

研究报告

“沃什交易”、AI 担忧、中东局势 叠加扰动市场

——2 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、2月环球金融市场走势及基金资产配置情况回顾

2026年2月，美联储主席提名、AI前景担忧、关税扰动、地缘局势发酵等主导大类资产走势。月初美联储新任主席提名尘埃落定，市场担忧沃什的“缩表”政策，大类资产普遍下挫、尤其贵金属跌幅较大（参考报告《沃什“掌舵”美联储前瞻——美联储政策何去何从》）；以AI公司Anthropic发布一款法律AI插件为契机，美股市场弥漫“AI替代”的担忧，投入产出比前景受质疑，英伟达亮眼财报发布后仍遭遇获利了结抛压，国际资金弃美转向日韩欧洲；中下旬，关税政策不确定性风险再起，美伊谈判进展胶着，局势急剧升级，带动大宗商品价格快速走强、美债利率下行后于3月初转升。

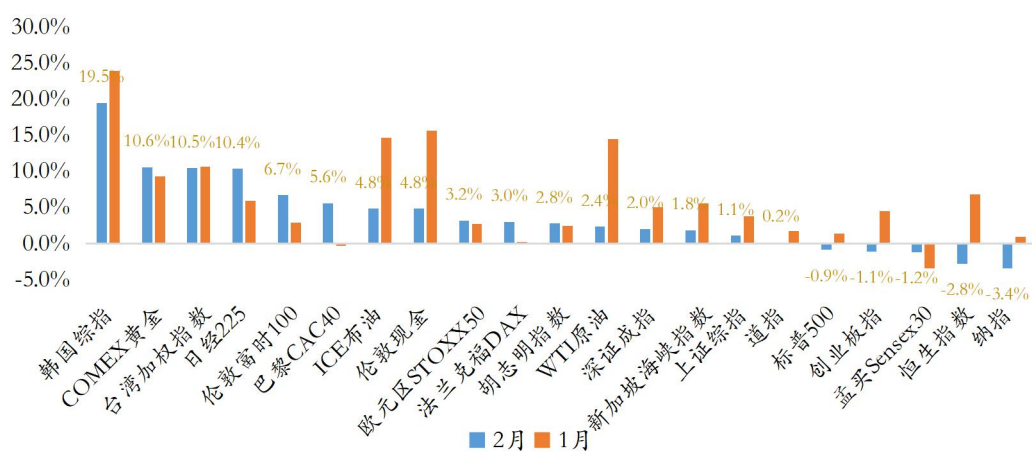
大类资产走势呈现：韩国股市（韩国综指+19.5%）>日本股市（日经225+10.4%）>欧洲股市（伦敦富时100指数+6.7%、法国CAC40指数+5.6%、德国DAX指数+3.04%）>黄金（伦敦现金+4.8%）>原油（WTI+2.4%）；美股走势分化，科技板块估值回撤、防御板块温和回暖（道指+0.17%、纳指-3.38%），新兴市场走势也呈分化特征（胡志明指数+2.80%、上证综指+1.09%、印度Sensex30指数-1.19%、恒生指数-2.76%）（见图表1-2）。

资金流动性特征：2月四周¹，全球股债市场资金流动呈

¹ 2026年2月四周：第一周（2026.01.29-02.04）、第二周（2026.02.05-02.11）、第三周（2026.02.12-02.18）、第四周（2026.02.19-02.25）。

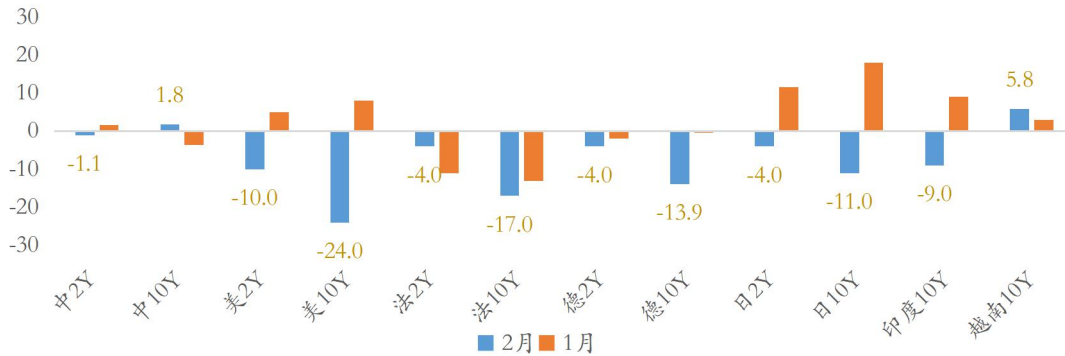
现几个特点：**第一，风险偏好有所回暖，股市和债市资金净流入规模均扩容、股市净流入增加明显更多；第二，新兴市场更受青睐，新兴市场股市和债市资金净流入均超过发达市场，被动基金加仓是主要动能；第三，发达市场，欧股资金净流入增加超过美股，日股资金净流入较上月同期大幅增加91%，美国债市净流入小幅收窄、高收益级债券转为净流出，欧洲债市净流入增加；第四，新兴市场，中国股市和债市资金净流出规模均大幅收窄、本地注册基金是主要动力，越南股市资金净流入大幅扩容、注册于境外的基金积极性更强，印度股市净流入规模小幅增加（见图表3）。**

图表 1：2026 年 1-2 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 1-2 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 3：2 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	2 月四周累计资金净流入较上月同期增加 133.8 亿美元，本地注册基金为主要支撑，境外注册基金 ² 净流入收窄，主动资金净流出小幅收窄、被动资金净流入明显扩容	2 月四周美国债市资金净流入小幅收窄，注册于境外的基金、主动基金是主要拖累；投资级债券净流入仍小幅增加，高收益级债券转为净流出
欧洲	2 月四周欧股资金净流入规模（369.0 亿美元）较上月同期（230.6 亿美元）明显扩容，主动资金净流出收窄，被动资金大幅加仓	2 月四周欧洲债市资金净流入扩容，被动资金净流入增幅更大，投资级债券净流入大幅增加，高收益级债券净流入小幅增加
日本	2 月四周日股资金净流入 124.2 亿美元，上月同期（65.1 亿美元）增长 91%，注册在境外的基金是主要动力，注册在本地的基金净流入小幅缩量，被动资金净流入增加较主动资金更多	2 月四周日债市资金净流入小幅增加，注册于境外的基金转为净流入，注册于本地的基金转为净流出
中国	2 月四周配置中国上市公司 ³ 的资金净流出 2.3 亿美元，较上月同期净流出规模（923.8 亿美元）大幅收窄，注册于本地的基金是主要支撑，注册于境外的基金净流入小幅收窄，主动资金净流入小幅增加，被动资金净流出大幅收窄；配置香港上市公司 ⁴ 资金净流入较上月同期小幅增加；2 月港股通净买入额 905.8 亿港元、较上月+31.3%	2 月四周配置中国债券 ⁵ 净流出 2.9 亿美元，较上月同期净流出（153.4 亿美元）明显收窄，注册于本地的基金净流出明显收窄是主要贡献、注册于境外的基金净流入小幅增加；2 月四周配置中资美元债的资金净流出较上月同期小幅增加
越	2 月四周越南股市资金流入 2.6 亿美元、较上月	2 月四周配置越南债市的资金转为净流

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

南	同期的 0.9 亿美元明显增加，注册于境内的基金增幅更大，主动资金转为净流入、被动资金净流入小幅减少	入 274.7 万美元（上月净流出 81.1 万美元）
印度	2 月四周印度股市资金净流入小幅增加，注册于境外的基金净流入增加是主要支撑，主动资金转为净流入、被动资金净流入小幅增加	2 月四周配置印度债市的资金净流入增加，注册于境外的基金为主要动力，主被动资金态度相反，主动资金转为净流入、被动资金净流入收窄

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）重点经济基本面回顾概述

发达经济体：美国经济“滞胀”担忧发酵、就业市场结构分化。 2025 年四季度 GDP 折年率增长 1.4%，大幅低于预期 2.8%和前值 4.4%，2025 年 12 月核心 PCE 物价指数同比升 3.0%、超过预期 2.9%和前值 2.8%，环比升 0.36%（预期 0.3%、前值 0.21%），是 2025 年 2 月以来最大涨幅；1 月新增非农就业 13 万人（预期 7 万人、前值 4.8 万人），失业率由 4.4% 小幅回落至 4.3%，但结构分化特征明显，就业增长集中于医疗保健、社会援助及建筑业，联邦政府与金融业成为拖累，私营部门就业压力较大，1 月 ADP 就业新增约 2.2 万人，远低于市场预期的 4.8 万人。**欧元区制造业景气回升、通胀延续缓和。** 欧元区 2 月制造业 PMI 初值回升至 50.8，创 2022 年 6 月以来新高、时隔 5 个月重回荣枯线上方；欧元区 1 月 CPI 同比增速放缓至 1.7%（前值 1.9%、预期 1.8%），为 2024 年 9 月以来最低水平，核心通胀率由 2.3%回落至 2.2%。**日本通胀回落，经济景气边际回暖。** 1 月 CPI 同比降至 1.5%（前值 2.1%）为两年来最低，剔除生鲜食品及能源的 CPI 降至

2.6% (前值 2.9%); 2 月制造业 PMI 初值 52.8, 高于 1 月的 51.5, 连续第二个月高于荣枯线。

发展中经济体：中国内地通胀温和回升。 1 月 CPI 同比增长 0.2% (前值: 0.8%), 核心 CPI 同比上涨 0.8%, 显示居民消费需求持续改善, PPI 同比降幅延续收窄 (-1.4%, 前值: -1.9%), 环比涨幅 0.4%、创 2023 年 10 月以来新高。**香港房地产市场延续回暖、营商信心持续好转。** 香港私人住宅售价指数 1 月升 0.5%、连涨八个月; 1 月香港 PMI 经季节调整后回升至 52.3, 较上月上升 0.4, 连续 6 个月保持在扩张区间。**越南 2025 年经济增速是东盟主要国家中最快。** 越南 2025 年 GDP 同比增长 8.02% (2024: 7.04%), 外贸和外资对经济贡献度高。**印度 2025 年四季度 GDP 增速放缓至 7.8%** (预期 7.6%、前值 8.2%), 主要受对美出口高关税生效⁶、基数抬升⁷等因素扰动, 出口成为主要拖累。

(二) 重点政策动向

政府政策, 美国最高法院 2 月 20 日认定特朗普政府根据《国际紧急经济权利法》(IEEPA) 实施的相关关税措施缺乏法律授权, 特朗普随即根据《贸易法》第 122 条对全球商品在 150 天内征收 10% 的临时关税, 并于次日进一步提升至 15% (截至 3 月 2 日, 白宫尚未发布正式调高税率的官方公告)。受此影响, 欧洲议会紧急暂停与美国达成贸易协议的

⁶ 美国对印度输美商品征收的 25% 关税自 2025 年 8 月 1 日起生效, 追加的 25% 额外关税于 2025 年 8 月 27 日生效, 总税率高达 50%。

⁷ 2024 年四季度印度 GDP 同比增长 6.4%、较第三季度的 5.6% 明显回升。

批准程序；**德国**总理默茨于 2 月 25 日至 26 日访华，双方表示愿意在符合双方共同利益的领域深化合作，并通过坦诚开放、相互尊重的对话妥处分歧。**日本**自民党在众议院选举中取得“压倒性”胜利，后续高市政府推行保守主张时或面临较少掣肘，财政纪律整顿的预期短暂提振了日元和日债走势。**香港**将制定首个五年发展规划、2026-27 年财政预算案出炉。根据行政长官李家超表述，首个五年规划将聚焦五个方向，即：国际金融中心、国际航运中心、国际贸易中心、国际创新科技中心、国际高端人才集聚高地；财政司司长陈茂波于 2 月 25 日发表新一份《财政预算案》，预测今年经济增长 2.5% 至 3.5%、通胀略高于去年，并就创科产业孵化与北都区建设、“金融+”国际金融中心建设、巩固传统产业优势、民生福祉关爱等提出系列举措，财政状况超预期改善为香港特区政府前瞻投资未来提供坚实基础，国际经济、技术、地缘环境深刻变化，为香港深度融入国家发展大局、加快推动经济多元转型提供战略契机（参考前期报告《2026 年香港财政如何发力？》）。**印度**与**美国**于 2 月 6 日宣布达成临时贸易协定框架，印度取消或降低对美国工业产品以及多种食品和农产品的关税，并承诺五年内采购 5,000 亿美元的美国产品；美国将印度“对等关税”税率自 25% 降至 18%，并取消基于印度直接或间接进口俄罗斯石油而额外征收的 25% “惩罚性关税”。但由于 IEEPA 关税被裁违法，后续落地仍存不确定性。2 月 18-20 日，**越**共中央总书记苏林赴美出席加沙和平委员会开

幕会议，期间越美签署科技创新、数字化转型、航空和医疗等重要领域的多项合同和合作协议，总价值达 372 亿美元，特朗普表示将指示相关机构尽快将越南从战略出口管制名单中移除。

货币政策，1 月底特朗普提名凯文·沃什 (Kevin Warsh) 作为下一任**美联储**主席，市场预期沃什政策态度“偏鹰”，提名宣布后，市场遭遇“沃什冲击”，黄金、白银价格大幅下挫，美元阶段走升；通胀数据反复、中东局势急剧升级，增大**美联储**降息路径不确定。**欧央行** 2 月会议维持三大基准利率不变，随着外部环境不确定性加大，欧央行官员关注欧元升值对出口竞争力和通胀前景的影响，及其可能对经济增长形成的压力。**日本**高市早苗提名浅田统一郎、佐藤绫野接替日央行委员野口旭和中川顺子（任期分别于 3 月 31 日、6 月 29 日届满），浅田主张“再通胀”⁸，佐藤主张“高压经济学”⁹，均有明显鸽派倾向。**中国人行**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。2 月**印央行**决议维持利率不变（政策回购利率：5.25%），央行将 2026-27 财年一、二季度 GDP 增速预测分别上调至 6.9%、7.0%（上期预测：6.7%、6.8%）

（三）股债市场短期走势展望

第一，美国就业市场结构性分化特征显著，通胀仍有粘

⁸ 浅田统一郎认为日本经济的最大问题是通缩，并且在 2020 年曾发表论文《以 MMT 方式协调财政与货币稳定政策：基于动态凯恩斯模型的研究》探讨 MMT 理论的可行性。

⁹ 即主张通过金融缓和与财政出动持续创造需求超过供给的经济状态，以刺激企业投资和工资上涨，提高生产率。

性，中东局势升级提升美联储降息路径不确定性，AI 投入产出前景担忧仍存，美股科技板块估值仍有调整可能，资金轮动至防御板块及关键资源等竞争领域，相较权重股，中小盘股表现相对较好；地产、消费等基本面数据边际转弱，中东局势升级提高避险需求、但也增大通胀担忧、掣肘降息预期，扰动美债利率中枢下行路径。

第二，欧元区和日本通胀压力缓和，经济前景边际回暖，叠加国际资金流入，提振股市表现；欧央行与日央行后续货币政策预期均偏紧缩性，但节奏视经济与通胀数据相机决策，主要经济体国债利率中枢上行趋势料延续，财政纪律整顿、关税政策与地缘局势等因素可能造成扰动。关注霍尔木兹海峡封锁推高能源价格对欧日通胀、增长及市场信心的拖累。

第三，美元走势波动叠加顺势结汇因素等支持人民币趋势走强，年初地产、消费等积极政策落地，进一步增强经济增长动能，提振市场信心，支持 AH 股趋势走升；作为离岸金融中心，地缘风险事件惯性拖累恒指时点超调，关注 3 月初两会财政和货币积极政策部署。

第四，越南经济基本面仍向好，料对越南股市提供中长期稳步走升的动能；关注关税政策不确定性，警惕信贷增长过快隐含的风险¹⁰。

第五，印度经济基本面呈温和回暖，但关税政策不确定

¹⁰ 2025 年 11 月，惠誉评级警告称，越南银行业放贷增速过快正加剧风险，2026 年政府取消对银行年度放贷规模的信贷增长配额限制后，相关风险或进一步上升；根据惠誉数据，2025 年越南银行的一级资本充足率（核心股本资本占风险加权资产比例）约为 9.5%，远低于印尼、泰国和马来西亚银行的 23%、17.5% 和 15.6%。2026 年 1 月 10 日越南央行将 2026 年的信贷增长目标设定为 15%，比 2025 年目标降低一个百分点，并要求银行控制对高风险行业的贷款。

性仍扰动出口，通胀水平温和，印度央行仍有货币宽松空间，叠加国际资金加大对新兴市场的配置，有利于提振印度股市走势。霍尔木兹海峡封锁对印度能源进口影响也较大，持续关注相关影响。

三、大宗商品走势回顾及展望

（一）关税、地缘不确定性扰动，短期料延续偏强波动

地缘、关税博弈叠加美联储降息预期变化，金价宽幅震荡后中枢上移。2月初，在上月末大幅回撤后贵金属市场依然处于震荡状态；随后，关税不确定性增加，IEEPA关税被判违法后特朗普首次启用《1974年贸易法》第122条，加征10%全球进口临时关税，叠加美国最新经济数据扰动降息预期，进一步支撑金价重回5,000美元大关。月末中东局势急剧升温后，金价快速突破5300、5400美元关口。短期内，**地缘局势是影响金价走势的核心变量。**

（二）原油：地缘局势持续紧张支撑偏强震荡

地缘冲突仍主导油价走升。本月美伊局势持续紧张，地缘供应风险攀升，成为影响油价走势的核心因素。美伊第二轮谈判后仍有较大分歧，市场避险情绪升温，布伦特油价突破70美元关口。月末中东局势急剧升温后，布伦特油价进一步升至接近80美元的高位，重点关注中东局势进展。

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	2月涨跌 (截至 27 日)	短期走势展望
黄金	ETF: 1月, 全球黄金 ETF 流入约 190 亿美元, 创月度历史新高; 全球黄金 ETF 资产管理总规模月环比增长 20%, 创下 6,690 亿美元的新纪录; 全球黄金 ETF 总持仓增加 120 吨至 4,145 吨, 同样刷新历史纪录	美债利 小幅回 落,美元 指数反 弹	避 险 情 绪 升 温	伦敦现金: +4.82% COMEX 期金: +10.6%	短期地缘局势是 影响金价走势的 核心变量。
原油	供给: 多位 OPEC 代表预计 4 月将重启 “温和小步” 增产; 1 月全球原油及相关液体产量为 10,633 万桶/日, 环比下降 174.1 万桶/日 需求: IEA 下调对 2026 年全球原油及相关液体需求增速的预测 (-8 万桶/日)			布 伦 特 原 油: +4.8% WTI 原油: +2.4%	短期受中东地缘 局势主导。

***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。