仅供内部参考，请勿外传

专题报告

宏观经济研究

报告日期：2023 年 2 月 22 日

分析师

蒋飞 0755-83537175
Email:jiangfei@cgws.com
执业证书编号：S1070521080001
李相龙 0755-23820694
Email:lxlong@cgws.com
执业证书编号：S1070522040001
联系人（研究助理）:
仝垚炜 0086-13680337457
Email: tongyaowei@cgws.com
从业证书编号：S1070122040023
联系人（研究助理）:
贺昕煜 0086-13021212875
Email: hexinyu@cgws.com
从业证书编号：S1070122050027

相关报告

《十一月大类资产配置月报》2022-10-31
《二十大闭幕，新时代开启—20221024 周报》2022-10-24
《中共二十大隆重开幕—20221017 周报》2022-10-17
《十月大类资产配置月报》2022-09-27

再议超储率和流动性

——宏观经济专题报告

核心观点

我们常常使用超储率来衡量银行间流动性的缺口。超储率等于超额存款准备金除以一般性存款。超储率越高，说明银行自己可以自由支配的资金越多，相应说明银行间流动性缺口较少，并不缺钱，反之，则说明流动性紧张。我们在上一篇报告《流动性分析框架之超储率测算模型》中提到了测算超储率的两种方法，一种是传统的五因素模型；另一种是从央行负债端的准备金存款构成科目出发的跨期迭代模型。

宏观流动性包括狭义流动性和广义流动性两个层面，或者可以说是“金融流动性”和“实体流动性”两个方面。广义流动性是基础货币通过银行体系的信用派生所形成的实体流动性，是货币政策实施和整个实体经济的投融资需求共同作用形成的结果，其最直观的反映就是 M2 和社融。狭义流动性主要指银行间市场的流动性，即金融流动性，主要指央行通过价格型货币政策工具“收放”基础货币并影响银行的信用派生能力。超额存款准备金既可以通过贷款、债券投资进行信用扩张，连接实体经济部门，也可以通过同业投资等方式留在金融体系。所以，超储率是连接广义流动性和狭义流动性的重要桥梁。

从 2019 年以来，历年 3 月份的超储率（2019 年 3 月为 1.3%，2020 年 3 月为 2.1%，2021 年 3 月为 1.5%，2022 年 3 月为 1.7%）情况来看，往往 3 月份都会在 2 月份超储率基础上有所回升。我们在前节影响超储率五因素的财政存款中也指出，在 3、9、12 季末月为财政支出的大月，财政存款回落，会向市场投放流动性，再叠加 3 月份的货币发行项也不会挤占流动性（前节也有分析），因此我们认为，正常情形下 2023 年 3 月的超储率或仍高于 2023 年 2 月份的 1.2%。但值得提示的是，由于 1 月份信贷开门红和经济复苏带来的效应，若 3 月信贷超额投放，可能造成法定存款准备金增加，继而影响超额存款准备金，使得 3 月超储率也有低于 2 月超储率（1.2%）的可能。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；财政政策不及预期；货币政策不及预期；统计数据与实际数据有偏差。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 从央行资产端和负债端看超储率 4
2. 超储率与流动性指标关系 5
2.1 超储率和 M2 5
2.2 超储率和资金利率 R007 6
2.3 超储率和五因素 7
3. 当前超储率和流动性 11
4. 风险提示 12

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1: 超储率和 M2 环比 5
图 2: 超储率和 M2 环比有正相关性 6
图 3: 超储率和 R007 6
图 4: 超储率和 R007 有负相关性 7
图 5: 外汇占款在 2015 年后趋于稳定 7
图 6: 逆回购投放数量 8
图 7: 财政存款变动的季节性图 10
图 8: 财政存款余额和超储率 10
图 9: M0 环比增加在 1 月比较明显 10
图 10: 上周中债国债收益率曲线平坦化 11
图 11: 2023 年 1 月和 2 月超储率不高 11
图 12: 历年 3 月超储率 12

表 1: 央行资产端和负债端 4
表 2: 央行投放工具一览 8

仅供内部参考，请勿外传

1. 从央行资产端和负债端看超储率

我们常常使用超储率来衡量银行间流动性的缺口。超储率等于超额存款准备金除以一般性存款。超储率越高，说明银行自己可以自由支配的资金越多，相应说明银行间流动性缺口较少，并不缺钱，反之，则说明流动性紧张。我们在上一篇报告《流动性分析框架之超储率测算模型》中提到了测算超储率的两种方法，一种是传统的五因素模型；另一种是从央行负债端的准备金存款构成科目出发的跨期迭代模型 。

跨期迭代模型是运用一种数值迭代方法对超储率进行计算，在上篇报告中我们就利用此方法测算，并进行了模型优化，获得了较好的拟合效果，可以对当前超储率进行预测。但如果要分析超储率背后反映的银行间流动性，仍需要借助传统的五因素模型来剖析。

五因素模型主要基于央行资产负债表资产端和负债端相等的概念，即“资产=负债”。 央行资产负债表负债端的储备货币，即基础货币，并不等同于银行间流动性。基础货币包括现金、法定存款准备金和超额存款准备金，超额存款准备金是基础货币的重要组成部分。从资产端看，央行投放超额准备金的主要渠道包括：购买黄金和外汇等储备资产、对商业银行等金融机构的债权变动等。从负债端看，超额准备金可以在不同项目间转移：当税期来临或政府债券发行时，超储会转化为“政府存款”；发行央票时，超储转化为“发行债券”；央行正回购时，超储转化为“其他负债”。只有超额存款准备金才可由商业银行用于支付清算、资产扩张，才是银行体系流动性。 因此由央行资产负债表可知：

储备货币（基础货币）

= 总资产-（不计入储备货币的金融性公司存款+央票+国外负债+政府存款+自有资金 +其他负债）;

= 国外资产+对政府债权+对其他存款性公司债权+对其他金融性公司债权+其他资产）-（不计入储备货币的金融性公司存款+央票+国外负债+ 政府存款+自有资金+其他负债）;

删去占比小的项目之后，我们得到：

基础货币的变动主要是由外汇占款（国外资产下的项目）、对其他存款性公司债权（央行通过货币政策工具投放流动性）和政府存款三项贡献。因此

Δ基础货币=Δ外汇占款+Δ央行投放-Δ政府存款，又因为：

基础货币=超额存款准备金+法定存款准备金+货币发行+非金融机构存款，可得超额准备金的计算方法，即：

Δ超额准备金≈Δ外汇占款+Δ央行投放-Δ政府存款-Δ货币发行-Δ法定存款准备金

（非金融机构存款科目是 2017 年 6 月才重新回到储备资产科目下，且变动不大，所以我们常见的分析是不将Δ非金融机构存款纳入五因素分析模型当中）。

表 1：央行资产端和负债端

仅供内部参考，请勿外传

资产端	负债端
项目	项目
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	金融性公司存款
其他国外资产	其他存款性公司存款
对政府债权	其他金融性公司存款
其中：中央政府	非金融机构存款
对其他存款性公司债权	不计入储备货币的金融性公司存款
对其他金融性公司债权	发行债券
对非金融性部门债券	国外负债
其他资产	政府存款
	自有资金
	其他负债

资料来源：中国人民银行

2. 超储率与流动性指标关系

宏观流动性包括狭义流动性和广义流动性两个层面，或者可以说是“金融流动性”和“实体流动性”两个方面。广义流动性是基础货币通过银行体系的信用派生所形成的实体流动性，是货币政策实施和整个实体经济的投融资需求共同作用形成的结果，其最直观的反映就是 M2 和社融。狭义流动性主要指银行间市场的流动性，即金融流动性，主要指央行通过价格型货币政策工具“收放”基础货币并影响银行的信用派生能力。超额存款准备金既可以通过贷款、债券投资进行信用扩张，连接实体经济部门，也可以通过同业投资等方式留在金融体系。所以，超储率是连接广义流动性和狭义流动性的重要桥梁，银行体系的流动性则是银行基于超储率形成的自发性平衡系统。那么怎么具体来看超储率和流动性的关系呢？

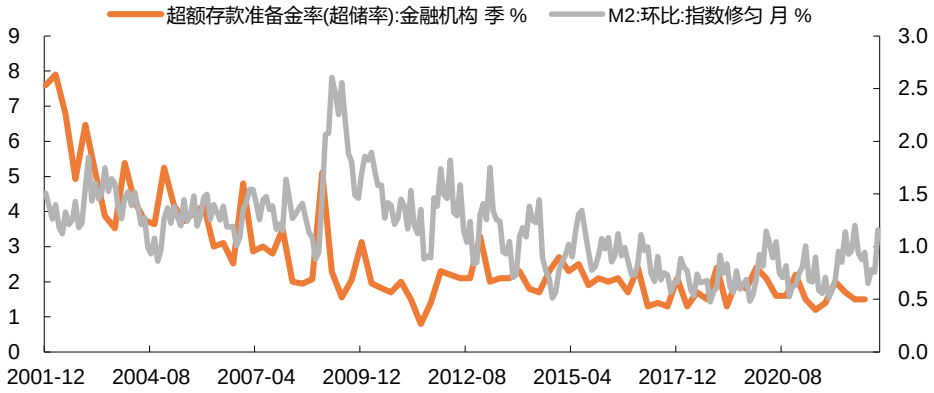
2.1 超储率和 M2

超储率和 M2 之间有着密切的关系，因为广义流动性（实体流动性）指标中最直观的就是 M2，M2 包括居民存款、企（事）业单位存款和非银金融机构存款，体现的是银行的负债端。我们分析了 2001 年 1 月以来的超储率和 M2 环比之间的相关关系发现，两者有着较强的正相关效应，相关系数为 0.305**，p 值为 0.004，即在 p<0.01 下具有较强显著性。

M2 环比和超储率之间呈正向关系是有一定道理的，其背后逻辑是随着银行向居民、企业发放贷款、派生存款，其自主预留在央行的超额存款准备金的数量代表其信用扩张能力的大小，如果可供自主运用的资金减少，其放款和投资能力减弱，进而全社会的货币供给减少；反之，可供自主运用资金增加（即超储率高），其放款和投资能力增强，货币供给随之扩张。

图 1：超储率和 M2 环比

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

图 2：超储率和 M2 环比有正相关性

Pearson相关-详细格式

		M2:环比:指数修匀
超额存款准备金率(超储率):金融机构	相关系数	0.305**
	p 值	0.004

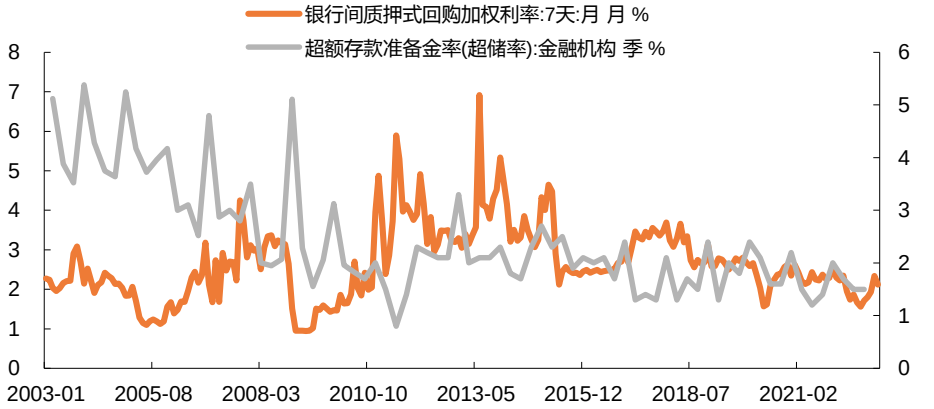
* p<0.05 ** p<0.01

资料来源：长城证券研究院测算

2.2 超储率和资金利率 R007

超储率和资金利率之间的关系在流动性分析中最为常见，往往呈负相关关系，即当超储率高时，流动性较充足，资金利率就降低，反之则资金利率会升高。从统计角度上我们也进行了验证，我们分析了 2001 年 2 月以来的超储率环比增加和 R007 月均环比值，数据分析发现，两者呈现较显著的负相关性，相关系数为-0.334**，P 值为 0.002<0.01。

图 3：超储率和 R007



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

图 4：超储率和 R007 有负相关性

Pearson相关-详细格式

		超额存款准备金率(超储率):金融机构
银行间质押式回购加权利率:7天:月	相关系数	-0.334**
	p 值	0.002

* p<0.05 ** p<0.01

资料来源：长城证券研究院测算

2.3 超储率和五因素

除了体现广义流动性的 M2 和体现狭义流动性的短期资金利率，超储率还与自身定义的五因素息息相关。它们分别是外汇占款、央行投放、政府存款、法定存款准备金和货币发行（Δ超额准备金≈Δ外汇占款+Δ央行投放-Δ政府存款-Δ货币发行-Δ法定存款准备金）。

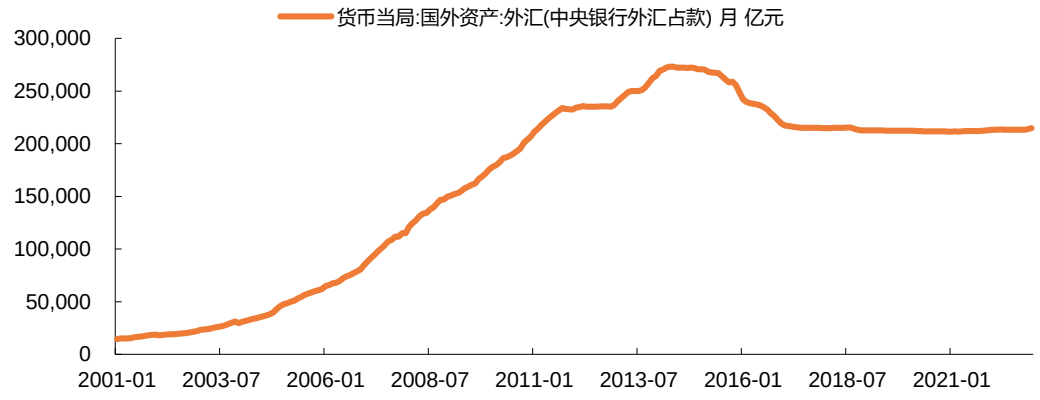
一、外汇占款

外汇占款是超额准备金的正项。外汇占款反映了银行结汇的基础货币投放。具体体现在“外汇”科目，作为资产端科目，银行结汇过程中投放基础货币，外汇与超额存款准备金科目同时增加，银行售汇过程中回笼基础货币，外汇与超额存款准备金科目同时减少。

Δ外汇占款在 2014 年之前是影响国内狭义流动性的核心因素，当时情形下，央行需要通过提高准备金率等方式来回笼市场上过剩的基础货币，且政策较为被动。但在 2015 年之后，随着外汇净流入减少，央行取代外汇占款成为基础货币投放的源头，国内的狭义流动性管理也从结构性流动性充裕转向结构性流动性短缺：其原理为在央行法定准备金制度下，当存款类金融机构（商业银行）扩张信用规模而带来存款规模持续增长时，法定存款准备金亦在持续增加。在此过程中，央行通过适度控制银行间流动性注入规模从而实现“结构性流动性短缺”（其他基础货币投放渠道相对平稳情况下），进而提升货币政策工具的量价使用效率。

在 2014 年以前相当长的一段时间内，贸易顺差的扩大使得外汇占款一度成为基础货币最主要的供给来源，但随着出口增速的降低、强制结售汇制度不再等情形，外汇占款对超储的影响不断减弱。

图 5：外汇占款在 2015 年后趋于稳定



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

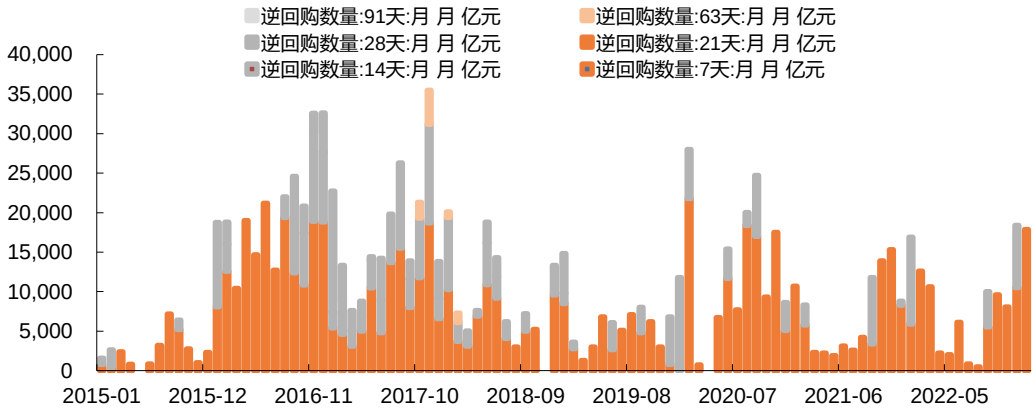
二、央行投放

仅供内部参考，请勿外传

央行投放也是超额准备金的正项。央行通常基于基础货币缺口来进行公开市场流动性投放，并通过操作的量、价和期限来达到调控市场利率的目标。上节我们指出，在 2015 年之后，随着外汇净流入减少，央行取代外汇占款成为基础货币投放的源头，因此 2014 年是央行流动性管理的分界线。在外汇占款的影响力逐渐减弱下，央行开始创设一系列公开市场操作工具，通过调整“其他存款性公司债权”这一科目来进行流动性管理。具体来看，公开市场操作是一系列货币工具的概括:

1）传统的公开市场操作（OMO）有正/逆回购，国库现金定存，国债现券买卖以及央行票据，前两者仍是央行重要的投放货币的工具，尤其是逆回购，正回购只有在 2014 年前进行过。逆回购是指央行向一级交易商买有价证券，约定在未来某一特定日期卖回，逆回购投放是流动性投放，到期不续则为流动性回笼。期限最长为 28 天，最短为 7 天，主要是针对短期的流动性需求。在 2019 年前的跨年和跨半年时点，央行常常会提供 28 天的较长期限的逆回购，而 2019 年之后，央行逐渐只采用 7 天和 14 天的逆回购，并且又以 7 天为主，体现了公开市场操作的精细化。而后两者（国债现券买卖以及央行票据）目前使用较少。

图 6: 逆回购投放数量



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

2）新型的工具按照创设时间顺序，分别是流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）、中期借贷便利（MLF）、临时流动性便利（TLF）、临时准备金动用安排（CRA）、定向中期借贷便利（TMLF）、央行票据互换工具（CBS）。

新型工具中，属 MLF 最为常见。中期借贷便利（MLF）创设于 2014 年 9 月，期限比 SLF、SLO 长，但是相较于 PSL 更短。虽然期限有 3 月、6 月和 1 年，但是可以多次展期，有利于银行得到资金后用于支持中长期信贷，从而更有利于支持实体经济融资。与 7 天逆回购利率一样，MLF 也是当前中期政策利率，作为贷款市场报价利率（LPR）形成机制中的基准利率，具有至关重要的地位。自 2019 年 12 月后，新的 LPR 报价机制形成以来，1 年期 LPR 利率与 1 年期 MLF 利率始终保持着价差。最后在 LPR 利率的基础上，终端贷款利率再次通过“加点”形成，影响实体企业的融资成本。

表 2: 央行投放工具一览

仅供内部参考，请勿外传

工具	对象	期限	利率区间	抵押/质押	具体用途
公开市场操作（OMO）	公开市场一级交易商	7 天/14 天/28 天/63 天	通过央行招标、交易对手投标产生，随流动性需求波动	国债、政策性金融债	通信基础货币的吞吐，可以达到增加或减少货币供应量的目的
临时流动性便利（TLF）	大型商业银行	28 天	与同期限公开市场操作利率大致相同	不需要抵押	为保障春节前现金投放的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，通过‘临时流动性便利’（TLF）操作为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，操作期限 28 天
临时准备金动用安排（CRA）	现金投放占比较高的商业银行	28 天/30 天	-	不需要抵押	满足春节前现全投放的需要。春节后，CRA 到期与现金回笼节奏大体同步，银行体系流动性将保持合理稳定。
中期借贷便利（MLF）	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	3 月/6 月/1 年	1 年 2.95%（2021.06）	国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券	补充流动性缺口的作用，有利于保持中性适度的流动性水平
定向中期借款便利（TMLF）	符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行	1 年/2 年/3 年	1 年 2.95%（2021.05）	高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等	进一步加大金融对实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域的支持力度。
需备借贷便利（SLF）	政策性银行和全国性商业银行	隔夜/7 天/14 天/1 月/3 月	根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定 3.05%隔夜、3.2%7 天、3.55%1 月	高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等	满足金融机构期限较长的大额流动性需求
流动性调节工具(SLO)	公开市场一级交易商	1-7 天	2.25%（2016.01）	国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券	银行体系流动性出现临时性波动时相机使用,引导短期市场利率
抵押补充贷款（PSL）	国家开发银行、中国进口银行、中国农业发展银行	3 年-5 年	-	高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等	持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资
央行票据互换工具(CBS)	公开市场一级交易商	3 月-5 年	0.1%3 月（2019.09）	加持有银行永续债的金融机构的优质抵押品	提高银行永续债的流动性

资料来源：中国人民银行

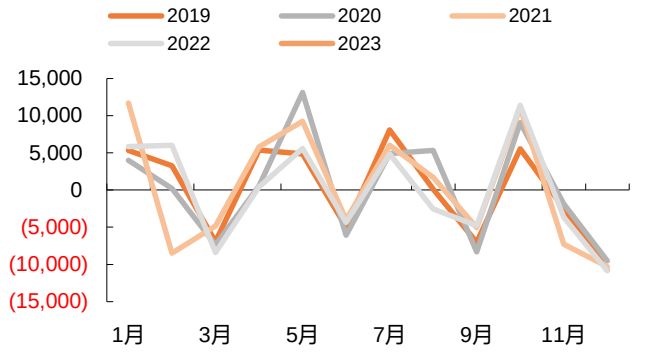
三、政府存款

政府存款是超额准备金的负项。影响政府存款的主要因素包括缴税、政府债券发行以及财政支出。其中缴税和政府债券发行会造成政府存款的增加，使流动性变得收紧。我们在 2 月 20 日周报《人员流动回升,内需修复在路上》就指出，由于上周临近财政缴税日（2 月 15 日），使得央行即使在超额续作 MLF 和加大逆回购的情形下，流动性仍然收紧，资金仍处于紧平衡状态。而财政支出会使政府存款相应减少，对应基础货币的投放，流动性会相应宽松。

仅供内部参考，请勿外传

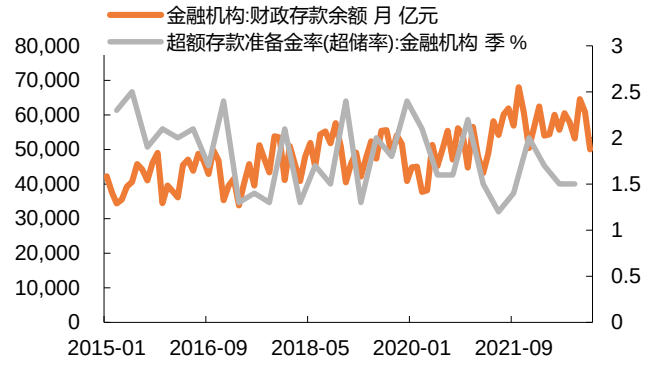
从财政存款变动的季节性图可以看出，政府存款呈现周期性波动趋势，季度申报月份 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月往往是缴税大月，此时期政府存款变动明显季节性回升，造成流动性的收紧，资金面容易波动收敛。而 3 月、9 月、12 月这些季末月为财政支出的大月，财政存款回落，向市场投放流动性。我们也分析了 2015 年一季度至现在的财政存款余额和超储率的走势图，发现财政存款余额较低的时段，往往对应超储率较高，可见两者处于明显的负向关系。

图 7：财政存款变动的季节性图



资料来源：IFIND，WIND，长城证券研究院

图 8：财政存款余额和超储率



资料来源：IFIND，WIND，长城证券研究院

四、法定存款准备金

法定存款准备金是商业银行按照央行规定的法定存款准备金率缴纳的准备金，同时受到存款规模和法定存款准备金率的影响，一般来说，银行的信贷投放带来的存款派生效应也会消耗超储水平。法定存款准备金这部分资金将会被央行冻结，商业银行不能随意动用，因此是银行超储的减项。提高法定存款准备金率，银行被冻结的资金越多，银行流动性就会收缩，信贷投放能力也会受到抑制，反之，则增加银行流动性。

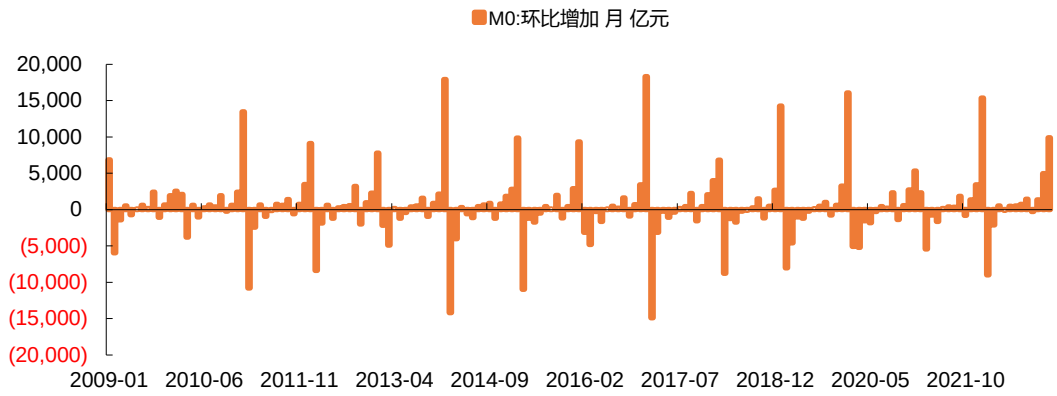
按照现有规定，商业银行按旬度（每月的 5、15、25 号）根据上月末、10 号、20 号的存款规模进行法定存款准备金的补退缴，带来资金面当期的小幅波动，因此其对超储率影响有限。

五、货币发行

货币发行是超额准备金的负项。货币发行项主要包括流通中的现金（M0）和商业银行库存现金，其中 M0 主导了货币发行的波动，并且具有明显的节日效应（譬如春节效应），其波动主要体现了居民和企业的现金需求。在春节，居民企业大多提取现金，流动性从银行体系缩紧，对超出率也造成一定影响，往往会带来超储率的减小。从我们在《流动性分析框架之超储率测算模型》对近几年 1 月的超储率测算中可得，2019 年 1 月为 1.4%，2020 年 1 月为 1.5%，2021 年 1 月为 1.0%，2022 年 1 月为 0.9%，2023 年 1 月为 1.1%，可见 1 月份的超储率数值都较低。

图 9：M0 环比增加在 1 月比较明显

仅供内部参考，请勿外传

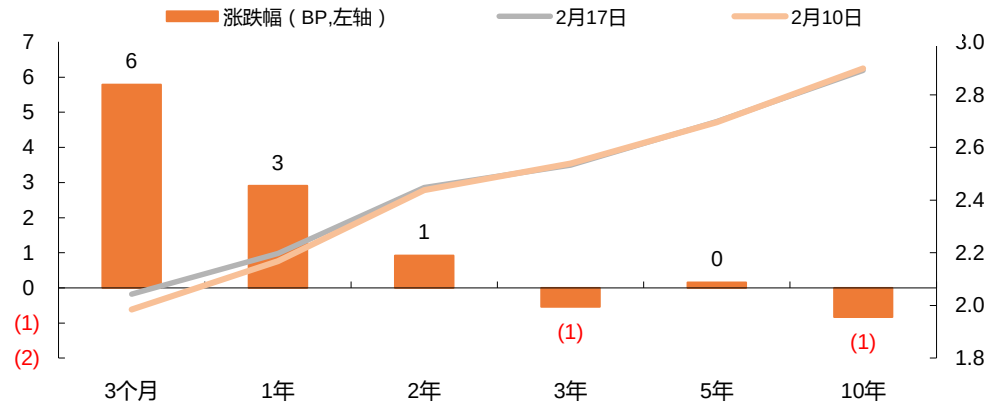


资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

3. 当前超储率和流动性

我们在上篇报告《流动性分析框架之超储率测算模型》中已经对 2023 年 1 月和 2 月的超储率进行了计算，指出：当前由于 2023 年 1 月份、2 月份人民银行信贷收支表暂没有公布，因此我们计算超储率时，先对 1 月和 2 月的一般性存款和准备金进行估算，再利用我们的优化后的超储率测算模型对这两月的超储率进行测算，最后计算出 2023 年 1 月超储率和 2 月超储率或分别为 1.1%和 1.2%。

图 10：上周中债国债收益率曲线平坦化

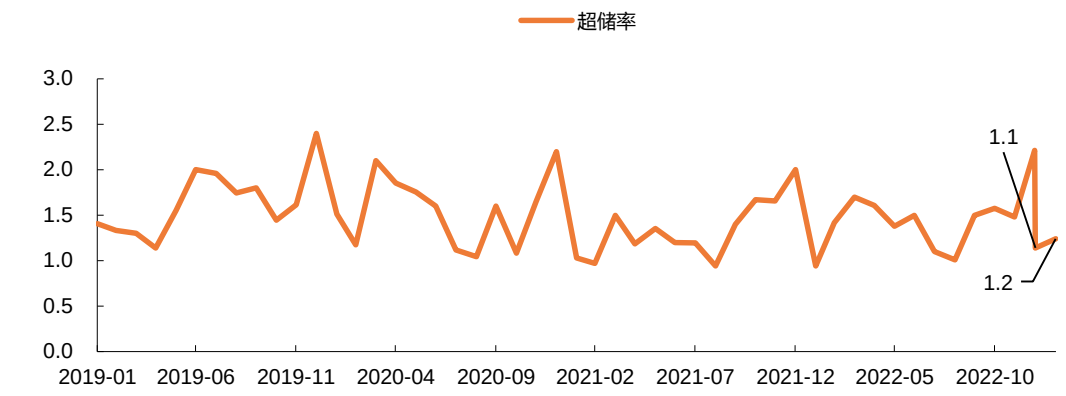


资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

可见，2 月的超储率为 1.2%实际并不高，且这个值介于 2021 年 2 月超储率（1.0%）和 2022 年 2 月超储率（1.4%)之间，在我们的上周周报《人员流动回升,内需修复在路上》中提到：上周中债收益率曲线继续平坦化，虽然央行 MLF 超额续作，也伴随大量的逆回购投放，但净投放量只有 210 亿元，资金处于紧平衡状态，再叠加财政缴税等原因，上周短期利率大幅上行。后续我们认为，虽然缴税原因会减弱，但又逢月末，所以下周资金利率维持高点压力仍在。因此整个 2 月的资金状况与我们预估的 1.2%不高的超储率也较符合。

图 11：2023 年 1 月和 2 月超储率不高

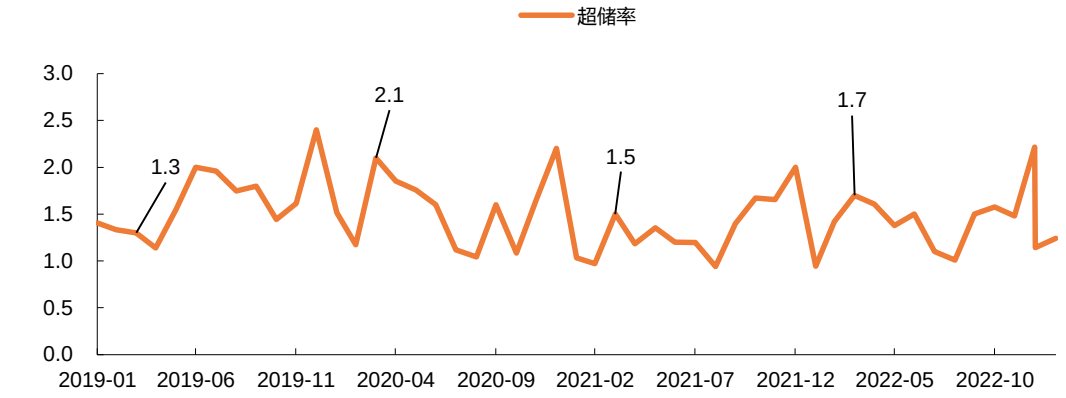
仅供内部参考，请勿外传



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

从 2019 年以来，历年 3 月份的超储率（2019 年 3 月为 1.3%，2020 年 3 月为 2.1%，2021 年 3 月为 1.5%，2022 年 3 月为 1.7%）情况来看，往往 3 月份都会在 2 月份超储率基础上有所回升。我们在前节影响超储率五因素的财政存款中也指出，在 3、9、12 季末月为财政支出的大月，财政存款回落，会向市场投放流动性，再叠加 3 月份的货币发行项也不会挤占流动性（前节也有分析），因此我们认为，正常情形下 2023 年 3 月的超储率或仍高于 2023 年 2 月份的 1.2%。但值得提示的是，由于 1 月份信贷开门红和经济复苏带来的效应，若 3 月信贷超额投放，可能造成法定存款准备金增加，继而影响超额存款准备金，使得 3 月超储率也有低于 2 月超储率（1.2%）的可能。

图 12：历年 3 月超储率



资料来源：IFIND，WIND、长城证券研究院

4. 风险提示

国内宏观经济政策不及预期；财政政策不及预期；货币政策不及预期；统计数据与实际数据有偏差。

仅供内部参考，请勿外传

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES