仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观周报 20261008

中债与海外债市为何表现分化？
——资产配置双周报

2026 年 10 月 08 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 李沛
执业证书：S0600526080003
lip@dwzq.com.cn

相关研究

《假期消费平稳增长，地产贴息拉动有所显现》

2026-10-07

《假期海外市场回顾：全球利率普涨，股市表现分化》

2026-10-07

■ **核心观点：**近月以来全球债市显著分化：海外方面，9 月欧美日加息落地后，经济景气、油价高位、通胀预期与财政信用风险共同推动欧美日国债长端利率走高；中债则走出独立行情，30Y 中债利率年内下行超 30bp。分化核心在于两点：中债外资持有占比低，海外加息直接冲击可控；能源对外依存度不高，输入性通胀影响偏间接。国内基本面看，内需修复基础仍不牢固，居民加杠杆意愿持续偏弱，地产投资低位磨底，中债利率中期易下难上。短期看，“929”政策落地后国内长债表现“sell the fact”、9 月制造业 PMI 站上荣枯线，止盈盘压力或驱动债市震荡调整；但中期来看，中债慢牛趋势渐明，“每调买机”仍是最优策略，10Y 国债 1.70%与 30Y 国债 2.15%点位安全垫较高，买盘承接力度预计较强。对于美债，在联储“紧缩预期二阶导”出现之前，美债利率预计整体易上难下。其他资产方面，国庆假期外部环境偏暖但利率约束未解，全球资产呈现“科技强、利率敏感资产弱”的格局，黄金港股整体偏弱震荡。A 股方面，后市哑铃策略或占优，看好银行板块的中期表现。

■ **中债与海外债市分化的两大支柱：“以我为主”的定价逻辑**

中债“以我为主”，核心在于两点：第一，外资参与度低。至 2026 年 6 月，中债外资持有占比仅 2%-3%，低于新兴市场平均，美债外资持有占比 24%，日债约 12%，跨境资金扰动小，国内利率更多由货币政策、基本面及供求主导。第二，输入性通胀影响偏间接，能源对外依存度不高，PPI 上行对 CPI 传导有限。实际逻辑链条或为：高油价—海外流动性收紧—国内股市结构性上涨—风偏对债市约束下降—债市企稳走强”。地缘冲突推升油价中枢，中美 10Y 利差走扩至 300bp 以上。美债市场利率走在政策利率之前，在“紧缩预期二阶导”出现前，美债难言拐点。

■ **供给、基本面与政策面——中债短期盘整与中期慢牛并存**

9 月国内新增专项债累计发行 3.36 万亿元，完成全年额度 76.5%，为近五年同期最低，四季度待发规模仍存，但压力趋于可控。内需仍然偏弱：居民中长期贷款负值月份增多，地产投资低位磨底，居民加杠杆意愿持续偏弱，实体融资需求偏弱，M2 与社融存量同比均有所回落；9 月 PMI 虽回升至 50.1%，但持续性仍需观察。“贷款降速提质”：央行鼓励贷款与债券融资合并观察综合融资规模，2026 年前 8 个月债券和股票融资占比合计已超过贷款。政策面，央行结构性工具精准发力，买断式逆回购呵护流动性。机构行为方面，配置盘支撑仍存但止盈压力累积，30-10 年中债利差压缩至 41BP，近 2023 年以来 75%分位，公募久期处高位，中债短期盘整与中期慢牛并存，“每调买机”仍是较优策略。

■ **资产配置展望与后续关注**

国庆假期外部环境偏暖但利率约束未解，全球权益呈现“科技强、利率敏感资产弱”格局。纳指创历史新高，美债利率曲线小幅走陡，10Y 美债利率对 9 月偏弱非农表现不敏感，延续高位震荡，作为利率敏感类资产，港股与黄金偏弱运行；但 2Y 美债利率有所下行，主要定价 10 月联储加息概率的收敛。国内债市方面，“929”政策短期落地后隔日中债表现“sell the fact”，叠加 9 月 PMI 超市场预期，止盈盘或驱动震荡调整，但中期来看，我们认为中债多头趋势仍在，“每调买机”仍是最优策略。10Y 国债 1.70%与 30Y 国债 2.15%点位安全垫较高，买盘承接力量或较强。资产展望，中期我们对中国利率债、美股及部分另类资产的表现仍然乐观；美债与港股中期偏谨慎。A 股方面，观点中性，哑铃策略或仍是较优选，建议关注银行、微盘和创新药等方向超额机会。后续博弈国内金融、通胀、外贸数据及美国 CPI、FOMC 会议、三季报等内外节点。

■ **风险提示：**海外加息超市场预期、地缘冲突升级、机构止盈与赎回压力集中释放

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 中债与海外债市为何表现分化？ 4
2. 国庆期间资产表现综述与展望 8
3. 权益市场 10
4. 利率市场 11
5. 外汇市场 13
6. 商品市场 14
7. 风险提示 16

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

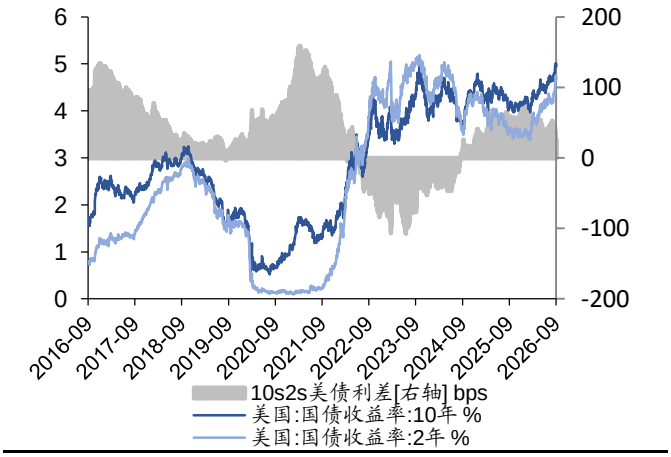
图 1: 美债 10s2s 期限利差 4
图 2: 欧日国债收益率 4
图 3: 30Y-10Y 国债利差 5
图 4: 国内 PPI、CPI 与国债期货，%，元 5
图 5: 国债净融资额 5
图 6: 地方政府债净融资额 5
图 7: 居民新增中长期贷款 6
图 8: 土地出让收入及地产开发投资完成额累计同比 6
图 9: 2026 年 H1 保险资金运用余额对股债配置情况 7
图 10: 国庆假期主要权益资产表现 8
图 11: 美债等资产表现 8
图 12: 主要资产后市展望及核心逻辑 9
图 13: 沪深两市成交金额 10
图 14: 创业板及科创 50 换手率 10
图 15: 融资融券余额与 A 股总市值占比 10
图 16: 港股与美元流动性 10
图 17: 公开市场操作货币净投放 11
图 18: 银行间质押式回购总量 11
图 19: 央行政策利率走廊 11
图 20: 金融机构超储率 12
图 21: 地方政府债发行 12
图 22: 外资持有中债情况 12
图 23: 中债城投债 AA+到期收益率 12
图 24: 美元兑人民币汇率中间价 13
图 25: 美元兑人民币汇率 Swap 13
图 26: 商业银行结售汇顺差 13
图 27: 人民币名义-实际有效汇率 13
图 28: 美元兑离岸人民币汇率 14
图 29: 离岸人民币资金利率 14
图 30: 中国央行黄金配置节奏 14
图 31: 美国 SPDR 黄金 ETF 持仓变化 14
图 32: 黄金 ETF 波动率 15
图 33: 金银比值 15
图 34: 霍尔木兹海峡过境船舶数 15
图 35: 美国战略石油储备库存 SPR 15
图 36: LME 铜价及铜冶炼厂粗炼费 TC 15
图 37: 全球显性铜库存概况 15
图 38: RJ/CRB 商品及南华综合指数 16
图 39: 南华农产品指数及猪肉批发价 16
图 40: 焦煤与螺纹钢期货收盘价 16
图 41: 国产锂价及钴价 16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 中债与海外债市为何表现分化？

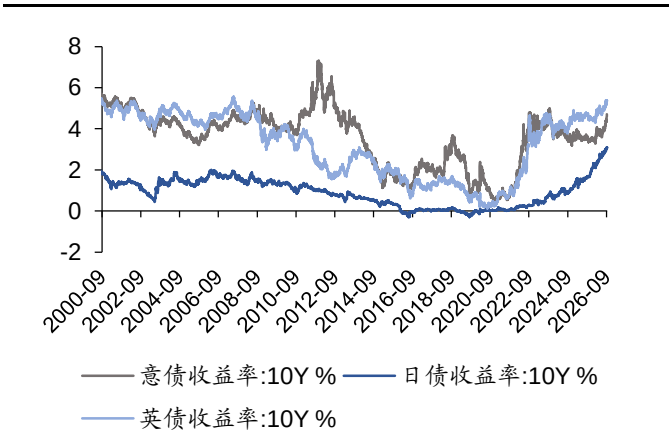
近月以来，中债走出独立行情，与海外长债利率的趋势性上行形成分化格局。2026 年 9 月，欧美日政策利率加息 25bp 落地。近月以来，经济韧性、油价高位、通胀预期、财政信用风险及期限溢价等因素共同推动欧美日国债利率易上难下。至 2026 年 10 月 7 日，10Y 美债利率一度从年内最低 3.97%上行 137bp 至 5.34%，同期我们看到欧债和日债利率均有不同程度上行。而中债则走出独立行情，10Y 中债利率自年内高点 1.83%下行 16bp 至 1.67%，30Y 中债利率则自 2.40%的年内高点下行近 32bp 至 2.08%。

图1：美债 10s2s 期限利差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：欧日国债收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中债“以我为主”，外资持有占比较低，受海外加息影响有限。截至 2026 年 6 月，境外机构在我国债券市场中的持债占比仅约 2%-3%，远低于新兴市场平均水平，外资参与度有限意味着跨境资金流动对国内债市的扰动较小，海外主要央行加息周期对中债的直接冲击相对可控。国内利率走势更多由货币政策、经济基本面及市场供求主导，中债“以我为主”。2026 年 6 月，外国投资者共持有约 9.3 万亿美元美债，美债外资持有占比 20%-25%左右，日债外资持有占比 12%左右。

我国能源对外依存度低，“输入性通胀”对中债影响间接。虽国内 PPI 同比在国际油价抬升的背景下出现修复，但对 CPI 传导顺畅程度相对有限。中长期逻辑更多来自高油价——海外流动性边际收紧——国内股市上涨方向以结构性为主——市场风险偏好对债市约束下降——对债市影响偏多。

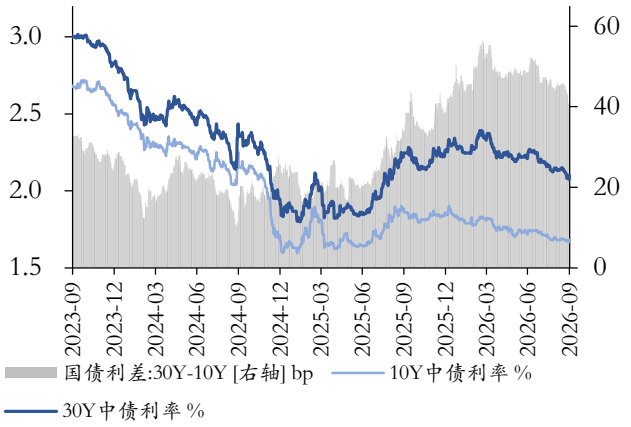
中美利差倒挂再走扩，美债利率拐点需关注“紧缩预期二阶导”。2026 年 3 月以来美伊冲突持续博弈，国际油价中枢上行——通胀预期整体上修——海外流动性收敛使得中美经济周期差再度走扩，中美 10Y 国债利差再回 300bp 以上。回溯来看，10Y 美债利率 2023 年的周期顶部位于末次加息后的两个月（2023 年 10 月的 5.02%），在此之前利率高点则为 2022 年 10 月的 4.3%附近。当前美债市场利率显然走在政策利率之前，但

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

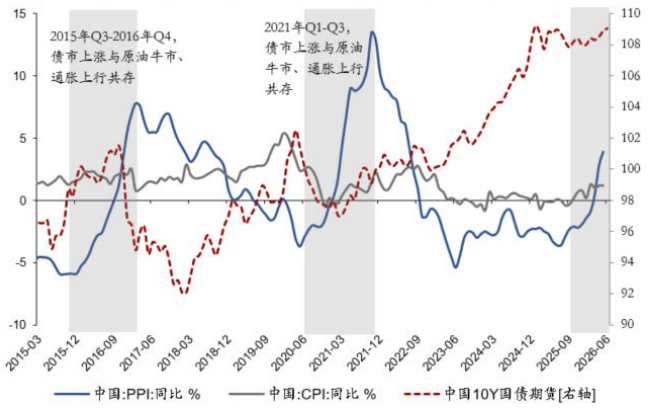
在“紧缩预期二阶导”出现之前，对后市美债我们仍然相对谨慎。

图3：30Y-10Y 国债利差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

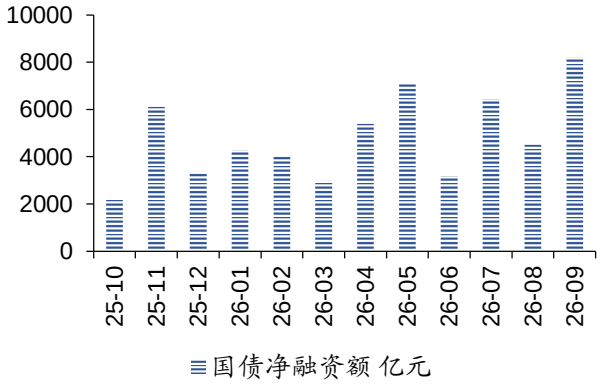
图4：国内 PPI、CPI 与国债期货，%，元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

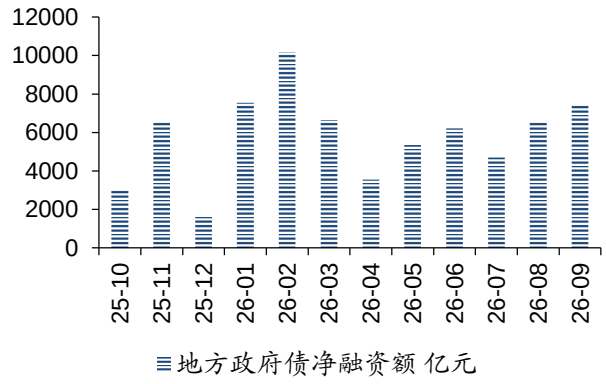
中债供给面来看，专项债发行偏慢，后续放量压力可控。截至 9 月底，新增专项债累计发行 3.36 万亿元，完成全年额度的 76.5%，为 2022-2025 年同期最低。一定程度上和项目储备不足亦存在关联。若全年额度要足额完成，四季度新增专项债待发行约 1.04 万亿元，月均约 3450 亿元。10—11 月需要明显加快发行节奏，预计迎来阶段性放量，12 月进行收尾并基本完成全年任务。四季度发行规模同比增速可能在 10%左右，但具体取决于 2025 年同期基数和口径。

图5：国债净融资额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：地方政府债净融资额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

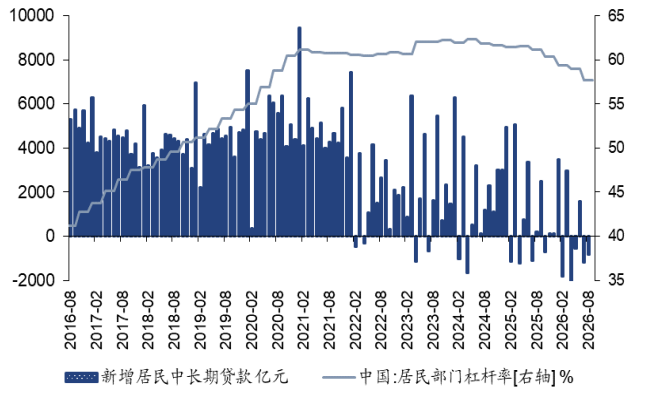
仅供内部参考，请勿外传

内需修复基础仍不牢固。居民中长期贷款新增负值月份增多，地产投资低位磨底，居民加杠杆意愿持续偏弱。8 月经济数据显示，地产投资、基建、制造业投资及社零均偏弱；CPI 同比仅 0.8%，核心通胀低迷，中上游成本上涨难以向下游顺畅传导。实体融资需求偏弱，8 月 M2 与社融存量同比均回落 0.2 个百分点至 7.5%和 7.2%。9 月制造业 PMI 虽回升至 50.1%，但中、小型企业 PMI 仍低于临界点，需求端持续性待观察。

“贷款降速提质”重塑利率分析框架。 2019 年至 2025 年，贷款占社融比重由 66%降至 45%，债券占比升至 46%，今年前 8 个月债券和股票融资占比合计已超过贷款。央行明确将“贷款降速提质”定位为宏观运行新常态，鼓励将贷款与债券合并观察综合融资规模。这意味着市场不再简单将“信贷需求偏弱”等同于“降准降息信号”，货币政策关注点正由总量型工具转向结构性工具，传统分析框架对利率的指引效力边际减弱。

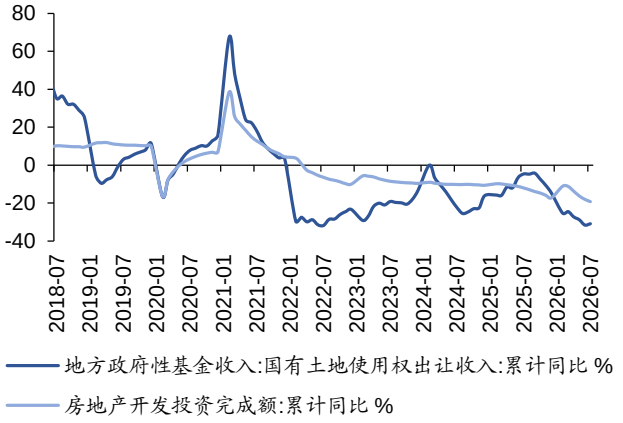
国内货币政策呈现“总量克制、结构精准”。 9 月 29 日，央行下调 PSL 利率 0.25 个百分点至 1.5%，将“六张网”纳入 PSL 支持领域，科技创新再贷款额度增加 2000 亿元、支持比例统一提至 100%，支农支小再贷款额度增加 5000 亿元，未动用降准降息等总量工具。为保持银行体系流动性充裕，2026 年 10 月 8 日央行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 12000 亿元买断式逆回购操作，期限 3 个月（89 天），到期日为 2027 年 1 月 5 日。

图7：居民新增中长期贷款



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：土地出让收入及地产开发投资完成额累计同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中债可能步入短暂盘整，“资产荒”驱动下，“每调买机”仍是最优策略。9 月中债整体表现强势，打破过去四年 9 月中债整体收跌的日历效应。9 月 29 日，市场利率对 PSL 利率调降预期明显抢跑，30 年期国债利率一度下破 2.10%。随着债券久期分位数的抬高，长债交易拥挤度明显攀升。“PSL 降息及房贷贴息”的落地驱动债市短期交易“sell the fact”，叠加 9 月官方制造业 PMI 再度站上荣枯线，止盈盘或驱动债市短期步入震荡调整期。机构行为来看，保险、理财对超长债的承接力量仍在，10 月需重点关注财政增量政策的落地节奏与机构止盈行为的演变。当前 30-10 年国债利差压缩至 41BP 左右，接近 2023 年以来 75%分位数，进一步博弈资本利得空间收窄，但较 2024 年相比仍有进一步压缩空间。中期来看，我们认为债券慢牛的趋势已逐渐明朗，“每调买机”仍是最优策略，**TL 相对 T 的性价比仍较明确。**10Y 国债利率 1.70%与 30Y 国债利率 2.15%点位的安全垫较高，买盘承接力量或较强。

图9：2026 年 H1 保险资金运用余额对股债配置情况

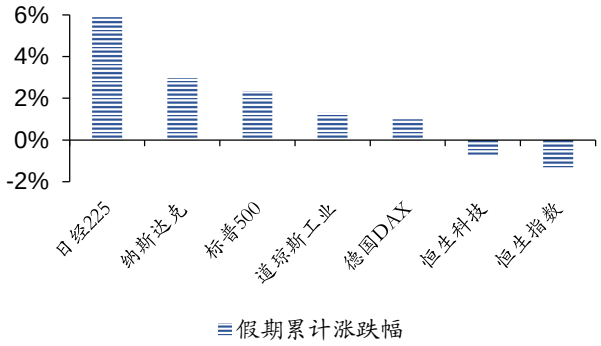
保险机构类别	指标	2026Q2		2026Q1	
		账面余额 亿元	占比	账面余额 亿元	占比
财产险公司	资金运用余额	25350	100.0%	24720	100.0%
	银行存款	4143	16.3%	4029	16.3%
	债券	**10269**	**40.5%**	**10130**	**41.0%**
	股票	**2413**	**9.5%**	**2338**	**9.5%**
	证券投资基金	2263	8.9%	1999	8.1%
	长期股权投资	1324	5.2%	1399	5.7%
人身险公司	资金运用余额	368691	100.0%	355508	100.0%
	银行存款	26201	7.1%	26709	7.5%
	债券	**188801**	**51.2%**	**181954**	**51.2%**
	股票	**38591**	**10.5%**	**36032**	**10.1%**
	证券投资基金	20672	5.6%	18673	5.3%
	长期股权投资	28701	7.8%	28364	8.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 国庆期间资产表现综述与展望

假期外部环境整体偏暖，但利率约束没有解除。全球权益“科技强、利率敏感资产弱”。美光财报大超市场预期，验证存储超级周期景气。国庆期间（10 月 1 日-10 月 6 日）美股三大指数假期累计上涨 1.2%-2.99%，纳指创历史新高；日经 225 上涨 5.9%；美国 9 月非农新增仅 2.9 万人，预期约 9 万，失业率小幅上行。美联储 10 月加息概率大幅回落。美债方面，9 月非农数据偏弱带动短端收益率回落，但长端受财政压力、供需失衡带来的期限溢价支撑，10 年期仍在 5.3%上方。短端利率降温还源于联储官员讲话带动下 FOMC 加息预期的收敛。长端利率“加息预期降温、但期限溢价不降”，10 年期美债收益率仍处于 2007 年以来高位；美元指数站上 102。港股假期偏弱。恒生指数假期累计下跌 1.35%，10 月 2 日单日跌 2.60%，主因欧美长端利率高位和南向资金缺席。

图10：国庆假期主要权益资产表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：时间范围 10 月 1 日~10 月 6 日

图11：美债等资产表现

资产	2026/9/30	最新值	最新日期	假期变化
10Y美债收益率	5.29%	5.34%	2026/10/7	高位震荡，对偏弱非农表现不敏感
美元指数	101.45	101.85	2026/10/6	上行0.39%，一度站上102关口
美元兑离岸人民币	6.7097	6.7015	2026/10/6	人民币汇率略升
伦敦金现（美元/盎司）	4157.41	4164.29	2026/10/6	偏弱震荡
ICE布油（美元/桶）	98.03	100.58	2026/10/6	假期在100美元附近震荡

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：主要资产后市展望及核心逻辑

主要资产	短期观点	中期观点	核心逻辑
A股	中性	中性	海外科技映射叠加前期对利空定价相对充分，短期可博弈反弹和四季度跨年行情；美债高位限制空间，可分批加仓。
港股	中性	谨慎	对美元流动性最为敏感，假期表现偏弱，上行的顺畅程度受到美债利率约束。
中国利率债	中性	乐观	内需偏弱+货币政策基调中性偏宽松，配置盘逢回调买，交易盘不追高。
人民币汇率	中性	中性	美元偏强运行之下韧性凸显，日央行对日元的潜在干预约束美元指数上行空间，年末结汇动能可能形成支撑力量。
美股	乐观	乐观	AI盈利对冲高利率，但市场集中度较高，Buy the Dip仍是较优策略。
黄金	中性	中性	实际利率与美元压制，短期仍承压；中期货币信用逻辑未变，回调可分批布局。
原油	中性	中性略偏多	地缘溢价与原油储备对冲，原油中枢或延续高位震荡。
现金	适度保留	乐观	保持仓位弹性，应对10月底FOMC议息会议与三季报博弈。
美债	中性	谨慎	原油中枢难系统性下移，叠加经济基本面景气与财政信用风险，长端利率中期仍然易上难下。
另类资产	中性	乐观	部分另类资产底部已相对明确，对利空敏感度较低，静待上行催化。

数据来源：东吴证券研究所整理

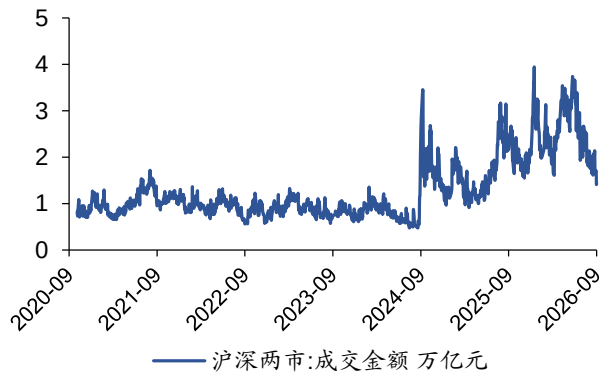
后续关注点来看，10 月 8 日可观察 A 股量能与海外科技映射，央行买断式逆回购托底流动性；中旬国内金融、通胀、进出口数据及美国 CPI 检验内需与加息预期；中下旬三季报披露，市场转向业绩验证，警惕题材回调；10 月 28 日 FOMC 为最关键外部节点，这可能影响成长股估值；月底中国 PMI 与美国中期选举则对应内外不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

3. 权益市场

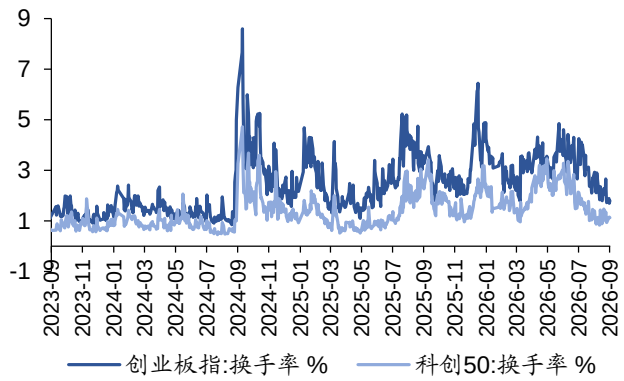
外部压力边际缓解，A 股节后存在修复空间，但预计力度温和；配置上看，哑铃策略或仍然占优，银行、微盘与医药等方向的阻力可能相对较小。

图13：沪深两市成交金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：创业板及科创 50 换手率



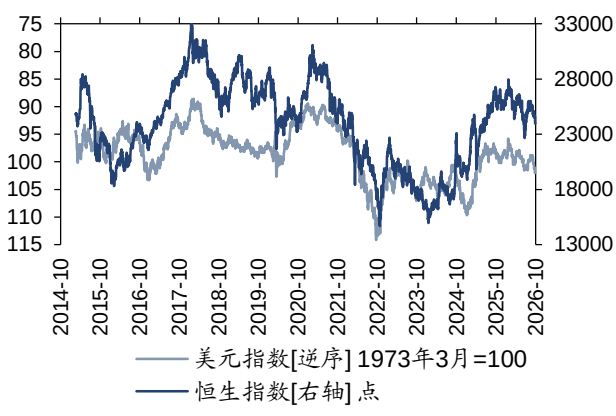
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：融资融券余额与 A 股总市值占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：港股与美元流动性



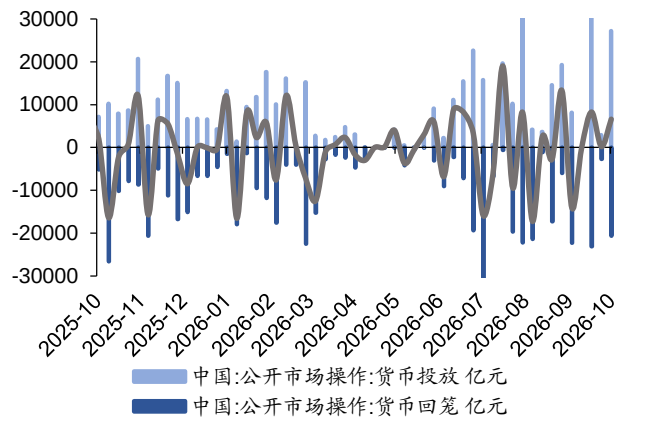
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 利率市场

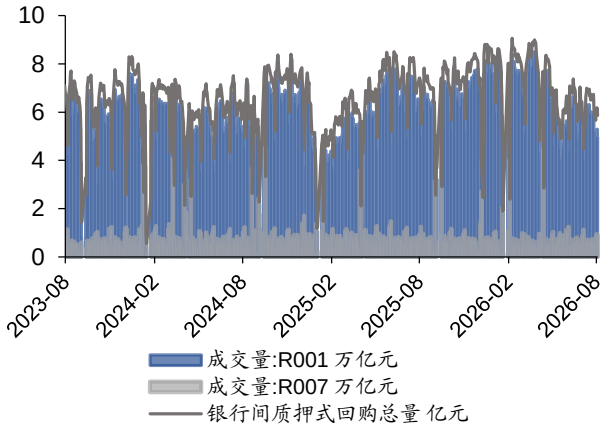
2026 年 9 月末，PSL 降息及房贷贴息的落地驱动债市短期交易“sell the fact”，叠加 9 月官方制造业 PMI 站上荣枯线，止盈盘或驱动债市短期步入震荡调整期。但中期来看，我们认为债券慢牛的趋势已逐渐明朗，“每调买机”仍是最优策略。10Y 国债利率 1.70%与 30Y 国债利率 2.15%点位的安全垫较高，买盘承接力量或较强。

图17：公开市场操作货币净投放



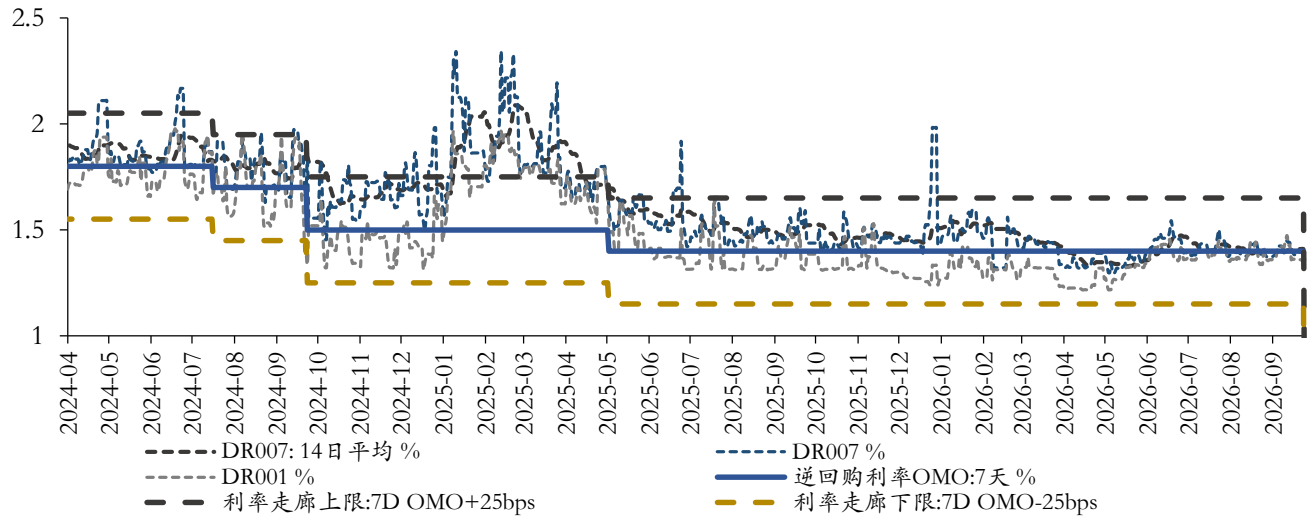
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：银行间质押式回购总量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

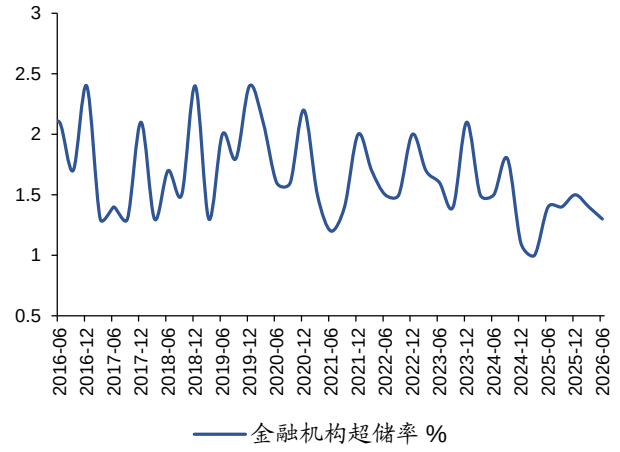
图19：央行政策利率走廊



数据来源：Wind，东吴证券研究所

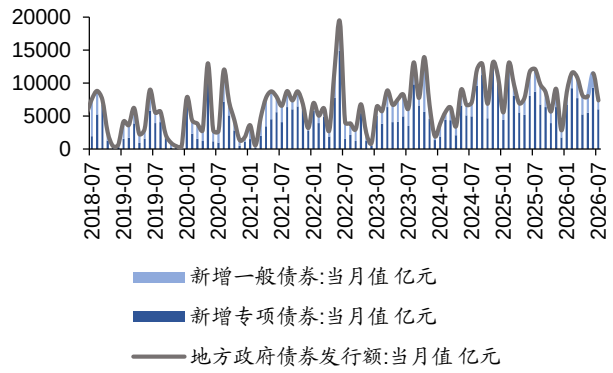
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图20：金融机构超储率



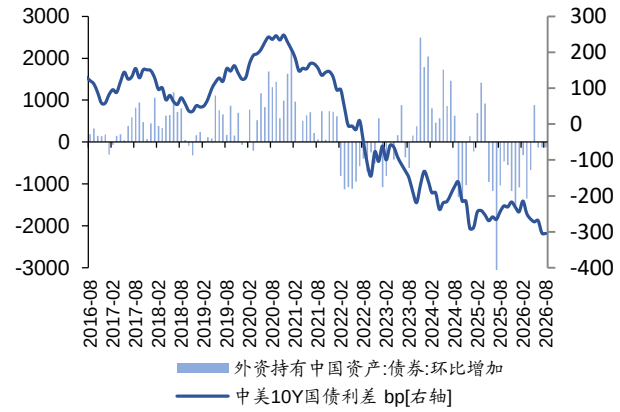
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：地方政府债发行



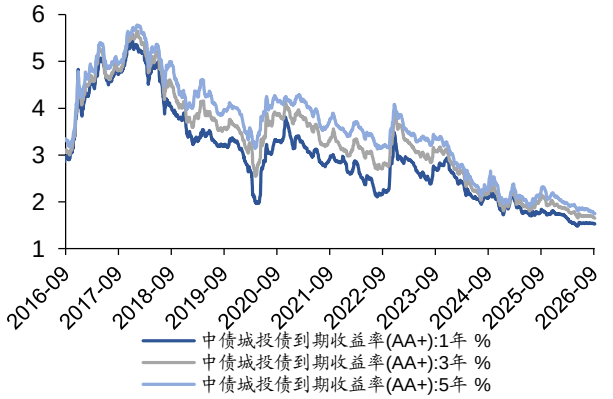
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：外资持有中债情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：中债城投债 AA+到期收益率



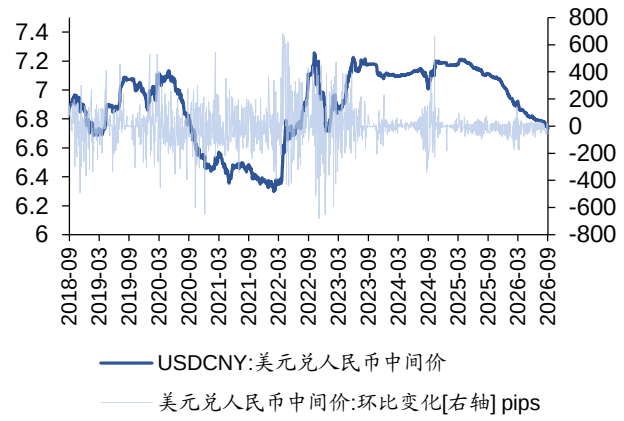
数据来源：Wind，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5. 外汇市场

至 2026 年 10 月 7 日，美元指数升至 102 上方，但离岸人民币稳在 6.71 附近，韧性凸显，外部汇率压力整体可控。

图24：美元兑人民币汇率中间价



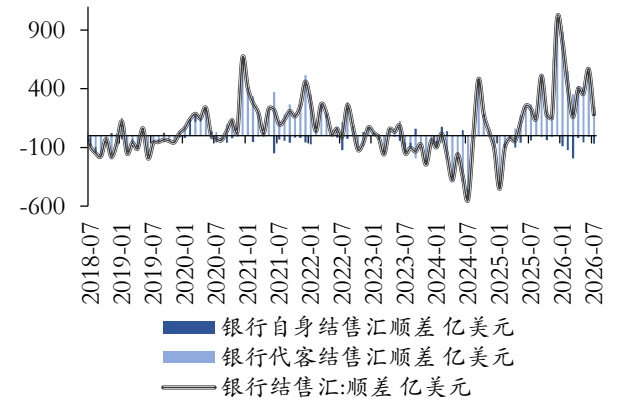
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：美元兑人民币汇率 Swap



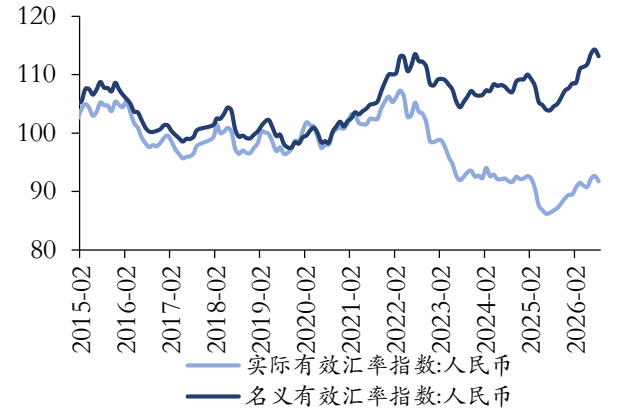
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：商业银行结售汇顺差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

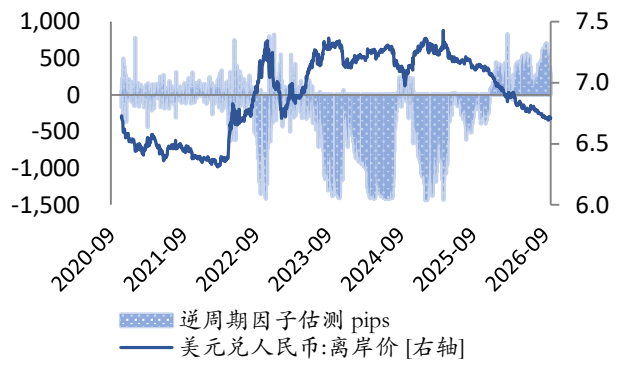
图27：人民币名义-实际有效汇率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

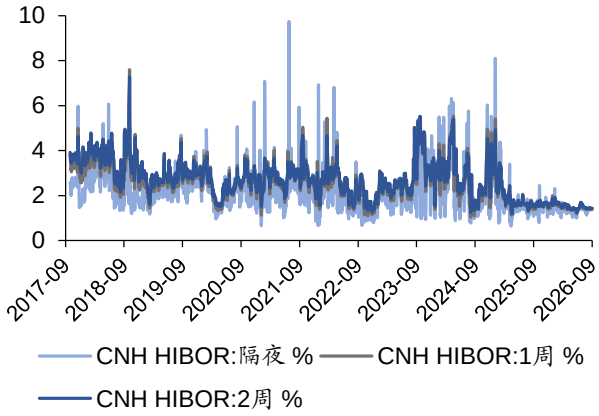
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图28：美元兑离岸人民币汇率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图29：离岸人民币资金利率



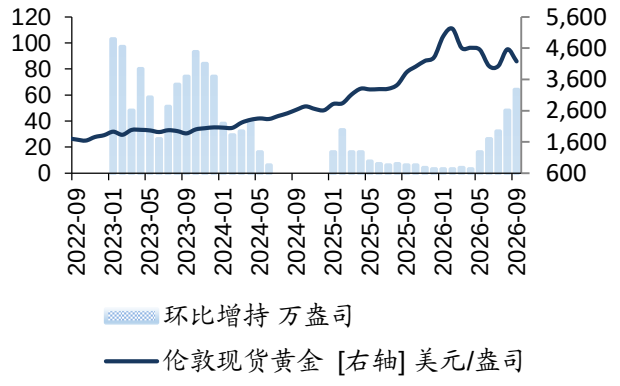
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 商品市场

黄金：9 月以来从 4400 美元/盎司以上回落，假期继续小幅承压；实际利率高位、美元走强抬高持有成本。

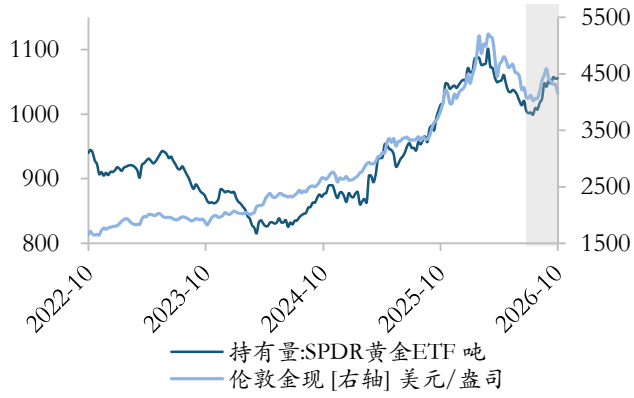
原油：美伊局势反复，美国释放战略石油储备、七国集团讨论释储，10 月至今国际油价于 100 美元/桶附近波动。

图30：中国央行黄金配置节奏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

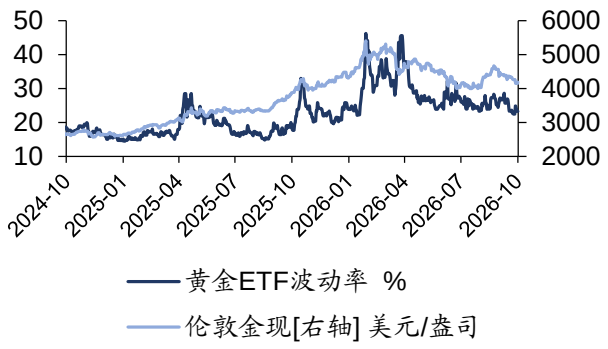
图31：美国 SPDR 黄金 ETF 持仓变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图32：黄金 ETF 波动率



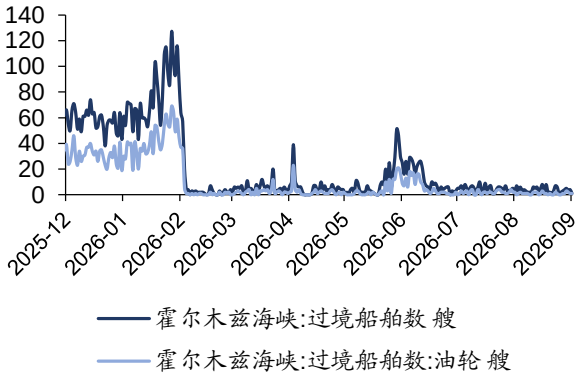
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图33：金银比值



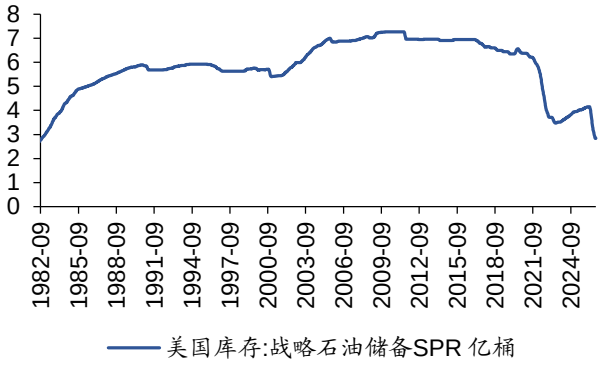
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：霍尔木兹海峡过境船舶数



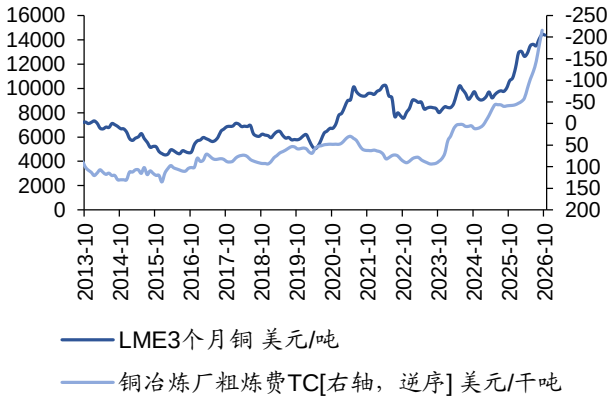
数据来源：IMF，东吴证券研究所

图35：美国战略石油储备库存 SPR



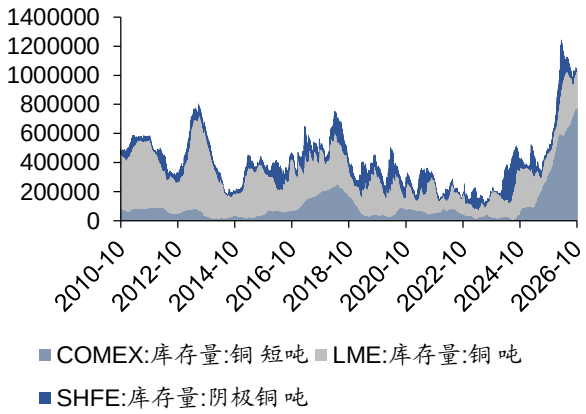
数据来源：EIA、ICE，东吴证券研究所

图36：LME 铜价及铜冶炼厂粗炼费 TC



数据来源：OPEC、ICE，东吴证券研究所

图37：全球显性铜库存概况

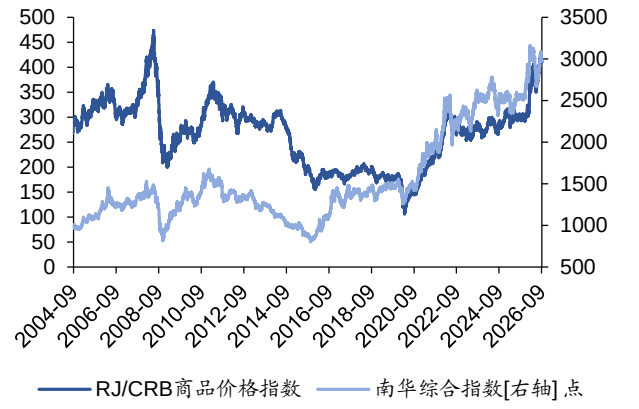


数据来源：CME、LME、SHFE，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

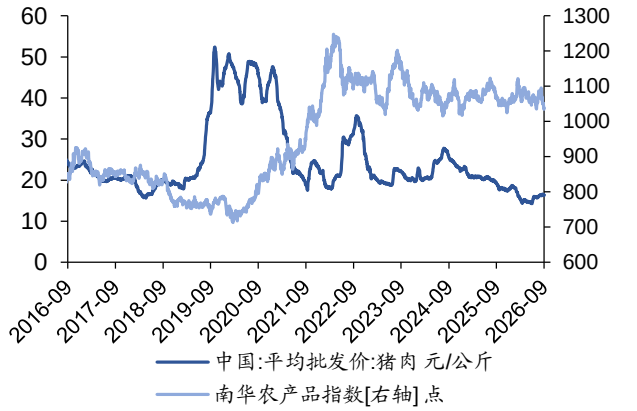
仅供内部参考，请勿外传

图38：RJ/CRB 商品及南华综合指数



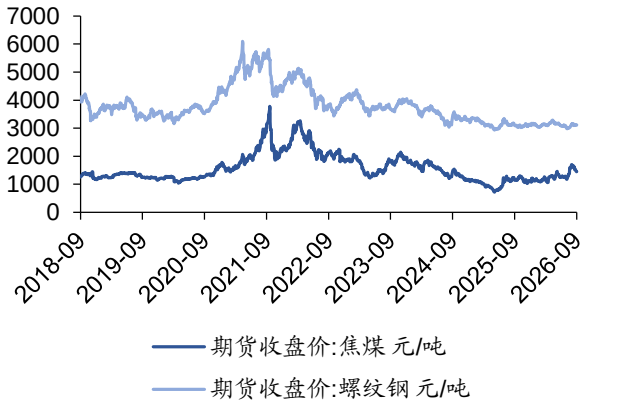
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：南华农产品指数及猪肉批发价



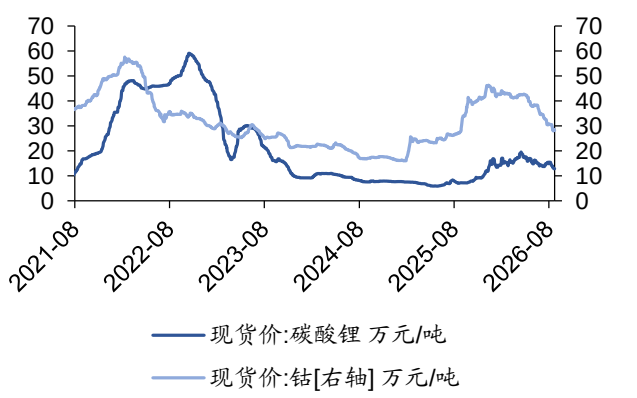
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：焦煤与螺纹钢期货收盘价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：国产锂价及钴价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

海外加息超市场预期：若美国通胀韧性超市场预期、美联储加息节奏加快，美债利率持续高位可能通过汇率与资本流动渠道扰动国内债市。

地缘冲突升级：若中东等地缘冲突进一步升级推升油价，输入性通胀向 CPI 传导超市场预期，可能制约货币政策宽松空间。

机构止盈与赎回压力集中释放：当前长债交易拥挤度偏高、公募久期处高位，若债市调整引发理财净值回撤及负债端赎回，卖出压力可能放大短期波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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