

全球宏观策略

唐罗主义与经济再平衡

上半年全球货币供应增速将延续上升，美国中期选举前减税开始实施，欧日为重振国防而加大财政扩张，中国为经济再平衡而进一步稳地产、促消费与反内卷，全球总需求改善。美国房租通胀滞后式回落将抵消商品通胀回升，美元流动性将保持平稳，风险资产可能创出新高，周期股与价值股将跑赢科技股与成长股。特朗普的唐罗主义助推美元弱势，非美资金从美国回流可能延续，非美股市可能跑赢美股。下半年，美国房租通胀降幅收窄，通胀可能反弹，流动性收紧预期可能升温，风险资产价格可能迎来调整，美元可能转强，美股或重新跑赢非美股市。

- **美国：**经济增速先升后降，预计从去年 2.2% 降至今年 2%。PCE 通胀先平后升，预计从去年 2.5% 降至今年 2.3%。住房市场量升价平。财政扩张力度加大，预计财政赤字率从去年 5.4% 升至今年 6.2%。预计美联储仅 6 月降息 1 次，不会重启缩表，但下半年通胀反弹之后流动性收紧预期升温。预计 10 年国债收益率从去年末 4.18% 升至今年末 4.3%。美元指数先降后升，年末 95。美股可能先涨后跌，未来 1 个月相对看好原材料、工业、金融、信息技术与通讯服务。
- **英国：**经济增速小幅放缓，预计 GDP 增速从去年 1.4% 降至今年 1.2%，CPI 通胀从去年 3.4% 降至今年 2.4%。住房市场量价齐升。财政政策扩张力度下降，预计财政赤字率从去年 4.3% 降至今年 3.7%。央行可能降息两次，10 年国债收益率可能从去年末 4.5% 小幅降至今年末 4.4%。预计英镑/美元可能先升后贬，年末达到 1.39。英国股市以价值股为主，将受益于全球价值股追涨过程，未来 1 个月相对看好金融、原材料、工业、医疗保健和必选消费。
- **欧元区：**经济增速小幅放缓，预计 GDP 增速从去年 1.4% 降至今年 1.2%。通胀降至目标水平后开始走平，预计 CPI 增速从去年 2.1% 降至今年 2%。住房市场量价齐升。财政政策更具扩张性，预计财政赤字率从去年 3.2% 升至 3.5%。欧央行降息周期已经结束，政策利率将保持不变，预计德法 10 年公债收益率分别从去年末 2.85% 和 3.45% 升至今年末 2.95% 和 3.5%。预计欧元/美元先升后贬，年末达到 1.22。欧元区股市仍有上涨空间，未来 1 个月相对看好金融、工业、公用事业和医疗。
- **日本：**经济增速明显放缓，预计 GDP 增速从去年 1.3% 降至今年 0.7%，CPI 增速从去年 3.2% 降至今年 2.3%。住房市场延续上升周期但升幅缩小。财政扩张力度加大，预计财政赤字率从去年 1.4% 升至今年 3.1%。央行可能加息两次，预计 10 年国债收益率从去年末 2.07% 升至今年末 2.45%。预计美元/日元汇率从去年末 157 升至今年末 160。日本股市可能先涨后跌，未来 1 个月相对看好工业、公用事业与通讯服务。
- **中国：**经济增长放缓，预计 GDP 增速从去年 5% 降至今年 4.6%。通缩改善，结构性再通胀，预计 CPI 和 PPI 增速从去年 0.2% 和 -2.6% 升至今年 0.9% 和 0.5%。预计住房销量回升，房价跌幅收窄。积极财政政策将保持扩张力度，广义赤字率 8.5% 与去年基本持平，加大稳地产与促消费支持力度。货币政策将延续宽松，央行可能两次降息合计 20 个基点、1 次降准 50 个基

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

点，住房新按揭贷款利率将显著下降。预计 10 年国债收益率从去年末 1.85% 升至今年末 1.9%。美元/人民币汇率可能从去年末 6.98 先降至今年 6 月末 6.91，年末再升至 6.95。股市处于牛市下半场，未来 1 个月相对看好港股原材料、金融、必选消费、地产建筑与 A 股原材料、信息技术、通信服务与工业。

目录

美国	4
英国	8
欧元区	11
日本	14
中国	17

美国

宏观经济

美国经济增长可能先升后降。预计全年 GDP 增速从 2025 年 2.2% 降至 2026 年 2%。上半年经济增长可能反弹，因为 2025 年四季度联邦政府暂时停摆导致低基数和支出推迟，而白宫《大而美法案》中减税政策 2026 年上半年开始落地并产生提振效应；下半年经济增长可能再次回落，因为低基数效应和减税政策效应开始减弱，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，国债收益率回升，股价明显回调，企业资本支出放缓。美国经济仍有韧性，支撑因素包括白宫为巩固共和党中期选举优势而加大财政扩张、降息周期滞后效应、工资持续增长和股市上涨财富效应等。但经济增长很难持续性回升，因为企业投资严重依赖 AI 景气周期、K 型经济结构下低收入家庭财务压力高企和通胀可能反弹对购买力侵蚀。

就业市场近期暂时企稳，但中期可能延续放缓。预计失业率可能从 2025 年末 4.5% 升至 2026 年末 4.7%。2025 年以来劳工需求持续下降，2025 年 11 月非农行业职位空缺数同比减少 11%，劳工供应持续增加，12 月登记失业人数同比增长 8.4%，11 月职位空缺数/失业人数倍数降至 0.92，已低于新冠疫情前 2019 年同期的 1.17。企业对招聘新员工更加谨慎，但尚未演变为大规模裁员，企业裁员率和初次申请失业救济金人数仍在低位。同时，白宫驱逐非法移民可能减少潜在劳工供应，部分抵消劳工需求减少，失业率尚未大幅上升。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，20-24 岁年龄段劳动者失业率从 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。上半年，因白宫经济政策将转向支持性、减税政策提振和降息周期滞后影响，就业市场可能暂时企稳。但下半年通胀反弹后，美元流动性收紧，经济活动再次减弱，就业市场可能重新放缓。

通胀整体小幅回落，但可能先降后升。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%。上半年 PCE 价格环比增速保持平稳，但下半年可能再次反弹。上半年，尽管大宗商品通胀回升，但房租通胀可能回落，油价仍在低位，PCE 价格环比增速保持平稳。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。下半年，房租通胀降幅收窄，减税政策和流动性宽松的滞后效应显现，PCE 价格环比涨幅可能回升，通胀可能反弹。

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。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，2025 年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，房价涨幅从 2024 年末的 4% 回落至 2025 年末的 1.3%。白宫将提高住房可负担性作为重要目标，禁止机构投资者购买独栋现房，推动房利美和房地美购买 2000 亿美元 MBS 以压低房贷利率。预计 2026 年新按揭贷款利率可能降至 6% 以下，一方面将改善家庭购房支付能力而提振住房销量，另一方面将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。

宏观政策

白宫外交政策被称为唐罗主义 (Trump-Donalism)。唐罗主义一词结合特朗普名字与美国历史上的门罗主义，旨在强调其政策的独特风格与强硬立场。但与传统门罗主义的防御性

姿态不同，唐罗主义的核心精神是以美国优先为目标，以美国霸权为杠杆，采用更具进攻性和极限施压手段，获取经济、政治与外交利益，确保其在西半球乃至全球绝对统治地位。唐罗主义外交政策包括强硬贸易保护和在西半球近岸、重要资源与运输通道控制，对内政策包括驱逐移民、持续减税、保护本土制造和干预美联储独立性等。唐罗主义冲击现有国际秩序，削弱美国同盟体系，导致贸易碎片化，推升地缘冲突风险，刺激全球军备扩张。唐罗主义对全球大类资产影响：削弱美元国际货币地位，推动美债收益率曲线陡峭化，提升贵金属避险资产地位，加剧加密资产波动性，对油价短期利好（推升地缘冲突风险）中期利空（控制更多原油产量以低油价获取政治资本和重振工业），利好美股的金融、国防航天、能源、内需型产业与中小企业板块，利空美股的跨国公司、消费品、电动车、医疗保健与建筑板块。

白宫对内政策将聚焦降低生活成本，以提高共和党在中期选举中优势。白宫致力于低税费、低利率、低油价和低药价。低税费包括大而美法案带来减税刺激，预计将减免美国家庭 1400 亿美元左右税费，平均每个家庭减免超过 1000 美元，利好必选消费与可选消费。低利率包括加强对美联储控制，推动政策利率下降，但对长期国债收益率可能适得其反。特朗普提出设置信用卡利率上限为 10%，但该政策很难在国会通过，如果通过那么将导致银行提高门槛，降低中低收入群对信用卡的可及性，影响金融行业利润。低油价的政策手段包括国内去监管提升原油产量、施压 OPEC 增产和控制海外油气资源等。但国内油气公司作为私人公司非常注重股东回报，能否增产存在不确定性；OPEC 增产会顾及油价盈亏平衡线；美国在控制海外油气资源的过程中可能引发冲突，短期内可能推升油价。低药价的政策手段包括与各大药企直接协商降低药价以换取关税豁免、限制医保涨价幅度和政府直接向患者出售药品等，也面临约束与挑战。

美国财政扩张力度可能加大。预计美国财政赤字率从 2025 年 5.4% 升至 2026 年 6.2%。2025 年财政扩张力度下降，联邦政府经历裁员、减支、关税与暂时停摆，预计全年赤字率从 2024 年 6.9% 降至 2025 年 5.4%。2026 年财政扩张力度可能加大，财政赤字可能超 2 万亿美元。我们估计《大而美法案》在 2026 年的减税规模可能在 2750 亿美元左右，其中对家庭减税规模 1,400 亿美元，对企业减税 1350 亿美元，包括对家庭的小费与加班费免税、提高地方税抵扣和对企业 100% 设备与研发开支摊销，预计推升 GDP 增速 0.3-0.5 个百分点。同时，白宫可能加强移民执法和军费支出，这将增加相关支出并减少移民经济活动对应税收。

美国货币政策将先松后稳。预计美联储 2026 年仅 6 月降息一次 25 个基点。联邦基金利率目标从 2025 年末 3.5%-3.75% 降至 2026 年末 3.25%-3.50%。2026 年一季度经济增长将明显反弹，通胀基本走平仍显著高于目标，鲍威尔任期内的美联储可能保持观望而暂停降息。2026 年 5 月美联储主席将正式换届，6 月可能降息一次作为政治表态。由于美联储主席任期超过特朗普剩余任期，美联储新主席上任后为建立公信力可能更加基于经济数据决策。2026 年将轮换 4 位新任票委，其中 2 人偏鹰，1 人中立，1 人偏鸽。下半年随着通胀可能回升，美联储降息窗口期将再次关闭，美元流动性收紧预期可能升温。沃什被提名为美联储新任主席，市场将其贴上鹰派标签而作出剧烈反应。时过境迁，美国当前经济金融形势与中期选举前敏感窗口期并不支持美联储缩表。但市场剧烈反应可能是资产估值升至高位后，投资者对未来通胀反弹潜在不确定性的过早反应。

金融市场

美元货币市场收益率可能微幅下降。预计美联储 2026 年有 1 次降息，年末美元货币市场收益率可能降至 3.25%-3.5%。美元是主导性国际货币，2026 年美元在国际支付中份额接近 50%。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先升后降，收益率曲线可能先陡再平。10 年国债收益率可能先从去年末 4.18% 小幅升至今年末 4.3%。随着美国去通胀停滞、日欧长债收益率持续上升和白宫大而美法案可能进一步推升美国政府债务率，美国 10 年国债收益率从 2025 年 11 月低点 4% 反弹至目前 4.26% 左右。上半年，在减税刺激和降息周期滞后效应下，美国名义 GDP 可能明显回升，市场预期新提名的美联储主席沃什比预期更加鹰派，国债收益率小幅反弹。下半年，经济增长放缓但通胀反弹，美元流动性收紧预期升温，国债收益率可能走平。

美元可能先贬再升。上半年，特朗普在格陵兰岛问题的强硬立场令美欧同盟关系恶化，新门罗主义导致美国与美洲部分国家冲突风险上升，特朗普对美联储干预也削弱市场对美元信心，国际投资者均在适度去美国风险，欧洲和亚太部分资金从美国市场回流本国市场，美元指数可能降至 91。下半年，随着美元贬值、大宗商品持续上涨和房租通胀降幅收窄，美国通胀可能反弹，美元流动性收紧预期升温，美元指数可能升至 94。

美股今年可能先涨后跌。上半年，减税法案提振消费与企业投资，经济增速回升，企业盈利增长强劲，房租通胀下降抵消商品通胀反弹，流动性不会收紧，美股可能延续上涨。下半年，房租通胀降幅收窄抵消作用减弱，通胀可能反弹，美元流动性收紧预期升温，美股可能调整。截至 2 月 3 日 FactSet 对标普 500 指数今年盈利增速一致预期 14.3%，动态 PE=22.2 超过近 10 年均值 18.8，最新 ROE=18.8%。美股进入板块轮动阶段，AI 科技股开始分化，资金从科技股、成长股和高估值板块流向能源材料股、价值股与低估值板块。近期动量相对变强板块包括能源、材料与工业，动量相对变弱板块包括地产、医疗、必选消费、公用事业与可选消费。未来 1 个月相对看好原材料（全球信贷扩张周期+地缘冲突+战略储备；今年盈利增速一致预期 24.2%、动态 PE=20.3，最新 ROE=8.4%）、工业（再工业化、AI 数据中心建设、电力投资；今年盈利增速一致预期 8.6%、动态 PE=25.3，最新 ROE=24.2%）、金融（收益率曲线陡峭化，今年盈利增速一致预期 9.9%、动态 PE=15.8，最新 ROE=13.3%）、信息技术（今年盈利增速一致预期 30.3%、动态 PE=25.9，最新 ROE=33.4%¹）与通讯服务（今年盈利增速一致预期 10.4%、动态 PE=23.3，最新 ROE=24.2%），相对看淡房地产（今年盈利增速一致预期 5%、动态 PE=17.5，最新 ROE=6.3%）、必选消费（今年盈利增速一致预期 7.1%、动态 PE=22，最新 ROE=23.1%）与公用事业（今年盈利增速一致预期 9.7%、动态 PE=19，最新 ROE=11.1%）。

¹ 截至 2026 年 2 月 3 日 FactSet 数据，下同。

图 1: 美国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查 中值			CMBI 预测		
											2025F	2026F	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	32.3	33.6	30.7	32.1	33.5
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	-	-	-	89.8	93.2	96.7
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	4.9	5.0	4.1	4.9	4.4	4.3
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	2.2	2.4	2.0	2.2	2.0	2.1
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	2.8	2.7	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	4.5	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	5.4	6.3	6.5	5.4	6.2	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	102.2	101.8	104.0	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	3.75	3.26	3.24	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	4.17	4.11	4.12	4.18	4.30	4.10
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	94.4	98.3	95.0	96.0
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	0.2

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

英国

宏观经济

英国经济增长具有韧性，今年可能小幅放缓。2025 年 11 月 GDP 环比增长 0.3%，截至 11 月的三个月环比增速维持在 0.1%，11 月 GDP 同比增长 1.4%，高于 10 月 1.1%。预计 2025 年全年 GDP 增速达到 1.4%，超过 2024 年的 1.1%。英国经济高度依赖服务业，2025 年服务业和建筑业增长亮眼，预计服务业和建筑业 GDP 增速分别从 2024 年 1.5% 和 0.1% 升至 2025 年 1.6% 和 1.5%。2026 年 1 月服务业 PMI 初值升至 54.3，远高于 2025 年 12 月的 51.4，显示出强劲的扩张势头。制造业相对疲弱但在改善。预计制造业 GDP 增速从 2024 年 1.1% 降至 2025 年 0.3%，其中汽车制造业大幅下滑。2026 年 1 月制造业 PMI 初值升至 51.6% 创 17 个月最高。家庭消费是英国经济增长的主要引擎，消费者信心指数与社会零售量增速均平缓回升。随着降息周期对房地产、耐用消费和企业投资的滞后效应显现，2026 年英国经济有望保持平稳增长，预计 GDP 增速 1.2% 左右。

英国就业市场延续降温，薪资增速回归常态。2025 年上调雇主国民保险税和最低工资降低企业招聘新员工需求，失业率从 2024 年 12 月 4.4% 升至 2025 年 11 月 5.1%，薪资增速从 2025 年 1 季度 5.5% 降至第 4 季度 4.1%。随着通胀压力减轻，家庭实际收入开始恢复正增长，支撑消费者信心回升。批发零售和酒店餐饮等劳动密集型行业在经历税收调整的阵痛后，正通过提高自动化和优化排班来应对成本上升。2026 年就业市场可能降中趋稳，失业率上半年可能升至 5.3%，下半年逐渐企稳；随着职位空缺数/失业人数比持续下降，工资增速将进一步回落至 3.2% 左右，这有助于降低英国通胀压力。

英国通胀逐渐回落。英国 CPI 与核心 CPI 同比增速分别从 2025 年 3 季度的 3.8% 与 3.6% 降至第 4 季度 3.4% 与 3.3%，全年分别达到 3.4% 和 3.5%。服务通胀尤其是房租通胀下降是去通胀主要力量，但服务通胀依然较高。服务 CPI 增速从第 3 季度 4.8% 降至第 4 季度 4.5%，其中住房服务、旅行及运输服务和医疗服务 CPI 增速分别从 5.4%、7.1% 和 3.1% 降至 4.8%、6.5% 和 2.3%。食品通胀依然较高，能源通胀小幅反弹，食品饮料与能源 CPI 增速分别从第 2 季度 4.6% 和 -1.1% 反弹至第 3 季度 5.1% 和 2.7%，第 4 季度又分别降至 4.7% 和 1.8%。预计 2026 年 CPI 与核心 CPI 增速分别降至 2.4% 与 2.5%。推动通胀下降的因素包括房租通胀回落、就业市场走弱和 2025 年部分政策性调价翘尾效应减退等。主要不确定性来自油价和食品价格波动。特朗普的唐罗主义和美欧对俄加大制裁可能引发对能源供应担忧，AI 用电爆发式增长、欧洲财政扩张力度加大和更多国家基建与国防建设加速可能推升能源需求，能源价格存在短期反弹风险。因自然灾害等供给冲击更加频繁，食品价格也存在波动可能性。

英国住房市场交易回暖，价格由涨到平。住房市场在经历 2025 年印花税政策调整带来的波动后正趋于稳定。2025 年第 2 季度住房交易量显著下滑，因印花税调整前需求提前释放；但进入第四季度后，随着降息预期升温，房屋交易申请量环比回升。由于就业市场走弱和房屋挂牌量略有增加，房价涨幅持续回落，Halifax 房价指数同比涨幅从 2024 年 12 月 3.2% 降至 2025 年 12 月 0.3%，这有助于改善购房人负担能力。但因住房供应偏紧和移民留学带来持续需求，核心城市房价仍有较强支撑，房租通胀下降迟缓，成为推高生活成本压力的重要因素。

宏观政策

英国财政政策从应对短期经济挑战转向寻求中期财政稳健，财政扩张力度将会下降。预计中央财政赤字率可能从 2025 年 4.3% 降至 2026 年 3.7%。工党政府面临控制政府债务率膨胀、扩大财政支出和避免对中产阶级加税的不可能三角。工党政府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，2027 年国防预算占 GDP 比升至 2.6%。在增收方面，工党政府上调雇主国家保险费税率及起征点，提高资本利得税基本税率与高档税率，冻结遗产税和个人所得税起征点，对私立学校开征 20% 增值税和商业物业税用于支持公立教育，分阶段取消对“非常住居民”海外收入和财产税收优惠，引入新的碳排放相关税收。2026 年财政政策转向更加严格的财政整顿，经常性支出增速将会放缓，个人和企业税负将会上升，例如 2026 年 4 月起股息税基本税率将从 8.75% 上调至 10.75%。

英国货币政策将适度宽松。预计 2026 年降息两次合计 50 个基点，政策利率从 2025 年末 3.75% 降至 2026 年末 3.25%。2025 年 12 月英国央行货币政策委员会以 5 票赞成、4 票反对的微弱优势通过降息提案，这是英国央行 2025 年第四次降息，全年累计降息 100 个基点。英国央行在声明中强调，政策利率可能继续渐进下调，但进一步宽松程度取决于通胀与就业数据演变，随着利率逼近 3.5%-3.75% 的中性利率区间，政策限制性逐步减弱，降息将更加谨慎。4 名反对委员认为当前 3% 以上通胀率仍高于 2% 目标，过早降息可能固化通胀粘性。2026 年英国经济增长小幅回落，通胀继续放缓但仍高于目标，房租等部分服务通胀下降迟缓和能源与食品通胀走势不确定性可能限制通胀降幅。英国央行将进一步降息，但降息空间逐步收窄，我们预计 2026 年英国央行将降息两次合计 50 个基点，年末政策利率降至 3.25%，货币政策将结束紧缩性状态。

金融市场

货币市场利率受政策利率决定性影响。2025 年英国央行四次降息，政策利率由 4.75% 降至 3.75%，货币市场收益率从 4.85% 左右降至 3.85% 左右。预计 2026 年政策利率可能下调两次，英镑货币市场产品收益率可能降至 3.35% 左右。

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和财政政策预期。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 年英镑政策利率累计下降 100 个基点，2 年国债收益率累计下降 65 个基点，而 10 年期国债收益率基本保持不变，因为通胀反弹、政府债务率居高和投资者对长期国债需求下降。2026 年，经济增长小幅放缓、通胀回落和财政扩张度下降是国债收益率下行因素，但降息推动收益率曲线陡峭化和美德日财政扩张力度加大的溢出效应可能抑制英国国债收益率降幅。预计 10 年国债收益率从 2025 年末 4.5% 降至 2026 年末 4.4%。

英镑兑美元可能先升后贬，预计从 2025 年末 1.345 升至 2026 年末 1.39 左右。白宫的唐罗主义、对美联储独立性的干预和弱美元政策偏好打击投资者对美元信心，上半年美元指数可能延续走弱。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。作为服务欧洲大陆的离岸金融中心，英国将受益于欧洲财政政策扩张和自主防卫体系建设。

英国股市年内仍有上涨空间。经济增长平稳、通胀与利率回落和欧洲部分资金从美国回流是最大利好因素。截至 2 月 3 日按照彭博一致预期（下同）计算，MSCI 英国指数今年动态 PE 约为 14.1 倍，等于过去 10 年均值，相对美国、欧元区和日本股指仍有明显折价。从板

块来看，过去 1 个月跑赢市场且动量相对变强的板块是银行、保险与通讯服务，跑赢市场但动量相对变弱的板块是工业产品与服务、零售和建筑与材料，跑输市场且动量相对变弱的板块是科技、传媒、个人护理与药品、地产与油气，跑输市场但动量相对变强的板块是基础资源、化工、汽车、公用事业与医疗。未来 1 个月相对看好金融（今年动态 PE=10.8，最新 ROE=11%，收益率曲线陡峭化）、原材料（今年动态 PE=16，最新 ROE=4.7%，金属战略价值重估）、工业（今年动态 PE=22.3，最新 ROE=32.3%，欧洲财政扩张、加大国防与基建投资）、医疗保健（今年动态 PE=15.9，最新 ROE=20.5%，估值较低，盈利稳定，具有防御性）与必选消费（PE=14.5 倍，最新 ROE=18.4%，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 中值			CMBI预测		
											2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
名义GDP(万亿美元)	2.9	2.7	2.7	2.9	2.9	2.7	3.2	3.2	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.0	4.4	4.6
人均GDP(千美元)	45.3	41.3	40.9	43.7	43.2	40.8	47.7	47.1	49.9	53.2	-	-	-	57.0	61.9	64.4
名义GDP增速	2.8	4.0	4.6	3.5	3.7	(5.7)	9.3	11.1	6.6	5.0	4.8	3.6	3.5	5.3	4.0	3.9
实际GDP增速	2.1	2.2	3.0	1.6	1.3	(10.0)	8.5	5.1	0.3	1.1	1.4	1.1	1.4	1.4	1.2	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	3.4	2.5	2.1	3.4	2.4	2.2
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	-	-	-	3.5	2.5	2.4
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	4.9	4.8	5.1	5.3	5.4
中央财政赤字/GDP	4.6	3.3	2.5	2.3	2.4	13.0	7.7	4.7	5.2	5.2	4.3	3.6	3.0	4.3	3.7	3.2
中央政府债务/GDP	86.9	86.8	85.6	85.3	84.7	104.9	104.3	99.0	99.7	100.2	-	-	-	101.2	102.9	104.0
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	3.25	3.25	3.75	3.25	3.00
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	4.52	4.34	4.29	4.50	4.40	4.30
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	1.34	1.38	1.39	1.35	1.39	1.37
M2增速	2.5	6.9	2.8	2.9	1.3	14.8	5.2	2.7	(0.4)	2.3	-	-	-	3.4	4.3	4.0
房价涨跌幅	10.1	6.8	0.2	3.0	4.0	5.8	9.1	2.3	1.9	3.2	-	-	-	0.3	2.0	2.3

资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

欧元区

宏观经济

欧元区经济增长将小幅放缓但仍有韧性。预计 GDP 增速从 2025 年 1.4% 降至 2026 年 1.2%。伴随欧央行率先大幅降息，银行信贷增速回升，房地产市场与耐用消费改善。尽管 2025 年抢出口透支部分未来需求，但关税不确定性下降带来利好，欧元区出口增速将保持平稳。格陵兰岛问题将推动德国等欧元区国家加大财政扩张力度，加快建设基础设施与自主防卫体系，这将提振经济增长。2025 年第 4 季度欧元区 GDP 环比增长 0.3%、同比增长 1.3% 符合市场预期。2026 年 1 月欧元区综合 PMI 维持在 51.5，显示经济活动延续扩张，制造业活动呈现企稳迹象。

欧元区就业保持稳健，家庭消费仍是经济增长最重要引擎。预计 2026 年末失业率 6.2% 与 2025 年末持平，处于历史低位。欧元区服务业平稳增长支撑劳工需求扩大，因为服务业比制造业吸纳就业能力更强。欧央行预计 2026 年薪资增速将稳定在 3% 左右，与 2% 的通胀目标相一致。名义工资增速下降与通胀回落同步，实际工资保持增长，家庭消费将保持平稳增长。

欧元区通胀已降至目标水平，未来将逐渐走平。预计 CPI 与核心 CPI 增速将从 2025 年 2.1% 和 2.4% 降至 2026 年 2% 和 2.1%。2023 年以来欧元区通胀延续回落，能源、食品与部分服务通胀回落是去通胀主要力量。2025 年 CPI 增速降至 2% 附近后开始走平，食品 CPI 增速从 3% 降至 2.5%，能源 CPI 跌幅先扩大再收窄，服务通胀先降后升。2026 年 CPI 增速可能走平。一方面，美元贬值、中国反内卷和全球 AI 热潮推动大宗商品价格上涨，欧元区商品通胀可能止跌回升；另一方面，欧元区工资增速逐渐降至平稳状态，核心成员国加大财政扩张，服务通胀降幅可能收窄。欧央行对通胀预测更低，认为 2026 年 HICP 通胀可能小幅降至 1.9%，2027 年进一步降至 1.8%。

欧元区住房市场延续上升周期。欧央行率先大幅降息，银行信贷增速持续回升，欧元区住房市场处于上升周期。2025 年欧元区房价持续上涨，最新数据第 3 季度房价指数同比上涨 5.1%，我们预计全年涨幅 4.8%，2026 年房价进一步上涨 4%。支撑房价持续上涨因素包括：欧元政策利率已降至中性水平，实际利率处于低位；欧元区经济平稳增长，就业市场稳健，失业率持续下降；部分国家现房市场供不应求，因移民留学支撑需求，但新屋开工量不足，2025 年以来欧元区建筑业 PMI 先降后升，大部分时间处于收缩区间。

宏观政策

欧元区财政扩张力度可能扩大。预计欧元区财政赤字率可能从 2024 年 3.1% 升至 2025 年 3.2% 和 2026 年 3.5%，其中德国与荷兰财政赤字率分别从 2024 年 2.8% 和 0.9% 升至 2025 年 3.1% 和 2.2%、2026 年 3.8% 和 2.8%，法国、意大利和西班牙财政赤字率分别从 2024 年 5.8%、3.4% 和 3.2% 降至 2025 年 5.7%、3.2% 和 3%，2026 年 5.5%、3.1% 和 2.8%。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。2025 年特朗普上任后开启贸易战和减少对欧洲安全承诺，欧元区国家被迫需要加大国防和基建支出，欧盟再次放宽财政制约，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。美欧在格陵兰岛问题的冲突将推动欧盟加大国防与基建投资，未来中期内欧元区国家可能开启新一轮财政扩张。

欧元区货币政策将保持平稳。预计政策利率保持不变，主要再融资利率维持在 2.15%。欧央行过去两年率先大幅降息，2024 年累计降息 135 个基点，2025 年累计降息 100 个基点，主要再融资利率从 2023 年末 4.5% 降至目前 2.15%。欧元区经济增长处于潜在增速附近，通胀降至央行目标附近，就业市场保持稳健，失业率持续下降，房价持续上涨。目前政策利率接近中性利率水平。除非经济增速大幅下行而通胀显著低于目标，否则政策利率下调空间非常有限。欧央行将保持观望态度。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取决于政策利率路径。2025 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 2.37% 降至 2025 年末 2.02% 和 1.99%。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，预计 2026 年收益率保持在 2% 左右。

欧元区公债收益率将小幅上升，收益率曲线可能陡峭化。两年期公债收益率反映市场对政策利率路径预期。10 年公债收益率反映市场对欧元区经济、通胀和财政政策前景预期。欧元区经济增长保持平稳，通胀开始走平，核心成员国可能加大财政扩张，部分国家养老金体系从 DB 转向 DC 模式将减少对长期债券配置需求。在以上因素作用下，欧元区 10 年公债收益率可能小幅上升，预计德国和法国 10 年国债收益率将从 2025 年末 2.85% 和 3.45% 升至 2026 年末 2.95% 和 3.5%。

欧元对美元可能先升后贬，预计 2025 年末 1.18 升至 2026 年末 1.22。2025 年欧元对美元大幅升值 13.1%，一方面美国经济增速高位放缓而欧元区经济增速回升，美欧经济增速差缩小，另一方面特朗普“对等关税”冲击和对美联储独立性干预引发国际投资者适度去美国风险，极度超配美元资产的国际投资者开始降低美元资产配置比例，欧元作为第二大国际货币明显受益，尤其是大量欧洲资金从美国回流，支撑欧元强势。2026 年上半年，特朗普推行唐罗主义，格陵兰岛问题令美欧关系恶化，美国与委内瑞拉、伊朗、古巴等国冲突上升，国际投资者延续降低美元资产配置比例，美元指数可能持续走弱。下半年，美国房租通胀降幅可能收窄，对大宗商品通胀反弹的抵消作用减弱，美国通胀可能反弹，美元流动性收紧预期可能升温，美元可能转强，欧元兑美元可能转弱。

预计欧元区股指年内仍有上涨空间。截至 2 月 3 日按照彭博一致预期（下同）计算，MSCI 欧元区指数今年动态 PE 约为 15.8，接近过去 10 年均值。欧元区经济平稳增长、通胀已达目标、财政扩张力度加大与欧洲资金从美国回流将支撑欧元区股市。分板块来看，近 1 个月跑赢市场且动量相对变强板块是银行与公用事业，跑赢市场但动量相对变弱的板块是保险、通讯服务和建筑与材料，跑输市场且动量变弱的板块是食品饮料、传媒、地产、化工和医疗，跑输市场但动量相对变强的板块是基础资源和能源。未来 1 个月相对看好金融（今年动态 PE=11.3，最新 ROE=13.3%，估值较低，财政扩张、贷款需求回升、收益率曲线陡峭化和欧元升值带来利好）、工业（今年动态 PE=21.7，最新 ROE=24.2%，重振工业与国防政策）、公用事业（今年动态 PE=16.3，最新 ROE=11.1%，具有防御性，AI 电力需求增长和可再生能源投资构成利好）和医疗（今年动态 PE=15.3 倍，最新 ROE=17.9%，估值偏低，具有防御性）。

图 3: 欧元区经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值			CMBI 预测		
											2025F	2026F	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	21.4	17.7	19.8	20.6
人均GDP(千美元)	34.5	35.2	37.2	40.1	39.2	38.2	43.0	41.6	45.3	47.1	-	-	-	50.3	56.1	58.2
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	3.0	3.4	3.9	3.3	3.1
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	1.2	1.4	1.4	1.2	1.1
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	2.0	1.9
核心CPI增速	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	0.7	1.5	4.0	5.0	2.9	2.4	2.1	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	6.8	6.5	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	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	3.2	3.4	3.4	3.2	3.5	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	91.4	93.5
政策利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.15	2.00	1.97	2.04	2.15	2.15	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	-	-	-	2.85	2.95	3.00
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	-	-	-	3.45	3.50	3.50
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	1.22	1.18	1.22	1.20
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	-	-	-	2.3	2.5	2.3
房价涨幅	2.6	4.6	4.6	4.7	4.5	5.6	9.5	3.1	(1.3)	4.1	-	-	-	4.8	4.0	3.0

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

日本

宏观经济

日本经济将保持小幅增长。由于低基数效应和日元利率持续上升，经济增速将会下降，预计 GDP 增速将从 2025 年 1.3% 降至 2026 年 0.7%。2025 年日本经济增速较高，一方面由于 2024 年上半年 GDP 增速大幅下滑带来的低基数效应，另一方面由于工资持续上涨支撑家庭消费恢复较好增长，而企业投资持续扩张。2026 年日本经济将保持小幅增长，但经济增速将明显下降。首先，人口老龄化背景下劳工结构性短缺延续，失业率将保持在 2.6% 低位，工资将持续上涨，支撑家庭消费增长。日本最大工会组织“连合”（Rengo）确定 2026 年要求企业加薪 5% 以上，与 2025 年春斗加薪幅度目标持平，2025 年春斗实际平均加薪幅度 5.25% 创 34 年来最高。日本经济研究中心 2025 年 11 月调查显示，经济学家预测 2026 年平均加薪幅度 4.88%。日本政府计划 2026 财年对家庭部门实施减税和补贴政策，这些措施将增加家庭可支配收入 0.3 个百分点左右，为消费贡献 0.1 个百分点。其次，刺激政策、AI 技术革命、劳工短缺和企业盈利强劲将支撑企业投资保持温和增长。日本政府 2025 年 11 月推出 21.3 万亿日元刺激计划，其中针对基础设施、人工智能和半导体领域提供设备投资减税及补贴，这将提振企业投资意愿。AI 技术革命和劳工短缺将推动企业数智化升级与投资。价格再通胀支撑日本企业盈利和自由现金流大幅改善，充裕资金将支持企业投资计划。最后，2025 年存在的低基数效应将减退，可能导致 2026 年经济增速下降。

通胀将显著回落。预计 CPI 与核心 CPI 增速从 2025 年 3.2% 和 3.1% 降至 2026 年降至 2.3% 和 2.2%。2025 年通胀先升后降，上半年通胀显著反弹，因大米涨价和 2024 年政府停止能源补贴的翘尾影响，下半年通胀再次回落，因基数效应和供求再平衡。2026 年通胀可能显著回落，因基数效应和食品价格逐步回落。但 2026 年全年通胀仍将超过 2% 目标和市场预期中值。我们认为日本通胀很可能高于市场预期，因为三方面因素。一是劳工短缺、工资上涨、财政刺激与消费增长综合作用，将推动劳动密集型服务价格明显上涨。二是私人房租通胀逐渐回升，该项目上升具有惯性将持续一段时间。三是大宗商品价格持续上涨和日元进一步贬值，将推升进口商品价格。

日本首都圈房地产将延续上涨周期。2025 年日本首都圈二手公寓楼成交件数增长 31.9%，成交单价上涨 8.1%，而 2024 年分别增长 3.5% 和 6.8%；因土地紧张、劳工短缺和建材价格居高，新建住房供应持续下降，全国新屋开工户数连续第 3 年下降，降幅达到 6.5%，首都圈新建公寓楼供给户数连续第 4 年下降，降幅达到 4.5%。预计 2026 年住房销量增速将显著下降，因为房价和利率持续上涨将明显降低购房支付能力；土地紧张、劳工短缺和建材价格居高将持续抑制新建住房供应；首都圈房价可能延续上涨，但涨幅回落，因住房需求有所降温。

宏观政策

日本财政政策将更具扩张性。预计财政赤字率将从 2025 年 1.4% 升至 2026 年 3.1%。2025 年 11 月日本通过 21.3 万亿日元（占 GDP 2.8%）补充预算作为经济刺激政策，重点包括实施结构性减税与补贴（提高个人所得税起征点、废除汽油和柴油临时税率、增加燃油补贴）、加大产业投资（人工智能、半导体、造船、量子技术等战略领域）和支持国防。预计 2026 财年（2026 年 4 月至 2027 年 3 月）财政预算支出同比增长超过 5%，重点支持国防安全（构建无人机沿岸防卫体系、高超音速导弹等）、战略产业（人工智能、半导体、量子技术、生物技术等 17 个关键产业）、社会保障（医疗护理、养老保障等）和债务成本。日本财政政策扩张将加剧国债收益率上升压力，对全球债市产生溢出效应。

日本央行将延续加息，年内可能加息两次。日本经济将延续增长，通胀将会下降但仍高于目标，工资将延续较快增长，房价涨幅居高，而日本政策利率仍在低位，实际利率仍显著为负。这些基本面因素将支持央行进一步加息，我们预计日本央行可能在 6 月和 10 月分别加息两次，政策目标利率从 2025 年末 0.75% 升至 2026 年末 1.25%。日本央行 12 月议息会议观点纪要：由于实际利率处于显著低位，若央行对经济活动与物价的预期得以实现，则应持续上调政策利率以调整货币宽松程度；由于日元贬值，当前金融条件相对经济基本面而言仍显著宽松，物价基本趋势正稳步向 2% 目标靠拢，央行需在适当时机持续调整货币宽松力度；若海外利率环境发生变化，央行存在落后于曲线的风险，实际政策利率全球最低，央行有必要调整当前显著负值的实际利率；日元贬值与长期利率上升反映通胀预期等基本面因素，货币政策唯一有效对策是适时适度上调政策利率；应对物价上涨是日本当务之急，央行不应过度关注加息影响，而应把握时机加息；日本央行宜以数月为周期逐步上调政策利率，同时评估当前政策利率与中性利率的距离；日本国债市场波动性加剧，供需状况仍存隐忧，在特殊情况下需考虑灵活应对包括实施国债购买操作。

金融市场

货币市场利率将随着加息周期而温和上升。货币市场利率目前仍在低位，未来可能缓慢上升。东京 3 个月回购利率从 2024 年末 0.33% 升至 2025 年末 0.74%，预计 2026 年末可能分别升至 1.2%。

日本国债收益率可能小幅上升。2025 年 10 年国债收益率上升 96 个基点达到年末 2.07%。预计 2026 年 10 年国债收益率可能进一步上升，年末达到 2.45%。尽管通胀回落，但因日本央行退出宽松过于滞后和实际利率严重为负，日本央行加息与缩表周期将会延续；财政赤字明显扩大，国债新增供应上升；由于日元贬值、国债波动性上升和股票收益率居高，市场对长期债券需求显著下降。这些因素均对国债收益率具有推升作用。日本政府债务率居发达国家前列，国债收益率持续上升将增加政府长债负担，引发投资者对债务可持续性担忧，也会对国债收益率产生推升作用。

日元兑美元可能震荡走弱。预计美元/日元汇率从 2025 年末 157 小幅升至 2026 年末 160。影响美元/日元汇率的因素包括美联储降息步伐、日本央行加息节奏、日本财政政策未来走向和汇率触及 160 心理关口时可能引发的官方外汇干预。上半年，日元兑美元可能小幅升值，因特朗普唐罗主义政策和国际资金适度去美元化推动美元走弱，但日本首相财政宽松和对日本央行施压将抑制日元对美元升值幅度。下半年，随着美国通胀可能反弹，美元流动性收紧预期升温，美元转强，日元兑美元可能明显贬值。日本央行尽管今年可能进一步加息两次，但因严重落后于市场曲线，加息对日元汇率的提振效应相对有限。

日经 225 指数上半年可能延续涨势，下半年面临回调。截至 2 月 3 日根据彭博一致预期计算，MSCI 日本指数今年动态 PE 为 18.4 倍，超过过去 10 年均值 16.7 倍，最新 ROE=10%，估值盈利性价比不高。日本政府政策刺激预期和日元贬值利好日股。分行业来看，近 1 个月金属、机械、建材、能源、商业与批发贸易和电气器具与精密仪器跑赢市场且动量相对变强，银行与非银金融跑赢市场但动量相对变弱，信息技术和零售同步市场但动量相对变弱，食品、交运物流、原料化工和制药跑输市场且动量相对变弱，公用事业跑输市场但动量相对变强。未来 1 个月相对看好工业（今年动态 PE=20.9，ROE=11%）、公用事业（今年动态 PE=14.7，ROE=10.5%）和通讯服务（今年动态 PE=21.3，ROE=16.7%）。

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	2027F	2025F	2026F	2027F
名义GDP(万亿美元)	4.5	5.1	5.0	5.2	5.2	5.2	5.2	4.4	4.4	4.2	4.4	4.8	5.0	4.2	4.3	4.4
人均GDP(千美元)	35.9	40.3	39.9	40.7	41.4	41.2	41.8	36.0	35.4	34.2	-	-	-	34.1	34.8	35.7
名义GDP增速	3.9	1.3	1.6	0.7	0.5	(3.1)	3.5	2.0	5.3	3.0	4.4	2.7	2.9	4.5	3.0	2.6
实际GDP增速	1.8	0.7	1.6	0.8	(0.3)	(4.3)	3.6	1.3	0.7	(0.2)	1.2	0.8	0.9	1.3	0.7	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	3.2	1.9	2.0	3.2	2.3	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	3.1	1.8	1.9	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	2.3	1.4	3.0	2.8	1.4	3.1	3.0
政府债务/GDP	190.3	191.8	192.1	193.4	194.2	218.8	212.4	214.9	208.8	207.8	-	-	-	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	1.06	1.75	0.75	1.25	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	2.07	2.18	2.30	2.07	2.45	2.40
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	156.7	148.0	145.0	156.0	160.0	156.0
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	2.2	1.8
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	7.0	4.5

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

中国

宏观经济

经济增速将先降后升。预计 GDP 增速从去年四季度 4.5% 降至今年一季度 4.4%，二季度至四季度逐步回升至 4.8%，全年增速 4.6%。近期经济数据仍延续走弱。高频经济活动指数从 12 月 1.12 降至 1 月 1.08。国内货运量表现分化，1 月铁路和航空同比跌幅扩大，高速货运和邮政揽收量反弹。全球商品需求与价格齐升，商品进出口活动稳健，中国港口集装箱吞吐量同比增速从 12 月 7.2% 升至 1 月 7.7%；韩国前 20 日出口增速反弹；出口海运价格环比反弹，美国和欧洲航线价格上涨，东南亚和南美航线下跌。因去年以旧换新补贴带来高基数和需求透支效应，乘用车销量延续下滑，同比跌幅从 12 月 12% 扩大至 1 月前 18 天的 31.7%，新能源车销量同比增速从 0.6% 降至 -22.1%。受该政策影响，家电、手机等其他耐用消费品零售增速也面临下滑压力。同时，存储芯片涨价和短缺将对智能手机、电脑、新能源车、智能汽车、智能家电等出货产生抑制作用。第二季度至下半年，随着中国新一轮宽松政策落地，中国房地产跌幅将逐步收窄，服务消费增速回升，经济增速将有所回升。

通缩改善，结构性再通胀。目前再通胀效应存在结构性差异，大宗商品和上游原材料价格上涨明显，但主要耐用消费品价格依然偏弱，服务通胀仍在低位。预计未来温和再通胀延续，CPI、PPI 和 GDP 平减指数增速将从去年 0.1%、-2.6% 和 -0.7% 分别回升至今年 0.9%、0.5% 和 0.7%。温和再通胀动力包括：一是美元贬值和大宗商品上涨，去年以来美元指数累计下跌 11.4%，同期 RJ/CRB 商品指数累计上涨 9.1%。二是中国反内卷政策信号抑制价格战与产能扩张，光伏和碳酸锂等行业原材料价格环比大幅上涨，制造业投资增速大幅下滑。三是食品与能源价格止跌回升，食品 CPI 增速从去年三季度 -3.4% 升至 12 月 1.1%，而在美国加大制裁俄罗斯原油、抓捕委内瑞拉总统和威胁打击伊朗之后，油价开始走高，1 月布伦特原油现货平均价环比上涨 6.2%。据我们简单测算，中国国内油价上涨 10% 将分别推升 PPI 和 CPI 约 0.35 和 0.15 个百分点。四是稳地产与促消费政策力度加大，房价跌幅可能逐渐收窄，服务通胀可能温和上升。

房地产销量将会改善，房价跌幅可能收窄。二手房需求表现持续好于新房。去年全国重点 30 城市二手住宅成交面积同比略增 0.2%，是新房住宅成交面积的 1.85 倍；去年全国新建商品房销售面积同比下降 8.7%，相比 2024 年跌幅有所收窄。今年 1 月 11 个代表性城市二手房销量同比增长 3.2%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率升至 139%；但全国 30 重点城市 1 月新房销量同比下跌 27.3%，相比 2018-2019 年同期均值的复苏率降至 35.8%。房价继续下行，12 月 70 城市新房与二手房房价环比跌幅扩大，特别是一线城市二手房。1 月二手房挂牌价环比持续下跌但幅度收窄。新房库存持续累积，1 月新房库存去化周期保持在 22.1 个月的历史高位，其中一线城市 13.3 个月，二线城市 38.8 个月。二手房库存小幅下降，重点城市挂牌量在 12 月环比下降。稳地产是扩大内需的重要支点，预计今年将有进一步稳地产政策。在政策提振下，今年房地产销量预计将会改善，房价跌幅可能收窄。

宏观政策

随着经济下行压力加剧和中美谈判推动经济再平衡，中国宏观政策可能在今年上半年再次发力，需求侧政策重点是稳地产与促消费，供给侧政策重点是反内卷与去产能。稳地产政策可能包括降息（预计 2/3 月和第三季度两次下调 LPR 合计 20 个基点）、减税（预计将提高个税中房贷利息支出抵扣上限）、贴息（预计财政对新按揭贷款贴息 50 个基点）和收储（预计中央财政和政策性银行将支持地方政府加大收储力度）。已宣布的促消费政策包括

延续耐用消费品以旧换新补贴、增加消费贷款贴息、为中度失能老人发放消费券等。未来可能出台新的促消费政策包括：为新登记结婚人群发放消费券、降低失业保险金领取门槛、扩大最低生活保障人数等。这些政策总体利好耐用消费、必选消费、医疗护理等。供给侧政策将聚焦结构性调整，通过抑制产能扩张、强化节能环保监管、鼓励并购等提升行业集中度，这将利好龙头企业盈利前景。为缓解贸易摩擦，中国将通过降低出口退税、允许 ODI 带动中国人经济、支持人民币强势和进一步开放国内市场，降低贸易不平衡程度。

货币政策将延续宽松。央行近期出台一系列结构性降息政策，下调再贷款与再贴现利率 0.25 个百分点，分别增加支农支小、民营企业和科技创新与技术改造再贷款额度 5000 亿、1 万亿和 4000 亿，下调商住房贷首付比例从超过 50% 到 30%，预示货币政策将延续宽松，吸纳就业主体、科技创新和房地产将是今年政策支持重点。央行将保持流动性合理充裕，预计第二季度降准一次 50 个基点。随着人民币兑美元走强和大量长期定期存款到期，制约降息的汇率和银行净息差因素改善，今年仍有进一步降息空间，预计今年 2/3 月份和第三季度分别降息两次合计 20 个基点。

财政政策将保持积极基调。预计今年广义财政赤字（包含一般赤字、特别国债与地方政府专项债）相对 GDP 比例 8.5%，与去年水平基本持平，其中一般财政赤字率稳定在 4%，特别国债额度/GDP 比从去年 1.3% 降至今年 1%，地方政府专项债额度/GDP 从去年 3.1% 升至今年 3.5%。财政支出的重点包括：一是支持科技创新与新质生产力，重点促进人工智能、量子信息、集成电路、生物制造等前沿科技发展；二是加强民生保障，把更多财政资金用在保障就业、医疗、教育、养老等民生领域，从投资于物到投资于人；三是提振家庭消费，延续对家电、汽车、消费电子等耐用消费品“以旧换新”补贴，提高对个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息上限；四是支持民间投资，对设备以旧换新投资提供补贴，对中小微企业贷款贴息，实施民间投资专项担保计划，支持民营企业债券风险分担机制，对设备更新贷款提供贴息。

金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。预计 1 周 Shibor 从目前 1.5% 降至今年末 1.3%。一方面，由于经济下行，央行将增加流动性供应，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。

国债收益率可能小幅上升。预计 10 年国债收益率从去年末 1.85% 升至今年末 1.9% 左右。上半年，美元贬值而大宗商品价格可能回升，中国通缩改善，财政支出力度加大，国债收益率可能回升。下半年，美元反弹而大宗商品价格可能回落，中国政策刺激效应逐渐递减，国债收益率可能回落。

人民币兑美元可能先升后贬。预计美元/人民币汇率可能从 2025 年末 6.98 降至今年 6 月末 6.91，再升至 12 月末 6.95。上半年美元指数将延续弱势，因为特朗普的新门罗主义推升美国地缘风险，恶化美国与其盟友关系，推动部分国际资金流出美国市场，特朗普对美联储独立性的挑战也削弱投资者对美元信心，同时中国将扩大财政刺激、持续提振消费和加快反内卷政策落地，对人民币汇率构成利好。下半年美元指数可能回升，因为随着房租通胀降幅收窄和商品通胀持续回升，美国通胀可能明显反弹，美元流动性收紧预期可能升温，而中国政策刺激效应可能递减，人民币国债收益率回落，压制人民币汇率。

中国股市已进入牛市下半场，此轮牛市可能在今年见顶，预计恒生指数和沪深 300 指数全年涨幅分别为 15% 和 20%。牛市从泛科技板块向工业与原材料进而向地产与泛消费板块扩散。支撑牛市延续的因素包括：流动性延续宽松，美元流动性偏松，中国央行进一步降准

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，通缩将会缓解，企业盈利前景改善；中国股票估值修复完成，截至 2 月 3 日按照彭博一致预期计算，MSCI 中国指数今年动态 PE 为 12.4，距离牛市上限 15 倍仍有一定修复空间。近 1 个月，港股原材料、金融、医疗与 A 股原材料、信息技术、通信服务跑赢市场且动量相对变强，港股信息技术与 A 股金融跑赢市场但动量相对变弱，港股通讯服务、公用事业、可选消费、能源与 A 股能源、可选消费、必选消费、公用事业跑输市场且动量相对变弱，港股综合、必选消费、地产建筑与 A 股工业跑输市场但动量相对变强。未来 1 个月相对看好港股原材料（今年动态 PE=14.6，最新 ROE=16.5%）、金融（今年动态 PE =8.5，最新 ROE=10.9%）、必选消费（今年动态 PE=12.7，最新 ROE=13.1%）、地产建筑（今年动态 PE=12.6，最新 ROE=0.6%）与 A 股原材料（今年动态 PE =17.9，最新 ROE=11.4%）、信息技术（今年动态 PE =33，最新 ROE=9.4%）、通信服务（今年动态 PE =24.1，最新 ROE=11.8%）与工业（今年动态 PE =16.2，最新 ROE=8.1%）。

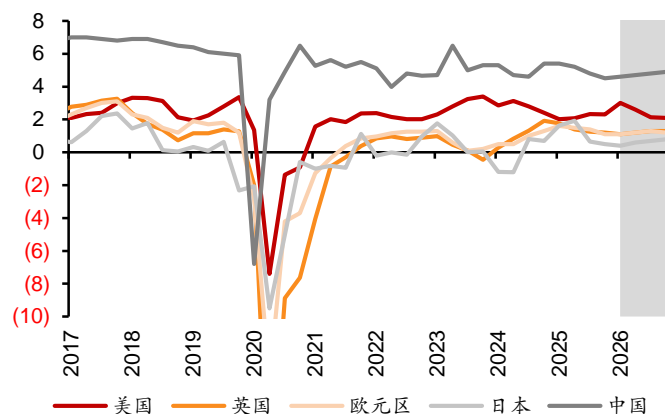
图 5: 中国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值			CMBI 预测		
											2025F	2026F	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	19.7	21.3	22.8	19.7	21.3	22.7
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	-	-	-	14.0	15.2	16.2
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	4.3	4.7	5.3	4.1	5.4	5.7
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	5.0	4.5	4.4	5.0	4.6	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	0.1	0.7	1.0	(0.1)	0.9	1.2
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	1.0
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	72.8	76.9
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	1.50	1.40	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	3.00	2.83	2.74	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	1.85	1.71	1.78	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	6.99	6.85	6.80	6.98	6.95	6.90
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	-	-	-	7.8	7.4	7.1
一线城市房价涨跌幅	26.4	32.3	10.6	(2.4)	1.3	10.5	10.4	(4.2)	(12.2)	(12.7)	-	-	-	(12.5)	(5.0)	0.0

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

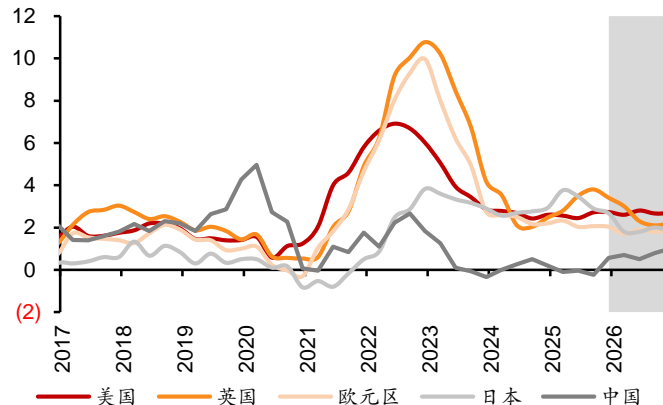
同比(%，2021/2022为2/3年平均)



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

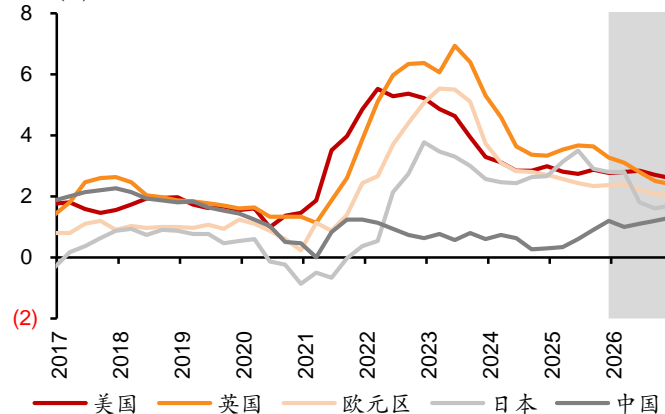
同比(%)



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

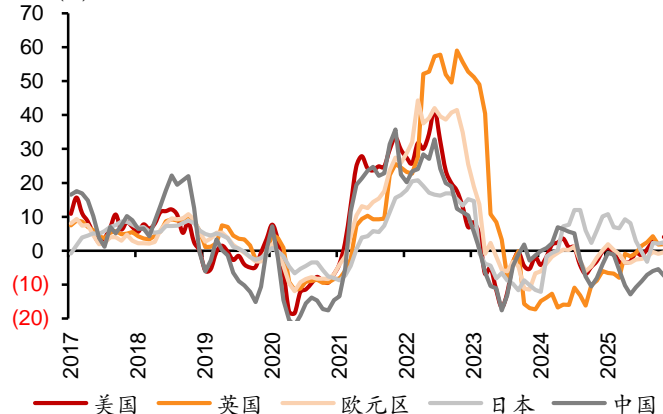
同比(%)



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

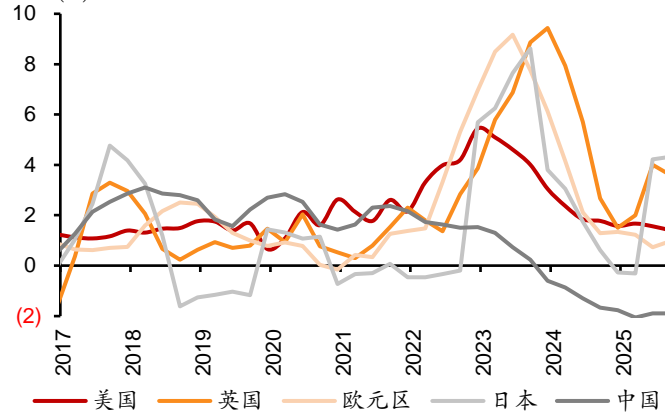
同比(%)



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

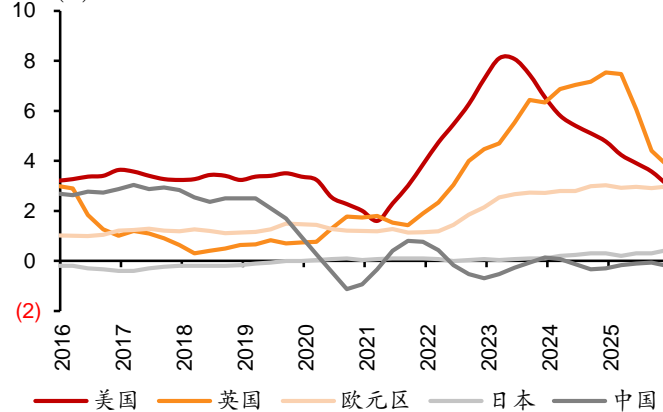
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

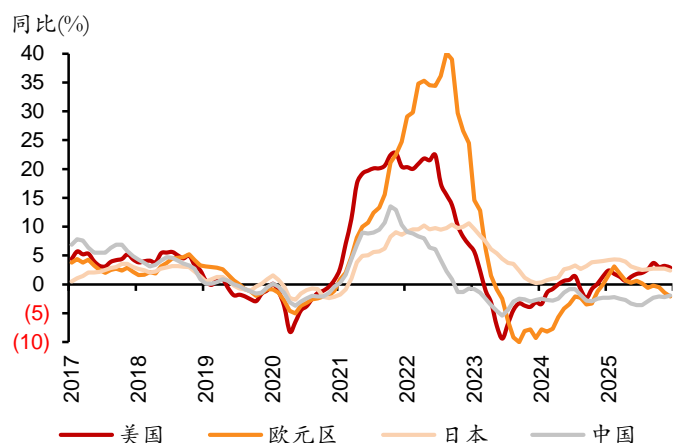
图 11: 主要经济体房租 CPI 增速

同比(%)



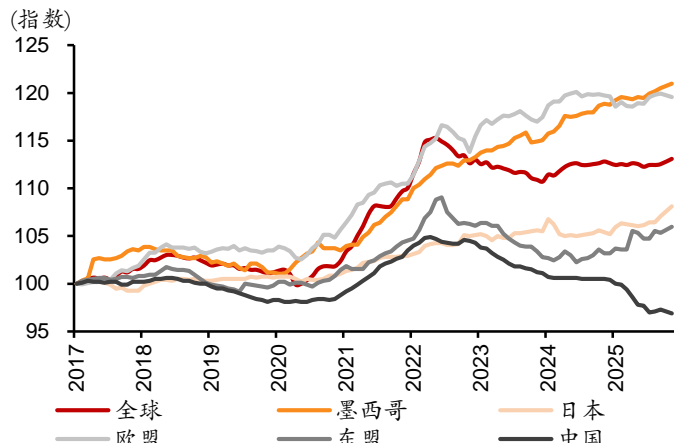
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体 PPI 增速



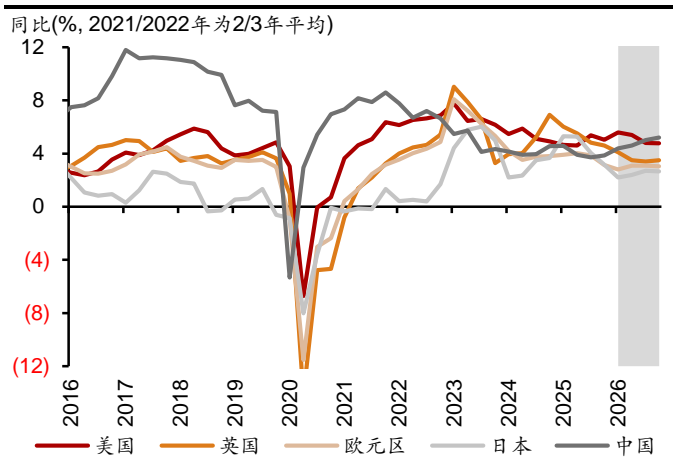
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 美国进口商品价格指数



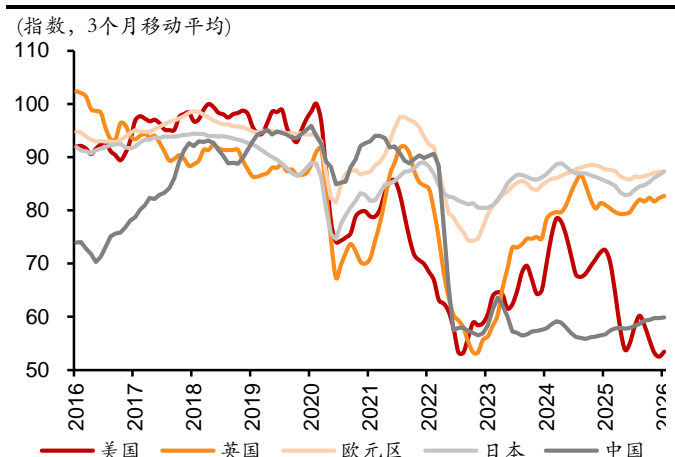
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 主要经济体名义 GDP 增速



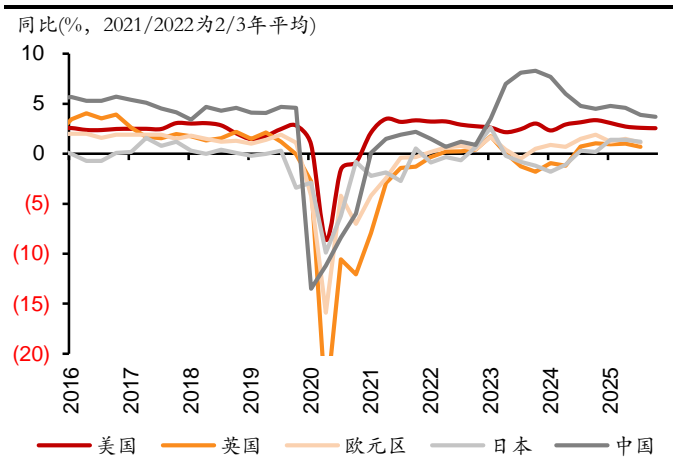
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 15: 主要经济体消费者信心指数



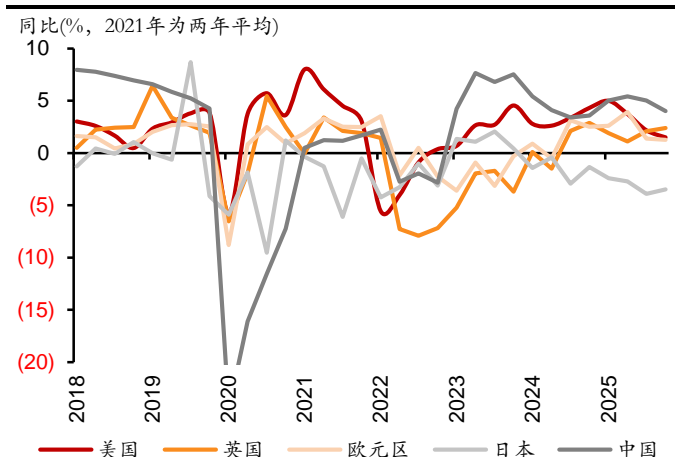
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 主要经济体不变价消费增速



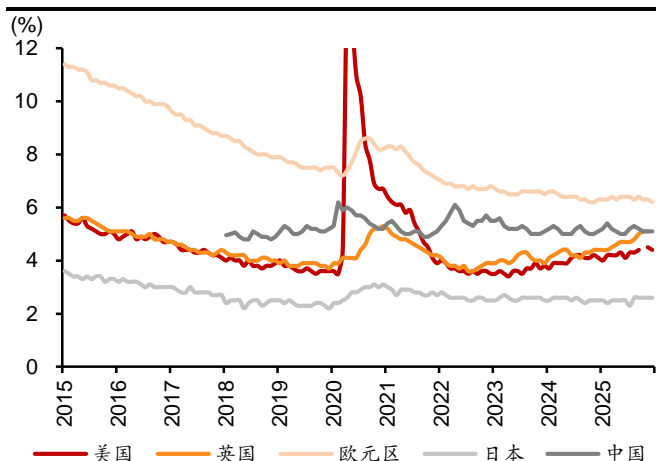
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 主要经济体不变价零售增速



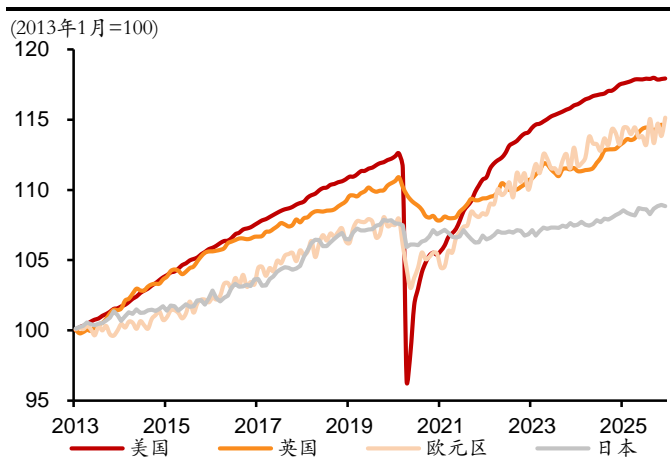
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 主要经济体失业率



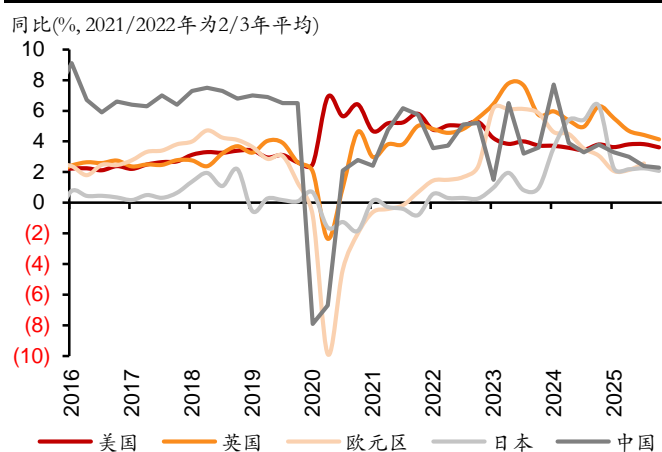
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 主要经济体就业人数



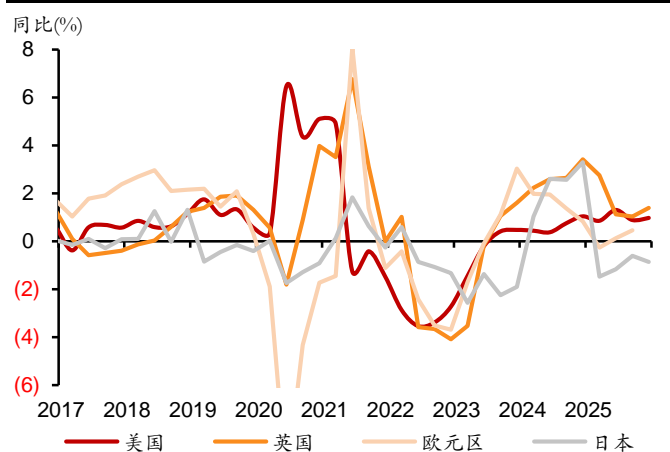
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 主要经济体工资收入增速



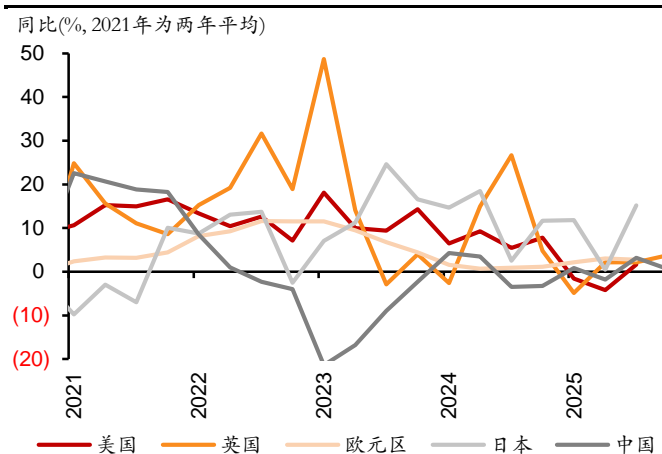
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 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 22: 主要经济体企业利润增速



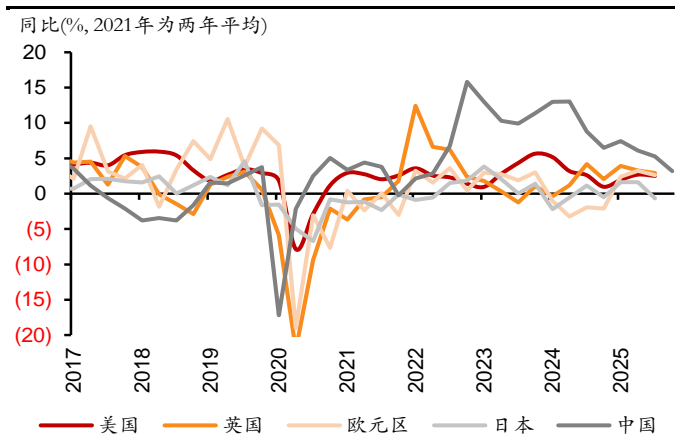
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 全球主要股指盈利增速 (彭博一致预期)

年均复合增速(%)	2012-2016	2017-2019	2020-2024	2025	2026 彭博一致预期	2027 彭博一致预期
标普500	3.9	10.9	7.8	12.5	12.7	14.6
纳斯达克综指	7.3	11.5	11.5	17.7	29.6	19.7
英国富时100	(6.3)	15.0	3.8	(0.7)	8.9	9.1
德国DAX	7.0	0.4	9.5	4.8	14.8	13.6
法国CAC	(2.8)	7.5	7.2	(9.7)	16.2	11.1
日经225	9.8	16.1	9.6	12.9	(7.3)	10.5
恒生指数		10.3	(3.0)	1.8	10.9	12.2
恒生科技			3.5	4.5	33.2	34.1
沪深300	2.7	9.6	(3.2)	5.4	15.9	13.5
创业板指数	15.3	(8.6)	14.7	19.0	35.4	25.6
加拿大TSX	(2.6)	13.1	6.1	11.7	16.3	24.8
澳大利亚标普200	(1.5)	7.3	3.6	(4.9)	12.9	7.4
印度股指	10.6	0.7	14.0	15.2	3.7	15.5
巴西股指	(8.6)	29.1	16.3	(6.6)	6.7	15.4
印尼股指	(1.5)	12.8	7.5	(7.1)	16.8	13.5
韩国综指	(3.0)	(2.3)	9.2	19.3	102.5	19.4
台湾加权指数	4.7	2.8	11.8	15.2	30.2	19.2
南非40指数	0.4	12.8	13.3	19.2	42.6	9.7

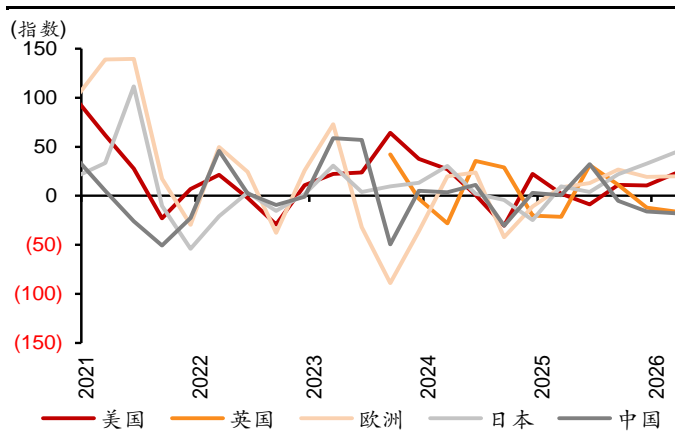
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 主要经济体不变价投资增速



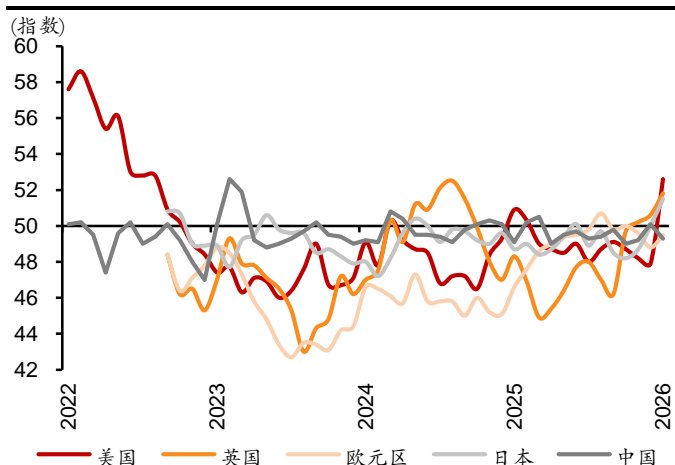
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 主要经济体经济意外指数



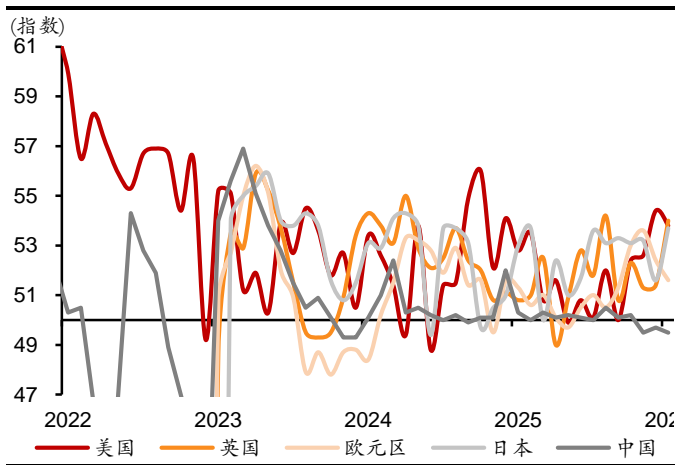
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 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 27: 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 28: 主要经济体工业产出指数

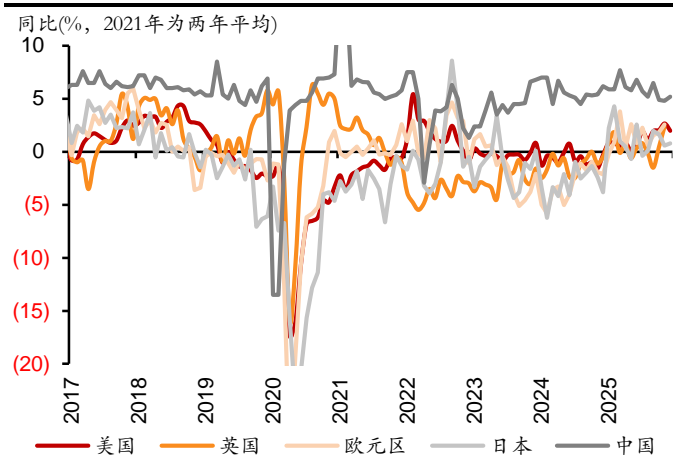


图 29: 主要经济体服务业产出指数

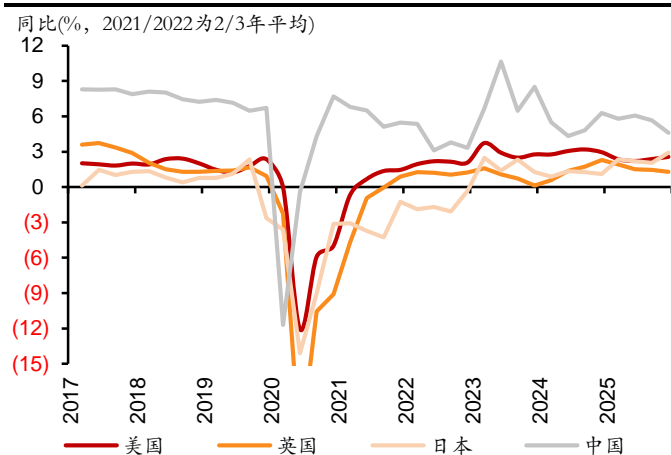


图 30: 主要经济体汽车销量

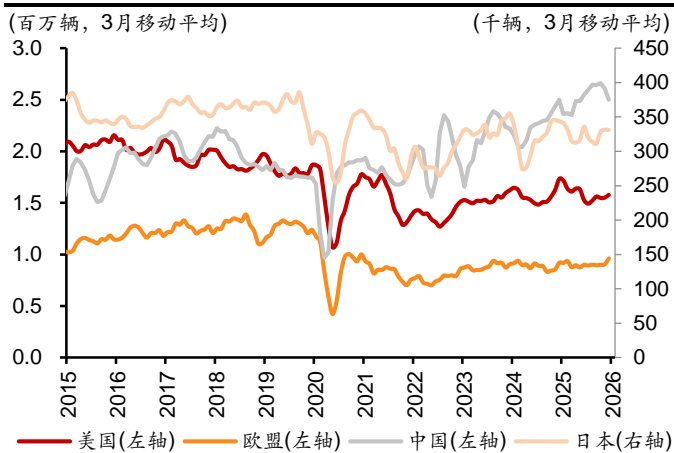


图 31: 主要经济体汽车出口

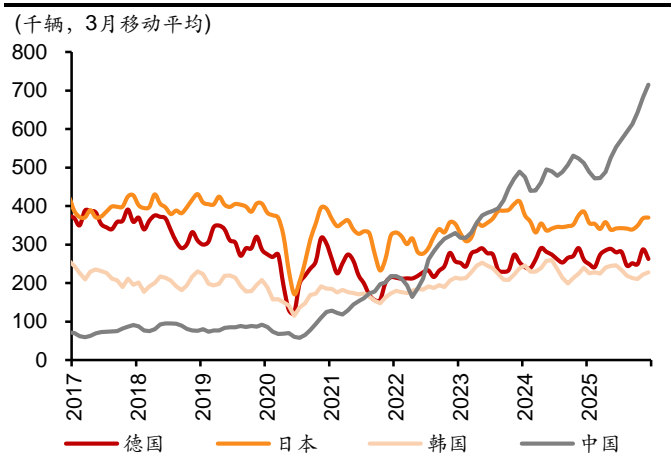


图 32: 主要经济体家电零售额增速

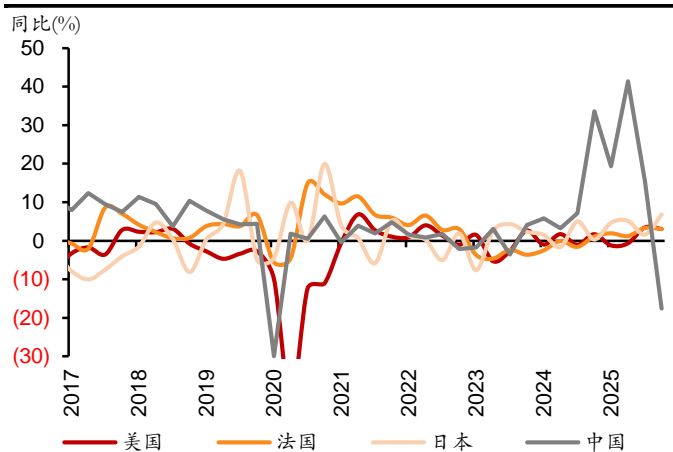


图 33: 主要经济体家具零售额增速

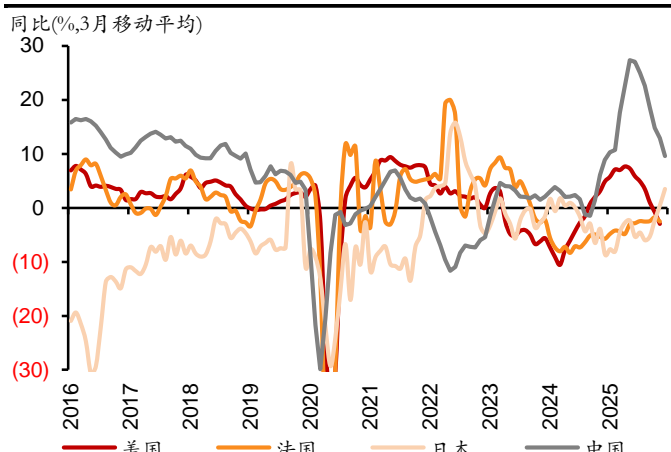
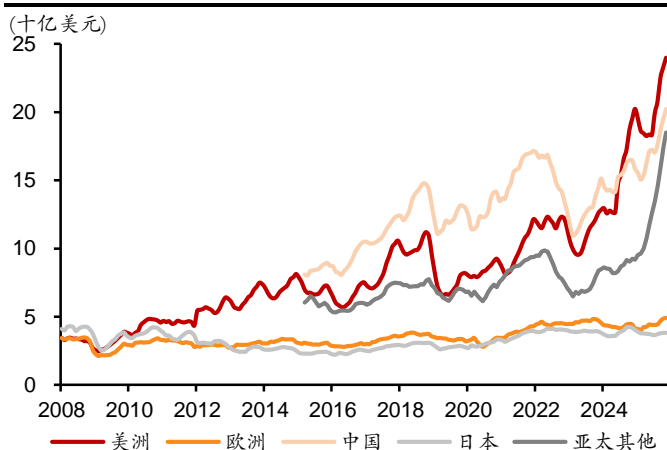
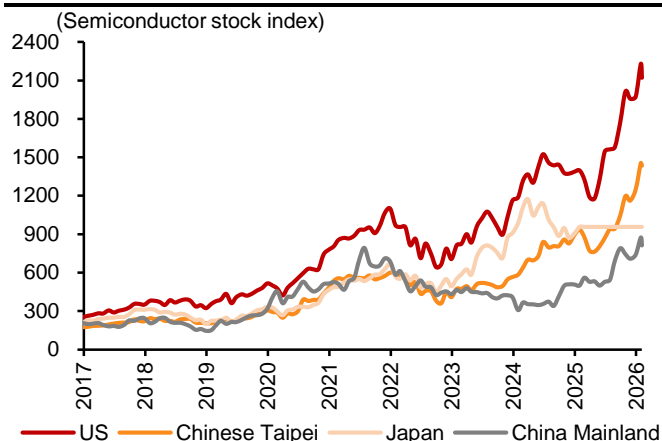


图 34: 主要经济体半导体零售额



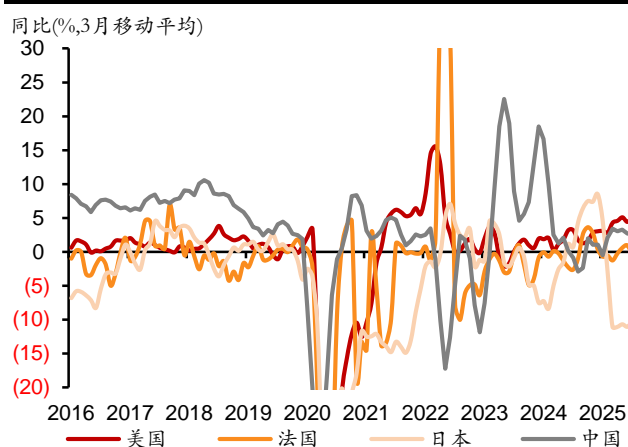
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 35: 半导体板块股价



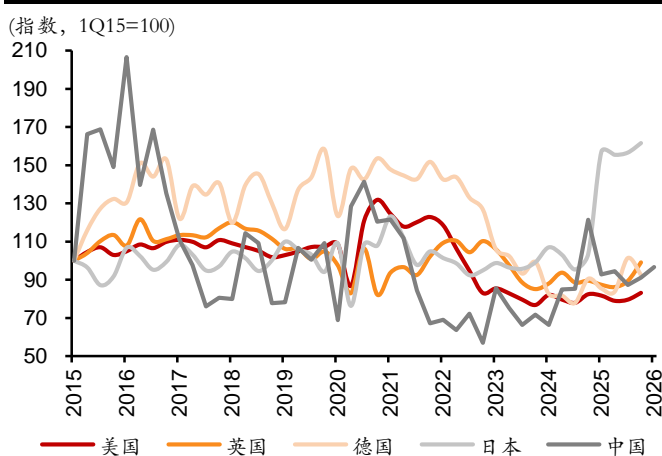
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 36: 主要经济体服装零售额增速



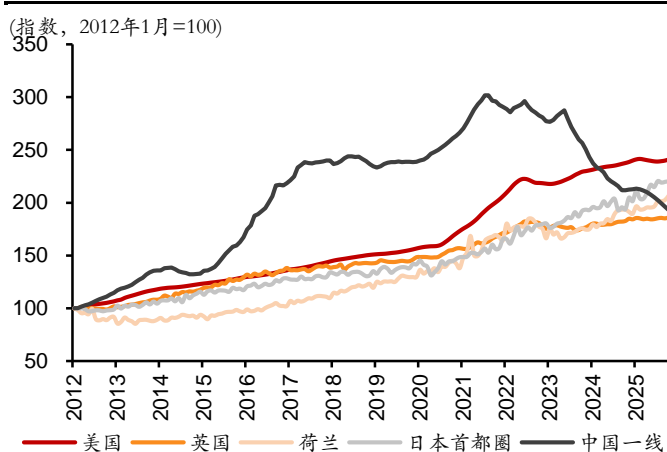
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 37: 主要经济体住房销量



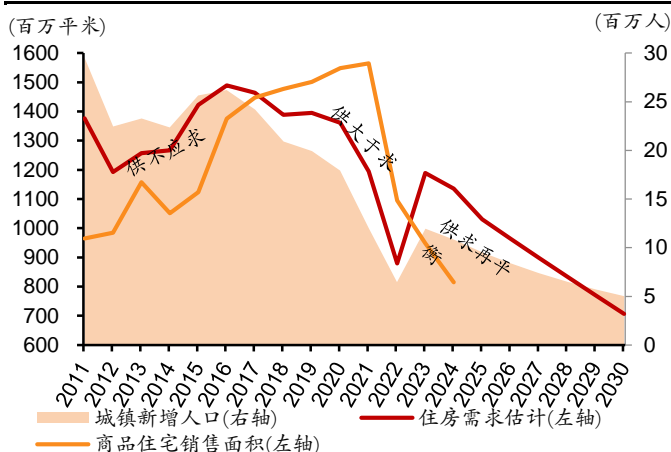
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 38: 主要经济体房价增速



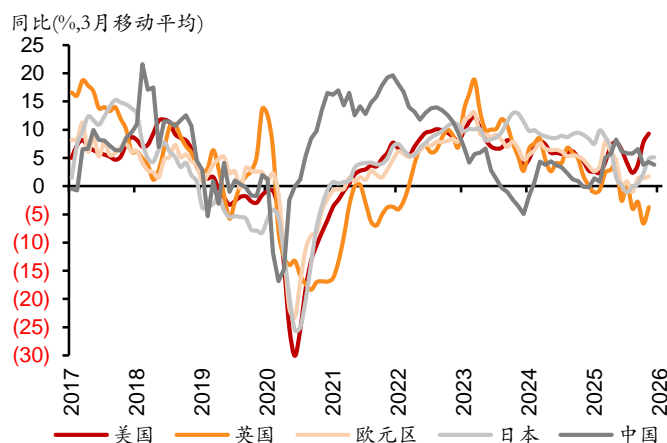
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 中国房地产供需再平衡



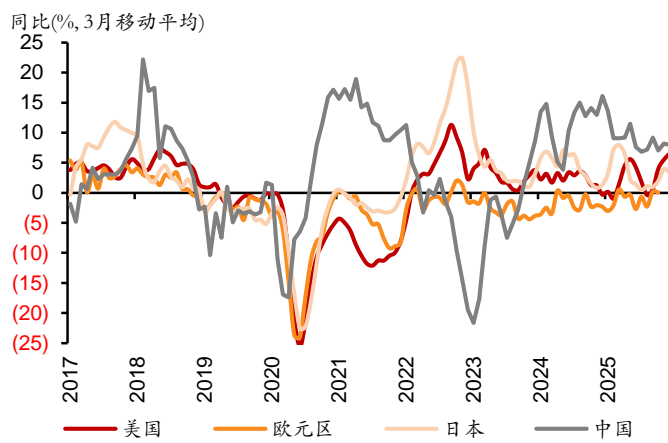
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 主要经济体商品出口额增速



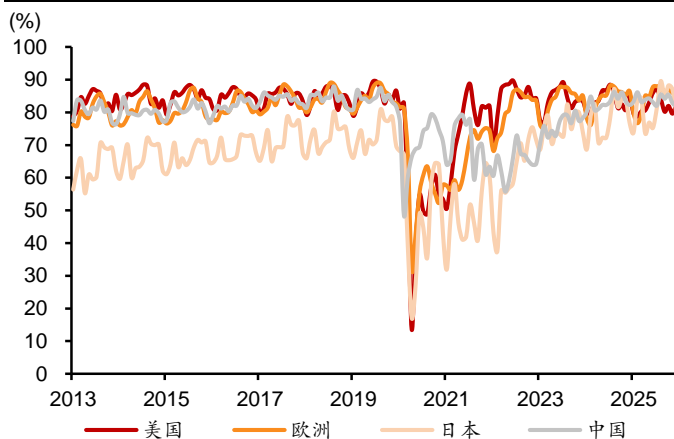
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 41: 主要经济体商品出口数量增速



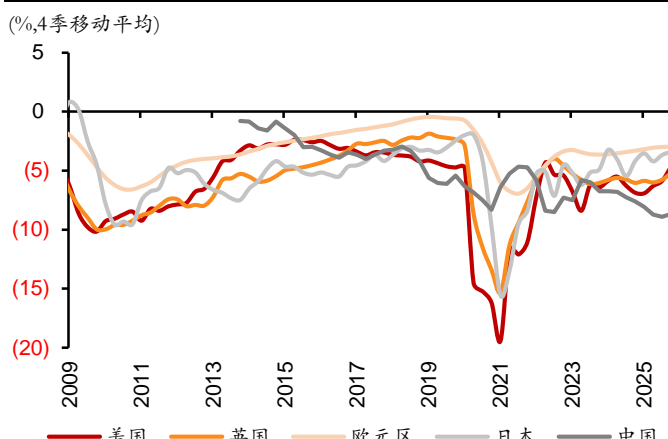
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 42: 航空客座率



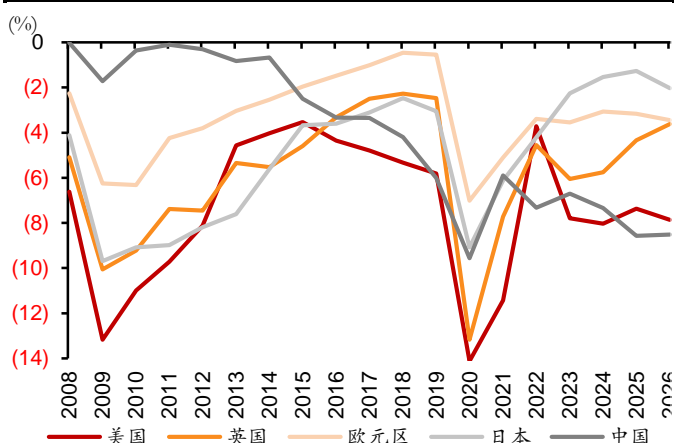
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 主要经济体财政季度赤字率



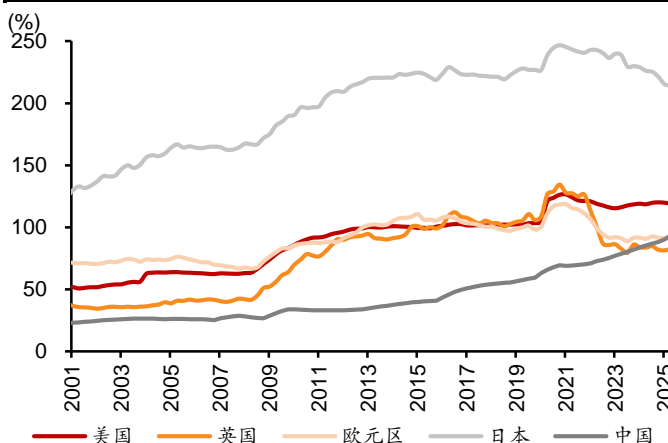
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 主要经济体财政年度赤字率



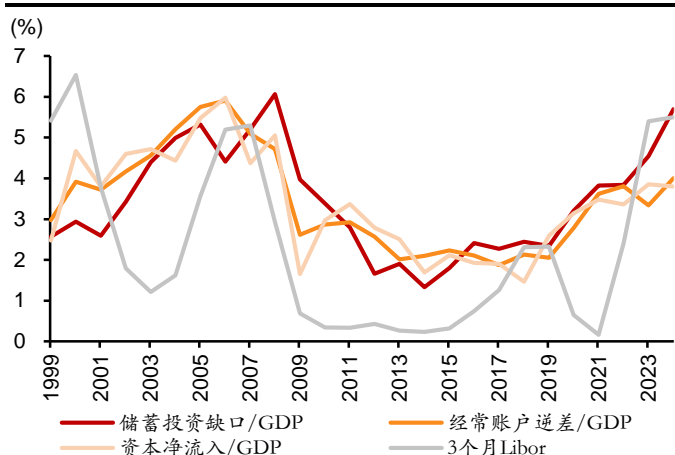
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 主要经济体政府债务率



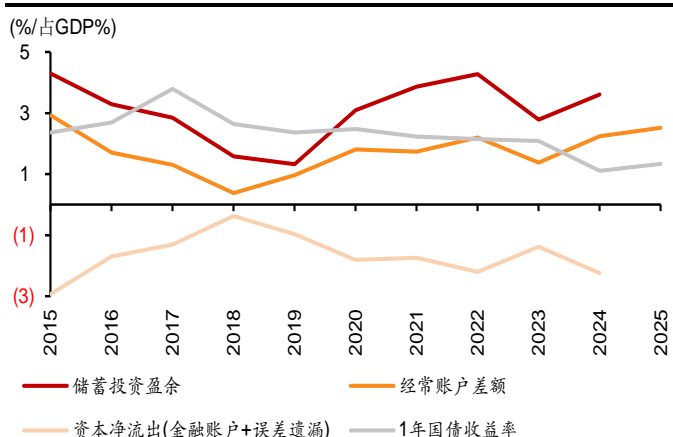
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 美国经济失衡



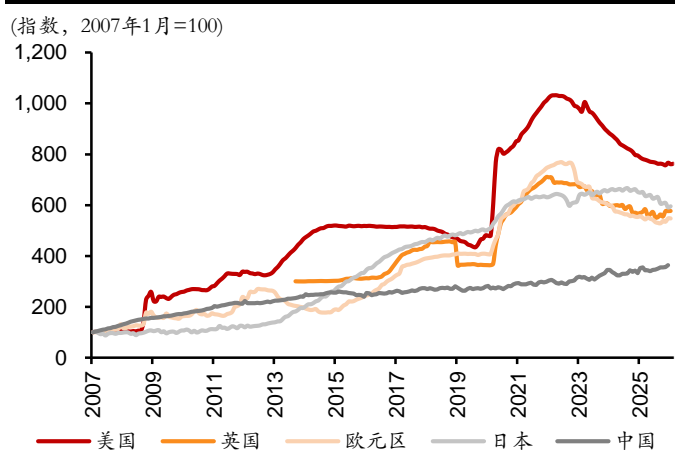
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 中国经济失衡



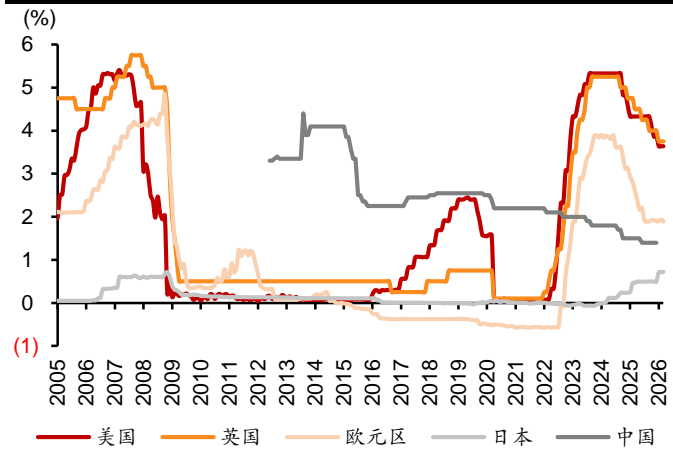
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 48: 主要经济体央行总资产



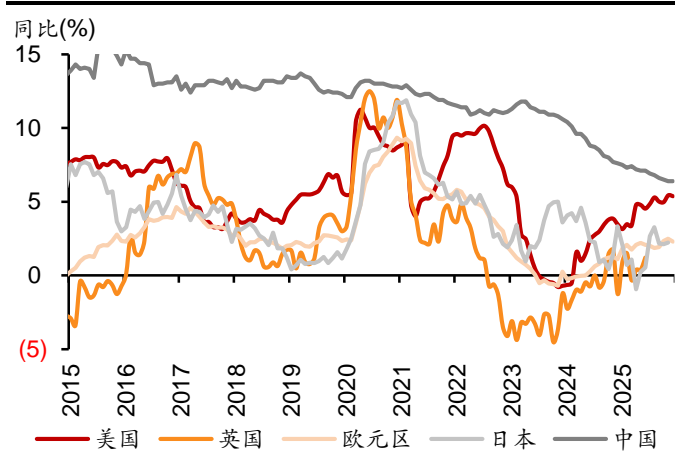
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 主要经济体政策利率 (货币市场短期利率)



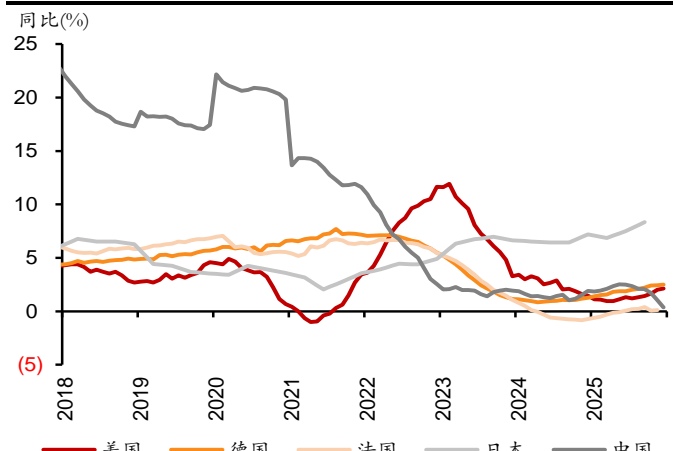
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 50: 主要经济体信贷增速



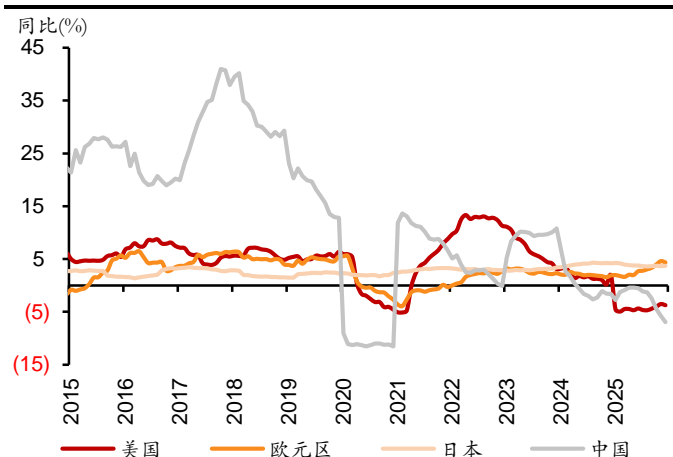
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 51: 主要经济体房贷增速



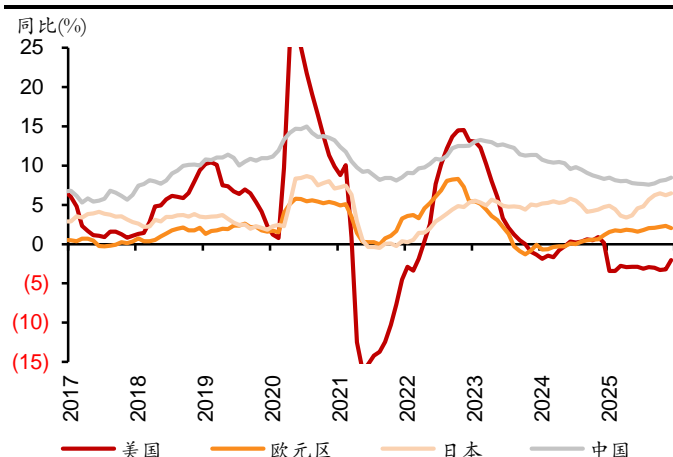
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 52: 主要经济体消费信贷增速



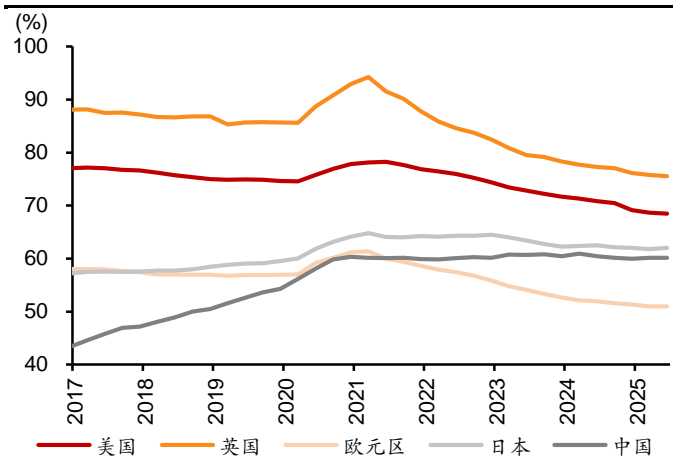
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 53: 主要经济体企业贷款增速



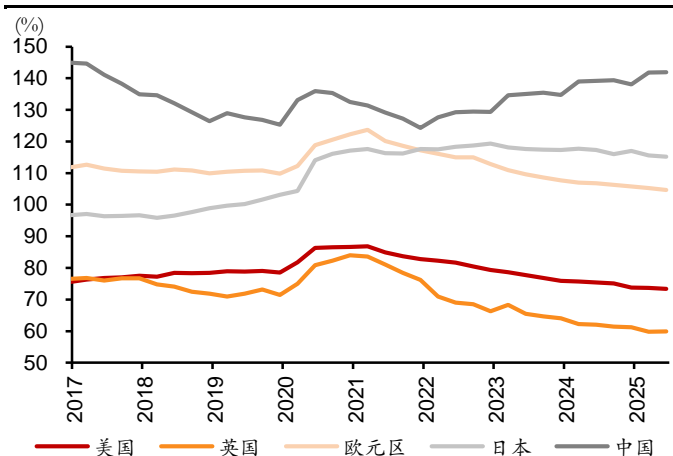
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体家庭债务率



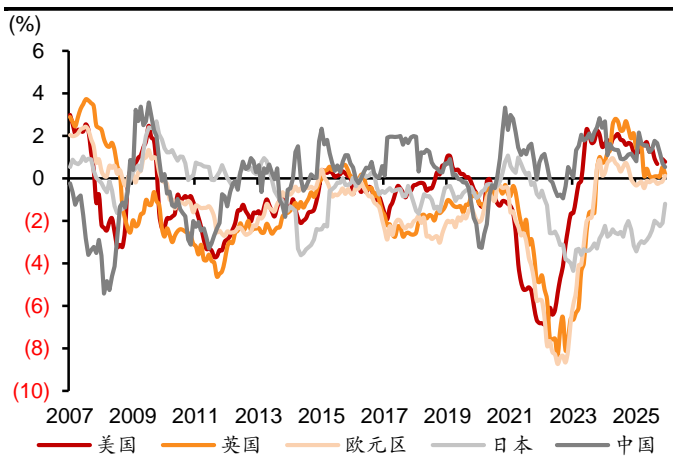
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 55: 主要经济体企业债务率



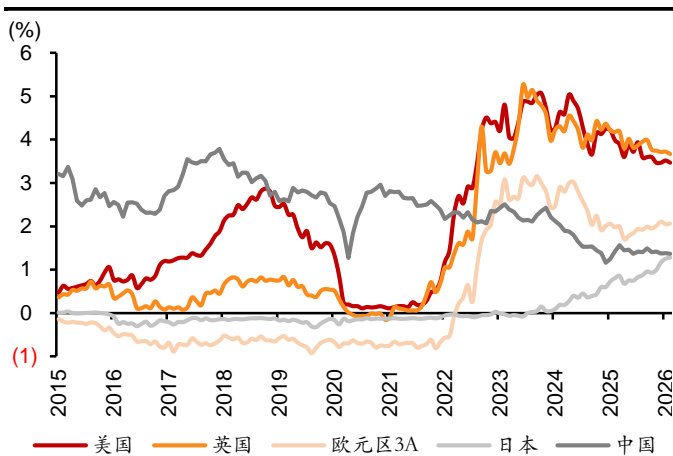
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 56: 主要经济体实际利率 (3 月期利率-CPI 增速)



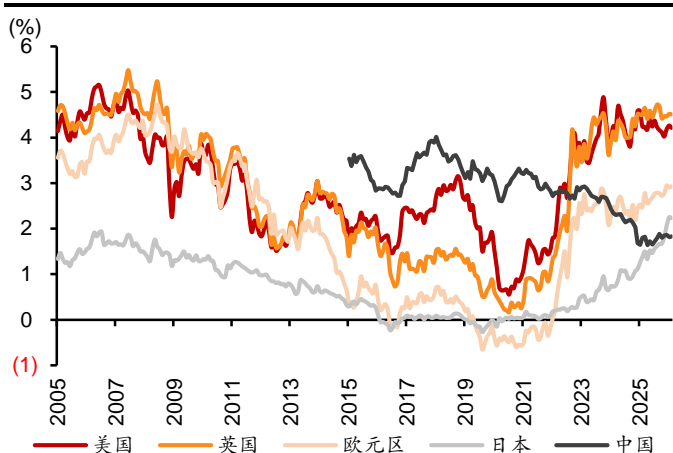
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 57: 主要经济体 2 年期国债收益率



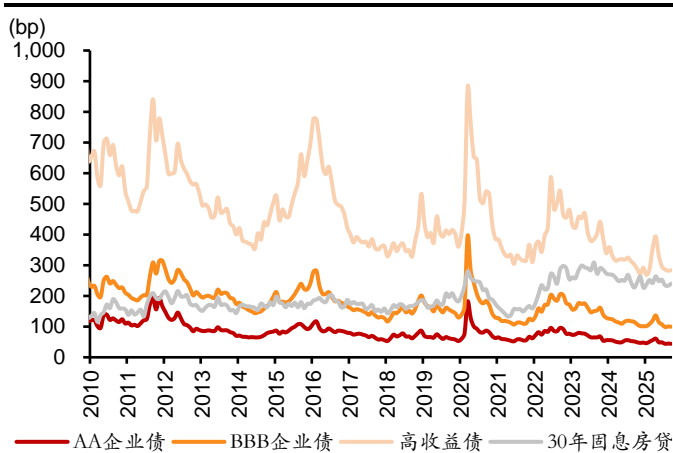
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 58: 主要经济体 10 年期国债收益率



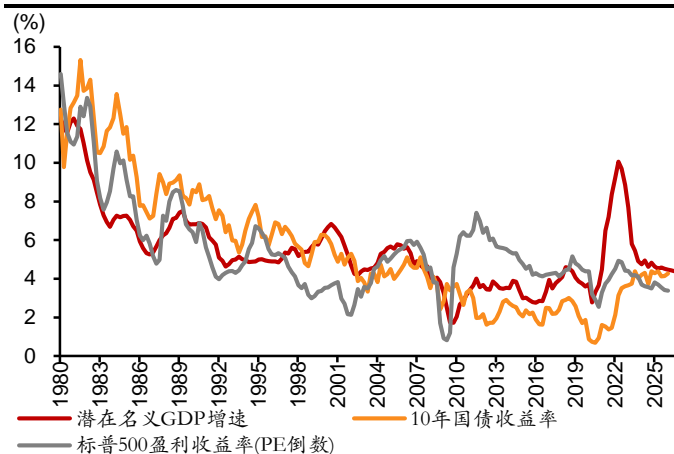
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 59: 美国企业债与房贷相比 10 年国债利差



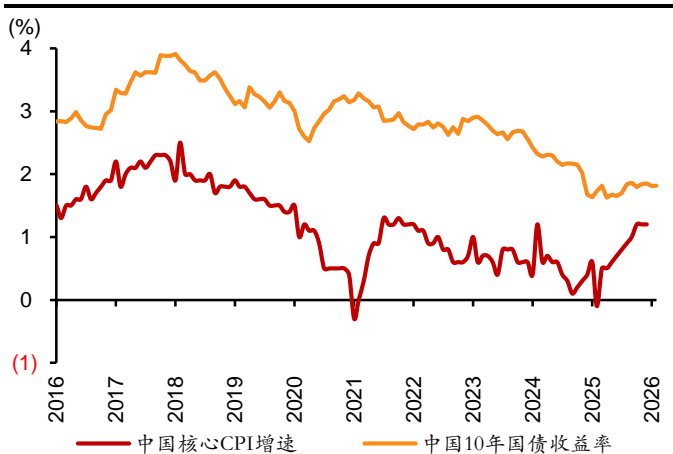
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 60: 美国国债收益率、名义 GDP 增速和美股盈利/价格



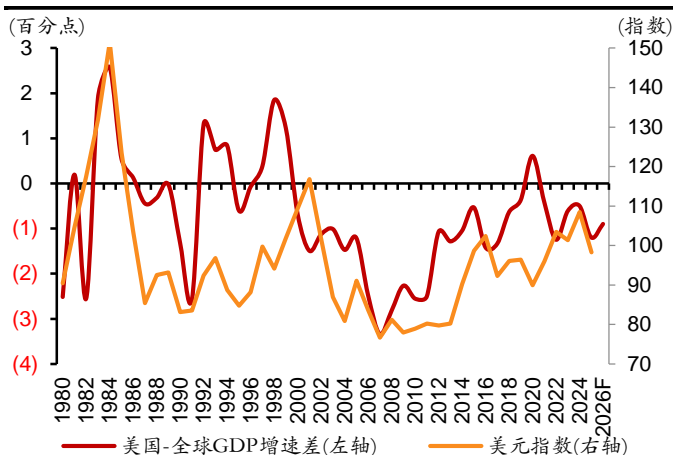
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 61: 中国国债收益率和核心 CPI



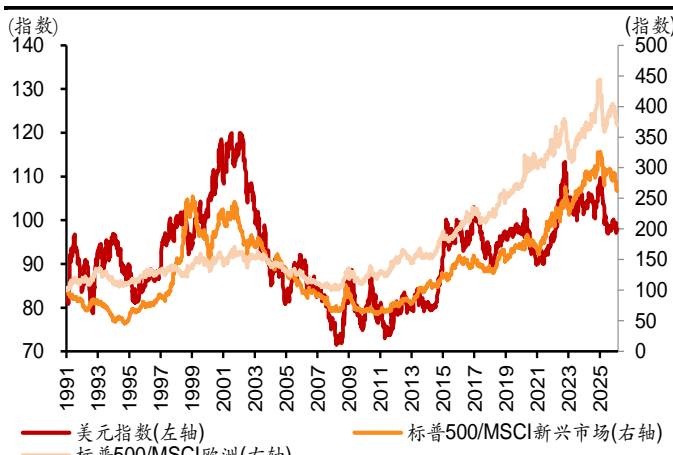
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 62: 美国经济相对强弱和美元指数



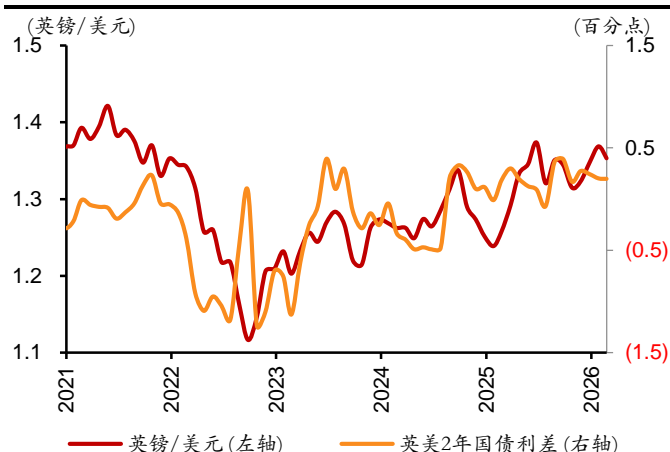
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 63: 美国股市相对强弱和美元指数



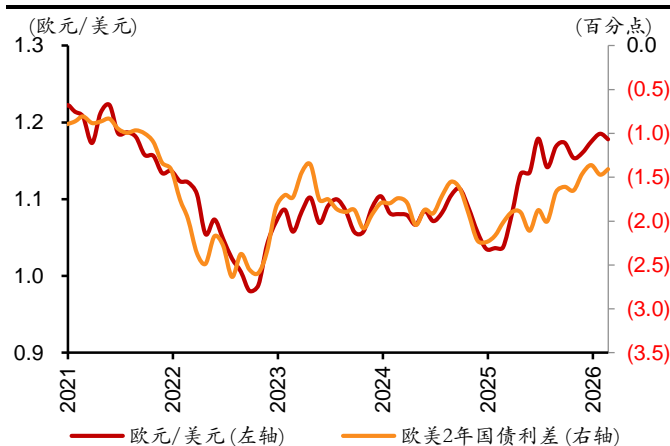
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 64: 英镑兑美元汇率和英美 2 年国债利差



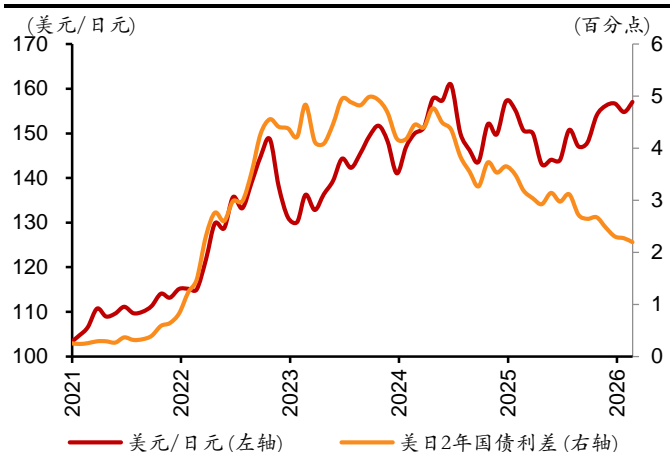
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 65: 欧元兑美元汇率和欧美 2 年国债利差



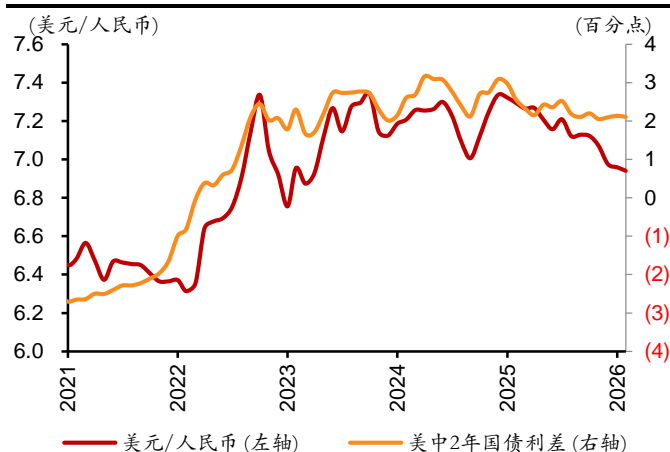
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 66: 美元兑日元汇率和美日 2 年国债利差



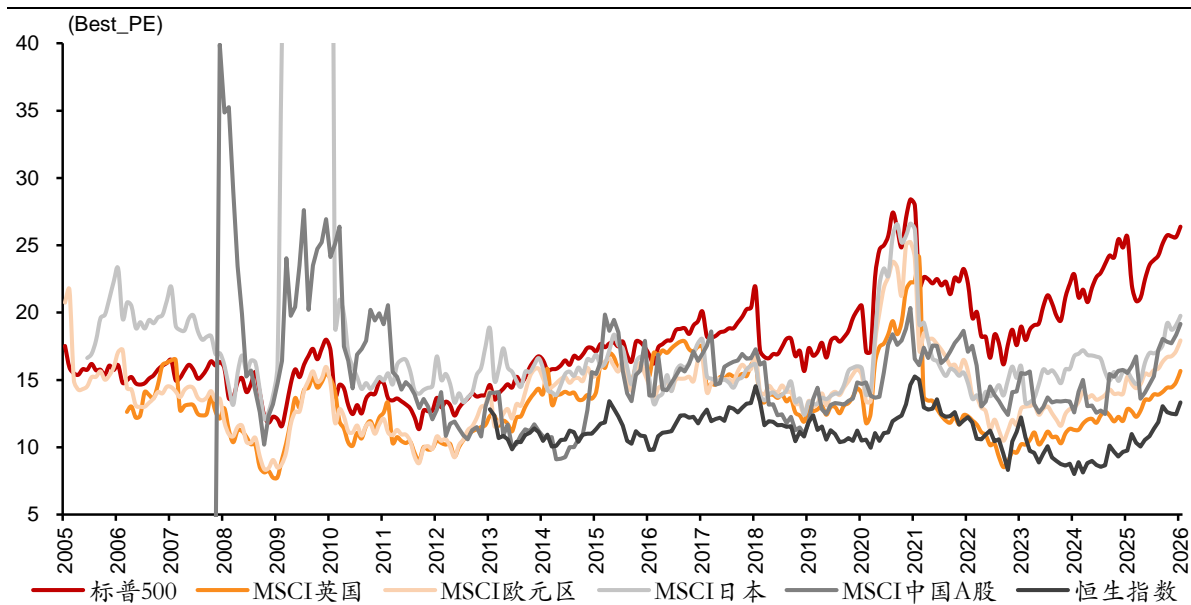
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 67: 美元兑人民币汇率和中美 2 年国债利差



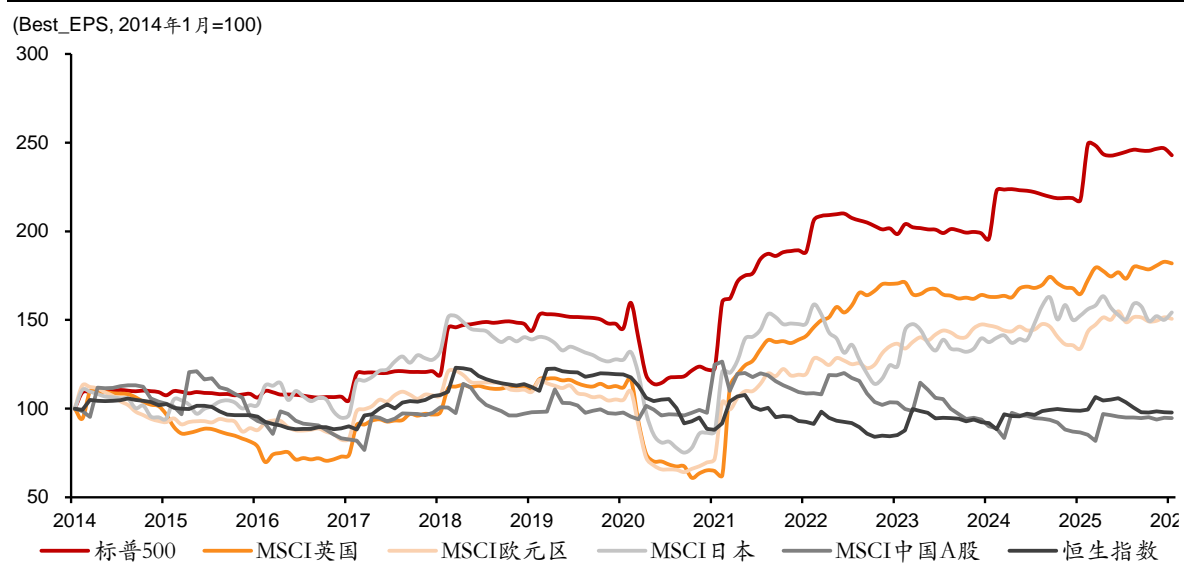
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 68: 主要股指 P/E 彭博一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 69: 主要股指彭博 EPS 一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 70: 主要股指行业比较

	近10年年化 总收益(%)	2026PE(倍)	近10年PE 均值(倍)	最新 ROE(%)	近10年均值 (%)	预计2026- 27年EPS年 均增速(%)	近10年 EPS年均 复合增速 (%)		近10年年化 总收益(%)	2026PE(倍)	近10年 PE均值 (倍)	最新 ROE(%)	近10年均值 (%)	预计2026- 27年EPS年 均增速(%)	近10年 EPS年均 复合增速 (%)
标普500	12.8	22.0	20.9	18.8	15.4	15.3	6.9	MSCI日本指数 (美元计价)	5.5	18.4	16.7	10.0	8.5	10.3	7.6
可选消费	12.0	26.2	27.3	26.3	26.3	12.7	7.9	可选消费	4.1	16.6	16.0	9.2	9.5	12.8	7.7
必选消费	5.3	23.4	21.0	23.1	24.5	7.4	4.6	必选消费	(0.2)	21.5	25.2	6.7	8.9	21.0	3.4
医疗保健	8.0	19.0	18.3	17.9	17.1	9.0	7.3	医疗保健	2.0	18.3	29.5	8.4	8.6	9.6	11.1
工业	11.0	26.2	22.8	24.2	20.0	12.9	5.2	工业	7.5	21.0	18.4	11.0	9.1	5.0	7.6
信息技术	22.9	24.2	25.8	33.4	27.7	29.1	12.6	信息技术	10.3	26.5	22.5	11.7	9.6	16.9	8.3
材料	7.7	21.4	19.4	8.4	11.8	18.7	4.3	材料	2.0	20.2	15.7	5.4	7.8	85.0	6.1
房地产	3.0	35.2	39.1	6.3	9.3	5.9	3.3	房地产	(2.7)	17.0	16.8	9.9	8.1	3.9	6.4
通讯服务	11.7	21.8	17.8	24.2	15.9	12.8	3.4	通讯服务	7.4	21.3	19.1	16.7	12.4	(20.5)	9.6
公用事业	7.0	17.7	18.6	11.1	8.6	10.8	4.3	公用事业	1.5	14.7	9.0	10.5	7.0	(14.6)	15.2
金融	11.0	16.2	15.0	13.3	10.7	8.9	6.2	金融	7.4	13.4	10.5	9.7	6.5	12.8	9.0
能源	4.4	20.0	31.1	10.9	6.0	9.4	0.5	能源	6.7	12.8	12.3	7.5	4.3	9.6	12.6
MSCI美国指数 (美元计价)	3.6	14.2	14.2	11.3	9.4	9.6	3.8	沪深300指数	2.2	14.6	14.4	10.2	12.1	17.6	1.0
可选消费	1.0	17.0	18.7	13.6	14.6	15.6	(0.2)	可选消费	1.8	13.8	18.1	14.2	15.1	34.8	3.4
必选消费	0.9	14.5	16.5	18.4	17.7	4.9	2.9	必选消费	10.5	17.2	29.1	23.3	20.8	11.0	14.2
医疗保健	6.0	15.9	16.4	20.5	23.4	10.1	4.9	医疗保健	(0.0)	23.4	33.3	11.8	14.5	23.4	3.9
工业	9.7	22.3	20.3	32.3	15.8	9.0	2.0	工业	(1.7)	16.2	17.5	8.1	10.2	32.7	(1.2)
信息技术	7.0	22.9	34.4	26.5	15.8	12.6	8.1	信息技术	3.2	33.0	36.8	9.4	10.5	45.8	2.0
材料	12.8	15.8	12.0	4.7	12.2	27.3	4.0	材料	6.7	17.9	21.3	11.4	10.6	35.3	8.7
房地产	(4.5)	17.2	20.0	4.6	1.7	4.4	(1.9)	房地产	(12.2)	na	44.3	(12.4)	13.6	NA	NA
通讯服务	(7.4)	12.6	16.7	(3.1)	2.6	1.4	0.6	通讯服务	6.1	24.1	28.6	11.8	7.1	41.9	4.3
公用事业	1.6	14.4	15.8	8.4	18.1	14.7	(0.8)	公用事业	1.2	14.9	15.8	11.5	10.6	8.3	1.4
金融	5.9	10.8	10.8	11.2	7.3	7.5	3.5	金融	1.0	7.8	8.4	9.3	12.3	8.7	2.8
能源	4.6	13.4	12.8	6.9	5.0	1.6	1.3	能源	2.8	13.6	13.9	10.3	9.4	6.9	4.3
MSCI欧元区指 数(美元计价)	6.6	15.8	15.6	#N/A	9.5	11.0	4.3	恒生指数	1.6	11.7	11.4	10.4	10.5	9.4	(0.1)
可选消费	5.1	14.3	18.7	26.3	12.4	20.2	4.4	可选消费	2.3	16.3	38.0	11.6	6.8	25.1	0.8
必选消费	1.4	17.8	21.8	23.1	12.8	6.3	2.3	必选消费	(0.1)	12.7	18.7	13.1	13.2	21.7	(0.3)
医疗保健	0.8	15.3	15.8	17.9	8.9	11.3	(0.2)	医疗保健	0.4	26.6	50.4	9.0	6.1	9.1	(20.8)
工业	11.3	21.7	21.2	24.2	13.2	14.1	5.0	工业	0.2	12.3	11.0	8.7	10.7	15.0	3.4
信息技术	12.5	31.9	26.9	33.4	14.1	20.8	6.0	信息技术	10.7	18.0	30.9	14.2	13.4	18.8	14.3
材料	4.3	17.5	16.8	8.4	10.2	13.9	(0.1)	材料	14.3	14.6	11.1	16.5	8.0	34.4	14.4
房地产	(5.6)	14.6	15.4	6.3	5.0	(4.9)	(0.7)	房地产	(5.6)	12.6	8.9	0.6	7.5	32.7	(20.1)
通讯服务	(0.2)	14.5	16.0	24.2	10.8	16.4	0.8	通讯服务	(0.6)	10.7	11.8	9.2	9.1	8.2	(0.2)
公用事业	8.4	16.3	14.4	11.1	8.0	5.0	4.5	公用事业	(1.8)	11.8	13.0	9.1	10.1	9.8	(4.3)
金融	8.0	11.4	10.3	13.3	7.7	8.3	6.5	金融	4.2	8.5	8.2	10.9	10.6	4.5	3.6
能源	4.0	11.0	14.3	10.9	6.9	1.6	2.9	能源	6.6	9.6	11.3	11.2	9.0	6.7	12.6

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

*若近十年无完整数据, 则使用已有年份计算复合增速。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映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。