

宏观深度报告 20250410

人民币有序贬值或为货币宽松打开窗口

2025 年 04 月 10 日

观点

- **贸易风险催化和主动缓释共同促成人民币贬值**：在美元指数偏弱、非美货币相对较强的背景下，人民币对美元汇率贬值或既是对海外风险事件的被动反应，也有汇率管理上主动释放风险的蕴意。在人民币汇率贬值节奏上，中间价或继续发挥“控场”的作用：或继续选择有序、渐进的方式推进人民币贬值。
- **预计中间价或保持“有收有放”的风格**：既平缓中间价的抬升幅度，有序释放风险；又循序渐近打开 USDCNY 的上方空间。预计 USDCNY 或渐进抬升至 7.40-7.50 区间。
- **人民币汇率贬值的三个特征**：(1) CNH 比 CNY 反应更快更猛烈，直接表明本轮人民币贬值的诱因来自海外冲击；(2) USDCNY 掉期点重新下行，且偏离利率平价水平，或表明非金融企业部门的购汇需求重新崛起，为了平衡市场供需，外汇管理部门重新通过掉期操作“借入美元”稳定即期市场供需；(3) 人民币呈现对主要货币“全面贬值”的态势，CFETS 人民币汇率指数和人民币对美元汇率共同下跌。
- **应对汇率市场高波动阶段：中间价引导释放弹性、“囤汇”规模继续扩张**。本轮人民币汇率，从汇率管理政策和跨境资金方面做出应对冲击的准备：(1) 中间价主动缓释风险，即期市场恢复弹性，预计 4 月份美元兑人民币中间价将继续发挥对即期汇率的引导作用：如果中间价连续且以超过 50 个基点的幅度抬升，或意在引导即期汇率及时缓释风险，USDCNY 有较大概率继续击破 7.35 的上限约束，向 7.40-7.50 市场的整数心理关口靠拢；如果中间价连续持平或在 50 个基点以内渐进上调，或显示中间价有继续“牵引”即期汇率的作用；(2) 一季度非金融企业和居民部门继续“囤汇”，尽管表明市场仍预期人民币汇率贬值，但是也会在人民币“充分”贬值时成为“抄底”买入人民币、稳定外汇市场供需的力量。站在 2025 年 4 月贸易政策风起云涌、外汇市场面临巨大不确定性的阶段，阶段性释放贬值压力对于稳定人民币汇率预期、平衡外汇市场供需而言反而是一种利好，2024 年 12 月至 2025 年 2 月囤积的外汇资产，在市场供需失衡时将成为再平衡的机制。
- **货币政策：“稳汇率”V.S. 宽货币的抉择**。海外经济挑战增大、出口增速面临下滑风险时，“稳增长”的诉求要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口。
- **(1) “弱美元+非美货币强势”=及时贬值释放“宽货币”空间**，在全球贸易冲突升级引发资产抛售潮，欧元和日元等非美货币相对走强，其他非美货币也尚未承受系统性贬值压力，此时人民币主动释放汇率贬值压力，有利于国内货币政策更加“及时”落地“适度宽松”；
- **(2) “强美元+非美货币弱势”=“稳汇率”压力抬升**，当美元资产的危机模式解除，“弱美元”重新转化为“强美元”、非美货币汇率再度承受系统性贬值，欧元和日元等主要货币进入贬值趋势时，人民币“稳汇率”压力或将上升，对跨境资金流动“防风险”的考虑或开始对“宽货币”产生制约。
- **风险提示**：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；中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

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

相关研究

《“科特估”为“国产化”重塑估值——关税压力下的资本市场战略协同》

2025-04-08

《应对关税冲击，逆周期政策还有哪些可选项？》

2025-04-08

内容目录

1. 4月份以来人民币贬值的三个特征	4
2. 人民币的应对：“囤汇” & 释放弹性	6
2.1. 中间价应对：主动缓释风险	7
2.2. 资金应对：居民和企业持续“囤汇”	8
3. 货币政策：“稳汇率” V.S. 宽货币	9
3.1. “弱美元+非美货币强势”=及时贬值释放“宽货币”空间	10
3.2. “强美元+非美货币弱势”=“稳汇率”压力抬升	11
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: USDCNH-USDCNY 汇差扩张	4
图 2: USDCNH 市场定价“尾部风险”上升	4
图 3: USDCNY 掉期点开始下行	5
图 4: CNH 掉期点继续维持稳定	5
图 5: 4 月以来人民币对主要货币升贬值幅度	5
图 6: 4 月以来美元对主要货币升贬值幅度	6
图 7: 中间价开始引导即期汇率抬升	7
图 8: 预测中间价与实际中间价隐含“逆周期因子”扩张	7
图 9: 2025 年 1-2 月出口企业“待结汇盘”继续扩张	8
图 10: 2025 年 1-2 月外汇存款规模快速扩张	9
图 11: 2022 年以来外汇贷款规模持续下降	9
图 12: 外部风险需要国内政策适度加码以对冲扰动	10
图 13: 4 月以来人民币和美元同步贬值	11

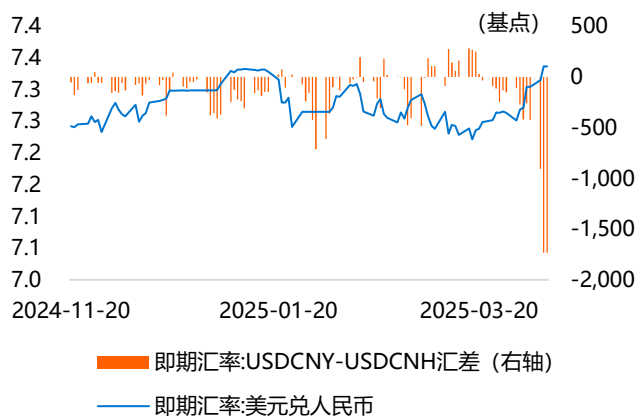
进入4月份，美国关税政策风暴打破人民币汇率低波动的状态。在全球贸易战阴霾笼罩下，USDCNH和USDCNY打破一季度的盘整局面，4月8日至9日先后创下年内新高7.3506和7.4295，而4月9日美元兑人民币中间价调升至7.2066，中间价达到2023年9月以来的高点。人民币贬值的诱因来自海外关税政策风险，对于正在经历高波动的汇率市场而言，市场或更加聚焦在货币政策如何应对上，我们认为“稳汇率”是否会制约“宽货币”，取决于外部风险所处的阶段。

1. 4月份以来人民币贬值的三个特征

在4月2日之后，全球贸易战阴云笼罩，外汇市场波动率陡起，围绕贸易政策风险和央行降息路径的博弈，贸易紧张局势加剧市场对全球供应链紊乱和经济增长放缓的担忧，引导资金抛售风险资产、寻求避险，日元和瑞士法郎恢复作为传统避险资产的属性。本轮人民币处于美国关税政策风暴的漩涡，4月份以来人民币汇率波动呈现出3个特征：

特征一：CNH比CNY反应更快更猛烈。在“对等关税”政策落地以来，USDCNH在4月3日至4月4日振幅超过1000个基点，对外部风险冲击的反应相比在岸汇率更快更猛烈，在4月8日关税政策紧张局势升温后，USDCNH也是直冲7.40以上，和USDCNY的汇差扩张至年初以来最高水平，直接表明本轮人民币贬值的诱因来自海外冲击。

图1：USDCNH-USDCNY 汇差扩张



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：USDCNH 市场定价“尾部风险”上升

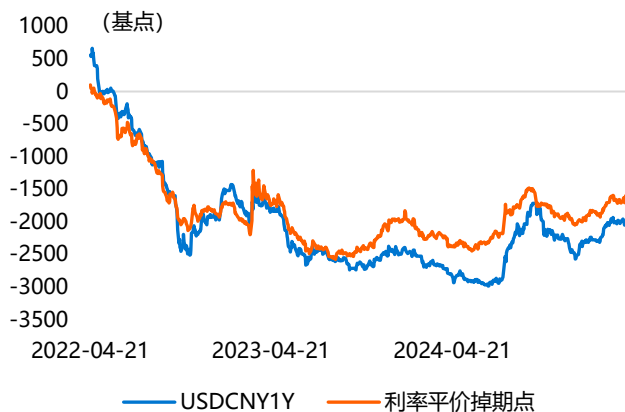


数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

特征二：USDCNY 掉期点重新下行，且偏离利率平价水平。2月份至3月份USDCNY掉期点曾经走出上行修复行情，我们在2月份专题报告《“科技重估”或继续推动人民币升值》中曾经归纳总结过推动USDCNY掉期点回升的3种做多势力，在掉期点向利率平价水平修复性收敛之后，4月8日至9日掉期点重新下行，以4月8日在岸与离岸收盘计算，1年期USDCNY掉期点回落至-2085点，而同时1年期USDCNH掉期点和

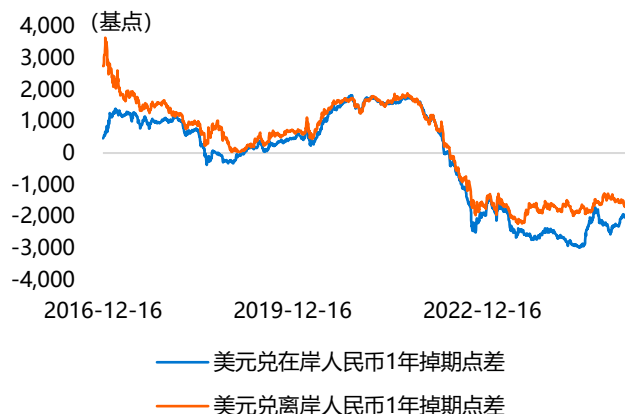
中美拆借利率隐含掉期点分别保持在-1588 点和-1629 点。1 年期在岸汇率掉期点回落，或表明非金融企业部门的购汇需求重新崛起，为了平衡市场供需，外汇管理部门重新通过掉期操作“借入美元”稳定即期市场供需，一如 2023 年 9 月至 2024 年 7 月期间掉期市场的操作。当私人部门重新回到“购汇需求扩张、结汇意愿低迷”的市场供需状态，人民币汇率或将面临“一致性贬值预期”的挑战。

图3：USDCNY 掉期点开始下行



数据来源：Wind、东吴证券研究所

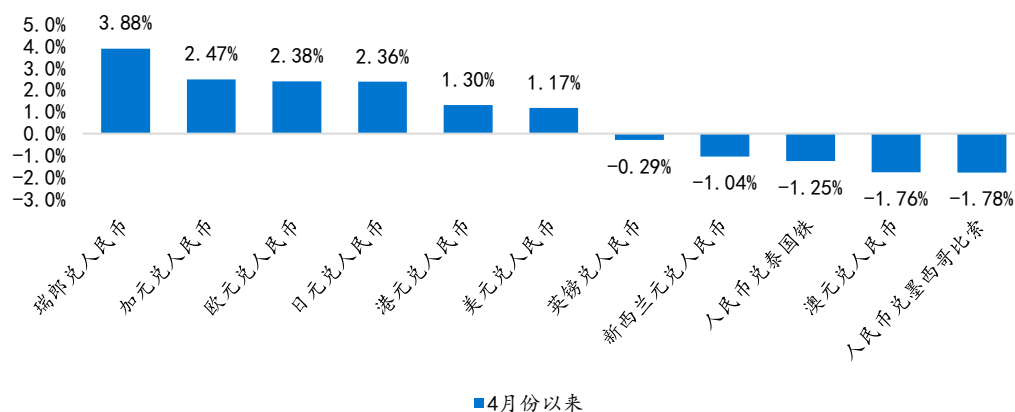
图4：CNH 掉期点继续维持稳定



数据来源：Wind、东吴证券研究所

特征三：进入4月份，人民币呈现对主要货币“全面贬值”的态势。4月份在岸和离岸人民币对美元贬值，既是对海外风险和风险事件冲击的“膝跳反应”，又是在主动缓释市场情绪，并且本轮人民币贬值，呈现与美元指数同步下跌的特征。

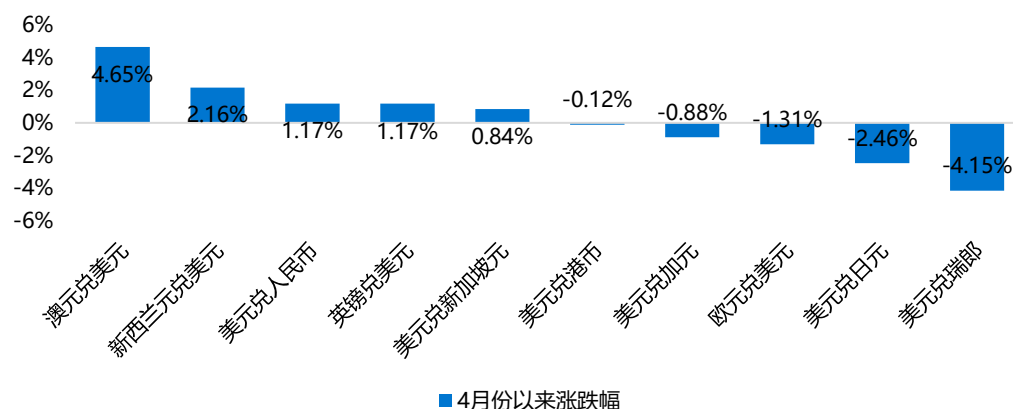
图5：4月以来人民币对主要货币升值贬值幅度



数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：所有货币对均以直接标价法计算涨跌幅。

图6：4月以来美元对主要货币升值幅度



数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：所有货币对均以直接标价法计算涨跌幅，澳元、新西兰元、欧元和英镑等以间接标价法显示的汇率折算为直接标价法。

4月份以来，尽管人民币对美元汇率已累计贬值大约1.20个百分点，但是人民币对瑞郎贬值约3.90%、对欧元和对日元也贬值约2.40%，这样一来出现了近年来较少出现的CFETS人民币汇率指数和人民币对美元汇率共同下跌的行情。在美元指数处于弱势、非美货币相对较强的背景下，人民币对美元汇率贬值或既是对海外风险事件的被动反应，也有汇率管理上主动释放风险的蕴意。

4月初当“对等关税”政策以及反制性贸易政策日益激化之时，贸易风险对各国经济基本面的冲击，又将带动主要经济体货币政策的变化，**外汇市场在二季度或持续迎接“贸易政策”和“货币政策”两种风险交互反馈的挑战，汇率高波动阶段或刚刚开启。**如我们在人民币汇率2025年度展望报告《“宽财政”博弈“加关税”》中所提及，当海外经济挑战增大、出口增速面临下滑风险时，“稳增长”的诉求要求经济政策继续加大支持力度、提振内需对冲外需下滑的不利影响，对于人民币汇率来说，“适度宽松”得货币政策和积极财政政策加码、改善国内宏观经济并提高人民币资产回报率，使得人民币汇率发挥2020年一样的“避风港”效应，将限制人民币贬值的幅度，但是在国内政策落地之前，外汇市场交投主要矛盾依然是关税政策风暴。

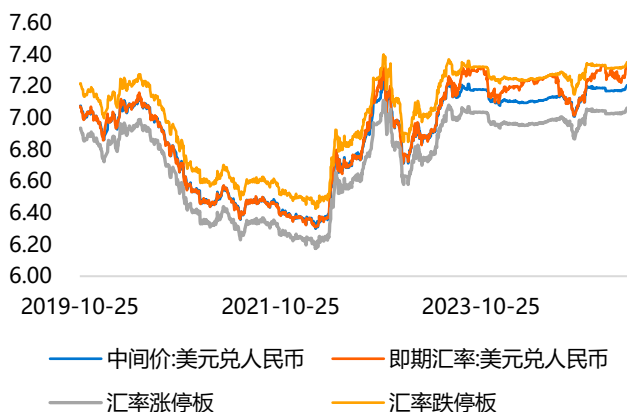
2. 人民币的应对：“囤汇”& 释放弹性

4月份全球贸易战风险不断发酵，对市场的冲击超过今年2月份和3月份，当外汇市场赋予美元指数的“关税溢价”定价减弱，转为定价“关税折价”时，“对等关税”政策及贸易反制增强了交易衰退的市场动能。然而对比其他非美货币，本轮人民币汇率，从汇率管理政策和市场资金，却在过去2个月里做好了迎接冲击的准备。

2.1. 中间价应对：主动缓释风险

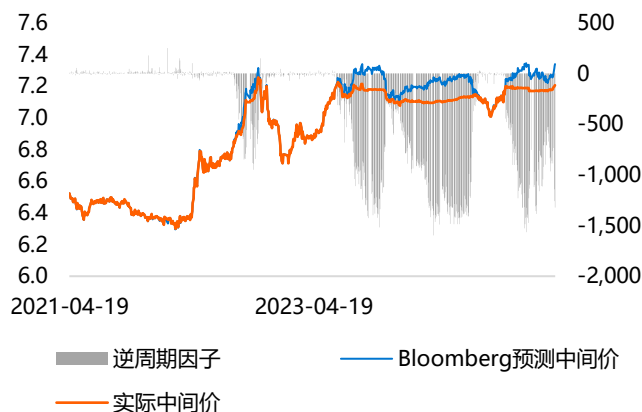
政策应对：呵护基本面、储备弹性。2 月份至 3 月份，尽管美元指数大幅下跌，但是人民币中间价却始终保持在平均 7.1739 左右的位置，最高触及 7.1788、最低下探至 7.1688，回顾 3 月份以中间价作为政策变量的操作，美元兑人民币中间价合计有 4 次调降至 7.17 以下，但每次中间价跌破 7.17 之后，次日即回到 7.17 之上，反馈在即期汇率波动上，也导致 USDCNY 每每因中间价跌破 7.17 以下时，即期汇率有 3 次试图冲破 7.21 支撑位的冲动，然而又在中间价隔日“拉回”的效应下重新回到 7.24-7.25 区间。从静态点位看，3 月份迄今 USDCNY 最低下探至 7.2158；从动态点位上，USDCNY 趋势上保持在 120 日均线之上。在中间价的引导下，即期汇率在较长时间内稳定在 7.29-7.22 的窄幅区间内波动，也导致人民币较长时间内维持低波动。

图7：中间价开始引导即期汇率抬升



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：预测中间价与实际中间价隐含“逆周期因子”扩张



数据来源：Wind、东吴证券研究所

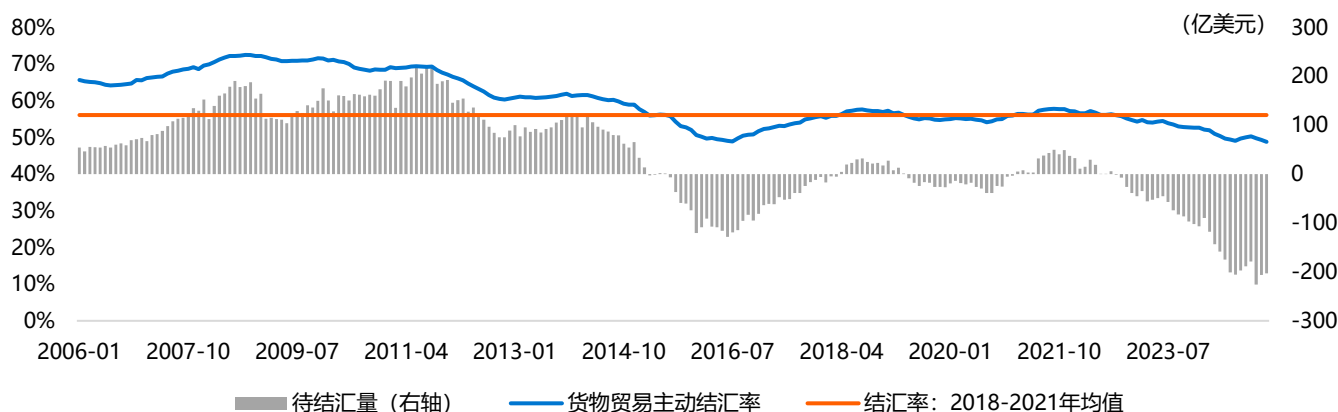
2025 年一季度中间价“抑制”的低波动，为 4 月份“对等关税”冲击储备了弹性。4 月 3 日当日美元兑人民币中间价开启调升之旅，从 7.1889 调整至 4 月 9 日的 7.2066，将 USDCNY 的“跌停板”上调至 7.35 左右，引导即期市场充分宣泄风险事件累计的情绪。4 月份美元兑人民币中间价继续发挥对即期汇率的引导作用：如果中间价连续且以超过 50 个基点的幅度抬升，或意在引导即期汇率及时缓释风险，USDCNY 有较大概率继续击破 7.35 的上限约束，向 7.40-7.50 市场的整数心理关口靠拢；如果中间价连续持平或在 50 个基点以内渐进上调，或显示中间价有继续“牵引”即期汇率的作用。在人民币汇率贬值节奏上依然需要中间价发挥“控场”的作用，选择有序、渐进的方式推进人民币贬值。预计中间价或继续保持“有收有放”的风格：既平缓中间价的抬升幅度，有序释放风险；又循序渐进打开 USDCNY 的上方空间。预计中间价或引导 USDCNY 抬升至 7.40-7.50 区间。

2.2. 资金应对：居民和企业持续“囤汇”

结合1月份以来跨境资金流动的变化，1月上旬非金融企业和居民部门的购汇需求旺盛、结汇意愿低迷，引致涉外收支和结售汇保持逆差，在多种“稳汇率”政策作用下，1月份至2月份，外汇收支渐趋均衡，外汇管理局曾表示“1月下旬涉外收支已转为顺差，2月以来继续保持顺差态势”，2月份的涉外收支和结售汇数据显示，虽然居民和企业购汇需求回落，但是“囤汇”倾向依然很强。从“囤汇”行为看，结汇意愿的低迷或也是1月下旬至2月份，尽管出现外汇收支顺差，但是美元兑人民币汇率却未能突破7.21关口的原因。

非金融企业“待结汇盘”继续扩张。尽管2024年12月至2025年2月非金融企业货物贸易延续顺差，跨境资金流动保持基本均衡，但是也能看到企业“待结汇盘”规模持续扩张，表明非金融企业部门仍然“囤汇”应对潜在的汇率风险，也意味着仍有较强的人民币贬值预期。

图9：2025年1-2月出口企业“待结汇盘”继续扩张



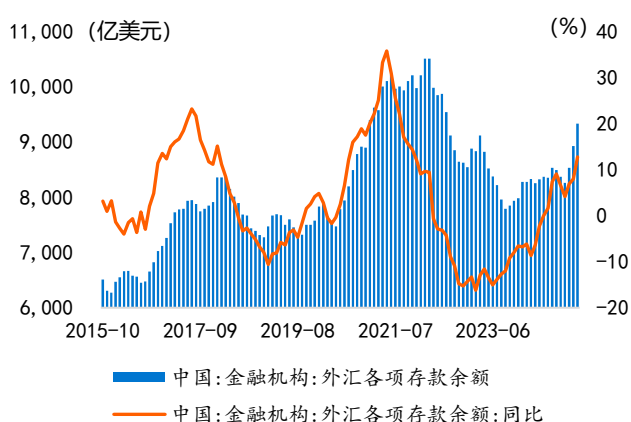
数据来源：Wind、东吴证券研究所

截至2025年2月末，2022年以来3年时间累积的“待结汇”资金体量大约为3136亿美元，其中2024年12月出口企业单月累积高达226亿美元的待结汇资金，创下近3年以来最大单月增量，而2025年1月和2月企业待结汇资金增量也分别有206亿和202亿美元。尽管在2月至3月份，“待结汇盘”持续扩张成为抑制人民币升值幅度的供需因素，但是2024年三季度因日元升值和美元指数暴跌引致的汇率冲击，已经证明一旦外部环境出现风险翻转，美元指数确认从“强美元”步入“弱美元”周期，待结汇资金的释放将成为推动人民币汇率进入升值通道的主要动力。

外汇存款规模大幅扩张。鉴于2024年12月以来，非金融企业部门和居民部门旺盛的购汇意愿，人民币汇率贬值曾形成一致性预期，2025年1月份为了稳定人民币汇率预

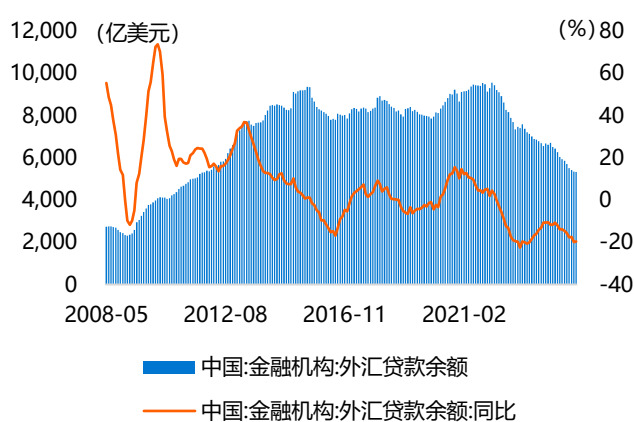
期，人民银行通过公开喊话、增发离岸央票、上调跨境融资宏观审慎参数等多种举措对外汇市场顺周期行为予以纠偏，防范人民币汇率超调风险。针对增配美元资产、增加美元存款的行为，2025 年开年多家商业银行下调美元存款利率，根据媒体的不完全统计，3 个月期美元存款利率最大调降幅度超过 2.2 个百分点。下调美元存款利率部分抑制了购汇需求和美元资产配置冲动，但是外汇存款规模仍在大幅扩张，2024 年 12 月至 2025 年 2 月，外汇存款累计增加了 1070 亿美元，单单 2 月份外汇存款增量就达到 401 亿美元，为 2021 年 4 月以来规模最大的单月增长。截至 2025 年 2 月末，外汇存款余额达到 9325 亿美元，增速高达 12.70%。

图10：2025 年 1-2 月外汇存款规模快速扩张



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图11：2022 年以来外汇贷款规模持续下降



数据来源：Wind、东吴证券研究所

非金融企业和居民部门“囤汇”，尽管表明市场仍预期人民币汇率贬值，但是也会在人民币“充分”贬值时成为“抄底”买入人民币、稳定外汇市场供需的力量。以 2024 年 7 月份以后人民币汇率的变化为例，当 2024 年 7 月初中间价“顺势”调升，引导 USDCNY 和 USDCNH 突破 7.30 之后，部分“囤汇”资金即预期人民币汇率或贬值到位，当月外汇存款减少 18 亿美元，当人民币在 8 月份继续升值 1.88% 至 7.10 下方时，外汇存款反而单月增长 184 亿美元。尽管 2024 年 9 月至 11 月由于外汇市场供需预期扭转，外汇存款出现连续 3 个月减少，但是在 2024 年 11 月美国总统大选结果出炉后，对关税政策的担忧又驱动外汇存款恢复正增长。站在 2025 年 4 月初贸易政策风起云涌，外汇市场面临巨大不确定性的阶段，阶段性释放贬值压力对于稳定人民币汇率预期、平衡外汇市场供需而言反而是一种利好，2024 年 12 月至 2025 年 2 月囤积的外汇资产，在市场供需失衡时将成为再平衡的机制。

3. 货币政策：“稳汇率” V.S. 宽货币

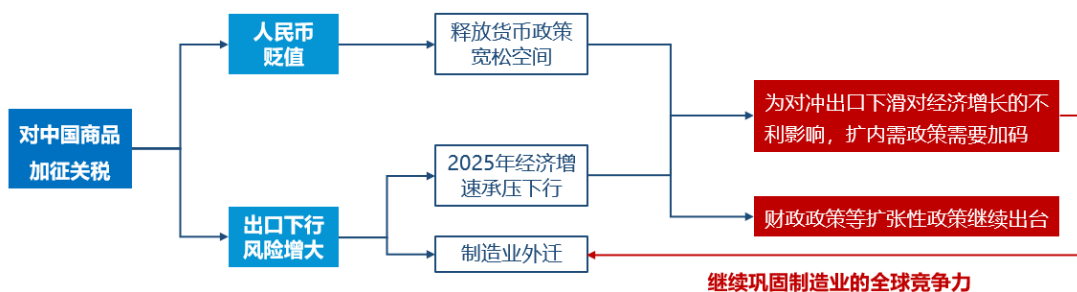
2025 年 3 月中旬，中国人民银行在货币政策委员会第一季度例会上，重申“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对

扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，彼时海外关税风险尚未发酵，结合当时资金面的情形，部分市场观点认为对“稳汇率”的强调，或导致外部约束重新成为货币政策“择机降准降息”的掣肘因素，但是当4月初“对等关税”政策落地之后，海外经济挑战增大、出口增速面临下滑风险时，“稳增长”的诉求要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口。

3.1. “弱美元+非美货币强势”=及时贬值释放“宽货币”空间

2025年4月份，在外部关税政策风险上升，出口“基本盘”面临关税挑战的情况下，人民币带有主动缓释风险的贬值，反而有利于“宽货币”的落地。回顾2023年6月期《经济研究》所发表的易纲先生署名研究论文《货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定》，对利率政策和汇率政策之间的搭配关系而言，“利率政策和汇率政策不是并列的，利率是核心和纲，汇率在利率政策影响下由市场形成。首先要将国内目标放在首位，并为实现国内目标选择利率等最优政策。其次需确保汇率由市场决定……使利率水平与潜在经济增长和保持物价基本稳定的要求相匹配（不搞强刺激或急刹车）。同时，显著提升人民币汇率弹性，为自主调节货币政策创造条件”。

图12：外部风险需要国内政策适度加码以对冲扰动



数据来源：东吴证券研究所绘制

海外关税政策风暴冲击商品出口基本盘，经济增速下滑压力增大的节点上，“稳增长、稳预期、稳信心”的诉求前置，此时及时释放贬值压力、增强人民币汇率的波动弹性，让人民币汇率成为风险“缓冲垫”，能够有效削弱外部冲击、部分对冲加征关税对出口企业的影响，同时拓宽国内货币政策逆周期调控空间。在全球贸易冲突升级引发的资产抛售潮中，传统的美债等避险资产也面临下跌压力，欧元和日元等非美货币相对走强，其他非美货币也尚未承受系统性贬值压力，此时人民币主动释放汇率贬值压力，不仅不会掣肘“降准降息”，反而在适度的利率政策和有弹性汇率政策相互支撑之下，有利于国内货币政策更加“及时”落地“适度宽松”。

3.2. “强美元+非美货币弱势” = “稳汇率”压力抬升

从 2022 年至今，美元兑人民币汇率中枢逐年上浮，以 2021 年底美元兑人民币汇率收在 6.3730 计算，截至 4 月 9 日，美元兑人民币汇率累计上行幅度超过 15%，尽管期间几经周折，人民币对美元曾阶段性回到 7.0 左右，但总体上呈现贬值态势，同期非金融企业和居民部门基于风险中性理念“囤汇”，以应对不确定性，资产负债表币种错配风险被减轻。审视外汇管理思路，我们认为人民币汇率管理的“底线”或是人民币不出现“一致性预期”，既包括一致性升值预期，也包括一致性贬值预期，人民币汇率的“合理”点位应是在跨境资金均衡流动下的双向浮动，跨境资金均衡流动意味着货币政策可更多聚焦在国内经济目标上，可当跨境资金因一致性贬值预期而出现“羊群效应”流出，“稳汇率”在“防风险”的导向下就更加重要。

图13：4 月以来人民币和美元同步贬值



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4 月份以来美元指数与人民币汇率同跌，从人民币角度看，为应对出口基本盘压力而主动释放风险的导向性更强，而本轮美元指数下跌则是在关税政策不确定性、流动性冲击等多因素作用下的“危机模式”，其中“避险资产”美债反而成为风险之源，甚至带动德债利率跟随式上行，当金融市场质疑美元资产的中长期吸引力时，人民币的贬值压力或相对可控，并且汇率市场缓释风险不会制约“宽货币”的落地。然而，当美元资产的危机模式解除，“弱美元”重新转化为“强美元”、非美货币汇率再度承受系统性贬值，欧元和日元等主要货币进入贬值趋势时，人民币“稳汇率”压力或将上升，对跨境资金流动“防风险”的考虑或开始对“宽货币”产生制约。

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) 中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；
- (3) 特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

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。

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>