

研究报告

地缘扰动边际钝化、财报季驱动科技股表现亮眼

——4月全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 周文敏 李美婷

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。

正文

一、4月全球金融市场走势及基金资产配置情况回顾

2026年4月，中东地缘形势边际缓和，美伊停战并开启谈判，油价仍高位波动，月内呈“U型”走势，但升幅较上月明显收窄，金价延续波动小幅收跌；主要经济体央行货币政策暂时持稳，视经济和通胀变动相机决策的特征更加突出，发达经济体国债利率延续走升。4月财报季股市走势分化，科技板块受业绩利好驱动持续走强，费城半导体指数连续18个交易日走升、月度升幅高达32%，历史上仅次于2000年2月的升幅50.4%，相比之下，消费板块表现较弱。

具体看，4月大类资产走势呈现：日韩股市（韩国综指+30.6%、日经225+16.1%）>美股（标普500+10.4%、纳指+15.3%）>亚洲新兴经济体股市（上证指数+5.7%、恒生指数+4.0%、胡志明指数+10.7%、印度Sensex30指数+6.9%）>原油（布伦特原油+7.1%、WTI+3.8%）>欧洲股市（德国DAX指数+7.1%、法国CAC40指数+3.8%、伦敦富时100指数+2.0%）>黄金（COMEX黄金-1.1%、伦敦现金+0.1%）（见图表1-2）。

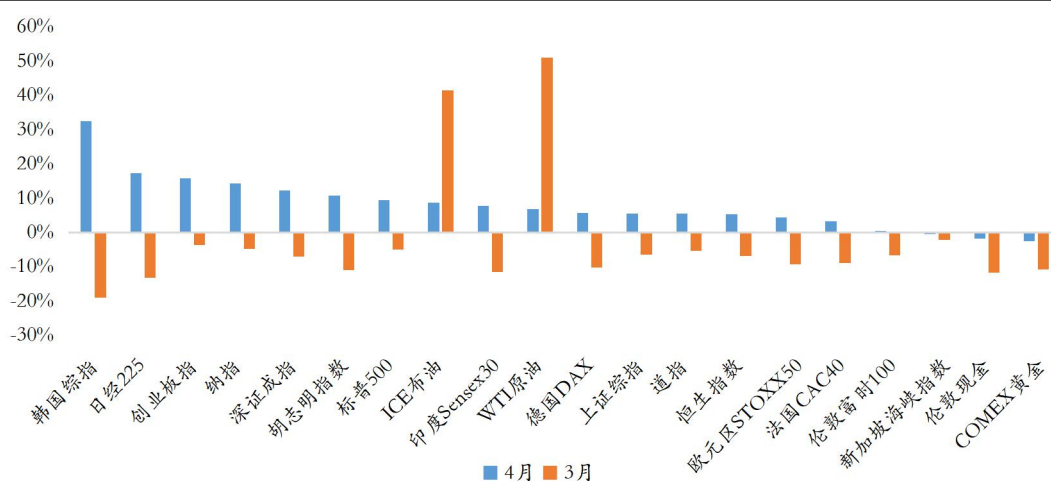
资金流动特征：4月四周¹，全球股债市场资金流动呈现几个特点：**第一，发达市场²股市资金净流入扩容，尤其美股虹吸效应明显**（发达市场股市净流入扩容499.4亿美元，美

¹ 2026年4月四周：第一周（2026.03.26-04.01）、第二周（2026.04.02-04.8）、第三周（2026.04.09-04.15）、第四周（2026.04.16-04.22）。

² 包括美国、日本、欧洲等。

股市场净流入扩容 739.2 亿美元)，日本、欧洲呈现净流出或净流入规模收窄态势；第二，新兴市场股市部分遭遇阶段性资金回撤，外资（境外注册基金）相对乐观，被动基金回撤较多、主动基金则逆势增配；第三，发达经济体债市净流入收窄、高收益级债券受青睐，美债市场拖累最大，尤其投资级债券净流入规模大幅收窄，欧洲债市则转为净流入（投资级债券和高收益级债券皆有贡献）；第四，新兴市场债市资金转为净流入，中国债券市场受青睐、印度债市也转为小幅资金净流入（见图表 3）。

图表 1：2026 年 3-4 月各主要经济体股指及大宗商品价格涨跌幅（数据截至 4 月 29 日）



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 3-4 月各主要经济体国债利率涨跌幅（BP）（数据截至 4 月 29 日）



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：4 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	4 月四周累计资金净流入较上月同期大幅增加 739.2 亿美元；境外注册基金 ³ 转为净流入，本地注册基金净流入扩容；主动资金转为净流入（前三周均为净流入、第四周为净流出），被动资金连续四周资金净流入、累计净流入规模较上月同期大幅增加	4 月四周美国债市资金净流入收窄 233.0 亿美元；注册于境外与注册于境内的基金流向相反，前者净流出规模收窄，后者净流入明显收窄；主被动基金净流入规模均收窄，被动基金净流入收窄更多；投资级债券净流入收窄，高收益级债券转为净流入
欧洲	4 月四周欧股资金净流入规模较上月同期收窄 46.4 亿美元；主动资金态度较乐观、净流出收窄，被动资金净流入规模收窄	4 月四周欧洲债市资金转为净流入 26.2 亿美元；主动基金净流出收窄 17.2 亿美元、被动资金净流入扩容 38.9 亿美元；投资级债券转为净流入、高收益级债券净流出收窄
日本	4 月四周日股资金转为净流出 42.6 亿美元，主要受注册在本地的基金拖累（由上月同期的净流入 106.5 亿美元转为净流出 82.1 亿美元），被动资金转为净流出拖累亦较大（由净流入 147.0 亿美元转为净流出 53.8 亿美元）	4 月四周日债资金净流入规模收窄，注册于境外的基金净流入收窄，注册于本地的基金转为小幅净流出

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。

中国	4月四周配置中国上市公司 ⁴ 的资金净流出244.0亿美元，较上月同期净流出规模（66.1亿美元）有所扩大；注册于本地的基金净流出扩大是主要拖累，注册于境外的基金转为小幅净流出；主动资金净流出收窄，被动资金净流出拖累更大 配置香港上市公司 ⁵ 资金净流入（6.3亿美元）较上月同期（3.5亿美元）扩容；4月港股通净买入额565.4亿港元、较上月-7.9%	4月四周配置中国债券 ⁶ 的资金转为净流入68.2亿美元（上月同期为净流出25.8亿美元），注册于本地的基金转为净流入是主要支撑，注册于境外的基金净流出小幅扩大 4月四周配置中资美元债的资金净流出0.31亿美元、较上月同期小幅扩大0.09亿美元
越南	4月四周越南股市资金净流出收窄至0.6亿美元（上月同期为净流出1.3亿美元）；主动资金净流出收窄规模更大	4月四周配置越南债市的资金净流出163.6万美元（上月净流出173.5万美元）；被动资金转为净流入是主要支撑
印度	4月四周印度股市资金净流出12.9亿美元、较上月同期（净流出35.2亿美元）收窄；注册于境外的基金净流出明显收窄是主要支撑，主被动资金净流出均收窄	4月四周配置印度债市的资金转为净流入2.2亿美元（上月同期为净流出2.4亿美元）；注册于境外的基金、主动基金支撑更大

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

（一）重点经济体基本面：主要关注经济体通胀走升，欧元区经济压力上行，中美经济延续韧性

发达经济体：美国零售销售延续韧性、制造业景气度仍呈扩张态势，但通胀边际升温。3月零售和食品服务销售额超预期环比增长1.7%，为2023年1月以来最快增速，显示消费短期仍具韧性，但最新密歇根大学消费者信心指数（2026年4月）环比从53.3大幅降至49.8，创下该调查自上世纪50年代启动以来的历史最低水平；标普全球发布的4月美国PMI上升至52.0（3月：50.3），反映供给侧仍处扩张区间，制造业（PMI：54.0，前值52.3）是主要动力、创47个月新高；3月CPI同比上涨3.3%（前值2.4%），环比上

⁴ 包括A股、港股和美股上市的中国企业。

⁵ 仅指香港本地上市公司。

⁶ 包括所有中国企业发行的各类债券。

涨 0.9%、为 2022 年 6 月以来最大单月涨幅，能源指数环比暴涨 10.9%，核心 CPI 同比上涨 2.6%（前值 2.5%），环比上涨 0.2%、与上月持平。**欧元区通胀创逾两年半高位、经济增长明显减速。**4 月欧元区通胀（HICP）同比上涨 3.0%（前值：2.6%），**创 2023 年 10 月以来最快增速**，核心通胀同比上涨 2.2%（前值：2.3%）；欧元区一季度 GDP 初值环比增 0.1%，较 2025 年第四季度（+0.2%）放缓。4 月欧元区 ZEW 经济景气指数由前值-8.5 进一步下跌至-20.4，**创 2022 年 12 月以来最低水平**，ZEW 经济现状指数由前值-29.9 大幅下跌至-43；4 月欧元区标普全球综合 PMI 由 50.7 降至 48.6，**为 2024 年 11 月以来最低水平**，服务业景气大幅降温（由 50.2 降至 47.4）。**日本通胀受进口成本影响延续回升。**日本 3 月 CPI 升至 1.5%（前值 1.3%），中东冲突推高油价，进口成本压力开始显现（能源进口价格指数同比自-13.2%收窄至-3.0%），剔除生鲜食品及能源的 CPI 略微回落至 2.4%（前值 2.5%），内生通胀韧性依然较强。

发展中经济体：中国内地一季度 GDP 同比增 5.0%，经济景气回升，PPI 同比转正。一季度 GDP 同比增长 5%，其中最终消费支出、资本形成额分别拉动 GDP 增长 2.34、1.90 个百分点，货物和服务净出口拉动率为 0.77%；3 月制造业 PMI 重回扩张区间（50.4、前值：49.0）；3 月 PPI 同比涨 0.5%，打破 2022 年 10 月以来的同比负增，有色金属、石油天然气相关行业涨幅居前。**香港 3 月中小企业业务收益现时动向指数**

回落至 44.3 (前值: 45.3), 反映中小企营商气氛在地缘风险扰动下有所降温, 其中物流、进出口贸易业跌幅较明显; 企业对未来一个月的业务收益展望指数录得 46.9, 反映对营商前景预期有所改善, 但整体仍处于收缩区间。越南通胀创逾三年高位。3 月越南 CPI 同比大幅上涨 4.65%、创 2023 年 1 月以来最高涨幅, 其中, 交通类价格大幅上涨 12.85%, 住房和建筑材料类价格微涨 0.77%; 与此相反, 由于春节后购物需求降温, 食品及餐饮服务类价格下降 0.59%。印度通胀超预期走升, 贸易延续降温。3 月印度 CPI 同比增长 3.40% (前值: 3.21%), 主要受食品 (3.87%、前值: 3.47%), 电力、燃气及其他燃料价格 (1.65%、前值: 0.14%) 上涨推动, 核心通胀小幅下调至 3.36% (前值: 3.41%); 3 月印度货物出口同比跌幅扩大至 -7.4% (前值: -0.8%)。

(二)重点经济体政策动向: 主要央行延续“按兵不动”, 欧央行转鹰表态较为明显, 日央行入市干预

政府政策, 美国 4 月 2 日, 特朗普签署文件, 将对部分进口专利药和制药成分加征 100% 的关税, 并调整对进口钢、铝、铜及相关衍生产品加征的从价关税。此前最高法院裁定美国政府无权依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 征收关税, 退税系统于 4 月 20 日正式启动, 总额高达 1660 亿美元。4 月 22 日, 欧盟委员会公布名为“加速欧盟”(Accelerate EU) 的一揽子行动方案, 旨在减轻近期能源价格飙升对欧洲家庭和企业造成的冲击, 推动欧盟迈向“能源独立”; 此外, 为

加快能源转型，将于今年夏季前提出电气化行动计划，并加强电网系统建设及促进投资等措施。**中国** 中央政治局 4 月 28 会议强调，要用好用足宏观政策，增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。4 月 19 日-21 日，韩国总统李在明访问**印度**期间，双方同意重启《全面经济伙伴关系协定》（CEPA）升级谈判，计划争取到 2030 年将双边贸易额提升至 500 亿美元（2024-25 财年：269 亿美元）。4 月 7 日，越共中央总书记苏林全票当选**越南**国家主席，打破了此前由总书记、国家主席、政府总理、国会主席四个最高权力核心分权共治的传统。应中方邀请，4 月 14-17 日苏林对中国进行国事访问，双方表示致力于加强高层沟通，深化中越命运共同体建设，并签署多项合作文件，涵盖交通、农业、经贸等领域。

货币政策，美联储 4 月议息会议维持利率不变（3.5%-3.75%），符合市场预期，内部分歧明显，有三位理事虽赞成维持利率不变，但反对在声明中继续保留宽松倾向（easing bias）的措辞。会议声明中，将通胀评估从“仍然有些高”（remains somewhat elevated）上调至“较高”（elevated），新增“中东局势的发展正在带来高度的不确定性”的表述。鲍威尔表态称当前利率已“相当接近中性利率”，目前没有必要加息，但通胀压力（尤其是能源）让美联储选择继续等待（参考 4 月 29 日报告《降息必要性仍存、紧迫性待观察——美联储 4 月议息会议点评》）。另外，4 月

21日，美联储候任主席凯文·沃什出席参议院银行委员会听证会，发言强调美联储独立性的重要性，主张寻求新的通胀分析框架，并考虑人工智能对通胀及劳动力市场的影响。4月**欧央行**连续第七次维持利率在2%不变，会议声明指出“通胀的上行风险与经济增长的下行风险均有所加剧”，行长拉加德释放明显鹰派信号，表示本次会议不仅一致同意维持利率不变，还对“可能加息”选项进行了深入广泛的讨论，并表示将在6月会议上基于更完整的数据来考虑是否加息。**英央行**维持利率不变，并表示将继续密切监控中东局势及其对经济的传导影响，随时准备采取必要行动以确保中期CPI通胀率回归2%目标。**日央行**4月28日公布利率决议，将目标利率维持在0.75%不变，符合市场预期，9名利率决策委员会成员中有3人呼吁提高利率。日央行下调2026财年实际GDP增长的中值预测至0.5%（1月预测为1.0%），并上调核心CPI的中值预测至2.8%（1月预测为1.9%）。政策前瞻方面，日央行表示将“继续上调政策利率并调整货币宽松程度”。4月30日，日本媒体援引未具名政府官员的话报道，在日元汇率跌破1美元兑160日元关口后，日本政府与日本央行实施外汇干预措施；日元汇率迅速回落至155-156水平。4月15日，**中国人行、外管局**宣布将境内外商独资银行、境内中外合资银行、外国银行境内分行的境外贷款杠杆率由0.5上调至1.5，将进出口银行的境外贷款杠杆率由3上调至3.5，旨在满足境外企业合理融资需求，支持

企业“走出去”。4月8日，**印度央行**货币政策委员会一致同意维持利率不变（政策回购利率维持在5.25%不变，常备存款便利（SDF）利率维持在5.00%，边际常备便利（MSF）利率和银行利率维持在5.50%），政策立场继续保持中立，鉴于地缘冲突将对增长产生的不利影响，预计2026-27财年实际GDP增速放缓至6.9%（2025-26年GDP增速二次估计值：7.6%）

（三）股债市场短期走势展望

第一，中东冲突进展依然是影响全球金融市场走势的关键变量。阿联酋退出OPEC及OPEC+机制为原油供给市场再添变数，关键航线主要矛盾解决前，对油价影响或有限，油价短期料仍延续高位波动。经济前景不确定性增加、金融秩序调整变革的大背景下，实际利率进一步大幅上升空间或有限。

第二，4月财报季过后，政策和经济基本面的影响重新上升，关注5月15日鲍威尔卸任美联储主席后，沃什正式就任后的新政表态，以及后续美国经济数据表现；同时，市场密切关注后续日央行加息路径，警惕套息交易逆转“抢跑”对市场的或有扰动；另外，市场也高度关注二季度人行货币政策。

第三，关税扰动可能再起，5-7月是301关税的复审期，届时美国贸易代表办公室（USTR）将启动对现有301关税的法定四年复审，复审期结束后，美国政府可能再度调整关税覆盖范围；此外，针对半导体产品，USTR计划在6月提前公布将于2027年生效的新一轮税率安排，贸易谈判可能影响

市场风险偏好。

三、大宗商品走势回顾及展望

（一）黄金：地缘不确定性延续，金价料短期维持震荡

中东冲突仍为行情主导因素，金价高位宽幅震荡。中上旬，美伊达成两周临时停火协议，市场风险偏好修复，叠加美国3月核心CPI低于预期，金价整体呈震荡上行走势、反弹至4,800美元上方的阶段性高点。下旬，受美伊谈判分歧影响，地缘风险溢价反复扰动，叠加沃什听证会偏鹰表态影响，金价承压。往后看，短期金价仍将围绕美伊谈判不确定性波动，整体维持震荡格局。

（二）原油：中东地缘形势仍是短期油价走势关键影响因素，但中枢难回冲突前水平

中东地缘形势反复，油价先跌后涨。4月中上旬，美伊临时停火后，地缘溢价快速修复，油价高位回落，布伦特油价迅速跌破100美元/桶，随后在90美元上方震荡。但步入下旬，谈判进展陷入停滞，霍尔木兹海峡仍处于封锁状态支撑油价上行，布油重回100美元上方。往后看，若冲突出现实质缓和，短期油价面临回调压力，但中枢难回冲突前水平。

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	4月涨跌	短期走势展望
黄金	ETF: 世界黄金协会发布最新报告指出,3月全球实物黄金ETF遭遇资金流出约120亿美元,创月度历史最高流出纪录。	美债利率先涨后跌,美元指数下行后小幅反弹	避险情绪降温	COMEX 黄金-1.1%、伦敦现金+0.1%	短期金价仍将围绕美伊谈判不确定性波动,整体维持震荡格局
原油	供给: 3月份OPEC石油日产量骤降788万桶至2079万桶,创下最大单月跌幅纪录,伊拉克、沙特阿拉伯、阿联酋及科威特均录得大幅减产。 阿联酋官方发表声明,宣布自2026年5月1日起退出OPEC及OPEC+机制,将逐步提高石油产量。 需求: IMF将2026年世界经济增长预期下调0.2个百分点至3.1%。报告认为,中东战事已显著影响当前世界经济增长势头,若战事与高油价持续更长时间,今年世界经济增速将降至2.5%甚至更低。			布伦特原油+7.1%、WTI+3.8%	中东地缘形势仍是短期油价走势关键影响因素,冲突缓和油价面临回调压力但中枢难回冲突前水平

***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。