

2026 年全球经济与市场展望

浪涌潮退

2025 年国货需求、AI 热潮、央行降息与财政扩张助力全球经济抵御关税冲击。2026 年美国中期选举压力、欧日振兴国防诉求和中国稳增长需求将推动上半年政策延续宽松。但由于利率接近中性水平、通胀仍高于目标、政府债务率攀升和前期政策透支需求，宏观政策的实际空间与边际效应递减；AI 热潮尽管提升生产效率与股市估值，但也加剧就业走弱和经济 K 型分化。全球流动性宽松、美元走弱和中国反内卷共振，下半年通胀可能回升，流动性拐点预期可能引发高估值资产动荡。

- 美国 GDP 增速从 2025 年 1.9% 降至 2026 年 1.8%。上半年 GDP 增速反弹，因关税冲击消退、减税刺激和货币宽松提振；下半年 GDP 增速放缓，因政策效应递减和通胀回升。就业市场降温，失业率温和升至 4.5%，AI 对初级岗位替代推升青年失业率。消费增速明显下降，K 型分化加剧。AI 投资强劲但增速放缓。住房市场量增价平。通胀小幅回落，年内先降后升。货币政策宽松预期先强后弱，2026 年末前降息两次共 50 个基点，政策利率降至 3.25%-3.5%。国债收益率小幅回落，收益率曲线陡峭化。美元指数先贬后升，总体回落。美股可能先涨后跌。
- 欧元区 GDP 增速从 2025 年 1.4% 降至 2026 年 1.2%。全球贸易放缓和金融条件收紧带来负面影响，但低利率环境、稳健就业市场、健康私人部门资产负债表和扩张性财政政策将支撑经济增长。房地产市场延续复苏，国际贸易和企业投资增速放缓。通胀逐步降至 2% 目标。财政扩张力度加大，欧央行可能降息一次，产业政策聚焦绿色转型、数字化应用和供应链安全。货币市场利率小幅下降，国债收益率温和上升，欧元兑美元先升后贬，股市涨幅回落。
- 日本 GDP 增速从 2025 年 1.3% 降至 2026 年 0.6%。低基数效应消退、全球贸易放缓和利率上升令经济增速下降。薪资平稳上涨，家庭消费温和增长。房地产延续上涨周期但涨幅收窄。出口价格回升提升出口增速，但出口数量增速走弱。企业投资增速下降。通胀降至 2.1%，但服务通胀仍有黏性。日本央行将加息两次，年末政策利率升至 1%，QT 缓慢推进。财政赤字率升至 3.4%，聚焦民生、科技与国防。10 年国债收益率升至 2%，日元兑美元先升后贬至年末 152。股市涨幅收窄。
- 中国 GDP 增速从 2025 年 5% 降至 2026 年 4.8%。年内经济增长前低后高，9.24 刺激和抢出口带来高基数与需求透支，GDP 增速连续 2-3 个季度低于 5% 后稳增长政策将再次发力。中国商品出口增速下降。房地产跌幅收窄，一线城市房价趋稳。家庭消费增速走平，商品消费增速下降而服务消费增速回升。因政策反内卷和从投资于物转向投资于人，制造业和基础设施业投资增速均将放缓。广义财政赤字率 8.5% 与 2025 年基本持平，财政支出更加聚焦新质生产力和民生。货币政策延续宽松，央行降准 50 基点并降息 20 基点，货币利率下降，国债收益率微升，美元/人民币年末降至 7.02。股市处于牛市下半场，可能先涨后跌，A 股有望跑赢港股。

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

宏观经济.....3

宏观政策.....5

金融市场.....6

欧元区 8

宏观经济.....8

宏观政策.....9

金融市场.....10

日本.....12

宏观经济.....12

宏观政策.....14

金融市场.....14

中国16

宏观经济.....16

宏观政策.....18

金融市场.....19

附录.....21

美国

2026 年美国经济增长将小幅放缓。2025 年关税冲击、政府减支和住宅投资下滑导致美国经济增长明显下降。2026 年上半年，由于低基数、减税、货币宽松和净出口拖累减少，经济增长将短期反弹；下半年，因为政策效应递减、需求透支显现和通胀止跌回升，经济增长将再次回落。就业市场将延续降温，失业率温和升至 4.5%，AI 对初级岗位替代将显著推升青年失业率。消费增速将明显下降，K 型分化更加明显。住房市场将量增价平，企业 AI 投资保持强劲但增速放缓。通胀将小幅回落，年内先降后升。财政扩张力度加大，货币政策先松再稳，货币市场利率下降约 50 个基点。国债收益率将小幅下降，年内先降后升，收益率曲线陡峭化。美元指数先贬后升。美股可能先涨后跌，上半年通胀回落和流动性宽松预期推升股市，下半年通胀反弹和流动性收紧预期引发调整。

宏观经济

美国经济增长将小幅放缓。预计美国 GDP 增速从 2025 年 1.9% 降至 2026 年 1.8%。2025 年美国经济增长明显回落，GDP 增速从 2024 年四季度 2.4% 降至 2025 年四季度预计 1.7%，主要因为关税冲击、联邦政府减支和住宅投资走弱。关税冲击打击出口但刺激抢进口，净进口对 GDP 增速的拖累从 2024 年 0.5 个百分点扩大至 2025 年预计 0.8 个百分点。联邦政府裁员与短暫停摆抑制政府支出，政府支出对 GDP 增速的贡献从 2024 年 0.6 个百分点降至 2025 年预计 0.3 个百分点。由于住房库存上升、房价转弱、移民劳工减少和关税推升建材成本，住宅投资走弱，对 GDP 增速贡献由 2024 年 0.1 个百分点降至 2025 年预计 -0.1。个人消费增速基本持平，关税预期和电动车补贴到期刺激消费者需求提前释放，商品消费增速回升，但因收入增速和消费者信心下降，服务消费增速回落。企业投资增速上升，AI 资本支出爆发式增长，非住宅投资对 GDP 增速贡献从 2024 年 0.4 个百分点升至 2025 年预计 0.6 个百分点。2026 年上半年经济增速将明显反弹，首先 2025 年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟，其次白宫《大而美法案》中减税政策将通过提振消费拉动 GDP 增速 0.3 个百分点，再次净出口对经济增长的拖累可能收窄，最后房租涨幅回落和油价下跌将抵消关税对消费品通胀影响，美联储进一步降息将提振股市与房地产，个人消费与 AI 资本支出将延续增长。下半年经济增速将逐渐回落，低基数效应和减税政策效应开始减弱，2025 年关税预期和电动车补贴政策到期的透支效应显现，而前期关税上升和流动性宽松对通胀推升作用显现，货币政策边际收紧预期上升，短期国债收益率回升，股价明显回调，企业资本支出放缓。

美国就业市场将小幅降温，劳工供求同步放缓。预计失业率从 2025 年末 4.4% 升至 2026 年末 4.5%。2025 年下半年以来就业市场明显放缓，非农就业月均新增人数从 2024 年 16.8 万和 2025 年 1-4 月 12.3 万降至 5-9 月 3.9 万，失业率从 2024 年 12 月 4.1% 升至 2025 年 9 月 4.4%，职位空缺与失业人数之比从 2024 年 12 月 1.1 降至 2025 年 8 月 1.0，已低于疫情前 2018-2019 年 1.2 的水平。一方面，新增劳工需求下降，企业招聘率和职位空缺数分别从 2024 年 12 月 3.4% 和 750 万降至 2025 年 8 月 3.2% 和 720 万；另一方面，新增劳工供应减少，净移民数量从 2024 年 280 万骤降至 2025 年预计 40 万。目前新增劳工需求下降体现为企业对招聘新员工更加谨慎，但尚未演变为大规模裁员，因此失业者求职周期延长，连续申请失业救济金人数平缓但稳步上升，但企业裁员率和初次申请失业救济金人数仍在低位。同时，新增劳工供应的减少部分抵消了新增劳工需求的下降，失业率仍在历史低位，工资增速仅小幅回落，从 2024 年四季度 3.8% 降至 2025 年三季度 3.6%，已接近与 2% 通胀目标相一致的工资增速 3.5%（假设 1.5% 劳动生产率）。AI 应用对劳工需求具有一定负面影响。MIT 最新研究显示 AI 已经能够替代美国就业市场 11.7% 的岗位。但目前美国 AI 整体应用率仍只有 10%，纽约联储调查显示企业目前应用 AI 仍限于信息收集和营销，在

工作流程重构和全自动化取代人工的应用依然有限，我们对 2024-2025 年各行业 AI 采用率和非农就业增速分析后发现两者在统计上仍不显著。目前 AI 对劳工需求的影响集中在吸纳应届毕业生的初级岗位，美国 20-24 岁年龄劳动者失业率已从 2024 年 12 月 7.5% 升至 2025 年 9 月 9.2%，明显超过整体失业率升幅。2026 年因经济不确定性和 AI 更广泛应用，新增劳工需求将延续下降，而移民政策对新增劳工供应的影响逐步递减，失业率将延续上升，工资增速可能进一步回落。

美国个人消费增速可能回落。预计个人不变价消费增速从 2025 年 2.6% 降至 2026 年 2.1%。2025 年个人消费增速好于预期但逐季回落，其中不变价商品消费增速从 2024 年 2.8% 升至 2025 年预计 3.9%，不变价服务消费增速从 2024 年 3% 降至 2025 年预计 2.1%。由于加征关税预期和电动车购置补贴 9 月末到期，机动车及零部件不变价消费增速从 2024 年 -0.3% 升至 2025 年预计 4%，关税和涨价预期也提振食品、服装等商品消费。但消费增长具有 K 型特征。高收入家庭消费保持较快增长，房价和股价上涨带来财富效应。但低收入家庭消费增速下降，生活成本居高和工资增速放缓令财务压力上升，消费贷款拖欠率升至历史较高水平。家得宝 (HD US)、奇波雷 (CMG US) 等主要服务中低收入消费者的企业在最新财报季表示个人消费增速正在放缓，25-35 岁年龄段尤其显著。2026 年个人消费增速预计降至 2.1% 左右。首先，就业市场降温和工资增速放缓将给个人消费增长带来下行压力。受新增劳工需求下降和 AI 对初级岗位替代等因素影响，边际消费倾向最高的年轻人失业率将明显上升，而 2025 年 10 月联邦政府全面恢复学生贷款偿还也将增加年轻人财务压力。其次，2025 年关税预期和电动车购置补贴到期带来需求透支效应，推升 2025 年个人消费增速，但将降低 2026 年个人消费增速。最后，《大而美法案》减税政策和美联储进一步降息对 2026 年个人消费具有一定提振作用，但无法完全对冲前两大因素对个人消费的负面影响。

美国住房市场将量增价平。预计 2026 年成屋和新屋销量分别增长 10% 和 5%，住房供求更加平衡，房价基本持平。2025 年新按揭贷款利率降至 6.2%-7% 但依然较高，房价经过 4 年上涨后居于高位，家庭购房支付能力处于低位，住房销量接近零增长，但成屋和新房库存延续上升，住房供求更趋平衡，房价涨幅回落，前 10 个月成屋售价中位数同比增长 2.1%，相比 2024 年涨幅 4.5% 明显回落。2026 年新按揭贷款利率可能降至 5.5%-6%，一方面通过改善家庭购房支付能力提振住房销量，另一方面通过缩小新老按揭贷款利差而解冻换房需求，同时增加供应与需求。由于住房库存增长超过销量增速，住房供求更加平衡，房价涨幅将降至零附近。房价走弱和移民劳工减少将抑制住房开工量，住宅投资可能小幅下降。

美国企业投资增速将小幅放缓。预计非住宅投资不变价增速从 2025 年 4% 降至 2026 年 3%。AI 相关资本支出成为企业投资增长的核心驱动力。受益于 AI 产业化和应用扩大，2025 年私人部门信息处理设备投资增速预计超过 20%，大幅高于 2024 年的 7.3%；私人部门工业设备投资增速从 2024 年 3.7% 升至 2025 年预计 5.5%。但企业工商业建筑投资疲弱。因芯片法案和通胀削减法案带来高基数和需求透支效应，制造业建筑投资增速从 2023 年 64.1% 和 2024 年 16.9% 降至 2025 年预计 -3%。商业地产市场持续承压，商业和医疗建筑投资 2024 年下降 6.4%，2025 年预计进一步下降 6.7%。2026 年 AI 相关投资需求将依然强劲，CreditSights 预测 2026 年五大科技巨头 AI 相关资本支出将增长 36%，相比 2025 年增速有所放缓但依然较快。《大美丽法案》包括 100% 加速折旧、研发费用重新计入支出和针对符合条件的生产设施规定，将对企业投资产生一定激励作用。但由于高基数效应，2026 年企业投资增速将会回落。

美国通胀可能小幅回落。预计 PCE 通胀与核心 PCE 通胀分别从 2025 年 2.5% 和 2.8% 降至 2026 年 2.3% 和 2.5%。PCE 价格环比增速可能在 2025 年第四季度和 2026 年上半年回落，

在 2026 年下半年再次上升。2024 年下半年以来去通胀出现停滞迹象，PCE 价格环比增速由跌转平，PCE 价格与核心 PCE 价格同比涨幅分别从 2024 年三季度 2.4%和 2.8%升至 2025 年三季度 2.7%和 2.9%。2025 年四季度和 2026 年上半年，房价和房租涨幅延续回落，油价可能进一步走低，工资增长走弱将带动除房租和能源外的服务通胀小幅下降，前期抢进口和囤货之后将迎来短期去库存周期，PCE 价格环比涨幅可能回落。关税上升对通胀影响低于市场预期，因为关税豁免导致关税税率实际升幅低于预期、进口消费品仅占美国商品零售的 21.6%和消费需求走弱与白宫威胁价格审查背景下零售商不敢轻易涨价。假设关税向下游零售价传递率 60%，关税税率上升 10 个百分点将推升通胀率 0.3 个百分点左右，但油价下跌 10%将完全抵消关税税率上升 10 个百分点的影响。2026 年上半年油价可能进一步下跌，CPI 中房租相比市场租金仍有明显补跌空间，它们将完全抵消关税对通胀的传导作用，推动 PCE 价格环比涨幅回落。2026 年下半年，减税政策和美元流动性宽松对价格的滞后影响显现，PCE 价格环比涨幅可能上升，而油价同比基数下降，PCE 通胀可能止跌回升。移民减少对通胀影响比较复杂，一方面通过减少食品、住房、教育等需求具有降低通胀作用，另一方面又通过减少劳工供应对建筑、批发零售等劳动密集型行业具有成本推升作用，对通胀中长期影响可能接近中性。

宏观政策

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从 2025 年 6%升至 2026 年 6.4%。2025 年财政扩张力度下降，联邦政府经历裁员、减支与暂时停摆，联邦政府收入增速从 2024 年 8.2%升至 2025 年前 10 个月的 10.1%，联邦政府支出增速则从 9.6%降至 3.6%，前 10 个月联邦政府赤字 1.35 万亿美元，同比下降 13.8%，预计全年赤字率从 2024 年 6.4%降至 2025 年 6%。2026 年财政扩张力度可能加大，白宫将实施减税政策，以巩固共和党在 11 月国会中期选举中优势。我们估计《大而美法案》在 2026 年减税规模可能达到 1600 亿美元（相当于 GDP 的 0.5%），包括针对个人的州与地方税抵扣上限提升、消费与加班费免税、儿童税收抵免、老年人专项抵扣与汽车贷款利息抵扣和针对企业的设备全额折旧永久化、研发费全额即时抵扣、企业税率从 35%降至 21%政策永久化等。同时，白宫可能加强移民执法，这将增加相关支出并减少移民经济活动对应税收，预计将扩大 2026 年财政赤字 1000 亿美元。白宫可能暂缓贸易战，以提振经济和就业，改善农民等贸易战受损群体境况。最高法院可能依据《国际紧急经济权力法》裁定对等关税违宪，这意味着白宫可能被迫退还关税，但白宫仍可援引其他法定权限重新加征关税，包括第 122 条（严重国际收支赤字）、第 232 条（国家安全）和 301 条（不公平贸易行为），但这些工具都是临时性或针对特定行业运用。

美国货币政策将先松再稳。预计美联储在 2025 年 12 月和 2026 年 6 月降息两次共 50 个基点。预计 2025-2026 年美联储降息四次共 100 个基点，联邦基金利率目标从 2024 年末 4.25%-4.5%降至 2026 年末 3.25%-3.50%。目前美联储内部对 2025 年 12 月是否降息充满分歧，主要因为对通胀趋势、就业风险和中性利率的判断存在差异。鸽派官员认为通胀将延续回落并逐渐接近目标水平，就业市场明显放缓，目前货币政策具有限制性，应该风险管理式降息，防止失业率大幅上升风险；鹰派官员则关注到过去几个月通胀小幅反弹，担心去通胀停滞甚至逆转风险，认为利率已非常接近中性水平，进一步降息将有重燃通胀风险，应该保持当前利率水平持续一段时期。由于联邦政府前期停摆，10 月非农就业和 CPI 数据永久缺失，11 月非农就业和 CPI 数据发布日推迟至美联储 12 月议息会议之后，硬数据缺失将增加美联储决策难度，令美联储议息决策更加谨慎，所以也存在 12 月暂停降息而推迟至 2026 年 1 月降息的可能性。由于 2026 年一季度经济增长将明显反弹，美联储 2026 年 3 月和 4 月可能保持利率不变。2026 年 5 月美联储主席将正式换届，换届完成前各位候选人可能夸大鸽派立场，以博取特朗普支持，所以 2025 年 12 月和 2026 年一季度货币政策宽松预期可能最强。换届完成后新任主席任期超过特朗普剩余任期，为建立公信力可能

更加基于经济数据决策。下半年随着通胀可能止跌回升，美联储宽松预期将明显下降。美联储在 2025 年 10 月会议上决定从 12 月起停止 QT 政策，结束自 2022 年 6 月以来持续 29 个月的缩表周期。美联储总资产规模从峰值近 9 万亿美元降至 6.6 万亿美元，仍超过疫情前的 4.1 万亿美元，但已回到合理充裕水平，货币市场流动性边际趋紧，隔夜逆回购余额从高点 4600 亿美元降至不足 60 亿美元，银行准备金率降至 12.2% 接近 2019 年小钱荒时临界水平。由于白宫认为目前国债收益率过高且持续施压美联储重拾保持适当长期利率水平的职责，市场高度关注 2026 年美联储是否会重启 QE 以压低长期国债收益率。但由于 2026 年通胀仍高于目标，我们认为重启 QE 的条件并不具备。

金融市场

美国货币市场利率下降，国债收益率先降后升，收益率曲线陡峭化。美联储可能在 2025 年 12 月和 2026 年 6 月降息两次，货币市场利率将跟随下降 50 个基点，2026 年末货币市场基金收益率降至 3.5% 左右。短期国债收益率走势反映市场对政策利率预期。伴随降息周期，短期国债收益率逐步下降。长期国债收益率反映市场对未来通胀和财政政策前景预期，在适应性预期（线性外推）模式下受短期通胀和财政政策趋势的影响。上半年通胀回落，但财政扩张力度加大，长期国债收益率可能小幅回落。下半年通胀止跌回升，长期国债收益率可能反弹。预计 2 年期和 10 年国债收益率分别从 2025 年末 3.5% 和 4.1% 降至 2026 年末 3% 和 3.9%。

美元指数有所波动，总体小幅回落。预计美元指数从 2025 年末 98 先降至 2026 年 6 月末 92，再升至年末 95。美元指数主要反映美国名义经济增速相对欧日的强弱变化。当美国经济相对非美经济走强时，美元指数往往走高；当美国经济相对非美经济走弱时，美元指数趋于下跌。由于利率反映名义经济增速强弱变化，所以利差与汇率走势基本一致。欧元/美元汇率在美元指数中占比近 60%，美元/日元汇率占比第二且波动较大，因此美国经济相对欧日的强弱变化决定美元指数走势。2025 年以来美国名义 GDP 增速显著放缓，就业市场走弱，但欧元区区和日本名义 GDP 增速超过预期，就业市场相对平稳，美欧利差和美日利差均有收窄，美元指数贬值。2026 年上半年，尽管美国经济增长反弹，但通胀延续回落，白宫对美联储的干预和美联储下任主席候选人超级鸽派立场将打击美元指数；下半年，通胀止跌企稳，美联储新任主席上任后政策立场将更加基于经济基本面，美元指数可能反弹。

美国股市可能先涨后跌，波动加剧。2026 年上半年，通胀回落，降息预期最强，美元流动性宽松，美股可能上涨；下半年，通胀反弹，美元流动性收紧预期出现，美股可能下跌。美股龙头公司盈利能力和盈利增长强劲，MSCI 美国指数最新 ROE 为 18.9%，超过近 10 年 15.4% 的均值；MSCI 美国指数 2025-2026 年 EPS 年均增速预测中值 13.4%，也显著超过近 10 年 7% 的均值。但美股估值居高，MSCI 美国指数 2025 年动态 PE 为 24.4 倍，显著超过近 10 年 21.1 倍的均值；标普 500 指数席勒市盈率达到近 40 倍，接近 2000 年科技股泡沫峰值时水平。美股过去 5 年涨幅惊人，标普 500 指数年均复合收益率达到 15.4%，大幅超越过去 30 年历史均值，存在均值回归风险。基于 1990 年以来标普 500 指数每月席勒市盈率与未来 10 年年化涨跌幅数据，当席勒市盈率达到 40 倍时，未来 10 年指数涨幅为零甚至负值。席勒市盈率采用过去 10 年平均盈利计算以降低经济周期对盈利影响，由于过去 10 年美国龙头科技公司超级垄断加强，盈利爆发式增长，采用过去 10 年平均盈利可能低估盈利而提高席勒市盈率，但当前估值越高、未来收益越低的历史规律不会改变。我们建议投资者降低高估值科技股的配置，增加防御性板块和低估值板块配置，令股票组合更加平衡。我们相对看好信息技术（2025 年动态 PE 为 32.5 倍，最新 ROE=29.3%）、金融（2025 年动态 PE 为 16.8 倍，最新 ROE=13.5%）、工业（2025 年动态 PE 为 26.8 倍，最新 ROE=24.3%）、医疗保健（2025 年动态 PE 为 23.5 倍，最新 ROE=24.1%）和必选消费（2025 年动态 PE 为 22.2 倍，最新 ROE=23.6%）。

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	2027F	2025F	2026F	2027F
名义GDP (万亿美元)	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.4	23.7	26.1	27.8	29.3	30.7	32.1	33.4	30.6	31.9	33.3
人均GDP (千美元)	56.8	57.9	60.0	62.8	65.2	64.4	71.4	77.9	82.5	86.1	-	-	-	89.6	92.8	96.0
名义GDP增速(%)	3.9	2.8	4.3	5.3	4.3	(0.8)	11.0	9.8	6.7	5.3	4.7	4.6	4.1	4.6	4.2	4.1
实际GDP增速(%)	2.9	1.8	2.5	3.0	2.6	(2.1)	6.2	2.5	2.9	2.8	1.9	1.9	2.0	1.9	1.8	1.9
PCE通胀(%)	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.6	2.2	2.5	2.3	2.1
核心PCE通胀(%)	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.4	3.5	5.3	4.2	2.9	2.9	2.8	2.2	2.8	2.5	2.3
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	4.3	4.4	4.5	4.6
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	6.1	6.4	6.5	6.0	6.4	6.3
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	101.3	102.4	104.5	99.9	102.0	104.0
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	3.83	3.26	3.17	3.58	3.33	3.33
10年国债收益率(%)	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	3.9	3.9	4.6	4.09	4.06	3.99	4.10	3.90	3.80
美元指数 (年末值)	98.7	102.4	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	101.4	108.5	98.3	95.5	94.7	99.0	102.0	98.0
银行资产增速(%)	3.8	3.2	4.8	1.6	4.3	15.6	10.2	1.2	1.8	1.3	-	-	-	3.6	4.2	3.3
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	0.0	(0.7)

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

欧元区

2025 年欧元区经济增长超出预期，得益于通胀率先回落、欧央行大幅降息、企业投资加速和低基数效应。2026 年欧元区经济增长将小幅回落，因为全球贸易放缓、金融条件小幅收紧和低基数效应减退等因素。但因低利率环境、稳健的就业市场、健康的私人部门资产负债表、扩张的财政政策和可能改善的俄乌形势，欧元区经济将保持韧性，经济增速仍在潜在增速附近。家庭消费将继续作为经济增长的核心驱动力，房地产市场将延续温和复苏，国际贸易和企业投资增速将会放缓。通胀将逐步回归欧央行目标水平，为经济稳定运行创造有利条件。欧央行可能在降息一次后谨慎结束降息周期，财政政策将更具扩张性，加大对国防、基础设施和战略性产业投入，产业政策将聚焦绿色转型、数字化应用和供应链安全，旨在提升欧元区战略自主性和全球竞争力。货币市场利率小幅下降，国债收益率温和上升，欧元兑美元汇率先升后降，股市温和上涨。

宏观经济

经济增速将小幅回落。预计 GDP 增速从 2025 年 1.4% 降至 2026 年 1.2%。2025 年欧元区经济增长好于预期，前三季度 GDP 同比增速 1.5% 显著超过潜在增速。欧元区通胀率先降至目标水平，欧央行率先大幅降息，低利率提振房地产、耐用消费和企业投资。由于低基数效应、关税上调预期和 AI 革命，商品出口和企业投资增长较快。就业市场稳健，失业率下降，薪资平稳增长，家庭消费增速好于预期。2026 年欧元区经济增速将小幅回落，因基数效应、外贸走弱和国债收益率上行。随着 GDP 增速从 2023 年 0.4% 和 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1.4% 后，2026 年同比基数显著上升。全球关税上升和出口管制加强将带来需求降温 and 供应链阻断效应，欧元区外贸将明显走弱，对经济增长产生负面影响。随着欧央行降息已近尾声和德国等国扩大财政扩张力度，欧元区国债收益率温和上升，欧元走强，金融条件收紧。但欧元区利率仍在低位，就业市场与私人部门资产负债表稳健，财政扩张力度增加，俄乌冲突可能改善，这些因素将支撑欧元区经济增长接近潜在增速。

家庭消费将是经济增长主要驱动力。预计 2026 年家庭不变价消费增长 1.3%，对 GDP 增长贡献率超过 60%。就业市场将保持稳健，预计失业率从 2025 年末 6.3% 降至 2026 年末 6.2%，薪资延续平稳增长。近期 PMI 数据显示制造业连续收缩，但吸纳就业最多的服务业延续扩张，服务业就业指数保持平稳。油价将进一步下降，通胀小幅回落，实际收入延续增加。欧元利率处于低位，有利于消费信贷扩张从而支撑消费持续增长。对消费不利因素主要是家庭储蓄率持续平缓上升，可能反映消费者对未来经济不确定性和社会保障改革不稳定性的担忧。

房地产将延续复苏，但涨势趋缓。预计欧元区住房销量和价格涨幅分别从 2025 年 7% 和 4.5% 降至 2026 年 5% 和 3.5%。随着欧央行降息周期进入尾声和欧元区整体加大财政扩张力度，国债收益率温和上升，房贷利率将小幅回升，而房价持续上涨，家庭部门住房支付能力可能小幅下降，拖累住房销量增速放缓。同时，过去三年高通胀、移民劳工减少和绿色环保抑制新房开工与建设，住房供应增长缓慢，拖累住房销量增速，但对房价具有支撑作用。

进出口贸易增速可能下降。预计欧元区商品贸易额增速从 2025 年 3% 降至 2026 年 2%。全球经济增长和通胀均将回落，贸易壁垒和出口管制加强，全球商品贸易增速放缓。欧元区出口竞争力持续弱化，在全球出口中份额可能进一步下降。如果俄乌达成和平协议，那么欧元区与俄罗斯贸易可能分阶段恢复，有望成为未来增长亮点，但不会改变欧元区整体贸易增速趋势。

企业投资增速将显著放缓。预计欧元区不变价资本形成额增速从 2025 年 3.3% 降至 2026 年 1.3%。支撑企业投资增长的低基数效应减退。俄乌战争之后，2023-2024 年欧元区不变价资本形成额连续两年下降超过 2% 形成低基数效应，2025 年上半年同比增速转正达到 5.2%，全年增速可能 3.3%，2026 年低基数效应将会减退。贸易增长放缓对企业投资具有负面影响，但经济持续扩张、盈利增长、低利率环境和更具扩张性的财政政策对企业投资具有正面影响，供应链安全重要性上升也对企业投资具有提振作用。

通胀小幅下降。预计欧元区 CPI 与核心 CPI 增速分别从 2025 年 2.1% 和 2.4% 降至 2026 年 1.9% 和 2.1%。能源价格可能延续下跌，跌幅先扩大再收窄，因 OPEC+ 与美国原油产量增长和全球电动化替代原油需求。欧元区电、煤气与其他燃料 CPI 同比增速从 2025 年一季度 2.5% 降至第二季度 0.4%、第三季度 -0.6% 和 10 月 -1.2%，预计 2026 年上半年降至 -1.5%，下半年升至 -0.5%。食品通胀可能小幅回落，欧元区食品饮料 CPI 增速从 2024 年下半年 1.85% 升至 2025 年上半年 2.5% 和 10 月 2.8%，预计 2026 年降至 2.4%。AI 广泛应用对初级人工具有一定替代作用，可能减少就业需求，降低工资增速，有利于服务通胀下行。

宏观政策

欧元区财政扩张力度加大。预计欧元区财政赤字率将从 2025 年 3.2% 上升至 2026 年 3.4%，政府债务率将从 2025 年 89.4% 升至 2026 年 91.3%。财政赤字率上升主要由于国防支出增加、利息支出增长和部分成员国财政收入缺口扩大。特朗普奉行美国优先理念，将减少对欧洲防卫投入，欧洲被迫加强自主防卫能力建设，国防支出将显著增加，欧盟计划将国防支出/GDP 比从 2024 年 1.9% 提升至 2035 年 3.5%，德国 2026 年国防支出预算大增 32% 达到 837 亿欧元。由于国债收益率上升，财政利息支出快速增长，进一步推高财政赤字，2022-2024 年财政利息支出增速持续超过 10%，财政利息支出/GDP 比从 2021 年 1.45% 升至 2024 年 1.9%。2025 年法国等部分成员国经历财政紧缩，财政赤字率显著下降，欧盟复苏与韧性基金（RRF）对成员国绿色转型、数字化、基础设施等领域提供资金，部分抵消了财政紧缩对经济增长的负面影响。复苏与韧性基金的支付请求将在 2026 年 8 月末截止，成员国必须加快支出进度，否则面临资金回收风险；此外欧盟 2026 年预算提案还提出“下一代欧盟”计划，将额外提供 1053.3 亿欧元资金用于培育战略新兴产业、传统制造业转型和数字化发展。这些基金作为财政政策补充，对欧元区经济增长具有提振作用。

欧央行降息周期已进入尾声。预计 2026 年降息一次，主要再融资利率从 2025 年末 2.15% 降至 2026 年末 1.9%。2023 年四季度以来欧元区通胀大幅下降，2025 年二季度率先降至 2%，欧央行率先大幅降息，2025 年 6 月主要再融资利率降至 2.15% 接近中性利率水平。2025 年下半年欧元区经济增长好于预期，通胀微幅反弹，欧央行连续三次暂停降息。2026 年欧元区 GDP 增速小幅下降仍在潜在增速附近，通胀小幅回落仍在目标水平左右，欧央行可能进一步降息一次，主要再融资利率降至 1.9%。欧央行对 PEPP（疫情紧急资产购买计划）和 APP（资产购买计划）采取分步渐进自然到期方式，但 QT 速度已大幅放缓，欧央行资产规模降幅从 2023 年 1 万亿欧元降至 2024 年 5782 亿欧元和 2025 年前 11 个月 2000 亿欧元。目前欧央行资产规模 6.16 万亿欧元，比 2019 年末高 1.47 万亿欧元。

欧元区产业政策聚焦绿色转型、数字化发展和供应链安全。《净零工业法案》要求 2026 年 6 月起欧盟成员国对未履行二氧化碳封存义务的企业进行处罚。欧盟将重点推进先进制造、航空航天、农业、金融、公共部门等 14 个战略行业的 AI 应用，加快建设 AI 工厂和算力基建。欧盟将取消 150 欧元以下进口小包裹关税豁免政策，所有进入欧盟商品无论价值高低均需依法缴纳关税。欧盟将通过简化审批、财税支持、限制单一供应占比等方式，吸引净零技术项目在欧洲落地，激励本土制造。例如若某第三国占单一技术或关键部件供应超过 50%，则限制该国产品参与比例。产业政策将加快欧元区可再生能源、电动汽车、热泵和

氢能等绿色产业发展，促进 AI 技术在汽车、医疗、能源等领域广泛应用，吸引中国等国家的企业在欧洲设立生产基地，助力德国、波兰、匈牙利等国家成为绿色技术产业新聚集地。

金融市场

货币市场利率小幅下降，国债收益率小幅上升，收益率曲线陡峭化。预计 1 周 Euribor 从 2025 年末 1.92% 降至 2026 年末 1.7%。货币市场利率跟随政策利率变动，2026 年欧央行可能进一步降息 25 个基点，1 周 Euribor 可能随之下降。预计德国和法国 10 年国债收益率分别从 2025 年末 2.7% 和 3.5% 升至 2026 年末 2.85% 和 3.6%。长期国债收益率反映市场对未来财政政策、经济增长和通胀前景预期。2026 年德国将加大财政扩张力度，预计财政赤字率从 2025 年 3.3% 升至 2026 年 3.7%，一方面增加政府债券供应，另一方面提升经济增长和通胀预期，从而推升国债收益率。德国经济已走出衰退进入复苏，预计 GDP 增速从 2026 年一季度 0.3% 升至四季度 1.4%。德国通胀将逐步企稳，预计 CPI 增速从 2025 年四季度 2.2% 降至 2026 年一季度 2% 后逐步企稳，第二、三季度稳定在 2% 左右。法国财政赤字率多年居高，被欧盟要求 2029 年降至 3%，面临财政整顿压力，预计财政赤字率从 2025 年 5.4% 降至 2026 年 4.8%，但法国财政紧缩引发民众反对和政府更迭，推升政治不稳定性 and 国债收益率波动。法国经济增长可能走平，通胀可能小幅回升，对国债收益率具有一定推升作用。

欧元兑美元可能先升再降。预计欧元/美元汇率从 2025 年末 1.16 升至 2026 年 6 月末 1.21，12 月末再降至 1.18。上半年，美国经济增长和通胀比欧元区回落更快，美联储降息幅度超过欧央行，美欧利差收窄；同时，特朗普持续干预美联储独立性，并可能提名非常鸽派人士担任美联储下任主席，市场对美联储可能重启资产负债表扩张预期升温，美元将会承压。下半年，美国通胀可能反弹，美债收益率可能回升，美欧远期利差可能扩大，美元指数可能小幅反弹；美国中期选举不确定性可能推升市场避险情绪，对美元偏利好。

欧元区股市可能延续上涨，但涨幅大幅缩小。预计 2026 年 MSCI 欧元区指数上涨 8% 左右。目前欧元区股指估值合理，MSCI 欧元区指数 2025 年动态 PE 约为 16.2 倍，略高于近 10 年均值 15.7 倍，但公司盈利能力也好于历史均值，MSCI 欧元区指数最新 ROE 约为 11.5%，显著超过近 10 年 9.7% 的均值。预计 2025-2026 年 MSCI 欧元区指数 EPS 年均增长 7.9%，超过近 10 年 4.2% 的年均复合增速。2025 年上半年，欧元兑美元升值，欧元区股市显著跑赢美股；但 2025 年下半年，欧元兑美元回落，欧元区股市开始落后美股，因为法国政治不确定性上升、俄乌冲突加剧和中美贸易摩擦升级，工业、原材料与金融占比更高的欧元区股市更加脆弱。2026 年欧元区经济将延续平稳增长，财政扩张力度加大，就业市场保持稳健，欧元区股市有望温和上涨。我们相对看好金融（2025 年动态 PE 10.8 倍，最新 ROE 12.9%，受益于收益率曲线陡峭化）、工业（2025 年动态 PE 21.7 倍，最新 ROE 17.4%，受益于更具扩张性的财政政策和重振欧洲政策）、必选消费（2025 年动态 PE 17.9 倍，最新 ROE 11.4%，受益于能源价格下降和就业市场稳定）与公用事业（2025 年动态 PE 15.2 倍，最新 ROE 12.5%，受益于能源转型）。

图 2: 欧洲经济指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值			CMBI预测		
											2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
名义GDP (万亿美元)	11.8	12.1	12.8	13.9	13.6	13.3	14.9	14.5	15.9	16.5	19.2	20.5	21.0	17.6	19.3	20.2
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	-	-	-	49.7	54.4	56.7
名义GDP增速(%)	3.5	2.7	3.8	3.3	3.3	(4.3)	8.6	9.0	6.6	3.9	3.5	2.9	3.4	3.8	3.3	3.2
实际GDP增速(%)	2.1	1.8	2.6	1.8	1.6	(6.0)	6.4	3.6	0.4	0.9	1.4	1.1	1.4	1.4	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	2.1	1.8	2.0	2.1	1.9	2.0
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	2.1	2.0	2.4	2.1	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	6.1	6.3	6.2	6.1
财政赤字/GDP(%)	2.0	1.5	1.0	0.4	0.5	7.0	5.1	3.4	3.5	3.1	3.3	3.4	3.3	3.2	3.4	3.5
政府债务/GDP(%)	91.0	89.9	87.5	85.5	83.6	96.5	93.8	89.3	87.0	88.1	-	-	-	89.4	91.3	93.4
政策利率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.15	1.99	1.97	2.05	2.15	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	-	-	-	2.70	2.85	2.90
法国10年国债收益率(%)	1.00	0.68	0.79	0.71	0.12	(0.34)	0.19	3.11	2.56	3.19	-	-	-	3.50	3.60	3.65
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	1.17	1.21	1.20	1.16	1.18	1.19
银行信贷增速(%)	2.3	4.6	2.7	2.0	2.3	9.3	5.5	2.0	0.2	1.1	-	-	-	2.2	2.0	2.0
房价涨幅(%)	2.6	4.6	4.6	4.7	4.5	5.6	9.5	3.1	(1.3)	4.1	-	-	-	5.0	3.5	2.5

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

日本

2026 年日本经济增速将明显放缓。预计 GDP 增速从 2025 年 1.3% 降至 2026 年 0.6%，因低基数、抢出口与企业囤货等提振效应消退。受益于劳工短缺和薪资上涨，家庭消费将延续增长，但因高基数和通胀侵蚀购买力，消费增速将降至 0.7%。房地产将延续上涨但涨幅收窄，核心城市需求坚挺，新屋开工仍受土地与劳工短缺和建材成本上升制约。商品出口增速将小幅回升，但主要因出口价格恢复，出口数量增长可能乏力。企业设备投资将温和放缓。通胀将显著回落，预计 CPI 增速从 2025 年 3.2% 降至 2026 年 2.1%，但服务通胀仍有黏性。日本央行未来 12 个月可能加息两次，政策利率或升至 1%，QT 将缓慢推进。财政扩张力度可能加大，财政赤字率或升至 3.4%，财政刺激将聚焦民生、科技与国防，可能加剧市场对日本政府债务可持续性担忧。货币市场利率延续上升，10 年期国债收益率可能升至 2%，日元兑美元或先升后贬，年末达到 152。股市将延续上涨但涨幅收窄至 8%，估值偏高下建议关注工业、金融、公用事业等低估值高 ROE 板块。

宏观经济

日本经济增速将明显回落。预计 GDP 增速从 2025 年 1.3% 降至 2026 年 0.6%。2025 年日本经济增长超预期主要因为低基数效应、薪资持续上涨支撑消费增长、关税预期下抢出口与企业囤货、企业设备投资强劲和房地产市场复苏等因素。2024 年日本 GDP 下降 0.2% 形成低基数效应。受益于薪资涨幅逐渐超过通胀，私人不变价消费同比增速从 2024 年 -0.3% 升至 2025 年前三季度 1.3%，对 GDP 增速贡献率达到 44%。受益于低基数效应和关税预期下抢出口，不变价净出口同比增速从 2024 年 -10.1% 升至 2025 年前三季度 12%，不变价出口增速从 0.7% 升至 4.4%。企业增加囤货，2025 年前三季度私人不变价存货变化同比增长 233.4%，对 GDP 增速贡献率达到 20%。受盈利改善、日企回流和 AI 资本支出增加等因素支撑，2025 年前三季度企业不变价设备投资同比增长 2.8%，对 GDP 增速贡献率达到 28.7%。因东京等核心城市房地产复苏，私人住宅投资跌幅收窄。2026 年经济增长的低基数效应减退，抢出口和企业囤货带来高基数和需求透支效应，出口和企业库存投资增速将明显放缓，通胀、房价和利率上升可能对消费产生一定抑制作用，日本 GDP 增速将明显回落。2026 年支撑日本经济增长的四大因素：一是家庭消费将延续增长。人口老龄化导致劳工结构性短缺，旅游、教育、医疗等服务业增长支撑劳工需求持续扩大，失业率将处于低位，薪资将保持平稳增长。二是企业设备投资将保持增长。支撑因素包括：中美冲突风险上升和供应链自主安全需求推动日本企业回流本国投资；AI 技术革命刺激科技企业资本支出增加；政府通过产业基金、财税政策等机制鼓励企业增加投资。三是住房销量和房价上涨提升房地产项目回报率，可能提振住宅投资。四是高市早苗政府计划实施 21.3 万亿日元财政刺激，政府支出增速可能回升，对经济增长产生一定支撑。从季度趋势来看，GDP 增速可能前低后高，上半年明显下滑，下半年企稳回升。

私人消费是日本经济增长的主要驱动力。预计私人不变价消费增速从 2025 年 1.2% 降至 2026 年 0.7%。薪资增长是支撑私人消费的核心因素。日本就业市场结构性供不应求，近年来就业市场求人倍数持续超过 1.2，新增求人倍数持续超过 1.8，失业率稳定在 2.5% 的低位。一方面，人口极度老龄化导致劳工供应减少，劳动年龄人口从 2020 年 7509 万人降至 2024 年 7373 万人，预计 2030 年降至 5950 万人；另一方面，信息技术产业化、房地产市场复苏、人口老龄化和入境旅游与留学教育火热支撑信息与通讯业、房地产业、医疗保健服务、生活及个人服务和教育服务行业劳工需求扩张，2020 年以来这些行业就业累计分别增长 26.6%、11.4%、11.3%、5.1% 和 4.7%。2025 年日本“春斗”薪酬平均涨幅达到 5.25%，连续第三年超过 5%，创 1991 年以来最高纪录，彻底打破“失去三十年”中薪资长期停滞的局面。由于日本企业的前景信心仍在高位，劳工结构性短缺延续，2026 年日本

薪资有望保持较快增长，支撑私人消费持续扩大。路透社最近调查显示 72% 的日本受访企业认为 2026 年工资涨幅与 2025 年大致相当；日本经济研究中心 11 月调查显示，经济学家对 2026 年日本企业平均加薪幅度的预测中值为 4.88%。但受基数效应和通胀对实际工资侵蚀等因素影响，2026 年私人消费增速将明显回落。从消费结构来看，服务消费增长快于商品消费，旅游、餐饮、住宿、个人生活服务、教育等消费将保持相对较快增长。

日本房地产将延续上涨周期，但涨幅可能回落。2025 年日本房地产涨势加速，前三季度首都圈和近畿圈二手公寓楼成交件数同比分别增长 31.3% 和 22.3%，大幅超过 2024 年全年 3.5% 和 4.5% 的涨幅；前三季度首都圈和近畿圈二手公寓楼成交均价同比分别增长 7.9% 和 4.5%，而 2024 年全年同比均增长 6.8%；但新屋开工数加速下跌，前三季度新屋开工户数同比下降 8%，跌幅超过 2024 年（-3.3%）和 2023 年（-4.6%）。2026 年日本住房销量将延续增长但增速明显下降，新屋开工量将持续萎缩，房价将延续上涨但涨幅小幅回落。住房销量延续增长的原因：人口持续向核心都市区聚集，支撑核心城市住房需求增长；人均工资增长较快且逐渐超过通胀，女性劳动参与率显著上升，家庭实际收入延续正增长；央行加息进程滞后于通胀周期，实际利率仍严重为负，支撑住房与信贷需求；随着美元流动性宽松、日元贬至历史低位和日本经济再通胀，海外投资者对东京等核心城市核心区域房产配置需求升温，外国买家占比维持在 30% 左右。住房销量增速可能明显下降的原因：高基数效应；随着房价和国债收益率上升，日本家庭住房支付能力下降；房价和租金上涨引发社会压力，日本政府可能收紧外国人购买不动产政策。新屋开工量可能持续萎缩的原因：土地供应短缺，日本城镇化率已超过 90%，核心城市核心区域缺少未开发土地，而地价上涨加剧开发商拿地难度；劳工供应短缺，日本建筑工人平均年龄超过 50 岁，年轻人不愿入行，导致劳工短缺；建设成本上涨，2025 年 8 月日本新建住宅工程造价预定额 26.3 万日元/平米，相比 5 年前累计上涨 28%，预计 2026 年将继续上涨。

日本商品出口增速可能小幅回升。预计日本商品出口额以日元计增速从 2025 年 2.7% 升至 2026 年 3%，主要因为商品出口平均价格由 2025 年下跌 0.7% 转为 2026 年上涨 0.5%，扣除价格后商品出口数量增速有所下降。2025 年日本商品出口额增速显著下滑，受出口价格由涨转跌拖累较大，美国 4 月实施“对等关税”之后，日本出口商承担部分关税负担，日本出口价格指数同比增速从一季度 1.9% 骤降至二季度 -6%，在美日达成贸易协定关税下调后，日本出口价格指数同比增速又逐渐回升，预计全年增速从 2024 年 7.1% 大幅降至 2025 年 -0.7%。2026 年全球经济和贸易增速可能放缓，日本商品出口数量增速也将回落，但受益于关税冲击减退、大宗商品价格上涨和中国通缩改善，日本商品出口价格增速可能上升，支撑日本商品出口额增速小幅回升。从出口产品结构来看，汽车、化工、传统机械占比下降，高端自动化设备、机器人、智能交通运输设备、半导体材料与设备占比上升；从出口目的地结构来看，东盟、印度、中东等新兴市场占比上升，美欧和中国占比下降。

日本企业设备投资增速可能下降。预计企业不变价设备投资增速从 2025 年 2.8% 降至 2026 年 2%。支撑企业设备投资持续增长因素：供应链自主安全需求延续上升，日本企业将加大本国产能与供应链投资；日本再通胀延续，企业营收和利润平稳扩大，支持企业投资增加；劳动力供不应求格局延续，劳工供应短缺，企业不得不加大设备投资以替代人工和提高劳动生产率；AI 应用扩大和相关产品出口增长，促进 AI 基础设施、半导体等领域设备投资增长；企业数智化转型需求旺盛，提振软件与 IT 设备投资；碳中和目标约束下，绿色转型加快，企业环保设备投资增加。企业设备投资增速下降的原因：基数上升；消费和出口增速下降。

日本通胀可能回落。预计日本 CPI 与核心 CPI 增速分别从 2025 年 3.2% 和 3.1% 降至 2026 年 2.1% 和 2.2%。2024 年以来日本通胀中枢持续回升，2025 年上半年加速上升。首先，2024 年夏季严重干旱导致大米减产，海槽地震预警引发消费者恐慌性囤货，高关税和进口

配额锁死大米进口，农协控制 90%以上流通渠道而垄断定价，大米价格暴涨，推升食品通胀；其次，劳工短缺导致工资持续上涨，对劳工成本敏感的餐饮、家务等服务业通胀显著上升；最后，日本政府 2024 年二季度暂停对电力和天然气补贴，引发公用事业涨价，后又重启补贴，但公用事业涨价已开始层层传导。2026 年日本通胀将明显回落但仍将超过 2% 目标。由于基数效应，食品和公用事业通胀将明显下降。但服务通胀降幅可能相对较小，一方面房租市场供求紧张和价格上涨可能延续，另一方面劳工短缺支撑工资持续上涨，2026 年“春斗”（春季劳资谈判）工资涨幅可能超过 4%，工资上涨与服务涨价相互促进。

宏观政策

日本财政扩张力度可能加大。预计财政赤字率从 2025 年 3.2% 升至 2026 年 3.4%。2025 年 11 月日本新任首相批准 21.3 万亿日元（相当于 2025 年 GDP 的 3.4%）财政刺激计划，其中 2025 财年（2025 年 4 月至 2026 年 3 月）补充预算案支出 17.7 万亿日元（相当于 2025 年 GDP 的 2.8%）。但财政收入超预期和往年财政预算存在未使用资金将部分抵消刺激计划对 2025 年和 2026 年财政赤字的影响。日本财政刺激计划包括三大重点：一是约 11.7 万亿日元（占比 55%）支持家庭和地区民生，包括对家庭能源补贴 5000 亿日元、儿童现金补贴 4000 亿日元、增加所得税免税 1.2 万亿日元、临时取消或降低汽油税 1 万亿日元和向地方政府拨款 2 万亿日元支持地区民生；二是约 7.2 万亿日元（占比 33.8%）支持战略产业、供应链安全和经济增长，重点投资人工智能、半导体、芯片等新兴技术领域，推动产业升级，设立 10 年期造船业专项基金，提升能源安全和供应链韧性；三是约 1.7 万亿日元（占比 8%）用于国防能力建设，提高国防开支/GDP 比，强化西南岛屿的防卫能力。日本的财政刺激计划加剧市场对日本政府债务居高的担忧，目前日本政府债务率高达 230%，债务可持续性面临较大挑战，国债收益率面临进一步上升压力。

日本央行将缓慢加息和推进 QT。日本央行采用多目标制，力求在通胀控制、财政稳定、日元汇率和经济增长之间寻求平衡。由于经济延续增长、房价不断上涨和通胀持续超过目标，日本央行将延续加息。但日本央行经历经济“失去二十年”和长期通缩之后，对货币政策收紧非常谨慎，加息非常缓慢。预计 2025 年 12 月或 2026 年 1 月加息一次，2026 年 6 月或 7 月再加息一次，政策利率从目前 0.5% 升至 2026 年末 1%。日本货币政策依然非常宽松，基于泰勒规则计算未来一年合宜政策利率为 1.5%-2%。目前实际利率仍严重为负，刺激信贷扩张、房价上涨和通胀居高。QT 周期延续但速度放缓。日本央行 2025 年 6 月议息会议做出决定，2026 年第二季度开始放慢 QT 速度，每季度削减购债 2000 亿日元，而 2024 年 8 月至 2026 年 3 月每季度削减购债 4000 亿日元；2026 年 6 月议息会议将对 QT 计划进行中期评估，根据市场情况决定是否继续调整。预计日本央行国债资产在 2025 年末和 2026 年末分别降至 550 万亿日元和 510 万亿日元。日本央行计划每年出售 3300 亿日元股票 ETF，但会尽量降低对市场的影响。日本金融机构是国际债市的重要投资者，日元长期以来是国际市场套息交易的重要融资货币，日本央行货币政策变化对全球市场具有重要影响。日本央行加息和日本国债收益率上升利空全球债券与股票。

金融市场

日本货币市场利率将逐步上升。预计 7 天 Tibor 从目前 0.5% 升至 2026 年末 1%。日本货币市场利率由央行政策利率决定。目前日本实际利率严重为负，信贷增速再次回升，股市估值处于高位，核心城市房价涨幅扩大，工资涨幅和通胀居高，显示资产泡沫化和经济过热风险，日本央行将延续加息。但经历长期通缩的日本央行加息非常迟缓，预计 2026 年末之前加息两次，7 天 Tibor 将跟随政策利率从目前 0.5% 升至 2026 年末 1%。

日本国债收益率将持续上行。预计日本 10 年国债收益率从 2025 年末 1.85% 升至 2026 年末 2%。日本货币政策仍处于非常宽松状态，支撑信贷、股市和房市延续上涨，经济增速持续超过潜在增速，通胀处于高位。在这种宏观经济背景下，日本国债收益率将持续上升。国债收益率曲线将陡峭化，因为日本央行加息迟缓，一方面限制短期国债收益率升幅，另一方面放任经济过热而推升长期国债收益率。日本央行加息越慢，长期国债收益率升幅越大。日本长期国债收益率持续上升将增加政府融资成本，对政府债务可持续性形成挑战，引发金融市场波动风险。由于日本金融机构是美欧债券市场重要投资者，日本长期国债收益率和期限利差持续上升将对美欧债券市场产生溢出影响。

日元兑美元可能先升后贬。预计美元/日元汇率从 2025 年末 155 降至 2026 年 6 月末 145，再升至 2026 年末 152。2026 年上半年，美元流动性将更加宽松，美联储可能进一步降息并重启资产负债表扩张，美联储下任主席候选人为展示忠诚可能夸大鸽派姿态，美元指数将明显走弱，而日本经济增长持续超过潜在增速，通胀持续高于目标，日本央行可能进一步加息并延续削减资产购买，美日利差可能缩小，日元兑美元可能反弹。2026 年下半年，由于美元流动性宽松和中期选举前白宫进一步刺激经济，美国经济增长和通胀可能反弹，美联储新任主席上任后为建立公信力和影响力，相对候选人阶段将更加政治中立，货币政策预期可能发生变化，美元指数可能反弹，日元兑美元走弱。

日本股市可能延续上涨但涨幅大幅收窄。预计日经 225 指数涨幅从 2025 年 21% 降至 2026 年 8%。目前日经 225 指数 2025 年动态 PE 约为 17.9 倍，高于近 10 年 PE 均值 (17.1 倍)。预计 2025-2026 年日经 225 指数 EPS 年均复合增速为 6.4%。支撑日本股市上涨正面因素：全球 AI 泡沫化周期；美元贬值周期中日本资金从美国回流本国；日本新内阁的财政刺激提振盈利预期与乐观情绪。日本股市涨幅可能大幅收窄的负面因素：2023-2025 年连续 3 年大涨，市场预期过度乐观；经济过热与通胀居高风险。我们相对看好工业（2025 年动态 PE 为 18.5 倍，最新 ROE 为 11%）、房地产（2025 年动态 PE 为 15.8 倍，最新 ROE 为 9.9%）、金融工业（2025 年动态 PE 为 12.1 倍，最新 ROE 为 9.7%）、通讯服务（2025 年动态 PE 为 14.4 倍，最新 ROE 为 16.7%）和公用事业（2025 年动态 PE 为 9.1 倍，最新 ROE 为 10.7%）。

图 3: 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	2027F	2025F	2026F	2027F
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	4.4	4.8	5.2	4.0	4.2	4.3
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	-	-	-	32.7	34.1	34.7
名义GDP增速(%)	3.7	1.2	1.6	0.6	0.2	(3.3)	2.5	1.4	5.4	2.9	4.4	2.5	2.8	4.5	2.7	2.6
实际GDP增速(%)	1.6	0.8	1.7	0.6	(0.4)	(4.2)	2.7	1.0	1.2	(0.2)	1.3	0.7	0.8	1.3	0.6	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	3.1	1.8	2.0	3.2	2.1	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	3.0	1.7	1.8	3.1	2.2	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	2.4	2.6	2.6	2.5
财政赤字/GDP(%)	3.0	3.0	2.4	1.7	2.4	9.1	5.3	3.3	2.3	2.0	3.1	3.1	2.8	3.2	3.4	3.1
政府债务/GDP(%)	194.2	195.9	196.3	197.7	199.1	224.7	220.3	224.2	217.8	216.8	-	-	-	230.0	228.0	227.0
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	0.94	1.75	0.75	1.00	1.25
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	1.69	1.87	1.98	1.85	1.95	2.00
美元/日元(年末值)	120.4	117.1	112.7	110.4	109.2	103.3	115.1	132.1	141.4	157.9	149.0	142.0	135.0	155.0	152.0	150.0
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	-	-	-	3.1	2.5	2.2
房价涨幅(%)	1.3	9.6	4.3	0.9	4.7	4.8	11.5	9.0	7.0	4.4	-	-	-	12.0	7.5	5.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

中国

2026 年中国经济增速将先降后升。2025 年下半年经济增速明显下滑且持续低于 5%，因为 9.24 政策刺激和关税预期下抢出口带来高基数和需求透支效应。2026 年 GDP 增长目标可能仍为 5%，稳增长压力将推动新一轮刺激政策在第一季度出台，支撑经济增速从第二季度开始小幅回升。随着全球经济放缓和高关税抑制全球贸易，中国商品出口增速下降；房地产市场跌幅收窄，一线房价逐渐趋稳。家庭消费增速走平，在前期补贴政策刺激之后商品消费增速下降，服务消费增速小幅回升。因反内卷政策，制造业投资增速下降；随着政策引导从投资于物转向投资于人，基础设施投资增速放缓。2026 年广义财政赤字率 8.5% 与 2025 年基本持平，重点支持新质生产力、社会民生和安全领域。货币政策延续宽松，预计降准 50 个基点、降息 20 个基点。货币市场利率小幅下降，债券收益率微幅上升，人民币兑美元温和升值至 7.02。股市已进入牛市下半场，2026 年可能先涨后跌见到顶部，A 股有望跑赢港股。

宏观经济

中国经济增速将先降再升。预计 GDP 增速从 2025 年第三季度 4.8% 降至第四季度 4.5% 和 2026 年第一季度 4.6%，再逐步升至 2026 年第四季度 4.9%，全年 GDP 增速从 2025 年 5% 降至 2026 年 4.8%。2025 年上半年 GDP 增速 5.3% 显著高于目标，尽管第三季度开始放缓，但全年实现 5% 左右的目标难度不大，决策者当前最关注中美博弈与新质生产力发展，政策部门和地方政府稳增长动力不足，希望预留更多空间给 2026 年。由于 2024 年 9.24 政策刺激和 2025 年上半年抢出口带来高基数与透支效应，2025 年第四季度和 2026 年上半年 GDP 同比增速下行压力较大。基于 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家水平（2035 年人均不变价 GDP 相比 2020 年翻一番）的远景目标，2026-2035 年（“十五五”和“十六五”规划期）年均 GDP 增速需要达到 4.2% 左右。2026 年是“十五五”开局之年，GDP 增速目标很可能维持在 5% 左右。与 2024 年 9.24 政策刺激出台背景相类似，随着 2025 年下半年 GDP 增速连续两个季度低于 5%，2026 年一季度出台新一轮政策刺激的可能性显著上升，有望推动 GDP 增速温和回升。

中国货物出口增速可能下降。预计商品出口增速从 2025 年 5.2% 降至 2026 年 3.5%，商品进口增速从 2025 年 -0.5% 升至 2026 年 2%。全球需求增速和通胀水平下降，IMF 预测全球 GDP 增速从 2025 年 3.2% 降至 2026 年 3.1%，CPI 增速从 2025 年 4.2% 降至 2026 年 3.7%。全球关税冲击导致抢进口与囤货，带来高基数和需求透支效应，2025 年上半年全球商品出口增长超过 5%，但下半年以来明显下滑。分产品来看，2026 年中国医疗用品、电工器材、汽车、船舶、航空设备、AI 相关产品（半导体、服务器、通信设备等）出口增速将保持快速增长，服装、玩具、家电、家具等传统产品出口可能延续疲弱。分目的地来看，2026 年中国对东南亚、南亚、中东、非洲、拉美和东欧的商品出口将保持快速增长，对西欧、澳洲和东亚商品出口小幅增长，对美国商品出口延续下跌。

中国房地产降幅逐步收窄。预计商品房销售面积和房地产开发投资同比跌幅分别从 2025 年 9% 和 16% 收窄至 2026 年 5% 和 9%。4 月“对等关税”冲击增加经济不确定性和地缘政治风险，削弱家庭部门信心，打断房地产复苏势头，商品房销售面积同比跌幅从前 4 个月 2.8% 持续扩大至前 10 个月 6.8%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率从前 4 个月 70.6% 降至前 10 个月 54%。由于 2024 年 9.24 刺激带来高基数和需求透支效应，2025 年四季度和 2026 年一季度商品房销售面积同比跌幅可能扩大，拖累 GDP 增速下行。政策部门可能在 2026 年一季度出台新一轮提振房地产的政策，备选措施包括降息、减税、贴息和收储。由于基数效应变化和新一轮政策刺激，2026 年二季度房地产指标同比降幅可能开始收窄。未

来中长期内，住房需求面临周期性修复和结构性下行的双重作用。由于出生人口减少和城镇化放缓，城镇新增人口和新增住房需求 2016 年见顶下行，但因棚改货币化安置等政策刺激，2017-2021 年商品住宅销量持续大增且超过新增住房需求，透支未来部分需求并积累二手房供应。2021-2022 年疫情冲击等因素导致城镇新增人口骤降，新增住房需求大幅下滑，加上急剧去杠杆，商品住宅销量剧烈收缩。2023-2024 年经济重启，城镇新增人口周期性反弹，新增住房需求回升，政策转向宽松，但由于前期需求透支和二手房供应释放，新房销量和住房价格延续下跌。中期内，新增住房需求可能延续周期性修复，新房供应收缩将持续大于需求，供求再平衡延续，一线与强二线城市核心位置房价可能降中趋缓逐步企稳。长期内，由于人口下降和城镇化放缓，城镇新增人口和新增住房需求将延续下降。

中国家庭消费增速基本走平。预计消费品零售额增速从 2025 年 4% 降至 2026 年 3.7%，其中家电、手机、家具、文化办公用品等零售额增速显著下滑，食品饮料、服装、教育体育娱乐用品、化妆品等零售额增速平稳较快；预计服务零售额增速从 2025 年 5.2% 升至 2026 年 5.4%，其中餐饮收入增速小幅上升，交通服务、旅游咨询租赁服务、文体休闲服务、养老服务等增速相对较快。正面因素包括股市上涨、房市跌幅收窄、通缩改善、财政增加对家庭转移支付等，负面因素包括前期“以旧换新”政策刺激的高基数与需求透支效应、经济与就业不确定性对消费者信心影响等。股市上涨通过财富效应和信心渠道提振消费，A 股市场在 2024 年 9 月下旬进入牛市，但中国家庭资产以房产和存款为主，股票类资产占比 5%-10%，股市上涨对消费的提振作用相对较弱。房市跌幅收窄通过财富效应、信心渠道和配套消费提振消费，中国家庭资产中房产占比超过 60%，房市对消费的影响相对较强。通缩改善通过价格效应、降低偿债负担和改变延迟消费等提振消费，通缩意味着价格下跌将直接拖累消费额增长，通缩推升实际利率意味着债务人实际偿债负担上升，通缩令消费者预期价格下跌而推迟购买。财政增加对家庭转移支付将提升家庭可支配收入从而提振消费，预计 2026 年财政将增加对新增人群、有孩家庭、失业人群和低收入家庭的转移支付，这些人群和家庭边际消费倾向相对较高，转移支付收入用于消费的比例相对较高。“以旧换新”补贴政策带来高基数与需求透支效应，2025 年前 10 月家电、文化办公用品、家具与通讯器材限额以上企业零售额增速分别达到 20.1%、19.1%、19.9% 和 20.9%，但 2026 年增速将显著下滑。由于出口增速下滑、房市依然疲弱和 AI 等技术对人工替代等，经济和就业不确定性高，消费者信心仍将受到抑制。

中国非房地产投资增速可能下降。预计剔除房地产开发投资后固定资产投资增速从 2025 年 1.5% 降至 2026 年 1%。负面因素包括前期设备更新政策的高基数和需求透支效应、关税冲击、通缩与反内卷、地方政府隐性债务化解等，正面因素包括“十五五”规划开局之年效应、利率进一步下降和财政扩张力度加大等。前期设备更新政策带来高基数和需求透支效应，2024 年和 2025 年前 10 月设备工器具购置投资增速分别达到 15.7% 和 13%，预计 2026 年增速降至 5%。关税冲击、通缩压力和反内卷对制造业投资具有抑制作用，制造业投资增速从 2025 年上半年 7.5% 降至前 10 个月 2.7%，其中化学原料及制品、医药制造、有色金属、专用设备、电气机械与器材和计算机、通信与电子设备投资均转为负增长，预计 2025 年和 2026 年制造业投资增速分别降至 2% 和 1.5%。由于设备更新政策透支效应和地方政府隐性债务化解，基础设施投资增速显著下滑，从 2025 年上半年 8.9% 骤降至前 10 个月的 1.5%。2026 年一季度宏观政策将再度发力，利率进一步下降，财政扩张力度增加，“十五五”规划项目投资加快，基础设施投资增速可能见底企稳，全年增速从 2025 年 1% 升至 2026 年 1.5%。

中国通缩改善但再通胀依然较弱。预计 CPI 和 PPI 增速分别从 2025 年 -0.1% 和 -2.6% 升至 2026 年 0.7% 和 -0.5%。食品价格将明显回升，食品 CPI 环比平均增速从 2025 年 1-7 月的 -0.2% 升至 8-10 月的 0.5%，食品 CPI 同比跌幅由 8 月 4.3% 收窄至 10 月 2.9%，预计食品

CPI 增速将从 2025 年-2%升至 2026 年 1%。能源价格跌幅将逐渐收窄，交通工具用燃料价格同比降幅从 2025 年二季度 11.3%缩小至 10 月 5.4%，预计全年降幅从 2025 年 6.6%收窄至 2026 年 2%。服务通胀将温和上升，预计核心 CPI 增速从 2025 年 0.8%升至 2026 年 1.2%，因为服务消费延续缓慢改善。PPI 环比由跌转涨，未来可能小幅上涨，因为美联储可能进一步降息并重启 QE，特朗普可能开启新的刺激政策，欧洲和日本将增加财政扩张力度，中国将加大稳地产、促消费和反内卷政策力度。

宏观政策

中国财政扩张力度基本平稳，支出结构将有调整。预计 2026 年广义财政赤字（包含一般赤字、特别国债与地方政府专项债）相对 GDP 比 8.5%与 2025 年水平基本持平，其中一般财政赤字率稳定在 4%，特别国债额度/GDP 比从 2025 年 1.3%降至 2026 年 1%，地方政府专项债额度/GDP 从 2025 年 3.1%升至 2026 年 3.5%。一般财政赤字主要为了弥补政府经常性收支缺口。2026 年财政支出将向三大方向倾斜：一是现代产业体系与新质生产力，包括加快传统产业高端化、数智化与绿色化转型升级，培育壮大新能源、新材料、航空航天、低空经济等新兴支柱产业，加快发展量子科技、生物制造、氢能与核聚变能、脑机接口、具身智能、6G 等未来产业，建设完善算力等新质生产力基础设施；二是公共服务与民生，从投资于物转向投资于人，加大对生育养育、教育、医疗、社保、职业培训、普惠养老、文化体育等方面投入，增加对新增婚人群、有孩家庭、失业人群和低收入家庭的转移支付；三是基础设施、城市更新、乡村振兴、生态环保、粮食能源与产业链安全等。2025 年特别国债资金主要用于支持重大战略实施与重点领域安全能力建设（8000 亿人民币）、设备更新与消费品以旧换新（5000 亿人民币）和补充国有银行资本（5000 亿人民币）。预计 2026 年特别国债资金继续用于支持重大战略实施与重点领域安全能力建设（10000 亿人民币）和设备更新与消费品以旧换新（5000 亿人民币）。

中国货币政策将延续适度宽松。预计 2026 年一季度法定存款准备金率下调 50 个基点，LPR 下调 10 个基点，三季度 LPR 进一步下调 10 个基点；为缓解 LPR 下调对银行净息差的负面影响，货币市场利率和存款利率可能先行下调。由于物价通缩，实际利率仍高，信贷需求依然疲弱，10-11 月国有大行与股份制银行半年票据转贴现平均利率降至 0.62%，低于 2024 年第四季度的 0.8%，显示信贷供大于求趋势。货币政策重点实现稳预期、防风险和协同其他政策发力。在中美博弈可能加剧背景下，货币政策将通过相机行动稳定市场信心，向社会传递稳经济信号。在房地产和就业依然疲弱背景下，货币政策将保持流动性充裕，促进信贷合理增长，降低房地产金融风险，支持就业市场稳定。货币政策将加强与财政政策配合，保持流动性充裕，支持政府债券发行。货币政策将创新更多结构性工具，加大对科技创新、绿色转型、服务业发展和投资于人的定向支持。

中国房地产政策将延续宽松。2026 年备选政策工具包括降息、减税、贴息和收储。降息即通过下调 LPR 降低新按揭贷款利率，可以提振住房需求，但将挤压银行净息差，预计 2026 年 LPR 下调两次，同时通过降低货币市场利率和存款利率对冲银行净息差压力，但由于存款定期化和重定价速度慢于按揭贷款，降低货币市场利率和存款利率难以完全对冲 LPR 下调对银行净息差的负面影响。减税包括减少购房环节交易税费和提高房贷利息专项附加对个税抵扣额（目前抵扣额为 1000 人民币/月），可以降低购房人负担，对住房需求具有提振作用。贴息是财政对新按揭贷款进行利息补贴，降低购房者实际借债成本，而不直接影响银行净息差。收储是政府性或政策性机构从市场收购闲置土地或房产，转为远期保障房，短期可以缓解房市供大于求和价格下跌压力。我们认为上述四项政策的可能性排序是降息>减税>贴息>收储。

金融市场

中国货币市场流动性将更加宽松，货币产品收益率将小幅下降。预计 1 周 Shibor 从 2025 年末 1.4% 降至 2026 年末 1.2%。一方面，由于经济下行和通缩压力，央行将增加货币市场流动性供应，进一步降低法定存款准备金率、逆回购利率和 LPR；另一方面，由于信贷需求疲弱，货币市场流动性需求不振。香港离岸人民币货币市场利率可能先下降再走平。2026 年上半年，内地人民币利率走低而美元偏弱，预计 1 周人民币 Hibor 从 2025 年末 1.7% 降至 2026 年 6 月末 1.5%；2026 年下半年，内地人民币利率持续下降但美元反弹，预计 1 周人民币 Hibor 有所波动，年末仍在 1.5% 左右。

中国国债收益率可能小幅上升。预计 10 年国债收益率从 2025 年末 1.85% 升至 2026 年末 1.9% 左右。提升国债收益率的因素包括：一是通缩改善，国债收益率走势与未来核心 CPI 增速趋势密切相关；二是积极财政政策保持扩张力度，政府债券发行规模居高；三是股市牛市进入下半场，市场风险偏好可能进一步回升。降低国债收益率的因素包括：一是房地产和消费依然不振，信贷需求疲弱，信贷供应增加，信贷利率和存款利率持续下降；二是全球通胀和利率进一步回落。

人民币兑美元可能走强。预计美元/人民币汇率 2025 年末 7.07 降至 2026 年末 7.02。2026 年美元指数可能先弱后强，因货币政策宽松在前而财政政策扩张在后。上半年美国经济增速和通胀可能回落，美联储可能延续降息并重启资产负债表扩张，美元供应增加，同时白宫对美联储干预和弱美元偏好利空美元，美元指数可能下降；下半年在货币政策宽松和财政政策扩张的作用下，美国经济增速可能回升，通胀可能企稳，美元指数可能回升。2026 年上半年中国可能加大财政扩张力度，实施新一轮稳地产与促消费政策，加快反内卷政策落地，人民币兑美元可能走强；下半年随着美元指数转强和国内财政政策进一步宽松空间下降，人民币兑美元可能回落。

中国股市已进入牛市下半场。2026 年牛市可能见顶，股市先涨后跌，A 股跑赢港股，恒生指数和沪深 300 指数全年涨幅预测分别为 15% 和 20%，2025 年涨幅预测分别为 25% 和 13%。牛市从泛科技板块向原材料与工业进而向消费板块扩散。支撑牛市延续一段时期的因素包括：流动性延续宽松，美联储可能进一步降息，美元流动性供应增加，而中国央行可能进一步降准降息，人民币流动性更加宽松；中国将加大稳地产、促消费与反内卷的政策力度，通缩将有缓解，企业盈利前景改善；中国股票估值依然不贵，恒生指数与沪深 300 指数 2025 年动态 PE 分别为 12.1 倍和 15.7 倍，略高于近 10 年对应 11.4 倍和 14.5 倍的平均值。我们相对看好港股信息技术（2025 年动态 PE 为 22.8 倍，最新 ROE 为 14.2%）、金融（2025 年动态 PE 为 8 倍，最新 ROE 为 11.1%）、必选消费（2025 年动态 PE 为 14 倍，最新 ROE 为 11.5%）、公用事业（2025 年动态 PE 为 11.6 倍，最新 ROE 为 8.8%）、电讯（2025 年动态 PE 为 12.8 倍，最新 ROE 为 9.1%）、能源（2025 年动态 PE 为 8.9 倍，最新 ROE 为 11.3%）和 A 股必选消费（2025 年动态 PE 为 18.9 倍，最新 ROE 为 23.3%）、医疗保健（2025 年动态 PE 为 25.3 倍，最新 ROE 为 11.9%）、公用事业（2025 年动态 PE 为 16.4 倍，最新 ROE 为 11.5%）。

图 4: 中国经济指标

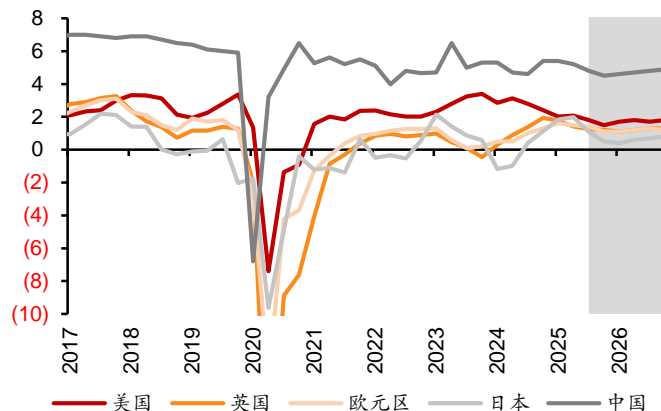
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值			CMBI预测		
											2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
名义GDP(万亿美元)	11.1	11.4	12.6	14.1	14.5	15.0	18.2	18.3	18.3	18.7	19.5	20.9	22.3	19.6	21.0	22.2
人均GDP(千美元)	8.1	8.2	9.0	10.1	10.3	10.6	12.9	13.0	12.9	13.3	-	-	-	13.9	15.0	15.8
名义GDP增速(%)	7.1	8.4	11.3	10.5	7.5	2.9	13.4	5.1	4.9	4.2	4.1	4.7	5.2	4.1	5.2	5.3
实际GDP增速(%)	7.0	6.8	6.9	6.8	6.1	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	4.9	4.4	4.2	5.0	4.8	4.5
CPI增速(%)	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.0	0.8	1.1	(0.1)	0.7	0.9
PPI增速(%)	(5.2)	0.3	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.2)	(2.6)	(1.0)	0.5	(2.6)	(0.5)	0.5
失业率(%)				4.9	5.2	5.2	5.1	5.5	5.1	5.1	5.2	5.1	5.1	5.2	5.1	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	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	8.5	8.0
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	-	-	-	67.8	73.0	77.3
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	2.67	1.55	1.45	1.40
1年LPR(%)	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	2.95	2.77	2.64	3.00	2.80	2.70
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	1.76	1.66	1.71	1.85	1.90	1.80
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	7.10	7.00	6.92	7.07	7.02	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	7.2	7.0
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)	-	-	-	(10.0)	(5.0)	0.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

附录

图 5: 主要经济体 GDP 增速

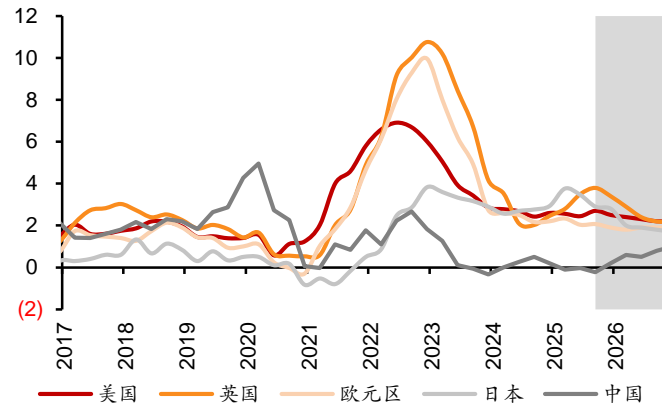
同比(%，2021/2022为2/3年平均)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 6: 主要经济体通胀

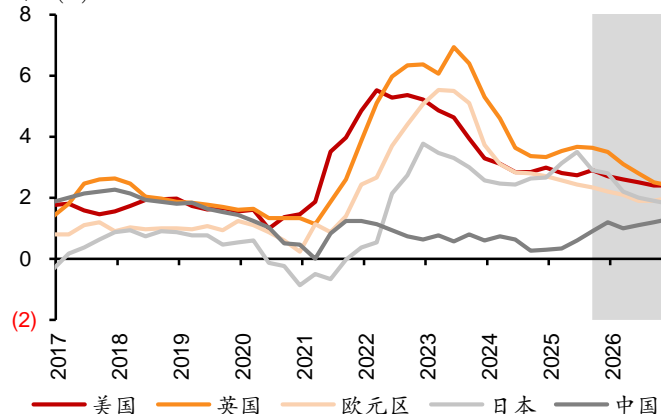
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 7: 主要经济体核心通胀

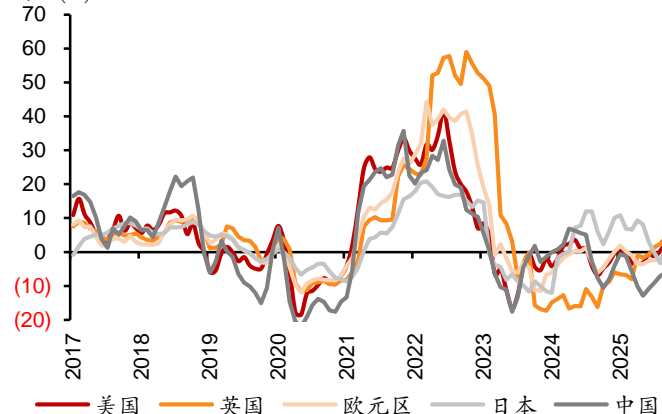
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 8: 主要经济体能源 CPI 增速

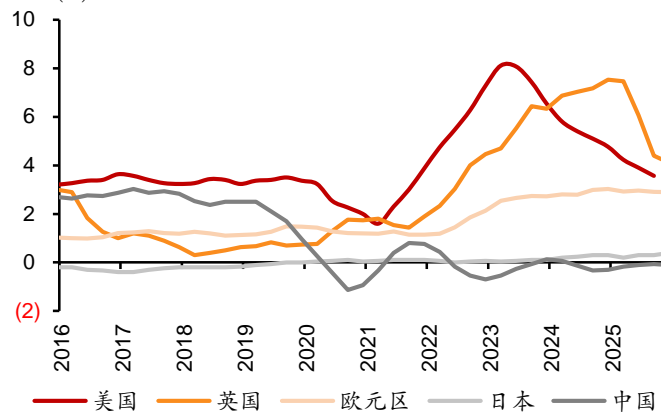
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 9: 主要经济体房租 CPI 增速

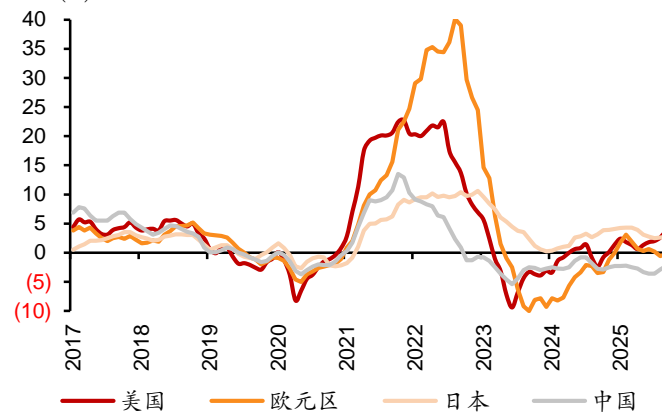
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

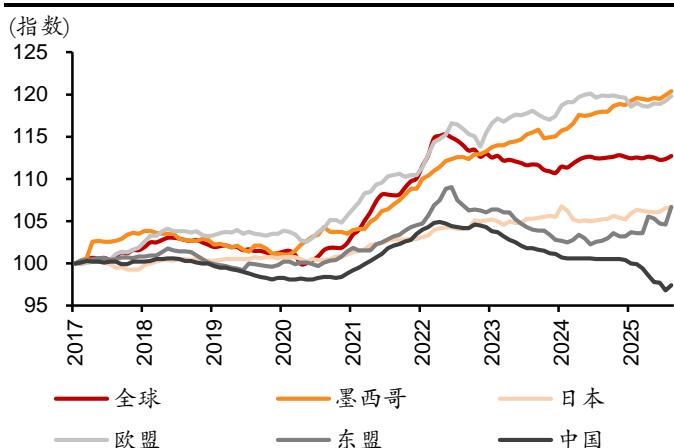
图 10: 主要经济体 PPI 增速

同比(%)



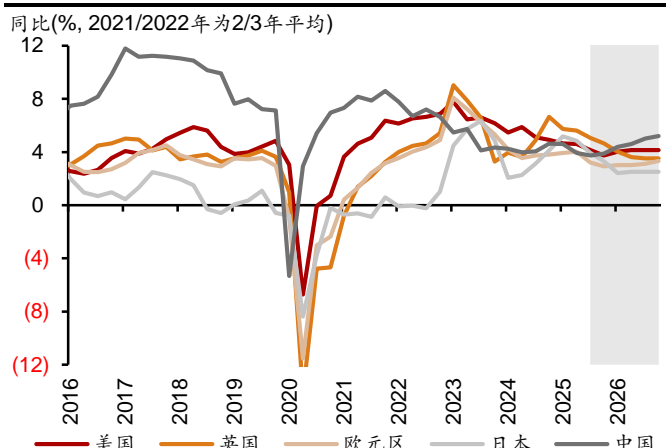
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 11: 美国按来源地进口商品价格指数



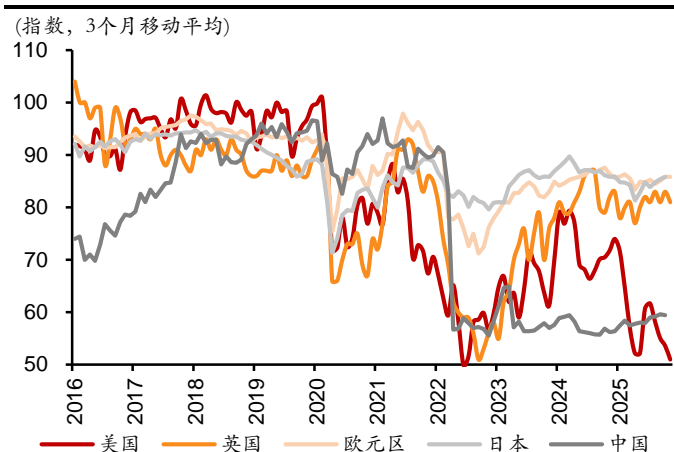
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体名义 GDP 增速



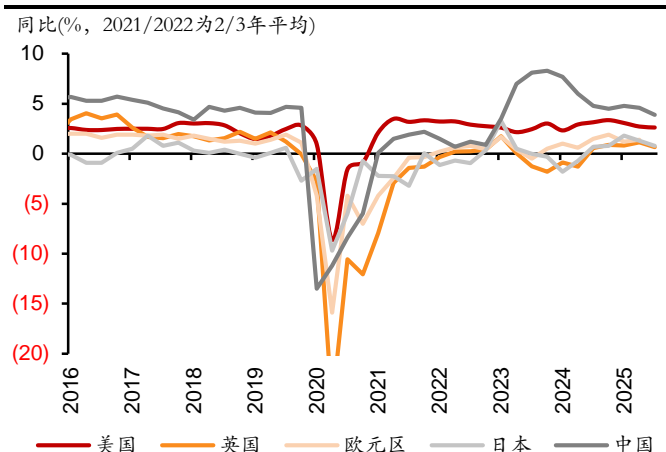
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 13: 主要经济体消费者信心指数



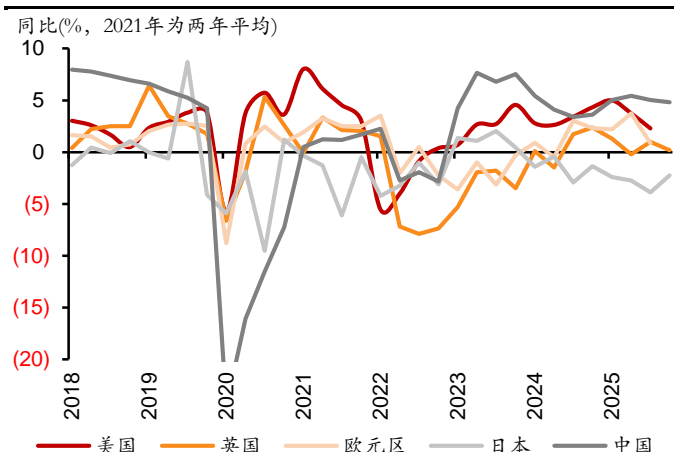
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 主要经济体不变价消费增速



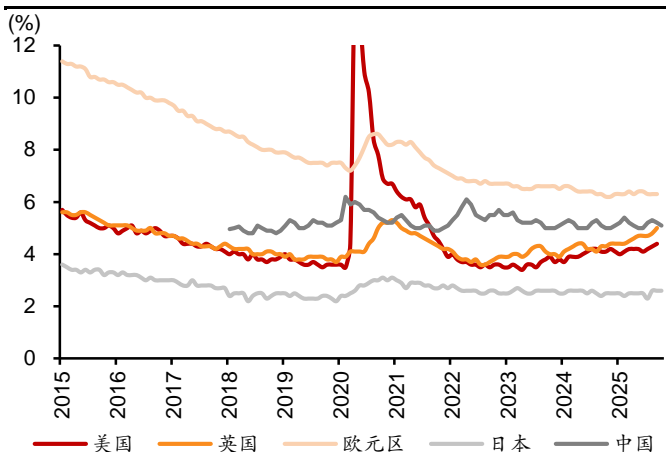
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 主要经济体不变价零售增速



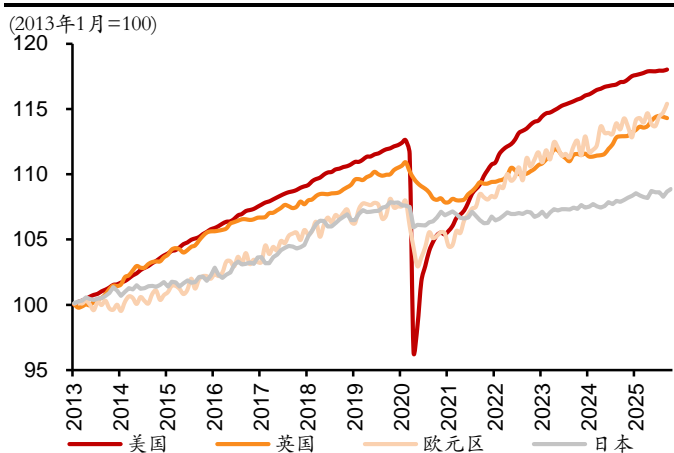
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 主要经济体失业率



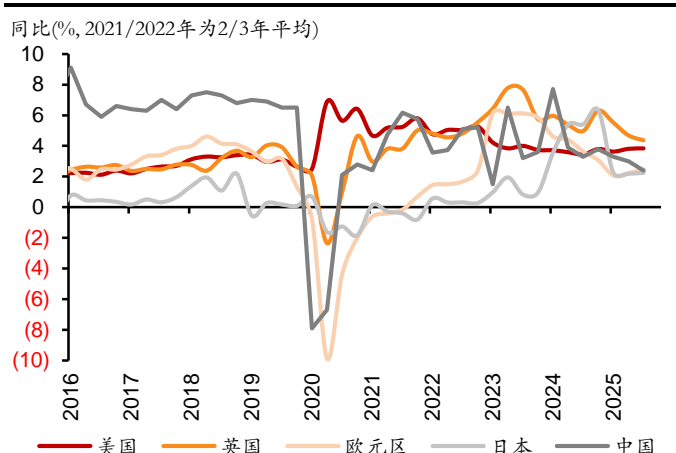
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 主要经济体就业人数指数



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 主要经济体工资收入增速



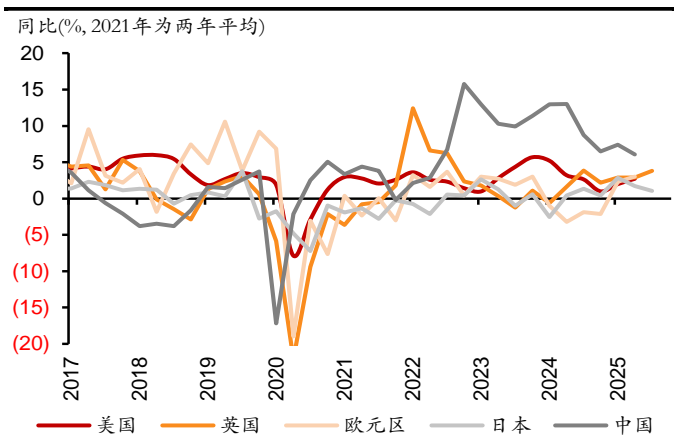
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 全球主要股指盈利增速

年均复合增速(%)	2012-2016	2017-2019	2020-2024	2025 彭博 一致预期	2026 彭博 一致预期	2025-2026 彭博一致 预期
标普500	3.9	10.9	7.7	14.3	13.2	13.7
纳斯达克综指	7.3	11.5	11.4	22.3	25.7	24.0
英国富时100	(6.3)	14.9	4.0	1.6	8.6	5.0
德国DAX	7.0	0.4	9.6	2.2	15.8	8.8
法国CAC	(3.7)	7.3	7.0	(11.5)	15.7	1.1
日经225	9.7	16.1	9.6	15.7	(2.6)	6.2
恒生指数		10.3	(3.0)	(0.5)	10.4	4.8
恒生科技			3.5	(7.4)	37.8	13.0
沪深300	3.3	9.9	(3.4)	14.3	14.7	14.5
创业板指数	15.3	(8.6)	14.7	39.0	31.8	35.3
加拿大TSX	(2.6)	13.1	6.1	13.0	14.9	14.0
澳大利亚标普200	(1.5)	7.3	3.7	0.1	9.8	4.8
印度股指	10.5	1.5	13.6	15.6	5.8	10.6
巴西股指	(8.2)	27.8	16.4	5.5	8.9	7.2
印尼股指	(1.5)	12.9	7.5	26.5	21.5	24.0
韩国综指	(3.2)	(2.9)	9.3	37.6	37.2	37.4
台湾加权指数	4.7	2.8	11.8	24.9	23.2	24.0
南非40指数	0.4	12.8	13.3	34.2	27.5	30.8

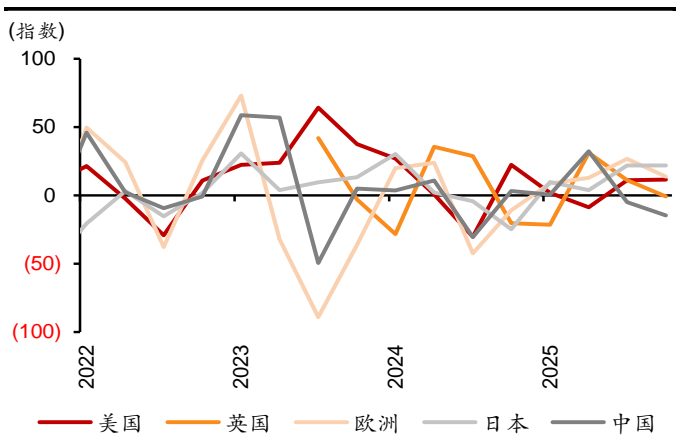
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 主要经济体不变价投资增速



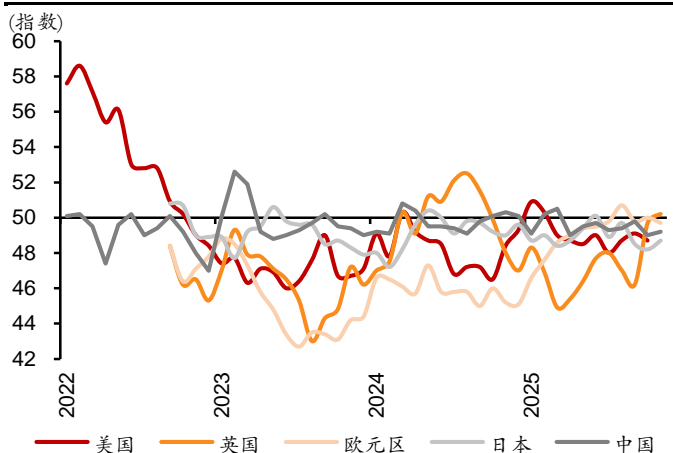
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 主要经济体经济意外指数



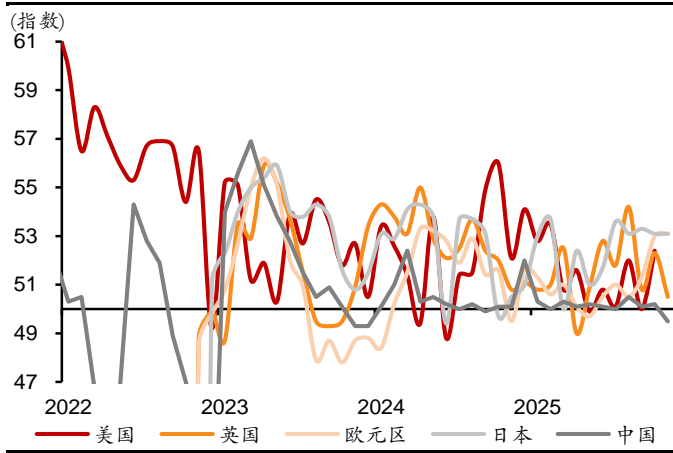
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 主要经济体制造业 PMI 指数



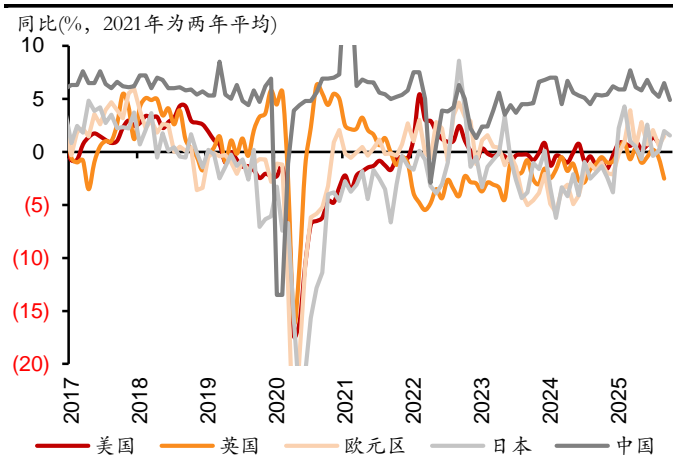
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 主要经济体服务业 PMI 指数



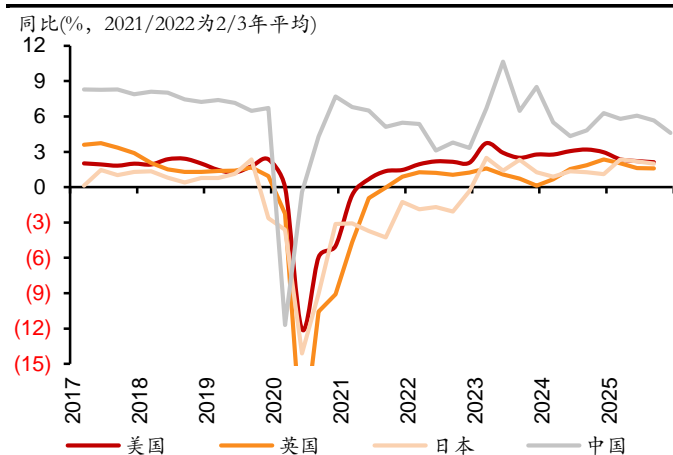
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 主要经济体工业产出指数



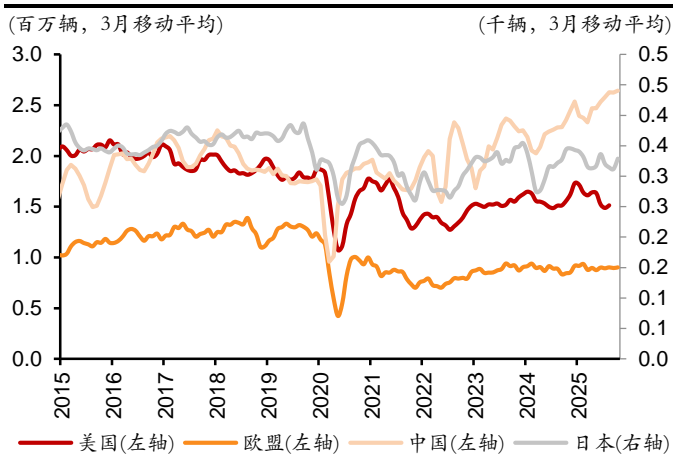
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 主要经济体服务业产出指数



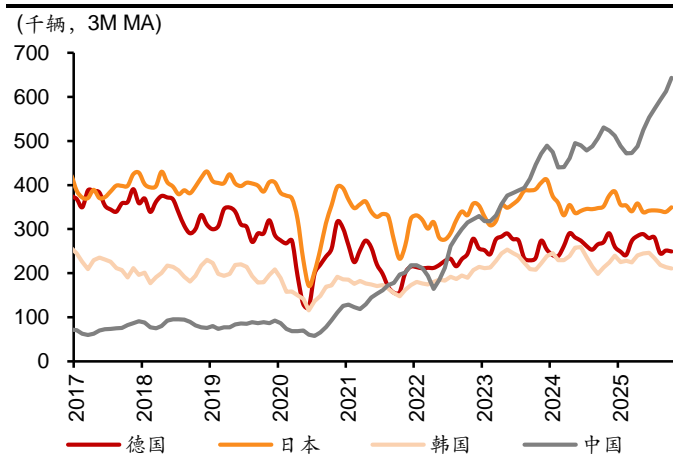
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 主要经济体汽车销量



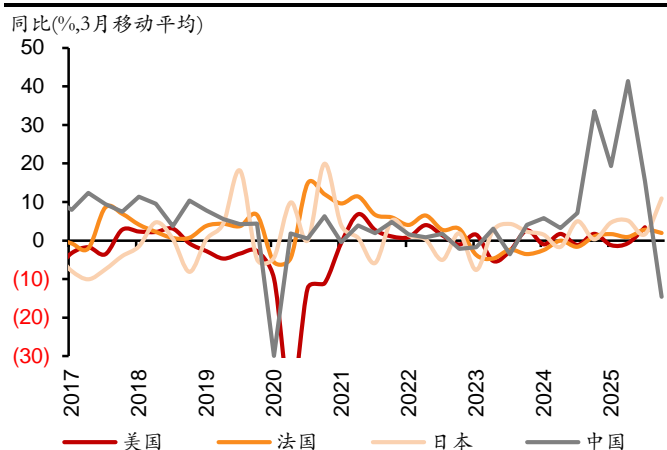
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 27: 主要经济体汽车出口



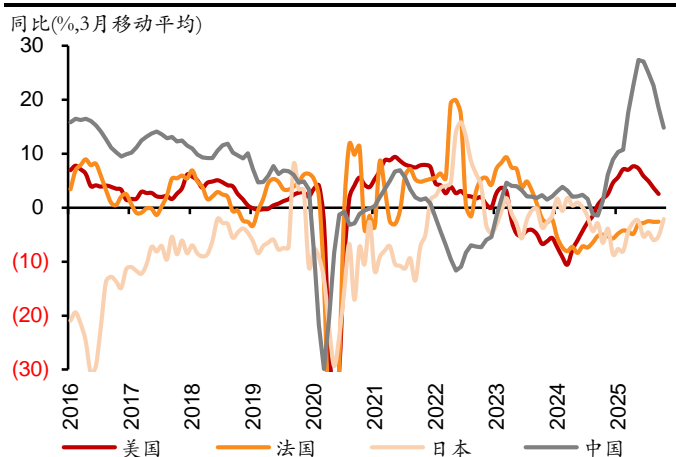
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 主要经济体家电零售额增速



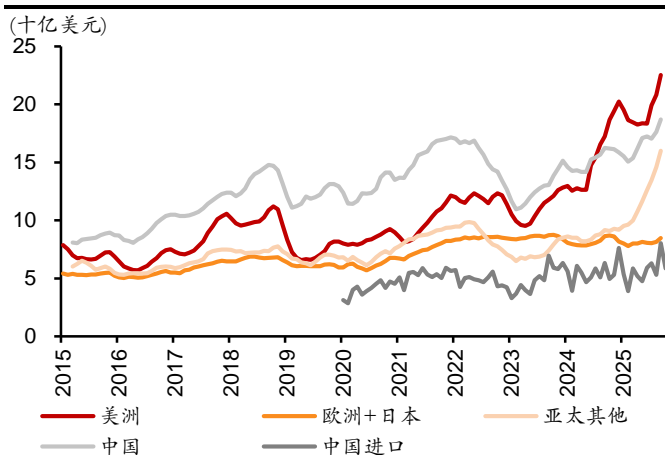
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 29: 主要经济体家具零售额增速



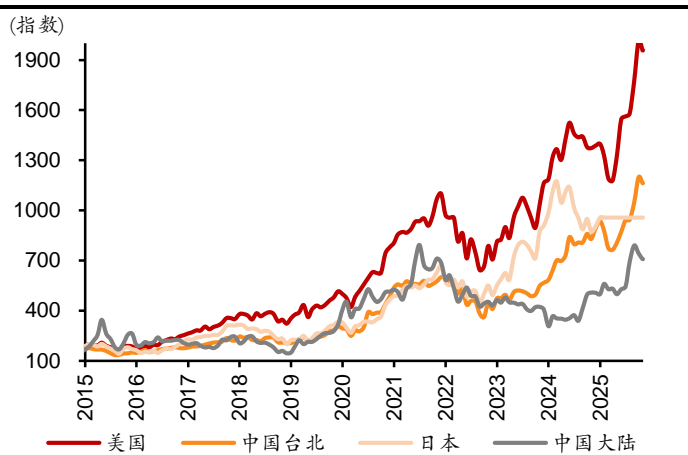
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 30: 主要经济体半导体零售额



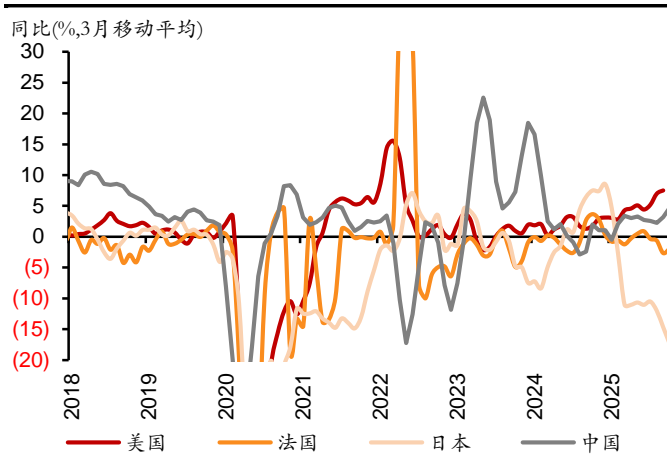
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 31: 主要经济体半导体板块股价指数



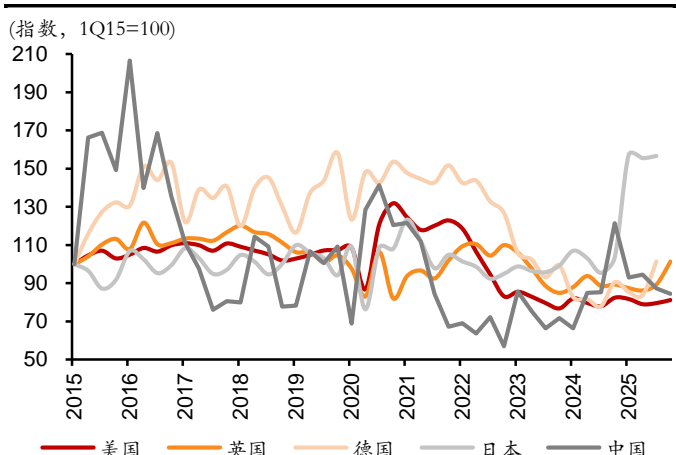
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 32: 主要经济体服装零售额增速



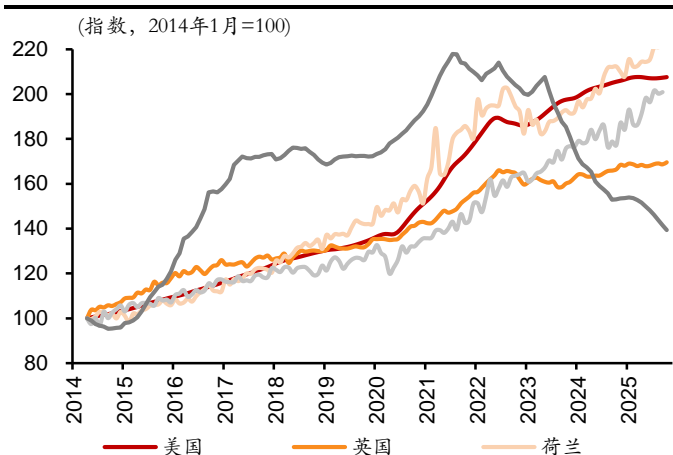
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 33: 主要经济体住房销量指数



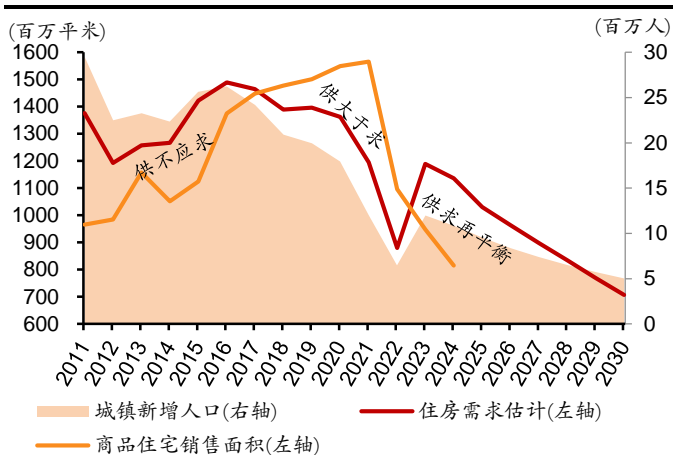
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 34: 主要经济体房价指数



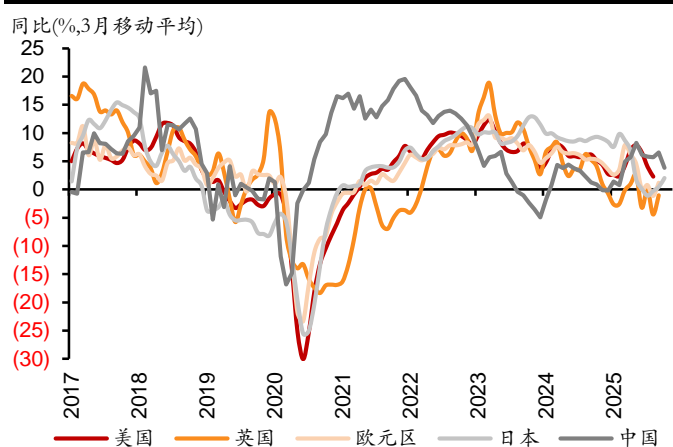
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 35: 中国房地产市场供需再平衡



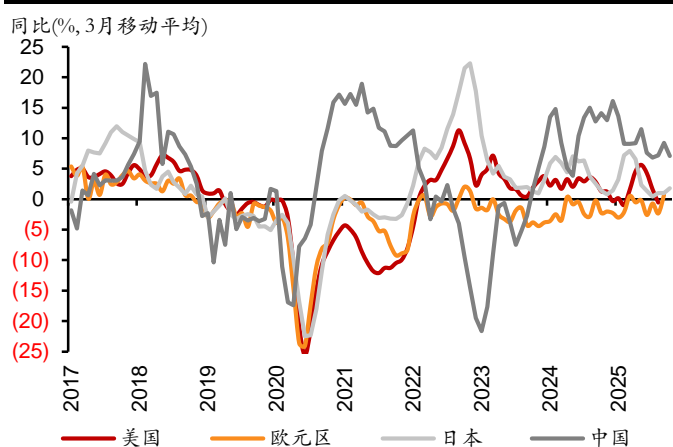
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 36: 主要经济体商品出口额增速



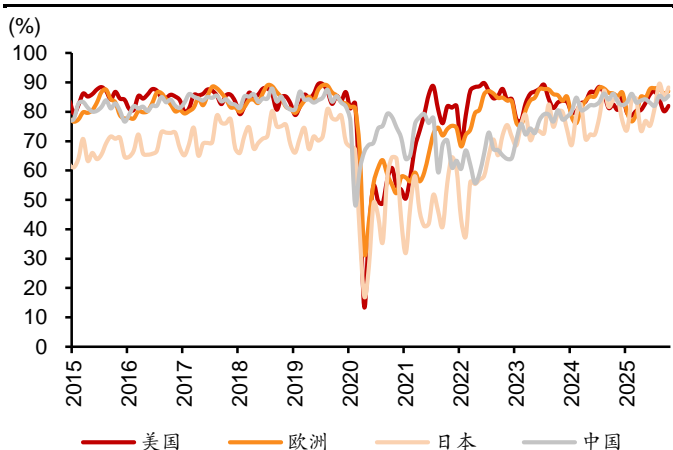
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 37: 主要经济体商品出口数量增速



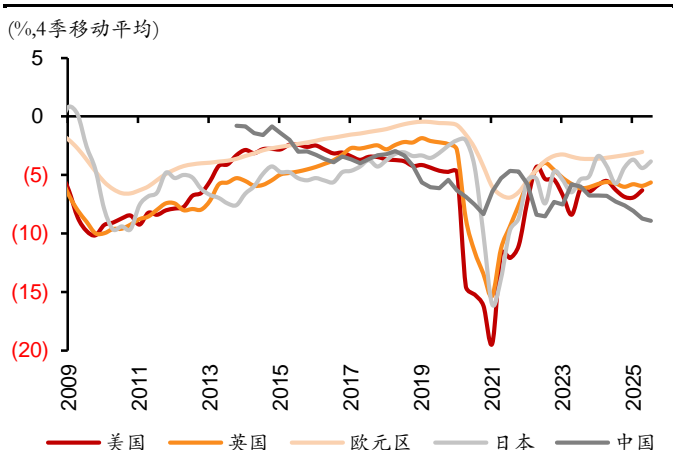
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 38: 航空客座率



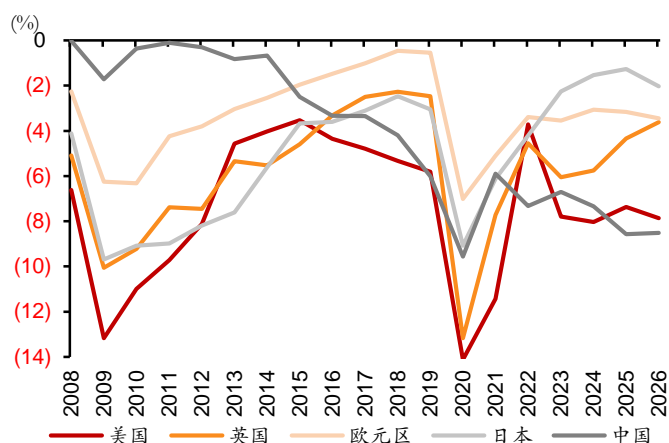
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 主要经济体季度财政赤字率



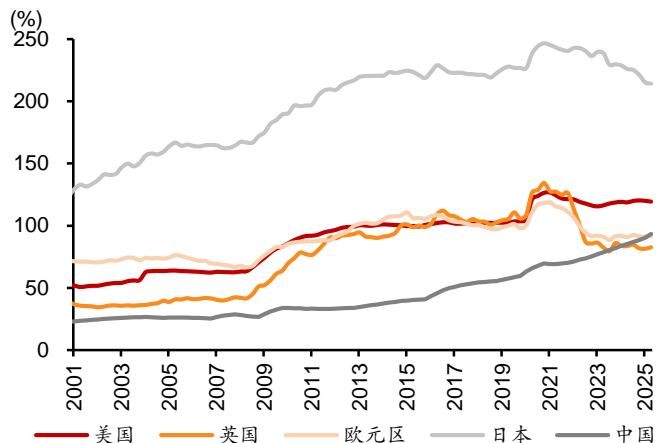
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 主要经济体年度财政赤字率



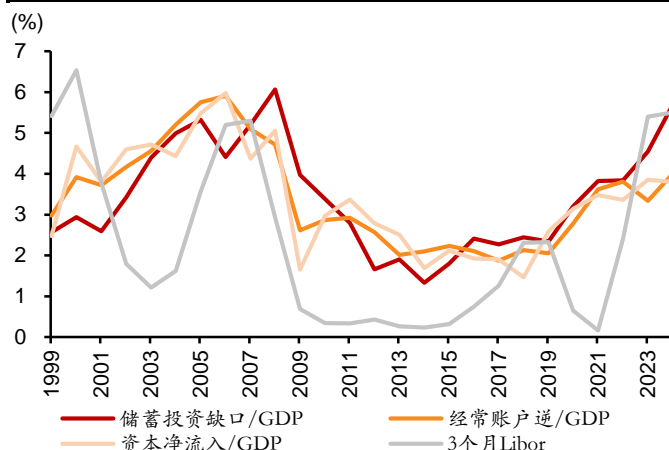
资料来源: Wind, IMF 预测, 招银国际环球市场

图 41: 主要经济体政府债务率



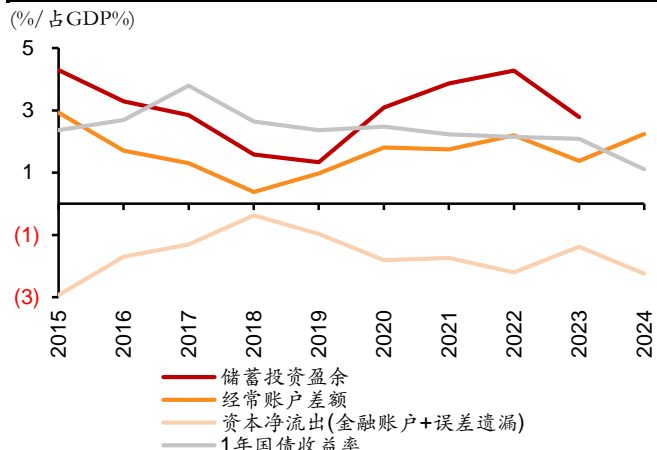
资料来源: Wind, IMF, 招银国际环球市场

图 42: 美国经济失衡与通胀/高利率压力



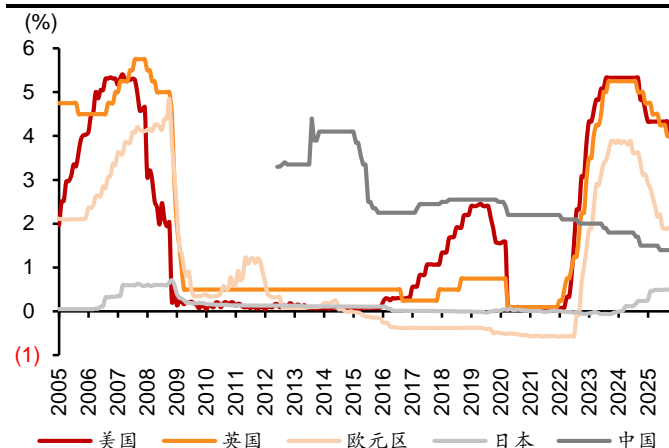
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 中国经济失衡与通缩/低利率压力



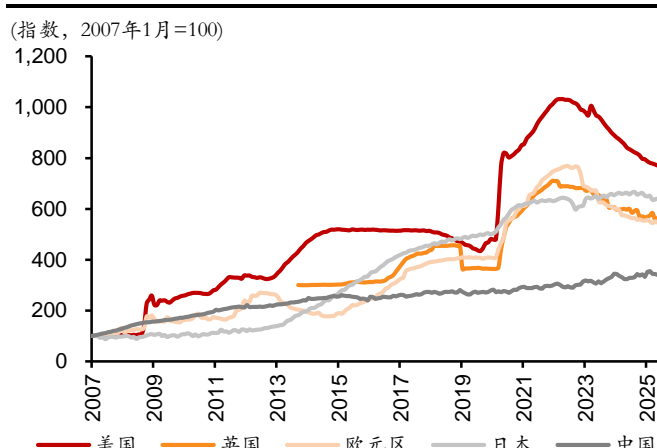
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 主要经济体政策利率(货币市场短期利率)



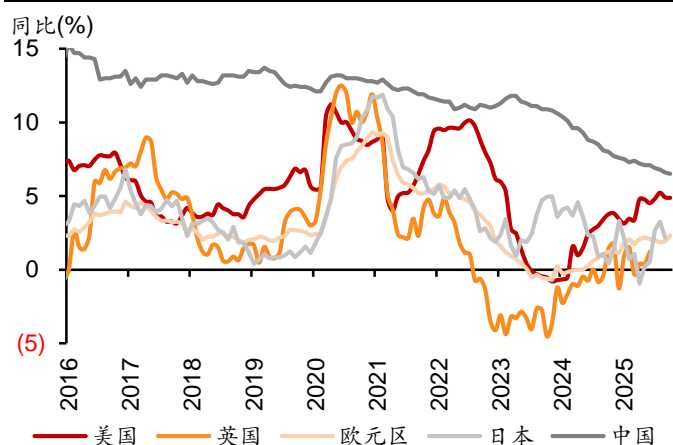
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 主要央行总资产指数



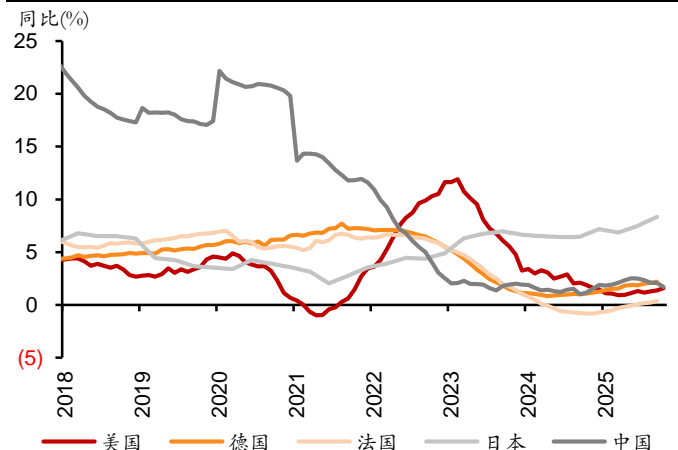
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 主要经济体信贷增速



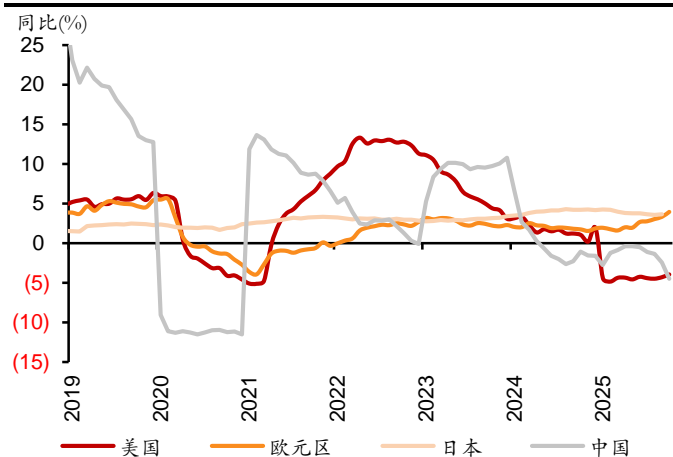
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 主要经济体房贷增速



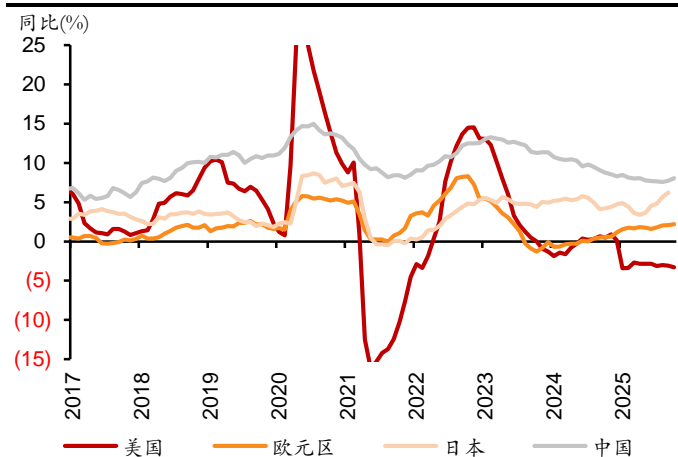
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 48: 主要经济体消费信贷增速



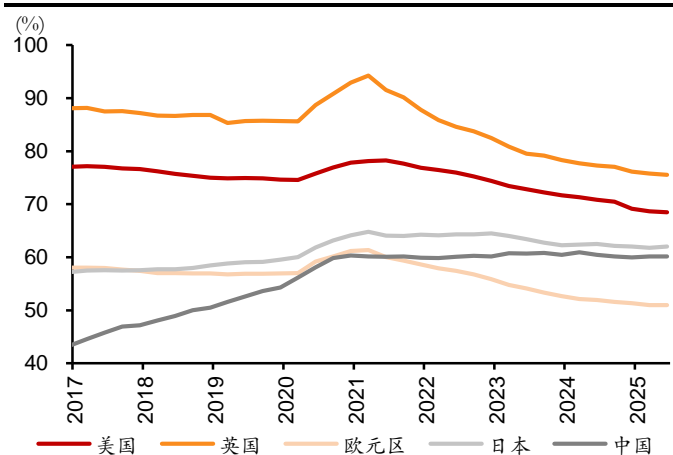
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 主要经济体企业贷款增速



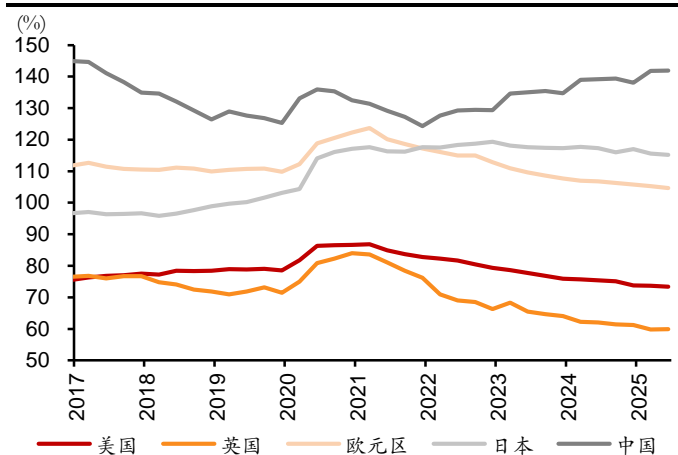
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 50: 主要经济体家庭债务率



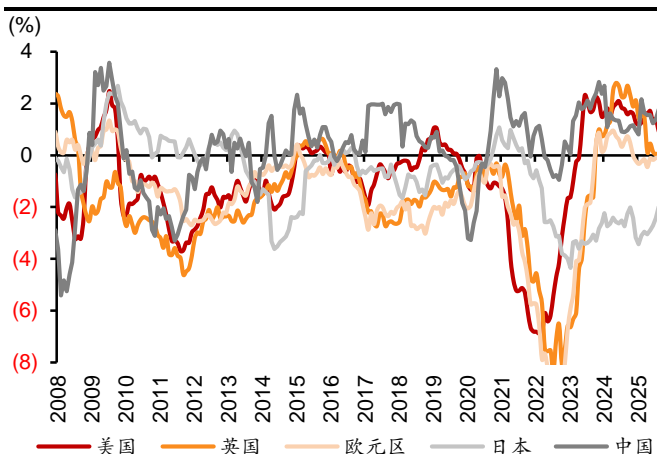
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 51: 主要经济体企业债务率



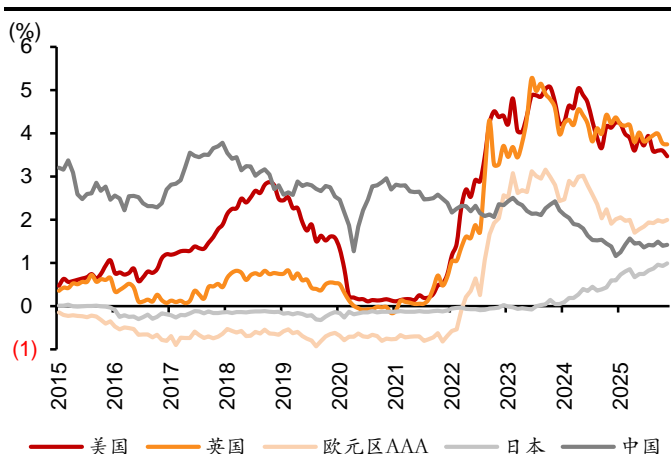
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 52: 主要经济体实际利率 (3 月期利率-CPI 增速)



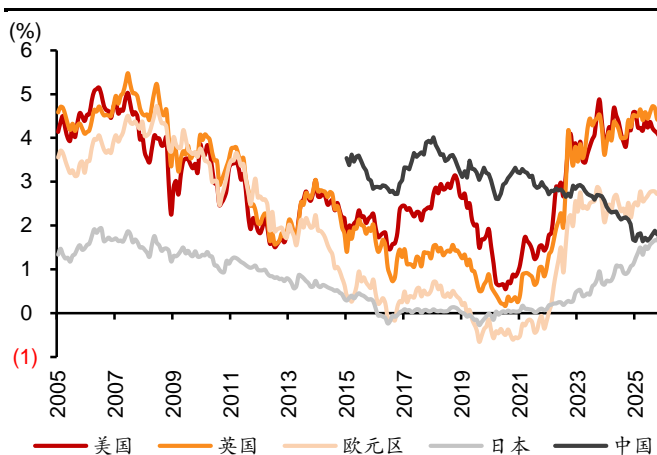
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 53: 主要经济体 2 年期国债收益率



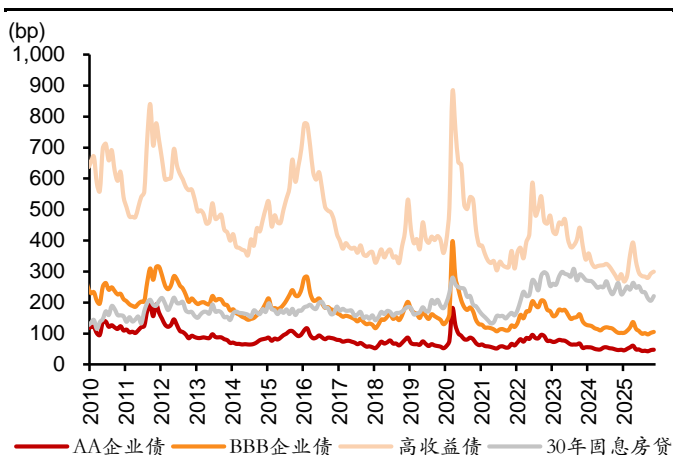
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体 10 年期国债收益率



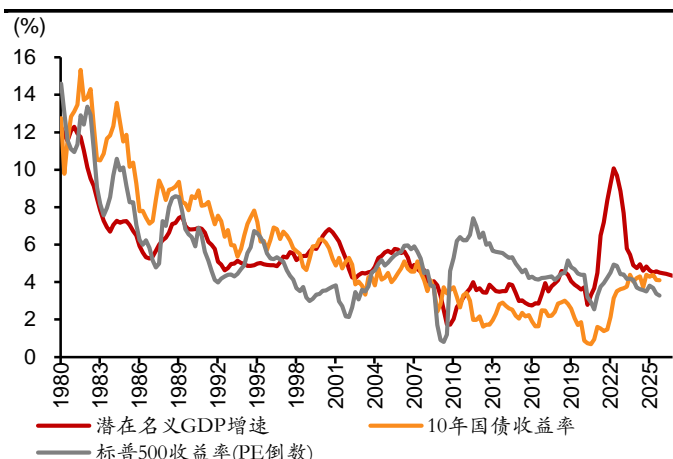
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 55: 美国企业债与房贷相比 10 年国债利差



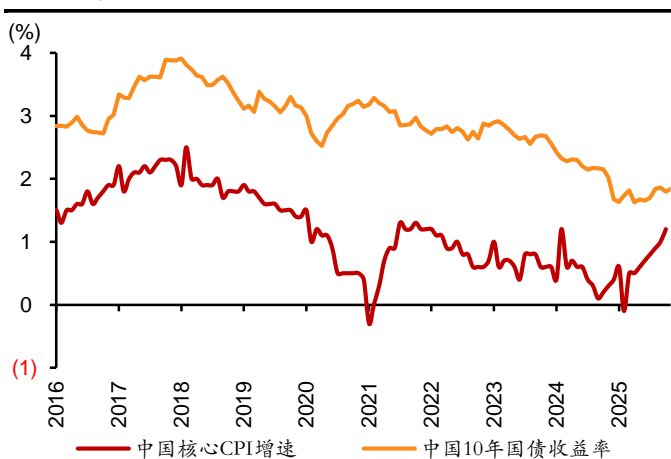
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 56: 美国潜在名义 GDP 增速、股市和十年国债收益率



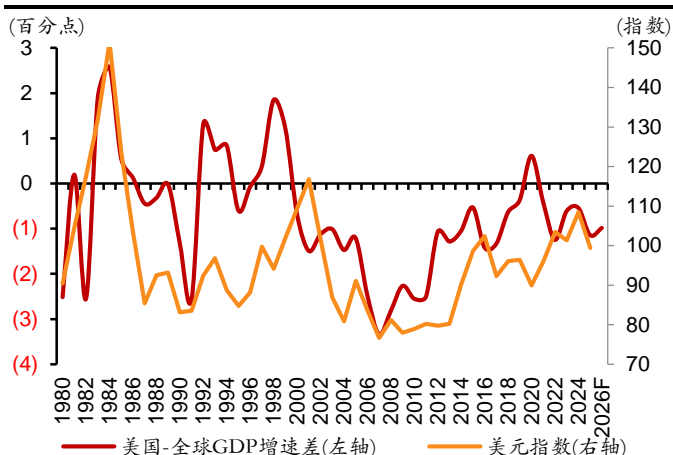
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 57: 中国核心通胀与 10 年国债收益率



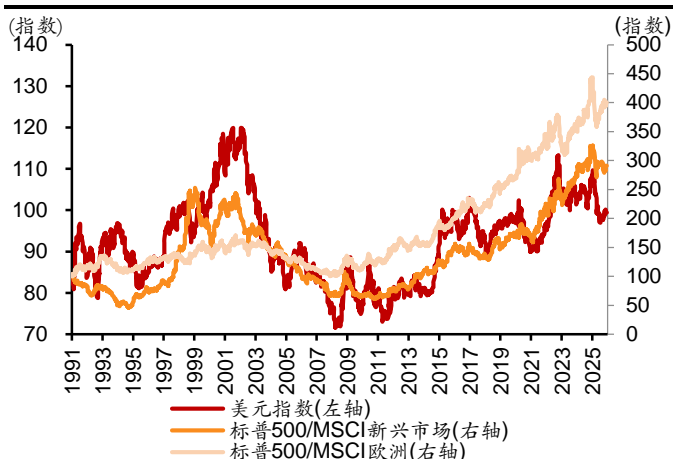
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 58: 美国经济相对强弱和美元指数



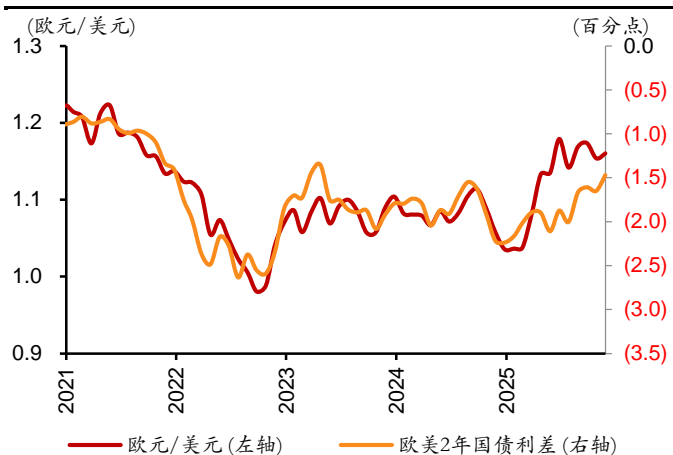
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 59: 美股相对强弱和美元指数



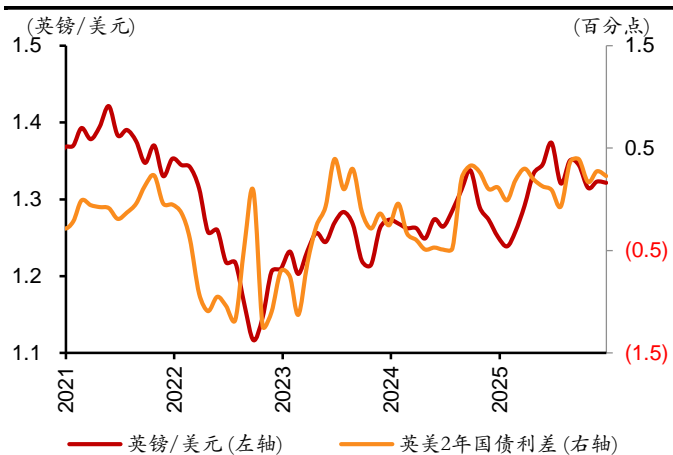
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 60: 欧元兑美元与欧美国债利差



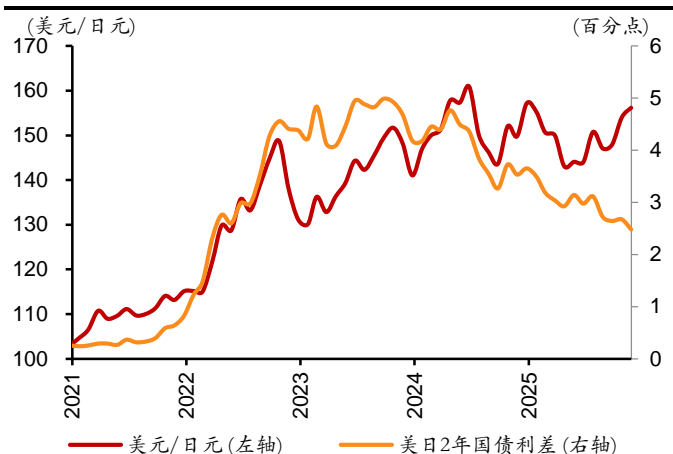
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 61: 英镑兑美元与英美国债利差



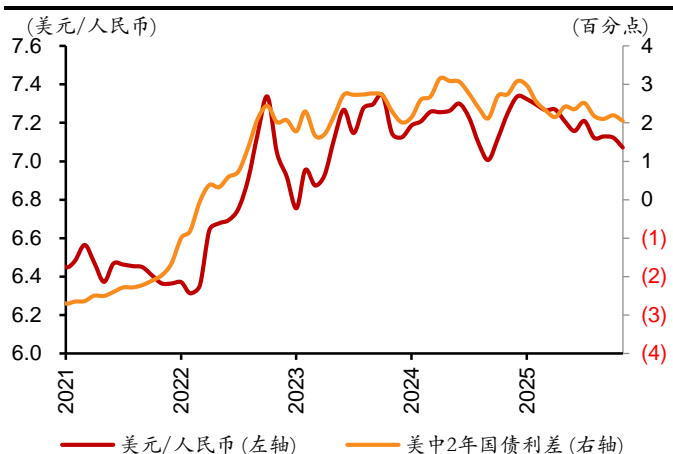
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 62: 美元兑日元与美日国债利差



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 63: 美元兑人民币与美中国债利差



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 64: 主要股指彭博 P/E 一致预期

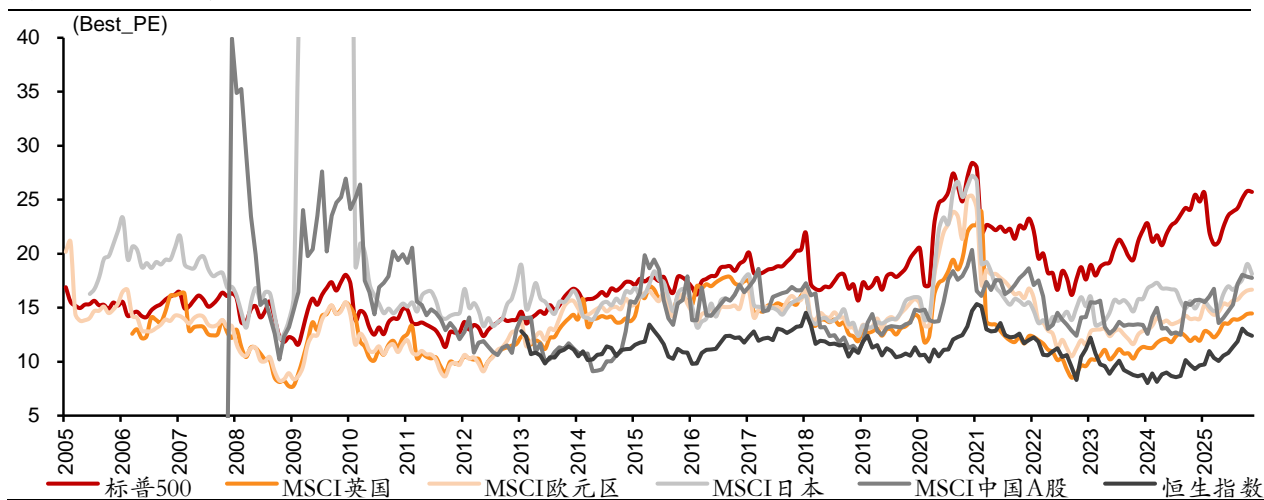


图 65: 主要股指彭博 EPS 一致预期

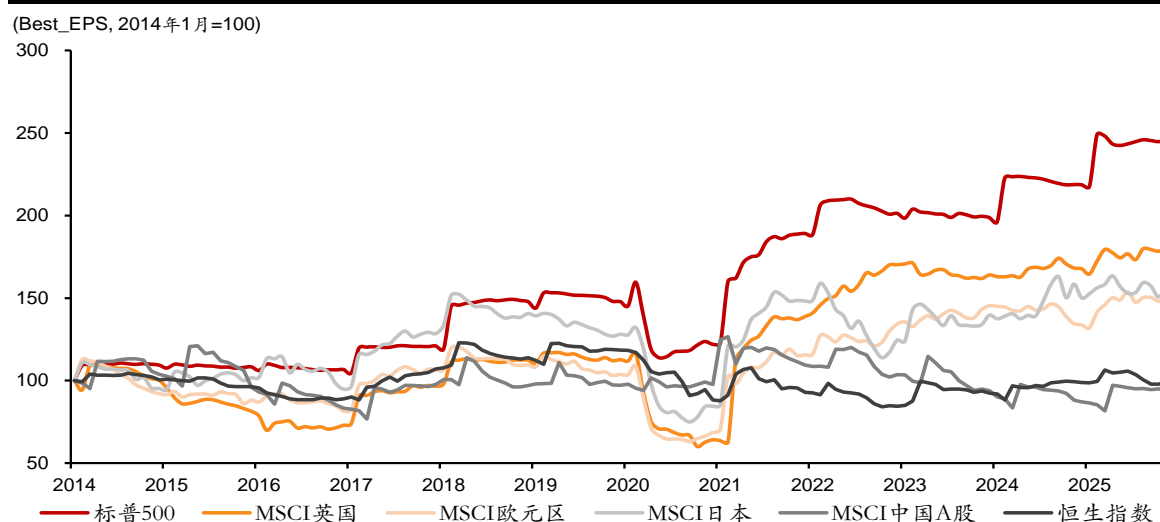
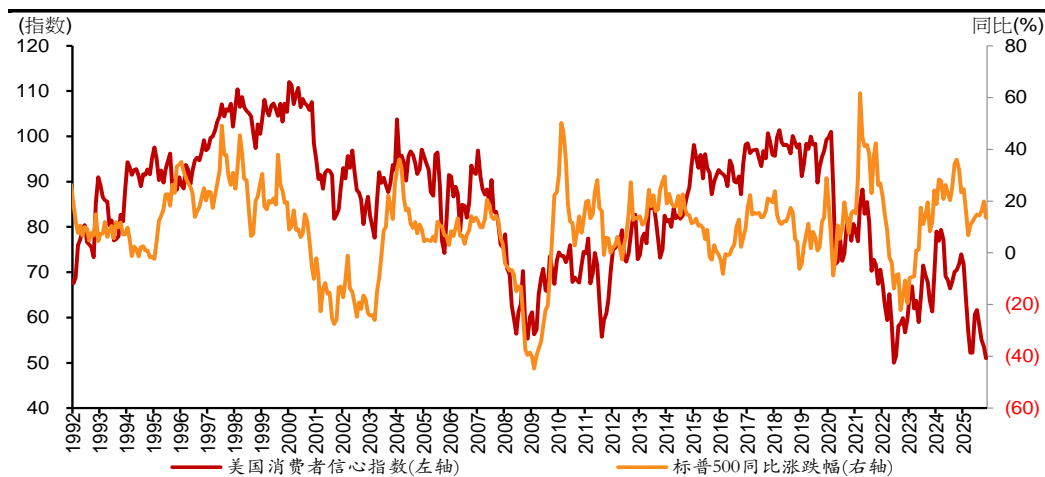
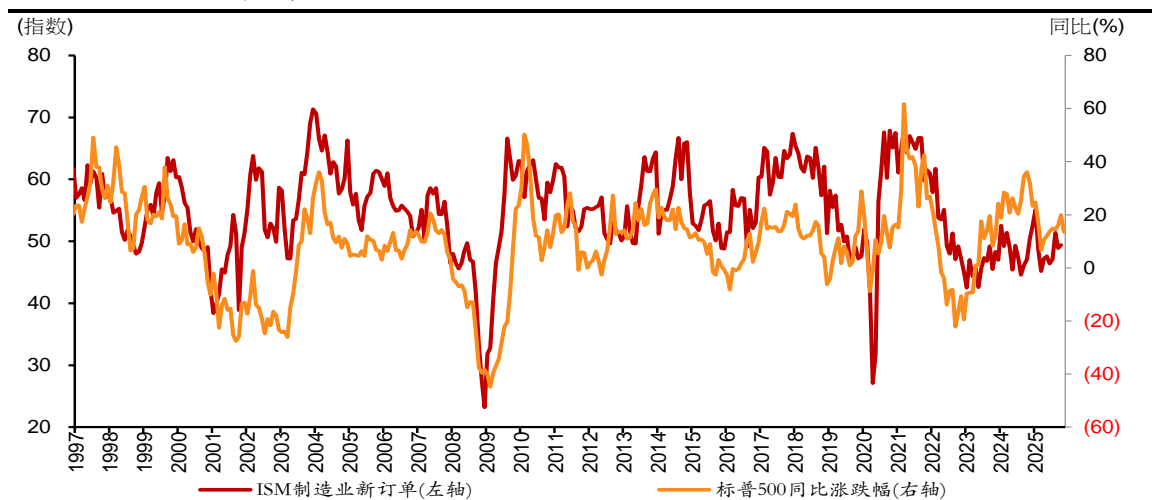


图 66: 美国消费者信心与美股表现



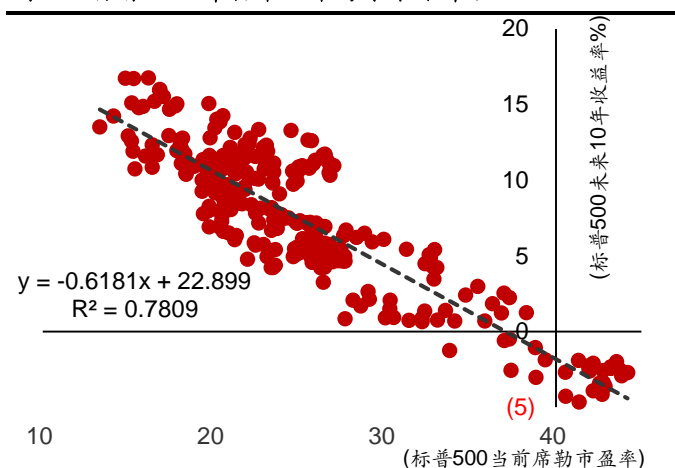
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 67: 美国制造业新订单与美股表现



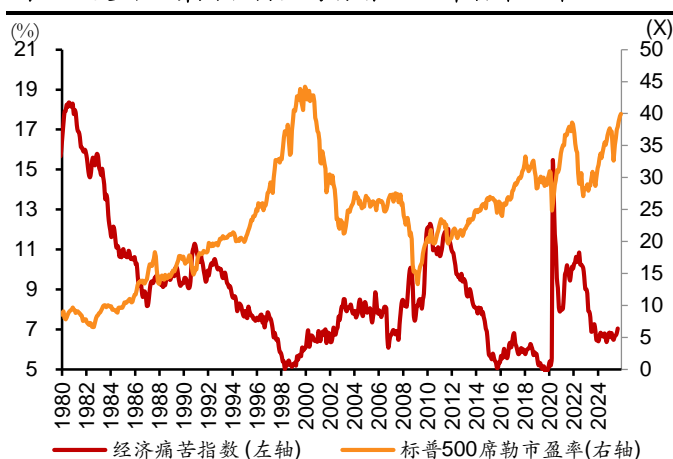
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 68: 标普 500 席勒市盈率与未来十年收益



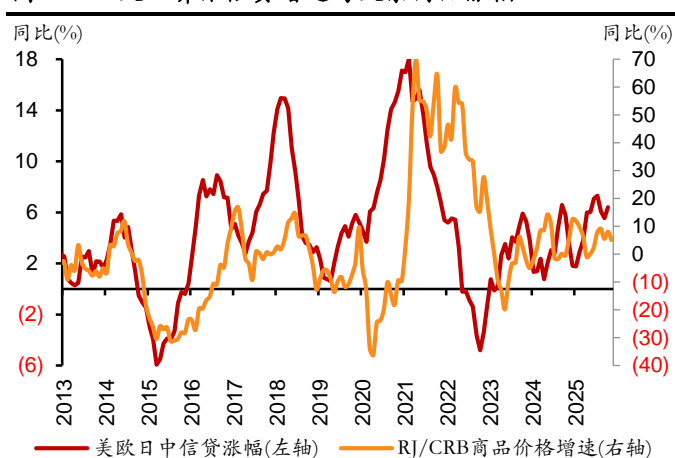
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 69: 美国经济痛苦指数与标普 500 席勒市盈率



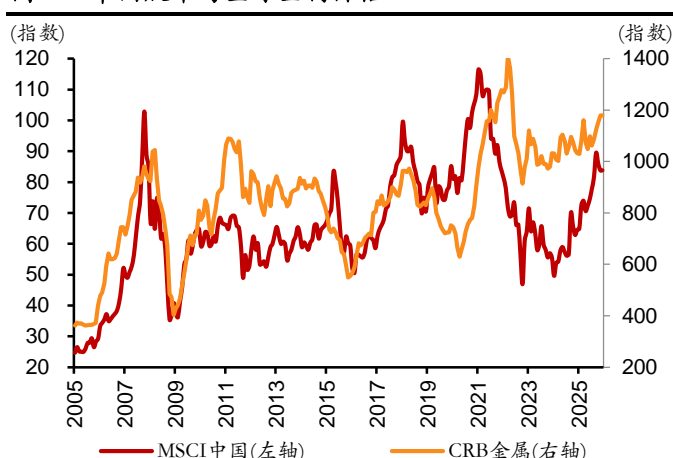
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 70: 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 71: 中国股市与全球金属价格



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 72: 主要股指行业比较

	近10年年 化总收益 (%)	最新动态 PE(倍)	近10年 PE均值 (倍)	最新 ROE(%)	近10年 ROE均值 (%)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	近10年 EPS年均 复合增速 (%)		近10年年 化总收益 (%)	最新动态 PE(倍)	近10年 PE均值 (倍)	最新 ROE(%)	近10年 ROE均值 (%)	2025-2026 年EPS年均 复合增速 (%)	近10年 EPS年均 复合增速 (%)
标普500	11.1	25.7	20.5	18.8	15.3	13.7	6.8	MSCI日本指 数(美元计价)	4.2	18.1	17.2	10.0	8.5	6.3	7.7
可选消费	12.3	28.7	27.8	26.3	26.3	8.9	7.9	可选消费	3.5	21.6	16.5	9.2	9.5	(0.4)	7.7
必选消费	5.5	22.8	21.4	22.0	24.4	2.8	4.6	必选消费	1.1	26.0	26.6	6.4	8.9	14.8	3.4
医疗保健	7.3	20.6	17.9	17.9	17.1	11.3	7.3	医疗保健	4.6	22.1	24.6	8.4	8.6	15.5	10.4
工业	8.7	27.1	22.4	24.2	20.0	11.2	5.2	工业	5.0	19.3	20.3	11.0	9.1	8.4	7.6
信息技术	20.9	36.6	25.3	30.8	27.7	29.7	12.6	信息技术	7.9	29.0	23.7	11.7	9.6	13.8	8.3
材料	5.7	23.3	19.6	8.4	11.8	8.5	4.3	材料	1.0	16.5	14.3	5.4	7.8	3.2	6.1
房地产	3.1	39.5	21.0	6.3	9.3	3.3	3.3	房地产	(2.8)	17.5	16.1	9.9	8.1	11.7	6.4
通讯服务	8.4	23.7	18.6	24.2	15.9	17.3	3.4	通讯服务	6.3	13.6	34.2	16.7	12.4	(15.1)	9.6
公用事业	4.8	20.6	18.8	11.1	8.6	8.8	4.3	公用事业	(1.1)	9.6	10.7	10.7	7.0	(1.9)	15.2
金融	9.2	17.4	15.0	13.3	10.7	11.4	6.2	金融	5.4	12.1	11.1	9.7	6.5	10.7	9.0
能源	1.1	17.1	35.9	10.9	6.0	(5.9)	0.5	能源	2.8	14.8	10.2	7.5	4.3	3.9	12.6
MSCI美国指数 (美元计价)	(0.3)	14.4	13.9	10.3	9.4	4.4	3.8	沪深300指数	1.1	15.9	15.2	10.2	12.1	14.5	0.9
可选消费	1.7	19.4	18.0	11.6	14.6	14.5	0.1	可选消费	3.8	15.9	19.5	14.2	15.1	10.6	3.6
必选消费	1.1	14.5	16.5	15.5	17.7	4.9	2.9	必选消费	13.8	18.9	31.6	23.3	20.8	7.7	14.3
医疗保健	3.4	16.7	16.2	20.5	23.4	9.9	4.9	医疗保健	2.7	25.6	36.9	11.9	14.5	13.6	3.4
工业	6.8	24.6	22.4	32.9	15.8	12.6	2.0	工业	(2.1)	20.1	19.9	8.1	10.2	22.5	(1.2)
信息技术	7.7	30.3	30.4	26.5	15.8	14.8	8.1	信息技术	4.2	44.3	44.3	9.4	10.5	45.6	1.7
材料	4.0	18.0	11.8	2.1	12.2	(1.8)	4.0	材料	0.9	18.8	37.7	11.4	10.6	36.3	8.9
房地产	(4.5)	16.9	21.6	5.1	1.7	5.8	(1.9)	房地产	(7.6)	NA	10.5	(12.4)	13.6	NA	NA
通讯服务	(7.2)	20.7	14.7	(3.0)	2.6	(2.5)	0.6	通讯服务	2.2	30.9	39.0	11.8	7.1	30.5	5.4
公用事业	(0.8)	16.0	15.0	8.4	18.8	9.2	(0.8)	公用事业	2.1	16.3	17.7	11.5	10.6	3.0	1.5
金融	1.7	10.6	10.0	11.3	7.3	15.2	3.6	金融	(0.5)	8.3	8.7	9.3	12.3	8.2	2.4
能源	1.3	11.3	21.1	6.9	5.0	(14.8)	1.3	能源	0.9	13.2	17.7	10.3	9.4	(3.8)	4.6
MSCI欧元区指 数(美元计价)	2.9	16.7	15.4	11.4	9.5	7.8	4.2	恒生指数	(1.6)	12.4	11.2	10.5	10.5	4.8	(0.1)
可选消费	3.9	22.8	20.0	3.7	12.3	(0.8)	5.0	可选消费	(1.3)	22.4	38.5	12.0	6.8	11.4	0.8
必选消费	0.5	18.0	21.8	11.5	12.7	11.3	2.3	必选消费	(3.6)	14.0	19.8	11.5	13.2	13.9	(0.3)
医疗保健	(1.4)	17.0	15.8	8.2	8.7	14.3	(0.3)	医疗保健	(4.2)	31.2	52.1	9.8	6.0	52.6	(18.4)
工业	7.0	22.6	21.1	17.2	13.2	19.9	5.0	工业	(2.4)	12.6	14.4	8.3	10.7	16.1	3.4
信息技术	10.6	33.3	27.5	16.3	14.1	20.2	6.0	信息技术	9.4	23.0	31.4	14.2	13.4	21.0	14.3
材料	1.5	19.3	35.5	5.1	10.3	20.6	(0.1)	材料	1.7	15.2	19.4	14.2	8.0	53.2	14.5
房地产	(8.3)	NA	16.7	11.6	5.2	12.0	(2.1)	房地产	(7.0)	16.0	14.2	0.3	7.5	86.3	(20.1)
通讯服务	(1.5)	17.0	15.7	12.2	10.8	11.5	0.8	通讯服务	(1.9)	12.9	11.8	9.1	9.1	7.3	(0.1)
公用事业	2.1	15.2	14.3	12.6	8.0	9.0	4.5	公用事业	(3.2)	11.8	13.6	8.7	10.1	4.7	(4.3)
金融	1.5	11.1	10.0	12.9	7.6	14.6	6.5	金融	(0.3)	8.1	8.2	11.1	10.5	6.1	3.7
能源	0.1	8.7	11.7	9.8	7.1	(5.8)	1.9	能源	1.3	8.8	13.4	11.3	9.2	(5.1)	13.5

资料来源: Wind, 彭博一致预期, 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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。