

宏观深度报告 20250602

人民币汇率：会否升破 7.1?

2025 年 06 月 02 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**人民币汇率应防范“中间价调升→即期汇价跟涨→升值预期强化→结汇资金推涨”的正反馈风险。由于美元指数持续走弱，人民币金融资产配置需求升温，人民币汇率在 5 月跌破 7.20 之后渐渐形成“一致性升值预期”，此时更加需要中间价保持“有收有放”的风格，既平缓中间价的升值引导幅度，稳定预期和跨境资金流动，也渐进打开 USDCNY 向下的空间。短期来看，人民币中间价或逐步下移至 7.17-7.18 区间，引导人民币对美元即期汇率在 7.15-7.22 区间内双向波动。

■ **外汇市场正形成“一致性升值预期”：**从外汇期权市场的风险指标来看，资金看涨人民币汇率的押注不断抬升，进入 5 月份美元兑人民币汇率隐含波动率持续走低，度量价外看涨期权和价外看跌期权隐含波动率之差的指标即是风险逆转因子，风险逆转因子持续走低，显示市场资金在押注 USDCNH 汇价下跌，资金正在押注人民币汇率“补涨”。

■ **“恐慌式结汇”的风险有多大？**若出口企业对美元指数继续走弱和人民币升值的一致性预期继续增强，人民币汇率升至“待结汇盘”成本价附近，或将诱发“待结汇盘”的集中兑换需求，形成 2024 年三季度因美元指数大幅下跌引起的恐慌式结汇浪潮，或 2025 年 5 月中国台湾地区新台币“套息交易”逆转的风险。以 2022 年 1 月份作为起点，截至 2025 年 4 月末，规模达到 3,583 亿美元“待结汇盘”平均持仓成本大约为 7.06，从当前 7.19 左右的人民币汇率来看，考虑利差收益的“待结汇盘”尚有大约 1.90% 浮盈，这部分浮盈成为人民币汇率继续升值的“敏感区”。通过我们对 5 月份中间价的行为分析来看，外汇管理或延续“底线思维”并做好预期管理，维持人民币汇率波动基本稳定。

■ **跨境资金风险 I：**尽管“待结汇盘”规模扩张，但结汇需求开始回升，随着 4 月份以来美元指数下跌，出口企业结汇诉求回升，2025 年 1-4 月银行代客结汇逆差回落至 400 亿美元以内，其中 1-4 月货物贸易结汇顺差达到 878.09 亿美元，其中 4 月份单月结汇顺差就高达 316.33 亿美元，单月主动结汇率也快速回升至 50.97%，居民等部门“囤积”的美元存款规模也开始下降。

■ **跨境资金风险 II：外资“减债买股”。**2025 年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量，由于美元指数下跌和美元资产风险敞口缩减，外资增持人民币金融资产的需求在 2 月份以来逐步扩张，2 月中下旬至 4 月 18 日外资以买人民币债券为主，4 月 19 日以后开始“减持债券、增配股票”，对人民币金融资产的配置需求升温，4 月下旬至 5 月份风险偏好持续回升，但是参考港元汇率 5 月份以来的走势，也从跨境资金层面警示在外汇市场波动率较高的时期，跨境资金的“快进快出”或增大宏观审慎管理的难度。4 月份前期“增债”、后期“减债增股”的行为持续性还有待观测，人民币汇率继续保持更低波动，有利于增强金融资产的稳定性。

■ **风险提示：**(1) 特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；(2) 中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；(3) 非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

相关研究

《市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换》

2025-05-30

《老龄化进程下的消费变迁和银发经济》

2025-05-30

内容目录

1. 人民币汇率：市场渐成“一致性升值预期”	4
2. 跨境资金流：“恐慌式结汇”会否重现？	6
2.1. 跨境资金风险 I：“待结汇盘”是否会集中释放？	6
2.2. 跨境资金风险 II：外资“减债增股”	9
3. 人民币汇率展望：短期中间价或下移至 7.17-7.18 区间	11
4. 风险提示	12

图表目录

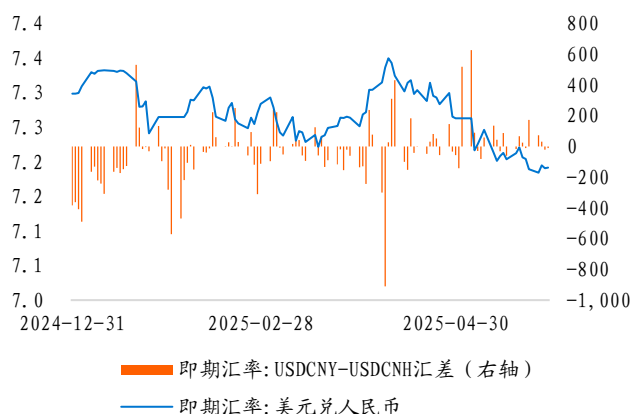
图 1: 美元兑人民币在岸与离岸汇价“并轨”	4
图 2: 美元兑人民币即期汇率与中间价“并轨”	4
图 3: USDCNH 期权风险逆转因子快速走低	5
图 4: USDCNH 隐含波动率走低推动风险溢价下行	5
图 5: 5 月份以来中间价屡屡释放“维稳”汇市的信号	5
图 6: 1-4 月货物贸易结汇顺差持续扩张	7
图 7: 4 月份货物贸易主动结汇率快速回升	7
图 8: 2025 年 4 月外汇存款余额环比回落	7
图 9: 2025 年 4 月外汇存款出现年初以来首次下降	7
图 10: 2022 年以来“待结汇盘”持续累积	8
图 11: “待结汇盘”平均成本价估算	8
图 12: 截至 2025 年一季度末, 外资持续增持人民币金融资产	9
图 13: 2025 年一季度外资持续增持人民币债券	10
图 14: 2025 年 2 月份以来外资小幅增持人民币股票	10
图 15: 5 月港元对美元从“强方保证”到“弱方保证”	11
图 16: 5 月份港元汇率相比人民币汇率异常波动	11

5 月份以来，随着中美日内瓦谈判取得实质性进展，看涨人民币汇率的预期持续升温，并且美元兑人民币中间价逐级下调的推动下，市场预期离岸和在岸人民币汇价将强势补涨，押注人民币升值渐成一致性预期，5 月 26 日离岸和在岸汇价双双升破 7.17，创下今年以来最低值。截至 5 月 30 日 16:30 收盘，在岸人民币对美元收盘报 7.1953，5 月份以来，随着中美日内瓦协议谈判取得积极进展，以及美元资产敞口缩减，人民币对美元即期汇率累计升值 0.93%，人民币对美元中间价累计升值 0.23%。

1. 人民币汇率：市场渐成“一致性升值预期”

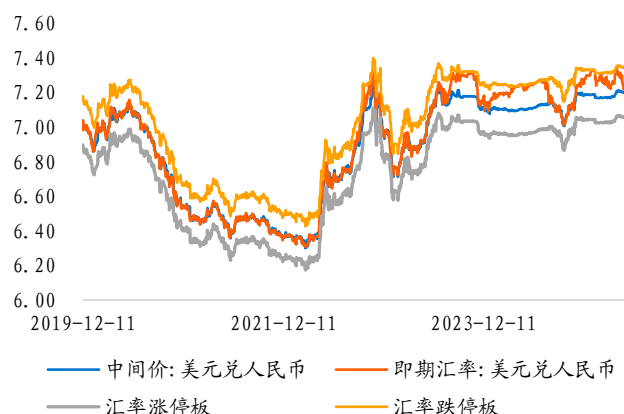
5 月份人民币汇率“三价并轨”。进入 5 月份，一方面，在岸汇价与中间价之间的偏离程度逐步收窄，从 4 月底在岸汇价高于中间价 1.0 个百分点以上逐步收窄至 5 月末 0.02 个百分点左右，在岸汇价与中间价实现“并轨”；另一方面，由于看涨人民币的市场预期升温，离岸汇价反应更快，与在岸汇价/中间价之间的偏离也快速修复，日内一度出现离岸美元兑人民币汇价低于在岸汇价的情形，离岸与在岸汇价也实现“并轨”。

图1：美元兑人民币在岸与离岸汇价“并轨”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美元兑人民币即期汇率与中间价“并轨”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

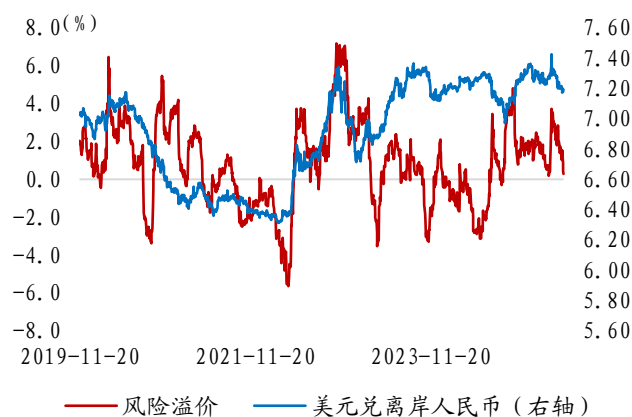
从当前资金押注的方向看，看涨人民币汇率的“一致性预期”正在形成。从外汇期权市场的风险指标来看，资金看涨人民币汇率的押注不断抬升，进入5月份美元兑人民币汇率隐含波动率持续走低：（1）度量价外看涨期权和价外看跌期权隐含波动率之差的指标即是风险逆转因子，风险逆转因子持续走低，显示市场资金在押注USDCNH汇价下跌，USDCNH价外看跌期权波动率随着买入需求增加而上升，截至5月28日收盘，押注USCNH升值方向的风险逆转因子报0.4025%，达到2024年7月以来最低水平；（2）从USDCNH期权隐含波动率与实际波动率之差，即风险溢价来看，由于隐含波动率下移，USDCNH期权“风险溢价”也在快速走低，显示资金认为人民币对美元低波动“补涨”的确定性更高。

图3: USDCNH 期权风险逆转因子快速走低



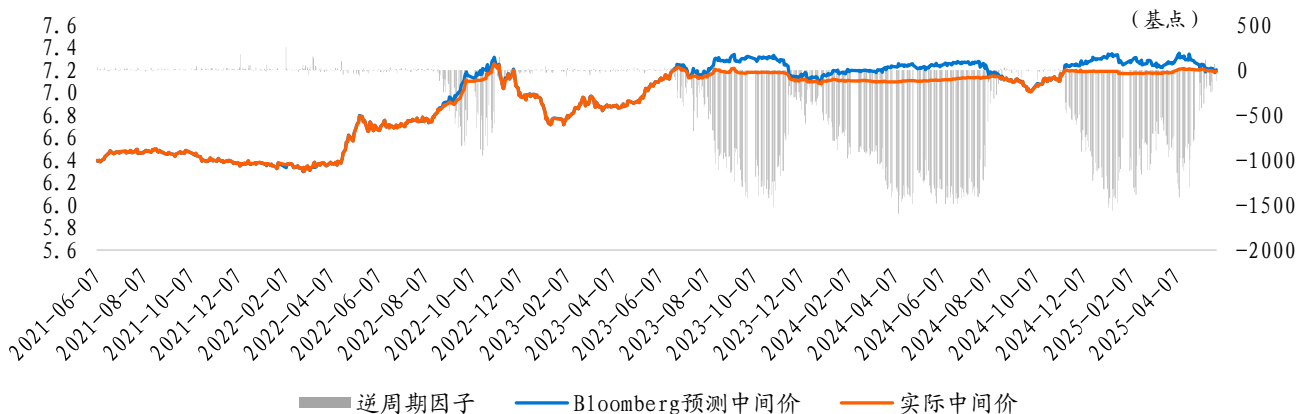
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: USDCNH 隐含波动率走低推动风险溢价下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 5 月份以来中间价屡屡释放“维稳” 汇市的信号



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

人民币中间价仍是关键政策变量。面对市场正在形成的“一致性升值预期”，5月份以来人民币中间价间歇性释放“维稳”信号，牵引即期汇率双向浮动，比较典型的时期是5月14日至5月27日期间的表现：

（1）在中美贸易谈判取得积极进展，推动人民币汇率升值之际，5月14日人民币对美元中间价设定在7.1956，比Bloomberg预测值（7.1842）高出114个基点，达到2022年11月以来最大的偏离，中间价较市场预期值显著偏高显示汇率政策倾向于稳定升温的人民币汇率预期，在中间价的政策引导下，当日在岸与离岸美元兑人民币即期汇率回升约200个基点，但5月15日人民币对美元中间价调贬7个基点，与Bloomberg预测值（7.2169）恢复-206个基点的偏离。

（2）由于美元指数大幅下跌和亚洲货币集体走强，5月26日人民币兑美元中间价报7.1833，较前一交易日调升86个基点，也创下从2025年4月2日以来的最高水平，同时也达到2025年1月21日以来的最大单日调升幅度，就在中间价公布后，USDCNH

和 USDCNY 双双跌破 7.17，市场认为中间价大幅调升且跌破 7.19 是“允许升值”的暗示，但是 5 月 26 日至 5 月 27 日，人民币对美元中间价均比 Bloomberg 预测值分别高 67 个基点和 7 个基点，显示中间价仍以“稳预期”为主。

在离岸汇价、在岸汇价和中间价“并轨”之后，人民币汇率走势一方面取决于美元指数涨跌、海外贸易政策风险的演化；另一方面取决于逐步升温的看涨人民币预期和外汇政策引导之间的博弈，人民币对美元中间价仍是关键政策变量，在汇率市场管理上，2025 年一季度货币政策报告重申“坚决防范汇率超调风险”和“坚决对市场顺周期行为进行纠偏”，2025 年 4 月份当人民币主动释放贬值压力时需要中间价发挥“控场”的作用，选择有序、渐进的方式推进人民币贬值；当进入 5 月份，人民币汇率升值预期升温时，同样需要中间价保持“有收有放”的风格，既平缓中间价的升值引导幅度，稳定预期和跨境资金流动，也渐进打开 USDCNY 向下的空间。

2. 跨境资金流：“恐慌式结汇”会否重现？

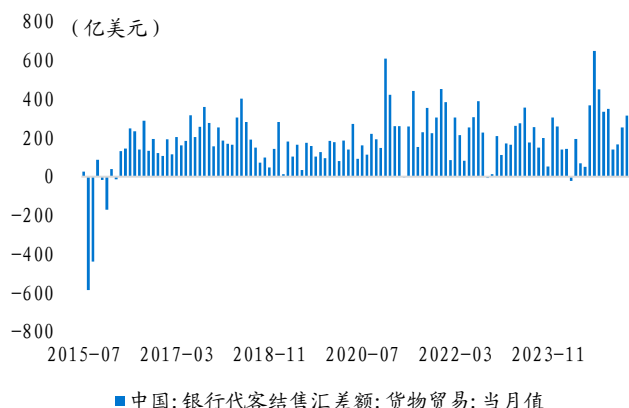
我们在 4 月份专题报告《结汇和买债：牵引人民币汇率的“双主线”》中曾分析，从跨境资金流来看，有两条主线驱动人民币汇率波动“抢出口”推升结汇规模、外资增配人民币债券。4 月份“出口企业结汇”和“增配人民币金融资产”依然是主导汇率市场的资金主线，但是与一季度相比，4 月份以上两条主线均出现了风格变化，尤其是 4 月 19 日以来，“待结汇盘”是否会集中释放和外资“减债配股”成为新的跨境资金方向。

2.1. 跨境资金风险 I：“待结汇盘”是否会集中释放？

根据外汇管理局公布的外汇收支数据，随着 4 月份出口企业结汇诉求回升，2025 年 1-4 月银行代客结售汇逆差回落至 400 亿美元以内，其中 1-4 月货物贸易结汇顺差达到 878.09 亿美元，其中 4 月份单月结汇顺差就高达 316.33 亿美元，单月主动结汇率也快速回升至 50.97%。由于货物贸易结汇量持续回升，经常项目差额从 1-3 月份的逆差 128.64 亿美元转为 1-4 月份顺差 62.09 亿美元。

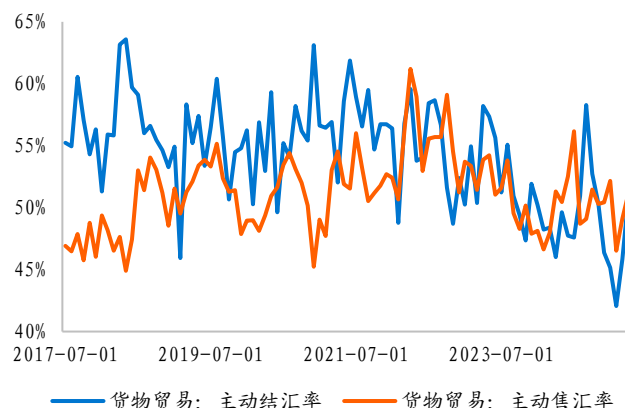
不仅出口企业结汇需求回升，而且居民等部门“囤积”的美元存款规模也开始下降，实际上 2024 年 12 月以来，由于非金融企业部门和居民部门旺盛的购汇意愿，人民币汇率贬值也曾形成一致性预期，2025 年 1 月份为了稳定人民币汇率预期，货币当局通过公开喊话、增发离岸央票、上调跨境融资宏观审慎参数等多种举措对外汇市场顺周期行为予以纠偏，防范人民币汇率超调风险，并且针对增配美元资产、增加美元存款的行为，2025 年以来多家商业银行下调美元存款利率，以抑制购汇需求和美元资产配置冲动，然而外汇存款规模在 2025 年一季度仍然有增无减，但随着 4 月份以来美元指数持续下跌，截至 2025 年 4 月末，外汇存款余额达到 9582 亿美元，尽管增速继续上升至 16.10%，但是外汇存款绝对规模开始环比回落，居民囤汇需求也边际下降。

图6：1-4月货物贸易结汇顺差持续扩张



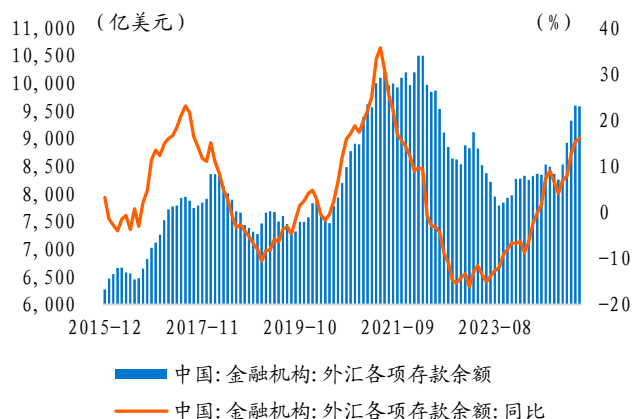
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：4月份货物贸易主动结汇率快速回升



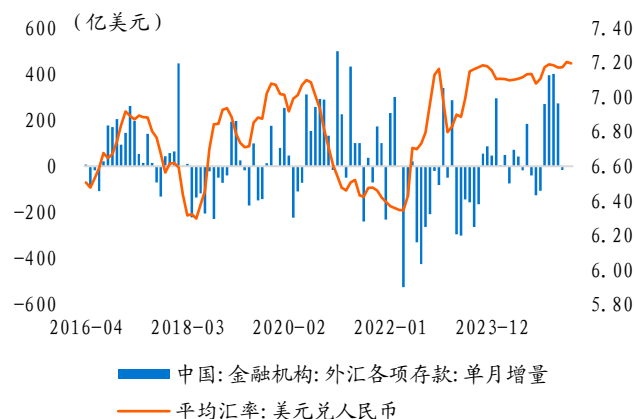
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2025年4月外汇存款余额环比回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2025年4月外汇存款出现年初以来首次下降



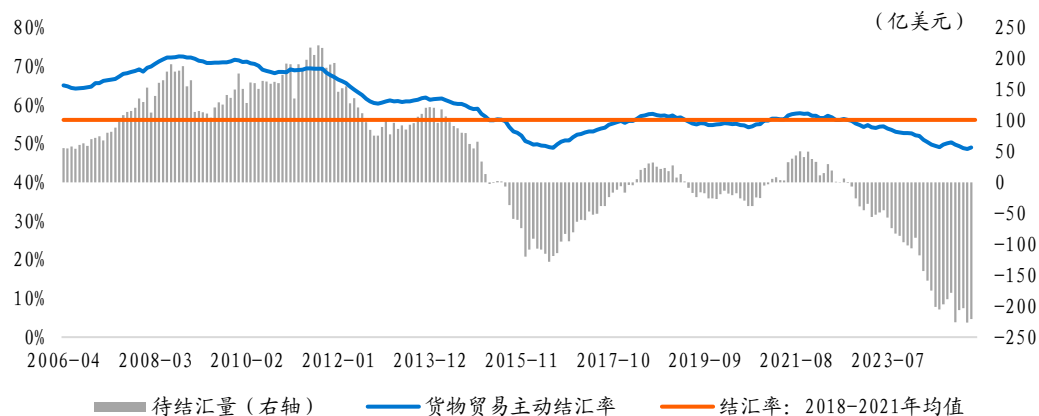
数据来源：Wind，东吴证券研究所

在新增结汇资金之外，美元指数持续走弱也在动摇“待结汇盘”存量资金。从“待结汇盘”的规模上看，截至2025年4月末，2022年以来3年时间累积的“待结汇”资金体量大约为3,583亿美元，4月份单月规模回落至221亿美元，尽管“待结汇盘”仍在扩张，但是若出口企业对美元指数持续走弱和人民币升值的一致性预期继续增强，人民币汇率升至“待结汇盘”成本价附近，或将诱发“待结汇盘”的集中兑换需求，形成2024年三季度因美元指数大幅下跌引起的恐慌式结汇浪潮，或2025年5月中国台湾地区新台币“套息交易”逆转的风险。

从“待结汇盘”的成本估算上看，我们拟合2022年以来每月新增待结汇资金量，以及每月美元兑人民币汇率平均值，并且每月通过S/B 1年期掉期点赚取持有美元的净利差，那么如果以2022年1月份作为起点，截至2025年4月末，规模达到3,583亿美元。

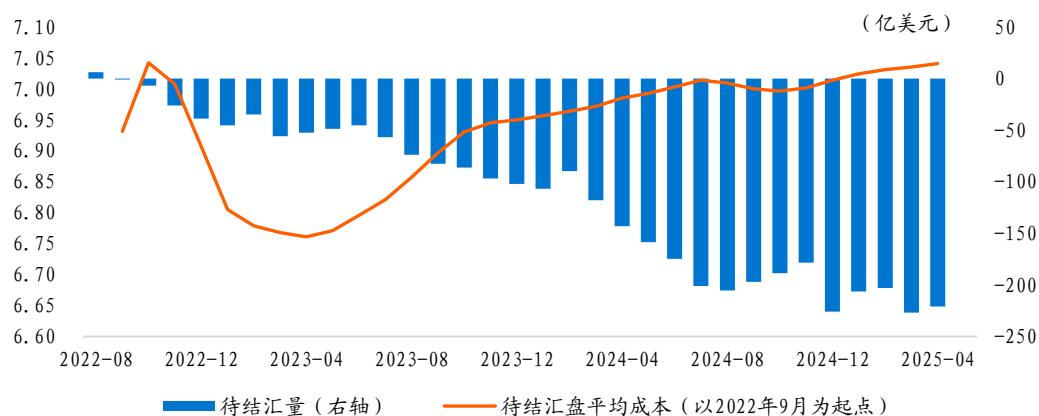
元“待结汇盘”平均持仓成本大约为 7.06；如果以 2022 年 9 月作为起点，截至 2025 年 4 月末，“待结汇盘”的平均持仓成本大约为 7.04。从当前 7.19 左右的人民币汇率来看，考虑利差收益的“待结汇盘”尚有大约 1.90% 浮盈。

图10：2022 年以来“待结汇盘”持续累积



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：“待结汇盘”平均成本价估算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：本文计算“正常结汇率”的样本区间是 2018 年至 2021 年，2022 年 1 月至 8 月期间尽管人民币经历过一波贬值，但是期间平均结汇率并未显著偏离“正常结汇率”，2022 年 9 月起“待结汇盘”因结汇率走低而浮现。

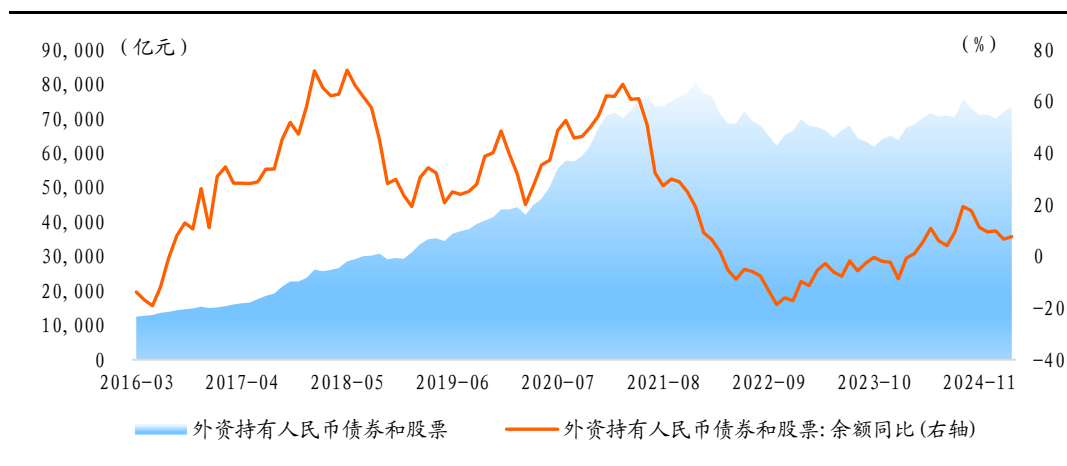
2022 年以来，出口企业结售汇、央行稳定外汇市场供需等行为频繁成为人民币汇率波动的主线，就前者来看，2024 年三季度非金融企业一度从“恐慌式结汇”到“止损式结汇”，曾引致人民币汇率异常波动；就后者来看，2023 年三季度至 2024 年二季度货币当局为了稳定外汇市场而进行的“即期+掉期”操作，一度创造出可观的套息套汇交易空间。2025 年以来美元指数大幅走弱、人民币汇率渐成一致性升值预期，造就了“待结汇盘”集中释放的条件，但是出口企业“出海直接投资”的需求和货币当局抑制一致性预期或缓冲“待结汇盘”对人民币汇率大幅波动的潜在风险。

从“企业出海”角度来看，2023 年一季度开始国际收支平衡表下直接投资项目转为逆差，2023 年至 2024 年直接投资持续保持逆差状态，2025 年 1-4 月直接投资项目结售汇逆差 255.29 亿美元，相较去年同期 130.65 亿美元的逆差规模，结售汇逆差同比增长 95.39%，而从商务部的数据显示，1-4 月份全行业对外直接投资 575.4 亿美元，同比增长 7.5%，今年企业“出海”的步伐继续加快，从中国企业加大走出去的力度来看，尽管直接投资项目里结售汇逆差规模扩张较快，但是对外直接投资的规模远高于结售汇逆差，出口企业持有适量的“待结汇盘”资金，有利于降低直接投资的汇兑损益风险，即使美元指数继续下跌引发出口企业持有的“超额美元”兑换为人民币，但“待结汇盘”对汇率市场的冲击应小于估算而来的体量，截至 2025 年 4 月末，2022 年至今累计的“待结汇盘”持有的近 1.9 个百分点的浮盈，成为人民币汇率继续升值的“敏感区”。在本文第一部分对 5 月份中间价的行为分析来看，外汇管理或延续“底线思维”并做好预期管理，维持人民币汇率波动基本稳定。

2.2. 跨境资金风险 II：外资“减债增股”

2025 年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量，由于美元指数下跌和美元资产风险敞口缩减，外资增持人民币金融资产的需求在 2 月份以来逐步扩张，并且从 2 月份至 4 月份，外资对人民币金融资产的偏好已经历两个阶段的切换。

图12：截至 2025 年一季度末，外资持续增持人民币金融资产



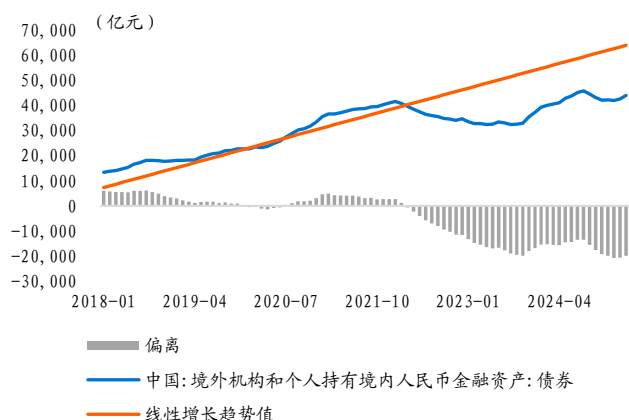
数据来源：Wind，东吴证券研究所

（1）2025 年 2 月份至 4 月 18 日“先配股、再配债”：2025 年 3 月外管局在发布 2 月份外汇收支数据时曾表示“国内经济回升向好和科技发展提振市场信心，2 月外资净增持境内债券和股票合计达 127 亿美元”，导致 2 月份证券投资项目单月顺差 27.20 亿美元，推动证券投资项目差额从今年 1 月份的逆差转为顺差，回顾 2 月份，由于 DeepSeek

的横空出世，显著改变了资金对 A 股科技行业发展预期，科技股迎来价值重估，并扩展至重新审视人民币资产价值，彼时增配人民币股票主导外资流入，然而进入 3 月份之后，增配人民币债券成为跨境资金净流入的主力，根据外管局发布的一季度外汇收支数据显示，“外资配置人民币债券增多。2-3 月外资净增持境内债券 269 亿美元，同比增长 84%，4 月 1 日至 18 日净买入 332 亿美元，保持较高规模”。

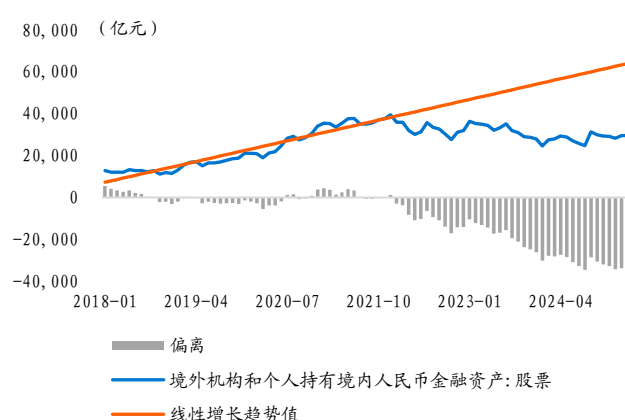
(2) 2025 年 4 月份外资“减债增股”：根据外管局发布的数据显示，“外资配置人民币资产意愿持续向好。4 月外资净增持境内债券 109 亿美元，处于较高水平。4 月下旬外资投资境内股票转为净买入”，参考 4 月 1 日-18 日净买入 332 亿美元规模的人民币债券，但 4 月份全月却净增持 109 亿美元，表明 4 月 19 日至 4 月底外资选择减持人民币债券约 223 亿美元，但同时恢复净买入 A 股，外资对人民币金融资产的风险偏好显著回升。

图13：2025 年一季度外资持续增持人民币债券



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2025 年 2 月份以来外资小幅增持人民币股票



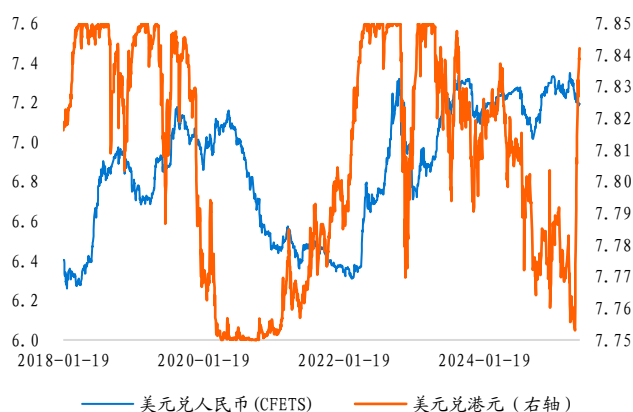
数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于外资从 2 月份以来持续流入人民币金融资产，尽管由于 4 月下旬外资或开始减持人民币债券，导致 4 月份证券投资项目单月逆差 16.83 亿美元，但是 2025 年 1-4 月份证券投资结汇顺差仍达到 25.91 亿美元，并且 4 月下旬以来外资对人民币金融资产的风险偏好显著抬升。但是参考港元汇率 5 月份以来的走势，也从跨境资金层面警示在外汇市场波动率较高的时期，跨境资金的“快进快出”或增大宏观审慎管理的难度。

5 月份在美元资产敞口缩减后配置港元资产的需求、港股通机制下南向通资金持续买入等方面的作用下，美元兑港元汇率快速下跌至“弱方保证”7.75 点位且触发香港金管局干预市场，然而在不到 1 个月的时间内，由于香港金管局为捍卫港元的联系汇率制，抛售过量港元/买入美元，导致港元市场流动性泛滥，不仅压低了港元拆借利率、拉大美元与港元间利差，而且催生在掉期市场上“借入港元、套息美元”的交易，从 5 月中旬开始，美元兑港元汇率快速回升，截至 5 月 30 日，美元兑港元汇率报 7.8421，逼近“强

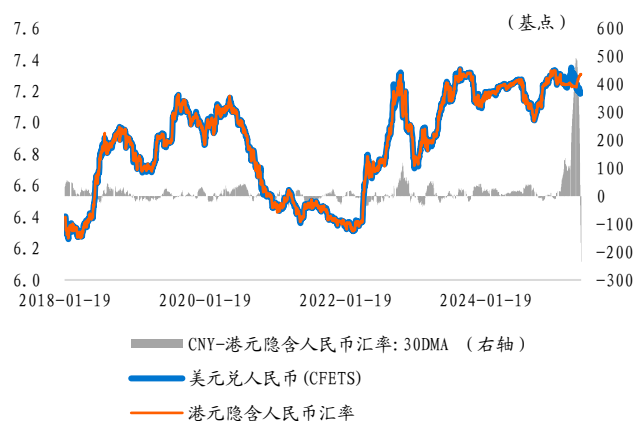
方保证”点位 7.85，对于实施“联系汇率制”的区域经济而言，超过 1 个百分点的振幅意味着港元流动性管理难度增大、金融资产波动性加剧。因此 4 月份以 4 月 18 日为界，前期“增债”、后期“减债增股”的行为持续性还有待观测，人民币汇率继续保持更低波动，有利于增强金融资产的稳定性。

图15: 5月港元对美元从“强方保证”到“弱方保证”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16: 5月份港元汇率相比人民币汇率异常波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 人民币汇率展望：短期中间价或下移至 7.17-7.18 区间

外汇市场高波动风险并未消散。尽管 5 月份全球关税风险缓和，且 5 月 28 日美国司法部门阻止了美国总统特朗普 4 月份宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权，激发了外汇市场对所谓“对等关税”取消的预期，但是“取消关税”或并不能增强当前金融市场的稳定性，关税税率可以回到 2024 年底的水平，然而外汇市场对美国经济政策制定机制，乃至公共治理体系崩坏的印象或已不可消除，当外汇市场继续质疑美国经济政策、质疑美国政府的政策信誉和财政稳定结构时，因关税风险带来的外汇市场不稳定性或继续增压。对于人民币汇率而言，当前应防范“中间价调升→即期汇价跟涨→升值预期强化→结汇资金推涨”的正反馈风险，短期来看，若美元指数持续走弱，人民币中间价或逐步下移至 7.17-7.18 区间，引导人民币对美元即期汇率在 7.15-7.22 区间内双向波动，从中长期来看，人民币汇率的走势还是取决于美元指数的涨跌、关税政策和贸易谈判的进展以及国内金融资产的表现。

4. 风险提示

- （1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；
- （2）中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；
- （3）非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

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>