

全球经济

下半年展望：分化与再平衡

2025 年下半年全球经济放缓，美国与非美经济增速差收窄，英美与其他经济体通胀差距扩大，货币政策依然分化。主要经济体将以财政政策、产业政策、关税政策等推动经济再平衡，重塑供应链结构。大部分经济体国债收益率将小幅回落，美元可能小幅贬值，股市可能温和上涨但有分化。

- **美国：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 2% 降至 4Q 的 1%，从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.5% 和 2026 年 1.8%；失业率从目前 4.2% 升至年末 4.5%。通胀先小幅反弹再逐渐回落，PCE 通胀从 2Q 的 2.3% 升至 3Q 的 2.6%，4Q 降至 2.4%，2026 年降至 2.3%。白宫政策向好，从关税与联邦政府裁员转向贸易协定、减税与去监管。9 月和 12 月各降息一次，QT 已大幅减缓。10 年国债收益率从目前 4.3% 降至 2025 年末 4.1% 和 2026 年末 3.8%。美元指数可能先跌破 95，后反弹至年末 96。标普 500 下半年涨 3%、全年涨 8.5%，看好信息技术、银行、工业和医疗。
- **英国：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.3% 降至 4Q 的 0.8%，从 2024 年 1.1% 降至 2025 年 1%，2026 年升至 1.3%。通胀先升后降，CPI 增速从 1Q 的 2.8% 升至 2Q 的 3.4% 和 3Q 的 3.5%，4Q 和 2026 年降至 3.2% 和 2.4%。财政扩张力度下降，赤字率从 2024 年 5.2% 降至 2025 年 4.2% 和 2026 年 3.7%。4Q 降息一次，2026 年降息两次并大幅放缓 QT。10 年国债收益率从目前 4.45% 降至年末 4.2%。富时 100 指数下半年涨 4%、全年涨 11%，看好金融、工业、医疗与必选消费。英镑/美元从 6 月末 1.345 升至年末 1.36。
- **欧元区：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.5% 降至 4Q 的 0.7%，从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1% 和 2026 年 1.2%。通胀回落，CPI 增速从 1Q 的 2.3% 降至 4Q 的 1.8%。财政扩张力度加大，赤字率从 2024 年 3.1% 升至 2025 年 3.3% 和 2026 年 3.4%。欧央行下半年降息一次，明年利率不变。10 年 AAA 公债收益率和欧元/美元分别从目前 2.65% 和 1.17 升至年末 2.75% 和 1.19。富时欧元区指数下半年涨 2.5%、全年涨 15%，相对看好金融、公用事业、工业、能源与可选消费。
- **日本：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.7% 降至 4Q 的 0.3%，从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 0.9% 和 2026 年 0.8%。通胀下降，CPI 增速从 1Q 的 3.8% 降至 4Q 的 2.1%。财政扩张力度加大，赤字率从 2024 年 2.2% 升至 2025 年 3.5% 和 2026 年 3.4%。加息推迟至 2026 年 1 月，QT 速度已减缓。10 年国债收益率从目前 1.4% 升至年末 1.6%。美元/日元从目前 144 降至年末 140。东证指数下半年可涨 1.5%、全年涨 4%，相对看好公用事业、通讯服务与地产。
- **中国：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 5.4% 降至 4Q 的 4.6%，从 2024 年 5% 降至 2025 年 4.9% 和 2026 年 4.6%。通缩幅度先升后降，CPI 增速从上半年 -0.1% 降至 3Q 的 -0.2%，4Q 升至 1%。在中美达成协议之后，政策向经济再平衡演进，适度扩大财政刺激，广义赤字率从 2024 年 6.6% 升至 2025 年 8.4% 和 2026 年 9%，增加对家庭转移支付、社保投入和消费补贴，推进制造业去产能，保持人民币稳中偏强。第四季度降准 50 个基点、降息 10 个基点。10 年国债收益率先降后升，年末 1.7%。美元/人民币从目前 7.15 降至年末 7.1。恒生指数和沪深 300 指数下半年分别涨 3% 和 6%、全年涨 23% 和 6%，看好港股工业、材料、必选消费、银行、公用事业等。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

目录

美国	3
英国	6
欧元区	9
日本	13
中国	16

美国

宏观经济

美国经济可能明显放缓。预计 GDP 同比增速从第一季度 2% 降至第二季度 1.8%、第三季度 1.3% 和第四季度 1%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.5%，2026 年回升至 1.8%。第一季度 GDP 环比年化收缩 0.5%，关税预期导致企业抢进口、提前囤货和扩大设备投资，进口和私人投资对 GDP 环比增速分别贡献 -4.7 和 3.9 个百分点；家庭消费和房屋开工走弱，个人商品和服务消费环比年化增速分别降至 0.1% 和 0.6%，住宅投资环比年化收缩 1.3%，个人消费和住宅投资对 GDP 环比增速分别贡献 0.3 和 -0.05 个百分点；联邦政府支出减少，政府消费和投资环比年化下降 0.6%，对 GDP 环比增速贡献 -0.1 个百分点。第二季度 GDP 环比可能增长 2% 左右，抢进口因素拖累淡化，但 GDP 同比增速可能降至 1.8%。下半年 GDP 环比平均增速可能降至 1%，同比平均增速可能降至 1.2%，家庭消费和政府支出增速可能延续放缓，企业投资在上半年透支后可能大幅走弱，住宅投资可能保持低迷。关税冲击和政策不确定性削弱企业和家庭信心，企业可能减少招聘与资本支出，家庭可能推迟部分消费。但美国经济衰退风险仍然较低，因白宫下半年重心可能转向减税、去监管等正面政策，家庭和企业债务率处于近 20 年低位，家庭实际收入可能保持正增长，AI 浪潮将带动企业对数据基础设施和设备升级投资。

美国就业市场可能温和走弱。下半年失业率可能小幅上升，劳动力供需趋于平衡，薪资增速延续放缓。上半年月均新增非农就业降至 12.4 万人，低于 2024 年下半年的 15.9 万人和 2019 年的 16.6 万人，其中政府部门平均每月减少 1.1 万人。但就业市场依然稳健，失业率仍在 4.2% 的低位，首次领取失业金人数和裁员率依然较低，显示企业裁员水平较低。劳动力供需趋于平衡，职位空缺数与失业人口比已降至 1，低于 2019 年水平，平均时薪同比增速降至 2025 年 5 月 3.9%。由于疫情后劳动生产率增速升至 1.8%，工资增速已接近与 2% 通胀目标相符水平。下半年就业市场可能走弱，预计月均新增非农就业降至 10 万人左右，失业率可能升至年底 4.5% 左右。联邦政府裁员和关税冲击对就业影响将进一步显现，企业抢进口和提前投资已透支零售、批发和运输仓储等行业用工需求。

美国通胀可能先小幅反弹再逐渐回落。预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.3% 和 2.7% 升至第三季度 2.6% 和 3%，再降至第四季度 2.4% 和 2.8%，全年分别达到 2.5% 和 2.8%，2026 年分别降至 2.3% 和 2.5%。上半年通胀小幅回落，预计 PCE 与核心 PCE 通胀从第一季度 2.5% 和 2.8% 降至第二季度 2.3% 和 2.7%，尽管关税冲击导致进口占比较大的家具、医疗护理产品和休闲商品价格环比涨幅扩大，但能源价格大跌、消费需求走弱和房租通胀下降完全抵消了关税对通胀推升作用，能源 PCE 价格同比降幅从第一季度 4.7% 扩大至 4-5 月 12.5%，消费需求减弱和供应竞争加剧导致服装、新车、酒店和机票等价格环比下跌，房租通胀则延续平缓下降。下半年关税对部分商品通胀推升作用可能进一步显现（因企业提前大量囤货，上半年关税对通胀的直接传导尚未完全显现），美国有效关税最终升幅可能为 10 个百分点，在 75% 传递率下分别推升 PCE 与核心 PCE 通胀 0.8 和 0.5 个百分点；能源价格环比可能小幅下跌，同比降幅可能达到 10%，预计分别降低 PCE 与核心 PCE 通胀 0.4 与 0.2 个百分点；房租涨幅和薪资增速可能延续放缓，房租通胀和除能源与房租外服务通胀可能均下降 0.2 个百分点，预计分别降低 PCE 与核心 PCE 通胀 0.12 与 0.16 个百分点。

美国住房市场可能延续滞涨状态。前 5 个月，房价和利率持续居高，住房销量仍在低位，新房和成屋销量同比分别下降 3.1% 和 0.8%，而 2024 年全年分别增长 3% 和下降 0.8%；新房开工量同比下降 1.4%，建筑商信心指数降至 2012 年以来第三低，开工许可数降至

2020 年以来新低；住房供应改善，新房库存消化月数从 2024 年末 8.2 个月升至 2025 年 5 月末 9.8 个月，但新房贷与存量房贷的巨大利差仍抑制房主换房需求，成屋库存消化月数仅从 2024 年末 3.2 个月升至 2025 年 5 月末 4.6 个月，仍处于历史低位；房价涨幅收窄，成屋房价中位数同比上涨 1.3%，而 2024 年上涨 5.9%。下半年，住房销量可能仍在低位，美联储降息之后小幅提振需求并解冻供应，第四季度住房销量可能小幅回升；住房开工活动可能延续疲弱，住房库存消化月数可能缓慢回升，房价涨幅可能进一步回落。

宏观政策

白宫政策前景可能向好。上半年已见到关税政策最坏时刻、联邦政府降本裁员最猛时期和移民政策最激进阶段，美国有效关税升至 15.8%，联邦政府裁员数可能超过 13.4 万人（5.8 万确认证员、7.6 万买断）计划未来再裁撤近 15 万人，累计驱逐非法移民可能超过 6 万人。下半年白宫政策重点转向贸易协定、减税与去监管，政策前景向好。美国与英国已达成贸易协定，对英国保留 10% 对等关税。美国与其他主要贸易伙伴可能在第三季度达成贸易协定，对加拿大和墨西哥的关税税率可能从目前 10%-20%（北美自由贸易协定范围商品 0%-2.5%，非协定范围商品 25%）降至 5%-10%，对欧盟关税税率可能从目前 17%（对等关税 20%，汽车和钢铝 25%，半导体和药品豁免）降至 10%-15%，对日本关税税率可能从目前 24%（对等关税 24%，汽车和钢铝 25%）降至 10%-15%，对中国关税税率可能从目前 51%（301 关税 25%，新加 10%，芬太尼关税 20%，部分商品豁免）降至 30%-40%。特朗普目标是建立以美国为核心、以加墨为两翼、以美洲近岸和英澳日等友岸为重要支点的自主可控供应链体系，差别化分级关税体系是重要手段，关税税率由核心伙伴到外围伙伴最后到竞争对手逐级上升，越亲近美国中心，关税税率越低，产业重要性和敏感性越低，关税税率越低。美国有效关税税率最终升幅可能为 10 个百分点左右，预计降低年均 GDP 增速 0.5-0.7 个百分点；移民政策通过减少劳工供应、减少消费和抑制创新对经济增长产生负面影响，预计降低年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点；减税政策（“大而美法案”）可能导致 10 年内赤字增加近 3.3 万亿美元，预计提升年均 GDP 增速 0.2-0.4 个百分点，去监管政策可能提升年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点。中期内需要关注特朗普经济再平衡政策进展，包括低油价、低利率、弱美元、低财政赤字、政府稳杠杆、私人加杠杆、企业多投资等。

美联储可能先观望再降息。预计美联储 7 月继续暂停降息、9 月降息一次，10 月暂停降息、12 月再降息一次，年末政策利率目标降至 3.75%-4%（实际水平 3.83% 左右）；2026 年再降息一次，年末政策利率目标降至 3.5%-3.75%（实际水平 3.58% 左右）。6 月议息会议点阵图显示美联储官员对下半年降息的预测中值是两次合计 50 个基点，但点阵图更加发散显示内部分歧加大。特朗普频繁向鲍威尔公开施压，但鲍威尔短期仍保持观望态度，因为就业市场依然稳健，而关税推升通胀不确定性。随着经济放缓、就业降温和通胀反弹后回落，美联储可能在 9 月重启降息，12 月再降息一次。由于近年美债收益率高企对金融机构和财政体系产生压力，美联储已分阶段放缓 QT 速度，2024 年 6 月起国债存量每月降幅上限从 600 亿美元降至 250 亿美元，但 MBS 存量每月降幅上限保持在 350 亿美元不变，2025 年 4 月起国债存量每月降幅上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，但 MBS 存量每月降幅上限保持在 350 亿美元不变。

金融市场

美元货币市场收益率可能小幅下降，年末降至 3.75%-4%。美元是主导性国际货币，今年前 5 个月美元在国际支付中份额近 50%，去年末美国在全球货币市场基金中份额近 60%。未来 5 年美元在国际货币体系中份额可能下降，但仍将维持主导地位，因为美国在经济、科技、军事、金融等方面实力仍居第一，美国司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。

美国国债收益率可能小幅回落。预计 10 年国债收益率可能从目前 4.3% 降至年末 4.1% 左右，2026 年末降至 3.8% 左右。随着经济放缓、就业走弱和通胀先升后降，中长期国债收益率可能回落，但经济衰退风险较低，通胀仍超过央行目标，特朗普尚未将降低财政赤字率作为核心目标诉诸行动，国债收益率降幅可能受限。由于美国政府债务可持续性和供应链撕裂对通胀影响等长期问题依然存在，超长期国债收益率可能很难下降。

美元指数可能先降后升，年末在 96 左右。美元指数反映美国经济相对强弱和市场风险偏好变化。如果美国经济相对非美经济走强，那么美元指数将升值；如果美国经济相对非美经济走弱，反之美元指数将贬值。如果市场担忧有关非美经济风险，那么美元指数将升值；如果市场担忧有关美国经济风险，那么美元指数将贬值。今年上半年，特朗普关税冲击令市场担心美国经济相对非美经济走弱，美元开始转弱。特朗普暂缓关税之后，尽管美国经济相对走弱的风险下降，但白宫政策极端化风险和弱美元政策预期推动外国投资者降低美元资产超配程度，美元延续偏弱。在美国与主要贸易伙伴贸易协定达成之前，国际投资者可能持续降低美元资产超配程度，美元指数可能跌破 95。在贸易协定达成之后，特朗普政策重心转向减税去监管以提振经济，美元指数可能小幅反弹，预计年末在 96 左右。我们不确定美元指数此轮下跌是否意味着进入长期下行周期，这取决于未来美欧采取什么样的政策以及这些政策是否扭转过去十年美欧在经济、科技、军事等方面差距扩大的趋势。

美股可能小幅上涨。预计标普 500 指数下半年上涨 3%，全年涨幅 8.5% 左右。上半年，标普 500 指数累计上涨 5.5%，已从 4 月初关税冲击中完全恢复，其中工业、通讯服务与金融领涨，可选消费、医疗保健与能源下跌。标普 500 指数 2025 年 EPS 增速预测中值从去年末时 14.1% 下调至今年上半年末时 9.1%，其中能源、工业、原材料与地产下调幅度较大，通讯服务、金融、公用事业与信息技术下调幅度较小。下半年，美股盈利可能温和下调，估值依然居高，相对看好信息技术（动态 PE=29，静态 ROE=30.3%，估值偏贵，但科技巨头垄断力和盈利增长强劲）、银行（动态 PE=12.3，ROE=11%，估值合理，去监管和收益率曲线陡峭化构成利好）、工业（动态 PE=25，ROE=23.5%，估值偏贵，但盈利能力较强，减税、去监管和再工业化政策构成利好）和医疗（动态 PE=16.5，ROE=20.2%，估值偏低，盈利稳定，具有防御性）。

图 1: 美国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值		CMBI 预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.4	23.7	26.0	27.7	29.2	30.4	31.7	30.4	31.7
人均GDP(千美元)	56.8	57.9	60.0	62.8	65.2	64.4	71.2	77.8	82.2	85.8	-	-	88.9	92.0
名义GDP增速	3.9	2.8	4.3	5.3	4.3	(0.9)	10.9	9.8	6.6	5.3	4.3	4.2	4.2	4.2
实际GDP增速	2.9	1.8	2.5	3.0	2.6	(2.2)	6.1	2.5	2.9	2.8	1.4	1.6	1.5	1.8
PCE通胀	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.1	6.6	3.8	2.5	2.8	2.7	2.5	2.3
核心PCE通胀	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.4	4.2	2.8	3.0	2.7	2.8	2.5
失业率	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.8	4.1	4.4	4.4	4.5	4.4
联邦政府赤字/GDP	2.4	3.1	3.4	3.8	4.6	14.7	12.1	5.4	6.2	6.4	6.5	6.8	6.4	6.6
联邦政府债务/GDP	72.2	76.0	75.7	77.1	78.9	98.6	96.9	95.0	96.0	97.8	99.5	101.9	99.9	101.7
联邦基金利率	0.20	0.55	1.33	2.40	1.55	0.09	0.07	4.33	5.33	4.33	4.05	3.50	3.83	3.58
10年国债收益率	2.27	2.45	2.40	2.69	1.92	0.93	1.52	3.88	3.88	4.58	4.25	4.14	4.10	3.80
美元指数(年末值)	98.70	102.38	92.26	96.07	96.45	89.96	95.97	103.49	101.38	108.48	97.44	94.48	96.00	95.00
银行资产增速	3.8	3.2	4.8	1.6	4.3	15.5	10.1	1.2	1.8	1.5	-	-	2.5	2.9
成屋中位价增速	7.2	4.5	5.7	3.3	7.8	12.6	16.0	2.1	4.1	5.8	-	-	1.5	2.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

英国

宏观经济

英国经济可能放缓。预计 GDP 同比增速从第一季度 1.3% 降至第二季度 1.1%、第三季度 0.9% 和第四季度 0.8%，全年增速从 2024 年 1.1% 降至 2025 年 1%，2026 年升至 1.3%。2023 年下半年英国经济技术性衰退，GDP 环比连续两个季度负增长。2024 年英国经济明显复苏，GDP 环比恢复正增长，年度增速从 2023 年 0.4% 升至 2024 年 1.1%。2025 年第一季度英国经济延续复苏，GDP 环比增长 0.7%、同比增长 1.3%，批发、零售、交通、通讯等服务业显著增长，零售改善和关税预期下抢出口支撑机械设备、运输工具等制造业产出由跌转升，关税预期、劳工成本居高和经济预期改善刺激企业设备投资（飞机、IT 设备、机械设备等）和库存投资大增，工党住房供应政策和租金回报率较高支撑住房投资增长较快。2025 年第二季度英国经济放缓，4 月 GDP 环比下降 0.3%，超过预期 0.1% 的降幅，服务业和制造业均出现萎缩。特朗普关税冲击打击全球需求，4 月英国商品出口大跌。英国 4 月开始上调水费、能源费、市政税等税费，家庭消费和服务业可能受到短期影响；购房印花税临时优惠门槛提高，部分购房需求提前至第一季度释放；雇主国民保险税和最低工资上调，企业劳工需求降温，失业率由第一季度 4.4% 升至 4 月 4.6%，职位空缺数持续下降，平均周薪增速从 2024 年 5.3% 和 2025 年第一季度 5.6% 降至 4 月 4.5%。5 月服务业 PMI 回升至 50.9，特朗普暂缓关税后企业信心改善，但商业不确定性和成本压力依然居高。

英国通胀可能依然居高。预计 CPI 与核心 CPI 同比增速分别从第一季度 2.8% 和 3.5% 升至第二季度 3.4% 和 3.7%、第三季度 3.5% 和 3.8%，第四季度再降至 3.2% 和 3.6%，全年 3.4% 与 3.6%，2026 年降至 2.4% 和 2.6%。2024 年下半年英国通胀见底反弹，CPI 增速从 9 月 1.7% 升至 2025 年 5 月 3.4%，核心 CPI 增速从 12 月 3.2% 升至 2025 年 5 月 3.5%，食品通胀大幅反弹，能源价格跌幅收窄，教育、卫生与社保等部分服务通胀回升，4 月能源费、水费、通讯费、市政税等上调令 CPI 与核心 CPI 增速分别达到 3.5% 和 3.8%，创 2024 年第二季度以来最高。通胀下半年可能先升后降，2026 年可能进一步回落。英国通胀近期反弹且显著高于欧元区的原因：能源费、水费、通讯费、市政税、最低工资和国民保险缴款上调，劳动力成本和服务通胀更高；受脱欧、疫情等多重影响，供应链成本压力更大；住房供应受限，移民流入推升住房需求，房租通胀更高。英国通胀远期可能回落的原因：能源通胀可能下降，因为以伊冲突过去、OPEC+ 增产和全球经济放缓；服务通胀可能下降，因为经济放缓、就业走弱和工资涨幅回落；房租通胀可能回落，因为失业率上升、能源与服务通胀回落、工党政府扩大住房供应政策等。

英国家庭消费可能小幅放缓。2025 年前 4 个月，英国零售不变价同比增速 1.8%，4 月单月增速 4.9%，超过 2024 年 0.4% 的增速，因为经济预期改善和关税与涨价前抢购囤货效应。但 5 月零售开始下滑，不变价同比下降 1.2%。展望未来，预计家庭消费不变价同比增速可能从 2024 年下半年 1.2% 和 2025 年第一季度 0.7% 降至第二季度 0.6% 和下半年 0.5%。首先，家庭实际收入增速可能下降。由于雇主保险税上调和经济增长放缓，企业劳工需求减少，工资同比增速可能从第一季度 5.6% 降至第二季度 4.5% 和下半年 3.5%-4%，但通胀依然居高，实际工资增速将明显回落。第二，家庭储蓄倾向可能上升。经济不确定性上升、就业与收入走弱和通胀居高可能推升家庭储蓄率，降低家庭消费倾向。

英国住房市场可能小幅走弱，住房销量可能先降后升。今年第一季度英国房屋交易申请量同比下跌 0.7%，因为利率居高和供应受限仍抑制住房需求。4 月房屋交易申请量同比跌幅扩大至 6.4%，因为关税冲击信心和印花税优惠到期。首次购房者印花税免税的房屋价值上

限从 42.5 万降至 30 万英镑，普通购房者房屋价值上限从 25 万降至 12.5 万英镑，购房成本上升，购房需求可能下降。预计第三季度住房销量跌幅仍大，因为经济不确定性上升、就业与实际收入走弱和利率居高。第四季度住房销量跌幅可能收窄，因为英国央行降息和经济预期企稳。下半年房价增速可能回落。英国住房价格涨幅由 2024 年 12 月 3.4% 降至 2025 年 3 月 2.9% 和 5 月 2.5%，预计下半年可能降至 2%。一方面住房需求可能下降，另一方面住房供应可能改善。工党政府承诺五年内新建 150 万套住宅（年均 37 万套），强制性住房目标和“灰带”开发政策刺激住房开工大幅增长，英格兰新屋开工同比增速从 2024 年上半年 -54% 升至下半年 45.5% 和 2025 年第一季度 22.8%。Zoopla 数据显示 5 月待售房源同比增加 13%。

宏观政策

英国财政政策在短期支持增长与中期整固财政之间寻求平衡，财政实际扩张力度可能下降。工党政府政策带有中间偏左翼特点，一方面增加对住房、医疗、教育、基础设施和绿色能源公共支出，上调最低工资 6.7%，另一方面增加税收，雇主国家保险费（NICs）税率从 13.8% 升至 15%、起征点从 9100 英镑降至 5000 英镑，资本利得税基本税率和高档税率分别从 10% 和 20% 上调至 18% 和 24%，冻结遗产税和个人所得税起征点，对私立学校开征 20% 增值税和商业物业税用于支持公立教育，分阶段取消对“非常住居民”海外收入和财产的税收优惠，引入碳排放相关税收。经济放缓令英国财政赤字面临扩大压力，但政府债务率居高和“迷你预算”引发金融动荡的教训令工党政府对扩大财政赤字比较谨慎。预计英国财政赤字率从 2024 年 5.2% 降至 2025 年 4.2% 和 2026 年 3.7%，财政实际扩张力度下降。

英国货币政策可能小幅宽松。第二季度经济放缓和通胀反弹对货币政策构成两难，英国央行 6 月暂停降息，投票支持利率不变和降息的比例是 6:3，大部分委员关注通胀反弹，少部分委员则关注经济和就业趋冷。预计 8 月英国央行可能继续保持利率不变，但委员们分歧可能加大。随着全球经济和英国家庭消费放缓，第四季度英国通胀可能开始回落，英国央行可能降息一次，年末利率降至 4%。2026 年英国央行可能降息两次，年末利率降至 3.5%。英国央行自 2022 年启动 QT，资产购买计划规模从 2022 年 2 月峰值 8950 亿英镑累计下降 30% 至 2025 年 6 月 11 日 6225 亿英镑，预计年末降至 5600 亿英镑左右，之后 QT 可能显著放缓甚至结束。6 月会议纪要显示部分委员关注 QT 对金融市场流动性和国债收益率的影响，但大部分委员认为当前缩表速度适中。英国央行 2025 年可能延续缩表 1000 亿英镑，2026 年可能大幅放缓甚至停止 QT。在长期国债收益率大幅上升引发金融市场和财政体系压力之后，美联储已在 4 月大幅放缓 QT，加拿大央行则计划第三季度结束 QT 并重启 QE。

金融市场

英国货币市场利率可能下降。央行政策利率路径决定货币市场利率走势。2025 年上半年英国央行两次降息，政策利率由 4.75% 降至 4.25%。目前货币市场产品收益率为 4.1% 左右。预计第三季度英国央行可能保持政策利率不变，英镑货币市场产品收益率可能维持在 4.1%。第四季度英国央行可能降息一次，英镑货币市场产品收益率可能逐步降至 3.85%。

英国国债收益率可能小幅回落，收益率曲线可能陡峭化。短期国债收益率受政策利率路径预期的决定性影响，中长期国债收益率反映市场对中长期经济增长、通胀和财政的前景预期。2025 年上半年，英国 2 年国债收益率累计下降 45 个基点，接近政策利率下调幅度，但 10 年国债收益率仅下降 6 个基点，因通胀反弹和政府债务率居高等因素导致投资者对全

球长期国债需求下降。2025 年下半年，英国 2 年期国债收益率可能从 6 月 20 日 3.85% 降至年末 3.6%，10 年国债收益率可能从 4.45% 降至 4.2%。

英国股市可能温和上涨。预计富时 100 指数下半年上涨 4%，全年涨幅 11% 左右。股市表现主要受盈利增速和估值变化影响。上半年，英国富时 100 指数累计上涨近 7%，跑赢美国标普 500 指数，但跑输富时欧元区指数（跑赢法国、荷兰等，跑输德国、意大利、西班牙等），其中工业、金融与公用事业领涨，受益于欧洲加大财政扩张与国防和基础设施建设前景、收益率曲线陡峭化、AI 电力需求增长和能源价格下跌，原材料、必选消费、可选消费、医疗保健、能源与地产跑输，因为油价下跌、通胀反弹和利率居高。下半年，富时 100 指数盈利增速可能从第一季度 4% 升至 6.5%，目前动态 PE 为 12.5 倍，股息收益率 3.9%，估值具有吸引力。相对看好金融（PE=10，ROE=11.5%，估值合理，收益率曲线陡峭化、资本市场活跃和欧洲资金从美国回流构成利好）、工业（PE=26.8，ROE=25.6%，估值偏贵，能源价格下跌、欧洲财政扩张与国防和基础设施建设、连接美欧作用增强等构成利好）、医疗（PE=13.5，ROE=15.5%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）与必选消费（PE=13.1，ROE=15.4%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）。

英镑对美元可能小幅走强。预计英镑/美元汇率可能从 6 月 20 日 1.345 升至年末 1.36，相比 2024 年末 1.251 升值 8.7%。英镑作为第三大国际货币，受益于国际投资者降低美元资产超配程度和欧洲资金从美元资产回流过程。在美国回归孤立主义和美欧经贸投资壁垒增加背景下，英国作为连接大西洋两岸的桥梁作用将更加突出，英国可以依靠相对低关税、国际金融中心和软实力同时加强与美欧的经贸投资联系。英国是美国特殊盟友，率先与美国达成贸易协定，政策不确定性下降，英国可以比大部分经济体更加自由地进入美国市场；同时，特朗普冲击促使英国和欧盟加快签署自由贸易协定，英国可以便利进入欧盟市场。英国作为离岸美元市场中心，可以承接从美国在岸市场分流的部分资金；英国作为服务欧洲大陆的离岸金融中心，将从欧洲财政政策扩张和自主防卫体系建设中获益。

图 2: 英国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值		CMBI 预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	2.9	2.7	2.7	2.9	2.9	2.7	3.1	3.1	3.4	3.6	4.0	4.3	4.0	4.3
人均GDP(千美元)	45.0	41.0	40.6	43.3	42.8	40.4	46.9	46.1	49.2	52.6	-	-	56.5	61.0
名义GDP增速	2.9	3.9	4.6	3.4	3.8	(5.8)	8.6	10.5	7.3	5.2	5.1	4.0	4.9	4.2
实际GDP增速	2.2	1.9	2.7	1.4	1.6	(10.3)	8.6	4.8	0.4	1.1	1.1	1.2	1.0	1.3
CPI增速	0.0	0.7	2.7	2.5	1.8	0.9	2.6	9.1	7.4	2.5	3.2	2.3	3.4	2.4
核心CPI增速	1.1	1.3	2.4	2.1	1.7	1.4	2.4	5.9	6.2	3.7	-	-	3.6	2.6
失业率	5.1	4.7	4.4	4.0	3.7	5.3	4.2	3.9	3.9	4.4	4.6	4.6	4.7	4.6
中央财政赤字/GDP	4.6	3.3	2.5	2.3	2.5	13.2	7.7	4.7	6.1	5.2	4.1	3.5	4.2	3.7
中央政府债务/GDP	86.9	86.8	85.6	85.3	84.7	104.8	104.4	99.8	100.5	100.8	-	-	102.0	103.0
政策利率	0.50	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	0.25	3.50	5.25	4.75	3.75	3.30	4.00	3.50
10年国债收益率	2.02	1.28	1.25	1.33	0.89	0.25	1.01	3.80	3.62	4.52	4.38	4.18	4.20	4.00
英镑/美元(年末值)	1.48	1.23	1.35	1.28	1.32	1.36	1.35	1.20	1.27	1.25	1.36	1.38	1.36	1.37
M2增速	2.5	6.9	2.9	2.9	1.3	14.8	6.0	3.1	(1.5)	2.3	-	-	2.5	3.0
房价涨跌幅	10.1	6.8	0.2	3.0	4.0	5.8	9.1	2.3	1.9	3.4	-	-	2.2	2.5

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

欧元区

宏观经济

欧元区经济可能放缓。预计欧元区 GDP 增速可能从第一季度 1.5% 降至第二季度 1.1%、第三季度 0.8% 和第四季度 0.7%；全年增速从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1% 和 2026 年 1.2%。2024 年至 2025 年第一季度，欧元区经济明显复苏，GDP 同比增速从 2023 年第四季度 0.2% 升至 2025 年第一季度 1.5%。家庭消费是经济复苏主要动力，家庭消费不变价增速从 2023 年 0.6% 加快至 2024 年 1.1% 和 2025 年第一季度 1.3%。就业市场改善和实际工资增长是消费重要支撑，就业增速从 2023 年末 1.1% 加快至 2025 年第一季度 1.5%，失业率从 2023 年末 6.5% 降至 2025 年第一季度 6.2%，由于通胀大幅回落，实际工资增速从 2023 年 0.6% 升至 2024 年 1.6%。能源价格下跌、欧央行大幅降息和全球贸易改善提振经济，能源密集型行业止跌，银行信贷增速回升，房地产市场活动改善，商品与服务出口复苏，关税预期下抢出口强效对 2025 年第一季度贸易和经济提振明显。财政政策温和扩张对经济增长构成支撑，政府债务率从 2023 年末 75% 升至 2024 年末 75.6% 和 2025 年 4 月末 77.3%，政府消费不变价增速从 2023 年 1.5% 升至 2024 年 2.5% 和 2025 年第一季度 2.1%。2025 年第二季度欧元区经济明显放缓，经济景气指数下滑，综合 PMI 从第一季度 50.6 降至第二季度 50.3，服务业指数进入轻度收缩。消费者信心指数下降，家庭储蓄率回升。出口和贸易活动变弱，其中汽车、制药等行业受关税影响较大。企业融资需求与投资活动变弱，ECB 银行贷款调查显示企业贷款需求增长放缓，新增贷款同比增速从第一季度 0.5% 降至第二季 0.3%，预计企业投资增速将会放缓。下半年欧元区经济可能延续放缓。关税冲击导致全球需求放缓，通过贸易、金融和信心渠道影响欧元区经济，直接影响汽车、金属制品、药品等行业，抑制企业投资与家庭消费。工资收入增速从 2024 年上半年 4.6% 大降至下半年 3.4% 和 2025 年第一季度 2.2%，可能逐渐拖累家庭消费增长。欧元区政策利率已降至低位，未来有小幅下降空间。欧元区财政适度扩张和军费支出增加将提振远期经济增长前景。

欧元区通胀可能延续回落。预计 CPI 与核心 CPI 增速分别从第一季度 2.3% 和 2.6% 降至第二季度 2% 和 2.5%、第三季度 1.9% 和 2.2%、第四季度 1.8% 和 2.1%，全年 2% 和 2.4%，2026 年 1.9% 和 2%。2023 年以来欧元区通胀延续回落，CPI 与核心 CPI 增速分别从 2023 年第一季度 8% 和 5.5% 降至 2024 年第四季度 2.2% 和 2.7%、2025 年 5 月 1.9% 和 2.3%，主要因食品、能源和部分服务（运输、娱乐等）通胀显著下降，房租和教育、医疗与社保等服务通胀仍稳定在 3%-3.5%。下半年欧元区通胀可能略有下降。主要原因：一是能源价格进一步下跌。关税冲击削弱全球经济，抑制能源需求。同时，能源供应可能增加，特朗普将降油价作为降低美国通胀和利率的关键，一方面希望通过去监管扩大国内油气生产，另一方面协调 OPEC+ 增加原油生产。二是外需减弱和制造业竞争加剧可能降低工业品通胀。2024 年欧元区商品贸易顺差/GDP 达到 2.5%，美国对主要贸易伙伴加征关税后，全球总需求减弱，总供应竞争加剧，欧元区工业品通胀可能下降。三是工资增速下降可能导致部分服务通胀回落。欧元区工资收入增速大幅下降，可能降低餐饮、娱乐等服务通胀。

欧元区住房市场将延续复苏，但复苏速度可能放缓。2024 年欧元区住房需求复苏，住房销量增长 3% 左右，房价指数累计上涨 4.2%，但大部分月份营建产出仍延续负增长。2025 年第一季度，欧元区住房销量和房价同比增速可能降至 2.5%-3% 和 3% 左右，营建活动开始改善，其中西班牙、葡萄牙等南欧国家旅游业火爆，住房销量增长较快，德国和法国因经济表现相对较弱和政治不确定性，住房销量增速较低，荷兰因供应进展和收入增长，房价涨幅较大。2025 年第二季度，欧元利率进一步降低和住房供应缓慢改善支撑住房销量，但关税冲击和油价短期反弹影响家庭信心，住房销量和价格同比涨幅可能收窄。2025 年下半年，欧央行适度降息和住房供应改善将支撑住房销量，但经济活动、消费者信心和实际收

入的走弱可能降低住房市场复苏速度，预计欧元区住房销量和房价同比增速可能分别降至 1.5%-2% 和 2%-2.5%。

宏观政策

欧元区财政扩张力度可能温和扩大，反映疫后补贴减税政策退出、新财政框架要求高债务国控制赤字和加大自主军事防卫建设等正负因素的综合作用。2025 年德国、法国和意大利等取消大部分能源补贴或税费减免（占 GDP 的 0.2%-0.7%），降低财政政策扩张力度。2024 年 4 月欧盟新财政框架希望在实现政府债务可持续性和避免过度财政紧缩之间寻求平衡，要求政府债务率超过 60% 或赤字率超过 3% 的成员国中期内政府净支出（政府总支出扣除利息支付和一次性支出）增速平均不超过名义 GDP 增速、每年削减结构性赤字率 0.5 个百分点，但绿色转型、数字化和国防支出可以突破该规则限制，目前意大利、法国、比利时等国受到该规则约束。2025 年 2 月欧盟提议激活《稳定与增长公约》“普遍豁免条款”，允许成员国在 2025-2028 年将国防支出提升至 GDP 的 1.5%，不受赤字和债务规则限制。截至 2025 年 4 月 30 日，欧盟 16 个国家包括欧元区内的德国、波兰、丹麦等申请使用该条款，但意大利、法国等高债务国家因财政约束未申请。2025 年 3 月，欧盟委员会提出“重新武装欧洲计划”，计划 4 年动员约 8000 亿欧元用于国防投资。德国计划设立 5000 亿欧元预算外基金，免除军事支出受“债务刹车”限制。预计欧元区财政赤字率可能从 2024 年 3.1% 升至 2025 年 3.3% 和 2026 年 3.4%，其中德国与荷兰财政赤字率上升，法国、意大利和西班牙财政赤字率下降。

欧元区货币政策可能小幅宽松。预计欧央行下半年降息一次，2026 年保持利率不变。2024 年伴随通胀大幅回落，欧央行累计降息 135 个基点，但延续 QT，央行总资产下降 8.3%（5782 亿欧元），而 2022 年和 2023 年分别下降 7.1% 和 12.8%。2025 年上半年通胀进一步回落，欧央行累计降息 100 个基点，由于长期国债收益率大幅上升给金融市场和政府财政带来压力，欧央行放缓 QT 速度，年初至 6 月 13 日央行总资产下降 1.9%（1200 亿欧元）。2025 年下半年通胀可能略有下降，欧央行可能降息一次，主要再融资利率从目前 2.15% 可能降至年末 1.9%。2026 年欧央行可能保持利率不变。欧央行 6 月会议显示谨慎宽松态度，以应对经济增长放缓和通胀不确定性，主要官员认为降息周期已进入最后阶段。欧央行估计的中性利率为 1.5%-2%，下半年利率将降至中性区间。目前欧元区银行体系超额流动性（在央行存款减去最低准备金要求）约为 2.7 万亿欧元，合理水平可能为 1.5-2 万亿欧元，欧央行 QT 仍有空间。但因长期国债收益率上行给金融市场和财政体系带来压力，发达国家央行均不同程度放缓 QT 速度，加拿大与澳大利亚央行甚至停止 QT，日本央行和瑞士央行则维持或小幅扩大 QE，欧央行可能在下半年或明年上半年减缓 QT。拉加德在 6 月会议后表示 QT 将以“可预测”速度推进，避免市场动荡，必要时启用传输保护工具（TPI）。TPI 针对成员国公债利差因“非基本面因素”扩大，允许欧央行在二级市场无限额购买成员国国债。TPI 具有重要的稳定预期作用，尽管近四年并未正式启用，但有效稳定了意大利、西班牙等国相对德国的公债利差。

金融市场

欧元区货币市场利率可能小幅下降。央行政策利率路径决定货币市场利率走势。2025 年上半年欧央行降息 4 次，主要再融资利率由 2024 年末 3.15% 降至 2025 年 6 月 2.15%。欧元货币市场基金主要投资于国库券、商业票据、银行存单等短期高流动性资产，收益率取决于货币市场利率（如 €STR）和短期国债收益率，目前在 2.1% 左右。预计下半年欧央行可能降息一次，欧元货币市场产品收益率可能小幅下降，年末降至 1.85%。

欧元区公债收益率可能双向波动，收益率曲线可能陡峭化。短期国债收益率受市场对政策利率路径预期的决定性影响，中长期国债收益率反映市场对中长期经济增长、通胀和财政的前景预期。2025 年上半年，政策利率下降 100 个基点，但欧元区 2 年 AAA 级公债收益率仅下降 18 个基点，因为政策利率大幅下调之后未来下降空间有限；10 年 AAA 级公债收益率上升 17 个基点，原因包括通胀不稳和政府债务率居高导致长期国债需求下降、欧央行持续 QT 以及欧元区经济远期前景改善等。2025 年下半年，欧元区 2 年 AAA 级国债收益率可能在 1.7%-1.9% 之间波动，目前 1.8% 已包含通胀下行和一次降息预期；10 年 AAA 级国债收益率可能从目前 2.65% 小幅升至年末 2.75%，因为欧元区财政政策适度扩张、经济远期前景改善和欧元区债券收益率低于英美等因素。

欧元区股市可能小幅上涨。预计富时欧元区指数（欧元计价）下半年上涨 2.5%，全年涨幅 15% 左右。今年上半年，富时欧元区指数（欧元计价）上涨 12.4%，MSCI 欧元区指数上涨 21%（美元计价），后者涨幅更大主要是欧元兑美元升值贡献。欧元区股市上涨主要因为估值提升，MSCI 欧元区指数静态 PE 从 2024 年末 14.1 倍升至 2025 年 5 月末 15.4 倍，预计年末达到 15.9 倍，预计 EPS 增长 3% 左右。MSCI 欧元区指数过去 4 个季度 ROE=10.6%，略高于过去 20 年 10% 的均值，预计 2025-2026 年盈利以欧元计年均增长 6.5%，超过过去 5 年年均 5.9% 的增速。欧元区股票估值合理，MSCI 欧元区指数静态 PE 为 15.4 倍，与过去 20 年均值基本持平。相对看好金融（动态 PE=10.5，ROE=12.7%，股息收益率=5.4%，估值较低，财政扩张、贷款需求回升、收益率曲线陡峭化和资金从美国回流欧洲带来利好）、公用事业（动态 PE=13.9，ROE=13.3%，股息收益率=5.4%，估值合理，具有防御性，能源价格下跌、AI 电力需求增长和可再生能源投资构成利好）、工业（动态 PE=20.6，ROE=14.6%，估值偏贵，能源价格下跌、财政扩张和自主军事防卫体系建设构成利好）、能源（动态 PE=7.2，ROE=11.9%，股息收益率=6.3%，估值低）与可选消费（动态 PE=14.4，ROE=11.7%，股息收益率=3.5%，估值偏低，大幅降息与地产销量复苏构成利好）。

欧元对美元可能小幅升值。预计欧元/美元汇率可能从 6 月末 1.17 升至年末 1.19，相比 2024 年末 1.04 累计升值 14.5%。由于特朗普政策不稳定性和弱美元偏好，国际投资者可能持续降低美元资产超配程度，欧元作为第二大国际货币将明显受益。过去十年国际投资者包括欧洲投资者对美元资产极度超配，仅欧洲资金从美国回流即可对欧元形成较强支撑。据 IMF 调查，爱尔兰、挪威与瑞典投资者的对外证券投资组合中美国证券占比分别从 2017 年 28.4%、31.6% 和 26.7% 升至 2024 年 6 月末 40.7%、40.6% 和 37.5%。据美国财政部统计，欧元区投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额从今年 1 月末 8.29 万亿降至 3 月末的 8.09 万亿美元，仍相当于欧元区证券市值近 25%。欧美经济增速差距缩小和财政政策分化也对欧元形成一定支撑。

图 3: 欧元区经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值		CMBI 预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	11.8	12.1	12.8	13.9	13.6	13.3	14.9	14.5	15.8	16.4	19.0	20.3	17.6	18.7
人均GDP(千美元)	34.4	35.2	37.2	40.1	39.2	38.2	43.0	41.5	45.1	46.9	-	-	50.2	52.9
名义GDP增速	3.5	2.7	3.8	3.3	3.4	(4.3)	8.6	8.8	6.4	3.8	3.5	3.3	3.4	3.2
实际GDP增速	2.1	1.8	2.6	1.8	1.6	(6.0)	6.3	3.5	0.5	0.9	1.0	1.1	1.0	1.2
CPI增速	0.2	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.4	5.5	2.4	2.0	1.9	2.0	1.9
核心CPI增速	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	0.7	1.5	4.0	5.0	2.9	2.4	2.0	2.4	2.0
失业率	10.6	9.8	8.7	7.9	7.5	8.2	7.1	6.8	6.5	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4
财政赤字/GDP	2.0	1.5	1.0	0.4	0.5	7.0	5.1	3.5	3.5	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4
政府债务/GDP	91.0	89.9	87.5	85.6	83.6	96.5	93.9	89.5	87.3	88.1	-	-	89.1	90.2
主要融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.15	1.90	1.90	1.90	1.90
德国10年国债收益率	0.64	0.19	0.42	0.23	(0.21)	(0.56)	(0.21)	2.51	2.02	2.39	2.68	2.68	2.75	2.80
意大利10年国债收益率	1.61	1.82	2.00	2.77	1.43	0.52	1.19	4.69	3.71	3.52	3.85	4.00	3.60	3.70
欧元/美元(年末值)	1.09	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.13	1.07	1.11	1.04	1.16	1.20	1.19	1.20
银行信贷增速	2.3	4.6	2.7	2.0	2.3	9.3	5.5	1.9	0.3	1.1	-	-	2.3	2.5
房价涨幅	2.6	4.6	4.6	4.7	4.5	5.6	9.5	2.7	(1.1)	4.2	-	-	2.8	2.4

资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

日本

宏观经济

日本经济可能放缓。预计 GDP 同比增速可能从第一季度 1.7% 降至第二季度 0.9%、第三季度 0.6% 和第四季度 0.3%，全年增速从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 0.9% 和 2026 年 0.8%。2023 年下半年至 2024 年第一季度，日本经济出现收缩，GDP 环比累计下跌 1.2%。2024 年第二季度至第四季度日本经济复苏，GDP 环比累计增长 1.4%，GDP 同比增速从上半年的 -0.65% 升至第三季度 0.8% 和第四季度 1.3%。2025 年第一季度日本经济再次收缩，GDP 环比下跌 0.2%。一方面，特朗普“对等关税”与汽车关税打击日本商品出口与汽车制造，关税阻断供应链和推升价格的预期刺激日本商品进口，贸易项拖累日本 GDP。另一方面，关税冲击降低消费者信心，大米等食品通胀上升抑制实际收入增长，个人消费连续第二个季度零增长。2025 年第二季度至下半年，全球经济逐渐放缓，日本商品贸易和制造业可能走弱，同时日本实际工资增速和消费者信心可能下降，加上基数效应，日本经济同比增速将显著放缓。2026 年全球经济可能温和改善，日本出口增速可能回升，通胀回落和劳工短缺将支撑日本实际工资增速重新回升，个人消费可能重回增长，日本经济可能改善。

日本通胀可能明显下降。预计 CPI 与核心 CPI 增速可能分别从第二季度 3.5% 和 3.6% 降至第四季度 2.1% 和 2.2%，全年达到 2.8% 和 3%，2026 年可能降至 1.9% 和 2%。2024 年 11 月以来日本通胀明显反弹，CPI 与核心 CPI 增速分别从 2024 年 10 月 2.3% 和 2.3% 升至 2025 年 5 月 3.5% 和 3.7%，其中商品通胀大幅反弹，食品、能源和耐用品 CPI 增速分别从 3.5%、2.3% 和 1.8% 升至 6.5%、8.1% 和 2.2%。下半年日本通胀可能逐渐下降。首先，由于全球经济放缓、OPEC+ 增产和特朗普降油价目标，下半年能源价格可能进一步下跌 5%-10%，降低日本通胀 0.1-0.2 个百分点。其次，日本贸易顺差/GDP 比为 1.4%，全球经济放缓和贸易减少可能加剧日本制造业竞争，降低工业品通胀。再次，日本能源、原材料和食品高度依赖进口，日元升值将降低进口成本从而降低通胀，日元升值 10% 在 6-10 个月后可降低日本 CPI 增速 0.2 个百分点。最后，日本经济和实际工资放缓可能抑制消费增速，降低餐饮、旅游、娱乐等服务通胀。

日本住房市场可能延续较强表现。2025 年前 4 个月，首都圈二手公寓成交量同比分别增长 24.5%，成交单价同比上涨 5.1%。主要驱动因素：一是国内人口向东京大都市聚集，留学、旅居人士等移民流入，2024 年东京人口增长 3.1% 至 990 万，住房刚需扩大；二是通胀持续居高，实际利率仍严重为负，再通胀和资产价格上涨预期升温，住房投资需求增加，吸引大规模外资流入；三是劳工短缺和建材成本上涨限制住房建设活动，新增住房供应受限，2024 年东京新公寓供应同比增长 13%。2025 年下半年，日本住房市场可能延续较强表现，首都圈二手公寓成交量同比增速可能达到 20% 左右，成交单价同比涨幅可能达到 4.5%。美元和人民币降息可能持续刺激外资流入日本房市。

宏观政策

日本财政扩张力度可能加大。由于关税冲击带来经济下行风险和美国可能施压日本推进经贸再平衡，日本财政扩张力度可能扩大。但日本政府债务率超过 250%，国债收益率升至 20 多年来高点，将限制日本财政政策扩张空间。预计日本财政赤字率从 2024 年 2.2% 升至 2025 年 3.5% 和 2026 年 3.4%。日本政府 6 月公布“经济财政运营和改革基本方针”草案，确立石破茂内阁未来政策框架。第一，以推动工资上涨和促进企业投资为核心构建增长型经济。确立工资上涨优先于减税的政策导向，以回应反对党主张的消费税与其他税收减免主张。明确实际工资增长 1% 的目标，支持中小企业涨薪，将最低薪资提升至每天 1500 日

元，以促进消费增长。加强政府与私企合作，至 2030 年投资 10 万亿日元支持 AI、半导体、量子技术等，重申绿色转型决心，推动“创业五年计划”构建亚洲创业中心，促进企业投资。第二，引入“故乡居民登记制度”以振兴地方经济，与特定地区有联系但未实际居住的人群在保留主要居住地登记同时，可以进行副居住登记，未来将讨论资格条件、投票权处理方式等。第三，提出根据通胀情况对公共系统标准和门槛进行审查和修订的建议。如果在公共系统引入通胀调整机制，那么将对社保体系产生广泛影响。但需要考虑其对政府赤字和国债收益率的影响。第四，对财政整固更加灵活务实，实现初级预算平衡目标的时间从 2025 财年推迟至 2025-2026 财年。

日本央行可能推迟加息进程。在关税冲击之前，市场普遍预计日本央行将在 7 月进一步加息。但在关税冲击之后，日本央行认为关税将降低全球贸易、海外经济增速和日本企业利润，带来经济和通胀下行风险，下调 2025 财年 GDP 和 CPI 增速预测 0.6 和 0.2 个百分点，短期进入观望阶段。预计日本央行在 7 月、9 月和 10 月会议上可能保持政策利率不变。如果日本经济在第四季度企稳，那么日本央行可能在 2026 年 1 月进一步加息。日本央行降息可能性较小，因为目前货币政策仍处于极度宽松状态，旅游等劳动密集型服务业支撑劳工需求，人口老龄化等结构性因素抑制劳工供应，工资持续上涨，企业提价能力增强，通胀仍高于 2% 的目标。由于长期国债收益率大幅上升给金融市场和财政体系带来压力，日本央行已宣布自 2026 年 4 月起减缓 QT 速度，将每季度国债购买减少额从 4000 亿日元降至 2000 亿日元，到 2027 年第一季度购债规模将降至 2013 年实行超级宽松政策之前水平。目前日本银行体系超额准备金仍处于充裕水平。

金融市场

日元货币市场利率仍在低位，预计未来 6 个月平均在 0.6% 左右，适合融资而非投资。配置日元可以分散单一货币敞口，降低汇率波动对资产组合影响。日元是重要避险货币，在全球市场动荡时倾向于走强，是资金避险的选择之一。但因日本政府债务率远超美欧，日本政策公信力低于美欧，日元汇率波动较大，外国投资者持有日元资产面临汇率风险。

日本国债收益率可能小幅上升，预计 10 年国债收益率可能从目前 1.4% 升至今年末 1.6%。关税冲击降低日本央行短期加息可能性，但日本中长期国债利率仍面临上升压力。首先，人口老龄化、劳工短缺和入境游火爆等因素支撑工资持续增长和再通胀的中期逻辑，远期加息预期较强。其次，日本央行持续 QT，寿险公司对长期国债需求下降。再次，日本政府债务率非常高，美国可能施压政府提高国防支出/GDP，进一步推升日本政府债务率。

日元可能小幅升值，预计美元/日元从目前 144 降至今年末 140 左右。特朗普政策不稳定性推动国际投资者持续降低美元资产超配程度，日本资金从美国市场回流本国，日元明显受益。关税对美国通胀的影响较短，但劳工短缺和入境游服务火热对日本通胀的作用较长，美日息差可能进一步收窄，利好日元。

日本股市可能小幅上涨。预计东证指数下半年上涨 1.5%，全年涨幅 4% 左右，跑输美欧和中国。东证指数目前静态 PE 为 15.4 倍，ROE 为 9.1%，预计 2025-2026 年日元盈利年均增速为 4.3%，低于过去 5 年 9.9% 的均值。日股估值比中韩更贵，但盈利能力更低。关税冲击和日元升值将降低日本企业盈利增速，国债收益率持续上升可能抑制日本股票估值，部分日本资金从美国回流则利好日股。相对看好公用事业（动态 PE=7.6，ROE=8.9%，估值低，盈利稳定，具有防御性，AI 用电需求和能源价格下跌是利好）、通讯服务（动态 PE=16.9，ROE=10.3%，估值偏贵，盈利稳定）与地产（动态 PE=14，ROE=9.5%，比美欧估值低、盈利好）。

图 4: 日本经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值		CMBI 预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	4.4	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.0	4.3	4.2	4.0	4.7	5.0	4.2	4.6
人均GDP(千美元)	35.1	39.4	39.1	39.8	40.4	40.0	40.2	34.5	34.0	32.7	-	-	34.2	37.6
名义GDP增速	3.7	1.2	1.6	0.6	0.2	(3.3)	2.5	1.3	5.5	3.1	3.5	2.7	3.9	2.7
实际GDP增速	1.6	0.8	1.7	0.6	(0.4)	(4.2)	2.7	0.9	1.4	0.2	0.8	0.8	0.9	0.8
CPI增速	0.8	(0.1)	0.5	1.0	0.5	(0.0)	(0.3)	2.5	3.3	2.7	2.8	1.8	3.0	1.9
核心CPI增速	0.6	(0.3)	0.5	0.9	0.6	(0.2)	(0.2)	2.3	3.1	2.6	2.7	1.7	3.0	2.0
失业率	3.3	3.0	2.7	2.5	2.2	3.1	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
财政赤字/GDP	3.0	3.0	2.4	1.7	2.4	9.1	5.3	3.3	3.7	2.2	3.5	3.3	3.5	3.4
政府债务/GDP	194.2	195.9	196.3	197.7	199.1	224.7	220.3	224.3	217.5	216.2	-	-	218.2	219.2
政策利率	0.00	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	0.25	0.75	0.90	0.50	1.00
10年国债收益率	0.27	0.04	0.05	0.04	(0.02)	0.04	0.09	0.45	0.65	1.11	1.54	1.65	1.60	1.75
美元/日元(年末值)	120.42	117.11	112.65	110.40	109.15	103.33	115.12	132.14	141.40	157.89	140.00	134.50	140.00	137.00
银行资产增速	3.0	6.8	2.3	1.2	1.1	11.8	5.1	1.9	3.6	3.3	-	-	0.5	0.3
房价涨幅	1.3	9.6	4.3	0.9	4.7	4.8	11.5	9.0	7.0	4.4	-	-	3.8	3.3

资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

中国

宏观经济

中国经济可能放缓。预计 GDP 增速从第一季度 5.4% 降至第二季度 5.1%、第三季度 4.8% 和第四季度 4.6%，全年 4.9%。关税冲击阻碍全球供应链并削弱全球需求，商品贸易和制造业活动走弱，中国商品出口和工业出口交货值增速分别从前 4 个月 6.4% 和 5.1% 降至 5 月 4.8% 和 0.6%，制造业 PMI 持续处于收缩区间，工业增加值增速从前 4 个月 6.4% 降至 5 月 5.8%。关税冲击削弱家庭和企业信心，住房市场复苏势头减弱，6 月新房和二手房销量同比分别转跌 6.5% 和 7.7%，企业库存投资（制造业 PMI 库存指数）延续收缩，制造业固定资产投资环比年化增速从第一季度 4.8% 降至 4-5 月 3.2%。关税冲击打击未来需求前景和大宗商品价格，中国通缩压力加剧，5 月 PPI 跌幅扩大，汽车行业爆发新一轮价格战，工业企业利润由前 4 个月同比增长 1.4% 转为 5 月同比大跌 9.1%。但因以旧换新补贴政策到期预期，耐用品零售增速加快，支撑社会零售额同比增速从第一季度 4.6% 升至 4 月 5.1% 和 5 月 6.4%。下半年中国经济可能延续放缓。一方面，海外需求可能走弱。美国 PMI 库存与进口指数下降，家庭抢购与企业囤货潮消退，家庭消费和企业投资增速逐渐放缓；欧洲与日本经济也将放缓，进口增速可能下降。另一方面，中国以旧换新政策的刺激效应可能逐步递减，第四季度耐用品零售面临高基数、需求透支和住房销售转弱等多重压力，社会零售额增速可能明显放缓。

中国通缩压力延续，通缩幅度可能先升后降。预计 CPI 同比增速先从上半年 -0.1% 降至第三季度 -0.2%，再升至第四季度 1%，全年 0.2% 与 2024 年持平；预计 PPI 同比增速从第一季度 -2.5% 和第二季度 -2.2% 降至第三季度 -3%，再升至第四季度 -1.7%，全年 -2.4% 低于 2024 年的 -2.2%。关税冲击和特朗普政策不确定性削弱全球经济前景，外需减弱，国际能源价格下跌，中国制造业产能过剩与通缩压力加剧，PPI 同比跌幅从年初 2.3% 扩大至 5 月 3.3%，石油、煤炭、黑色金属、纺织、家具、造纸印刷、橡胶塑料、电气机械等出厂价格明显下跌。关税冲击和中美冲突升级加剧中国潜在购房者观望情绪，中国住房销量复苏势头显著减缓，房价跌幅小幅扩大。房地产作为先行指标预示家庭消费增速可能放缓，汽车、家电等商品和旅游、房租等服务价格延续走弱。

中国住房销量复苏势头减弱，供求再平衡延续，房价仍在筑底。2024 年第四季度至 2025 年第一季度，受政策强宽松提振，住房销量显著复苏，12 个代表性城市¹二手房销量和 30 大城市新房销量相比 2018-2019 年同期复苏率分别从 2024 年前三季度 96.6% 和 48.5% 升至第四季度 149.8% 和 63.4%，2025 年第一季度达到 134.5% 和 51.8%。但受关税冲击和政策效应递减等因素影响，第二季度以来住房销量复苏势头明显减弱，代表性城市二手房销量和 30 大城市新房销量的复苏率分别降至 95.5% 和 46.5%。下半年，住房销量复苏可能延续疲弱，二手房销量和新房销量复苏率可能小幅下降。住房市场供求再平衡延续，土地购置与新房开工跌幅持续超过销量，其中一线城市库销比持续下降，下半年可能降至合理水平，预示房价可能逐渐企稳，但大部分其他城市新房库销比依然高企，住房供大于求状态延续，房价可能延续弱势。

¹ 北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山。

宏观政策

中美谈判结果将影响中国政策。在基准情景下，中美就一部分经贸问题达成共识签署阶段性贸易协议，美国对华关税可能从目前 51% 降至 30%-40%，中国政策可能向经济再平衡方向逐渐迈进，适度扩大财政赤字，广义财政赤字率（一般财政赤字+地方政府专项债+特别国债）可能从 2025 年 8.4% 升至 2026 年 9%，政府将适度增加对家庭转移支付、对社保投入和对消费补贴而减少对基础设施投入和对企业补贴，推进制造业去产能，支持人民币稳中偏强。在乐观情境下，中美就大部分经贸问题达成共识并签署贸易协议，美国对华关税可能从目前 51% 降至 20%-30%，中国政策可能向经济再平衡方面更快迈进，可能实施更大力度财政刺激，广义财政赤字率可能从 2025 年 8.4% 升至 2026 年 9.7%，政府将显著增加对家庭转移支付、对社保投入和对消费补贴而减少对基础设施投入和对企业补贴，加快推进制造业去产能，支持人民币相对强势。在悲观情境下，中美没有达成贸易协议，美国对华关税维持在 51% 左右，中国政策可能延续渐进宽松模式，广义财政赤字率可能保持在 8.4% 左右，政府将维持对家庭转移支付规模，延续以旧换新补贴政策，在部分制造业适度去产能，支持人民币相对平稳。

中国货币政策将适度宽松。预计下半年降准 50 个基点、降息 10 个基点。中国金融市场对关税冲击的韧性降低了短期内货币政策宽松的可能性，央行货币政策委员会第二季度例会新闻稿显示对目前经济状况判断是“向好态势”，删除第一季度例会时“择机降准降息”表述。第三季度，在中美贸易谈判窗口期内，中国货币政策可能保持平稳，降息降准可能性较小。由于股市和汇率稳定被视为经济韧性体现，稳股市稳汇率仍是金融政策部门重要目标，央行将保持流动性合理充裕，监管部门将持续促进中长期资金入市和上市公司增加分红。第四季度，随着社会零售额增速显著放缓，中国央行可能进一步降准降息，提振房地产与消费。

金融市场

人民币货币市场收益率可能小幅下降。第三季度，央行将保持政策利率稳定和流动性合理充裕，在岸货币市场基金收益率可能走平在 1.2% 左右。第四季度，央行可能降准 50 个基点并下调政策利率 10 个基点，在岸货币市场基金收益率可能降至 1.1% 左右。伴随美元弱势和人民币偏强，中国背景资金从美国市场回流香港市场，离岸人民币货币市场收益率大幅下降，3 个月人民币 Hibor 从 2025 年前两个月 2.9% 降至 6 月 1.9%。下半年人民币汇率可能依然偏强，离岸人民币货币市场收益率可能保持低位。人民币在国际支付和跨境结算中占比可能小幅上升，中国作为全球第二大经济体和最大制造与商品贸易国，将支撑人民币成为重要区域货币，但人民币国际化仍受到资本管制和金融国际化落后等因素制约。

中国国债收益率可能先降后升。预计 10 年国债收益率年末在 1.7% 左右。第三季度，在中美谈判窗口期内，中国经济预期持续走弱，通缩压力加剧，货币政策和财政政策保持平稳，10 年国债收益率可能从目前 1.65% 降至 1.6% 左右。第四季度，中国政策向经济再平衡方向演进，财政刺激可能扩大，央行将降低政策利率，经济预期可能企稳，10 年国债收益率可能升至 1.7% 左右。

人民币汇率可能小幅升值。预计美元/人民币汇率可能从目前 7.15 降至年末 7.1 左右。在中美经贸谈判窗口期内，人民币汇率可能双向波动。中国经济预期走弱，通缩压力加剧，企业盈利恶化，但稳汇率是重要目标，政策部门对汇率间接支持延续。在中美完成经贸谈判后，中国可能加大财政扩张和消费提振力度，人民币汇率可能迎来新一轮上涨。

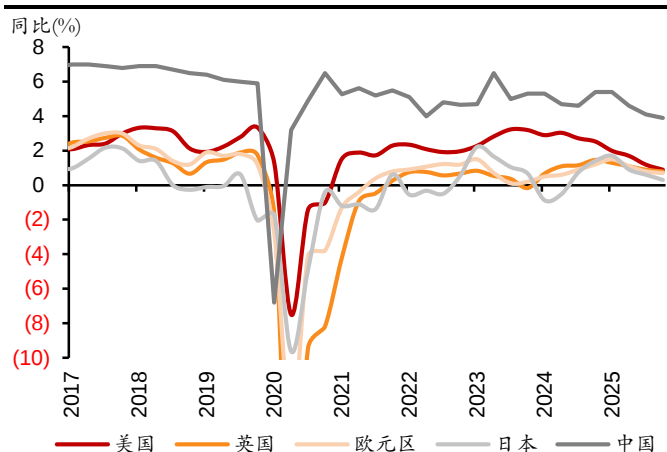
中国股市可能先震荡再上升。第三季度，经济预期和盈利基本面走弱，宏观政策保持平稳，金融政策稳股市意愿较强，股市可能处于震荡阶段。第四季度，中国政策向经济再平衡方向演进，财政刺激和消费提振的政策力度可能加大，中国股市可能上涨。预计恒生指数和沪深 300 指数下半年分别上涨 3% 和 6%，全年涨幅分别为 23% 和 6%。全年港股跑赢 A 股主要因为：港股基本面趋势好于 A 股，恒生指数 ROE 从 2022 年 9.4% 升至 2023 年 10.7% 和 2024-2025 年 11%，2025 年动态 PE 9.8 倍，沪深 300 指数 ROE 则从 2022 年 12.6% 降至 2023 年 11.7% 和 2024-2025 年 10.8%，2025 年动态 PE 12.1 倍；港股吸引资金净流入/市值比超过 A 股，今年前 4 个月南下月均净流入达到 1500 亿港币，人民币利率低位推动内地保险等资产配置港股高股息板块，特朗普政策极端化风险推动中国背景资金从美国回流香港。港股市场，看好工业（动态 PE=10，ROE=8.7%，股息收益率=4%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、材料（动态 PE=9.8，ROE=11.2%，估值低，龙头公司受益于去产能政策）、必选消费（动态 PE=12.7，ROE=12.2%，股息收益率=5.2%，受益于经济再平衡）与公用事业（动态 PE=10.9，ROE=9.5%，股息收益率=5.2%，AI 电力需求强，成本下降）。A 股市场，看好银行（动态 PE=6.5，ROE=10.3%，股息率=4.9%，估值低，股息高，受益于人民币利率低位）、必选消费（动态 PE=17.9，ROE=25%，估值低，盈利能力强，受益于经济再平衡）、可选消费（动态 PE=14.9，ROE=15.3%，估值低，受益于经济再平衡）、工业（动态 PE=15.5，ROE=9.1%，龙头公司受益于去产能政策）与材料（动态 PE=13.9，ROE=10.2%，龙头公司受益于去产能政策）。

图 5: 中国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值		CMBI 预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	11.1	11.4	12.6	14.1	14.5	15.0	18.2	18.3	18.3	18.7	19.3	20.6	19.6	21.0
人均GDP(千美元)	8.1	8.2	9.0	10.1	10.3	10.6	12.9	13.0	12.9	13.3	-	-	13.9	15.0
名义GDP增速	7.1	8.4	11.3	10.5	7.5	2.9	13.4	5.1	4.9	4.2	3.9	4.8	4.3	5.4
实际GDP增速	7.0	22.3	6.9	6.8	6.1	2.3	20.9	3.1	5.4	5.0	4.5	4.2	4.9	4.6
CPI增速	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.2	1.0	0.2	0.9
PPI增速	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.2)	(2.4)	(0.4)	(2.4)	0.5
失业率				4.9	5.2	5.2	5.1	5.5	5.1	5.1	5.1	5.1	5.2	5.1
一般赤字/GDP	2.3	3.0	3.0	2.6	2.8	3.6	3.2	2.8	3.0	3.0	-	-	4.0	3.5
(一般赤字+专项债+特别国债)/GDP	2.3	3.5	3.9	4.0	4.9	8.2	6.3	5.8	6.8	6.6	-	-	8.4	9.0
政府债务/GDP	36.2	35.8	35.3	35.6	37.9	45.0	45.8	49.4	54.7	60.8	-	-	66.7	72.3
DR007	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.36	1.91	1.98	1.73	1.67	1.65	1.55
1年LPR	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	2.85	2.70	2.90	2.80
10年国债收益率	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.56	1.67	1.57	1.61	1.70	1.60
美元/人民币(年末值)	6.57	6.97	6.51	6.87	6.96	6.50	6.36	6.92	7.12	7.34	7.20	7.10	7.10	7.05
银行资产增速	15.7	15.7	8.4	6.8	8.4	10.3	7.5	9.8	9.7	6.3	-	-	7.5	7.1
一线城市房价涨跌幅	26.4	32.3	10.6	(2.4)	1.3	10.5	10.4	(4.2)	(12.2)	(12.7)	-	-	(5.0)	0.2

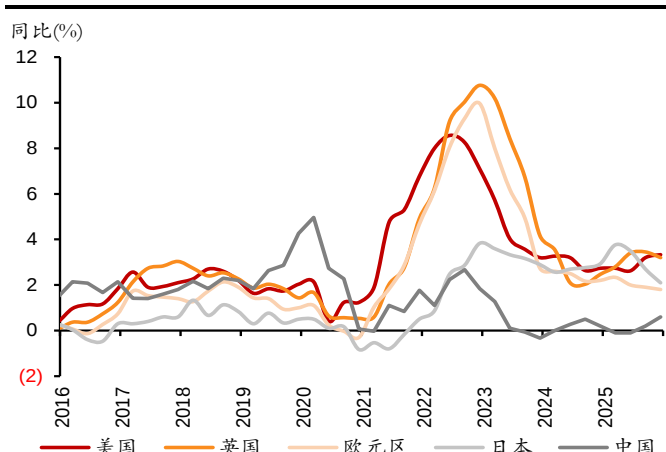
资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 6: 主要经济体 GDP 增速



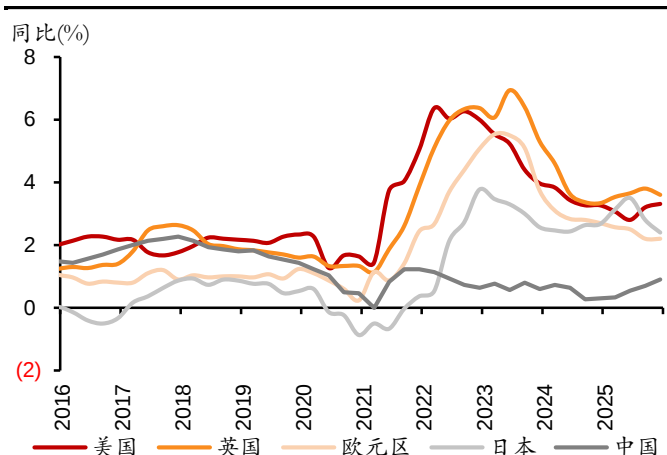
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 7: 主要经济体 CPI 增速



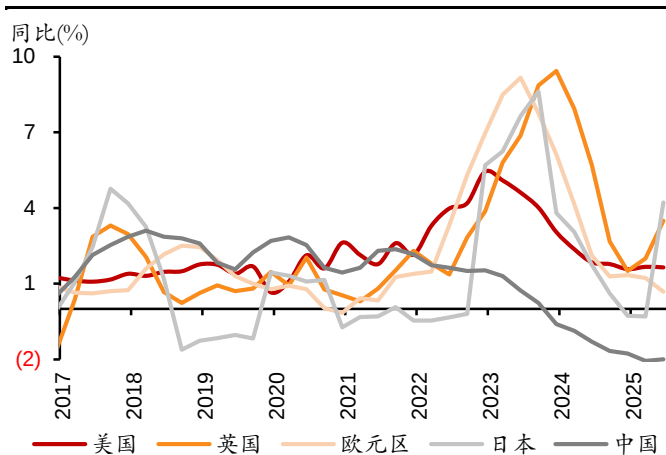
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 8: 主要经济体核心 CPI 增速



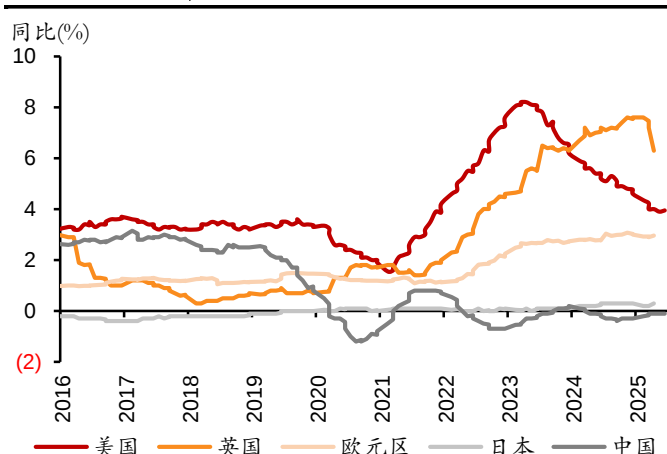
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 9: 主要经济体酒精饮料 CPI 增速



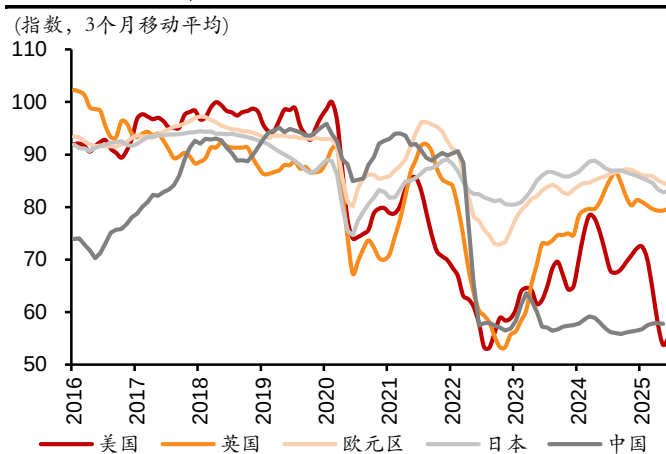
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 10: 主要经济体房租增速



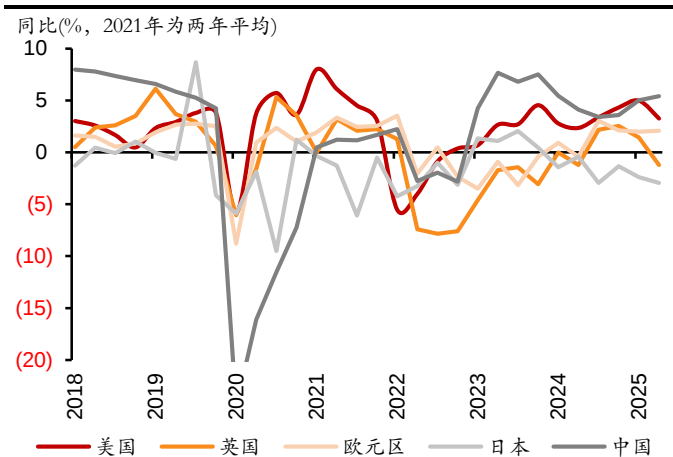
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 11: 主要经济体消费者信心指数



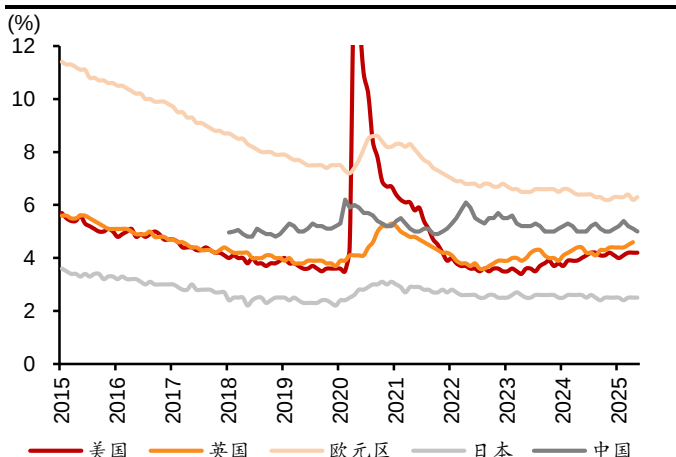
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体实际零售增速



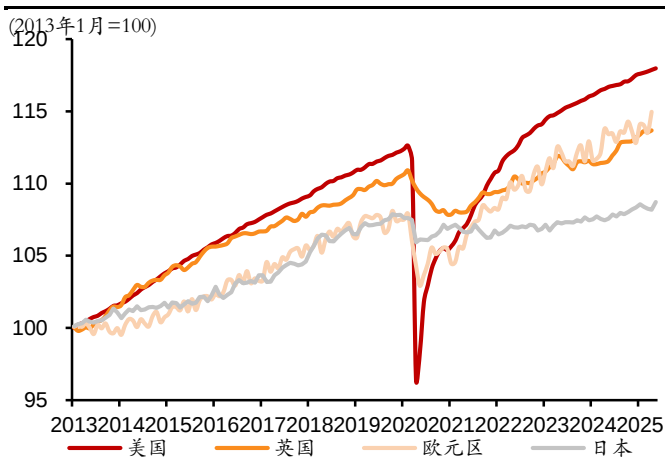
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 主要经济体失业率



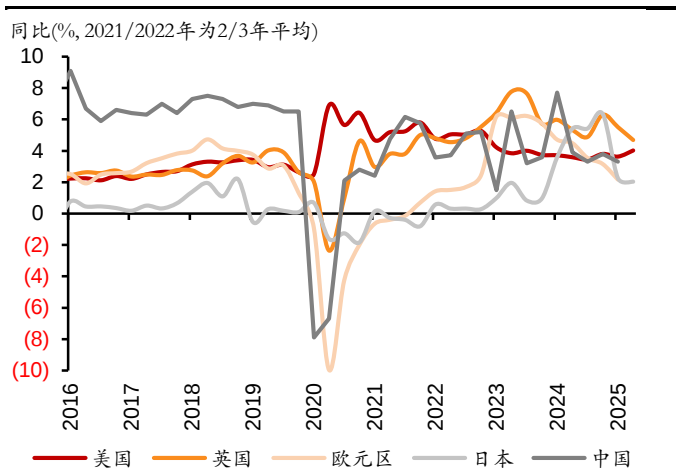
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 主要经济体就业人数



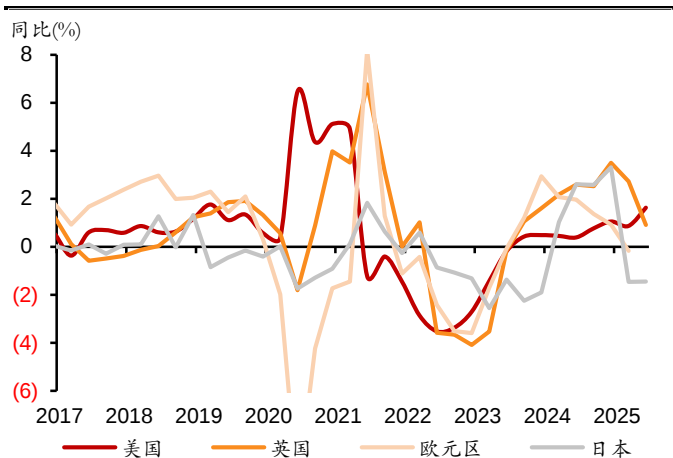
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 主要经济体工资增速



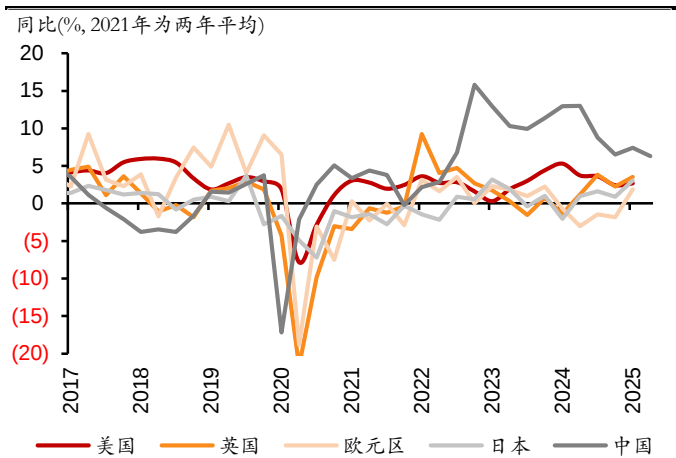
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 主要经济体实际收入增速



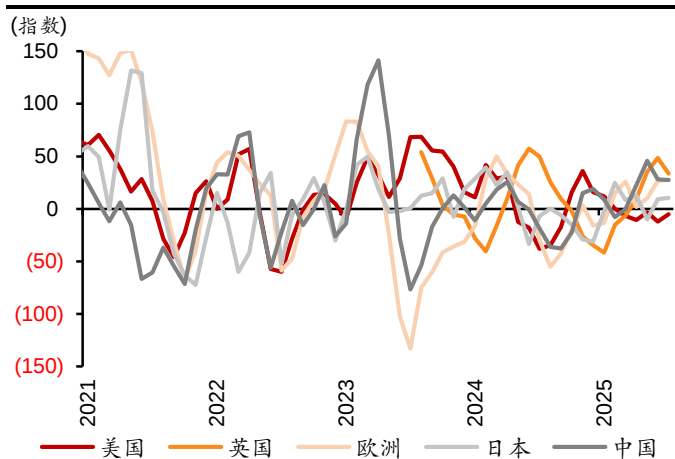
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 主要经济体不变价投资增速



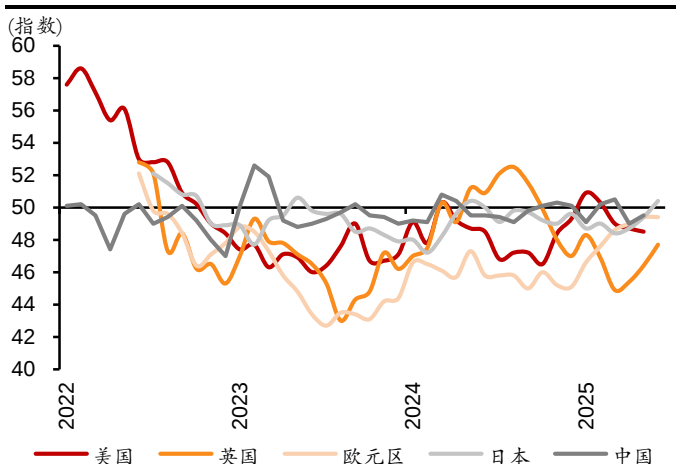
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 主要经济体经济意外指数



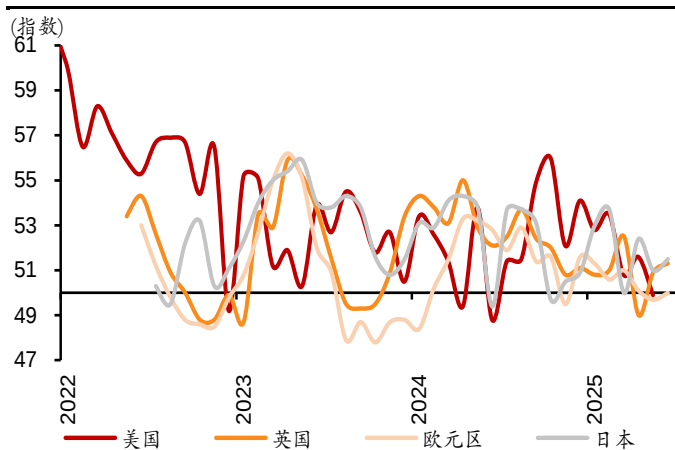
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 主要经济体制造业 PMI



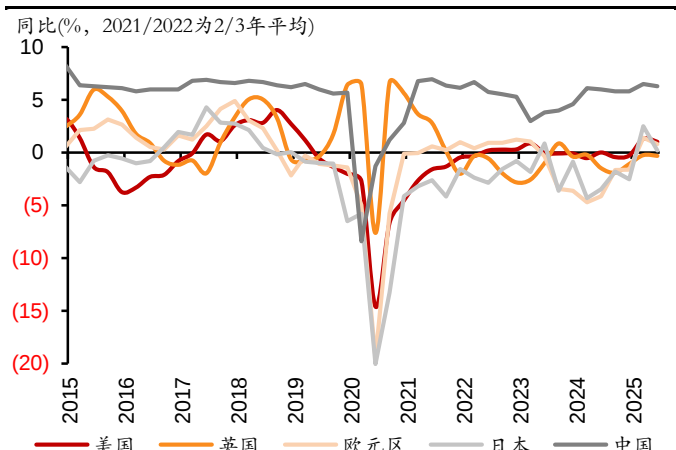
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 主要经济体服务业 PMI



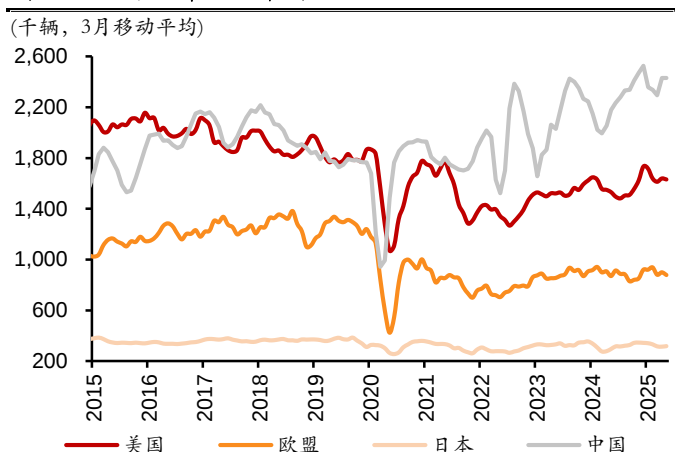
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 主要经济体工业生产指数



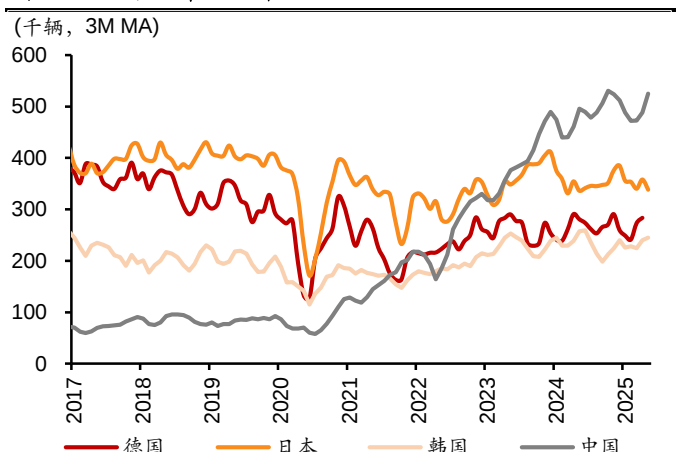
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 主要经济体汽车销量



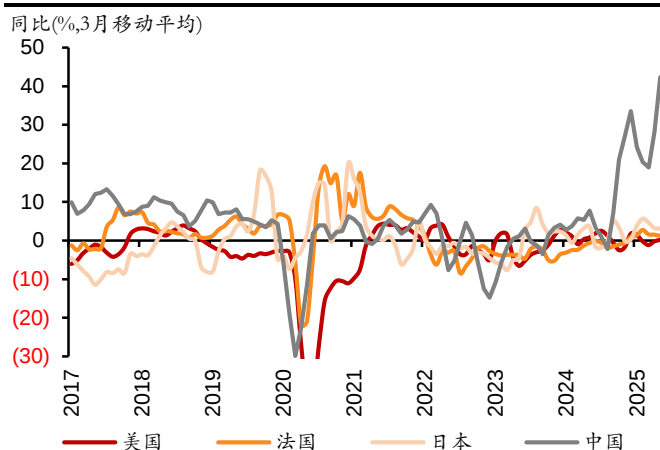
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 主要经济体汽车出口



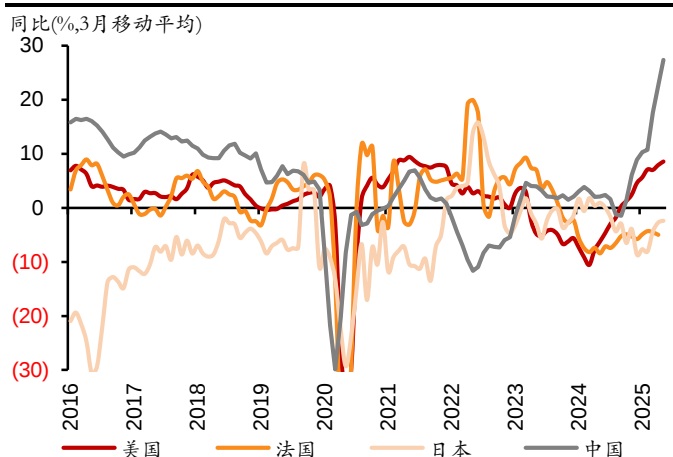
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 主要经济体家电零售额增速



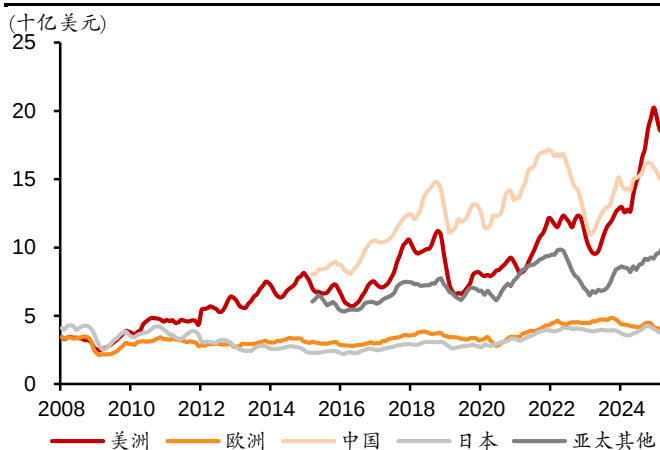
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 主要经济体家具零售额增速



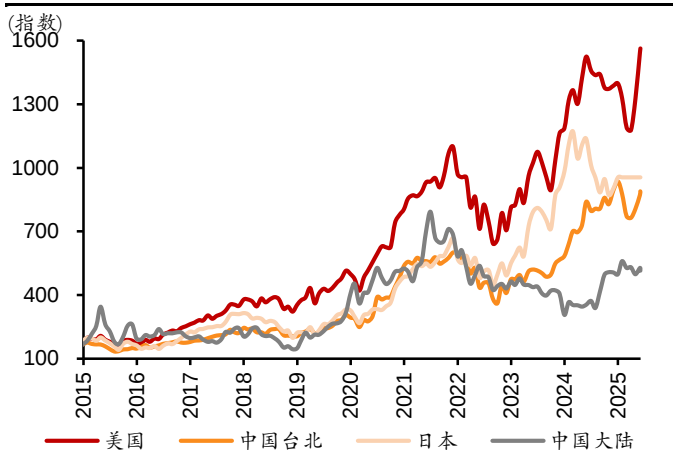
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 主要经济体半导体零售额



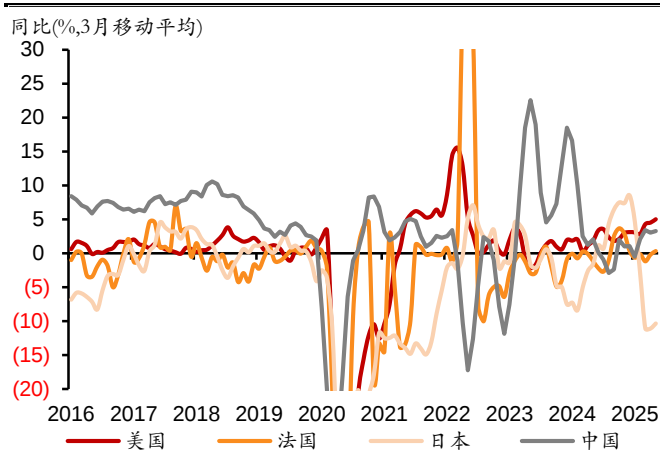
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 27: 半导体板块股价



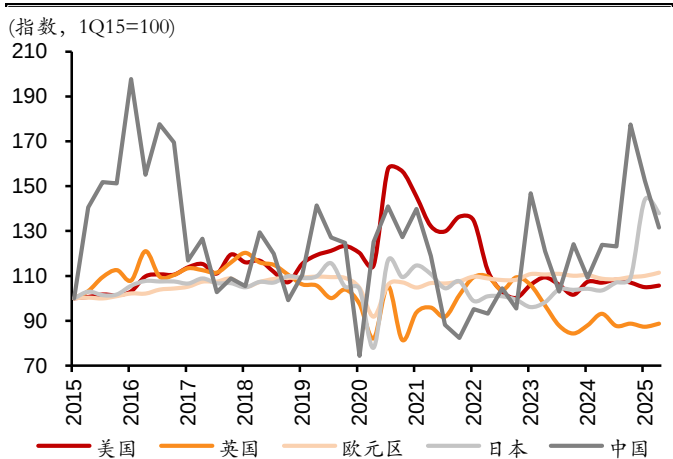
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 主要经济体服装零售额增速



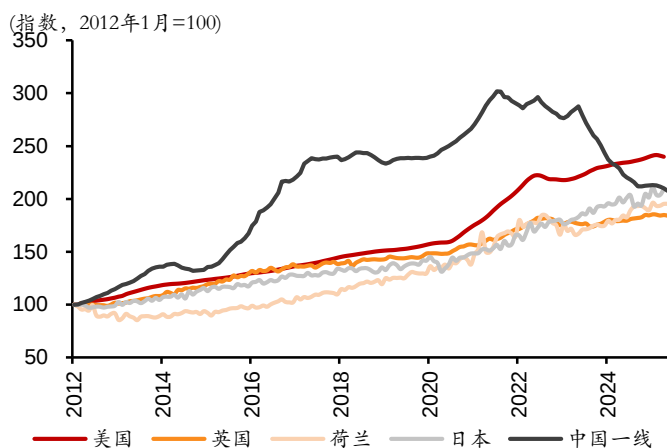
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 29: 主要经济体住房销量



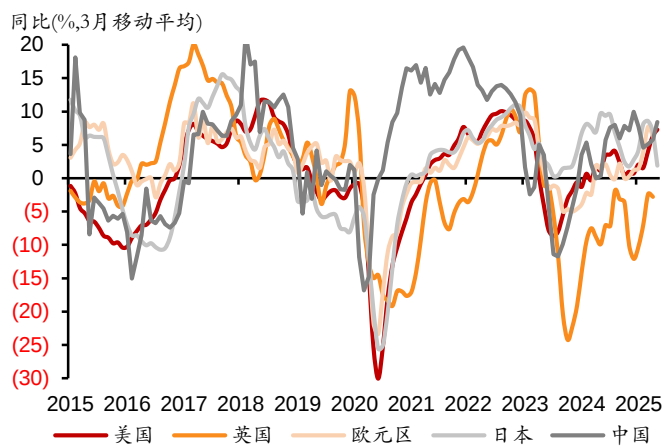
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 30: 主要经济体房价增速



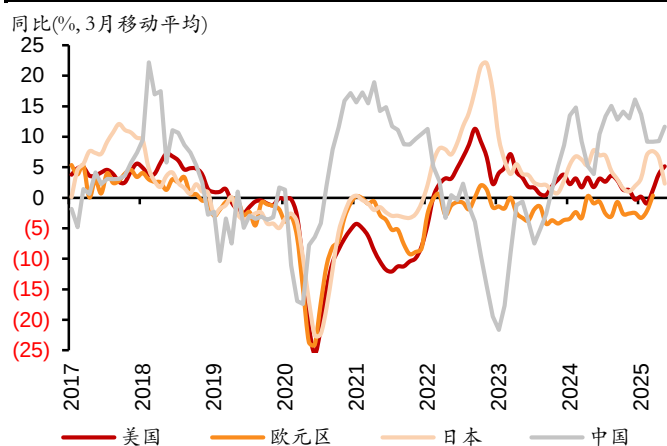
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 31: 主要经济体商品出口额增速



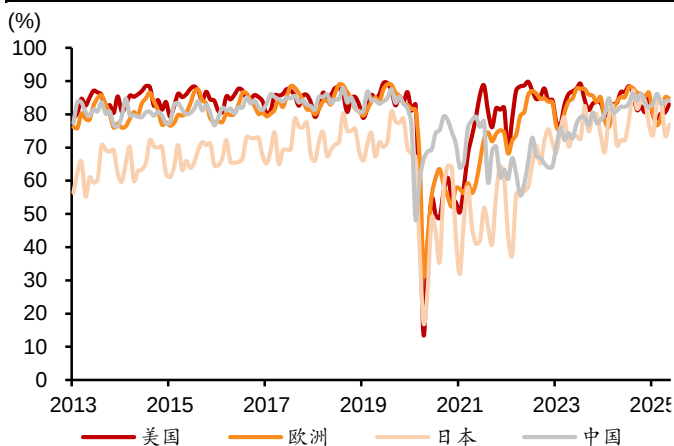
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 32: 主要经济体商品出口数量增速



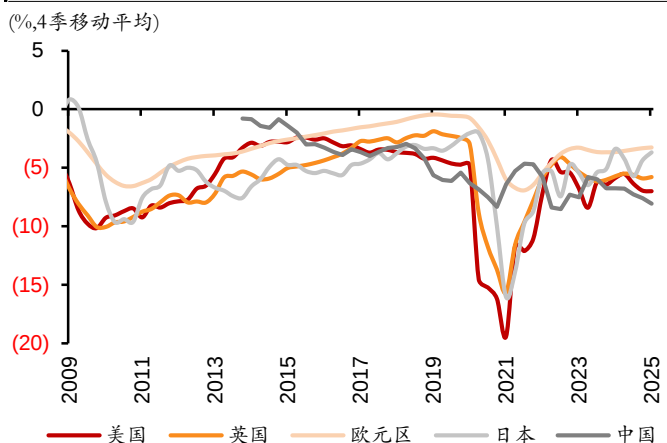
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 33: 航空客座率



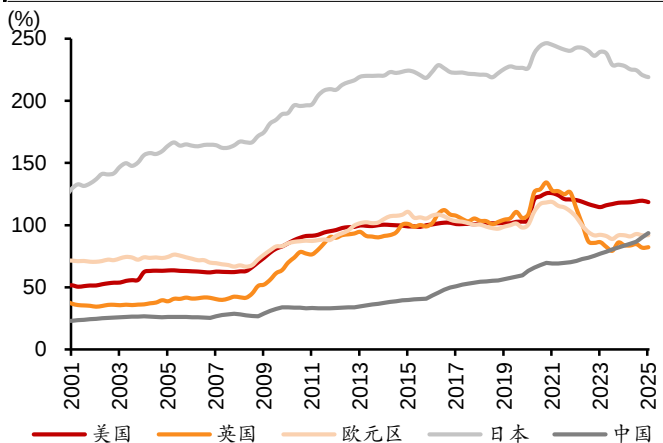
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 34: 主要经济体财政赤字率



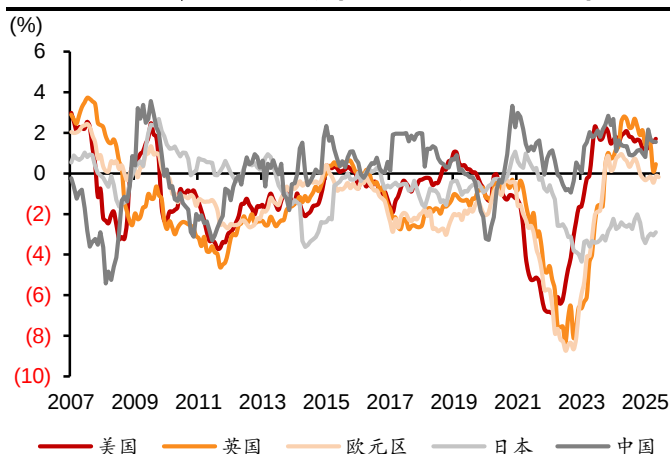
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 35: 主要经济体政府债务率



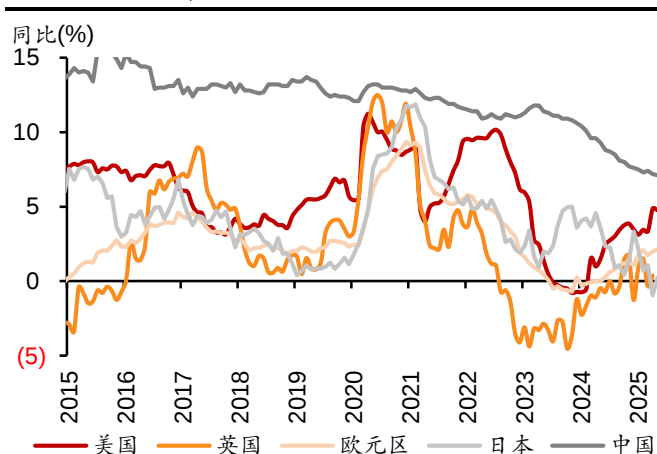
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 36: 主要经济体实际利率(3 月期利率-CPI 增速)



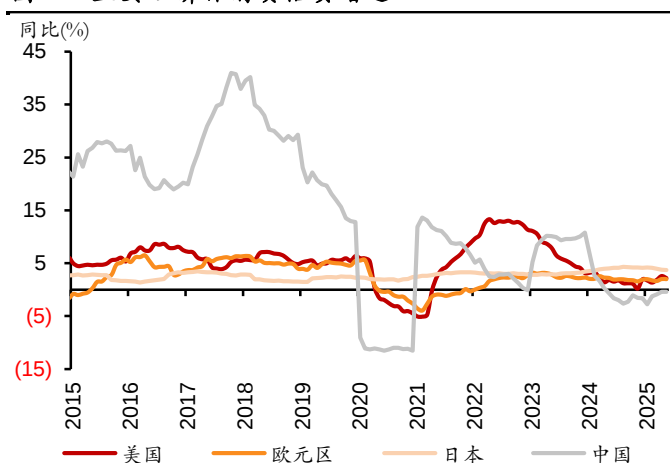
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 37: 主要经济体信贷增速



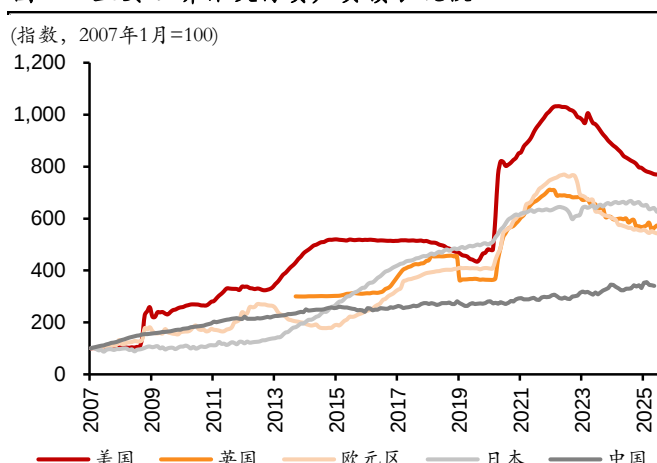
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 38: 主要经济体消费信贷增速



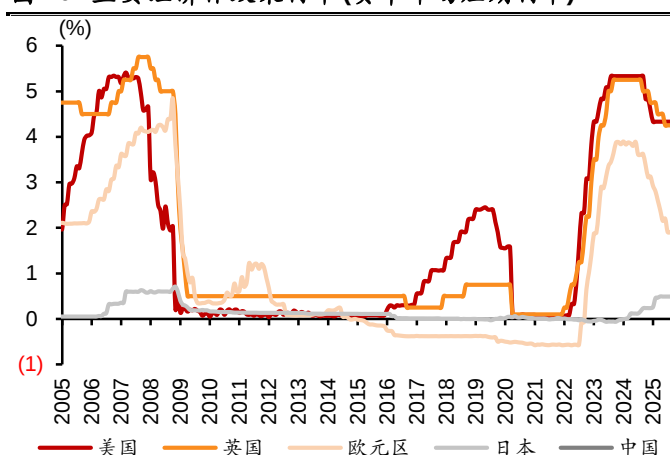
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 主要经济体央行资产负债表规模



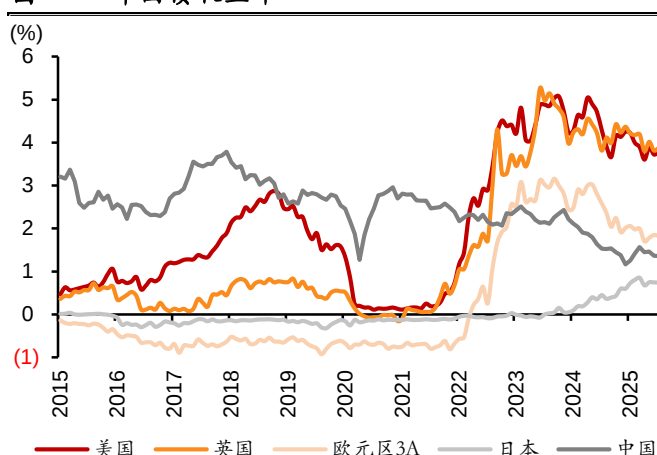
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 主要经济体政策利率(货币市场短期利率)



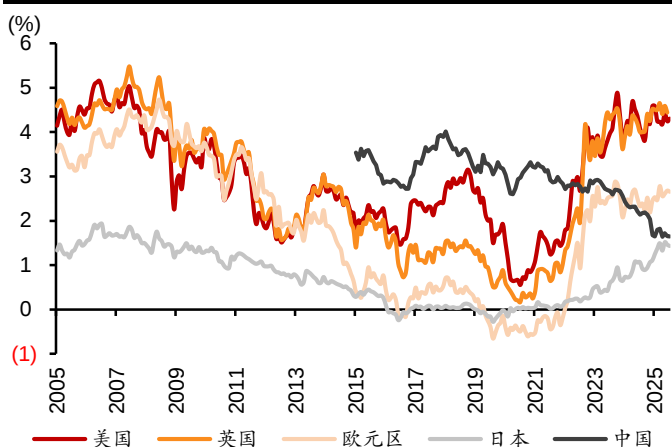
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 41: 2 年国债收益率



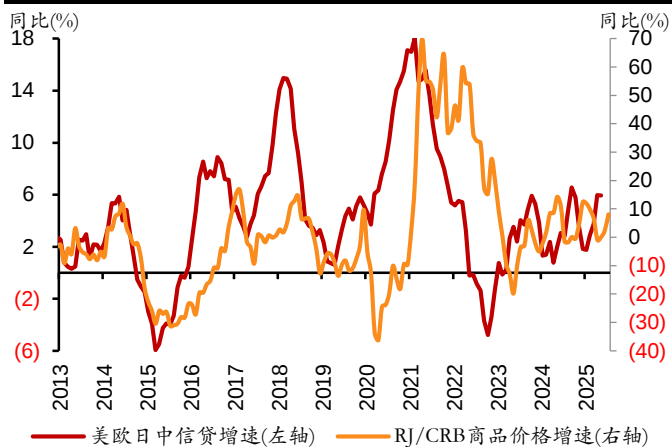
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 42: 主要经济体 10 年国债收益率



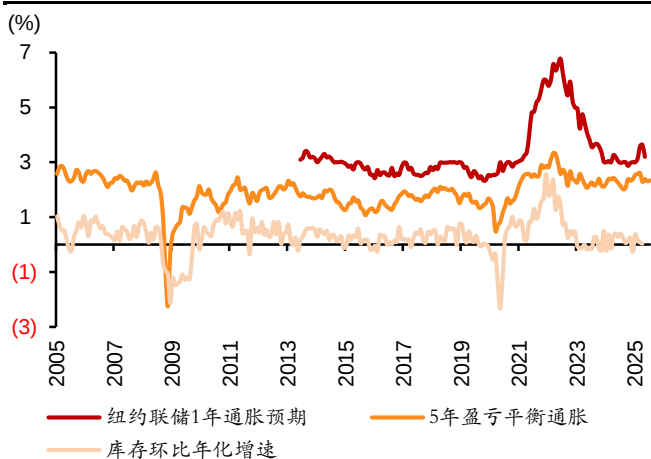
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 四大经济体信贷增速与大宗商品涨幅



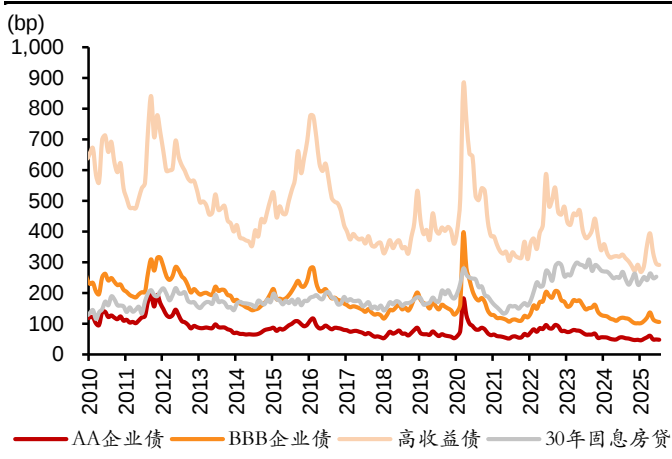
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 美国通胀预期



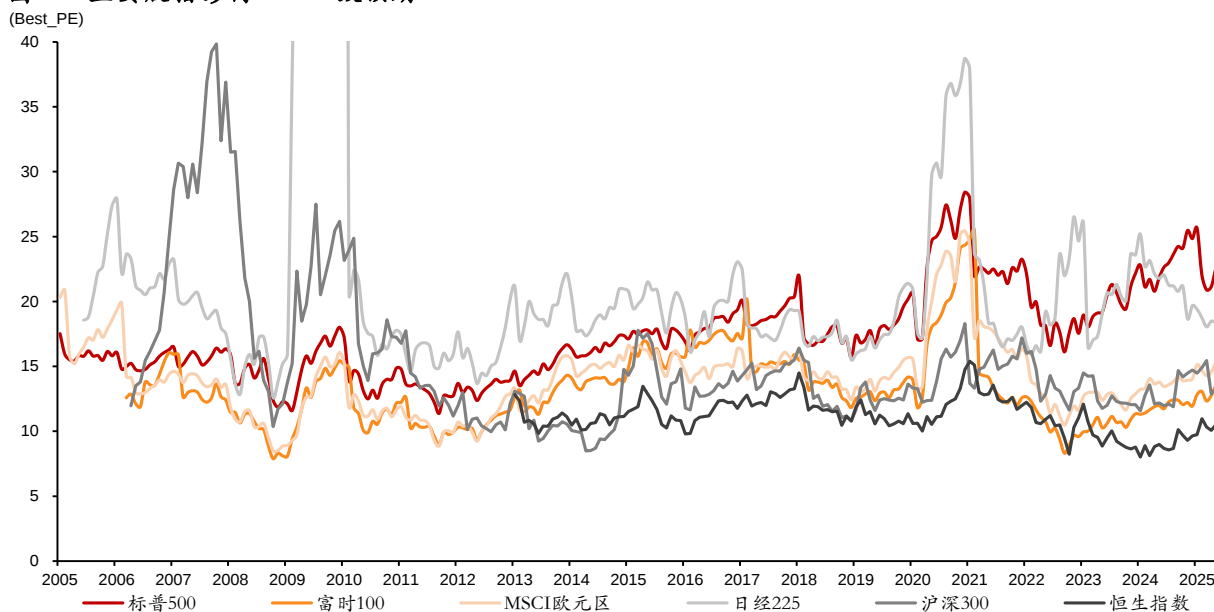
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 美国企业债与房贷相比 10 年国债利差



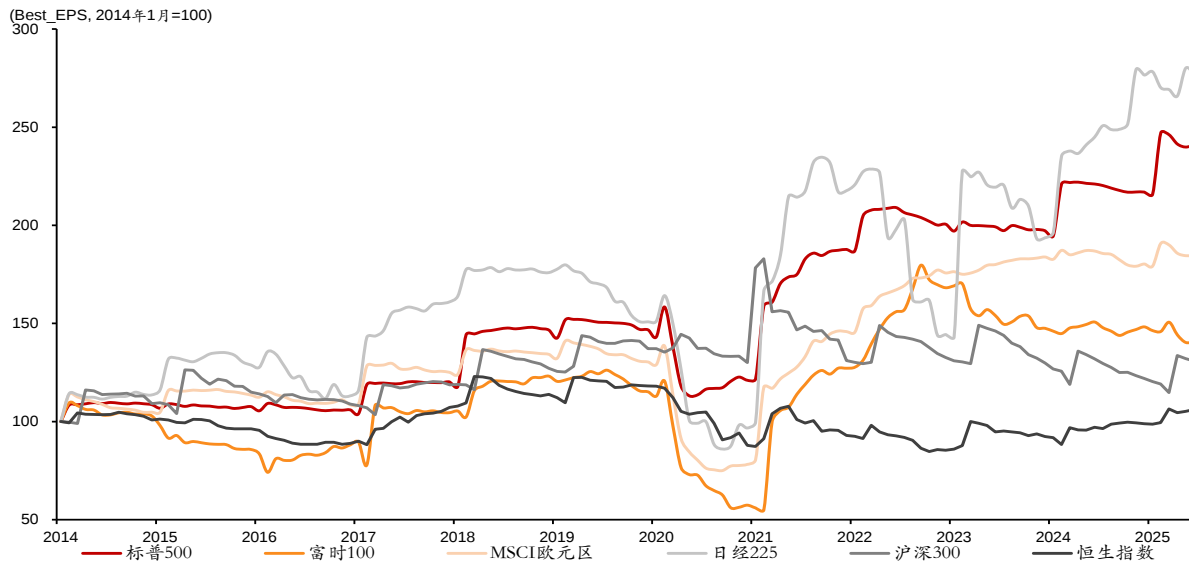
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 主要股指彭博 P/E 一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 主要股指彭博 EPS 一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 48: 主要股指行业比较

	近10年年 化总收益 (%)	近10年 PE均值 (倍)	近10年 EPS年 均复合 增速(%)	近10年 ROE均值 (%)	2025年 动态 PE(倍)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	2025年 ROE(%)		近10年年 化总收益 (%)	近10年 PE均值 (倍)	近10年 EPS年 均复合 增速(%)	近10年 ROE均值 (%)	2025年 动态 PE(倍)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	2025年 ROE(%)
标普500	11.1	20.5	7.0	15.4	23.4	11.8	18.4	MSCI日本指数 (美元计价)	4.2	17.2	7.7	8.5	16.7	2.9	9.6
可选消费	12.3	27.8	7.9	26.3	27.5	8.3	30.0	可选消费	3.5	16.5	7.7	9.4	18.3	(4.5)	9.8
日常消费	5.5	21.4	4.6	24.4	22.8	3.5	23.7	日常消费	1.1	26.6	3.4	8.9	22.1	14.1	6.4
医疗保健	7.3	17.9	7.3	17.1	17.4	13.4	17.8	医疗保健	4.6	24.6	10.4	8.6	16.7	16.4	8.4
工业	8.7	22.4	5.2	20.0	26.0	11.1	24.3	工业	5.0	20.3	8.1	9.1	16.7	3.7	11.2
信息技术	20.9	25.3	12.6	27.7	32.1	21.4	30.4	信息技术	7.9	23.7	8.5	9.6	24.2	13.1	10.6
材料	5.7	19.6	4.3	11.8	22.5	7.5	9.3	材料	1.0	13.3	6.1	7.8	13.9	6.5	6.9
房地产	3.1	21.0	3.3	9.3	39.4	3.8	5.8	房地产	(2.8)	16.0	6.4	8.2	13.4	11.3	9.5
通讯服务	8.4	18.6	3.4	15.9	18.1	14.9	21.4	通讯服务	6.3	34.2	9.6	12.4	19.7	(19.6)	10.3
公用事业	4.8	18.8	4.3	8.6	18.7	8.4	11.1	公用事业	(1.1)	10.7	15.2	7.0	8.0	(3.2)	8.9
金融	9.2	15.0	6.2	10.7	18.3	9.5	13.5	金融	5.4	11.1	9.0	6.5	12.3	6.0	9.1
能源	1.1	35.9	0.5	6.0	16.4	(2.1)	12.0	能源	2.8	10.0	11.5	4.3	13.8	(3.0)	8.0
MSCI美国指数 (美元计价)	(0.3)	13.9	3.8	9.4	13.5	2.1	10.5	沪深300指数	1.1	15.1	0.9	12.2	13.7	13.2	10.1
可选消费	1.7	17.9	0.1	14.6	20.0	12.7	9.8	可选消费	3.8	19.3	3.8	15.3	13.9	14.9	14.5
日常消费	1.1	16.5	2.9	17.8	13.7	3.4	15.6	日常消费	13.8	31.7	14.3	20.8	16.5	12.1	24.8
医疗保健	3.4	16.3	4.9	23.4	13.6	9.2	16.6	医疗保健	2.7	36.7	3.4	14.5	23.9	15.6	12.4
工业	6.8	22.4	2.0	15.8	26.2	10.5	25.0	工业	(2.1)	19.5	(1.2)	10.3	15.5	22.6	8.0
信息技术	7.7	30.4	8.1	15.8	31.1	11.0	23.9	信息技术	4.2	45.2	2.1	10.5	31.4	41.8	8.2
材料	4.0	11.6	4.0	12.2	14.1	(10.7)	3.7	材料	0.9	42.8	10.0	10.6	14.3	28.1	10.2
房地产	(4.5)	21.6	(1.9)	1.7	15.9	6.5	6.0	房地产	(7.6)	10.5	NA	13.6	NA	NA	(9.6)
通讯服务	(7.2)	14.6	1.5	2.7	14.4	(0.8)	(1.8)	通讯服务	2.2	35.7	4.7	7.5	20.5	13.7	10.7
公用事业	(0.8)	15.5	(0.8)	17.0	14.2	15.3	10.2	公用事业	2.1	17.7	1.4	10.7	17.0	3.9	12.2
金融	1.7	10.1	4.1	7.3	9.9	8.1	10.9	金融	(0.5)	8.6	2.3	12.4	8.8	6.0	9.0
能源	1.3	21.2	1.3	5.0	11.3	(15.8)	5.2	能源	0.9	17.9	4.5	9.4	11.3	(1.8)	11.5
MSCI欧元区指 数(美元计价)	2.9	15.4	4.0	9.5	15.2	9.6	10.8	恒生指数	(1.6)	11.1	0.2	10.5	10.8	5.8	10.9
可选消费	3.9	19.9	4.3	12.5	15.7	3.6	7.1	可选消费	(1.3)	35.9	0.7	6.8	13.7	23.2	13.8
日常消费	0.5	21.8	2.4	12.8	18.6	12.1	10.2	日常消费	(3.6)	19.9	(0.3)	13.3	12.9	14.5	11.0
医疗保健	(1.4)	15.8	(0.3)	8.8	14.6	15.9	4.4	医疗保健	(4.2)	52.2	(18.6)	6.0	29.1	54.1	8.1
工业	7.0	21.1	5.1	13.2	20.5	23.8	14.3	工业	(2.4)	14.6	4.4	10.7	10.7	19.1	9.1
信息技术	10.6	27.8	6.0	14.1	31.0	27.1	13.5	信息技术	9.4	30.8	14.0	13.4	21.2	21.2	13.6
材料	1.5	34.1	(0.1)	10.2	18.1	26.9	4.8	材料	1.7	19.4	14.5	8.0	10.6	39.5	13.1
房地产	(8.3)	16.7	(2.0)	5.3	NA	12.2	2.2	房地产	(7.0)	13.3	(17.6)	7.6	11.0	81.8	1.2
通讯服务	(1.5)	15.4	0.9	10.8	18.7	13.0	11.3	通讯服务	(1.9)	11.8	0.3	8.9	12.7	6.8	8.8
公用事业	2.1	14.3	4.4	8.0	14.2	9.2	13.6	公用事业	(3.2)	13.4	(4.2)	10.1	10.7	5.8	8.6
金融	1.5	10.0	6.1	7.7	10.2	13.8	12.4	金融	(0.3)	8.1	3.7	10.6	7.8	3.1	11.1
能源	0.1	11.7	1.9	7.0	8.2	(6.3)	8.9	能源	1.3	13.3	14.7	9.2	7.0	(4.4)	12.2

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

*若近十年无完整数据, 则使用已有年份计算复合增速。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法例。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。