

# 宏观周报 20230710

## 货币政策刺激效果缘何“钝化”？

2023年07月10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

《历次主动去库如何“换挡”？》

2023-07-03

《如何看待欧美经济的“强”与

“弱”——海外宏观经济周报》

2023-07-03

■ **“金融暖，经济冷”**可以说是中国二季度以来复苏路途上的最大特点：一季度信贷投放超十万亿元，带来的却是强复苏的“昙花一现”以及“M2-社融剪刀差”、“M2-M1剪刀差”持续保持高位；降息如期落地后，票据利率在月末不升反降，预示6月信贷结构可能仍未好转。

■ 本轮宽货币与宽信用领先经济的逻辑并不清晰，反映增长仍有“包袱”：一方面是外需回落与信贷传导的结构性问题；另一方面是预期与信心的不确定性。意味着至少对于今年下半年来说，信贷投放“量”的意义与经济增长的联系或被削弱，再贷款等结构性货币政策工具可能是更好的“锚点”。

■ 外需回撤的影响可能比想象中更大。疫情期间中国的制造业持续供应着美国乃至全球的需求，而如今海外紧缩、需求回撤，出口连带实体经济盈利承压。虽然政府一直强调“双循环”新发展格局，但结构性的切换并非一日之功，三季度经济修复的不确定性可能增加。

信贷传导不畅下宽松环境可能会持续更久。私人与公共部门融资“不均匀”在2021年就已有体现，意味着资金投放难以流向中小型企业以及家庭部门，特别是在今年地产投资触底，基建与制造业投资有放缓迹象的背景下，银行间资金淤积的现象尤为显著，即使下半年信贷投放节奏放缓，流动性环境也难言转向紧缩。

■ 与结构问题一体两面的，是对于未来预期的不确定性，对资产价格的信心不足明显限制了加杠杆的空间，这一点在居民部门体现的更多。从住房与就业两个维度来看，家庭的资产与现金流仍显脆弱，一方面是疫情后房价有企稳迹象，但人们对未来涨价并不乐观；另一方面是就业情况在二季度的回落，加大了收入的不确定性，催生了消费计划的搁置与提前还贷行为。

企业与政府部门一直承担逆周期加杠杆的角色，但如今受影响也放缓了脚步。企业方面，似乎还未完全从疫情冲击调整过来。2020年至2022年，私营及国有企业的资本回报率的下滑幅度超过了贷款利率的降幅，说明适度宽松的货币政策可能难以对冲企业的盈利受损，其中债务利息覆盖率不足1的企业占比也高于日、韩以及亚洲平均水平，结合二季度央行调查贷款需求指数大幅回落，意味着一部分企业还未做好“增长”的准备。

政府方面，地方债务困境尚不明朗。IMF估计2022年地方隐性债务占GDP比重为48%，并在今年进一步上升至53%，基本与2022年公布的中央及地方政府债务加总占GDP比重持平，而地产销售放缓的背景下，房企拿地的意愿持续低迷，导致依赖土地出让收入的地方政府财政难以稳定在“紧平衡”。

■ 综上所述，预期的不确定性在资产负债表层面确实“钝化”了货币政策刺激效果，货币政策中的“精准”诉求更多，结构性货币工具及再贷款作为下半年央行信贷支撑工具的作用值得关注。

■ 上周高频数据显示，供需均有回暖迹象：汽车零售销量6月同比在高基数压力下持平，出行延续高景气，但地产销售未见回升迹象；工业生产节奏稳中有升，建筑业生产继续好转，汽车业生产速度加快；食品价格整体续跌，大宗商品价格普涨。月初流动性较为宽松，质押式回购成交量重回8万亿水平。

■ 风险提示：政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

## 内容目录

1. 货币政策刺激效果缘何“钝化”?	4
2. 周度高频跟踪	8
3. 风险提示	17

## 图表目录

图 1:	海外需求萎缩以及流动性收紧下国内实体经济利润承压	4
图 2:	私人与公共部门融资增速分化	5
图 3:	资金淤积在银行间	5
图 4:	疫情放开后房价有企稳迹象	5
图 5:	居民对地产未来涨价并不乐观	5
图 6:	就业情况二季度回落，收入仍存不确定性	6
图 7:	企业贷款成本的下降可能难以对冲盈利的受损	6
图 8:	贷款需求指数二季度大幅回落	6
图 9:	中国偿债能力脆弱的企业相对较多	6
图 10:	土地出让收入萎缩的背景下，今年多地方城投债务到期偿还压力较大	7
图 11:	2023 年一季度央行结构性货币政策工具使用情况	8
图 12:	近一周（7.3-7.9）国务院领导活动轨迹一览	9
图 13:	汽车零售反弹	10
图 14:	地铁客运量处于近 5 年高位	10
图 15:	地面交通热度继续高位运行	10
图 16:	国内航班执飞班次成功实现对 2021 年同期水平的超越	11
图 17:	国际航班执飞班次保持攀升态势	11
图 18:	商品房销售面积季节性下滑	12
图 19:	二手房销售同样呈季节性下降	12
图 20:	趋稳的高炉开工率也是“风景”	13
图 21:	铁路货运量虽有下滑但向去年同期水平逼近	13
图 22:	钢材库存去化明显	13
图 23:	螺纹钢去库速度加快	13
图 24:	沥青开工率略有升高	14
图 25:	磨机运转率同样小幅上行	14
图 26:	水泥发运率稳中有升	14
图 27:	汽车钢胎开工率明显上行	14
图 28:	猪价底部趋稳，但同比压力显现	15
图 29:	农产品价格逐渐回归季节性	15
图 30:	高温下电厂耗煤量增加	15
图 31:	螺纹钢表需回升	15
图 32:	水泥价格延续跌势	16
图 33:	原油本周低位回升	16
图 34:	一周广谱利率变动	16
图 35:	票据利率节前下行	17
图 36:	央行 6 月末注入更多流动性	17
图 37:	质押式回购成交量月末回落	17
图 38:	债市杠杆率节前回落	17

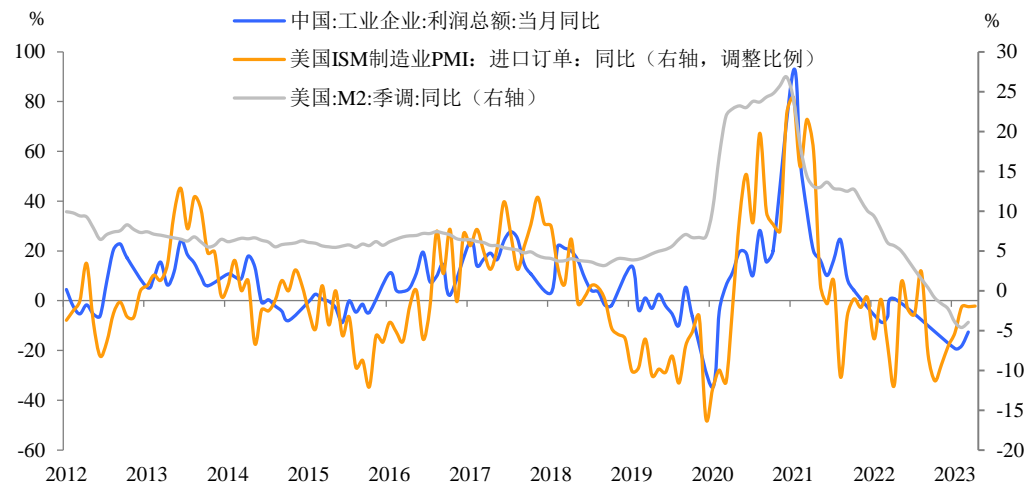
## 1. 货币政策刺激效果缘何“钝化”？

“金融暖，经济冷”可以说是中国二季度以来复苏路途上的最大特点：一季度信贷投放超十万亿元，带来的却是强复苏的“昙花一现”以及“M2-社融剪刀差”、“M2-M1剪刀差”持续保持高位；降息如期落地后，票据利率在月末不升反降，预示6月信贷结构可能仍未好转。

本轮宽货币与宽信用领先经济的逻辑并不清晰，反映增长仍有“包袱”：一方面是外需回落与信贷传导的结构性问题；另一方面是预期与信心的不确定性。意味着至少对于今年下半年来说，信贷投放“量”的意义与经济增长的联系或被削弱，再贷款等结构性货币政策工具可能是更好的“锚点”。

**外需回撤的影响可能比想象中更大。**疫情期间中国的制造业持续供应着美国乃至全球的需求，而如今海外紧缩、需求回撤，出口连带实体经济盈利承压。虽然政府一直强调“双循环”新发展格局，但结构性的切换并非一日之功，三季度经济修复的不确定性可能增加。

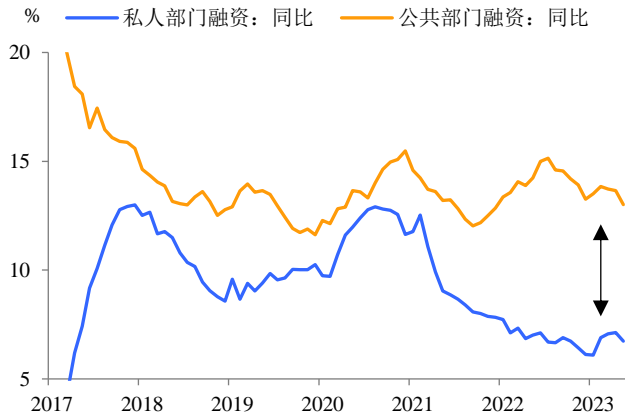
图1：海外需求萎缩以及流动性收紧下国内实体经济利润承压



数据来源：Wind，东吴证券研究所

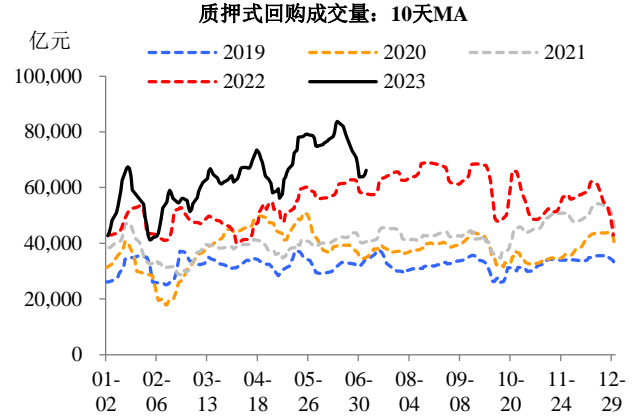
**信贷传导不畅下宽松环境可能会持续更久。**私人与公共部门融资“不均匀”在2021年就已有体现，意味着资金投放难以流向中小型企业以及家庭部门，特别是在今年地产投资触底，基建与制造业投资有放缓迹象的背景下，银行间资金淤积的现象尤为显著，即使下半年信贷投放节奏放缓，流动性环境也难言转向紧缩。

图2: 私人与公共部门融资增速分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

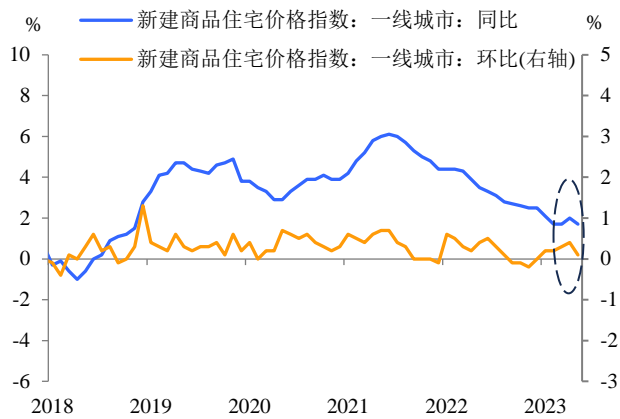
图3: 资金淤积在银行间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

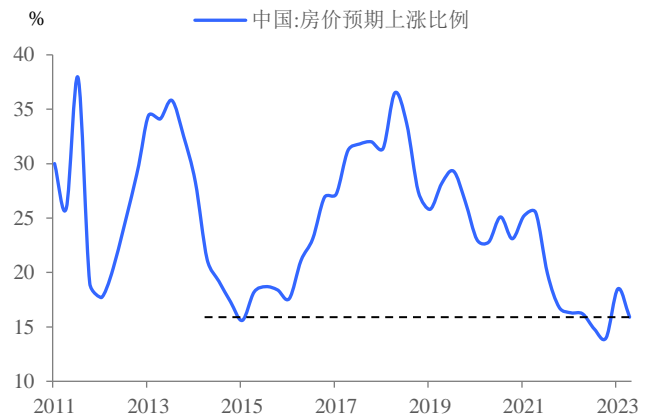
与结构问题一体两面的, 是对于未来预期的不确定性, 对资产价格的信心不足明显限制了加杠杆的空间, 这一点在居民部门体现的更多。从住房与就业两个维度来看, 家庭的资产与现金流仍显脆弱, 一方面是疫情后房价有企稳迹象, 但人们对未来涨价并不乐观; 另一方面是就业情况在第二季度的回落, 加大了收入的不确定性, 催生了消费计划的搁置与提前还贷行为。

图4: 疫情放开后房价有企稳迹象



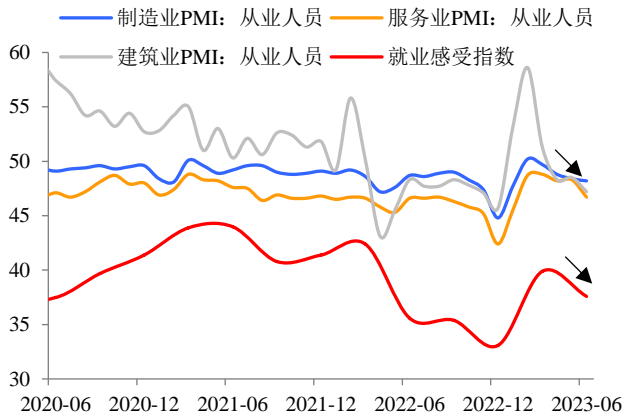
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 居民对地产未来涨价并不乐观



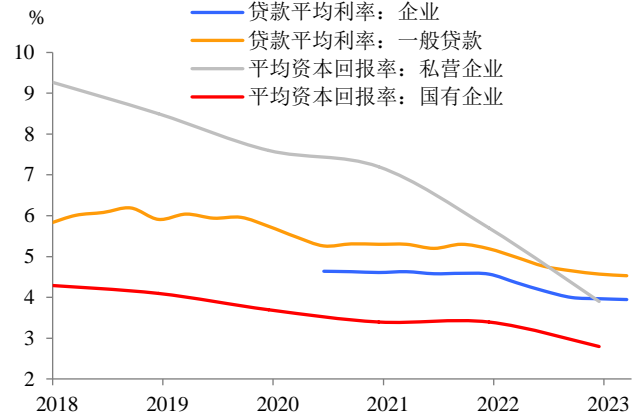
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 就业情况二季度回落, 收入仍存不确定性



数据来源: Wind, 央行, 东吴证券研究所

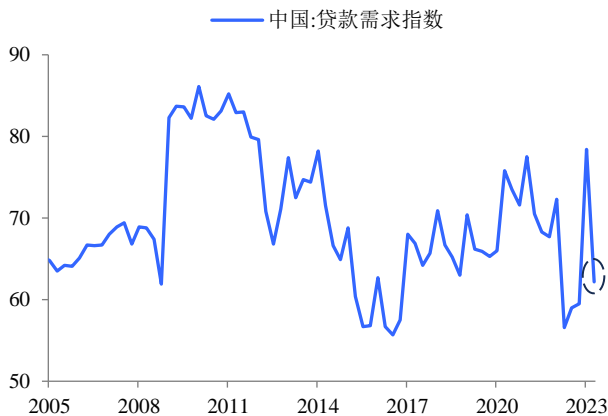
图7: 企业贷款成本的下降可能难以对冲盈利的受损



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

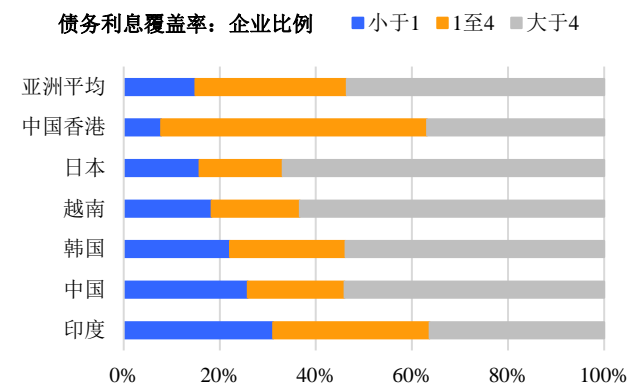
企业与政府部门一直承担逆周期加杠杆的角色, 但如今受影响也放缓了脚步。企业方面, 似乎还未完全从疫情冲击调整过来。2020年至2022年, 私营及国有企业的资本回报率的下滑幅度超过了贷款利率的降幅, 说明适度宽松的货币政策可能难以对冲企业的盈利受损, 其中债务利息覆盖率不足1的企业占比也高于日、韩以及亚洲平均水平, 结合二季度央行调查贷款需求指数大幅回落, 意味着一部分企业还未做好“增长”的准备。

图8: 贷款需求指数二季度大幅回落



数据来源: 央行, 东吴证券研究所

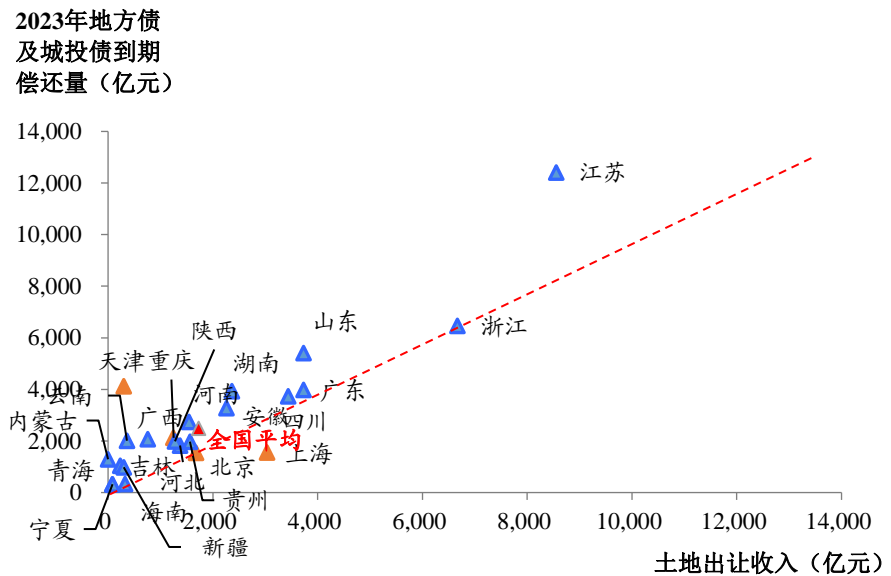
图9: 中国偿债能力脆弱的企业相对较多



注: 债务利息覆盖率=EBITDA/债务利息支出。当企业债务利息覆盖率小于1或接近1时, 可被视为偿债能力脆弱或有债务违约风险, 数据时点为2022年年中。数据来源: IMF, 东吴证券研究所

政府方面，地方债务困境尚不明朗。IMF 估计 2022 年地方隐性债务占 GDP 比重为 48%，并在今年进一步上升至 53%，基本与 2022 年公布的中央及地方政府债务加总占 GDP 比重持平，而地产销售放缓的背景下，房企拿地的意愿持续低迷，导致依赖土地出让收入的地方政府财政难以稳定在“紧平衡”。

图10：土地出让收入萎缩的背景下，今年多地方城投债务到期偿还压力较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合来看，预期的不确定性在资产负债表层面确实“钝化”了货币政策刺激效果，货币政策中的“精准”诉求更多，结构性货币工具及再贷款作为下半年央行信贷支撑工具的作用值得关注。

图11：2023年一季度央行结构性货币政策工具使用情况

性质	工具	支持领域	额度（亿元）	余额（亿元）	已使用额度
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	7600	5960	78%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	16400	14331	87%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	7050	6061	86%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	小微企业	400	275	69%
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	8000	3994	50%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用	3000	1365	46%
	科技创新再贷款	科技创新企业	4000	3200	80%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北江西试点，普惠养老项目	400	10	3%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	1000	354	35%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	2000	1105	55%
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	800	0	0%
	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	1000	0	0%
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	2000	5	0%

数据来源：央行、东吴证券研究所

## 2. 周度高频跟踪

上周高频数据显示，供需均有回暖迹象：汽车零售销量6月同比在高基数压力下持平，出行延续高景气，但地产销售未见回升迹象；工业生产节奏稳中有升，建筑业生产继续好转，汽车业生产速度加快；食品价格整体续跌，大宗商品价格普涨。月初流动性较为宽松，质押式回购成交量重回8万亿元的水平。

上周关键词：中美关系、多边主义、营商环境。上周美国财政部长耶伦访华之行成为亮点，国务院总理李强、副总理何立峰纷纷会见，提及“推动中美关系早日重回正轨”。除中美关系以外，多边主义、营商环境也是领导在公开场合提及的两大关键词，表现出我国稳外贸、稳外资的决心。



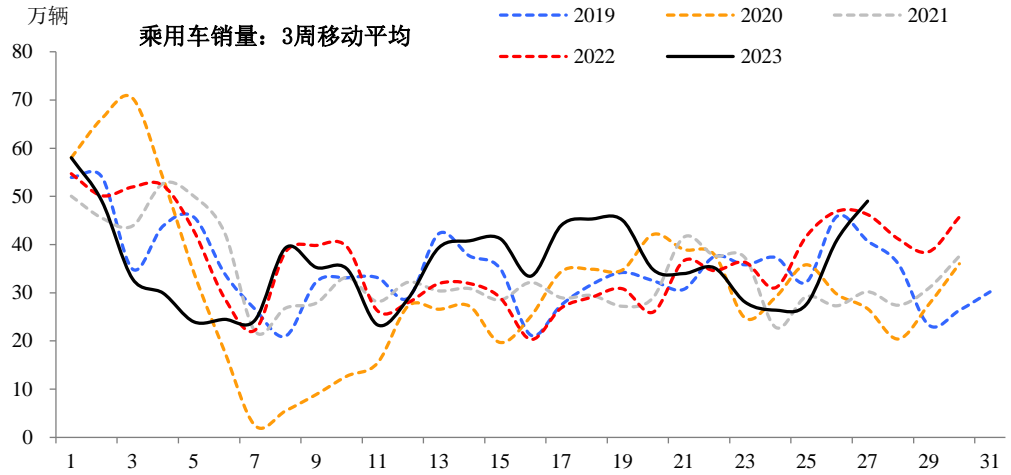
图12: 近一周(7.3-7.9)国务院领导活动轨迹一览

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
2023/7/8	开幕式	国务院副总理刘国中	贵阳	2023年生态文明贵阳国际论坛开幕式	中国愿与世界各国加强交流合作,参与全球环境治理,推动全球生态文明建设。
2023/7/8	会见	国务院副总理何立峰	北京	美国财政部长耶伦	围绕落实中美元首巴厘岛会晤重要共识,就两国和世界经济金融形势、合作应对全球共同挑战等进行了交流。中方表达了对美方对华制裁限制措施的关切。
2023/7/7	会议	国务院副总理丁薛祥	北京	第五次全国经济普查电视电话会议	要守住数据质量生命线,确保普查数据真实准确,抵制各种干预普查数据的行为,利用创新手段方式提高普查效率。
2023/7/7	会见	国务院总理李强	北京	美国财政部长耶伦	双方应就双边经济领域的重要问题沟通并寻求共识,加强协调合作,携手应对全球性挑战,推动中美关系早日重回正轨。
2023/7/6	座谈会	国务院总理李强	北京	听取专家对当前经济形式和经济工作的意见	全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,围绕高质量发展这一首要任务,聚焦现代化产业体系建设、全国统一大市场建设、区域协调发展。
2023/7/6	调度	国务院副总理张国清	/	防汛救灾工作	加强汛期监测巡查预警和应急响应联动,进一步抓实抓细防汛救灾责任措施,最大限度降低灾害损失,保障人民生命财产安全。
2023/7/5	会见	国务院总理李强	北京	日本国际贸易促进协会会长河野洋	中国全面推进高质量发展,坚定推进高水平对外开放,积极打造市场化、法治化、国际化一流营商环境,支持日本企业扩大对华投资合作。
2023/7/4	会见	国务院副总理丁薛祥	北京	欧盟委员会执行副主席蒂默曼斯	中方愿同欧方一道,共同推进环境与气候多边进程,践行真正的多边主义,携手构建地球生命共同体。
2023/7/4	调研	国务院副总理张国清	湖北	安全生产和防汛工作	采取更加果断有力、更有针对性的措施,遏制重特大事故发生,确保人民群众生命财产安全。统筹抓好防汛抗旱减灾,严防极端天气引发次生灾害事故。
2023/7/3	会见	国务委员李尚福	北京	俄罗斯海军总司令叶夫梅诺夫	应继续推动两军关系走深走实,两国海军要加强各层级沟通,拓展专业领域务实合作。

数据来源: 中国政府网, 国务院官网, 新华社, 东吴证券研究所

**消费方面, 汽车零售依旧稳健。**根据乘联会口径, 6月汽车零售销量同比减少2%, 批发销量同比增长2%, 在高基数压力下表现稳健, 年中“618”、端午节假期以及半年期车企考核压力推升了消费人气, 加之商务部汽车促消费活动的落地, 对整个暑期的汽车消费均有所支撑。电影票房与家电销量在7月初均呈环比上涨态势。

图13: 汽车零售反弹

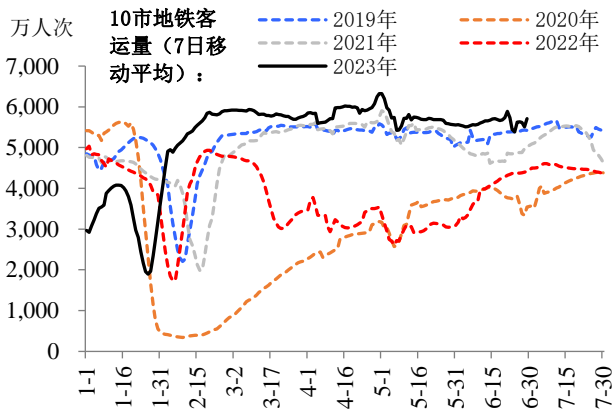


注：横轴为周数

数据来源：Wind，东吴证券研究所

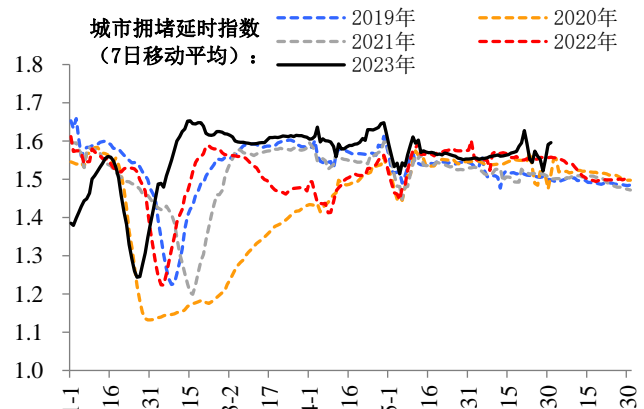
**出行：七月伊始，客流仍旧火热。上周轨道和地面交通的热度仍存：**轨道交通来看，10市地铁客运量周度环比大幅上升7.3%；地面交通来看，30省会拥堵延时指数环比虽下降了3.1%，但仍保持在近5年来同期的最高位。此外，**居民出行意愿的回暖屡添力证：**据中国铁路报道，今年上半年全国铁路发送旅客17.7亿人次，接近2019年同期水平，其中4、5、6月份旅客发送量快速攀升，较2019年同期分别增长7.6%、5.6%、4.8%。

图14: 地铁客运量处于近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

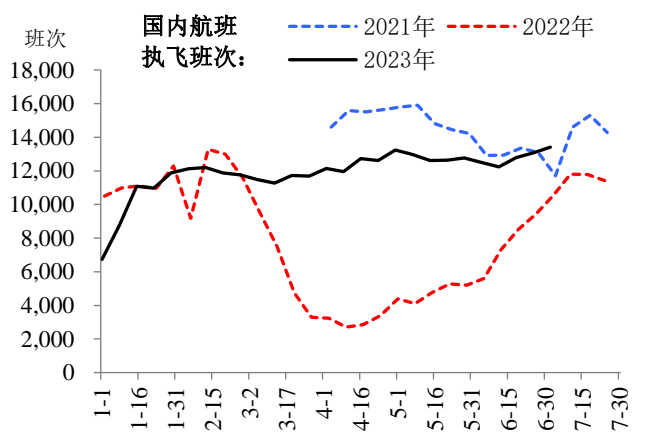
图15: 地面交通热度继续高位运行



数据来源：iFind，东吴证券研究所

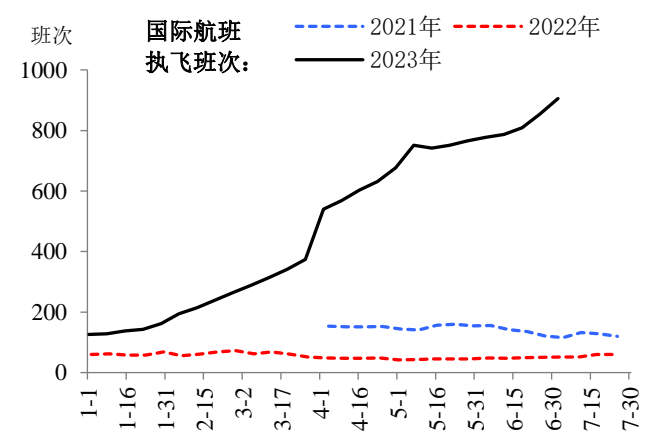
近期国内和国际航班执飞情况同为“亮眼项”。现国内航班执飞班次已成功实现对2021年同期水平的超越，且国际航班执飞班次继续处在攀升通道上。整体来看，目前居民市出行意愿已基本恢复，出行类消费对经济的拉动效果仍存。

图16: 国内航班执飞班次成功实现对 2021 年同期水平的超越



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

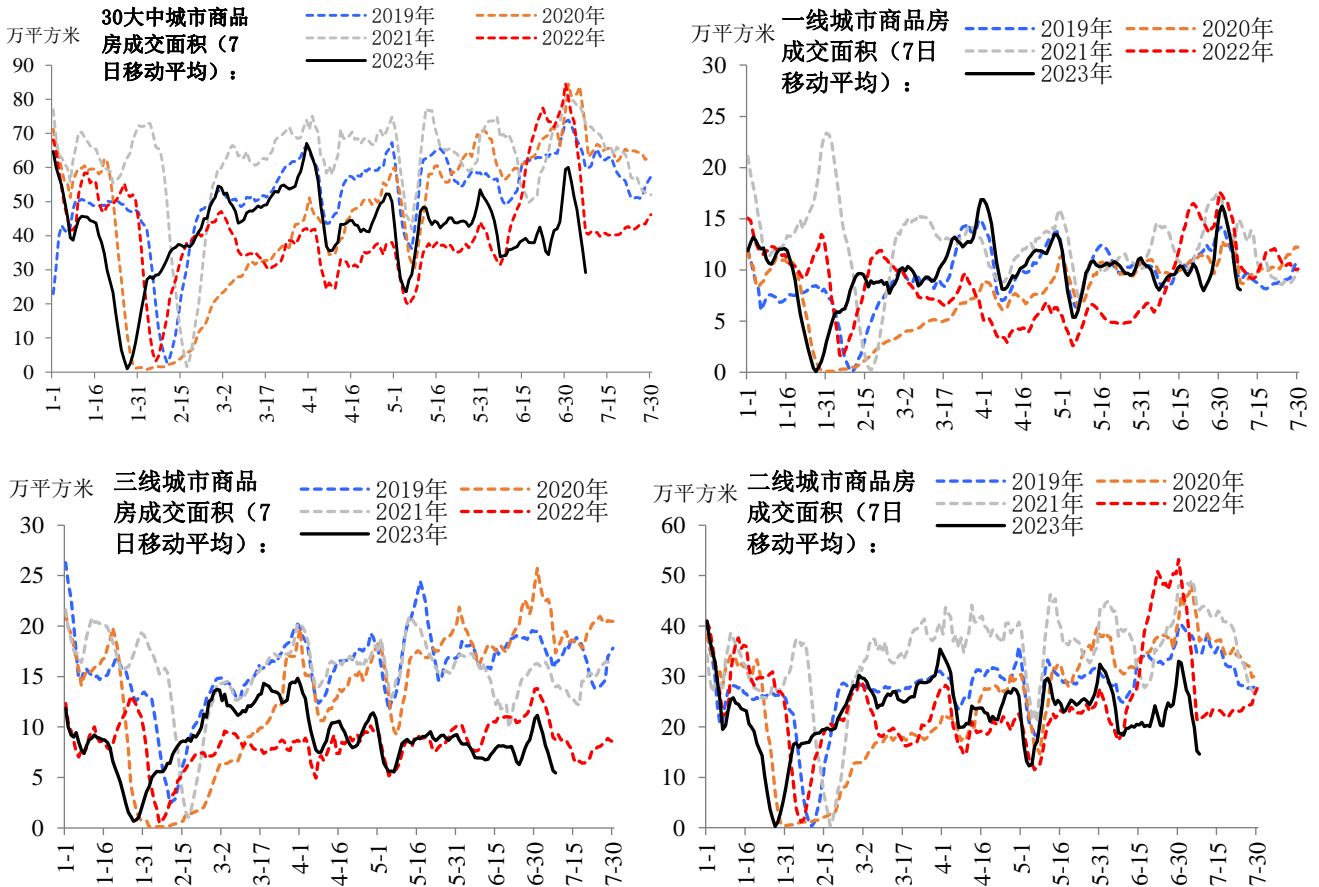
图17: 国际航班执飞班次保持攀升态势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

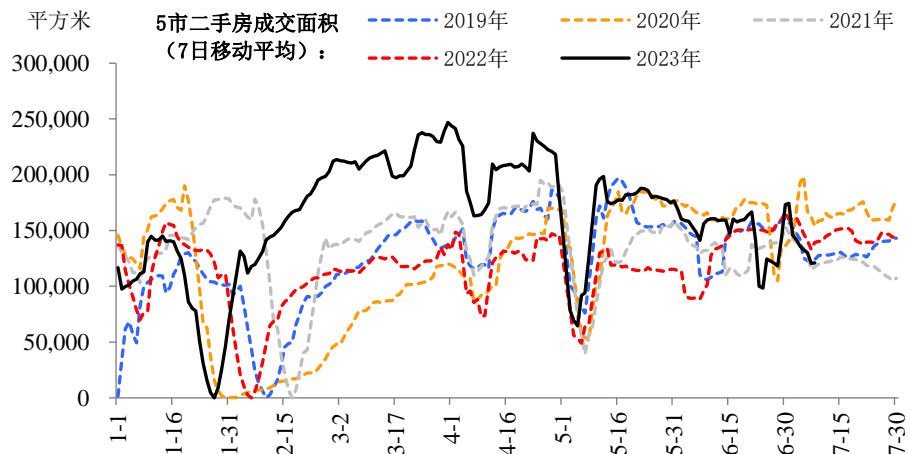
**地产: 7月楼市难以“入夏”。**7月天气升温,但楼市的传统淡季却来临。本周楼市销售季节性下滑,其中30城商品房成交面积周环比大幅降低53.1%、二手房成交面积降低30.7%。不过与历史同期相比,二手房修复程度仍好于新房,目前30城商品房成交面积仍在近五年来历史同期最低位徘徊。

图18: 商品房销售面积季节性下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

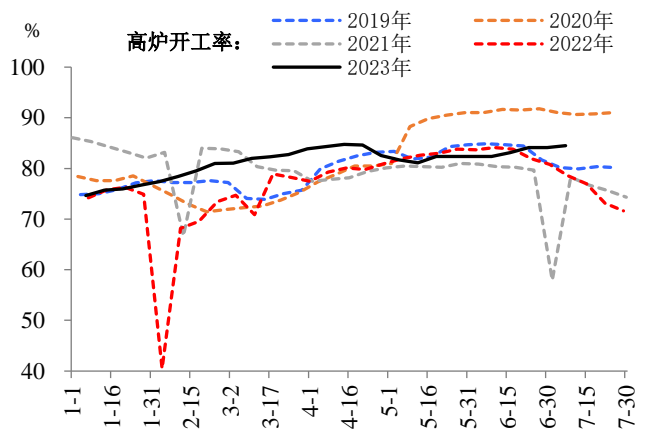
图19: 二手房销售同样呈季节性下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

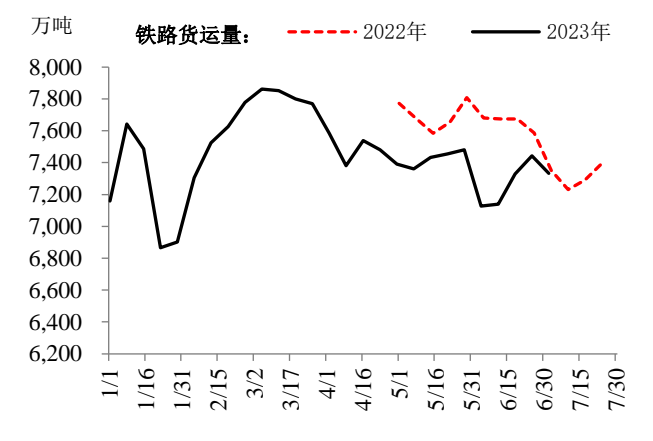
**生产：工业生产节奏稳中有升。**上周高炉开工率再次“破冰”，较前值有所上升，录得 84.5%。今年持续趋稳的高炉开工率反而成为了“风景”，目前已超过 2019 年同期水平并保持在稳定区间。此外，近期大宗运输的关键指标铁路货运量继续向 2022 年同期水平不断逼近。**整体来看，工业生产节奏略有加快。**

图20：趋稳的高炉开工率也是“风景”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

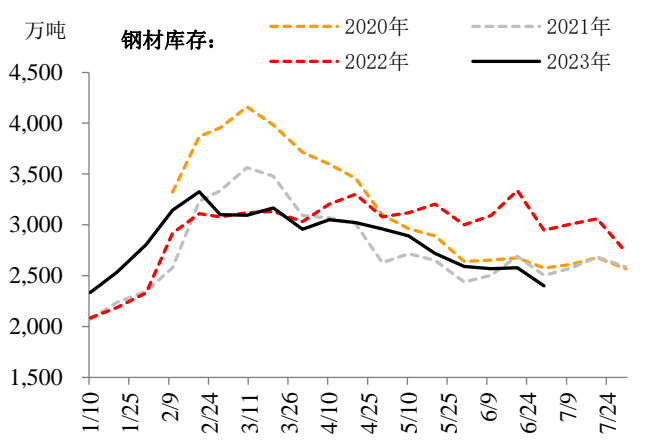
图21：铁路货运量虽有下滑但向去年同期水平逼近



数据来源：Wind，东吴证券研究所

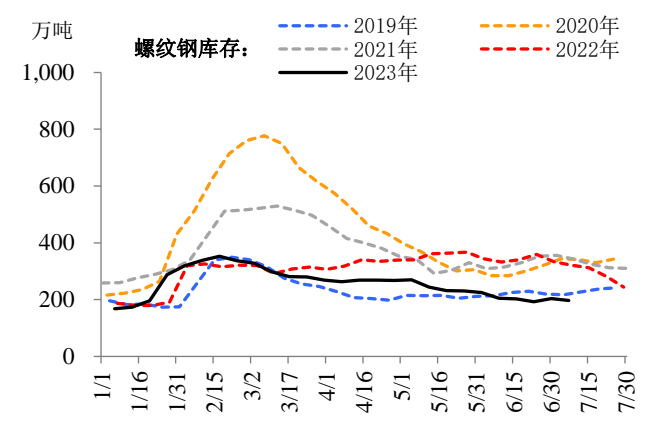
**分行业来看，建筑业生产继续好转。**近期建筑钢材和粗钢的去化速度加快，其中螺纹钢库存较前值明显下降 3.3%，一定程度上反映了建筑业整体生产的好转。此外，沥青（更偏向交通基建）和水泥生产均有改善：沥青方面，最新数据显示磨机运转率和沥青开工率均呈现出了小幅上行趋势，其中沥青开工率上周环比增速录得 0.4pct；水泥方面，目前水泥发运率稳中有升。

图22：钢材库存去化明显



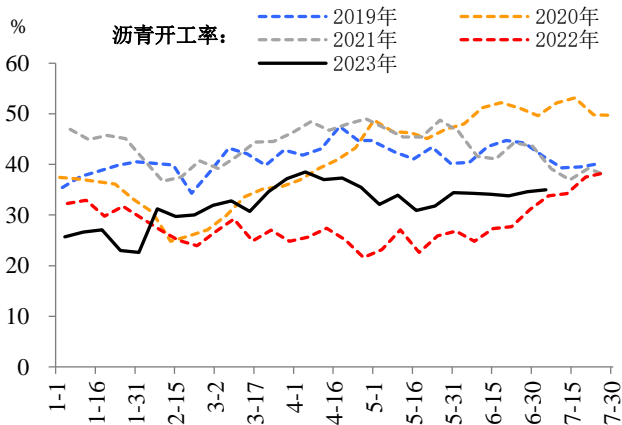
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：螺纹钢去库速度加快



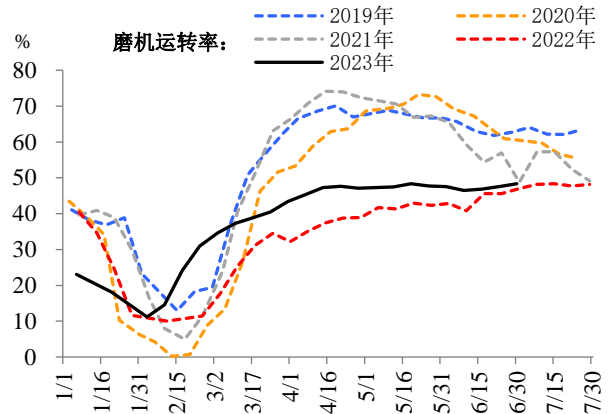
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24: 沥青开工率略有升高



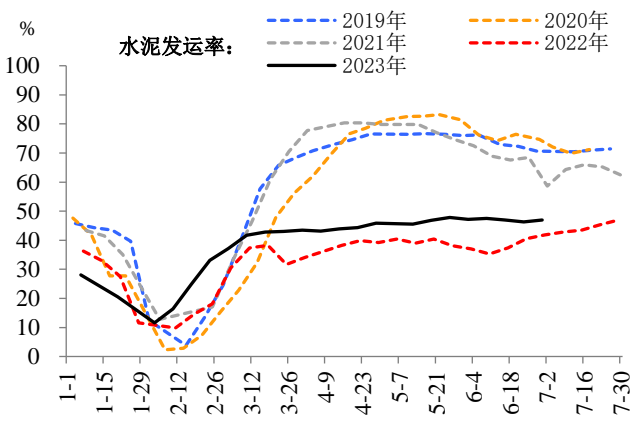
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 磨机运转率同样小幅上行



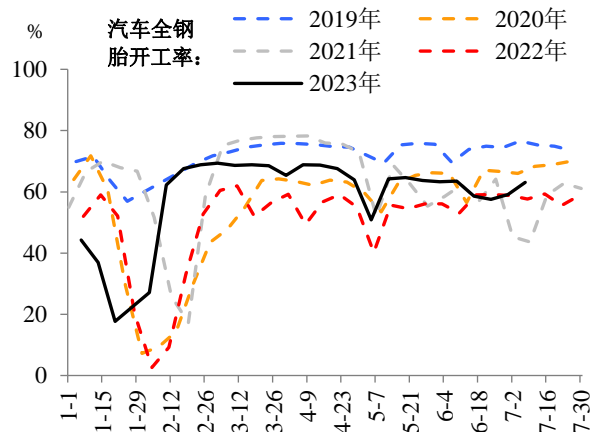
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 水泥发运率稳中有升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 汽车钢胎开工率明显上行

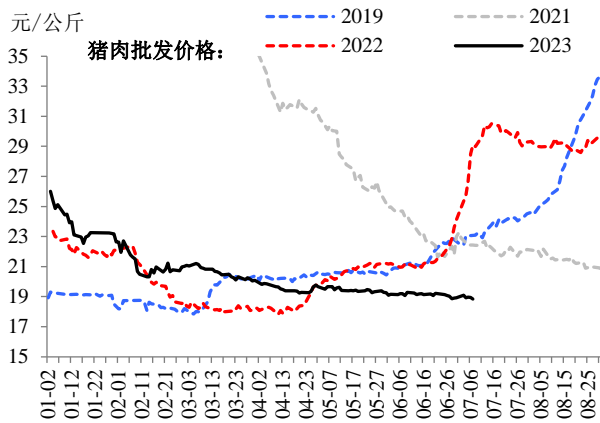


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**汽车业生产速度加快。**上周全钢胎开工率环比大幅上升 4.0pct，延续了近期的生产节奏加快趋势。**纺服业开工率仍有上行空间**，最新数据显示 PTA 开工率与前值持平、聚酯开工率周度环比增速为 0.2pct。整体来看，纺服业开工情况略有好转，但仍有上行空间。

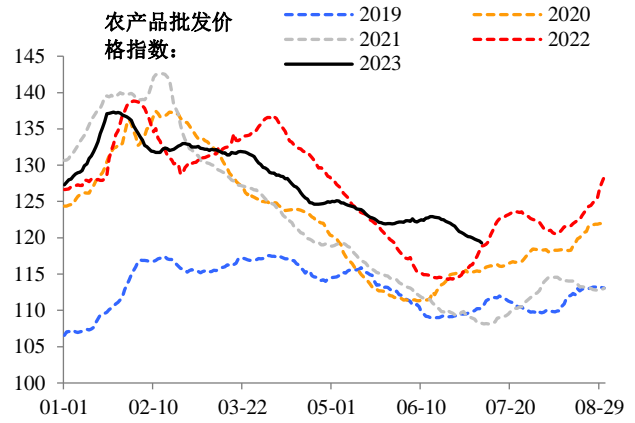
**通胀: 月初食品价格走弱。**上周农产品价格周环比跌 1.0%，仍高于去年同期。其中猪肉受收储情绪影响价格企稳，上周环比持平，但同比来到高基数压力区间；雨季影响因素逐渐消退，鲜菜、鲜果价格上周周环比分别下跌 1.2%、3.8%，跌幅走阔。

图28: 猪价底部趋稳, 但同比压力显现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

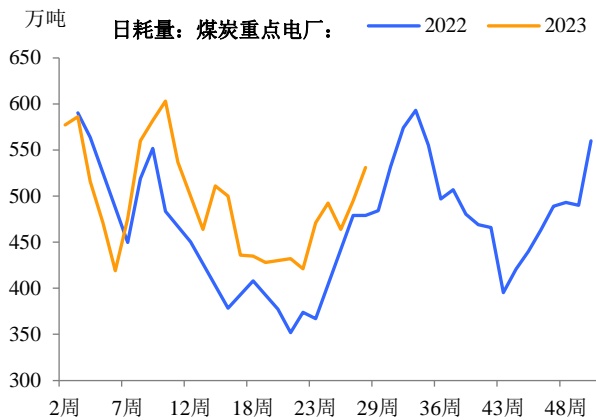
图29: 农产品价格逐渐回归季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

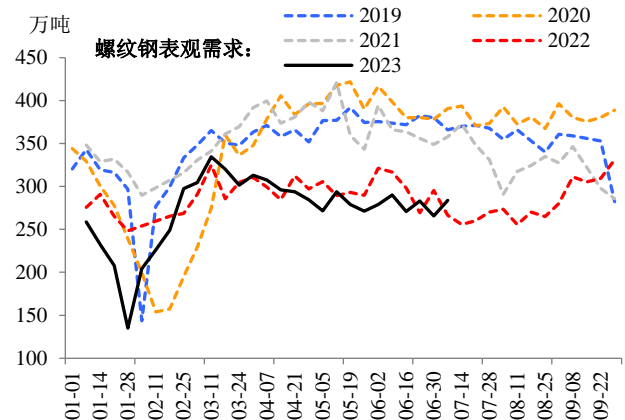
**大宗商品价格普涨。**国内定价品方面, 上周钢材重回去库, 螺纹钢表需企稳, 上周价格周环比上涨 0.8%; 高温持续下电厂日耗持续攀升, 动力煤价格上周周环比小幅上涨 0.2%; 水泥价格延续跌势。海外方面, 美国一季度 GDP 数据上修与 PMI 数据显示需求仍有韧性, 叠加 EIA 原油库存下降, 布伦特原油价格上周周环比上涨 3.9%, 伦铜价格上周周环比小幅上涨 0.2%。

图30: 高温下电厂耗煤量增加



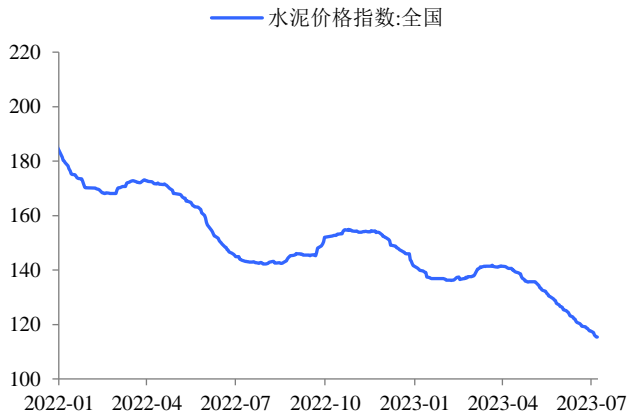
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 螺纹钢表需回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 水泥价格延续跌势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

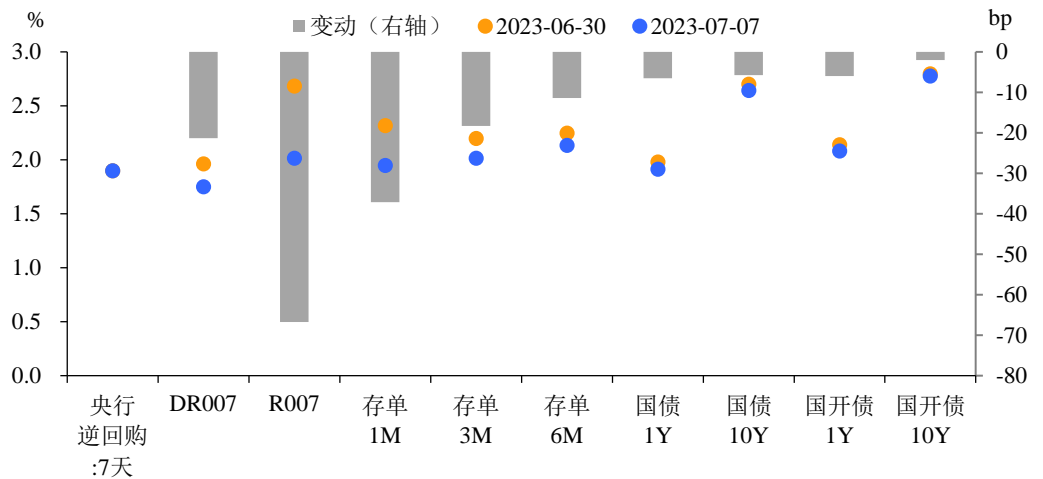
图33: 原油本周低位回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**流动性方面,月初资金面转宽。**上周DR007与R007利率均值分别环比降低约21bp、67bp,上周十年期国债利率环比下行约6bp至2.65%下方。票据利率在月初低位后小幅回升。央行月初OMO回笼量较大的情况下仍以缩量续作操作为主。上周质押式回购成交量重返8万亿元以上。月初债市杠杆率持续抬升,7月7日接近110%水平。

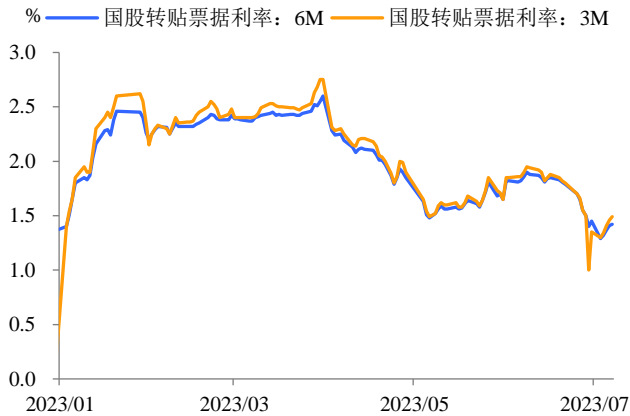
图34: 一周广谱利率变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

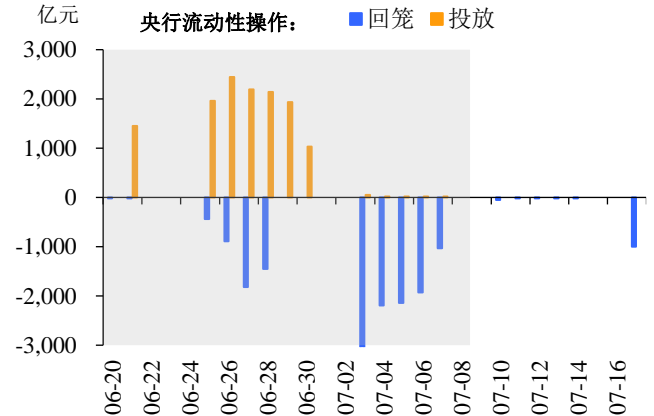


图35: 票据利率节前下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

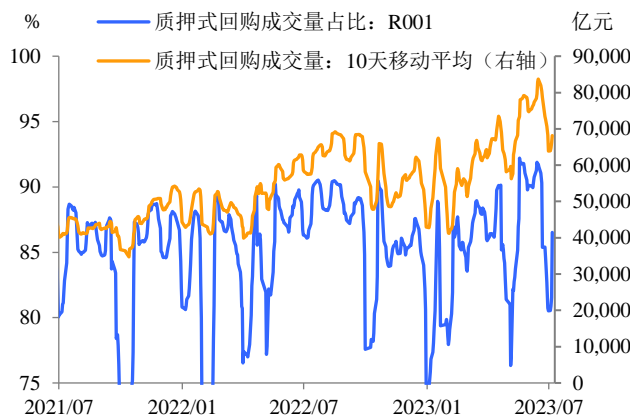
图36: 央行6月末注入更多流动性



注: 灰色区域为历史操作

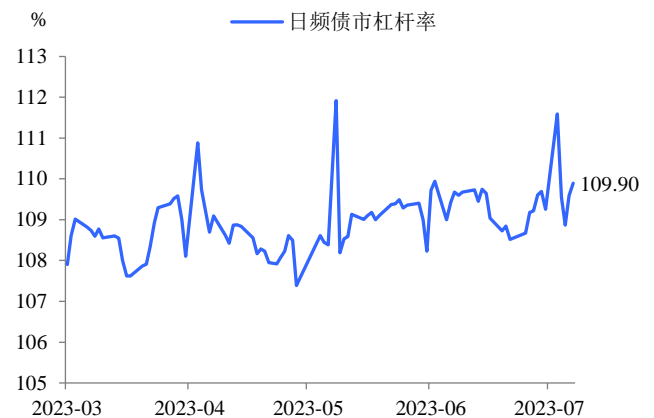
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 质押式回购成交量月末回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 债市杠杆率节前回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 风险提示

政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

## 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>