仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

再度增配黄金的催化剂

华泰研究

2026 年 8 月 11 日 | 中国内地

易峘
研究员
SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263
evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

2023 年来，我们就看好黄金的长期配置价值，尤其是相比发达国家国债而言（参见《金价上涨的宏观逻辑》，2023/10/25，《全球央行购金百年史：任重而道远》，2024/5/10，以及《海外财政可持续性前景堪忧》，2025/11/4）。然而，今年 2 月底中东冲突爆发、霍尔木兹海峡有史以来第一次全面封锁后，我们建议短期不再从黄金配置上寻求超额收益，但也提出，中东局势变化中长期只会进一步强化配置黄金的长期逻辑（参见《为何"海峡不开，黄金难涨"？》，2026/6/7）。中东冲突爆发近半年，海峡短暂开启后再度封锁，某种程度上，中东局势对全球流动性的压制效应仍可能对金价形成扰动。但另一方面，近期宏观和市场局势的变化催生增配黄金新的动力，尤其是联储换帅"验证期"美元内生价值的不确定性，以及全球风险资产"极致化"配置的边际缓和（参见《沃什：加息前置的逻辑》，2026/7/29）。叠加全球，尤其中国能源需求的弹性高于预期、中东冲突长期化的边际紧缩效应减弱等因素——黄金可能再度迎来增配窗口。节奏上，关注 8 月底沃什联储年会讲话是否能缓解市场疑虑，9 月 FOMC 决议，及海峡通行动态。

1. 重温我们此前"海峡不开，黄金难涨"的逻辑

中东冲突爆发早期，我们提出，黄金可能成为短缺冲击下"煤矿里的金丝雀"，对冲突早期流动性骤然收紧及海湾国家收入下降的影响较为敏感。对于近年来用外汇收入大量累积黄金的海湾国家（即本次冲突"震中"）、以及此前在去美元化和金价上升趋势推动下大量购入黄金的发展中国家（本次边际受损最大、脆弱性最高）而言，现金流枯竭，不仅购金资金受限，且目前比价下用此前积累大量浮盈的黄金换取必需品可能是不得已的选择（参见《当石油变成"黄金"》，2026/3/22）：

1. 物资短缺冲击下"脱虚向实"的压力。黄金对地缘风险的定价比其他"硬缺口"物资更为充分，急性冲击下，增持黄金的紧迫性必定不如更为短缺、现金流更为确定的必需商品。

2. 高仓位+高浮盈推升短期金价"脆弱性"。2022-25 年，全球央行年度购金量是此前 10 年的 2 倍，叠加金价大幅上升，以现价计算，黄金占央行储备资产比例已经从 2008 年的 9.1%上升至 2025 年 12 月的 24.5%。2023-2025 年，每单位黄金兑石油比价上升了 3.1 倍，在各类资产中表现名列前茅。

3. 短期石油美元循环受阻可能打破黄金供需平衡。此前历次石油短缺反而增加海湾国家出口商品的相对定价能力。但这次冲突中，霍尔木兹海峡历史上第一次被基本封锁，石油天然气基础设施受到威胁，海湾国家收入骤减，石油美元循环很可能受阻。过去几十年，海湾国家以出口能源和其他原材料换取美元，但"大兴土木"基建令现金所剩不多，同时，海湾国家黄金储备市值和占比在过去 6 年翻倍有余、短期很可能成为应急流动性来源。

4. 全球发展中国家（此前购金主力）短期难以继续购金、甚至出现"应急"压力。如图表 1 所示，海湾国家和新兴市场经济体是近年来全球央行购金"主力"。而在本次冲击中，新兴市场国家总体压力最大（少数能源出口国除外）——如果这一群体对外账户和国内财政状况持续恶化，不排除黄金购买力下降，甚至出现边际卖出压力。

此后，Kevin Warsh 接任联储主席首秀表态比预期鹰派，叠加全球央行加息预期暂时走强，以及 AI 硬件涨价链"挤出"大量流动性，均在 5-6 月压制黄金表现（参见《为何"海峡不开，黄金难涨"？》，2026/6/7）。面临 5 年来第三次供给冲击，全球央行面临稳定通胀预期的压力，全球国债利率普遍上升，包括美债。同时，4 月后，美国 AI 相关资本开支预期大幅上修，市场大幅上涨——AI 繁荣与财政宽松带动美国经济增长加速、表观名义增速及就业市场出现过热的早期迹象，印证目前利率水平不具"约束性"。Kevin Warsh 就职后，默认联储官员放鹰也继续催化市场这一叙事（参见《联储明年可能有必要加息》，2026/5/19）。此外，大型科技企业融资规模上升，也加剧了美国市场对流动性收紧的担忧。

然而，我们当时也提出，短期"逆风"过后，仍然建议配置黄金及战略性资源品。尤其是考虑到 K 型经济下联储加息空间不大，可能较快被市场消化（此后的演绎与此前"剧本"有所偏离，具体请参见下文分析），且战后海外财政往往宽松、自律性进一步下降，长期反而会强化实物战略性资产的配置逻辑（包括黄金，参见《为何"海峡不开，黄金难涨"？》，2026/6/7）。

仅供内部参考，请勿外传

然而，目前霍尔木兹海峡仍然基本处于封锁状态，但金价为何可能恢复上行动力？——一方面，全球对能源冲击的韧性有所增强，但更重要的是，AI 硬件链“极致行情”被削弱，及联储新主席近期表现也再度推升了市场以黄金配置抵御资产轮动及央行公信力摇摆等风险的必要性。

2. 催化剂 1：联储换帅“验证期”一波三折，美元内在价值面临大考

今年 5 月 13 日，美国国会正式确认凯文·沃什（Kevin Warsh）接任联储主席。据以往经验，市场和联储新主席往往有一个互相“试探”和熟悉的过程，而沃什受命的政治和经济背景令市场和新联储主席的磨合过程变得更为复杂和波折：

- 最初，市场对深受特朗普信任的沃什持怀疑态度，尤其经历去年总统和联储的几次“交锋”后，对沃什是否能保持联储独立性，治愈通胀顽疾甚为忧虑（参见《联储独立性受损如何改变宏观叙事？》，2025/10/29，以及《凯文·沃什接任联储主席的变与不变》，2026/1/30）。

- 然而，沃什 6 月 17 日 FOMC 首秀后，市场对联储公信力的定价有所回升——美元走强、黄金和瑞郎等“替代性储备资产”回调，美债期限和风险溢价收窄，加息预期抬升。此后，市场开始屏息等待不再与市场沟通其政策意图的沃什什么时候以行动印证其“联储独立性宣言”（参见《沃什：加息前置的逻辑》，2026/7/29）。

- **然而，7 月 FOMC 不仅令部分市场人士的加息预期落空，且为他们留下了更大的疑惑**。虽然 6 月就业和通胀数据均有所回落，但沃什反复强调通胀长期高于目标，且单月数据的决策权重较低。同时，中东冲突再升级、美国成品油价格突破前期高点，且二季报显示 AI 资本开支再度上调，对总需求的拉动上升。所以，在取消任何直接、间接、疑似的前瞻指引后，7 月不加息势必令市场再度质疑联储公信力（参见《沃什：加息前置的逻辑》，2026/7/29）。——一方面，市场人士开始质疑沃什驯服通胀的决心是否停留在“纸上谈兵”，但更重要的一个困惑是，对自己的决策不沟通、不商讨、不解释后，沃什的决策流程和分析框架究竟是什么？

沃什坚持“（不干预）、倾听市场”，而市场致力于理解新主席的循环和拉扯之间，市场只能以定价变化开始“试探”沃什的决心和边界。由此美元公信力指标再度全面走弱（图表 2）。另一个市场开始质疑美元资产储值能力的表征是，在美伊战况不利、或海峡重启预期转弱的交易日里，我们隐约看到迷你版的美元、美股、美债“三杀”情形复现。

往前看，我们关注 8 月底联储年会沃什的讲话以及 9 月 FOMC 是否能挽回市场对联储的信任。一方面，沃什的分析能力、决策框架是否值得信服将是市场关注焦点，另一方面，鉴于 7 月 FOMC 投票已经显示联储内部分歧较大，9 月 FOMC 决议中沃什的表态，以及联储官员和沃什之间的张力如何演绎，也充满悬念。

3. 催化剂 2：硬件链极致行情惯性打破，市场“换挡”中再度聚焦“长期主义”

虽然中东冲突在 3 月推升市场避险情绪，但多重因素催化下，4-6 月市场走出了“token 比油更稀缺”的走势。今年年初以来 token 用量大增、硬件链、尤其存储稀缺恐慌，以及斜率惊人的硬件链“涨价潮”推动硬件链行情快速“极致化”。虽然中东冲突伊始市场避险情绪升温，但一方面，油价触及高点后突破乏力，另一方面，特朗普“预期管理”较为成功、且 4 月初如期 TACO，都令市场形成对硬件链极致行情的共识，甚至开始将美伊局势看做（理应屏蔽的）“噪音”而非关键变量（参见《延迟需求如何改变本次能源冲击路径》，2026/6/3，图表 3）。由此，市场配置快速极致化、尤其在亚洲，且大量杠杆资金入市（图表 4 和 5）。

然而，6 月中后，一系列基本面和资金面的变化打破了极致行情的惯性和亢奋度。首先扇动翅膀的蝴蝶，可能是对 TRS 监管的收紧（total return swap，总收益互换），但更重要的是，基本面层面的数据和信息不再超预期——何况对于此前价格斜率偏高的共识性配置而言，没有新增的正向催化剂，可能就已经是“坏消息”。资金面和基本面变化互相强化的冲击下，硬件链大幅回撤到了一个新的、较低价格的平台，以及更为温和的波动率和斜率水平。

有意思的是，配置行为显示，以黄金为代表的、贵金属配置“亢奋度”大幅下降后可能已经逐渐磨底，而此前亢奋度过高的硬件链对流动性环境的敏感度却大幅上升。我们观察到，油价上升收紧流动性时，资金跷跷板的另一面，似乎已经不再是黄金和贵金属。7 月上旬，美伊打破停火协议，海峡再度封锁，且此次封锁对成品油和其他关键原材料供给的压力可能更大。如我们在 《霍尔木兹二次封锁的杀伤力或许更大》（2026/7/24） 一文中分析的，由于预期管理开始失效、俄乌炼化基础设施同时受损、中东石油基础设施再度成为打击对象等因素，油价上升可能有一定粘性，但更重要的是，包括成品油、农产品、关键化工品在内的生产资料稀缺可能比上一轮封锁时更为严重。但如图表 6 所示，黄金持仓相对下降（但中长期逻辑反而强化），半导体链信仰边际松动，此前石油和黄金价格的负相关关系，似乎转移到了杠杆资金更集中的硬件链，而以黄金为代表的贵金属和其他替代性储备资产，配置价值再度上升。

从去年的黄金到今年的硬件，极致行情频繁出现也从侧面印证了市场在货币幻像、财政不可持续的大宏观背景下亟需配置实物资产的宏观现实（图表 7）。

仅供内部参考，请勿外传

4. 海峡封锁阴云犹存，但流动性紧缩对贵金属持仓的边际冲击下降

高油价仍然挤压流动性，但第二轮高油价对金价的影响机制却有所转变。7 月初来，美伊硝烟再起，油价反弹、且成品油和其他关键原材料价格突破前期高点（参见《霍尔木兹二次封锁的杀伤力或许更大》，2026/7/24）。此后，原材料供给冲击推升成本但抑制需求，挤压实体经济和金融市场的现金流，这一机制没有变化。然而，过去几个月间市场的学习、演绎和调整，令近期金价与油价不再呈现“负相关”关系（图表 6），具体看：

- 虽然供给冲击较大，但原油（非成品油）价格走势指向比此前预期更灵活的供需机制，对油价无序冲高的焦虑有所缓解，由此，边际挤出效用开始下降。承载全球 15%原油运量的霍尔木兹海峡在 3 月初封锁伊始，由于没有先例，市场恐慌程度较高（《本轮高油价会引发金融风险吗？》，参见油价的金融风险，2026/3/16）。但此后原油价格冲高回落，高点低于预期，且后期走势持续比此前预期更为平稳。复盘供需基本面和市场情绪各项指标，除了特朗普预期管理的效用外，另一个潜在结论是，原油的供需弹性比此前市场想象的要大的多——诚然，这样的初步推论，也只能通过实战层面的“压力测试”才能验证。其中，绕道和暗船对供给缺口的缓解值得关注、湾外国家供给释放有所帮助，但最重要的因素是，中国需求的弹性显著，图表 8 显示，中东冲突爆发后，4-7 月中国原油月均进口量下降约 330 万桶/天（同比降幅近 3 成），维持在 820 万桶/天左右的水平，而国内工业生产虽然有所减速，其幅度和原油用量下降并不匹配，验证中国能源结构的弹性大幅上升（如新能源渗透率大幅提升），且再出口（成品油等）减速也可能起到了一定的缓解作用。

- **经历板块内部调整及近期事件催化，市场逐渐重拾此前配置黄金（及其他贵金属、关键原材料）的信仰。**如上文讨论，金价本身调整令情绪亢奋度正常化、联储公信力质疑再度推升类货币资产配置冲动、且此前集中度较高的硬件链降温并成为新流动性冲击下的“薄弱环节”（图表 3），令市场再度聚焦配置实物资产的长期逻辑。

更广义地看，全球“更耗材”投资周期的逻辑并未改变，在流动性更为有限的情况下，我们可能更多地看到资产从一类耗材“堵点”，切换到另一类耗材堵点（参见《更“耗材”的全球投资周期意味着什么？》，2026/1/19）。

5. 重申黄金及其他实物储备性资产的长期配置逻辑

短期，全球地缘局势和流动性状态的不确定性仍然会在技术上影响黄金的走势，尤其是如果联储再度切换至鹰派模式。但中长期，我们持续看好黄金的配置价值——且拉长时间看，金价和真实利率的相关性已经在 2022 年后淡化（图表 8）。中东冲突虽然一度推升油价、挤压黄金配置，但中长期，全球地缘政治矛盾进一步激化和长期化的必然结果可能是财政扩张预期再度上升，且美国作为各类矛盾“震中”而非“和平使者”，必定加速腐蚀美元公信力（参见《金价再创新高，重温“长牛逻辑”》，2025/9/4）。值得注意的是，短期油价如果出现较快上涨，和/或美元真实利率超预期上行，则可能技术上压制黄金走势，但是由于 2022 年后，黄金配置的长期逻辑已经发生了根本性变化，拉长时间看，金价和真实利率间的（负）相关性已经被打破。

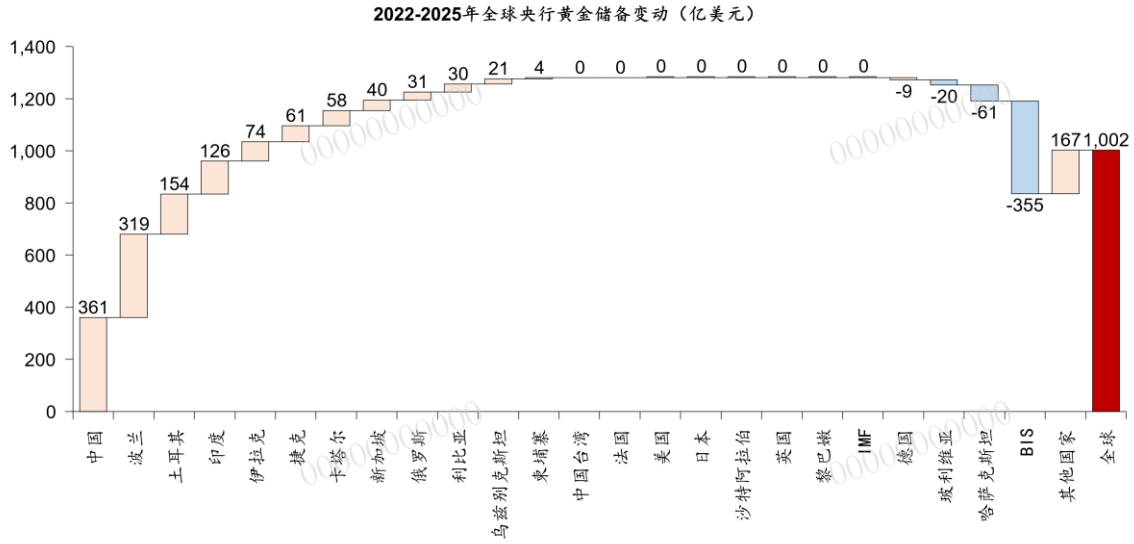
- 财政可持续性进一步下降。如图表 9 所示，战争通常会推升参与国的国防开支，如美国在历次战争期间及此后的军费开支占比、以及财政赤字率均明显上升。截至 7 月 21 日，此次中东冲突以来，美国因相关战事已花费 375 亿美元，同时特朗普政府提议将 2027 财年国防开支从 2026 财年的约 1 万亿美元增加至 1.5 万亿美元。此外，随着全球地缘政治加速重构、叠加美国在全球安全领域实行战略性收缩，欧洲、日本等其他国家和地区的国防开支也是易涨难跌。

- 美元体系裂缝仍在扩散。近期美债利率上行、美元走弱，显示美元资产的吸引力下降，除了受沃什 7 月议息会议表现欠佳的影响以外，进一步印证全球去美元化趋势不变。近年来，美国退出全球治理体系、对进口加征关税、对海外持有美元资产进行“长臂管辖”，都在某种意义上直接破坏了美元体系公信力，中长期各国或将下调配置美元资产的比例。

风险提示：地缘政治风险超预期修复，美国财政可持续性超预期改善。

仅供内部参考，请勿外传

图表1：近年来，海湾国家以及新兴市场经济体央行是全球黄金储备的主要增持方



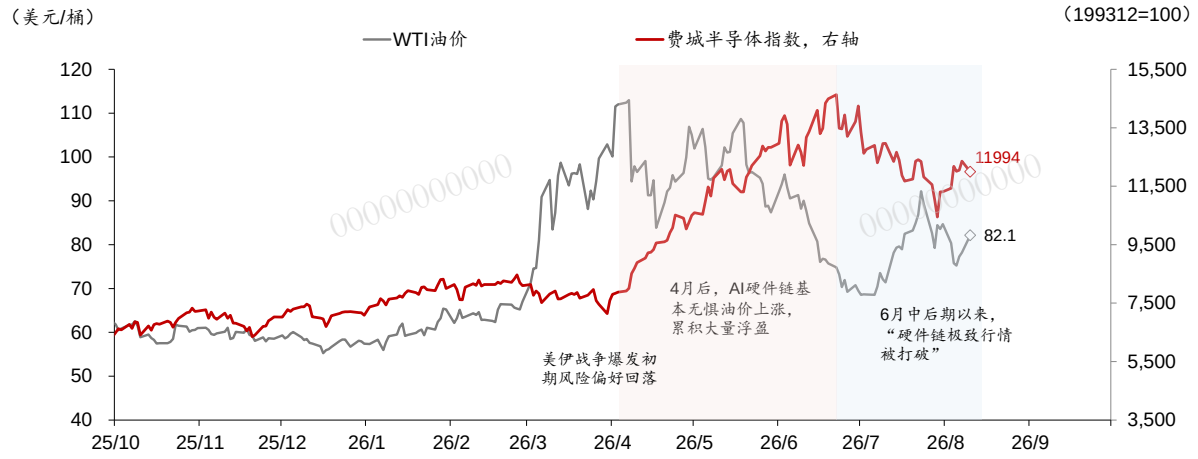
资料来源：Haver，华泰研究

图表2：7月FOMC后，相关指标均指向联储公信力有所回落

7月29日至8月7日	变化幅度	走势	指向公信力变化
美元指数（%）	-1.9		↓
10y-2y期限溢价（bp）	11.0		↓
5y5y通胀预期（bp）	4.0		↓
COMEX期金（%）	8.0		↓
瑞郎兑美元（%）	0.7		↓

资料来源：Haver，华泰研究

图表3：4月后，AI硬件链行情走向极致

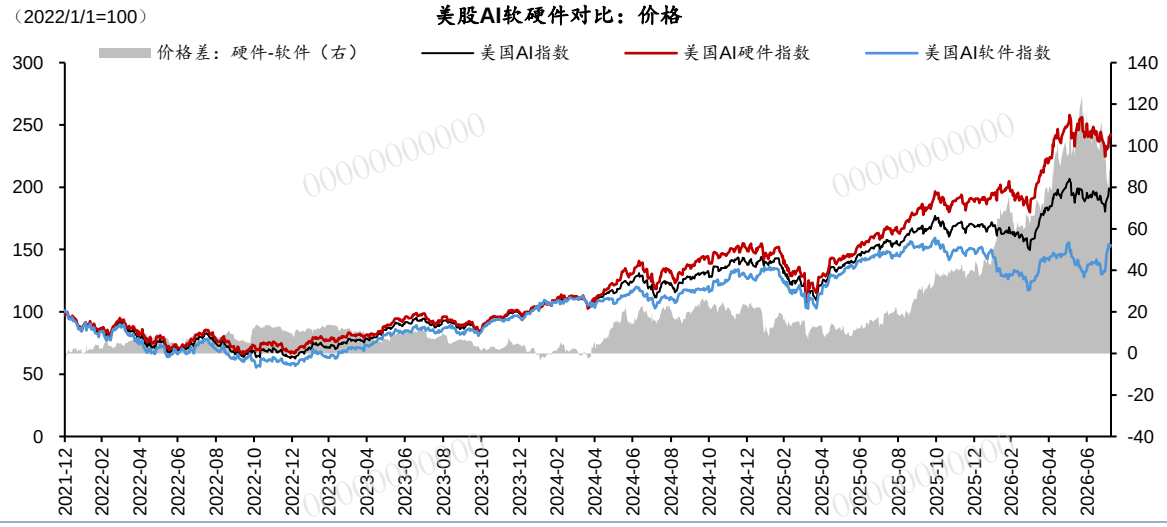


注：蓝色底色为负相关，红色底色为正相关，使用两者对数收益率的15日滚动相关性

资料来源：Haver，华泰研究

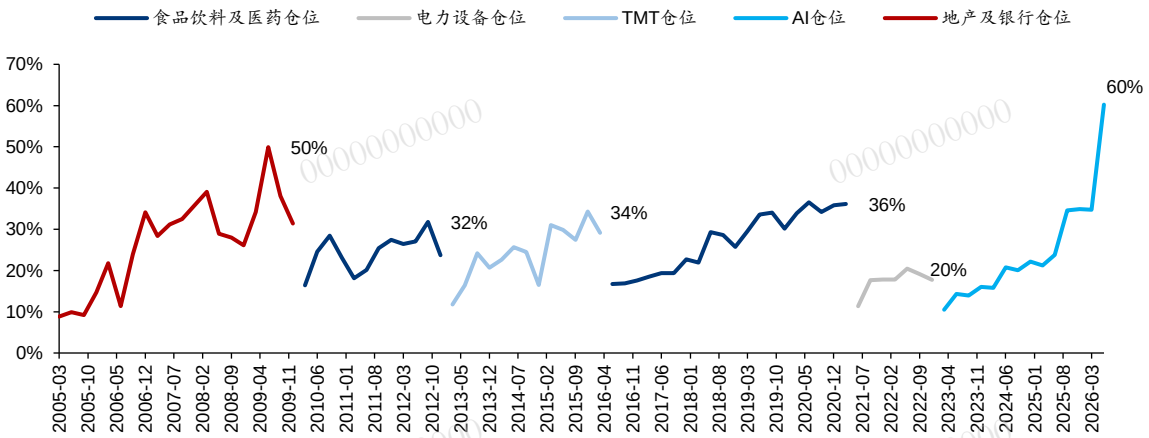
仅供内部参考，请勿外传

图表4：今年以来，美股仓位向 AI 硬件链快速集中



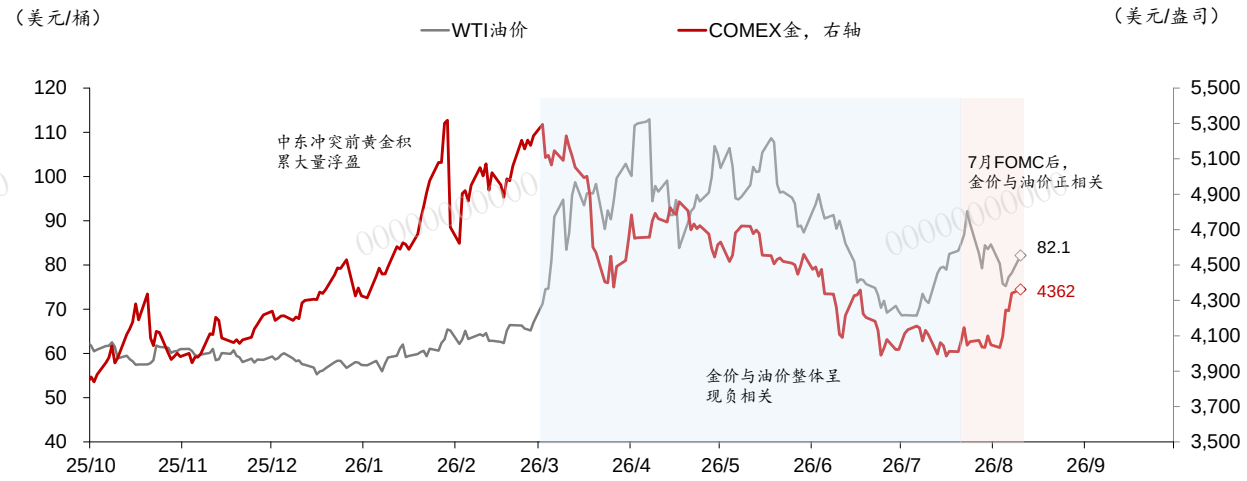
资料来源：Factset，华泰研究

图表5：2026 年以来，A 股仓位亦向 AI 突进



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：7 月中下旬后金价对油价上涨挤压敏感度下降，显示其集中度和“脆弱性”下降

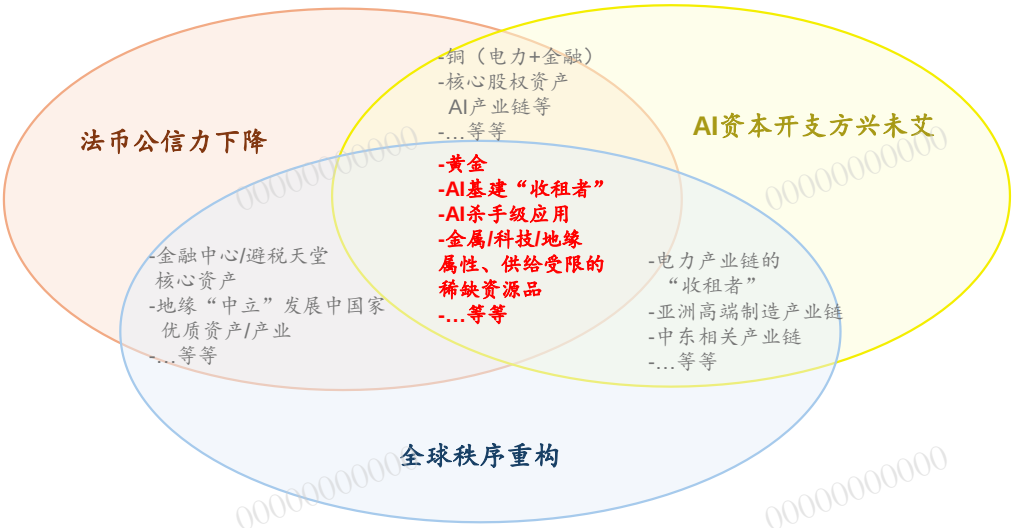


注：蓝色底色为负相关，红色底色为正相关，使用两者对数收益率的 15 日滚动相关性

资料来源：Haver，华泰研究

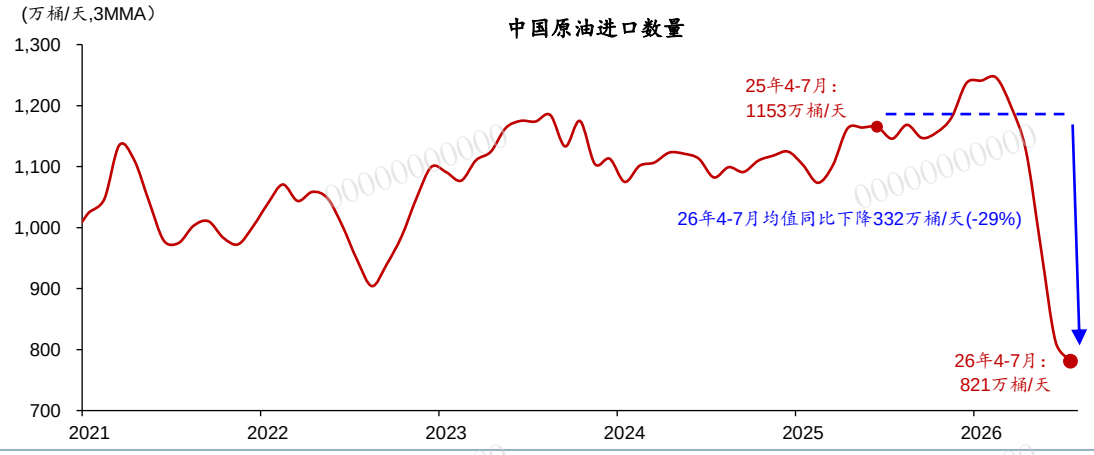
仅供内部参考，请勿外传

图表7：三大结构性趋势的交集在哪里？



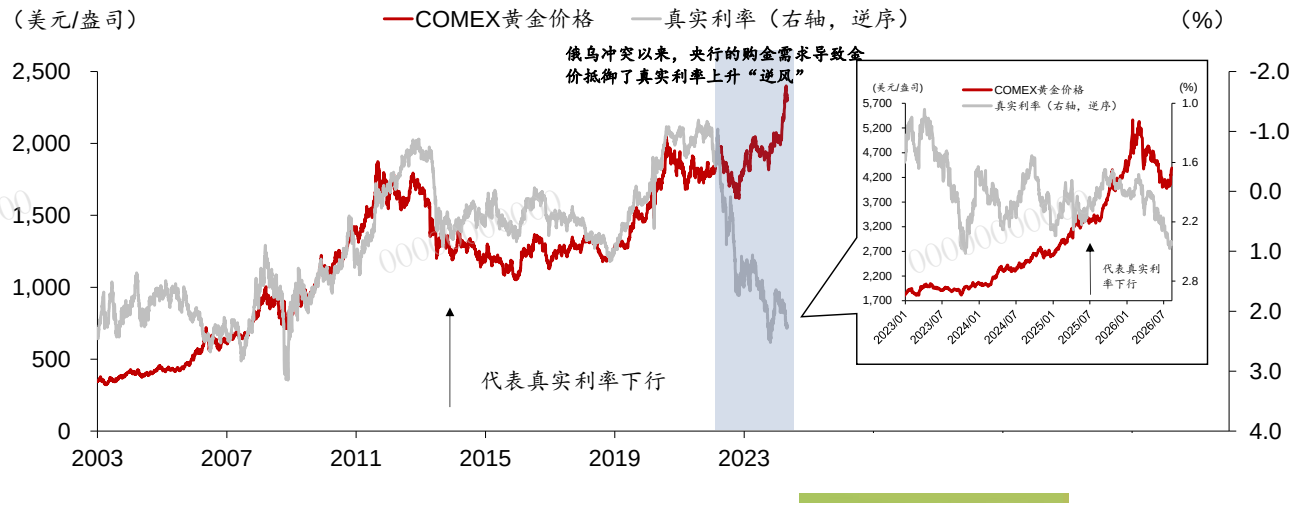
资料来源：华泰研究

图表8：今年4-7月中国原油进口量同比下滑接近3成，但生产指标并未“崩塌”



资料来源：Wind，华泰研究

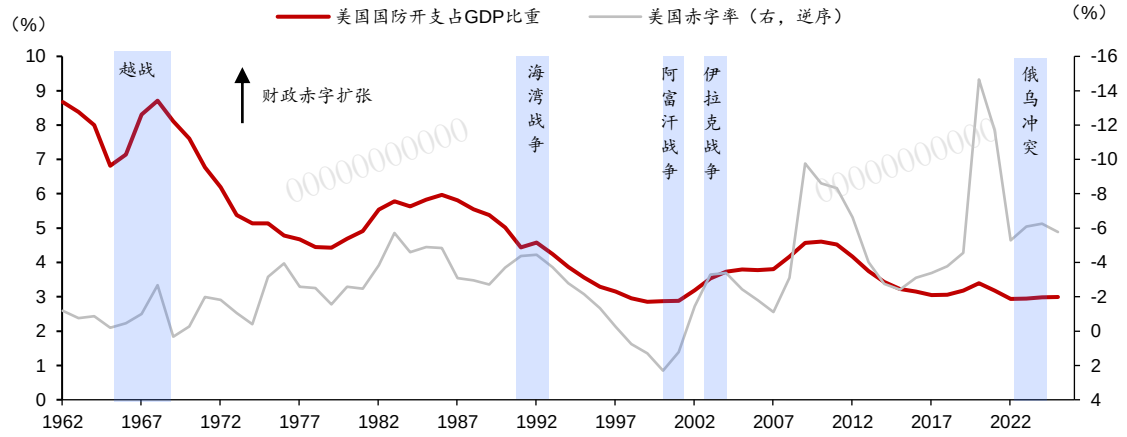
图表9：拉长时间看，金价和真实利率的相关性已经在2022年后消失



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表10：美国在历次战争期间及此后的军费开支、财政赤字率均明显上升



资料来源：Haver，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，易峘，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。

仅供内部参考，请勿外传

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

- 分析师易峘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

仅供内部参考，请勿外传

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

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

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

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