下载日志已记录，仅供内部参考

海外宏观周报

沃什重申抗通胀立场

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：美对伊经济制裁落地，海峡僵局未解，但谈判倾向略高于上周。**据路透社报道，8 月 24 日，美国公布“经济决战日”计划；25 日巴基斯坦称斡旋取得进展，推动油价回落。8 月 28 日美国进一步限制伊朗美元交易并威胁二级制裁，伊朗仍称完全控制霍尔木兹海峡；当周海峡通航仍然受阻，日均约 2 艘货船和 3 艘油船通行。

- **经济数据：美国：1）就业：**非农基准修订初值下修 7.9 万人，其中私人就业下修 17.8 万人，整体幅度较小。**2）通胀：**7 月 PCE 同比 3.70%，高于预期；核心 PCE 同比 3.34%，通胀回落仍有阻力。**3）GDP：**二季度 GDP 增速维持 1.5%，消费上修，进口和存货拖累扩大。**4）耐用品：**7 月订单环比增长 1.07%，核心资本品订单仅增长 0.20%，企业投资仍具韧性但动能放缓。**5）失业金：**初请和续请人数均回落，就业市场稳健。**欧洲：**8 月消费者信心升至-15.5，仍处低位。**日本：**7 月失业率降至 2.4%，就业人数减少 40 万人，劳动力市场仍偏紧。

- **政策：1）美国：**贝森特周一称财政部将维持原有国债拍卖融资计划，或暗示动用 TGA 支持长债回购，但具体计划暂不明。**沃什在杰克逊霍尔会议上表态鹰派，重申抗通胀立场，称如果通胀未能以清晰、足够的速度回落，美联储可能需要采取行动，并称金融环境不具有限制性。此外，沃什持续**弱化前瞻指引，强调经济韧性，批评非常规刺激性政策（量化宽松）。受沃什表态影响，美联储 9 月和年内加息概率分别升至 57.0%和 88.8%，较上周大幅抬升。**2）日本：**9 月加息预期偏强，但政策路径预期变化不大，市场仍定价 2026 年末、2027 年中及年末前各加息一次。**3）欧洲：**9 月加息概率升至 98%，年内至少加息两次的概率升至 65.7%。

- **大类资产变化**

- **8 月 24 日至 28 日当周，美伊谈判预期边际改善，英伟达财报拉动 AI 科技板块，但沃什鹰派表态推高美债收益率和美元，限制市场风险偏好修复。1）股市：**全球股市涨跌分化，美股及德国、日本股市上涨，A 股、港股和韩国股市承压。**2）债市：**沃什鹰派表态推动中短期美债收益率上行，财政部扩大长债回购限制长端涨幅；9 月欧日央行加息预期下，德国、日本国债收益率小幅上行，英国央行行长表态缓和，英国国债收益率下行。**3）商品：**美伊谈判预期好转，原油价格下跌；美联储鹰派、黄金承压，白银截至沃什讲话前收盘上涨，铜价小幅上涨，铝价小幅下跌，农产品在天气和黑海供应担忧下普遍走强。**4）外汇：**美联储加息预期升温推动美元指数上涨，欧元、英镑和日元走弱，韩元逆势升值，人民币基本持平。

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。

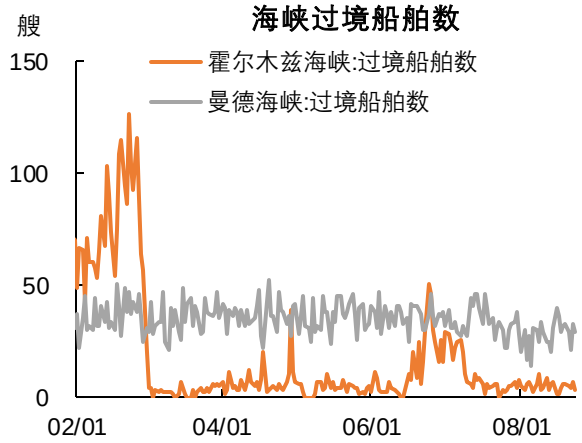
下载日志已记录，仅供内部参考

一、 海外经济政策

■ **美对伊经济制裁落地，海峡僵局未解，但谈判倾向略高于上周。**8 月 24 日，美国公布“经济决战日”计划，并威胁二级制裁，但财政部当天并未实施惩罚措施。制裁计划公布后，8 月 25 日路透社报道巴基斯坦军方表示与伊朗会谈取得进展，市场反而有所放松，认为谈判可能性增加。当天布伦特油价下跌至 88.58 美元/桶，当日跌幅 3.9%。8 月 28 日，美国对伊朗经济制裁进一步落地，美国切断埃及银行在阿联酋分行与伊朗进行美元交易的渠道，并威胁各国切断与伊朗的商业联系，否则将实施二级制裁。截至 8 月 28 日，伊朗军方仍然称其对霍尔木兹海峡拥有完全控制权，海峡并未正常通行。

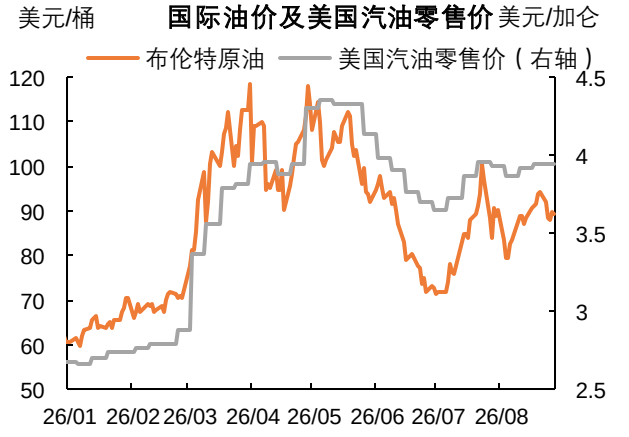
■ 8 月 28 日当周，布伦特原油下跌 5.4%，收于 89.31 美元/桶，仍显著高于 2 月 27 日冲突发生前的 72.48 美元/桶。截至 8 月 24 日，美国本土汽油价格上升至 3.95 美元/加仑。本周霍尔木兹海峡通航状况仍不乐观。英国海事贸易办公室（UKMTO）报告显示，8 月 20 日至 8 月 26 日平均每天有约 2 艘货运船和 3 艘油船通行，航运持续受到严重影响。

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 布伦特原油价格回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ **美国：**

1) **非农基准修订：**8 月 28 日，美国劳工部发布非农初值基准修订，将 2026 年 3 月的非农基准就业人数下修 7.9 万人，下修幅度在 0.1%。其中，私人部门下修 17.8 万人，政府部门上修 9.9 万人，显示 2025 年 4 月至 2026 年 3 月私人就业增长略弱于现有数据，但整体修订幅度较小。该修订结果暂不对月度非农历史序列形成影响，最终基准修订将于 2027 年 2 月发布并正式纳入历史序列。

2) **GDP 修订：**修订后，二季度美国实际 GDP 环比折年增速维持在 1.5%，低于一季度的 2.1%。本次修订主要上修了消费增速，私人固定投资变化不大，而库存减少和净出口下降的拖累有所放大。消费贡献由初值的 2.12 个百分点上修至 2.31 个百分点，其中商品消费贡献持平，服务消费贡献由 1.04 个百分点上修至 1.42 个百分点；投资贡献由 0.53 个百分点下修至 0.48 个百分点，其中私人固定投资贡献维持在 1.20 个百分点，私人存货变化拖累由 0.67 个百分点扩大至 0.72 个百分点。净出口拖累由 1.01 个百分点扩大至 1.14 个百分点，主要是进口拖累由 1.51 个百分点扩大至 1.64 个百分点造成。政府支出拖累由 0.14 个百分点扩大至 0.16 个百分点。整体来看，消费和投资仍是经济增长的主要支撑，二季度私人国内最终销售增速上修至 4.2%，GDP 整体增速偏低主要受进口和存货拖累。

3) **PCE：**美国 7 月 PCE 价格指数同比 3.70%，前值 3.72%，高于预期的 3.6%；核心 PCE 同比 3.34%，与前值和预期基本持平。环比来看，PCE 和核心 PCE 环比分别上涨 0.16%和 0.25%，前值分别为-0.09%和 0.15%，显示能源通胀

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

小幅反弹、核心通胀压力抬升。沃什曾经提及的达拉斯联储截尾平均PCE同比为2.28%，前值2.26%，小幅回升但仍显著低于整体和核心PCE。考虑到8月国际油价中枢较7月抬升，后续能源通胀可能有所反弹，美国通胀回落仍存在阻力。

4) **耐用品订单：**美国7月耐用品订单环比由6月修订后的0.54%升至1.07%，高于预期的0.50%；同比由7.66%升至11.95%。整体订单回升主要受运输设备带动，运输设备订单环比增长2.3%，其中非国防运输设备订单增长12.7%。核心资本品订单环比由修订后的1.67%降至0.20%，低于预期的0.90%；同比由13.44%小幅降至12.86%，但仍处较高水平。分项中，资本货物、初级金属和机械设备订单有所增长，计算机及电子产品、电气设备和零部件订单下降。整体来看，企业设备投资仍具韧性，但核心订单有所放缓。

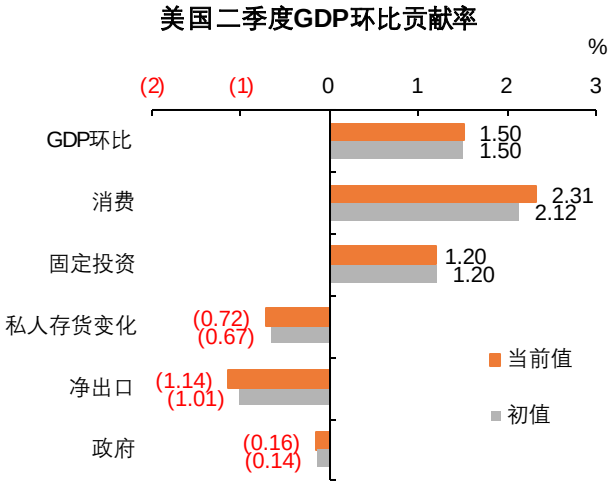
5) **失业金：**美国8月22日当周初请失业金人数为20.3万人，前值修正至20.7万人，相比前值有所回落；至8月15日当周续请失业金人数177.8万人，前值修正至179.6万人，相比前值有所回落，美国劳动力市场表现稳健。

图表3　2026年3月非农基准修订细则

行业	基准修订（千人）	修订幅度（%）
非农总量	-79.0	-0.1
私人	-178.0	-0.1
采矿和伐木	-6.0	-1.0
建造	62.0	0.8
制造业	-67.0	-0.5
贸易、运输和公用事业	-98.0	-0.3
批发贸易	-86.2	-1.4
零售贸易	-154.6	-1.0
运输和仓储	135.1	2.0
公用事业	8.1	1.3
信息	87.0	3.0
金融活动	85.0	0.9
专业和商业服务	-76.0	-0.3
私立教育和医疗服务	-96.0	-0.3
休闲与酒店	-33.0	-0.2
其他服务	-36.0	-0.6
政府	99.0	0.4

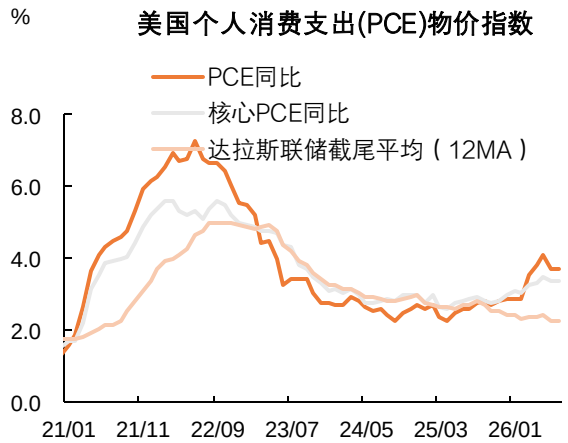
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4　美国二季度GDP环比折年率修订后不变



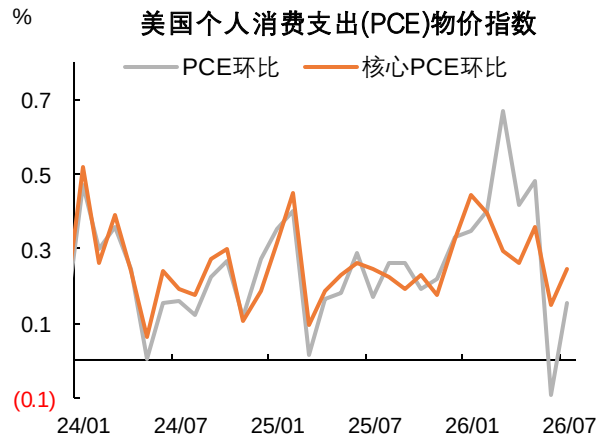
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5　7月美国PCE通胀同比3.7%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6　7月美国PCE通胀环比0.16%

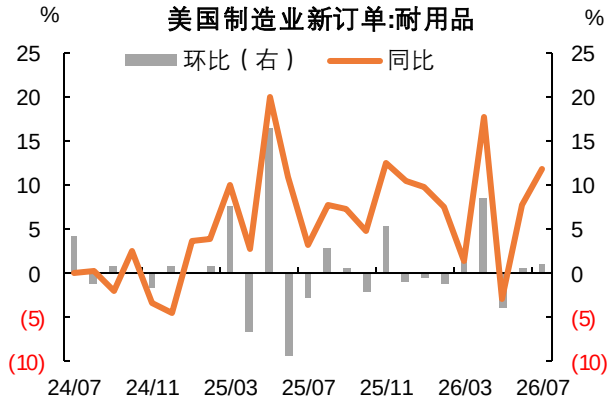


资料来源：Wind，平安证券研究所

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。

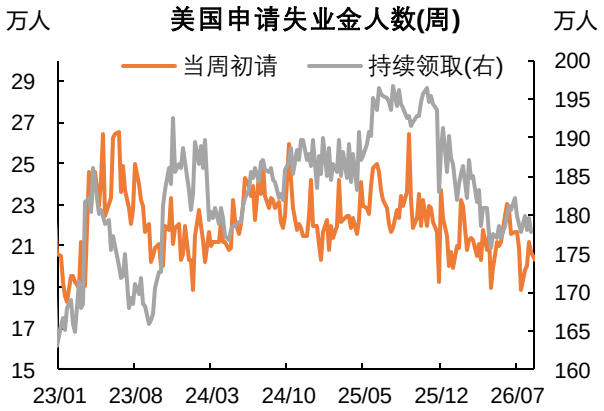
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7　7月美国耐用品订单超预期



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8　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

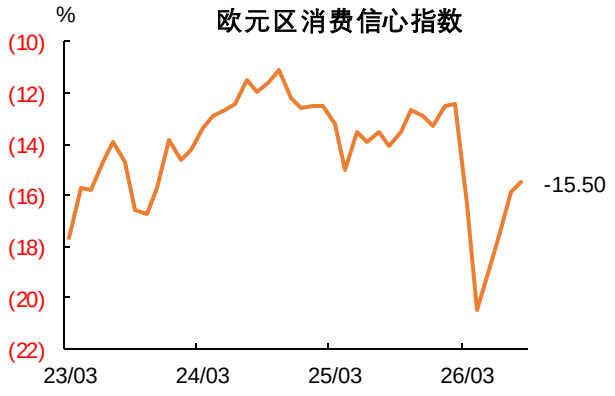
■ **欧洲：**

1) **消费者信心：**欧洲8月消费者信心指数持续小幅改善，由7月的-15.9升至-15.5。居民信心持续修复，但仍低于长期平均水平，能源价格、通胀压力和经济前景不确定性仍对消费预期形成制约。

■ **日本：**

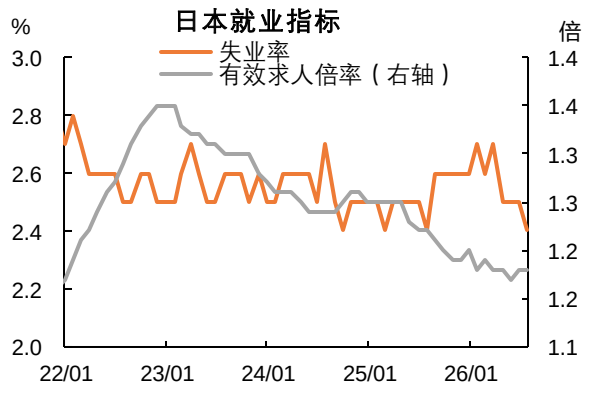
1) **就业：**日本7月失业率由2.5%降至2.4%，有效求人倍率维持在1.18；就业人数由6890万降至6850万，环比减少40万人。总体来看，日本失业率仍处低位、劳动力市场保持偏紧，招聘需求边际趋稳。

图表9　欧元区8月消费信心回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10　日本就业市场仍然偏紧



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：**上周，美国财政部宣布提高长债回购上限，在9月9日至11月4日期间将单次回购上限由20亿美元提高至至少40亿美元，计划内的7次回购规模或将翻倍至280亿美元以上。本周，贝森特8月24日宣布，尽管财政部公布了更大规模长债回购计划，但仍将按原计划进行国债拍卖融资。理论上，财政部可以动用TGA资金支持回购，从而避免增发短债。若财政部实际采用这一方式，9月9日后美国TGA账户余额可能阶段性下降，并对应形成流动性投放，但目前具体计划暂未公布。

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) **美联储：**沃什杰克逊霍尔讲话整体偏鹰，强调抗通胀决心，并更为清晰地给出了其政策框架。发言内容主要有四方面关注：**1）弱化前瞻指引：**强调“正常时期前瞻指引的作用应该受到限制和约束”，以避免“镜像迷宫”问题，即市场和美联储相互依赖对方的反应作为决策依据。**2）抗通胀：**沃什暗示通胀仍是当前政策重点。发言中，沃什明确“2%的 PCE 通胀是一个既定目标”，不再强调其他替代性通胀指标。风险平衡方面，沃什强调美联储当前的主要关注点应该是价格（而不是就业），认为“持续 65 个月的高通胀完全是央行的责任”。在抗通胀“标准”方面，沃什称“必须确信潜在通胀正以清晰、足够的速度朝着我们的目标迈进，否则我们还有很多工作要做”，暗示若通胀未能持续回落，美联储可能需要加息的鹰派态度。**3）经济韧性：**沃什认为近期美国经济走强，证据包括：企业资本支出和利润快速增长，一半以上的资本开支增量与 AI 建设有关，并且市场对投入和盈利的预期同样高涨；私人消费稳健，国内最终购买（PDFP）持续增长，失业率维持 4.1%，接近充分就业；信用债发行量高企，而利差却接近历史低位，金融环境不具有“限制性”。**4）资产负债表：**沃什称“短期利率是实现双重目标的主要工具；非常规刺激性政策或许适用于真正的危机，但在其他情况下应谨慎使用，甚至最好不要使用”，其中“非常规刺激性政策”即量化宽松，暗示沃什延续了其限制资产负债表工具常态化使用的倾向。

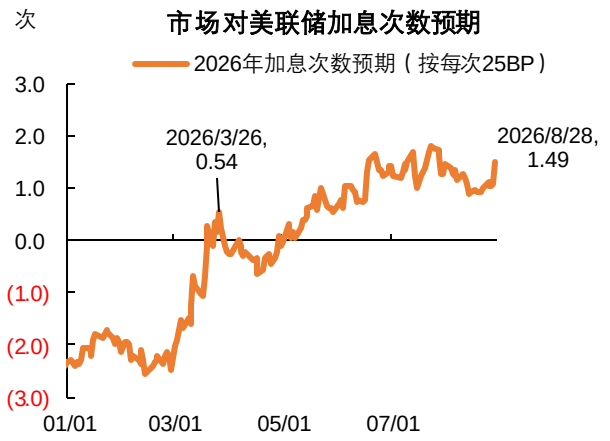
由于沃什在杰克逊霍尔会议上表态鹰派，强调抗通胀并称金融条件不具有限制性，加息预期显著抬升。截至 8 月 28 日，CME FedWatch 显示，市场预计 9 月至少加息一次的概率升至 57.0%，大幅高于上周的 39.9%；年内至少加息一次的概率升至 88.8%，高于上周的 71.6%，全年累计定价约 1.5 次加息。2026 年至 2027 年至少加息两次的概率峰值升至 77.9%。

图表11　CME 数据显示市场预期年内加息

	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%	43.0%	57.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	29.7%	52.7%	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	11.1%	38.3%	39.5%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	8.1%	30.8%	39.2%	18.9%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	5.1%	22.4%	36.1%	26.4%	8.9%	1.1%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.4%	20.1%	34.3%	27.7%	11.2%	2.1%	0.1%
2027/6/9	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/7/28	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/9/15	0.0%	4.1%	18.4%	32.6%	28.3%	13.0%	3.2%	0.4%
2027/10/27	0.3%	5.0%	19.4%	32.3%	27.2%	12.4%	3.0%	0.4%
2027/12/8	0.8%	6.6%	20.8%	31.7%	25.6%	11.4%	2.7%	0.3%

资料来源：CME，平安证券研究所；8 月 29 日截图

图表12　美联储 2026 年内加息预期大幅回升



资料来源：CME，平安证券研究所

3) **日本央行：**8 月 28 日当周，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。

4) **欧洲央行：**8 月 28 日当周，市场对 2026 年 9 月欧央行进一步加息的预期上行，由上周的 95%升至 98%；12 月前加息两次及以上的预期达到 65.7%。

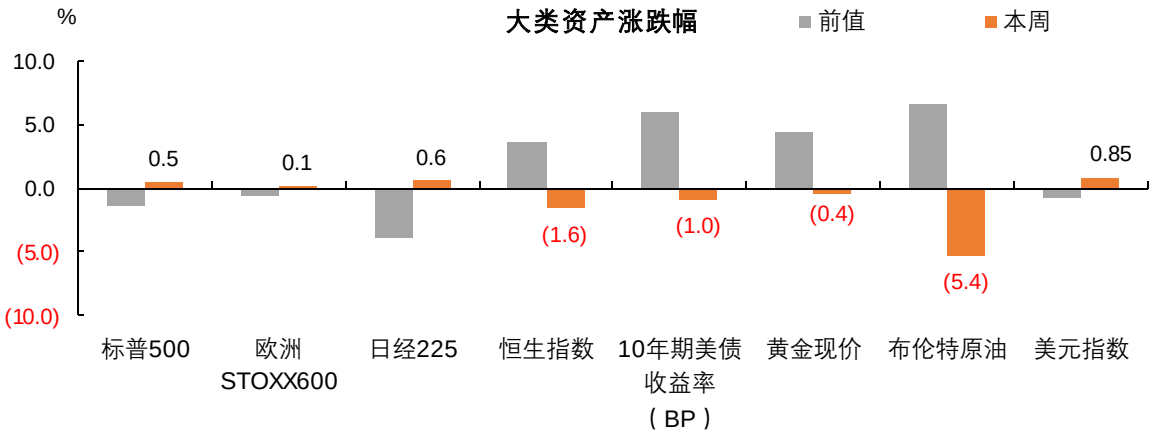
二、 全球大类资产

8 月 24 日至 28 日当周，美伊谈判预期边际改善，英伟达财报拉动 AI 科技板块，但沃什鹰派表态推高美债收益率和美元，限制市场风险偏好修复。1）股市：全球股市涨跌分化，美股及德国、日本股市上涨，A 股、港股和韩国股市承压。**2）债市：**沃什鹰派表态推动中短期美债收益率上行，财政部扩大长债回购限制长端涨幅；9 月欧日央行加息预期下，德国、日本国债

下载日志已记录，仅供内部参考

收益率小幅上行，英国央行行长表态缓和，英国国债收益率下行。**3）商品：**美伊谈判预期好转，原油价格下跌；美联储鹰派、黄金承压，白银截至沃什讲话前收盘上涨，铜价小幅上涨，铝价小幅下跌，农产品在天气和黑海供应担忧下普遍走强。**4）外汇：**美联储加息预期升温推动美元指数上涨，欧元、英镑和日元走弱，韩元逆势升值，人民币基本持平。

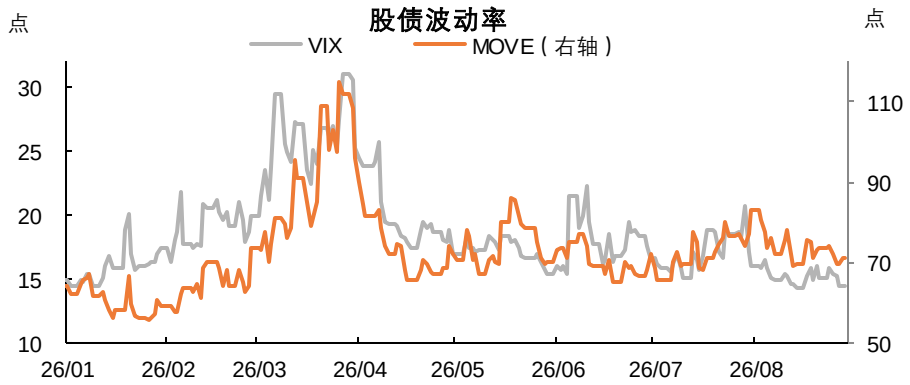
图表13　当周全球股市表现分化，原油下跌，10 年期美债收益率和黄金下跌，美元上涨



资料来源：Wind, 平安证券研究所

波动率：当周股债波动率有所回落。8 月 28 日股市 VIX 波动率下行至 14.4，前值为 15.1，整周下降 0.7 点。债市 MOVE 波动率下行至 71.0，前值为 73.4，整周下降 2.4 点。

图表14　当周股债波动率回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.1 股市

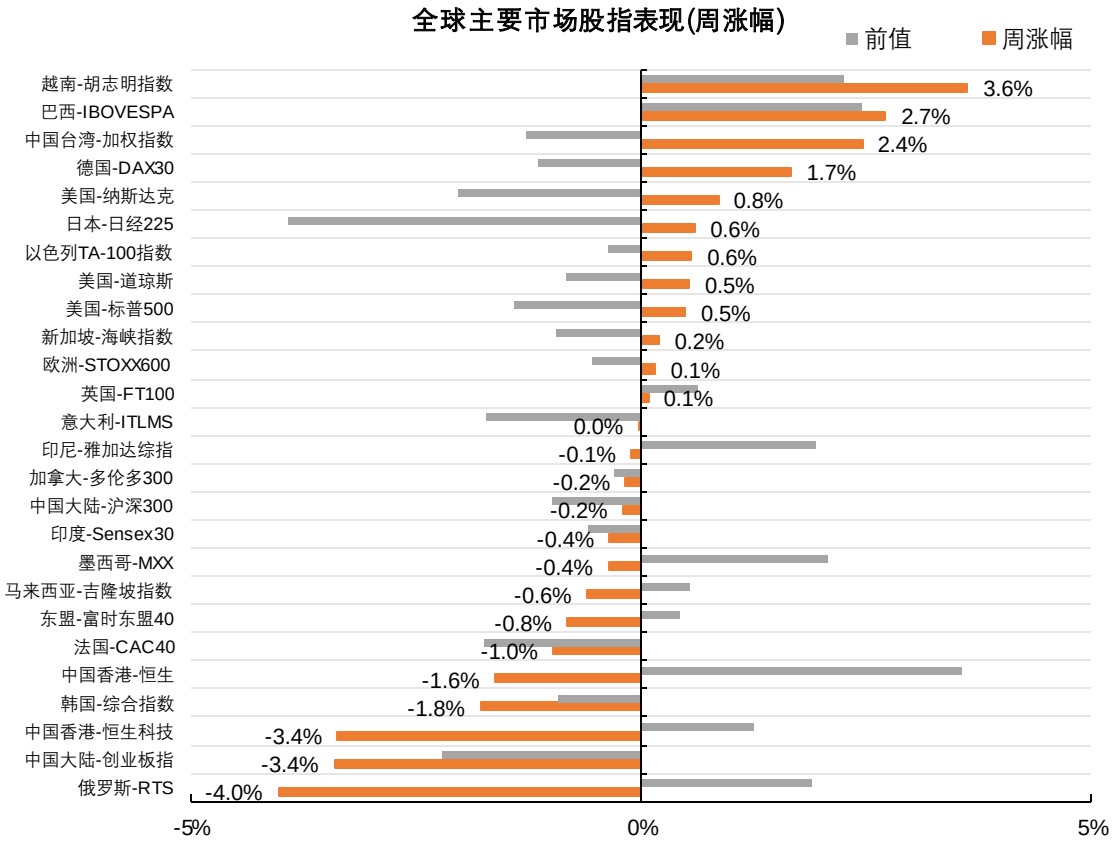
本周全球股市涨跌分化，英伟达财报强化 AI 景气预期，支撑美股及部分科技股表现，但沃什鹰派表态和美伊局势限制风险偏好。1）美股方面，英伟达业绩指引超预期，推动 AI 交易修复；标普 500、道琼斯工业和纳斯达克综指整周分别上涨 0.49%、0.53%和 0.85%。2）欧洲方面，欧洲 STOXX600 指数整周上涨 0.15%，德国经济增长上修、商业信心上行，德国 DAX 指数上涨 1.66%，而法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数分别下跌 0.98%和 0.03%，英国 FT100 指数上涨 0.07%。3）亚洲方面，市场表现分化，韩国股市受三星、SK 海力士拖累，整周下跌 1.79%，新加坡海峡指数和日经 225 指数分别上涨 0.19%

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

和 0.59%；中国沪深 300 指数下跌 0.21%，创业板指数下跌 3.42%，恒生指数和恒生科技指数分别下跌 1.63%和 3.38%，部分受到阿里巴巴折价配股拖累。4）其他新兴市场表现分化，越南市场受 9 月纳入 FTSE 新兴市场指数利好支撑，胡志明指数上涨 3.62%，巴西 IBOVESPA 和以色列 TA-100 指数分别上涨 2.71%和 0.56%；印尼综指下跌 0.12%，墨西哥 MXX、马来西亚吉隆坡指数和印度 Sensex30 分别下跌 0.37%、0.61%和 0.36%。

图表15　全球股市表现分化，美国、德国、日本股市上涨，韩股、港股下跌



资料来源：Wind,平安证券研究所

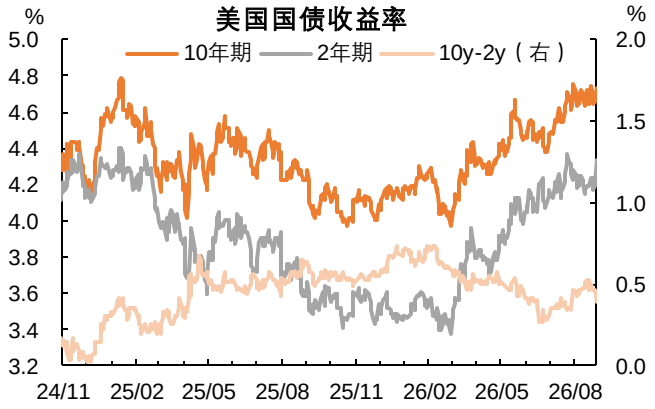
2.2 债市

沃什表态鹰派，推动中短期美债收益率大幅上行；10 年期以上美债收益率则受到财政部扩大长债回购信号抑制。2 年期美债利率整周上行 10BP 至 4.34%，10 年美债收益率整周下行 1BP 至 4.73%。10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上行 2BP 至 2.42%，隐含通胀预期整周下行 3BP 至 2.31%。其他主要政府债收益率表现分化。欧央行 9 月加息预期强化，德国 10 年期国债利率整周上行 3BP 至 3.27%；英国央行行长当周表示能源二轮通胀暂时较为温和，加息必要性相对回落，英国 10 年期国债利率同步下行 4BP 至 5.01%。日本央行 9 月加息预期高企，日本 10 年期国债利率小幅上行 1BP 至 2.90%。

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。

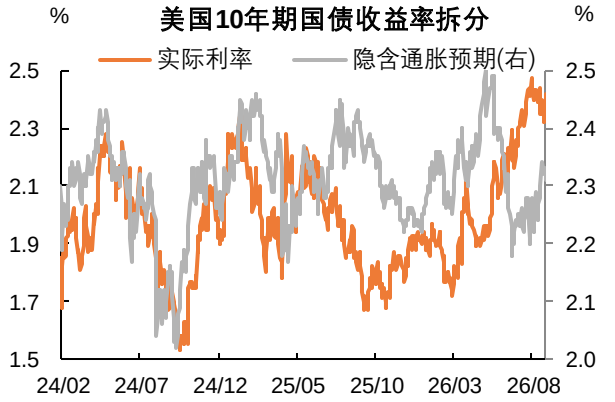
下载日志已记录，仅供内部参考

图表16　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17　美债实际利率和隐含通胀预期上行

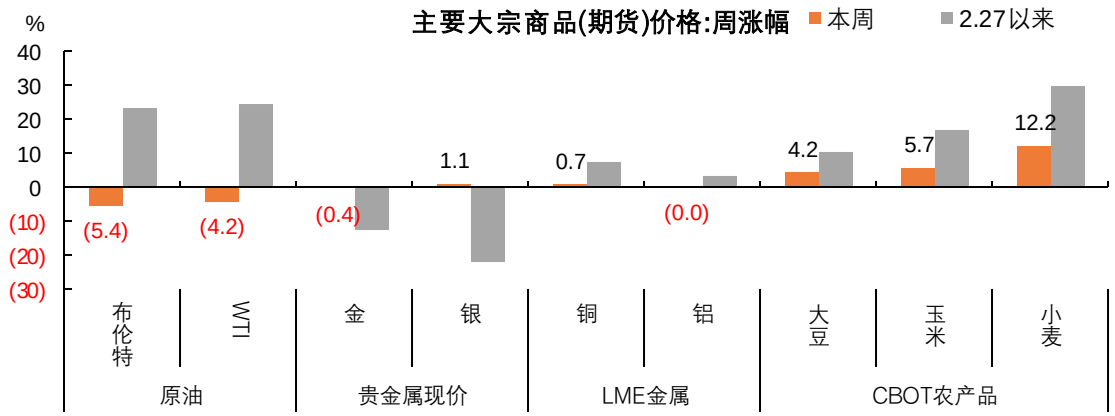


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.3 商品

1）原油方面，美伊谈判预期边际上升，油价回落。布伦特和 WTI 原油整周分别下跌 5.4%和 4.2%，分别收于 89.3 和 83.4 美元/桶；阿曼现货油价下跌 4.7%。**2）贵金属方面，**上半周财政部扩大长债回购预期压制收益率上行，但沃什周五表态偏鹰推升加息预期，压制黄金表现，黄金现货价整周下跌 0.4%，收于 4562.8 美元/盎司；当周白银现货价上涨 1.1%，收于 70.3 美元/盎司，主要是伦敦白银收盘时间截至沃什讲话前，暂未反映鹰派预期。**3）工业金属方面，**铜价受美国潜在关税引发的供应担忧支撑；铝价供应风险则在中国出口增加之后有所缓解；LME 铜整周上涨 0.7%，LME 铝价基本持平上周。**4）农产品方面，**恶劣天气加剧大豆和玉米供给担忧；俄乌冲突升级加剧黑海小麦供应担忧。CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 4.2%、5.7%和 12.2%，自 2 月 27 日冲突以来分别上涨 10.5%、16.6%和 29.8%，农产品通胀压力进一步上升。

图表18　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

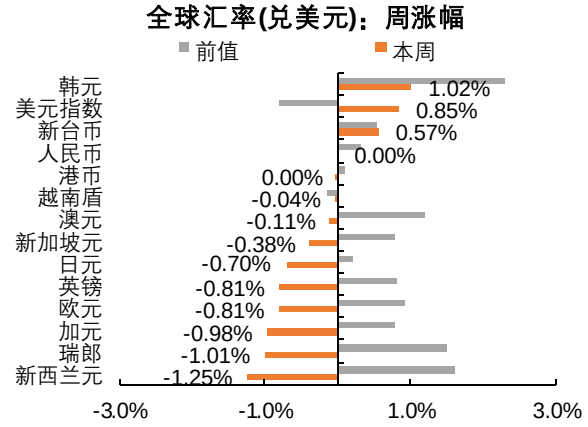
财政部扩大长债回购信号效果有限，叠加沃什鹰派发言，美元指数整周上涨 0.85%，收于 99.68。当周主要非美货币走弱。尽管欧央行加息预期强化，欧元兑美元仍下跌 0.81%，收于 1.1582。英国央行行长表态温和，英镑兑美元下跌 0.81%，收于 1.3534；日元抛售压力仍强，日元兑美元下跌 0.70%，美元兑日元收于 160.1055。韩国出口商结汇推动韩元上涨 1.02%，美元兑韩元收于 1372.50；人民币基本持平，美元兑人民币收于 6.7204。对比 2 月 27 日冲突前，美元指数上涨 2.09%，欧元兑美元下跌 1.97%，英镑兑美元上涨 0.37%，日元兑美元下跌 2.51%，韩元兑美元上涨 4.90%，人民币兑美元上涨 2.02%。

图表19　近年美元指数走势



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表20　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