

美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认

——海外札记 20260601

报告发布日期

2026 年 06 月 04 日

证券分析师

王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320

吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

经济继续强于预期，定价转向利率压力： 2026-05-29
——海外札记 20260525

美国经济超预期动能渐弱 2026-05-28

美债收益率上行，短期 K 型分化加剧： — 2026-05-20
——海外札记 20260518

剔除房租技术性扰动后，核心通胀未见反弹趋势： ——2026 年 4 月美国 CPI 数据点评 2026-05-14

研究结论

● 本周 10y 美债收益率下破 4.5%，宏观流动性压力有所缓和。

5 月中旬以来美国长端利率快速上行，5 月 19 日 10 年期美债收益率盘中一度触及约 4.69% 的阶段高点。这一阶段美债收益率走高的核心原因在于市场担心油价上行进一步推升通胀，从而削弱美联储降息空间，并迫使利率在更长时间内维持高位。

随后特朗普政府开始释放缓和信号，市场预期出现阶段性修正。5 月 28 日，美国 and 伊朗谈判代表据称已就延长停火、重启核谈判达成初步框架；5 月 29 日，特朗普进一步声称与伊朗的和平协议“接近达成”，并表示协议将涉及伊朗放弃核武能力、开放霍尔木兹海峡、拆除相关水雷、允许美国处置伊朗高浓缩铀库存等内容。在这一消息推动下，10 年期美债收益率从高位回落至 4.5% 以下。

本周这轮美债收益率下行主要交易的是短期 TACO 逻辑，即特朗普政府通过释放谈判和协议消息进行技术性预期管理，使得市场对于地缘风险溢价的定价回落，美债收益率回落缓和了全球宏观流动性压力，对风险资产形成一定支撑。但是在战争最终结束前，实际的地缘局势仍可能反复，能源价格和避险需求可能重新扰动利率走势，因此本轮利率下行更应理解为特朗普预期管理下的阶段性修复，并不能确认趋势性下行拐点。

● 现实经济风险未来一段时间上行，利率仍可能承压。

一方面，美国经济韧性尚未明显转弱，在 AI 科技产业仍然繁荣、企业前置投资和生产活动的支撑下，美国经济整体呈现超预期韧性，对高利率构成一定支撑。另一方面，6 月后将进入能源消费旺季，原油、成品油及天然气需求将出现季节性抬升，市场对能源价格和通胀风险的敏感度还在上升。在地缘扰动仍未完全消退的背景下，能源价格反复，或将强化市场对于通胀预期的担忧，利率短期内可能仍保持高位震荡。

● 利率趋势拐点还要等待经济数据转向。

利率趋势性拐点仍需要等待美国经济数据出现更明确的转向信号。我们认为持续的高通胀、高利率环境对于美国经济的压力是难以避免的，传导至经济数据可能存在一定滞后性，未来几个季度可能会逐步反映在零售消费、劳动力市场、企业资本开支等数据中。关注 Q3 美国经济数据是否出现更广泛的走弱信号，或成为货币政策预期转向窗口。

同时，考虑到美国经济动能边际放缓，美联储货币政策收紧的必要性和空间比较有限，当前市场对于美联储年内加息的定价也可能过于悲观。我们预计高利率环境仍将持续一段时间，但是今年全球宏观流动性还不会大幅度收紧，下半年流动性环境有一定修复空间。

风险提示

地缘形势发展的不确定性。

经济基本面对地缘冲击的反馈具有不确定性。

全球央行超预期加息的风险。

目 录

1.周观点：美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认	4
1) 本周 10y 美债收益率下破 4.5%，宏观流动性压力有所缓和	4
2) 现实经济风险未来一段时间上行，利率仍可能承压	4
3) 利率趋势拐点还要等待经济数据转向	5
2. 大类资产表现（2026/5/22-2026/5/29）：油价和利率回落带动全球风险资产 修复，科技领涨	6
3. 海外宏观经济数据跟踪	7
通胀	8
4 月美国 PCE：收入走弱，消费保持增长，核心通胀小幅回升	8
投资	8
4 月耐用品订单：核心订单表现偏弱	8
4. 外资流向：外资本周净流出 A 股和港股	9
港股：外资净流出港股	9
A 股：被动外资大幅净流出	10
中概股：主动外资继续净流出	11
风险提示	11

图表目录

图 1: 10y 美债收益率下破 4.5%	4
图 2: 布伦特原油期货曲线中枢仍偏高（美元）	5
图 3: 当前市场加强对美联储年内加息定价	5
图 4: 全球权益资产整体继续上涨，美股和亚洲市场表现较强	6
图 5: 全球利率整体回落	6
图 6: 原油继续明显回落，而黄金、铜和航运价格走强	7
图 7: 信息技术继续领涨，能源和防御板块偏弱	7
图 8: 美国经济数据日历（2026/5/23-2026/5/29）	7
图 9: 截尾平均 PCE 显示美国通胀中枢仍处于下行通道（%）	8
图 10: 4 月核心资本品订单环比负增（%）	9
图 11: 外资净流出港股（百万美元）	10
图 12: 被动外资大幅净流出 A 股（百万美元）	10
图 13: 主动外资继续净流出中概股（百万美元）	11

1. 周观点：美债利率的趋势下行拐点还需进一步确认

1) 本周 10y 美债收益率下破 4.5%，宏观流动性压力有所缓和

5 月中旬以来美国长端利率快速上行，5 月 19 日 10 年期美债收益率盘中一度触及约 4.69% 的阶段高点。这一阶段美债收益率走高的核心原因在于市场担心油价上行进一步推升通胀，从而削弱美联储降息空间，并迫使利率在更长时间内维持高位。

随后特朗普政府开始释放缓和信号，市场预期出现阶段性修正。5 月 28 日，美国和伊朗谈判代表据称已就延长停火、重启核谈判达成初步框架；5 月 29 日，特朗普进一步声称与伊朗的和平协议“接近达成”，并表示协议将涉及伊朗放弃核武能力、开放霍尔木兹海峡、拆除相关水雷、允许美国处置伊朗高浓缩铀库存等内容。在这一消息推动下，10 年期美债收益率从高位回落至 4.5% 以下。

本周这轮美债收益率下行主要交易的是短期 TACO 逻辑，即特朗普政府通过释放谈判和协议消息进行技术性预期管理，使得市场对于地缘风险溢价的定价回落，美债收益率回落缓和了全球宏观流动性压力，对风险资产形成一定支撑。但是在战争最终结束前，实际的地缘局势仍可能反复，能源价格和避险需求可能重新扰动利率走势，因此本轮利率下行更应理解为特朗普预期管理下的阶段性修复，并不能确认趋势性下行拐点。

图 1：10y 美债收益率下破 4.5%

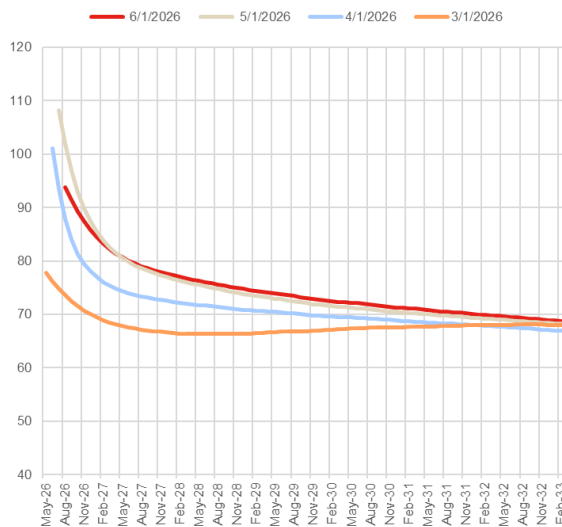


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2) 现实经济风险未来一段时间上行，利率仍可能承压

一方面，美国经济韧性尚未明显转弱，在 AI 科技产业仍然繁荣、企业前置投资和生产活动的支撑下，美国经济整体呈现超预期韧性，对高利率构成一定支撑。另一方面，6 月后将进入能源消费旺季，原油、成品油及天然气需求将出现季节性抬升，市场对能源价格和通胀风险的敏感度还在上升。在地缘扰动仍未完全消退的背景下，能源价格反复，或将强化市场对于通胀预期的担忧，利率短期内可能仍保持高位震荡。

图 2：布伦特原油期货曲线中枢仍偏高（美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3）利率趋势拐点还要等待经济数据转向

利率趋势性拐点仍需要等待美国经济数据出现更明确的转向信号。我们认为持续的高通胀、高利率环境对于美国经济的压力是难以避免的，传导至经济数据可能存在一定滞后性，未来几个季度可能会逐步反映在零售消费、劳动力市场、企业资本开支等数据中。关注 Q3 美国经济数据是否出现更广泛的走弱信号，或成为货币政策预期转向窗口。

另一方面，考虑到美国经济动能边际放缓，美联储货币政策收紧的必要性和空间比较有限，当前市场对于美联储年内加息的定价也可能过于悲观。我们预计高利率环境仍将持续一段时间，但是今年全球宏观流动性还不会大幅度收紧，下半年流动性环境有一定修复空间。

图 3：当前市场加强对美联储年内加息定价

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.0%	99.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	93.0%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	75.4%	23.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	67.1%	29.0%	3.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	48.1%	39.7%	10.9%	1.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	41.5%	40.9%	14.9%	2.5%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	32.6%	41.0%	20.4%	5.2%	0.7%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	29.8%	40.3%	22.2%	6.5%	1.1%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	29.8%	40.3%	22.2%	6.5%	1.1%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.3%	29.9%	40.1%	22.1%	6.4%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.0%	3.5%	31.0%	38.2%	20.4%	5.8%	1.0%	0.1%
2027/10/27	0.4%	6.1%	31.7%	36.5%	19.0%	5.4%	0.9%	0.1%
2027/12/8	0.2%	4.0%	22.3%	34.8%	25.4%	10.4%	2.5%	0.4%

数据来源：CME，东方证券研究所

2. 大类资产表现（2026/5/22-2026/5/29）：油价和利率回落带动全球风险资产修复，科技领涨

利率：全球利率整体回落，美国短端和长端收益率均明显下行，收益率曲线小幅趋平。美国 2y 和 10y 国债收益率全周分别下行 11.7bps 和 12.2bps，2s10s 利差收窄 0.7bps；与此同时，美国高收益债利差收窄 3.0bps。非美方面，10y 德债和 10y 日债收益率分别下行 10.0bps 和 9.6bps，显示主要发达市场债市整体走强。

股票：全球权益资产整体继续上涨，美股和亚洲市场表现较强。标普 500、纳指和道指全周分别上涨 1.4%、2.4% 和 0.9%，罗素 2000 上涨 1.8%；全球除美国股市上涨 1.0%，其中日经 225 上涨 4.7%，韩国股市大涨 8.0%，沪深 300 上涨 1.0%，创业板指上涨 2.5%，恒生指数下跌 1.7%，恒生科技基本持平、上涨 0.3%，欧洲 STOXX50 上涨 0.5%。股市延续上行，主要受益于利率回落、波动率下降以及科技板块继续提供支撑。

大宗商品：大宗商品表现分化，原油继续明显回落，而黄金、铜和航运价格走强。WTI 原油全周下跌 9.6%，CRB 商品指数下跌 4.2%；COMEX 黄金和 COMEX 铜分别上涨 0.8% 和 0.7%，比特币下跌 3.0%。南华工业品指数下跌 1.8%，南华农产品指数基本持平 -0.0%，波罗的海干散货指数上涨 7.8%。波动率方面，VIX 下跌 8.3%，MOVE 下跌 10.5%，显示股债市场恐慌情绪继续缓和。油价回落的主要原因是市场继续交易美伊达成协议、霍尔木兹海峡恢复通行的预期，前期计入的地缘风险溢价进一步回吐。

外汇：美元整体小幅走弱，非美货币多数反弹。美元指数全周下跌 0.3%，欧元相对美元升值 0.5%，日元基本持平、美元兑日元上涨 0.1%，瑞郎、加元和澳元分别相对美元升值 0.5%、0.2% 和 0.8%。人民币方面，中间价、在岸和离岸人民币分别变动 -0.3%、-0.5% 和 -0.5%，对应人民币整体升值。

行业板块：美股行业层面分化明显，信息技术继续领涨，能源和防御板块偏弱。信息技术、MAG7 和周期板块分别上涨 4.6%、1.8% 和 2.0%，非核心消费品上涨 1.5%，原材料和工业分别上涨 1.2% 和 0.8%；而核心消费品、公用事业、医疗保健和能源分别下跌 3.2%、2.1%、0.3% 和 5.4%。板块上，科技继续受 AI 与成长交易支撑，而能源板块则受油价继续下跌明显拖累。

图 4：全球权益资产整体继续上涨，美股和亚洲市场表现较强

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股	标普500	%	1.43	10.73
	道琼斯工业	%	0.90	6.18
	纳斯达克综合	%	2.39	16.05
	罗素2000	%	1.75	17.62
	MSCI全球（除美国）	%	0.98	7.87
全球非美	欧洲STOXX50	%	0.52	4.47
	日经225	%	4.72	31.76
	韩国	%	8.01	101.13
	沪深300	%	0.97	5.66
	创业板指	%	2.53	26.06
	恒生指数	%	-1.65	-1.75
	恒生科技	%	0.30	-11.45

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：全球利率整体回落

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
利率	2y美债	bp	-11.69	53.10
	10y美债	bp	-12.23	26.85
	期限利差：2s10s	bp	-0.74	26.26
	美国高收益债利差	bp	-3.00	11.00
	10y德债	bp	-9.97	8.31
	10y日债	bp	-9.60	60.10
汇率	美元指数	%	-0.30	0.63
	EURUSD	%	0.48	-0.74
	USDJPY	%	0.06	1.61
	USDCHE	%	-0.48	-1.49
	USDCAD	%	-0.18	0.55
	USDAUD	%	-0.80	-7.16
	人民币中间价	%	-0.29	-3.00
	在岸人民币	%	-0.46	-3.19
	离岸人民币	%	-0.51	-3.04

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：原油继续明显回落，而黄金、铜和航运价格走强

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
商品/衍生品	WTI原油	%	-9.57	52.14
	COMEX黄金	%	0.82	5.05
	COMEX铜	%	0.74	12.44
	比特币	%	-3.00	-15.94
	CRB商品指数	%	-4.16	27.33
	南华工业品指数	%	-1.79	14.18
	南华农产品指数	%	-0.01	2.11
	波罗的海干散货指数	%	7.72	71.76
	美股波动率VIX	%	-8.46	2.47
	美债波动率MOVE	%	-10.47	9.79

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：信息技术继续领涨，能源和防御板块偏弱

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股行业	MAG 7	%	1.77	7.65
	S&P500 (除MAG 7)	%	1.53	11.45
	标普500信息技术指数	%	4.56	23.54
	标普500电信服务指数	%	-0.02	9.01
	标普500核心消费品指数	%	-3.24	6.54
	标普500非核心消费品指数	%	1.50	3.86
	标普500金融指数	%	-0.70	-6.03
	标普500房地产指数	%	-1.36	9.42
	标普500公用事业指数	%	-2.09	3.67
	标普500保健指数	%	-0.28	-3.66
	标普500能源指数	%	-5.43	24.38
	标普500原材料指数	%	1.20	11.24
	标普500工业指数	%	0.79	11.45
	防御板块	%	-1.48	2.22
	周期板块	%	1.36	8.52

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3. 海外宏观经济数据跟踪

图 8：美国经济数据日历（2026/5/23-2026/5/29）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
5/26/2026	芝加哥联储全美活动指数	Apr	-0.03	0.14	-0.2	-0.15
5/26/2026	费城联储非制造业活动	May	-13	-23.6	-16.5	--
5/26/2026	FHFA房价指数月环比	Mar	0.10%	0.10%	0.00%	-0.10%
5/26/2026	世界大型企业研究会消费者信心指数	May	92	93.1	92.8	93.8
5/26/2026	经济咨商局当前状况	May	123	121.2	123.8	124.4
5/26/2026	经济咨商局预期	May	71.9	74.4	72.2	73.4
5/26/2026	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	May	0	0.4	-2.3	--
5/27/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	22-May	--	-8.50%	-2.30%	--
5/27/2026	ADP 周度新增就业	9-May	--	35750	42250	40750
5/27/2026	里士满联储制造业指数	May	4	13	3	--
5/27/2026	里士满联储商业环境	May	-5	0	-6	--
5/27/2026	达拉斯联储服务业活动	May	-6	-7.7	-9.9	--
5/28/2026	建筑许可	Apr	1442000	1423000	1442000	--
5/28/2026	建设许可月环比	Apr	--	4.40%	5.80%	--
5/28/2026	个人收入环比	Apr	0.40%	0.00%	0.60%	0.50%
5/28/2026	个人支出环比	Apr	0.50%	0.50%	0.90%	1.00%
5/28/2026	实际个人支出	Apr	0.10%	0.10%	0.20%	0.30%
5/28/2026	PCE价格指数月环比	Apr	0.50%	0.40%	0.70%	--
5/28/2026	PCE价格指数同比	Apr	3.80%	3.80%	3.50%	--
5/28/2026	核心PCE价格指数月环比	Apr	0.30%	0.20%	0.30%	--
5/28/2026	核心PCE价格指数同比	Apr	3.30%	3.30%	3.20%	--
5/28/2026	周度首次申领失业救济人数	23-May	211000	215000	209000	210000
5/28/2026	持续领取失业救济人数	16-May	1784000	1786000	1782000	1771000
5/28/2026	耐用品订单环比	Apr	4.00%	7.90%	0.80%	1.30%
5/28/2026	耐用消费品(除运输类)	Apr	0.50%	1.10%	0.90%	1.10%
5/28/2026	非国防资本货物订单(飞机除外)	Apr	0.40%	-1.10%	3.40%	3.90%
5/28/2026	非国防资本货物出货(飞机除外)	Apr	0.60%	0.40%	1.20%	1.30%
5/28/2026	GDP环比折合年率	1Q	2.00%	1.60%	2.00%	--
5/28/2026	个人消费	1Q	1.60%	1.40%	1.60%	--
5/28/2026	GDP价格指数	1Q	3.60%	3.50%	3.60%	--
5/28/2026	核心PCE价格指数季环比	1Q	4.30%	4.40%	4.30%	--
5/28/2026	新建住宅销量年率	Apr	660000	622000	682000	663000
5/28/2026	新建住宅销售 月环比	Apr	-3.20%	-6.20%	7.40%	3.40%
5/29/2026	零售库存月环比	Apr	0.50%	0.70%	0.70%	--
5/29/2026	批发库存月环比	Apr	0.80%	0.50%	1.30%	1.50%

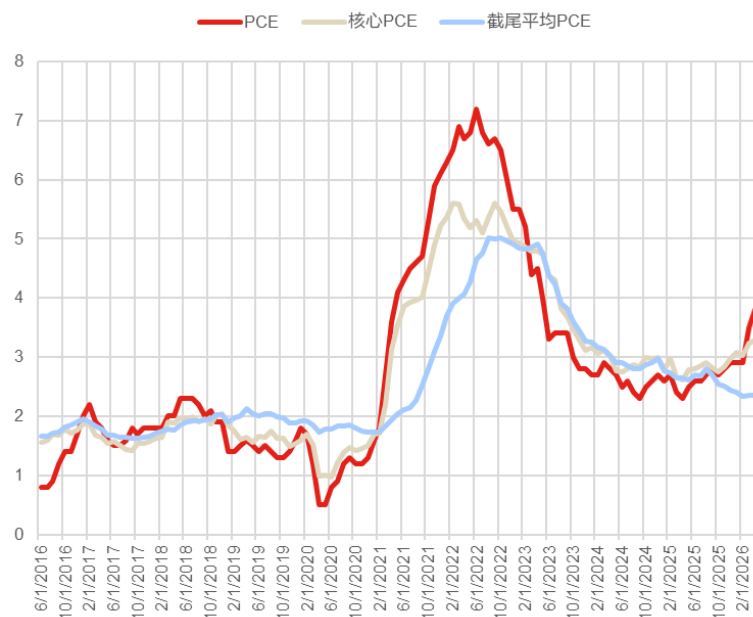
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

通胀

4 月美国 PCE：收入走弱，消费保持增长，核心通胀小幅回升

4 月美国个人收入环比基本持平，可支配收入环比下降 0.1%，显示居民收入端有所走弱；但个人消费支出（PCE）环比增长 0.5%，名义消费仍有一定韧性，不过实际 PCE 仅增长 0.1%，说明消费改善仍较多受到价格因素带动。通胀方面，4 月 PCE 物价指数环比增长 0.4%，同比增长 3.8%，较 3 月的 3.5% 进一步上行；核心 PCE 环比增长 0.2%，同比增长 3.3%，高于 3 月的 3.2%，反映油价冲击下美国通胀仍在进一步承压。但是从更能反映潜在通胀趋势的截尾均值 PCE（Trimmed Mean PCE）来看，4 月同比约为 2.35%，较 3 月的 2.36% 小幅回落，说明美国潜在通胀中枢并未同步明显上行，意味着本轮通胀抬升目前仍更多体现为外生供给冲击，而非全面的内生通胀走高。

图 9：截尾平均 PCE 显示美国通胀中枢仍处于下行通道（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

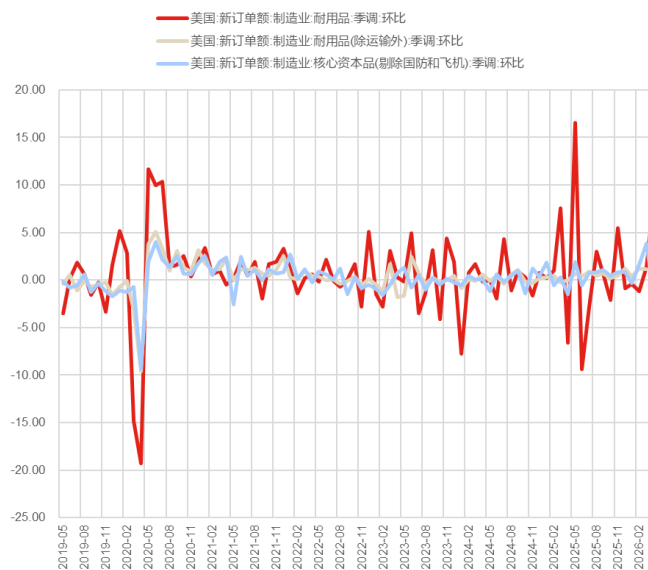
投资

4 月耐用品订单：核心订单表现偏弱

4 月美国耐用品新订单环比大幅增长 7.9%，但是主要由波动较大的运输设备订单贡献，环比大增 21.5%，是本月最主要拉动项。剔除运输后的耐用品订单环比仅增长 1.1%，更能反映企业设备投

资意愿的核心资本品订单环比下降 1.1%，结束此前连续增长。整体来看，4 月耐用品订单数据显示核心资本品订单转弱，说明美国企业设备投资动能可能面临一定压力。

图 10：4 月核心资本品订单环比负增（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

4. 外资流向：外资本周净流出 A 股和港股

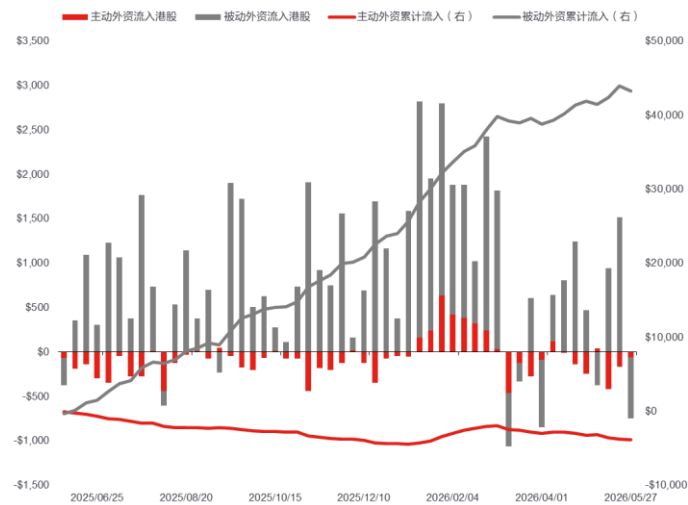
本周外资继续净流出 A 股和港股，主被动资金均为净流出，尚未形成持续净流入的趋势，此外，被动外资净流入中概股。

港股：外资净流出港股

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

本周外资净流出港股，规模 7.5 亿美元，主被动外资均为净流出，被动型外资净流出 6.8 亿美元，主动资金净流出 0.6 亿美元。近一年来，主动外资累计流出港股 38.6 亿美元，被动外资累计流入港股 432.7 亿美元。

图 11：外资净流出港股（百万美元）

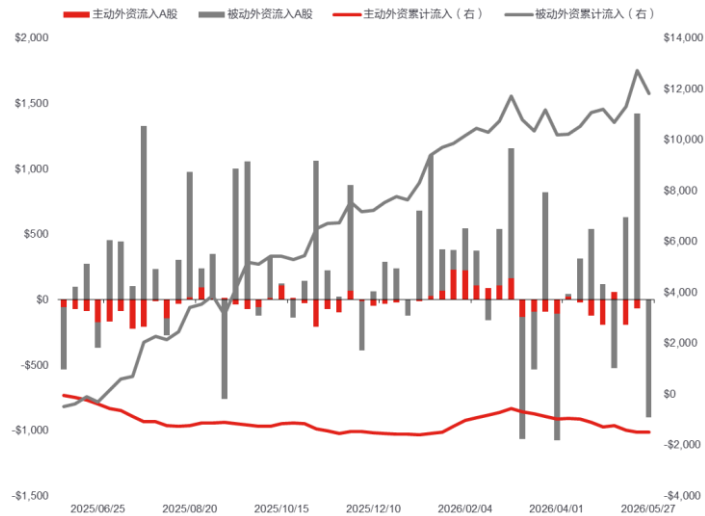


数据来源：EPFR，东方证券研究所

A 股：被动外资大幅净流出

主动外资本周净流入 A 股，规模 0.03 亿美元，被动外资大幅净流出 A 股，规模 9 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 14.8 亿美元，被动外资累计流入 A 股 118.4 亿美元。

图 12：被动外资大幅净流出 A 股（百万美元）

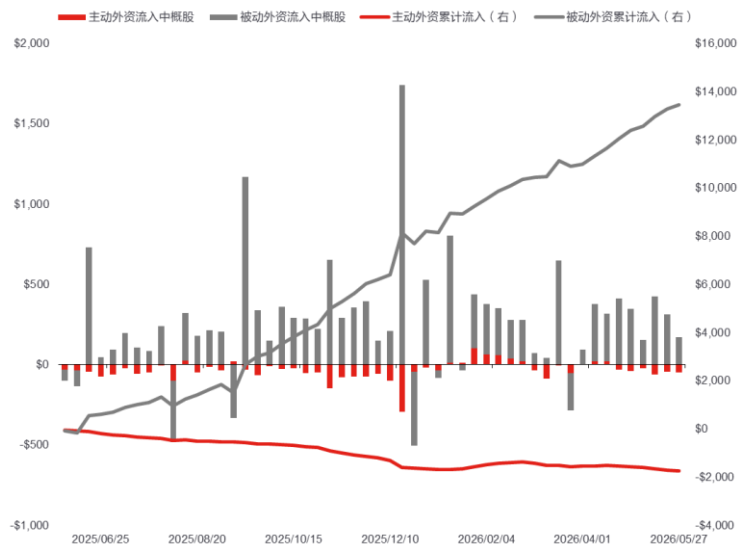


数据来源：EPFR，东方证券研究所

中概股：主动外资继续净流出

外资延续主动资金流出，被动资金流入中概股的格局，本周主动外资小幅净流出中概股，规模 0.5 亿美元，被动外资继续净流入中概股，规模 1.7 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 17.4 亿美元，被动外资累计流入中概股 134.6 亿美元。

图 13：主动外资继续净流出中概股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究所

风险提示

地缘形势发展的不确定性。我们的基准情形假设冲突保持以空袭为主、持续性受限。然而，若出现连续升级节点（打击范围外溢、误判、关键基础设施受扰、霍尔木兹海峡风险抬升等），市场

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

定价可能从“一次性冲击”切换为“更高更久的风险溢价平台”，带来油价高位粘滞、风险资产冲击放大等。

经济基本面对地缘冲击的反馈具有不确定性。我们判断油价冲击难以显著迁移为核心通胀的前提是劳动力与增长继续温和放缓。但若油价上行幅度更大且持续更久，通胀预期可能变得更黏，进而压缩政策宽松空间、压制风险偏好，使“类滞胀”叙事更持久、幅度更大，进而对经济活动、资产定价的基准路径均可能产生偏离。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。