

# 全球宏观策略

## 美国重振工业与中国反内卷

全球经济放缓，但白宫对美联储干预和中国反内卷可能推动通胀反弹，央行面临挑战。中美经济再平衡政策启动，美国以高关税、低税率、低油价、低利率和贸易协定推动产业投资，以建立强大自主制造业体系，中国将适度扩大财政刺激，增加对家庭支持，加快去产能，保持人民币稳中偏强，促进进口。全球国债收益率可能小幅回落，美元可能走弱，股市或小幅上涨，大宗商品价格温和走高。

- **美国：**短期滞胀风险。GDP 同比从上半年 2%降至 3Q 的 1.7%和 4Q 的 1.3%，从 2024 年 2.8%降至 2025 年 1.7%和 2026 年 1.9%；失业率从 4.3%升至年末 4.5%。通胀先升再降，PCE 通胀从 2Q 的 2.4%升至 3Q 的 2.7%，4Q 降至 2.6%，2026 年降至 2.3%。关税不确定性下降，但白宫对美联储干预可能带来新风险，利空美元而利好黄金。美联储 9 月和 12 月各降息一次，明年降息两次。预计 10 年国债收益率从 8 月末 4.2%降至今年末 4.1%和明年末 3.9%。美元指数下降，年末 95 左右。美股可能小幅走高，相对看好医疗、通讯服务、必选消费、原材料和工业。
- **英国：**经济小幅放缓，通胀居高、就业走弱、生产率下滑和财政困境构成挑战。预计 GDP 同比增速从 1Q 1.3%和 2Q 1.2%降至下半年 1%，CPI 同比增速从 1Q 2.8%和 2Q 3.5%升至 3Q 3.8%，4Q 降至 3.4%。央行面临经济放缓和通胀居高两难，4Q 保持利率不变，明年降息两次。10 年国债收益率可能从目前 4.7%降至年末 4.5%。英镑/美元可能小幅升至年末 1.37。股市可能上涨，相对看好金融、工业、医疗保健和必选消费。
- **欧元区：**经济放缓但好于预期，通胀降至目标水平后开始走平。预计 GDP 增速从 1Q 1.5%和 2Q 1.4%降至 3Q 1%和 4Q 0.8%，CPI 增速从 1Q 2.3%降至 2Q 2%，3Q 和 4Q 分别为 2%和 1.9%。财政扩张力度可能扩大，降息周期进入尾声，预计 4Q 降息一次，明年利率保持不变。预计 10 年国债收益率从 9 月初 2.79%升至年末 2.9%，欧元/美元从 8 月末 1.17 升至年末 1.19。股市仍有上涨空间，相对看好金融、医疗、必选消费与公用事业板块。
- **日本：**经济放缓，预计 GDP 增速从 1Q 的 1.7%降至 2Q 的 1.2%、3Q 的 0.9%和 4Q 的 0.5%。通胀显著回落，预计 CPI 增速从 1Q 的 3.8%和 2Q 的 3.5%降至 3Q 的 2.8%和 4Q 的 2.3%。房地产稳中偏强。财政政策仍以增长为导向，聚焦提振工资和企业投资以构建增长型经济，但政府债务率居高和国债收益率攀升限制政策扩张空间。央行可能 4Q 再次加息，明年加息两次。预计 10 年国债收益率从 8 月末 1.6%升至年末 1.95%，美元/日元汇率从 8 月末 147 降至年末 140。股市可能小幅上涨，相对看好公用事业、房地产和工业。
- **中国：**经济小幅走弱。预计 GDP 增速从第二季度 5.2%降至第三季度 4.9%和第四季度 4.6%。通缩延续，但反内卷政策改善通缩预期，4Q 后 CPI 和 PPI 增速回升。4Q 财政政策将适时扩大力度，进一步提振消费。货币政策延续宽松，4Q 可能降准 50 个基点、降息 10 个基点。货币市场利率可能小幅下降，国债收益率可能回升，收益率曲线陡峭化，10 年国债收益率年末升至 1.9%左右。美元/人民币汇率可能从 8 月末 7.13 降至今年末 7.1。股市处于牛市第二阶段，从科技与金融板块向原材料与工业进而向可选消费与必选消费板块扩散，相对看好互联网、医疗、化工、资本品、必选消费等板块。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

# 目录

|           |    |
|-----------|----|
| 美国 .....  | 3  |
| 英国 .....  | 6  |
| 欧元区 ..... | 9  |
| 日本 .....  | 12 |
| 中国 .....  | 15 |

## 美国

### 宏观经济

经济增长将延续放缓。预计 GDP 同比增速从上半年 2% 降至第三季度 1.7% 和第四季度 1.3%，全年 GDP 增速从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 1.7%，2026 年升至 1.9%。第一季度 GDP 环比收缩 0.5%，关税预期带来抢进口和囤货，净出口对 GDP 增速贡献大幅为负，企业投资对 GDP 增速贡献大幅为正，联邦政府支出收缩，个人消费放缓，住宅投资低迷。第二季度 GDP 环比增长 3.3%，抢进口和囤货效应消退，净出口对 GDP 增速贡献转正，企业投资对 GDP 增速贡献转负，个人消费对 GDP 增速贡献回升，但仍低于 2024 年，联邦政府支出延续收缩，拉低 GDP 增速 0.31 个百分点；住房销量和开工延续走弱，住宅投资对 GDP 环比增速拖累扩大至 0.19 个百分点。展望下半年，经济将进一步放缓，预计 GDP 环比平均增速可能回落至 1.1%，同比平均增速可能降至 1.5%，个人消费增速延续温和放缓，企业投资增速开始走弱，住宅投资增速仍在低位，政府支出增速可能小幅改善，净出口逆差可能小幅缩窄。

就业市场明显转弱。8 月新增非农就业人数 2.2 万，低于市场预期的 7.5 万人。6 月数据从 1.4 万人下修至 -1.3 万人，结束此前连续 53 个月的增长纪录。7 月数据上修 6 千人至 7.9 万人。过去 3 月移动平均降至 2.9 万人，为疫情以来最低，远低于 2018-19 年的每月平均 18 万人，显示劳动力需求的明显走弱。受关税影响，5-8 月商品生产平均每月减少 1.7 万就业，批发零售业平均每月减少 0.8 万人。受联邦政府裁员等因素影响，2 月以来联邦政府就业月均减少 1.4 万人。劳工需求大幅走弱，而移民政策可能减少劳工供应，就业市场呈现弱平衡，失业率上升至 4.3%，但仍在历史低位。首次领取失业金人数和裁员率依然较低，显示企业尚未大规模裁员，但持续领取失业金人数保持高位，职位空缺数下降，显示招聘需求下降和失业后再找工作难度增加。季调后劳动参与率从年初 62.6% 降至 7 月 62.2%，其中外国人非季调劳动参与率从去年同期 67.3% 降至 66.1%，显示特朗普移民政策对劳工供应负面影响。劳工供需趋于平衡，职位空缺数与失业人口比降至 1.1，低于 2019 年水平。未来就业市场可能继续温和走弱，企业用工需求将进一步下降，预计第三季度月均新增非农就业可能降至 7 万人，失业率可能保持在 4.3% 左右，第四季度失业率可能升至 4.4% 左右。

通胀可能短期反弹。预计 PCE 与核心 PCE 通胀可能从第二季度 2.4% 和 2.7% 升至第三季度 2.7% 和 3%，第四季度小幅降至 2.6% 和 2.8%，全年分别达到 2.6% 和 2.8%，因基数效应可能导致能源价格跌幅收窄、关税对部分商品价格传递效应显现、大宗商品和劳动密集型服务业价格反弹等因素。因油价下跌，7 月 CPI 环比增速从 0.3% 放缓至 0.2%，但因核心商品价格上涨和服务通胀加速，核心 CPI 环比增速从 0.2% 升至 0.3%。受关税政策影响，进口占比较大的家具、医疗护理用品、休闲商品和杂项用品等商品价格环比明显上涨。受移民劳工减少影响，机车维修、休闲服务和杂项个人服务等服务价格也有回升。预计 8 月 CPI 环比增速可能反弹至 0.34% 左右，核心 CPI 环比增速可能保持在 0.3% 左右。

住房市场将延续滞涨，降息后或小幅改善。上半年住房市场处于滞涨状态，销量低迷，成屋和新房成交量同比分别下跌 0.6% 和 4%，新房开工许可数同比下降 3.6%，建筑商信心指数降至 2012 年以来第三低，房价连续上涨但涨势放缓。住房供应有所改善，新房库存消化月数从 2024 年末 8.2 个月升至 2025 年 7 月末 9.2 个月，但环比小幅下降。但新房贷与存量房贷的巨大利差仍抑制房主换房需求，成屋库存消化月数从 2024 年末 3.2 个月仅小幅升至 2025 年 7 月末的 4.6 个月，仍处于历史低位。下半年住房销量可能仍在低位，美联储可

能降息两次将提振需求并解冻供应，住房销量可能小幅回升。住房开工活动可能延续疲弱，住房库存消化月数可能缓慢回升，房价涨幅将进一步回落。

## 宏观政策

白宫政策重点从关税转向减税、低油价、低利率、弱美元和产业政策。关税政策最坏时刻过去，美国已与主要盟友包括英国、欧盟、日本、韩国等达成贸易协定，联邦巡回上诉法院再次裁定关税违法将等待最高法院最终判定。由于部分商品豁免和全面征收面临技术性难题，7-8 月美国有效关税税率停留在 10% 左右，低于市场先前预期的超 15%。预计有效关税税率最终升幅可能在 12 个百分点左右，影响 GDP 增速 0.7 个百分点；移民政策通过减少劳工供应、减少消费和抑制创新对经济增长产生负面影响，预计降低年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点。大而美法案将从明年生效，预计减税政策可能导致 10 年内赤字增加近 3.3 万亿美元，提升年均 GDP 增速 0.3 个百分点。白宫偏好低油价，政策手段包括国内去监管提升原油产量和施压 OPEC 增产。白宫偏好低利率，政策手段是加强对美联储控制，尽管可能推动政策利率下降，但对长期国债收益率可能适得其反。白宫偏好弱美元，对美联储独立性削弱和预期自我实现可能推动美元走弱。白宫将在战略金属、半导体、药品等关键产业推进产业政策，通过高关税、招商引资、政府购买等方式扶持国内产业。

美联储面临就业放缓、通胀反弹和白宫对央行独立性威胁等多重压力。我们预计美联储可能在 9 月降息一次，12 月再次降息，明年降息两次。根据泰勒规则，如果未来 3 个月失业率升幅比通胀升幅一半高出至少 0.25 个百分点，那么美联储应该降息；如果未来 3 个月失业率升幅比通胀升幅一半低出至少 0.25 个百分点，那么美联储应该加息；其他情况下，美联储应该保持利率不变。鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会讲话比预期鸽派，市场对 9 月降息预期大幅升温，目前预期概率在 85% 左右。特朗普试图通过威胁鲍威尔和解雇美联储理事库克来增加对美联储控制力，但总统缺乏直接解雇权力，目前解雇还未生效，控诉缺乏法律依据。但特朗普对美联储加强直接控制的尝试可能削弱市场对美联储独立性信心，加剧通胀预期不稳，增加美元贬值压力，降低国际投资者对美元资产需求，推升美国长期国债收益率。

## 金融市场

美元货币市场收益率可能小幅下降。在美联储 9-12 月可能两次降息之后，年末美元货币市场收益率可能降至 3.75%-4%。美元是主导性国际货币，今年前 7 个月美元在国际支付中份额近 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。

美国国债收益率短期可能在 4%-4.5% 震荡。8 月 10 年期国债收益率处于 4.2%。未来数月，经济走弱带来国债收益率下行压力，但通胀反弹和白宫对美联储独立性削弱带来国债收益率上行压力，多因素抵消后国债收益率可能区间震荡，年末 10 年国债收益率可能达到 4.1%。2026 年经济增速小幅回升，通胀明显回落，国债收益率可能小幅下降，预计 2026 年末 10 年国债收益率降至 3.9% 左右。由于政府债务率高企、供应链撕裂和白宫对美联储控制等因素，超长期国债收益率很难明显下降。

美元指数可能下降，年末降至 95 左右。美元指数反映美国经济相对强弱和市场风险偏好变化。如果美国经济相对非美经济走强，那么美元指数将升值；如果美国经济相对非美经济走弱，反之美元指数将贬值。如果市场担忧有关非美经济风险，那么美元指数将升值；如

果市场担忧有关美国经济风险，那么美元指数将贬值。我们预计未来 2-3 个季度美元指数可能下降，一方面白宫加强对美联储控制将压低美元短期利率，削弱国际投资者对美元资产信心，另一方面美欧经济增速差缩小和财政政策分化将提振欧元。

美股可能小幅走高，预计标普 500 指数 9-12 月上涨 2%。美股盈利增速可能适度下调。标普 500 指数今年 EPS 增速预期从年初 12.5%降至 6 月初 6.4%，又升至 8 月下旬 8.4%左右。随着个人消费走弱和关税对企业利润影响显现，美股盈利增速可能再度下调。美股估值仍在历史高位，目前动态 PE 为 24.4 倍，较过去 10 年均值 20.5 倍超 1.5 个标准差，今年预测 ROE 为 18.6%，2025-2026 年 EPS 年均增速 10%左右，PEG>1，估值/盈利性价比不高。AI 板块叙事面临挑战，因实际成效仍低于预期，主要投资集中在少数几个科技巨头，市场担忧 AI 相关资本开支放缓风险。我们看好估值/盈利性价比较好的医疗（动态 PE=17.9 倍，ROE=18.4%）、通讯服务（动态 PE=20 倍，ROE=23.9%）与必选消费（动态 PE=20 倍，ROE=23.9%）和受益于大宗商品反弹与再工业化政策的原材料（动态 PE=23 倍，ROE=10.7%）、工业（动态 PE=26.8 倍，ROE=23.3%）与金融(动态 PE=18 倍，ROE=12.3%)。

图 1: 美国经济指标

| (%)         | 2015  | 2016   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   | 彭博调查中值 |       | CMBI 预测 |       |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|
|             |       |        |       |       |       |       |       |        |        |        | 2025F  | 2026F | 2025F   | 2026F |
| 名义GDP(万亿美元) | 18.3  | 18.8   | 19.6  | 20.7  | 21.5  | 21.4  | 23.7  | 26.0   | 27.7   | 29.2   | 30.5   | 31.8  | 30.5    | 31.8  |
| 人均GDP(千美元)  | 56.8  | 57.9   | 60.0  | 62.8  | 65.2  | 64.4  | 71.2  | 77.8   | 82.2   | 85.8   | -      | -     | 89.0    | 92.2  |
| 名义GDP增速     | 3.9   | 2.8    | 4.3   | 5.3   | 4.3   | (0.9) | 10.9  | 9.8    | 6.6    | 5.3    | 4.5    | 4.4   | 4.4     | 4.2   |
| 实际GDP增速     | 2.9   | 1.8    | 2.5   | 3.0   | 2.6   | (2.2) | 6.1   | 2.5    | 2.9    | 2.8    | 1.6    | 1.7   | 1.7     | 1.9   |
| PCE通胀       | 0.2   | 1.0    | 1.7   | 2.0   | 1.4   | 1.1   | 4.1   | 6.6    | 3.8    | 2.5    | 2.7    | 2.6   | 2.6     | 2.3   |
| 核心PCE通胀     | 1.2   | 1.6    | 1.6   | 1.9   | 1.6   | 1.3   | 3.6   | 5.4    | 4.2    | 2.8    | 3.0    | 2.8   | 2.8     | 2.4   |
| 失业率         | 5.0   | 4.7    | 4.1   | 3.9   | 3.6   | 6.7   | 3.9   | 3.5    | 3.8    | 4.1    | 4.3    | 4.4   | 4.5     | 4.4   |
| 联邦政府赤字/GDP  | 2.4   | 3.1    | 3.4   | 3.8   | 4.6   | 14.7  | 12.1  | 5.4    | 6.2    | 6.4    | 6.3    | 6.5   | 6.4     | 6.6   |
| 联邦政府债务/GDP  | 72.2  | 76.0   | 75.7  | 77.1  | 78.9  | 98.6  | 96.9  | 95.0   | 96.0   | 97.8   | 99.6   | 101.5 | 99.9    | 101.7 |
| 联邦基金利率      | 0.20  | 0.55   | 1.33  | 2.40  | 1.55  | 0.09  | 0.07  | 4.33   | 5.33   | 4.33   | 3.97   | 3.38  | 3.83    | 3.33  |
| 10年国债收益率    | 2.27  | 2.45   | 2.40  | 2.69  | 1.92  | 0.93  | 1.52  | 3.88   | 3.88   | 4.58   | 4.23   | 4.09  | 4.10    | 3.90  |
| 美元指数(年末值)   | 98.70 | 102.38 | 92.26 | 96.07 | 96.45 | 89.96 | 95.97 | 103.49 | 101.38 | 108.48 | 96.69  | 93.49 | 97.00   | 95.00 |
| 银行资产增速      | 3.8   | 3.2    | 4.8   | 1.6   | 4.3   | 15.5  | 10.1  | 1.2    | 1.8    | 1.5    | -      | -     | 4.7     | 4.0   |
| 成屋中位价增速     | 7.2   | 4.5    | 5.7   | 3.3   | 7.8   | 12.6  | 16.0  | 2.1    | 4.1    | 5.8    | -      | -     | 0.5     | 1.0   |

资料来源：Wind, 彭博, 招银国际环球市场

## 英国

### 宏观经济

经济放缓但好于预期。GDP 同比增速从今年第一季度 1.3% 降至第二季度 1.2%，预计下半年降至 1% 左右，全年增速 1.1%，与 2024 年增速持平。今年第二季度 GDP 环比增速 0.3% 超过欧元区的 0.1%。英国经济以服务业为主，包括零售、金融、工商管理、休闲文化、公共部门等在内的服务业在英国 GDP 和就业中分别占比 81% 和 83%。今年第二季度服务业产出环比增长 0.4%，同比增长 1.2%，好于市场预期。服务业 PMI 从 7 月 51.8 升至 8 月 53.5，显示服务业经济活动改善。制造业延续疲弱，第二季度制造业产出环比增长 0.3% 但同比下降 0.6%，制造业 PMI 从 7 月 48 降至 8 月 47.3，仍处于收缩区间，新订单减少。未来 4 个月英国经济可能放缓，特朗普关税冲击、英镑利率居高和英国上调公用事业费、市政税、雇主国民保险税等带来下行压力。由于就业市场走弱和通胀居高，家庭实际收入增速和消费者信心下降，预计家庭消费增速可能下降。

就业市场持续走弱。受薪雇员人数连续多个月下降，7 月同比减少 0.5%。职位空缺数持续下降，反映企业招聘需求减少。失业率逐步上升，7 月升至 4.7%，预计第四季度可能进一步升至 4.9%-5%。工资同比增速回落，从第一季度 5% 以上降至第二季度 4.5%-5%，扣除通胀后不变价增速降至 1%-1.5%。企业尚未大规模裁员，但因雇主国民保险税和最低工资上调，一些企业冻结招聘，新增就业需求显著下降，这种趋势在批发零售、酒店餐饮等劳动密集和低薪行业表现最为显著。

通胀可能先升后降。预计 CPI 与核心 CPI 同比增速从 1Q 的 2.8% 与 3.5% 和 2Q 的 3.5% 与 3.7% 升至 3Q 的 3.8% 和 3.9%，4Q 再降至 3.4% 和 3.5%，全年分别为 3.4% 和 3.6%，2026 年降至 2.4% 和 2.7%。英国 CPI 增速自 2024 年 9 月 1.7% 大幅反弹至 2025 年 7 月 3.8%，食品、能源与服务通胀均显著回升，与其他大部分 G7 成员国通胀下行趋势相背离。英国食品、能源等大部分商品依赖进口，供应链阻断对英国通胀影响较大。英国住房供应受限，移民流入推升住房需求，房租通胀下降非常迟缓。英国 2025 年 4 月上调能源费、水费、通讯费、市政税等政府管制价格，同时提高最低工资和国民保险缴款，加剧通胀上行和服务通胀粘性。服务业是不可贸易部门，服务通胀受全球因素影响相对较小，更能反映国内成本。预计英国 CPI 同比增速可能在 9 月前后达到 4% 峰值，而后逐渐回落。随着需求放缓和就业走弱，英国服务通胀可能逐步回落，预计 2026 年英国通胀可能降至 3% 以下。

住房市场量升价缓。由于 4 月首套房印花税免税门槛提高，部分需求提前在第一季度释放，房屋交易申请量第二季度同比下降 8.1%，但 7-8 月环比回升，同比转为小幅正增长，预计第四季度随着通胀回落和央行降息，房屋交易申请量可能进一步回升。住房供应增速超过需求，Zoopla 数据显示 7 月待售房源同比增长超过 10%。住房价格涨势趋缓，房价同比涨幅由 2024 年 12 月 3.4% 降至 2025 年 7 月 2.4%，预计 8-12 月可能降至 1%-2%。

### 宏观政策

英国财政政策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。工党政府具有左翼特点，财政政策倾向于同时增支与增收。在增支方面，工党政府承诺增加对住房、医疗、教育、基础设施和绿色能源投资，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（高通胀将令更多人进入更高税率区间），对私立学校开征 20% 增值税和商业物业税用于支持公立教育，分阶段取消对“非常住居民”

海外收入和财产税收优惠，引入新的碳排放相关税收。由于债务利息和其他支出增长较快，财政赤字率下降迟缓，今年上半年政府净借款/GDP 达到 5%，相比 2024 年财政赤字率 5.2% 仅小幅下降，财政大臣原定财政缓冲空间可能很快耗尽。如果坚持原定财政计划，那么意味着财年剩余时间一定程度财政紧缩，可能加剧经济下行风险。如果放松原定财政计划，那么可能推升政府债务率和国债收益率。预计英国今年财政赤字率可能达到 4.5%，低于 2024 年 5.2%，但高于我们之前预测的 4.2%。

英国央行面临经济放缓和通胀居高的两难困境，预计第四季度可能保持利率不变，明年降息两次。英国央行 8 月实施降息，政策利率降至 4%，这是自 2024 年 8 月以来第 5 次降息，反映货币政策宽松倾向。但货币政策委员会对此次降息决定分歧较大，两次投票，最终以 5:4 微弱优势通过降息决定，部分委员更加关注经济和就业放缓，其他委员更加关注通胀反弹风险。未来 4 个月英国经济可能放缓，CPI 增速可能 9 月见顶后逐步回落，但仍在高位。预计英国央行第四季度可能保持政策利率在 4% 不变。明年英国经济增速走平，通胀可能降至 3% 以下，英国央行可能降息两次，年末政策利率降至 3.5% 左右，英国央行可能大幅放缓甚至停止 QT，以降低国债收益率居高对金融市场和财政体系压力。

## 金融市场

货币市场利率受政策利率决定性影响。2025 年前 8 个月，英国央行三次降息，政策利率由 4.75% 降至 4%，货币市场收益率从 4.85% 左右降至 4.1% 左右。预计 4Q25 政策利率可能保持不变，货币市场产品收益率维持在 4.1% 左右。明年政策利率可能下调两次至 3.5%，货币市场产品收益率可能逐渐降至 3.6% 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 年前 8 个月，政策利率累计下降 75 个基点，2 年国债收益率累计下降 50 个基点，而 10 年期国债收益率上升 10 个基点，因为通胀反弹、政府债务率高企和投资者对长期国债需求下降。未来 1-2 个月，通胀仍在冲顶，财政政策延续扩张，国债收益率可能居高。中期内，通胀可能见顶回落，财政扩张力度可能下降，国债收益率可能小幅下降。

英镑兑美元可能升值，预计从 8 月末 1.34 升至年末 1.37 左右。美英经济增速差缩小，英美通胀差扩大，英美利差上升，支撑英镑对美元走强。同时，英镑作为全球第三大国际货币，受益于国际投资者降低美元资产超配程度和欧洲资金从美元资产回流过程。特朗普对美联储独立性削弱将打击美元，利好英镑。英国作为离岸美元市场中心，可以承接从美国在岸市场分流的部分资金。作为服务欧洲大陆的离岸金融中心，英国也将从欧洲财政政策扩张和自主防卫体系建设中受益。

英国股市年内仍有上涨空间，相对看好金融、工业、医疗与必选消费。今年前 8 个月，富时 100 指数累计上涨近 13%，跑赢美国标普 500 指数和欧洲 STOXX600 指数。英国股市强劲表现主要因为资金回流和估值提升。伴随特朗普政策极端化和美元贬值风险上升，英国与欧洲大陆资金从美国回流，推升英国股市和英镑汇率。MSCI 英国指数 PE 从 2024 年末 11.9 倍升至今年 8 月末 13.9 倍，达到过去 10 年均值，相对美股和欧元区股票仍有明显折价。预计 MSCI 英国指数 ROE 从 2024 年 10% 升至今年 12.75%，目前估值/盈利能力性价比相对较好，预计 9-12 月英国股市仍有 3% 上涨空间。相对看好金融（PE=10 倍，ROE=12.2%，收益率曲线陡峭化和欧洲资金从美国回流构成利好）、工业（PE=26.1 倍，ROE=24.2%，欧洲财政扩张、国防与基础设施建设、英国连接美欧的桥梁作用增强等构成

利好)、医疗保健 (PE=14.9 倍, ROE=16.8%, 估值较低, 盈利稳定, 具有防御性) 和必选消费 (PE=14.8 倍, ROE=15.7%, 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 | 2025F   | 2026F |
| 名义GDP (万亿美元) | 2.9  | 2.7  | 2.7  | 2.9  | 2.9  | 2.7    | 3.1   | 3.1  | 3.4   | 3.6   | 4.0    | 4.4   | 3.9     | 4.3   |
| 人均GDP (千美元)  | 45.0 | 41.0 | 40.6 | 43.3 | 42.8 | 40.4   | 46.9  | 46.1 | 49.2  | 52.6  | -      | -     | 56.4    | 60.8  |
| 名义GDP增速      | 2.9  | 3.9  | 4.6  | 3.4  | 3.8  | (5.8)  | 8.6   | 10.5 | 7.3   | 5.2   | 5.2    | 3.9   | 5.0     | 4.2   |
| 实际GDP增速      | 2.2  | 1.9  | 2.7  | 1.4  | 1.6  | (10.3) | 8.6   | 4.8  | 0.4   | 1.1   | 1.2    | 1.1   | 1.1     | 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   | 3.4     | 2.4   |
| 核心CPI增速      | 1.1  | 1.3  | 2.4  | 2.1  | 1.7  | 1.4    | 2.4   | 5.9  | 6.2   | 3.7   | -      | -     | 3.6     | 2.7   |
| 失业率          | 5.1  | 4.7  | 4.4  | 4.0  | 3.7  | 5.3    | 4.2   | 3.9  | 3.9   | 4.4   | 4.7    | 4.8   | 4.7     | 4.6   |
| 中央财政赤字/GDP   | 4.6  | 3.3  | 2.5  | 2.3  | 2.5  | 13.2   | 7.7   | 4.7  | 6.1   | 5.1   | 4.3    | 3.7   | 4.6     | 3.7   |
| 中央政府债务/GDP   | 86.9 | 86.8 | 85.6 | 85.3 | 84.7 | 104.8  | 104.4 | 99.8 | 100.5 | 100.7 | -      | -     | 102.3   | 103.0 |
| 政策利率         | 0.50 | 0.25 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.10   | 0.25  | 3.50 | 5.25  | 4.75  | 3.79   | 3.24  | 4.00    | 3.50  |
| 10年国债收益率     | 2.02 | 1.28 | 1.25 | 1.33 | 0.89 | 0.25   | 1.01  | 3.80 | 3.62  | 4.52  | 4.33   | 4.14  | 4.50    | 4.25  |
| 英镑/美元 (年末值)  | 1.48 | 1.23 | 1.35 | 1.28 | 1.32 | 1.36   | 1.35  | 1.20 | 1.27  | 1.25  | 1.36   | 1.40  | 1.35    | 1.37  |
| M2增速         | 2.5  | 6.9  | 2.9  | 2.9  | 1.3  | 14.8   | 6.0   | 3.1  | (1.5) | 3.8   | -      | -     | 2.7     | 3.2   |
| 房价涨跌幅        | 10.1 | 6.8  | 0.2  | 3.0  | 4.0  | 5.8    | 9.1   | 2.3  | 1.9   | 3.4   | -      | -     | 2.2     | 2.5   |

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

## 欧元区

### 宏观经济

经济增长逐渐放缓。预计 GDP 增速从 1Q25 的 1.5% 和 2Q25 的 1.4% 降至 3Q25 的 1% 和 4Q25 的 0.8%，全年增速从 2024 年 0.9% 升至 2025 年 1.2% 和 2026 年 1%。1Q25 经济增长加快，因关税预期导致抢贸易，出口和企业投资显著增长。2Q25 欧元区经济增长放缓，抢贸易效应消退，关税不确定性抑制企业投资，其中德国和意大利 GDP 环比萎缩，法国与西班牙 GDP 环比增长强劲。8 月 PMI 显示欧元区经济保持温和扩张，综合 PMI 从 7 月 50.9 升至 51 创 12 个月以来新高，其中服务业扩张放缓，但制造业自 2022 年 4 月以来重回扩张。总体来看，关税冲击对欧元区经济影响小于预期，欧元区经济放缓但好于预期。欧元区财政政策可能适度扩张，加大国防与基础设施建设，可能成为支撑经济增长的重要因素。

消费增速小幅走弱。就业市场降温，失业率仍在历史低位，协商工资同比增速从 4Q24 的 4.1% 降至 1Q25 的 2.4%，2Q25 又反弹 4%，预计 2H25 降至 3% 左右，1H26 降至 2.5%，开始低于与通胀目标相一致的工资增速（2% 通胀目标+1% 长期生产率增速 1%=3%）。由于能源价格显著下降，通胀明显回落，实际工资保持增长。随着欧央行大幅降息，银行信贷增速回升，房地产市场和耐用品消费改善。但关税冲击之后，消费者信心指数有所下降，预示家庭消费增速可能放缓。

欧元区通胀降至目标水平，未来可能逐渐走平。预计 CPI 增速将从 1Q 的 2.3% 和 2Q 的 2% 降至 3Q 的 2% 和 4Q 的 1.9%，全年增速从 2024 年 2.4% 降至 2025 年 2% 和 2026 年 1.9%，核心 CPI 增速将从 1Q 的 2.6% 和 2Q 的 2.4% 降至 3Q 的 2.3% 和 4Q 的 2.2%，全年增速从 2024 年 2.9% 降至 2025 年 2.4% 和 2026 年 2%。2023 年以来欧元区通胀延续回落，能源、食品与部分服务通胀回落是去通胀主要力量。今年 8 月，CPI 增速小幅反弹至 2.1%，食品烟酒和服务价格同比分别增长 3.2% 和 3.1%，非能源工业品价格同比增长 0.8%，能源价格同比下跌 1.9%。未来欧元区通胀可能走平。一方面，商品通胀可能止跌回升，能源价格已跌至低位，跌幅将因基数效应而收窄，而中国提振消费和去产能政策可能推升部分工业品价格。另一方面，服务通胀可能回落，服务通胀趋势与工资增速走势密切相关，随着工资增速下降，服务通胀可能回落。

欧元区住房市场保持增长。欧央行将欧元利率降至大幅低于英镑和美元水平，银行信贷增速回升，支撑欧元区住房市场表现强于英美。欧盟统计局数据显示 1Q25 欧元区房价指数同比增长 5.4%，超过 4Q24 的 4.1%，其中葡萄牙、保加利亚和克罗地亚房价同比涨幅均超过 10%，德国房价同比上涨 2%，意大利同比上涨 3%，而法国房价基本持平，芬兰房价出现下跌。2Q25 房价数据尚未披露，有调查显示 7 月欧元区家庭预期未来 12 个月房价上涨 3.3%。欧元区住宅销量保持温和增长，但新开工活动相对疲弱，因为住宅建设成本上升、建设周期延长和经济前景不确定性上升。2025 年 7 月 HCOB 欧元区建筑业 PMI 降至 44.7，显示营建活动延续收缩。

### 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 3.3% 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。

欧央行降息周期进入尾声。预计 4Q25 降息一次，年末主要再融资利率降至 1.9% 左右，明年保持利率不变。欧央行在过去两年率先大幅降息，2024 年累计降息 135 个基点，今年前 8 个月累计降息 100 个基点，主要再融资利率从 2023 年末 4.5% 降至目前 2.15%。欧元区通胀已降至央行目标附近。欧元区中性利率水平为 1.75%-2.25%，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已非常有限。在 QT 方面，欧洲央行资产购买计划（APP）和疫情紧急购买计划（PEPP）的规模平稳下降。欧央行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 年前 8 个月，欧央行累计降息 100 个基点，欧元区 3 个月银行同业拆借利率和 3 个月 AAA 公债收益率分别从 2024 年末 2.71% 和 2.58% 降至今年 7 月末 2.02% 和 1.94%。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，目前在收益率在 2% 左右，预计年末降至 1.8% 左右，明年保持在 1.8% 左右。

欧元区公债收益率可能小幅上升，收益率曲线可能陡峭化。两年期公债收益率反映市场对政策利率路径预期。2025 年前 3 个月，欧元区两年期公债收益率随美债收益率上行，因全球市场交易特朗普的减税、去监管等利好政策。4 月特朗普“对等关税”冲击之后，欧元区两年期公债收益率显著下行。随着特朗普暂缓“对等关税”并开启贸易谈判，4 月末以来欧洲经济展现出韧性，通胀逐渐走平，欧元区两年期公债收益率延续温和回升，预示欧央行降息周期可能已经结束。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。欧元区经济增长下行空间有限，去通胀过程已经结束，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 模式将降低养老金对长期债券配置需求。这些因素加总推动 10 年公债收益率延续上升，从 2024 年末 2.45% 升至 2025 年 9 月初 2.79%，预计今年末可能进一步升至 2.9%。

欧元对美元可能小幅升值，预计从 8 月末 1.17 升至年末 1.19。今年前 8 个月，欧元对美元大幅升值近 12.7%。由于特朗普关税冲击和加强对美联储控制，极度超配美元资产的国际投资者担心白宫政策极端化和美元大贬风险，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。在经济基本面方面，欧美经济增速差距缩小和财政政策分化也对欧元形成一定支撑。未来 4 个月，特朗普持续削弱美联储独立性可能加剧美国通胀预期不稳并损害美元地位，美元可能进一步走弱，从而利好欧元。

预计欧元区股指年内仍有上涨空间，相对看好金融、医疗、必选消费与公用事业板块。今年前 8 个月，MSCI 欧元区指数累计上涨超过 25%（包含欧元兑美元升值收益 12.6%）。欧元利率大幅下降和欧洲资金从美国回流推动欧元区股市估值提升，MSCI 欧元区指数 PE 从 2024 年末 14.2 倍升至今年 8 月末 15.5 倍，2025 年动态 PE 为 15.8 倍，接近过去 10 年均值。预计 MSCI 欧元区指数 ROE 从 2024 年 11.5% 升至今年 12.7%。预计 2025-2026 年 MSCI 欧元区指数以欧元计 EPS 年均复合增速为 4.8%。目前欧元区股票估值合理，盈利增

速小幅回升，未来4个月有小幅上涨空间。相对看好金融（动态 PE=11.3 倍，ROE=12.9%，股息收益率=5%，估值较低，财政扩张、贷款需求回升、收益率曲线陡峭化和资金从美国回流欧洲带来利好）、医疗（动态 PE=15.9 倍，ROE=17.2%，估值偏低，具有防御性）、必选消费（动态 PE=16.8 倍，ROE=16.6%，估值合理，具有防御性）和公用事业（动态 PE=13.4 倍，ROE=11.5%，股息收益率=5.4%，估值合理，具有防御性，AI 电力需求增长和可再生能源投资构成利好）<sup>1</sup>。

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<br>2025F | 2026F | CMBI 预测<br>2025F | 2026F |
|-------------|------|------|------|------|--------|--------|--------|------|-------|------|-----------------|-------|------------------|-------|
| 名义GDP(万亿美元) | 11.8 | 12.1 | 12.8 | 13.9 | 13.6   | 13.3   | 14.9   | 14.5 | 15.8  | 16.5 | 19.4            | 20.7  | 17.7             | 19.6  |
| 人均GDP(千美元)  | 34.5 | 35.2 | 37.2 | 40.1 | 39.2   | 38.2   | 43.0   | 41.4 | 45.1  | 46.8 | -               | -     | 50.3             | 55.3  |
| 名义GDP增速     | 3.5  | 2.7  | 3.8  | 3.3  | 3.3    | (4.3)  | 8.6    | 9.0  | 6.4   | 3.8  | 3.6             | 3.4   | 3.6              | 3.0   |
| 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  | 1.1             | 1.2   | 1.2              | 1.0   |
| 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             | 1.9   | 2.0              | 1.9   |
| 核心CPI增速     | 1.1  | 0.8  | 1.0  | 1.0  | 1.1    | 0.7    | 1.5    | 4.0  | 5.0   | 2.9  | 2.4             | 2.0   | 2.4              | 2.0   |
| 失业率         | 10.6 | 9.8  | 8.7  | 7.9  | 7.5    | 8.2    | 7.1    | 6.8  | 6.5   | 6.3  | 6.3             | 6.3   | 6.4              | 6.4   |
| 财政赤字/GDP    | 2.0  | 1.5  | 1.0  | 0.4  | 0.5    | 7.0    | 5.1    | 3.5  | 3.5   | 3.1  | 3.3             | 3.4   | 3.3              | 3.5   |
| 政府债务/GDP    | 91.0 | 89.9 | 87.5 | 85.6 | 83.6   | 96.5   | 93.9   | 89.5 | 87.3  | 88.1 | -               | -     | 89.1             | 90.5  |
| 主要融资利率      | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 2.50 | 4.50  | 3.15 | 1.90            | 1.90  | 1.90             | 1.90  |
| 德国10年国债收益率  | 0.64 | 0.19 | 0.42 | 0.23 | (0.21) | (0.56) | (0.21) | 2.51 | 2.02  | 2.39 | 2.68            | 2.68  | 2.90             | 3.05  |
| 意大利10年国债收益率 | 1.61 | 1.82 | 2.00 | 2.77 | 1.43   | 0.52   | 1.19   | 4.69 | 3.71  | 3.52 | 3.85            | 4.00  | 3.70             | 3.85  |
| 欧元/美元(年末值)  | 1.09 | 1.05 | 1.20 | 1.15 | 1.12   | 1.23   | 1.13   | 1.07 | 1.11  | 1.04 | 1.18            | 1.22  | 1.19             | 1.20  |
| 银行信贷增速      | 2.3  | 4.6  | 2.7  | 2.0  | 2.3    | 9.3    | 5.5    | 1.9  | 0.3   | 1.1  | -               | -     | 2.2              | 2.4   |
| 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   |

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

<sup>1</sup> 因为 MSCI 欧元区指数没有分行业指数，这里用 MSCI 欧洲行业指数代替，包含英国等非欧元区国家。

## 日本

### 宏观经济

经济将逐步放缓。预计 GDP 增速从 1Q25 的 1.7% 降至 2Q25 的 1.2%、3Q25 的 0.9% 和 4Q25 的 0.5%，全年增速从 2024 年 0.2% 升至 2025 年 1.1% 和 2026 年 0.7%。日本经济在 2H23 至 1Q24 经历衰退，2Q24 开始进入复苏，1Q25 再度放缓，GDP 环比增速降至 0%，但因低基数效应，同比增速升至 1.7%。2Q25 经济小幅回升，GDP 环比增速升至 0.3%，同比增速降至 1.2%，其中个人消费环比年化增长 0.2%，受益于薪资谈判后工资稳健增长，企业工厂与设备投资环比增长 6.4%，显示 AI 技术革命和日企回流背景下投资需求强劲。下半年日本经济增速可能有所放缓。首先，因为通胀反弹，家庭不变价收入增速和消费者信心下降，国内消费可能走弱。其次，尽管美日达成 15% 关税贸易协议降低相关不确定性，但全球需求走弱已成定局，日本出口和企业投资增速可能放缓。最后，日元利率持续走高，信贷同比增速转为负值，可能抑制房地产与耐用品消费增速。

通胀将显著回落。预计 CPI 增速从 1Q25 的 3.8% 和 2Q25 的 3.5% 降至 3Q 的 2.8% 和 4Q 的 2.3%，全年增速从 2024 年 2.7% 升至 2025 年 3.1%，2026 年降至 2%。2Q24 以来，日本通胀逐步反弹，CPI 增速从 1Q24 的 2.6% 升至 1Q25 的 3.8%，第一轮反弹主要驱动因素是能源，2024 年第二季度政府停止电力和天然气补贴，上调可再生能源税，推动能源价格上涨，第二轮反弹主要驱动因素是食品，2025 年上半年大米等食品价格大涨，推升通胀。下半年以来，因为基数效应和供求再平衡，通胀逐步回落，7 月 CPI 同比涨幅 3.1% 低于 6 月的 3.3%。因为基数效应，能源与公用事业价格同比由涨转跌，是推动通胀回落的重要因素。教育价格同比延续较大幅度下跌，家居用品和文娱服务价格涨幅回落，但食品与交通运输及通信价格涨幅扩大。预计未来日本通胀可能先降再稳，明年上半年逐渐趋近 2% 目标。

核心城市房地产稳中偏强。2Q25 日本住宅销量保持温和增长，东京二手公寓销量同比增长 4.5%，受人口净流入增加、就业持续扩张、利率仍在低位和境外资金流入等多因素支撑；房价涨幅回落，东京新公寓平均价格同比涨幅由 2024 年 8% 降至 2Q25 的 5%。新开工持续偏弱，据 Nippon Tradings 数据，2Q25 日本住宅新开工同比下降 3.5% 左右，其中东京地区因土地成本高企和劳动力短缺等因素降幅更大。下半年以来，日本房地产市场小幅放缓，预计下半年东京二手公寓销量同比增速可能降至 2.5%，新公寓价格同比增速可能降至 3.5%，因为经济不确定性增加、购房者观望情绪加剧和长期利率持续上升。

### 宏观政策

财政政策仍以增长为导向，聚焦提振工资和企业投资以构建增长型经济，但政府债务率居高和国债收益率持续攀升限制财政政策大幅扩张空间。未来财政政策将延续石破茂内阁在 6 月下旬确定的“经济财政运营和改革基本方针”。一是促进实际工资上涨，目标是扣除通胀后实际工资增长 1%，力争 2020 年代末将全国最低时薪提升至 1500 日元（隐含年均增速高达 7.3%），通过税收优惠和补贴等方式重点支持中小企业提高薪资水平。二是扩大战略投资，通过公私合作大力推动人工智能、半导体、量子计算和绿色转型投资。三是保持财政政策灵活性，将实现基础财政盈余（Primary Balance）目标年度从 2025 财年推迟，显示在经济下行风险上升后财政政策倾向于支持增长而非立即紧缩。预计财政赤字率可能从 2024 年 2.2% 升至 2025 年 3.5%。尽管财政政策雄心勃勃，但政府债务率居高和国债收益率持续攀升将限制财政大幅扩张空间。日本政府债务占 GDP 比已超过 250%，在发达国家中最高。随着日本通胀高企、央行退出超级宽松政策和投资者对长债需求下降，日本国债收益率已升至十多年来高点，这将显著增加政府偿债负担并增加债市波动风险。

央行可能在第四季度再次加息。日本央行在 7 月会议上保持政策利率在 0.5% 不变，因为需要更多时间评估“春斗”薪资上涨对通胀的传导效应和关税冲击下全球经济放缓对日本经济的潜在影响。7 月以来数据显示，工资保持较快增长，7 月名义工资同比增速 4.1% 超过 6 月的 3.1%，实际工资同比增速转正；关税对经济增长的影响小于预期，企业盈利增速和对未来预期降幅较小；通胀有所回落但仍在高位。经济表现支持日本央行可能在 10 月再次加息 25 个基点，政策利率将从目前 0.5% 升至 0.75%。2026 年日本经济可能延续温和增长，通胀可能降至略高于目标水平，日本央行可能加息两次，政策利率进一步升至 1.25%。

## 金融市场

货币市场利率将随平缓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。3 个月和 6 个月 Tibor 分别从 2024 年末 0.62% 和 0.63% 升至 2025 年 8 月末 0.77% 和 0.96%，包含未来 3-6 个月加息 1-2 次的预期，预计今年末可能分别升至 1% 和 1.5%。

日本国债收益率可能小幅上升。2 年和 10 年国债收益率分别从 2024 年末 0.6% 和 1.1% 升至 2025 年 8 月末 0.84% 和 1.61%，预计年末可能分别升至 0.95% 和 1.95%。尽管通胀可能回落，但入境游强劲、劳工短缺和工资持续上涨支撑中期再通胀逻辑，核心通胀仍将显著高于 2%，日本央行将持续退出超级宽松政策，中长期国债收益率仍有上升压力。同时，财政赤字可能扩大，国债新增供应上升，日本央行退出 QE，市场对长债偏好下降，国债需求减少，推升中长期国债收益率。

日元汇率对美元可能进一步升值。预计美元/日元汇率从 8 月 147 降至年末 140。日美利差可能扩大，日本央行可能延续加息和 QT，日本国债收益率可能持续上升，但美联储年内可能再降息两次，已率先放慢 QT 速度，美国短期国债收益率受到压制。同时，白宫持续削弱美联储独立性，将打击国际投资者对美元资产信心，外国资金将持续从美国回流，推动美元走弱，日本资金可能加速回流日本，推动日元走强。

日经 225 指数未来 4 个月可能小幅上涨。2025 年前 8 个月，日经 225 指数累计上涨 7.8% 左右。日本资金从美国回流提振日元汇率和日股表现。MSCI 日本指数 PE 从 2024 年末 15.9 倍升至 2025 年 8 月末 17 倍，2025 年动态 PE 为 17.5 倍，略高于过去 10 年均值。2025 年预测 ROE 为 9%，估值盈利性价比不高。日元升值和关税带来降价可能对日本企业盈利产生负面影响，预计日经 225 指数 2025-2026 年 EPS 年均复合增速为 3.5%，高于 2020-2024 年的 -0.5%，但低于 2016-2019 年的 7.4%。相对看好公用事业（动态 PE=8.2 倍，ROE=9.7%，估值相对较低，AI 用电需求增加，盈利稳定，具有防御性）、房地产（动态 PE=14.3 倍，ROE=9.8%，估值/盈利能力性价比显著高于其他市场）和工业（动态 PE=17.6 倍，ROE=9.9%，工业价格见底回升）。

图 4: 日本经济指标

| (%)         | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 彭博调查均值 |        | CMBI 预测 |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
|             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 2025F  | 2026F  | 2025F   | 2026F  |
| 名义GDP(万亿美元) | 4.4    | 5.0    | 4.9    | 5.0    | 5.1    | 5.1    | 5.0    | 4.3    | 4.2    | 4.0    | 4.6    | 5.0    | 4.2     | 4.6    |
| 人均GDP(千美元)  | 35.1   | 39.4   | 39.1   | 39.8   | 40.4   | 40.0   | 40.2   | 34.5   | 34.0   | 32.7   | -      | -      | 34.3    | 37.7   |
| 名义GDP增速     | 3.7    | 1.2    | 1.6    | 0.6    | 0.2    | (3.3)  | 2.5    | 1.4    | 5.4    | 3.0    | 3.7    | 2.6    | 4.2     | 2.7    |
| 实际GDP增速     | 1.6    | 0.8    | 1.7    | 0.6    | (0.4)  | (4.2)  | 2.7    | 1.0    | 1.2    | 0.1    | 1.0    | 0.7    | 1.1     | 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    | 3.0    | 1.8    | 3.1     | 2.0    |
| 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    | 3.1     | 2.2    |
| 失业率         | 3.3    | 3.0    | 2.7    | 2.5    | 2.2    | 3.1    | 2.7    | 2.5    | 2.5    | 2.5    | 2.5    | 2.5    | 2.5     | 2.5    |
| 财政赤字/GDP    | 3.0    | 3.0    | 2.4    | 1.7    | 2.4    | 9.1    | 5.3    | 3.3    | 3.7    | 2.2    | 3.4    | 3.3    | 3.5     | 3.3    |
| 政府债务/GDP    | 194.2  | 195.9  | 196.3  | 197.7  | 199.1  | 224.7  | 220.3  | 224.2  | 217.8  | 216.6  | -      | -      | 218.6   | 219.6  |
| 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   | 0.92   | 0.75    | 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   | 1.59   | 1.77   | 1.95    | 2.15   |
| 美元/日元(年末值)  | 120.42 | 117.11 | 112.65 | 110.40 | 109.15 | 103.33 | 115.12 | 132.14 | 141.40 | 157.89 | 143.00 | 135.50 | 140.00  | 137.00 |
| 银行资产增速      | 3.0    | 6.8    | 2.3    | 1.2    | 1.1    | 11.8   | 5.1    | 1.9    | 3.6    | 3.3    | -      | -      | 0.5     | 0.3    |
| 房价涨幅        | 1.3    | 9.6    | 4.3    | 0.9    | 4.7    | 4.8    | 11.5   | 9.0    | 7.0    | 4.4    | -      | -      | 4.0     | 3.3    |

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

## 中国

### 宏观经济

经济小幅走弱。预计 GDP 增速从第二季度 5.2% 降至第三季度 4.9% 和第四季度 4.6%，全年 5%。7 月社会零售、地产销售和固定资产投资明显降温。8 月高频经济活动指数从 1.12 小幅升至 1.18。进出口活动指标分化，8 月前三周港口货物吞吐量同比增速从 7 月 10% 降至 6.3%，但集装箱吞吐量增速从 3.9% 升至 10.2%；出口海运价格环比下跌，其中非洲与欧洲同比转跌，美西与美东环线跌幅缩窄，东南亚与南美跌幅扩大，运力需求冲高回落，预示未来出口增速可能放缓。8 月铁路货运与货车通行量班次同比增速分别从 7 月 3.9% 和 1.5% 升至 4.8% 和 3.5%，但快递量和航空货运班次小幅回落。乘用车销量同比增速从 7 月 6.1% 降至 8 月前三周 2.6%，因去年基数升高和补贴政策刺激效应递减。第四季度，因去年基数显著上升和政策刺激效应进一步递减，社会零售与地产销售增速可能大幅回落，经济增速面临较大下行压力，可能倒逼政策进一步宽松。

通缩延续，但反内卷政策改善通缩预期。7 月中国 CPI 同比增速为零，PPI 同比下跌 3.6%，显示通缩延续。8 月新车发布定价依然下跌，猪肉价格环比再次转跌，能源价格回落，核心 CPI 增速延续缓慢回升，显示服务消费渐进改善。受反内卷政策影响，部分原材料和大宗商品价格反弹，光伏与碳酸锂价格环比连续上涨，水泥价格环比小幅转正，南华工业品指数连续上涨两月后小幅下跌。随着反内卷政策持续发力 and 上游价格回升，预计 PPI 跌幅可能逐步收窄，同比增速可能从第一季度 -2.3% 和第二季度 -3.2% 升至第三季度 -3% 和第四季度 -1.7%，全年 -2.5% 低于 2024 年 -2.2%。CPI 同比增速可能在第四季度逐渐回升，全年 0.2% 与 2024 年持平。

房地产可能逐步企稳。由于政策刺激效应边际递减和关税不确定性冲击，4 月以来住房销量复苏势头明显减弱，30 大城市新房和 11 个代表性城市二手房销量相比 2019 年同期复苏率分别从 24 年年末的 68% 和 145% 降至 7 月的 37% 和 97%。8 月新房和二手房销量低位反弹，同比增速分别从 7 月 -20.6% 和 -4.8% 回升至 -11% 和 1.5%。房价继续下行，7 月 70 城新房与二手房房价环比普遍下跌，8 月二手房挂牌价幅度缩窄。一线城市房地产政策进一步宽松，北京与上海先后放松外环限购并优化房贷政策。由于同比基数升高，第四季度住房销量增速可能大幅下滑，倒逼政策可能进一步宽松。一线城市由于虹吸效应和供求基本面更好，新库销售比正逐渐向合理水平回归，预计房价可能在 2026 年上半年率先企稳；其他城市住房供大于求压力相对更大，房价企稳时间可能更晚。

### 宏观政策

财政政策将适时扩大力度。上半年经济好于预期，原定财政预算尚未用完（前 7 个月一般公共预算收入完成全年预算 61.8%，一般公共预算支出完成全年预算 54.1%，政府累计净融资完成全年预算 64.2%），第三季度财政政策重点是加快原定预算支出进度，不会追加新的预算。8 月个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息方案落地，体现财政与货币政策的协同配合，信号意义明显。第四季度，随着社会零售额增速显著放缓，中国可能扩大财政扩张力度，考虑出台新的消费提振政策。

货币政策可能延续宽松。预计第四季度将降准 50 个基点、降息 10 个基点。央行第二季度货币政策执行报告对目前经济定调为“经济运行稳中有进”，对物价表述从“物价持续低位运行”变为“物价水平温和回升积极因素增多”，显示反内卷和提振消费等政策的积极作用。货币政策继续保持“适度宽松”基调，但新增“防范资金空转”，落实银行业“反内卷”，显示第三季度政策将保持平稳。由于近期充裕流动性助推股票市场强劲表现，第

三季度降准降息可能性较小。人民币稳中偏强可能是政策部门偏好，我们留意到很多时候人民币中间价跟涨不跟跌。第四季度，随着社会零售额和地产销量增速大幅下降，货币政策面临进一步宽松压力，中国央行可能再度降准降息。

## 金融市场

货币市场收益率可能小幅下降。第三季度，央行将保持政策利率稳定和流动性合理充裕，货币市场收益率可能保持在 1.3% 左右。第四季度，央行可能降准 50 个基点并下调政策利率 10 个基点，货币市场收益率可能降至 1.1% 左右。伴随美元弱势和人民币偏强，中国背景资金从美国市场回流香港市场，离岸人民币货币市场收益率显著下降，7 月以来 3 个月人民币 Hibor 保持在 1.75% 左右，随着人民币持续走强，人民币 Hibor 可能进一步小幅下降。

国债收益率可能回升。预计年末 10 年国债收益率升至 1.9% 左右。尽管经济增速放缓和通缩延续，但反内卷政策改善远期通缩预期，风险偏好回升和股市火热导致资金从债市流出，10 年国债收益率可能持续回升。第四季度，经济增速可能下行，但财政扩张力度可能加大，反内卷政策可能加快落地，通缩逐步改善，10 年国债收益率可能进一步小幅回升。

人民币兑美元可能走强。预计美元/人民币汇率可能从 8 月末 7.13 降至今年末 7.1 和明年末 7.05。一方面美元可能延续弱势，因特朗普加大对美联储控制将削弱国际投资者对美元资产信心，打击美元国际地位，推动美元走弱，另一方面中国扩大财政刺激、持续提振消费和反内卷政策将改善通缩预期，提升人民币国债收益率，提振人民币汇率。

中国股市处于牛市第二阶段，从科技与金融板块向原材料与工业进而向可选消费与必选消费板块扩散。尽管经济基本面走弱，但流动性充裕、政策预期和股市赚钱效应刺激资金进入股市。目前市场情绪高涨但还未显著过热，8 月两融交易量占市场成交额比例 11% 左右与过去十年历史均值接近，沪深 300、创业板和中小板换手率分别为 0.7%、3.5% 和 3.6%，高于过去 12 个月均值 1 个标准差左右。未来看好互联网、医疗、化工、资本品、必选消费等板块。

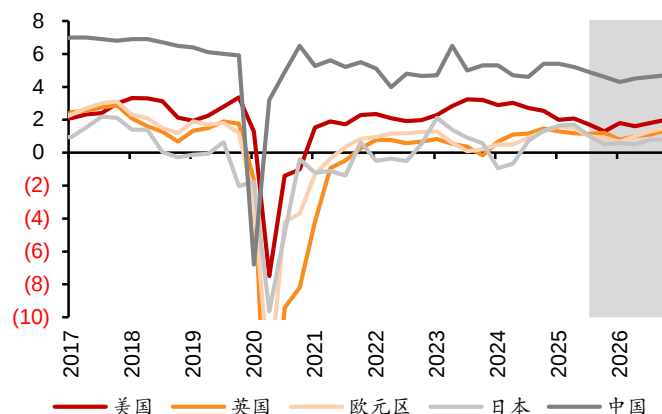
图 5: 中国经济指标

| (%)                 | 2015  | 2016  | 2017 | 2018  | 2019  | 2020  | 2021 | 2022  | 2023   | 2024   | 彭博调查中值 |       | CMBI 预测 |       |
|---------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|
|                     |       |       |      |       |       |       |      |       |        |        | 2025F  | 2026F | 2025F   | 2026F |
| 名义GDP(万亿美元)         | 11.1  | 11.4  | 12.6 | 14.1  | 14.5  | 15.0  | 18.2 | 18.3  | 18.3   | 18.7   | 19.4   | 20.7  | 19.6    | 21.0  |
| 人均GDP(千美元)          | 8.1   | 8.2   | 9.0  | 10.1  | 10.3  | 10.6  | 12.9 | 13.0  | 12.9   | 13.3   | -      | -     | 13.9    | 15.0  |
| 名义GDP增速             | 7.1   | 8.4   | 11.3 | 10.5  | 7.5   | 2.9   | 13.4 | 5.1   | 4.9    | 4.2    | 4.1    | 4.7   | 4.4     | 5.4   |
| 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    | 4.8    | 4.2   | 5.0     | 4.6   |
| CPI增速               | 1.4   | 2.0   | 1.6  | 2.1   | 2.9   | 2.5   | 0.9  | 2.0   | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.9   | 0.2     | 0.9   |
| PPI增速               | (5.2) | (1.4) | 6.3  | 3.5   | (0.3) | (1.8) | 8.1  | 4.1   | (3.0)  | (2.2)  | (2.6)  | (0.6) | (2.5)   | 0.5   |
| 失业率                 |       |       |      | 4.9   | 5.2   | 5.2   | 5.1  | 5.5   | 5.1    | 5.1    | 5.1    | 5.1   | 5.2     | 5.1   |
| 一般赤字/GDP            | 2.3   | 3.0   | 3.0  | 2.6   | 2.8   | 3.6   | 3.2  | 2.8   | 3.0    | 3.0    | -      | -     | 4.0     | 3.5   |
| (一般赤字+专项债+特别国债)/GDP | 2.3   | 3.5   | 3.9  | 4.0   | 4.9   | 8.2   | 6.3  | 5.8   | 6.8    | 6.6    | -      | -     | 8.4     | 9.0   |
| 政府债务/GDP            | 36.2  | 35.8  | 35.3 | 35.6  | 37.9  | 45.0  | 45.8 | 49.4  | 54.7   | 60.8   | -      | -     | 66.7    | 72.2  |
| DR007               | 2.32  | 2.59  | 3.09 | 3.04  | 2.65  | 2.46  | 2.29 | 2.36  | 1.91   | 1.98   | 1.73   | 1.67  | 1.50    | 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   | 2.90   | 2.80  | 2.90    | 2.80  |
| 10年国债收益率            | 2.83  | 3.02  | 3.88 | 3.24  | 3.14  | 3.14  | 2.77 | 2.84  | 2.56   | 1.67   | 1.53   | 1.53  | 1.90    | 1.85  |
| 美元/人民币(年末值)         | 6.57  | 6.97  | 6.51 | 6.87  | 6.96  | 6.50  | 6.36 | 6.92  | 7.12   | 7.34   | 7.15   | 7.10  | 7.10    | 7.05  |
| 银行资产增速              | 15.7  | 15.7  | 8.4  | 6.8   | 8.4   | 10.3  | 7.5  | 9.8   | 9.7    | 6.3    | -      | -     | 8.1     | 7.8   |
| 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) | -      | -     | (6.0)   | 0.2   |

资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 6: 主要经济体 GDP 增速

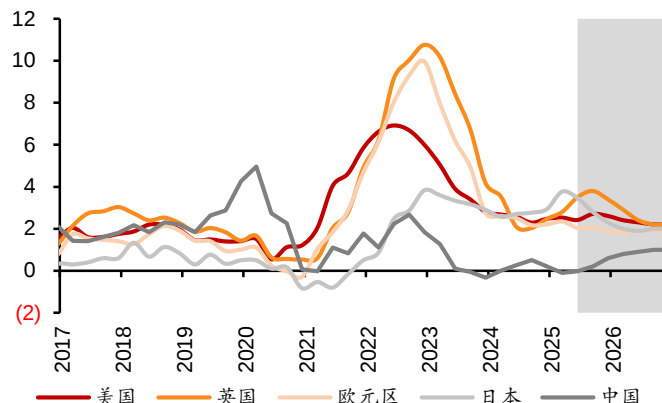
同比(%，2021/2022为2/3年平均)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 7: 主要经济体 CPI 增速

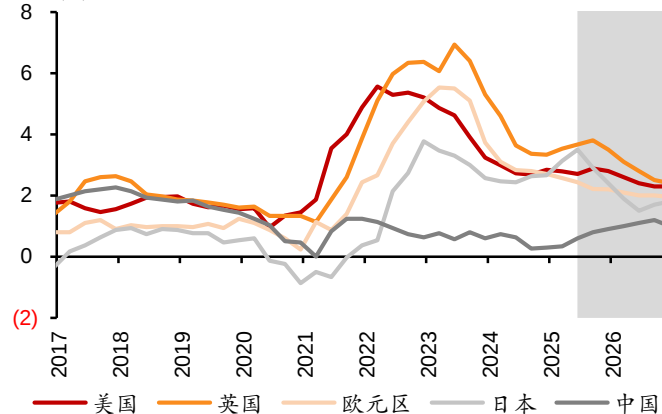
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 8: 主要经济体核心 CPI 增速

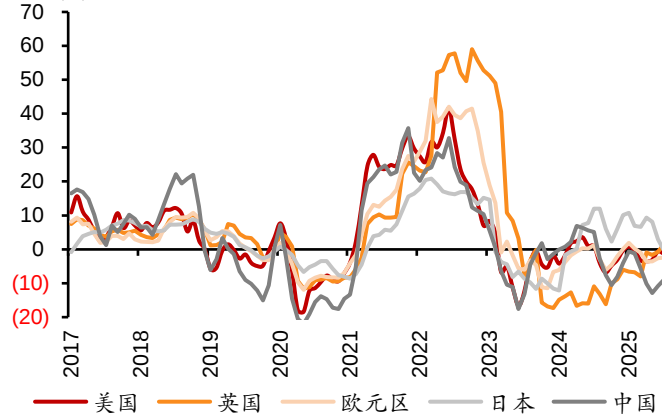
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 9: 主要经济体能源 CPI 增速

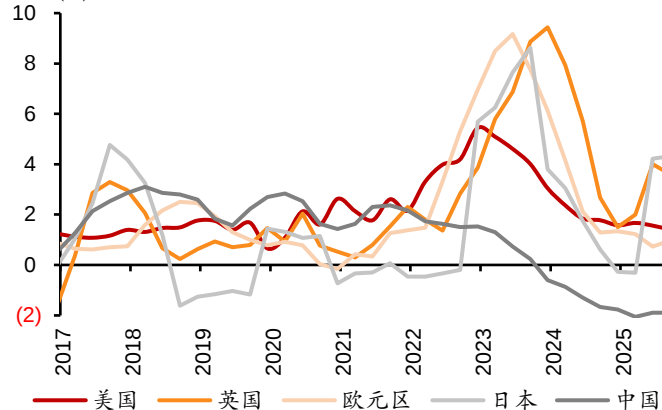
同比(%)



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

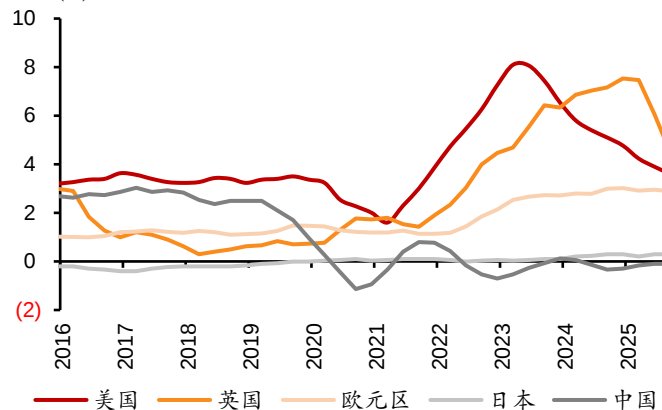
同比(%)



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

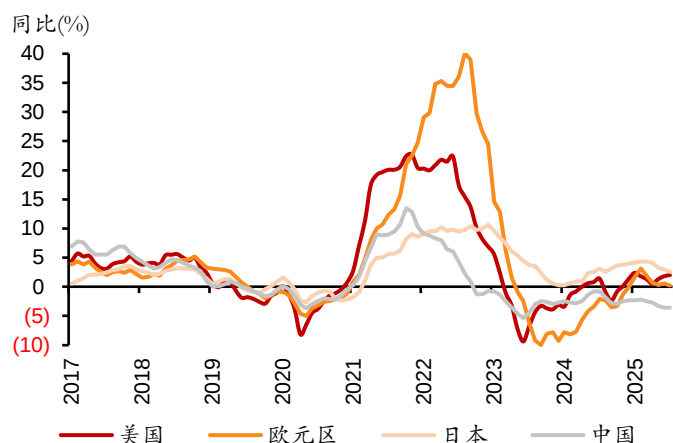
图 11: 主要经济体房租增速

同比(%)



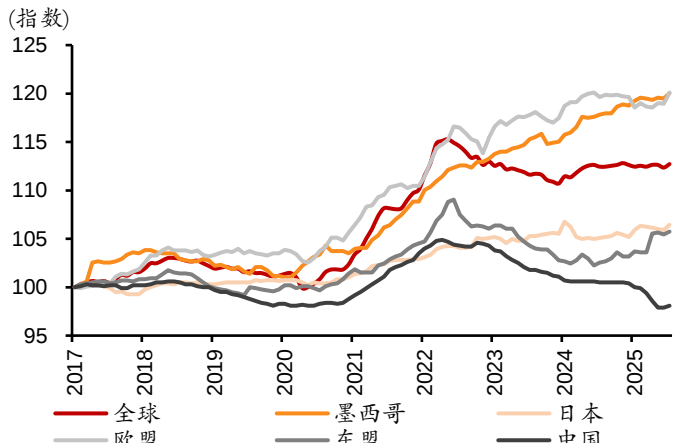
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 12: 主要经济体 PPI 增速



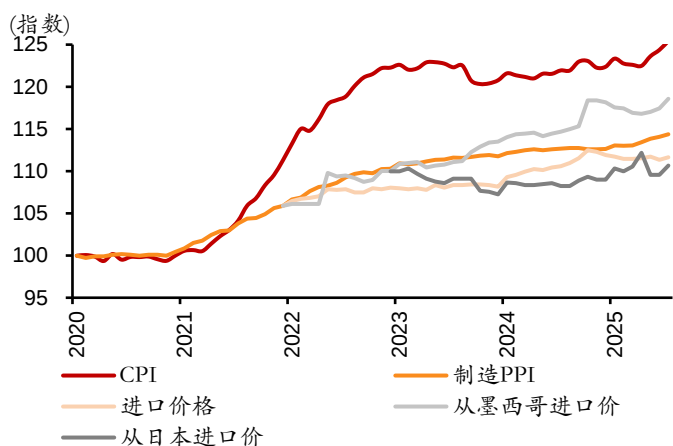
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 13: 美国进口商品价格指数



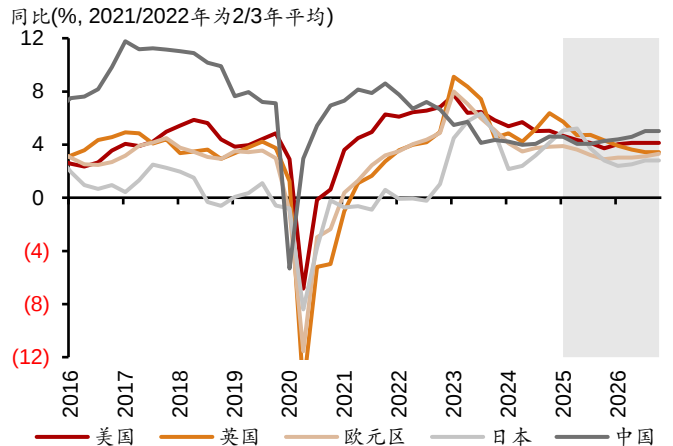
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 美国机动车及零部件价格指数



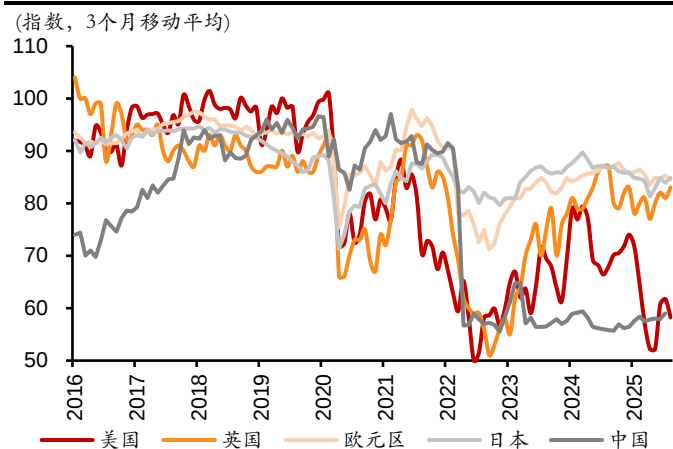
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 15: 主要经济体名义 GDP 增速



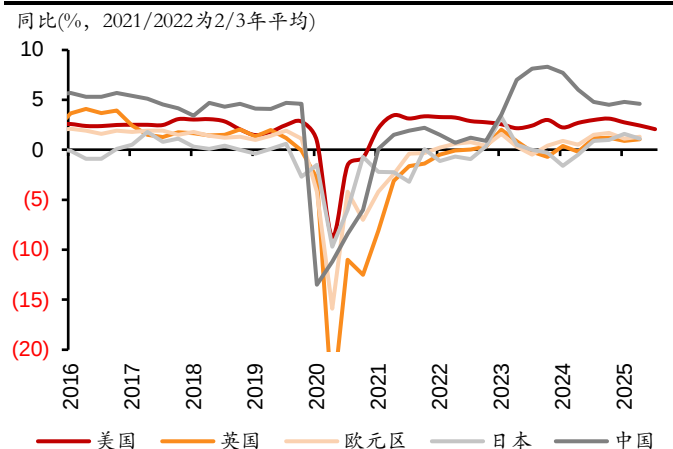
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 主要经济体消费者信心指数



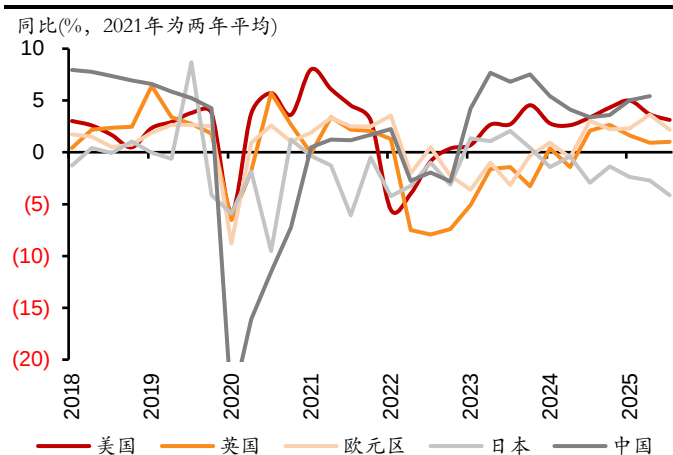
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 17: 主要经济体不变价消费增速



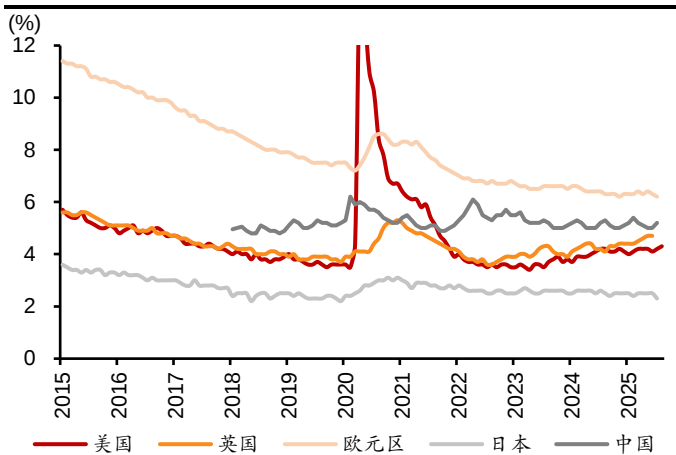
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 主要经济体不变价零售增速



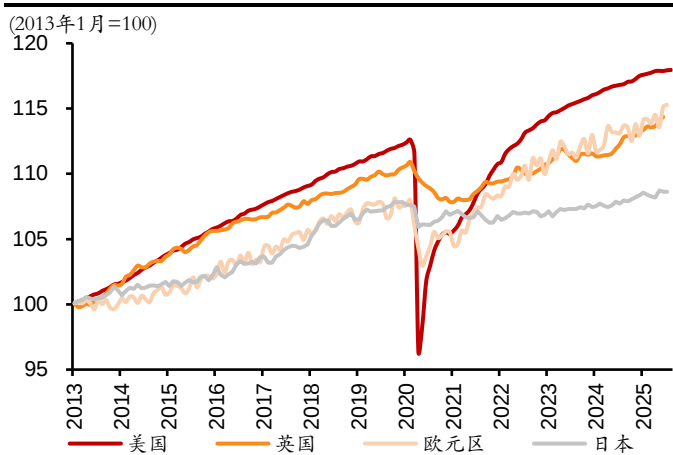
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 19: 主要经济体失业率



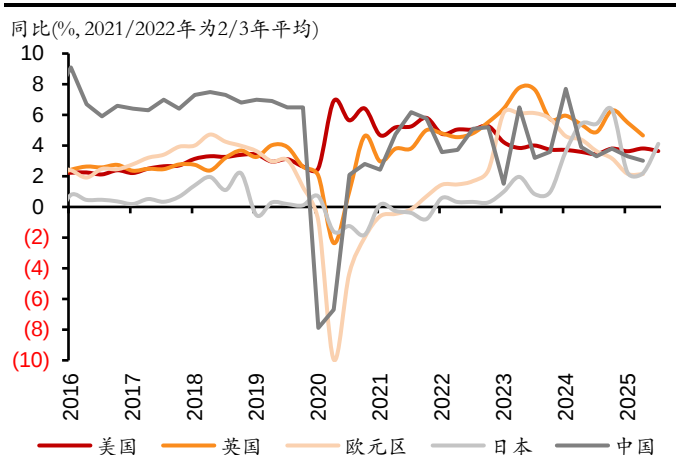
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 20: 主要经济体就业人数



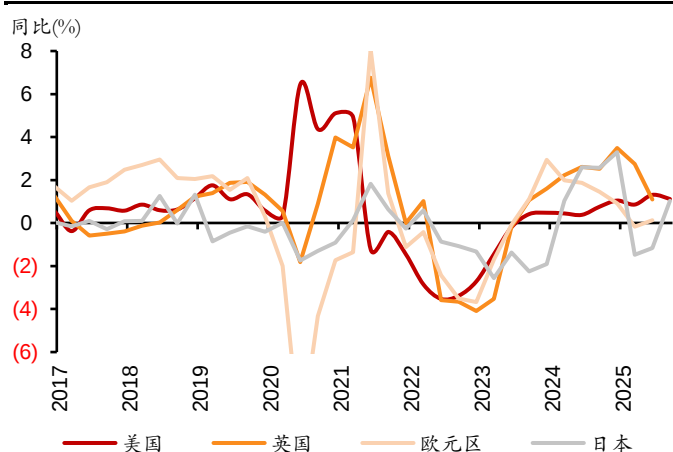
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 主要经济体工资收入增速



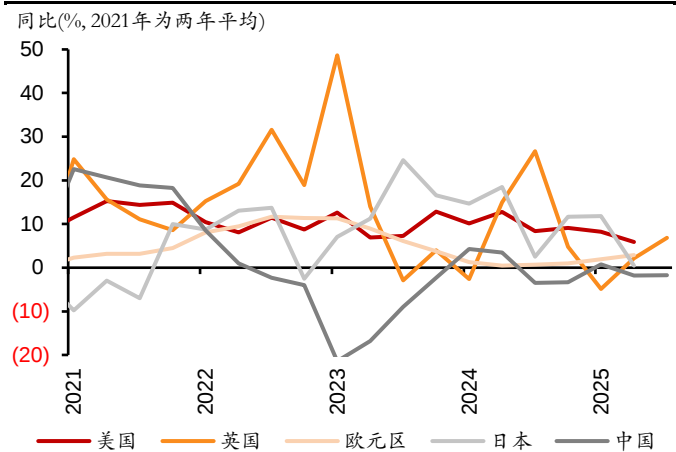
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 主要经济体实际收入增速



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 23: 主要经济体企业利润增速



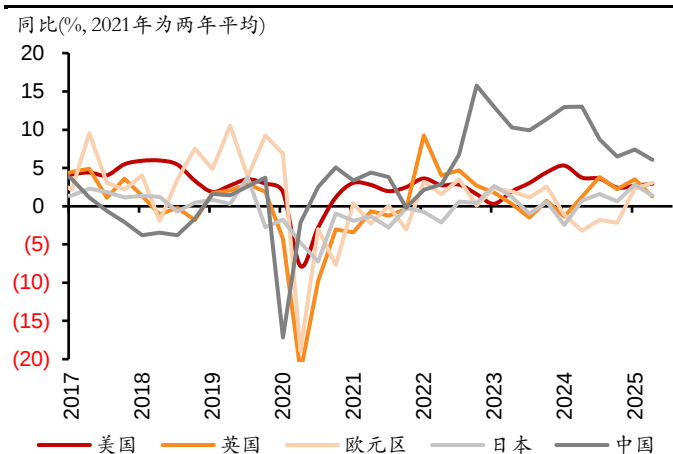
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 24: 全球主要股指盈利增速 (彭博一致预期)

| 年均复合增速(%) | 2012-2016 | 2017-2019 | 2020-2024 | 2025预测 | 2026预测 | 2025-2026预测 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|-------------|
| 标普500     | 3.9       | 11.0      | 7.7       | 12.8   | 12.4   | 12.6        |
| 纳斯达克综指    | 7.4       | 11.7      | 11.5      | 25.6   | 20.8   | 23.2        |
| 英国富时100   | (6.3)     | 14.9      | 4.0       | (2.0)  | 8.9    | 3.3         |
| 德国DAX     | 7.0       | 0.4       | 9.5       | 5.9    | 14.6   | 10.2        |
| 法国CAC     | (3.4)     | 7.4       | 7.2       | (11.4) | 16.9   | 1.8         |
| 日经225     | 9.8       | 16.1      | 9.5       | 2.5    | 5.3    | 3.8         |
| 恒生指数      |           | 9.9       | (2.6)     | (1.8)  | 10.6   | 4.2         |
| 恒生科技      |           |           | 3.6       | 10.4   | 33.1   | 21.2        |
| 沪深300     | 3.2       | 10.3      | (3.5)     | 13.9   | 13.1   | 13.5        |
| 创业板指数     | 15.3      | (8.6)     | 14.7      | 37.4   | 24.0   | 30.5        |
| 加拿大TSX    | (2.6)     | 13.1      | 6.1       | 12.0   | 10.1   | 11.1        |
| 澳大利亚标普200 | (1.6)     | 7.2       | 3.6       | (0.8)  | 6.4    | 2.8         |
| 印度股指      | 10.0      | 0.7       | 14.7      | 5.7    | 16.0   | 10.7        |
| 巴西股指      | (8.3)     | 27.8      | 16.3      | 4.8    | 10.7   | 7.7         |
| 印尼股指      | (1.5)     | 12.9      | 7.5       | 43.4   | 21.9   | 32.2        |
| 韩国综指      | (2.6)     | (2.9)     | 9.3       | 31.0   | 18.0   | 24.4        |
| 台湾加权指数    | 4.7       | 2.8       | 11.8      | 21.2   | 17.6   | 19.4        |
| 南非40指数    | 0.4       | 12.8      | 13.3      | 34.1   | 14.8   | 24.1        |

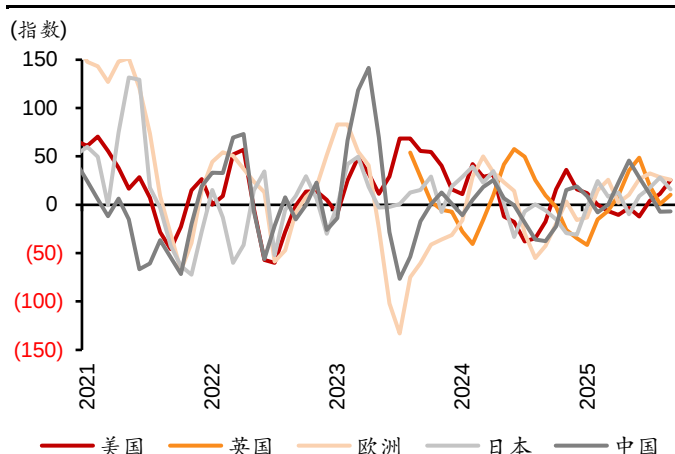
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 25: 主要经济体不变价投资增速



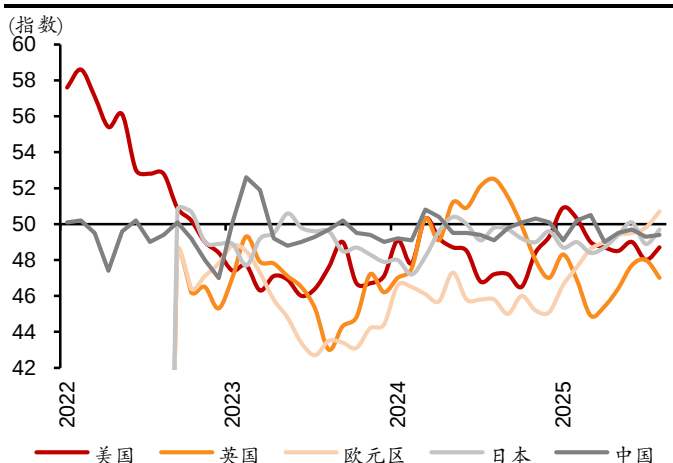
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 主要经济体经济意外指数



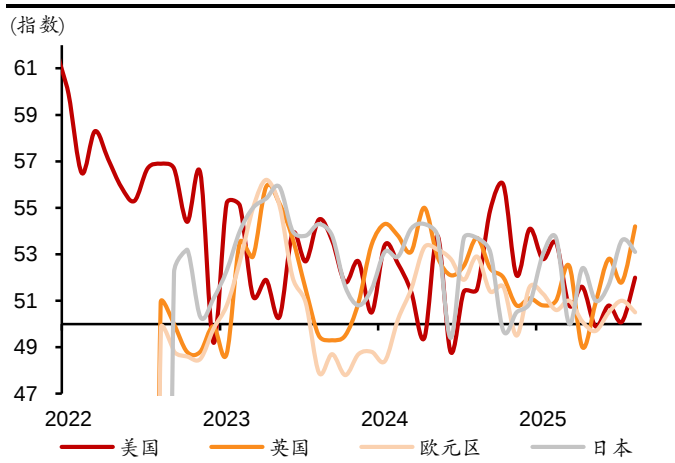
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 27: 主要经济体制造业 PMI 指数



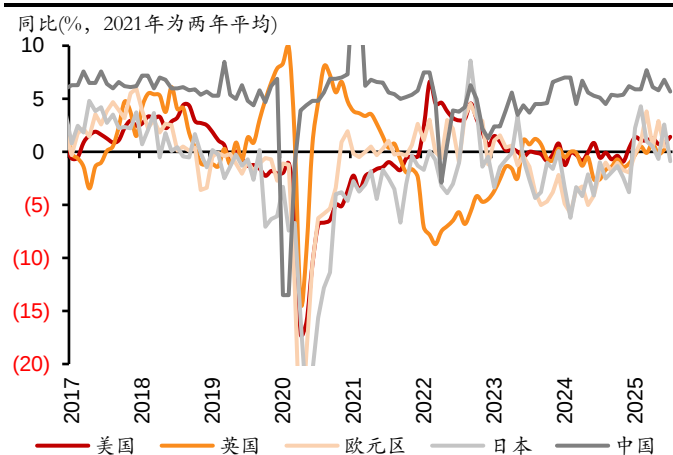
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 主要经济体服务业 PMI 指数



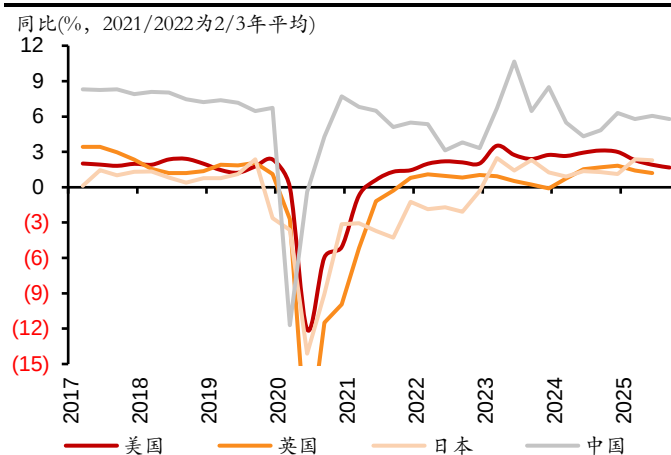
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 29: 主要经济体工业产出指数



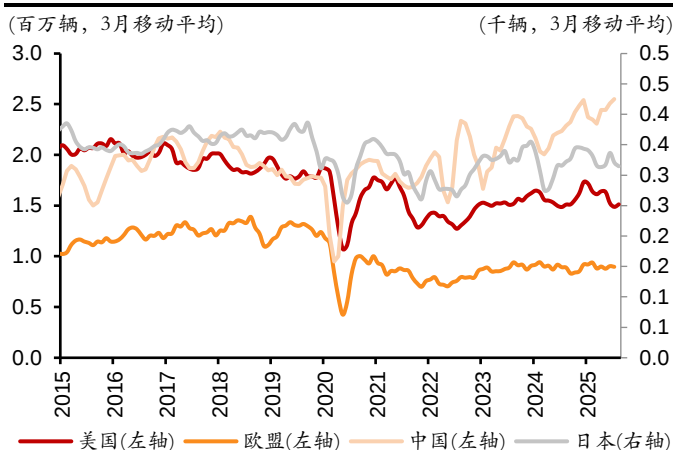
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 30: 主要经济体服务业产出指数



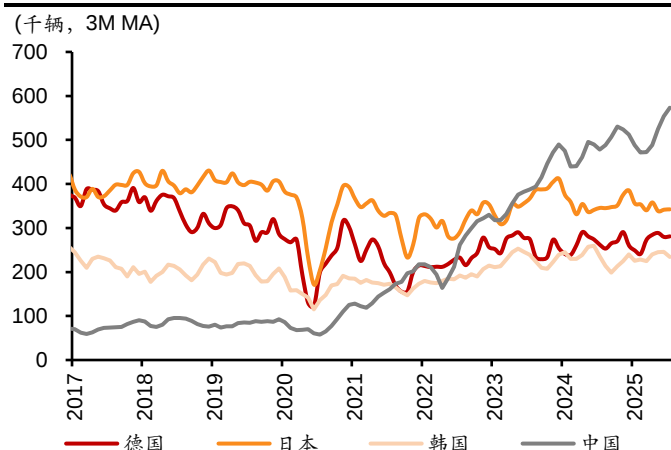
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 31: 主要经济体汽车销量



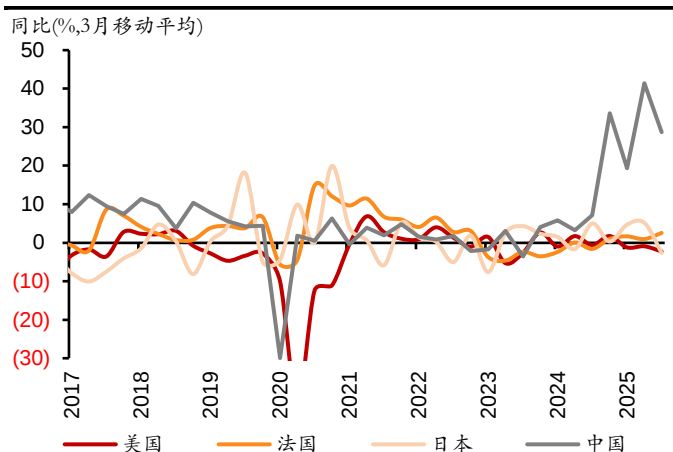
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 32: 主要经济体汽车出口



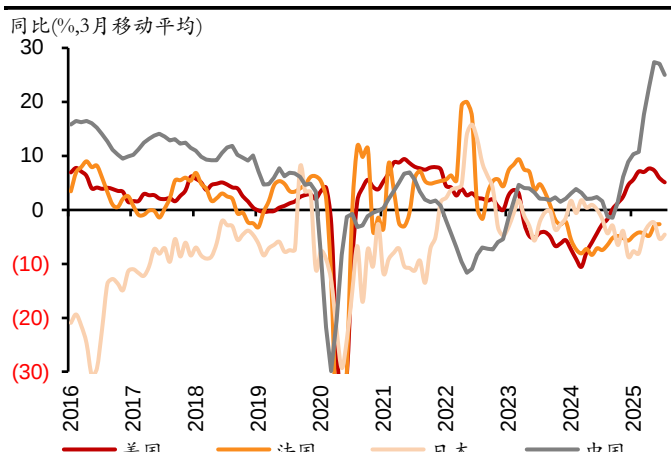
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 33: 主要经济体家电零售额增速



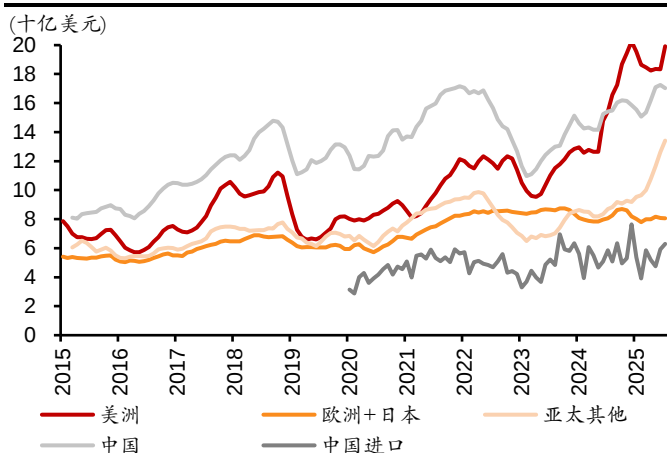
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 34: 主要经济体家具零售额增速



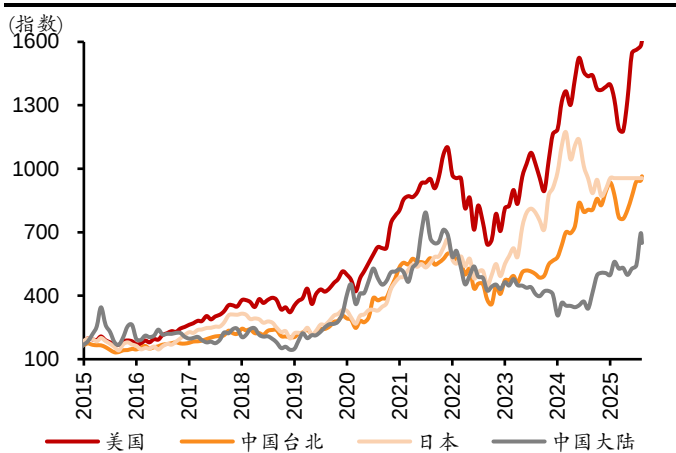
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 35: 主要经济体半导体零售额



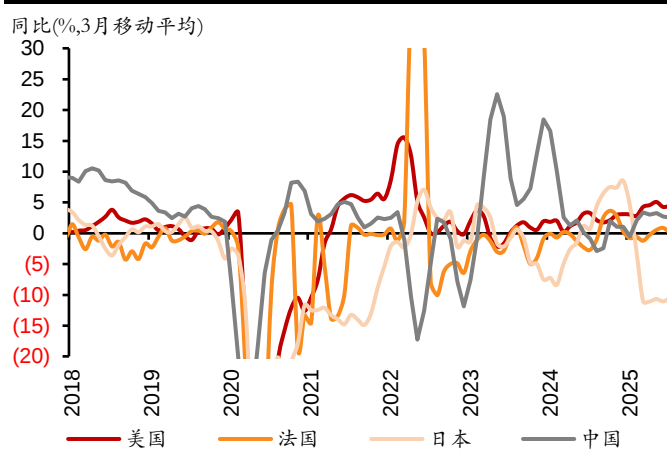
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 36: 半导体板块股价



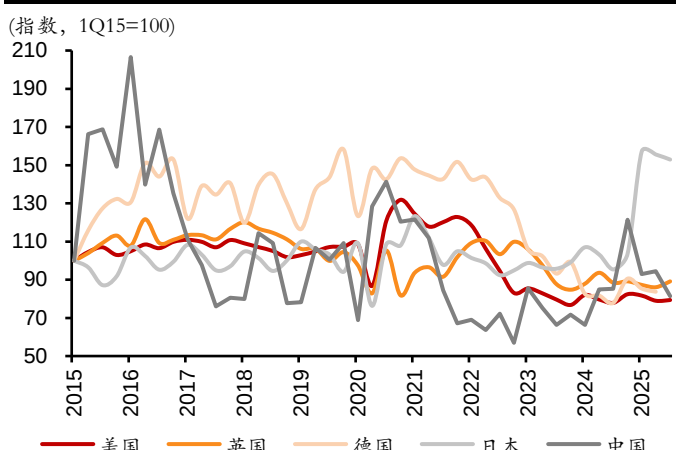
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 37: 主要经济体服装零售额增速



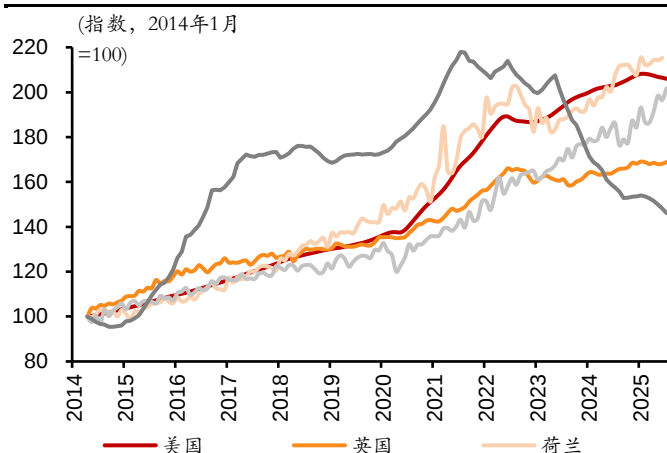
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 38: 主要经济体住房销量



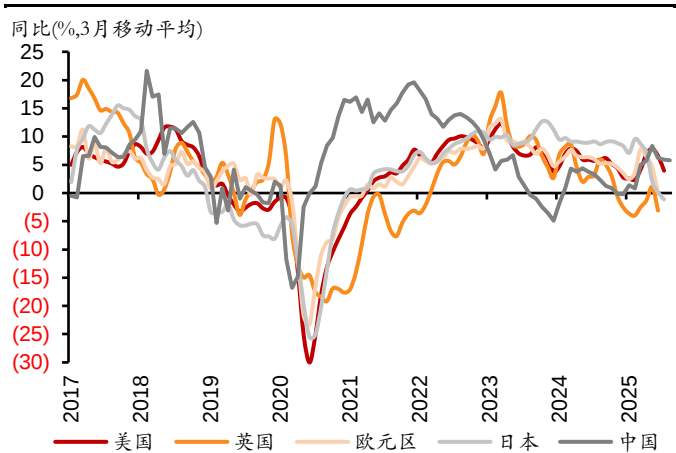
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 39: 主要经济体房价增速



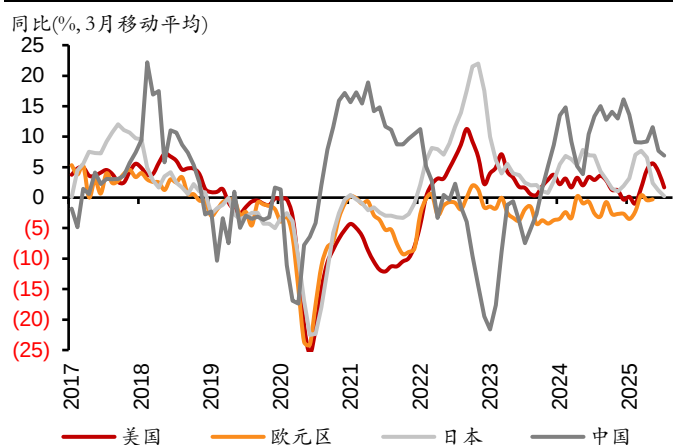
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 40: 主要经济体商品出口额增速



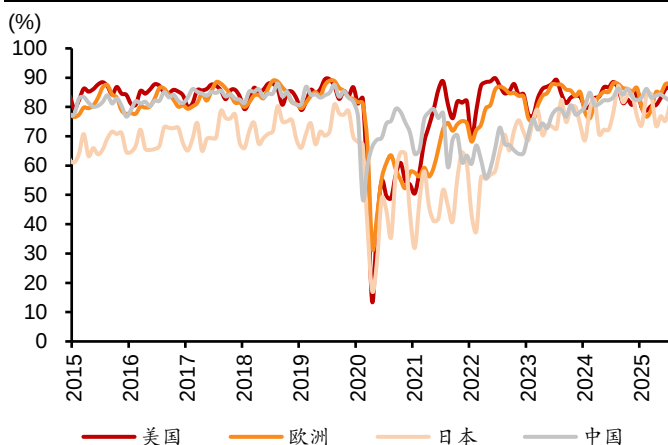
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 41: 主要经济体商品出口数量增速



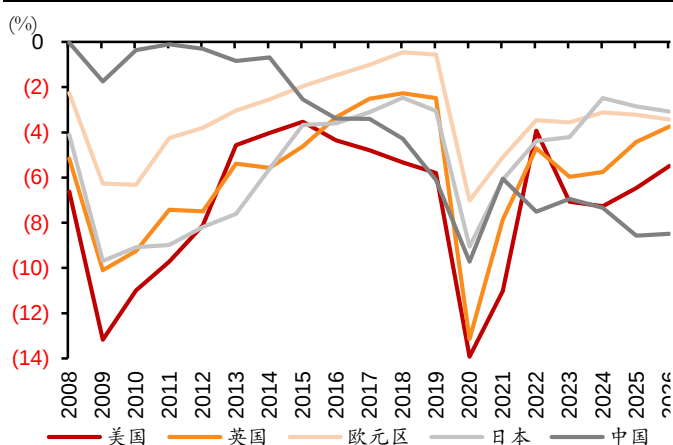
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 42: 航空客座率



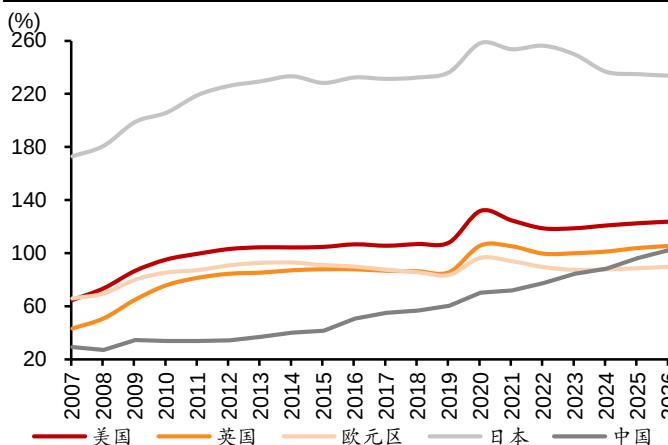
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 43: 主要经济体财政赤字率



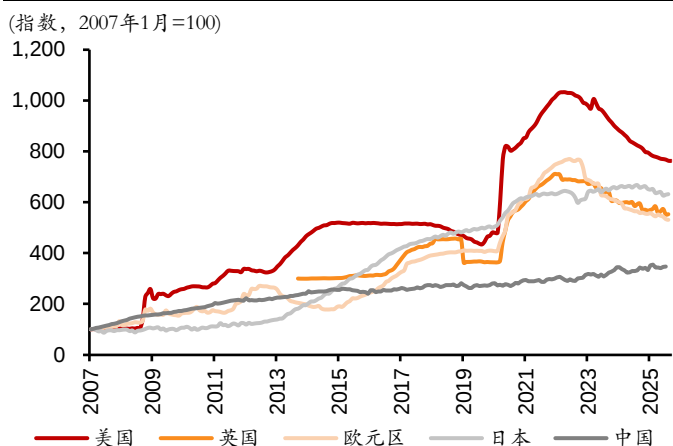
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 44: 主要经济体政府债务率



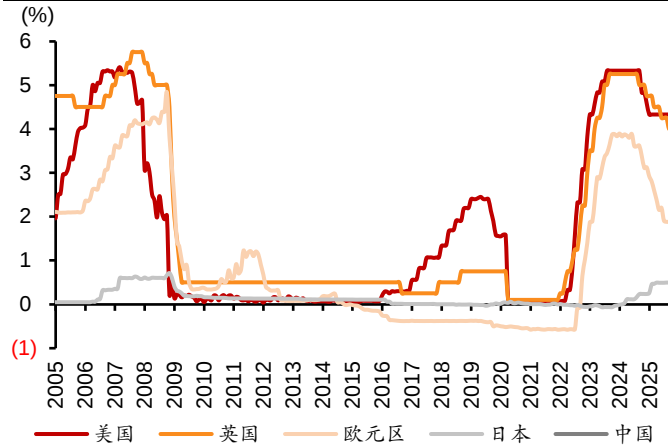
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 45: 主要经济体央行总资产



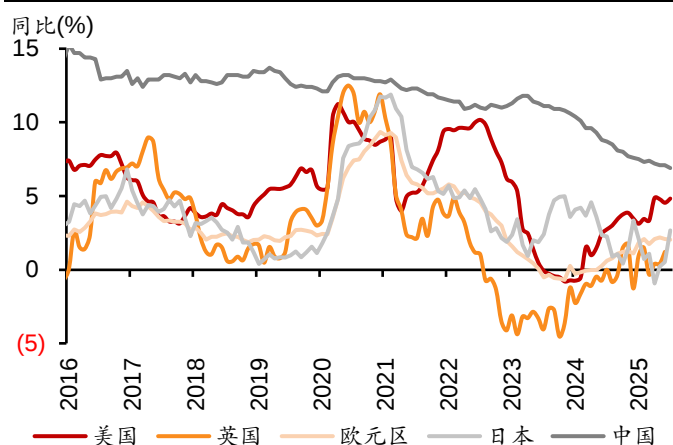
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 46: 主要经济体政策利率(货币市场短期利率)



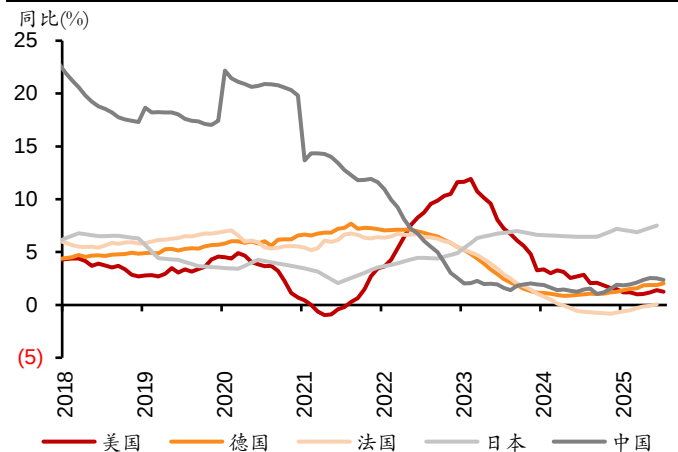
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 47: 主要经济体信贷增速



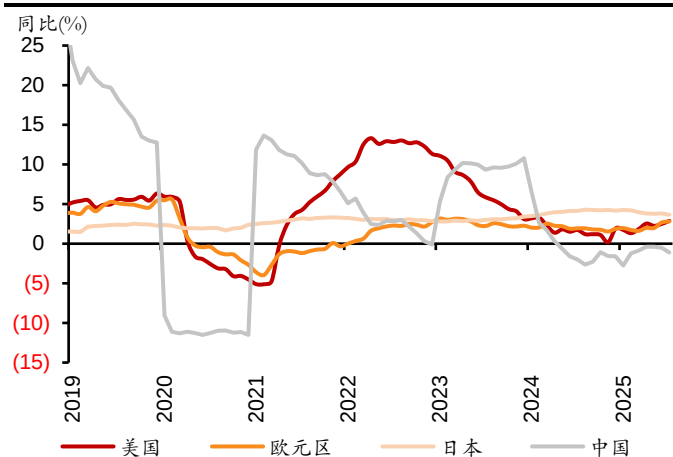
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 48: 主要经济体房贷增速



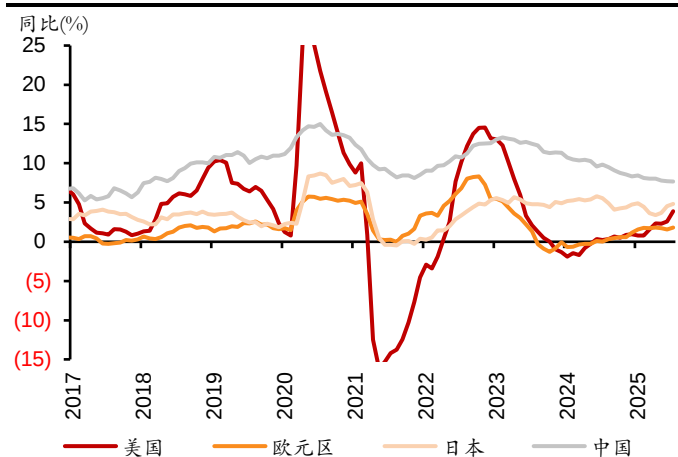
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 49: 主要经济体消费信贷增速



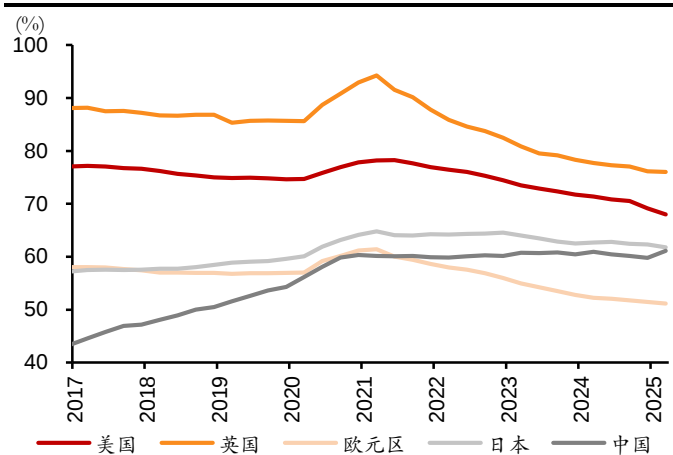
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 50: 主要经济体企业贷款增速



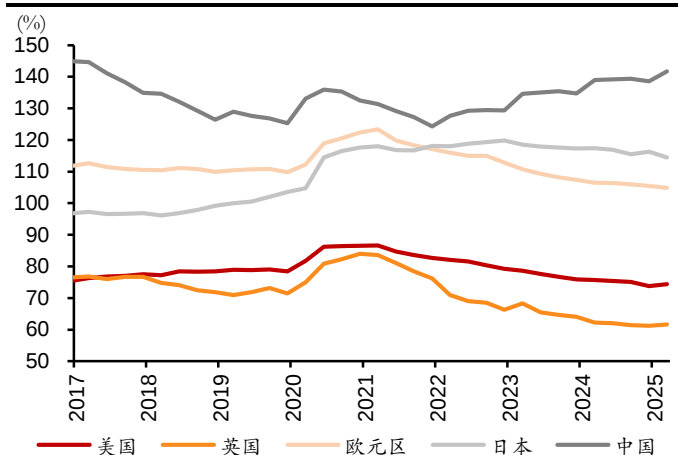
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 51: 主要经济体家庭债务率



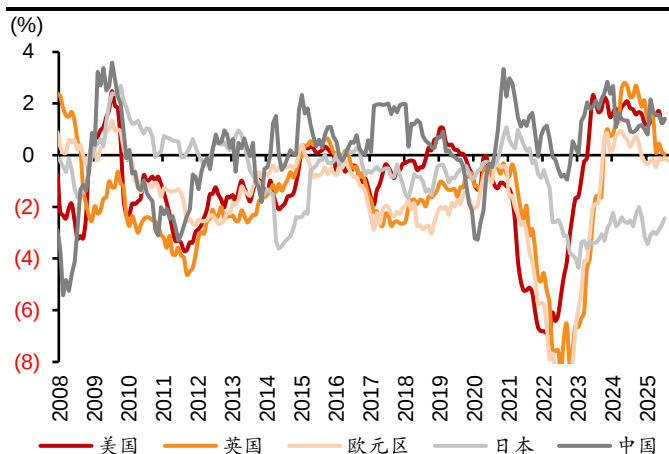
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 52: 主要经济体企业债务率



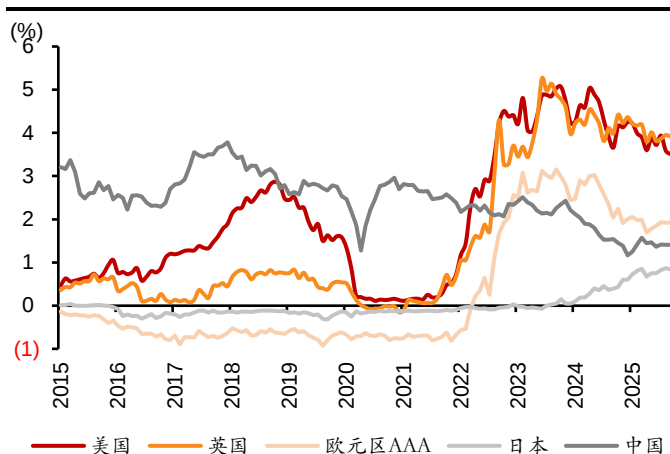
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 53: 主要经济体实际利率 (3 月期利率-CPI 增速)



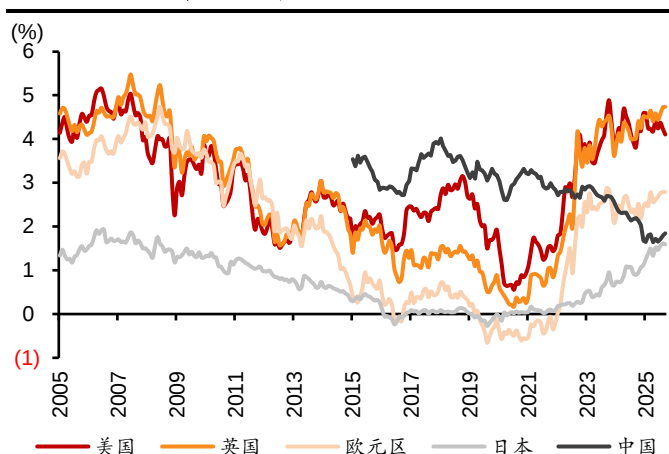
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体 2 年期国债收益率



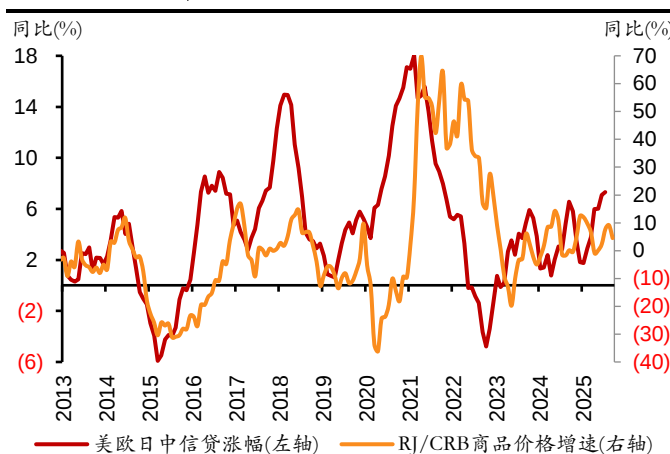
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 55: 主要经济体 10 年期国债收益率



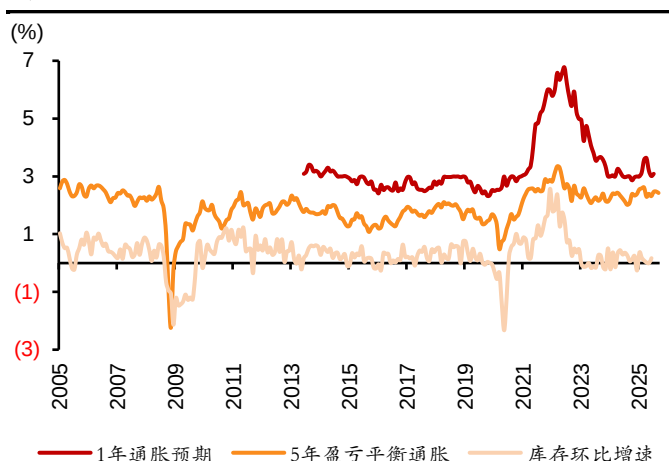
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 56: 四大经济体信贷增速与大宗商品涨幅



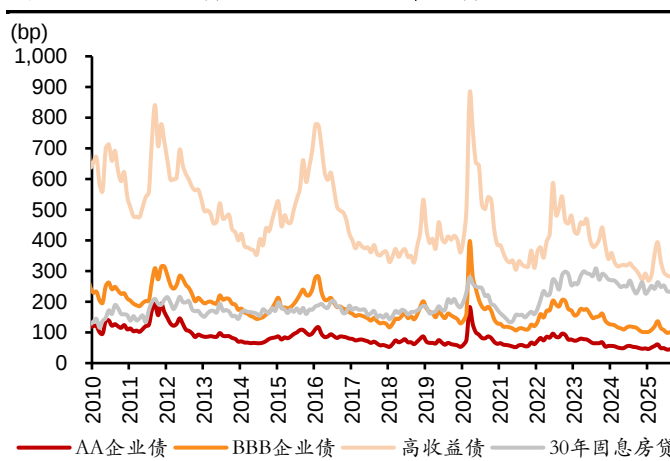
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 57: 美国通胀预期



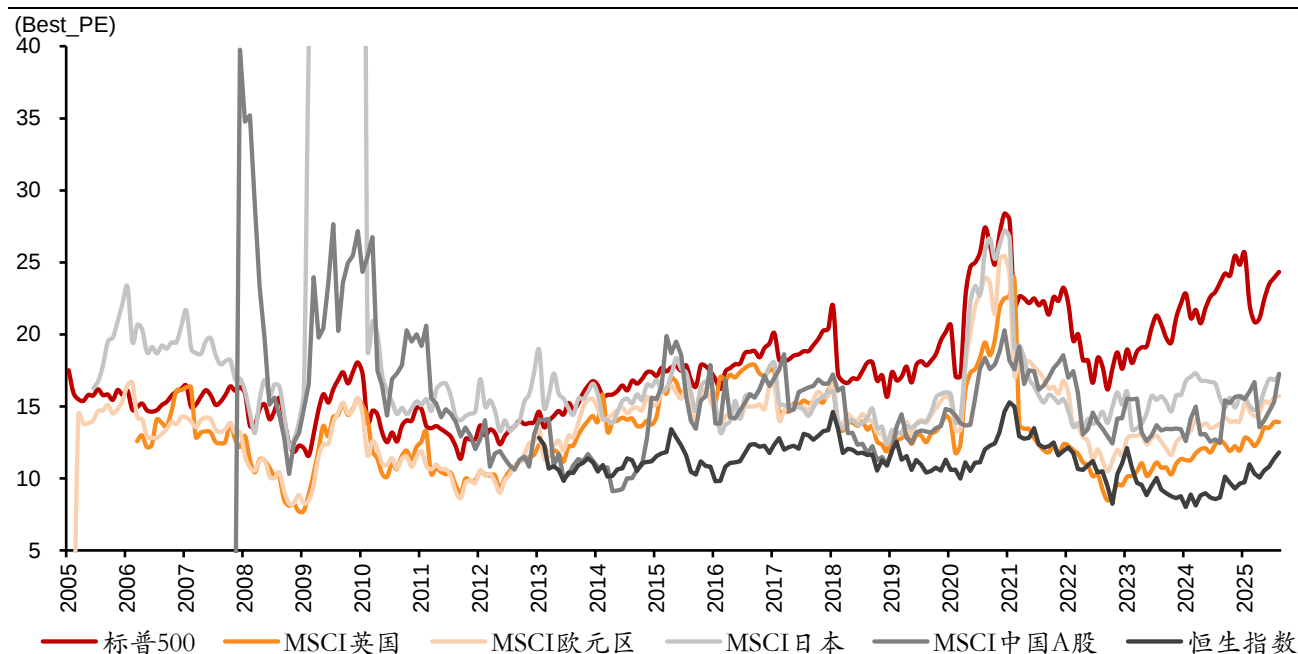
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 58: 美国企业债与房贷相比 10 年国债利差



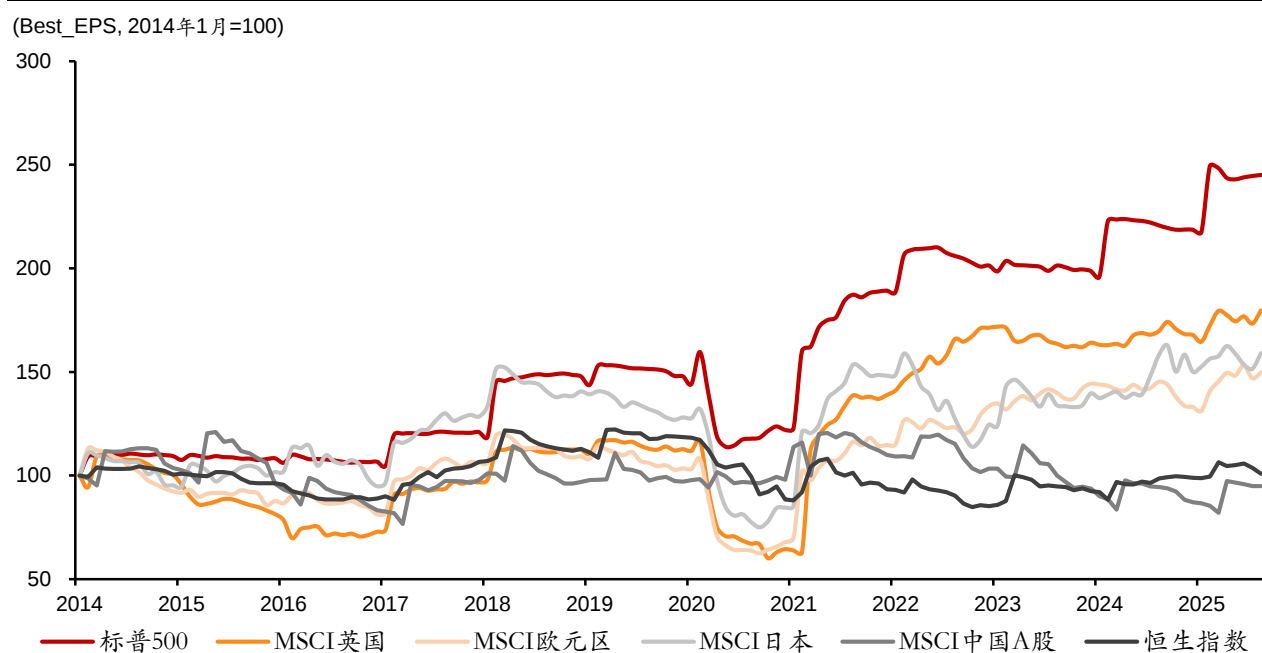
资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 59: 主要股指 P/E 彭博一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 60: 主要股指彭博 EPS 一致预期



资料来源: Wind, 彭博, 招银国际环球市场

图 61: 主要股指行业比较

|                             | 近10年年<br>化总收益<br>(%) | 最新动态<br>PE(倍) | 近10年<br>PE均值<br>(倍) | 最新<br>ROE(%) | 近10年<br>ROE均值<br>(%) | 2025-2026<br>年EPS年均<br>复合增速<br>(%) | 近10年<br>EPS年均<br>复合增速<br>(%) |                            | 近10年年<br>化总<br>收益(%) | 最新动态<br>PE(倍) | 近10年<br>PE均值<br>(倍) | 最新<br>ROE(%) | 近10年<br>ROE均值<br>(%) | 2025-2026<br>年EPS年均<br>复合增速<br>(%) | 近10年<br>EPS年均<br>复合增速<br>(%) |
|-----------------------------|----------------------|---------------|---------------------|--------------|----------------------|------------------------------------|------------------------------|----------------------------|----------------------|---------------|---------------------|--------------|----------------------|------------------------------------|------------------------------|
| <b>标普500</b>                | 11.1                 | 24.5          | 20.5                | 18.4         | 15.4                 | 12.6                               | 7.1                          | <b>MSCI日本指<br/>数(美元计价)</b> | 4.2                  | 17.3          | 17.2                | 9.6          | 8.5                  | 4.6                                | 7.7                          |
| 可选消费                        | 12.3                 | 29.0          | 27.8                | 27.7         | 26.3                 | 8.8                                | 7.9                          | 可选消费                       | 3.5                  | 20.6          | 16.5                | 9.0          | 9.4                  | (3.2)                              | 7.7                          |
| 日常消费                        | 5.5                  | 22.9          | 21.4                | 23.7         | 24.4                 | 3.2                                | 4.6                          | 日常消费                       | 1.1                  | 23.4          | 26.6                | 6.4          | 8.9                  | 13.9                               | 3.4                          |
| 医疗保健                        | 7.3                  | 18.0          | 17.9                | 18.4         | 17.1                 | 11.5                               | 7.3                          | 医疗保健                       | 4.6                  | 18.7          | 24.6                | 9.0          | 8.6                  | 15.4                               | 10.6                         |
| 工业                          | 8.7                  | 26.4          | 22.4                | 23.6         | 20.0                 | 11.4                               | 5.2                          | 工业                         | 5.0                  | 18.2          | 20.3                | 11.2         | 9.1                  | 4.2                                | 7.8                          |
| 信息技术                        | 20.9                 | 34.1          | 25.3                | 30.4         | 27.7                 | 25.0                               | 12.6                         | 信息技术                       | 7.9                  | 23.7          | 23.7                | 10.6         | 9.6                  | 13.9                               | 8.5                          |
| 材料                          | 5.7                  | 23.1          | 19.6                | 8.8          | 11.8                 | 8.4                                | 4.3                          | 材料                         | 1.0                  | 15.4          | 14.3                | 5.2          | 7.8                  | 5.7                                | 6.1                          |
| 房地产                         | 3.1                  | 39.8          | 21.0                | 5.9          | 9.3                  | 3.8                                | 3.3                          | 房地产                        | (2.8)                | 14.9          | 16.0                | 9.9          | 8.2                  | 9.7                                | 6.8                          |
| 通讯服务                        | 8.4                  | 21.2          | 18.6                | 23.9         | 15.9                 | 16.3                               | 3.4                          | 通讯服务                       | 6.3                  | 18.7          | 34.2                | 12.1         | 12.4                 | (14.8)                             | 9.6                          |
| 公用事业                        | 4.8                  | 19.0          | 18.8                | 11.0         | 8.6                  | 8.7                                | 4.3                          | 公用事业                       | (1.1)                | 8.1           | 10.7                | 9.9          | 7.0                  | (1.6)                              | 15.2                         |
| 金融                          | 9.2                  | 17.8          | 15.0                | 12.7         | 10.7                 | 10.5                               | 6.2                          | 金融                         | 5.4                  | 12.1          | 11.1                | 9.7          | 6.5                  | 10.0                               | 9.0                          |
| 能源                          | 1.1                  | 16.6          | 35.9                | 11.7         | 6.0                  | (3.7)                              | 0.5                          | 能源                         | 2.8                  | 12.3          | 9.9                 | 6.1          | 4.3                  | 0.6                                | 11.5                         |
| <b>MSCI美国指数<br/>(美元计价)</b>  | (0.3)                | 14.0          | 13.9                | 10.4         | 9.4                  | 2.7                                | 3.8                          | <b>沪深300指数</b>             | 1.1                  | 15.7          | 15.2                | 10.2         | 12.2                 | 13.5                               | 0.9                          |
| 可选消费                        | 1.7                  | 19.6          | 17.9                | 11.1         | 14.6                 | 13.5                               | 0.1                          | 可选消费                       | 3.8                  | 20.8          | 19.6                | 14.5         | 15.1                 | (2.6)                              | 3.8                          |
| 日常消费                        | 1.1                  | 14.7          | 16.5                | 15.7         | 17.8                 | 4.3                                | 3.0                          | 日常消费                       | 13.8                 | 18.3          | 31.7                | 26.2         | 20.8                 | 11.8                               | 14.3                         |
| 医疗保健                        | 3.4                  | 14.8          | 16.4                | 16.8         | 23.3                 | 9.7                                | 4.9                          | 医疗保健                       | 2.7                  | 28.6          | 36.8                | 12.4         | 14.5                 | 14.9                               | 3.4                          |
| 工业                          | 6.8                  | 26.8          | 22.4                | 33.3         | 15.8                 | 11.4                               | 2.0                          | 工业                         | (2.1)                | 19.0          | 19.6                | 8.1          | 10.2                 | 20.3                               | (1.2)                        |
| 信息技术                        | 7.7                  | 29.1          | 30.4                | 23.9         | 15.8                 | 11.4                               | 8.1                          | 信息技术                       | 4.2                  | 40.6          | 45.3                | 9.0          | 10.5                 | 43.9                               | 2.0                          |
| 材料                          | 4.0                  | 16.3          | 12.1                | 2.1          | 12.4                 | (9.0)                              | 4.0                          | 材料                         | 0.9                  | 17.6          | 43.7                | 10.8         | 10.6                 | 31.7                               | 9.7                          |
| 房地产                         | (4.5)                | 14.1          | 21.6                | 5.4          | 1.7                  | 6.1                                | (1.9)                        | 房地产                        | (7.6)                | NA            | 10.5                | (10.0)       | 13.6                 | NA                                 | NA                           |
| 通讯服务                        | (7.2)                | 15.1          | 14.2                | (3.0)        | 3.2                  | (1.5)                              | 1.5                          | 通讯服务                       | 2.2                  | 31.1          | 60.6                | 11.0         | 7.2                  | 20.0                               | 5.2                          |
| 公用事业                        | (0.8)                | 13.5          | 15.6                | 9.1          | 17.7                 | 16.4                               | (0.8)                        | 公用事业                       | 2.1                  | 16.3          | 17.7                | 12.0         | 10.7                 | 3.0                                | 1.6                          |
| 金融                          | 1.7                  | 10.1          | 10.1                | 11.2         | 7.3                  | 10.0                               | 3.9                          | 金融                         | (0.5)                | 8.6           | 8.6                 | 9.1          | 12.3                 | 7.2                                | 2.3                          |
| 能源                          | 1.3                  | 11.6          | 21.1                | 5.9          | 5.0                  | (15.7)                             | 1.3                          | 能源                         | 0.9                  | 12.2          | 17.9                | 10.8         | 9.4                  | (4.1)                              | 4.6                          |
| <b>MSCI欧元区指<br/>数(美元计价)</b> | 2.9                  | 15.6          | 15.4                | 11.2         | 9.5                  | 8.8                                | 4.0                          | <b>恒生指数</b>                | (1.6)                | 12.1          | 11.1                | 10.8         | 10.6                 | 4.2                                | 0.2                          |
| 可选消费                        | 3.9                  | 19.9          | 20.0                | 3.6          | 12.5                 | 0.9                                | 4.2                          | 可选消费                       | (1.3)                | 18.7          | 37.0                | 14.5         | 6.8                  | 17.6                               | 0.7                          |
| 日常消费                        | 0.5                  | 18.4          | 21.8                | 10.9         | 12.8                 | 11.3                               | 2.4                          | 日常消费                       | (3.6)                | 13.6          | 19.8                | 12.0         | 13.3                 | 16.7                               | (0.3)                        |
| 医疗保健                        | (1.4)                | 15.7          | 15.8                | 6.6          | 8.8                  | 14.9                               | (0.3)                        | 医疗保健                       | (4.2)                | 37.4          | 52.1                | 10.0         | 6.0                  | 51.7                               | (18.4)                       |
| 工业                          | 7.0                  | 21.1          | 21.0                | 17.1         | 13.2                 | 22.0                               | 5.0                          | 工业                         | (2.4)                | 12.3          | 14.6                | 8.3          | 10.7                 | 18.9                               | 4.2                          |
| 信息技术                        | 10.6                 | 29.2          | 27.5                | 14.6         | 14.1                 | 23.3                               | 6.0                          | 信息技术                       | 9.4                  | 24.4          | 30.5                | 14.0         | 13.6                 | 20.3                               | 14.1                         |
| 材料                          | 1.5                  | 18.8          | 15.0                | 5.4          | 10.2                 | 23.1                               | (0.1)                        | 材料                         | 1.7                  | 13.7          | 19.4                | 14.4         | 8.0                  | 44.1                               | 14.5                         |
| 房地产                         | (8.3)                | NA            | 16.7                | 5.1          | 5.3                  | 12.0                               | (2.0)                        | 房地产                        | (7.0)                | 13.8          | 13.7                | 0.6          | 7.6                  | 73.0                               | (18.1)                       |
| 通讯服务                        | (1.5)                | 18.9          | 15.5                | 13.8         | 10.8                 | 11.4                               | 0.8                          | 通讯服务                       | (1.9)                | 12.6          | 11.8                | 8.9          | 9.0                  | 6.4                                | 0.2                          |
| 公用事业                        | 2.1                  | 13.8          | 14.3                | 13.1         | 8.0                  | 8.5                                | 4.4                          | 公用事业                       | (3.2)                | 11.6          | 13.5                | 8.8          | 10.0                 | 3.3                                | (4.2)                        |
| 金融                          | 1.5                  | 10.6          | 10.0                | 13.2         | 7.7                  | 14.7                               | 6.2                          | 金融                         | (0.3)                | 8.0           | 8.1                 | 10.7         | 10.6                 | 3.3                                | 3.7                          |
| 能源                          | 0.1                  | 8.5           | 11.7                | 8.3          | 7.1                  | (7.3)                              | 1.9                          | 能源                         | 1.3                  | 8.4           | 13.3                | 11.5         | 9.2                  | (7.1)                              | 14.7                         |

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错误、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。