

2026 年 05 月 24 日

美债风险“重估”：未完待续

——“地缘压力测试”系列之六

地缘冲突以来，美债利率明显抬升，当前市场主要从油价、通胀、货币政策角度分析美债利率。但拆解利率结构后可以发现，美国经济基本面韧性对利率的贡献更大，且未来或存在新的扰动。

相关研究

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lix@swsresearch.com

联系人

赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com

一、热点思考：美债风险“重估”，未完待续

（一）美债利率上涨拆解：经济基本面的贡献大于通胀预期，利率上涨的粘性或更强

美债利率曲线整体抬升，曲线中段抬升幅度最大。美伊冲突以来，美债利率曲线前端整体平稳，表明市场并不认为联储会立刻加息；曲线 2-7 年期的中段上行最明显，表明市场交易的核心是撤回对未来降息的预期；长端和超长端利率涨幅低于曲线中线，表明市场尚未集中交易财政风险。

美债利率上涨可分为两个阶段，第一阶段由风险中性利率主导，第二阶段期限溢价加速抬升。第一阶段为美伊冲突爆发至 5 月中旬，驱动利率上行的主要是通胀及降息预期削弱；第二阶段为 5 月中旬至今，核心变化是期限溢价加速抬升，表明市场转向持债补偿上升、政策不确定性等因素。

进一步拆分风险中性利率可以发现，美债利率上行并非主要源于通胀，经济基本面的贡献更大。美伊冲突以来，实际短端利率预期上行 15bp，通胀预期上行 9bp，说明市场虽在交易地缘带来的通胀，但更重要的是，美国经济韧性的贡献更大，这种现象与 2025 年关税冲击相比差异较大。

（二）当前美债的主要矛盾：债油联动上升、经济韧性与外部风险

原油成为美债定价的关键变量，压制降息预期。美伊冲突爆发后，美债与原油相关性出现抬升，20 日滚动相关系数由 0.24 涨至 0.75，债油联动明显增强，能源价格成为债市的核心变量。能源价格的冲击又可进一步向外传导，导致通胀数据偏强，削弱了市场对快速降息的定价。

美国经济实际表现强于市场预期，是美债利率偏高的重要支撑。3 月以来，美国花旗经济意外指数持续回升，表明美国数据整体强于此前市场预期。从生产端看，制造业和工业数据均显示经济仍有扩张动能。从消费端看，消费仍保持韧性。未来利率下行需要更强的经济走弱证据。

英国政局风险及日本债务供给压力，是美债利率上升的外部触发因素。5 月中旬以来，英国和日本分别从政治财政风险、国债供给压力两个方向放大全球长债波动。英国选举失利引发首相下台风险，带动 5 月 15 日美债利率单日上行达 12bp；日本方面，日债上行压力推升美债升至 4.6%。

（三）下半年利率中枢可能被低估的变量：AI 投资可能成为抬升美债利率的新变量

未来美国赤字压力可能重新扩大。首先，IEEPA 关税退税可能构成新的财政冲击，退税预计使赤字率抬升 0.5-0.6 个百分点；其次，美伊冲突可能导致军费扩张。2026 财年美国国防拨款 8385 亿美元，截至 4 月已使用 5290 亿美元。若美伊冲突延续，现有拨款可能难以有效覆盖。

全球长债压力尚未结束，美债回落可能面临外部利率约束。英国方面，若 6 月 18 日伯纳姆赢得补选并正式启动党首挑战，英国政局不确定性可能进一步升级，英债利率或仍有上行空间。日本方面，若日债收益率继续上升，日本国内资产吸引力可能将进一步提高，美债的配置逻辑或生变。

AI 投资可能成为抬升美债利率的新变量。一是，AI 企业集中发债直接增加市场久期供给；二是，利率互换会带来合成久期供给压力；三是，在需求端挤压市场久期承接能力。在美债投资者已转向美国国内为主的背景下，AI 信用债、金融债和国债之间的竞争会推高长期资金的均衡利率。

二、大类资产&海外事件&数据：沃什就任美联储主席，油价震荡回落

油价震荡回落，市场风险偏好有所回升。当周，标普 500 上涨 0.9%；10Y 美债收益率下行 3bp；美元指数上升至 99.34，离岸人民币升至 6.80；布油价格下跌 5.2%至 103.5 美元/桶，COMEX 金价格上涨 0.1%，COMEX 银价格上涨 0.05%。

沃什就任美联储主席，5 月美日英 Markit 服务业 PMI 回落。美联储 4 月 FOMC 会议纪要指出，多数官员支持通胀持续高企时加息；5 月美日英 Markit 服务业 PMI 分别回落至 50.9、50、47.9，美国制造业 PMI 上升至 55.3；4 月日本、英国 CPI 弱于预期，德国 PPI 升至 1.7%。

风险提示：地缘政治冲突升级；美国经济放缓超预期；美联储超预期转“鹰”



申万宏源研究微信服务号

目录

一、热点思考：美债风险“重估”，未完待续 6

（一）美债利率在定价什么？经济基本面的贡献大于通胀，利率上涨的粘性或更强 6

（二）当前美债的主要矛盾有哪些？债油联动上升、经济韧性与外部风险 8

（三）下半年利率中枢可能被低估的变量：AI 投资可能成为抬升美债利率的新变量 9

二、大类资产&海外事件&数据： 12

（一）发达市场股指修复，港股与新兴市场仍承压 12

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行上升 17

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 17

（四）中期选举：特朗普净支持率-19% 18

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过 19

（六）美联储 FOMC 纪要：紧缩政策是可选项 20

（七）PMI：5 月美日英 Markit 服务业 PMI 回落 20

（八）通胀：4 月日本、英国 CPI 通胀弱于预期 20

（九）海外央行：沃什就任美联储主席 21

（十）高频：失业金申领人数低于市场预期 23

三、全球宏观日历：关注美国 4 月 PCE 指数 24

风险提示 24

图表目录

图表 1：2026 年，全球长债利率共振上行	6
图表 2：30 年美债利率突破 5.0%	6
图表 3：美债利率曲线中段抬升幅度最大	7
图表 4：英、日、法 10 年国债利率抬升幅度较大	7
图表 5：冲突以来，美债利率上行可分为两个阶段	7
图表 6：5 月中旬后，美债期限溢价加速上升	7
图表 7：今年经济基本面对美债利率上行的贡献更大	8
图表 8：市场上修未来通胀预期，但仍定价为一次性	8
图表 9：冲突后，美债与原油价格相关性提升	8
图表 10：美债与原油的相关性系数抬升至 0.75	8
图表 11：2026 年花旗意外指数与美债利率均抬升	9
图表 12：美国服务业、制造业 PMI 处于扩张区间	9
图表 13：2026 英国地方选举，工党遭遇惨败	9
图表 14：英国政局动荡诱发了美债利率上涨	9
图表 15：2026 年美国财政赤字可能扩大	10
图表 16：美国国防支出可能上涨	10
图表 17：海外利率对美债利率的影响逐步增强	10
图表 18：非美国冲击可解释美债利率波动的 20%	10
图表 19：AI 云服务商债务发行规模快速扩大	11
图表 20：美债需求转向以美国国内投资者为主	11
图表 21：红色箭头显示，美国国债久期压力部分被公司债投资者承担	11
图表 22：当周，发达市场股指多数上涨	12
图表 23：当周，新兴市场股指多数下跌	12
图表 24：当周，美国标普 500 行业多数上涨	12
图表 25：当周，欧元区行业多数上涨	12
图表 26：当周，恒生指数悉数下跌	13
图表 27：当周，行业方面多数下跌	13
图表 28：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行	13
图表：当周，美、英、德 Y 国债收益率走势	

图表 30: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率多数上行	13
图表 31: 当周, 巴西、土耳其 10Y 收益率走势	13
图表 32: 美元指数上涨, 其他货币兑美元多数下跌.....	14
图表 33: 当周, 欧元兑美元走势	14
图表 34: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌互现.....	14
图表 35: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势.....	14
图表 36: 当周, 美元兑人民币贬值至 6.79	15
图表 37: 当周, 美元兑在岸人民币贬值至 6.80	15
图表 38: 当周, 大宗商品价格多数下跌	15
图表 39: 当周, WTI 原油、布伦特原油下跌	16
图表 40: 当周, 焦煤价格下跌、螺纹钢价格下跌	16
图表 41: 当周, LME 铜、LME 铝价格上涨.....	16
图表 42: 当周, 通胀预期下行 9bp 至 2.40%	16
图表 43: 当周, COMEX 金、COMEX 银价格上涨	16
图表 44: 当周, 10Y 美债实际收益率上行至 2.16%	16
图表 45: 美国 TGA 规模下降	17
图表 46: 美债净发行规模本周上升	17
图表 47: 美国 2026 财政赤字高于去年同期水平	17
图表 48: 今年财政支出高于去年同期水平.....	17
图表 49: 美国 2026 年财政收入高于去年同期.....	17
图表 50: 美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期.....	17
图表 51: 特朗普总统职位支持率	18
图表 52: 国会支持率.....	18
图表 53: 特朗普总统的净支持率	18
图表 54: polymarket 参议院概率.....	18
图表 55: 民主党、共和党众议院预测席位走势.....	19
图表 56: 民主党、共和党参议院预测席位走势.....	19
图表 57: 伊朗日度导弹与无人机发射量	19
图表 58: 霍尔木兹海峡航运船只数量	19
图表 59: 美联储 FOMC 会议纪要重点对比.....	20
图表: 月美国 Markit 制造业 PMI 继续上行	

图表 61：5 月美日英 Markit 服务业 PMI 回落.....	20
图表 62：4 月，日本、英国 CPI 同比均回落.....	21
图表 63：德国 4 月 PPI 同比 1.7%.....	21
图表 64：日本 4 月 CPI 同比 1.4%.....	21
图表 65：日本 4 月 CPI 环比 0.3%.....	21
图表 66：本周，美联储维持利率不变概率下降.....	21
图表 67：市场预期欧央行在 6 月加息(5 月 22 日)	21
图表 68：市场预期美联储 2026 年底加息一次（BP，截止 5 月 22 日）	22
图表 69：联储官员倾向（截止 5 月 22 日）	22
图表 70：本周联储官员发言	22
图表 71：当周初申领失业金人数（非季调）	23
图表 72：当周持续申领失业金人数（非季调）	23
图表 73：周度职位空缺数持续回落	23
图表 74：美国州层面的失业压力不大	23
图表 75：美国红皮书零售指数回升	23
图表 76：美国经济增速高频指标回升	23
图表 77：全球主要宏观经济数据日历	24

美债利率大幅抬升，当前市场关注点集中在油价、通胀、货币政策上。但拆解利率结构后可以发现，美国经济基本面韧性对利率的贡献更大，未来或存在新扰动。

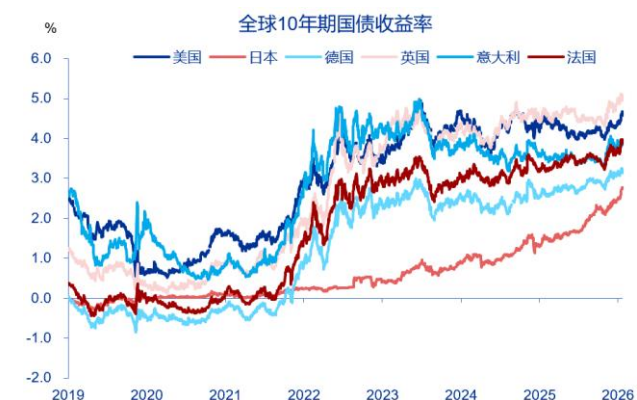
一、热点思考：美债风险“重估”，未完待续

（一）美债利率在定价什么？经济基本面的贡献大于通胀，利率上涨的粘性或更强

美伊冲突后，全球长债利率共振上行，英债利率上行最为突出，日债、法债紧随其后，美债处在中间偏强位置。截至5月20日，英国10年国债利率由2月27日的4.29%升至4.96%，上行66bp；日本10年国债利率由2.13%升至2.77%，上行64bp；美国10年国债利率由3.97%升至4.57%，上行60bp。德国、法国、意大利等欧元区国家长债利率也同步走高。

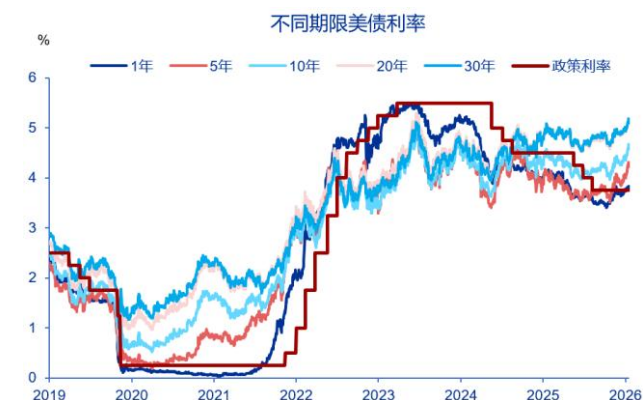
美债利率曲线中段抬升幅度最大，反映本轮利率上行的主要逻辑是降息交易的回撤。前端利率整体平稳，表明市场并不认为联储会立刻进入加息周期；利率曲线中段的2-7年收益率上行最明显，2月27日至5月22日，2年期上行75bp，3年期上行79bp，其中2年期美债利率对未来1-2年的联储政策利率最敏感，表明市场主要在撤回对未来的降息预期；长端和超长端涨幅低于曲线中段，10年期上行59bp，30年期上行43bp，表明市场尚未集中交易财政信用风险。

图表 1：2026 年，全球长债利率共振上行



资料来源：彭博，申万宏源研究

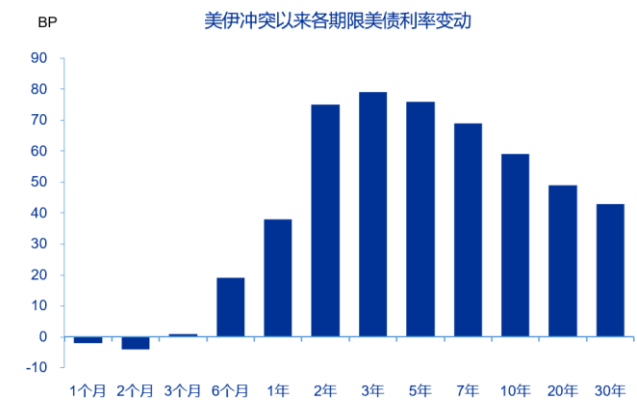
图表 2：30 年美债利率突破 5.0%



资料来源：彭博，申万宏源研究

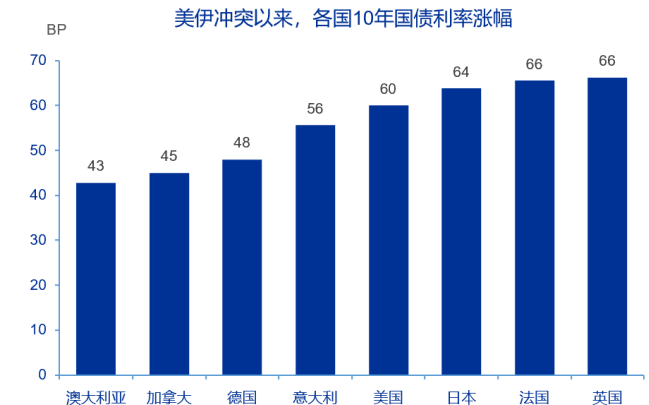


图表 3：美债利率曲线中段抬升幅度最大



资料来源：彭博，申万宏源研究

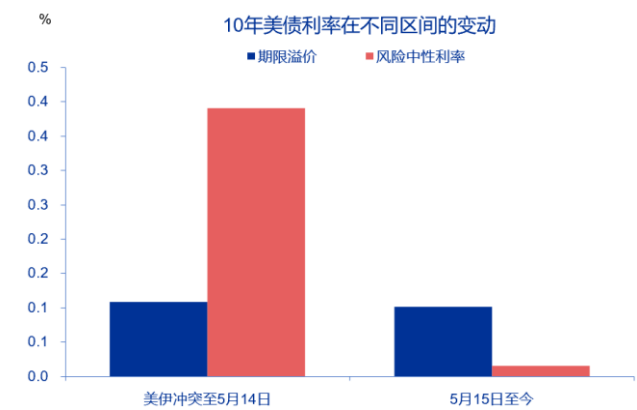
图表 4：英、日、法 10 年国债利率抬升幅度较大



资料来源：彭博，申万宏源研究

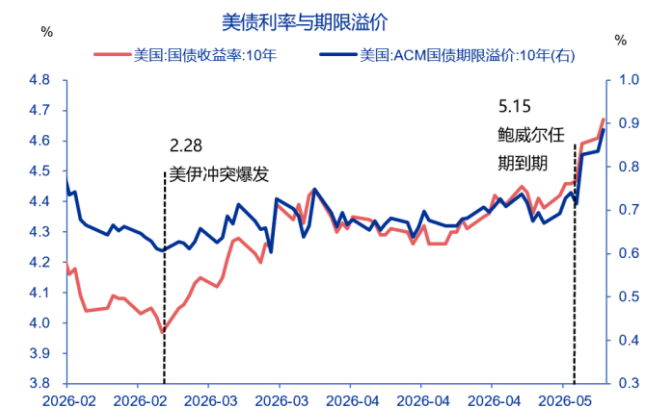
美债利率的上涨可分为两个阶段，第一阶段由风险中性利率主导，第二阶段期限溢价开始加速抬升。美债利率上涨的第一阶段为美伊冲突爆发至 5 月中旬（2 月 27 日至 5 月 14 日），这期间，10 年美债利率升至 4.47%，累计上行 50bp，其中风险中性利率贡献 39bp，期限溢价贡献 11bp。这一阶段驱动美债利率上行的主要是通胀及降息预期下降。第二阶段为 5 月 15 日至今，核心变化是期限溢价加速抬升。截至 5 月 20 日，10 年美债利率升至 4.57%，其中，风险中性利率仅上行约 1bp，期限溢价上行约 10bp。表明美债上行的驱动开始从货币政策路径重估，转向长期持债补偿上升，美债供需、政策不确定性等因素。

图表 5：冲突以来，美债利率上行可分为两个阶段



资料来源：彭博，申万宏源研究

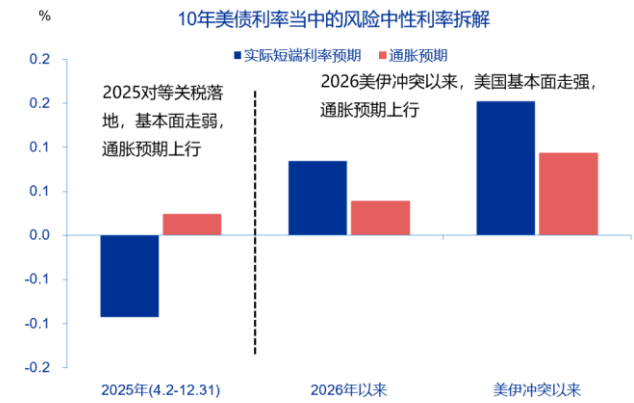
图表 6：5 月中旬后，美债期限溢价加速上升



资料来源：彭博，申万宏源研究

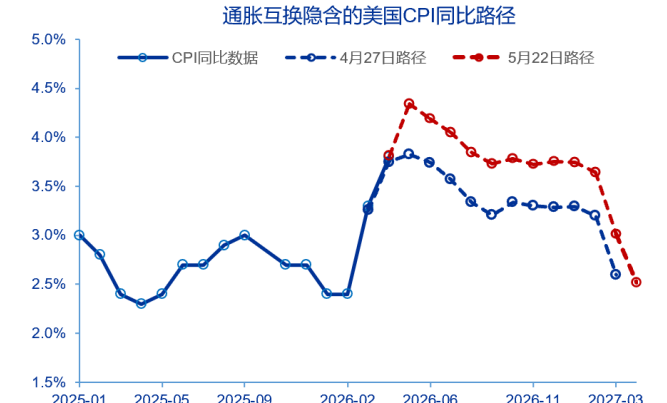
进一步拆分风险中性利率可以发现，美债利率上行并非主要源于通胀，经济基本面的贡献更大。风险中性利率可拆解为通胀预期与实际短端利率预期，前者反映市场对未来通胀的定价，后者反映市场对未来经济基本面的定价。美伊冲突以来，实际短端利率预期上行 15bp，通胀预期上行 9bp，说明市场虽在交易地缘带来的通胀，但更重要的是，美国经济韧性的贡献更大。这种现象与 2025 年关税冲击相比差异较大，2025 年 4 月 2 日对等关税落地至年底，美国实际短端利率预期下行 9.2bp，通胀预期上行 2.4bp，说明当时市场主要交易关税通胀与美国基本面走弱，利率的粘性也较低，全年利率下行。但今年，美债利率上行的粘性可能更强，后续美债利率能否有效下行，关键变量不只在油价和地缘，更在于经济能否从强于预期转向持续走弱。

图表 7：今年经济基本面对美债利率上行的贡献更大



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 8：市场上修未来通胀预期，但仍定价为一次性

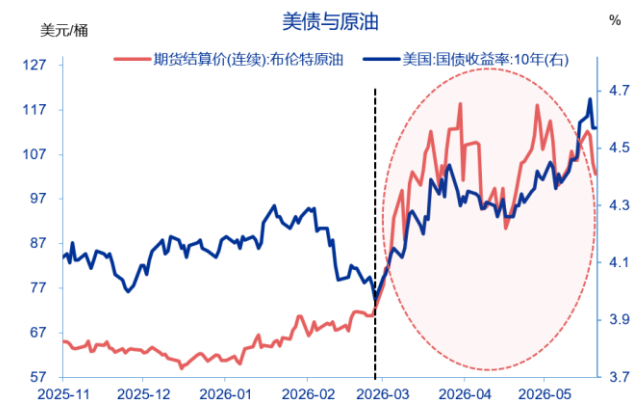


资料来源：彭博，申万宏源研究

(二) 当前美债的主要矛盾有哪些？债油联动上升、经济韧性与外部风险

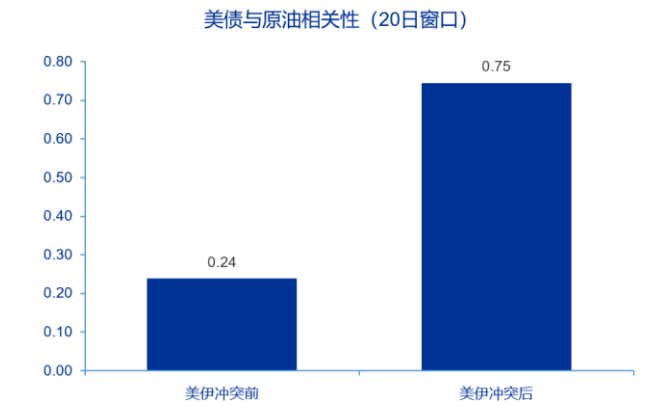
地缘冲突后，债油相关性抬升，原油成为美债定价的主要矛盾。美伊冲突爆发后，美债与原油 20 日滚动相关系数由 0.24 涨至 0.75，债油联动明显增强，能源价格成为债市的核心变量。能源价格的冲击又可能进一步向外传导。4 月，美国 PPI 同比升至 6.0%，高于市场预期的 4.9%；环比升至 1.4%，高于预期的 0.5%；剔除食品、能源和贸易服务后的 PPI 环比上涨 0.6%、同比上涨 4.4%，表明价格压力并不局限于能源。通胀数据的偏强，削弱了市场对快速降息的定价。

图表 9：冲突后，美债与原油价格相关性提升



资料来源：彭博，申万宏源研究

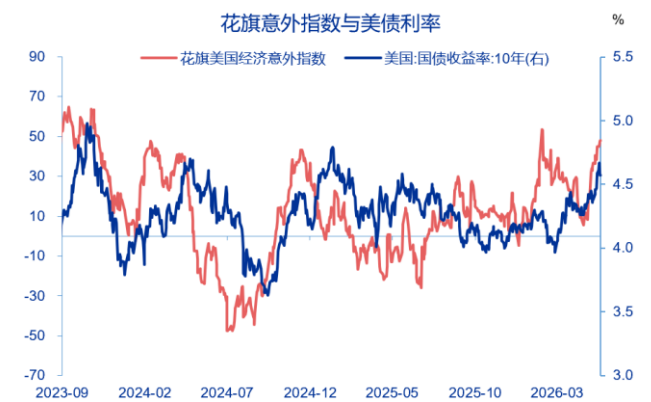
图表 10：美债与原油的相关性系数抬升至 0.75



资料来源：彭博，申万宏源研究

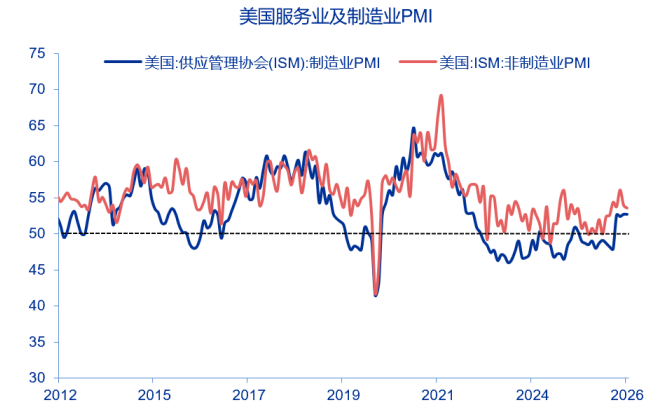
美国经济实际表现强于市场预期，是美债利率偏高的重要支撑。3 月以来，美国花旗经济意外指数持续回升，表明美国数据整体强于此此前市场预期。从生产端看，制造业和工业数据均显示经济仍有扩张动能。4 月 ISM 制造业 PMI 为 52.7，连续 4 个月扩张；4 月工业生产环比 0.7%，高于市场预期的 0.3%；制造业产出 0.6%，预期 0.2%。服务端同样维持扩张，4 月 ISM 服务业 PMI 为 53.6，连续 11 个月处于扩张区间。从消费端看，消费仍保持韧性。4 月零售销售环比 0.5%，符合预期且连续第三个月增长。月 日，亚特兰大联储 Q 实际 GDP 增速预测达 %。美国经济韧性导致市场难以重新交易降息，利率下行需要更强的增长走弱证据。

图表 11：2026 年花旗意外指数与美债利率均抬升



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 12：美国服务业、制造业 PMI 处于扩张区间



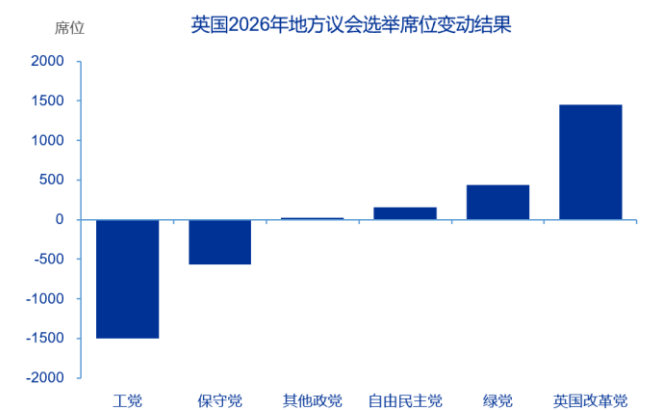
资料来源：彭博，申万宏源研究

英国政局风险、日本债务供给，是美债利率上升的外部触发因素。5月中旬以来，英国和日本分别从政治财政风险、超长期供给压力两个方向放大全球长债波动。

英国方面，选举失利引发政局动荡风险。5月7日，英国举行地方选举，本轮选举覆盖英格兰 136 个地方议会约 5000 个议席；5月9日，选举结果公布，工党遭遇惨败，丢失近 1500 个席位，要求首相斯塔默辞职的呼声扩大；5月12日，已有 80 余名工党议员公开要求斯塔默辞职；5月14日，首相热门人选曼彻斯特市长伯纳姆获得补选资格；5月15日，市场开始担心伯纳姆若成为新首相，财政规则可能出现更大放松，英国开盘后遭遇“股债汇三杀”，英国 10 年国债利率上升约 16bp，带动美债利率单日上行达 12bp。

日本方面，财政供给压力可能再度增加。5月18日，高市早苗启动日本 2026 年补充预算编制工作，市场担心日债供给增加，10 年日债利率日内快速上行 10bp，触及 2.8%后回落，美债利率在纽约时间开盘后再度上涨，并一度触及 4.67%。

图表 13：2026 英国地方选举，工党遭遇惨败



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 14：英国政局动荡诱发了美债利率上涨



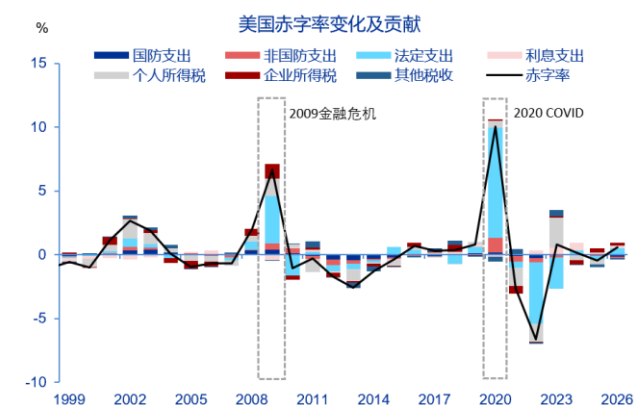
资料来源：彭博，申万宏源研究

(三) 下半年利率中枢可能被低估的变量：AI 投资可能成为抬升美债利率的新变量

未来美国赤字压力可能重新扩大。核心压力来自两条线索：首先，IEEPA 关税退税可能构成新的财政冲击。年 月，IEEPA 关税被判违法，月，美国开始启

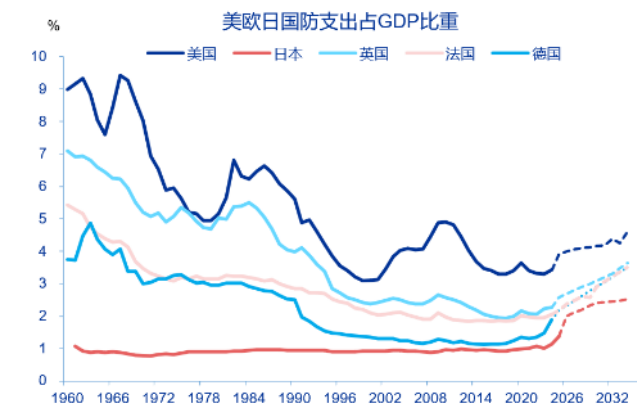
动关税退还，第一批现金支付可能从6月下旬开始体现，下半年逐步扩大。总体潜在退税规模约为1600亿-1800亿美元。2026财年美国赤字规模预计为1.9万亿美元，2026年美国名义GDP约为31.9万亿美元，退税预计使赤字率抬升0.5-0.6个百分点。其次，美伊冲突可能导致军费扩张。2026财年美国国防拨款8385亿美元，截至4月实际使用已达5290亿美元。若美伊冲突延续，现有拨款可能难以有效覆盖，2026年3月，特朗普政府已提出2000亿美元补充预算的计划，2027财年国防预算也可能进一步抬升到1.5万亿美元左右，表明美国军费支出的上行压力可能尚未结束。

图表 15：2026 年美国财政赤字可能扩大



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 16：美国国防支出可能上涨

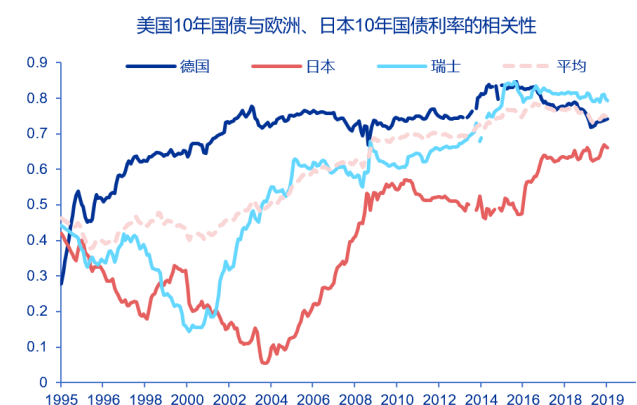


资料来源：彭博，申万宏源研究

全球长债压力尚未结束，美债回落可能面临外部利率约束。90年代至今，海外长端利率对美国长期收益率的影响逐步增强，美债长端利率与欧洲、日本长端利率月度相关系数从90年代的0.4上升到2019年的0.7，非美国冲击可解释美国长端利率波动的20%。若海外长债利率持续高位运行，即便美国经济数据边际降温，美债利率可能也很难快速回到冲突前水平。

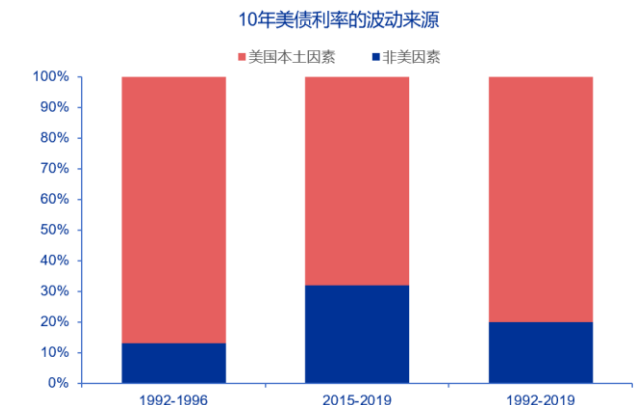
英国方面，若6月18日伯纳姆赢得补选并正式启动党首挑战，英国政局不确定性可能进一步升级，英债利率或仍有上行空间。**日本方面**，日本3月持有美国国债1.19万亿美元，较2月减少477亿美元。若日本10年期国债收益率继续上升，日本国内资产的相对吸引力可能将进一步上升，美债的配置逻辑可能发生转变，将对美债长端形成持续压力。

图表 17：海外利率对美债利率的影响逐步增强



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 18：非美国冲击可解释美债利率波动的 20%

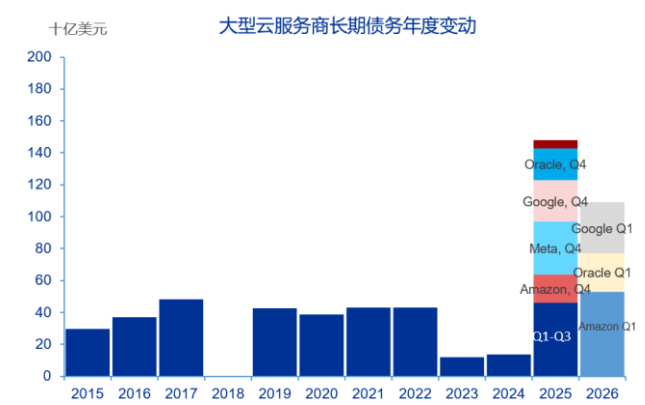


资料来源：彭博，申万宏源研究

AI 投资可能成为抬升美债利率的新变量。AI 投资不会直接增加美国国债发行，但会与美债共同竞争长期资金。AI 投资影响美债利率的渠道有三条：**一是，AI 投资发债直接增加市场久期供给。**数据中心、算力基础设施的投资具有规模大、期限长的特征，偏好长期固定利率融资。五大 AI 云服务商 2025 年发行 1500 亿美元债务，2020 至 2024 年年均仅 308 亿美元，2026 年一季度已达 1090 亿美元。即使财政部发债规模不变，固定收益市场需要吸收的长期债券供给也会增加。**二是，利率互换会带来合成久期供给。**数据中心融资往往通过私募信贷完成，但融资方为锁定长期融资成本，通常会通过支付固定利率互换将浮动负债转换为固定利率，其效果接近直接增加 10 年期等价债券的发行。**三是，挤压市场久期承接能力。**美债投资者已转向美国国内为主，美国长久期资金承接来源均主要为保险、养老金、资产管理等机构的长久期资产配置额度，AI 信用债、金融债和国债之间的竞争会推高长期资金的均衡利率。

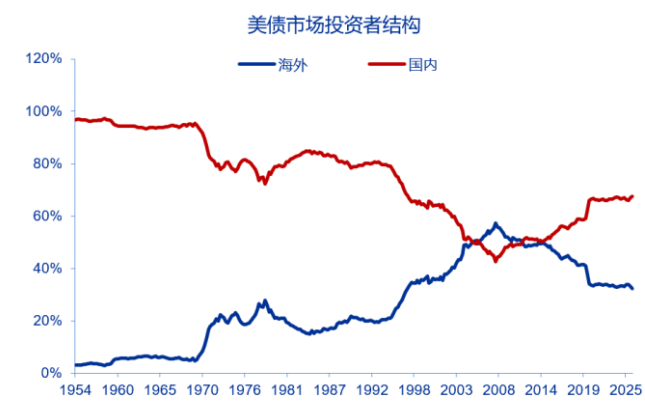
短期看，若美伊冲突降温、油价从高位回落，全球无风险利率可能出现阶段性修复，美债也有向 4.4% 附近回落的窗口。但中长期看，本轮利率上行不宜仅理解为地缘冲击后的短期波动，油价中枢抬升、财政扩张周期延续、主要央行降息周期接近尾声以及 AI 资本开支周期启动，正在共同推高长期资金利率。换言之，即便短期油价回落带来利率修复，长端利率的中枢仍可能处于上行区间，美债回到冲突前低位的难度明显加大。

图表 19：AI 云服务商债务发行规模快速扩大



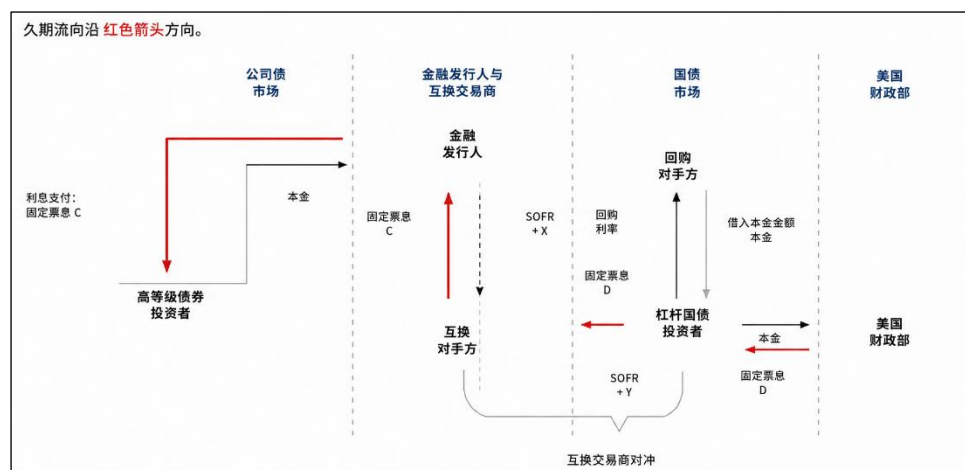
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 20：美债需求转向以美国国内投资者为主



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 21：红色箭头显示，美国国债久期压力部分被公司债投资者承担



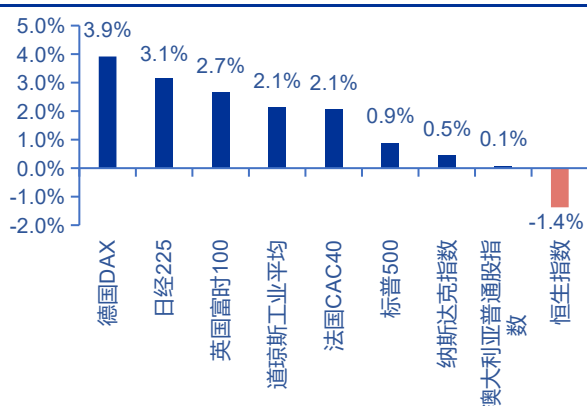
资料来源：美联储，申万宏源研究

二、大类资产&海外事件&数据：

（一）发达市场股指修复，港股与新兴市场仍承压

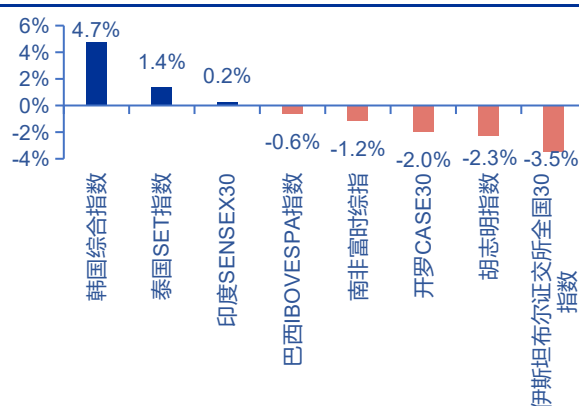
当周，发达市场股指多数上涨，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指方面，德国DAX、日经225、英国富时100分别上涨3.9%、3.1%、2.7%；新兴市场股指方面，伊斯坦布尔证交所全国30指数、胡志明指数、开罗CASE30分别下跌3.5%、2.3%、2.0%。

图表 22：当周，发达市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

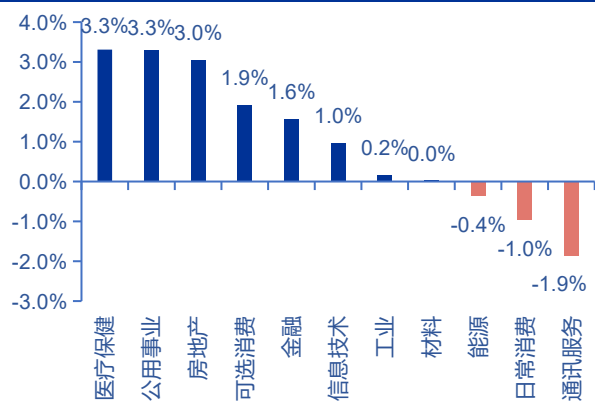
图表 23：当周，新兴市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

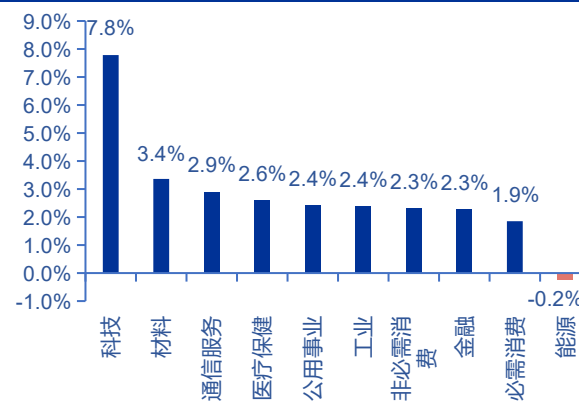
当周，美国标普500行业多数上涨。通讯服务、日常消费、能源分别下跌1.9%、1.0%、0.4%，医疗保健、公用事业、房地产分别上涨3.3%、3.3%、3.0%；欧元区行业多数上涨，科技、材料、通信服务分别上涨7.8%、3.4%、2.9%，能源下跌0.2%。

图表 24：当周，美国标普500行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

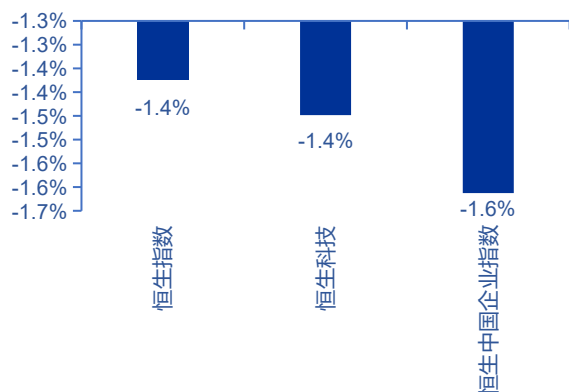
图表 25：当周，欧元区行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

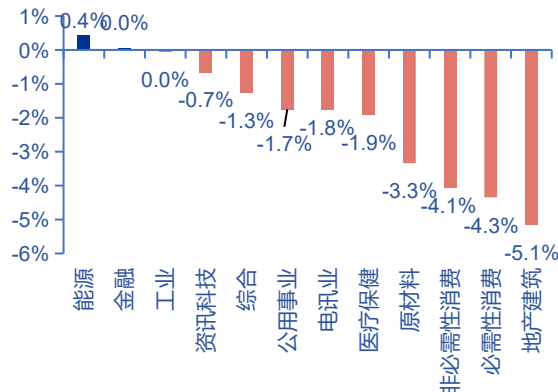
当周，恒生指数悉数下跌，行业方面多数下跌。恒生中国企业指数、恒生科技、恒生指数分别下跌 1.6%、1.4%、1.4%。地产建筑，必需品消费、非必需品消费分别下跌 5.1%、4.3%、4.1%，能源上涨 0.4%。

图表 26：当周，恒生指数悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

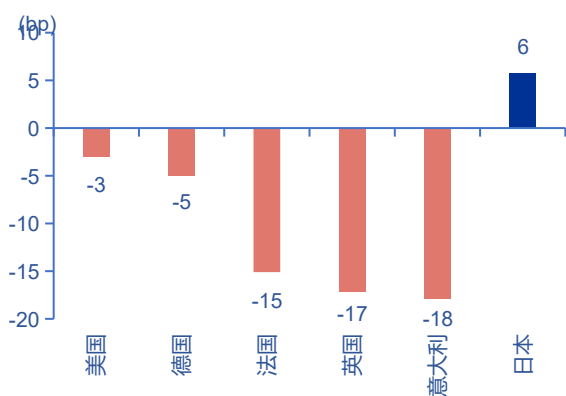
图表 27：当周，恒生行业方面多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

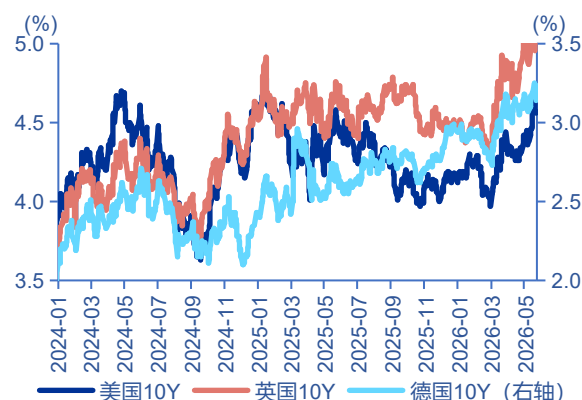
当周，发达国家 10 年期国债收益率多数下行。意大利 10 年期国债收益率下行 17.9bp 至 3.78%，英国 10 年期国债收益率下行 17.1bp 至 4.96%，法国 10 年期国债收益率下行 15.1bp 至 3.82%，德国 10 年期国债收益率下行 5.0bp 至 3.14%，美国 10 年期国债收益率下行 3.0bp 至 4.56%，日本 10 年期国债收益率上行 5.7bp 至 2.75%。

图表 28：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 29：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势

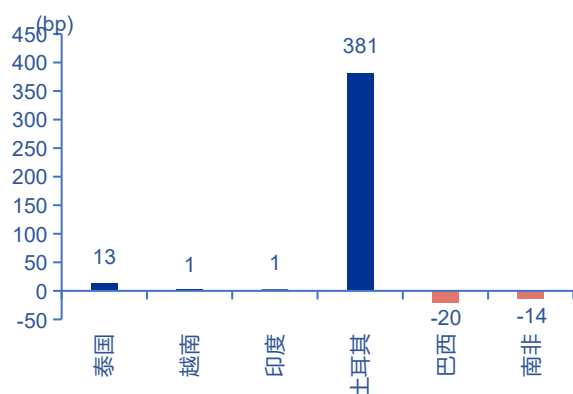


资料来源：Wind，申万宏源研究

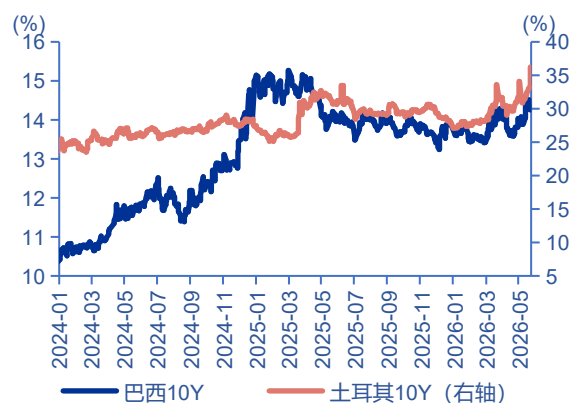
当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。泰国上行 13.3bp 至 2.38%，越南上行 0.9bp 至 4.38%，印度上行 1.2bp 至 7.09%，土耳其上行 381bp 至 36.23%；巴西下行 20bp 至 14.26%，南非下行 13.5bp 至 8.68%。

图表：当周，新兴市场 Y 国债收益率多数上行

图表：当周，巴西、土耳其 Y 收益率走势



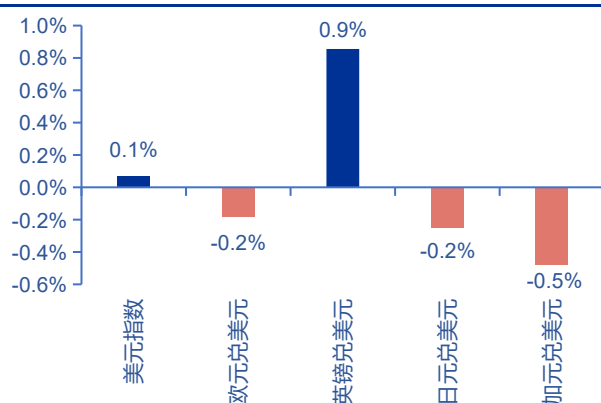
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

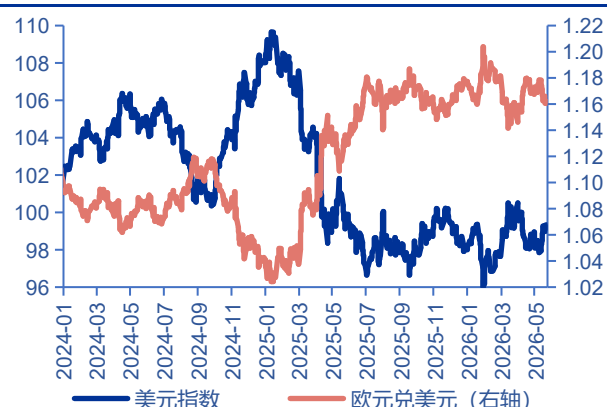
当周, 美元指数上涨, 其他货币兑美元多数下跌。美元指数上涨至 99.34, 欧元兑美元贬值 0.2%, 英镑兑美元升值 0.9%, 日元兑美元贬值 0.2%, 加元兑美元贬值 0.5%。主要新兴市场货币兑美元涨跌互现, 巴西雷亚尔兑美元升值 0.6%, 菲律宾比索兑美元升值 0.1%, 墨西哥比索兑美元升值 0.1%; 韩国兑美元贬值 1.4%, 印尼卢比兑美元贬值 1.4%, 土耳其里拉兑美元贬值 0.6%, 埃及镑兑美元与上周持平。

图表 32: 美元指数上涨, 其他货币兑美元多数下跌



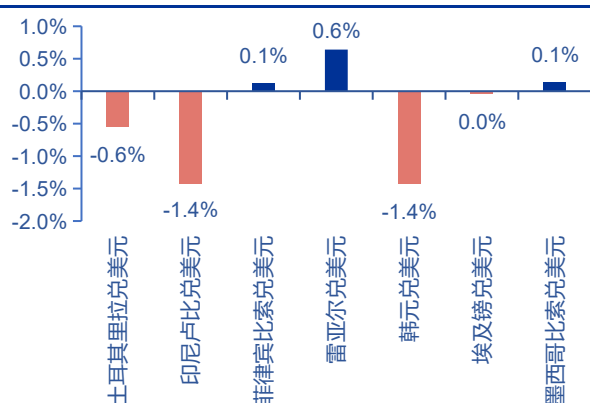
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 33: 当周, 欧元兑美元走势



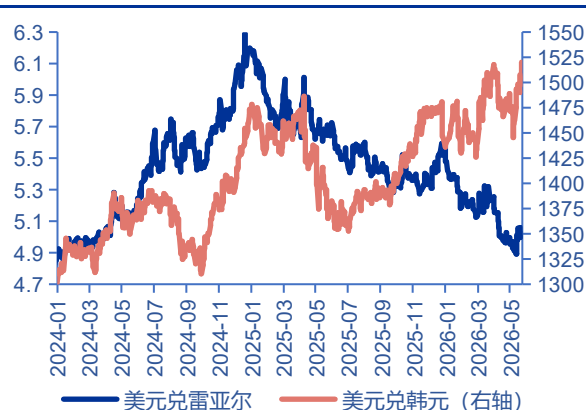
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 34: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌互现



资料来源: Wind, 申万宏源研究

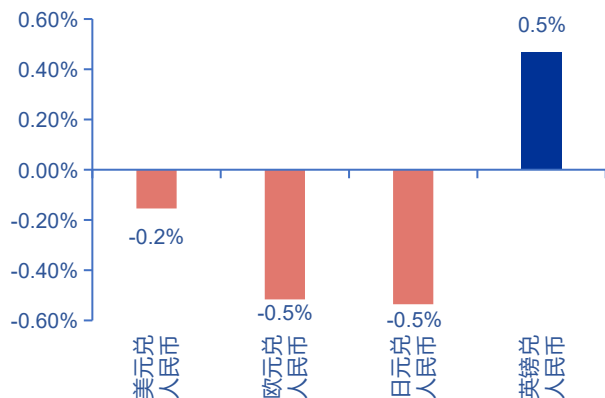
图表 35: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

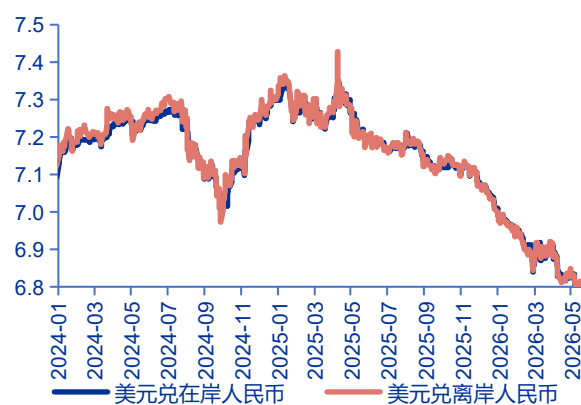
当周,人民币兑美元升值。美元兑在岸、离岸人民币汇率分别变动至 6.79 和 6.80,欧元兑人民币贬值 0.5%,日元兑人民币贬值 0.5%,英镑兑人民币升值 0.5%。

图表 36: 当周,美元兑离岸人民币贬值至 6.80



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 37: 当周,美元兑在岸人民币贬值至 6.79



资料来源: Wind, 申万宏源研究

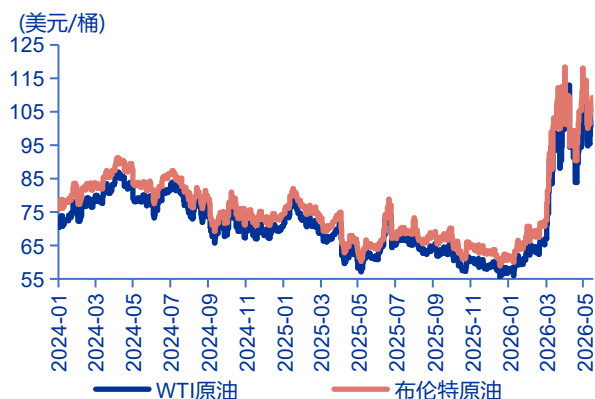
当周,大宗商品价格多数下跌。布伦特原油价格下跌 5.2%至 103.5 美元/桶,WTI 原油价格下跌 8.4%至 96.6 美元/桶,LME 镍价格上涨 1.0%至 18730 美元/吨,玻璃价格下跌 1.6%至 1020 元/吨,生猪价格上涨 3.7%至 11190 元/吨。

图表 38: 当周,大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2026-05-22	2026-05-15	2026-05-08	2026-05-01	2026-04-24
原油	WTI原油	-8.4%	10.5%	-6.4%	8.0%	12.6%
	布伦特原油	-5.2%	7.9%	-6.4%	2.7%	16.5%
贵金属	COMEX黄金	0.1%	-4.2%	2.5%	-2.3%	-2.4%
	COMEX银	0.0%	-5.9%	7.1%	-1.2%	-7.3%
有色	LME铜	0.0%	0.7%	4.1%	-2.4%	0.6%
	LME铝	1.8%	1.9%	-0.3%	-2.1%	-0.9%
	LME镍	1.0%	-2.7%	-1.6%	3.4%	1.1%
	LME锌	0.2%	3.3%	2.6%	-3.8%	0.8%
黑色	玻璃	-1.6%	-1.7%	-0.2%	-2.0%	0.1%
	焦煤	-5.1%	-4.7%	-0.1%	2.3%	2.7%
	沥青	1.2%	3.6%	-2.9%	6.1%	1.7%
	铁矿石	-2.2%	-0.6%	2.3%	1.2%	1.0%
	螺纹钢	-2.0%	-1.0%	1.5%	0.7%	1.9%
农产品	生猪	3.7%	-3.8%	-1.2%	-0.5%	1.1%
	棉花	-1.2%	-1.4%	-1.5%	2.2%	1.6%
	豆粕	0.4%	-0.8%	-0.6%	1.2%	0.9%
	豆油	0.8%	-0.6%	-1.4%	0.9%	0.7%

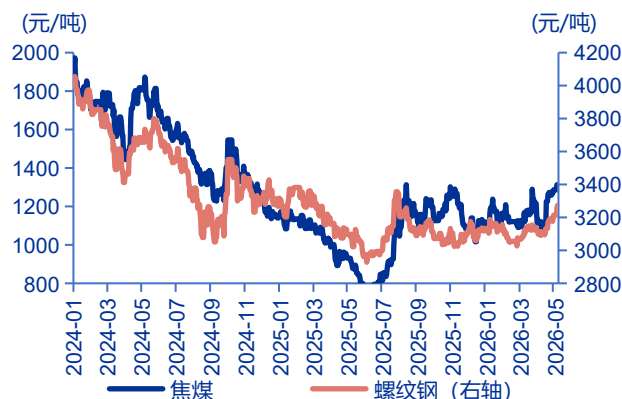
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 39：当周，WTI 原油、布伦特原油下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

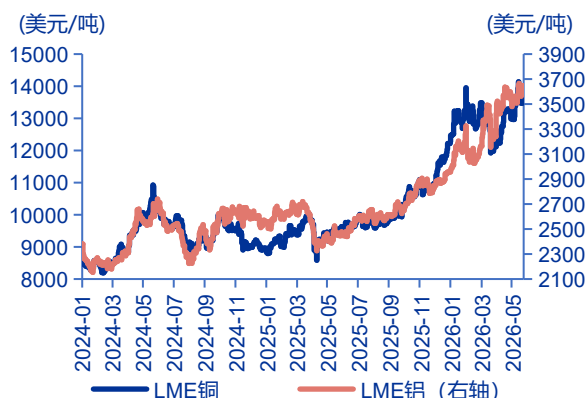
图表 40：当周，焦煤价格下跌、螺纹钢价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

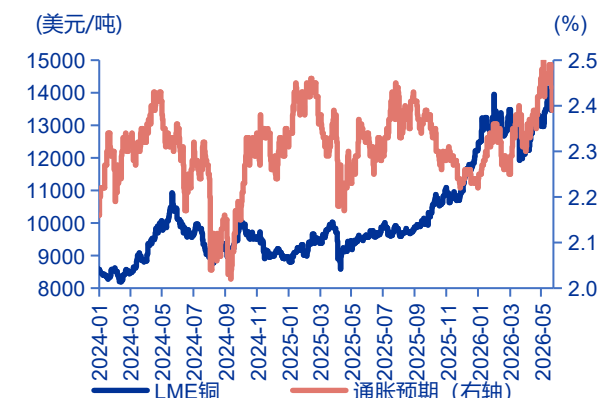
当周，有色金属价格上涨、贵金属价格悉数上涨。LME 铝上涨 1.8%至 3642 美元/吨，LME 铜上涨 0.03%至 13599 美元/吨；通胀预期下行 9bp 至 2.40%；COMEX 银价格上涨 0.05%至 76 美元/盎司，COMEX 金价格上涨 0.1%至 4530.30 美元/盎司；10Y 美债实际收益率上行 6bp 至 2.16%。

图表 41：当周，LME 铜、LME 铝价格上涨



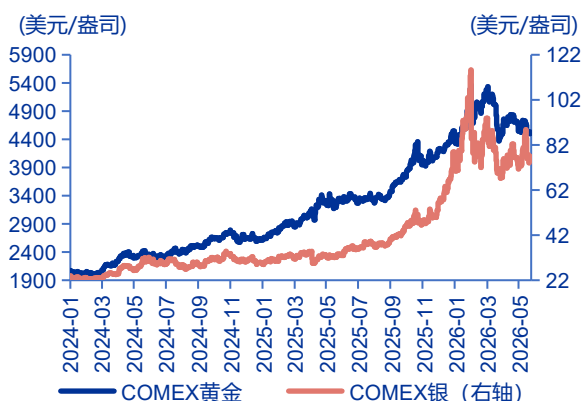
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 42：当周，通胀预期下行 9bp 至 2.40%



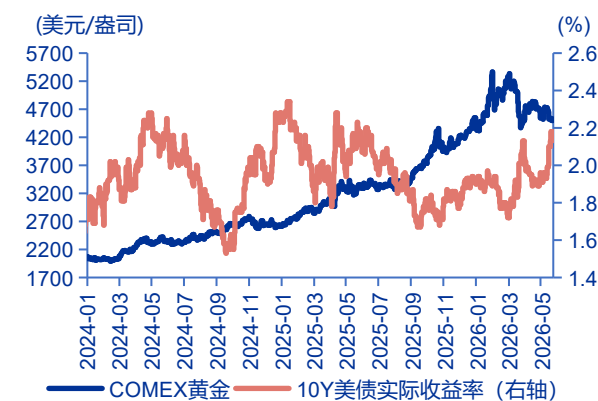
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 43：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 44：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.16%

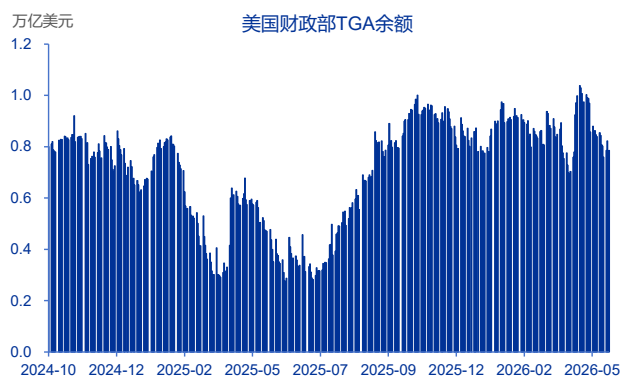


资料来源：Wind，申万宏源研究

(二) 美债：TGA 规模下降，美债净发行上升

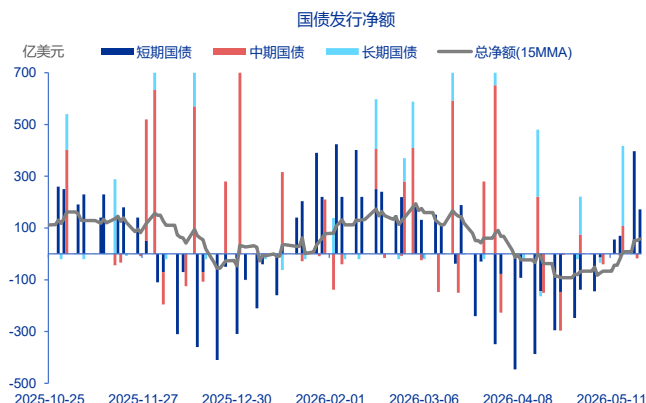
截至 2026 年 5 月 21 日，美国 TGA 余额降至 7859 亿美元，较上周下降；本周（2026 年 5 月 18 日-2026 年 5 月 21 日），短期国债赎回压力明显缓解，美债 15 日滚动净发行额最新升至 58 亿美元。

图表 45：美国 TGA 规模下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 46：美债净发行规模本周上升

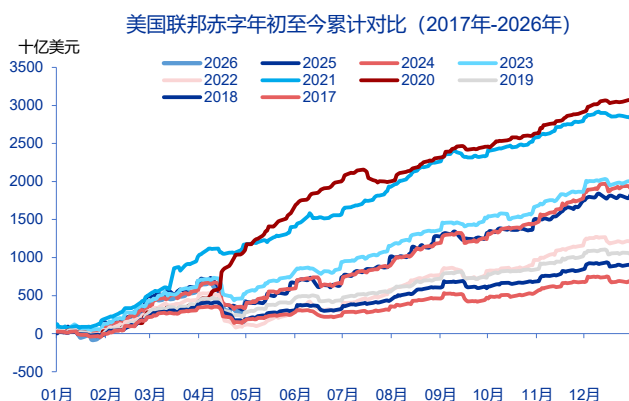


资料来源：CEIC，申万宏源研究

(三) 美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

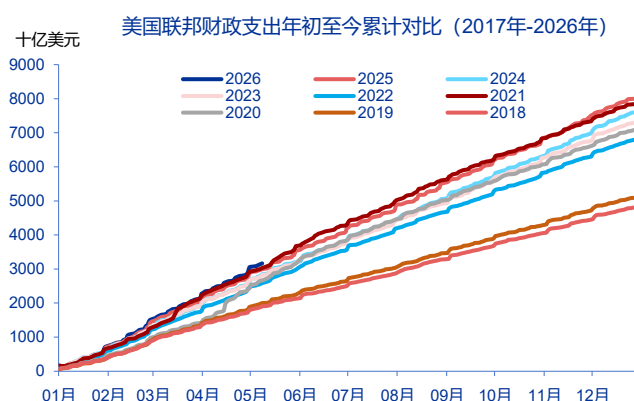
截至 2026 年 5 月 11 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 4153 亿美元，去年同期为 4125 亿美元；累计支出规模 31664 亿美元，去年同期 29963 亿美元；累计财政税收收入 20696 亿美元，去年同期 19839 亿美元；关税收入规模 1111 亿美元，去年同期 469 亿美元。

图表 47：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

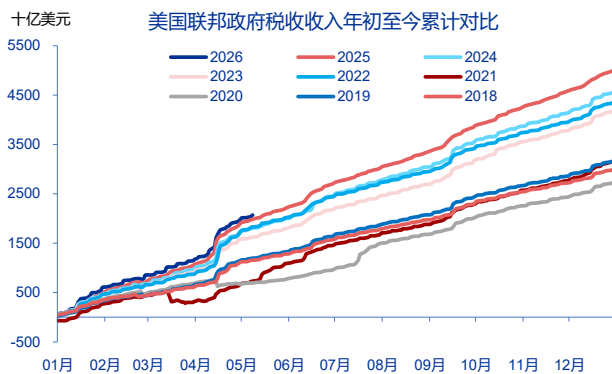
图表 48：今年财政支出高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

：美国 年财政收入高于去年同期

图表：美国 年关税收入大幅高于去年同期



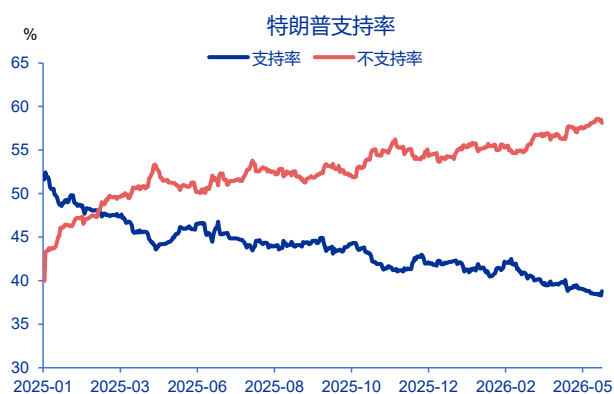
资料来源：美国财政部，申万宏源研究



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-19%

截至2026年5月22日，特朗普支持率39%，反对率58%，净支持率为-19%；国会层面，民主党支持率49%，共和党支持率42%，民主党领先7个百分点。特朗普移民政策净支持率-11%，经济政策净支持率-32%，贸易政策净支持率-26%，通胀政策净支持率-47%。截至5月21日，polymarket市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为48%，共和党为52%。

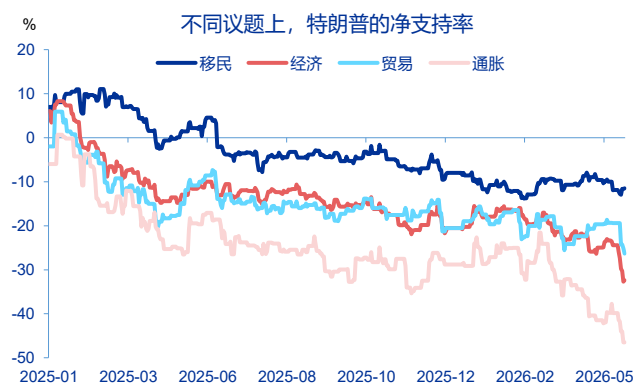
图表 51：特朗普总统职位支持率


资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

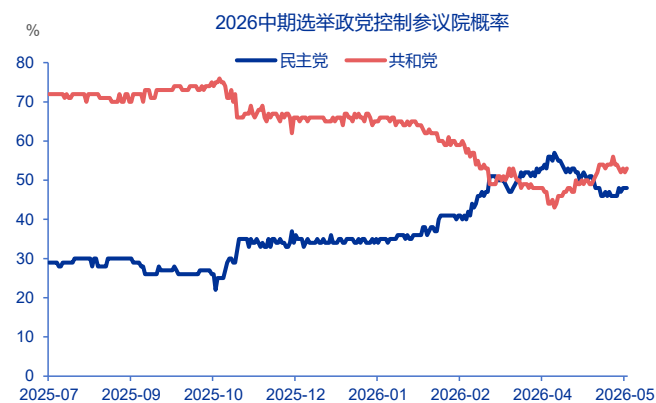
图表 52：国会支持率


资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 53：特朗普总统的净支持率
图表 54：polymarket 参议院概率



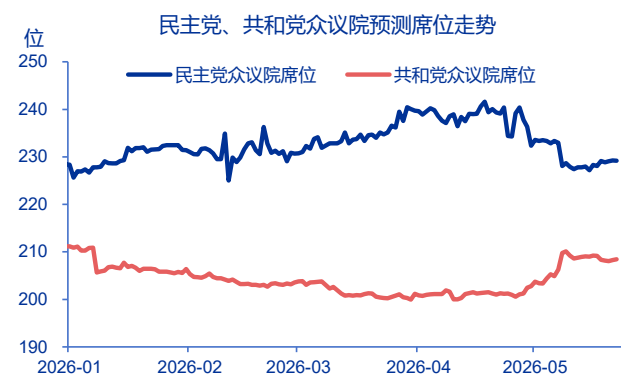
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 5 月 22 日，众议院方面，民主党预测席位为 229 位，共和党预测席位为 208 位，民主党领先 21 位；参议院方面，民主党预测席位为 50 位，共和党预测席位为 50 位。

图表 55：民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源：Kalshi、申万宏源研究

图表 56：民主党、共和党参议院预测席位走势

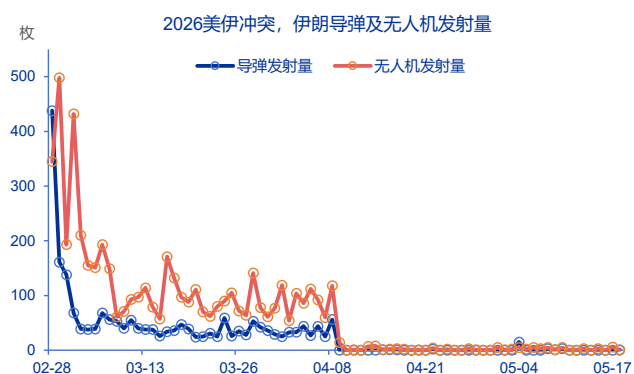


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

(五) 美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过

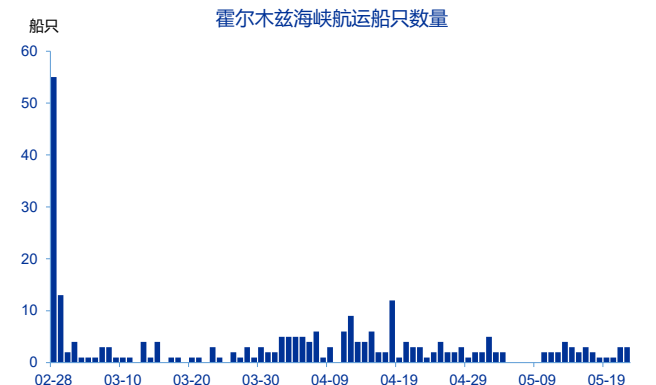
自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 5 月 18 日的 1 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 5 月 17 日的 6 架。霍尔木兹海峡油轮船只通过数量从 2 月 28 日的 55 艘降至 5 月 22 日的 3 艘。

图表 57：伊朗日度导弹与无人机发射量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 58：霍尔木兹海峡航运船只数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

(六) 美联储 FOMC 纪要：紧缩政策是可选项

4 月美联储 FOMC 会议纪要中，多数参与者明确指出，如果通胀持续高于 2% 目标（主要受中东冲突推高能源价格），进一步收紧政策（加息）可能变得合适。这比此前会议的讨论更强硬。同时，许多政策制定者本更倾向于从政策声明中直接删除“宽松倾向（Easing bias）”的表述。与会者普遍认为，通胀持续高企以及中东局势带来的高强度不确定性，可能导致美联储维持现行政策立场的时间需要比预期更长。

图表 59：美联储 FOMC 会议纪要重点对比

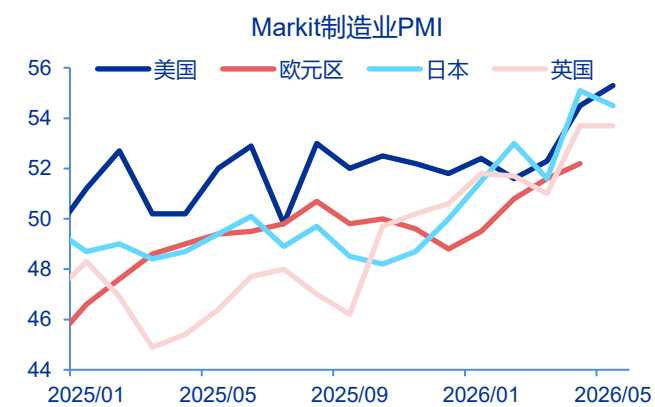
对比维度	4月 FOMC 纪要	3月 FOMC 纪要	边际变化
通胀判断	通胀仍处于 elevated 水平，绝大多数委员认为，通胀回落至 2% 的时间将显著晚于此前提前，核心商品通胀的粘性被重点提及。	通胀为 remains somewhat elevated，对回落节奏的担忧未形成共识。	通胀压力明显上修，通胀粘性成为政策核心约束。
利率路径	明确提及“若通胀持续高于 2%，可能需要进一步收紧政策”，部分委员提及“重新评估政策中性利率”。许多官员倾向移除声明中暗示宽松的措辞。	多数认为如果通胀按预期回落，未来降息可能合适；但也有部分委员认为若通胀维持高位，加息也可能合适。	从“降息仍可讨论”转向“加息尾部风险上升”。
地缘与供给冲击	几乎全体委员担忧中东冲突或将长期持续，即便战事结束，原油及大宗商品价格也可能长期居高。与会者普遍预期，关税对核心商品通胀的影响将在今年年内逐渐减弱。	中东局势主要被视为不确定性来源，多数委员认为仍需继续观察其对美国的影响。	地缘冲突从“不确定因素”升级为“通胀上行风险来源”。
就业市场	多数（most）委员认为劳动力市场趋于企稳，部分（several）委员认为就业增速偏低未必代表市场疲软，指出 AI 投资对就业的结构性支撑。	就业增长偏低，失业率变化不大；多数委员认为就业风险偏下行，低招聘环境下劳动力市场更易受冲击。	就业仍偏弱，但 4 月更强调通胀风险压过降息理由。
市场含义	最新纪要更偏鹰，显示多数委员对通胀粘性更担忧，年内降息预期进一步降温。部分交易开始定价加息可能性。	3 月纪要整体仍是“双向风险+等待数据”，降息预期虽推迟但未被完全否定。	4 月较 3 月明显转鹰，降息预期降温，加息尾部风险上升。

资料来源：美联储，申万宏源研究

(七) PMI：5 月美日英 Markit 服务业 PMI 回落

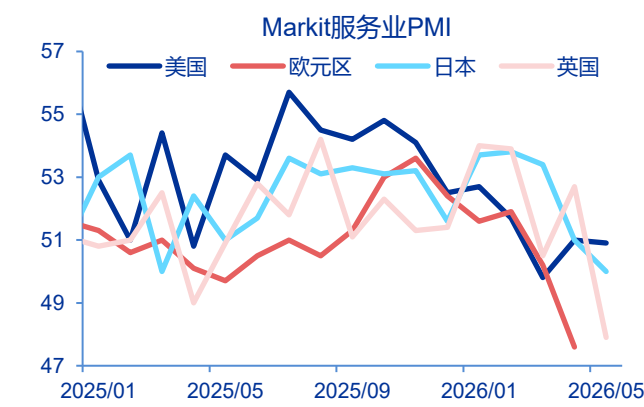
制造业方面，5 月美国 Markit 制造业 PMI 上升至 55.3，日本小幅回落至 54.5，前值 55.1，英国持平于 53.7，美国制造业景气程度更强；服务业方面，5 月美日英 Markit 服务业 PMI 分别回落至 50.9、50、47.9，或对应油价冲击。

图表 60：5 月美国 Markit 制造业 PMI 继续上行



资料来源：Wind、申万宏源研究

图表 61：5 月美日英 Markit 服务业 PMI 回落

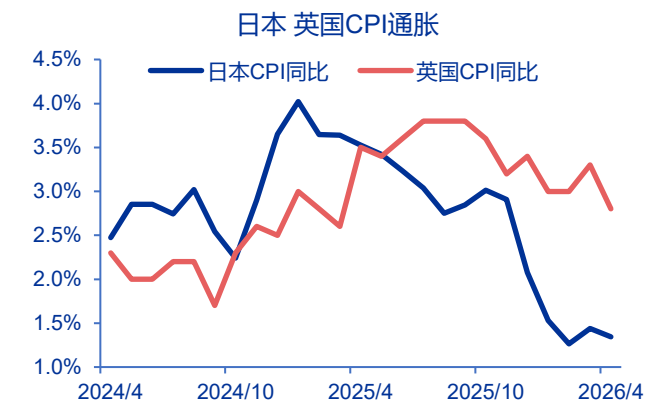


资料来源：Wind、申万宏源研究

(八) 通胀：4 月日本、英国 CPI 通胀弱于预期

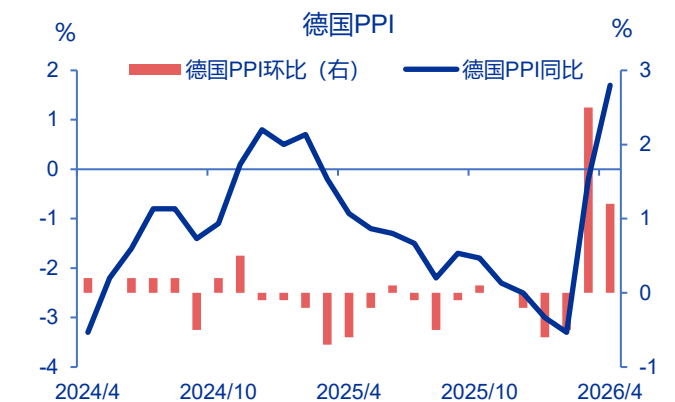
CPI 方面，本周公布的 4 月日本、英国 CPI 分别为 1.4%、2.8%，均较前值回落，亦分别低于市场 1.6%、3.0% 的预期。日本 CPI 环比中，核心服务是最大拖累（私立高中教育费用免费化），英国 CPI 主要得益于能源价格上限生效；PPI 方面，德国月 PPI 同比 1.7%，环比 1.2%，显示上游价格压力明显上升，或抑制德国工业产出。

图表 62: 4 月, 日本、英国 CPI 同比均回落



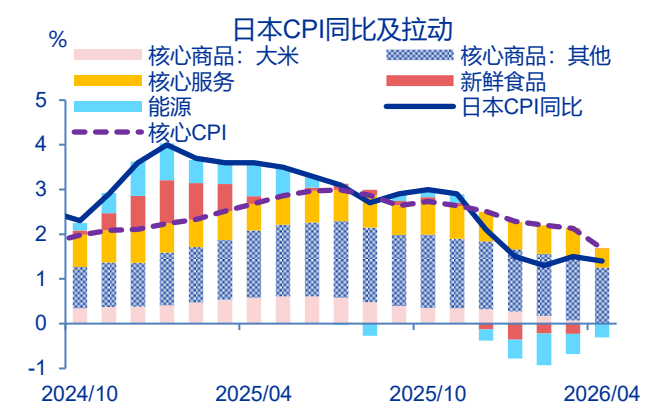
资料来源: Wind、申万宏源研究

图表 63: 德国 4 月 PPI 同比 1.7%



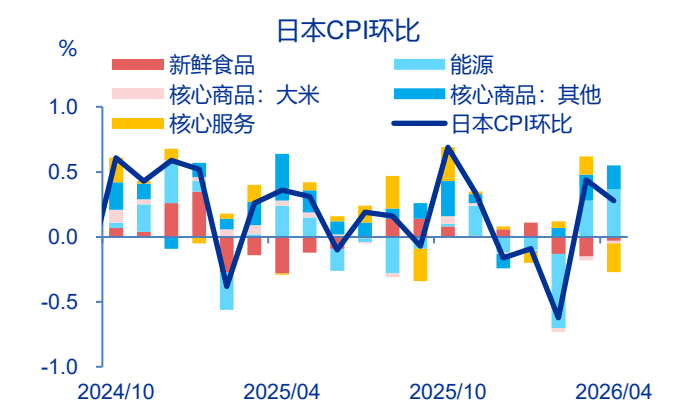
资料来源: Wind、申万宏源研究

图表 64: 日本 4 月 CPI 同比 1.4%



资料来源: Wind、申万宏源研究

图表 65: 日本 4 月 CPI 环比 0.3%

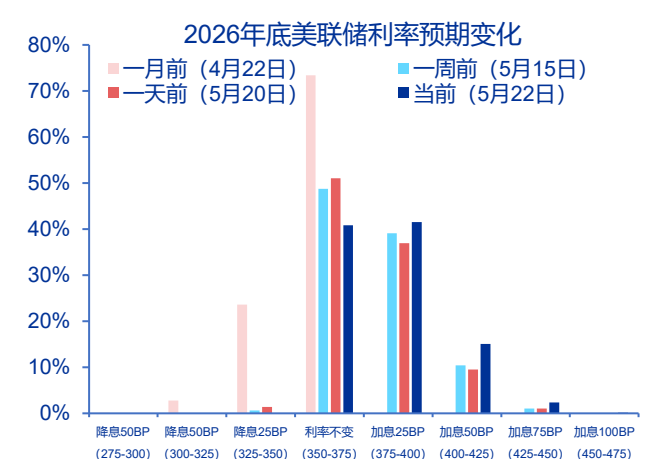


资料来源: Wind、申万宏源研究

(九) 海外央行: 沃什就任美联储主席

本周, 芝商所数据显示, 2026 年美联储维持利率不变及降息概率大幅下降, 加息概率整体升高。近期美联储官员表态持续释放抗通胀信号, 加息是可选项, 整体观点偏鹰。

图表 66: 本周, 美联储维持利率不变概率下降



来源: 芝商所 (CME), 申万宏源研究

图表 67: 市场预期欧央行在 6 月加息(5 月 22 日)

欧央行会议	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
11-Jun-26	11.0%	89.0%			
23-Jul-26	6.8%	59.4%	33.8%		
10-Sep-26	2.0%	22.1%	52.0%	24.0%	
29-Oct-26	1.3%	15.2%	41.8%	33.5%	8.2%

资料来源: 欧央行观察(ECB Watch), 申万宏源研究

图表 68：市场预期美联储 2026 年底加息一次 (BP，截止 5 月 22 日)

FOMC会议	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.0%	97.2%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	86.8%	12.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	65.3%	31.2%	3.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	56.7%	35.7%	7.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	40.8%	41.6%	15.1%	2.4%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	34.3%	41.4%	19.3%	4.4%	0.5%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	25.7%	39.6%	24.9%	8.2%	1.5%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.0%	22.4%	37.8%	26.8%	10.3%	2.3%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.0%	22.2%	37.7%	26.9%	10.5%	2.4%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.0%	21.9%	37.5%	27.0%	10.6%	2.5%	0.4%
2027/9/15	0.0%	1.9%	23.3%	36.6%	25.6%	9.9%	2.3%	0.3%
2027/10/27	0.8%	10.5%	28.6%	32.2%	19.3%	6.9%	1.5%	0.2%
2027/12/8	0.7%	9.5%	26.7%	31.8%	20.7%	8.2%	2.1%	0.4%

资料来源：芝商所 (CME)，申万宏源研究

图表 69：联储官员倾向 (截止 5 月 22 日)

	鸽派	中性	鹰派
主席	沃什 (2040)		
理事	沃勒 (2030) 鲍曼 (2034)	鲍威尔 (2028) 杰斐逊 (2036) 库克 (2038)	巴尔 (2032)
2026 行长	威廉姆斯 (纽约, '26) 保尔森 (费城, '26)	柯林斯 (波士顿, '28) 戴利 (旧金山, '27) 维纳布尔 (亚特兰大, '27) 古尔斯比 (芝加哥, '27) 巴尔金 (里士满, '27)	穆塞勒姆 (圣路易斯, '28) 洛根 (达拉斯, '26) 哈马克 (克利夫兰, '26) 卡什卡利 (明尼阿波利斯, '26) 施密德 (堪萨斯城, '28)

资料来源：InTouch Capital Markets (ITC 市场)，申万宏源研究

注：灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员，理事人名后年份表示任期，行长人名后为投票权年份

图表 70：本周联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
古尔斯比 (Austan Goolsbee)	芝加哥联储主席	×	5月19日	如果降息太多，可能会面临更高的通胀。对沃什即将出任美联储主席感到兴奋。美国通胀太高。劳动力市场稳定。	鹰
保尔森 (Anna Paulson)	费城联储主席	√	5月20日	倾向于保持利率稳定，并将降低借贷成本的前置条件设定为抗通胀必须取得持续性的进展。目前劳动力市场依然保持稳定，但通胀率依然过高。只有当看到通胀下降取得持续进展时，降息才会变得合适。美联储未来的政策路径在很大程度上取决于这场战争对石油及其他商品供应的扰动会持续多久。如果冲突能尽快解决，通胀及通胀风险可能会相对迅速地消退。不过，投资者开始考虑可能需要加息的情景是“健康”的。	鹰
沃勒 (Christopher Waller)	理事	√	5月22日	除加息的可能。劳动力市场正在企稳，失业率低且稳定。4月份消费者价格上涨的范围令人担忧。目前的立场是短期内维持利率稳定。不认为美联储近期应考虑加息。美联储下一步降息的可能性并不比加息更大。如果通胀在短期内无法重新进入减速轨道，他不会排除未来继续加息的可能性。一旦发现公众或市场的长期通胀预期开始出现“失去锚定 (Unanchored)”的迹象，他将毫不犹豫地支持提高联邦基金利率的目标区间。美债收益率上涨可能有助于抑制美国通胀。我们无法重返2008年那样小的资产负债表规模。可能会缩表3000亿-5000亿美元。	鹰
沃什 (Kevin Warsh)	主席	√	5月23日	重新担任美国担任公职，是我一生的荣幸。未来数年，(我)能给美国带来无与伦比的繁荣。凭借独立性和决心，能够压低美国的通胀率。我将领导一个以改革为导向的美联储。	中性

资料来源：美联储、申万宏源研究

(十) 高频：失业金申领人数低于市场预期

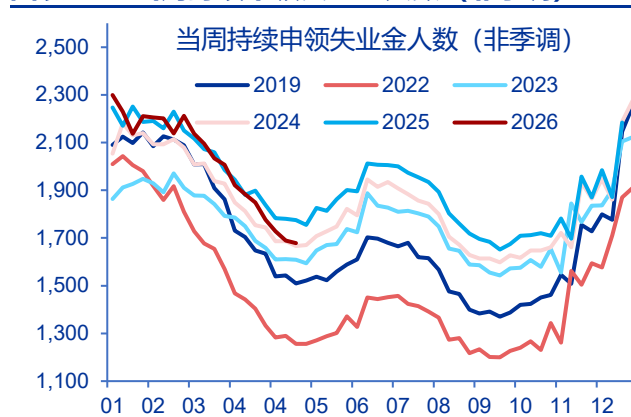
截止 5 月 16 日当周，美国失业金初申领人数 20.9 万人，低于市场 21 万人的预期。截止 5 月 9 日当周，续请失业金人数 178.2 万人，低于市场 178.6 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 71：当周初申领失业金人数（非季调）



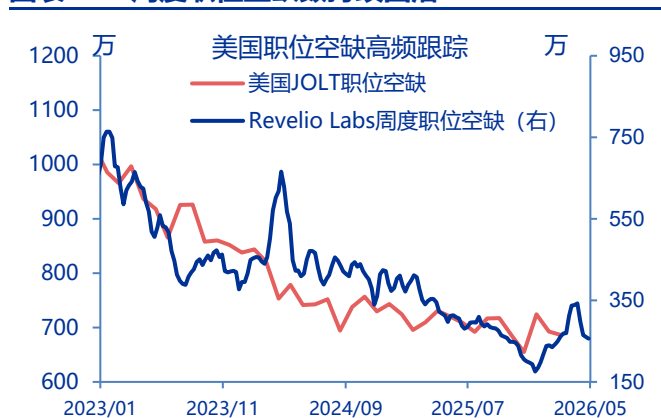
资料来源：CEIC、申万宏源研究 注：单位为千人

图表 72：当周持续申领失业金人数（非季调）



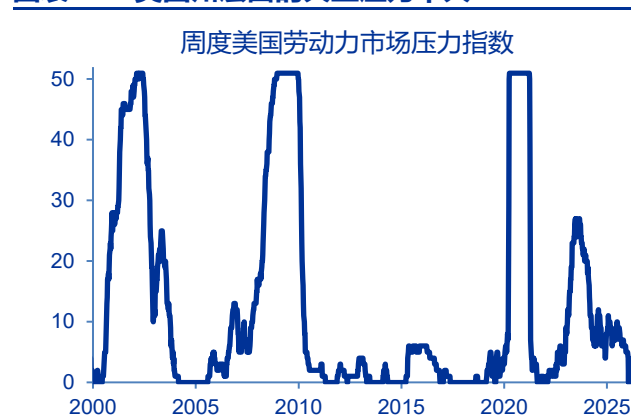
资料来源：CEIC、申万宏源研究 注：单位为千人

图表 73：周度职位空缺数持续回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

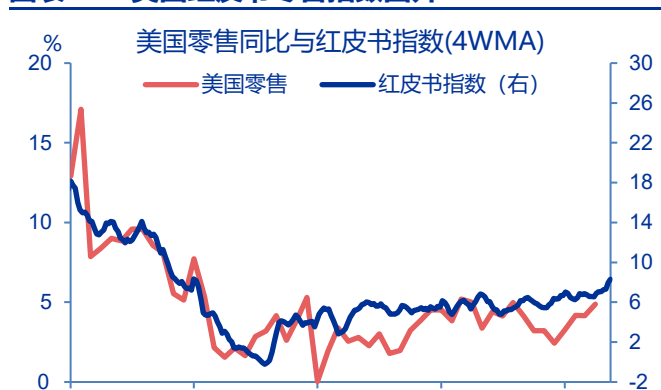
图表 74：美国州层面的失业压力不大



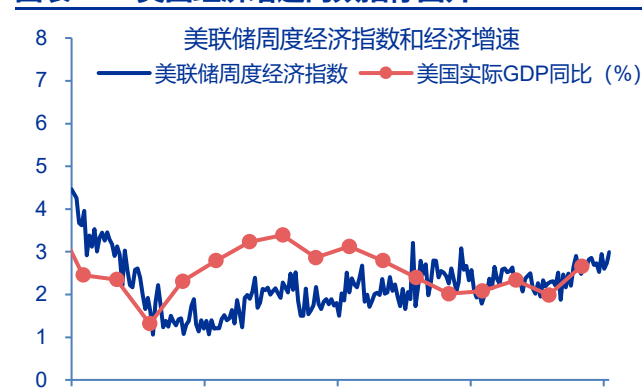
资料来源：美联储、申万宏源研究

注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 75：美国红皮书零售指数回升



图表 76：美国经济增速高频指标回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 4 月 PCE 指数

图表 77：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
5月	25	26	27 9:30 CN 4月工业企业利润	28 20:30 US 4月PCE物价指数	29	30	31 9:30 CN 5月中采PMI
月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
6月	1 22:00 US 5月ISM制造业PMI	2 22:00 US 4月JOLTs职位空缺	3 20:15 US 美国5月ADP就业 22:00 US 5月ISM非制造业PMI	4	5 20:30 US 5月非农就业	6	7

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

- 1、**地缘政治冲突升级**。美伊冲突尚未终结，地缘政治冲突可能加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、**美国经济放缓超预期**。关注美国就业、消费走弱风险。
- 3、**美联储超预期转“鹰”**。若美国通胀展现出更大韧性，可能会影响美联储未来降息节奏。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。