

研究报告

1 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

正文

一、1月环球金融市场走势及基金资产配置图景

大类资产走势表现。2026年1月(截至28日),黄金(伦敦现金+23.2%) > 韩国股市(韩国综指+22.7%) > 原油(WTI+10.6%) > 新兴市场股市(恒生指数+8.6%、上证综指+4.1%、深证成指+6.1%) > 主要发达市场股市(日经+6.0%、欧元区 STOXX50+2.5%、道指+2.0%) > 债市(2Y 中国国债+3.8BP、10Y 中国国债-3.1BP、2Y 美国国债+9BP、10Y 美国国债+8BP)。

资金流动性特征。1月前三周,全球股债市场资金流动呈现几个特点:**第一,避险情绪升温、金价一度升超5,600美元**,发达市场股市资金净流入减少、债市受到青睐,部分新兴市场股市和债市资金转为净流出,月底前黄金价格高位继续快速走升。**第二,发达市场债优于股、非美股市更优**,美股资金净流入减少,而欧洲和日本股市净流入增加,美国债市仍受资金青睐、尤其投资级债券净流入更多,欧洲债市净流入有所增加、但高收益级债券增幅更大;**第三,新兴市场股优于债、中印股市受青睐**,中国上市公司在第一二周仍为资金净流入、第三周观察到部分被动资金阶段获利了结现象,香港上市公司资金净流入仍扩大,被动资金逢低加仓印度股市(见图表1)。

图表 1：1 月前三周¹金融市场走势及（周度）流动性情况

	股市		债市	
	主要股指 1 月涨跌幅（截至 28 日）	股市资金配置情况	国债利率涨跌幅（BP）	债市资金配置情况
美国	纳指：+2.65% 道指：+1.98% 标普：+1.94%	--1 月前三周累计呈资金净流入、但较 2025 年 12 月同期缩量； --本地注册基金转为净流出，境外注册基金 ² 净流入扩容； --主动资金延续净流出、被动资金净流入较 12 月收窄	2Y 美债利率：+9.0BP； 10Y 美债利率：+8.0BP	--1 月前三周美国债市资金净流入扩容，被动资金增幅更大； --投资级债券净流入明显增加，高收益级债券净流入较上月同期减少
欧洲	欧元区 STOXX50：+2.45% 富时 100：+2.25% 德国 DAX40：+1.36% 法国 CAC40：-1.02%	--1 月前三周欧股资金净流入规模较 2025 年 12 月同期扩容； --主动资金净流出收窄，被动资金净流入扩容	10Y 德债利率：-3.0BP； 10Y 法债利率：-14.0BP	--1 月前三周欧洲债市资金净流入扩容，主动资金增幅更大； --高收益级债券净流入增幅更大
日本	日经 225：+6.0%	--1 月前三周日股资金净流入较 2025 年 12 月同期扩容； --注册在本地基金为资金净流出，注册境外基金净流入扩容； --主动资金连续五周净流入、被动资金净流入较 12 月同期扩容	10Y 日债利率：+21BP	--1 月前三周日债市资金转为小幅净流入； --被动资金主要支撑，主动资金仍净流出
中国	恒指：+8.57%； 上证：4.60% 深证：6.05% 创业板：3.76%	--1 月前三周配置中国上市公司 ³ 的资金前两周为净流入、第三周转为净流出； --注册于本地基金阶段净流出，注册于境外基金净流入仍扩容； --主动资金逆势加仓（第一周净流出、第二、三周净流入），被动资金逢高止盈（第一二周净流入、第三周净流出）； --配置香港上市公司 ⁴ 资金净流入较 2025 年 12 月同期增加，	2Y 中国国债利率：+3.83BP； 10Y 中国国债利率：-3.09BP	--1 月前三周配置中国债券 ⁵ 净流入 23.6 亿美元，较 10 月同期净流入增加 11.1 亿美元； --主动、被动资金均为净流入； --1 月前三周配置中资美元债的资金净流出较上月同期增加

¹ 2026 年 1 月前三周：第一周（2026.01.01-2026.01.07）、第二周（2026.01.08-2026.01.14）、第三周（2026.01.15-2026.01.21）

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 包括 A 股、H 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。

		主动资金连续三周净流入、被动资金净流入扩容； --1月港股通净买入额 654.4 亿港元、较上月+185%		
越南	胡志明指数： +1.03%	--1月前三周越南股市资金净流出(2025年12月为净流入)； --注册于境内和境外的基金均为净流出； --被动资金净流入增加，但主动资金抛压更大	10Y 越南国债利率： +3.1BP	1月前三周配置越南债市资金小幅净流出
印度	SENSEX30: -3.37%	--1月前三周印度股市资金净流入扩容； --注册于境外的基金净流入增加是主要支撑； --主动资金仍延续净流出、被动资金净流入增加	10Y 印度国债利率： +10BP	--1月前三周配置印度债市的资金净流出、上月同期为小幅净流入； --主动资金净流出、被动资金净流入增加

二、全球经济、政策及股债市场观察

(一) 重点市场经济基本面概述

发达经济体：美国劳动力市场延续降温，通胀整体保持温和。2025年12月非农新增就业5万人低于预期和前值，10-11月合计下修7.6万人，零售业拖累明显，受劳动参与率下降的影响、失业率小幅回落至4.4%；12月CPI同比上涨2.7%，核心CPI同比2.6%、小幅低于预期，住房和服务业是主要黏性来源。**欧元区通胀压力放缓，经济景气温和回暖。**12月欧元区HCPI同比1.9%、核心HCPI同比2.3%，均低于预期和前值；2026年1月ZEW经济景气指数升至40.8，是2024年7月以来的最高水平，投资信心指数和消费者信心指数亦同步回升。**日本通胀回落，经济景气指标呈走升态势。**2025年12月CPI同比2.1%、核心CPI同比2.0%，均较前值明显回落；1月制造业PMI为51.5、连续第二个月位于

荣枯线上,服务业 PMI 为 53.4,是 2025 年 7 月以来最高水平。

发展中经济体：中国内地生产出口强劲、消费增速阶段放缓。2025 年 12 月规模以上工业企业增加值超预期增长 5.2%（前值为 4.8%），社会消费品零售总额同比增 0.9%（前值为 1.3%），出口同比超预期增长 6.6%（前值：5.9%，预期：2.2%，美元口径）；**香港中小企营商气氛继续恢复。**2025 年 12 月中小企业业务收益现时动向指数续升至 44.9（前值：44.5），反映中小企营商气氛继续恢复。**越南经济景气高位小幅回落，进出口均较强。**2025 年 12 月制造业 PMI 为 53、较前值回落 0.8，但仍维持在荣枯线上；12 月出口商品金额同比 23.9%（前值 15.8%），电子产品、纺织服装及木制品等类别出口额创下历史新高，进口同比 27.7%（前值 16.3%）。**印度 GDP 读数高于预期，通胀温和。**印度国家统计局（NGO）发布经济预测显示 2025-26 财年（2025 年 4 月-2026 年 3 月）GDP 增速预估为 7.4%，高于 2024 年增速 6.5%，关税前景仍有较大不确定性；12 月印度 CPI 同比 1.33%（预期 1.65%，前值 0.71%）。

（二）重点区域政策动向

政府政策，发达经济体地缘不确定性预期反复。美国地缘非预期事件多发，1 月 3 日委内瑞拉事件后，格陵兰岛表态反复、从 1 月初美欧明显分歧转向 21 日特朗普政府称“排除军事夺取格陵兰岛可能性”，1 月下旬中东形势呈升温迹象，伊朗表示已处“最高战备”状态。**日本高市早苗政府在 1 月 23 日解散众议院，定于 2 月 8 日进行重新选举，旨在争取扩**

大自民主党在众议院席位优势，降低对维新会的依赖。印度与欧盟于1月27日宣布签署自由贸易协定，双方将在贸易、安全和清洁能源转型等领域开展合作⁶。1月下旬，越共第十四届中央委员会苏林当选中央总书记，第十四次全国代表大会表决通过2026-2030五年规划，设定经济社会发展目标包括GDP年均增速不低于10%，并确定五大核心任务、首要是系统性构建发展体制。

货币政策，美欧日央行“按兵不动”，人行、越南央行政策“非传统性”积极。1月美联储会议维持基准利率不变，会议声明指出经济形势有改善、失业率上升已有企稳迹象，鲍威尔发言称关税通胀预计今年年中消退。欧央行会议维持三大基准利率不变，会议纪要显示，欧元区经济活动较此前市场预期更具韧性，2026年将遵循数据依赖和逐次会议决策的方法来确定适当的货币政策立场。日本央行维持利率不变，最新经济展望将2025及2026财年的GDP增速预测小幅上调、维持通胀预测不变⁷；行长植田和男发言偏鸽⁸，会后市场传言日美协同进行“汇率检查”（Rate check），日元兑美元汇率短线走升；1月15日人行宣布下调再贷款、再

⁶ 欧盟委员会透露，印度围绕对欧盟产汽车征收的关税将设定每年25万辆的配额框架，在此基础上从目前的110%分阶段下调至10%。汽车零部件的关税将在5~10年后取消。对于欧盟产农产品的关税也将下调。葡萄酒的关税税率将从150%分阶段降至20%。最高50%的意大利面和巧克力等加工食品关税将被取消。

⁷ 日央行对2025财年（2025年4月-2026年3月）的GDP同比预测为0.9%、2026财年为1.0%、2027财年为0.8%。2025财年和2026财年的经济预测相较于去年10月的预测分别上修0.2和0.3个百分点，主要得益于补充预算的财政效果以及GDP统计修订的技术因素。通胀方面，2025财年（2025年4月至2026年3月的平均）的核心CPI（除去生鲜食品）同比维持在2.7%，2026财年小幅上修至1.9%、2027财年的预测维持在2.0%。

⁸ 植田和男称对于下次加息，将不会依赖单一特定指标，而是希望综合判断上次加息的影响、物价上涨的步伐和持续性等多种指标。加息的影响传导至经济活动需要相当长的时间。由于4月份是价格调整较为集中的时期，会关注其作为判断物价的一个参考因素。

贴现利率 0.25 个百分点，同时，支农支小再贷款额度增加 5,000 亿元、科技创新和技术改造再贷款额度增加 4,000 亿元；越南央行发布政策指引⁹，制定 2026 年货币政策“主动灵活、稳健偏松”的基调，与财政政策协同，优先控通胀、稳宏观、保金融安全，坚持年平均通胀率 4.5% 的目标，系统信贷增速 15% 左右。

（三）股债市短期走势展望

第一，美国经济数据韧性仍对美股基本面有支撑，关注科技公司财报业绩兑现情况及投资展望；美联储主席选任紧张及其政策表态、美国临时拨款法案到期是否引发政府再次停摆等¹⁰或带来市场短暂扰动，警惕长端美债利率短期波动上行风险。

第二，欧元区通胀压力持续缓和，经济景气边际回暖，短期内欧央行降息预期相对更低、国际资金多元化避险等，对欧元、欧股提供支撑，需关注地缘形势不确定性扰动。

第三，日本“高市交易”（多日股、空日债、空日元）短期或存在波动风险，一方面众议院选情仍存在不确定性，另一方面，日元汇率干预预期或短暂支撑日元和日债走势。

第四，中国积极货币财政政策支持内需增长，存款搬家及保险资金长钱系统性增配等因素，料支持 A 股中长期走势向好，“春季躁动”行情、叠加结汇增多及人民币走强等因素提振市场情绪，临近节前交易或相对趋于淡静；中国经济

⁹ 2026 年 1 月 9 日越南央行发布 01/CT-NHNN 号指令。

¹⁰ 截至 2026 年 1 月 29 日上午，Polymarket 显示 1 月底美国停摆的概率接近 70%。

稳健向好为港股走势提供支撑，恒生指数尤其恒生科技指数经历 2025 年 10 月-12 月的回调后、估值优势再凸显（1 月下旬恒科估值位于近 10 年历史的 30 分位数附近），内地春节假日期间港股通常有更多资金关注。

第五，越南股市在 2025 年高增长（年度涨幅 40.9%）后 2026 年初经历短暂回调，但越南政府换届顺利结束，经济基本面仍向好，料对越南股市提供中长期稳步走升的动能。

第六，印度股市 2025 年表现相对平淡（年涨幅 9%）、印度卢比持续贬值（年贬值幅度 5%），2025 年四季度经济景气呈现边际回暖迹象，但市场对美印贸易谈判进展担忧仍存，印度央行货币宽松仍有挑战（货币贬值可能掣肘宽松节奏、加大央行汇率干预幅度），短期内印度股市或呈波动走势。

三、大宗商品市场观察

（一）避险情绪仍支持金价，但需关注高位调整压力

地缘冲突、美元信用担忧共同推动金价一度突破 5,600 美元。格陵兰岛争端发酵、美欧关系趋紧，叠加伊朗形势升温及“特朗普诉鲍威尔”事件加剧市场担忧情绪。1 月底前，金价屡创历史新高。往后看，在避险情绪较难实质降温、美元宽松周期及信用担忧等因素影响下，金价后续仍有走升基础，但近期上涨节奏较快，需关注美联储主席遴选及美联储政策预期反复（降息时点及空间、会否引入 YCC 政策等）、地缘形势缓和等可能带来的阶段回调压力。

（二）原油：地缘扰动支撑震荡偏强，但供应压力仍存

地缘扰动频发支撑油价震荡回升。月初，委内瑞拉事件推动油价反弹；随后伊朗局势紧张、格陵兰岛冲突等地缘事件延续，叠加哈萨克斯坦石油供应一度减少，继续为油价提供支撑。短期看，地缘不确定性仍是主导油价的关键因素，但供给过剩预期仍存，若地缘紧张局势缓解、油价仍可能面临下行压力（见图表 2）。

图表 2：大宗商品价格走势分析

	供需格局	美元、美债利率	避险情绪	1 月涨跌（截至 28 日）	短期走势展望
黄金	<p>ETF: 世界黄金协会数据显示，2025 年 12 月全球黄金 ETF 净流入 100 亿美元；全球黄金 ETF 资产管理总规模增至 6535 亿美元，再创历史新高。</p> <p>央行购金: 2025 年 12 月末，人行黄金储备环比增加 3 万盎司，为连续 14 个月增持黄金。</p>	美债利率震荡走升，美元指数大幅下行	避险情绪升温	<p>伦敦现金： +23.2%</p> <p>COMEX 期金： +22.2%</p>	强避险买需仍支持金价，需关注高位或有调整压力
原油	<p>供给: OPEC+ 预计大概率继续维持产量不变，特朗普宣布对与伊朗贸易的国家加征 25% 关税；EIA 预测，2026 年非 OPEC 石油日产量将增加 80 万桶，其中巴西、圭亚那与阿根廷的增量将占一半，成为核心增长动力。</p> <p>需求: IEA 小幅上调 (+7 万桶/日) 对 2026 年全球原油及相关液体需求增速的预测。</p>			<p>布伦特原油： +11.1%</p> <p>WTI 原油： +10.6%</p>	地缘溢价支撑油价，供给过剩预期仍拖累油价反弹动能