

宏观量化经济指数周报 20251102

如何看待重启国债买卖？

2025年11月02日

观点

■ **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2025 年 11 月 2 日,本周 ECI 供给指数为 50.00%,较上周回落 0.02 个百分点;ECI 需求指数为 49.88%,较上周回落 0.03 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.91%,较上周回升 0.01 个百分点;ECI 消费指数为 49.69%,较上周回落 0.04 个百分点;ECI 出口指数为 50.17%,较上周回落 0.04 个百分点。

■ **月度 ECI 指数:** 从 10 月整月的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.00%,较 9 月回落 0.03 个百分点;ECI 需求指数为 49.90%,较 9 月回落 0.01 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.91%,较 9 月回落 0.01 个百分点;ECI 消费指数为 49.72%,较 9 月回升 0.02 个百分点;ECI 出口指数为 50.21%,较 9 月回落 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看,10 月份供需两端在基数走高的背景下均出现了边际放缓,四季度经济在较高基数下可能面临一定下行压力,虽然全年达成 5% 的经济增长目标难度较小,但为避免经济增长下行斜率加快,四季度增量政策出台仍有必要性。供给端方面,10 月份主要行业开工率较 9 月份环比变化不大,但同比增速均有不同程度放缓,截至 10 月 31 日 PTA 开工率和高炉开工率分别较去年同期回落 2.18 个百分点和 0.73 个百分点。地产方面,10 月份 30 大中城市地产成交面积录得 734.88 万平方米,环比 9 月变化不大,符合季节性趋势,但在高基数下同比增速再度转负,由 9 月份的 6.7% 回落至 -27.3%,读数压力开始凸显。出口方面,10 月份监测港口货物吞吐量同比仍录得正增长,指向出口的较强韧性,而往后看:一方面,美方将取消 10% 的芬太尼关税,年内新增关税税率降至 20% 的低点;另一方面,北美节日消费需求升温,带动海运价格延续回暖。四季度出口仍将对经济增长形成较强支撑。

■ **ELI 指数:** 截至 2025 年 11 月 2 日,本周 ELI 指数为 -0.56%,较上周回升 0.10 个百分点。**如何看待“重启国债买卖”。**10 月 27 日,人民银行行长潘功胜在金融街论坛年会上表示,央行将恢复公开市场国债买卖操作。在 1 月 10 日央行公告暂停国债买卖操作后,这是首次央行明确这一货币政策工具重启,但是国债买卖的重启时机、重启方式、买入规模、操作方式等均还有待明确。根据 2024 年人民银行搭建起来的“逆回购调节短端流动性、MLF 和买断式逆回购调节中短期流动性、降准调节长期流动性、国债买卖做有效补充”的框架,国债买卖是投放基础货币的有效补充,如果 2025 年 11 月至 12 月国债买卖重启,从流动性调节角度看:(1)与“稳增长”信号明确且基础货币投放成本更低的“降准”相比,国债买卖或不能替代“降准”的效果,当前实施 0.5 个百分点的“降准”能释放大约 1 万亿、操作机会成本为 0.35% 的基础货币,虽然 2024 年 8 月至 12 月国债净买入规模 1 万亿,从数量级上与“降准”相当,然而操作成本高于“降准”且需要兼顾对收益率曲线的影响,预计本次重启国债买卖,四季度操作规模上或较难与去年同期相当;(2)重启国债买卖是否会有效降低资金利率,当前 DR001 等关键期限资金利率围绕 7 天期逆回购利率波动,国债买卖增加银行体系超储,有利于增加跨年时点资金面的稳定性,但能否推动资金利率中枢下台阶,或仍然取决于主要政策利率是否会“降息”;(3)国债买卖或可替换 MLF 等中期流动性,降低银行体系负债成本,8 月至 10 月每个月买断式逆回购和 MLF 合计投放 6000 亿元,由于中期流动性调节工具操作利率“随行就市”,以 1 年期 AAA 同业存单利率度量,1 年期 MLF 操作利率或在 1.60%-1.70% 区间,国债买卖在降低基础货币投放成本的同时,也有利于纾解银行负债端成本压力,并进一步疏通偏高的同业存单利率在流动性传导中的凸点。

■ **风险提示:** 美国关税政策仍有不确定性;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

《谁会是下任美联储主席?》

2025-10-31

《10 月 FOMC: 不承诺 12 月降息—
—2025 年 10 月 FOMC 会议点评》

2025-10-30

内容目录

1. 本周双指数概览	4
1.1. ECI 指数: 警惕供需分化对物价造成的压力	4
1.2. ELI 指数: 月末税期来临, 资金面再迎考验	5
2. 本周高频数据概览	7
2.1. 工业生产: 主要行业开工率边际回落	7
2.2. 消费: 乘用车零售增速有所放缓	8
2.3. 投资: 10 月下旬主要城市地产成交有所回暖	9
2.4. 出口: 集装箱运价指数延续回暖	10
2.5. 通胀: 黄金价格短期或延续震荡态势	11
2.6. 本周货币净投放 12008 亿元	12
3. 本周政策一览	13
4. 风险提示	13

图表目录

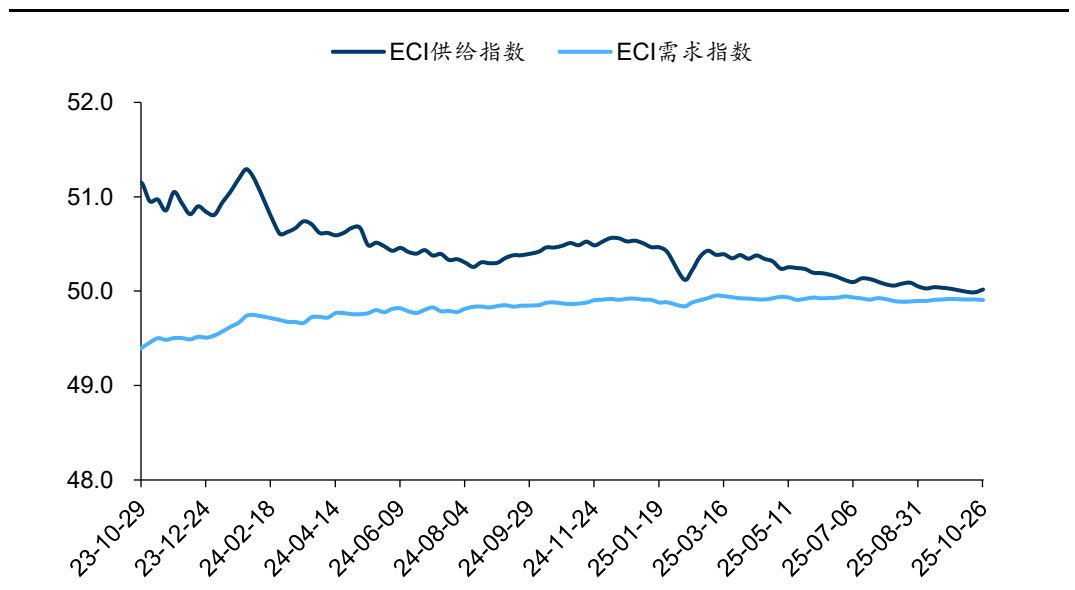
图 1:	本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数环比持平 (%)	4
图 2:	本周实体经济流动性小幅回升 (%)	5
图 3:	本周汽车轮胎开工率环比回落 (%)	7
图 4:	本周全国高炉开工率环比回落 (%)	7
图 5:	汽车消费指数走势 (点)	8
图 6:	本周国内航班执飞率小幅回落 (%)	8
图 7:	上周石油沥青装置开工率小幅回升 (%)	9
图 8:	本周 30 大中城市商品房成交面积环比回落	9
图 9:	本周集装箱运价指数小幅回升	10
图 10:	韩国出口金额同比增速走势 (%)	10
图 11:	主要食品价格走势 (元/公斤)	11
图 12:	主要大宗商品价格走势	11
图 13:	公开市场操作走势 (亿元)	12
图 14:	主要市场利率走势 (%)	12
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 (10 月 27 日-11 月 2 日) 政策梳理	13

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：警惕供需分化对物价造成的压力

从周度数据来看，截至 2025 年 11 月 2 日，本周 ECI 供给指数为 50.00%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.88%，较上周回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.69%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.17%，较上周回落 0.04 个百分点。

图1：本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数环比持平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

从 10 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.00%，较 9 月回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较 9 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较 9 月回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较 9 月回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 9 月回落 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，10 月份供需两端在基数走高的背景下均出现了边际放缓，四季度经济在较高基数下可能面临一定下行压力，虽然全年达成 5% 的经济增长目标难度较小，但为避免经济增长下行斜率加快，四季度增量政策出台仍有必要性。供给端方面，10 月份主要行业开工率较 9 月份环比变化不大，但同比增速均有不同程度放缓，截至 10 月 31 日 PTA 开工率和高炉开工率分别较去年同期回落 2.18 个百分点和 0.73 个百分点。地产方面，10 月份 30 大中城市地产成交面积录得 734.88 万平方米，环比 9 月变化不大，符合季节性趋势，但在高基数下同比增速再度转负，由 9 月份的 6.7% 回落至 -27.3%，读数压力开始凸显。出口方面，10 月份监测港口货物吞吐量同比仍录得正增长，指向出口的较强韧性，而往后看：一方面，美方将取消 10% 的芬太尼关税，年内新增关税税率降至 20% 的低点；另一方面，北美节日消费需求升温，带动海运价格延续回暖。四季度出口仍将对经济增长形成较强支撑。

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 10 月	50.00	49.91	49.72	50.21	49.90	49.90
2025 年 9 月	50.03	49.92	49.70	50.22	49.91	49.91
2025 年 8 月	50.07	49.91	49.70	50.20	49.89	49.89
2025 年 7 月	50.11	49.95	49.71	50.23	49.92	49.92
2025 年 6 月	50.16	49.97	49.75	50.20	49.93	49.93
2025 年 5 月	50.23	49.97	49.75	50.20	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

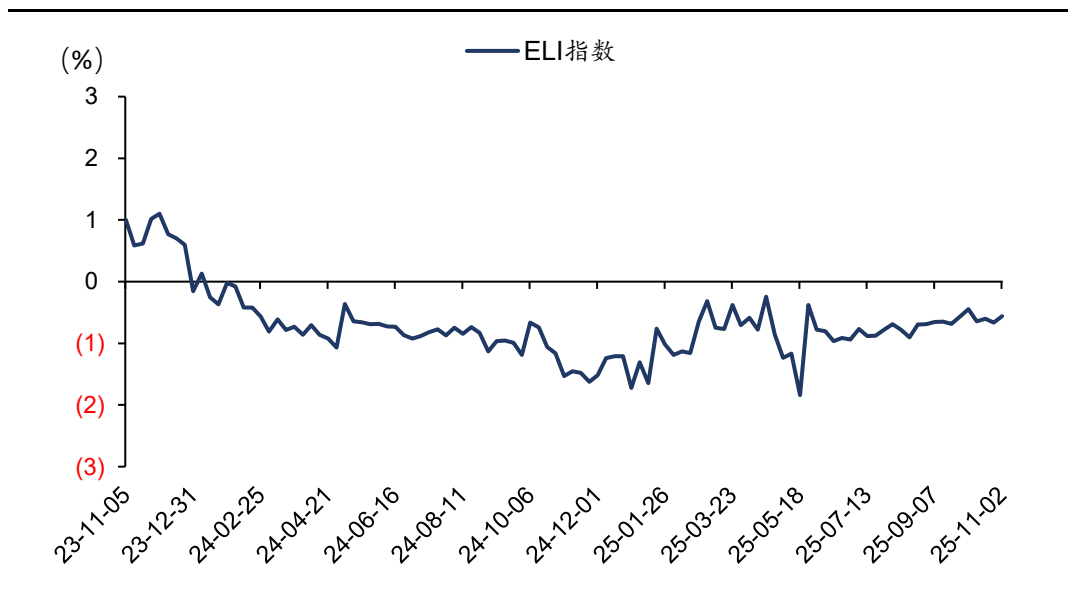
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

注: 10 月数据截至 10 月 31 日

1.2. ELI 指数: 月末税期来临, 资金面再迎考验

截至 2025 年 11 月 2 日, 本周 ELI 指数为-0.56%, 较上周回升 0.10 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

如何看待“重启国债买卖”。10月27日, 人民银行行长潘功胜在金融街论坛年会上表示, 央行将恢复公开市场国债买卖操作。在1月10日央行公告暂停国债买卖操作后, 这是首次央行明确这一货币政策工具重启, 但是国债买卖的重启时机、重启方式、买入

规模、操作方式等均还有待明确。根据 2024 年人民银行搭建起来的“逆回购调节短端流动性、MLF 和买断式逆回购调节中短期流动性、降准调节长期流动性、国债买卖做有效补充”的框架，国债买卖是投放基础货币的有效补充，如果 2025 年 11 月至 12 月国债买卖重启，从流动性调节角度看：（1）与“稳增长”信号明确且基础货币投放成本更低的“降准”相比，国债买卖或不能替代“降准”的效果，当前实施 0.5 个百分点的“降准”能释放大约 1 万亿、操作机会成本为 0.35% 的基础货币，虽然 2024 年 8 月至 12 月国债净买入规模 1 万亿，从数量级上与“降准”相当，然而操作成本高于“降准”且需要兼顾对收益率曲线的影响，预计本次重启国债买卖，四季度操作规模上或较难与去年同期相当；（2）重启国债买卖是否会有效降低资金利率，当前 DR001 等关键期限资金利率围绕 7 天期逆回购利率波动，国债买卖增加银行体系超储，有利于增加跨年时点资金面的稳定性，但能否推动资金利率中枢下台阶，或仍然取决于主要政策利率是否会“降息”；（3）国债买卖或可替换 MLF 等中期流动性，降低银行体系负债成本，8 月至 10 月每个月买断式逆回购和 MLF 合计投放 6000 亿元，由于中期流动性调节工具操作利率“随行就市”，以 1 年期 AAA 同业存单利率度量，1 年期 MLF 操作利率或在 1.60%-1.70% 区间，国债买卖在降低基础货币投放成本的同时，也有利于纾解银行负债端成本压力，并进一步疏通偏高的同业存单利率在流动性传导中的凸点。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：主要行业开工率边际回落

开工率方面，本周主要行业开工率环比小幅回落。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 65.34%和 73.41%，分别环比回落 0.24 个百分点和 0.26 个百分点；本周 PTA 开工率录得 78.38%，环比回升 2.40 个百分点，较去年同期回落 2.18 个百分点；本周钢厂高炉开工率录得 81.73%，环比回落 3.00 个百分点，较去年同期回落 0.73 个百分点。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 281.70 万吨，环比回升 13.51 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 14538.15 万吨，环比回升 117.59 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 235.27 万吨，环比回落 17.87 万吨。

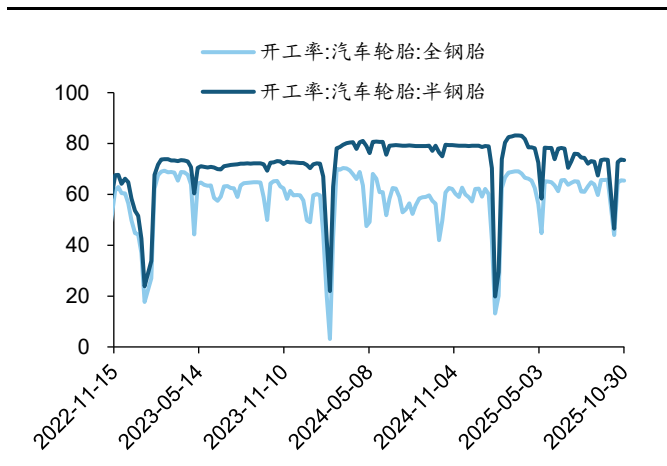
负荷率方面，10 月 24 日沿海七省电厂负荷率均值录得 76.00%，环比回落 3.29 个百分点，较去年同期回升 7.29 个百分点。

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	%	2025-10-30	65.34	65.58	(0.24)	62.12	3.22
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2025-10-30	73.41	73.67	(0.26)	79.33	(5.92)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2025-10-31	72.72	73.14	(0.42)	73.54	(0.82)
	开工率:PTA:国内	%	2025-10-30	78.38	75.98	2.40	80.56	(2.18)
	高炉开工率(247家):全国	%	2025-10-31	81.73	84.73	(3.00)	82.46	(0.73)
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2025-11-01	14538.15	14420.56	117.59	15276.16	(738.01)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2025-11-01	281.70	268.19	13.51	419.18	(137.48)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2025-11-01	235.27	253.14	(17.87)	213.75	21.52
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2025-10-24	76.00	79.29	(3.29)	68.71	7.29

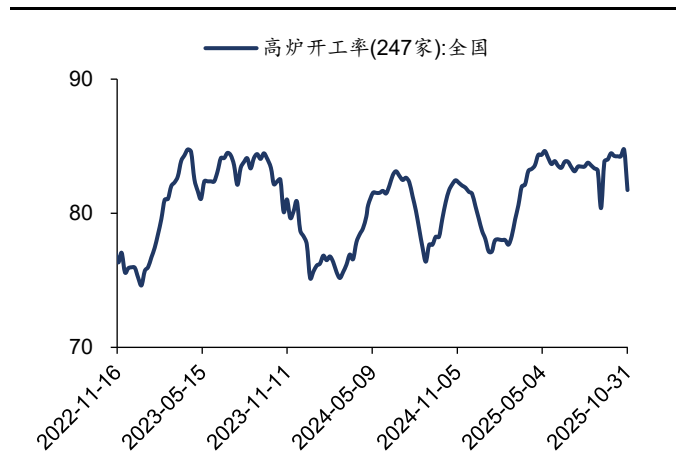
数据来源：WIND，CEIC，东吴证券研究所

图3: 本周汽车轮胎开工率环比回落 (%)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4: 本周全国高炉开工率环比回落 (%)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.2. 消费：乘用车零售增速有所放缓

乘用车消费方面，10月26日乘用车当周日均销量录得69271辆，较去年同期回落9009辆。根据乘联会发布的最新数据，10月1-26日乘用车市场零售录得161.3万辆，同比去年同期下降7.0%，环比上月同期下降4.0%，其中新能源车市场零售录得90.1万辆，同比去年同期增长0.0%，环比上月同期下降8.0%。

价格指数方面，10月27日柯桥纺织价格指数录得105.33点，环比回升0.07点。

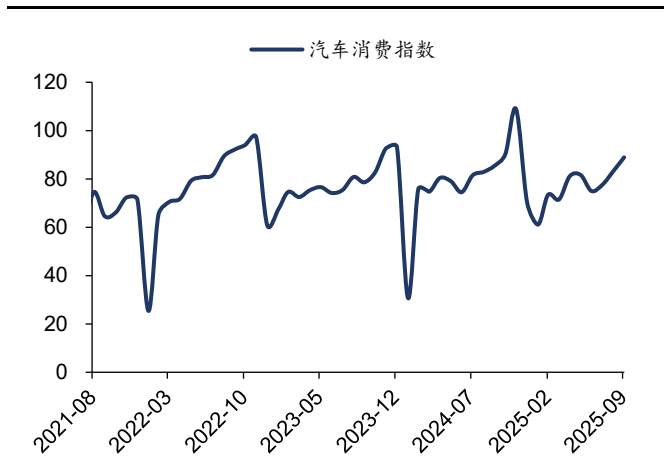
人员流动方面，本周航班执飞率均值为85.80%，环比回落2.76个百分点，较去年同期回升3.46个百分点。地铁日均客运量录得8226.03万人，环比回升126.24万人，较去年同期回升338.77万人。

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	2025-10-26	69271.00	63163.00	6108.00	78280.00	(9009.00)
	汽车消费指数	点	2025-09-30	88.90	83.30	5.60	85.40	3.50
价格指数	柯桥纺织:价格指数:总类	点	2025-10-27	105.33	105.26	0.07	104.18	1.15
	义乌中国小商品总价格指数	点	2025-06-29	102.50	102.41	0.09	101.94	0.56
人员流动	航班当周执飞率	%	2025-11-01	85.80	88.56	(2.76)	82.34	3.46
	地铁日均客运量	万人	2025-10-24	8226.03	8099.79	126.24	7887.26	338.77

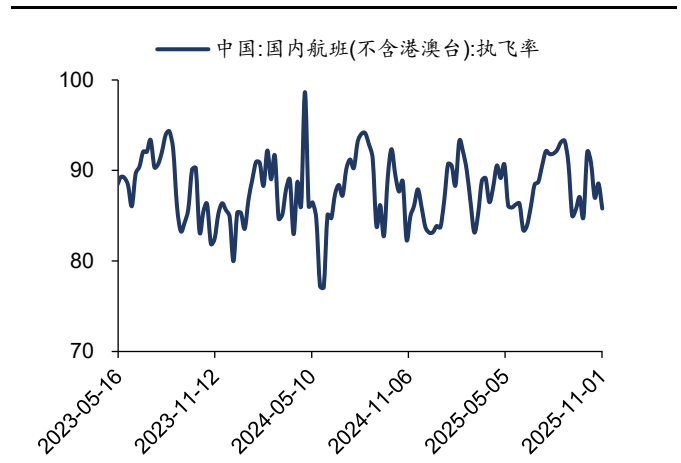
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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落（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.3. 投资：10月下旬主要城市地产成交有所回暖

基建投资方面，2025年10月29日石油沥青装置开工率录得31.50%，环比回升0.40个百分点，较去年同期回升5.30个百分点；2025年10月24日全国水泥发运率录得37.42%，环比回落1.00个百分点，较去年同期回落0.80个百分点。

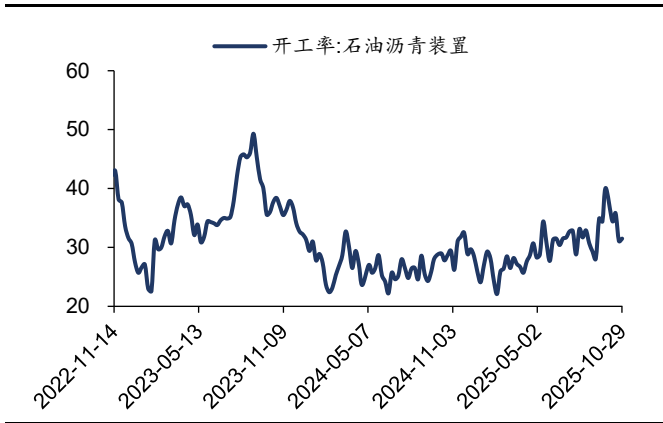
房地产投资方面，上周100大中城市供应土地占地面积录得1988.16万平方米，环比回升24.69%；本周30大中城市商品房成交面积录得183.39万平方米，环比回落8.27%。10月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得282.10元/吨，环比持平10月上旬；10月中旬浮法平板玻璃市场价录得1290.00元/吨，环比回升35.40元/吨。

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	%	2025-10-29	31.50	31.10	0.40	26.20	5.30
相关	水泥发运率:全国:当周值	%	2025-10-24	37.42	38.42	(1.00)	38.22	(0.80)
100大中城市	供应土地占地面积	万平方米	2025-10-26	1988.16	1594.52	393.64	2933.88	(945.72)
房地产	30大中城市商品房成交面积	万平方米	2025-11-02	183.39	199.93	(16.53)	332.22	(148.83)
相关	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2025-10-20	282.10	282.10	0.00	322.70	(40.60)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2025-10-20	1290.00	1254.60	35.40	1168.30	121.70

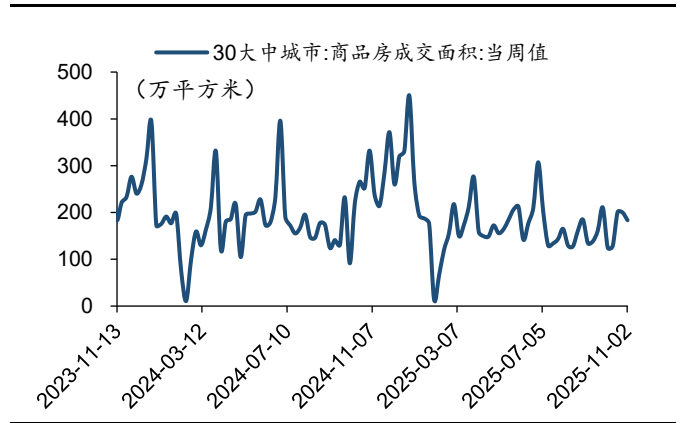
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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：集装箱运价指数延续回暖

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 1550.70 点和 1021.39 点，分别环比回升 147.24 点和 28.65 点；本周波罗的海干散货指数均值录得 1967.20 点，环比回落 93.80 点。

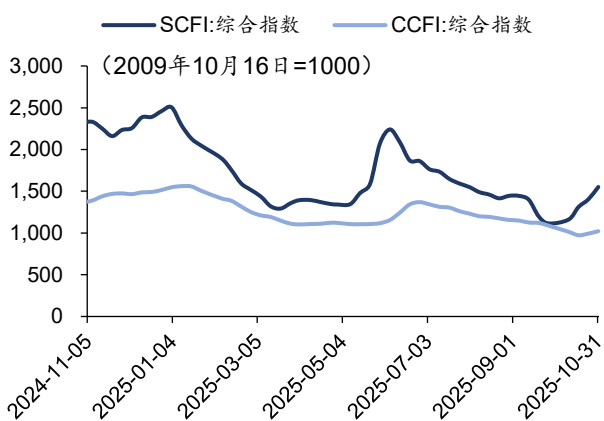
出口数量方面，韩国 10 月前 20 日出口总额同比增速录得-7.80%，较 9 月回落 21.10 个百分点，较去年回落 4.80 个百分点。国内方面，10 月 20 日-10 月 26 日监测港口累计完成货物吞吐量录得 24253.8 万吨，环比回落 5.08%。

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	/	2025-10-31	1550.70	1403.46	147.24	2303.44	(752.74)
	CCFI:综合指数	/	2025-10-31	1021.39	992.74	28.65	1367.54	(346.15)
	波罗的海干散货指数均值	/	2025-11-01	1967.20	2061.00	(93.80)	1430.40	536.80
出口量	韩国:前 20 日出口总额:同比	%	2025-10-20	(7.80)	13.30	(21.10)	(3.00)	(4.80)

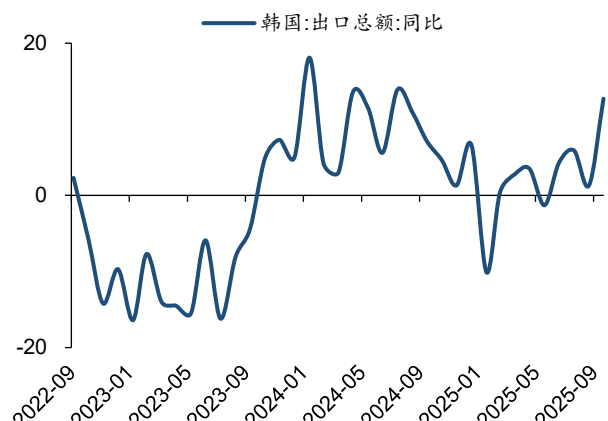
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：本周集装箱运价指数小幅回升



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：黄金价格短期或延续震荡态势

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 17.96 元/公斤，环比回升 0.26 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 5.64 元/公斤，环比回升 0.42 元/公斤。

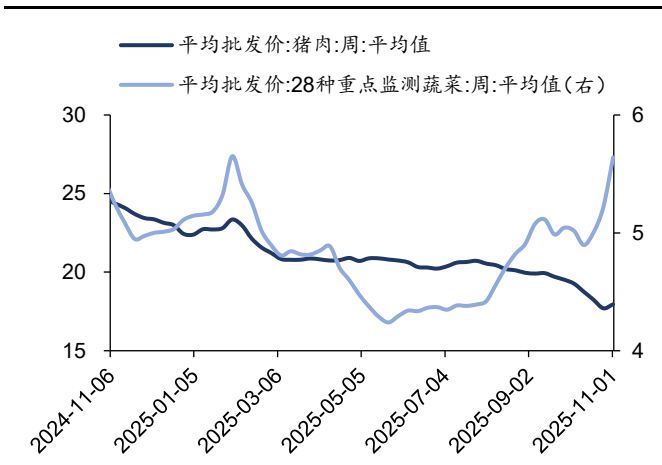
国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 65.00 美元/桶，环比回升 1.63 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 4019.68 美元/盎司，环比回落 143.78 美元/盎司。

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	环比数值变化	去年同期值	同比数值变化
国内	平均批发价:猪肉	元/公斤	2025-11-01	17.96	17.70	0.26	24.63	(6.67)
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	元/公斤	2025-11-01	5.64	5.22	0.42	5.43	0.21
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2025-11-01	65.00	63.37	1.63	72.27	(7.27)
	期货结算价:COMEX黄金	美元/盎司	2025-11-01	4019.68	4163.46	(143.78)	2767.26	1252.42

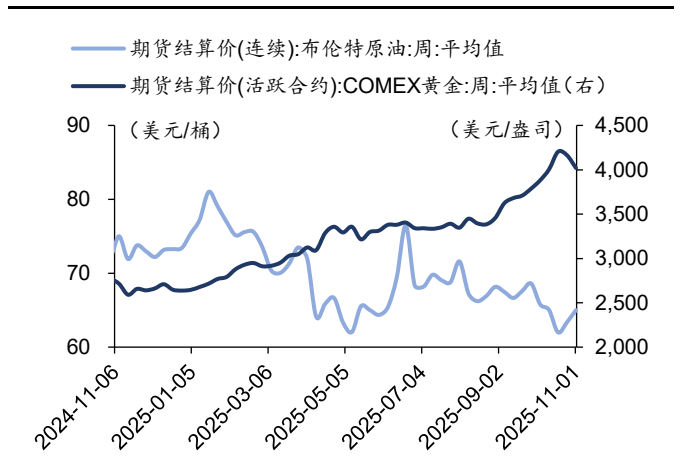
数据来源：WIND，东吴证券研究所

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



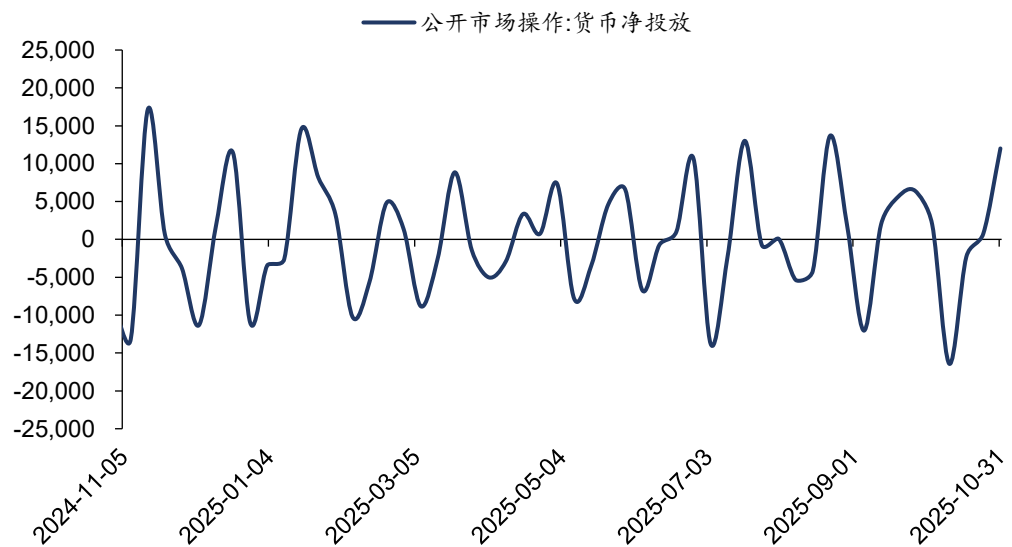
数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.6. 本周货币净投放 12008 亿元

公开市场操作方面，本周央行进行 20680.0 亿元逆回购操作，有 8672.0 亿元逆回购到期，当周货币净投放 12008.0 亿元。

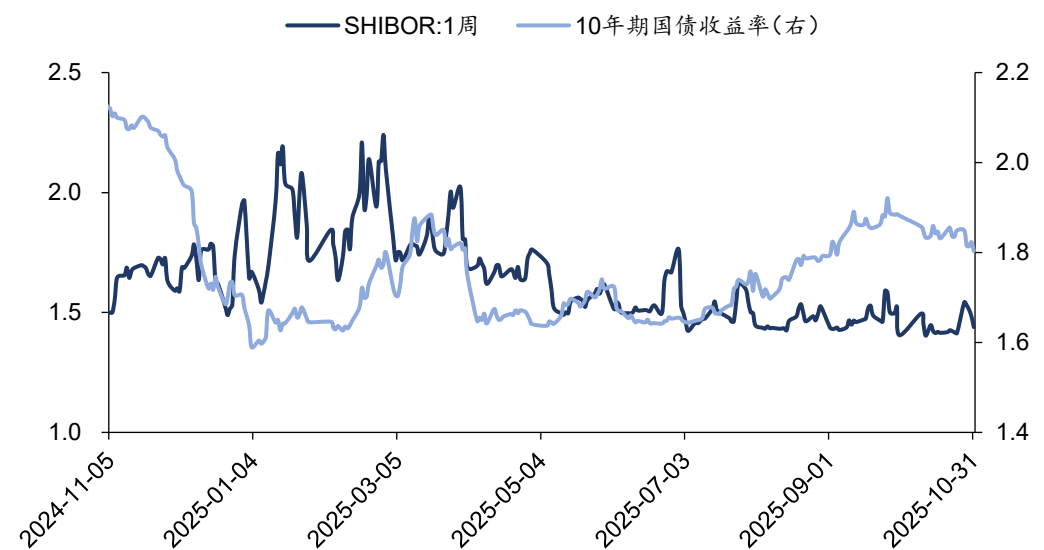
受到政策及资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 1.5420% 回落至周末的 1.4390%；本周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 1.8488% 回落至周末的 1.8033%。

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(10月27日-11月2日)政策梳理

时间	部门	政策/会议	内容
2025/10/27	证监会	《关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见》	围绕发行上市、市场交易、经营机构、稽查执法、维权救济、投保机构、退市投保、法治保障等8个方面提出23项具体举措。此次改革将投资者保护融入资本市场改革全链条,标志着A股市场投资者保护迈入系统化、实质化新阶段。
2025/10/29	国家外汇管理局	《关于进一步便利外汇资金结算支持外贸稳定发展的通知》	从推动便利化政策优化扩围、支持贸易新业态等创新业务健康发展、提升服务贸易企业资金使用效率三个方面推出9项政策措施,进一步便利市场主体办理跨境贸易业务。
2025/10/29	商务部等五部门	《城市商业提质行动方案》	提出21项具体举措,包括推动步行街(商圈)设施改造和业态升级,扩大国货潮品、外贸优品等多元化商品供给等,更好满足人民美好生活需要。
2025/10/29	证监会		包括完善北交所发行上市机制、激活新三板“培育”功能、培育耐心资本、强化监管协同等,同时促进新三板与区域性股权市场互联互通。北交所董事长鲁颂宾表示,将加快推出北证50ETF,研究引入盘后固定价格交易。
2025/10/30	财政部等五部门	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	进一步扩大免税店经营品类,将更多便于携带的消费品纳入经营范围,新增手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等热销商品。
2025/10/31	国家发改委		中央财政下达的5000亿元地方政府债务结存限额中,有2000亿为新增专项债额度,专门用于支持部分省份投资建设。下一步,发改委将会同有关部门,加强常态化政策预研储备并视情及时出台实施。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

- (1) 美国关税政策仍有不确定性;
- (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>