE



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：最新股指 PE (TTM) 截至 2025 年 12 月 19 日，泰国和印尼股指历史 PE 数据开始于 2024 年 5 月底，恒生科技指数历史 PE 数据开始于 2020 年 7 月。

**4. 大宗商品市场：避险及投资需求共振驱动金价累创新高至 4500 美元上方，供需失衡与地缘博弈影响下油价中枢震荡下移、一度跌破 55 美元关口。**

**黄金：**避险及投资需求共振驱动下国际金价表现持续亮眼、连续两年涨幅扩大（COMEX 黄金：+65.5%<sup>3</sup>）。关税、地缘以及宏观经济不确定性等因素支撑黄金避险属性，全球黄金 ETF 持仓激增<sup>4</sup>及央行购金持续增加<sup>5</sup>等投资需求推动，金价延续强势上行、不断刷新历史新高。2025 年以来金价出现两次快速上行：（1）3 月中旬-4 月中旬，关税政策冲击引发美元资产“避险”信心受损，金价快速攀升、COMEX 黄金突破 3,500 美元关口；（2）9-10 月中旬，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上意外鸽派表态提振市场乐观降息预期，叠加中美关税摩擦表态“升级”、美国政府停摆等风险事件提振避险买需，金价加速冲高，COMEX 黄金涨超 4,500 美元关口（见图表 6）。

**原油：**供需失衡与地缘博弈下油价中枢震荡下移，主要驱动因素为，3 月 OPEC+ 确定进入增产周期，供给过剩预期开始发酵并逐步兑现，期间伊以冲突、美国对部分产油国的制裁以及关税对宏观预期的扰动影响了油价波动节奏。具体来看，1 季度，美国先后对俄罗斯、伊朗和委内瑞拉进行制裁，供给担忧下油价（以布伦特原油为例，下同）两度冲高；

<sup>3</sup> 截至 12 月 19 日，此外，2023-2024 年 COMEX 黄金涨跌幅分别为 13.2%、27.4%。

<sup>4</sup> 据世界黄金协会数据，1-10 月全球黄金 ETF 持仓量累计增加约 674 吨，为 2021 年以来最大增持年份。

<sup>5</sup> 据世界黄金协会数据，2025 年前三季度全球央行购金量达 634 吨，较去年同期的 724 吨有所放缓，但仍显著高于 2022 年之前的平均水平。

4月-5月初，“对等关税”加剧市场对原油需求的悲观预期，叠加OPEC+意外宣布4月起扩大增产，供需双重利空拖累油价两度跌破55美元关键点位；进入3季度，6月中旬以伊冲突爆发，油价短暂冲高至近5个月高点，停火后迅速回吐涨幅，油价重回供需基本面主导、在60-70美元区间偏弱震荡；4季度以来，需求支撑有所减弱，供给过剩压力上升，但在OPEC+暂停明年1季度增产及地缘局势反复支撑下油价中枢下行节奏有所放缓（见图表7）。

图表6：2025年国际金价走势回顾



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2025年行情截至12月19日。

图表 7：2025 年国际油价走势回顾



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2025 年行情截至 12 月 19 日。

## 二、2026 年影响全球金融市场的三条主线

### （一）多数主要经济体有望实现 GDP 温和增长；关税及宽财政影响下，部分国家再通胀隐忧走升

受益于降息、宽财政、AI 创新等因素，2026 年多数经济体或有望实现温和增长。美国经济在中性情形下预计可增长 2.3% 左右，较 2025 年提升 0.3 个百分点左右（详见前期报告《多重约束下的韧性与分化-美国 2025 年经济回顾及 2026 年展望》）；中国十五五规划开局，全年有望继续保持 5% 左右韧性增长（详见前期报告《中国经济“十五五”开局前瞻》）。欧元区整体有降速压力，但德国、法国、意大利等主要经济体受益于宽财政支持，根据 IMF 展望，GDP 增速有望分别提升 0.75、0.24、0.21 个百分点；澳大利亚、新西

兰作为资源型国家，经济增长有望继续受益于关键资源的出口，叠加低基数影响<sup>6</sup>，2026年GDP增速预计进一步提升。

韩国受益于积极的财政政策支持以及AI投资温和加速背景下，芯片、存储等出口景气仍高，IMF预计其2026年GDP增速预计可较2025年加快0.93个百分点至1.83%。

相较而言，日本经济将受益于积极的政策、薪资水平提升等，但同时面临贸易及地缘不确定性、加息导致融资成本抬升等压力，IMF预期其2026年经济增速较2025年放缓0.44个百分点；英国经济景气度或受财政纪律整顿<sup>7</sup>的影响有所走弱；服务型经济体（马来西亚、泰国）受国际游客增长放缓及国内国际地缘政治局势不确定性的拖累，IMF预计其经济增速延续放缓0.5、0.4个百分点（见图表10）。

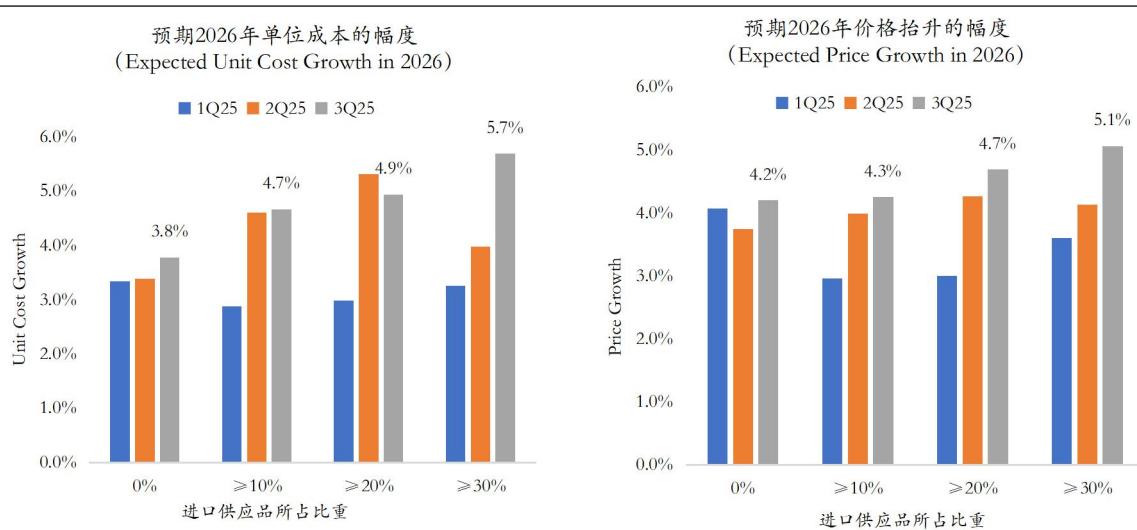
通胀方面，美国仍有隐忧，尽管10月通胀数据下行但数据准确性受质疑，2026年关税引致的价格成本有逐渐从企业向消费者转移的压力，根据2025年10月亚特兰大联储发布的研究，进口型企业普遍预期在2026年提价（见图表8-9），同时降息亦有可能推升价格水平，但就业疲弱背景下消费动能疲软料继续掣肘通胀的实际传导效率。中国“反内卷”供需再平衡及提振消费等扩内需积极政策料支持通胀水平温和修复；日本涨薪延续以及高市政府减税等宽财政政策，可

<sup>6</sup> 2024年澳大利亚、新西兰GDP实际增速分别为1.02%、-0.5%，2025年预计增速较2024年增加0.79、1.39个百分点，2026年在2025年的基础上进一步增加0.34、1.40个百分点至2.15%、2.23%。

<sup>7</sup> 英国秋季预算案已于2025年11月26日由财政大臣雷切尔·里夫斯（Rachel Reeves）正式向下议院提交，待上议院审议，该预算案主打增税以提高财政盈余，预计到2029/30财年可带来约260亿英镑额外税收主要内容包括延长税阶冻结期限、改革免税储蓄账户、引入高价住宅附加税、取消两孩福利、限制以及对电动车征收行驶税等。

能增加通胀风险；欧元区除了推出宽松的财政政策之外，主要经济体如德国政府准备采取措施逐步提高最低工资标准，计划从 2026 年 1 月 1 日起，将最低工资从 12.82 欧元提高到 13.9 欧元，2027 年进一步提高至 14.60 欧元，这是自 10 年前引入最低工资标准以来的最大涨幅<sup>8</sup>，可能引发通胀风险。

图表 8：进口型企业预计 2026 年单位成本 升幅  
图表 9：进口型企业预计 2026 年价格升幅



数据来源: *Fed of Atlanta*、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

<sup>8</sup> 2025 年 10 月 29 日，《时代周报》网站发表《德国政府批准逐步提高最低工资标准》。文章报道称，德国内阁已经批准社民党籍劳动及社会事务部长贝贝尔·巴斯 (Bärbel Bas) 的一项相关条例。“根据该条例，从 2026 年 1 月 1 日起，最低工资将从目前的 12.82 欧元首先提高到 13.9 欧元。一年后，最低工资将提高到 14.60 欧元。”

图表 10：IMF 预测 2025 年、2026 年各主要经济体实际 GDP 增速及 CPI 的情况

	GDP 增速预期				CPI 同比增速预期			
	2025E	2025E-2024	2026E	2026E-2025E	2025E	2025E-2024	2026E	2026E-2025E
World	3.16	-0.17	3.09	-0.07	4.01	-0.86	3.46	-0.55
欧美								
美国	2.02	-0.78	2.10	0.09	2.65	-0.08	2.20	-0.45
欧元区	1.20	0.35	1.14	-0.06	1.85	-0.59	1.95	0.10
英国	1.31	0.21	1.26	-0.04	3.35	0.85	2.00	-1.35
德国	0.19	0.69	0.94	0.75	1.75	-0.77	1.91	0.16
法国	0.67	-0.43	0.91	0.24	1.46	-0.24	1.11	-0.36
意大利	0.55	-0.18	0.76	0.21	1.53	0.13	2.67	1.14
加拿大	1.15	-0.40	1.54	0.39	1.98	0.08	2.12	0.14
亚太								
澳大利亚	1.81	0.79	2.15	0.34	3.22	0.79	2.83	-0.39
新西兰	0.84	1.39	2.23	1.40	2.80	0.58	1.91	-0.89
日本	1.08	0.97	0.63	-0.44	2.83	-0.09	1.99	-0.84
韩国	0.90	-1.11	1.83	0.93	1.88	-0.05	1.94	0.06
印度	6.65	0.15	6.16	0.49	3.28	-0.46	4.37	1.10
新加坡	2.23	-2.16	1.82	-0.40	1.10	-0.40	1.30	0.20
印尼	4.86	-0.17	4.94	0.08	2.58	1.01	2.58	0.00
马来西亚	4.50	-0.61	4.00	-0.50	2.36	0.69	2.00	-0.36
菲律宾	5.44	-0.26	5.73	0.30	1.50	-1.40	2.80	1.30
泰国	2.00	-0.54	1.60	-0.40	0.60	-0.64	0.80	0.21
越南	6.46	-0.63	5.60	-0.86	3.39	0.44	3.16	-0.23
柬埔寨	4.77	-1.25	4.00	-0.78	1.63	-1.42	1.82	0.18
文莱	1.80	-2.26	2.43	0.63	0.60	1.06	0.63	0.03

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：IMF 最新预测时间是 2025 年 10 月。

## （二）主要央行货币政策态度相机审慎，部分央行降息或已近尾声

相较 2025 年较为一致的稳慎宽松，2026 年主要经济体央行货币政策态度或有较明显分化，央行统筹兼顾关税滞后传导引发再通胀风险、就业压力加大、经济内生动能回落、政府债务利息负担加重、市场流动性波动等多重挑战，部分央行降息或已近尾声，日央行料延续加息。

1. 美联储、人行、印度央行、泰国央行仍有降息空间。12 月美联储延续降息 25BP、并开启扩表。中性情形下，美联储 2026 年大概率延续降息 2 次、50BP（详见前期报告《分

歧中的谨慎平衡--美联储 12 月议息会议点评》)。人行料延续“适度宽松”政策导向，预计降息 1-2 次(每次 10BP)、降准 1-2 次(25-50BP)，或先行降准、非对称降息，结构性货币政策工具继续精准施策，MLF、买断式逆回购、国债买卖等一揽子货币政策工具灵活呵护流动性稳定充裕。印度央行、泰国央行等料继续采取积极货币政策，支持经济景气回升，相对于印度、泰国降息空间相对有限。

**2. 欧央行、英央行、韩国央行更加依赖数据表现。**囿于“经济疲弱、通胀走高”的两难困境，欧英央行均有表态称降息周期已接近尾声<sup>9</sup>。相较而言，虽然英国通胀水平远高于欧元区(2025 年 10 月欧元区调和 CPI 同比 2.1%，英国 CPI 同比 3.6%)，但宽财政支持下，主要欧元区经济体增长动能改善预期向好，欧央行转鹰的时间或较英央行更早。2026 年韩国积极政策增加经济复苏乐观预期，通胀升温可能掣肘韩国央行降息节奏，甚至结束降息。

**3. 日央行料延续加息，澳央行存在加息可能。**2026 年日央行大概率仍需继续加息 1-2 次(详见前期报告《一场不够鹰派的加息-日央行 12 月议息会议点评》)。2025 年澳大利亚经济表现优于预期，7 月后 CPI 同比增速超过 3% 并逐月抬升，12 月 9 日澳央行行长在议息会议后表示如果价格压力持

<sup>9</sup> 欧央行行长拉加德表示“当前欧元区经济‘相当接近潜在产出水平’”，欧央行执委施纳贝尔称“对市场押注下次利率行动为加息的预期感到‘相当放心’”，由此导致市场对 2026 年欧央行加息的预期上调；英国央行行长贝利称“英国现在‘非常接近’中性利率水平，可能只需要一到两次降息就能达到”。

2025 年 12 月 10 日欧央行行长拉加德表示，鉴于欧元区经济在面对外部贸易压力时展现出的韧性，欧洲央行 12 月公布的新预测可能会上调经济增长预期。参考 <https://wallstreetcn.com/articles/3761106>。

2025 年 12 月 14 日 BBG 报道:Andrew Bailey's statement that "the neutral rate is now within touching distance" and only "one or two steps away" refers to an estimated neutral interest rate of around 3.75% to 4%，relative to the current Bank of England (BoE) Bank Rate of 4%。

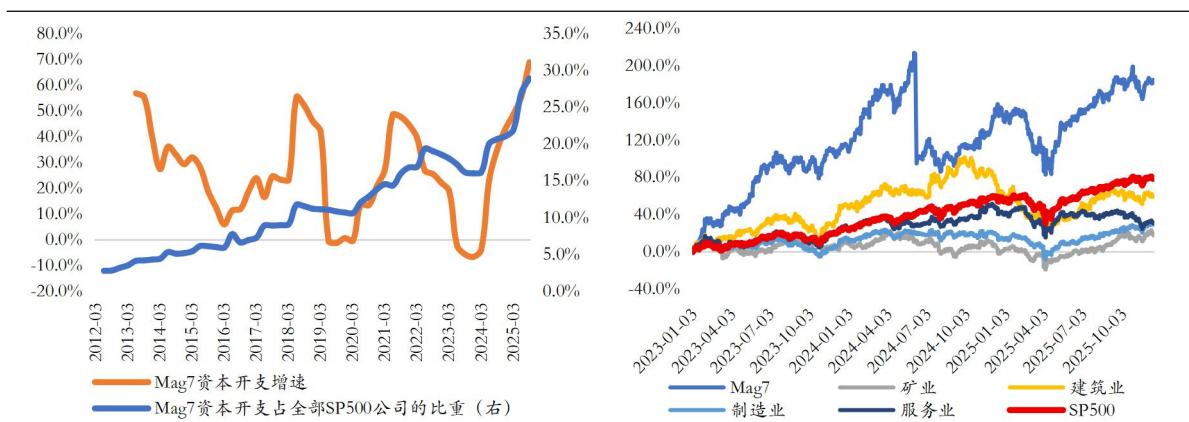
续，下一步行动“很可能是上调利率”，但3季度GDP环比增长放缓、外需仍有不确定性等，加大政策权衡难度。新西兰经济第三季度环比增长1.1%、扭转衰退局面，3.0%的通胀水平处于央行目标区间上限，央行表示“不再急于降息”。

### （三）宽财政逐渐落地显效、财政担忧忧虑仍存；降息提振传统产业但K型增长特点料仍突出

总体上，多数主要经济体在2025年制定并公布了积极的财政政策计划，2026年市场关注政策落地效果。**美国**特朗普政府的《大而美法案》于2025年7月正式通过，2026年面临中期选举，或继续推动更多行业放松监管以支持投资和经济增长。2025年12月**欧盟**理事会正式通过了《欧洲国防工业计划》，旨在增强成员国国防技术和工业基础以及欧洲国防能力，2025-2027年间首批拨款将达到15亿欧元。2026年是**中国**“十五五规划”开局之年，围绕稳民生、促消费与扩投资，财政政策“更加积极”（详见前期报告《中国经济“十五五”开局前瞻》）。**日本**高市政府在2025年11月批准了总规模达21.3万亿日元的经济支持政策，涵盖减税增加补贴、加大战略产业投资以及强化国防和外交等内容。但宽财政同时加重政府负担。根据IMF预测，2026年美国政府债务率将提升3.7个百分点至128.8%，欧洲国家中预计法国政府债务率升幅最大达3.1个百分点，英国、德国分别升1.4、1.6个百分点；亚洲国家中，韩国、泰国的政府债务率预计升幅较大、为3.3、1.7个百分点（见图表15）

结构上，主要经济体政策聚焦发展创新生态，AI 创新应用仍是战略关注焦点，比如 Mag7 的资本开支占全部 SP500 公司的比重达到 28.7%（截至 2025 年 Q3），2023 年以来 Mag7 的股价升幅远超 SP500 指数升幅，其他板块多逊于 SP500（见图表 13-14）。后续，AI 商业化进展存在一定不确定性，2025 年三季度 Mag7 的资本投资增速已较高位边际回落（2025 年 Q2 同比增速为 68.8%，Q3 降至 67.7%）；另一方面，美联储延续降息、政府减税及放松监管等；中国积极财政政策支持扩大内需、地产有序转型等，均有利于提振传统行业。也要指出的是，AI 作为新一轮技术和产业变革主线，正得到东盟、中东等越来越多国家的政策倾斜。

图表 11：Mag7 资本开支占 SP500 公司的 28.7%  
图表 12：Mag7 股价表现突出，传统板块涨幅多不及 SP500 指数

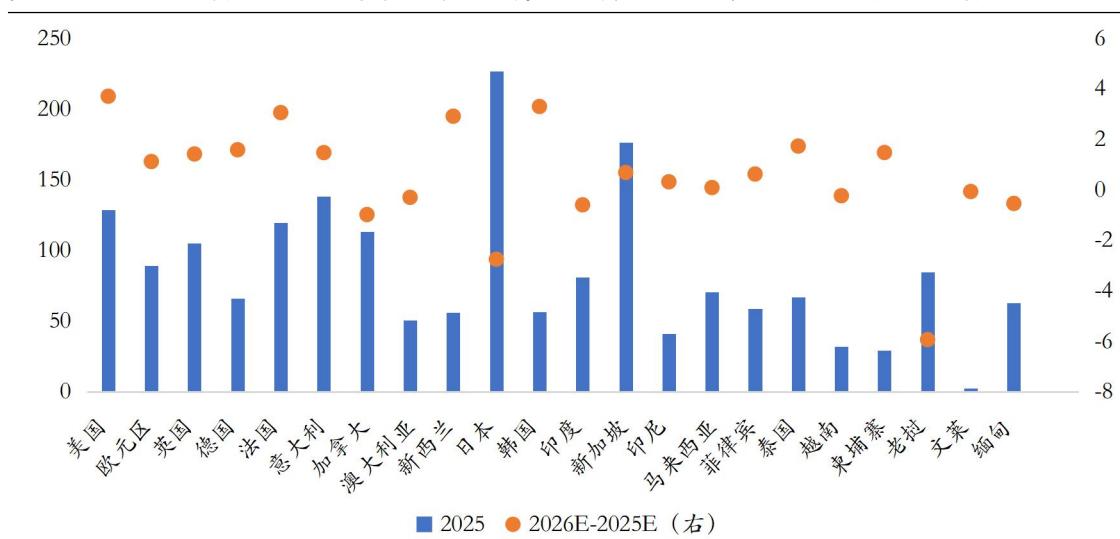


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：Mag7 公司即苹果、微软、谷歌、亚马逊、Meta、英伟达、特斯拉。

股价统计区间为 2023. 01. 01-2025. 12. 16

图表 13：IMF 预测 2026 年各主要经济体一般政府债务占 GDP 的比重情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：IMF 最新预测时间是 2025 年 10 月。

### 三、2026 年度全球金融市场前瞻

**（一）汇市：美元指数延续处于下行周期、跌幅或收窄，非美货币表现将更多取决于经济基本面、分化态势料延续**

美联储降息周期内美元指数波动中枢料延续趋势回落，叠加美联储新任主席及换届委员或偏向更为宽松政策，美元指数中枢料跟随基准利率回落；同时，美国劳动力市场结构性压力仍大，中性情形下，消费仍具动能、但 AI 投资大概率温和放缓，叠加“大而美法案”落地增大财政压力、过度依赖短期国债融资或拖累美元资产信用基础，日央行加息引发套息交易逆转等，共同拖累美元指数走势。但基准情形下美国基本面相对欧日仍有优势，地缘不确定性抬升避险需求等，对美元指数提供一定支撑，且根据美元周期的历史经验，

“急跌期”或已过去，但波动性料仍大（详见前期报告《美元周期的回顾及展望——一个基于供需的分析框架》）。

美元走弱有利于非美货币整体回升，具体表现将更多取决于经济基本面、分化态势料延续，有三条线索值得关注：

1) 经济走强预期（新西兰元、澳元、人民币）。澳新方面，2026年GDP增速预计将较2025年走升，同时央行降息接近尾声、进一步支撑汇率；2026年是中国“十五五”规划开局之年，稳健政策积极发力支持经济内生动能延续走强，通胀温和回升，出口韧性背景下结汇力量延续较强，为人民币走强提供支持（详见前期报告《2026年人民币汇率中枢料温和走升》）。2) 美国与非美利差收敛（欧元、日元、韩元）。

日央行延续加息，欧央行、韩国央行货币政策转向概率提高，利差收敛将对汇率形成支撑。3) 资源型经济体货币可能整体表现更强（印尼卢比、澳元、新西兰元），受益于AI产业链及供应链重构的经济体汇率或有支撑（越南盾、印度卢比、日元、韩元）。2026年AI、国防等关键领域资源竞争更加激烈，澳大利亚、新西兰、印尼等资源型经济体出口料延续高景气度，对印尼卢比、澳元、新西兰元等汇率形成支撑。AI等投资需求或边际放缓但仍有扩张动能，带动日韩半导体出口预计短期内仍保持一定韧性，对日元、韩元走势提供一定支持；全球供应链调整背景下，外商投资推动越南、印度等制造业加速发展，可对越南盾、印度卢比形成支撑。

**(二) 债市：降息周期内国债利率中枢延续趋势回落，通胀、债务等因素推升期限溢价，多数国家收益率曲线料整体延续“牛陡”态势**

降息周期内预计短端利率跟随政策利率趋势回落，经济温和复苏、再通胀隐忧叠加宽财政政策料推升期限溢价，掣肘长债利率降幅，预计短端利率下行幅度仍将大于长端，多数国家收益率曲线料整体延续“牛陡”态势。

节奏上看，汇率和通胀压力趋缓背景下**亚太新兴经济体**货币政策空间相对更大，相应地政策利率下行幅度或更大，发达经济体央行需权衡控通胀、促增长及防止债务负担过重等多因素，货币宽松节奏料审慎、更依赖数据情况，部分发达经济体降息周期或近尾声(欧元区、澳大利亚、新西兰等)，进一步宽松空间将较为有限，利率下行节奏趋缓。

分市场看，降息驱动下**美债**利率中枢料延续趋势下行，财政负担加重、美联储独立性担忧和再通胀风险等因素料推升长端美债期限溢价，掣肘长端美债利率下行幅度和节奏；通胀温和回升、经济内生动能走强等或推动**中国国债**长端利率走升，但人行积极政策延续呵护流动性稳定充裕，利率大幅走升可能性不大。

**(三) 股市：宏观流动性宽松、财政扩张、AI 创新仍是交易主线，非美市场股票资产吸引力提升**

**欧美经济体：****美股**预计短期仍有一定上行空间但波动性料加大。AI 投资、《大而美法案》减税与宽松监管助力企

业盈利提升；但仍需关注多重风险因素：美股估值已处于高位，劳动力市场承压、关税政策变化等仍将扰动美国经济前景不确定性。**欧洲**国家经济料弱复苏，货币宽松步伐相较美国放缓，但财政刺激规模扩张增加投资者信心，叠加外资回流、估值修复为欧股提供动能。其中，德国推行大规模财政刺激（2025年7月底通过2026财年预算案，总预算5,205亿欧元，同比增3.5%，国防预算增至837亿欧元，同比增32%），**德股**表现料较居前。受政局不稳、债务负担<sup>10</sup>影响，**法国股市**预计或有波动下行风险。

**亚太经济体：“宽财政+紧货币”政策组合整体利好日股**走势，需关注外部不确定性及内部政局稳定性影响。受财政扩张政策、支柱产业半导体和通信行业景气度支撑，叠加股指估值仍具修复空间，**韩股**上行弹性更大，但2025年领涨全球、掣肘后续上涨空间。印度经济增长前景相对乐观，降息、减税措施料持续提振消费板块，美印贸易协议达成后将利好出口导向型企业，**印度股市**具走强基础但需关注关税等不确定性扰动。中国“十五五”规划开局，释放政策红利与产业机遇，积极财政政策接续落地、AI产业发展空间可期，叠加全球资金多元配置趋势，叠加估值优势，夯实**A股、港股**趋势走升基础。利率走低、叠加经济韧性整体可期，东南亚各国股市有望延续偏强走势。越南经济景气度上行、外资流入预期（富时罗素10月将越南升级至次级新兴市场）料

---

<sup>10</sup> 标普2025年10月下调法国主权信用评级。

带动越南股市走强。泰国、马来西亚、菲律宾等服务型经济体股市行情还取决于投资与消费端政策的实际成效、政局稳定性等因素。

#### （四）大宗商品：金价仍有上行动能，供给过剩压力下油价中枢料进一步下移但幅度或有限

黄金：短期存在高位调整压力，中长期仍有上行动能，关注黄金与风险资产共振。短期地缘、政策等因素有推动金价高位技术调整压力，但支撑金价中长期走升的基础稳固，一方面，美联储延续降息，以欧美地区为首的全球黄金 ETF 需求仍有扩大空间<sup>11</sup>；另一方面，地缘不确定性，叠加“特朗普 2.0 政策”加速全球宏观秩序重构，黄金配置价值进一步凸显，以央行购金、区域库存建设和私人部门实物投资为主的避险买需将提供重要的结构性支撑。最乐观的情境（恶性循环）下，金价有突破 5,000 美元的可能<sup>12</sup>。值得关注的是，2025 年黄金 ETF 持仓量与金价的相关性达到历史最高水平，表明投资性需求是驱动金价快速上涨的重要因素，但投资性需求受市场流动性条件、风险情绪等多因素影响较大，或加大金价波动风险（见图表 14-15）。

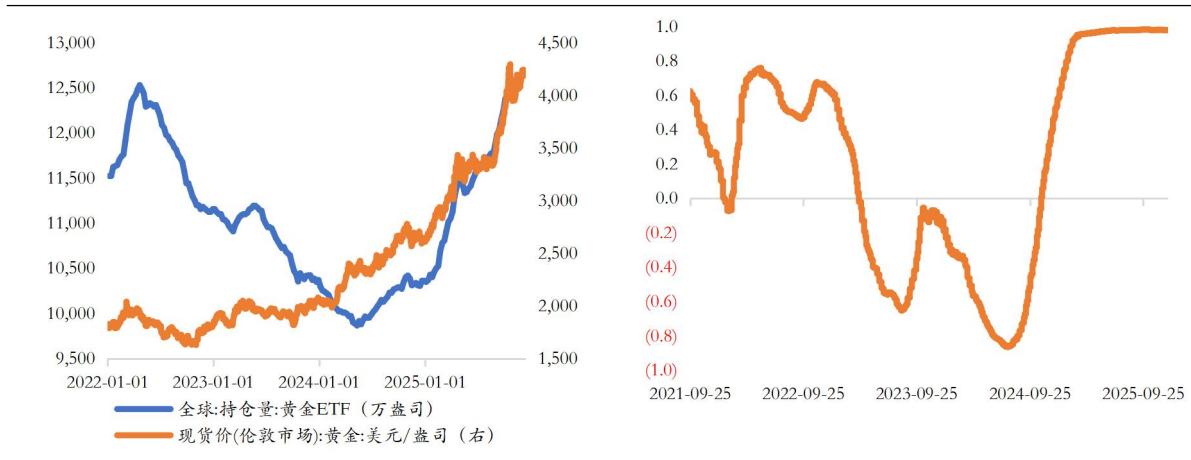
---

<sup>11</sup> 根据世界黄金协会最新数据，2025 年 3 季度黄金 ETF 投资需求为 221.7 吨，距离 2020 年 2 季度 433.1 吨的最高峰值还有接近一倍的增长空间。

<sup>12</sup> 世界黄金协会发布的最新预测 将 2026 年宏观环境分为四种情境，分别是宏观共识（Macro consensus）、浅度滑落（Shallow slip）、恶性循环（Doom loop）和再通胀回归（Reflation return），对应金价波动范围分别是当前价格±5%、当前价格 上涨 5%-15%、当前价格上涨 15%-30%和当前价格下跌 5%-20%。

图表 14: 黄金 ETF 持仓量与金价走势

图表 15: 2025 年金价与黄金 ETF 持仓量移动相关系数升至历史最高水平



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

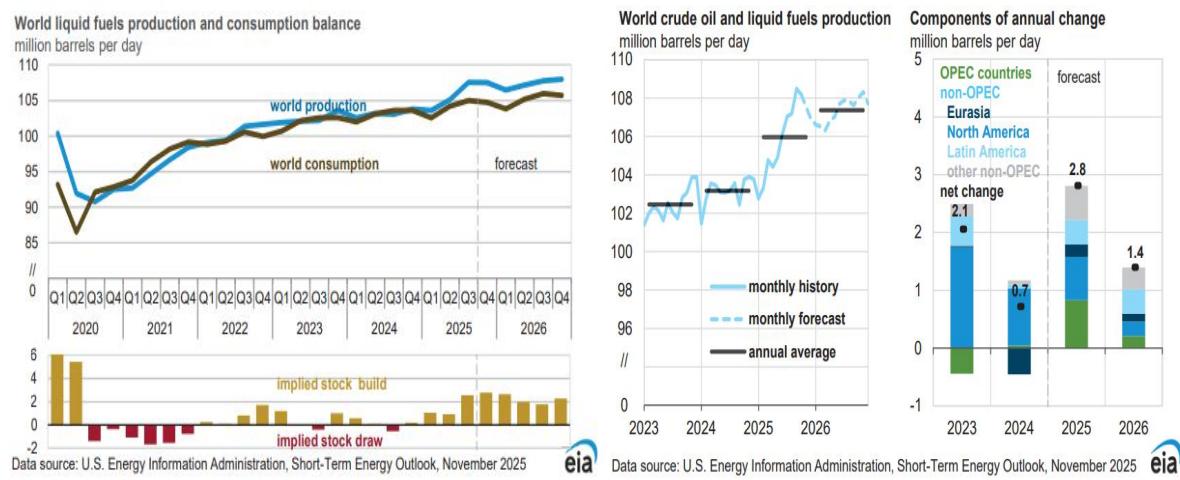
**原油: 供大于求压力仍在, 但累库速度有望逐渐放缓, 油价中枢料进一步下移但幅度或有限。**供给端, OPEC+和非OPEC+仍处于供给增长期, 但供给净增量料呈边际放缓趋势, 过剩压力或有所缓解: 一方面, OPEC+暂停 2026 年 1 季度增产计划已反映其增产政策或趋于谨慎, 保价诉求下 OPEC+存在结束甚至逆转增产政策的可能<sup>13</sup>; 另一方面, 预计低油价对非 OPEC+国家上游油气投资的负反馈效应将逐渐显现<sup>14</sup>。此外, 中东、委内瑞拉等局部地缘事件料将继续扰动供给稳定性。需求端, 经济温和复苏及能源转型背景下终端需求料延续缓慢增长, 以中美为主的补库需求或将是重要增量。整体看, 供给过剩压力仍在, 但低油价的负反馈效应或引发供给

<sup>13</sup> OPEC 长期以来主要呈现对油价进行逆周期调节的政策目标, 但由于财政平衡成本较高 (IMF 预测 2026 年沙特财政平衡油价为 86.6 美元/桶), 低价下的增产持续性往往有限, 主要的动机集中于份额争夺、应对意外断供的机动调节以及地缘政治考量。参考 2018 年, OPEC+ 在 70 至 80 美元/桶油价区间进入增产后, 于当年 12 月在油价下行至 50 至 60 美元/桶区间后重回减产周期。

<sup>14</sup> 2023 年以来, 美国页岩油边际产能以及巴西、圭亚那代表的海上新建储备项目贡献了非 OPEC+ 原油产出的多数净增量。其中, 美国页岩油行业因投产周期快、完全成本偏高, 对油价高度敏感, 根据达拉斯联储最新发布的调查数据, 2025 年 1 季度具有代表性的核心产区中 Delaware 区块完全成本 (有盈利去钻新井) 平均为 62.2 美元/桶, 已高于目前 WTI 原油价格, 上游投资较为乏力, 且开钻未完工油井数已降至逾 10 年低位, 意味着过去依靠提高油井完工数来释放边际产能的生产策略可持续性难度提升。

格局重塑，累库速度有望逐步放缓，形成基本面再平衡预期，叠加地缘不确定性对油价仍有底部支撑，油价有望震荡筑底、中枢料进一步下移但幅度有限，综合考虑国际机构预测，预计 2026 年布伦特原油、WTI 原油中枢价格分别为 55 美元/桶、50 美元/桶。关注 OPEC+产量政策、库存周期、地缘事件以及宏观因素对油价的影响（见图表 16-17）。

图表 16: EIA 预计 2026 年原油供给过剩图表 17: EIA 预计以拉丁美洲产区为主的非 OPEC 经济体将贡献主要的供给增量



数据来源: EIA、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

注: 据 EIA 月报, 全球原油产量占液体燃料的 75%左右, 故图表采用液体燃料数据估计原油供需。



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。**