仅供内部参考，请勿外传

宏观研究

世界经济

证券研究报告

海外经济研究

2026 年 09 月 05 日

非农超预期的“水分”

——2026 年 8 月美国就业数据点评

美国 8 月非农大幅强于预期，但“季调”因素对 8 月就业扰动或较大。展望后续，在 9 月加息定价概率重新升至 60%的背景下，美联储加息是否“板上钉钉”？

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

王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

一、概览：美国 8 月非农就业大超预期，9 月加息预期升温

8 月非农新增 16.2 万人，远超市场预期的 5.5 万人。8 月非农就业新增 16.2 万人，远高于市场预期的 5.5 万人，6 月、7 月合计上修 5.5 万人，平均时薪环比上涨 0.3%、同比增速由 3.2%回落至 3.1%。家庭调查方面，失业率持平于 4.1%，劳动参与率小幅反弹至 61.6%。

数据公布后，市场对美联储 9 月加息预期重新回到 60%左右。2Y、10Y 美债利率、美元指数上升，金价回落，美股下跌，对应“紧缩交易”；近期市场对美联储 9 月加息预期变动剧烈，在周四沃勒讲话后，9 月加息概率一度跌至 50%。非农数据公布后，加息概率重新升至 60%左右。

二、结构：“季调因素”对非农影响较大，劳动参与率回升导致失业率微升

“季调”因素对 8 月非农新增就业扰动较大。餐饮酒吧业、地方政府教育业是非农新增主力，分别新增 5.9、4.2 万人就业。但是，8 月非农季调因素贡献 8000 人就业，而 2022-2025 年平均水平为-16.5 万人。8 月餐饮酒吧业、地方政府教育业季调因素贡献也远超过去几年均值。

劳动参与率回升，推动失业率微幅上行。家庭调查方面，8 月美国失业率持平于 4.1%，但从小数点后两位来看，实质上是小幅上升至 4.14%，7 月为 4.09%，距离 4.2%仅一步之遥；8 月劳动参与率小幅回升至 61.6%，前值 61.4%，或推动失业率小幅上行。

三、展望：就业市场仍维持弱平衡，8 月美国 CPI 或决定美联储 9 月会否加息

美国就业市场仍维持“低招聘、低裁员”状态，单次数据指示意义有限。“季调”因素扰动，叠加低招聘率、裁员率，以及低劳动参与率，美国就业市场仍维持“弱平衡”。此外，8 月就业新增“广度”较弱，且非农就业初值往往会在未来得到修正，单次强非农数据意义或有限。

9 月美联储加息与否，或取决于下周五公布的 8 月美国 CPI。美联储理事沃勒在周四讲话中指出，经济和就业市场并非判断货币政策立场的主要因素，而是通胀（8 月 CPI）。从政策和市场风险最小化角度来看，若市场在 9 月 FOMC 会议前定价大概率加息，美联储或“顺势而为”。

风险提示：油价中枢上移超预期；沃什的政策立场“偏鹰”；美国经济放缓超预期

美国 8 月非农大幅强于预期，但“季调”因素对 8 月就业扰动或较大。展望后续，在 9 月加息定价概率重新升至 60%的背景下，美联储加息是否“板上钉钉”？

一、概览：美国 8 月非农就业大超预期，9 月加息预期升温

8 月非农新增 16.2 万人，远超市场预期的 5.5 万人。当地时间 9 月 4 日，美国劳工局公布 8 月就业数据。机构调查方面，8 月非农就业新增 16.2 万人，远高于市场预期的 5.5 万人。6 月、7 月合计上修 5.5 万人，其中 7 月由减少 2.3 万人修正为增加 2.1 万人。平均时薪环比上涨 0.3%、同比增速由 3.2%回落至 3.1%。家庭调查方面，失业率持平于 4.1%，劳动参与率小幅反弹至 61.6%。

图表 1：8 月非农就业新增 16.2 万人

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																	
		26-08	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均	26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08
非农	100.0%	162.0	**55.0** ↑	141.0 ↑	38.3	53.5	30.9	21.0	31.0	63.0	148.0	214.0	-156.0	160.0	-17.0	41.0	-140.0	76.0	-70.0
私人部门	85.3%	127.0	**50.0** ↑	56.0 ↑	52.7	60.3	55.7	71.0	26.0	61.0	150.0	202.0	-148.0	180.0	-7.0	72.0	13.0	68.0	-20.0
商品生产	13.6%	41.0		12.0 ↑	15.3	10.7	5.8	29.0	14.0	3.0	6.0	33.0	-21.0	45.0	-21.0	25.0	-20.0	11.0	-35.0
自然资源和采矿业	0.4%	3.0		6.0 ↑	-0.7	0.7	-0.3	-3.0	-2.0	3.0	4.0	3.0	-1.0	-2.0	-1.0	-1.0	1.0	-2.0	-3.0
建筑业	5.3%	22.0		4.0 ↑	7.7	3.3	6.3	18.0	3.0	2.0	3.0	15.0	-21.0	45.0	-7.0	36.0	-12.0	16.0	-22.0
制造业	7.9%	16.0	**5.0** ↑	2.0 ↑	8.3	6.7	-0.3	14.0	13.0	-2.0	-1.0	15.0	1.0	2.0	-13.0	-10.0	-9.0	-3.0	-10.0
耐用消费品	5.0%	15.0		-9.0 ↓	17.0	12.2	3.5	24.0	13.0	14.0	1.0	13.0	8.0	6.0	-5.0	-3.0	-9.0	-5.0	-15.0
非耐用消费品	3.0%	1.0		11.0 ↑	-8.7	-5.5	-3.8	-10.0	0.0	-16.0	-2.0	2.0	-7.0	-4.0	-8.0	-7.0	0.0	2.0	5.0
服务业	71.8%	86.0		44.0 ↑	37.3	49.7	49.9	42.0	12.0	58.0	144.0	169.0	-127.0	135.0	14.0	47.0	33.0	57.0	15.0
批发贸易	3.8%	7.8		2.5 ↑	4.1	3.3	1.1	5.3	4.6	2.5	0.6	-1.7	8.4	2.1	-5.7	-6.4	2.8	8.8	-8.6
零售贸易	9.7%	1.4		-11.8 ↓	9.3	10.1	4.7	13.2	9.6	5.0	23.5	9.6	-0.3	12.7	-23.6	-0.9	-15.4	13.1	10.1
交通运输和仓储	4.2%	5.0		-8.8 ↓	1.4	3.9	-4.8	13.8	-10.3	0.8	39.4	25.1	-45.5	22.6	-4.8	-58.9	0.6	-39.3	-1.6
公用事业	0.4%	2.5		1.1 ↑	0.8	0.8	0.6	1.4	0.2	0.8	1.0	-0.5	1.6	0.2	0.7	1.9	0.5	0.0	-1.2
信息	1.7%	-23.0		-28.0 ↓	-6.3	-7.8	-7.8	5.0	-19.0	-5.0	-6.0	1.0	-23.0	-27.0	-6.0	-5.0	-6.0	-1.0	-1.0
金融活动	5.7%	-11.0		0.0 →	-9.7	-8.3	-8.9	-11.0	2.0	-20.0	-6.0	-17.0	2.0	-39.0	1.0	1.0	-5.0	4.0	-19.0
专业及商业服务	14.2%	10.0		-5.0 ↓	19.0	18.2	9.5	15.0	36.0	6.0	20.0	28.0	4.0	36.0	-19.0	56.0	-24.0	-16.0	-28.0
教育及健康服务	17.6%	29.0		17.0 ↑	28.7	33.2	44.4	12.0	50.0	24.0	67.0	95.0	-49.0	119.0	38.0	56.0	44.0	54.0	23.0
休闲和酒店业	10.7%	62.0		83.0 ↑	-11.0	-4.5	7.6	-21.0	-54.0	42.0	-7.0	44.0	-31.0	5.0	25.0	-12.0	41.0	37.0	22.0
其他服务	3.8%	3.0		-5.0 ↓	1.0	1.0	3.6	8.0	-7.0	2.0	11.0	-14.0	6.0	3.0	8.0	16.0	-6.0	-3.0	19.0
政府	14.7%	35.0		85.0 ↑	-14.3	-6.8	-24.8	-50.0	5.0	2.0	-2.0	12.0	-8.0	-20.0	-10.0	-31.0	-153.0	8.0	-50.0
联邦政府	1.7%	-5.0		1.0 ↑	-0.7	-1.0	-21.3	-6.0	0.0	4.0	-1.0	-7.0	4.0	-37.0	-11.0	-15.0	-166.0	-2.0	-19.0
州及地方政府	13.0%	40.0		84.0 ↑	-13.7	-5.8	-3.4	-44.0	5.0	-2.0	-1.0	19.0	-12.0	17.0	1.0	-16.0	13.0	10.0	-31.0

资料来源：CEIC，申万宏源研究

仅供内部交流，请勿外传

图表 2：8 月美国私人部门时薪环比 0.3%

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	26-08	预期值	环比变化(1M)	过去12M均	26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02	26-08	预期值	环比变化(1M)	过去12M均	26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02
私人部门	3.1	**3.1** →	-0.1 ↓	3.6	3.2	3.4	3.3	3.6	3.4	3.7	0.3	**0.3** →	0.1 ↑	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
商品生产	4.0		-0.1 ↓	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	3.9	4.2	0.2		0.1 ↓	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
自然资源和采矿业	3.7		-0.5 ↓	2.5	4.2	4.4	3.7	3.6	2.5	1.5	-0.2		0.3 ↓	0.3	0.1	0.6	0.9	0.5	1.0	0.0
建筑业	4.2		-0.3 ↓	4.1	4.5	4.3	4.4	4.3	4.3	4.0	0.4		0.0 →	0.4	0.3	0.4	0.5	0.2	0.5	0.4
制造业	3.8		0.0 →	4.1	3.8	3.9	4.0	4.3	3.6	4.3	0.2		0.1 ↓	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
耐用消费品	3.4		-0.2 ↓	4.1	3.6	3.8	3.8	4.4	3.5	4.5	0.1		0.4 ↓	0.3	0.4	0.0	0.1	0.3	0.4	0.8
非耐用消费品	4.1		0.1 ↑	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	3.9	4.1	0.3		0.3 ↑	0.3	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.0
服务业	2.9		-0.1 ↓	3.6	3.0	3.2	3.1	3.4	3.3	3.6	0.3		0.2 ↑	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
批发贸易	2.5		0.0 →	3.5	2.5	2.8	3.0	3.5	3.8	3.8	0.3		0.1 ↑	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.4	0.0
零售贸易	3.1		0.0 →	4.0	3.1	3.7	3.6	3.6	3.9	4.3	0.3		0.3 ↑	0.3	0.0	0.4	0.0	0.0	0.3	0.1
交通运输和仓储	3.4		0.0 →	3.6	3.5	3.5	3.4	3.3	3.7	4.0	0.4		0.2 ↑	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
公用事业	6.8		-1.2 ↓	4.8	8.1	7.3	7.0	6.4	5.3	5.1	-0.1		0.8 ↓	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.8
信息	5.2		-0.6 ↓	5.0	5.8	5.4	5.3	5.6	5.4	5.1	-0.3		0.9 ↓	0.5	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.8
金融活动	4.3		0.4 ↑	4.1	3.9	4.3	3.8	3.9	3.8	4.1	0.8		0.9 ↑	0.3	-0.2	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
专业及商业服务	2.4		-0.4 ↓	3.9	2.8	3.2	3.5	3.8	3.7	3.8	0.1		0.1 ↑	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.1	0.4
教育及健康服务	1.8		-0.3 ↓	2.8	2.1	2.1	2.1	2.5	2.4	2.7	0.2		0.1 ↑	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.2
休闲和酒店业	3.6		-0.1 ↓	3.7	3.7	4.0	4.0	3.7	3.3	3.6	0.4		0.4 ↑	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
其他服务	2.9		-0.2 ↓	3.6	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.7	0.3		0.1 ↑	0.3	0.1	0.4	0.5	0.2	-0.6	0.3

资料来源：CEIC，申万宏源研究

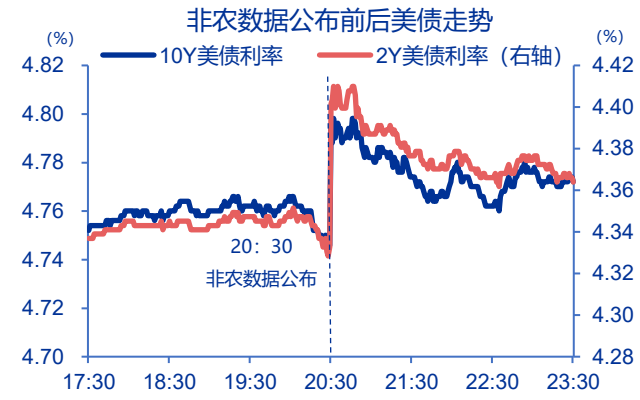
图表 3：8 月美国失业率持平于 4.1%

失业/就业_季调(%)														
指标	26-08	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12
失业率（U3）	4.1	4.1 →	0.0	0.2	0.3	52.5	47.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4
U3：全职	4.1		0.0	0.1	0.2	59.3	52.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.2	4.3	4.2	4.3
U3：兼职	4.4		0.2	0.3	0.7	57.6	45.3	4.2	4.5	4.7	4.6	4.6	5.1	4.8	4.6
U1	1.8		0.1	0.0	0.0	77.9	71.4	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
U2	1.9		-0.1	0.1	0.2	42.3	37.8	2.0	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
U4	4.4		0.0	0.2	0.2	55.9	49.5	4.4	4.5	4.6	4.6	4.5	4.6	4.6	4.6
U5	5.1		0.0	0.2	0.2	61.0	52.1	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.3
U6	7.7		0.2	0.4	0.2	55.9	43.6	7.9	7.9	8.1	8.2	8.0	7.9	8.1	8.4
劳动参与率	61.6	61.5 ↑	0.2	0.2	0.4	3.3	10.0	61.4	61.5	61.8	61.8	61.9	62.0	62.1	62.4
男性	67.2		0.4	0.0	0.0	6.7	5.8	66.8	66.8	67.2	67.0	67.0	67.2	67.3	67.7
女性	56.5		0.1	0.4	0.7	8.4	17.6	56.4	56.6	56.9	57.0	57.1	57.2	57.2	57.3
就业率	59.1		0.2	0.1	0.2	8.4	17.6	58.9	59.0	59.2	59.1	59.2	59.3	59.4	59.7
男性	64.2		0.2	0.0	0.1	5.0	15.9	64.0	63.9	64.2	64.1	64.2	64.3	64.4	64.8
女性 (美国)	54.3		0.1	0.2	0.4	8.4	22.6	54.2	54.4	54.5	54.5	54.7	54.7	54.7	54.8

资料来源：CEIC，申万宏源研究

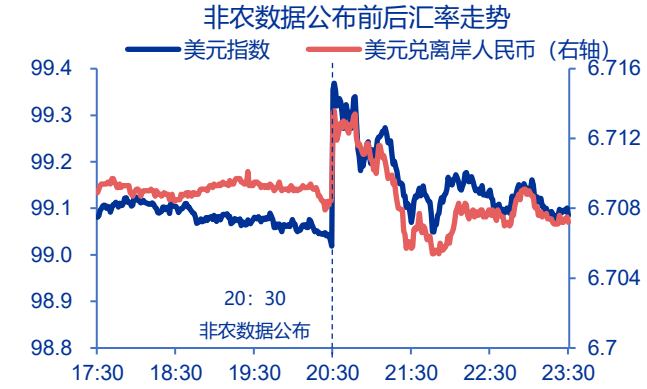
数据公布后，市场对美联储 9 月加息预期重新回到 60%左右。在数据于北京时间 9 月 4 日晚上 8 点 30 分公布后，2Y、10Y 美债利率、美元指数上升，金价回落，美股期货下跌，对应“紧缩交易”。另一方面，近期市场对美联储 9 月加息预期变动剧烈，在 9 月 3 日沃勒讲话后，9 月加息概率一度跌至 50%。在非农数据后，9 月加息概率重新上升至 60%左右。

图表 4：非农公布后，美债利率上行



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 5：非农公布后，美元指数上行



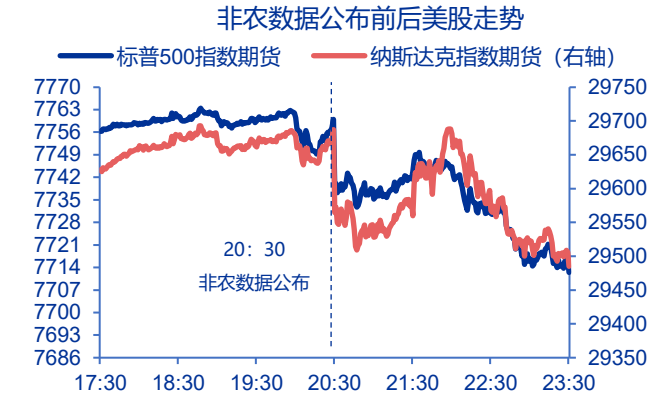
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 6：非农公布后，金价回落



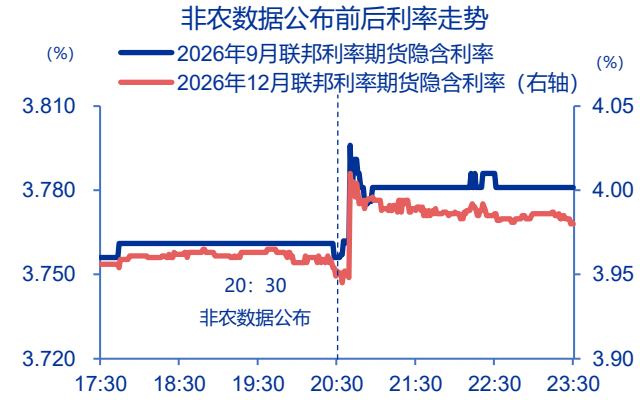
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 7：非农公布后，美股期货下跌



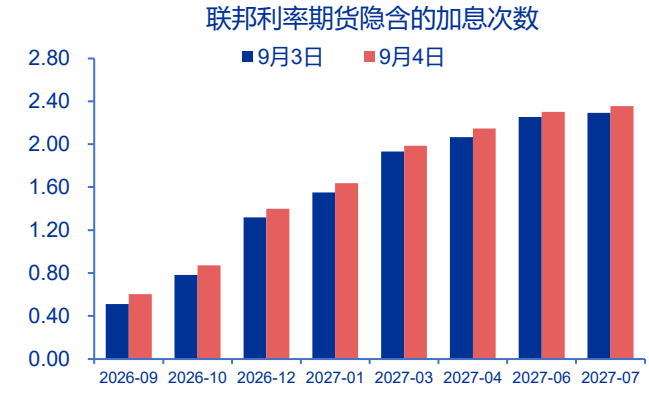
资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 8：非农公布后，市场对美联储加息预期升温



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 9：美联储年内加息预期升温



资料来源：彭博、申万宏源研究

二、结构：“季调因素”对非农影响较大，劳动参与率回升导致失业率微升

“季调”因素对 8 月非农新增就业扰动较大。8 月非农新增就业 16.2 万人，大超市场预期。结构上，休闲酒店业、政府部门是非农新增主力，两行业新增就业亦较

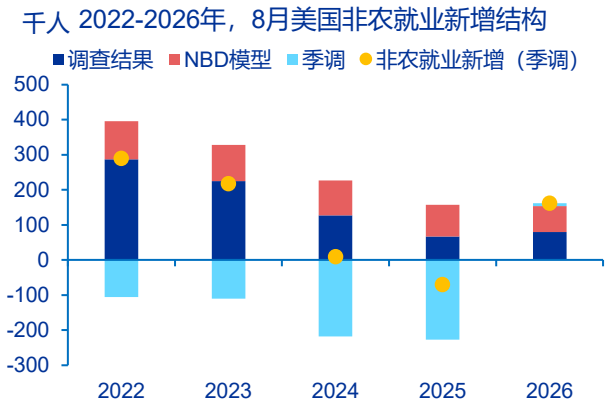
月大幅改善，分别从-2.1、-5.0 万人反弹至 6.2、3.5 万人。具体而言，休闲酒店业中的餐饮酒吧业（+5.9 万人），政府部门中的地方政府教育业（+4.2 万人）是就业新增主力。但是，8 月“季调”因素对就业影响较大。8 月非农“季调”因素贡献 8000 人就业，而 2022-2025 年平均水平仅为-16.5 万人。从结构上来看，8 月餐饮酒吧业、地方政府教育业“季调”因素贡献也远超过去几年均值。

图表 10：8 月休闲酒店业、政府部门就业大幅改善

就业单位：千人	行业	周期敏感系数	就业权重（12MMA）	2026/8	2026/7	2026/6	2026/5	2026/4	2026/3	2026/2	2026/1	2025/12	2025/11	2025/10	2025/9
最周期敏感行业	专业商业服务业	0.68	14.1%	10.0	15.0	36.0	6.0	20.0	28.0	4.0	36.0	-19.0	56.0	-24.0	-16.0
	制造业	0.64	7.9%	16.0	14.0	13.0	-2.0	-1.0	15.0	1.0	2.0	-13.0	-10.0	-9.0	-3.0
	批发业	0.56	3.8%	7.8	5.3	4.6	2.5	0.6	-1.7	8.4	2.1	-5.7	-6.4	2.8	8.8
	建筑业	0.53	5.2%	22.0	18.0	3.0	2.0	3.0	15.0	-21.0	45.0	-7.0	36.0	-12.0	16.0
次周期敏感行业	零售业	0.47	9.7%	1.4	13.2	9.6	5.0	23.5	9.6	-0.3	12.7	-23.6	-0.9	-15.4	13.1
	金融服务业	0.42	5.8%	-11.0	-11.0	2.0	-20.0	-6.0	-17.0	2.0	-39.0	1.0	1.0	-5.0	4.0
	交运仓储业	0.34	4.2%	5.0	13.8	-10.3	0.8	39.4	25.1	-45.5	22.6	-4.8	-58.9	0.6	-39.3
	休闲酒店业	0.34	10.7%	62.0	-21.0	-54.0	42.0	-7.0	44.0	-31.0	5.0	25.0	-12.0	41.0	37.0
	信息业	0.24	1.8%	-23.0	5.0	-19.0	-5.0	-6.0	1.0	-23.0	-27.0	-6.0	-5.0	-6.0	-1.0
	其他服务业	0.23	3.8%	3.0	8.0	-7.0	2.0	11.0	-14.0	6.0	3.0	8.0	16.0	-6.0	-3.0
周期不敏感行业	采矿业	0.09	0.4%	3.0	-3.6	-2.1	4.2	2.3	1.4	-0.3	-1.3	-0.3	-0.7	1.2	-1.7
	政府	-0.01	14.7%	35.0	-50.0	5.0	2.0	-2.0	12.0	-8.0	-20.0	-10.0	-31.0	-153.0	8.0
	教育卫生业	-0.08	17.5%	29.0	12.0	50.0	24.0	67.0	95.0	-49.0	119.0	38.0	56.0	44.0	54.0
	公用事业	-0.10	0.4%	2.5	1.4	0.2	0.8	1.0	-0.5	1.6	0.2	0.7	1.9	0.5	0.0
最周期敏感性行业		0.60	31.1%	55.8	52.3	56.6	8.5	22.6	56.3	-7.6	85.1	-44.7	75.6	-42.2	5.8
次周期敏感行业		0.34	35.9%	37.4	8.0	-78.7	24.8	54.9	48.7	-91.8	-22.7	-0.4	-59.8	9.2	10.8
周期不敏感行业		-0.03	32.9%	69.5	-40.2	53.1	31.0	68.3	107.9	-55.7	97.9	28.4	26.2	-107.3	60.3
非周期敏感行业占就业正增长行业比重				35.3%	12.7%	44.7%	34.0%	41.9%	44.0%	7.0%	48.1%	53.2%	34.7%	50.7%	44.0%

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 11：“季调”对 8 月新增就业贡献较大



资料来源：CEIC、申万宏源研究

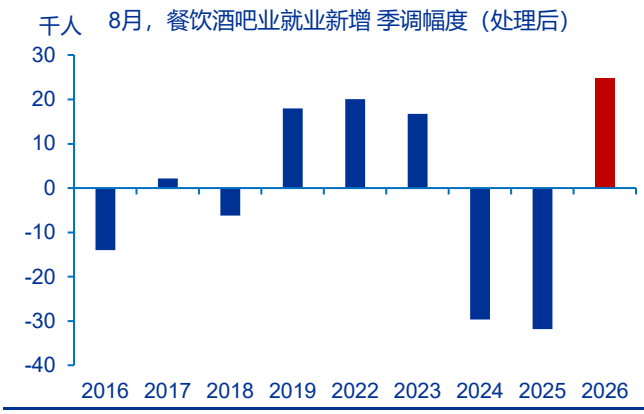
图表 12：相比历史水平，8 月非农季调幅度较大



资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：剔除 2020、2021 年疫情期，2016-2019 年减去期间季调均值，2022-2026 年减去期间季调均值

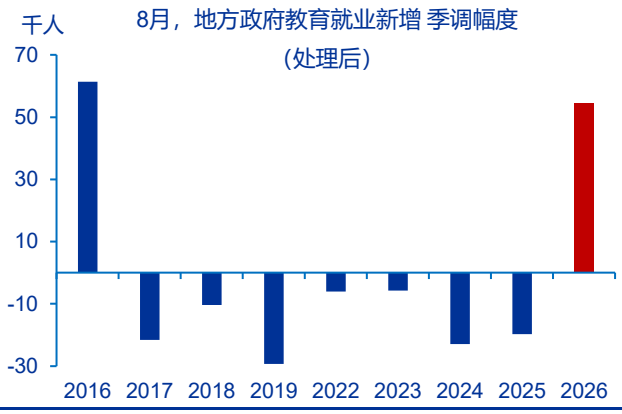
图表 13：餐饮酒吧业季调因素扰动较大



资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：剔除 2020、2021 年疫情期，2016-2019 年减去期间季调均值，2022-2026 年减去期间季调均值

图表 14：地方政府教育业季调因素扰动较大

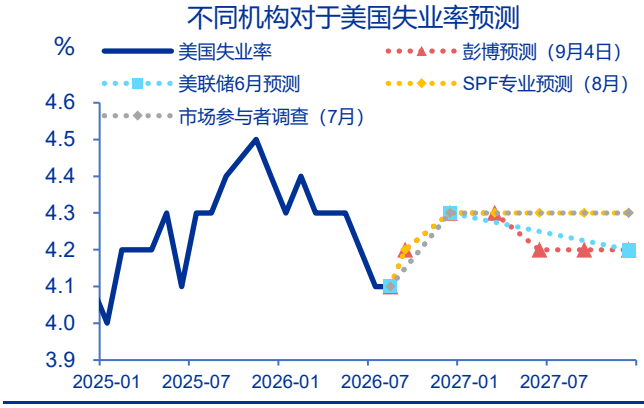


资料来源：CEIC、申万宏源研究

注：剔除 2020、2021 年疫情期，2016-2019 年减去期间季调均值，2022-2026 年减去期间季调均值

劳动参与率回升，推动失业率微幅上行。家庭调查方面，8 月美国失业率持平于 4.1%，但从小数点后两位来看，实质上是小幅上升至 4.14%，7 月为 4.09%，距离 4.2%仅一步之遥；8 月劳动参与率小幅回升至 61.6%，前值 61.4%，或推动失业率小幅上行。

图表 15：市场对美国失业率的预测



资料来源：彭博、美联储、申万宏源研究

图表 16：美国失业率环比变动结构

单位：%	2026年8月	2026年7月	过去3个月	过去6个月	过去12个月
美国失业率环比变化	0.05	-0.10	-0.08	-0.04	0.00
就业→失业	0.89	0.75	0.85	0.89	0.01
失业→就业	-1.01	-0.99	-1.04	-1.04	-0.01
非劳动力→失业	1.08	1.15	1.10	1.11	0.01
失业→退出劳动力	-0.90	-1.01	-1.02	-1.01	-0.01

资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、展望：8 月美国 CPI 或决定美联储 9 月会否加息

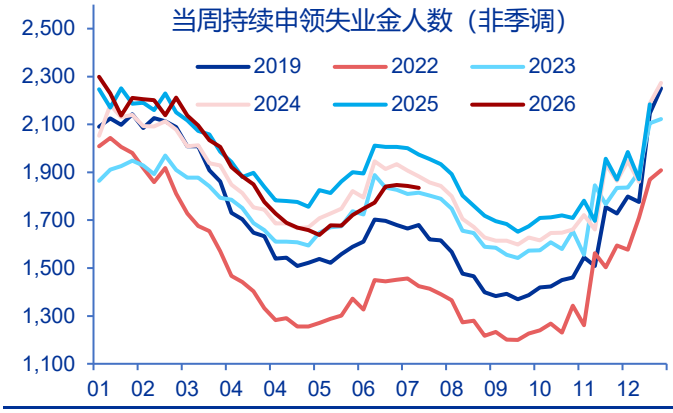
美国就业市场仍维持“低招聘、低裁员”状态，单次数据指示意义有限。据上文分析，8 月非农大超预期，但在“季调”因素影响下，尚无法判断就业市场是否实质性“转紧”。美国 7 月 JOLT 调查显示，招聘率、主动离职率、裁员率均处于低位，叠加劳动参与率仍处于低位，美国劳动力市场仍处于“低就业平衡”。此外，8 月就业新增主要集中在休闲酒店业及政府部门，就业 “广度”较弱；从数据本身来讲，非农就业初值往往会在后续得到修正，也需关注未来公布的修正值。

图表 17：小企业薪酬计划还未逆转回落趋势



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 18：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

9 月美联储加息与否，还需关注下周五公布的 8 月美国 CPI。美联储理事沃勒在周四讲话中指出，经济和就业市场并非判断货币政策立场的主要因素，而是通胀。因此，9 月美联储加息与否，或很大程度上取决于下周五公布的美国 8 月 CPI 数据。从政策和市场风险最小化角度来看，若市场在 9 月 FOMC 会议前定价大概率加息，美联储或“顺势而为”。

图表 19：市场对美联储政策利率预期（BP，截止 9 月 5 日）

FOMC会议	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.00%	40.60%	**59.40%**	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2026/10/28	0.00%	29.80%	**54.40%**	15.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	14.00%	**41.40%**	36.30%	8.40%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	10.80%	35.10%	**37.40%**	14.80%	1.90%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	6.60%	25.60%	**36.50%**	23.60%	6.90%	0.80%	0.00%
2027/4/28	0.00%	5.60%	22.70%	**34.90%**	25.60%	9.40%	1.70%	0.10%
2027/6/9	0.00%	4.40%	19.00%	**32.30%**	27.60%	12.90%	3.40%	0.50%
2027/7/28	0.00%	4.20%	18.40%	**31.70%**	27.80%	13.60%	3.80%	0.60%
2027/9/15	0.00%	4.00%	17.80%	**31.10%**	27.90%	14.20%	4.20%	0.70%
2027/10/27	0.10%	4.30%	18.10%	**31.00%**	27.60%	13.90%	4.10%	0.70%
2027/12/8	0.40%	5.40%	19.10%	**30.80%**	26.50%	13.20%	3.80%	0.60%

资料来源：芝商所（CME）、申万宏源研究

风险提示

1、原油价格中枢上移超预期。俄乌冲突尚未终结，叠加中东地缘政治的不稳定性，原油价格中枢上移或超预期，进而增加全球经济的滞胀风险。

2、沃什的政策立场“偏鹰”。如果油价中枢长期运行于高位，导致中长期通胀预期上行，沃什的货币政策立场或偏鹰。

3、美国经济放缓超预期。美国劳动力市场仍处于“低增长平衡”状态，私募信贷的风险仍未出清，靠消耗储蓄维持的消费也难以为继。

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。