

EFG

# 2026年展望”

年度前瞻：十大核心主题



# 2026年 展望

年度前瞻：十大核心主题



欢迎阅读EFG《2026年展望》报告。本报告将阐述明年的十大核心主题，并回顾2025年预测的实际表现。

在我们编制2026年展望之际，显而易见的是：除了近年来塑造全球格局的长期主题外，多项快速演变的新挑战正逐步显现。

**首先：地缘政治。**地缘政治局势依旧极具动态性，随时可能发生重大变化。我们预计，2026年地缘政治事件仍将起伏不定：部分事件可能带来正面反应，而另一些则可能引发失望。不可预测性仍将是其主要特征。与此同时，全球向多极化格局的广泛转变——其特征是主要阵营之间的竞争日益加剧，这一趋势已持续多年，预计将进一步延续。

**其次：美国例外论。**美国在经济增长等方面有别于其他经济体的观点，将在2026年继续受到审视。预计政策制定者和市场将继续高度依赖数据。然而，美国一直以来都在发达经济体中保持领先地位，我们相信稳健的增长趋势有望延续至未来一年。

**第三：技术进步。**新兴技术（尤其是人工智能）带来的影响，以及未来数据基础设施建设所需的大规模投资，将成为核心议题。其中关键问题包括：这些投资将如何筹资？资本能否得到有效配置？长期效益将体现在何处？

除了上述主题，2026年还将面临一些周期性重现的挑战。以下两个问题尤为重要：其一：具有更高增长潜力的新兴经济体，能否为投资者带来具有吸引力的回报？其二：债券市场将在多大程度上推动财政政策不可持续的国家或地区进行政策调整？

Moz Afzal, 首席投资官



请访问我们的  
2026年展望  
专题页面

# 目录

## 年度前瞻：十大核心主题



### 全球经济 与政策趋势

第4-17页

- 1 美国有望带领经济增长
- 2 发达经济体政策利率触底;新兴市场蕴含机遇
- 3 债券市场:谨防危机四伏的高风险领域
- 4 地缘政治:新联盟、国家资本主义和日益分化的选民群体

### 创新与变革

第18-25页

- 5 特朗普的“3D”:政府效率部 (DOGE)、放松监管和药品
- 6 人工智能竞赛机遇涌现

### 市场机遇

第26-39页

- 7 欧盟复苏:结构重塑和改革推进
- 8 新兴市场顺势而上
- 9 私人市场:释放流动性和多元化机遇
- 10 IPO和并购活动:多行业有望受益

2025年表现回顾

第40-41页

刊物

第42页



# 全球 经济与政策趋势

2026年,增长主导权将成为焦点,尤其是美国例外论是否会持续。随着通胀基本得到控制,预期利率有望企稳于更为正常、中性的水平。固定收益市场将继续在评估财政可持续性方面发挥关键作用。与此同时,地缘政治演变预计仍将不可预测,导致市场持续波动,并让许多选民对自身选择感到不满。

- 1 美国有望带领经济增长
- 2 发达经济体政策利率触底;新兴市场蕴含机遇
- 3 债券市场:谨防危机四伏的高风险领域
- 4 地缘政治:新联盟、国家资本主义和日益分化的选民群体

# 美国有望带领 经济增长

主题

# 1

核心要点

- 我们预计，美国将凭借三项结构性因素和三项周期性因素，成为增长最快的发达经济体。
- 尽管面临结构性阻力，中国仍将是具有主导地位的新兴经济体。
- 其他新兴经济体可能因美国关税政策和地缘政治影响而受到抑制。



# 1 美国有望带领经济增长

.....一项清晰明确的经济增长计划 – “3-3-3”。

2026年,政策制定者预计将继续重视支持经济增长,而非持续采取抗通胀措施。我们认为,2026年,美国将成为最具增长优势的发达经济体。尽管我们的核心观点为美国增长有望超预期,但仍需关注一些潜在的陷阱。

## 美国保持领先地位

我们判断,2026年,美国将成为增长最快的发达经济体,主要基于三项结构性因素和三项周期性因素。

三项结构性因素:

**1.经济韧性。**自疫情以来,美国经济展现出高度韧性,表现优于其他发达经济体。尽管部分衰退指标一度引发对美国经济走弱的担忧,但截至目前,这些担忧并未得到事实印证。这可能与新冠时期实施的大规模刺激措施有关,也与美国企业界的高度灵活性、适应性和创新能力密切相关。

**2.明确的增长计划。**美国财政部长斯科特·贝森特 (Scott Bessent) 提出了一项清晰明确的经济增长计划“3-3-3”<sup>1</sup>:实现3%实际经济增长率、财政赤字占GDP比例的3%、以及原油产量每日增加300万桶。实现这三项目标的关键分别为:放宽监管与推行亲商改革;削减开支和提高财政收入;以及简化审批流程,以增加原油供应和降低成本(详见主题5)。单靠这些措施能否实现目标尚待观察,但至少美国制定了明确计划。相较之下,全球许多经济体尚未确定如此清晰的发展方向。

**3.信息技术领域的领先优势。**美国在全球信息技术创新和发展领域仍居前沿,这主要得益于其长期积累的大规模研发投入。2025年上半年,私营部门在信息技术设备方面的投资对美国GDP增长的贡献接近一半。<sup>2</sup>各大信息技术企业已公布的投资计划显示,这一高水平的增长贡献至少将持续至2030年。其中,数据中心和能源供给的投资尤为突出。该领域将继续成为全球争夺信息技术主导地位的关键战场(详见主题6)。

<sup>1</sup> 彭博社: <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-08-11/treasury-secretary-bessent-on-tariffs-deficits-trump-s-economic-plan?sref=dNFL42AE>

<sup>2</sup> 数据来源:美国商务部经济分析局(BEA);伦敦证券交易所集团(LSEG)和EFGAM测算。数据截至2025年10月8日。信息技术投资对经济增长的贡献为46%,消费支出贡献为68%,其他分项对GDP增长形成拖累。2022年至2024年期间,信息技术投资仅贡献2%,消费支出贡献则高达79%。

.....《大而美法案》包含多项有利于经济增长的措施。

三项周期性因素：

**1. 低利率环境。**我们预计，2026年上半年，政策利率将触底（详见主题2）。鉴于货币政策对经济活动存在滞后效应，较低的利率将对经济增长形成日益增强的正向拉动，尤其有助于提振消费支出。

**2. 较低的能源价格。**2025年，外界普遍担忧关税可能导致增长放缓和通胀走高。然而，这种情况并未出现。其中一个原因在于能源价格持续回落，其影响与关税的作用方向恰好相反：推动增长、压低通胀。此外，至少在2026年上半年，较低的能源价格预计将继续利好美国经济。若能源价格保持低位，利好甚至可能延续至下半年。

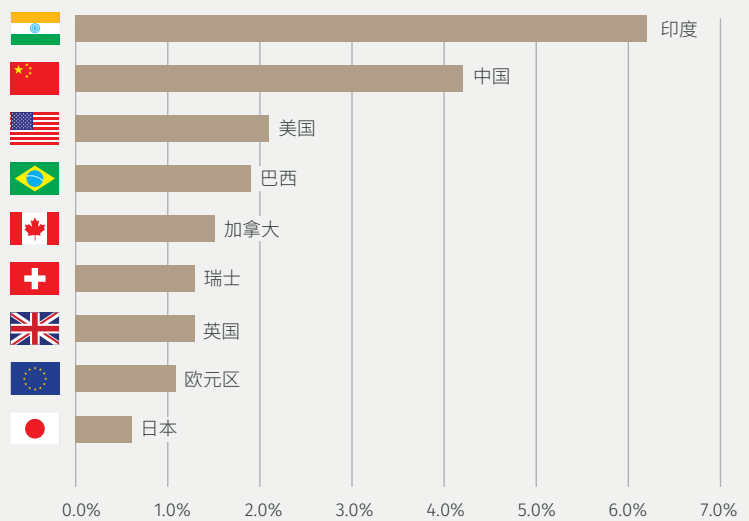
**3. 财政刺激措施。**特朗普总统备受关注的《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 包含多项有利于经济增长的措施。值得注意的是，明年经济增长将获得多重政策支持，包括：加速折旧；企业可在成本发生当年全额列支研发费用；以及提高个人所得税扣除额。美国税务基金会 (Tax Foundation) 估算，受惠于这些措施，2026年，美国GDP将在原本水平上再提高约1%。<sup>3</sup>

当然，迈入2026年之际，美国经济前景仍存在若干潜在风险。例如，关税影响可能存在滞后；房地产市场也出现了初步企稳迹象。我们还注意到：学生贷款拖欠率近期有所上升；部分知名企业出现破产案例；同时信用卡拖欠率升至十余年来的最高水平。这些信号尚不足以引发恐慌，但其风险可能在2026年演变为更严重的问题。

另一个鲜被提及的风险来自人工智能 (AI)。尽管人工智能带来诸多积极效应，但其广泛应用也可能对美国劳动力市场造成显著冲击，可能替代现有工作岗位并推升失业率。总体而言，我们仍然认为，美国将在2026年成为表现最强劲的发达经济体。国际货币基金组织 (IMF) 的最新预测也支持这一观点 (见图1)。

图 1: 2026年GDP增长前景

七国集团 (G7) 中, 美国在增长前景方面明显领先, 但仍落后于中国和印度。



数据来源：国际货币基金组织 (IMF) 《世界经济展望》(WEO)，2025年10月。数据截至2025年10月14日。

<sup>3</sup> <https://taxfoundation.org/research/all/federal/big-beautiful-bill-senate-gop-tax-plan/>

### 美国以外市场:中国增速或将落后于美国,但仍将领跑新兴市场。 欧洲前景喜忧参半。

尽管中国经济仍面临高企的债务水平、疲软的房地产市场、长期的人口结构挑战等若干结构性阻力,但中国工业体系的强劲活力和庞大体量,加之新技术(尤其在绿色能源、人工智能和电气化领域)的快速应用,仍具有显著优势。如今,印度在关键制造业领域与中国竞争的能力显著增强。同时,强劲的国内消费市场,也让印度比其他新兴经济体更能抵御国际贸易摩擦的冲击。2025年,印度消费支出占GDP的比例达61%,而中国仅为40%。<sup>4</sup>

#### 投资建议:

- 在发达市场中,应继续重点关注美国的增长前景。
- 尽管面临结构性阻力,中国仍将是极具主导地位的新兴经济体。
- 国内需求旺盛的新兴经济体,应在增长前景方面获得更多关注。
- 欧洲奢侈品行业有望受益于中国需求的回升和全球增长环境的改善。

欧洲增长前景喜忧参半。2026年,欧洲央行此前降息的滞后效应将为地区增长提供助力。同时,作为欧洲最大经济体,德国预计将从今年达成的财政扩张计划中获得实质性提振,尤其在国防开支方面。此外,若中国经济企稳改善,鉴于欧洲相当比例的出口面向中国市场,也有望对欧洲增长前景带来额外利好。然而,我们必须权衡欧洲部分地区不断恶化的财政前景,以及持续存在的政治不确定性,法国政府所面临的挑战正是典型例证。

当然,进行资产配置判断时,经济增长只是需要考量的众多因素之一。在股票市场,如主题8所述,相较发达经济体,新兴经济体估值整体更具吸引力。

<sup>4</sup> 数据来源:牛津经济研究(Oxford Economics)估算,由伦敦证券交易所集团(LSEG)提供。

# 发达经济体政策利率触底； 新兴市场蕴含机遇

主题

## 2

核心要点

- 在发达经济体中, 进一步降息的空间十分有限。
- 部分新兴和发展中经济体的实际利率和债券收益率仍处于较高水平, 并由此带来投资机会。



## 2 发达经济体政策利率触底；新兴市场蕴含机遇

.....利率预计将在2026年上半年触及最低点(即“利率触底”),此后再度降息的可能性不大。

2026年,主要发达经济体的政策利率进一步下行的空间有限,预计将在上半年触及本轮周期的低点。多国新兴经济体维持的高利率水平有望带来投资机遇。

### 何谓利率触底?

在经济学中,“触底”意指商业或经济周期中在下行之后、复苏之前出现的最低点。利率触底发生在央行将利率下调至周期性最低水平之际,通常为应对经济放缓或衰退。此举目标通常是通过刺激借贷、投资和消费,促进经济复苏。

### 发达市场利率

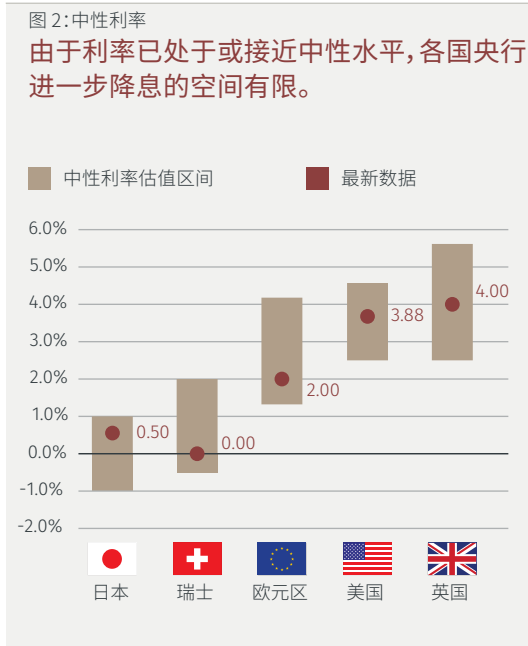
在所有主要发达经济体中,2026年进一步降息的空间十分有限。政策利率已接近所谓的“中性利率”,即处于既不刺激也不抑制经济增长的水平(见图2)。因此,利率预计将在2026年上半年触及最低点(即“利率触底”),此后再度降息的可能性不大。

日本央行预计将在加息方面遇到挑战,至少在2026年年中之前如此。瑞士的利率已处于零水平,瑞士国家银行行长施莱格尔(Schlegel)表示,重启负利率的门槛较以往更高。在欧元区,利率已接近中性水平。英国的降息空间将受到相对顽固且高于目标的通胀制约,尤其是服务业的通胀表现。在美国,关于中性利率区间的估算分歧仍较大,但鉴于实际经济增长强劲、通胀仍具黏性,我们认为美联储将政策利率降至3%以下的可能性不大。

对于仍记得近年利率长期处于或接近零利率水平的市场参与者而言,目前的利率预期难免令人失望。极低利率仅在两种情境下才有意义:其一是发生危机(我们希望2026年不会出现);其二是经济增长和劳动力市场持续疲软(我们预计也不会发生)。总体而言,我们欢迎利率回归更为中性/触底区间,这在一定程度上表明金融市场的运行正回归理性。

### 政治化降息压力

当然,市场仍然关注一个重要问题:即便通胀仍高于目标水平,且经济增长与失业率保持稳健,美联储的决策是否会受到更大的政治影响——外界要求大幅降息的压力始终存在。总体来看,我们认为此类风险较低。当前市场定价(例如通胀盈亏平衡率)及美联储现任理事的预期均未反映此风险。



数据来源:达拉斯联邦储备银行、纽约联邦储备银行、伦敦证券交易所集团(LSEG)和EFGAM测算。数据截至2025年11月3日。

### 投资建议：

- 随着利率预计于2026年上半年达到中性的低谷水平，中短期久期敞口仍具有配置价值。在这种环境下，投资者可在收益率曲线短端进行融资，并配置久期更长的资产，以获取具有吸引力的利差收益。
- 部分新兴和发展中经济体的实际利率仍处于较高水平，带来投资机会，但需警惕本币贬值风险。
- 可在高收益率的新兴国家主权债市场中寻找机会。若长期收益率下行，存在实现资本利得的潜力。巴西尤为典型：在经济放缓背景下，其实际收益率依然处于高位。
- 墨西哥有望受益于美国经济走强，这应当为墨西哥比索提供支撑。

如果政治化降息确实发生，美联储很可能无法实现其表面上的政治目标，即为家庭和企业降低借贷成本。一旦降息决策政治化，长期利率反而可能上升（反映更高的风险溢价和更高的长期通胀预期），从而抵消降息本身的效果。

### 新兴经济体的机遇

在多个新兴和发展中经济体，以政策利率和最新通胀率简单对比计算的实际利率水平尤为偏高（见图3）。

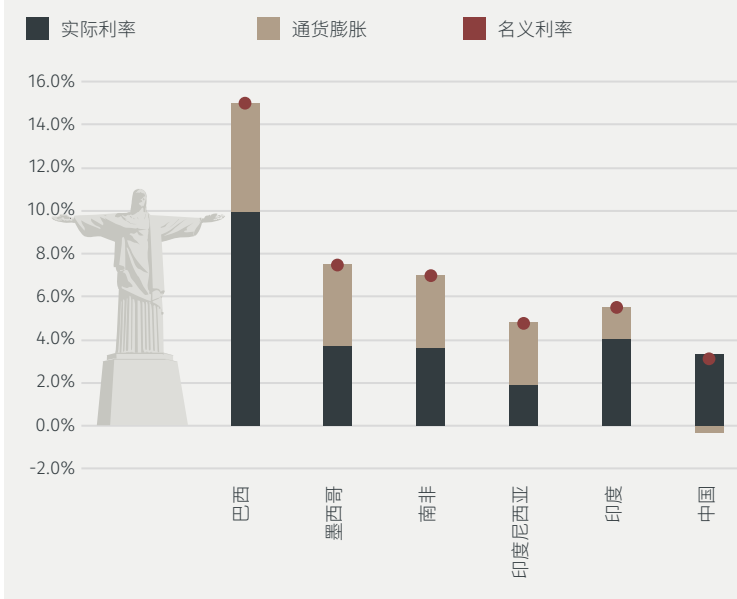
在这些经济体中，需要重点关注两大关键因素。第一，汇率贬值风险可能抵消高利率对投资者带来的优势。第二，通胀可能难以持续保持低位，这可能影响实际回报。在美元整体稳定至偏弱的外部环境下，第一项风险在2026年似乎处于可控范围内。然而，许多新兴经济体央行在抑制通胀方面的政策信誉尚未完全建立，这仍是一个值得关注的问题。综合来看，我们认为上述两项风险巴西最低，相较其他新兴市场，更倾向于在巴西的货币和债券市场进行配置。

在巴西，10年期本币债券收益率高达13.7%<sup>5</sup>，显著高于2026年可能达到的4.0-4.5%通胀水平，也超过预期的长期通胀趋势。但需要注意的是，巴西仍可能受到与美国政治摩擦的影响。

相比之下，得益于美国经济走强，墨西哥预计将获得更大增长推动力，这也应当为墨西哥比索提供支撑。此外，由于墨西哥利率走势与美国高度一致，其利率预计将随美国的任何降息举措同步调整。

图3：新兴经济体实际利率

在名义利率扣除通胀因素后，巴西的实际利率依然最为突出。



数据来源：伦敦证券交易所集团 (LSEG) 和EFGAM测算。数据截至2025年11月3日。

<sup>5</sup> 数据来源：伦敦证券交易所集团 (LSEG)，截至2025年10月3日。

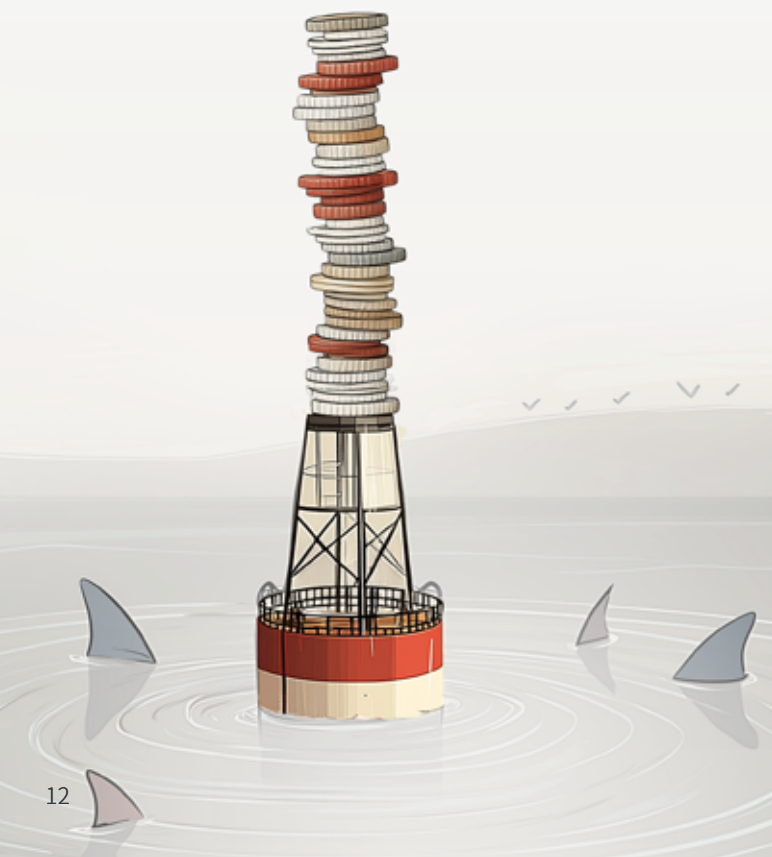
# 债券市场：谨防危机四伏的高风险领域

主题

## 3

核心要点

- 如果财政部长贝森特成功实现“3-3-3”目标,美国债务水平有望企稳,这将有助于缓和投资者的担忧。
- 相比之下,法国和英国实现债务稳定的前景则更为黯淡。
- 当前法国的事态发展预计不会引发一场类似欧元区危机的重演。然而,“利兹·特拉斯时刻”的记忆仍在英国国债市场挥之不去。



### 3 债券市场：谨防危机四伏的高风险领域

.....在贝森特经济增长目标的带动下，债务水平有望企稳，足以缓解市场对美国财政可持续性的担忧。

在若干市场，尤其是法国和英国，财政可持续性在2026年将受到质疑。尽管各国承诺将重新管控政府财政，或许能在短时间内缓和潜在风险压力，但一旦信心消退，债券市场的脆弱性将再度暴露。这可能会对部分国家或地区的政府稳定构成压力。

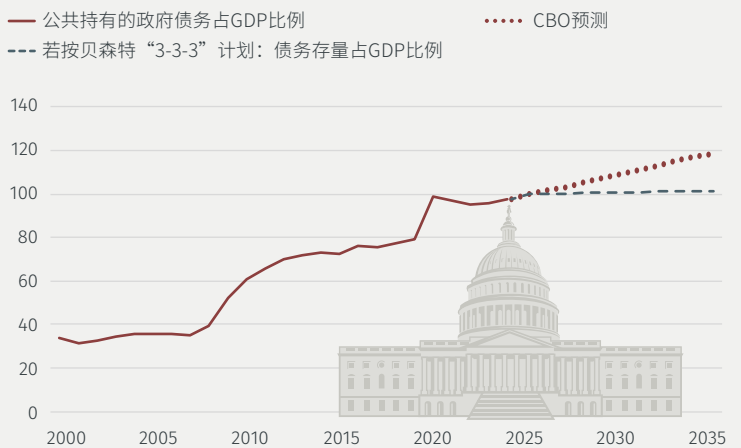
#### 美国能否改变其债务轨迹？

在美国，最新预测显示，政府债务占GDP的比例将从2025年的100%上升至2035年的119%（见图4），并持续攀升至2055年的156%。尽管如此，跨度如此长的预测本身存在相当大的不确定性，这也加剧了外界对美国财政可持续性的担忧。若关税收入足以缓解市场对美国财政可持续性的担忧，那么在2026年，潜在风险压力或许不会对美国债券市场形成实质性冲击。多数测算预计，相关关税收入每年将达到4000亿美元。

从长远来看，斯科特·贝森特提出的“3-3-3”计划（主题1）的成功程度将成为关键。若计划顺利推进，将有可能显著改变美国的债务轨迹，阻止债务比率继续推高。20世纪90年代末至21世纪初，美国债务占GDP的比例曾因税收收入强劲和生产率提高而意外迅速降至31%。当时甚至引发了是否应停止发行30年期国债的激烈讨论，理由是此类长期债务可能已不再是弥补财政赤字所必需的工具。尽管不能完全排除这种可能性，但我们认为其发生概率不大。对于2026年，更为现实的展望是：在“3-3-3”计划的带动下，债务水平有望企稳，加之人工智能的广泛应用带来的生产率提升，足以缓解市场对美国债务可持续性的担忧。

图 4：美国政府债务前景预测

#### 在贝森特计划的带动下，美国政府债务占GDP比重有望在100%附近趋于稳定



数据来源：美国国会预算办公室（CBO）；EFGAM测算。数据截至2025年11月3日。上述信息基于若干假设，仅用于示意说明。若这些假设发生变化，所呈现的评估结果可能会受到重大影响。

## 欧洲央行可能会对单一国家的债券市场提供支持。

### 欧洲：风险阴霾再现

在欧洲，围绕财政可持续性的担忧并不会轻易平息。部分人士担忧“法国或成下一个希腊”，但这一类比缺乏说服力。法国与2009至2010年间的希腊不同：其经常账户赤字并不依赖外资流入融资；经济仍保持正增长；欧洲央行建立了更完善的危机应对机制；法国债券市场依然具备良好的活跃度和流动性。然而，马克龙总统在其第二任期的三年内更换了五位总理，但迄今没有一位能够顺利通过预算，从而使法国财政政策回归可持续轨道。

欧洲央行可能会对单一国家的债券市场提供支持，其过去曾调整操作流程，以允许此类行动。<sup>6</sup>

同样，英国为实现其自主设定的债务限制所作努力的可信度较低，并可能在2026年面临市场检验。市场常将当前状况与2022年的“利兹·特拉斯时刻”相提并论。当年，政府宣布未经过独立预算责任办公室评估、亦无财政资金来源支持的减税政策后，英镑和英国国债均应声大跌。尽管现任英国政府面临诸多挑战，英镑和英国国债可能持续承压，但目前我们认为，不会再出现此前那种剧烈且突然的市场动荡。

### 投资建议：

- 若债券收益率已基本反映最悲观情境，投资者可关注美国、法国和英国的高收益率机会。但这可能是一项高风险策略，尤其是对于久期较长、对财政和利率预期变化高度敏感的债券而言。
- 美国短端收益率的绝对水平依然较高，在市场风险加剧的背景下，可为谨慎的投资者提供相对更安全的配置仓位。
- 投资重点应放在财政状况稳健、具备偿付能力的国家或地区。“净对外资产”（NFA）这一指标可作为评估长期债务可持续性的参考。

<sup>6</sup> 过去，欧洲央行多次推出相关工具，以应对其所称的“市场动态失序”。其中包括：2022年的传导保护工具（TPI）、2015年的资产购买计划（APP）、2020年的紧急抗疫购债计划（PEPP）。

# 地缘政治：新联盟、国家资本主义和日益分化的选民群体

主题

## 4

核心要点

- 中美竞争将持续下去，但两个超级大国之间最可能形成一种基于交易的务实关系。
- 美国正在采纳某些具有“中国式国家资本主义”特征的做法。其他国家或地区也可能会效仿这一趋势。
- 对与俄罗斯结盟的国家实施二级制裁，可能会给世界某些地区带来问题。
- 公民对政治领导层的信任度依然偏低。2026年11月举行的美国中期选举将是一次“大考”。



## 4 地缘政治：新联盟、国家资本主义和日益分化的选民群体

这一战略性“脱钩”趋势将重塑并分裂全球经济，各国会在经济倾向上逐渐向美国或中国靠拢。

我们认为，2026年的核心地缘政治主题包括：中美竞争的持续演进、新联盟的形成、国家资本主义的扩张，以及选民不满情绪和两极分化的加剧。

### 中美竞争

2026年，中美之间的竞争将继续成为全球地缘政治的核心议题。华盛顿方面继续推动对华供应链的“去风险化”，尤其在半导体和稀土金属领域。但实际上，美国、中国与亚洲其他经济体之间存在深度相互依存关系。全球供应链高度复杂，众多经济体均参与了推动人工智能发展所需硬件的生产。

具有讽刺意味的是，美国推动更高程度自主化的举措，反而在某种程度上拥抱了类似“中国式国家干预”的做法：美国正对关键行业进行战略性持股，重点集中在信息技术和稀土金属领域。借用中国官方的著名表述，一些评论人士将此戏称为“具有美国特色的资本主义”。2025年，美国政府取得了多家企业的重要持股，包括英特尔（芯片制造）和MP Materials（稀土开采），并要求英伟达（Nvidia）和超微（AMD）将其对华芯片销售收入的15%上缴，以换取出口许可证。此外，美国监管机构还介入推动TikTok美国业务的所有权转移给美国企业。

与此同时，北京方面将继续通过加强与“友好国家”的贸易联系和基础设施合作，扩大自身影响力。2025年中国九三阅兵期间，俄罗斯、伊朗、朝鲜、印尼、白俄罗斯、缅甸等多国领导人出席，而几乎看不到传统西方国家的身影，正体现了这一趋势。

这一战略性“脱钩”趋势将重塑并分裂全球经济，各国会在经济倾向上逐渐向美国或中国靠拢。然而，鉴于中美两国之间深层次的相互依存关系，要实现全面或快速脱钩仍极具挑战性。这预示着，全球两个超级大国之间将形成一种基于交易的务实相处模式。

### 新联盟

新联盟关系将进一步巩固。金砖成员国增加是其中最清晰的例证，去年的《展望》已对此做了重点阐述。四个创始成员国（巴西、俄罗斯、印度和中国）在2010年迎来了南非，2024年迎来了埃及、埃塞俄比亚、伊朗和阿联酋，2025年迎来了印度尼西亚。尽管成员国之间的贸易联系有望进一步加强，但这一机制并非一个同质化集团。

### 欧洲安全形势与俄乌战争

在与乌克兰的战争中，俄罗斯正面临经济、兵源和财政方面的多重压力。这些压力可能促使俄罗斯走向谈判，亦可能导致冲突进一步升级。欧洲自身正经历数十年来最大规模的军备重整，但网络攻击，以及俄罗斯对北约成员国领空和海域的无人机、军机和舰船侵扰，预计仍将持续构成严峻的安全威胁。英国汽车制造商捷豹路虎遭遇的网络攻击便是典型案例。这家汽车制造商因系统瘫痪而超过一个月无法生产，不得不依赖政府贷款担保来维持供应链运转。不过，在特朗普总统的推动下，欧洲各国领导人正展现出更强的协调和合作意愿，呈现出一些令人鼓舞的迹象。

### 制裁

制裁预计将持续、升级，并在性质上有所变化。美国计划对与俄罗斯开展贸易的国家或地区施加更高关税或制裁（尤其是进口廉价俄油的国家，例如上调对印度的关税），并鼓励或施压其他国家或地区采取类似行动。此外，制裁可能也会（或转而）针对个别企业及其管理层，而非直接针对国家本身。尽管制裁效果存在争议，但必定对受制裁个人的影响甚大，正如众多受制裁的俄罗斯公民一样。

图 5:对政府的信任度

新兴经济体对政府的信任度处于最高水平,但在大多数其他国家或地区,民众对政府的信任不足



数据来源:爱德曼 (Edelman)《信任晴雨表》,2025年。

### 区域热点与国际机制承压

多个地区紧张局势仍然存在。近年来的经验表明,这些风险可能在缺乏预兆的情况下突然升级。美国的介入成功化解了其中诸多问题;随着联合国、世界贸易组织、国际货币基金组织等全球机构在执行准则和应对全球挑战方面举步维艰,美国的这一作用变得愈发重要。

### 信任与领导力

我们预计,2026年,选民对政治领导层的信任将继续削弱(见图5)。在许多国家或地区,政治选项呈现出更加明显的左右两极分化,“中间派”往往举步维艰。这一紧张局势在法国尤为明显,其结果是政府几乎陷入“难以有效治理”的状态。选民普遍感到,他们所作出的选择往往是“在较不理想者中择其轻”,而非真正支持某个政党或候选人。太多政治领导人倾向于被动应对危机,而缺乏一套连贯清晰的长期发展方略。

全球视野也同样重要。执着于民族主义政策和观点的政治人物,往往忽视了贸易、科技、气候等领域深层次的相互依存。美国中期选举将是一个关键观察点:这将检验特朗普总统在关税、移民等重大政策上的“豪赌”是否能获得选民的足够支持。近期的多次选举失利给特朗普政府敲响了警钟,他可能需要更多将重心调整回国内议程。

### 投资建议:

- 2026年,地缘政治格局将由以下因素塑造:中美竞争、对新安全威胁(尤其在欧洲)的担忧、技术竞争,和以国家资本主义为代表的政策应对。对此并不存在轻松或快速的解决方案。
- 反映极左或极右翼立场的民粹政策将进一步引发市场对相关政府可持续性的担忧。
- 在此背景下,保持投资组合在地域上的充分多元化仍至关重要。

## 创新与变革

人工智能的采用和发展,将成为全球关注的一大核心议题,其竞争态势在诸多方面与历史上的超级大国博弈高度相似。在美国中期选举临近之际,特朗普总统将更加突出其放松监管议程,以推动经济增长。

- 5 特朗普的“3D”: 政府效率部 (DOGE)、放松监管和药品
- 6 人工智能竞赛机遇涌现

# 特朗普的“3D”： 政府效率部 (DOGE)、 放松监管和药品

主题

# 5

核心要点

- DOGE: 持续推进政府成本节约举措。
- 放松监管: 特朗普意在大幅重写监管规则, 涵盖住房、金融、科技等多个领域。
- 药品: 特朗普将推动全球药价与美国水平趋同。



## 5 特朗普的“3D”： 政府效率部 (DOGE)、放松监管和药品

如果所有大都市地区均采用最低水平的土地使用管制(如德克萨斯州),美国GDP将每年增加约3%。

我们预计特朗普总统的改革议程不会在其第二年放缓。位居特朗普总统施政纲领核心的将是“3D”：DOGE、放松监管和药品定价。预计其他国家或地区将密切关注相关进展，并可能适时在本国采取类似政策。

### 政府效率部

特朗普政府成立了政府效率部 (Department of Government Efficiency)，旨在削减政府的非必要支出。埃隆·马斯克 (Elon Musk) 最初提出的节支目标高达2万亿美元。此后，该目标被下调至1万亿美元，并在4月底进一步降至1500亿美元。尽管马斯克于5月下旬离职，一定程度上降低了围绕DOGE的舆论热度，但该机构的工作仍在持续推进。截至2025年10月中旬，DOGE的累计节支规模约为2140亿美元<sup>7</sup>。这些节支主要来自：资产出售、合同和租约的取消或重新谈判、清退欺诈性和不当支付、人员裁减等多项举措的综合效应。全面放松监管仍是特朗普政府的重要政策主题，并被视为实现3%实际经济增长目标的核心支柱。

### 放松监管

特朗普政府政策的一个重要方面是放松监管(见图6)。其中重点关注住房市场，以及土地去分区/重新分区改革。“去分区”旨在彻底取消规划限制，“重新分区”则侧重于调整既有的分区规定。分区限制往往是阻碍住房和商业空间供给的不利因素。

在该领域实施放松监管，可能涉及放宽住宅密度限制，允许建设更多公寓/住房，从而缓解市场短缺并降低住房成本。对企业而言，放宽分区规定可在关键区域加速新业务的发展。一项研究发现，如果所有大都市地区均采用最低水平的土地使用管制(如德克萨斯州)，美国GDP将每年增加约3%，相当于约1万亿美元<sup>8</sup>。

另一项重要的金融市场立法是《Genius法案》，即《指导和建立美国稳定币国家创新法案》，该法案于2025年7月正式生效。新法案允许发行以美国国债作为典型抵押资产的稳定币。该框架预计将显著提升交易量，从而降低跨境转账成本，并为消费者带来更高的安全性和更完善的监管。稳定币有望对跨境支付体系构成颠覆性影响，尤其在美国，目前消费者在跨境转账中支付成本较高且处理时间较长。我们认为，随着该技术的进一步成熟，未来有望推动股票和非流动性资产的代币化进程，并最终实现投资资产的全天候交易。

### 药品定价

长期以来，药品定价不仅在美国，在全球范围内都是一个极具争议性的议题。美国的药品价格普遍高于全球其他市场，特别是对于新上市的品牌药而言。特朗普总统认为，全球其他市场(尤其是欧洲市场)的药价过低，因此对部分国家或地区(特别是瑞士)征收关税，以抵消这一差价。特朗普政府认为，美国药价维持在较高水平，有助于激励企业加大研发投入。其他经济体(特别是英国)对这一观点也普遍表示支持。然而，无论是最终消费者、医疗服务提供者，还是政府部门，对药价进一步上涨均持抵触态度。在美国，“TrumpRX”计划旨在允许消费者直接从制药企业购买药品，但该计划的实际成效仍有待观察。

<sup>7</sup> <https://doge.gov/savings>

<sup>8</sup> <https://www.hoover.org/research/reforming-us-commercial-land-use-regulations-could-increase-gdp-1-trillion-year>

图 6:特朗普政府的放松监管指令

## 放松监管集中在医疗保健、金融、住房、能源、人工智能等领域

领域	行政命令/条例名称	状态
医疗保健	《〈平价医疗法案〉市场规则》	部分生效
	《关于高风险生物研究的行政命令》	已生效
	《关于成立“让美国再次健康委员会”的行政命令》	已生效
金融	《建立美国数字资产储备和〈Genius法案〉,以推动建立受监管的稳定币》	已生效
	《设立美国主权财富基金,并投资芯片和稀土企业》	已生效
	《美国投资法案:为每一名新生儿设立有税收优惠的账户(联邦政府注资1000美元)》	已生效
住房	撤销所有“促进公平住房营销”相关条例	条例制定中
	终止“温室气体排放报告”项目	条例制定中
	撤销《温室气体危害认定》和《车辆排放》标准	条例制定中
环境/能源	撤销《濒危物种法》中“危害”的定义	条例制定中
	《释放美国能源潜力》	已生效
	退出《巴黎协定》	已生效
科技/人工智能	《关于数据中心许可的行政命令》	已生效
	推迟实施TikTok禁令	已生效
	《推进人工智能在教育领域应用的行政命令》	已生效
	《建立战略比特币储备和美国数字资产储备》	已生效
	《消除阻碍美国人工智能领先地位的监管壁垒》	已生效

数据来源:白宫、布鲁金斯学会和EFGAM。数据截至2025年10月17日。

此外,专利到期(美国仿制药价格低于品牌药价格)和疲弱的新药审批梯队,正共同压缩制药企业的利润空间,可能进一步削弱其在新药研发方面的投入力度。围绕药品疗效(涵盖疫苗和对乙酰氨基酚等广泛使用的仿制药)所暴露的问题,意味着在2026年把握医疗行业的发展动态将殊为不易。我们倾向于关注规模较小、创新能力突出的企业,它们更有潜力引领新药研发,而非传统的大型医疗保健企业。

### 投资建议:

- 关注“3D”领域的投资机会:由私营部门接手原本由政府提供的公共服务;因去分区/重新分区改革而带动的特定住宅和商业地产开发;以及医疗保健行业的创新者。
- 《Genius法案》可能对现有跨境支付企业和银行构成威胁,但将为稳定币相关企业带来机遇。
- 需警惕药品定价格局的变化及其对投资和创新的影响。
- 其他经济体(例如:英国和部分新兴经济体)可能效仿类似DOGE的举措,相关领域亦应关注潜在投资机会。

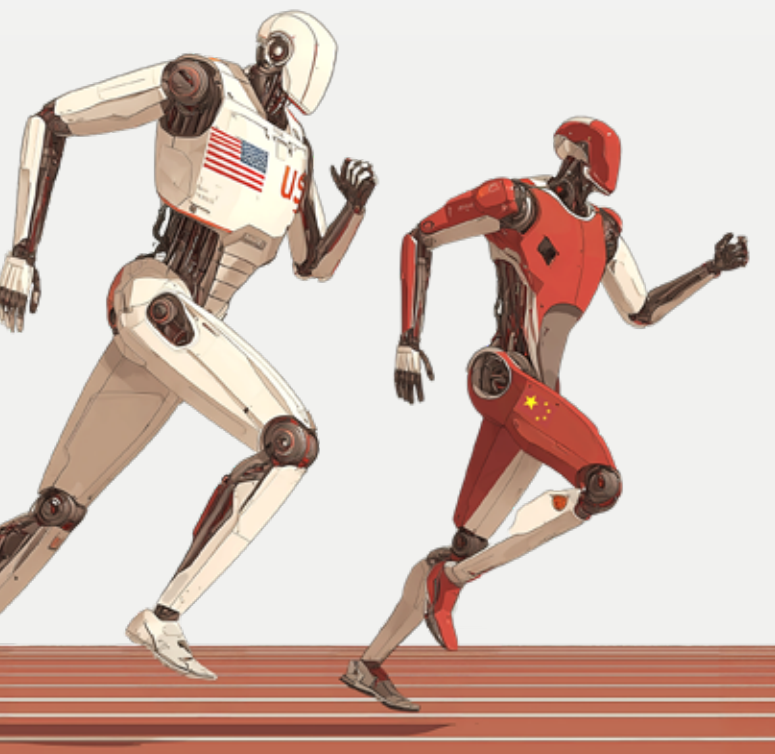
# 人工智能竞赛机遇涌现

主题

# 6

核心要点

- 人工智能基础设施规划将需要大量能源投资。
- 为这些投资提供资金的渠道正不断演变。
- 中美将继续争夺全球人工智能领域的主导地位。
- 人形机器人是人工智能最具潜力的一大应用方向。



# 6 人工智能竞赛机遇涌现

人工智能 (AI) 竞赛将成为21世纪20年代最具决定性意义的一大阶段。我们将继续见证中美之间的激烈竞争、巨额资本投入, 以及前所未有的科技创新浪潮。

### 人工智能基础设施与能源需求

自2022年11月ChatGPT发布以来, 人工智能基础设施投资的速度和规模大幅超出此前预期。迄今为止, 大部分投资由美国超大规模云服务商推动。

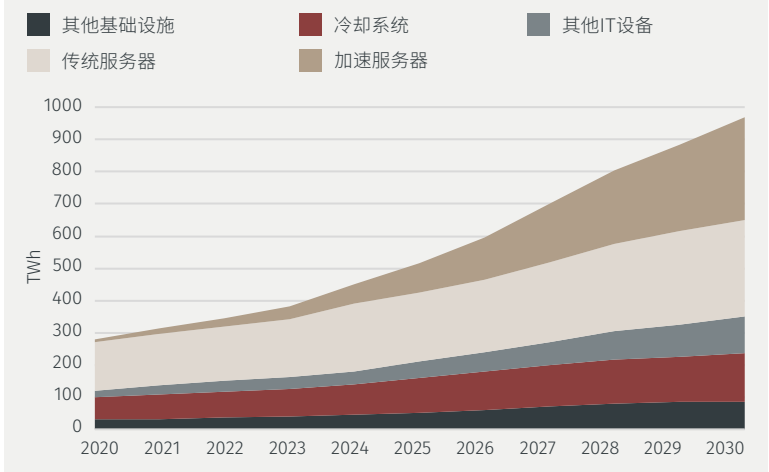
仅在2025年第三季度, 资本开支前四的大型企业 (亚马逊、微软、谷歌和Meta) 合计投入970亿美元, 同比增长66%, 其中大部分用于人工智能领域<sup>9</sup>。

2025年全球数据中心总投资可能已超过5000亿美元, 其中人工智能数据中心占据绝大部分份额。尽管投资规模巨大, 但主要投资者仍表示其算力难以满足当前需求。

如何确保获得足以驱动服务器的能源, 成为扩充容量面临的一大关键难题 (见图7)。人工智能数据中心的能源需求极为巨大, 最新人工智能服务器的耗电量约为传统服务器的10倍。当前数据中心算力按吉瓦 (GW) 计量; 作为参考, 1GW电力相当于约75万户美国家庭的用电量。

图 7: 全球数据中心按设备划分的电力消耗 (基准情形)

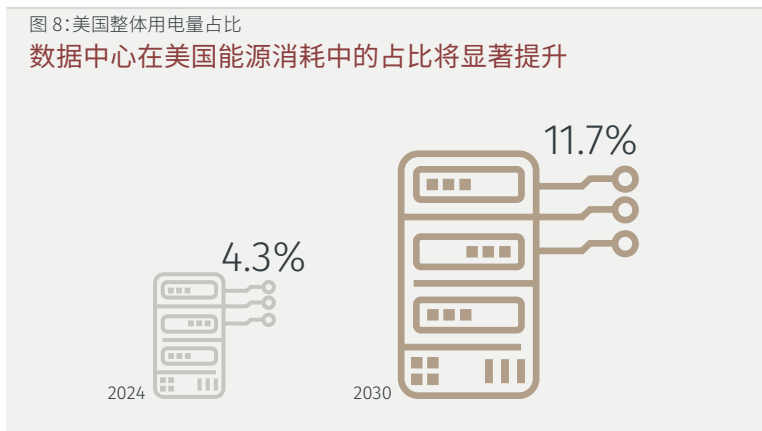
### 人工智能的快速增长正加大电力供应压力



数据来源: 国际能源署 (IEA), <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

<sup>9</sup> 数据来源: 公司财报和EFGAM测算。

国际能源署 (IEA) 估计, 2024年全球数据中心耗电量占全球能源消耗的约1.5%。<sup>10</sup> 麦肯锡预计, 美国数据中心的能源消耗占比将从2024年的4.3%升至2030年的11.7% (见图8)。<sup>11</sup>



数据来源: 麦肯锡, <https://www.mckinsey.com/industries/technology-media-and-telecommunications/our-insights/the-cost-of-compute-a-7-trillion-dollar-race-to-scale-data-centers>

若按目前进取的人工智能投资计划推算, 2025至2030年间, 数据中心将需要新增80至120GW容量。

然而, 如此大规模的扩建集中在相对较短时间内完成, 也带来供求难以匹配的风险。国际能源署在其基准情景中预测, 2025至2030年间, 数据中心将新增约110GW容量, 其中约20GW可能因电网限制而面临延期风险。为满足未来需求, 数据中心运营商正竞相引入尽可能多的可再生能源、核能和化石能源, 力求尽快并网投用。

#### 上述投资将如何获得资金支持?

迄今为止, 大部分资金来自全球最具盈利能力企业的自由现金流。然而, 随着这些企业的自由现金流开始趋近于零、且投资规模持续攀升, 三类替代性融资渠道正愈发普遍:

1. 债务融资: 例如, Oracle必须举债, 才能与主要竞争对手匹敌的规模进行投资。目前, 超大规模云服务商尚未大规模使用债务融资。
2. 股权融资: 例如, OpenAI的多轮融资可能来自自建产能。
3. 供应商融资: 值得注意的是, 英伟达 (Nvidia) 已同意向OpenAI投资高达1000亿美元, 以支持其发展战略。

债务融资和供应商融资的增加表明, 当前周期正进入新阶段, 但最终调整何时发生, 将取决于以下因素:

- 市场能否维持对人工智能技术持续进步及其投资回报的共识;
- 可用于投入的资金是否仍然充裕。目前看资金尚可, 但这种状况未必能够持久。

#### 中国与美国

中国和美国均将人工智能视为具有重大战略意义的技术, 其影响不仅涉及经济增长, 也关系到国家安全。尽管中国大型科技企业不断加码人工智能投资, 但其规模尚未达到美国科技巨头的水平。阿里巴巴目前是投资力度最大、表态最为积极的企业。2025年9月, 该公司宣布计划在三年内投资超过3800亿元人民币 (约530亿美元) 用于人工智能发展。随着调动在可再生能源和核能方面的优势, 中国在能源供给方面可能具备一定优势。美国之外, 中国或将成为全球第二大人工智能基础设施投资国。

<sup>10</sup> <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

<sup>11</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/how-data-centers-and-the-energy-sector-can-sate-ais-hunger-for-power>

尽管中国大型科技企业不断加码人工智能投资, 但其规模尚未达到美国科技巨头的水平。

从工厂车间到医院走廊，人形机器人正以新型劳动力的身份进入试点阶段。

美国意图通过半导体出口管制和小幅关税措施，放缓中国在人工智能领域的技术进展。中国则利用美国工业对稀土的高度依赖进行反制。

美国商务部长霍华德·卢特尼克(Howard Lutnick)直言不讳地指出：“我们不会把最好的东西卖给他们，第二好的不卖，第三好的也不卖。我们希望中国继续使用我们的第四档产品。我们希望中国继续依赖美国的科技体系，因为他们仍然依赖它。”<sup>12</sup>

在贸易谈判的同时，两国均在努力实现关键战略资源的本土化：中国侧重于芯片制造和设计，美国则专注于制造业回流和获取关键原材料。

#### 人形机器人：从科幻概念走向工厂车间

自主机器人正成为人工智能的一项新兴应用。仅存在于科幻作品中的人形机器人，如今正逐步显现出接近技术成熟的迹象。从工厂车间到医院走廊，人形机器人正以新型劳动力的身份进入试点阶段。

其前景颇为可观：作为全天候不知疲倦运转、并适应人类设计环境的劳动力，其应用场景几乎无限，涵盖工厂、物流仓库、医疗服务、零售等众多领域。对于应对人口老龄化和劳动力短缺的经济体而言，机器人技术是提升生产力极具吸引力的方案。

当前，这些自主机器人仍主要处于各行业的试点阶段，距离大规模普及尚需时日。技术能力和成本仍需进一步改善，但迄今展现的趋势令人鼓舞。部分领先型号的成本已从10万美元以上下探至3.5至6万美元区间；一些中国企业甚至表示，单台成本有望降至1.5万美元以下。

机器人或将成为中美竞争的又一关键战场。随着更多体力劳动岗位实现自动化，其带来的潜在经济回报日益可观，两国均具备强烈动机推动该产业本土化。

#### 投资建议：

- 随着电力需求增长，能够以最低成本获取新增电力的国家将具备比较优势，尤其在数据中心需求不断增长的地区。
- 人形机器人预计将被应用于更多行业，包括物流与制造、医疗服务、家政服务等领域。

<sup>12</sup> <https://www.cnbc.com/2025/07/15/howard-lutnick-says-china-is-only-getting-nvidias-4th-best-ai-chip.html>



## 市场机遇

曾经广受青睐、但近年来被忽视的市场领域，有望在2026年重新凸显投资机会。其中尤为突出的两类资产：欧洲股票资产，以及新兴市场的股票和债券。过去，这两个领域都吸引了大量资金，未来仍具有重展吸引力的潜力。与此同时，私人市场和并购活动的新机遇涌现，将为投资格局增添新维度。

- 7 欧盟复苏：结构重塑和改革推进
- 8 新兴市场顺势而上
- 9 私人市场：释放流动性和多元化机遇
- 10 IPO和并购活动：多行业有望受益

# 欧盟复苏： 结构重塑和改革推进

主题

# 7

核心要点

- 欧洲承诺自2026年起的多年内持续增加国防开支。
- 欧洲在绿色能源转型和碳减排进程中处于全球领先地位。
- 创新是未来增长的关键动力，瑞士正是这一趋势的典型代表。



# 7 欧盟复苏： 结构重塑和改革推进

2026年，欧盟将进一步采取重组和改革举措。这一进程主要源于外部威胁（尤其来自俄罗斯）和美国要求欧盟增加国防开支的压力。欧洲在创新能力和成员国间协作方面的优势将继续发挥关键作用。

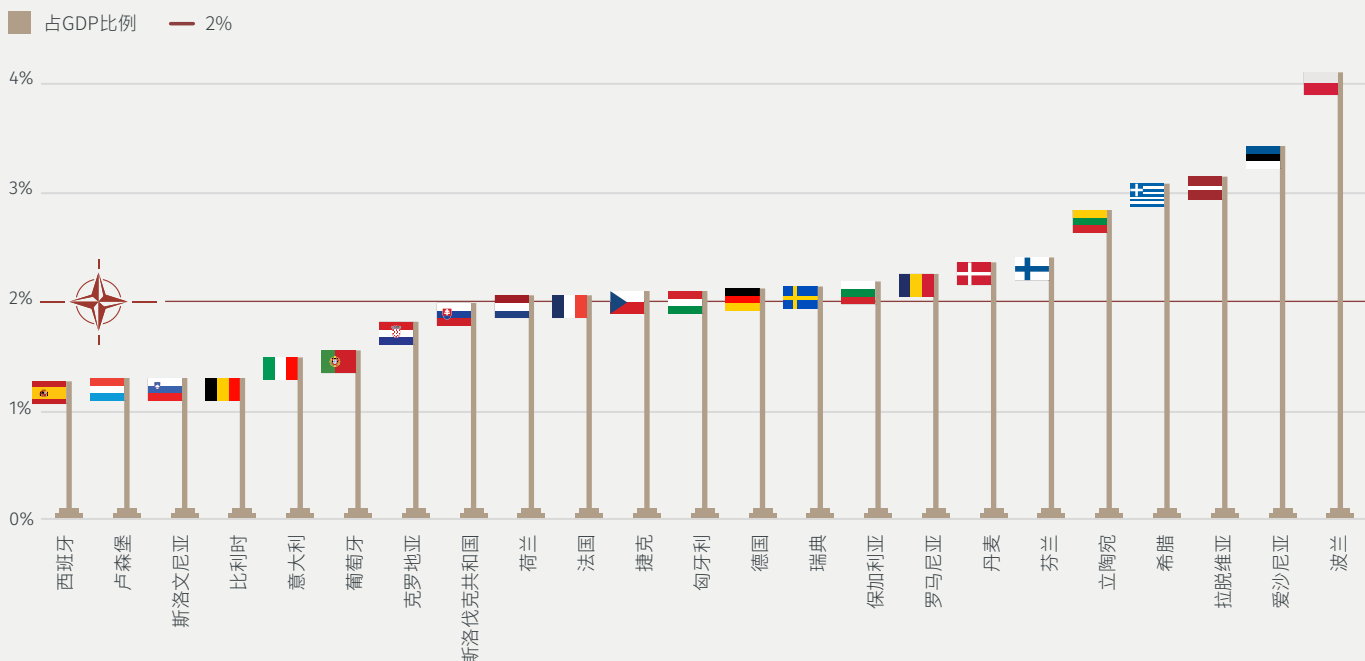
我们认为，欧洲和瑞士股票资产有望重新获得市场关注。这一积极观点受多重潜在催化因素支撑，包括：(1) 德国更具力度的刺激措施影响；(2) 国防开支的增加；(3) 对绿色能源和碳减排投资热情的回升；以及(4) 创新水平。此外，欧元区的信贷脉冲正在改善，同时利率水平也在下行。

### 德国财政支出是推动经济活动改善的潜在催化剂。

未来十年内，5000亿欧元的基础设施计划和额外约1万亿欧元的国防支出，属于史上规模庞大的投资。尽管德国历来存在投入不足的问题，但我们认为，这次情况可能有所不同，原因有三：(1) 梅尔茨 (Merz) 展现出坚定的政治意愿；(2) 不缺少可明确识别的投资项目，并制定了具体支出规划，涵盖铁路、桥梁等基础设施，以及国防部门的合同；(3) 大量资金将通过联邦各州分配，而各州均存在相当大的地方投资需求。5000亿欧元基础设施基金中，五分之一将由各州支配，各州在结构性新增借贷方面也将拥有更大灵活度。

图 9: 欧盟北约成员国的国防开支

2024年，尽管仍有七个欧盟成员国未达到北约国防开支目标，但2025年，预计所有成员国全将达标



数据来源：北约和欧洲议会对于2024年的估算。

图 10: 世界知识产权组织 (WIPO)《全球创新指数》

**鉴于创新是未来增长的关键动力，欧洲在这一领域具备显著优势。**

国家或地区	世界排名
瑞士	1
瑞典	2
美国	3
新加坡	4
英国	5
韩国	6
芬兰	7
荷兰	8
德国	9
丹麦	10
中国	11
法国	12
日本	13
加拿大	14
以色列	15
爱沙尼亚	16
奥地利	17
中国香港	18
爱尔兰	19
卢森堡	20
挪威	21
冰岛	22
澳大利亚	23
比利时	24
新西兰	25

数据来源: 世界知识产权组织 (WIPO)《全球创新指数》, 2025年。

### 投资建议:

- 经济和产业活动可能出现上行空间, 尤其有望惠及瑞士和欧元区的中小盘企业。
- 绿色转型将为工业、公共事业、与电气化和能效相关的企业创造机遇。
- 关注国防和工业类企业中的潜在投资机会。

### 国防安全

全球地缘政治紧张局势重新引发了关于欧洲要保持多大战略自主性的讨论。其中一个方面是形成真正统一的军事和防务能力, 但这一议题政治敏感度极高, 可能需要数十年才能实现。尽管如此, 欧洲各国在增加国防开支方面已有明显进展。欧盟 27 个成员国中, 有 23 个属于北约, 其中 16 国的国防开支在 2024 年已超过 GDP 的 2% (见图 9)。根据各国对北约的承诺, 所有成员国预计将在 2025 年达到或超过 2% 的目标, 并计划到 2035 年将该比例提升至 5%。尽管政府财政仍面临其他压力, 但这部分新增国防开支仍被纳入预算之中。

### 绿色转型

绿色能源和碳减排支出的回升, 是重燃欧洲股票资产乐观情绪的另一关键催化剂。政策动向仍较为有利: 2025 年初, 欧盟推出《清洁工业协议》和《可负担能源行动计划》, 旨在降低能源成本、刺激转型相关投资, 并支持低碳产品需求, 从而将焦点从监管转向工业竞争力。根据欧盟委员会估算, 加速电气化和提升能效, 到 2030 年, 欧盟每年可以减少约 1300 亿欧元的化石燃料进口支出; 到 2040 年, 该数字将高达 2600 亿欧元, 从而提升经济韧性并降低长期能源依赖。

绿色转型取得了实质性进展: 2024 年, 可再生能源已提供欧盟近一半的电力; 2026 年, 欧盟计划全面实施“碳边境调节机制”(CBAM), 将进一步加强清洁生产的激励机制。我们认为, 这些进展为欧洲深化绿色转型提供了建设性的中期背景, 并将为工业、公共事业、与电气化和能效相关的企业创造机遇。

### 创新能力

在当今知识型经济中, 知识产权等无形资产 (包括发明、专利和技术诀窍) 已成为国家和企业层面价值创造的核心来源。以 Klarna 为例, 该公司是首家推出 ChatGPT 插件的欧洲企业, 亦是全球首家这样做的金融科技公司。Klarna 的人工智能助手已处理超过 230 万次对话, 占其客户服务沟通量的三分之二, 相当于 700 名全职客服人员的工作量, 同时显著提升了处理速度和准确性。<sup>13</sup>

当然, 在人工智能不断重塑格局的时代, 随着诸多脑力工作面临被自动化或替代的风险, 人类独有的能力: 天赋、创造力和适应性思维, 将成为创新中更为关键的因素。根据《全球创新指数》数据, 在排名前 25 的创新型经济体中, 有 16 个位于欧洲。瑞士是这一趋势的典型代表 (见图 10)。欧洲工商管理学院 (INSEAD) 最新研究指出, 瑞士在人才竞争力和创新能力两方面继续领跑, 已连续 15 年位居全球第一。瑞士之所以在金融、医药科技、制药、精密制造等关键产业保持领先, 与其拥有全球最具技能水平的劳动力密切相关。创新将成为未来增长的核心驱动力, 这意味着欧洲处于有利位置。

# 新兴市场顺势而上

主题

# 8

核心要点

- 新兴市场有望受益于美元趋稳至走弱、财政纪律加强、人口结构改善、基本面增长良好和发达经济体利率较低的环境。
- 在许多新兴经济体中,国内需求依然具备韧性,同时新兴市场股票资产相较发达市场仍呈现估值折价。



# 8 新兴市场顺势而上

全球对关键大宗商品(矿产、金属、能源)的需求旺盛或供应受限,可能改善新兴市场的出口收入和财政收支平衡。

可以说,投资者对新兴市场的态度长期以来反复摇摆。对其长期增长前景的热情,往往因危机的周期性再度爆发而被迅速浇灭。低估值也常常被证明只是“价值陷阱”。此外,结构性改革经常难以真正落地。我们认为,2026年有望成为新兴市场获得更为积极评估的一年。

### 估值具有吸引力

当前,新兴市场股票资产相较发达市场呈现折价交易(见图11)。尽管折价一直是常态,但目前的折价幅度明显高于历史平均水平。我们预计,这将在全球利率较低的环境下,吸引资本流入。

### 美元走弱

在通胀回落、利率触底的环境下,我们预计未来一年美元将大致保持稳定或略有走弱。历史上,美元走弱或趋稳通常利好新兴市场股票资产,因为这将减轻美元计价债务负担,同时让地方资产相对更具吸引力。

### 财政纪律

人们常常误以为新兴市场经济体的债务负担高于发达经济体。其实,过去数十年中,许多新兴经济体已建立起财政纪律制度,并从1994年“龙舌兰危机”等债务危机中汲取教训。如今,墨西哥、巴西、印度等国的政府部门债务占GDP比重,已低于美国、英国、法国、日本等发达经济体。

### 新兴市场国内需求韧性强

在新兴市场,国内需求的韧性和强劲的消费支出仍是其经济增长的重要支柱。印度最为显著;而在中国,消费需求仍受到债务高企、房地产市场疲软和消费者信心低迷的抑制。

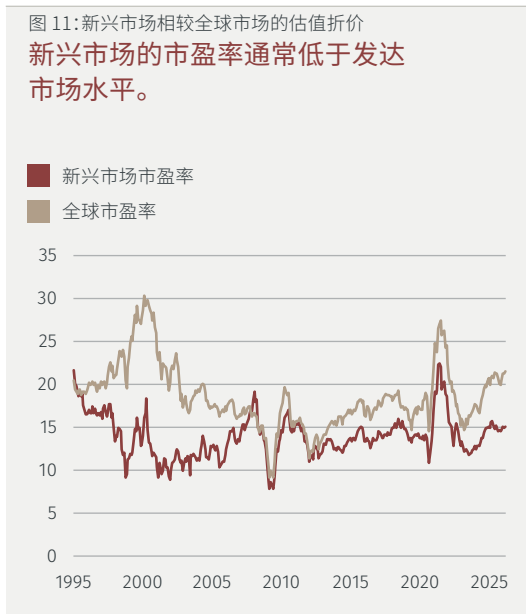
尽管如此,中国仍是新兴市场整体发展的关键。中国将部分生产环节外包给越南等较小经济体,并通过“一带一路”倡议,帮助在全球建设基础设施,尽管其雄心如今有所受限。

### 大宗商品

除了国内需求驱动因素,一些新兴市场还是大宗商品出口国。全球对关键大宗商品(矿产、金属、能源)的需求旺盛或供应受限,可能改善新兴市场的出口收入和财政收支平衡。

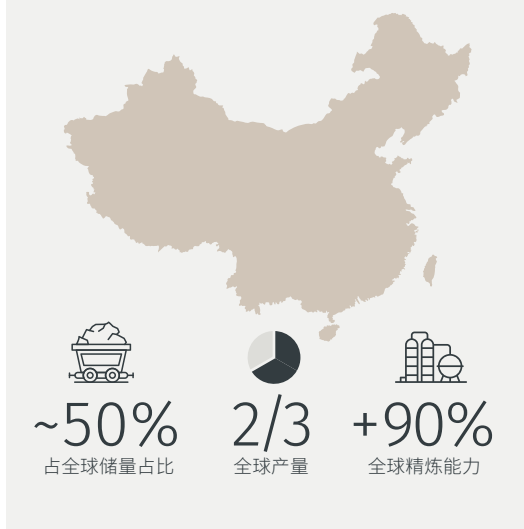
中国在稀土领域的主导地位便是典型示例。作为全球第二大经济体,中国拥有全球近一半的稀土储量、约三分之二的全球产量,以及逾90%的全球精炼能力(见图12)。过去数十年,中国一直在战略性地建立相关能力。中国前领导人邓小平于1992年的一句名言突显了这一点:“中东有石油,中国有稀土。”

稀土用途广泛,应用于扬声器、X光设备、导弹制导系统等一系列产品的供应链。稀土也是生产人工智能所需高科技硬件的重要原料,并将全球人工智能竞赛中直接受益。此外,向清洁能源转型可能进一步推升对关键矿产(锂和钴等)的需求,从而利好拥有这些资源的新兴经济体。



数据来源: Datastream《全市场指数》, 伦敦证券交易所集团(LSEG)。数据截至2025年11月3日。过往业绩并不代表未来回报

图 12: 中国稀土的产量和精炼能力

**中国在稀土资源领域占据压倒性优势**

数据来源: 美国地质调查局 (USGS) 和国际能源署 (IEA), 《2025 年全球关键矿产展望》。

**投资建议:**

- 展望2026年, 我们认为新兴市场有望重获青睐, 这一前景将受到总体温和的全球环境 (较低但稳健的增长和通胀) 以及美元趋稳至走弱的支撑。相较发达市场, 新兴市场资产仍处于估值折价状态。
- 除了大宗商品, 本地货币计价的新兴市场债券同样值得关注。
- 资源生产上游企业具备潜在增长空间和投资机会。

**人口结构优势**

一些过去受到较少关注的新兴经济体, 尤其是海湾地区国家, 即便在全球加速摆脱对油气依赖的背景下, 仍有望保持尚佳表现。这些经济体将主要受益于大规模基础设施建设, 以及更具活力的人口结构 (尤其是沙特女性劳动参与率的提升)。

2002年以来, 新兴市场固定收益市场持续出现资金外流 (同期股票市场资金流动基本持平)。我们认为, 在上述各项因素共同作用下, 为资金重新流入新兴市场奠定了基础, 并有望推动新兴市场的表现回升 (相较发达市场)。

**需关注的风险因素**

与任何投资主题一样, 仍需警惕潜在风险。近年来, 地缘政治紧张局势持续加剧, 当前依然如此。若紧张局势进一步升级, 避险情绪可能升温, 从而中断有利于新兴市场的美元走弱趋势。若美国劳动力市场或通胀数据强于预期, 美联储可能采取更鹰派的政策立场, 未能兑现市场对降息的预期, 也可能阻止美元走弱趋势。此外, 美国关税威胁仍然存在, 这对大宗商品出口型新兴经济体构成显著风险, 可能扰乱贸易流动并削弱其经济增长。

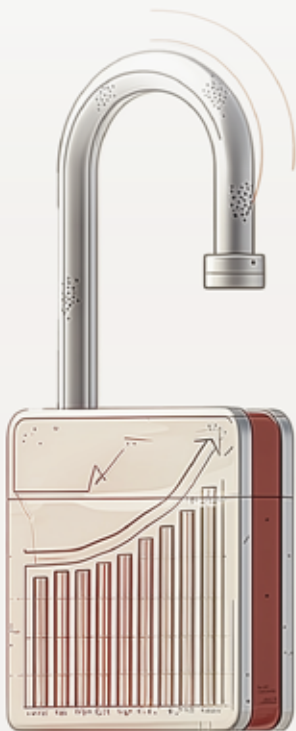
# 私人市场：释放流动性和多元化机遇

主题

# 9

核心要点

- 中型并购、二级基金和私募债务将在建立灵活稳健的私人市场投资组合中发挥核心作用。
- 私人市场的成功愈发取决于甄选表现优异的经理人, 并充分利用专业顾问的洞见和能力。



# 9 私人市场：释放流动性和多元化机遇

近年来，私募股权和私募债务的管理资产规模迅速增长，预计将分别达到约11.9万亿美元和2.6万亿美元（见图13）。<sup>14</sup>

然而，该行业长期存在一项难题：向投资者返还资本的速度偏慢。这一问题正推动行业转向更强调流动性机会、分散配置和风险管理的策略。多元化的中型私募市场组合、二级基金和私募债务正逐渐成为核心解决方案，帮助投资者在追求增长机会的同时，满足对灵活性与韧性的需求。

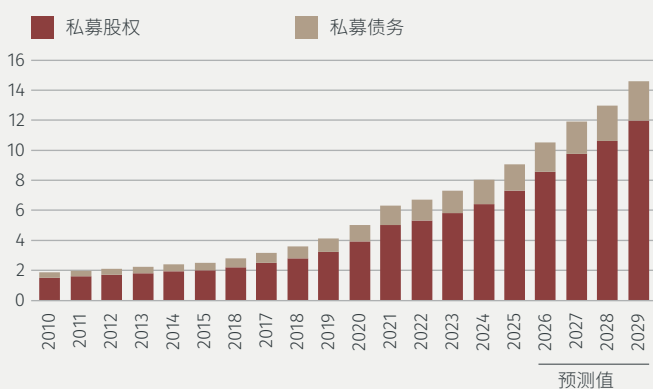
### 中型企业收购具备天然的分散优势

2026年，中型并购仍有望继续表现突出，为投资者提供分散、稳定和潜在的高回报。这些投资聚焦中型企业，它们往往具备更具吸引力的入场估值，并提供比大型并购更多元的退出途径。中型并购经理人更倾向于通过贸易出售和二次并购退出，而非依赖IPO，从而降低对（波动性更高）公开市场的依赖，并让退出时机更平稳。根据Preqin数据，从长期来看，中型并购实现了更高的年化回报，表现优于大型并购和标普500指数。<sup>15</sup>

图 13: 私人市场预计将迎来显著增长。

## 私人市场将持续增长，并呈现逐步普惠化的趋势

全球私募股权和私募债务管理资产规模（万亿美元）



		2024年实际值	2029年预测值	增长(复合年均增长率)	
私募股权	并购基金	\$4.3T	\$8.3T	14.1%	13.2%
	成长型基金	\$1.2T	\$2.2T	12.4%	
	其他策略	\$0.9T	\$1.4T	9.9%	
私募债务	直接放贷	\$0.8T	\$1.3T	10.4%	10.3%
	债务类基金	\$0.3T	\$0.5T	9.9%	
	其他策略	\$0.5T	\$0.8T	10.3%	

数据来源：Preqin，截至2025年11月6日。过往业绩并不代表未来回报

<sup>14</sup> Preqin《2025年全球报告》，2024年，<https://pro.preqin.com/insights/global-reports/2025-private-equity?chapter=sample>

<sup>15</sup> Preqin“指数基准”工具，2025年，<https://pro.preqin.com/benchmarks/indices/privateCapital>

投资者可能会愈加利用二级基金，释放沉淀资产的资本，再投资新机会，并灵活应对市场变化。

在私人市场，分散配置始终至关重要。通过组合私募股权、私募债务、基础设施和房地产，投资者可以分散风险并获得更稳健的回报。尤其是中型并购，其提供了一种均衡策略，在实现稳健增长的同时，波动性较低。

**二级基金历来回报丰厚**

我们认为，2026年，二级基金市场仍有望保持显著增长，其优势在于回报丰厚，同时流动性高于传统私募股权。二级基金可在不同年份、策略和经理人之间实现分散配置。这有助于降低集中风险并提升投资组合的稳健度。

过去数年，二级基金持续跑赢初级私募股权基金，可成为（追求绩效并寻求降低风险）投资者的优质选择。当然，过往业绩并不代表未来回报。Preqin数据显示，对于2019至2022年的各年份基金，二级市场的中位内部收益率（IRR）均高于初级市场。<sup>16</sup>此外，二级基金允许投资者审查底层资产，透明度更高，因此有别于“盲池式”的初级基金。

展望未来，二级基金市场很可能成为私人市场获取流动性的主要机制。投资者可能会愈加利用二级基金，释放沉淀资产的资本，再投资新机会，并灵活应对市场变化。

**私募债务展现出稳定一致的回报表现**

鉴于私募债务在历史上始终能够提供稳定一致的回报，我们预计其在2026年仍将是私人市场投资组合的重要基石。此外，过去五年，私募债务实现了7.5%至10.8%的年化回报，表现优于晨星LSTA美国杠杆贷款指数。<sup>17</sup>作为一类资产，私募债务涵盖从高级有担保贷款到机会型债务在内的“风险—回报”谱系。这种灵活性让投资者能够根据自身的风险承受能力和回报目标，定制自己的资产配置。

私募债务的一大核心优势在于其防御属性。浮动利率结构和抵押支持贷款能够在保持丰厚收益率的同时，提供一定的下行保护。私募债务在多个市场周期中始终展现出高度稳定性，使其成为建立韧性投资组合的理想资产。具备跨市场专业能力的经理人将最有可能提供混合型信贷解决方案，帮助投资者更高效覆盖整个信贷资产谱系。

<sup>16</sup> Preqin《2025年全球报告》，2024年。

<sup>17</sup> Preqin“指数基准”工具，2025年。

私人市场将继续演进,其动力来自投资者对流动性、稳定性和增长的持续需求。中型并购、二级基金和私募债务将在这一转型中发挥核心作用,为投资者在这一高潜力市场中提供应对变化所需的工具。私人市场成功的关键在于审慎甄选:选择与长期目标一致、同时兼顾风险管理的投资策略。

至关重要,私人市场回报差异显著,这凸显了选择顶级经理人的重要性。因此,依托(值得信赖)顾问团队的专业能力,辨别并聘请这些高绩效经理人,是充分把握私人市场潜力的必要条件。通过顺应这些结构性趋势,并重视专业指导,投资者可在未来数年更好提升投资组合的韧性和增长。

**投资建议:**

- 中型并购、二级基金和私募债务将在这一转型中发挥核心作用,为投资者在这一高潜力市场中提供应对变化所需的工具。
- 成功的关键在于审慎甄选:选择与长期目标一致、同时兼顾风险管理的投资策略。

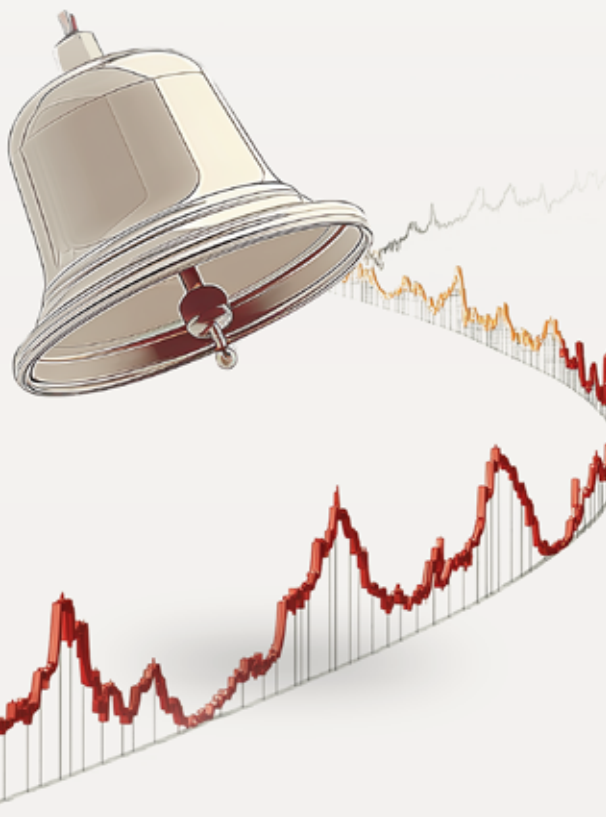
# IPO和并购活动：多行业有望受益

主题

# 10

核心要点

- 因利率上升和市场波动而经历一段低迷期之后，我们预计美国IPO市场将继续呈现复苏态势。
- 特殊目的收购公司 (SPAC) 预计将在对上市速度要求较高的行业 (如生物科技) 中找到其细分定位。
- 2026年的交易撮合方可能会优先考虑质量而非数量，聚焦于战略契合度而非机会主义式扩张。

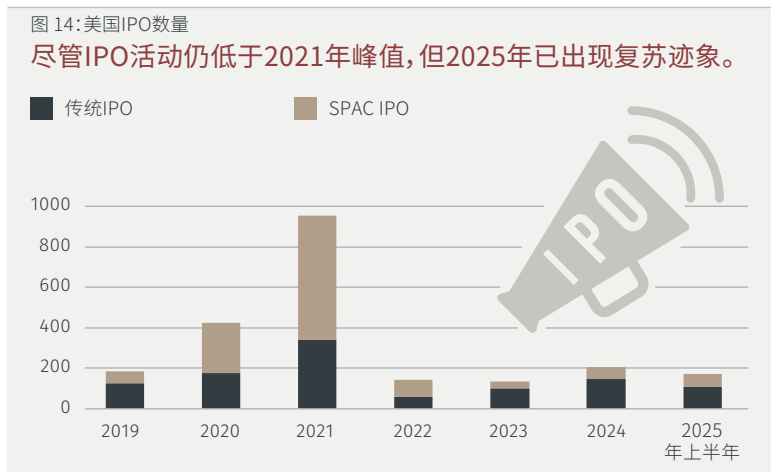


# 10 IPO和并购活动: 多行业有望受益

继近年来相关活动明显放缓之后,我们预计2026年的首次公开招股(IPO)和并购(M&A)市场将逐步回归常态。行业层面的机会、被压抑需求的释放和战略机会的增多,共同预示2026年的市场活动将更趋活跃。

### IPO市场:在规范化框架下恢复

在通胀走高、利率上升和市场波动的背景下,2022至2024年的大部分时间里,美国IPO市场处于低迷状态。2025年,IPO活动开始回暖(见图14)。我们预计这一势头将延续至2026年。在人工智能、生物科技、清洁能源、绿色基础设施等高增长领域,投资者对创新和主题投资敞口的需求依然旺盛,相关企业大概率将成为发行主力。随着利率预计触底,私募股权机构也可能将2026年视为颇具吸引力的退出窗口。事实上,2025年前三季度,私募股权背书的IPO数量较2024年同期增长了逾一倍。<sup>18</sup>



数据来源: 安永(EY); SPAC Insider和Trout。数据截至2025年11月3日。

然而,更严格的信息披露、公司治理和ESG标准等监管要求,提高了企业公开上市的门槛。企业也倾向于延长私有状态时间,达到更大规模之后,再进入公开市场。估值环境仍然关键:若因经济放缓或政策收紧导致估值倍数下调,IPO活动可能会暂停。总体而言,2026年可视为IPO市场的恢复之年:活跃度或高于2025年,但与2020至2021年的繁荣时期相比,仍不可同日而语。

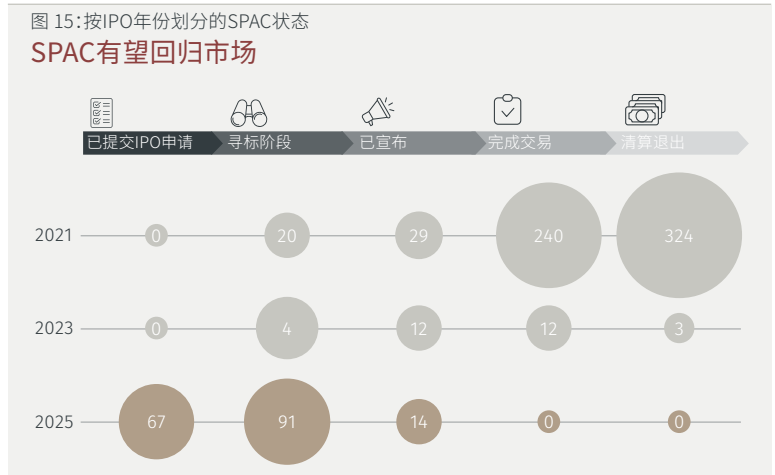
全球IPO活动的增长仍将是关键征兆。2025年上半年,中国和印度的IPO数量与美国大致相当。尽管中国和印度同期IPO数量较前一年有所下降,但市场仍保持活跃。不过,尽管亚洲IPO数量下降,但募资金额却有所上升,这主要得益于芯片和半导体制造企业上市的提振。事实上,中国的IPO募资规模已超过美国。

<sup>18</sup> 安永(EY)《全球IPO趋势报告》(2025年第三季度)。

2025年上半年，中国和印度的IPO数量与美国大致相当。

### SPAC回归

特殊目的收购公司 (SPAC) 是具有较高流动性或授信额度的上市公司，可快速用于收购其他企业。SPAC在这十年初期迅速走红，但随后因表现欠佳和监管收紧而迅速降温；如今，再次出现回暖迹象。2025年上半年，SPAC在美国市场占据逾40%的IPO发行(见图15)。2024年美国证券交易委员会 (SEC) 实施了强化信息披露和投资者保护的相关规则，这一有利的监管环境为其提供了支持。



数据来源: SPAC Insider。数据截至2025年10月22日。

不过，阻力仍然存在。在上一轮SPAC热潮中，并购后业绩表现不及预期，因此投资者仍有疑虑。优质交易来源也是一大难题：机构必须找到财务稳健、信誉度高的标的公司，这将限制SPAC交易数量恢复至此前的巅峰水平。因此，SPAC不太可能恢复到过去的规模，但仍将作为多元化上市路径中的一种选项持续存在。

### 并购：战略使然，但仍有限制

2024至2025年，并购活动放缓，反映出利率上升、市场不确定和监管收紧的共同影响。2026年，环境看似较前两年略为有利。企业在战略上有迫切需求，包括重塑商业模式、保障供应链，以及加大对数字化和绿色转型的投入。上述压力催生了整合需求，并带动“附加式”收购。持有大量未动用资金的私募股权机构，也有望重新进入市场。

随着企业为增强供应链韧性和拓展市场准入而进行战略调整，跨境并购可能重获动力。然而，地缘政治紧张、制裁机制和投资审查框架会令跨境交易复杂化。特别是在科技、医疗和基础设施领域，监管审查仍将构成主要阻力。尽管融资成本较峰值有所回落，但仍将限制高杠杆交易的开展。因此，2026年的交易撮合方可能会优先考虑质量而非数量，聚焦于战略契合度而非机会主义式扩张。

#### 投资建议：

- 关注生物科技、信息技术、机器人等关键行业中的投资机会。
- 我们看好有望受益于交易撮合活动的投行机构。

# 2025年表现回顾

每年,我们都会回顾上一年度所作的预测。

2025年预测的整体评分:\*

# 8/10

\*截至2025年10月31日的评分。

## 1

正确

### 尽管面临多重阻力,全球经济依然展现出相当的韧性

我们此前指出的三大增长阻力:中国经济的持续困境(房地产市场疲软、私人 and 公共部门债务水平偏高)、许多发达经济体的政府债务和财政赤字高企、全球贸易格局受扰乱,在过去一年均清晰可见。然而,主要发达经济体的增长仅较2024年略微放缓(1.6%,此前为1.8%);新兴经济体的增速则与上一年基本持平(4.2%,此前为4.3%)。<sup>1</sup>

## 2

正确

### 金砖国家日益重要

随着印度尼西亚于2025年1月正式加入,金砖国家成员扩大至十国。此前在2024年,埃及、埃塞俄比亚、伊朗和阿联酋已先行加入。这十个经济体合计占全球人口的近一半。凭借整体更快的经济增长速度,它们在2025年贡献了全球GDP增量的一半以上。2025年,另有十个“伙伴国”加入金砖合作机制。此外,新兴市场股票在2025年大幅跑赢了发达市场。

## 3

正确

### 政策重点从通胀转向就业

随着就业形势出现恶化迹象,七家央行(澳大利亚、英国、美国、土耳其、加拿大、墨西哥和印度尼西亚)在基础通胀仍具黏性的情况下,选择了降息。

<sup>1</sup> 数据来源:国际货币基金组织(IMF)《世界经济展望》,2025年10月。

4 正确

### 政府赤字仍是突出问题

在多数发达经济体 (尤其是法国、英国和美国), 财政走向持续引发担忧。不过, 美国市场对通过更快的经济增长和更高的关税收入来应对高赤字, 仍抱有适度乐观态度。国际货币基金组织 (IMF) 的预测显示, 法国和英国的预算赤字在未来五年仍将持续, 从而导致其债务规模进一步上升。<sup>2</sup>

8 不正确

### 市场集中度: 相对风险仍需警惕

截至2025年10月31日, 美国大型科技相关股票 (“七巨头”) 的总回报率为25.4%, 高于同期标普500指数中其余493只股票的14.5%。由此, 标普500指数整体的总回报率达17.5%。尽管这一结果意味着这些大型科技股在2025年仍延续了2024年的强劲表现, 但其价格波动性明显高于其余493只成分股, 凸显了市场高度集中所带来的相对风险。

5 正确

### 人工智能成为主流

2025年, ChatGPT的周活跃用户数量从约3亿大幅增至8亿, 增幅超过一倍。其他人工智能助手的使用规模也同步扩大。在企业端, 人工智能应用已十分普及, 且并不限于大型企业。一项针对美国小型企业的调查显示, 40%的企业在工作场景中使用人工智能。<sup>3</sup>同时可以明确的是, 中国在人工智能应用方面也取得了长足进步。

9 不正确

### 我们看好非日常生活消费品板块

截至2025年10月31日, 非日常生活消费品板块的总回报率为7.8%, 在标普500指数的11个板块中排名第六。其表现相对疲软的主要原因是市场对降息步伐缓慢感到失望, 以及美国关税公告引发的不确定性及其对消费者信心的影响。<sup>5</sup>

6 正确

### 核能迎来复兴

在美国, 四项行政命令明确提出计划: 到2050年, 美国核电装机容量将从100GW提升至400GW。与此同时, 中国计划新增100GW核电容量 (相当于美国当前的核电规模), 并在2030年前超越美国。尽管小型模块化反应堆 (SMR) 的研发进展迅速, 但其何时能够正式投入运行仍存在不确定性。目前, 全球范围内已普遍形成共识: 必须大幅提升核电发电能力, 以满足未来能源需求。

10 正确

### 收益率曲线趋陡

2025年, 美国收益率曲线的陡峭程度 (以10年期国债收益率与3个月利率之差衡量) 变化不大, 因为两者均出现了幅度相近的下行。不过, 曲线的其他区段出现了明显的趋陡走势, 尤其是30年期与10年期利差, 以及10年期与2年期利差均有所扩大。在英国、法国和日本, 收益率曲线同样呈现趋陡态势。

7 正确

### 企业盈利表现稳健

2025年前十个月, 美国企业总每股收益较2024年同期上涨了11%。美国盈利增速明显快于全球水平: 同期, 全球企业盈利同比增长6%。<sup>4</sup>在全球不确定性背景下, 尤其在关税影响加剧的情况下, 企业盈利依然展现出韧性。

<sup>2</sup> 数据来源: 国际货币基金组织 (IMF) 《世界经济展望》, 2025年10月。

<sup>3</sup> <https://www.uschamber.com/assets/documents/Impact-of-Technology-on-Small-Business-Report-2024.pdf>

<sup>4</sup> 数据来源: Datastream《全市场指数》, 由伦敦证券交易所集团 (LSEG) 提供。数据为截至10月31日的年度累计值, 与2024年同期相比。

<sup>5</sup> 数据来源: 伦敦证券交易所集团 (LSEG), 数据截至2025年10月31日。

# 投资刊物

通过我们的一系列投研内容,随时掌握投资机遇、宏观经济趋势、市场动态和全球经济前景。

## 年度旗舰刊物



**年度展望**  
我们对未来一年十大主题的深度洞察



**资本市场假设**  
提供我们对未来7至10年各类资产表现的展望。

## 核心刊物



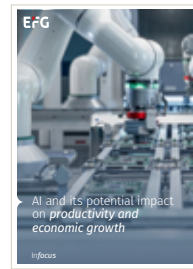
**InTime**  
每日市场笔记  
总结过去24小时内最重要的市场事件



**InVision**  
每周宏观经济笔记  
概述过去一周最重要的宏观经济事件



**InView**  
全球投资观点  
提供资产配置指引、宏观概览和投资建议



**InFocus**  
宏观经济评论  
对当前市场事件进行分析和解读



**播客:**  
**Beyond the Benchmark**  
EFG首席投资官Moz Afzal分享其对市场和全球经济发展的独到见解,并与具有独到见解的特邀嘉宾展开对话



如需详细了解并订阅我们的定期投资刊物,请访问Insights页面:  
[www.efginternational.com/insights](http://www.efginternational.com/insights)

Content from last year. Okay?

### 重要免责声明

本文件由 EFG 资产管理 (英国) 有限公司编制, 供 EFG 国际 ("EFG 集团" 或 "EFG") 全球子公司和 EFG 集团内关联公司使用。EFG Asset Management (UK) Limited 由英国金融行为监管局授权并监管, 注册号为 07389736。注册地址: EFG Asset Management (UK) Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。本文件仅供参考。此外, 包含的信息构成营销传播, 不应被视为金融研究或分析、要约、公开要约、投资建议、购买、出售或认购金融工具及/或提供金融服务的建议或邀约。本文件无意作为任何投资、证券、其他金融工具或其他产品或服务的条款和条件的最终陈述。本文件内容仅供了解并可能承担所有相关风险的人士阅读。此外, 本文件无意提供任何财务、法律、会计或税务建议。在这方面也不应依赖本文件。本文件中的信息并未考虑接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求。在进行任何投资之前, 或对本文件中的信息有疑问时, 您应自行寻求适合您具体情况的专业的建议 (包括税务建议)。本文件中提供的信息并非 EFGAM 研究人员进行金融研究的结果。因此, 它不构成欧盟法规 (如 "MIFID II" 或 "MIFIR") 或瑞士银行协会发布的瑞士 "金融研究独立性指令" 或任何其他同等地方法规所定义的投资或独立研究。

投资价值 and 收益会有升降, 您可能无法收回最初投资的金額。过去的表现并不代表未来的表现。投资产品可能存在投资风险, 包括但不限于货币兑换和市场风险、价值波动、流动性风险以及可能损失投资本金 (如适用)。尽管本文件中的信息来源可靠, 但 EFG 集团的任何成员均不代表或保证其准确性, 且此类信息可能不完整或省略。本文件中的任何观点如有变更, 恕不另行通知。本文件可能包含个人观点, 但不一定反映 EFG 集团任何成员的观点。在法律允许的最大范围内, EFG 集团的任何成员均不对本文件中的任何错误或遗漏或对本文件中任何意见或陈述的依赖所造成的后果负责。EFG 集团的每个成员均明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因本文件而产生的或因收件人依赖本文件而采取的任何行动或不行动所造成的附带或间接损害赔偿责任。

EFG 及其员工可能会以自营或其他方式参与证券交易, 并持有与本文件所述工具相关的多头或空头头寸; 此类交易或头寸可能与本文件中表达的观点不一致。

在任何司法管辖区或国家提供本文件可能违反当地法律或法规, 获得本文件的人员应了解并遵守任何限制。未经 EFG 集团授权成员的事先书面许可, 不得向任何他人复制或分发本文件 (全部或部分)。可能会收到本文件的金融中介机构/独立资产管理人确认, 他们将需要做出自己的独立决定, 此外, 在经 EFG 集团许可向最终客户/投资者提供本文件时, 应确保本文件内容符合其客户的利益。任何投资、法律、监管、税务或其他方面的考虑, 对于金融中介机构/独立资产管理公司、其客户或任何第三方因使用本文件而可能产生的任何损害、损失或费用 (无论是直接、间接还是后果性的), EFG 集团概不负责。

本资料中与指数或基准的比较仅供参考, 存在局限性, 因为指数和基准的重要特征可能不同于 EFG 奉行的特定投资策略及其投资的证券。

本文在撰写时所表达的信息和观点可随时更改, 恕不另行通知, 也没有义务更新或删除过时信息。独立资产管理人: 如果本文件提供给独立资产管理人 ("IAMs"), 则严禁 IAMs 复制或分发 (全部或部分) 本文件并提供给其客户和/或第三方。IAMs 收到本文件后, 应确认需要自行决定/判断如何操作, 且 IAMs 有责任确保所提供的信息在任何投资、法律、监管、税务或其他后果方面符合其客户的情况。EFG 不对因 IAMs、其客户或任何第三方使用本文件而可能产生的任何损害、损失或费用 (无论是直接、间接还是后果性的) 承担任何责任。

如果您从以下提及的任何附属机构或分支机构收到本文件, 请注意以下事项:

**巴巴多斯:** 根据 2011 年《证券法》和 2012 年《证券业条例》, EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd 获得巴巴多斯证券委员会的许可, 有权在巴巴多斯境内开展证券业务, 包括证券交易、安排证券交易、管理证券和提供证券建议。EFG 银行与信托 (巴巴多斯) 有限公司还是巴巴多斯中央银行根据 2000 年《银行与信托公司监管法》授权的银行与信托公司。注册办事处 Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, The Bahamas。

**巴林:** EFG AG Bahrain 是巴林中央银行 (CBB) 许可的第二类投资业务公司, 是 EFG Bank AG 的分支机构, 获准从事以下活动: a) 代理金融工具交易; b) 安排金融工具交易; c) 管理金融工具; d) 就金融工具提供建议; 以及 e) 经营集体投资企业。注册地址 EFG AG 巴林分行, 巴林王国麦纳麦/前海/346 区/14626 路/1459 号楼/1401 办公室/11321 麦纳麦邮政信箱。

**开曼群岛:** EFG Bank AG 开曼群岛分行 (以下简称 "分行") 是开曼群岛金融管理局 (CIMA) 《证券投资业法》(修订版) (以下简称 "《证券法》") 及其配套法规下的注册人员。分公司获准在开曼群岛境内或从开曼群岛境内向《证券法》附表 4 所定义的高净值人士和资深人士提供证券投资服务, 包括证券交易、安排证券交易、管理证券和提供证券建议。根据《银行和信托公司法》(修订版) (《银行法》), 该分行还获得 CIMA 颁发的 B 类银行执照, 可根据《银行法》第 6 (c) 条提供银行服务。注册办事处 Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands。

**塞浦路斯:** EFG 塞浦路斯有限公司是一家在塞浦路斯成立的投资公司, 公司注册号为 HE408062。注册地址为 Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG 塞浦路斯有限公司由塞浦路斯证券交易所委员会 (CySEC) 授权并监管。迪拜: EFG (Middle East) Limited 是 EFG International AG 的子公司。EFG (Middle East) Limited 受 DFS 监管。本资料 "仅供专业客户使用"。注册地址: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 5th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE。

**希腊:** EFG Bank (Luxembourg) SA 雅典分行是 EFG Bank (Luxembourg) SA 的非预订机构, 根据卢森堡金融监管机构 "CSSF" 颁发的许可证, EFG Bank (Luxembourg) SA 有权在欧盟自由设立的基础土推广 EFG Bank (Luxembourg) SA 的产品和服务。注册地址 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str143057760001。

**香港:** EFG Bank AG 香港分行 (中央編號: AFV863) (EFG 香港) 是香港金融管理局根據《銀行業條例》(香港法例第 155 章) 認可的持牌銀行, 並獲授權在香港進行第一類 (證券交易)、第 4 類 (就證券提供意見) 及第 9 類 (資產管理) 受規管活動。注册地址 EFG Bank AG 香港分行, 香港九龍柯士甸道西 1 号环球贸易广场 18 楼。在法律和《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》对 EFG 香港的适用要求所允许的最大范围内, EFG 香港不对外处的任何错误或遗漏或此处包含的任何信息或声明的后果负责。EFG 香港明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因此产生的任何错误或遗漏或因收件人依赖本文件而采取或不采取任何行动所导致的附带或间接损害赔偿责任。

**以色列:** EFG 财富管理 (以色列) 有限公司注册办事处: 3 Rothschild Blv, Tel Aviv 6688106, Israel。

**泽西岛:** EFG 私人银行有限公司泽西分行的主要营业地点为 5th Floor, 44 Esplanade, Jersey, JE1 3FG, 受泽西金融服务委员会 (由 FSC 注册号: RBN32518) 监管, 是 EFG 私人银行有限公司的分行。EFG 私人银行有限公司由英国审慎监管局授权, 并由英国金融行为监管局 (英国金融行为监管局注册号: 144036) 和英国审慎监管局监管。EFG 私人银行有限公司在英格兰和威尔士的注册号为 2321802。英国注册办事处: 英国注册地址: Park House, 116 Park Street London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。EFG 私人银行有限公司泽西分行根据泽西金融服务委员会的规则以及金融行为监管局和审慎监管局的规则 (如适用) 提供服务。

**列支敦士登:** EFG Bank von Ernst AG 受列支敦士登金融市场监管局监管。注册地址: EFG Bank von Ernst AG Egertstrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein。

**卢森堡:** EFG Bank (Luxembourg) SA 由卢森堡财政部授权, 并受金融监管机构 (CSSF) 监管。EFG Bank (Luxembourg) SA 是卢森堡存款担保基金 (F.G.D.L - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) 和卢森堡投资者赔偿计划 (S.I.L.L - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg) 的成员。R.C.S. 卢森堡编号: B113375。B113375。注册地址: EFG Bank (Luxembourg) SA - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg。

**摩纳哥:** EFG Bank (Monaco) SAM 是一家摩纳哥有限公司, 公司注册号为 90 S 02647 (摩纳哥工商编号)。EFG Bank (Monaco) SAM 是一家从事金融活动的银行, 由 "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" (法国审慎监管和解决机构) 和 "Commission de Contrôle de Activités Financières" (摩纳哥金融活动监管委员会) 授权和监管。注册地址 EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), telephone: +377 93 15 11 11。本文件收件人英语非常流利, 并放弃获取本出版物法文版的可能性。

**巴拿马:** EFG Asesores (Panama), S.A. 是巴拿马证券市场管理局监管的实体。持有投资顾问执照 - SMV-316-23 号决议。注册地址: EFG Asesores (Panama) S.A., Torre Argos, 2nd Floor, Santa Maria Business District, Panama City。

**葡萄牙:** EFG Bank (Luxembourg) SA - Sucursal em Portugal 由葡萄牙银行 (注册号 280) 和葡萄牙证券市场委员会 CMVM (注册号 393) 授权和监管, 提供金融咨询、接收和传送订单。EFG Bank (Luxembourg) SA - Sucursal em Portugal 是 EFG Bank (Luxembourg) SA 的非预订分支机构, EFG Bank (Luxembourg) SA 是根据卢森堡大公国法律注册成立 of 的公共有限责任公司, 由 CSSF (金融监管机构) 授权和监管。里斯本总部 Avenida da Liberdade n.º 131 - 6.º Dto, 1250 - 140 Lisboa。波尔图机构: Avenida da Boavista, n.º 1837 - Escritório 6.2, 4100-133 Porto。公司注册号: 980649439。**中华人民共和国 (中国):** EFG Bank AG 上海代表处经中国银行业监督管理委员会批准, 并根据《中华人民共和国外商投资银行管理条例》及相关实施细则在上海市工商行政管理局登记注册。注册号: 310000500424509。注册地址/注册地址: 上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 F 座 65110 室。EFG 银行股份公司上海代表处的业务范围仅限于非营利性活动, 包括联络、市场调研和咨询。

**新加坡:** EFG Bank AG 新加坡分行 (UEN 编号: T03FC6371) 是新加坡金融管理局根据 (1970 年银行法) (Banking Act 1970) 许可的批发银行。《2001 年财务顾问法》(Financial Advisers Act 2001) 定义的豁免财务顾问以及 (2001 年证券与期货法) (Securities and Futures Act 2001) 规定的豁免资本市场服务实体。本广告未经新加坡金融管理局审查。注册地址 EFG Bank AG Singapore Branch, 79 Robinson Road, #18-01, Singapore 068897。本文件并未考虑任何特定人士的具体投资目标、财务状况或特殊需求。本文件不构成投资建议, 也不构成投资或本文件提及的任何产品的邀约或建议。EFG 新加坡及其高级职员、雇员或代理人不对本文件的准确性、可靠性或完整性作出任何明示或暗示的陈述、保证或担保, 也不对其负责, 且不应将其作为此类陈述、保证或担保的依据。EFG 新加坡明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因本文件而产生的附带或间接损害赔偿责任, 或因收件人依赖本文件而采取的任何行动或不行动而产生的附带或间接损害赔偿责任。您应仔细考虑该投资的优点和固有风险, 并根据自己的判断或您选择咨询的独立顾问的建议, 根据您的风险偏好、投资经验、目标、财务资源和情况, 评估该投资是否适合您, 并进行您认为必要的其他调查, 且不得以任何方式依赖 EFG 新加坡。本资料仅供经认可的机构投资者使用。

**瑞士:** 苏黎世 EFG 银行股份公司 (包括日内瓦和卢加诺分行) 由瑞士金融管理局 (FINMA) 授权和监管。注册办事处: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士注册分行: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2, 以及 EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Luzern。

**英国:** EFG 私人银行有限公司由英国审慎监管局授权, 受英国金融行为监管局和英国审慎监管局监管。EFG 私人银行有限公司是伦敦证券交易所成员。注册公司编号 02321802。注册地址 EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。

**美国:**  
**EFG Asset Management (Americas) Corp ("EFGAM Americas")** 是一家在美国证券交易委员会 ("SEC") 注册的投资顾问公司, 提供投资咨询服务。在美国证券交易委员会或任何州的证券管理机构注册并不意味着任何水平的技能或培训。EFGAM Americas 只能在其已注册、已提交通知或以其他方式排除或豁免注册要求的州和国际司法管辖区开展业务或提供个性化投资建议。投资者在投资前应仔细考虑其投资目标、风险、费用和开支。有关 EFGAM Americas、其商业惯例、背景、利益冲突、服务收费及其他相关信息的更多信息, 请访问美国证券交易委员会的公开投资者信息网站: <https://www.investor.gov>。此外, 您还可以通过: <https://adviserinfo.sec.gov/firm/summary/158905>。在这两个网站上, 您都可以获得 EFGAM Americas 最新的 ADV 第 1 部分、第 2 部分表格和 CRS 表格的副本。EFGAM Americas 注册地址: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 - Miami, FL 33131。

**EFG Capital International Corp. (以下简称 "EFG Capital")** 是一家在美国证券交易委员会 (以下简称 "SEC") 注册的经纪自营商, 也是金融业监管局 (以下简称 "FINRA") 和证券投资者保护公司 (以下简称 "SIPC") 的成员。证券产品和经纪服务由 EFG Capital 提供。美国证券交易委员会 (SEC)、美国金融业监管局 (FINRA) 或美国证券投资者保护公司 (SIPC) 均未对本文件或 EFG Capital 及其美国关联公司提供的服务和产品表示认可。注册地址: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 - Miami, FL 33131。

EFG Capital 和 EFGAM Americas 因共同所有权而隶属于 EFGI, 并保持相互关联的人员。此外描述的产品和服务未经任何监管机构授权, 也不受美国境外任何监管机构的监管。请注意, 此处的内容由 EFG Bank AG/EFG Asset Management (UK) Limited (如适用) 制作和创建。本资料不得解释为由 EFG Capital 或 EFGAM Americas 制作或以其他方式源自 EFG Capital 或 EFGAM Americas。EFGAM Americas 和 EFG Capital 均不代表自己是本基金/产品或策略的相关管理人或投资顾问。EFG Asset Management (North America) Corp. ("EFGAM NA") 是美国证券交易委员会 (SEC) 注册的投资顾问公司, 如需了解有关 EFGAM NA Corp. 其业务、附属机构、费用、纪律事件以及可能存在的利益冲突的更多信息, 请访问 SEC 投资顾问公开披露网站 (<https://adviserinfo.sec.gov/>) 并查看其 ADV 表。

#### 澳大利亚投资者信息:

仅供专业、机构和批发投资者使用。  
本文件由 EFG 资产管理 (英国) 有限公司编制和发布, 该公司为私人有限公司, 注册号为 7389736, 注册地址为 Park House, Park Street, London W1K 6AP (电话号码为 +44 (0)20 7491 9111)。EFG 资产管理 (英国) 有限公司由英国金融行为监管局监管和授权, 编号为 536771。

EFG 资产管理 (英国) 有限公司向澳大利亚批发客户提供的金融服务无需持有澳大利亚金融服务许可证, 并由英国金融行为监管局 (FCA 注册号: 536771) 根据与澳大利亚法律不同的英国法律授权和监管。

本文件为个人文件, 仅供个人使用, 不得全部或部分复制给其他人。  
ASIC Class Order CO3/1099

EFG Asset Management (UK) Limited 通知您, 该公司依据澳大利亚证券和投资委员会 (ASIC) CO 03/1099 类别令 (类别令) 对美国金融行为监管局 (FCA) 监管的公司进行豁免 (由 ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) 延长), 在您向提供金融服务时, 无需根据 2001 年《澳大利亚联邦公司法》(Corporations Act 2001) 《公司法》持有澳大利亚金融服务牌照 (AFSL)。

英国监管要求  
我们向您提供的金融服务由 FCA 根据英国的法律和监管要求进行监管, 而英国的法律和监管要求与澳大利亚不同。因此, 在我们向您提供金融服务的过程中, 您从我们这里收到的任何报价或其他文件将根据这些法律和监管要求准备。英国监管要求的立法、根据立法制定的规则以及 FCA 发布的任何其他相关政策或文件。

您的批发客户身份  
为了使您能够向您提供金融服务, 并使我们将您遵守《集体命令》, 您必须是《公司法》第 761G 条所指的 "批发客户"。因此, 为了我们开始向您提供金融服务之前或在我们向您提供金融服务的过程中接受我们提供的任何文件, 即表示您

- 向我们保证您是 "批发客户";
- 同意提供我们不时要求的信息或证据, 以确认您的身份或您提供的批发客户身份;
- 同意如果您不再是批发客户, 或未向我们提供令我们满意的身份信息或证据以确认您的批发客户身份, 我们可能会停止向您提供金融服务;

并同意在 5 个工作日内书面通知我们, 如果就我们向您提供的金融服务而言, 您不再是 "批发客户"。

© EFG. 保留所有权利