

宏观量化经济指数周报 20250511

特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

2025 年 05 月 11 日

观点

■ **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2025 年 5 月 11 日,本周 ECI 供给指数为 50.25%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 需求指数为 49.93%,较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.99%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 消费指数为 49.75%,较上周环比持平;ECI 出口指数为 50.19%,较上周回落 0.04 个百分点。

■ **月度 ECI 指数:** 从 5 月前两周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.25%,较 4 月回落 0.10 个百分点;ECI 需求指数为 49.94%,较 4 月回升 0.02 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.98%,较 4 月回升 0.04 个百分点;ECI 消费指数为 49.75%,较 4 月回升 0.03 个百分点;ECI 出口指数为 50.21%,较 4 月回落 0.05 个百分点。从 ECI 指数来看,5 月初经济整体呈现生产端放缓,需求端小幅回暖的态势,除五一假期对工业生产造成的扰动以外,对于后续出口不确定性的担忧也使得企业开工有所放缓,而地产销售和汽车零售的回暖预计将对 5 月份内需形成一定支撑。地产方面,截至 5 月 10 日,30 大中城市商品房销售面积同比增速录得 2.0%,较 4 月份的-12.1%明显回暖,而 5 月 7 日央行宣布调降政策利率和公积金贷款利率,有望暂缓地产销售转弱的趋势。出口方面,美国方面继续传递针对关税缓和的信号,特朗普 8 日在白宫表示对华征收的 145%高额关税不可持续,而对这两天正在进行的中美经贸高层会谈特朗普也在社交媒体上表态相对乐观,短期中美经贸谈判或存在一定缓和余地,而叠加近期明显加速的“抢转口”,二季度出口增速或不会出现明显下行,但基于特朗普政府对于制造业回流美国的诉求,仍需警惕中长期出口下行的压力和风险。

■ **ELI 指数:** 截至 2025 年 5 月 11 日,本周 ELI 指数为-1.00%,较上周回升 0.06 个百分点。预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速。2024 年 4 月由于有效贷款需求不足和政策性融资收缩,以及治理资金沉淀空转的影响,实体经济新增贷款和新增社融出现了罕见的双负增长,并且去年 4 月新增金融口径人民币贷款也以票据冲量为主。2025 年 4 月在经过一季度的“开门红”后,实体经济融资或较去年更加稳健,预计 2025 年 4 月新增人民币贷款 7000 亿-7500 亿元,与去年同期基本持平,并且由于超长期特别国债发行节奏前置,推动社融增量和增速回升,具体来看:(1)4 月份虽然是传统的贷款投放“小月”,但是新增贷款面临的扰动因素较多,从国股银票转贴现利率看,4 月份不同期限票据利率环比下行,且利率在月末出现翘尾,3 个月期票据利率均值环比回落 47bps 至 1.0445%,6 个月期票据利率均值环比回落 13bps 至 1.1036%,环比回升幅度均超过同期限同业存单利率,显示 4 月新增贷款或仍有票据冲量特征,但全月贷款投放或相对稳健;(2)4 月份政府债券融资继续扩张,根据 Wind 统计数据显示,4 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到 0.79 万亿,而去年同期政府债则是净偿还,同时由于 4 月份市场利率回落,非金融企业债券融资或继续与短期贷款形成跷跷板,预计 4 月社会融资规模新增 1.5-1.6 万亿,考虑到去年同期社融负增长的低基数,预计 2025 年 4 月社融增速或回升至 8.8%。2025 年 5 月初人民银行推出一揽子增量金融政策,既有总量上 0.5 个百分点的“降准”和 10bps 的“降息”,也有新创设的服务消费专项再贷款,且各项结构性再贷款均“降息”25bps 至 1.50%,预计一揽子增量金融政策和 5 月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好。

■ **风险提示:** 短期出现“抢出口”现象;政策出台力度低于市场预期;房地产改善的持续性待观察。

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书: S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书: S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

相关研究

《基于 38 个国家的比较:为何我国消费率偏低》

2025-05-08

《关税迷雾深,联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评》

2025-05-08

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数：五一假期以来需求端有所回暖	4
1.2. ELI 指数：预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产：外需下滑或制约工业生产扩张	7
2.2. 消费：乘用车零售环比降幅有所收窄	8
2.3. 投资：5 月上旬主要城市商品房销售有所回暖	9
2.4. 出口：“抢转口”或支撑二季度出口增速	10
2.5. 通胀：原油价格延续回落态势	11
2.6. 本周货币净回笼 7817 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

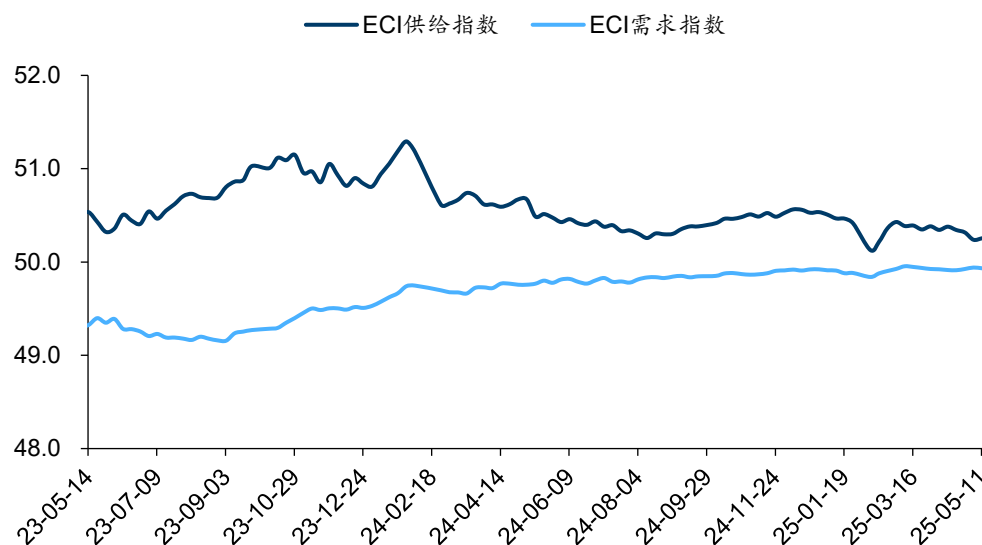
图 1:	本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数小幅回落 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率小幅回升 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回落 (%)	9
图 7:	上周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)	10
图 8:	本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落	10
图 9:	本周集装箱运价指数涨跌互现	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	12
图 13:	公开市场操作走势 (亿元)	12
图 14:	主要市场利率走势 (%)	13
表 1:	ECI 指数月度走势 (%)	5
表 2:	工业生产重要高频数据走势	7
表 3:	消费重要高频数据走势	8
表 4:	投资重要高频数据走势	9
表 5:	出口重要高频数据走势	10
表 6:	通胀重要高频数据走势	11
表 7:	本周 (5 月 5 日-5 月 11 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：五一假期以来需求端有所回暖

从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ECI 供给指数为 50.25%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较上周环比持平；ECI 出口指数为 50.19%，较上周回落 0.04 个百分点。

图1：本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数小幅回落（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 5 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.94%，较 4 月回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较 4 月回升 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 4 月回落 0.05 个百分点。从 ECI 指数来看，5 月初经济整体呈现生产端放缓，需求端小幅回暖的态势，除五一假期对工业生产造成的扰动以外，对于后续出口不确定性的担忧也使得企业开工有所放缓，而地产销售和汽车零售的回暖预计将对 5 月份内需形成一定支撑。地产方面，截至 5 月 10 日，30 大中城市商品房销售面积同比增速录得 2.0%，较 4 月份的-12.1%明显回暖，而 5 月 7 日央行宣布调降政策利率和公积金贷款利率，有望暂缓地产销售转弱的趋势。出口方面，美国方面继续传递针对关税缓和的信号，特朗普 8 日在白宫表示对华征收的 145%高额关税不可持续，而对这两天正在进行的中美经贸高层会谈特朗普也在社交媒体上表态相对乐观，短期中美经贸谈判或存在一定缓和余地，而叠加近期明显加速的“抢转口”，二季度出口增速或不会出现明显下行，但基于特朗普政府对于制造业回流美国的诉求，仍需警惕中长期出口下行的压力和风险。

表1: ECI 指数月度走势 (%)

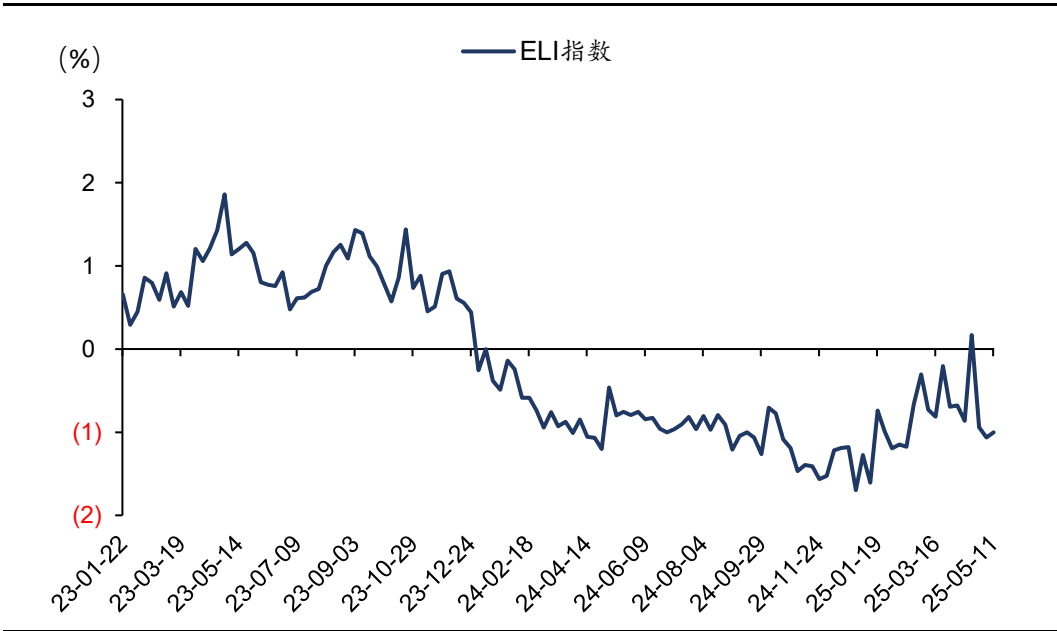
	ECI 供给 指数	ECI 投资 指数	ECI 消费 指数	ECI 出口 指数	ECI 需求 指数	ECI 指数
2025 年 4 月	50.35	49.94	49.72	50.26	49.92	49.92
2025 年 3 月	50.37	49.98	49.70	50.31	49.94	49.94
2025 年 2 月	50.28	49.94	49.61	50.28	49.89	49.89
2025 年 1 月	50.45	50.01	49.47	50.40	49.89	49.89
2024 年 12 月	50.54	50.02	49.50	50.46	49.92	49.92
2024 年 11 月	50.51	49.99	49.47	50.43	49.89	49.89
2024 年 10 月	50.48	49.94	49.46	50.47	49.87	49.87
2024 年 9 月	50.38	49.89	49.41	50.53	49.85	49.85
2024 年 8 月	50.29	49.89	49.38	50.55	49.84	49.84
2024 年 7 月	50.35	49.84	49.38	50.39	49.80	49.80
2024 年 6 月	50.43	49.77	49.45	50.19	49.79	49.79
2024 年 5 月	50.48	49.82	49.57	50.00	49.79	49.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

1.2. ELI 指数：预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ELI 指数为-1.00%，较上周回升 0.06 个百分点。

图2: 本周实体经济流动性小幅回升 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速。2024 年 4 月由于有效贷款需求不足和政策性融资收缩，以及治理资金沉淀空转的影响，实体经济新增贷款和新增社融出现了罕见的双负增长，并且去年 4 月新增金融口径人民币贷款也以票据冲量为 主。2025 年

4月在经过一季度的“开门红”后，实体经济融资或较去年更加稳健，预计2025年4月新增人民币贷款7000亿-7500亿元，与去年同期基本持平，并且由于超长期特别国债发行节奏前置，推动社融增量和增速回升，具体来看：（1）4月份虽然是传统的贷款投放“小月”，但是新增贷款面临的扰动因素较多，从国股银票转贴现利率看，4月份不同期限票据利率环比下行，且利率在月末出现翘尾，3个月期票据利率均值环比回落47bps至1.0445%，6个月期票据利率均值环比回落13bps至1.1036%，环比回升幅度均超过同期同业存单利率，显示4月新增贷款或仍有票据冲量特征，但全月贷款投放或相对稳健；（2）4月份政府债券融资继续扩张，根据Wind统计数据显示，4月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到0.79万亿，而去年同期政府债则是净偿还，同时由于4月份市场利率回落，非金融企业债券融资或继续与短期贷款形成跷跷板，预计4月社会融资规模新增1.5-1.6万亿，考虑到去年同期社融负增长的低基数，预计2025年4月社融增速或回升至8.8%。

2025年5月初人民银行推出一揽子增量金融政策，既有总量上0.5个百分点的“降准”和10bps的“降息”，也有新创设的服务消费专项再贷款，且各项结构性再贷款均“降息”25bps至1.50%，预计一揽子增量金融政策和5月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：外需下滑或制约工业生产扩张

开工率方面，本周主要行业开工率环比互有升降。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 44.77%和 58.35%，分别环比回落 11.47 个百分点和 14.08 个百分点；本周 PTA 开工率录得 74.48%，环比回落 2.53 个百分点，较去年同期回升 4.53 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 84.64%，环比回升 0.29 个百分点，较去年同期回升 4.02 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 289.78 万吨，环比回落 12.04 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 14241.66 万吨，环比回落 16.39 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 233.98 万吨，环比回升 18.85 万吨。

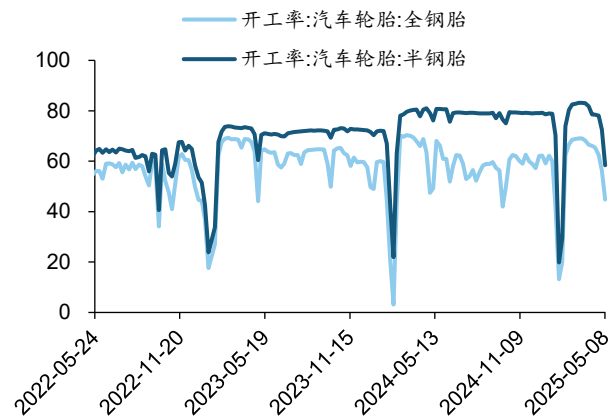
负荷率方面，4 月 25 日沿海七省电厂负荷率均值录得 67.57%，环比回落 1.86 个百分点，较去年同期回落 2.29 个百分点；4 月 19 日 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 75.64%、89.60%和 64.05%，分别环比回落 1.13 个百分点、回升 0.25 个百分点、回落 1.71 个百分点。

表2：工业生产重要高频数据走势

类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比数值 变化	去年同期值	同比数值 变化
开工率	开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	2025-05-08	44.77	56.24	(11.47)	49.21	(4.44)
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-05-08	58.35	72.43	(14.08)	76.21	(17.86)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-05-09	75.03	75.45	(0.42)	67.46	7.57
	开工率:PTA:国内	%	2025-05-08	74.48	77.01	(2.53)	69.95	4.53
	高炉开工率(247家):全国	%	2025-05-09	84.64	84.35	0.29	80.62	4.02
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-05-10	14241.66	14258.05	(16.39)	14809.62	(567.96)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-05-10	289.78	301.82	(12.04)	228.52	61.26
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-05-10	233.98	215.13	18.85	276.20	(42.22)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-04-25	67.57	69.43	(1.86)	69.86	(2.29)
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2025-04-19	75.64	76.77	(1.13)	80.11	(4.47)
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2025-04-19	89.60	89.35	0.25	87.28	2.32
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2025-04-19	64.05	65.76	(1.71)	72.24	(8.19)

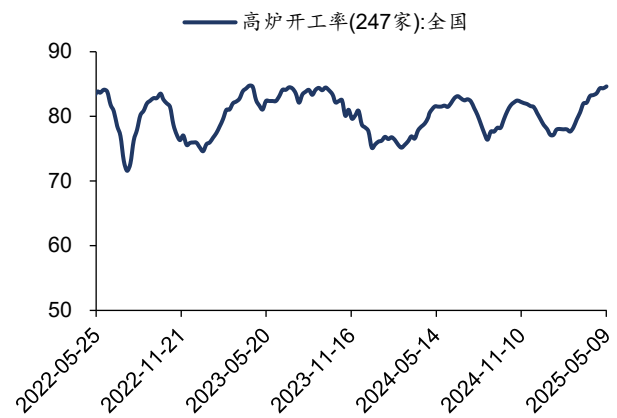
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

图3: 本周汽车轮胎开工率小幅回落(%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图4: 本周全国高炉开工率小幅回升(%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.2. 消费：乘用车零售环比降幅有所收窄

乘用车消费方面，4月30日乘用车当周日均销量录得133389辆，较去年同期回升51821辆。根据乘联会发布的最新数据，4月乘用车市场零售录得179.1万辆，同比去年同期回升17.0%，环比上月回落8.0%，其中新能源车市场零售录得92.2万辆，同比去年同期回升37.0%，环比上月同期回落7.0%。

价格指数方面，5月5日柯桥纺织价格指数录得103.92点，环比回升0.02点；5月4日义乌中国小商品总价格指数录得101.07点，环比回升0.38点。

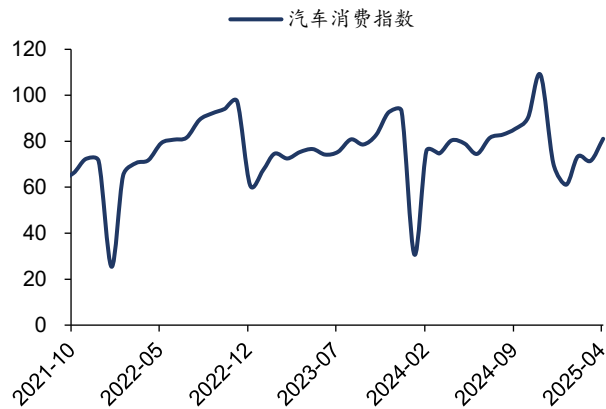
人员流动方面，本周航班执飞率均值为86.12%，环比回落4.53个百分点，较去年同期回落0.37个百分点。地铁日均客运量录得7621.40万人，环比回落862.83万人，较去年同期回落390.06万人。

表3: 消费重要高频数据走势

类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
乘用车	当周日均销量:乘用车:厂家零售	辆	2025-04-30	133389.0	70531.00	62858.00	81568.00	51821.00
	汽车消费指数	点	2025-04-30	81.10	71.50	9.60	80.40	0.70
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-07-01	82.58	82.58	0.00	83.83	(1.25)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2025-05-05	103.92	103.90	0.02	105.24	(1.32)
	义乌中国小商品总价格指数	点	2025-05-04	101.07	100.69	0.38	101.85	(0.78)
人员流动	航班当周执飞率	%	2025-05-10	86.12	90.65	(4.53)	86.49	(0.37)
	地铁日均客运量	万人	2025-05-09	7621.40	8484.23	(862.83)	8011.46	(390.06)

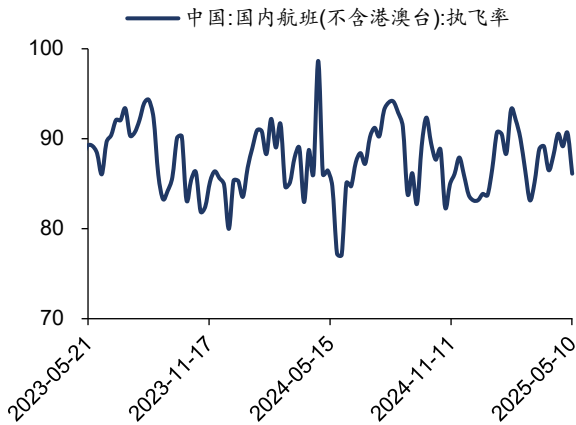
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图5: 汽车消费指数走势 (点)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图6: 本周国内航班执飞率小幅回落 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.3. 投资: 5月上旬主要城市商品房销售有所回暖

基建投资方面, 2025 年 5 月 7 日石油沥青装置开工率录得 28.80%, 环比回升 0.50 个百分点, 较去年同期回升 3.10 个百分点; 2025 年 5 月 2 日全国水泥发运率录得 40.48%, 环比回升 0.14 个百分点, 较去年同期回落 0.14 个百分点。

房地产投资方面, 上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 1718.15 万平方米, 环比回升 48.95%; 本周 30 大中城市商品房成交面积录得 139.20 万平方米, 环比回落 10.67%。4 月下旬普通硅酸盐水泥市场价录得 329.90 元/吨, 环比回落 5.40 元/吨; 4 月下旬浮法平板玻璃市场价录得 1331.90 元/吨, 环比回升 3.00 元/吨。

表4: 投资重要高频数据走势

类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比数值 变化	去年同期值	同比数值 变化
基建	开工率:石油沥青装置	%	2025-05-07	28.80	28.30	0.50	25.70	3.10
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-05-02	40.48	40.34	0.14	40.62	(0.14)
房地产 相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-05-04	1718.15	1153.48	564.67	1399.09	319.06
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-05-11	139.20	155.84	(16.63)	194.04	(54.84)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-04-30	329.90	335.30	(5.40)	309.60	20.30
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-04-30	1331.90	1328.90	3.00	1729.70	(397.80)

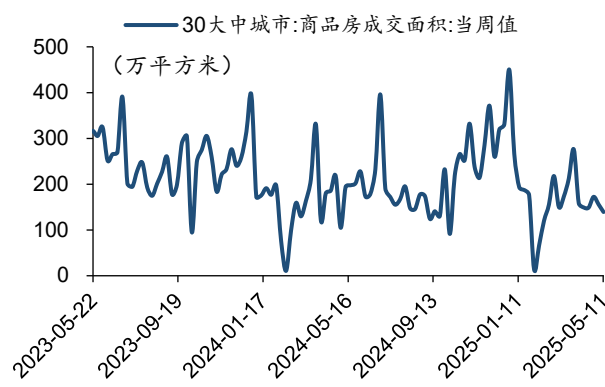
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7：上周石油沥青装置开工率小幅回升（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图8：本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.4. 出口：“抢转口”或支撑二季度出口增速

出口价格方面，本周上海/中国出口集装箱运价指数分别录得 1345.17 点和 1340.93 点，分别环比回升 4.24 点和回落 14.70 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 1348.75 点，环比回落 55.05 点。

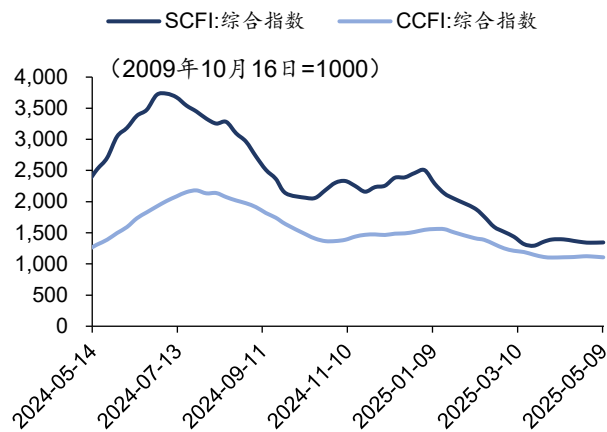
出口数量方面，韩国 4 月出口总额同比增速录得 3.70%，较 3 月回升 0.60 个百分点，较去年回落 9.90 个百分点。国内方面，4 月 21 日-4 月 27 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 28501.9 万吨，环比增长 9.0%。

表5：出口重要高频数据走势

类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比数值 变化	去年同期值	同比数值 变化
出口价	SCFI:综合指数	/	2025-05-09	1345.17	1340.93	4.24	2305.79	(960.62)
	CCFI:综合指数	/	2025-05-09	1106.38	1121.08	(14.70)	1237.84	(131.46)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-05-10	1348.75	1403.80	(55.05)	1921.80	(573.05)
出口量	韩国出口总额:同比	%	2025-04-30	3.70	3.10	0.60	13.60	(9.90)

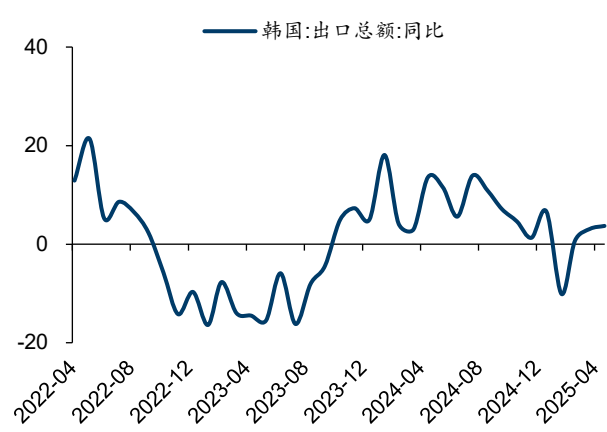
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：本周集装箱运价指数涨跌互现



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图10：韩国出口金额同比增速走势（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.5. 通胀：原油价格延续回落态势

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 20.88 元/公斤，环比回升 0.17 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.38 元/公斤，环比回落 0.10 元/公斤。

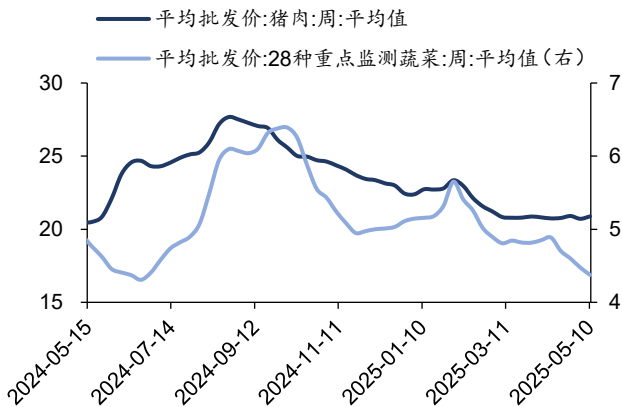
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 62.05 美元/桶，环比回落 1.28 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3357.40 美元/盎司，环比回升 64.22 美元/盎司。

表6：通胀重要高频数据走势

类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
国内	平均批发价:猪肉	元/公斤	2025-05-10	20.88	20.71	0.17	20.44	0.44
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-05-10	4.38	4.48	(0.10)	4.89	(0.52)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-05-10	62.05	63.33	(1.28)	83.35	(21.30)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-05-10	3357.40	3293.18	64.22	2338.60	1018.80

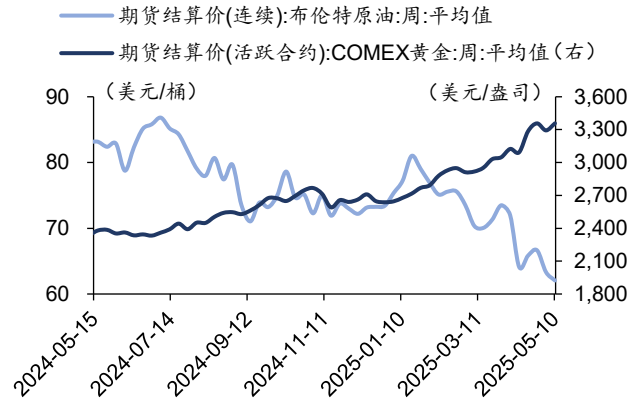
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图11: 主要食品价格走势 (元/公斤)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图12: 主要大宗商品价格走势



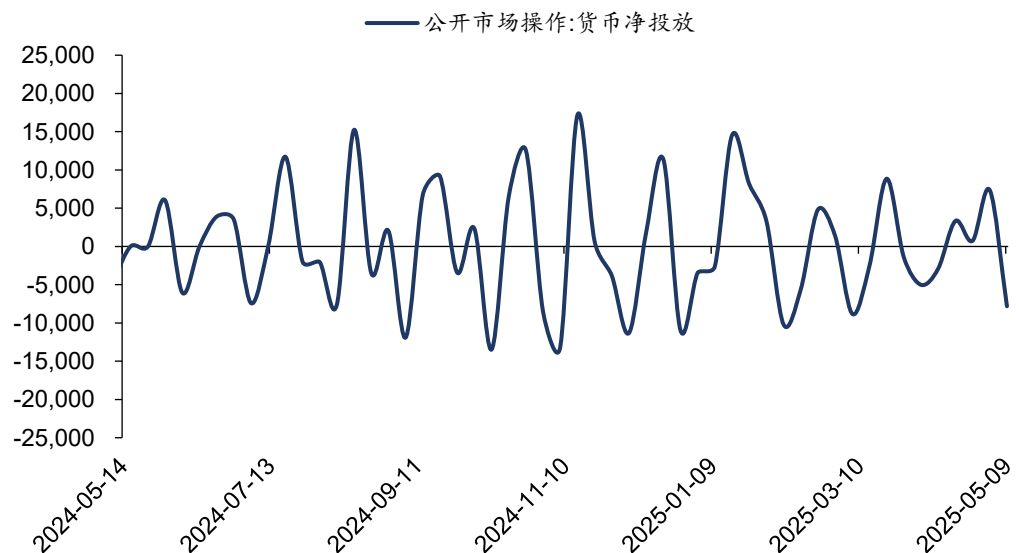
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净回笼 7817 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 8361.0 亿元逆回购操作，有 16178.0 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 7817.0 亿元。

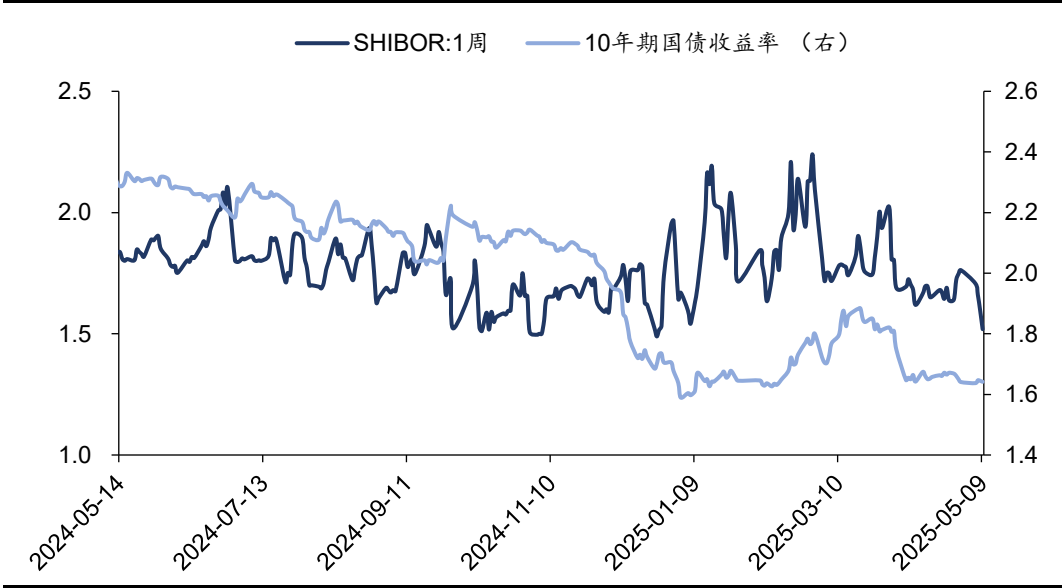
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 1.7620% 回落至周末的 1.5190%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.6405% 回升至周末的 1.6414%。

图13: 公开市场操作走势 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图14：主要市场利率走势（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

3. 本周政策一览

表7：本周（5月5日-5月11日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/5/7	央行等三部 门	“一揽子金融政策支持稳 市场稳预期”新闻发布会	央行宣布推出十项政策措施，其中包括全面降准 0.5 个百分点，下调政策利率 0.1 个百分点，降低结构性货币政策工具利率和公积金贷款利率 0.25 个百分点，设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”等。金融监管总局将推出八项增量政策，包括加快出台适配房地产发展新模式的融资制度、再批复 600 亿元保险资金长期投资试点等。证监会将全力支持中央汇金发挥好类“平准基金”作用，出台深化科创板、创业板改革政策措施等。
2025/5/7	证监会	《推动公募基金高质量发展 行动方案》	从优化主动权益类基金收费模式、完善行业考核机制、大力发展权益类基金等方面发力，引导公募基金真正从“重规模”向“重回报”转变。方案明确，推行基于业绩比较基准的浮动收费模式，全面建立以基金投资收益为核心的考核体系。
2025/5/8	金融监管总 局	《关于做好 2025 年小微 企业金融服务工作的通 知》	明确 2025 年小微企业金融服务“保量、提质、稳价、优结构”的总体目标，要求加大对外贸、民营、科技、消费等领域小微企业金融支持力度。
2025/5/9	央行	一季度货币政策执行报 告	明确下一阶段要实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏。报告有多篇专栏从不同角度体现出宏观政策思路的转变，明确指出提振消费是当前扩内需稳增长的关键点；对比中美日政府债务情况，中国政府债务扩张仍有可持续性；促进物价合理回升，需要推动经济供需平衡，关键在于扩大有效需求。报告还指出，要加强债券市场建设；视市场供求状况择机恢复国债买卖操作。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

- （1）短期出现“抢出口”现象；
- （2）政策出台力度低于市场预期；
- （3）房地产改善的持续性待观察。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>