本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

中国经济透视

中欧贸易：关键数据速览

宏观经济

中国

钟 挥
经济学家
S1460516050002
jennifer-a.zhong@ubs.com
+86-105-832 8324

宋 宇
经济学家
S1460526010002
yu-za.song@ubs.com
+86-10-5832 8508

从数据看中欧贸易

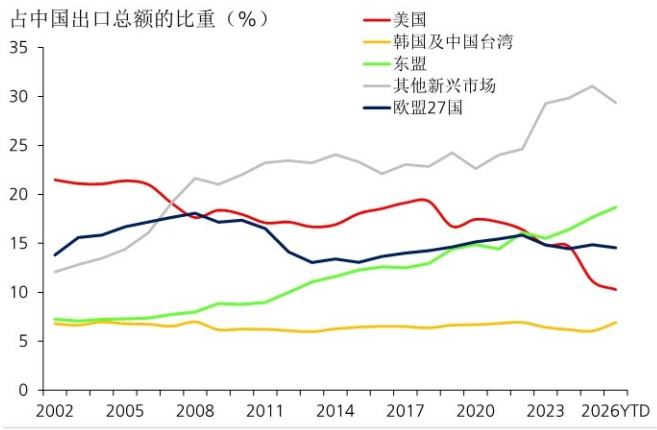
在为期两天的谈判结束后，中国与欧盟于10月9日发布联合声明。此次谈判是在2026年年中启动的贸易对话框架下进行的，旨在回应欧盟对双边贸易失衡的关切。声明基调总体积极，双方同意于2027年3月举行第三轮谈判。我们认为这是正面进展。尽管潜在贸易协议的具体安排仍远未明朗，但回顾当前中欧贸易格局，有助于为评估后续谈判进展及其经济影响提供基准。本文通过一组关键数据，对当前中欧贸易关系进行简要梳理。另请参阅我们对中欧联合声明的解读以及附录：影响中国对欧经贸活动的主要欧盟政策。

梳理中国对欧贸易敞口

欧盟是中国最大的出口市场，占2026年年初至今中国出口总额的15%。相比之下，美国的占比已降至10%。上述数据均未计入经第三国进行的转口贸易。若从增加值贸易角度观察，根据OECD TiVA数据测算，欧盟约占中国国内增加值出口所对应海外最终需求的19%-20%，而美国约占14%。

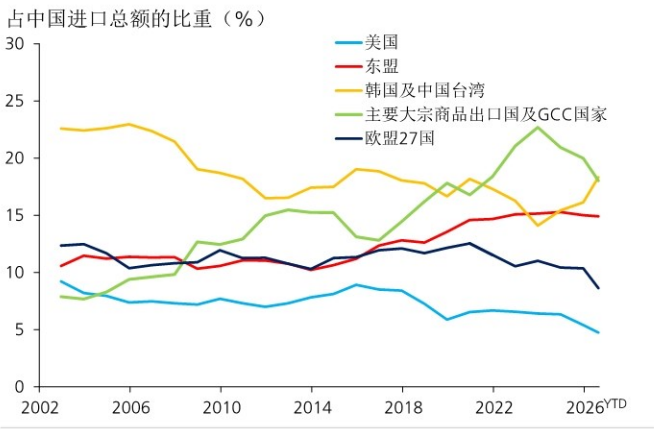
近年来，中国对欧盟出口增速总体与整体出口趋势大体一致。在中国出口市场重心逐步由美国转向新兴市场的过程中，欧盟在中国出口中的份额总体保持稳定。相比之下，自2022年以来，中国自欧盟进口额持续回落、直到近期才有所反弹，欧盟占中国进口总额的比重亦有所下降。我们认为，这部分反映了中国经济受AI投资周期带动后，进口需求更多向全球科技供应链相关经济体倾斜。

图表1: 中国出口结构



来源: CEIC， 瑞银证券估算

图表2: 中国进口结构



来源: CEIC， 瑞银证券估算。主要大宗商品出口国及海湾国家（GCC）成员国包括俄罗斯、澳大利亚、巴西、阿联酋、沙特阿拉伯、卡塔尔、阿曼、科威特和巴林。

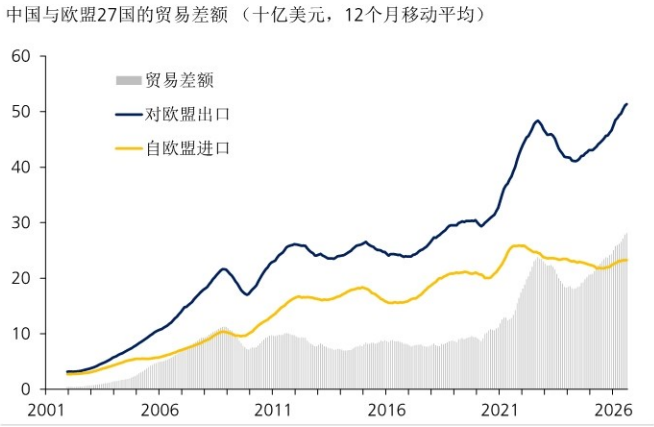
本证券研究报告由瑞银证券有限责任公司编制. 分析师声明及要求披露的项目，包括UBS(瑞银)发布的有关QUANTITATIVE RESEARCH REVIEW的信息，从第8 页开始。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

因此，近年来中国对欧盟的贸易顺差持续扩大，欧盟也一直是中国最大的贸易顺差来源地之一。目前，中国对几乎所有欧盟成员国均保持贸易顺差。对欧盟贸易顺差的扩大，可能同时反映了进口替代能力增强和中国产品竞争力提升的共同作用。汽车等行业的贸易差额由逆差转为顺差，体现出中国制造能力的升级，而显著的规模优势进一步推动了这一进程。此外，中美贸易紧张局势也可能促使企业积极开拓美国以外的市场，包括欧盟市场，以实现市场多元化。

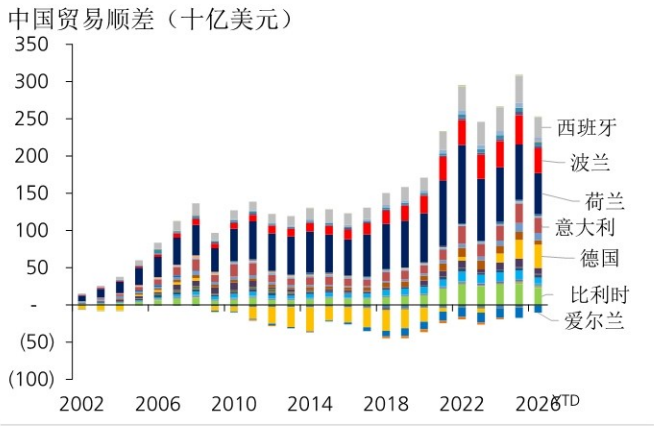
从周期性因素来看，国内需求疲弱，尤其是高端消费需求偏弱，以及投资活动低迷，抑制了进口需求。与此同时，中国可贸易品通胀持续低于欧洲，支撑了中国的对外竞争力，表现为出口价格下降，以及以PPI平减后的实际汇率走弱。上述诸多因素相互强化，共同推动了贸易顺差的扩大。

图表3: 中国对欧盟贸易顺差扩大



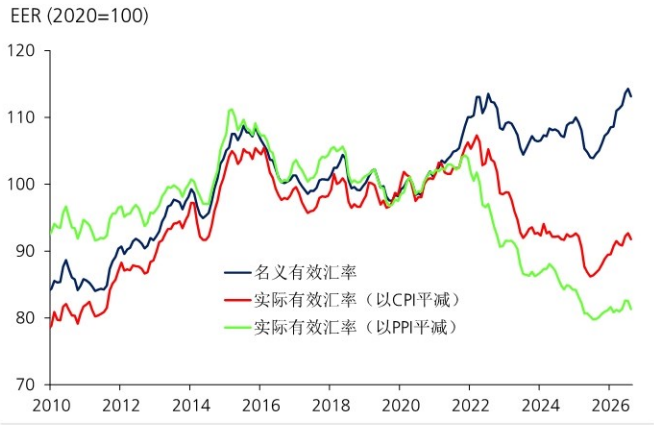
来源: CEIC， 瑞银证券估算

图表4: 中国目前对几乎所有欧盟成员国保持贸易顺差



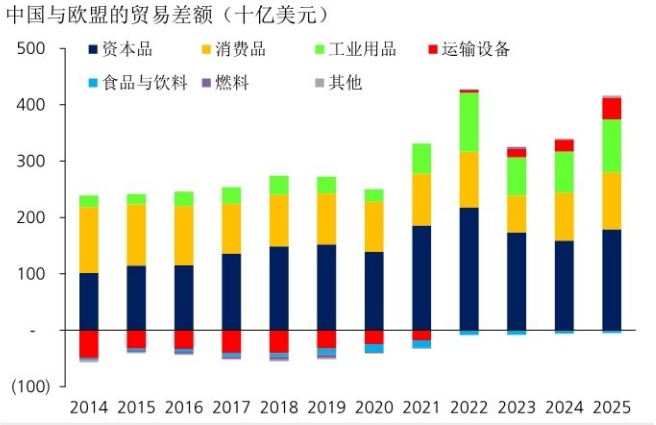
来源: CEIC， 瑞银证券估算。注：由于双边贸易统计存在差异，中国公布的贸易差额可能与贸易伙伴国的估算有所不同。中国对部分国家的贸易顺差可能因为这些国家是进入欧盟市场主要门户。

图表5: 以PPI平减的实际有效汇率降幅更为明显



来源: Haver， 瑞银证券估算

图表6: 中国对欧盟贸易顺差主要来自资本品和工业用品



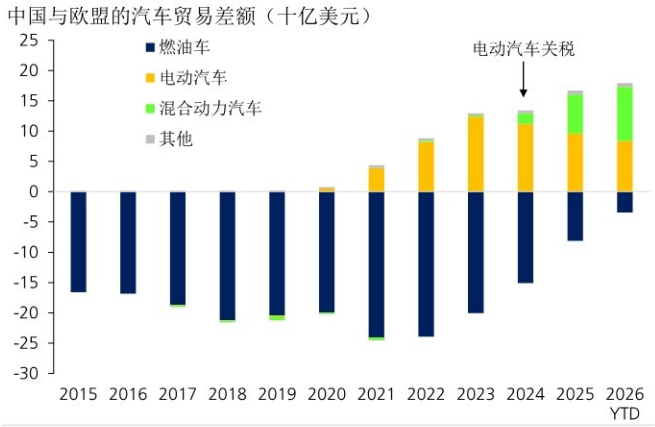
来源: UN Comtrade，瑞银证券估算。注：数据为欧盟对中国的贸易差额，反向显示。

从产品结构看，资本品和工业用品构成了中国对欧盟贸易顺差的主要来源。主要产品包括自动数据处理设备、电池、电话、变压器及变流器，以及太阳能电池板。其中多个产品欧盟对中国进口的依赖度较高。与此同时，中国在家具、玩具、服装和鞋类等消费品领域也保持着较大的贸易顺差。

汽车行业尤为突出。在电动汽车出口带动下，中国已成为欧盟汽车贸易的净进口来源国。尽管欧盟于2024年上调相关关税，但2025年及2026年初至今，中国电动汽车仍占欧盟电动汽车进口总额的42%。与此同时，中国对欧

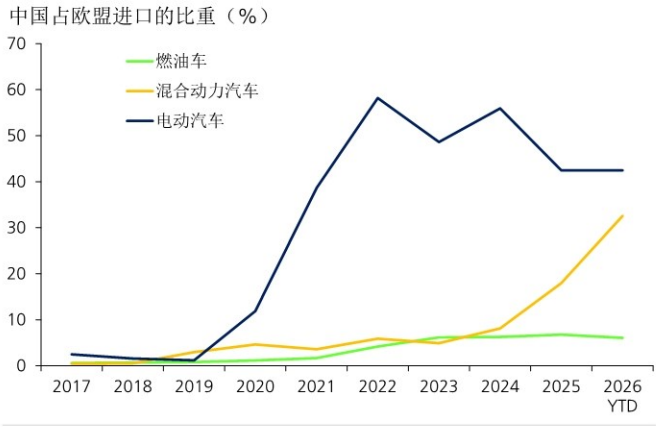
盟的混合动力汽车出口快速增长，2025年达到70亿美元，2026年1至8月进一步升至110亿美元；中国占欧盟混合动力汽车进口的比重也由2025年的18%提高至2026年1至7月的33%。混合动力汽车出口的迅速扩张，或有助于解释为何该行业成为近期贸易谈判的重点议题之一。详情见图表13。

图表7: 尽管2024年电动汽车被加征关税，中国仍从对欧盟汽车净进口国转变为净出口国



来源: UN Comtrade，中国海关，瑞银证券估算

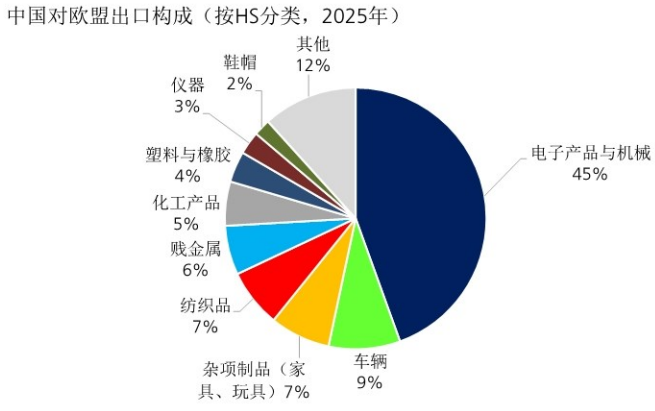
图表8: 2026年初至今，来自中国的电动汽车和混合动力汽车分别占欧盟同类汽车进口的42%和33%



来源: Eurostat，瑞银证券估算

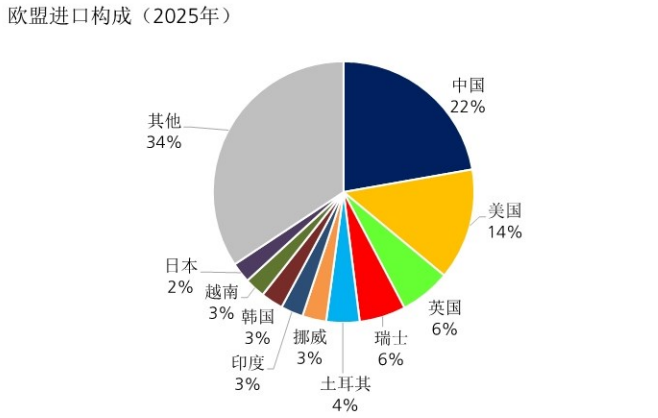
从欧盟的角度看，中国是其2025年最大的进口来源地，占欧盟进口总额的22%，略高于十年前的20%。在电池、太阳能电池板和电动汽车等品类中，中国占欧盟进口的比重尤其高。更多详情见图表13。需要注意的是，较高的进口份额并不一定意味着较高的依赖度；后者还取决于欧盟本土或其他外国供应商提供替代供应的可得性、供应成本和反应速度。

图表9: 中国对欧盟出口构成（HS分类）



来源: 中国海关，瑞银证券估算

图表10: 中国是欧盟最大的进口来源地

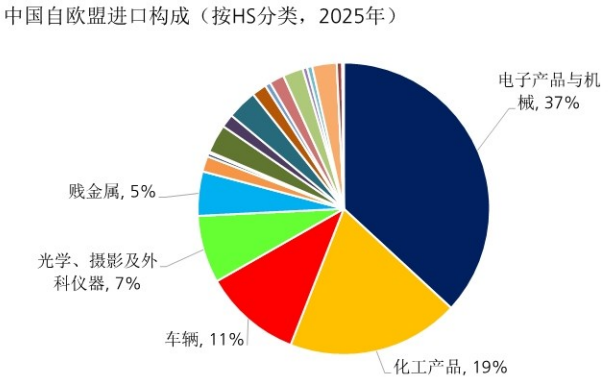


来源: UN Comtrade，瑞银证券估算

进口方面，中国自欧盟进口占中国进口总额的10%，主要包括机械、电子产品、化工产品和车辆。半导体制造设备及零部件、飞机、涡轮喷气发动机、汽车及汽车零部件是其中的主要工业产品。此外，欧盟也是中国美容及化妆用品、黄金、箱包及手提包，以及制药投入品的重要进口来源地。详情见图表14。从欧盟的角度看，中国是其第四大出口市场，但中国的份额（2025年为7.4%）远低于美国（21%）和瑞士（13%）。

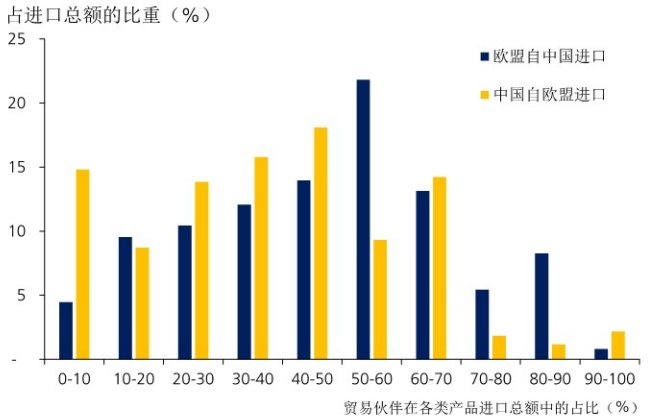
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传！

图表11: 中国自欧盟进口构成（HS分类）



来源: 中国海关，瑞银证券估算

图表12: 按贸易伙伴供应份额划分的双边进口额分布



来源: 中国海关，UN Comtrade，瑞银证券估算。按照贸易伙伴在各产品进口中的市场份额，将产品以10个百分点为区间进行分组；柱状图显示各组产品进口额占进口总额的比重。

图表13: 中国对欧盟出口：按主要产品划分

	中国出口（2025年）					中国占欧盟进口的比重（%）
	对欧盟出口（百万美元）	占对欧出口比重（%）	对全球出口（百万美元）	欧盟占中国出口的比重（%）	与欧盟的贸易差额（百万美元）	
机械及电子产品	**249,066**	**44.5**	**1,618,492**	**15.4**	**150,097**	**41.4**
自动数据处理设备	32,070	5.7	150,586	21.3	31,430	51.4
蓄电池	30,338	5.4	82,070	37.0	29,589	84.7
电话机	29,040	5.2	215,943	13.4	27,901	51.2
变压器及变流器	11,449	2.0	52,607	21.8	8,822	55.6
半导体器件（包括太阳能电池板）	10,318	1.8	47,486	21.7	8,049	68.9
监视器及投影机	7,121	1.3	32,585	21.9	7,081	65.3
电热器具	6,484	1.2	30,052	21.6	6,048	68.3
车辆及其零件、附件	**49,519**	**8.8**	**337,698**	**14.7**	**20,498**	**18.0**
汽车	19,105	3.4	110,399	17.3	8,576	18.4
电动汽车	9,791	1.7	36,386	26.9	9,606	42.7
混合动力汽车	6,748	1.2	30,461	22.2	6,391	17.9
汽车零部件	10,236	1.8	59,019	17.3	367	27.3
纺织品及服装	**40,342**	**7.2**	**292,231**	**13.8**	**34,347**	**30.2**
贱金属	**34,060**	**6.1**	**299,225**	**11.4**	**20,906**	**22.5**
钢铁结构体	2,307	0.4	25,352	9.1	2,207	39.0
钢铁	2,801	0.5	18,497	15.1	2,102	46.2
贱金属附件	2,020	0.4	12,746	15.8	1,702	59.2
化工产品	**30,603**	**5.5**	**204,626**	**15.0**	**(20,567)**	**15.9**
家具	**22,293**	**4.0**	**117,716**	**18.9**	**21,182**	**63.5**
塑料及橡胶	**21,387**	**3.8**	**178,740**	**12.0**	**12,497**	**25.8**
光学、照相及外科用仪器	15,902	2.8	84,279	18.9	(4,161)	17.6
玩具	15,844	2.8	78,357	20.2	15,610	74.5
鞋、帽及伞	11,620	2.1	64,247	18.1	10,268	41.0
石料、水泥及玻璃	6,798	1.2	55,807	12.2	5,278	39.1
毛皮及手提包	6,592	1.2	33,892	19.4	2,232	49.5
矿产品	4,927	0.9	56,783	8.7	964	0.6
食品及饮料	4,849	0.9	49,618	9.8	(3,592)	6.2
木浆	3,530	0.6	33,314	10.6	(868)	22.9
植物产品	3,372	0.6	31,755	10.6	2,358	3.7
活动物	2,738	0.5	15,847	17.3	(1,892)	5.5
木材	2,681	0.5	17,600	15.2	1,034	23.6
动植物油脂	1,440	0.3	4,644	31.0	958	6.5
贵金属及首饰	1,307	0.2	49,900	2.6	(5,959)	3.9
其他	30,964	5.5	145,459	21.3	30,235	11.6
合计	**559,835**	**100.0**	**3,770,231**	**14.8**	**291,424**	**22.2**

来源: 中国海关，UN Comtrade，瑞银证券估算

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表14: 中国自欧盟进口：按主要产品划分

	2025年中国进口				中国占欧盟出口的比重（%）
	自欧盟进口（百万美元）	占欧盟自华进口比重（%）	自全球进口（百万美元）	欧盟占中国进口的比重（%）	
机械及电子产品	**98,969**	**36.9**	**877,693**	**11.3**	**11.3**
电子集成电路	16,892	6.3	425,141.2	4.0	20.1
半导体制造设备及其零件	13,150	4.9	50,354.0	26.1	33.0
涡轮喷气发动机及其他燃气轮机	7,361	2.7	17,020.9	43.2	13.0
龙头、旋塞、阀门	4,114	1.5	9,771.1	42.1	13.8
化工产品	**51,170**	**19.1**	**174,967**	**29.2**	**5.0**
车辆及其零件、附件	**29,021**	**10.8**	**60,851**	**47.7**	**7.1**
主要用于载人的机动车辆	10,529	3.9	23,102	45.6	5.3
机动车辆的零件、附件	9,870	3.7	16,290	60.6	15.1
航空器	5,710	2.1	14,094	40.5	12.9
航空器零件	1,836	0.7	3,567	51.5	10.2
光学、照相、医疗或外科用仪器及设备	**20,063**	**7.5**	**79,588**	**25.2**	**11.1**
测量或检验用仪器及设备	3,475	1.3	16,061	21.6	21.1
理化分析仪器及装置	2,594	1.0	7,971	32.5	15.1
医疗或外科用仪器及器具	2,577	1.0	11,245	22.9	6.2
贱金属及其制品	**13,160**	**4.9**	**155,859**	**8.4**	**7.4**
塑料及橡胶	**8,890**	**3.3**	**77,061**	**11.5**	**8.5**
食品及饮料	**8,442**	**3.1**	**37,671**	**22.4**	**4.4**
宝石及珠宝首饰	**7,266**	**2.7**	**116,230**	**6.3**	**1.5**
纺织品及其制品	**5,995**	**2.2**	**26,040**	**23.0**	**8.5**
活动物	**4,630**	**1.7**	**52,183**	**8.9**	**9.1**
木浆	**4,398**	**1.6**	**29,751**	**14.8**	**9.0**
生皮、皮革、毛皮及手提包	**4,360**	**1.6**	**8,809**	**49.5**	**15.3**
其他	**12,055**	**4.5**	**893,371**	**1.3**	**3.3**
合计	**268,419**	**100.0**	**2,590,073**	**10.4**	**7.4**

来源: 中国海关，UN Comtrade，瑞银证券估算

附录：影响中国对欧经贸活动的主要欧盟政策

贸易救济措施：欧盟已对一系列中国产品征收反倾销税和反补贴税，包括轮胎、移动式升降作业平台、化工产品及其他工业品。

***对中国电动汽车征收反补贴税：**2024年10月，欧盟对中国制造的电动汽车征收为期五年的反补贴税。2026年2月，欧盟委员会批准了首项针对中国制造电动汽车的价格承诺安排，以最低进口价格和年度配额取代反补贴税。

钢铁保障措施：欧盟于2024年延长钢铁保障措施，2025年收紧相关措施，并于2026年推出修订后的制度框架。新制度削减了关税配额，提高了配额外关税，并强化了原产地追溯要求。

国际采购工具（IPI）：2025年6月，欧盟首次依据IPI对中国采取措施，将中国企业排除在金额超过500万欧元的欧盟医疗器械采购招标之外，并规定中标项目中的中国产品占比不得超过50%。

外国补贴条例（FSR）：该条例允许欧盟调查可能在收购、采购及其他市场活动中扭曲竞争的外国补贴。多项备受关注的调查涉及参与太阳能、风能和铁路项目的中国企业。



本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

跨境电子商务：在取消150欧元以下货物的关税豁免后，欧盟自2026年7月起，对低价值跨境电商包裹征收3欧元的临时关税。中国平台可能是受影响最大的群体之一。

碳边境调节机制：自2026年起，纳入该机制范围的碳密集型产品进口商面临碳排放报告及合规成本。相关规则不针对特定原产地，但会影响钢铁、铝、水泥、化肥和氢等行业的中国出口商。

净零工业法案（NZIA）：该法案促进战略性清洁技术的本土制造，并增强供应链韧性。对单一第三国的高度依赖，可能触发采购、拍卖及支持计划中的韧性标准。该法案不针对特定原产地，但中国可能是受影响最大的国家之一。

经济安全措施：欧盟正在加强敏感技术出口管制，以及对战略性行业投资的审查。部分拟议中的多元化措施仍在制定之中。

《工业加速器法案》（IAA，拟议）：该法案于2026年3月提出，拟在公共采购和支持计划中引入欧盟原产地及低碳标准，覆盖汽车制造、净零技术和能源密集型产业。该法案还拟对战略性行业中的部分大型外国直接投资（FDI）附加条件。该法案不针对特定原产地，但中国可能是受影响最大的地区之一。

《公共采购法案》（PPA，拟议）：该法案于2026年9月提出，拟将最佳价格质量比作为公共采购机构的标准授标方式，并更加重视质量、韧性及“欧洲优先”等考量。后者包括限制参与资格、要求欧盟或其他适用原产地的产品达到最低占比，或给予评审优惠。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

估值方法及风险声明

N/A

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

要求披露

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，包括原瑞士信贷（Credit Suisse AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为"瑞银"（UBS）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其瑞银全球研究产品独立性的方法、历史业绩表现、有关UBS（瑞银）全球研究报告投资建议的更多披露，以及研究报告中使用的某些第三方数据的条款和条件，请访问：https://www.ubs.com/disclosures。除非特别指出，本报告中的信息和数据来源为公司披露，包括但不限于年报、半年报、季报和其他公司公告。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。确定本建议的时间为格林尼治时间2026 年 10月 16 日 上午 10:54。瑞银已将瑞银全球研究部门某些成员指定为衍生产品研究分析师，这些成员发布的研究报告主要是对某种衍生产品的价格或市场的分析，同时提供合理充分的信息，从而形成衍生产品交易决策的基础。衍生产品研究分析师和股票研究分析师或经济学家共同撰写报告时，衍生产品研究分析师为衍生产品投资观点、预测和/或建议负责。**定量研究评论:**瑞银全球研究“定量研究评论”产品对其分析师就与一系列短期因素出现可能性相关的某些问题所做回复开展定量评估。评估所含特定股票观点仅基于这些短期因素，其时间框架与报告所列股票评级时间框架（12个月）不同。对于最新的回答，请参阅本报告最后的量化研究回顾附录（如适用）。之前的回答请参阅（i）以前发布的瑞银全球研究报告；及（ii）若当月未发布相应的研究报告，可在https://neo.ubs.com/quantitative找到量化研究回顾，或联系您的瑞银销售代表获取该报告，或联系量化研究团队（ubs-quant-answers@ubs.com）。我们也提供汇总了所有回答的合集报告，您依然需联系您的瑞银销售代表，以了解详情及价格，或通过上述电邮联系量化研究团队。

分析师声明：

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是UBS Securities LLC的关联人员，并且也不受FINRA有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 宋 宇, 钟 挥.

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, 联系人：Investment Research。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

瑞银全球研究声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，包括原瑞士信贷（Credit Suisse AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为"瑞银"（UBS）。

本文件中表达的任何意见如有更改，恕不另行通知，并且仅以发布日期为准。瑞银内部的不同领域、团体和人员可能会相互独立地制作和分销单独的研究产品。例如，**UBSCIO**的研报由瑞银全球财富管理部制作。**瑞银全球研究**由瑞银投资银行部制作。每个独立研究机构的研究方法论和评级体系可能有所不同，例如，在投资建议、投资期限、模型假设和估值方法方面。因此，除了某些经济预测（UBS CIO和瑞银全球研究部可能在这方面展开合作）外，每个独立研究机构提供的投资建议、评级、目标价和估值可能有所不同或不一致。您应该参考每个相关的研究产品，以了解其研究方法论和评级体系的详细信息。并非所有客户都可以访问每个研究机构的所有产品。每个研究产品均受其制作机构的政策和程序的约束。

本文件仅提供给获得瑞银明确接收授权的接收方。如果您未获得该授权，则须立即销毁本文件。

我们通过UBS Neo,而且某些情况下还会通过UBS.com和其他系统、或者UBS Neo或UBS.com所发交流文件中专门指出且获批为瑞银全球研究报告分发方式的途径（以下统称为“系统”）向客户提供瑞银全球研究报告，还可能通过第三方供应商提供这些报告，或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。

UBS Neo可提供所有瑞银全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题，请与您的客户顾问联系。瑞银全球研究报告提到“其中有UBS Evidence Lab的内容”或使用了UBS Evidence Lab提供的数据时，并且您希望访问这些数据，请联系您的瑞银销售代表。UBS Neo可提供UBS Evidence Lab数据。通过瑞银全球研究报告和UBS Evidence Lab向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同，这取决于多个因素，比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好，客户的风险情况、投资重心和投资角度（例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业，是长期还是短期等），客户与瑞银全球研究和UBS Evidence Lab的整体关系以及法律和监管方面的限制。UBS HOLT和UBS Pharma Values是瑞银全球研究的产品。HOLT Lens是一款公司业绩平台化产品，借助以客观会计为核心的框架，对公司进行比较以及估值，瑞银全球研究客户均可获得；关于更多详细信息及定价，请联系您的瑞银销售代表。其中，HOLT根据所选场景提供各类权证执行价格。若您对特定公司的权证执行价格感兴趣，请发邮件至UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, Attention: Investment Research（同样受商业考虑约束）。UBS Pharma Values是一个分析工具，涉及基于已发布药品销售预测创建多个产品的净现值计算，瑞银全球研究客户均可获得；关于更多详细信息及定价，请联系您的瑞银销售代表。对于所有其他特定免责声明，请见https://www.ubs.com/disclosures。

通过系统接收瑞银全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、UBS Neo平台使用协议（以下称为“Neo条款”）以及相应系统的其他任何相关使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收瑞银全球研究报告即表明客户同意在使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、Neo条款、UBS投资银行适用业务条款（https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html）以及瑞银使用条款/声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，而且同意瑞银按照瑞银隐私声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html）和cookie通告（https://www.ubs.com/global/en/legal/privacy/users.html）处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收瑞银全球研究报告即表明客户同意，在未事先取得瑞银书面同意前，不复制、修改或调整这些报告，不在这些报告的基础上衍生出其他报告，不将这些报告提供给第三方，不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用，也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。未经瑞银事先书面许可，您不得在任何人工智能系统中使用瑞银全球研究内容。

在某些情况下，您可能会以瑞银客户以外的身份收到瑞银全球研究报告，您明白并同意在这些情况下:(i)瑞银全球研究报告仅供参考之用；(ii) 就接收全球研究报告之目的而言，您无意也不会因任何法律或监管目的而被视为瑞银“客户”；(iii)不应依赖瑞银全球研究报告或根据瑞银全球研究报告采取行动；以及(iv)该等内容受正文后的相关免责声明约束。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，分发、发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。

本文件为普通交流文件，具有教育性质；本文件既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。提供本文件时，瑞银及其代表均无任何责任也无任何权力以受托人等身份提供投资建议。市场有风险，投资需谨慎且自主决定。瑞银及其代表均未建议接收方或他人采取某种行动或其他任何行动。接收方应仔细阅读本文件的全文，不得仅从评级得出推论或结论。 接收本文件即表明接收方了解并同意上述预期目的，而且不会预计或相信这些信息构成对接收方的投资建议或旨在实现接收方的投资目标。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。

期权、结构性衍生产品和期货（包括柜台市场衍生产品）并不适合所有投资者。这些工具的交易被认为有风险，而且可能只适于老练的投资者。买入或卖出期权前，同时为了全面了解期权相关风险，您一定会收到《标准化期权的特征和风险》（The Characteristics and Risks of Standardized Options）。您可通过链接 https://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp 查阅该文件，或向您的销售人员索取。对这些工具相关风险的各种理论分析均已发表。可应要求提供用于支持任何主张、比较和建议的文件、统计数据或其他技术性数据。过去的表现并不一定能预示未来的结果。要进行多重期权买卖的期权策略，如息差期权和跨式期权，可能有很高的交易成本。由于税务方面的考量对许多期权交易来说都很重要，考虑从事期权交易的投资者应咨询其税务顾问，以便了解税收对拟实施的期权交易结果有何影响。

住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

瑞银指出，对于什么构成了“ESG”（环境、社会或治理）或等效标签，或信息（定义如下）需要具备哪些确切特征才能被定义为ESG或等效标签，目前尚无全球公认的框架或定义（法律、监管或其他方面），也不存在市场一致预期。围绕任何实际或潜在的ESG目标、问题或考虑因素，瑞银或第三方包含、在此提及或用于任何目的的任何信息、数据或其他内容，包括来自第三方来源的内容（“信息”），都不应被用作ESG分类、监管制度或行业倡议（“ESG制度”）的依据。这些材料中的任何内容均无意传达、暗示或表明瑞银认为或声明这些材料中提及的任何产品、服务、个人或机构符合或满足ESG制度下可能存在的任何ESG分类、标签或类似标准。瑞银未就是否遵循ESG制度进行过任何评估。提醒各方应就这些目的自行开展评估。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额（或部分）取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

做出投资或财务决定前，本文件或这些信息的所有接收方都应采取措施来了解投资的风险和回报并听取其个人财务、法律、税务和其他专业顾问考虑到接收方投资目标的所有具体情况和环境后提出的针对性建议。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对与本文件有关的任何材料中所含信息（下称“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。在任何情况下都不应将本文件及其中信息（包括任何预测、价值、指数或其他计算结果（下称“价值”））用于下列目的：

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

（i）估值或记账；

（ii）计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值；

（iii）衡量任何金融工具的表现，包括但不限于用于追踪任何价值的回报或表现，确定证券投资的资产配置或者计算绩效费用。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的，或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。瑞银设有旨在并以其为基础来管理潜在利益冲突并控制瑞银各个部门、子公司、分支机构和关联机构之间信息流动的政策和流程，其中包括但不限于独立性政策和信息隔离墙。瑞银正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。有关瑞银全球研究部门管理冲突和保持研究产品独立性的方法、历史表现以及关于瑞银全球研究建议的某些附加披露信息，请参见https://www.ubs.com/disclosures 。

瑞银全球研究部门仅基于瑞银全球研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究，研究部管理层同时全权决定所有研究产品的发布时机和频率。本文件所包含的分析基于各种假设。按照市场滥用行为监管规定的要求，在UBS Neo上可找到所有与已发布研究报告有关的重大信息，比如估值方法、风险声明、基本假设（包括对该等假设的敏感性分析）以及评级历史等。不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

瑞银全球研究部门在撰写本文件时可能会使用人工智能工具（“AI工具”）。尽管可能存在前述任何使用AI工具的情形，本文件已通过人工审核。

负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由瑞银全球研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银和/或其部门的整体收入有关，其中包括投行部、销售与交易业务，还可能与瑞银的整体收入有关。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具： 瑞银（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国法律对此类术语的解释；如未由瑞银在英国开展此类活动，则按照瑞银决定开展此类活动的相关司法管辖区的法律对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具： 瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

在过去的12个月里，瑞银可能接受或提供过《欧盟金融工具市场指令II （MiFID II）规定的投资服务和活动或者辅助服务，而且可能支付或收到、或者承诺支付或得到承诺将收到与这些服务有关的款项。

请注意，根据瑞银全球制裁政策，瑞银进行的所有交易均符合瑞士、欧盟、联合国、英国和美国实施的制裁规定。瑞银对未来投资价值的看法基于未实施新制裁的假设。

根据修订后的美国总统第13959号行政令，美国投资者被禁止购买或出售某些被认定为与中国军队有关联的公司证券。

英国：本文件由UBS AG，London Branch提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS AG，London Branch由英国审慎监管局（PRA）授权并接受英国金融市场行为监管局（FCA）的监管和英国审慎监管局的有限监管。**欧洲：**除非另有具体说明，否则本文件由UBS AG 子公司UBS Europe SE向符合资格的交易对手或专业客户（具体如德国联邦金融监管局（BaFin）规则所述且按照MiFID的规定）而且仅供这些对象使用。本文件中的信息不适用于零售客户，零售客户亦不应依赖本文件中的信息。UBS Europe SE由欧洲央行（ECB）授权并受BaFin和ECB监管。**德国、卢森堡、荷兰、比利时和爱尔兰：** 如果UBS Europe SE的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE编制。在所有情况下，本文件由UBS Europe SE和UBS AG, London Branch 分发。**土耳其：**由UBS AG, London Branch分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。UBS AG, London Branch未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第32号法令第15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。如果UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由UBS Europe SE(spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。 **俄罗斯：** 由UBS Bank (OOO)编制和分发。 “就俄罗斯法律而言，不应将其解释为个人投资建议” – 第39-FZ号《联邦法》“证券市场”第6.1-6.2条。 **瑞士：**仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE意大利分支机构分发。如果UBS Europe SE意大利分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE意大利分支机构编制。**法国：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE法国分支机构分发。如果UBS Europe SE法国分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE法国分支机构编制。**西班牙：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE西班牙分支机构分发。如果UBS Europe SE西班牙分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE西班牙分支机构编制。**瑞典：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE瑞典分支机构分发。如果UBS Europe SE瑞典分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE瑞典分支机构编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）分发。**沙特**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**阿联酋/迪拜：**UBS AG迪拜分支机构发布的信息仅供拜金融服务局（DFSA）规则手册下分类的专业客户和/或市场交易对手方使用。任何其他人都不应根据此材料/通信采取行动。该信息不得在阿拉伯联合酋长国境内进一步分发。UBS AG迪拜分支机构在迪拜金融中心（DIFC）受迪DFSA监管。瑞银未获得阿联酋央行在阿联酋提供银行服务的许可，也未获得阿联酋证券及商品管理局的许可。**以色列：**该材料由UBS AG，London Branch分发。UBS Securities Israel Ltd是受以色列证券局监管的持牌投资推介商。UBS AG，London Branch及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS AG，London Branch及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人不应提供本材料，依赖本材料或根据本材料采取行动。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC不担任在美国《证券交易法》（Securities Exchange Act）15B（即Municipal Advisor Rule）下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成Municipal Advisor Rule所定义的建议。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西:** 除非具体说明，否则由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (UBS BB CCTVM)分发给居住在巴西的有资格投资者，即适用法规，主要是2021年5月11日巴西证券交易委员会（CVM）发布的第30号指令（明确了基于客户身份核实产品、服务和交易是否适宜的责任）规定的职业投资者（Investidores Profissionais）。UBS BB CCTVM是UBS BB Servicos de Assessoria Financeira e Participacoes S.A.（UBS BB）的子公司。UBS BB是瑞银集团与Banco do Brasil（通过其子公司BB - Banco de Investimentos S.A.)设立的关联机构，瑞银集团持有多数股份。UBS BB在巴西、阿根廷、智利、巴拉圭、秘鲁和乌拉圭提供投资银行服务和业务覆盖。UBS BB CCTVM受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios,

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

CVM）和巴西央行监管。监察专员（Ombudsman）：0800-940-0266/ https://www.ubs.com/br/pt/ubsbb-investment-bank/ombudsman.html。瑞银可能持有与本报告所涉及的公司相关的经济和商业利益。 **香港：**由UBS Securities Asia Limited分发。由分析师或本报告引起或与之相关的任何事务，请联系UBS Securities Asia Limited在当地的授权人员。**新加坡：**由UBS Securities Pte. Ltd[Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问；或向UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由UBS Securities Japan Co.，Ltd.向专业投资者分发（除非另有许可）。当本报告由UBS Securities Japan Co.，Ltd.编制，则UBS Securities Japan Co.，Ltd. 为本报告的作者，出版人及发布人。由UBS AG，Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 通过养老金基金获取本文件的接收方： 由UBS AG, Australia Branch（澳大利亚商业号码：47 088 129 613；澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，所有其他接收方：由UBS Securities Australia Limited分发（澳大利亚商业号码：62 008 586 481；澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001 年公司法761G条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由UBS New Zealand Ltd分发。UBS New Zealand Ltd并非新西兰注册银行。贵方获得本文件或材料是因为贵方已经向瑞银表明，贵方是符合新西兰《2013年金融市场行为法》第五附表第4条定义的“批发类客户”（下称“获许可客户”）。本文件或材料不提供给获许可客户以外的客户（下称“未获许可客户”）。如果贵方是未获许可客户，请勿以本文件或材料为依据。如果贵方无视本警告，仍以本文件或材料为依据，则(i)贵方承认贵方不应以本文件或材料的内容为依据，而且本文件或材料中的任何建议或观点均非为贵方做出或向贵方提供；(ii)贵方在法律允许的最大程度下，(a)对瑞银及其关联机构或相关实体（及其董事、管理人员、代理人和顾问）（下称“相关方”）由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害或责任或者对该等损失、损害或责任的索赔进行赔偿，并(b)宣布放弃由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害、责任或索赔使贵方拥有的对相关方的权利或由相关方为贵方提供的补救措施。**韩国：** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行於韩国分发。本报告可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。本材料仅供专业/机构客户使用，不向任何零售客户分发。**马来西亚：**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度:**由UBS Securities India Private Ltd（公司识别码U67120MH1996PTC097299），Unit 2901，Level 29 Altimus，Pandurang Budhkar Road，Worli，Mumbai – 400 018分发。UBS Securities India Private Ltd提供券商服务，SEBI注册号为： INZ000259830；商人银行服务，SEBI注册号为：INM000013101；以及研究分析服务，SEBI注册号为：INH000001204。合规官姓名：Parameshwaran Shivaramakrishnan先生，电话：+912261556151，电子邮件：parameshwaran.s@ubs.com；申诉官姓名：Parameshwaran Shivaramakrishnan，电话：+912261556151，电子邮件：ol-ubs-sec-compliance@ubs.com；SEBI授予的注册和NISM的认证并非对中介机构业绩的保证，亦非为投资者提供任何回报保证。瑞银可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。瑞银可能不时在所涉及印度公司持有经济利益（如贷款/衍生产品，投资权利或利益等）。在过去的12个月里，瑞银可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的12个月里，该印度公司可能是瑞银投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html 。UBS Securities India Private Limited的研究年度合规报告可通过点击www.ubs.com/ubssi 上的Research标签查阅。**台湾：**除非具体说明，本材料不得在台湾分发。在台湾有组织的交易所中交易的证券/工具的信息和材料被视为由UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch分发，并仅限提供予专业机构投资者及/或根据适用法规获准的相关人士。除非依据台湾适用法律法规另有允许，本材料仅供参考及信息用途，并未就所覆盖公司或本文件中提到的任何公司构成对客户或台湾接收方的任何“建议”。未经瑞银授权，媒体或任何其他人不得转载、复制或引用本文件的任何部分。**印尼：** 本报告由PT UBS Sekuritas Indonesia分发，并由其持照员工，包括营销/销售人员递交给客户。PT UBS Sekuritas Indonesia的注册办公地址为Sequis Tower Level 22 unit 22-1, Jl. Jend. Sudirman, kav.71, SCBD lot 11B, Jakarta 12190, Indonesia，是瑞银集团子公司，按照《1995年第8号资本市场法》（Capital Market Law no. 8 year 1995）持有牌照，同时持有资本市场和金融监管局（Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency，现为Otoritas Jasa Keuangan/OJK）颁发的经纪-交易商和承销商牌照。PT UBS Sekuritas Indonesia还是印尼证券交易所会员，受Otoritas Jasa Keuangan（OJK）监管。除非符合印尼资本市场适用法律和规定的要求，否则不得在印尼分发本报告或其任何副本，或者将其分发给任何印尼公民。本报告并非在印尼发售证券，在按印尼资本市场法律和规定之定义构成证券发售的情况下，不得在印尼境内分发本报告或将其分发给印尼公民。

由UBS AG，London Branch或UBS Europe SE编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。在任何情况下，瑞银对本文件或其中内容的再分发或者第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2026版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

UBS 瑞银