

宏观量化经济指数周报 20250831

去年9月“以旧换新”密集落地，后续商品零售增速或将承压

2025年08月31日

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

观点

■ **周度 ECI 指数：**从周度数据来看，截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ECI 供给指数为 50.05%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周环比持平。

■ **月度 ECI 指数：**从 8 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.07%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 7 月回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，8 月份供需两端景气度均有所回落，工业生产量价主要受到“反内卷”的扰动，中下游行业开工率多数放缓，而需求端则延续分化态势，消费和投资修复动能相对较弱，出口保持较强韧性。综合来看，出口或仍将是三季度经济增长的重要支撑，叠加后续新型政策性金融工具的加快落地，经济增长下行的风险相对较小。消费方面，8 月份商品消费呈现前低后高的走势，补贴资金的逐步到位使得汽车、家电等以旧换新品类零售增速在下旬有所回暖。往后看，随着以旧换新透支效应的逐步显现以及去年 9 月开始基数的走高，商品消费同比增速或承压。出口方面，截至 8 月 24 日，我国 8 月监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得 6.3%，较 7 月的 8.6% 小幅收窄，保持了较强韧性，且环比来看 8 月出口量并未因新对等关税的落地而走弱，或指向对等关税对出口的扰动已明显减弱，出口或是三季度经济增长的重要支撑。

■ **ELI 指数：**截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ELI 指数为 -0.70%，较上周环比持平。关注 9 月货币政策对冲操作和跨境资金变动。每年 9 月份均是资金面可能出现较大波动的季节，2022 年至 2023 年由于人民币汇率市场出现较大波动，资金面出现被动性收紧，2024 年 9 月份则呈现“总量稳定、结构分化”的特点，尽管有 2024 年 8 月因国际外汇市场套息交易平仓引发的结汇潮，以及月末央行降准降息操作，但由于同期政府债券发行融资进入高峰，并且股市在 2024 年 9 月末异常活跃，流动性体感仍然较 2024 年 8 月偏紧，DR007 等关键期限利率全月均值也环比上升。从 2025 年 9 月流动性环境来看：（1）9 月将有 1.3 万亿买断式逆回购操作和 3000 亿元 1 年期 MLF 到期，相比今年 8 月份，公开市场操作到期量扩张 4000 亿元；（2）政府债融资再度进入高峰期，亟需货币政策配合以稳定融资供需；（3）9 月份是季节性的贷款投放放大月，银行体系从资产端施压负债端的存款和同业存单融资压力。在以上资金需求的另一面，由于今年二季度以来人民币汇率渐进升值，9 月份或再度出现出口企业的结汇高峰，与 2024 年 9 月不同之处是去年 9 月份汇率市场大幅波动一定程度上引发结汇资金“恐慌”，今年由于人民币升值预期较强，并且汇率风险敞口下降，9 月至 12 月结汇或有序释放，带动流动性稳中扩张，但是 9 月流动性更加关键的还是在于货币政策对资金面的态度，过去 6 个月货币政策均加量投放流动性，呵护资金面的态度较为明确，鉴于本月资金面波动风险可能加大，预计公开市场操作或仍以买断式逆回购和 MLF 加量投放为主、平抑 9 月资金缺口的影响，呵护实体经济流动性。

■ **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。

相关研究

《人民币汇率是否会升破 7.0？》

2025-08-30

《中欧关系：历史、当下与未来发展》

2025-08-30

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数：8 月份供需两端景气度或均小幅回落	4
1.2. ELI 指数：关注 9 月货币政策对冲操作和跨境资金变动	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产：8 月末工业生产景气度边际走弱	7
2.2. 消费：补贴资金落地支撑商品消费回暖	8
2.3. 投资：地产销售景气度整体仍偏低	9
2.4. 出口：8 月出口或仍维持较强韧性	10
2.5. 通胀：猪肉价格走弱或对 8 月 CPI 造成扰动	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

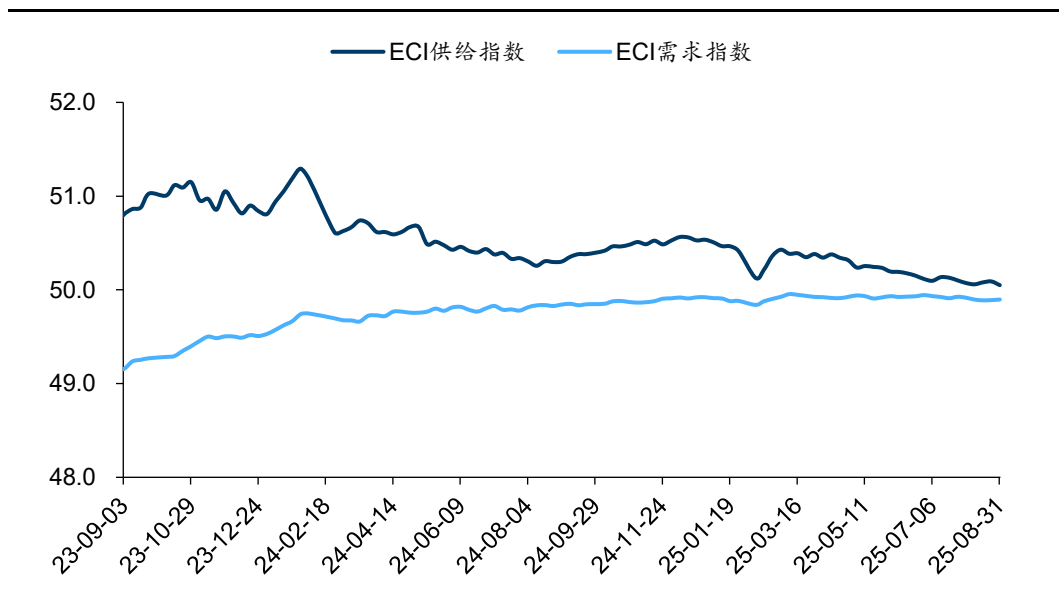
图 1:	本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率小幅回落 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回落 (%)	9
图 7:	本周石油沥青装置开工率小幅回落 (%)	10
图 8:	上周 30 大中城市商品房成交面积环比回升	10
图 9:	本周集装箱运价指数涨跌互现	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 (8 月 25 日-8 月 31 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：8 月份供需两端景气度或均小幅回落

从周度数据来看，截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ECI 供给指数为 50.05%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周环比持平。

图1：本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 8 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.07%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较 7 月回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 7 月回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 7 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，8 月份供需两端景气度均有所回落，工业生产量价主要受到“反内卷”的扰动，中下游行业开工率多数放缓，而需求端则延续分化态势，消费和投资修复动能相对较弱，出口保持较强韧性。综合来看，出口或仍将是三季度经济增长的重要支撑，叠加后续新型政策性金融工具的加快落地，经济增长下行的风险相对较小。消费方面，8 月份商品消费呈现前低后高的走势，补贴资金的逐步到位使得汽车、家电等以旧换新品类零售增速在下旬有所回暖。往后看，随着以旧换新透支效应的逐步显现以及去年 9 月开始基数的走高，商品消费同比增速或承压。出口方面，截至 8 月 24 日，我国 8 月监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得 6.3%，较 7 月的 8.6% 小幅收窄，保持了较强韧性，且环比来看 8 月出口量并未因新对等关税的落地而走弱，或指向对等关税对出口的扰动已明显减弱，出口或是三季度经济增长的重要支撑。

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 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
2024 年 9 月	50.38	49.89	49.41	50.53	49.85	49.85

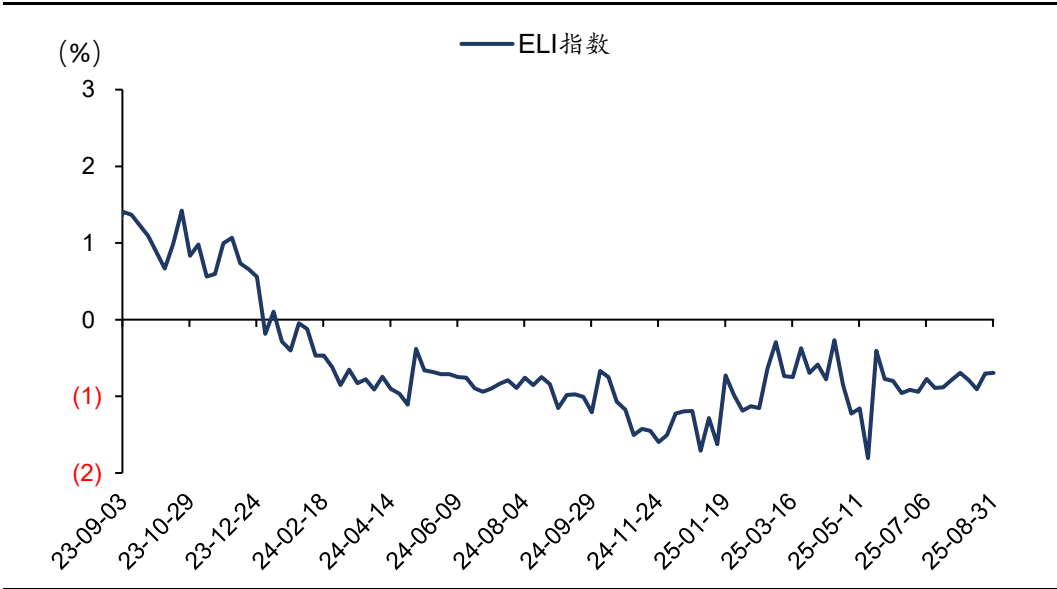
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：8 月数据截至 8 月 31 日

1.2. ELI 指数：关注 9 月货币政策对冲操作和跨境资金变动

截至 2025 年 8 月 31 日，本周 ELI 指数为-0.70%，较上周环比持平。

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

关注 9 月货币政策对冲操作和跨境资金变动。每年 9 月份均是资金面可能出现较大波动的季节，2022 年至 2023 年由于人民币汇率市场出现较大波动，资金面出现被动性收紧，2024 年 9 月份则呈现“总量稳定、结构分化”的特点，尽管有 2024 年 8 月因国

际外汇市场套息交易平仓引发的结汇潮，以及月末央行降准降息操作，但由于同期政府债券发行融资进入高峰，并且股市在 2024 年 9 月末异常活跃，流动性体感仍然较 2024 年 8 月偏紧，DR007 等关键期限利率全月均值也环比上升。从 2025 年 9 月流动性环境来看：（1）9 月将有 1.3 万亿买断式逆回购操作和 3000 亿元 1 年期 MLF 到期，相比今年 8 月份，公开市场操作到期量扩张 4000 亿元；（2）政府债融资再度进入高峰期，亟需货币政策配合以稳定融资供需；（3）9 月份是季节性的贷款投放大月，银行体系从资产端施压负债端的存款和同业存单融资压力。在以上资金需求的另一面，由于今年二季度以来人民币汇率渐进升值，9 月份或再度出现出口企业的结汇高峰，与 2024 年 9 月不同之处是去年 9 月份汇率市场大幅波动一定程度上引发结汇资金“恐慌”，今年由于人民币升值预期较强，并且汇率风险敞口下降，9 月至 12 月结汇或有序释放，带动流动性稳中扩张，但是 9 月流动性更加关键的还是在于货币政策对资金面的态度，过去 6 个月货币政策均加量投放流动性，呵护资金面的态度较为明确，鉴于本月资金面波动风险可能加大，预计公开市场操作或仍以买断式逆回购和 MLF 加量投放为主、平抑 9 月资金缺口的影响，呵护实体经济流动性。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：8月末工业生产景气度边际走弱

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 63.84%和 72.77%，分别环比回落 0.92 个百分点和 0.36 个百分点；本周 PTA 开工率录得 70.86%，环比回落 5.36 个百分点，较去年同期回落 13.44 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 83.18%，环比回落 0.16 个百分点，较去年同期回升 5.73 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 269.88 万吨，环比回升 12.86 万吨；上周港口铁矿石合计库存录得 13841.45 万吨，环比回升 25.16 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 217.74 万吨，环比回落 4.62 万吨。

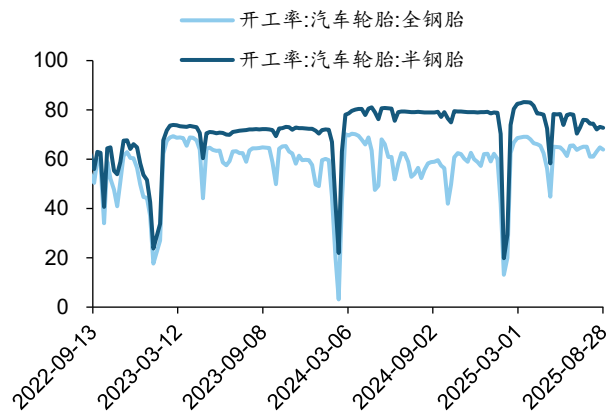
负荷率方面，8 月 22 日沿海七省电厂负荷率均值录得 86.43%，环比回升 0.86 个百分点，较去年同期回升 7.14 个百分点。

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	%	2025-08-28	63.84	64.76	(0.92)	58.85	4.99
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-08-28	72.77	73.13	(0.36)	78.96	(6.19)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-08-29	72.68	74.19	(1.51)	71.80	0.88
	开工率:PTA:国内	%	2025-08-28	70.86	76.22	(5.36)	84.30	(13.44)
	高炉开工率(247 家):全国	%	2025-08-29	83.18	83.34	(0.16)	77.45	5.73
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-08-23	13841.45	13816.29	25.16	15412.55	(1571.10)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-08-30	269.88	257.02	12.86	351.36	(81.48)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-08-30	217.74	222.36	(4.62)	191.57	26.17
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-08-22	86.43	85.57	0.86	79.29	7.14

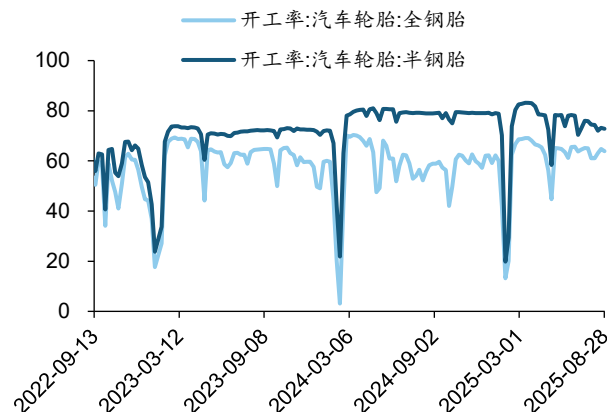
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

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落（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.2. 消费：补贴资金落地支撑商品消费回暖

乘用车消费方面，8月24日乘用车当周日均销量录得59941辆，较去年同期回升873辆。根据乘联会发布的最新数据，8月1-24日乘用车市场零售录得128.5万辆，同比去年同期增长3.0%，环比上月同期增长3.0%，其中新能源车市场零售录得72.7万辆，同比去年同期回升6.0%，环比上月同期增长7.0%。

价格指数方面，8月25日柯桥纺织价格指数录得106.13点，环比回升0.12点。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为90.81%，环比回落2.47个百分点，较去年同期回落0.52个百分点。地铁日均客运量录得7754.80万人，环比回落446.79万人，较去年同期回升405.41万人。

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	2025-08-24	59941.00	59068.00	873.00	56813.00	3128.00
	汽车消费指数	点	2025-07-31	77.60	75.00	2.60	81.50	(3.90)
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	2025-08-25	106.13	106.01	0.12	104.86	1.27
	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	%	2025-08-30	90.81	93.28	(2.47)	91.33	(0.52)
	地铁日均客运量	万人	2025-08-29	7754.80	8201.59	(446.79)	7349.39	405.41

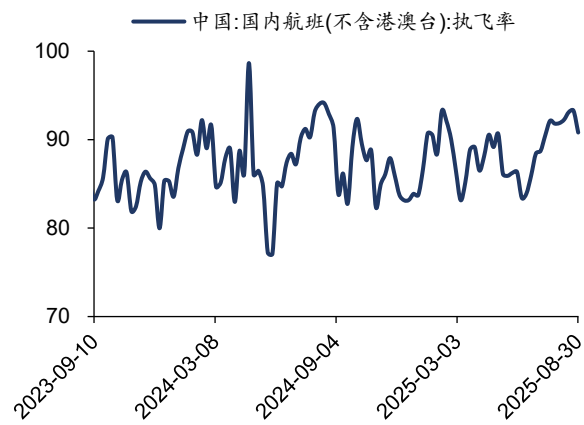
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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：地产销售景气度整体仍偏低

基建投资方面，2025 年 8 月 27 日石油沥青装置开工率录得 29.30%，环比回落 1.40 个百分点，较去年同期回升 3.80 个百分点；2025 年 8 月 22 日全国水泥发运率录得 39.81%，环比回落 0.33 个百分点，较去年同期回升 4.82 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 1523.25 万平方米，环比回落 0.65%；本周 30 大中城市商品房成交面积录得 153.82 万平方米，环比回落 4.61%。8 月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得 272.40 元/吨，环比回升 2.60 元/吨；8 月中旬浮法平板玻璃市场价录得 1216.20 元/吨，环比回落 55.30 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	%	2025-08-27	29.30	30.70	(1.40)	25.50	3.80
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-08-22	39.81	40.14	(0.33)	34.99	4.82
房地产 相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-08-24	1523.25	1533.21	(9.95)	1699.14	(175.89)
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-08-31	153.82	161.25	(7.43)	173.70	(19.87)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-08-20	272.40	269.80	2.60	326.90	(54.50)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-08-20	1216.20	1271.50	(55.30)	1458.50	(242.30)

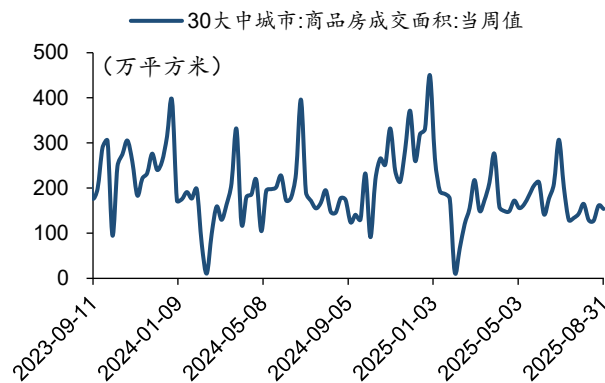
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7：本周石油沥青装置开工率小幅回落（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图8：上周 30 大中城市商品房成交面积环比回升



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.4. 出口：8 月出口或仍维持较强韧性

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 1445.06 点和 1156.32 点，分别环比回升 29.70 点和回落 18.55 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 2032.25 点，环比回升 82.25 点。

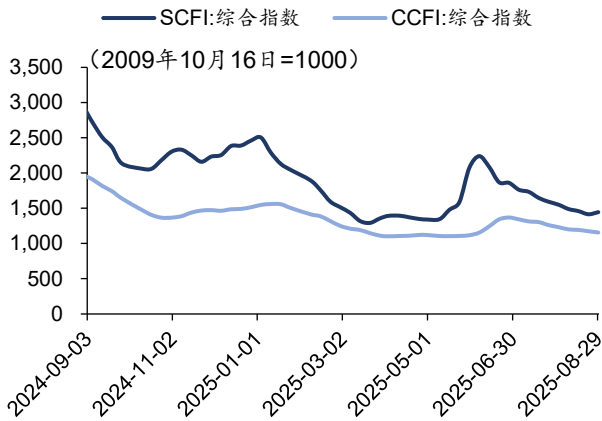
出口数量方面，韩国 8 月前 20 日出口总额同比增速录得 7.60%，较 7 月回升 9.90 个百分点，较去年回落 10.50 个百分点。国内方面，8 月 18 日-8 月 24 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 26814.2 万吨，环比回升 2.6%。

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	/	2025-08-29	1445.06	1415.36	29.70	2963.38	(1518.32)
	CCFI:综合指数	/	2025-08-29	1156.32	1174.87	(18.55)	1974.46	(818.14)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-08-30	2032.25	1950.00	82.25	1925.60	106.65
出口量	韩国:出口总额:同比	%	2025-08-20	7.60	(2.30)	9.90	18.10	(10.50)

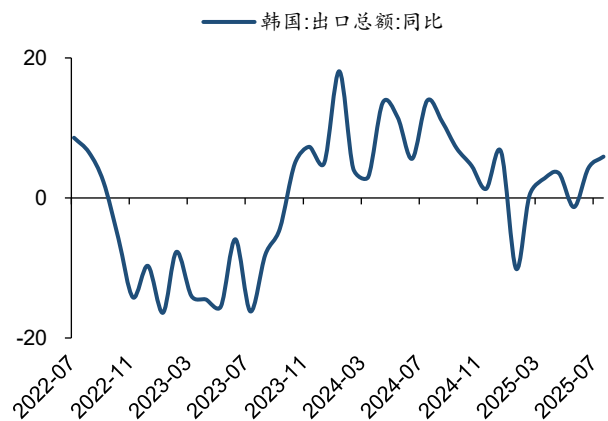
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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：猪肉价格走弱或对 8 月 CPI 造成扰动

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 19.96 元/公斤，环比回落 0.16 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.91 元/公斤，环比回升 0.08 元/公斤。

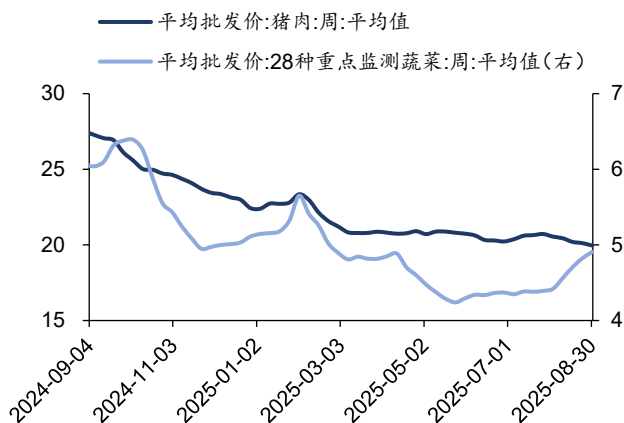
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 68.16 美元/桶，环比回升 1.24 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3457.90 美元/盎司，环比回升 72.84 美元/盎司。

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	2025-08-30	19.96	20.12	(0.16)	27.50	(7.54)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-08-30	4.91	4.82	0.08	6.07	(1.16)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-08-30	68.16	66.93	1.24	79.67	(11.51)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-08-30	3457.90	3385.06	72.84	2546.76	911.14

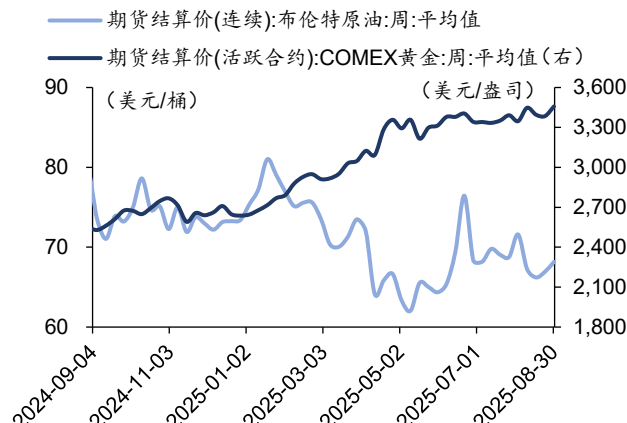
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



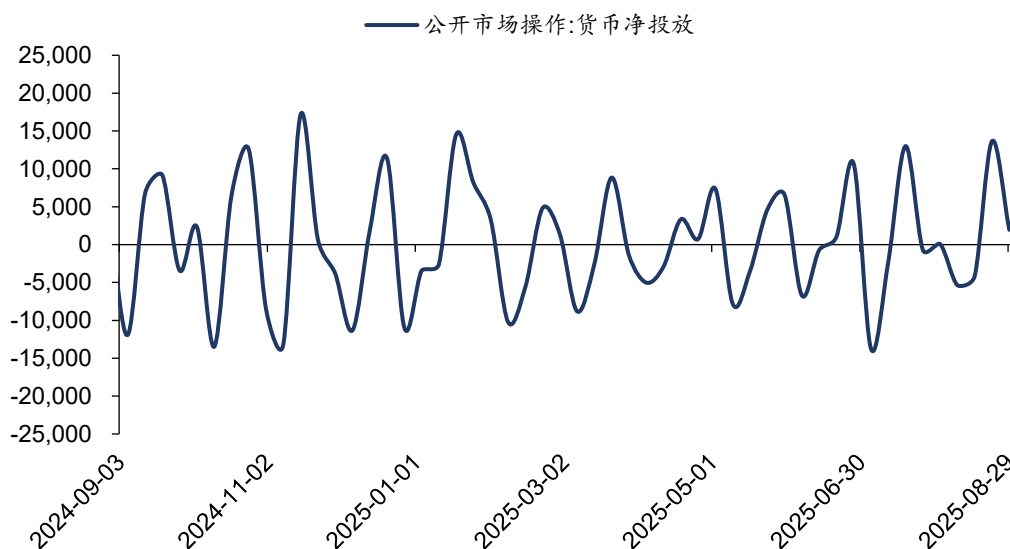
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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 22731.0 亿元逆回购操作，有 20770.0 亿元逆回购到期，当周货币净投放 1961.0 亿元。

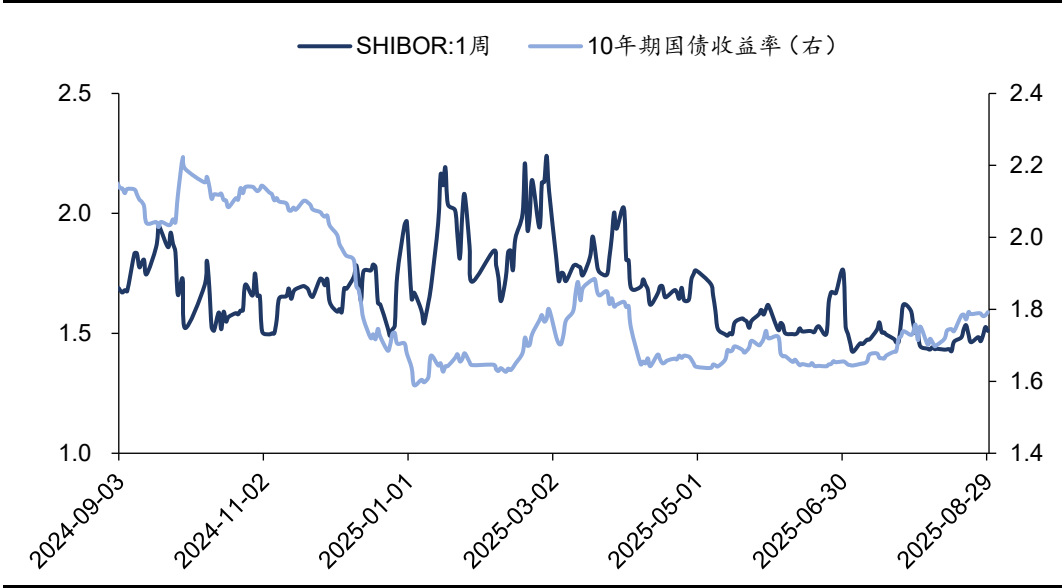
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回升，从周初的 1.4840% 回升至周末的 1.5100%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.7893% 回升至周末的 1.7922%。

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（8月25日-8月31日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/8/25	中办、国办	《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》	碳市场是利用市场机制积极应对气候变化、加快经济社会发展全面绿色转型的重要政策工具。到2030年，基本建成以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合的全国碳排放权交易市场，建成全国温室气体自愿减排交易市场。
2025/8/26	国务院	深入实施“人工智能+”行动意见	意见明确，到2027年，率先实现人工智能与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%，智能经济核心产业规模快速增长；到2030年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极。
2025/8/27	商务部	国新办新闻发布会	下个月，将出台扩大服务消费的若干政策措施，统筹利用财政、金融等手段，优化提升服务供给能力，激发服务消费新增量。另外，商务部与有关部门共同研究制定了《关于促进服务出口的若干政策措施》，相关文件将于近期公开印发。
2025/8/28	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于推动城市高质量发展的意见》	意见提出，到2030年，现代化人民城市建设取得重要进展，适应城市高质量发展的政策制度不断完善，新旧动能加快转换，人居品质明显提升，绿色转型深入推进，安全基础有力夯实，文化魅力充分彰显，治理水平大幅提高；到2035年，现代化人民城市基本建成。
2025/8/29	国家发改委		完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，对铁路、核电、油气管道等领域重大项目设定民间投资参股比例的最低要求；平稳有序实施消费品以旧换新政策，做好政策接续，加快首发经济、数字消费、“人工智能+消费”等领域政策出台和实施。
2025/8/29	人社部、国家发改委、财政部	进一步加大稳就业政策落实力度视频会议	会议强调，要全力促进高校毕业生等青年就业，摸清底数开展分类帮扶，深挖潜力开发专门岗位，加力组织专项服务活动，加强帮扶长期失业青年。

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>