仅供内部参考，请勿外传

宏观研究

世界经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

“美国中选”系列

2026 年 06 月 28 日

美伊局势的下一步？

——“美国中选”系列之五

美伊冲突走向阶段性停火，但这未必意味着特朗普的外部施压就此收敛。理解特朗普地缘政策，需要先理解其权力运作机制：高冲突、高争议的外部议题是特朗普"竞选式执政"的核心工具。

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

lixy@swsresearch.com

联系人

赵宇 A0230524080007

zhaoyu2@swsresearch.com

一、热点思考：美伊局势的下一步？

（一）美国政策逻辑：特朗普“竞选式执政”框架

特朗普地缘政策的执行逻辑，是一套“竞选式执政”的运作机制。其核心是执政本身按照竞选逻辑运作：动员核心选民—强化党内控制—巩固总统权力—再动员。核心选民是特朗普权力循环的起点，也是其较以往总统的优势。MAGA 共和党选民对特朗普总统表现认可度达 93%。

借助核心选民，特朗普可直接影响共和党成员的政治生涯，提高党内控制力，巩固并延长自身权力。71%的共和党人愿意支持特朗普背书的共和党议员；敌视特朗普的共和党议员，连任概率仅 19%。共和党议员在这种阴影下不得不向特朗普靠拢，89%的共和党议员投票与特朗普保持完全一致。

为了维持权力循环，特朗普需要高度重视核心选民的意见，不断发起新的议题。MAGA 选民对特朗普的支持并非单纯来自绩效，也来自持续的身份认同感、阵营对抗。核心选民需要持续的可识别的胜利，如果一个议题长期停留在技术谈判、执行等细节，则可能难以继续提供政治刺激。

（二）美伊局势展望：短期风险或缓和，中期可能存在反复，结局或走向烂尾

短期看，美伊协议的签署，使特朗普完成了一次权力循环的运作过程，地缘风险或有所缓和。一方面，协议提供了可展示的成果，“胜利”叙事形成，美国官方强调协议来自“决定性的美国力量”；另一方面，特朗普仍然可能维持强硬。若被理解为美国退让，可能削弱特朗普的动员效果。

中期看，协议执行环节仍可能出现反复，这或与特朗普权力循环的运行方式有关。其一，执行环节充满技术细节，选民动员效率天然被削弱；另一方面，政策反复本身也是特朗普的可用工具。通过控制节奏，美国可持续制造新叙事素材，并在需要时重新抬高施压力度。

长期而言，随着动员价值的减弱，美伊终局可能逐步走向低烈度对抗、半执行协议的均衡状态。首先，核心选民的支持也存在边界，对冲突的支持率已从 3 月的 88%降至 5 月的 52%。其次，协议长期执行的难度也可能高于签署本身，伊朗议题的边际成本可能逐渐超过边际政治收益。

（三）未来政策方向：特朗普仍可能继续寻找新的外部议题

下半年，特朗普可能不会回到纯国内经济议题上。首先，国内经济政策的政治回报周期更长，短期难以形成可感知的政绩；其次，特朗普并不需要彻底解决地缘问题，只需提供可传播的阶段性成果，便能够在短期内传递正向信号；再次，外部安全与边境议题更符合共和党的优势议题。

伊朗议题之外，特朗普政府仍可能制造新的外部地缘矛盾。地缘议题的共同特征是高展示度、便于分阶段执行、敌我状态明确，从而服务于特朗普的政治动员，可能包括：新一轮关税措施，新全球 301 关税已处于执行前夜；拉美安全议题；朝核议题；北极、格陵兰议题；俄乌议题等。

地缘冲击或长期化，外部地缘议题可能并非临时插曲。中期选举后，美国国会分裂概率较大，立法推进难度可能上升。相比之下，总统在军事、外交、安全上有较大自主权，美国政府有更强的动力将政策重心向这些领域倾斜。地缘政策引发的供给冲击将可能作为常态化变量长期存在。

二、大类资产&海外事件&数据：科技股抛售潮蔓延，全球股市多数下跌

科技股抛售潮蔓延，全球股市多数下跌。当周，标普 500 下跌 2.0%；10Y 美债收益率下行 8bp；美元指数上涨至 101.36，离岸人民币升至 6.8048；布油价格下跌 10.6%至 72.0 美元/桶，COMEX 金价格下跌 3.4%，COMEX 银价格下跌 10.7%。

美国 6 月 Markit 制造业 PMI 上升，5 月 PCE 通胀环比 0.4%。6 月美国、日本 Markit 制造业 PMI 分别升至 55.7、54.9，欧元区、英国分别回落至 51.3、53.1；6 月美欧日 Markit 服务业 PMI 分别升至 51.3、48.9、51.8，而英国回落至 48.7；5 月 PCE 通胀环比 0.4%，弱于预期。

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：美伊局势的下一步？ 6
（一）美国政策逻辑：特朗普“竞选式执政”框架 6
（二）美伊局势展望：短期或缓和，中期或反复，结局或走向烂尾 .7
（三）未来地缘方向：特朗普仍可能寻找新的外部议题 9
二、大类资产&海外事件&数据： 10
（一）大类资产：科技股抛售潮蔓延，全球股市多数下跌 10
（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降 16
（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 16
（四）中期选举：特朗普净支持率-18% 17
（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过 18
（六）海外央行：市场对美联储年内加息 25BP 预期强化 19
（七）PMI：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 升至 55.7 21
（八）PCE：美国 5 月 PCE 通胀环比 0.4% 21
（九）高频：首申失业金人数低于市场预期 22
三、全球宏观日历：关注美国 6 月非农就业数据 23
风险提示 23

图表目录

图表 1：特朗普地缘政策的运行框架.....6
图表 2：特朗普 2.0 承诺整体兑现率仅 20%.....6
图表 3：共和党中，MAGA 选民占比达到 72%.....7
图表 4：支持特朗普的共和党议员连任概率可达 98%.....7
图表 5：89%的共和党议员投票与特朗普保持一致.....7
图表 6：特朗普对共和党的控制逐步加强.....7
图表 7：美伊协议后，海峡航运有所恢复.....8
图表 8：MAGA 选民认可特朗普对伊朗谈判的处理.....8
图表 9：伊朗浓缩铀库存上升.....8
图表 10：特朗普 TACO 本身也是其工具之一.....8
图表 11：核心选民对美伊冲突支持率下降.....9
图表 12：核心选民对派遣地面部队的支持率较低.....9
图表 13：特朗普在通胀领域的兑现率较差.....9
图表 14：共和党在地缘、边境议题上优势更大.....9
图表 15：美国关税收入已明显降低.....10
图表 16：未来关税收入可能出现缺口.....10
图表 17：2026 年中期选举，民主党有望控制众议院.....10
图表 18：中选若失利，重大法案通过概率或下降.....10
图表 19：当周，发达市场股指多数下跌.....11
图表 20：当周，新兴市场股指多数下跌.....11
图表 21：当周，美国标普 500 行业多数上涨.....11
图表 22：当周，欧元区行业多数下跌.....11
图表 23：当周，恒生指数悉数下跌.....11
图表 24：当周，行业方面悉数下跌.....11
图表 25：当周，发达国家 10Y 国债收益率悉数下跌.....12
图表 26：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势.....12
图表 27：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数下跌.....12
图表 28：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势.....12
图表 ：美元指数上涨，其他货币兑美元悉数下跌.....

图表 30：当周，欧元兑美元走势 13
图表 31：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌 13
图表 32：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势 13
图表 33：当周，美元兑人民币上涨至 6.7997 14
图表 34：当周，美元兑在岸人民币上涨至 6.8048 14
图表 35：当周，大宗商品价格多数下跌 14
图表 36：当周，WTI 原油、布伦特原油下跌 15
图表 37：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌 15
图表 38：当周，LME 铜、LME 铝价格下跌 15
图表 39：当周，通胀预期下行 5bp 至 2.20% 15
图表 40：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌 15
图表 41：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.18% 15
图表 42：美国 TGA 规模下降 16
图表 43：美债净发行规模本周下降 16
图表 44：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平 16
图表 45：今年财政支出高于去年同期水平 16
图表 46：美国 2026 年财政收入高于去年同期 17
图表 47：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期 17
图表 48：特朗普总统职位支持率 17
图表 49：国会支持率 17
图表 50：特朗普总统的净支持率 17
图表 51：polymarket 参议院概率 17
图表 52：民主党、共和党众议院预测席位走势 18
图表 53：民主党、共和党参议院预测席位走势 18
图表 54：伊朗日度导弹与无人机发射量 18
图表 55：霍尔木兹海峡航运船只数量 18
图表 56：本周，美联储远期高利率概率有所回落 19
图表 57：市场预期欧央行在 9 月再加息(6 月 26 日) 19
图表 58：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 6 月 26 日） 19
图表 59：联储官员倾向（截止 6 月 26 日） 19
图表：本周美联储官员发言 .....

图表 61：本周欧央行官员发言 20
图表 62：美联储点阵图及市场预期（截止 6 月 26 日） 21
图表 63：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 升至 55.7 21
图表 64：6 月美国服务业 PMI 反弹 21
图表 65：美国 5 月居民实际可支配收入环比 0.3% 22
图表 66：美国 5 月 PCE 通胀环比 0.4% 22
图表 67：当周初申领失业金人数（非季调） 22
图表 68：当周持续申领失业金人数（非季调） 22
图表 69：周度职位空缺数持续回落 22
图表 70：美国州层面的失业压力不大 22
图表 71：美国红皮书零售指数回升 23
图表 72：美国经济增速高频指标回落 23
图表 73：全球主要宏观经济数据日历 23

美伊冲突走向阶段性停火，但这未必意味着特朗普的外部施压就此收敛。理解特朗普地缘政策，需要先理解其权力运作机制：高冲突、高争议的外部议题是特朗普“竞选式执政”的核心工具。

一、热点思考：美伊局势的下一步？

（一）美国政策逻辑：特朗普“竞选式执政”框架

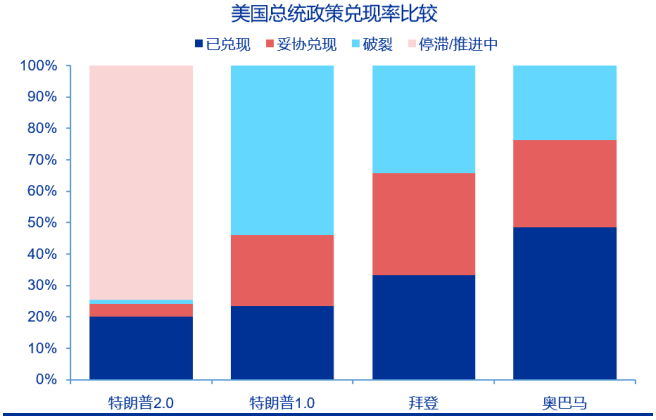
理解特朗普的地缘政策逻辑，可以从其权力运作机制出发。重返白宫以来，特朗普持续制造高冲突、高争议的议题，从关税到地缘冲突，特朗普政策频繁切换，在工具上高度行政化，在执行上反复摇摆，在结果上仅兑现了 20%的承诺，对增长构成冲击的同时也制造了通胀压力，表现出兑现率偏低但动员效率较高的特点。这些反常政策现象的背后，是一套“竞选式执政[1]”的运作机制，其核心是执政本身按照竞选逻辑运作：动员核心选民—强化党内控制—巩固总统权力—再动员。在这个循环中，地缘等政策既是施政工具，也是动员 MAGA 选民和维系党内治理的资源。核心选民是特朗普权力循环的起点，也是其较以往总统的优势。根据 2026 年 5 月的民调数据，MAGA 共和党选民对特朗普总统表现认可度达 93%，72%的共和党人对 MAGA 运动持正面态度。特朗普并不需要在全国范围内获得普遍支持，只要能够持续维持共和党核心选民的支持，就可以维系权力运作，并且可延续至总统任期结束之后。

图表 1：特朗普地缘政策的运行框架



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 2：特朗普 2.0 承诺整体兑现率仅 20%

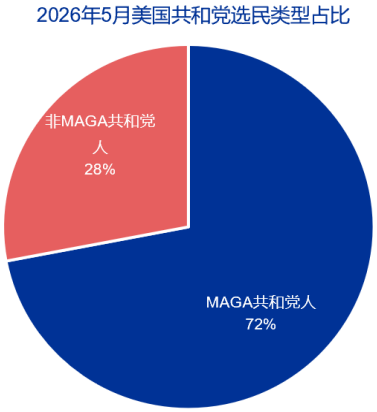


资料来源：彭博，申万宏源研究

借助核心选民的支持，特朗普可以直接影响共和党成员的政治生涯，提高党内控制力，巩固并延长自身权力。核心选民对特朗普的认可，可以直接转化为投票行为。根据 2026 年的数据，71%的共和党人愿意支持特朗普背书的共和党议员，MAGA 共和党人中这一比例达到 87%。如果特朗普反对某位现任共和党人，MAGA 共和党人中仅 9%仍会支持该现任议员。这导致共和党成员的竞选、资源、晋升等机会越来越与对特朗普的忠诚度挂钩。共和党议员在这种影响下也向特朗普靠拢。2026 年，在特朗普明确立场的议题上，89%的共和党国会议员投票与特朗普保持完全一致；参议院 53 名共和党参议员中，93%的投票与特朗普一致。这一数据表明，总统权力已得到强化，即便未来卸任，特朗普对共和党的影响仍然可能得到延续。

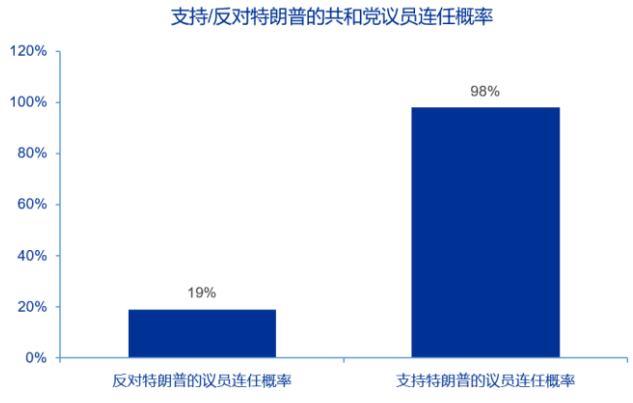
竞选式执政，指美国政治学中的 campaign-style governance 或 permanent campaign，指特朗普没有按照传统总统过渡期逻辑降低竞选动员强度，而是继续面向核心支持者，延续反精英、胜利叙事和群众集会政治

图表 3：共和党中，MAGA 选民占比达到 72%



资料来源：彭博，申万宏源研究

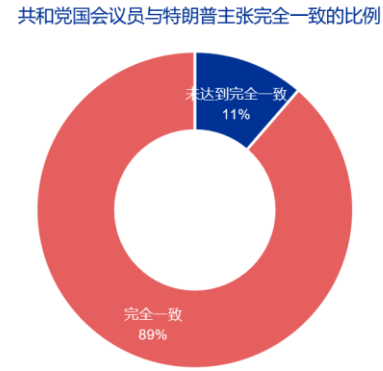
图表 4：支持特朗普的共和党议员连任概率可达 98%



资料来源：彭博，申万宏源研究

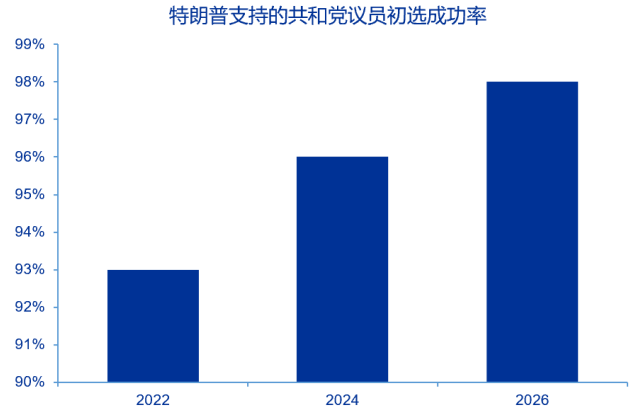
为了维持自身的权力循环，特朗普需要高度重视核心选民的意见，不断发起新的议题。核心选民的民意可直接影响特朗普对共和党的控制力，其权重高于全国总体民意。共和党核心选民的典型画像是：受教育程度偏低、男性、中老年群体、保守主义、反建制、反精英、党内占比更高、投票率更高。这类选民对特朗普的支持并不单纯来自经济绩效，也来自持续的 MAGA 身份认同感、阵营对抗。核心选民需要持续的可识别的胜利，如果一个议题长期停留在技术谈判、执行等细节，则可能难以继续提供政治刺激。随着旧议题进入执行阶段后，动员收益下降、政治成本可能上升，新议题则可能重新动员核心选民、提供新一轮的成果展示。新议题也可以规避旧议题的成本约束，避免过于依赖单一议题，变成负担。由此，特朗普需不断提供新的冲突对象、新的成果，使核心选民持续感受到政府仍在进攻、仍在代表其利益。

图表 5：89%的共和党议员投票与特朗普保持一致



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 6：特朗普对共和党的控制逐步加强



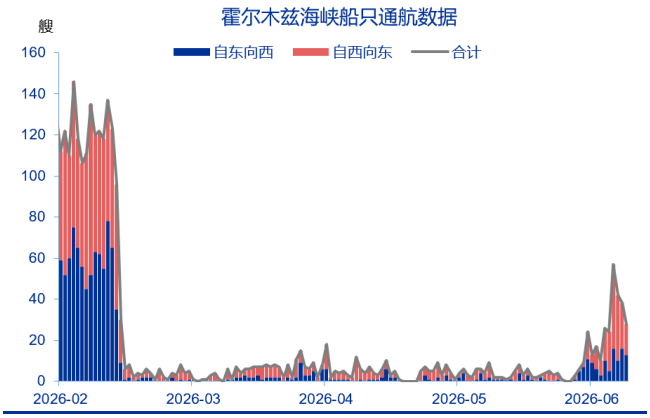
资料来源：彭博，申万宏源研究

（二）美伊局势展望：短期或缓和，中期或反复，结局或走向烂尾

短期看，美伊协议的签署，使特朗普完成了一次权力循环的运作过程。一方面，协议本身提供了可展示的成果，“胜利”叙事形成，地缘风险有所缓和，美国白宫官方将美伊协议定义为美国优先的实践，强调协议来自“决定性的美国力量”；特朗普称协议避免了长期战争，把协议与油价回落、汽油价格下降、降低通胀联系起来；另

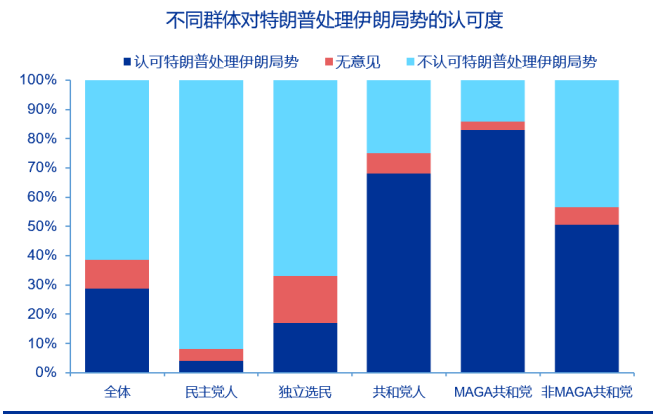
一方面，特朗普姿态上仍然可能维持强硬。即使特朗普需要控制油价，也必须维持协议来自美国施压的叙事。若协议被理解为美国退让，地缘降温反而可能削弱特朗普在共和党内部的政治优势。

图表 7：美伊协议后，海峡航运有所恢复



资料来源：彭博，申万宏源研究

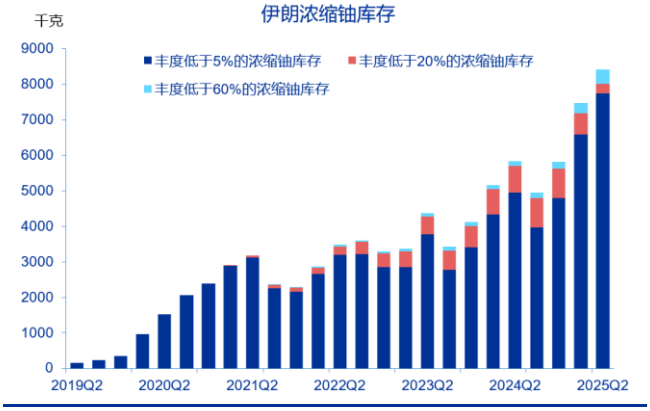
图表 8：MAGA 选民认可特朗普对伊朗谈判的处理



资料来源：彭博，申万宏源研究

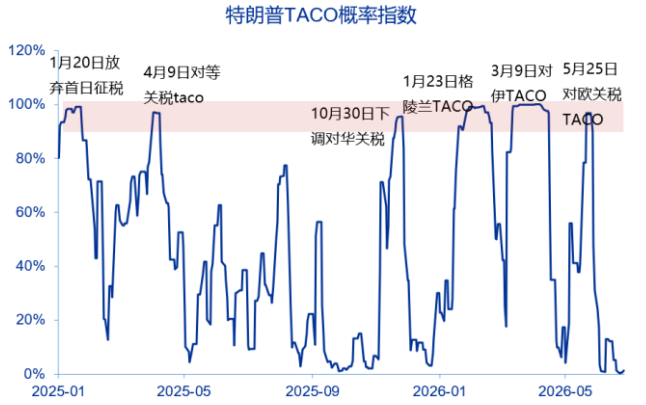
中期来看，协议执行环节仍可能出现反复，这或与特朗普权力循环的运行方式有关。美伊协议的签署，并未根本上解决地缘矛盾，其充当了前期政治动员的兑现点。核心选民获得美国施压有效的胜利信号，市场层面兑现了能源尾部风险下降，共和党成员也获得继续支持特朗普路线的政治理由。与此同时，决定协议能否推进的高成本议题仍然悬而未决：核查权限、浓缩铀处置、冻结资产等都存在不确定性。一方面，执行阶段天然会削弱动员效率，特朗普继续投入资源的动力可能降低；另一方面，政策反复本身也是特朗普的可用工具。通过控制反复的节奏，美国可以持续制造新叙事素材，并在政治需要时重新抬高施压力度。

图表 9：伊朗浓缩铀库存上升



资料来源：彭博，申万宏源研究

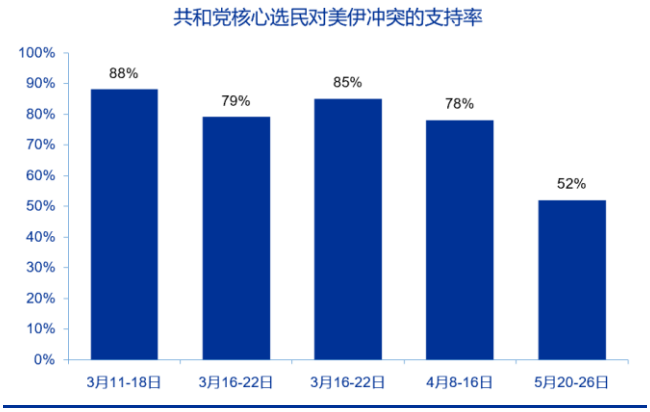
图表 10：特朗普 TACO 本身也是其工具之一



资料来源：彭博，申万宏源研究

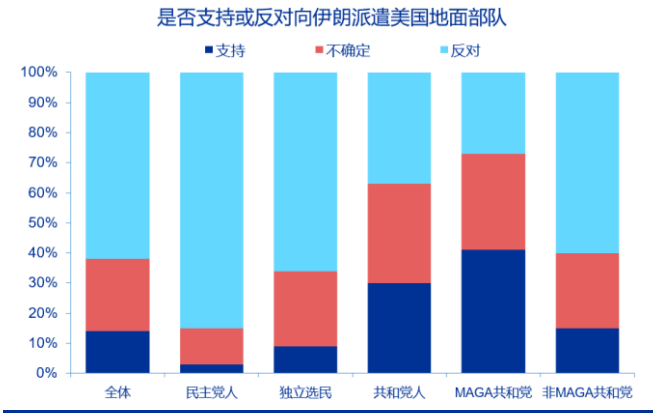
长期而言，随着动员价值的减弱，美伊终局更可能逐步收敛于低烈度对抗、半执行协议的均衡状态。核心选民的支持也存在边界。核心选民对美伊冲突的支持率已从 3 月的 88%降至 5 月的 52%。同一议题长期处在高强度摩擦的状态，对选民的吸引力下降，议题的动员效果也可能打折扣。再次，协议长期执行的难度也可能高于签署本身。核查、制裁、以色列安全和代理人网络都可能难以完全兑现，伊朗议题的边际成本可能逐渐超过边际政治收益，白宫对继续深度投入伊朗议题的激励也会下降；若全面撤除制裁和军事威慑，协议会被理解为对伊朗让步；若继续高烈度升级，又会放大战争成本和油价压力。最终更可能形成有限豁免、保留威慑的中间状态。

图表 11：核心选民对美伊冲突支持率下降



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 12：核心选民对派遣地面部队的支持率较低

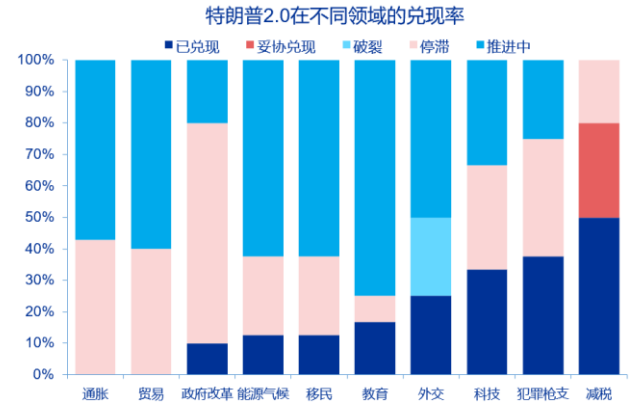


资料来源：彭博，申万宏源研究

（三）未来地缘方向：特朗普仍可能寻找新的外部议题

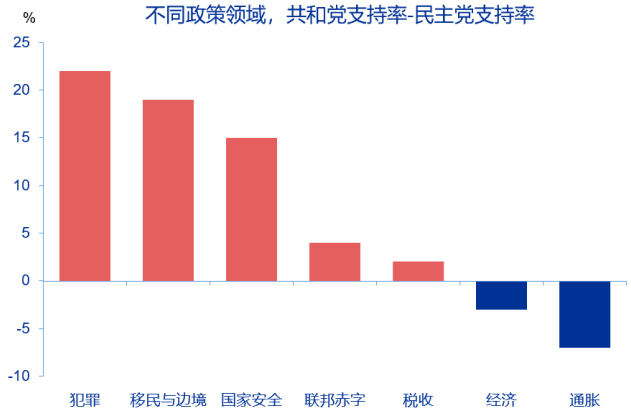
下半年，特朗普可能不会回到纯国内经济议题上。首先，国内经济政策的政治回报周期更长，短期难以形成可感知的政绩。通胀、房租、就业、制造业回流等都需要比较长的兑现周期。相比之下，地缘等外部议题的反馈更快。其次，特朗普并不需要彻底解决地缘问题，只需提供可传播的阶段性成果，便能够在短期内传递正向信号；再次，外部安全与边境议题更符合共和党的优势议题。参考 2026 年的民调数据，共和党在犯罪、移民与边境安全、国家防务上相较民主党分别领先 22、19、15 个百分点，一旦特朗普将政策重心转向国内经济议题，实际上是在主动放弃共和党的优势地带，进入民主党相对占优的领域。

图表 13：特朗普在通胀领域的兑现率较差



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 14：共和党在地缘、边境议题上优势更大



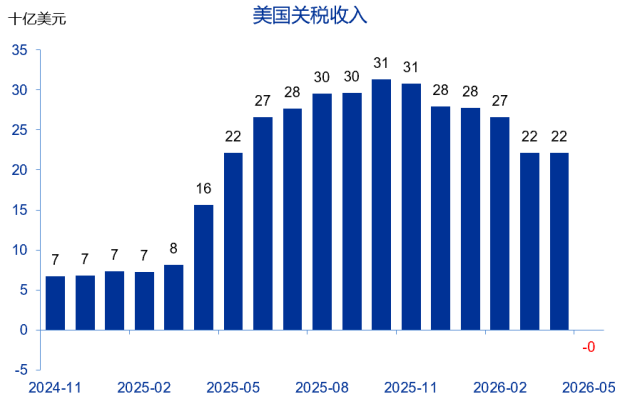
资料来源：彭博，申万宏源研究

特朗普政府仍可能制造新的外部地缘矛盾。美国政府仍有充足的外部议题供给，这类议题的共同特征是高展示度、低立法依赖、易于分阶段宣布，服务于特朗普的政治动员，可能包括：（1）第一条线：新一轮关税措施。新全球 301 关税可能成为美国下半年新增关税主线。美国贸易代表办公室已围绕制造业产能过剩启动针对 16 个经济体的 301 调查，并围绕强迫劳动启动 60 项 301 调查；（2）第二条线：拉美安全议题，涉及巴拿马运河、古巴等。2026 年 1 月，特朗普签署行政令，宣布针对古巴政府威胁进入国家紧急状态；2026 年 6 月，美国财政部制裁古巴国家石油公司；（3）第三条线：朝核议题。美伊协议落地后，特朗普已提高了对朝鲜议题的关注度。（4）第四条线：北极、格陵兰议题。北极航道、关键矿产供应链等是特朗普 2.0 以

仅供内部交流，请勿外传

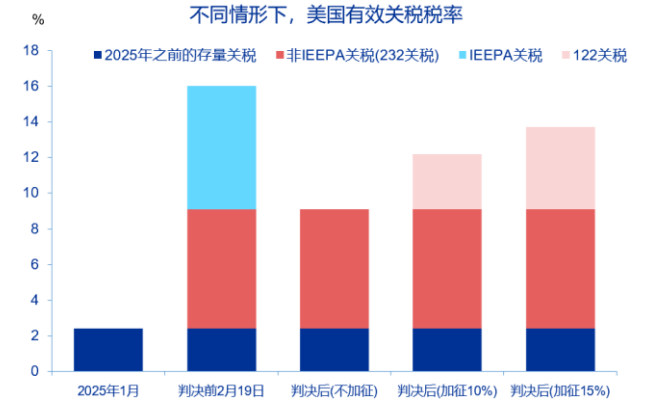
来持续试探但尚未全面展开的新型地缘叙事。（5）第五条线：俄乌方面，仍然可能阶段性接触，难以完全脱身。

图表 15：美国关税收入已明显降低



资料来源：彭博，申万宏源研究

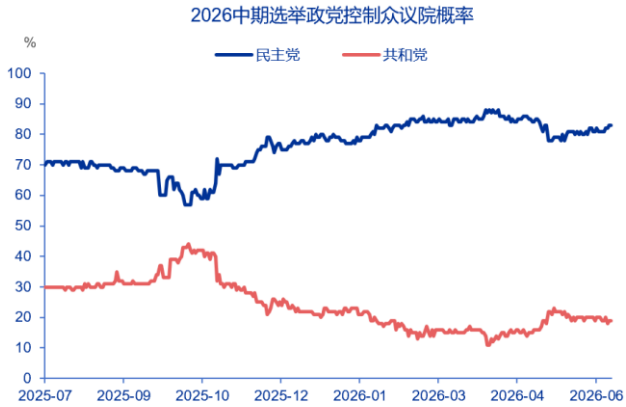
图表 16：未来关税收入可能出现缺口



资料来源：彭博，申万宏源研究

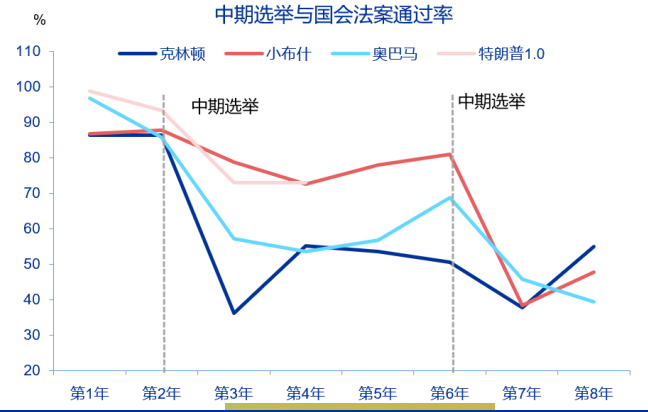
地缘冲击可能长期化，外部议题并非临时插曲。中期选举后，美国国会分裂概率较大，参考《选区战：特朗普的隐秘战线》中的分析，基准情形下，民主党可能拿下众议院，共和党可能守住参议院。若两院分裂，税收、财政、产业补贴、和社会政策等立法推进难度可能上升。相比之下，总统在军事、外交、安全上有较大自主权，美国政府有更强的动力将政策重心向这些领域倾斜。对特朗普而言，外部议题还具有额外的政治动员优势。地缘政策引发的供给冲击将可能作为常态化变量长期存在。

图表 17：2026 年中期选举，民主党有望控制众议院



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 18：中选若失利，重大法案通过概率或下降



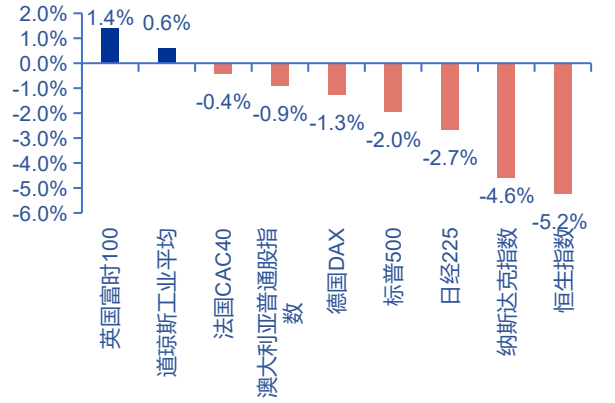
资料来源：彭博，申万宏源研究

二、大类资产&海外事件&数据：

（一）大类资产：科技股抛售潮蔓延，全球股市多数下跌

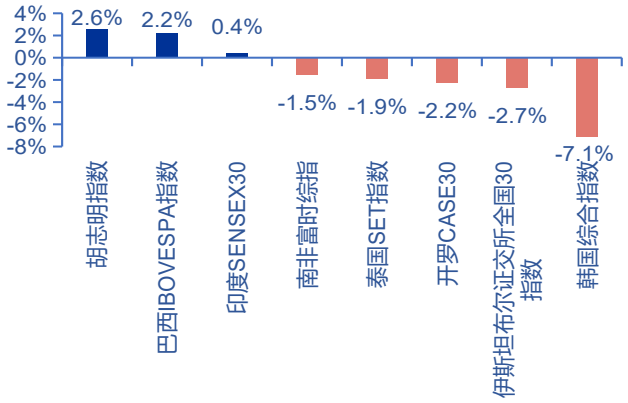
当周，发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指方面，恒生指数、纳斯达克指数、日经 225 分别下跌 5.2%、4.6%、2.7%；新兴市场股指方面，韩国综合指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、开罗 CASE30 分别下跌 7.1%、2.7%、2.2%。

图表 19：当周，发达市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

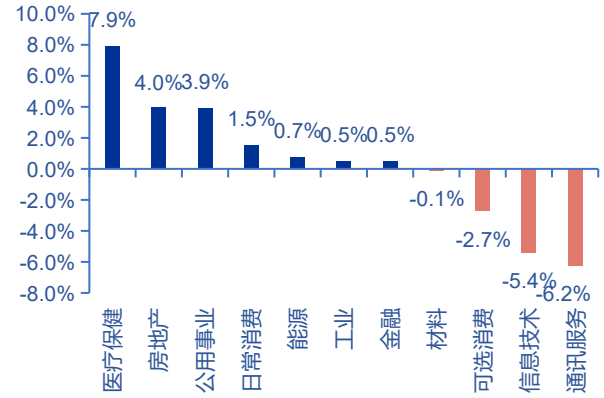
图表 20：当周，新兴市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

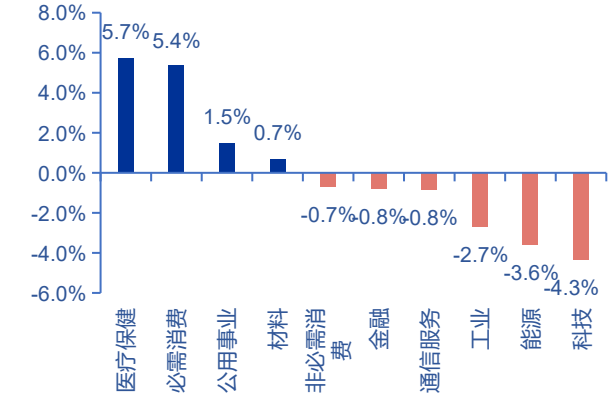
当周，美国标普 500 行业多数上涨。医疗保健、房地产、公用事业分别上涨 7.9%、4.0%、3.9%，通讯服务、信息技术、可选消费分别下跌 6.2%、5.4%、2.7%；欧元区行业多数下跌，科技、能源、工业分别下跌 4.3%、3.6%、2.7%，医疗保健、必需消费、公用事业分别上涨 5.7%、5.4%、1.5%。

图表 21：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 22：当周，欧元区行业多数下跌



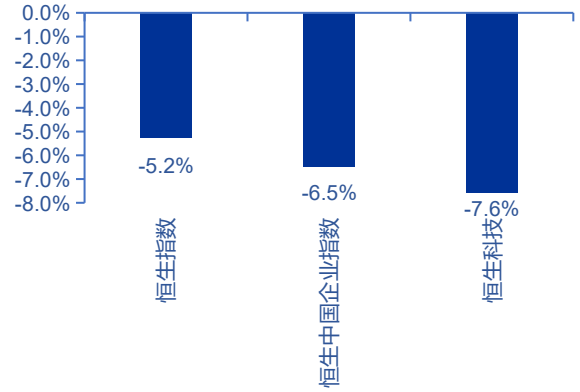
资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，恒生指数悉数下跌，行业方面悉数下跌。恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技分别下跌 7.6%、6.5%、5.2%。行业方面，原材料、非必需性消费、能源分别下跌 14.9%、10.5%、5.5%。

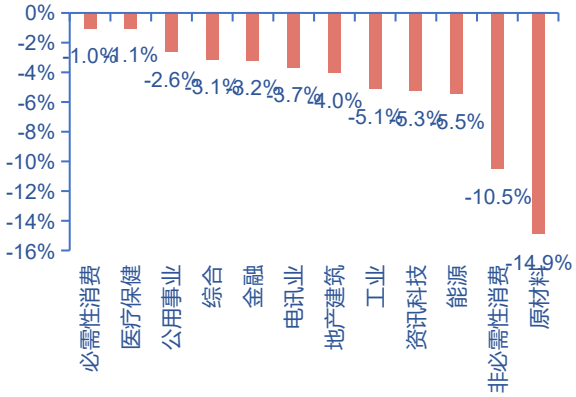
图表 23：当周，恒生指数悉数下跌

图表 24：当周，行业方面悉数下跌

仅供内部参考，请勿外传



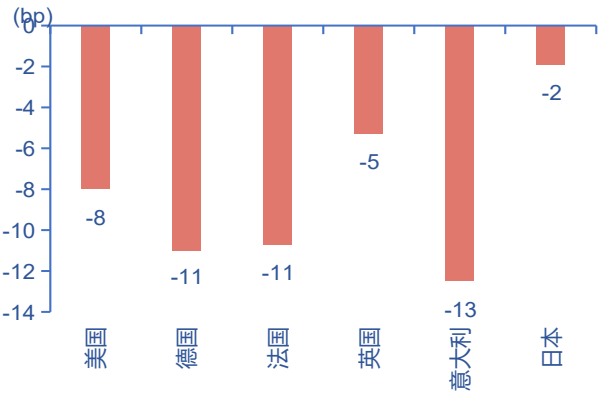
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

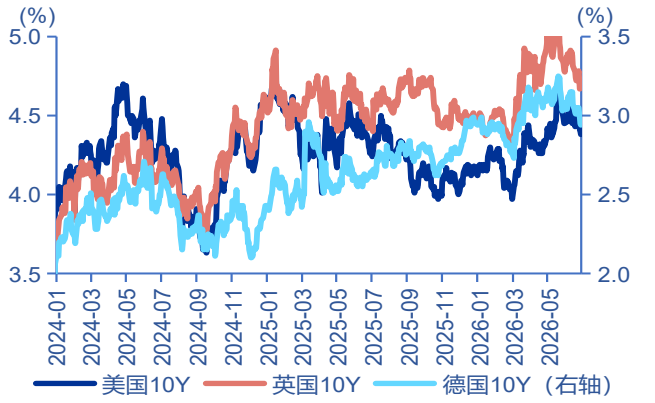
当周，发达国家 10 年期国债收益率悉数下跌。美国 10 年期国债收益率下行 8.0bp 至 4.38%，德国 10 年期国债收益率下行 11.0bp 至 2.94%，法国 10 年期国债收益率下行 10.7bp 至 3.64%，英国 10 年期国债收益率下行 5.3bp 至 4.67%，意大利 10 年期国债收益率下行 12.5bp 至 3.59%，日本 10 年期国债收益率下行 1.9bp 至 2.64%。

图表 25：当周，发达国家 10Y 国债收益率悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 26：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势

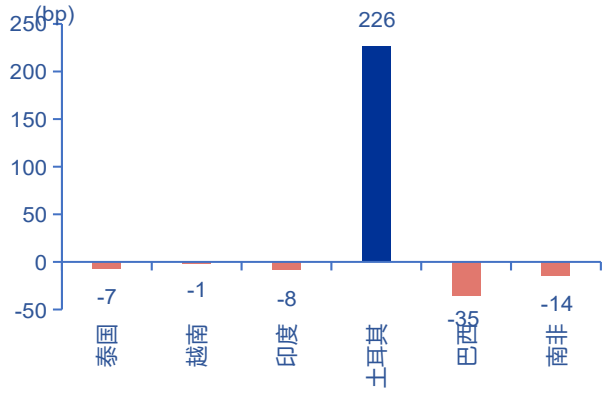


资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数下跌。土耳其上行 226.0bp 至 33.23%，巴西下行 35.0bp 至 14.47%，越南下行 0.8bp 至 4.52%，泰国下行 7.1bp 至 2.02%，印度下行 8.4bp 至 6.77%，南非下行 14.0bp 至 8.34%。

图表 27：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数下跌

图表 28：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势



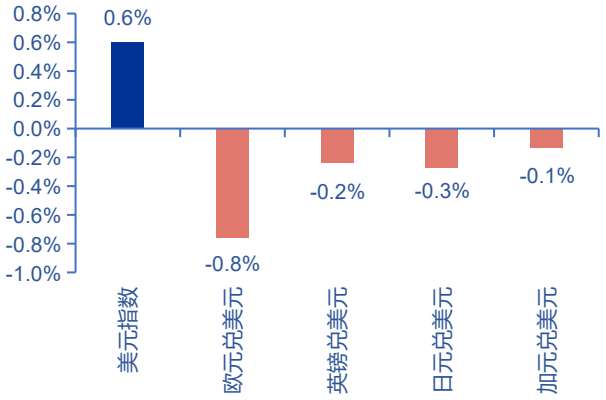
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

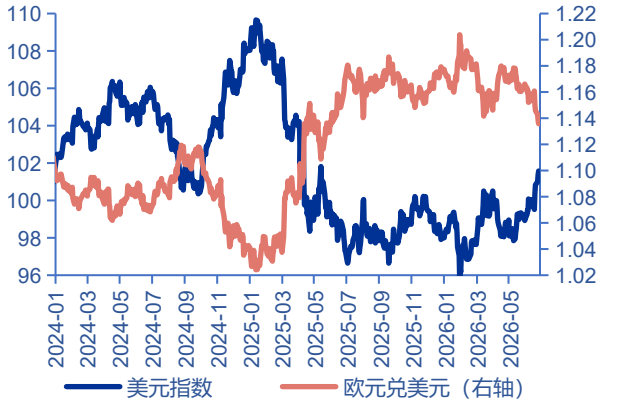
当周，美元指数上涨，其他货币兑美元悉数下跌。美元指数上涨至 101.36，欧元兑美元贬值 0.8%，英镑兑美元贬值 0.2%，日元兑美元贬值 0.3%，加元兑美元贬值 0.1%。主要新兴市场货币兑美元多数下跌，巴西雷亚尔兑美元贬值 0.6%，菲律宾比索兑美元贬值 1.0%，韩元兑美元贬值 0.5%，印尼卢比兑美元贬值 0.9%，埃及镑兑美元升值 0.8%，墨西哥比索兑美元贬值 1.1%，土耳其里拉兑美元贬值 0.3%。

图表 29：美元指数上涨，其他货币兑美元悉数下跌



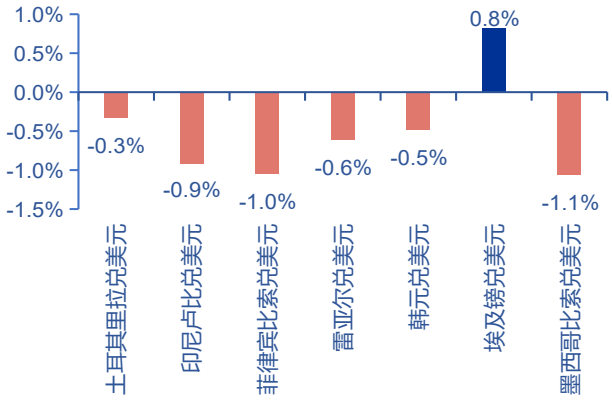
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 30：当周，欧元兑美元走势



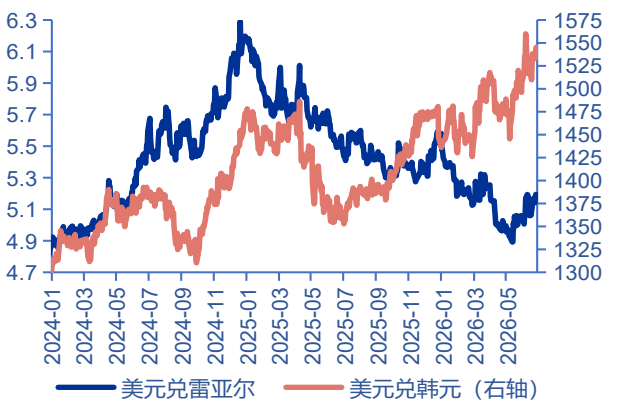
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 31：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

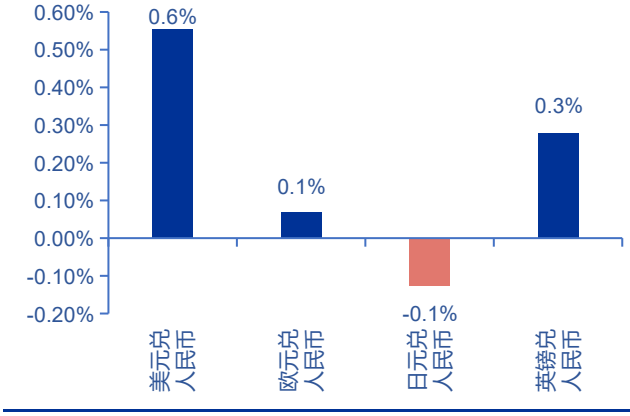
图表 32：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

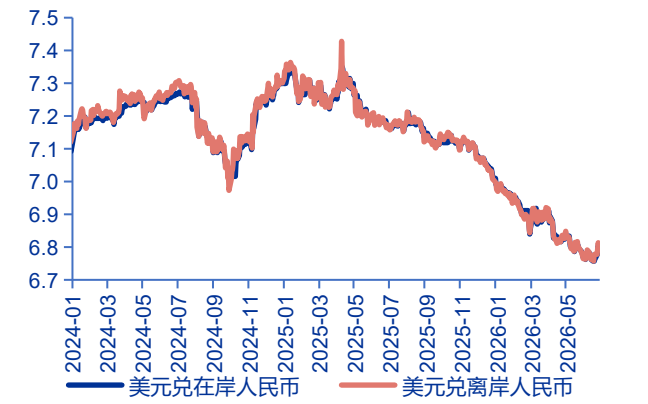
当周，人民币兑美元贬值。美元兑在岸、离岸人民币汇率分别变动至 6.7997 和 6.8048，日元兑人民币贬值 0.1%，英镑兑人民币升值 0.3%，欧元兑人民币升值 0.1%。

图表 33：当周，美元兑人民币上涨至 6.7997



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 34：当周，美元兑在岸人民币上涨至 6.8048



资料来源：Wind，申万宏源研究

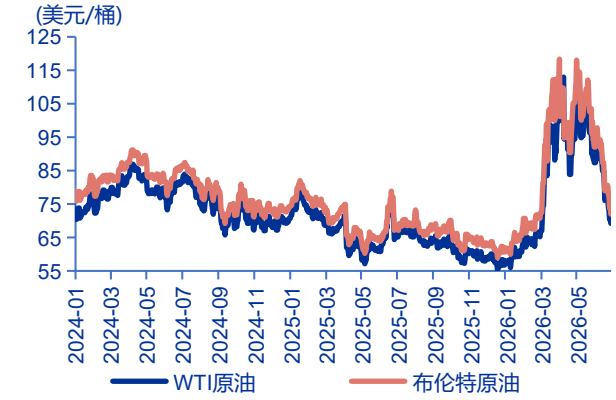
当周，大宗商品价格多数下跌。布伦特原油价格下跌 10.6%至 72.0 美元/桶，WTI 原油价格下跌 9.6%至 79.2 美元/桶，LME 镍价格下跌 6.3%至 16810 美元/吨，玻璃价格下跌 1.0%至 968 元/吨，生猪价格上涨 2.4%至 11935 元/吨。

图表 35：当周，大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2026-06-26	2026-06-19	2026-06-12	2026-06-05	2026-05-29
原油	WTI原油	-9.6%	-9.8%	-6.3%	3.6%	-9.6%
	布伦特原油	-10.6%	-7.7%	-6.2%	1.1%	-11.1%
贵金属	COMEX黄金	-3.4%	0.4%	-2.6%	-4.9%	0.3%
	COMEX银	-10.7%	-2.4%	-1.9%	-7.9%	-1.2%
有色	LME铜	-3.3%	-0.4%	-0.8%	0.8%	0.4%
	LME铝	-7.5%	-3.8%	-3.8%	-0.4%	1.2%
	LME镍	-6.3%	-0.4%	-4.7%	-2.1%	2.0%
	LME锌	-4.2%	0.8%	-0.9%	1.1%	0.2%
黑色	玻璃	-1.0%	-0.9%	-2.3%	-4.4%	3.6%
	焦煤	-1.8%	-7.3%	-6.1%	13.5%	10.6%
	沥青	-4.8%	-11.5%	2.7%	3.6%	-6.9%
	铁矿石	0.1%	-2.2%	-0.3%	-2.2%	-1.1%
	螺纹钢	-1.2%	-1.5%	0.4%	0.2%	-0.3%
农产品	生猪	2.4%	-4.0%	3.1%	10.1%	-4.4%
	棉花	-1.9%	1.6%	-0.9%	-1.1%	1.3%
	豆粕	1.1%	0.0%	0.8%	-2.4%	0.0%
	豆油	1.1%	0.0%	-1.0%	-1.3%	0.6%

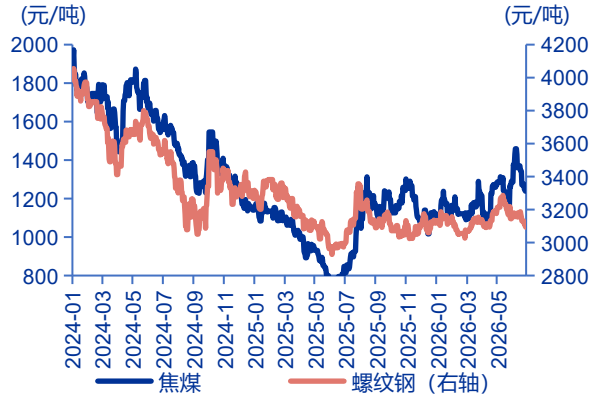
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 36：当周，WTI 原油、布伦特原油下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

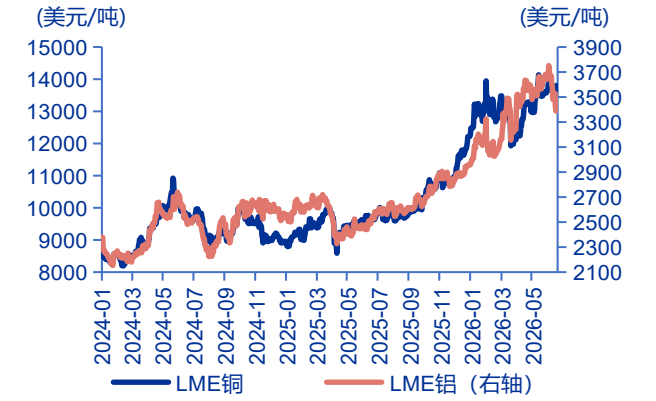
图表 37：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

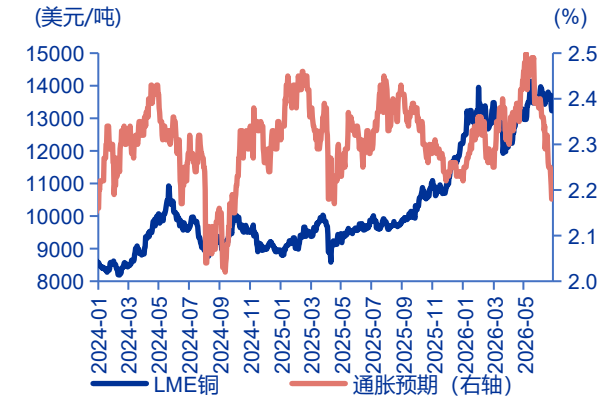
当周，有色金属价格悉数下跌、贵金属价格悉数下跌。LME 铝下跌 7.5%至 3144 美元/吨，LME 铜下跌 3.3%至 13230 美元/吨；通胀预期下行 5bp 至 2.20%；COMEX 银价格下跌 10.7%至 59.2 美元/盎司，COMEX 金价格下跌 3.4%至 4078.7 美元/盎司；10Y 美债实际收益率下行 3bp 至 2.18%。

图表 38：当周，LME 铜、LME 铝价格下跌



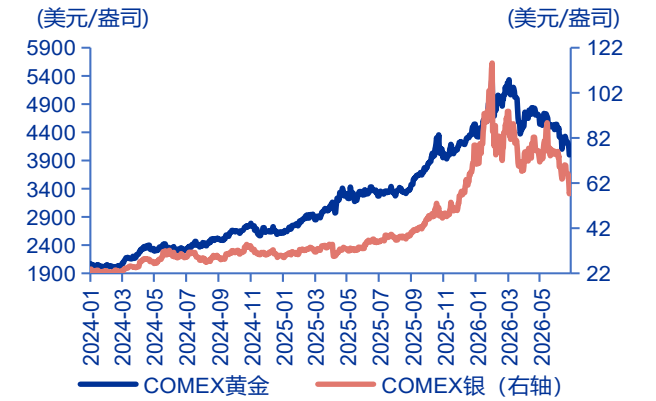
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 39：当周，通胀预期下行 5bp 至 2.20%



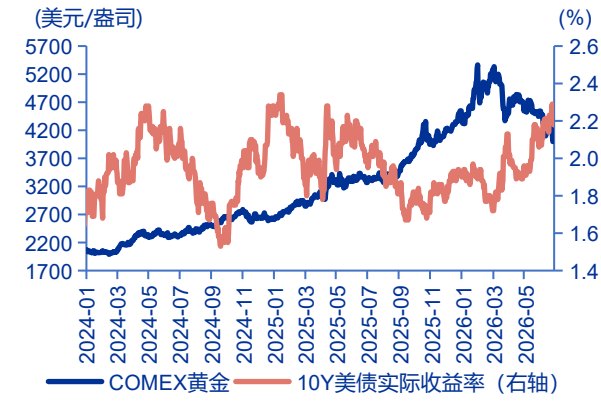
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 40：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 41：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.18%

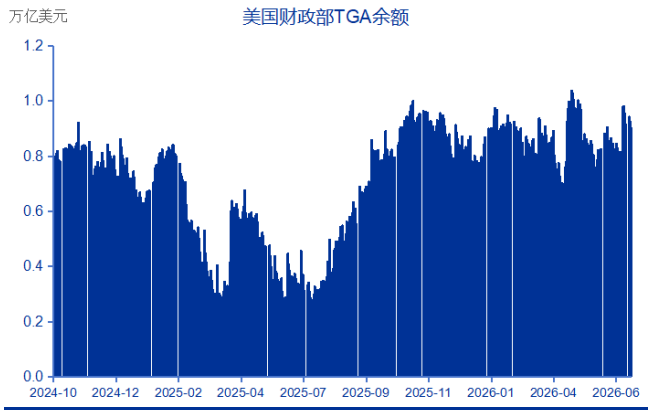


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降

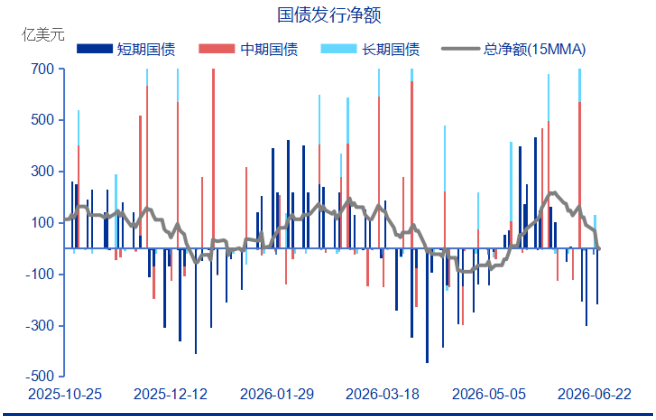
截至 2026 年 6 月 24 日，美国 TGA 余额降至 9018 亿美元，较上周下降；本周（2026 年 6 月 22 日-2026 年 6 月 24 日），短期国债出现多日较高规模赎回，美债 15 日滚动净发行额最新降至-3.01 亿美元。

图表 42：美国 TGA 规模下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 43：美债净发行规模本周下降

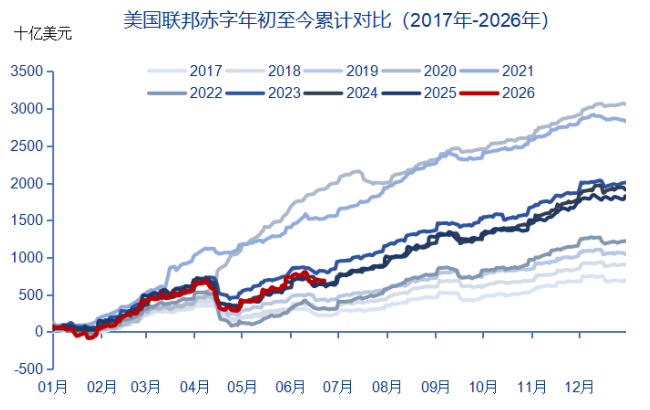


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

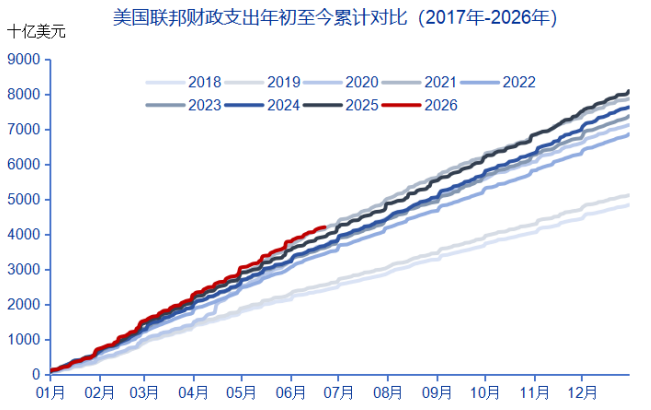
截至 2026 年 6 月 23 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 6876 亿美元，去年同期为 6306 亿美元；累计支出规模 42123 亿美元，去年同期 39401 亿美元；累计财政税收收入 27206 亿美元，去年同期 25968 亿美元；关税收入规模 1557 亿美元，去年同期 757 亿美元。

图表 44：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



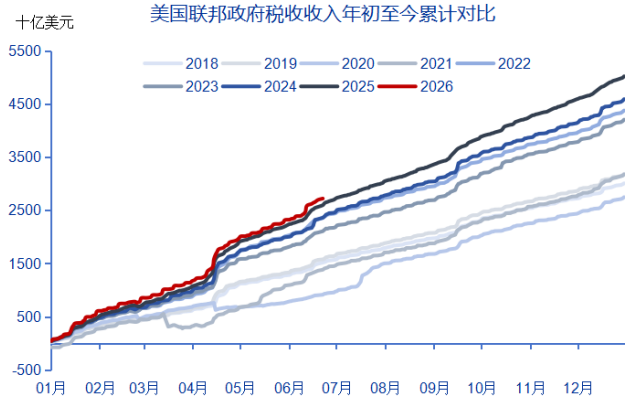
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 45：今年财政支出高于去年同期水平



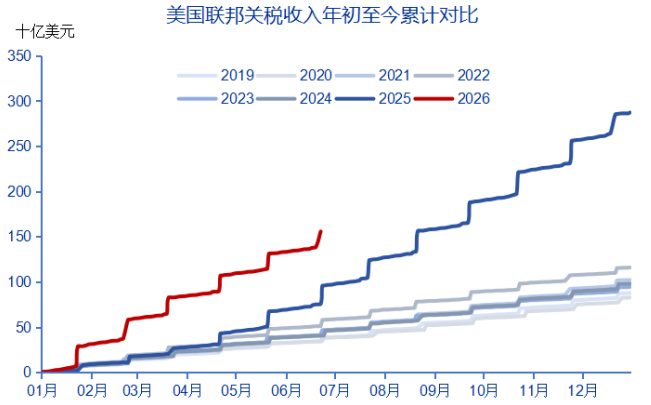
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 46：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 47：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

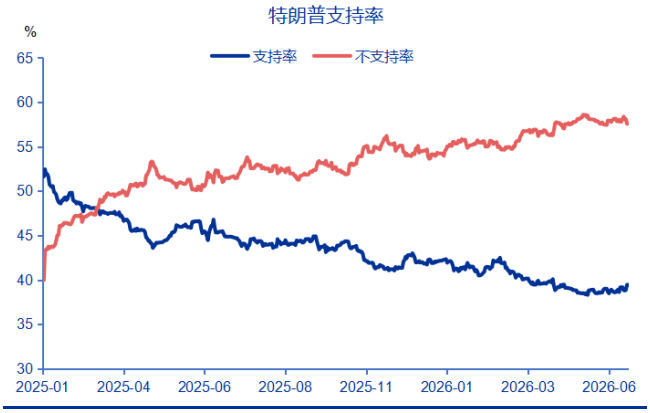


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-18%

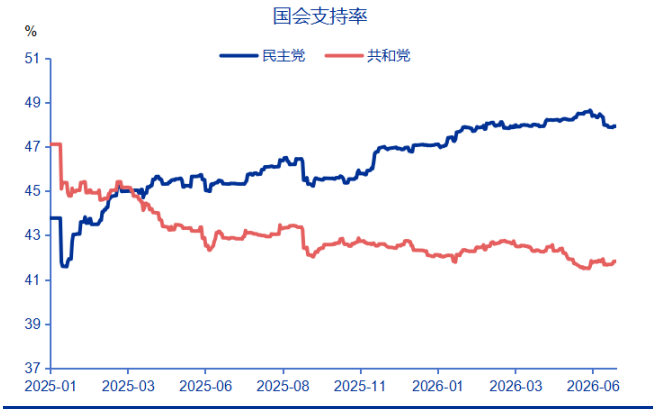
截至 2026 年 6 月 26 日，特朗普支持率 39%，反对率 58%，净支持率为-18%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 42%，民主党领先 6 个百分点。特朗普移民政策净支持率-11%，经济政策净支持率-26%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-44%。截至 6 月 26 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 42%，共和党为 57%。

图表 48：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

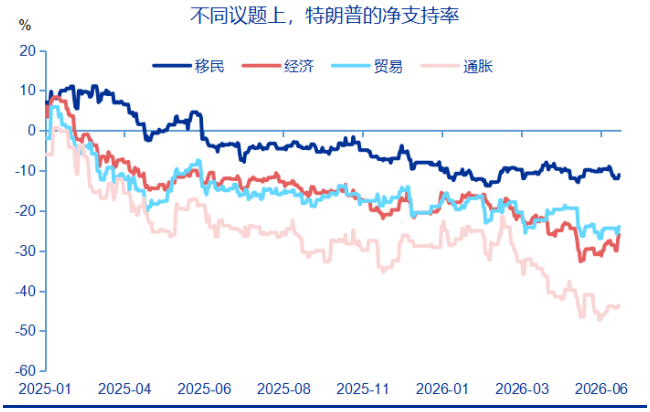
图表 49：国会支持率



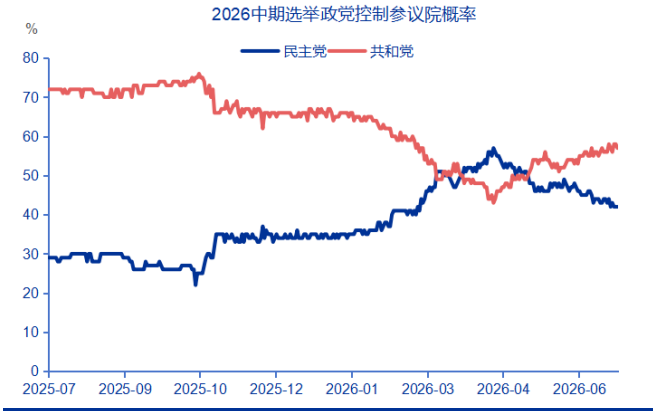
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 50：特朗普总统的净支持率

图表 51：polymarket 参议院概率



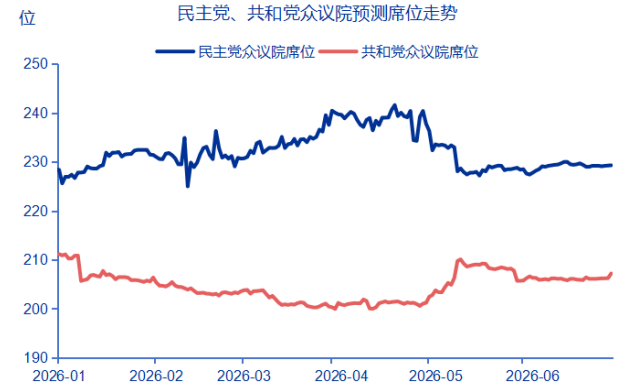
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 6 月 25 日，众议院方面，民主党预测席位为 229 位，共和党预测席位为 207 位，民主党领先 22 位；参议院方面，民主党预测席位为 49 位，共和党预测席位为 51 位。

图表 52：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 53：民主党、共和党参议院预测席位走势

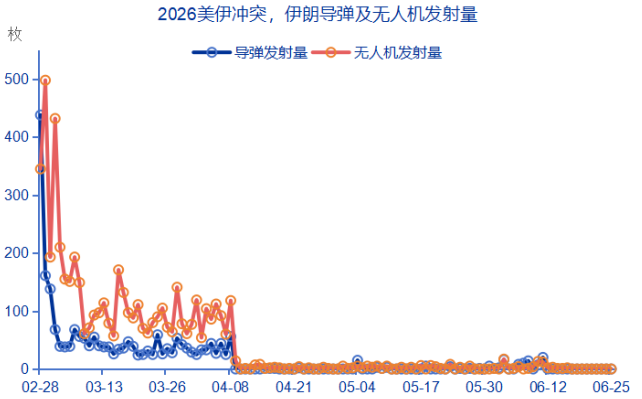


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过

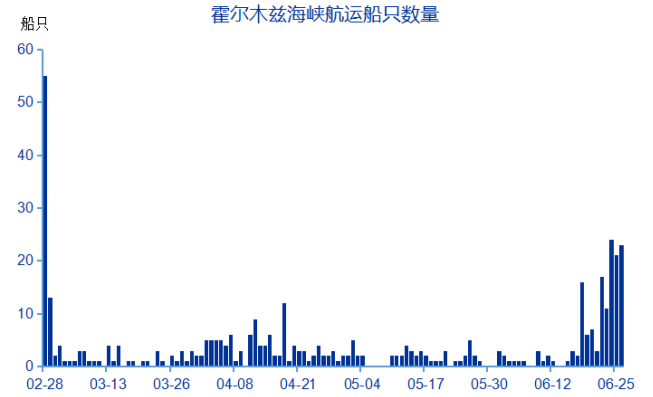
自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 6 月 26 日的 0 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 6 月 26 日的 0 架。霍尔木兹海峡油轮船只通过数量从 2 月 28 日的 55 艘降至 6 月 26 日的 23 艘。

图表 54：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 55：霍尔木兹海峡航运船只数量



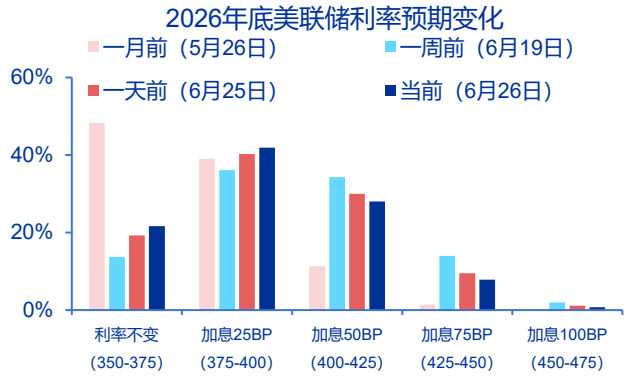
资料来源：彭博、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

（六）海外央行：市场对美联储年内加息 25BP 预期强化

本周，市场对美联储年内加息 25BP 预期有所上升，但加息 50BP 概率略有回落，市场预期加息时点在 9 月。欧央行方面，市场仍预期 9 月进行下一步加息；本周，美联储、欧央行官员发表讲话着重于描述通胀压力。

图表 56：本周，美联储远期高利率概率有所回落



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 57：市场预期欧央行在 9 月再加息(6 月 26 日)

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%
23-Jul-26	**93.0%**	7.0%	
10-Sep-26	39.1%	**56.9%**	4.1%
29-Oct-26	33.2%	**54.2%**	12.0%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 58：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 6 月 26 日）

FOMC会议	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	**70.1%**	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	39.1%	**47.7%**	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	31.8%	**46.1%**	19.7%	2.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	**41.9%**	27.4%	7.5%	0.7%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	21.2%	**40.8%**	28.2%	8.7%	1.1%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	**38.8%**	29.5%	10.7%	1.9%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.4%	19.4%	**38.6%**	29.1%	10.5%	1.8%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	2.3%	21.3%	**37.6%**	27.3%	9.6%	1.7%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.3%	4.4%	23.1%	**36.5%**	25.3%	8.7%	1.5%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.9%	7.1%	25.1%	**34.9%**	22.9%	7.7%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.1%	1.6%	9.2%	26.2%	**33.5%**	21.2%	7.0%	1.2%	0.1%
2027/12/8	0.1%	1.5%	8.6%	24.8%	**32.9%**	22.1%	8.1%	1.6%	0.2%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 59：联储官员倾向（截止 6 月 26 日）

		鸽派		中性		鹰派
2026	主席		沃什			
	理事	鲍曼（2034） 杰斐逊（2036）	鲍威尔（2028） 库克（2038）	巴尔（2032） 沃勒（2030）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 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 60：本周美联储官员发言

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	×	6月23日	不后悔在6月份FOMC货币政策会议上投出反对票。市场依然保持稳定。**通胀远高于目标水平，且正在朝着错误的方向发展。**我们尚未遭遇滞胀冲击，就业市场一直保持稳定。需要证据来证明当前的通胀只是暂时的。服务业通胀情况令人有些担忧。需要确定此次通胀是否会持续下去。	鹰
古尔斯比（Austan Goolsbee）	芝加哥联储主席	×	6月26日	美国通胀正朝着错误的方向发展。**核心通胀仍然太高，而且趋势不对。服务通胀略微有所改善。**赞赏FOMC上周发布的精简声明。	鹰
威廉姆斯（John Williams）	纽约联储主席	√	6月26日	通胀明显高于2%是“不争的事实”。关税、能源、人工智能（AI）投资驱动通胀。**预计2026年年底通胀率为3.5%，2028年将达到目标。美联储货币政策在让通胀回归目标方面准备就绪。**货币政策立场适宜，有助于推动通胀率回归目标水平。**通胀仍然面临重大风险。预计失业率到2028年将下降至4%。**	鹰
古尔斯比（Austan Goolsbee）	芝加哥联储主席	×	6月26日	**油价下跌可能会对美国经济构成尾部风险。**令人心烦意乱的**高通胀来自服务业。**劳动力市场一年多来非常稳定。不确定性驱动了低雇佣、低解雇的环境。**美国就业市场稳定，但不太好。**	鹰
卡什卡利（Neel Kashkari）	明尼阿波利斯联储主席	√	6月26日	**预计2026年将加息一次，2027年利率将维持不变。**需要看看没有前瞻指引的效果如何。	鹰

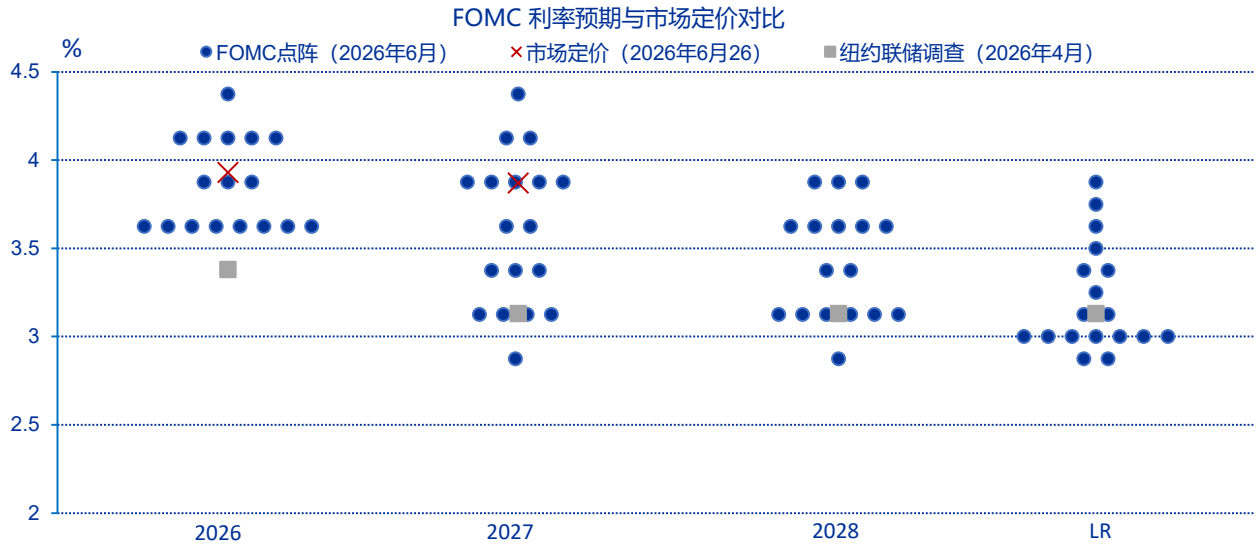
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 61：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	6月22日	欧洲央行**无需对伊朗冲突采取更强有力的回应。**欧洲央行“处于有利位置”以应对当前局势。伊朗冲击规模过大，不可忽视。**欧洲央行相信“适当”行动将使HICP回归2%。**公众不认为高通胀会持续。尽管达成和平协议，中东局势依然脆弱。**欧洲央行在应对伊朗冲击时须保持灵活。消费应继续成为增长的主要驱动力。已观察到通胀预期出现一定程度的脱锚。**欧元区经济处于欧洲央行基线情景与温和情景之间。	鹰
莱恩（Philip R. Lane）	执行委员会委员	√	6月23日	通货膨胀率将“在相当长一段时间内”徘徊在目标水平之上。一系列前瞻性信号表明，**未来数月将面临通胀压力。**	鹰
埃斯克里瓦（José Luis Escrivá）	管理委员会委员	√	6月23日	高油价正在对经济的其他领域产生影响。除了所有经济体的能源价格上涨，特别是油价上涨之外，间接影响也日益明显，**意味着价格上涨正传导至生产链和商品中**，例如，传导至以塑料或能源为投入品的运输或食品行业。**上调利率是为了应对“其对2026年以后、2027年通胀的影响”**，尤其是在通胀较为稳定的部分，特别是服务业的通胀持续性非常强”。	鹰
武伊契奇（Boris Vujčić）	副行长	√	6月23日	**长期通胀预期仍然被锚定。**在更长时期内，（欧元区）通胀将处于高位。**我们不希望给出任何前瞻指引**，每次央行会议都取决于最新进展。我认为，市场对央行有很好的理解。事实证明，面临供应冲击时，欧元区（经济）增速比人们想象的更具有韧性。	中性
施纳贝尔（Isabel Schnabel）	执行委员会委员	√	6月24日	**欧洲央行可能不得不进一步上调借贷成本，以抑制物价上涨的压力。**后续加息措施的幅度与落地时点，将取决于冲突局势、经济走势以及通胀的演变情况。尽管遭遇剧烈的能源价格冲击，欧元区经济仍展现出“较强的韧性”，但能源价格“依旧处于高位”，“停火并非货币政策可以放松警惕的理由”，央行正密切跟踪相关走势。	鹰
日格曼（Ante Žigman）	管理委员会委员	×	6月25日	**更加廉价的石油将对通胀产生正面影响。**（欧洲央行的）主要目标是**价格稳定性。**	中性
穆兰（Emmanuel Moulin）	管理委员会委员	×	6月25日	近期事态发展对法国经济有利。近期变化正引导经济走向更积极的前景。**6月份的加息是“温和的”。加息表明欧洲央行决心控制通胀。**	鹰

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 62：美联储点阵图及市场预期（截止 6 月 26 日）

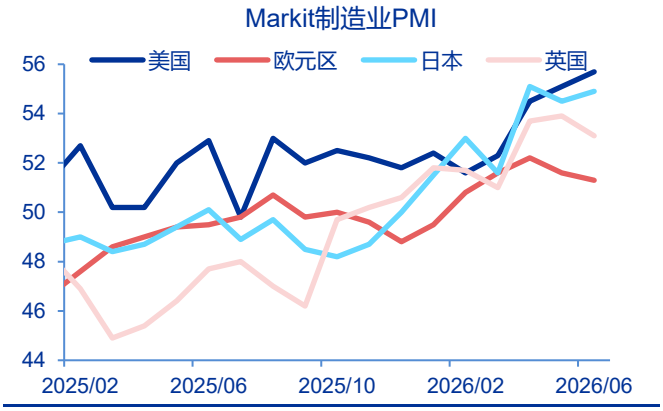


资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（七）PMI：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 升至 55.7

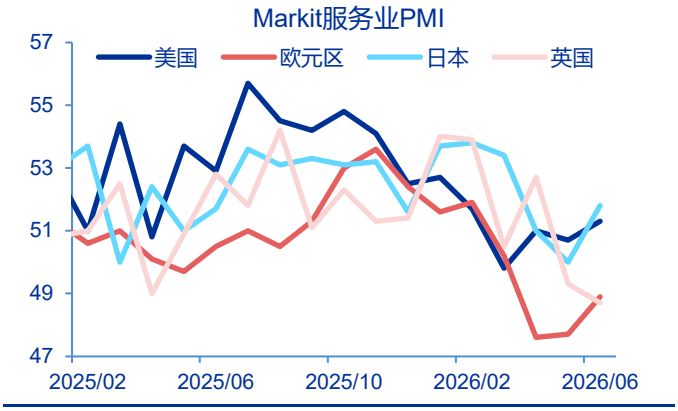
制造业方面，6 月美国、日本 Markit 制造业 PMI 分别上升至 55.7、54.9，欧元区、英国分别回落至 51.3、53.1；服务业方面，6 月美欧日 Markit 服务业 PMI 分别回升至 51.3、48.9、51.8，而英国回落至 48.7，油价回落利好发达经济体服务业。

图表 63：美国 6 月 Markit 制造业 PMI 升至 55.7



资料来源：Wind、申万宏源研究

图表 64：6 月美国服务业 PMI 反弹

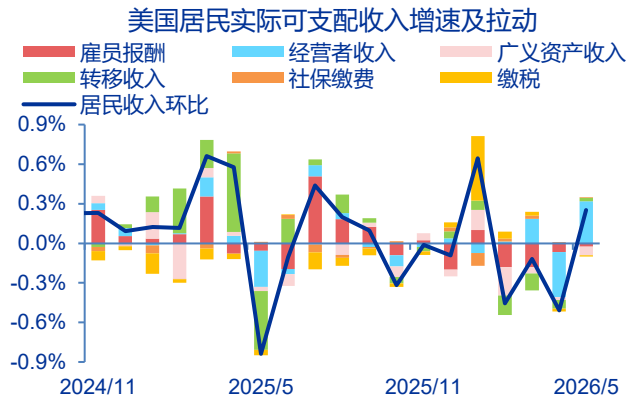


资料来源：Wind、申万宏源研究

（八）PCE：美国 5 月 PCE 通胀环比 0.4%

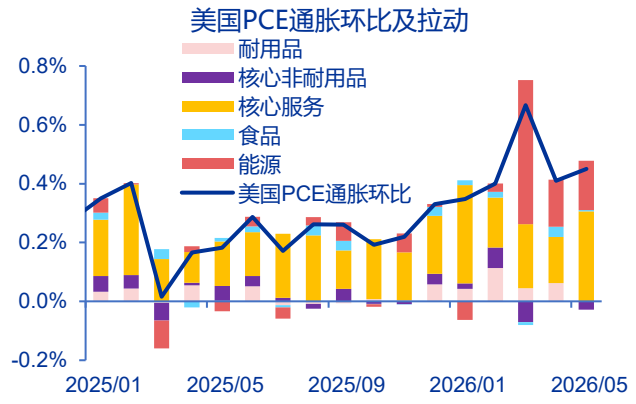
收入方面，美国 5 月居民实际可支配收入环比 0.3%，较前月反弹，主要为经营者收入分项扰动；消费方面，美国 5 月居民实际 PCE 消费支出环比 0.3%，高于市场 0.2%的预期；通胀方面，美国 5 月 PCE 通胀环比 0.4%，弱于市场 0.5%的预期，核心 PCE 通胀环比 0.3%，符合预期。

图表 65：美国 5 月居民实际可支配收入环比 0.3%



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 66：美国 5 月 PCE 通胀环比 0.4%

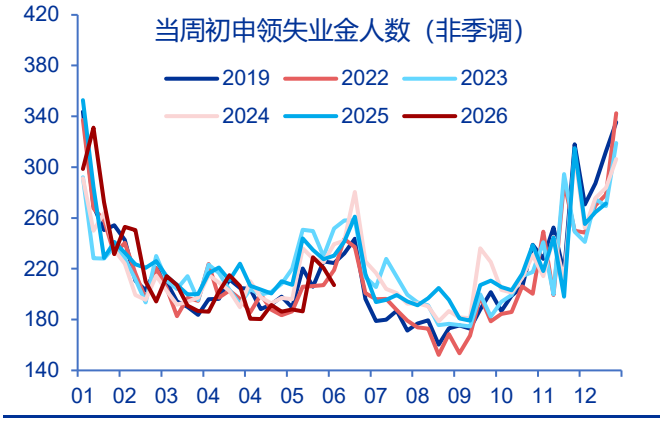


资料来源：CEIC、申万宏源研究

（九）高频：首申失业金人数低于市场预期

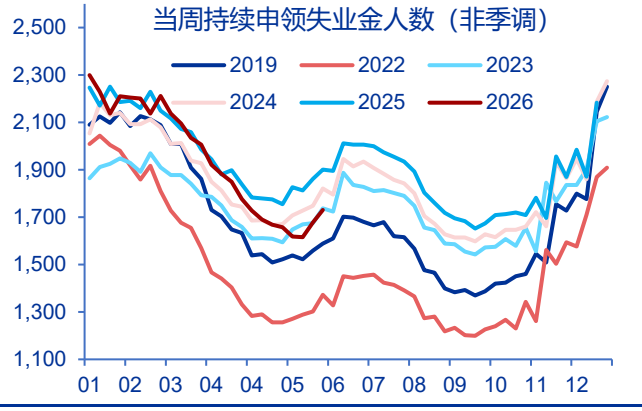
截止 6 月 20 日当周，美国失业金初申领人数 21.5 万人，低于市场 22.5 万人的预期。截止 6 月 13 日当周，续请失业金人数 182.1 万人，高于市场 180.2 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 67：当周初申领失业金人数（非季调）



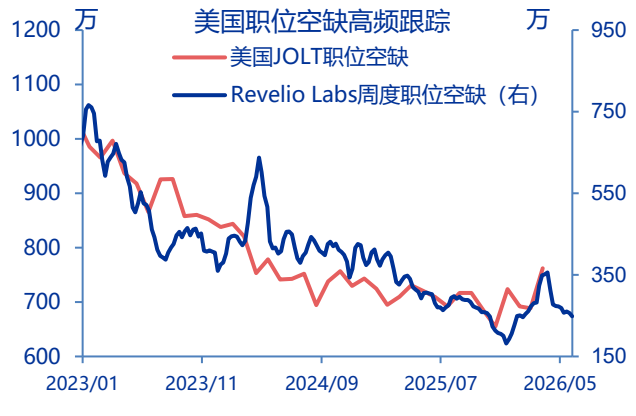
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 68：当周持续申领失业金人数（非季调）



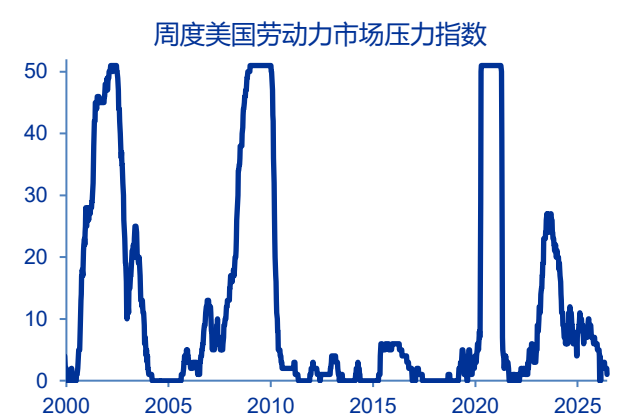
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 69：周度职位空缺数持续回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

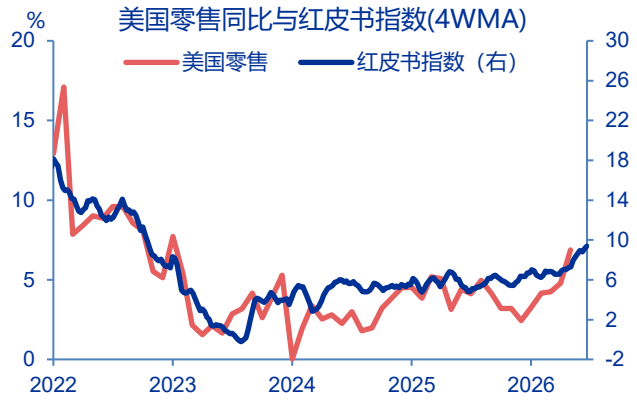
图表 70：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

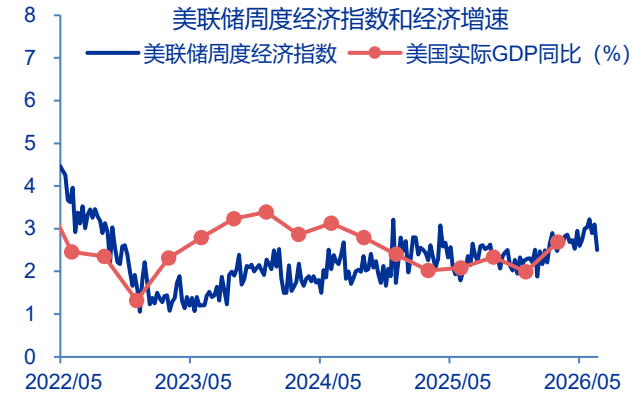
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 71：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 72：美国经济增速高频指标回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 6 月非农就业数据

图表 73：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
7月			1 17:00 EU 6月CPI 20:15 US 美国6月ADP就业 22:00 US 6月ISM制造业PMI	2 20:30 US 6月非农就业	3	4	5
	6 22:00 6月ISM非制造业PMI	7	8	9 9:30 CN 6月CPI、PPI	10	11	12

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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。