

# 2026年中国投资展望

**过弯加油：马年牛腾；东升西不落——政策利好有望超预期**

**Acceleration Post-turn: Horse Year Bull Run; East Ascends, West Sustains —— Policy Surprises on the Upside**



## 1. 改革过弯：政策进取的关键前提与上行惊喜

经过约 12 年铺排推进的**地方政府权责重构**已基本过了最难的“减速过弯”阶段。这为财政、产业、货币、信贷政策从“防御”到“进取”提供了制度基础。我们认为后续的政策利好有望超预期，兼备可行性和必要性；预计到 2026 年年中，市场当前对 PPI 和 CPI 的偏保守预期将迎来实质性扭转。

## 2. 新增长引擎：战略产业拉动需求+适度通胀

激活经济的核心在于通过**适度通胀与活跃资本市场**，引导高净值存量资金流入投资及消费环节。政策扶持应聚焦于**拉动科技制造、生物医药、医疗保险、品牌文娱**等高估值、低内卷产业的**市场需求**，以企业收入和盈利带动居民收入和财富的增加，撬动消费复苏。我国第三产业就业占比不足 50%；从国际经验看，出口贸易迈过规模门槛后，正是**文化娱乐产业**崛起出海的窗口期。

## 3. 产业追赶：政策赋能与产业生命周期规律

政府扶持在美日等国科技崛起中起到关键作用；中国尤其需要政府引导**拉动科技相关行业的市场需求**。当前中国科技领域的收入与盈利能力与美国存在显著差距，这是产业生命周期与经济发展阶段的客观规律。“**不是不报，时辰未到**”，电信、互联网、银行、消费等具备本土市场独立性的行业，尽管中国起步滞后美国十多二十年，且初期行业总市值仅为美国的几个百分点，却都能在 10-15 年内追赶至基本相当甚至后来居上。当下我国**半导体芯片行业和生物医药行业**的市值分别不到美国的 1/10 和 1/40，成长空间巨大。

## 4. 外部环境：战略性缓与未释放的全球潜力

中美关系进入战略性缓和期，双方均致力于培育内生动能。与此同时，**全球的潜在增长率**还很低，巨大的增量空间有待发掘。**修昔底德陷阱**完全可以通过理性的战略选择予以规避。

## 5. 全球格局：东升西不落，智启新程

一方面美国仍是全球**流动性的龙头和资产估值的锚**；另一面**海外市场乃至出海**是中国企业的重要选择。从现金流、估值和应用进度看，AI 驱动的投资浪潮才刚起步——它既是中国跨越**中等收入陷阱、撬动存款搬家**的核心引擎，也是**美国制造业回流**的关键催化剂。全球增长动力高度聚焦中美；中国贡献了全球增长的 30% 左右，但 MSCI 所有国家全球指数中**中国的权重不到 3%**，中国资产的配置和重估逻辑清晰。

## 6. 市场展望：盈利与估值双轮驱动

我们预测 2026 年中国股市核心宽基指数整体**涨幅有望超过 40%**，驱动力来自接近**20%的盈利增长和 20%的估值提升**。市场将呈现轮动格局：科技制造、生物医药、国防军工、有色等板块有望领涨；而通讯、互联网、券商保险、新消费、品牌文娱、地产及黑色系板块则具备补涨潜力。

中銀國際研究有限公司

陈昊飞博士

(852) 3988 6417

haofei.chen@bocigroup.com

张婉

(852) 3988 6428

wan.zhang@bocigroup.com

## 第一章、改革过弯：政策进取的关键前提与上行惊喜

经过 12 年铺排推进的地方政府权责重构已基本走完了最难的“减速过弯”阶段，这为财政、产业、货币、信贷政策从“防御”到“进取”提供了制度基础。我们认为后续的政策利好有望超预期，兼备可行性和必要性；预计到 2026 年年中，市场当前对 PPI 和 CPI 的偏保守预期将迎来实质性扭转。

### 一、改革过弯：为未来三十年的发展格局奠定新的制度基石

#### （一）历史之镜：两轮改革，同一逻辑——历时 14 年的治理周期规律

要深刻理解当前改革的战略意义，必须将其置于新中国央地关系调整的长河中审视。上一轮深刻塑造中国政治经济格局的变革，正是以 1980 年“分灶吃饭”财政包干制为起点、以 1994 年分税制改革为决定性成果的央地权责大调整。从 1980 年到 1994 年，此轮改革历时 14 年，其核心是打破计划经济时代的“统收统支”，通过向地方放权让利，极大地激发了地方政府发展经济的积极性，塑造了以 GDP 增长为核心的区域竞争模式，为中国经济奇迹奠定了基本的激励基础。

本轮改革与之相似。它以约 2013-2014 年（十八届三中全会召开，提出“建立事权和支出责任相适应的制度”）为起点，至今已推进约 12 年，现已基本走完了最难的“减速过弯”阶段。这再次印证了涉及央地关系这一国家治理核心关系的深层调整，需要一个 10 年以上的渐进周期来完成理念转变、利益博弈、制度设计和全面落地。这并非偶然，而是由中国超大规模国家的复杂性和治理的艰巨性所决定的客观规律。

#### （二）本轮改革的核心：从“增长竞赛”到“协同发展”的治理范式革命

以“权责清晰、财力协调、区域均衡”为目标的地方政府权责重构已进入制度定型与全面落地的“收官阶段”。其核心使命，是推动地方政府角色从“属地 GDP 的单一竞争者”彻底转向“全国统一大市场下的协同发展践行者”。

这一转变绝非口号，而是由一套互为犄角、具备强制约束力的系统性政策工具包作为支撑，旨在根除旧有发展模式的制度根基。其核心支撑可概括为以下六点：

- （一）**财政基础重构**：核心是建立与新发展理念相匹配的地方税体系，例如推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，以及优化共享税的地方分享比例，从源头上削弱对土地财政和同质化竞争的依赖。
- （二）**考核指挥棒转向**：建立高质量发展综合绩效评价体系，大幅提升科技创新、生态保护、居民增收等质量效益指标的权重。
- （三）**统一市场监管强化**：通过强化公平竞争审查的刚性约束，着力破除地方保护主义和区域壁垒。
- （四）**跨区域利益共享与成本补偿**：探索建立横向生态补偿、税收分享等机制，使“合作”成为有利可图的选择。
- （五）**民营经济深度融入**：鼓励民企参与国家技术攻关，利用市场力量提升协同效率。
- （六）**微观政策一致性审核**：建立上级对下级政策的合规性审查机制，防止“上有政策、下有对策”。

#### （三）底层逻辑：为何改革必须遵循渐进式路径？

改革过弯的顺利推进，得益于改革节奏精准契合了三大现实逻辑：

- **第一个现实逻辑是财政安全阀逻辑**：改革无法一蹴而就，必须尊重“土地财政依赖逐步淡化”的客观现实。2020-25 年的房地产深度调整，客观上加速了地方财力结构的洗牌，为破除旧有路径依赖提供了关键的时间窗口。

- **第二个现实逻辑是制度成熟度逻辑：**从顶层设计的提出，到在科技、教育等数十个领域出台详细的央地财政事权和支出责任划分改革方案，再到省以下财政体制改革指导意见的出台，制度框架经历了从原则到细则的漫长沉淀，为“过弯”奠定了法制基础。
- **第三个现实逻辑是治理思维转型逻辑：**官员激励体系的转变；通过考核迭代和问责强化，驱动数十年形成的“GDP 竞赛”思维，转向关注公共服务、协同发展的新治理观，这需要持续的培训与实践。

## 二、政策启示：为何权责改革是宏观政策发力的前提？

尤为关键的是，地方政府权责改革的实质性突破，是未来一切宏观政策高效传导的微观基础。当前经济面临的投资、需求缺口，确需财政、产业、货币、信贷等政策适度进取，跨周期、逆周期的来填补这个缺口。目前发力前提已然成熟：

- **权责改革奠定财政、产业政策发力的新基础。**在权责清晰的框架下，中央的国债资金和一般性转移支付能够更精准地投向公共服务和跨区域重大项目，避免陷入“为稳增长而变相强化地方投资冲动”的悖论。
- **同时，权责改革为货币和信贷政策传导形成新路径。**当地方竞争行为得到规范，货币和信贷政策的“水流”才能依据统一市场的效率原则，而非地方保护的“洼地”进行配置，真正服务于战略产业。

## 三、适时发力：财政、产业、货币、信贷等政策发力的必要性与可行性

在地方政府权责改革基本完成“过弯”阶段的关键节点，宏观政策适时加力提效，其必要性与可行性已具备充分的现实支撑，将成为推动并固化经济迈向高质量发展的核心抓手。

### （一）政策发力的必要性：内需提质增效仍需政策引导助力

当前中国经济处于复苏进程的关键阶段，内需领域的结构优化与动能提升，需要政策通过跨周期与逆周期调节予以引导和赋能。

**首先是投资端增长动能有待优化：**固定资产投资增速从 2023 年下半年开始已连续 10 个季度在 3% 到略高于 4% 的区间运行，2025 年下半年增长加速回落。

**其次是储蓄消费结构有待动态平衡：**2025 年前 11 个月人民币存款增加 24.73 万亿元，其中住户存款增加 12.06 万亿元，非银行业金融机构存款增加 6.74 万亿元，财政性存款增加 2.04 万亿，非金融企业存款增加 1.09 万亿。绝大多数存款集中在少数的高净值家庭中，如何激活这部分人的投资和消费至关重要。

### （二）财政政策发力的可行性：资产储备坚实与政策空间充裕的双重保障

我国政府拥有规模可观的资产储备与充足的政策操作空间，为财政政策精准发力提供了坚实基础，能够通过多元化手段实现提质增效。

**首先是资产规模构筑坚实支撑：**目前全国国有企业（含金融企业）净资产总额应该已超过 200 万亿元，庞大的资产池为财政政策的有序实施提供了稳固的信用支撑与风险缓冲。这与部分经济体“重负债、轻资产”的结构形成鲜明区别，构成我国财政扩张的独特优势。

**其次是赤字率仍有合理调整空间：**2025 年我国广义赤字率预计为 8.6%，其中，狭义赤字率（一般公共预算赤字率）为 4%；每增加一个百分点就是新增 1.5 万亿元财政支，可出用于战略产业拉动需求与基建补短板。这一水平显著低于美国常态下的 6.6%，与法国与意大利常态下 4%-5% 的赤字率基本相当。从累计口径看，截至 2024 年末我国政府债务余额（含法定+隐性）92.6 万亿元，对应占 GDP 的比重为 68.7%；同期美国联邦政府债务占 GDP 的比重 113.7%，法国 113.1%、意大利 135.1%、英国 100.2%、日本 212.7%、德国 62.2%，我国累计政府债务负担显著低于主要发达经济体。

更何况，我们不能简单地与国际上的赤字率数值作对比，例如，我国有巨额国有资产作为后盾，当年赤字率每上升1个百分点对应增加1.5万亿元支出规模，相较于巨量资产而言占比极低。而部分国家仅以负债为支撑，缺乏相应的资产储备，**简单用国际标准来做参考（不考虑巨大的个体差异）无异于被人误导、自捆手脚。**

最后国有资本分红潜力有待挖掘：目前国有企业净利润上缴国家财政的比例约为10%-25%，而国际成熟市场国有企业分红比例普遍在60%-70%。按2024年全国国有企业（不含金融机构）净利润4.35万亿元测算，若分红比例适度提高10个百分点，可新增财政收入超4,350亿元，为财政支出拓展稳定资金来源，助力形成“资产增值-分红增收-政策发力”的良性循环。若2026年股市延续向好态势，金融类国企投资收益与净利润有望显著增厚，在满足资本补充与风险缓冲要求的前提下，可适度提高分红比例，进一步扩大财政增收空间。

### （三）货币政策发力的可行性：汇率环境稳健与政策协同空间充足

当前全球货币政策呈现分化格局，人民币汇率保持基本稳定，为国内货币政策灵活调控创造了有利的外部条件，可与财政政策形成高效协同效应。

全球政策环境提供有利缓冲：2025年末全球货币政策进入“多速调整”阶段，美联储在连续3次降息后将联邦基金利率降至3.50%-3.75%，2026年预计将根据经济形势适度调整，并开启扩表；欧洲央行暂停降息进程；日本央行采取谨慎加息节奏。主要发达经济体货币政策基调整体稳健，为国内政策操作营造了稳定偏松的外部环境。

人民币汇率保持稳健运行态势：美元指数呈现阶段性波动特征，2025年末在岸人民币兑美元即期价报6.99；人民币过去几年实际贬值明显，当前具有一定的升值潜力；最近预期人民币升值的研究报告和舆论也越来越多，人民币汇率展现出较强的韧性。这一格局有效缓解了货币政策灵活调控的外部约束，为政策操作提供了充足空间。

政策工具具备灵活操作空间：当前存款准备金率仍有下调空间，实体经济融资成本也存在进一步优化的潜力。央行可通过降准、降息以及结构性政策工具灵活调节市场流动性，推动贷款市场报价利率（LPR）合理下行，降低制造业、战略产业等重点领域的融资成本，与财政支出、产业政策、和信贷政策形成协同发力格局，引导存量资金更高效地流入实体经济。

## 第二章、新增长引擎：战略产业引领与适度通胀预期的协同作用

激活经济内生动力，关键在于构建“战略产业引领+适度通胀预期”的双轮驱动框架。这一模式区别于传统需求刺激路径，其核心在于通过优化资本配置效率、培育高质量供给端，依托收入效应与财富效应撬动消费自然复苏，最终实现经济质效双升。

### 一、适度通胀是疏通经济循环的关键催化剂

当物价进入合理回升通道，市场需求回暖信号趋于明确，将直接激发企业扩产与研发积极性，进而带动就业岗位增加。对居民部门而言，在“现金购买力稀释”的预期下，其减少被动储蓄、增加即期消费与权益资产配置的动力将增强，有助于推动资金从沉淀状态转向流通状态。日本的案例说明，“购买力贬值的威胁”比“压低实际利率水平”更有利于刺激投资和消费。

资本市场的活跃是连接通胀与产业的重要桥梁。在适度通胀且货币政策未过度收紧的背景下，充裕的市场流动性更易导向具有长期增长潜力的领域。此时若能将资金引导至战略产业，可形成“资本赋能产业、产业反哺资本”的良性循环。

## 二、战略产业是承载资本与创新要素的核心支柱

战略产业相比传统产业，具有高成长性、低内卷化及高估值溢价的鲜明特征，是经济转型的核心载体。其高估值溢价反映了资本市场对其长期成长空间的定价逻辑——即使当前盈利部分依赖政策支持，尚不完全具备持续性，市场仍可能给予 30 倍、50 倍乃至更高的市盈率水平。

这一特性使得政策扶持的杠杆效应被数倍放大。少量政策性资金投入即可撬动资本市场对产业进行价值重估，吸引大量社会资本涌入，其拉动效应远非传统产业政策可比。

从资金沉淀结构看，居民财富分布的差异化特征决定了“存款搬家”的关键在于激活高净值群体的存量资金。对高净值人群而言，现金类资产的吸引力高度依赖实际利率与资产增值预期。在通缩或低通胀环境下，现金实际购买力提升，资金倾向于沉淀；而当适度通胀（如 3%）与资本市场向好并存时，高净值群体为规避购买力缩水风险，将主动加大权益资产配置，促使庞大存量资金进入投资与消费领域（需要鼓励高收入群体增加消费；例如美国的消费带有明显的 K 型特征）。

相较而言，提升普通居民收入水平对经济的拉动作用更具渐进性。普通居民收入增长后的消费多集中于基础领域，对战略产业的直接拉动有限，且其收入增长依赖就业市场与薪资改善，过程较长。单纯依靠社保完善来提振消费与投资意愿，也存在政策时滞长、见效慢的特点。这类政策主要针对中低收入群体，而该群体的边际消费和投资倾向相对偏低，相应支出的资金规模有限，对资本市场和战略产业的直接支撑作用短期内不易显现。

## 三、战略产业的四大方向与联动路径

**科技制造、生物医药、医疗保险、品牌文娱构成战略产业的核心矩阵。**科技制造聚焦高端装备、半导体、新能源等硬科技领域，是产业链安全的“压舱石”；生物医药无论是不是“老年化”，都是刚性需求；品牌文娱则瞄准消费升级，依托文化自信打造民族品牌。

尤其需要强调的是，医疗保险产业需跳出单纯民生保障思维，走“商业保险+产业投资”的联动路径。通过政策引导中高收入群体购买商业健康险，不仅能补充基本医保，其保费资金更可通过专业投资渠道注入生物医药创新领域，形成“保险资金赋能产业创新、产业发展反哺保险收益”的良性循环。此模式能盘活高净值群体存量资金，为战略产业引入长期资本，经济拉动效率优于单纯民生补贴。

## 四、发展服务、文化娱乐等第三产业

这一选择也契合中美两国当前的就业结构差异与发展需求。截至 2024 年，全国第三产业就业人员占比约为 48.7%，尚未突破 50% 的临界点。在此背景下，服务、文化娱乐等第三产业具备就业门槛相对多元、岗位容纳能力强、产业链延伸空间广的显著优势，既能吸纳技能型人才从事创意策划、运营管理工作，也能为普通劳动者提供服务执行、场地运维等基础岗位，是名副其实的就业“蓄水池”。

反观美国，其产业结构呈现典型的“去工业化”后特征，第三产业就业占比长期稳定在 80% 以上，而制造业就业占比则从巅峰时期的 30% 以上萎缩至当前的不足 9%，制造业岗位流失不仅导致产业空心化问题凸显，更带来了蓝领阶层就业机会减少、区域经济发展失衡等衍生问题。因此，美国近年来持续推动制造业回流政策，通过税收优惠、产业补贴、贸易壁垒等手段吸引本土企业和海外工厂回迁，核心目的正是依托制造业的复苏来拓宽就业渠道，缓解国内就业结构性矛盾。

中美两国这种就业结构与产业发展需求的反向特征，恰恰印证了产业政策制定需立足自身国情的基本原则，也为我国发展服务、文化娱乐等第三产业提供了清晰的逻辑支撑。

从国际经验来看，美国、日本、韩国等经济体的发展历程均已印证，当经济发展到一定阶段、出口贸易规模与质量达到相应水平后，往往会迎来文化娱乐产业崛起并加速出海的窗口期：美国好莱坞影视、日本动漫游戏、韩国流行文化的全球输出，均是在其制造业与对外贸易奠定坚实经济基础后，实现的文化产业跨越式发展。当前中国正处于这一关键节点，对外贸易规模稳居全球前列，经济转型升级步伐持续加快，发展品牌文化娱乐产业不仅能够有效吸纳国内就业，更可借势推动文化产品出海，实现经济价值与文化价值的双重提升。

### 五、传导路径：拉动需求，形成收入与消费的良性循环

战略产业的主要支持政策应该聚焦“拉动需求”，成为科技公司的收入和盈利；企业盈利改善带动员工薪酬与分红提升，增加居民可支配收入；相关上市公司股价上涨带来财产性收入增长。收入与财富的双重提升将增强居民消费信心与能力，推动消费升级，进而倒逼产业端优化供给，形成“产业增长—收入提升—消费扩容—产业升级”的经济循环。

综上，“适度通胀预期+战略产业引领”的组合是补充当前经济内生动力的有效路径。此模式聚焦高质量发展，通过政府引导、资本入市、产业增长、消费刺激的良性互动，为经济增长注入持久动能。

## 第三章、产业追赶：政策赋能与产业生命周期规律

政府扶持在美日等国科技崛起中起到关键作用。当前中国科技领域盈利能力与美国存在显著差距，这是产业生命周期与经济发展阶段的客观规律；“不是不报，时辰未到”，电信、互联网、银行、消费等具备本土市场独立性的行业，尽管中国起步滞后美国十几年，且初期行业总市值仅为美国的几个百分点，却都能在10-15年内追赶至基本相当甚至超越。当下我国头部半导体芯片行业体量仅为美国的十分之一，未来成长空间巨大。

### 产业追赶：政策赋能与产业生命周期规律

国家经济的发展轨迹，恰似人生的成长历程——不同阶段必然有适配的核心增长引擎，主导行业的迭代更替遵循着“从要素驱动到创新驱动”的底层逻辑。这种行业轮动并非偶然，而是经济发展水平、技术成熟度与市场需求演进的必然结果，而其中从“体力型”增长向“脑力型”增长的转型，正是跨越中等收入陷阱的关键，也是最难突破的瓶颈。

美国的发展历程堪称这一规律的典型范本：19世纪至20世纪初，美国处于经济“青年期”，依托丰富的自然资源与劳动力，铁路、钢铁等资本密集型、劳动密集型产业成为主导——铁路网络的铺设打通了全国市场，钢铁产业为工业扩张提供基础材料，这一阶段如同人年轻时靠体力与时间积累原始资本，核心竞争力源于规模效应与要素投入。

20世纪中期，随着工业化推进，美国经济步入“壮年期”，汽车、房地产行业崛起，成为新的增长引擎：汽车工业带动上下游产业链协同发展，房地产市场的繁荣激活消费与投资双重需求，此时的增长开始依赖资本深化与产业协同，如同人中年初期靠经验与资源整合提升效率。

20世纪末至今，美国进入“成熟期”，科技产业成为绝对主导，从计算机、互联网到如今的AI、算力领域，微软、苹果、英伟达等企业引领全球，增长动力彻底转向技术创新与数据驱动，恰似人中年后期靠核心能力与智慧创造价值，竞争力源于不可复制的技术壁垒与创新生态。

这种从“铁路→钢铁→汽车→科技”的主导行业更替，完美印证了罗斯托经济成长阶段理论中“起飞阶段→向成熟推进阶段→追求生活质量阶段”的演进逻辑。

这一规律在全球其他国家同样适用。德国、日本等国在工业化进程中，也曾经历从纺织、钢铁等轻工业、重工业主导，到汽车、电子等制造业升级，再到高端制造与服务行业协同发展的阶段，其第二产业长期保持 30% 左右的 GDP 占比，形成坚实的产业升级底座。而对于后发国家而言，经济“青年期”的增长往往更具优势——依托劳动力成本低、技术引进便捷等后发红利，劳动密集型产业与资本密集型产业能快速扩张，实现经济快速增长，如同年轻人凭借体力快速积累财富。但当经济发展到中等收入水平，“青年期”的增长模式便难以为继：劳动力成本上升导致要素驱动优势消失，技术引进的天花板显现，此时必须向“中年期”的创新驱动转型，让科技、高端制造等依赖技术与经验的行业成为新主导。

然而，这场“青年到中年”的转型，正是中等收入陷阱的核心症结所在。联合国报告显示，自 1990 年以来，仅 34 个国家成功跨越中等收入阶段，多数国家卡在转型关口。其难点在于，转型需要彻底重构经济增长的底层逻辑：从依赖“汗水”（劳动力、资源投入）转向依赖“智慧”（技术创新、人力资本），不仅需要长期的研发投入、完善的知识产权保护体系，还需要解决教育与技能错配、人力资本积累不足、财富分配逻辑重塑、政府功能调整等结构性问题。就像一个习惯了靠体力谋生的人，要转型为靠技术与经验立足，需要重新学习、打破路径依赖，过程充满阵痛与不确定性。许多国家正是因未能完成这种转型，既无法与低收入国家在劳动密集型产业上竞争，又难以与高收入国家在科技与高端制造领域抗衡，最终陷入增长停滞。

产业追赶正是政策引导与产业生命周期规律共同作用的结果，全球科技产业发展已充分验证这一结论。美日科技崛起中，政策扶持是关键推力；当前中国科技与美国科技的盈利差距，是产业生命周期与经济发展阶段的客观体现——美国当前市值最高的科技行业，在二十年前、甚至在十年前，大多还上不了榜（表 1）。



**图表 1-2. 中国股票市值排名 (十亿美元)**

7/23/2004		7/23/2014		7/23/2024		11/28/2025		Check
证券简称	总市值	证券简称	总市值	证券简称	总市值	证券简称	总市值	
中国石油	87	中国石油	228	腾讯控股	437	腾讯控股	719	333.2
中国石化	73	中国移动	220	工商银行	275	农业银行	386	4.9
中国移动	59	工商银行	205	贵州茅台	256	工商银行	381	9.0
中国电信	27	建设银行	184	中国石油	235	阿里巴巴	372	90.3
中国海油	19	腾讯控股	150	农业银行	226	建设银行	281	24.8
华能国际	19	农业银行	127	中国移动	213	贵州茅台	257	1.7
中银香港	18	中国银行	120	拼多多	185	中国银行	255	8.3
中国人寿	15	中国石化	100	阿里巴巴	184	中国石油	247	0.2
香港中华煤气	10	中国海油	80	建设银行	179	中国移动	246	4.5
中国联通	10	百度	70	中国银行	178	宁德时代	242	0.5
宝钢股份	10	中国人寿	68	中国海油	129	汇丰控股	241	71.0
长江电力	9	中国平安	57	招商银行	116	工业富联	170	5.5
中国平安	8	交通银行	48	宁德时代	115	拼多多	165	8.8
九龙仓集团	8	中国神华	47	中国神华	109	招商银行	156	2.3
招商银行	7	中国电信	43	长江电力	105	中国人寿	154	10.6
兖矿能源	7	招商银行	43	中国石化	103	中国平安	143	5.8
太古股份公司A	6	中国联通	39	中国人寿	101	小米集团-W	137	4.3
国泰航空	6	京东	38	比亚迪	98	中国海油	133	13.8
上海石化	6	民生银行	33	中国平安	97	比亚迪	119	2.9
中国铝业	6	中银香港	32	美团-W	94	迅销-DRS	116	3.2
中信股份	5	中信银行	31	中国电信	77	中国神华	113	4.3
宁沪高速	5	贵州茅台	30	五粮液	69	友邦保险	109	2.1
恒隆地产	5	中国太保	30	工业富联	68	紫金矿业	107	10.0
马钢股份	4	兴业银行	30	交通银行	68	长江电力	97	2.2
浦发银行	4	上汽集团	30	邮储银行	66	邮储银行	94	1.6
中远海能	4	浦发银行	28	美的集团	61	中国石化	93	3.6
大唐发电	4	中国海外发展	24	紫金矿业	60	交通银行	89	2.2
民生银行	4	九龙仓集团	23	网易	59	网易	87	0.3
中国财险	4	香港中华煤气	23	小米集团-W	54	美的集团	87	1.0
裕元集团	4	中信证券	22	兴业银行	49	中国电信	86	0.7
中芯国际	4	中国财险	22	农夫山泉	48	中芯国际	85	4.4
浙江沪杭甬	3	中国信达	20	迈瑞医疗	47	中际旭创	81	0.2
中远海运港口	3	光大银行	19	中信银行	43	美团-W	81	1.2
上汽集团	3	平安银行	18	京东	42	寒武纪-U	79	7.9
南方航空	3	中国旺旺	18	京沪高铁	40	海光信息	71	0.8
招商局港口	3	比亚迪	18	立讯精密	39	农夫山泉	71	3.6
上海机场	3	中国人民保险集团	18	海康威视	39	香港交易所	67	2.4
中国东航	3	万科A	18	恒瑞医药	37	五粮液	65	1.5
华夏银行	3	长江电力	17	中信证券	37	兴业银行	63	3.7
华润啤酒	3	大秦铁路	17	浦发银行	35	立讯精密	59	0.7
江西铜业	3	海螺水泥	16	万华化学	35	宏利金融-S	59	0.3
粤电力A	2	上港集团	16	中国太保	35	中信银行	58	0.0
海螺水泥	2	康师傅控股	16	牧原股份	34	恒瑞医药	58	1.8
石化油服	2	东风集团股份	15	陕西煤业	32	中信证券	57	2.5
中兴通讯	2	华能国际	15	中国广核	32	浦发银行	54	0.4
中能股份	2	中国建筑	15	中国建筑	32	阳光电源	54	1.3
五粮液	2	海通证券	15	百度	32	东方财富	52	0.9
中远海发	2	周大福	15	山西汾酒	32	中国人保	51	0.4
TCL科技	2	联想集团	14	携程集团	32	中银香港	51	0.4
中信证券	2	格力电器	14	中银香港	32	中国财险	50	0.6
新创建集团	2	华润电力	14	海尔智家	31	渣打集团	50	0.8
华润电力	2.0375	长城汽车	13.8314	中国核电	31.0248	携程集团	49	0.2
联想集团	2.0119	恒隆地产	13.7712	中国人保	30.2311	新易盛	49	0.6
创科实业	1.9785	中国重工	13.6384	格力电器	30.0777	洛阳钼业	48	0.3
嘉里建设	1.9759	昆仑能源	13.6006	华能水电	30.0278	紫金黄金国际	48	0.2
恒隆集团	1.965	美高梅中国	13.5302	中国中车	29.356	京东集团	48	2.2
载通	1.9347	恒安国际	13.2705	中国联通	29.279	中信股份	46	0.3
平安银行	1.9137	美的集团	13.2557	泸州老窖	27.9482	国泰海通	45	0.6
						中国太保	45	0.8
						北方华创	44	4.6
						牧原股份	39	0.3
						海康威视	39	38.9

数据来源: 万得资讯、彭博、中银国际研究

电信、互联网、银行、消费等具备本土市场独立性的行业, 虽起步滞后美国十几年来, 初期总市值仅为美国的几个百分点, 却能在 10-15 年内追赶至相当甚至超越 (表 2-5)。当下中国头部半导体芯片行业体量仅为美国的十分之一 (表 6), 成长空间巨大, 下文将从市值维度, 结合各行业追赶时间与关键节点展开分析:

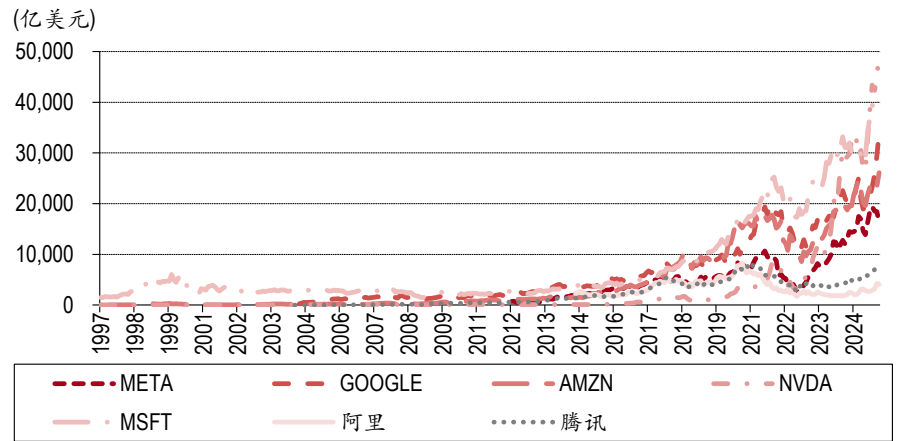
图表 2. 中美通信市值



数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

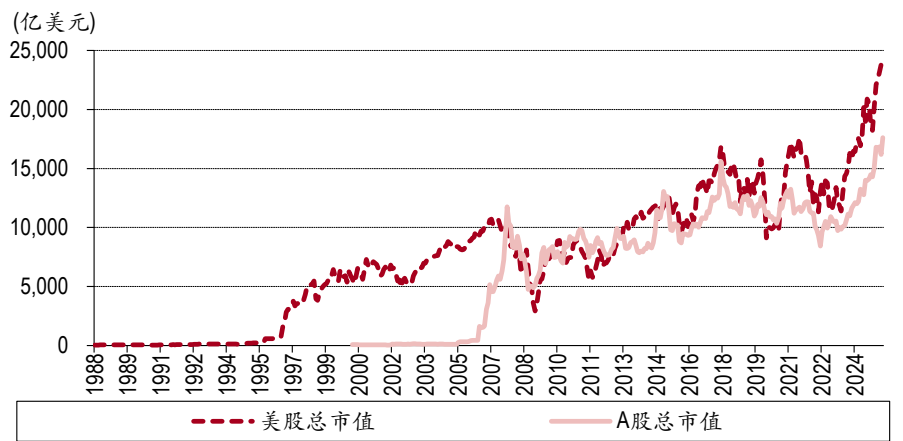
备注：美股包括AT&T、Verizon、T-Mobile、Sprint、Nextel；中概股包括三大运营商

图表 3. 中美互联网巨头市值



数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

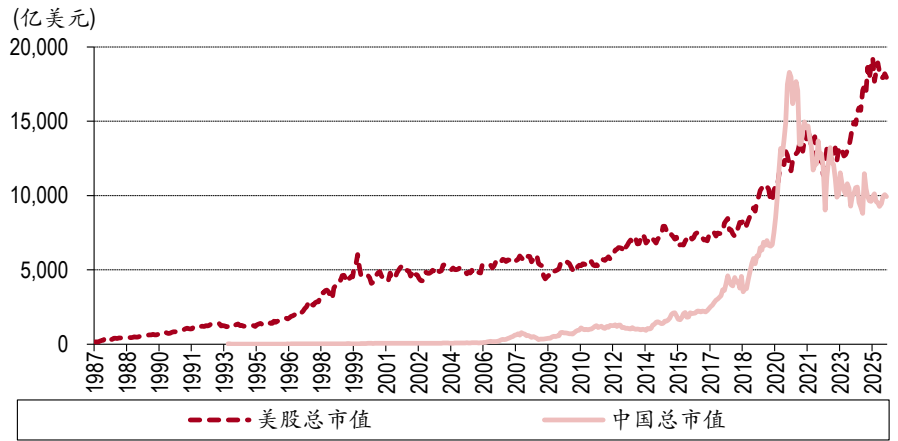
图表 4. 中美银行业市值



数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

备注：美股包括JPMorgan、Bank of America、Citibank、Wells Fargo、U.S. Bank、Capital One、Goldman Sachs、PNC、Truist、Bank of NY Mellon；A股包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、招商银行、邮储银行、交通银行、中信银行、兴业银行、浦发银行

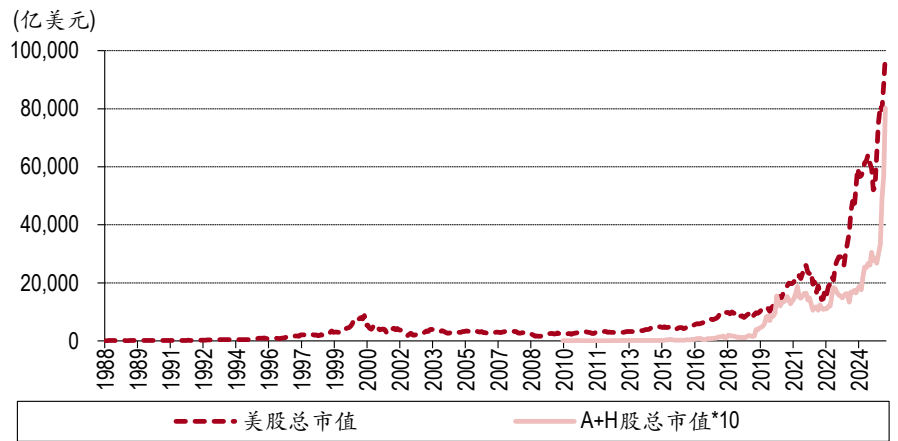
图表 5. 中美消费龙头市值



数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

备注：美股包括 Walmart, Costco, Procter & Gamble, Colgate-Palmolive, Target, Kimberly-Clark, EstéeLauder, Church & Dwight, Clorox, Hims & Hers Health, e.l.f.Beauty, BJ's Wholesale Club, International Flavors & Fragrances (IFF), Coty, Price Smart, BBBFoods, Newell Brands, Spectrum Brands, Edgewell Personal Care, Helen of Troy；中国总市值包括贵州茅台, 拼多多, 美团, 农夫山泉, 五粮液, 京东, 牧原股份, 山西汾酒, 海天味业, 泸州老窖, 伊利股份, 东鹏饮料, 中国中免, 温氏股份, 洋河股份, 双汇发展, 海大集团, 青岛啤酒, 古井贡酒, 今世缘。

图表 6. 中美半导体市值



数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

备注：A+H 股包括中芯国际, 寒武纪, 中际旭创, 海光信息, 新易盛, 北方华创, 中微公司, 澜起科技, 豪威集团, 华虹公司, 兆易创新, 天孚通信, 江波龙+摩尔线程, 沐曦, 壁仞, 昆仑芯, 燧原；假设每个 3000 亿市值。美股包括 NVIDIA, AVGO, TSMC, AMD, MU, Intel, AMAT, ARM, TI, ADI, MRVL。

### 一、政策赋能与产业生命周期的协同逻辑

政策赋能的核心是为成长期战略性新兴产业提供“容错空间”与“发展动能”，助力跨越初期研发高投入、市场拓展高风险阶段，契合产业生命周期“初创期—成长期—成熟期—衰退期”的演进规律。美国通过《国家科学基金会法案》和《芯片与科学法案》，从研发资金、税收优惠、市场培育等维度为半导体、AI 等产业护航；日本依托“通产省”产业规划，快速实现消费电子、汽车制造的技术突破与全球竞争力提升。中国在科技产业追赶中，政策同样发挥关键作用，通过专项基金、园区建设、税收优惠等协同发力，推动产业沿“政策赋能—技术突破—市场放量—盈利提升—市值增长”路径前行。

中国的政策赋能还需要重视对需求的拉动。由于收入水平偏低、国企采购决策占比高、消费降级趋势依然存在等原因，国内对高科技的需求可能会滞后，需要政府资金率先发挥撬动作用。

## 二、分行业市值追赶路径与关键数据（10-15 年核心周期）

### （一）电信行业：30 年完成从“跟跑”到“领跑”的市值跨越

**起步时间差（约 18 年）：**美国 1982 年商用 1G，1984 年 AT&T 拆分，开启电信市场化规模化；中国 1992 年 1G 商用，2002 年电信南北拆分、移动独立运营，规模化商业化启动，滞后约 18 年。

**初期市值比率（不足 3%）：**2002-2005 年中国电信、移动等总市值约 200 亿美元；美国 AT&T、Verizon 等同期约 7,000 亿美元，比值 $\approx$ 2.8%。核心技术与设备完全依赖进口。

**追赶周期（12 年）：**1995 年 2G 商用，2008 年 3G 突破（TD-SCDMA 成为全球标准），2013 年 4G 同步，2014 年中国移动总市值超 2,000 亿美元，与美国龙头基本持平，历时 12 年。2019 年 5G 商用实现领跑。

**当前对标水平：**2020 年，中国移动市值突破 2 万亿元，超越美国 AT&T 成为全球市值最高电信运营商；华为、中兴等设备商 5G 专利全球领先，带动产业链市值提升，30 年完成从“1G 落后、2G 追随、3G 突破、4G 同步、5G 领跑”的市值跨越。只是在近几年，美国的运营商在互联网及 AI 领域有深入参与，其市值与中国运营商又有所拉开——我们期待并有信心其差距会再次缩小。

### （二）互联网行业：20 余年市值追赶与阶段性反超

**起步时间差（约 10 年）：**美国 1995 年亚马逊成立，电商规模化启动；中国 2003 年成立淘宝，2010 年淘宝/京东等完成生态闭环、进入规模化扩张，滞后约 10 年。

**初期市值比率（不足 5%）：**2010-2013 年阿里、京东总市值约 300 亿美元；美国亚马逊、eBay 等同期约 6,500 亿美元，比值 $\approx$ 4.6%。

**追赶周期（10 年）：**

- i) 2014 年 9 月，阿里巴巴上市当日市值超 2,300 亿美元，同期亚马逊约 1,500 亿美元，实现首次市值超越。
- ii) 2016 年，微博市值首次反超 Twitter。
- iii) 2017 年 10 月，阿里盘中市值达 4,721 亿美元，短暂超越亚马逊的 4,719 亿美元。
- iv) 2020 年前后，腾讯市值接近 1 万亿美元，为 Facebook 的 1.35 倍；阿里市值巅峰达 8,800 亿美元，为亚马逊的约 1.5 倍。

**当前对标水平：**移动互联网曾领先带动中国互联网企业市值反超。但 2021 年后，美国互联网企业从 2015 年开始布局的 CSP+AI 业务开始发力，导致两国互联网龙头的市值差距重新拉大——我们期待并有信心其差距会再次缩小。

### （三）银行业：10 年市值“凤凰涅槃”式赶超

**起步时间差（约 20 年）：**美国 1970 年代信用卡普及、零售金融规模化；中国 1990 年代末四大行改制上市，零售金融规模化启动，滞后约 20 年。2002 年前后，中国银行业不良贷款率达 21%，被质疑“技术性破产”，而美国商业银行已形成成熟风险管控体系。

**初期市值比率（不足 4%）：**1999-2002 年工行、建行等总市值约 300 亿美元；美国摩根大通、富国银行等同期约 8,000 亿美元，比值 $\approx$ 3.7%。

**追赶周期（10 年）：**2012 年，六大国有银行集体跻身世界 500 强；2014 年工行成为全球最赚钱银行，总市值超 3,000 亿美元，超越美国银行、摩根大通等同行，成为全球市值最大银行，历时 15 年。

**当前对标水平：**零售金融总市值基本持平，本土存款规模与网点密度领先。

#### （四）消费行业：15年市值与品牌竞争力双赶超

**起步时间差（约16年）：**美国1980年代可口可乐、宝洁等全球化规模化；中国2006年茅台、美的等完成品牌化与渠道扩张，规模化启动，滞后约16年。

**初期市值比率（不足2%）：**2006-2009年茅台、美的等总市值约150亿美元；美国可口可乐、宝洁等同期约8,000亿美元，比值≈1.9%。

**追赶周期（11年）：**依托内需市场支撑与消费升级政策引导，本土企业快速成长；2010年后，在家电、服装等传统品类完成国产化替代，美妆、零食等新消费赛道实现创新突破，行业总市值逐步追平美国。2017年茅台总市值超1,000亿美元，家电龙头进入全球前列，历时11年。

**当前对标水平：**白酒、家电等本土优势赛道市值与盈利能力局部超越，全球化仍在推进。

#### 三、半导体芯片行业：市值追赶潜力与路径展望

**起步时间差（约22年）：**美国1970年代英特尔、AMD等商业化规模化；中国2002年中芯国际成立，开启芯片制造规模化，滞后约22年。

当前中国头部半导体芯片企业整体规模仅为美国的十分之一，市值差距显著，但其正处于成长期关键阶段，具备复刻上述行业追赶奇迹的潜力。

- **政策赋能：**国家集成电路产业投资基金（大基金）多轮注资、各地半导体产业园区规划建设、研发税收优惠等政策协同发力，为产业提供资金与政策保障。
- **市场支撑：**新能源汽车、消费电子、AI等下游应用场景爆发式增长，形成庞大稳定需求支撑，推动芯片企业营收与市值增长。
- **技术突破：**国内企业在成熟制程、特色工艺等领域持续突破，产业链上下游配套能力不断完善，助力企业提升盈利能力与市值空间。
- **追赶路径：**预计沿“政策赋能—技术突破—市场放量—盈利提升—市值增长”路径前行。

参考电信、互联网等行业的市值追赶周期，半导体芯片行业10年涨10倍的可能性是很大的，问题是要找到对的标的；行业内的竞争依然严峻激烈，今天的龙头未必是明天的强者。

### 第四章、外部环境：战略性缓和与未释放全球潜力

中美关系进入战略性缓和期，双方均致力于培育内生动能。与此同时，全球潜在增长率还很低，意味着巨大的增量空间有待发掘。修昔底德陷阱并非宿命，可以通过理性的战略选择予以规避。全球宏观呈现“中美战略缓和”与“全球增长潜力未充分释放”两大主线，整体环境在不确定性中兼具稳定性与增量空间。

#### 一、中美战略缓和：现实利益驱动下的理性均衡

中美关系从高强度对抗转向战略性缓和与动态均衡，是双方基于核心利益的理性选择。2025年10月，中美元首在韩国釜山峰会实现新任期首次线下会晤，明确了缓和贸易分歧的共识；同年12月，美国将178项对华关税豁免延长至2026年11月，中方同步扩大美国农产品采购，务实合作得以落地。2026年4月特朗普总统访华计划已明确，叠加峰会共识，预计全年两国领导人将有两次会晤，有助于搭建常态化对话渠道。

##### （一）中美关系缓和具有双重逻辑

第一重逻辑是长期竞争不变。中美双方仍在加速构建自主可控的产业链，以筑牢发展安全屏障，美国在科技、安全等关键领域的结构性布局并未松动。

第二重逻辑是短期冲突得不偿失：美国国内抗通胀诉求迫切，持续加码贸易壁垒会推高其国内商品成本，这与通胀管控的核心目标相悖；尤其是在中期选举前。

## （二）历史镜鉴：1812 年英美贸易冲突与战后合作

**1807 年到 1814 到，英美贸易关系进入限制阶段。**英国为遏制美国发展，实施贸易封锁与技术禁运，禁止工匠移民美国、严控纺织机械出口；美国则对英国实施贸易禁运，1812 年战争爆发后还将进口关税翻番并加征附加税。

**期间，美国产业链崛起，英国出现通胀压力：**英国商品断供倒逼美国本土制造业快速发展，纺织厂、炼铁厂激增。至 1814 年《根特条约》签订时，美国已初步建成自主工业体系，摆脱了对英国制造品的依赖。同时，失去美国的廉价原料与市场，英国工业成本大幅上升，曼彻斯特纺织业和伯明翰冶铁业的成本高企，叠加欧洲市场竞争加剧，英国物价上行压力显著。在 1815-19 年间，英国物价波动加大，通胀预期升温。

1814 年后，英美恢复贸易，美国向英国出口农产品与原料，英国则重新获得低成本供给，双方共同缓解了成本端的通胀压力。这一案例印证了“对抗推高成本、合作缓解通胀”的现实逻辑。

**这一历史经验表明，贸易限制容易反噬自身，合作才是缓解通胀、实现共赢的关键。**基于此，可以判断中美战略性缓和的确定性较强，大规模冲突风险降低，务实合作成为阶段性主线。

## 二、全球增长潜力：多元市场增量空间亟待激活

**全球经济增长远未触及天花板，“零和博弈”思维缺乏坚实支撑。**首先，从人口与经济规模基础看，全球总人口约 83 亿，中美两国合计不足 18 亿（占比约 21.7%）；而非洲、东南亚、南美等新兴市场承载着近 65 亿人口，是全球最大的潜在消费群体。

**其次，从经济增速潜力看，**根据世界银行 2025 年 12 月的预测，2025 年撒哈拉以南非洲经济增速为 3.8%，2026-27 年有望升至 4.4%；南亚地区增速达 6.6%；东亚及太平洋地区为 2.3%，显示出巨大的供需提升空间。

**最后，从多元增长格局看，**除了新兴市场，欧洲的高端制造、南美的资源禀赋等也蕴含着结构性潜力。这意味着，无论是中美协同发力共同激活新兴市场，还是各大经济体立足自身优势开辟新赛道，全球都有充足的发展空间。全球增长完全可以实现“水涨船高”的共赢局面，而无需陷入“此消彼长”的恶性竞争。

## 第五章、全球格局：东升西不落，智启新程

双轨并行并非零和博弈——中国以 AI 为核心引擎跨越中等收入陷阱，驱动科创与资产价值稳步提升；美国以 AI 为核心催化剂拉动制造业回流，维持科技与估值韧性，AI 商业化起步期下双方均具备确定性增长机会。

### 一、东升：AI 是中国跨越中等收入陷阱的核心引擎

中国经济正处于向高质量发展转型的关键时期，产业发展持续向全球价值链中高端迈进。同时，产业升级也面临着关键核心技术自主可控能力有待提升的挑战，部分核心零部件与高端技术对外依存度仍需优化。传统依赖要素投入和技术引进的增长模式，已难以适应新阶段发展需求，要实现发展能级的跃升、迈向高收入经济体行列，AI 是不可替代的核心引擎。

从全球产业升级与经济转型的历史经验来看，政府的前瞻性规划与强力扶持，是后发国家突破技术壁垒、实现跨越式发展的关键前提。复盘美国、日本及亚洲四小龙的转型路径，政府在战略布局、政策支持、资源倾斜等方面的主动作为，均为其核心产业崛起筑牢了根基。

■ **美国半导体产业的崛起：**20 世纪 80 年代，面对日本半导体企业的冲击，美国政府出台《半导体芯片保护法》，牵头成立半导体制造技术联盟（SEMATECH），整合企业、高校与科研机构的资源，同时通过国防采购为本土企业提供稳定市场需求，最终推动英特尔、高通等企业重回全球领先地位，奠定美国在半导体领域的长期霸权。

- 日本精密制造的突破：二战后，日本政府将汽车、电子产业列为战略产业，通过政策性金融机构提供低息贷款，实施税收减免与研发补贴，推动企业开展技术联合攻关。以丰田为代表的车企，在政府扶持下完成从技术引进到自主创新的蜕变，打造出精益生产模式，最终跻身全球汽车产业第一梯队。
- 韩国半导体与面板产业的逆袭：20 世纪 90 年代，韩国政府将半导体产业定为“国家战略产业”，为三星、LG 等企业提供长期税收优惠与资金支持，甚至在企业面临技术瓶颈时协调科研院所定向攻关。在政府推动下，三星率先实现存储芯片技术突破，打破美日垄断，如今已占据全球存储芯片市场超 40% 的份额；京东方等企业的崛起，同样离不开政府在产业规划、园区建设、资金扶持等方面的持续投入。
- 中国台湾地区电子产业的腾飞：中国台湾地区通过出台《科学工业园区设置管理条例》，打造新竹科学园区，为入驻企业提供土地、税收、人才等全方位优惠政策，吸引台积电、联发科等企业集聚。政府牵头搭建产学研协同创新平台，推动技术成果快速转化，最终形成全球领先的电子信息产业集群，成为亚洲四小龙转型的典型样本。

借鉴全球成功经验，中国推动 AI 产业发展、实现跨越发展阶段的目标，同样需要政府的战略引领与强力扶持。当前，从顶层设计的人工智能发展规划，到地方层面的产业园区建设、研发补贴、人才引进政策，再到政府采购对国产 AI 技术的应用支持，一套全方位的政策扶持体系正在逐步落地，为 AI 产业的快速崛起提供了坚实保障。

### 中国资产重估的基本面支撑

中国 GDP 占全球比重超 18%，对全球经济增长的贡献率长期稳定在 30% 左右，但 A 股及港股在 MSCI 全球指数中的合计权重不足 3%，经济地位与资产定价存在显著提升空间。而 AI 驱动的科创产业正成为盈利增量核心来源，随着技术落地渗透，将持续推动资产估值与经济地位的适配性提升，为中国资产重估提供坚实支撑。

## 二、 西不落：AI 是美国制造业回流的核心催化剂

美国推动制造业回流的进程中，面临劳动力短缺、生产效率不足、供应链适配性差等多重挑战，而 AI 凭借全链条赋能能力，成为破解这些难题、推动“再工业化”的关键抓手，没有 AI 的技术支撑，制造业回流将难以实现规模化落地与可持续发展。

### （一） 估值合理性：盈利驱动下无泡沫

市场对“美国估值高企、AI 虚假繁荣”的担忧缺乏依据。对比 2000 年互联网泡沫时期纳斯达克 300-400 倍的峰值 P/E，当前纳斯达克 P/E 仅 40-45 倍，且以 Magnificent Seven 为代表的科技巨头，自有现金流完全覆盖资本开支，估值由盈利驱动、与业绩增速匹配（表 7）。

**图表 7. 美股科技巨头资本开支、盈利和估值表现**

资本开支	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Amazon	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	125,012	146,023	169,250
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	65,243	97,321	113,651
Alphabet	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,415	114,632	127,584
Meta	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	69,149	108,900	121,072
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	35,462	49,988
<b>自由现金流</b>											
Amazon	6,410	17,296	21,653	25,924	(14,726)	(16,893)	32,217	32,878	17,340	41,083	62,165
Microsoft	31,378	32,252	38,260	45,234	56,118	65,149	59,475	74,071	71,611	77,751	90,148
Alphabet	23,907	22,832	30,972	42,843	67,012	60,010	69,495	72,764	62,862	65,433	90,401
Meta	12,105	13,650	12,891	11,575	13,752	5,028	8,470	11,807	(394)	(9,892)	(15,689)
Oracle	17,483	15,359	21,212	23,584	38,993	19,044	43,847	54,072	41,558	16,690	26,927
<b>PE (倍)</b>											
Amazon	189	74	80	78	51	-311	52	40	32	29	23
Microsoft	21	46	26	35	34	27	35	38	33	30	25
Alphabet	59	24	27	30	26	19	24	24	30	29	24
Meta	33	17	32	27	24	14	24	25	29	23	30
Oracle	21	55	17	17	17	30	35	32	35	32	27

数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

## (二) AI 拉动制造业回流的核心机制

1. 弥补劳动力缺口：美国制造业面临严重技能缺口，50%的技术岗位空缺，AI 驱动的协作机器人、数字劳动力可替代重复性、高风险任务，同时通过 AI 培训工具提升现有员工技能，破解用工难题。
2. 提升生产竞争力：数字孪生、机器学习等 AI 技术让生产流程更灵活高效，降低换产成本，使美国本土制造能与低成本国家竞争。
3. 完善产业链协同：AI 产业链贯穿“软件算法—硬件芯片—基础设施”全链条，拉动芯片、电力、数据中心等配套产业复苏，形成“技术突破—产能扩张—就业增加”的良性循环，强化本土产业生态。

## (三) 标杆案例：Meta 验证 AI 商业化硬实力

**冲击：**2021 年 4 月 iOS 14.5 上线苹果 ATT 框架，68% 用户拒绝跨应用追踪，导致 Meta 精准定向能力骤降，2022 年预告收入损失约 100 亿美元，股价单日暴跌 26%，市值蒸发超 2,300 亿美元。

**破局：**推出 Advantage Plus、Andromeda、Lattice 等 AI 模型，强化第一方数据挖掘与行为信号解析，实现“广告找人”精准匹配。

**结果：**2025 年 Instagram 和 Facebook 广告转化率分别提升约 5% 和 3%，广告主 ROI 显著改善；2025 年二季度收入同比增长 19% 至 405.9 亿美元，股价突破 700 美元创历史新高，印证了 AI 在降本增效、修复收入中的确定性价值，也为制造业 AI 转型提供了参考范式。

## 二、智启新程：双轨共赢，共享AI红利

全球 AI 正处于技术突破向商业化落地的初期阶段，长产业链特性让中美能在各自赛道实现差异化突破：中国以 AI 助力跨越发展阶段，走创新驱动转型之路；美国以 AI 巩固科技优势，推动制造业回流。

需要明确的是，美国作为全球流动性的核心水龙头与资产定价的终极锚，其资本市场的稳定对全球资产估值体系具有不可替代的基石作用。若美国资本市场出现大幅波动，全球风险偏好将急剧收缩，资本避险情绪升温，不仅会冲击美股自身的科技与制造产业融资环境，也会通过跨境资本流动、汇率波动、产业链传导等渠道，对包括中国在内的全球新兴市场资产价格形成显著影响。从这个角度看，零和博弈的思维既不符合全球经济深度联动的现实，也不利于各国依托 AI 技术实现产业升级与经济增长的共同目标。

市场应摒弃“非此即彼”的对立思维，聚焦“东升西不落”的结构性机会——中国资产价值提升与美国科技韧性增强，共同构成全球资本的核心主线，双方将在 AI 浪潮中共享长期增长红利。

## 第六章、2026 年股市展望：数据透视下的“马年牛腾”

我们预测 2026 年中国股市核心宽基指数整体涨幅有望超过 40%，驱动力来自接近 20% 的盈利增长和 20% 的估值扩张。市场将呈现轮动格局：科技制造、生物医药、国防军工、品牌文娱、有色等板块有望领涨；而通讯、互联网、券商保险、大消费、工程机械、地产及黑色系板块等则具备补涨潜力。

### 一、整体 A 股市场展望：盈利与估值双轮驱动“腾跃”

我们维持在 2025 年 1 月 1 日提出的“龙转-蛇盘-马腾”框架。2024 年“龙转”完成了市场信心的扭转与根基重塑，2025 年“蛇盘”以震荡与结构分化实现了热点的孕育与能量的蓄积。步入 2026 年，我们认为市场将正式进入“马腾”阶段，整体市值有望实现显著增长。其核心驱动力源于扎实的盈利基础与健康的估值扩张的共振。需要强调的是，行业内的选股将变得尤为关键，在行业整体机会下，内部此消彼长的竞争与强弱分化将会加快；行业表现大涨但选错标的依然亏损的可能性在增大。

从整体数据预测来看，全部 A 股的 TTM 净利润预计将从 2025 年的约 4.91 万亿元，增长至 2026 年的约 5.85 万亿元，增速达到 19.2%。这构成了市场上涨最坚实的基石，标志着行情进入盈利驱动阶段。

与此同时，市场整体估值 (P/E) 将从 2025 年的 22 倍，温和上升至 2026 年的 26 倍，扩张幅度约为 18.8%。这一扩张并非脱离基本面的炒作，而是建立在企业盈利持续改善的预期之上，为指数上行打开了空间。

需要强调的是，从这里还可以看出政府如果补贴扶持某些产业的杠杆效果有多大。例如，连续 3-5 年补贴科技相关行业带来 100 亿、200 亿、400 亿、800 亿元的利润，这总共仅仅 1,500 亿元的补贴能带来的市值增长不会低于 5 万亿元。

在上述盈利增长与估值提升的双重作用下，2026 年 A 股总市值预计涨超 40% (表 8)。

**表 8. A 股行业净利润和市值预期**

行业	2024-3-31			2025-3-31				2025-12-13				2026-12-30				
	A 股 总市值 (亿元)	TTM 净 利润 (亿元)	P/E (倍)	A 股 总市值 (亿元)	TTM 净 利润 (亿元)	利润年 化增长 率 (%)	P/E (倍)	A 股 总市值 (亿元)	TTM 净 利润 (亿元)	利润年 化增长 率 (%)	P/E (倍)	A 股 总市值 (亿元)	板块 涨幅	TTM 净 利润 (亿元)	利润年 化增长 率 (%)	P/E (倍)
<b>A 股科技相关度稍高的行业</b>																
电子	64,658	1,076	60	90,058	1,389	29	65	127,811	1,650	19	77	207,837	63	2,309	40	90
医药	60,957	1,654	37	62,478	1,625	(2)	38	70,532	1,494	(8)	47	92,806	32	1,719	15	54
机械	43,178	1,363	32	51,600	1,359	0	38	63,488	1,417	4	45	81,483	28	1,630	15	50
计算机	34,885	441	79	44,711	385	(13)	116	57,112	468	22	122	87,762	54	585	25	150
汽车	32,887	1,153	29	44,057	1,395	21	32	46,152	1,464	5	32	55,348	20	1,581	8	35
电气电源 (包含光伏)	32,115	1,801	18	33,340	448	(75)	74	44,366	343	(23)	129	61,747	39	412	20	150
国防军工	16,016	313	51	20,073	207	(34)	97	25,302	162	(22)	157	36,343	44	202	25	180
传媒	13,888	346	40	15,072	275	(21)	55	16,626	262	(5)	63	25,533	54	340	30	75
通信	11,711	260	45	14,082	310	19	45	28,891	364	18	79	44,285	53	492	35	90
新能源 (包含锂电)	5,217	165	32	5,823	128	(22)	45	8,243	172	34	48	11,363	38	207	20	55
<b>总计</b>	<b>315,512</b>	<b>8,571</b>	<b>37</b>	<b>381,293</b>	<b>7,520</b>	<b>(12)</b>	<b>51</b>	<b>488,522</b>	<b>7,796</b>	<b>4</b>	<b>63</b>	<b>704,508</b>	<b>44</b>	<b>9,477</b>	<b>22</b>	<b>74</b>
<b>A 股科技相关度稍低的行业</b>																
银行	108,415	20,974	5	136,368	21,442	2	6	155,256	21,687	1	7	214,701	38	23,856	10	9
非银行金融	51,883	3,183	16	67,069	5,207	64	13	77,335	7,013	35	11	118,521	53	9,117	30	13
基础化工	39,029	1,532	25	42,374	1,245	(19)	34	53,939	1,259	1	43	72,511	34	1,511	20	48
电力及公用事业	38,103	1,892	20	38,900	2,157	14	18	44,934	2,219	3	20	63,788	42	2,552	15	25
交通运输	29,098	1,638	18	32,394	2,011	23	16	33,124	1,893	(6)	18	43,531	31	2,177	15	20
食品饮料	31,380	1,305	24	28,795	1,414	8	20	26,753	1,187	(16)	23	34,604	29	1,282	8	27
有色金属	27,356	1,385	20	29,430	1,366	(1)	22	48,020	1,827	34	26	75,997	58	2,375	30	32
家电	16,397	1,077	15	19,473	1,182	10	16	20,115	1,276	8	16	24,806	23	1,378	8	18
建筑	16,795	1,986	8	17,036	1,865	(6)	9	18,618	1,633	(12)	11	26,299	41	1,879	15	14
煤炭	19,418	1,832	11	16,921	1,465	(20)	12	17,918	1,068	(27)	17	24,574	37	1,229	15	20
农林牧渔	12,456	(25)	-	12,194	586	(2,429)	21	13,936	549	(6)	25	19,771	42	659	20	30
房地产	10,408	262	40	10,968	(573)	(319)	(19)	11,592	(1,626)	184	(7)	14,224	23	(406)	(75)	(35)
钢铁	9,066	302	30	9,326	17	(94)	539	10,971	198	1,045	55	15,470	41	238	20	65
轻工制造	7,894	268	29	8,330	292	9	29	10,095	258	(12)	39	12,750	26	283	10	45
商贸零售	7,158	210	34	8,287	192	(9)	43	9,107	110	(42)	82	11,014	21	116	5	95
石油石化	8,228	148	55	7,705	217	46	36	8,271	235	8	35	10,330	25	258	10	40
建材	7,685	391	20	7,464	232	(41)	32	8,653	247	6	35	10,869	26	272	10	40
纺织服装	5,080	232	22	5,296	206	(11)	26	5,688	134	(35)	42	7,751	36	141	5	55
消费者服务	4,978	115	43	4,665	117	2	40	5,078	102	(13)	50	7,324	44	113	10	65
<b>总计</b>	<b>450,828</b>	<b>38,708</b>	<b>12</b>	<b>502,995</b>	<b>40,641</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>579,403</b>	<b>41,270</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>808,835</b>	<b>40</b>	<b>49,027</b>	<b>19</b>	<b>16</b>
<b>所有行业总计</b>	<b>766,340</b>	<b>47,279</b>	<b>16</b>	<b>884,288</b>	<b>48,161</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>1,067,925</b>	<b>49,067</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>1,513,342</b>	<b>42</b>	<b>58,503</b>	<b>19</b>	<b>26</b>

数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

备注：除去大市值个股，宁德时代，贵州茅台，中国石化，中国石油，中国海油，中国联通，中国移动，中国电信

## 二、行业展望：基于增长与估值的三级梯队分析

根据各行业 2025-26 年的利润复合增长率、估值水平与变化趋势，我们将其划分为三个梯队，以指导 2026 年的配置策略。梯队划分的核心逻辑在于综合评估增长的“质”与“量”，以及当前估值的匹配度与提升空间。具体行业分析请参考后文里的行业研究展开内容。

### 第一梯队：高增长引擎

此梯队行业以较高的盈利增速为核心特征，市场愿意给予较高的估值容忍度，是行情的主攻手。

- **计算机**：预计净利润增速为 25%，在 2025 年开始转正后，展现出良好的持续性。其估值 (P/E) 从 122 倍抬升至 150 倍，投资逻辑已从主题预期转向订单与业绩的兑现验证。2026 年将是 AI 应用落地的关键年，Agent 商业化进程加速，行业有望迎来“成本下降+收入加速”的双重共振。
- **电子**：净利润从 1,650 亿元增至 2,300 亿元，增速 40%。作为典型的周期成长行业，在复苏与创新需求共振下，其估值从 77 倍扩张至 90 倍，具备极大的股价利润弹性。
- **国防军工**：净利润有望扭转 2025 年下降的趋势，预期 2026 年增速 25%。估值从 157 倍提升至 180 倍。行业以高订单确定性和政策确定性著称，享有稳健的估值溢价。
- **传媒**：净利润从 262 亿元增长至 340 亿元，增速 30%。估值从 63 倍小幅提升至 75 倍。行业在 2026 年将受益于内需刺激文娱消费的趋势；中长期则受益于 AI 技术在内容生产、分发环节的深度融合，以及“文旅+赛事”、“文旅+演艺”等新消费场景的拓展。具备优质 IP 和渠道资源的龙头公司，在消费分层与科技赋能背景下，有望实现超额增长。

### 第二梯队：稳健增长核心

此梯队行业增长稳健，估值处于合理区间，是组合中实现稳定收益、平衡波动的重要组成部分。

- **医药**：净利润预期增速从去年的下滑近 10%，扭转至今年的 15%。估值从 47 倍提升至 54 倍。集采影响边际弱化；创新药放量、对外合作及授权带来增量收入。今年为商业保险创新药目录元年，政策继续向创新药倾斜有望提振行业估值。
- **通信**：净利润预期增速 35%。估值从 79 倍提升至 90 倍，呈现显著的“业绩与估值双击”态势，随着国产 GPU 等的更大规模使用，通讯相关的 AIDC 行业高景气度将持续得到确认。
- **机械**：净利润从 1,417 亿元增长至 1,630 亿元，增速 15%。估值从 45 倍小幅提升至 50 倍。其发展与制造业复苏周期高度同步，估值合理，具备配置价值。

### 第三梯队：价值修复与周期机遇

此梯队行业的共性是存在显著的“预期差”，或具备深度价值，或处于周期底部，机遇在于基本面改善带来的估值修复。

- **非银行金融**：净利润预计从 7,013 亿元大幅增长至 9,117 亿元，增速高达 30%。然而，其 P/E 估值仅从 11 倍修复至 13 倍，绝对水平仍处市场洼地。这种“高增长、低估值”的显著背离，源于市场对其盈利波动性和周期性的担忧。一旦高增长得到验证，将可能触发强烈的估值修复行情。券商行业 2025 年前三季度净利润同比增速达 62.4%，保险行业净利润平均增速 35.8%，基本面持续向好。
- **银行**：净利润从 21,678 亿元微增至 23,856 亿元，增速 10%。P/E 估值极低，仅从 7 倍微调至 9 倍，提供了极高的安全边际和防御属性，在叠加其高股息率，是组合的“压舱石”。

- **房地产：**行业仍处于风险出清过程，净利润从-1,626亿元收窄至-406亿元。尽管亏损面缩小，但行业整体基本面拐点尚未明确到来，仅适合布局真实 NAV 折扣大的——美国房地产板块都是 REITs；头部开发商如 Lennar (LEN)、DR Horton (DHI)、PulteGroup (PHM) 等，均被 GICS 划入工业板块，住宅开发商总市值也仅在 1,500 亿美元以内。

### 三、港股：估值洼地藏金，高质标的可期

港股市场在当前阶段展现出独特的配置价值，其核心优势在于整体估值处于低位，为长期资金提供了良好的安全边际和布局时机。市场中的高质量标的，特别是 TMT 行业（BAT，三大运营商+ZTE，小米、中芯国际、GPU 等）、材料（有色及黑色系）、工业和创新药和生物科技公司（表 9）。

此外，港股市场的股权结构和管理机制相对灵活，便于企业进行战略调整和资本运作，例如高效的股权激励和回购等，这有助于提升股东回报和公司治理水平。随着美联储降息通道打开，全球流动性改善，叠加人民币升值预期，港股有望迎来估值与业绩的双重修复机遇。

图表 9. 中美分行业上市企业对比

板块	中国 A 股			美国			港股			
	总市值 (亿美元)	净利润 (TTM) (亿美元)	P/E (倍)	总市值 (亿美元)	净利润 (TTM) (亿美元)	P/E (倍)	总市值 (亿美元)	净利润 (TTM) (亿美元)	净利润增长 率中报 (%)	P/E (倍)
能源	8,337	645	13	36,188	2,080	17	6,611	572	(17)	12
材料	18,124	468	39	25,898	872	30	5,361	217	70	25
工业	30,438	891	34	70,624	2,269	31	10,398	638	(4)	16
可选消费	12,288	435	28	93,420	2,695	35	15,761	640	10	25
日常消费	8,887	382	23	43,390	1,513	29	2,844	119	14	24
医疗保健	10,228	211	48	85,723	2,047	42	5,160	129	19	40
金融	31,191	3,879	8	143,553	8,420	17	33,396	3,808	4	9
信息技术	30,485	360	85	259,528	6,003	43	14,135	498	45	28
通讯服务	6,055	300	20	82,435	2,923	28	5,147	355	13	14
公用事业	5,512	289	19	20,379	850	24	2,374	172	0	14
房地产	1,631	(285)	(6)	15,910	317	50	3,185	(543)	-	(6)
<b>全部</b>	<b>163,174</b>	<b>7,576</b>	<b>22</b>	<b>877,046</b>	<b>29,987</b>	<b>29</b>	<b>104,370</b>	<b>6,605</b>	<b>5</b>	<b>16</b>

数据来源：万得资讯、彭博、中银国际研究

## 分析员声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

除本文另有披露外：(i) 每一位分析员声明不论他/地或其有联系人皆不拥有与该分析员在本报告内所评论的发行人的任何财务权益；及(ii) 每一位分析员声明不论他/地或其有联系人没有担任该分析员在本报告内所评论的发行人的高级人员。在本声明中，术语“联系人”包含了美国金融业监管局 (The Financial Industry Regulatory Authority, 简称 FINRA) 所界定的分析员的家庭成员。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及附属公司(以下统称“中银国际集团”)提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆未持有相等于或高于本报告内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的 1% 的财务权益。

中银国际集团的一些非美成员公司有涉及腾讯控股有限公司、吉利汽车控股有限公司、比亚迪股份有限公司、药明生物技术有限公司、内蒙古蒙牛乳业股份有限公司、美团、理想汽车、海底捞国际控股有限公司、中国人寿保险股份有限公司、中芯国际集成电路制造有限公司、中国宏桥集团有限公司、网易、石药集团有限公司、中国移动通讯集团有限公司、中国联合网络通讯集团有限公司、瑞声科技控股有限公司、快手科技有限公司、中国铁塔股份有限公司、中兴通讯、中国电信、华能国际电力股份有限公司、中国海外发展有限公司、小鹏汽车、三生制药、信达生物、康方生物、农夫山泉、蜜雪集团、华润啤酒、百威、携程、泡泡玛特、名创优品、安踏、李宁、海尔智家、比亚迪电子、京东、京东健康、创科实业、阿里巴巴、中国生物制药、联想、百济神州、紫金矿业及哔哩哔哩的证券进行庄家活动。

中银国际集团的一些成员公司有雇员或与其有联系的个人担任中国银行股份有限公司的高级人员。

在过去 12 个月内，中银国际集团的一些成员公司有经办或联席经办内蒙古蒙牛乳业股份有限公司、中国宏桥集团有限公司、禾赛科技、恒瑞医药及古茗控股的公开发售活动。

在过去 12 个月内，中银国际集团的一些成员公司向腾讯控股有限公司、内蒙古蒙牛乳业股份有限公司、中国宏桥集团有限公司、中国海外发展有限公司、禾赛科技、恒瑞医药、古茗控股及创科实业就提供投资银行服务收取报酬或接受委托。

在未来 3 个月内，中银国际集团的一些成员公司就其提供的投资银行服务预计接受或打算向腾讯控股有限公司、中国宏桥集团有限公司、中国海外发展有限公司及创科实业收取报酬。

尽管中银国际研究有限公司和中银国际控股有限公司是中国银行股份有限公司的子公司，及中银香港(控股)有限公司和中银航空租赁有限公司的附属公司(“附属公司”)，但中银国际研究有限公司和中银国际控股有限公司无权披露中国银行股份有限公司及/或其附属公司的任何信息，也无权代表中国银行股份有限公司及/或其附属公司作出任何声明或保证。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照 2026 年 1 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司(“中国银行集团”)在本报告可能潜在的利益。

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6000  
传真:(852) 2147 9513

**致电香港免费电话:**

中国网通 10 省市客户请拨打:  
10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打:  
10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392

**中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6000  
传真:(852) 2147 9513

**中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话:(4420) 3651 8888  
传真:(4420) 3651 8877

**中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦三十楼(049908)  
电话:(65) 6671 8686 / (65) 6671 8687

**中银国际证券有限责任公司**

中国上海市浦东  
新区银城中路 200 号  
中银大厦 2308 室  
邮编 200120  
电话:(8621) 6881 1163  
传真:(8621) 6881 1295

**中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 8326 2000  
传真:(8610) 8326 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)一家在香港注册成立, 并接受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅意在按保密基准向专业投资者、合资格投资者及机构投资者客户发送, 供一般流通之用, 仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和附属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意, 不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本, 无论是整体还是部分, 或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或传播。本报告中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况, 或导致中银国际研究或中银国际集团须要受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下, 向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求, 不构成投资、法律、会计或税务建议, 也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分, 也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约, 且不得用于构成任何合同或承诺的基础, 也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所述的证券适合于任何特定投资者, 且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时, 投资者应做出自身的独立判断, 或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源, 除非法律或规则规定要求之外, 中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证, 且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断, 并可能基于一些无法证明其有效性的假设, 且可能随时更改。相应地, 除非法律或规则规定必须承担的责任外, 对于因使用本报告或本报告之内容或其他原因而导致的损失, 中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此, 本报告所表达的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供, 对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外, 中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所列结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问, 本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视作未来表现的指示或保证, 且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌, 且可能无法立即变现。此外, 获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接, 中银国际集团未有审查该等网页, 且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考, 且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时, 阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级, 投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险, 汇率变动风险可能导致本金损失, 且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易, 为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务, 及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中所述的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动, 或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内, 中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析师(分别简称为“分析师”, 并统称为“各分析师”)可能在本报告中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”, 并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析师声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送; 在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOCI International (Singapore) Pte Ltd., “中银国际新加坡”)发送; 在美国由中银国际(美国)有限公司(BOCI International (USA) Inc.“中银国际美国”)发送; 在英国由中银国际(英国)有限公司(Bank of China International (UK) Limited, “中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下, 如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”, 中银国际新加坡仍将: (1) 因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础; (2) 因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益, 或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时, 本报告仅提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准, 证券委员会或监管机构也未对本报告的准确性和恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息, 有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)仅应直接向中银国际美国提出, 且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下, 收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过, 除中银国际美国之外, 中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或附属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国, 依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条, 本报告不构成招募说明书, 且未获得批准。本报告仅可向依据《2000 年金融服务与市场法(金融推广)2005 年指令》(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送, 具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2026 © 版权所有中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和附属公司。