宏观经济深度研究

舟行木易

——2027 年全球经济展望

2026 年 11 月 13 日

程实，博士
(852) 2206 8049
shi.cheng@icbc.com.cn

周烨
(852) 2683 3232
dorothy.zhou@icbci.com

在变幻莫测的经济世界中，人们总试图穿透纷繁表象，通过解释过去和理解当下实现对未来的推演。对本质的追问，其实也是对确定性的追寻。然而在万物流变之中，究竟什么才构成真正的不变？“忒修斯之船”的古老悖论，由这一点引出了一个耐人寻味的问题：如果一艘船不断被更换损坏的木板，直至最初的材料被全部替代，它是否仍然是原来的那艘船？借用《周易》关于“变”的思想，万物虽处于持续流变之中，其运行并非毫无章法，变化之中仍有可以延续的结构与规律。庄子则从另一角度揭示，“同”与“异”并非绝对，判断往往取决于人们如何划定边界、如何理解对象。由此看来，忒修斯之船或许并不存在唯一答案。若以最初的材料定义一艘船，它早已面目全非；若以结构、功能和航行的连续性定义，它却始终可以被视为同一艘船。判断往往始于定义，而何者被视为不变，也决定了变化将被如何理解。这或许正是观察当前全球经济的重要起点。过去数年，全球经济增长范式、贸易网络、金融结构与政策框架持续变化，表面的连续性与内部的异质性同时存在。若以增长率和贸易规模衡量，世界经济似乎仍在熟悉的周期中运行。但若将视角进一步转向支撑增长的底层结构，则会发现一个正在被重新定义的经济体系。面对 2027 年，全球经济的变化或许并不只体现在增长的速度，更体现在旧结构如何延续、新机制如何形成，以及二者在持续更替中最终塑造出怎样的经济运行形态。辨别这场发生于连续性之中的结构转换，正是我们把握 2027 年全球经济演化方向的重要线索。

变而有常：全球经济的忒修斯之问。如果一艘船不断更换损坏的木板，直至最初的材料被全部替代，它是否仍然是原来的那艘船？“忒修斯之船”的古老悖论，为我们理解当下全球经济演化提供了哲学视角。国际货币基金组织（IMF）在最新发布的世界经济展望中预计，全球经济增速将由 2026 年的 3.1%回升至 2027 年的 3.4%，总体增长仍展现出较强韧性。然而，稳定的全球总量背后，是正在加速的内部分化。IMF 指出，目前全球 95%的增长来源于 32 个经济体，而 2026 年 4 月达到同样比例尚需 54 个经济体，约 47%的经济体增长预测遭到下调。这一分化主要受到地缘政治与技术变革两股力量的共同驱动：一方面，地缘冲突通过能源价格上涨形成负向供给冲击，加剧能源进口经济体的通胀与增长压力。另一方面，人工智能相关投资通过算力基础设施、半导体及国际贸易形成正向需求冲击，为科技产业链参与度较高的经济体提供增长支撑[1]。不同经济体在能源依赖程度、科技价值链分工及技术吸收能力上的差异，进一步扩大了增长表现的分化。这一演化过程体现出复杂经济系统的三重特征：**一是表面的同一性与内在的异质性。**持续运行的系统表面看似波澜不惊，其内部结构可能已经悄然重构。经历疫情冲击、通胀反复、地缘冲突、贸易摩擦与货币紧缩之后，全球经济并未如市场普遍担忧的那样陷入深度衰退，但不同经济体和产业的增长贡献已发生明显分化，宏观总量的韧性与微观结构的调整并行。**二是旧系统的延续性与新结构的扩张性。**过去数年全球经济之所以能够反复承受冲击，一方面得益于既有经济体系积累的资产负债表缓冲与制度韧性，另一方面也源于新能源、新技术以及供应链调整逐渐形成新的适应能力。旧结构尚未退出，新结构已经生长。**三是演化过程的渐进性与结构结果的跃迁性。**系统的质变往往并非发生于某一个清晰可辨的时点，而是隐藏在无数局部调整与边际变化之中。因此，判断的关键并非在于某一块“木板”的变化，而是这些局部变化

1 International Monetary Fund (IMF) (2026) World Economic Outlook, October 2026: Resilience Under Strain, Urgent Choices. Washington, DC: International Monetary Fund.

相关研究：
10/29/2026：《加息暂歇，鹰声未止——2026 年 10 月美联储议息会议点评》
10/21/2026：《塞纳河畔，债影渐长——法国国债收益率上行的原因与影响》
10/15/2026：《承压的韧性与加速的分化》
10/13/2026：《宏观稳定的微观基石——2026 年诺贝尔经济学奖点评》
10/8/2026：《接对美间接出口的规模测算与结构释义——“经纬之间 纵横其链”中国价值链系列研究之八》
10/5/2026：《接力与协同：从资金链看政策空间》
9/28/2026：《并驾异辙——人民币与美元双强格局的形成逻辑》
9/18/2026：《织网成势：六张网如何打开内需新空间》
9/17/2026：《加息落地，两难未解——2026 年 9 月美联储议息会议点评》
9/10/2026：《美债长端收益率何以居高难下——中美国债收益率曲线系列研究之一》
8/31/2026：《美联储的处“市”之道与沟通哲学——2026 年 Jackson Hole 会议点评》
8/19/2026：《日元资产的奥德赛时期》
8/17/2026：《当算力流经香江：AI 贸易周期中的香港角色》
8/10/2026：《扩大消费的供需协同》
8/6/2026：《贸易的预期之外与结构之内》
8/3/2026：《AI 经济新周期的趋势变迁与香港机遇》
7/30/2026：《进退维谷，静待良机——2026 年 7 月美联储议息会议点评》

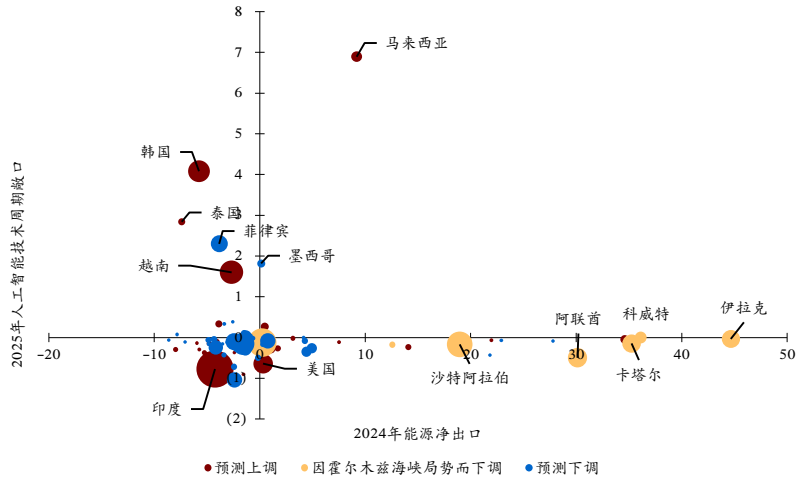
能否最终汇聚为整体结构的重塑，并形成一个更有效率、更具韧性的均衡。对此，可以从三个方面的动态平衡加以观察：**一是有序性**，即旧动能退出与新动能接续之间能否保持合理节奏；**二是充分性**，即新增长带来的效率增量能否覆盖旧结构调整所产生的成本；**三是平稳性**，即资源重新配置的成本能否被经济体系有效吸收，从而避免金融波动、社会摩擦与政策失衡过度放大。

表 1：2026 年 10 月 IMF 全球经济增长预测（%）

	2025	预测值 2026	预测值 2027	与 2026 年 4 月预测值调整 2026	与 2026 年 4 月预测值调整 2027	与 2026 年 1 月预测值调整 2026	与 2026 年 1 月预测值调整 2027
全球经济	3.5	3.1	3.4	0.0	0.2	-0.2	0.2
发达经济体	2	2.1	1.8	0.3	0.1	0.3	0.1
美国	2.3	2.3	2.3	0.0	0.2	-0.1	0.3
欧元区	1.2	1.1	1.2	0.0	0.0	-0.2	-0.2
日本	1.2	0.7	0.7	0.0	0.1	0.0	0.1
英国	1.2	1.3	1.2	0.5	-0.1	0.0	-0.3
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.7	4.4	-0.2	0.2	-0.5	0.3
印度	7.8	7.0	7.0	0.5	0.5	0.6	0.6
俄罗斯	1.0	0.9	0.9	-0.2	-0.2	0.1	-0.1
巴西	2.3	2.2	1.9	0.3	-0.1	0.6	-0.4
南非	1.1	1	1.3	0.0	0.0	-0.4	-0.2
全球贸易（商品与服务）	5	4.6	4.7	1.8	0.9	2	1.6
发达经济体通胀（CPI）	2.5	3.1	2.7	0.3	0.5	0.9	0.6
新兴经济体通胀（CPI）	5.2	5.7	5.1	0.2	0.5	0.9	0.8

资料来源：IMF 以及工银国际整理
注：2026 和2027 年数据为预测数据

图 1：多重分化力量正在重塑经济格局（占 GDP 比重，%）

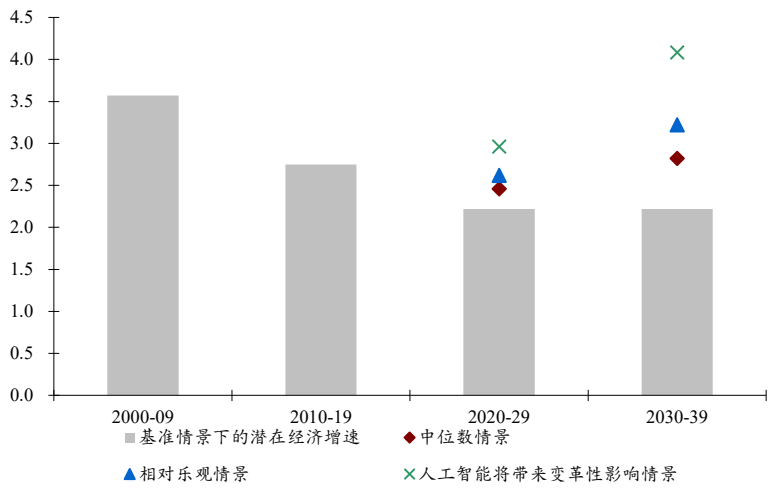


资料来源：IMF 以及工银国际整理
注：气泡大小表示 IMF《世界经济展望》从 2026 年 1 月更新至 2026 年 10 月期间，各经济体对 2026—2027 年全球经济增长预测累计修正的绝对贡献。“能源净出口”定义为原油、成品油、天然气、煤炭、焦炭及褐煤的出口额减去进口额。“AI 技术周期贸易敞口”为 2025 年人工智能相关硬件产品贸易差额

新故相推：全球经济的三重转换。具体而言，这艘稳健航行的全球经济之“船”，正面临三大变化：**一是增长动能之变。**过去数十年，人口红利、全球化、资本深化与相对廉价的能源共同支撑全球潜在增长，但人口老龄化、资本边际回报下降及能源约束增强，正在削弱传统要素红利。世界银行指出，全球潜在经济增速已由 2000—2009 年的 3.6%降至 2010—2019 年的 2.8%，预计 2020—2029 年进一步降至约 2.2%；同期全要素生产率增速预计由 1.4%降至 0.8%，生产率增长放缓解释了全球潜在增长下降幅度的 40%以上。而以人工智能为代表的新一轮技术革命正成为新旧增长动力转换的重要变量。在不同技术

进步情景下，人工智能有望推动 2030-2039 年全球潜在经济增速由基准情景下的约 2.2%提高至 2.6%—4.1%[2]。但技术投资与生产率释放之间仍存在时间差，现阶段 AI 短期内首先表现为一轮强劲的需求冲击，而广泛的生产率提升仍在进程之中。**二是合作秩序之变。**全球经济合作正由效率优先的全球化分工，逐步转向区域经济一体化与跨区域多元协作并行的新格局。地缘冲突与贸易摩擦推动全球供应链重新布局，区域内部产业配套与贸易联系日益凸显。能源领域同样体现出这一变化，霍尔木兹海峡在冲突前每日承载约 2000 万桶石油运输，约占全球海运石油贸易的四分之一。运输受阻后，湾区以外产量增加约 200 万桶/日，全球库存释放约 400 万桶/日，显著缓冲了供给冲击[3]。企业也越来越多通过供应来源多元化、库存调整和市场重配提高适应能力。**三是宏观治理之变。**过去长期低通胀、低利率环境为财政扩张和货币宽松提供了较大空间，而连续冲击之后，全球经济正转向高债务、高融资成本与通胀更易反复的新约束。当前主要经济体公共债务仍处高位，2025 年全球公共债务已经接近 GDP 的 94%，IMF 预计按照当前趋势将在 2029 年前后达到 100%[4]。与此同时，主权债券收益率抬升，人口老龄化、能源安全和国防等支出需求持续增加，也使得财政与货币政策的容错空间显著收窄。

图 2：不同技术进步情景下的全球潜在经济增速（%）



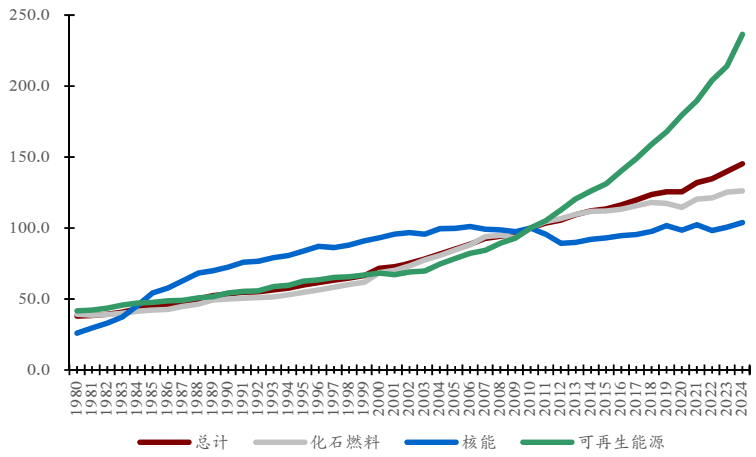
资料来源：World Bank 以及工银国际整理

2 World Bank (2026) Global Economic Prospects, June 2026. Washington, DC: World Bank

3 International Monetary Fund (IMF) (2026b) World Economic Outlook, October 2026: Resilience Under Strain, Urgent Choices. Washington, DC: International Monetary Fund.

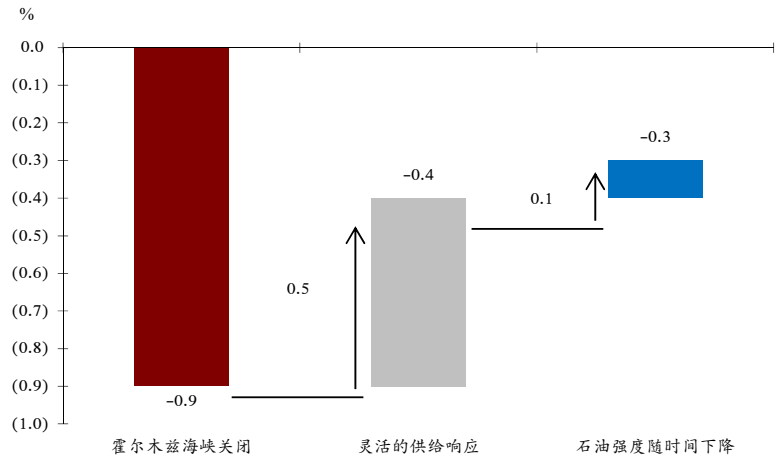
4 International Monetary Fund (IMF) (2026a) Fiscal Monitor, April 2026: Fiscal Policy under Pressure: High Debt, Rising Risks. Washington, DC: International Monetary Fund.

图 3：按能源来源划分的全球电力生产（2010 为基数 100）



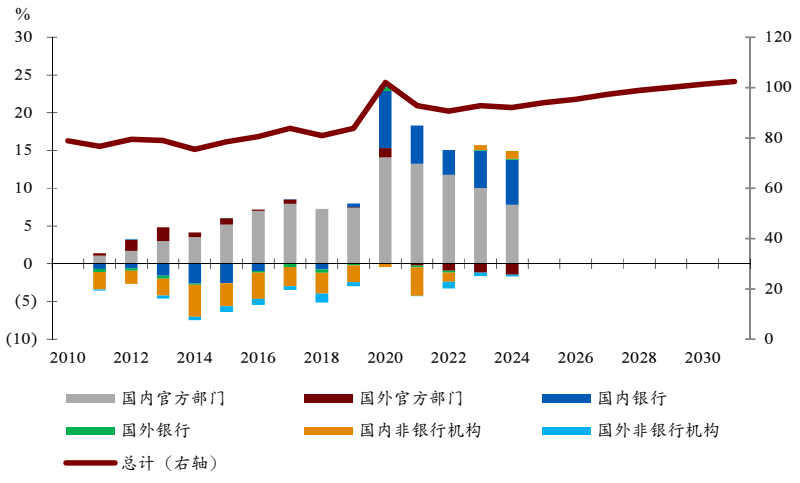
资料来源：IMF 以及工银国际整理

图 4：石油供应冲击对 2026 年全球 GDP 增长的估算影响（%）



资料来源：IMF 以及工银国际整理

图 5：全球政府债务持有结构及债务规模变化（占 GDP 的比重，%）



资料来源：IMF 以及工银国际整理

因时而变：新旧结构交替带来四重错配。旧体系尚未退出、新体系又在加速形成，使全球经济的主要风险越来越表现为不同变量调整速度之间的错位。**一是财政扩张与融资约束之间的错配。**过去低利率时期积累的大量公共和私人债务正在进入更高利率环境，而财政赤字、产业投资和公共支出需求仍然较高。高政府债务与再融资风险尚未得到解决，长期国债收益率上升既受到政策利率预期推动，也受到财政担忧和期限溢价上升影响，使主权债市场更容易受到通胀和财政冲击。OECD 数据显示，2025 年成员国政府债务再融资需求达到 13.5 万亿美元，占政府总借款约 80%。其中存量固定利率债券约有三分之一将在 2026—2028 年到期[5]。**二是 AI 投资与盈利兑现之间的错配。**人工智能正在推动半导体、数据中心、云计算和电力基础设施形成大规模资本开支，但投资扩张明显快于生产率和盈利兑现。IMF 指出，AI 核心企业融资杠杆正在上升，自 2024 年以来大型云计算企业占全球投资级公司债发行的比重已由不足 1%升至约 10%。部分 AI 循环融资交易形成约 3000 亿美元股权投资、6500 亿美元债务与 1.4 万亿美元未来收入承诺[6]。一旦生产率和盈利改善慢于资本投入，当前的新增长动能也可能转化为资产价格和信用风险。**三是金融扩张与风险承载的错配。**金融风险正在更多从银行体系转向对冲基金、私人信贷、保险和养老金等非银金融部门。全球对冲基金总资产已由 2013 年的约 4 万亿美元增至 2026 年初的约 13 万亿美元[7]。保险和养老金对非流动性资产的配置增加，私人信贷借款人杠杆也处于较高水平。杠杆、拥挤交易和脆弱融资结构可能在市场压力时期放大价格波动。平稳时期看似充裕的市场流动性，在去杠杆过程中可能迅速消失。**四是技术创新与监管建设之间的错配。**金融技术和市场结构演进的速度正在快于监管、法律和基础设施的调整。资产代币化能够降低发行和结算成本、支持 24 小时交易并提高自动化程度，但当前市场仍面临法律确定性、监管清晰度、互操作性和结算资产不足等约束，同时可能放大杠杆、流动性和关联性风险。

展望 2027 年，全球经济将在技术创新、政策调整与地缘政治变化的交织影响下，呈现增长机遇与潜在风险并存的格局。**从增长机遇来看，**人工智能投资周期有望逐步由算力基础设施建设向应用普及与生产率提升延伸，推动亚洲半导体产业链升级，并通过数据中心、电网及能源基础设施投资带动相关产业发展。与此同时，全球产业链区域化重组将为东南亚等地区经济体创造新的制造业投资机会，科技投资向非科技行业扩散、财政投资与产业升级有望进一步拓宽全球企业盈利增长来源。若地缘政治风险逐步缓解，随着部分主要经济体通胀压力逐步缓解，全球货币政策宽松及金融条件改善有望降低实体经济融资成本，为企业投资、居民消费及全球经济复苏提供进一步支撑。**从潜在风险来看，**全球主权债务持续累积与融资成本居高不下，可能推动长期国债期限溢价上升，并与非银金融机构去杠杆形成共振，放大金融市场波动。美国中期选举后，民主党赢得国会参众两院控制权，2027 年美国行政与立法部门之间的权力制衡及政策协调机制面临调整。一方面，财政拨款、政府融资及债务上限等议题可能面临更复杂的跨党派谈判，增加财政政策执行与政府运作的不确定性。另一方面，国会监督加强及立法空间收窄，可能改变美国贸易、产业及对外经济政策的实施节奏，并通过政策预期、企业投资和国际资本流动向全球经济传导。AI 资本开支扩张与商业回报兑现之间的错配，可能引发科技股估值和信用风险重新定价。中东能源冲突反复及全球电力供需错配，可能通过能源供应、生产成本与产业链调整对增长和通胀形成双重扰动。此外，欧洲政治碎片化与安全压力、日本利率正常化引发的跨境资本再配置，以及金融技术创新伴随的

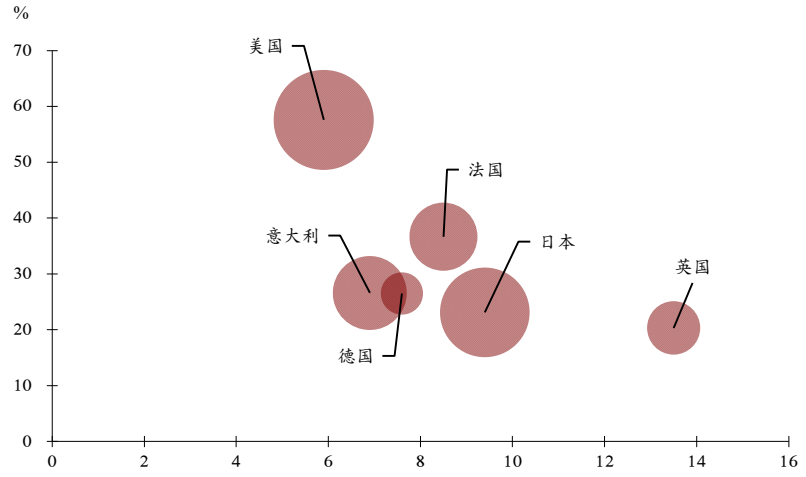
5 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2026) Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure. Paris: OECD Publishing

6 International Monetary Fund (IMF) (2026c) Global Financial Stability Report, October 2026: Resilience, Risk, and Transformation. Washington, DC: International Monetary Fund.

7 International Monetary Fund (IMF) (2026c) Global Financial Stability Report, October 2026: Resilience, Risk, and Transformation. Washington, DC: International Monetary Fund.

网络安全风险，也将增加全球金融体系的不确定性。

图 6：2025 年主要发达经济体债务到期平均期限、短期债务融资占总融资额比例以及再融资需求占 GDP 比重（%）



资料来源：IMF 以及工银国际整理
注：x 轴为未偿债务平均到期期限（年），y 轴为国库券（短期债务）发行量占总借款额的比例（%），泡沫大小为再融资需求占 GDP 的比重（%）

表 2：2027 年十大风险和十大机遇

No.	风险主题	核心问题
1	全球主权债务风险	高债务与高利率相互强化，长期国债期限溢价上升
2	AI 资本开支回报不及预期	投资扩张快于收入兑现，引发科技股估值及信用利差重估
3	中东能源冲突反复	能源供应受扰，通胀反弹与增长放缓并存
4	美国政治变革	中期选举后政治制度与权力制衡面临变化
5	美国财政政策僵局	府会分立加大拨款、政府停摆及债务上限谈判的不确定性
6	非银金融去杠杆	对冲基金、私人信贷等机构的集中交易与流动性约束放大市场波动
7	日本利率正常化冲击	日债收益率上行与日元套息交易调整，引发跨境资本再配置
8	欧洲财政与安全压力	财政困局、成员国政策分歧及国防融资需求上升
9	新型金融技术与网络风险	资产代币化、跨平台互联与网络攻击扩大潜在风险传导渠道
10	电力供需错配	AI 算力及电气化需求快速增长，电网建设与电力供应扩张滞后

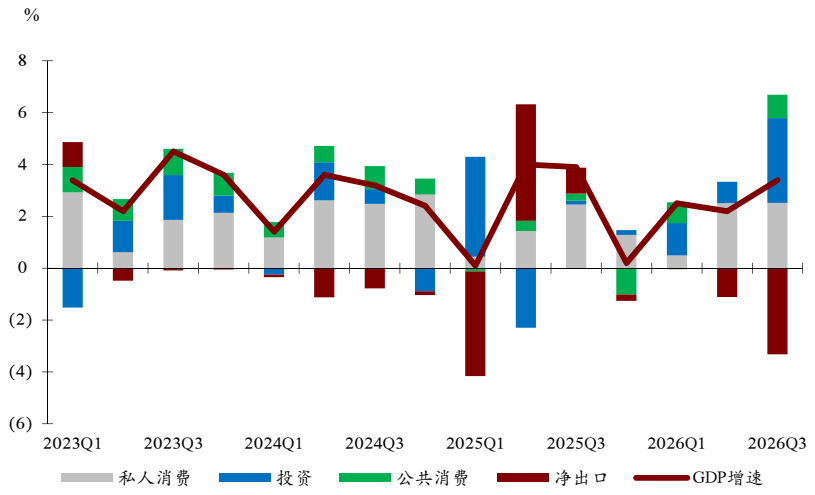
No.	机会主题	增长逻辑
1	AI 从资本走向生产率兑现	AI 应用向传统行业扩散，带动软件、企业服务及生产率改善
2	电力与能源基础设施扩张	数据中心、电网升级及能源安全需求推动长期投资
3	亚洲半导体产业链升级	算力、先进封装、存储与关键设备需求扩大
4	全球产业链区域化	区域贸易合作深化，推动制造业以及供应链投资
5	科技企业盈利扩散	科技投资外溢与融资条件改善，带动非科技行业盈利增长
6	财政投资促进产业升级	国防、基础设施和能源转型支出支持相关产业与资本形成
7	全球能源转型与绿色产业升级	能源结构调整推动储能、绿色制造及低碳技术投资增长
8	全球货币政策宽松与金融条件改善	若全球通胀回落、货币政策逐步宽松，中短端利率可能出现下行空间
9	全球资本流动再平衡	货币政策与估值分化提供非美资产和汇率配置机会
10	金融市场基础设施创新	资产代币化、结算自动化及金融科技应用提升资本市场效率

参考资料：工银国际整理

与时偕行：全球经济的结构判断框架。当支撑过去数十年经济运行的增长、合作与政策框架同时发生变化，以传统周期指标判断全球经济的有效性也在下降。对此，我们可以从三个维度建立新的判断框架，观察新结构能否完成对旧结构的替代，并最终形成帕累托改善：**一是替代是否有序，**即新旧结构转换能否保持合理节奏，使旧动能退出与新动能接续相互衔接，避免因转换过快或接续不足造成供给中断与政策急转；**二是替代是否充分，**即新的增长动能、贸易网络和政策机制能否形成足够规模，弥补旧结构退出留下的缺口；**三是替代是否平稳，**即结构调整产生的债务、通胀、资产价格与就业成本能否被经济体系有效吸收，避免局部压力演变为系统性风险。总体而言，有序性、充分性与平稳性越强，经济体由高摩擦过渡阶段走向新稳态的基础也将越为稳固。

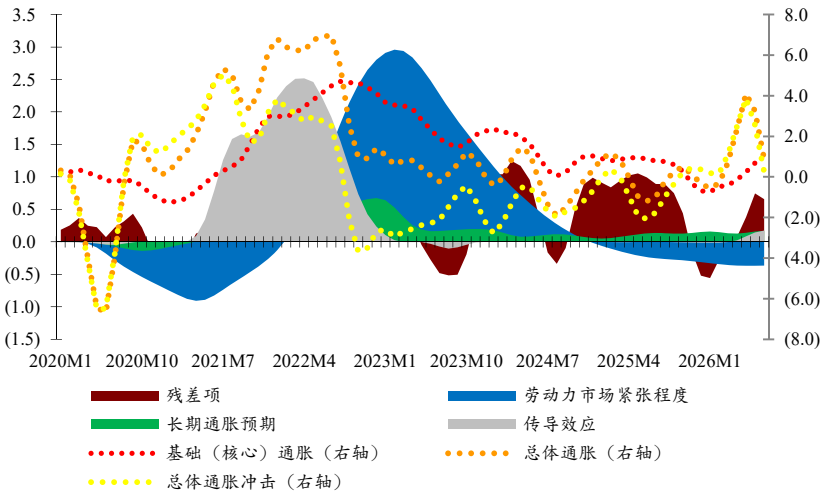
美国：新动能相对充分，关键在于能否平稳消化高估值与高债务。美国仍是主要经济体中新旧增长动能衔接较充分的一端。居民消费保持韧性，科技相关投资持续扩张，技术创新与扩散有望在就业增速放缓的同时继续支撑生产率提升。人工智能、数据中心、半导体和电力基础设施正在形成新的资本开支链条。从有序性看，2027 年私人投资可能较前期高位有所回落，但居民消费仍有望保持较强动能，意味着增长结构存在向更广泛需求扩散的空间。真正的不确定性更多体现在平稳性，包括 AI 投资能否转化为持续的生产率和盈利回报，高利率环境下财政赤字与公共债务能否保持可持续，以及高估值资产调整是否会通过金融条件收紧放大经济波动等结构性问题。预计 2027 年美国货币政策仍保持限制性水平，利率区间达到 4.25～4.50%左右，具体节奏的关键仍在于通胀预期。经济增速方面保持温和，维持 2.3%左右的 GDP 同比增长，失业率同比约为 4.2%。考虑到基数效应，地缘政治冲突对通胀同比增速的推升作用或将逐步减弱，但价格绝对水平仍处高位，预计 2027 年通胀水平（CPI 同比增长）回落到 2.5%左右。

图 7：美国经济增速与各部分贡献（%）



资料来源：IMF 以及工银国际

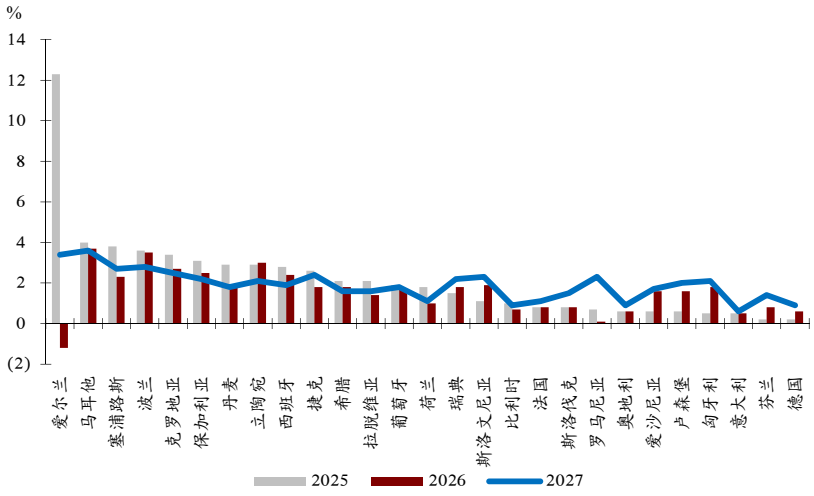
图 8：美国通胀驱动因素分解（%）



资料来源：IMF 以及工银国际

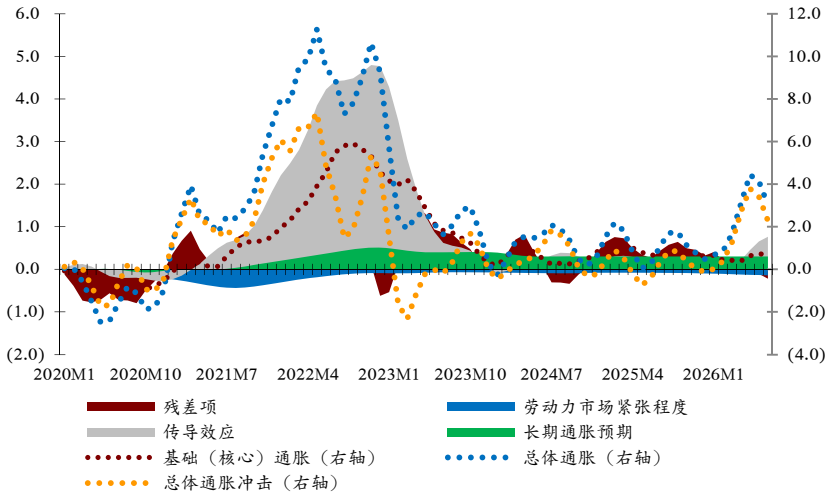
欧洲：动能交替过程较为有序，但新动能仍不充分。欧洲 2027 年的主要问题仍是有效替代不足。即使能源供给逐步正常化，中期增长仍受到生产率走低以及创新不足的制约。从有序性看，欧洲已经通过能源来源多元化、可再生能源扩张以及财政和货币政策调整降低了极端冲击的尾部风险。但从充分性看，旧的出口制造和廉价能源模式弱化之后，统一市场、资本市场整合和技术创新尚未形成足够强的新增长引擎。高能源成本、较高利率和财政约束意味着政策仍需在增长与物价稳定之间谨慎权衡，预计欧元区 2027 年经济增速（GDP 同比）约 1.2%，失业率同比约为 6.2%。通胀水平（HICP 同比）预计仍为 2.6%左右，到 2028 年逐步回到目标附近。

图 9：欧元区经济增速预测，主要经济体经济表现分化（%）



资料来源：European Commission 以及工银国际整理

图 10：欧洲通胀驱动因素分解（%）

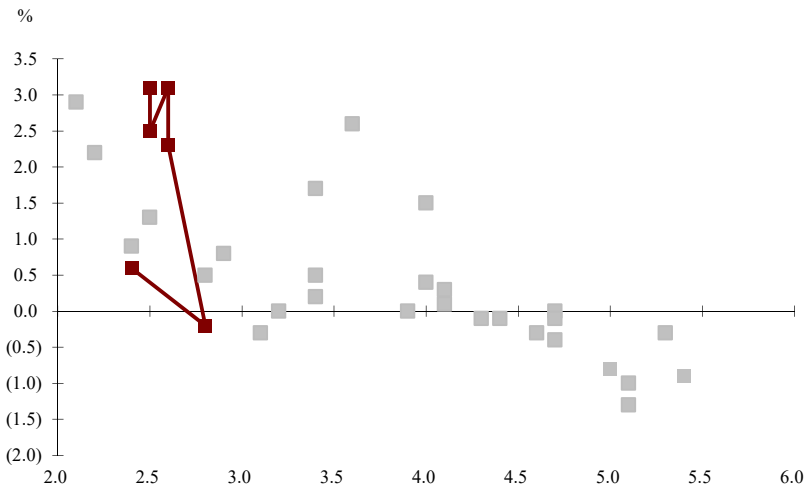


资料来源：IMF 以及工银国际

日本：旧稳态退出正在加快，最大的考验是转换的稳定性。从有序性看，日本通过能源进口来源调整和库存释放在一定程度上缓解了外部供给冲击，但能源对外依赖度较高，经济运行仍易受到国际能源价格波动及地缘政治风险扰动，货币政策正常化亦面临通胀压力与增长放缓之间的权衡。从充分性看，工资增长对实际收入和消费的支撑逐步显现，企业投资保持一定韧性，但人口老龄

化、劳动力供给收缩及资本投资效率等结构性约束持续存在。从平稳性看，高公共债务与利率上升相互作用，可能加大政府债务融资成本与财政调整压力，国债收益率重新定价亦可能通过金融机构资产负债表及跨境资本流动放大市场波动。预计日本 2027 年经济增速（GDP 同比）约 0.7%左右，通胀水平（CPI 同比）约 2.1%，政策利率或进一步升至 1.75%左右。

图 11: 日本 1990 年-2025 年失业率与核心 CPI（处于菲利普斯曲线陡峭区间）



资料来源：Wind 以及工银国际整理（横轴为失业率（%），纵轴为核心 CPI（%），红色点为 2019 年至 2025 年的数据）

新兴市场：整体增长更快，但结构转换将进一步分化。相较发达经济体，新兴市场 2027 年仍有望保持更快增长，尤其是亚洲地区继续构成全球增长的重要来源，但不同经济体之间的结构分化将进一步扩大。能够进入 AI、半导体、先进制造和数字服务产业链的经济体，将更多受益于技术投资和产业升级，新动能替代相对充分；而依赖能源进口或外部融资的经济体，则更容易受到高能源价格和高利率环境挤压。资源禀赋、产业链位置和融资条件的差异，将成为影响新兴市场增长表现的重要因素。

参考资料：

International Monetary Fund (IMF) (2026a) Fiscal Monitor, April 2026: Fiscal Policy under Pressure: High Debt, Rising Risks. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2026b) World Economic Outlook, October 2026: Resilience Under Strain, Urgent Choices. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2026c) Global Financial Stability Report, October 2026: Resilience, Risk, and Transformation. Washington, DC: International Monetary Fund.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2026) Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure. Paris: OECD Publishing

World Bank (2026) Global Economic Prospects, June 2026. Washington, DC: World Bank.

销售部

电话：(852) 2683 3888　　传真：(852) 2683 3881

研究部

电话：(852) 2683 3888　　传真：(852) 2683 3900

重要披露

工银国际的股票评级

超越基准　：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）超越相应市场基准指数 20%以上

中性　：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数在-20%至 20%以内

落后基准　：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）落后相应市场基准指数 20%以上

暂无评级　：分析师目前对于预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数的变化幅度无法给出确信的判断

工银国际是中国工商银行的全资子公司

如有需要，可向工银国际索取进一步资料。

本报告所载的意见纯粹是分析员对有关证券或发行人的个人看法；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的特别建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

工银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 37 楼 电话：(852) 2683 3888 传真：(852) 2683 3900

一般披露

主要负责撰写本研究报告全部或部份内容的分析师在此声明：(i)本研究报告的任何观点均精准地反映了上述(每位)分析师个人对目标证券和发行人的看法; 及 (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体观点相联系。

本研究报告所载资料由工银国际证券有限公司编制和发表。

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而我们在该等司法管辖范围并无相关注册或牌照，且在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致工银国际证券有限公司、集团成员及/或其联属方 (统称 “工银国际”或”我们”)需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。 仅就本文件而言，此研究报告不应被视为是一种邀约或邀请购入或出售任何文中引述之证券。

本研究报告 (i) 供 阁下作个人参考之用；(ii) 若要约发行在任何司法管辖区为违法，本研究报告不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii) 本研究报告的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获工银国际独立核实。本研究报告仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资意见，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。在准备本研究报告时，工银国际并无进行任何确保本研究报告中提及的证券适合任一特定投资者的步骤。阁下应自行决定涉及本研究报告提及的证券的所有交易，并因应阁下的财务情况、投资经验及投资目的，衡量每一交易是否适合阁下。

本研究报告可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级) 的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，工银国际和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏 (无论是不是因为疏忽) 承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料 (包括评级) 负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失 (包括失去的收入或利润及机会成本) 的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为第三方材料供应者的投资意见般倚赖。

本研究报告所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指针，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过份简化的情况，也不反映未来的回报的分派。

本研究报告所述的事实以及当中表达的观点、估计、预测和推测以本研究报告的日期为准，可以在没有通知的情况下有所更改。工银国际并无就本研究报告所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证， 除非另外获工银国际同意外，阁下亦不应倚赖本研究报告所载数据。在没有和适用于工银国际且不时修订、更改或替代的证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则的义务不一致的情况下，工银国际概不就因使用或倚赖本研究报告或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害赔偿承担法律责任。本研究报告并非为提供个人专业意见 (包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)， 阁下也不应作为专业意见般倚赖；不可取代 阁下的判断。除非另外获工银国际同意外，工银国际非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本研究报告的资料或观点是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见、投资限制意见或任何法律或监管意见。

本报告不应被视为阐明或建议与投资决定相关的所有直接或间接风险。工银国际出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、计量分析和短期买卖点子；一类研究产品所含的观点有别于其它种类的研究产品所含的观点，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

准备本研究报告的分析师的报酬由研究部门的管理层及工银国际的高级管理层全权决定。分析师的报酬并不取决于工银国际的企业融资业务的收入，但可能和工银国际企业融资业务的整体总收入联系，而当中包含企业融资、销售及交易业务。

若工银国际以外的金融机构或实体(包括但不限于任何信息提供商)发送本研究报告，则由该金融机构或实体为此发送行为承担全部责任。该发送本研究报告的金融机构的客户应联系该机构如果他们决定进行相关证券的交易。该发送本研究报告的金融机构或实体的客户应直接联系该机构或实体以要求获悉本研究报告提及的证券更详细的信息。本研究报告不构成工银国际向发送本研究报告的金融机构或实体之客户(其并非工银国际的客户)提供的投资意见，工银国际及其各高级职员、董事和员工亦不为前述金融机构或实体之客户因使用本研究报告或其载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

工银国际透过其合规政策及程序 (包括但不限于利益冲突、中国墙和保密政策) 以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究活动及研究报告发布的冲突。

本研究报告仅发送给 阁下供参考，在没有工银国际的事先书面同意的情况下，不得以任何方式翻印或分发本研究报告的任何部份给其它人士。

收到本研究报告即等同阁下知悉并同意以上条款。

工银国际证券有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

UK

This communication is sent on behalf of ICBC International Securities Limited, being a subsidiary of ICBC International Holdings Limited, a limited liability company incorporated in Hong Kong (collectively with other subsidiaries of ICBC International Holdings Limited, the “ICBCI Group”). Members of the ICBCI Group are not authorised or regulated by the FCA or the PRA.

The communication of this research document by the ICBCI Group is exempt from the general restriction in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000, which prohibits the communication of an invitation or inducement to engage in investment activity, on the grounds that the communication of this document is directed at, and the services and activities described herein are available only to, the following persons in the United Kingdom, namely (i) persons falling within any of the categories of “Investment Professionals” as defined in article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the “Financial Promotion Order”), (ii) persons falling within any of the categories of persons described in article 49(2) of the Financial Promotion Order, and (iii) any person to whom it may otherwise lawfully be made. Persons not falling under the indicated recipients are strictly prohibited from acting upon this document.

Members of the ICBCI Group are able to conduct certain business for UK clients on a cross-border basis in reliance on certain exclusions to authorisation requirements. As a result of ICBCI Group's unauthorised status, UK clients of ICBCI Group will not benefit from the protections and rights afforded to clients of firms that are authorised in the UK, including but not limited to the Financial Services Compensation Scheme, Financial Ombudsman Service and protections afforded under the FCA's and PRA's rules and requirements.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research.

Singapore

NOTE: For Singapore, research reports may only be provided to investors who have been confirmed and verified as institutional investors (within the definition of the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289)).

The analyst(s) primarily responsible for the preparation in all or in part of the research report contained hereby certified that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of such analyst(s) about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst(s)' compensation was, is or will be directly or indirectly, related to the specific views expressed in this research report.

The information herein is prepared and published by ICBC International Securities Limited. This research report is not directed at, or intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction where such distribution, publishing, provision or use would be contrary to law or regulation or which would subject ICBC International Securities Limited, its group members and/or its affiliates (collectively, "ICBCI" or "we") to any registration or licensing requirement in such jurisdiction which we do not hold the relevant registration or licence. This research report shall not be of itself considered as an offer or invitation to buy or sell any securities described herein.

This research report is (i) for your private information; (ii) not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such offer or solicitation would be illegal; and (iii) based upon information from sources that we consider reliable, but has not been independently verified by ICBCI. This research report provides general information only. It is not intended to provide personal investment advice and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person. In preparing this research report, ICBCI has not taken any steps to ensure that the securities referred to in this research report are suitable for any particular investor. You shall make your own decision with respect to all transactions involving securities referred to in this research report and assess whether each transaction is suitable for you in light of your financial situation, investment experience and investment objectives.

This research report may contain information obtained from third parties, including ratings from credit ratings agencies and the distribution of third party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability of fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the suitability of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice of the third party content providers.

Figures presented herein may refer to past performance or simulations based on past performance which are not reliable indicators of future performance. Where the information contains an indication of future performance, such forecasts may not be reliable indicator of future performance. Moreover, simulations are based on models and simplifying assumptions which may oversimplify and not reflect the future distribution of returns.

The facts described in this research report, as well as the views, estimates, forecasts and projections expressed in it are as of the date hereof and are subject to change without notice. No representation or warranty, express or implied, is made as to and unless otherwise agreed by ICBCI no reliance should be placed on information contained in this research report. ICBCI accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential losses or damages arising from or in connection with the use or reliance of this research report or its contents to the extent that it is not inconsistent with the obligations applicable to ICBCI that it may otherwise be subject to under the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission as may be amended, varied or replaced from time to time. This research report is not intended to provide, and should not be relied upon as personal professional advice (including without limitation, accounting, legal or tax advice or investment recommendations) and is not to be taken in substitution for your exercise of judgment. Unless otherwise agreed by ICBCI, ICBCI does not act as your adviser and assumes no fiduciary responsibility or liability for any consequences, financial or otherwise. Investors shall consider whether any information or views in this research report is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice.

The report should not be viewed as identifying or suggesting all risks, direct or indirect, that may be associated with any investment decision. ICBCI produces a number of different types of research products including, among others, fundamental analysis, quantitative analysis and short term trading ideas; views contained in one type of research product may differ from views contained in other types of research product, whether as a result of differing time horizons, methodologies or otherwise.

The compensation of analysts who prepared this research report is determined solely by the management of research department and senior management of ICBCI.

Analysts' compensation is not decided based on revenue of ICBCI's corporate finance business but may be linked with overall revenue of its corporate finance business as a whole, of which corporate finance, sales and trading are a part.

If this research report is distributed by a financial institution or an entity, including without limitation any information provider, other than ICBCI, that financial institution or entity is solely responsible for its distribution. Clients of the distributing financial institution should contact that institution if they decide to effect a transaction in the relevant securities. Clients of the distributing financial institution or entity should also contact such institution or entity directly if they require further information on the securities mentioned in this research report.

This research report does not constitute investment advice by ICBCI to the clients of the distributing financial institution or entity (who are not clients of ICBCI), and neither ICBCI nor its respective officers, directors and employees will accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from their use of this research report or its content. ICBCI manages conflicts with respect to the production of research through its compliance policies and procedures (including, but not limited to, Conflicts of Interest, Chinese Wall and Confidentiality policies) as well as through the maintenance of Chinese walls and employee training.

If you are a recipient of this report in Singapore, you have only been provided with this report on the basis that you are and you have represented and confirmed that you are an institutional investor as defined under the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289) and its attendant regulations as may be amended from time to time ("Institutional Investor"). You acknowledge that ICBCI may request for additional supporting documentation and information in order to verify your status as an Institutional Investor prior to providing you with such report and before continuing to provide you with any further reports or any other services and you agree to provide such documentation and information on a timely basis. If you are not an Institutional Investor or there has been a change in your status such that you are no longer an Institutional Investor, please inform ICBCI immediately.

THIS RESEARCH REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED ANY PART OF THIS RESEARCH REPORT IN ANY MANNER TO ANY OTHER PERSON WITHOUT PRIOR WRITTEN CONSENT OF ICBCI.

Malaysia

This document is provided to you only at your request, and is not an offer, invitation or agreement by ICBC International Securities Limited and/or group members under ICBC International Holdings Limited (collectively "ICBCI group") to enter into any transaction with you on its or any other terms. ICBC International Securities Limited is not licensed by or registered with Securities Commission Malaysia to carry on business in any regulated activity under the Capital Markets and Services Act 2007. ICBCI group is not able to and does not provide advice or services that constitute regulated activity in Malaysia, except in the circumstances permitted by Securities Commission Malaysia for unlicensed foreign capital market intermediaries.

ICBCI group is not able to and does not conduct banking business or investment banking business in Malaysia or provide advice or services in Malaysia that constitute banking business or investment banking in Malaysia.

Although the document is prepared by ICBC International Securities Limited, the document is being distributed by the Malaysian licensed partner pursuant to an arrangement entered into with such partner.

Should you need advice or a service that is banking business or investment banking business in Malaysia you need to seek the assistance of an appropriately licensed person.

Receipt of this research report constitutes your acknowledgement and agreement to the above terms.

Copyright 2026 ICBC International Securities Limited. All rights reserved.