宏观经济深度研究

不系之舟

——2027 年全球大类资产展望

2026 年 11 月 18 日

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

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

“泛若不系之舟，虚而遨游者也。”《庄子·列御寇》以“不系之舟”描绘一种不受外物拘束、顺应天地变化的自由状态。舟行水上，既不系于一岸，也不拘于一向，其从容并非源于风平浪静，而在于能够随水势变化而调整航向。从这一概念出发，理解当下正在经历深刻结构转换的全球金融市场，当增长动能、政策范式与全球资本流动格局持续演变，资产价格的定价基础、相互关系与运行节奏也在发生变化。不系于锚，意味着重新识别资产定价的价值基础；不系于岸，意味着重新审视全球配置的风险边界；不系于势，意味着在宏观情景变化中动态调整投资航向。展望 2027 年，人工智能投资周期、全球债务约束及国际资本流动格局变化，或将推动全球资产配置进入新的再平衡阶段。首先，市场回报将更加依赖盈利兑现。人工智能投资扩张与生产率改善有望支撑企业盈利，但估值约束与资金结构变化可能加剧区域及行业分化。其次，财政融资需求、长期资本竞争及期限溢价变化可能使长端利率维持高位。最后，经济增长与政策路径分化叠加国际收支再平衡，将推动全球货币表现进一步分化。面对技术发展、通胀及政策的不同演变路径，全球资产的风险收益特征与相关性可能呈现更强的情景依赖性，资产配置宜更加重视基本面价值、跨市场风险分散与动态再平衡，在不确定性中寻求收益与风险的有效均衡。

不系之舟，贵在知所往，亦知所变。传统经验所依赖的稳定关系逐渐松动，全球资产配置也需要重新审视其赖以运行的逻辑。**一是不系于锚，重新识别资产定价的价值基础。**长期以来，增长、通胀与利率构成全球大类资产定价的重要坐标。然而，随着全球债务约束加深以及人工智能投资周期兴起，不同资产的定价驱动正在呈现更明显的多元化特征。美债收益率受到货币政策预期、期限溢价与财政融资需求的共同影响，美元汇率则随着全球经济增长分化、国际资本配置调整及美元流动性需求变化，呈现出更加复杂的定价特征。传统定价锚仍然发挥作用，但其解释力与相对权重正在改变。**二是不系于岸，重新审视全球资产的配置边界。**过去较为稳定的股债相关性、跨区域收益差异与避险资产属性，正在受到共同冲击与结构分化的双重影响。美国 AI 资本开支、欧洲财政扩张、日本货币政策正常化以及新兴市场产业加速升级，使不同市场的收益来源与风险暴露日益分化。在这一过程中，地理分散未必意味着风险分散，资产类别的多样化也未必带来真正独立的收益来源。全球配置需要进一步穿透资产与地区的表面分类，从底层风险因子与收益驱动出发，重新寻找有效的分散边界。**三是不系于势，重新理解宏观情景与资产配置的动态关系。**面对增长韧性、通胀反复、政策分化与技术变革交织的市场环境，单一宏观情景对资产表现的解释能力可能进一步下降。不同风险因素之间的相互作用，使资产价格的运行路径呈现更强的非线性特征，也提高了市场预期切换的频率。当全球资产的定价锚趋于多元、配置边界逐渐变化、市场运行路径更加复杂，大类资产配置的核心能力将从预测单一方向，转向识别收益来源、衡量风险补偿与管理动态相关性。2027 年的配置决策也需要在中长期价值判断与短期风险管理之间建立更具适应性的联系，通过情景分析、风险预算与动态再平衡，提高组合面对不同经济路径时的稳定性。以价值判断确立方向，以风险分散保持平衡，以动态调整应对变化，从而在不确定的市场环境中寻求长期收益与风险之间更有效的均衡。

相关研究：

11/16/2026：《紫荆日新——2027 年香港经济展望》

11/13/2026：《舟行木易——2027 年全球经济展望》

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》

图 1：2027 年全球资产再配置逻辑主线

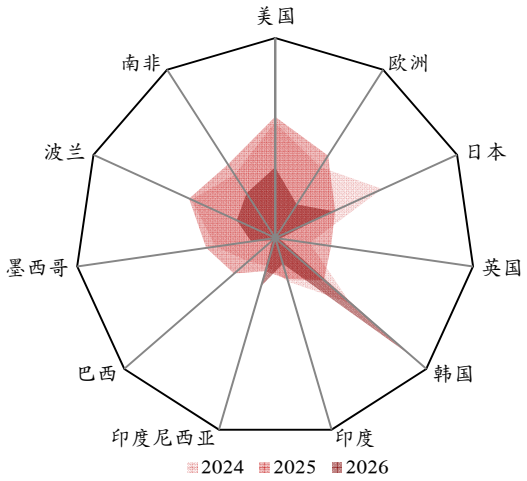


资料来源：工银国际

全球风险资产定价面临结构性调整，增长预期与风险补偿的重要性同步上升。随着 AI 投资周期深化、财政政策更加主动及全球债务约束加剧，全球股市的收益来源与估值基础正在发生结构性变化。**首先，资本开支扩张仍是短期盈利增长的重要动力。**全球 AI 基础设施建设持续拉动半导体、数据中心、电力设备及相关产业链需求。全球人工智能相关计算硬件贸易高度集中于东亚主要半导体制造经济体，相关出口增长可通过国际生产网络进一步向东南亚制造业及资源出口经济体传导，形成跨区域的产业链溢出效应。随着投资规模扩大，产业链收益分配将更加取决于企业的技术优势、市场地位及价值获取能力。**其次，生产率改善有望成为中期盈利增长的新来源。**微观实证研究表明，生成式人工智能已在部分应用场景中展现出显著的生产率提升效应，其中客户服务领域的劳动生产率提高约 14%–15%，软件开发任务的产出增加约 26%，初步验证了人工智能技术向实际经济效益转化的潜力。随着技术应用向更多行业渗透，企业成本结构与资本使用效率有望改善，但生产率收益能否转化为持续的利润增长，仍取决于技术扩散速度、市场竞争及商业化能力[1]。**最后，估值约束与资金结构可能加剧市场表现分化。**随着全球股票市场对技术投资和金融条件变化的敏感性增强，2027 年股市或将呈现盈利增长与估值约束并存的特征。对冲基金在市场平稳时期通常具有逆向交易倾向，但当市场波动加剧，杠杆、拥挤持仓及赎回压力可能削弱其稳定市场的作用，并放大个股价格调整。美国市场或仍受益于科技创新与企业盈利优势，但估值与拥挤交易可能限制上涨空间。亚洲科技及制造业股票有望延续产业链需求带来的盈利增长，欧洲工业与基础设施板块则可能受财政支出增加及公共投资扩张带动。港股方面，在资金流入改善及企业盈利修复的支持下，2027 年有望呈现先抑后扬的温和复苏态势。行业配置上，随着人工智能投资由算力基础设施向商业化应用延伸，互联网平台有望成为新的增长来源，半导体及 AI 硬件仍具长期配置价值，但需关注估值与资本开支增速变化。同时，高股息资产的防御价值及医药 CXO 的订单修复机会亦值得关注。

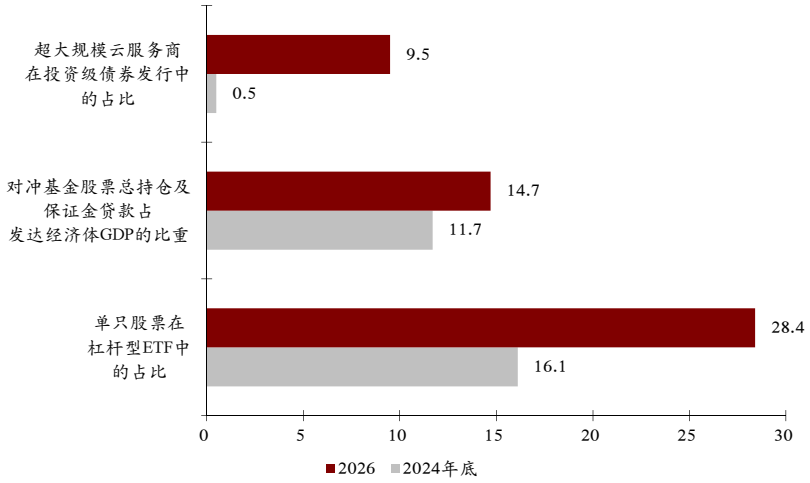
1 International Monetary Fund (IMF) (2026a) World Economic Outlook, October 2026: Resilience Under Strain, Urgent Choices. Washington, DC: International Monetary Fund.

图 2: 主要经济体股票收益率对全球人工智能指数的 β 系数



资料来源：IMF 以及工银国际

图 3：股票市场杠杆与人工智能相关债务（%）



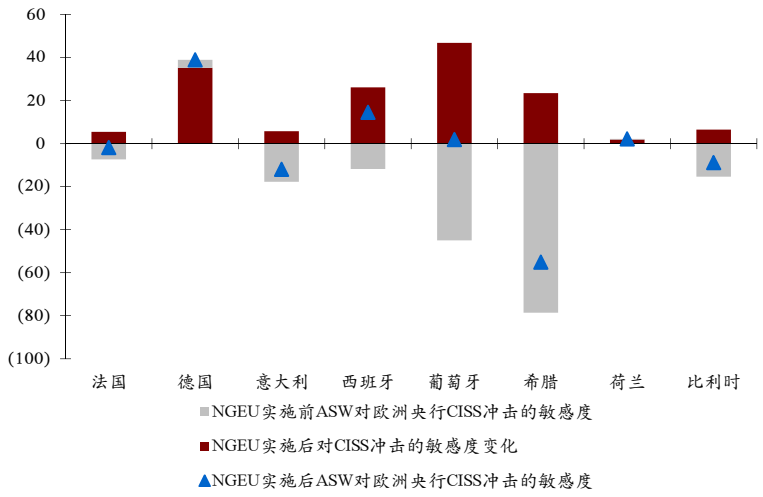
资料来源：IMF 以及工银国际

全球利率中枢面临上移压力，主权债券定价机制面临重塑。展望 2027 年，若能源价格冲击逐步消退，高基数效应下全球通胀压力在数据层面有望边际缓解。但长期国债收益率仍可能维持相对高位，背后反映出全球利率形成机制的深层变化：一是政府债务持续积累与财政融资需求扩大，推动主权债券期限溢价上升；二是人工智能与基础设施投资扩张，增加长期资本需求，对均衡实际利率形成支撑；三是央行资产负债表调整与投资者结构变化，推动长期债券供需关系重新定价。根据 IMF 研究，2026 年 2 月至 9 月，七国集团 10 年期国债平均收益率上升超过 100 个基点，达到近二十年来高位[2]。随着财政、投资与资金供需因素对长期利率的影响增强，政策利率与长期国债收益率之间的联动可能进一步弱化，全球债券市场或进入长期利率中枢偏高、收益率曲线与主权信用利差分化加剧的阶段。具体而言，**美债方面，**美国经济增长韧性及人工智能投资扩张为实际利率提供支撑，财政赤字与国债再融资压力则提高长期债券的风险补

2 Dabla-Norris, E. and Valdés, R. (2026) 'Rising Sovereign Yields Raise the Fiscal Stakes', IMF Blog, 14 October. Washington, DC: International Monetary Fund.

偿要求。与此同时，企业资本开支带来的信用债融资需求，可能加剧私人部门与政府部门对长期资金的竞争。预计 2027 年美债收益率仍将维持相对高位，即使通胀逐步回落，长端收益率的下行幅度也可能受到限制。**欧债方面，**欧洲国防、能源及基础设施投资有望改善中期增长前景，但财政支出扩张与债务融资压力也将考验成员国的财政可持续性。与此同时，欧元区内部债券市场的信用关系正在发生变化。IMF 指出，欧盟共同融资安排降低了部分南欧主权债券对系统性金融压力的敏感性，推动相关国债风险溢价收敛。一方面，共同融资与财政风险分担机制缓解了市场对债务可持续性及风险传染的担忧，降低了部分成员国的融资成本；另一方面，共同债务安排也使成员国之间的财政风险联系更加紧密，其长期效果仍取决于财政责任分担机制与成员国的偿债能力[3]。**日债方面，**货币政策正常化与国内资金再配置将共同影响收益率走势。随着日本工资与物价循环逐步巩固，政策利率仍有上行空间，并将继续推动短中端国债收益率调整。长端则更多受到通胀预期、国债供给及机构投资者需求影响。随着日本国债收益率提高，国内债券相对于汇率对冲后海外债券的配置吸引力可能改善，推动保险及养老金等长期资金增加本土配置。

图 4：欧洲主权债利差对系统性风险的敏感度（基点）



资料来源：IMF 以及工银国际

（注：NGEU（NextGenerationEU）：欧盟"下一代欧盟"复苏计划，包含以欧盟共同举债支持成员国经济复苏的融资安排。ASW（Asset Swap Spread）：资产互换利差，反映国债相对于利率互换曲线的定价差异。CISS（Composite Indicator of Systemic Stress）：欧洲央行编制的系统性压力综合指标，用于衡量金融市场整体压力水平。）

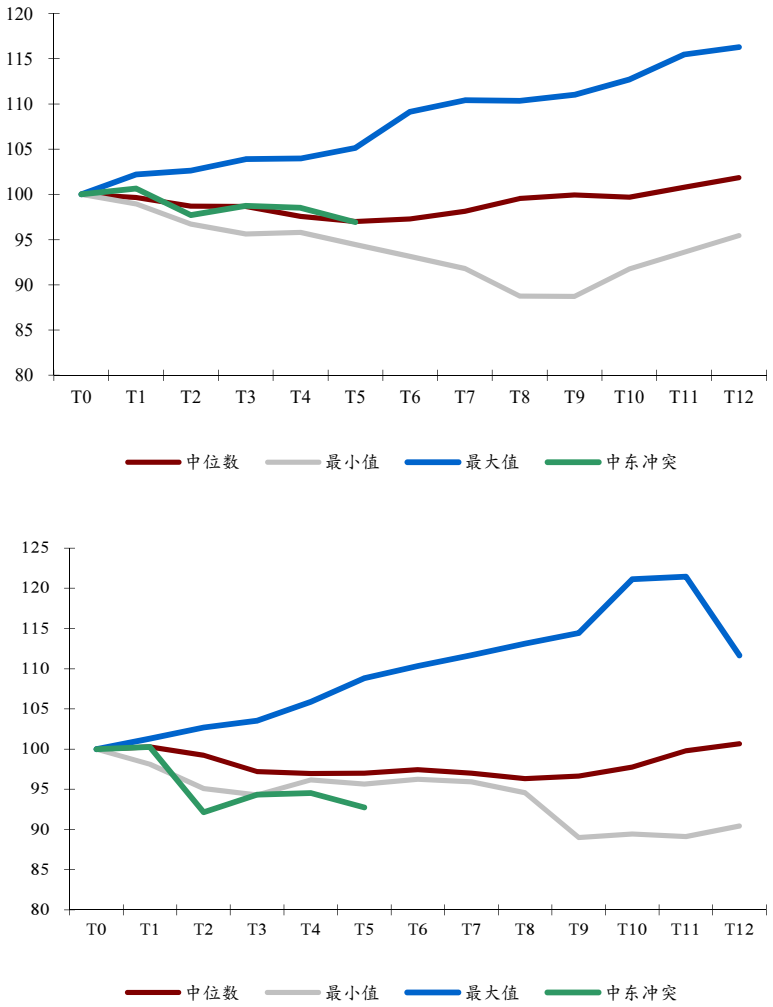
增长动能与政策路径分化推动主要经济体汇率调整。主要经济体货币政策路径分化及全球资本流动格局调整，可能推动外汇市场进入新的再平衡阶段。参考 IMF 数据，2025 年全球经常账户失衡总量达到全球 GDP 的约 3.8%，预计 2027 年仍将维持高位[4]。全球科技投资周期进一步影响国际收支结构，美国凭借技术创新和资本回报优势持续吸引国际资本，亚洲部分经济体则受益于科技产品出口与产业链需求增长。在 AI 投资回报较强的情况下，美国经常账户赤字可能进一步扩大，而亚洲科技出口经济体的经常账户与汇率表现有望改善。全球资本流动与贸易收支变化之间的相互作用，将成为 2027 年汇率市场的重要驱动力。**美元方面，**经济韧性仍将提供支持，但中期升值动力可能减弱。随着国际资本配置逐渐多元化，以及主要经济体政策利差发生变化，美元可能面临一定调整

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

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

压力。不过，美国经济增长及技术投资的相对优势仍有望吸引海外资本，限制美元下行空间。但若美国 AI 投资回报不及预期，资产价格调整及资本需求变化可能同时对美元形成压力。预计 2027 年美元指数呈现高位震荡，温和上行的趋势。**欧元方面，**经济基本面修复提供升值机会，但财政风险制约上行空间。欧元区经济增长有望温和改善，部分财政投资和产业政策将继续支持内需，但成员国债务水平及财政调整压力仍可能影响市场信心。欧元兑美元升值空间仍然有限，走势主要取决于美欧经济增长差异、货币政策利差及主权信用风险变化。**日元方面，**货币政策正常化与跨境资金再配置有望共同推动汇率升值。随着日本工资通胀循环逐步形成，日本央行仍有进一步推进货币政策正常化的基础，美日利差收敛将提高日元资产的相对吸引力。与此同时，若日本国债收益率上升带动保险公司及养老金等机构提高本土债券配置比例，资本回流可能为日元提供额外支撑。预计 2027 年日元兑美元呈温和升值趋势，但升值过程可能伴随阶段性反复。

图 5：外部冲击下不同信用评级经济体的外汇储备变化（上图为投资级国家，下图为非投资级国家；指数，事件发生前一个月=100）



资料来源：IMF 以及工银国际
注：T1—T12 表示冲击发生后的月份。红线表示历史外部冲击下外汇储备变化的中位数，灰线表示历史变化区间，绿线表示本轮中东冲突期间的外汇储备变化。

表 1：2027 年大类资产核心判断

资产	2027 年核心判断	关键因素
美国市场		
美股	结构性机会仍在，估值约束增强	AI 盈利兑现与资本开支回报
美债	中短端留有空间，长端仍受约束	政策利率路径与期限溢价分化
美元	中期偏弱，但单边下行空间有限	利差优势与全球避险需求
欧洲市场		
欧股	财政扩张与产业投资提供结构性支撑	企业盈利修复与财政刺激效果
欧债	财政分化加剧，主权利差蕴含结构性机会	财政可持续性与债务融资成本
欧元	兑美元上行空间仍受制约	欧美增长差异与货币政策分化
日本市场		
日股	盈利增长承压，估值修复空间有限	日元升值与利率上行
日债	收益率中枢趋于上移，长端调整压力仍存	货币政策正常化与财政供给压力
日元	相对美元渐进升值，短期波动仍存	日美利差变化与资本回流节奏
中国市场		
港股	先抑后扬、温和复苏	外围利率，资金流动与盈利修复
互联网平台板块	AI 价值向应用端转移，低估值提供修复空间	AI 商业化进度与盈利兑现
半导体及 AI 硬件板块	景气延续但超额收益收敛，关注回调后龙头机会	AI 资本开支增速放缓与供给扩张
高股息板块	市场承压时期防御价值突出	资金配置需求与分红可持续性
医药 CXO 板块	订单改善与盈利修复提供成长空间	医药融资环境与订单恢复进度

资料来源：工银国际整理

参考资料：

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

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

Dabla-Norris, E. and Valdés, R. (2026) 'Rising Sovereign Yields Raise the Fiscal Stakes', IMF Blog, 14 October. Washington, DC: International Monetary Fund.

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.