

策略点评 20250825

Jacksonhole 会议：更鸽的鲍威尔，更热的市场？——港股&海外周观察

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

■ 本周（2025 年 8 月 18 日-2025 年 8 月 22 日）发达市场继续上涨，新兴市场转跌。从涨幅来看，发达市场上涨 0.4%，新兴市场下跌 0.5%。

■ 港股：本周恒生科技上涨 1.9%，恒指上涨 0.3%，恒生港股通上涨 0.6%。行业上，非必需性消费领涨，原材料业领跌。我们认为港股还处在震荡上行趋势中，下行有底，既有动力也有阻碍。我们继续关注潜在增配资金风偏。

1、Jackson hole 会议后，市场明显提高九月美联储降息预期，促进市场反弹。

2、市场依旧等待科技互联网财报指引。下周英伟达、阿里巴巴、美团等公布财报，部分资金在等待科技互联网利空出尽后入市。

3、当前市场普遍认为 A 股行情好于 H 股，资金增配港股仍需更多理由。

4、中长期看，美联储降息是锦上添花，全球各市场的超额表现要看各自本事。1) 目前全球市场不缺流动性，最终还是基本面的韧性决定市场上涨的时间；2) 美股企业基本面相对较好，随着美联储降息落地，美股很有可能继续走强，导致上半年从美股切出的部分资金或会回流美股。

■ 美股：JacksonHole 全球央行年会会前，美股连续调整，提前开始定价可能释放的偏“鹰”政策预期。随着 8 月 22 日（北京时间）鲍威尔开始讲话释放“转鸽”的信号后，美股当日实现全面上涨。本周道指领涨 1.5%，标普 500 上涨 0.3%，纳指下跌 0.6%。

JacksonHole 会议基调偏“鸽”，暗示 9 月降息。我们认为鲍威尔在 Jackson Hole 会议上发表演讲主要有以下三点重点关注：

一是，暗示降息已不远。鲍威尔表示“风险平衡的变化可能要求调整政策立场”，就业下行风险上升，关税对通胀的影响或是“一次性”的，这意味着对美联储来说，现在就业是比通胀更大的风险，几乎证实了 9 月降息即将到来。

二是，修订货币政策框架，降息约束放松。鲍威尔调整新框架：（1）放弃“平均通胀目标”，回归灵活的通胀目标制框架，删除有效利率下限（ELB）相关措辞；（2）删除“充分就业目标是为了应对“缺口”的表述。

三是，指出经济增长放缓。鲍威尔指出美国 2025 年经济相较于 2024 年显著放缓。

短期来看，我们认为美股以震荡上行为主。一是，9 月降息大门已经打开。从数据来看，除非 9 月议息会议前就业人数大幅增加超过 15 万人，且通胀环比增速>0.4%，否则 9 月降息基本“板上钉钉”；从表态来看，大多数美联储票委的立场从中性转向了鸽派；二是，以史为鉴，鸽派信号提振风偏。通过复盘过去 16 次 JacksonHole 会议，10 次定调偏鸽的会议中，标普 500 在会议后的 1 周至 1 个月，上涨幅度平均达 1.3%，会议后 3 个月内涨幅更大，平均达 5.5%。最后，从技术层面来看，截至 8 月 24 日，标普 500 市场广度上升至 71%。从情绪来看，截至 8 月 24 日，美股风险溢价从上周的-0.83%上涨至-0.76%，美股乐观情绪小幅回落，但仍较为乐观。

中长期来看，美股回归由经济基本面和企业盈利韧性所主导的轨道上，主要趋势依然向上。一是，宏观经济基本面是放缓，但不至于衰退，美国经济尚未断崖式恶化。一方面，居民工资收入稳定，将对消费和名义增速形成一定支撑；另一方面，美国财富效应也对美国的经济增长形成保

相关研究

《AI 应用或接力牛市》

2025-08-24

《关注“自主”科技和小金属涨价》

2025-08-24

障；二是，Token 持续暴增，AI 落地仍在加速，中长期趋势确定，业绩兑现成为主线，因此美股 AI 叙事在中长期仍可以得到延续；三是，政策端，美国降息、减税等政策发力，可以给下行的经济托底，形成对冲。

- **黄金：全球主要黄金 ETF 有 4 支增持**，其中流入最多的是安本实物黄金股票 ETF (+\$57.27 亿美元)，其次是 Xtrackers 黄金 ETC (+\$44.06 亿美元)，第三是 Xetra 黄金 ETF (+\$37.59 亿美元)；其中主要增持国家集中在美国、英国和德国；**全球主要黄金 ETF 有 7 支减持**，流出最多的是 SPDR 黄金信托 (-\$492.59 亿美元)，其次是 SPDR Minishares 黄金信托 (-\$277.5 亿美元)，第三是国泰黄金 ETF (-\$40.01 亿美元)；

机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅减持黄金。其中 SPDR 黄金信托的黄金持有量约 33.75 盎司（周环比-0.9%），SPDR Minishares 黄金信托的黄金持有量约 5.02 盎司（周环比-0.1%）。

全球资金：全球股票 ETF 净流入放缓、债券 ETF 净流入放缓。全球股票 ETF 净流入 \$167.08 亿美元，边际流出 \$128.39 亿美元，全球债券 ETF 净流入 \$89.19 亿美元，边际流出 \$95.23 亿美元；分国别来看，美国股票 ETF 净流入最多 (+\$62.3 亿美元)，其次是韩国。发达市场中日本股票本周净流出最多 (-\$18.5 亿美元)，新兴市场中印度股票 ETF 净流出最多 (-\$0.7 亿美元)。

全球股票 ETF 行业类别中，净流入行业 Top3:科技、医疗保健和材料；净流出行业为工业。

- **下周重点关注数据及事件：**

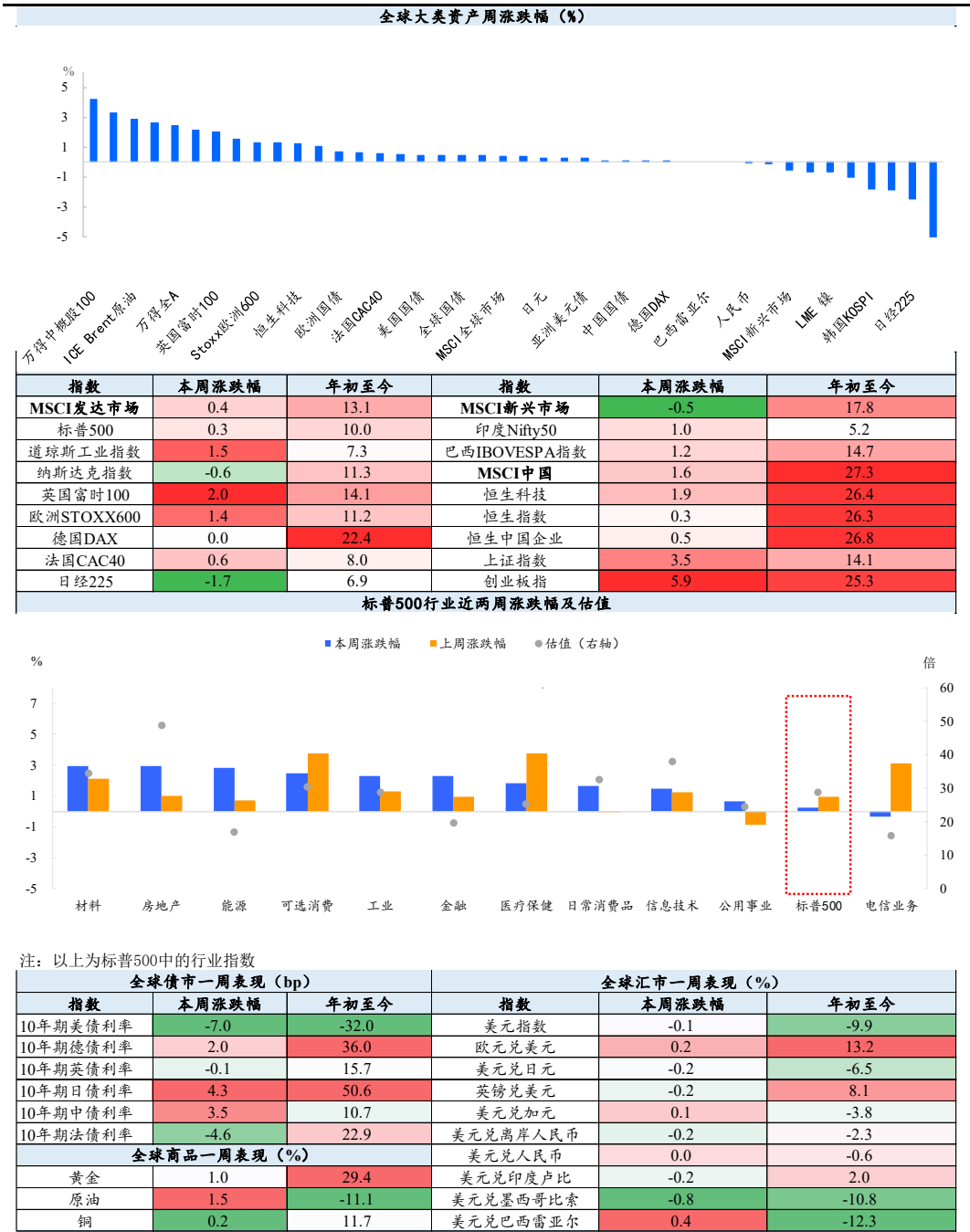
基本面方面：1) 8 月 26 日美国 7 月耐用品订单；2) 8 月 28 日美国 8 月 23 日当周首次申请失业救济人数、二季度实际 GDP 年化季环比修正值；3) 8 月 29 日美国 7 月 PCE 物价指数同比。

事件方面：1) 8 月 26 日 FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在墨西哥央行成立 100 周年纪念会议上发表主旨演讲；2) 8 月 28 日起，美国对印度额外加征 25% 的关税，总关税税率为 50%；3) 8 月 28 日欧洲央行公布 7 月货币政策会议纪要；4) 8 月 29 日美联储理事沃勒就货币政策发表讲话。

财报方面：1) 8 月 25 日，拼多多财报；2) 8 月 27 日，英伟达、美团、蜜雪集团及安踏体育财报；3) 8 月 29 日阿里巴巴财报。

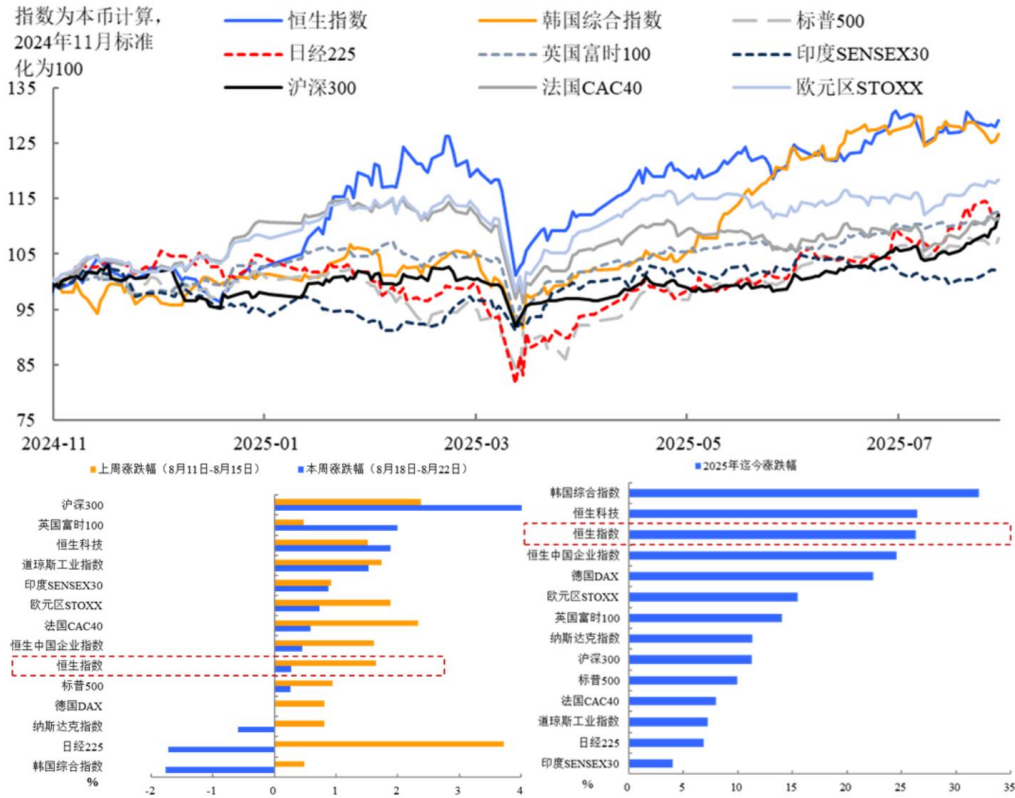
- **风险提示：**美国经济快速陷入衰退，美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，特朗普政策反复，历史经验不代表未来，数据统计及测算的误差风险。

图1：发达市场上涨，新兴市场下跌



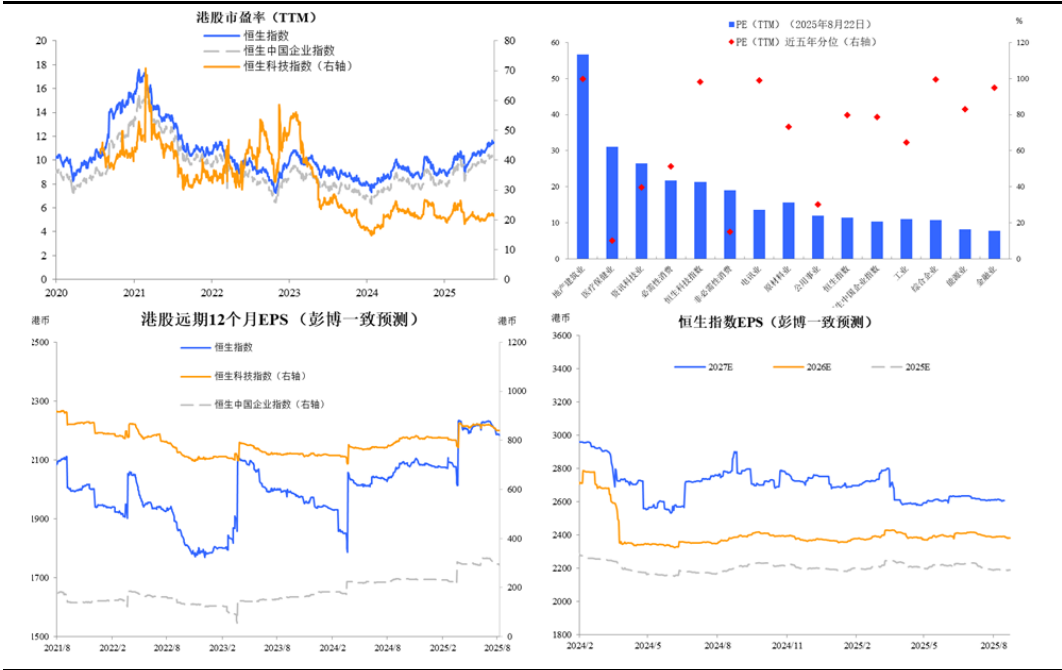
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恒生指数本周小幅上涨



数据来源：Wind，Bloomberg，华尔街见闻，金十数据，东吴证券研究所

图3：港股的估值及 EPS



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：南下资金净流入减速，当周港股通前 10 大净买入及净卖出



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美联储官员讲话从中性转鸽

国家及官员	日期	经济	货币政策
美联储理事鲍曼	2025/8/19	美联储等待新红杆规则意见征集期结束。 巴塞尔协议III将是最近出台的资本提案 目前专注于自己所扮演的角色。	去银行化是金融体系中的一个问题。 如果有更多案例出现，美联储将解决去银行化 问题。
欧洲央行行长拉加德	2025/8/20	近期的贸易协议缓解了全球不确定性， 但并未完全消除。今年早些时候，欧元区 经济在全球充满挑战的环境下表现出强劲的 韧性。 欧元区经济增长放缓在第二季度已经很 明显。预计第三季度经济增长将放缓。	欧洲央行工作人员将在9月预测中的通胀与 美国贸易协议的影响。 尽管存在巨大不确定性，全球经济增长总体依然 稳定。
FOMC委员、堪萨斯 联储主席施密德	2025/8/21	官员们将关注8月和9月的通胀数据，政 策调整具有有限性，是适当的。 通胀长期预期将先于通胀处理相关事 务或许可以简化各种资源中滑。 劳动力市场稳固。 尽管移民产生影响，但劳动力供需似乎已 达到平衡。 直到九月仍有许多数据。	市场和利率状况良好：需明确数据才能推动政 策利率走向。 寻找显示美联储政策具有限制性的数据 必须谨慎考虑降低短期利率对通胀心态的影响。 通胀的最后一公里相当艰难。
克利夫兰联储主席 哈瑞克	2025/8/21	关税的影响尚未完全显现。未来可能带来 更复杂的变化。通胀压力持续上升， 哈瑞克关注通胀过高的风险。劳动力市 场虽有放缓迹象，但整体仍趋于平衡。	美联储哈瑞克强调保持适度紧缩政策应对经济 压力。哈瑞克认为当前经济尚未显示明显下 滑，九月不考虑降息。
芝加哥联储主席古 尔斯基	2025/8/22	最新通胀数据并不理想。美联储仍有时间 收集更多数据。服务业通胀上升是一个“ 危险”的数据点。应对通胀冲击是非常具 有挑战性的。关税上调似乎还未结束，持 续通胀风险依然存在。	9月FOMC会议是一场“按兵时”的会议。是联 储近期收到的经济信号喜忧参半。央行独立性 至关重要。
波士顿联储主席柯 林斯	2025/8/22	美联储柯林斯认为整体经济基本面相对 稳健，但面临增长放缓和通胀上行的双 重风险。柯林斯强调不能等待所有不确 定性消散。应关注通胀和劳动力市场的 变化采取适度的政策调整措施。在次士顿 联储地区的讨论中，通胀上涨成为关注焦 点。关税可能对通胀产生持久影响。	就业增长放缓，但柯林斯认为无需立即采取激 进措施。政策决策需权衡多重使命的风险。下 一次会议的决策尚未确定，柯林斯表示政策应 在应对不确定性中保持灵活。
美联储主席鲍威尔	2025/8/22	劳动力市场处于奇特平衡。失业率确 定，但就业增长放缓带来风险。通胀压 力来自关税和物价上涨。未来几个月影 响逐步显现。	鲍威尔强调美联储政策需根据经济变化灵活调 整，放弃旧有框架。美联储面临严峻形势，政 策决策将依据数据和风险评估而非预设路径。 新框架强调应对多变经济环境，确保长期通胀预 期稳定，避免一次性价格上涨演变为持续通胀。
克利夫兰联储主席 哈瑞克	2025/8/22	美联储哈瑞克强调应关注经济影响而非 市场波动。哈瑞克预期通胀将持续上 升，失业率可能上升。金融稳定和私营信 贷是当前关注的重点领域。	他表示对政策保持开放态度，特别是九月的 货币政策走向。他主张保持适度从紧的货币政 策，关注通胀和就业数据。

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

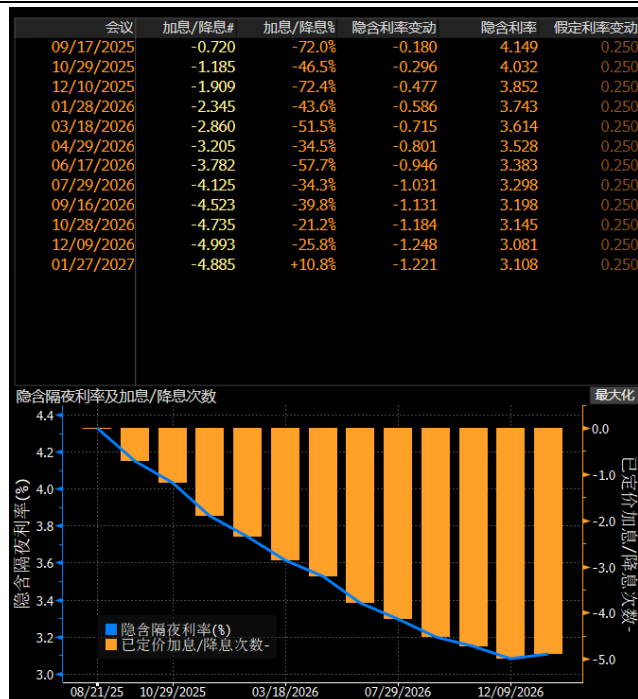
图6：历次 JacksonHole 全球央行年会，美联储会议定调基调与资产走势

序号	年份	主题	主要美联储信号	释放信号	信号属性	MSQI全球市场					MSQI全球市场					标普500					美元				
						前一个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
1	2009	《金融稳定与宏观经济政策》	会议聚焦于危机后的政策反思。伯南克成功安抚市场，为后续的宽松政策铺路，奠定了“央行有超预期”的预期。	偏鸽		6.77	0.43	3.34	8.45	11.51	3.73	-0.37	2.57	11.67	19.31	5.91	0.16	3.46	7.21	11.37	-0.53	-0.52	-0.47	-2.60	-4.36
2	2010	《危机后的宏观经济政策挑战》	明确释放QE2信号，在市场担忧经济二次探底时，其讲话为大规模资产购买计划铺平道路，大幅超出市场预期。	偏鸽		-4.64	-3.78	4.22	10.17	13.79	-1.97	-2.82	3.39	9.41	13.93	-6.08	-4.29	3.29	8.84	13.55	1.01	0.77	-0.95	-4.70	-4.12
3	2011	《实现长期最大增长》	在全球市场动荡和债务危机阴影下，伯南克未推出QE3，但延长了会议时间讨论额外刺激工具，语调优惠，被解读为鸽派。	偏鸽		-13.89	-3.81	2.96	-6.30	-5.62	-15.25	-5.02	6.11	-11.93	-9.50	-13.32	-2.90	2.28	-3.50	-1.34	0.20	0.64	0.68	5.74	6.77
4	2012	《政策格局的变化》	为QE3强力辩护。他明确表示“严重关切”劳动力市场，为9月宣布QE3奠定了坚实基础，符合并强化了市场预期。	偏鸽		1.45	-1.23	1.12	2.20	1.61	-0.48	-2.58	-0.26	5.22	4.03	1.02	-0.99	1.53	2.14	-0.04	-1.35	0.25	-0.53	-2.04	-1.52
5	2013	《非常规货币政策的全球影响》	市场预期他会给出Taper（缩减QE）的清晰路径，但他未提供新的时间表，选择回避，会议内容无意外，符合预期。	中性		-1.50	-1.92	-0.57	4.94	8.17	-3.33	-4.71	-0.36	9.63	10.32	-2.27	-1.69	-0.28	4.09	8.43	-0.90	-0.27	0.80	-1.08	-0.39
6	2014	《重新评估劳动力市场动态》	演讲主要关注劳动力市场深度研究，未提供明确的政策前瞻指引。市场认为其基调平衡，没有预期的那么鸽派。	偏鸽		0.10	1.94	0.49	0.26	-0.64	1.76	1.03	0.17	-2.87	-8.77	0.95	2.34	0.51	1.20	3.13	1.99	0.67	0.29	3.09	6.53
7	2015	《通胀动态与货币政策》	在全球市场巨震（中国“8-11”汇改引发）后，会议召开时市场极度恐慌。官员的言论被解读为9月加息可能性大增，安抚了市场。	偏鸽		-4.79	-4.37	0.40	-1.35	5.03	-8.91	-3.26	1.80	0.23	6.20	-3.87	-4.42	0.55	-0.47	7.65	-0.80	-0.70	1.11	0.96	4.62
8	2016	《构建稳健的货币政策框架》	耶伦表示加息的理由在几个月已增强”。这与当时市场的温和预期形成鲜明对比，导致市场加息预期迅速升温。	偏鹰		1.37	-0.25	-0.44	-0.08	-1.24	3.34	-1.27	-0.63	2.31	-4.55	0.18	-0.45	-0.21	-0.49	1.35	-2.60	0.00	0.92	0.77	7.27
9	2017	《促进动态全球经济》	耶伦士捍卫金融监管，未谈货币政策。她称经济前景乐观，但未给出退出QE的明确信号。整体符合预期，无重大意外。	中性		-0.78	-0.74	0.91	2.70	5.56	1.71	2.09	1.12	2.48	7.54	-1.25	-1.18	1.13	2.38	6.26	-0.75	-0.23	-0.64	-1.13	0.02
10	2018	《市场结构变化及其对货币政策的影响》	这是鲍威尔首次在杰克逊霍尔讲话，他声称经济过热风险低，当前渐进加息的路径是合适的，其自信的言论巩固了加息预期。	偏鹰		0.46	1.58	1.19	2.04	-7.94	-1.99	2.42	0.69	0.08	-7.19	1.78	1.37	1.37	2.37	-7.40	1.06	-1.12	-0.44	-0.93	1.72
11	2019	《货币政策的挑战》	在复杂的贸易环境下，鲍威尔承诺美联储将“采取适当行动维持扩张”，但未明确承诺在降息。语调谨慎，符合主流预期。	偏鸽		-3.00	2.18	-0.11	2.90	6.53	-7.42	1.16	-1.33	3.88	7.00	-2.08	2.90	0.01	2.31	6.29	0.96	0.23	0.16	0.18	-0.40
12	2020	《未来十年的政策导航：对货币政策的启示》	宣布美联储货币政策框架的重大变革，采用“平均通胀目标制”（AIT）。这意味着长期维持超低利率，是极强的长期鸽派承诺。	偏鸽		5.67	2.02	-0.83	-4.87	5.87	4.11	1.62	-0.94	-5.38	8.84	7.57	3.25	-0.68	-5.18	4.34	-0.68	-0.02	-0.14	1.82	-0.95
13	2021	《不平衡经济中的宏观经济政策》	市场预期他会明确宣布Taper，但他虽然表示“今年 taper 可能是合适的”，但极力淡化与加息的联系，语气比预期更为谨慎和鸽派。	偏鸽		0.97	1.05	1.14	-0.71	2.31	-1.08	0.36	2.87	-0.80	-1.74	1.08	1.58	0.91	-0.91	4.57	0.46	-0.11	-0.65	0.48	4.33
14	2022	《重新评估经济与政策的制约因素》	市场预期美联储可能放缓加息。鲍威尔用简短、直接且强硬的演讲击碎幻想，直言“必须坚持加息直至大功告成”，引发股市暴跌。	偏鹰		4.42	-1.93	-4.60	-10.87	-1.41	1.66	-1.20	-0.91	-8.05	-5.36	5.86	-1.75	-4.20	-10.81	-2.74	1.76	1.67	0.94	4.04	-2.30
15	2023	《全球经济结构性转变》	鲍威尔表态谨慎，称通胀仍太高，承诺“必要时进一步加息”，但也承认风险已更双向平衡。整体符合9月暂停加息的预期。	偏鹰		-4.32	-0.66	1.65	-1.97	2.28	-3.07	0.67	1.04	-0.61	1.38	-3.92	-0.64	1.62	-2.61	2.72	2.56	0.52	0.24	2.16	0.48
16	2024	《重新评估货币政策的有效性和传导机制》	鲍威尔强调就业的下行风险有所增加，政策调整时机已至，美联储会竭尽全力托举劳动力市场	偏鸽		0.64	2.42	0.04	1.27	2.81	1.43	2.27	-0.54	0.50	-0.64	0.11	2.12	-0.51	1.45	5.27	-2.66	-1.06	0.20	-0.44	5.41
17	2025	《转型中的劳动力市场：人口结构、生产力和宏观经济政策》	-	-	-	1.47	-1.10	-	-	-	0.66	-1.19	-	-	-	1.02	-1.49	-	-	-	0.84	0.88	-	-	-
偏鹰						0.48	-0.31	-0.55	-2.72	-2.08	-0.02	0.16	0.05	-1.57	-3.93	0.98	-0.37	-0.36	-2.89	-1.52	0.69	0.27	0.41	1.51	1.79
偏鸽						-1.07	-0.32	1.28	1.20	4.32	-2.41	-0.76	1.39	0.99	3.87	-0.87	-0.03	1.13	1.31	5.48	-0.14	0.01	-0.03	0.25	1.63

注：区间涨跌幅单位为%

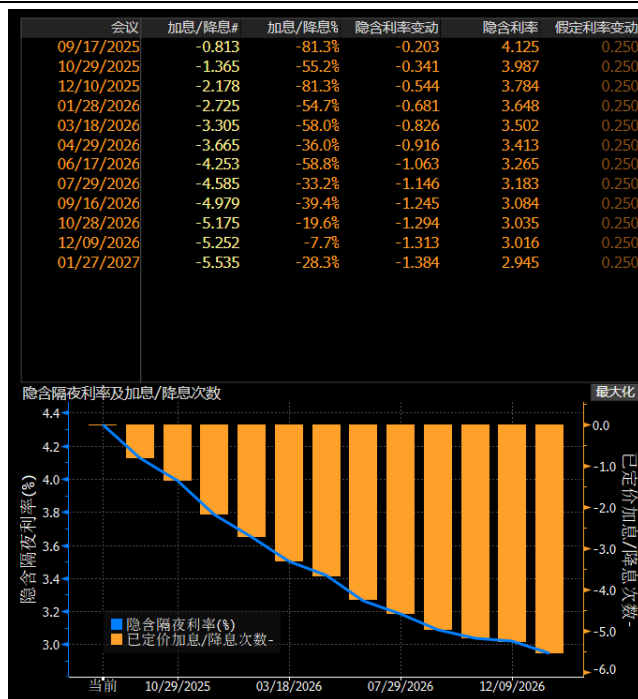
数据来源：Bloomberg，美联储，东吴证券研究所

图7: JacksonHole 全球央行年会前, 9月降息概率 72%



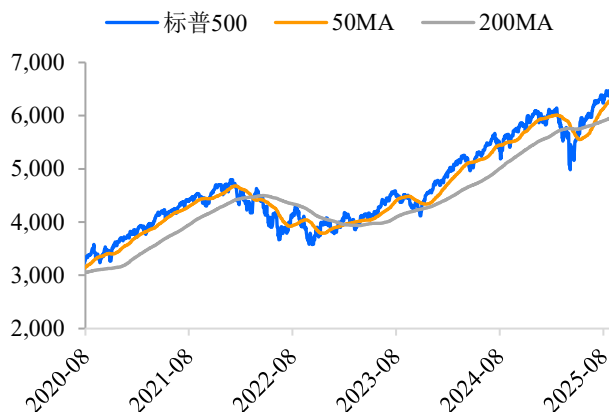
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 鲍威尔讲话后, 9月降息预期概率提升至 81%



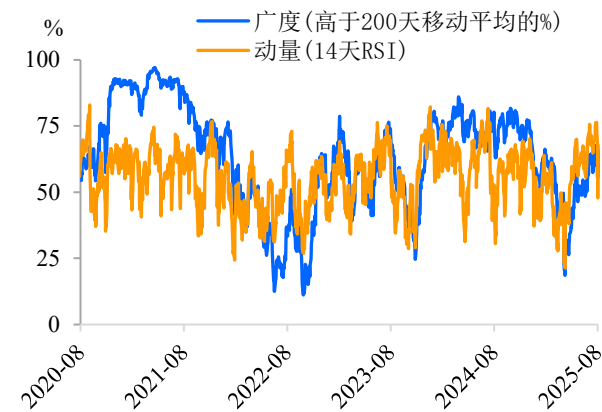
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 标普 500 的 50 及 200 日均线均向上



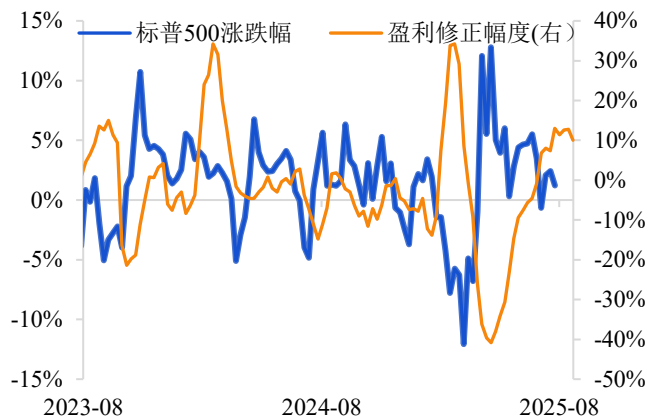
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 市场广度持续边际上涨至 71%



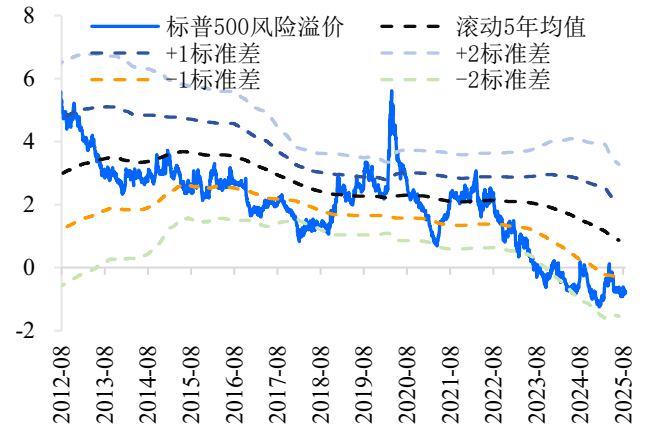
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11：美股的盈利修正幅度斜率向下



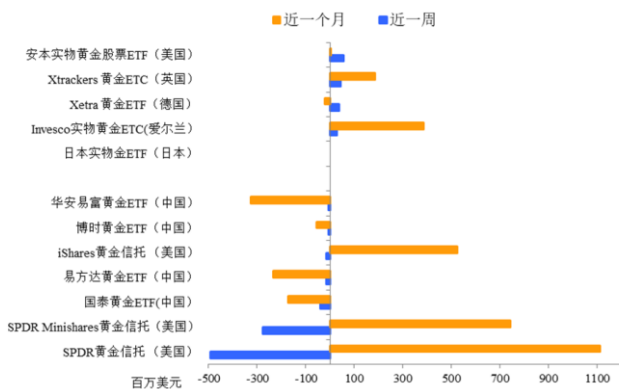
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12：美股风险溢价下降



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图13：主要购买黄金 ETF 的国家集中在美国、英国、德国



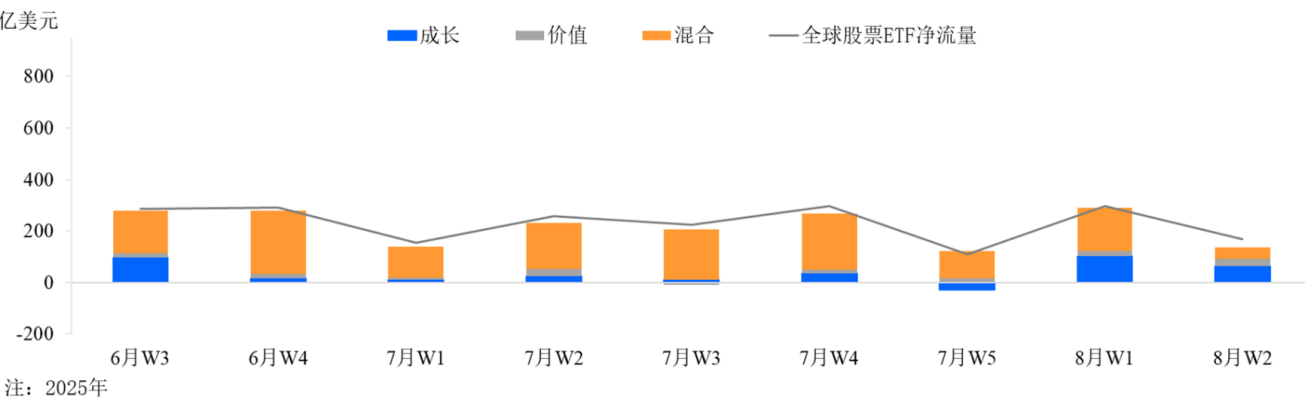
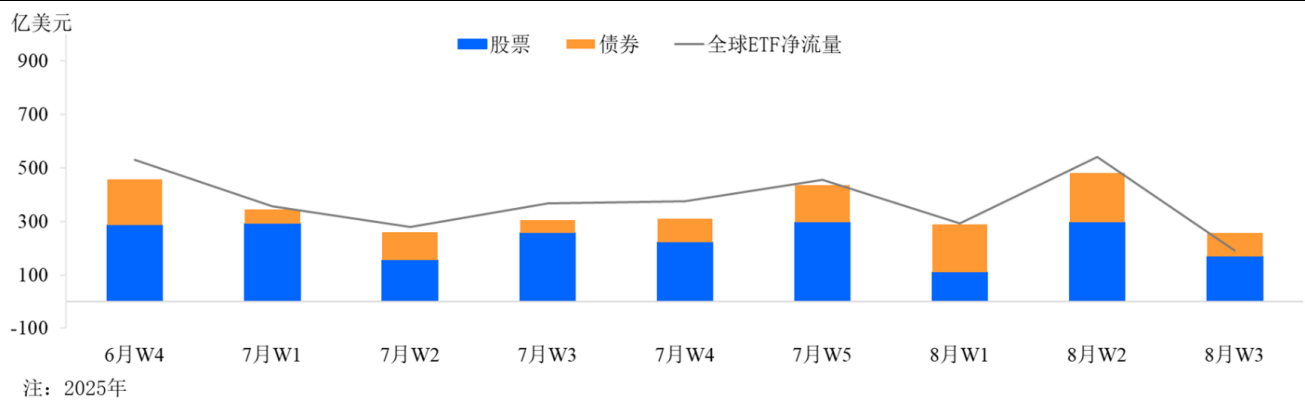
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图14：机构边际小幅减持黄金，散户边际小幅减持黄金



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图15：全球股票型 ETF 净流入减少，其中主要流入地区为美国



基金类型		近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
发达市场股票ETF (亿美元)	美国	111.2	642.0	1398.7	3538.5
	欧洲	3.4	22.5	123.3	664.6
	日本	-20.7	-27.9	-124.3	-21.7
	韩国	1.75	14.4	48.2	64.8
新兴市场股票 ETF (亿美元)	亚太地区 (日本除外)	0.7	12.5	21.4	36.0
	中国	-1.4	-111.7	-195.3	-125.8
	印度	-1.3	-10.1	1.9	5.2
	越南	-0.5	-1.5	-1.8	-4.3

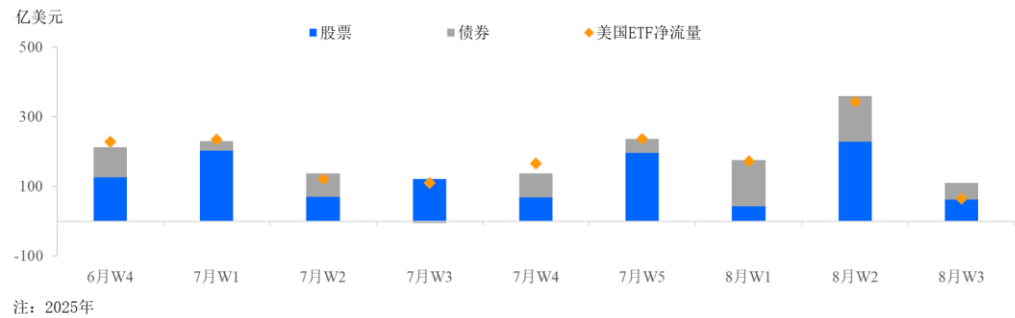
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图16：本周股票 ETF 中，流入科技的资金最多，流出工业的资金最多

	近1天	近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
通信	1.7	4.8	25.8	44.4	75.0
可选消费	0.5	1.0	-4.5	4.5	-20.8
必选消费	-1.3	1.1	5.6	-6.5	-3.6
能源	1.4	2.0	-1.4	6.5	-63.5
金融	4.6	1.8	11.8	42.4	83.2
医疗保健	1.7	8.6	10.6	-31.2	-71.2
工业	1.0	-1.0	18.9	96.8	176.6
材料	3.2	5.5	19.8	30.7	-20.8
科技	-0.2	13.3	43.6	179.0	330.9
公用事业	0.3	2.3	12.2	31.6	65.7

单位：亿美元
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图17：美国 ETF（股+债）净流入减少



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：重点关注美国 7 月耐用品订单环比初值、8 月 23 日当周首次申请失业救济人数、二季度个人消费支出(PCE)年化季环比修正值、二季度实际 GDP 年化季环比修正值

周一 (2025/8/18)	周二 (2025/8/19)	周三 (2025/8/20)	周四 (2025/8/21)	周五 (2025/8/22)
美国-NAHB住宅市场指数 欧元区-贸易余额 欧元区-零售销售量月环比 欧元区-PPI同比 日本-第三产业指数月环比	美国-新宅开工指数 美国-建筑许可 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-ZEW调查预期 欧元区-贸易余额 日本-核心机械订单-环比 日本-标普全球日本PMI制造业 服务业综合指数	美国-周度MBA抵押贷款申请指 数环比 欧元区-欧盟调和CPI 同比 欧元区-失业率 日本-PPI同比	美国-周度首次申领失业救济人数 美国-标普全球-美国制造业PMI 美国-世界大型企业研究会领先指数 环比 美国-标普全球-美国制造业 服务业 综合PMI 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-HCOB法国 德国 欧元区服 务业 制造业 综合PMI 印度-HSBC India PMI Composite/Mfg	美国-工业产值(月环比) 美国-密歇根大学消费者信心指数 欧元区-GDP经季调季环比 欧元区-制造业信心指数 日本-国民消费物价指数同比 日本-全国CPI (除生鲜食品) 同比

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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>