

宏观量化经济指数周报 20250525

存款“降息”或加剧银行负债端压力

2025年05月25日

观点

■ **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2025 年 5 月 25 日,本周 ECI 供给指数为 50.23%,较上周回落 0.01 个百分点;ECI 需求指数为 49.92%,较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.96%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 消费指数为 49.74%,较上周环比持平;ECI 出口指数为 50.20%,较上周回升 0.04 个百分点。

■ **月度 ECI 指数:** 从 5 月前四周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.24%,较 4 月回落 0.11 个百分点;ECI 需求指数为 49.92%,较 4 月环比持平。从分项来看,ECI 投资指数为 49.97%,较 4 月回升 0.03 个百分点;ECI 消费指数为 49.74%,较 4 月回升 0.02 个百分点;ECI 出口指数为 50.20%,较 4 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看,尽管中美贸易谈判取得了超预期的进展,但对等关税还是对 5 月份工业生产造成了明显扰动,而从对出口的影响来看,5 月份出口景气度较 4 月份有所回落但仍保持着较强韧性,“抢出口”和“抢转口”或对二季度出口增速形成一定支撑。工业生产方面,受前期对等关税落地后出口订单减少的影响,多个主要行业开工率较 4 月有所回落,从出口交货值的角度来看,4 月份规模以上工业企业出口交货值同比增速仅录得 0.9%,一定程度上也指向出口企业对于扩张生产的意愿较低;地产方面,5 月份 30 大中城市商品房销售面积有所回暖,截止 5 月 24 日同比增速录得-2.8%,较 4 月份的-12.1%明显收窄,往后看,5 月份的降息将进一步降低购房者的成本,地产销售有望再度企稳回升。

■ **ELI 指数:** 截至 2025 年 5 月 25 日,本周 ELI 指数为-0.90%,较上周回升 0.06 个百分点。存款“降息”或加剧银行“负债荒”。截至 5 月 20 日,7 日“一行一局一会”新闻发布会上部署的“降息”全部落地,在 7 天期逆回购操作利率调降 10bps 的带动下,本月 LPR 报价等幅度下调 10bps,并传导至银行存款挂牌利率下调。本轮“降息”更加侧重“稳息差”,相比贷款利率,存款挂牌利率调降幅度更高,1 年期定存利率下降 15bps 至 0.95%,3 年期和 5 年期定存利率分别下调 25bps 至 1.25%和 1.30%,存款“降息”或继续推动存款“搬家”至资管产品,而在贷款要合理增长的背景下,存款“搬家”或推动银行体系负债端压力上升,一季度曾经出现过的“负债荒”风险或重现:(1)从“价”上看,同业存单到期收益率反应迅速,5 月 20 日后同业存单利率开启上行,AAA 级 1 年期同业存单到期收益率从 1.67%抬升至 1.6950%,而同期 DR007 则从 1.60%下降至 1.5860%,资金面均衡宽松的态势下同业存单利率反而上行,显示资金市场预期存款“降息”或导致银行在“负债荒”压力下加大同业存单发行量;(2)从“量”上看,6 月份同业存单到期规模较高,根据 Wind 统计,6 月份将有 4.14 万亿同业存单到期,单月到期规模处于近两年来最高,若 5 月至 6 月贷款投放景气度回升,同业存单市场将既有较高的到期续发压力,亦有净融资风险,或进一步加剧银行体系“负债荒”,资金面供需和资金利率预期均有重现 3 月份较高波动的风险。从资金需求传导至货币政策操作看,5 月 15 日“降准”释放约 1 万亿基础货币,对于稳定银行负债有积极作用,同时 5 月 23 日央行开展 5000 亿元 MLF 操作,本月净投放 3750 亿元,为连续第三个月加量续作,且 MLF 中标利率水平或继续贴近同业存单融资利率,预计银行体系“负债荒”或推升 MLF 投标需求,若 MLF 连续加量投放,对冲“负债荒”压力,那么同业存单利率的上行空间或有限。

■ **风险提示:** 短期出现“抢出口”现象;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

《【勘误版】谁是消费“领头羊”:人口周期改变消费模式》

2025-05-19

《央行报表总规模因何连月缩减?》

2025-05-18

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数: 5 月供需两端下行压力有所放缓	4
1.2. ELI 指数: 存款“降息”或加剧银行“负债荒”	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产: 工业生产环比小幅放缓	7
2.2. 消费: 乘用车零售增速保持平稳	8
2.3. 投资: 地产销售景气度仍相对偏低	9
2.4. 出口: 海运价格指数全面回暖	10
2.5. 通胀: 5 月份食品价格有所回落	11
2.6. 本周货币净投放 4600 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

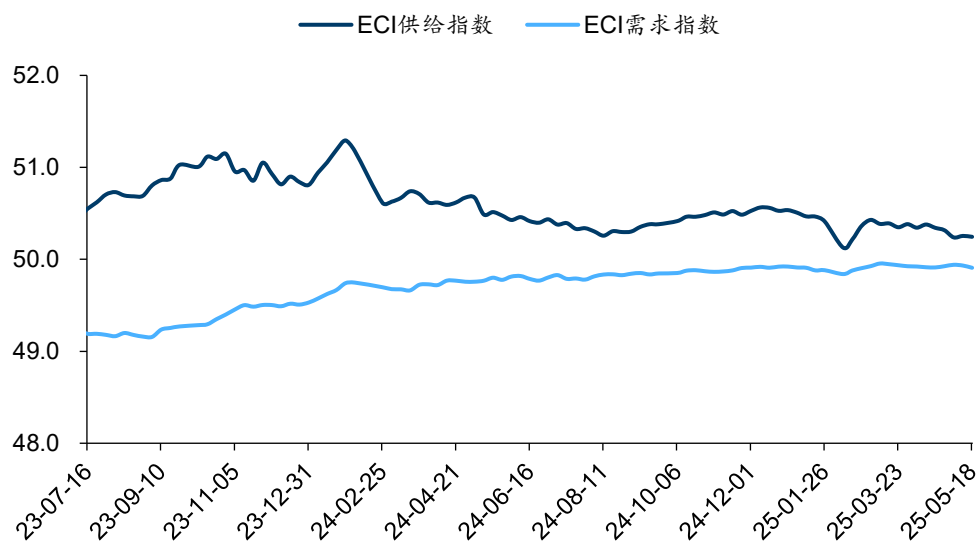
图 1:	本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回落 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率小幅回落 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回升 (%)	9
图 7:	上周石油沥青装置开工率小幅回落 (%)	10
图 8:	本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落	10
图 9:	本周集装箱运价指数小幅回暖	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 (5 月 19 日-5 月 25 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：5 月供需两端下行压力有所放缓

从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.24%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周回落 0.03 个百分点。

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 5 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较 4 月回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.19%，较 4 月回落 0.07 个百分点。从 ECI 指数来看，在中美贸易谈判取得进展以后，本周工业生产有所企稳，预计随着出口订单的逐步修复，5 月份经济下行的压力将有所缓解，但结构上来，地产投资回升动力仍相对偏弱。消费方面，五一假期以来乘用车零售延续修复态势，截至 5 月前 11 日乘用车零售数量较上月同期回升 34%。而根据商务部的相关数据，2025 年以来（截至 5 月 11 日）汽车以旧换新补贴申请量已经达 322.5 万份，“以旧换新”对乘用车零售的支撑作用仍在延续；基建投资方面，5 月份以来石油沥青开工率加速回暖，且明显高于去年同期，同期建筑工地资金到位率也延续回暖，二季度基建投资有望进一步提速。出口方面，在中美贸易谈判取得进展后，我国集装箱出口航运价格指数整体回升，截至 5 月 16 日，美西、美东两条航线运价指数较 5 月 9 日分别回升 23.2% 和 21.5%，指向对美出口有望在 5 月份出现明显改善。

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 5 月	50.25	49.97	49.74	50.19	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
2024 年 7 月	50.35	49.84	49.38	50.39	49.80	49.80
2024 年 6 月	50.43	49.77	49.45	50.19	49.79	49.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

1.2. ELI 指数：存款“降息”或加剧银行“负债荒”

截至 2025 年 5 月 25 日，本周 ELI 指数为-0.90%，较上周回升 0.06 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

存款“降息”或加剧银行“负债荒”。截至 5 月 20 日，7 日“一行一局一会”新闻发布会上部署的“降息”全部落地，在 7 天期逆回购操作利率调降 10bps 的带动下，本月 LPR 报价等幅度下调 10bps，并传导至银行存款挂牌利率下调。本轮“降息”更加侧

重“稳息差”，相比贷款利率，存款挂牌利率调降幅度更高，1年期定存利率下降15bps至0.95%，3年期和5年期定存利率分别下调25bps至1.25%和1.30%，存款“降息”或继续推动存款“搬家”至资管产品，而在贷款要合理增长的背景下，存款“搬家”或推动银行体系负债端压力上升，一季度曾经出现过的“负债荒”风险或重现：（1）从“价”上看，同业存单到期收益率反应迅速，5月20日后同业存单利率开启上行，AAA级1年期同业存单到期收益率从1.67%抬升至1.6950%，而同期DR007则从1.60%下降至1.5860%，资金面均衡宽松的态势下同业存单利率反而上行，显示市场预期存款“降息”或导致银行在“负债荒”压力下加大同业存单发行量；（2）从“量”上看，6月份同业存单到期规模较高，根据Wind统计，6月份将有4.14万亿同业存单到期，单月到期规模处于近两年来最高，若5月至6月贷款投放景气度回升，同业存单市场将既有较高的到期续发压力，亦有净融资风险，或进一步加剧银行体系“负债荒”，资金面供需和资金利率预期均有重现3月份较高波动的风险。从资金需求传导至货币政策操作看，5月15日“降准”释放约1万亿基础货币，对于稳定银行负债有积极作用，同时5月23日央行开展5000亿元MLF操作，本月净投放3750亿元，为连续第三个月加量续作，且MLF中标利率水平或继续贴近同业存单融资利率，预计银行体系“负债荒”或推升MLF投标需求，若MLF连续加量投放，对冲“负债荒”压力，那么同业存单利率的上行空间或有限。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：工业生产环比小幅放缓

开工率方面，本周主要行业开工率环比多数回落。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 64.96%和 78.22%，分别环比回落 0.13 个百分点和 0.11 个百分点；本周 PTA 开工率录得 77.22%，环比回升 2.59 个百分点，较去年同期回升 3.68 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 83.672%，环比回落 0.46 个百分点，较去年同期回升 2.15 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 294.02 万吨，环比回落 5.61 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 13983.69 万吨，环比回落 185.72 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 231.76 万吨，环比回落 0.39 万吨。

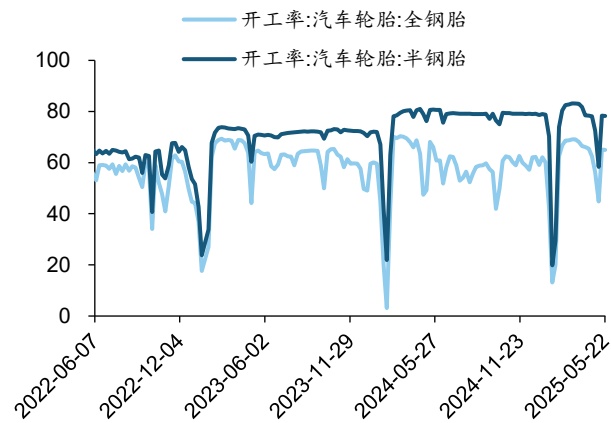
负荷率方面，5 月 16 日沿海七省电厂负荷率均值录得 68.86%，环比回落 0.71 个百分点，较去年同期回落 1.86 个百分点；4 月 19 日 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 75.64%、89.60%和 64.05%，分别环比回落 1.13 个百分点、回升 0.25 个百分点、回落 1.71 个百分点。

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	%	2025-05-22	64.96	65.09	(0.13)	66.10	(1.14)
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-05-22	78.22	78.33	(0.11)	80.77	(2.55)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-05-23	75.16	75.25	(0.09)	72.72	2.44
	开工率:PTA:国内	%	2025-05-22	77.22	74.63	2.59	73.54	3.68
	高炉开工率(247 家):全国	%	2025-05-23	83.67	84.13	(0.46)	81.52	2.15
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-05-24	13983.69	14169.41	(185.72)	14855.76	(872.07)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-05-24	294.02	299.63	(5.61)	231.48	62.54
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-05-24	231.76	232.15	(0.39)	265.53	(33.77)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-05-16	68.86	69.57	(0.71)	70.71	(1.86)
	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)

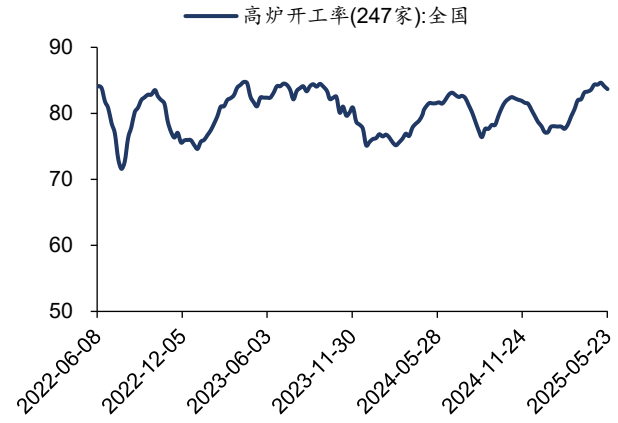
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

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小幅回落(%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.2. 消费: 乘用车零售增速保持平稳

乘用车消费方面, 5月18日乘用车当周日均销量录得51175辆, 较去年同期回升2835辆。根据乘联会发布的最新数据, 5月1-18日乘用车市场零售录得93.2万辆, 同比去年同期回升12.0%, 环比上月增长18.0%, 其中新能源车市场零售录得48.4万辆, 同比去年同期回升32.0%, 环比上月同期回升15.0%。

价格指数方面, 5月19日柯桥纺织价格指数录得105.28点, 环比回升1.36个百分点; 5月18日义乌中国小商品总价格指数录得100.63点, 环比回升0.16点。

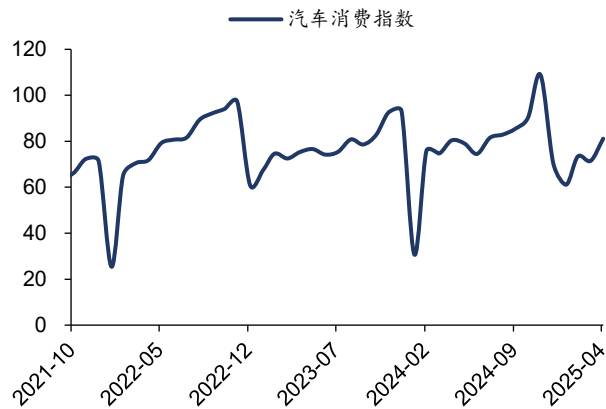
人员流动方面, 本周航班执飞率均值为86.23%, 环比回升0.33个百分点, 较去年同期回升8.99个百分点。地铁日均客运量录得7466.11万人, 环比回落347.19万人, 较去年同期回落174.98万人。

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	2025-05-18	51175.00	60896.00	(9721.00)	48340.00	2835.00
	汽车消费指数	点	2025-04-30	81.10	71.50	9.60	80.40	0.70
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		2025-05-19	105.28	103.92	1.36	105.24	0.04
	义乌中国小商品总价格指数	点	2025-05-18	100.63	100.47	0.16	101.90	(1.27)
人员流动	航班当周执飞率	%	2025-05-24	86.23	85.91	0.33	77.24	8.99
	地铁日均客运量	万人	2025-05-23	7466.11	7813.31	(347.19)	7641.09	(174.98)

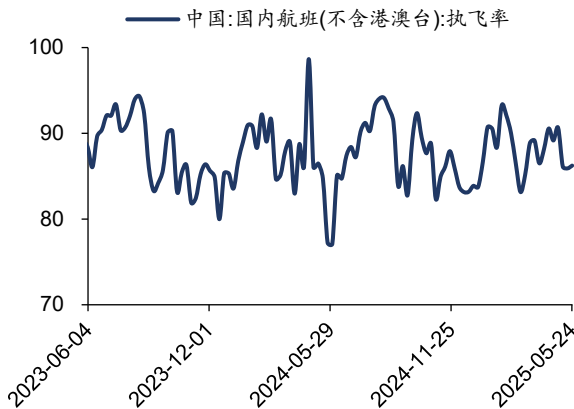
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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：地产销售景气度仍相对偏低

基建投资方面，2025 年 5 月 21 日石油沥青装置开工率录得 30.80%，环比回落 3.60 个百分点，较去年同期回升 2.10 个百分点；2025 年 5 月 16 日全国水泥发运率录得 41.51%，环比回升 2.21 个百分点，较去年同期回升 0.82 个百分点。

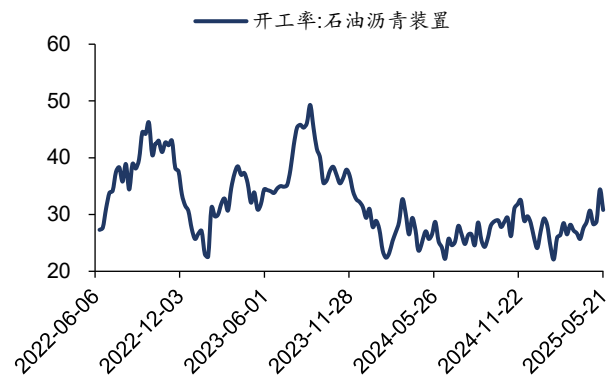
房地产投资方面，上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 1738.34 万平方米，环比回升 31.93%；本周 30 大中城市商品房成交面积录得 180.65 万平方米，环比回落 1.98%。5 月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得 316.00 元/吨，环比回落 7.00 元/吨；5 月中旬浮法平板玻璃市场价录得 1294.00 元/吨，环比回落 24.30 元/吨。

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	%	2025-05-21	30.80	34.40	(3.60)	28.70	2.10
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-05-16	41.51	39.30	2.21	40.69	0.82
房地产	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-05-18	1378.34	1044.72	333.61	1586.03	(207.69)
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-05-25	180.65	184.30	(3.65)	201.99	(21.34)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-05-20	316.00	323.00	(7.00)	300.30	15.70
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-05-20	1294.00	1318.30	(24.30)	1701.10	(407.10)

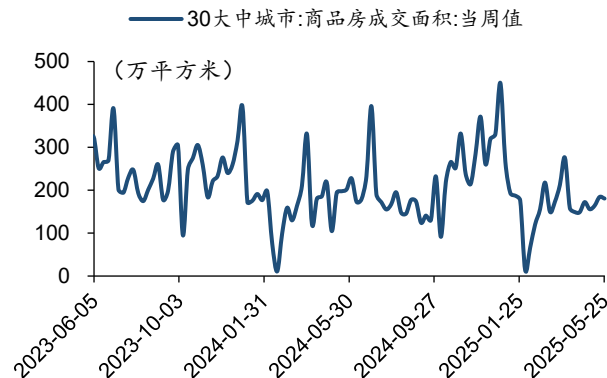
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7：上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：本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.4. 出口：海运价格指数全面回暖

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 1586.12 点和 1107.40 点，分别环比回升 106.73 点和 2.52 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 1341.00 点，环比回升 32.20 点。

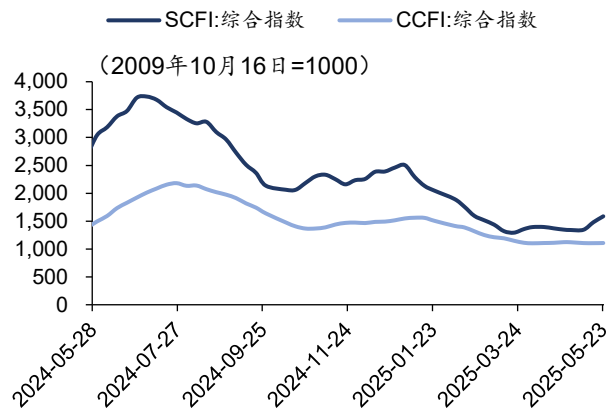
出口数量方面，韩国 5 月前 20 日出口总额同比增速录得-2.40%，较 4 月回升 2.90 个百分点，较去年回落 3.90 个百分点。国内方面，5 月 12 日-5 月 18 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 26397.0 万吨，环比回升 0.5%。

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	/	2025-05-23	1586.12	1479.39	106.73	2703.43	(1117.31)
	CCFI:综合指数	/	2025-05-23	1107.40	1104.88	2.52	1389.16	(281.76)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-05-24	1341.00	1308.80	32.20	1797.50	(456.50)
出口量	韩国出口总额:同比	%	2025-05-20	-2.40	-5.30	2.90	1.50	(3.90)

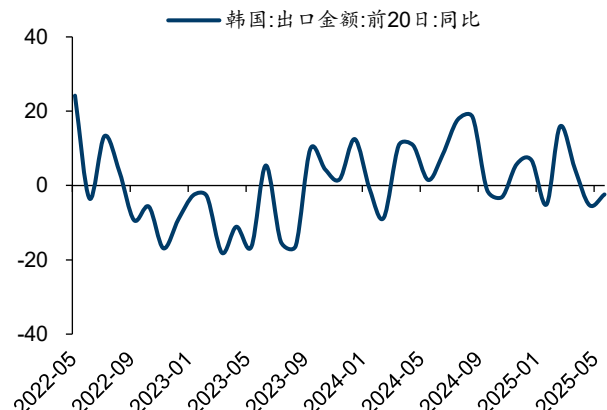
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：本周集装箱运价指数小幅回暖



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：5 月份食品价格有所回落

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 20.80 元/公斤，环比回落 0.08 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.24 元/公斤，环比回落 0.05 元/公斤。

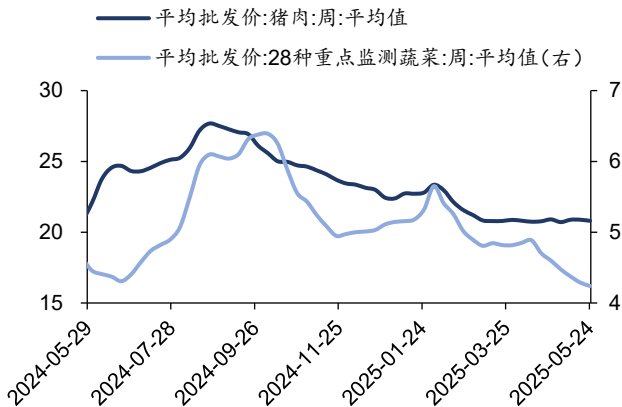
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 65.01 美元/桶，环比回落 0.51 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3298.48 美元/盎司，环比回升 82.90 美元/盎司。

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	2025-05-24	20.80	20.88	(0.08)	20.85	(0.04)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-05-24	4.24	4.29	(0.05)	4.62	(0.38)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-05-24	65.01	65.52	(0.51)	82.39	(17.38)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2025-05-24	3298.48	3215.58	82.90	2385.80	912.68

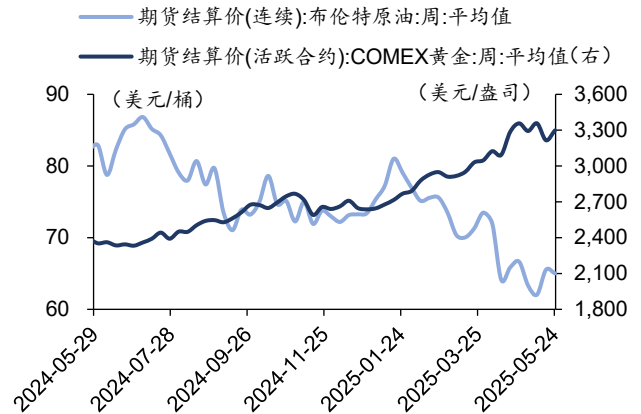
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



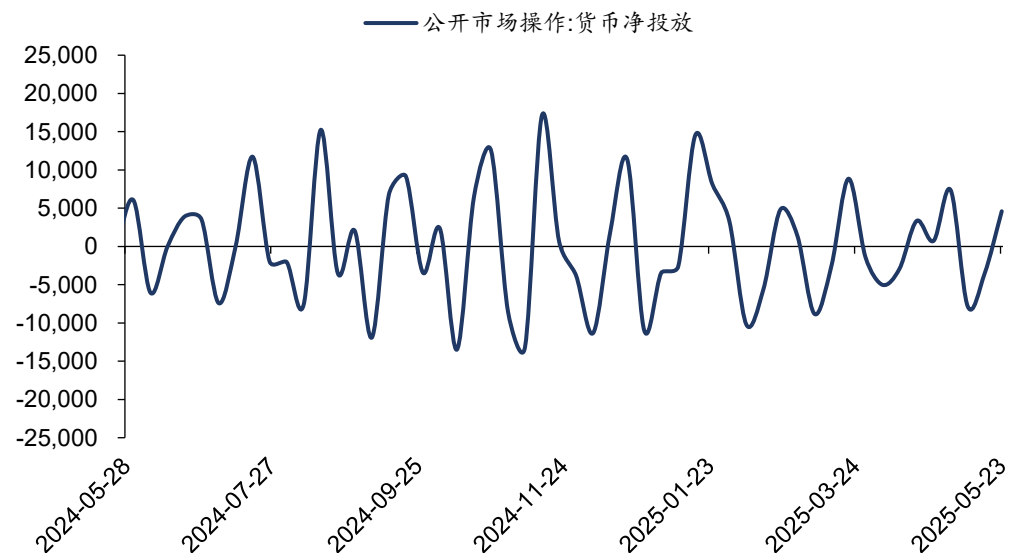
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净投放 4600 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 9460.0 亿元逆回购操作，有 4860.0 亿元逆回购到期，当周货币净投放 4600.0 亿元。

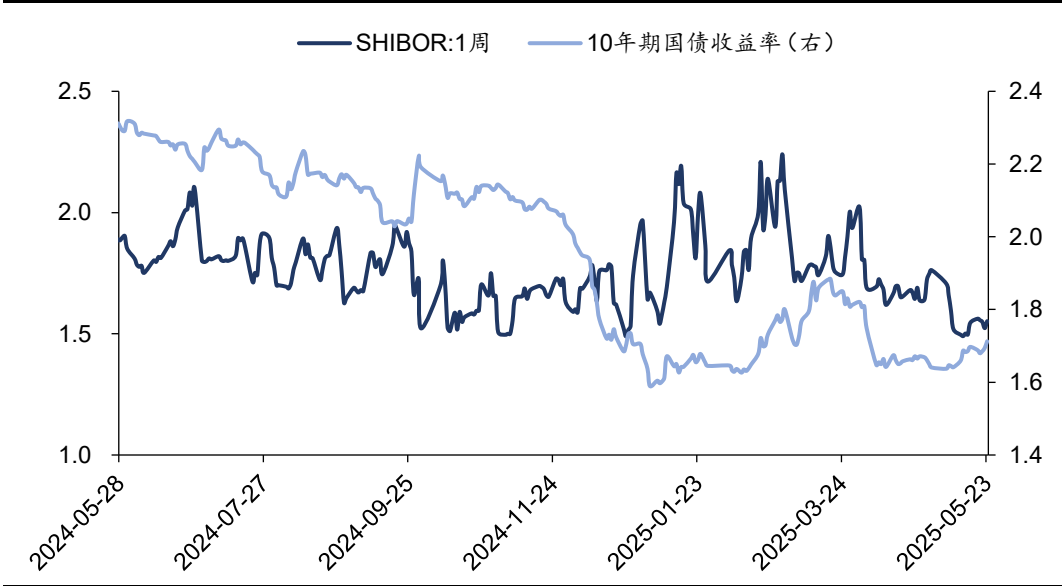
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 1.5620% 回落至周末的 1.5520%；本周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 1.6883% 回升至周末的 1.7127%。

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（5月19日-5月25日）政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/5/19	工信部等九部门	《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》	提出要引导科技服务机构专业化、市场化、平台化、国际化发展，建设国家统一技术交易服务平台，加强标准体系建设，建设科技服务业创新发展集聚区。
2025/5/21	金融监管总局等八部门	《支持小微企业融资的若干措施》	提出，加大首贷、信用贷、中长期贷、法人类贷款、民营类贷款投放。指导银行加强贷款利率定价管理，合理确定小微企业贷款利率。降低贷款附加费用，指导银行清理违规收费，规范与第三方合作。
2025/5/22	民政部等19部门	《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》	从推进老年志愿服务常态长效开展，提升老年人参与教育、文化、体育等社会活动质量，强化老年人社会参与保障等方面，对老年人社会参与工作作出全面系统安排。
2025/5/23	央行、外汇局		拟完善境内企业境外直接上市资金管理，明确境外上市募集资金、减持或转让股份所得资金原则上应汇回境内，股东因增持汇出资金如有剩余或交易未达成时，应及时汇回境内。明确境外发行可转债和将可转债转为股票相关管理要求。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

- （1）短期出现“抢出口”现象；
- （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>