

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 兰澜

曹凤文 张润锋 周文敏

王靖斐 杨妍 杨童舒

9 月环球经济与大类资产配置观察

9 月, 美联储降息 25BP, 欧央行连续第 2 个月“按兵不动”, 日央行连续第 8 个月“按兵不动”但开启出售 ETF, 局部地缘与政局波动、关税摩擦等叠加扰动下, 主要关注大类资产升幅排名¹, 伦敦现金 (8.8%) > 日经 225 (7.1%) > 恒指 (5.6%) > 纳指 (4.3%), 美债利率“短升 (2 年期美债利率升 5.0BP) 长降 (10 年期美债利率降 5.0BP)”, 中国 2 年期国债利率升 11.7BP、10 年期国债利率升 4.6BP。

9 月全球股债市场资金流动呈现几个特点: 第一, 被动资金带动美欧日股市资金净流入, 配置中国上市公司的资金大幅扩容、港股通净买入额刷新 2021 年 1 月以来新高, 印度股市资金净流入规模延续收窄, 越南股市资金净流出规模收窄。第二, 投资级美债净流入规模收窄、高收益级债券净流入增加, 欧日债市资金净流入规模收窄, 资金流入中国国债市场规模收窄、但中资美元债转为净流入。

往后看:

宏观经济和政策: 第一, 基准情形下年内美联储大概率再降息 2 次, 日央行 10 月有可能加息一次; 第二, 欧美政府财政问题扰动延续, 关注日本政府选举对财政货币政策的扰动; 第三, 特朗普政府针对个别国家、特定行业的关税摩擦延续发酵。第四, 中国内地和香港提振内需和资本市场的积极政策持续落地、十五五规划思路即将发布。

股债市场走势: 第一, 消费表现超预期、美联储延续降息提振市场, 但高估值、增长走弱风险累积, 美股短期走势或偏震荡、美债料连续“熊陡”走势; 第二, 财政问题突出, 政局动荡可能掣肘欧股走势、并抬升长端利率; 第三, 内外需偏弱、货币政策延续正常化, 短期利空日债, 日股有一定回调压力; 第四, 内地和香港经济增长韧性超预期, 政策支持接续落地, 科技创新引领价值重估, AH 股料延续趋势走升; 第五, 资金撤出压力下短期越南股市或偏震荡, 印央行降息预期升温、美印恢复贸易谈判短期内利好越股。

金油价格走势: 此前市场对降息定价或相对充分, 短期若降息预期反复、金价可能面临一定回调压力, 但中长期仍有上涨动能, 短期油价料延续区间窄幅震荡格局。

¹ 9 月数据截至 25 日。

图表：EPL 框架下股债资产走势分析

		流动性 (9 月前四周)	9 月涨跌 (截至 25 日)	短期走势展望
股市	美国	9 月前四周资金净流入，境外注册基金和本地注册基金均为净流入，主动和被动资金意愿有所分歧。	纳指：+4.33% 道指：+0.88% 标普：+2.24%	美国经济短期仍呈一定韧性但走弱风险累积，美联储转鸽不及预期，对美股支撑整体偏弱，叠加估值高企，美股短期或偏震荡。
	欧洲	9 月前四周资金净流入大幅扩容，主动资金连续四周净流出，被动资金连续四周净流入	富时 100: +0.29% 德国 DAX40: -1.54% 法国 CAC40 : +1.19% 欧元区 STOXX50: +1.74%	欧央行释放偏鹰派政策信号，短期增长不确定性缓解但需求冲击仍存，财政问题引发政局动荡，欧股短期或延续偏窄幅波动。
	日本	9 月前四周日股连续资金净流入，主被动资金态度相反，分别净流出 5.3 亿美元、净流入 45.2 亿美元	日经 225: +7.11%	内外需疲弱，货币政策正常化节奏有所加快，短期利空债市、日股有一定回调压力。
	中国香港	配置香港上市公司资金延续净流入，其中主动资金小幅净流出 0.6 亿美元，被动资金净流入 15.5 亿美元，港股通南向资金净买入额刷新 2021 年 1 月以来新高	恒指：+5.61%	内地及香港增长韧性超预期，内地提振内需政策工具箱储备充足，针对性资本市场支持政策和两地金融互联互通提质扩容，科技创新潜能释放、估值仍处低位、全球美元+1 资产多元化配置等市场力量叠加提振下，AH 股市均有望延续趋势走升态势，关注内外数据、政策对板块走升节奏的时点性影响。
	越南	9 月前四周越南股市连续净流出，主动资金净流出 12.3 亿美元，被动资金小幅净流入 0.02 亿美元	胡志明指数：-0.96%	前期持续快速上涨后，短期越南股市面临资金撤出的回调压力，但国内投资到位与外资流入双增长、政府积极政策助力民营企业发展等，仍为市场中长期前景提供支撑。
	印度	9 月前四周印度股市延续净流入，主动资金延续净流出 7.7 亿美元、被动资金净流入 17.3 亿美元	SENSEX30: +1.69%	降息预期升温叠加美印恢复贸易谈判短期内利好股市，但仍需关注贸易政策不确定性
债市	美国国债	9 月前四周延续净流入，主动、被动资金均为净流入，投资级债券净流入较上月同期减少，高收益级债券净	2Y 美债利率：+5.0BP; 10Y 美债利率：-5.0BP	美债短端由于降息预期仍有下行空间，但长端因财政状况、通胀忧虑下行幅度偏小，预期整体美债收益率曲线延续“牛陡”走势

	流入增加		
中国国债	9月前四周配置中国债券净流入收窄，主被动资金均为净流入	2Y 中国国债利率：+11.7BP； 10Y 中国国债利率：+4.6BP	人行综合利用政策工具维持市场流动性稳定，集中发债期料已过去，预计短期利率下行有望带动债市走牛。
中资美元债	中资美元债转为净流入83.4万美元	Markit iBoxx 中资美元债指数： +0.52%	美债利率趋势性回落、地产积极政策有望提振中资美元债走势。

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	9月涨跌 (截至25日)	短期走势展望
黄金	需求： 1) ETF 投资：世界黄金协会报告显示，8月全球黄金ETF净流入53.4吨，为连续第3个月净增；截至9月19日，全球最大的黄金ETF基金SPDR持仓量突破990吨，延续年初以来的回升态势。 2) 投机持仓：9月19日当周，COMEX黄金非商业净多头持仓数为26.64万张，处于历史75分位数。	美债利率、美元指数回落	避险情绪有所升温	伦敦现金： +8.80% COMEX 期金： +7.25%	由于此前市场对降息定价或相对充分，短期若降息预期反复、金价可能面临一定回调压力，但中长期仍有上涨动能。
原油	供给（IEA口径）：OPEC+正式宣布将10月原油产量环比增加13.7万桶/日，8月原油产量环比增加6万桶/日，延续低于原定增产目标。 需求（IEA口径）：9月机构环比上调了需求预期，其中IEA将2025年需求增量环比上调13.7万桶/日，供需缺口（供-需）扩大至195万桶/日。 库存：8月底OECD国家商业原油及石油产品库存为28.39亿桶，环比增加2,473万桶，为连续第6个月增加。	美债利率、美元指数回落	避险情绪有所升温	布伦特原油： +1.99% WTI 原油： +1.89%	OPEC+增产以及需求季节性走弱将使得原油累库压力不断增大，但或有原油供应链冲击风险、经济增长前景改善等因素或阶段提振向上动能，叠加OPEC+预计继续在“保价格”与“争份额”之间取得平衡，预计短期油价料延续区间震荡格局。

正文

一、美国市场展望：美国经济短期仍呈一定韧性但走弱风险累积，美联储“预防式降息”，美股短期或偏震荡，美债料延续“牛陡”态势

（一）经济：短期经济仍呈一定韧性，但下行忧虑加大

二季度 GDP 增速终值上修至 3.8%（初值 3.0%、第一次修正值 3.3%），创近两年新高。具体看，消费端表现超预期。8 月美国零售销售额环比增长 0.6%（前值 0.5%、预期 0.2%），连续三个月好于市场预期；核心零售销售增长 0.7%、亦好于预期（前值 0.3%、预期 0.4%）。**就业数据疲软**。8 月非农就业人数仅增加 2.2 万人（预期 7.5、前值 7.9），失业率上升 0.1 个百分点至 4.3%（2021 年 10 月以来高位）；8 月美国企业宣布的新增就业岗位仅 1,494 人，裁员公告数量大幅增加至 85,980 人。继 5、6 月大幅下修 25.8 万人后，劳工局再度将截至 2025 年 3 月前一年的非农就业人数下修 91.1 万、创 2000 年以来最大下修幅度，引发市场对美国就业形势在加征关税之前已开始恶化的忧虑。二季度核心个人消费支出（PCE）物价指数年化季环比终值上修至 2.6%（预期 2.5%、前值 2.5%）。

（二）政策：9 月美联储降息 25BP，基准情形下预计年内还有两次 25BP 降息

9 月 17 日，美联储 FOMC 会议“预防式降息”25BP，基准利率降至 4%-4.25%水平，反映美联储政策天平从关注“通

胀风险”，向“通胀+就业双边平衡”迈进。就业市场下行压力加大、但关税对通胀的“直接穿透”预计逐渐显现（详见前期报告《从关税的“预期链条”，怎么看美国经济景气线索》），美元流动性整体仍保持“充裕”，缓步降息或是更优选择。基准情形下，预计年底两次会议美联储分别降息 25BP、全年降息 75BP，持续关注后续通胀及就业数据，以及美联储独立性面临的不确定性挑战。

（三）流动性：美股资金连续两个月净流入，9 月被动资金流入是主要支撑；8 月美债资金净流入刷新高，9 月投资级债券净流入收窄、高收益级债券净流入增加

8 月配置美股资金时隔三个月转为净流入 36.1 亿美元（6 月为净流出 350.5 亿美元），主要受注册在境外²的资金带动。9 月前四周³资金累计净流入 572.4 亿美元，境外注册基金和本地注册基金均为净流入，分别为 184.5 亿美元、387.9 亿美元，主动和被动资金意愿有所分歧，主动资金累计净流出 137.6 亿美元（第一、三、四周为净流出）、被动资金累计净流入 709.9 亿美元。

8 月美国债市资金净流入规模延续扩大至 931.5 亿美元（7 月为净流入 822.9 亿美元），是 2020 年 7 月以来的最高水平。9 月前四周累计净流入 576.2 亿美元，本地、境外注册基金净流入分别为 118.7 亿美元、457.5 亿美元，主动资

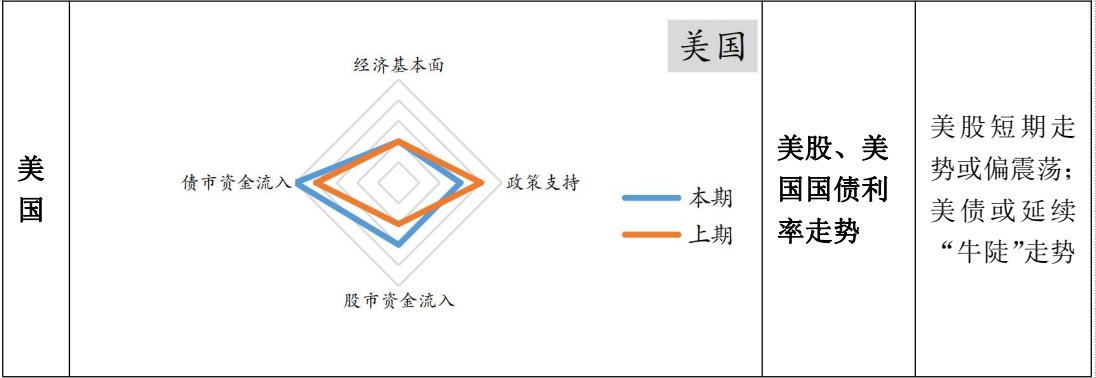
² 基金注册于本地/境外 (Domestic Domicile/Foreign Domiciles) 并不必然表示其资金来自境内/境外，可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

³ 9 月前四周：第一周 (8.28-9.03)，第二周 (9.04-9.10)，第三周 (9.11-9.17)，第四周 (9.18-9.24)。

金和被动资金分别净流入 322.9 亿美元、253.3 亿美元，投资级债券累计净流入 357.6 亿美元（较上月同期减少 132.9 亿美元），高收益级债券净流入 63.5 亿美元（较上月同期增加 31.9 亿美元）。

EPL 框架综合看：美国经济短期仍呈一定韧性但走弱风险累积，美联储“预防式降息”，估值高位背景下，**美股短期上涨空间受限、走势或偏震荡**。美债短端由于降息预期仍有下行空间，但长端因财政状况、通胀忧虑下行幅度偏小，**预期整体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



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

二、欧洲市场展望：关税协议落地缓解不确定性但加大优势产业需求冲击，欧央行短期料延续“按兵不动”，财政问题引发政治动荡，欧股短期走势或延续偏窄幅波动

（一）经济：欧元区通胀水平保持稳定，第二季度 GDP 增速有所下行，关税协议落地缓解不确定性但加大优势产业需求冲击

8月欧元区通胀水平总体保持稳定: CPI 同比增速为 2.0%，核心 CPI 同比增速为 2.3%，与市场预期相符合。**第二季度增长有所降温:** GDP 环比增速为 0.1%，较一季度下降 0.5 个百分点，较去年同期下降 0.1 个百分点。分结构来看，居民最终消费为主要动能，对 GDP 的拉动为 0.08%；固定资产投资下降明显，对于 GDP 的拉动为-0.38%，出口由于关税的扰动有所减少，对 GDP 的拉动为 0.02%。**关税协议落地缓解不确定性但需求冲击仍大，特别是制药、汽车等受到较大冲击。**尽管美欧贸易协议落地，特朗普政府强调 100%医药关税不适用于与美达成贸易协议的国家、也即欧盟成员国药企关税上限仍为 15%，但药品是欧盟对美出口最大单一商品类别、占比 15%，特别是德国、爱尔兰对美药品出口占比较高⁴，丹麦、比利时、法国、瑞士等也较难规避冲击。此外，汽车行业也面临投资下滑、产业外迁、创新研发能力下降等挑战。

法国 10 年期国债收益率大幅上升，反应市场对于财政问题的担忧。近期法国总理贝鲁未能通过国民议会信任投票，政治动荡再次引发市场对于财政问题的担忧，推高法国 10 年期国债收益率一度升超 3.6%。

(二) 政策: 欧央行 9 月如期维持利率水平不变，并上调 2025、2026 两年通胀预期

欧央行 9 月议息会议如期维持利率水平不变，上调了对 2025、2026 两年通胀水平的预测（分别至：2.1%、1.7%），

⁴ 2024 年德国对美药品出口超 270 亿欧元，占其制药出口总额的约 1/4；爱尔兰药品出口占比达到 55%，对美药品出口占其对美出口总额的超 60%。

并小幅上调了经济增长预期（分别至：1.2%、1.0%）。**欧洲央行并未就未来进一步降息给出明确指引**，目前存款机制利率、主要再融资利率、边际贷款利率分别保持在2.00%、2.15%和2.40%的水平，拉加德在新闻发布会上表示，当前经济前景相对平衡，但**整体措辞偏向鹰派**，释放出谨慎但趋紧的政策信号。对于年内是否还会再有一次25BP降息空间，市场仍有分歧，需持续观察后续增长和通胀数据，以及全球需求、局部政局及美联储降息节奏等因素。

（三）流动性：8月欧股、欧债资金净流入均收窄，9月前四周欧股资金净流入扩容、主被动资金态度相反，欧债净流入收窄，投资级、高收益债券净流入规模均收窄

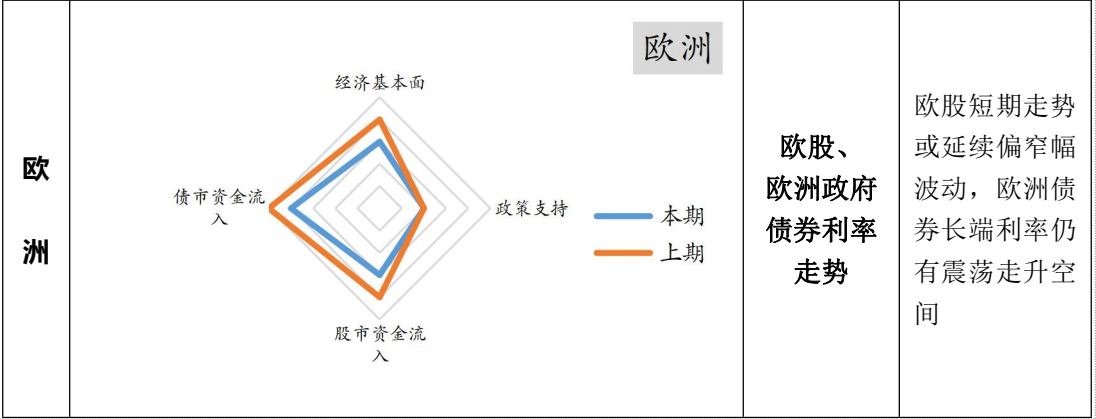
8月配置**欧洲股市**的资金净流入收窄至48.9亿美元（7月净流入134.2亿美元）。9月前四周累计资金净流入大幅扩容至97.8亿美元，主被动资金态度相反，主动资金连续四周净流出、累计19.5亿美元，被动资金连续四周净流入、累计117.3亿美元。

8月**欧洲债市**净流入收窄至142.8亿美元（6月为净流入229.0亿美元）。9月前四周债市累计净流入85.0亿美元，主动、被动资金分别累计净流入41.7亿美元、43.3亿美元；投资级、高收益债券分别累计净流入35.3亿美元、3.2亿美元，均较上月同期净流入规模收窄。

EPL 框架综合看：欧元区通胀水平保持稳定、欧央行释放偏鹰派政策信号，短期增长不确定性缓解但需求冲击仍存，

财政问题引发政局动荡，欧股短期走势或延续偏窄幅波动、欧洲债券长端利率仍有震荡走升空间（见图表 2）。

图表 2：对欧洲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

二、日本市场展望：内外需走弱、通胀回落，货币政策正常化节奏有所加快，短期利空债市、日股有一定回调压力

（一）经济：私人消费低迷，出口持续放缓，通胀回落

居民实际收入低迷，7 月实际收入同比减 2.5%（前值 -1.7%），零售同比增速放缓至 0.4%（前值 1.9%）。出口连续 4 个月下滑。8 月出口同比减 0.1%（前值 -2.6%、2024 年 6.5%）。分产品看，运输设备及钢铁（出口拉动率 -1.9%、前值 -3.7%）拖累效应有所减弱。分国别看，对欧盟及中国出口回升（出口拉动率 0.4%、前值 -0.9%）、对美出口继续缩减（出口拉动率 -2.6%、前值 -2.0%）。经济景气分化，8 月制造业 PMI 上行至 49.7（前值 48.9）、服务业 PMI 下滑至 53.1（前值 53.6）。就业市场强劲，7 月新增就业 55 万人（前值 51 万人），失业率进一步下行至 2.3%（前值 2.5%）。

通胀进一步降温，8月CPI同比降至2.7%(前值3.1%)，剔除生鲜食品和能源的CPI同比降至3.3%(前值3.4%)。其中食品占同比涨幅的一半以上(8月2.0%，前值1.9%)，但鉴于米价已开始降温(8月越光米、其他米价格较年内高点分别下跌2.4%、1.3%)，预计食品通胀带动通胀降温。

(二) 政策：石破首相辞职、新首相将于10月初选出，货币政策转鹰信号增多

日本首相石破茂辞职，自民党将于9月22日发布总裁选举公告、10月4日投计票。较有可能成为下任首相的有内阁官房长官林芳正、前经济安全保障大臣高市早苗、农业大臣小泉进次郎。日央行维持基准利率不变(9位官员中有2位投票支持加息25BP)，并按一定原则⁵及节奏⁶抛售货币宽松时期购买的交易所交易基金(ETF)和日本房地产投资信托(J-REIT)。鉴于处置节奏较为缓和⁷，资产出售预计对日本股市影响不大；因已有2位官员支持加息，为提前规避支持率较高的高市早苗当选后施压，日央行下一次加息或在10月会议。

(三) 流动性：9月前四周被动资金带动日股资金转为净流入，日债资金延续净流入

8月配置日本股市资金延续第四个月净流出、为7.6亿美元(7月为净流出89.0亿美元)。9月前四周日股连续资

⁵ 处置时应遵循以下原则：(1)以合理的价格处置资产，并考虑ETF或J-REIT市场状况等因素；(2)尽可能避免损失；(3)尽可能避免对金融市场造成不稳定影响。

⁶ 以每年约3300亿日元的速度向市场出售ETF、以每年约50亿日元的速度向市场出售J-REIT。

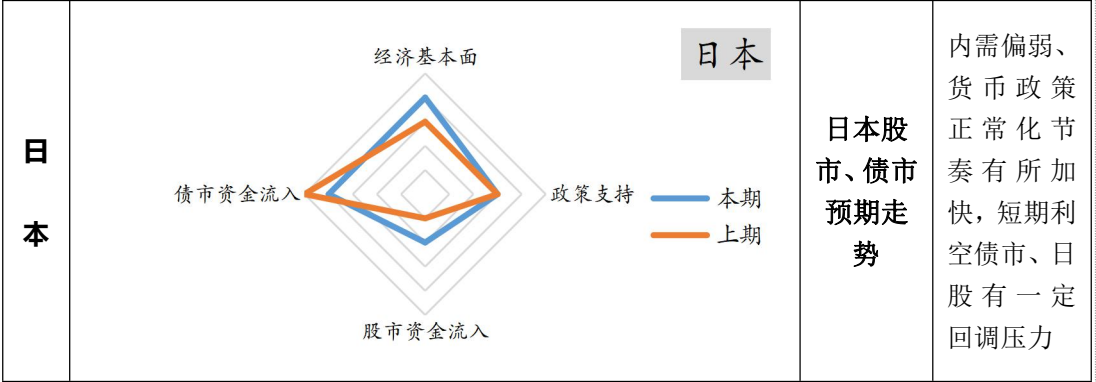
⁷ 日本央行预计将需要超过100年时间来完全处置这些ETF和J-REITs。

金净流入、共 39.9 亿美元，注册在境内、境外的基金分别净流入 25.1 亿美元、14.8 亿美元，主被动资金态度相反，分别净流出 5.3 亿美元、净流入 45.2 亿美元。

8 月日本债市资金净流入减少 3.0 亿美元至 11.5 亿美元，但仍是年内单月净流入规模的次高水平。9 月前四周日本债市连续资金净流入、共 9.2 亿美元，注册在境外的基金连续四周净流入、共 6.4 亿美元，注册在境内的基金仅第一周为净流入，但四周累计仍为净流入 2.8 亿美元，主动、被动资金分别净流入 5.9 亿美元、3.3 亿美元。

EPL 框架综合看：内外需疲弱，货币政策正常化节奏有所加快，短期利空债市、日股有一定回调压力（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：外需韧性超预期，积极政策有望延续提振内需和资本市场，AH 股料延续趋势走升、中国国债和中资美元债市场走升可期

（一）经济：内地 8 月外需韧性延续超预期，香港“人

流”、“物流”、“资金流”均呈活跃态势

内地外需韧性延续超预期，2024年同期高基数、前期美企“抢进口”等因素叠加影响下，8月出口同比增速小幅放缓至4.4%，其中，劳动密集型产品出口增速转负（-6.6%），但机电产品同比增长7.6%、连续14个月高于整体出口增速。内需阶段性有所调整，8月社零增长3.4%（前值3.7%；预期3.8%），其中，商品消费增速连续3个月放缓，但服务消费韧性增长⁸；固定资产投资累计同比增长0.5%（前值1.6%），其中广义基建投资、制造业投资、房地产开发投资增速分别降至5.4%、5.1%、-12.9%（前值7.3%、6.2%、-12%）。

据“HGC模型”⁹，暑期赴港“人流（H）”活跃。8月访港旅客同比续增16%，至515万人，创2019年8月以来单月新高。7月零售业销货值同比续升1.8%、连升三个月。中美关税宽限期延长、“物流（G）”延续韧性，8月商品出口、进口货值同比分别增14.5%、11.5%（前值：14.3%、16.5%）。降息提振“资金流（C）”股市、楼市交投，8月住宅楼宇买卖合约量、额同比续升36.7%、39.2%。9月港交所主板日均成交额约3,100亿港元；10只新股上市、募资总额超过462.5亿港元，港交所主板IPO申请仍有逾220宗。

⁸ 2025年5月以来，社会消费品零售总额中商品零售当月同比增速分别为6.5%、5.3%、4%、3.6%。前8月服务零售额累计同比增长5.1%、高于同期社零累计同比增速4.6%。

⁹ “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。

（二）政策：9月中美互动持续释放积极信号，提振内需和资本市场的利好政策有望延续落地

近期中美高频战略互动释放积极信号。9月14-15日中美双方在西班牙马德里举行会谈，围绕合作妥善解决TikTok问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成基本框架共识；9月19日晚两国元首年内第三次通话，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引；9月21日美国众议院跨党派代表团自2019年以来首次正式访华。

9月17香港特区政府2025年度施政报告围绕产业发展、内外联通、基础建设等经济多元多极转型方向，提出推进人民币国际化、北都大学城建设等多项具体举措（详见前期报告《夯实增长引擎 巩固枢纽角色——香港特区政府〈行政长官2025年施政报告〉解读》）。

提振内需和资本市场发展方面，商务部等9部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，增加优质供给，重点丰富文旅、养老、托育、体育等领域的高质量供给，同时支持地方打造新业态新场景；放宽市场准入，扩大医疗、教育、电信等领域开放试点，同时加大信贷、债券、基金等金融支持。市场期待增量财政政策、结构性货币政策延续发力支持内需稳健增长。新型政策性金融工具加快推进。9月29日，国家发改委表示正在会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作，规模共5,000亿元，全部用于补充项目资本金，后续将督促各地方推动项目加快开工建设，尽快

形成更多实物工作量。香港证监会与金管局联合发布《固定收益及货币市场发展路线图》，围绕一级市场发行、二级市场流动性、离岸人民币业务及新一代基建提出10项措施。相对于股市，香港债市、汇市全球竞争力提升空间仍大，人民币稳慎国际化、内地债市深化开放，提供历史性发展契机。

（三）流动性：9月前四周配置中国上市公司的资金规模进一步扩大，被动资金大幅净流入，港股通南向资金净流入刷新2021年1月以来新高，中资美元债转为资金净流入

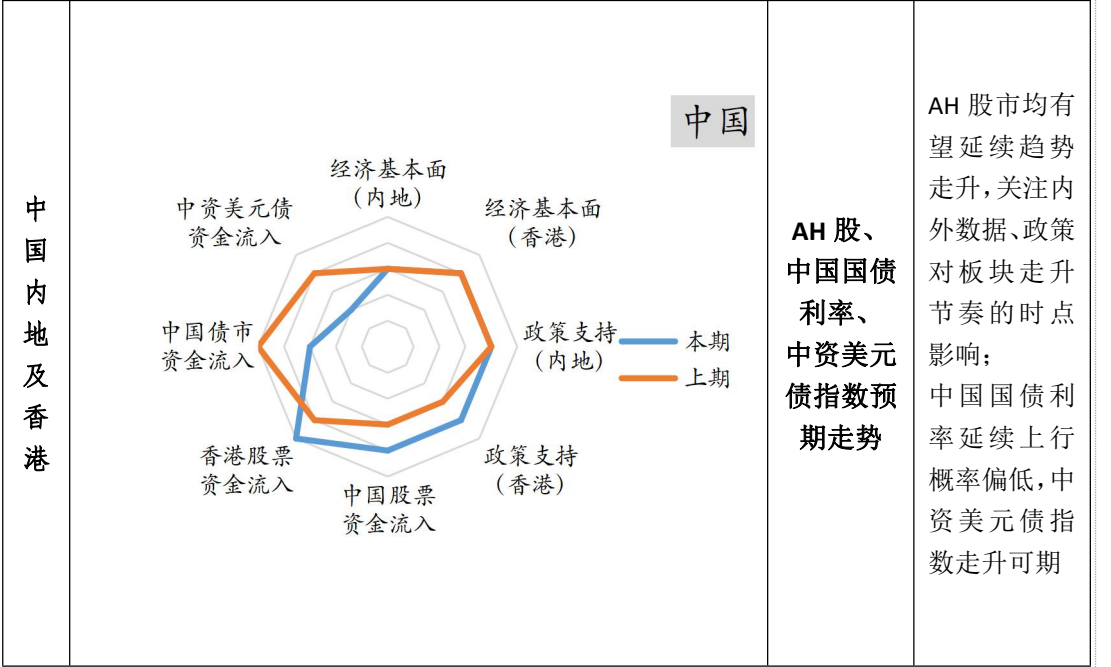
8月配置中国上市公司（包括在A股、H股和美股上市的中国企业）时隔三个月转为净流入55.2亿美元（7月为净流出17.7亿美元）；配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入扩大15.2亿美元至54.6亿美元，创历史新高。9月前四周配置中国上市公司资金流入进一步扩大至135.2亿美元，其中注册于境外基金净流入48.9亿美元，注册于境内的基金净流入86.3亿美元，主动资金仍为小幅净流出2.8亿美元，被动资金大幅净流入138.0亿美元；配置香港上市公司资金净流入14.9亿美元，其中主动资金小幅净流出0.6亿美元，被动资金净流入15.5亿美元，截至25日，9月港股通净买入额1,746.9亿港元，刷新2021年1月以来新高。

8月配置中国债券（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金净流入收窄至34.1亿美元（7月为净流入150.0亿美元）；中资美元债净流出扩大至3,382.4万美元（6月为净

流出 459 万美元)。9 月前四周配置中国债券净流入 19.0 亿美元，较 8 月同期净流入规模收窄，主动、被动资金分别净流入 0.6 亿美元、18.4 亿美元；中资美元债转为净流入 83.4 万美元。

EPL 框架综合看：年初至今内地及香港增长韧性均超预期，内地提振内需政策工具箱储备充足，针对性资本市场支持政策和两地金融互联互通提质扩容，科技创新潜能释放、估值仍处低位、全球美元+1 资产多元化配置等市场力量叠加提振下，AH 股市、内地债市均有望延续趋势走升态势，关注内外数据、政策对板块走升节奏的时点性影响；美债利率趋势性回落、地产积极政策有望提振中资美元债走势。

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：国内投资到位与外资流入双增长，政府积极政策助力民营企业发展，但市场面临资金撤出压力，短期越南股市或偏震荡

（一）经济：国内投资到位与外资流入双增长，出口延续高增

国内投资到位与外资流入双增长。国内端，2025 年前 8 个月国家预算投资到位金额约达 463.2 万亿越盾，同比大增 26.9%（2024 年同期：2.5%）、超年度计划 48.3%（2024 年同期：46.7%）。外资端，前 8 个月越南吸引外商直接投资（FDI）总额 261.4 亿美元（同比增长 27.3%），实际到位金额达 154 亿美元（+8.8%）、创五年同期新高。贸易延续积极趋势，前 8 个月实现货物贸易顺差近 140 亿美元，出口、进口额同比分别增长 14.8%和 17.9%。

（二）政策：越南政府批准为期五年的加密资产交易市场试点，发布“越南民营经济全景模型”助力民营企业发展

越南政府批准为期五年的加密资产交易市场试点，以规范蓬勃发展却缺明确法律框架的市场，要求发行、交易等活动须通过越南财政部许可的持牌实体以越南盾进行。“越南民营经济全景模型”正式公布。这是落实越共中央政治局 5 月第 68 号决议的关键举措——该决议“明确民营经济是国民经济的核心动力之一”。模型为私营企业和国家机构之间的合作和共担责任搭建平台，拟通过年度公私对话，推动民营经济成为发展主驱动力，以实现“公私联手建国”的目标。

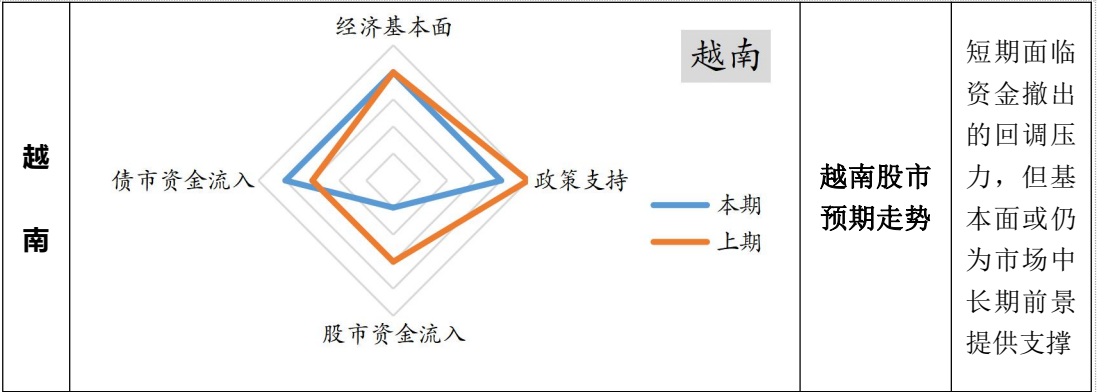
（三）流动性：8月越南股市资金净流出扩大至历史最高水平、9月前四周净流出规模收窄，9月前四周债市资金延续净流入

8月配置越南股市的资金净流出扩大至4.8亿美元（7月为净流出0.15亿美元），刷新历史最大流出规模。9月前四周连续净流出，但净流出规模收窄至1.2亿美元，主动资金净流出12.3亿美元，被动资金小幅净流入0.02亿美元。

8月配置越南债市的资金净流入扩容至317.2万美元，6月为净流入192.0万美元；9月前四周越南债市资金延续净流入225万美元，主动、被动资金分别净流入108.0万美元、117.1万美元。

EPL 框架综合看：前期持续快速上涨后，短期越南股市面临资金撤出的回调压力，但国内投资到位与外资流入双增长、政府积极政策助力民营企业发展，仍为市场中长期前景提供支撑（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、美印恢复贸易谈判短期内利好股市

（一）经济：二季度 GDP 增速超预期

二季度 GDP 同比增长 7.8%（预期 6.7%，前值 7.4%），主要得益于强劲消费表现，最终消费支出同比增速扩大至 7.1%（前值 4.7%）、对经济增长拉动率达 4.7%，其中私人消费（7.0%、前值 6.0%）、政府支出（7.4%、前值-1.8%）均提速；投资保持稳定增长（7.3%、前值 7.8%），出口受“抢进口”效应提振（6.3%、前值 3.9%）亦为经济增长提供动力。

（二）政策：通胀降温推升降息预期，印美恢复贸易谈判

鉴于通胀已连续三个月均位于 2%-6% 的央行容忍区间下限附近（6-8 月 CPI：2.10%、1.55%、2.07%），且核心通胀已连续两个月降温（6-8 月核心 CPI：4.43%、4.12%、4.11%），预计央行下次会议（9 月 29 日-10 月 1 日）降息的可能性上升。9 月 16 日，印度与美国在新德里重启新一轮双边贸易协议谈判，印度驻华盛顿大使馆发表声明表示，谈判“积极”且“具有前瞻性”，双方努力“尽早达成互利共赢的贸易协定”。

（三）流动性：9 月前四周印度股市净流入收窄、主动资金仍为净流出，债市资金转为延续净流入

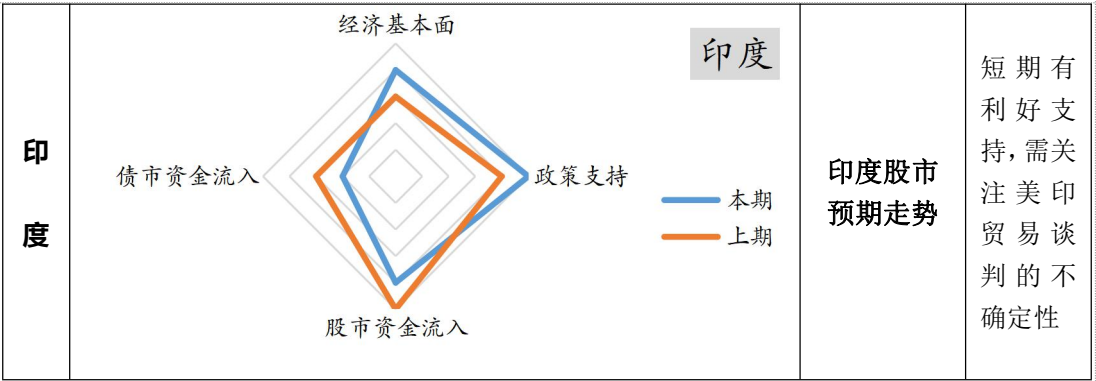
8 月印度股市净流入收窄 29.4 亿美元至 32.0 亿美元；9 月前四周印度股市延续净流入、共 9.6 亿美元，注册在境外、

境内的基金分别净流入 9.3 亿美元、0.36 亿美元，主动资金延续净流出 7.7 亿美元、被动资金净流入 17.3 亿美元。

8 月印度债市时隔四个月转为资金净流出 0.5 亿美元(7 月为净流入 18.1 亿美元)。9 月前四周债市资金累计净流入 0.66 亿美元，主动、被动资金分别净流入 0.38 亿美元、0.28 亿美元。

EPL 框架综合看：经济表现超预期，降息预期升温，叠加美印恢复贸易谈判，短期内对股市构成利好，但仍需关注美印贸易关系演进不确定性。

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：短期降息利好落地后金价或承压，中长期配置价值不变

美联储未及预期鸽派，金价冲高回落震荡。8 月末鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的政策基调意外偏鸽，9 月美联储降息 25BP、年内对美联储的降息预期从 50BP 升至 75BP，受此

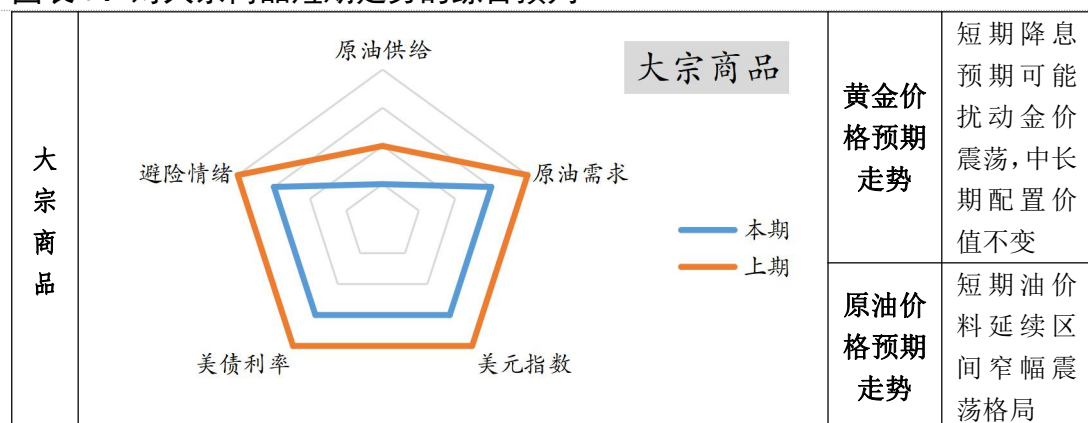
提振，金价持续大幅上涨，自 8 月下旬以来累计涨幅超 10%，至月末 COMEX 黄金升超 3,800 美元关口。往后看，由于此前市场对降息定价或相对充分，短期若降息预期反复、金价可能面临一定回调压力，但中长期仍有上涨动能。

（二）原油：短期油价料延续区间窄幅震荡格局

基本面缺乏支撑限制了油价阶段冲高空间。9 月布伦特原油在 65-70 美元区间窄幅震荡，一方面，欧美对俄制裁¹⁰、乌克兰打击俄罗斯能源设施扰动供给稳定性，叠加中东和俄乌局势保持紧张令市场对供给担忧有所增加，对油价形成下方支撑；但另一方面，OPEC+ 将从 10 月起逐步解除 166 万桶/日的减产，进一步增大供给压力，以及需求端欧美秋季检修量增加使得炼厂加工需求走弱限制油价涨幅。短期看，OPEC+ 增产以及需求季节性走弱将使得原油累库压力不断增大，但或有原油供应链冲击风险、经济增长前景改善等因素或阶段提振向上动能，叠加 OPEC+ 预计继续在“保价格”与“争份额”之间取得平衡，实际增产大概率延续不及预期，预计短期油价料延续区间震荡格局。

¹⁰ 美国总统特朗普在 7 月 14 日声明中要求俄罗斯在 50 天内（即 9 月初）与乌克兰达成和平协议，否则将升级经济制裁，包括对俄商品征收 100% 关税及次级关税（针对购买俄石油的第三国），目前期限已过，但俄方尚未完全妥协，美方可能启动相关措施；当地时间 9 月 19 日，欧盟通过了对俄罗斯的第 19 次制裁，涉及加密货币、银行和能源领域。

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。