

# 研究报告

## 中东地缘形势延续扰动下大类资产 走势分化波动

——3月环球经济与大类资产配置观察

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 李美婷

## 正文

### 一、3月全球金融市场走势及基金资产配置情况回顾

2026年3月，中东地缘形势延续焦灼，油价暴涨引发全球经济“滞胀”担忧、多家主要央行宽松预期阶段收敛等引致大类资产剧烈波动。2月28日，美国和以色列对伊朗发动了大规模联合军事行动，伊朗随即启动代号为“真实承诺-4”的反击行动，伊朗伊斯兰革命卫队（IRGC）于2月28日晚间发布禁令，禁止任何船只（包括军舰和商船）通过霍尔木兹海峡，国际原油价格大幅升至100美元/桶上方；油价高企引发“滞胀”担忧，市场定价美联储年内不降息，美元指数升破100关口，10Y美债利率一度接近4.5%，风险资产大幅回撤，黄金价格短暂冲高后大幅波动走跌。

具体看，**大类资产走势呈现：**原油（WTI+50.4%）>> AH股（创业板指-3.8%、上证指数-6.5%、恒生指数-6.9%、深证成指-7.0%）、美股（纳指-4.8%、标普500-5.1%、道指-5.4%）> 欧洲股市（伦敦富时100指数-6.7%、法国CAC40指数-8.9%、德国DAX指数-10.3%）> 黄金（COMEX黄金-10.8%、伦敦现金-11.8%）> 日韩印度股市（印度Sensex30指数-11.5%、日经225-13.2%、韩国综指-19.1%）（见图表1-2）。

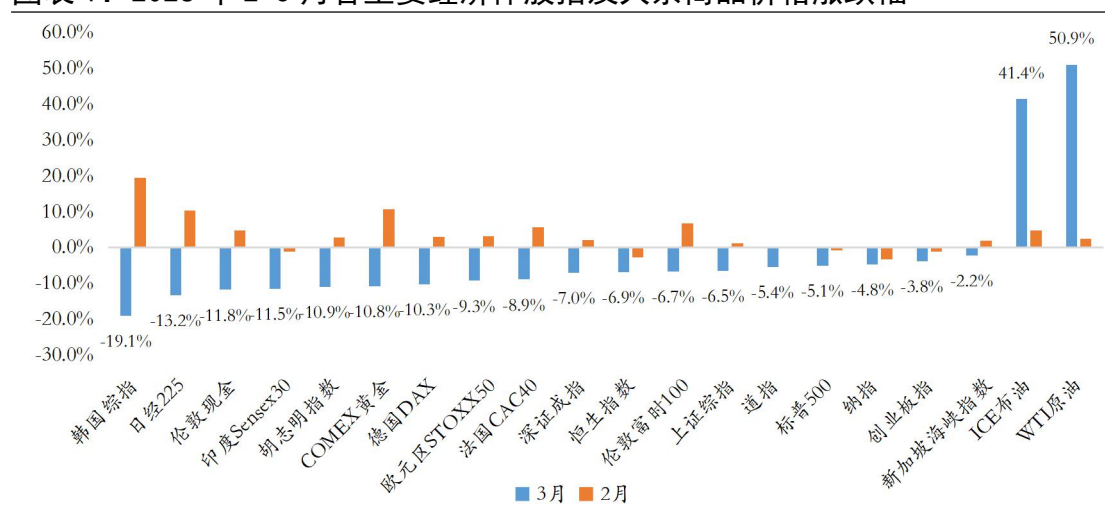
**资金流动性特征：**3月四周<sup>1</sup>，全球股债市场资金流动呈现几个特点：**第一，市场避险情绪浓厚，股市和债市资金均有明显回撤、新兴市场债市资金转为净流出；第二，股市资**

---

<sup>1</sup> 2026年3月四周：第一周（2026.02.26-03.04）、第二周（2026.03.05-03.11）、第三周（2026.03.12-03.18）、第四周（2026.03.19-03.25）。

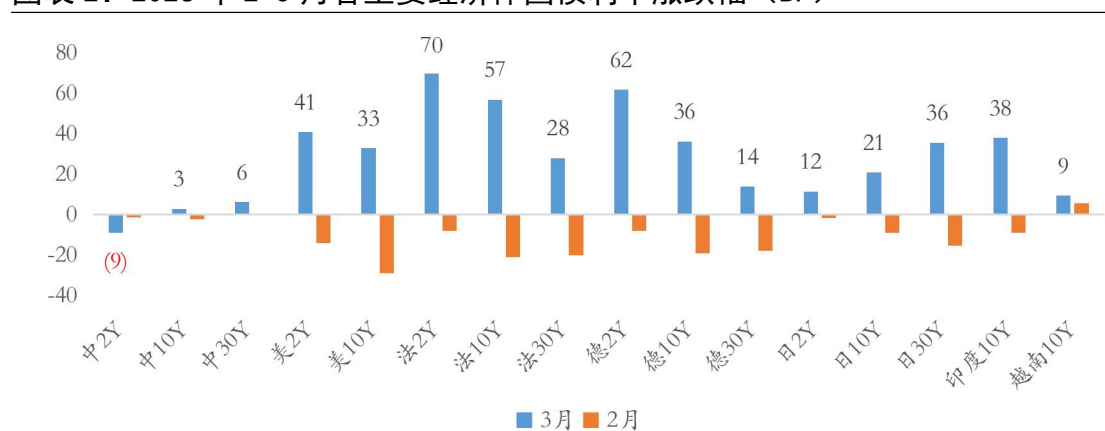
金流向反复，中东地缘冲突升级后，第一周资金从美股流出，转向日本、欧洲和中国股市避险，第三周资金呈现重回美股走势，月度合计美股资金净流入规模大幅收窄；**第三，债市资金普遍流出**，仅日本债市有资金回流，其他受关注的经济体债市均为资金流出或流入规模明显收窄，美债市场整体资金流入大规模缩水，但其中被动资金加仓美债避险、投资级债券相对高收益级债券更稳健（见图表3）。

图表 1：2026 年 2-3 月各主要经济体股指及大宗商品价格涨跌幅



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：2026 年 2-3 月各主要经济体国债利率涨跌幅（BP）



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**图表 3：3 月四周金融市场走势及（周度）流动性情况**

	股市资金配置情况	债市资金配置情况
美国	3 月四周累计资金净流入较上月同期大幅减少 334.8 亿美元，本地注册基金净流入减少 69.2 亿美元，境外注册基金 <sup>2</sup> 转为净流出，主动资金净流出扩大 107.6 亿美元、被动资金净流入大幅收窄 227.2 亿美元	3 月四周美国债市资金净流入收窄 233.6 亿美元，注册于境外的基金转为净流出，主动基金净流入收窄 299.5 亿美元，被动基金避险加仓、净流入增加 65.9 亿美元；投资级债券净流入微幅收窄 8 亿美元，高收益级债券净流出扩大
欧洲	3 月四周欧股资金净流入规模较上月同期收窄 255.5 亿美元（其中前三周资金净流入、第四周转为净流出），主动资金净流出扩大 86.6 亿美元，被动资金净流入收窄 169.0 亿美元	3 月四周欧洲债市资金转为净流出，主动基金拖累更大，投资级和高收益级债券均转为净流出
日本	3 月四周日股资金净流入 162.0 亿美元，较上月同期（124.2 亿美元）增长 30%，注册在境外的基金净流入收窄，注册在本地的基金净流入明显扩容，被动资金净流入增加是主要支撑	3 月四周日债市资金净流入小幅增加 9.4 亿美元，注册于境外的基金净流入增加 4.9 亿美元，注册于本地的基金净流入增加 4.4 亿美元
中国	3 月四周配置中国上市公司 <sup>3</sup> 的资金净流出 66.1 亿美元，较上月同期净流出规模（2.3 亿美元）有所扩大（其中，第一四周净流入，二三周净流出），注册于本地的基金净流出收窄是主要支撑，主动资金净流入小幅增加，被动资金净流出拖累相对更大； 配置香港上市公司 <sup>4</sup> 资金净流入较上月同期收窄；3 月港股通（截至 27 日）净买入额 631.6 亿港元、较上月-30.3%	3 月四周配置中国债券 <sup>5</sup> 的资金净流出 25.8 亿美元，较上月同期净流出（2.9 亿美元）有所扩大，注册于本地和境外的基金阶段净流出； 3 月四周配置中资美元债的资金净流出 0.23 亿美元、较上月同期小幅扩大 0.12 亿美元
越南	3 月四周越南股市转为资金净流出 1.3 亿美元，注册于境外的基金拖累更大，主动和被动资金均转为净流出、被动资金拖累更大	3 月四周配置越南债市的资金转为净流出 173.5 万美元（上月净流入 274.7 万美元）
印度	3 月四周印度股市资金净流出 35.2 亿美元（上月为净流入 39.6 亿美元），注册于境内的基金净流入规模基本不变、境外基金由上月的净流入转为净流出，被动资金净流出拖累更大	3 月四周配置印度债市的资金转为净流出，注册于境外的基金、主动资金拖累更大

数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、全球宏观经济和政策回顾及股债市场展望

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 包括 A 股、H 股和美股上市的中国企业。

<sup>4</sup> 仅指香港本地上市公司。

<sup>5</sup> 包括所有中国企业发行的各类债券

## （一）重点经济体基本面回顾

**发达经济体：美国就业市场扩张动能趋弱，消费端通胀整体保持温和、但生产端压力凸显。**受医疗行业罢工、恶劣天气等因素影响，2月新增非农就业人数减少9.2万人（前值：12.6万人），失业率回升至4.4%，劳动参与率降至62.0%；消费端通胀整体保持温和，2月CPI同比上涨2.4%、与1月持平，环比小幅加速至0.3%（前值：0.2%），其中能源价格分项环比由降转升、涨0.6%（前值：-1.5%），燃油价格反弹突出、环比大涨11.1%；生产端通胀压力凸显，2月PPI同比升至3.4%、环比大涨0.7%，为2025年7月以来最大单月涨幅。**欧元区2025年第四季度GDP增速低于预期，通胀回升，经济景气回落。**受贸易项拖累，欧元区2025年第四季度GDP终值环比+0.2%，低于预期的+0.3%、也较第三季度+0.3%放缓；通胀边际回升，2月欧元区调和CPI初值为1.9%（预期1.7%、前值1.7%）；3月欧元区综合PMI（初值）超预期下跌至50.5（前值51.9、预期51.0），是近10个月低位。**日本出口景气度高位回落，春季工资谈判涨薪可观，通胀延续走低。**1月日本出口总额同比增16.8%（前值5.1%），是2022年以来的最高增速，2月同比增速降至4.0%；2026年春季工资谈判首轮涨薪5.26%，连续3年涨幅超5%；2月CPI同比继续回落至1.3%（前值1.5%、2025年12月2.1%），剔除生鲜食品及能源的CPI同比回落至2.5%（前值2.6%、2025年12月2.9%）。

**发展中经济体：中国内地出口超预期，企业利润持续恢复，通胀回暖。**受半导体需求扩张、出口市场多元化、基数效应等影响，1-2月出口超预期高增（21.8%，预期：4.3%，2025年：5.5%）；1-2月规模以上工业企业利润同比增长15.2%（前值+0.6%）；2月CPI同比涨幅扩大（1.3%，前值：0.2%），创2023年2月以来新高，核心CPI同比涨幅（1.8%，前值：0.8%）创2019年4月以来新高；2月PPI同比降0.9%，降幅连续三个月收窄。**香港进出口增幅扩大，经济景气延续回暖，营商信心持续好转。**1-2月香港整体出口、进口货值分别同比升29.6%、34.1%，较2025年12月（+26.1%、+30.6%）升幅进一步扩大；2月标普PMI续升至53.3（前值：52.3），连续7个月处于扩张区间，就业分项亦实现4个月来首次增长；2月中小企业业务收益现时动向指数回升至45.3（前值：43.4），企业对未来一个月的业务收益展望指数录得47.6，反映对营商前景预期进一步改善。**越南外贸超预期高增但本土企业竞争力承压。**1-2月越南货物进出口总额达1,557亿美元、同比+22.5%，主要受外商投资企业贸易畅旺支撑（同比+35.9%）、本土企业外贸竞争力仍面临压力（同比-6.2%）。**印度通胀超预期走升，工业生产增长放缓，贸易降温。**2月CPI同比增长3.21%（预期：3.10%、前值：2.74%）、连续第4个月回升，主要受食品价格上涨推动（3.47%、前值：2.13%），核心通胀小幅上涨至3.41%（前值：3.37%）；1月工业生产指数（IIP）同比增长4.8%（前值7.8%），其中

制造业（4.8%、前值 8.1%）增长明显放缓；2 月印度货物出口同比增速由正转负（-0.8%、前值：0.6%）。

## （二）重点经济体政策动向

**政府政策**，**美国**贸易代表办公室（USTR）于 3 月 11 日宣布依据《1974 年贸易法》第 301 条，对中国、欧盟、墨西哥、印度、日本、韩国、瑞士、挪威、印度尼西亚、新加坡、泰国、马来西亚、柬埔寨、越南和孟加拉国等 16 个主要贸易伙伴启动贸易调查，新关税最快可能在年中落地。**欧盟** 3 月 4 日正式发布《工业加速器法案》（IAA）立法提案，旨在通过强化本地生产、供应链韧性和公共采购中的“欧盟制造”要求，加快欧洲再工业化与绿色转型，目标在 2035 年将制造业增加值占 GDP 比重提升至 20%；3 月 24 日，欧盟委员会正式取消原定于 4 月提交的永久禁止俄石油进口提案。**英国**宣布自 4 月 1 日起，取消 33 项风电组件进口关税，叶片、电缆等核心部件税率由 6%、2%降至 0，旨在释放 220 亿英镑投资，加速北海海风装机落地。3 月 4-5 日，**中国**“两会”召开，2026 年经济增长目标设定为 4.5%—5%的区间、“在实际工作中努力争取更好结果”，为调结构、促转型预留空间，强调夯实高质量增长基础；财政政策更加积极，赤字率拟按 4%左右安排、与 2025 年持平，侧重结构优化、政策协同；货币政策适度宽松，继续优化创新结构性货币政策工具；系统部署科技创新和产业升级，首次提出“打造智能经济新形

态”和“扩能提质服务业”；畅通国内大循环，消费从供需两端激活内生动力，对外开放协同推进稳外贸与扩投资，进一步增强外循环韧性；积极有序推进地方债务治理、金融资源优化、房地产市场平稳发展，着力增强发展韧性（详见前期报告《四个维度看两会》）。3月15日-16日，中美两国经贸团队在法国巴黎举行新一轮经贸磋商，讨论议题包括新形势下双边关税水平、双边关税及相关非关税措施有关安排可能的进一步延期、促进双边贸易投资合作等问题。3月10日，**印度**宣布对陆地接壤国家（中国、尼泊尔、不丹、巴基斯坦、孟加拉国、缅甸等）放宽投资限制<sup>6</sup>，以吸引外资，重点支持电子元件、多晶硅和硅锭晶圆等领域发展；另外，3月19日，印度政府出台“纾困（RELIEF）”计划<sup>7</sup>、撤销 RoDTEP 出口补贴削减令<sup>8</sup>等措施为出口企业提供支持。

**货币政策，美联储** 3月议息会议维持利率不变（3.5%-3.75%），声明中新增中东局势不确定性表述，上调2026年、2027年GDP增速至2.4%、2.3%（2025年12月预测：2.3%、2.0%），对2026年失业率预测维持4.4%不变，2026年PCE及核心PCE预测中值均上调至2.7%（2025年12月预测：2.4%、2.5%）；点阵图中位数预测显示，美联储官员普遍预计2026年底再降息一次，但7位官员预计全年不降息，

<sup>6</sup> 修订规则包括：（1）拥有不超过10%的非控制性接壤国家受益所有权的投资者，可根据适用的行业上限、准入途径和附带条件，通过自动审批途径进行投资。（2）在资本货物、电子资本货物、电子元件、多晶硅及硅片等特定制造业领域/活动的陆上邻国投资提案，将在60天内完成审批。

<sup>7</sup> 2026年3月19日，印度政府出台“纾困（RELIEF）”计划（全称：“促进出口便利化的韧性与物流干预计划”），批准资金49.7亿卢比，为阿联酋、沙特、科威特等地的出口货物运输提供保险保障和物流援助。

<sup>8</sup> 3月23日，政府正式撤销 RoDTEP 出口补贴削减令，恢复所有符合条件的出口产品100%全额补贴率，且政策追溯至2026年2月23日生效。

较 2025 年底 12 月更趋谨慎。3 月**欧央行**连续第六次维持利率在 2%不变，但受中东局势影响，政策立场转鹰，坚守 2%通胀目标，行长拉加德表示如有必要将在“任何一次会议上”加息。**英央行**维持利率不变；声明中删除了先前指引中“利率可能进一步降低”的措辞，表示针对通胀“随时准备采取行动”。**日央行**以 8:1 投票维持基准利率不变，但表态略偏鹰派，在推迟加息支持经济、进一步加息维护物价稳定之间更倾向于后者；行长植田和男表示如果受中东局势影响的增长放缓只是暂时的，对价格走势影响不大，加息仍将持续。**人行**宣布自 3 月 2 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调至 0。

### （三）股债市场短期走势展望

**第一**，中东地缘局势及美伊谈判进展仍是主导全球金融市场走势的关键变量。综合看，冲突升级至地面战的概率不高、存在达成协议的可能，但短期（未来几周）前景不确定性仍大，霍尔木兹海峡和红海航运安全仍面临威胁，全球能源供应处于不稳定状态，冲突明显降温前油价大概率延续高位波动，不确定性消息继续扰动股债市场，金价大幅下跌空间料不大。

**第二**，关键航道中断的时间持续越久，全球经济陷入“滞胀”风险越大，主要经济体央行货币政策决策难度加大，特朗普政府中期选举不确定性增加，拖累美元资产信用。全球

资金多元化配置分散风险的需求增加，进而对低估值、高成长潜力、主权信用稳健的经济体资产形成利好。

**第三**，经过3月地缘风险引致的资金回撤后，部分资产估值性价比提升，例如，3月底，纳指估值已经回落至近10年历史的39分位数的位置，胡志明指数估值跌至25分位数附近，恒生科技指数估值回落至22分位数附近，而印度SENSEX30指数估值已经回落至5分位数下方等。后续伴随地缘形势出现乐观变化，配置新兴市场的资金或明显回流。

**第四**，中国资产在中东地缘冲突中表现出较强的“稳健性”，3月主要经济体股指中，A股跌幅相对较小，美元指数升2.29%，同期美元兑人民币汇率仅跌0.76%，CFETS人民币汇率指数逆势走升2.05%，中国资产独特的“抗风险性”有望持续吸引对冲基金、主权基金等增配。

### **三、大宗商品走势回顾及展望**

**（一）黄金：短期地缘不确定性影响下金价料短期偏弱震荡，基准情形下，进一步大幅下跌空间或不大**

地缘风险叠加宏观压制，金价破位下行。3月中下旬，在地缘形势急剧升级与美联储超预期鹰派的双重冲击下，国际金价连续五个交易日下跌，并一度下探至4,100美元附近，回吐2026年以来全部涨幅；随后受可能达成协议预期提振波动回弹。中东地缘冲突引发的能源价格上涨强化通胀担忧，美元走强并削弱降息预期，避险资金流向美元，叠加流动性

担忧刺激市场恐慌情绪，以及前期涨幅过快带来的技术性回调压力，对金属价格形成压制。中东地缘冲突明显降温前，金价料震荡偏弱，基准情形下，进一步大幅下跌空间不大。

## （二）原油：中东地缘冲突加剧供给风险，油价高位震荡，短期料较难回落至冲突前水平

地缘治风险溢价主导走势，油价冲高后小幅回落、整体高位震荡。本月中东形势持续焦灼，中东多国原油供应和海运运输中断，布伦特原油一度触及 120 美元，随后由于美国释放“适当时机”结束冲突信号价格回落。由于出口受阻库存快速累积，中东多国正削减原油产量，或将影响市场此前一致预期的全球石油供过于求格局。往后看，重点关注中东冲突动态，若冲突明显缓解、油价面临回调压力，短期料较难回落至冲突前水平。

图表 4：大宗商品价格走势分析

	供需格局	美元、美债利率	避险情绪	3 月涨跌	短期走势展望
黄金	ETF: 2 月全球黄金 ETF 总持仓升至历史新高增加 26 吨至 4,171 吨, AUM 达到创纪录的 7,010 亿美元。	美债利率、美元指数走升	避险情绪升温	伦敦现金: -11.8% COMEX 期金: -10.8%	短期地缘不确定性影响下金价料短期偏弱震荡, 基准情形下, 进一步大幅下跌空间或不大
原油	供给: 为应对中东冲突带来的能源短缺, EA 释放创纪录的 4 亿桶石油储备。IEA 将 2026 年全球石油供应增长预期从每日 240 万桶下调至每日 110 万桶。 需求: IEA 将 2026 年全球石油需求增长预期从每日 85 万桶下调至每日 64 万桶			布伦特原油: +41.4% WTI 原油: +50.9%	中东地缘冲突加剧供给风险, 油价高位震荡, 短期料较难回落至冲突前水平

**\*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。**