10 月金融数据点评：信贷结构持续改善，社融存量增速回升

2020 年 11 月 12 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收点评 20200913：8 月金融数据点评：社融新增大超市场预期，M2 增速小幅回落》2020-09-13

2、《固收点评 20200813：7 月金融数据点评：信贷社融增量不及预期，M2 增速小幅回落》2020-08-13

3、《固收点评 20200712：6 月金融数据点评：社融数据超预期，M2 增速持续维持高位》2020-07-12

4、《固收点评 20200617：5 月金融数据点评：社融及信贷维持高位，M2 增速持平》2020-06-17

5、《固收点评 20200514：4 月金融数据点评：社融及 M2 增速超预期，政策或持续发力》2020-05-14

事件

- **数据公布：**2020 年 11 月 11 日，央行公布 2020 年 10 月金融数据。10 月当月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元。月末人民币贷款余额 170.06 万亿元，同比增长 12.9%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。2020 年 10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多 5493 亿元。初步统计，10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。

观点

- **新增信贷：信贷增量低于预期，企业短贷票融大幅下降。**2020 年 10 月当月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元。我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 4331 亿元，同比多增 121 亿元，其中短期贷款增加 272 亿元，中长期贷款增加 4059 亿元；企（事）业单位贷款增加 2335 亿元，同比多增 1073 亿元，其中短期贷款减少 837 亿元，中长期贷款增加 4113 亿元，票据融资减少 1124 亿元。10 月实际信贷数值低于市场预期，中长期贷款新增 0.8 万亿。信贷结构改善的原因主要为：我国经济持续稳步恢复，企业中长期融资需求改善；中央多次强调金融服务实体经济的重要性，企业融资需求得到了满足。信贷增量低于预期主要原因为，近期货币政策宽松力度边际收紧，以及季节性因素影响。从居民角度来看：10 月新增居民贷款 4331 亿元，同比多增 121 亿元，环比少增 5276 亿元，房地产和汽车消费支撑中长期贷款增长。从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 2335 亿元，同比多增 1073 亿元，环比少增 7123 亿元，中长贷款占比上升，短贷及票融大幅下降。原因分别为国内经济延续稳步恢复态势以及出口保持强韧性；金融监管发力以及季节性影响。

- **社融：社融规模收窄，存量增速回升。**10 月份社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多增 5493 亿元。初步统计，10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。从数值上来看，企业债券净融资 2522 亿元，同比多 490 亿元；政府债券净融资 4931 亿元，同比多 3060 亿元。10 月非标融资减少 2138 亿元，同比少减 206 亿元。从存量的拉动情况来看，10 月社融存量增速为 13.7%，与上月增速基本持平。其中信贷 10 月对社融拉动达 8.00%，较 9 月上升 0.02 个百分点。同时 10 月企业债券对社融存量拉动达 1.88%，与上月基本持平。政府债券对社融存量拉动为 3.14%，较上月上升 0.11 个百分点。社融同比多增 5493 亿元，主要来自政府债券同比多增 3060 亿元，以及人民币贷款同比多增 1193 亿元。政府债券方面，10 月发行量上升，明显高于去年同期水平，为社融提供了有力支撑。

- **M2：货币政策趋紧，M2 增速有所回落。**2020 年 10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元,同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。在宽信用的整体背景下，增速明显高于去年的局面已经形成。而环比方面，从货币供应角度看，10 月信贷投放力度有所减缓，因此 10 月信用扩张速度有所放缓。但去年同期基数较低，对 M2 增速形成了一定支撑。在 M2 增速下降同时，实体经济持续稳步恢复，商品房销售同比回升，M1 增速上行，M2-M1 剪刀差收窄。

- **风险提示：**国内二次疫情爆发风险，拜登当选后中美关系走向不明，海外疫情波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业短贷票融大幅下降 3
2. 社融：社融表现不及预期 5
3. M2：M2 增速小幅回落 10
4. 金融数据后期怎么看 12
5. 风险提示 12

图表目录

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元） 4
图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元） 5
图 3：社融规模（单位：亿元） 6
图 4：社融几类分项同比增速（单位：%） 6
图 5：社融新旧 3 次口径调整之后同比增速对比（单位：%） 7
图 6：M2-M1 剪刀差（单位：%） 11
图 7：新增存款（单位：亿元） 11

表 1：人民币贷款细项拉动情况（单位：%） 5
表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%） 8
表 3：政府债拉动的分析（单位：万亿、%） 9
表 4：社融存量分项的拉动情况（单位：%） 9
表 5：M2 拆分分项的拉动情况（单位：%） 12

事件：央行公布 10 月金融数据

2020 年 11 月 11 日，央行公布 2020 年 10 月金融数据。10 月当月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元。月末人民币贷款余额 170.06 万亿元，同比增长 12.9%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。2020 年 10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多 5493 亿元。初步统计，10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。10 月末，广义货币(M2)余额余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 新增信贷：信贷增量低于预期，企业短贷票融大幅下降

2020 年 10 月当月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元。对于 10 月信贷，我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 4331 亿元，同比多增 121 亿元。其中，短期贷款增加 272 亿元，同比少增 351 亿元，中长期贷款增加 4059 亿元，同比多增 472 亿元；企（事）业单位贷款增加 2335 亿元，同比多增 1073 亿元。其中，短期贷款减少 837 亿元，同比少减 341 亿元，中长期贷款增加 4113 亿元，同比多增 1897 亿元，票据融资减少 1124 亿元，同比减少 1338 亿元。

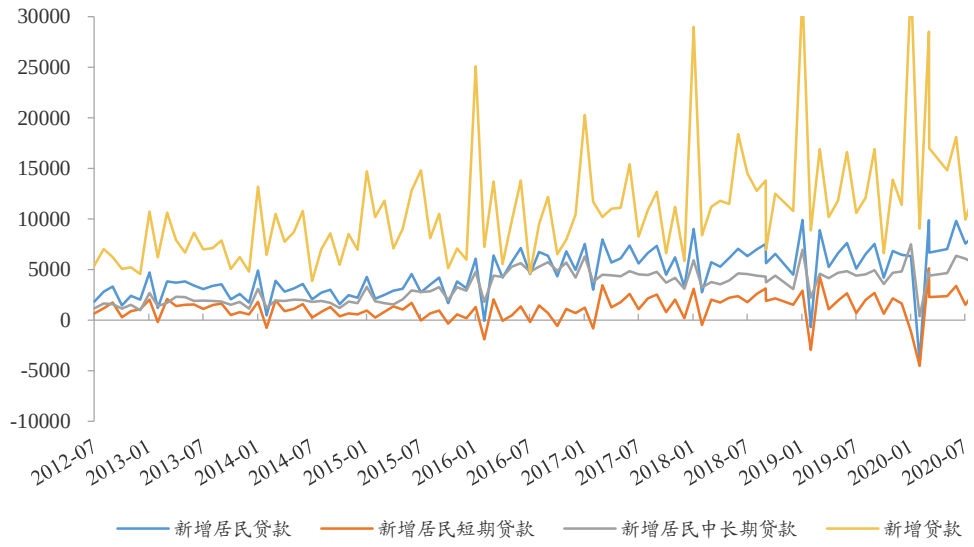
综合来看：10 月实际信贷数值低于市场预期，中长期贷款新增 0.8 万亿，信贷结构改善。信贷结构改善的原因主要为：需求方面，我国经济持续稳步恢复，同时持续开展一系列“降成本”的惠企政策，有效缓解了企业经营压力，同时基建及房地产投资提速，企业中长期融资需求改善；供给方面，中央多次强调金融服务实体经济的重要性，10 月银行受政策引导加大对企业的金融支持力度，企业融资需求得到了满足。信贷增量低于预期主要原因为，上半年信贷增长超预期，近期货币政策宽松力度边际收紧。9 月 25 日召开的 2020 年第三季度例会中强调要发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，未来我国将实行更加灵活适度、精准导向的稳健型货币政策，在政策引导下 10 月信贷投放节奏放缓。此外，从历史数据角度来看，10 月信贷会出现季节性回落。

从居民角度来看：10 月新增居民贷款 4331 亿元，同比多增 121 亿元，环比少增 5276 亿元，中长期贷款占总新增贷款比例较上月大幅上升，达到 93.72%。信贷结构明显改善的原因：（1）房地产和汽车消费回暖有效支撑了居民中长期贷款的增长。10 月房企紧抓国庆、中秋双节销售窗口期，CRIC 统计数据显示，百强房企销售额同比增长 21.5%；今年前 10 月，房企整体销售业绩同比增长 9%。10 月新能源汽车销售翻倍带动行业整体回暖，根据乘联会公布的数据，10 月汽车零售销量同比上升 8.0%，均有效带动了居民中长期贷款需求增长。（2）居民消费逐步恢复，短期贷款需求回落。

从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 2335 亿元，同比多增 1073 亿元，环比

少增 7123 亿元，中长期贷款占总新增贷款比例较上月进一步上升。短期贷款及票据融资的大幅下降，是企业贷款减少及新增信贷总体不及预期的主要原因。从结构上看：（1）中长期贷款维持增速，10 月伴随“六稳”、“六保”工作持续发力，我国经济延续稳步恢复态势，需求持续改善，特别是外需增长超预期，出口继续保持强韧性。从数据来看，制造业 PMI 与 9 月基本持平，本月收于 51.4%，略低于上月 0.1 个百分点，连续 8 个月处于扩张区间；非制造业 PMI 稳步上升，本月收于 56.2%，高于上月 0.3 个百分点。新出口订单指数为 51.0%，高于上月 0.2 个百分点。（2）新增短期贷款同比少减 341 亿元，环比上月减少 2111 亿元。环比骤降主要是受季节性因素的影响。9 月处于季末，银行可能存在利用企业短贷派生存款冲业绩的行为，9 月过后短贷陆续到期，导致 10 月短贷新增规模大幅减小。（3）票据融资减少 1124 亿元，同比减少 1338 亿元。同比大幅回落主要是由于金融监管发力的影响。一方面近期政策发力控制套利，防止资金空转，保证资金流向实体经济。另一方面银行受政策引导加大信贷支持力度，缓解了融资难的问题，企业非标融资的意愿减弱。

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从拉动情况来看：非银金融机构和票据融资拉动下降，拉动值分别为-11.21 个百分点和-20.23 个百分点：主要原因为金融监管力度加大的影响。

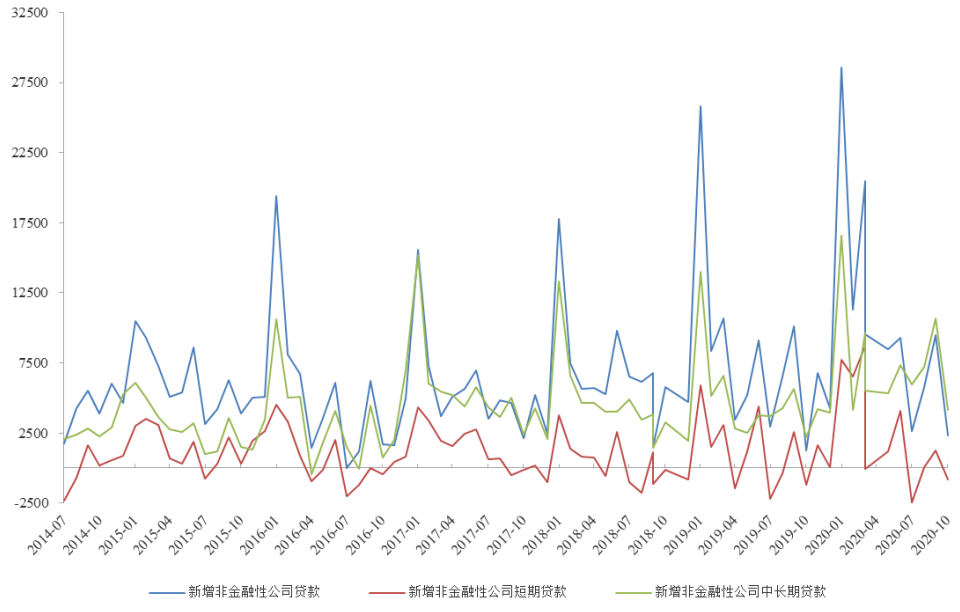
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：人民币贷款细项拉动情况（单位：%）

年份	2019 年							2020 年								
月份	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
新增信贷同比	-9.78	-26.90	-5.47	22.46	-5.12	11.20	5.56	3.41	2.25	68.64	66.67	25.42	9.04	-5.98	5.79	12.43	4.31
居民部门	2.96	-8.50	-3.70	0.04	-20.46	2.17	18. 10	-11.01	-38.69	5.82	13.83	7.53	13.24	23.36	15.51	12.17	1.83
非金融企业	-3.88	-24.32	3.02	24.21	-3.46	8.24	-4.53	8.67	33.40	58.23	59.73	3.54	1.04	-3.12	-5.92	-3.88	16.23
非银金融机构	-9.83	5.14	-3.95	-0.41	19.96	-0.02	-9.32	5.63	6.38	4.53	-9.93	-6.08	-3.79	-24.51	-4.37	2.71	-11.21
票据融资	-10.79	-7.61	-13.07	0.34	-15.27	-18.73	-29.01	-15.98	/	/	19.96	-6.08	-18.46	-21.83	-33.90	-26.17	-20.23

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 社融：社融规模收窄，存量增速回升

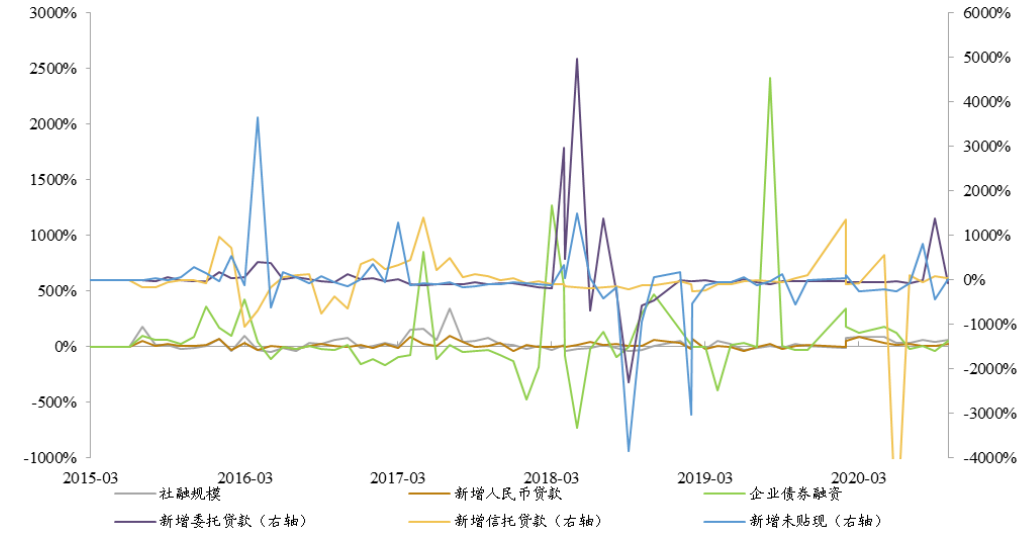
10 月份社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多增 5493 亿元。初步统计，10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。

从数值上来看，企业债券净融资 2522 亿元，同比多 490 亿元；政府债券净融资 4931 亿元，同比多 3060 亿元。10 月非标融资减少 2138 亿元，同比少减 206 亿元。

从存量的拉动情况来看，10 月社融存量增速为 13.7%，与上月增速基本持平。其中信贷 10 月对社融拉动达 8.00%，较 9 月上升 0.02 个百分点。同时 10 月企业债券对社融存量拉动达 1.88%，与上月基本持平。政府债券对社融存量拉动为 3.14%，较上月上升 0.11 个百分点。

社融同比多增 5493 亿元，主要来自政府债券同比多增 3060 亿元，以及人民币贷款同比多增 1193 亿元。从存量来看，除委托贷款、信托贷款同比下降外，对实体经济发放的人民币贷款、企业债券、政府债券等均同比增长。政府债券方面，10 月发行量上升，明显高于去年同期水平，为社融提供了有力支撑。非标融资方面走势分化，未贴现银行承兑汇票在去年同期低基数影响下维持增幅，而委托贷款和信托贷款在资管新规整改延期一年的背景下持续收缩。

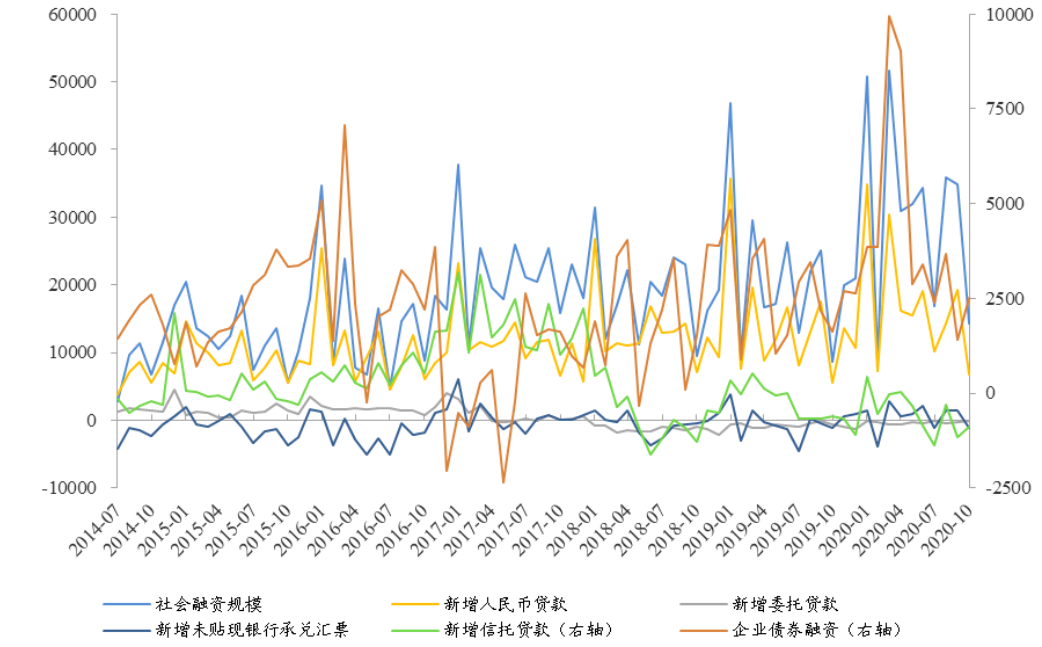
图 3：社融规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

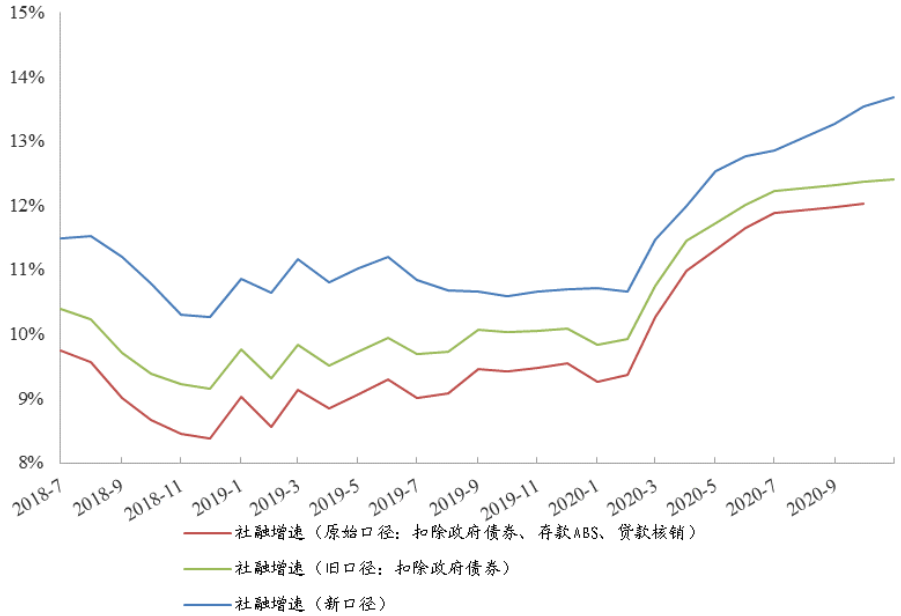
图 4：社融几类分项同比增速（单位：%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：社融新旧 3 次口径调整之后同比增速对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%）

指标名称	社融（1 次调整）	社融（2 次调整）	社融（3 次调整）	增速（1 次调整）	增速（2 次调整）	增速（3 次调整）
2018 年 1 月	178.03	180.73	208.88	11.43	11.90	13.43
2018 年 2 月	179.17	181.88	210.05	11.37	11.84	13.39
2018 年 3 月	180.39	183.27	211.62	10.68	11.17	12.69
2018 年 4 月	181.85	184.83	213.72	10.65	11.23	12.65
2018 年 5 月	182.59	185.66	214.81	10.40	10.99	12.20
2018 年 6 月	183.71	186.98	216.78	9.94	10.56	11.76
2018 年 7 月	184.59	187.88	218.49	9.74	10.40	11.49
2018 年 8 月	185.88	189.27	220.74	9.57	10.23	11.52
2018 年 9 月	186.88	190.52	222.90	9.01	9.71	11.21
2018 年 10 月	187.36	191.06	223.75	8.66	9.38	10.79
2018 年 11 月	188.69	192.58	225.24	8.45	9.22	10.31
2018 年 12 月	189.74	194.03	227.04	8.38	9.15	10.26
2019 年 1 月	194.10	198.37	231.55	9.03	9.76	10.85
2019 年 2 月	194.51	198.80	232.41	8.56	9.30	10.65
2019 年 3 月	196.85	201.29	235.24	9.12	9.83	11.16
2019 年 4 月	197.92	202.42	236.81	8.84	9.51	10.81
2019 年 5 月	199.15	203.71	238.50	9.07	9.73	11.03
2019 年 6 月	200.77	205.58	241.05	9.29	9.95	11.19
2019 年 7 月	201.22	206.08	242.19	9.01	9.69	10.85
2019 年 8 月	202.76	207.69	244.31	9.08	9.73	10.68
2019 年 9 月	204.56	209.68	246.68	9.46	10.06	10.67
2019 年 10 月	205.02	210.24	247.42	9.42	10.04	10.58
2019 年 11 月	206.56	211.92	249.27	9.47	10.04	10.67
2019 年 12 月	207.84	213.58	251.31	9.54	10.08	10.69
2020 年 1 月	212.06	217.87	256.36	9.25	9.83	10.72
2020 年 2 月	212.72	218.51	257.18	9.36	9.92	10.66
2020 年 3 月	217.05	222.93	262.24	10.26	10.75	11.48
2020 年 4 月	219.67	225.58	265.22	10.99	11.44	12.00
2020 年 5 月	221.66	227.60	268.38	11.31	11.73	12.53
2020 年 6 月	224.14	230.28	271.80	11.64	12.01	12.76
2020 年 7 月	225.12	231.26	273.33	11.88	12.22	12.86
2020 年 8 月	227.04	233.28	276.73	11.97	12.32	13.27
2020 年 9 月	229.15	235.61	280.07	12.02	12.36	13.54
2020 年 10 月	/	236.33	281.28	/	12.41	13.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：政府债拉动的分析（单位：万亿、%）

指标名称	社会融资规模存量（单位：万亿）	社会融资规模存量:政府债券（单位：万亿）	社会融资规模:政府债券:当月值（单位：亿）	政府债的拉动（单位：%）
2018/10/31	198.32	32.68	3,032.04	2.68
2018/11/30	199.81	32.66	-247.20	2.34
2018/12/31	201.3	33.01	3,451.75	2.36
2019/1/31	205.75	33.18	1,699.77	2.40
2019/2/28	206.35	33.61	4,346.70	2.59
2019/3/31	209.09	33.95	3,412.18	2.65
2019/4/30	210.39	34.39	4,432.70	2.58
2019/5/31	211.81	34.78	3,856.72	2.62
2019/6/30	214.03	35.47	6,867.27	2.61
2019/7/31	214.97	36.11	6,427.32	2.52
2019/8/31	216.9	36.62	5,058.97	2.33
2019/9/30	219.04	36.99	3,776.97	2.07
2019/10/31	219.6	37.18	1,870.89	2.01
2019/11/30	221.28	37.35	1,715.96	2.08
2019/12/31	251.31	37.73	3,738.20	2.08
2020/1/31	256.36	38.49	7,627.09	2.29
2020/2/29	257.18	38.67	9437	2.18
2020/3/31	262.24	39.31	3300	2.28
2020/4/30	265.22	39.64	3357	2.21
2020/5/31	162.00	40.78	11400	2.52
2020/6/30	271.80	41.52	7400	2.51
2020/7/31	273.33	42.07	5459	2.78
2020/8/31	276.73	43.45	13788	2.80
2020/9/30	280.07	44.46	10116	3.03
2020/10/31	281.28	44.95	4931	3.14

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：社融存量分项的拉动情况（单位：%）

年份	2019 年					2020 年								
月份	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
人民币贷款	7.45	7.52	7.42	7.43	7.43	7.26	7.21	7.58	7.85	7.95	7.96	9.06	7.99	7.98	8.00

请务必阅读正文之后的免责声明部分

外币贷款(折合人民币)	-0.12	-0.12	-0.10	-0.07	-0.04	-0.02	0.01	0.07	0.11	0.11	0.11	0.10	0.07	0.07	0.05
委托贷款	-0.56	-0.49	-0.48	-0.46	-0.41	-0.37	-0.37	-0.34	-0.31	-0.29	-0.28	-0.27	-0.24	-0.24	-0.22
信托贷款	-0.16	-0.15	-0.12	-0.13	-0.15	-0.15	-0.17	-0.19	-0.19	-0.20	-0.23	-0.30	-0.25	-0.27	-0.28
未贴现银行承兑汇票	-0.22	-0.21	-0.24	-0.21	-0.20	-0.31	-0.34	-0.28	-0.24	-0.17	-0.02	0.14	0.17	0.25	0.25
企业债券	1.15	1.26	1.29	1.25	1.21	1.19	1.32	1.59	1.79	1.88	1.97	2.59	1.94	1.90	1.88
非金融企业境内股票	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18	0.20	0.25	0.26	0.29	0.32
政府债券	2.33	2.07	2.01	2.08	2.08	2.29	2.18	2.28	2.21	2.52	2.51	2.78	2.80	3.03	3.14

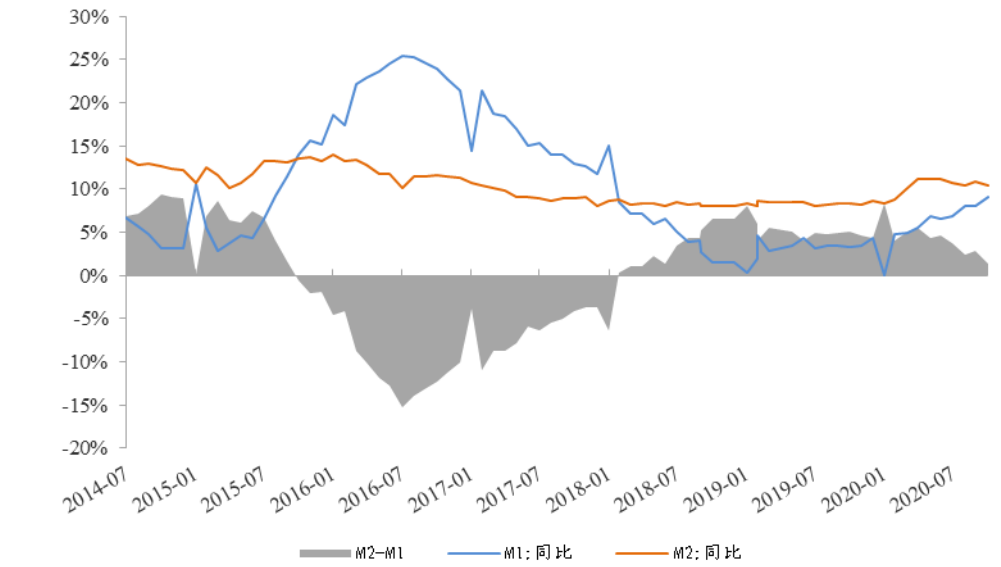
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. M2：货币政策趋紧，M2 增速有所回落

2020 年 10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元,同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。在宽信用的整体背景下，增速明显高于去年的局面已经形成。而环比方面，从货币供应角度看，10 月信贷投放力度有所减缓，因此 10 月信用扩张速度有所放缓。但去年同期基数较低，对 M2 增速形成了一定支撑。在 M2 增速下降同时，实体经济持续稳步恢复，企业盈利能力持续回升，商品房销售同比回升，M1 增速上行，M2-M1 剪刀差收窄。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

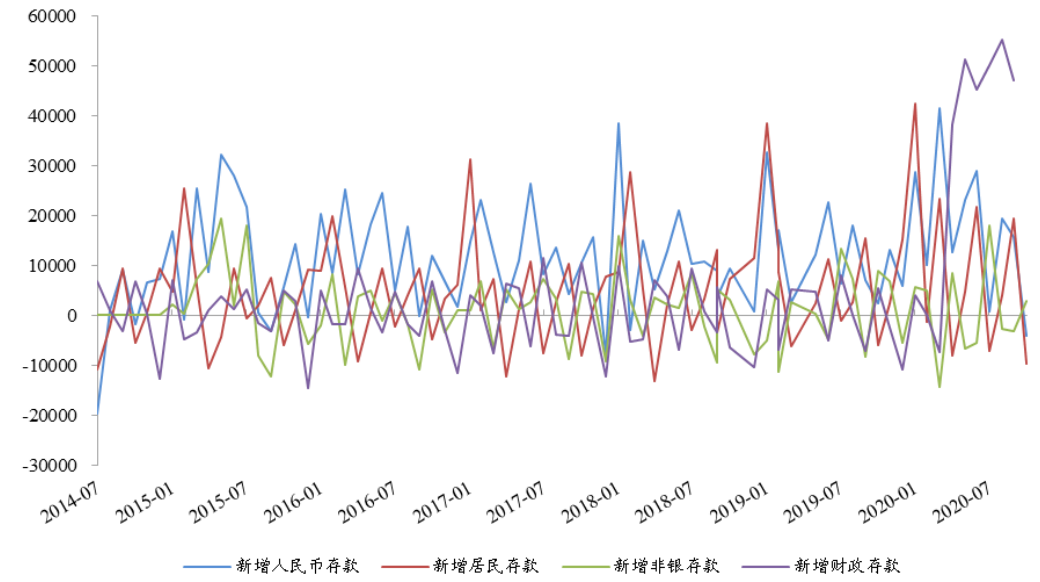
图 6：M2-M1 剪刀差（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从已公布细项上分析来看，活期存款的拉动力度有所上升，由 9 月 1.96 个百分点拉动上升至 2.31 个百分点，M0 拉动力度 0.40%，较上月有所下降。10 月相关数据尚未公布完整。

图 7：新增存款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：M2 拆分分项的拉动情况（单位：%）

年份	2019 年								2020 年									
月份	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
活期存款	0.86	1.17	0.75	0.84	0.87	0.82	0.86	1.11	-0.31	0.90	1.03	1.17	1.58	1.54	1.61	1.94	1.89	2.24
定期存款	1.65	1.57	1.53	1.40	1.36	1.39	1.39	1.28	1.52	1.24	1.65	2.15	2.10	1.92	1.81	1.72	1.71	/
个人存款	5.59	5.52	5.61	5.54	5.62	5.49	5.16	5.34	5.40	4.65	5.38	5.31	5.42	5.88	5.57	5.58	5.74	/
M0	0.17	0.17	0.18	0.19	0.16	0.18	0.19	0.22	0.31	0.47	0.43	0.40	0.36	0.36	0.38	0.36	0.42	0.39
对其他金融性公司负债	-0.46	-0.74	-0.42	0.13	0.19	0.38	0.69	0.80	1.52	1.38	1.24	1.59	1.20	1.07	1.21	0.68	0.93	/
M2 增速	8.50	8.54	8.06	8.21	8.36	8.35	8.17	8.74	8.42	8.75	10.13	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.85	10.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 金融数据后期怎么看

经历了前期经济超预期增长后，未来货币政策将边际收紧，实行更加灵活适度、精准导向的货币政策，但为支持经济全面复苏，稳住经济基本面，预计未来政策仍保持宽松基调,货币政策稳定性将进一步延续。我们认为 11 月金融数据将继续延续增长趋势，斜率放缓。（1）信贷方面：一方面，10 月中长期贷款维持增速，信贷结构改善，总体不及预期主要是由于短贷和票融的减少，在国内经济持续稳步恢复，实体企业盈利能力逐步提高，国外疫情反复，外需强劲的背景下，预计 11 月新增信贷继续上升。另一方面，货币政策收紧趋势将使信贷增速放缓。9 月 25 日召开的 2020 年第三季度例会中强调要发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，强调提高政策的“直达性”，未来我国将实行更加灵活适度、精准导向的稳健型货币政策，由此说明货币政策宽松力度或会进一步减弱。但央行也表示不会出现“政策悬崖”，因此稳健型货币政策仍将是特殊时期的基调。（2）社融方面：易纲在国常会和陆家嘴论坛的讲话中提出预计全年社融新增近 30 万亿。截止 10 月已实现 31.04 万亿的投放，预计年底前投放额度将有所收窄。10 月政府债券发行明显高于去年同期，为社融提供了有力支撑。本年政府债券仍有剩余额度，预计年底前政府债券投放仍将继续保持，因此预计社融增量在 11 月将继续维持增长势头，但增速低于 10 月水平。（3）M2 方面：短期来看，2020 年以来人民银行已 3 次降准，年底前再次降准概率下降，但从长期看，存款基准利率仍存在下行压力，预计年底前 M2 将继续维持高位。

5. 风险提示

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国内二次疫情爆发风险，拜登当选后中美关系走向不明，海外疫情波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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