

宏观周报 20230529

城投的冷风，吹向哪儿？

2023年05月29日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国债务上限破局：攘外先安内？》

2023-05-29

《破“7”之后，这次会持续多久？》

2023-05-23

- 在二十届中央审计委员会首次会议中，习总书记再次强调要“关注地方政府债务”，而隐性债务的化解是其中的一大议题。土地出让收入可能是地方城投债务重要的隐性担保之一，然而近几年土地出让收入大幅下滑，城投债到期偿还压力却有增不减，地方政府如何化解隐性债务风险是一大难点。地方政府中，谁面对城投债更能“迎刃而解”，而谁又“举步维艰”？
- 以贵州、山东等省份为首的城投公司票据逾期数量增加。截至4月30日，2023年以来城投票据逾期次数高达78次，比起2022年同期的19次明显增加。随着城投债兑付高峰的袭来，在可偿债财力不足、且技术化债方式有限的“双重压力”下，大多数省份面临的城投风险事件都较去年有所增多。分省份来看，城投票据逾期问题主要发生在贵州、山东、云南、广西和江苏五个省份。
- 哪个省份偿债压力更大？通过散点图可发现，目前大多省份存在2023年城投债到期偿还量不小、但卖地收入较弱的问题，譬如天津、云南、广西、河南以及经济大省江苏等。相比之下，经济比较发达的北京、上海、浙江、广东等直辖市及省份相对的偿债压力更小。
- 破解城投化债之路已非同小可。遏制地方政府借债投资势头至关重要，绝不能使“一波未平，一波又起”的现象发生。而对于已有城投债务，“难解”并不等于“无解”，短期来看，银行或许可以在市场化、法治化的原则基础上，对短期偿债压力较大的隐性债务适当展期、降低成本；中长期来看，可以通过加速地区财政转型升级、打造产业集群盘活资产等多种方式打好“组合拳”，加快地方城投债的化解。
- 上周高频数据显示：终端需求分化复苏，供给仍偏弱。汽车销量回落，地产销售低迷；客运和货运出现明显分化，出行人流量相对稳定，但是整车货运量却创下近3年同期的新低。开工方面建筑业趋缓，汽车生产节奏减慢。食品及工业品价格延续低位。流动性方面，临近月末短端利率小幅回升，回购量上涨至8万亿元水平。
- 风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

内容目录

1. 城投的冷风，吹向哪儿？	4
2. 周度高频跟踪	6
3. 风险提示	15

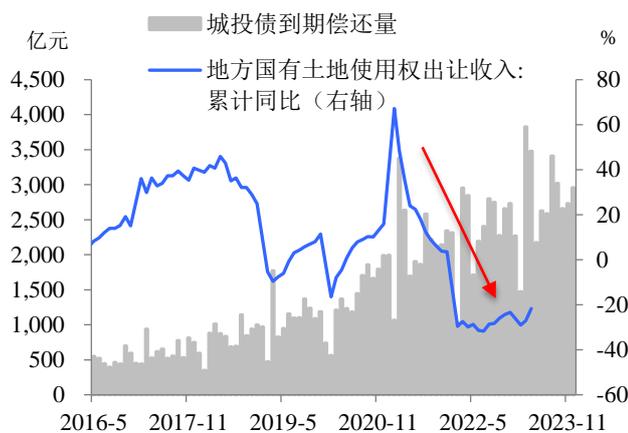
图表目录

图 1: 土地财政趋弱下, 地方城投偿债压力上升.....	4
图 2: 2023 年大多省份城投票据逾期次数增加.....	4
图 3: 天津、云南、广西、河南、江苏等省份偿债压力较大.....	5
图 4: 近一周 (5.22-5.28) 国内宏观高频数据一览.....	6
图 5: 近一周 (5.22-5.28) 国务院领导活动轨迹一览.....	7
图 6: 汽车销量从高位略有回落.....	8
图 7: 地铁客运量已远超 2019 年同期水平.....	8
图 8: 地面交通人流量小幅下滑.....	8
图 9: 国内航班执飞班次表现平稳.....	9
图 10: 国际航班执飞班次持续攀升.....	9
图 11: 货运流量创近 3 年同期新低.....	9
图 12: 以一线城市为首的新房销售下滑速度加快.....	10
图 13: 二手房销售小幅下行, 但仍远超 2019 年同期水平.....	10
图 14: 高炉开工率表现平稳.....	11
图 15: 煤炭吞吐量仍处上行通道.....	11
图 16: 粗钢产量低于 2022 年同期水平.....	11
图 17: 螺纹钢处于缓慢去库阶段.....	11
图 18: 沥青开工率小幅上升.....	12
图 19: 磨机运转率仍处于历史较低位.....	12
图 20: 汽车钢胎开工率小幅下行.....	12
图 21: 纺服业表现“不愠不火”.....	12
图 22: 猪价延续疲软.....	13
图 23: 地产链情绪低迷.....	13
图 24: 螺纹钢表需不及去年.....	13
图 25: 水泥发运率小幅回升.....	13
图 26: 煤需求走弱.....	14
图 27: 油价回升.....	14
图 28: 一周广谱利率变动.....	14
图 29: 同业存单到期量.....	15
图 30: 央行流动性操作.....	15
图 31: 质押式回购成交量回升.....	15
图 32: 债市杠杆率月末上行.....	15

1. 城投的冷风，吹向哪儿？

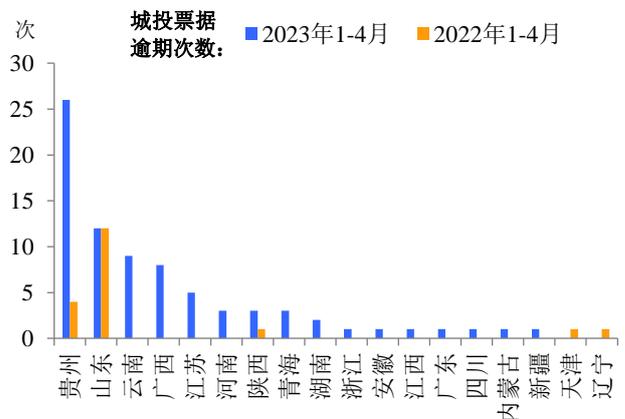
在二十届中央审计委员会首次会议中，习总书记再次强调要“关注地方政府债务”，而隐性债务的化解是其中的一大议题。土地出让收入可能是地方城投债务重要的隐性担保之一，然而近几年土地出让收入大幅下滑，城投债到期偿还压力却有增不减，地方政府如何化解隐性债务风险是一大难点。地方政府中，谁面对城投债更能“迎刃而解”，而谁又“举步维艰”？

图1：土地财政趋弱下，地方城投偿债压力上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图2：2023年大多省份城投票据逾期次数增加

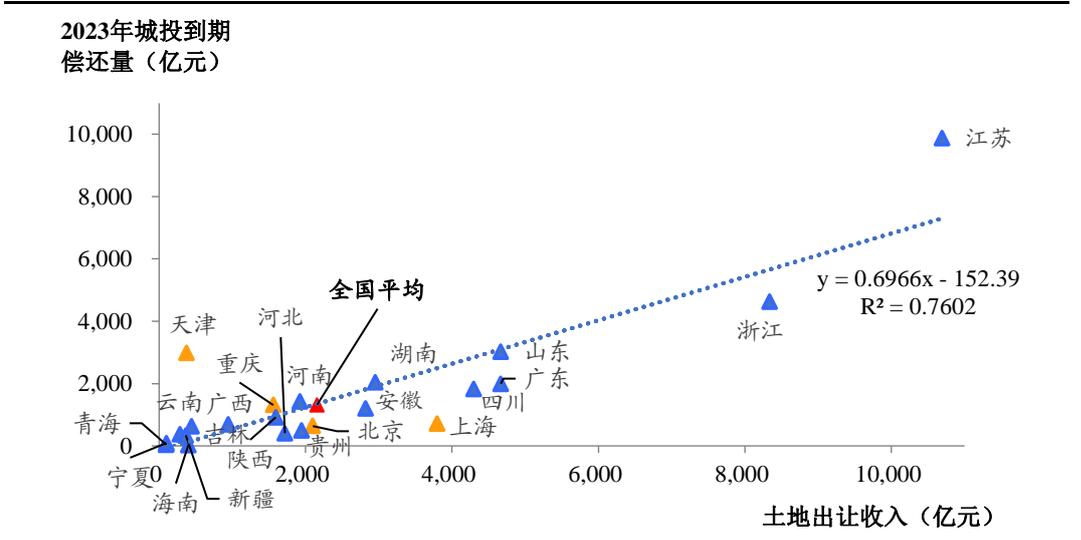


数据来源：企业预警通，东吴证券研究所

以贵州、山东等省份为首的城投公司票据逾期数量增加。截至4月30日，2023年以来城投票据逾期次数高达78次，比起2022年同期的19次明显增加。随着城投债兑付高峰的袭来，在可偿债财力不足、且技术化债方式有限的“双重压力”下，大多数省份面临的城投风险事件都较去年有所增多。分省份来看，城投票据逾期问题主要发生在贵州、山东、云南、广西和江苏五个省份。

哪个省份偿债压力更大？通过散点图可发现，目前大多省份存在2023年城投债到期偿还量不小、但卖地收入较弱的问题，譬如天津、云南、广西、河南以及经济大省江苏等。相比之下，经济比较发达的北京、上海、浙江、广东等直辖市及省份相对的偿债压力更小。

图3: 天津、云南、广西、河南、江苏等省份偿债压力较大



注：土地出让收入为 2022 年数据。橙色表示直辖市；红色表示全国平均。
数据来源：Wind, iFind, 东吴证券研究所

破解城投化债之路已非同小可。遏制地方政府借债投资势头至关重要，绝不能使“一波未平，一波又起”的现象发生。而对于已有城投债务，“难解”并不等于“无解”，短期来看，银行或许可以在市场化、法治化的原则基础上，对短期偿债压力较大的隐性债务适当展期、降低成本；中长期来看，可以通过加速地区财政转型升级、打造产业集群盘活资产等多种方式打好“组合拳”，加快地方城投债的化解。

2. 周度高频跟踪

上周高频数据显示，终端需求分化复苏，供给仍偏弱。汽车销量回落，地产销售低迷；客运和货运出现明显分化，出行人流量相对稳定，但是整车货运量却创下近3年同期的新低。开工方面建筑业趋缓，汽车生产节奏减慢。食品及工业品价格延续低位。流动性方面，临近月末短端利率小幅回升，回购量上涨至8万亿元水平。

图4：近一周（5.22-5.28）国内宏观高频数据一览

【东吴宏观】国内宏观经济核心高频数据									
	周度 周环比 (%)	周度 月环比 (%)	同比 (%)				分位值(近 5年)	更新时间	
			5月至今	4月	3月	2月			
需求端									
消费	电影票房	11.7	53.3	385.5	402.9	109.0	-61.7	48	5/26
	汽车销量	2.0	0.8	39.5	54.0	1.1	3.1	52.1	5/21
	家电销量	148.0			17.7	-13.0	15.5		5/21
地产	30城商品房成交面积	-11.7	-20.3	24.1	31.2	45.0	31.5	20.3	5/27
	一线城市	-16.6	-30.7	90.3	127.4	63.0	9.8	33.2	5/27
	二线城市	-11.2	-15.7	15.9	15.0	35.5	27.1	24.1	5/27
	三线城市	-7.4	-19.2	4.3	13.7	53.3	79.5	18.8	5/27
	二手房成交面积(5市)	-1.5	-19.2	61.5	55.9	80.2	117.6	70.5	5/27
	土地成交面积	4.8	9.5	2.2	0.8	-13.4	54.6	39.8	5/21
	土地溢价率(pct)	-2.9	-3.9	1.3	3.3	-1.3	-0.1	20.3	5/21
出行	地铁客运量(10重点市)	0.0	-3.9	92.4	81.5	53.5	36.9	83.8	5/25
	货运流量	-0.7	-3.1	-2.3	12.7	-8.1	13.7		5/27
	拥堵延时(30省会)	-0.6	-6.2	4.5	11.8	11.8	14.7	50.2	5/27
供给端									
综合	高炉开工率(pct)	0.0	-0.2	-1.0	4.5	6.7	26.3	69.8	5/26
	电厂煤耗量	-2.5	-3.4	16.0	10.1	7.6	9.5		5/18
	煤炭吞吐量	5.6	-1.2	-1.1	1.7	-2.5	1.6	60.7	5/26
建筑	建筑钢材产量	2.5	-1.8	-3.5	3.2	6.4	9.4	83.2	5/20
	粗钢产量	-0.2	-3.3	-2.3	3.4	8.1	8.0	87.1	5/20
	螺纹钢库存	-0.3	-13.9	-31.9	-18.5	-5.7	5.0	38.6	5/26
	沥青开工率(pct)	0.9	-5.5	5.1	12.2	6.9	3.0	15.5	5/24
	水泥库容比(pct)	1.3	3.5	0.8	3.1	6.7	9.2	92.2	5/19
	磨机运转率(pct)	0.9	1.1	5.8	9.2	10.7	9.5	43.3	5/18
汽车	全钢胎开工率(pct)	-0.9	-0.1	7.6	12.2	10.7	32.0	45.8	5/25
纺织	PTA开工率(pct)	0.0	-6.0	2.3	6.8	-0.3	-6.3	36.3	5/23
	聚酯开工率(pct)	0.0	3.3	4.6	5.1	-6.1	-13.7	65.5	5/23
价格									
综合	农产品批发200	-1.0	-2.1	-0.2	-4.5	-0.9	-0.4	57.3	5/26
	义乌小商品指数	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-1.6		59.5	5/21
	南华工业品指数	-3.1	-9.3	-9.7	-5.5	-1.6	10.2	72.9	5/26
食品	猪肉批发价	-0.1	0.4	-5.7	5.3	12.8	5.0	17	5/26
	重点蔬菜批发价	-0.1	2.2	8.8	-8.3	-7.4	3.8	63.3	5/26
	重点水果批发价	0.0	4.7	8.2	5.5	16.1	8.1	97	5/26
工业	布伦特原油	0.9	-8.0	-32.2	-18.6	-33.8	-15.9	21.4	5/26
	LME铜	-2.4	-8.2	-11.7	-13.4	-13.7	-9.9	58.9	5/26
	动力煤	-1.1	-8.0	-23.4	-18.7	-2.5	6.5	61.2	5/19
	焦煤	-6.9	-14.3	-24.5	-23.9	-4.5	13.7	66.8	5/26
	南华有色	-1.9	-7.9	-3.2	-4.1	-2.7	10.3	78.8	5/26
	螺纹钢	-4.4	-7.9	-16.3	-16.8	-8.8	-8.3	52.1	5/26
	铁矿石	-5.0	-5.6	7.1	6.9	24.2	34.8	80.3	5/26
	玻璃	-7.9	-18.8	-16.6	-19.3	-26.4	-35.1	44.5	5/26
	水泥	-1.7	-5.4	-20.0	-19.0	-18.0	-18.9	0.1	5/26
进出口									
	中国出口集装箱运价	-0.8	-2.7	-69.5	-69.7	-70.0	-58.0	47.7	5/26
	上海出口集装箱运价	1.1	-1.6	-76.4	-76.3	-80.0	-73.4	45.8	5/26

注：部分数据更新滞后

数据来源：Wind，奥维数据，iFind，东吴证券研究所

“一带一路”仍是关键词。通过追踪上周国务院领导的活动轨迹以及相关讲话内容，我们发现“一带一路”仍是上周国务院领导重点关注的话题：从“一带一路”国家刚果，再到战略伙伴俄罗斯，与友国领导会见成为上周李强总理的主要活动内容。此外，李强总理还在全球贸易投资促进峰会上强调做大贸易“蛋糕”的重要性，毫无疑问，透过“一带一路”来稳外贸是今年的重中之重。

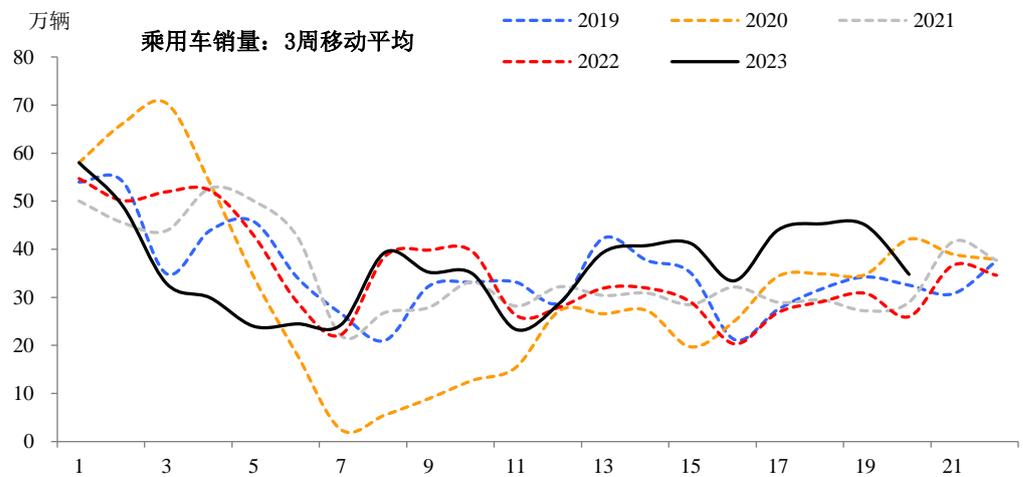
图5：近一周（5.22-5.28）国务院领导活动轨迹一览

时间	活动形式	部门（及相关领导）	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/5/26	会见	国务院总理李强	北京	刚果（金）总统齐塞克迪	中方愿同刚方一道，以高质量共建“一带一路”为主线，不断推动双边务实合作迈向更高水平。双方要进一步扩大贸易和投资合作，做大做强基础设施建设、矿业等传统合作，积极探索和培育农业、金融、新能源、人文等领域新的合作增长点。
2023/5/24	会议	国务院副总理何立峰	北京	2023年全球贸易投资促进峰会开幕式	中国坚持对外开放的基本国策，推动建设开放型世界经济。我们愿同国际社会一道，加强沟通交流，深化务实合作，共同做大贸易“蛋糕”。
2023/5/24	文件	国务院总理李强	/	修订后的《商用密码管理条例》	党中央、国务院高度重视商用密码工作。为了贯彻落实行政审批制度改革精神，细化密码法相关制度，对1999年公布的《条例》进行了全面修订。
2023/5/24	会见	国务院总理李强	北京	俄罗斯总理米舒斯京	中方愿同俄方优化贸易结构，拓展农业、服务贸易、数字经济、绿色发展等领域合作。中国愿同俄罗斯等欧亚经济联盟各成员国一道，加强“一带一路”建设与欧亚经济联盟对接合作，推进贸易自由化便利化。
2023/5/23	论坛	国务院副总理何立峰	上海	中俄商务论坛	中方愿同俄方一道，推动双边贸易扩容提质，深化投资合作，提升互联互通水平，促进工业合作提质升级，加强农业合作，推动中俄合作持续向前发展。
2023/5/23	致贺信	国务院总理李强	/	中俄商务论坛	中国愿同包括俄罗斯在内的世界各国加强互利合作，构建开放型世界经济，高质量共建“一带一路”，为全球经济注入更多确定性和发展动力。
2023/5/22-5/24	调研	国务院副总理刘国中	青海、甘肃	坚决巩固拓展好脱贫攻坚成果	切实保持过渡期内主要帮扶政策总体稳定，持之以恒做好各项帮扶工作。
2023/5/22	开幕式	国务委员谌贻琴	重庆	第九届中俄青少年运动会开幕式	加强青少年体育工作，深入推进体教融合，促进青少年身心健康、全面发展。
2023/5/21	开幕式	国务委员谌贻琴	北京	康复国际百年庆典开幕	践行以人民为中心的发展思想，以更加有力举措发展残疾人事业，不断增进残疾人民生福祉。

数据来源：中国政府网，国务院官网，东吴证券研究所

消费方面，汽车零售量高位回落。5月21日当周乘用车零售销量环比回落，但5月以来同比上行39.5%仍然偏强。旧排放燃油车确定延长销售期限后“价格战”现象逐渐消退，乘联会公布经销商库存从3月末的361万辆下降至4月末的323万辆，库存状态明显改善。得益于“520”档期，上周电影票房环比回升，但不及2021年。夏季需求临近，5月21日当周家电销量周环比大幅增长。

图6: 汽车销量从高位略有回落



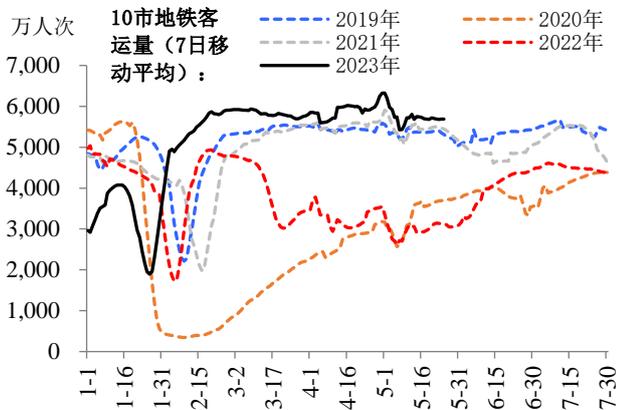
注: 横轴为周数

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出行: 轨道交通表现超地面交通, 国际航班执飞班次持续攀升, 货运流量创新低。五一出行热潮过后, 地铁客运量整体维稳, 上周地铁客运量与前值基本持平。不过地面交通表现不及轨道交通: 上周 30 省会拥堵延时指数环比下滑 0.6%。整体来说, 目前轨道交通和地面交通人流量均已超过 2019 年同期水平。

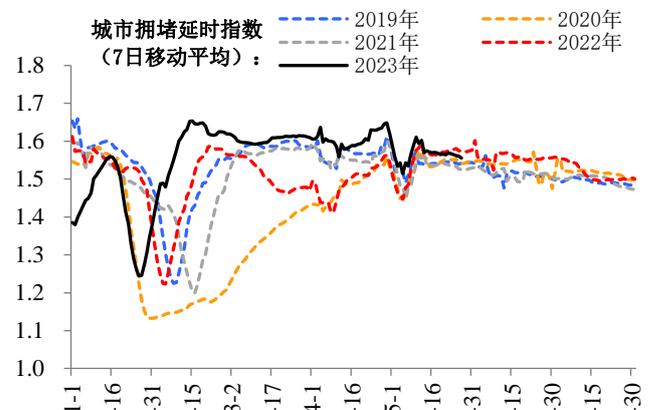
此外, 近期国内航班执飞班次整体表现平稳; 国际航班执飞班次不断攀升, 显现强劲恢复态势。整体来看, 疫后居民出行意愿高涨, 客流的持续增长一定程度上体现了商业活动的回暖, 消费复苏态势显现。

图7: 地铁客运量已远超 2019 年同期水平



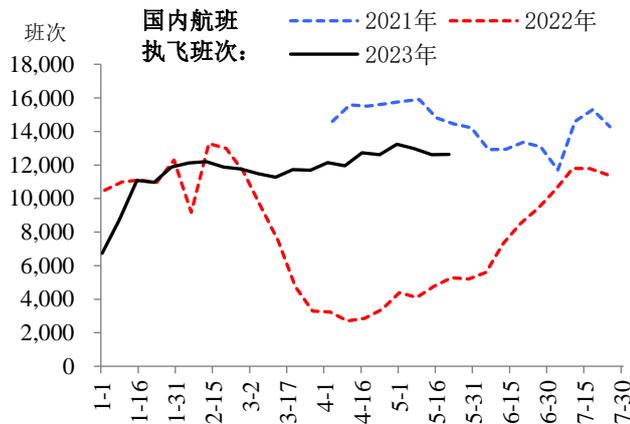
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 地面交通人流量小幅下滑



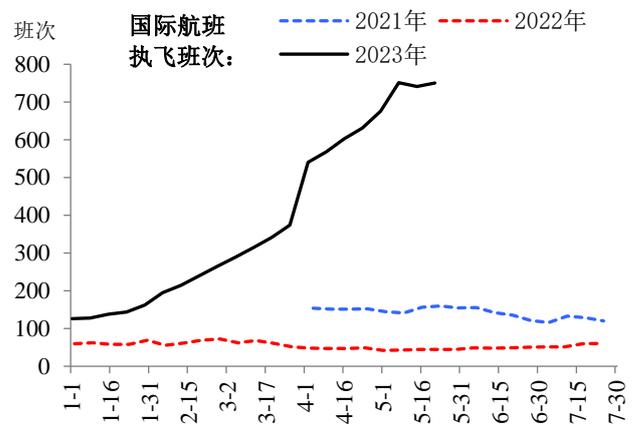
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图9：国内航班执飞班次表现平稳



数据来源：iFind，东吴证券研究所

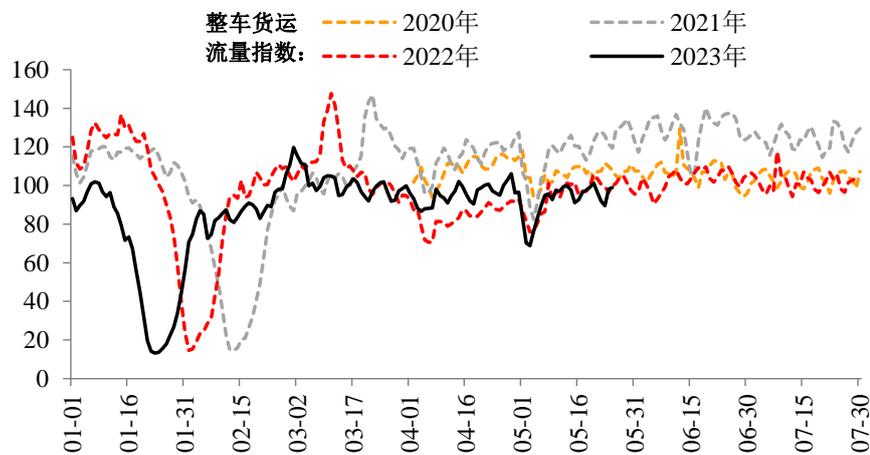
图10：国际航班执飞班次持续攀升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

货运方面，环比来看，上周整车货运流量指数较上周下滑 0.7%；同比来看，货运流量创近 3 年来同期新低。货运整体表现不佳，供求关系仍面临压力。

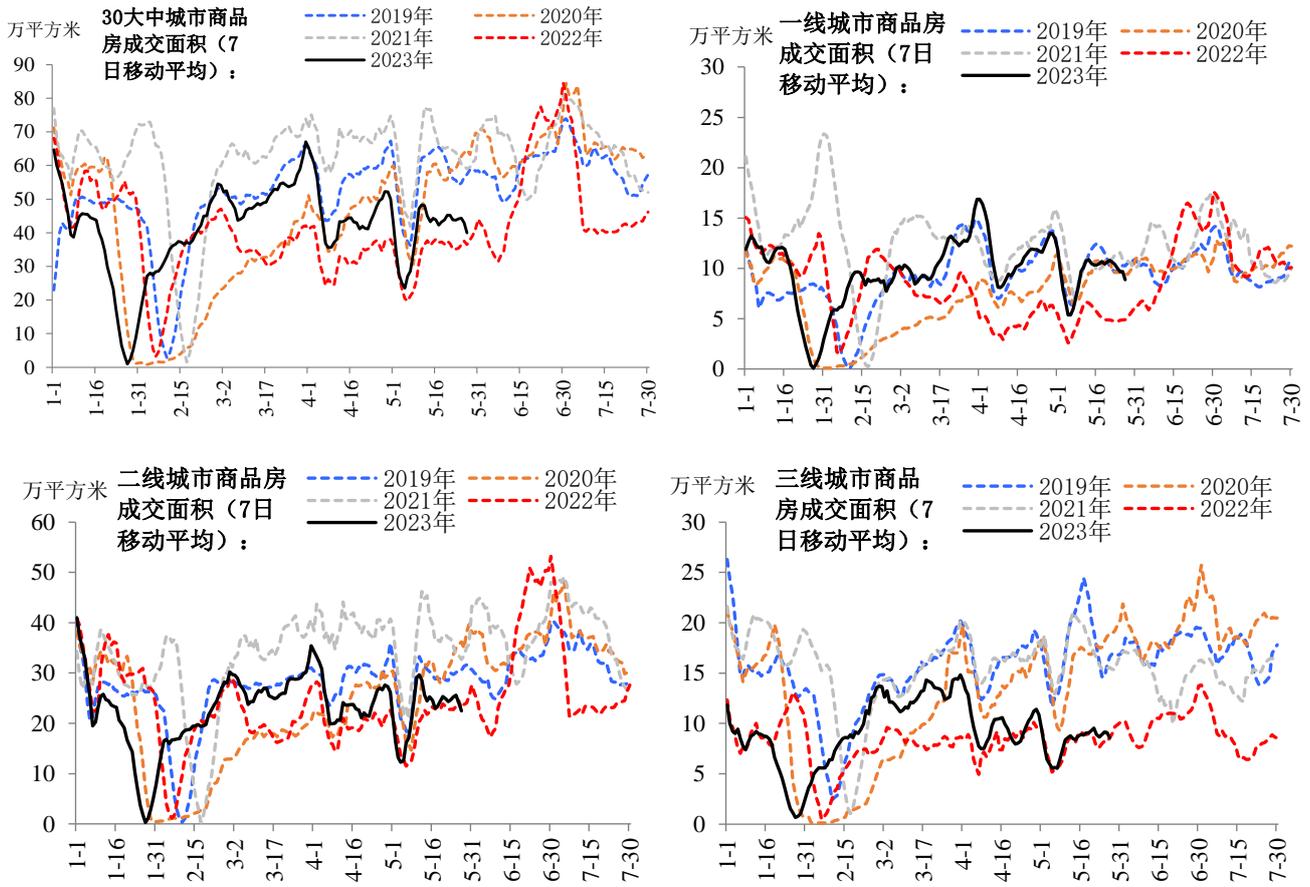
图11：货运流量创近 3 年同期新低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产：新房与二手房销售表现分化。上周楼市继续降温，新房和二手房销售面积以不同程度下降，但前者表现更为逊色。上周 30 大中城市商品房成交面积周度环比大幅下降 11.7%，一二三线城市楼市销售面积齐跌。与往年同期水平相比，目前商品房销售情况依旧低迷，5 月以来 30 城商品房成交面积仅达到 2019 年同期的 75.3%。

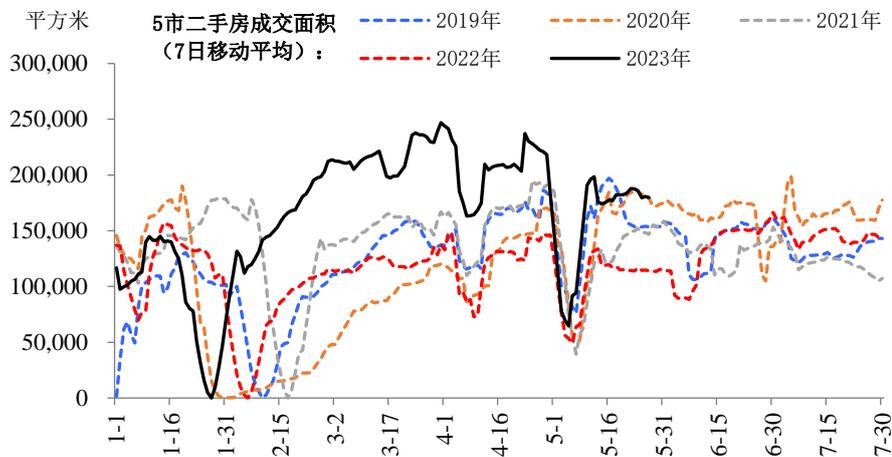
图12：以一线城市为首的新房销售下滑速度加快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

与商品房相比，二手房销售表现更佳。虽然上周5市二手房成交面积周度环比小幅下行1.5%，但销售面积已远超过2019年同期水平，5月以来5市二手房销售面积比2019年同期上升13.9%。

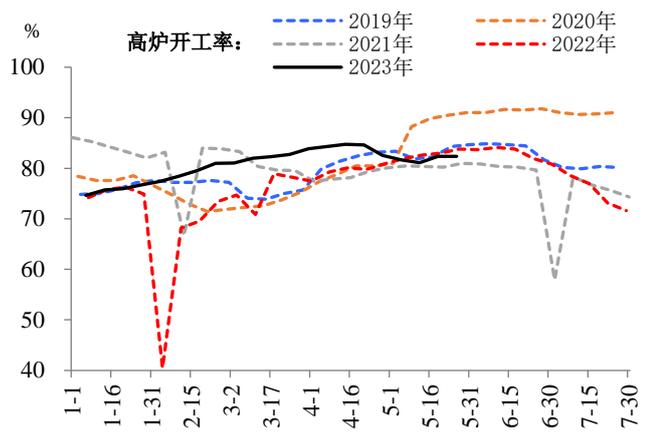
图13：二手房销售小幅下行，但仍远超2019年同期水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

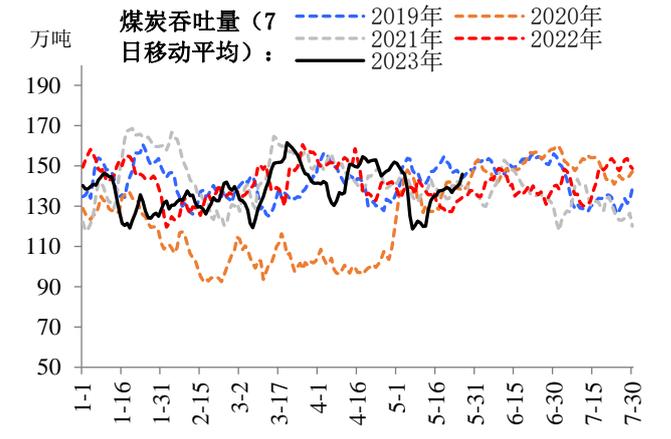
生产：工业生产节奏平稳。上周高炉开工率与前值基本持平，录得 82.4%，处于历史同期较低水平。煤炭吞吐量继续行走在上行通道，周度环比增速为 5.6%，工业生产整体节奏平稳。

图14: 高炉开工率表现平稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

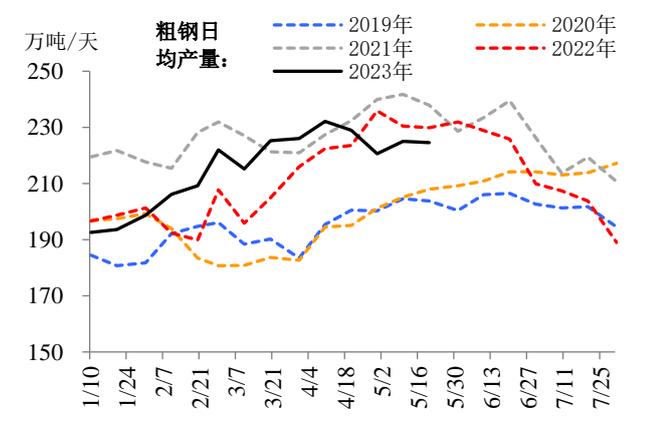
图15: 煤炭吞吐量仍处上行通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

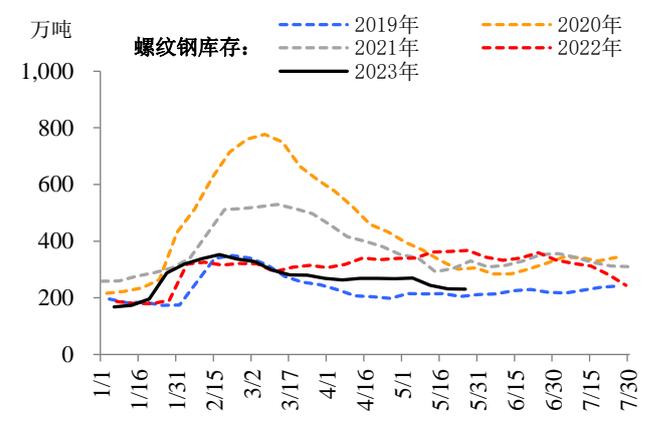
分行业来看，建筑业生产节奏趋缓。5月以来建筑钢材产量同比下滑 3.5%、粗钢产量下滑 2.3%。上周螺纹钢保持缓慢去库阶段，其库存环比小幅下降 0.3%。而用于基建的沥青，虽然上周其开工率环比增速达 0.9pct，但对比往年同期水平而言，目前沥青生产情况仍不太乐观，沥青开工率和磨机运转率均处于历史较低位。

图16: 粗钢产量低于 2022 年同期水平



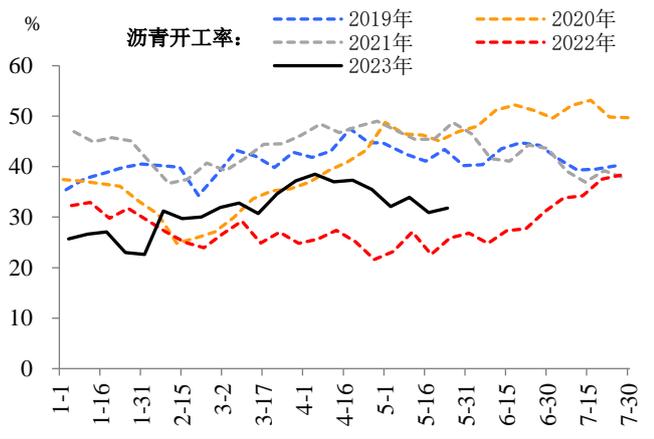
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: 螺纹钢处于缓慢去库阶段



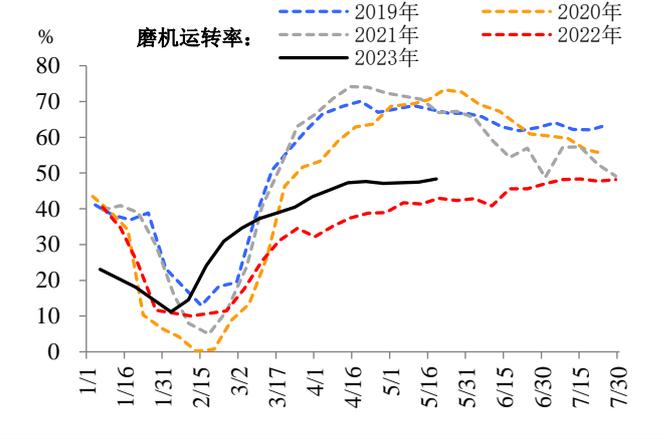
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 沥青开工率小幅上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

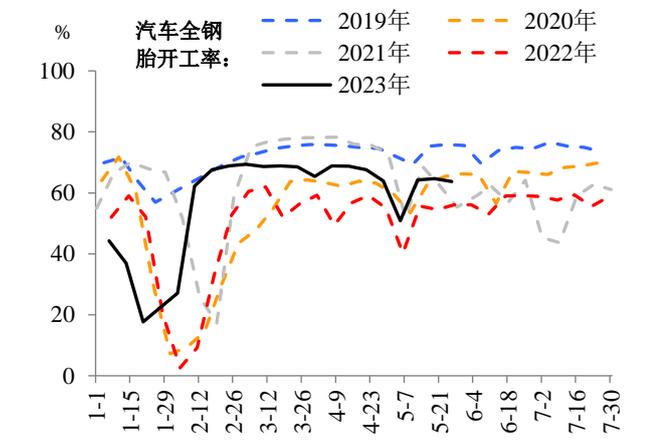
图19: 磨机运转率仍处于历史较低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

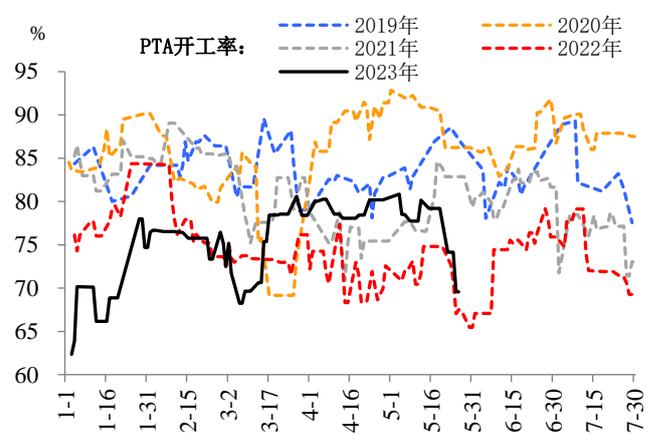
汽车业生产节奏减慢。上周全钢胎开工率环比下降 0.9pct, 5 月以来同比上升 7.6pct。
纺织业仍“不温不火”，PTA 和聚酯开工率与前值基本持平，分别录得 69.6%、88.2%。
不过整体来看，纺织业相较于去年同期生产情况略有改善，5 月以来 PTA、聚酯开工率分别增长 2.3pct、4.6pct。

图20: 汽车钢胎开工率小幅下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

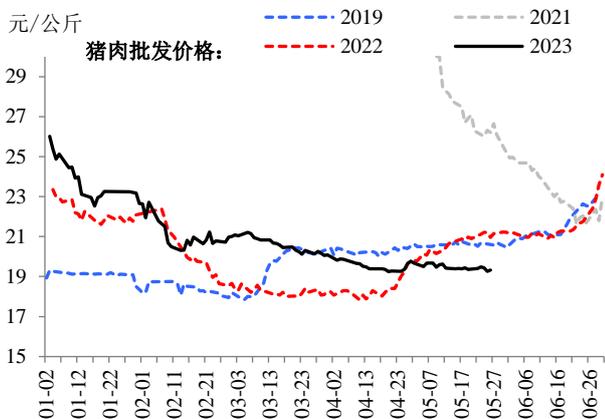
图21: 纺织业表现“不温不火”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

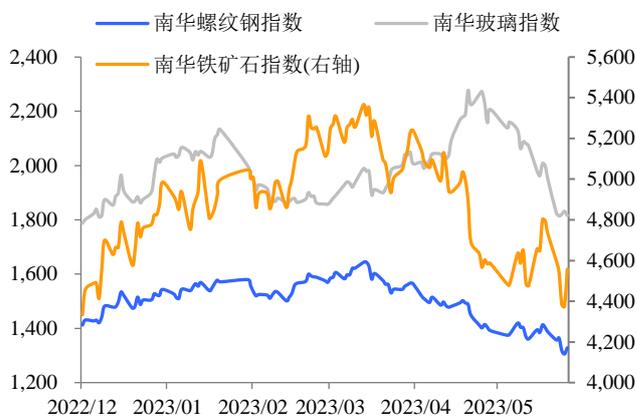
价格: 食品价格延续低位。上周农产品批发综合价格周环比下跌 1.0%。猪肉、鲜菜价格跌势有趋稳迹象，猪肉、鲜菜价格上周环比下降均收窄至 0.1%。整体来看，5 月前 4 周农产品综合价格同比下滑 0.2%，猪肉同比下滑 5.7%，预计 5 月 CPI 同比延续低位。

图22: 猪价延续疲软



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

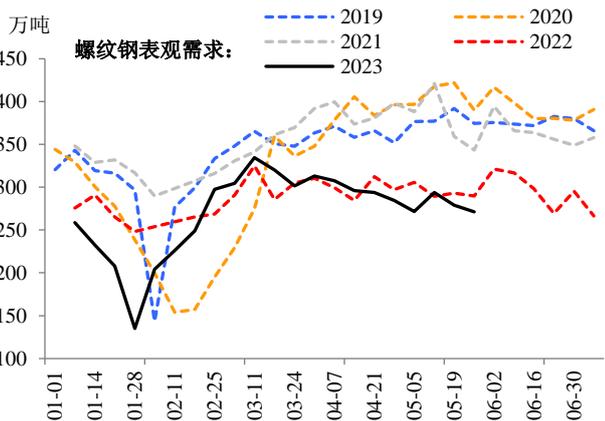
图23: 地产链情绪低迷



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

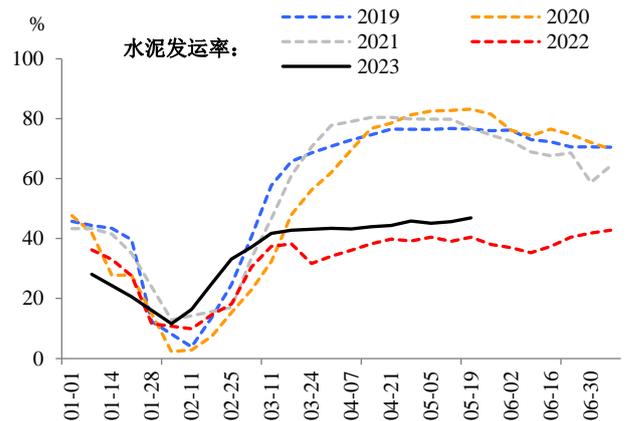
地产链工业品价格低迷。上周房地产情绪延续低迷，螺纹钢、铁矿石、玻璃及水泥价格普跌。需求不足，上周动力煤、焦煤价格分别环比下跌1.1%、6.9%，同比深陷负区间。国内复苏不及预期叠加欧洲经济急剧转弱，LME铜价上周环比下跌2.4%。受夏季出行需求提振，布伦特原油上周环比回升0.9%，往后需关注美国债务上限谈判情况。

图24: 螺纹钢表需不及去年



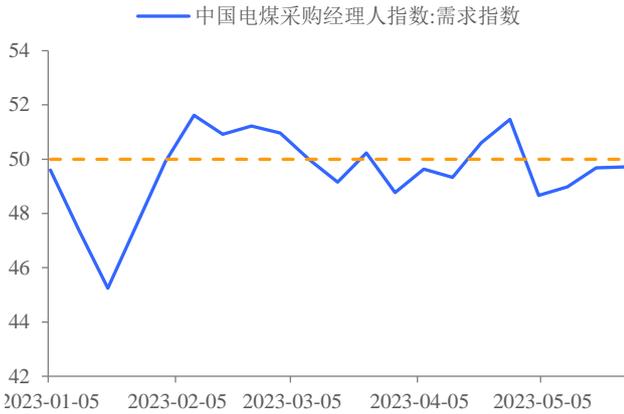
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 水泥发运率小幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 煤需求走弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

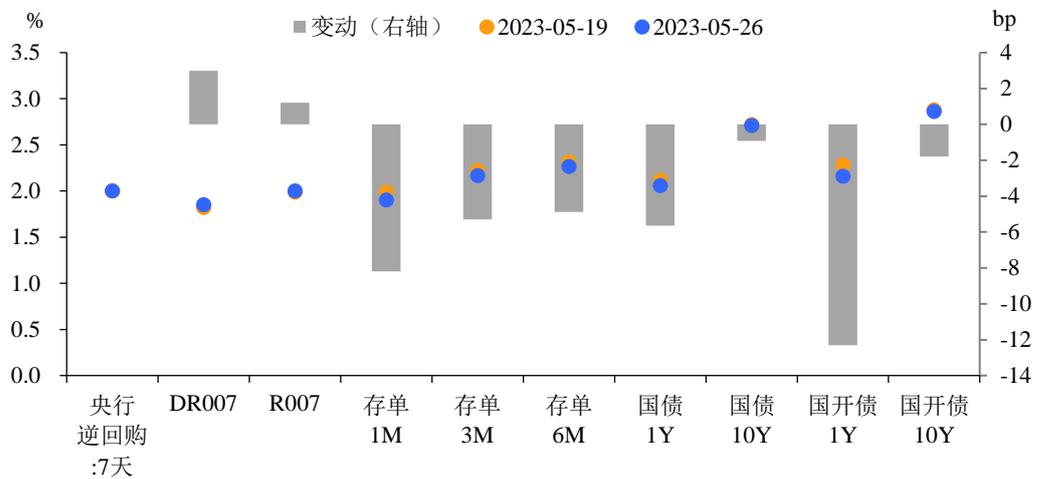
图27: 油价回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

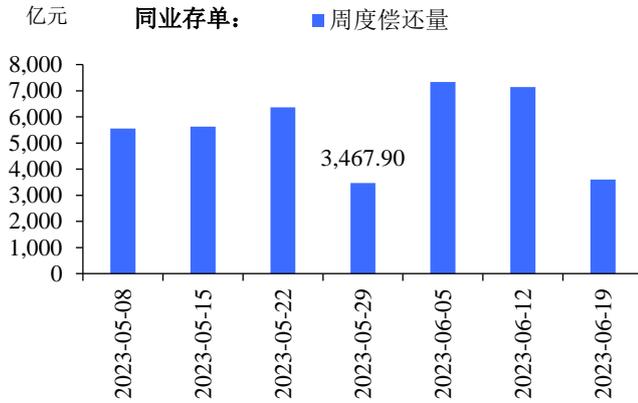
流动性方面, 临近月末短端利率上行。上周 DR007 与 R007 利率周均值分别周度环比上行 3bp、1.2bp。同业存单本周到期 3467.9 亿元, 央行流动性投放近期操作幅度大幅收窄, 本周逆回购到期量 180 亿元。上周质押式回购成交量回升至 8 万亿元以上, 隔夜操作占比超 90%。债市杠杆率月末小幅上升至 109.4% 水平。

图28: 一周广谱利率变动



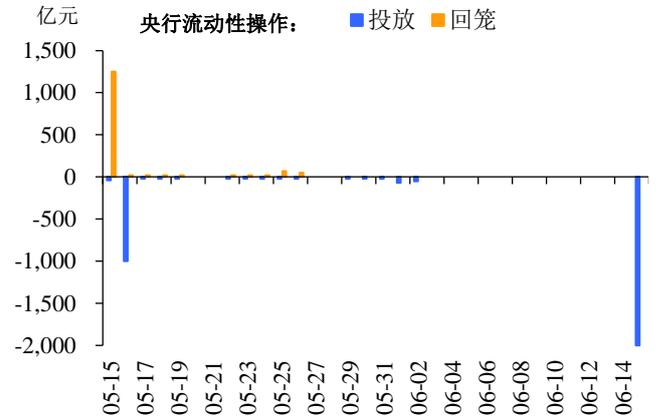
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 同业存单到期量



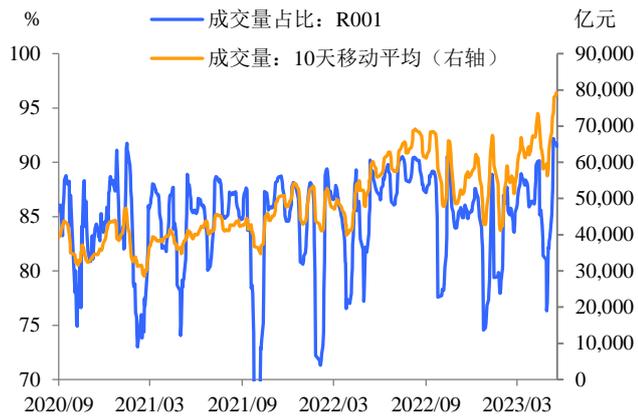
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 央行流动性操作



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 质押式回购成交量回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 债市杠杆率月末上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期, 对外需拉动不足, 导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期, 资金大幅回流欧美市场。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

