全球

跨学科
专题研究

日期
2026年10月5日

最大的市场错配是什么？2026年10月

亨利·艾伦
宏观策略分析师
+44-20-754-11149

上个月我们曾指出，利率市场未能反映出未来的通胀压力，市场仅计入了有限的紧缩周期。我们认为，如果通胀不回落，利率压力将持续存在（点击此处查看详情）。

自那以后，我们经历了大规模的债券抛售，同时呈现出明显的系统性压力迹象：欧洲主权债券利差显著扩大；投资者预计央行将更快加息；而石油市场的动荡使得布伦特原油价格维持在每桶100美元以上。

自那以后，我们经历了大规模的债券抛售，同时也有明显的系统性压力迹象：相关指数依然低迷。信用利差远未达到近年来的高位。就连大宗商品曲线也反映出明年及以后油价将趋于正常化的预期。因此，我们如今面临这样一种局面：市场虽然察觉到了明显的市场压力迹象，却并未反映出这种压力带来的更广泛影响。

因此，各类资产之间便出现了这种分化：债券所反映的宏观经济环境本质上与股票截然不同。实际上，我们仅仅是在为新政局的症状定价（例如处于数十年高位的收益率以及更宽的主权债券利差），却没有为随之而来的必然后果定价——这些后果以往已体现为风险资产的疲软，比如经济增长放缓和违约风险上升。

这种错位不太可能持续下去。除非上周的金融压力能够迅速缓解（有点类似2023年3月硅谷银行倒闭后的情况），否则风险资产将面临越来越大的压力。

那么，目前最大的市场错配现象有哪些呢？

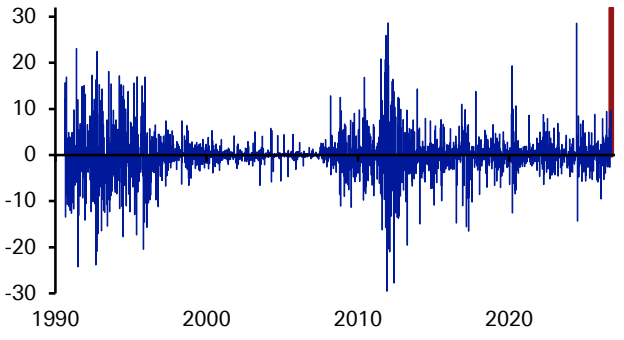
上周，欧洲出现了明显的传染迹象，法国和意大利的国债利差显著扩大。然而，风险资产整体反应平淡，STOXX 600指数仍仅比其历史高点低4%。这与以往主权债务危机时期的情况截然不同。

> 上周主权债券利差的变动让人想起危机时期。上周，法德10年期利差扩大了32个基点，这一数值在彭博社自1990年德国统一以来的数据中创下最高纪录。在意大利，10年期国债与德国国债的利差上周也扩大了23个基点。

重要的研究披露和分析师认证信息详见附录1。截至2021年3月19日，可能仍显示不完整的披露信息，详情请参阅附录1。

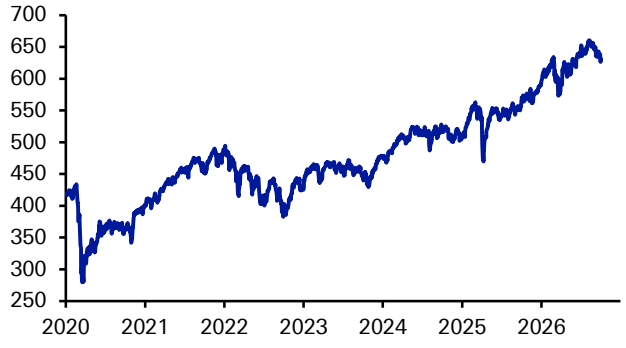
- 以往出现此类恐慌情绪时，往往伴随着风险资产的剧烈调整。2011年至2012年的欧洲主权债务危机期间便是如此。2020年3月疫情引发的动荡中再度出现这种情况。2022年同样如此，当时加息和经济增长放缓导致STOXX 600指数步入熊市。
- 但这一次，尽管法德两国10年期国债利差达到了2012年以来的最高水平，且每周的利差扩大幅度也创下数十年之最，股市却几乎未作变动。STOXX 600指数仅比其高点低4%左右，上周该指数也“仅仅”下跌了1.1%。这种走势与利差扩大的程度并不相符。此外，欧元区投资级债利差也相当平稳，截至周五仅升至101个基点。这一水平远低于上文提到的其他压力时期，如2011-2012年、2020年和2022年的水平。
- 主权债务利差急剧扩大，但股票跌幅有限且企业信贷利差扩张受限，这种同时出现的情况极为罕见。本质上，利率市场正在为债务危机蔓延和对经济增长的重大冲击定价，而这一现象并未在其他资产类别中体现出来。

图1：上周，法德两国10年期国债收益率差出现了几十年来最大的单周扩大幅度（基点）。



来源：彭博金融有限责任公司、德意志银行

图2：其他资产类别并未经历类似的压力，欧洲斯托克600指数目前仍比其历史高点低4%。



来源：彭博金融有限责任公司、德意志银行

2.上周的金融动荡导致市场排除了加息的可能性。但通胀水平仍高于目标值，市场可能高估了央行的鸽派程度。事实上，我们在2022-2023年间多次看到这种情况：几次金融动荡引发了市场转向鸽派定价，但由于通胀居高不下，这种定价趋势随后便被逆转。

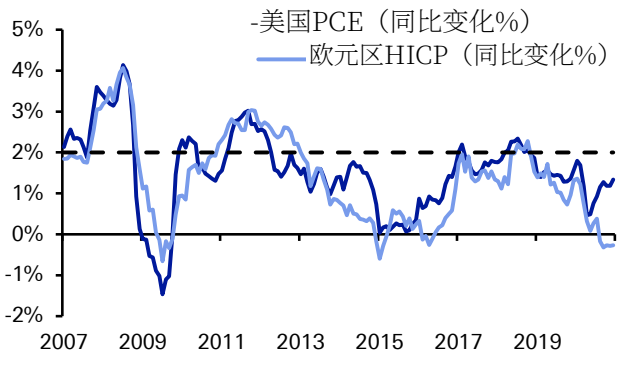
- 鉴于上周的传染担忧以及金融状况的收紧，投资者已不再指望美联储和欧洲央行等大型央行未来会加息。这既适用于10月份的下一次决策，也涵盖了更长远的利率路径。
- 然而，由于通胀率高于目标水平，央行的宽松政策必然有其限度。这与2010年代的情况不同，当时低于目标的通胀率为央行提供了采取宽松政策以应对金融压力的空间，比如美联储在2016年初以及2018年底所做的那样。
- 相反，当前背景更接近2022-23年的上一轮通胀浪潮。当时，出现了几次引发明显鸽派重新定价的压力事件：
  - ■这一现象最初发生在2022年初俄罗斯入侵乌克兰之后。

当初，对经济增长的担忧暂时盖过了对通胀的担忧。

- 这种情况在2022年9月/10月再次发生，当时正值股市熊市高峰期，也就是英国迷你预算案发布及随之而来的市场动荡时期。
- 这种情况也发生在2023年3月硅谷银行倒闭期间，当时对金融传染的担忧引发了人们关于经济能否承受更多加息的质疑。

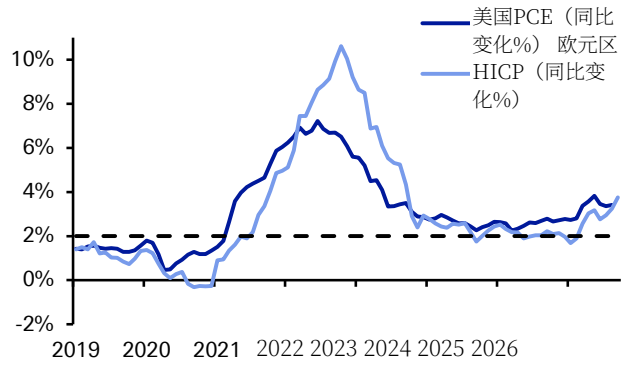
- 尽管如此，每当高于目标水平的通胀这一根本问题再度浮现时，都会迫使央行持续加息，而这种风险如今再度被忽视。事实上，尽管实际收益率有所上升，但从历史标准来看，整体金融状况并未出现太大反应。
- 除此之外，我们还知道央行官员往往会对上一次危机做出过度调整。鉴于许多人在2021-2022年期间因低估通胀而受到批评，如今我们已经看到他们采取了更为鹰派的政策反应。
- 归根结底，问题在于：只要总体通胀和核心通胀持续高于目标水平，肩负通胀管控任务的央行就很难在每次出现金融压力时都出手施救。

图3：2010年代，通胀率普遍低于目标水平，央行在金融压力时期可以采取更为温和的政策。



来源：Haver Analytics、德意志银行

图4：但在2020年代，由于通货膨胀率高于目标水平，他们已没有那种空间。



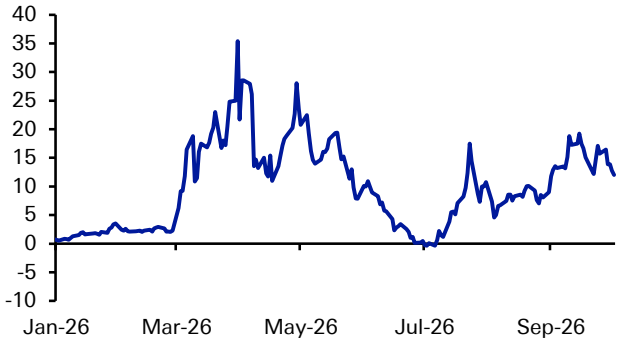
来源：Haver Analytics，德意志银行

3. 尽管石油期货曲线在六个月多的时间里持续预测错误，但它仍暗示油价将回归正常水平。市场仍在为尚未出现的突破而定价。

- 美伊冲突爆发后，石油期货曲线出现严重的贴水现象，即呈向下倾斜状态。人们预计这场冲突只是暂时的，因此如果霍尔木兹海峡重新开放，未来几个月的油价将会更低。
- 起初，这些希望似乎即将实现，因为6月份美国与伊朗达成临时协议后，油价大幅下跌。但从7月起局势再度恶化，曲线再次转为贴水状态，且这种状况一直持续至今。
- 然而，尽管这场冲突已经持续了6个多月，人们仍预计油价会在未来六个月内大幅下跌。撰写本文时，布伦特原油近期期货价格为102美元/桶，6个月期期货价格为90美元/桶，12个月期期货价格为83美元/桶。

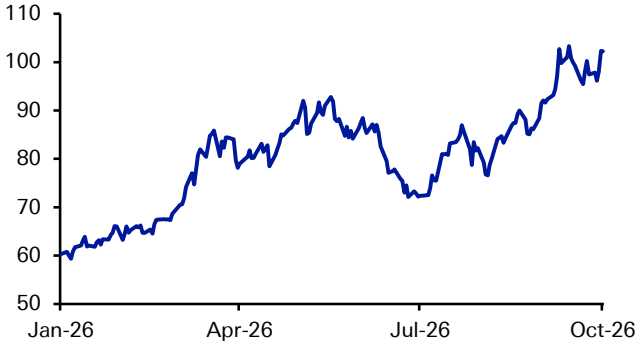
■因此，尽管在这方面的判断屡屡失误，市场仍预期未来油价会走低。但由于冲突持续不断，油价不得不持续上涨以跟上局势发展。从目前2026年12月的交割期原油期货价格来看便可知晓这一点——该价格如今正处于历史最高水平附近。

图5：布伦特原油期货近端合约与6个月期合约之间的价差（美元/桶）持续预示着未来油价将走低。



来源：Haver Analytics、德意志银行

图6：但预期持续调整，以2026年12月布伦特原油合约（美元/桶）为例，其价格目前正徘徊在历史最高水平附近。



来源：Haver Analytics，德意志银行

4. 与此相关的是，近几个月来供应冲击持续不断。然而，市场目前仅对第一轮通胀冲击进行了定价，而未考虑到第二轮的影响。

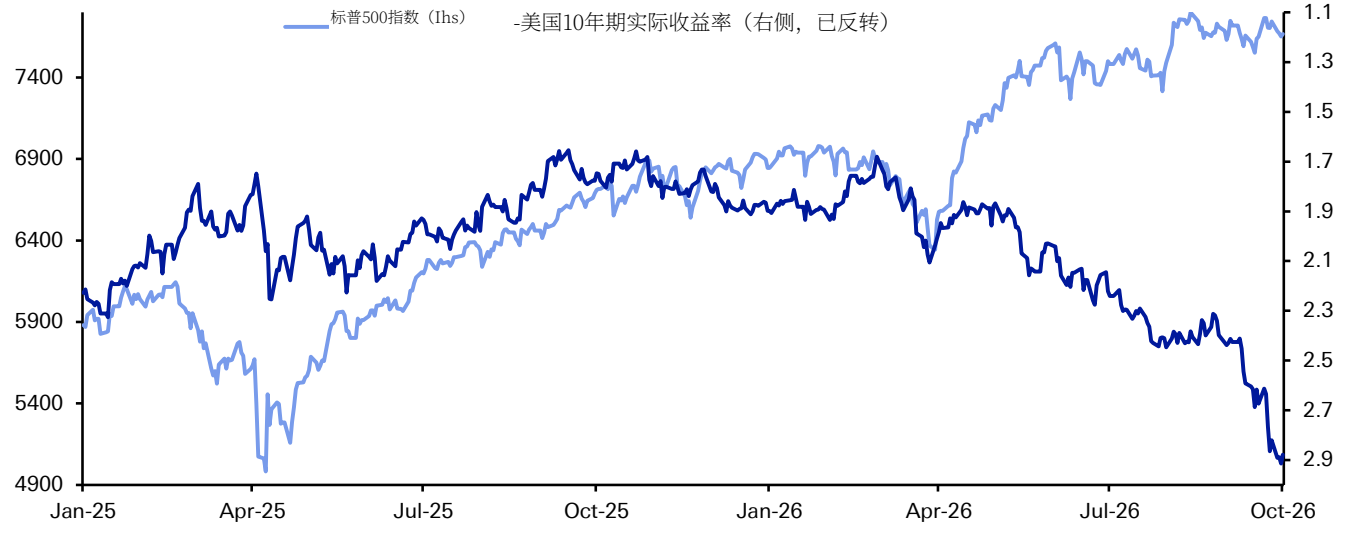
- 今年出现了大规模的供应中断，最显著的是霍尔木兹海峡的关闭。这些因素共同推高了能源和食品价格，而持续发展的厄尔尼诺现象则可能进一步加剧这一趋势。这就是显而易见的第一轮影响。
- 但是，由于霍尔木兹海峡的封锁已经持续超过六个月，很难再将其称为临时性冲击。事实上，布伦特原油价格仍保持在每桶100美元以上，而大宗商品价格也出现了显著上涨。
- 首先，目前尚不清楚未来几个月石油价格会如何出现大幅下跌。事实上，最近的报道反而表明局势可能进一步升级：《华尔街日报》称特朗普总统预计在中期选举后恢复轰炸行动；彭博社等媒体则报道称，美国正向波斯湾增派一艘航空母舰，以及1万名海军和海军陆战队员。
- 其次，从历史经验来看，我们知道许多这类供给侧冲击会持续存在。例如，1973年石油危机之后，油价几乎上涨了四倍，但此后多年实际价格仍维持在那一水平，并未回落到初始水平。
- 第三，我们在2021-2022年的上一轮通胀浪潮中看到，能源通胀会蔓延至核心商品领域，尤其是当这种状况持续数月以上时。毕竟，所有行业都依赖能源，而这些更高的成本最终会被转嫁到其他商品和服务上。
- 第四，为抑制通胀而采取的货币紧缩措施才刚刚开始，其影响会在12个月后达到顶峰。我们距离那个时点还有一段距离。

- 第五，当通货膨胀在一段时间内持续高于目标水平后，如果再发生一次供给冲击，通胀预期脱锚的风险就会升高，因为通货膨胀已经持续处于高位较长时间。
- 目前，市场仍预计油价和整体通胀将在未来几个月有所回落。换句话说，市场认为第二轮效应不太可能持续下去。然而，近几个月的经验以及以往的供应冲击表明，风险却朝着相反的方向发展。

5. 更本质的问题在于，债券市场现已开始为金融压力日益加剧的世界定价，而股市却依然乐观。实际上，它们正在为两个截然不同的世界定价。

- 过去一个月里，债券市场已将更多通胀风险、财政风险以及更紧缩的政策利率风险纳入定价考量。这导致全球债券收益率升至多年高位。但股市却对此反应平淡：上周五，标普500指数收盘仅距历史高点不到1%；而今日上午，STOXX 600指数也仅比历史高点低4%左右。
- 显然，当经济增长强劲时，收益率和股票价格同时上涨是有可能的。然而，上周的情况表明，这并非仅仅取决于“高增长”因素。实际上，目前主权债利差正在显著扩大，信贷市场承受压力，油价居高不下，投资者也在积极质疑经济能否承受进一步的加息。
- 问题在于，当这种金融压力持续存在时——无论是2011年的主权债务危机、2020年初的疫情冲击，还是2022年的快速加息——风险资产无法永远无视它。在所有这些情况下，受影响市场最终都出现了大幅的股市跌幅。除非更广泛的金融压力迅速消退（就像2023年3月硅谷银行倒闭后那样），否则风险资产将面临越来越大的压力。

图7：过去一个月里，标普500指数与美国实际收益率之间的差距持续扩大。



来源：彭博金融有限责任公司、德意志银行

结论：债券和股票正在为不同的经济局面定价，但最终的结局将取决于这种金融压力是否开始拖累经济增长。

上周出现了明显的金融市场压力迹象：

- 由于投资者对财政风险的担忧加剧，主权债券利差有所扩大。
- 加息步伐加快的前景推动全球短期收益率上升。
- 由于投资者预期霍尔木兹海峡的封锁将持续更久，且石油市场的中断状况也将延续，远期原油期货价格持续上涨。

正因如此，债券市场开始意识到，我们目前所经历的这一系列冲击很可能并非暂时性的。

这种模式与我们在2011年的欧洲主权债务危机、2020年3月的疫情初期动荡以及2022年的快速加息周期中所看到的情况有相似之处。在每一种情况下，都出现了明显的金融压力迹象。此外，经济增长也受到了冲击，要么陷入全面衰退，要么大幅放缓。在这种背景下，股票及其他风险资产同样面临压力。

但直到今天，我们尚未看到金融压力引发更广泛的经济增长溢出效应。毕竟，这一切才刚刚开始；直到最近，人们还可以认为收益率上升是由强劲增长所推动的。然而，上周的市场走势表明，这已不再仅仅是一个“强劲增长”的故事。

目前，股市的反应相当平淡。从之前的例子中我们可以得知，股市的反应可能会有所滞后。例如，2021年底，尽管央行开始转向更紧缩的政策，且通胀率远高于目标水平，但标普500指数和斯托克600指数仍持续上涨，直到2022年1月才见顶。因此，此前确实存在这种滞后现象。

目前，人们仍寄希望于这种动荡只是暂时的，无论其源于财政风险、更紧缩的央行政策，还是石油引发的通胀风险。事实上，近年来类似的市场压力时刻，比如2023年3月硅谷银行倒闭期间，最终都迅速过去，并未引发风险资产的广泛回调。

尽管如此，要同时解释这两种现实变得越来越困难。如果上述金融压力持续下去，所有近期的先例都表明，风险资产最终将面临越来越大的压力，即便这种影响会有所滞后。

附录1

重要披露

*其他信息可根据要求提供。

*除非另有说明，否则价格截至上一交易日收盘时有效，数据来源于路透社、彭博社及其他供应商从当地交易所获取的信息。其他信息则来自德意志银行、相关公司及其他来源。如需了解更多关于德意志银行研究报告的披露信息，请访问我们网站上的全球披露查询页面：https://research.db.com/Research/Disclosures/FICCDisclosures。除本报告外，重要的风险与利益冲突披露信息也可在https://research.db.com/Research/Disclosures/Disclaimer处查阅。我们强烈建议投资者在投资前仔细阅读这些信息。

分析师认证

您可以在我们的网站上查看披露信息，网址为https://research.db.com/Research/Disclosures/FICCDisclosures。除了本报告之外，重要的风险与利益冲突披露信息也可在https://research.db.com/Research/Disclosures/找到。亨利·艾伦。

补充信息

本报告中的信息和观点由德意志银行股份公司或其一家关联公司（统称“德意志银行”）编制。尽管本报告中的信息被认为是可靠的，且来源于被认为可靠的公开渠道，但德意志银行并不对其准确性或完整性作出任何保证。本报告中的第三方网站超链接仅为方便读者而提供。德意志银行既不认可这些网站的内容，也不对其准确性或安全控制措施负责。

如果您在使用德意志银行的服务时，涉及本报告中所讨论的证券买卖，或涉及德意志银行分析师在另一份口头或书面沟通中提及或讨论的证券买卖，德意志银行可能会以自身名义作为交易主体进行交易，或作为他人的代理人进行交易。

德意志银行在决定是否以自营方式交易时，可能会参考本报告。该行也可能出于自身或为客户交易的目的，采取与本研究报告观点不一致的交易方式。德意志银行内部的其他人员，包括策略师、销售人员和分析师，可能会持有与本研究报告不一致的观点。德意志银行发布多种研究产品，包括基本面分析、股票关联分析、定量分析及交易建议。由于时间范围、研究方法、视角或其他因素的差异，某类报告中提出的建议可能与其他报告中的建议有所不同。德意志银行及其关联公司也可能持有其所撰写报告对象的债券或股票。分析师的部分薪酬取决于德意志银行股份公司及其关联公司的盈利情况，其中包括投资银行、交易及自营交易收入。

观点、估算和预测代表了作者截至本报告日期的当前判断。它们未必反映德意志银行的意见，且可能在不另行通知的情况下发生变动。德意志银行为其所覆盖公司发行的证券的买卖双方提供流动性。德意志银行的研究分析师有时会提出一些短期交易思路，这些思路可能与德意志银行现有的长期评级不一致。部分股票交易思路会以“催化剂提示”的形式发布在研究网站（https://research.db.com/Research/）上，既可以在总体覆盖名单中查看，也能在相关公司的页面上找到。“催化剂提示”指的是分析师坚信某只股票在至少两周、最多三个月的时间内，其表现将优于或逊于市场及/或特定行业。除了“催化剂提示”外，分析师偶尔也会与客户以及德意志银行的销售人员和交易员讨论某些交易策略或思路，这些策略或思路涉及可能对本报告所讨论证券的市价产生短期或中期影响的催化剂或事件，这种影响的方向可能与分析师在此所述的当前12个月总回报或投资回报预期相悖。如果某种观点、预测或估算发生变动或不再准确，德意志银行并无义务更新、修改或修订本报告，也无需通知接收方。由于市场状况以及整体和特定公司的经济前景不断变化，很难按固定周期更新研究报告。更新事宜完全由负责该研究的分析师或研究部门管理层决定，且大多数报告均以非固定周期发布。本报告仅供参考，并未考虑个别客户特定的投资目标、财务状况或需求。它并非买卖任何金融工具或参与特定交易策略的要约或要约邀请。目标价格本质上并不精确，而是分析师判断的产物。本报告所讨论的金融工具可能并不适合所有投资者；若某金融工具以投资者本国货币以外的货币计价，汇率变动可能会对交易成本产生不利影响，除非另有说明。 除非另有说明，否则价格截至上一交易日收盘时有效，数据源自路透社、彭博社及其他供应商提供的本地交易所信息。数据亦来源于德意志银行、相关公司及其他方。在编制本材料时可能会运用人工智能工具，包括但不限于辅助事实核查、数据分析、模式识别、内容起草以及研究材料相关的编辑校对。

德意志银行研究部独立于银行的其他业务部门。关于我们的组织架构以及为防止和避免研究活动中出现利益冲突而设立的信息隔离措施等详情，可在我们的网站（https://research.db.com/Research/）的免责声明栏目中查阅。

宏观经济波动往往构成了与固定或浮动利率金融工具相关的大部分风险来源。对于持有固定利率工具的投资者而言，利率上升会自然提高对未来现金流的折现因子，从而导致损失。某笔现金流的存续期越长，折现因子的变动幅度越大，所造成的损失也就越严重。通货膨胀超预期上升、财政资金需求增加以及汇率贬值，是最常见的对固定收益工具持有者产生不利影响的宏观经济冲击。此外，交易对手风险、发行人信用状况、客户细分、监管政策（包括针对不同类型投资者的资产持有限额调整）、税收政策变动、货币可兑换性（可能限制货币兑换、利润汇回及/或平仓操作），以及与当地清算机构相关的结算问题，也都是重要的风险因素。通过将合约现金流与通货膨胀、汇率贬值或特定利率挂钩，可以减轻固定收益工具对宏观经济冲击的敏感性——这种做法在新兴市场十分常见。不过，由于指数设定机制的原因，这些指数可能无法及时反映或准确衡量其所追踪的基础变量的实际变动。在掉期市场中，选择合适挂钩基准尤为重要，因为在该市场中，浮动票息（即与短期利率参考指数挂钩的票息）会与固定票息进行交换。如果融资货币与票息计价货币不一致，就会产生汇率风险。掉期期权除了具有普通期权所特有的风险外，还面临利率变动带来的风险。

衍生品交易涉及多种风险，包括市场风险、交易对手违约风险以及流动性风险。这些产品是否适合投资者使用，取决于投资者自身的状况，包括其税务状况、监管环境以及其其他资产和负债的性质；因此，投资者在参与任何与本出版物内容类似或受其所启发的交易之前，应咨询专业的法律和财务建议。无论国内还是国外的期货和期权交易，其损失风险都可能十分巨大。由于期货和期权交易具有较高的杠杆效应，投资者可能遭受超过初始存入资金的损失——理论上甚至可能产生无限额的损失。期权交易存在风险，并不适合所有投资者。在买卖期权之前，投资者必须查阅位于https://www.theocc.com/company-information/documents-and-archives/options-disclosure-document上的《标准化期权的特征与风险》文件。如果您无法访问该网站，请联系您的德意志银行代表以获取这份重要文件的副本。

外汇交易参与者可能面临由多种因素引发的风险，包括以下几点：(i)汇率可能波动剧烈且易大幅变动；(ii)货币价值可能受到诸多市场因素的影响，包括世界经济及国家层面的经济、政治和监管事件，股票及债券市场动态，以及利率变动；(iii)货币可能面临贬值或政府实施的汇率管制，从而影响其价值。对于ADR等证券的投资者而言，由于这些证券的价值受标的证券所在国货币的影响，他们实际上也承担了货币风险。

除非适用法律另有规定，否则所有交易应通过投资者所在司法管辖区的德意志银行机构来执行。除本报告外，重要的利益冲突披露信息也可在https://research.db.com/Research/上各公司的研究页面或“披露”选项卡中查阅。强烈建议投资者在投资前仔细阅读这些信息。

德意志银行（包括德意志银行股份公司、其分行及关联公司）并未就本报告中提供的任何信息，充当您或您的任何代理人（统称“您”或“您的”）的财务顾问、顾问或受托人。德意志银行不提供投资、法律、税务或会计建议，亦不充当您的中立顾问，且对材料中所述的任何策略、产品或任何其他信息均不发表任何意见或建议。此处所含信息仅基于接收方将对任何投资决策的利弊进行独立评估这一前提提供，并不构成对任何产品或服务或任何交易策略的推荐，亦不对其发表任何意见。

所呈现的信息属于一般性内容，并非针对退休账户或任何特定个人或账户类型，因此我们明确说明：这些信息并非投资建议，您不可据此做出决策。我们所提供的信息仅面向我们认为具备财务专业知识的人群，他们能够独立评估投资风险，无论是从总体层面还是针对特定交易及投资策略而言；同时，他们也理解德意志银行在其产品和服务的提供中拥有财务利益。如果您不符合上述条件，或者您是直接从我们这里接收此类信息的个人退休账户持有人或其他零售投资者，我们恳请您立即告知我们。

2018年7月，德意志银行修订了其短期投资理念的评级系统：将原有的SOLAR理念更名为“催化剂交易建议”（Catalyst Calls, CC）；源自美洲地区的催化剂交易建议的评级类别已与全球分析师使用的类别保持一致；同时，催化剂交易建议的有效期也从最长180天缩短至90天。

美国地区：由德意志银行证券有限公司批准和/或分销，该公司是FINRA和SIPC的成员。位于美国境外的分析师受雇于非美国关联公司，并未在FINRA注册或具备研究分析师资格。

欧洲经济区（英国除外）：由德意志银行股份公司批准和/或发行。该银行是一家在德意志联邦共和国注册成立的有限责任公司，总部位于美因河畔法兰克福。德意志银行股份公司根据德国银行法获得授权，并受欧洲中央银行以及德国联邦金融监督管理局（BaFin）的监管。

英国：本研究报告的作者以及其代表和/或关联实体，由德意志银行股份有限公司通过其位于伦敦Moorfields 21号的伦敦分行批准和/或分发；这些机构可能并未获得在香港开展受监管业务的许可；若未获许可，则不应声称自己具备此类能力。上述“补充信息”一节中的规定应适用于此。

德意志银行股份公司 第9页。此类期货合约属于《香港证券及期货条例》（第571章）所界定的范畴。关于此类期货合约的研究报告并非供身处、注册于或居住在香港的人士查阅。研究报告的作者及其所代表或隶属于的机构可能并未获得在香港开展受规管活动的许可；若未获许可，他们也不会声称自己具备此类资质。上文“附加信息”部分所载条款将在当地法律法规允许的最大范围内适用，包
期货事务监察委员会持牌人或注册人行为守则》。本报告仅供《证券及期货条例》附表第1部分所定义的“专业投资者”
不得依据或依赖本文件内容行事。本文件所涉及的任何投资或投资活动仅面向专业投资者，且仅可与专业投资者进行交

人在草木间

印度：本报告由德意志证券印度私人有限公司（DEIPL）编制。该公司的CIN编号为U65990MH2002PTC137431，注册地址为印度孟买班德拉-库尔拉商业区G座C-70号The Capital大厦14层，邮编400051。电话：+91 22 7180 4444。该公司已获印度证券交易委员会（SEBI）注册，其中股票经纪商注册号为INZ000252437；投资银行商注册号为INM000010833；研究分析师注册号为INH000001741。DEIPL的合规/投诉处理专员为Rashmi Poddar女士，电话：+91 22 7180 4929，电子邮箱：complaints.deipl@db.com。SEBI的注册许可以及NISM的认证并不能保证DEIPL的业绩表现，也无法为投资者提供任何收益保障。证券市场投资存在市场风险。投资前请务必仔细阅读所有相关文件。DEIPL可能因违反印度法规而收到SEBI的行政警告。德意志银行及其关联公司可能在该标的公司中持有债务或头寸。有关关联公司信息，请参阅年度报告中的“股权结构”章节：https://www.db.com/ir/en/annual-reports.htm。最新的印度研究报告请参见：https://country.db.com/india/deutsche-equities-india/index?language_id=1。

日本：经德意志证券株式会社（DSI）批准和/或分销。注册号：由关东财务局局长登记为第117号证券商。所属协会：日本证券业协会、第二类证券业协会以及日本金融期货协会。股票交易涉及的佣金与风险：对于股票交易，我们将交易金额乘以与各客户约定的佣金率，以此收取股票佣金和消费税。由于股价波动及其他因素，股票交易可能导致损失。交易外国股票可能因汇率波动而产生额外损失。对于某些类别的投资建议、产品和服务，我们也可能收取佣金和费用。推荐的投资策略、产品和服务存在因市场和/或经济趋势变化以及市场价值波动而导致本金损失及其他损失的风险。在决定购买金融产品和/或服务之前，客户应仔细阅读相关的披露文件、招股说明书及其他文档。除非报告中所提及的实体名称中特别标明“日本”或“Nippon”，否则本报告中所指的“穆迪”、“标准普尔”和“惠誉”并非日本的注册信用评级机构。本报告中关于日本上市公司的分析若非由DSI分析师撰写，则由德意志银行集团的分析师撰写，且覆盖公司由DSI指定。对于某些类别的投资建议、产品和服务，我们也可能收取佣金和费用。推荐的投资策略、产品和服务存在导致本金损失及其他损失的风险。

韩国：由德意志证券韩国公司分销。

南非：德意志银行股份公司约翰内斯堡分行在德意志联邦共和国注册成立（在南非的分支机构注册号：1998/003298/10）。

新加坡：本报告由德意志银行新加坡分行（地址：One Raffles Quay #18-00 South Tower, Singapore 048583；电话：65 6423 8001）发布。有关本报告引发的或与之相关的事宜，可联系该分行。若德意志银行在新加坡向非合格投资者、专业投资者或机构投资者（定义见新加坡相关法律法规）发布或传播本报告，则德意志银行须就该报告内容向此类人士承担法律责任。

台湾：有关在台湾交易的证券/投资产品的信息仅供参考。读者应独立评估投资风险，并对其投资决策负全部责任。未经书面许可，德意志银行的研究报告不得向台湾公众媒体分发，也不得被台湾公众媒体引用或使用。有关不在台湾交易的证券/金融工具的信息仅用于提供资讯，不应被理解为对该类证券/金融工具的交易建议。

卡塔尔：位于卡塔尔金融中心的德意志银行股份公司（注册号：00032）受卡塔尔金融中心监管局监管。德意志银行股份公司卡塔尔金融中心分行只能从事其现有QFCRA许可证范围内允许的金融服务活动。其在卡塔尔金融中心的主要营业地点为：卡塔尔多哈西湾塔楼5层，邮政信箱14928。该信息由德意志银行股份公司发布。相关的金融产品或服务仅向卡塔尔金融中心监管局所定义的商业客户提供。

俄罗斯：本文所提供的信息、解读和意见并非俄罗斯联邦境内需要持牌开展的评估或评价活动，也不构成此类活动。

沙特阿拉伯王国：德意志证券沙特阿拉伯公司（DSSA）是一家由沙特阿拉伯王国资本市场管理局授权的封闭式股份公司，许可证号为37-07073，可开展以下业务活动：交易、安排、咨询及托管业务。DSSA的注册地址为沙特阿拉伯王国利雅得Al Olaya区King Fahad路Faisaliah大厦17层，邮政信箱301806。

阿拉伯联合酋长国：位于迪拜国际金融中心的德意志银行股份公司（注册号：00045）由迪拜金融服务管理局监管。德意志银行股份公司迪拜国际金融中心分行仅可开展其现有DFSA许可证所涵盖范围内的金融服务活动。其在迪拜国际金融中心的主要营业地点为：阿拉伯联合酋长国迪拜，迪拜国际金融中心，Gate Village，5号楼，邮政信箱504902。本信息由德意志银行股份公司发布。相关金融产品或服务仅面向迪拜金融服务管理局所定义的专业客户提供。

澳大利亚和新西兰：本研究仅面向《澳大利亚公司法》和《新西兰财务顾问法》所定义的“批发客户”。请参阅针对澳大利亚的特定研究披露内容。

相关详情请参阅https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000521304.xhtml。研究报告所涉及的任何特定金融产品，其接收者在做出是否购买该产品的决定前，应仔细阅读相关的产品披露说明书、招股说明书或其他适用的披露文件。在编写本报告期间，主要分析师或参与报告编写的人员很可能与本研究涉及的公司进行过联系，以确认或澄清相关数据、事实及陈述，获取在报告中使用公司资料的许可，以及/或者安排实地访问。未经研究管理部门事先批准，分析师不得接受现有或潜在银行客户为其参加实地访问、会议、社交活动等活动所支付的差旅费、住宿费或其他费用。同样，未经研究管理部门及反贿赂与腐败（“ABC”）团队事先批准，分析师也不得接受其所覆盖的发行方提供的供个人使用的礼品或其他有价物品。

如需获取与本报告中所讨论的证券、其他金融产品或发行人相关的补充信息，可提出请求。未经德意志银行事先书面许可，不得复制、分发或出版本报告。

回测、假设性或模拟的业绩结果存在固有的局限性。与基于实际客户投资组合的交易业绩记录不同，模拟结果是通过事后应用经过回测的模型而得出的，而这些模型本身是在有先见之明的情况下设计的。考虑到历史事件的影响，业绩回测与实际账户业绩也存在差异，因为实际投资策略可能会因任何原因而随时调整，包括对重大经济或市场因素的响应。回测业绩中包含的假设性结果并未反映股息及其他收益再投资的情况，也未扣除咨询费、经纪费或其他佣金，以及客户本应支付或已实际支付的任何其他费用。我们并不保证任何交易策略或账户能够或有可能实现所示类似的盈利或亏损。采用不同的建模技术或假设可能会产生截然不同的结果，且可能更为恰当。过去的假设性回测结果既不能作为未来收益的指标，也不能作为其保证。实际结果可能与分析结果存在重大差异。

本文所述的计算各项E、S、G得分及综合ESG得分的方法，是由德意志银行股份公司研究部门研发的一种创新方法，该方法采用系统化方式进行计算，无需人工干预。不同的数据提供商、市场领域和地区在ESG分析上采取不同方式，且对分析结果的应用也各不相同。因此，本文所述的ESG得分可能与其他机构制定的相应评级存在差异。不同的ESG假设可能会产生截然不同的结果，且或许更为恰当。德意志银行集团过往的假设性回测结果也体现了这一点。此类ESG得分也与德意志银行股份公司以往在研究报告中采用的评级和排名有所不同。此外，这些ESG得分并不代表德意志银行股份公司的正式或官方观点。

不同的数据提供商、市场领域和地区在ESG分析上采取不同的方法，并以各种方式纳入相关结果。因此，本文中所提及的ESG评分可能与市场上其他ESG数据提供商所制定及采用的同等评级存在差异；它们也可能与投资组合内其他部门所制定及采用的同等评级有所不同，这些部门并未考虑ESG因素、排除标准或其他可持续性议题，且此类投资组合所能获取的投资机会也可能存在差异。企业未必能在ESG或可持续投资的所有方面都达到高标准；同样无法保证任何企业都能满足有关企业责任、可持续性和/或影响力绩效方面的期望。

版权所有 © 2026 德意志银行股份公司

大卫·佛利特斯-兰道
集团首席经济学家兼全球研究主管

帕姆·芬内利
首席运营官兼固定收益研究主管

史蒂夫·波拉德
全球公司研究与销售主管

吉姆·里德
全球宏观与主题研究主管

蒂姆·罗科萨
欧洲公司研究主管

马修·巴纳德
美洲公司研究主管

黛比·琼斯
全球可持续发展与数据创新研究主管

罗宾·温克勒
德国宏观研究主管

Sameer Goel
全球研究主管
EM &
亚太地区

Francis Yared
全球利率研究主管

George Saravelos
全球外汇研究主管

彼得·胡珀
研究副主席

Nilendra de-Mel
亚太和中东产品开发主管

国际生产基地

德意志银行股份公司
德意志银行大厦

亨特与菲利普街角
街道
Sydney, NSW 2000
澳大利亚
电话：(61) 2 8258 1234

德意志银行股份公司
股票研究
美因河畔马因街11-17号
60329 美因河畔法兰克福
德国
Tel: (49) 69 910 00

德意志银行股份公司
香港分行
国际贸易

九龙西澳道1号，
香港
电话：(852) 2203 8888

德意志证券有限公司
1-3-1 Azabudai
阿扎布达伊山森日本塔
东京都港区 106-0041
日本
电话：(81) 3 6730 1000

德意志银行股份有限公司
21 Moorfields

英国
电话：(44) 20 7545 8000

德意志银行证券有限公司
德意志银行中心
1 Columbus Circle

电话：(1) 212 250 2500

德意志银行股份有限公司
新加坡分行
一莱佛士码头，南
Tower,
Singapore 048583
TeL: +65 6423 8001