

宏观量化经济指数周报 20250914

市场对重启“国债买卖”的预期升温

2025年09月14日

观点

■ **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2025 年 9 月 14 日,本周 ECI 供给指数为 50.04%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 需求指数为 49.91%,较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.93%,较上周回升 0.03 个百分点;ECI 消费指数为 49.72%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 出口指数为 50.20%,较上周回落 0.01 个百分点。

■ **月度 ECI 指数:** 从 9 月第二周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.04%,较 8 月回落 0.03 个百分点;ECI 需求指数为 49.90%,较 8 月回升 0.01 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.92%,较 8 月回升 0.01 个百分点;ECI 消费指数为 49.71%,较 8 月回升 0.01 个百分点;ECI 出口指数为 50.20%,较 8 月环比持平。从 ECI 指数来看,经济在进入“金九银十”后整体保持较为平稳的态势,供给端来看,随着高温天气的扰动逐步减弱,主要行业开工率边际回暖,但在“反内卷”政策的扰动下部分行业景气度仍弱于去年同期。需求端则延续此前的分化态势,整体“喜大于忧”,一是进入施工旺季后,建筑工地项目资金到位率持续改善,带动基金实物工作量加快形成,9 月上旬基建实物工作量同比显著改善;二是主要城市商品房成交面积延续修复态势,截至 9 月 14 日 30 大中城市商品房成交面积增速录得 6.8%,较 8 月份整月的-9.9%明显改善,此前市场担忧的地产进一步下行风险在逐步缓释;三是出口仍有较强韧性,8 月出口同比增速虽有回落,但主要是受同期高基数影响,环比来看动能并未明显减弱,从 9 月上旬的高频数据来看,出口量延续同比改善的趋势,三季度出口增速或录得 5%以上;四是商品消费增速或边际放缓,9 月上旬乘用车零售环比和同比增速均有所放缓,一定程度上受到了去年以旧换新政策加力扩围的影响,而家电等电子产品也将面临同样的问题。但考虑到新能源汽车购置税将于明年提升至 5%,或刺激部分需求前置到今年,对汽车零售起到一定支撑作用。

■ **ELI 指数:** 截至 2025 年 9 月 14 日,本周 ELI 指数为-0.69%,较上周环比持平。市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升,但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱,而随着年内特别国债和“化债”等政府债融资进入发行收尾阶段,社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险,2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行,或将决定年末新增社融与贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下,预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调,9 月上旬货币政策已经开展了 1 万亿 3 个月期买断式逆回购的操作,并将于 9 月 15 日进行 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购招标投标投放,合计看本月超额投放 6 个月期买断式逆回购 3000 亿元,下半月还有 25 日前后 MLF 续作,货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明,在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下,“国债买卖”操作重启的必要性似乎不高,但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议,深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题,市场对今年年底前重启“国债买卖”的预期快速升温,若年内央行择机重启“国债买卖”,从流动性量上将当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充,从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期,进一步推动实体经济融资成本下行,关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。

■ **风险提示:** 美国关税政策仍有不确定性;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

《M2 增速或见顶——2025 年 8 月金融数据点评》

2025-09-13

《9 月 FOMC 前看点: 非农校准与 8 月通胀》

2025-09-07

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数：9 月份经济延续平稳运行态势	4
1.2. ELI 指数：市场对重启“国债买卖”的预期升温	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产：沿海电厂负荷率显著走弱	7
2.2. 消费：关注高基数下消费回落的风险	8
2.3. 投资：基建实物工作量仍待回暖	9
2.4. 出口：9 月初监测港口货物吞吐量仍录得正增长	10
2.5. 通胀：黄金价格震荡走高	11
2.6. 本周货币净投放 1961 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

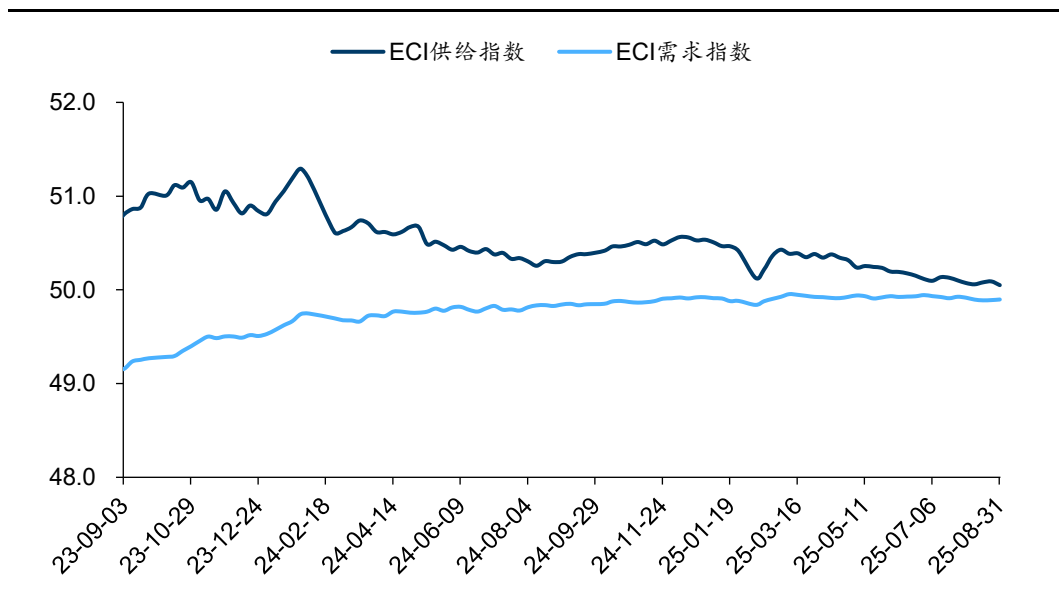
图 1:	本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性环比持平 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回升 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率小幅回升 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回落 (%)	9
图 7:	本周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)	10
图 8:	本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落	10
图 9:	本周集装箱运价指数小幅回落	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 (9 月 8 日-9 月 14 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：9 月份经济延续平稳运行态势

从周度数据来看，截至 2025 年 9 月 14 日，本周 ECI 供给指数为 50.04%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周回落 0.01 个百分点。

图1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 9 月第二周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.04%，较 8 月回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较 8 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.92%，较 8 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 8 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 8 月环比持平。从 ECI 指数来看，经济在进入“金九银十”后整体保持较为平稳的态势，供给端来看，随着高温天气的扰动逐步减弱，主要行业开工率边际回暖，但在“反内卷”政策的扰动下部分行业景气度仍弱于去年同期。需求端则延续此前的分化态势，整体“喜大于忧”，一是进入施工旺季后，建筑工地项目资金到位率持续改善，带动基金实物工作量加快形成，9 月上旬基建实物工作量同比显著改善；二是主要城市商品房成交面积延续修复态势，截至 9 月 14 日，大中城市商品房成交面积增速录得 6.8%，较 8 月份整月的-9.9%明显改善，此前市场担忧的地产进一步下行风险在逐步缓释；三是出口仍有较强韧性，8 月出口同比增速虽有回落，但主要是受同期高基数影响，环比来看动能并未明显减弱，从 9 月上旬的高频数据来看，出口量延续同比改善的趋势，三季度出口增速或录得 5%以上；四是商品消费增速或边际放缓，9 月上旬乘用车零售环比和同比增速均有所放缓，一定程度上受到了去年以旧换新政策加力扩围的影响，而家电等电子产品也将面临同样的问题。但考虑到新能源汽车购置税

将于明年提升至 5%，或刺激部分需求前置到今年，对汽车零售起到一定支撑作用。

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 9 月	50.04	49.92	49.71	50.20	49.90	49.90
2025 年 8 月	50.07	49.91	49.70	50.20	49.89	49.89
2025 年 7 月	50.11	49.95	49.71	50.23	49.92	49.92
2025 年 6 月	50.16	49.97	49.75	50.20	49.93	49.93
2025 年 5 月	50.23	49.97	49.75	50.20	49.93	49.93
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

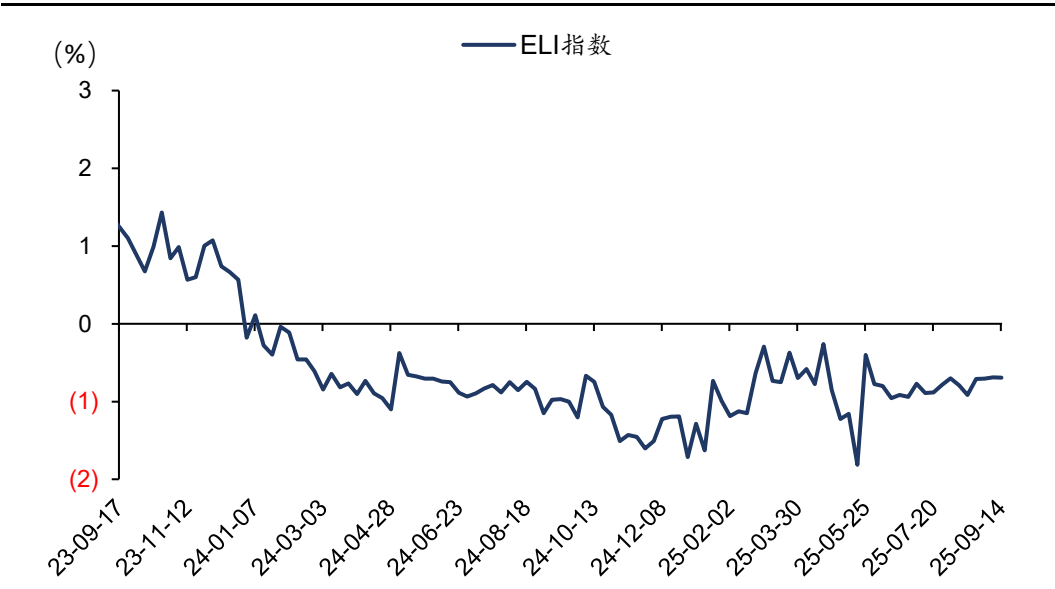
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：9 月数据截至 9 月 14 日

1.2. ELI 指数：市场对重启“国债买卖”的预期升温

截至 2025 年 9 月 14 日，本周 ELI 指数为-0.69%，较上周环比持平。

图2: 本周实体经济流动性环比持平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升，但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱，而随着年内特别国债和“化债”等政府债融

资进入发行收尾阶段，社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险，2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行，或将决定年末新增社融与贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下，预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调，9 月上旬货币政策已经开展了 1 万亿 3 个月期买断式逆回购的操作，并将于 9 月 15 日进行 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购招标投放，合计看本月超额投放 6 个月期买断式逆回购 3000 亿元，下半月还有 25 日前后 MLF 续作，货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明，在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下，“国债买卖”操作重启的必要性似乎不高，但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议，深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题，市场对今年年底前重启“国债买卖”的预期快速升温，若年内央行择机重启“国债买卖”，从流动性量上将对当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充，从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期，进一步推动实体经济融资成本下行，关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：沿海电厂负荷率显著走弱

开工率方面，本周主要行业开工率环比小幅回落。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 65.59%和 73.46%，分别环比回升 5.81 个百分点和 5.99 个百分点；本周 PTA 开工率录得 74.95%，环比回升 5.47 个百分点，较去年同期回落 5.12 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 83.85%，环比回升 3.47 个百分点，较去年同期回升 6.20 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 263.57 万吨，环比回落 4.38 万吨；上周港口铁矿石合计库存录得 13821.96 万吨，环比回升 55.05 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 214.65 万吨，环比回落 5.20 万吨。

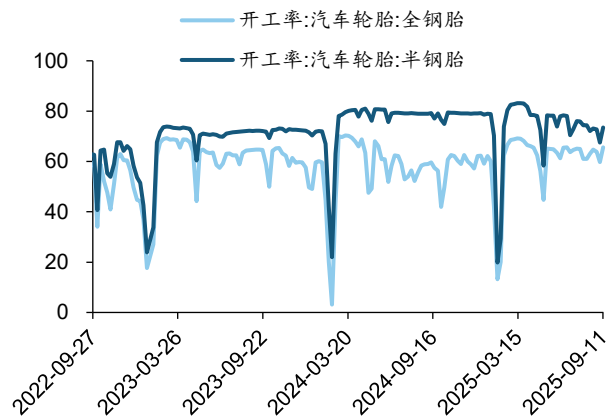
负荷率方面，9 月 5 日沿海七省电厂负荷率均值录得 84.57%，环比回落 1.71 个百分点，较去年同期回升 6.71 个百分点。

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	%	2025-09-11	65.59	59.78	5.81	59.66	5.93
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-09-11	73.46	67.47	5.99	79.16	(5.70)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-09-12	75.60	72.59	3.01	69.51	6.09
	开工率:PTA:国内	%	2025-09-11	74.95	69.48	5.47	80.07	(5.12)
	高炉开工率(247 家):全国	%	2025-09-12	83.85	80.38	3.47	77.65	6.20
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-09-06	13821.96	13766.91	55.05	15308.57	(1486.61)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-09-13	263.57	267.95	(4.38)	395.15	(131.58)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-09-13	214.65	219.85	(5.20)	189.54	25.11
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-09-05	84.57	86.29	(1.71)	77.86	6.71

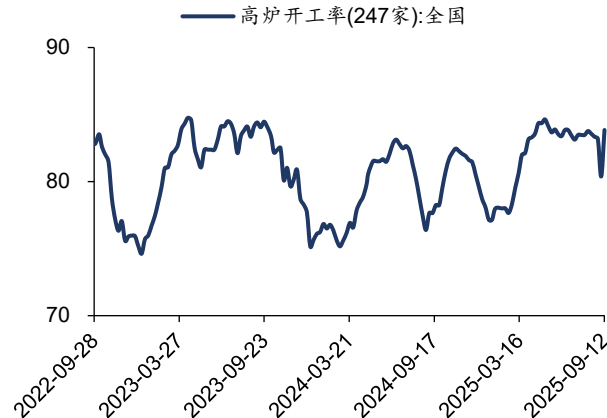
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

图3：本周汽车轮胎开工率小幅回升（%）



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：关注高基数下消费回落的风险

乘用车消费方面，9月7日乘用车当周日均销量录得43483辆，较去年同期回落4992辆。根据乘联会发布的最新数据，9月1-7日乘用车市场零售录得30.4万辆，同比去年同期下降10.0%，环比上月同期下降4.0%，其中新能源车市场零售录得18.1万辆，同比去年同期下降3.0%，环比上月同期下降1.0%。

价格指数方面，9月8日柯桥纺织价格指数录得105.46点，环比回落0.18点。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为84.76%，环比回落0.26个百分点，较去年同期回落1.42个百分点。地铁日均客运量录得7345.24万人，环比回254.46万人，较去年同期回落265.51万人。

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	2025-09-07	43483.00	95279.00	(51796.00)	48475.00	(4992.00)
	汽车消费指数	点	2025-08-31	83.30	77.60	5.70	82.90	0.40
价格指数	中关村电子产品价格指数	点	2023-07-01	82.58	82.58	0.00	83.83	(1.25)
	柯桥纺织:价格指数:总类	点	2025-09-08	105.46	105.64	(0.18)	105.18	0.28
	义乌中国小商品总价格指数	点	2025-06-29	102.50	102.41	0.09	101.94	0.56
人员流动	航班当周执飞率	%	2025-09-13	84.76	85.01	(0.26)	86.17	(1.42)
	地铁日均客运量	万人	2025-09-12	7345.24	7599.69	(254.46)	7610.74	(265.51)

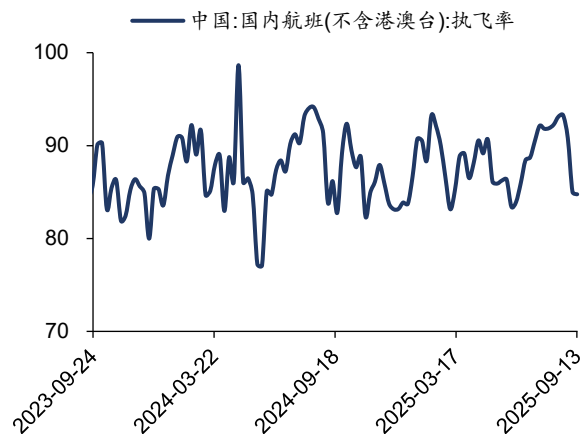
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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: 基建实物工作量仍待回暖

基建投资方面, 2025 年 9 月 10 日石油沥青装置开工率录得 34.90%, 环比回升 6.80 个百分点, 较去年同期回升 9.00 个百分点; 2025 年 9 月 5 日全国水泥发运率录得 39.93%, 环比回升 1.85 个百分点, 较去年同期回升 4.18 个百分点。

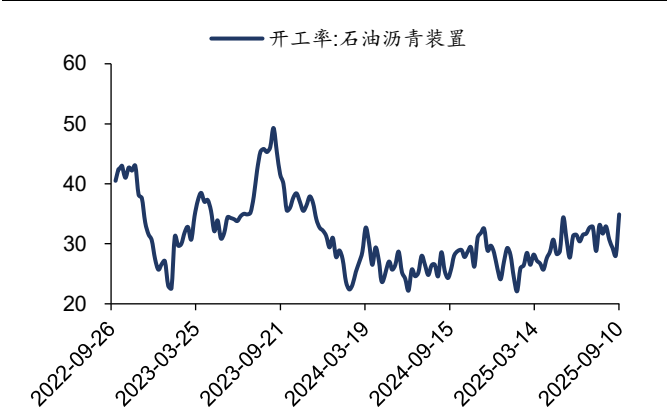
房地产投资方面, 上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 1952.25 万平方米, 环比回落 12.80%; 本周 30 大中城市商品房成交面积录得 120.85 万平方米, 环比回落 14.32%。8 月下旬普通硅酸盐水泥市场价录得 272.80 元/吨, 环比回升 0.40 元/吨; 8 月下旬浮法平板玻璃市场价录得 1190.80 元/吨, 环比回落 25.40 元/吨。

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	%	2025-09-10	34.90	28.10	6.80	25.90	9.00
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-09-05	39.93	38.08	1.85	35.75	4.18
房地产	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-09-07	1952.25	2238.93	(286.68)	1827.88	124.37
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-09-14	120.85	134.60	(13.75)	141.05	(20.20)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-08-31	272.80	272.40	0.40	324.20	(51.40)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-08-31	1190.80	1216.20	(25.40)	1443.50	(252.70)

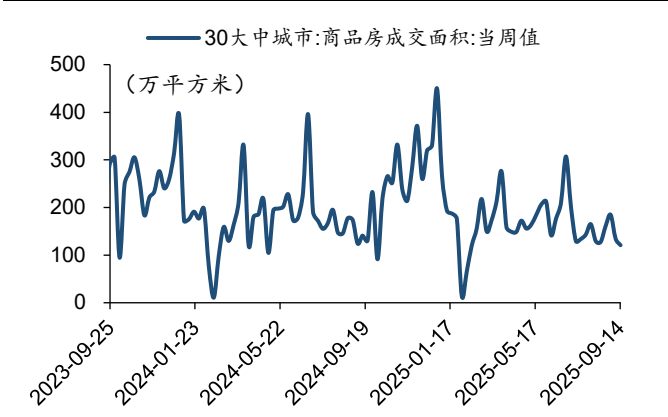
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7：本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：9 月初监测港口货物吞吐量仍录得正增长

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 1398.11 点和 1125.30 点，分别环比回落 46.33 点和 23.84 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 2089.40 点，环比回升 111.00 点。

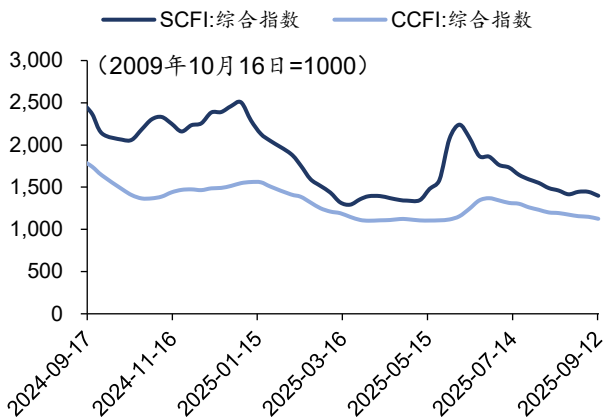
出口数量方面，韩国 9 月前 10 日出口总额同比增速录得 3.80%，较 8 月回升 8.20 个百分点，较去年回落 20.10 个百分点。国内方面，9 月 1 日-9 月 7 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 25953.5 万吨，环比回落 5.43%。

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	/	2025-09-12	1398.11	1444.44	(46.33)	2510.95	(1112.84)
	CCFI:综合指数	/	2025-09-12	1125.30	1149.14	(23.84)	1818.31	(693.01)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-09-13	2089.40	1978.40	111.00	1928.00	161.40
出口量	韩国:出口总额:同比	%	2025-09-10	3.80	(4.40)	8.20	23.90	(20.10)

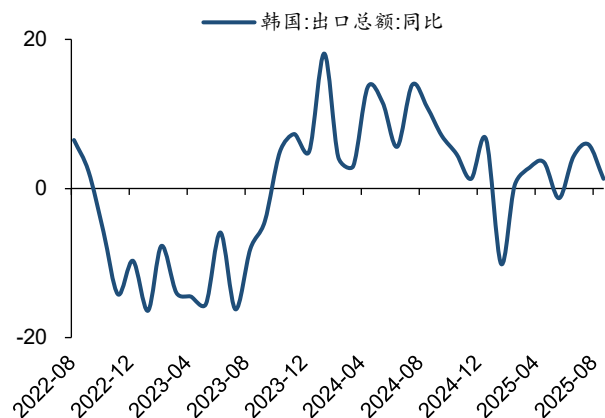
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：本周集装箱运价指数小幅回落



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：黄金价格震荡走高

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 19.94 元/公斤，环比回升 0.03 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 5.11 元/公斤，环比回升 0.04 元/公斤。

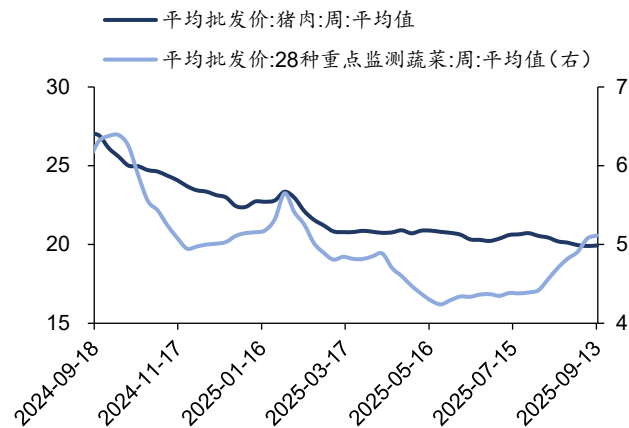
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 66.65 美元/桶，环比回落 0.82 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3680.32 美元/盎司，环比回升 58.40 美元/盎司。

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	2025-09-13	19.94	19.91	0.03	27.05	(7.12)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-09-13	5.11	5.08	0.04	6.10	(0.99)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-09-13	66.65	67.48	(0.82)	71.04	(4.39)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-09-13	3680.32	3621.93	58.40	2561.90	1118.42

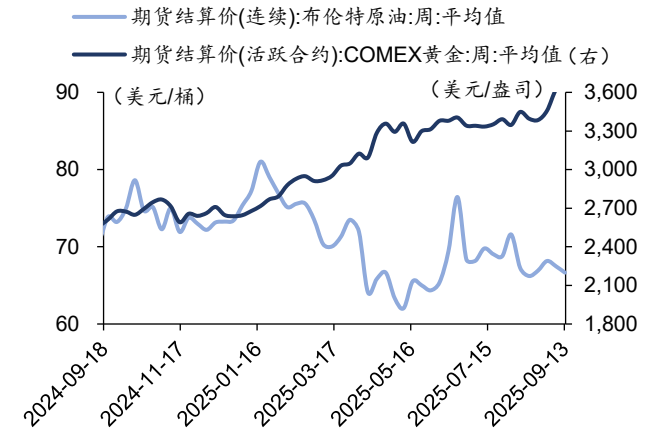
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



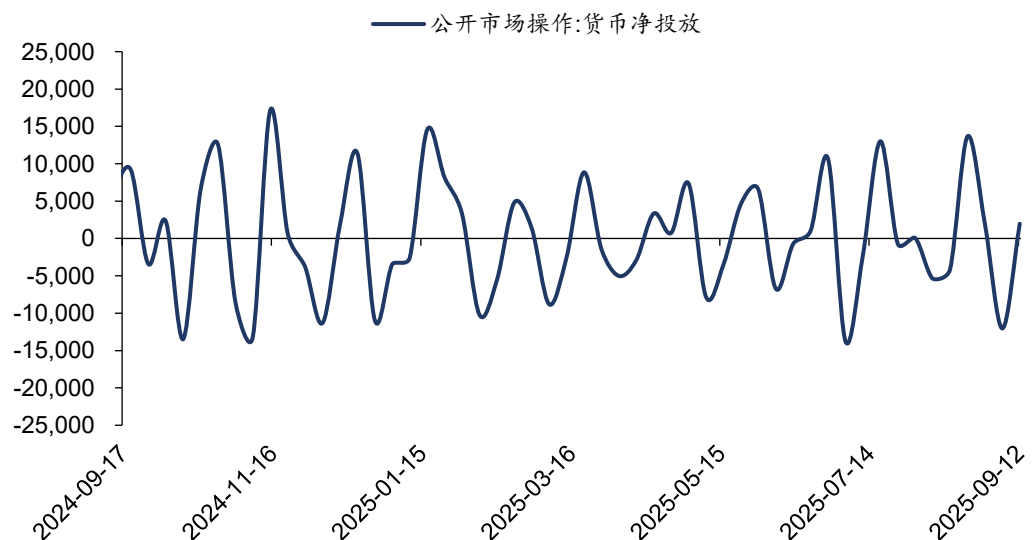
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净投放 1961 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 12645.0 亿元逆回购操作，有 10684.0 亿元逆回购到期，当周货币净投放 1961.0 亿元。

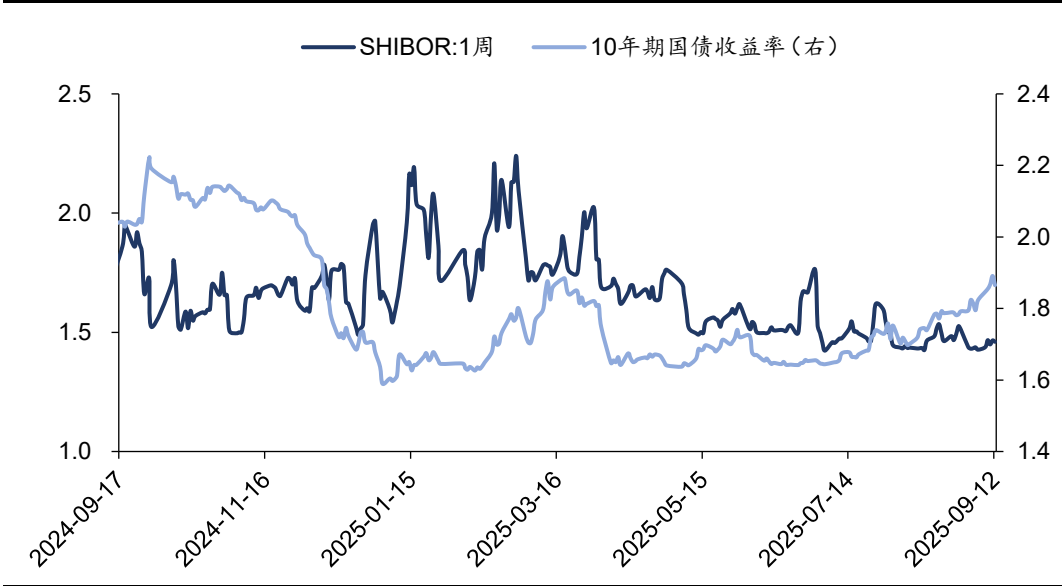
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回升，从周初的 1.4380% 回升至周末的 1.4600%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.8466% 回升至周末的 1.8650%。

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（9月8日-9月14日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/9/8	国家发改委		发文推进“人工智能+”能源高质量发展，目标是到2027年，能源与人工智能融合创新体系初步构建，算力与电力协同发展根基不断夯实，人工智能赋能能源核心技术取得显著突破，应用更加广泛深入。
2025/9/9	国新办	政策吹风会	体育总局、国家发改委、工信部、商务部有关负责人介绍《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》有关情况。 《意见》提出20条举措，主要有三个突出特点。一是总体发展目标清晰。在宏观层面上，提出到2030年，体育产业总规模超过7万亿元。在微观层面上，提出培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事。二是下决心做强体育消费市场。三是夯实产业发展基础。 针对近期外卖平台补贴争议，市场监管总局表示，此前约谈主要外卖平台后，平台快速响应，集体发声，承诺严守法律法规，杜绝不正当竞争，抵制恶性补贴，推动行业规范有序发展。下一步，市场监管部门将密切关注外卖行业竞争情况，督促平台合理控制补贴，避免冲击正常价格体系；推动平台加大对商家的扶持力度，提高骑手权益保障。
2025/9/9	市场监管总局	第三季度例行新闻发布会	
2025/9/11	国务院		在北京城市副中心、江苏苏南重点城市等10个地区展开要素市场化配置综合改革试点。此次开展的要素市场化改革为期两年，既涉及土地、劳动力、资本等传统要素，还涉及技术、数据等创新要素，将着力破除阻碍要素自由流动和高效配置的体制机制障碍。
2025/9/12	国新办	“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会	财政部有关负责人介绍，“十四五”时期，全国一般公共预算收入预计达到106万亿元，预算支出五年预计超过136万亿元。未来财政政策发力空间依然充足。财政部已制定深化财税体制改革实施方案，正在抓紧推进。今年专门发行5000亿元特别国债，预计可撬动信贷投放约6万亿元。提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

- （1）美国关税政策仍有不确定性；
- （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>