

## 宏观深度报告 20220829

# 人民币再破“7”的胜负手仍在地产——兼论人民币汇率的分析框架

2022年08月29日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

### 观点

■ **中国降息稳地产，美联储紧缩控通胀，中美之间的政策分化加剧。** 中国央行非对称下调 LPR，意在稳地产；杰克逊霍尔会议美联储为控通胀坚持紧缩不动摇，9月加息 75bp 预期升温。美元位于近 20 年高位，人民币跌破 6.87、破 7 的风险大大上升。

■ **经济下行、中美政策分化下，“保地产”还是“保汇率”？** 我们认为当前**保地产就是保汇率**。如果“金九银十”地产销售不能出现明显的企稳反弹，人民币汇率最早可能在 9 月就破 7。

■ **在本篇报告中，我们把人民币汇率水平拆解成两个主要组成部分：美元指数代表的“基准”+溢价。** 前者和美元指数的变化密切相关，后者则是阶段性的事件冲击和人民币自身的市场环境带来的结果。

■ **美元“基准”的主要影响因素是美联储和全球非美经济体的景气度。**

美联储方面，市场仍存在对未来加息路径的低估，我们认为这一预期会在 9 月进行修正，支持美元走强。

相较美联储政策而言，全球经济（尤其是非美经济体）景气度的逻辑可能更加重要：我们以中国和欧洲作为全球非美经济体的代表，当中欧经济均处于下行通道时，意味着全球非美经济体景气度下降，美元指数往往倾向于升值；而当中欧经济企稳反弹，美元指数往往会贬值。

今年中国经济的拐点和地产密切相关，欧洲则受到能源供给和价格的约束。我们认为下半年经济场景更有可能从中国和欧洲双双下行转变为中国企稳、欧洲继续疲弱的格局，叠加美联储在紧缩道路上不同于过去 20 年的强硬，美元指数仍将保持相对强势，拐点可能要到明年初、度过寒冬之后。

■ **美元“基准”之外，还有不少中国经济和人民币特有的因素会影响汇率的弹性，使得人民币汇率偏离美元的“标准”。** 例如对外贸易，中美利差，政策干预都可以归为此类，我们统称为“溢价因素”。而疫情之后另一个因素的影响也在逐步加大——人民币的避险和多样化（diversification）属性。

■ **在美元保持相对强势的情况下，人民币是否破 7 的关键取决于“地产”和“出口”的赛跑。** 在人民币“溢价”因素中，对外贸易和净出口影响最大，净出口恶化的拐点可能在第四季度至明年初，在此之前仍为人民币的重要支撑；而当前地产和疫情风险严重妨碍了人民币发挥区域避险和多样化属性优势。中美利差虽然倒挂，但是背后对于汇率的影响并不明确——债市资金流出，但是权益资金有可能在经济改善的预期下流入。

■ **地产销售和居民加杠杆需要在第四季度前改善，否则在美元升值压力下人民币最早可能在 9 月破 7。** 除非地产（尤其是销售）能在“金九银十”、净出口趋势性转弱前企稳反弹，以遏制美元继续大幅上涨的可能、对冲净出口恶化的压力，否则人民币汇率很可能最早在 9 月就破 7。

■ **风险提示：**美元国际货币体系核心的地位加速流失，人民币分析框架中的美元“基准”不再适用；如果中国经济能够迅速地去地产化，经济企稳找到其他动力，则以上从地产到汇率的分析和抉择也不再适用；欧洲如果能尽快获得其他来源的能源补偿缺口，度过难关，明年初经济加速复苏可能使得美元加速见顶。

### 相关研究

《高频数据周报：政策密集发力下票据利率回升，经济要好转了吗？》

2022-08-28

《进还是退，鲍威尔杰克逊霍尔讲话有何玄机？》

2022-08-26

《稳增长 2.0，火力如何？》

2022-08-25

## 内容目录

1. 人民币汇率的两个维度：美元“基准”和人民币“溢价” .....	4
2. 美元“基准”：美元转向需要具备哪些条件？ .....	5
2.1. 美联储：市场依旧低估了联储紧缩的决心 .....	5
2.2. 全球非美经济景气度 .....	6
3. 人民币“溢价”：地产和出口的“赛跑” .....	10
3.1. 对外贸易：最重要的“溢价因素” .....	11
3.2. 中美利差：被高估和误读的因素 .....	12
3.3. 政策干预：逐渐式微的影响因素 .....	14
3.4. 避险和多样化属性：被地产和疫情所困的“后起之秀” .....	15
4. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 人民币汇率水平可以分解成两个部分: 美元指数隐含水平和溢价.....	4
图 2: 人民币汇率分析的简单框架.....	5
图 3: 6 月以来美元指数和市场政策利率预期密切相关.....	6
图 4: 即使与 6 月点阵图相比市场预期也是偏鸽的.....	6
图 5: 美元指数和中国、欧洲经济景气度的关系.....	6
图 6: 2000 年以来中欧不同经济组合下美元指数的表现.....	7
图 7: 1994 年德日经济共振下美元指数贬值.....	8
图 8: 住户部门信贷是经济景气度的主要温度计.....	9
图 9: 但是企业贷款似乎有一定的“逆周期”性.....	9
图 10: 企业中长期贷款滞后于经济周期.....	9
图 11: 居民加杠杆和地产密切相关.....	9
图 12: 欧洲经济景气度和天然气.....	10
图 13: 德国天然气库容比.....	10
图 14: 对外贸易可能是当前人民币汇率偏离美元“标准”最重要的因素.....	11
图 15: 商品出口份额上升和服务业进口萎缩是疫情后贸易改善的重要原因.....	12
图 16: 疫情之后海外主要发达经济体产需缺口扩大.....	12
图 17: 人民币汇率和中美利差.....	13
图 18: 欧元汇率和欧美利差.....	13
图 19: 中美利差倒挂下股市和债市跨境资金流动出现分化.....	13
图 20: 2015 年至 2017 年欧美政策分化、利差收窄下资金流入欧洲股市.....	14
图 21: 2017 年之后央行基本推出常态化干预.....	15
图 22: 疫情后人民币汇率出现一定的避险属性.....	16
图 23: 疫情后中国股市和其他新兴市场也出现了分化.....	16
图 24: 随着中国经济和市场地位上升, 人民币汇率逐步具备一定的避险属性.....	16

8月22日，央行非对称降息（1年期LPR下调5bp，5年期则下调15bp）背后稳地产的意图十分明显，上周五杰克逊霍尔会议，鲍威尔展现出少见的简洁和强硬，美元指数继续维持在近20年的高位，隐隐有再创新高的冲动，而短短两周内人民币（在岸）由6.74大幅贬值至6.87。

回顾历史，每当地产和经济下行压力大、中美政策分化的时候，市场总会热衷于“保房价、保地产”还是“保汇率”的讨论，这一次央行顶着美联储紧缩进行逆势降息，是不是意味着这一次政策选择了地产、放弃了汇率？在美元指数已经创下近20年新高的背景下，人民币汇率会不会破7，并且再创新高？

在本篇报告中，我们引入一个简单的框架来分析人民币汇率，并且对各种似是而非的因素进行归类 and 排序。根据这一框架，我们认为年内美元指数依旧会保持强势，人民币能否企稳的关键因素是国内地产。若地产销售和居民端贷款不能明显改善，人民币最早在9月就有可能破7。

## 1. 人民币汇率的两个维度：美元“基准”和人民币“溢价”

我们把人民币汇率水平拆解成两个主要组成部分：美元指数隐含的价格水平（简称美元“基准”）+溢价因素（图1）。前者和美元指数的变化密切相关，后者则是阶段性的事件冲击和人民币自身的市场环境带来的结果，例如2015年汇率市场化不足带来的弹性不足，2018年至2019年中美贸易摩擦带来的事件冲击，2020年初全球疫情爆发带来的国内美元流动性紧缺（担忧）。

图1：人民币汇率水平可以分解成两个部分：美元指数隐含水平和溢价

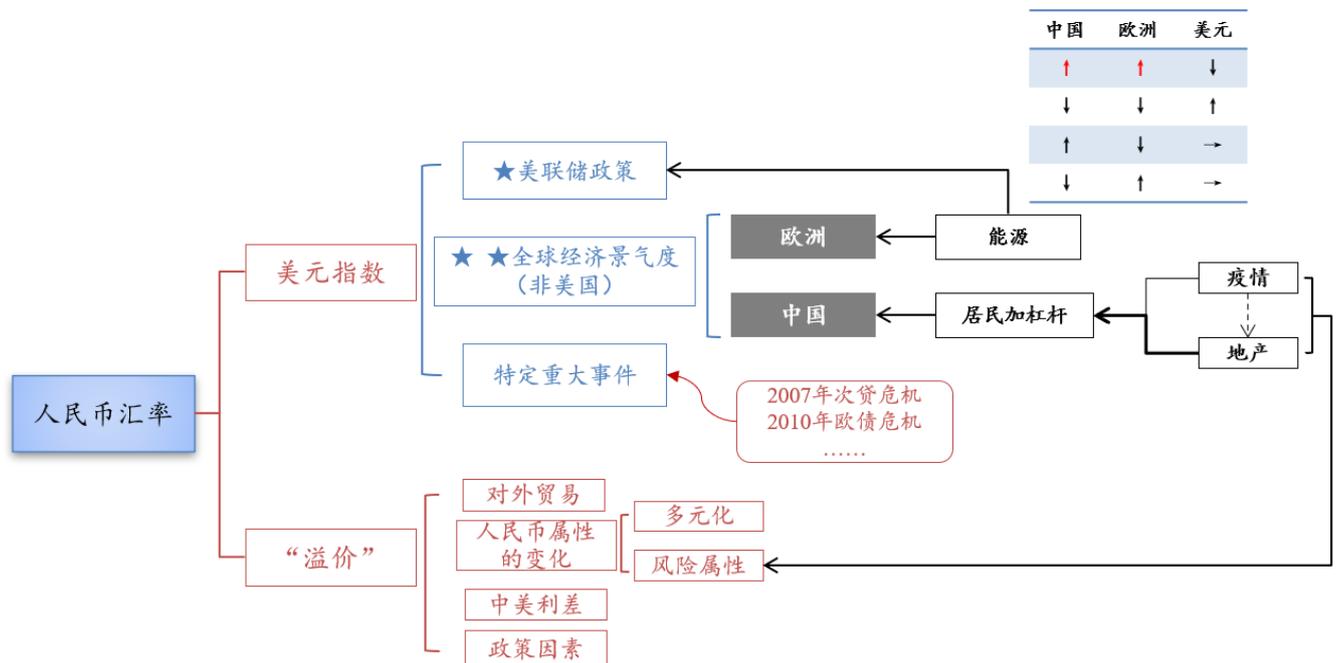


数据来源：Wind，东吴证券研究所

为什么选择美元指数作为判断人民币汇率基准？用汇率来判断汇率，多少有点奇怪。这里需要指出的是作为全球货币体系核心的美元，其价格的含义较其他货币要丰富得多——不仅代表着全球的流动性和融资环境，也是全球经济景气度和市场情绪的重要温度计。

因此可以将人民币汇率的判断分为两个主要的问题：美元指数后续会怎么变化？什么因素会导致人民币汇率偏离美元指数隐含的水平？其中，美元指数基本决定了人民币变化的方向，而溢价或者说偏差因素决定了人民币汇率阶段内的变化弹性。

图2：人民币汇率分析的简单框架



数据来源：东吴证券研究所绘制

## 2. 美元“基准”：美元转向需要具备哪些条件？

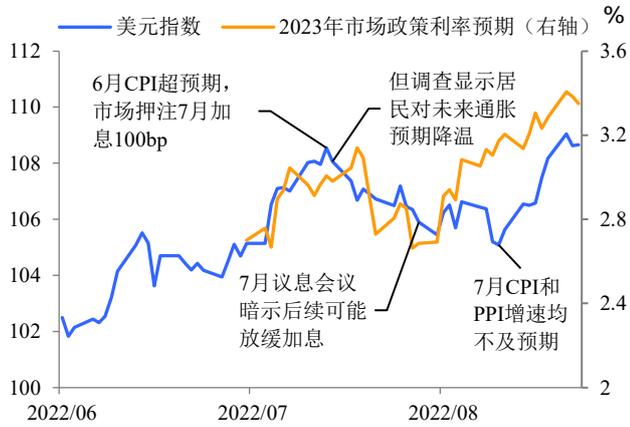
对于美元而言，今年最大的疑问是什么时候才会转向贬值？判断美元指数由强转弱有两个角度（美联储货币政策和全球非美经济体的景气度）和三要素：美联储、中国地产和（欧洲）能源价格。在我们看来，今年年内美元趋势性走弱的条件并不成熟。

### 2.1. 美联储：市场依旧低估了联储紧缩的决心

美联储方面，市场仍存在对未来加息路径的低估，我们认为这一预期会在9月进行修正，支持美元走强。市场对于美联储未来加息的定价是影响今年以来美元走势的重要因素（如图3），但是当前市场对于美联储加息路径的预期是偏鸽派的，要在未来一年将通胀降至2%之内，我们预计9月会议美联储会上调点阵图（相较于6月），尤其是针对

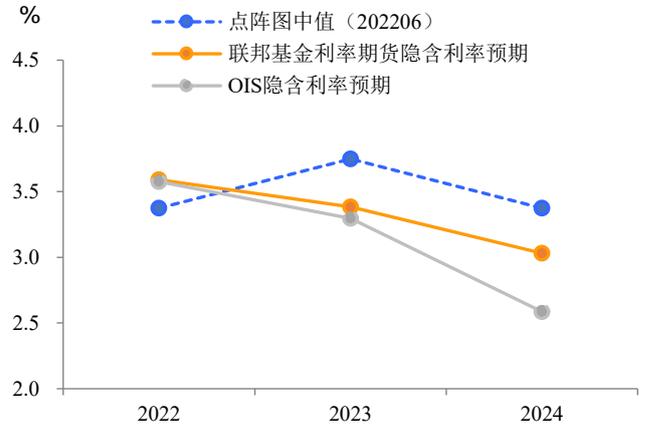
今明两年，这意味着相较6月点阵图仍偏鸽派的市场预期在9月也将面临上修风险（图4）。

图3：6月以来美元指数和市场政策利率预期密切相关



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：即使与6月点阵图相比市场预期也是偏鸽的

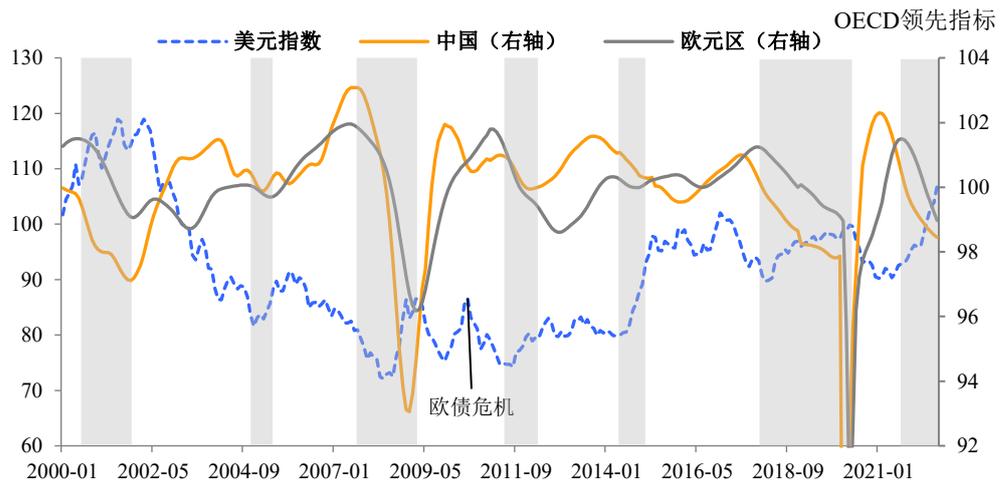


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

## 2.2. 全球非美经济景气度

在我们的美元框架里，相较美联储政策而言，全球经济（尤其是非美经济体）景气度的逻辑可能更加重要：我们以中国和欧洲作为全球非美经济体的代表，当中欧经济均处于下行通道时，意味着全球非美经济体景气度下降，美元指数往往倾向于升值；而当中欧经济企稳反弹，美元指数往往会贬值（图5）。

图5：美元指数和中国、欧洲经济景气度的关系



注：上图中阴影部分代表中欧经济同时向下的时期。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

具体来看，我们将 2000 年以来中国和欧洲的景气度分为 4 种组合情形，如图 6 所示，中欧经济同向变动对于美元指数的指示作用非常明确，胜率高达 86%（7 次中仅有 1 次出现偏离）。而当中欧经济分化时，美元指数往往陷入震荡。

值得注意的是，在上述美元分析的景气度维度里美国自身经济如何，一般而言并不重要（或者说作用并不直接），这就是美元作为全球货币的特殊之处。此外，部分重大事件尤其是金融体系相关危机的爆发会对汇率市场造成巨大扰动，毕竟支撑现代货币体系的是其背后庞大的信用和金融体系，例如 2007 年的次贷危机，2010 年的欧债危机分别让美元和欧元“吃尽了苦头”。

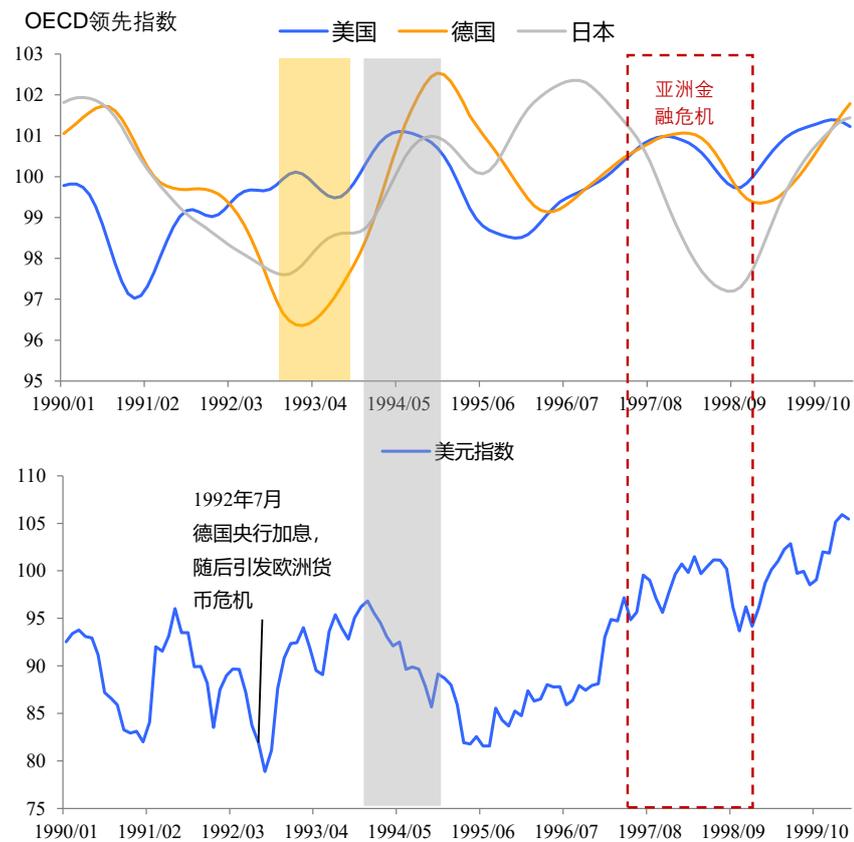
图6：2000 年以来中欧不同经济组合下美元指数的表现

情景	经济方向		美元指数 变化方向	胜率	平均收益率
	中国	欧洲			
1	↑	↓	↑	57.1%	0.21%
2	↑	↑	↓	85.7%	-6.12%
3	↓	↓	↑	85.7%	5.06%
4	↓	↑	↑	57.1%	1.82%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

而且从影响的大小来看，全球经济景气度变化对美元的影响比美联储货币政策更加重要。一个典型的例子是 1994 年美元的表现，当年美联储加息 250bp，而作为非美经济体代表的德国和日本依旧处于宽松周期中，不过货币政策分化的影响让位于经济基本面，德国和日本再衰退后的强劲复苏使得美元指数录得不小的跌幅。

图7：1994年德日经济共振下美元指数贬值



注：黄色阴影为德国经济的衰退期（1992年第三季度至1993年第三季度），灰色阴影为1994年。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

今年影响中国和欧洲经济的核心因素是中国的地产和疫情以及欧洲的能源。而我们认为后者的难题更加难以解决，因此今年下半年至明年年初，我们可能只是从图6中的情景3向情景1变化，美元指数至多也是从偏强转向震荡。

中国方面，一般认为信贷数据是经济的领先指标，不过从结构上看，居民加杠杆的行为与经济周期更加相关（图8）。相较而言，企业贷款反而呈现一定的“逆周期性”（图9），其中可能是因为在经济下行和央行逆周期信贷政策下，银行往往会利用企业票据和短贷充量，而企业往往只在经济好转之后才会选择增加中长期贷款进行固定资产投资（图10）。

居民加杠杆背后的重要驱动力是买房，这从侧面验证了地产是我国经济支柱行业的地位。此外，消费信贷也是重要的边际力量，下半年如何通过防疫政策的调整释放消费空间也是经济企稳的看点之一。

图8: 住户部门信贷是经济景气度的主要温度计



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 但是企业贷款似乎有一定的“逆周期”性



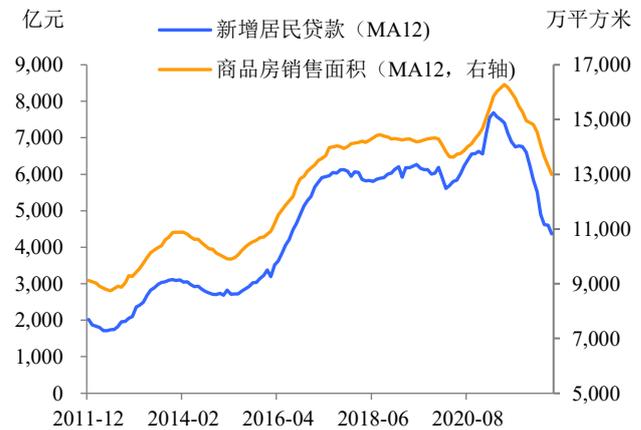
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 企业中长期贷款滞后于经济周期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

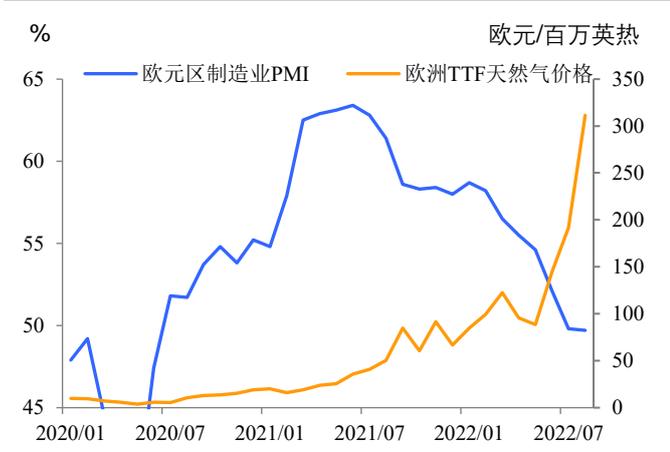
图11: 居民加杠杆和地产密切相关



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

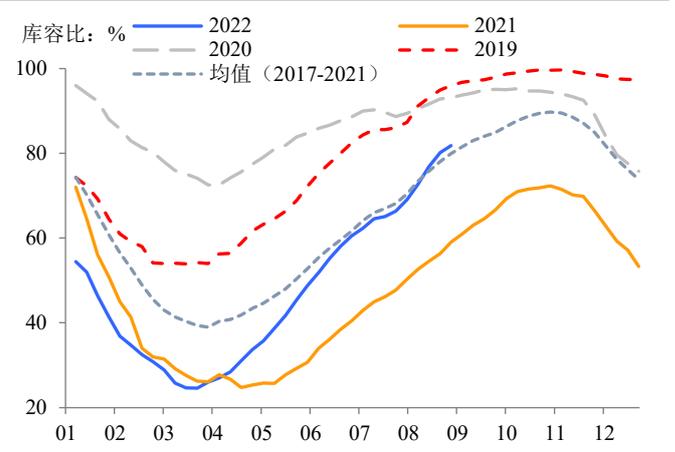
欧洲方面，能源供给成为限制经济的重要因素。如图12所示，2021年下半年以来欧洲制造业的走弱和能源价格就密切相关。除了价格，欧洲能源供给量本身也是捉襟见肘。以德国为例，为了应对寒冬，欧洲国家通过“开源节流”将库容比勉强维持在历史平均水平，高于2021年，但是德国总的天然气库存容量不到250TWh（太瓦时），大致相当于正常情况下冬季2个月的社会消费量。此外，欧洲央行在经济逆风的情况下加速加息，无疑更是“雪上加霜”。

图12: 欧洲经济景气度和天然气



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 德国天然气库容比



注: 横轴为月份。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综合以上分析,我们认为下半年经济场景更有可能从中国和欧洲双双下行转变为中国企稳、欧洲继续疲弱的格局,叠加美联储在紧缩道路上不同于过去20年的强硬,美元指数仍将保持相对强势,拐点可能要到明年初、度过寒冬之后。

### 3. 人民币“溢价”: 地产和出口的“赛跑”

如果单纯依靠美元指数来判断人民币,那么今年年内人民币汇率将破7。不过除此之外,还有不少中国经济和人民币特有的因素会影响汇率的弹性,使得人民币汇率偏离美元的“标准”。市场上耳熟能详的汇率影响因素,例如对外贸易,中美利差,政策干预都可以归为此类,我们统称为“溢价因素”。而疫情之后另一个因素的影响也在逐步加大——人民币的避险和多样化(diversification)属性。

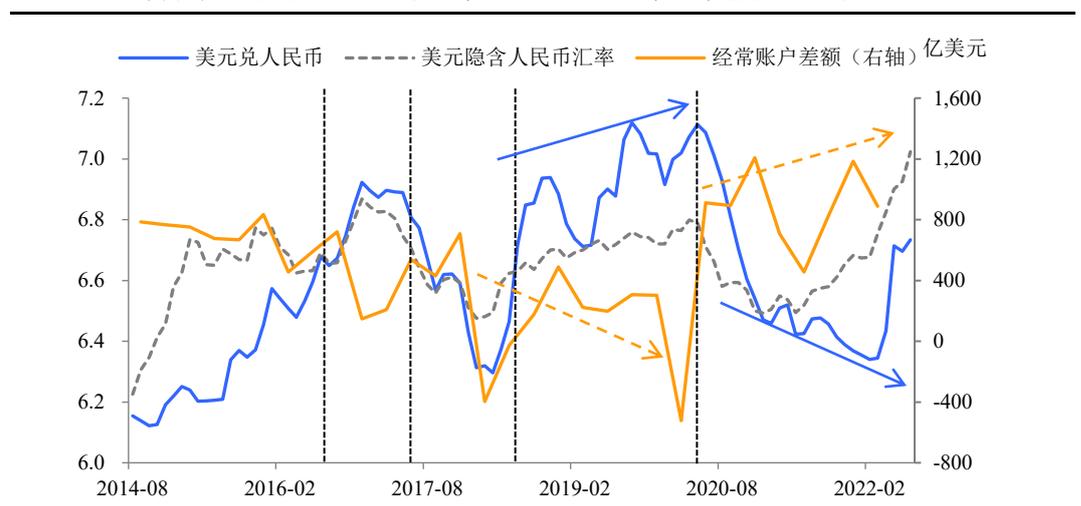
从“溢价因素”看,人民币是否破7的关键取决于“地产”和“出口”的赛跑。对外贸易和净出口权重最大,净出口恶化的拐点可能在第四季度至明年初,在此之前将对人民币形成支撑;而当前地产和疫情风险严重妨碍了人民币发挥区域避险和多样化属性优势。中美利差虽然倒挂,但是背后对于汇率的影响并不明确——债市资金流出,但是权益资金有可能在经济改善的预期下流入。除非地产(尤其是销售)能在“金九银十”、净出口趋势性转弱前企稳反弹,否则人民币汇率很可能最早在9月就破7。

### 3.1. 对外贸易：最重要的“溢价因素”

进出口可能是最常被提及的汇率影响因素之一，也是使得人民币汇率偏离美元“标准”最重要的基本面因素。最主要的指标就是净出口（商品和服务）：如图 14 所示，当净出口恶化时，人民币汇率贬值弹性更大，例如 2018 年至 2019 年在中美贸易摩擦的压力下中国净出口的恶化导致人民币汇率一度超调破 7。反之，当净出口不断改善时，人民币的升值弹性会更大，典型的的就是 2020 年疫情之后，净出口改善使得人民币升值惯性很大，即使 2021 年下半年美元开始强势反弹，人民币继续升值、“反应迟钝”。

净出口的拐点可能在今年第四季度或明年初出现，主要看点在海内外供需格局和疫情防控的变化。疫情之后中国净出口的迅速改善主要取决于政策差异带来的供需格局差异，中国是供给端改善大于需求，海外则正好相反，这导致中国出口份额的提升，而严格的防疫政策也使得此前净出口重要“拖累”的服务贸易赤字大幅缩减。不过能源价格和紧缩政策的冲击下，海外经济衰退的风险不断上升，需求终会放缓使得供需缺口逐渐收敛，考虑到第三季度美国的需求较二季度环比有所改善，拐点最早可能要到第四季度（图 16）。国内方面，我们依旧认为下半年密集政策的发力有助于稳住需求，（尤其关注金九银十地产需求的表现），而疫情管控的逐步优化，例如 824 国常会提及要“为商务人员出入境提供便利”，服务贸易重拾“活力”，这些都将成为净出口形势转弱的重要因素。

图 14：对外贸易可能是当前人民币汇率偏离美元“标准”最重要的因素



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 商品出口份额上升和服务业进口萎缩是疫情后贸易改善的重要原因

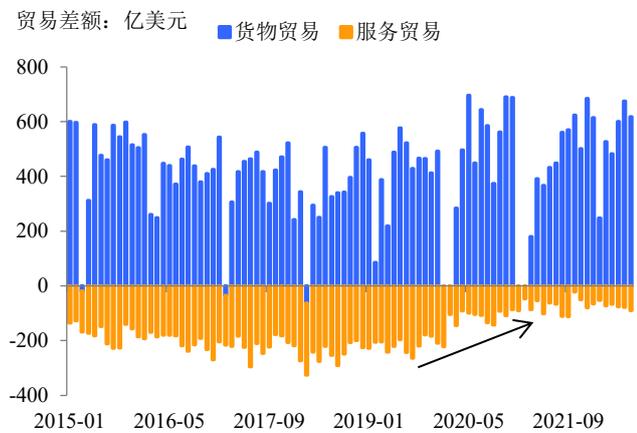
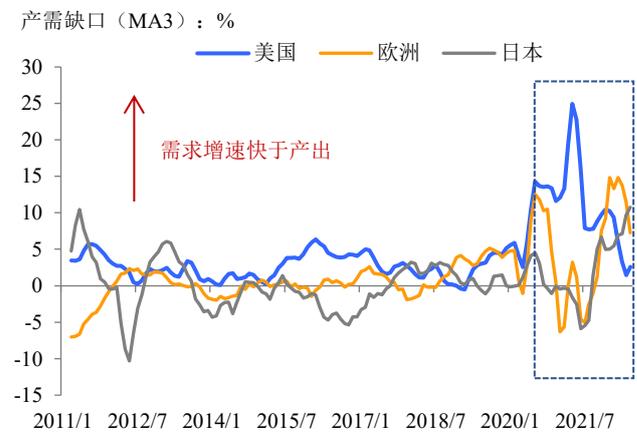


图16: 疫情之后海外主要发达经济体产需缺口扩大



### 3.2. 中美利差：被高估和误读的因素

中美利差可能是最被高估的汇率影响因素。常常能看到中美利差收窄导致人民币贬值的言论，我们此前也反复强调过，中美利差和汇率是宏观和中观基本面因素的共同结果，他们之间的因果关系并不直接（图 17），推而广之，即使市场化程度高的欧元，其与利差的关系也难以称得上“密切相关”（图 18）。我们认为对于人民币而言利差的影响不及美元指数和对外贸易因素。

中美利差收窄或者倒挂，会使得债券资金流出，但权益资金不一定，这可能是“利差倒挂——资金外流——汇率贬值”这一逻辑最大的“盲区”之一。全球债券资金在决策时会考虑利差，但是对于权益资金来说更重要的是经济景气度的边际改善，和流动性及利率环境是否保持宽松。因此，无论是今年 5、6 月进入疫后复苏而政策保持宽松的中国市场（图 19），以及 2015 年至 2016 年逆势大幅宽松、经济逐步企稳的欧洲市场（图 20），都出现了债券和权益跨境资金分化的情况。值得注意的是，中国跨境资金中权益的体量不输债券，不同组成部分资金流动的变化会更加值得重视。

因此从以上逻辑不难得出结论，下半年即使中美利差保持倒挂，只要政策发力下经济企稳，境内股市以及人民币汇率都会得到支撑。

图17: 人民币汇率和中美利差



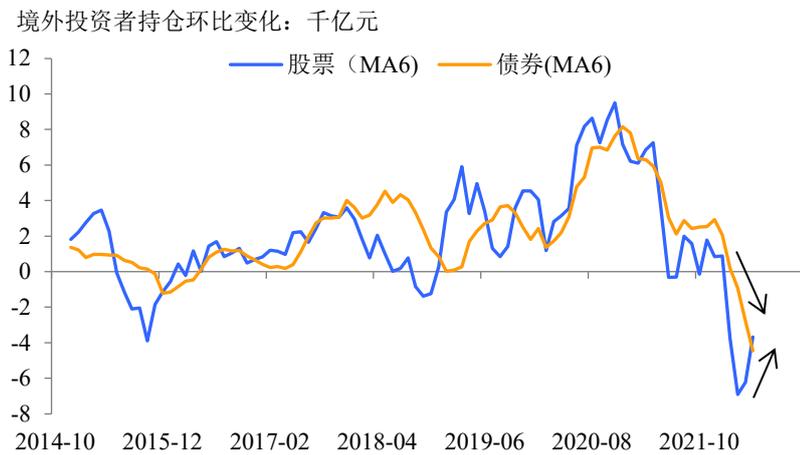
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 欧元汇率和欧美利差



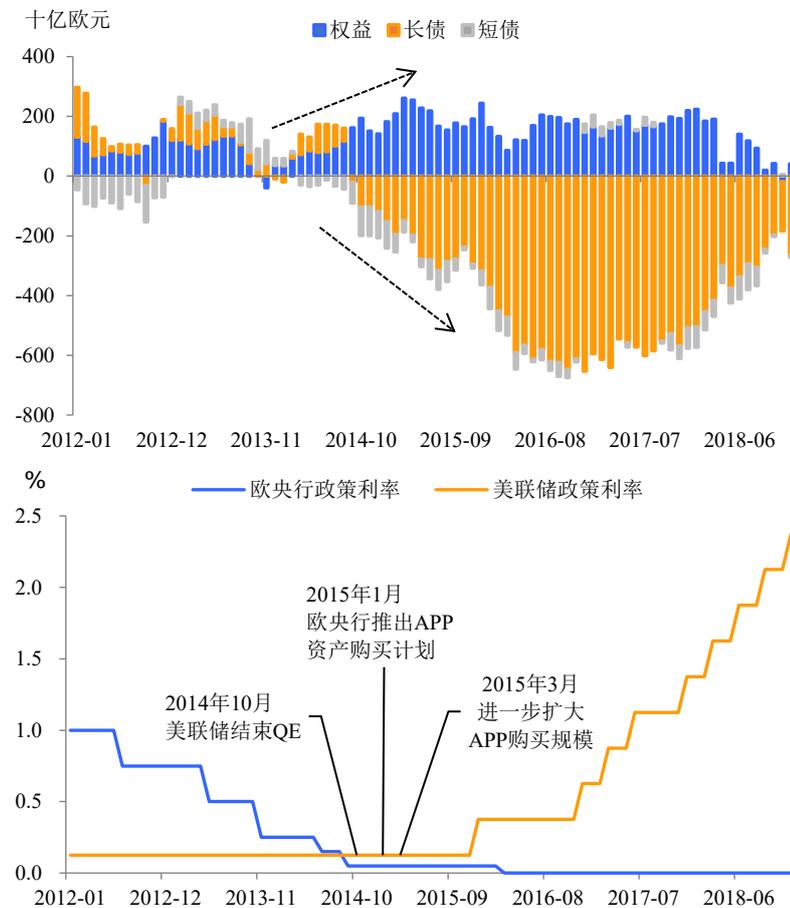
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 中美利差倒挂下股市和债市跨境资金流动出现分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2015年至2017年欧美政策分化、利差收窄下资金流入欧洲股市

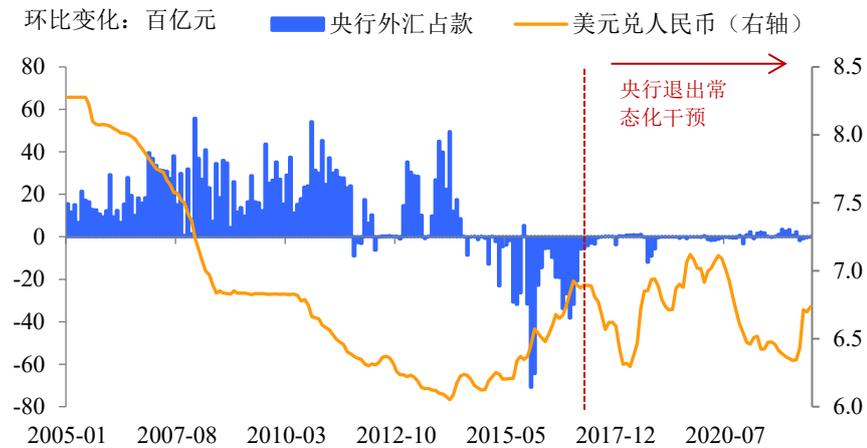


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 政策干预: 逐渐式微的影响因素

政策干预的影响可能越来越弱。央行干预一直是汇率市场重要的波动因素,关于政策因素我们认为有两个要点:第一,政策干预无法逆转只能延缓汇率变动的趋势;第二,2016年之后央行基本退出了常态化政策干预,对汇率的影响越来越间接,例如疫情之后面对人民币汇率的大起大落,央行没有进行直接的买卖,而是主要通过调整外汇存款准备金率、调整金融机构跨境投融资系数和为数不多的窗口指导,这些政策大多还须通过企业自身根据经济情况做出决策和行为选择才能影响汇率,因此,政策干预因素已经不再是判断人民币汇率走势的主要因素了。

图21：2017年之后央行基本推出常态化干预



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.4. 避险和多样化属性：被地产和疫情所困的“后起之秀”

疫情之后一个越来越重要的“溢价因素”是人民币属性的变化。这主要源于人民币汇率已经具备一定程度的避险性，以及背后人民币资产与其他市场的低相关性（甚至是负相关性）。

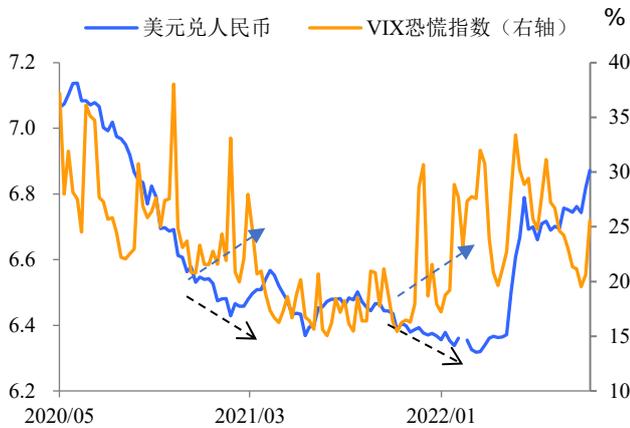
疫情之后人民币的避险属性开始凸显。如图 22 所示，典型的表现是 2021 年大部分时间内当 VIX 上升时人民币汇升值，当 VIX 下降时人民币反而贬值。这背后的原因，一方面与全球疫情的反复和中国防疫相对得力有关（也称为疫情避险属性）；另一方面则是结构性的因素，随着中国经济地位上升、金融市场不断开放以及疫情后逆全球化的趋势加剧，中国成为越来越重要的区域经济重心，人民币也逐步脱离新兴市场货币的范畴，成为区域的货币锚而具备一定的避险属性（图 24），这会使得当出现其他区域的风险事件时（例如俄乌冲突，初期并不影响到中国），区域资金会阶段性选择人民币和中国资产作为避险选择。

与其他经济体资产的低相关性很可能意味着当海外陷入衰退时，中国资产会有超额收益。疫情之后中国资产（股、债）和其他市场的相关性有所下降，这与中国经济相对独立，而且和主要发达国家周期错位有关，如图 23 所示，即使和其他新兴市场经济体相比，中国股市的差异也很明显，今年甚至出现较长时间的负相关。

当前国内疫情和地产风险成为限制以上两大优势属性发挥作用的重要因素。下半年一旦中国经济边际企稳，地产“硬着陆”的风险接触，发达经济体继续放缓，市场对于海外股市的担忧和风险溢价会明显上升，中国市场很可能会获得额外的青睐：从经济角度上，海外经济衰退 VS 中国经济走出困境；从资产角度上，配置中国资产能明显对冲

海外资产的波动。

图22: 疫情后人民币汇率出现一定的避险属性



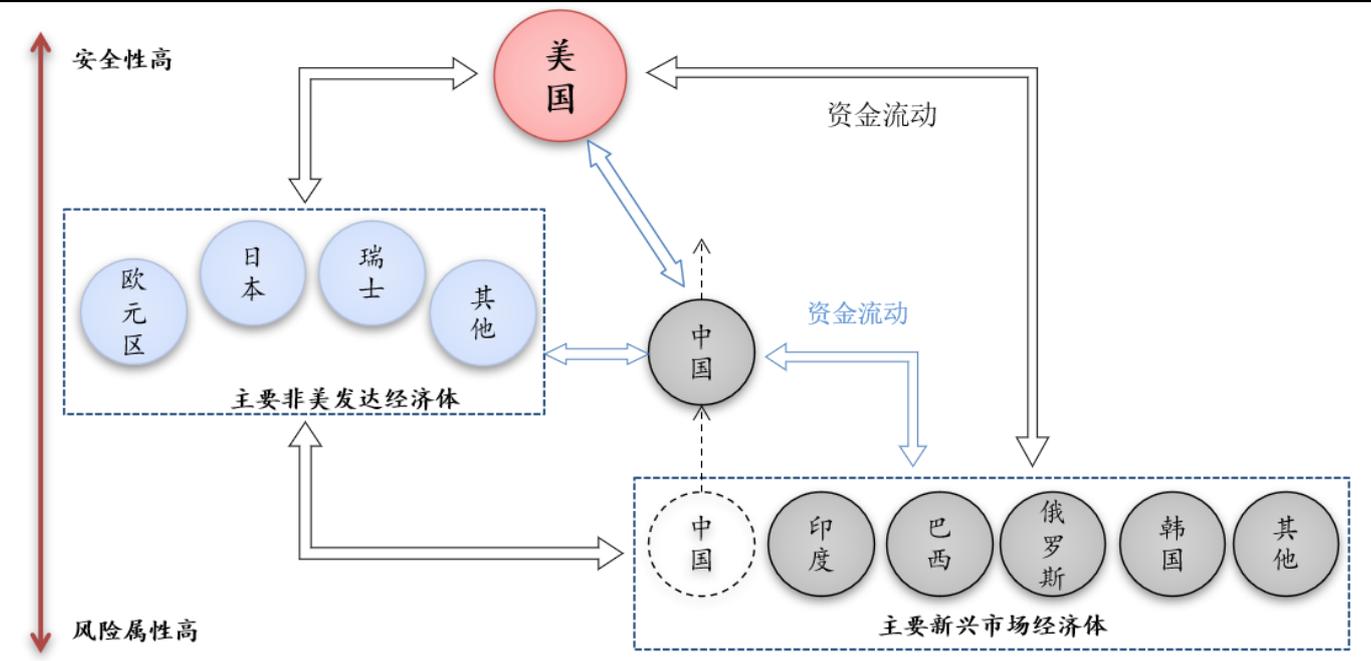
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 疫情后中国股市和其他新兴市场也出现了分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 随着中国经济和市场地位上升, 人民币汇率逐步具备一定的避险属性



数据来源: 东吴证券研究所绘制

#### 4. 风险提示

上述分析的一个核心基础是当前国际货币体系仍以美元作为基础，如果后续美元的地位加速弱化，则上述“人民币汇率=美元指数+溢价”的框架将不再适用。

如果中国经济能够迅速地去地产化，经济企稳找到其他动力，则以上从地产到汇率的分析和抉择也不再适用。

欧洲如果能尽快获得其他来源的能源补偿缺口，度过难关，明年初经济加速复苏可能使得美元加速见顶。

## 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

