

“更慢更久”的缩表？来自流动性和财政的制约

核心观点：

为何再度关注缩表的进程？我们在2023年9月报告《加息周期接近尾声，美联储将转向数量调控》中对2024年美联储量化紧缩（QT）的路径做了初步展望：在加息停止后，以QT为主的美联储缩表将成为控制流动性的重要工具，也需要与联邦政府的财政力度形成配合。在美联储2024年一季度降息概率偏低的情况下，市场也在寻找新的变化点，而由于部分美联储官员在12月FOMC纪要中考虑缓和缩表、隔夜逆回购账户（ON RRP）持续消耗、银行定期融资计划（BTFP）将于3月11日后暂停等因素，QT的可持续性获得了关注。

流动性制约 - 逆回购账户消耗和BTFP到期：（1）截至2024年1月中旬，逆回购账户（RRP）已经从2023年5月份近2.68万亿美元的高点回落至9363亿美元。按当前的消耗速度，RRP将在2024年4月中至5月初回到2000亿美元左右的历史正常水平。届时逆回购账户将无法为新发债务提供流动性，市场可能回到2022年加息周期开始至2023年初银行准备金被持续消耗的状态。（2）截至1月17日，BTFP用量已经升至1615亿美元，占同期银行超3.5万亿美元现金水平的4.5%左右，而美联储于1月24日宣布该工具将持续借款至3月11日，而后停止。从BTFP借款的期限来看，490亿左右为16-90日内借款，1100亿左右为91日至1年期借款，这意味着在2024年这些现金将逐步到期，缩减银行的流动性水平。这意味着2024年一季度后流动性压力将明显放大，美联储也会更加注意避免类似2019年9月17日回购市场危机的事件重现。因此，重新考虑是否调整缩表的路径和银行获得流动性援助的方式十分必要。

缩表还能持续多久？来自美联储资产负债表和银行准备金水平的两个视角：

（1）第一个值得参考的坐标是理事沃勒（Waller）在2021年12月提出的将美联储当时约8.8万亿美元的总资产占名义GDP比重从36%降低至疫情前的20%左右，而2017-2019年缩表大约将这一比重从23%降低到19%。按这一思路，刨除掉2023年3月末因硅谷银行事件而紧急增加的超3000亿美元的借款，并考虑美国经济整体温和增长，则缩表可以持续至2024年底；届时美联储资产负债表水平约在5.6至5.8万亿美元之间。（2）从银行流动性角度考虑，需要关注在美联储12月FOMC纪要中出现的“充足准备金水平”（ample reserve）。纽约联储职员报告显示，准备金占总资产水平降低至13%以下时，流动性易出现紧张并带动利率上行；从准备金占GDP比例出发的研究则认为充足水平应在10%至12%的范围内，最低水平约7%。假设其在RRP于4月恢复正常水平后，按2022年3月至2023年硅谷银行事件前的水平降低，则准备金占总资产的比例将在2024年三季度末达到13%左右，届时可以考虑显著缩减QT的月度规模；而如果进一步考虑BTFP的逐步到期，则美联储在5月或6月的FOMC会议上宣布放缓QT规模（QT taper），达成“更慢更久”（slower for longer）。同时，如果美联储实施强制银行使用贴现窗口的计划，那么估计充足准备金的必要性将显著降低。

美联储也在考虑贴现窗口“去污名化”，替代BTFP：美联储在BTFP停止后将考虑强制贴现窗口（discount window）的使用。如果美联储可以解决在贴现窗口借款对银行形象造成的污名化（discount window stigma），那么银行在遭遇流动性问题时即可像使用BTFP一般使用贴现窗口；如此，估算“充足准备金水平”的必要性就将明显降低，因为银行在流动性紧张时可以在贴现窗口及时获取流动性。

财政压力下，QT月度规模被缩减的概率较大：假设QT未来面临的三种可能的路径：（1）2024年银行现金水平依然健康，并不缩减QT规模，同时可能令银行加强贴

分析师

章俊

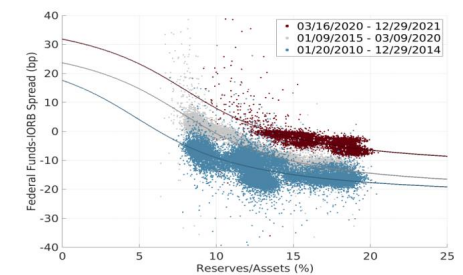
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：准备金占银行资产比例低于13%后需要警惕



资料来源：FRB NY, 中国银河证券研究院

风险提示

1. 美国逆回购账户和准备金下降速度不符合预期的风险
2. 美国财政力度意外放缓的风险

现窗口的使用以应对小型流动性问题。(2) 在年中对QT进行缩量, 假设规模从950亿美元/月的上限减半, 同时加强对贴现窗口的使用, QT贯穿2024年。(3) 意外的银行流动性危机出现, 贴现窗口推广效果不好, QT跟随意外事件全面停止。我们倾向于(2)所描述的路径, 因为反常的财政力度在2024年初预计依然是美国“薪资-消费”链条和经济数据偏强的核心支撑, 也意味着大量的国债, 特别是短期国债的发行。短期国债和RRP本质上是“替代品”, 因为两者都是短期且几乎没有信用风险的资产, 大量的短期国债发行就会导致RRP的用量快速降低。同时, 从国债的需求方来看, 净购买者中上升最明显的两类是共同基金和个人投资者, 而非海外私人部门购买国债将持续消耗银行准备金, 所以QT面临的taper本质上是财政扩张对美联储货币政策造成的压力。在2024年财政继续扩张的背景下, 不缩减QT并仅依靠贴现窗口预防银行流动性问题的概率较低, 缩减QT不仅是为了呵护银行流动性, 也是为了更好的承接保持高位的财政赤字和大量的国债发行。同时, 从2019年回购危机的经验来看, QT因肥尾风险而停止的概率仍存在, 灵活依然是这一数量型工具最大的特点。

一、为何再度关注缩表的进程？RRP、BTFP 和美联储官员的发声

我们在 2023 年 9 月报告《加息周期临近尾声，美联储将转向数量调控》中对 2024 年美联储量化紧缩（QT）的路径做了初步展望：在加息停止后，以 QT 为主的美联储缩表将成为控制流动性的核心工具，也需要与联邦政府的财政力度形成配合。在美联储 2024 年一季度降息概率较低的情况下，市场也在寻找新的变化点，而由于部分美联储官员在 12 月 FOMC 纪要中考虑缓和缩表、隔夜逆回购账户（ON RRP）持续消耗、银行定期融资计划（BTFP）将于 3 月 11 日后暂停等因素，QT 的可持续性获得了关注。

2024 年以来，包括纽约联储主席威廉姆斯（Williams）、理事沃勒（Waller）和达拉斯联储主席罗根（Logan）在内的重要官员都对 QT 的进程发表了看法。其中罗根对于 QT 的态度较为鲜明，她认为 QT 在隔夜逆回购账户金额不断降低的情况下，应当更加谨慎的进行，这也与 12 月 FOMC 会议中“略高于充足准备金水平”后放缓并停止缩表的想法相符¹。同样的，理事沃勒认为美联储 2024 年开始考虑放缓缩表的步伐是合理的，但仅限于对美国国债部分。纽约联储的威廉姆斯则表示目前的银行流动性水平并未发出令美联储近期停止缩减资产负债表的信号。从 12 月 FOMC 会议纪要来看，目前仅有“一些”（several）官员在考虑根据银行准备金水平放缓并最终停止缩表，还未形成主流，但 QT 走向“更缓更久”的概率正在提升。

图 1：美联储官员发言整理

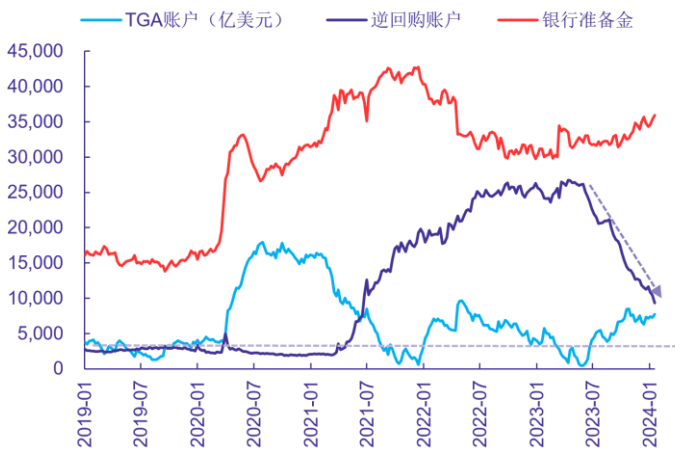
时间	发言官员	2024票委(粉色)	主要内容
2024/1/11	芝加哥联储银行古尔斯基		2023年是通胀下降的“殿堂级”年份，为美国在2024年降息数次铺平了道路。需要看到更多数据证实近期物价压力有所缓解，才能判断应该从何时开始降息，以及以何种速度降息。
2024/1/11	克利夫兰联储银行梅斯特		最新的CPI数据显示，通胀率回到美联储2%目标的道路坎坷不平，这意味着联储在3月下调政策利率可能为时过早。
2024/1/11	里奇蒙联储银行巴尔金		对于正在考虑今年可能开始降息的美联储决策者来说，12月的CPI数据几乎没有让通胀路径更加清晰。
2024/1/10	纽约联储银行威廉姆斯		现在呼吁降息还为时过早，因为美联储在让通胀率回到2%目标上还有一段距离，银行行业的流动性水平并未发出美联储近期需要停止缩减其资产负债表的信号。随着通胀压力减弱，降低利率是合理的，但何时降息“我没有答案”。
2024/1/8	亚特兰大联储银行博斯达克		由于通胀率仍高于美联储2%的目标，倾向于让货币政策继续保持紧缩状态，即使经济中的整体风险已在价格上涨带来的风险和就业增长放缓带来的风险之间取得平衡。预计今年晚些时候会降息，到2024年底可能需要降息两次，每次25个基点，而首次降息将在第三季度的某个时候。
2024/1/8	美联储理事鲍曼		现在认为美国的货币政策“具有足够的限制性”，暗示随着通胀回落，她愿意支持最终降息。
2024/1/7	达拉斯联储银行洛根		美联储可能需要恢复上调短期政策利率，以防止近期长期债券收益率下降重新引发通胀。
时间	发言官员	2024票委(粉色)	主要内容
2024/1/19	亚特兰大联储银行博斯达克		如果未来几个月有“令人信服的”证据表明通胀下降速度快于他的预期，他就对比之前预计得更早降息持开放态度。美联储面临的总体形势意味着“需要保持谨慎”。
2024/1/17	美联储理事沃勒		美国距离美联储2%的通胀目标“近在咫尺”，但在较低的通胀率将持续下去变得明确之前，美联储不应急于下调指标利率。无论何时开始降息，都应该“有条不紊、小心谨慎”地进行，而不是像美联储在试图挽救经济时所采用的那种大幅、快速降息。美联储今年开始考虑放缓缩减资产负债表步伐是“合理的”，但仅限于对所持有的美债。
2024/1/15	芝加哥联储银行古尔斯基		将通胀降至美联储2%的目标方面取得了“良好进展”。
2024/1/15	亚特兰大联储银行博斯达克		如果决策者过早降息，通胀率可能会走势反覆。通胀率朝美联储2%目标下降的速度在未来几个月料放缓。

资料来源：Reuters，中国银河证券研究院

¹ Logan: Given the rapid decline of the ON RRP, I think it's appropriate to consider the parameters that will guide a decision to slow the runoff of our assets. In my view, we should slow the pace of runoff as ON RRP balances approach a low level. Normalizing the balance sheet more slowly can actually help get to a more efficient balance sheet in the long run by smoothing redistribution and reducing the likelihood that we'd have to stop prematurely.

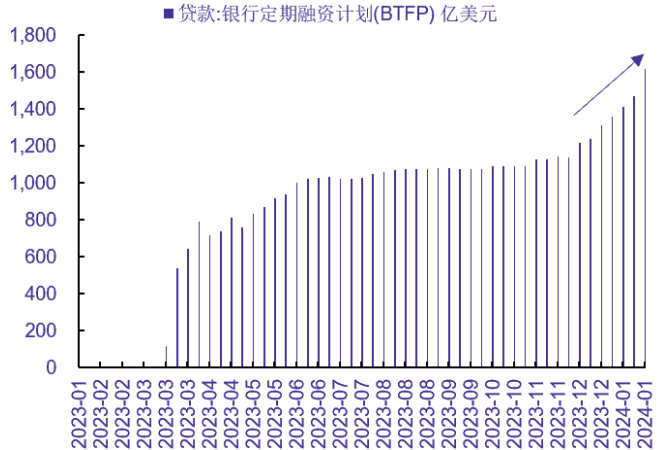
从银行流动性情况考虑，被动式缩表和大量的国债发行持续消耗隔夜逆回购账户，同时 BTFP 由于存在套利空间和部分无抵押借款的特征也将在 3 月 11 日被正式停止，这意味着 2024 年一季度后流动性压力将明显放大，美联储也会更加注意避免类似 2019 年 9 月 17 日回购市场危机的事件重现。因此，重新考虑是否调整缩表的路径和银行获得流动性援助的方式十分必要。

图 2：按当前斜率，RRP 在 4 月份可能回到正常水平



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 3：BTFP 短期用量上升，但 3 月 11 日将停止发放更多流动性



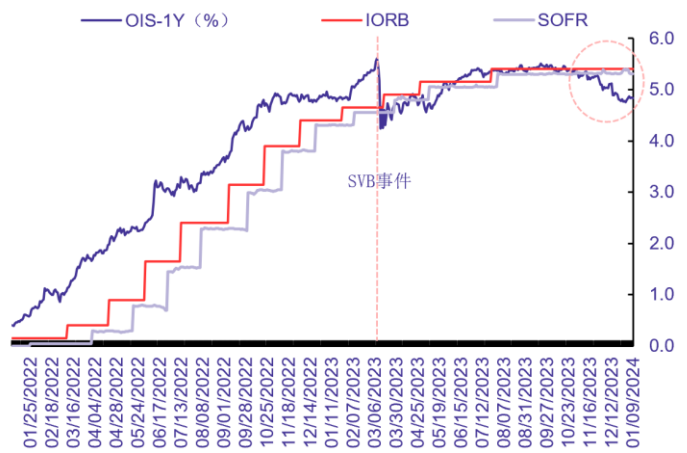
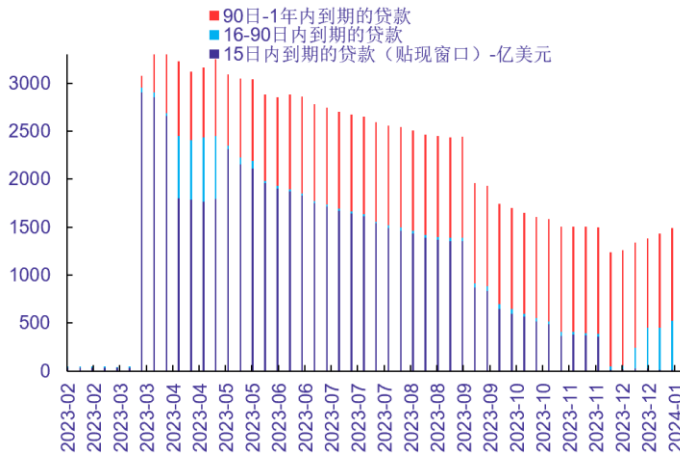
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

具体来看，截至 2024 年 1 月中旬，逆回购账户已经从 2023 年 5 月份近 2.68 万亿美元的高点回落至 9363 亿美元，按当前的消耗速度将在 2024 年 4 月中至 5 月初回到 2000 亿美元左右的历史正常水平。届时逆回购账户将无法为新发债务提供流动性，市场可能回到 2022 年加息周期开始至 2023 年初银行准备金被持续消耗的状态。另一方面，银行准备金（现金）水平的回升既有硅谷银行事件平息后存款的恢复，也受到了 BTFP 借款的提振：截至 1 月 17 日，BTFP 用量已经升至 1615 亿美元，占同期银行超 3.5 万亿美元现金水平的 4.5% 左右，而美联储于 1 月 24 日宣布该工具将持续借款至 3 月 11 日（但利率从 1Y OIS + 10BP 调整为 IORB 以消除套利空间），而后停止²。从 BTFP 借款的期限来看，490 亿左右为 16-90 日内借款，1100 亿左右为 91 日至 1 年期借款，这意味着在 2024 年这些现金将逐步到期，缩减银行的流动性水平。在银行流动性在高财政力度、逆回购账户消耗和 BTFP 到期下将持续面临流动性压力，所以我们将在下文展望 QT 未来可能面临的几种路径和其他缓解银行流动性压力的办法。

² Federal Reserve Board - Federal Reserve Board announces the Bank Term Funding Program (BTFP) will cease making new loans as scheduled on March 11

图 4: BTFP 中贷款将在 3 月 11 日后逐步偿还, 降低银行流动性

图 5: BTFP 利率调整至不低于 IORB, 消除套利空间



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

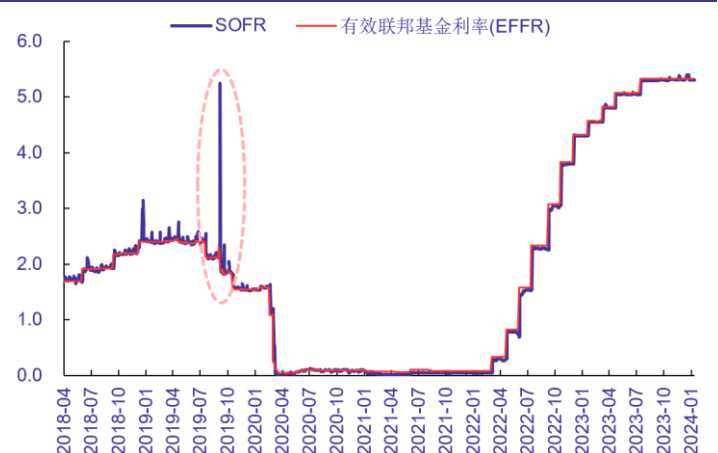
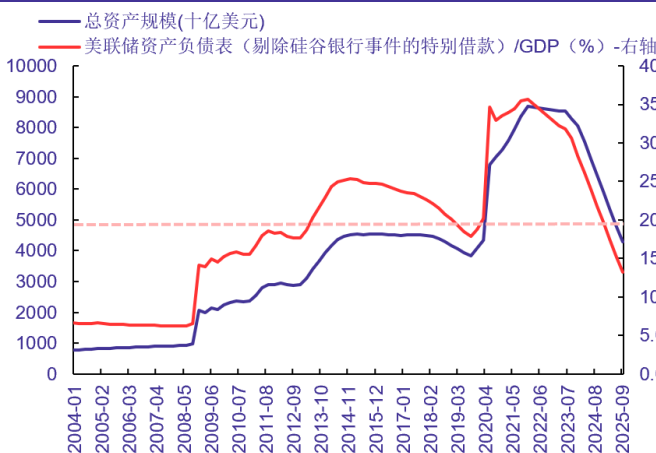
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

二、 缩表还可能持续多久? 来自美联储资产负债表和银行准备金水平的两个视角

通过 QT 进行的被动缩表自 2022 年中开始至 2024 年 1 月已经进行了 20 个月, 累计缩减美联储所持有的国债和政府机构支持债务近 1.46 万亿美元。(需要注意的是由于国债和 MBS 每月到期量并不能达到 950 亿美元, 实际的月度缩减规模低于上限水平。) 美联储总资产也从巅峰期的 8.9 万亿美元降至 7.6 万亿美元。虽然如此, 当前的资产负债表规模与美联储的合意水平依然相差甚远, 同时美联储还要尽力避免在缩表至合意规模前引发银行流动性危机的可能, 所以缩表很可能同时考虑资产负债表规模和银行准备金水平两个要素, 应分别做出估算。当然, 估算的 QT 水平依然只是发挥“坐标”的功能, QT 的灵活性依然是其最重要的特征。

图 6: 按占 GDP 比重推算, 缩表大概率在 2024 年持续

图 7: SOFR 近期稍有波动, 但整体依然稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

首先, 美联储官员对理想的美联储资产负债表水平做出过描述: 第一个值得参考的坐标是理事沃勒 (Waller) 在 2021 年 12 月提出的将美联储当时约 8.8 万亿美元的总资产占名义 GDP 比重从 36% 降低至疫情前的 20% 左右, 而 2017-2019 年缩表大约将这一比重从 23% 降低到 19%。按这一思路, 刨除掉 2023 年 3 月末因硅谷银行事件而紧急增加的超

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

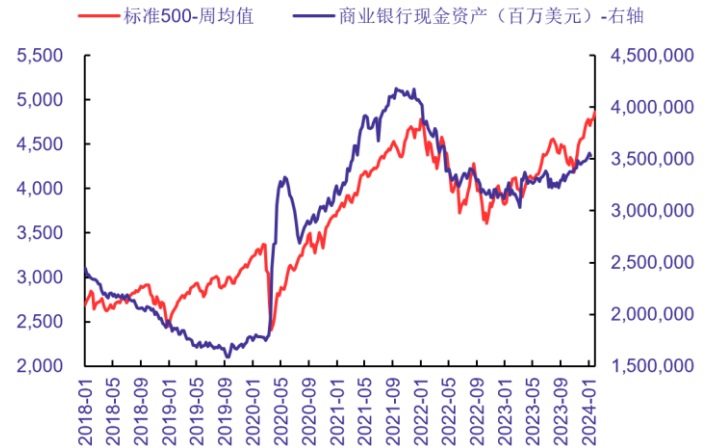
3000 亿美元的借款，并考虑美国经济整体温和增长，则缩表可以持续至 2024 年底；届时美联储资产负债表水平约在 5.6 至 5.8 万亿美元之间。另一个坐标是主席鲍威尔在 2022 年 3 月加息前的听证会上提出的美联储资产负债表正常化大约需要 3 年时间，这对应着大约每年略低于 1 万亿美元的缩表规模，那么缩表结束的范围大致在 2024 年末至 2025 年中。这两种思路之间矛盾不大，且来自于美联储决策者关注的指标，可靠性相对高。故此，理论上缩表可以贯穿 2024 全年，但缩表的进程显然也将受到银行流动性的制约。

图 8：银行现金与资产比例短期回升，但未来将会承压



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

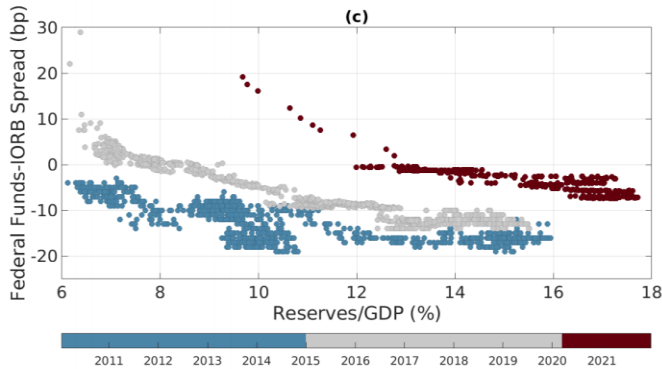
图 9：银行间流动性的充裕对权益资产起到支撑作用



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

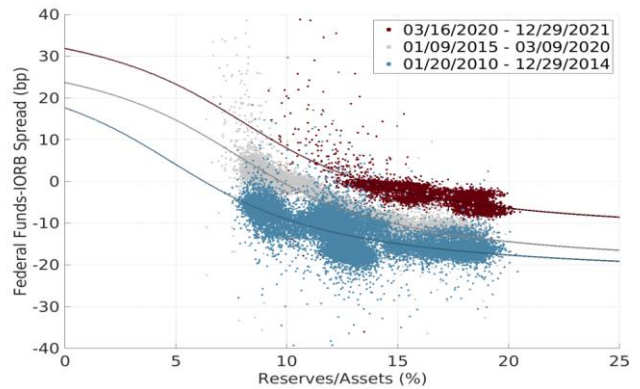
从银行流动性角度考虑，需要关注在美联储 12 月 FOMC 纪要中出现的“充足准备金水平”（ample reserve），一些官员认为达到这一水平后需要放缓并停止缩表，因此对于充足准备金的合理水平也需要进行测算，进而判断 QT 潜在的调整与停止时机。可以帮助判断充足准备金水平的第一个坐标是 2019 年 9 月回购危机时，银行现金资产占总资产水平：回购危机当周，银行现金占总资产水平约为 9.11%，大银行 7.25%，小银行 5.60%；准备金占总资产水平约 7.97%。这一水平可以作为银行准备金水平的最低下限。此外，2023 年中更新过的纽约联储职员报告《Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve》也对准备金水平做出估算，该模型显示银行准备金的需求曲线非线性，后期数据中当准备金占总资产水平降低至 13% 以下时，需求曲线的负向斜率将增大，对应流动性的紧张和利率的上行。而从准备金占 GDP 比例出发的研究则认为充足水平应在 10% 至 12% 的范围内，最低水平约 7%。因此，可以从这两个角度估算银行准备金进入需要警惕的水平的时间点（占总资产的 13% 或者 GDP 的 12%）。从准备金占总资产的比例考虑，假设其在 RRP 于 4 月恢复正常水平后，按 2022 年 3 月至 2023 年硅谷银行事件前的水平降低，则准备金占总资产的比例将在 2024 年三季度末达到 13% 左右，届时可以考虑显著缩减 QT 的月度规模；而如果进一步考虑 BTFP 的逐步到期，则缩减 QT 的时间点可能在 2024 年中。

图 10: 准备金的需求非线性, 准备金占 GDP 的 12% 是重要参考



资料来源: FRBNY, 中国银河证券研究院

图 11: 准备金占银行资产比例低于 13% 后同样需要警惕

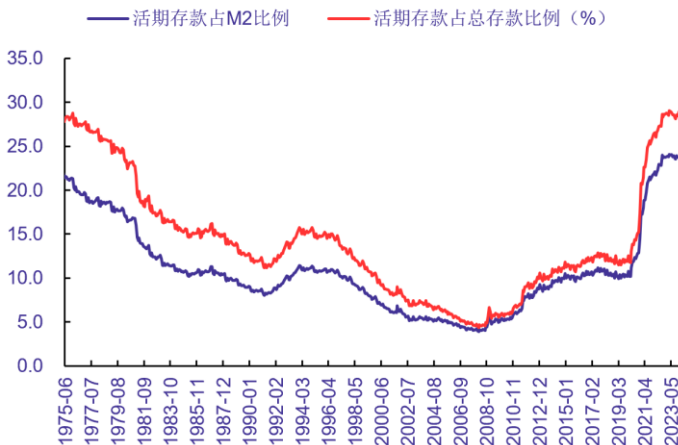


资料来源: FRBNY, 中国银河证券研究院

不能忽视的是, 即使是多角度估计的“充足准备金水平”也可能很不准确, 因此以准备金占总资产的 13% 作为警戒, 略早于该水平放缓缩表不失为有效的策略。以 2019 年回购危机为例, 联储调查问卷显示 33 家重要银行当年 7 月估算自身所需的最低存款准备金量约 6524 亿美元, 而当时这些银行的准备金总量为 1.15 万亿美元, 大约占有所有准备金 (1.5 万亿美元) 的四分之三。理论上, 当时的准备金水平至少可以使 QT 进行至 2020 年年底, 但结果是回购危机的提前爆发。所以, 美联储预计不会在准备金降低至总资产 8% 这种危险水平的前期直接停止缩表, 而更可能在 2024 年中缓和缩表的速度, 配合力度不弱的财政。

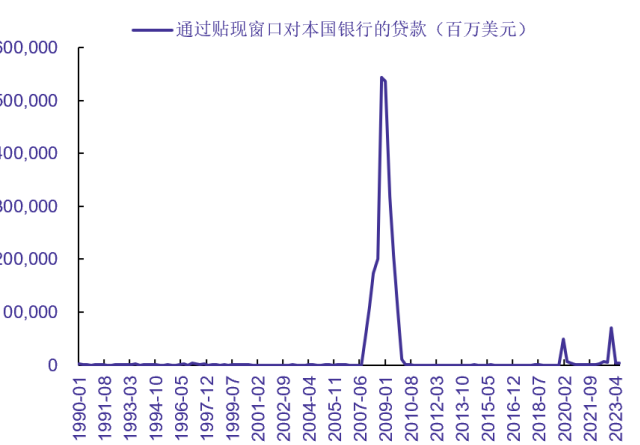
最后, 美联储在 BTFP 停止后也在考虑强制贴现窗口 (discount window) 的使用³。如果美联储可以解决在贴现窗口借款对银行形象造成的不良影响 (discount window stigma), 那么银行在遭遇流动性问题时即可像使用 BTFP 一般使用贴现窗口; 如此, 估算“充足准备金水平”的必要性就将明显降低, 因为银行在流动性紧张时可以在贴现窗口及时获取流动性。

图 12: 活期存款表明流动性整体依然充裕, 但有回落趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 由于贴现窗口涉及的“污名化”, 银行暂不愿利用该工具



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

总结来看, 美联储希望停止缩表的合意资产负债表水平意味着缩表理论上应贯穿

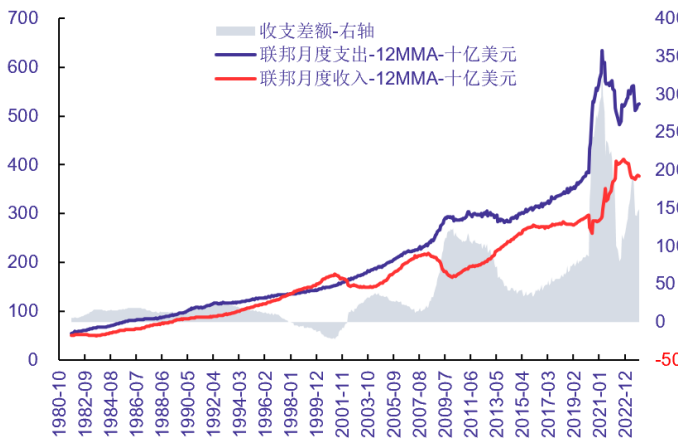
³ US Prepares Rule Forcing Banks to Tap Fed Discount Window (1) (bloomberglaw.com)

2024 全年。不过，在银行流动性面临 RRP 耗尽、BTFP 偿还和国债发行等压力的情况下，我们的测算显示准备金占银行总资产比例可能在 2024 年中接近 13% 的充足（ample）水平，这可能促使美联储在 5 月或 6 月的 FOMC 会议上宣布放缓 QT 规模（QT taper），达成“更慢更久”（slower for longer）。同时，如果美联储实施强制银行使用贴现窗口的计划，那么估计充足准备金的必要性将显著降低。

三、 QT 的三种潜在路径？

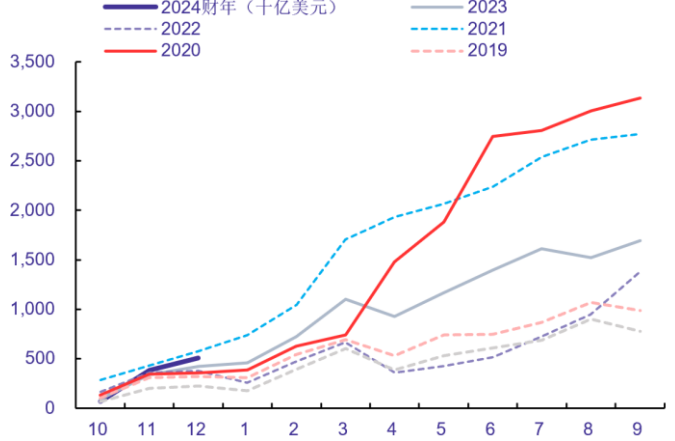
结合上一部分的估算，可以假设 QT 未来面临的三种可能的路径：（1）2024 年银行现金水平依然健康，并不缩减 QT 规模，同时可能令银行加强贴现窗口的使用以应对小型流动性问题。（2）在年中对 QT 进行缩量，假设规模从 950 亿美元/月的上限减半，同时加强对贴现窗口的使用，QT 贯穿 2024 年。（3）意外的银行流动性危机出现，贴现窗口推广效果不好，QT 跟随意外事件全面停止。

图 14: 美国财政支出力度依然偏强，这需要私人部门流动性承接



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

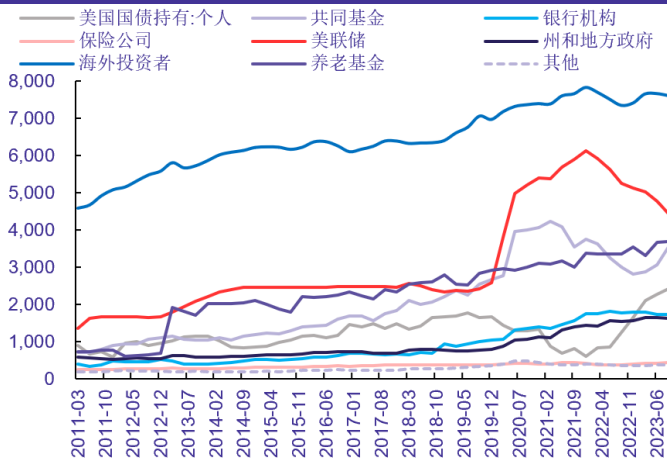
图 15: 美国 2024 第一财季累计赤字仅低于 2021 年的规模



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

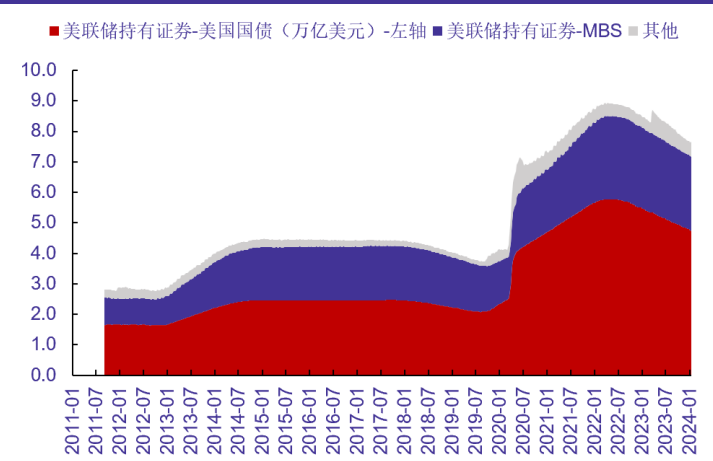
我们倾向于第二种路径，即 QT 在 2024 年中转向“更慢更久”，同时以贴现窗口替代 BTFP 成为紧急流动性和来源，使缩表在全年持续。促使 QT 的月度上限放缓的核心因素表面上是前文所述的银行流动性问题，但本质上还是取决于美国 2024 年财政扩张的力度，而当前来看美国 2024 财年赤字率预计仍然不弱。在 2023 年四季度（2024 年第一财季），美国政府累计形成了 5099 亿美元的赤字，高于 2018 年以来除 2021 年 5729 亿美元外任何一年的赤字水平。反常的财政力度在 2024 年初预计依然是美国“薪资-消费”链条和经济数据偏强的核心支撑，也意味着大量的国债，特别是短期国债的发行。短期国债和 RRP 本质上是“替代品”，因为两者都是短期且几乎没有信用风险的资产，大量的短期国债发行就会导致 RRP 的用量快速降低（RRP 的快速下降和财政部打破惯用的 20% 短债发行比例的趋势是一致的）。同时，从国债的需求方来看，净购买者中上升最明显的两类是共同基金和个人投资者，而非海外私人部门购买国债将持续消耗银行准备金，所以 QT 面临的 taper 本质上是财政扩张对美联储货币政策造成的压力。因此，我们认为在 2024 年财政继续扩张的背景下，不缩减 QT 并仅依靠贴现窗口预防银行流动性问题的概率较低，缩减 QT 不仅是为了呵护银行流动性，也是为了更好的承接保持高位的财政赤字。同时，从 2019 年回购危机的经验来看，QT 因肥尾风险而停止的概率仍存在，灵活依然是这一数量型工具最大的特点。

图 16: 私人部门承接国债, 财政“绑架”货币政策 (十亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: QT 可能被 taper, 形成“更慢更久”



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	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	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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn