下载日志已记录，仅供内部参考

宏观报告

宏观周报

证券研究报告

2026 年 08 月 25 日

海外宏观周报

美国财政可持续性担忧抬头

证券分析师

钟正生 投资咨询编号 S1060520090001 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn

杨见一 投资咨询编号 S1060526020001 YANGJIANYI730@pingan.com.cn

平安观点：

■ **海外经济政策**

■ **地缘局势：美伊谈判前景转差，海峡通航仍然低迷。**据路透社报道，8 月 18 日，美伊临时停火协议到期，而特朗普称美国没有与伊朗进行任何会谈，伊朗则表示霍尔木兹海峡仍然关闭。8 月 20 日，美国再次威胁实施严厉经济制裁，伊朗随后警告将作出“毁灭性”回应。霍尔木兹海峡日均通航量仍然低迷，市场对年内恢复正常通航的押注转弱。

■ **经济数据：美国：1）工业：**7 月工业产出环比增长 0.20%、同比增长 1.08%，增速有所放缓；汽车生产构成拖累，但计算机及电子产品和其他耐用品保持较强增长。**2）地产：**7 月新屋开工环比-12.4%，住房供给仍然偏弱。**3）PMI：**8 月制造业 PMI 回落至 53.2，服务业 PMI 升至 56.8，制造业和服务业表现分化，但美国经济增长动能仍具韧性。**4）失业金：**当周初请和续请失业金人数小幅波动，劳动力市场整体稳健。**欧洲：**8 月欧元区标普制造业 PMI 升至 52.8，德国升至 54.1，制造业景气进一步改善。欧元区和德国 ZEW 经济景气指数回升。英国 7 月 CPI 同比反弹至 2.9%，前值 2.6%。**日本：**7 月 CPI 和核心 CPI 同比回升，通胀压力抬升。

■ **政策：1）美国：**财政部意外提高长端美债单次回购上限，释放稳定长端利率的信号，但其市场影响未能持续，反而加深了美国财政可持续性担忧。货币政策方面，7 月 FOMC 会议纪要显示，支持加息的与会者可能超过三位，但大多数与会者仍强调后续数据重要性。当周市场对美联储年内加息的预期小幅反弹。**2）日本：**央行加息预期较上周变化不大，市场仍定价 2026 年末、2027 年中及 2027 年末之前各加息一次。**3）欧洲：**9 月加息概率升至 95%，年内再加息两次及以上的概率再次升至 60%以上。

■ **大类资产变化**

■ **8 月 17 日至 21 日当周，美伊谈判前景恶化，全球长端国债收益率高企，股债波动率有所上升。1）股市：**全球股市多数和跌，分板块调整拖累美股及日韩市场，欧洲股市普遍承压；港股和部分新兴市场上涨。**2）债市：**美国财政部意外提高长债回购上限，但未能持续抑制长端利率，美债收益率仍然高企；欧央行加息预期及英国通胀上行推高德国、英国国债收益率，日本国债收益率持平。**3）商品：**地缘风险推动原油大幅上涨；贵金属走强；工业金属支撑和压力因素基本抵消，变化不大，农产品在供给和地缘风险担忧下普遍上涨。**4）外汇：**美国财政可持续性的担忧抬升，美元指数下跌；欧元、英镑、日元、韩元和人民币等主要货币均有所升值。

风险提示：*美伊冲突超预期升级，全球通胀上行风险超预期，全球经济下行风险超预期，全球金融市场波动超预期等。*

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

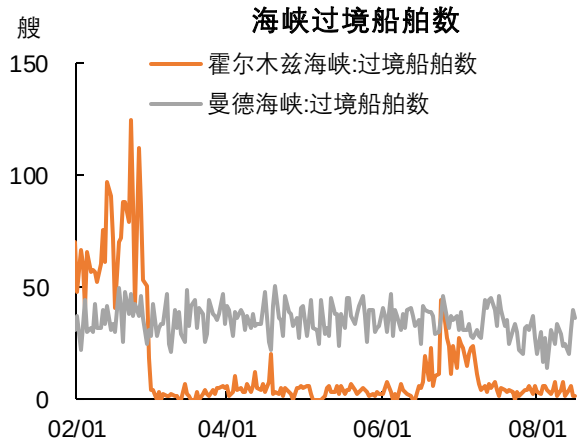
下载日志已记录，仅供内部参考

一、 海外经济政策

■ **美伊谈判前景转差，美国再次威胁经济制裁。**8 月 18 日，美伊停火协议到期，而据路透社报道，特朗普称美国没有与伊朗进行任何会谈，伊朗则表示霍尔木兹海峡仍然关闭，局势仍然紧张。8 月 20 日，贝森特表示美国将对伊朗实施严厉经济制裁，8 月 21 日，伊朗表示如果美国发出新的威胁，伊朗将予以“毁灭性”回应。8 月 21 日当周，布伦特原油上涨 6.6%，收于 94.39 美元/桶，仍显著高于 2 月 27 日冲突发生前的 72.48 美元/桶。截至 8 月 17 日，美国本土汽油价格上升至 3.92 美元/加仑。

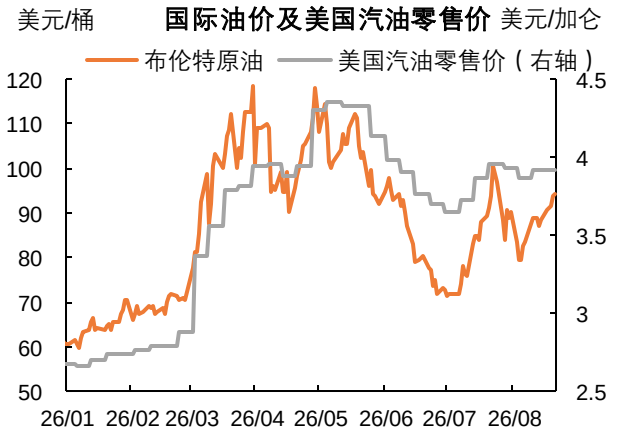
■ **本周霍尔木兹海峡通航状况仍不乐观。**英国海事贸易办公室（UKMTO）报告显示，8 月 13 日至 8 月 19 日平均每天有约 1 艘货运船和 2 艘油船通行，航运持续受到严重影响。Polymarket 平台对海峡恢复正常通航的押注持续走低。截至 8 月 22 日，市场对年内恢复通航的押注回落至 31%，上周为 44%。

图表1 霍尔木兹及曼德海峡航运情况



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表2 布伦特原油价格回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ **美国：**

1) **工业：**美国 7 月工业产出季调后环比增长 0.20%，前值 0.27%；同比增长 1.08%，前值 1.29%，有所回落。结构上，制造业产出环比增长 0.16%，其中耐用品制造增长 0.68%，计算机及电子产品增长 1.86%，但汽车及零部件下降 2.14%，非耐用品制造下降 0.43%，形成拖累。此外，美国工业部门产能利用率升至 76.29%，前值 76.20%，略有修复。7 月工业产出延续温和增长，汽车生产构成拖累，但电子产品和其他耐用品保持较强增长，显示工业部门仍具韧性。

2) **地产：**7 月美国新屋开工季调折年数降至 123.9 万套，前值 141.5 万套，环比-12.4%；新建住宅获批量则由 137.4 万户升至 144.3 万户，环比增长 5.0%，显示新建住房供给在高利率和住房库存的压力下仍然偏弱。

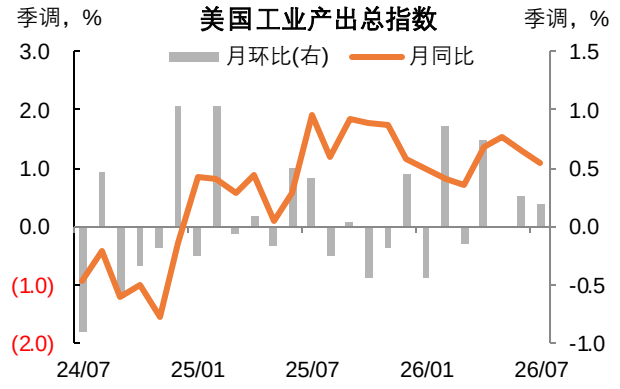
3) **PMI：**8 月美国标普制造业 PMI 由 7 月的 53.9 小幅回落至 53.2，低于市场预期的 53.9，主要受燃料成本上涨、库存建设减少以及原材料供应短缺等因素拖累。其中生产、新订单、投入采购和价格均有所放缓。服务业 PMI 由 7 月的 54.6 升至 56.8，超出市场预期的 54，新业务明显增加，带动积压订单和就业同步增长。美国经济增长动能仍具韧性，但制造业和服务业表现分化。

4) **失业金：**美国 8 月 15 日当周初请失业金人数为 20.6 万人，前值修正至 21.2 万人，相比前值有所回落；至 8 月 8 日当周续请失业金人数 179.9 万人，前值修正至 178.1 万人，相比前值有所回升，美国劳动力市场表现稳健。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

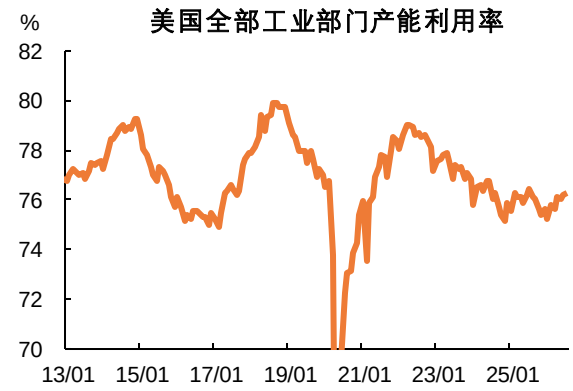
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3　美国 7 月工业产出环比回落



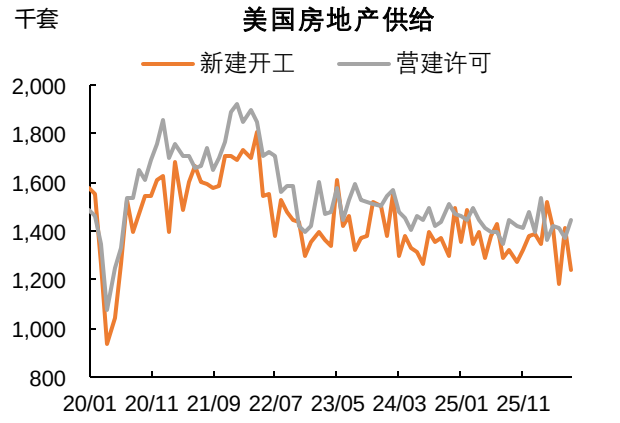
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4　美国 7 月工业部门产能利用率小幅回升



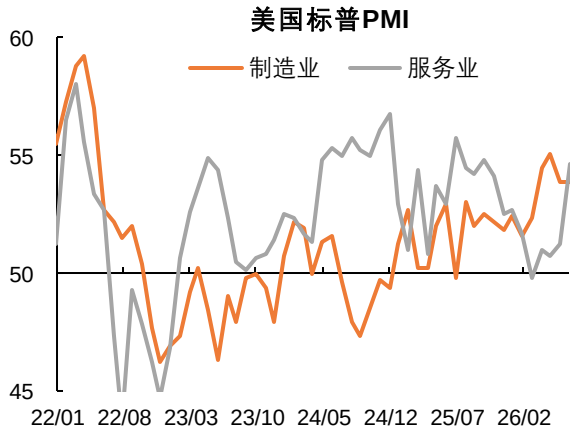
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5　美国 7 月住房新建开工环比回落



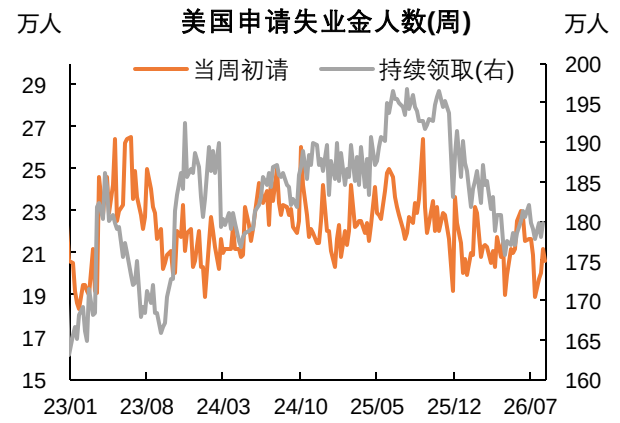
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6　美国 8 月标普制造业 PMI 小幅回落



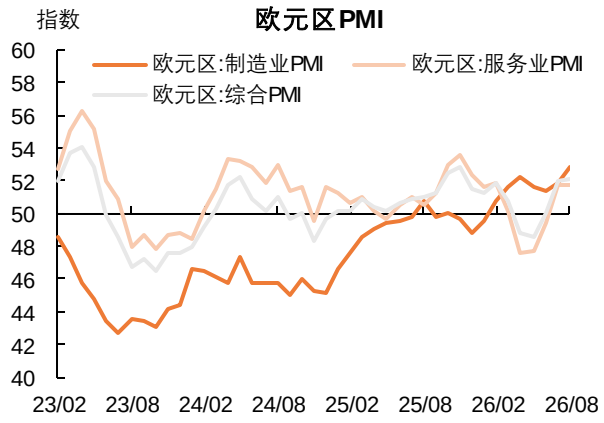
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7　当周美国初请失业金人数小幅回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8　欧元区 8 月标普制造业 PMI 走强



资料来源：Wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

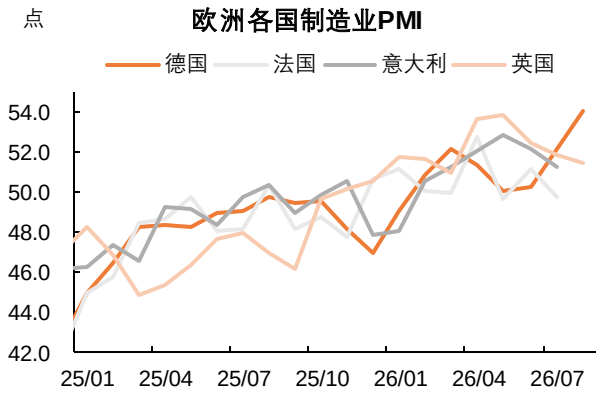
■ **欧洲：**

1) **PMI：**8 月欧元区制造业 PMI 由 7 月的 51.9 升至 52.8，创四年来最快增速，制造业景气进一步改善。尤其是德国制造业 PMI 由 52.2 升至 54.1，对欧元区整体形成拉动。英国则由 51.9 回落至 51.5，但仍处于扩张区间。

2) **ZEW 指数：**8 月欧元区和德国 ZEW 经济景气指数分别升至 31.4 和 34.2，前值 23.4 和 26.3，持续修复；经济现状指数也同步改善，但仍处于深度负区间，8 月升至-21.5 和-61.1，前值-37.7 和-77.6。

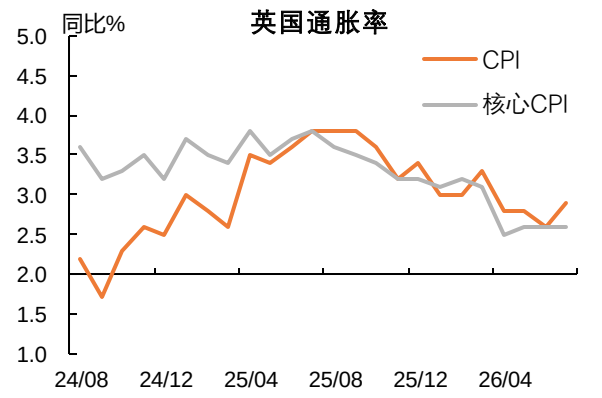
3) **英国 7 月 CPI** 同比 2.9%，前值 2.6%，同样来自能源通胀拉动，能源分项同比 9.8%，较前值的 5.7%持续抬升。核心 CPI 持平于 2.6%。

图表9　德国制造业 PMI 持续修复



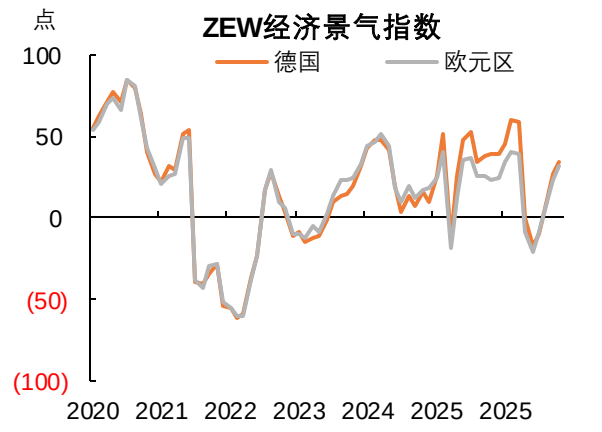
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10　英国 7 月 CPI 同比反弹



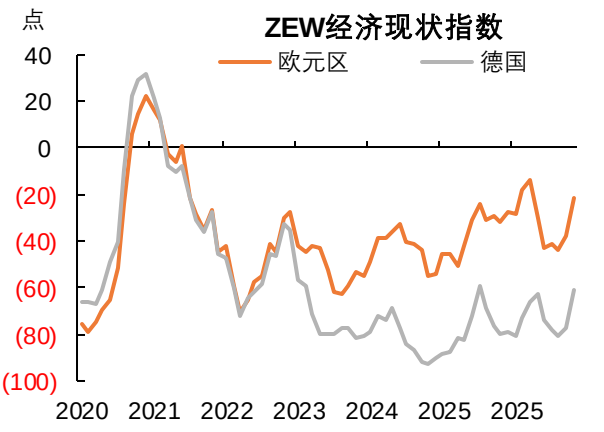
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表11　欧元区 8 月经济景气指数修复



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表12　欧元区 8 月经济现状指数修复，但水平仍低



资料来源：Wind, 平安证券研究所

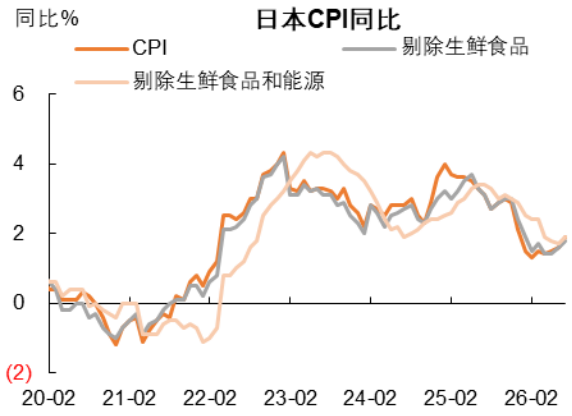
■ **日本：**

1) **CPI：**日本 7 月 CPI 同比由 6 月修正后的 1.6%升至 1.9%，环比由 0.1%升至 0.5%，整体价格压力抬升。剔除生鲜食品后的核心 CPI 同比由 1.6%升至 1.8%，环比由 0.2%升至 0.4%；进一步剔除生鲜食品和能源后的“核心-核心”CPI 同比由 1.7%升至 1.9%，环比由 0.1%升至 0.4%，显示价格压力已不局限于能源冲击。一方面，日本能源补贴缩减使得电价降幅放缓，另一方面，食品、交通、家居用品等核心分项价格上涨。整体来看，日本各口径通胀同比和环比均加快，基础通胀重新接近 2%，进一步增强日本央行加息必要性。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

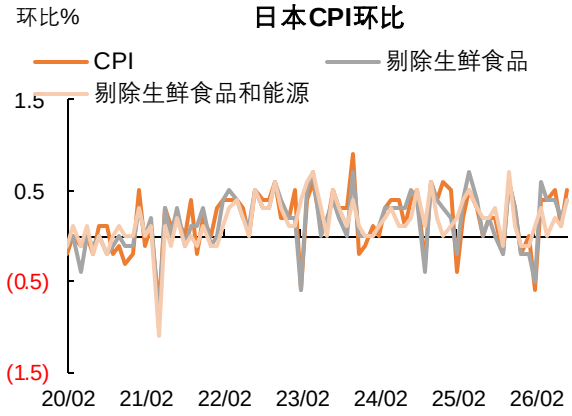
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13　日本 7 月 CPI 同比上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表14　日本 7 月 CPI 环比反弹



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■　**财政及货币政策**

1) **美国财政部：美国财政部意外提高单次长债回购上限，释放稳定长端利率的信号。**8 月 19 日，美国财政部宣布，在 9 月 9 日至 11 月 4 日期间，将 10 年至 30 年期国债单次回购上限由 20 亿美元提高至至少 40 亿美元。在此期间，财政部计划内的 7 次回购规模或将翻倍至 280 亿美元以上。**今年以来，美债收益率趋于上行，8 月 17 日美国 30 年期国债收益率突破 5.3%，债市调整加深、金融条件收紧，美国政府融资压力也随之抬升。**本次财政部提高回购上限，主要旨在改善旧券流动性、稳定长端收益率、降低政府融资成本。债务结构视角，此举也释放了财政部可能继续以短债置换长债的信号。公告发布当天，美国 10 年期和 30 年期美债收益率分别下降约 6BP 和 9BP，主要由实际利率下行驱动；美股三大指数小幅上涨约 0.2%，美元指数下跌约 0.86%，黄金现货价格上涨 1.3%。**但财政部公告对市场的信号作用未能延续，反而放大了市场对美国财政主导能力和债务供给压力的担忧；8 月 20 日长端美债收益率重新上行，美元指数小幅反弹，美股下跌，但黄金持续上涨。**

2) **美联储：8 月 19 日，美联储公布 7 月 FOMC 议息会议纪要，显示美联储内部分歧仍强，但对经济的判断基本同前。**主要内容包括：1）纪要显示，“大多数（most）”与会者支持维持联邦基金利率不变，“多位”（several）与会者支持提高利率区间 25BP，均指向除了 7 月反对维持利率不变、支持加息的三人（哈马克、卡什卡利和洛根）之外，可能有更多不参与投票的美联储官员支持加息。2）关于下一阶段的货币政策，大部分官员仍然强调后续经济数据是重要的政策依据，但“许多（many）”与会者表示，如果通胀没有下降，收紧政策可能是必要的。3）关于缩表，会议纪要提到目前资产负债表改革工作小组仍在进行研究，预计后续将为委员会提供有益的参考建议。其中值得讨论的具体问题包括维持市场运作和金融市场稳定的考量，以及美联储持有国债期限结构的问题，分别对应小组中拉古拉姆·拉詹和杰里米·斯坦的过往观点，指向工作小组成员的意见在后续改革计划制定中的权重不低。4）关于沟通方式，会议纪要显示沃什认为每年召开 6 次会议（目前是 8 次，每 6 周一次），能够保证会议之间积累更多信息，为政策制定者提供更多时间考虑战略性货币政策的问题。但沃什表示 2026 年剩余时间的会议日程不会发生变化。后续关注美联储沟通频率下降的可能性。

地缘局势前景恶化，当周美联储加息预期小幅抬升。截至 8 月 22 日，CME FedWatch 显示，市场预计 9 月至少加息一次的概率小幅抬升至 39.9%，高于上周的 33.1%；年内至少加息一次的概率小幅升至 71.6%，高于上周的 67.7%，全年累计定价约 1 次加息。2026 年至 2027 年至少加息两次的概率峰值升至 56.4%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15　CME 数据显示市场仍然预期年内加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	60.1%	39.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	46.8%	44.3%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	28.4%	45.3%	22.8%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	22.5%	41.8%	27.5%	7.5%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	16.4%	36.6%	31.4%	12.9%	2.5%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.0%	14.3%	34.0%	32.0%	15.3%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	12.3%	31.3%	32.3%	17.6%	5.4%	1.0%	0.1%
2027/7/28	0.0%	12.1%	30.9%	32.3%	17.9%	5.7%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.0%	12.0%	30.8%	32.3%	17.9%	5.8%	1.1%	0.1%
2027/10/27	0.3%	12.5%	30.8%	31.9%	17.7%	5.6%	1.1%	0.1%
2027/12/8	1.3%	13.9%	30.9%	30.8%	16.7%	5.3%	1.0%	0.1%

资料来源：CME,平安证券研究所；8 月 22 日截图

图表16　美联储 2026 年内加息预期小幅回升



资料来源：CME, 平安证券研究所

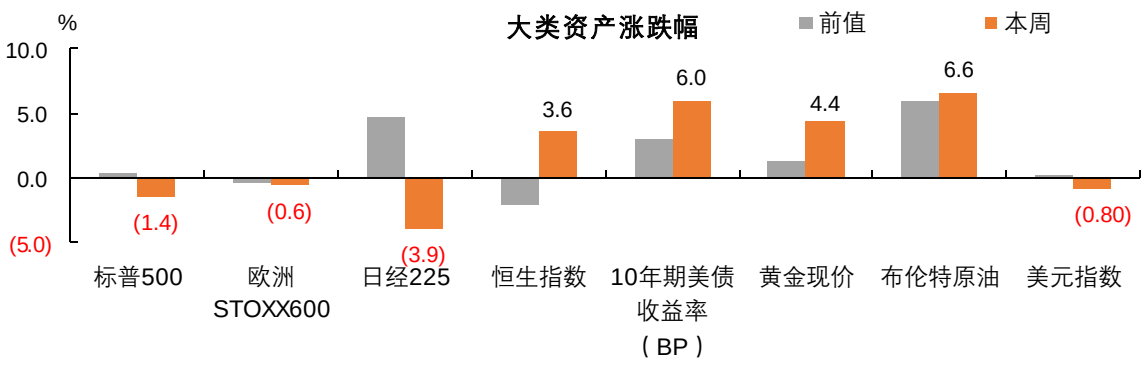
3) **日本央行：**当周，市场持续押注日本央行 9 月加息，但预期较上一周变化不大。日元 OIS 隐含的利率路径显示市场已定价 2026 年末之前、2027 年中之前，以及 2027 年末之前各加息一次，预期政策紧缩节奏基本持平上周。

4) **欧洲央行：**8 月 21 日当周，欧元区通胀反弹叠加会议日期临近，市场对 2026 年 9 月欧央行进一步加息的预期上行，由上周的 90%升至 95%，且 12 月前再加息两次及以上的预期再次升至 60%以上。

二、 全球大类资产

8 月 17 日至 21 日当周，美伊谈判前景恶化，全球长端国债收益率高企，市场波动率有所上升。1）股市：全球股市多数下跌，AI 和半导体板块调整拖累美股及日韩市场，欧洲股市普遍承压；港股和部分新兴市场逆势上涨。**2）债市：**美国财政部意外提高长债回购上限，但未能持续抑制长端利率，美债收益率仍然高企；欧央行加息预期及英国通胀上行推高德国、英国国债收益率，日本国债收益率持平。**3）商品：**地缘风险推动原油大幅上涨；贵金属走强；工业金属支撑和压力因素基本抵消，变化不大，农产品在供给和地缘风险担忧下普遍上涨。**4）外汇：**美国财政可持续性担忧抬升，美元指数下跌；欧元、英镑、日元、韩元和人民币等主要货币均有所升值。

图表17　当周全球股市表现分化，10 年期美债收益率、黄金、原油上涨，美元回落



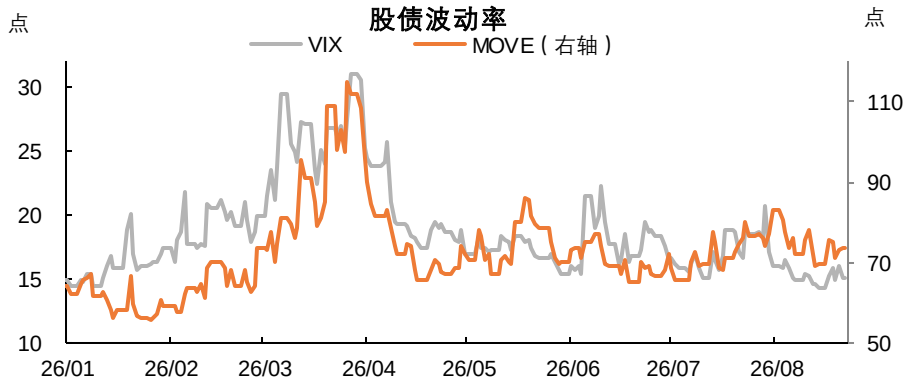
资料来源：Wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

波动率：当周股债波动率有所上行。8 月 21 日股市 VIX 波动率上升至 15.1，前值为 14.3，整周上升 0.9 点。债市 MOVE 波动率上升至 73.4，前值为 69.6，整周上升 3.8 点。

图表18　当周股债波动率回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

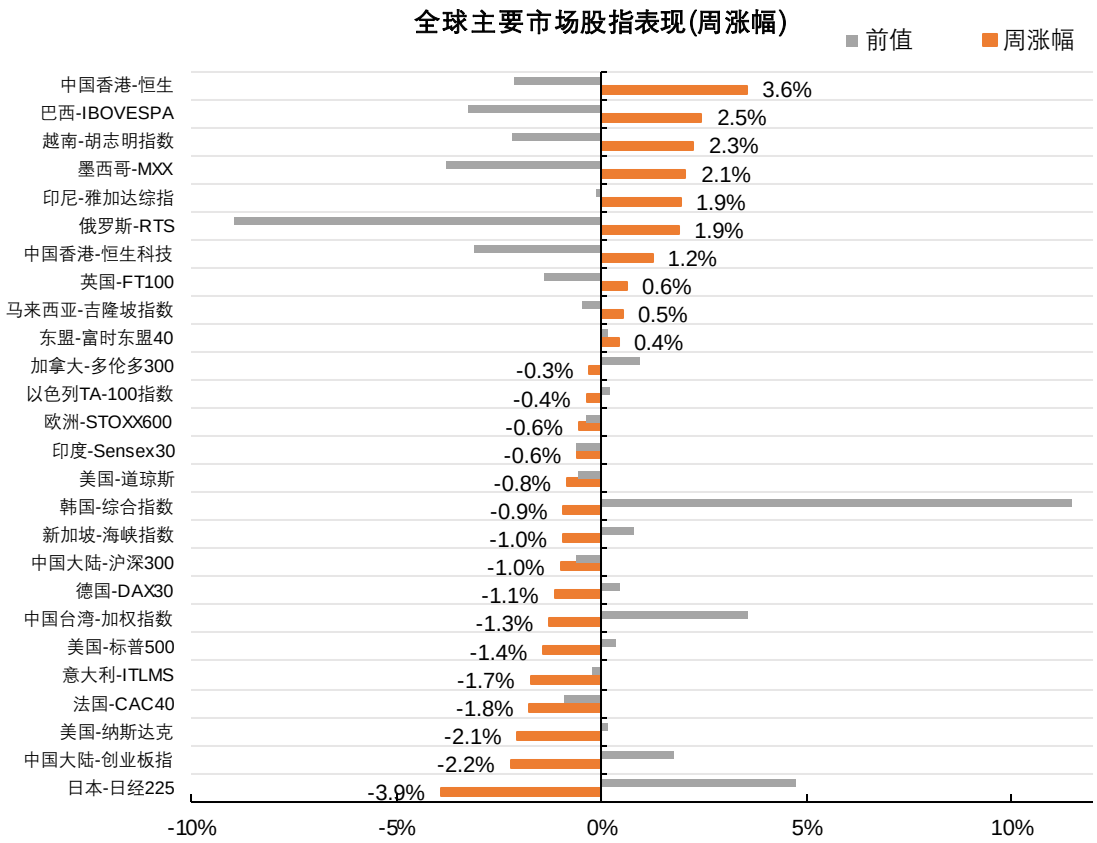
2.1 股市

本周全球股市多数下跌，AI 和半导体板块调整、全球长端国债收益率高企、美伊局势前景恶化压制风险偏好。1）美股方面，费城半导体指数整周下跌约 5.5%，拖累纳斯达克指数下跌。标普 500、道琼斯工业和纳斯达克综指整周分别下跌 1.43%、0.85%和 2.05%。**2）欧洲方面，**油价和债券收益率上行，抵消了欧元区 PMI 改善的支撑。欧洲 STOXX600 指数整周下跌 0.56%，德国 DAX、法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数分别下跌 1.15%、1.76%和 1.74%；英国 FT100 指数受矿业等资源股上涨支撑，整周上涨 0.62%。**3）亚洲方面，**全球半导体调整继续拖累日韩市场。韩国股市、新加坡海峡指数和日经 225 指数分别下跌 0.93%、0.95%和 3.93%。A 股同样承压，沪深 300 和创业板指数分别下跌 1.01%和 2.23%。港股逆势反弹，恒生指数和恒生科技指数分别上涨 3.55%和 1.24%。**4）其他新兴市场方面多数上涨，**美元走弱和商品价格上行对部分市场形成支撑。印尼、越南、巴西、墨西哥和马来西亚股市分别上涨 1.93%、2.26%、2.45%、2.07%和 0.53%；印度和以色列股市分别下跌 0.60%和 0.37%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19　全球股市表现分化，美股、欧股、日韩股下跌，港股和部分新兴市场回升



资料来源：Wind,平安证券研究所

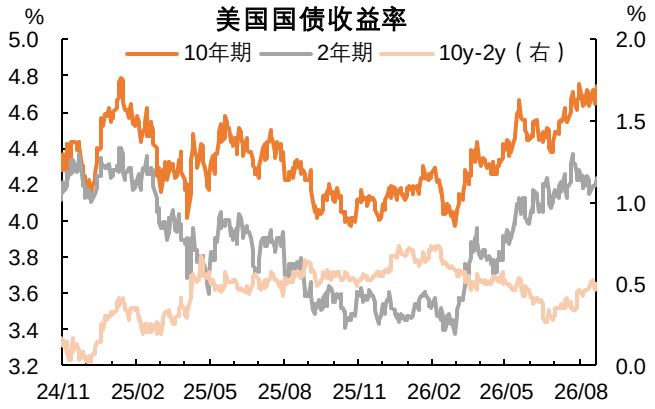
2.2 债市

美国财政部意外提高长债回购上限，一度抑制美债长端收益率上行，但其信号作用未能持续，当周 1 年期至 10 年期美债收益率仍然走高。2 年期美债利率整周上行 7BP 至 4.24%，10 年美债收益率整周上行 6BP 至 4.74%。10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下行 1BP 至 2.40%，隐含通胀预期整周上行 7BP 至 2.34%。其他主要政府债收益率不同程度回升。欧央行 9 月加息预期强化，德国 10 年期国债利率整周上行 8BP 至 3.24%；英国 7 月 CPI 同比回升，指向加息必要性上升，英国 10 年期国债利率同步上行 3BP 至 5.04%。日本 10 年期国债利率持平于 2.88%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

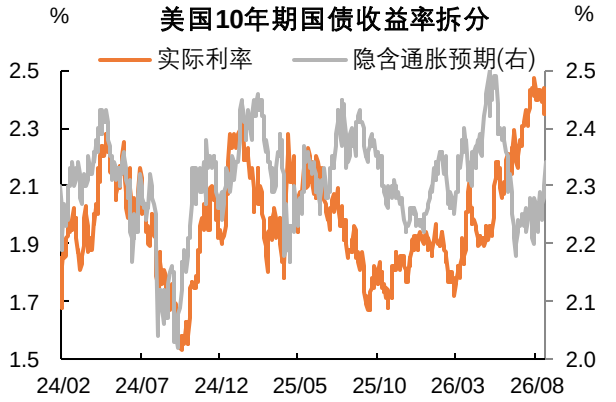
下载日志已记录，仅供内部参考

图表20　美国 10 年期及 2 年期国债收益率变化



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表21　长端 TIPS 美债隐含通胀预期上行

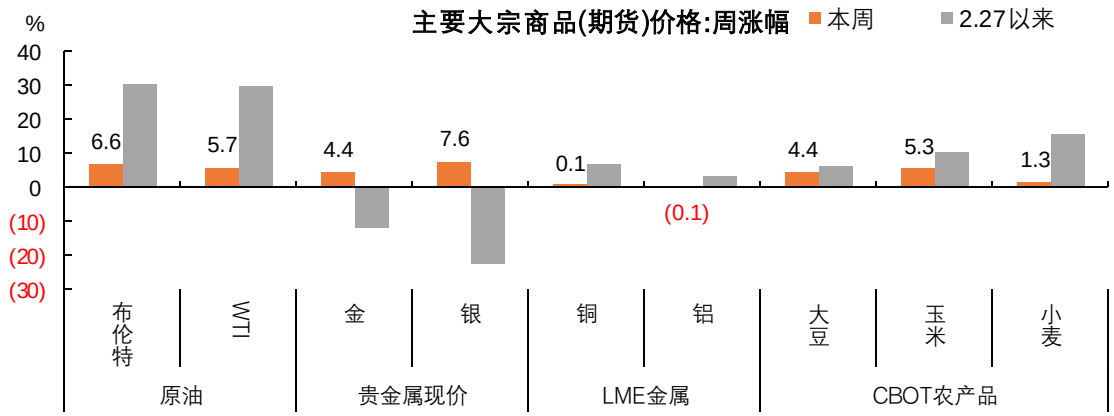


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.3 商品

1）原油方面，美伊谈判前景恶化推动油价上涨。布伦特和 WTI 原油整周分别上涨 6.6%和 5.7%，收于 94.4 和 87.1 美元/桶；阿曼现货油价上涨 10.7%。**2）贵金属方面，**尽管当周实际利率未大幅下行，但黄金仍明显上涨，指向交易叙事转向美国财政可持续性担忧。黄金和白银现货价格整周分别上涨 4.4%和 7.6%，收于 4582.1 和 69.5 美元/盎司。**3）工业金属方面，**铜、铝价格短暂回落后，在地缘风险支撑下重新走高，较上周变化不大，LME 铜和铝整周分别上涨 0.1%和下跌 0.1%。**4）农产品方面，**美国玉米、大豆供应担忧加深，而俄乌袭击持续扰乱黑海粮食运输，推动小麦上涨。CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 4.4%、5.3%和 1.3%，自 2 月 27 日冲突以来分别上涨 6.0%、10.3%和 15.8%，农产品通胀仍具韧性。

图表22　当周主要大宗商品价格变化



资料来源：Wind, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 外汇

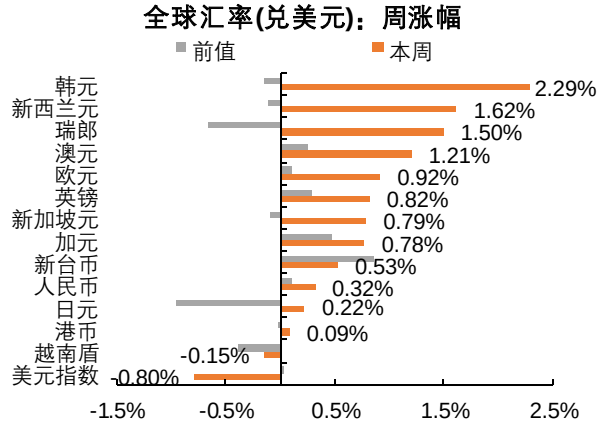
美国财政部意外扩大长债回购上限，市场对美国财政可持续性的担忧抬升，美元指数整周下跌 0.80%，收于 98.85。**当周主要非美货币走强。**欧央行加息预期升温，推动欧元兑美元上涨 0.92%，收于 1.1677。英国、日本 7 月通胀回升，分别支撑英镑兑美元上涨 0.82%，收于 1.3645，以及日元兑美元上涨 0.22%，美元兑日元收于 158.9800。韩元持续走强，韩元兑美元大幅上涨 2.29%，美元兑韩元收于 1386.50；人民币同样走强，兑美元上涨 0.32%，美元兑人民币收于 6.7205。对比 2 月 27 日冲突前，美元指数上涨 1.23%，欧元兑美元下跌 1.17%，英镑兑美元上涨 1.19%，日元兑美元下跌 1.82%，韩元兑美元上涨 3.84%，人民币兑美元上涨 2.01%。

图表23　近年美元指数走势



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表24　当周全球主要货币兑美元汇率涨跌幅



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：美伊冲突超预期升级，全球通胀上行风险超预期，全球经济下行风险超预期，全球金融市场波动超预期等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层