



9月降息 25BP 仍更为合适

——美国 8 月劳动数据解读

2024 年 9 月 6 日

- **新增非农就业低于预期，失业率如期回落至 4.2%，时薪增速反弹至 3.83%：**新增非农就业略低于预期，失业率符合预期，而薪资增速仍具有韧性，Sahm 法则的衰退预警继续触发。单位调查 (establishment survey) 方面，8 月新增非农就业 11.4 万个岗位，低于 16 万的市场预期；7 月和 6 月新增就业下修 8.6 万个。非农时薪增速好于预期，环比 0.40%，同比增速回升至 3.83%，环比三月均值保持 0.31%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从 7 月的 4.3% 下行至 4.2%，符合预期；劳动参与率保持 62.7%。兼职就业增加而全职就业减少，累计兼职工作人数同比增速升至 3.88%，累计全职工作人数同比增速降至 -0.76%。
- **失业率的边际回落主要是暂时性失业减少：**在鲍威尔的 Jackson Hole 表态后，失业率成为影响降息幅度的核心数据。其 8 月回落主要是失业人口回落 16.3 万人至 707.9 万人。从构成来看，失业率下行的 0.1% 基本由暂时性失业从 106.2 万人回落至 87.2 万人贡献，永久性失业人数仅增加 2.9 万人，这依然不符合短期陷入衰退的前兆。
- **Sahm 法则为何短期失灵？**失业中包含“新进入和再进入劳动力”两类，其占失业总数的比例在衰退前一般会出现下滑，这一方面是临时和永久失业大幅增加所致，另一方面经济下滑后“新进入和再进入劳动力”代表的劳动供给也相应减少，但需求侧下滑更快最终引发衰退。本次失业率上行并不符合上述规律，“新进入和再进入劳动力”人群占总失业人群比例没有明显降低，而临时和永久失业占总失业的比例也没有同过往衰退一样明显上行，这也是即使 Sahm 法则触发，经济短期也不会进入衰退的重要原因。虽然本次短期“失灵”，Sahm 法则 8 月仍达到 0.57%，继续提供衰退预警。我们仍认为 NBER “衰退”需要综合工业生产、商品和服务消费、实际收入以及就业等指标综合判断；Sahm 法则也曾在 1969 年 9 月和 1976 年 10 月失灵过，不宜因为统计规律性指标忽视其他有韧性的经济数据提供的信号。
- **劳动市场的弱化需要美联储连续降息，但单次 50BP 尚无必要：**劳动供给超过需求的过程仍偏缓慢，劳动市场短期依然难以快速进入衰退，这对应着货币政策还是“预防性”为主。
(1) 10 万左右的新增就业处于偏弱状态，但是比以往衰退前期商品就业负增长、服务就业接近零增长的状态仍有显著的距离。(2) 8 月薪资增速环比再度回升，工时也边际改善，这表明需求的弱化并不显著。(3) 从家庭就业总人数变化来看，8 月家庭就业环比增加 16.8 万人，与非农就业的均值约 15.5 万人，同样具有一定韧性。美联储对劳动市场下行风险的重视程度已经超过对通胀的担忧，其弱化表明年内三次降息有必要。不过，考虑到经济短期不易衰退、货币政策的见效需要更长时间才能阻止劳动市场下行、美联储仍在引导软着陆预期以及单次大幅降息反而可能引发市场恐慌，我们认为 2024 年应降息 3 次，每次 25BP。
- **市场加强降息预期，“衰退交易”仍可以穿插进行：**不同资产交易方向分化，美债收益率小幅回落，美元指数回升，美股显著下跌。CME 联邦基金利率期货显示交易者最终仍认为 9 月 25BP 降息概率更高，但对 11 和 12 月的降息幅度均提升至 50BP，年内累计 125BP。美国国债收益率最终小幅回落，两年期降 9.7BP 至 3.657%，十年期降 2.1BP 至 3.713%，结束了 2Y 与 10Y 的倒挂。美元指数下行后反弹至 101.1830。美国三大股指集体大跌，纳指跌 2.55% 至 16690.83，标普 500 跌 1.78% 至 5408.42。伦敦黄金上行后回落，收 2497.09 美元/盎司。资产的变动方向整体反映市场对美国经济下行和“抗衰退”式降息的担忧加剧，虽然 8 月的劳动数据还不足以使十年期美债收益率大幅降低，但美股对经济弱化的敏感度明显上行。在失业率继续上升的背景下，“衰退交易”可能穿插在“降

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070003

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

1. 美国劳动市场大幅下滑的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

息交易”的主线中进行；在美国大选 11 月尘埃落定前，美股的波动率将放大，但回调后考虑到经济短期“软着陆”仍可以注意相关机会；美债收益率和美元有进一步下行空间。

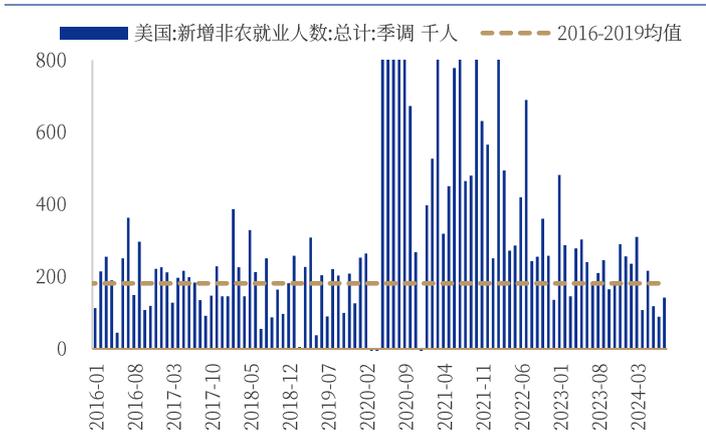
一、 劳动市场 8 月继续缓慢弱化， 衰退尚有距离

美国劳工数据局 (BLS) 9 月 6 日公布了 2024 年 8 月劳动数据, 新增非农就业略低于预期, 失业率符合预期, 而薪资增速仍具有韧性, Sahm 法则的衰退预警继续触发。单位调查 (establishment survey) 方面, 8 月新增非农就业 11.4 万个岗位, 低于 16 万的市场预期和 2016-2019 年新增就业均值 18.1 万; 7 月新增就业从 11.6 万个岗位下修至 7.4 万个, 6 月从 17.9 万个下修至 9.7 万个。非农时薪增速好于预期, 环比 0.40%, 同比增速回升至 3.83%, 环比三月均值保持 0.31%。

家庭调查 (household survey) 方面, 失业率从 7 月的 4.3% 下行至 4.2%, 符合预期; 劳动参与率保持 62.7%, 55 岁及以上参与率略回升至 38.6%, 25-54 岁参与率略降至 83.9%。兼职就业增加而全职就业减少, 累计兼职工作人数同比增速升至 3.88%, 累计全职工作人数同比增速降至 -0.76%。

7 月份的劳动数据在新增就业、失业、薪资等方面出现了全面的超预期弱化, 但当月飓风的影响以及暂时性失业意外上升等并非持续性因素。尽管 8 月新增非农就业弱于预期且前值下修, 但整体来看美国劳动市场的弱化仍是缓慢的, 且以供给侧因素为主, 短期并不会显著削弱居民的消费能力。虽然如此, 未来失业率继续上行的趋势仍较为确定, 美联储仍有连续降息的理由, 但 9 月即大幅降息 50BP 目前来看尚无必要, 2024 年美国逃逸衰退的概率仍较高: (1) 从市场最为担忧的失业率来看, 失业率本次的回落印证了“暂时性失业”不会持续的猜想, 回落的 0.1% 基本都来自该项, 从结构上看导致失业率上行的核心力量仍是进入劳动市场的供给, 需求端的弱化持续但并不显著, 从薪资的相对粘性上也依然可以看出。(2) 占可支配收入 55%-60% 左右薪资指标仍保持稳定, 工时也未明显缩短, 这表明 2024 年内居民消费维持稳定难度不大, 消费的环比折年增速仍可在 2% 左右。(3) 美国的财政赤字依然“反常”, 继续支持总需求。(4) 出现边际弱化的制造业和地产不论是就业占比还是对 GDP 的影响均较低, 在消费尚可的情况下难以将经济整体拖入衰退。因此, 维持“降息交易”主线中“衰退交易”穿插出现的判断, 且“衰退交易”更易在公布制造业 PMI 和失业率数据的上半个月发生。

图1: 新增非农就业继续弱化



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图2: 劳动参与率回升, 55+参与率低位, 劳动供给将增加失业 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

8 月劳动市场延续弱化的状态依然支持美联储年内连续降息, 虽然年内达成“软着陆”概率不低, 但经济未来的下行风险已经不容忽视。在鲍威尔于 Jackson Hole 会议中确认“保就业”为核心目标后, 劳动市场因无法持续吸纳移民等供给带来的失业率上行意味着年内三次降息概率很高。同时, 在美联储期望引导经济软着陆, 消费和政府支出并不弱的情况下, 单次 50BP 的降息不仅短期收效有限, 还可能造成市场进一步的恐慌。我们认为年内降息 3 次、每次降息 25BP 目前看仍是更好的选择。本月劳动数据需要注意:

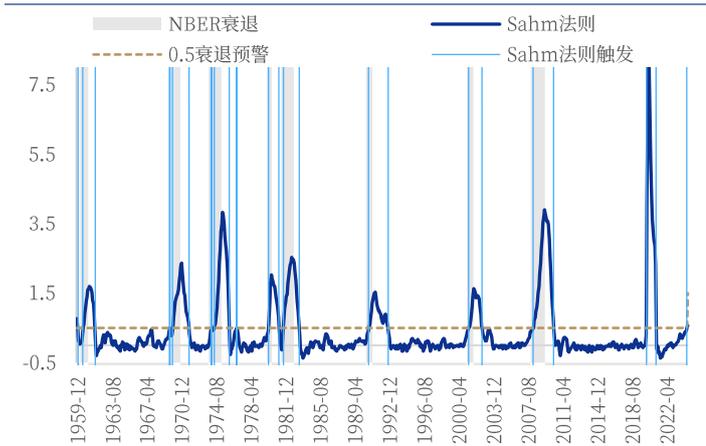
(1) 新增非农就业弱于预期, 前两个月亦累计下调 8.6 万个岗位, 服务就业虽然环比改善但仍在偏弱位置, 3 月非农就业均值从前值 14.1 万个降低至 11.6 万个, 这表明劳动市场在目前利率和经济扩

张水平上继续下行的方向较为确定。本月统计的兼职就业回升，这也帮助了新增就业的环比改善，同时反映更多从事兼职就业的移民在此前可能夸大了劳动市场的韧性。总体来看，劳动市场需求侧缓慢放缓，供给侧持续攀升的格局维持，但这一供给超过需求的过程仍偏缓慢，劳动市场短期依然难以快速进入衰退，这对应着货币政策还是“预防性”为主。首先，10万左右的新增就业处于偏弱状态，但是比以往衰退前期商品就业负增长、服务就业接近零增长的状态仍有显著的距离。其次，8月薪资增速环比再度回升，工时也边际改善，这表明需求的弱化并不显著。从家庭就业总人数变化来看，8月家庭就业环比增加16.8万人，与非农就业的均值约15.5万人，同样具有一定韧性。因此，就业数据传递的信号时劳动市场需要降息以防止下滑，但其远没有达到临近衰退的状态，并不需要特别大幅的单次降息。

(2) 名义时薪增速环比回升，同比超出预期，亦是劳动市场粘性的印证，其年末同比增速预计仍在3.5%上方，因此年内居民消费难以失速，经济也不会陷入衰退。8月名义非农时薪三个月环比均值依然高达0.31%，近几个月变化不大，因此年末增速还是大概率在3.5%以上。从周期角度考虑，薪资是典型的滞后指标，其韧性不意味着劳动市场没有明显的弱化，但名义薪资的高增速在通胀已经显著回落的情况下可以边际支持作为GDP支柱的消费。在消费年内不大幅走弱，投资亦难以进入大幅负增长的状态下，单次50BP降息必要性也不高。

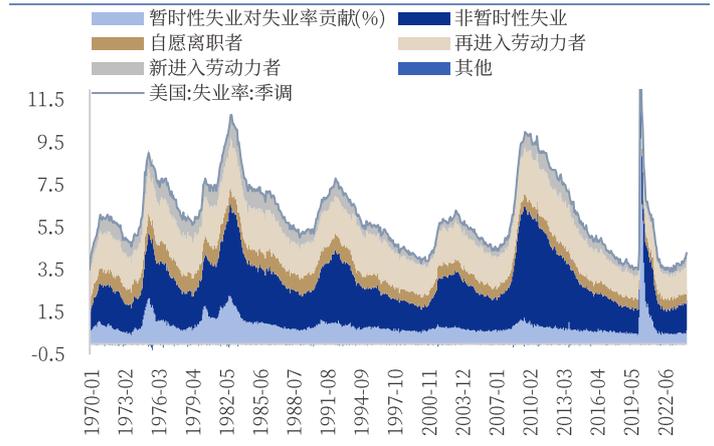
(3) 失业率边际回落至4.2%，符合预期，但依然持续触发Sahm规则的衰退预警，其为阿里大方向仍然是继续震荡上行。失业率8月回落主要是失业人口回落16.3万人至707.9万人，劳动力人口当月的小幅上升依然是使失业率下行的力量。从构成来看，失业率下行的0.1%中基本是由暂时性失业从106.2万人回落至87.2万人贡献，永久性失业人数仅增加2.9万人，这依然不符合短期陷入衰退的前兆。

图3: Sahm 法则警示经济进入衰退，但经济实际并未衰退 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图4: 失业率贡献拆解显示 8 月暂时性失业回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

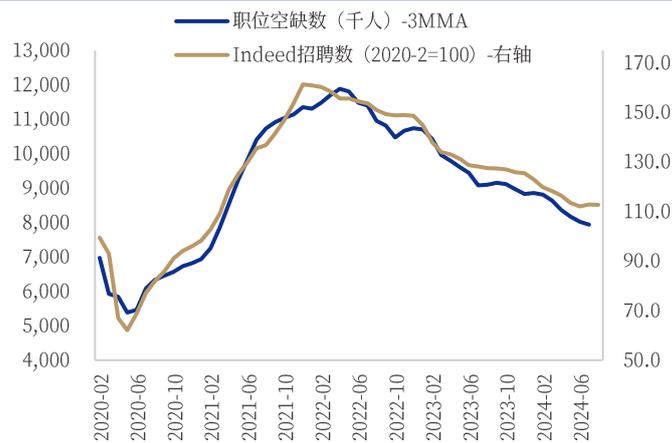
失业率的细分数据也可以佐证失业更多是供给侧推动，需求下滑尚不严重：失业中包含“新进入和再进入劳动力”两类，其占失业总数的比例在衰退前一般会出现下滑，这一方面是临时和永久失业大幅增加所致，另一方面经济下滑后“新进入和再进入劳动力”代表的劳动供给也相应减少，但需求侧下滑更快最终引发衰退。本次失业率上行并不符合上述规律，“新进入和再进入劳动力”人群占总失业人群比例没有明显降低，而临时和永久失业占总失业的比例也没有同过往衰退一样明显上行，这也是即使Sahm法则触发，经济短期也不会进入衰退的重要原因。虽然本次短期“失灵”，Sahm法则8月仍达到0.57%，继续提供衰退预警。我们仍认为NBER“衰退”需要综合工业生产、商品和服务消费、实际收入以及就业等指标综合判断；Sahm法则也曾在1969年9月和1976年10月失灵过，不宜因为统计规律性指标忽视其他有韧性的经济数据提供的信号。

图5：实际失业人数导致失业率上行的比例并未明显增加（%）



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

图6：未来职位空缺数的降低可能缓和

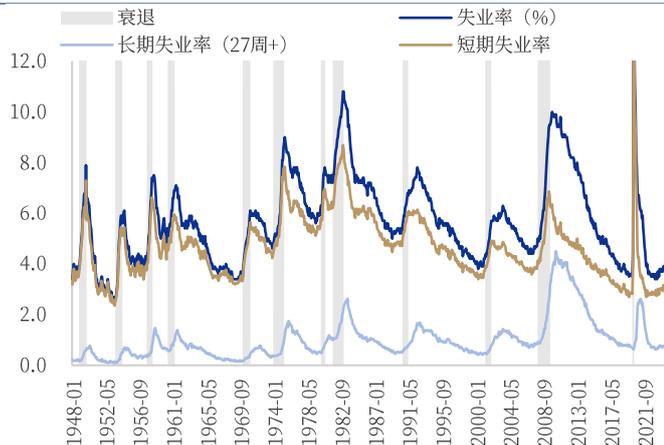


资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

(4) 从供需考虑，7月职位空缺数降低至793.8万人，整体下行趋势继续；由失业率和职位空缺率构成的贝弗里奇曲线已经进入疫情前范围，也支持失业率未来继续上升。JOLTs显示裁员导致的离职人数没有显著上行。供给方面，劳动参与率不弱，移民供给还在增加，非本地出生劳动人口8月上行至3204.9万人，未来预计在需求弱化的情况下抬升失业率。8月平均周工时降低34.3小时，略有回升。总体上，供需缺口的收窄有所加速。

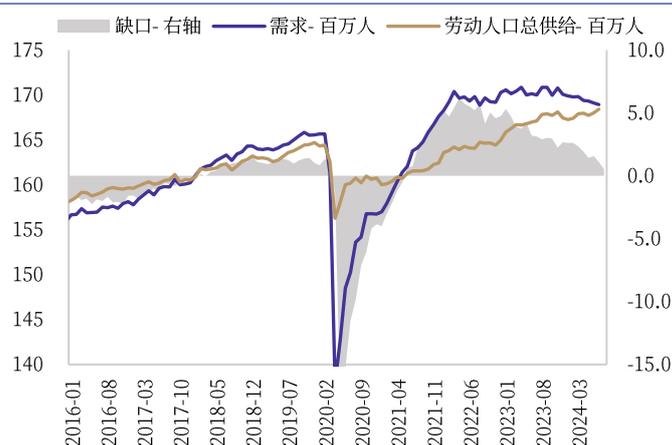
(5) 综合来看，劳动数据8月传递的信号还是其将延续弱化，失业率未来继续上行，年内出现衰退的风险依然较低，软着陆还是基准假设。美联储对劳动市场下行风险的重视程度已经超过对通胀的担忧，其弱化表明年内三次降息有必要。不过，考虑到经济短期不易衰退、货币政策的见效需要更长时间才能阻止劳动市场下行、美联储仍在引导软着陆预期以及单次大幅降息反而可能引发市场恐慌，我们认为2024年应降息3次，每次25BP。“衰退交易”在制造业PMI和失业率公布的月初仍会阶段性出现。

图7：失业率延续上行，仍以短期失业为主



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图8：粗略劳动市场缺口7月显著降低



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

市场在劳动数据公布后加强了2024年的降息的预期，不同资产交易方向分化，美债收益率小幅回落，美元指数回升，美股显著下跌。CME联邦基金利率期货显示交易者最终仍认为9月25BP降息概率更高，但对11和12月的降息幅度均提升至50BP，年内累计125BP。美国国债收益率最终小幅回落，两年期降9.7BP至3.657%，十年期降2.1BP至3.713%，结束了2Y与10Y的倒挂。美元指数下行后反弹至101.1830。美国三大股指集体大跌，纳指跌2.55%至16690.83，标普500跌1.78%至5408.42。伦敦黄金上行后回落，收2497.09美元/盎司。资产的变动方向整体反映市场对美国经济下行

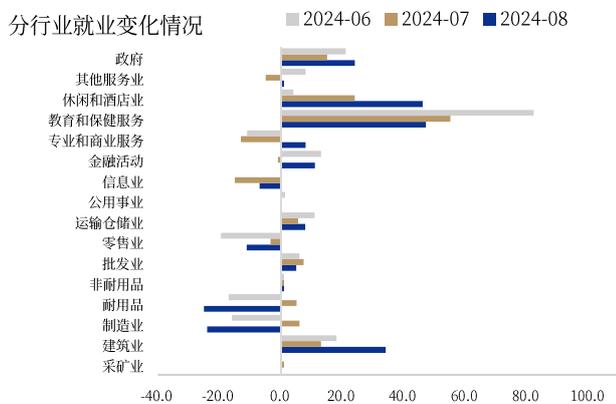
和“抗衰退”式降息的担忧加剧，虽然 8 月的劳动数据还不足以使十年期美债收益率大幅降低，但美股对经济弱化的敏感度明显上行。我们仍认为在失业率继续上升的背景下，“衰退交易”可能穿插在“降息交易”的主线中进行；在美国大选尘埃落定前，美股的波动率将放大，但回调后考虑到经济短期“软着陆”仍可以注意买入机会；美债收益率和美元有进一步下行空间。

二、非农商品就业弱势，服务仍有韧性；家庭就业增长

新增非农就业岗位的结构方面，商品生产相关的就业低位震荡，服务和政府就业环比 7 月改善；新增岗位的恢复可能与兼职就业回升有关。新增的 14.2 万个岗位中，商品生产增加 1.0 万个，建筑业增长 3.4 万个，制造业减少 2.4 万个。8 月份制造就业依然延续偏弱状态，结合美国两类制造业 PMI 来看，8 月制造业表现继续低于预期，就业环比改善但新订单延续下滑，高利率持续遏制产需的恢复。此外，需要注意在近期地产营建许可偏低而完工上行的情况下，建筑业就业也可能在未来下滑。服务生产增 10.8 万个，7 月前值下修至 5.4 万个，存在供需缺口的低技能服务行业仍在贡献新增就业，这与 ISM 非制造业 PMI 整体具有韧性的情况匹配。政府部门多增 2.4 万个岗位，并不算弱。剔除政府影响后，私人非农就业新增 11.8 万个岗位，显示出就业疲态，但距离衰退仍有距离。全部非农就业三个月均值从上月的 14.1 万个略升至 11.6 万个。

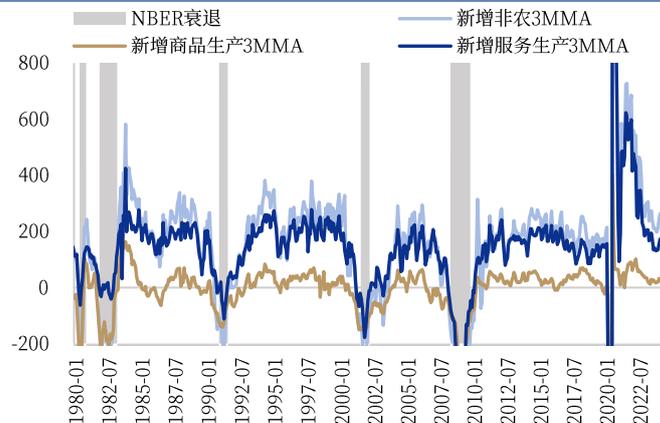
私人部门中新增岗位较多的行业有教育和保健服务业 4.7 万个、休闲和酒店业 4.6 万个、建筑业 3.4 万个和金融活动业 1.1 万个；当月新增就业减少的行业有零售业、公用事业和信息业。以新增非农就业作为商业周期的信号，商品生产新增就业三月均值降低至 1.07 万人，而服务业三月均值下降至 8.57 万人左右，离-5 万的衰退阈值还有很大距离。结合劳动市场同步指标 CEI 来看，其数值在非农就业下后就降至 2.38%附近震荡，达到 2.5%左右的衰退阈值，表明美联储降息的紧迫性上行。

图9：各行业新增就业人数变化（千人）



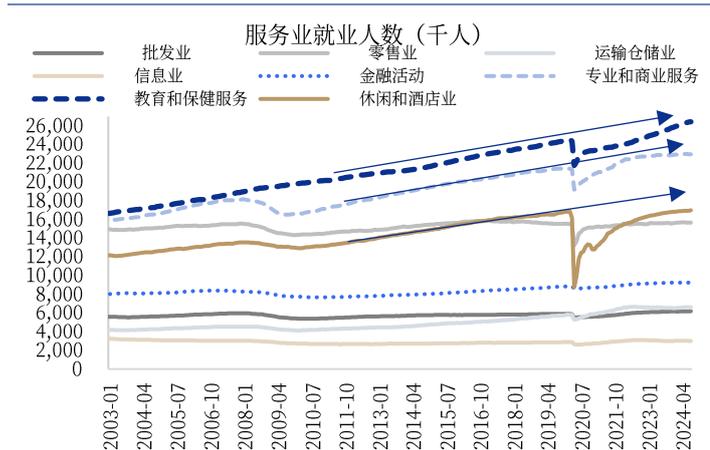
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：新增就业3个月移动平均下行（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11: 服务业就业变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 非农就业每周平均工时 (小时)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

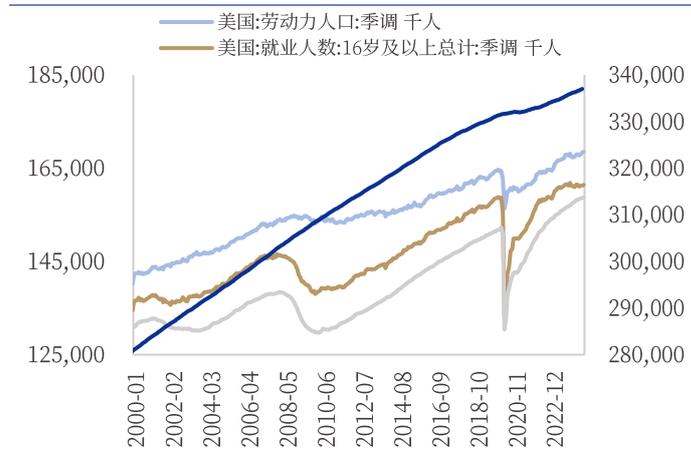
8 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速放缓至 4.27%，当月总计 2826 万人，比上月增加 52.7 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速-0.76%，当月总计 1.3325 亿人，比上月减少 44.8 万人。8 月家庭调查和非农就业依然存在分歧，但兼职就业人数的回升利于新增非农岗位增加。考虑到两个序列对（非法）移民不同的统计能力，8 月家庭调查与企业（非农）调查均值约 15.5 万人，可能能反映劳动市场的实际情况。不过，需要注意的兼职就业中因经济下行不得不进行兼职的比例有所增加，这也印证美国经济面临的下行风险增大。失业率方面，临时和永久失业的比重并不高，劳动市场的弱化虽然持续，但 2024 年内带动经济进入衰退的风险有限。

图13: 兼职就业中因经济不加被迫兼职的比例开始上行



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图14: 劳动总量数据显示，家庭和企业调查的差距依然较大



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、薪资环比回升，年内可以拉动消费和 GDP

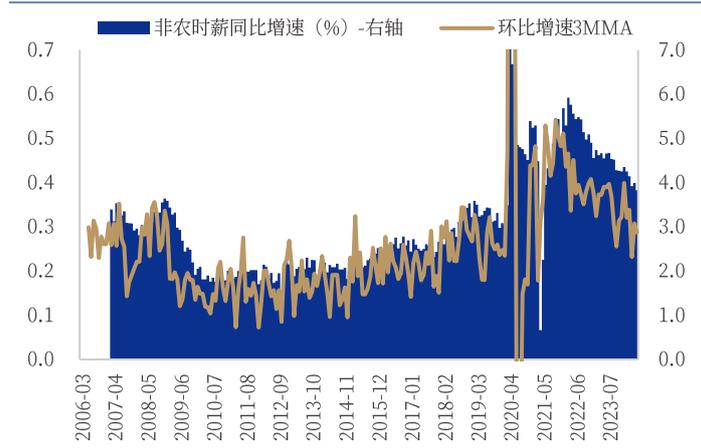
8 月时薪环比与同比增速均回升，7 月薪资环比增速未下调，三月均环比增长从前值 0.306% 回升至 0.314%，反映薪资增长依然具有黏性，这也不符合常规衰退期间的特征。从当前的数据来看，时薪同比增速年内可能维持在 3.5% 上方，对通胀压力相对有限的同时利于美国消费保持韧性，美国居民实际薪资收入的稳定阻止需求侧出现显著下滑，奠定美国 2024 年软着陆的基础。不过作为滞后经济指标，薪资的韧性并不会在失业率上行的期间阻碍“衰退交易”出现。

图15: 薪资增速大方向仍是回落



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图16: 美国非农时薪增速

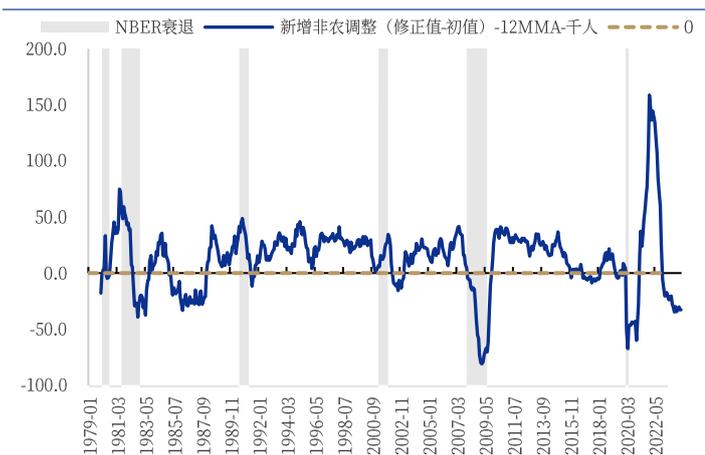


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

具体来看, 8月私人部门非农工资同比增速反弹至3.83%, 环比增速0.40%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.72%和0.33%, 服务业为3.61%和0.43%, 其中商品生产薪资环比改善受到建筑业和制造业带动。从细项来看, 同比增速最快的行业为耐用品制造业的5.97%、金融活动业的4.56%、运输仓储业的4.41%, 建筑业的4.35%和专业与商业服务业的4.30%。环比薪资方面, 增速居前的有公用事业、信息业、零售业、金融活动业和非耐用品生产业等, 当月没有薪资环比负增长的行业。2024年一季度薪资环比增速目前为0.339%, 二季度为0.287%, 三季度目前为0.31%, 弱化并不明显。除严重衰退期间, 非农薪资环比难以长期低于0.2%, 薪资不会过快恶化, 对美国经济的支撑依旧。

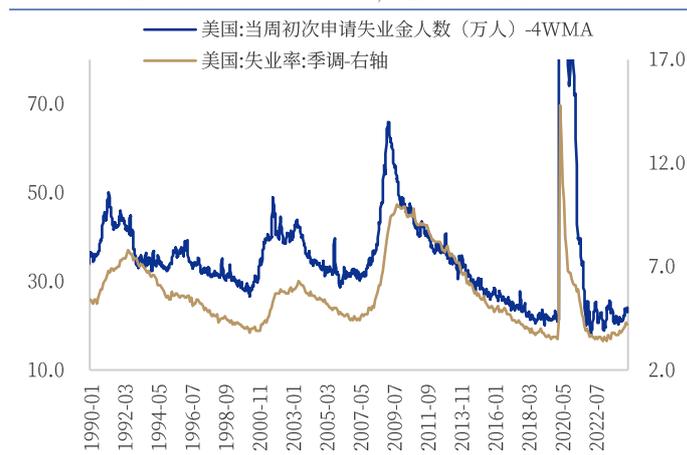
四、非农就业继续下修, 领先指标没有显著弱化

图17: 非农就业整体仍是下修趋势



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图18: 失业金初请人数领先于失业率, 近期相对稳定 (右轴%)



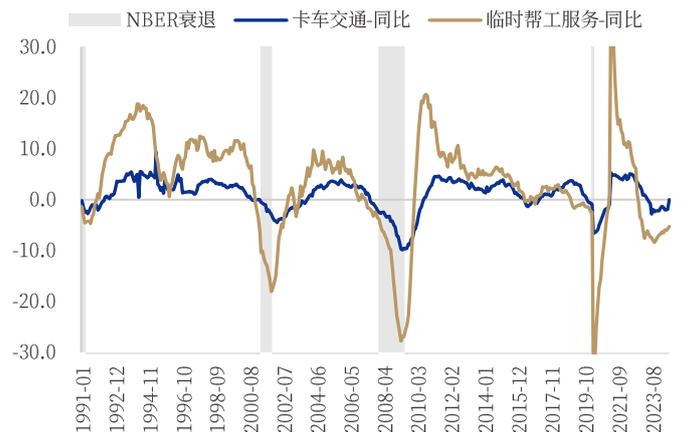
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19：市场增强年内降息预期，认为可能出现单次 50BP 降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18										0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	70.0%
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	53.5%	28.9%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	42.7%	36.3%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	26.1%	39.8%	23.8%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.2%	30.5%	34.7%	17.7%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	11.8%	29.8%	34.5%	18.3%	3.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.8%	24.1%	9.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.5%	4.3%	15.1%	27.7%	28.9%	17.2%	5.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.2%	1.7%	7.8%	19.1%	28.0%	25.1%	13.4%	4.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME, 中国银河证券研究院

图20：卡车交通就业和临时帮工增速均回升（%）



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- (1) 美国劳动市场大幅下滑的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 劳动市场不同统计序列和方式存在误差的风险

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。

于金潼：宏观分析师

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