

DeepSeek的扰动与关税再敲门

——全球大类资产观察（1.20-2.2）

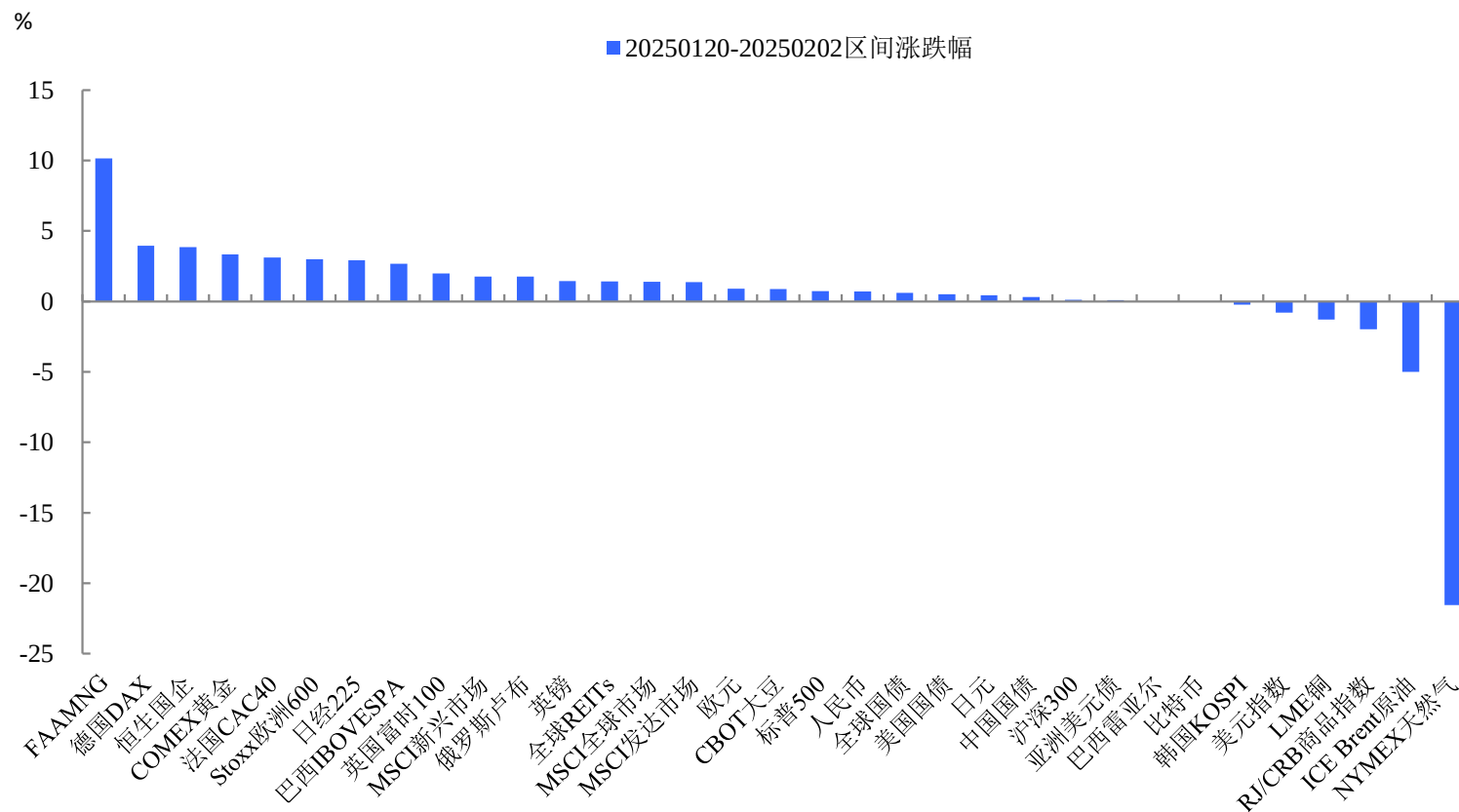
陈梦
证券分析师
执业证书编号：
S0600524090001

葛晓媛
研究助理
执业证书编号：
S0600123040063

武朔
研究助理
执业证书编号：
S0600124070017

2025年2月4日

全球主要资产近两周涨跌幅回顾



- 近两周AI主导全球风险资产走势， DeepSeek火爆出圈，压制特朗普上台后 “星际之门” 计划引发的美股科技上涨，受此影响全球风险资产涨跌互现；此外，受关税预期的反复摇摆，美元呈现 “V” 字走势，先跌后涨，而黄金则再创新高。
- **股市：发达市场涨跌分化。**发达市场中，受到DeepSeek影响，美股下跌，日股跟跌。但欧股受益于补涨逻辑、市场阶段性布局 “低估” 的欧洲、财报部分超预期及欧央行如期降息的催化，走出亮眼行情；**新兴市场中**，一方面受到DeepSeek影响偏弱，另一方面新兴市场尚未受到特朗普加征关税及印度推出减税政策，实现上涨。
- **债券：海外降息预期抬升，长端国债利率下行。**美国方面，鲍威尔在美联储议息会议后放鸽，叠加美国经济数据边际走弱，市场押注3月降息预期小幅抬升，美债利率下行；欧洲方面，欧央行降息25bp，德国长期国债及英国长期国债分别下降10bp及2bp。
- **汇率：关税政策摇摆下，美元呈 “V” 字走势。**人民币、欧元受前期特朗普保守关税论调的影响快速走高，但随着具体关税方案的出台再次回落；而日元受日央行加息以及关税政策尚未波及的影响，持续升值。
- **商品：在特朗普政策和关税预期不确定性影响下，黄金再创新高。**而受特朗普上台后鼓励能源开采等大量行政令的影响，市场对原油供应担忧明显增大，油价快速走弱。

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	震荡向上	DeepSeek对美股的冲击缓释、美联储议息会议后放鸽抬升降息预期以及经济“软着陆”再添力证，资金进一步加速流入美股，尤其是中小盘，在这样的背景下建议关注中小盘及AI的机会。
	日股	震荡向上	短期内日本没有重点经济数据及央行会议，考虑到日股与美股联动性较高，预计日股跟随美股震荡向上。
	欧股	整体向下	欧股前期上涨主要基于补涨逻辑，及资金再次阶段性“布局”欧洲。但一方面，欧洲资金已经超配不少；另一方面，特朗普对墨西哥、加拿大和中国加完关税之后，表示也会对欧洲加征关税。因此预计欧洲短期内都会在关税阴霾中，资金能否进一步超配欧洲或有待观察，预计欧洲股市短期内承压。
	印股	震荡走平	印度政府推出减税政策预算案（免除年收入120万卢比以下纳税人所得税）落地仍需要时间，且政策偏向高收入群体，而非占比更大的中低收入群体，实际效果有待检验；因此印度近期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，预计印股短期偏震荡，保持中性。
债券	美债	收益率小幅震荡向下	考虑到美国经济大概率进一步走弱，预计导致紧缩交易进一步缓和，美债利率存在进一步下降空间。
	欧债	收益率震荡下行	欧洲经济问题更为严重，市场对欧洲央行保持宽松的预期升温，且对欧洲年内降息幅度的押注远大于美联储：预期全年再降83bp（再降3次），带动欧洲长债利率将进一步下降。
商品	原油	低位震荡	特朗普上台，能源政策引发市场供应担忧，油价低位震荡。
	黄金	小幅回调	短期内随着一阶段关税的落地以及美元的高企，黄金价格或出现小幅调整；长期特朗普政策不确定性、美债担忧以及地缘问题仍将推升黄金走势。
	铜	低位震荡	经济需求改善持续性有待验证，铜价短期难形成向上突破动力
汇率	美元	高位震荡	短期内，特朗普关税的不确定性为美元形成支撑。
	日元	震荡走平	经济基本面和加息政策支撑日元，短期内暂无较强利空因素，预计整体震荡在155左右。
	人民币	小幅升值	特朗普上台后关税政策的兑现，人民币或有战术性升值，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	震荡下行	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，欧元疲弱态势仍将延续。
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

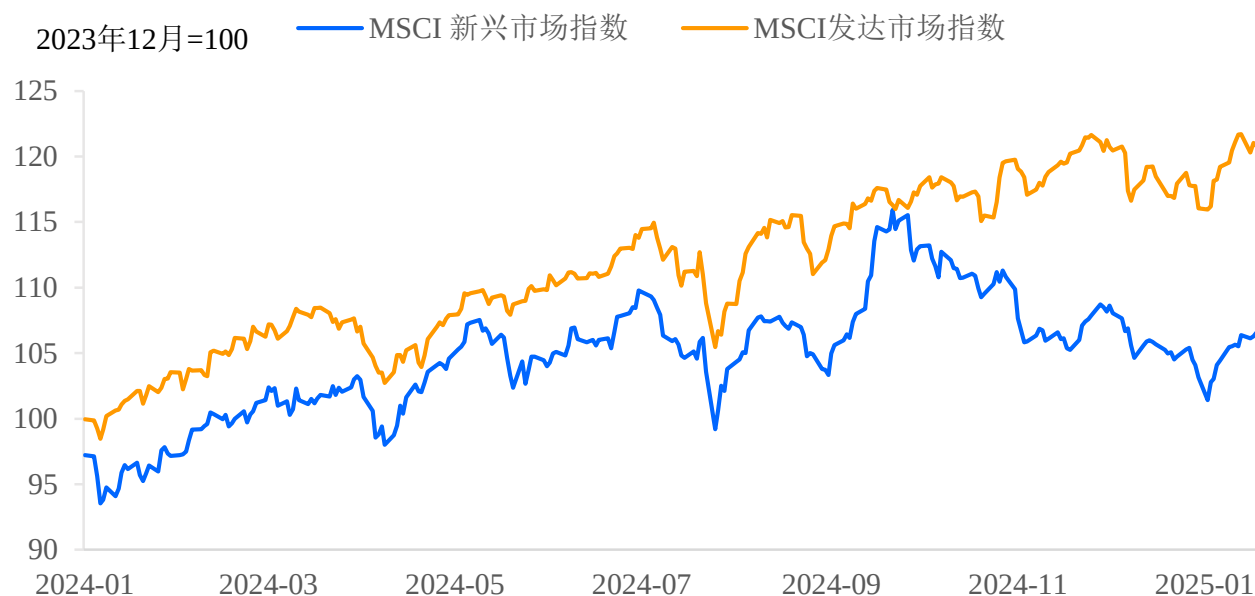
■ 三、商品

■ 四、汇率

■ 五、风险提示

- 近两周，全球大类资产涨势收窄甚至转跌。发达市场涨跌互现，新兴市场小幅上涨：
 - 发达市场主要是受到DeepSeek影响；
 - 新兴市场主要是尚未受到特朗普加征关税的影响；
- 短期看，考虑到经济增速的分化（美国经济好于其他），预计发达市场将领涨新兴市场，发达市场和新兴市场股指进一步分化。

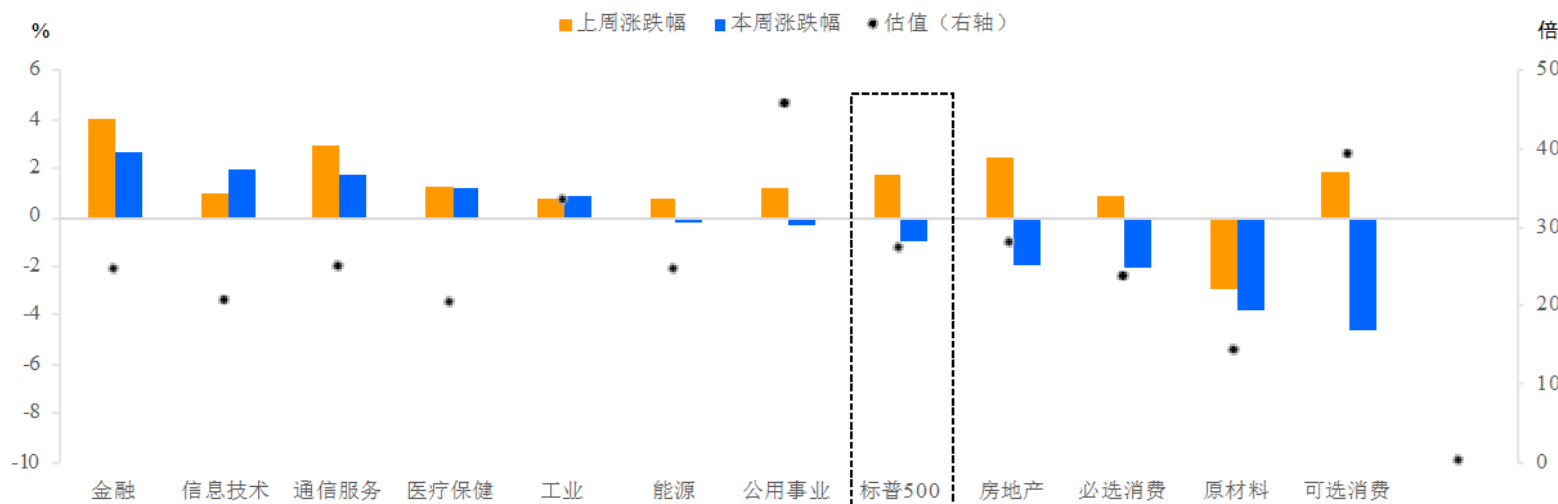
新兴市场股指和其他形成分化



1.1 美股：多重博弈的结果，美股转跌

- 近两周，美国股指涨势暂歇，主要是受到DeepSeek对美股科技的冲击，拖累标普500及纳指的表现
- 总结来看，本周美股主要围绕着三大关键词：**DeepSeek、财报、美联储**：
 - ✓ **DeepSeek**引发美股科技焦虑。DeepSeek火爆出圈，颠覆了游戏规则DeepSeek成为美股科技加速下跌的催化剂，标普500及纳指分别大幅下跌1.5%及3%；
 - ✓ **科技巨头财报不及预期**。除Meta财报全面超预期外，美股科技中特斯拉、微软、苹果等均存在不同程度不及预期的业务板块，拖累美股科技下跌；
 - ✓ **美联储降息的“新剧本”**。美联储决议上删除了“通胀在朝着2%的目标取得进展的措辞”，显示出美联储对通胀再次加速上升抱有忧虑，市场认为这是一次“鹰派”不降息。

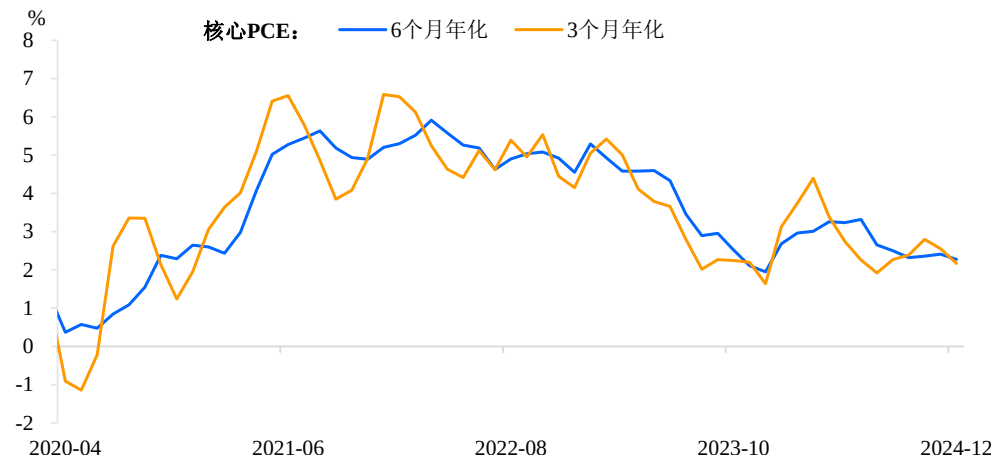
美股行业涨跌互现



- ✓ ①美国四季度GDP增速降至2.3%，不及市场预期的2.6%；
- ✓ ②首次申请失业救济人数低于预期和前值至20.7万，续请人数也超预期下滑；
- ✓ ③美国2024年12月成屋签约销售创去年7月份以来首次下降；
- ✓ ④鲍威尔安抚市场，不要过度解读删除“对通胀2%目标取得进展”的措辞；
- ✓ ⑤12月核心PCE，美联储最关注的通胀指标，单月的同比和环比增速都符合预期。连续三个月的年化通胀增速来看，为去年下半年以来新低。

美联储最关心的三个月环比年化PCE走弱

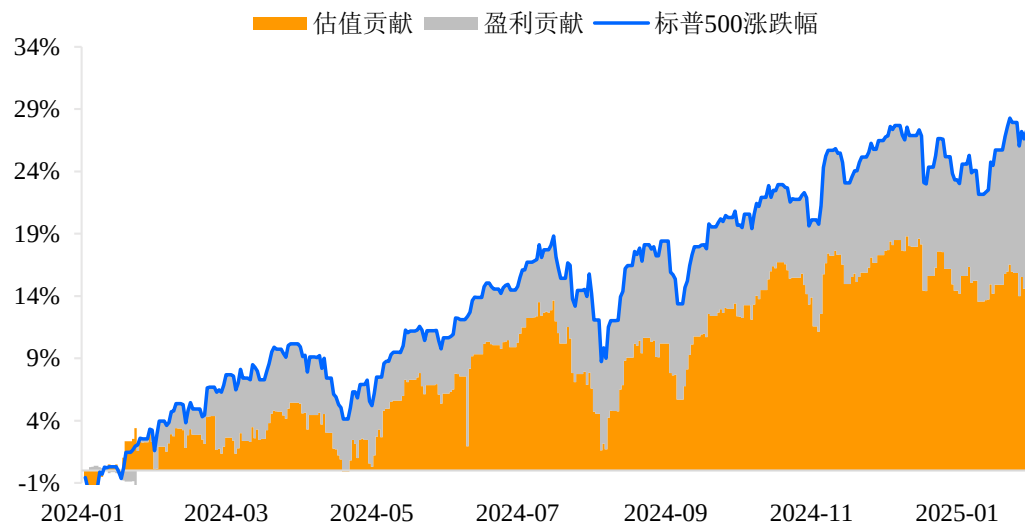
美国GDP 实际GDP环比折年率（%）		权重	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12
			2.30	3.10	3.00	1.60	3.20	4.40	2.40	2.80	3.40
各分项拉动（%）	个人消费支出	70.5	2.82	2.48	1.90	1.30	2.33	1.72	0.65	3.27	0.81
	商品消费	28.2	1.37	1.18	0.63	-0.25	0.73	0.76	-0.08	1.59	-0.15
	耐用品	11.1	0.85	0.54	0.40	-0.13	0.22	0.32	-0.03	1.24	-0.16
	非耐用品	17.1	0.52	0.63	0.23	-0.12	0.51	0.44	-0.05	0.36	0.01
	服务消费	43.2	1.45	1.31	1.27	1.55	1.60	0.96	0.73	1.67	0.96
	私人投资	19.9	-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.80	1.42	-1.63	1.08
	固定资产投资	18.8	-0.10	0.38	0.42	1.14	0.62	0.45	1.48	0.53	-0.36
	非住宅	15.2	-0.31	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.30	0.71	0.76
	住宅	3.6	0.21	-0.18	-0.11	0.53	0.10	0.30	0.17	-0.18	-1.12
	存货变动	0.8	-0.93	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06	-2.16	1.44
	净出口	-7.8	0.04	-0.43	-0.90	-0.61	0.09	-0.10	-0.11	0.33	0.56
	出口	11.9	-0.08	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54	0.23	-0.12
	进口	19.7	0.12	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44	0.10	0.68
	政府部门消费与投资	16.9	0.42	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48	0.84	0.90
联邦政府	6.6	0.21	0.55	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-0.08	0.28	0.54	
州和地方政府	10.3	0.22	0.31	0.25	0.32	0.63	0.62	0.56	0.56	0.36	



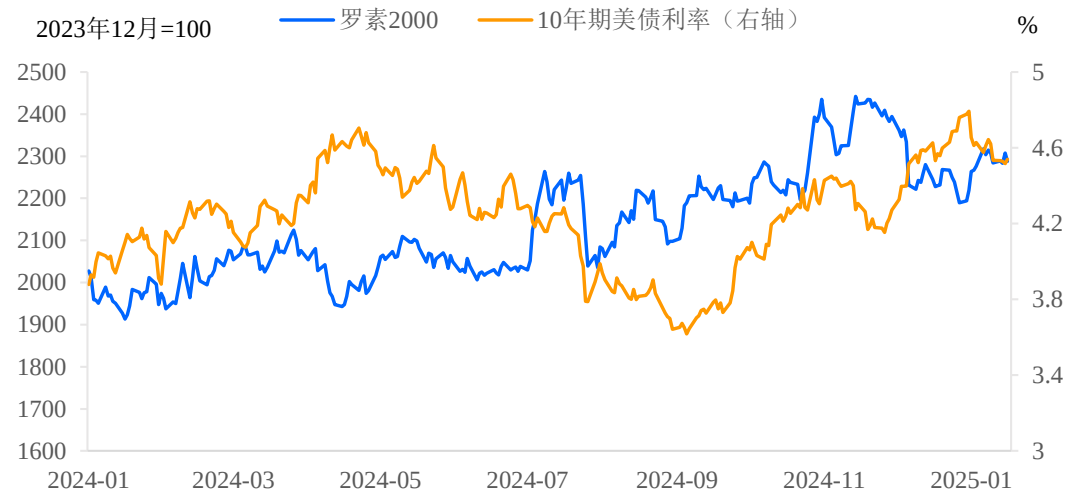
1.1 美股：美债利率下行，美股估值压力进一步缓解

- 美股的上涨主要靠估值，其次是利润率提高。
 - 从估值和盈利贡献拆解角度看，2024年至今，标普500指数上涨26%中，估值贡献14.5%，盈利贡献12.1%。
- 考虑到美国经济“软着陆”迹象越发明显，美债下行，在这样的背景下建议关注中小盘机会。

估值与盈利对标普 500 涨跌幅贡献分布

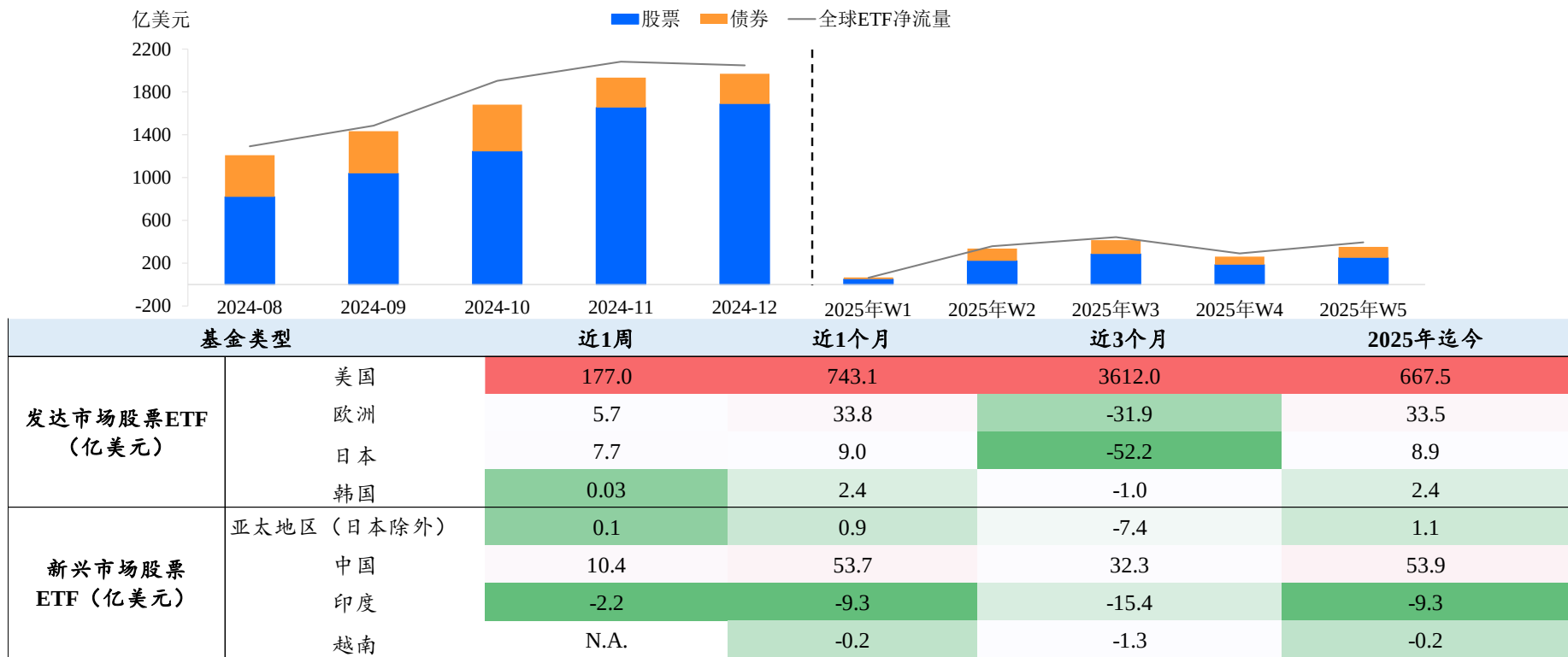


美债利率回落，中小盘存在机会



1.1 美股：资金加快流入美国

- 全球股票ETF本周净流入加速，债券本周净流入加速：全球股票型ETF净流入\$250亿美元（边际+\$74亿美元），全球债券ETF净流入\$101亿美元（边际+\$25亿美元）；
 - ✓ 分风格来看，全球股票成长ETF净流入\$68亿美元，价值ETF净流入\$34亿美元；
 - ✓ 分国别来看，美国股票ETF净流入最多（\$177亿美元），其次是日本及欧洲；新兴市场国家股票ETF都为净流入，只有印度股票ETF呈净流出（-\$2.2亿美元）。
- 全球股票ETF行业类别中，科技、工业加速流入，其中科技在本月持续净流入；医疗保健加速流出，能源流出变缓，材料在本月持续净流出。



1.1 美股：中小盘成为资金新的青睐

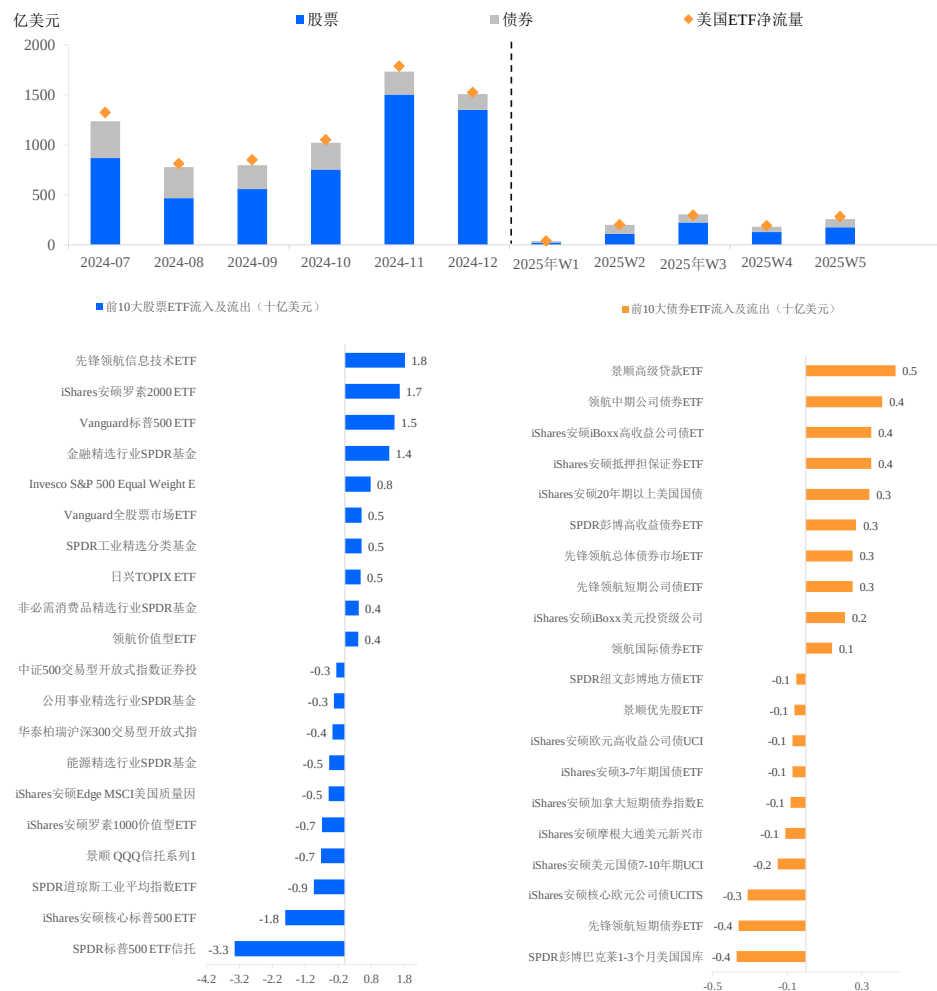
- 美国(股+债)ETF合计流量净流入255亿美元。

- ✓ 股票ETF净流入177亿美元，债券ETF净流入78亿美元。

- ✓ 先锋领航信息技术ETF成为美国ETF中第一大流入，ishares安硕罗素2000排名第二，Vanguard标普500 ETF排名第三。

- 随着美国经济“软着陆”迹象越发明显：美国经济增速放缓（美国2024年四季度GDP增速2.3%），但通胀抬头美国12月核心PCE环比0.2%（预期0.2%，前值0.1%），在这样的背景下建议关注中小盘机会。

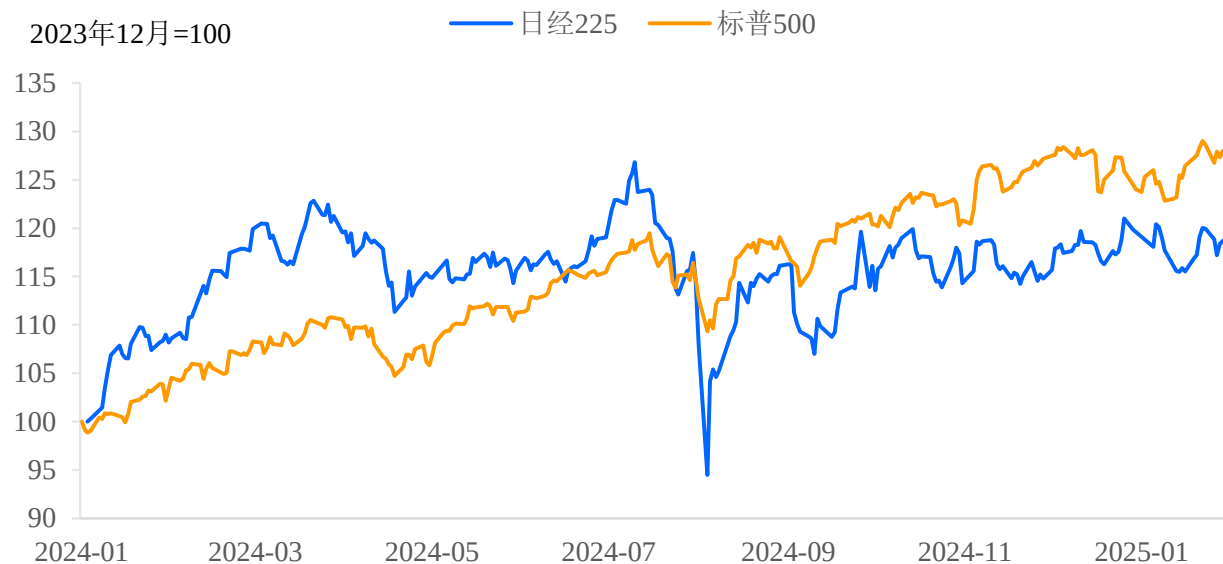
美国ETF（股+债）呈净流入



1.2 日股：DeepSeek引发日股跟跌

- 日股继续下跌，主要是受到DeepSeek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（-1.6%），标普500下跌（-1%），日股跟跌（-0.9%）；

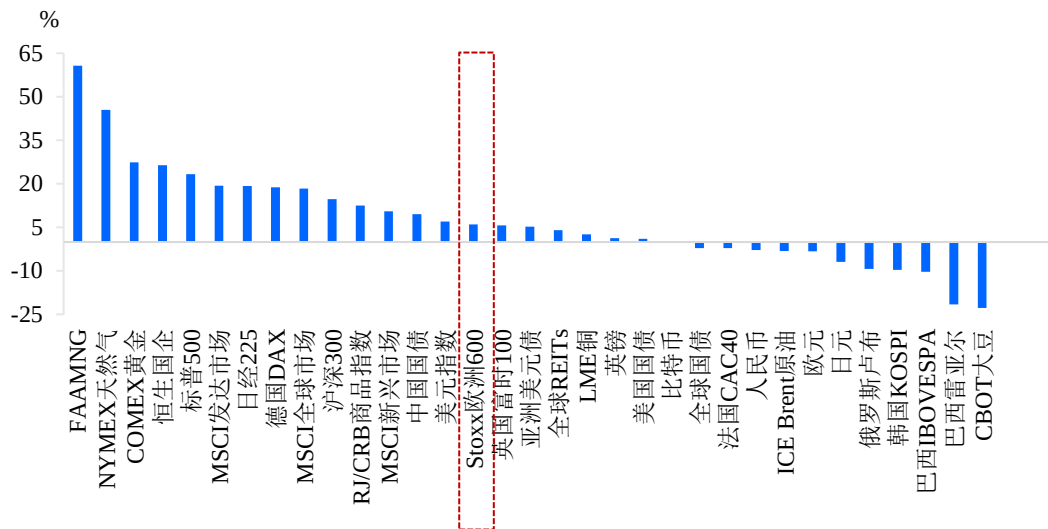
日股与美股关联性较高，美股下跌带领日股跟跌



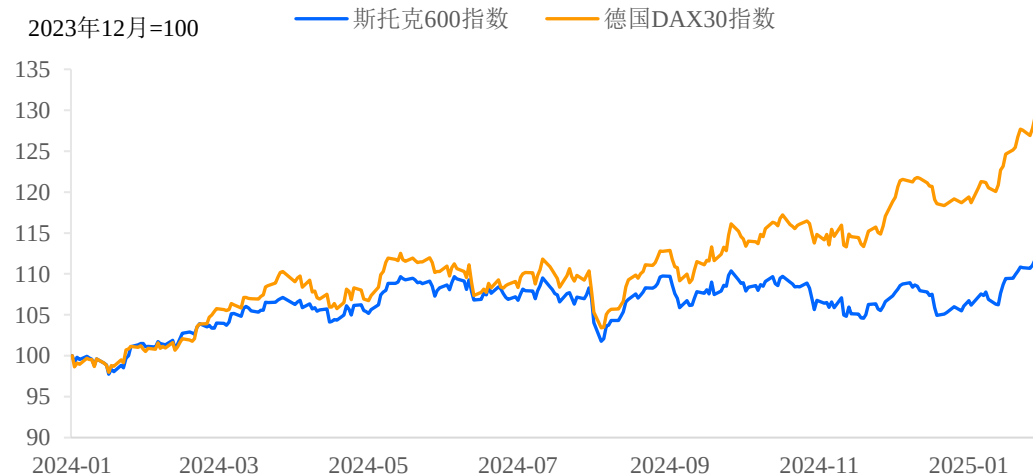
1.3欧股：欧洲股市创新高，主要是基于补涨逻辑

- 欧洲股市连续3周上涨，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



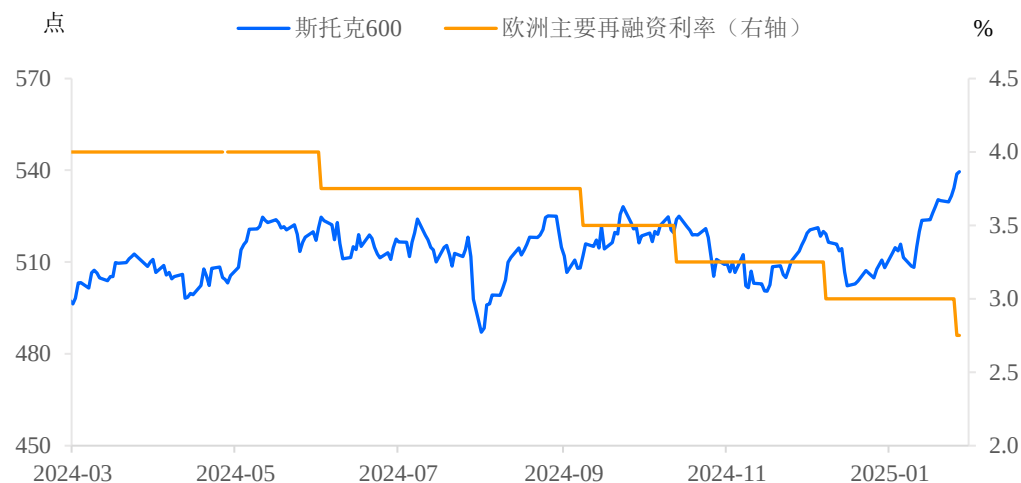
2025年，欧股补涨



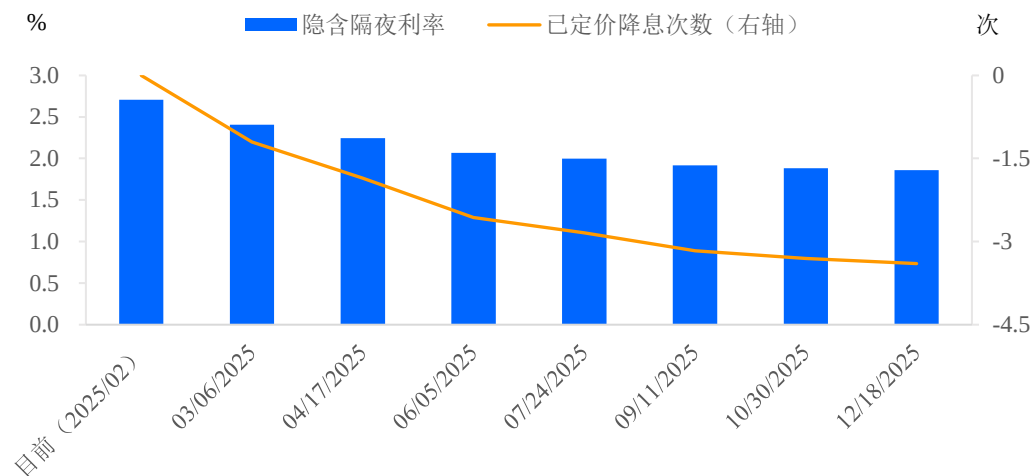
1.3欧股：欧洲出现阶段性积极因素，带领欧洲股市创新高

- 一，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；
 - 特朗普的关税政策尚未威胁到欧洲，市场担忧情绪缓解。
- 二，欧洲财报部分超预期；
- 三，欧央行如期降息25bp。欧洲央行如期降息25bp至2.75%，是2024年6月开启宽松周期以来的第五次降息。考虑到欧央行相较于美联储的宽松政策空间更大，弱欧元或提振欧股盈利预期。

欧央行降息，进一步提振欧股表现



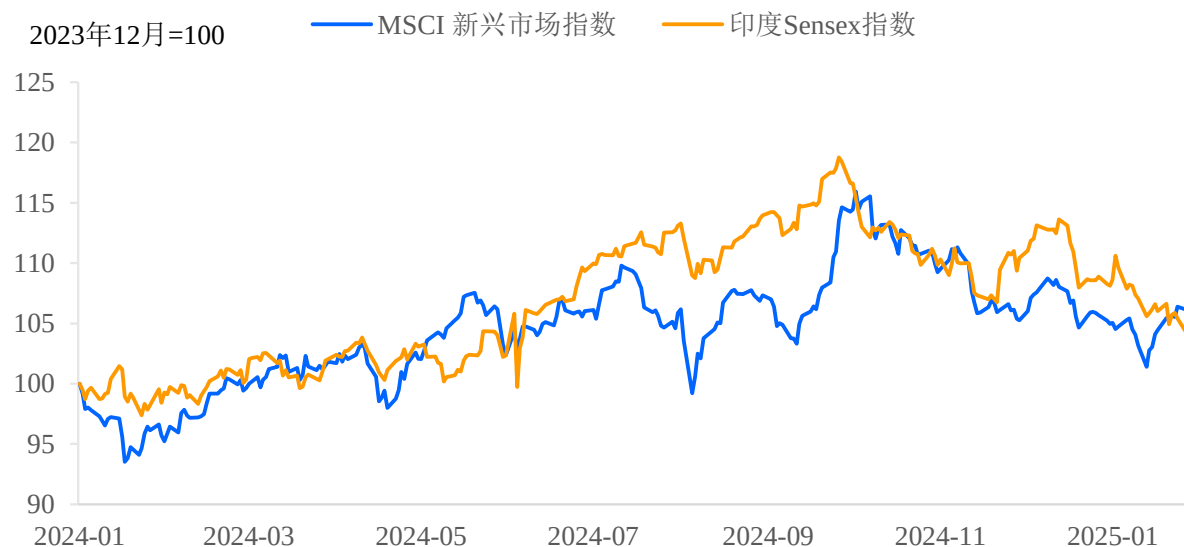
市场预期欧央行全年再降3次



1.4 印股：双重催化下，印股转涨

- 印度股指连续三周震荡下跌后，本周转涨。主要是基于两个因素：
 - 一是，印度尚未受到特朗普加征关税的负面影响；
 - 二是，为扭转经济颓势，印度政府推出减税政策预算案（免除年收入120万卢比以下纳税人所得税），刺激了印度股市的上涨；
- 但短期内，考虑到待该政策落地仍需要时间，且政策偏向高收入群体，而非占比更大的中低收入群体，实际效果有待检验；因此印度近期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，预计印股短期偏震荡，整体保持中性。

印度股指转涨





■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

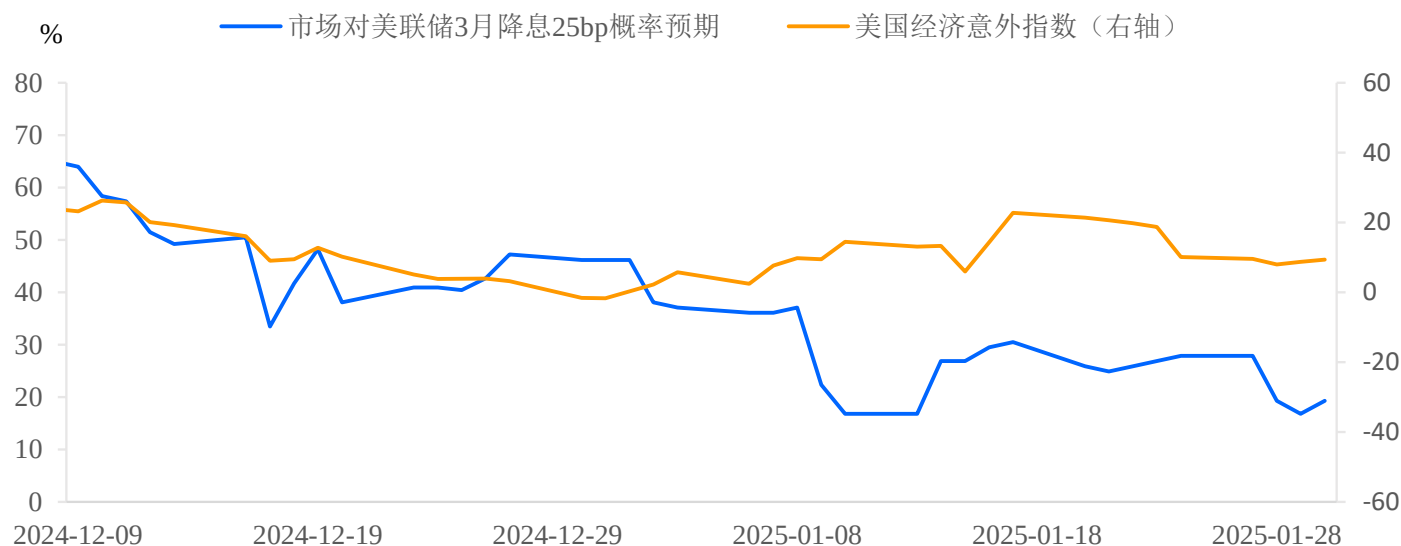
■ 四、汇率

■ 五、风险提示

2.1 美债：降息预期抬升，美债利率回落

- 基本面数据走弱，小幅增加了对市场美联储3月降息的押注：
 - ✓ ①美国四季度GDP增速降至2.3%，不及市场预期的2.6%；
 - ✓ ②首次申请失业救济人数低于预期和前值至20.7万，续请人数也超预期下滑；
 - ✓ ③美国2024年12月成屋签约销售创去年7月份以来首次下降；
 - ✓ ④鲍威尔安抚市场，不要过度解读删除“对通胀2%目标取得进展”的措辞；
 - ✓ ⑤12月核心PCE，美联储最关注的通胀指标，单月的同比和环比增速都符合预期。连续三个月的年化通胀增速来看，为去年下半年以来新低。
- 美联储议息会议如期“按兵不动”，但鲍威尔在会后新闻发布会放鸽，宽松预期抬升，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，预计导致紧缩交易进一步缓和，美债利率存在进一步下降空间。

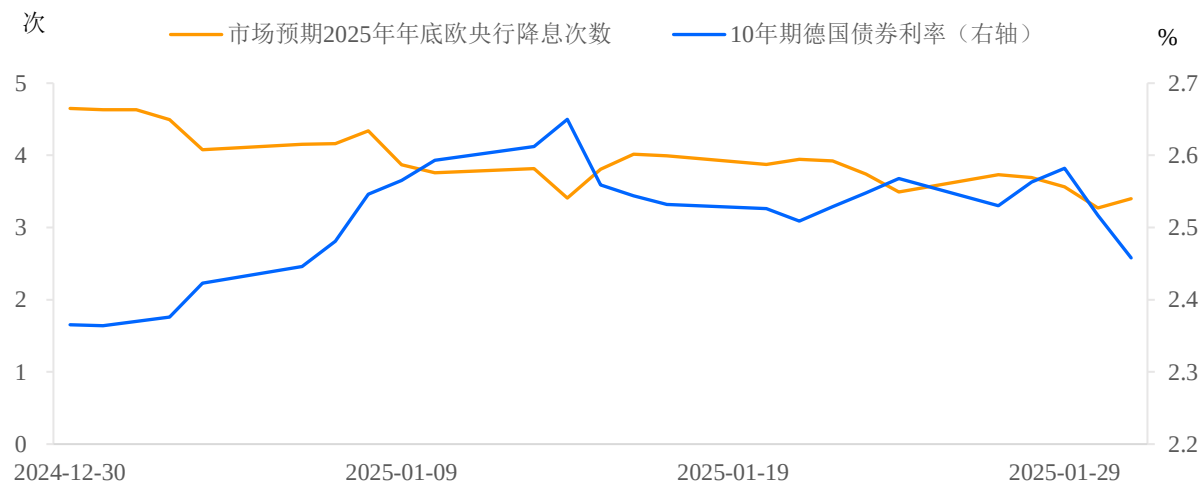
经济数据边际走弱，美国2025年3月降息概率抬升



2.2 欧债：央行放鸽，欧洲长债利率下行

- 欧洲长端债券下行主要是欧央行态度放鸽：
 - 首先，欧洲经济再现萎靡迹象，抬升市场降息。2024年Q4欧元区GDP增速环比为0（预期增长0.1%、前值为增长0.4%）；
 - 其次，欧央行暗示宽松政策空间更大。欧洲央行如期降息25bp至2.75%，是2024年6月开启宽松周期以来的第五次降息，是本周欧债利率下降的重要催化。更重要的是，会议指出“当前货币政策仍然具有限制性”，且“欧元区经济仍面临挑战”，暗示更多降息仍在“路上”。
- 考虑到欧洲经济问题更为严重，市场对欧洲央行保持宽松的预期升温，且对欧洲年内降息幅度的押注远大于美联储：预期全年再降83bp（再降3次），带动欧洲长债利率将进一步下降。

欧央行降息预期抬升，长端国债利率下行





■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

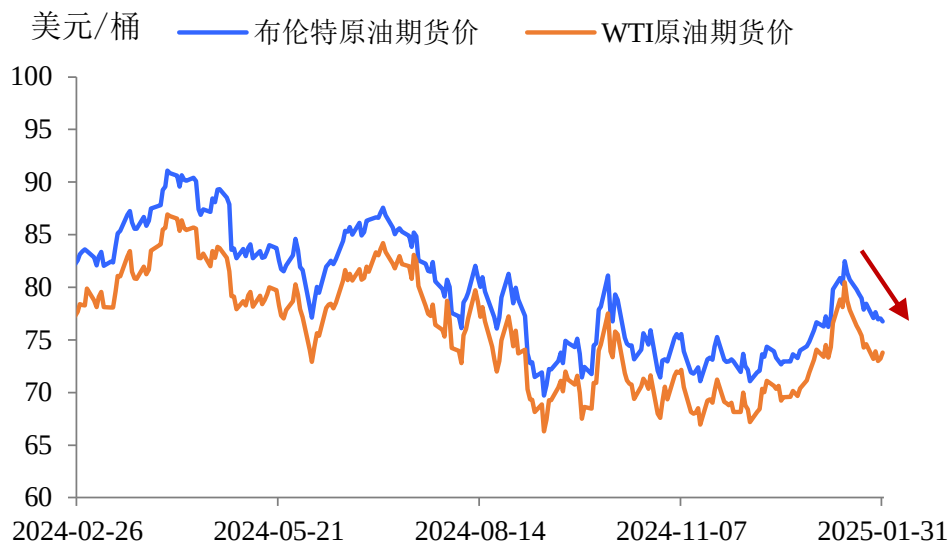
■ 四、汇率

■ 五、风险提示

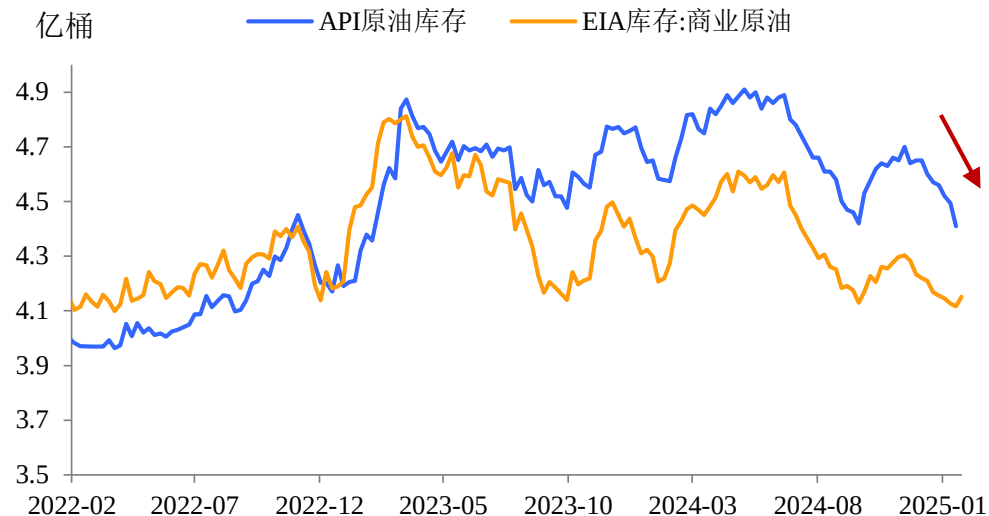
3.1 原油：特朗普上台后油价快速走低

- 近两周油价结束涨势，快速回落，主因特朗普上台后油气政策的颁布，引发全球市场担忧：
- 特朗普上任首日，即围绕能源方面签署大量行政令，包括采取国家能源紧急状态，承诺将美国战略石油储备增加至最高水平，解除对美国液化天然气出口的审批限制等，同时退出《巴黎协定》，以鼓励能源勘探和生产，增加能源供应，这引发全球对原油市场供应过剩的担忧，油价快速走弱。
- 往后看，短期内，随着特朗普油气政策的逐步落地，原油市场供需失衡的局面或将进一步恶化，若无地缘等因素催化，油价预计低位震荡。

油价边际改善



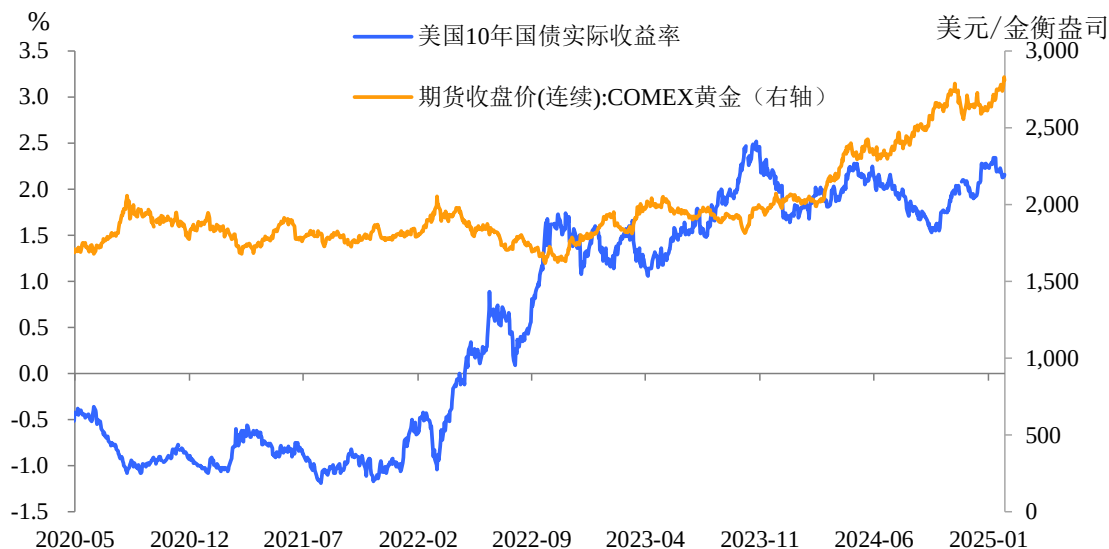
原油库存边际下降



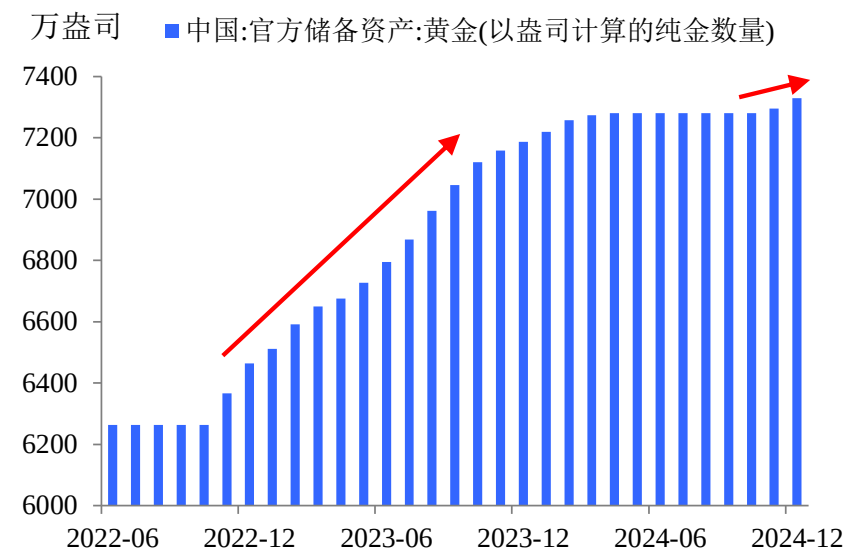
3.2 黄金：关税博弈下，金价快速走高

- 市场博弈特朗普关税政策，不确定性增加，避险情绪推升下，金价快速走高。特朗普上台后，宣布预计2月1日左右对墨西哥和加拿大征收25%关税，对中国征收10%关税，避险情绪推动金价快速上升/除此之外，特朗普减税和移民政策等也引发市场对美国财政恶化和再通胀的担忧，多项因素推动下黄金价格飙升至历史新高。
- 往后看，长期内，对特朗普政策引发的不确定性以及地缘问题仍将推升黄金走势，但短期内随着一阶段关税的落地以及美元的高企，黄金价格或出现小幅调整。

金价再创新高



央行连续两月恢复购金



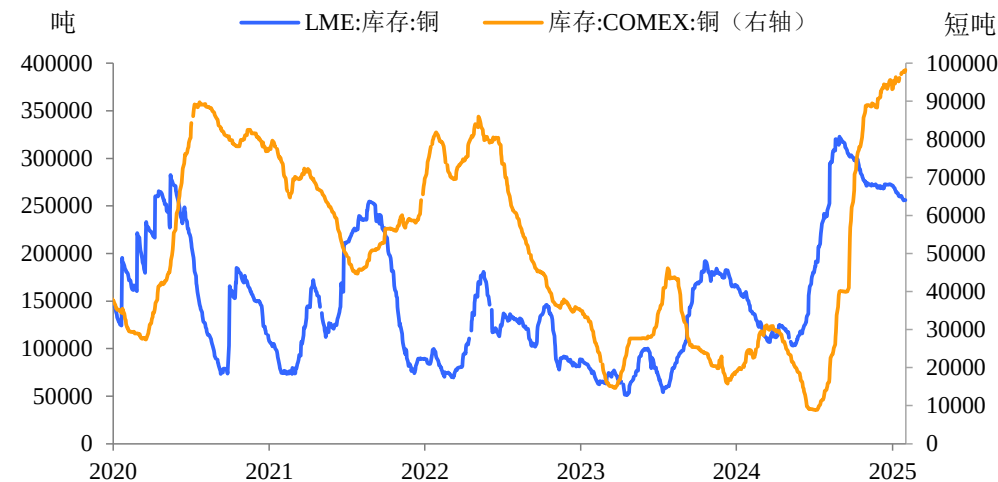
3.3铜：需求弱和强美元压制下，铜价小幅回落

- 近期铜价小幅下跌。一方面，全球经济需求改善持续性仍有待验证，近期美国实际GDP增速也不及预期，不利于铜价的修复；另一方面，美元的强势也对铜价产生压制。往后看，整体铜价仍处于震荡过程中，持续上行动力不足。

铜价边际回落



铜库存一览





■ 一、股市

■ 二、债市

■ 三、商品

■ 四、汇率

■ 五、风险提示

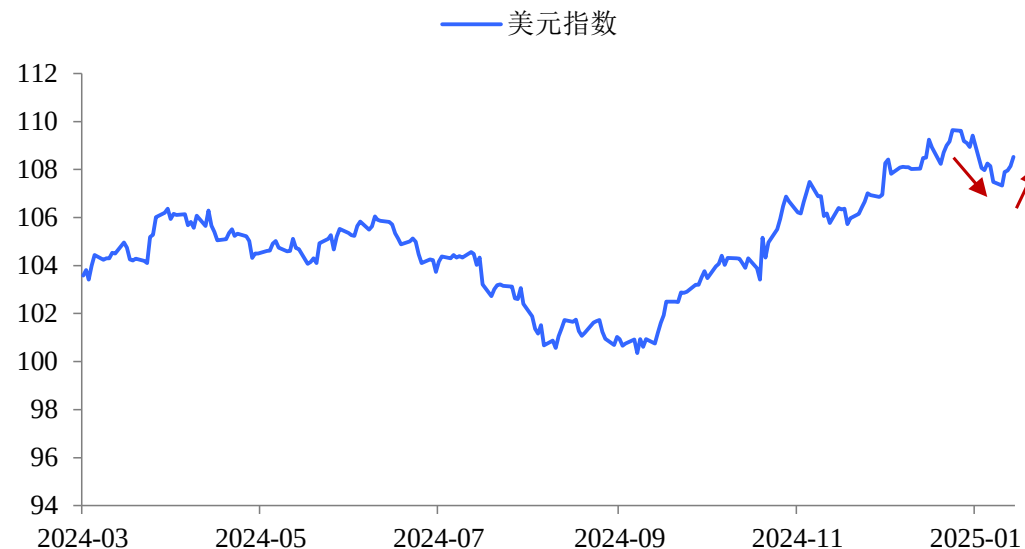
4.1 美元：关税预期反复下，美元呈现“V”字走势

- 近两周美元指数先回落，后继续走强，核心原因在于对特朗普政策和关税的预期摇摆：
- 特朗普上任首日，对关税论调较为保守，重点集中在能源和移民领域，这使得市场短期避险情绪下降，美元指数快速回落。但随着特朗普对墨西哥、加拿大25%关税以及中国10%关税征收的信号释放，美元指数结束跌势，快速反弹回升。

市场预期全年降息一次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.5%	82.5%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	33.8%	61.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	16.8%	45.7%	35.6%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	22.2%	43.8%	29.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	9.9%	28.7%	39.4%	20.3%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%	12.9%	30.4%	36.3%	17.1%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.1%	0.9%	5.1%	16.6%	31.6%	32.2%	13.4%	0.0%

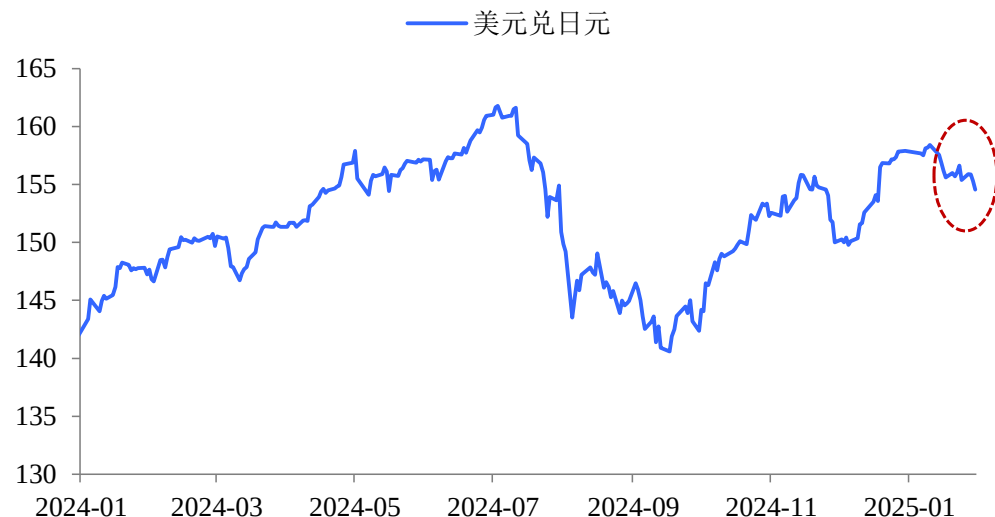
美元呈现“V”字走势



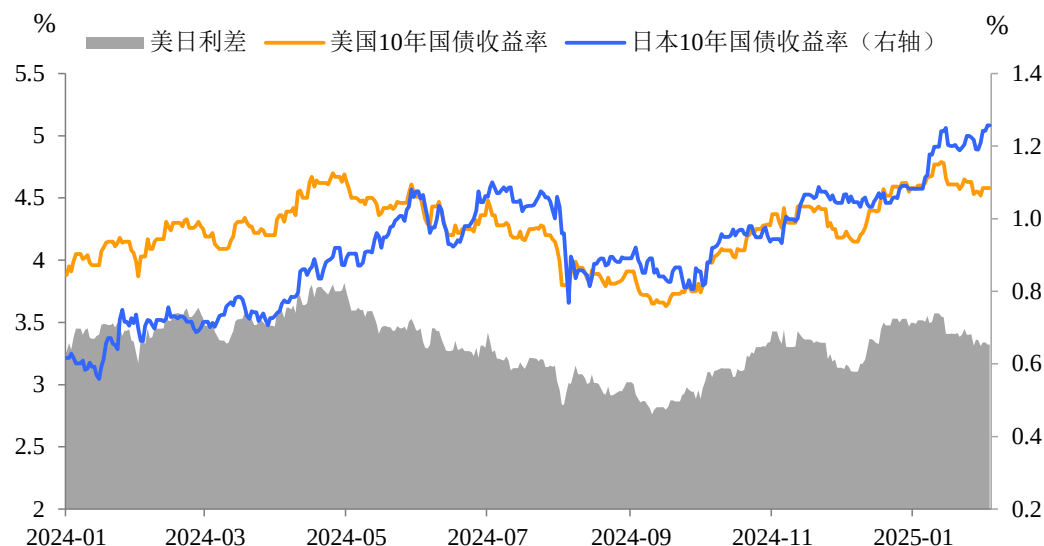
4.2 日元：日央行加息推动日元走强

- 近期日元对美元延续升值，核心原因在于日央行加息的推动。由于强劲通胀数据以及预计较高的春斗薪资增速，2025 年 1 月 24 日，日本央行如预期加息 25 个基点，将目标利率从 0.25% 上调至 0.50%。本次加息幅度为 2007 年以来最大，利率升至 2008 年 10 月以来新高。日央行维持经济预期不变、上调通胀预期。这使得美日利差收窄，日元走强。
- 另一方面，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。

日元快速走强



美日利差边际收窄



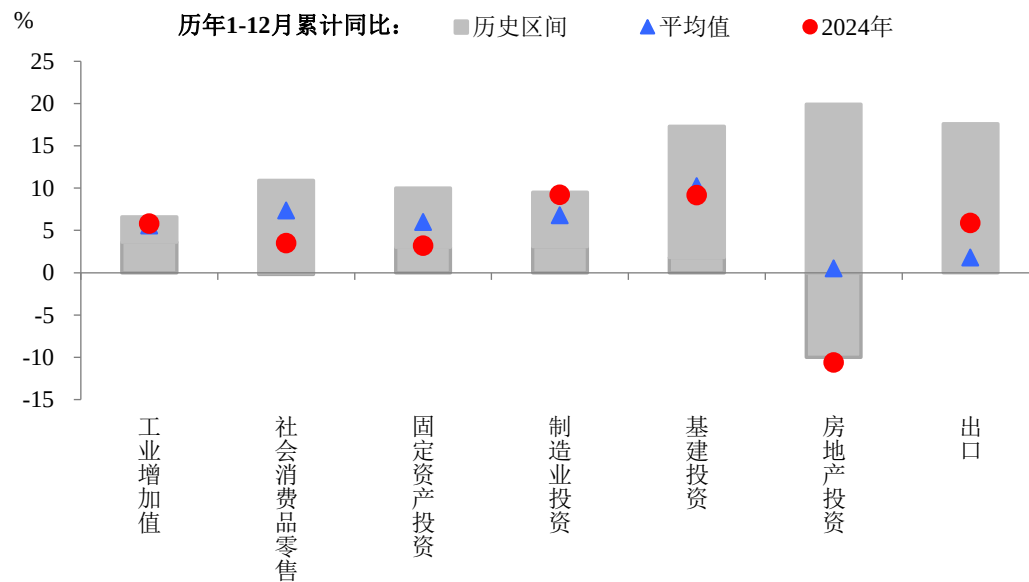
4.3人民币：受关税政策扰动，先涨后跌

- 近两周离岸人民币受关税政策影响反复波动。前期由于特朗普关税政策暂未提及中国，仅围绕墨西哥和加拿大展开，市场风险偏好修复，离岸人民币一度升值至7.25附近；而随着特朗普对中国10%关税政策的论调逐步落地，人民币再度回到7.3以下。
- 往后看，随着特朗普关税靴子的落地，人民币将迎来战术性升值空间。且当前国内经济预期有所改善，央行稳汇率诉求较强，对人民币也将形成一定支撑。

人民币先涨后跌



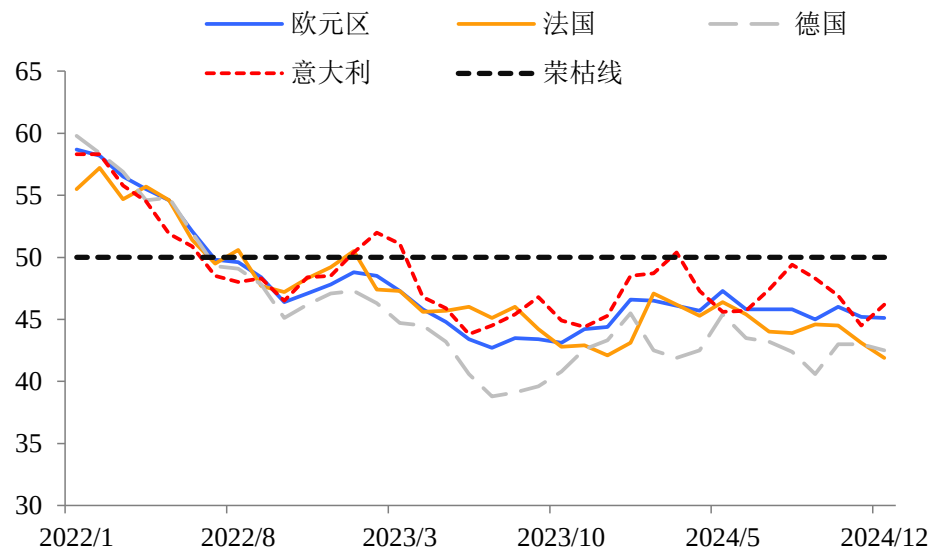
经济增速平稳运行



4.4欧元：先涨后跌，后续贬值压力仍较大

- 近两周欧元先涨后跌，总体小幅升值。由于特朗普上台后并未对欧洲关税征收进行明显表态，市场情绪有所好转，且欧元区制造业PMI初值超预期回升，均带动前期欧元快速上涨；但后续随着欧央行1月再度降息以及特朗普对欧洲示威性征收关税言论的影响，欧元再度下行。
- 往后看，当前欧元仍面临较大贬值压力。一方面随着对墨、加、中关税落地，关税针对对象或将逐步转向欧洲，近期特朗普也对此有所表态；另一方面，美欧经济和货币政策分化下，欧元面临较大贬值压力，不仅美欧经济走势悬殊，而且欧央行相较于美联储的宽松政策空间更大，欧元仍将延续弱势。。

欧元区制造业PMI持续低迷



欧元持续承压



周一 (2025/2/3)	周二 (2025/2/4)	周三 (2025/2/5)	周四 (2025/2/6)	周五 (2025/2/7)
日本-Jibun日本制造业PMI 欧元区-欧盟调和CPI同比 欧元区-CPI同比 欧元区-HCOB制造业PMI 欧元区-欧盟调和CPI 美国-美国制造业PMI 美国-ISM制造业指数 美国-ISM支付价格	日本-1月基础货币同比 美国-工厂订单 美国-耐用品订单 美国-12月JOLTS职位空缺	日本-劳工现金收入同比 日本-Jibun银行日本综合PMI 日本-Jibun银行日本服务业PMI 欧元区-1月服务业PMI 美国-周度MBA抵押贷款申请指数 美国-ADP就业变动指数 美国-贸易余额	欧元区-12月零售销售 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	美国-非农就业
周一 (2025/2/10)	周二 (2025/2/11)	周三 (2025/2/12)	周四 (2025/2/13)	周五 (2025/2/14)
日本-国际收支经常项目余额 欧元区-2月Sentix投资者信心指数	美国-1月NFIB中小企业乐观程度指数	日本-货币存量同比 美国-CPI 美国-2月7日当周MBA抵押贷款申请活动指数周环比	美国-生产者价格环比 美国-PPI 美国-持续领取失业救济人数 美国-周度首次申领失业救济人数	欧元区-GDP 欧元区-四季度就业人数 美国-1月零售销售

- **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