仅供内部参考，请勿外传

2026 年 09 月 21 日

宏观报告

宏观周报

证券研究报告

海外宏观周报

美联储加息落地

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：美伊局势僵持，但能源供给担忧边际缓解。**前半周，沙特输油管道关闭引发供应担忧。但后半周沙特通过船对船的转运方式维持石油出口，叠加美国原油库存降幅小于预期，市场对能源供给担忧显著缓解，油价大幅下降。本周霍尔木兹海峡通航状况仍不乐观。

- **经济数据：美国：1）零售：**8 月零售销售环比增长 1.24%，较 7 月明显反弹；核心零售环比增长 1.21%，同步改善。**2）地产：**8 月成屋销售环比-2.00%，持续回落，成屋库存增加；新屋开工和营建许可环比分别为-2.60%和-2.70%，住房供需动能均偏弱。**3）工业生产：**8 月工业产出环比 0.02%，制造业产出环比-0.28%，产能利用率小幅回落，工业增长动能放缓。**4）就业：**初请和续请失业金人数回落，劳动力市场仍具韧性。**欧元区：**7 月工业生产环比-0.10%，连续第二个月小幅回落，工业修复动能仍偏弱。**日本：**8 月进口价格及 PPI 增速有所回落，但进口价格同比仍有 24.81%，PPI 同比 7.59%，上游价格压力仍然高企。

- **货币政策：1）美联储：如期加息 25BP，SEP 及点阵图释放进一步紧缩信号。**沃什认为金融条件仍难称具有限制性，为后续加息保留空间。我们认为，年内是否连续加息取决于地缘局势变化，2027 年政策走向则需关注 AI 需求扩张及经济韧性的持续性。CME 数据显示市场对美联储 10 月再次加息的预期升至 57.6%，全年累计加息次数预期由约 2.0 次升至 2.3 次，政策路径上移。**2）日本央行：**9 月 18 日以 7:2 投票加息 25BP 至 1.25%，行长植田和男强调防范通胀超调，不排除连续加息或单次加息 50BP；OIS 隐含的利率路径小幅上移。**3）欧洲央行：**9 月 10 日加息后，能源价格高企叠加全球货币政策收紧，市场对其年内再次加息的概率升至 96.7%。

- **大类资产变化**

- **9 月 14 日至 18 日当周，前半周地缘扰动压制风险偏好，但后半周油价回落，主要央行加息落地，股债市场波动率下降，科技股小幅反弹。1）股市：**全球市场表现分化，美股科技及半导体股反弹，纳指相对占优；欧洲大陆股市多数下跌，日本及 A 股成长指数上涨。**2）债市：**美联储加息落地，并释放进一步紧缩信号，美债收益率短端上行幅度大于长端，收益率曲线熊平；ACM 期限溢价回落。其他主要国债表现分化，德英 10 年期收益率小幅下行，日本小幅上行。**3）商品：**油价先涨后跌，布伦特整周小幅下跌、WTI 微涨；金银表现分化，黄金下跌、白银反弹；铜铝及主要农产品普遍上涨，玉米涨幅居前。**4）外汇：**美联储紧缩预期推动美元走强，日元、韩元及欧洲主要货币承压，人民币相对坚挺。

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。

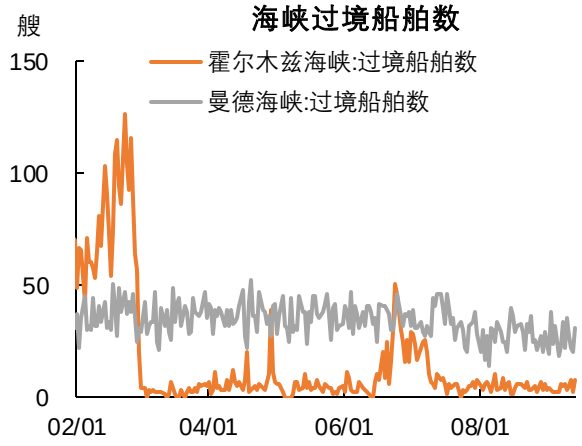
仅供内部参考，请勿外传

一、 海外经济政策

■ **美伊局势虽仍然僵持，但能源供给担忧边际缓解。**前半周市场受到沙特输油管道关闭、能源供给进一步下降的担忧影响，价格进一步冲高。9 月 12 日，沙特宣布关停东西向石油运输管道。市场担忧沙特石油出口库存耗尽，导致全球石油供应大幅减少。9 月 13 日，原定于周一举行的伊朗与海湾国家的会晤也被推迟，局势担忧持续升级。9 月 15 日，布伦特原油价格大幅上行，收于 108.75 美元/桶，升至今年 5 月以来的高点。

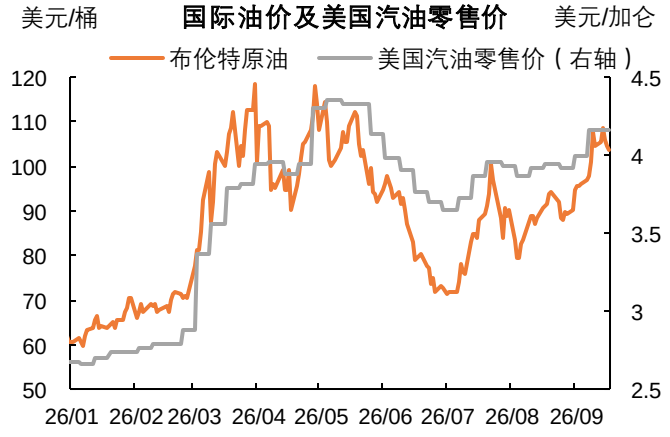
■ **但后半周沙特通过船对船的转运方式维持石油出口，叠加美国原油库存降幅小于预期，市场对能源供给担忧显著缓解，油价大幅下降。**截至 9 月 18 日当周，布伦特原油下跌 0.7%，收于 103.87 美元/桶，仍显著高于 2 月 27 日冲突发生前的 72.48 美元/桶。截至 9 月 14 日，美国本土汽油价格上升至 4.17 美元/加仑。本周霍尔木兹海峡通航状况仍不乐观。英国海事贸易办公室(UKMTO)报告显示，9 月 10 日至 9 月 16 日平均每天有约 4 艘货运船和 1 艘油船通行。Polymarket 平台对海峡恢复正常通航的押注持续走低。截至 9 月 19 日，市场对年内恢复通航的押注回落至 18%。

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 布伦特原油价格高位波动



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ **美国：**

1) **零售：美国 8 月零售明显反弹。**美国 8 月零售销售季调环比增长 1.24%，前值-0.54%；同比增长 6.01%，前值 5.03%。零售加速有部分来自油价回升对名义销售额的支撑，但剔除加油站和机动车及零部件后的核心零售同样加速。8 月加油站销售环比由-0.22%升至 3.06%；核心零售季调环比由-0.25%升至 1.21%，同比由 4.67%升至 5.59%，非能源消费同步改善。从分项看，食品饮料店、家具家用、电子电器、保健个护、日用品、杂货店等分项全面回升。向前看，红皮书领先指标 9 月同比小幅回落，但仍然维持了 8.4%的高增速，美国居民消费韧性持续为美联储收紧政策提供了空间。

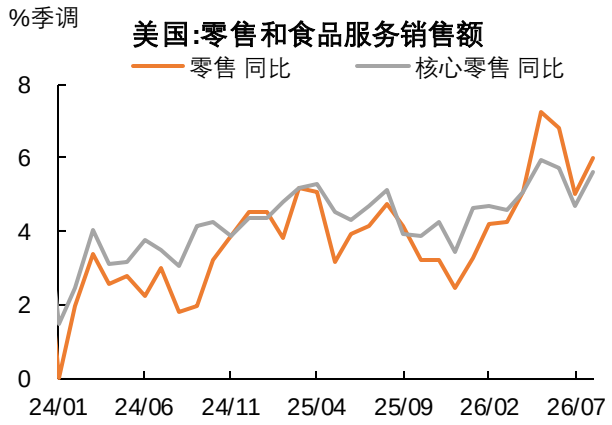
2) **地产：**美国 8 月成屋销售折年数为 398 万套，较 7 月的 406 万套环比下降 2.0%；成屋库存升至 162 万套，环比增长 3.2%。整体看，成屋销售连续第三个月环比回落，住房成交仍处低位，库存消化压力有所上升。**住房供给同步承压。**8 月美国新屋开工季调折年数降至 127.5 万套，7 月前值 130.9 万套，环比下降 2.6%；营建许可数量则由 7 月的 143.3 万套降至 139.4 万套，环比下降 2.7%，显示住房建设动能仍然偏弱。

3) **工业：**美国 8 月工业产出环比回落至 0.02%；同比增长 1.42%。结构上，制造业产出环比-0.28%，其中耐用品制造产出环比-0.52%，汽车及零部件环比-1.21%，计算机和电子产品环比-0.5%，非耐用品制造环比-0.04%，均有所放缓。此外，美国工业部门产能利用率为 76.27%，小幅低于前值的 76.33%。整体看，8 月工业部门增长动能有所放缓。

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。

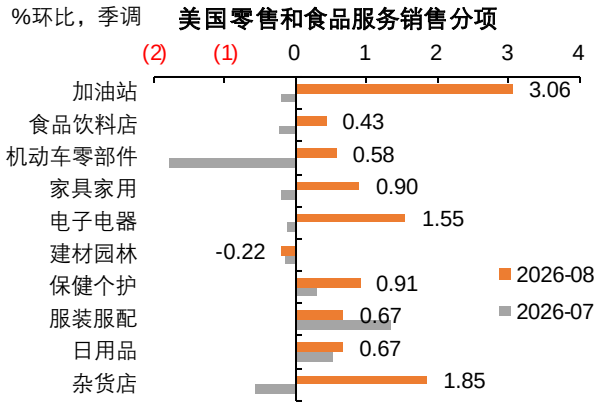
仅供内部参考，请勿外传

图表3　美国 8 月零售与核心零售同比反弹



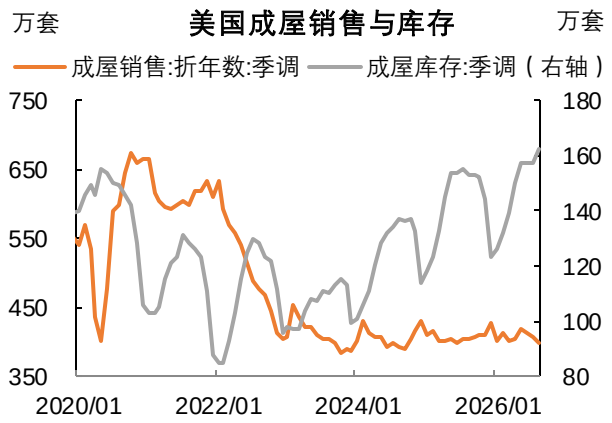
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4　加油站与主要核心零售分项环比加速



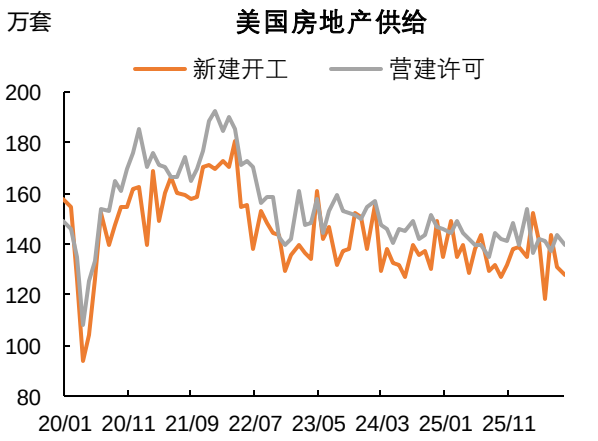
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5　美国 8 月成屋销售持续回落



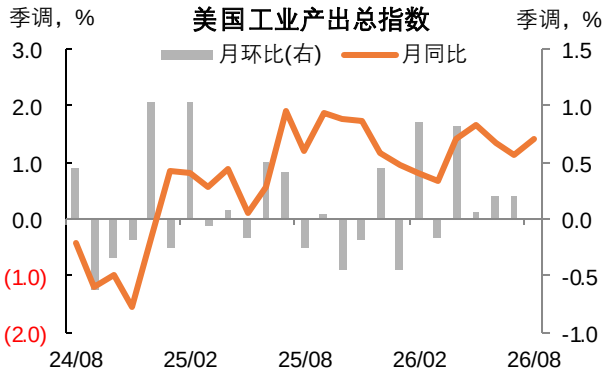
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6　美国 8 月新建开工数量回落



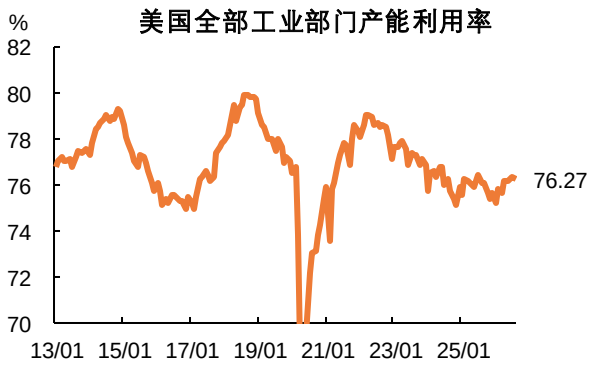
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7　美国 8 月工业生产环比回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8　美国 8 月工业产能利用率小幅回落



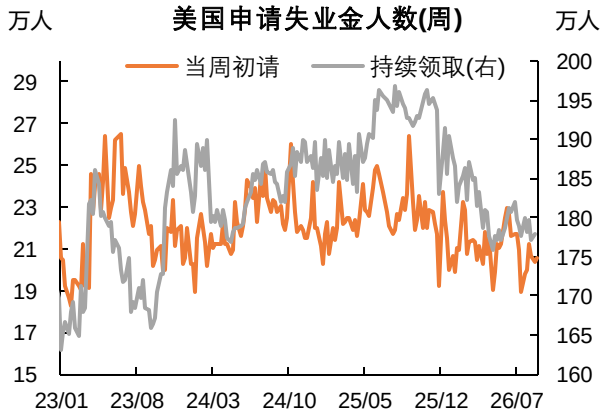
资料来源：Wind, 平安证券研究所

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。

仅供内部参考，请勿外传

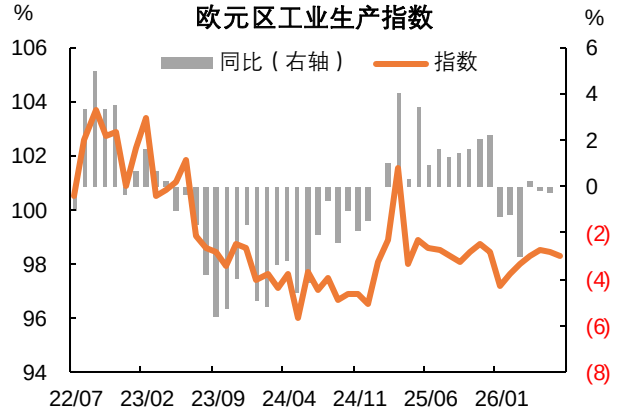
4) **失业金：**美国 9 月 12 日当周初请失业金人数为 19.6 万人，前值修正至 20.6 万人，相比前值有所回落；至 9 月 5 日当周续请失业金人数 173.0 万人，前值修正至 176.9 万人，相比前值有所回落，美国劳动力市场韧性超预期。

图表9　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10　7 月欧元区工业生产指数环比持平于-0.1%



资料来源：Wind, 平安证券研究所

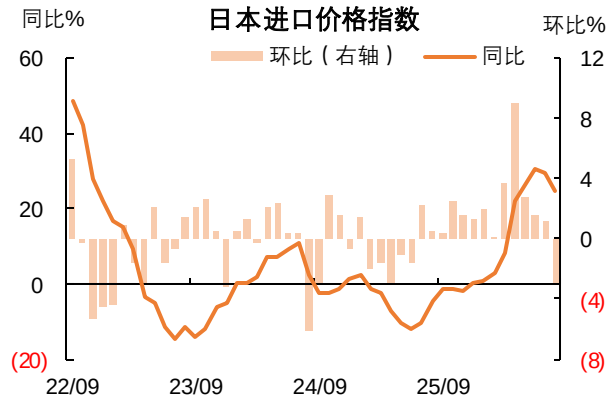
■ **欧洲：**

1) **工业：**欧元区 7 月工业生产环比-0.10%，持平前值；同比 0.0%，前值-0.30%。分项中，能源、资本品及中间品产出分别环比增长 0.90%、0.50%和 0.30%，耐用消费品增长 0.90%，但非耐用消费品-1.60%，形成主要拖累。整体看，欧元区工业生产连续第二个月小幅回落，工业生产修复动能仍偏弱。

■ **日本：**

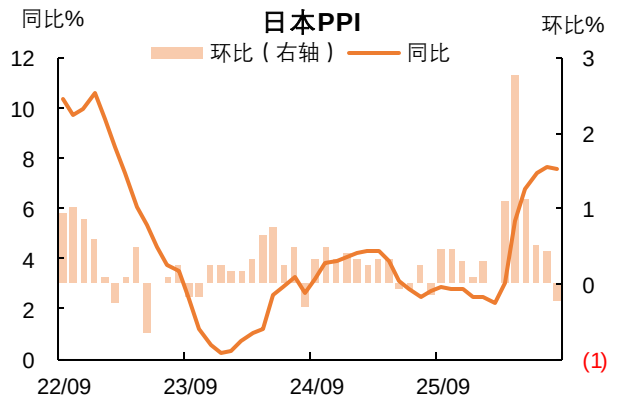
1) **通胀：**日本 8 月进口价格同比下行至 24.81%，前值 29.26%；环比下行至-3.00%，前值 1.17%；日本 8 月 PPI 同比则小幅下行至 7.59%，前值 7.66%；环比下行至-0.22%，前值 0.44%，指向日本上游价格压力高企但边际放缓。

图表11　日本进口价格指数高位但边际回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表12　日本 PPI 价格指数仍具韧性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ **货币政策**

1) **美联储：**美联储如期加息 25BP，联储进一步转鹰。美东时间 9 月 16 日，美联储全票通过上调政策利率至 3.75~4.00%，声明强调国内支出韧性，经济预测（SEP）上修增长和通胀、下调失业率，点阵图指向年内再加息 25BP、2027 年维

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。

仅供内部参考，请勿外传

持高位。记者会上，沃什强调通胀未明显改善，将此次加息称为“撤除部分支持性措施”，并认为加息后金融条件仍难称具有限制性，为进一步加息保留空间。我们认为，地缘反复及油价上涨是此次加息的重要催化，年内是否连续加息取决于地缘局势能否提供一定“观望理由”，2027 年政策走向则需关注 AI 需求扩张及经济韧性的持续性。

图表13　美联储 9 月 SEP 上调经济、就业、通胀预期

Variable	Median[1]				
	2026	2027	2028	2029	Longer run
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0
June projection	2.2	2.3	2.2		2.0
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
June projection	4.3	4.3	4.2		4.2
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0
June projection	3.6	2.3	2.0		2.0
Core PCE inflation[4]	3.4	2.5	2.2	2.0	
June projection	3.3	2.5	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2
June projection	3.8	3.6	3.4		3.1

资料来源：FED,平安证券研究所

图表14　美联储 9 月利率点阵图预测全年两次加息

点阵图对比				
	2026年9月		2026年6月	
终点利率（%）	2026年	2027年	2026年	2027年
4.25-4.50	4	8	1	1
4.00-4.25	**12**	**6**	5	2
3.75-4.00	2		**3**	5
3.50-3.75		3	8	**2**
3.25-3.50			1	3
3.00-3.25		1		4
2.75-3.00				1
*注：上表数字为"该年结束时，目标利率应有的水平"投票结果，单位为人数				
中位数	4.00-4.25	4.00-4.25	3.75-4.00	3.50-3.75
全年加息次数	2	0	1	-1

资料来源：FED，平安证券研究所

美联储加息落地，表态鹰派，市场对美联储政策路径预期大幅上移。CME 数据显示，市场已充分计入年底前再次加息的预期。截至 9 月 19 日，CME FedWatch 显示，10 月再次加息概率由上周的 42.5%升至 57.6%，全年累计至少加息两次的概率由会前的 75.6%升至 90.1%，全年累计加息次数的预期由约 2.0 次提高至约 2.3 次。更长期看，市场已计入 2027 年末前累计 4.0 次加息的概率（包括本次），市场进一步转向连续加息的定价。

图表15　CME 数据显示市场预期年内加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	0.0%	42.4%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	0.0%	9.9%	46.0%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	5.8%	31.1%	44.9%	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.0%	14.4%	35.8%	35.8%	12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.4%	10.7%	29.4%	35.8%	19.2%	3.6%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.9%	7.6%	23.2%	33.7%	24.7%	8.8%	1.2%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.8%	7.0%	21.8%	32.7%	25.5%	10.2%	1.9%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.8%	6.6%	20.8%	32.0%	26.0%	11.2%	2.4%	0.2%
2027/10/27	0.0%	1.1%	7.2%	21.3%	31.7%	25.3%	10.8%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.1%	1.7%	8.8%	22.4%	31.0%	23.7%	9.9%	2.1%	0.2%

资料来源：CME,平安证券研究所；9 月 19 日截图

图表16　美联储 2026 年内加息预期仍然偏高



资料来源：CME，平安证券研究所

2) **日本央行：**9 月 18 日，日本央行以 7:2 的投票结果如期加息 25BP 至 1.25%。行长植田和男表示，政策重点已转向防范通胀超调，不排除连续加息或单次加息 50BP；两名反对者则主张对加息保持耐心。尽管日本央行加息落地且表态偏鹰，但由于美联储此前也进行了同等幅度加息，美日利差压力缓和有限，当周日元转而走弱。政策预期方面，日元 OIS 数据隐含的利率路径小幅上移，市场定价日本央行更快的加息节奏，预计 2026 年末或 2027 年初，以及 2027 年中之前各再次加息一次。

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。

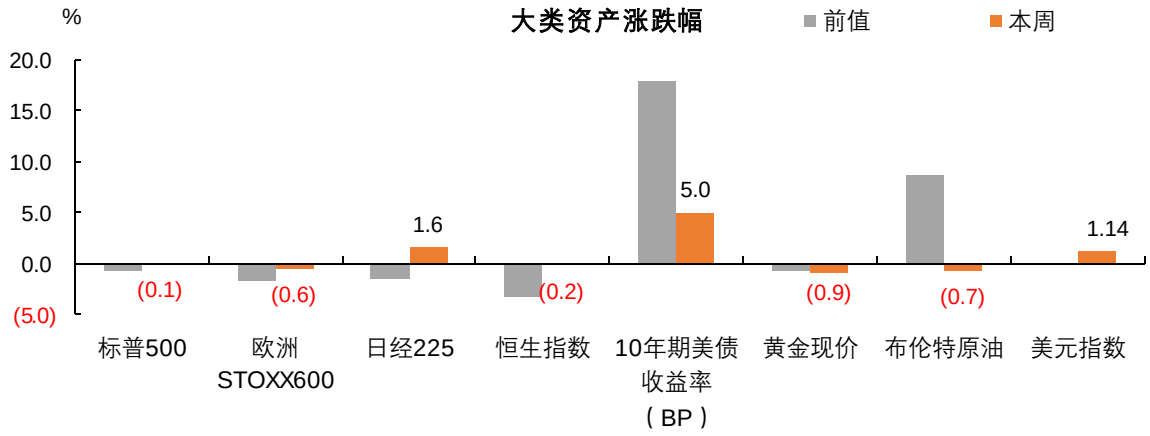
仅供内部参考，请勿外传

3) **欧洲央行：**9 月 10 日，欧洲央行如期加息，将基准利率上调 25BP 至 2.5%，行长拉加德称通货膨胀的持续时间比预期更长，尽管她并未对后续政策路径做出承诺。截至 9 月 19 日，油价持续高企叠加美、日央行加息，市场对全球利率上行、欧洲央行持续加息的预期抬升，2026 年 12 月前再次加息的预期继续上行至 96.7%，上一周为 78.4%。

二、 全球大类资产

9 月 14 日至 9 月 18 日当周，前半周地缘扰动压制风险偏好，但后半周油价回落，主要央行加息落地，股债市场波动率下降，科技股小幅反弹。1）股市：全球市场表现分化，美股科技及半导体股反弹，纳指相对占优；欧洲大陆股市多数下跌，日本及 A 股成长指数上涨。**2）债市：**美联储加息落地，并释放进一步紧缩信号，美债收益率短端上行幅度大于长端，收益率曲线熊平；ACM 期限溢价回落。其他主要国债表现分化，德英 10 年期收益率小幅下行，日本小幅上行。**3）商品：**油价先涨后跌，布伦特整周小幅下跌、WTI 微涨；金银表现分化，黄金下跌、白银反弹；铜铝及主要农产品普遍上涨，玉米涨幅居前。**4）外汇：**美联储紧缩预期推动美元走强，日元、韩元及欧洲主要货币承压，人民币相对坚挺。

图表17　当周全球股市表现分化，美债收益率、美元上涨，原油、黄金回落



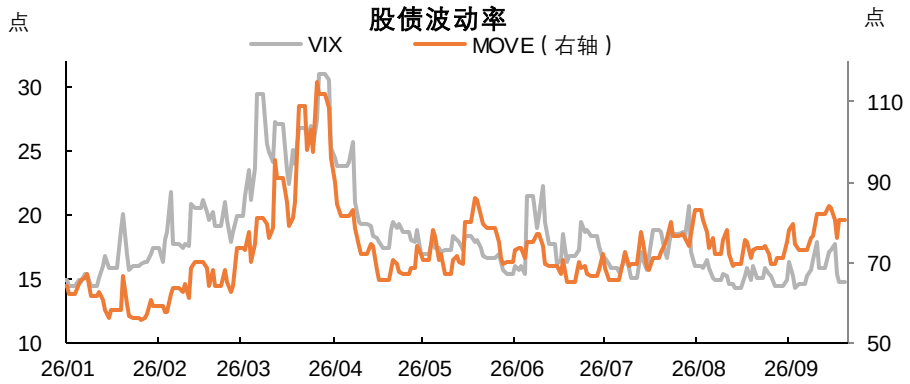
资料来源：Wind, 平安证券研究所

波动率：美联储加息，地缘担忧缓和，股债波动率回落。9 月 18 日股市 VIX 波动率下行至 14.8，前值为 15.8，整周下降 1.0 点。债市 MOVE 波动率回落至 80.6，前值为 82.2，整周下降 1.6 点。

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表18　当周股债波动率下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

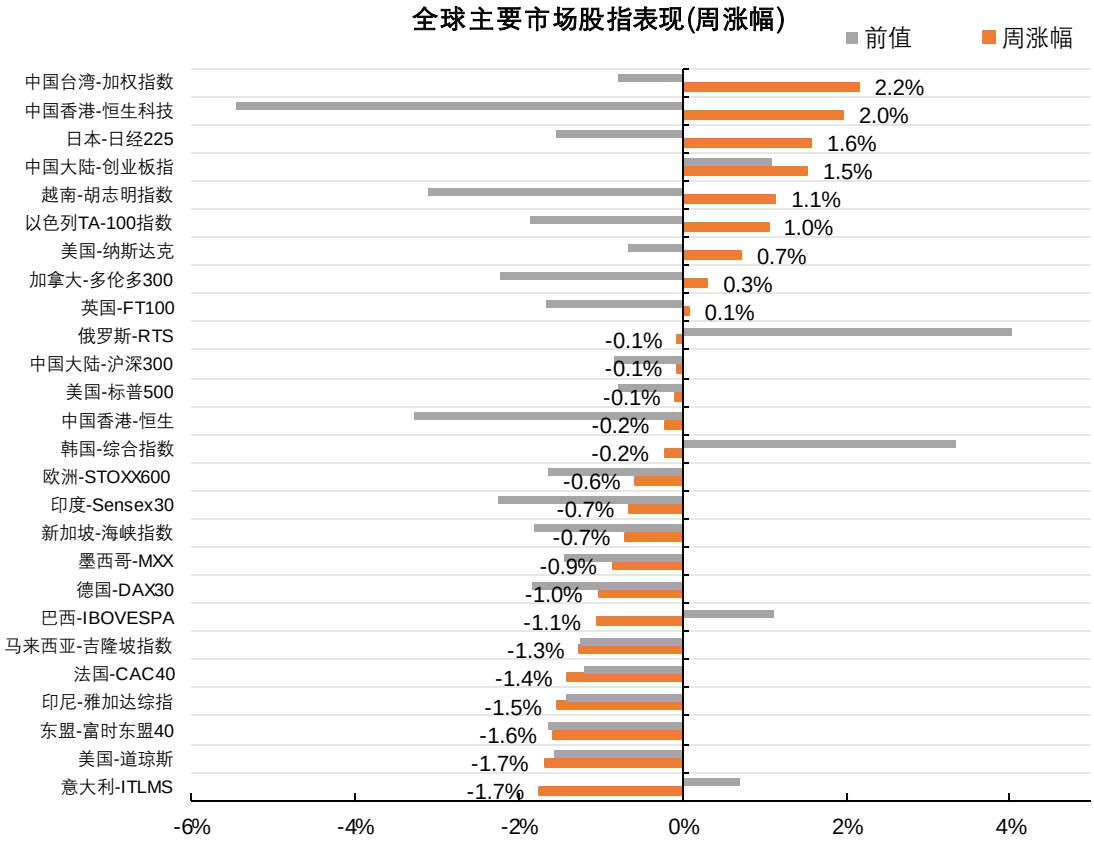
2.1 股市

本周全球股市表现分化，地缘局势波动、央行先后加息压制风险偏好，但后半周油价回落及市场波动率下降为科技股提供支撑。1）美股方面，9 月 12 日，Anthropic 首席执行官呼吁放缓 AI 模型开发，使得科技股承压；后半周美联储加息落地、油价回落，科技及半导体股票反弹，纳指相对占优；标普 500、道琼斯工业和纳斯达克综指整周分别下跌 0.08%、下跌 1.69%和上涨 0.72%。**2）欧洲方面，**高利率环境叠加部分企业盈利压力，主要市场多数收跌；欧洲 STOXX600 指数整周下跌 0.57%，德国 DAX、法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数分别下跌 1.03%、1.40%和 1.75%，英国 FT100 指数上涨 0.08%。**3）亚洲方面，**后半周科技股反弹，但部分市场修复有限，日经 225 指数上涨 1.57%，韩国股市和新加坡海峡指数分别下跌 0.23%和 0.70%；沪深 300 和创业板指数分别下跌 0.06%和上涨 1.52%，恒生指数和恒生科技指数分别下跌 0.22%和上涨 1.97%。**4）其他新兴市场方面，**多数市场回落，印尼综指、巴西 IBOVESPA、墨西哥 MXX、马来西亚吉隆坡指数和印度 Sensex30 分别下跌 1.53%、1.06%、0.86%、1.26%和 0.65%，越南胡志明指数和以色列 TA-100 指数分别上涨 1.14%和 1.05%。

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表19　全球股市表现分化，部分亚洲及新兴市场涨幅居前，美股纳指上涨，多数欧股下跌



资料来源：Wind,平安证券研究所

2.2 债市

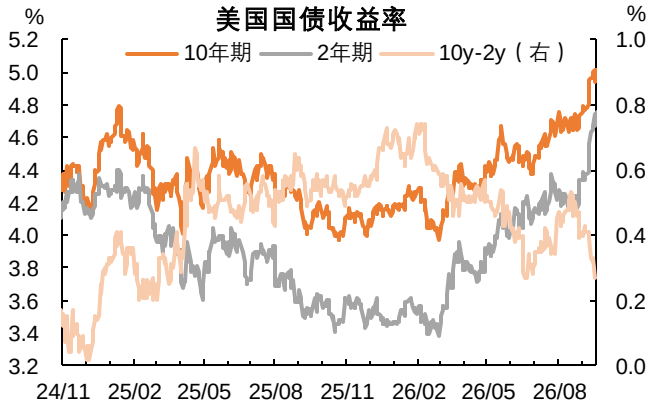
美联储加息落地，并释放进一步紧缩信号，当周美债收益率普遍上行，但短端上行幅度大于长端，收益率曲线熊平。ACM 模型拆分显示，长端收益率上行主要由短期利率预期（加息预期）驱动，而期限溢价有所回落，指向长期货币政策路径边际明朗、近端加息预期抬升的定价。2 年期美债利率整周上行 13BP 至 4.76%，10 年美债收益率整周上行 5BP 至 5.01%。10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上行 8BP 至 2.68%，隐含通胀预期整周下行 3BP 至 2.33%。ACM 模型拆分显示，10 年期美债期限溢价整周下行 11BP 至 0.61%，未来 10 年平均短期利率预期整周上行 6BP 至 4.29%[1]。**其他主要国债收益率先上后下、表现分化，后半周油价回落或对债市形成一定支撑。**德国 10 年期国债利率整周下行 1BP 至 3.50%；英国 10 年期国债利率同步下行 6BP 至 5.24%。日本央行加息落地，日本 10 年期国债利率小幅上行 1BP 至 2.99%。

[1] 注：ACM 收益率为模型拟合的 10 年期美债零息收益率，可拆分为预期利率和期限溢价两部分，与实际市场报价存在差异。

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。

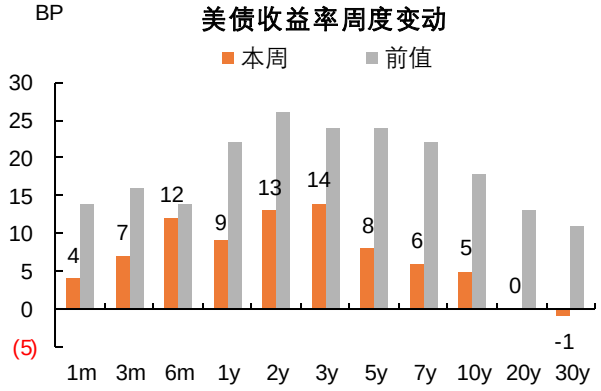
仅供内部参考，请勿外传

图表20 美国 10 年期及 2 年期国债收益率变化



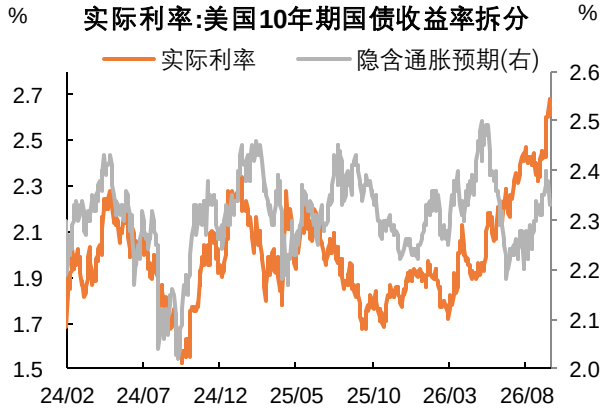
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表21 当周短端美债收益率上行幅度更大



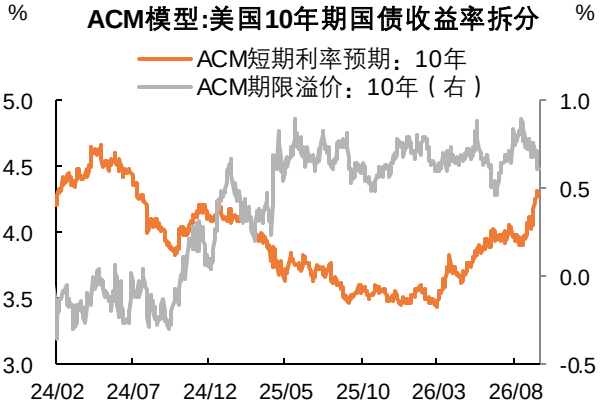
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表22 美债实际利率上行



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表23 10 年美债 ACM 期限溢价回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

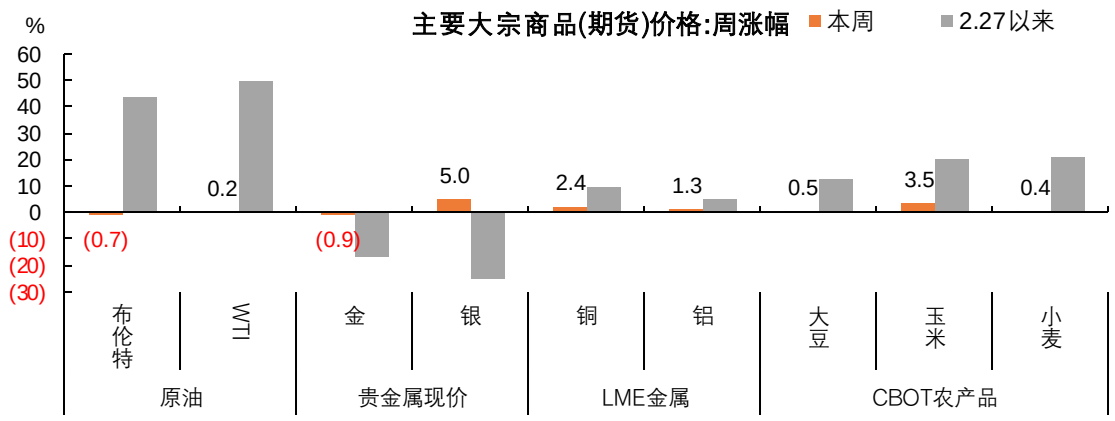
2.3 商品

1）原油方面，前半周地缘扰动推升油价，后半周供应担忧缓和，油价回落。布伦特和 WTI 原油整周分别下跌 0.7%和上涨 0.2%，分别收于 103.9 和 100.3 美元/桶，中东本土阿曼现货油价整周下跌 4.2%。**2）贵金属方面，**金银表现分化，黄金前半周承压幅度更大、周五受美债收益率反弹压制，限制修复空间，现货价整周下跌 0.9%，收于 4348.2 美元/盎司；白银则受到后半周油价下行的支撑，现货价整周上涨 5.0%，收于 67.0 美元/盎司。**3）工业金属方面，**受供应扰动和需求上行支撑，铜铝价格均反弹，LME 铜和铝整周分别上涨 2.4%和 1.3%。**4）农产品方面，**天气原因叠加供应担忧推动农产品价格上涨，玉米涨幅居前。CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 0.5%、3.5%和 0.4%，自 2 月 27 日冲突以来分别上涨 12.6%、20.3%和 20.9%。

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表24　当周主要大宗商品价格变化



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇

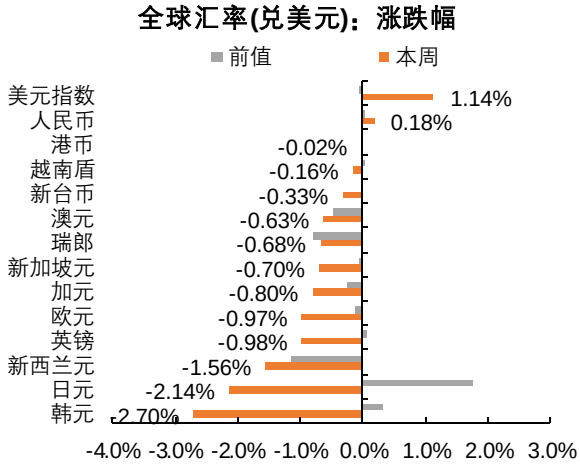
美联储加息落地，连续加息预期抬升，美元指数整周上涨 1.14%，收于 100.22。除人民币外，其余非美货币普遍承压，欧元兑美元整周下跌 0.97%，收于 1.1486。英镑兑美元整周下跌 0.98%，收于 1.3393。日元兑美元整周下跌 2.14%，美元兑日元收于 156.8785。韩元兑美元整周下跌 2.70%，美元兑韩元收于 1383.30。人民币相对坚挺，整周小幅升值，人民币兑美元整周上涨 0.18%，美元兑人民币收于 6.6973。对比 2 月 27 日冲突前，美元指数上涨 2.63%，欧元兑美元下跌 2.79%，英镑兑美元下跌 0.67%，日元兑美元下跌 0.50%，韩元兑美元上涨 4.08%，人民币兑美元上涨 2.37%。

图表25　近年美元指数走势



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表26　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。

仅供内部参考，请勿外传

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