



中国吞噬世界

中国的，而不是人工智能的，斯普特尼克时刻

彼得·米利肯，CFA
研究分析师
+852-2203 6190

我们认为2025年是投资界意识到中国正在超越世界其他地区的年份。越来越难以否认的是，中国的企业在多个制造领域以及日益增长的服务领域提供了更高的性价比，且往往质量更优。投资者为主导地位买单，我们预计中国的折扣将消失。此外，我们相信，由于政策的变化倾向于支持消费而非生产，以及可能的金融自由化，盈利能力在周期中可能会出现意外的上行。我们认为香港/中国股票的牛市始于2024年，并将在中期超过之前的高点。

中国首次在服装、纺织和玩具领域崛起为全球企业主导地位。随后在基础电子、钢铁、造船以及最近的白色家电、太阳能和其他不那么光鲜的领域占据主导地位。它突然间主导了电信设备、核能、国防和高速铁路等复杂行业。投资者对其技术成就给予了低估。但到2024年底，中国因其迅速崛起成为全球汽车出口的领导者而受到关注，向全球市场涌入了功能强大、外观吸引人的电动车，价格远低于现有同类车型。这引起了世界的关注。在2025年，中国在一周内推出了世界首款第六代战斗机及其低成本人工智能系统DeepSeek。

马克·安德森将DeepSeek的发布称为“人工智能的斯普特尼克时刻”，但这更是中国的斯普特尼克时刻，中国的知识产权得到了认可。中国在高附加值领域的优势和在供应链中的主导地位正在以前所未有的速度扩展。

我们认为全球投资者往往对中国的投资严重不足，就像几年前他们回避化石燃料一样——直到市场惩罚那些做出非市场决策的人。我们看到与基金目前对中国的最低敞口之间的相似之处。喜欢领先公司的投资者，拥有护城河，不能忽视的是，今天拥有广泛而深厚护城河的公司是中国的，而不是西方的。

德意志银行股份有限公司/香港

重要的研究披露和分析师认证位于附录1中。德意志银行与其研究报告中覆盖的公司有业务往来，并寻求与之开展业务。因此，投资者应意识到该公司可能存在利益冲突，这可能影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为做出投资决策时的单一因素。



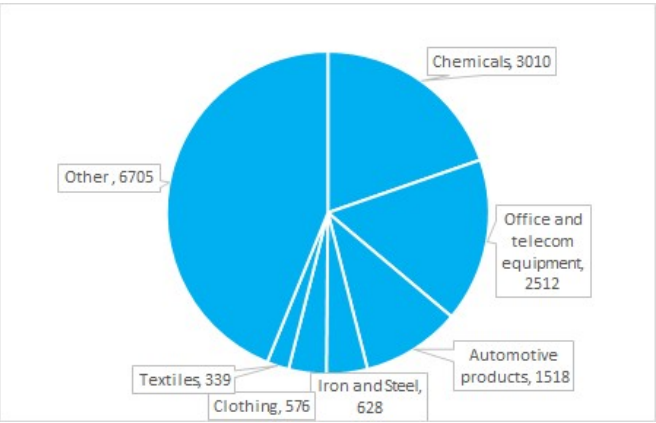
他们在经济上优于的公司。

中国的制造业实力显而易见，商品出口是美国的两倍。它提供了全球制造业增值的30%，而且在服务份额上也在迅速上升。人们避免将中国作为投资目的地，理由是其经济疲弱，但尽管经历周期性放缓，中国的增长速度仍是大多数发达市场的两倍以上。

随着世界领先公司在几乎每个行业中占据市场份额，中国的全球市场资本占比不久将不再是个位数。我们相信，人们开始意识到中国正处于日本的阶段，不是在1989年，如他们所想，而是在1980年代初期，当时日本迅速攀升价值链，提供更高质量的产品，价格更低，并且不断创新。西方必须应对许多公司和行业可能面临的灭绝事件，因此需要重新调整其持有的资产以反映这一点。

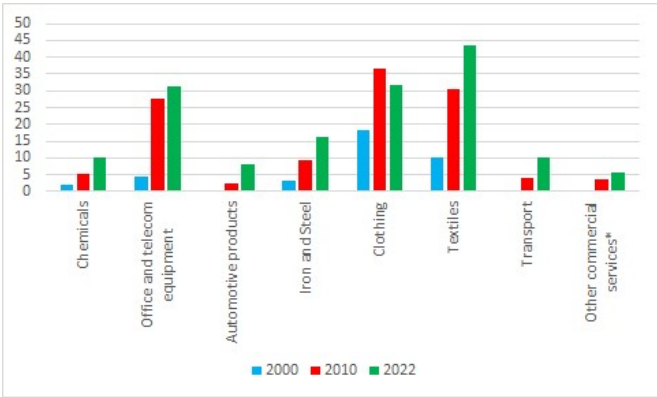
为了生存，其企业需要：1) 大规模自动化，和/或 2) 建立贸易壁垒。第二条道路在过去对经济来说是下行的，尽管这种情况正在发生，但并不一定对西方有利，例如在汽车行业，中国的主要出口市场往往是大约70亿不在G10的人民。

图1：全球制造产品贸易



来源：世界贸易组织，世界贸易统计年鉴，2023

图2：中国的出口份额

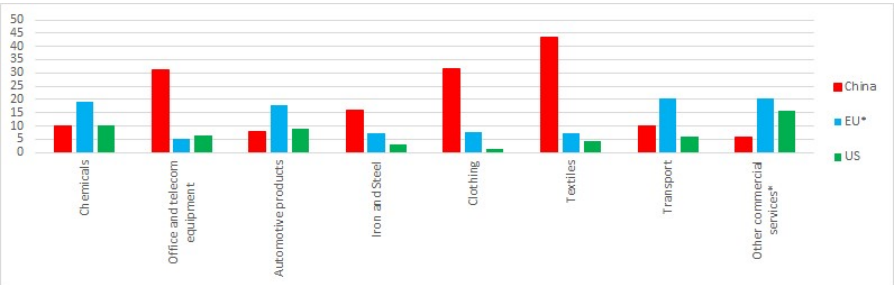


来源：世界贸易组织，世界贸易统计年鉴，2023

在国际贸易的主要类别中，中国在所有类别中都在增加市场份额（除了服装，之前中国在这一领域占主导地位，但现在已将业务扩展到海外）。在关键商品类别中，中国的规模超过美国，且通常是其多倍。汽车是个例外（这里我们谈论的是价值而非数量）——但在这一领域中国可能已经领先，而福特的首席执行官驾驶小米汽车，难以看出趋势会改变。即使在服务领域，中国也在逐步赶上，例如在运输领域每年增加约0.5个百分点的市场份额。



图3：按主要类别划分的出口市场份额



来源：世界贸易组织，世界贸易统计年鉴，2023
*不包括欧洲内部贸易

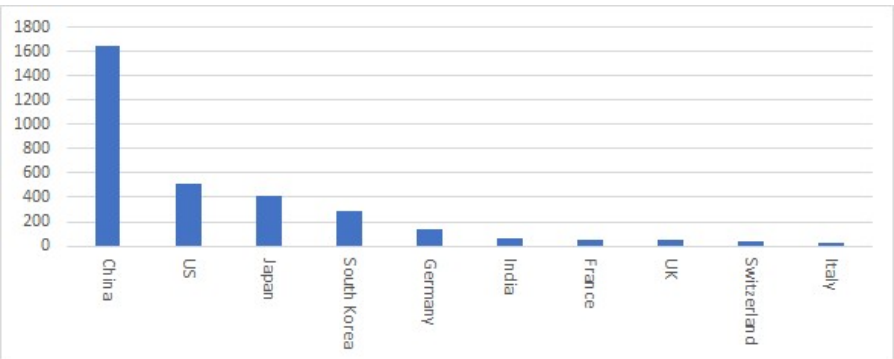
专利作为知识产权的代理

中国提供完整的价值链，并创造地方专业集群，形成多个类似硅谷的关键行业专业区域，并与其大学在研究方面紧密结合。在电动车行业，中国拥有约70%的专利，5G和6G电信设备的情况也类似。

中国在2023年申请的专利几乎占有所有专利的一半。由于拥有比除印度以外的世界其他地区更多的STEM毕业生，这种趋势可能会持续下去。还要考虑到，许多其他国家的毕业生也是中国人。因此，中国企业主导地位的上升在没有特殊情况发生的情况下，可能不会很快停止。

中国确实面临贸易壁垒，美国和欧盟对电动车的关税就是一个明显的例子，但西方在不付出可能更糟后果（例如，通货膨胀、竞争力下降和报复）的情况下，所能做的有限。美国在1980年代试图遏制日本，取得了一定成功，但我们认为中国并不处于1989年的日本，而是更早的几年。

图4：申请的专利（2023年）



来源：世界知识产权组织



中国与日本1980年代

在1970年代，日本的国民生产总值位居第二，仅次于美国，查阅维基百科时，我们惊讶地发现其实际国内生产总值增长在1980年代平均仅为4%，而这仍被视为其经济“奇迹”的重要组成部分。与今天对中国是否能以4%或5%的速度增长的焦虑相比，这被批评为“缓慢”，但这种看法可能会在事后演变为“奇迹”。

广场协议要求日元升值40%，减缓了日本的工业领先地位。这导致了经济放缓，政府通过宽松的货币政策来应对。1987-89年间，增长恢复至5%，这一时期与强劲的股市收益相关，因为泡沫条件出现。增长的回升使钢铁和建筑业复苏，并提高了工资和就业。在1980年代后期，国内需求而非出口是经济的驱动力。这也可能在中国成为现实。

1980年代的日本

根据维基百科的说法，日本的增长是通过利用丰富的廉价劳动力、密集使用资本以及提高生产率来实现的。

国内投资超过了国内生产总值的30%，得益于金融压制使利率保持在低位。日本通过合资企业获得了新技术。储蓄在1970年代初达到了国内生产总值的40%，但在1980年代初降至接近30%。日本在1970年代开始在海外设立工厂以避免贸易摩擦。

中国最近才开始采取这样的举措。

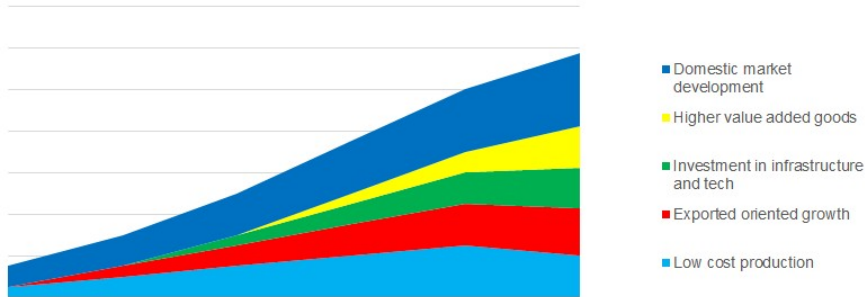
问题是：中国在这条道路上处于什么阶段？像日本一样，中国也经历了极端的房地产泡沫，但没有那么极端。此外，我们已经过去六年，自信贷被撤回和该行业的下滑开始。房价下降了三分之一，抵押贷款利率下降了一半，名义国内生产总值大约上升了三分之一，因此可负担性已恢复到许多年未见的水平。由于低利润率和低倍数，股权估值较低。所以这不是泡沫日本1989年（当时股权价值在过去20年中上涨了50倍）。

人们普遍认为，中国不会走上日本向消费型经济转型的道路，它只会跟随日本走向经济疲软。

中国似乎走在一条已经被美国、日本、新加坡、香港、台湾、韩国、西班牙和东欧许多地区踏过的道路上。其他国家显然在中等收入陷阱中跌倒，但与那些挣扎的国家不同，中国已成为全球制造业的领导者，并在各个行业中日益成为服务业的领导者。



图5：从标准进展到先进经济体



来源：德意志银行

日本在这个时期左右放宽了其金融体系

在国际货币基金组织2013年报告《转型中的中国经济》第12章中，提到1980年代的日本与中国的发展方向相似。报告指出，在广场协议之前，日本的金融体系高度管制，利率受到监管，资本管制严格，企业因现金充裕而对银行信贷的需求有限。日本投资者在美国资产中获得了显著的持股，这与日元贬值一起，促使人们呼吁日本开放其金融市场，使日元计价的资产更具吸引力。这反过来导致了对日本的资金流入，从而使货币供应量增长，进而产生经济增长和泡沫估值。

中国可能正朝着类似的方向发展，因为特朗普总统可能会效仿里根总统的做法，推动中国的金融自由化作为贸易协议的一部分，而中国可能准备加速人民币的国际化。

我们会将这视为对股票的看涨，因为人民币可能会贬值，从而提升企业的盈利能力和中国资产在外汇方面的吸引力。为什么美国会如此推动？原因可能包括：1) 达成协议的政治光环，2) 相信较低的人民币可以抵消关税上升，从而允许贸易发生并收取关税，而不是被挤出，或者3) 相信金融自由化将导致人民币升值，从而削弱中国作为竞争对手的地位。

无论外部压力如何，如果中国想要促进消费，放宽金融体系有助于通过正常化利率来结束存款人向企业的财富转移。这将减少过度投资和超竞争，因为资本被配给，这将有利于缓解财政紧缩，因为国有企业提高了回报。我们预计大型公司、投资公司和家庭将越来越多地向政府施压，以缓解超竞争以提升股权价值。正如政府放缓了基础设施过度投资和房地产过度投资，工业过度投资是下一个显而易见的步骤——而且可能比预期的更早。

我们预计这将在2025年成为一个关键议题，以安抚美国，并且似乎是时候了，我们预计这将推动一场重大牛市。



但是，中国的人口下降怎么办？

该国的人口下降对增长构成拖累，但许多国家也面临这个问题。我们认为这完全忽视了大局，中国有两个优势：1) 自动化领导地位，约70%的工业机器人安装在中国，推动了生产力优势，从而提高了人均财富；2) 有效地拥有一个巨大的腹地，正在将其纳入自己的轨道。‘一带一路’倡议打开了中亚和西亚、中东及北非的区域，建设并扩大其潜在市场。

中亚只有8000万人，但资源丰富，而西亚则有3.1亿人，财富相对较多。南亚有21亿人（尽管其中三分之二在印度，而印度目前至少在很大程度上限制了来自中国的贸易和投资，但这在中期内可能会改变）。然后是非洲，有14亿人。换句话说，非洲有与中国一样多的人可以出售，与中亚、西亚和南亚（不包括印度）一样多的人可以出售，与东盟和拉丁美洲一样多的人可以出售，如果情况变得更加友好，与印度也有一样多的人可以出售。因此，专注于中国的国内人口可能会导致人们对中国的错误结论。

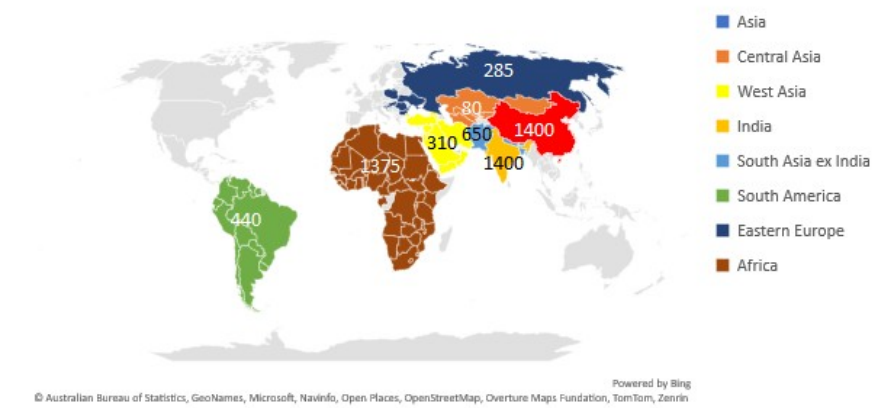
中国的出口在2024年增长了7%，对巴西、阿联酋和沙特阿拉伯的出口分别增长了23%、19%和18%，而“一带一路”沿线的东盟国家出口增长了13%。

中国对东盟及金砖国家+的出口现在相当于其对美国和欧盟的出口，过去五年中，对这些目的地的出口市场份额每年收敛了两个百分点。即使在拉丁美洲，中国也在强势拓展。因此，尽管如果美国征收高关税，中国会受到影响，但德意志银行的经济团队认为，2023年上半年10%的关税和下半年10%的关税将对中国造成0.5%的国内生产总值逆风，因为美国出口占中国国内生产总值的3%。这是一种可控的打击。

中国出口主导地位的缺点是许多世界最大国家的保护主义措施，即使在金砖国家+内部，因此该国在出口增长方面受到部分限制，但无论是通过在其他市场设立公司，还是通过销售组装商品，由于其知识产权和制造增值的质量，预计仍将增加其企业足迹。美元的武器化使得投资离岸基础设施和工厂相比于国债看起来越来越有吸引力，因此前进的道路看起来相当明确。



图6： 中国接触新的经济世界（以百万计）



来源：德意志银行，维基百科



中美贸易问题可能带来意外的上行冲击

关于美国对中国的关税共识在德意志银行的预测20%关税将在2025年分两步实施（其中一步已经宣布）之上。现实可能比这种悲观的信念要更加有利。特朗普政府显然热衷于将关税作为资金来源，并将中国视为经济和战略原因下主要的收入来源。

然而，特朗普总统似乎更看重战术胜利，或许比坚持那些难以获得支持的意识形态立场更为重要。在我们的行业中，我们有投资者，也有交易员。近年来，交易者一直处于上升趋势。也许特朗普总统更像是一位政治交易者，而不是（意识形态上的）投资者。如果是这样，预计他会设定一个相当严格的止损限额。

DeepSeek动摇了世界对能够遏制中国的信念。更好的做法是通过降低监管、提供廉价能源以及相对较低的中间产品进口壁垒来刺激商业，这些产品在国内无法具有竞争力地生产。最后一部分可能需要更长的时间才能实现，但我们预计，来自众议院和参议院成员及商业领袖的内部需求将促使贸易政策回归更经典的共和党立场。这可能需要一些反复磋商，但这位分析师预计，更支持贸易的立场最终将成为正在发展的“美国优先”议程的一部分，尤其是在中期选举之前。

我们认为，政治交易者会寻求尽早锁定立场，因此在2025年上半年达成与中国的贸易协议，并转向关注西半球的问题。快速达成的交易可能涉及有限的关税（正如数据库所预期的那样），对一些当前限制的回退，以及美国和中国公司之间的一些大型合同。如果发生这种情况（而且这位分析师确实如此），预计中国股票将会反弹。

贸易和市场并没有那么紧密相连

贸易和经济实力在历史上一直是密切相关的。因此，我们对发现缺乏将出口与股市表现联系起来的研究感到惊讶。然而，中国的出口与全球货币供应增长密切相关，尽管这一增长正在上升，但现在正在放缓。当我们提示数据库的人工智能平台寻找此类研究时，它告诉我们：“一些研究表明，增加出口可以提升企业收益，从而导致更高的股票估值……（但）一些研究表明，单纯关注出口增长有时可能会以牺牲国内需求为代价，从而潜在地阻碍整体经济增长，进而对股市产生负面影响。”

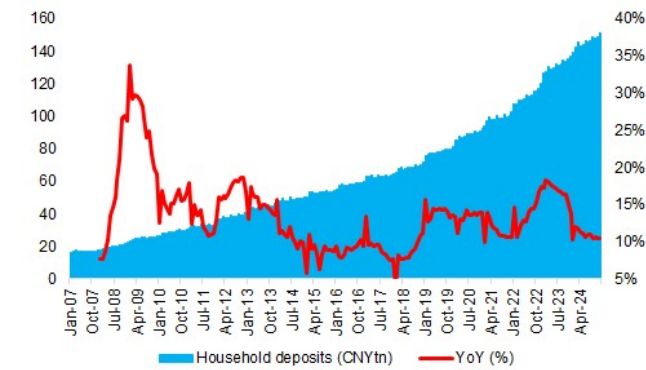
因此，出口下降可能会悖论性地在某种程度上推动股票上涨，至少在一段时间内。中国在各个行业的主导地位伴随着许多领域的过度投资。在太阳能领域，现在有一个遏制供应的努力，如果在其他行业复制，这可能对股票市场产生积极影响，并可能释放一些资本用于国内消费。

家庭存款增长已放缓至名义GDP增长的两倍，但自2020年以来，储蓄增加了10万亿美元，我们预计在中期内将不成比例地释放到消费和股票市场，并看到香港/中国



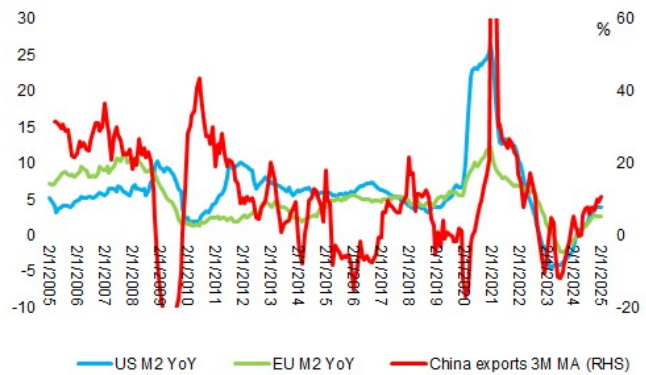
股票在盈利加速和估值重估方面有相当大的上涨空间。

图7：中国家庭银行存款



来源：彭博金融有限公司

图8：美国和欧盟M2与中国出口增长

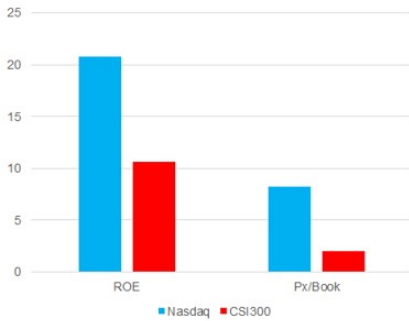


来源：彭博金融有限公司



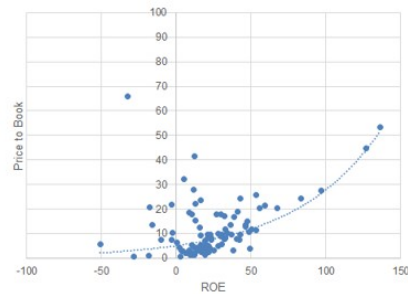
定价市场领导者

图9：中位数市净率与净资产收益率



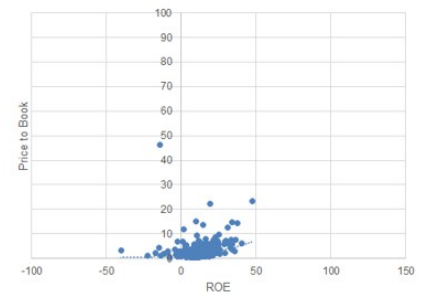
来源：彭博金融有限公司，数据库

图10：市净率与纳斯达克净资产收益率



来源：彭博金融有限公司，数据库

图11：P/B与ROE的CSI300



来源：彭博金融有限公司，数据库

投资科技的一个问题是，利润集中在市场领导者手中，因此可能会发生激烈的竞争以获得该地位。中国的投资者对此问题非常清楚，但领先的科技股，如亚马逊，在某个时刻也是如此。如果我们将CSI300与纳斯达克进行比较，这两个指数都充满了各自领域的全球领导者，我们会发现美国的ROE是中国的两倍，但投资者支付的账面价值却是四倍（8.2倍对2.0倍）。大多数中国的大型股也在香港上市，通常可以以便宜约40%的价格购买，因此接近1倍。如果我们查看MSCI中国指数，它的交易价格比全球指数低创纪录的10个市盈率点，同时也非常接近其估值范围的低端。

随着中国企业在全球的崛起，这种估值折扣在某个时刻应该会转变为溢价。我们相信，投资者在中期内将不得不迅速转向中国，并且将难以在不抬高价格的情况下获取其股票。我们曾持乐观态度，但对找到能让世界觉醒并购买的因素感到困扰，我们认为中国的斯普特尼克时刻（或电动车主导的多个时刻）就是关键。我们预计香港/中国将在中期内继续成为领先市场，就像它们在2024年一样。

图12：MSCI中国与MSCI世界的前瞻市盈率



来源：彭博金融有限公司，数据库



图13：亚太地区模型投资组合

As of Last rebal		05-Feb-25				Price		Return since last rebal		Weighted return
		DB model weight	Prior weight			Local		Local	USD	USD
Australia	MXAU0EN Index	AUD	Aust Energy	20%	20%	199		-2%	-1%	-0.2%
China/HK	HSCIPC Index	HKD	HK Prop & const.	15%	15%	1,367		-4%	-4%	-0.5%
China/HK	HSCICS Index	HKD	HK Consumer Staples	10%	15%	13,188		0%	0%	0.0%
China/HK	MXCN0IN Index	USD	MSCI China Industrials	10%	0%	103		0%	0%	0.0%
Indonesia	MXID0HC Index	IDR	ID healthcare	5%	5%	178.6		-6%	-6%	-0.3%
Korea	MXKR0CS Index	KRW	KR Staples	10%	10%	533.5		3%	5%	0.5%
Korea	KRXMETEL Index	KRW	KR Media & Telcos	15%	15%	670.0		0%	1%	0.2%
Philippines	MXPH0TC Index	PHP	PH Communications	5%	5%	108.6		3%	3%	0.2%
Taiwan	MXTW0MT Index	TWD	TW materials	10%	10%	127.1		1%	1%	0.1%
Deletions										
China/HK	HXC Index	USD	Nasdaq Golden Dragons	0%	5%	7,202		7%	7%	0.4%
Cash				0%	0%					
Total				100%	100%					
DB portfolio since rebalance										0.3%
MSCI APAC index since rebalance (MXAP)						182.6				0.7%
DB portfolio since inception (10 Jan 2023)										24.1%
MXAP index since 10 Jan 23						161.5				13.1%
We select stocks based on: 1) Relative value, 2) Sector and macro thematics, and 3) Broad representation of countries and sectors. We target holding period of 1 year										
Red numbers are weight reductions						Blue numbers are weight increases				

来源：彭博金融有限公司，数据库



附录1

重要披露

*其他信息可根据请求提供

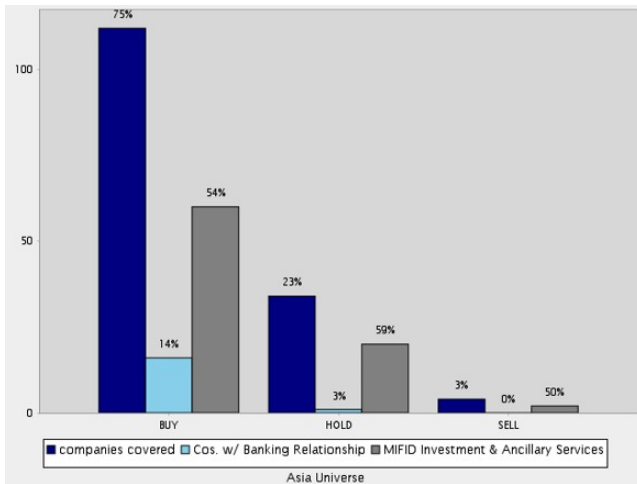
*价格截至上一个交易日结束时为最新，除非另有说明，数据来源于路透社、彭博社及其他供应商的本地交易所。其他信息来源于德意志银行、相关公司及其他来源。有关对本研究主要主题以外的证券所做的推荐或估计的披露，请参见最近发布的公司报告或访问我们网站上的全球披露查询页面 <https://research.db.com/Research/Disclosures/EquityResearchDisclosures>。除了本报告外，重要的风险和冲突披露也可以在 <https://research.db.com/Research/Disclosures/Disclaimer> 找到。强烈建议投资者在投资前查看这些信息。

分析师认证

本报告中表达的观点准确反映了签署的首席分析师的个人观点。此外，签署的首席分析师未曾也不会因在本报告中提供特定推荐或观点而获得任何报酬。彼得·米利肯。



股票评级分布和银行关系



股票评级和分布关键

股票评级分布图描绘了以下内容：

过去12个月中被评为"购买"、"出售"和"持有"的推荐比例。这适用于在所述地区发行的证券，例如"欧洲市场"。请参见下面的评级定义。这在图表中的"覆盖的公司"条形图中表示。条形图上方显示的百分比是该比例的百分比。

例如，条形图上方的50%表示在过去12个月中，德意志银行覆盖的公司中有50%获得了"购买"评级。

在显示"购买"、"出售"和"持有"推荐比例的三个条形图旁边，我们提供两个额外的条形图以显示：

- 德意志银行及其附属机构在过去12个月中提供MIFID投资或附属服务的"购买"、"出售"或"持有"推荐的比例。这在"MIFID投资和附属服务"条形图中表示。条形图上方显示的百分比表示在过去12个月中，德意志银行也提供了MIFID投资和附属服务的覆盖公司中具有给定评级的比例。例如，条形图上方的50%。带有MIFID投资和附属服务的条形图意味着50%的覆盖公司在所述评级下也收到了德意志银行的MIFID投资和附属服务。

- "买入"（或"出售"或"持有"）推荐的比例，其中德意志银行及其附属机构在过去12个月内提供了投资银行服务并获得了补偿。上方显示的百分比表示覆盖公司中具有所述评级的比例，其中德意志银行在过去12个月内也提供了投资银行服务。例如，50%在"公司"上方。带有投资银行关系的条形图意味着50%的覆盖公司在所述评级下也与德意志银行有投资银行关系。

买入：基于当前12个月的TSR观点，我们建议投资者购买该股票。

出售：基于当前12个月的TSR观点，我们建议投资者出售该股票。

持有：我们对该股票在未来12个月持中立观点，基于这一时间范围，我们不建议买入或出售。

TSR = 总股东回报。当前股价到预测目标价的百分比变化加上预测的股息收益率

新发布的研究建议和目标价格取代之前发布的研究。



附加信息

本报告中的信息和意见由德意志银行股份有限公司或其附属机构（统称为“德意志银行”）准备。尽管本报告中的信息被认为是可靠的，并且已从被认为可靠的公共来源获取，德意志银行对其准确性或完整性不作任何声明。本报告中的第三方网站超链接仅为读者提供便利。德意志银行既不认可这些网站的内容，也不对这些网站的准确性或安全控制负责。

如果您在与本报告中讨论的证券的购买或出售相关的情况下使用德意志银行的服务，或在德意志银行分析师的其他沟通（口头或书面）中包含或讨论的证券，德意志银行可能会作为其自身账户的主事人或作为他人的代理人行事。

德意志银行可能会考虑本报告，以决定作为主要交易方进行交易。它也可能以与本研究报告中所持观点不一致的方式，进行自身账户或与客户的交易。德意志银行内部的其他人员，包括策略师、销售人员和其他分析师，可能会持有与本研究报告中所持观点不一致的看法。德意志银行发布多种研究产品，包括基本面分析、股权关联分析、定量分析和交易想法。一种类型的沟通中包含的建议可能与其他类型中的建议不同，无论是由于时间范围、方法论、视角或其他原因。德意志银行及/或其附属公司可能还持有其所撰写的发行人的债务或股权证券。分析师的薪酬部分基于德意志银行股份有限公司及其附属公司的盈利能力，这包括投资银行、交易和主要交易收入。

意见、估计和预测构成了作者截至本报告日期的当前判断。这些观点不一定反映德意志银行的意见，并且可能会在没有通知的情况下发生变化。德意志银行为其覆盖的公司的证券的买卖双方提供流动性。德意志银行的研究分析师有时会提出短期交易想法，这些想法可能与德意志银行现有的长期评级不一致。一些股票的交易想法被列为研究网站上的催化剂呼叫（<https://research.db.com/Research/>），并可以在一般覆盖列表和被覆盖公司的页面上找到。催化剂呼叫代表分析师对某只股票将在不低于两周且不超过三个月的时间框架内表现优于或劣于市场和/或特定行业的高度信念。除了催化剂呼叫，分析师有时还会与我们的客户以及德意志银行的销售人员和交易员讨论交易策略或想法，这些策略或想法涉及可能对本报中讨论的证券市场价格产生短期或中期影响的催化剂或事件，这种影响可能与分析师当前的12个月总回报或投资回报观点相反。德意志银行没有义务更新、修改或修订本报告，也不需要意见、预测或估计发生变化或变得不准确时通知接收者。市场条件的覆盖和变化频率，以及一般和公司特定经济前景的变化，使得在规定的时间内更新研究变得困难。更新完全由覆盖分析师或研究部门管理层自行决定，大多数报告在不规则的时间间隔内发布。本报告仅供信息参考，并未考虑个别客户的特定投资目标、财务状况或需求。这不是购买或出售任何金融工具的要约或要约的招揽，也不是参与任何特定交易策略的邀请。目标价格本质上是不精确的，是分析师判断的产物。本报告中讨论的金融工具可能不适合所有投资者，投资者必须自行做出明智的投资决策。金融工具的价格和可用性可能会在没有通知的情况下发生变化，投资交易可能会因价格波动和其他因素而导致损失。如果金融工具以投资者的货币以外的货币计价，汇率的变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现不一定能预示未来的结果。表现计算不包括交易成本，除非另有说明。除非另有说明，价格截至前一个交易日结束时为最新，并通过路透社、彭博社和其他供应商从当地交易所获取。数据还来自德意志银行、相关公司和其他方。

德意志银行研究部门独立于银行的其他业务部门。有关我们组织安排和信息屏障的详细信息，以防止和避免与我们研究相关的利益冲突，可在我们的网站（<https://research.db.com/Research/>）的免责声明下找到。

宏观经济波动通常占据与承诺支付固定或可变利率的工具相关的大部分风险。对于持有固定利率工具（因此接收这些现金流）的投资者来说，利率的上升自然会提高应用于预期现金流的折现因子，从而导致损失。某一现金流的到期时间越长，折现因子的变动越大，损失就越大。通货膨胀的意外上升、财政资金需求和外汇贬值率是对接收者最常见的不利宏观经济冲击。但对手方风险、发行人信用worthiness、客户细分、监管（包括对不同类型投资者的资产持有限制的变化）、税收政策的变化、货币可兑换性（可能限制货币转换、利润汇回和/或头寸清算）以及与当地清算所相关的结算问题也是重要的风险因素。通过将合同现金流与通货膨胀、外汇贬值或特定利率挂钩，可以减轻固定收益工具对宏观经济冲击的敏感性——这些在新兴市场中很常见。指数修正可能由于构造原因滞后或错误测量其所要跟踪的基础变量的实际变动。在掉期市场中，选择合适的修正（或指标）尤为重要，因为浮动票息（即与通常短期利率参考指数挂钩的票息）与固定票息进行交换。

以与票息所计价货币不同的货币进行融资会带来外汇风险。掉期期权（swaptions）除了与利率变动相关的风险外，还涉及期权的典型风险。

衍生品交易涉及多种风险，包括市场风险、对手方违约风险和流动性风险。



这些产品对投资者的适用性取决于投资者自身的情况，包括他们的税务状况、监管环境以及其他资产和负债的性质；因此，投资者在进行任何类似或受本出版物内容启发的交易之前，应寻求专业的法律和财务建议。期货交易和期权交易的损失风险，无论是国内还是国外，可能是相当大的。由于期货和期权交易中可获得的高杠杆程度，损失可能会超过最初存入的资金金额——理论上可能导致无限的损失。期权交易涉及风险，并不适合所有投资者。在购买或出售期权之前，投资者必须查看《标准化期权的特征和风险》，网址为 <https://www.theocc.com/company-information/documents-and-archives/publications>。如果您无法访问该网站，请联系您的德意志银行代表以获取此重要文件的副本。

外汇交易的参与者可能会面临来自多个因素的风险，包括以下几点：(i) 汇率可能会波动，并且可能会出现大幅波动；(ii) 货币的价值可能会受到众多市场因素的影响，包括世界和国家的经济、政治和监管事件、股市和债市的事件以及利率的变化；(iii) 货币可能会面临贬值或政府强加的外汇管制，这可能会影响货币的价值。投资者在如ADR等证券中，其价值受基础证券货币影响，因此实际上承担了货币风险。

除非适用法律另有规定，所有交易应通过投资者所在司法管辖区的德意志银行实体执行。除了本报告外，重要的冲突披露信息也可以在 <https://research.db.com/Research/> 的每家公司研究页面找到。强烈建议投资者在投资前审阅这些信息。

德意志银行（包括德意志银行股份有限公司、其分支机构和附属公司）并不作为您的财务顾问、顾问或受托人，向您或您的任何代理人（统称为“您”或“您的”）提供本报告中的任何信息。德意志银行不提供投资、法律、税务或会计建议，德意志银行并不作为您的公正顾问，也不对材料中呈现的任何策略、产品或其他信息表达任何意见或推荐。此处包含的信息仅基于接收者将独立评估任何投资决策的优缺点提供，并不构成对任何产品或服务或任何交易策略的推荐或表达意见。

所提供的信息是一般性的，并不针对退休账户或任何特定个人或账户类型，因此以明确的基础提供给您，且这不是建议，您不能依赖它来做出决策。

我们提供的信息仅针对我们认为具有财务素养的人，这些人能够独立评估投资风险，无论是一般性的还是针对特定交易和投资策略的，并且理解德意志银行在其产品和服务的提供中具有财务利益。如果情况并非如此，或者如果您是直接从我们这里收到此信息的IRA或其他零售投资者，我们请您立即告知我们。

在2018年7月，德意志银行修订了其短期投资理念的评级系统，品牌已从SOLAR理念更改为催化剂呼叫（“CC”）；来自美洲地区的催化剂呼叫的评级类别已与全球分析师使用的类别保持一致；并且催化剂呼叫的有效时间期限已从最长180天缩短至90天。

美国：由德意志银行证券公司批准和/或分发，德意志银行证券公司是FINRA和SIPC的成员。位于美国以外的分析师由非美国附属公司雇佣，并未在FINRA注册/资格认证为研究分析师。

欧洲经济区（不包括英国）：由德意志银行股份有限公司批准和/或分发，德意志银行股份有限公司是一家在德意志联邦共和国注册的有限责任公司，主要办公地点位于法兰克福。德意志银行股份有限公司根据德国银行法获得授权，并接受欧洲中央银行和德国联邦金融监管局（BaFin）的监督。本研究报告也由Numis Europe Limited（“NEL”）分发给欧洲经济区客户，作为第三方研究。NEL是一家获得爱尔兰中央银行授权和监管的投资公司

（“CBI”），注册地址为爱尔兰共和国都柏林市码头21-23号，Riverview House，邮政编码D02 FP21。

英国：由德意志银行股份有限公司通过其伦敦分行在伦敦摩尔菲尔德街21号，邮政编码EC2Y 9DB批准和/或分发。德意志银行股份有限公司在英国获得了审慎监管局的授权，并受到审慎监管局和金融行为监管局的有限监管。有关我们授权和监管范围的详细信息可根据要求提供。

香港特别行政区：由德意志银行股份有限公司香港分行分发，除非涉及香港证券及期货条例第571章所指的期货合约的任何研究内容。关于此类期货合约的研究报告不适合由位于、注册、成立或居住在香港的人士获取。研究报告的作者可能未获得在香港进行受监管活动的许可，如果未获得许可，则不声称能够这样做。上述“附加信息”部分中规定的条款应在当地法律和法规允许的最大范围内适用，包括但不限于《证券及期货事务监察委员会持牌或注册人士行为守则》。本报告仅供“专业投资者”使用，专业投资者的定义见《证券及期货条例》附表第1部分。本文件不得被非专业投资者采取或依赖。与本文件相关的任何投资或投资活动仅对专业投资者开放，并将仅与专业投资者进行。



印度：由德意志证券印度私人有限公司（DEIPL）准备，注册号：U65990MH2002PTC137431，注册办公室位于孟买（印度）班德拉库拉综合大楼C-70，14楼，邮政编码400051。电话：+ 91 22 7180 4444。它已由印度证券交易委员会（SEBI）注册为股票经纪人，注册号为：INZ000252437；作为商人银行家，SEBI注册号为：INM000010833，作为研究分析师，SEBI注册号为：INH000001741。DEIPL的合规/投诉官是拉什米·波达尔女士（电话：+91 22 7180 4929，电子邮件ID：complaints.deipl@db.com）。由SEBI授予注册，NISM的认证并不保证DEIPL的表现或对投资者的任何回报提供保证。证券市场的投资存在市场风险。在投资之前，请仔细阅读所有相关文件。DEIPL可能因违反印度法规而收到SEBI的行政警告。德意志银行及其附属公司可能在相关公司中持有债务或头寸。有关关联公司的信息，请参阅年度报告中的“股东结构”部分，网址为：[https:// www.db.com/ir/en/annual-reports.htm](https://www.db.com/ir/en/annual-reports.htm)。

日本：由德意志证券公司（DSI）批准和/或分发。注册号 - 由关东地方金融局（Kinsho）局长注册为金融工具交易商，编号117。协会成员：JSDA、第二类金融工具公司协会和日本金融期货协会。股票交易涉及的佣金和风险 - 对于股票交易，我们通过将交易金额乘以与每个客户商定的佣金率来收取股票佣金和消费税。股票交易可能因股价波动和其他因素导致损失。外国股票的交易可能因外汇波动而导致额外损失。我们可能会对某些类别的投资建议、产品和服务收取佣金和费用。

推荐的投资策略、产品和服务存在本金损失及因市场和/或经济趋势变化和/或市场价值波动而导致的其他损失风险。在决定购买金融产品和/或服务之前，客户应仔细阅读相关的披露文件、招股说明书和其他文档。

'穆迪'、'标准普尔'和'惠誉'在本报告中提及，除非在实体名称中明确指定日本或'日本'，否则在日本并未注册为信用评级机构。未由DSI分析师撰写的关于日本上市公司的报告由德意志银行集团的分析师撰写，覆盖的公司由DSI指定。本报告中提到的一些外国证券未根据日本金融工具和交易法披露。德意志银行的股票分析师设定的目标价格基于12个月的预测期。

韩国：由德意志证券韩国有限公司发行。

南非：德意志银行股份公司约翰内斯堡分行注册于德意志联邦共和国（南非分支注册号：1998/003298/10）。

新加坡：本报告由德意志银行股份公司新加坡分行（新加坡滨海湾一号#18-00南塔，邮政编码048583，电话：65 6423 8001）发布，任何与本报告相关的事项可与其联系。若本报告在新加坡由德意志银行向非合格投资者、专业投资者或机构投资者（根据适用的新加坡法律法规定义）发布或传播，则其对该人士的内容承担法律责任。

台湾：有关在台湾交易的证券/投资的信息仅供参考。读者应独立评估投资风险，并对其投资决策承担全部责任。德意志银行的研究不得向台湾公众媒体分发，亦不得被台湾公众媒体引用或使用，除非获得书面同意。关于在台湾不交易的证券/工具的信息仅供参考，不应被解读为交易此类证券/工具的推荐。

卡塔尔：德意志银行股份公司在卡塔尔金融中心（注册号：00032）受卡塔尔金融中心监管局监管。德意志银行股份公司 - QFC分行仅可进行其现有QFCRA许可证范围内的金融服务活动。其在QFC的主要营业地点：卡塔尔金融中心，塔楼，西湾，第五层，邮政信箱14928，多哈，卡塔尔。此信息由德意志银行股份公司发布。相关金融产品或服务仅向卡塔尔金融中心监管局定义的商业客户提供。

俄罗斯：此处提交的信息、解释和意见不在任何需要在俄罗斯联邦获得许可证的评估或评估活动的背景下，也不构成此类活动。

沙特阿拉伯王国：德意志证券沙特阿拉伯（DSSA）是一家由沙特阿拉伯资本市场管理局授权的封闭式股份公司，许可证号码（编号：37-07073），可以进行以下业务活动：交易、安排、咨询和保管活动。DSSA注册办公室位于沙特阿拉伯王国利雅得阿爾奧拉亞區國王法赫德路費薩利亞大廈17層，郵政信箱301806。

阿拉伯联合酋长国：德意志银行股份公司在迪拜国际金融中心（注册号：00045）受到迪拜金融服务局的监管。德意志银行股份公司 - DIFC分行仅可开展其现有DFSA许可证范围内的金融服务活动。在DIFC的主要营业地点：迪拜国际金融中心，门村，5号楼，邮政信箱504902，迪拜，阿联酋。此信息由德意志银行股份公司发布。相关金融产品或服务仅向迪拜金融服务局定义的专业客户提供。

澳大利亚和新西兰：本研究仅针对根据澳大利亚公司法和新西兰金融顾问法的定义的“批发客户”。请参阅澳大利亚特定的研究披露和相关信息，网址为 https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000521304.xhtml。在哪里



研究提到的任何特定金融产品，研究的接收者应在做出是否购买该产品的决定之前，考虑任何产品披露声明、招股说明书或其他适用的披露文件。在准备本报告时，主要分析师或协助准备本报告的个人可能已与本研究所涉及的公司联系，以确认/澄清数据、事实、声明、使用公司来源材料的许可以及/或现场访问的参与。未经研究管理部门的事先批准，分析师不得接受来自当前或潜在银行客户的旅行、住宿或其他费用，这些费用是分析师参加现场访问、会议、社交活动等所产生的。同样，在未获得研究管理和反贿赂与腐败（“ABC”）团队的事先批准之前，分析师不得接受他们所覆盖的发行人提供的个人使用的好处或其他有价值的物品。

本报告中讨论的证券、其他金融产品或发行人的附加信息可根据请求提供。未经德意志银行事先书面同意，本报告不得复制、分发或发布。

回溯、假设或模拟的业绩结果具有固有的局限性。与基于实际客户投资组合交易的实际业绩记录不同，模拟结果是通过具有后见之明的回溯模型的追溯应用而实现的。考虑到历史事件，业绩的回溯也与实际账户业绩不同，因为实际投资策略可能会因任何原因随时调整，包括对重大、经济或市场因素的响应。回溯业绩包括假设结果，这些结果不反映股息和其他收益的再投资，也不扣除顾问费用、经纪费或其他佣金，以及客户可能支付或实际支付的任何其他费用。没有任何声明表明任何交易策略或账户将或可能会实现与所示相似的利润或损失。替代建模技术或假设可能会产生显著不同的结果，并证明更为合适。过去的假设回溯结果既不是未来收益的指标，也不是保证。实际结果可能会与分析结果显著不同。

本文所述的个体环境、社会和治理（E,S,G）及综合ESG评分的计算方法是由德意志银行股份公司的研究部门开发的一种新方法，采用系统化的方法计算，且没有人为干预。不同的数据提供者、市场部门和地理区域在ESG分析中采用不同的方法，并以多种方式纳入研究结果。因此，本文提到的ESG评分可能与市场上其他ESG数据提供者开发和实施的等效评级不同，也可能与德意志银行集团内其他部门开发和实施的等效评级不同。这些ESG评分也与德意志银行股份公司发布的研究报告中历史上应用的其他评级和排名不同。此外，这些ESG评分并不代表德意志银行股份公司的正式或官方观点。需要注意的是，将ESG因素纳入任何投资策略的决定可能会限制参与某些投资机会的能力，而这些机会本来与您的投资目标和其他主要投资策略是一致的。主要由可持续投资组成的投资组合的回报可能低于或高于未考虑环境、社会和治理（ESG）因素、排除或其他可持续性问题的投资组合，并且此类投资组合可用的投资机会可能有所不同。公司在所有环境、社会和治理或可持续投资问题的高绩效标准上可能并不一定符合；也没有任何公司在企业责任、可持续性和/或影响绩效方面满足期望的保证。

版权 © 2025 德意志银行股份有限公司



大卫·福尔克茨-兰道

集团首席经济学家兼全球研究负责人

帕姆·芬内利
全球首席运营官
研究

史蒂夫·波
拉德 全球公司研究与销售
负责人

吉姆·里
德 全球宏观与
主题研究负责人

蒂姆·罗科
萨 德国研究负责
人

杰瑞·加拉赫
欧洲公司研究负责
人

马修·巴纳德 美
洲公司研究负责人

彼得·米利肯
亚太公司研究
负责人

黛比·琼斯 全
球可持续性与数据创新研究负
责人

萨米尔·戈尔
新兴市场与亚太区全球负责人
研究

弗朗西斯·雅雷德
利率研究全球负责人

乔治·萨拉维洛斯
外汇研究全球负责人

彼得·胡普
研究副主席

国际生产地点

德意志银行股份有限公司

德意志银行大厦
16层
亨特街与菲利普街交汇处
悉尼, NSW 2000
澳大利亚
电话: (61) 2 8258 1234

德意志银行股份有限公司

21 Moorfields
伦敦 EC2Y 9DB
英国
电话: (44) 20 7545 8000

德意志银行股份有限公司

股票研究
美因河岸大街11-17号
60329 法兰克福
德国
电话: (49) 69 910 00

德意志银行证券公司

德意志银行中心
哥伦布圈1号
纽约, NY 10019
电话: (1) 212 250 2500

德意志证券有限公司

香港分行
国际商业中心,
西奥斯特路1号, 九龙,
香港
电话: (852) 2203 8888

德意志证券公司 1-3-1 麻

布台 麻布台山
森JP大厦 港区, 东京 106-004
1 日本 电话: (81) 3 6730 100
0