下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

世界经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

“AI 泡沫”系列

2026 年 10 月 26 日

美国 AI 资本开支：“拐点”临近？

——“AI 泡沫”系列

在此轮 AI 革命中，市场普遍依赖“市场一致预期”判断 AI 资本开支前景，对于如何预测资本开支讨论不足。我们提出一套针对 AI 资本开支的高频跟踪、预测方法论。

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、热点思考：美国 AI 资本开支：“拐点”临近？

（一）AI 资本开支：谁在花钱？超大规模云厂商资本开支在 AI 栈内的占比高达 66%

AI 产业链已经发展成为一个多层次、相互依赖的生态系统。参考英伟达的分层，AI 产业链可被划分为能源、芯片、基础设施、模型与应用五个层级。其中，基础设施的主要载体就是数据中心，既是上游能源和芯片需求的主要来源，也为下游的大模型和应用端提供算力/云服务的支持。

主体视角看，在 AI 栈内，超大规模云厂商是资本开支的主体。截至 2026 年二季度，超大规模云厂商资本开支在 AI 产业链中占比 66%，其次为芯片（18%）、能源供应商（7%）。新兴云厂商、软件商、数据中心运营商、建筑商占比均不到 5%，可见超大规模云厂商是资本开支主体。

AI 资本开支，花了多少钱？2026 年，美国五大云厂商资本开支规模或超过 8000 亿美元。2026 年五大云厂商资本开支同比或达 94%，占美国 GDP 2.5%，2027、2028 年资本开支规模或继续扩张，但增速或分别回落至 40%、10%，未来美国 AI 投资增速及拐点是市场关注点。

（二）AI 资本开支：钱花在哪了？约 3/4 的资本开支流向数据中心

客体视角看，AI 资本开支的“钱花哪儿了”？全球 AI 产业链资本开支约 74%流向数据中心。其余部分，13%投向芯片制造，8%投向能源，5%投向研发；美国超大规模云产商资本开支中，绝大部分投向数据中心，谷歌二季度资本开支 60%投向服务器，40%用于数据中心及网络设备。

在数据中心投资中，约 55%投向服务器/GPU，其次为电力与制冷设备（19%）。建筑、网络存储在数据中心投资中的比例分别为 15%、11%。根据普华永道预测，在数据中心容量扩张的背景下，由于设备寿命远低于建筑，ICT 设备投资的份额至 2050 年或提升至 93%。

美国 GDP 口径下，数据中心约占 AI 相关投资 71%。在美国 GDP 中，AI 相关投资主要涵盖设备、建筑、知识产权三大类，涵盖 8 个细分科目。由于数据中心是物理基础设施和设备的综合体，合计占比 71%（2026 年二季度），故数据中心是 AI 资本开支合理的“代理变量”。

（三）实时预测：基于微观项目数据库，美国数据中心投资增速的拐点或已临近

数据中心建设周期平均用时 20 个月，搁置率 33%，项目规模越大，用时越长。数据中心项目可分为四个阶段：规划、开工/在建、完工、搁置（未开工的规划项目）。根据 2003-2025 年项目数据，规划至开工、开工至完工平均分别需用时 11 月、9 月，平均搁置率为 33%。

基于项目层面数据，一年之内的数据中心投资由存量项目决定，当前存量规模仍在增加。假设项目在建期间均匀形成投资，短期一年内的预测由规划存量及在建项目决定；中期一年以上的预测需依赖新项目“流入”速度。当前流量、存量数据显示，未来一年资本开支规模或有保障。

测算显示，美国 AI 投资增速或在今年四季度前后见顶，2027 年进入回落期。基于最新数据，我们设置 20%、33%、45%三档搁置率进行测算。从结果来看，各情景均指向美国 AI 投资增速或在今年四季度前后见顶，相较市场一致预期晚一个季度（五大云厂商资本开支增速）。

二、大类资产&海外事件&数据：中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调

中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调。当周，标普 500 下跌 0.5%；10Y 美债收益率下行 9.00bp；美元指数下跌至 101.75，美元兑离岸人民币贬值至 6.6691；布油价格上涨 6.2%至 116.72 美元/桶，COMEX 金价格下跌 4.5%，COMEX 银价格下跌 5.8%。

美债净发行上升，关键航道通行仍处低位。截至 10 月 21 日，美债 15 日滚动净发行额升至 132 亿美元，低于去年同期。截至 10 月 22 日，美国日历年累计赤字规模 1.6 万亿美元，高于去年同期。关键航道通行仍处低位，10 月 22 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 1 艘。

10 月美国 Markit 制造业 PMI 进一步提升，关注下周美联储 10 月例会。10 月，美国、英国制造业 PMI 分别上升至 56.0、52.8，欧元区、日本分别回落至 52.4、53.3。服务业 PMI 方面，美国、欧元区分别回落至 57.9、51.7，英国、日本分别提升至 53.1、52.0。

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

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、热点思考：美国 AI 资本开支，如何预测？.....6

（一）AI 资本开支：谁在花钱？.....6
（二）AI 资本开支：钱花在哪了？.....8
（三）AI 资本开支：如何预测？.....10

二、大类资产&海外事件&数据：中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调.....13

（一）大类资产：中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调..13
（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行上升.....18
（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平.....18
（四）中期选举：特朗普净支持率-25%.....19
（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点.....21
（六）关税：美国启动胺类化合物双反调查.....21
（七）海外央行：关注下周美联储议息会议.....22
（八）PMI：10 月美国 Markit 制造业 PMI 进一步提升.....24
（九）成品油：柴油裂解价差上升.....25
（十）高频：失业金初申领人数低于市场预期.....25

三、全球宏观日历：关注美联储议息会议.....26

风险提示.....27

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：AI 产业链全景图 6
图表 2：IMF 研究显示，AI 产业链中的主要“投资方”为超大规模云厂商 7
图表 3：五家超大规模云厂商资本开支规模节节攀升 7
图表 4：根据市场预期，AI 资本开支增速可能回落 7
图表 5：全球 AI 资本开支中，约 3/4 投向数据中心 8
图表 6：谷歌、微软资本开支结构 8
图表 7：云厂商资本开支转化为芯片层收入 8
图表 8：未来，数据中心中设备投资占比或提升 9
图表 9：贝恩预测数据中心容量将大幅扩张 9
图表 10：数据中心相关设备折旧周期偏短 9
图表 11：约 71%的 AI 相关投资与数据中心强相关 10
图表 12：AI 投资对美国经济增速拉动提升 10
图表 13：AI 相关投资分项及其对应组件 10
图表 14：数据中心“建设环节” 11
图表 15：数据中心项目“流量” 11
图表 16：数据中心项目“存量” 11
图表 17：测算显示，美国 AI 投资的增速高点或在 2026 年四季度 12
图表 18：数据中心投资测算：短期（一年以内） 12
图表 19：数据中心投资测算：中期（一年以上） 12
图表 20：当周，发达市场股指多数下跌 13
图表 21：当周，新兴市场股指多数下跌 13
图表 22：当周，美国标普 500 行业多数上涨 13
图表 23：当周，欧元区行业多数下跌 13
图表 24：当周，恒生指数悉数下跌 14
图表 25：当周，行业方面悉数下跌 14
图表 26：当周，发达国家 10Y 国债收益率涨跌互现 14
图表 27：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势 14
图表 28：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数下行 14
图表 ：当周，巴西、土耳其 Y 收益率走势 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：美元指数下跌，其他货币兑美元多数升值.....15
图表 31：当周，欧元兑美元走势.....15
图表 32：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌.....15
图表 33：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势.....15
图表 34：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6711.....16
图表 35：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6691.....16
图表 36：当周，大宗商品价格涨跌互现.....16
图表 37：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....17
图表 38：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌.....17
图表 39：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现.....17
图表 40：当周，通胀预期下行至 2.34%.....17
图表 41：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌.....17
图表 42：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.66%.....17
图表 43：美国 TGA 规模上升.....18
图表 44：美债净发行规模本周上升.....18
图表 45：美国长期国债总发行规模.....18
图表 46：美债净发行季节性表现.....18
图表 47：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平.....19
图表 48：今年财政支出高于去年同期水平.....19
图表 49：美国 2026 年财政收入高于去年同期.....19
图表 50：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期.....19
图表 51：特朗普总统职位支持率.....20
图表 52：国会支持率.....20
图表 53：特朗普总统的净支持率.....20
图表 54：polymarket 市场参议院概率.....20
图表 55：民主党、共和党众议院预测席位走势.....20
图表 56：民主党、共和党参议院预测席位走势.....20
图表 57：霍尔木兹海峡油轮过境数量.....21
图表 58：曼德海峡油轮过境数量.....21
图表 59：美国对各国/各地区关税税率.....22
图表 ：本周美联储年底利率不变概率上升.....

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 61：市场预期欧央行 10 月利率不变(10 月 23 日)....23
图表 62：市场预期美联储 2026 年 10 月利率不变（BP，截止 10 月 24 日）....23
图表 63：联储官员倾向（截止 10 月 23 日）....23
图表 64：本周欧央行官员发言....24
图表 65：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 24 日）....24
图表 66：美国 10 月 Markit 制造业 PMI 提升....24
图表 67：欧元区 10 月服务业 PMI 回落....24
图表 68：美国成品油裂解价及 WTI 油价....25
图表 69：当周，美国柴油库存回升....25
图表 70：柴油及其他成品油对批发价贡献....25
图表 71：美国成品油价格指数和能源 CPI....25
图表 72：当周初申领失业金人数（非季调）....26
图表 73：当周持续申领失业金人数（非季调）....26
图表 74：周度职位空缺数回落....26
图表 75：美国州层面的失业压力不大....26
图表 76：美国红皮书零售指数回升....26
图表 77：美国经济增速高频指标回升....26
图表 78：全球主要宏观经济数据日历....27

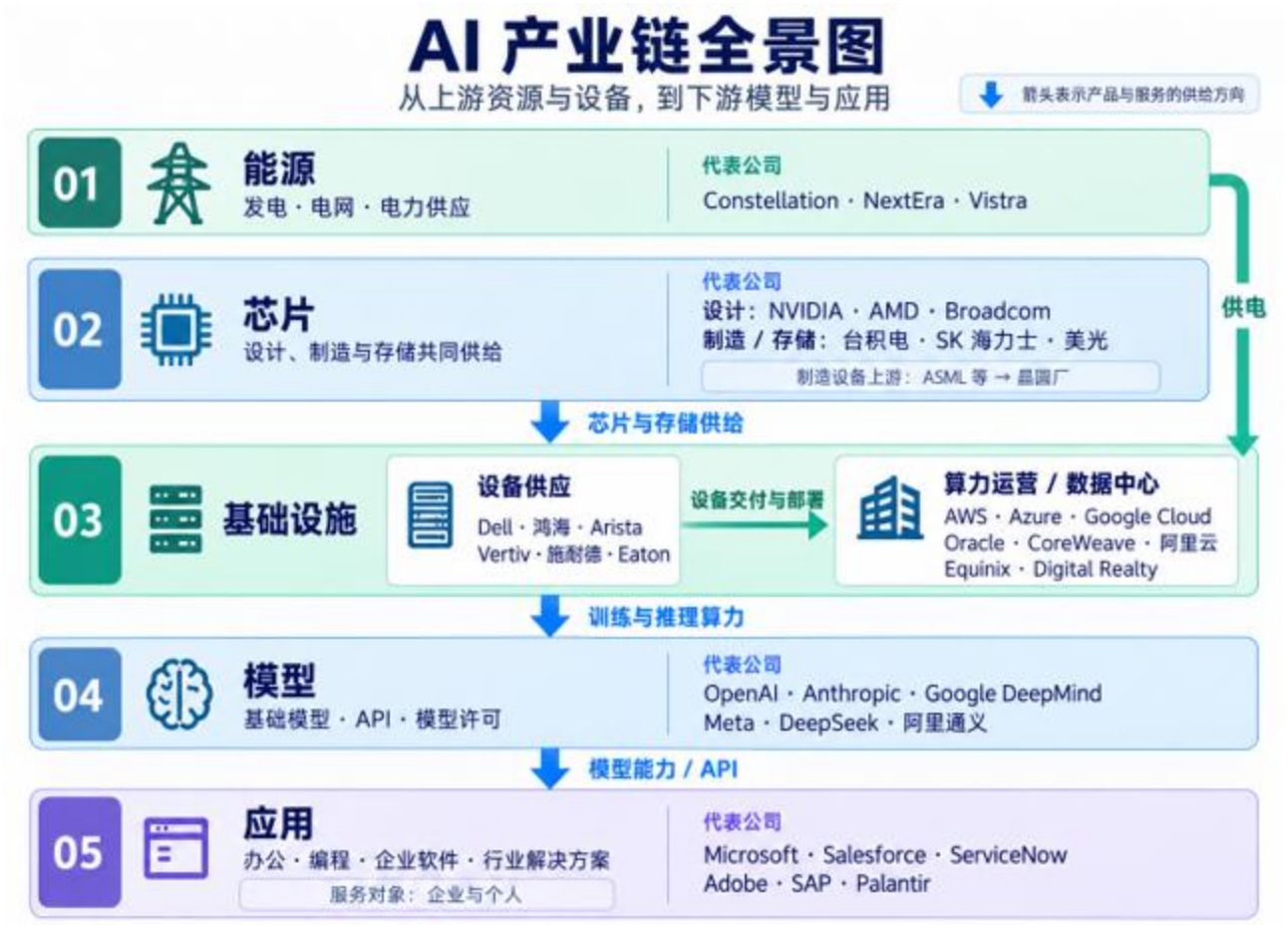
在此轮 AI 革命中，市场普遍依赖“市场一致预期”判断 AI 资本开支前景，对于如何预测资本开支讨论不足。我们提出一套针对 AI 资本开支的跟踪、预测方法论。

一、热点思考：美国 AI 资本开支，如何预测？

（一）AI 资本开支：谁在花钱？

AI 产业链已经发展成为一个多层次、相互依赖的生态系统。根据黄仁勋（英伟达）拆分，AI 产业链可划分为能源、芯片、基础设施、模型、应用五个层级。AI 产业链五层之间呈现层层咬合的闭环关系。超大规模云厂商（基础设施层）的资本开支主要流向芯片层，转化为收入（如英伟达）；芯片层向基础设施层供货，后者再以长期合同向模型层出租算力；模型层的能力交由应用层变现，后者决定本轮 AI 资本开支能否形成商业闭环；能源层则为整个链条托底，与基础设施层的连接依靠长期购电协议（PPA）完成。资本开支在 AI 产业链中处于“中枢”地位，云厂商资本开支既形成对上游芯片、服务器等设备的需求，也为下游模型训练和应用落地提供算力支撑。

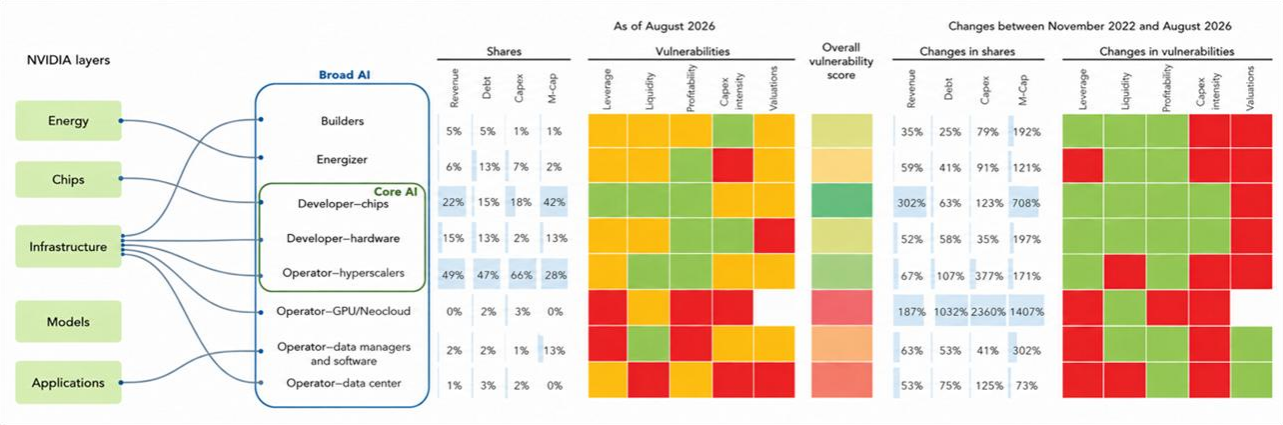
图表 1：AI 产业链全景图



资料来源：英伟达，申万宏源研究绘制

主体视角看，在 AI 栈内，超大规模云厂商是资本开支的主体。黄仁勋的 AI“五层”的基础设施层，实质上可继续拆为数据中心、超大规模云厂商、新型云厂商等。在 IMF 的报告分类中，AI 产业链可细分为高达 8 个层级（对应关系见下图）。静态来看，截至 2026 年二季度，AI 产业链中超大规模云厂商（Hyperscalers）是资本开支的主要支出方，占比达 66%，其次为芯片商（18%）、能源供应商（7%），新兴云厂商、软件商、数据中心运营商、建筑商占比均不到 5%；动态来看，从 2022 年 11 月至 2026 年 8 月，超大规模云厂商资本开支增长 377%，但资本增长幅度最大的还属新兴云厂商（+2360%），后者债务、市值的涨幅亦超过 1000%。

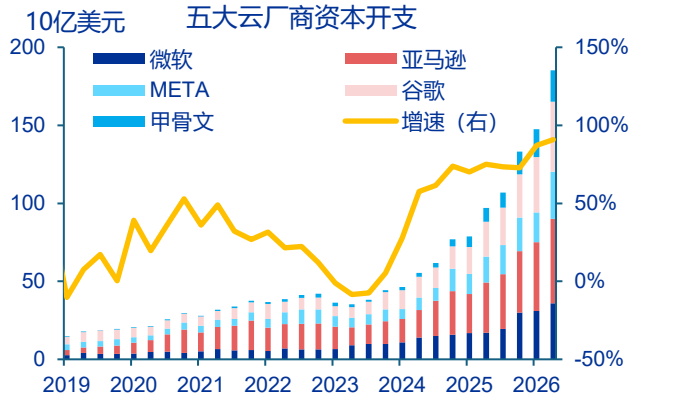
图表 2：IMF 研究显示，AI 产业链中的主要“投资方”为超大规模云厂商



资料来源：国际货币基金组织（IMF），申万宏源研究

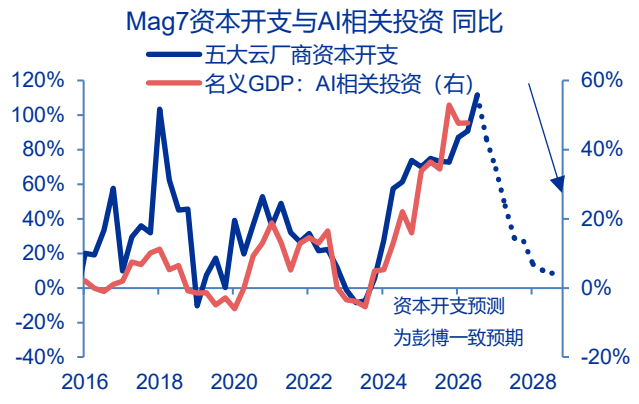
AI 资本开支，花了多少钱？根据彭博一致预期，美国五大云厂商（亚马逊、谷歌、META、甲骨文、微软）2026 年资本开支规模或超过 8000 亿美元，同比增速达 94%，占美国 GDP 达 2.5%。展望未来，根据市场预期，2027、2028 年五大云厂商资本开支规模或继续扩张，但增速或从 2026 年的 94%分别回落至 40%、10%，增速拐点及回落节奏成为市场关注焦点。

图表 3：五家超大规模云厂商资本开支规模节节攀升



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 4：根据市场预期，AI 资本开支增速可能回落



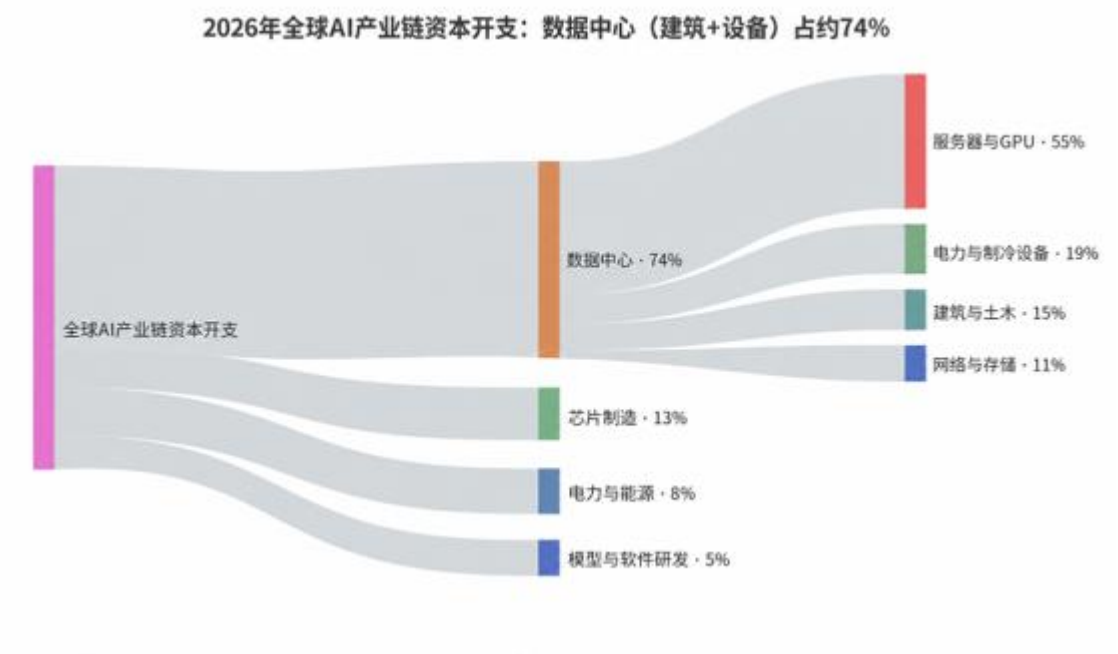
资料来源：彭博、申万宏源研究

注：此处 AI 相关投资为计算机外围设备+通信设备+数据中心建筑

（二）AI 资本开支：钱花在哪了？

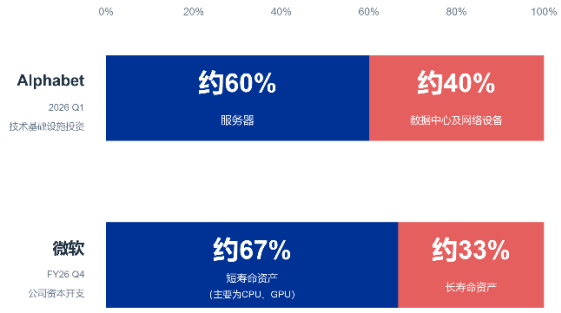
客体视角看， AI 资本开支的“钱花哪儿了”？全球 AI 产业链资本开支约 74%流向数据中心，13%投向芯片制造，8%投向能源，5%投向研发（AI 模型研发以费用化为主）；美国超大规模云产商资本开支中，绝大部分投向数据中心相关资产，谷歌二季度资本开支 60%投向服务器，40%用于数据中心及网络设备。

图表 5：全球 AI 资本开支中，约 3/4 投向数据中心



资料来源：Epoch AI 等，申万宏源研究绘制

图表 6：谷歌、微软资本开支结构



资料来源：彭博、申万宏源研究

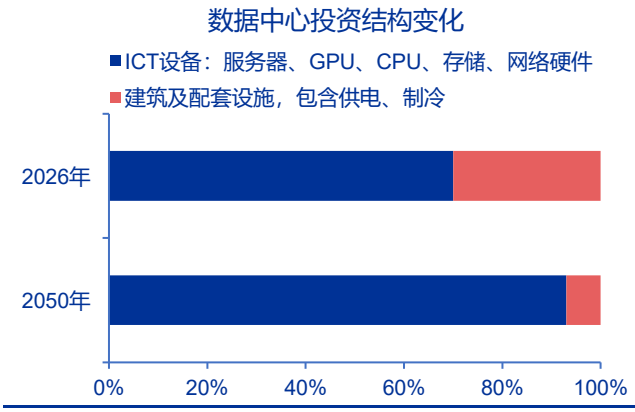
图表 7：云厂商资本开支转化为芯片层收入



资料来源：彭博、申万宏源研究

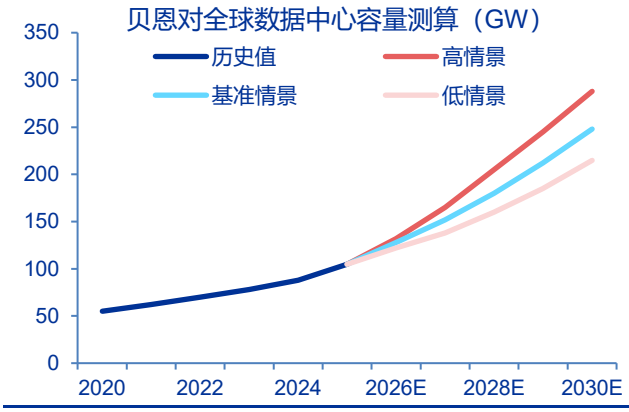
在数据中心投资中，约 55%投向服务器/GPU，其次为电力与制冷设备（19%），建筑、网络存储比例分别为 15%、11%。根据普华永道预测，在数据中心容量扩张（贝恩：未来 5 年或翻三倍）的背景下，由于设备寿命远低于建筑，ICT 设备投资的份额至 2050 年或提升至 93%。

图表 8：未来，数据中心中设备投资占比或提升



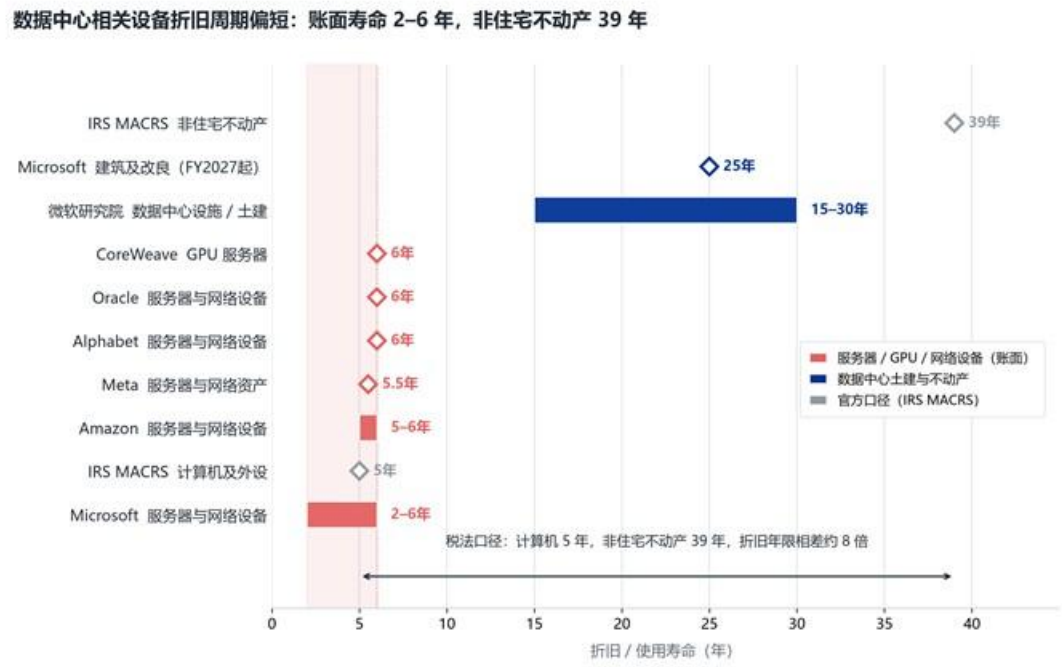
资料来源：普华永道、申万宏源研究

图表 9：贝恩预测数据中心容量将大幅扩张



资料来源：贝恩、申万宏源研究

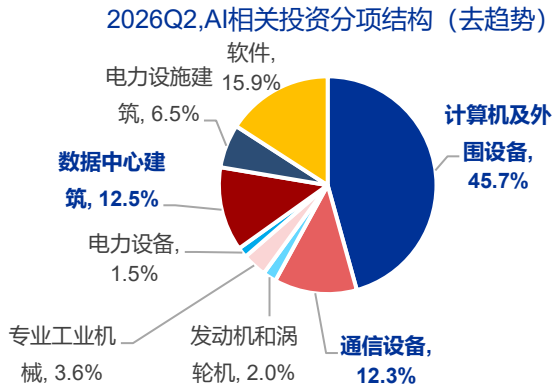
图表 10：数据中心相关设备折旧周期偏短



资料来源：财报数据等，申万宏源研究绘制

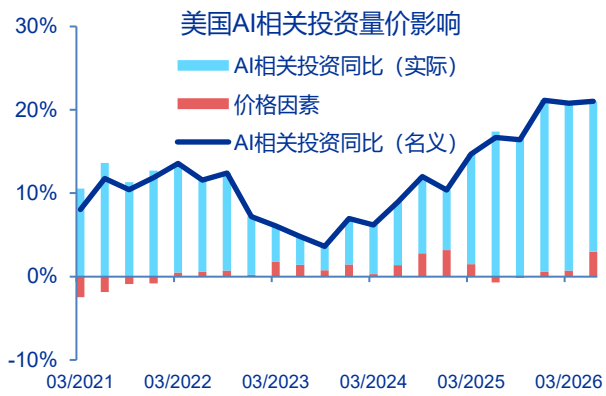
美国 GDP 口径下，数据中心约占 AI 相关投资 71%。美国是全球 AI 投资的主力，因此观察美国 GDP 中与 AI 投资相关的分项亦具备价值。在美国 GDP 中，AI 相关投资主要涵盖设备、建筑、知识产权三大类，涵盖 8 个细分科目。由于数据中心是物理基础设施和设备的综合体，合计占比 71%（2026 年二季度），故数据中心是 AI 资本开支合理的“代理变量”。

图表 11：约 71%的 AI 相关投资与数据中心强相关



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 12：AI 投资对美国经济增速拉动提升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 13：AI 相关投资分项及其对应组件

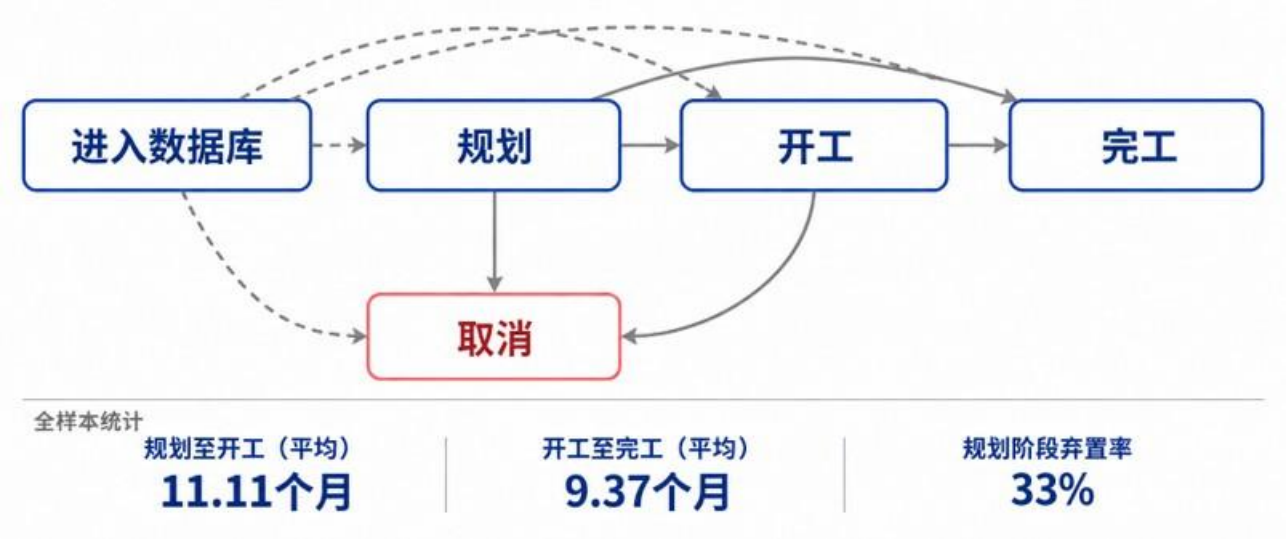
AI 相关投资	NIPA 类别	NIPA 项目	AI 相关用途与构成
AI 基础设施	建筑	数据中心建筑	数据中心楼宇
	建筑	电力设施建筑	电力基础设施
	设备	计算机及外围设备	服务器、机架、处理器（CPU/GPU）与存储器
	设备	通信设备	网络设备
	设备	发动机与涡轮机	备用发电机
	设备	特殊工业机械（未另分类）	冷却设备
	设备	电力传输、配电及工业电气设备	变压器与电气系统
AI 软件	知识产权产品	软件	大语言模型（LLM）与 AI 应用

资料来源：彭博，申万宏源研究

（三）AI 资本开支：如何预测？

数据中心建设周期平均用时 20 个月，搁置率 33%，项目规模越大，用时越长。数据中心项目可分为四个阶段：规划、开工/在建、完工、搁置（未开工的规划项目）。根据 2003-2025 年项目数据，规划至开工、开工至完工平均分别需用时 11 月、9 月，平均搁置率为 33%。

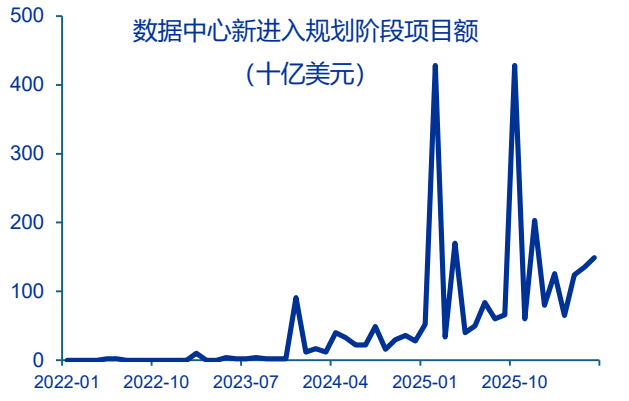
图表 14：数据中心“建设环节”



资料来源：美联储，申万宏源研究

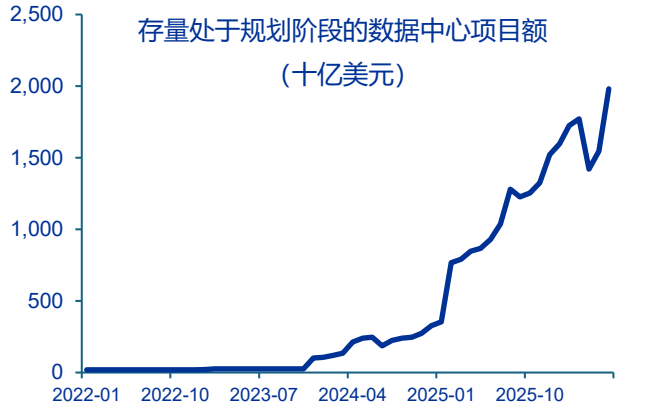
基于项目层面数据，一年之内的数据中心投资由存量项目决定，无需主观假设。美联储论文[1]（2025）基于项目级微观数据，为美国数据中心投资（对应计算机外围设备+数据中心建筑投资）预测提供了方法论。假设项目在建期间均匀形成投资，短期一年内的预测由规划存量及在建项目决定；中期一年以上的预测需依赖新项目“流入”速度。换句话说，一年以内的数据中心投资，无需主观假设，仅与规划至开工用时、开工至完工用时及搁置率有关。

图表 15：数据中心项目“流量”



资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 16：数据中心项目“存量”



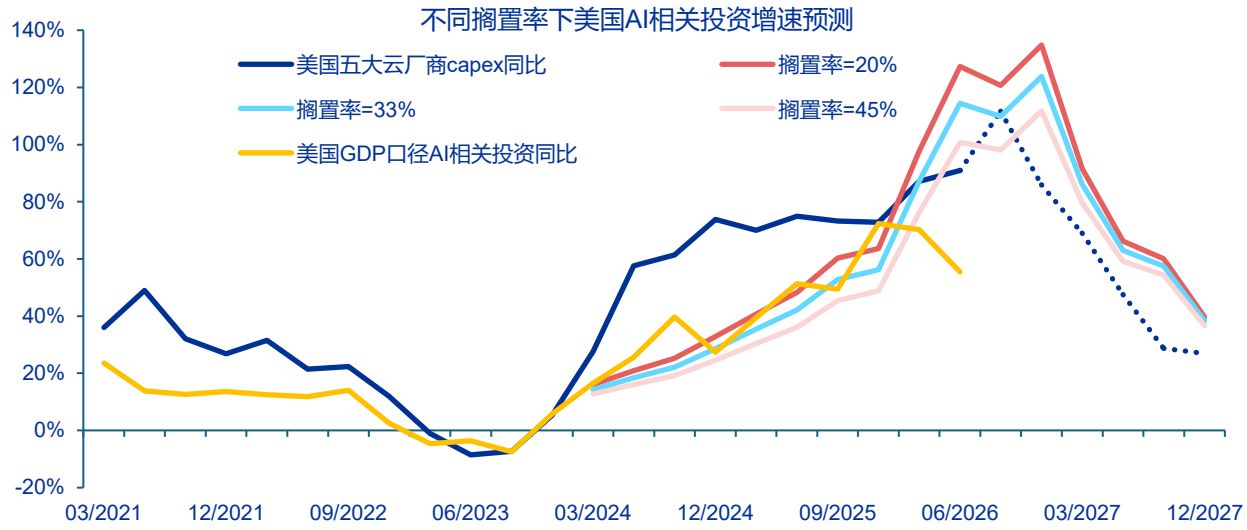
资料来源：美联储，申万宏源研究

测算显示，美国 AI 投资增速的高点或在今年四季度，2027 年进入回落期。基于最新数据，我们设置 20%、33%、45%三档搁置率进行测算，2027 年二季度前的预测完全取决于存量指标，而 2027 年二季度-四季度数据则假设项目“流入”速度保持 2024-2025 年水平。从结果来看，各情景均指向美国 AI 投资增速的高点或在 2026 年四季度，相较市场一致预期晚一个季度（五大云厂商资本开支增速），而 2027 年进入增速回落期或是大概率事件。

[1] 详见美联储 2025 年报告“Estimating Aggregate Data Center Investment with Project-level Data”

下载日志已记录，仅供内部参考

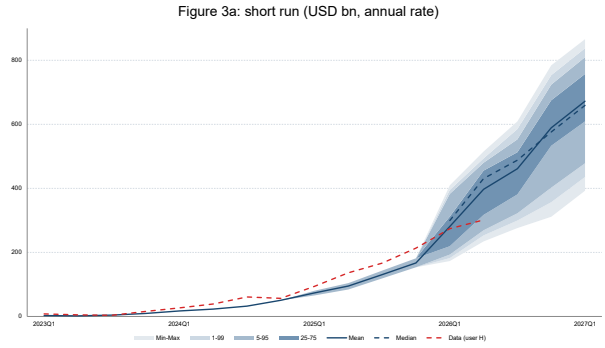
图表 17：测算显示，美国 AI 投资的增速高点或在 2026 年四季度



资料来源：CEIC、美联储，彭博、申万宏源研究

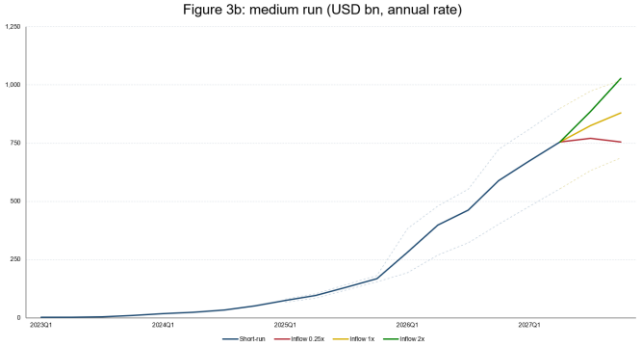
注：此处 AI 相关投资口径为计算机外围设备+数据中心建筑投资，与论文对应

图表 18：数据中心投资测算：短期（一年以内）



资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 19：数据中心投资测算：中期（一年以上）



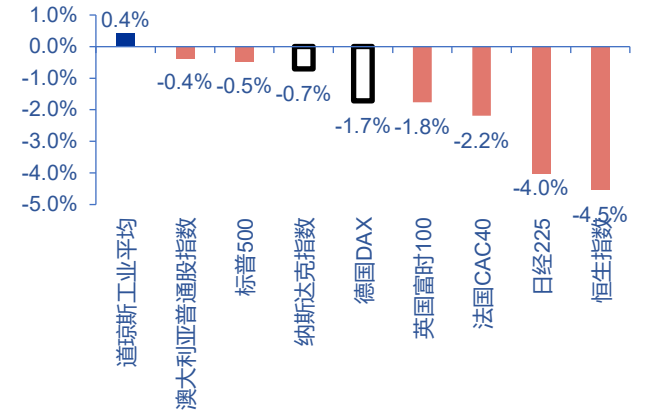
资料来源：美联储，申万宏源研究

二、大类资产&海外事件&数据：中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调

（一）大类资产：中东地缘冲突再度升级，全球风险资产集体回调

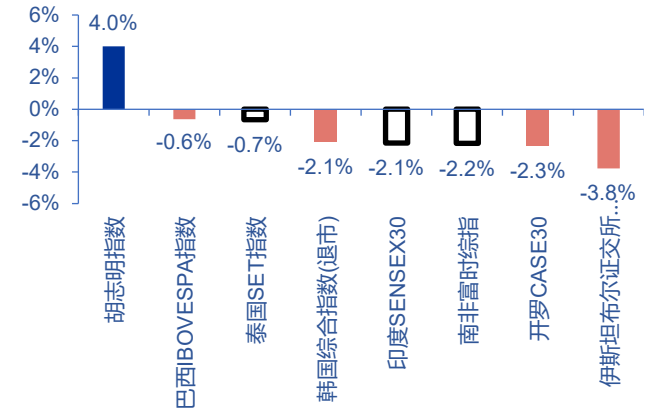
当周，发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指方面，恒生指数、日经 225、法国 CAC40 分别下跌 4.5%、4.0%、2.2%；新兴市场股指方面，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、开罗 CASE30、南非富时综指分别下跌 3.8%、2.3%、2.2%。

图表 20：当周，发达市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

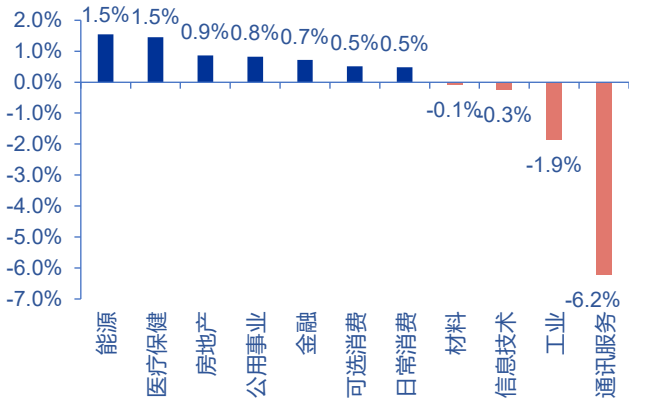
图表 21：当周，新兴市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

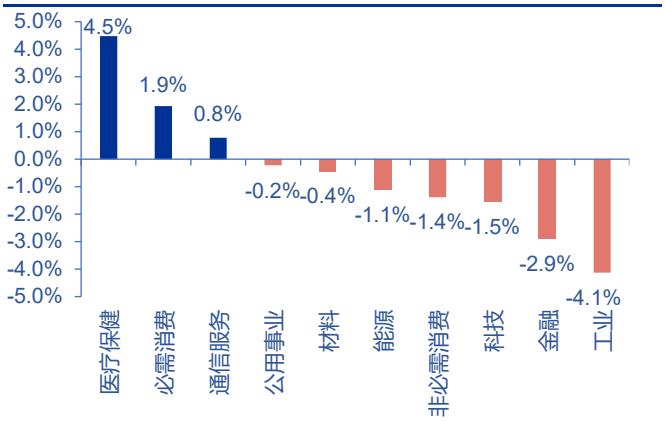
当周，美国标普 500 行业多数上涨。能源、医疗保健、房地产分别上涨 1.5%、1.5%、0.9%；欧元区行业多数下跌，工业、金融、科技分别下跌 4.1%、2.9%、1.5%。

图表 22：当周，美国标普 500 行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

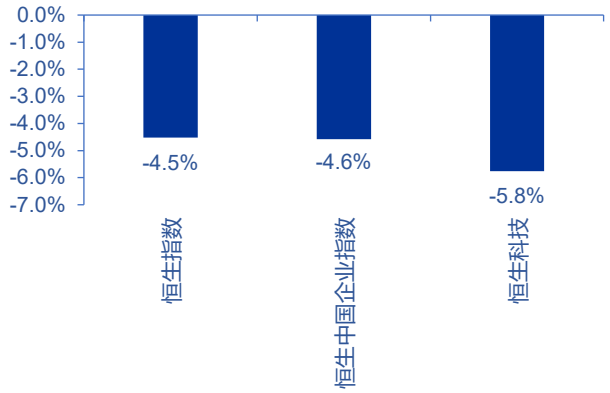
图表 23：当周，欧元区行业多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

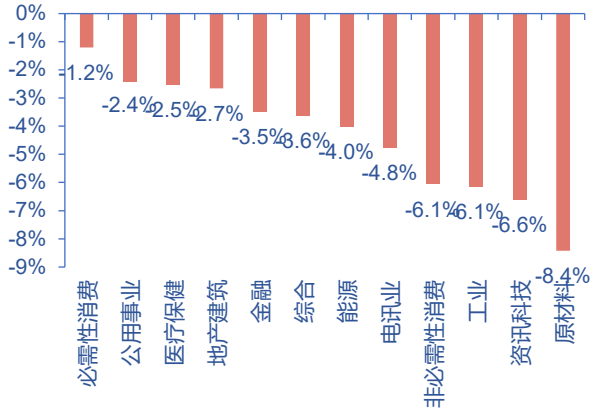
当周，恒生指数悉数下跌，行业方面悉数下跌。恒生指数下跌 4.5%，恒生中国企业指数下跌 4.6%，恒生科技下跌 5.8%。行业方面，原材料、资讯科技、非必需性消费分别下跌 8.4%、6.6%、6.1%。

图表 24：当周，恒生指数悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

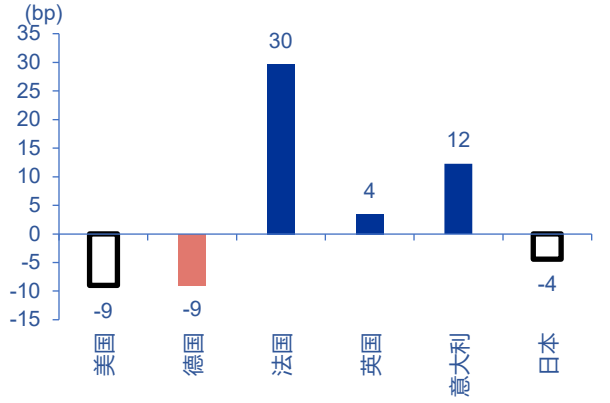
图表 25：当周，行业方面悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

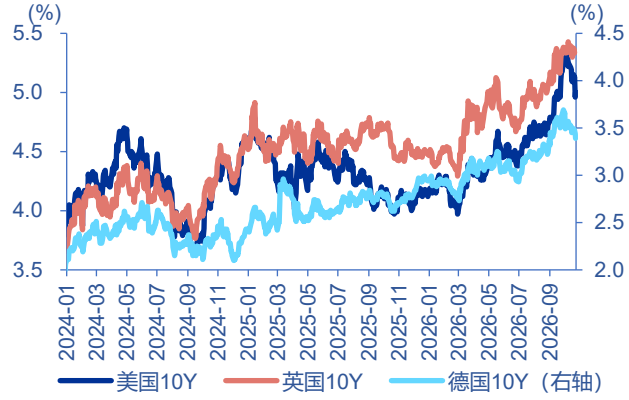
当周，发达国家 10 年期国债收益率涨跌互现。法国 10 年期国债收益率上行 29.70bp 至 5.08%，意大利 10 年期国债收益率上行 12.30bp 至 4.60%，美国 10 年期国债收益率下行 9.00bp 至 5.00%，德国 10 年期国债收益率下行 9.00bp 至 3.39%，日本 10 年期国债收益率下行 4.40bp 至 2.91%，英国 10 年期国债收益率上行 3.50bp 至 5.33%。

图表 26：当周，发达国家 10Y 国债收益率涨跌互现



资料来源：Wind，申万宏源研究

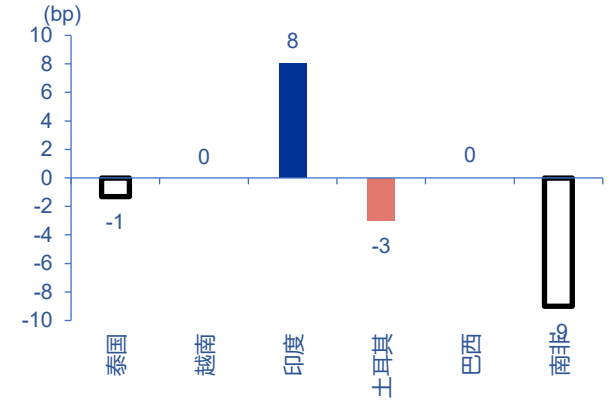
图表 27：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



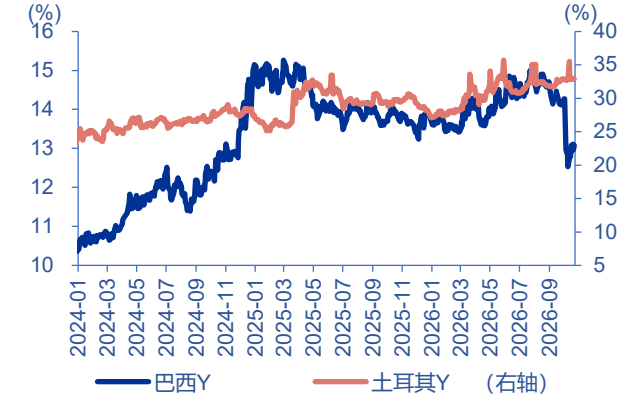
资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。南非 10 年期国债收益率下行 9.00bp 至 8.77%，印度 10 年期国债收益率上行 8.00bp 至 7.46%，土耳其 10 年期国债收益率下行 3.00bp 至 32.88%，泰国 10 年期国债收益率下行 1.30bp 至 2.24%，越南 10 年期国债收益率持平于 4.58%，巴西 10 年期国债收益率持平于 13.09%。

图表 28：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数下行



图表 29：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势

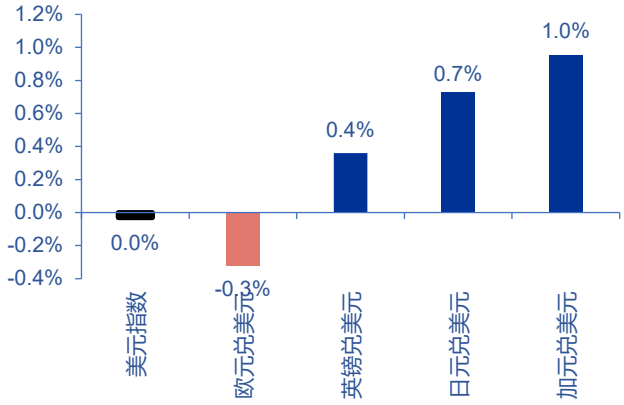


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，美元指数下跌，其他货币兑美元多数升值。美元指数下跌至 101.75，欧元兑美元贬值 0.3%，英镑兑美元升值 0.4%，日元兑美元升值 0.7%，加元兑美元升值 1.0%。主要新兴市场货币兑美元多数下跌，土耳其里拉兑美元贬值 0.6%，印尼卢比兑美元贬值 0.1%，菲律宾比索兑美元贬值 0.9%，雷亚尔兑美元升值 1.7%，韩元兑美元升值 0.8%，埃及镑兑美元贬值 3.4%，墨西哥比索兑美元贬值 0.9%。

图表 30：美元指数下跌，其他货币兑美元多数升值



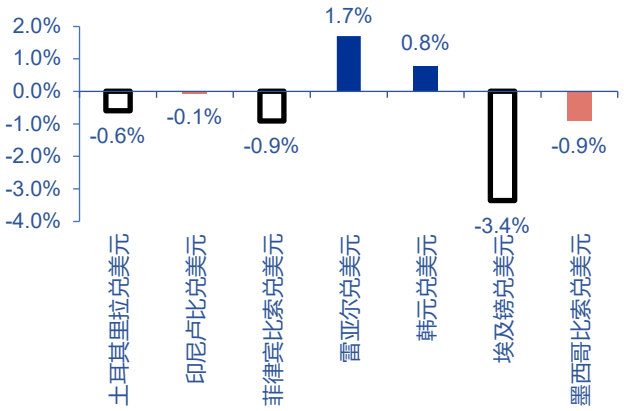
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 31：当周，欧元兑美元走势



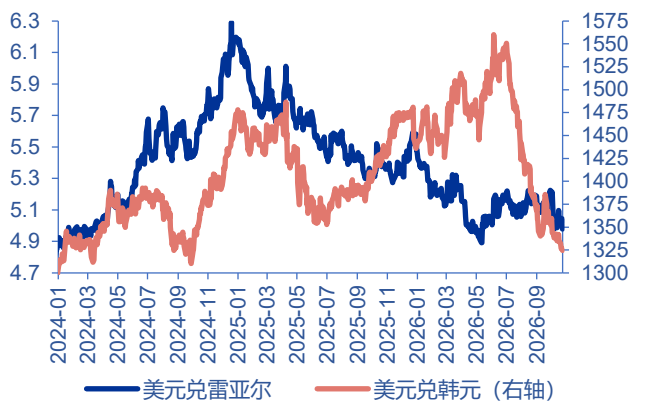
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 32：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

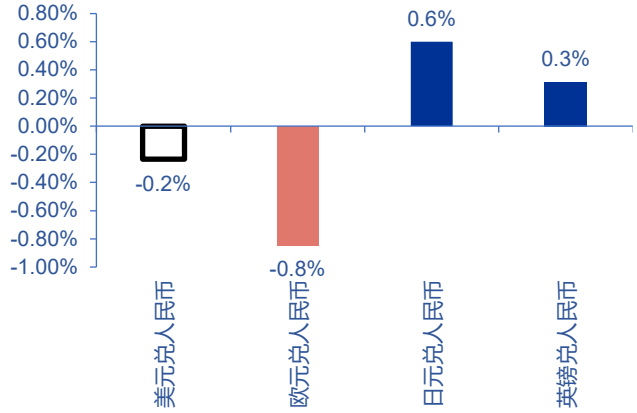
图表 33：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

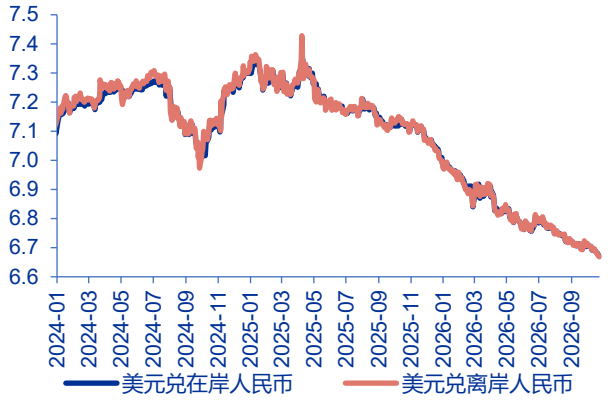
当周，美元兑人民币贬值。美元兑在岸人民币贬值至 6.6711，美元兑离岸人民币贬值至 6.6691，欧元兑人民币贬值 0.8%，日元兑人民币升值 0.6%，英镑兑人民币升值 0.3%。

图表 34：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6711



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 35：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6691



资料来源：Wind，申万宏源研究

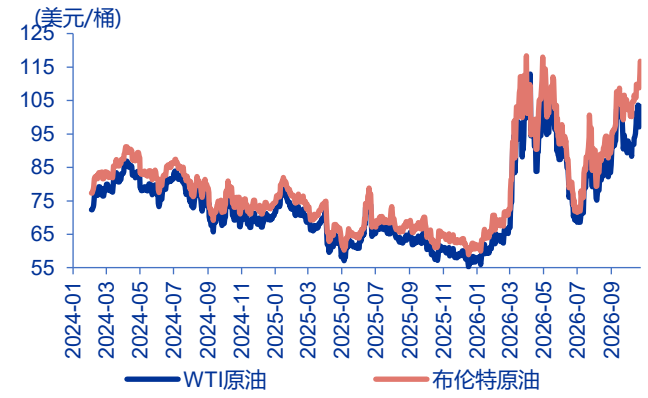
当周，大宗商品价格涨跌互现。布伦特原油价格上涨 6.2%至 116.72 美元/桶，LME 镍价格上涨 3.5%至 15890.00 美元/吨，豆油价格上涨 3.2%至 9125.00 元/吨，生猪价格下跌 6.3%至 9825.00 元/吨，COMEX 银价格下跌 5.8%至 53.71 美元/盎司，COMEX 黄金价格下跌 4.5%至 3990.00 美元/盎司。

图表 36：当周，大宗商品价格涨跌互现

类别	品种	2026-10-23	2026-10-16	2026-10-09	2026-10-02	2026-09-25
原油	WTI原油	1.8%	10.4%	0.8%	-1.4%	-7.9%
	布伦特原油	6.2%	4.9%	2.4%	-2.0%	0.4%
贵金属	COMEX黄金	-4.5%	-0.3%	1.1%	-3.4%	-2.2%
	COMEX银	-5.8%	-6.2%	1.0%	-6.0%	-4.4%
有色	LME铜	-1.5%	-0.6%	1.7%	-2.2%	0.9%
	LME铝	0.2%	-1.9%	-1.7%	-4.4%	-0.5%
	LME镍	3.5%	-2.3%	0.6%	-3.6%	0.3%
	LME锌	0.7%	-2.2%	1.3%	-5.5%	1.0%
黑色	玻璃	-2.7%	-1.5%	-2.7%	-2.0%	0.8%
	焦煤	-3.7%	-3.7%	6.2%	-4.0%	1.5%
	沥青	2.7%	-6.1%	4.7%	-4.6%	-8.5%
	铁矿石	0.4%	-1.5%	-2.8%	-1.5%	-0.3%
	螺纹钢	-0.9%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.7%
农产品	生猪	-6.3%	-1.0%	-0.8%	0.2%	-3.7%
	棉花	0.0%	0.4%	1.1%	-1.4%	0.5%
	豆粕	-0.2%	-3.6%	0.9%	-1.6%	0.9%
	豆油	3.2%	-1.9%	0.5%	0.1%	1.0%

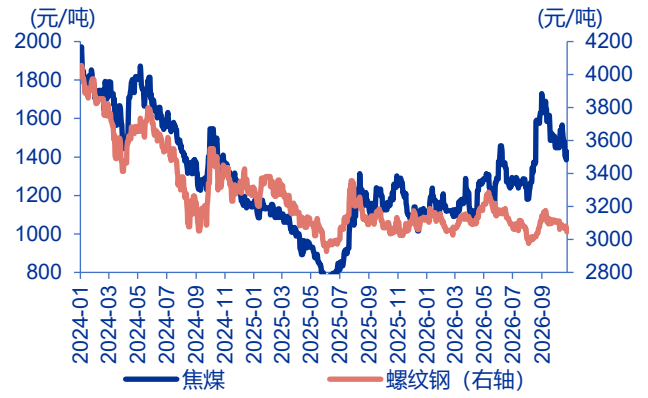
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 37：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

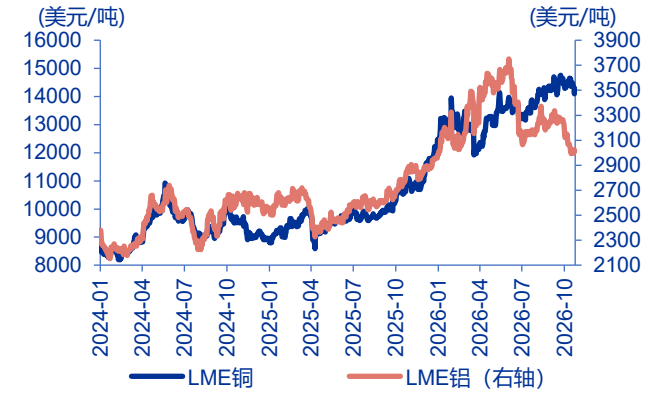
图表 38：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

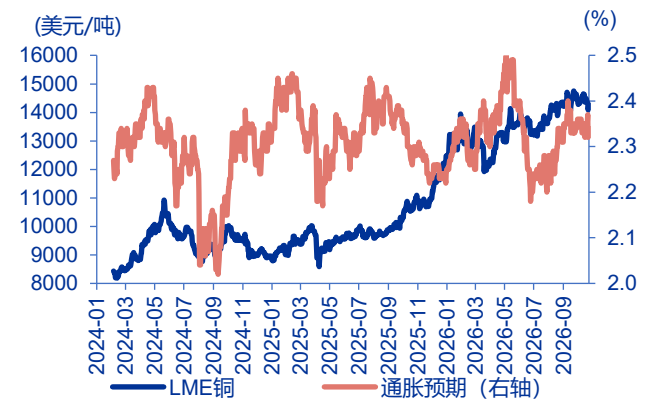
当周，有色金属价格多数上涨、贵金属价格悉数下跌。LME 镍上涨 3.5%至 15890.00 美元/吨，LME 铜下跌 1.5%至 14265.00 美元/吨；通胀预期下行至 2.34%；COMEX 黄金价格下跌 4.5%至 3990.00 美元/盎司，COMEX 银价格下跌 5.8%至 53.71 美元/盎司；10Y 美债实际收益率下行 8bp 至 2.66%。

图表 39：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现



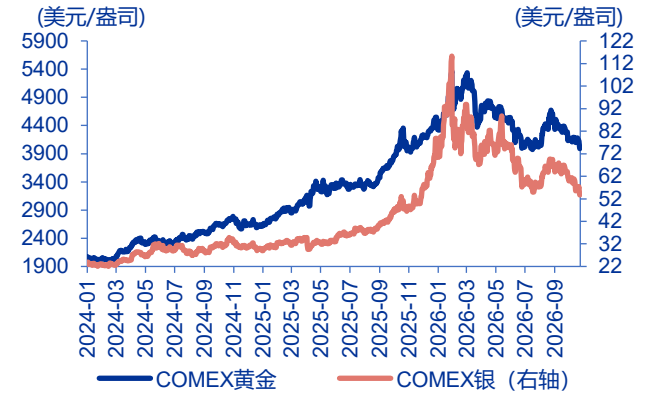
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 40：当周，通胀预期下行至 2.34%



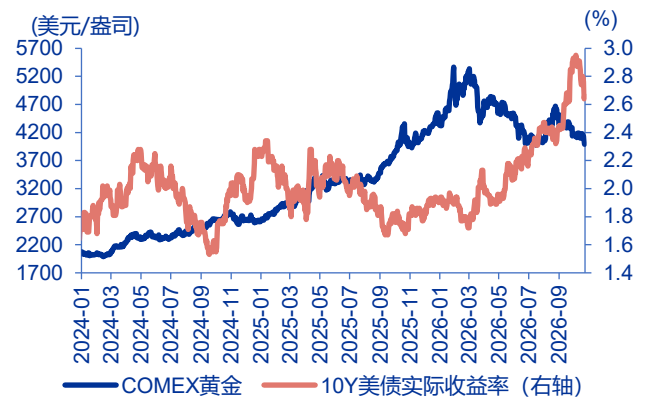
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 41：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 42：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.66%

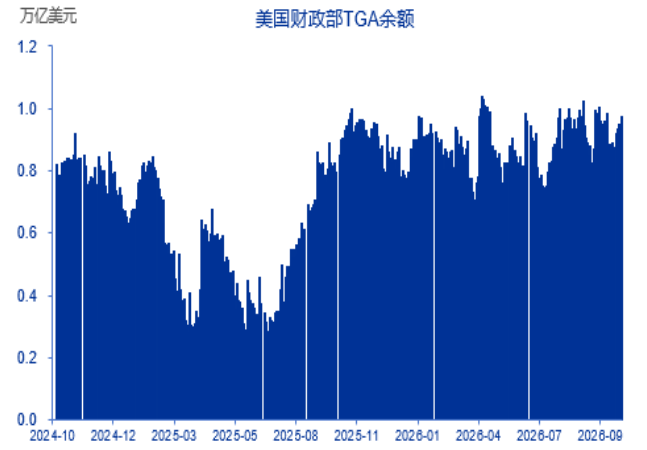


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行上升

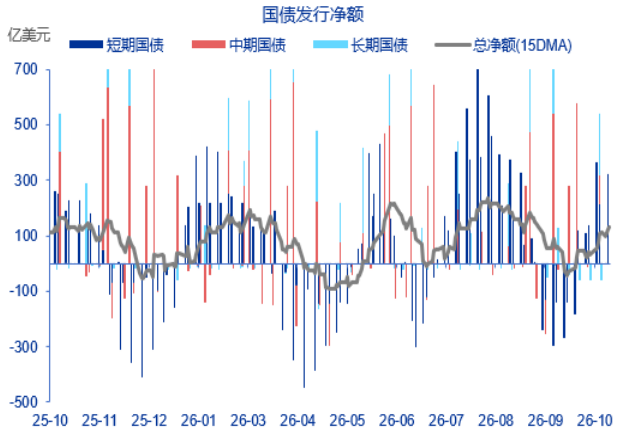
截至 2026 年 10 月 21 日，美国 TGA 余额升至 9452 美元，较上周上升；本周短期国债出现多日较高规模赎回。截至 10 月 21 日，美债 15 日滚动净发行额最新升至 132.08 亿美元，低于去年同期的 164.75 亿美元。

图表 43：美国 TGA 规模上升



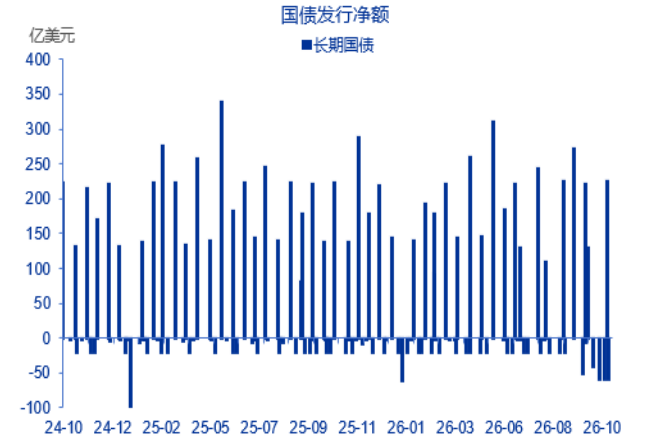
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 44：美债净发行规模本周上升



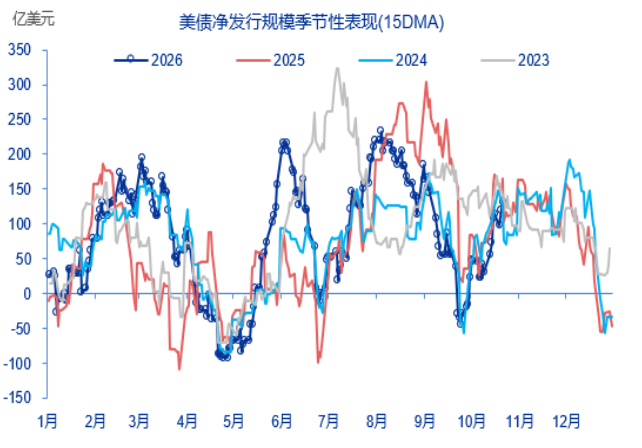
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 45：美国长期国债总发行规模



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 46：美债净发行季节性表现

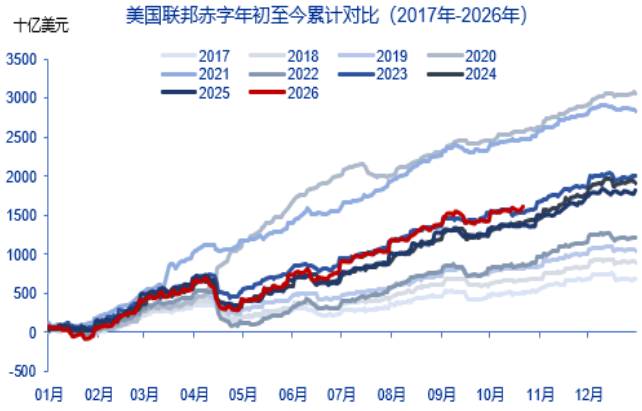


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

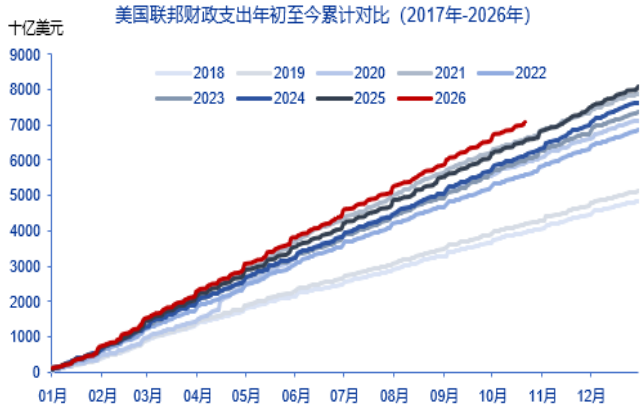
截至 2026 年 10 月 22 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 16092 亿美元，去年同期为 13934 亿美元；累计支出规模 70538 亿美元，去年同期 65755 亿美元；累计财政税收收入 42921 亿美元，去年同期 41276 亿美元；关税收入规模 2405 亿美元，去年同期 1974 亿美元。

图表 47：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



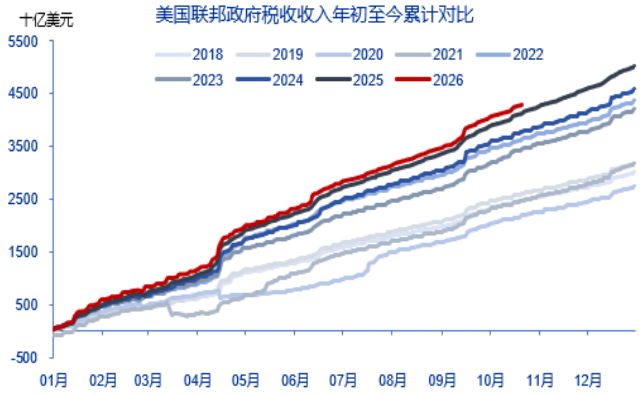
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 48：今年财政支出高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 49：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 50：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

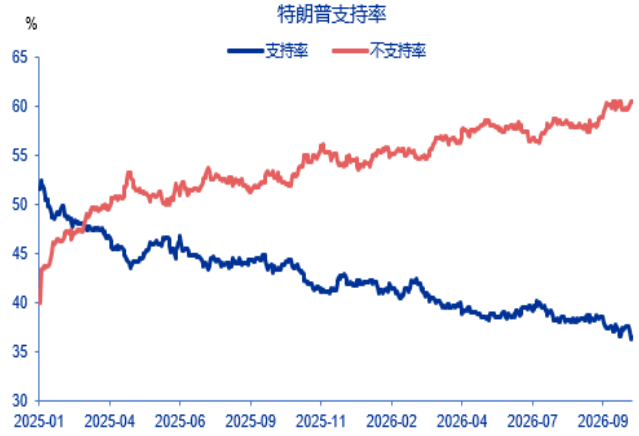


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-25%

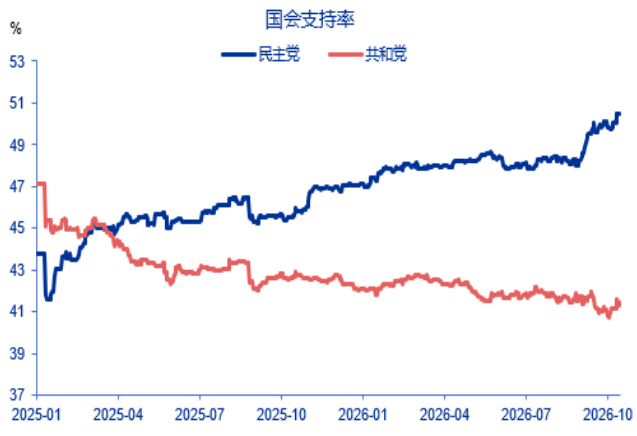
截至 2026 年 10 月 22 日，特朗普支持率 36%，反对率 61%，净支持率为-25%；国会层面，民主党支持率 51%，共和党支持率 41%，民主党领先 9 个百分点。特朗普移民政策净支持率-15%，经济政策净支持率-34%，贸易政策净支持率-30%，通胀政策净支持率-48%。截至 10 月 22 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 68%，共和党为 32%。

图表 51：特朗普总统职位支持率



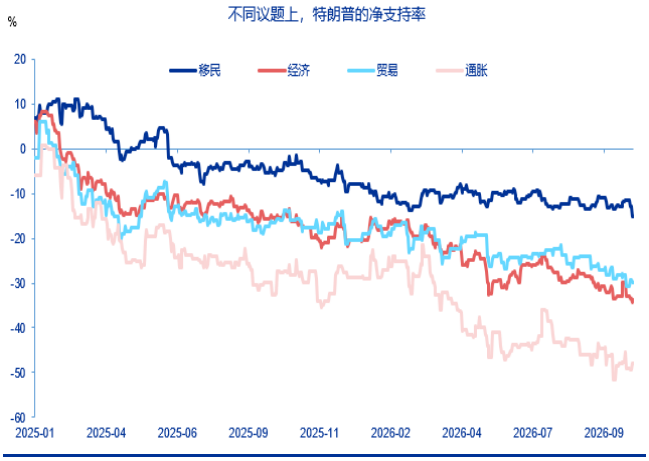
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 52：国会支持率



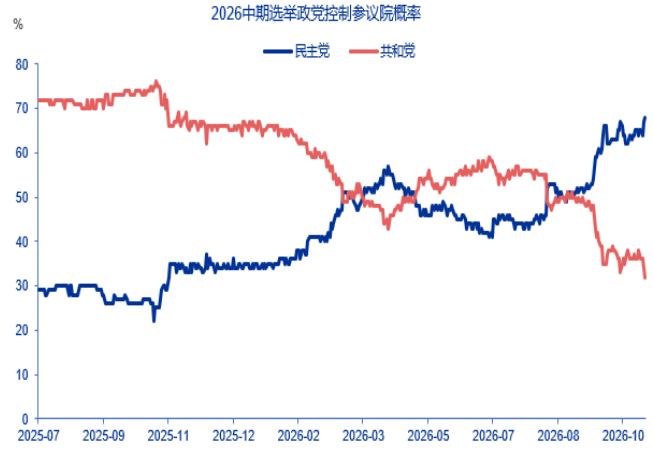
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 53：特朗普总统的净支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

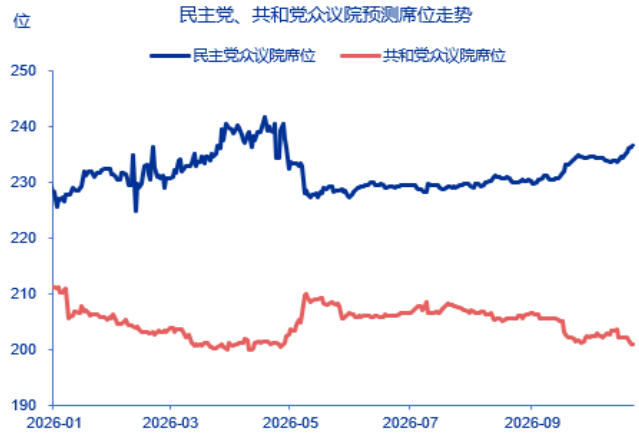
图表 54：polymarket 市场参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 10 月 22 日，众议院方面，民主党预测席位为 237 位，共和党预测席位为 201 位，民主党领先 36 位；参议院方面，民主党预测席位为 52 位，共和党预测席位为 48 位。

图表 55：民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源：Kalshi(预测市场平台)、申万宏源研究

图表 56：民主党、共和党参议院预测席位走势

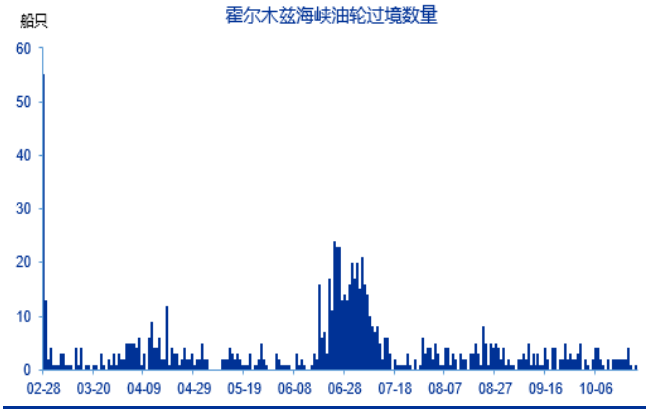


资料来源：Kalshi(预测市场平台)、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点

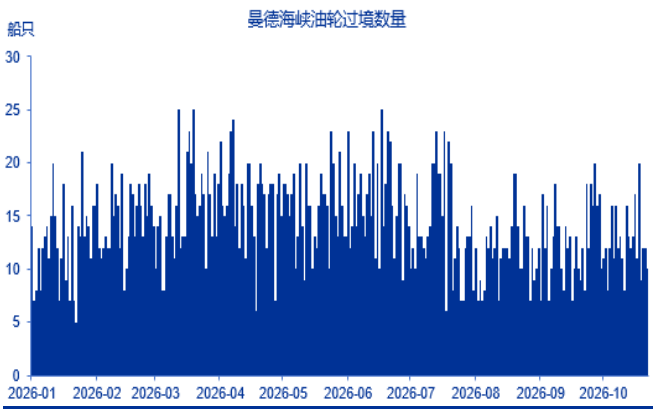
10 月 22 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 1 艘，总体通航仍处低点。曼德海峡流量保持平稳，10 月 22 日过境 10 艘油轮。

图表 57：霍尔木兹海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 58：曼德海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

（六）关税：美国启动胺类化合物双反调查

10 月 20 日，美国商务部对进口胺类化合物发起反倾销和反补贴调查。申请方主张的倾销幅度为 244.94%—352.32%。美国国际贸易委员会预计于 11 月 13 日前后作出产业损害初裁；若初裁为肯定性，美国商务部将继续调查，反补贴、反倾销初裁目前分别安排在 2026 年 12 月 24 日和 2027 年 3 月 9 日，后续可能延期。

图表 59：美国对各国/各地区关税税率

美国对各国/地区关税税率（截至8月）	最新值	1个月变动	6个月移动平均	12个月移动平均	25年平均	关税收入（百万美元）	占比（%；关税总额）	进口金额（百万美元）	占比（%；进口总额）
孟加拉国	24.18%	1.20%	23.55%	27.80%	15.66%	217.0	1.0%	897.3	0.3%
中国大陆	22.77%	1.37%	22.05%	26.88%	6.65%	6,000.0	26.3%	26,300.0	7.9%
柬埔寨	19.80%	-0.18%	20.43%	24.03%	14.28%	402.5	1.8%	2,000.0	0.6%
阿拉伯联合酋长国	14.80%	0.69%	16.07%	15.84%	3.00%	89.7	0.4%	606.1	0.2%
土耳其	14.65%	2.54%	13.11%	15.26%	4.32%	226.9	1.0%	1,500.0	0.5%
印度尼西亚	13.94%	0.28%	14.45%	17.32%	6.24%	412.0	1.8%	3,000.0	0.9%
巴西	12.09%	2.34%	11.01%	13.62%	1.88%	423.3	1.9%	3,500.0	1.1%
日本	10.85%	0.27%	10.74%	11.88%	2.30%	1,300.0	5.7%	11,900.0	3.6%
德国	9.02%	0.22%	9.01%	9.70%	2.01%	1,200.0	5.1%	12,900.0	3.9%
西班牙	8.90%	-0.44%	9.52%	10.56%	2.71%	174.5	0.8%	2,000.0	0.6%
印度	8.22%	0.07%	8.24%	13.30%	3.31%	762.9	3.4%	9,300.0	2.8%
韩国	7.60%	-0.02%	7.98%	8.91%	1.58%	1,200.0	5.1%	15,200.0	4.6%
意大利	7.41%	-1.89%	9.38%	9.99%	3.03%	554.8	2.4%	7,500.0	2.3%
俄罗斯	7.31%	-0.72%	5.14%	2.58%	0.78%	19.5	0.1%	266.8	0.1%
越南	7.07%	0.88%	6.58%	9.20%	7.60%	1,900.0	8.2%	26,500.0	8.0%
美国所有贸易伙伴	6.87%	0.42%	6.75%	8.08%	2.15%		100.0%		100.0%
英国	6.33%	-0.01%	6.32%	6.27%	1.21%	341.9	1.5%	5,400.0	1.6%
泰国	5.85%	1.13%	5.46%	7.06%	2.29%	692.4	3.0%	11,800.0	3.6%
阿根廷	5.50%	-0.33%	5.99%	5.60%	1.48%	57.1	0.3%	1,000.0	0.3%
法国	5.03%	-0.44%	5.48%	5.76%	1.32%	294.9	1.3%	5,900.0	1.8%
菲律宾	4.46%	0.70%	4.79%	7.62%	3.03%	137.4	0.6%	3,100.0	0.9%
荷兰	4.28%	-1.74%	5.47%	6.15%	1.13%	125.2	0.6%	2,900.0	0.9%
比利时	4.19%	1.11%	3.84%	3.90%	1.03%	80.4	0.4%	1,900.0	0.6%
以色列	4.15%	0.74%	3.54%	4.11%	0.31%	72.3	0.3%	1,700.0	0.5%
智利	3.91%	1.30%	3.51%	3.97%	0.39%	66.9	0.3%	1,700.0	0.5%
哥伦比亚	3.79%	0.17%	3.56%	3.51%	0.41%	52.3	0.2%	1,400.0	0.4%
马来西亚	3.35%	-0.42%	3.83%	5.86%	1.07%	269.5	1.2%	8,000.0	2.4%
瑞士	3.22%	-1.15%	4.28%	5.65%	1.20%	166.3	0.7%	5,200.0	1.6%
墨西哥	3.20%	0.30%	3.37%	3.71%	0.37%	1,900.0	8.5%	60,300.0	18.2%
加拿大	3.18%	0.36%	3.02%	3.19%	0.27%	1,100.0	5.0%	35,700.0	10.8%
中国香港	3.07%	-0.29%	2.86%	3.81%	3.64%	9.4	0.0%	305.2	0.1%
中国台湾	2.94%					671.6	3.0%	22,900.0	6.9%
沙特阿拉伯	2.89%	-5.59%	3.88%	2.73%	0.37%	21.8	0.1%	755.4	0.2%
南非	2.68%	-2.22%	3.34%	4.34%	0.44%	32.2	0.1%	1,200.0	0.4%
澳大利亚	2.56%	1.07%	3.95%	4.62%	0.68%	58.3	0.3%	2,300.0	0.7%
新加坡	1.64%	0.13%	1.80%	2.19%	0.40%	58.9	0.3%	3,600.0	1.1%
爱尔兰	1.63%	0.37%	1.46%	1.59%	0.20%	64.9	0.3%	4,000.0	1.2%

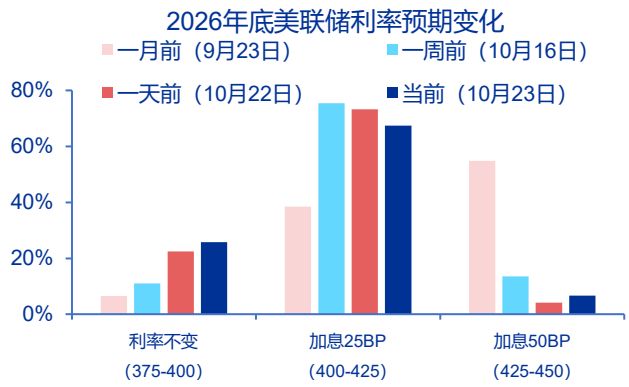
资料来源：彭博，申万宏源研究

（七）海外央行：关注下周美联储议息会议

目前市场主流预期美联储 2026 年 10 月利率维持不变，以及 2026 年 12 月加息 25BP，关注下周美联储议息会议措辞。欧央行方面，市场预期 10 月利率不变。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 60：本周美联储年底利率不变概率上升



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 61：市场预期欧央行 10 月利率不变(10 月 23 日)

欧央行会议	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
29-Oct-26	**96.00%**	4.00%			
17-Dec-26	24.00%	**73.00%**	3.00%		
4-Feb-27	16.80%	**58.30%**	24.00%	0.90%	
18-Mar-27	6.60%	33.00%	**44.90%**	0.15	0.005
29-Apr-27	4.80%	26.10%	**41.80%**	22.80%	4.30%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 62：市场预期美联储 2026 年 10 月利率不变（BP，截止 10 月 24 日）

FOMC会议	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	0.00%	**90.60%**	9.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2026/12/9	0.00%	25.80%	**67.50%**	6.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	16.90%	**53.10%**	27.70%	2.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	6.60%	31.10%	**43.20%**	17.70%	1.40%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	4.50%	23.20%	**39.30%**	25.90%	6.70%	0.50%	0.00%
2027/6/9	0.00%	2.70%	15.90%	**33.00%**	31.10%	14.10%	2.90%	0.20%
2027/7/28	0.00%	2.70%	15.80%	**32.80%**	31.10%	14.30%	3.00%	0.20%
2027/9/15	0.00%	2.10%	13.10%	29.30%	**31.50%**	17.80%	5.40%	0.80%
2027/10/27	0.00%	2.10%	12.90%	29.10%	**31.50%**	18.00%	5.50%	0.80%
2027/12/8	0.10%	2.70%	13.80%	29.20%	**30.70%**	17.30%	5.30%	0.80%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 63：联储官员倾向（截止 10 月 23 日）

		鸽派		中性		鹰派
2026	主席			沃什（2040）		
	理事	鲍曼（2034） 沃勒（2030）	杰斐逊（2036）	巴尔（2032） 鲍威尔（2028） 库克（2038）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 维纳布尔（亚特兰大，’27） 古尔斯比（芝加哥，’27） 巴尔金（里士满，’27）	穆塞勒姆（圣路易斯，’28）	洛根（达拉斯，’26） 哈马克（克利夫兰，’26） 卡什卡利（明尼阿波利斯，’26） 施密德（堪萨斯城，’28）

资料来源：InTouch Capital Markets（ITC 市场），申万宏源研究

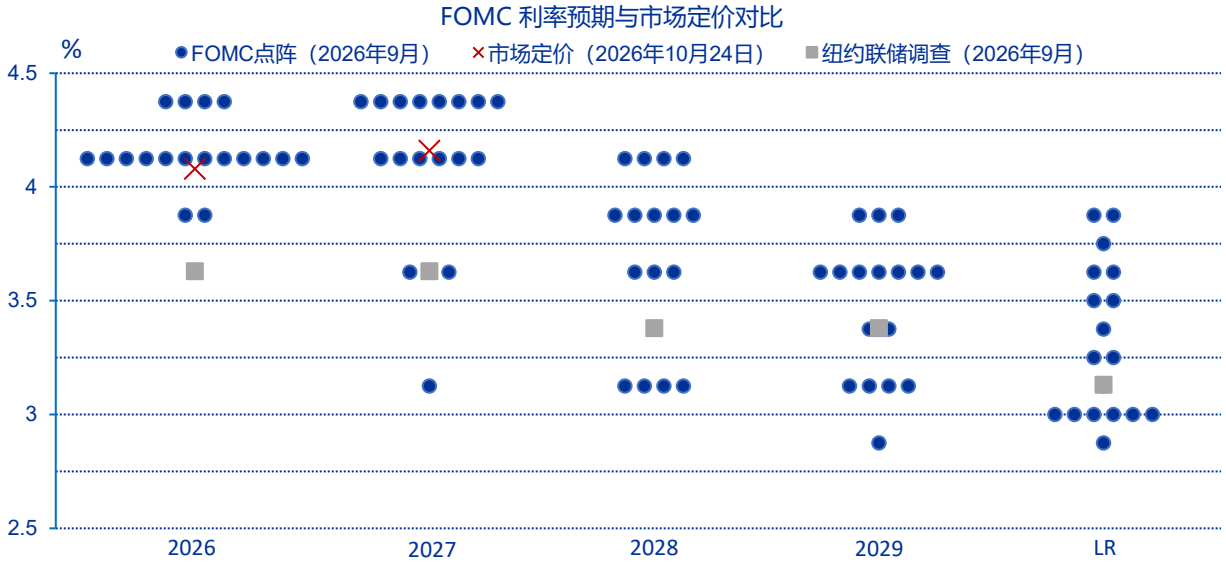
注：灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员，理事人名后年份表示任期，行长人名后为投票权年份

图表 64：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
雷恩（Olli Rehn）	管理委员会委员	×	10月20日	**法德利差有所扩大。**全球因素和国别因素共同影响债券市场。**所有欧元区成员国都需要控制赤字。**	中性
莱恩（Philip R. Lane）	欧洲央行执委	√	10月21日	欧元在全球范围内的广泛使用或**有助央行控制通胀。**向外国提供欧元流动性可提升其全球地位。	中性
卡扎克斯（Mārtiņš Kazāks）	管理委员会委员	√	10月21日	**如果通胀居高不下，可能要进一步收紧货币政策。**	鹰派
帕内塔（Fabio Panetta）	管理委员会委员	×	10月22日	**债券收益率上升将抑制经济增长**，不过就目前情况而言并不严重。	中性
佩雷拉（Álvaro Santos Pereira）	管理委员会委员	×	10月23日	**欧洲必须深化单一市场。**	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 65：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 24 日）

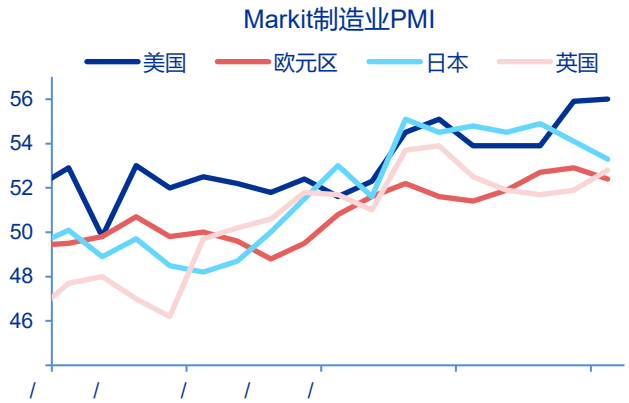


资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

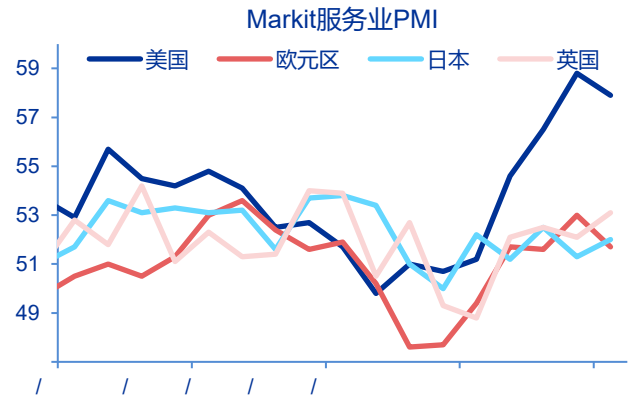
（八）PMI：10 月美国 Markit 制造业 PMI 进一步提升

10 月，美国制造业 PMI 微幅上行 0.1 至 56.0，英国上升 0.9 至 52.8，欧元区、日本分别回落 0.5、0.8 至 52.4、53.3。服务业 PMI 方面，美国、欧元区分别回落 0.9、1.3 至 57.9、51.7，英国、日本分别提升 1.0、0.7 至 53.1、52.0。值得注意的是，10 月欧元区制造业、服务业 PMI 均出现回落，或受法国经济疲软影响。

图表 66：美国 10 月 Markit 制造业 PMI 提升



图表 67：欧元区 10 月服务业 PMI 回落



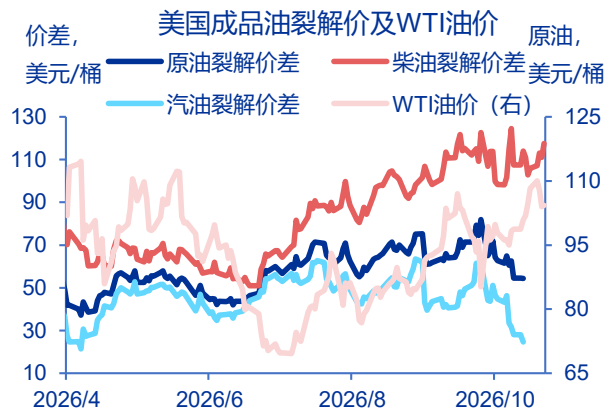
资料来源：CEIC、申万宏源研究

资料来源：CEIC、申万宏源研究

（九）成品油：柴油裂解价差上升

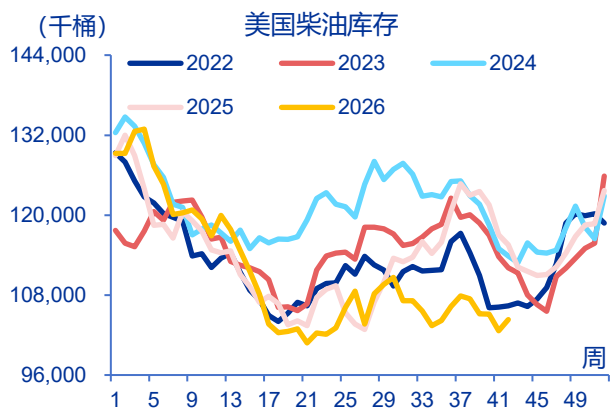
截止 10 月 22 日以来的一周，柴油裂解价差走强，成品油批发价走弱；截止 10 月 16 日当周，美国柴油库存有所回升。

图表 68：美国成品油裂解价及 WTI 油价



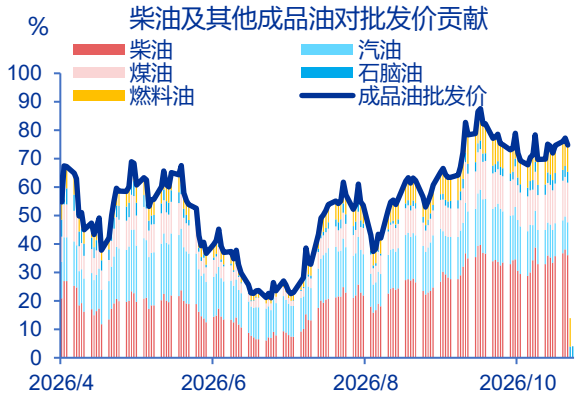
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 69：当周，美国柴油库存回升



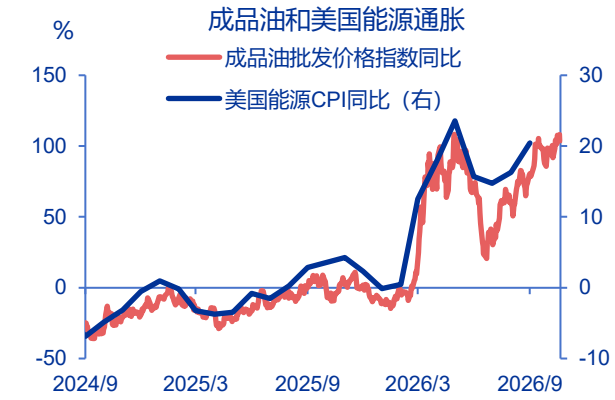
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 70：柴油及其他成品油对批发价贡献



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 71：美国成品油价格指数和能源 CPI



资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十）高频：失业金初申领人数低于市场预期

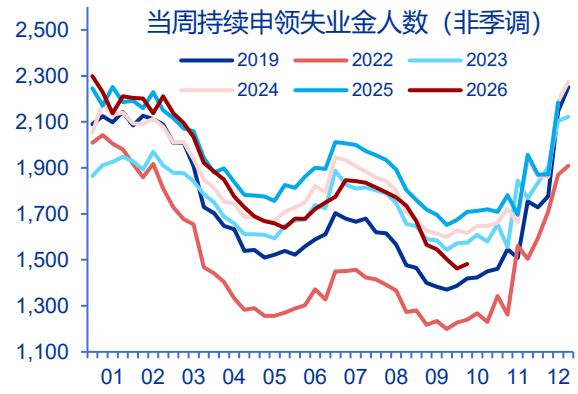
截止 10 月 17 日当周，美国失业金初申领人数 19.4 万人，低于市场 20 万人的预期。截止 10 月 10 日当周，续请失业金人数 172.8 万人，高于市场 171 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 72：当周初申领失业金人数（非季调）



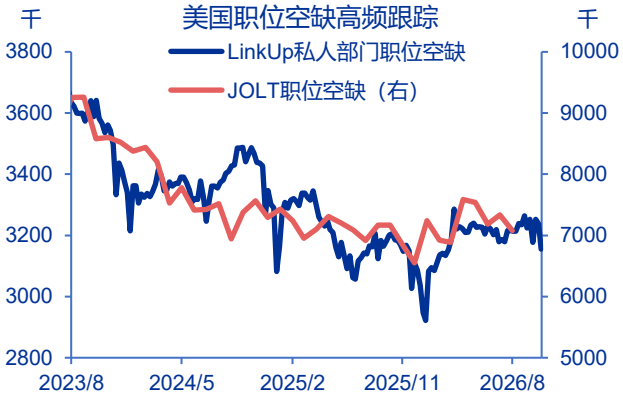
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 73：当周持续申领失业金人数（非季调）



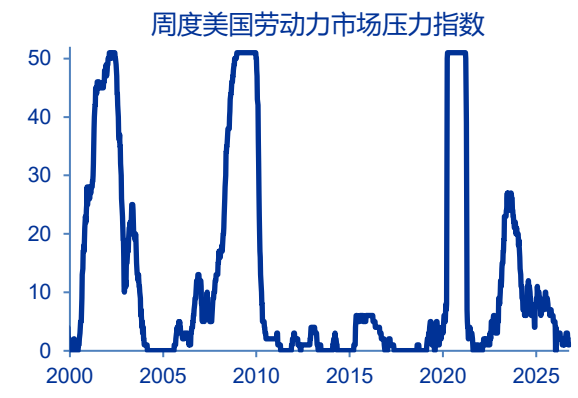
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 74：周度职位空缺数回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

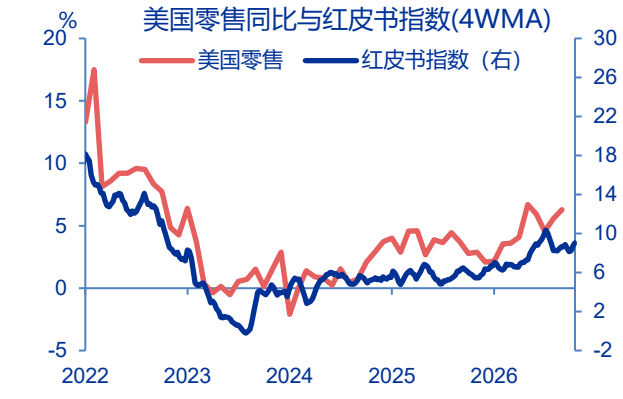
图表 75：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

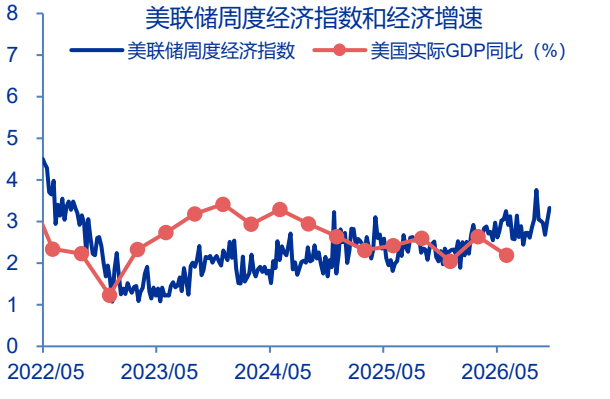
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 76：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 77：美国经济增速高频指标回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美联储议息会议

图表 78：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月	26	27 9:00 CN 9月工业企业利润	28	29 2:00 US 美联储议息会议 20:15 EU ECB议息会议 20:30 US 9月PCE、个人收入 三季度GDP	30 11:30 JP 日本央行利率决定 17:00 EU 三季度GDP	31 9:30 CN 10月中采PMI	
							1
11月	2 23:00 US 10月ISM制造业PMI	3 23:00 US 9月JOLT职位空缺	4 18:00 EU 10月CPI 21:15 US 美国10月ADP就业 23:00 US 10月ISM非制造业PMI	5 20:00 UK 英国央行利率决定	6 21:30 US 10月非农就业	7	8

资料来源：各国统计局，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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唯一因素。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。