

宏观量化经济指数周报 20250420

出口货物量下行明显，但基建投资有望提速

2025年04月20日

观点

- 周度 ECI 指数:** 从周度数据来看，截至 2025 年 4 月 20 日，本周 ECI 供给指数为 50.34%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.27%，较上周回落 0.05 个百分点。
- 月度 ECI 指数:** 从 4 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.36%，较 3 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较 3 月回落 0.06 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 3 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.29%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，4 月上半月高频数据反映出的经济表现并不弱，但环比动能较一季度有所放缓，主要体现在地产销售和工业生产景气度有所下行，而本周监测港口累计完成货物吞吐量环比下行较为明显，或指向对等关税正式落地后的影响已初步显现。消费方面，4 月上旬乘用车零售景气度有所下行，同比增速较 3 月份有所收窄，而部分家电产品零售增速也有所放缓，反映出商品“以旧换新”政策的拉动效果有所减弱，消费刺激政策或应逐步转向服务消费。此外，航班执飞率、地铁客运量等居民出行指标的回暖则指向服务消费景气度有所提升；基建方面，据百年建筑网的相关数据，截至 4 月 15 日样本建筑工地资金到位率和非房建项目资金到位率分别录得 58.28% 和 59.85%，较 3 月延续改善。此外，4 月以来表征基建实物工作量的石油沥青装置开工率、水泥发运率和水泥出货量也持续改善，预计随着下周特别国债的开始发行，基建投资有望进一步提速。
- ELI 指数:** 截至 2025 年 4 月 20 日，本周 ELI 指数为 0.10%，较上周回升 1.04 个百分点。特别国债开启发行，货币政策工具或增量投放流动性。本周财政部宣布将于 4 月 24 日开启今年度特别国债发行，根据发行计划合计有 2860 亿元特别国债在下周发行，其中包括 1650 亿元 5 年期注资特别国债、500 亿元 20 年期超长期特别国债和 710 亿元 30 年期超长期特别国债。今年超长期特别国债发行安排在 4 月至 10 月，相比 2024 年前置 1 个月，但根据不同期限发行计划，预计今年特别国债或仍以 30 年期为主。4 月份增量财政政策开启落地，货币政策或调配政策工具适时呵护流动性，支持财政政策扩张发力。货币政策有多种工具可增加流动性投放，对冲政府债发行影响：（1）MLF 或继续超额投放，本月初有 1000 亿元 MLF 到期，在 3 月份 MLF 招投标方式变革且恢复净投放之后，4 月份 MLF 操作仍有较大概率保持净投放，在税期已至且财政融资需要平稳流动性之时，MLF 净投放一定程度可对冲债券发行对资金面的扰动；（2）买断式逆回购或适度加量，本月约有 1.7 万亿元买断式逆回购到期，而今年前 3 个月，买断式逆回购操作量和净投放量均处于逐月收缩状态，3 月份操作量和净投放量则分别是 8000 亿元和 1000 亿元，在下周超长期特别国债开启发行之后，买断式逆回购或可加量投放，中长期流动性或得到更大力度支持。在 4 月下旬本轮特别国债开启发行，预计 5 月份或迎来政府债发行高峰，货币政策工具或将择机扩张流动性投放，“降准”还需要综合观察经济基本面和股市等金融市场状况。
- 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

lizhe@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

《贸易摩擦如何影响我国就业？政策如何应对？》

2025-04-19

《中国科技产业为全球资产注入稳定性》

2025-04-14

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数: 4 月经济增长动能有所回落	4
1.2. ELI 指数: 特别国债开启发行, 货币政策工具或增量投放流动性	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产: 4 月工业生产景气度有所回落	7
2.2. 消费: 航班执飞率延续回暖	8
2.3. 投资: 基建实物工作量边际回暖	9
2.4. 出口: 企业“抢出口”明显转弱	10
2.5. 通胀: 原油价格回落或对物价造成拖累	11
2.6. 本周货币净投放 3338 亿元	12
3. 本周政策一览	14
4. 风险提示	14

图表目录

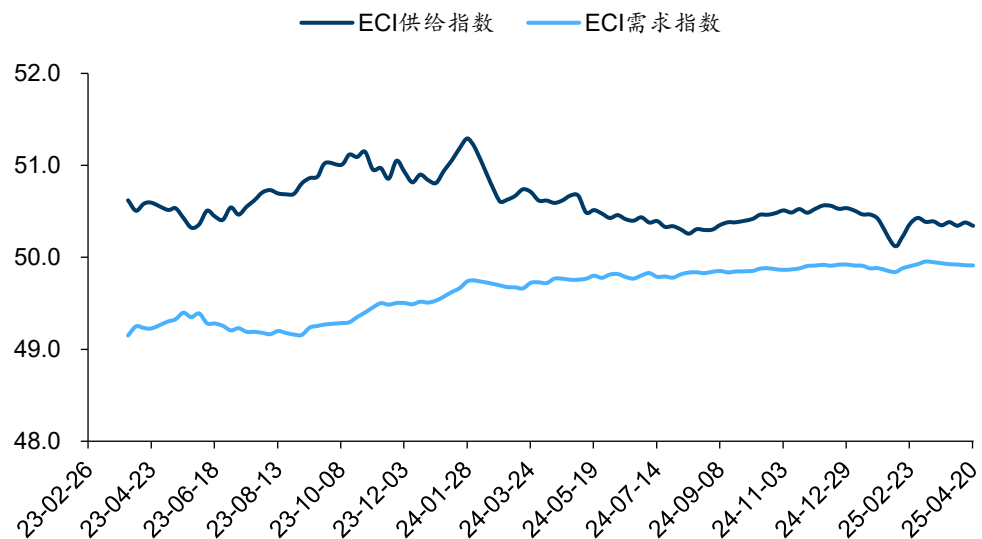
图 1:	本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数环比持平 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回落 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率小幅回落 (%)	8
图 4:	本周全国高炉开工率小幅回升 (%)	8
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	9
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回升 (%)	9
图 7:	上周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)	10
图 8:	本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落	10
图 9:	本周集装箱运价指数涨跌互现	11
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	11
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	12
图 12:	主要大宗商品价格走势	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 (4 月 14 日-4 月 20 日) 政策梳理	14

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：4 月经济增长动能有所回落

从周度数据来看，截至 2025 年 4 月 20 日，本周 ECI 供给指数为 50.34%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.27%，较上周回落 0.05 个百分点。

图1：本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数环比持平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 4 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.36%，较 3 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较 3 月回落 0.06 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 3 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.29%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，4 月上半月高频数据反映出的经济表现并不弱，但环比动能较一季度有所放缓，主要体现在地产销售和工业生产景气度有所下行，而本周监测港口累计完成货物吞吐量环比下行较为明显，或指向对等关税正式落地后的影响已初步显现。消费方面，4 月上旬乘用车零售景气度有所下行，同比增速较 3 月份有所收窄，而部分家电产品零售增速也有所放缓，反映出商品“以旧换新”政策的拉动效果有所减弱，消费刺激政策或应逐步转向服务消费。此外，航班执飞率、地铁客运量等居民出行指标的回暖则指向服务消费景气度有所提升；基建方面，据百年建筑网的相关数据，截至 4 月 15 日样本建筑工地资金到位率和非房建项目资金到位率分别录得 58.28%和 59.85%，较 3 月延续改善。此外，4 月以来表征基建实物工作量的石油沥青装置开工率、水泥发运率和水泥出货量也持续改善，预计随着下周特别国债的开始发行，基建投资有望进一步提速。

表1: ECI 指数月度走势 (%)

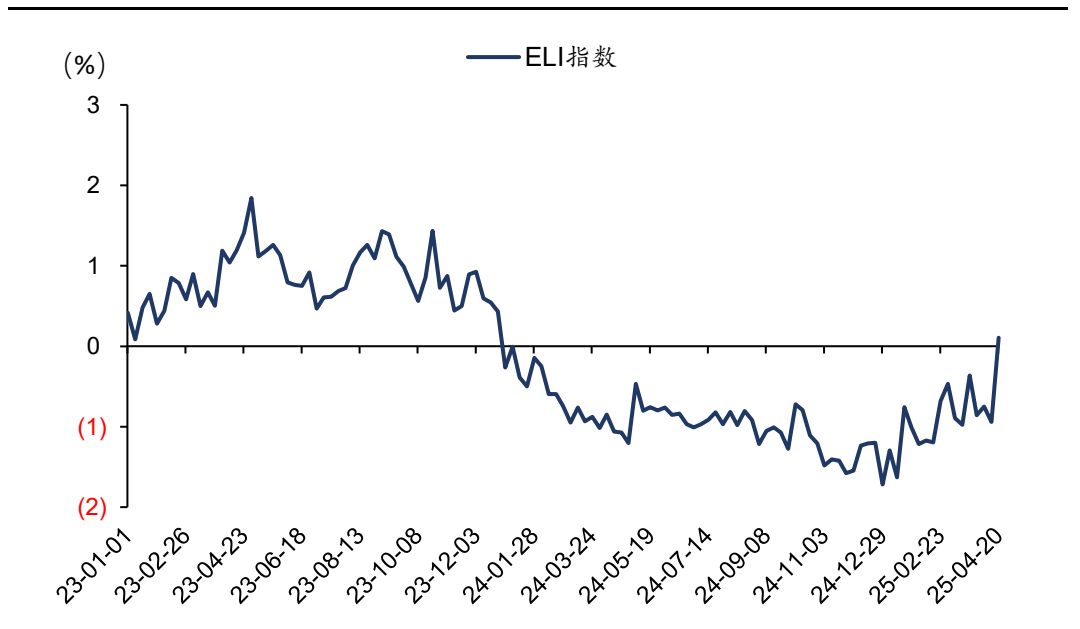
	ECI 供给 指数	ECI 投资 指数	ECI 消费 指数	ECI 出口 指数	ECI 需求 指数	ECI 指数
2025 年 4 月	50.36	49.93	49.71	50.29	49.91	49.91
2025 年 3 月	50.38	49.99	49.70	50.32	49.94	49.94
2025 年 2 月	50.28	49.94	49.61	50.28	49.89	49.89
2025 年 1 月	50.45	50.01	49.47	50.40	49.89	49.89
2024 年 12 月	50.54	50.02	49.50	50.46	49.92	49.92
2024 年 11 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
2024 年 5 月	50.48	49.82	49.57	50.00	49.79	49.79

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

1.2. ELI 指数: 特别国债开启发行, 货币政策工具或增量投放流动性

截至 2025 年 4 月 20 日, 本周 ELI 指数为 0.10%, 较上周回升 1.04 个百分点。

图2: 本周实体经济流动性小幅回落 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

特别国债开启发行, 货币政策工具或增量投放流动性。本周财政部宣布将于 4 月 24 日开启今年度特别国债发行, 根据发行计划合计有 2860 亿元特别国债在下周发行, 其中包括 1650 亿元 5 年期注资特别国债、500 亿元 20 年期超长期特别国债和 710 亿元 30

年期超长期特别国债。今年超长期特别国债发行安排在4月至10月，相比2024年前置1个月，但根据不同期限发行计划，预计今年特别国债或仍以30年期为主。4月份增量财政政策开启落地，货币政策或调配政策工具适时呵护流动性，支持财政政策扩张发力。货币政策有多种工具可增加流动性投放，对冲政府债发行影响：（1）MLF或继续超额投放，本月份仅有1000亿元MLF到期，在3月份MLF招投标方式变革且恢复净投放之后，4月份MLF操作仍有较大概率保持净投放，在税期已至且财政融资需要平稳流动性之时，MLF净投放一定程度可对冲债券发行对资金面的扰动；（2）买断式逆回购或适度加量，本月份约有1.7万亿元买断式逆回购到期，而今年前3个月，买断式逆回购操作量和净投放量均处于逐月收缩状态，3月份操作量和净投放量则分别是8000亿元和1000亿元，在下周超长期特别国债开启发行之后，买断式逆回购或可加量投放，中长期流动性或得到更大力度支持。在4月下旬本轮特别国债开启发行，预计5月份或迎来政府债发行高峰，货币政策工具或将继续择机扩张流动性投放，“降准”还需要综合观察经济基本面和股市等金融市场状况。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：4月工业生产景气度有所回落

开工率方面，本周主要行业开工率环比互有升降。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 65.43%和 78.44%，分别环比回落 0.72 个百分点和 0.08 个百分点；本周 PTA 开工率录得 76.74%，环比回落 1.25 个百分点，较去年同期回升 4.97 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 83.58%，环比回升 0.28 个百分点，较去年同期回升 5.15 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 327.33 万吨，环比回落 12.54 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 14060.08 万吨，环比回落 280.94 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 251.06 万吨，环比回落 23.88 万吨。

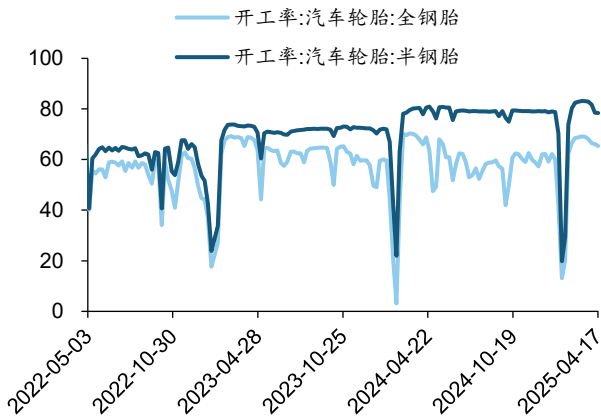
负荷率方面，4月11日沿海七省电厂负荷率均值录得 70.43%，环比回落 2.86 个百分点，较去年同期持平；本周 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 75.64%、89.60%和 64.05%，分别环比回落 1.13 个百分点、回升 0.25 个百分点、回落 1.71 个百分点。

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	%	2025-04-17	65.43	66.15	(0.72)	68.78	(3.35)
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-04-17	78.44	78.52	(0.08)	80.53	(2.09)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-04-18	73.43	73.01	0.42	63.93	9.50
	开工率:PTA:国内	%	2025-04-17	76.74	77.99	(1.25)	71.77	4.97
	高炉开工率(247家):全国	%	2025-04-18	83.58	83.30	0.28	78.43	5.15
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-04-19	14060.08	14341.02	(280.94)	14755.42	(695.34)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-04-19	327.33	339.87	(12.54)	203.83	123.50
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-04-19	251.06	274.94	(23.88)	313.11	(62.05)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-04-11	70.43	73.29	(2.86)	70.43	0.00
	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升 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.2. 消费: 航班执飞率延续回暖

乘用车消费方面, 4月13日乘用车当周日均销量录得43704辆, 较去年同期回升4879辆。根据乘联会发布的最新数据, 4月1-13日乘用车市场零售录得51.5万辆, 较去年同期回升8.0%, 环比上月同期回落14.0%, 其中新能源车市场零售录得27.5万辆, 较去年同期回升15.0%, 环比上月同期回落17.0%。

价格指数方面, 4月14日柯桥纺织价格指数录得103.81点, 环比回升0.03点; 4月13日义乌中国小商品总价格指数录得103.87点, 环比回升0.41点。

人员流动方面, 本周航班执飞率均值为90.55%, 环比回升2.41个百分点, 较去年同期回升4.40个百分点。地铁日均客运量录得7245.37万人, 环比回落794.07万人, 较去年同期回落588.48万人。

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	2025-04-13	43704.00	34918.00	8786.00	38825.00	4879.00
	汽车消费指数	点	2025-03-31	71.50	73.40	(1.90)	74.70	(3.20)
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		2025-04-14	103.81	103.78	0.03	104.96	(1.15)
	义乌中国小商品总价格指数	点	2025-04-13	103.87	103.46	0.41	101.55	2.32
人员流动	航班当周执飞率	%	2025-04-19	90.55	88.14	2.41	86.15	4.40
	地铁日均客运量	万人	2025-04-18	7245.37	8039.44	(794.07)	7833.85	(588.48)

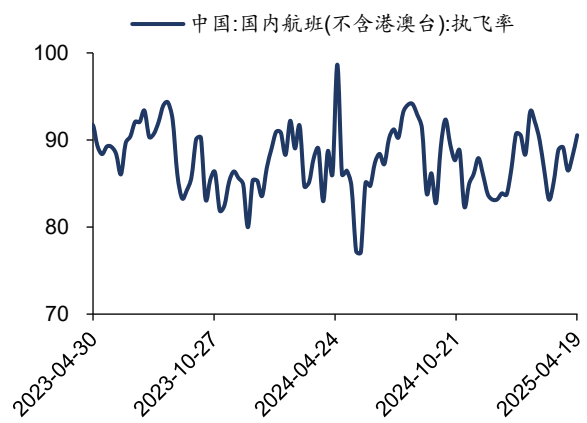
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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: 基建实物工作量边际回暖

基建投资方面, 2025年4月16日石油沥青装置开工率录得28.70%, 环比回升1.10个百分点, 较去年同期回升1.50个百分点; 2025年4月11日全国水泥发运率录得42.77%, 环比回升0.02个百分点, 较去年同期回升3.50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1355.82万平方米, 环比回落3.60%; 本周30大中城市商品房成交面积录得126.57万平方米, 环比回落15.18%。4月上旬普通硅酸盐水泥市场价录得343.50元/吨, 环比回落6.60元/吨; 4月上旬浮法平板玻璃市场价录得1317.00元/吨, 环比回升8.70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	%	2025-04-16	28.70	27.60	1.10	27.20	1.50
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-04-11	42.77	42.75	0.02	39.27	3.50
房地产	100大中城市供应土地占地面积	万平方米	2025-04-13	1355.82	1406.38	(50.56)	1301.76	54.06
相关	30大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-04-20	126.57	149.21	(22.64)	185.76	(59.19)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-04-10	343.50	350.10	(6.60)	312.80	30.70
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-04-10	1317.00	1308.30	8.70	1808.90	(491.90)

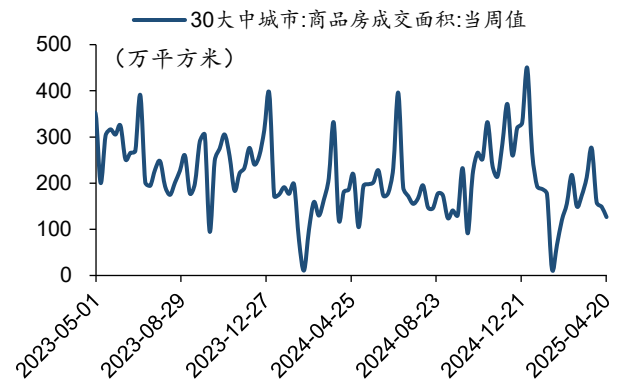
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7: 上周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)



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: 企业“抢出口”明显转弱

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 1370.58 点和 1110.94 点, 分别环比回落 24.10 点和回升 3.66 点; 本周波罗的海干散货指数均值录得 1261.75 点, 环比回落 47.25 点。

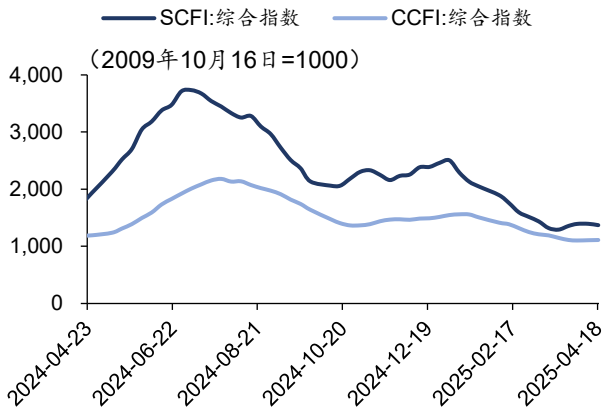
出口数量方面, 韩国 4 月前 10 日出口总额同比增速录得 13.70%, 较 3 月同期回升 11.10 个百分点, 较去年同期回落 7.20 个百分点。国内方面, 3 月 31 日-4 月 6 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 24400.7 万吨, 环比回落 9.68%。

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	/	2025-04-18	1370.58	1394.68	(24.10)	1757.04	(386.46)
	CCFI:综合指数	/	2025-04-18	1110.94	1107.28	3.66	1185.13	(74.19)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-04-19	1261.75	1309.00	(47.25)	1784.80	(523.05)
出口量	韩国:前 10 日出口总额:同比	%	2025-04-10	13.70	2.60	11.10	20.90	(7.20)

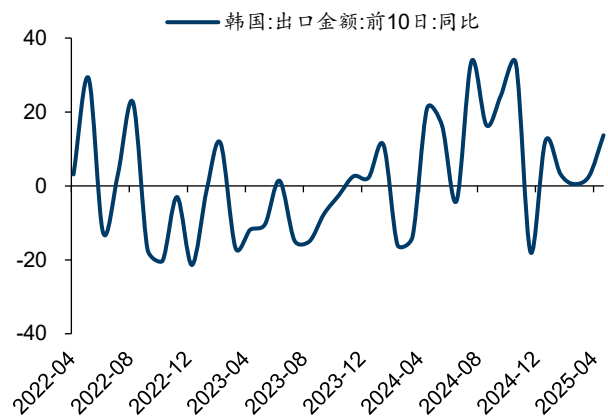
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图9: 本周集装箱运价指数涨跌互现



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: 原油价格回落或对物价造成拖累

国内方面, 本周猪肉平均批发价录得 20.77 元/公斤, 环比回升 0.03 元/公斤; 本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.70 元/公斤, 环比回落 0.18 元/公斤。

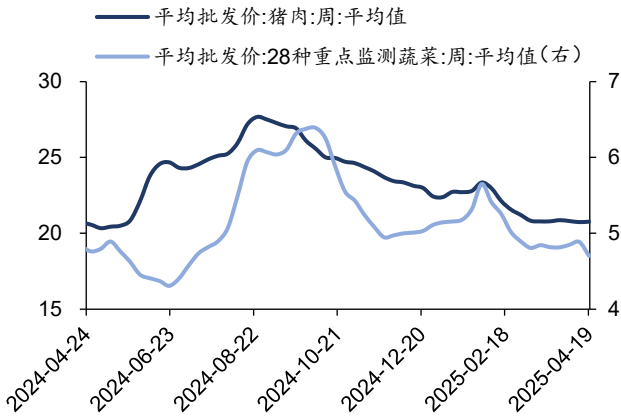
国际方面, 本周布伦特原油期货结算价录得 65.84 美元/桶, 环比回升 1.72 美元/桶; 本周 COMEX 黄金期货结算价录得 3285.38 美元/盎司, 环比回升 192.32 美元/盎司。

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	2025-04-19	20.77	20.74	0.03	20.70	0.07
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-04-19	4.70	4.89	(0.18)	4.84	(0.13)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-04-19	65.84	64.12	1.72	88.36	(22.52)
	期货结算价:COMEX黄金	美元/盎司	2025-04-19	3285.38	3093.06	192.32	2398.20	887.18

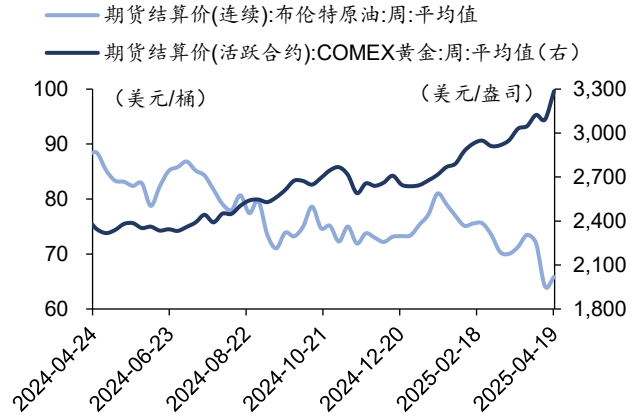
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

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



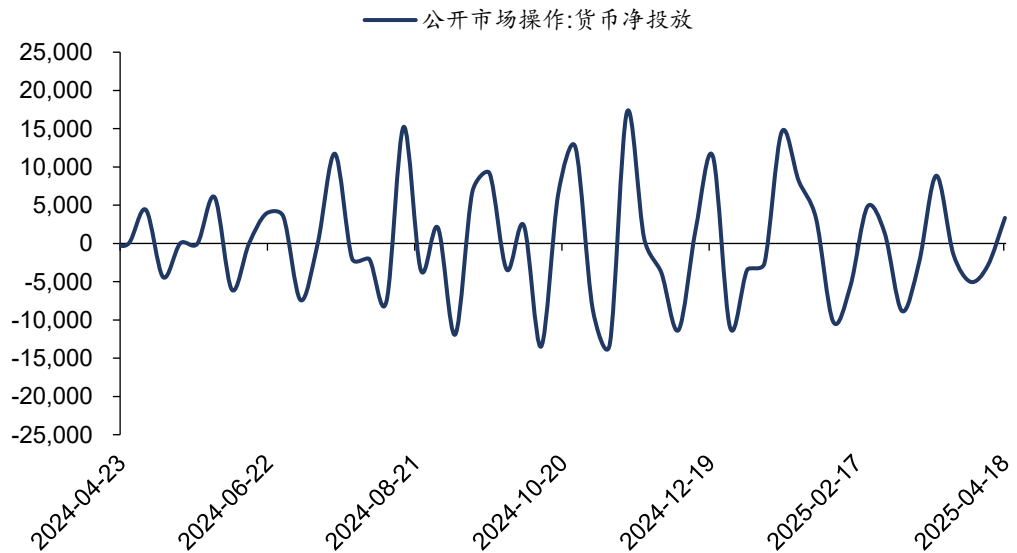
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2.6. 本周货币净投放 3338 亿元

公开市场操作方面, 本周央行进行 8080.0 亿元逆回购操作, 有 4742.0 亿元逆回购到期, 当周货币净投放 3338.0 亿元。

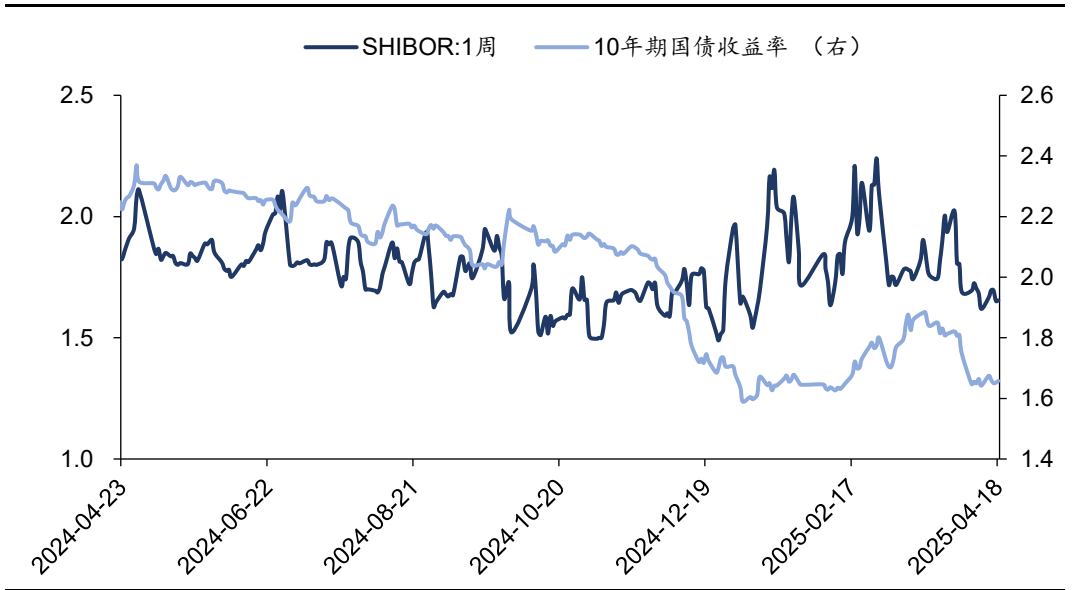
受到政策及资金面变化影响, 本周 7 天 shibor 利率小幅回落, 从周初的 1.6650% 回落至周末的 1.6540%; 本周 10 年期国债收益率小幅回落, 从周初的 1.6740% 回落至周末的 1.6577%。

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(4月14日-4月20日)政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/4/14	国家发改 委、国家能 源局	《新一代煤电升级专项 行动实施方案(2025- 2027年)》	鼓励完善电力现货市场、辅助服务市场和煤电容量电价机制,合理 体现煤电机组高效调节价值和环境价值。
2025/4/15	央行等四部 门	《金融“五篇大文章”总 体统计制度(试行)》	《制度》实现了对金融“五篇大文章”领域统计对象和业务的全覆盖; 实现了重点统计指标及其标准和口径的统一、协同;建立了统筹一 致、分工协作的工作机制。
2025/4/16	教育部等九 部门	关于加快推进教育数字 化的意见	加快建设人工智能教育大模型,完善教育领域多模态语料库,推动思 政、科学教育、美育、心理健康等领域及数学、物理等基础学科专题 大模型垂直应用。
2025/4/18	国务院	国务院常务会议	研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。会议指出,要鼓励企 业积极稳定就业,加大职业技能培训力度,扩大以工代赈等支持;要 稳定外贸外资发展,支持外资企业境内再投资;要促进养老、生育、 文化、旅游等服务消费,大力提振民间投资积极性;要持续稳定股 市,持续推动房地产市场平稳健康发展。

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>