

宏观量化经济指数周报 20250727

“反内卷”尚未改变货币政策态度

2025 年 07 月 27 日

观点

■ **周度 ECI 指数：**从周度数据来看，截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ECI 供给指数为 50.10%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，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 50.24%，较上周回升 0.01 个百分点。

■ **月度 ECI 指数：**从 7 月前四个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.12%，较 6 月回落 0.04 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 49.96%，较 6 月回落 0.01 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 月份供需两端均出现了边际回落的现象，一方面受到季节性因素影响，另一方面与近期发内卷政策以及消费品以旧换新政策接续问题的扰动有关。但整体来看，需求端未出现明显的下行风险，且 7 月出口高频数据指向出口仍具有较强韧性，需进一步关注中美第三次会谈的结果。工业生产方面，近期反内卷政策带动市场情绪改善，钢材、玻璃等资源品价格继续边际回暖，而工业生产景气度则整体保持平稳，主要行业开工率环比变化不大；出口方面，由于中美关税豁免日期的临近，我国再次出现了小幅“抢出口”的现象，我国监测港口累计完成货物吞吐量明显回暖，且整体强于上月同期，但从近期不断走弱的海运价格来看，后续出口仍面临一定下行风险。

■ **ELI 指数：**截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ELI 指数为-0.81%，较上周回升 0.10 个百分点。“反内卷”政策演化或尚未改变货币政策态度。7 月份度过税期之后，银行间狭义流动性出现收紧迹象，不仅隔夜资金利率冲高至 1.50% 以上，而且公开市场到期逆回购连续净回笼，7 月 21 日至 7 月 24 日逆回购操作合计净回笼达到 6723 亿元，在本周“反内卷”政策催涨大宗商品价格、提振股市风险偏好的背景下，利率市场联系到 2015 年至 2016 年供给侧改革开启后货币政策转向“加息”的记忆。然而我们认为，当前“反内卷”政策的演化尚未改变货币政策呵护流动性的态度，从充分性与必要性来看均缺乏足够的条件：（1）从充分条件看，“反内卷”政策快速推高煤炭、钢材和新能源金属等大宗商品价格，“通胀溢价”面临抬升的风险，从低通胀进入“再通胀”阶段一般伴随着利率底部回升和货币政策从宽松走向中性，但是从 10 年前的经验来看，“再通胀”的前提是产出缺口闭合，从 7 月 1 日“反内卷”政策进入部署落实阶段至今，多晶硅等新能源金属和煤炭等黑色系商品的“涨价”更多表现为基于政策预期的情绪性拉涨，以多晶硅为例，截至 7 月 25 日，GFEX 多晶硅主力合约收报 51025 元/吨，而同期 N 型多晶硅料报价则为 46.6 元/千克，多晶硅期货升水 4425 元/吨，现货价格涨幅未及期货价格涨幅，现货供需还未出现市场期待的“去产能”再平衡，因此“再通胀”仍需时日兑现；（2）从必要条件看，“反内卷”在供给侧加快“去产量、去产能”的同时，或也会导致上下游产品需求收缩，从“护航”反内卷政策落实来看，当前也需要货币政策保持流动性适度宽松，以稳定需求端。综合“反内卷”政策预期与落地节奏，当前商品价格涨价还不足以触发货币政策从宽松走向中性，7 月 25 日逆回购操作规模再度大幅净投放 6018 亿元，预计 7 月底跨月之后，资金面或重新宽松，主要期限资金利率或再度向政策利率收敛。

■ **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

《改革有力度，创新有突破》

2025-07-25

《中国的服务业占比低吗？工资低吗？》

2025-07-24

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数：供需两端仍保持平稳增长	4
1.2. ELI 指数：“反内卷”政策演化或尚未改变货币政策态度	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产：本周工业生产运行较为平稳	7
2.2. 消费：乘用车零售增速有所放缓	8
2.3. 投资：主要城市地产销售面积同比降幅有所走阔	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. 本周货币净回笼 705 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

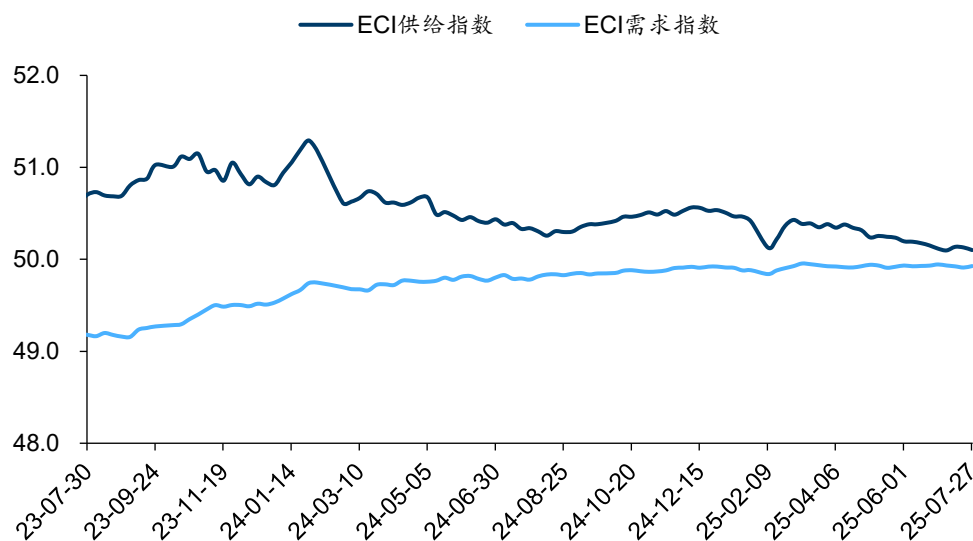
图 1:	本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率环比持平上周 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回落 (%)	9
图 7:	本周石油沥青装置开工率小幅回落 (%)	10
图 8:	上周 30 大中城市商品房成交面积环比回升	10
图 9:	本周集装箱运价指数小幅回落	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 21 日-7 月 27 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：供需两端仍保持平稳增长

从周度数据来看，截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ECI 供给指数为 50.10%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，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 50.24%，较上周回升 0.01 个百分点。

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 7 月前四个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.12%，较 6 月回落 0.04 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 49.96%，较 6 月回落 0.01 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 月份供需两端均出现了边际回落的现象，一方面受到季节性因素影响，另一方面与近期发内卷政策以及消费品以旧换新政策接续问题的扰动有关。但整体来看，需求端未出现明显的下行风险，且 7 月出口高频数据指向出口仍具有较强韧性，需进一步关注中美第三次会谈的结果。工业生产方面，近期反内卷政策带动市场情绪改善，钢材、玻璃等资源品价格继续边际回暖，而工业生产景气度则整体保持平稳，主要行业开工率环比变化不大；出口方面，由于中美关税豁免日期的临近，我国再次出现了小幅“抢出口”的现象，我国监测港口累计完成货物吞吐量明显回暖，且整体强于上月同期，但从近期不断走弱的海运价格来看，后续出口仍面临一定下行风险。

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	50.12	49.96	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：“反内卷”政策演化或尚未改变货币政策态度

截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ELI 指数为-0.81%，较上周回升 0.10 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

“反内卷”政策演化或尚未改变货币政策态度。7 月份度过税期之后，银行间狭义流动性出现收紧迹象，不仅隔夜资金利率冲高至 1.50% 以上，而且公开市场到期逆回购连续净回笼，7 月 21 日至 7 月 24 日逆回购操作合计净回笼达到 6723 亿元，在本周“反

内卷”政策催涨大宗商品价格、提振股市风险偏好的背景下，利率市场联系到 2015 年至 2016 年供给侧改革开启后货币政策转向“加息”的记忆。然而我们认为，当前“反内卷”政策的演化尚未改变货币政策呵护流动性的态度，从充分性与必要性来看均缺乏足够的条件：（1）从充分条件看，“反内卷”政策快速推高煤炭、钢材和新能源金属等大宗商品价格，“通胀溢价”面临抬升的风险，从低通胀进入“再通胀”阶段一般伴随着利率底部回升和货币政策从宽松走向中性，但是从 10 年前的经验来看，“再通胀”的前提是产出缺口闭合，从 7 月 1 日“反内卷”政策进入部署落实阶段至今，多晶硅等新能源金属和煤炭等黑色系商品的“涨价”更多表现为基于政策预期的情绪性拉涨，以多晶硅为例，截至 7 月 25 日，GFEX 多晶硅主力合约收报 51025 元/吨，而同期 N 型多晶硅料报价则为 46.6 元/千克，多晶硅期货升水 4425 元/吨，现货价格涨幅未及期货价格涨幅，现货供需还未出现市场期待的“去产能”再平衡，因此“再通胀”仍需时日兑现；（2）从必要条件看，“反内卷”在供给侧加快“去产量、去产能”的同时，或也会导致上下游产品需求收缩，从“护航”反内卷政策落实来看，当前也需要货币政策保持流动性适度宽松，以稳定需求端。综合“反内卷”政策预期与落地节奏，当前商品价格涨价还不足以触发货币政策从宽松走向中性，7 月 25 日逆回购操作规模再度大幅净投放 6018 亿元，预计 7 月底跨月之后，资金面或重新宽松，主要期限资金利率或再度向政策利率收敛。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：本周工业生产运行较为平稳

开工率方面，本周主要行业开工率环比各有升降。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 65.02%和 75.87%，分别环比回落 0.08 个百分点和 0.12 个百分点；本周 PTA 开工率录得 80.76%，环比持平上周，较去年同期回升 1.85 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 0.83 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 283.80 万吨，环比回落 29.25 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 13794.07 万吨，环比回升 12.34 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 207.47 万吨，环比回落 6.60 万吨。

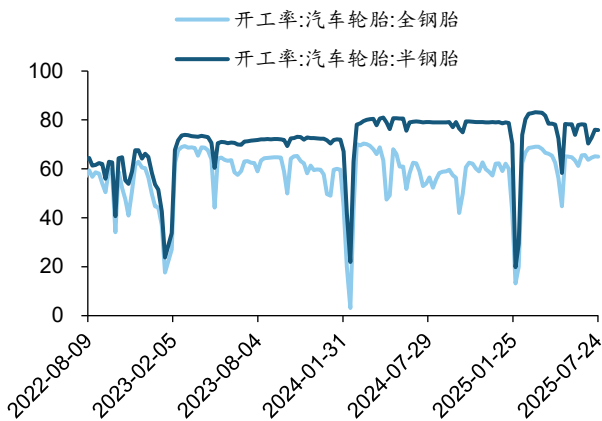
负荷率方面，7 月 18 日沿海七省电厂负荷率均值录得 86.71%，环比回落 0.14 个百分点，较去年同期回升 6.57 个百分点。

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	%	2025-07-24	65.02	65.10	(0.08)	54.03	10.99
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-07-24	75.87	75.99	(0.12)	79.15	(3.28)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-07-25	73.63	72.92	0.71	73.79	(0.16)
	开工率:PTA:国内	%	2025-07-24	80.76	80.76	0.00	78.91	1.85
	高炉开工率(247 家):全国	%	2025-07-25	83.48	83.48	0.00	82.65	0.83
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-07-26	13794.07	13781.73	12.34	15094.45	(1300.38)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-07-26	283.80	313.05	(29.25)	264.30	19.50
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-07-26	207.47	214.07	(6.60)	271.98	(64.51)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-07-18	86.71	86.86	(0.14)	80.14	6.57
	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)

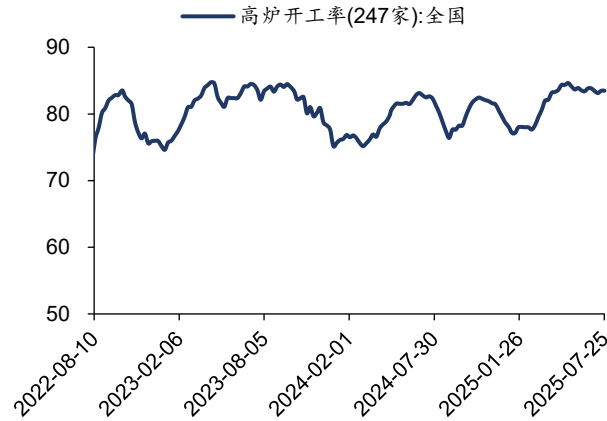
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

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：乘用车零售增速有所放缓

乘用车消费方面，7月20日乘用车当周日均销量录得58207辆，较去年同期回升7266辆。根据乘联会发布的最新数据，7月1-20日乘用车市场零售录得97.8万辆，同比去年同期回升11.0%，环比上月同期回落12.0%，其中新能源车市场零售录得53.7万辆，同比去年同期回升23.0%，环比上月同期回落12.0%。

价格指数方面，7月21日柯桥纺织价格指数录得105.86点，环比回落1.36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91.49%，环比回落0.63个百分点，较去年同期回升1.20个百分点。地铁日均客运量录得8176.90万人，环比回落39.84万人，较去年同期回升115.61万人。

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	2025-07-20	58207.00	47548.00	10659.00	50941.00	7266.00
	汽车消费指数	点	2025-06-30	75.00	81.60	(6.60)	74.50	0.50
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		2025-07-21	105.86	107.22	(1.36)	105.27	0.59
	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	%	2025-07-26	91.49	92.12	(0.63)	90.29	1.20
	地铁日均客运量	万人	2025-07-18	8176.90	8216.74	(39.84)	8061.29	115.61

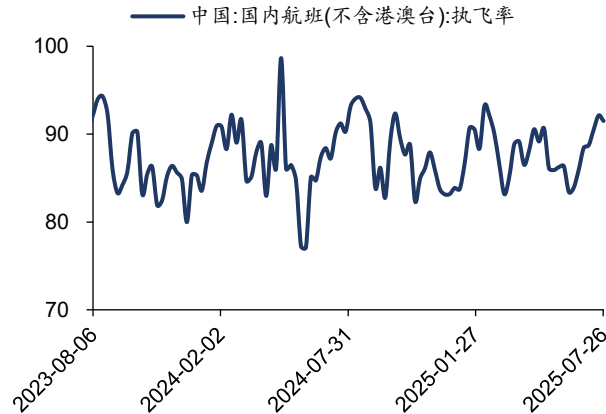
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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: 主要城市地产销售面积同比降幅有所走阔

基建投资方面, 2025 年 7 月 23 日石油沥青装置开工率录得 28.80%, 环比回落 4.00 个百分点, 较去年同期回升 4.00 个百分点; 2025 年 7 月 18 日全国水泥发运率录得 40.90%, 环比回升 0.78 个百分点, 较去年同期回升 4.25 个百分点。

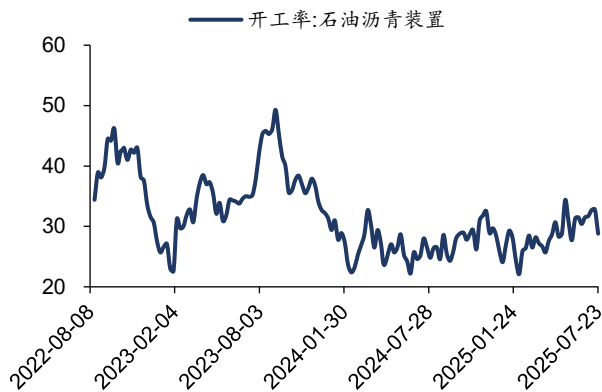
房地产投资方面, 上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 1387.59 万平方米, 环比回升 8.81%; 上周 30 大中城市商品房成交面积录得 133.91 万平方米, 环比回升 3.50%。7 月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得 277.20 元/吨, 环比回落 9.90 元/吨; 7 月中旬浮法平板玻璃市场价录得 1212.40 元/吨, 环比回升 9.10 元/吨。

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	%	2025-07-23	28.80	32.80	(4.00)	24.80	4.00
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-07-18	40.90	40.12	0.78	36.65	4.25
房地产 相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-07-20	1387.59	1275.29	112.30	1032.27	355.32
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-07-20	133.91	129.38	4.53	155.25	(21.34)
	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)

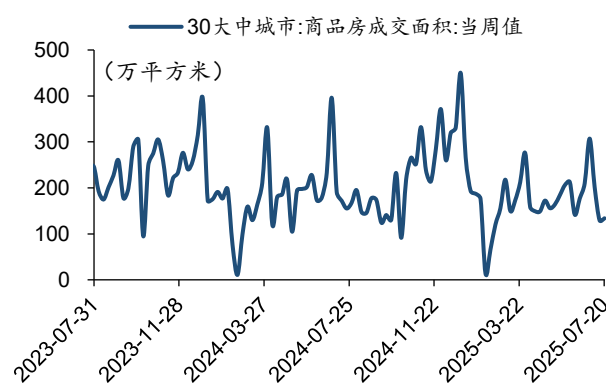
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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：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 1592.59 点和 1261.35 点，分别环比回落 54.31 点和 42.19 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 2137.20 点，环比回 209.80 点。

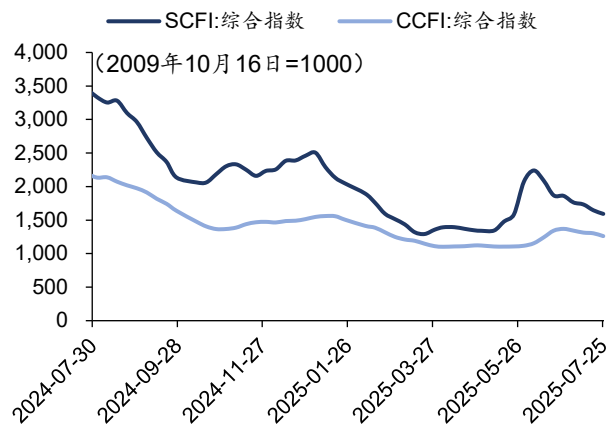
出口数量方面，韩国 7 月前 20 日出口总额同比增速录得-2.20%，较 6 月回落 10.50 个百分点，较去年回落 20.10 个百分点。国内方面，7 月 7 日-7 月 13 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 26676.6 万吨，环比回升 2.43%。

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	/	2025-07-25	1592.59	1646.90	(54.31)	3447.87	(1855.28)
	CCFI:综合指数	/	2025-07-25	1261.35	1303.54	(42.19)	2180.69	(919.34)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-07-26	2137.20	1927.40	209.80	1722.00	415.20
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)

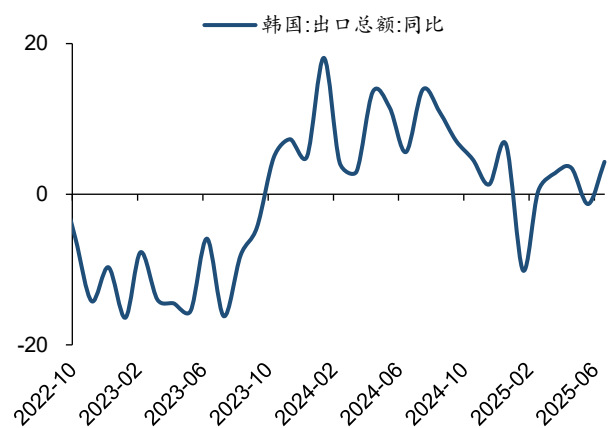
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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 20.72 元/公斤，环比回升 0.07 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.39 元/公斤，环比惠升 0.01 元/公斤。

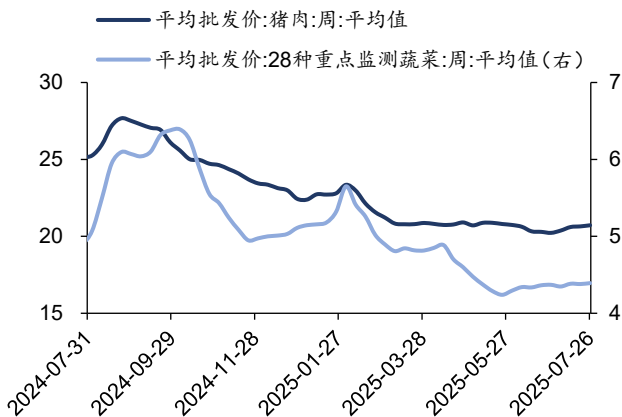
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 68.79 美元/桶，环比回落 0.26 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3391.36 美元/盎司，环比回升 39.66 美元/盎司。

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	2025-07-26	20.72	20.65	0.07	25.12	(4.40)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-07-26	4.39	4.38	0.01	4.90	(0.50)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-07-26	68.79	69.05	(0.26)	81.72	(12.94)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-07-26	3391.36	3351.70	39.66	2391.32	1000.04

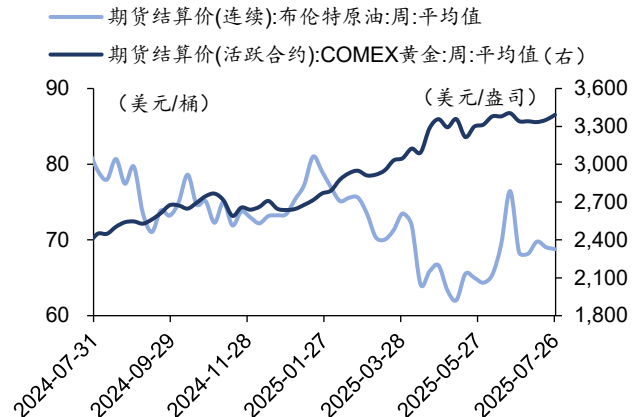
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



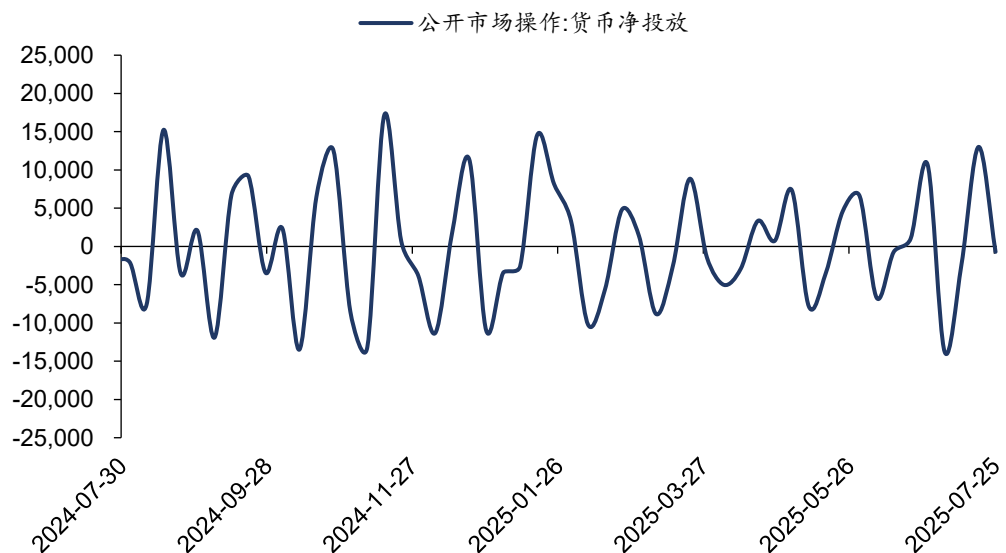
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净回笼 705 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 16563.0 亿元逆回购操作，有 17268.0 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 705.0 亿元。

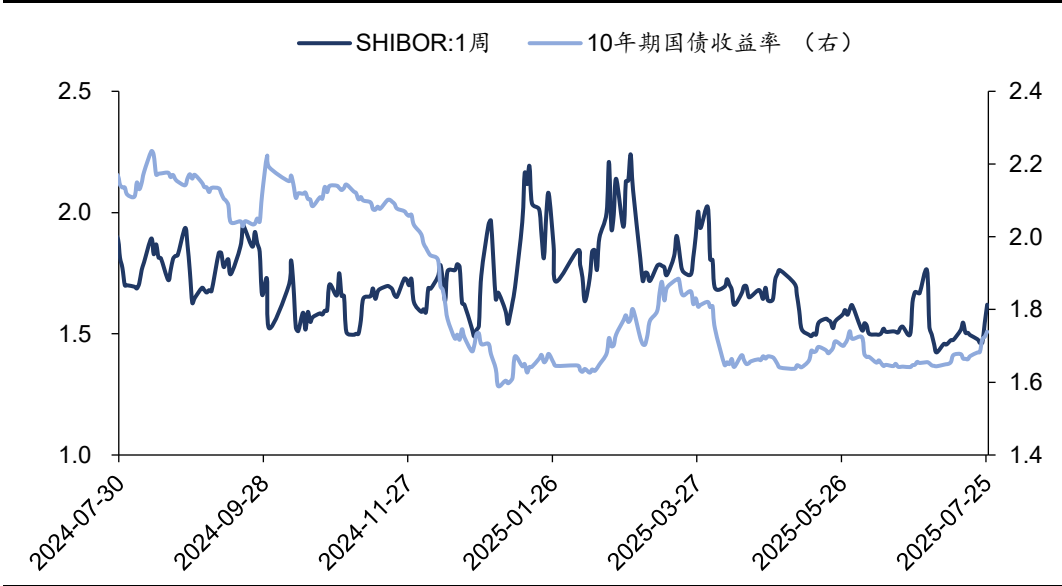
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回升，从周初的 1.4770% 回升至周末的 1.6200%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.6819% 回升至周末的 1.7393%。

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21日-7月27日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/7/21	国务院	《住房租赁条例》	自2025年9月15日起施行。《条例》旨在规范住房租赁活动，维护住房租赁活动当事人合法权益，稳定住房租赁关系，促进住房租赁市场高质量发展，推动加快建立租购并举的住房制度。
2025/7/23	国家发改委		将积极采取务实有效措施，健全全国企民企协同发展的体制机制，推动整治内卷式竞争、拓展产业链供应链合作、促进科技创新、完善公司治理和国际化经营服务等。
2025/7/23	农业农村部	生猪产业高质量发展座谈会	生猪产业面临产能阶段性偏高、生产和价格波动风险大等问题。要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。
2025/7/25	国务院	常务会议	部署逐步推行免费学前教育有关举措。会议指出，逐步推行免费学前教育是涉及千家万户、事关长远发展的重要惠民举措。要指导各地尽快细化工作方案，按照分担比例安排好补助资金，确保按时足额拨付。
2025/7/25	证监会		部署下一阶段改革发展七大重点任务。其中提出，全力巩固市场回稳向好态势；推出深化创业板改革的一揽子举措；从资产端、资金端进一步固本培元，加快推进财务造假综合惩防意见落地；持续提升监管执法效能；精准防控资本市场重点领域风险，统筹化解处置房企债券违约风险和支持构建房地产发展新模式。

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>