



美元与美债收益率回升，BIS 认为套息交易相关风险仍存 ——海外宏观周报（8月26日-9月1日）

2024年9月2日

- 全球宏观和市场：**截至9月1日当周，美国经济数据保持韧性，而美国大选选情依然较为焦灼，哈里斯民调仅稍微占优。市场依然维持了偏乐观的降息预期，但美国经济“软着陆”路径意味着此前美债和美元的快速下行在失业率等数据进一步指明方向前告一段落。
(1) 美元指数当周回升，收 101.7320；(2) 美国国债收益率曲线稍有回升，10 年期美国国债收益率上行 11.9BP 至 3.914%；(3) 美国三大股指中，道琼斯和标普 500 指数小幅收涨，纳斯达克指数略下行，虽然科技企业业绩难再超预期，但美股的每股盈利仍有支撑。
(4) 黄金与白银价格小幅下行，铜价震荡。**从全球主要股指来看**，当周主要股指小幅上涨居多，涨幅居前的有恒生（科技）指数、创业板指数、印度 SENSEX30 指数、STOXX50 指数和道琼斯指数，下跌的有韩国综合指数、纳斯达克指数、俄罗斯 MOEX 指数和上证指数等。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数回升，兑美元上行的其他主要货币有卢布、人民币、新西兰元和加元；兑美元下跌的有欧元、日元、英镑、澳元和瑞郎等。**从重要商品来看**，当周黑色系有所恢复，涨幅居前的有焦炭、CBOT 小麦、铁矿石、棕榈油、焦煤等；跌幅居前的有 COMEX 白银、NYMEX 原油和天然气、COMEX 黄金、LME 镍等。**从花旗经济意外指数来看**，欧洲和新兴市场经济体表现稍有改善，中国经济仍偏弱，美国由于消费、服务业和相关就业的韧性超预期改善，与美国衰退担忧的下行相匹配。全球地缘政治风险指数 8 月上旬显著抬升后开始震荡，俄乌和巴以冲突恶化的风险还未解除。
- 美国-通胀缓和、经济稳健，选情仍然焦灼：**美国公布了 7 月个人消费支出、PCE 通胀、二季度 GDP 修正值和失业金初请人数等数据，同时 GDPNow 也显示美国 Q3 的 GDP 预期增速在消费韧性下依然有望达到 2.5% 左右。虽然制造业和地产投资数据仍然偏弱，但美国消费和薪资的正向循环具有惯性，使短期衰退的担忧进一步消散，收益率曲线小幅抬升。数据方面，7 月个人消费支出名义同比增速 5.3%，实际增速 2.8%，商品消费实际增速 2.3%，服务增速 3.0%，总体与 GDPNow 估计的 2.6% 左右的实际消费支出吻合。PCE 通胀整体符合预期，7 月名义通胀同比增 2.50%，环比增 0.16%；核心 PCE 通胀同比增 2.62%，环比 0.16%，可以令美联储对通胀继续向 2% 回落的信心继续加强。美国二季度 GDP 的环比折年率也从前值 2.8% 上修至 3.0%，其中消费从 2.5% 上修至 2.9%，投资和政府支出有所下调。其他调查类数据方面，咨商会消费者信心指数好于预期，密歇根大学消费者信心也有边际改善。整体来看，美国经济短期还在“通胀缓和、经济稳健”的软着陆道路上，这意味着市场短期偏乐观的降息预期仍有收敛的空间，美债收益率和美元指数也可能先上后下。政治方面，虽然哈里斯在主要民调的均值中小幅领先 1% 左右，但其近期的采访和言论显示其基本继承了拜登政府政策，同时希望对大型企业和富人进行更大程度的加税，并未带来进一步的“惊喜”。在小肯尼迪支持特朗普的情况下，特朗普与哈里斯之间的差距并不明显，选情仍然焦灼。
- BIS 估算 8 月初套息交易逆转影响规模至少约 2500 亿美元：**8 月初由美国科技巨头表现不及预期、美国衰退担忧增加以及美日利差收窄形成的动荡引发了以日元为首的套息交易和做空波动率交易平仓。国际清算银行（BIS）近期的研究显示 8 月初外汇套息交易的去杠杆影响规模保守估计约 2500 亿美元或 40 万亿日元，此前低波动率环境下的杠杆行为逆转是市场动荡的重要原因。BIS 认为在市场短期恢复后，令市场波动率上行的风险没有显著变动，风险行为仍然偏多；日元套息交易购买的非流动性资产去杠杆缓慢，而部分杠杆行为正在恢复。
- 本周看什么？**9月2日至8日将公布8月劳动数据（新增非农就业和失业率等）、8月ISM制造业PMI等数据。在鲍威尔的 Jackson Hole 讲话后，劳动数据，特别是失业率的情况，将成为市场关注的核心。7月受到飓风等问题导致就业偏弱而临时性失业强于预期的

分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

局面在 8 月可能有所改善。我们预计 (1) 8 月失业率难以从 4.3% 继续上升，大概率出现震荡，稳定至 4.4% 的自然失业率上方可能要等到四季度；(2) 即使失业率的位置可以触发 Sahm 法则，其他劳动市场和经济数据显示美国短期并不会衰退，失业率的上行还是供给侧推动为主；(3) 从新增非农和家庭就业的均值来看，劳动市场虽然缓慢弱化，但年内进入负增长概率很低，目前也没有单次降息 50BP 的必要。此外，尽管降息交易仍是主线，需要注意未来失业率继续走高和部分经济数据的边际弱化带来“衰退交易”的阶段性回归。

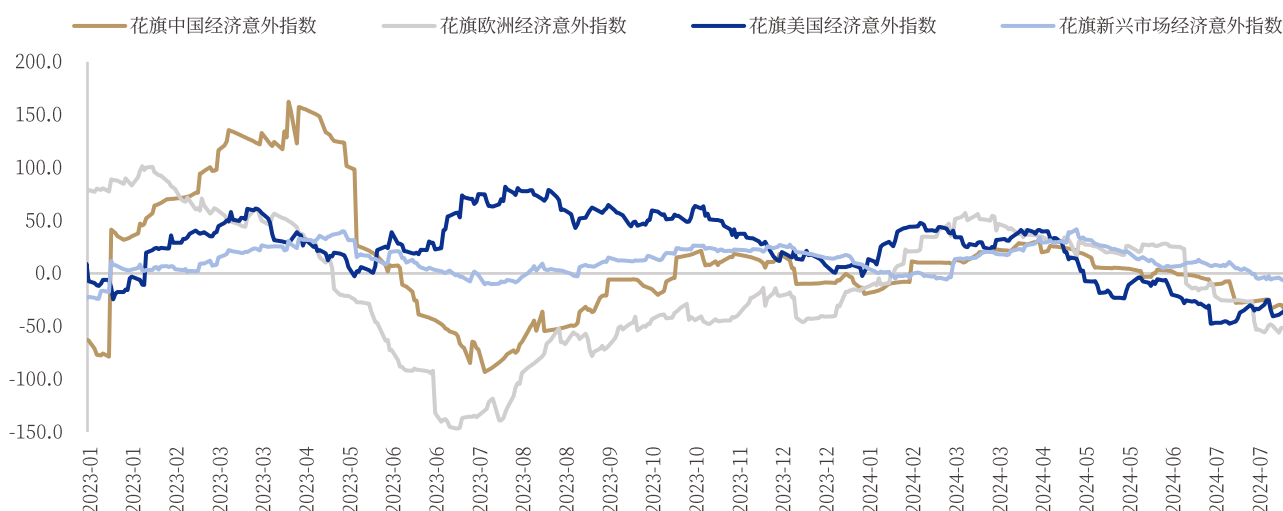
一、全球宏观和市场

截至 9 月 1 日当周，美国公布了 7 月个人消费支出和 PCE 通胀数据，二季度 GDP 修正值、失业金初请人数和咨商会消费者信心指数等数据，而美国大选选情依然较为焦灼，没有一方取得明显的优势，哈里斯民调稍微占优。市场依然维持了偏乐观的降息预期，但美国经济“软着陆”路径意味着此前美债和美元的快速下行在失业率等数据进一步指明方向前告一段落。(1) 美元指数当周回升，收 101.7320；(2) 美国国债收益率曲线稍有回升，10 年期美国国债收益率上行 11.9BP 至 3.914%；(3) 美国三大股指中，道琼斯和标普 500 指数小幅收涨，纳斯达克指数略下行，虽然科技企业业绩难再超预期，但美股的每股盈利仍有支撑。(4) 黄金与白银价格小幅下行，铜价震荡。

从全球主要股指来看，当周主要股指小幅上涨居多，涨幅居前的有恒生（科技）指数、创业板指数、印度 SENSEX30 指数、STOXX50 指数和道琼斯指数，下跌的有韩国综合指数、纳斯达克指数、俄罗斯 MOEX 指数和上证指数等。从全球主要货币汇率来看，美元指数回升，兑美元上行的其他主要货币有卢布、人民币、新西兰元和加元；兑美元下跌的有欧元、日元、英镑、澳元和瑞郎等。从重要商品来看，当周黑色系有所恢复，涨幅居前的有焦炭、CBOT 小麦、铁矿石、棕榈油、焦煤等；跌幅居前的有 COMEX 白银、NYMEX 原油和天然气、COMEX 黄金、LME 镍等。

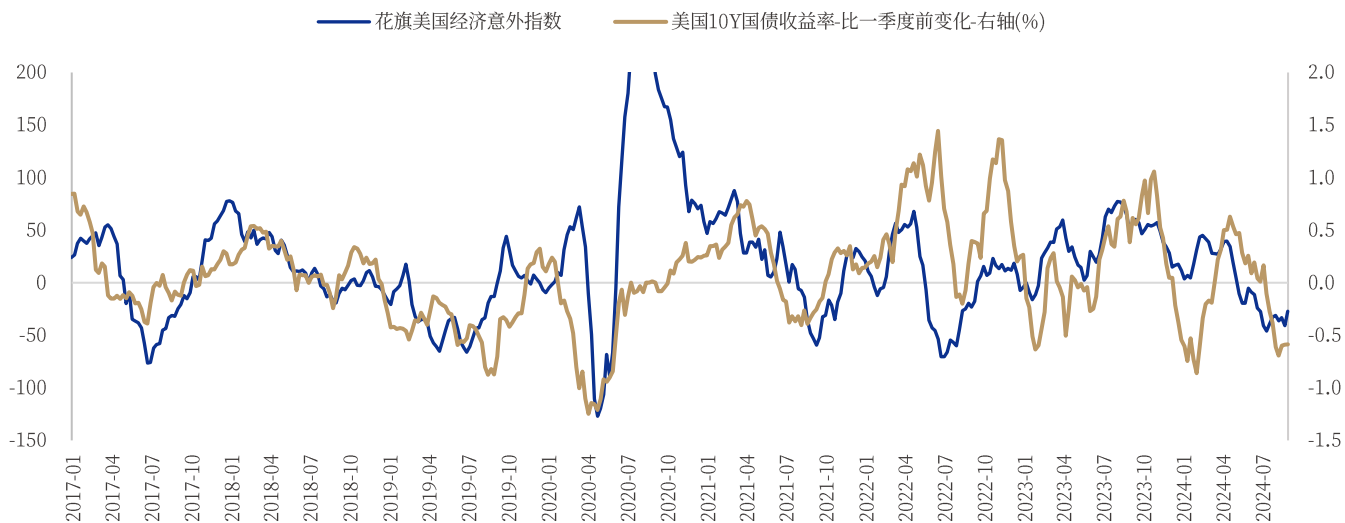
从花旗经济意外指数来看，欧洲和新兴市场经济体表现稍有改善，中国经济仍偏弱，美国由于消费、服务业和相关就业的韧性比预期改善，与美国衰退担忧的下行相匹配。全球地缘政治风险指数 8 月上旬显著抬升后开始震荡，俄乌和巴以冲突恶化的风险还未解除。

图1：花旗经济意外指数（%）



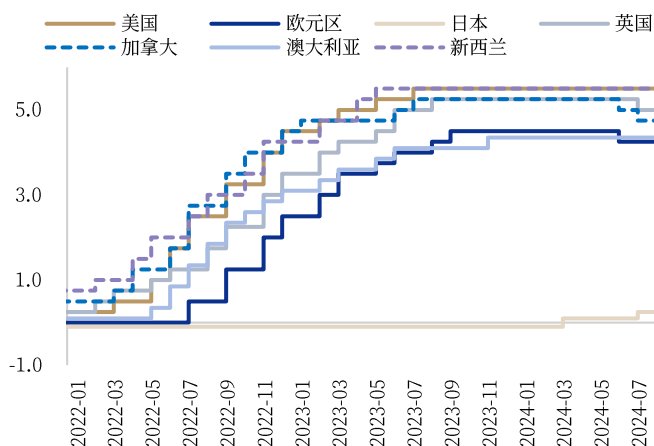
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：花旗经济意外指数（%）



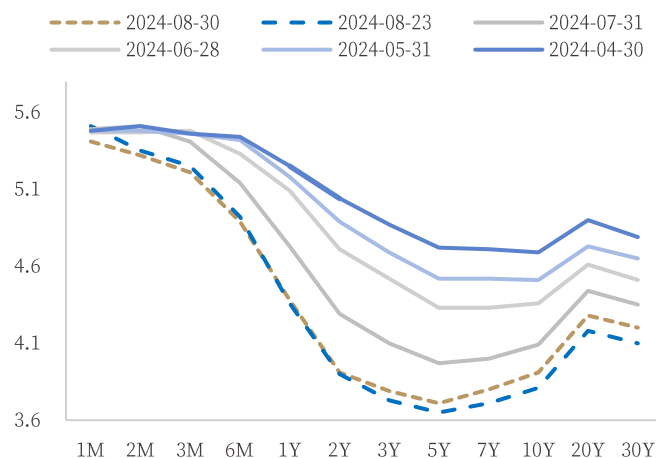
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：重要发达经济体政策利率变化（%）



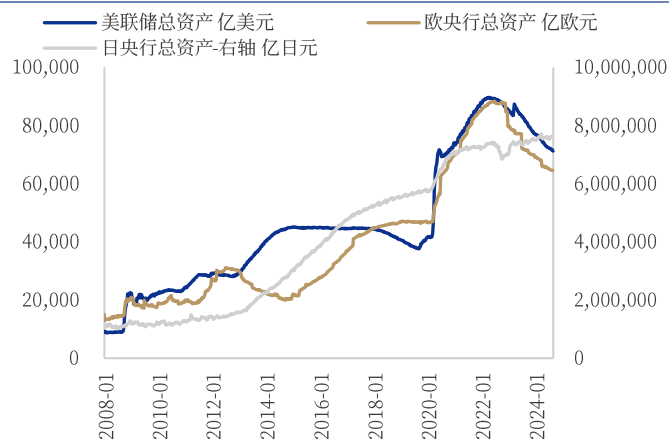
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：美国国债收益率曲线（%）



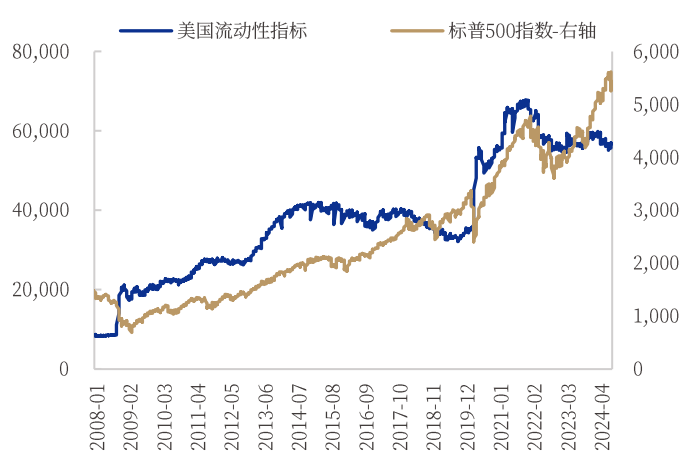
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：美欧日央行资产规模



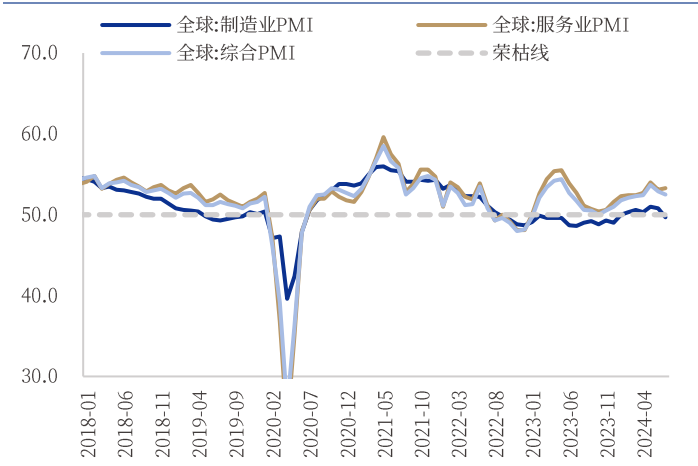
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：美联储流动性监测



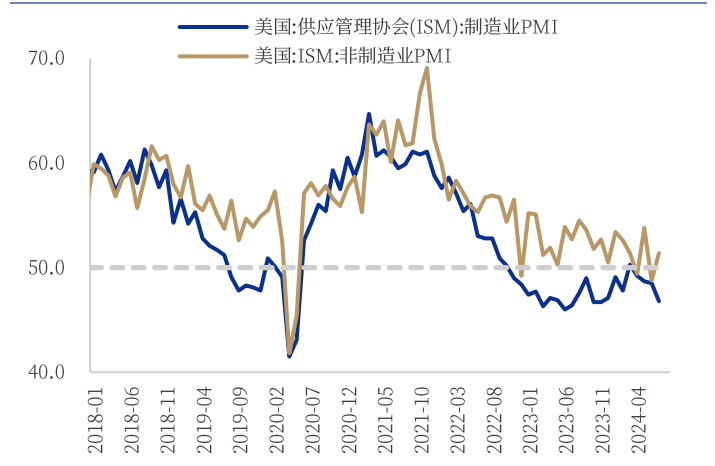
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7: 全球 PMI (%)



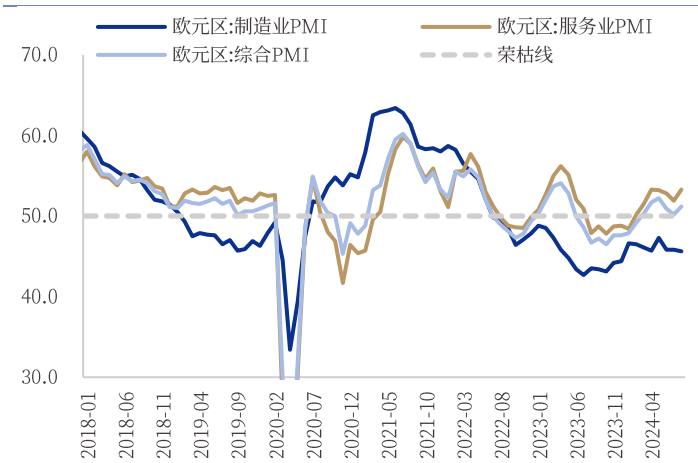
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 美国 PMI (%)



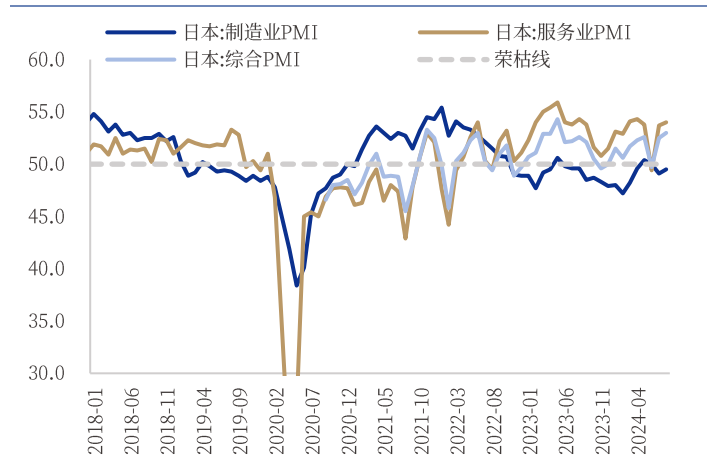
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 欧元区 PMI (%)



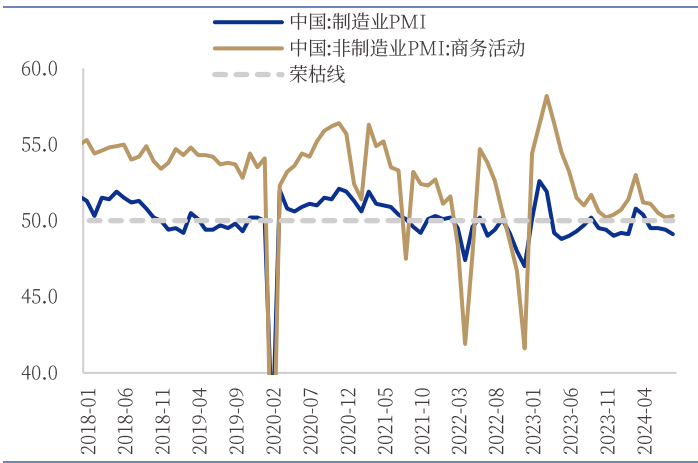
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 日本 PMI (%)



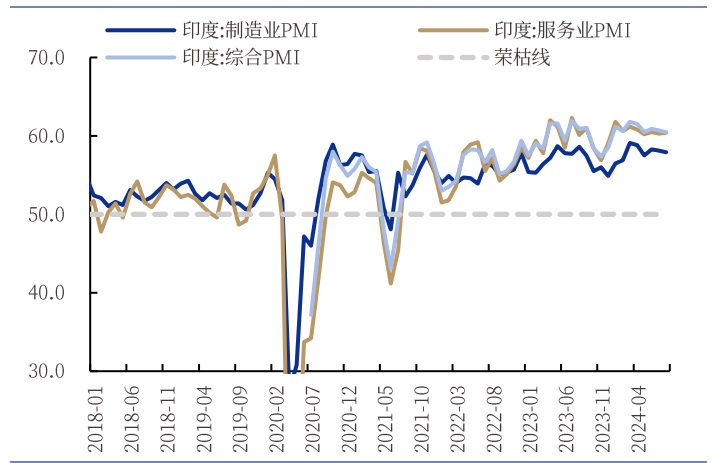
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 中国 PMI (%)



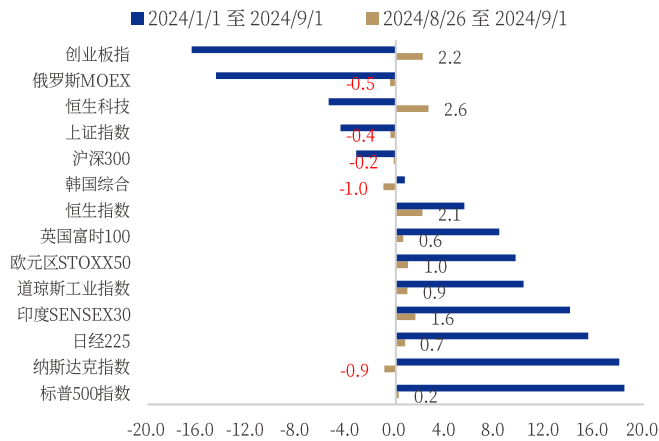
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 印度 PMI (%)



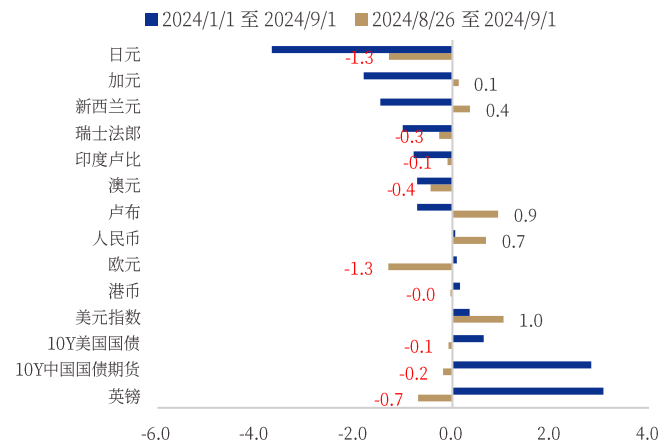
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



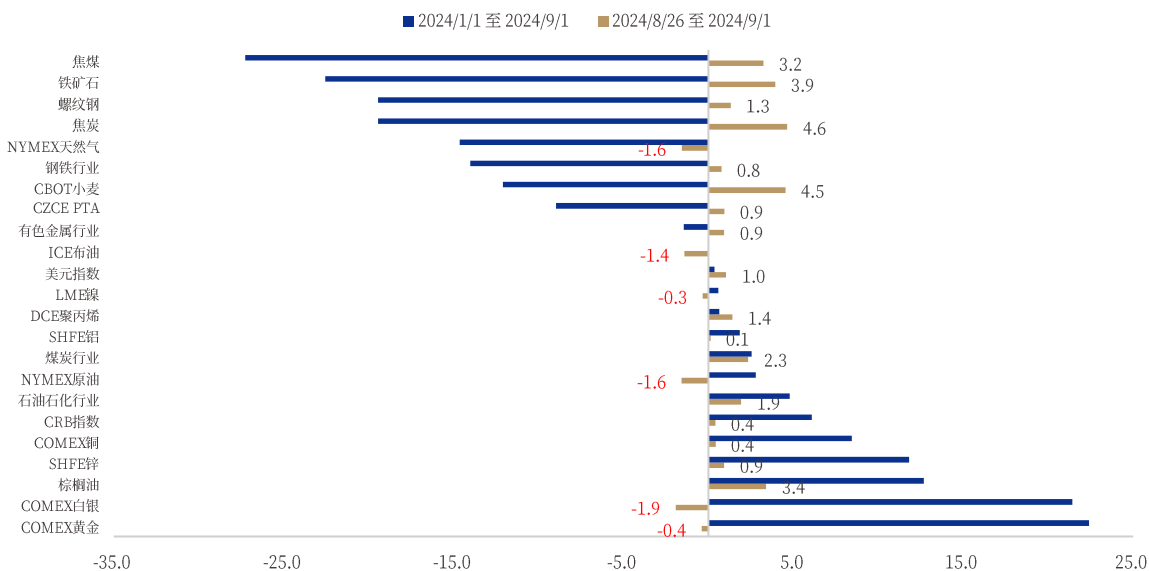
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、美国：通胀缓和、经济稳健，选情仍然焦灼

8月26日-9月1日当周，美国公布了7月个人消费支出、PCE通胀、二季度GDP修正值和失业金初请人数等数据，同时GDPNow也显示美国Q3的GDP预期增速在消费韧性下依然有望达到2.5%左右。虽然制造业和地产投资数据仍然偏弱，但美国消费和薪资的正向循环具有惯性，使短期衰退的担忧进一步消散，收益率曲线小幅抬升。数据方面，7月个人消费支出名义同比增速5.3%，实际增速2.8%，商品消费实际增速2.3%，服务增速3.0%，总体与GDPNow估计的2.6%左右的实际消费支出吻合。PCE通胀整体符合预期，7月名义通胀同比增2.50%，环比增0.16%；核心PCE通胀同比增2.62%，环比0.16%，可以令美联储对通胀继续向2%回落的信心继续加强。美国二季度GDP的环比折年率也从前值2.8%上修至3.0%，其中消费从2.5%上修至2.9%，投资和政府支出有所下调。其他调查类数据方面，咨商会消费者信心指数好于预期，密歇根大学消费者信心也有边际改善。整体来看，

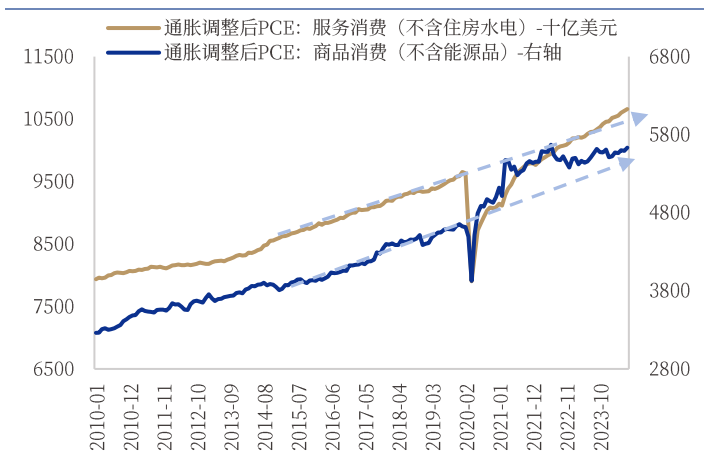
美国经济短期还在“通胀缓和、经济稳健”的软着陆道路上，这意味着市场短期偏乐观的降息预期仍有收敛的空间，美债收益率和美元指数也可能先上后下。

政治方面，虽然哈里斯在主要民调的均值中小幅领先 1% 左右，但其近期的采访和言论显示其基本继承了拜登政府政策，同时希望对大型企业和富人进行更大程度的加税，并未带来进一步的“惊喜”。在小肯尼迪支持特朗普的情况下，特朗普与哈里斯之间的差距并不明显，选情仍然焦灼。

首先，美国的消费相关数据韧性明显，年内出现明显衰退迹象的概率较低。实际个人消费者支出方面，7 月数据显示当月机动车辆和零部件环比改善，家具和家用设备、娱乐商品和其他耐用品支出同比增速偏强，使耐用品同比增速仍有 3.4% 左右，非耐用品为 1.75%。服务方面，支出增速较高的项目集中在交通运输（5.2%）、医疗护理（4.6%）、娱乐（3.6%）、以及非盈利机构对家庭服务消费支出（11.2%）。此外，美国二季度 GDP 中的消费也出现了明显上修，商品消费从前值 2.5% 上调至 3.0%，服务消费从前值 2.2% 上调至 2.9%，显示消费的表现现在薪资和其他收入的支持下依然稳健，是美国达成软着陆最大的“底气”。

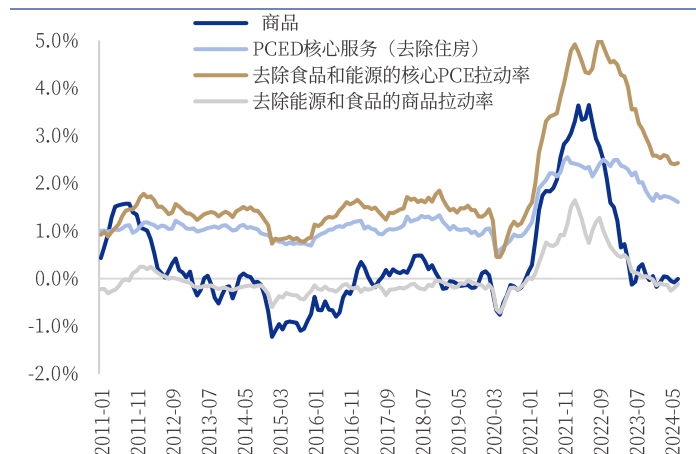
其次，美联储的双重目标中通胀进一步回落面临的阻力有限，劳动市场短期也不会出现显著弱化，“衰退交易”仍要等待失业率意外上行后才有望出现。7 月 PCE 通胀依然显示价格增速逐步回落的趋势保持，短期中枢可能在 2.5% 左右，环比在 0.2% 以内不易形成明显的价格压力。具体来看，商品继续维持通缩状态，同比增-0.02%，机动车、家具、娱乐商品等价格环比延续回落，而非耐用品中服装环比也进入负增长状态。服务方面，居住成本的环比增幅为 0.35%，仍高于领先指标指反映的区间，但同比缓慢下行的方向不会发生改变；核心服务方面，尽管居民的交运和医疗实际支出增长，但这两项的价格环比负增长，娱乐、食宿服务和金融保险等为 PCE 通胀的同比增速增加粘性。总体上，虽然四季度 PCE 也可能由于去年同期偏低的基数出现同比小幅回升，但其环比增幅仍与通胀向 2% 靠近的路径相符，因此美联储对货币政策的判断可能更多考虑劳动市场的边际变化。劳动数据方面，周度的失业金初请人数等暗示劳动市场没有出现显著弱化，不过需要注意的是失业金申领对非法移民和新移民的统计能力较差，可能会出现失业金申领稳定但失业率上行的状态。综合新增非农就业、家庭就业和季度就业与薪资普查（QCEW）的趋势考虑，劳动市场仍在继续弱化中，虽然短期不会进入衰退，但美联储在失业率继续抬升的背景下年内仍有 50-75BP 的降息空间。

图16：7月美国个人消费支出稳定支持经济增长



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图17：PCE 通胀整体还在缓慢回落，增强美联储降息信心



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图18: 美国二季度 GDP 的上修主要由消费带动, 商品和服务均有上调

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Jun-24	Mar-24	Dec-23	Jun-24	Mar-24	Dec-23	Jun-24	Mar-24	Dec-23
GDP	100	22.92	22.76	22.68	3	1.4	3.4			
个人消费支出	6872.51	15.76	15.64	15.59	2.9	1.5	3.3	1.95	0.98	2.2
商品	2381.79	5.46	5.42	5.45	3	-2.3	3	0.65	-0.51	0.67
耐用品	903.57	2.07	2.05	2.07	4.9	-4.5	3.2	0.37	-0.35	0.25
非耐用品	1482.56	3.40	3.38	3.39	2	-1.1	2.9	0.28	-0.15	0.41
服务	4501.45	10.32	10.25	10.16	2.9	3.3	3.4	1.3	1.49	1.54
国内私人投资总额	1849.10	4.24	4.16	4.12	7.5	4.4	0.7	1.31	0.77	0.15
固定资产投资	1794.83	4.11	4.08	4.02	3	7	3.5	0.53	1.19	0.61
非住宅投资	1478.15	3.39	3.35	3.31	4.6	4.4	3.7	0.61	0.59	0.5
建筑	285.90	0.66	0.66	0.65	-1.6	3.4	10.9	-0.05	0.1	0.32
设备	558.17	1.28	1.25	1.24	10.8	1.6	-1.1	0.52	0.08	-0.05
知识产权	632.94	1.45	1.44	1.42	2.6	7.7	4.3	0.14	0.41	0.23
住宅	335.09	0.77	0.77	0.74	-2	16	2.8	-0.08	0.59	0.11
私人库存变动	30.08	0.07	0.03	0.05				0.78	-0.42	-0.47
出口	1111.47	2.55	2.54	2.53	1.6	1.6	5.1	0.17	0.17	0.55
商品出口	748.69	1.72	1.71	1.71	1.3	-0.5	6.2	0.09	-0.04	0.45
服务出口	364.06	0.83	0.83	0.82	2.2	5.9	2.8	0.08	0.21	0.1
进口	1552.11	3.56	3.50	3.45	7	6.1	2.2	-0.94	-0.82	-0.3
商品进口	1288.83	2.95	2.90	2.85	7.8	6.5	1.3	-0.85	-0.71	-0.14
服务进口	265.34	0.61	0.60	0.60	3.6	4.3	6.2	-0.09	-0.11	-0.15
政府	1714.33	3.93	3.90	3.89	2.7	1.8	4.6	0.46	0.31	0.79
联邦政府	659.61	1.51	1.50	1.50	3.3	-0.2	2.4	0.21	-0.02	0.15
州和地方政府	1054.53	2.42	2.40	2.39	2.3	3	6	0.25	0.33	0.64

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 美国劳动市场的弱化并不主要来自于裁员, 供给是更重要因素



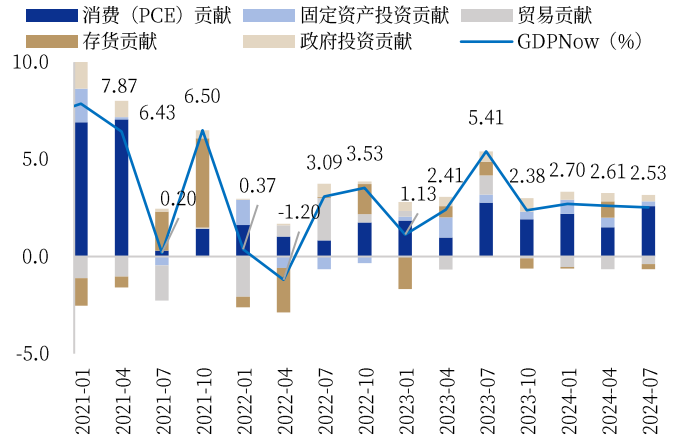
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美国经济周度指数 8 月 17 日为 1.86%左右 (%)



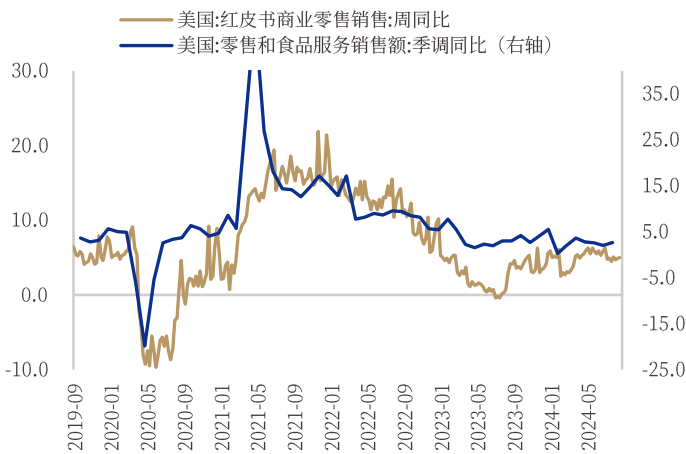
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图21: GDPNow 预测美国三季度实际经济环比折年增长 2.5%



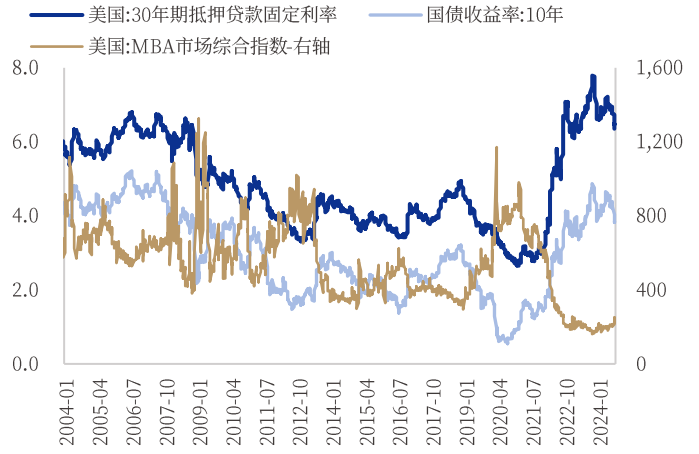
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图22: 美国红皮书商业零售显示名义商品消费有望在 2.5%左右 (%)



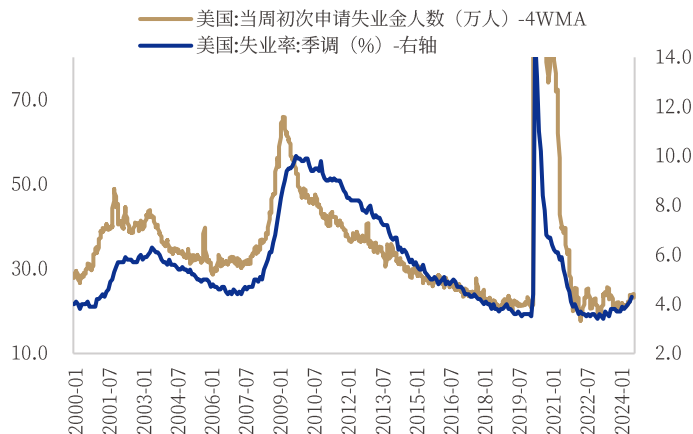
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 抵押贷款利率 8 月 29 日为 6.35%左右 (%)



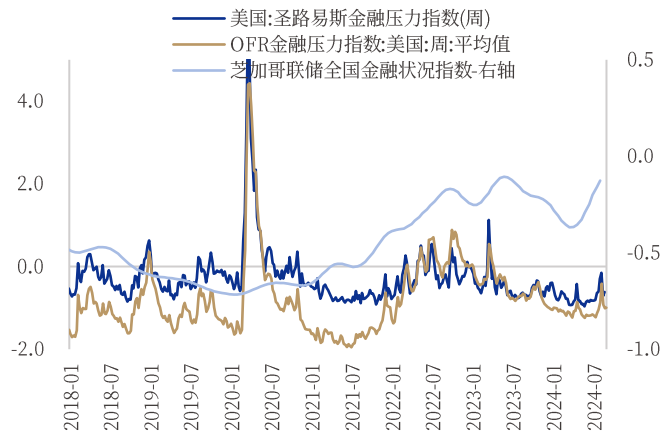
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 失业金初请人数 23.1 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 金融条件指数显示市场短暂紧张后再度趋于宽松



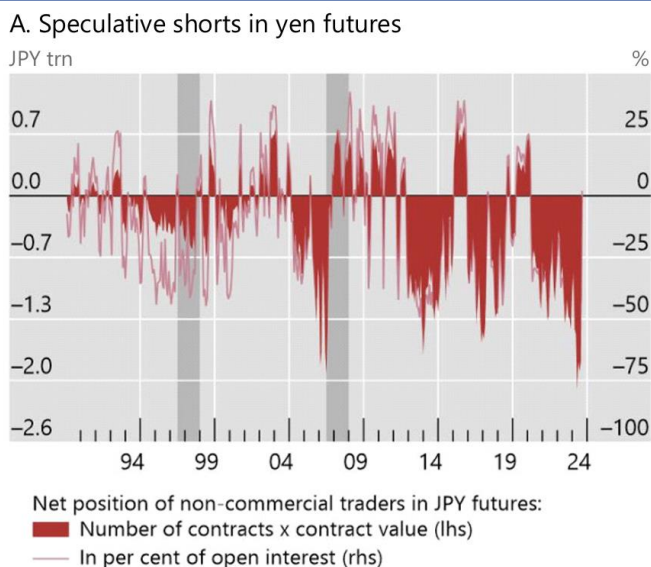
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、BIS 估算 8 月初套息交易逆转影响规模约 2500 亿美元

8 月初由美国科技巨头表现不及预期、美国衰退担忧增加以及美日利差收窄形成的动荡引发了以日元为首的套息交易和做空波动率交易平仓。国际清算银行 (BIS) 近期的研究显示 8 月初外汇套息交易的去杠杆影响规模保守估计约 2500 亿美元或 40 万亿日元, 此前低波动率环境下的杠杆行为逆转是市场动荡的重要原因。BIS 认为在市场短期恢复后, 令市场波动率上行的风险没有显著变动, 风险行为仍然偏多; 日元套息交易购买的非流动性资产去杠杆缓慢, 而部分杠杆行为正在恢复。

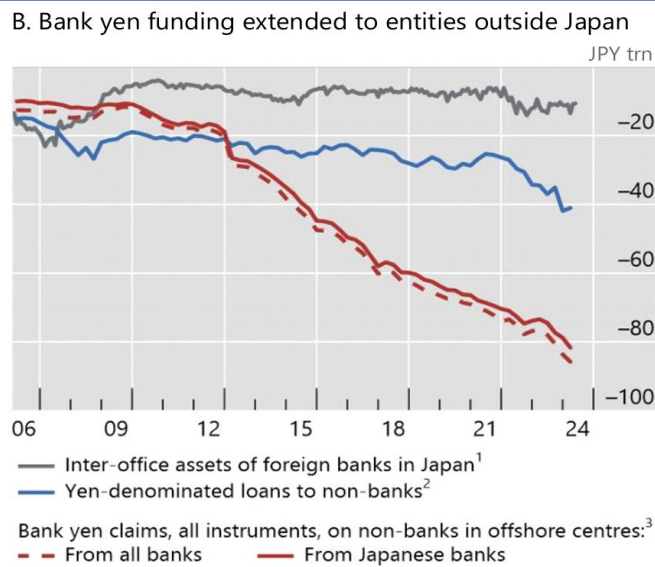
BIS 认为日元净空头只能反映杠杆套息交易行为的一小部分, 其规模约 140 亿美元左右, 远低于实际受到影响的资金规模, 场外交易的影响更大。通过 BIS 的场外交易 (OTC) 远期外汇掉期名义数据和机构换手比例 (turnover share) 等数据计算出的对冲基金投机规模上限可能有 1600 亿美元。而除了表外衍生品的头寸, 机构还可以通过表内方式增加套息交易杠杆。BIS 通过海外银行的日元借款的情况估计日元借款规模约 900 亿美元; 而对非银行部门的借款在 2024 年 3 月也达到 2500 亿美元左右。总体上, 日元相关套息的规模难以准确估量, 既要考虑资产负债表相关借款规模, 也要注意表外的资金行为; BIS 认为虽然 8 月初市场的短期失灵得到修正, 但套息交易相关的结构性因素和行为没有发生本质变化, 仍需注意相关风险。

图26: 日元的投机性非商业空头规模有限



资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

图27: 境外银行的日元借款规模巨大



资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

四、注意看什么？

9月2日至8日将公布8月劳动数据（新增非农就业和失业率等）、8月ISM制造业PMI等数据。在鲍威尔的 Jackson Hole 讲话后，劳动数据，特别是失业率的情况，将成为市场关注的核心。7月受到飓风等问题导致就业偏弱而临时性失业强于预期的局面在8月可能有所改善。我们预计（1）8月失业率难以从4.3%继续上升，大概率出现震荡，稳定至4.4%的自然失业率上方可能要等到四季度；（2）即使失业率的位置可以触发 Sahm 法则，其他劳动市场和经济数据显示美国短期并不会衰退，失业率的上行还是供给侧推动为主；（3）从新增非农和家庭就业的均值来看，劳动市场虽然缓慢弱化，但年内进入负增长概率很低，目前也没有单次降息 50BP 的必要。此外，尽管降息交易仍是主线，需要注意未来失业率继续走高和部分经济数据的边际弱化带来“衰退交易”的阶段性回归。

五、宏观日历

日期	事件或数据
9月2日（周一）	1. 欧元区8月制造业PMI终值
9月3日（周二）	1. 美国8月ISM制造业PMI
9月4日（周三）	1. 欧元区7月PPI月率 2. 欧元区8月服务业PMI终值 3. 加拿大至9月4日央行利率决定
9月5日（周四）	1. 美国至8月31日当周初请失业金人数 2. 美国至8月30日当周EIA原油库存
9月6日（周五）	1. 美国8月失业率 2. 美国8月季调后非农就业人口 3. 欧元区第二季度GDP年率终值
9月9日（周一）	1. 日本第二季度实际GDP年化季率修正值
9月10日（周二）	1. 德国8月CPI月率终值
9月11日（周三）	1. 美国8月季调CPI年率

	<ul style="list-style-type: none"> 2. 美国 8 月季调后 CPI 月率 2. 美国至 9 月 6 日当周 EIA 原油库存
9 月 12 日 (周四)	<ul style="list-style-type: none"> 1. 欧元区至 9 月 12 日欧洲央行存款机制利率 2. 美国至 9 月 7 日当周初请失业金人数 3. 美国 8 月 PPI 月率
9 月 13 日 (周五)	<ul style="list-style-type: none"> 1. 法国 8 月 CPI 月率 2. 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

六、风险提示

- (1) 美国经济和通胀加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对各国央行政策理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn