

# 经济周周看：整体向上，生产偏强，需求涨跌互现

## ——宏观经济周度高频前瞻报告

### 核心观点

1-2月我国经济顺利实现开门红，市场对未来经济走势的分歧和关注度明显加大。尤其是在4月初美国对等关税即将落地，对华关税可能仍有增量的背景下，Q2经济能否延续强势将成为影响市场风险偏好和股债走势的重要变量。为此，我们从本周起将推出经济周度高频前瞻报告，为下一阶段的市场核心分歧提供参考指引。同时，作为开篇报告，我们也将本文中当前的高频前瞻框架进行介绍。

截至3月29日，本周经济高频整体呈现生产端偏强，需求侧涨跌互现的特征。整体经济延续向上。

生产端服务业和工业景气度均较上周环比回升，尤其是前者主要受益于消费性服务业的边际改善。需求侧涨跌互现，其中消费边际改善和生产端数据基本印证，出口高频有所改善但外需仍有不确定性，固投本周表现偏弱。

#### □ 截至3月29日，本周生产端景气总体呈现环比上行特征

生产端景气周度跟踪框架是从生产角度对经济增长强度的跟踪。我们基于与季度生产法GDP增速拟合度、高频数据可得性两个方面，并针对今年宏观环境下，对经济增长的主要边际变化影响可能性较大的行业，筛选出较具有代表性的高频数据，期望以尽可能少的指标来更直接跟踪生产景气，同时减少过多高频数据带来的信息冗余，这一框架在未来会随着可获得的高频数据质量将不断优化更新。

从我们选取的高频数据上来看，服务业景气总体上具有相较上周环比回升的特征。消费性服务业方面，本周24城地铁客运量较上周环比抬升，高于前两年同期，表征消费或向修复方向改善；金融市场成交金额较上周持续回升，接近前两年同期，表征金融业活跃度提升；商品房成交面积环比回升，低于前两年同期，表征房地产业增加值环比或有所修复。

工业景气总体上较上周环比回升。其中，生铁重点企业日均产量较上周有所回升，高于去年同期，表征黑色系有所回升；汽车全钢胎开工率平稳，接近前两年同期，表征汽车制造业较为平稳；费城半导体指数较上周小幅下行，偏振荡，或表征计算机制造业偏平稳但有下行压力。

#### □ 截至3月29日，本周需求侧消费、出口边际改善，固投相对偏弱

**消费方面**，为了更好跟踪和预判社零走势，我们搭建了消费高频指数，具体方法是在以上所有高频指标中，选取了拟合度较高的乘用车、WTI原油现货价、30大中城市商品房成交面积与地铁客运量作为自变量，先将其做标准化处理，然后通过多元回归拟合出各个高频指标对应的权重并加总得出当月的社零预测值。我们发现拟合指标与社零走势具有较高的同步性，拟合程度也比较好，可以作为社零预判的前瞻指标。预计3月社零同比数据好于1-2月同比增速，其中汽车和餐饮回升是重要支撑。

**基建方面**，建筑业周度高频上总体呈现，中央资金主导的基建项目优于地方基建资金主导的基建项目优于房建，实物工作量上，3月下旬的建材需求等数据较1-2月有所走弱。

**地产方面**，本周修复边际放缓。虽然新房成交环比继续修复，但同比增速边际有所下行，价格表现较弱。土地方面近期“地王”频出，部分源于政府精准释放高质量地块，而非完全因为土地市场全面回暖。

**出口方面**，集装箱吞吐指向出口数据可能较上周边际改善，但整体外需未必乐观。尤其是韩国作为我国出口的领先指标之一3月出口高频有所走弱。

分析师：李超  
执业证书号：S1230520030002  
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜  
执业证书号：S1230522080006  
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博  
执业证书号：S1230523070004  
liaobo@stocke.com.cn

分析师：潘高远  
执业证书号：S1230523070002  
pangaoyuan@stocke.com.cn

分析师：费瑾  
执业证书号：S1230524070007  
feijin@stocke.com.cn

研究助理：王瑞明  
wangruiming@stocke.com.cn

研究助理：汤子玉  
tangziyu@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《工业利润：“两新”支撑修复，装备制造高增》 2025.03.27
- 2 《特朗普难以复制里根时代经济的“死而后生”》 2025.03.27
- 3 《MLF退出后央行如何定利率？》 2025.03.25

**价格方面整体弱势运行。**PPI方面，近期工业品价格维持下行。本周上游原材料价格整体回落，包括成品油、煤炭和钢材等价格均趋于下行。CPI方面，边际有所抬升，但整体弱势震荡。猪肉和鲜果价格较上周均有所回升。

#### □ 风险提示

经济结构转型，传统指标对经济的拟合度下降；  
地缘政治博弈强度超预期。

## 正文目录

<b>1 生产端周度高频前瞻：本周环比向上，接近去年同期</b> .....	<b>6</b>
1.1 服务业景气度周度高频前瞻框架 .....	6
1.2 工业景气度周度高频前瞻框架 .....	8
1.3 周度生产端景气综述（最新截至3月29日）：环比向上，总体接近去年同期 .....	11
<b>2 需求侧周度高频前瞻：消费偏强，固投偏弱涨跌互现</b> .....	<b>12</b>
2.1 消费边际改善，主要源于汽车和餐饮支撑.....	12
2.2 基建投资高频指向实物工作量边际走弱.....	18
2.3 地产销售本周修复有所放缓 .....	20
2.4 出口高频指向本周边际改善，但外需未必乐观.....	23
<b>3 物价高频前瞻指向价格整体仍偏弱</b> .....	<b>24</b>
3.1 生产资料价格指数是高频模拟 PPI 的主要参考系 .....	24
3.2 消费品价格是跟踪 CPI 的主要高频线索 .....	27
<b>4 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 周频数据质量相对较好的部分服务业（金融地产、批零、交运及住宿餐饮）约占第三产业增加值的 54% .....	6
图 2: 批零、住宿餐饮景气与居民出行活跃度相关性较高 .....	7
图 3: 金融业景气度与银行、证券市场的成交量变化方向较为一致 .....	7
图 4: 30 大中城市商品房成交面积增速与房地产业增加值增速拟合度较高 .....	8
图 5: 发电量（用电量）对工业增加值增速的拟合度有所下降 .....	8
图 6: 高耗能行业与工业用电量波动方向较为一致 .....	8
图 7: 装备制造业增加值增速与用电量的相关性较弱 .....	9
图 8: 生铁产量增速与黑色金属冶炼及压延加工业增加值增速高度相关 .....	9
图 9: 全钢胎开工率与汽车制造业的波动方向具有较大的相关性 .....	10
图 10: 费城半导体指数同比变化与全球半导体销售额增速、我国计算机行业增加值增速拟合度较高 .....	11
图 11: 24 城地铁客运量较上周抬升，高于前两年同期 .....	11
图 12: 金融市场成交金额较上周持续回升，接近前两年同期 .....	11
图 13: 商品房成交面积环比回升，低于前两年同期 .....	12
图 14: 生铁重点企业日均产量较上月有所回升，高于去年同期 .....	12
图 15: 汽车全钢胎开工率平稳，接近前两年同期 .....	12
图 16: 费城半导体指数较上周小幅下行，偏振荡 .....	12
图 17: 社零口径下汽车类零售额同比与乘联会口径下乘用车零售量同比走势 .....	14
图 18: 社零口径下粮油食品、饮料烟酒类零售额同比与南华指数同比走势 .....	14
图 19: 社零口径下石油及制品类零售额同比与 WTI 同比走势 .....	15
图 20: 社零口径下服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比与中国轻纺城成交量同比走势 .....	15
图 21: 社零口径下家用电器和音像器材类零售额同比与商品房成交同比走势 .....	16
图 22: 社零口径下餐饮收入与 12 城地铁客运量同比走势（餐饮左轴，地铁客运量右轴） .....	16
图 23: 社零当月同比与消费高频指数拟合情况 .....	17
图 24: 3 月狭义乘用车销量回升，预计同比增长 9.1% .....	17
图 25: 3 月南华商品指数同比回落 .....	17
图 26: 3 月 WTI 现货价回落 .....	17
图 27: 3 月轻纺城成交量回落 .....	17
图 28: 3 月 30 大中城市商品房销售面积回升 .....	18
图 29: 3 月 12 城地铁客运量回升 .....	18
图 30: 3 月下旬螺纹钢表观需求较弱 .....	19
图 31: 3 月下旬石油沥青装置开工率走弱 .....	19
图 32: 3 月下旬水泥发运率较弱修复 .....	19
图 33: 3 月下旬磨机运转率较弱修复 .....	19
图 34: 截至 3 月下旬新增专项债发行规模相对偏慢 .....	19
图 35: 截至 3 月下旬城投债净融资仍为负数 .....	19
图 36: 截至 3 月下旬资金到位率尚未修复至年前水平 .....	20
图 37: 商品房销售与投资、新开工走势 .....	21
图 38: 房地产开发投资完成额（左），30 城商品房销量（右） .....	21
图 39: 土地成交与新开工、施工走势 .....	21
图 40: 二手房挂牌价对房价有指示作用 .....	21
图 41: 商品房成交面积（万平方米） .....	22
图 42: 近一月商品房成交情况（万套） .....	22

图 43: 二手房挂牌价指数 (2015=100) .....	22
图 44: 二手房挂牌量指数 (2015=100) .....	22
图 45: 100 城土地成交 .....	22
图 46: 100 城土地成交 (同比) .....	22
图 47: 集装箱吞吐量 .....	23
图 48: 3 月以来美国航线跌幅较大 .....	23
图 49: 韩国、越南出口 .....	24
图 50: 中国制造业 PMI 新出口订单 .....	24
图 51: 进出口比例 (%) .....	24
图 52: 出口同比增速 (左) 和制造业 PMI (右) .....	24
图 53: 翘尾因素主要表征 PPI 的基数效应 (单位: %) .....	25
图 54: 生产资料价格波动主要影响 PPI 走势 (单位: %) .....	25
图 55: 生产资料价格指数的同比变动指示意义较强 (单位: %) .....	26
图 56: 生产资料价格指数的环比变动指示意义较强 (单位: %) .....	26
图 57: PMI 出厂价格变动与 PPI 环比增速相关系数为 0.92 .....	26
图 58: CRB 现货综合指数可作为 PPI 环比增速的重要参考 .....	27
图 59: 定基指数显示 CPI 有望温和回升 .....	28
图 60: 食品项在 CPI 的比重较大 .....	28
图 61: 从补栏能繁母猪到生猪出栏一般需要 15-18 个月时间 .....	28
图 62: 猪肉价格对 CPI 同比贡献较大 .....	28
图 63: 关注猪肉价格对 CPI 环比的贡献 .....	28
图 64: 猪肉批发价的同比变动指示意义较强 (单位: %) .....	29
图 65: 猪肉批发价的环比变动指示意义较强 (单位: %) .....	29
图 66: 28 种重点监测的同比变动指示意义较强 (单位: %) .....	29
图 67: 28 种重点监测的环比变动指示意义较强 (单位: %) .....	29
图 68: 6 种重点监测的同比变动指示意义较强 (单位: %) .....	30
图 69: 6 种重点监测的环比变动指示意义较强 (单位: %) .....	30
表 1: 社零跟踪高频指标选取 .....	13

## 1 生产端周度高频前瞻：本周环比向上，接近去年同期

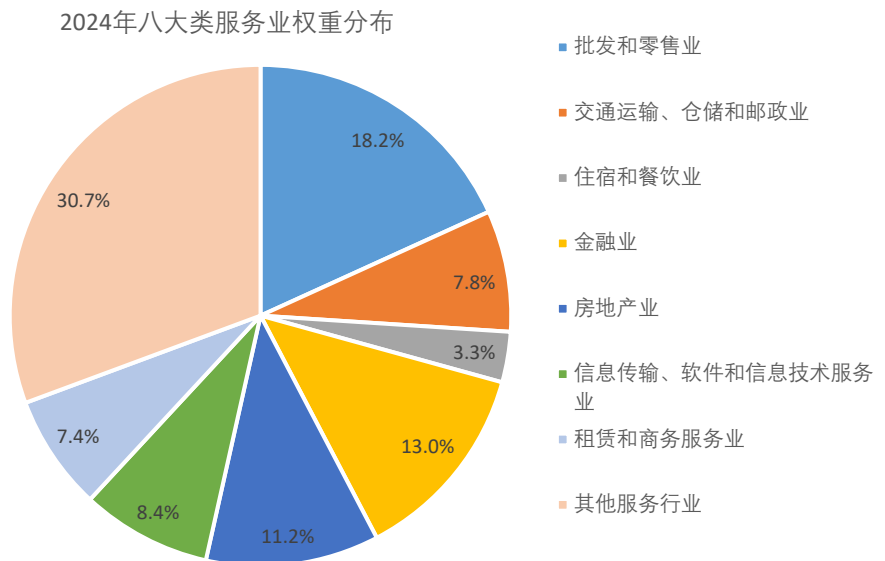
生产端景气周度跟踪框架是从生产角度对经济增长强度的跟踪，我们基于与季度生产法 GDP 增速拟合度、高频数据可得性两个方面，并针对今年宏观环境下，对经济增长的主要边际变化影响可能性较大的行业，筛选出较具有代表性的高频数据，期望以尽可能少的指标来更直接跟踪生产景气，同时减少过多高频数据带来的信息冗余，这一框架在未来会随着可获得的高频数据质量将不断优化更新。

### 1.1 服务业景气度周度高频前瞻框架

我们认为，服务业能否更好地恢复或是今年经济增长景气度的压舱石。一方面，2024 年，服务业增加值占 GDP 的比重约为 56.7%，在制造业稳增长发力工业生产的同时，服务业因体量比重更大，其能否稳定增长是保障 GDP 增速能否平稳的基础。另一方面，服务业可分为生产性服务业和消费性服务业，生产性服务业易受制造业景气的带动，而消费性服务业则受需求尤其是消费的影响较多，消费提振专项行动能否带来消费性服务业景气增长值得关注。

综合考虑可获得的高频数据质量，我们选取金融、地产、批零、交运及住宿餐饮从消费性服务业、生产性服务业来观测服务业景气，这部分服务业约占第三产业增加值的 54%，其他服务业占比相对较小或增速波动较小，因此以这些行业的周度高频数据更能反映第三产业增加值增速的边际变化及弹性。

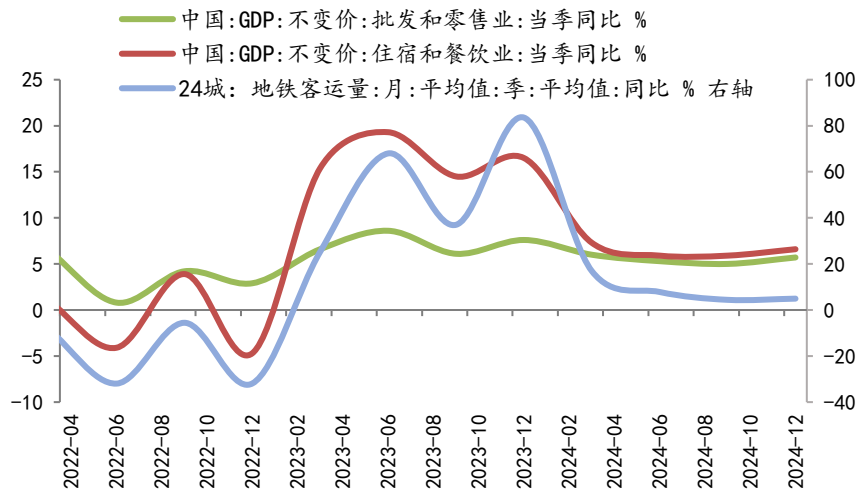
图1：周频数据质量相对较好的部分服务业（金融地产、批零、交运及住宿餐饮）约占第三产业增加值的 54%



资料来源：wind，浙商证券研究所

批发零售业、住宿餐饮业的景气与居民消费的强度关联较大，居民出行的活跃度越高，社交属性需求增多，进行消费的可能性增加，对批发零售业、住宿餐饮业的景气度呈现一定的正相关关系。因此，我们选取 24 个国内主要城市的地铁客运量作为批发零售、住宿餐饮等具有较明显消费属性特征行业的景气拟合变量，总体来看 24 城地铁客运量同比增速与批零、住宿餐饮业季度 GDP 同比增速的变化趋势较为吻合。

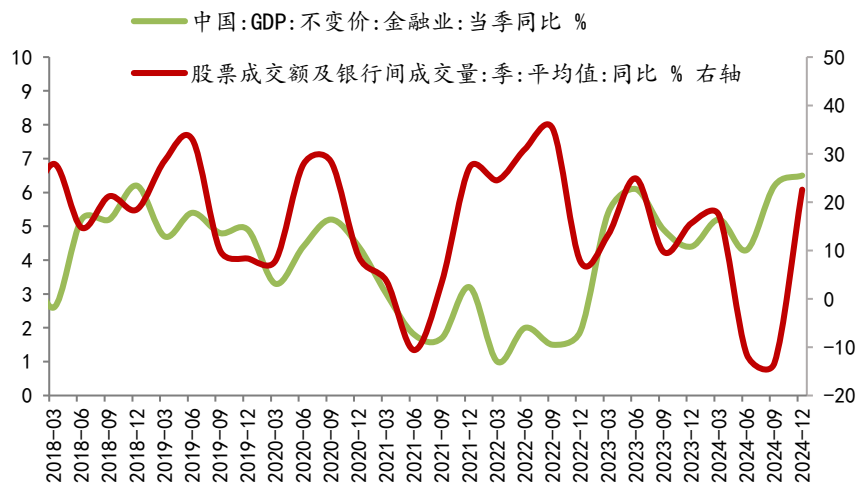
图2: 批零、住宿餐饮景气与居民出行活跃度相关性较高



资料来源: wind, 浙商证券研究所

我们选取银行间交易量、股票成交额作为金融业的高频前瞻指标, 一般而言, 成交量较大时通常表现金融业景气度较高。从数据上看, 银行间成交量及股票成交额增速与金融业增加值增速的变化方向较为一致。其中, 银行间成交量为银行间债券现券、银行间质押式回购、银行间同业拆借和银行间买断式回购的成交额的合计数。

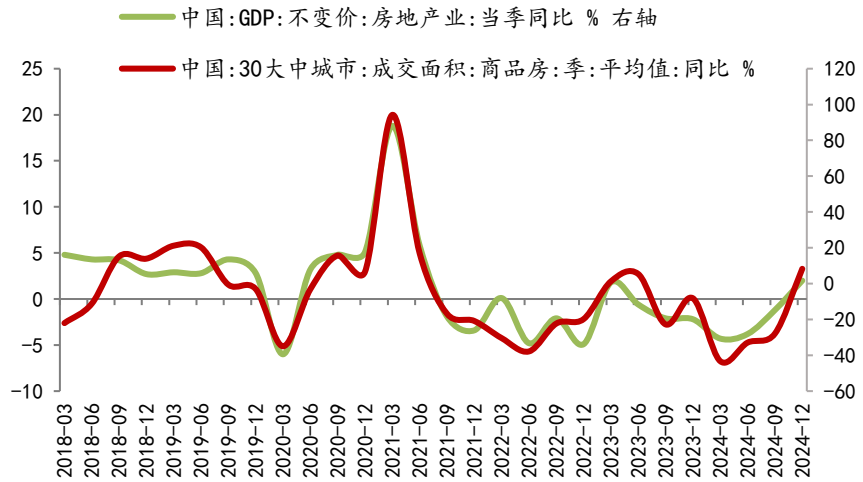
图3: 金融业景气度与银行、证券市场的成交量变化方向较为一致



资料来源: wind, 浙商证券研究所

我们选取 30 大中城市商品房成交面积作为房地产业增加值的跟踪指标, 商品房成交活跃时, 表示房地产业的中介服务较为活跃。从数据上来看, 商品房成交面积增速与房地产业增加值增速具有较明显的正相关特征。

图4：30大中城市的商品房成交面积增速与房地产业增加值增速拟合度较高



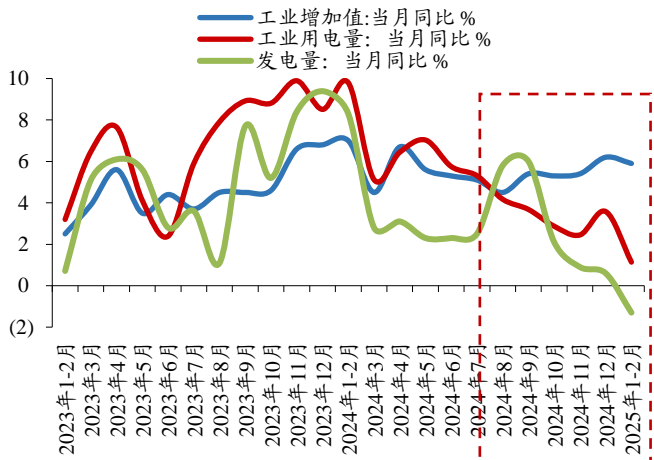
资料来源：wind，浙商证券研究所

### 1.2 工业景气度周度高频前瞻框架

我们认为，随着新型工业化的推进，工业稳增长政策主要着力于装备制造业，而传统的工业景气度的高频观测指标主要分布于传统行业，如黑色、有色、化工等行业，这对当前的工业增长景气的全局把握带来一定挑战。

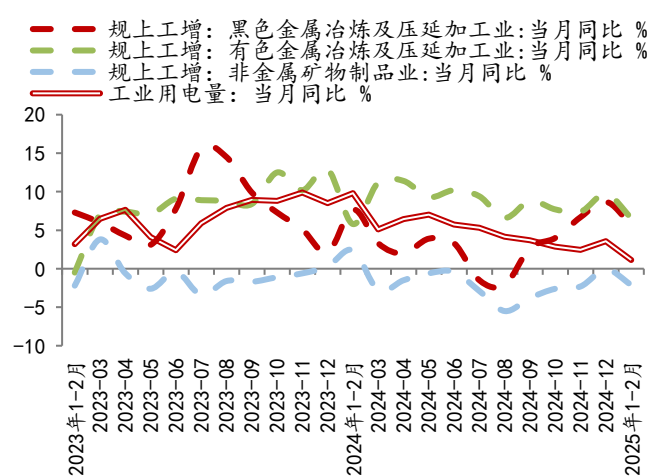
例如受关注度较高的发电耗煤量高频数据，与高耗能行业（如钢铁、水泥等）关联较大，在过去以高耗能为支柱的工业发展时期，对整体的工业增长具有较好的景气提示意义。而当前随着新型工业化的转型，制造业绿色化发展，工业增加值的增速与工业用电量、工业发电量增速的拟合度发生一定的偏离，尤其是2024年以来工业用电量增速持续下行，工业增加值增速则表现为先下后上。我们认为，在当前工业转型的关键节点上，以及工业稳增长发力装备制造业背景下，用电量、发电量景气数据可作为参考，但可能未必能反映工业增长景气的全貌。

图5：发电量（用电量）对工业增加值增速的拟合度有所下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：高耗能行业与工业用电量波动方向较为一致

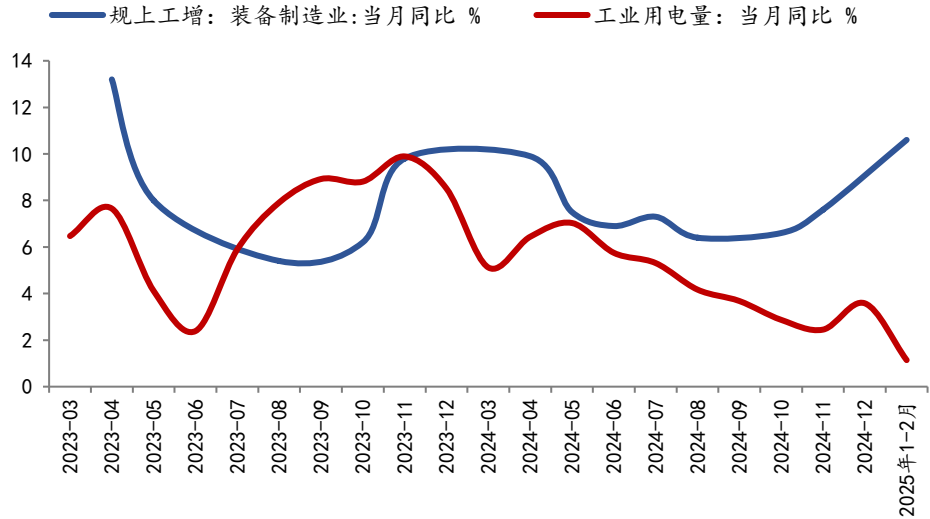


资料来源：wind，浙商证券研究所

我们认为，随着装备制造业、高技术制造业在工业增加值的比重不断提高，传统的高频指标逐步弱化为细分制造业的景气观测指标，对整体的工业增长的解释力度有所下降。也

即，当传统的工业高频数据（如发电耗煤量等）下降或上升时，更多代表相应细分行业的景气，或较难代表整体的工业景气。

图7：装备制造业增加值增速与用电量的相关性较弱

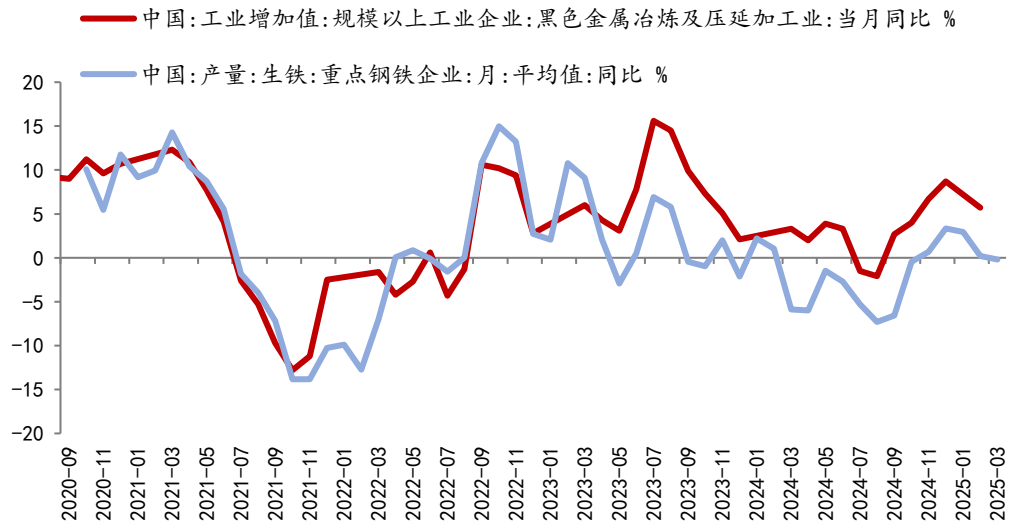


资料来源：wind，浙商证券研究所

由于当前新型工业化转型的特征愈发显著，具有对工业整体生产强度提示意义的周度高频数据尚难获取，因此暂时选取部分具有代表性的制造业行业进行跟踪。月度层面建议使用PMI生产指数作为工业增长的总体景气表征指标。

传统行业方面，钢铁近年来调整较为剧烈，在高耗能行业中具有较大的代表性。我们选取重点钢铁企业的生产产量作为黑色金属冶炼及压延加工业的高频前瞻指标，变化趋势及强度吻合度较高。

图8：生铁产量增速与黑色金属冶炼及压延加工业增加值增速高度相关



资料来源：wind，浙商证券研究所

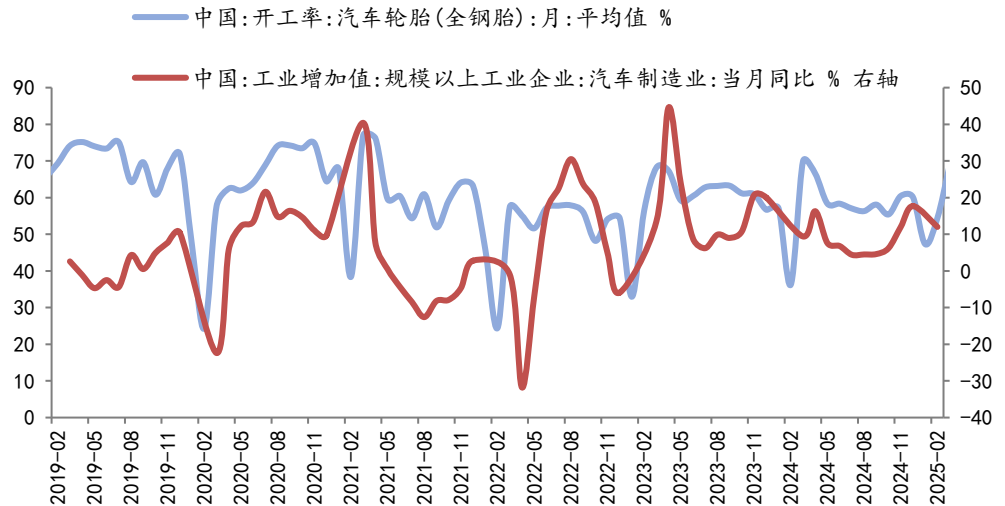
跟踪装备制造业的景气更为关键，装备制造业是工业稳增长的重要领域，同时在工业中的比重及贡献率也较为突出。2025年1-2月份，规模以上装备制造业增加值同比增长10.6%，较2024年全年加快2.9个百分点，增速高于全部规模以上工业4.7个百分点，已连续19个月高于全部规模以上工业，对1-2月份全部规模以上工业生产增长的贡献率达54.6%。

装备制造业的范围具体包括金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业等8个行业。

由于高频数据的可得性及数据拟合质量的因素，我们当前选取汽车全钢胎开工率作为汽车制造业的高频景气跟踪指标，选择费城半导体指数作为半导体周期的周频代理指标拟合并计算机、通信和其他电子设备制造业的景气。未来随着更好的周度频次数据的挖掘，会进一步更新相应跟踪框架。

全钢胎开工率的波动方向与整体的汽车制造业增加值同比增速较为吻合。全钢胎轮胎适用于载重较大的车型，如货车、客车和公交车；半钢胎轮胎适用于轿车、皮卡车、商务车等车型。

图9：全钢胎开工率与汽车制造业的波动方向具有较大的相关性

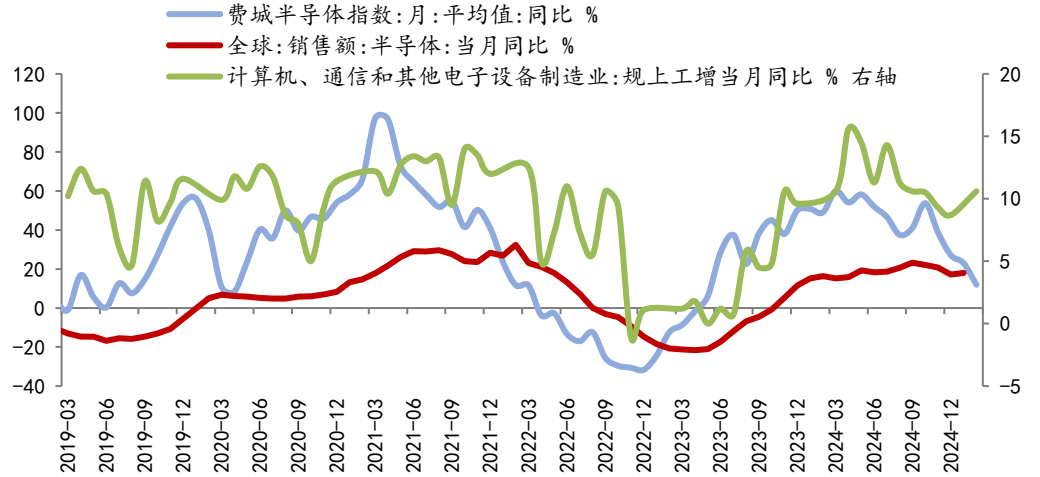


资料来源：wind，浙商证券研究所

我国计算机行业受全球的半导体周期行业影响，较深地嵌入全球生产网络中，因此从全球半导体销售景气来看，与我国计算机行业的景气周期在大趋势方向上较为吻合。但缺少体现半导体销售的周度数据，因此使用费城半导体指数作为代理指标。使用这一指标拟合的风险是当资本市场可能会对半导体周期存在短期内误判。

费城半导体指数（Philadelphia Semiconductor Index，简称SOX）是一个由费城证券交易所编制的以半导体行业为基础的股票指数。该指数由19家主要的半导体公司股票组成，这些公司包括英特尔、美光科技、台积电等等。从数据上来看，费城半导体指数与半导体销售周期相比波峰和波谷拐点较为前置，体现市场预期对半导体实际销量的前瞻及有效性，因此作为代理指标具有一定合理性，未来若有更为直接的半导体生产或销售高频数据再作迭代。

图10: 费城半导体指数同比变化与全球半导体销售额增速、我国计算机行业增加值增速拟合度较高



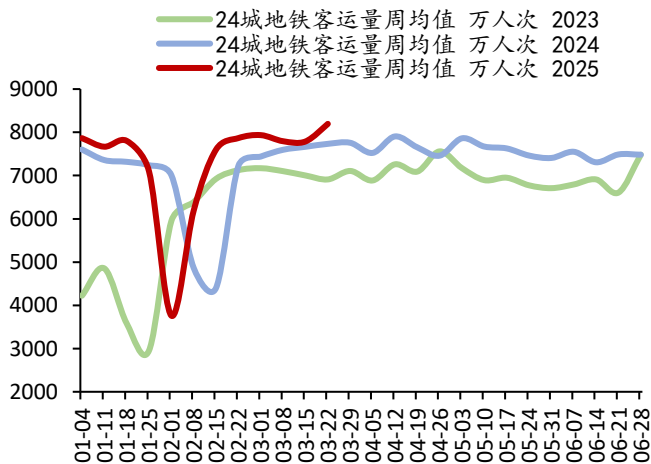
资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 1.3 周度生产端景气综述 (最新截至 3 月 29 日): 环比向上, 总体接近去年同期

从我们选取的高频数据上来看, 服务业景气总体上具有相较上周环比回升的特征。消费性服务业方面, 本周 24 城地铁客运量较上周环比抬升, 高于前两年同期, 表征消费或向修复方向改善; 金融市场成交金额较上周持续回升, 接近前两年同期, 表征金融业活跃度提升; 商品房成交面积环比回升, 低于前两年同期, 表征房地产业增加值环比或有所修复。

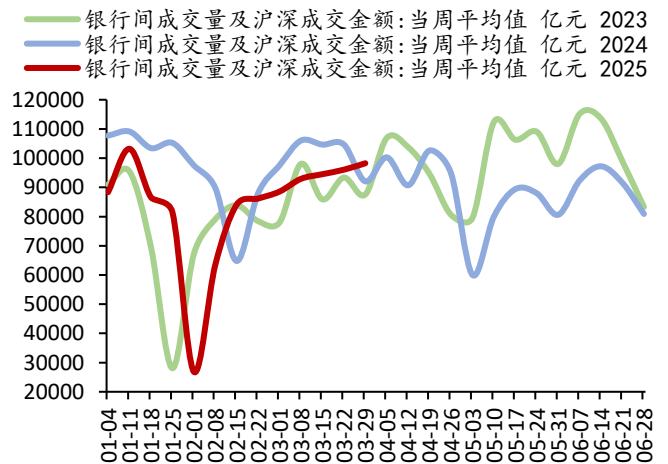
工业景气总体上较上周环比回升。其中, 生铁重点企业日均产量较上周有所回升, 高于去年同期, 表征黑色系有所回升; 汽车全钢胎开工率平稳, 接近前两年同期, 表征汽车制造业较为平稳; 费城半导体指数较上周小幅下行, 偏振荡, 或表征计算机制造业偏平稳但有下行压力。

图11: 24 城地铁客运量较上周抬升, 高于前两年同期



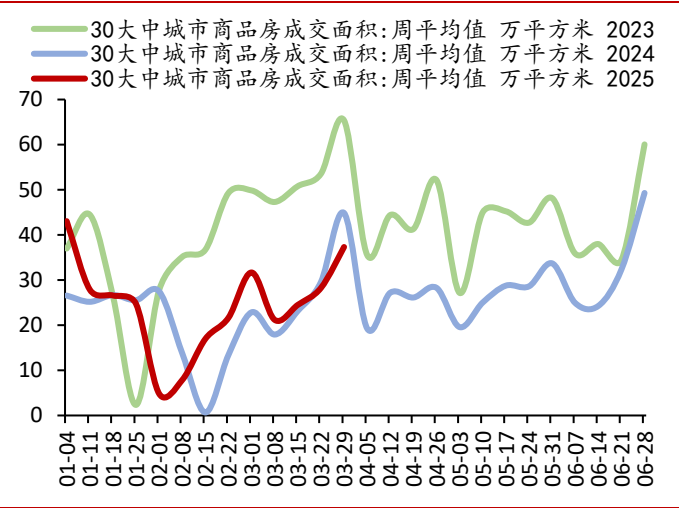
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图12: 金融市场成交金额较上周持续回升, 接近前两年同期



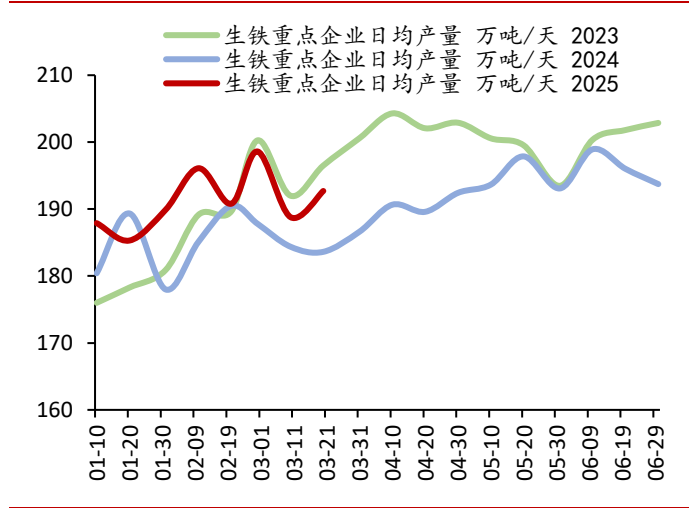
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图13: 商品房成交面积环比回升, 低于前两年同期



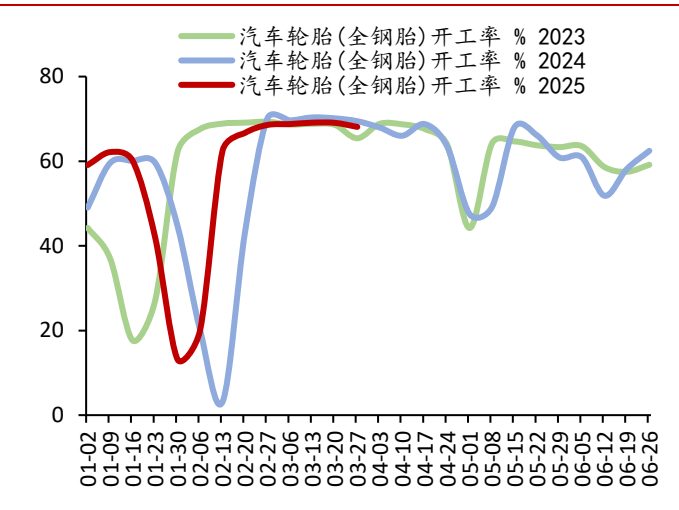
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图14: 生铁重点企业日均产量较上月有所回升, 高于去年同期



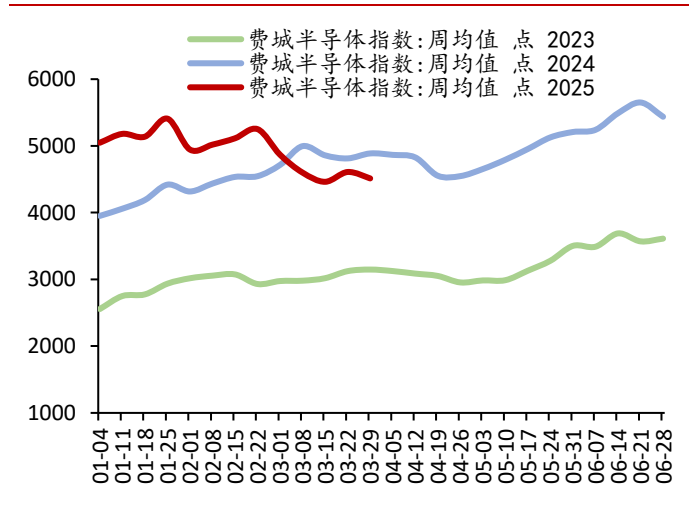
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图15: 汽车全钢胎开工率平稳, 接近前两年同期



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图16: 费城半导体指数较上周小幅下行, 偏振荡



资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2 需求侧周度高频前瞻: 消费偏强, 固投偏弱涨跌互现

### 2.1 消费边际改善, 主要源于汽车和餐饮支撑

统计局对社会消费品零售总额的定义, 是指企业(单位、个体户)通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额, 以及提供餐饮服务所取得的收入金额(后文简称“社零”)。我国统计消费数据口径除社零外, 还有住户调查口径下的“人均居民消费支出”与GDP支出法口径下的“最终消费支出”, 但由于住户调查口径是季频, GDP口径是年频, 时效性不高, 所以社零口径成为短期市场观察消费真实状况的较好选择。

从社零构成来看, 根据统计局的定义, 社零包括商品零售(占比约90%)和餐饮收入(占比约10%), 其中商品零售包括限额以上(占比约40%)和限额以下(占比约60%)商品零售。统计局每月月中发布数据时, 会公布限额以上商品零售更详细的分类数据, 合计16类细分项目, 这也是市场追踪社零分项走势的重要切入点。根据2024年的最新数据, 社零限额以上商品零售占比最高的前五类商品分别是汽车(28.4%)、粮油食品、饮料烟酒类

(17.4%)、石油及制品类(13.5%)、服装鞋帽、针、纺织品类(8.3%)、家用电器和音像器材类(5.8%)，合计占比约73.5%，其余的11类商品的占比相对较低。

因此为了更好地预判社零走势与感受消费真实温度，我们可以通过找寻社零分项中占比较高项目日度或周度的高频数据，对月频的社零指标进行拟合，进而可以大致跟踪和推测社零当月情况。我们发现，社零占比较高的五类指标均能找到对应的高频指标，归纳整理如下：

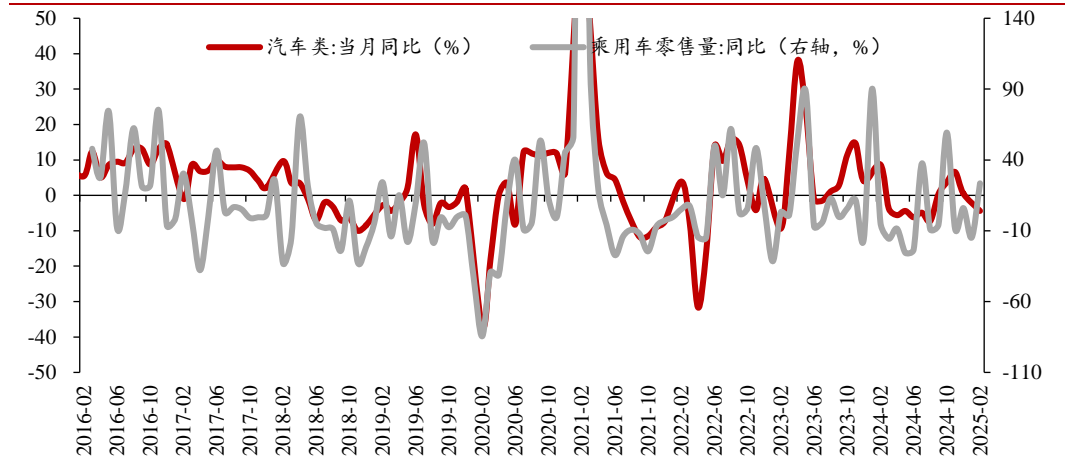
表1：社零跟踪高频指标选取

社零分类	分类	商品属性	类别	2024年分项占比	选择的高频指标	频率
商品零售 (90%)	限额以上 (40%)	必选消费品	粮油食品、饮料烟酒类	17.4	南华农产品指数	日度
			日用品类	4.6		
			中西药品类	4.0		
			书报杂志类	1.0		
		可选消费	汽车类	28.4	日均销量(当周,厂家零售):乘用车:同比	周度
			石油及制品类	13.5	现货价:原油:美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)	日度
			服装鞋帽、针、纺织品类	8.3	成交量:中国轻纺城	日度
			家用电器和音像器材类	5.8	30大中城市:成交面积:商品房	日度
			通讯器材类	4.5		
			化妆品类	2.5		
	其他	文化办公用品类	2.4			
		金银珠宝类	1.9			
		建筑及装潢材料类	1.0			
		家具类	1.0			
		体育、娱乐用品类	0.8			
其他类	2.9					
限额以下 (60%)	统计局采用抽样调查+推算的方式，每月仅公布限额以下商品零售合计值，无分项数据					
餐饮收入 (10%)	服务消费	餐饮	/	电影票房收入	周度	
				中国民航执行客运航班量	日度	
				12城市地铁客运量	日度	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

其一，汽车类零售额（占比28.4%），可采用乘联会口径的乘用车销量数据进行高频前瞻。统计局口径下汽车类零售额统计的是限额以上企业（年主营业务收入2000万元及以上的批发业、500万元及以上的零售业企业），包括乘用车、商用车、进口车的终端零售金额，同时包括汽车底盘、配件等附加产品的销售额，反映的是终端市场的实际消费金额，是一个名义值。乘联会口径下的汽车销量是由乘联会会员单位自主上报，统计口径仅包括乘用车，反映的是国产乘用车终端销售数量。虽然两个数据口径存在一定的统计差异，但考虑到两者历史走势较为一致，且乘联会数据的公布频率较高，可将其作为社零下汽车零售额的高频指标。

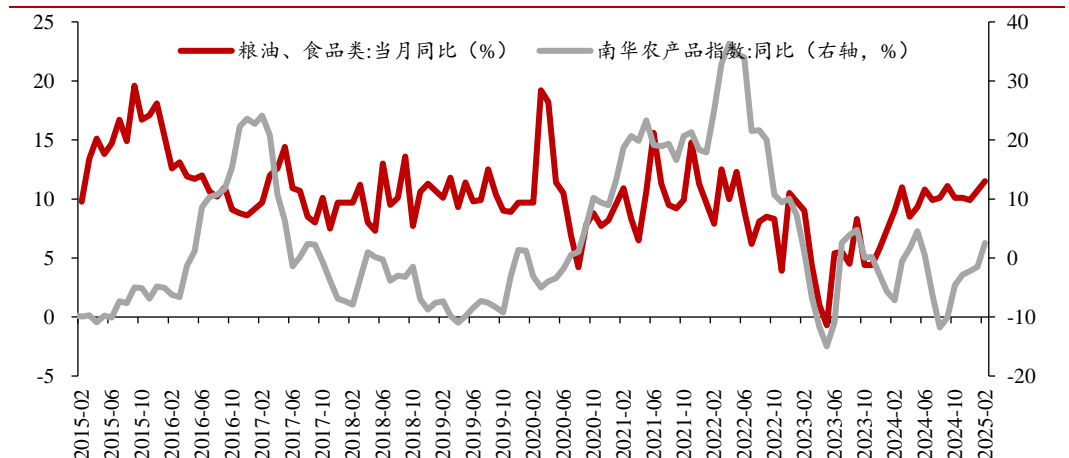
图17: 社零口径下汽车类零售额同比与乘联会口径下乘用车零售量同比走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

其二，粮油食品、饮料烟酒类零售额（占比 17.4%），可采用南华农产品指数进行高频前瞻。南华农产品指数主要是反映国内农产品期货市场的价格走势，其成分以生猪、油料、棉花等原材料为主。具体的传导路径是南华农产品指数中原材料价格波动会影响食品加工企业的成本，进而传导至零售端。虽然两者口径有差异，即南华农产品指数主要以期货品种为主，而统计局零售额涵盖加工成品（如饮料、烟酒），但考虑到原材料成本波动对零售端的影响，可将其作为社零下粮油食品、饮料烟酒类零售额的高频指标。

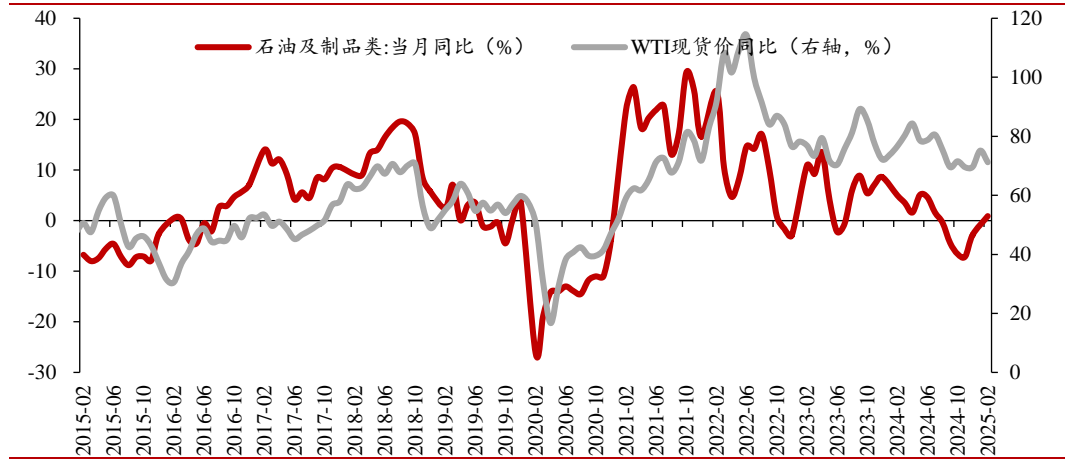
图18: 社零口径下粮油食品、饮料烟酒类零售额同比与南华指数同比走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

其三，石油及制品类零售额（占比 13.5%），可采用 WTI 原油现货价进行高频前瞻。石油及制品零售额是社零中波动较大的分项，但它的波动主要受价格的影响，而非量的变化，因此可以将反映石油价格变动的高频指标作为跟踪项，两者拟合度也较高。

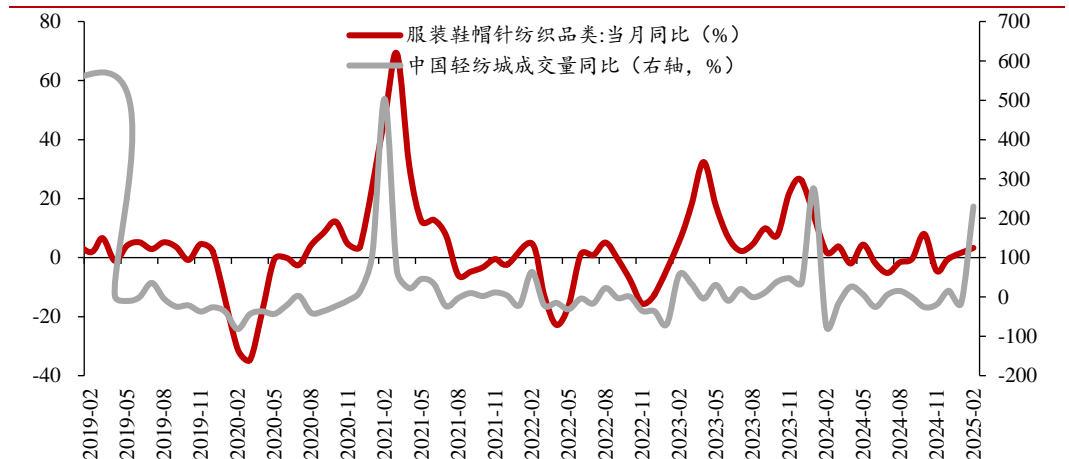
图19：社零口径下石油及制品类零售额同比与 WTI 同比走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

其四，服装鞋帽、针、纺织品类零售额（占比 8.3%），可采用中国轻纺城成交量作为跟踪指标。中国轻纺城是全国最大的纺织品交易中心之一，其成交量反映了纺织服装产业链中上游（如面料、坯布等）的供需情况，因此可将中国轻纺城成交量作为服装鞋帽、针、纺织品类零售额的先行指标或补充参考。

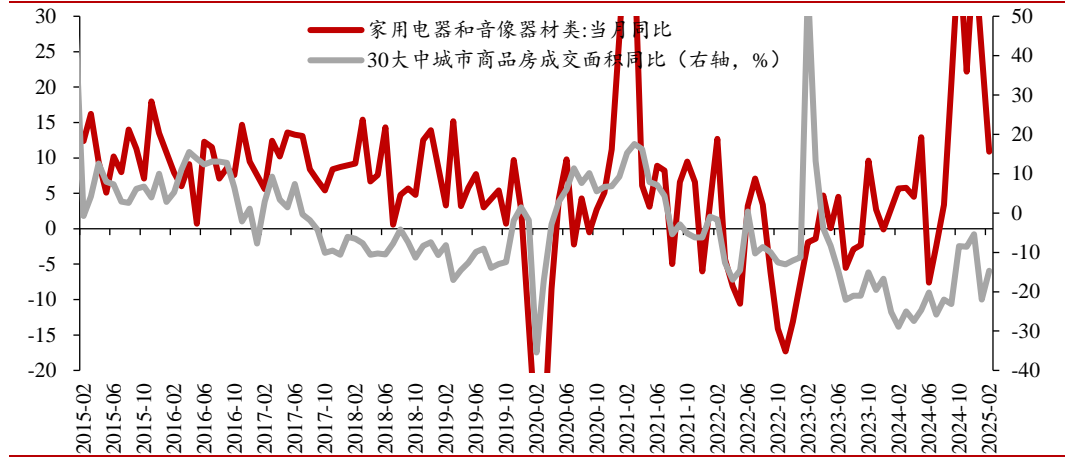
图20：社零口径下服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比与中国轻纺城成交量同比走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

其五，家用电器和音像器材类零售额（占比 5.8%），可采用 30 大中城市商品房成交面积作为跟踪指标，并考虑到以旧换新政策对相关品类的政策拉动效应。家电属于地产后周期消费品，与地产销量走势存在相关性，因 30 大中城市商品房成交面积反映地产周期对家电的潜在需求，可将 30 大中城市商品房成交面积作为家电消费的高频前瞻指标。此外短期来看，以旧换新政策对家电消费的刺激效果显著，因此也需结合以旧换新政策的拉动效应进行综合分析。

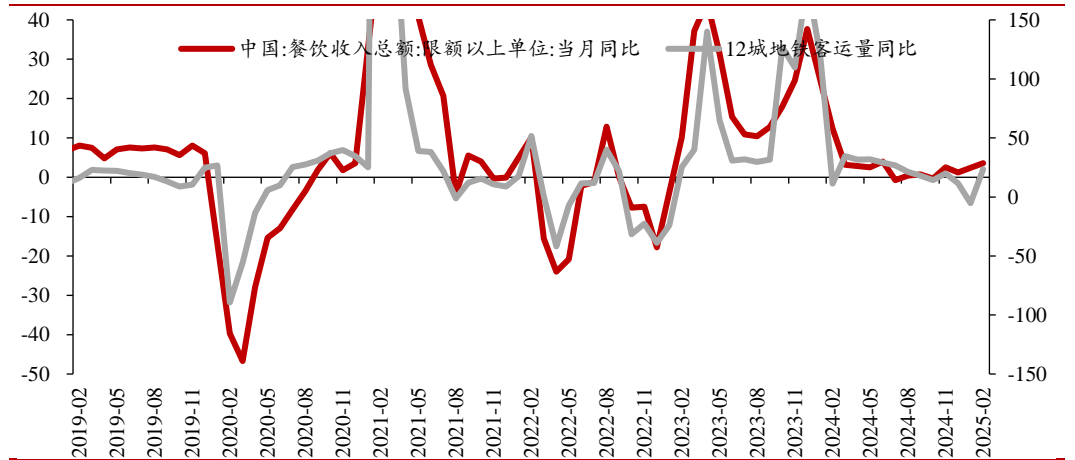
图21: 社零口径下家用电器和音像器材类零售额同比与商品房成交同比走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

其六，餐饮零售额（在社零整体中占比约 10%），可采用 12 城市地铁客运量、中国民航执行客运航班量、电影票房收入作为跟踪指标。一方面，地铁客运量直接反映居民出行活跃度，而餐饮消费高度依赖线下场景（如通勤、聚餐、逛街等），此外电影票房反映线下娱乐消费热度，与餐饮消费存在场景协同效应。另一方面，民航客运量反映长途出行需求（如商务、旅游），间接带动异地餐饮消费。因此，以上三个指标可以从本地出行、长途交通和娱乐消费三维度共同刻画餐饮消费场景活跃度。

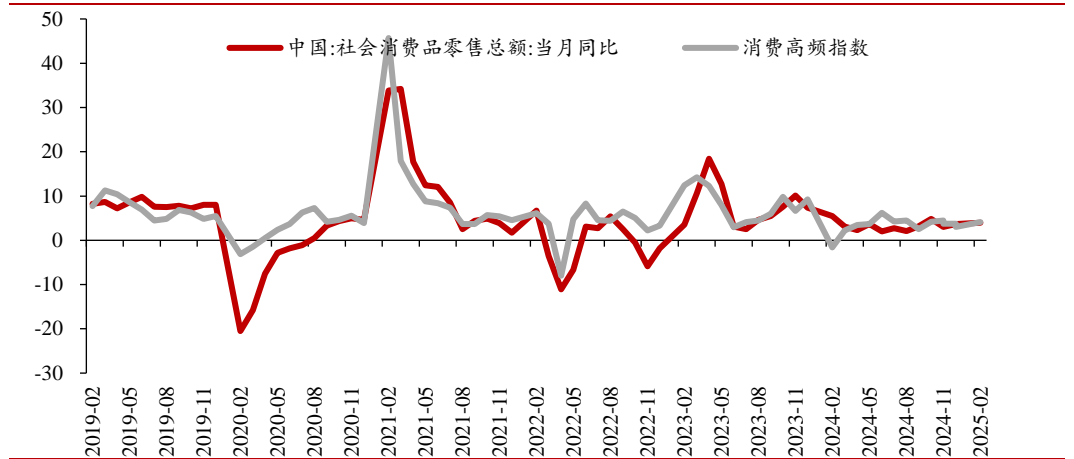
图22: 社零口径下餐饮收入与 12 城地铁客运量同比走势（餐饮左轴，地铁客运量右轴）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

基于此，为了更好跟踪和预判社零走势，我们搭建了消费高频指数，具体方法是在以上所有高频指标中，选取了拟合度较高的乘用车、WTI 原油现货价、30 大中城市商品房成交面积与地铁客运量作为自变量，先将其做标准化处理，然后通过多元回归拟合出各个高频指标对应的权重并加总得出当月的社零预测值。我们发现拟合指标与社零走势具有较高的同步性，拟合程度也比较好，可以作为社零预判的前瞻指标。

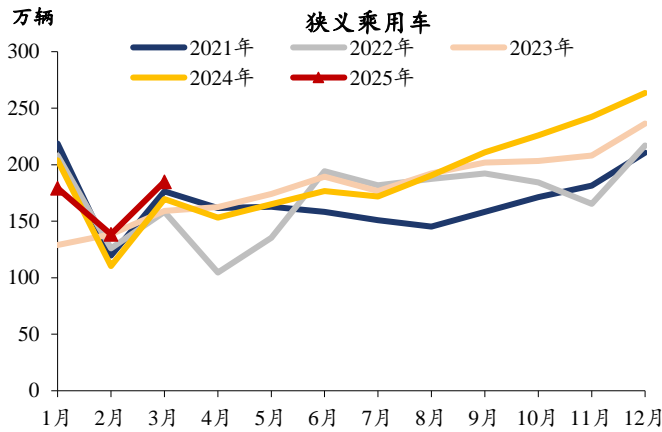
图23: 社零当月同比与消费高频指数拟合情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计3月社零同比数据好于1-2月同比增速, 其中汽车和餐饮回升是重要支撑。我们构建的消费高频指数显示3月社零同比较1-2月有所提升, 具体指标走势如下:

图24: 3月狭义乘用车销量回升, 预计同比增长9.1%



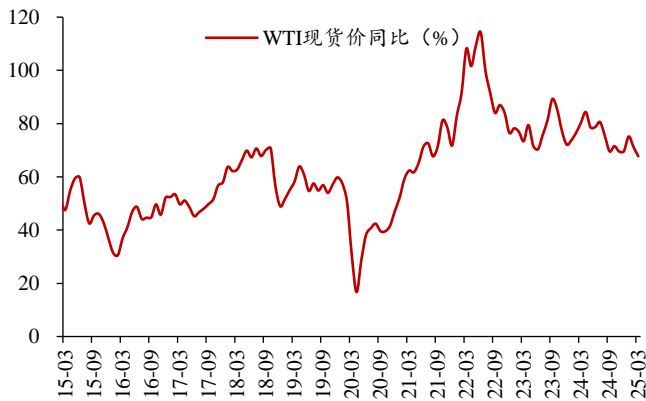
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 3月南华商品指数同比回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 3月WTI现货价回落



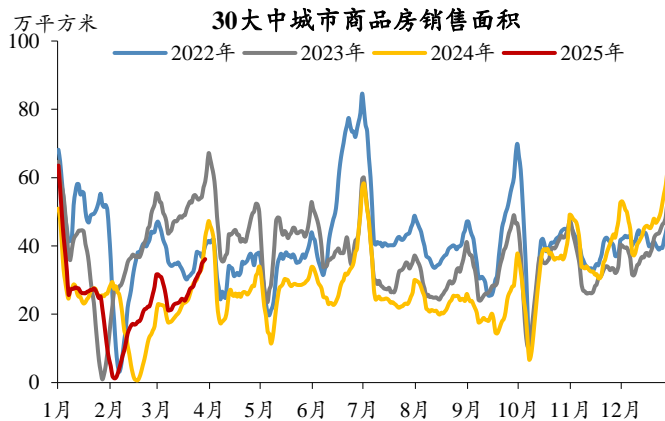
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 3月轻纺城成交量回落



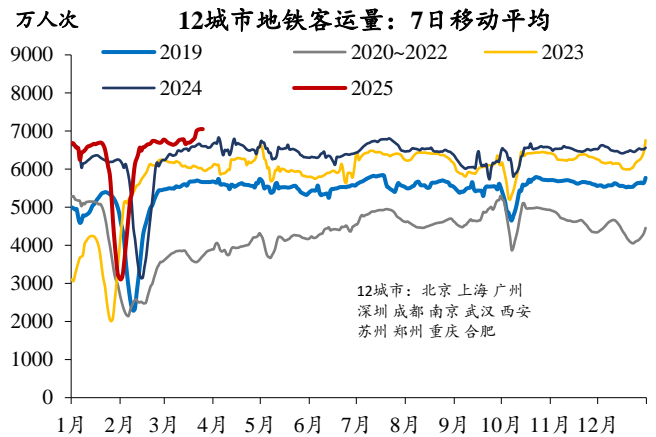
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28：3月30大中城市商品房销售面积回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图29：3月12城地铁客流量回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 2.2 基建投资高频指向实物工作量边际走弱

**建筑业周度高频数据跟踪框架：**针对建筑业，最重要的是跟踪实物工作量和资金面。由于相关指标涉及数据繁多，例如建材种类、区域特性等等，为便于分析和观察，故我们主要选取一些全国范围、实效性好、代表性强的高频周度数据进行跟踪。

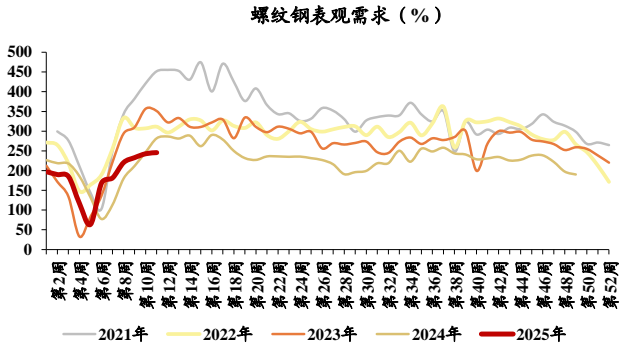
**1) 在实物工作量上，**我们主要跟踪螺纹钢表观需求（针对建材总体需求），石油沥青开工率（针对道路交通等基建需求），水泥发运率，磨机运转率等。

**2) 在资金面上，**我们主要跟踪项目资金到位率、新增地方专项债规模和节奏、各地城投债净融资等。除以上指标外，我们仍会监测其余重点指标，例如中央预算内投资和超长期特别国债进度，全国重大项目数据以及相关政策部署等重大边际变化。

**3) 在结论上，**我们会给出中央资金主导基建，地方资金主导基建以及房建三个重要建筑业分项的强度和改善幅度，便于跟踪建筑业高频边际变化。

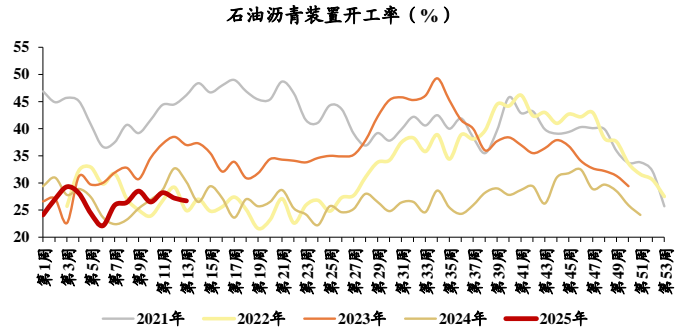
**3月下旬（3月30日）：**建筑业周度高频上总体呈现，中央资金主导的基建项目优于地方基建资金主导的基建项目优于房建，实物工作量上，3月下旬的建材需求等数据较1-2月有所走弱。具体看，以螺纹钢表需为主的建材需求本周仍未见明显起色，原本强于季节性的趋势亦有所走弱；能够反映道路运输业实物工作量的石油沥青装置开工率弱于历史同期，环比上看亦有所承压；此外，本周水泥发运率和磨机运转率呈现弱修复，或指向中央投资占主导的部分水利工程实物工作量有所改善，这与统计局披露的1-2月基建投资增速分项上水利投资维持高增长相符。资金面上，截至3月下旬资金到位率尚未修复至年前水平，本周非房建（基建）资金到位率继续大幅优于房建项目，或指向特殊再融资专项债发行速率较快，地方化债工程持续推进有效释放部分地区基建投资压力。新增专项债方面，截止本周全国地方政府新增专项债发行累计8280亿元，发行节奏相对偏慢。城投债净融资方面，截止本周全国各地城投债净融资累计-730亿元，较去年同期负增有所扩大。

图30: 3月下旬螺纹钢表观需求较弱



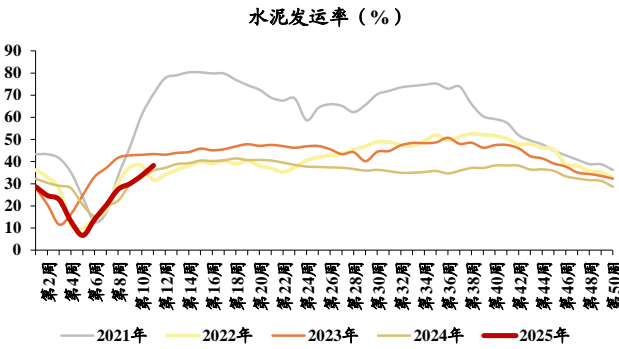
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 3月下旬石油沥青装置开工率走弱



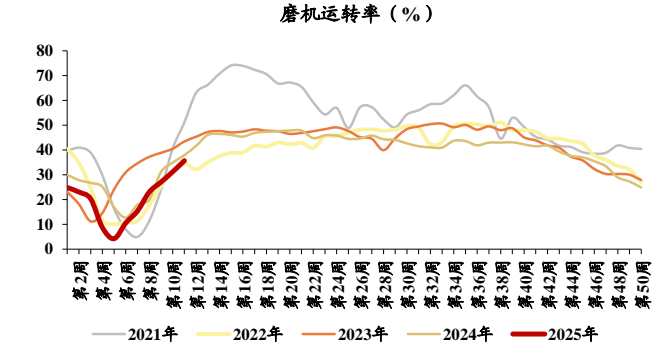
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 3月下旬水泥发运率较弱修复



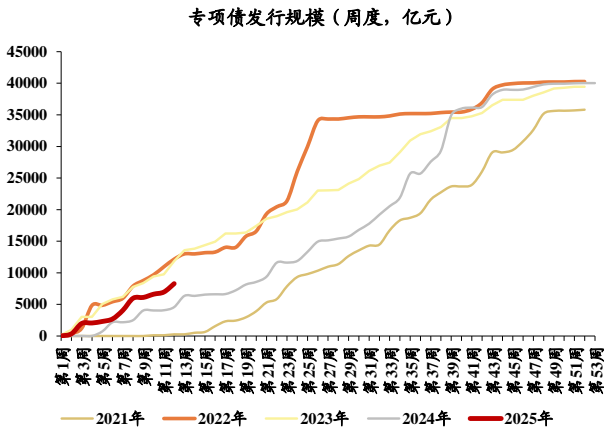
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图33: 3月下旬磨机运转率较弱修复



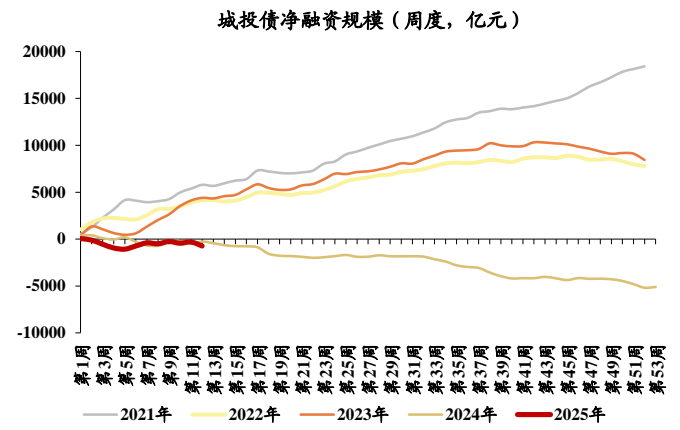
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图34: 截至3月下旬新增专项债发行规模相对偏慢



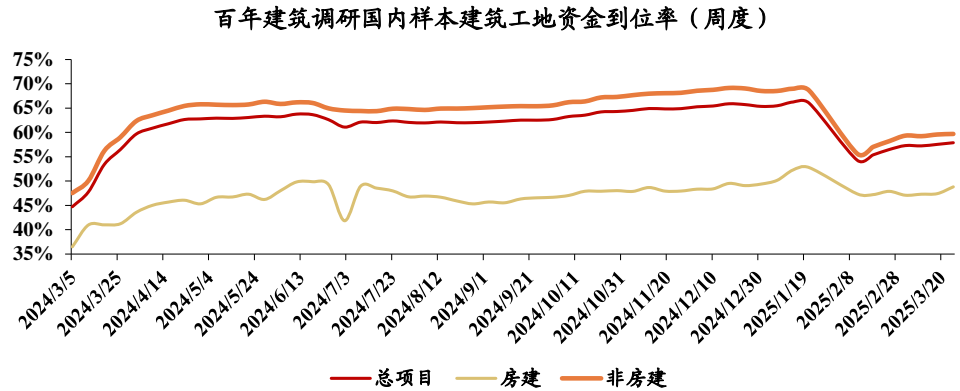
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 截至3月下旬城投债净融资规模仍为负数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36：截至3月下旬资金到位率尚未修复至年前水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

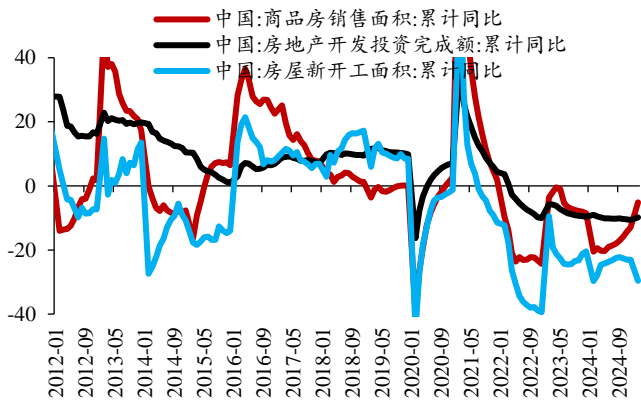
### 2.3 地产销售本周修复有所放缓

地产高频数据分一手房、二手房、土地市场三个层级。一手房高频数据主要是 30 城商品房成交面积，以日度频率发布。二手房高频数据主要是二手房挂牌量、挂牌价，均以周度频率发布。土地市场数据主要是 100 大中城市成交土地面积和总价，以周度频率发布。

地产高频数据中地产投资的领先指标主要是商品房销售数据和成交土地面积数据，2000 年以来商品房销售面积、成交土地面积和房地产开发投资完成额、房屋新开工面积同步波动，且相对领先。从拐点来看，商品房销售面积增速的拐点平均领先土地成交 1 个月、领先房地产开发投资完成额、房屋新开工面积 3 个月。地产价格的领先指标是一、二线城市二手房挂牌价，整体和 70 城房价同步波动。

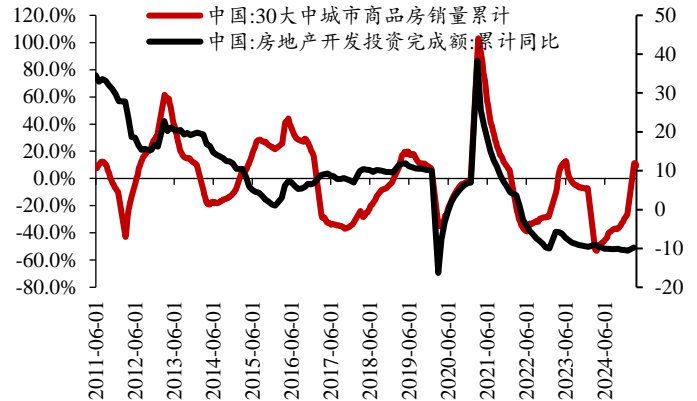
但需要指出的是近年来，土地出让和地产销售数据对地产投资的指引性有所减弱：一是“保交楼”政策下，存量项目施工对地产投资的影响提高，导致土地出让数据等指向新开工的数据与地产投资的拟合度下降；二是“严控增量”的房地产去库存背景下，地产销售对新增投资的指引性下降。三是商品房和土地收储等政策变量影响加大；四是土地高质量供给使得土地成交价数据对地产市场的指引作用下降。2024 年 12 月政治局会议提出“提高土地供地质量”后，今年以来上海、杭州等地又出现单价地王，2 月上海静安寺社区住宅用地楼面价高达 161101 元/平方米，打破全国单价地王纪录，3 月杭州西湖区蒋村文楼面价达 88029 元/平方米，也再度刷新杭州成交楼面价记录。当前土地成交单价上升地王频出部分源于政府精准释放高质量地块，而非完全因为土地市场全面回暖。

图37: 商品房销售与投资、新开工走势



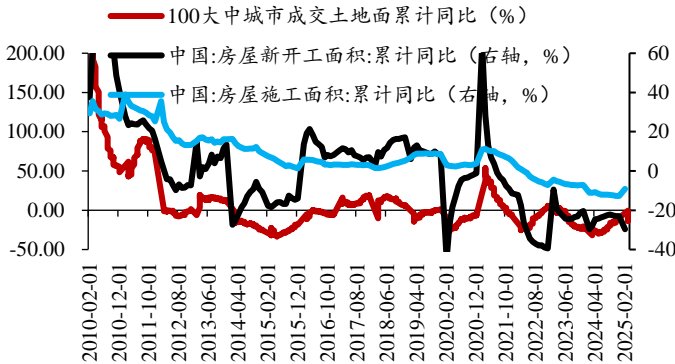
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图38: 房地产开发投资完成额(左), 30城商品房销量(右)



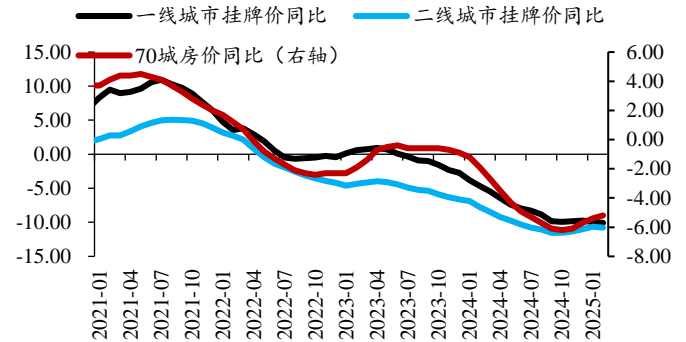
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 土地成交与新开工、施工走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图40: 二手房挂牌价对房价有指示作用



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

总量方面地产市场修复边际放缓。高频数据方面数据截至3月29日, 具体来看:

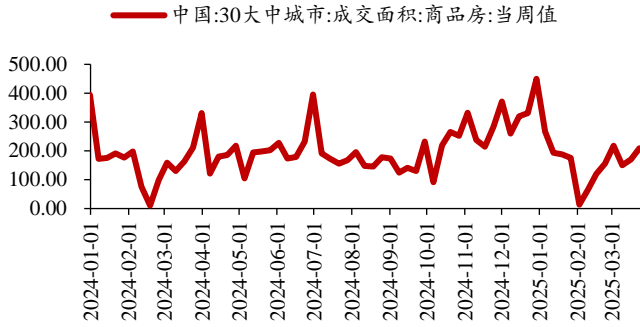
1) 新房成交方面边际下行: 本周30大中城市商品房成交209万平方米, 较上周提高170万平方米, 同比降1%, 环比增23%。2025年至今商品房累计成交面积1926万平米, 累计同比增9.3%, 较上周累计同比10.7%边际下行。

结构上来看一二三线城市均放缓。一二三线城市累计同比增26.2%、-1.8%、17.6%, 上周累计同比增速分别为26.6%、-0.6%、20.6%。

2) 二手房挂牌指数方面, 本周一二线城市挂牌价整体延续下行趋势, 挂牌量整体延续上行趋势。一线、二线城市挂牌价分别较上周变化-0.2%、0.2%, 挂牌量分别变化-1.9%、-5.5%。

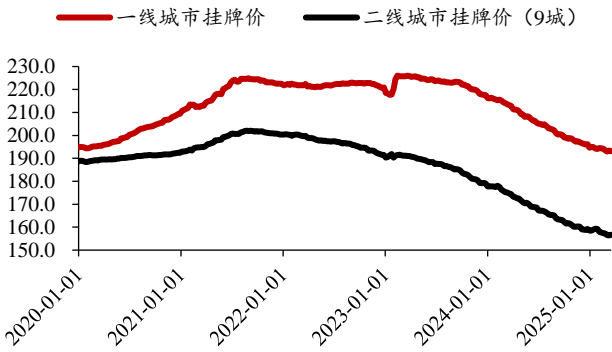
3) 土地市场本周边际改善。截至3月23日, 最近一周土地成交1319万平方米, 较上周增加455万平方米, 成交总金额增加248亿元至393亿元。截至本周2025年土地成交面积累计同比增速-10.01%, 较上周-13.67%上行。

图41: 商品房成交面积 (万平方米)



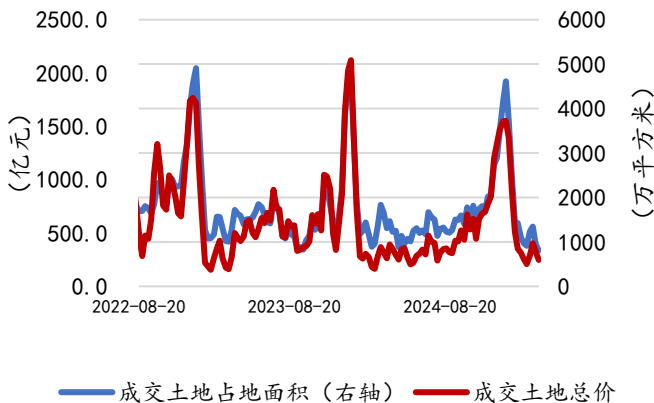
资料来源: Wind,浙商证券研究所

图43: 二手房挂牌价指数 (2015=100)



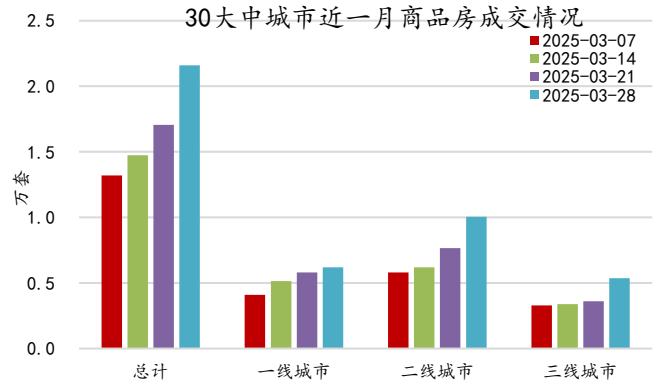
资料来源: Wind,浙商证券研究所

图45: 100城土地成交



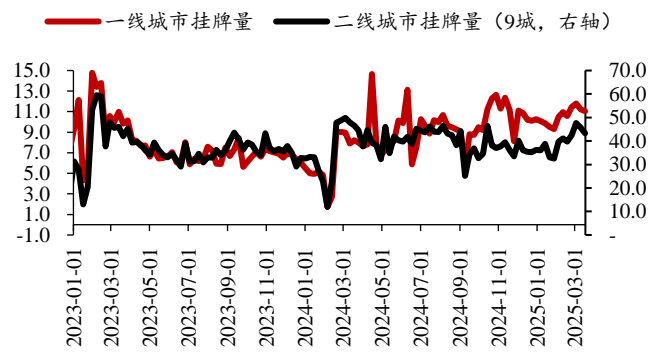
资料来源: Wind,浙商证券研究所

图42: 近一月商品房成交情况 (万套)



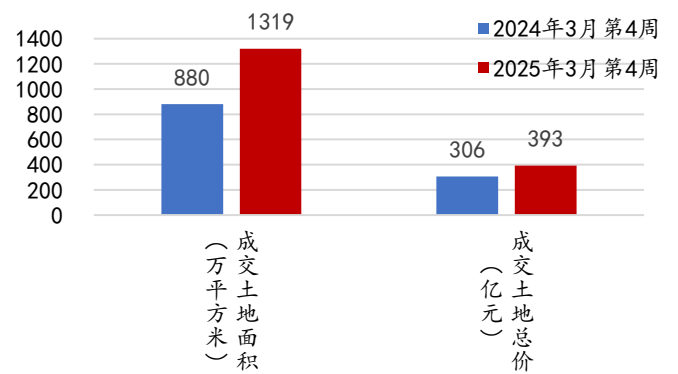
资料来源: Wind,浙商证券研究所

图44: 二手房挂牌量指数 (2015=100)



资料来源: Wind,浙商证券研究所

图46: 100城土地成交 (同比)



资料来源: Wind,浙商证券研究所

## 2.4 出口高频指向本周边际改善，但外需未必乐观

出口高频指标中最重要的是集装箱吞吐量数据，该指标由交通部周频发布。2000年以来集装箱吞吐量和出口增速走势拟合程度较高，由于发布频次原因领先约一个月，可以帮助预测次月出口走势。其次是中国出口集装箱船运价指数，该指数有分航线的数据，可以帮助识别近期出口中的区位影响。

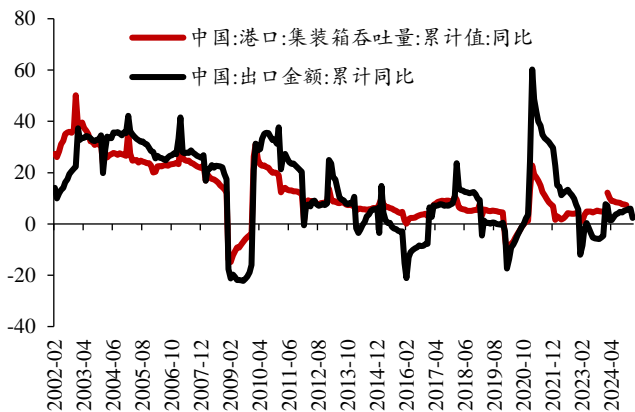
除高频数据外，数据频率为月度但发布时间较早的数据也可以作为出口的领先指标辅助判断。一是PMI出口订单指数，由国家统计局在每月月初发布；二是越南、韩国和中国产业链具有较高耦合度，其出口数据对中国出口数据有较好指引，2006年以来三国数据整体同步波动，尤其韩国海关每月发布3次出口数据是较好的高频参照指标。三是主要贸易伙伴PMI指数，可以通过加权方法来判断外需景气度。

使用高频数据判断进出口走势主要有两点关注：

一是进口对集装箱吞吐量数据的扰动。集装箱吞吐量是指某港口一段时间内进口和出口集装箱数量的总和，其与出口同步波动的特征基于我国货物贸易进出口比例整体稳定的前提。1995年至今出口、进口在进出口中比重的均值分别为54%、46%，2025年1至2月该比重分别为59%、41%，短期波动较小。2024年以来我国内需不足的问题显现，截至2025年2月累计同比增速-7.3%，进出口比例之差相对走阔。短期关注内需政策可能带来的扰动。

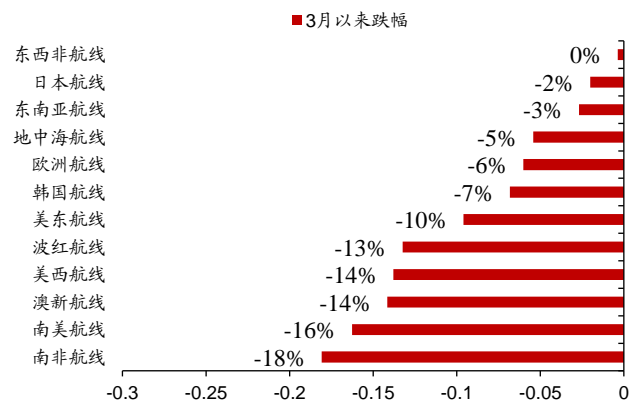
二是贸易政策不确定性影响下外部需求数据和国内出口数据的联系性减弱。历史数据来看中国出口增速和外需景气度有较高相关性，但特朗普的关税政策对我国出口节奏产生扰动，例如“抢出口”节奏扰动下，2024年12月全球PMI下行但当月中国出口高增10.6%，而1-2月全球PMI反弹中国1-2月出口同比增速却下行至-3%。

图47： 集装箱吞吐量



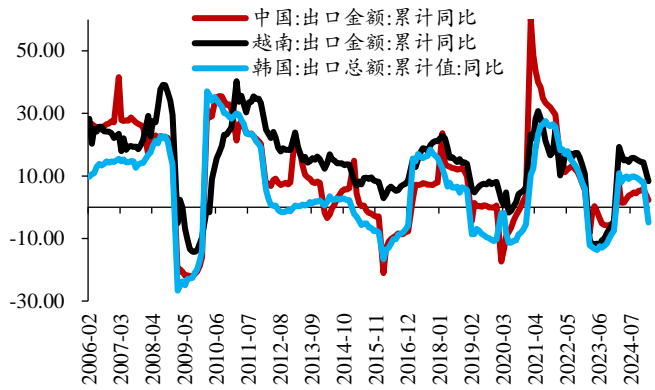
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图48： 3月以来美国航线跌幅较大



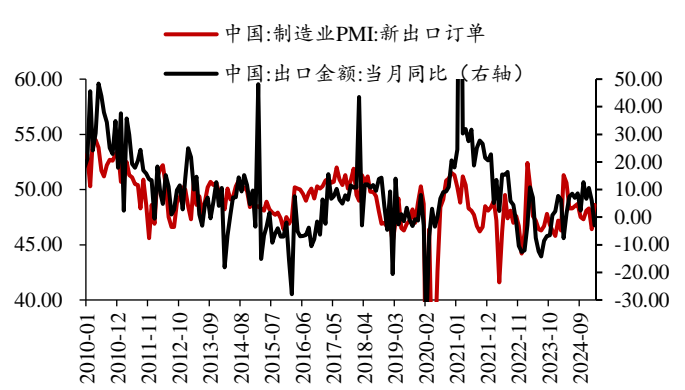
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图49: 韩国、越南出口



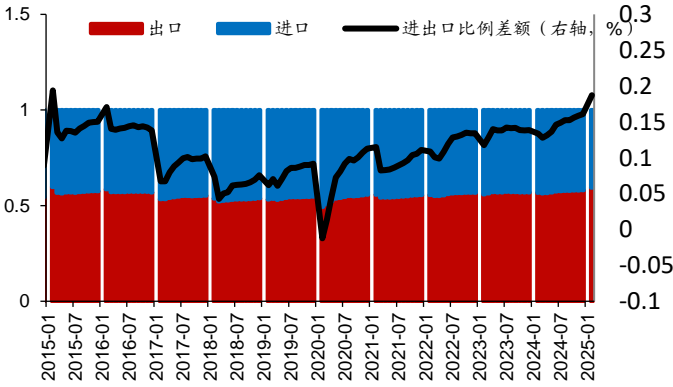
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图50: 中国制造业 PMI 新出口订单



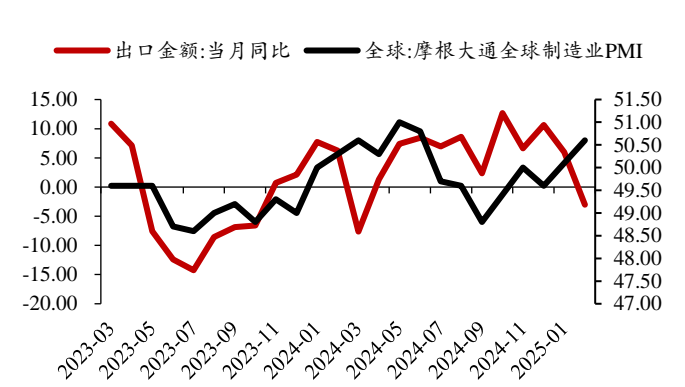
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图51: 进出口比例 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图52: 出口同比增速 (左) 和制造业 PMI (右)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

高频数据来看, 截至 3 月 29 日出口数据可能较上周边际改善。具体来看:

集装箱吞吐量方面, 本周集装箱吞吐量 625.3 万标准箱, 较上周 594 万标准箱边际上行, 2025 年开年以来累计同比增长 10.6%, 较上周 10.5% 小幅上行。

其他国家出口数据方面, 韩国海关 3 月 21 日发布 3 月前 20 日出口数据, 显示前 20 日累计同比增 -2.6%, 较前值 -0.8% 下行。其他 3 月数据包括越南出口、中国 PMI 出口订单和全球 PMI 数据预计会在 4 月初发布。

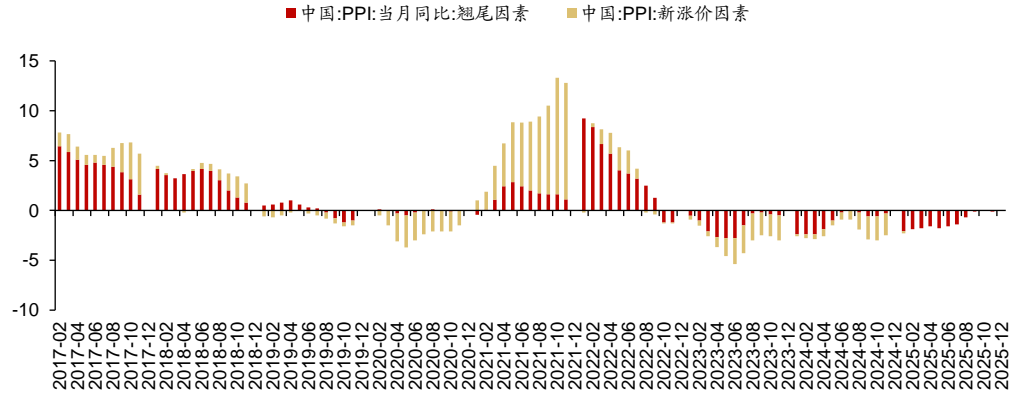
### 3 物价高频前瞻指向价格整体仍偏弱

#### 3.1 生产资料价格指数是高频模拟 PPI 的主要参考系

工业生产者出厂价格指数 (Producer Price Index for Industrial Products, 简称 PPI), 统计调查涵盖 40 个工业行业大类、1300 多个基本分类的工业产品价格; 工业生产者购进价格统计调查涵盖 9 大类、800 多个基本分类的工业产品价格, 我们认为宏观经济中供需运行情况是 PPI 指标的奠基因素。PPI 作为中国重要的物价指标, 需要重点关注以下两条线索。

第一，PPI 指标的基数效应不容忽视。与 CPI 不同，PPI 指标并不具备明显的季节性规律，因此基数效应在 PPI 指标的分析体系中更为重要，特别是在研究 PPI 短期变化趋势可持续性的方面。

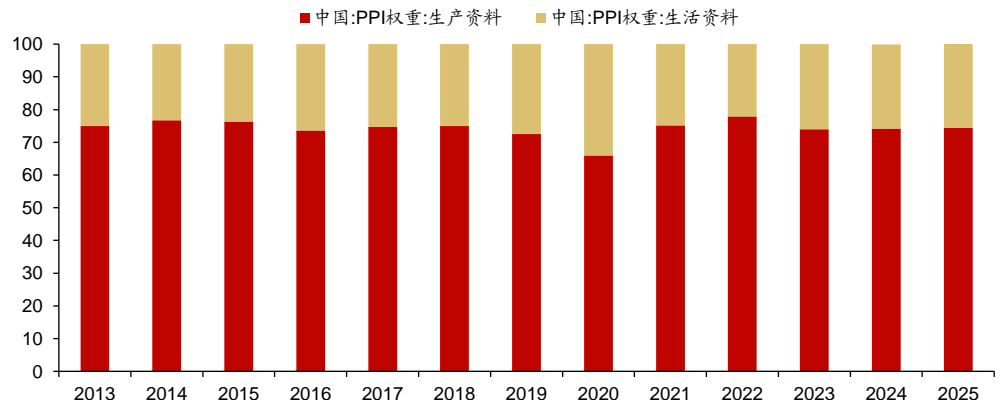
图53: 翘尾因素主要表征 PPI 的基数效应 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二，PPI 分项指标反映了工业品价格的结构特征变化。PPI 大类分项指标包括生产资料价格（权重 74%左右）和生活资料价格（权重 26%左右），其中生产资料价格下又可细分为重工业（包括采掘、原材料和加工工业）、轻工业；生活资料价格可细分为食品、衣着、一般日用品和耐用消费品类，分别代表上游、中游和下游工业行业的景气度。

图54: 生产资料价格波动主要影响 PPI 走势 (单位: %)



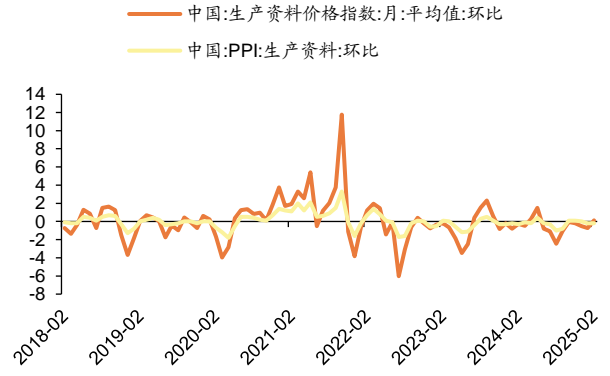
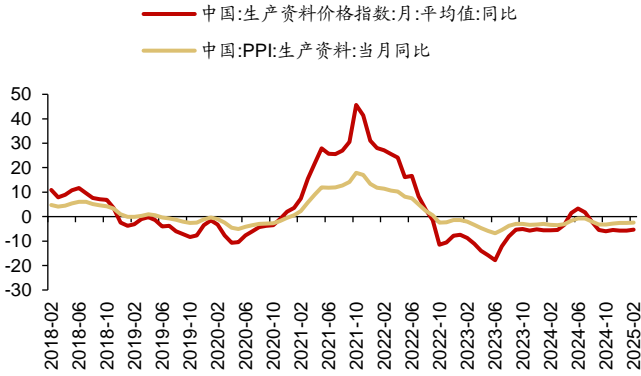
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们在跟踪和预测 PPI 时，通常有如下三个观测角度。一是高频数据，即商务部每周公布的商务部生产资料价格指数。二是 PMI 是经济景气度的信号。PMI 是对制造业企业采购经理进行月度问卷调查获得的数据，其价格分项指数与 PPI 相关性较高。三是 CRB 指数反

映的是大宗商品的价格波动。鉴于成本推动作用对工业企业销售价格的影响,主要表现为“大宗商品价格-投入品价格-PPI”的传导路径。

图55: 生产资料价格指数的同比变动指示意义较强 (单位: %)

图56: 生产资料价格指数的环比变动指示意义较强 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

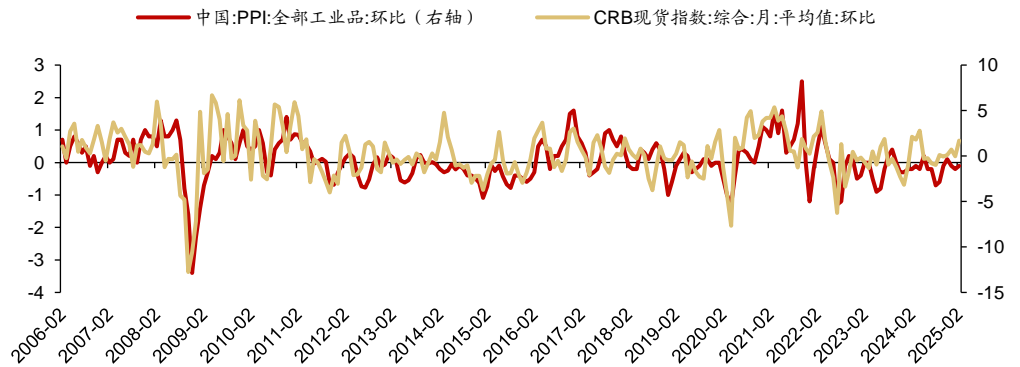
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图57: PMI 出厂价格变动与 PPI 环比增速相关系数为 0.92



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图58: CRB 现货综合指数可作为 PPI 环比增速的重要参考



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

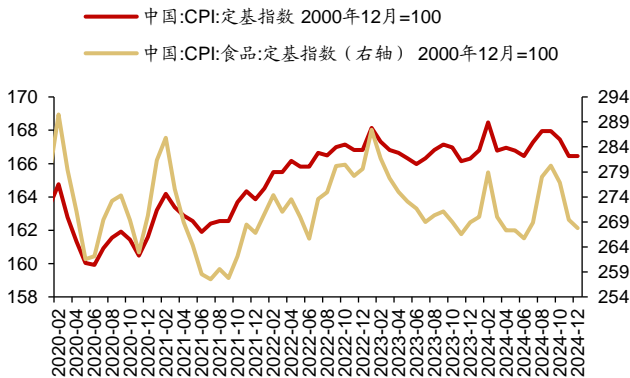
结合上述框架, 我们根据最新数据, 可以看到近期工业品价格维持下行。据商务部市场运行监测系统显示, 3月17日至23日, 全国生产资料市场价格比前一周(环比)下降0.5%。成品油批发价格整体下降, 其中0号柴油、95号汽油、92号汽油分别下降2.6%、2.3%和2.3%。煤炭价格小幅回落, 其中二号无烟块煤、动力煤、炼焦煤每吨1197元、783元和1052元, 分别下降2.0%、1.9%和1.1%。钢材价格总体下降, 其中槽钢、螺纹钢、高速线材每吨3754元、3507元和3710元, 分别下降1.6%、1.5%和1.0%。

### 3.2 消费品价格是跟踪 CPI 的主要高频线索

从技术上来分析, 我国 CPI 统计涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类、268 个基本分类的商品与服务价格。事实上, CPI 的品类需要随着居民消费结构而变化, 定期进行调整, 以保持代表性, 这就是 CPI 的基期轮换。我国逢“5”和“0”的年份为基期, 在基期年选取一篮子商品和服务, 五年保持不变。2005年、2010年、2016年和2021年, 都进行了基期轮换。2021年1月开始使用2020年作为新一轮的对比基期, 对应的食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权重约比上轮分别下降了1.2、1.7、0.5和0.4个百分点, 居住、交通通信、医疗保健权重约比上轮分别上升了2.1、0.9和0.9个百分点。

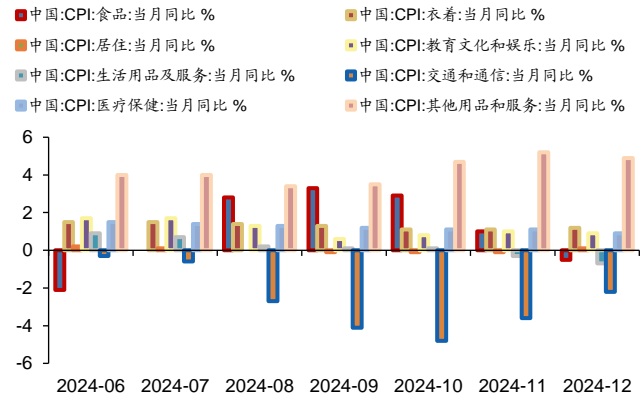
我们认为, 分析 CPI 的变动, 可总体按大类结构分为食品、能源与核心 CPI (扣除食品与能源)。从经济发展经验来看, 食品和能源价格更容易受到一些季节性因素和非经济因素的影响, 而考虑到粮食、水产品的供需两端波动性较小, 因此影响食品价格的主要细分领域聚焦于鲜菜、鲜果、以及畜肉, 尤其是猪肉等品类。

图59: 定基指数显示 CPI 有望温和回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图60: 食品项在 CPI 的比重大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

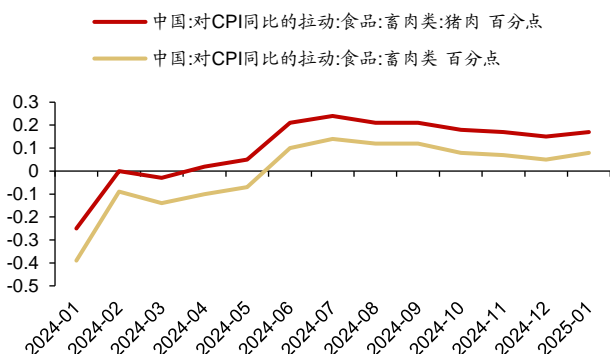
我们重点提示,猪周期是指生猪经历“猪价上涨→增加补栏→猪价下跌→减少补栏→猪价上涨”的循环过程。猪生长周期较为稳定,具体来看为引种到配种约6个月,配种到产出仔猪约5个月,商品肉猪从出生到出栏约6个月。

图61: 从补栏能繁母猪到生猪出栏一般需要 15-18 个月时间



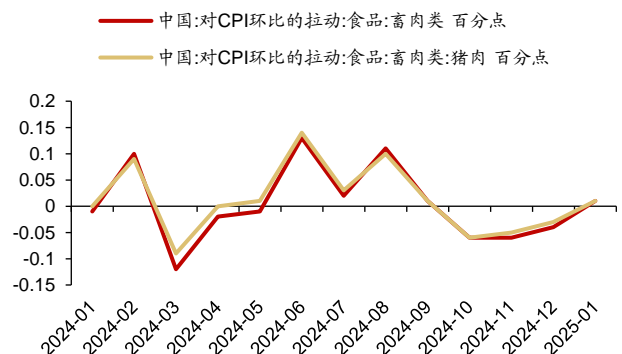
资料来源: 同花顺, 浙商证券研究所

图62: 猪肉价格对 CPI 同比贡献较大



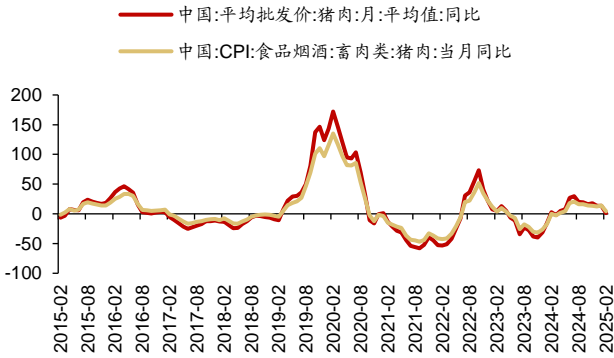
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图63: 关注猪肉价格对 CPI 环比的贡献



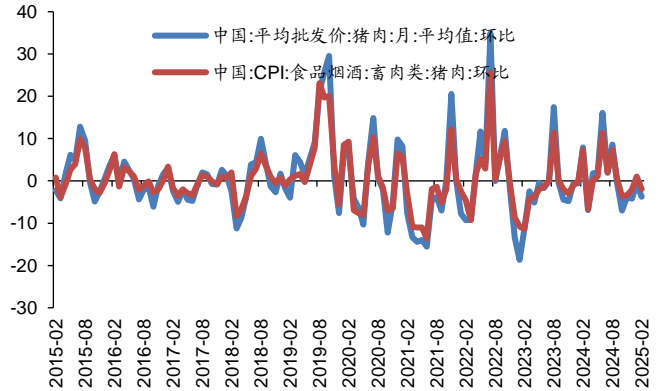
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图64: 猪肉批发价的同比变动指示意义较强(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

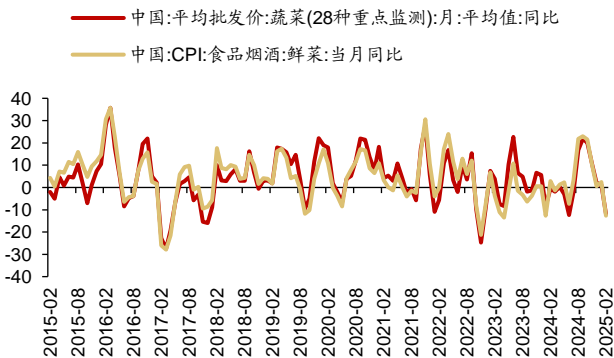
图65: 猪肉批发价的环比变动指示意义较强(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

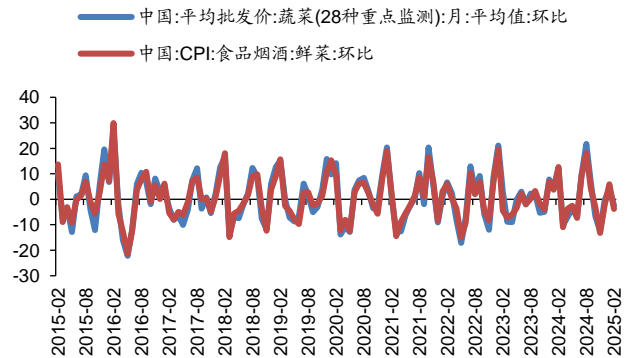
此外,需要说明的是,农业部发布的“重点监测水果平均批发价”是最为重要的水果价格监测指标。农产品批发价格 200 指数由农业部信息中心负责日常运营,基于全国 200 余家典型农产品批发市场的数据库,指数编制体系分为三层,包括小类指数、大类指数和总指数。小类指数包含蔬菜、水果、畜产品、水产品、粮食和食用植物油。大类指数则有鲜活产品批发价格指数和粮油批发价格指数。最后加权综合形成农产品批发价格 200 指数(即总指数),全面反映农产品市场价格变动。样本市场确定方面,经过评估和筛选,选择了 200 余家农产品批发市场作为样本市场。样本品种包括 111 种交易产品,涉及蔬菜、水果、畜产品、水产品、粮食和食用植物油。基期选定为 2015 年,采用报告期样本权重加权计算综合批发价格指数,权重根据批发成交量、市场成交额、产量、消费量等数据综合测算。

图66: 28种重点监测的同比变动指示意义较强(单位: %)



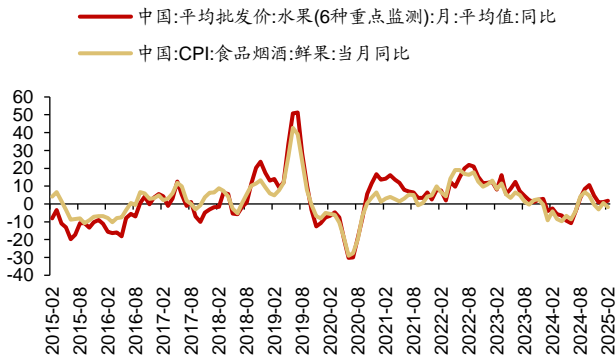
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图67: 28种重点监测的环比变动指示意义较强(单位: %)



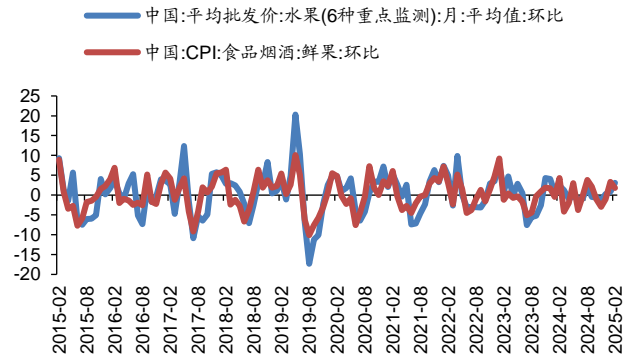
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图68: 6种重点监测的同比变动指示意义较强(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图69: 6种重点监测的环比变动指示意义较强(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

结合上述框架, 我们根据最新数据, 可以看到近期消费品价格总体偏弱运行。据农业农村部监测, 本周国内猪肉价格震荡上行。3月28日, 全国农产品批发市场猪肉平均价格为20.94元/公斤, 与上周五(3月21日)的20.89元/公斤相比, 上升0.2%。本周内生猪出栏增加, 屠宰企业收购难度减弱, 但因终端需求提振不足, 屠宰企业白条猪肉销售欠佳, 同时部分屠宰企业处于亏损状态, 周内平均开工率仅微幅上涨。此外, 据农业农村部监测, 3月28日重点监测的28种蔬菜平均价格为4.84元/公斤, 比前一日上升0.4%; 重点监测的6种水果平均价格为7.58元/公斤, 比前一日上升0.5%。

## 4 风险提示

经济结构转型, 传统指标对经济的拟合度下降。当前随着新型工业化的转型、制造业绿色化发展、经济高质量转型等因素, 高频指标因经济结构的变化对经济基本面指标的同步性或领先性有所变化。

地缘政治博弈强度超预期。当前特朗普政策具有较大不确定性, 贸易诉求或谈判态度可能过于强硬, 导致中美博弈的烈度超预期。外部冲击对经济基本面指标的影响无法全面反应在高频数据中。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>