

经济学人周刊 为 什么要等？

股权研究

2026年7月24日

rdechazal@williamblair.com
+44 20 7868 4489

lmukama@williamblair.com
+1 312 364 8867



今天，我们正处在一个历史的转折点，而应对这一时刻，责任在我们每个人身上，包括我自己。美联储的首要目标是制定正确的货币政策。这是我们清晰且始终如一的目标，是我们指引方向的灯塔。如果我们制定出正确的政策——我们一定会做到——过去五年的通胀飙升将成为历史。

— 2026年7月15日，美联储主席凯文·沃什

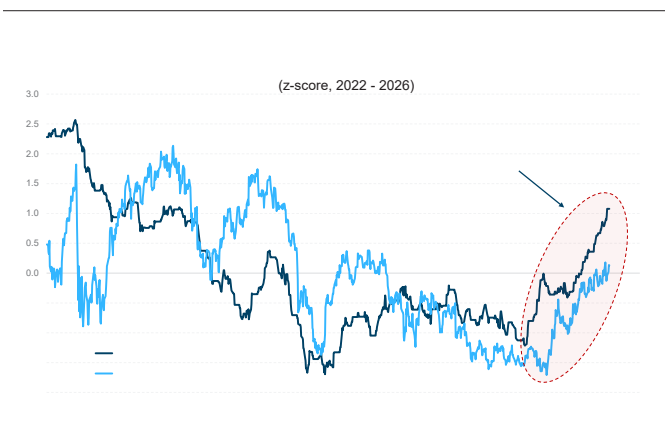
市场普遍预期美联储下周不会加息，在《经济学人》对175位经济学家的调查中，没有一位预测利率会上升（或下降）。我们将在《经济学人》周刊上讨论美联储为何可能下周就采取行动，而不是等到9月。与此同时，期货市场仅将加息的概率定为21.9%，而若展望9月的联邦公开市场委员会会议，这一概率则上升至68.2%。

上述引言是沃什主席众多言论中的一则，突出其观点——过去五年通胀一直高于目标。这表明他认为通胀已——而且他再次希望通胀正自然回落——这与该观点不符。通胀已根深蒂固，比美联储先前认为的更为严重，他决心要改变现状。无所作为

在旧体制下，如果美联储计划在即将到来的会议上调整利率，但市场共识坚定地倾向于不改变利率，那么美联储会遵循市场对其指导的解读，而不会调整利率。这种差异很可能导致各方争相获取情报，以了解为何市场对已发布的指导解读与市场预期不符。如果美联储仍想加息，尽管通讯社在黑期内泄露了消息，主席将被迫与尼克·蒂米劳斯（首席经济学家）私下交谈，告知其市场未能感知已发布的指导。如果美联储仍想加息，尽管通讯社在黑期内泄露了消息，主席将被迫与尼克·蒂米劳斯（首席经济学家）私下交谈，告知其市场未能感知已发布的指导。如果美联储仍想加息，尽管通讯社在黑期内泄露了消息，主席将被迫与尼克·蒂米劳斯（首席经济学家）私下交谈，告知其市场未能感知已发布的指导。——这正是《华尔街日报》在6月黑期内发生的情况。

2022年FOMC会议。如果新的美联储主席沃什知道美联储几乎肯定会加息，并且想坚定地传递其信息——即前瞻指引已被放弃，那么在即将到来的FOMC会议上搞一次意外加息，还有比这更好的方法吗？这也会带来一个附加的推论，即有助于提升他作为通胀鹰派的名望，而不是一个受总统影响的角色。

如果在未来沃什联邦储备系统（Warsh Fed）的领导下，明确的未来政策指引将减少，那么投资者和美联储观察者无疑将花费更多时间调整自然语言处理模型，以解析美联储的言论中鸽派或鹰派的倾向。在图1中，我们根据2年期收益率的变动进行了匹配。如图所示，过去几个月来，美联储的言论变得越来越鹰派，并且我们使用z分数将Bloomberg的自然语言处理模型与2年期国债收益率进行了对比（以便更好地比较这两个序列）。



政权更迭

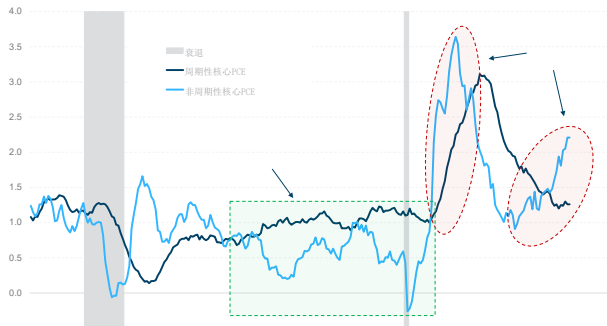
在旧的联邦储备体系下，考虑到最新的CPI通胀报告——该报告低于预期——几乎没有疑问，联邦储备会推迟七月至九月的加息想法。它的希望是，这将是趋势的开始，有更多积极的

后续将有惊喜。这种温和读数很可能只是一次性事件，而非新一轮下行趋势的开始。然而，过去几周的证据表明，主要数据与能源大幅走低的关系不大，这种状况不太可能持续，同时，住房核心读数的放缓也与过去两个月汽车保险的异常下降有关，而汽车保险价格正随着中东冲突再次爆发而飙升。这些价格疲软的情况可能即将结束，正如更前瞻性的指标（如Zillow租金指数）所显示的那样。我们也开始看到最新超级厄尔尼诺对商品价格的有利影响，商品价格在持续的资本支出繁荣背后再次加速上涨，而劳动力市场结构性的紧张状况则

从新政府的角度来看，通货膨胀被视为一种选择（这些话可能会让沃什主席的后患无穷）。在沃什的观点中，旧美联储本应对持续的高通胀采取更积极的行动，而不是相信它应该忽略每一个相继而来的暂时性供应冲击，并且认为较低的通胀总是近在眼前。

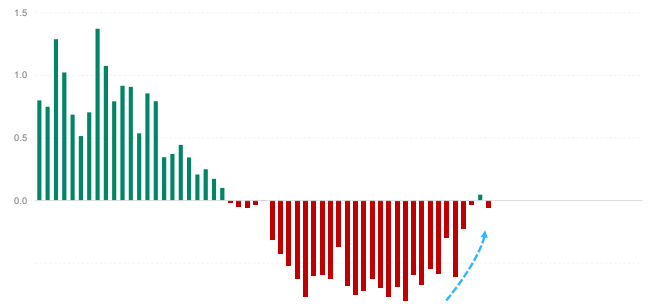
鉴于对更高利率的需求。正如我们连续几年一直指出的那样，我们正处在一个新的由供应冲击/短缺驱动的通胀体制中，其特点是劳动力短缺（由于劳动力老龄化、出生率低和移民限制）以及“物资”短缺（由于去全球化、战争、地缘政治压力、关税、恶劣天气以及人们越来越希望持有更多库存“以防万一”）。在这个世界里，通胀更加粘性。它不再有2%的上限，而是卡在了2.5%-3.0%的更高区间内，并且在该区间周围存在更多波动，因为供应冲击

日益频繁地发生（见附图2）



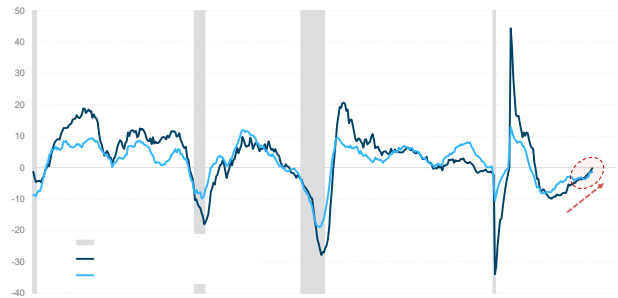
4. 2%的失业率恰好与美联储对自然失业率的实际估计相符。与此同时，就业增长正初步重新加速。这是威廉·布莱尔（William Blair）的共识预期。如第3页图表所示，该指数显示出明显的逆转，总非农就业岗位的意外指数将实际非农就业岗位变化与彭博社的就业增长中位数进行比较，表明过去两年该指数持续低于预期，暗示劳动力市场正濒临急剧恶化，并且可能需要多达三次的降息。2026年初，市场情绪普遍悲观，许多人（如美联储理事瓦勒）断言

为了防止灾难。



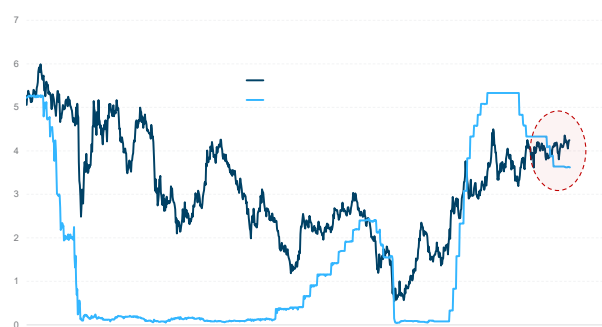
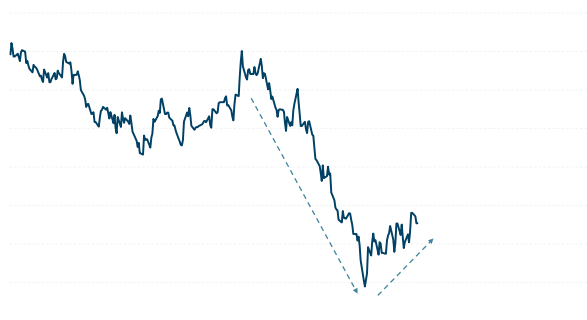
此外，正如我们同事特雷弗·罗梅奥在上周关于 staffing 公司的笔记中指出的，结合我们实际看到的数据，公司也雇佣了更多临时员工——这一举措历来是经济增长的良好领先指标（图表4）。这似乎不仅仅是一个世界杯现象。这可能是由于持续强劲的经济增长，这与资本投资热潮有关，以及（至少到目前为止）中东冲突并未如战争爆发时描绘的最坏情况那样发展，这种看法使企业更具信心。

他们只需要继续推进。



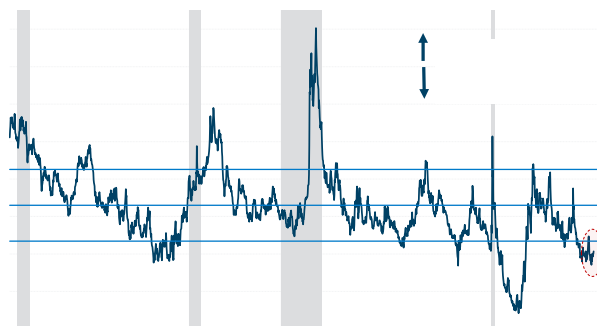
金融状况与上升的R-star

尽管近期股市部分板块波动剧烈，但投资者似乎并未离场。相反，他们正转向那些将从AI应用中受益的板块，以及那些AI相关过时风险可能不像先前认为那么破坏性的先前被抛售的公司——也就是说，可能会有颠覆，但最终会有人胜出。



此外，大多数衡量财务状况的指标继续表明，总体而言，状况仍然

极其松散（见附件6）



最后，图7展示了使用5年期、5年期远期OIS掉期利率粗略估算的r-star，并与有效联邦基金利率进行比较。它表明，自新冠疫情以来，市场已重新评估了未来潜在增长的预期，并且这一利率仍在持续上升。当它在不受美联储相应调整利率的情况下持续高于联邦基金利率时，货币政策就越宽松——

即，被动宽松。远离中性。如果美联储希望利率变得具有约束性，根据这一衡量标准，实际联邦基金利率将不得不显著高于估计的r-star利率。目前，有效联邦基金利率为62个基点。

维持在4.25%的水平，并持续更长时间。

等到九月再加息的理由可以理解，但这与沃什主席一直试图传递的信息以及经济数据越来越难以协调。在等待和希望暂时性的供应冲击会平息、通胀会回到目标水平五年之后，通胀仍然太高。

物价水平很高，并且显然正在错误的方向上发展。近期的CPI数据并不十分令人信服，并且可能在接下来的几个月里再次上升。此外，劳动力市场已不再恶化，并可能初步重新加速。最后，金融环境依然宽松，市场隐含的中性利率在强劲的产出支持下继续上升。

活动增长和人工智能创新繁荣。旧的美联储体制可能仍然会主张耐心，尤其是考虑到市场并未计入七月份的加息（或降息）。然而，在新的沃什体制下，这可能会成为一个证明前瞻指引已经死亡的好机会。它还会表明他

这并不意味着7月份的增长就是基准情景：当谈到对抗通胀时，这个标准意味着业务要按规矩来。对市场造成意外的可能性仍然很高，并且肯定会伴随着一些令人不适的波动。然而，如果委员会已经认为通胀将维持在目标水平之上，且劳动力市场不再疲软，那么将行动推迟到9月份可能除了维持市场预期之外别无他用。在之前的体制下，避免意外通常被视为一项政策目标本身。在新的体制下，恢复反通胀

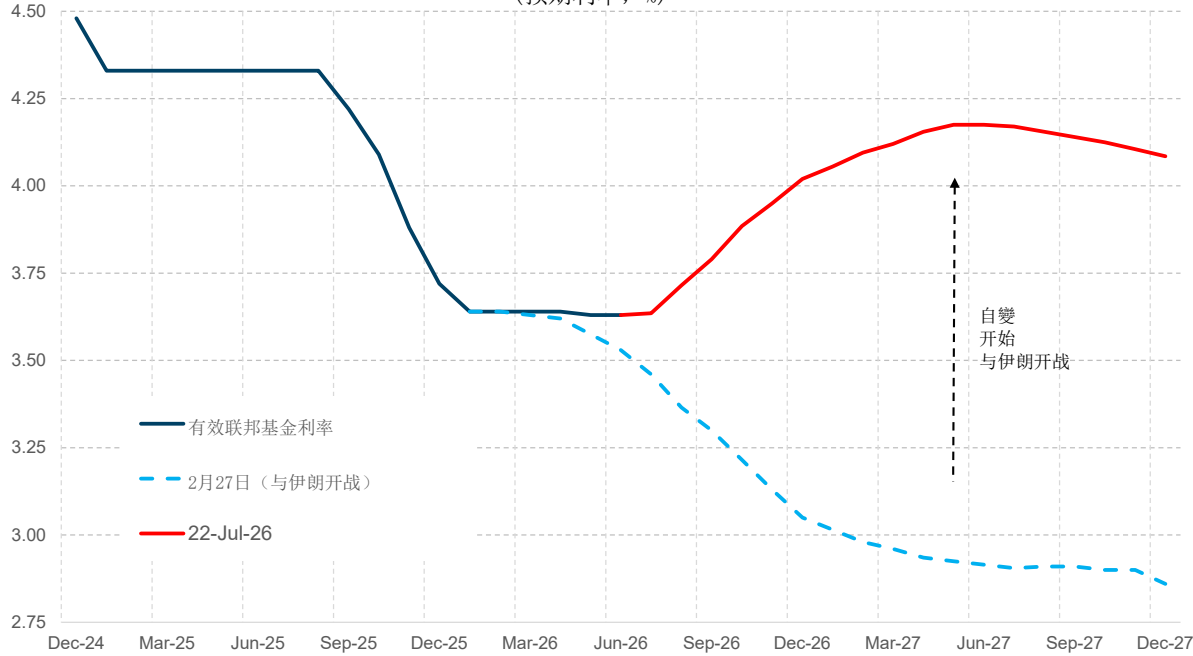
可信度可能被视为更重要的优先事项。

Date	Time (ET)	指标	Last	共识	WB 估算	实际
7月27日	8:30 a.m.	耐用消费品订单（六月）	-4.5%	1.5%	2.4%	
		订单-运输	1.4%	0.9%	1.1%	
7月28日	10:00 a.m.	消费者信心指数（七月）	91.2	92.0	92.3	
7月29日	2:00 p.m.	联邦公开市场委员会会议（Liánbāng Gōngkāi Shìchǎng Wēiyuánhùi Hùiyì）	3.75%	3.75%	4.00%	
7月30日	8:30 a.m.	个人所得税（六月）	0.7%	0.3%	0.3%	
		个人消费	0.7%	0.4%	0.3%	
7月30日	8:30 a.m.	GDP（第二季度初步值）	2.1%	2.3%	2.1%	
7月31日	8:30 a.m.	就业成本指数（第二季度）	0.9%	0.8%	0.9%	

来源：彭博，威廉·布莱尔股票研究

联邦基金利率与期货市场预期

（预期利率，%）



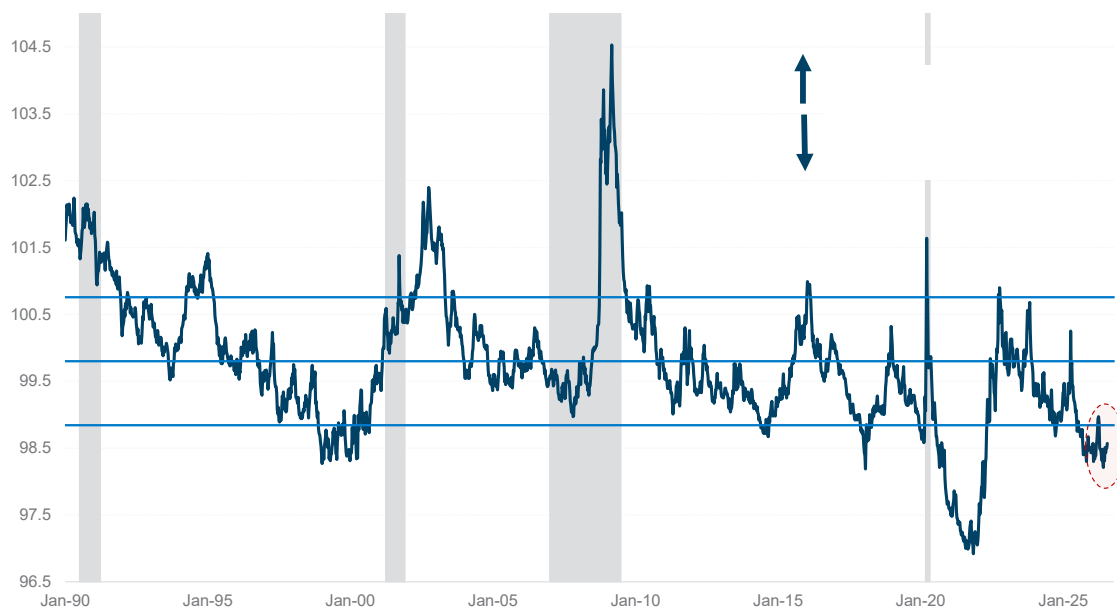
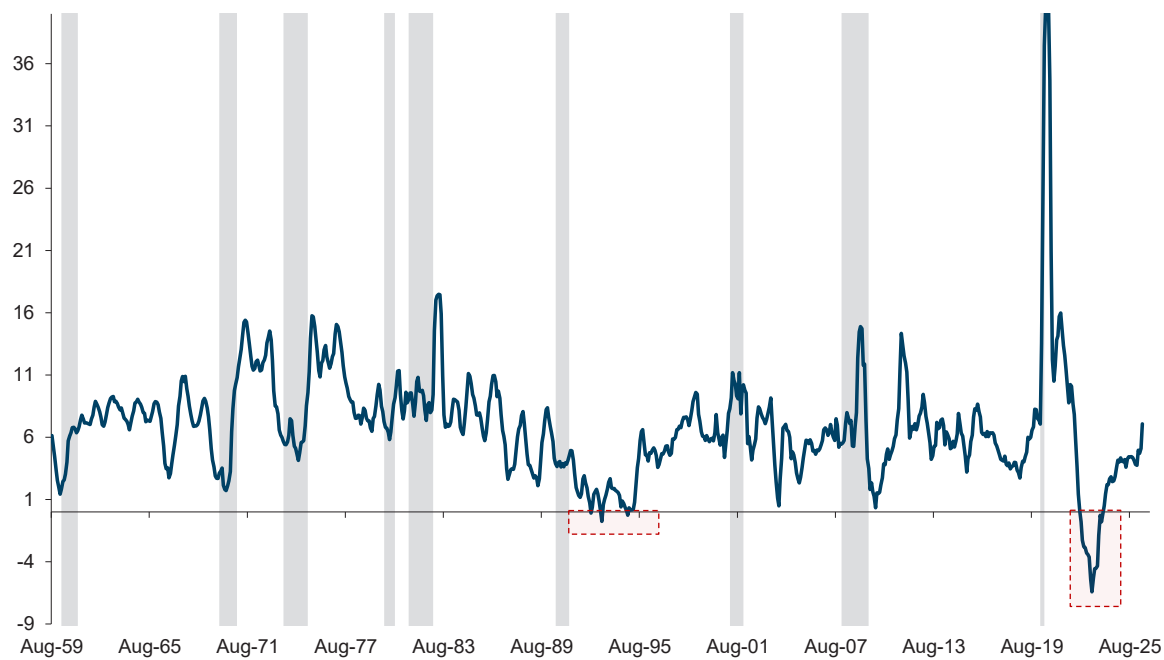
来源：彭博，威廉·布莱尔股票研究

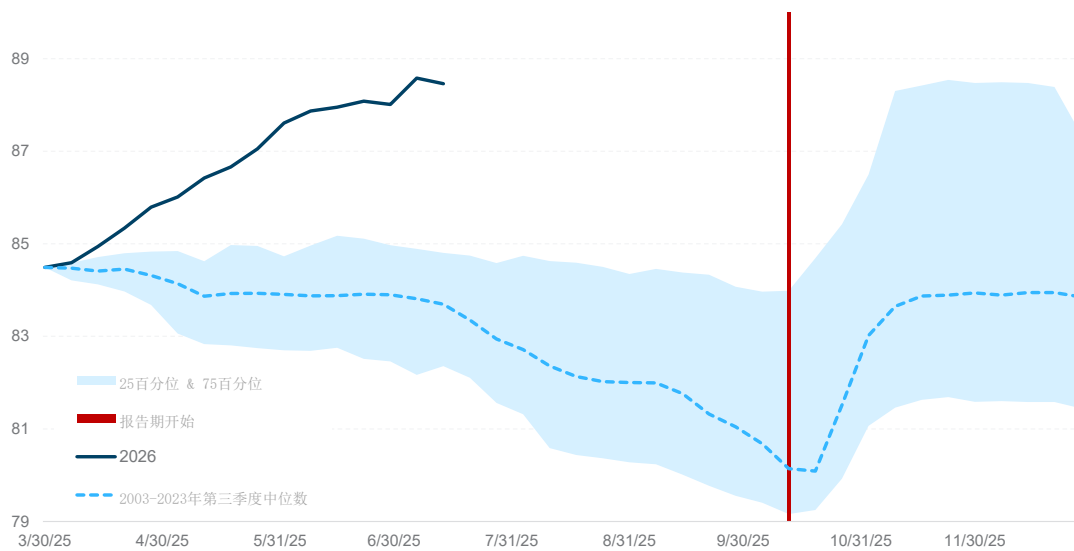
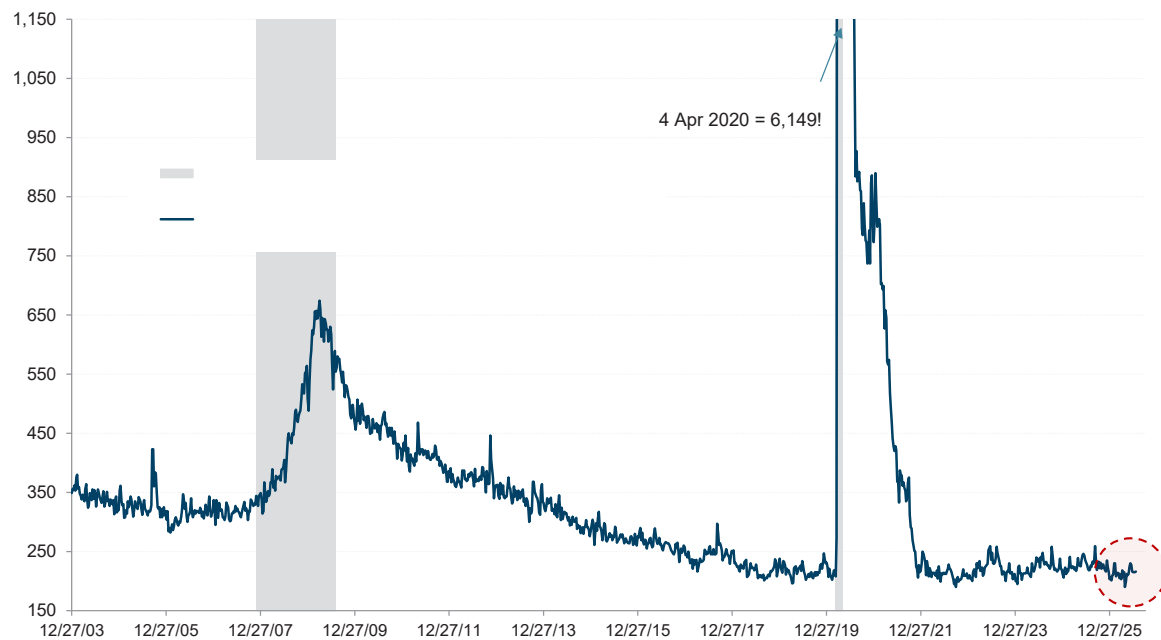
经济评分卡

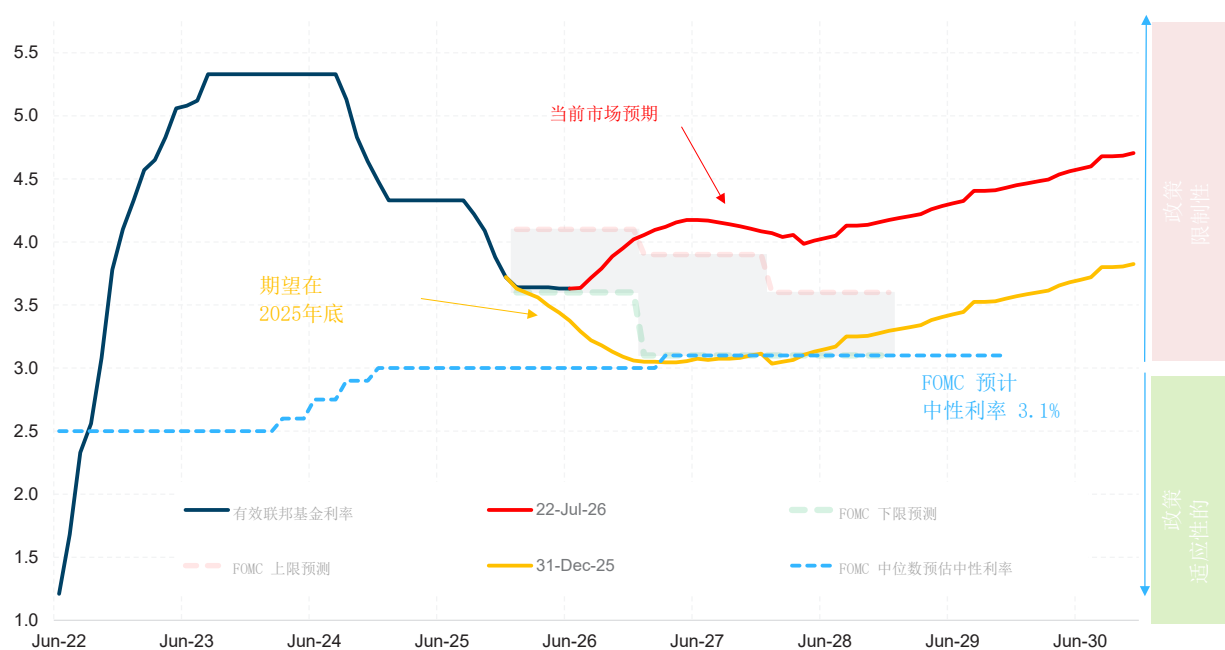
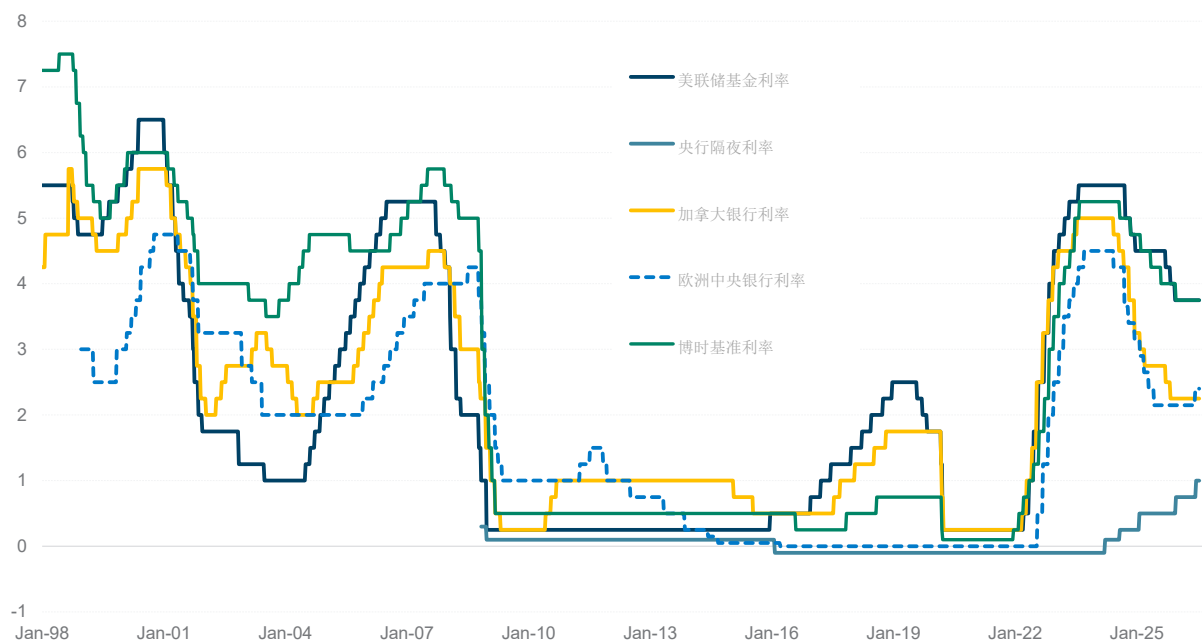
滚动月度热力图，同比变化%（如另有说明）

	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
增长																			
美国领先指标	-2.8	-3.0	-3.3	-4.1	-3.7	-3.8	-3.4	-3.5	-3.2	-3.1	-3.7	-3.7	-3.6	-3.1	-3.0	-1.6	-1.5		
美国同步指标	1.4	1.4	1.8	1.8	1.1	1.1	1.4	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	0.9	0.8	0.3	0.2	0.6		
滞后指标	-0.6	-0.5	-0.6	-0.8	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.7	0.9	0.6	1.1	1.5	0.9		
消费者																			
总零售额	4.5	3.8	5.2	5.1	3.1	4	4.1	5	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.3	6.7	
个人所得税	5	5	5.2	5.6	4.5	4.3	4.8	5.1	5.1	4.5	4.4	4.2	4.1	3.5	3.3	2.6	3.8		
实际可支配收入	1.8	1.8	2.3	2.8	1.5	1.2	1.7	1.8	1.8	1.3	1	0.8	1.4	0.8	0	-1.1	0		
实际个人消费	3.3	2.7	3.2	3.1	2.5	2.5	2.6	2.8	2.4	2.5	2.2	1.6	2	2.4	1.9	1.7	2.1		
个人储蓄率（%）	5.1	5.2	5.1	5.5	4.9	4.6	4.5	4.4	4.3	3.9	3.8	3.6	4.4	3.8	3.5	3	3		
消费者信心指数（Conference Board）**105.3 100.1 98.9**				85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89	91	92.2	93.8	90.6	91.2	
就业																			
就业增长	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	
美国就业服务机构临时人员指数	-8.2	-7.5	-8.7	-6.4	-5.8	-5.3	-0.8	-0.9	0.8	1.5	4.5	7.3	2.3	3.2	6.1	5.4	5.1	6.5	
ISM 就业指数 制造业*	49.7	47.1	44.4	46.2	46.1	45.1	44.9	44.3	45.4	45.8	44.1	44.8	48.1	48.8	48.7	46.4	48.6	49.7	
ISM 就业指数：服务业*	51.4	53.4	46	49.2	50.4	47.7	46.9	46.9	47.6	48.1	48.7	51.7	50.3	51.8	45.2	48	47.9	51.2	
失业率，%	4	4.2	4.2	4.2	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	
平均每小时收入	4	4.1	4.2	3.9	4	3.9	4	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4	3.5	
首次申领失业救济金（平均每周变化，单位：千）	219	226	223	226	233	239	222	231	234	226	221	219	213	216	208	208	215	223	
职位空缺	-11.3	-14.2	-15.3	-5.7	-6.1	-2.9	-4.5	-8.0	3.3	-2.8	-9.5	-10.2	-2.6	-4.4	-0.9	6.9	3.9		
裁员公告	-39.5	103.2	204.8	62.7	47	-1.6	139.8	13.3	-25.8	175.3	23.5	-8.3	117.8	-71.9	-78	-20.9	3.4	-4.5	
房地产市场																			
房屋开工	-1.8	-4.1	3.8	1.5	-3	4.6	12.8	-7.4	-2.8	-7.1	1.5	-7.8	2.4	-9.7	13.1	1	-7		
新房销售	-2.6	-1.8	-3.7	-0.7	-7.2	-2.6	-11.5	1.6	-0.1	3.2	13.2	3	-13.4	-1.7	1.2	-10.7	-6.8		
现房销售	1.7	-1.0	-2.7	-1.5	-0.5	0.5	0.8	2.3	4.4	2.2	-1.2	1.9	-1.7	-0.5	-0.3	0.5	3.7		
中位数房价（现房）	-0.2	-1.4	-5.4	-0.4	2.5	-1.2	-7.4	3	-1	-5.2	1.2	1.4	-3.1	-0.7	-4.8	0.7	0		
现有住房库存（月度供应量）	3.9	4	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2		
新房库存量（月度供应量）	9	9.4	9.3	8.6	9.7	9	9.2	8.5	8.2	9	7.7	7.9	9.9	9.3	8.7	9.3	10.3		
NAHB建房者情绪*	47	42	39	40	34	32	33	32	32	37	38	39	37	37	38	34	37		
通货膨胀																			
居民消费价格指数	3	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	3		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	
居民消费价格指数（不含食品和能源）	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1	3		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	
生产者价格指数	3.8	3.4	3.2	2.4	2.7	2.4	3.2	2.7	3	2.8	3.1	3.1	3.1	3.4	4.3	5.7	6	5.5	
PPI少食节能	3.9	3.7	3.8	3.1	3.2	2.7	3.5	2.9	3	3	3.2	3.4	3.7	3.8	3.9	4.9	4.6	4.7	
PCE价格指数	2.6	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1		
PCE价格：食品和能源价格较低	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.4		
商业活动 - 美国																			
工业生产	0.9	0.8	0.6	0.9	0.1	0.6	1.9	1.2	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.6	1.3	1.6	1.1	
新订单货物订单，减去飞机及零件	3.3	-0.9	2.2	0.5	2.2	4.5	4.4	2.5	5.3	6.2	4.1	8	2.9	5.9	10.8	11.1	10.1		
商业库存	1.8	2.5	2.2	2.5	2.1	1.7	1.6	1.4	1	1.3	1.2	1.5	1	1.2	1.1	2.1	2.8	3.1	
ISM 制造业采购经理人指数*	50.5	50	48.9	48.8	48.6	49	48.4	48.9	48.9	48.8	48	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54	53.3	
马基特美国制造业采购经理人指数*	51.2	52.7	50.2	50.2	52	52.9	49.8	53	52	52.5	52.2	51.8	52.4	51.6	52.3	54.5	55.1	53.9	
ISM 服务指数*	52.6	53.2	50.8	51.6	50.2	50.8	50.5	51.9	50.3	52	52.4	53.8	53.8	56.1	54	53.6	54.5	54	
马基特美国服务PMI*	52.9	51	54.4	50.8	53.7	52.9	55.7	54.5	54.2	54.8	54.1	52.5	52.7	51.7	49.8	51	50.7	51.2	
业务活动 - 国际																			
德国制造业PMI Markit/BME*	45	46.5	48.3	48.4	48.3	49	49.1	49.8	49.5	49.6	48.2	47	49.1	50.9	52.2	51.4	50.1	50.3	
日本制造业PMI 木村银行*	48.7	49	48.4	48.7	49.4	50.1	49	49.7	48.5	48.2	48.7	50	51.5	53	51.6	55.1	54.5	54.8	
财新中国制造业PMI*	50.1	50.8	51.2	50.4	48.3	50.4	49.5	50.5	51.2	50.6	49.9	50.1	50.3	52.1	50.8	52.2	51.8	51.7	
中国制造业采购经理人指数*	49.1	50.2	50.5	49	49.5	49.7	49.3	49.4	49.8	49	49.2	50.1	49.3	49	50.4	50.3	50	50.3	
英国制造业PMI Markit/CIPS*	48.3	46.9	44.9	45.4	46.4	47.7	48	47	46.2	49.7	50.2	50.6	51.8	51.7	51	53.7	53.9	52.5	
法国制造业PMI Markit*	45	45.8	48.5	48.7	49.8	48.1	48.2	50.4	48.2	48.8	47.8	50.7	51.2	50.1	50	52.8	49.7	51.2	
Currencies***																			
欧元（EUR/USD）	-4.2	-4.0	0.2	6.2	4.6	10.0	5.4	5.8	5.4	6.0	9.7	13.4	14.4	13.9	6.8	3.6	2.7	-3.1	
人民币（美元/人民币）	1.1	1.2	0.5	0.4	-0.6	-1.4	-0.4	0.6	1.5	0.0	-2.4	-4.3	-4.0	-5.7	-5.0	-6.1	-6.0	-5.3	
日元（美元/日元）	5.6	0.4	-0.9	-9.3	-8.4	-10.5	0.5	0.6	3.0	1.3	4.3	-0.3	-0.3	3.6	5.8	9.4	10.6	12.9	
Sterling（英镑/美元）	-2.3	-0.4	2.3	6.7	5.6	8.6	2.7	2.9	0.5	2.0	3.9	7.7	10.4	7.2	2.4	2.1	0.0	-3.4	
加拿大元（美元/加元）	8.2	6.5	6.3	0.2	0.8	-0.5	0.3	1.8	2.9	0.5	-0.2	-4.6	-6.4	-5.7	-3.3	-1.6	0.4	4.3	
墨西哥比索（美元/墨西哥比索）	20.1	20.5	23.6	14.4	14.3	2.3	1.4	-5.4	-7.0	-7.4	-10.2	-13.5	-15.6	-16.2	-12.4	-11.0	-10.7	-6.7	
美股																			
S&P 500	24.7	16.8	6.8	10.6	12.0	13.6	14.8	14.4	16.1	19.9	13.5	16.4	14.9	15.5	16.3	29.4	28.2	20.9	
标普中盘股	18.6	7.1	-4.2	-0.3	0.6	5.9	1.7	5.3	4.5	4.8	-1.7	5.9	6.1	15.5	15.7	27.6	24.1	24.2	
标普600小盘股	14.5	4.5	-5.0	-3.6	-3.4	2.8	-6.3	1.8	1.9	3.8	-4.0	4.2	7.0	15.9	18.5	36.6	31.2	35.3	
罗素2000指数	17.5	5.3	-5.3	-0.5	-0.2	6.2	-1.9	6.7	9.3	12.9	2.7	11.3	14.3	21.7	24.1	42.6	41.3	39.0	

扩散指数，**1985年=100，***货币 - 绿色/红色 = 对美元走强/走弱的外币
来源：ISM，美联储，人口普查局，劳工统计局，Conference Board，彭博，威廉·布莱尔







标普500行业表现 全球行业分类系统	当前重量* 23-Jul-26	前一周 16-Jul-26	上个月 23-Jun-26	Qtr-to-Date 30-Jun-26	Year-to-Date 31-Dec-25
标普500指数	100.00	-1.67	0.58	-1.21	8.22
标普400中型股指数		-0.72	0.05	-2.16	14.04
标普600小盘股指数		-1.51	1.34	-2.35	20.05
道琼斯工业指数		-1.60	0.09	-1.16	7.59
纳斯达克综合指数		-2.88	-1.76	-4.10	8.16
通信服务	9.25	-8.76	-4.20	-5.03	-4.61
	0.04	-8.65	3.24	3.14	-24.35
	0.05	-3.81	7.97	2.38	-26.27
广告	0.04	-2.44	-8.46	-10.40	-29.28
广播	0.61	-0.29	-3.28	3.07	-5.24
线缆与卫星	0.14	-1.54	-1.05	-2.83	-3.80
综合电信服务	7.24	-9.82	-4.11	-6.08	-1.47
电影与娱乐	0.83	-6.60	-6.37	-3.61	-20.68
互动媒体与服务	0.02	-8.31	5.33	6.04	0.69
	0.27	-11.63	-7.67	1.61	-16.07
出版与印刷					
消费品服务	9.10	-7.73	-4.01	-7.08	-8.11
	0.36	-0.63	-4.28	3.59	7.33
	0.08	-4.43	-6.06	-5.23	-11.96
服装零售	0.02	-5.33	-8.66	-8.60	-15.25
服装配饰与奢侈品	2.03	-16.18	-14.34	-21.40	-26.06
汽车零部件及设备	0.24	-5.74	-3.86	-7.65	-15.16
	3.75	-6.39	-0.18	-1.97	1.65
	0.08	-1.23	-4.71	-1.98	-16.47
博兰德零售	0.03	-1.01	12.35	11.27	26.15
赌场博彩品	0.07	-4.34	1.56	1.08	18.36
电脑与电子产品零售	0.02	-4.46	12.75	1.75	-2.84
鞋类	0.09	-8.86	-4.15	-0.80	-30.99
分销商	0.01	-4.08	1.24	-9.33	0.66
	0.64	-6.67	-1.41	-8.06	-8.64
家居用品	0.14	-6.34	-5.72	-10.70	-6.46
家居装修零售	0.74	-4.37	-3.59	-4.68	-4.43
建房	0.02	6.41	5.41	5.77	6.52
餐馆、度假村及邮轮公司	0.71	-4.90	-1.02	-3.27	-7.54
休闲产品	0.05	-1.08	3.23	1.38	-30.13
消费品零售	5.00	-3.05	-1.66	-0.16	6.55
	0.10	4.47	12.83	13.47	46.28
	0.01	-4.16	0.83	2.77	-14.22
农产品	2.18	-3.91	-5.12	-1.97	3.27
酿酒师	0.04	-4.05	-9.06	-6.40	-5.46
快速消费品零售	0.06	-0.63	3.09	-2.21	10.91
餐馆零售酿酒师	0.10	0.26	1.38	5.10	6.22
食品分销商	0.71	-3.12	-1.82	-0.35	4.68
	0.30	-2.83	1.05	2.37	-1.97
家居用品	0.08	-1.67	-0.02	-0.29	-5.01
包装食品与肉类	0.97	-4.35	-1.32	-1.14	8.25
烟草护理产品	0.61	0.10	5.06	4.01	20.79
软饮料					
能量	3.26	4.69	9.75	12.46	32.69
	1.60	6.88	11.57	15.76	29.73
	0.22	-1.40	-3.41	0.42	21.72
一体化石油和天然气 石油和天然气设备与服务	0.63	5.95	7.78	10.68	25.08
石油和天然气勘探与生产 石油和天然气炼制、	0.39	2.17	24.20	20.50	79.52
营销与运输	0.42	0.87	2.47	3.91	29.54
油气储存与运输					

财务报表	11.70	-1.63	3.58	4.04	1.90
消费者金融	0.97	-3.34	4.68	7.50	1.05
资产管理与托管银行	0.56	-5.53	0.57	-0.14	-12.19
	3.12	0.22	2.92	4.58	8.35
	6.68	-2.84	3.27	3.82	-1.67
多元化银行	0.80	-4.06	6.61	10.33	-10.87
多元化金融服务	0.40	-3.81	10.13	6.35	-5.55
金融交易所与数据	1.44	-1.79	-0.69	5.55	14.02
保险经纪人	0.29	-1.27	3.93	5.98	13.56
投资银行与经纪业务	1.00	-0.46	-0.40	-1.91	-2.35
人寿与健康保险	0.91	3.23	5.32	3.03	6.61
多行业控股	0.28	-4.32	3.47	1.78	10.51
财产险与意外险	0.02	0.63	9.31	5.13	10.67
地区银行	1.82	-3.74	8.70	3.83	-3.84
医疗保健	8.87	-0.25	5.98	1.60	4.20
医疗设备处理	1.58	-1.08	6.49	0.99	9.53
	0.32	-1.61	5.62	4.75	-0.04
生物技术	1.26	-5.11	-0.25	0.07	-23.74
医疗用品分销商	0.13	-2.28	-1.96	-2.84	-20.92
医疗设备	0.40	1.49	5.68	3.96	23.67
医疗机构	0.06	-4.96	3.59	-0.83	-4.73
医疗服务	0.80	0.66	15.09	6.83	-3.03
医疗用品	0.80	0.45	2.66	0.94	27.69
生命科学工具与服务	3.48	1.99	7.43	1.05	14.31
管理式医疗					
工业 药品	8.45	0.99	2.12	-1.83	17.28
	2.17	2.60	2.91	0.43	8.35
	0.24	1.84	3.05	-3.83	31.03
航天与国防	0.30	-1.78	5.71	4.79	24.15
农业机械	0.46	0.41	1.39	-3.34	17.92
空运与物流	0.14	-1.95	3.38	3.85	48.18
建筑材料	0.29	5.11	-6.23	-8.36	59.43
货物地面运输	0.91	3.03	-5.17	-10.70	45.67
建筑与工程	0.02	-5.66	5.92	5.44	-35.30
工程机械与重型卡车	0.16	-2.09	11.46	12.56	-5.51
数据处理与外包服务	0.74	2.95	-0.69	-4.87	21.73
多元化支持服务	0.30	-3.33	5.52	3.90	-0.30
电气元件及设备	0.40	-0.49	-0.37	-12.23	57.78
环境与设施服务	0.20	-4.85	10.88	9.52	-3.79
重型电气设备	0.24	6.66	6.74	7.14	16.02
人力资源与就业服务	0.60	-1.93	2.20	-1.35	4.68
工业集团	0.17	-5.47	-6.17	-13.50	10.89
工业机械	0.21	-6.93	-1.09	-4.50	-15.66
铁路公司	0.52	2.54	16.15	11.43	32.49
旅客地面交通	0.11	-3.12	8.65	6.22	-20.18
	0.28	1.19	4.24	-0.77	30.68
研究与咨询服务					
应用软件 信息技术 交易公司及分	35.38	0.19	-0.10	-2.48	16.46
销商 通信设备 电子元件 电子设备	1.62	-8.06	0.16	-2.99	-31.89
与仪器 电子制造服务 互联网软件	1.28	3.84	-2.60	-3.25	39.02
与服务 IT 咨询与服务 半导体设备	0.57	2.88	-10.58	-23.67	34.26
半导体 系统软件 技术分销商	0.14	2.81	-2.01	-5.13	39.53
	0.20	2.19	-9.98	-12.61	0.58
	0.08	-4.69	4.90	2.16	1.85
	0.46	-5.11	-13.04	-16.05	-38.87
	1.78	0.65	-9.52	-24.69	95.43
	15.32	3.68	-0.73	-2.63	32.78
	5.63	-5.50	0.57	-0.27	-16.41
	0.02	-3.10	0.09	-7.44	-4.43
	8.26	-0.87	5.35	6.59	31.26
材料	1.73	-1.06	-1.31	-1.40	9.53
硬件、存储及外设	0.06	6.01	4.02	14.69	36.33
化学品	0.20	-6.47	-9.93	-7.20	-15.04
建筑材料	0.13	8.44	-1.40	0.97	25.02

	0.13	3.10	14.02	7.39	33.52
Gold	0.15	4.28	-3.19	1.41	-5.14
化肥与农业化学品	0.44	-2.39	-0.04	-1.83	18.84
金属与玻璃容器	0.02	-1.46	2.88	-0.27	17.48
工业气体	0.14	-2.23	1.36	-2.76	2.90
	0.33	-5.07	-4.29	-7.19	0.29
纸质包装	0.13	2.34	-0.09	6.96	45.59
精细化学品					
房地产	1.80	-1.00	0.57	2.38	12.28
	0.25	2.75	-7.63	-0.59	27.32
	0.36	2.15	12.72	8.24	30.80
数据中心房地产投资信托基金	0.02	1.23	-0.59	1.05	39.16
医疗保健房地产投资信托基金	0.20	-3.29	-0.09	7.12	13.67
酒店与度假村房地产投资信托基金	0.00	-2.06	3.30	-0.46	5.43
产业地产REITs	0.02	-3.98	5.44	2.31	0.53
多户住宅房地产投资信托基金	0.10	-0.07	-4.16	-1.16	18.95
办公楼类房地产投资信托基金	0.07	-6.80	-1.15	-0.45	-32.24
其他专业型REITs	0.26	-1.39	3.94	2.17	19.52
房地产服务	0.13	-3.03	-1.78	-0.58	17.51
零售房地产投资信托基金	0.13	-3.03	-1.78	-0.58	17.51
自用仓储房地产投资信托基金	0.19	-3.68	-9.03	-0.14	-9.41
单一家庭住宅房地产投资信托基金	0.02	-3.31	-3.27	-1.26	-0.21
电信塔 REITs					
公共事业	2.15	1.56	2.41	1.86	8.17
公用事业投资信托基金	1.42	1.72	2.69	2.22	7.55
	0.04	0.00	4.07	3.35	6.21
电力公司		8.87	3.52	5.60	4.52
燃气公用事业			6.17	2.15	3.00
独立发电生产商与能源交易商	0.10		1.17	0.24	10.99
水务	0.04	0.06			
多功能服务	0.55	0.26			

当前市值基于威廉·布莱尔国际有限公司的计算。

重要披露威廉·布莱尔

www.williamblair.com.
本报告可通过R*Docs™平台，供注册用户以电子形式获取，网址为https://williamblairlibrary.bluematrix.com。

请通过 +1 312 236 1600 联系我们，或查阅 https://www.williamblair.com/equity-research/coverage 获取所有披露信息。理查德·德·沙扎尔证明：1) 本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了他/她对本研究报告所涵盖的任何及所有证券和公司的个人看法，以及 2) 他/她的任何薪酬部分均未直接或间接地与其在本报告中提出的具体建议或观点相关。我们力求根据适当情况更新我们的研究。除某些定期行业报告外，大多数报告将根据判断认为适当的时间间隔发布。

研究员
DOW JONES: 51711.60
S&P 500: 7408.30
NASDAQ: 25137.70

当前评分分布（截至2026年7月23日）：如需更多信息，请随时提出。

覆盖范围	百分比	投资银行业务关系	百分比
	73		14

超越买入超越买入
市场表现（持有）26 市场表现（持有）2 业绩不佳（卖出）1 业绩不佳（卖出）0 *每个评级类别中投资银行客户的百分比，定义为威廉·布莱尔公司

过去12个月内，已获得投资银行业务的报酬。研究分析师的报酬基于多种因素，包括其股票推荐的表现；对公司所有部门的贡献，包括资产管理、公司金融、机构销售和零售经纪；公司

盈利能力；以及竞争优势。

其他重要披露威廉·布莱尔

股票评级与估值方法：威廉·布莱尔公司（William Blair & Company, L. L.C.）采用三档评级系统对股票进行评级。个股评级反映其未来12个月内相对于更广泛市场的预期表现（通常指标普500指数，除非另有说明）。预期表现的评估是基于短期、中期和长期公司基本面、行业前景、盈利预测的信心、估值（及我们的估值方法）以及其他因素。表现优于市场（O）- 预计未来12个月内股票表现将优于更广泛市场；市场表现（M）- 预计未来12个月内股票表现将与更广泛市场大致持平；表现逊于市场（U）- 预计未来12个月内股票表现将逊于更广泛市场；未评级（NR）- 该股票目前未进行评级。估值方法包括（但不限于）市盈率（P/E）、相对市盈率（与相关市场比较）、市盈率/增长率（PEG）比率、市值/营收倍数、企业价值/EBITDA比率、贴现现金流等。股票评级与估值方法不应被使用或依赖。

作为投资建议。过往业绩并不必然预示未来表现。

评级和估值方法反映了个别分析师的观点，并可能随时更改。我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能向我们的客户、潜在客户和交易台提供口头或书面的市场评论、短期交易想法或交易策略，这些与本研究报告中表达的观点相左。某些未结清的研究报告可能包含与证券、金融工具和/或发行人相关的讨论或投资意见，而这些已不再具有时效性。投资证券涉及风险。本报告不包含作出投资决策所需的所有实质性信息。请始终参考公司或发行人的最新报告。我们的资产管理部和交易台可能做出与报告中建议或观点不一致的投资决策。我们将不时持有（所提及报告中的）证券的多头或空头头寸，作为主要交易方进行交易，并买入或卖出该报告提及的证券。我们的研究主要通过电子方式传播，在某些情况下以印刷形式传播。所有客户均可同时获得此项研究。本研究报告仅供我们的客户使用。未经事先书面许可，任何人不得以任何形式复制或复制本材料，或进行再分发。

威廉·布莱尔公司有限责任公司

此并非在任何意义上构成购买或出售证券或金融工具的要约或招揽。此处所载的事实陈述均来源于我们认为是可靠的信息来源，但这些陈述均未作出关于准确性或完整性的任何保证，除非涉及与威廉·布莱尔公司或其研究相关的披露。

分析师。除非另有说明，所表达的观点为我方观点，并可能未经通知而更改。所示价格均为约数。未经威廉·布莱尔事先书面许可，本报告或其任何部分不得通过内容抓取或提取、自动化处理或任何其他形式或方式复制、转载、销售、重新分发或由接收方向任何第三方披露。

未经授权的使用是禁止的。如果收件人根据服务条款或与威廉·布莱尔就单独付费的研究服务达成的合同收到本研究报告，并且在提供此类研究服务相关的情况下，我们可能被视为投资顾问，那么此类投资顾问身份，如果存在的话，仅限于与我们直接签约的收件人，并且不延伸至本报告的交付（除非另有书面约定）。如果此类收件人将本报告所述的研究服务用于证券的买卖，威廉·布莱尔可能以我们自己的名义作为主要责任人，或作为另一方的无风险主要责任人或代理人行事。威廉·布莱尔在执行任何相关交易的过程中，始终且继续仅作为经纪商和交易商。

交易，包括本协议中提及的任何证券的交易。

对于重要披露，请访问我们的网站 williamblair.com。本材料由威廉布莱尔国际有限公司（William Blair International, Ltd.）在英国和欧洲经济区（EEA）发行，该公司受英国金融行为监管局（FCA）授权和监管。威廉布莱尔国际有限公司是一家根据英格兰和威尔士法律注册成立的公司，公司注册号为 03619027。本材料仅面向并发行给被视为在其所在司法管辖区为专业投资者或同等身份的人，或符合《2000年金融服务与市场法》（《2005年金融推广令》）第19(5)条、第38条、第47条和第49条规定的人（以下简称“相关人士”）。本文件不得据此采取任何行动或

由非“相关人士”信赖。本报告以机密方式在巴西提供，并专致收件人本人，为其独家利益。此报告不构成任何方式购买或出售证券的要约或招揽，该等方式若在巴西证券交易委员会（Comissão de Valores Mobiliários）的法规下将被视为公开要约，或在巴西法律及法规下被视为未经授权的分销。该等证券获授权于非巴西证券市场进行交易，而本报告及其中所有信息仅供专业投资者（按适用巴西法规定义）使用，该等人士仅能获取

通过非巴西账户持有这些证券，并在巴西境外以非巴西货币进行结算。“William Blair”和“R*Docs”是William Blair & Company, L. L.C. 的注册商标。版权所有 2026, William Blair & Company, L. L.C.

威廉·布莱尔公司 有限合伙企业。版权所有。