

在不确定性中前行的亚洲金融市场

贾中正

当前，国际形势变乱交织，全球经济缓慢增长。受此影响，2025 年亚洲经济体绝大多数股指继续保持上涨态势，多数货币升值，10 年期国债收益率降多升少。展望 2026 年，受公共债务可持续性、美联储降息节奏、贸易政策不确定性以及地缘政治风险等多重因素影响，亚洲金融市场将在波动中前行。

亚洲金融市场形势

绝大多数股指上涨，且部分股指涨幅较大

2025 年，绝大多数亚洲经济体股票指数上涨。根据 CEIC 数据库的统计数据测算，亚洲地区有 30 个经济体的股票指数上涨，有 6 个经济体的股票指数下跌。在股指上涨的经济体中，涨幅超过 10% 的有 20 个，其中，韩国的综合指数涨幅最大，约为 75.6%；吉尔吉斯斯坦的股票指数涨幅次之，约为 54.7%；约旦的加权股价综合指数涨幅排在第三，约为 52.3%。与之相反，部分经济体的股票指数出现下跌，且有 2 个跌幅超过 10%，其中，沙特阿拉伯的全股指跌幅最大，约为 12.8%；泰国的 SET 指数跌幅次之，约为 10.0%；伊拉克的 ISX Index 60 指数跌幅排在第三，约为 8.4%。其他亚洲主要经济体股票指数均保持上涨态势。中国沪深 300 指数上涨 17.7%，这是科技创新引领、增量资金推动、政策环境支撑以及经济基本面改善等多方面因素共同作用的结果。此外，日本的日经 225 指数上涨 26.2%，土耳其的 BIST 100 指数上涨 14.6%，印度的 SENSEX 指数上涨 9.1%。

多数货币汇率升值，但个别货币贬值幅度较大

2025 年，多数亚洲经济体货币升值。以本币对美元汇率（直接标价法）来看，根据 CEIC 数据库的年度数据，2025 年亚洲地区有 15 个经济体的货币升值，有 12 个经济体的货币贬值，另有 7 个经济体的货币因盯住美元而无变化。在货币升值的经济体中，叙利亚的叙利亚镑对美元的升值幅度最大，约为 18.5%；塔吉克斯坦的索莫尼对美

元的升值幅度次之，约为 15.4%；以色列的新谢克尔对美元的升值幅度排在第三，约为 12.5%。与之相反，另有部分经济体货币出现贬值，且个别经济体货币贬值幅度较大。伊朗的里亚尔对美元的贬值幅度最大，约为 32.8%，这主要跟中东地缘政治风险持续攀升密切相关；土耳其的里拉对美元的贬值幅度次之，约为 21.7%，这与其长期实施“降息抗通胀”的非传统政策、国内政局稳定性较弱、经济结构失衡和外部环境冲击等有关。亚洲主要经济体货币多数呈现升值态势：人民币对美元升值约 4.2%，韩元对美元升值约 2.3%，日元对美元升值约 0.4%。相较而言，印度的卢比对美元贬值约 5.0%，这与美国对印度加征关税、外国直接投资暴跌至历史低点以及印度中央银行适度容忍卢比贬值的态度等密切相关。

大多数 10 年期国债收益率下降

2025 年，绝大多数亚洲经济体的 10 年期国债收益率下降。根据英为财情的数据，2025 年亚洲地区 10 年期国债收益率出现下降的经济体有 12 个，其中，孟加拉国的 10 年期国债收益率降幅最大，约为 1.6 个百分点；斯里兰卡的降幅次之，约为 1.0 个百分点；印度尼西亚的降幅排在第三，约为 0.9 个百分点。与之相反，10 年期国债收益率出现上升的经济体有 6 个，其中，哈萨克斯坦的 10 年期国债收益率升幅最大，约为 2.7 个百分点；越南的升幅次之，约为 1.1 个百分点；日本的升幅排在第三，约为 1.0 个百分点，这与其货币政策转向、持续的通胀压力、财政扩张与政府债务膨胀以及债市供需失衡等因素叠加影响有关。此外，中国的 10 年期国债收益率约为 1.9%，比 2024 年末上升 0.2 个百分点。韩国的 10 年期国债收益率约为 3.4%，比 2024 年末上升 0.5 个百分点。相较而言，印度的 10 年期国债收益率约为 6.6%，比 2024 年末下降 0.2 个百分点。

主要影响因素

公共债务的可持续性



当前，全球债务规模续创新高。国际金融协会（IIF）2025年12月的报告显示，截至2025年第三季度末，全球债务规模已达345.7万亿美元，债务总量占全球GDP的比例约为310%，创历史新高。政府部门债务增加是推动全球债务增长的主要因素，美国、法国、意大利和巴西等国的债务增量较高。另据国际货币基金组织（IMF）估计，2025年发达经济体以及新兴市场和中等收入经济体公共债务可能继续攀升。其中，发达经济体的政府总债务占其GDP的比例将升至110.2%，新兴市场和中等收入经济体将升至73.9%。鉴于日本、美国、德国等主要经济体大规模财政刺激计划在2026年开启，这意味着主权债务负担和利息支出或将继续增加，发达经济体的政府总债务占其GDP的比例会进一步上升至111.8%，新兴市场和中等收入经济体继续上升至77.3%。财政赤字高企。驱动公共债务不断上升的主要因素是持续高企的财政赤字，该赤字水平反映了新冠疫情的遗留成本，如大规模补贴和社会福利以及净利息成本持续攀升等影响。据IMF估计，2025年发达经济体的财政赤字率预计为4.6%，新兴市场和中等收入经济体为6.3%。2026年前者财政赤字率预计升至4.9%，后者财政赤字率则预计降至6.1%。亚洲主要经济体公共债务规模持续扩张，财政赤字率处于相对高位，不仅制约其财政政策实施空间，而且可能推升债券市场10年期国债收益率。

美联储货币政策的节奏

当前，受经济增速放缓、贸易政策不确定性、地缘政治风险等的影响，全球主要经济体货币政策仍偏向宽松，但未来货币政策可能变得谨慎甚至收紧。特别是美

联储自2024年9月开启降息周期以来，已累计降息6次共175个基点，截至2026年3月，联邦基金利率目标区间降至3.50%~3.75%。美联储在2025年12月又将资产负债表从缩表周期转向了温和扩表，结束量化紧缩（QT），启动储备管理购买计划（RMPs）买入短期国债，同时，还取消了常备回购便利（SRP）的总体使用上限，这意味着其为市场提供无限量的流动性支持。推动美联储货币政策宽松的主要动因是就业市场增长放缓和通胀压力缓解。长期来看，美联储的目标是实现就业最大化以及将通胀率维持在2%的水平。展望未来，在降息速度和力度上美联储内部出现明显分歧。特别是近期中东局势骤然紧张，大幅推升原油、天然气、化工、化肥、金属等商品价格，如果冲突升级并持续延宕，可能加剧输入性通胀压力，令市场大幅降低美联储降息预期。在地缘政治冲突推高能源成本、劳动力市场意外走软的双重冲击下，美联储在3月19日决定维持联邦基金利率不变，符合市场预期。更为关键的是，面对通胀反弹与增长放缓并存的滞胀风险，美联储的政策回旋余地已显著收窄。市场对其年内降息的预期已从原先的年中大幅推迟至第三季度末甚至第四季度，美联储的政策路径正变得愈发谨慎且充满不确定性。

贸易政策的不确定性

当前，单边主义、保护主义迅猛回潮。在“美国优先”理念引导下，特朗普政府挥舞“关税大棒”，在全球开打关税战。这种“以邻为壑”的政策倾向持续发酵，将严重破坏自由贸易体系和全球贸易秩序，可能把全球经济拖入“低增长、高摩擦”的恶性循环，不可避免地冲击亚洲金融市场。联合国（UN）在2026年1月发布的报告认为，经济复苏乏力、地缘政治紧张局势、贸易碎片化持续、服务贸易虽强劲但无法完全抵消货物贸易放缓的影响，2026年全球贸易增速或下降至2.2%。各国为应对来自美国的关税霸凌，陆续出台贸易保护主义政策，贸易壁垒与制裁不断升级，贸易增速放缓将拖累全球经济增长前景。总体而言，全球经济虽受益于大规模提前进出口、人工智能（AI）等领域投资激增、供应链快速调整等短期因素支撑，但贸易政策不确定性、中东局势走向等结构性冲击或将在中期内加剧，导致全球经济增速持续疲软，将对亚洲经贸往来和金融市场造成难以预料的影响。

未来展望

多数股指将保持上涨态势

受宏观经济表现、美国加征关税冲击、美联储货币政策调整和地缘政治风险等因素影响,亚洲经济体股票市场将面临较大不确定性,但多数股票指数预计仍将保持上涨态势。具体看,中国股市或将继续保持上涨态势。虽受近期中东紧张局势冲击,但出口存在结构性上行空间、投资在政策支持下有望反弹、政策对服务消费更加重视并鼓励增加假期和带薪休假等;同时,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》将“建设现代化产业体系”和“加快高水平科技自立自强”列为优先事项,加之当前中国股市估值仍存显著折价,因此,高盛在2026年3月发布报告,继续维持对中国股市的“增持”评级。由于日本股市受多重因素交织影响,市场对未来走势的判断出现分歧。近期韩国股市虽因中东局势动荡出现短期波动,但推动其走势的核心逻辑并未改变:全球AI热潮带来的半导体超级周期,将继续驱动韩国企业实现盈利超高速增长;加之韩国政府为解决“韩国折扣”而推进的企业治理改革以及当前估值已具备吸引力等,基于此,机构仍普遍看好韩国股市前景。虽然受贸易摩擦与地缘政治风险等影响,但得益于国内政策支持、企业盈利增长加速及估值回调后吸引力提升等推动,主流机构普遍预测印度股市或将迎来周期性上涨。此外,地缘政治摩擦偶发、汇率波动影响出口、外资流入持续性难料,但受益于经济增长预期高于全球、降息周期利于降低融资成本、全球供应链重构等因素,多数东盟国家股市未来表现可期。

大多数货币汇率或继续升值

亚洲经济体汇率将主要受自身经济增长韧性、货币政策分化、美联储货币政策走向、美国加征关税、地缘政治风险等多重因素的影响,多数经济体货币或将延续升值趋势。具体看,2026年人民币汇率预计总体稳健,双向浮动并保持弹性。影响人民币币值的外部变量主要是美元强弱和美联储政策调整,市场普遍预期美联储将延续降息政策,但节奏可能不及预期,同时地缘政治冲击也持续存在。内部影响变量则主要是经济基本面和货币政策变化等,宏观经济长期向好对人民币汇率基本稳定形成有力支撑,同时,考虑到中国中央银行的核心目标是保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定,防范汇率超调风险,意味着人

民币汇率单向变动趋势不可持续,双向波动符合预期。市场对日元的共识是长期看空。尽管日本中央银行尝试加息,但在巨大的美日利差、持续的资本外流、套利交易盛行以及地缘政治风险攀升等背景下,日元的结构性贬值趋势难以扭转。韩元虽高位运行但压力趋缓。短期内,韩美经济增速差距扩大和利差倒挂继续对韩元构成压力;但中期看,随着美联储政策转向、美元走弱趋势明确,以及韩国半导体出口强劲和韩债被纳入世界政府债券指数(WGBI)等因素影响,韩元贬值压力预计将逐步缓解。考虑到美元走弱预期以及国内经济韧性等因素,其他多数亚洲经济体货币或将延续升值态势。

国债收益率走势分化

受经济增长与通胀前景、货币政策分化、财政政策扩张倾向等影响,亚洲经济体10年期国债收益率预计将出现显著分化。具体看,中国经济稳中有进,韧性较强,货币政策适度宽松,预计有进一步降息或降准空间,同时,财政政策更加积极,包括扩大财政支出盘子、优化政府债券工具组合、提高转移支付资金效能、加强财政金融协同、优化支出结构等,中国10年期国债收益率或维持区间震荡,中枢小幅下行。日本中央银行已开启加息周期且可能继续加息,同时,日本政府实施扩张性财政政策,增加国债供给,推升利率,令市场对其财政可持续性担忧上升,日本10年期国债收益率预计将延续震荡上行趋势。受经济温和复苏、中央银行维持中性利率政策以及外资流入等因素的综合影响,韩国10年期国债收益率或将在高位区间内波动。尽管面临美国关税和降息等影响,鉴于东盟内部各国增长、通胀和财政状况等的差异,东盟国家10年期国债收益率走势分化可能性较大。新加坡凭借较高的主权评级、稳健的财政状况和温和的通胀等,其国债具有较高吸引力,10年期国债收益率或呈下行趋势;得益于温和的通胀、财政纪律约束使国债供给压力减小以及市场对中央银行可能进一步宽松的预期等,马来西亚10年期国债收益率或将温和下行。■

[本文系中国社会科学院研究阐释中华民族现代文明重大创新项目“人类命运共同体思想的历史文化根基研究”(2023YZD049)的阶段性成果]

作者单位:中国社会科学院世界经济与政治研究所、国家全球战略智库

(责任编辑 马杰)