

全球宏观策略

经济再平衡

全球经济放缓，经济增长分化收窄，但通胀差异扩大，货币政策依然分化。中美推进经济再平衡政策，美国将以高关税、小政府、低税率、低油价和低利率吸引产业投资，目标是建立强大自主的制造业体系，中国将适度扩大财政刺激，增加对家庭部门支持，加快去产能，保持人民币稳中偏强，促进进口。全球国债收益率可能小幅回落，美元可能先升再贬，股市或温和上涨。

- **美国：**经济放缓，GDP 同比从上半年 2% 降至 3Q 的 1.3% 和 4Q 的 1%，从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.6% 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 2.4% 升至 3Q 的 2.6%，4Q 降至 2.4%，2026 年降至 2.3%。白宫政策向好，重心转向贸易协定、减税与去监管。美联储短期观望，10 月和 12 月各降息一次，QT 已大幅减缓。10 年国债收益率从 7 月末 4.5% 降至今年末 4.1% 和明年末 3.8%。美元指数先升后降，年末 97 左右。美股可能先跌再涨，预计标普 500 指数 8-12 月上涨 3%，相对看好信息技术、通讯服务和医疗。
- **英国：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.3% 降至 4Q 的 0.9%，从 2024 年 1.1% 降至 2025 年 1%，2026 年升至 1.2%。通胀先升后降，CPI 增速从 1Q 的 2.8% 升至 2Q 的 3.5% 和 3Q 的 3.6%，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。预计 10 年国债收益率从目前 4.6% 降至年末 4.3%；英镑/美元从 7 月末 1.33 升至年末 1.35；富时 100 指数 8-12 月上涨 4%，看好金融、工业、医疗与必选消费。
- **欧元区：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.5% 降至 4Q 的 0.9%，从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1.2% 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。预计 10 年 AAA 公债收益率从目前 2.75% 升至年末 2.9%；欧元/美元从目前 1.14 升至年末 1.16；欧元区股指 8-12 月上涨 3%，看好金融、公用事业、工业与能源。
- **日本：**经济放缓，GDP 同比从 1Q 的 1.7% 降至 4Q 的 0.4%，从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 0.9% 和 2026 年 0.7%。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。预计 10 年国债收益率从目前 1.57% 升至年末 1.7%；美元/日元从 7 月末 149.5 降至年末 147；日经 225 指数 8-12 月上涨 2%，看好金融、公用事业、房地产和部分零售。
- **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。预计 10 年国债收益率先降后升，年末 1.7%；美元/人民币从 7 月末 7.15 降至年末 7.1；恒生指数和沪深 300 指数 8-12 月分别涨 3% 和 5%，看好港股工业、材料、必选消费、公用事业与 A 股银行、工业、材料、必选消费与可选消费。

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	12
中国	15

美国

进入 2025 年年中，美国经济在全球复杂多变的环境中展现出韧性与挑战并存的局面。在经历了第一季度因关税预期导致的抢进口和私人投资透支后，第二季度经济增速有所放缓。就业市场虽仍稳健，但已出现温和走弱迹象。通胀在短期内小幅反弹，但长期回落趋势未变。住房市场继续处于滞涨状态。宏观政策方面，白宫在下半年可能转向减税和去监管等正面政策，而美联储则在经济数据和通胀压力之间权衡，降息路径备受关注。金融市场方面，美元货币市场收益率可能小幅下降，国债收益率面临回落压力，而美股在强劲盈利预期下有望继续温和上涨。

宏观经济

经济将明显放缓。预计 GDP 同比增速从上半年 2% 降至第三季度 1.3% 和第四季度 1%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.6%，2026 年回升至 1.8%。第一季度 GDP 环比收缩 0.5%，因关税预期，抢进口拉低 GDP 增速 4.7 个百分点，但私人存货和非住宅投资增加分别提升 GDP 环比增速 2.6 和 1.4 个百分点；个人消费作为经济核心驱动明显放缓，对 GDP 环比增速贡献降至 0.3 个百分点；联邦政府支出作为经济重要驱动开始收缩，对 GDP 环比增速贡献为 -0.3 个百分点；住房市场延续滞涨，住宅投资对 GDP 环比增速贡献为 -0.05 个百分点。第二季度 GDP 环比增长 3%，抢进口和囤货的效应消退，进口和私人存货变化对 GDP 环比增速贡献分别转为 5.2 和 -3.2 个百分点；个人消费对 GDP 环比增速贡献回升至 1 个百分点，但仍显著低于 2024 年的 2.1 个百分点；联邦政府支出延续收缩，拉低 GDP 环比增速 0.24 个百分点；住房销量和开工延续走弱，住宅投资对 GDP 环比增速拖累扩大至 0.19 个百分点。展望下半年，经济将进一步放缓，预计 GDP 环比平均增速可能降至 1%，同比平均增速可能降至 1.2%，个人消费增速将延续回落，企业投资在上半年透支后将明显走弱，住宅投资可能依然低迷，联邦政府支出贡献可能接近为零。

就业将逐步走弱。7 月新增非农就业 7.3 万人，大幅低于预期，5-6 月新增就业大幅下调，过去 3 月移动平均降至 3.5 万人，为疫情以来最低水平。上半年月均新增非农就业降至 8.4 万人，低于 2024 年下半年的 15.9 万人和 2019 年的 16.6 万人。失业率在 4.2% 左右仍处于历史低位，首次领取失业金人数和裁员率依然较低，显示企业尚未较大规模裁员，但持续领取失业金人数保持高位，职位空缺数下降，招聘需求下降，失业后再找工作难度增加。劳动力供需趋于平衡，职位空缺数与失业人口比已降至 1.1，低于 2019 年水平。下半年就业市场可能继续走弱，服务消费、企业投资与外贸均在逐步放缓，企业用工需求将进一步下降，第三季度月均新增非农就业可能降至 9 万人，失业率可能升至 4.4% 左右，第四季度失业率可能升至 4.5% 左右。

通胀将先升后降。预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.4% 和 2.7% 升至第三季度的 2.6% 和 3%，再降至第四季度的 2.4% 和 2.8%，全年分别达到 2.6% 和 2.8%，2026 年分别降至 2.3% 和 2.4%。上半年通胀小幅回落，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的推升作用。能源 PCE 价格同比降幅从第一季度 4.7% 扩大至第二季度 11%，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。下半年通胀可能先升再降。基数效应可能令能源价格跌幅收窄，关税对部分商品通胀的推升作用显现，预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.4% 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 2.6% 和 2.8%，2026 年分别降至 2.3% 和 2.4%。

住房市场将延续滞涨，降息后或小幅改善。上半年住房市场处于滞涨状态，销量低迷，成屋和新房成交量同比分别下跌 0.6% 和 4%，新房开工许可数同比下降 3.6%，建筑商信心指数降至 2012 年以来第三低，房价连续上涨但涨势放缓。住房供应有所改善，新房库存消化月数从 2024 年末 8.2 个月升至 2025 年 6 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，成屋库存消化月数从 2024 年末 3.2 个月仅小幅升至 2025 年 6 月末的 4.7 个月，仍处于历史低位。下半年住房销量可能仍在低位，第四季度美联储两次降息可能提振需求并解冻供应，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，房价涨幅将进一步回落。

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，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。美国与主要盟友达成贸易协定：英国（10% 对等关税）、欧盟（对等关税 15%，飞机&零部件、部分半导体和农产品等豁免）、日本（对等关税 15%，日本对美开放部分市场）。对加拿大和墨西哥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%。美国有效关税税率最终升幅可能在 12 个百分点左右，预计降低年均 GDP 增速 0.6-0.8 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。

美联储短期保持观望，10 月和 12 月可能各降息一次。第三季度美联储面临保就业和降通胀的两难，一方面就业市场加速走弱，另一方面关税对通胀影响进一步显现，CPI 增速可能反弹。鲍威尔在 7 月记者会上表示即使新增就业降至 0，只要失业率保持平稳，仍会判定就业市场保持稳健，因为供给和需求同步下降。我们预计美联储 9 月可能保持利率不变，10 月和 12 月各降息一次，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）。与去年相似，鲍威尔可能会在 8 月的 Jackson Hole 的美联储年度经济政策研讨会上给出降息指引，并更新对就业市场和通胀走势的研判。

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震荡。因月初的就业数据大幅走弱，10 年国债收益率从 7 月末 4.4% 大幅降至 8 月初 4.2%。未来数月内，国债收益率可能在经济数据走弱和通胀数据走高的影响下，保持区间震荡，并在美联储给出更清晰的政策路径后确认方向。预计 10 年国债收益率年末可能在 4.1% 左右，2026 年末降至 3.8% 左右。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，超长期国债收益率降幅相对较小。

美元指数可能先升后降，年末 97 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，美元大幅走弱。第三季度，美国与主要贸易伙伴达成贸易协定，特朗普政策将重心转向减税去监管，通胀短期反弹，美元指数将小幅上升。第四季度，美国经济加速放缓，通胀回落，美联储两次降息，美元指数将再次走弱。

美股可能先跌再升，预计标普 500 指数 8-12 月上涨 3%。第三季度，美股盈利可能因关税影响落地和消费者需求走弱而下调，同时估值依然居高，美联储仍未给出明确降息指引，市场可能承压。第四季度，通胀重新回落和美联储降息将提振股市。今年前 7 个月，标普 500 指数累计上涨 7.5% 左右，PE 达到 24.8 倍，与去年末 24.7 倍基本持平，今年动态 PE 为 23.7 倍，仍高于过去 10 年均值 20.5 倍，今年预测 ROE 为 18.6%，2025-2026 年 EPS 年均增速 10% 左右，PEG>1，估值/盈利性价比不高。我们看好估值盈利性价比相对较好的信息技术（动态 PE=34.2 倍，静态 ROE=30%，估值偏贵，但科技巨头盈利能力强，盈利增长较快）、通讯服务（动态 PE=18.9 倍，ROE=23%，估值合理，盈利能力强）和医疗（动态 PE=17.6 倍，ROE=17.8%，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	彭博调查均值		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	92.1
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	4.3	4.1
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	1.5	1.6	1.6	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	2.7	2.6	2.6	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	2.9	2.7	2.8	2.4
失业率	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.8	4.1	4.3	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	6.4	6.6	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	100.0	101.5	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	4.10	3.45	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	4.29	4.15	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	97.00	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	-	-	4.5	4.0
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	-	-	1.6	2.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

英国

英国经济 2023 年下半年经历衰退，2024 年至 1Q25 进入复苏，2Q25 再度放缓，就业市场走弱，但通胀依然居高。工党政府力求增加财政支出与税收，在短期提振经济与中期整固财政之间寻求平衡。英国央行面临经济放缓和通胀居高的两难，4Q 可能降息一次，明年降息两次。预计货币市场利率和 10 年国债收益率分别从目前 4.1% 和 4.6% 降至今年末 3.8% 和 4.35%。英国股市年内剩余 5 个月仍有 3%-5% 上涨空间，相对看好金融、工业、医疗保健和必选消费。英镑/美元可能小幅升值至年末 1.35。

宏观经济

经济明显放缓。预计 GDP 同比增速从 1Q 的 1.3% 分别降至 2Q 的 1%、3Q 的 0.9% 和 4Q 的 0.9%，全年增速从 2024 年 1.1% 降至 2025 年 1%，2026 年升至 1.2%。4 月和 5 月 GDP 环比分别下降 0.3% 和 0.1%，GDP 同比增速从 1Q25 的 1.3% 分别降至 1.1% 和 0.7%，其中工业 GDP 环比跌幅不断扩大，同比增速在 5 月转为负值，服务业 GDP 在 5 月环比负增长，同比增速持续放缓。5 月零售销售环比大降 2.8% 创 2023 年 12 月以来最大月度降幅，6 月零售销售环比增长 0.9%，但 2Q 整体增速仍明显低于 1Q。制造业 PMI 持续位于收缩区间，6 月和 7 月分别为 47.7 和 48.2；服务业 PMI 从 5 月 50.9 升至 6 月 52.8 和 7 月 51.2，显示美国暂缓“对等关税”和英美达成贸易协定后商业活动有所改善，但经济不确定性和成本压力依然居高。

五大因素导致经济放缓。第一，特朗普关税削弱全球需求，抢出口和国货效应推升 1Q 经济活动但透支未来需求，2Q 英国商品贸易和制造业活动显著放缓。第二，英国 4 月上调水费、能源费、市政税等税费，可能对家庭支出和服务业活动产生抑制作用。第三，英国 4 月提高购房印花税临时优惠门槛，导致部分需求提前在 1Q 释放。第四，英国 4 月上调雇主国民保险税和最低工资，企业劳工需求降温，失业率上升，职位空缺数持续下降，影响消费者信心。第五，英国通胀反弹后，英国央行暂停降息，英镑利率居高，抑制住房市场和耐用品消费。

通胀可能先升后降。预计 CPI 与核心 CPI 同比增速从 1Q 的 2.8% 与 3.5% 和 2Q 的 3.5% 与 3.7% 升至 3Q 的 3.6% 和 3.8%，4Q 再降至 3.2% 和 3.6%，全年分别为 3.3% 和 3.7%，2026 年降至 2.4% 和 2.7%。英国 CPI 增速从 2024 年 9 月 1.7% 显著反弹至 2025 年 6 月 3.6%，主要因为食品、能源、住房用品等商品通胀大幅回升，而核心通胀和服务价格涨幅高位走平。英国政府 4 月上调能源费、水费、通讯费、市政税等政府管制价格，同时提高最低工资和国民保险缴款，加剧通胀反弹幅度和服务通胀粘性。英国住房供应受限，移民流入推升住房需求，房租通胀下降非常迟缓。下半年英国通胀可能先升后降，3Q 同比基数较低，政府管制价格上调的影响仍在传导，4Q 同比基数上升，需求放缓对通胀压低作用开始显现，油价回调、工资涨幅收窄和房租通胀下降可能令通胀回落。

英国就业市场和家庭消费走弱。失业率从 1Q 的 4.4% 升至 4 月 4.6% 和 5 月 4.7%，创近四年来新高。职位空缺数持续下降，反映企业招聘需求减少。平均周薪增速从 2024 年 5.3% 和 1Q25 的 5.6% 降至 2Q25 的 4.6%。雇主国民保险税和最低工资上调可能降低企业劳工需求和招聘意愿。劳动力市场走弱但通胀高企，家庭实际收入增速下降，对家庭消费和整体经济构成下行风险。由于关税和涨价预期刺激消费者抢购国货，零售不变价增速从 1Q 的 0.9% 加快至 2Q 的 1.8%，但服务消费明显走弱，预计下半年家庭消费不变价可能逐步放缓。

英国住房市场走弱。1Q 房屋交易申请量同比下跌 0.7%，2Q 同比跌幅扩大至 8%，利率居
高和供应受限抑制住房销量，4 月首套房印花税免税门槛提高令部分需求提前在 1Q 释放。
预计 3Q 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以及利率居高。
4Q 通胀见顶回落之后，英国央行可能逐步降息，明年住房销量跌幅可能逐步收窄。住房供
应改善，工党政府承诺五年内新建 150 万套住宅，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 年上半年的-54%升至下半年的
45.5%和 1Q25 的 22.8%；Zoopla 数据显示 5 月待售房源同比增加 13%，房源供应量逐渐
升至高位。住房价格涨势趋缓，房价同比涨幅由 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 1%-2%。

宏观政策

工党政府具有中间偏左翼特点，财政政策倾向于同时增支与增收。在增支方面，工党政府
承诺增加对住房、医疗、教育、基础设施和绿色能源投资，国家医疗服务体系（NHS）运
营预算每年增加 290 亿英镑，国防预算到 2027 年提高至 GDP 的 2.6%，“可负担住房计
划”10 年投入 390 亿英镑。在增收方面，工党政府将雇主国家保险费税率从 13.8%升至
15%，起征点从 9100 英镑降至 5000 英镑，将资本利得税的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（高通胀将令更多人进入更高
税率区间），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”海外收入和财产税收优惠，引入新的碳排放相关税收。在社会福利方面，
上调最低工资 6.7%。由于债务率居高可能引发金融市场动荡，工党政府对扩大财政赤字持
谨慎态度，预计财政赤字率将从 2024 年 5.2%降至 2025 年 4.2%和 2026 年 3.7%，这意味
着财政实际扩张力度可能下降，政府将更加注重控制支出增长和提高税收效率，以确保财
政可持续性。

**英国央行面临经济放缓和通胀居高的两难困境，3Q 可能保持利率不变，4Q 可能降息一次，
明年可能降息两次。**英国央行 6 月会议维持政策利率 4.25%不变，投票结果 6:3，多数委员
关注通胀反弹风险，少数委员关注经济和就业走弱迹象。3Q 经济延续放缓，但通胀可能冲
高，英国央行 8 月和 9 月会议可能仍保持利率不变，但内部分歧可能加大。4Q 经济进一步
放缓，通胀可能开始回落，英国央行 11 月会议可能降息一次，年末利率降至 4%。明年英
国经济可能企稳，通胀明显回落，英国央行可能降息两次，年末利率降至 3.5%。英国央行
明年可能大幅放缓甚至停止 QT。英国央行资产购买规模已从 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。6 月
会议纪要显示央行部分官员开始关注 QT 对金融市场流动性和国债收益率影响。美联储已在
4 月大幅放缓 QT，加拿大央行计划 3Q25 结束 QT 并重启 QE，预计英国央行可能在明年大
幅放缓甚至停止 QT，以降低国债收益率居高对金融市场和财政体系压力。

金融市场

货币市场利率受政策利率决定性影响。2025 年上半年，英国央行两次降息，政策利率由
4.75%降至 4.25%，货币市场产品收益率逐步降至 4.1%。预计 3Q 政策利率保持不变，4Q
政策利率下降一次，下半年货币市场产品收益率可能逐渐降至 3.8%。

国债收益率包含未来政策利率路径预期，反映市场对未来经济前景预期。短期国债收益率
反映未来 1-2 年政策利率路径预期，中长期国债收益率反映市场对未来经济增长、通胀和
财政政策的前景预期。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 年期国债收益率仅下降 6 个基点，因为通胀反弹和政府债务率高企，

投资者对长期国债需求显著下降。预计 2 年和 10 年国债收益率分别从 7 月末 3.85% 和 4.6% 降至今年末 3.60% 和 4.3%。

英镑兑美元可能小幅升值，预计从 7 月末 1.33 升至年末 1.35 左右。美国与英国的经济增长差和通胀差可能先缩小再扩大，支撑英镑兑美元先升后贬。同时，英镑作为全球第三大国际货币，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背景下，英国可以依靠相对较低关税、国际金融中心地位和软实力，加强与主要经济体的经贸投资联系。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。作为服务欧洲大陆的离岸金融中心，英国也将从欧洲财政政策扩张和自主防卫体系建设中受益。

英国股市年内仍有 4% 左右上涨空间，相对看好金融、工业、医疗与必选消费。今年前 7 个月，富时 100 指数累计上涨 11%，MSCI 英国指数上涨 18.7%（包含英镑对美元升值收益 6.7%），跑赢美国标普 500 指数，但跑输富时欧元区指数。股市强劲表现主要因为资金回流和估值提升。伴随特朗普政策极端化和美元贬值风险上升，英国与欧洲大陆部分资金从美国回流欧洲，推升英国股市和英镑汇率。MSCI 英国指数 PE 从 2024 年末 11.9 倍升至今年 7 月末 13.4 倍，低于近 10 年均值 13.9 倍，相对美股和欧元区股票仍有明显折价。预计 MSCI 英国指数 ROE 从 2024 年 10% 升至今年 13.2%，目前估值/盈利能力性价比仍高，预计 8-12 月英国股市仍有 4% 的上涨空间。相对看好金融（PE=10 倍，ROE=11.5%，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 倍，ROE=25.6%，能源价格下跌、欧洲财政扩张、国防和基础设施建设、英国连接美欧的桥梁作用增强等构成利好）、医疗保健（PE=13.5 倍，ROE=15.5%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）和必选消费（PE=13.1 倍，ROE=15.4%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）。

图 2: 英国经济指标

(%)	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)	2.9	2.7	2.7	2.9	2.9	2.7	3.1	3.1	3.4	3.6	4.0	4.4	3.9	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	-	-	56.3	60.7
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	0.9	1.2
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	2.4	3.3	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	-	-	3.7	2.7
失业率	5.1	4.7	4.4	4.0	3.7	5.3	4.2	3.9	3.9	4.4	4.7	4.7	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	4.3	3.7	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	3.35	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	4.35	4.02	4.30	4.10
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	1.40	1.35	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	-	-	2.7	3.2
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

欧元区经济小幅放缓。预计 GDP 增速从 1Q 的 1.5% 和 2Q 的 1.4% 降至 3Q 的 1% 和 4Q 的 0.9%，全年增速从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1.2% 和 2026 年 1.2%。2024 年至 1Q25，欧元区经济复苏，GDP 同比增速从 4Q23 的 0.2% 升至 1Q25 的 1.5%，环比增速达到 0.6% 创 3Q22 以来最高。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 1Q25 的 1.3%。就业市场改善和实际工资增长是消费重要支撑，能源价格下跌、欧央行大幅降息和全球耐用品消费改善提振经济，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，商品与服务出口回升，关税预期下的抢出口效应和财政政策温和扩张对经济增长构成支撑。2Q25 欧元区经济放缓，综合 PMI 从 1Q 的 50.6 降至 2Q 的 50.3，服务业指数轻度收缩，消费者信心指数下降，家庭储蓄率回升，货物贸易和企业投融资变弱。7 月欧元区综合 PMI 升至 51 创 11 个月新高，服务业 PMI 升至 51.2 达到 6 个月高点，制造业 PMI 升至 49.8 接近走出收缩。

欧元区通胀延续回落。预计 CPI 增速将从 1Q 的 2.3% 和 2Q 的 2% 降至 3Q 的 1.9% 和 4Q 的 1.8%，全年增速从 2024 年 2.4% 降至 2025 年 2% 和 2026 年 1.8%，核心 CPI 增速将从 1Q 的 2.6% 和 2Q 的 2.4% 降至 3Q 的 2.2% 和 4Q 的 2.2%，全年增速从 2024 年 2.9% 降至 2025 年 2.4% 和 2026 年 2%。2023 年以来欧元区通胀延续回落，今年 6 月达到欧央行 2% 目标，能源、食品与部分服务通胀显著回落是去通胀主要力量。今年下半年欧元区通胀可能小幅下降。首先，能源价格可能小幅下跌，关税冲击削弱全球需求前景，特朗普将降油价作为降通胀和降利率的重要手段，施压 OPEC+ 持续增产。其次，外需减弱和制造业竞争加剧可能降低工业品通胀，2024 年欧元区出口/GDP 比达到近 50%，外需减弱对总需求影响较大。再次，工资增速下降可能带动部分服务通胀回落，欧元区工资收入同比增速从 1Q24 的 4.5% 大幅降至 1Q25 的 2.2%，可能降低餐饮、娱乐等服务通胀。最后，欧元大幅升值将降低食品、能源等进口成本，具有降通胀效应。

欧元区住房市场保持稳健。2024 年住房市场复苏，住房销量增长 3%，房价指数累计上涨 4.2%，但大部分月份营建产出延续负增长。1Q25 欧元区住房销量和房价同比增速下降，营建活动开始改善。2Q25 住房销量延续增长，住房供应缓慢改善，因关税冲击影响信心，住房销量增速和房价涨幅放缓。今年下半年，欧央行进一步降息和住房供应改善可能提振住房销量，但经济活动、家庭信心 and 实际收入走弱可能降低住房销量，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。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。2024 年欧盟确立新财政框架，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% 的成员国中期政府净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，特朗普上任后开启贸易战和减少对欧洲安全承诺，欧元区国家需要加大国防和基建支出，欧盟被迫放宽财政制约。欧盟提议激活《稳定与增长公约》“普遍豁免条款”，允许 2025-2028 年成员国国防支出/GDP 提升至 1.5% 而不受赤字和债务规则限制，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。欧盟委员会提出“重新武装欧洲计划”，计划 4 年动员 8000 亿欧元用于国防投资。

欧央行降息周期进入尾声。预计 4Q 降息一次，年末主要再融资利率降至 1.9% 左右，明年保持利率不变。欧央行在过去两年率先大幅降息，2024 年累计降息 135 个基点，今年前 7 个月累计降息 100 个基点，主要再融资利率从 2023 年末 4.5% 降至今年 7 月末 2.15%。欧央行估计欧元区中性利率水平为 1.75%-2.25%，欧元区通胀已降至央行目标附近，政策利率也接近中性利率水平，除非经济增速和通胀大幅下行，否则政策利率下调空间已非常有限。在 QT 方面，欧洲央行资产购买计划（APP）和疫情紧急购买计划（PEPP）的规模平稳下降，欧央行行长拉加德表示 QT 将以“可预测”的速度推进以避免市场动荡。欧央行仍可随时使用传输保护工具（TPI），以应对因“非基本面因素”导致的成员国公债利差扩大，该工具通过预期机制作用降低成员国公债利差。

金融市场

欧元区货币市场利率走势与欧央行政策利率路径密切相关。2025 年上半年，欧央行累计降息 100 个基点，欧元区 3 个月银行同业拆借利率和 3 个月 AAA 公债收益率分别从 2024 年末 2.71% 和 2.58% 降至今年 7 月末 2.02% 和 1.89%。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和短期国债收益率，目前在 2% 左右，预计年末降至 1.8% 左右。

欧元区公债收益率可能小幅上升，收益率曲线可能陡峭化。2025 年上半年，政策利率下降 100 个基点，但欧元区 2 年 AAA 级公债收益率下降不到 10 个基点，因为欧元区去通胀和降息周期已基本完成，通胀和政策利率未来下降空间有限。10 年 AAA 级公债收益率上升超过 30 个基点，因为政府债务率居高和财政扩张力度上升、长期国债需求下降、欧央行持续 QT 和欧元区远期经济前景改善等。预计未来 5 个月，2 年和 10 年 AAA 级公债收益率可能分别从 7 月末 1.93% 和 2.75% 升至年末 2% 和 2.9%。

欧元对美元可能小幅升值，预计从 7 月末 1.14 升至年末 1.16。今年前 7 个月，欧元对美元大幅升值近 12%。由于特朗普关税冲击和海湖庄园协议传言，极度超配美元资产的国际投资者开始担心白宫政策极端化和美元大贬风险，抛售美元资产而增持其他资产，欧元作为第二大国际货币明显受益。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。未来 5 个月，欧美经济增速差和财政政策分化可能小幅扩大，欧洲资金回流过程可能已完成大部分，欧元对美元可能小幅升值。

预计欧元区股指年内仍有 3% 上涨空间，相对看好金融、公用事业、工业与能源板块。今年前 7 个月，MSCI 欧元区指数累计上涨 23.7%（包含欧元兑美元升值收益 11.9%）。欧元利率大幅下降和欧洲资金从美国回流推动欧元区股市估值提升，MSCI 欧元区指数 PE 从 2024 年末 14.2 倍升至今年 7 月末 15.5 倍，2025 年动态 PE 为 15.9 倍，接近过去 10 年均值。预计 MSCI 欧元区指数 ROE 从 2024 年 11.5% 升至今年 12.2%。预计 2025-2026 年 MSCI 欧元区指数以欧元计 EPS 年均复合增速为 4.8%。目前欧元区股票估值合理，盈利增速小幅回升，未来 5 个月有小幅上涨空间。相对看好金融（动态 PE=10.8 倍，ROE=12.3%，股息收益率=5%，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=13.8 倍，ROE=13.6%，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=21.6 倍，ROE=14.3%，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）与能源（动态 PE=8.5 倍，ROE=8.4%，股息收益率=6.3%，估值低）。

图 3: 欧元区经济指标

(%)	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)	11.8	12.1	12.8	13.9	13.6	13.3	14.9	14.5	15.8	16.4	19.3	20.5	17.5	19.2
人均GDP(千美元)	34.5	35.2	37.2	40.1	39.2	38.2	43.0	41.4	45.1	46.9	-	-	49.6	54.3
名义GDP增速	3.5	2.7	3.8	3.3	3.4	(4.3)	8.6	8.8	6.4	3.9	3.5	3.3	3.6	3.2
实际GDP增速	2.1	1.8	2.6	1.8	1.6	(6.0)	6.3	3.5	0.6	0.9	1.0	1.1	1.2	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	1.8
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	6.7	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	3.3	3.4	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	2.90	3.00
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	3.70	3.80
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	1.18	1.21	1.16	1.18
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	3.1	(1.3)	4.1	-	-	5.5	4.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

日本

宏观经济

日本经济将逐步放缓。预计 GDP 增速从 1Q25 的 1.7% 降至 2Q25 的 1.2%、3Q25 的 0.6% 和 4Q25 的 0.4%，全年增速从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 0.9% 和 2026 年 0.7%。日本经济在 2H23 至 1Q24 经历衰退，2Q24 开始进入复苏，1Q25 再度放缓，GDP 环比增速降至 0，但因低基数效应，同比增速升至 1.7%。2Q25 经济延续走弱，工业生产与第三产业活动指数同比增速分别从 1Q25 的 2.5% 和 2.4% 降至 2Q25 的 0.7% 和 1.8%。尽管 2025 年春斗实现三十多年最高薪资涨幅，但因通胀反弹高企，不变价现金收入同比下降，不变价零售同比增速也转为负值。同时，特朗普关税削弱全球需求，日元升值降低日本产品竞争力，日本出口量增速显著下滑。入境游和企业投资是经济亮点，旅行服务贸易月均顺差从 2024 年 5000 亿日元左右升至 2025 年上半年 6000 亿日元左右，企业盈利良好、AI 热潮和绿色转型支撑企业投资意愿。展望下半年，经济增速将逐步放缓。首先，家庭不变价收入增速和消费者信心降至低位，国内消费可能依然疲弱。其次，特朗普关税和全球经济不确定性将降低出口和企业投资增速。最后，日元利率持续走高，信贷同比增速转为负值，可能降低房地产、汽车消费和企业投资增速。

日本通胀将显著回落。预计 CPI 增速从 1Q25 的 3.8% 和 2Q25 的 3.5% 降至 3Q 的 2.7% 和 4Q 的 2.1%，全年增速从 2024 年 2.7% 升至 2025 年 3%，2026 年降至 1.9%。2Q24 以来，日本通胀逐步反弹，CPI 增速从 1Q24 的 2.6% 升至 1Q25 的 3.8%，第一轮反弹主要驱动因素是能源，2024 年 5 月政府停止电力和天然气补贴，上调可再生能源税，推动能源价格上涨，第二轮反弹主要驱动因素是食品，2025 年上半年大米等食品价格大涨，推升通胀。展望下半年，通胀将显著回落。首先，关税冲击全球需求，OPEC+ 持续增产，能源价格明显下跌。其次，日元大幅升值，有助于降低商品进口成本和国内通胀。再次，需求走弱和制造业竞争加剧将降低工业通胀。最后，基数上升将有效降低同比增速。核心通胀下降相对更加迟缓，因为入境游持续强劲支撑住宿、餐饮、旅游、零售等服务业价格和工资持续上涨，令服务通胀降幅小于工业通胀。

日本核心城市房市保持强势。1H25 东京首都圈房市延续强劲表现，二手公寓成交量同比增长 20% 左右，单价同比上涨 5%。三大因素支撑房市：一是人口持续向东京等大城市集中，留学生、外籍工作者和游客，为市场带来坚实的刚性需求；二是持续再通胀，实际利率严重为负，房地产作为抗通胀实物资产受到青睐；三是日本房产被亚洲资金视为应对地缘风险的避风港，吸引避险资金和外国资金流入；四是人口老龄化、劳工短缺和建材成本高企限制新房开发速度，导致新公寓供应增长缓慢。预计下半年房市依然偏强，但销量和价格涨幅可能回落，因日元国债收益率持续上升已传导至抵押贷款利率，而通胀显著回落也将推升实际利率。

宏观政策

日本财政政策聚焦提振工资与企业投资以构建增长型经济，但政府债务率居高限制财政扩张空间。石破茂内阁 6 月下旬确定“经济财政运营和改革基本方针”（即“骨太の方針 2025”）。政策重点包括：一是促进实际工资上涨，将扣除通胀后实际工资增长 1% 作为目标，将全国最低时薪提升至 1500 日元，通过税收优惠和补贴等方式重点支持中小企业提高薪资水平。二是扩大战略投资，计划 2030 年之前政府与私营部门合作投资 10 万亿日元（相当于 2024 年名义 GDP 的 1.6%）用于支持人工智能、半导体、量子计算和绿色转型等。三是保持财政政策灵活性，将实现基础财政盈余（Primary Balance）的目标年度从 2025 财年推迟，显示在经济下行风险上升后财政政策倾向于支持增长而非立即紧缩。预计

财政赤字率可能从 2024 年 2.2% 升至 2025 年 3.5%。尽管财政政策雄心勃勃，但其扩张空间严重受限，日本政府债务占 GDP 比已超过 250%，在发达国家中最高。随着日本央行逐步退出超级宽松政策，国债收益率已升至十多年来高点，这将显著增加政府偿债负担，并增加债市波动风险，限制未来大规模举债能力。

日本央行近期将保持利率不变，远期可能重启加息。日本央行在 7 月会议上保持政策利率在 0.5% 不变，因为需要更多时间评估“春斗”薪资上涨对通胀的传导效应和关税冲击下全球经济放缓对日本经济的潜在影响。预计 1Q26 日本经济增速逐步企稳，通胀下降空间逐步收窄，日本央行可能重启加息，全年加息两次。日本央行将更加平缓推进 QT，以避免国债市场波动，QT 是货币政策正常化的关键一步，将小幅推升长期国债收益率。日本央行降息可能性较小，因为目前利率仍显著低于中性利率，实际利率仍严重为负，劳工短缺支撑工资上涨，房价涨幅与实体通胀依然较高。

金融市场

日本货币市场利率在平缓加息周期中温和上升。货币市场利率目前仍在低位，未来可能进一步缓慢上升。3 个月和 6 个月 Tibor 分别从 2024 年末 0.62% 和 0.63% 升至 2025 年 7 月末 0.77% 和 0.85%，包含未来 6 个月加息一次的预期，预计年末可能分别升至 0.87% 和 1%。

日本国债收益率可能小幅上升。2 年和 10 年国债收益率分别从 2024 年末 0.6% 和 1.1% 升至 2025 年 7 月末 0.83% 和 1.57%，预计年末可能分别升至 0.95% 和 1.7%。尽管通胀可能回落，但入境游强劲与劳工短缺将支撑再通胀预期，核心通胀可能仍超过 2%，中长期国债收益率很难下降。财政赤字扩大意味着国债新增供应上升，央行持续 QT 和市场对长债偏好下降意味着国债需求减少，国债收益率可能进一步小幅上升。

日元汇率对美元可能先贬后升。预计美元/日元汇率从 7 月 149.5 升至 3Q 末 153，再降至年末 147。3Q 日本通胀可能显著回落，日本央行继续暂停加息，美国通胀可能反弹，美联储继续暂停降息，美日利差依然居高，美国与主要贸易伙伴达成协议降低避险情绪，美元可能偏强。4Q 日本通胀小幅下降，美国通胀可能重回下降趋势，美联储可能重启降息，美日利差可能收窄，美元可能偏弱。日本资金从美国市场回流趋势逐渐缓和，对日元的提振显著减弱。

日经 225 指数未来 5 个月可能上涨 2% 左右。2025 年前 7 个月，日经 225 指数累计上涨 3% 左右，MSCI 日本指数累计上涨 9.2%（包含日元对美元升值收益 4.2%）。日本资金从美国回流提振日元汇率和日股表现，MSCI 日本指数 PE 从 2024 年末 15.9 倍升至 2025 年 7 月末 16.3 倍，2025 年动态 PE 为 17.2 倍，接近过去 10 年均值。2025 年预测 ROE 为 9.6%，估值盈利性价比不高。上半年日元升值和下半年关税带来降价可能对日本企业盈利产生负面影响，预计日经 225 指数 2025-2026 年 EPS 年均复合增速为 3.3%，高于 2020-2024 年的 -0.5%，但低于 2016-2019 年的 7.4%。相对看好金融（收益率曲线陡峭化和加息周期带来利好）、公用事业（估值合理，AI 用电需求增加，能源成本下降，盈利稳定，具有防御性）、房地产（估值/盈利能力性价比显著高于其他市场）和部分零售（入境游需求强劲）。

图 4: 日本经济指标

(%)	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)	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	2.6	3.9	2.6
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	0.7	0.9	0.7
CPI增速	0.8	(0.1)	0.5	1.0	0.5	(0.0)	(0.3)	2.5	3.3	2.7	2.9	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	2.8	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	3.4	3.2	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	1.71	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	135.00	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

经济将逐步放缓。预计 GDP 增速从第二季度 5.2% 降至第三季度 4.8% 和第四季度 4.6%，全年 4.9%。因出口好于预期和以旧换新补贴提振耐用品零售，上半年中国经济增速明显超过目标。7 月经济依然稳健，高频经济活动指数 1.13 与 6 月基本持平。进出口活动回升，7 月前三周港口货物和集装箱吞吐量同比增速分别从 6 月的 0.7% 和 3.1% 升至 10.1% 和 3.9%。但海运价格环比下跌，其中美西与美东环线环比大跌，显示关税休战后海运需求冲高回落。7 月铁路货运与航班班次同比增速分别从 6 月 1.7% 和 3% 升至 3.9% 和 3.3%，快递揽收量同比增长 15%，但货车通行量和货运航班班次小幅回落。未来经济可能逐步放缓。房地产复苏势头已经减缓，销售面积增速大幅下降，作为先行指标预示耐用品零售增速可能下行。乘用车销量同比增速从 6 月 15.8% 降至 7 月前三周 10%，显示补贴政策刺激效应边际递减，第四季度耐用品零售面临高基数、需求透支和房地产转弱等多重压力，社会零售额增速可能明显放缓。上半年“抢出口”提前透支外贸订单，下半年中国出口增速将明显下降。

房地产仍在筑底。由于贸易冲突对信心影响和政策刺激效应边际递减，第二季度以来住房销量复苏势头明显减弱，30 大城市新房和 11 个代表性城市二手房销量相比 2019 年同期复苏率分别从第一季度 53% 和 140.5% 降至第二季度 46.7% 和 97.7%。进入 7 月，新房和二手房销量跌幅显著扩大，同比增速分别从 6 月 -10.3% 和 -3.4% 降至 -21.3% 和 -8.2%。房价继续下行，6 月 70 城新房与二手房房价环比跌幅扩大，7 月二手房挂牌价下行。下半年住房销量增速可能进一步下行，第四季度政策可能进一步宽松，住房销量复苏势头可能再度改善。一线城市由于其人口虹吸效应和更强的经济基本面，其库存比正在向合理水平回归，房价有望在未来 2-3 个季度率先企稳。其他城市住房市场供大于求压力相对更大，房价企稳时间可能更晚。

反内卷政策预期令工业通缩小幅改善。决策层持续释放“反内卷”信号后，光伏、螺纹钢和国产碳酸锂等原材料价格 7 月环比分别大涨 18.9%，6.8% 和 15%，南华工业品指数环比涨幅从 6 月 4.2% 扩大至 7 月 6.3%，制造业通缩小幅改善。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%。CPI 方面，猪肉价格环比增速近 1 年来首次转正，但其他农产品价格仍然低迷，能源价格回落。核心 CPI 增速延续缓慢回升，显示服务消费渐进改善。第三季度 CPI 跌幅可能扩大至 0.2%，第四季度 CPI 增速将明显回升，全年达到 0.2% 与 2024 年持平。

宏观政策

7 月政治局会议释放经济再平衡政策信号。预计下半年重点将是提振居民消费和治理内卷式竞争。尽管会议没有提供具体政策细节，但政策的逻辑和方向已经清晰。能否摆脱通缩将成为评估经济再平衡成效的关键指标。我们预计中国将通过延长耐用品消费补贴、促进服务消费、加强社会保障、增加转移支付和扩大消费信贷供应等措施来提振消费。中国可能通过消除地方保护主义、整治重点行业产能过剩和规范地方政府招商引资等减少内卷式竞争。一些行业的通缩前景可能逐渐改善。政策窗口期可能要到 2025 年第四季度。届时耐用品零售额将因同比高基数和政策刺激效应减弱而大幅放缓。同时，中国可能与美国达成初步贸易协议，有更强动力来推进经济再平衡。人民币汇率和中国股市可能在 2025 年第四季度获得进一步上行动力。

货币政策将适度宽松。预计第四季度将降准 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。

财政政策将适时扩大力度。上半年经济好于预期，原定财政预算尚未用完（一般公共预算收入完成全年预算 52.6%，一般公共预算支出完成全年预算 47.6%，政府累计净融资完成全年预算 55.3%），第三季度财政政策重点是加快原定预算支出进度，不会追加新的预算。市场关注的雅江水电站项目计划总投资 1.2 万亿，建设周期 10-20 年，预计每年对 GDP 增速贡献不到 0.1 个百分点。对 3 岁以下儿童每人每年 3600 元补贴计划总支出 1000 亿左右，占社会零售额约 0.2%，对消费拉动非常有限。第四季度，随着社会零售额增速大幅放缓，中国可能考虑出台新的政策提振消费，财政政策将扩大力度。

金融市场

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保持在 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 7 月 1.7%，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。

中国国债收益率可能先降后升。预计年末 10 年国债收益率在 1.7% 左右。第三季度，中国房地产复苏势头减弱，通缩加剧，财政政策不会加力，10 年国债收益率可能小幅下降。第四季度，财政政策将扩大力度，反内卷政策可能加快落地，通缩改善，10 年国债收益率可能小幅回升。

人民币可能小幅升值。预计美元/人民币汇率可能从 7 月末 7.18 降至年末 7.1 左右。8-9 月人民币对美元可能小幅走弱，因为美国通胀反弹，中国通缩加剧，美中利差可能扩大。第四季度，人民币对美元可能小幅反弹，因为美国通胀回落，就业走弱，美联储两次降息，而中国通缩改善，扩大财政刺激和消费提振力度。

中国股市可能先震荡再上扬。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 5%。港股市场，看好工业（动态 PE=10 倍，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 倍，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 倍，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 倍，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 倍，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 倍，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 倍，ROE=15.3%，估值低，受益于经济再平衡）、工业（动态 PE=15.5 倍，ROE=9.1%，龙头公司受益于去产能政策）与材料（动态 PE=13.9 倍，ROE=10.2%，龙头公司受益于去产能政策）。

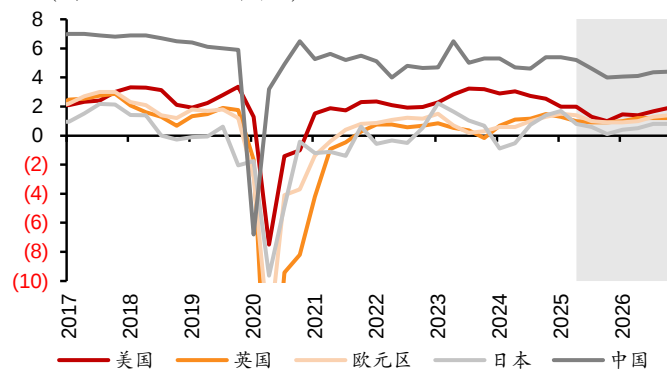
图 5: 中国经济指标

(%)	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	19.4	20.7	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	4.1	4.7	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	4.7	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)	(2.5)	(0.6)	(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	2.80	2.60	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	1.53	1.56	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	7.15	7.09	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	-	-	8.0	7.5
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)	-	-	(7.0)	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

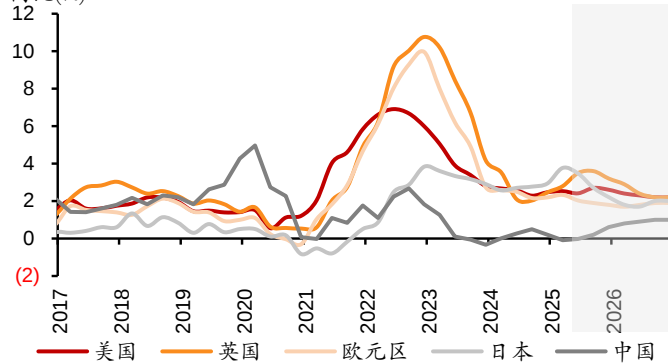
同比(%，2021/2022为2/3年平均)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 7: 主要经济体 CPI 增速

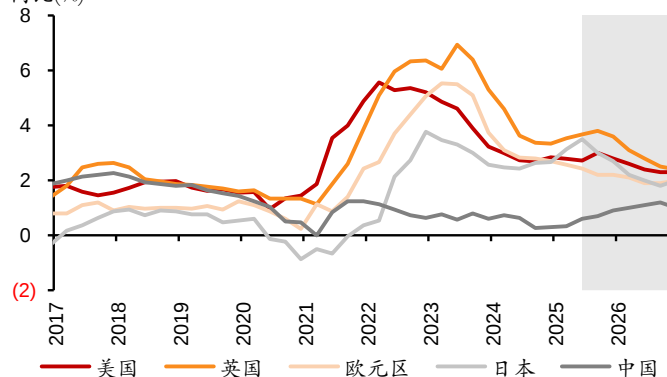
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 8: 主要经济体核心 CPI 增速

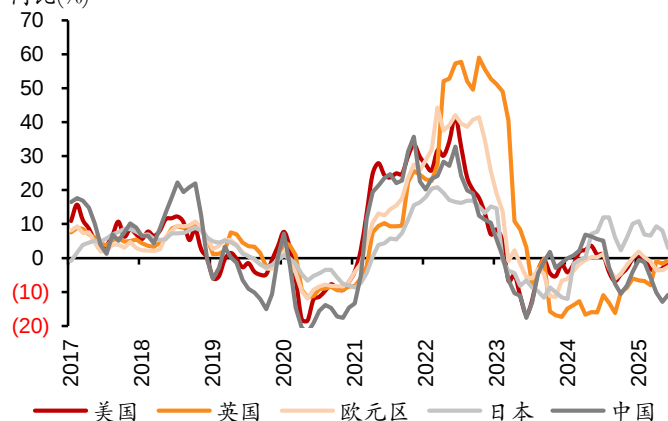
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 9: 主要经济体能源 CPI 增速

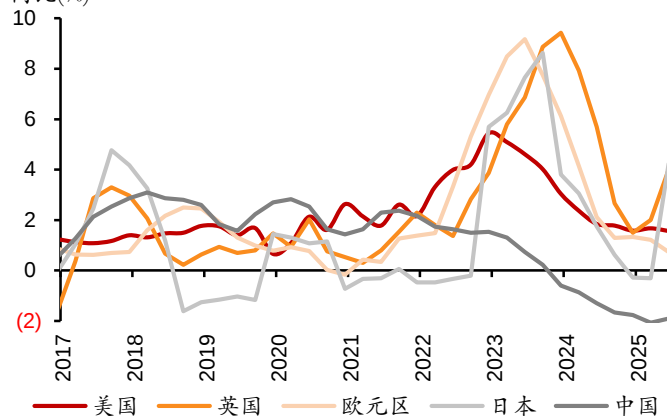
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 10: 主要经济体酒精饮料 CPI 增速

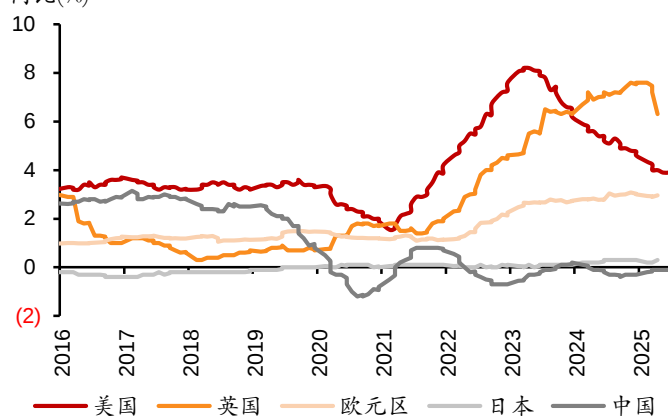
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

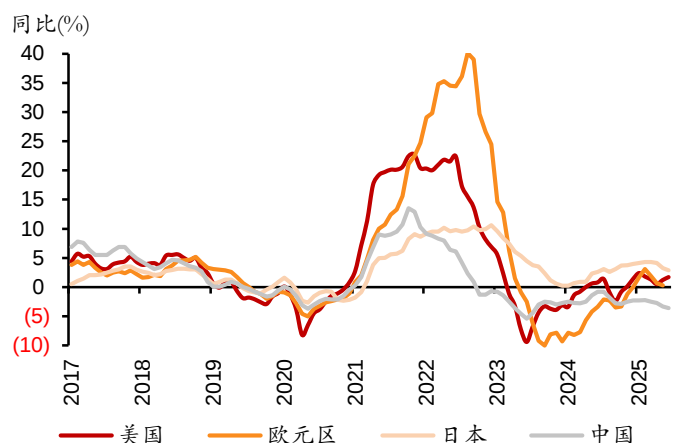
图 11: 主要经济体房租 CPI 增速

同比(%)



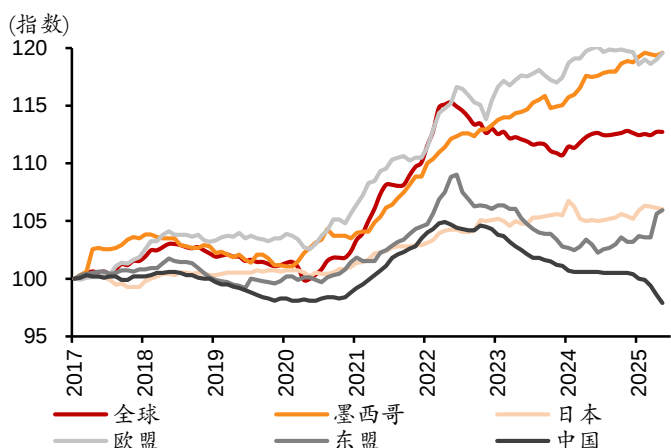
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体 PPI 增速



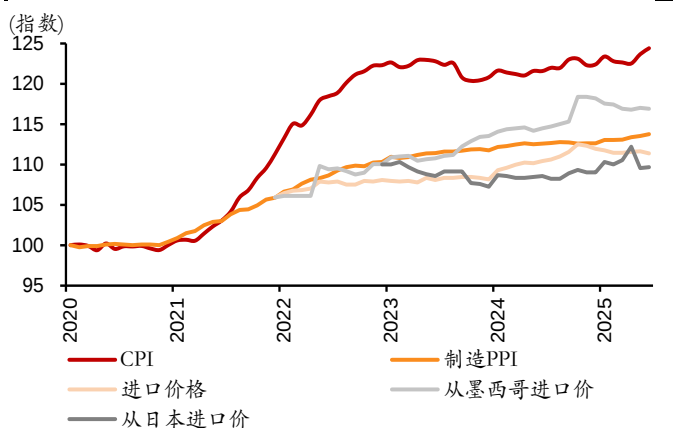
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 美国分来源地进口商品价格指数



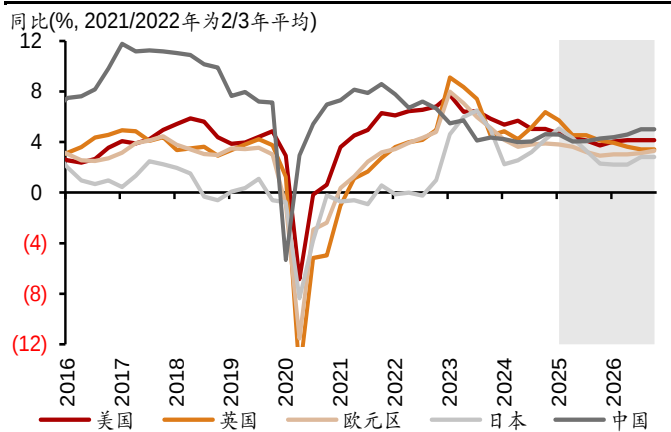
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 美国汽车零部件价格指数



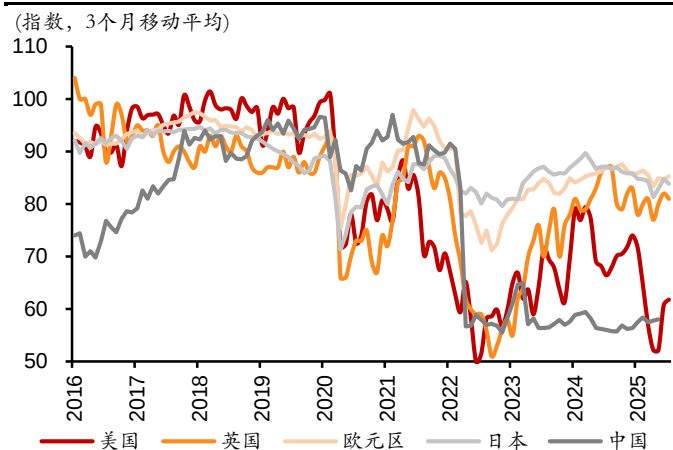
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 主要经济体名义 GDP 增速



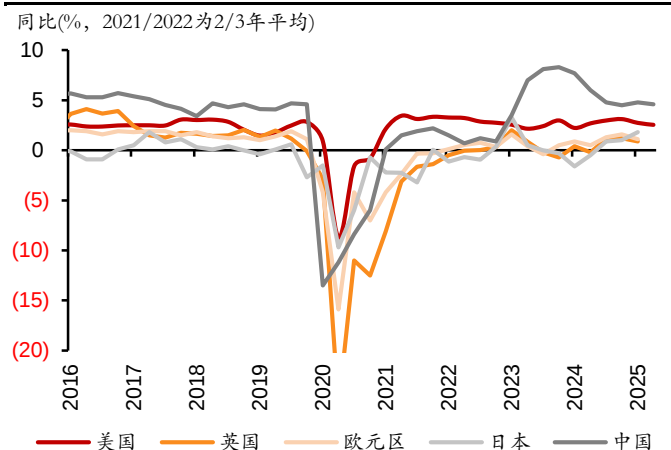
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 16: 主要经济体消费者信心指数



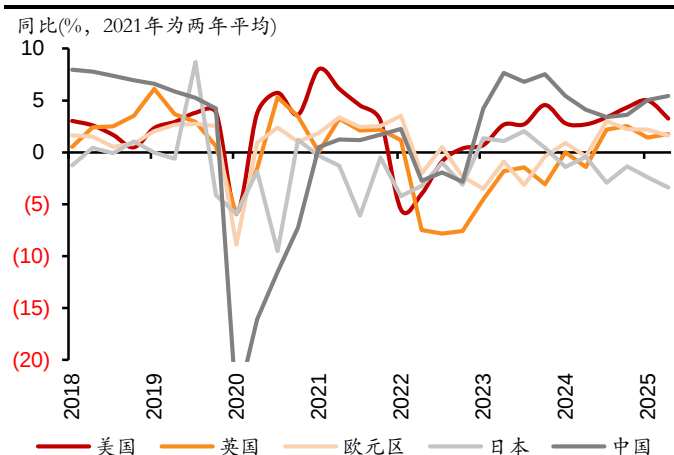
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 主要经济体不变价消费增速



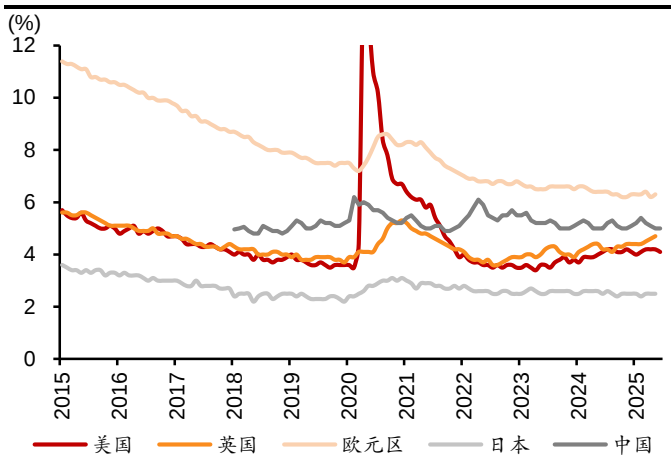
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 主要经济体实际零售增速



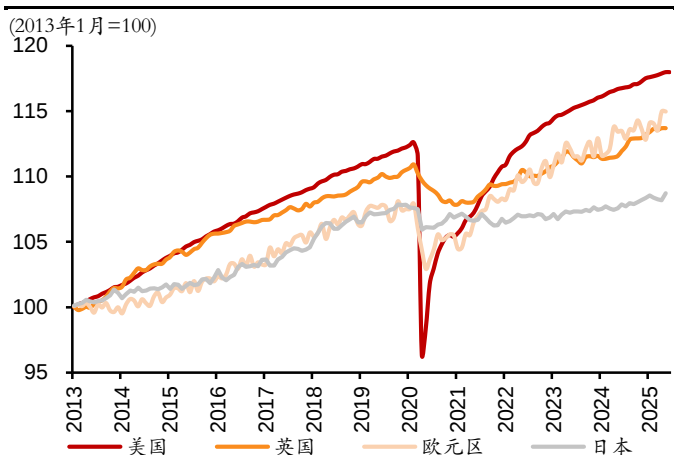
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 主要经济体失业率



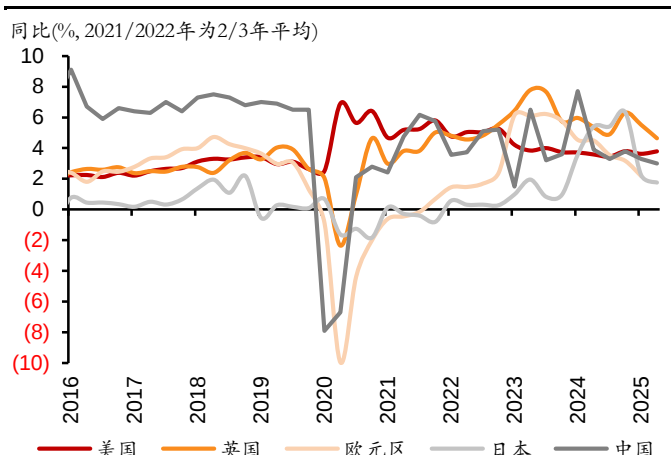
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 主要经济体总就业人数



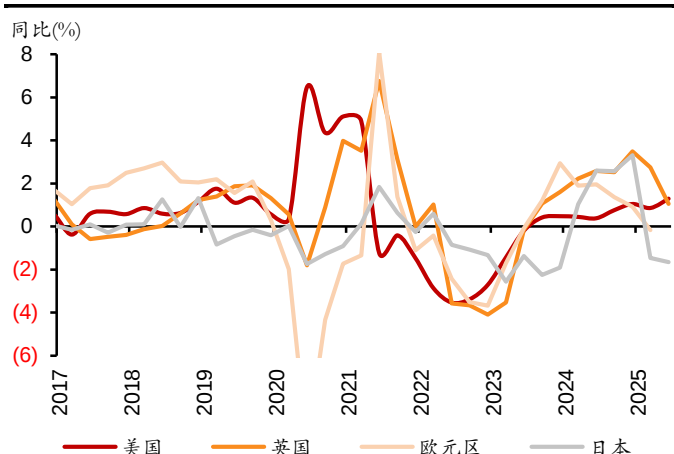
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 主要经济体工资增速



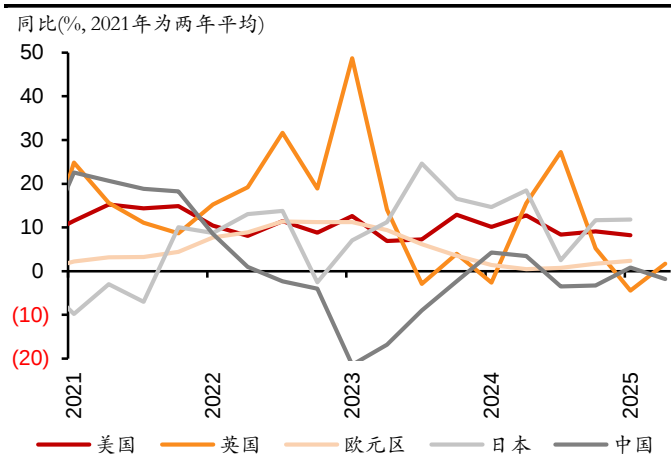
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 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 23: 主要经济体企业利润增速



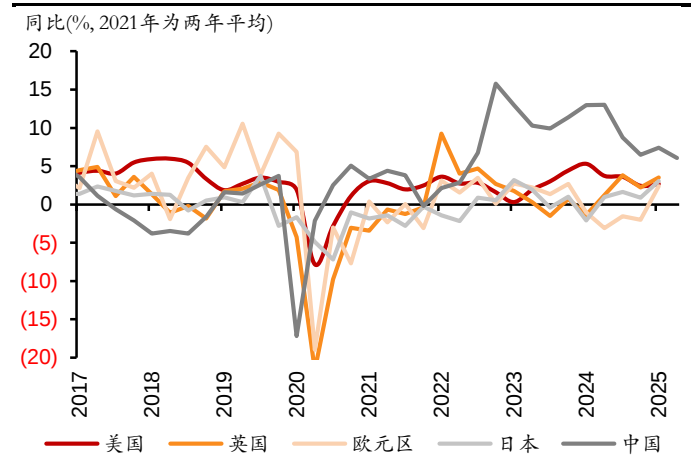
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 全球主要股指盈利增速彭博一致预期

年均复合增速(%)	2012-2016	2016-2019	2020-2024	2025预测	2026预测	2025-2026预测
标普500	3.9	8.1	7.7	11.4	12.4	11.9
纳斯达克综指	7.3	9.6	8.3	22.6	17.9	20.2
英国富时100	(6.3)	6.5	7.4	(5.2)	9.8	2.0
德国DAX	7.0	2.3	12.0	7.1	16.2	11.6
法国CAC	(2.9)	3.6	12.7	(6.2)	12.0	2.5
日经225	9.8	7.4	(0.5)	(2.7)	9.8	3.3
恒生指数		4.4	(2.6)	3.4	8.2	5.7
恒生综指		2.7	(5.9)	7.8	9.7	8.7
沪深300	3.0	7.1	(2.2)	14.7	11.5	13.0
创业板指数	15.3	(4.7)	19.0	34.2	20.7	27.2
加拿大TSX	(2.6)	8.3	7.5	9.4	11.4	10.4
澳大利亚标普200	(1.6)	2.4	6.4	0.8	6.4	3.6
印度股指	9.0	7.7	14.2	7.5	10.9	9.2
巴西股指	(8.2)	17.7	19.5	12.3	11.2	11.7
印尼股指	(1.5)	10.9	4.5	41.6	14.5	27.3
韩国综指	(2.6)	(2.8)	2.6	33.3	15.8	24.2
台湾加权指数	4.7	(0.5)	8.6	21.5	14.5	18.0
南非40指数	0.4	5.9	18.7	35.6	17.0	25.9

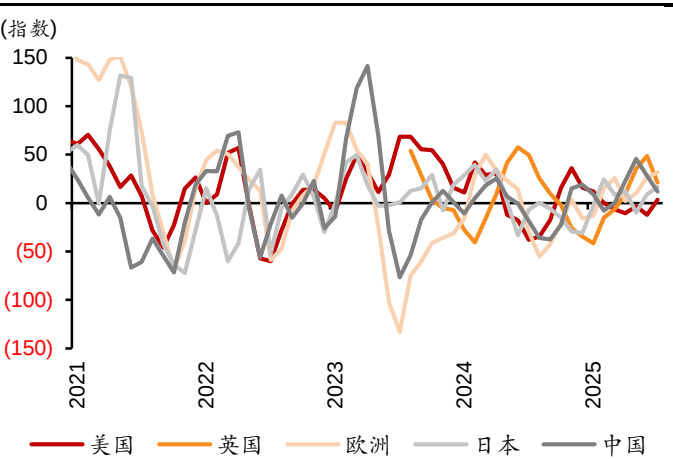
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 主要经济体不变价投资增速



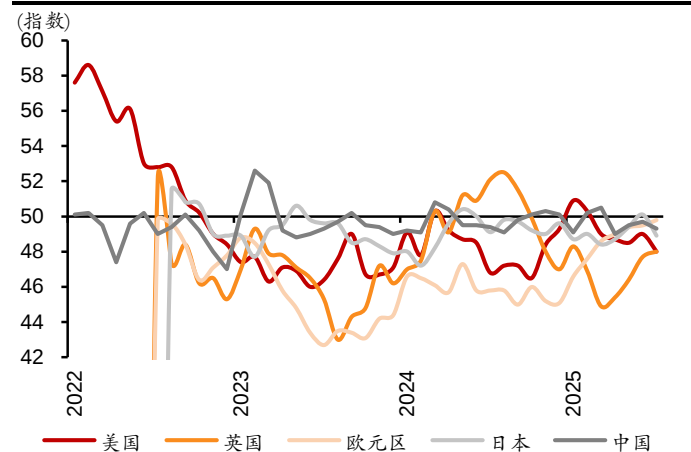
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 主要经济体经济意外指数



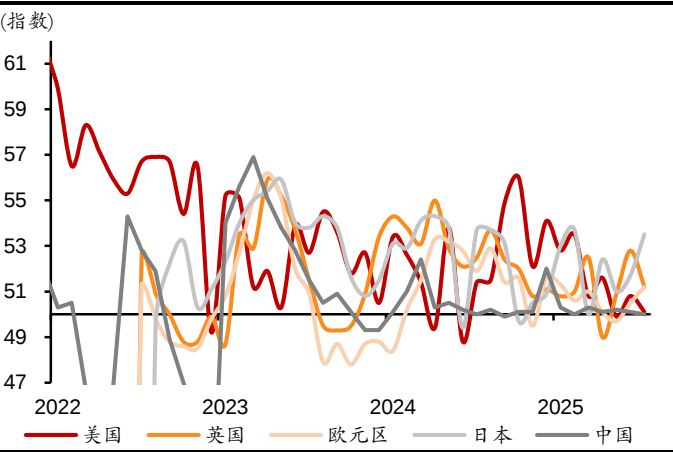
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 27: 主要经济体制制造业 PMI 指数



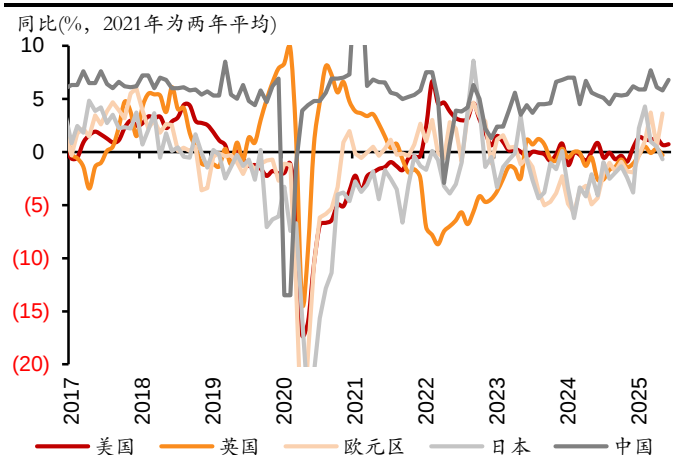
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 主要经济体服务业 PMI 指数



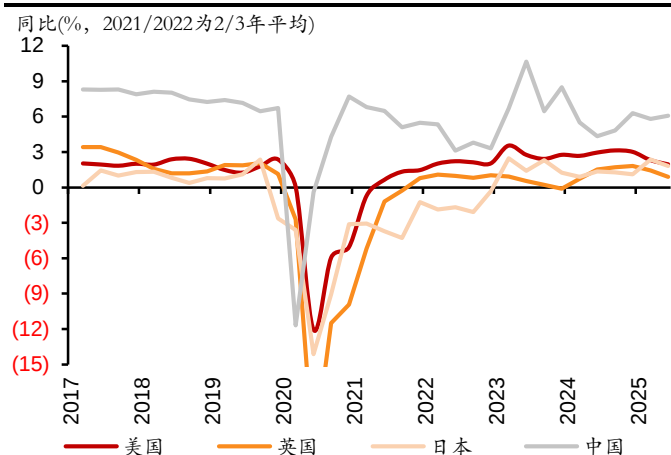
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 29: 主要经济体工业产出指数



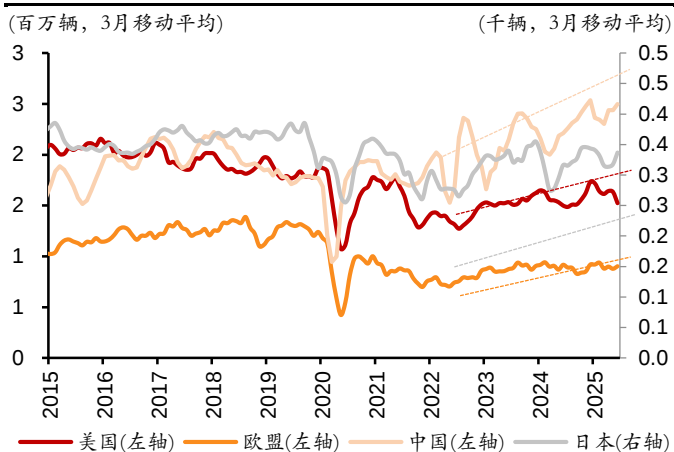
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 30: 主要经济体服务业产出指数



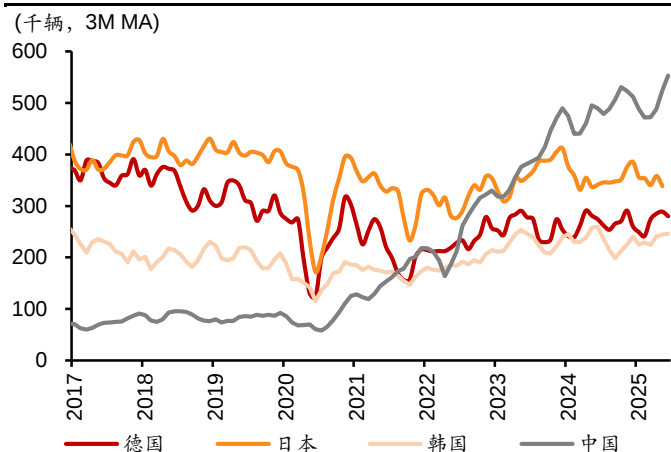
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 31: 主要经济体汽车销量



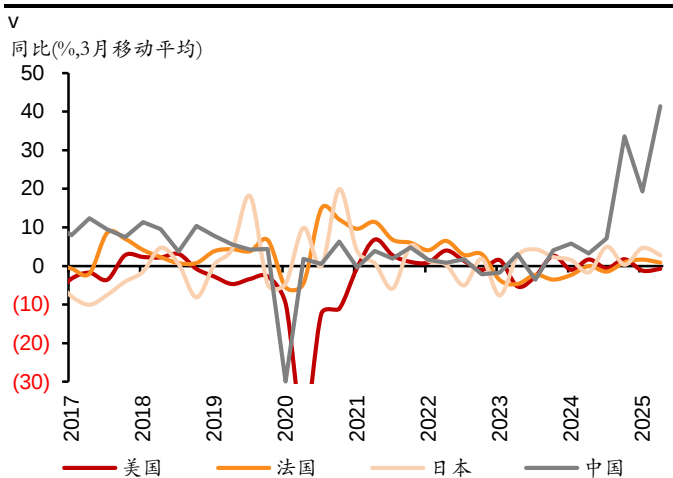
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 32: 主要经济体汽车出口



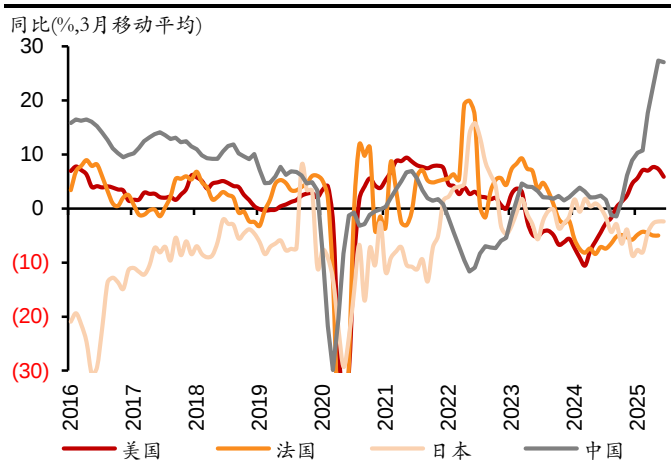
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 33: 主要经济体家电零售额增速



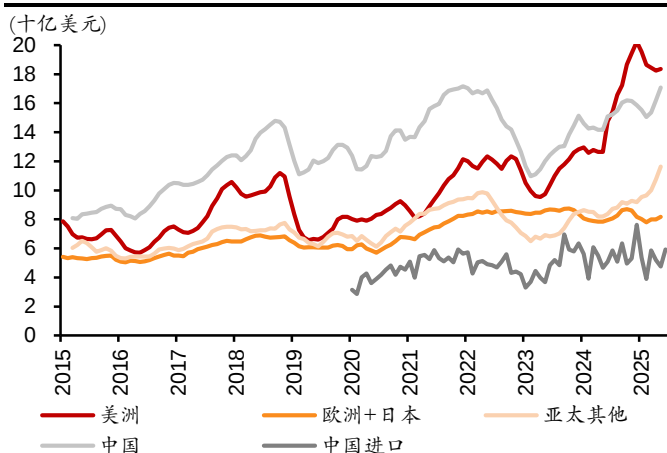
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 34: 主要经济体家具零售额增速



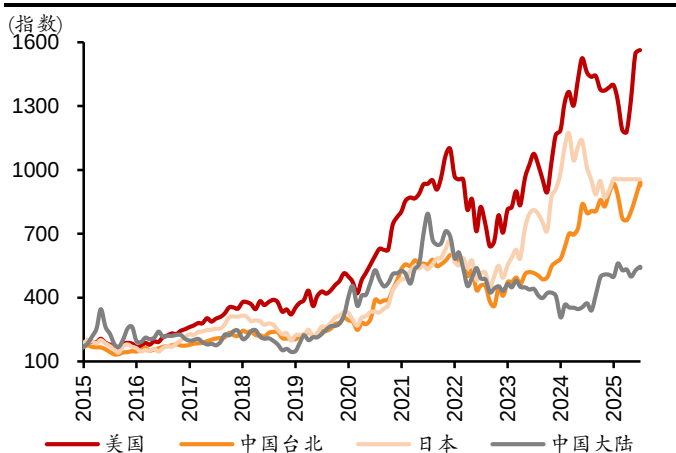
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 35: 主要经济体半导体零售额



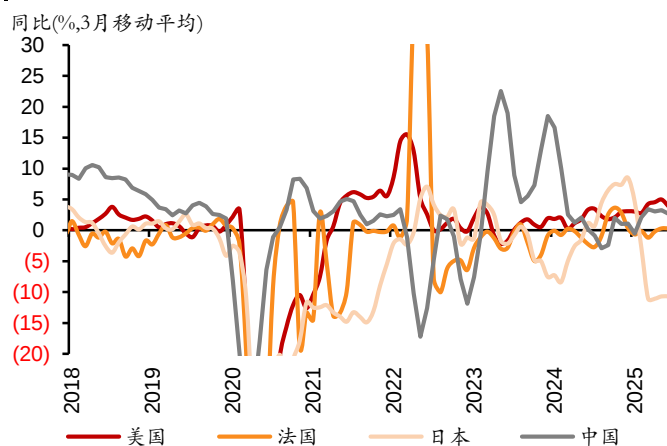
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 36: 半导体板块股价



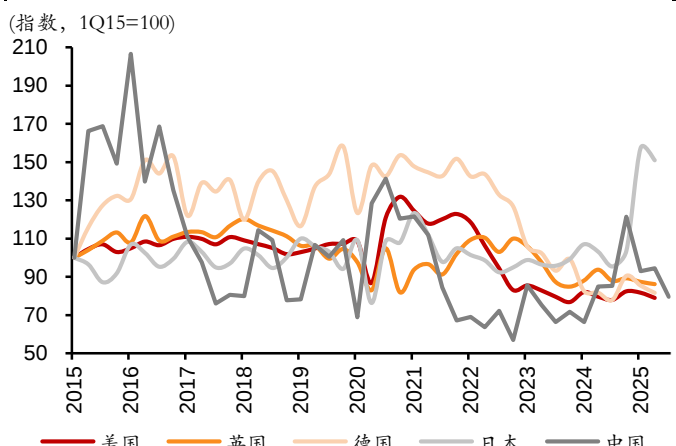
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 37: 主要经济体服装零售额增速



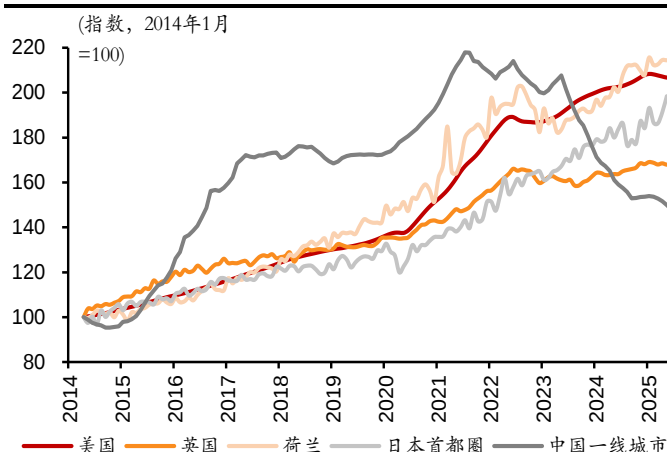
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 38: 主要经济体住房销量



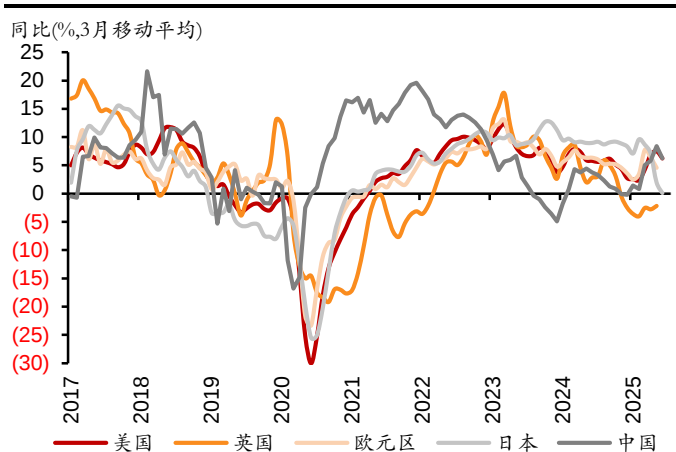
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 主要经济体房价



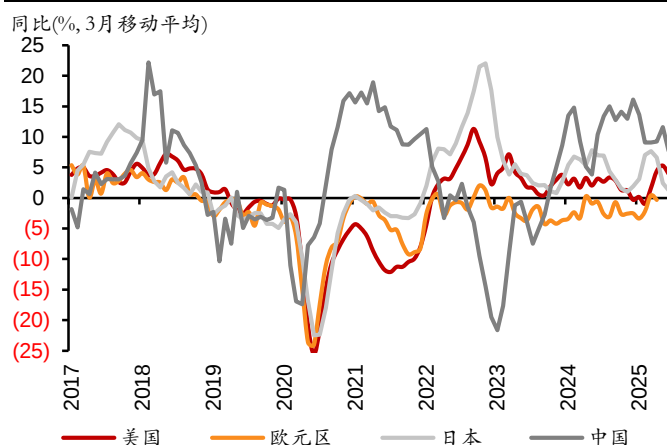
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 主要经济体商品出口额增速



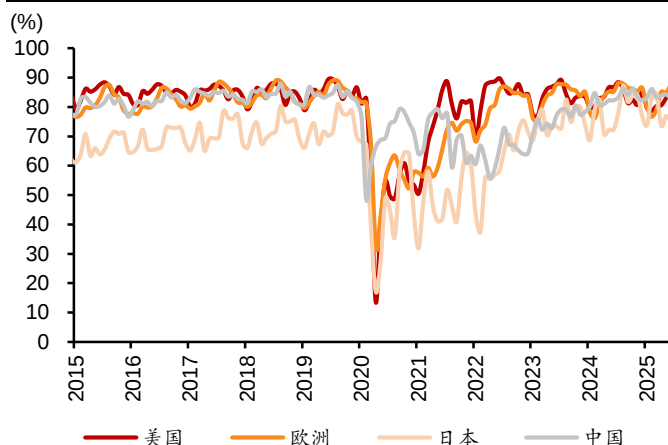
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 41: 主要经济体商品出口数量增速



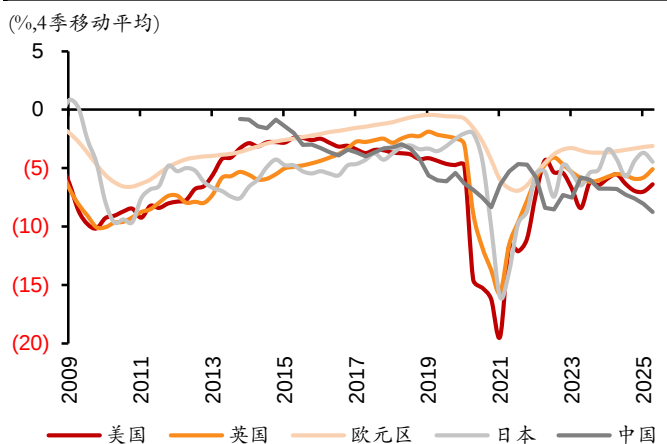
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 42: 航空客座率



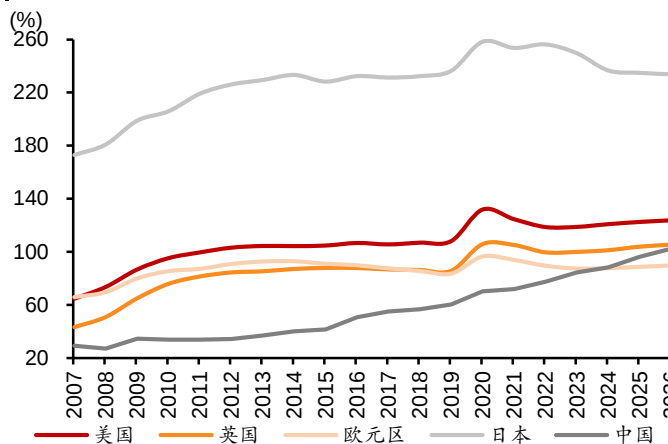
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 主要经济体财政赤字率



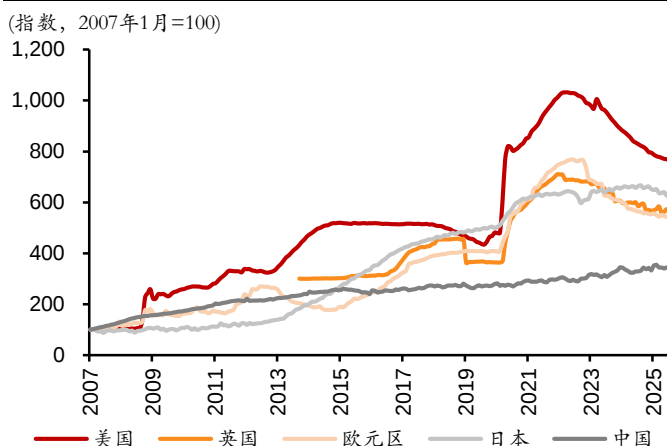
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 主要经济体政府债务率



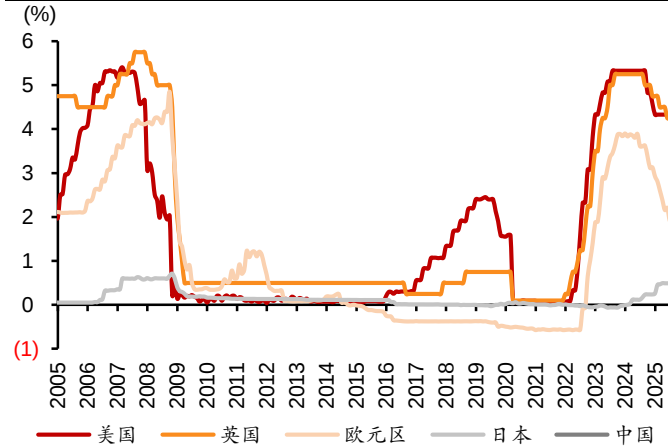
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 主要经济体央行总资产



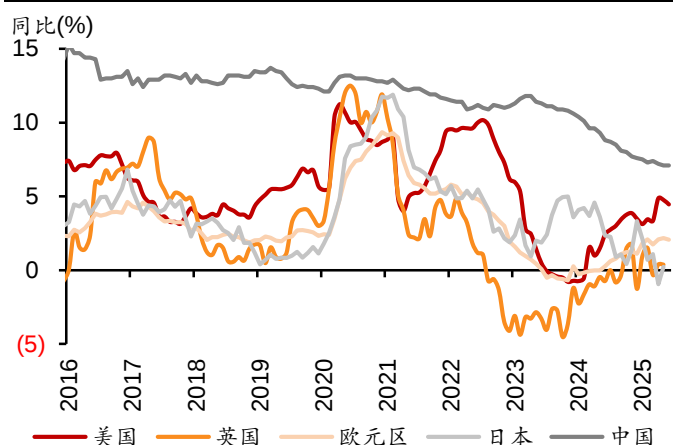
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 主要经济体政策利率(货币市场短期利率)



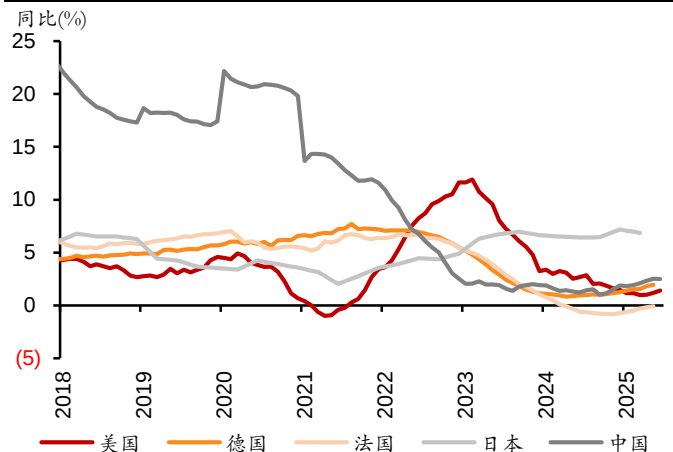
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 主要经济体信贷增速



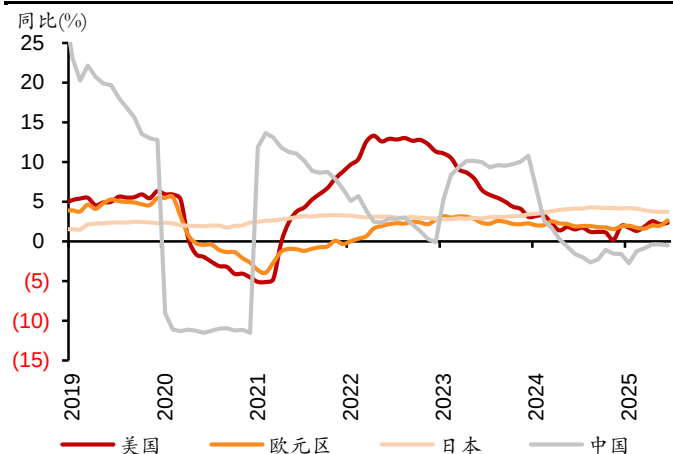
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 48: 主要经济体房贷增速



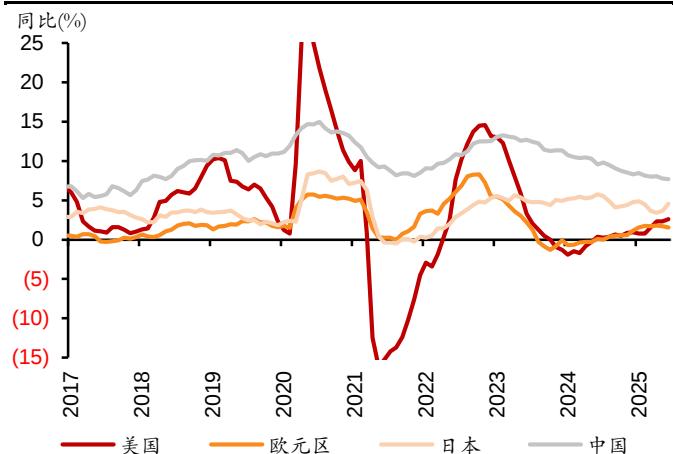
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 主要经济体消费信贷增速



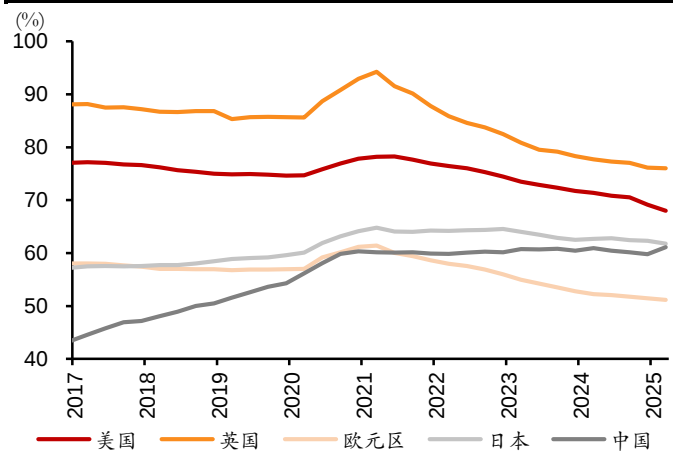
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 50: 主要经济体企业贷款增速



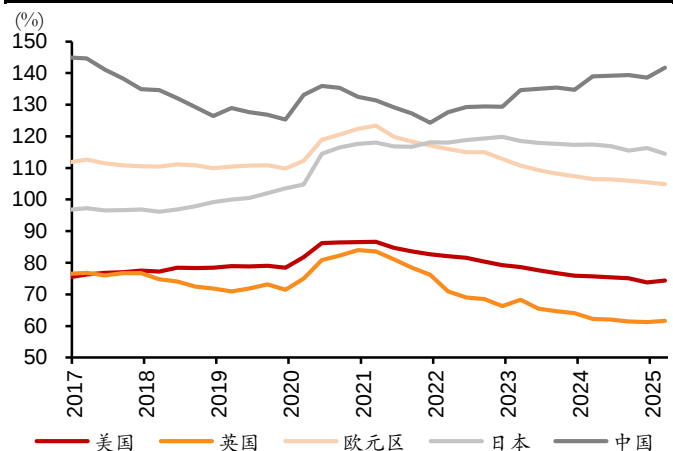
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 51: 主要经济体家庭债务率



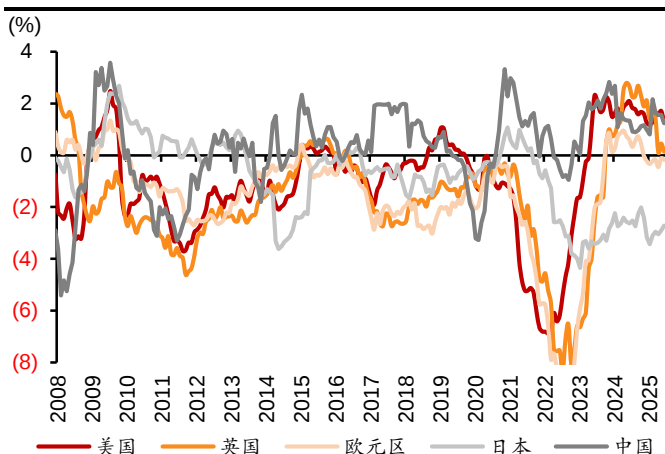
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 52: 主要经济体企业债务率



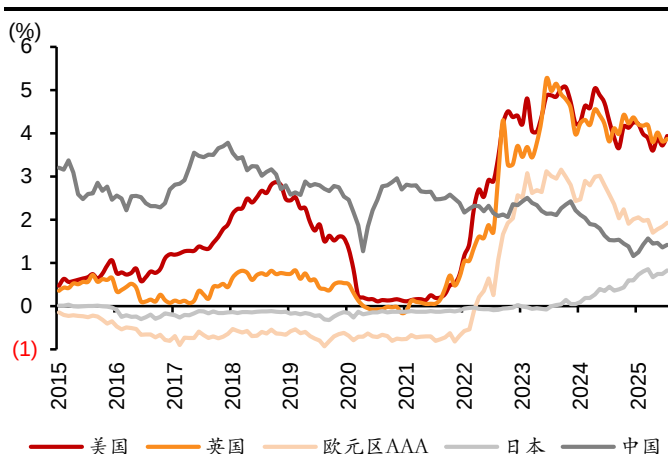
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 53: 主要经济体实际利率 (3 月期利率-CPI 增速)



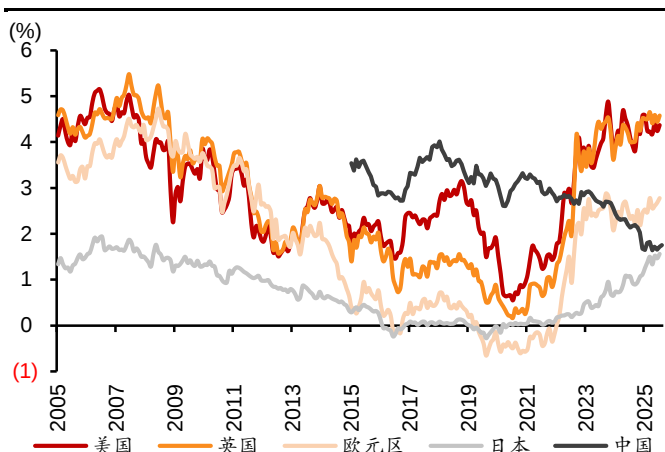
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体 2 年期国债收益率



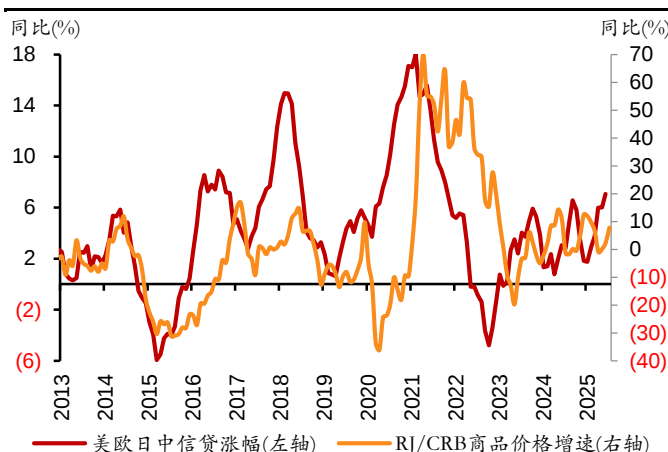
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 55: 主要经济体 10 年期国债收益率



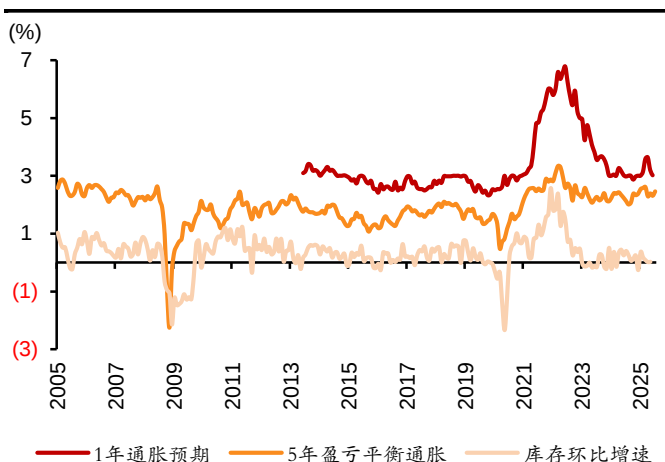
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 56: 四大经济体信贷增速与大宗商品涨幅



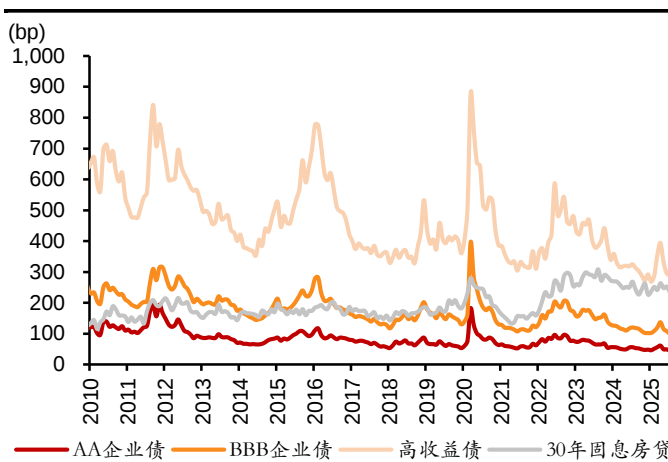
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 57: 美国通胀预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

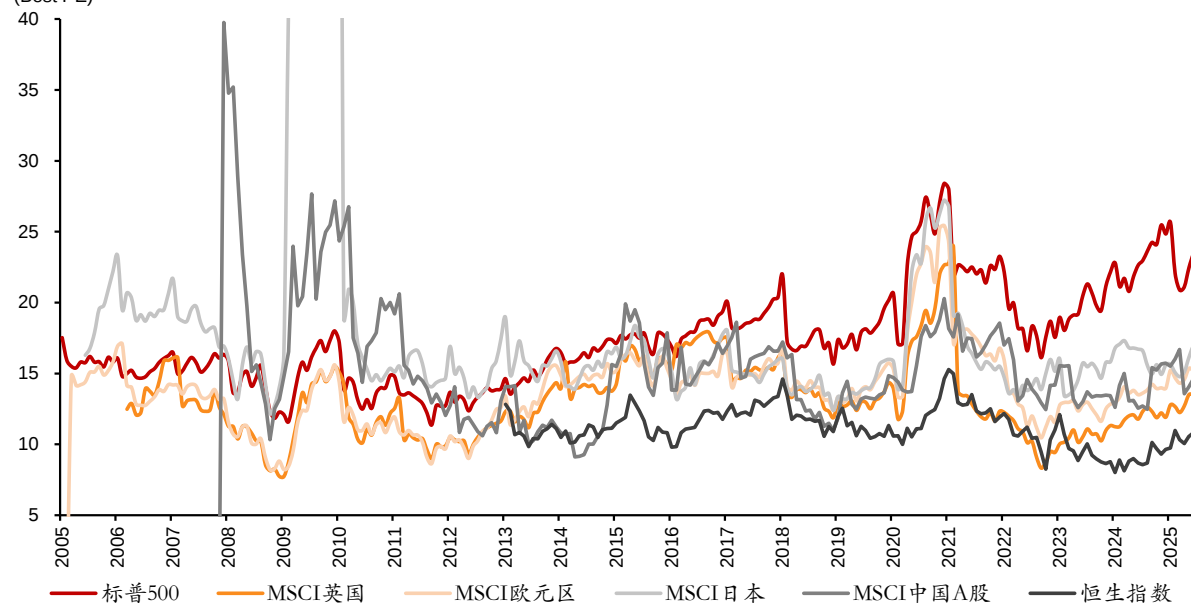
图 58: 美国企业债与房贷相比 10 年国债利差



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 59: 主要股指彭博 P/E 一致预期

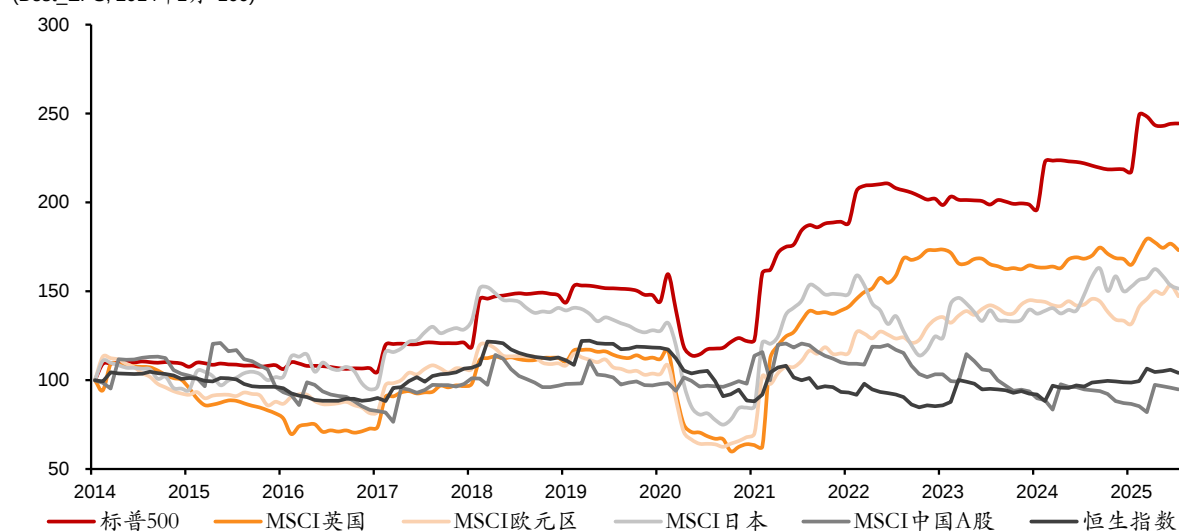
(Best PE)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 60: 主要股指彭博 EPS 一致预期

(Best_EPS, 2014年1月=100)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 61: 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 (%)	最新动态 PE(倍)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	最新 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 (%)	最新动态 PE(倍)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	最新 ROE(%)
标普500	11.1	20.5	7.1	15.4	24.1	11.6	18.4	MSCI日本指数 (美元计价)	4.2	17.2	7.7	8.5	17.0	3.2	9.6
可选消费	12.3	27.8	7.9	26.3	28.0	8.3	30.0	可选消费	3.5	16.5	7.7	9.4	18.8	(4.5)	9.8
日常消费	5.5	21.4	4.6	24.4	22.1	3.5	23.7	日常消费	1.1	26.6	3.4	8.9	22.2	14.1	6.4
医疗保健	7.3	17.9	7.3	17.1	17.6	13.4	17.8	医疗保健	4.6	24.6	10.4	8.6	18.3	16.4	8.4
工业	8.7	22.4	5.2	20.0	26.7	11.1	24.3	工业	5.0	20.3	8.1	9.1	17.6	4.9	11.2
信息技术	20.9	25.3	12.6	27.7	34.2	21.4	30.4	信息技术	7.9	23.7	8.5	9.6	23.7	13.1	10.6
材料	5.7	19.6	4.3	11.8	22.1	7.6	9.3	材料	1.0	14.3	6.1	7.8	14.0	6.3	6.9
房地产	3.1	21.0	3.3	9.3	40.0	3.8	5.9	房地产	(2.8)	16.0	6.8	8.2	13.7	9.9	9.5
通讯服务	8.4	18.6	3.4	15.9	18.9	15.0	23.3	通讯服务	6.3	34.2	9.6	12.4	18.0	(18.8)	10.3
公用事业	4.8	18.8	4.3	8.6	19.5	8.3	11.1	公用事业	(1.1)	10.7	15.2	7.0	7.6	(3.2)	8.9
金融	9.2	15.0	6.2	10.7	17.8	9.6	13.5	金融	5.4	11.1	9.0	6.5	12.4	6.0	9.1
能源	1.1	35.9	0.5	6.0	17.2	(1.9)	12.2	能源	2.8	9.9	11.5	4.3	14.9	(2.6)	8.0
MSCI美国指数 (美元计价)	(0.3)	13.9	3.8	9.4	14.1	2.2	9.9	沪深300指数	1.1	15.1	0.9	12.2	14.9	13.0	10.0
可选消费	1.7	17.9	0.1	14.6	20.3	12.1	10.4	可选消费	3.8	19.4	3.8	15.2	19.2	14.8	14.5
日常消费	1.1	16.5	3.0	17.8	14.3	3.3	16.8	日常消费	13.8	31.7	14.3	20.8	17.2	12.2	24.8
医疗保健	3.4	16.4	4.9	23.3	14.3	9.2	16.6	医疗保健	2.7	36.7	3.4	14.5	26.8	15.5	12.4
工业	6.8	22.4	2.0	15.8	26.9	10.7	24.9	工业	(2.1)	19.5	(1.2)	10.3	16.8	22.5	8.0
信息技术	7.7	30.4	8.1	15.8	30.7	11.0	23.9	信息技术	4.2	45.4	2.1	10.5	34.0	40.8	8.2
材料	4.0	12.1	4.0	12.4	15.7	(7.0)	9.6	材料	0.9	42.8	10.0	10.6	15.8	28.2	10.2
房地产	(4.5)	21.6	(1.9)	1.7	14.7	6.5	4.6	房地产	(7.6)	10.4	NA	13.6	NA	NA	(9.6)
通讯服务	(7.2)	14.2	1.5	3.2	15.0	(0.8)	(2.0)	通讯服务	2.2	35.7	4.7	7.5	23.0	13.7	10.7
公用事业	(0.8)	15.5	(0.8)	17.0	14.0	16.0	9.1	公用事业	2.1	17.7	1.4	10.7	16.5	3.9	12.2
金融	1.7	10.1	4.1	7.3	10.1	8.0	10.8	金融	(0.5)	8.6	2.3	12.3	8.9	6.0	9.0
能源	1.3	21.2	1.3	5.0	12.2	(15.8)	5.2	能源	0.9	17.9	4.6	9.4	12.1	(1.9)	11.5
MSCI欧元区指 数(美元计价)	2.9	15.4	4.0	9.5	15.8	9.8	10.5	恒生指数	(1.6)	11.1	0.2	10.6	11.5	5.8	10.9
可选消费	3.9	19.9	4.1	12.5	19.5	4.4	5.6	可选消费	(1.3)	36.0	0.7	6.8	15.5	23.3	13.8
日常消费	0.5	21.8	2.4	12.8	18.6	11.9	10.0	日常消费	(3.6)	19.9	(0.3)	13.3	13.8	14.6	12.0
医疗保健	(1.4)	15.8	(0.3)	8.8	15.5	15.8	4.4	医疗保健	(4.2)	52.1	(18.4)	6.0	35.4	52.9	9.7
工业	7.0	20.9	5.1	13.2	21.6	23.9	14.3	工业	(2.4)	14.6	4.4	10.7	12.1	17.5	9.1
信息技术	10.6	27.8	6.0	14.1	29.7	26.9	14.6	信息技术	9.4	30.7	14.0	13.4	22.1	21.2	13.6
材料	1.5	15.0	(0.1)	10.3	18.2	26.8	4.8	材料	1.7	23.0	15.2	8.0	11.4	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)	13.7	(17.6)	7.6	12.0	81.7	1.3
通讯服务	(1.5)	15.4	0.8	10.8	19.0	13.1	11.4	通讯服务	(1.9)	11.8	0.2	9.0	12.9	7.0	8.8
公用事业	2.1	14.3	4.4	8.0	13.8	9.9	13.6	公用事业	(3.2)	13.5	(4.2)	10.0	11.4	5.3	9.3
金融	1.5	10.0	6.2	7.7	10.8	13.7	12.3	金融	(0.3)	8.1	3.7	10.6	8.1	3.3	11.0
能源	0.1	11.7	1.9	7.1	8.5	(6.4)	8.4	能源	1.3	13.3	14.7	9.3	8.0	(4.6)	12.2

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

注: *若近十年无完整数据, 则使用已有年份计算复合增速; 2025-2026 年平均复合增速基于彭博一致预期

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有关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定。

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、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规。

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编制的报告。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。