

沃什：加息前置的逻辑

华泰研究

2026年7月29日 | 中国内地

专题研究

易垭

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

研究员

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

美联储新任主席凯文·沃什（Kevin Warsh）上任后，金融市场对这位新主席政策取向的定价从此前的鸽派降息，转为更偏鹰派的短期立场。但临近7月议息会议，市场对联储下一步政策的预期却极度分化。沃什废除前瞻指引后，市场定价更为困难，而沃什和市场博弈焦点势必从“听其言”转为“观其行”。综合分析历届联储主席换届经验、当前宏观环境、以及沃什赢得公信力的目标，我们将联储加息的预测时点提前——我们预计，7月加息概率略高于一半，高于市场目前预期的40%左右，而基准情形下，沃什9月前加息的概率接近100%。从新任主席和市场博弈的角度看，7月加息综合成本或更低。

一、沃什的短期首要目标或是重塑联储公信力，“令美元再次伟大”

在沃什6月17日FOMC“首秀”和此后数次讲话中，他强调通过一系列政策改革联储的决心。沃什表态较此前市场预期更为鹰派，更注重长期改革。沃什FOMC首秀后两周，市场对此后12个月的加息定价上升15个基点，美元和美债公信力的定价短期回升：表现为10年国债利率和通胀预期短暂回落、长端利率下行、美债期限利差压缩、黄金和瑞郎兑美元短期走弱等。

短期预测角度，沃什两大表态是关键①对通胀超标“零容忍”；②废除前瞻指引。我们认为锚定长债利率比防止短期波动更重要。中长期，沃什主张削减联储资产负债表并加强美元流动性管理，重塑美元储备货币的公信力。

二、历届联储主席上任后市场均有一个适应和“试探”的过程

历届联储主席就职前期，大都经历一段市场波动率上升的时期，尤其是债市——可以理解为市场“适应”新主席，或者新主席赢得市场信任的一个过程。我们复盘过去8次联储换届的经验，并结合当前情况做出情形分析。如果名义增长加速，但政策偏鸽，联储/美元“公信力指标”可能整体走弱；而如果增长加速但政策偏鹰，股市兴奋度可能有所下降但仍有基本面支撑，联储/美元公信力指标走强，类似沃尔克、格林斯潘上任初期的情形。

三、高度不确定的7月议息会议及其情景分析

7月议息会议前，市场预期再度波动：加息预期随着通胀就业数据发布和美伊冲突再升级而先抑后扬；同时，随着废除前瞻指引后市场“焦虑感”上升，联储公信力指标再度整体走弱，长端美债利率再度摸高。

综合看，提前加息可能更好地服务于沃什的短期首要目标，晚加息“驯服市场”可能成本更高。首先，从博弈角度看，“出其不意”的选择更有助于市场戒断“前瞻指引依赖”。其次，从货币政策公信力角度看，领先或同步于曲线加息更有利于压低风险溢价，即短期利率抬升有助于压低长端利率，尤其在通胀预期不稳的环境下。如果7月不加息，且沃什已经严格执行废除前瞻指引的“新范式”，那么，债券市场可能开始定价沃什“虚张声势”，甚至试探性推动金融条件放松，倒逼9月加息、且可能推高所需加息幅度；而若7月加息，其主要意图可能是树立公信力，而非传递即将连续加息的信号。

综上，我们将联储加息时间预测从此前的2027上半年加息两次，提前至今年下半年加息1-2次，明年年中之前累计加息两次（含今年）。我们预测的主要风险来自①沃什最终仍然选择“虚张声势”，任由通胀预期上行；②AI繁荣“戛然而止”，增长预期和风险资产价格大幅回调，经济增长自然回到趋势（甚至更低）的水平。

中长期，美债公信力和财政可持续性的结构性矛盾，难靠联储一己之力解决。

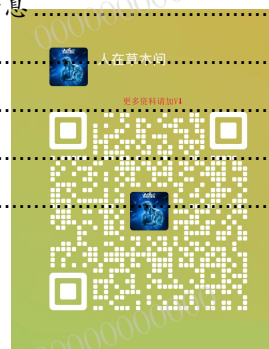
风险提示：沃什立场超预期偏鸽；金融条件超预期收紧。

正文目录

一、沃什立志“让美元再次伟大”，FOMC 首秀后公信力暂时回升	3
二、沃什改革方案的几层张力大概率推升波动率，尤其短期	5
三、复盘历届联储换帅前后的市场定价规律	9
四、7 月议息会议前夕预期波动，充满悬念	12
五、沃什 VS. 市场：越早加息越有助于“驯服”市场，且可能最终所需加息次数越少	14
六、沃什“令美元再次伟大”理想的财政制约	16

图表目录

图表 1：沃什拟组建的 5 个工作组及其职能	4
图表 2：沃什首秀后美元公信力回升的“膝跳反应”	4
图表 3：截至 3Q25，联储估算的美债杠杆交易规模 1.1 万亿美元，占同期美债存量的 3.7%	5
图表 4：以杠杆基金美债期货净空头规模来看，杠杆基金的基差交易规模在 8000-9000 亿美元	6
图表 5：当前基差交易占可交易美债存量的比例约为 2.5%	6
图表 6：联储沟通框架的演进	8
图表 7：高通胀与衰退阶段之外，2008 年后债券市场波动率趋势性下降	8
图表 8：历届主席就任伊始长端国债收益率大都上行	10
图表 9：股市也往往有一个“适应新主席”的过程	10
图表 10：经济基本面和政策立场组合下的市场定价——四个象限	11
图表 11：新增非农就业自今年 3 月以来持续高于联储估算的中性水平	13
图表 12：美国二季度名义增长或将加速	13
图表 13：市场目前对 7 月会议及之前加息概率的定价 40% 左右	13
图表 14：市场已完全定价 9 月会议加息 1 次	13
图表 15：近期黄金价格再度回升，美元公信力出现回落	13
图表 16：近期期限利差走阔、中长期通胀预期也出现上行	13
图表 17：特朗普 2.0 以来联储和美元公信力明显被削弱	15
图表 18：特朗普 2.0 以来金价整体上涨，瑞郎兑美元走强	15
图表 19：除 Burns 外，过去历届联储主席接任后第一次利率调整方向均为加息	15
图表 20：美国财政杠杆率达到历史高位	17
图表 21：疫情后美国财政赤字率结构性上升	17
图表 22：赤字难以收敛，利息支出快速攀升	17
图表 23：国防支出持续上涨	17



一、沃什立志“让美元再次伟大”，FOMC 首秀后公信力暂时回升

美联储新任主席凯文·沃什（Kevin Warsh）上任仅两个月，期间除 6 月联储议息会议外，沃什在 7 月 1 日西班牙举行的欧央行论坛（ECB Forum）和此后 7 月 22-23 日的国会听证会上也重复了部分观点。金融市场对这位新主席政策取向的定价从此前的鸽派降息，转为更偏鹰派的短期立场。同时，对美元和美债公信力的定价也有所回升。然而，我们认为市场为“沃什新政”定价的过程不仅远未结束，相反可能刚刚开始。尤其是，考虑到市场目前难以划定沃什废除前瞻指引的沟通“边界”：如是否包括对所有宏观变量的解读、甚至包括对货币政策框架性、原则性的阐述。所以，沃什仅凭短期对通胀鹰派的表述恐怕不足以长期稳定市场信心，市场焦点可能很快从“听其言”演进为“观其行”。本文复盘历届新主席上任后市场定价的变化，分析沃什新政在沟通、执行与市场定价机制的潜在张力，并对此后的货币政策走势及市场反应做简单的情景分析。

56 岁的凯文·沃什 5 月 22 日正式就任新一届联储主席，并接任此前由米兰暂时担任的联储理事席位，潜在任期 14 年¹。在 6 月 17 日、就任后的第一次联储议息会议后的记者招待会上，沃什发表讲话，重申其改革联储（regime change）的决心²。

沃什“首秀”传递了几个较为明确的信息：① 通胀已经连续 5 年高于联储目标水平，而联储将对高通胀“零容忍”；② 货币政策的效果，如对住房市场已具备限制性，但总体金融条件较宽松；③ 联储主席将不再提供利率路径的前瞻指引，且本人未提交点阵图；④ 宣布将成立 5 个（大概率酝酿已久的）改革工作组，兑现其改革联储的承诺——包括联储沟通机制、资产负债表政策、数据方法论、通胀框架以及转型时代生产率与就业的变化（图表 1）。

从沃什有关通胀的明确表态，以及 5 个工作组的研究方向均向市场传递了一个明确的信息，就是沃什希望增强联储公信力，从而让“美元再次伟大”（to “Make USD Great Again”，可以说是 MAGA, Make America Great Again 在货币政策上的演绎）。一方面，沃什主张对通胀“超标”零容忍，并主张减少联储对市场定价的“干预”，包括通过前瞻指引以及通过购买资产而扭曲市场定价信号并推升杠杆。同时，中长期，沃什主张削减联储资产负债表规模并增强国内（金融系统间）和跨境美元流动性可得性，推动美元在储值、交易和流动性上的溢价回升。信用创造层面，沃什认为，金融去监管+AI 繁荣下的私人部门投资需求大幅上升将推动金融机构和私人部门、而非联储，承担更多信用创造的职能。

沃什 FOMC 首秀后，市场对美元和美债公信力的定价暂时回升。沃什 6 月 17 日 FOMC 首秀后两周，市场对此后 12 个月的加息定价上升 15 个 bp。更全面地看，资产价格走势不仅反映比预期更为“鹰派”的表态，也体现了对美元公信力定价回升，如① 美元指数走强；② 美债风险溢价下降：2-10 年美债期限利差压缩 7 个基点；③ 通胀预期趋稳：5 年通胀预期回落 2 个基点至 2.20%；④ 作为美元储备地位“反指”的黄金和瑞士法郎兑美元汇率均出现明显回调（图表 2）。

然而，随着 7 月联储议息会议临近，市场关注点可能很快从“听其言”演进成“观其行”。由于沃什新政推行必将面对众多机构转型固有的阻力，而对市场沟通范式的变化难免伴随着学习成本，短期市场对“沃什新政”定价的进程可能刚刚开始。回顾历史，新任联储主席上任往往经历一个和市场“磨合”、甚至“驯服”市场的过程。对于想全面改革联储、重塑政策公信力，而又坚持废除前瞻指引的沃什而言，令市场信服的阈值可能更高。

我们将在后文讨论沃什面临的政策选择、及各选项的潜在演绎。

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20260522a.htm>，“His term as chairman ends on May 21, 2030, and his term as a member of the Board ends on January 31, 2040”

² 可见其 6 月 FOMC 记者会 transcript:

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf>

图表1： 沃什拟组建的5个工作组及其职能

工作组	具体议题	负责人	主要背景	具体专业背景及观点
Communications	探讨联储在不确定性环境下如何传达政策讨论与政策决定，重点评估现有沟通的形式与功能，并提出改进联储政策沟通机制的建议。	彼得·费舍尔（Peter R. Fisher）	华盛顿大学 Foster 商学院教授，曾在纽约联储、财政部任职。	曾任SOMA账户经理，负责1998年LTCM危机、1999年千年虫联储流动性操作。
		阿米尼奥·弗拉加（Arminio Fraga）	曾任巴西央行行长。	任内在巴西建立通胀目标制、提高操作独立性、处理2002年总统选举冲击。
		默文·金（Mervyn King）	曾任英格兰银行行长。	反对无条件政策路径承诺。
Balance Sheet Policy	评估当前充裕准备金制度的收益、风险和制度含义，检视联储资产负债表构成，并比较不同货币政策执行与操作框架的可行性。	凯伦·戴南（Karen Dynan）	哈佛大学经济学教授，曾长期在联储研究系统任职。	研究美国居民消费收入与财富变化。
		拉古拉姆·拉詹（Raghuram Rajan）	芝加哥大学金融学教授，曾任印度央行行长、IMF 首席经济学家。	主张 QE 的非对称性（“棘轮效应”）。
		杰里米·斯坦（Jeremy Stein）	哈佛大学经济学教授，曾任联储理事。	关注资产负债表资产构成和期限结构，认为联储应避免每次或债市失速都演变成永久扩张。
Data Sources	提高进入联储政策判断的真实经济信号的质量与及时性，评估新的信息来源和数据采集方法，使政策制定者获得更准确、相关、及时且可操作的经济信息。	拉杰·切蒂（Raj Chetty）	哈佛大学经济学教授。	疫情期利用政府行政记录和私人企业数据，建立比传统调查数据更及时、更细颗粒度的新型经济统计指标。
		道格·麦克米伦（Doug McMillon）	前沃尔玛总裁兼 CEO。	以数据驱动决策闻名，且在沃尔玛的经历有助于为联储引入零售、消费、供应链等私营部门实时数据视角。
		凯文·墨菲（Kevin Murphy）	芝加哥大学经济学教授，应用微观经济学家。	美国经济学会评价其“应用经济学家的典范”。
Productivity and Jobs	评估人工智能等新技术的扩散速度、覆盖范围和经济影响，并分析其对联储就业与通胀双重使命的含义。	马克·安德森（Marc Andreessen）	硅谷风险投资界代表人物。	主张技术变革带来生产率与消费者福利改善，“创造性破坏”必会形成过去不存在的新行业和新需求。
		查尔斯·琼斯（Charles I. Jones）	斯坦福大学经济学教授，目前在 Anthropic 任职。	对AI立刻带来生产率增长持谨慎态度；认为AI会带来岗位结构与收入的差异。
		阿莎·夏尔马（Asha Sharma）	微软执行副总裁、Xbox CEO。	此前在微软负责帮助企业把生成式AI从试验项目融合进实际业务流程。
Inflation Frameworks	重新审视通胀驱动因素和理解通胀的基本原则，评估联储应如何回应通胀，并比较在变化经济环境下实现价格稳定的不同思路。	格雷格·曼基（Greg Mankiw）	哈佛大学经济学教授，曾任小布什政府经济顾问委员会主席。	认为联储应避免对短期通胀偏离作过度精确化回应；同时强调货币数量、供给冲击和预期变化仍应作为判断通胀压力的重要交叉验证指标。
		托马斯·萨金特（Thomas Sargent）	纽约大学经济学教授，诺贝尔经济学奖得主，曾任明尼阿波利斯联储顾问。	强调通胀不能只从传统菲利普斯曲线解释，还要观察财政路径、公众预期和政府预算约束。
		威廉·怀特（William White）	曾任BIS经济顾问兼货币与经济部负责人、加拿大央行副行长。	主张通胀框架应从“短期把通胀拉回2%”转向更广义的价格稳定，兼顾金融稳定、财政约束和供给侧变化。

资料来源：美联储，华泰研究

图表2： 沃什首秀后美元公信力回升的“膝跳反应”

6月17日至7月1日	变化幅度	走势
美元指数（%）	1.9	
10y-2y期限溢价（bp）	-7.0	
5y5y通胀预期（bp）	-2.0	
COMEX期金（%）	-6.1	
瑞郎兑美元（%）	-2.0	

注：变化幅度与走势的数据区间为 6 月 16 日至 7 月 1 日

资料来源：Haver，华泰研究

二、沃什改革方案的几层张力大概率推升波动率，尤其短期

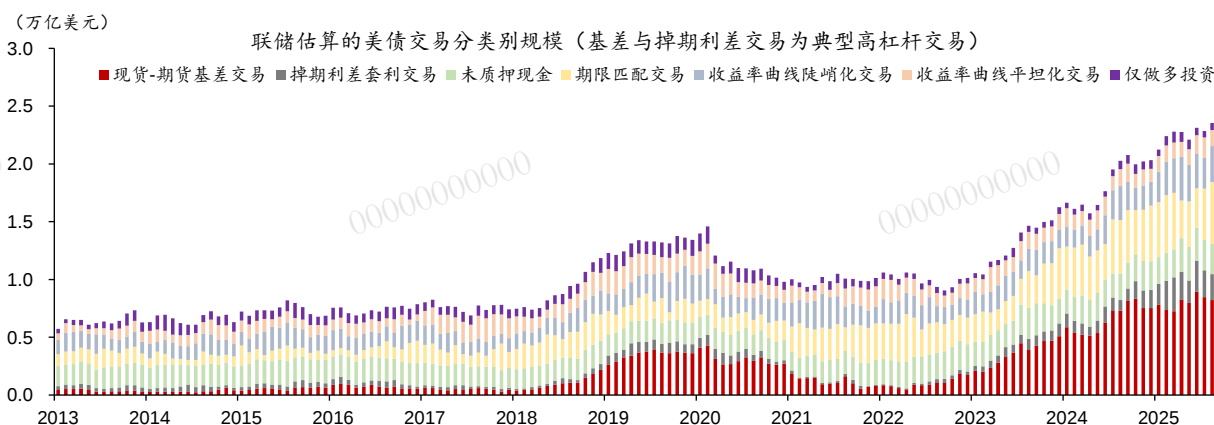
1. 废除前瞻指引后市场需要时间重新树立定价锚并找回自身定价节奏。

美联储自 2000 年代初开始引入某种意义上的前瞻指引，至今已经二十年有余，市场对先前的前瞻指引也形成了较强的依赖，并围绕联储议息会议决议、答记者问、会议纪要、委员讲话等一系列“信息源”形成了一套完整的追踪和定价“套路”。

联储从为市场提供一些信号性指引、逐步演进至更为透明的沟通机制，大体经历了 4 个阶段。① 2000-2003 年，风险平衡式沟通（Risk-based communication），指的是联储在制定和说明货币政策时，不只给出对经济前景的单一预测，还会明确评估并传达实现“最大就业”与“物价稳定”双重目标过程中所面临的上行/下行风险及其平衡状况（balance of risk）³；② 2003-2008 年，政策倾向信号指引（Policy indication signalling），此时，联储引进了更为明确的、有关政策路径的表述，表述中不仅讨论风险平衡，也开始加入对联储下一步的潜在政策方向以及执行节奏的预测⁴；③ 2008-2015 年，基于“零利率下限”或“有效利率下限”的指引（Zero-lower-bound crisis guidance ZLB, or Effective lower bound ELB）⁵，指政策利率降到接近 0 后，指引更为显性化，不仅政策工具箱更为丰富，且有关政策工具使用剂量和具体实施时间的表述都更清晰；④ 2015-2026 年 5 月，数据依赖型前瞻性指引（Data-dependent forward guidance⁶），经历了首次退出零利率，以及疫情期间再度回归零利率、此后再加息等政策立场变化后，联储回归以实时经济数据为条件调整未来利率路径的沟通框架。

随着联储沟通“透明化”，金融市场和金融机构对联储政策沟通信号的依赖性日益上升，尤其在 2008 年全球金融危机后，联储推出基于“零利率下限”的前瞻指引以稳定市场预期。同时，市场也逐渐形成了联储“政策（托底）期权”（Fed policy put）的定价心理。图表 3 显示，市场对联储新沟通框架的逐步适应、甚至依赖、联储“非常规”货币政策手段对市场利率的直接干预等因素共同作用下，国债波动率大部分时间被压制，但在经济衰退和通胀大幅超出目标时期会大幅上升。鉴于市场对联储主席对经济的判断，前瞻指引，会议纪要、公开演讲、采访等一系列沟通高度依赖，这体现在各类金融资产的定价向联储指引、即下一步行动的方向“收敛”，最大程度上降低市场对联储动向的预期差、以及议息会议决议后的波动性。同时，低“预期差”模式也催生了大量套利交易、杠杆交易和相关金融衍生品。2018 年后，美债杠杆交易的存量明显上升，如基差交易和掉期利差交易，余额均大幅上升（图表 4 和 5）

图表3：截至 3Q25，联储估算的美债杠杆交易规模 1.1 万亿美元，占同期美债存量的 3.7%



资料来源：美联储，华泰研究

³ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030620/paper.pdf>

⁴ <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200466/200466pap.pdf>

⁵ <https://www.chicagofed.org/publications/speeches/2012/03-22-12-brookings>

⁶ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1090944317301011>

图表4：以杠杆基金美债期货净空头规模来看，杠杆基金的基差交易规模在 8000-9000 亿美元



注：数据截至6月
资料来源：Haver，华泰研究

图表5：当前基差交易占可交易美债存量的比例约为 2.5%



注：数据截至6月
资料来源：Haver，华泰研究

废除前瞻指引短期内将给市场定价带来较大挑战，推升美债波动率。沃什多次明确表示，不赞同联储引导市场定价，并认为前瞻指引本为危机应对工具，不适合常态化使用。沃什认为，市场对联储指引（已经形成的）过度依赖将打乱市场本身的定价机制，无法为政策制定提供有效信号——前瞻指引不仅精确度存疑，且可能束缚、“绑架”决策⁷。然而，从此前二十余年联储较为透明的沟通的范式强行切换至沃什的“新沟通范式”，市场必定经历一个适应的过程。从沃什数次访谈中我们不难看出提问者的“尴尬”——不仅关于政策倾向的表述会被归类为“前瞻指引”，对数据的解读、甚至对框架的阐述也可能被定义为“指引”。这无疑加大了市场为下一次议息决议定价的难度，尤其在此前的沟通模式惯性犹存的阶段。同时建立新的、更为互相独立的“沟通”方式仍需要经过一个摸索的过程（详见下一章节的分析）。各届联储主席上任伊始大都经历一个和市场磨合的过程，而沃什坚持废除前瞻指引的政策框架势必进一步抬升市场的“学习成本”，所以，市场所定价的概率分布和利率波动率均可能较之前放大，尤其在议息会议前后——鉴于市场无法继续依赖旧的分析框架为决议“下注”，但新的定价框架仍在形成过程中。

2. “倾听市场”和“驯服市场”的“双重目标”可能令沃什做出更“出其不意”的选择

作为一个长期“躬身入市”的前联储官员，沃什高度关注市场信号，甚至依赖市场信号作为政策决策的重要参考。如我们此前报告中所论述的，沃什会参考金融条件变化来更早地判断经济扩张速度及其相对中性水平的偏离度，这一指数汇总举债、权益、海外融资等各个渠道融资难易程度的量化指标，可理解为周期变化的日度、高频领先指标（参见《联储明年可能有必要加息》，2026/5/20）。

某种意义上，当金融条件持续过于宽松时，联储有必要抬升利率、收紧金融条件以防止经济过热，反之，联储则需要降低融资成本，助推经济增长回暖。今年以来，虽然美伊冲突升温、经济增长不均衡，但美国金融条件偏松，对应超出趋势的名义增长。所以，我们认为联储可能有必要加息、而非降息。

希望将市场在不受联储干扰情况下对经济现状的真实定价，作为货币政策的参考指标，也是沃什废除前瞻指引的重要原因之一。在沃什看来，被前瞻指引扭曲的市场定价作为参考指标，难免有“循环论证”之嫌。

⁷可见其在 2025 年 IMF 央行论坛的讲话：

<https://hooover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf>

但短期，市场和不再给出前瞻指引的联储主席之间会出现一种新的张力，即沃什希望市场信服（其政策公信力），但同时希望市场自由定价；而市场难免在其上任初期出于惯性猜测其意图，某种意义上定价其意图——需要令市场信服，但又希望市场恢复独立性、摆脱对联储的依赖，反而可能令沃什更倾向于在上任初期做出“出其不意”的政策选择，倒逼市场摆脱“前瞻依赖”，不再习惯性猜测其意图、自主定价。

3. 联储主席和联储委员可能尚未就机构改革和短期政策形成共识

虽然沃什非常明确地表达了其改革联储的决心，并成立 5 个工作组着手研究论证具体改革方案，但不难看出，上任伊始的沃什和现任联储委员间仍需磨合。不难想象，新联储主席推行激进的改革议程可能受到一定阻力。即便在短期政策取向和市场沟通风格方面，联储委员会也高度分化——沃什近几次公开讲话、联储委员与市场的沟通内容、以及联储点阵图的分布等细节均向市场传递了这一信息。

在 6 月议息会议的记者招待会⁸，以及 7 月 1 日西班牙举行的欧央行论坛（ECB Forum）的讲话中，沃什多次提及近期的联储议息会议上各委员间存在分歧，并屡次以“家庭纠纷（family fight）”来描述联储内部讨论的气氛⁹。虽然这一描述主要仍旨在传递联储内部“和而不同”的气氛，但反复使用这一表述无疑也体现了联储内部对短期政策、甚至长期政策方向或有明显分歧。

虽然沃什公开、明确反对联储向市场提供前瞻指引，并就联储和市场沟通专门成立工作组，但部分联储委员仍然（或暂时）保留了就利率政策立场与市场频繁沟通的习惯。如近期联储理事沃勒（Chris Waller）、纽约联储主席威廉姆斯（John Williams）、达拉斯联储主席洛根（Lorie Logan）等均在 7 月议息会议静默期前对利率政策进行了倾向性的表述：沃勒认为当前货币政策正处于“十字路口”，若核心通胀的广度和强度继续上升，准备支持加息；威廉姆斯则较为乐观，表示虽然中东供给冲击和 AI 投资可能带来通胀压力，但有理由认为通胀已经见顶，并将在未来几个季度逐步回落；洛根则明确支持收紧政策，表示“适度提高利率能更好平衡联储双重使命”¹⁰。

虽然历史上，联储主席通过主导议程制定和讨论过程，对议息会议结果有较大影响力。但这一届联储货币政策委员会“形成共识”的不确定性更大，一方面，前任主席鲍威尔打破惯例在卸任主席后仍留任理事，对投票结果仍有影响力；同时，当前委员会观点更为分化、地区联储官员表态总体更鹰派等因素均增加了投票结果的不确定性。

综合看，这一阶段联储内部的“张力”可能令市场更难为议息会议定价，由此，议息会议前后相关资产价格波动性可能上升，且如果不确定性持续高企，交易量也可能有所收缩。

⁸ 可见其 6 月 FOMC 记者会 transcript:

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf>

⁹ <https://www.wsj.com/economy/central-banking/kevin-warsh-fed-chair-first-two-months-cf5e0ddc>

¹⁰ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20260713a.htm>;

<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2026/wil260715> ;

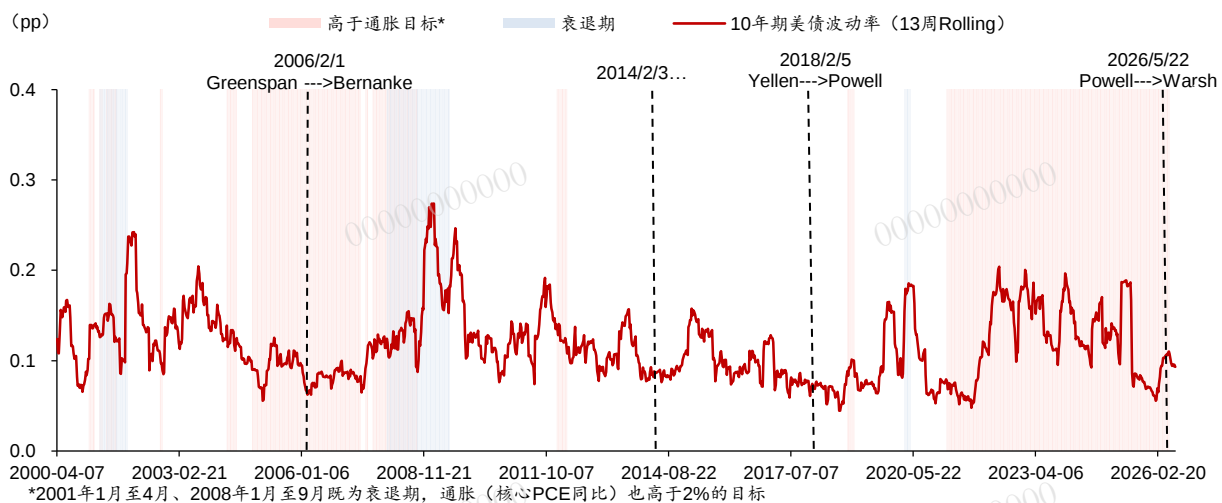
<https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2026/lkl260716>

图表6：联储沟通框架的演进

时代	开始日期	结束日期	时任美联储主席	平均联邦基金利率	平均10年期国债收益率	定义
基于风险的沟通	2000-01-01	2003-08-11	格林斯潘	3.52%	4.97%	政策表述通过定性的“风险平衡”评估（通胀与经济疲软之间的权衡）来构建，而非明确的前瞻性利率信号。
政策倾向信号传递	2003-08-12	2008-12-15	格林斯潘，伯南克	3.18%	4.35%	引入明确的政策路径语言，例如“相当长一段时间”“耐心”“有节制的步伐”，预示下一步政策行动可能的方向和节奏。
零利率下限危机指引	2008-12-16	2015-12-15	伯南克，耶伦	0.26%	2.57%	利率被固定在0-0.25%；指引转向开放式时间承诺、明确的日历日期，以及数值化（埃文斯规则）阈值，以替代常规降息。
依赖数据的前瞻指引	2015-12-16	2026/5/21	耶伦，鲍威尔	2.39%	2.77%	加息启动后的正常化、新冠时期零利率下限回归、采用FAIT框架、2022-2023年加息周期，以及重新转向逐次会议、依赖数据的决策，并减少预先承诺。
取消前瞻指引	2026-05-22	?	沃什			

资料来源：Haver，美联储，华泰研究

图表7：高通胀与衰退阶段之外，2008年后债券市场波动率趋势性下降



资料来源：Haver，华泰研究

三、复盘历届联储换帅前后的市场定价规律

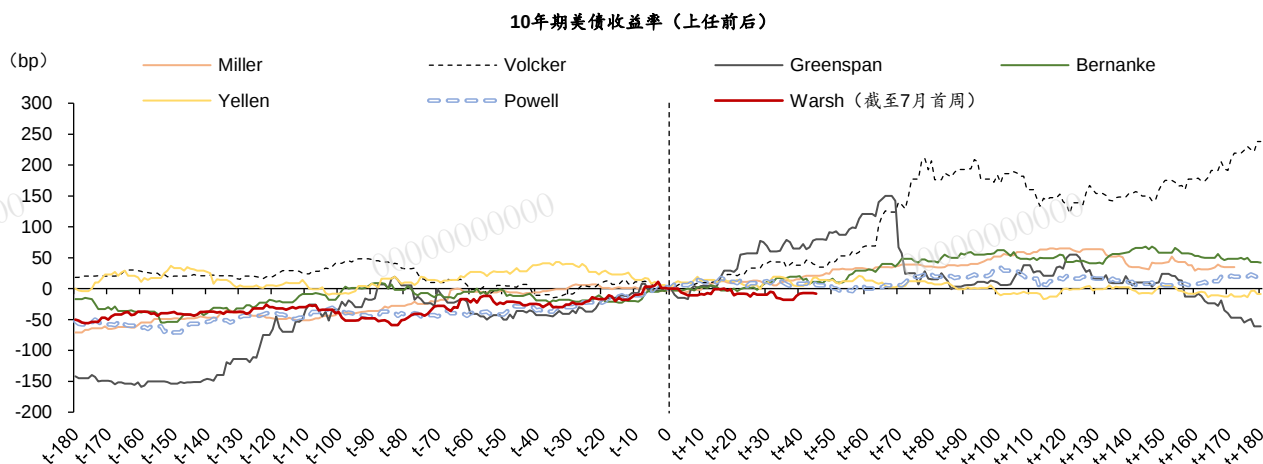
首先，历届联储主席就职前期，大都经历一段市场波动率上升的时期，尤其是债市——可以理解市场“适应”新主席，或者新主席赢得市场信任的一个过程。回顾米勒（Miller，1978年3月就任）以来的各届联储主席就任后的债市短期（100天内）走势，大多数主席换届后长端国债收益率都会有所上升，可以理解为风险溢价上升，定价联储换届相关的政策不确定性（图表8）。然而，一段时间后，如果联储主席成功稳定市场预期、尤其是通胀预期，则长期国债收益率会再次回落，甚至降至低于换届前的水平。

股市波动率在联储主席换届伊始往往也有所抬升，但增长加速、尤其是从低位回升的时期除外——这一规律显示权益市场仍由增长和盈利预期主导，但对新主席也有一个适应过程。同样的分析也适用于股市，但除了利率预期对股市（估值）的影响外，当期增长和盈利预期的变化对股指走势的影响也很显著，甚至高于前者。回顾历届联储主席换届后股市的走势，我们观察到多数情形下股市波动率也会短期上行，除非名义增长修复性回升（而非过热），且通胀低于目标——如耶伦（Yellen，2014年2月就任）和鲍威尔（Powell，2018年2月）就任后的一段时期（图表9）。

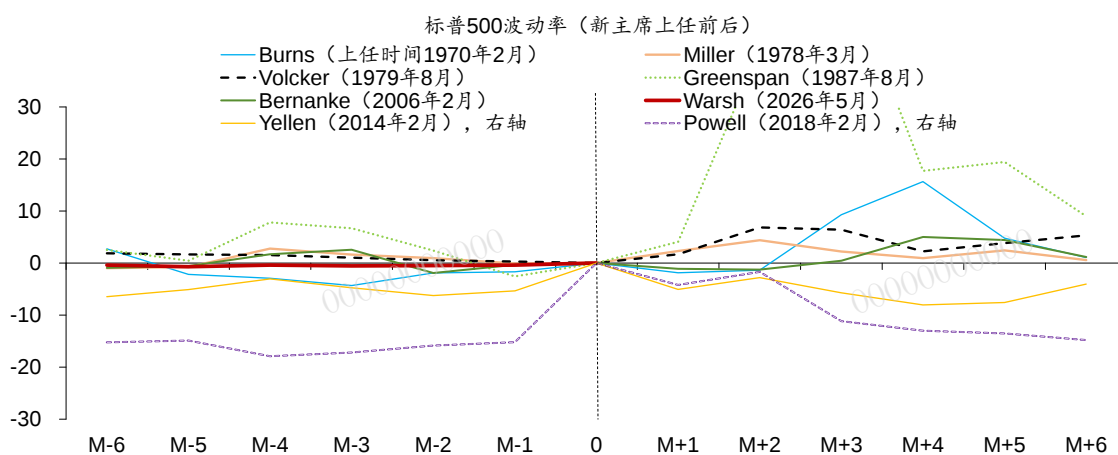
更进一步，增长趋势和联储政策立场的不同组合对市场定价的影响可以分为四个象限来分析（图表10）：

- **名义增长加速，但政策偏鸽——股市繁荣，但联储/美元“公信力指标”可能全面走弱（米勒，伯南克初期，鲍威尔初期）。**如果在名义增长加速、金融条件偏松的情况下，联储保持观望、甚至滞后于曲线偏鸽，增长可能短期继续加速上升，但债券和外汇市场均会开始定价联储公信力下降及中长期通胀风险上行。表现为金价上行，长端国债利率走高、曲线陡峭化，美元走势一方面可能受名义增长上行支撑，但另一方面，相对更为“政策自律”的货币和类货币资产可能走弱，如兑瑞士法郎。粗略分类，米勒（Miller，1978年3月就任），伯南克（Bernanke，2006年2月）和鲍威尔（Powell，2018年2月）就任初期大体都处于这个“象限”。
- **名义增长加速+政策立场偏鹰——股市兴奋度可能有所下降但仍有基本面支撑，联储/美元公信力指标走强（沃尔克，格林斯潘初期）。**经济上行期接任的联储主席，如果选择偏鹰的立场并较快加息，则美元走强，且美元和联储的“公信力”指标均有望走强，表现为黄金价格可能回落，国债期限利差收窄，长端曲线更为“锚定”，通胀预期下行等。如果政策仅同步于周期调整而非过度收紧，则权益市场虽然“兴奋度”可能有所下降、估值扩张受阻，但总体走势也终将继续跟随基本面变化。回顾历届联储主席换届，沃尔克（Volcker，1979年8月）和格林斯潘（Greenspan，1987年8月）就任初期的宏观背景大体落入这一象限。
- **名义增长减速/低迷+政策偏鸽的组合下，公信力指标总体稳定，盈利预期主导股市走势。**如果新任联储主席就任时经济增长低迷，则偏鸽派的立场完全符合市场预期，利率和汇率等表现总体平稳，美元和联储公信力指标也大体波澜不惊，虽然鸽派立场为估值“托底”，但基本面（盈利预期）走势对股市的影响更大。耶伦就任初期的宏观走势大体处于这一象限。

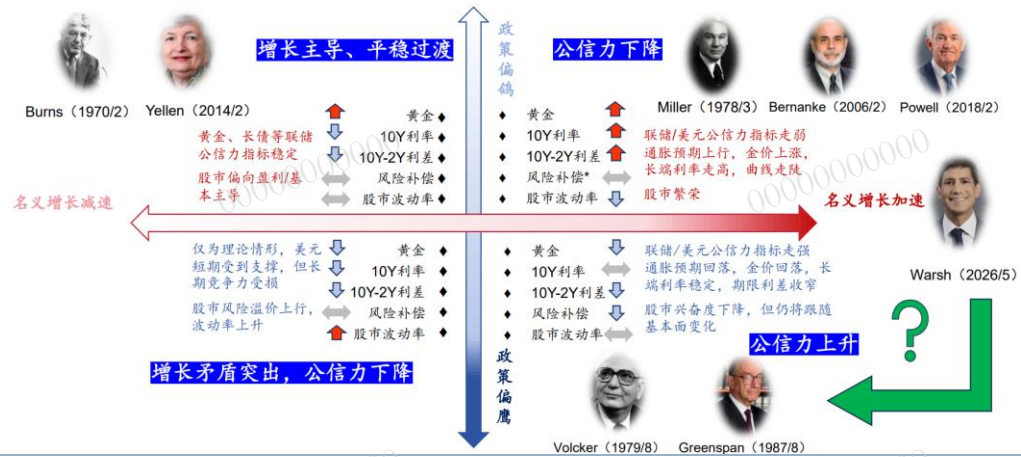
- **名义增长减速+政策偏鹰——增长矛盾将更加突出，股市债市波动均将加大，联储公信力下降。**回顾过去8次联储换届（图10），并没有任何一届主席就任伊始在经济下行的环境下选择鹰派的立场。理论上，如果在经济下行期联储政策反常识收紧，则股市和债市的风险溢价都将大幅攀升，波动率均将上行，短期虽然可能推升美元，但长期美元资产的竞争力可能受损。

图表8：历届主席就任始长端国债收益率大都上行


资料来源：Haver，华泰研究

图表9：股市也往往有一个“适应新主席”的过程


资料来源：Haver，华泰研究

图表10：经济基本面和政策立场组合下的市场定价——四个象限


注：1) 对于明显受到外部事件扰动的个别案例，不纳入象限主要方向的判断，比如 Volcker 上任初期黄金上涨主要受石油通胀冲击影响；2) 由于数据可得性，Bernanke 及之前联储主席使用 ACM 10y 期限溢价代表风险补偿，之后使用美债 5y5y 通胀预期；3) 联储主席人名右侧括号内为其上任时间。

资料来源：Haver，美联储，华泰研究

四、7月议息会议前夕预期波动，充满悬念

虽然沃什 FOMC“首秀”联储“公信力指标”走强，但7月后一系列的数据和事件驱动下，定价已经发生了变化——7月和9月加息预期先降后升，但公信力指标再度回落。总体而言，7月议息会议充满悬念，但从博弈角度分析，尤其是考虑到沃什上任后建立市场公信力的重要性，我们认为加息概率或应该至少有50%——市场对加息概率计价不到一半，则可能过于温和。

- 经济基本面走势：当期通胀下行，非农就业高位回落但仍趋势性偏高，名义增长显著高于趋势（图表 11 和 12）。6月油价回落推动 CPI 环比转负，且核心 CPI 亦超预期降温，在6月CPI数据公布后（中东冲突再度升级前），市场对今年7、9月会议及之前加息概率的定价出现明显回落，一度分别降至15%、50%左右。此外，6月新增非农降至5.7万，较3-5月月均16.3万的水平明显回落，但需要指出的是当前新增非农仍高于联储估算的中性水平，且已累计四个月高于中性水平。综合考虑二季度退税等财政扩张仍对居民消费形成支撑，以及AI投资规模仍然较高，美国二季度名义增长势头不弱，显示利率对整体经济（除了地产）的约束性相对有限¹¹。
- 虽然短期通胀和就业指标回落，但地缘局势及通胀预期再度推升加息预期。7月前两周，虽然非农数据与通胀数据边际放缓，一定程度上压低通胀预期。但自7月首周开始，美伊双方再度交火，油价自60-70美元/桶的低点回升；特别是7月中旬以来，伴随着美军出现伤亡、曼德海峡通行受阻，油价一度升至90-100美元/桶的区间。同期，1年、2年期的美元互换的通胀预期分别上行20bp、10bp至2.1%、2.3%，通胀预期升温也推动加息预期上行，目前市场定价7月及之前、9月及之前会议加息概率分别达到40%左右、110%。
- 沃什与市场沟通：坚持不给前瞻指引，但市场愈发“困惑”（confused），议息会议前公信力指标再度走弱。在沃什过去的几次讲话中，他一方面反复坚持不“剧透”前瞻性的政策立场，甚至包括对当期数据的解读，但同时又先后阐述了一系列似有矛盾的观点，如在6月FOMC会议上，沃什反复强调通胀“着陆”的重要性¹²，但中长期，对AI繁荣推升生产力的降通胀效应颇有信心，6月CPI数据公布后，他在国会听证会上又表示不应过度强调单月数据的影响，政策应更有前瞻性¹³，等等。沃什“高屋建瓴”的表述以及对前瞻指引的执意回避，令市场对7月议息会议的定价反复摇摆。但这期间，虽然美元受地缘局势推动而有所走强，但总体而言，联储“公信力”的指标再度回落，如金价回升，长端国债利率上行，通胀预期小幅回升等。

总而言之，如图表 13-14 所示，经济数据和地缘风波交织影响下，7-9月加息预期波动上行，但联储公信力指标先升后降，目前7月加息概率40%左右，显示市场分歧较大，充满悬念。虽然月初公布的就业与通胀数据放缓一度给市场加息定价带来降温信号，但后续中东局势的再升级以及可能更加恶化的石油供需条件使得油价再度冲高。通胀回落进程仅出现一个月后便再度受阻，市场对沃什也进入“观其行”阶段，仅鹰派语言承诺难以平息市场担忧，叠加前瞻指引的缺失，市场对年内加息节奏的定价明显前置。目前市场对2026年加息幅度达到42bp（年内加息接近1-2次），7、9月会议及之前加息概率分别为40%左右、110%。

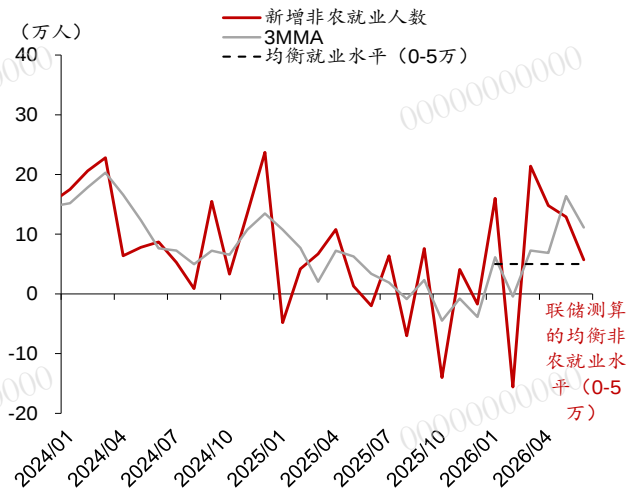
¹¹ 沃什在6月记者会上曾表示当前利率对经济的约束性并不均衡，对于地产市场存在约束，但对金融市场约束性有限

¹² <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf>

¹³ 沃什表示6月数据并不意味着通胀任务已经完成（June CPI Still Too Early to Call Mission Accomplished），

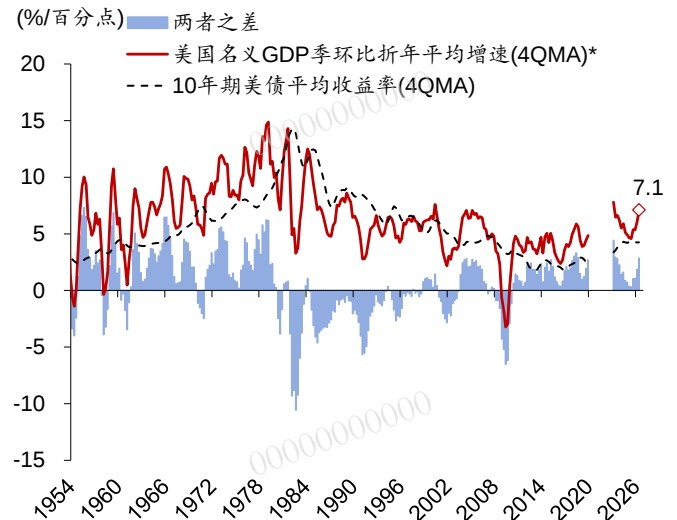
<https://edition.cnn.com/2026/07/14/business/live-news/cpi-inflation-kevin-warsh-capitol-hill-testimony>

图表11: 新增非农就业自今年3月以来持续高于联储估算的中性水平



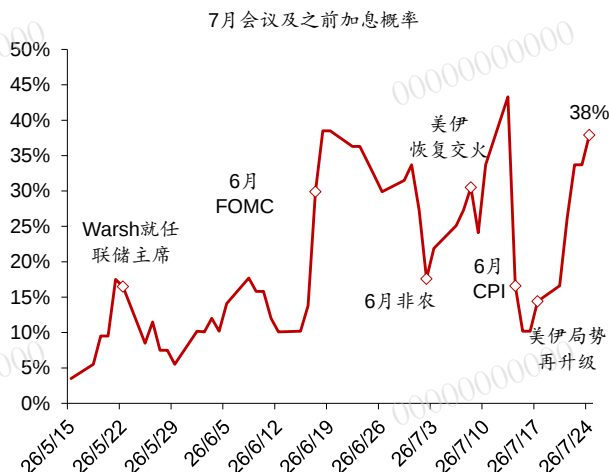
资料来源: Haver, 华泰研究

图表12: 美国二季度名义增长或将加速



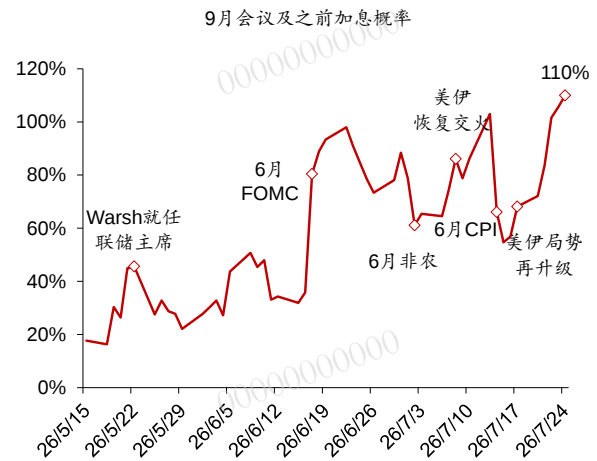
资料来源: Haver, 华泰研究

图表13: 市场目前对7月会议及之前加息概率的定价40%左右



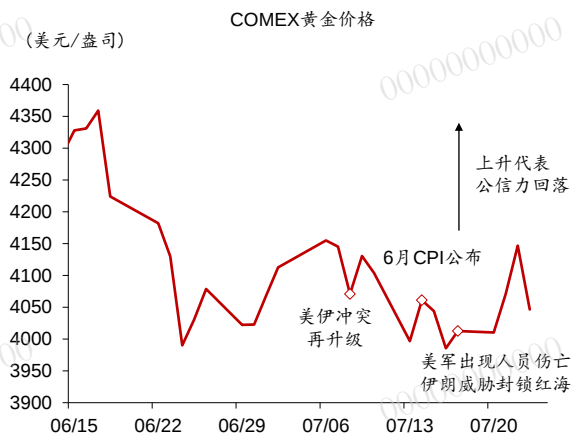
资料来源: 彭博, 华泰研究

图表14: 市场已完全定价9月会议加息1次



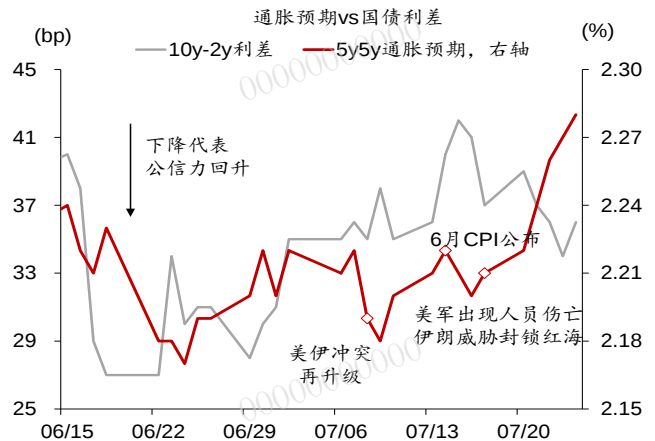
资料来源: 彭博, 华泰研究

图表15: 近期黄金价格再度回升, 美元公信力出现回落



资料来源: 彭博, 华泰研究

图表16: 近期期限利差走阔、中长期通胀预期也出现上行



资料来源: 彭博, 华泰研究

五、沃什 VS. 市场：越早加息越有助于“驯服”市场，且可能最终所需加息次数越少

我们认为短期树立“沃什新政”公信力的优先级较高。沃什继任了米兰卸任后、可能长达 14 年的联储理事职位，这给他实施长期改革提供了足够的空间。短期而言，重塑去年以来被加速侵蚀的联储公信力似乎势在必行（图表 17）。具体看，货币政策应该立足于稳定长端利率和通胀预期，压低期限利差和风险溢价，令市场信服。

从货币政策（稳定通胀预期）的公信力角度看，领先或同步于曲线加息更有利于压低期限（风险）溢价，即短期利率抬升有助于压低长端利率，尤其在通胀预期不稳的环境下。目前，美国增长和通胀指标均明显高于趋势，虽然近期金融条件边际收紧，但仍处于较为宽松的状态，联储下一次政策调整更可能是加息，而非降息（参见《联储明年可能有必要加息》，2026/5/20）。尤其是回顾历史，历届联储主席，即使在增长更弱的情况下，第一次政策调整大都选择加息（虽然在增长明显低于趋势的阶段新任联储主席可能等待较长的时间才选择加息，图表 19）。从加息时点选择上，考虑到目前的宏观环境，沃什更早加息不失为一个“一石多鸟”的选择：① 增长作为同步指标已经超出趋势之上，通胀预期也再次抬升，今年下半年加息有一定的合理性；② 联储理事，尤其是地方联储主席更倾向于早加息，沃什完全可以选择“顺水推舟”；③ 6 月“首秀”给市场留下鹰派印象后，市场急于测试沃什的“底线”，在市场分歧较大时意外加息，有利于在市场博弈中“先发制人”（参见第 6 页第 2 小结：“倾听市场”和“驯服市场”的“双重目标”可能令沃什做出更“出其不意”的选择）。

我们认为 7 月加息概率或略高于一半，高于市场目前预期的 40% 左右，而基准情形下，我们认为沃什 9 月前加息的概率接近 100%。其中，7 月加息的综合成本可能更低。具体逻辑如下：

- 如果 7 月加息，其主要意图可能是树立公信力，而非传递即将连续加息的信号——从和市场博弈的角度看，“点刹”式加息更“出其不意”。历史上，市场倾向于把一次加息作为“一轮”连续政策调整的开端。然而，这次的情况有所不同。一方面，在废除前瞻指引的“真空期”，联储亟需以行动作为与市场沟通的信号，否则真空期被拉长的政策成本可能更高。但另一方面，由于美国经济增长 K 型分化，AI 外的传统经济增长乏力，从“金融条件中性”的标准判断，联储今明两年总计只需加息两次（参见《联储明年可能有必要加息》，2026/5/20），所以，如果 7 月加息意外收紧金融条件，尤其是如果市场出现大幅波动，导致金融条件进一步收紧，沃什也可能选择稍作等待，观察政策效果。
- 如果 7 月不加息，且沃什已经严格执行废除前瞻指引的“新范式”，那么，债券市场可能开始定价沃什“虚张声势（bluffing）”，甚至试探性推动金融条件放松，且或更多表现为“公信力指标”走弱，或倒逼 9 月加息、且可能推高所需的加息幅度。诚然，市场和我们都在持续适应、甚至猜测新联储主席的实际意图的过程中，7 月议息会议结果仍然充满悬念。但试想如果沃什 7 月按兵不动，同时对此后的政策立场缄口不言，市场可能开始定价沃什对通胀零容忍的说法只是虚张声势，尤其是在能源价格再度攀升的环境下。由此，长端利率可能继续摸高，美元走弱，甚至股市估值回升等一系列“试探性”反应将放松金融条件，可能倒逼联储收紧政策、且届时金融条件相对于中性水平的偏离更多，所需的政策调整也可能更大。

- 基准情形之外，风险情形是什么？——7月和9月均不加息、但债市波动不上升同时发生的几乎唯一情形，是增长预期快速下调，金融条件大幅收紧，则沃什不再有加息的必要。如果金融条件由于利率政策外的原因明显收紧（美元快速走强和/或股市大幅下挫），压低增长和长期通胀预期，则政策不再有收紧的必要性，回到我们上文的“四个象限”分析，增长下行阶段，政策偏鸽无损联储和美元公信力。

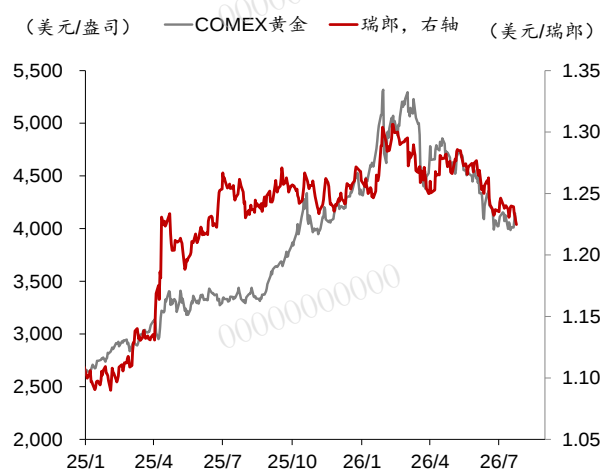
综上，我们将联储加息时间预测从此前的 2027 年上半年加息两次（参见《联储明年可能有必要加息》，2026/5/20），提前至今年下半年加息 1-2 次，明年年中之前累计加息两次（含今年）。我们预测的主要风险来自于① 沃什最终选择“虚张声势”，任由通胀预期上行；② AI 繁荣“戛然而止”，增长预期和风险资产价格大幅回调，经济增长自然回到趋势（甚至更低）的水平。

图表17：特朗普 2.0 以来联储和美元公信力明显被削弱



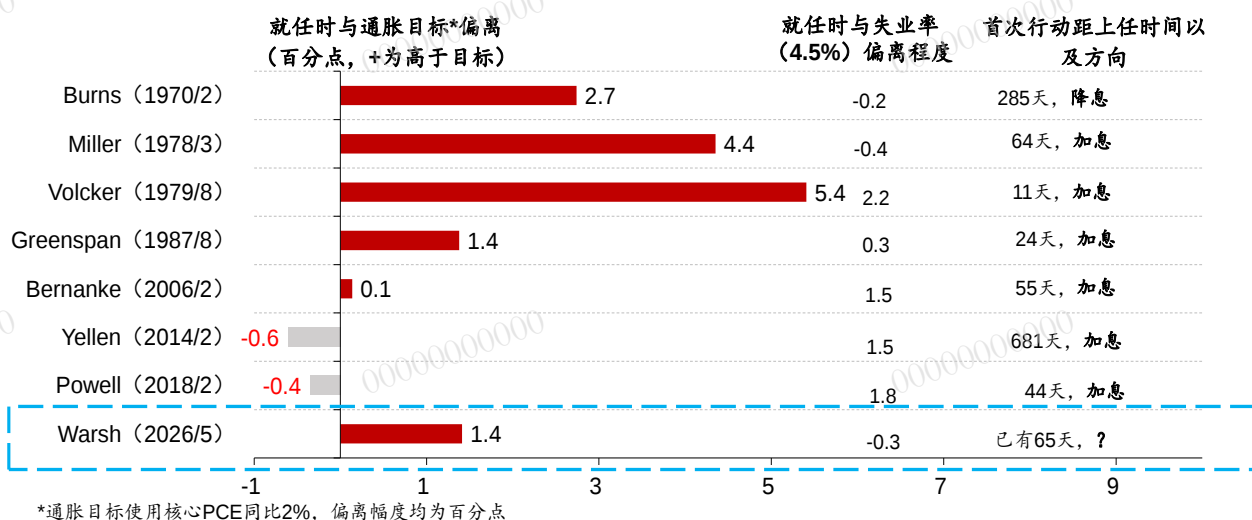
资料来源：Haver，华泰研究

图表18：特朗普 2.0 以来金价整体上涨，瑞郎兑美元走强



资料来源：Haver，华泰研究

图表19：除 Burns 外，过去历届联储主席接任后第一次利率调整方向均为加息



注：Burns 刚刚上任时美国经济面临衰退风险（前任联储主席 Martin 为遏制通胀而收紧政策，导致需求走弱），因此是先降息，此后因为经济需求改善以及之后的石油危机才持续加息。

资料来源：Haver，华泰研究

六、沃什“令美元再次伟大”理想的财政制约

中长期，沃什有较为激进的美国版“央行缩表”和“财政化债”相结合的政策愿景。早在 2025 年 7 月，沃什就提出：“我们需要一份新的财政部—美联储协议（Treasury-Fed Accord），就像 1951 年我们经历了另一轮国债激增、央行与财政部目标相左的时期后所做的那样，那正是现在的状态”¹⁴。6 月议息会议后，沃什宣布成立 5 个联储工作组对美联储货币政策运行机制展开全面审查。其中，“资产负债表政策”工作组将审视“充裕准备金”框架、美联储资产负债表构成及其他货币政策实施机制。与此同时，沃什的前同事贝森特领导下的美国财政部也在推进多项与美国国债融资相关的工作，包括支持稳定币监管框架实施，并关注稳定币增长可能带来的短期国债需求；通过季度再融资和财政部借款咨询委员会机制，持续评估不同期限国债的发行结构和投资者需求。

静态评估，联储和财政部在国债利率管理上的合作可能更为密切有效，如短期美联储持仓短端化、财政部增加短债融资等，同时，通过降低补充杠杆率（SLR, Supplementary Leverage Ratio）和下调准备金余额付息利率（IORB, Interest on Reserve Balances），引导银行体系承接更多国债，以便联储逐步削减其国债持仓。

然而中长期，持续扩大的财政赤字和国债供给，以及海外机构增持美债意愿下降可能是联储削减美债持仓的最大结构性障碍。一方面，美债供给可能居高不下，2025 财年美国杠杆率（公众持有国债占 GDP 比例）已达到 100%，CBO 预测未来十年可能突破 120%。其背后则是利息开支的加速、国防开支的扩张以及财政纪律的弱化。利息开支是主要财政支出中增长最为迅速的部分，2025 财年利息开支规模已达到 9700 亿美元，占 GDP 比例达到 3.2%，已与国防开支相当；且财政可持续性担忧推升美债风险溢价，利息开支具有螺旋加速的风险。此外，随着 2026 年特朗普再度对外“用兵”，美国国防开支也可能在近两年再度加速。2025 财年美国国防支出达到 9518 亿美元，2026 财年或接近 1 万亿美元，而众议院也于 7 月 22 日通过 2027 财年国防授权法案，授权约 1.15 万亿美元国防开支，且同时通过约 950 亿美元的补充国防军事预算¹⁵。同时，去年通过的“大而美”法案十年新增赤字 4.1 万亿美元，且大多数临时减税措施将于 2028 年到期，届时美国又将面临财政“悬崖”¹⁶，在政治整体极化的背景下，进一步扩张或难以避免（图表 20-24）。同时，美国退出全球公共服务可能倒逼其他国家（包括其盟友）从持有美债转而增持本国国债支持基建和金融的“在岸化（re-shoring）”，包括欧洲、中国及其他发展中国家等。比如，欧洲自 2025 年以来开始推动国防开支扩张¹⁷，作为区域最重要经济体的德国也已设立专项基建基金¹⁸，与此类财政扩张配合，欧洲国家国债作为融资工具的扩张亦为应有之义；中国大陆则持续降低美国国债持有规模，近一年以来已由 7300 亿美元左右降至 6600 亿美元左右¹⁹；其他发展中国家为降低外部融资风险（特别是融资环境可能趋紧），也可能持续扩大并深化本币债券市场。

¹⁴

<https://www.cnbc.com/2025/07/17/kevin-warsh-touts-regime-change-at-fed-and-calls-for-partnership-with-treasury.html>

¹⁵

<https://www.reuters.com/business/aerospace-defense/us-house-passes-1-trillion-defense-bill-despite-iran-israel-concerns-2026-07-22>

¹⁶ United States fiscal cliff，最早由由美联储主席伯南克于 2012 年 2 月 7 日在国会听证会上首次提出，是指美国将在 2013 年 1 月 1 日同时出现税收增加与开支减少局面。如果一些法律在年底自动失效将启动政府大副削减赤字的行动可能引起严重经济后果。

¹⁷ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_793

¹⁸

<https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/EN/Issues/Public-Finances/SVIK/special-fund-infrastucture-and-climate-neutrality.html>

¹⁹

https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/slt_table5.html?_hsmi=2

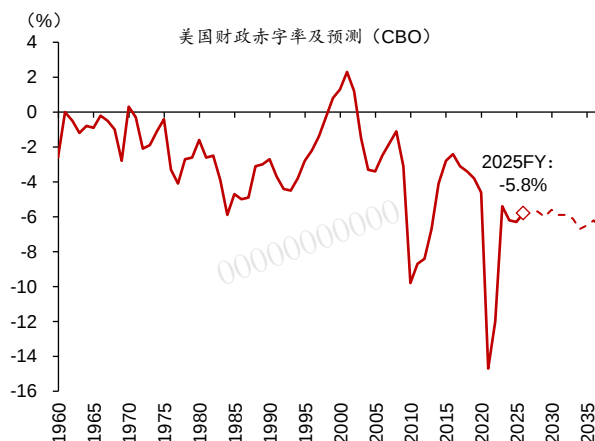
越过短期政策立场的噪音看，国债供给持续扩张的风险和联储缩表目标间的张力，也让国债市场更难定价长期利率，尤其在近期战争“成本”持续攀升的环境下。中长期看，美债公信力和财政可持续性息息相关，这一结构性矛盾，难以靠联储一己之力解决，财政部的“技术手段”也可能只能帮助平息短期波动，难以化解长期矛盾。

图表20：美国财政杠杆率达到历史高位



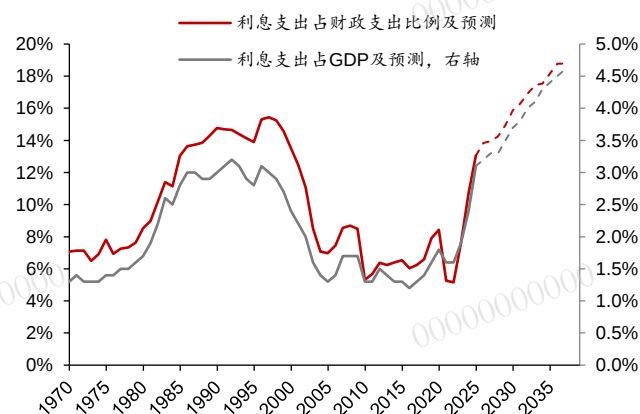
资料来源：Haver，华泰研究

图表21：疫情后美国财政赤字率结构性上升



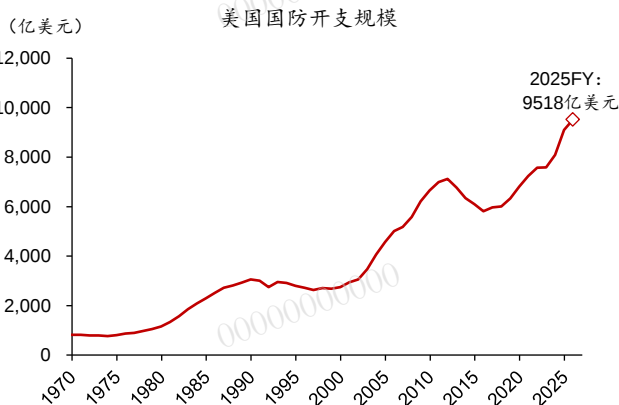
资料来源：Haver，华泰研究

图表22：赤字难以收敛，利息支出快速攀升



资料来源：Haver，华泰研究

图表23：国防支出持续上涨



资料来源：Haver，华泰研究

风险提示

沃什超预期偏鸽，金融条件超预期收紧。

免责声明

分析师声明

本人，易垲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易岷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司