华福证券
仅供内部参考，请勿外传

美国的脆弱性，如何观测？

团队成员
分析师：陈兴(S0210526010005)
分析师：马乐怡(S0210526010004)

相关报告
1、管理美债，财政部有哪些招？——2026.10.18
2、政府债流动性跟踪 1017【陈兴团队·华福宏观】——2026.10.17
3、沃什 IMF 年会发言偏鸽——全球经济观察 2026 年第 35 期——2026.10.17

投资要点：

- **一、宏观脆弱性情况如何？**

美国企业部门杠杆率处于历史较高水平。借贷杠杆方面，杠杆率及债务偿还能力的情况，能够判断美国企业和居民部门对收入下降及融资成本上升的敏感程度。截至 2026 年二季度，非金融企业债务占 GDP 比重达到约 48%；居民杠杆率自 2020 年二季度以来持续走低。

偿付能力没有明显恶化。首先，家庭债务偿付率未出现明显恶化。其次，企业总负债占营收比重也回落至历史较低水平。**企业贷款和债券违约情况相对平稳。居民贷款拖欠率局部上升，**住房贷款和信用卡贷款拖欠率均处于历史较低水平，但汽车贷款拖欠率自 2022 年紧缩以来明显上升。

非银机构杠杆率有所上升。截至 2026 年二季度，银行业维持着历史较高的监管资本水平，面对风险具备较强的缓冲能力，但部分非银机构杠杆率有所上升。**银行经营情况较为平稳。**截至 2026 年二季度，银行经营情况没有明显恶化迹象。

目前美股估值偏高，股票价格可获得的风险补偿较少，住宅估值仍高于历史水平；而美债期限溢价则接近长期常态。因此，**美股和住宅面临的估值压力更突出，价格下跌的安全边际较薄，脆弱性相对更大**，在盈利预期下调、利率上行或风险偏好转弱时，更容易出现价格调整。

- **二、微观压力从哪里传导？**

金融条件仍显宽松。历史经验表明，NFCI 指数大幅攀升指向金融市场自身的极端压力。2026 年以来，NFCI 指数持续下行。

融资条件有所收紧。信用利差扩大，通常意味着市场对企业信用风险的定价上升，是企业融资条件收紧的先行信号。今年 9 月美联储重启加息后，信用利差也有小幅上行，企业融资条件有所收紧。

市场流动性压力尚且宽松。首先，近期股市波动率回落，债市波动率上升，VIX 和 MOVE 对于风险事件较为敏感，是脆弱性动摇的风向标。**其次，短期融资市场压力尚未明显积累，**自从 2025 年 12 月美联储结束缩表以来，SOFR-IORB 利差与 TGCR-IORB 利差整体回落，目前仍处于相对稳定水平。最后，**美债市场流动性有所转紧。**进入 2022 年以来的紧缩环境后，美债市场流动性压力虽较 2024 年高点明显缓和，但整体还未恢复至充裕水平。

- **三、破裂需要什么条件？**

超预期的加息力度易触发崩塌。加息本身并不必然导致风险资产立即下跌，真正值得关注的是，第一，加息节奏和力度是否超出市场预期；第二，经济增长和企业基本面能否保持强劲。

从历史经验来看，在过去五次加息阶段的首次加息时，市场基本低估了后续的加息幅度。一方面，**美国经济基本面仍有韧性，**花旗美国经济惊喜指数今年以来该指数持续为正。另一方面，地缘政治冲击或被市场低估，高通胀可能强化加息预期。

当前美国宏观脆弱性总体可控。紧缩环境下，风险往往先在杠杆和资产估值中积累，形成脆弱性，再随融资条件收紧逐步显现，最后体现为信用风险暴露。若通胀反复、地缘冲突持续超预期，市场可能重新评估利率路径，推动风险资产估值调整，并通过融资成本上升和流动性收紧放大压力，届时资产价格可能出现阶段性下调。居民和企业违约通常是风险传导至偿付环节后的滞后表现，若广泛恶化，往往意味着风险已进入更后期的暴露与出清阶段。

- **风险提示**

美国经济超预期下行；美联储超预期紧缩；历史经验失效。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 宏观脆弱性情况如何？ 3
二、 微观压力从哪里传导？ 6
三、 破裂需要什么条件？ 9
四、 风险提示 12

图表目录

图表 1: 美国非金融企业和居民部门杠杆率 3
图表 2: 美国家庭偿付能力（%） 3
图表 3: 美国企业偿付能力（%） 3
图表 4: 商业贷款逾期率和核销率（%） 4
图表 5: 美国企业债券违约金额 4
图表 6: 房贷和信用卡拖欠率（%） 4
图表 7: 汽车贷款拖欠率（%） 4
图表 8: 美国银行资本充足率与杠杆率（%） 4
图表 9: 美国非银机构杠杆倍数 4
图表 10: 美国银行业 ROE 5
图表 11: 美国银行贷款逾期率和核销率（%） 5
图表 12: 标普 500 远期市盈率 5
图表 13: 10 年期美国国债期限溢价（%） 6
图表 14: 大都市区住宅房价与租金的相对估值 6
图表 15: NFCI 金融条件指数 7
图表 16: 投资级债券和高收益债券信用利差 7
图表 17: VIX 指数 8
图表 18: MOVE 指数 8
图表 19: SOFR 和 TGCR 相对于 IORB 利差（%） 8
图表 20: 彭博美债流动性指数 9
图表 21: 标普 500 与联邦基金利率 9
图表 22: 市场在加息阶段初期通常低估紧缩力度 10
图表 23: 花旗美国经济意外指数 10
图表 24: 地缘政治威胁指数 11
图表 25: 近月与 6 个月布伦特原油期货价差（美元/桶） 11
图表 26: 美国风险积累与压力传导路径 11
图表 27: 10 年期美债收益率与标普 500 12



华福证券
仅供内部参考，请勿外传

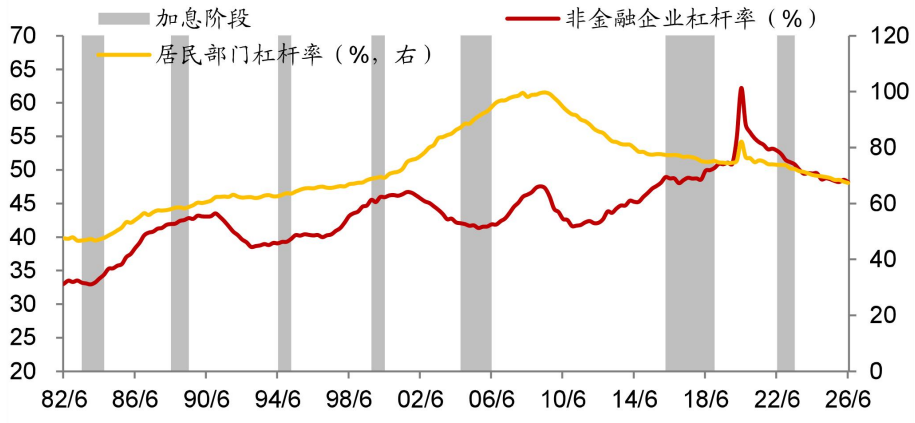
美联储 9 月重启加息，市场对风险积累的关注随之升温。在此背景下，美国宏观体系的脆弱性体现在哪里，潜在风险又将如何转化为显性压力？

一、宏观脆弱性情况如何？

宏观金融脆弱性的形成，本质上是金融体系内部风险不断积累的过程。

美国企业部门杠杆率处于历史较高水平。借贷杠杆方面，杠杆率及债务偿还能力的情况，能够从整体判断美国企业和居民部门对收入下降及融资成本上升的敏感程度。根据历史经验，在美联储进入加息阶段后，美国非金融企业部门往往去杠杆，或者放慢加杠杆的节奏。一方面，截至 2026 年二季度，非金融企业债务占 GDP 比重达到约 48%，在高利率环境下较 2020 年二季度 62.2%的峰值已有回落，但仍处于历史较高水平。另一方面，居民杠杆率自 2020 年二季度以来持续走低。

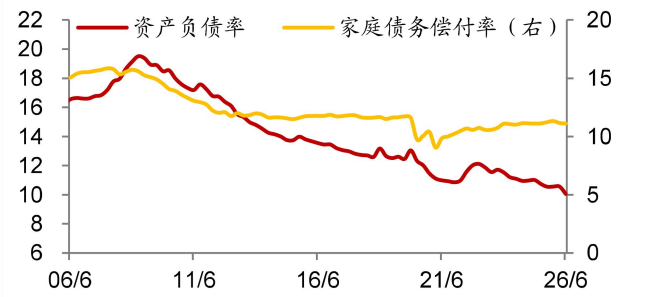
图表 1：美国非金融企业和居民部门杠杆率



来源：FRED，华福证券研究所

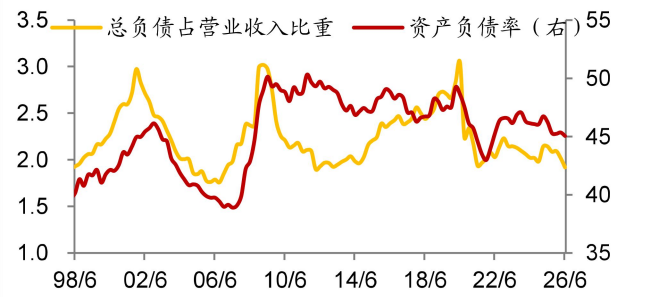
居民和企业偿付能力没有明显恶化。截至今年二季度，从家庭部门来看，美国家庭资产负债率持续走低，处于 2009 年以来低位，同时家庭债务偿付率未出现明显恶化。从企业部门来看，资产负债率自 2022 年加息以来缓慢下降，今年二季度总负债占营收比重也回落至历史较低水平，指向企业经营的偿还债务能力较好。

图表 2：美国家庭偿付能力（%）



来源：FRED，华福证券研究所

图表 3：美国企业偿付能力（%）



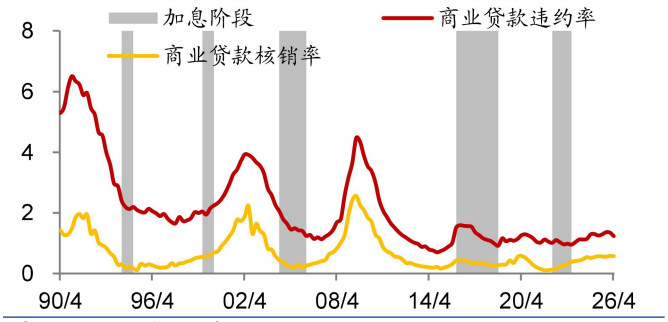
来源：FRED，华福证券研究所，营收为年化数据

企业贷款和债券违约情况相对平稳。商商业贷款逾期率和核销率自 2022 年加息

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

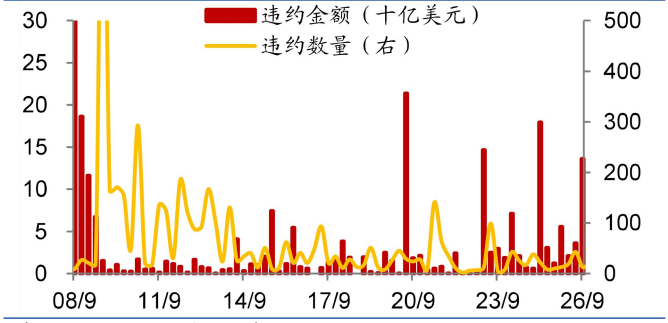
以来缓慢上升，但尚未出现明显恶化，整体仍处于历史较低水平。企业债券违约数量目前仍处低位，但近期违约金额上升，表明部分违约事件的规模有所扩大。总体来看，当前企业信用风险尚未呈现广泛恶化。

图表 4：商业贷款逾期率和核销率（%）



来源：FRED，华福证券研究所

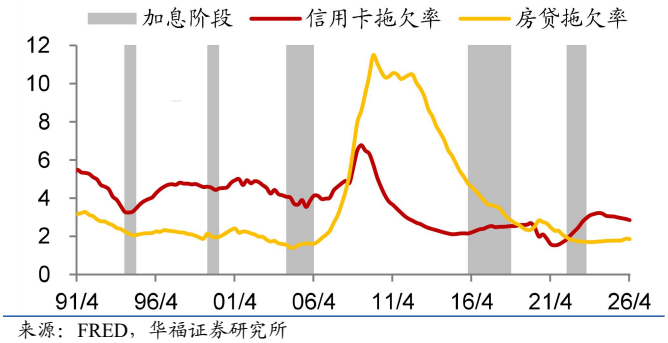
图表 5：美国企业债券违约金额



来源：Bloomberg，华福证券研究所

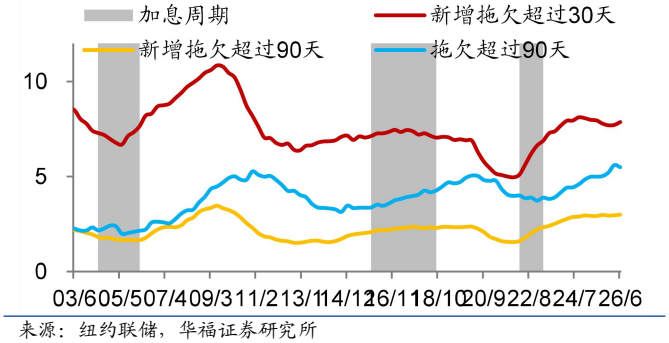
居民贷款拖欠率局部上升。从不同负债的拖欠情况来看，居民住房贷款和信用卡贷款拖欠率近两年总体较为平稳，均处于历史较低水平。其中，信用卡拖欠率自 2022 年加息以来有所上升，随后回落，目前远低于 2008 年金融危机时期。不过，相比之下，汽车贷款拖欠率自 2022 年紧缩以来明显上升，目前已高于疫情前水平，意味着目前利率水平下美国居民在车贷上存在偿还压力。

图表 6：房贷和信用卡拖欠率（%）



来源：FRED，华福证券研究所

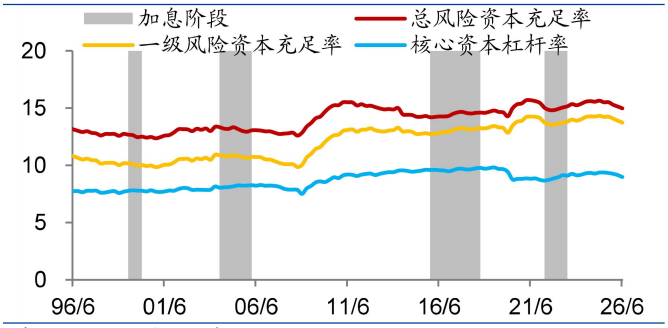
图表 7：汽车贷款拖欠率（%）



来源：纽约联储，华福证券研究所

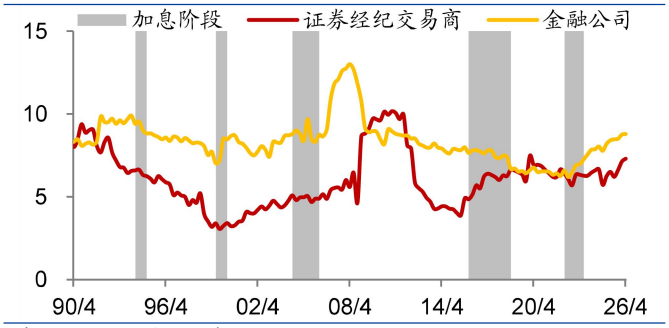
非银机构杠杆率有所上升。截至 2026 年二季度，银行业维持着历史较高的监管资本水平，面对风险具备较强的缓冲能力，一方面，银行资本充足率较为平稳，另一方面，银行杠杆率同样较为平稳。不过，自从 2022 年加息以来，部分非银机构杠杆率有所上升。

图表 8：美国银行资本充足率与杠杆率（%）



来源：FRED，华福证券研究所

图表 9：美国非银机构杠杆倍数



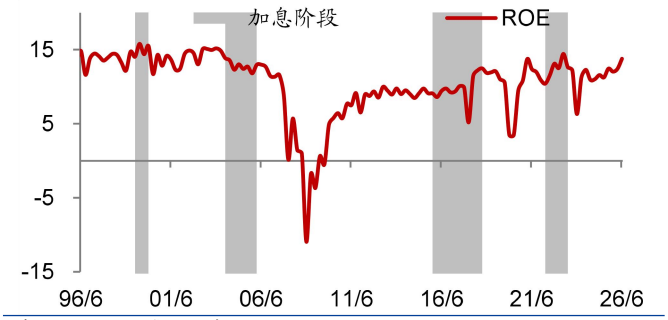
来源：FRED，华福证券研究所

银行经营情况较为平稳。截至 2026 年二季度，银行经营情况没有明显恶化迹象。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

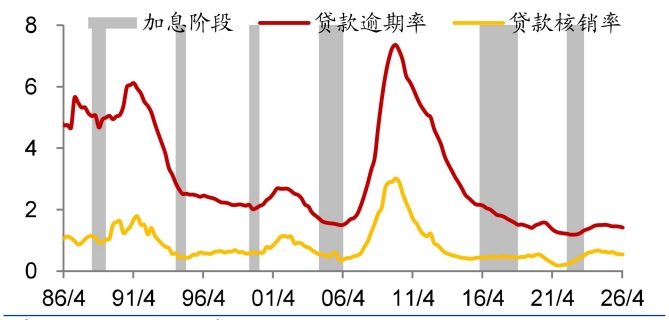
银行 ROE 处于历史较高水平，银行贷款核销率和逾期率处在历史低位。不过，根据历史经验来看，在美联储逐步加息的阶段，银行 ROE、贷款逾期率和贷款核销率通常不会立刻明显恶化，而在高利率维持一段时间后，因风险事件催化而显现，具体表现为银行 ROE 下行、贷款逾期率与核销率走高。

图表 10：美国银行业 ROE



来源：FRED，华福证券研究所

图表 11：美国银行贷款逾期率和核销率（%）

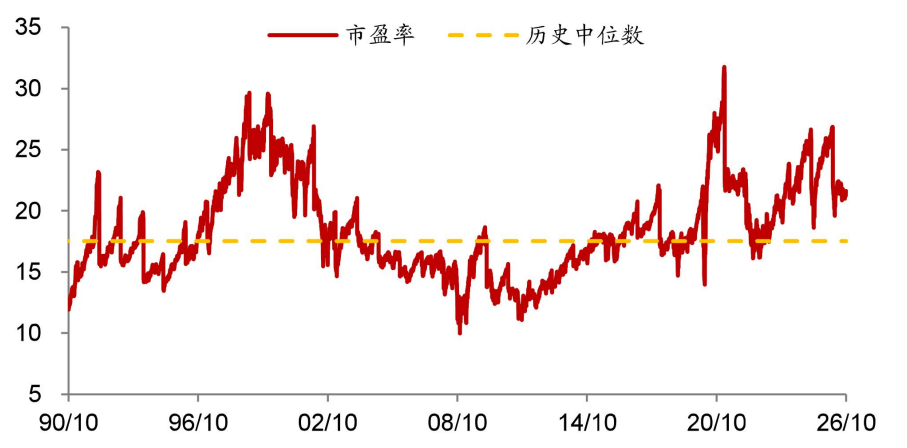


来源：FRED，华福证券研究所

此外，还需判断金融资产价格是否已经明显偏离基本面。当估值越高、风险补偿越低，意味着资产价格对负面冲击的安全边际越低，在盈利预期下调、利率上行或风险偏好转弱时，更容易面临估值调整压力。

股票估值偏高。截至 2026 年 10 月，标普 500 远期市盈率约在 21.5 倍，略高于历史中位数的 17.5 倍，但低于年初 26.8 倍的峰值，意味着市场愿意为单位预期盈利支付的价格偏高，对盈利兑现的要求仍强。不过，高估值本身不意味着股价即将下跌；如果企业盈利持续兑现，较高倍数可以由基本面逐步消化。当前加息预期仍强，实际利率上行还会提高未来盈利的折现率，可能对美股估值形成一定压制。

图表 12：标普 500 远期市盈率



来源：Bloomberg，华福证券研究所

美债期限补偿有所修复。长端美债收益率包括了两部分构成，分别是市场对未来短期利率的预期，以及投资者持有长期债券所要求的期限补偿。纽约联储估计，截至 2026 年 10 月 5 日，10 年期美债期限溢价约为 1 个百分点，接近 1990 年以来的历史中位数。按期限溢价这一指标衡量，当前长期美债的风险补偿已从疫情期间的低位回升，估值偏贵的迹象有所减轻。期限溢价的回升，意味着投资者持有长期美债获得的补偿更多，对新买入者而言潜在收益补偿更高。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

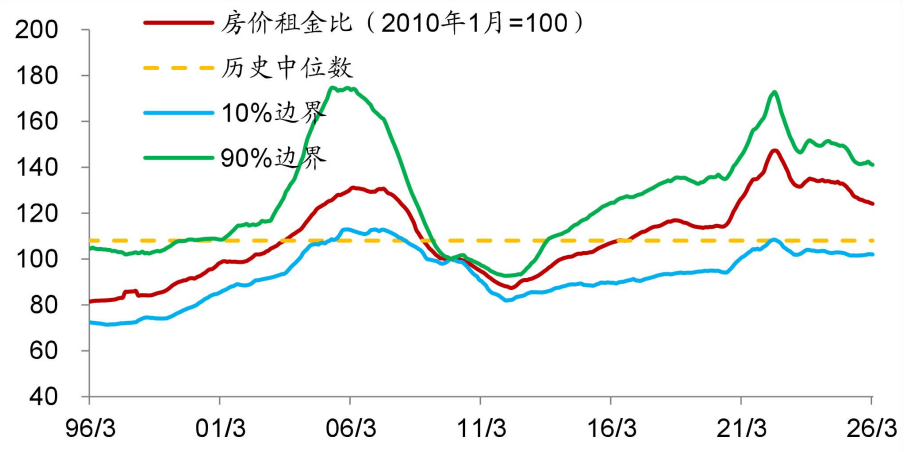
图表 13：10 年期美国国债期限溢价（%）



来源：纽约联储，华福证券研究所

房价相对于租金收入仍偏高。房价租金比衡量住宅价格相对于租金收入的水平，比房价增速更能反映房产估值。从美联储公布的 19 个大都市区房价租金比指数来看，2026 年 3 月该指数约为 124，较 2022 年 6 月的峰值 147 已有大幅回落，但仍高于 1996 年以来的历史中位数。若租金增长持续滞后于房价，则住房市场上租房的性价比高于买房，从而将带动房价回落，减少家庭住房资产的账面价值，也会降低房屋作为贷款抵押品的价值。这意味着，房价相对于租金收入仍偏高，房价增速或继续回落。

图表 14：大都市区住宅房价与租金的相对估值



来源：美联储，华福证券研究所

综合来看，目前美股估值偏高，股票价格可获得的风险补偿较少，住宅估值仍高于历史水平，而美债期限溢价则接近长期常态。因此，美股和住宅面临的估值压力更突出，价格下跌的安全边际较薄，脆弱性相对更大，一旦遇到盈利、租金或利率方面的负面变化时，更容易出现价格下跌。

二、微观压力从哪里传导？

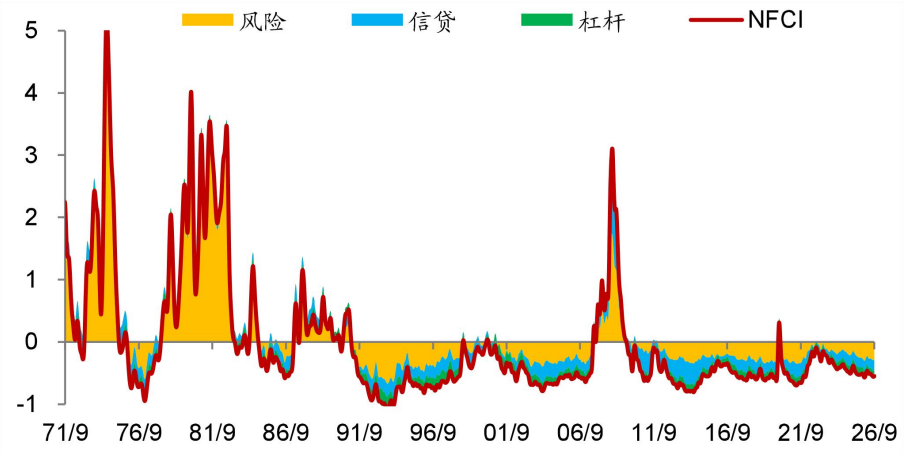
然而，高杠杆和高估值本身并不意味着危机立刻发生，仅意味着系统脆弱性正在积累。冲击出现后，往往通过融资渠道和流动性渠道被放大。

金融条件仍显宽松。芝加哥联储的金融条件指数 NFCI 可以作为整体金融条件的

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

综合衡量，反映货币市场、债券市场、股票市场和银行体系的融资环境是否趋于收紧。在 1970 年代石油危机、1980 年代初衰退、2008 年全球金融危机以及 2020 年新冠疫情冲击期间，NFCI 指数大幅攀升，表明金融危机伴随着金融市场自身的极端压力。2026 年以来，金融条件仍然宽松，NFCI 指数持续下行。

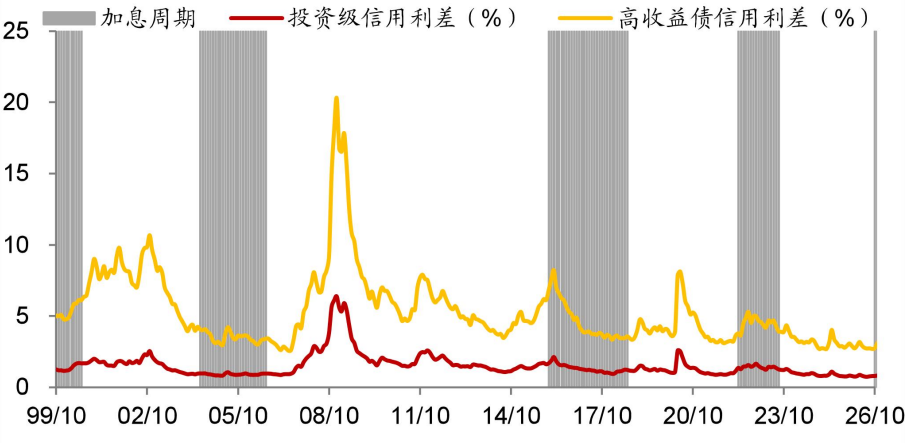
图表 15：NFCI 金融条件指数



来源：芝加哥联储，华福证券研究所

融资条件有所收紧。投资级信用利差是信用评级在 BBB-及以上的美国企业债与同期限美国国债之间的收益率差值，而高收益债信用利差是信用评级在 BB+及以下（即“垃圾债”）的企业债与国债之间的收益率差值。信用利差扩大，通常意味着市场对企业信用风险的定价上升，是企业融资条件收紧的先行信号；收窄则表明风险偏好改善、融资条件宽松。2023 年 10 月至 2024 年初，随着美联储加息周期接近尾声，投资级利差和高收益债利差双双快速下行，反映市场对经济软着陆的预期升温。2025 年初，特朗普政府重启关税战，对墨西哥、加拿大和中国加征关税，4 月又推出“解放日”全面关税计划，市场担心衰退和贸易冲突，信用利差再次走扩。今年 9 月，美联储重启加息后，信用利差也有小幅上行，企业融资条件有所收紧。

图表 16：投资级债券和高收益债券信用利差



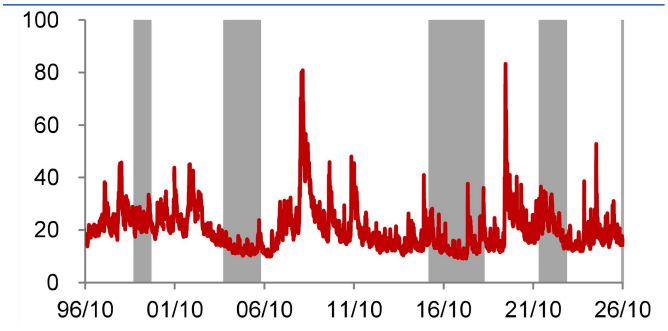
来源：iFinD，华福证券研究所

近期股市波动率回落，债市波动率上升。VIX 指数和 MOVE 指数分别反映股票和利率市场的隐含波动率，可用于识别风险偏好和市场不确定性是否快速恶化。根

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

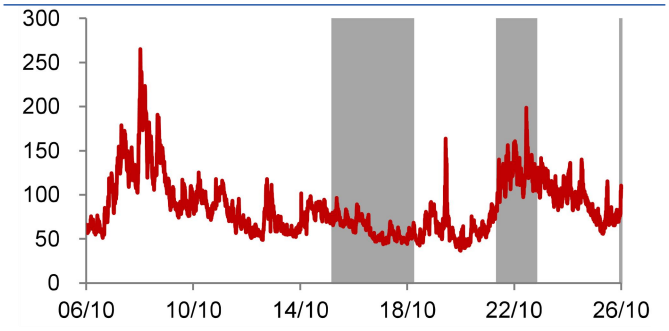
据历史经验来看，VIX 和 MOVE 往往在加息初期升高，随后因预期消化而走低。在风险事件出现后二者同时攀升，在金融危机和疫情期间均出现显著峰值，反映市场波动加剧。因此，这两个指标对于风险事件较为敏感，是脆弱性动摇的风向标。

图表 17：VIX 指数



来源：FRED，华福证券研究所，阴影为加息阶段

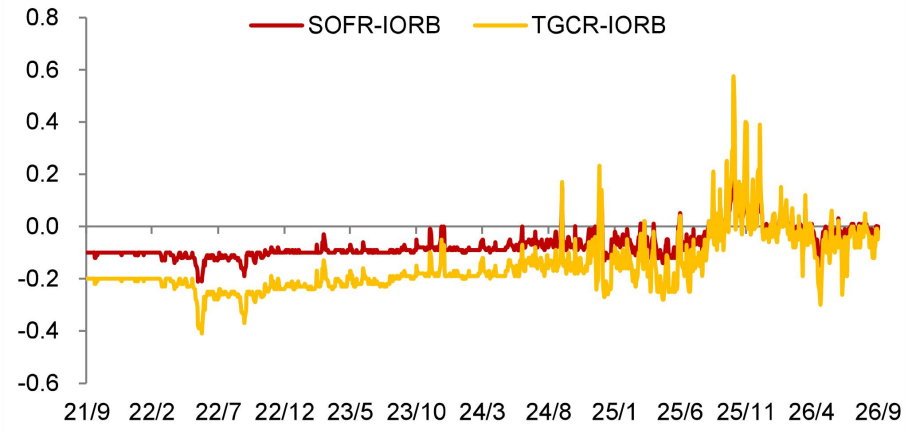
图表 18：MOVE 指数



来源：Investing，华福证券研究所，阴影为加息阶段

短期融资市场压力尚未明显积累。外部冲击引发的重定价压力，随后会通过市场流动性放大。回购利率相对于准备金利率（IORB）之差，能够反映资金供需以及短期融资条件的变化。当有担保隔夜融资利率（SOFR）和第三方一般担保利率（TGCR）相对于 IORB 持续上升时，意味着市场参与者通过国债抵押获取资金的成本相对于持有美联储准备金的机会成本提高，短期资金供需趋紧，融资摩擦加剧。自从 2025 年 12 月美联储结束缩表以来，SOFR-IORB 利差与 TGCR-IORB 利差整体回落，目前仍处于相对稳定水平，未出现持续和广泛的异常抬升，短期回购融资市场暂未出现明显的系统性流动性压力。

图表 19：SOFR 和 TGCR 相对于 IORB 利差（%）

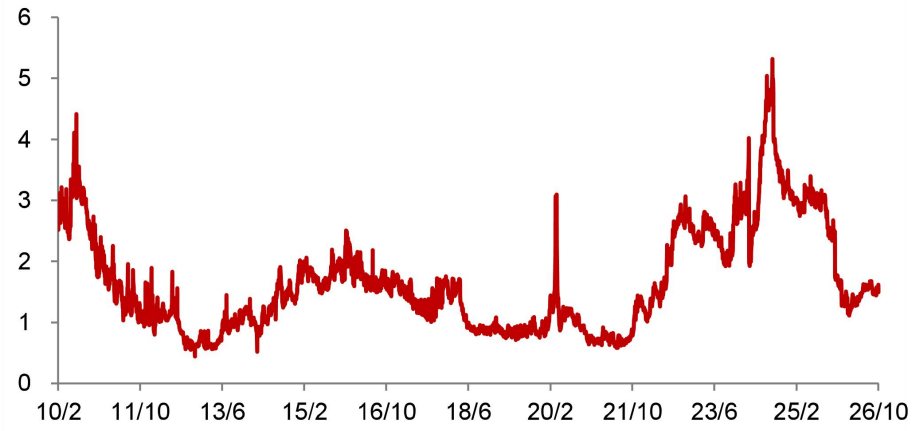


来源：iFinD，华福证券研究所

美债市场流动性有所转紧。美国国债流动性指数衡量美国国债个券收益率偏离拟合曲线的程度，指数越高，表明市场交易流动性越差。进入 2022 年以来的紧缩环境后，美债市场流动性压力虽较 2024 年高点明显缓和，但整体还未恢复至充裕水平。与此同时，近期 10 年期美债收益率持续上行，一度突破 5.2%，考虑到美债财政赤字难以削减，美债供给难降，长端美债利率或易升难降。在这一背景下，较弱的市场流动性可能进一步放大宏观预期变化对国债收益率的冲击，并通过回购融资和抵押品渠道向其他风险资产传导。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 20：彭博美债流动性指数

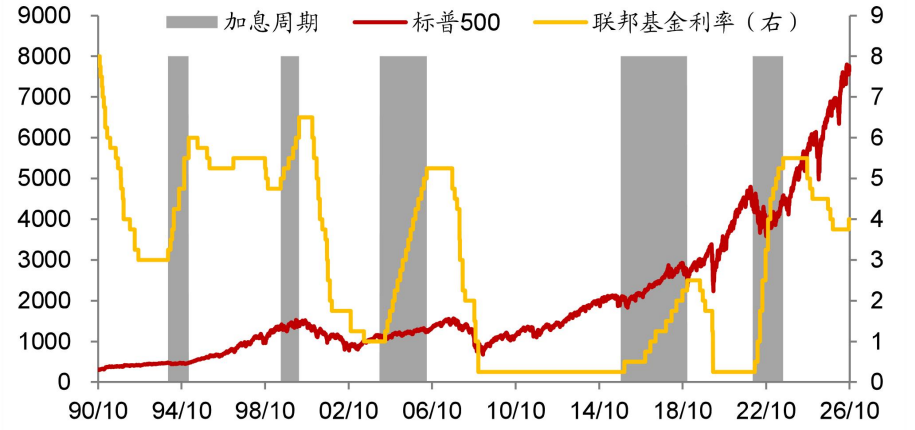


来源：Bloomberg，华福证券研究所

三、破裂需要什么条件？

超预期的加息力度易触发崩塌。历史经验表明，加息本身并不必然导致风险资产立即下跌，标普 500 指数在多数加息阶段中最终甚至能够恢复上涨。真正值得关注的是，第一，加息节奏和力度是否超出市场预期，最典型的例子是 2022 年-2023 年间美联储超预期急速加息 525bp，市场预期的急剧扭转导致了股债双杀。第二，经济增长和企业基本面能否保持强劲，在 1999 年美联储共加息 75bp，10 年期美债收益率上行超 170bp，但标普 500 同年仍上涨了 18%。

图表 21：标普 500 与联邦基金利率

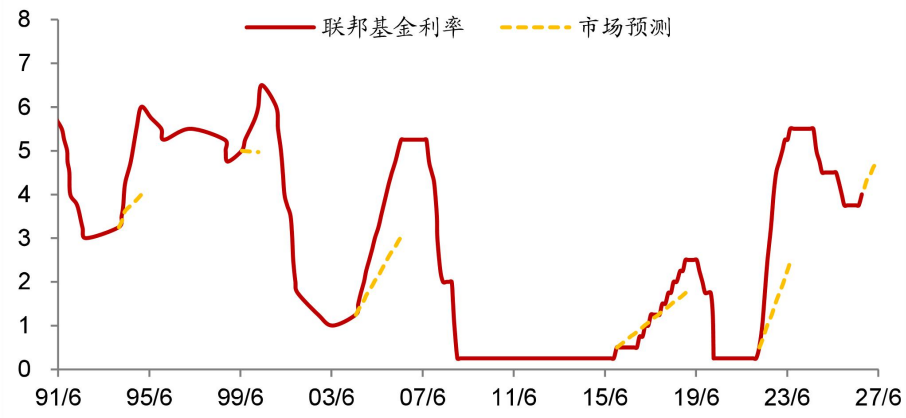


来源：iFinD，圣路易斯联储，华福证券研究所

紧缩程度可能被低估。从历史经验来看，在过去五次加息阶段的首次加息时，市场基本低估了后续的加息幅度。首先，货币政策本身向实体经济的传导存在滞后性，加息的效果不会立刻显现，通胀改善缓慢，美联储不得不继续加大紧缩力度。其次，通胀粘性可能被低估，而持续性的通胀还会带来二阶效应，进一步推高通胀水平。最后，联储本身颁布政策存在一定滞后，为了维护公信力，联储被先前的政策路径声明束缚。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

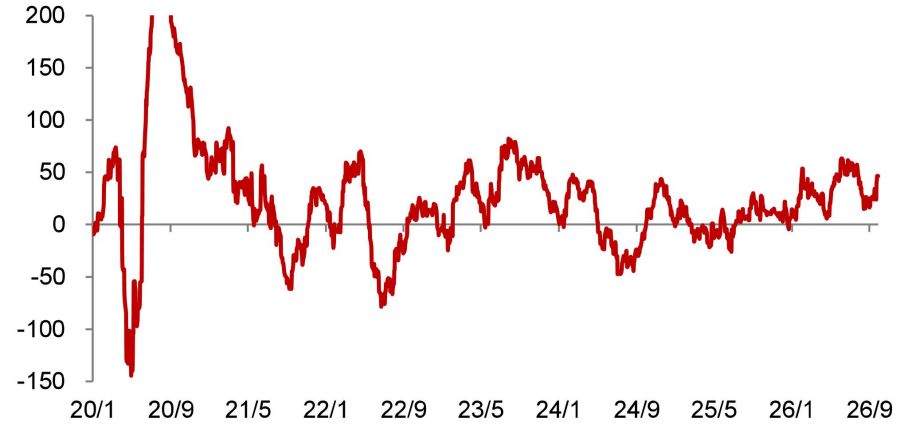
图表 22：市场在加息阶段初期通常低估紧缩力度



来源：iFinD，Bloomberg，华福证券研究所

经济基本面仍有韧性。花旗美国经济惊喜指数反映美国经济数据相对于市场预期的偏离程度，指数处于正值区间意味着近期经济数据整体仍高于市场预期。今年以来该指数持续为正，表明美国经济基本面通常强于市场预期，经济基本面韧性较强。尽管 9 月非农就业数据明显弱于市场预期，但单月数据的走弱并不意味着就业已经发生趋势性反转，初请失业金人数走低、全美失业加速州等数据表明就业市场仍稳定。因此，政策重心仍落在中长期通胀风险上，优于预期的经济基本面可能支持美联储加息防止通胀。

图表 23：花旗美国经济意外指数

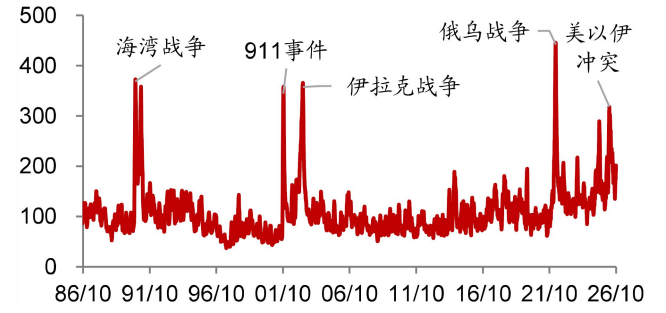


来源：iFinD，华福证券研究所

地缘政治冲击或被市场低估。当前地缘政治风险仍处于相对历史较高水平，但原油远期价格结构显示，市场预计油价将在不久后回落，对当前美伊冲突的定价仍集中于短期，这意味着市场可能已经部分计入地缘风险不久后缓和的预期。若冲突持续时间超出市场预期，能源价格维持高位并向通胀端传导，市场此前形成的油价短期回落的定价将被打破，进一步强化对货币政策继续收紧的担忧。

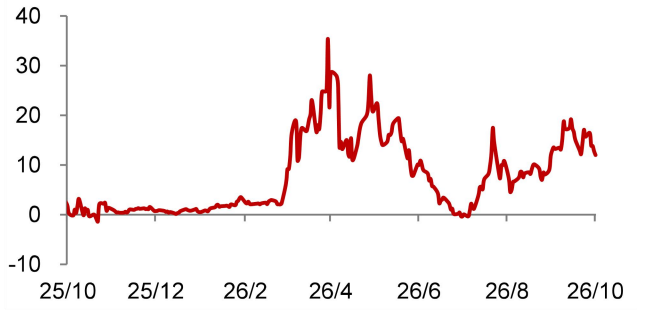
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 24：地缘政治威胁指数



来源：CEIC，维基百科，华福证券研究所

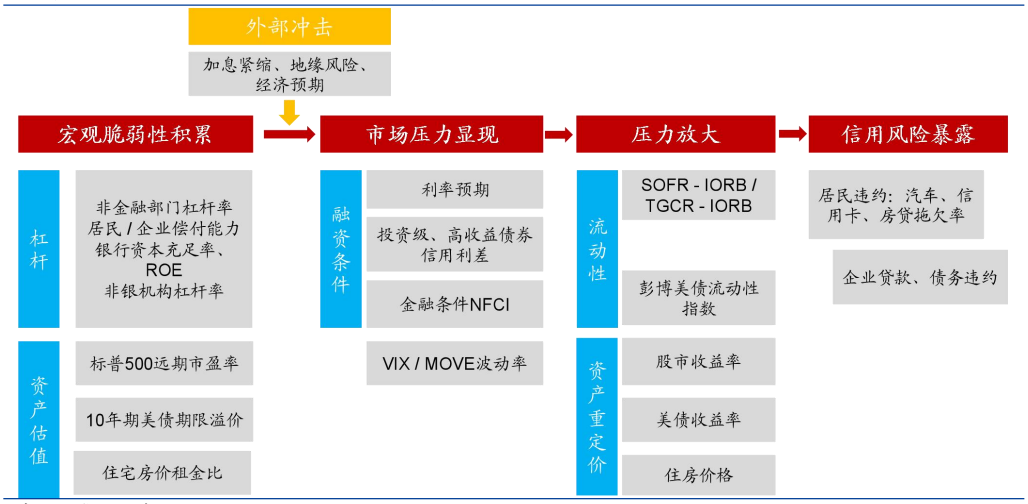
图表 25：近月与 6 个月布伦特原油期货价差（美元/桶）



来源：Bloomberg，华福证券研究所

当前美国宏观脆弱性总体可控。紧缩环境下，风险往往先在杠杆和资产估值中积累，形成脆弱性，再随融资条件收紧逐步显现，最后体现为信用风险暴露。截至 2026 年二季度美国非金融企业杠杆率处于历史较高水平，不过同时，居民和企业偿付能力整体尚稳，银行资本与经营指标也未见明显恶化。资产估值方面，标普 500、住宅房价估值偏高，显示股票和住宅市场的估值缓冲相对有限，相比之下，10 年期美债风险补偿压力有所缓和。

图表 26：美国风险积累与压力传导路径



来源：华福证券研究所绘制

超预期紧缩可能带来调整风险。加息本身并不必然引发风险资产大幅调整，关键在于后续紧缩力度是否超出市场预期，以及经济和企业基本面能否保持韧性。目前金融条件仍显宽松，信用利差近期边际走阔，短期回购融资压力尚未明显积累，但美债市场流动性仍偏紧。若通胀反复、地缘冲突持续超预期，市场可能重新评估利率路径，推动风险资产估值调整，并通过融资成本上升和流动性收紧放大压力，届时资产价格可能出现阶段性下调。不过，调整能否演变为更广泛的信用风险，还取决于冲击持续时间、借款人偿付能力及金融机构的风险缓冲。居民和企业违约通常是风险传导至偿付环节后的滞后表现，若广泛恶化，往往意味着风险已进入更后期的暴露与出清阶段。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 27：10 年期美债收益率与标普 500



来源：iFinD，华福证券研究所

四、风险提示

美国经济超预期下行。若消费和投资持续走弱，或人工智能技术进展及商业化应用不及预期，企业盈利和市场信心可能受到冲击，加大美国经济陷入衰退的风险。

美联储超预期紧缩。若地缘冲突持续发酵、油价维持高位并带来持续性高通胀，美联储或大幅加息。

历史经验失效。美国经济结构、政策环境及金融市场条件可能发生变化，历史时期的风险传导规律未必适用于当前，相关判断存在偏差。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

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

华福证券股份有限公司（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“华福证券股份有限公司”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