

## 美国经济衰退：是与否

### 投资要点：

2023年以来美国经济韧性较强，市场担忧的经济衰退迟迟未至，构成海外最大的预期差之一。究其原因，居民和政府部门均超出预期，一方面劳动力市场仍偏紧、薪资增速不低，居民资产负债率较低、对利率仍相对钝化，叠加美股和房地产的正向财富效应，居民消费韧性较强。另一方面，政府部门托底效果突出，前期的《基建法案》形成实物投资+6月两党就债务上限阶段性达成共识后，美国财政整体支出强度相对较大，而《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》直接对制造业投资提供补贴，为企业部门投资带来支撑。

往后看，2024年美国经济继续下行仍是大概率事件，但“软着陆”可能性持续提升，离衰退相对较远。具体而言：（1）强劲劳动力市场+超额储蓄贡献下，短期消费仍有韧性，但随着劳动力市场走弱+超额储蓄耗尽，2024Q2开始压力或凸显；（2）美联储加息对企业贷款的抑制较为明显，企业端融资需求或持续承压，居民信贷仍相对偏强，但后续仍在下行通道；（3）库存周期视角看，截至目前美国去库已超过1年，但按历史经验看，本轮库存周期见底或在明年二季度，2022Q4-2022H1或继续构成拖累项，补库拐点仍需等待；（4）2024大选年美国财政受党争掣肘，财政支出力度大概率减弱，对经济托底效应同样边际走弱。而上述基准判断的下行风险在于高利率下信用收缩超预期+劳动力市场快速恶化，消费端明显降速，上行风险在于财政支出力度超市场预期、重复年初以来叙事。

对于美联储而言，11月议息会议维持利率按兵不动，三季度较强的经济韧性使得美联储表态偏谨慎，降息交易仍需时日。美联储焦点仍在美国经济走势，而Q4美国经济大概率放缓但不至于失速，对应美联储大概率维持高利率环境，从此前的“higher for longer”转向“high for longer”。降息交易仍需等待更明确的经济下行信号。

风险提示：一是美国经济数据大幅低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国政府关门风险等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号：S0210523060003  
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号：S0210523060002  
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号：S0210523060006  
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《从历史视域看当下美国高利率》 — 2023.10.24
- 2、《欧美持续高利率影响展望》 — 2023.10.19
- 3、《美国就业市场正在趋于平衡——美国9月非农就业数据点评》 — 2023.10.08

## 正文目录

1	美国经济韧性较强，衰退迟迟未至.....	3
1.1	薪资增长+资产负债率较低+财富效应，居民消费韧性超预期.....	4
1.2	偏宽财政+产业政策带动下，政府托底效果突出.....	6
2	后续大概率延续下行，但离衰退仍相对较远.....	7
2.1	消费端短期无虞，2024Q2 开始压力或凸显.....	8
2.2	高利率抑制虽迟但到，企业贷款已明显承压.....	9
2.3	去库周期尚未走完，补库仍需等待.....	10
2.4	大选年财政易受掣肘，后续财政发力边际减弱.....	11
3	美联储仍处观察期，降息交易为时尚早.....	12
4	风险提示.....	13

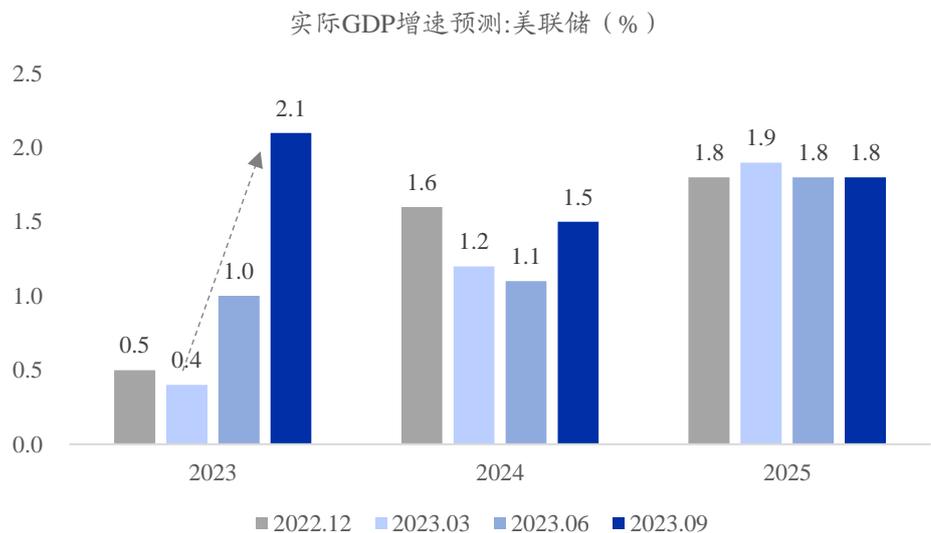
## 图表目录

图表 1:	年初以来美联储两次上调全年经济增速预期.....	3
图表 2:	7 月以来彭博美国经济衰退概率边际走低.....	4
图表 3:	美国失业率处于偏低水平，职位空缺率仍高于疫前.....	4
图表 4:	美国居民部门资产负债率处于偏低水平.....	5
图表 5:	股票和地产带动下，23H1 美国居民部门总资产增长 5.3%.....	5
图表 6:	美国政府消费及投资对 2023 年美国 GDP 有明显拉动作用.....	6
图表 7:	2021 年底开始制造业建筑支出大幅扩张.....	7
图表 8:	主流机构预计 2024 年美国经济增速下台阶但不至于失速.....	7
图表 9:	美国居民超额储蓄耗尽最早或在 2024Q1.....	8
图表 10:	截至 2023M9，个人储蓄率已低于疫情前水平.....	8
图表 11:	截至 2023H1，工商贷款需求在底部徘徊.....	9
图表 12:	截至 2023M8，消费信贷仍在向下但维持正增.....	9
图表 13:	历史经验上美国房贷利率领先房地产销售，但 2023 年以来有所背离.....	10
图表 14:	截至 2023M8，批发商库存已经降至负增区间.....	11
图表 15:	90 年代以来的美国库存周期统计.....	11
图表 16:	2024 年美国财政赤字率或边际收窄.....	12
图表 17:	2024 年美国财政政策对实际 GDP 拉动或边际转弱.....	12
图表 18:	11 月和 9 月议息会议利率决议文本对比.....	13
图表 19:	CME 利率期货显示市场预期美联储最早或 2024 年 6 月降息.....	13

## 1 美国经济韧性较强，衰退迟迟未至

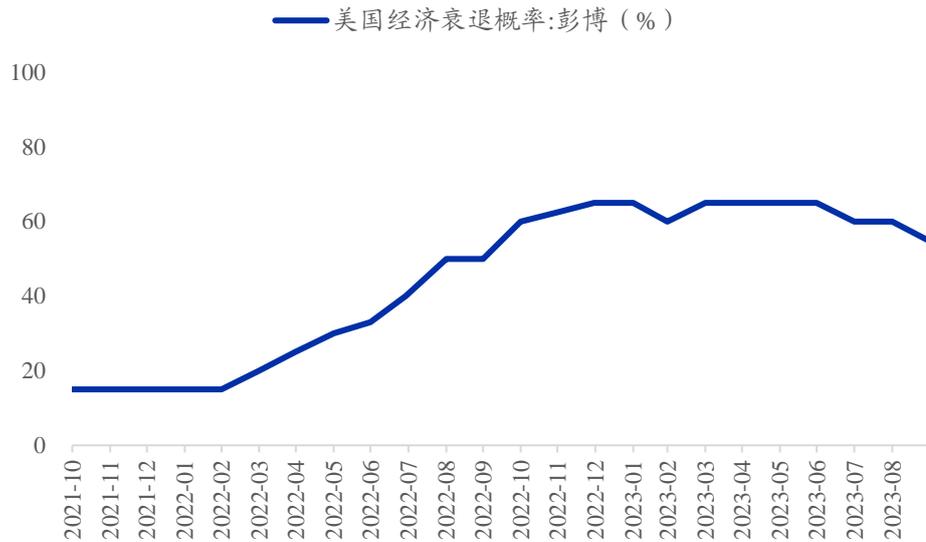
2023 年以来美国经济韧性较强，市场担忧的经济衰退迟迟未至，构成海外最大的预期差之一。出于对美联储大幅加息的高利率环境、居民超额储蓄逐步萎缩、财政退坡等多重因素考量，全球投资者普遍担心美国经济后续是否会陷入衰退。尤其是 2022Q4 以来 10 年期美债与 3 个月美债利率出现倒挂、幅度一度达 1982 年以来最高值，而从历史经验看长短端利率倒挂对经济衰退有较强的前瞻指示意义，因此美国衰退持续成为市场关注焦点。但从事实情况看，美国经济韧性超出市场预期，2023Q1-Q3GDP 同比分别为 1.7%、2.4%、2.9%，Q3 同比更是创 2022H2 以来新高。美联储季度展望中对全年经济增速预测由年初的 0.4% 提升至 2.1%，彭博的美国经济衰退概率也由 6 月底的 65% 降至 9 月底的 55%，市场此前的 2023 年美国衰退预期落空，“软着陆”讨论增多，构成海外最大的预期差之一。究其原因，居民端消费韧性较强和政府部门的宽财政均超出年初预期，使得高利率下美国经济衰退的故事并未上演。

图表 1：年初以来美联储两次上调全年经济增速预期



来源：美联储网站、华福证券研究所

图表 2：7 月以来彭博美国经济衰退概率边际走低

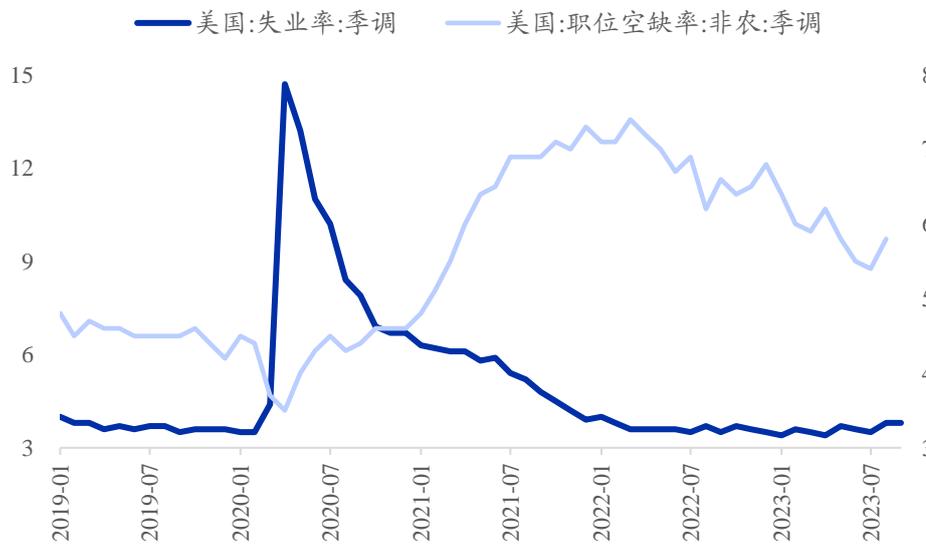


来源：Bloomberg、华福证券研究所

### 1.1 薪资增长+资产负债率较低+财富效应，居民消费韧性超预期

美国劳动力市场供需失衡仍未完全解决，薪资增长为居民消费提供支撑。截至 9 月份，美国失业率 3.8%，仍在偏低水平，8 月职位空缺率边际回升（5.4%→5.8%）且高于疫情前水平（4.5%），尤其是随着三季度服务业的回暖+制造业边际修复，劳动力市场整体依然“紧俏”。反映在薪资上，美国居民薪资水平下降幅度偏缓，9 月非农时薪同比仍在 4%以上，虽然趋势还在向下，但增速高于疫情前水平。且年初以来通胀趋势性回落，对实际薪酬增速构成支撑。

图表 3：美国失业率处于偏低水平，职位空缺率仍高于疫前



来源：Wind、华福证券研究所

居民部门资产负债率偏低，高利率传导相对钝化。截至10月，美国联邦基金目标利率达5.5%、10年期美债也一度破“5”，但高利率对于居民消费的冲击尚未完全体现。其中一个重要原因在于本轮周期中居民部门资产负债表相对健康，举债消费比例偏低。截至2022H2，美国居民部门资产负债率为11.5%，较疫情前低1个百分点左右，更远低于2008年金融危机前水平。

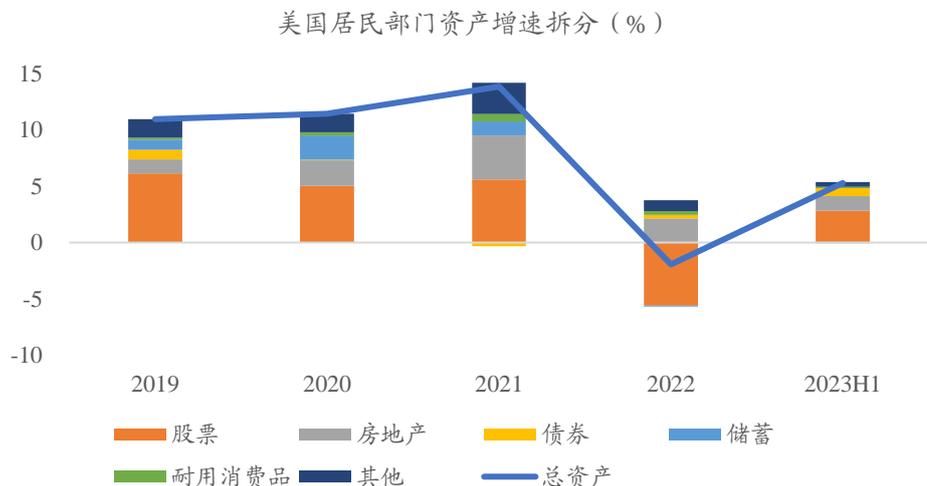
图表4：美国居民部门资产负债率处于偏低水平



来源：Wind、华福证券研究所

美股和房地产价格带动下，居民资产的财富效应再度转正。美联储的数据统计，2023年上半年美国居民部门总资产提升5.3%，主要源于股票（2.8%）和房地产价格（1.3%）上涨贡献。股票方面，标普500上半年累计上涨15.9%，截至10月底也仍有约9%涨幅；房地产方面，20城标普/CS房价指数2月以来触底反弹，较底部累计上涨6.6%。受益于资产价格的上涨，居民资产并未延续2022年的转负（-1.9%），反而转正，财富效应突出，为居民消费提供新的支持。

图表5：股票和地产带动下，23H1美国居民部门总资产增长5.3%

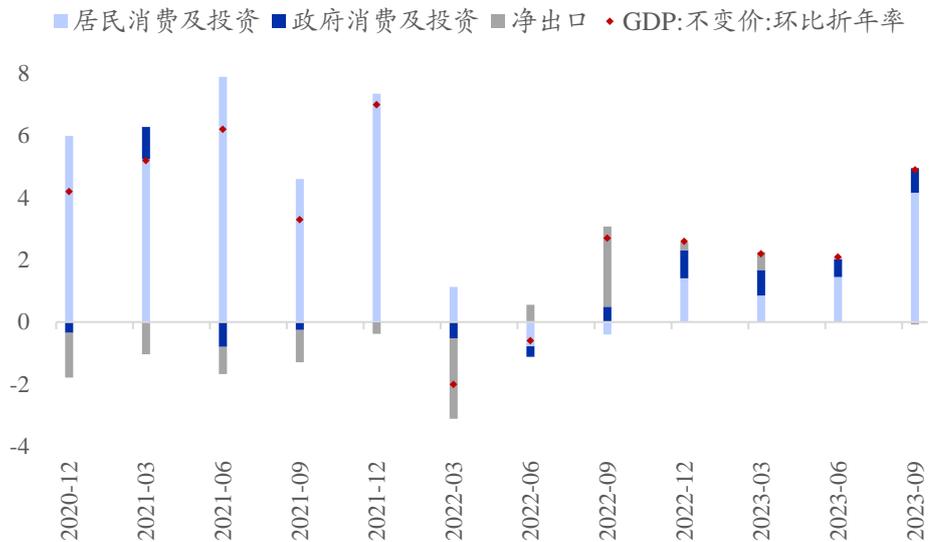


来源：Wind、华福证券研究所

## 1.2 偏宽财政+产业政策带动下，政府托底效果突出

紧货币但财政仍然偏宽，对经济起到托底作用。2020-2021年美国财政整体支出力度强劲，2022年整体收缩。2023年开始，受益于2021年底的基建法案逐步形成实物投资，以及6月国会两党就债务上限阶段性达成共识后，美国财政整体支出强度仍相对较大。体现在GDP核算中，政府消费及投资从Q1-Q3对美国实际GDP环比分别拉动0.8、0.6和0.8个百分点。

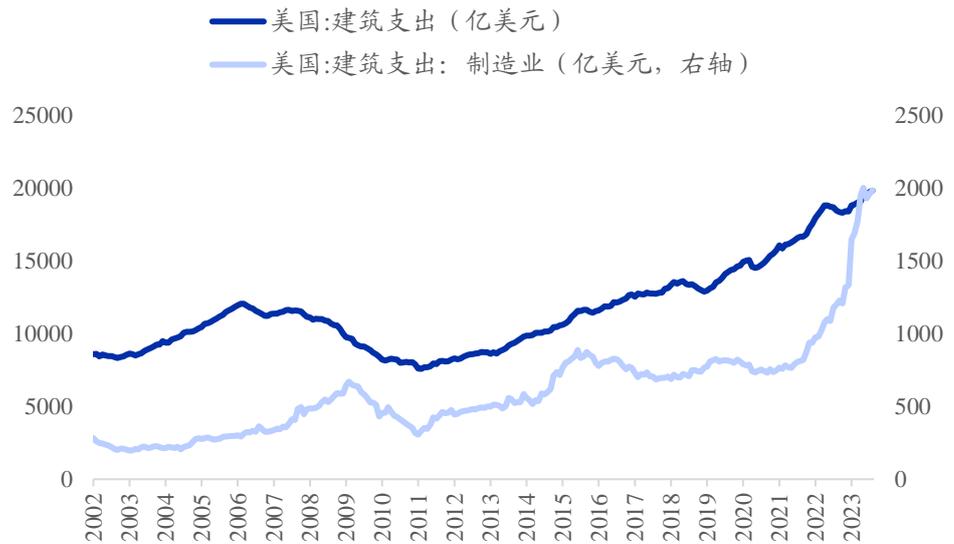
图表 6： 美国政府消费及投资对 2023 美国 GDP 有明显拉动作用



来源：Wind、华福证券研究所

财政向制造业提供扶持，企业投资仍有支撑。除财政端消费和投资对经济的直接拉动外，企业投资同样受益于财政政策。2022年拜登政府先后通过《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》，向半导体、新能源等行业提供巨额补贴，并鼓励制造业回流。受此影响，2023年美国制造业投资受高利率的抑制效果并不突出。BEA统计的制造业建筑支出从2021年底的800亿美元附近上行至2023年8月的近2000亿美元。

**图表 7： 2021 年底开始制造业建筑支出大幅扩张**

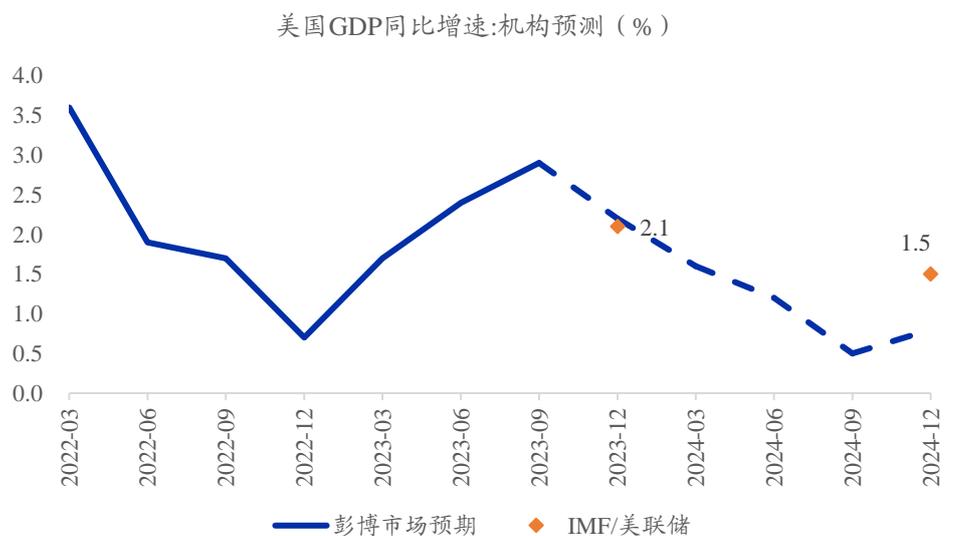


来源：Wind、华福证券研究所

## 2 后续大概率延续下行，但离衰退仍相对较远

目前市场预期 2024 年美国继续下行，但大概率能实现“软着陆”，经历一轮浅衰退或完全不衰退。IMF10 月和美联储 9 月对 2023-204 年美国实际 GDP 增速预测一致，分别为 2.1%、1.5%，下行幅度可控。而彭博统计的市场预期显示，2023Q4 开始的五个季度实际 GDP 增速分别为 2.2%、1.6%、1.2%、0.5%、0.8%。即使按环比折年率看，2024 年全年也能保持正增长，“技术性衰退”出现的概率偏低。根据我们的分析，往后看美国经济大概率继续下行，但离衰退仍相对较远。

**图表 8： 主流机构预计 2024 年美国经济增长下台阶但不至于失速**

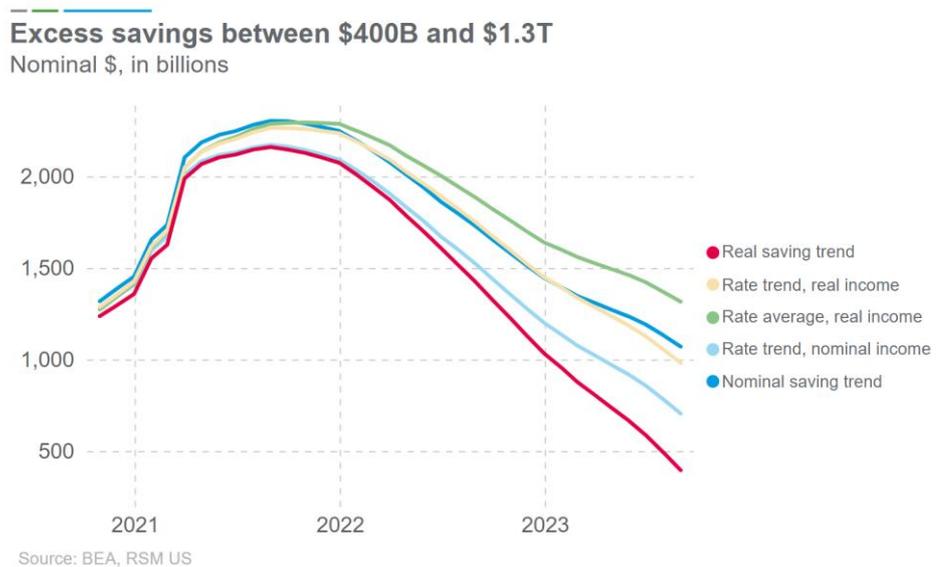


来源：Bloomberg、IMF、美联储、华福证券研究所

## 2.1 消费端短期无虞，2024Q2 开始压力或凸显

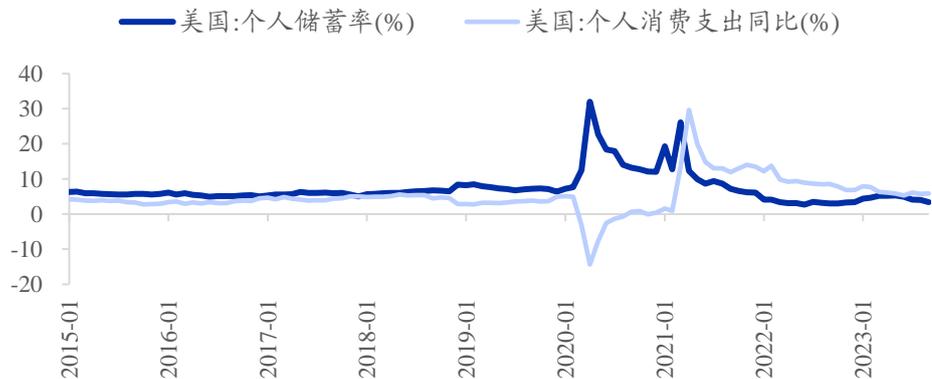
**强劲劳动力市场+超额储蓄贡献下，短期消费仍有韧性，2024Q2 开始压力或凸显。**一方面，劳动力市场供需缺口尚未回复至疫情前水平。截至9月份，美国失业率3.8%，仍在偏低水平，9月职位空缺率环比持平（5.7%）且高于疫情前水平（4.5%）。往后看，劳动力市场冷却仍需时间，对应薪资增长仍有空间。另一方面，美国居民超额储蓄耗尽起码要等到明年一季度，对消费起到保护垫作用。根据 RSM US10 月份的最新研究，不同测算方法下截至8月底的超额储蓄在4000亿美元到1.3万亿美元，而在最保守的情况下，按现阶段的支出和储蓄速度，超额储蓄耗尽要到2024Q1，其他情况下耗尽时间则会往后延长。但从个人储蓄率角度看，截至9月美国储蓄率降至3.4%，已明显低于疫情前水平，对应后续消费增速大概率仍要往下。

**图表 9： 美国居民超额储蓄耗尽最早或在 2024Q1**



来源：RSM US、华福证券研究所

**图表 10： 截至 2023M9，个人储蓄率已低于疫情前水平**

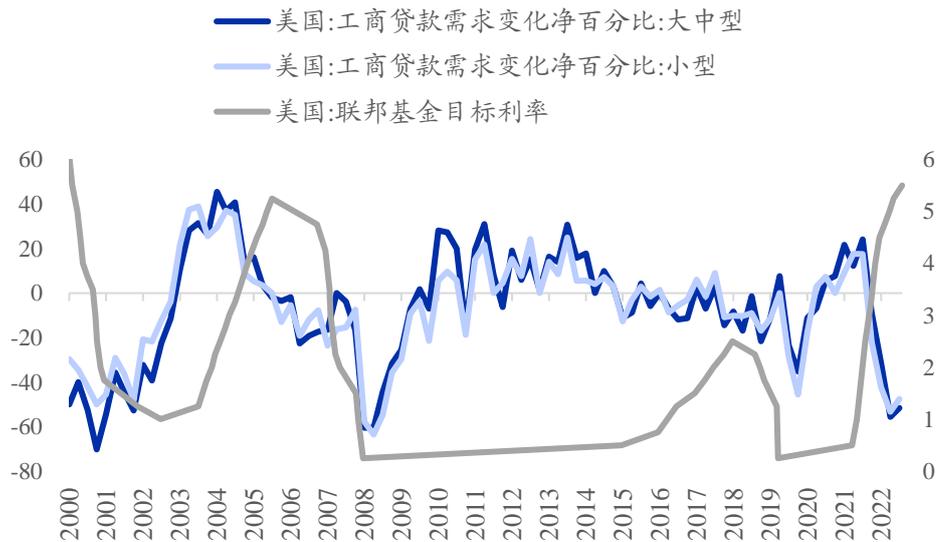


来源：Wind、华福证券研究所

## 2.2 高利率抑制虽迟但到，企业贷款已明显承压

美联储加息对企业贷款的抑制较为明显，企业端融资需求或持续承压。2022年3月以来美联储已经累计加息525BP，工商贷款需求从2022H2开始大幅下行。美联储统计的大中型工商贷款需求变化净百分比从2022Q2的24.2%降至2023Q2的-51.6%，小型贷款需求降幅类似。美联储的持续加息下，企业端需求受抑制较为明显。

图表 11：截至 2023H1，工商贷款需求在底部徘徊



来源：Wind、华福证券研究所

居民信贷仍相对偏强，但后续仍在下行通道。与企业部门相比，居民信贷总体偏强。美国消费信贷同比从年初以来的7.6%降至8月的4.0%，尚未掉入负增区间，与居民资产负债表相对健康、有效利率水平尚可相关。但往后看，消费信贷大概率仍然延续下行走势，尤其是在美联储 high for longer 的预期指引下，高利率对居民信贷的抑制效果会逐渐突出。

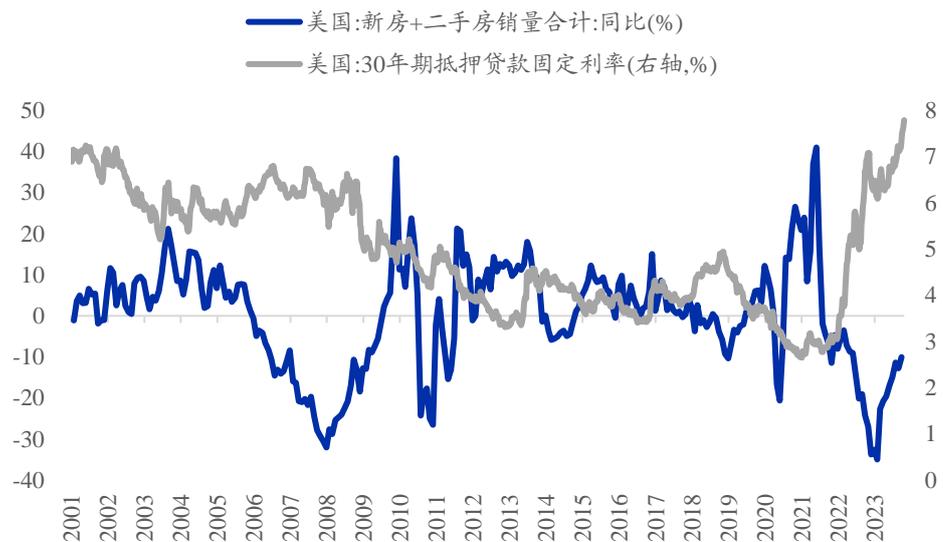
图表 12：截至 2023M8，消费信贷仍在向下但维持正增



来源：Wind、华福证券研究所

低库存作用下年初以来房地产销量回暖，但房贷利率已创近 20 年来新高，对后续地产需求带来明显抑制。年初以来美国房地产市场降幅明显收窄，9 月新房和成屋合计销售同比由年初的-35.0%升至 9 月的-10%，其主要原因在于美国房地产库存偏低，且前期以固定利率为主的房地产贷款结构使得利率对房地产市场的传导较为滞后。但截至 10 月底，美国 30 年期抵押贷款固定利率已经接近 7.8%，创近 20 年以来新高。而从历史经验看，美国房贷利率对房地产销售的前瞻指引效果较好，本轮“劈叉”大概率不可持续，后续地产需求预计将持续下行。

**图表 13： 历史经验上美国房贷利率领先房地产销售，但 2023 年以来有所背离**



来源：Wind、华福证券研究所

### 2.3 去库周期尚未走完，补库仍需等待

去库尚未完成，补库仍需等待，对 2024 年上半年美国经济或继续构成拖累。截至 8 月份，美国制造商、批发商、零售商名义库存分别为 0.1%、-1%和 4.4%，制造商和批发商已经处于偏低水平，但零售商名义库存仍相对较高。从 2022Q3 开始，美国一直处于去库阶段，截至目前去库周期已超过 1 年。但根据我们在报告《美国库存周期位置探讨》中所指出的，1993 年以来的 9 轮库存周期中，去库阶段平均时长为 18.8 月。按此类推，美国库存周期见底或在明年二季度，2022Q4-2022H1 或继续构成拖累项，补库拐点仍需等待。

图表 14: 截至 2023M8, 批发商库存已经降至负增区间



来源: Wind、华福证券研究所

图表 15: 90 年代以来的美国库存周期统计

起始时间	补库阶段 (月)	去库阶段 (月)	完整周期 (月)
1994.04~1997.01	13	21	34
1997.02~1999.02	14	11	25
1999.03~2002.01	18	17	35
2002.02~2003.12	15	8	23
2004.01~2005.08	13	7	20
2005.09~2009.08	12	36	48
2009.09~2013.09	21	28	49
2013.10~2016.10	10	27	37
2016.11~2020.07	31	14	45
平均时长 (月)	16.3	18.8	35.1

来源: Wind、华福证券研究所

## 2.4 大选年财政易受掣肘, 后续财政发力边际减弱

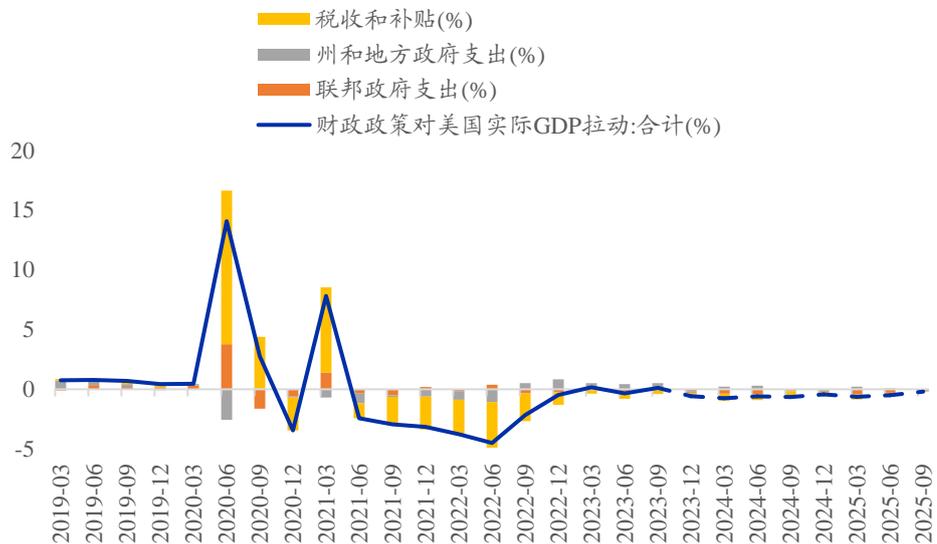
2024 大选年美国财政受党争掣肘, 财政支出力度大概率减弱, 对经济托底效应同样边际走弱。根据美国财政部和 CBO (美国国会预算办公室) 的测算, 2023、2024 财年美国财政赤字分别为-16950 亿元、-15710 亿美元, 赤字规模略有收窄, 赤字率由 6.3% 降至 5.8%。今年以来, 民主党和共和党围绕 2024 财年财政支出决算持续博弈, 引发美国政府后续存在停摆风险。往后看, 2024 年将迎来美国大选, 财政支出预计将受党政掣肘, 财政支出力度大概率削减。对于经济的影响程度而言, 根据 Hutchins Center 的研究, 美国财政政策对实际 GDP 的拉动 (不考虑间接传导) 从 2023Q4 开始边际下行, 2024 年全年对经济拉动为负值。财政支出力度减弱, 使得“紧货币+宽财政”组合向“紧货币+紧财政”组合转变, 经济下行压力或逐步加大。

**图表 16： 2024 年美国财政赤字率或边际收窄**

美国财政预算预测（CBO 口径，2023.05，单位：十亿美元）				
	2022	2023	2024E	2025E
财政收入：	4896	4439	4848	4974
财政支出：	6272	6134	6418	6735
赤字	-1375	-1695	-1571	-1761
赤字率 (占 GDP 比重)	-5.4	-6.3	-5.8	-6.2

来源：CBO、美国财政部、华福证券研究所

**图表 17： 2024 年美国财政政策对实际 GDP 拉动或边际转弱**



来源：Hutchins Center、华福证券研究所

### 3 美联储仍处观察期，降息交易为时尚早

11 月议息会议维持利率按兵不动，经济韧性使得美联储表态偏谨慎，降息交易仍需时日。11 月议息会议结果基本符合市场预期，新增信息不多，美联储选择按兵不动、静观其变，对经济表态更加积极。三季度强劲的经济数据显示美国经济韧性较强，核心通胀下行速率或偏慢，使得美联储表态更加谨慎，从鲍威尔讲话打消市场降息预期、不排除加息的表态中可见一瞥。但与此同时，近期市场利率大幅攀升，客观上替代了美联储的一部分工作，美联储对金融环境和市场利率的关注度也明显提升。

议息会议结果公布前，ADP 就业数据、制造业 PMI 和美国财政部新一季发债计划均低于预期，使得 10 年期美债利率大幅回落。往后看，美联储关注焦点仍在美国经济走势，Q4 美国经济大概率放缓但不至于失速，对应美联储大概率维持高利率环境，从此前的“higher for longer”转向“high for longer”。降息交易仍需等待更明确的经济下行信号。多重因素叠加下，美债利率跌破 4.8% 底部位置，对全球风险资产有一定提振，但趋势性下行同样需要仍需等待，目前尚难言流动性拐点。

**图表 18: 11 月和 9 月议息会议利率决议文本对比**

	11 月 FOMC 声明	9 月 FOMC 声明
<b>利率</b>	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来消息及其对货币政策的影响。在确定可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展	维持利率 5.25%-5.5% 不变。持续评估即将到来消息及其对货币政策的影响。在确定可能适合将通胀率恢复到 2% 的额外政策收紧程度时，委员会将考虑货币政策的累积收紧、货币政策影响经济活动和通货膨胀的滞后性以及经济和金融发展
<b>购债</b>	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量	根据此前的缩表计划，继续减少国债、机构债和 MBS 持有量
<b>经济</b>	最近的指标显示， <b>三季度经济活动以强劲的步伐扩张</b> 。自今年早些时候以来，就业增长有所放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的 <b>金融</b> 和信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。	最近的指标显示，经济活动一直以稳健的步伐扩张。近几个月就业增长已放缓，但仍强劲，失业率维持低位。美国银行体系稳健且有韧性。家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。
<b>通胀</b>	通胀依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀依然高企。委员会高度关注通胀风险，坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

来源：美联储、华福证券研究所

**图表 19: CME 利率期货显示市场预期美联储最早或 2024 年 6 月降息**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.0%	1.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.5%	15.4%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	22.5%	1.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	65.1%	18.4%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	38.9%	42.9%	10.3%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	24.5%	41.1%	25.1%	5.1%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.7%	34.8%	31.2%	12.7%	2.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.5%	11.3%	27.9%	32.5%	19.7%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	6.7%	20.1%	30.4%	25.7%	12.5%	3.4%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.4%	15.0%	26.4%	27.5%	17.6%	6.8%	1.6%	0.2%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

#### 4 风险提示

一是美国经济数据大幅低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国政府关门风险等。

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn