

宏观量化经济指数周报 20250803

债券增值税或推动资金增配实体经济资产

2025 年 08 月 03 日

观点

■ **周度 ECI 指数：**从周度数据来看，截至 2025 年 8 月 3 日，本周 ECI 供给指数为 50.07%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.24%，较上周环比持平。

■ **月度 ECI 指数：**从 7 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.11%，较 6 月回落 0.05 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 6 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较 6 月回落 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 6 月回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较 6 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，7 月经济整体增长动能没有显著放缓，仍保持平稳增长态势。一是供给端来看，“反内卷”并没有带来工业生产景气度的明显减弱；二是需求端来看，汽车、电子产品等商品零售仍保持同比较高速增长，但边际动能有所减弱，出口则保持较强韧性，港口货物吞吐量仍处于高位，地产降幅虽然有所走阔，但尚未出现失速风险。地产方面，7 月份 30 大中城市商品房销售面积录得 649 万平米，同比回落 18.6%，较 6 月份的 8.4%有所走阔。根据中指研究院的相关数据，7 月百城新建住宅均价环比和同比均 6 月延续改善，指向“好房子”流入市场后需求较好，二手房则仍在以价换量；出口方面，7 月份监测港口货物吞吐量数据较 6 月份环比变化不大，保持了较强韧性，同比则较 6 月份有所改善。特朗普的新对等框架下，对于转运货物的 40%关税或对我国转口贸易造成一定影响，但考虑到前期“抢转口”已持续较久，后续出口需更多关注欧美主要经济体实际需求的变化。

■ **ELI 指数：**截至 2025 年 8 月 3 日，本周 ELI 指数为-0.72%，较上周回升 0.09 个百分点。债券增值税调整或推动资金增配实体经济资产。早在 2025 年第一季度货币政策执行报告的专栏当中，人民银行即指出债券市场税收制度设计会影响债券市场价格形成和国债利率基准作用的发挥，而恢复对国债、地方债和金融债的利息收入征收增值税，在机构行为层面降低短期交易意愿、降低债市的短期波动，且推动不受增值税调整的非金融债利率更加贴近恢复加税后的国债利率。从资金配置方向来看，债券增值税调整或推动资金增配非金融公司债等实体经济资产：（1）7 月份中央政治局会议指出“用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等”，并且人民银行在 2025 年下半年工作会议上也提出“扩大科技创新债券发行规模”，预计三季度包括债券市场“科技板”及科技创新债券风险分担工具等结构性货币政策工具或将是货币政策施力的重点领域，在增值税调整后机构对不同类型新发债券需求可能分化的驱动下，科创债等实体经济直接融资工具或有进一步压缩利差的空间；（2）从不同类型债券发行特征来看，由于国债仍有续发机制，而金融债等无常态化续发，在 8 月 8 日新税收机制生效之后，尽管银行体系新发金融债的成本面临边际抬升的风险，但是同业存单等融资工具仍有免税优势，预计银行体系或出现资产端增配贷款等实体经济资产、负债端同业渠道诉求抬升的切换。债券增值税调整或正在拉开债券市场税收制度改革的帷幕，但是货币政策继续保持流动性合理充裕和降低综合融资成本的取向尚未改变，在新老券种、券种利差在经过脉冲性的交易行情之后，未来金融市场利率和综合融资成本仍然取决于货币政策的基调。

■ **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

《7 月非农：楚门的数据——2025 年 7 月美国非农就业数据点评》

2025-08-02

《从“十五五”规划看产业趋势》

2025-08-01

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数：“反内卷”对工业生产的影响尚不明显	4
1.2. ELI 指数：债券增值税调整或推动资金增配实体经济资产	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产：本周工业生产景气度小幅回落	7
2.2. 消费：居民出行数据维持高位	8
2.3. 投资：基建实物工作量仍旧优于去年同期	9
2.4. 出口：7 月出口总量或保持平稳态势	10
2.5. 通胀：关注反内卷推进对于物价的影响	11
2.6. 本周货币净投放 69 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

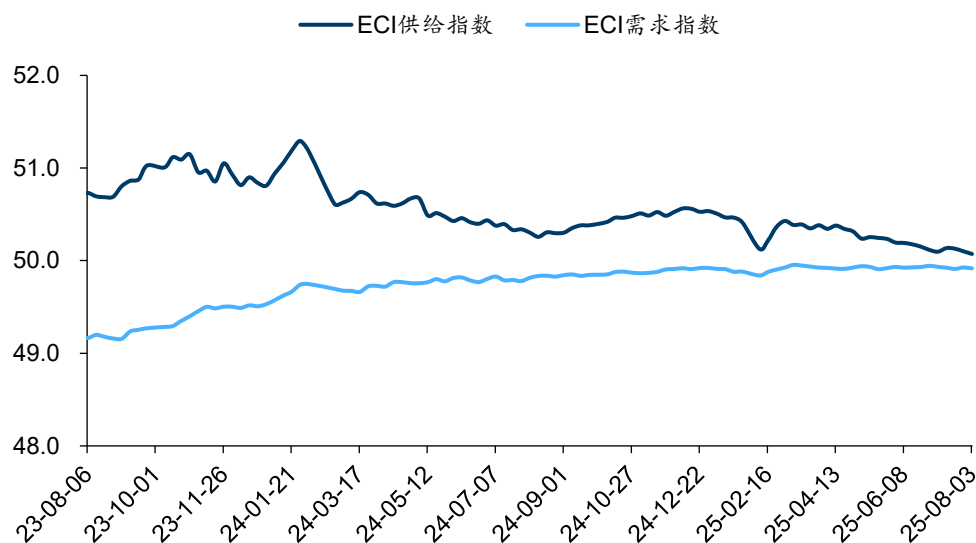
图 1:	本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回落 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率环比持平上周 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回升 (%)	9
图 7:	本周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)	10
图 8:	上周 30 大中城市商品房成交面积环比回升	10
图 9:	本周集装箱运价指数小幅回落	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 (7 月 28 日-8 月 3 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：“反内卷”对工业生产的影响尚不明显

从周度数据来看，截至 2025 年 8 月 3 日，本周 ECI 供给指数为 50.07%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.24%，较上周环比持平。

图1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回落（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 7 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.11%，较 6 月回落 0.05 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 6 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较 6 月回落 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 6 月回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较 6 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，7 月经济整体增长动能没有显著放缓，仍保持平稳增长态势。一是供给端来看，“反内卷”并没有带来工业生产景气度的明显减弱；二是需求端来看，汽车、电子产品等商品零售仍保持同比较高增长，但边际动能有所减弱，出口则保持较强韧性，港口货物吞吐量仍处于高位，地产降幅虽然有所走阔，但尚未出现失速风险。地产方面，7 月份 30 大中城市商品房销售面积录得 649 万平米，同比回落 18.6%，较 6 月份的 8.4%有所走阔。根据中指研究院的相关数据，7 月百城新建住宅均价环比和同比较 6 月延续改善，指向“好房子”流入市场后需求较好，二手房则仍在以价换量；出口方面，7 月份监测港口货物吞吐量数据较 6 月份环比变化不大，保持了较强韧性，同比则较 6 月份有所改善。特朗普的新对等框架下，对于转运货物的 40%关税或对我国转口贸易造成一定影响，但考虑到前期“抢转口”已持续较久，后续出口需更多关注欧美主要经济体实际需求的变化。

表1: ECI 指数月度走势 (%)

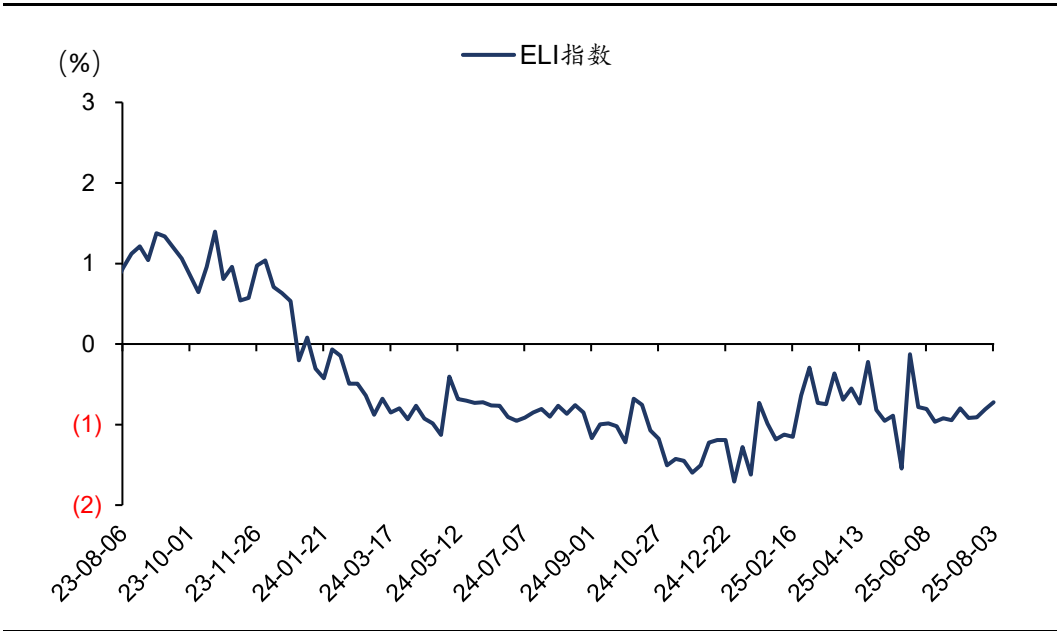
	ECI 供给 指数	ECI 投资 指数	ECI 消费 指数	ECI 出口 指数	ECI 需求 指数	ECI 指数
2025 年 7 月	50.11	49.95	49.71	50.23	49.92	49.92
2025 年 6 月	50.16	49.97	49.75	50.20	49.93	49.93
2025 年 5 月	50.23	49.97	49.75	50.20	49.93	49.93
2025 年 4 月	50.35	49.94	49.72	50.26	49.92	49.92
2025 年 3 月	50.37	49.98	49.70	50.31	49.94	49.94
2025 年 2 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
2024 年 8 月	50.29	49.89	49.38	50.55	49.84	49.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

1.2. ELI 指数：债券增值税调整或推动资金增配实体经济资产

截至 2025 年 8 月 3 日，本周 ELI 指数为-0.72%，较上周回升 0.09 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

债券增值税调整或推动资金增配实体经济资产。早在 2025 年第一季度货币政策执行报告的专栏当中，人民银行即指出债券市场税收制度设计会影响债券市场价格形成和国债利率基准作用的发挥，而恢复对国债、地方债和金融债的利息收入征收增值税，在

机构行为层面降低短期交易意愿、降低债市的短期波动，且推动不受增值税调整的非金融债利率更加贴近恢复加税后的国债利率。从资金配置方向来看，债券增值税调整或推动资金增配非金融公司债等实体经济资产：（1）7月份中央政治局会议指出“用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等”，并且人民银行在2025年下半年工作会议上也提出“扩大科技创新债券发行规模”，预计三季度包括债券市场“科技板”及科技创新债券风险分担工具等结构性货币政策工具或将是货币政策施力的重点领域，在增值税调整后机构对不同类型新发债券需求可能分化的驱动下，科创债等实体经济直接融资工具或有进一步压缩利差的空间；（2）从不同类型债券发行特征来看，由于国债仍有续发机制，而金融债等无常态化续发，在8月8日新税收机制生效之后，尽管银行体系新发金融债的成本面临边际抬升的风险，但是同业存单等融资工具仍有免税优势，预计银行体系或出现资产端增配贷款等实体经济资产、负债端同业渠道诉求抬升的切换。债券增值税调整或正在拉开债券市场税收制度改革的帷幕，但是货币政策继续保持流动性合理充裕和降低综合融资成本的取向尚未改变，在新老券种、券种利差在经过脉冲性的交易行情之后，未来金融市场利率和综合融资成本仍然取决于货币政策的基调。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：本周工业生产景气度小幅回落

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 61.08%和 74.45%，分别环比回落 3.94 个百分点和 1.42 个百分点；本周 PTA 开工率录得 79.67%，环比回落 1.09 个百分点，较去年同期回升 1.31 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 83.48%，环比持平上周，较去年同期回升 1.17 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 274.57 万吨，环比回落 9.23 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 13653.99 万吨，环比回落 140.08 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 206.49 万吨，环比回落 0.98 万吨。

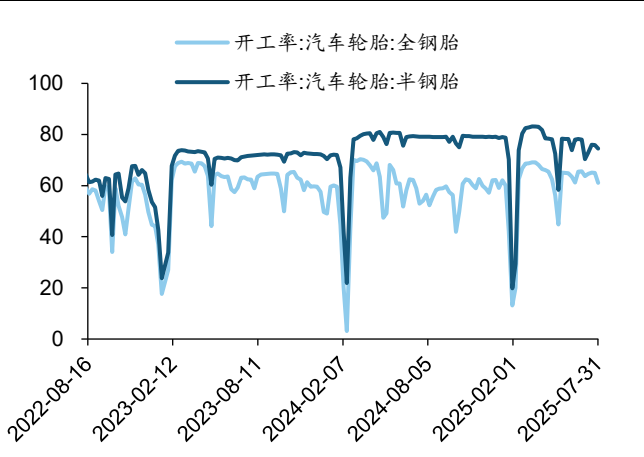
负荷率方面，7 月 25 日沿海七省电厂负荷率均值录得 85.57%，环比回落 1.14 个百分点，较去年同期回升 6.14 个百分点。

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	%	2025-07-31	61.08	65.02	(3.94)	56.45	4.63
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-07-31	74.45	75.87	(1.42)	79.19	(4.74)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-08-01	73.46	73.63	(0.17)	73.26	0.20
	开工率:PTA:国内	%	2025-07-31	79.67	80.76	(1.09)	78.36	1.31
	高炉开工率(247 家):全国	%	2025-08-01	83.48	83.48	0.00	82.31	1.17
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-08-02	13653.99	13794.07	(140.08)	15040.21	(1386.22)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-08-02	274.57	283.80	(9.23)	299.20	(24.63)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-08-02	206.49	207.47	(0.98)	263.98	(57.49)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-07-25	85.57	86.71	(1.14)	79.43	6.14
	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)

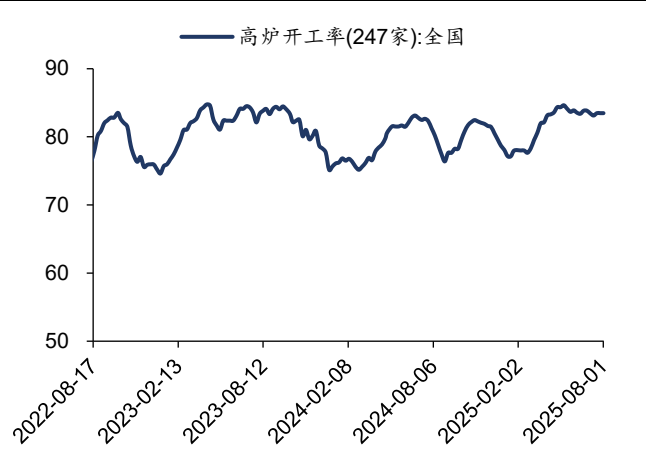
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

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环比持平上周（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.2. 消费：居民出行数据维持高位

乘用车消费方面，7月27日乘用车当周日均销量录得66611辆，较去年同期回升1244辆。根据乘联会发布的最新数据，7月1-27日乘用车市场零售录得144.5万辆，同比去年同期回升9.0%，环比上月同期回落19.0%，其中新能源车市场零售录得78.9万辆，同比去年同期回升15.0%，环比上月同期回落17.0%。

价格指数方面，7月28日柯桥纺织价格指数录得105.46点，环比回落0.40个百分点；6月29日义乌中国小商品总价格指数录得102.50点，环比回升0.09点。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为91.87%，环比回升0.06个百分点，较去年同期回落1.30个百分点。地铁日均客运量录得8012.36万人，环比回落164.54万人，较去年同期回升155.46万人。

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	2025-07-27	66611.00	58207.00	8404.00	65367.00	1244.00
	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		2023-07-01	82.58	82.58	0.00	83.83	(1.25)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2025-07-28	105.46	105.86	(0.40)	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	%	2025-08-02	91.87	91.81	0.06	93.17	(1.30)
	地铁日均客运量	万人	2025-07-25	8012.36	8176.90	(164.54)	7856.90	155.46

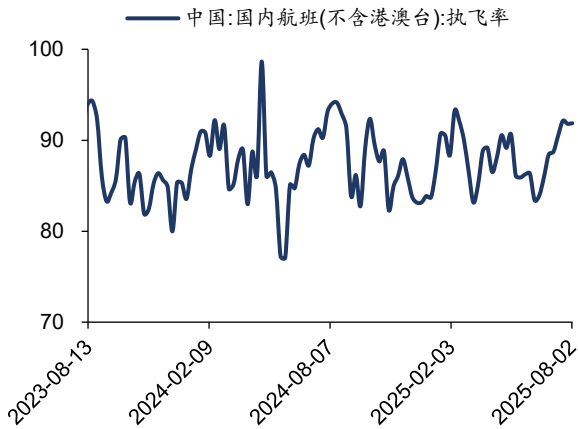
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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升 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.3. 投资：基建实物工作量仍旧优于去年同期

基建投资方面，2025 年 7 月 30 日石油沥青装置开工率录得 33.10%，环比回升 4.30 个百分点，较去年同期回升 6.70 个百分点；2025 年 7 月 25 日全国水泥发运率录得 39.88%，环比回落 1.02 个百分点，较去年同期回升 3.96 个百分点。

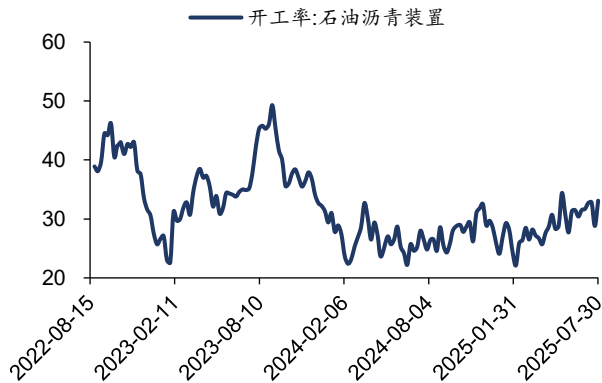
房地产投资方面，上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 1256.21 万平方米，环比回落 9.47%；上周 30 大中城市商品房成交面积录得 152.05 万平方米，环比回升 6.12%。7 月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得 277.20 元/吨，环比回落 9.90 元/吨；7 月中旬浮法平板玻璃市场价录得 1212.40 元/吨，环比回升 9.10 元/吨。

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	%	2025-07-30	33.10	28.80	4.30	26.40	6.70
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-07-25	39.88	40.90	(1.02)	35.92	3.96
房地产 相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-07-27	1256.21	1387.59	(131.38)	2057.95	(801.74)
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-08-03	152.05	143.27	8.78	195.19	(43.14)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-07-20	277.20	287.10	(9.90)	336.70	(59.50)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-07-20	1212.40	1203.30	9.10	1596.20	(383.80)

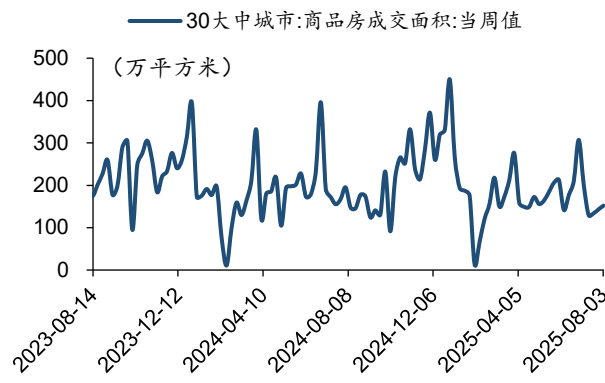
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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：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：7 月出口总量或保持平稳态势

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 1550.74 点和 1232.29 点，分别环比回落 41.85 点和 29.06 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 2070.20 点，环比回落 67.00 点。

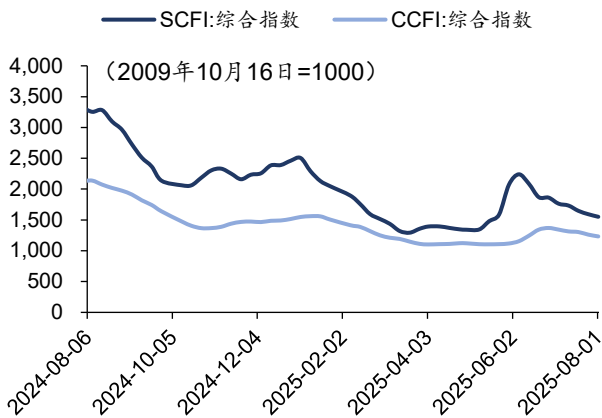
出口数量方面，韩国 7 月前 20 日出口总额同比增速录得-2.20%，较 6 月回落 10.50 个百分点，较去年回落 20.10 个百分点。国内方面，7 月 21 日-7 月 27 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 25533.1 万吨，环比下降 4.29%。

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	/	2025-08-01	1550.74	1592.59	(41.85)	3332.67	(1781.93)
	CCFI:综合指数	/	2025-08-01	1232.29	1261.35	(29.06)	2133.48	(901.19)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-08-02	2070.20	2137.20	(67.00)	1682.60	387.60
出口量	韩国:前 10 日出口总额:同比	%	2025-07-20	-2.20	8.30	(10.50)	17.90	(20.10)

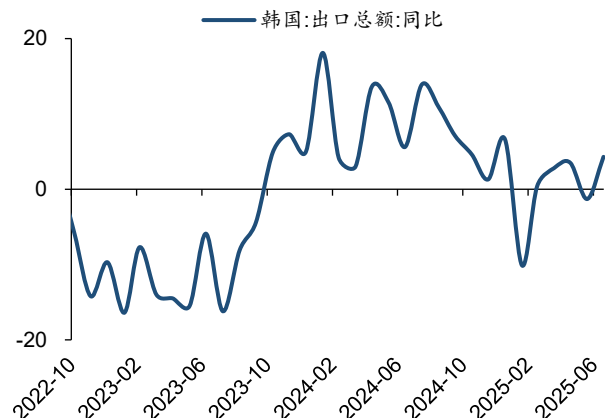
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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：关注反内卷推进对于物价的影响

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 20.55 元/公斤，环比回落 0.17 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.42 元/公斤，环比回升 0.03 元/公斤。

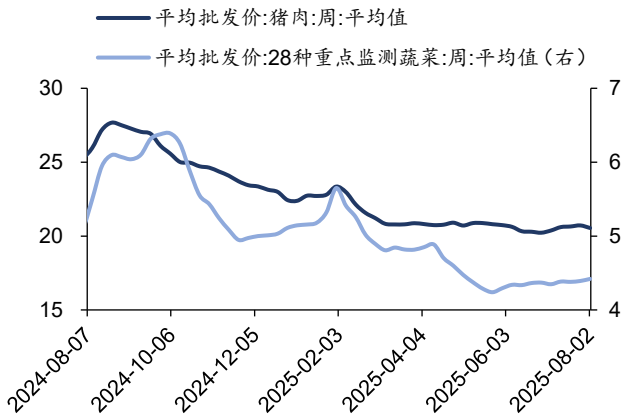
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 71.60 美元/桶，环比回升 2.81 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3347.04 美元/盎司，环比回落 44.32 美元/盎司。

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	2025-08-02	20.55	20.72	(0.17)	25.26	(4.71)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-08-02	4.42	4.39	0.03	5.07	(0.65)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-08-02	71.60	68.79	2.81	79.09	(7.49)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-08-02	3347.04	3391.36	(44.32)	2450.66	896.38

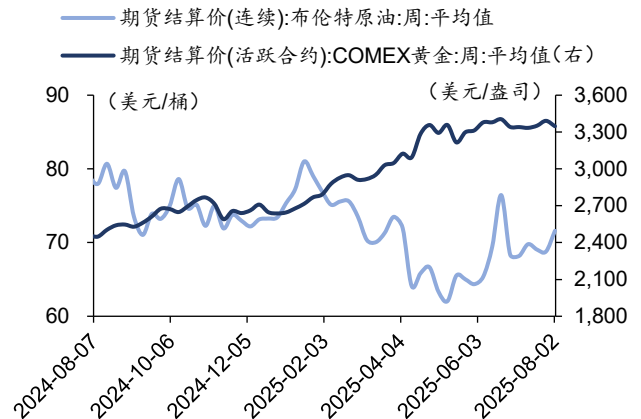
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



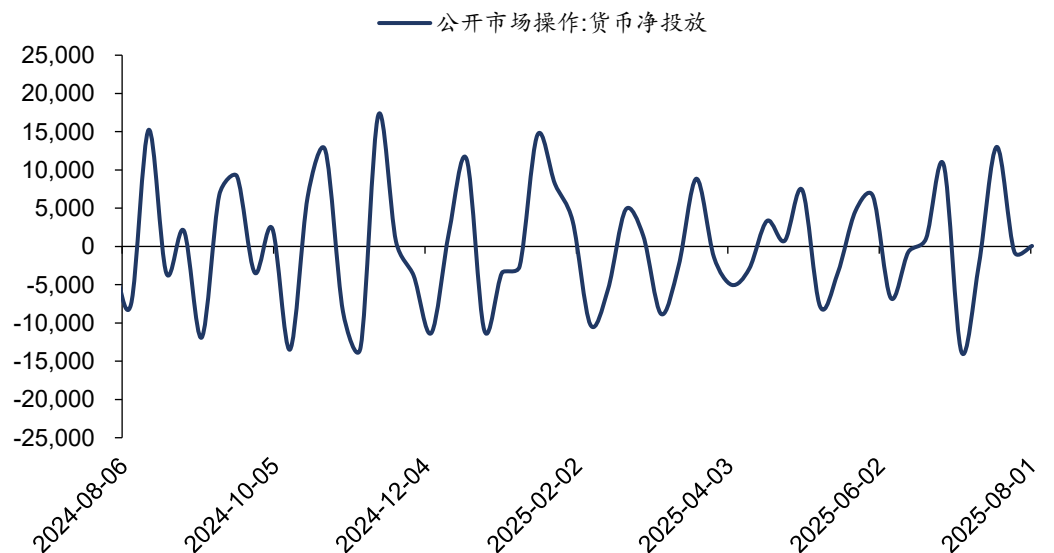
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净投放 69 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 16632.0 亿元逆回购操作，有 16563.0 亿元逆回购到期，当周货币净投放 69.0 亿元。

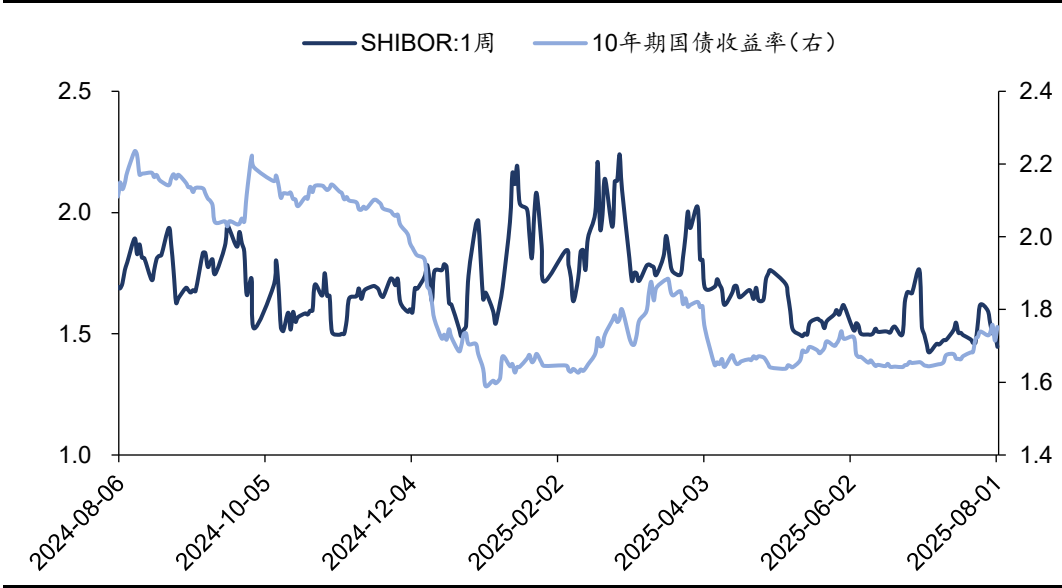
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 1.5960% 回落至周末的 1.4460%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.7290% 回升至周末的 1.7523%。

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（7月28日-8月3日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/7/28	中共中央办公厅、国务院办公厅		国家育儿补贴制度实施方案正式公布，从2025年1月1日起，每名儿童每年发放育儿补贴3600元，至其年满3周岁。对符合法律法规规定生育的3周岁以下婴幼儿，无论一孩、二孩、三孩，均可申领育儿补贴。对2025年1月1日之前出生、不满3周岁的婴幼儿，按应补贴月数折算计发补贴。预计各地可以在8月下旬陆续开放申领育儿补贴。
2025/7/28	工信部		部署下半年八方面重点工作，其中提到，制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案，加快人工智能终端、智能穿戴、无人机等技术开发和应用推广。启动促进工业新兴产业发展培育壮大新动能行动，完善人形机器人等产业发展政策。巩固新能源汽车行业“内卷式”竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。
2025/7/30	中共中央政治局		决定今年10月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。在保障改善民生中扩大消费需求。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序推进地方融资平台出清。增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。
2025/7/31	国务院	常务会议	审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，大力推进人工智能规模化商业化应用，推动人工智能在经济社会发展各领域加快普及、深度融合。会议部署实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策，更好激发消费潜力、提升市场活力。
2025/8/1	财政部、税务总局		自8月8日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对8月8日之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券及8月8日之后续发行部分的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

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>