

宏观深度报告 20250326

走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？

2025 年 03 月 26 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《权益市场风格如何切换？》

2025-03-24

《结构性“降息”也是“降息”》

2025-03-23

■ **核心观点：**去产能政策常被当做是提振物价的不二之选，但是对当前价格周期而言，更重要的不是去产能，而是扩大消费需求，以促进服务价格回升。这是因为，服务价格降至历史最低水平，才是本轮低通胀的核心症结，而去产能政策通常只能带动工业价格回升，对服务价格无济于事。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升同样 2 个点的幅度，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。

■ **1、从供需对比来看，本轮物价压力更多来自于需求端，供给端压力比前两轮小很多。**第二产业对本轮低通胀的贡献只有 48%，远低于 1998 年的 57%和 2015 年的 100%。但当前服务价格降至历史最低水平，2024 年甚至有 3 个季度负增长（历史首次），代表着需求端的价格压力比供给端可能更大。

■ **2、从历史经验来看，价格周期的不同特点，决定了走出低通胀的不同模式：1998 年是“去产能+促消费”双管齐下，2015 年是去产能为主，促消费政策力度小。**1998 年和 2015 年低通胀的成因并不完全相同，尽管工业价格下降都是主因，但 1998 年最大的就业部门价格下降（第一产业占就业的 50%），引发价格和需求的负反馈循环。为了打破负循环，1998 年促消费政策力度极大，用于居民增收的财政资金占到 GDP 的 1.2%和财政收入的 9.4%，相当于今天的 1.6-2.1 万亿。2015 年物价下行主要来自工业，而服务业涨价强劲，使得劳动工资上涨和低通胀并存，消费仍维持相对强劲。

■ **3、当前应如何走出低通胀：双管齐下，促消费比去产能更重要，促消费政策需要“加强版的 1998 年”。**假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。并且考虑到服务价格降至历史最低水平，促消费政策力度可能需要比 1998 年更强。

■ **风险提示：**（1）历史比较可能忽略一些因素，比如除了产能政策和消费政策外，1998 和 2015 年扩投资、房地产等政策也发挥了很大作用。（2）影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。（3）需要注意到政策的成本问题，促消费政策要拉动物价回升，可能需投入的资金量较大，并且可能像美国一样出现通货膨胀的恶果，这是需要警惕的风险。

内容目录

1. 物价下降的成因：历史并非简单重复	4
1.1. 1998 和 2015 年两轮低通胀的成因不同	4
1.2. 这次不一样：服务价格降至历史最低水平	6
2. 走出低通胀：1998 和 2015 的两种模式	8
2.1. 1998 年：“去产能”和“促消费”双管齐下	8
2.1.1. 去产能：以纺织业为突破口	8
2.1.2. 促消费：大力推进居民增收	9
2.2. 2015 年：“去产能” >>> “促消费”	12
3. 价格回升的两种模式：“二产+2%”与“三产+2%”	13
4. 风险提示	15

图表目录

图 1:	1998 年低通胀期间形成负反馈循环, 加大物价压力.....	5
图 2:	1998 年前后低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献.....	5
图 3:	2015 年前后低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献.....	6
图 4:	本轮低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献.....	7
图 5:	房地产业对服务价格贡献连续多个季度为负.....	8
图 6:	剔除房地产业的服务价格降至历史最低水平.....	8
图 7:	国企产能出清.....	9
图 8:	去产能后国企盈利改善.....	9
图 9:	从业人员年平均人数.....	9
图 10:	纺织企业数量的下降.....	9
图 11:	1998-2003 年广义政府部门劳动报酬增速高于企业和居民部门.....	11
图 12:	1999 和 2001 年公务员平均工资增速超过非私营单位.....	11
图 13:	1998-2000 年居民消费增速回升 (%).....	11
图 14:	1998-2002 年宏观消费倾向回升.....	11
图 15:	2015 年社零处于常规下行通道, 但增速仍在 10% 以上.....	13
图 16:	物价回升的预期路径.....	14
表 1:	历次低通胀期间的价格表现 (单位: %)	7

1. 物价下降的成因：历史并非简单重复

1.1. 1998 和 2015 年两轮低通胀的成因不同

过去几轮低通胀有何相同和不同之处？我们可以从三大产业的价格指数（平减指数）来看，第一产业平减指数与食品 CPI 基本一致，第二产业平减指数与 PPI 基本一致，第三产业平减指数自 2014 年以来与服务 CPI 较为一致。

工业价格驱动整体物价下行，1998 和 2015 年两次 GDP 平减指数转负，工业价格能解释 57%和 100%，这说明供给端的产能压力是两次低通胀的主要原因。1998-1999 年，GDP 平减指数连续 7 个季度负增长，同比增速从+1.2%降到-1.4%，下降 2.6 个点，其中 1.5 个点，即 57%来自于第二产业平减指数，只有 0.8 个点、21%来自于服务业价格下降。2015 年，GDP 平减指数连续 2 个季度负增长，同比增速从+0.7%下降到-0.2%，下降 0.9 个点，其中 0.9 个点、约 100%的降幅来自于第二产业，服务业价格在此期间没有下降。

但是，前两轮低通胀期间的消费表现是完全不同的，1998 年的低通胀背后有更多消费需求不足的原因，2015 年消费相对强劲，需求端房地产销售和投资走弱。

1998 年的消费需求不足，体现为价格和需求的负反馈循环。这个负反馈循环包括以下四步：

（1）价格下降，并且降价覆盖了七成以上的就业行业。分行业来看，第一产业和第二产业价格下降比较明显，这两个产业占就业比重在 70%以上。第一产业方面，食品 CPI 从 1997.8-2001.3 连续 44 个月同比负增长，而农林牧渔就业占 50%左右，“谷贱伤农”，对农村居民收入影响较大。第二产业方面，PPI 从 1997.6-1999.12 连续 31 个月负增长，工业就业占比约 23%。

（2）企业利润减少。第一产业和第二产业受影响较大，第一产业名义 GDP 增速 1998-2000 年平均仅为 1.1%，其中 1999 年负增长，远低于整体经济增速；第二产业中，规模以上工业企业利润 1998 年下降 17%，亏损面达 34%。

（3）就业和工资压力加大。农村居民人均纯收入 1998-2000 年平均增速仅为 2.5%，而农村人口彼时占比约 65%。城镇方面，非私营单位 1998 年工资总额仅增长 0.2%。

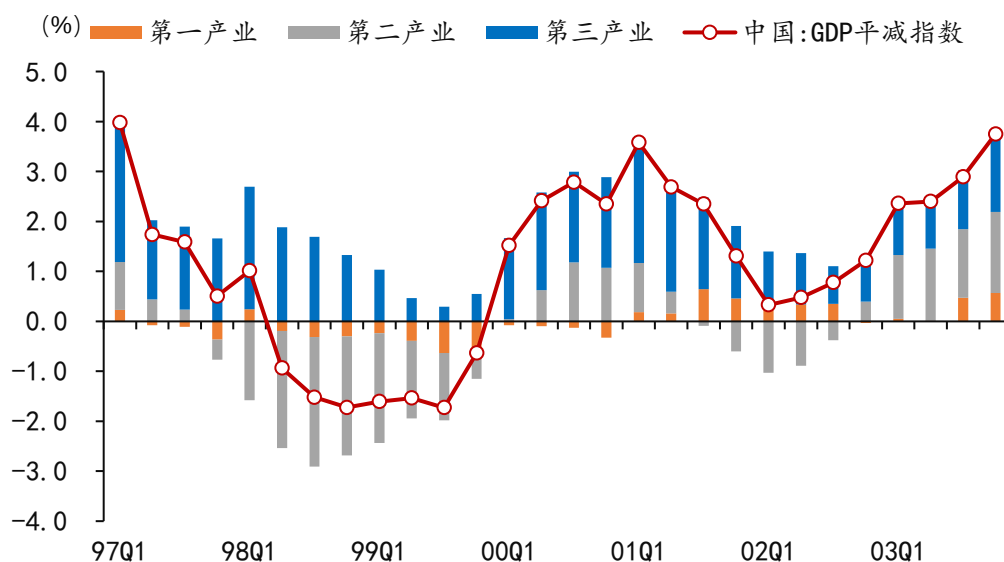
（4）消费需求走弱。社零增速从 1997 年的 10.2%骤降至 1998 年 6.8%。GDP 最终消费支出里，农村居民消费支出在 1998-1999 连续两年负增长，增速分别为-0.58%和-0.43%。

图1：1998 年低通胀期间形成负反馈循环，加大物价压力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：1998 年前后低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献

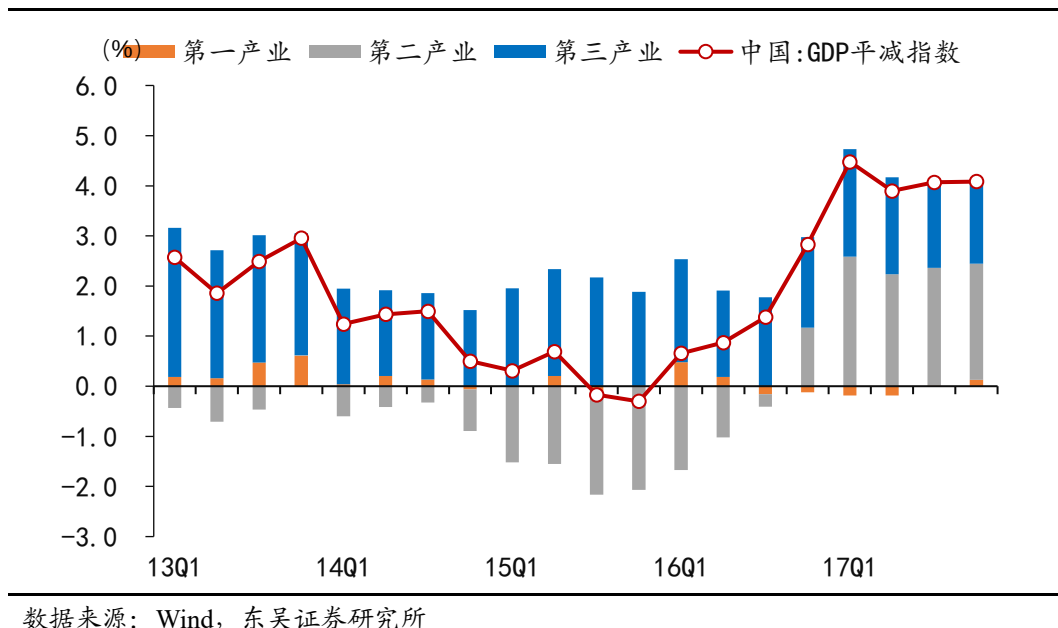


数据来源：Wind，东吴证券研究所

相比之下，2015 年虽然房地产销售和投资面临压力，但低通胀并没有传导到收入和消费，反而是劳动工资上涨和低通胀并存。

这是因为 2015 年的物价下行主要来自工业，而服务业涨价强劲，2015Q3-Q4 二产平减指数-5%，三产为+4%。经过了十多年的经济结构转型，此时服务业已经成为最大的就业池，2015 年占就业的 42.3%。因此工业价格下降、服务业价格上涨，对于劳动工资涨价具有积极意义，从而能够维持消费需求的相对强劲。2015 年社零增速虽然从 12% 小幅降至 10.7%，但仍然远高于当年 7% 的经济增速；消费对经济增长的贡献也从上年的 56.9% 提高至 69.3%。这跟 1998 年的低通胀是完全不同的。

图3：2015 年前后低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献



1.2. 这次不一样：服务价格降至历史最低水平

这轮低通胀表现与前两轮不完全一样，表现在两个方面，一是工业对整体价格的影响是最小的，二是服务业价格降到历史最低水平。前者意味着，工业领域产能过剩压力小于前两轮，后者意味着存在价格和需求的负反馈循环压力。本轮低通胀期间，GDP 平减指数下降 2.2 个点，其中 48% 来自二产，是历次低通胀中第二产业贡献最低的一次，1998 和 2015 年分别为 57% 和 100%。服务业价格降至历史最低水平，本轮低通胀期间平均为 0.2%，2024 年有三个季度出现负增长。

需要注意的是，房地产对服务价格影响很大，但即使剔除房地产，当前服务价格也下降到了历史最低水平。服务价格（三产平减指数）在 24Q1-Q3 出现连续三个季度的负增长，平均-0.08%，其中房地产业的贡献为-0.32%，剔除房地产后其他行业为+0.24%，仍然是历史最低水平，此前低点是在 1999 年 Q3 的+0.76%。

因此，本轮低通胀某种程度上和 1998 年更相似，最大的就业部门出现了价格增速的明显下降。第三产业已经成为当前最大的就业池，占全社会就业比重达到 48% 左右（2023 年数据）。所以，本轮低通胀和 1998 年更相似，最大的就业部门价格增速下降，

1998 年是农业，当前是服务业。1998 年价格下行形成负反馈压力，即“价格下降→就业和收入压力加大→消费需求走弱→价格下降”，这个压力在本轮低通胀期间仍然存在。

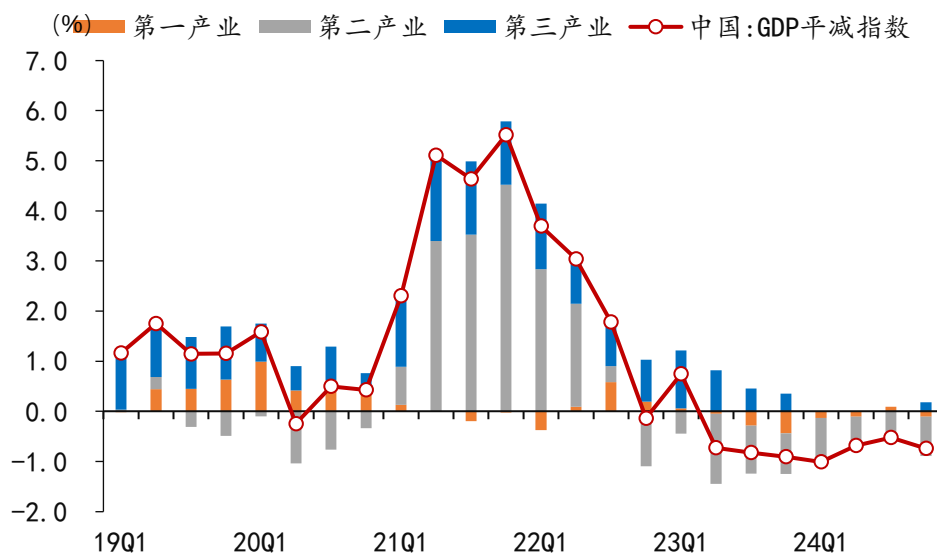
所以，当前价格环境下，走出低通胀政策需要“加强版的 1998 年”。去产能政策可以带动工业价格的回升，但不足以拉动当前低迷的服务价格，因此走出本轮低通胀，去产能政策不可或缺，但通过刺激需求拉动服务价格也必不可少。

表1: 历次低通胀期间的价格表现 (单位: %)

低通胀起点	三个阶段	GDP平减指数均值	一产贡献	二产贡献	三产贡献	平减指数总计
1998	物价转负前	1.2	-0.1	-0.3	1.8	1.4
	7个季度低通胀	-1.4	-0.4	-1.8	1.0	-1.2
	物价转正后	2.3	-0.2	0.7	1.8	2.4
2009	物价转负前	6.5	0.9	2.8	2.9	6.5
	2个季度低通胀	-1.5	-0.3	-2.5	1.4	-1.3
	物价转正后	6.0	0.7	2.2	3.2	6.1
2015	物价转负前	0.7	0.1	-1.1	1.8	0.8
	2个季度低通胀	-0.2	-0.1	-2.0	2.0	-0.1
	物价转正后	1.4	0.1	-0.4	1.8	1.5
2023	物价转负前	1.4	0.2	0.2	1.0	1.4
	7个季度低通胀	-0.8	-0.1	-0.8	0.2	-0.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: (1) 由于权重和计算方法等因素, 三大产业加总会跟 GDP 平减指数有一定误差; (2) 低通胀时期为 98Q2-99Q4, 09Q2-Q3, 15Q3-Q4, 23Q2-24Q4, 物价转负前和转正后均为前后 4 个季度平均

图4: 本轮低通胀期间 GDP 平减指数和三大行业的贡献



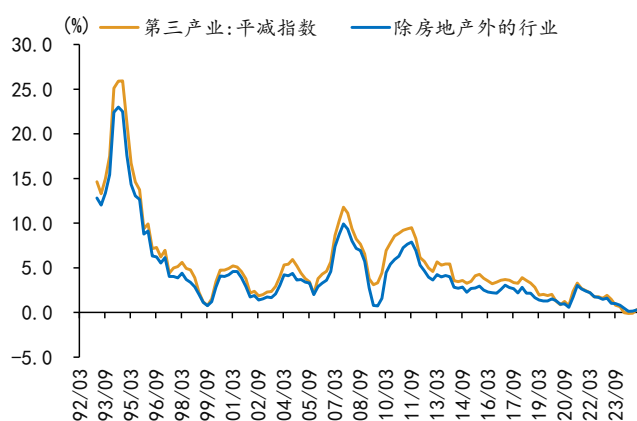
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：房地产业对服务价格贡献连续多个季度为负



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：剔除房地产业的服务价格降至历史最低水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 走出低通胀：1998 和 2015 的两种模式

由于价格周期的表现不同，1998 年和 2015 年走出低通胀所选择的是两种不同的模式，1998 年是“去产能”和“促消费”双管齐下，2015 年主要是去产能，促消费政策力度较小。

2.1. 1998 年：“去产能”和“促消费”双管齐下

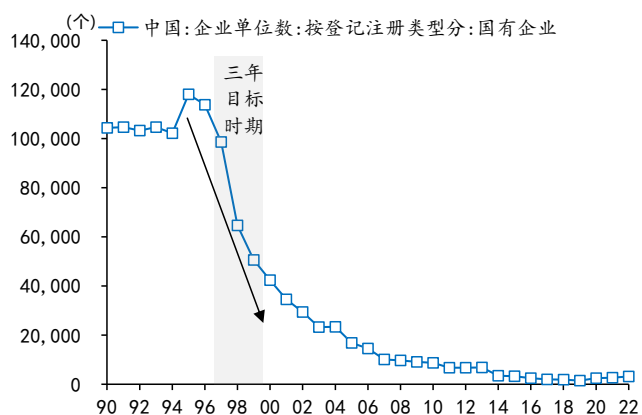
2.1.1. 去产能：以纺织业为突破口

1998 年的去产能政策并非独立开展，而是与国企改革联系在一起的，目的是为了通过行政手段去产能，实现国有企业经营效益的提高。这一时期的政策可概括为“鼓励兼并，规范破产，下岗分流，实施再就业工程”。通过“抓大放小”、“下岗分流”等政策，国有企业实现了一轮大规模产能出清，国有企业数量从 1995 年的 11.8 万减少至 2000 年的 4.2 万，减少了 64%。国企盈利面在 1998 年只有 31.3%，这意味着近七成国企是亏损的，但去产能带来了经营绩效的提升，2002 年盈利面开始超过 50%。

从行业来看，当时各行业都涉及产能结构优化，其中纺织业是突破口。1997 年的中央经济工作会议¹指出“用三年左右的时间，通过改革、改组、改造和加强管理，使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境，力争到本世纪末使大多数国有大中型骨干企业初步建立起现代企业制度。明年要以纺织行业为突破口，推进国有企业改革，努力使部分企业经营状况明显好转”。

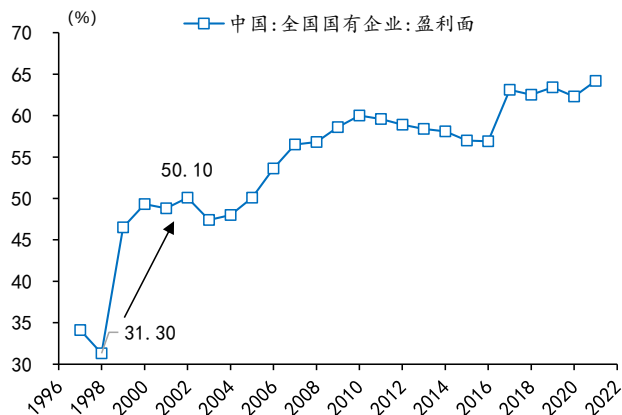
¹ [1997 年中央经济工作会议](#)

图7: 国企产能出清



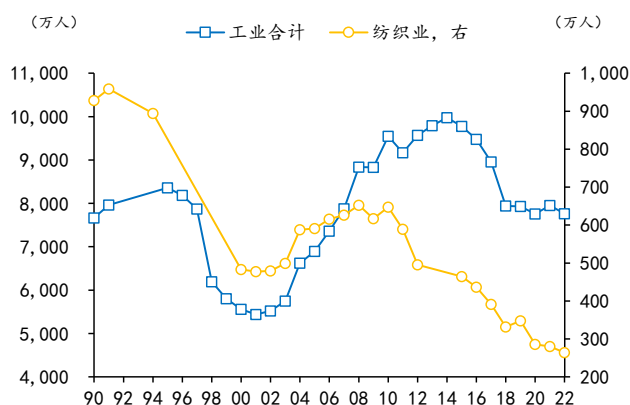
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 去产能后国企盈利改善



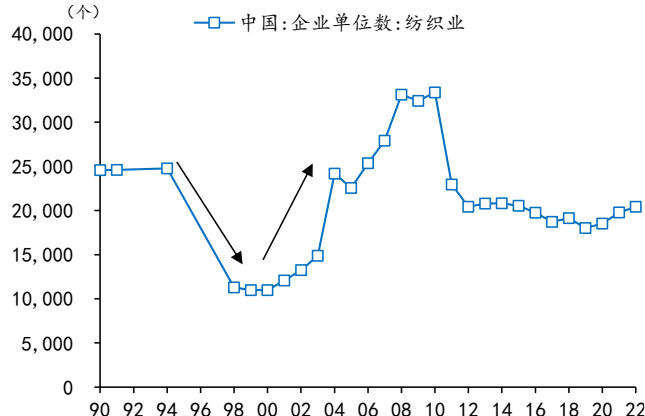
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 从业人员年平均人数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 纺织企业数量的下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 促消费: 大力推进居民增收

这一轮促消费政策集中在1999年出台, 主要包括以下政策:

一是通过各种方式引导居民存款分流到消费和投资。1999年上半年, 在消费承压的同时, 居民储蓄存款的增速明显反弹。为了促进储蓄到消费的转换, 采取了以下措施:

(1) 存款利率降低一半。考虑到跟随贷款利率调整, 以及引导存款流出促进消费, 从1998-1999年, 央行四次调降存款利率。到1999年下半年, 各项存款利率降低到1998年的一半左右。如活期存款利率从1.71%降至0.99%, 5年期定存利率从6.66%降至2.88%。

(2) 对存款利息征收20%的个人所得税, 进一步刺激存款流向消费。1999年11月开始, 对居民存款征收20%的个人所得税, 存款收益率进一步下降。国税总局指出“恢复对储蓄存款利息所得征收个人所得税, 可以引导城乡居民分流一部分储蓄资金, 鼓励

消费和投资²。”

二是鼓励消费信贷的发展。中国人民银行 1999 年 3 月发布了《关于开展个人消费信贷指导意见³》，开始允许所有中资商业银行开办消费信贷业务，并要求 1999 年扩大消费信贷规模、开发新的消费信贷品种。1999 年，工商银行在原有的 3 种消费信贷基础上，新推出了 7 种消费信贷品类，形成了 10 大品种体系，面向购房、购车、旅游等多种消费行为。

三是大力增加居民收入。

总量资金：增收的财政支出半年 540 亿⁴，年化 1080 亿占当年财政收入的 9.4%、GDP 的 1.2%，相当于今天的 1.6-2.1 万亿。按 GDP 换算到今天，135 万亿*1.2%=1.6 万亿；按财政收入换算，22 万亿*9.4%=2.1 万亿。

增收对象：五类群体 8400 多万人。①下岗职工基本生活保障；②失业保险；③城镇居民最低生活保障；④提高机关事业单位职工工资；⑤提高离退休金。

具体来看，在提高薪资方面，1999 和 2001 年连发两文。国办发〔1999〕78 号⁵：从 1999 年 7 月 1 日起，将机关行政人员基础工资标准由每人每月 110 元提高到 180 元，级别工资标准由十五级至一级每人每月 55 元至 470 元提高到 85 元至 720 元。

国办发〔2001〕14 号⁶：从 2001 年 1 月 1 日起，机关行政人员基础工资标准由每人每月 180 元提高到 230 元，级别工资标准由十五级至一级每人每月 85 元至 720 元提高到 115 元至 1166 元。在调整机关行政人员工资标准的同时，适当调整机关工人的岗位工资和技术等级(职务)工资标准。机关工人的奖金部分按照其在工资构成中的比例相应提高。

² 1999 年 16 期 国家税务总局关于切实做好储蓄存款利息所得个人所得税征收管理工作的通知

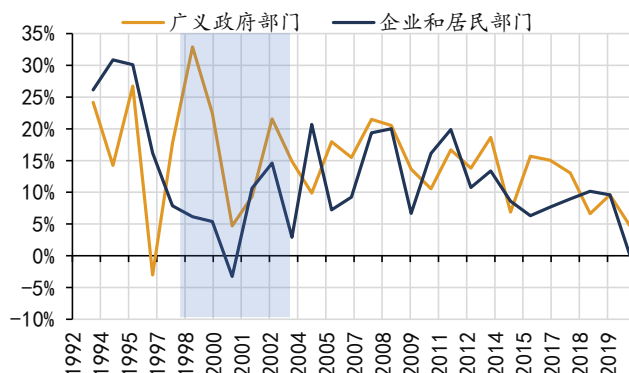
³ 1999 年 03 期 关于印发《关于开展个人消费信贷的指导意见》的通知

⁴ https://www.gov.cn/test/2006-02/16/content_201153.htm

⁵ https://www.gov.cn/gongbao/content/2000/content_60634.htm

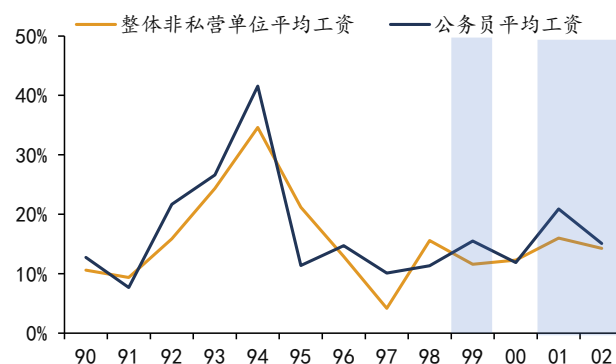
⁶ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2016-09/30/content_5114015.htm

图11: 1998-2003 年广义政府部门劳动报酬增速高于企业和居民部门



数据来源: Wind, 资金流量表, 东吴证券研究所

图12: 1999 和 2001 年公务员平均工资增速超过非私营单位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

四是增加节假日，为假日消费创造条件。9月末国务院对《全国年节及纪念日放假办法》作了修订，全国法定节日放假时间由七天增加到十天，为促进假日消费创造条件。

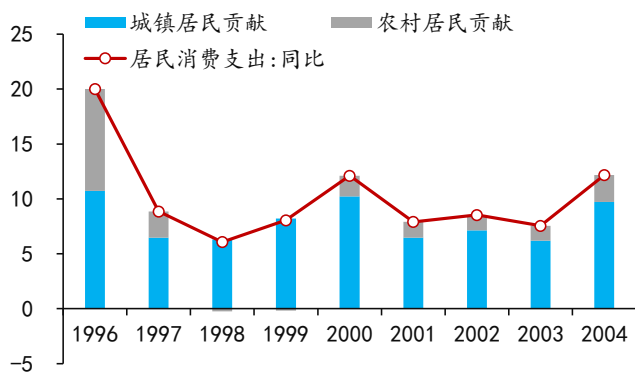
五是取消消费限制。各级政府部门开始清理和取消在通货膨胀期间出台的抑制消费需求的过时政策，如部分地区此前不允许个人和家庭购买汽车，1999年陆续放开；以及二手房交易也在一些大城市放开。

六是扩大高校招生。1999年，国家决定高等教育在原定招生计划的基础上扩大招生规模33.1万人，使全国的招生规模扩大至153.7万人。

七是改善消费环境，提升消费信心。

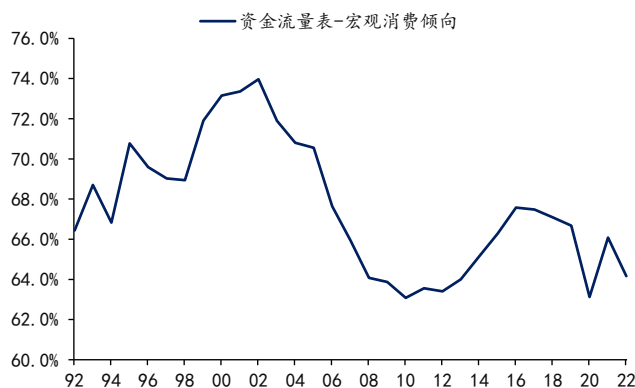
事后来，这轮促消费政策起到了扩大消费需求的作用。居民消费支出增速在1998年降至6.1%，基本见底，随后2000年回升到12.1%。消费倾向也从1998年的68.9%持续回升到2002年的74%。

图13: 1998-2000 年居民消费增速回升 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 1998-2002 年宏观消费倾向回升



数据来源: Wind, 资金流量表, 东吴证券研究所

2.2. 2015 年：“去产能” >>> “促消费”

2015 年的去产能政策可以分为 5 个步骤：

一是明确任务。2015 年 12 月中央经济工作会议，明确“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。提出按“企业主体、政府推动、市场引导、依法处置”办法推进去产能，制定配套政策，依法推进市场化破产程序，落实财税支持等政策，控制增量防止新产能过剩。

二是聚焦重点对象。2015 年 12 月 9 日国常会，中央层面首次提出僵尸企业问题，明确对不符合相关标准和长期亏损的产能过剩行业企业处置方式，要求到 2017 年末实现经营性亏损企业亏损额显著下降。

三是细化行业政策，分行业的去产能政策出炉。2016 年 2 月，国务院分别发布煤炭、钢铁行业去产能意见，规划去产能规模、时间，推动行业结构优化升级。同年 6 月、7 月，国务院办公厅发布有色金属、石化产业调结构促转型增效益指导意见，化解产能过剩，提升产业发展质量。

四是加强环保协同。2016-2017 年开展 4 次中央环保督察，辅助钢铁、能源、化工等行业去产能，通过立案调查、处罚、拘留等多种整治措施，淘汰落后产能。

五是金融政策持续完善。2009 年起抑制金融资源投向产能过剩行业，要求对不符合条件项目不得授信，从严审查产能过剩产业项目贷款。2016 年 9 月，国务院印发降低企业杠杆率意见及市场化银行债权转股权指导意见，通过多种方式降杠杆，以市场化债转股助力优质企业渡难关。

相比之下，2015 年也有一些促消费政策，但力度要小于 1998 年。

一是提高薪资。2015 年 1 月，国办发[2015]3 号文⁷提出从 2014 年 10 月开始，调整机关事业单位工作人员基本工资标准，相应增加机关事业单位离退休人员离退休费。

二是优化休假安排。2015 年 8 月，国办发〔2015〕62 号文⁸指出要落实职工带薪休假制度、鼓励错峰休假、鼓励弹性作息。

三是促进消费升级、优化消费环境。2015 年 11 月，国发〔2015〕66 号文⁹指出，要更好发挥新消费引领作用，并通过完善质量监管体系、健全消费者权益保护机制等措施改善消费环境。

整体来看，2015 年由于消费需求并没有像 1998 年一样明显下降，这轮促消费政策

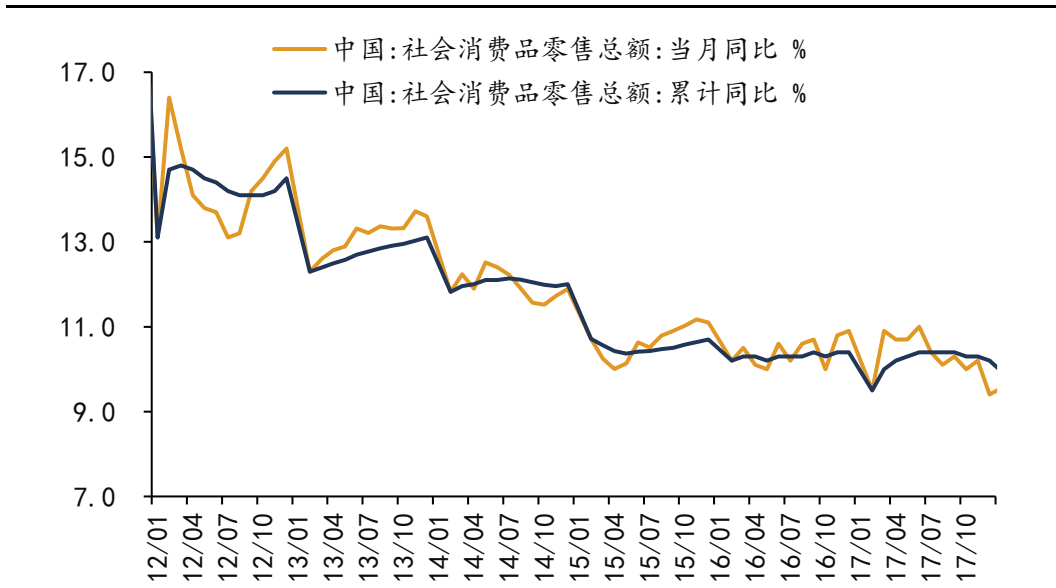
⁷ 国务院办公厅转发人力资源社会保障部财政部关于调整机关事业单位工作人员基本工资标准和增加机关事业单位离退休人员离退休费三个实施方案的通知-组织与人力资源处

⁸ 国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见 旅游 中国政府网

⁹ 国务院关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见 2015 年第 34 号国务院公报 中国政府网

力度是远小于 1998 年的，价格回升更多依赖于“去产能”。

图15：2015 年社零处于常规下行通道，但增速仍在 10%以上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 价格回升的两种模式：“二产+2%”与“三产+2%”

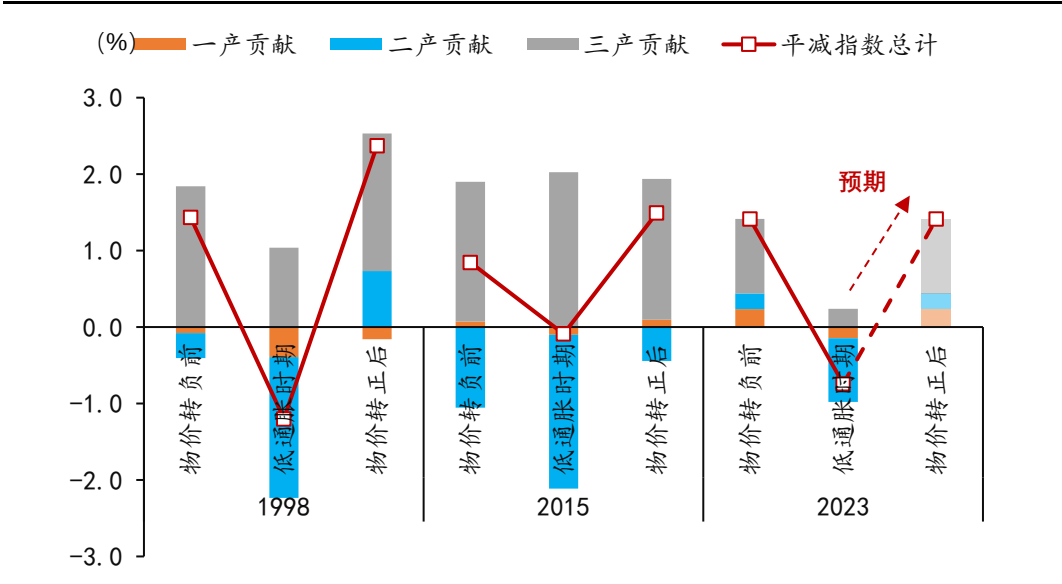
由于去产能和促消费政策的组合不同，1998 和 2015 年物价回升的路径也不一样。1998 年这轮 GDP 平减指数的回升，72%来自第二产业价格贡献，21%来自服务价格，7%来自第一产业。而 2015 年价格回升中，99%都来自第二产业。

当前应如何走出低通胀：双管齐下，促消费比去产能更重要。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。

促消费政策需要“加强版的 1998 年”。1998 年这轮低通胀期间，服务业平减指数从 1998 年底的 3.9%快速下降到 1999 年 Q3 的 0.79%，但到 2000 年 Q1 开始就回升到 3.5%以上，促消费政策对服务价格的提升较为明显。考虑到当前服务价格下行的深度和广度都超出 1998 年前后，促消费政策需要更大力度，才能带动服务价格回升。

消费政策还有哪些空间？一是将消费补贴范围扩大到服务消费，最直接提振服务需求。二是加大收入补贴力度，如生育补贴、农村养老金、失业保险等方向。三是大力促进房地产市场止跌回稳，24Q4 房地产行业平减指数实现了 5 个季度来的首次正增长，但近期房地产市场再次走弱，年中或需要政策再度接力。

图16：物价回升的预期路径



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：（1）横轴时间表示物价转负的起点年份，低通胀时期为 98Q2-99Q4，15Q3-Q4，23Q2-24Q4；（2）物价转负前和转正后均为前后 4 个季度平均

4. 风险提示

(1) 历史比较可能忽略一些因素，比如除了产能政策和消费政策外，1998 和 2015 年扩投资、房地产等政策也发挥了很大作用。(2) 影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。(3) 需要注意到政策的成本问题，促消费政策要拉动物价回升，可能需投入的资金量较大，并且可能像美国一样出现通货膨胀的恶果，这是需要警惕的风险。

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>