

研究报告

通胀传导效应逐渐显现、主要发达经济体央行立场转鹰

——5 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 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、5 月环球金融市场走势及基金资产配置情况回顾

2026 年 5 月，中东地缘谈判反复、进程胶着，油价回落但波动较大，金价波动小幅收跌；冲突抬升通胀的效应从预期逐步走向现实，主要发达经济体央行货币政策态度转鹰，沃什正式就任美联储主席，受通胀预期抬升、货币政策预期转向及财政可持续性担忧等多因素影响，发达经济体国债利率升至历史高位后于下旬有所回落；股市受科技股支撑整体延续走升，但内部“K 型分化”加剧，中美元首会晤释放暖意、市场关注后续贸易政策动向；印度、东盟等部分新兴市场汇率承压受到市场关注，政府出台限制黄金进口、出售黄金换美元、保外储支撑汇率等政策。

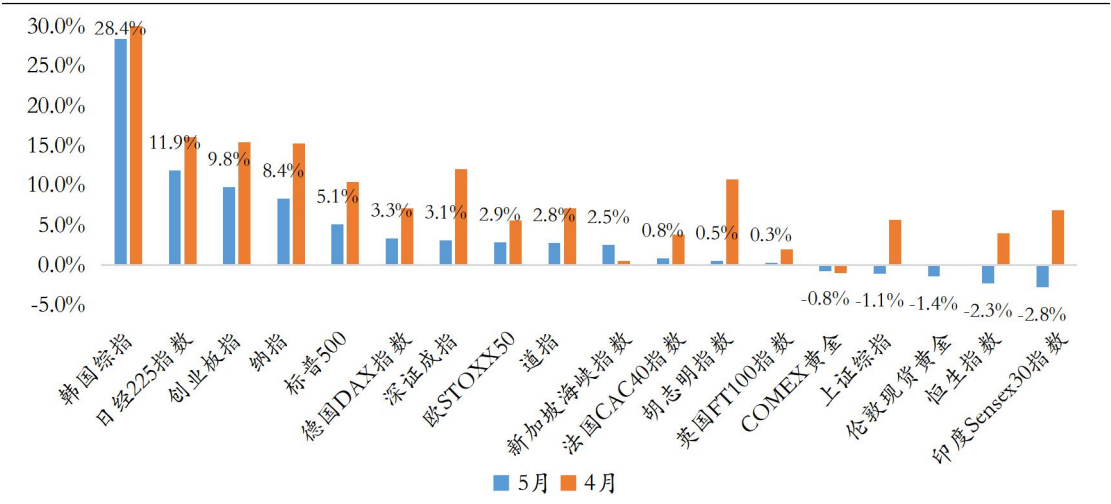
具体看，5 月**大类资产走势呈现**：日韩股市（韩国综指+28.4%、日经 225+11.9%）> 中美股市（创业板指+9.8%、纳指+8.4%、标普 500+5.1%、深证成指 3.1%）> 欧洲股市（德国 DAX 指数+3.3%、欧 STOXX50+2.9%）> 黄金（COMEX 黄金-0.8%、伦敦现金-1.4%）> 其他亚洲经济体股市（胡志明指数+0.5%、恒生指数-2.3%、印度 Sensex30 指数-2.8%）> 原油（布伦特原油-16.7%、WTI-17.1%）（见图表 1-2）。

资金流动特征：5 月四周¹，全球股债市场资金流动呈现几个特点：**第一，资金避险情绪再升温、资金流向“由股转债”**，全球股市资金净流入减少 787.3 亿美元，债市资金净

¹ 2026 年 5 月四周：第一周（2026.04.30-05.06）、第二周（2026.05.07-05.13）、第三周（2026.05.14-05.20）、第四周（2026.05.21-05.27）。

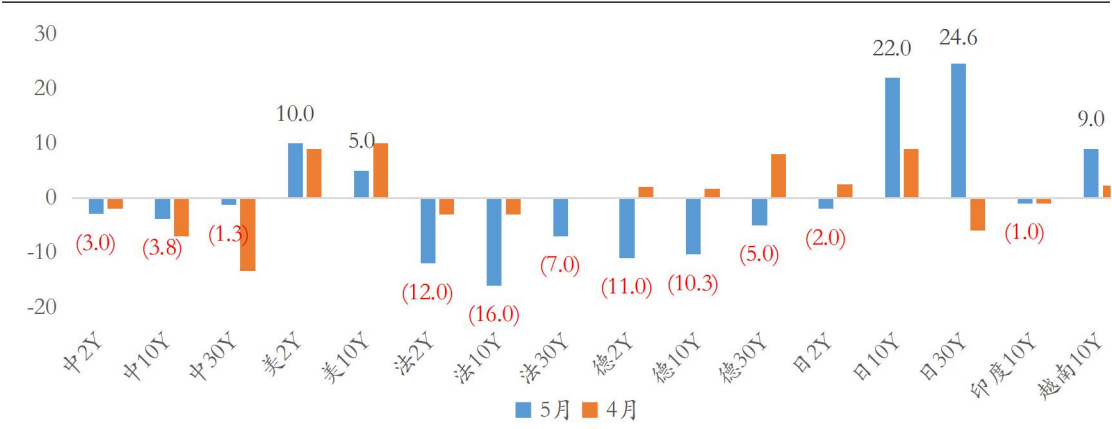
流入扩容 592.7 亿美元。第二，股市方面，发达市场股市净流入收窄(4 月净流入扩容)、美股资金净流入收窄幅度(-30%)较欧股(-20%)更大，日股资金由上月的净流入转为净流出，主动基金普遍拖累更大；新兴市场股市资金净流出普遍扩大(延续 4 月走势)，中国主要受本地注册基金影响较大，印度、越南股市受注册于境外的基金影响更大。第三，债市方面，发达市场债市受青睐，其中，美债利率冲高回落，美国投资级债券资金净流入增加明显，注册于本地的基金大幅加仓，欧洲和日本债市净流入亦有小幅扩容；新兴市场债市净流入有所收窄，中国债券市场资金净流入延续扩容、境外注册机构加仓动力较大，越南债券市场资金亦转为净流入，但印度债市资金净流入收窄(见图表 3)。

图表 1：2026 年 4-5 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 4-5 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 3：5 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	5 月四周累计资金净流入 689.9 亿美元，较上月同期减少 290.1 亿美元；境外注册基金 ² 净流入减少 48.2 亿美元，本地注册基金拖累更大、净流入减少 241.9 亿美元；主动资金净流出扩大 109.1 亿美元（仅第二周净流入，其余三周均净流出），被动资金净流入收窄 181 亿美元	5 月四周美国债市资金净流入 755.5 亿美元，较上月同期大幅增加 521.4 亿美元；注册于境外的基金转为净流入 85.6 亿美元，注册于本地的基金净流入大幅增加 433.4 亿美元；主、被动基金净流入规模分别扩大 238.7 亿美元、282.8 亿美元，被动基金净流入收窄更多；投资级债券受青睐，净流入规模扩大 518.1 亿美元，高收益级债券净流入减少 61.8 亿美元
欧洲	5 月四周欧股资金净流入 55.5 亿美元、较上月同期减少 14.0 亿美元；主动资金净流出小幅扩大 9.2 亿美元，被动资金净流入收窄 4.7 亿美元	5 月四周欧洲债市资金净流入 145.8 亿美元、较上月同期增加 67.4 亿美元；主动基金净流入增幅更大、为 50.8 亿美元、被动资金净流入增加 16.6 亿美元；投资级债券净流入规模增加 35.2 亿美元、高收益级债券净流入规模小幅增加 2.8 亿美元
日本	5 月四周日股资金转为净流出 44.2 亿美元（上月同期为净流入 32.6 亿美元），注册在境外的基金净流入减少 14.8 亿美元、注册在本地的基金净流出规模扩大 62.1 亿美元，主被动资金态度相反，前者净流入规模增加 5.7 亿美元，后者转为净流出 56.7 亿美元	5 月四周日债资金净流入规模小幅增加 6.4 亿美元，注册于境外的基金净流入增加 5.4 亿美元，注册于本地的基金净流入仅增加 1.0 亿美元

² 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	5月四周配置中国上市公司 ³ 的资金净流出561.2亿美元，较上月同期净流出规模（292.6亿美元）有所扩大；注册于境外的基金净流入收窄18.4亿美元，注册于本地的基金净流出扩大250.2亿美元是主要拖累；主动资金净流出小幅扩大1.6亿美元，被动资金净流出扩大267.0亿美元 配置香港上市公司 ⁴ 资金净流入（4.9亿美元）较上月同期（6.8亿美元）有所收窄	5月四周配置中国债券 ⁵ 的资金净流入43.6亿美元、较上月同期增加4.9亿美元，注册于境外的基金转为净流入7.6亿美元是主要支撑，注册于本地的基金净流入收窄10.7亿美元 5月四周配置中资美元债的资金净流出0.25亿美元、较上月同期小幅扩大0.1亿美元
越南	5月四周越南股市资金转为净流出1.04亿美元（上月为净流入0.34亿美元）；注册于境外和本地的基金均转为净流出，主被动资金分别净流出0.46亿美元、0.58亿美元	5月四周配置越南债市的资金转为净流入237.9万美元（上月净流出46.1万美元）；主动资金转为净流入是主要支撑
印度	5月四周印度股市资金净流出11.7亿美元、较上月同期扩大3.8亿美元；注册于境外的基金净流出扩大3.4亿美元是主要拖累，主被动资金态度相反，主动资金净流出扩大8.3亿美元，被动资金净流入增加4.5亿美元	5月四周配置印度债市的资金净流入减少2.6亿美元；注册于境外的基金净流入减少2.7亿美元是主要拖累，主被动资金态度相反，主动资金净流入减少3.0亿美元，被动资金净流入增加0.4亿美元

数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、环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明显走升，新兴经济体出口景气仍较高

发达经济体：美国一季度GDP增速环比反弹，就业整体强于预期，通胀全面升温。一季度GDP增速（环比折年率）二次预估值为1.6%低于预期，但较四季度0.5%大幅反弹，AI相关资本开支为核心驱动力；4月非农就业新增11.5万，高于市场预期的6.5万，失业率维持在4.3%不变，薪资同比增速回落至3.6%；4月CPI同比上涨3.8%、核心CPI同比2.8%、均创阶段新高，通胀粘性仍存且压力正从能源向服务端扩散，4月PPI同比飙升6.0%、环比大涨1.4%，核心PPI

³ 包括A股、港股和美股上市的中国企业。

⁴ 仅指香港本地上市公司。

⁵ 包括所有中国企业发行的各类债券。

同比 5.2%，PPI-CPI 剪刀差扩大至 2.2 个百分点，生产端成本压力尚未完全向消费端传导，企业利润率承压。**欧元区一季度经济增速接近停滞，能源价格推动通胀持续升温。**一季度 GDP 季环比初值 0.1%（前值 0.2%、预期 0.2%）；4 月欧元区调和 CPI 同比初值上涨 3%（前值 2.6%、预期 2.9%），能源价格同比增速由 5.1% 上升至 10.9% 是主因；4 月核心调和 CPI 同比 2.1%（前值 2.2%、预期 2.3%），能源通胀尚未大幅向下游传导、居民需求整体偏弱。**日本通胀受进口成本影响延续回升、生产前置带动制造业景气走升。**日本 4 月 CPI 同比涨 1.4%（前值 1.5%），剔除生鲜食品与能源的 CPI 同比涨 1.9%（前值 2.4%），政府学费补贴和原油抛储令通胀暂时降温，但未来通胀存再度回升风险。4 月日本制造业 PMI 大幅升至 54.9（3 月 51.6），反映日企为应对中东冲突背景下潜在的原材料断供风险，而将生产前置等趋势。

发展中经济体：中国内地消费投资增速放缓、投资结构向新向优、出口超预期景气。4 月社会零售品销售总额同比增长 0.2%（预期：2.0%；3 月：1.7%），4 月固定资产投资累计同比-1.6%（预期、前值：1.7%），扣除房地产开发投资后项目投资同比增长 1.3%，基建投资（前 4 月同比：4.3%）、制造业投资（1.2%）分别拉动全部投资增长 1.3、0.3 个百分点，高技术产业投资（6.1%）增速显著快于全部投资；高端制造驱动 4 月出口超预期增长（14.1%，预期：7.1%，前值：2.5%），其中高新技术产品拉动出口增长 9.3 个百分点。

香港 2026 年一季度 GDP 同比增速修订值为 5.9%，较上一季度（+4.0%）明显提速，为 2021 年三季度以来单季新高，综合考虑一季度实际经济表现强劲和外部环境潜在不利因素，香港特区政府维持 2 月对 2026 年 GDP 增长 2.5%至 3.5%预测区间不变，上调 2026 年基本和整体消费物价通胀率的预测分别至 2.5%、2.6%（2 月：1.7%、1.8%）；4 月中小企业业务收益现时动向指数小幅回落至 44.0（前值：44.3），反映在地缘风险扰动下中小企营商气氛仍偏向审慎。**越南通胀创 6 年新高，4 月出口同比高增。**越南 4 月 CPI 同比增长 5.46%，环比上涨 0.84%，创 6 年新高，家庭外出餐饮服务价格和建筑材料价格因原材料投入成本、运输成本增加而上涨是主要原因，其中住房和建筑材料类价格指数同比上涨 6.25%、食品及餐饮服务类价格指数上涨 4.71%；4 月越南出口额同比增长 21%、但环比下降 2%，其中，国内企业出口同比下降 4.2%，外资企业出口（含原油）同比增长 29.2%。**印度通胀温和上升，贸易意外反弹。**4 月 CPI 同比升至 3.48%（预期：3.78%、前值：3.40%），核心通胀 3.40%（前值：3.36），均低于央行 4%的目标水平，政府暂缓上调燃油价格为国际油价飙升提供有效缓冲；4 月货物出口同比反弹 13.8%（前值：-7.4%），主要受石油产品（34.7%）、电子产品（40.3%）、工程产品（8.8%）等增长推动。

（二）重点经济体政策动向：美国总统访华、关税谈判释放积极信号，英国政治动荡引发债市危机，印度出台一系

列严格的黄金进口管制政策

政府政策，5月5-8日，**美国**贸易代表办公室（USTR）连续四天举行301调查公开听证会，这是有史以来范围最广的一次301调查，同时针对16个经济体⁶；另外，还有另一项针对60个经济体的“强迫劳动”301调查，两项调查的目标完成时间都是7月，刚好衔接10%临时关税到期的窗口。5月19日**欧洲**议会表决通过加税措施，将超额钢铁关税从25%提高到50%，免税配额砍半，自7月1日起生效；5月23日，欧盟与美国就贸易协议落实达成临时共识，欧盟维持对美工业品、农产品关税优惠，增设进口激增保障机制。5月初**英国**执政党工党在地方选举中遭遇“惨败”，工党议员公开呼吁首相斯塔默辞职。英国七年之内已先后更换五位首相，政局动荡忧虑令英国30年期国债收益率冲上1998年来最高水平。5月13-15日，美国总统特朗普对**中国**进行国事访问，两国元首一致同意将“中美建设性战略稳定关系”作为中美关系的新定位。5月12-13日，中美经贸团队在韩国举行经贸磋商、取得重要初步成果：一是就双边关税做出安排，美方承诺未来美对华关税水平不得超过吉隆坡经贸磋商联合安排的水平；二是同意成立政府间贸易理事会和投资理事会，推动中美经贸磋商从“危机式应对”转向“机制化管理”；三是在扩大农产品贸易方面达成共识，设定双向贸易指导性目标；四是共同推动将吉隆坡经贸磋商联合安排延期（原定

⁶ 16个经济体包括：中国、欧盟、日本、韩国、印度、越南、墨西哥、泰国、印尼、马来西亚、柬埔寨、孟加拉国、新加坡、瑞士、挪威、中国台湾。

到期日为 2026 年 11 月 10 日)。5 月 5-7 日**越南**主席苏林访**印**期间，双方一致同意将双边关系提升至“增强型全面战略伙伴关系”，计划到 2030 年将双边贸易额提升至 250 亿美元（2025-26 财年：183 亿美元），强化关键矿产、稀土及能源等领域合作，并就年底前更新《东盟-印度货物贸易协定》（AITIGA）等问题达成一致。**印度**政府出台了一系列严格的黄金进口限制与关税上调政策，以保护国家外汇储备，包括将黄金和白银的进口关税从 6% 大幅上调至 15%，以及收紧进口配额，超过 100 公的黄金进口将被纳入“预先授权”管理机制，后续进口许可仅在出口量达到 50% 后方可发放。

货币政策，5 月 22 日，凯文·沃什（Kevin Warsh）宣誓就任**美联储**第 17 任主席，沃什在就职典礼上强调美联储应以“独立性、清晰判断与坚定立场”履行控制通胀和实现充分就业的职责，其发言未触及后续美联储的政策细节。5 月**欧央行**委员表态放鹰，暗示 6 月可能加息。5 月 25 日，行长拉加德在接受采访时明确表示，鉴于当前形势的“演变”，欧洲央行很可能会在下月议息会议上重新审视并上调通胀预期。**日央行**5 月初汇率干预短期效果显著，美元兑日元从 160 回升至 156 附近，但未能从根本上逆转弱日元格局，目前重回 159 上方，几乎抹去大部分干预带来的涨幅。弱日元根源在于日美之间的巨大利差，套息交易规模尚较庞大。**中国人行**发布 2026 年第一季度中国货币政策执行报告，主要关注点：一是删除“降准降息”表述，强调“精准有效

实施适度宽松的货币政策”；二是明确引导隔夜利率围绕政策利率运行。年初以来经济增长韧性好于预期、降低总量宽松政策必要性，结构性政策支持经济转型或仍是短期重点。

（三）股债市场短期走势展望

第一，持续关注中东谈判进展。5月下旬，美伊谈判传出“接近敲定和平协议的最终草案”的消息，提议停火60天并重新开放霍尔木兹海峡，但双方仍就关键问题继续博弈；与此同时，特朗普着手推动扩大地区外交关系，5月25日在社交媒体发文称已敦促包括沙特阿拉伯、卡塔尔、巴基斯坦和土耳其在内的国家加入《亚伯拉罕协议》。

第二，关注美欧日央行政策表态。6月11日是沃什就任美联储主席后首次FOMC会议，关注沃什的政策表态；此外，市场预期欧央行和日央行在6月加息的概率也较大，不确定性仍在于美伊谈判前景以及“滞胀”担忧。

第三，警惕债市汇市等局部金融市场风险及其外溢影响。警惕美国、欧洲、日本等发达经济体长端国债利率走高风险，即：长债利率走高引发利息支出大增、恶化政府财政状况，为平衡财政政府或收紧支出，由此淡化增长前景等“负向循环”的情况。另外，警惕部分新兴经济体受输入性通胀，以及主要央行货币政策转向导致的资金外流等影响，本币汇率持续走弱的风险。

三、大宗商品走势回顾及展望

（一）黄金：地缘、宏观因素共振下，金价短期或延续震荡格局

地缘溢价回吐叠加美联储加息预期走升，金价月内呈现冲高回落、高位震荡走势。上半月，受中东冲突缓和消息提振，贵金属价格迎来反弹，金价在 4700 美元左右偏窄幅波动。但随后受通胀压力升温、沃什上任等消息影响，市场加息预期升温，美债利率走高、叠加中东地缘形势缓解节奏不及预期，黄金价格承压至 4,500 美元附近。当前金油比处于 40-50 偏高水平（历史均值在 16-25 倍左右），油价中枢下行也对金价带来下行压力。往后看，短期金价受美伊谈判、油价、美债收益率影响，或延续震荡格局。在中东冲突趋势性缓和预判下，美联储政策预期是影响金价走势的关键变量。同时，关注新兴经济体汇率承压，对央行购金决策进而对金价短期走势的影响。

（二）原油：地缘不确定性边际减弱，油价短期或维持震荡偏弱走势

本月国际油价整体呈现宽幅震荡下行的走势，时点性地缘消息对油价影响较大。受和谈进展反复的影响，上半月布伦特原油呈“V”形走势。下半月，中东局势出现明显缓和信号，霍尔木兹海峡逐渐放开通航，叠加市场加息预期重启，油价宽幅回落。往后看，地缘形势料延续趋势性缓和，但基础设施恢复仍需时日，短期油价或维持震荡偏弱的走势，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	5 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 月显著流出后，4 月全球实物黄金 ETF 录得资金流入约 66 亿美元，推动其资产管理总规模增长 1%至 6150 亿美元，仍保持在 2025 年的平均水平之上	美债利率上行，美元指数反弹走强	避险情绪降温	伦敦现金： -1.4 % COMEX 期金： -0.8%	短期金价受美伊谈判、油价、美债收益率影响，或延续震荡格局，其中美联储政策预期是核心影响变量
原油	供给：根据 OPEC 月报，4 月 OPEC 产量环比下降 172.7 万桶/日，与 2 月相比累计下降 966.7 万桶/日 -OPEC+七国宣布 6 月小幅增产 18.8 万桶/日 需求：OPEC 下调了对 2026 年全球石油需求增长的预测，将 2026 年全球原油需求增速预期从 138 万桶/日下调至 117 万桶/日，将 2027 年全球原油需求增速预期从 134 万桶/日上调至 154 万桶/日			布伦特原油： -17.1% WTI 原油： -16.7%	地缘形势料延续趋势性缓和，但基础设施恢复仍需时日，短期油价或维持震荡偏弱的走势，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。