

#海外经济

关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？

2025 年 07 月 17 日

- **核心观点：**2 月特朗普关税落地以来，美国核心通胀反而连续 5 个月不及预期。我们认为造成这一结果的原因有：美国贸易商进口与库存周期前置，墨西哥商品进口规模增大且对美持续输入通缩，对关税敏感的核心商品在 CPI 中权重较小，以及关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。向前看，我们倾向于未来一个季度美国 CPI 环比增长中枢更容易不及市场预期，但关税对通胀影响的不确定性、关税本身的不确定性以及鲍威尔对货币政策独立性的诉求意味着，当前市场预期的 25H2 美联储的 2 次降息难以实现，降息仍存在不及预期风险。
- **横向看，关税压力有多少传导到了核心商品？**关税带来的成本由贸易链条上的四个环节分担，分别对应外国制造商（外国 PPI）、外国贸易商（汇率）、本国贸易商（本国 PPI）、本国消费者（本国 CPI）四个部门。2018-19 年期间，在上述其他环节的对冲下，最终仅有 0.2% 的价格压力传导至美国 CPI。
- **但与上一轮贸易摩擦不同的是，本轮美国关税的最大缓冲地带应该在美国贸易商。**本轮美国贸易商通过：①前置商品进口；②加大来自墨西哥的 USCMA 免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击。此外，从 6 月 CPI 数据来看，家居陈设&用品、服装、休闲商品等关税敏感项目价格环比增速加快，但由于其在核心商品中的占比不大，因此对总体和核心 CPI 的贡献度并不高。
- **纵向看，关税对美国通胀的综合影响是怎么样的？**由于关税本质上是收缩性政策，因此在经济总需求不变的情况下，关税造成的是商品部门的滞胀与服务部门的衰退冲击。因此，在关税给美国核心商品带来通胀压力的同时，美国核心 CPI 反而在核心服务的拖累下呈现下行趋势。美联储对通胀的拆分显示，今年 2 月以来，PCE 通胀的上行主要来自供给因素，需求因素的贡献则显著走弱。
- **向前看，如何理解和交易美国通胀的未来影响？**6 月 CPI 公布后，由于关税对商品通胀的上行压力已开始显现，交易员预期未来一个季度美国 CPI 将延续 0.3% 的环比增长中枢运行。但考虑到上述因素，我们倾向于未来一个季度美国 CPI 环比增长中枢更容易不及市场预期，25Q3 美国 CPI 同比增速仍有望保持在 3% 以下。
- **但这并不意味着美联储在下半年更大幅度的降息。**首先，目前尚无法验证关税对美国增长和通胀的冲击是一次性的滞后影响、还是持续性的，这也是美联储陷入降息决策两难的主要原因。其次，关税本身仍然存在高度不确定性，且即使美国通胀 Q3 没有显著上行，美联储也难以判断未来是否有新的关税冲突给通胀带来上行风险。最后，特朗普对美联储独立性的持续干预，反而可能令鲍威尔出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，选择延后降息。
- **风险提示：**美国关税政策不确定性风险；美国通胀超预期上行；特朗普罢免鲍威尔，引发美联储信用危机。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《寻找内需增量：发挥最低工资的“灯塔效应”》

2025-07-17

《城市更新的空间有多大？——2025 年 7 月中央城市工作会议点评》

2025-07-15

内容目录

1. 横向看，关税压力有多少传导到了核心商品？	4
1.1. 缓兵之计：前置商品进口	5
1.2. 此消彼长：进口替代效应	6
1.3. 从美国 6 月 CPI 来看，关税压力有多少传导到了核心商品？	6
2. 纵向看，关税对美国通胀的综合影响是怎么样？	7
3. 向前看，如何理解和交易美国通胀的未来影响？	8
4. 风险提示	9

图表目录

图 1: 美国核心 CPI 环比 vs 预测值.....4

图 2: 彭博美国经济意外指数（2024 年以来）.....4

图 3: 美国 CPI 及分项同比增速5

图 4: 美国贸易商 PPI、中国核心 PPI、人民币汇率5

图 5: 美国 GDP 季环比折年率及分项拉动率.....5

图 6: 美国商品进口、出口同比增速.....5

图 7: 美国商品进口规模.....6

图 8: 根据产地划分的美国零售价格日频跟踪.....6

图 9: 美国 CPI 环比增速、权重及拉动率7

图 10: 美国 PCEPI 同比增速及其成因7

图 11: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速7

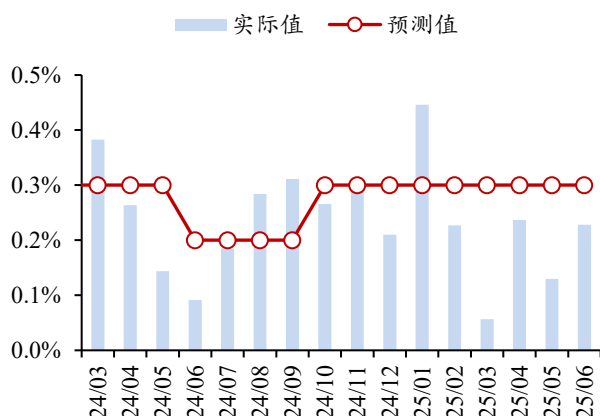
图 12: 美国居住 CPI 与房价同比增速8

图 13: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比.....8

图 14: 不同环比增长中枢下的美国 CPI 同比增速 vs 分析师、交易员对美国 CPI 同比增速的预期.....9

今年2月以来，特朗普开始对其贸易伙伴加征关税，4月2日更是对全球加征至少10%的关税。但有趣的是，2月以来的美国核心CPI环比增速连续不及分析师一致预期。一边是节节攀升的关税，一边是连续不及预期的通胀，这一诡异的组合导致自3月公布2月美国CPI以来，彭博编制的美国通胀意外指数开启下跌并转负。

图1：美国核心CPI环比 vs 预测值



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图2：彭博美国经济意外指数（2024年以来）



数据来源：彭博，东吴证券研究所

为何关税落地后，美国通胀会持续不及预期？我们从横、纵两个角度分析这个问题：

①横向看，关税带来的价格压力有多少传导到了美国核心商品通胀上？②纵向看，关税在给核心商品带来通胀的同时，对核心服务和美国通胀的影响又是怎样的？

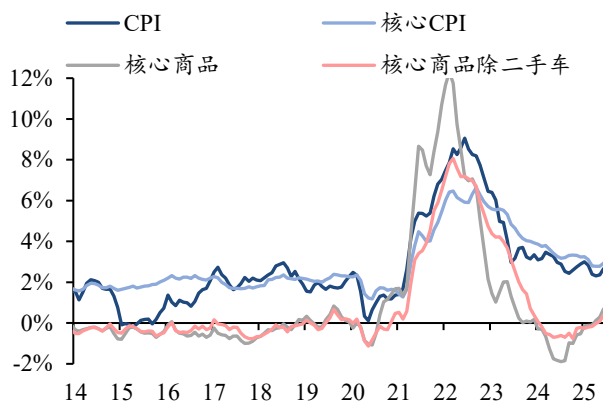
1. 横向看，关税压力有多少传导到了核心商品？

理论上，关税带来的成本应由整个贸易链条的利润分摊，而链条上一共有四个环节：外国生产、外国贸易、本国贸易、本国消费，分别对应外国制造商、外国贸易商、本国贸易商、本国消费者四个部门。以中美贸易为例，贸易链利润率的简单逻辑关系如下：

$$\text{贸易链利润率} = \text{美国商品 CPI} - \text{美国贸易 PPI} - \text{汇率} - \text{中国 PPI}$$

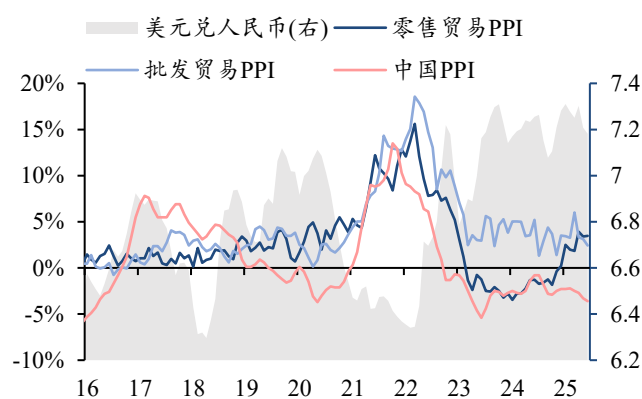
例如在上一轮贸易摩擦中，2018年4月至2019年9月间，美国对华平均有效关税税率从5.87%提升13.61%至19.48%，而同期中国PPI同比增速下跌4.6%至-1.2%，人民币较美元贬值13.1%至7.12%，可以说仅外国生产、外国贸易两个环节就已对冲了全部的关税影响。同一时期，美国批发贸易PPI同比增速上涨2.24%至4.23%，零售贸易PPI上涨3.27%至4.14%，而核心商品CPI仅上涨1.03%至0.66%。叠加核心商品在CPI中仅有20%的权重，因此上一轮贸易摩擦中，最终仅有0.2%的价格压力传导到了美国CPI。另外，由于油价的下跌，最终这一时期的CPI同比增幅反而下跌了0.75%至1.71%。

图3: 美国 CPI 及分项同比增速



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图4: 美国贸易商 PPI、中国核心 PPI、人民币汇率



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

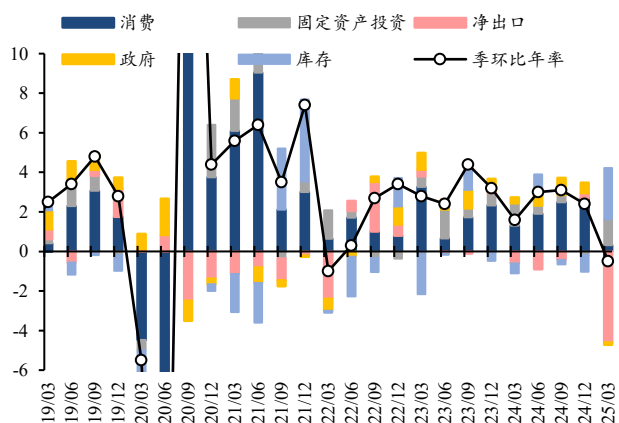
但此一时彼一时, 根据 TBL 测算, 2025 年迄今美国平均有效关税税率一度从 2.4% 提升至 28%, 最新为 19.7%, 但年迄今中国的 PPI 与汇率走势较为稳定, 反而是美元指数跌幅高达 10%, 而期间美国核心 CPI 同比增速提升 0.83% 至 0.7%。若由此倒推, 则本轮美国关税的最大缓冲地带应该在美国贸易商。

那么, 这一关税的缓冲地带是如何构成的?

1.1. 缓兵之计: 前置商品进口

由于市场在去年特朗普胜选时已有较强的关税预期, 因此美国贸易商自去年底便开始加速前置商品的进口与补库。2024 年 12 月以来, 美国商品进口增速便开始飙升, 在 25Q1, 净出口拖累当季美国 GDP 增速-4.61%, 同时库存变动提振 GDP 增速+2.59%。这些赶在 4 月 2 日对等关税落地前完成的进口在贸易商层面暂缓了关税向美国居民部门的传导。

图5: 美国 GDP 季环比折年率及分项拉动率



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图6: 美国商品进口、出口同比增速

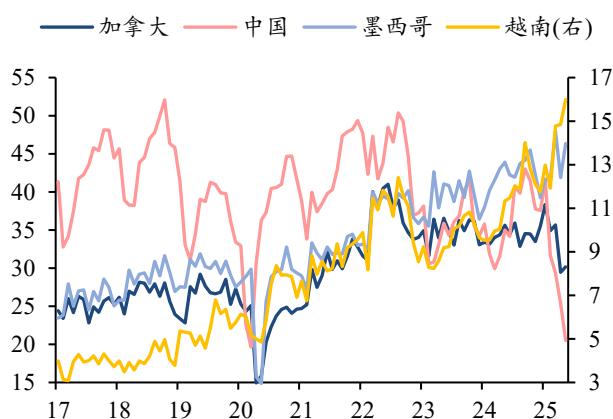


数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

1.2. 此消彼长：进口替代效应

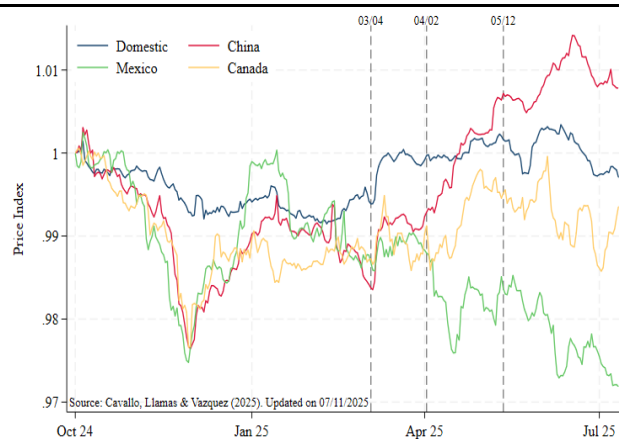
虽然当前美国平均有效关税税率高达 17.3%，但如果一件来自墨西哥或加拿大的商品符合美加墨自由贸易协定（USMCA）的原产地规则，则其关税税率为 0%。2024 年美国商品进口总规模为 3.36 万亿美元，其中墨西哥、加拿大各有 2487、1565 亿美元商品符合 USMCA 标准，享受 0%关税待遇，占商品总进口规模的 12.3%。水往低处流，在替代效应下，年迄今美国对墨西哥商品进口规模持续攀升。另外，中美贸易政策的不确定性导致今年以来美国对华进口规模的显著减少和对越南进口规模的明显增加。

图7：美国商品进口规模



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位十亿美元

图8：根据产地划分的美国零售价格日频跟踪



数据来源：<Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs>，东吴证券研究所

论文<Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs>通过结合日频美国零售数据与商品的 HS Code/进口国信息分析发现，今年以来，虽然关税升级导致中国进口商品价格快速提升，但墨西哥进口商品价格却在不断走低，加拿大进口商品价格则涨幅有限。

最终，在替代效应下，美国进口了更多来自越南与墨西哥的商品，叠加墨西哥进口商品的通缩作用，很好地缓冲了关税给美国核心商品通胀的压力。值得注意的是，虽然美国对加拿大、墨西哥在 USMCA 框架内的进口产品关税进行了豁免，但仍有非 USMCA 产品被加征关税，而来自墨西哥进口商品价格指数却一路走低。除了季节性因素外，或也在一定程度上体现了美国国内需求走弱带来的进口商品通缩效应。

1.3. 从美国 6 月 CPI 来看，关税压力有多少传导到了核心商品？

6 月核心商品 CPI 环比由前值-0.04%提升至+0.2%。其中，家居陈设&用品环比由+0.34%涨至+0.98%，创 2022 年 2 月以来新高；服装由-0.42%上涨至+0.43%，休闲商品由+0.41%上涨至+0.77%。三者是 6 月美国核心商品通胀大幅上涨的主要贡献，也是对关税敏感的项目。但由于三者 CPI 权重占比分别为 3.36%、2.51%、1.82%，因此对总体 CPI 环比拉动率较小，合计拉动 0.05%。而核心商品中权重占比最高的交运商品则受到新车与二手车的价格拖累，并未出现显著的环比上行。

因此，从美国 6 月 CPI 数据细节中可看出，关税给核心商品通胀带来的上行压力已

部分显露，但由于其在核心商品中的占比不大，因此对总体和核心 CPI 的贡献度不高。

图9：美国 CPI 环比增速、权重及拉动率

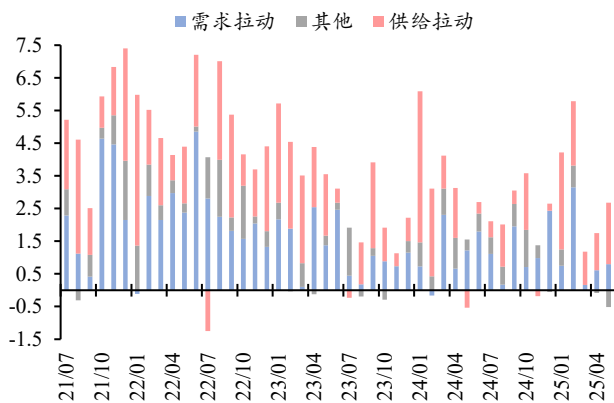
拉动率	权重	环比增速	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05
0.29	100.00	所有项目	0.29	0.08	0.22	-0.05	0.22	0.47	0.36	0.28	0.23	0.23	0.18	0.14	0.00	0.04
0.04	13.64	食品	0.33	0.29	-0.08	0.44	0.16	0.36	0.29	0.32	0.21	0.32	0.15	0.15	0.24	0.14
0.02	8.00	食品商品	0.28	0.27	-0.44	0.49	0.01	0.46	0.28	0.35	0.19	0.31	0.08	0.11	0.12	0.00
0.02	5.64	食品服务	0.40	0.31	0.44	0.36	0.39	0.24	0.30	0.28	0.24	0.34	0.26	0.21	0.41	0.35
0.06	6.38	能源	0.95	-0.98	0.67	-2.39	0.20	1.08	2.42	0.09	-0.22	-0.95	-0.99	-0.43	-1.57	-1.34
0.03	3.19	能源商品	1.04	-2.42	-0.22	-6.08	-0.89	1.94	3.93	0.23	-1.08	-2.28	-1.28	-0.80	-2.95	-2.36
0.03	3.06	机动车汽油	1.04	-2.61	-0.11	-6.22	-0.91	1.83	4.00	0.23	-1.03	-2.27	-1.23	-0.89	-2.99	-2.44
0.03	3.19	能源服务	0.86	0.43	1.55	1.57	1.38	0.31	0.75	-0.08	0.73	0.57	-0.67	0.01	0.09	-0.09
0.02	2.41	电力服务	0.97	0.90	0.85	0.94	1.02	-0.04	0.20	-0.23	0.79	0.54	-0.41	0.16	-0.30	0.05
0.00	0.78	天然气服务	0.53	-0.96	3.70	3.57	2.54	1.79	2.82	0.48	0.50	0.67	-1.61	-0.53	1.51	-0.63
0.18	79.98	核心项目	0.23	0.13	0.24	0.06	0.23	0.45	0.21	0.29	0.27	0.31	0.28	0.19	0.09	0.14
0.04	19.30	核心商品	0.20	-0.04	0.06	-0.09	0.22	0.28	-0.04	0.21	0.02	0.17	-0.12	-0.23	-0.17	-0.14
0.05	16.91	核心商品除二手车	0.32	0.03	0.15	-0.01	0.12	0.02	-0.13	0.09	-0.11	0.13	-0.11	-0.10	-0.01	-0.06
0.03	3.36	家居陈设&用品	0.98	0.34	0.22	0.02	0.19	-0.18	-0.22	0.61	-0.02	0.04	-0.26	0.00	-0.14	0.02
0.01	2.51	服装	0.43	-0.42	-0.20	0.37	0.60	-1.38	0.13	0.08	-0.89	0.99	0.10	-0.27	-0.01	-0.21
-0.03	7.23	交通运输商品	-0.38	-0.30	-0.18	-0.18	0.22	0.80	0.46	0.64	0.37	0.30	-0.03	-0.51	-0.61	-0.47
-0.01	4.34	新车	-0.34	-0.29	-0.01	0.10	-0.07	0.04	0.36	0.47	-0.02	0.13	0.03	-0.14	-0.15	-0.42
-0.02	2.40	二手车	-0.67	-0.54	-0.53	-0.69	0.88	2.19	0.76	1.29	1.21	0.50	-0.16	-1.44	-1.63	-0.82
0.00	1.52	医疗保健商品	0.10	0.59	0.42	-1.13	0.12	1.17	-0.01	-0.12	-0.19	-0.68	-0.22	0.16	0.19	1.28
0.01	1.82	休闲商品	0.77	0.41	0.41	-0.32	-0.69	0.32	-0.45	-0.40	-0.04	-0.35	-0.16	-0.32	0.26	-0.14
0.00	0.74	教育&通讯商品	-0.01	0.06	0.30	0.45	-0.15	0.07	-1.33	-0.86	-0.27	-0.61	-0.73	-0.23	-0.56	-1.47
0.00	0.83	酒饮	0.14	-0.14	0.01	0.22	0.49	0.32	-0.34	-0.01	0.41	0.09	0.12	0.09	0.25	0.13
0.00	1.29	其他商品	0.33	0.16	0.33	0.26	0.84	0.22	-0.43	0.25	0.37	0.23	0.24	0.21	0.19	0.47
0.15	60.67	核心服务	0.25	0.17	0.29	0.11	0.25	0.51	0.26	0.29	0.34	0.36	0.38	0.32	0.19	0.22
0.11	28.81	服务除居住	0.38	0.25	0.29	0.26	0.36	0.52	0.32	0.20	0.40	0.50	0.15	0.12	0.07	0.10
0.06	35.47	居住	0.18	0.25	0.33	0.22	0.28	0.37	0.27	0.34	0.39	0.27	0.48	0.36	0.23	0.37
0.02	7.46	租金	0.23	0.21	0.34	0.33	0.28	0.35	0.30	0.25	0.30	0.29	0.35	0.47	0.27	0.37
-0.04	1.42	酒店住宿	-2.89	-0.07	-0.10	-3.54	0.18	1.43	-0.51	2.60	0.37	-1.08	1.31	0.01	-1.28	-0.60
0.08	26.18	自住房折算	0.30	0.27	0.36	0.40	0.28	0.31	0.31	0.25	0.41	0.34	0.47	0.36	0.31	0.42
0.00	1.09	供水&垃圾处理	0.40	0.24	0.29	0.19	1.00	0.65	0.07	0.55	0.40	0.60	0.40	0.48	0.22	-0.06
0.04	6.74	医保服务	0.56	0.18	0.51	0.51	0.31	0.02	0.16	0.31	0.33	0.62	-0.07	-0.12	0.19	0.33
0.02	3.66	专业医疗服务	0.51	0.00	0.44	0.18	0.31	-0.21	0.08	0.36	0.45	0.54	-0.06	0.17	0.13	0.30
0.01	2.29	医院	0.42	0.40	0.54	1.32	0.23	0.86	0.23	0.07	0.45	0.27	0.38	-0.99	0.11	0.29
0.00	0.79	健康保险	0.59	0.23	0.43	0.39	0.29	0.74	-0.01	0.18	0.48	0.36	0.14	-0.44	0.11	0.54
0.01	6.30	运输服务	0.16	-0.20	0.14	-1.41	-0.81	1.84	0.46	0.12	0.36	1.21	0.83	0.41	-0.45	-0.32
0.00	0.89	机票	-0.11	-2.74	-2.83	-5.27	-3.99	1.24	3.03	-0.01	1.85	2.80	3.19	-0.24	-4.12	-3.30
0.00	2.83	机动车保险	0.08	0.65	0.65	-0.76	0.27	1.99	0.46	0.30	-0.19	1.05	0.58	0.93	0.87	0.09
0.01	3.46	休闲服务	0.23	-0.10	-0.29	0.05	0.81	1.37	0.26	0.72	0.65	-0.34	0.07	0.33	0.09	-0.13
0.01	4.91	教育&通讯服务	0.12	0.09	-0.20	0.24	0.31	0.34	0.20	-0.22	-0.14	0.04	0.17	0.16	0.01	0.25
0.01	1.65	其他服务	0.60	0.39	0.24	1.62	0.91	-0.50	-0.30	0.38	0.27	0.13	0.20	0.26	0.92	-0.32

数据来源：彭博，东吴证券研究所

2. 纵向看，关税对美国通胀的综合影响是怎么样的？

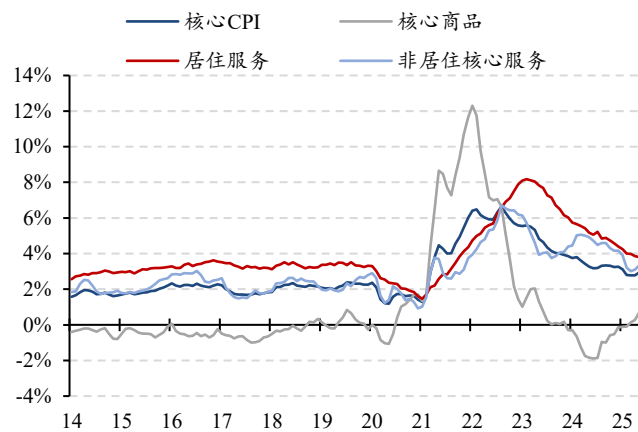
由于关税本质上是收缩性政策，因此在经济总需求不变的情况下，关税造成的是商品部门的滞胀与服务部门的衰退冲击。因此，在关税给美国核心商品带来通胀压力的同时，美国核心 CPI 反而在核心服务的拖累下呈现下行趋势。

图10：美国 PCEPI 同比增速及其成因



数据来源：美联储，东吴证券研究所；单位%

图11：美国核心 CPI 及三大分项同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

我们可同时从旧金山联储对美国 PCE 通胀同比增速的归因来进行交叉验证。今年 2 月以来，PCE 通胀的上行主要来自供给因素，需求因素的贡献则显著走弱。

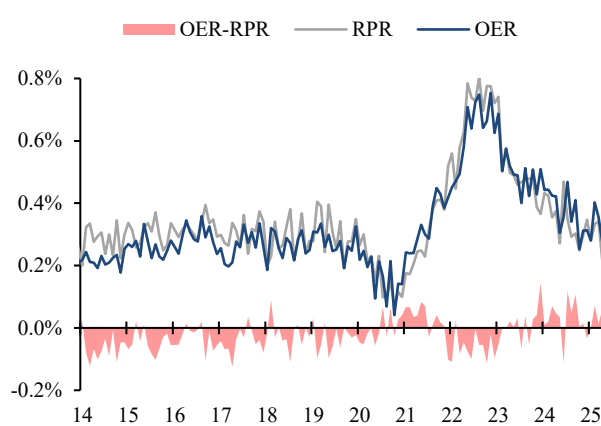
当然，核心服务通胀的下行中也夹杂着一些其他因素的影响。我们以居住通胀为例，2022 年以来，居住通胀的回落来自四个方面：①高利率压制需求带来的房价回落，导致居住通胀滞后的回落；②居住通胀黏性较强，因此其回落趋势惯性较大；③前期基数效应导致居住通胀环比虽已回落至疫情前中枢水平，但同比增速仍能保持回落；④近期租金通胀环比增速更大的回落或侧面反映了服务部门的“消费降级”。

图12：美国居住 CPI 与房价同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图13：美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



数据来源：彭博，东吴证券研究所

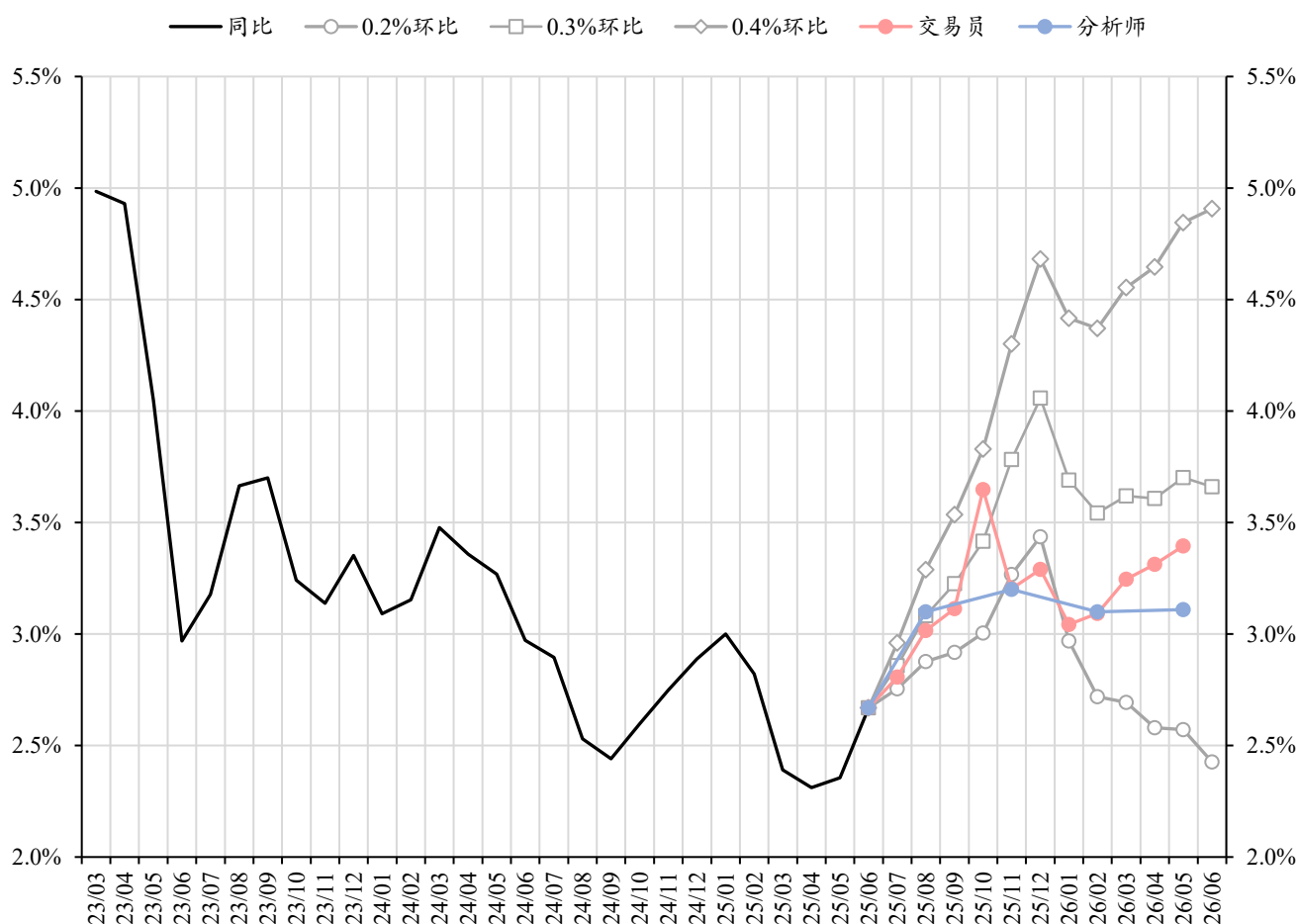
3. 向前看，如何理解和交易美国通胀的未来影响？

6 月 CPI 公布后，由于关税对商品通胀的上行压力已开始显现，交易员预期未来一个季度美国 CPI 将延续 0.3% 的环比增长中枢运行（图 14）。但如我们前两部分所分析，由于美国贸易商进口与库存周期的前置、墨西哥商品进口规模增大且对美输入通缩、关税敏感的核心商品占比较小、以及关税给服务部门和美国经济总需求带来的负面影响，我们更倾向于未来一个季度美国 CPI 环比增长中枢更容易不及市场预期，25Q3 美国 CPI 同比增速仍有望保持在 3% 以下。

但这并不意味着美联储在下半年更大幅度的降息。

首先，目前尚无法验证关税对美国增长和通胀的冲击是一次性的滞后影响、还是持续性的，这也是美联储陷入降息决策两难的主要原因。根据当前分析师一致预期，美国核心 PCE 同比增速将在 25Q3、25Q4 分别来到 3.1%、3.2%，失业率来到 4.4%、4.5%。边际上更滞胀的经济走势意味着更低的产出缺口与更高的通胀缺口，这使得美联储货币政策更容易陷入两难，最终导致美联储选择观望策略延后降息。

图14: 不同环比增长中枢下的美国 CPI 同比增速 vs 分析师、交易员对美国 CPI 同比增速的预期



数据来源：彭博，东吴证券研究所

其次，关税本身仍然存在高度不确定性。近期特朗普掀起“对等关税”2.0 风波，陆续宣布对部分国家新的关税税率，并将对等关税生效日期再度延后至 8 月 1 日。虽然特朗普声称这是最后一次延期，但其政策的“TACO”特征、以及关税谈判进展的不确定性意味着，下半年关税的反复仍是最大的政策不确定性之一。对于美联储而言，其面临的重大问题在于，验证关税对通胀的传导需要的时间是主观且模糊的，且即使美国通胀 Q3 没有显著上行，美联储也难以判断未来是否有新的关税冲突给通胀带来上行风险。

最后，特朗普对美联储独立性的持续干预，反而可能令鲍威尔出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，选择延后降息。

4. 风险提示

美国关税政策不确定性风险：特朗普关税政策反复，引发通胀不确定性和通胀预期

飙升，进而持续推高美国通胀水平；

美国通胀超预期上行：贸易商在盈利压力下，将关税的价格压力更多传导至终端消费者，令关税对美国商品通胀的传导幅度超预期；

特朗普罢免鲍威尔，引发美联储信用危机：特朗普政府多次表达对美联储迟迟不降息的不满，特朗普表示考虑换掉美联储主席；若这一事件落地，则将剧烈冲击美联储和货币政策的独立性，引发市场动荡和通胀预期上升。

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>