

中国科技的东升？ ——全球大类资产观察（2.17-3.2）

陈梦 证券分析师

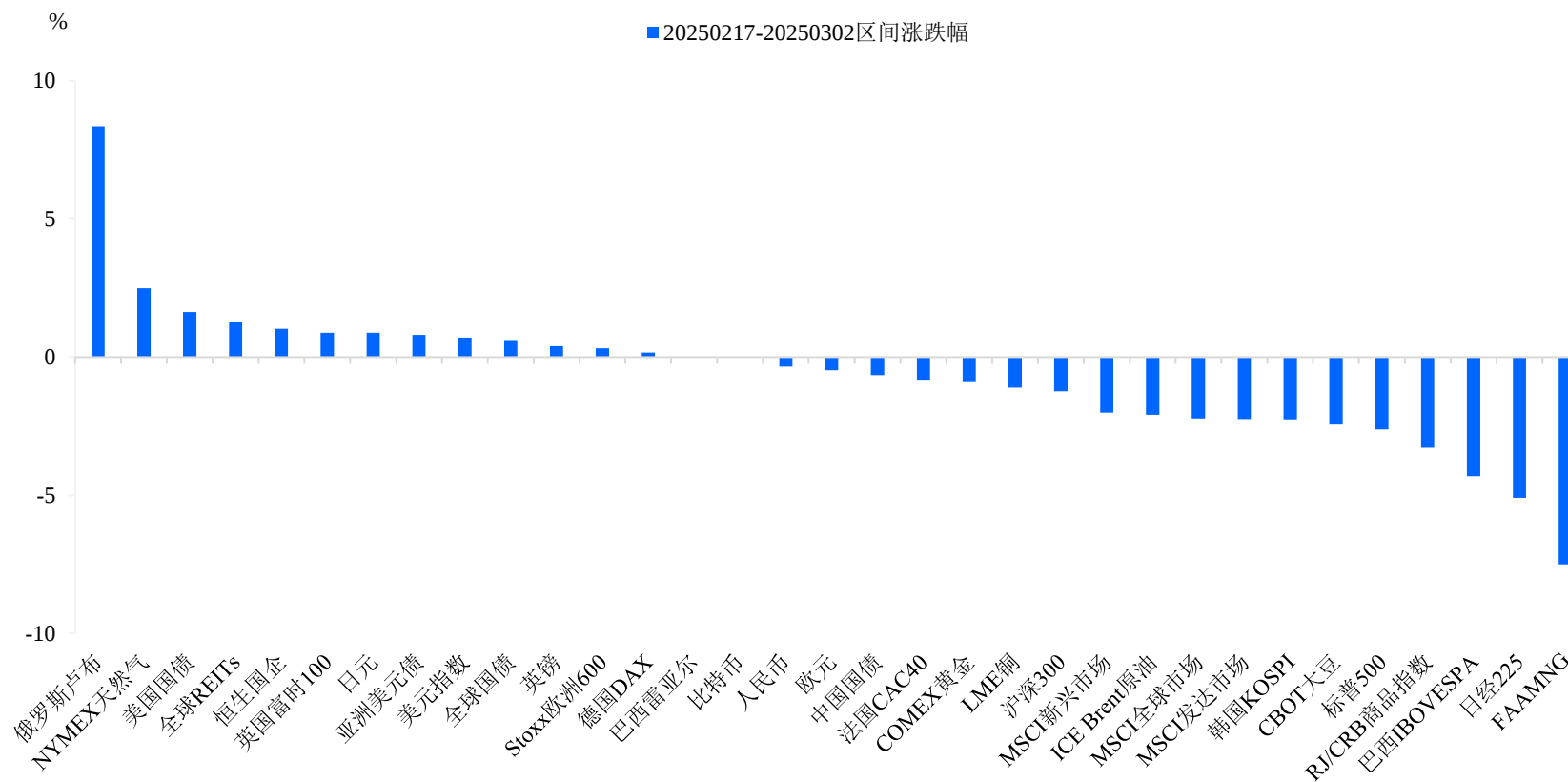
执业证书编号：S0600524090001

葛晓媛 研究助理

执业证书编号：S0600123040063

2025年3月5日

全球主要资产近两周涨跌幅回顾



- 近两周全球风险资产主要受到美国经济增速疲软以及关税等政策不确定性的扰动，除了欧股外基本普跌。欧股在资金阶段性切换至低估值，以及俄乌冲突缓解的催化下，成为全球风险资产中相对亮眼的表现。
- **股市：新兴市场及发达市场转跌。**发达市场中，美国在宏、微观催化下，纳指及标普连续两周下跌。论调正从“美国例外论”逐步转向“如果美国不再例外”。但欧洲成为全球资金“再配置”所青睐的对象。考虑到欧洲尚且较为便宜、关税“战火”集中在中、加、墨、以及俄乌冲突缓和协助确认盈利有同步上升空间，资金阶段性切入全球低估值的权益板块，再次布局“低估”的欧洲；**新兴市场中**，短期资金面超涨之后的技术性回调，以及外部风险再起，打压风险偏好，新兴市场跌幅较大。
- **债券：定价经济疲软及政策不确定性，长端国债利率下行。**美国方面，虽然我们认为2025年经济延续软着陆路径演绎，但近期一系列疲软数据下，叠加市场对特朗普政策的担忧，市场开始定价悲观预期，向衰退方向交易，美债利率连续下跌。
- **汇率：关税政策延后、俄乌地缘缓和下美元边际回落，欧元有所升值。**而日元受利率持续上行的影响以及基本面支撑进一步走强，临近150大关，此外人民币受益于美元回落也有小幅升值。
- **商品：出于关税政策的博弈，市场不确定下黄金进一步走高，但随着对等关税的延后以及地缘缓和出现小幅回调。**而出于对特朗普原油增产政策以及俄罗斯原油供应修复的考虑，油价延续低位震荡。

后续大类资产核心观点汇总

类别	资产	短期方向研判	核心观点
股票	美股	震荡下跌	论调正从“美国例外论”逐步转向“如果美国不再例外”。短期内，如果美国因就业进一步走弱，新增非农就业人数不及12-15万人，可能会进一步激发“美国不再例外”的冲击。美股或进一步下跌，短期内回调10-15%仍在预期内。
	日股	震荡	3月初日本春斗，最终大概进一步实现5%的涨薪幅度，在此预期下日央行可能进一步加息，而加息或致使日元从贬值转为小幅升值，套利头寸抛售，或导致日股在短期压力。此外，考虑到日股跟美国联动性较高，日股或进一步下跌。
	欧股	震荡下跌	欧洲当前的上涨主要依靠补涨以及考虑美国安全性边际下降，资金“阶段性”切入低估值权益市场。但欧洲受到地缘、关税的冲击尚未结束，且经济基本面的疲软也并未看到转机，欧股后续或继续承压。
	印股	震荡下跌	短期内，印度难以扭转经济增速下滑、企业盈利下降和高企的利率带来的负面影响，叠加在经济放缓及高通胀的左右夹击下，印央行陷入两难的政策博弈中，印度股指短期内或继续震荡下跌。
债券	美债	收益率向下	美国经济增速放缓、特朗普及贝森特关注10年期美价利率以及美联储降息仍旧集中在上半年，美债利率短期内仍旧存在进一步向下的空间。
	日债	收益率向上	考虑到日本春斗大概进一步实现5%的涨薪幅度，日本进一步实现企业涨薪→推动核心服务通胀上涨→核心CPI上升的传导链条，日央行可能进一步加息，预计10年期日本国债利率将进一步上升。
商品	原油	低位震荡	特朗普能源增产政策压低市场油价预期，叠加俄乌冲突改善预期下俄罗斯原油供给的修复，油价低位震荡。
	黄金	小幅回调	短期内随着关税政策的延后以及地缘政治的缓解，黄金价格或出现小幅调整；但长期特朗普政策不确定性、美债担忧等仍将推升黄金走势。
	铜	小幅震荡上升	中国经济出现改善迹象，且美元有所回落，有助于铜价修复，但当前经济需求改善持续性有待验证，铜价短期难形成较强向上突破动力。
汇率	美元	小幅震荡下行	短期内，关税政策的延后以及地缘的缓解，美元有所调整，但是由于特朗普关税政策随时可能加码，支撑美元指数难以出现明显走弱迹象。
	日元	震荡上行	经济基本面和利率持续上行支撑日元，短期内暂无较强利空因素，预计日元进一步升值。
	人民币	小幅升值	特朗普上台后关税政策的兑现，人民币有战术性升值，且两会前市场博弈财政政策的具体幅度，会带来经济基本面改善预期，导致人民币升值；
	欧元	小幅贬值	后续俄乌谈判若顺利进行，冲突缓解，有助于欧元进一步上行，但长期受制于经济增长疲弱和宽松的货币政策，以及可能到来的关税制裁，欧元仍有较大贬值压力。

风险提示：特朗普政策不确定性；美国经济出现衰退；地缘政治风险；国内经济复苏节奏不及预期。



■ 一、股市

■ 二、债市

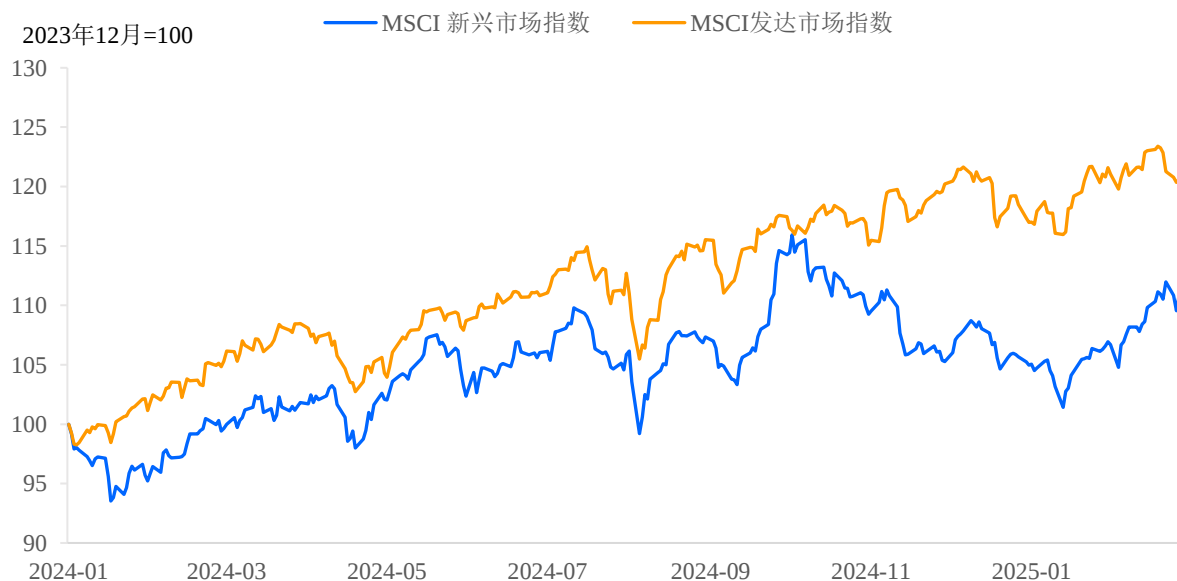
■ 三、商品

■ 四、汇率

■ 五、风险提示

- 近两周，发达市场及新兴市场同步下跌，新兴市场转跌：
 - MSCI发达市场下跌1%，主要体现在美股下跌，纳指及标普连续两周下跌。其中纳指跌幅较深且在本周继续领跌（-3.5%），标普跟跌（-1%），欧股再次在发达市场中表现相对亮眼；
 - MSCI新兴市场转跌且跌幅较大（-4.4%），尤其是中国资产领跌，在连续上涨 6 周后回调。

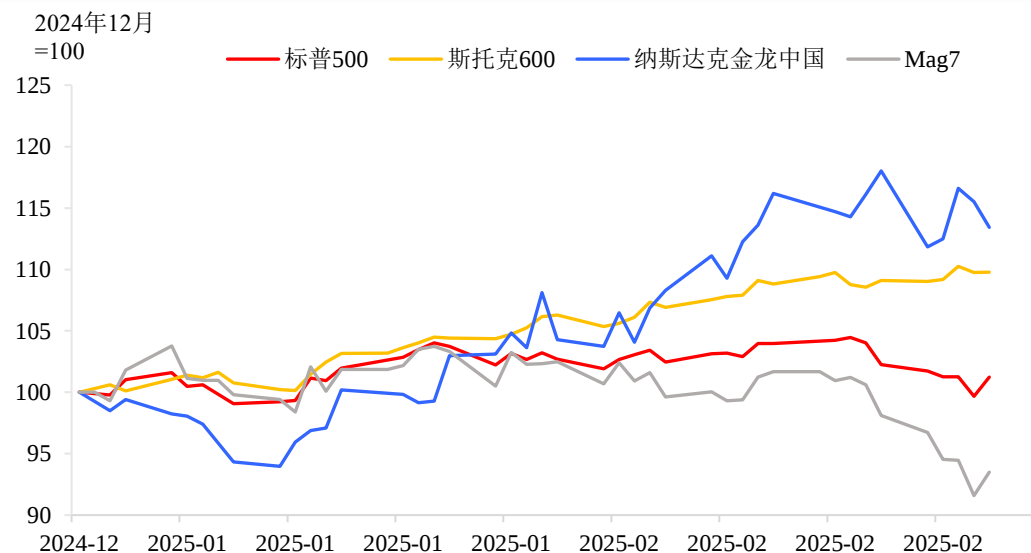
新兴市场与发达市场同步下跌，新兴市场跌幅较大



1.1 美股：“美国例外论”受到冲击，美股转跌

- 今年以来，美国科技股进入下行通道，且跟全球其他地区的重要股指相比，七巨头的走势明显走弱：
 - 一，DeepSeek火爆出圈后，以极低成本和少量芯片实现了与OpenAI等巨头比肩的性能，颠覆了游戏规则，导致美股七巨头的风险加大，成为美股科技加速下跌的催化剂；
 - 二，美国经济出现一系列疲软迹象，美国正在担心经济跌入衰退，或迫使美联储在当前“滞胀”环境下降息；
 - 三，特朗普政策不确定性较大。关税威胁以及政府效率部门（DOGE）开始裁撤华盛顿官员，削减联邦工资等计划成为不确定性最大的来源。

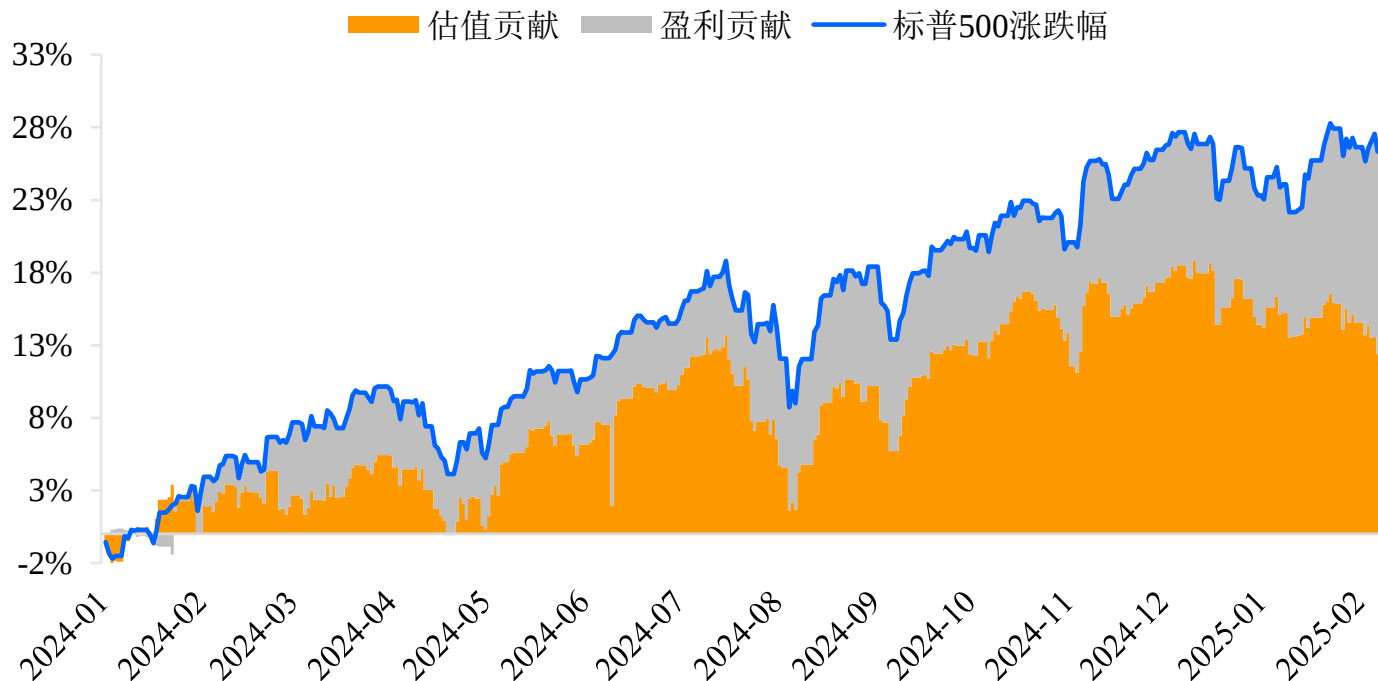
今年年初以来，美国科技股回调明显



1.1.1 美股：估值过贵下的预期回调

- 目前美股科技的估值偏贵，DeepSeek冲击成为催化下跌的理由。
- 美国科技股此前回调在预期之内，但是不改变美股科技牛市趋势。
- 美股的上涨从主要靠估值，逐步切换至EPS。
 - 从估值和盈利贡献拆解角度看，2024年至今，标普500指数上涨27%，估值贡献程度逐渐减小至13%，盈利贡献逐步增加至14%。

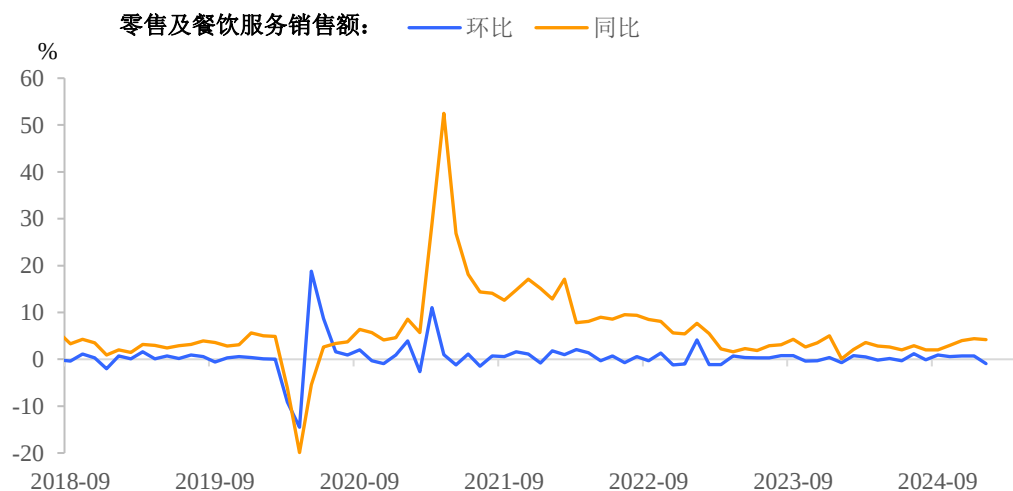
估值与盈利对标普 500 涨跌幅贡献分布



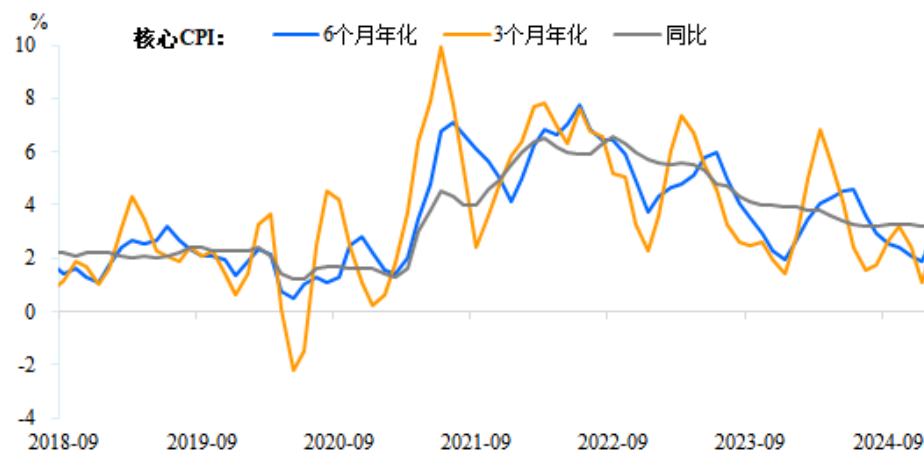
1.1.2 美股：基本面疲软，滞胀担忧重燃

- 经济方面，1) 美国1月零售销售额环比下降0.9% 创近两年来最大降幅；2) 2月Markit服务业PMI初值49.7，创2023年1月份以来新低；3) 美国2月消费者信心指数显著下降（从1月的105.3降至98.2）。
- 通胀方面，1) 美国通胀全面超预期，1月美国CPI意外“爆表”（环比+0.5%，预期+0.3%；核心环比+0.4%，预期+0.3%），无论是核心商品中二手车价格大幅上涨（已连续5个月环比正增长），还是核心服务中交通运输类从环比0.5%上涨至近2%，通胀全面大超预期，主要项目几乎都高于前值。2) 美国1月PPI同比3.5%，为2023年2月以来最大涨幅。

美国零售销售环比走弱



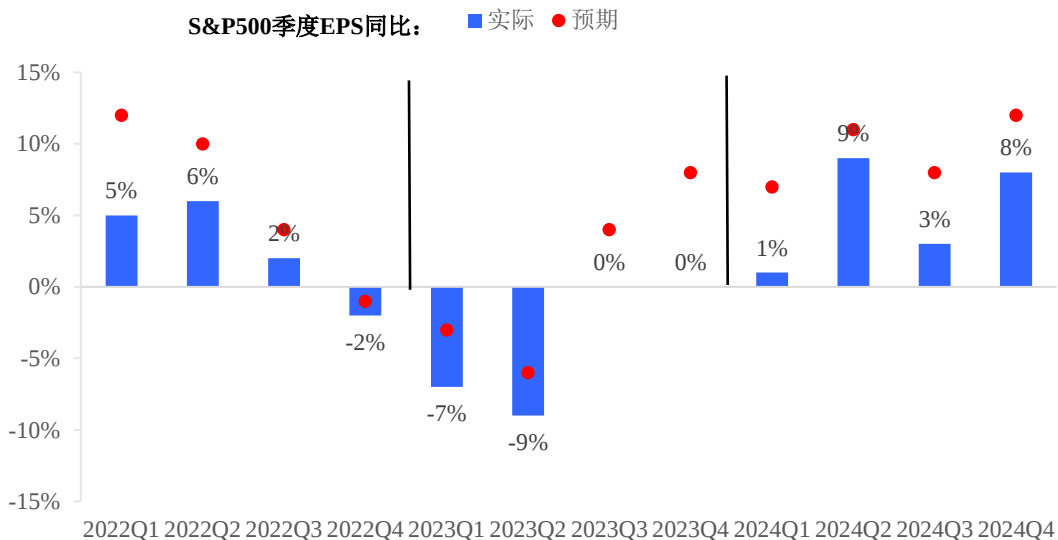
美国通胀全面反弹



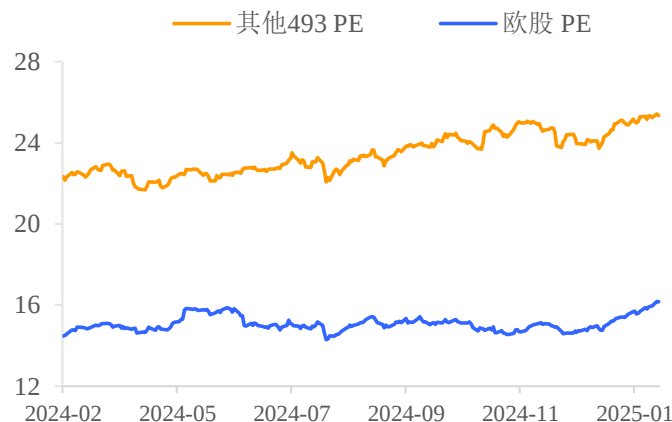
1.1.3 美股：财报有喜有忧

- 美国上市公司2024年第四季度财报表现较为强劲：
 - 已披露公司中74.7%盈利超预期，预计当季美股盈利环比增长4.7%，同比增长14.9%，有望创历史新高；
 - 当季营业利润率预计升至12.20%，显著高于1993年以来8.49%的均值；预计2025年美股盈利增速为14.7%。

2024年Q4财报，美股公司在交出一份超强劲答卷



美股其他493及欧股的PE和EPS对比



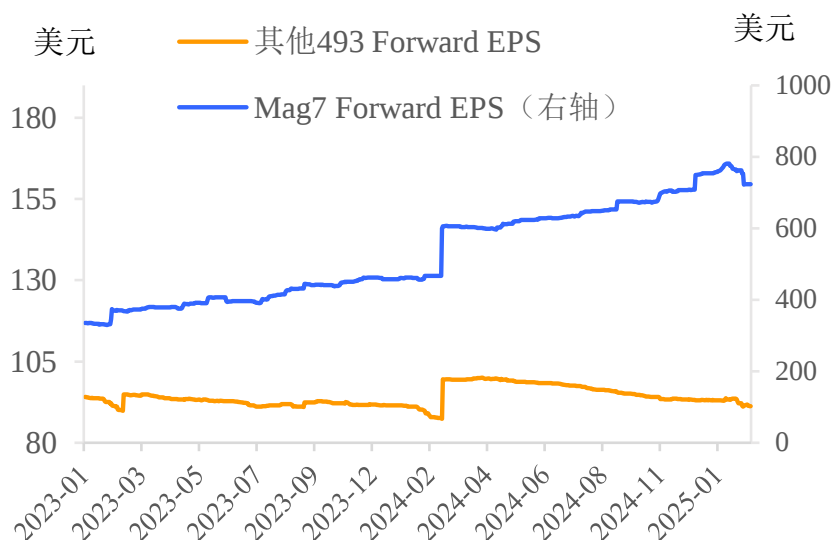
注：欧股为斯托克600指数

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.1.3 美股：财报有喜有忧

- 不过，美股Mag7目前盈利存在担忧：
 - AI投资回报前景不明；
 - DeepSeek的成功让市场开始质疑巨额支出的合理性。
 - 英伟达财报“中规中矩”，似乎印证了美股科技巨头的阶段性高增速接近顶峰。对美国科技巨头有较高期望的趋势性资金，开始逐渐退场，降仓位。

美股493及科技7巨头的远期EPS对比



美股Mag7，2024年Q4财报一半以上不及预期

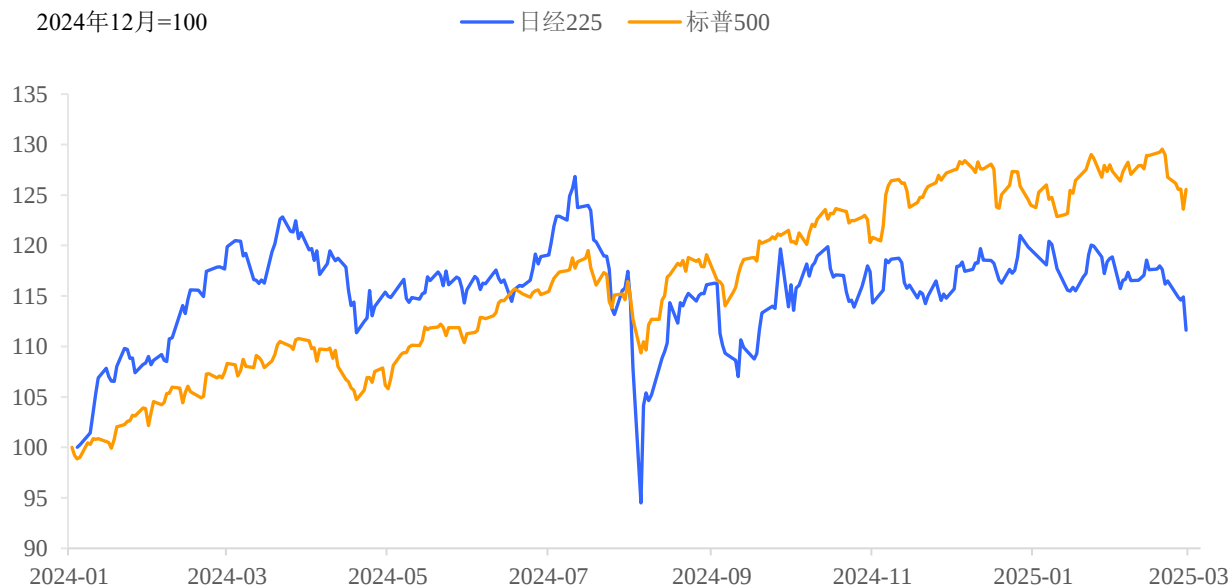
	短期股价走势	估值	净利润 (亿美元)	EPS T12M	2024年Q4业绩 是否beat预期
苹果		33.4	363.3	7.0	√
微软		33.0	241.1	12.5	×
谷歌		23.4	265.4	7.9	×
亚马逊		41.4	200.0	5.6	√
Meta		29.9	208.4	24.1	√
特斯拉		149.7	25.7	2.2	×
英伟达		52.3	220.0	2.5	×

往后看，我们认为美国经济韧性依旧，美股基本面有支撑。美国科技股此前回调在预期之内，不改变美股科技牛市趋势。

- 虽然DeepSeek带来的影响短期来看是负面影响，尤其是对AI训练资本支出（Capex）或“电力”主题，但从中期看是积极的，美股科技牛市没有逆转：
 1. 目前美股科技估值偏贵，需要一个下跌的理由；
 2. DeepSeek没有影响到全球以美国为领导的科技“霸权”，不是负向“跷跷板”， $1+1>2$ ，美股科技的叙事还可以继续；
 3. 基本面才是一切的根基：经济有韧性；
 4. 特朗普政策支持发展AI等科技发展。

- 日股跟跌美股，主要是受到科技回调的影响；
- 考虑到日股走势跟美股有较强的联动性，近一周纳指领跌（-3.5%），标普500下跌（-1%），日股跟跌（-4.2%）。

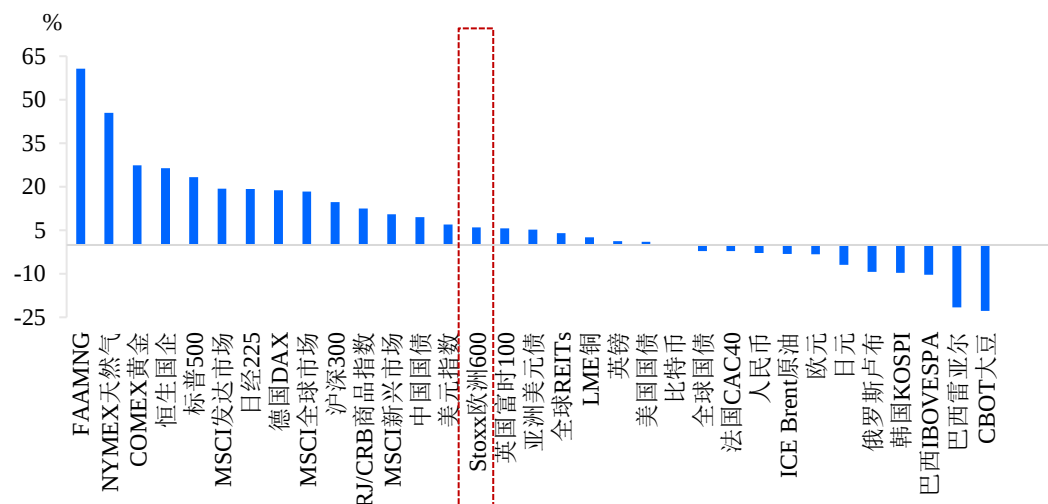
日股与美股关联性较高，美股下跌带领日股跟跌



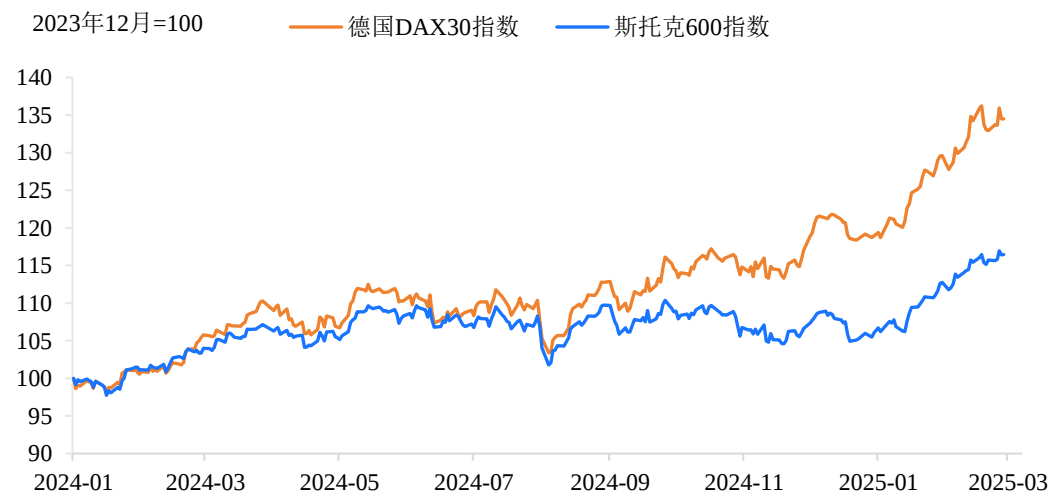
1.3.1 欧股：全球资金“用脚投票”买欧洲

- 欧洲股市开年表现亮眼，主要基于补涨逻辑。
- 2024年欧股年涨幅近6%，落后于发达市场标普500（23%）及日经225（19%），也低于中国资产，比如恒生国企（26%）及沪深300（15%），反映出欧股在2024年是超跌落后，2025年出现补涨。

2024年，欧股在风险资产中涨幅落后



2025年，欧股补涨



1.3.2欧股：欧洲暂无利空因素，欧洲股市表现较好

● 市场阶段性布局“低估”的欧洲；

- 近期美国基本面放缓，考虑到美国的安全性边际减弱，市场切换到相对更加安全且便宜的市场。因此资金为寻找更厚安全垫，从美股向欧股轮动；
- 关税“战火”集中在中、加、墨；
- 俄乌冲突缓和协助确认盈利有同步上升空间，资金阶段性切入全球低估值的权益板块，再次布局“低估”的欧洲。

欧股年初以来表现亮眼



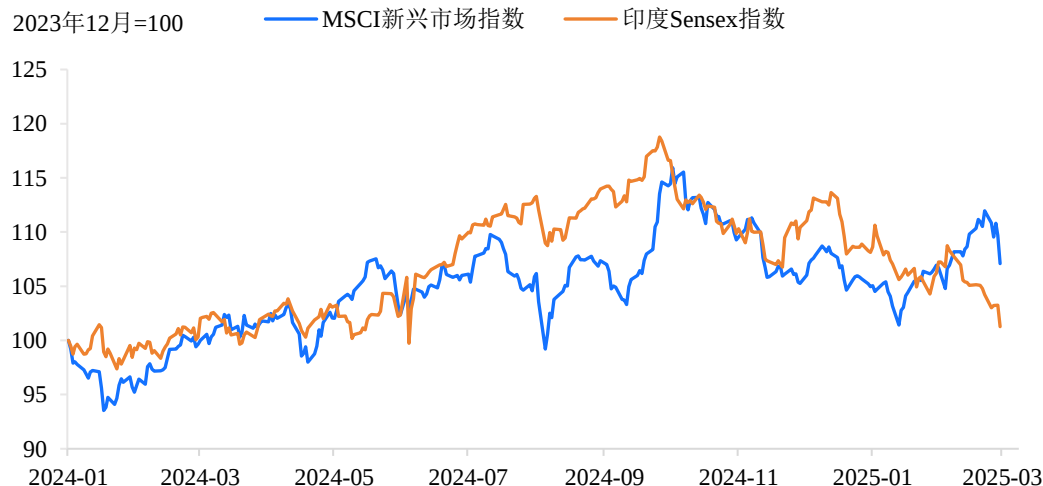
从ETF来看，资金持续流入欧洲

基金类型		近1周	近1个月	近3个月	2025年迄今
发达市场股票ETF (亿美元)	美国	318.4	600.7	2677.4	1218.9
	欧洲	27.5	125.6	127.9	156.0
	日本	11.2	18.8	-0.1	23.6
	韩国	1.53	5.7	8.1	8.0

1.4 印股：经济阴霾下，印度股市持续下跌

- 印度股指连续下跌。主要是基于两个因素：
 - 一是，经济增速回落。印度2024年第三季度的GDP同比增长 5.4%，为七个季度以来的最低增速，低于预期6.5%及前值6.7%。
 - 二是，高通胀及汇率贬值压制降息空间。印度经济放缓，但通胀仍旧较高，一直高于4%的目标利率，这导致印央行难以大幅降息，印度陷入“既要保持经济，又要压通胀”的艰难博弈中。
- 往后看短期内，考虑到印度难以扭转经济增速下滑、企业盈利下降和高企的利率带来的负面影响，预计印股短期继续偏震荡下跌，整体保持中性。

印度股指连续下跌





■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

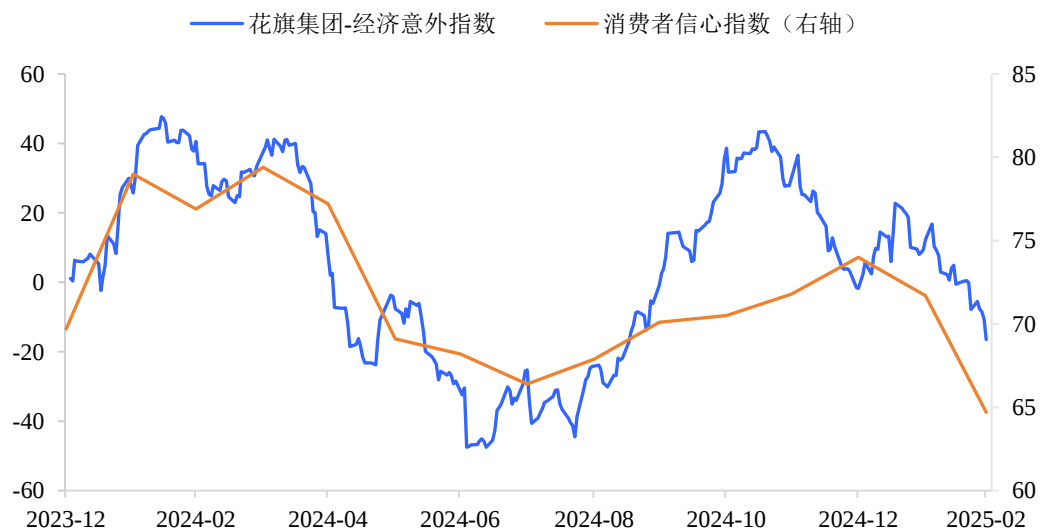
■ 四、汇率

■ 五、风险提示

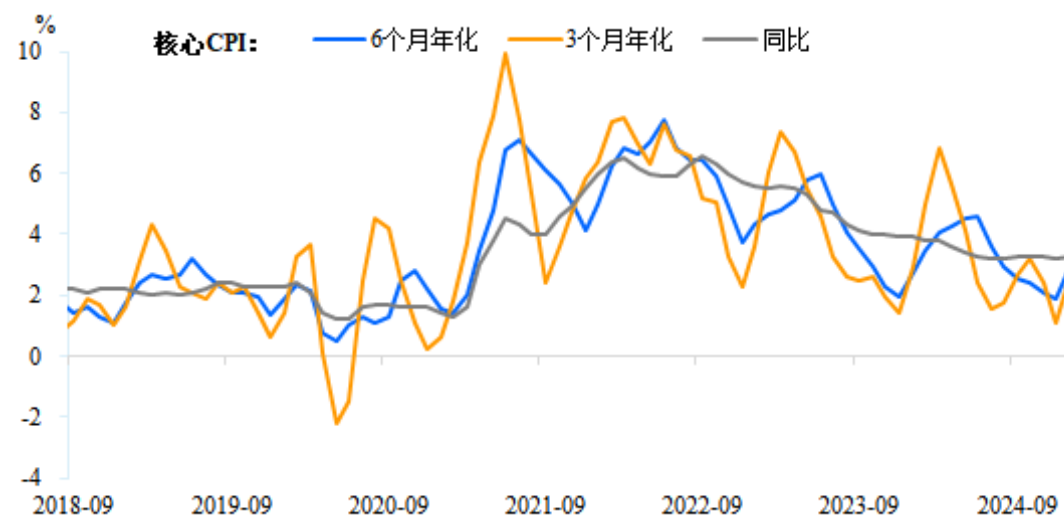
2.1 美债：经济走弱+政策担忧，美债利率回落

- 第一，近期美国宏观基本面数据走弱，叠加1月通胀全面超预期，市场开始担心温和“滞胀”，美国经济不再是全球的“一枝独秀”：
 - 美国1月通胀全面超预期，Headline CPI同比上升至3%，高于前值和预期的2.9%；核心CPI同比上升至3.3%，高于前值3.2%和预期的3.1%；
 - 美国消费者信心下滑，创下自2024年6月以来的最低水平；
 - 美国经济意外指数跌至去年9月以来的低点。

美国经济数据下滑，市场对经济放缓存在担忧



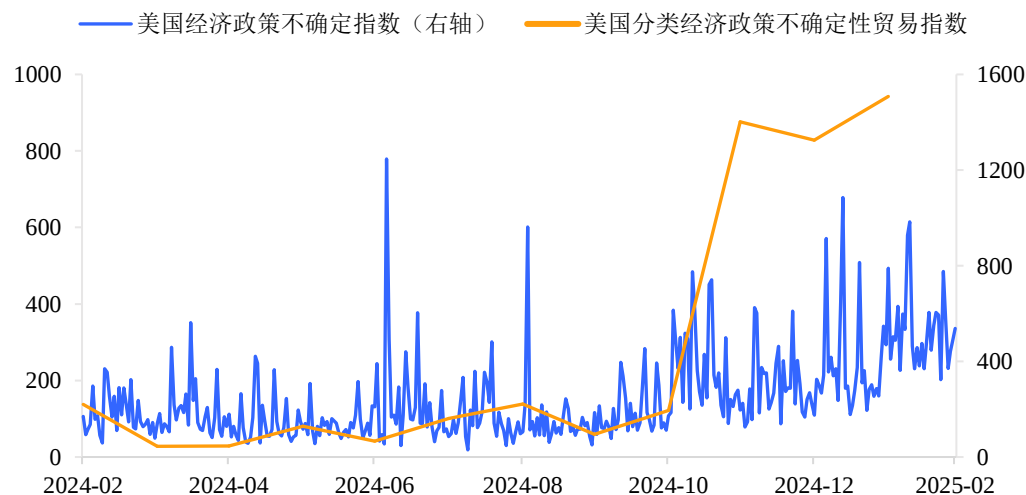
美国1月通胀全面超预期



2.1 美债：经济走弱+政策担忧，美债利率回落

- 第二，特朗普政策反复扰动，关税政策不仅加大通胀压力，同时对全球经济以及美国经济产生负面拖累，市场避险情绪抬升：
 - 关税政策对全球经济的威胁只是刚刚开始，整体趋势正在恶化；
 - 政府效率部门（DOGE）削减联邦工资，论调从新政府实现美国经济增长，开始转变为政策开始损害经济。
- 第三，贝森特表示，特朗普及他均认为要“提高美债吸引力，10年期美债利率应随着特朗普政策自然而然地下降”，该讲话加剧了美债的看涨押注。
- 不仅押注3月降息的概率提升，市场押注5月降息的概率大幅上涨，从2月17日的8%，抬升至3月4日的65.3%。随着对政策进一步宽松的预期，美债利率下行。
- 往后看，考虑到美国经济上半年大概率进一步走弱，又恰逢美国经济数据密集发布窗口期，预计紧缩交易进一步缓和，美债利率短期存在进一步下降空间。

美国政策及贸易不确定性上升



美联储政策利率预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	91.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	32.2%	65.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	25.3%	57.6%	15.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.5%	34.3%	45.8%	10.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	28.2%	43.1%	19.1%	2.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.7%	31.7%	37.4%	15.2%	2.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	5.5%	19.1%	33.8%	29.3%	10.3%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	7.3%	21.0%	33.2%	26.8%	9.1%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.2%	11.5%	24.8%	31.2%	21.3%	6.6%	0.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	3.2%	11.5%	24.7%	31.1%	21.4%	6.8%	0.8%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.6%	3.5%	12.0%	24.9%	30.8%	20.8%	6.6%	0.8%



■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

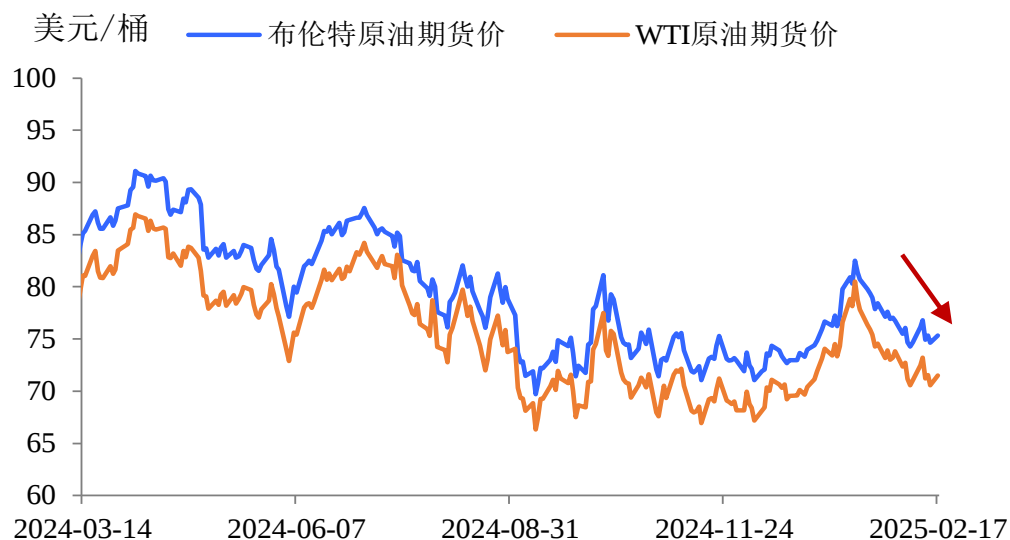
■ 四、汇率

■ 五、风险提示

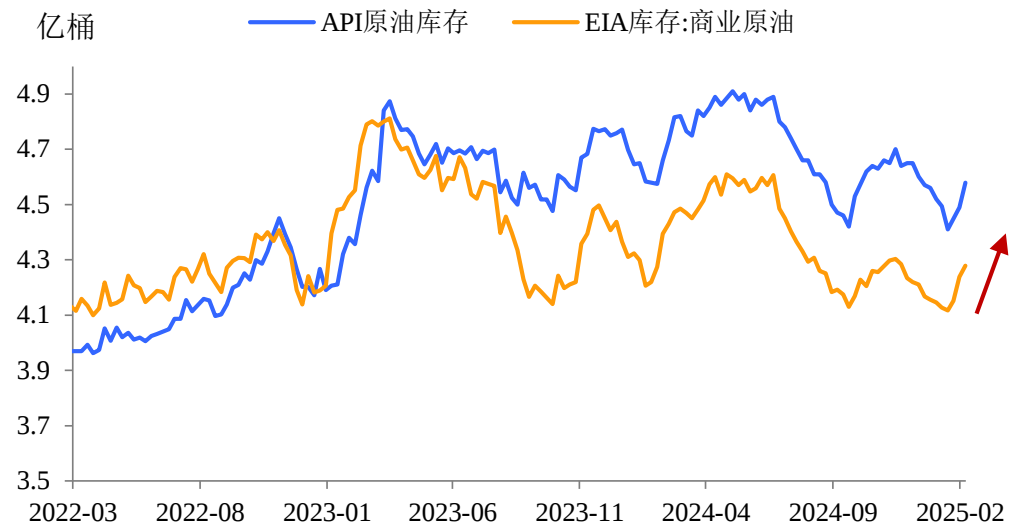
3.1 原油：特朗普政策叠加地缘缓和下，油价尚未摆脱低位震荡格局

- 近两周油价整体维持低位震荡格局：
- 一方面，特朗普原油领域增产政策持续压低油价预期。近期特朗普再次表示，内政部长将与能源部长联手提高石油产量并降低价格，此外，随着关税政策的推迟，对油价回升的影响有所缓解，油价短期仍然承压。
- 另一方面，俄乌冲突改善的强烈预期下，市场对油价供给扰动的担忧下降。2月12日，特朗普先后与俄罗斯总统普京、乌克兰总统泽连斯基通电话，双方同意就结束俄乌冲突进行紧密合作，并派遣各自团队立即开始谈判。一旦俄罗斯与西方国家的关系改善，其石油生产可能会大幅提高，进一步改变全球石油供应的格局。

油价延续低位震荡



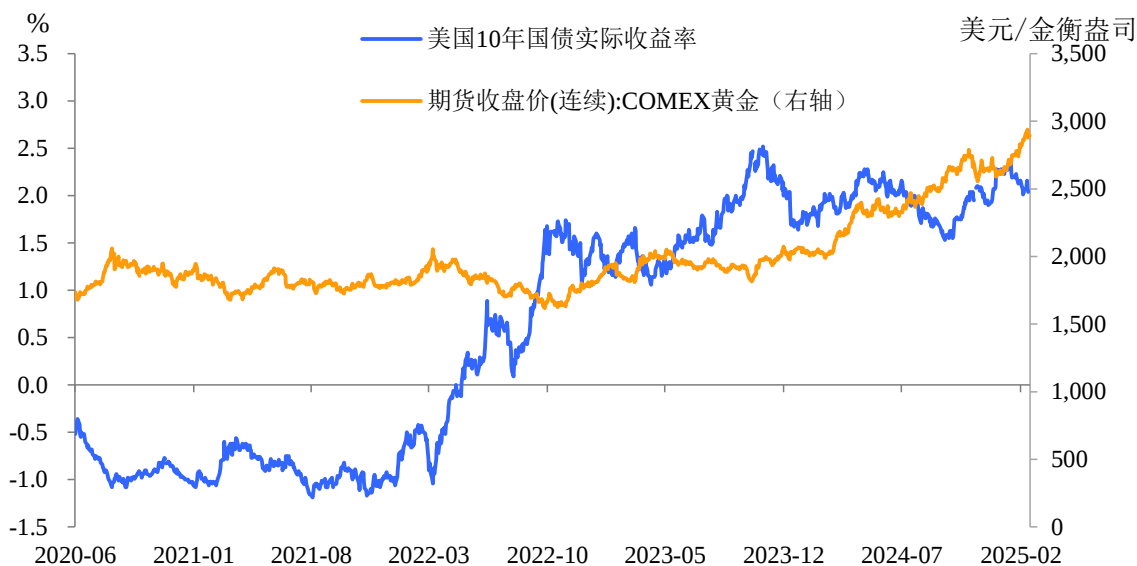
原油库存边际回升



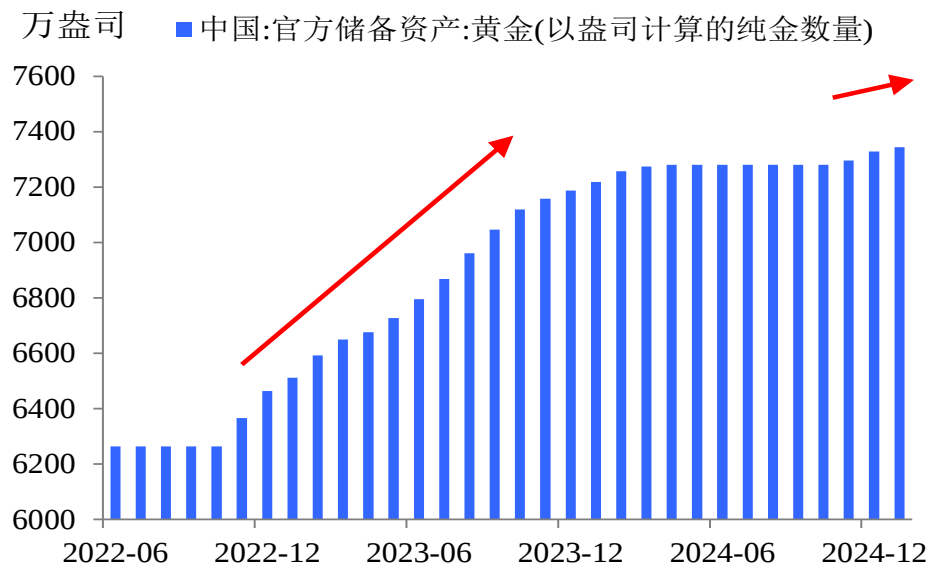
3.2 黄金：关税博弈仍是黄金上涨主线

- 黄金价格再度走高，主因市场对于关税政策的博弈：2月27日额外追加对中国商品的10%关税；3月3日表示对等关税将于4月2日开始征收，美国对墨西哥和加拿大商品征收25%的关税将于3月4日生效，关税政策的进一步推出使得市场加速配置黄金资产，助推金价上升。但随着对等关税暂时尚未落实具体实施方案，仍需一定时间审查，以及俄乌冲突传来利好，金价大幅跳水。
- 短期内随着关税方案的推迟以及地缘的缓和，以及美股科技下跌往往伴随着杠杆释放，阶段性流动性压力或部分需要卖出黄金来完成，因此金价有调整风险。
- 但是往长期看，对特朗普政策引发的不确定性、美债担忧等仍将推升黄金走势。

金价持续上行



央行连续三个月恢复购金



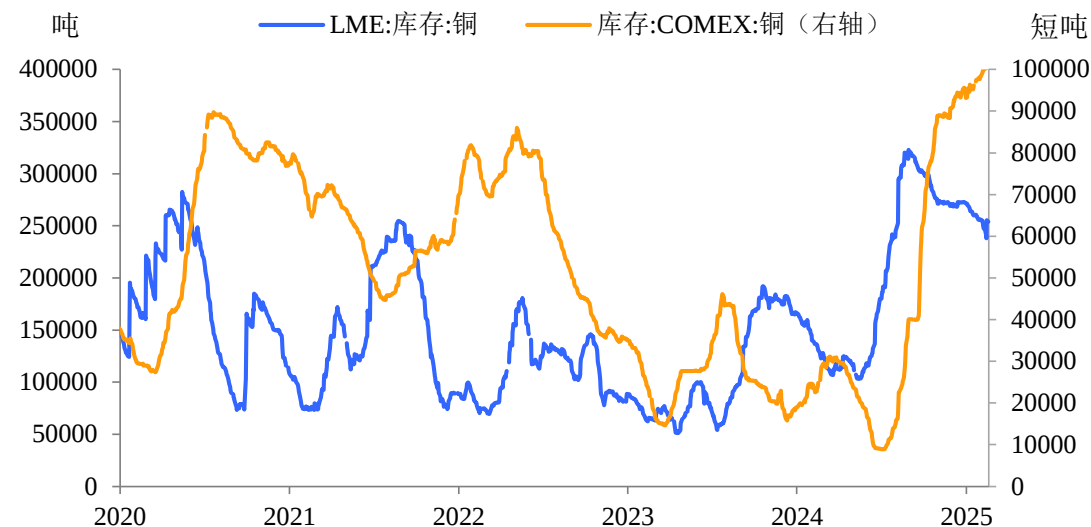
3.3 铜：美元回落以及通胀预期抬升下，铜价边际回升

- 近期铜价有所修复。一方面，近期美元指数持续回落，疲软的零售销售数据和美国关税政策的延后对美元造成较大打击，有助于铜价修复；另一方面，1月CPI和PPI数据的超预期上行也进一步点燃了市场对美国的再通胀预期，进而抬升铜价。此外铜矿冶炼产能为负，意味着短期内供给偏紧仍对铜价有支撑。
- 往后看，由于全球经济尚未出现明显修复，需求端改善幅度仍有待观察，整体铜价仍处于震荡过程中，持续上行动力不足。

铜价边际回升



铜库存一览





■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

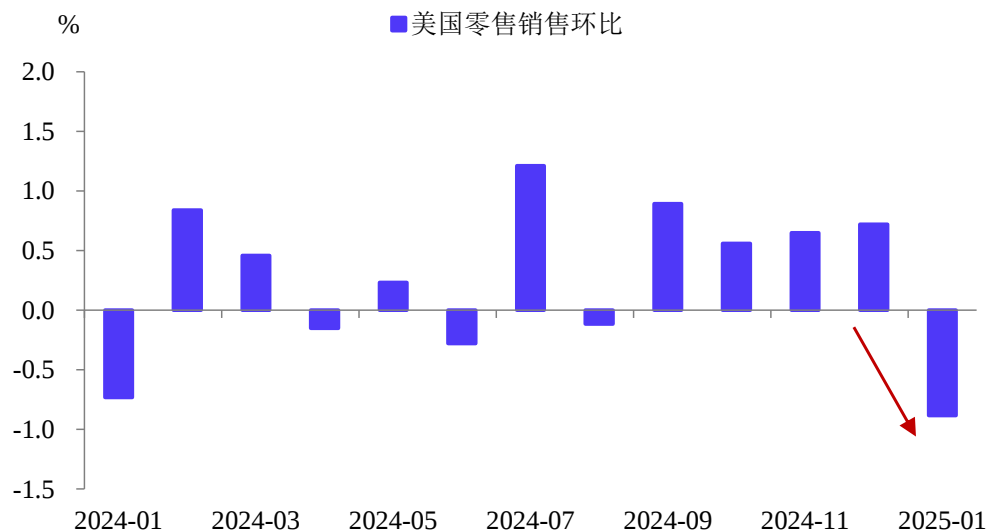
■ 四、汇率

■ 五、风险提示

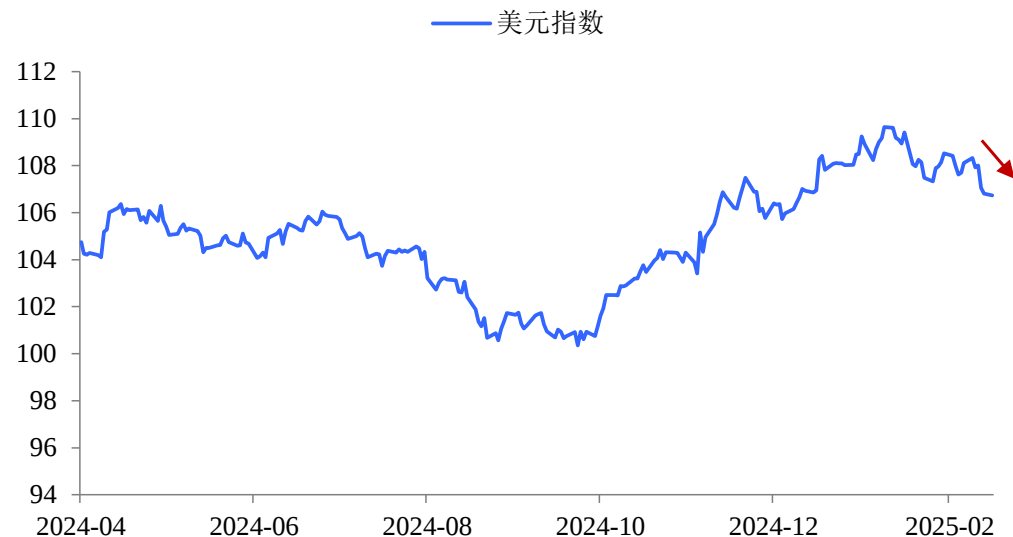
4.1 美元：关税、地缘缓和以及经济放缓担忧下，美元持续回落

- 关税、地缘以及经济多重因素影响下，近两周美元指数逐步回落：
- 其一，关税政策推迟，美国对墨西哥和加拿大的关税政策延后一个月，且对等关税也需经过一段时间的审查，对前期定价关税影响的美元形成利空；其二，俄乌冲突有所缓和，地缘影响下市场避险情绪有所走弱；此外，美国经济存在放缓的可能性，1月美国零售销售创过去1年以来最大跌幅，这可能意味着美国经济增长的动能有所减弱。

美国零售销售走弱



美元持续回落



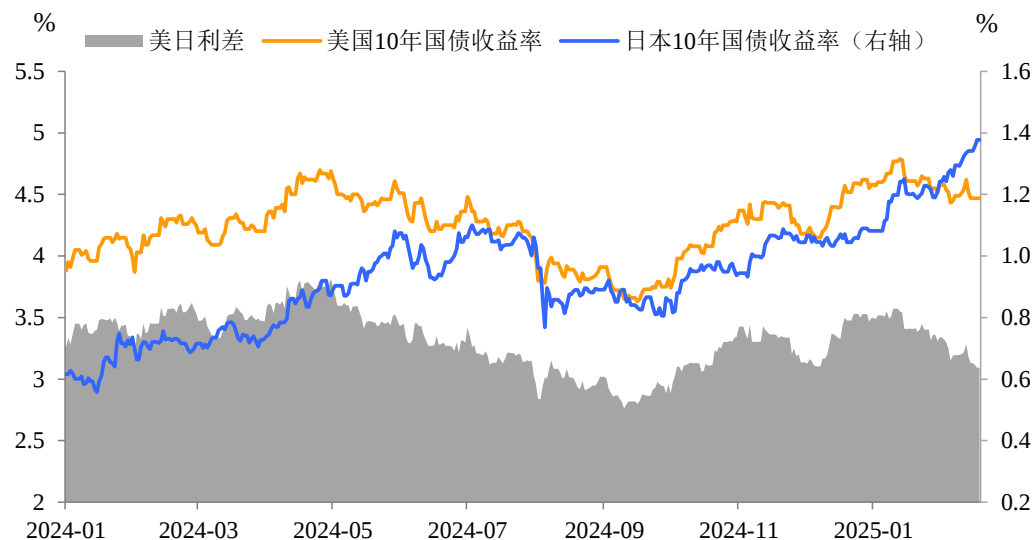
4.2 日元：利率上行和基本面支撑推动日元走强

- **日元兑美元延续升值。**一方面，日央行加息后，日债收益率持续上升，而反观美国，关税的延后、地缘的缓和使得美元指数回落，美债收益率下行，这进一步收窄了美日利差，日元兑美元延续升值趋势。另一方面，日本基本面呈现改善趋势，日本四季度实际GDP环比上涨0.7%，连续三个季度正增长，且春斗工资预计仍保持较高增速，在此情况下日元有基本面支撑。
- 此外，特朗普就任美国总统后，暂时尚未提及对日本关税，也有助于日元涨势。

日元较美元继续升值



美日利差边际收窄



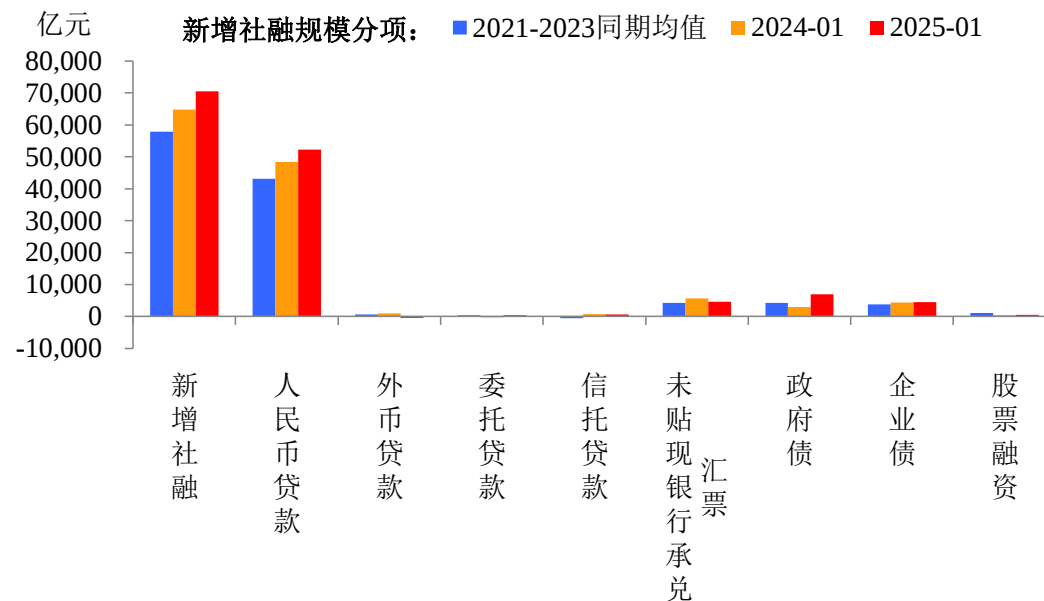
4.3 人民币：美元回落下，人民币小幅升值

- 近两周由于对等关税推迟、美债收益率下行以及俄乌缓和，美元走势回落，人民币也有小幅升值表现。
- 短期内美国对华进一步征收关税风险不高，且当前国内经济预期有所改善，1月信贷、通胀数据均有所改善，对人民币形成一定支撑，往后看，可关注两会政策预期对人民币的提振作用。

人民币边际升值



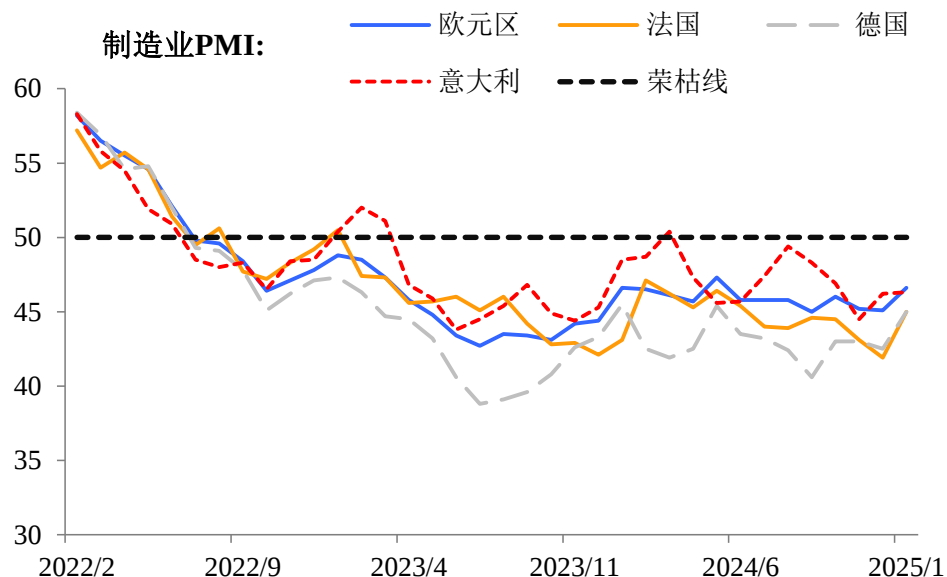
信贷迎来“开门红”



4.4 欧元：对等关税延后以及俄乌冲突缓解预期下，欧元边际走强

- 近两周欧元有所走强。一方面，特朗普对等关税延后，短期内对欧元区关税政策可能暂缓；另一方面，特朗普主导下，俄乌冲突熄火预期强烈，带动欧元走强。
- 但往后看，欧元仍面临较大贬值压力。一方面由于欧洲对美贸易顺差较大，且部分产品如汽车对美征收较高的进口关税，因此特朗普对欧关税落实随时可能兑现；另一方面，欧元后续走势依仗整体经济表现和货币政策力度，从当前角度来看，欧元区经济依然疲弱，货币政策依然保持较大宽松力度，对欧元形成一定贬值压力。

欧元区制造业PMI持续低迷



美德利差依然较高



周一 (2025/3/3)	周二 (2025/3/4)	周三 (2025/3/5)	周四 (2025/3/6)	周五 (2025/3/7)
日本-Jibun银行日本制造业PMI 欧元区-HCOB欧元区制造业PMI 欧元区-CPI同比 欧元区-GDP同比 欧元区-工业产值 美国-建筑开支月环比 美国-ISM制造业指数	日本-失业率 日本-工作与申请人数比率 日本-资本支出同比 日本-货币基础同比 欧元区-失业率变动	日本-Jibun银行日本综合PMI 欧元区-AIB爱尔兰PMI综合指数 欧元区-HCOB欧元区综合PMI 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-ADP就业变动指数 美国-耐用品订单环比 美国-ISM服务业指数	欧元区-欧洲央行存款机制利率 欧元区-欧洲央行边际贷款工具 美国-贸易余额 美国-批发库存月环比 美国-贸易余额 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数	欧元区-工厂订单月环比 欧元区-失业率 美国-新增非农就业人数/失业率
周一 (2025/3/10)	周二 (2025/3/11)	周三 (2025/3/12)	周四 (2025/3/13)	周五 (2025/3/14)
日本-劳工现金收入同比 日本-国际收支经常项目余额 日本-领先指数CI 欧元区-工业增加值同比 欧元区-贸易余额 欧元区-失业率 欧元区-CPI	日本-GDP 日本-货币存量同比 日本-机床订单同比	日本-PPI 欧元区-生产者价格指数月环比 欧元区-PPI同比 欧元区-社会消费品零售总额同比 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 环比 美国-CPI	美国-Federal Budget Balance 美国-PPI同比 美国-周度首次申领失业救济人数 美国-持续领取失业救济人数	欧元区-核心CPI 欧元区-工业产值月环比 美国-密歇根大学消费者信心指数

- **特朗普政策不确定性：**特朗普上台后的政策转变会增加各类资产的波动性和不确定性；
- **美国经济出现衰退：**影响全球经济增速，降低市场风险偏好，影响股市表现；
- **地缘政治风险：**地缘政治“黑天鹅”事件导致资产端出现较大扰动；
- **国内经济复苏节奏不及预期：**经济复苏节奏不及预期可能会加剧市场不确定性。

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）），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>

东吴证券 财富家园