



宏观专题研究报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：陈瀚学

songxuetao@gjzq.com.cn

chenhanxue@gjzq.com.cn

中东资金在增配中国吗？

此次美伊战争之于中东资本，不止是短期油价、航运成本和避险情绪扰动，更深层影响在于削弱了海湾国家对“美国安全保护—油气出口—美元资产循环”的长期信任。过去中东主权财富基金的核心任务，是把石油美元收入转化为全球金融资产，并在欧美市场中实现长期保值增值；但如果霍尔木兹海峡通行安全无法被美国稳定保障，海湾国家的经常账户美元流入可能阶段性受阻，中东资本就有更强动力降低对美元资产和欧美市场的集中暴露，寻找新的资产储备和产业合作方向。

这一背景下，中国资产对中东资本的核心吸引力，在于同时具备资产多元化和产业伙伴的两重价值。与欧美资本不同，欧美资金配置中国主要遵循全球组合管理逻辑，关注估值、盈利、流动性、政策预期和相对收益，过去几年压制其配置意愿的主要是房地产调整、地方债务、内需不足、通缩压力和企业盈利下行。随着地产价格边际企稳、隐性债务置换推进、PPI 转正和企业盈利修复，欧美资本对中国资产最悲观的阶段可能已经过去。

中东资本的逻辑则更偏战略性。海湾主权财富基金承担着服务本国经济转型的功能，海湾国家需要新能源、储能、智能城市、数据中心、AI、医疗科技和基础设施，而中国在新能源汽车、光伏储能、工程建设、供应链组织和 AI 应用落地方面具备系统性优势。因此，中国市场对于中东资本而言，不只是二级市场配置对象，更是本国产业升级、技术引入、本地化生产和长期战略合作的重要伙伴。

从配置路径看，中东资本增配中国未必首先体现为 A 股二级市场大规模流入，更可能沿着“产业合作先行——离岸资产试水——权益配置跟进”的顺序展开。当前值得观察的信号包括：1) 港股 IPO 基石投资者中中东资本出现频率提升；2) 离岸人民币点心债发行和净融资升温；3) 香港 HIBOR 相对 SOFR 出现非季节性下行；4) 中东机构通过基金持股、专户委托、一级股权、园区共建、订单合作和基础设施项目进入中国相关资产。但从北向资金、QFII/RQFII 等二级市场高频数据看，中东资金尚未形成大规模直接入市证据。

总体而言，中东资本对中国资产的配置正处于结构性入市的早期阶段。长期看，如果人民币能源结算继续扩容，中国在地缘冲突中保持相对稳定，并持续提供完整产业链、政策连续性和可预期信用环境，那么中国资产的“安全溢价”、人民币资产的多元化价值，以及中国作为中东产业转型伙伴的战略地位，都有望进一步提升。

风险提示

地缘冲突演化存在高度不确定性；中东资本增配中国的公开可观测证据有限；中国资产自身基本面修复仍需验证。



此次美伊战争，受影响程度最大的是中东资本。当美国军事能力不再能保障海湾国家的油气出口安全，后者有理由更主动地寻求多元化资产储备。这一过程中，中东资本是否会增配中国？哪些中国资产对于中东的吸引力更强？

2025 年 Invesco 主权财富基金调查¹显示，全球主权财富基金（SWFs）在布局新兴市场时，往往高度依赖于外部的主动管理机构，只有 15% 的主权财富基金倾向于通过直接渠道进行投资（图表 1），且在新兴市场的投资以主动投资为主，被动投资较少（只有 9%）。对于中国市场，主权财富基金的投资方向有二级市场（64%）、一级股权市场（49%）、涉华跨国企业（24%）、企业债券（22%）、政府债券（20%）等（图表 2）。

中东资本是全球主权财富基金的重要构成。在上述调查中，中东地区的主权财富基金有 27 家，占到该调查的全部受访机构（141 家）比重约 19%。

中东资本与传统的欧美资本对于配置中国的逻辑不同——欧美资本偏重于资产价格逻辑，中东资本偏重于产业伙伴逻辑。欧美资本投资中国，形态以公募基金、ETF、对冲基金、养老金、私募股权和多元资产配置为主，核心关注估值、盈利、流动性、政策预期和相对收益，这是全球化组合的管理逻辑。过去几年压制欧美外资配置意愿的，主要是中国房地产市场的调整压力及外溢的地方财政和债务风险。而房地产下行带来的财富收缩和消费趋紧，包括地方债务相关的尾部风险，以及价格通缩压制的企业盈利和汇率压力，是切身影响传统外资投资回报的因素。

如今上述因素正在边际修复。即便房地产投资仍处回落周期内，但 2026 年地产小阳春所体现出的价格自发性企稳，说明房地产距离筑底已经不远（详见《从小阳春成色看楼市止跌持续性》2026.3.27）。地方债务方面，即便广义政府债务率从 2024 年的 117.0% 升至 2025 年的 126.6%²，且可能在未来继续上升，但隐性债务的置换缓解了短期流动性和偿债压力，债务可管理性提升、系统性风险下降。企业盈利层面，PPI 时隔 41 个月转正³，中国经济名义增长和企业盈利改善正在途中。因此，欧美资本对中国资产的最悲观的阶段已经过去（图表 3）。

中东资本方面，以沙特 PIF、阿布扎比 ADIA、Mubadala、卡塔尔 QIA、ADQ 为代表的海湾主权财富基金，投资目标更具有国家战略属性。

海湾国家正在推进经济转型，中东资本的配置目标越发强调服务本国产业升级与发展战略，比如新能源、储能、智慧城市、数据中心、人工智能、医疗科技以及未来产业所需的基础设施，成为中东国家重点投入的方向。而中国在新能源汽车、光伏与储能、人工智能的应用场景和工程化部署等方面拥有显著优势（图表 18），因此中国之于中东资本，不只是看二级市场估值是否便宜，更是其本国战略转型的合作伙伴。

配置方式上，中东资本增配中国资产不会只停留在狭义的二级市场，还包括一级市场股权投资、订单合作、园区共建、基础设施投资、能源项目协同、技术转移、本地化生产等方面。中东资本正在构建与中国的产业伙伴关系，近两年在可再生能源、医疗健康、基础设施建设等领域已经与中国展开多项技术合作和投资（图表 4）。如沙特 PIF 在 2024 年年报中披露，其与中国主要金融机构签署了总额最高 1875 亿沙特里亚尔、约 500 亿美元的谅解备忘录，方向包括促进双向资本流动，服务于沙特“2030 愿景”⁴。

中国对中东资本的另一个优势在于降低组合相关性风险。过去“石油—美元”循环下，多数中东主权财富基金将石油收入转化为全球金融资产，长期保持着较高的美元资产暴露。例如阿布扎比投资局（ADIA）2024 年年报公开的长期战略组合中，北美配置比例高达 45-60%、欧洲 15-30%、亚洲发达地区 5-10%、新兴市场 10-20%（图表 5）；资产类别上，发达市场股票 32-42%、政府债 7-15%、信用债 2-7%、现金 0-5%（图表 6）。由于霍尔木兹海峡通行受阻，海湾国家的油轮无法正常出港，其经常账户下的美元流入陷入停滞。中东从美元流动性的供给方变成需求方，4 月 20 日阿联酋向美联储提出建立常设本币互换协议的请求⁵是一个标志。如果出于“降低与美元资产长期相关性”的目的，人民币资产是较好的选择，标普 500 与沪深 300 的近十年相关性为 0.4，低于全球主要非美市场（图表 7）。

对于中东资本增配中国的进度，我们倾向于从以下四个维度来观察：

维度一：从包含中东资本在内的高频数据来观察。例如北向资金和 QFII 资金。其中，北向资金统计的是通过香港的沪股通和深股通买入中国股票的外资，不区分主体，可能包含了部分中东资金。2025 年末陆股通持有 A 股市值合计 2.59 万亿元，占 A 股流通市值 2.63%。虽然一季度北向资金情绪边际有所回落，但近两年成交量中枢已明显抬升（图表 8）。QFII/RQFII 资金是明确投资主体的海外资金管理机构（图表 9）。阿联酋和科威特两家中东资本的 QFII 获批额度分别排名第 7 和第 15（图表 10），有一定的代表性。截至 2025 年末，QFII/RQFII 持有 A 股市值 323.56 亿元，占 A 股流通市值 0.03%。截至 2026 年 4 月 14 日，陆股通、QFII/RQFII 资金合计持有 A 股市值 2.74 万亿元，占 A 股流通市值 2.67%，较 3 月末上升了 0.04 个百分点，这一路径的中东资本暂时入市力度不大（图表 11）。

维度二：作为基石投资者参与港股 IPO。一级市场基石投资者比二级市场更能体现长线外资的配置思路变化，因为基石投资流动性不强，须提前下单接受锁定，并承担新股定价风险，因此基石投资者一般只有对新股未来一段时间都有相对积极且稳定的憧憬时，才会入场。目前，港股基石投资者中海外资金的认购金额和认购比重均已从 2023-2024 年

¹<https://www.invesco.com/content/dam/invesco/apac/en/pdf/insights/2025/july/invesco-global-sovereign-asset-management-study-2025.pdf>

²<https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2026/english/1chnea2026001-source.pdf>

³https://www.gov.cn/zhengce/202604/content_7066559.htm

⁴https://www.pif.gov.sa/-/media/project/pif-corporate/pif-corporate-site/our-financials/annual-reports/pdf/20250904_pif_ar24_public_english_interactive-pdf.pdf

⁵<https://www.wsj.com/world/middle-east/u-a-e-asks-u-s-for-a-wartime-financial-lifeline-3f9ea3a0>



的相对低位明显抬升（图表 12）。特别是 2025Q2 以来，港股基石投资者中频现中东资本身影（图表 13），例如宁德时代 IPO 的基石投资者中有科威特投资局⁶，Minimax IPO 的基石投资者中有阿布扎比投资局等⁷。

维度三：投资人民币点心债（Dim Sum Bond）。点心债是以离岸人民币发行的信用资产。外资投资点心债，既获得了人民币资产敞口，又能保持更可控制的波动和久期，是早期试探性增配中国的信号。中东资本因为过去几年人民币在能源贸易结算中的使用上升，沉淀出了较多的人民币头寸，故点心债的参与门槛较低。根据万得统计，中国点心债总存量 2.27 万亿元，今年以来全市场净融资 1422.8 亿元，同比增长了 65.82%（图表 14）。2026 年 3 月 ePrime 发行系统协助完成 5 笔境外债券发行，合计规模达等值 67.31 亿元人民币⁸，离岸人民币债券一级市场的活跃度正在上升，可能也与中东资本有关。

维度四：资金价格的非季节性变动。港股是外资买入中国权益资产最主要的离岸市场，因为在交易机制、汇兑便利等维度，港股都更有成本优势。以往外资风险偏好边际改善时，港元流动性往往出现非季节性的宽松。今年三月份以来，香港融资利率 HIBOR 较同期 SOFR 利率均出现了一定的下行（图表 15），这说明可能存在大规模的外部增量资金先涌入了香港金融系统，增加本地流动性。

总体来看，当前中东资本呈现出“结构性入市”的现象——即已在港股一级市场和部分离岸人民币资产层面开始布局，但在 A 股二级市场和高频资金层面尚未形成充分的流入证据。

- 1) 在点心债市场，离岸人民币债券发行和净融资明显升温，逻辑上与中东人民币头寸沉淀相契合，但仍难以直接证明主要买盘来自中东；
- 2) 在北向资金、QFII/RQFII 等二级市场通道中，虽然存在中东资金参与基础，但持仓占比和边际增幅仍有限，尚未看到大规模直接入市；
- 3) 在香港资金价格层面，HIBOR 相对 SOFR 的非季节性下行表明，外部资金可能先进入了香港金融体系，但并未立即转化为港股或中国资产的配置。

近两年，中国与中东国家的能源贸易结算方式在不断扩容。2023 年 3 月与 4 月，中海油、中石油分别与和道达尔和阿布扎比国家石油公司首次开展了关于中东石油、LNG 的跨境人民币结算⁹，此后沙特与阿联酋进一步嵌入人民币跨境支付网络。2025 年年末，人民币在国际支付贸易融资市场中的份额达到 8.3%，较五年前提升了 6.25 个百分点，已经基本与欧元相当（图表 16）。

未来，不论是欧美外资还是中东外资，对于中国市场都仍有较大的增配空间。从央行口径下的境外机构和个人持有的人民币股票资产来看，截至 2025 年末，外资共持有 3.67 万亿元 A 股，距离 2021 年底的高点 3.94 万亿元，还有约 7% 的空间；若以 2014-2021 年的长期增长趋势进行线性外推，距离趋势线还有约 24% 的空间（图表 19）。

Invesco 主权财富基金调查显示，2025 年有 28% 的全球主权财富基金将中国资产列为高优先级投资资产，较 2024 年上升了 8 个百分点（图表 17）。该调查中记录了一家中东主权基金管理人的观点——“尽管地缘政治紧张局势持续，但中国本土投资回报率诱人、能实现资产多元化，加之中国在关键技术领域领导地位日益凸显，这些都是积极布局的有力理由，我们正将重心转向中国创新驱动型产业。”

长期来看，一个不卷入战争、却仍能保持与多方沟通能力的域外大国，在能源贸易、海运通道、安全协调与战后重建议题上，天然会拥有更大的回旋余地。政策连续性、贸易网络稳定性和信用可预期性会给中国资产带来更高的溢价（图表 20），外资流入将是这些优势的验证。

⁶<https://www.ft.com/content/50b1b07e-7354-4dca-aba0-31f385a4a45e>

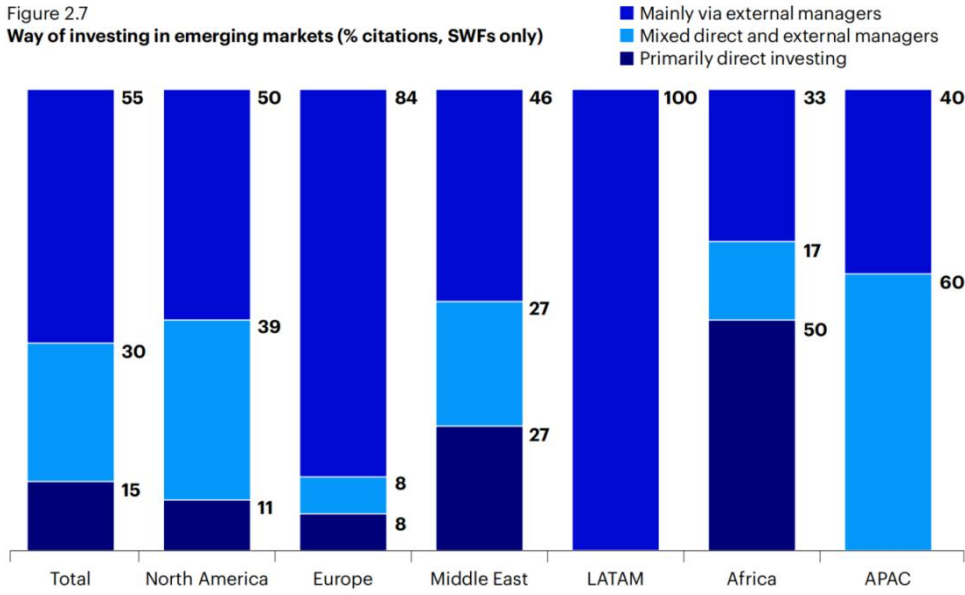
⁷<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/china-ai-firm-minimax-set-surge-hong-kong-debut-2026-01-09/>

⁸<https://www.chinabondconnect.com/sc/Resource/Flash-Report/Bond-Connect-Flash-Report---March-2026.html>

⁹<https://www.lingang.gov.cn/html/webside/lg/index/government/Environment/businesscase/p1719979053239341057.html>



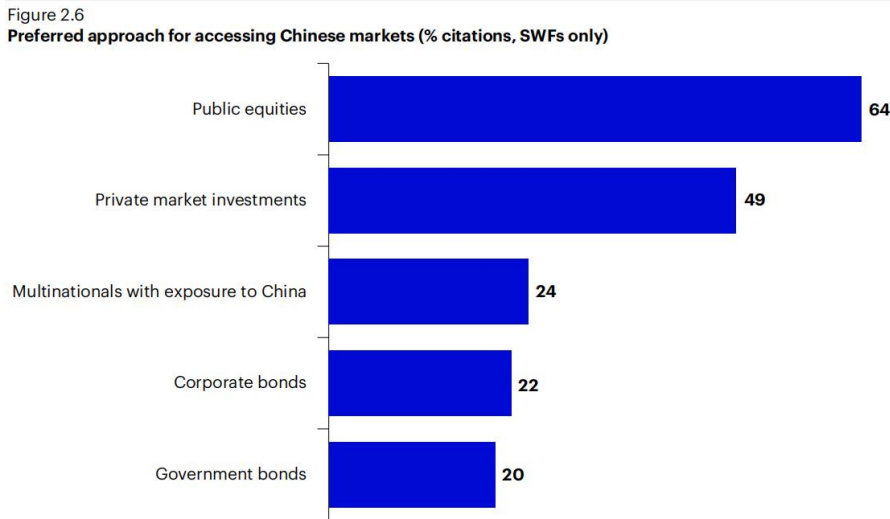
图表 1: 主权基金对于新兴市场的投资路径以寻求外部管理人为主



Do you invest directly or through partnerships/funds with external EM-focused managers? Sample size: 60.

来源: Invesco, 国金证券研究所

图表 2: 主权基金对于中国市场的投资路径以二级公开市场、一级私募市场为主



What is your preferred approach for accessing Chinese markets? Sample size: 45.

来源: Invesco, 国金证券研究所



图表 3: IMF 对于中国主要经济指标的预测

Text Table 3. Selected Economic Indicators

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Real GDP Growth (%)	5.0	4.5	4.0	3.9	3.7	3.4
Output Gap (%)	-1.0	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.0
Inflation (% average)	0.0	0.9	1.5	1.8	1.9	2.0
Core Inflation (% average)	0.8	1.1	1.5	1.8	1.9	2.0
Current Account (% of GDP)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3	2.2
Augmented Debt (% of GDP) 1/	126.6	135.3	141.5	146.2	150.0	153.7

Sources: Authorities; Haver Analytics; CEIC Data Company Limited; and IMF staff estimates and projections.

1/ Augmented Debt includes debt of LGFVs and other off-budget government funds.

来源: IMF, 国金证券研究所

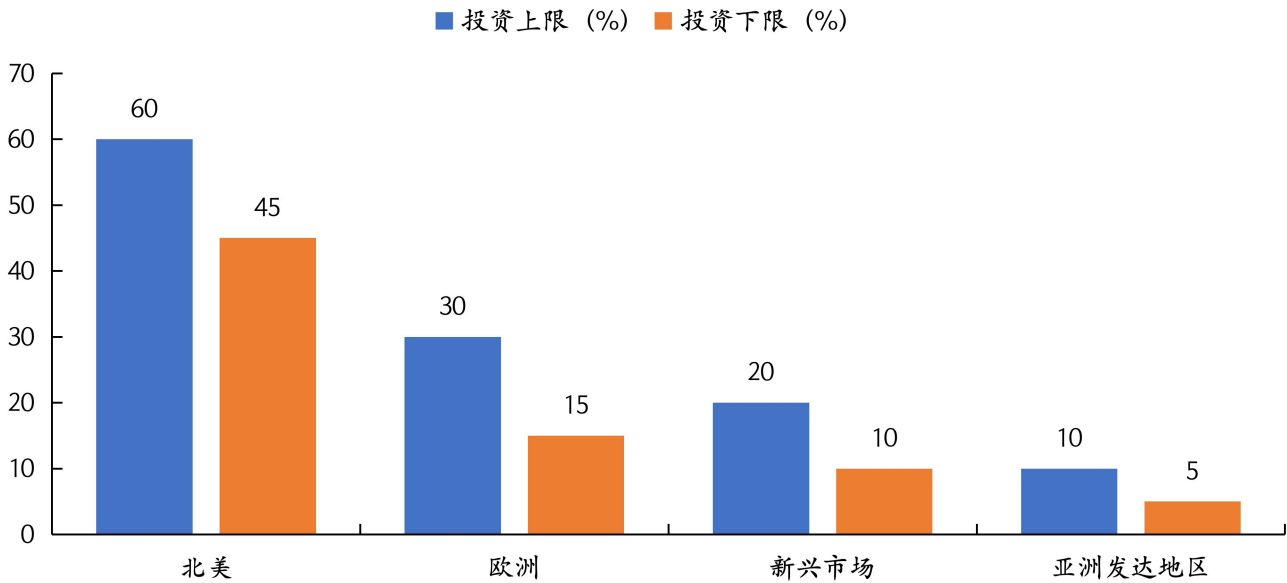
图表 4: 中东资本与中国近两年展开多项技术合作和投资

序号	合作方向	具体内容
1	医疗健康	2024 年 11 月, Mubadala 与 CBC Group 收购 UCB 在华成熟神经及过敏业务, 交易金额 6.8 亿美元, 包含珠海制造基地。
2	可再生能源	2024 年 7 月, PIF 旗下 RELC 与中国企业 TCL 等签署三项协议, 在沙特本地化制造和组装太阳能、风能所需设备和部件。
3	消费、医疗、物流、商业服务	2024 年 4 月, Investcorp 与中国投资有限责任公司 (CIC) 推出 Investcorp Golden Horizon 平台, 目标规模 10 亿美元, 重点投资行业包括 consumer、healthcare、logistics 和 business services。
4	可再生能源	2024 年 8 月, 中国能源工程与沙特合作伙伴签署价值 9.72 亿美元的太阳能交易协议, 这座 2 吉瓦 (GW) 光伏电站将由中国能源工程财团与沙特合作伙伴主权财富基金 PIF 的合资企业 ACWA Power 共同建造。
5	可再生能源	2025 年 4 月, 沙特石油巨头沙特阿美与中国电动汽车制造商比亚迪签署联合开发协议, 探索在新能源汽车技术领域的合作, 旨在提高车辆效率和环保性能。

来源: UCB, PIF, Investcorp, CEEC, Aramco, 国金证券研究所

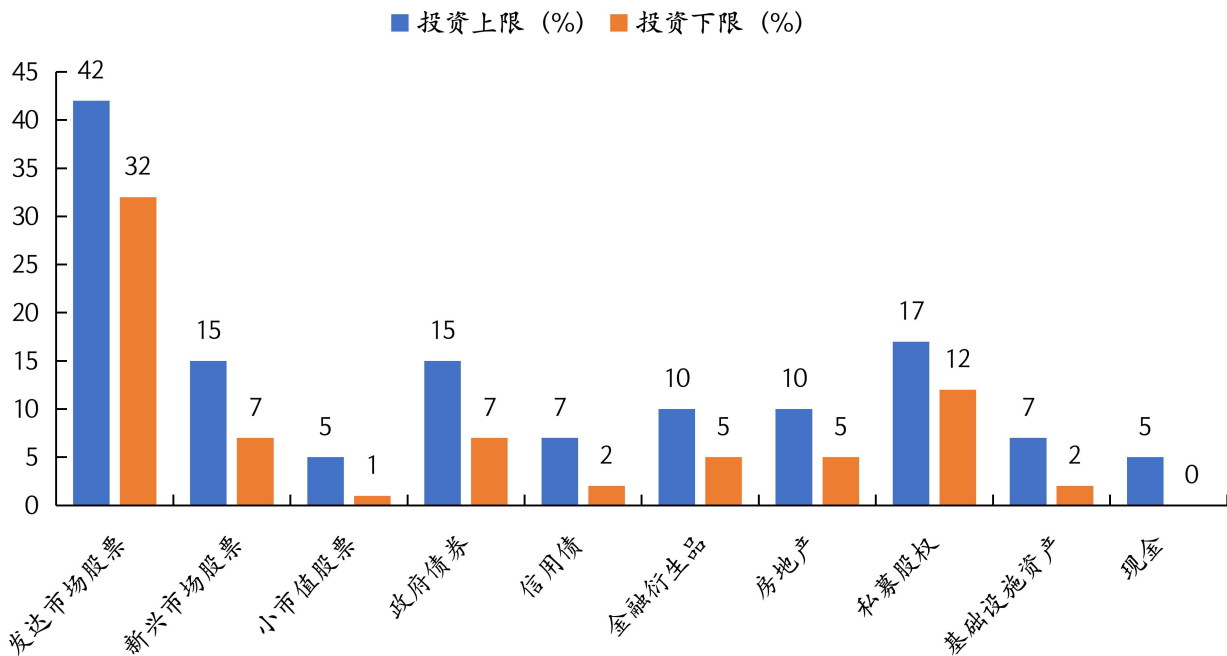


图表 5: 阿波罗对比2024年末资产组合结构, 按地区 (%)



来源: ADIA, 国金证券研究所

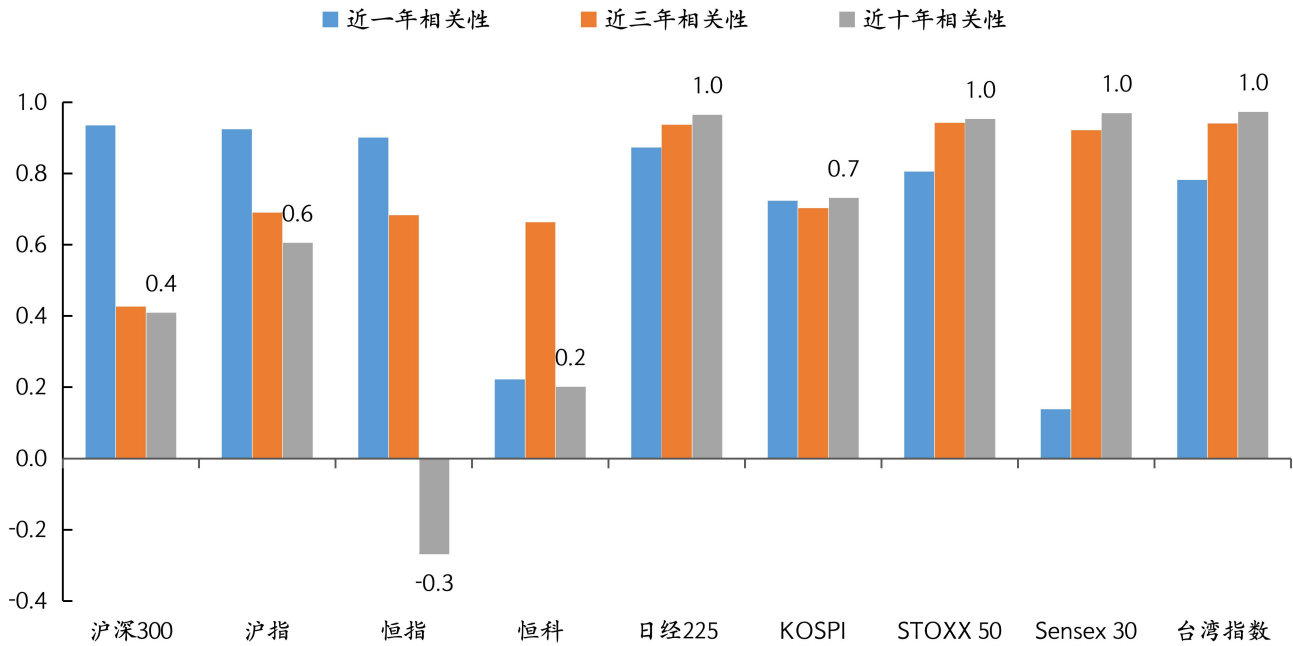
图表 6: 2024年, 从发电能源结构来看, 中国煤炭+可再生能源发电占比达到92%



来源: ADIA, 国金证券研究所

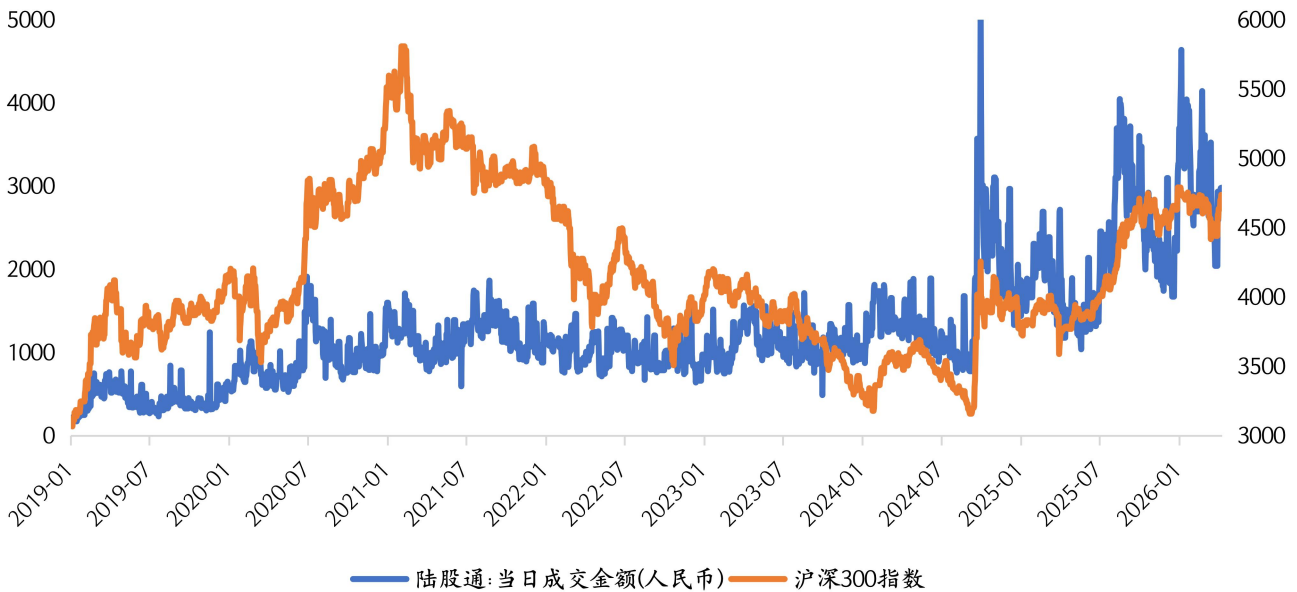


图表 7: 跨市场来看, A 股、港股与美股标普 500 指数的中长期相关性最低



来源: Wind, 国金证券研究所

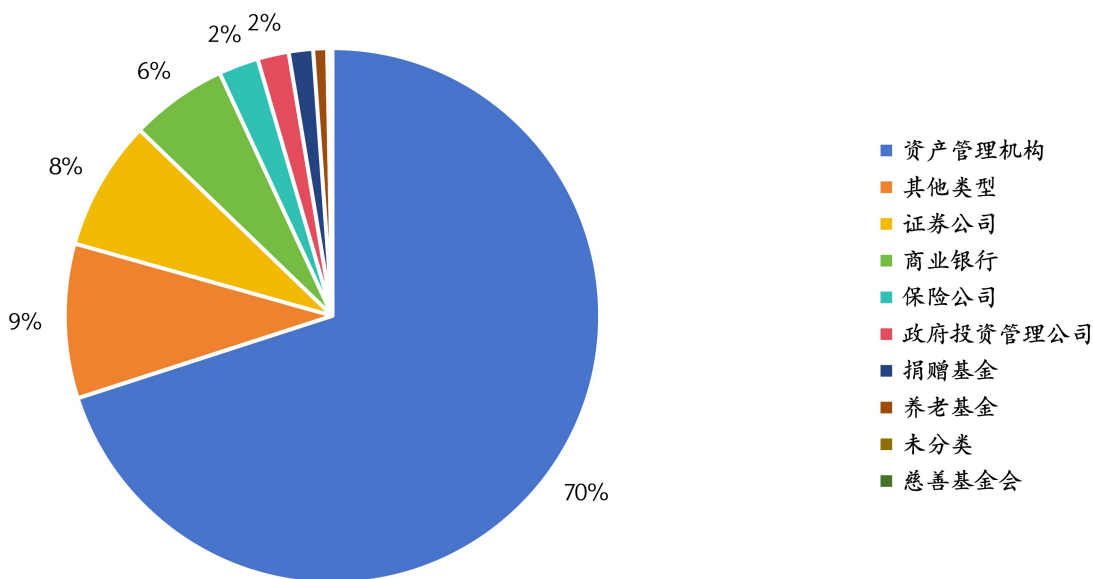
图表 8: 北向资金成交额 (亿元) vs 沪深 300 (点)



来源: Wind, 国金证券研究所

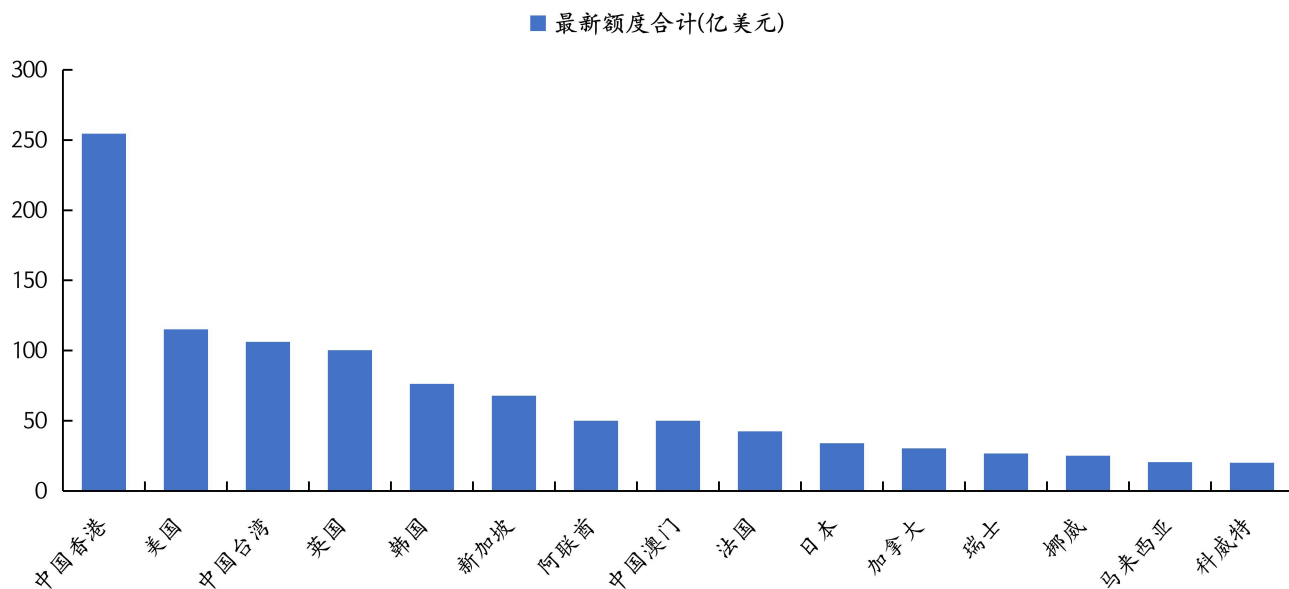


图表 9: QFII 机构类型分布 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

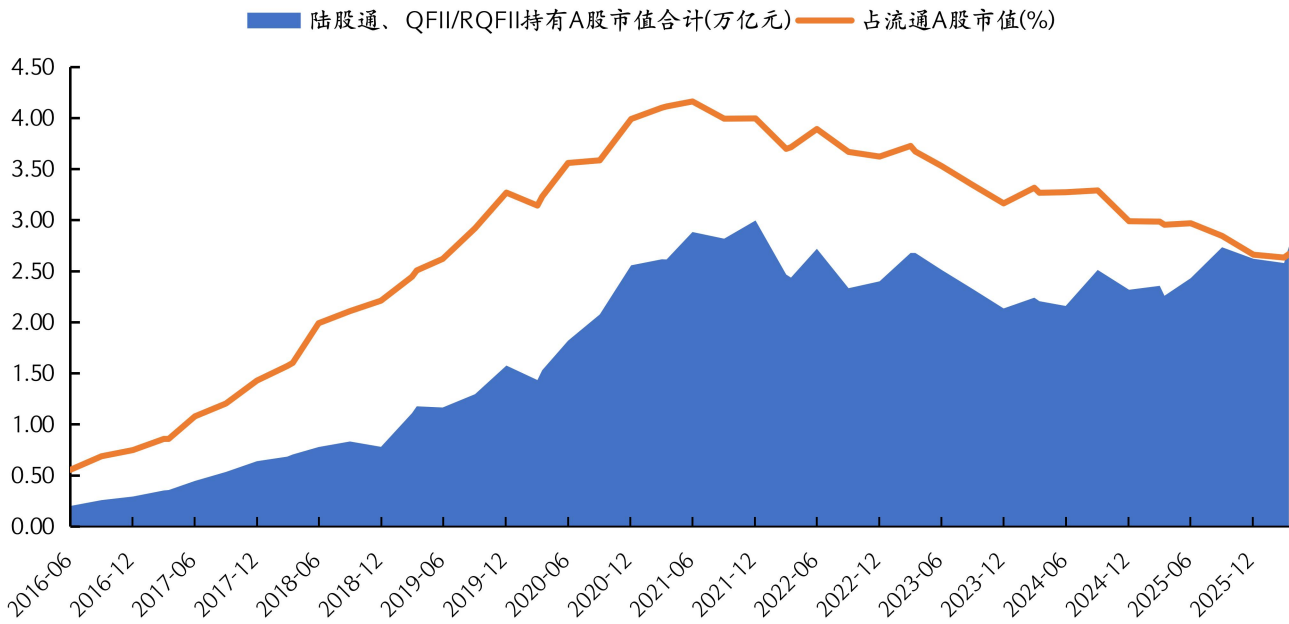
图表 10: QFII 机构按所属地区的最新额度: 前 15 名 (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

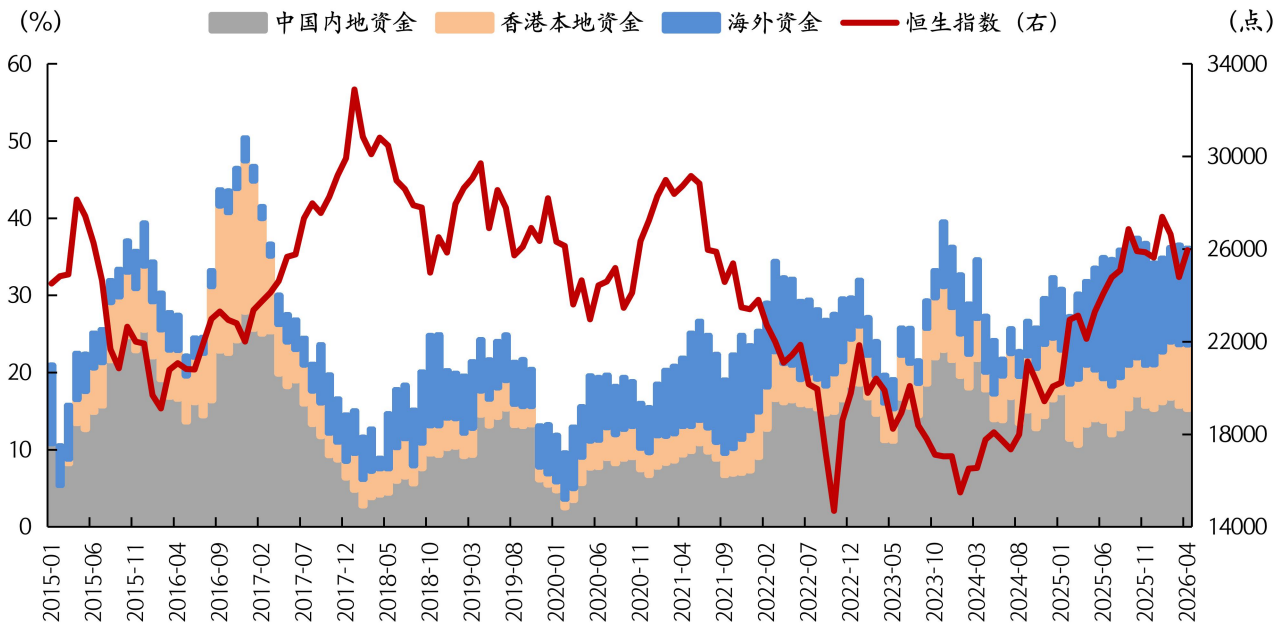


图表 11: 截止 4.14, 陆股通与 QFII/RQFII 资金持有 A 股市值 2.74 万亿元, 占 A 股流通市值 2.67%



来源: Wind, 国金证券研究所

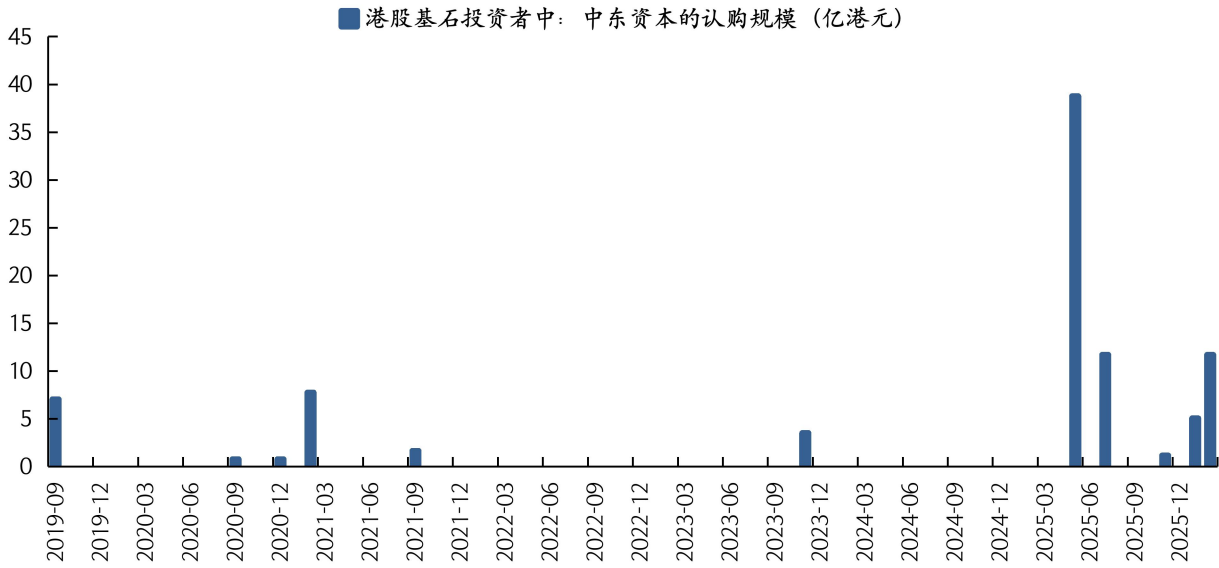
图表 12: 港股 IPO 基石投资者中, 内资、港资、外资认购占比 (% , 6 月移动平均)



来源: Wind, 国金证券研究所

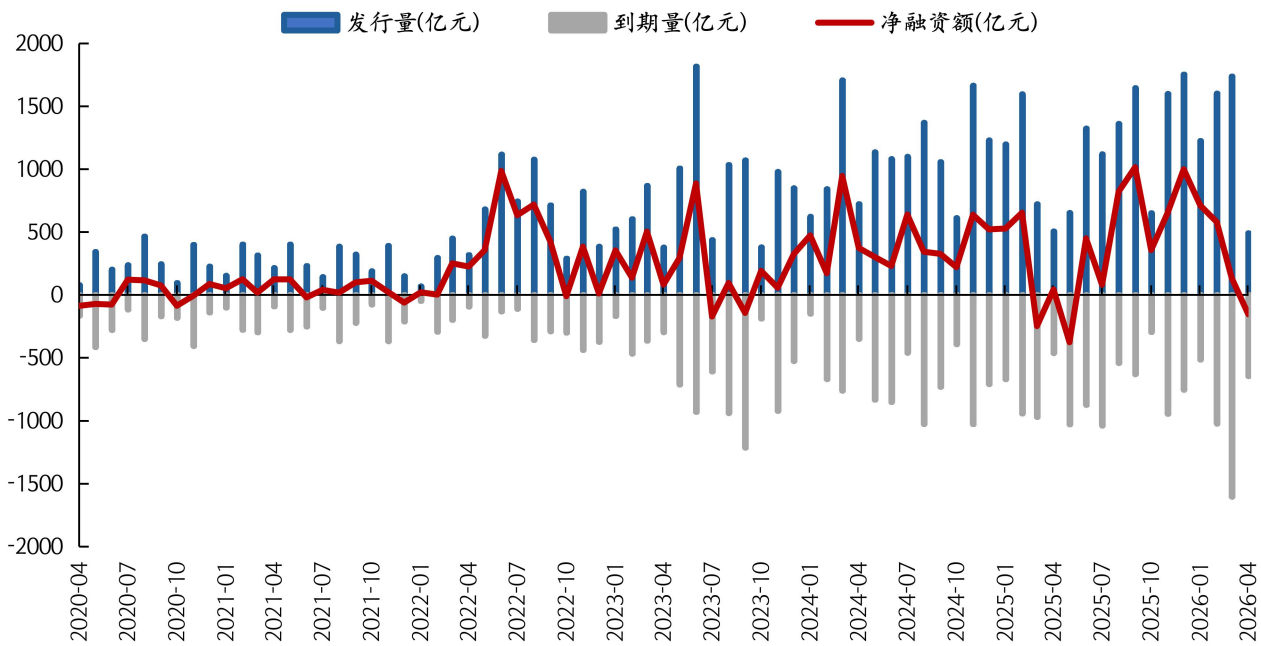


图表 13: 2025Q2 以来, 港股基石投资者中频现中东资本身影



来源: Wind, 国金证券研究所

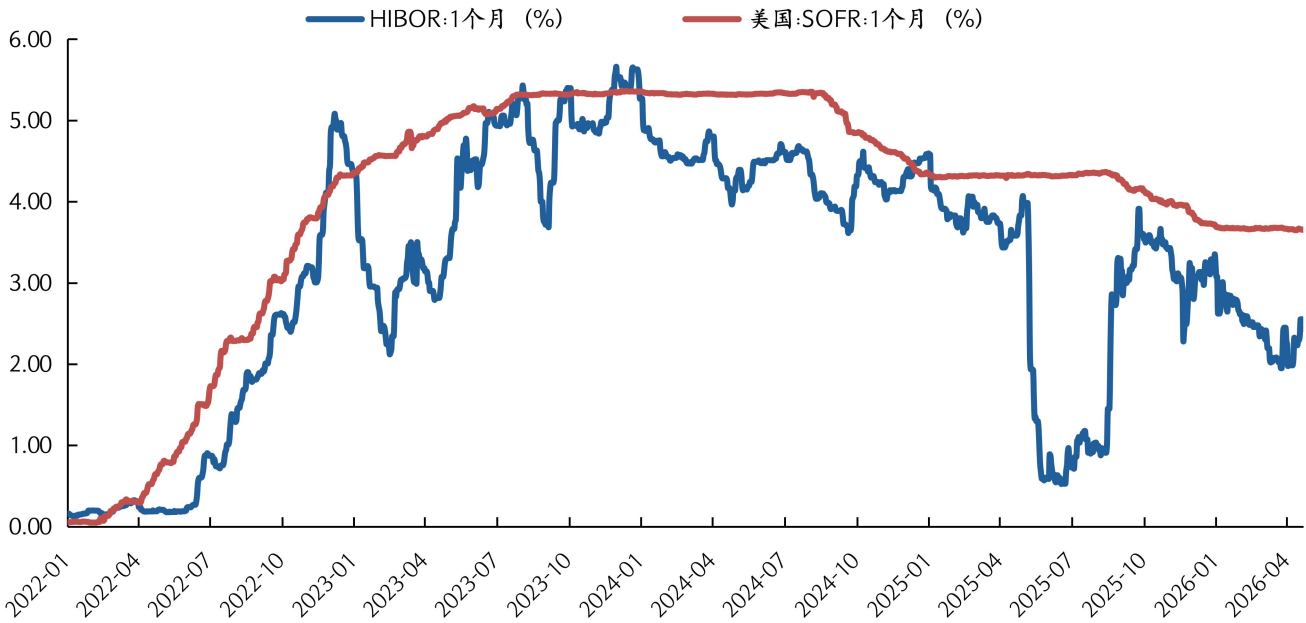
图表 14: 人民币点心债市场净融资额 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

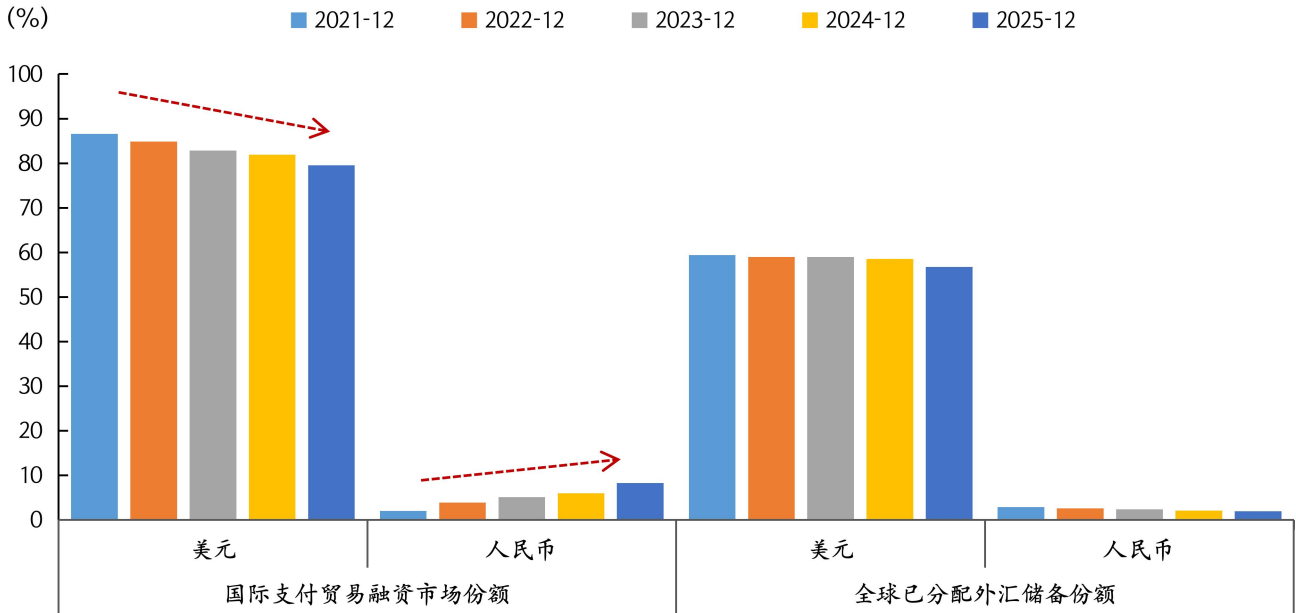


图表 15: 今年3月以来, 同期限HIBOR与SOFR利差持续走扩 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

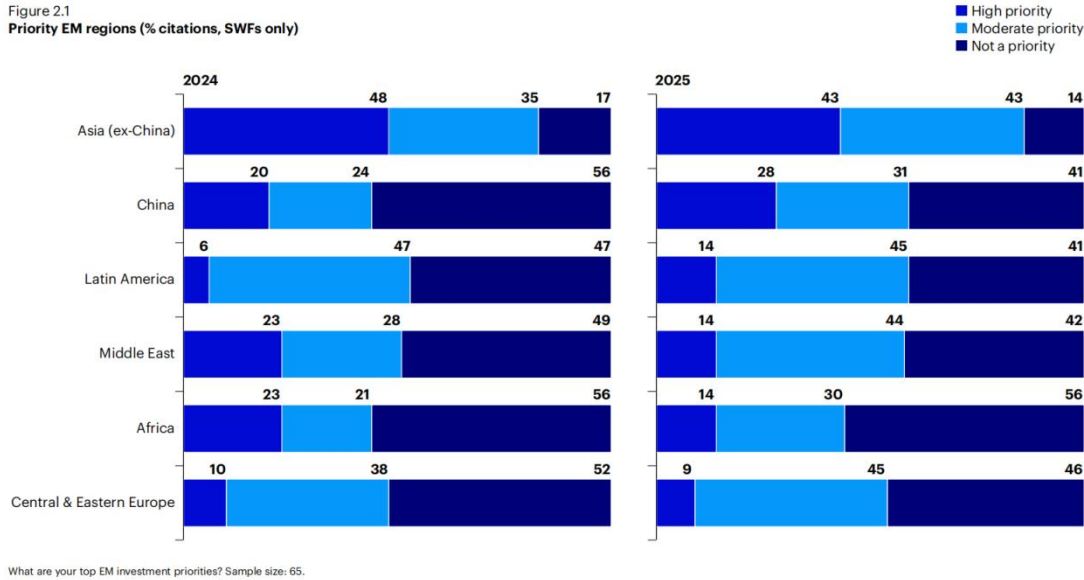
图表 16: 人民币支付国际化已有显著成果, 但储备国际化仍在较大空间 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

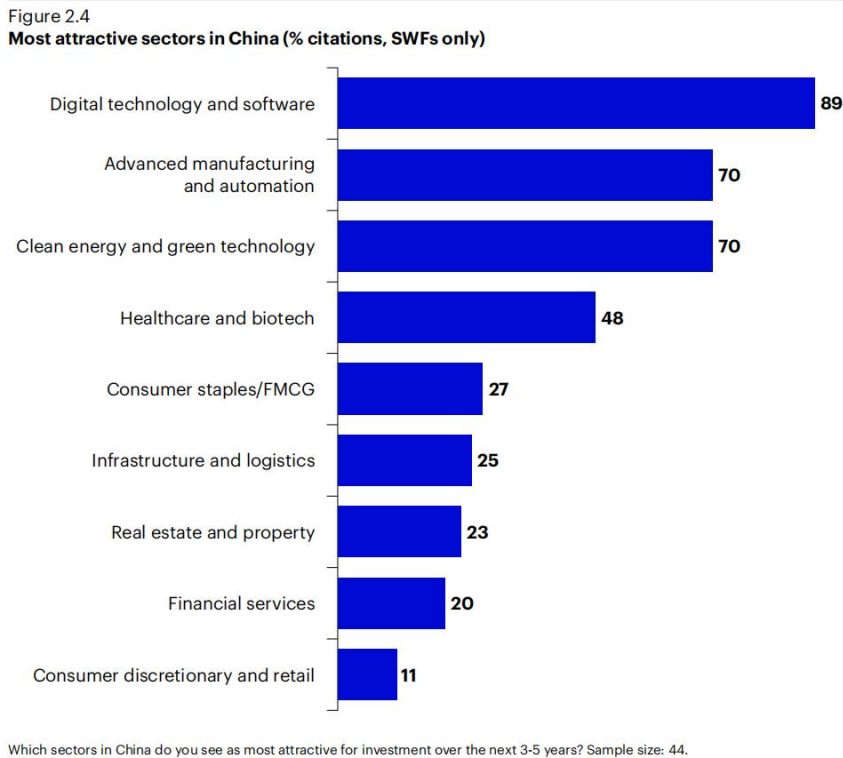


图表 17: 2025 年已有 28% 的主权财富基金将中国投资列为“高优先级”



来源: Invesco, 国金证券研究所

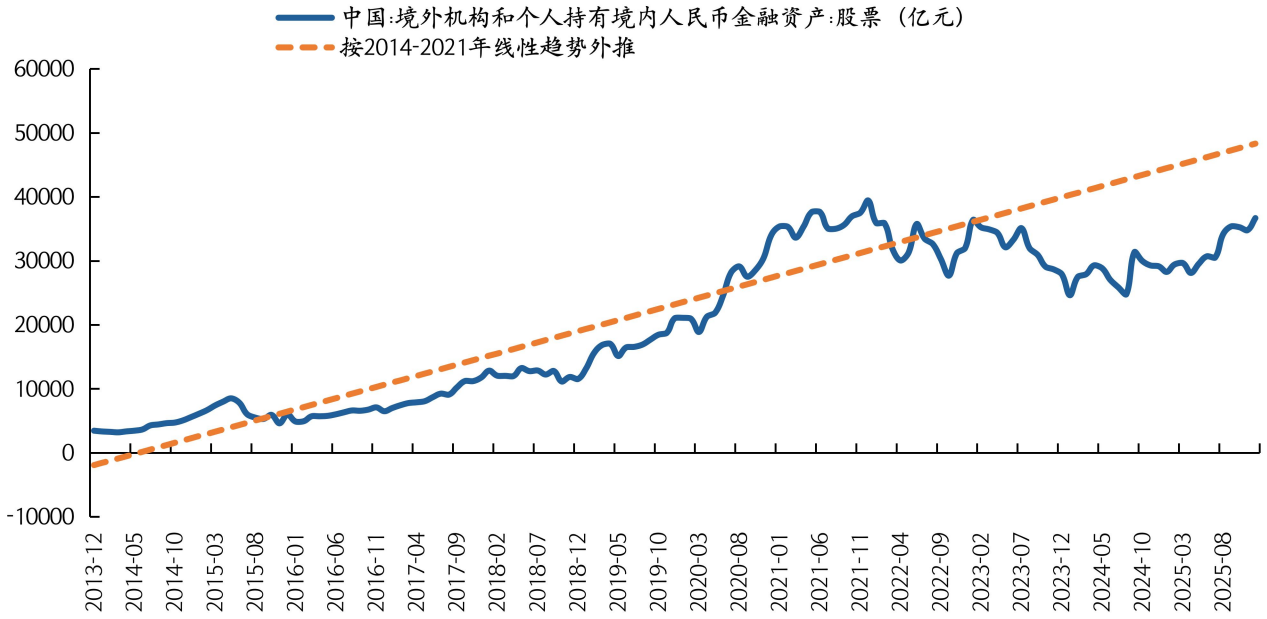
图表 18: 全球主权财富基金调查: 中国最具吸引力的行业包括数字软件、先进制造、清洁能源、生物医疗等



来源: Invesco, 国金证券研究所

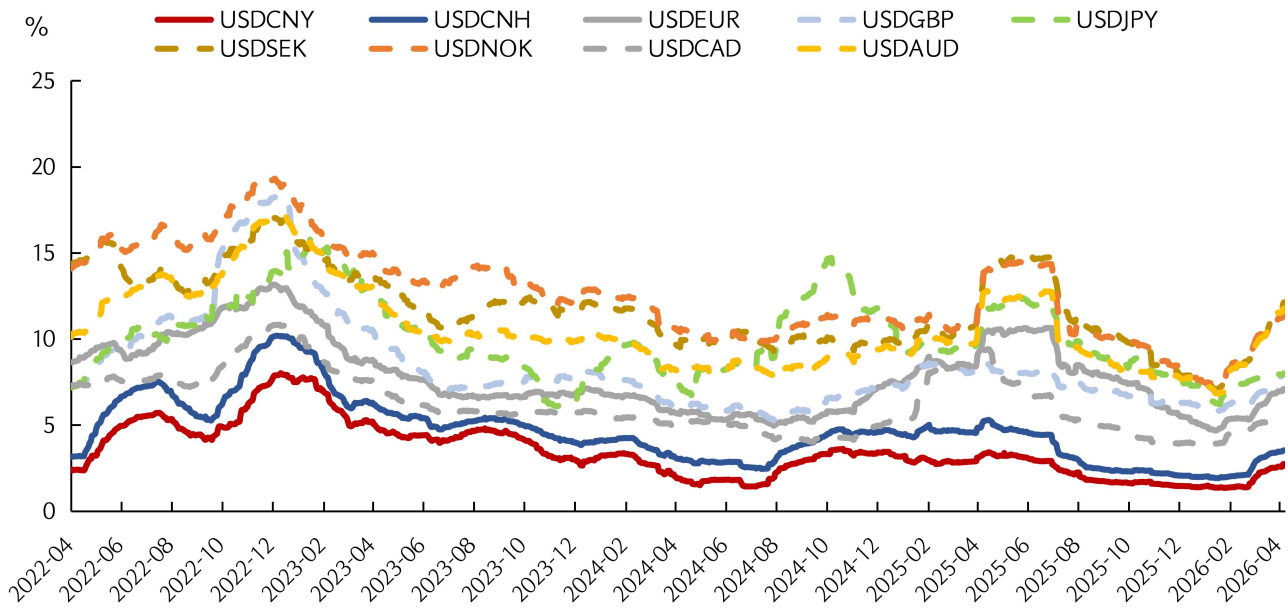


图表 19: 外资持有 A 股规模与潜在空间测算 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 当世界主要货币集体升波时, 人民币仍保持相对低波 (取过去三个月已实现波动率 RV, %)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



风险提示

- 1) 地缘冲突演化存在高度不确定性。若美伊冲突快速降温，霍尔木兹海峡通行风险缓解，海湾国家对美元流动性和资产多元化的紧迫性可能下降，中东资本增配中国资产的节奏或弱于预期；反之，若冲突进一步升级并引发区域性金融与能源危机，中东资本也可能优先回笼流动性，而非主动增加海外风险资产配置。
- 2) 中东资本增配中国的公开可观测证据仍有限。目前港股 IPO 基石投资、点心债发行升温、香港资金价格变化等信号，更多属于间接证据，尚难直接证明主要买盘来自中东资本。北向资金、QFII/RQFII 等二级市场高频数据也暂未显示中东资金大规模入市，后续判断仍需持续跟踪资金来源、投资主体和实际持仓变化。
- 3) 中国资产自身基本面修复仍需验证。外资是否持续增配中国，最终仍取决于房地产企稳、地方债务化解、企业盈利改善、人民币汇率稳定和资本市场回报率修复等因素。若国内需求恢复偏慢、PPI 改善不可持续，或人民币资产回报率低于预期，中东资本即便具备多元化和产业合作诉求，也可能延后或降低配置力度。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究