仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

沃什偏鹰表述推动联储公信力反弹

华泰研究

2026 年 8 月 30 日 | 中国内地　　海外周报

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

胡李鹏，PhD　研究员
SAC No. S0570525010001　hulipeng@htsc.com
SFC No. BWA860　+(86) 10 6321 1166

王子琳*，PhD　研究员
SAC No. S0570525090002　wangzilin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

赵文瑄*　研究员
SAC No. S0570526040002　zhaowenxuan@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

丁煦洲*　联系人
SAC No. S0570126020028　dingxuzhou@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

海外一周概览

美联储主席沃什在 Jackson Hole 会议上讲话偏鹰，重申对通胀目标承诺；虽然美宣布对伊制裁，但伊朗与阿曼就海峡恢复航运的对话持续；美加贸易冲突有所升级。此外，7 月美国 PCE 通胀符合预期，非农 QCEW 年度修正初值不及预期，但终值或有上调。全周来看，沃什释放鹰派信号联储年内加息预期升温，联储公信力指标整体修复，美债收益率曲线走平，美元走强，贵金属承压；美股整体上涨，油价回落。本周关注美国 8 月 ISM 制造业、服务业 PMI（9 月 1 日、3 日）、美国 8 月非农报告（9 月 4 日）。

高频数据

美国增长与消费维持韧性，就业数据有所改善，住房市场仍然偏弱。增长方面，亚特兰大联储 GDPNow 预计三季度 GDP 增速为 4.6%。消费方面，三季度实际个人消费季比折年增速 Nowcast 上升至 3.1%，最近一周 Redbook 名义零售同比为 8.0%。就业方面，上周美国首申人数下降 0.4 万至 20.3 万，好于预期的 20.8 万（彭博一致预期，下同）。地产方面，截至 8 月 27 日，30 年期固定房贷利率小幅上升 1bp 至 6.66%，房贷申请量回落。

上周主要宏观数据

美国 7 月核心 PCE 通胀符合预期，非农 QCEW 初修不及预期；欧元区 8 月经济景气回升；日本 7 月失业率下降。美国 7 月核心 PCE 环比 0.2%，符合预期的 0.2%，高于前值的 0.1%；7 月 PCE 环比 0.2%，高于预期和前值的 0.1%、-0.1%；美国 7 月居民实际支出环比由前月的 0.4%回落至 0%，符合预期，7 月居民收入环比 0.4%，高于预期和前值的 0.2%。美国 2026 年非农就业 QCEW 初修为-7.9 万，低于市场预期的上修 5 万，意味着 2025 年 4 月至 2026 年 3 月月均新增非农减少约 0.7 万，但明年 2 月的终修才会真正调整数据，且一般会较初修上调。欧元区 8 月经济景气指数由 97.1 升至 98.4，工业景气指数由-6.1 升至-5.3，服务业景气指数由 5.1 升至 5.8。日本 7 月失业率由 2.5%降至 2.4%。

政策动态

沃什杰克逊霍尔年会讲话偏鹰，联储内部分歧仍存；美宣布对伊制裁、伊朗与阿曼就海峡恢复航运的对话持续；美加贸易冲突升级。联储方面，联储主席沃什的杰克逊霍尔年会讲话对经济基本面判断偏鹰，重申对 2%通胀目标的承诺，强调关注通胀向目标回落的速度；波士顿联储主席认为当前利率仍具有限制性，堪萨斯、克利夫兰联储主席呼吁尽快采取行动遏制通胀。地缘政治方面，美财长贝森特公布对伊经济制裁；伊朗与阿曼商讨恢复霍尔木兹海峡航运的临时框架。关税方面，特朗普威胁自明年起将加拿大汽车及零部件关税翻倍至 50%，加拿大宣布将美国钢铝产品关税提高一倍至 50%。

金融市场

联储加息预期明显升温，美债收益率曲线走平，美元走强，美股三大指数上涨，油价下跌，贵金属下跌。全周看，联储 2026 年加息预期上升 12bp 至 38bp。债市方面，2y 美债收益率上行 10bp 至 4.34%，10y 美债收益率下行 1bp 至 4.73%。汇率方面，美元指数上行 0.8%至 99.7，日元贬值 0.7%至 160.1，欧元贬值 0.8%至 1.62。股市方面，标普、纳指、道指分别上涨 0.5%、0.8%、0.5%。大宗商品方面，布伦特原油期货下跌 5.4%至 89.3 美元/桶，COMEX 期金下跌 3.2%至 4529.9 美元/盎司，伦敦现银下跌 3.8%至 66.4 美元/盎司，LME 现铜上涨 1.2%至 14445.6 美元/吨。

风险提示：地缘政治不确定性，货币政策超预期紧缩。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

全球经济动能高频指标一览 4

经济动能总览 4

就业 5

消费 6

地产 7

商品 8

制造业和出口 9

海外央行跟踪 10

海外金融市场和金融条件 11

图表目录

图表 1： GDP Now 预测美国三季度 GDP 增速为 4.6% 4

图表 2： 最新一周 ADS 商业景气指数小幅上升 4

图表 3： 最新一周德国 WAI 指数有所下降 4

图表 4： 最新一周 G10 经济意外指数上行，新兴市场意外指数下行 4

图表 5： 最新一周中国、日本经济意外指数均有所下行，欧洲、美国意外指数上行 4

图表 6： 美国最新一周硬数据上行，软数据下行 4

图表 7： 分行业看，零售批发、劳工、住房部门走弱，家庭、工业部门基本持平 5

图表 8： 最新一周利差衰退概率模型显示美国衰退概率小幅上升 5

图表 9： 最新一周美国初次申请失业金人数下降 5

图表 10： 最新一周美国持续领取失业金人数小幅下降 5

图表 11： 最新一周美国联邦雇员首申下降 5

图表 12： 最新一周美国华盛顿首申人数较前一周下降 5

图表 13： 近期 Lightcast 数据指示岗位空缺有所下降 6

图表 14： WARN Notice 数据指示裁员人数基本持平 6

图表 15： 最新 ADP 新增就业人数周度初步估计有所上升 6

图表 16： Redbook 零售指数小幅下降至 8.0% 6

图表 17： 亚特兰大联储对三季度实际个人消费 Nowcast 为 3.1% 6

图表 18： 近期全球航班总数小幅回落，整体仍高于季节性水平 7

图表 19： 上周美国 TSA 安检人数延续回落 7

图表 20： 上周美国酒店入住率有所回落，符合季节性趋势 7

图表 21： 上周美国和全球餐饮预订有所上升 7

图表 22： 截至 8 月 27 日，美国 30 年期固定利率房贷利率上升至 6.66% 7

图表 23： 最新一周，Redfin 房屋销售量有所回落 7

图表 24： 房地产待售时长有所上升，显示房屋流通速度下降 8

图表 25： 最新一周，美国中位数房价同比增速回落 8

图表 26： 最新一周美国汽油需求量基本持平 8

仅供内部参考，请勿外传

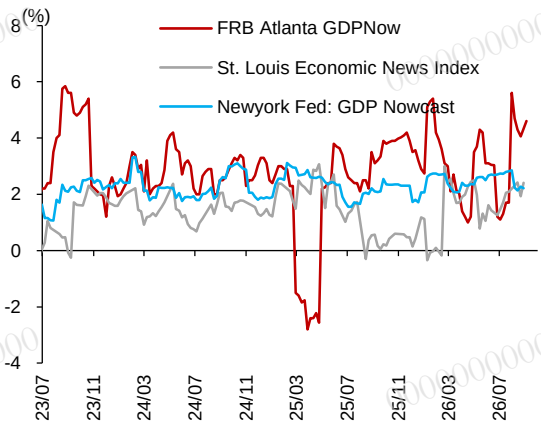
图表 27： 最新一周美国汽油可供应天数较上一周小幅下降 8
图表 28： 截至 8 月 21 日，美国 EIA 商业原油库存增加 8
图表 29： 截至 8 月 21 日，美国原油产量较前一周下行 8
图表 30： 截至 8 月 27 日，巴西出口同比增速均较前月同期下行，韩国上行 9
图表 31： 截至 8 月 27 日，波罗的海干散货指数上升至 3107 9
图表 32： 全球央行基准利率变化一览 10
图表 33： 上周联储 2026 年加息预期上升 12bp 至 38bp 10
图表 34： 上周主要发达国家长债涨跌不一 11
图表 35： 过去一周美元升值，欧元、日元贬值 11
图表 36： 上周美元指数上升至 99.7 12
图表 37： 上周主要发达国家股票指数多数上涨 12
图表 38： 最新一周 AAII 看涨情绪下降至-11.52% 13
图表 39： Market Vane 股市看涨情绪下降至 78% 13
图表 40： 上周原油、贵金属普遍下跌，工业金属和农产品涨跌不一 13
图表 41： 上周布伦特原油下降 5.4%至 89.3 美元/桶 13
图表 42： 上周 COMEX 黄金期货下跌 3.2%至 4529.90 美元/盎司 13
图表 43： 最新一周美债收益率曲线较走平 14
图表 44： 德国国债收益率曲线较前一周有所上行 14
图表 45： 上周彭博美国金融条件指数小幅上行，金融条件小幅放宽 14
图表 46： 上周高盛美国金融条件小幅放宽，欧元区持平 14
图表 47： 债券波动率 MOVE 指数较上一周有所下降 14
图表 48： 美国股票市场波动率 VIX 指数较上一周下降 14
图表 49： 上周美债流动性放宽，德债流动性收紧 15
图表 50： 日元互换基差上升，英镑欧元下降 15
图表 51： 北美 CDX 指数下降，反映美国信用风险下降 15
图表 52： 美银美林企业高收益债券利差较前一周小幅下降 15

仅供内部参考，请勿外传

全球经济动能高频指标一览

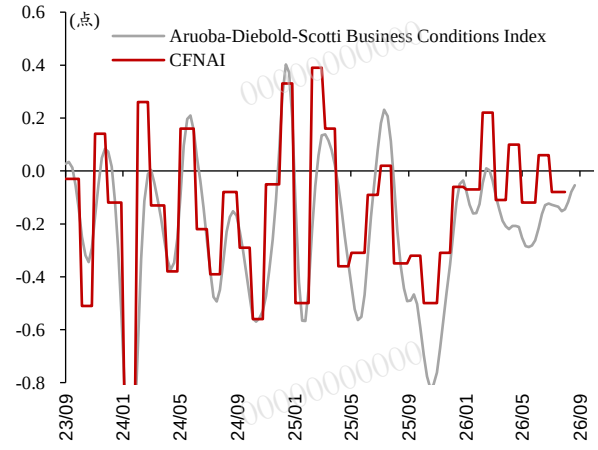
经济动能总览

图表1：GDP Now 预测美国三季度 GDP 增速为 4.6%



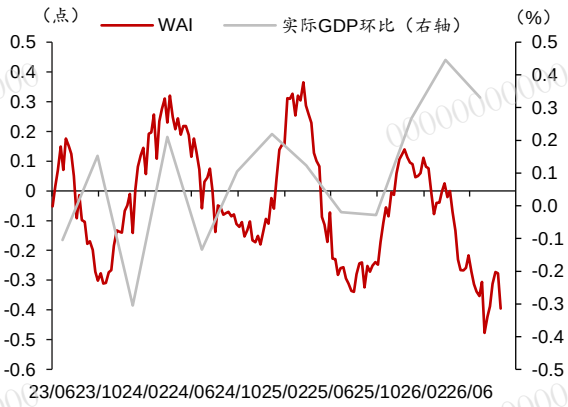
资料来源：Haver，华泰研究

图表2：最新一周 ADS 商业景气指数小幅上升



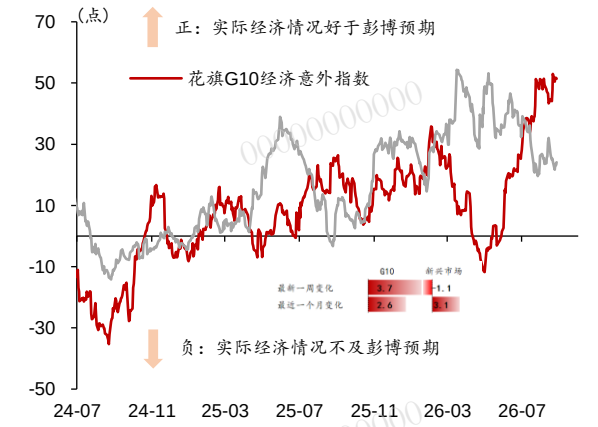
资料来源：Haver，华泰研究

图表3：最新一周德国 WAI 指数有所下降



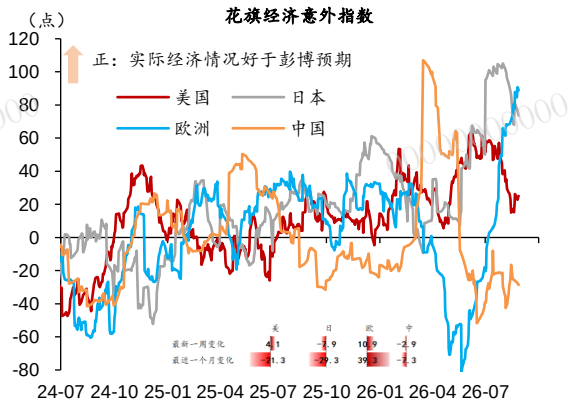
资料来源： Bloomberg，华泰研究

图表4：最新一周 G10 经济意外指数上行，新兴市场意外指数下行



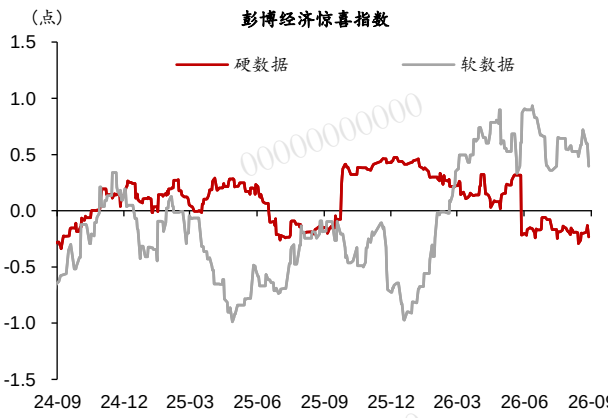
资料来源：Haver，华泰研究

图表5：最新一周中国、日本经济意外指数均有所下行，欧洲、美国意外指数上行



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：美国最新一周硬数据上行，软数据下行

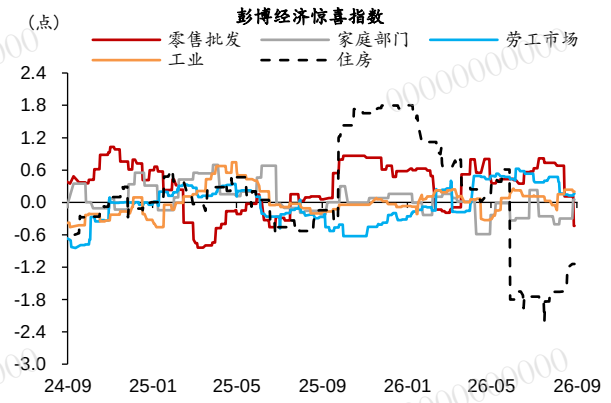


注：硬数据与软数据分别为 Hard data、Soft data，前者主要是各类消费、就业、住房等经济统计数据，后者主要是景气度、消费者信心等调查数据。

资料来源： Bloomberg，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表7：分行业看，零售批发、劳工、住房部门走弱，家庭、工业部门基本持平



资料来源： Bloomberg，华泰研究

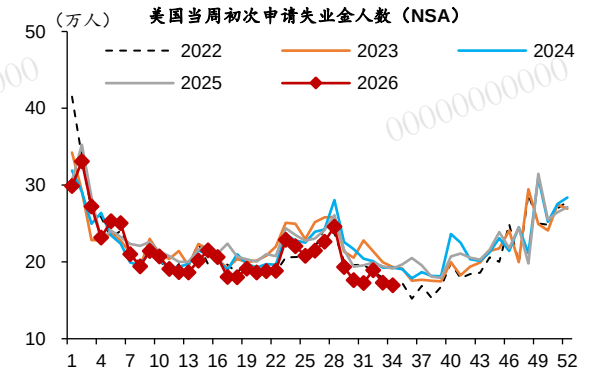
图表8：最新一周利差衰退概率模型显示美国衰退概率小幅上升



资料来源：Haver，华泰研究

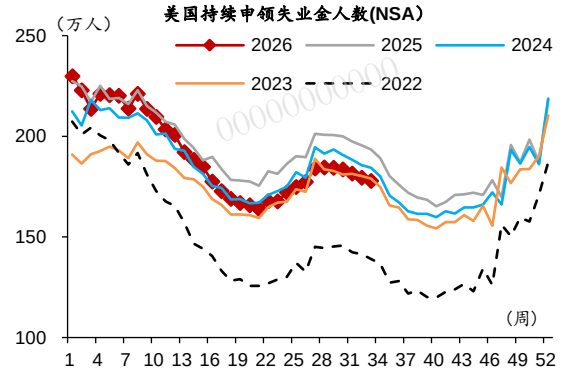
就业

图表9：最新一周美国初次申请失业金人数下降



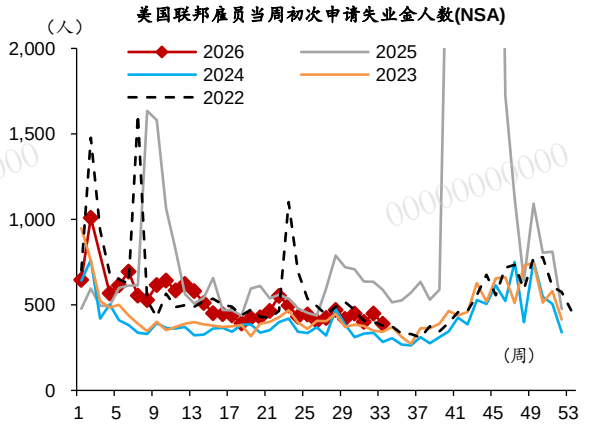
注：为体现出季节性情况，使用非季调数据，与正文使用的季调数据不同
资料来源：Haver，华泰研究

图表10：最新一周美国持续领取失业金人数小幅下降



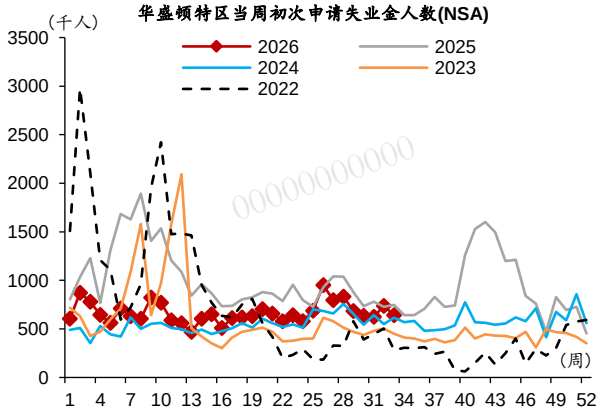
注：为体现出季节性情况，使用非季调数据，与正文使用的季调数据不同
资料来源：Haver，华泰研究

图表11：最新一周美国联邦雇员首申下降



资料来源：Haver，华泰研究

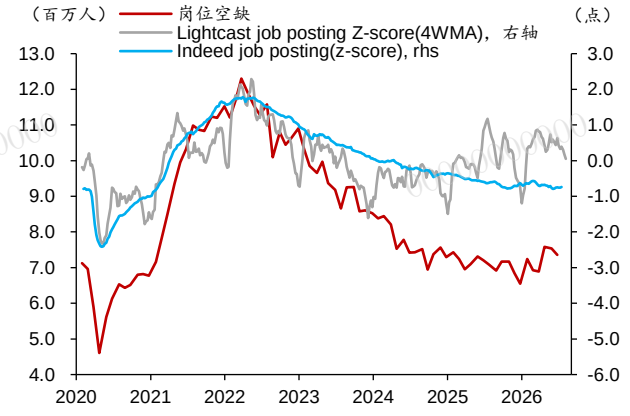
图表12：最新一周美国华盛顿首申人数较前一周下降



资料来源：Haver，华泰研究

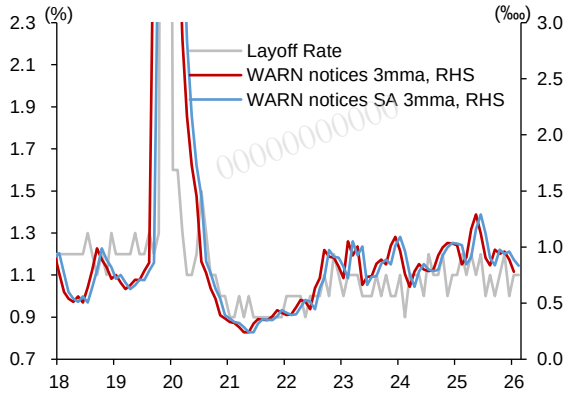
仅供内部参考，请勿外传

图表13：近期 Lightcast 数据指示岗位空缺有所下降



资料来源：Haver，华泰研究

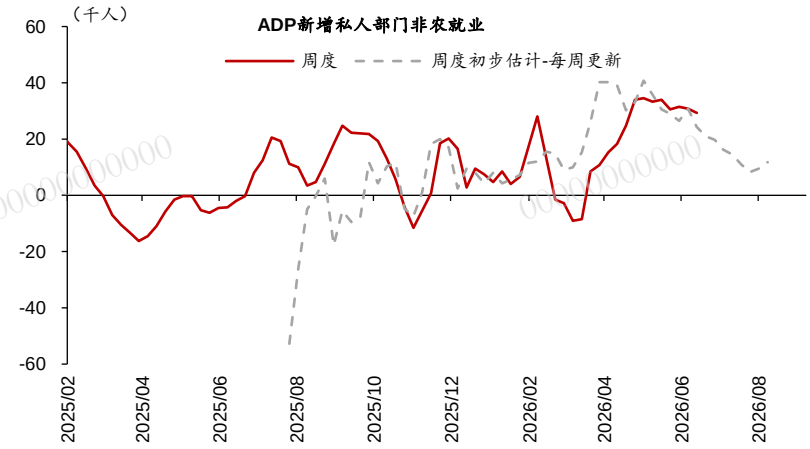
图表14：WARN Notice 数据指示裁员人数基本持平



注：WARN notice 是美国企业向州政府报告的裁员人数除以就业人数（美国企业在裁员 500 人以上的情况下需要提前 60 天通知州政府），WARN notice 估算的裁员率可以指示裁员情况。

资料来源：Haver，华泰研究

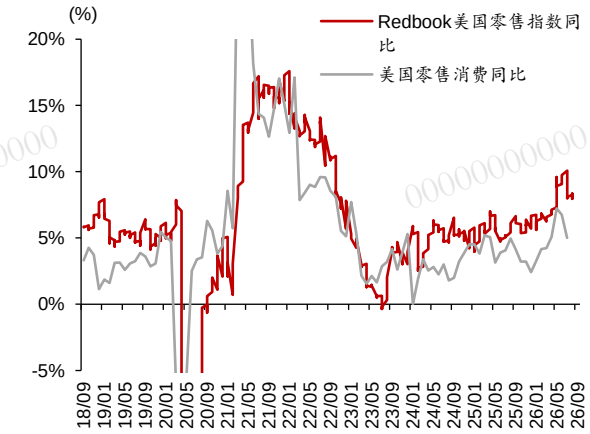
图表15：最新 ADP 新增就业人数周度初步估计有所上升



资料来源：Haver，华泰研究

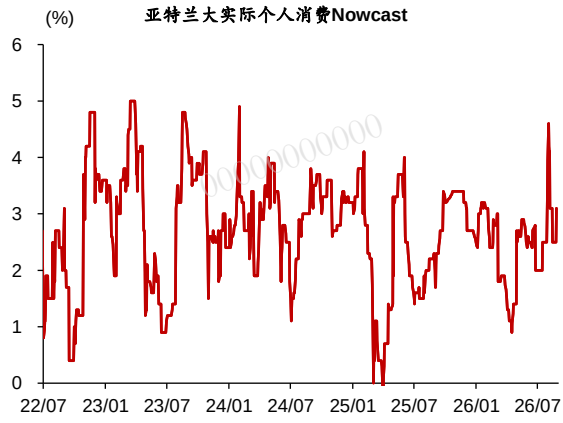
消费

图表16：Redbook 零售指数小幅下降至 8.0%



资料来源：Haver，华泰研究

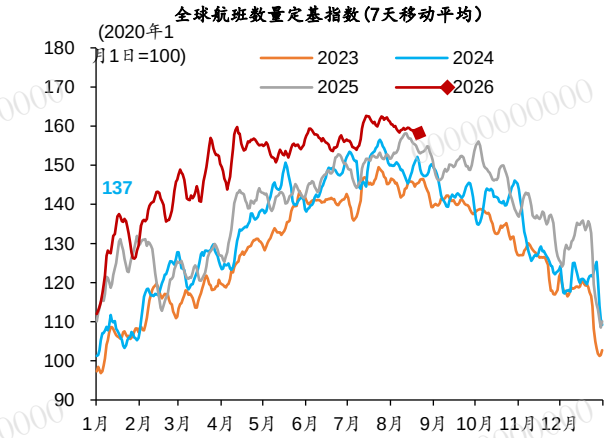
图表17：亚特兰大联储对三季度实际个人消费 Nowcast 为 3.1%



资料来源：Haver，华泰研究

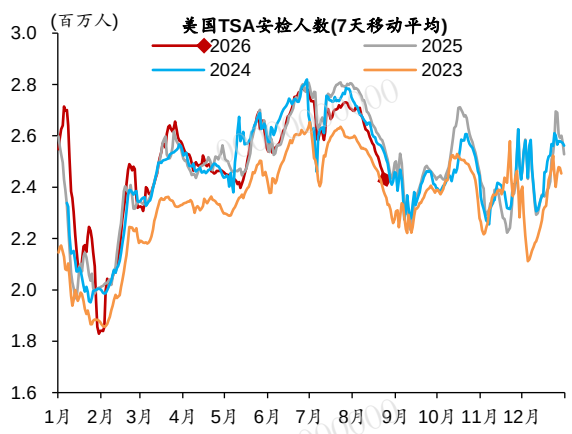
仅供内部参考，请勿外传

图表18：近期全球航班总数小幅回落，整体仍高于季节性水平



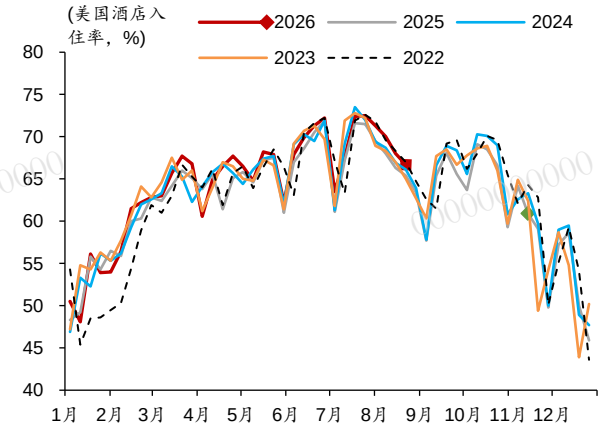
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表19：上周美国 TSA 安检人数延续回落



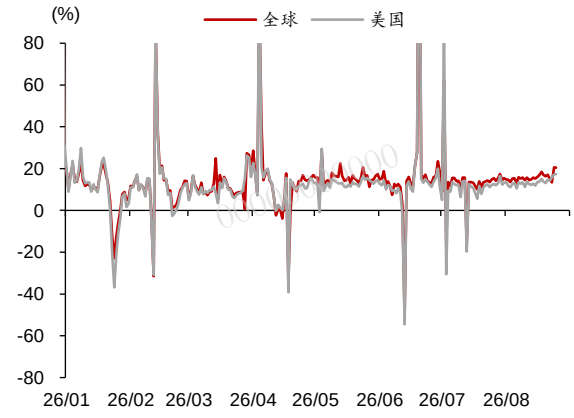
资料来源：Haver，华泰研究

图表20：上周美国酒店入住率有所回落，符合季节性趋势



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

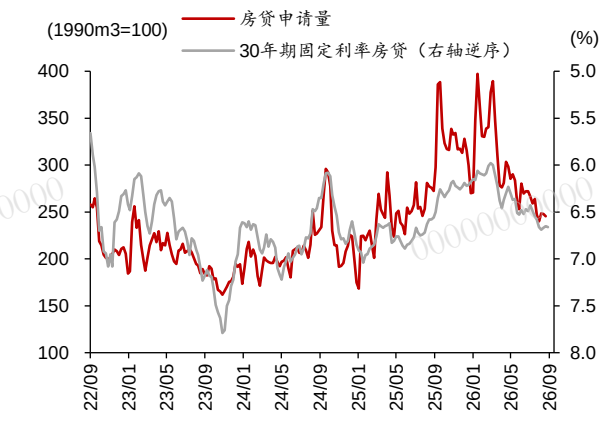
图表21：上周美国和全球餐饮预订有所上升



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

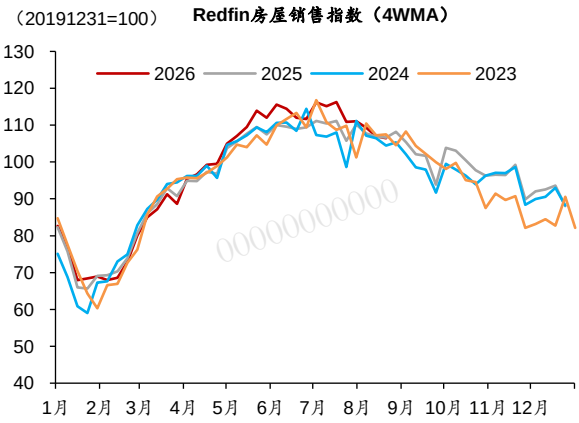
地产

图表22：截至 8 月 27 日，美国 30 年期固定利率房贷利率上升至 6.66%



资料来源：Haver，Redfin，华泰研究

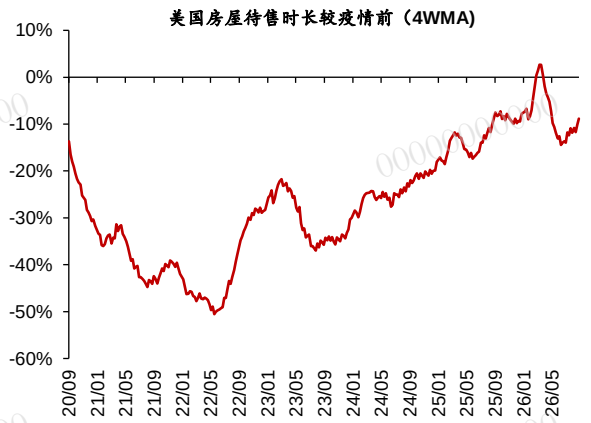
图表23：最新一周，Redfin 房屋销售量有所回落



资料来源：Redfin，华泰研究

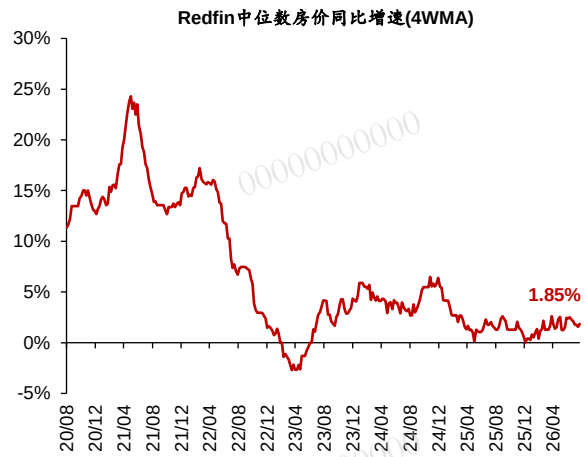
仅供内部参考，请勿外传

图表24：房地产待售时长有所上升，显示房屋流通速度下降



资料来源：Haver，华泰研究

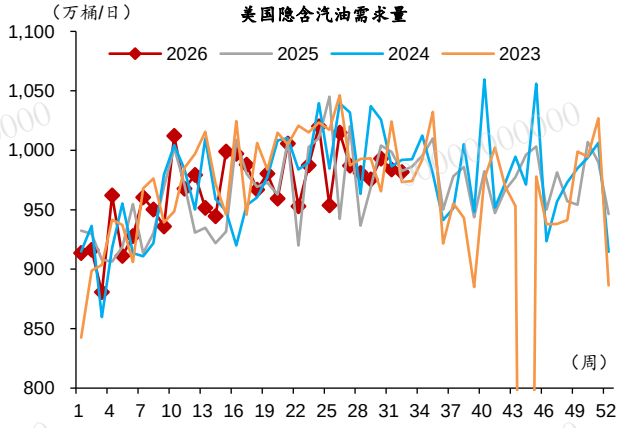
图表25：最新一周，美国中位数房价同比增速回落



资料来源：Haver，华泰研究

商品

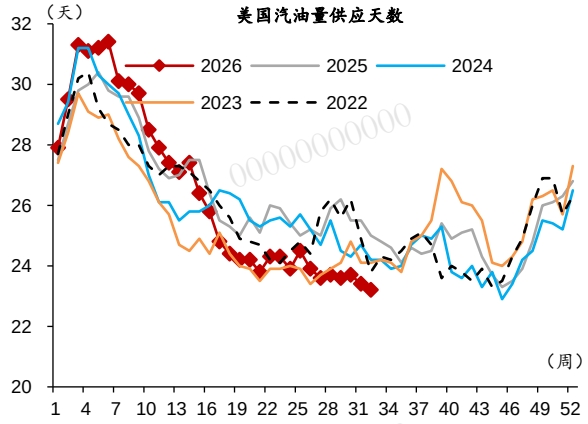
图表26：最新一周美国汽油需求量基本持平



注：隐含汽油需求量是综合美国国内产量、期末库存变化量、进出口量等变量衍生计算得到，能在一定程度上反映市场对石油的需求。

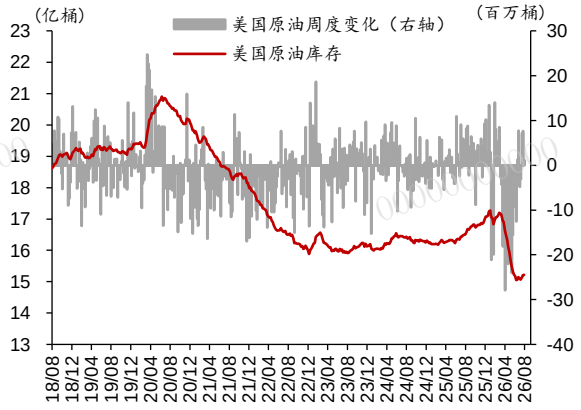
资料来源：Haver，华泰研究

图表27：最新一周美国汽油可供应天数较上一周小幅下降



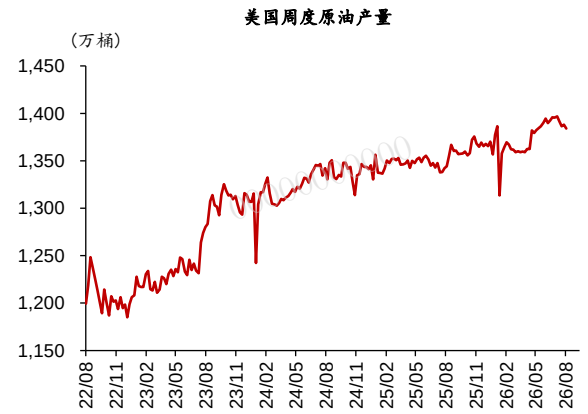
资料来源：Haver，华泰研究

图表28：截至 8 月 21 日，美国 EIA 商业原油库存增加



资料来源：Haver，华泰研究

图表29：截至 8 月 21 日，美国原油产量较前一周下行

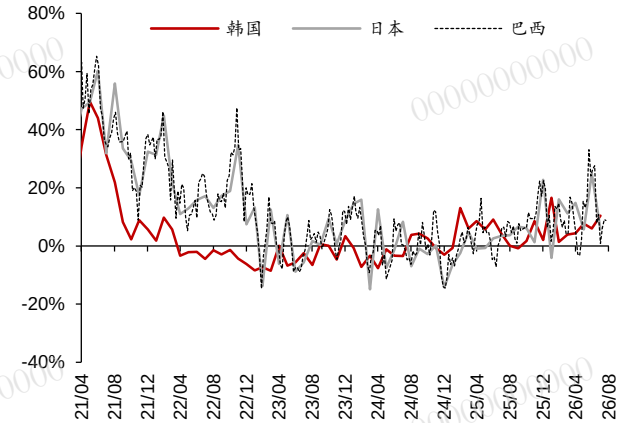


资料来源：Haver，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

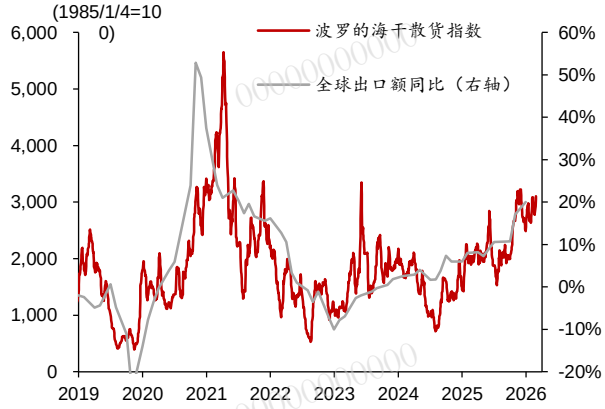
制造业和出口

图表30：截至 8 月 27 日，巴西出口同比增速均较前月同期下行，韩国上行



资料来源：Haver，华泰研究

图表31：截至 8 月 27 日，波罗的海干散货指数上升至 3107

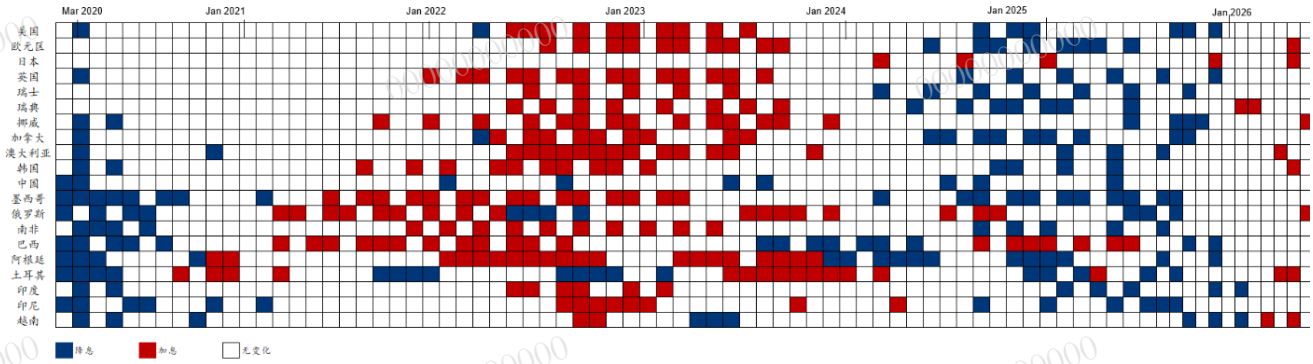


资料来源：Haver，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

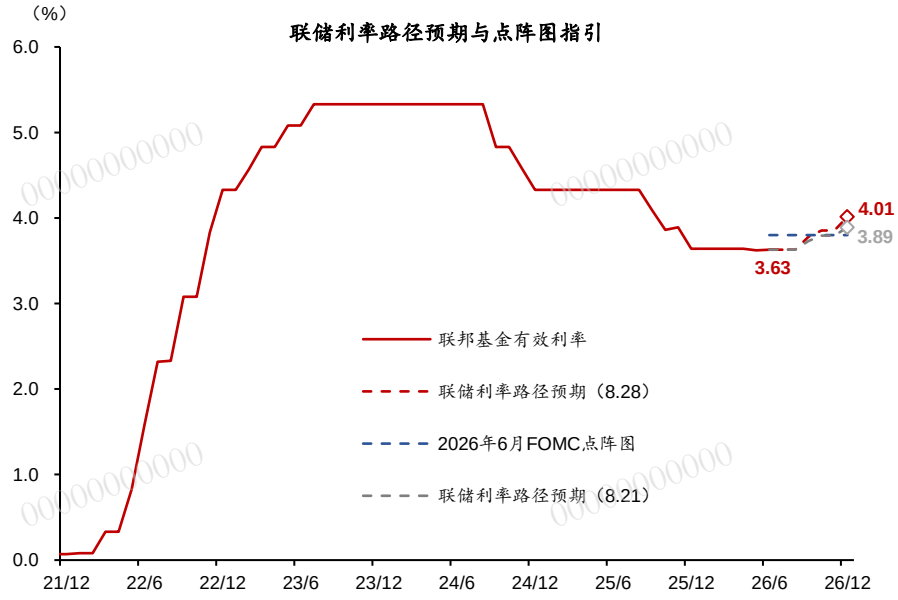
海外央行跟踪

图表32：全球央行基准利率变化一览



资料来源：Wind，华泰研究

图表33：上周联储 2026 年加息预期上升 12bp 至 38bp



资料来源：Bloomberg，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

海外金融市场和金融条件

图表34：上周主要发达国家长债涨跌不一

国家	8月28日水平(%)	上周变动(bp)	本月变动(bp)	年初以来变动(bp)
DM				
美国	4.73	-1	-2	55
英国	5.33	0	2	76
德国	3.27	2	7	42
法国	4.11	-2	12	56
意大利	4.09	1	8	55
西班牙	3.71	1	7	43
葡萄牙	3.62	2	8	48
希腊	3.93	-2	4	52
日本	2.92	5	13	86
韩国	4.28	-10	2	94
EM				
中国	1.69	1	-1	-15
印度	6.91	5	10	31
马来西亚	3.87	9	16	36
泰国	2.11	1	6	50
巴西	14.68	3	-8	93
墨西哥	9.18	-4	0	7

资料来源：Haver，华泰研究

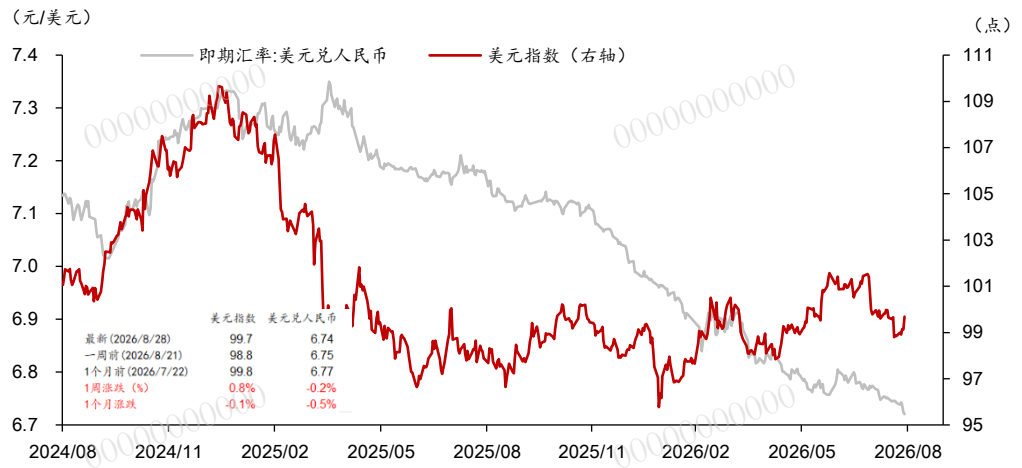
图表35：过去一周美元升值，欧元、日元贬值

币种	8月28日汇率(本币/美元)	上周变动(%)	本月变动(%)	年初以来变动(%)
美元指数	99.7	0.8	-0.1	1.4
G10货币				
欧元	0.86	0.8	-0.5	1.4
挪威克朗	9.33	0.4	-2.1	-7.5
瑞典克朗	9.5	0.7	-0.4	3.5
瑞士法郎	0.80	0.6	-0.3	1.4
英镑	0.74	0.3	-0.9	-1.0
澳元	1.39	-0.7	-2.3	-7.0
加元	1.39	0.9	-1.0	1.3
日元	160.1	0.7	1.7	2.2
新元	1.68	0.1	-1.6	-2.9
EM货币				
在岸人民币	6.72	0.0	-0.4	-3.9
离岸人民币	6.72	0.0	-0.5	-3.7
韩元	1380	-0.9	-4.2	-3.8
印尼卢比	17762.0	-0.1	-1.7	5.8
马来西亚林吉特	4.0	-0.4	-1.5	-0.7
泰铢	32.9	0.3	-1.5	4.2
越南盾	26065	0.1	-0.8	-0.6
阿根廷比索	1512	0.9	1.8	3.9
巴西雷亚尔	5.2	0.7	2.4	-5.5
墨西哥比索	17.0	0.8	-1.7	-5.3
俄罗斯卢布	85.6	9.6	7.2	9.4
土耳其里拉	48.1	0.4	1.6	12.2
南非兰特	16.0	-12.2	-3.3	-3.7

注：汇率变动代表美元相对该货币的升值和贬值幅度，正值表示美元相对该货币升值，负值表示美元相对该货币贬值。
资料来源：Haver，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表36：上周美元指数上升至 99.7



资料来源：Wind，华泰研究

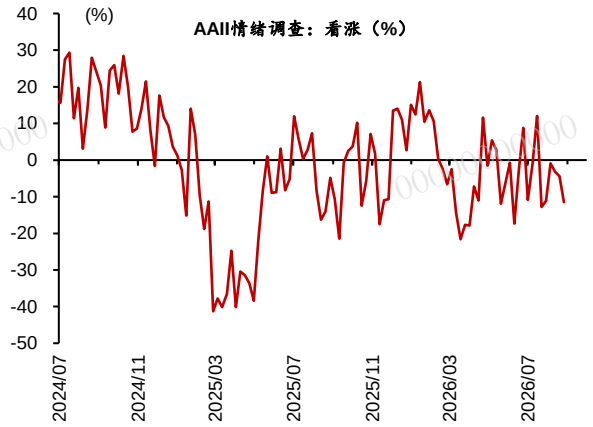
图表37：上周主要发达国家股票指数多数上涨

	股指	8月28日点位	上周变动(%)	本月变动(%)	年初以来变动(%)
			%	%	%
全球	MSCI全球标准指数（ACWI）	3,680	0.2	3.0	13.9
美国	标普500指数	7,712	0.5	3.0	12.7
美国	纳斯达克综合指数	26,402	0.8	4.1	13.6
美国	道琼斯工业指数	53,560	0.5	2.0	11.4
欧洲	欧洲Stoxx 50指数	5,476	-0.2	0.4	11.3
德国	德国DAX指数	26,570	1.7	3.7	8.5
法国	法国CAC40指数	8,401	-1.0	-1.3	3.1
意大利	意大利富时MIB指数	52,616	-0.1	0.9	17.1
西班牙	西班牙马德里综合指数	1,988	0.5	1.4	16.4
英国	英国富时100指数	10,824	0.1	-0.4	9.0
荷兰	AEX指数	1,112	0.6	1.2	16.9
挪威	OBX指数	2,024	0.2	3.4	26.7
日本	Nikkei 225指数	66,406	0.6	3.2	31.9
EM	MSCI EM指数	1,728	0.3	4.1	21.5
墨西哥	MSCI墨西哥	1,244	-1.0	-0.4	10.2
中国台湾	MSCI台湾	6,335	3.2	8.8	62.1
韩国	MSCI韩国	3,415	-1.9	6.2	79.9
越南	MSCI越南	1,352	4.9	6.7	3.2
印度	MSCI印度	2,285	0.3	0.4	-6.7
南非	MSCI南非	1,568	-0.5	11.9	4.4
中国香港	恒生指数	25,585	-1.6	-1.2	-0.2
中国大陆	沪深300	4,609	-0.2	0.5	-0.4

资料来源：Haver，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表38： 最新一周 AAII 看涨情绪下降至-11.52%



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表39： Market Vane 股市看涨情绪下降至 78%



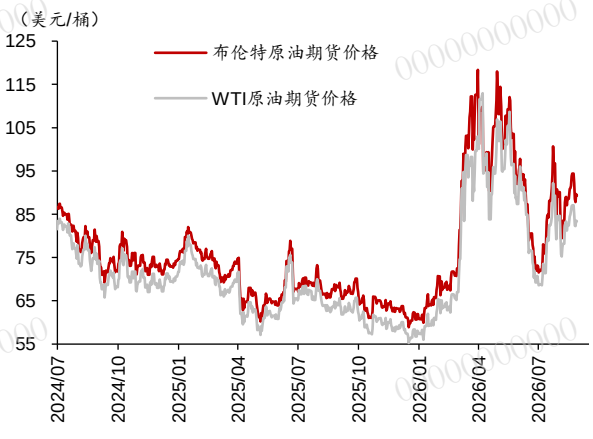
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表40： 上周原油、贵金属普遍下跌，工业金属和农产品涨跌不一

品种	单位	最新价格	上周变动(%)	本月变动(%)	年初以来变动(%)
油气					
期货价:原油:英国布伦特Dtd	美元/桶	89.3	-5.4	-0.9	46.8
期货价:原油:美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)	美元/桶	83.4	-4.2	-1.5	45.2
期货收盘价：NYMEX天然气	美元/百万英热单位	2.9	4.6	3.2	-22.4
工业金属					
现货结算价:LME镍	美元/吨	16700.7	-1.2	-2.1	1.2
现货结算价:LME钢	美元/吨	14445.6	1.2	4.4	16.0
现货结算价:LME铝	美元/吨	3234.4	0.3	0.5	9.0
现货结算价:LME锌	美元/吨	4084.0	3.4	10.1	32.5
期货结算价(活跃合约):铁矿石	元/吨	721.5	2.1	0.4	-8.6
贵金属					
COMEX期货黄金:以美元计价	美元/盎司	4529.9	-3.2	10.3	4.3
伦敦现货白银:以美元计价	美元/盎司	66.4	-3.8	15.3	-7.4
农产品价格					
期货结算价(活跃合约):CBOT玉米	美分/蒲式耳	536.5	5.5	15.6	21.9
期货结算价(活跃合约):CBOT小麦	美分/蒲式耳	784.0	12.1	22.6	54.6
期货结算价(活跃合约):CBOT大豆	美分/蒲式耳	1288.0	3.9	8.5	23.0
期货结算价(活跃合约):NYBOT 11号糖	美分/磅	17.6	-0.3	19.8	17.0
期货收盘价(连续):CBOT稻谷	美元/英担	15.1	2.6	7.9	58.1
中国棉花价格指数:328	元/吨	18260.0	0.5	4.8	17.4
价格指数					
南华综合指数	点	2961.9	1.0	7.2	12.6
波罗的海干散货指数(BDI)	点	3186.0	12.1	16.6	69.7
原油运输指数(BDTI)	点	2777.0	-7.6	7.6	110.5

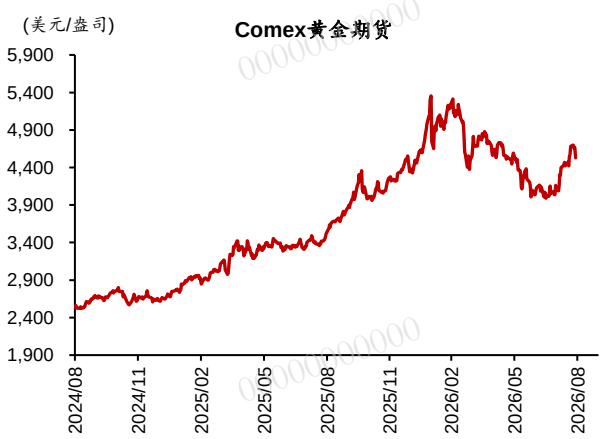
资料来源：Wind，华泰研究

图表41： 上周布伦特原油下降 5.4%至 89.3 美元/桶



资料来源：Wind，华泰研究

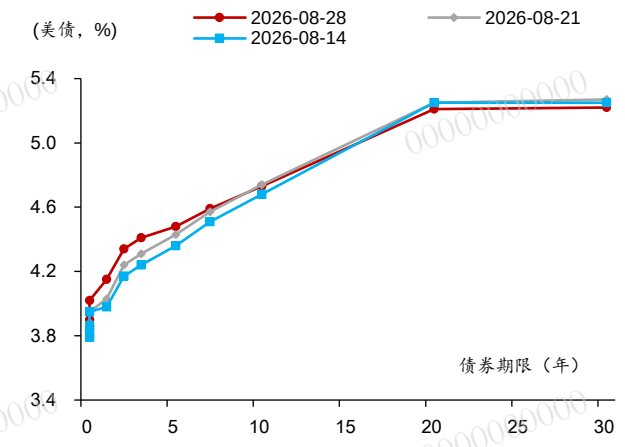
图表42： 上周 COMEX 黄金期货下跌 3.2%至 4529.90 美元/盎司



资料来源：Wind，华泰研究

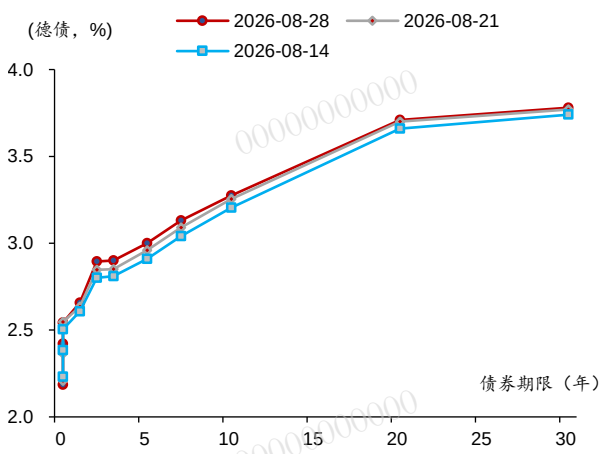
仅供内部参考，请勿外传

图表43：最新一周美债收益率曲线较走平



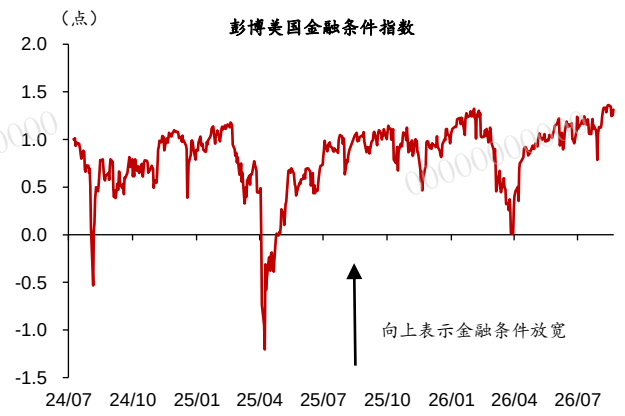
资料来源：Wind，华泰研究

图表44：德国国债收益率曲线较前一周有所上行



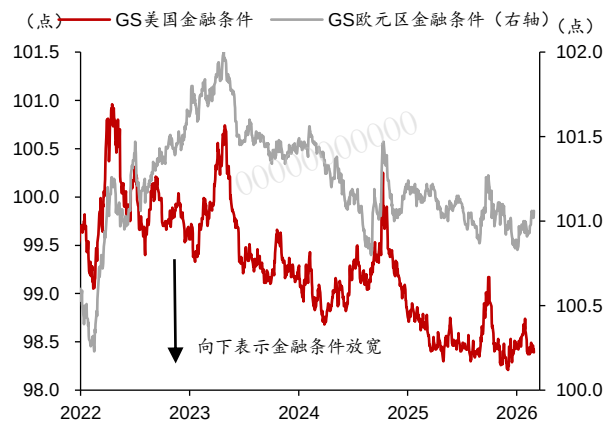
资料来源：Haver，华泰研究

图表45：上周彭博美国金融条件指数小幅上行，金融条件小幅放宽



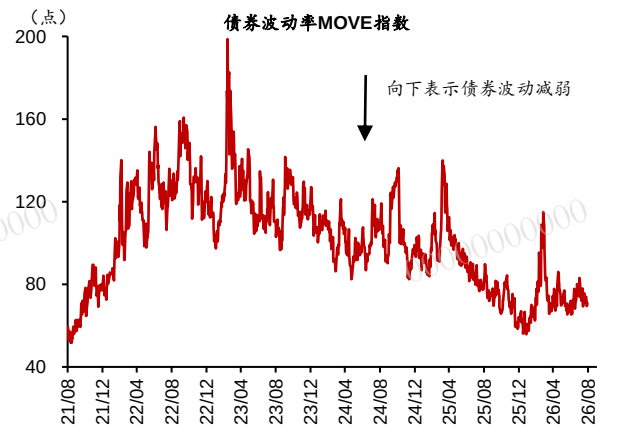
资料来源： Bloomberg，华泰研究

图表46：上周高盛美国金融条件小幅放宽，欧元区持平



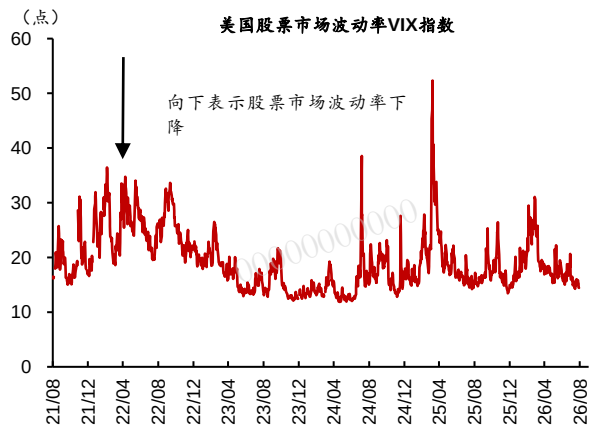
资料来源： Bloomberg，华泰研究

图表47：债券波动率 MOVE 指数较上一周有所下降



资料来源： Bloomberg，华泰研究

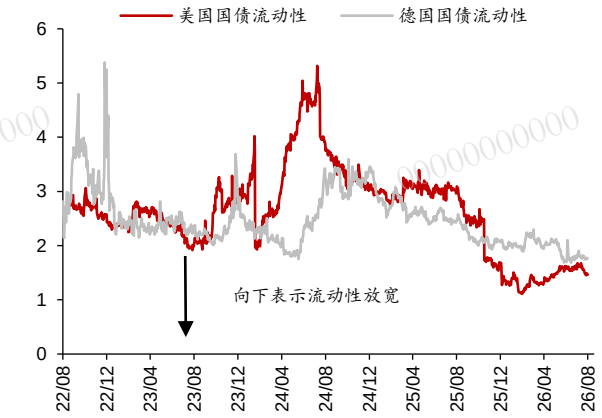
图表48：美国股票市场波动率 VIX 指数较上一周下降



资料来源： Bloomberg，华泰研究

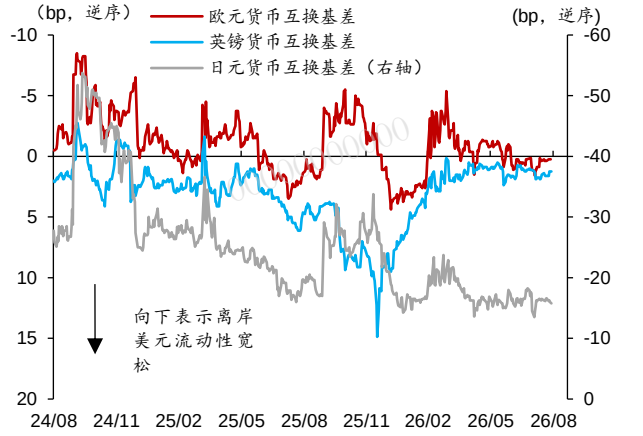
仅供内部参考，请勿外传

图表49：上周美债流动性放宽，德债流动性收紧



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表50：日元互换基差上升，英镑欧元下降



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表51：北美 CDX 指数下降，反映美国信用风险下降



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表52：美银美林企业高收益债券利差较前一周小幅下降



资料来源：Bloomberg，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、胡李鹏、王子琳、赵文瑄，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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、胡李鹏、王子琳、赵文瑄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