

宏观深度报告 20250407

对等关税后的美国经济与市场策略推演

2025 年 04 月 07 日

■ **核心观点:** 对等关税对美国经济的影响在于滞胀冲击与加剧收入分配不平等, 后者将强化美国消费的下行风险。从大类资产表现来看, 市场交易的更多是衰退而非滞胀, 主要在于 Fed Put 落空、油价大跌缓解通胀压力、以及大萧条经验的线性外推等。向前看, 考虑到关税政策走向的高度不确定性, 短期关注三类风险: ①流动性恶化并出现危机; ②欧盟奋起反制; ③中美对抗升级。若上述风险事件消除, 或是全球权益、大宗资产从左侧走向右侧的时机。综合看, 短期看风险难言充分发酵, 中期看经济仍存在滞胀风险, 因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。

■ **对等关税对美国经济的影响:** 滞胀冲击、加剧收入不平等。加征对等关税后, 美国平均进口关税、对华税率分别升至 22.44%、64.66% 的历史高位。高关税对经济冲击在于滞胀和加剧收入不平等。“滞”的方面, 研究机构测算特朗普的关税新政对 2025 年美国 GDP 增速的拖累约为 -0.87%, 并大幅上调 2025 年美国衰退预期; 同时, 关税的累退性质使得高关税对低收入群体的冲击更大, 加剧收入分配不平等现象的同时, 进一步拖累本已走弱的美国居民消费。“胀”的方面, 进口关税给美国核心商品 CPI 带来上行压力, 研究机构普遍测算关税新政对美国物价水平的推升幅度在 1-2.5% 之间。相较于 2018-19 年期间, 本轮对等关税的升级对通胀的上行风险料更加显著。

■ **市场为何交易衰退而不是滞胀?** 三方面因素是直接催化剂。其一, 美联储选择鹰派应对滞胀风险而非救市, Fed Put 的落空一方面意味着“胀”的风险降低, 另一方面也意味着“滞”的风险、即衰退风险增大。其二, 油价大跌给通胀预期降温。其三, 由于对等关税的力度已接近甚至超过 20 世纪 30 年代大萧条时期的高关税情景, 市场更多将当前类比为 70 年代的大滞胀, 并进行线性外推, 强化了市场的衰退预期。此外, 对流动性危机的担忧骤升也加剧了短期的衰退预期。但是, 当前市场的衰退交易并不意味着最终不会走向滞胀, 内外部环境使得此轮关税对通胀的上行风险料将大于 2018-19 年时期。

■ **未来推演与市场策略:** 关注三类风险。对等关税下一步的核心问题在于, 关税是目的还是手段? 如果是目的, 那么当前的高关税将是常态, 美国乃至全球经济衰退难以避免; 如果是手段, 则应关注各国对美妥协后特朗普对关税的延期与豁免。但考虑到特朗普关税政策的高度不确定性的推演的难度, 向前看可重点关注三类风险: ①流动性恶化并出现危机, 直至倒逼出现 Fed Put; ②欧盟奋起反制, 欧美之间的关税冲突升级; ③中美对抗升级。若上述风险事件落地或者消除, 则可关注 4 月 9 日前可能存在的豁免与延期, 对衰退的担忧将因对等关税分批次的豁免而缓解, 风险情绪修复意味着全球股市风险情绪的回归。就大类资产策略而言, 综合来看, 短期看风险难言充分发酵, 中期看经济仍存在滞胀风险, 因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。

■ **风险提示:** 美国关税政策的不确定性极高, 基于此对美国经济增长和通胀的推演可能存在失真; 中美贸易摩擦走向的不确定性较高, 需警惕后续美国进一步加大对华关税措施的可能性; 关税对全球市场的冲击超预期, 引发地区乃至全球性的流动性危机或金融危机。

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦祎

执业证书: S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书: S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《国际贸易摩擦对经济与资产配置的影响》

2025-04-06

《外部环境动荡下资本市场韧性凸显》

2025-04-06

内容目录

1. 对等关税如何冲击美国经济：高关税的增长与通胀效应4

2. 市场交易：为何是衰退而不是滞胀？6

3. 未来推演与市场策略：关注三类风险9

4. 风险提示10

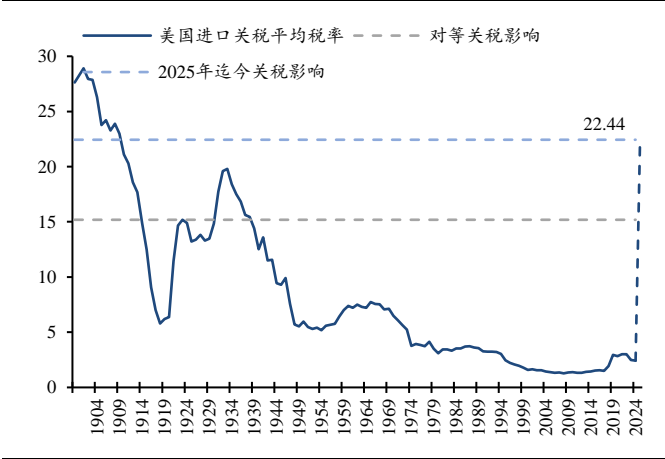
图表目录

图 1:	对等关税前后美国进口关税平均税率 (%)	4
图 2:	对等关税前后美国对华进口关税平均税率 (%)	4
图 3:	研究机构测算不同关税情景对美国 GDP 和通胀影响	4
图 4:	美国关税对美国实际 GDP 水平影响测算 (%)	5
图 5:	关税对美国不同收入群体个人可支配收入的影响测算 (%)	5
图 6:	美国居民主要收入指标较趋势线相对水平	6
图 7:	美国居民名义&实际消费支出	6
图 8:	PMI 指数价格分项与消费者通胀预期	6
图 9:	美国 CPI 与进口价格指数同比	6
图 10:	4.2 对等关税前后主要大类资产日内走势图	7
图 11:	美国 CPI 与主要核心分项同比增速	8
图 12:	美国核心商品 CPI 与 PPI 主要分项同比增速	8
图 13:	2018-19 年期间美国关税与人民币汇率	8
图 14:	2018-19 年期间中国 PPI 同比 (%)	8
图 15:	主要经济体对美国对等关税的回应	9
图 16:	美国高收益债利差 (%)	10
图 17:	美股 VIX 波动性指数	10

1. 对等关税如何冲击美国经济：高关税的增长与通胀效应

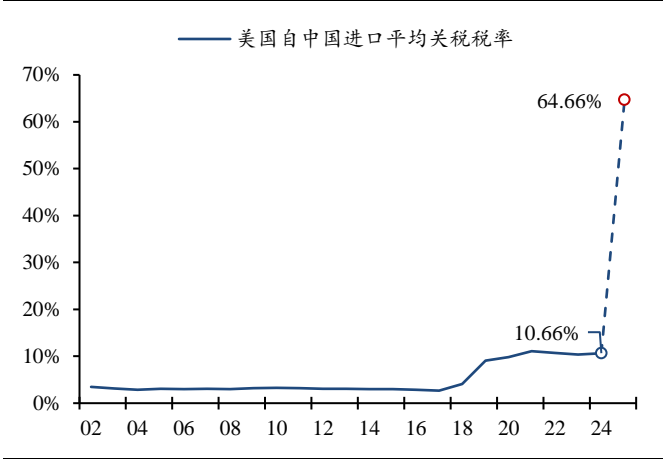
截至最新，特朗普在“独立日”宣布的对全世界额外加征 10%关税已于 4 月 5 日生效，而在此基础上对 60 个国家和地区征收的对等关税将于 4 月 9 日本周三生效。其中，已被加征 25%关税的商品（钢铝、汽车&零部件、不符合 USMCA 的加墨商品）和未被加征关税的铜、药品、半导体、木材、黄金不适用。

图1：对等关税前后美国进口关税平均税率（%）



数据来源：US Census, The Budget Lab, 东吴证券研究所

图2：对等关税前后美国对华进口关税平均税率（%）



数据来源：US Census, 东吴证券研究所；横轴数字为年份后两位，下同

美国平均进口关税、对华关税税率升至历史性高位。根据 USTR 的计算规则，对等关税的算法可简化为约等于该经济体对美贸易顺差/总进口量的 50%，最低为 10%。截至 2024 年，美国进口平均关税税率为 2.34%，对中国进口平均关税税率为 10.66%。由于对等关税应用于所有进口商品，因此，给定各国的对等关税税率（考虑加、墨在 USMCA 协议内的豁免商品），可计算出美国最新进口关税平均税率升至 22.44%，已高于 20 世纪 30 年代《斯穆特-霍利关税法案》的高关税时期。对中国而言，在 2024 年税率基础上新增 2025 年迄今两次 10%、一次 34%幅度的关税，则最新美国对中国进口平均关税税率升至 64.66%的历史高位。

图3：研究机构测算不同关税情景对美国 GDP 和通胀影响

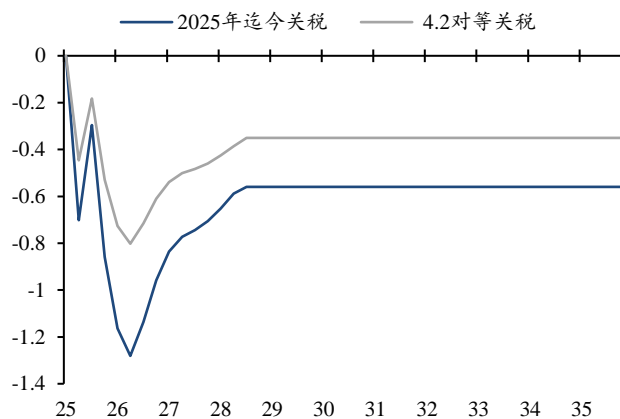
研究机构	关税情景	GDP	通胀（物价水平变化）
Tax Foundation	2025 年迄今关税	-0.70%	
	4.2 对等关税	-0.5%至-0.4%之间	
	全球 10%，中国 60%	-0.8%（无反制） -1.2%（考虑反制）	
	全球 20%，中国 60%	-1.3%（无反制） -1.7%（部分反制）	
The Budget Lab	2025 年迄今关税	2025 年增速：-0.87% 中长期实际 GDP 水平：-0.56%	2.31%
	4.2 对等关税	2025 年增速：-0.54% 中长期实际 GDP 水平：-0.35%	1.31%

	全球 10%，中国 60%	-0.5%（无反制）	1.56%（无反制）
		-0.6%（考虑反制）	1.66%（考虑反制）
	全球 20%，中国 60%	-0.6%（无反制）	2.35%（无反制）
		-1.0%（考虑反制）	2.51%（考虑反制）
PIIE	全球 10%，中国 60%	-0.1%（无反制）	1.03%（无反制）
		-0.42%（考虑反制）	2.05%（考虑反制）
Capital Economics	全球 10%，中国 60%	最多-1.5%	

数据来源：Tax Foundation, The Budget Lab, PIIE, Capital Economics, 东吴证券研究所；如未特别说明，均指对实际 GDP、物价水平的一次性冲击

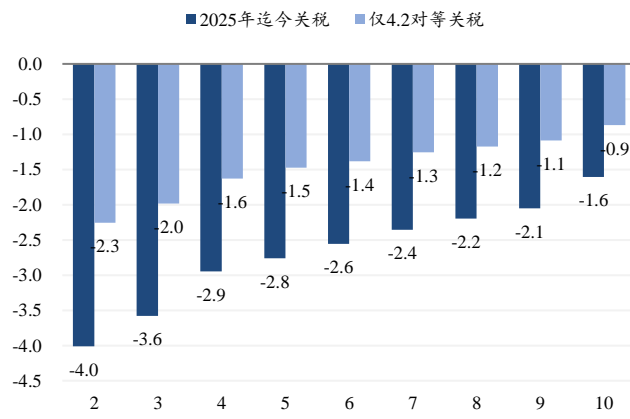
关税对美国经济的冲击：滞胀冲击、加剧收入不平等。目前美国对全球征收 10%、中国征收 54% 的关税新政已十分接近特朗普竞选时以及年初市场各方预期的“全球 10%，中国 60%”风险情形。“滞”的方面，短期看，2 月以来特朗普关税政策的不确定性、叠加裁员减支等收缩性财政政策，已经给美国居民和企业增长预期带来显著负面冲击，而大超预期的对等关税进一步加剧了市场对美国经济衰退的担忧。The Budget Lab 测算 2025 年迄今的关税新政对美国实际 GDP 的拖累幅度在 -0.7%，Tax Foundation 测算特朗普的关税新政对美国 2025 年 GDP 增速拖累约 -0.87%；摩根大通则将 2025 年美国衰退预期从 40% 上调至 60%。中期看，高关税对资源配置和生产效率的影响也将拖累中长期潜在增速。The Budget Lab 测算关税新政将拖累美国中长期 GDP 水平 -0.56%。

图4：美国关税对美国实际 GDP 水平影响测算（%）



数据来源：The Budget Lab, 东吴证券研究所

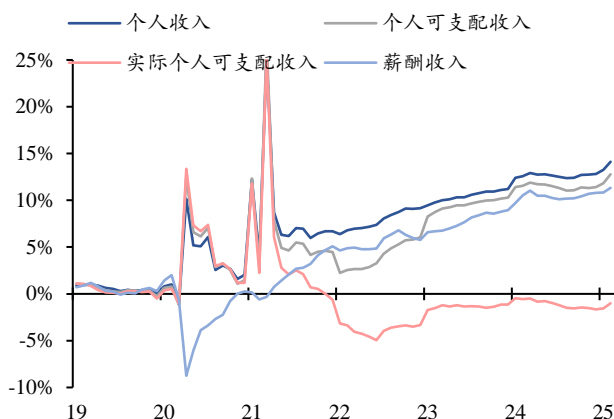
图5：关税对美国不同收入群体个人可支配收入的影响测算（%）



数据来源：The Budget Lab, 东吴证券研究所；横轴数字 x 代表第 x 分位收入群体，纵轴为收入降幅

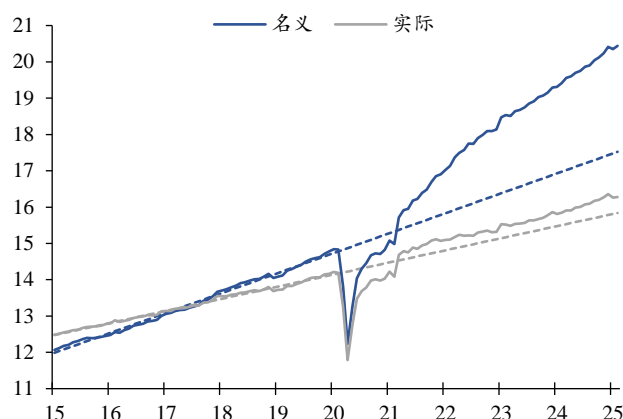
值得注意的是，关税的累退性使得高关税对低收入群体的冲击相比高收入群体更大，加剧收入分配不平等现象的同时，拖累美国消费增长。The Budget Lab 测算，2025 年迄今的关税新政将使得收入分位在最低 20% 群体的可支配收入下滑 4.0%，对最高 10% 收入群体的可支配收入冲击幅度为 1.6%。而今年以来，部分受政策不确定性、紧财政预期的冲击，美国消费者信心大幅下滑，使得在居民可支配收入稳健增长的情形下（图 6），名义与实际消费仍出现显著收缩（图 7）。因此，高关税对美国居民、尤其是边际消费倾向更高的低收入群体的消费预期和实际购买力的侵蚀，料进一步强化下行风险。

图6: 美国居民主要收入指标较趋势线相对水平



数据来源：美联储、东吴证券研究所；趋势线由2015-19年数据回归得出

图7: 美国居民名义&实际消费支出



数据来源：美联储、东吴证券研究所；趋势线由2015-19年数据回归得出；单位万亿美元

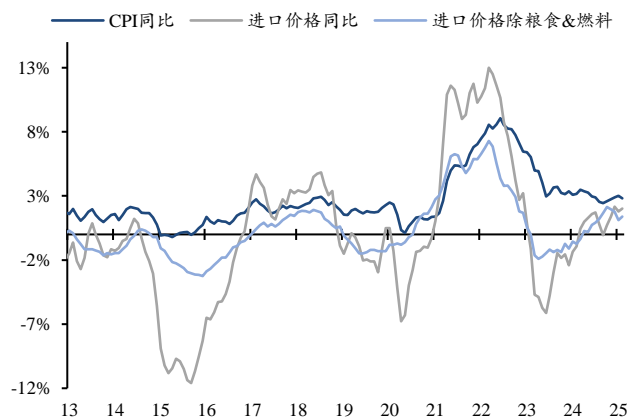
“胀”的方面，进口关税直接给美国核心商品CPI带来上行压力。从最新2月美国CPI数据来看，核心商品通胀环比连续2个月转正，同比下行的空间也已经十分有限。研究机构普遍测算关税新政对美国通胀的推升幅度在1-2.5%之间（图3），效应在年中之后显现。值得注意的是，与2018-2019年期间的关税战不同，自2025年初以来，特朗普的关税“大棒”已经大幅推升消费者和生产商通胀预期至高位，美国进口价格同比增速也出现抬升势头，通胀黏性尚未消退环境下，对等关税的升级对通胀预期与通胀的上行风险料更加显著。

图8: PMI指数价格分项与消费者通胀预期



数据来源：彭博，东吴证券研究所；右轴单位%

图9: 美国CPI与进口价格指数同比



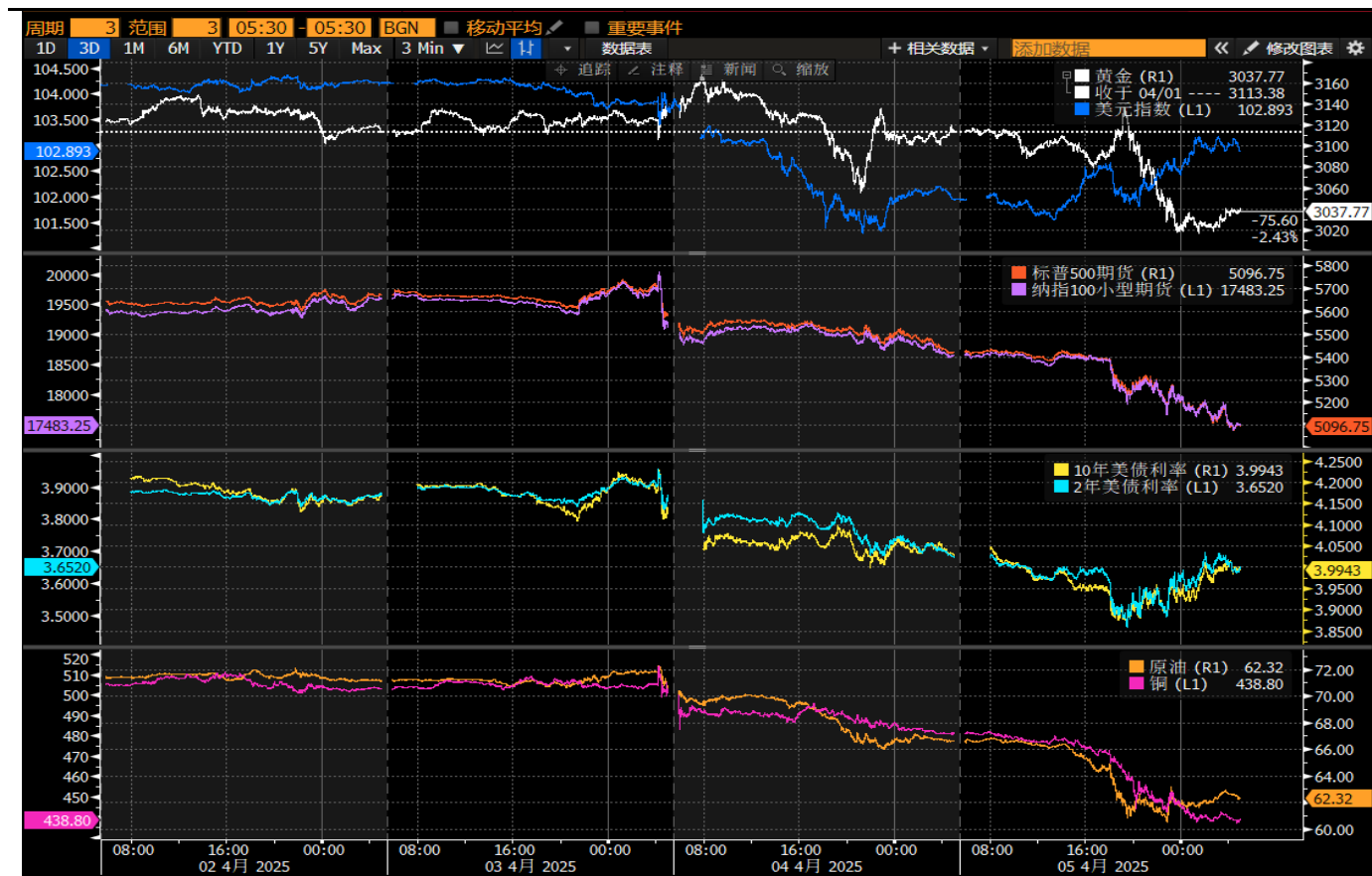
数据来源：彭博，东吴证券研究所

2. 市场交易：为何是衰退而不是滞胀？

4月2日对等关税官宣、4月4日中方对等反制后，交易员对美联储全年降息预期由3次加码至4次，10年美债利率由4.2%最低跌至3.9%，美股、铜油、黄金均出现下跌，美元指数先跌后涨；与此同时，美国1-5年期盈亏平衡通胀预期飙升后迅速下跌。

从大类资产的表现来看，不同于研究机构对关税“滞胀”效应的整体判断，市场的更多是衰退，而非滞胀。

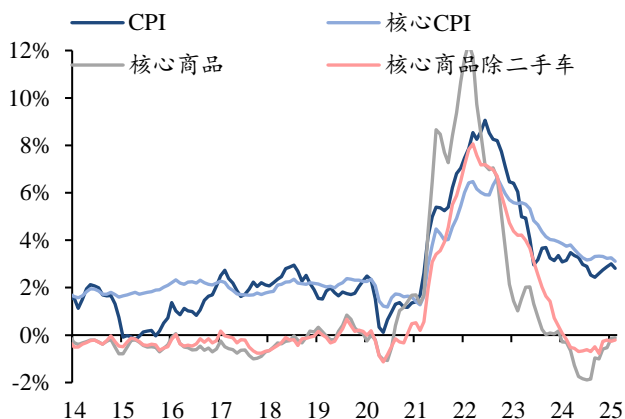
图10：4.2 对等关税前后主要大类资产日内走势图



数据来源：彭博、东吴证券研究所

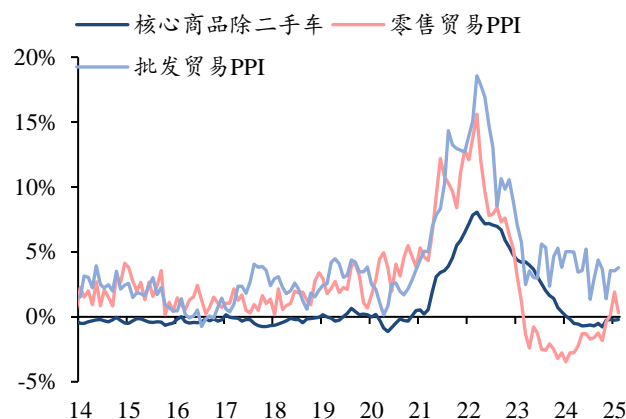
为何市场选择交易衰退“剧本”？三方面因素是直接催化剂。其一，**美联储选择鹰派应对滞胀风险而非救市**。上周五超预期的非农（预期 14 万，实际 22.8 万）公布后，美联储主席 Powell 进行了公开演讲，表示目前并不着急调整利率，这让市场对美联储全年降息预期从 4.9 次回到 4 次。相应的，10 年美债利率从 3.88% 回到 4%。没了 Fed Put，一方面意味着“胀”的风险降低，但另一方面也意味着“滞”的风险、即衰退风险增大。其二，**油价大跌给通胀预期降温**。受需求侧衰退预期升温与供给侧 OPEC 增产超预期影响，WTI 原油一度跌至 60\$/桶附近。作为美国通胀最大的边际变量，油价下跌能很好地抑制美国通胀。其三，**由于对等关税的力度已接近甚至超过 20 世纪 30 年代大萧条时期的高关税情景，市场更多将当前类比为大萧条时期而非 70 年代的大滞胀**，并进行线性外推，强化了市场的衰退预期。此外，出于对美国经济、特朗普政策不确定性的担忧，美股已经历了持续的大跌和抛售，在大超预期的对等关税的重击下，市场对流动性危机进而金融风险的担忧骤升，加剧了短期的衰退风险。

图11: 美国 CPI 与主要核心分项同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

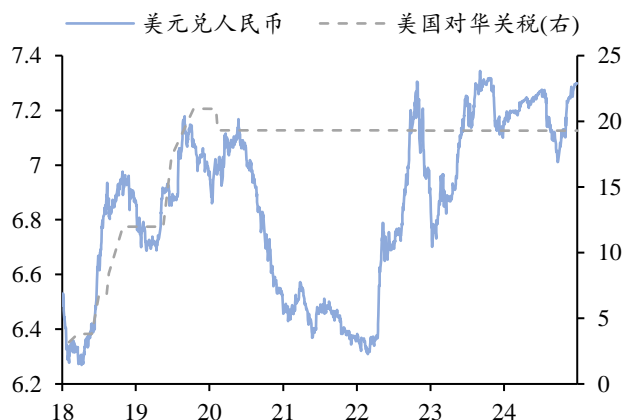
图12: 美国核心商品 CPI 与 PPI 主要分项同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

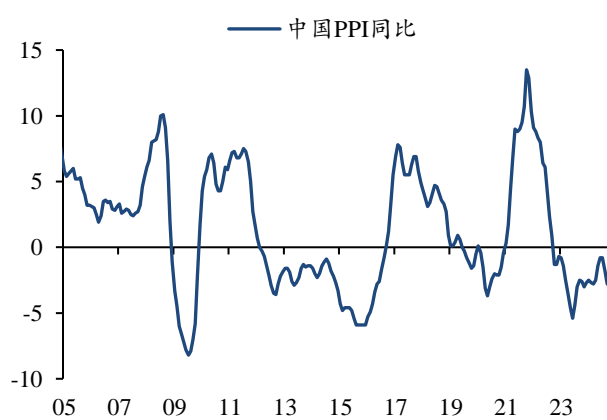
当然，暂不论短期市场对美国经济衰退的预期是否超调，当前市场的衰退交易并不意味着最终不会走向滞胀。对于“胀”而言，我们认为此轮关税对通胀的上行风险料大于2018-19年时期。2018-19年的关税战期间，相较于相对克制的关税，美国通胀反而是下行的。一方面，油价的拖累大于核心商品的拉动，因为前者波动率与跌幅都更大。另一方面，也是更重要的，出口链利润率由四个部门承担：美国消费者、美国贸易商、中国出口商、中国生产商。2018-19年间美国对华关税提升17.9%至21%，同期美国PPI上涨2.2%，中国汇率贬值9.2%，中国PPI下跌5.9%，真正传导致美国消费者的通胀不足1%，即美国企业、中国汇率、中国企业分摊了这部分成本。

图13: 2018-19年期间美国关税与人民币汇率



数据来源：彭博，东吴证券研究所；右轴单位%

图14: 2018-19年期间中国PPI同比（%）



数据来源：彭博，东吴证券研究所

但当下的情形与当时不尽相同。从供给端看，上述三方承担关税成本的意愿更弱：从企业调查来看，当关税成本超过一定阈值之后，企业牺牲利润的意愿将大大降低，而更多选择将成本转移给消费者；从中国央行的政策立场来看，此轮通过人民币大幅贬值应对关税冲击的概率较低。从需求端看，当前美国正处于降息周期，且现任美联储主席即将面临换届，2026年5月特朗普新提名的美联储主席将接班Powell。特朗普对于低利

率的诉求使得其大概率选择一位鸽派主席，若其在 2026 年“错误降息”，以求缓解关税给经济、美股的下行冲击，并减轻财政的利息负担，则届时货币宽松对美国二次通胀的影响将真正开始显现。

3. 未来推演与市场策略：关注三类风险

推演对等关税下一步的核心问题在于，关税是目的还是手段？这是当下最大的不确定性。如果是目的，即一定要制造业回流、需要关税创造贸易盈余与财政收入，那么当前的高关税将是常态，美国乃至全球经济衰退难以避免。如果是手段，关税是为了配合财政给短期经济施压、配合 TCJA 延期，并为中期选举服务，那么应关注各国对美妥协后特朗普对关税的延期与豁免。综合最新各方表态来看，倾向于谈判和让步的国家更多，而欧盟等大型经济体的态度更加鹰派。

图15：主要经济体对美国对等关税的回应

国家/地区	日期	对美对等关税的表态	倾向于反制/让步	
欧洲	欧盟	4月6日	据路透社， 欧盟国家将寻求在未来几天形成统一战线 ，反对美国总统特朗普的关税，可能会批准对高达280亿美元的美国进口采取针对性的反制措施。 卢森堡将于周一早些时候主办自全面关税以来的首次欧盟范围的政治会议 ，届时来自27个欧盟成员国的贸易部长将交换意见。	反制
	法国	4月5日	法国称 欧盟对特朗普的回应可能涉及大型科技公司的数据使用 。	反制
	英国	4月6日	英国首相斯塔默表示，准备利用产业政策来减轻特朗普政府刚刚征收的关税的影响： 英国的应对措施正在考虑所有选项 。	中性
	意大利、西班牙	4月5日	意大利和西班牙的经济部长 呼吁欧洲政府避免在特朗普总统的关税问题上与美国发生对抗 。 西班牙经贸部长库尔波（Carlos Cuerdo）：我们 仍在呼吁通过谈判达成解决方案 。 意大利财政部长乔尔盖蒂（Giancarlo Giorgetti）：敦促同事不要使用“恐慌按钮”。	让步
亚洲	越南	4月4日	越南共产党总书记苏林（To Lam）与特朗普进行了电话交谈。苏林表示， 越南愿意将对美国商品的进口关税降至零 ，以换取美国取消对越南的高额关税。	让步
	印度	4月6日	据<India Express>， 印度正在积极与美国谈判贸易协议，“一切都在桌面上” ；美国的关税加快了其他谈判的步伐，目前有多达七项自由贸易协定（FTA）谈判正在进行中，印英协议谈判进展“非常顺利”。	让步
	日本	4月3日	日本官员 没有表明可能的报复行为 ；日本经济产业大臣武藤容治在华盛顿与美国官员会面，要求豁免日本的汽车和金属关税，但未获美方保证。	中性
	韩国	4月3日	韩国代理总统韩德洙表示，韩国计划派遣贸易部长前往美国，与美方官员就关税问题进行磋商，寻求解决方案。	让步
美洲	加拿大	4月4日	加拿大总理卡尼宣布， 将对所有不符合USMCA的美国进口汽车征收25%的关税 ，以回应美国对加拿大汽车行业的关税措施。	反制
	巴西	4月3日	巴西国会4月2日批准一项法律，允许行政部门 对“对巴西产品的国际竞争力产生负面影响的行动、政策或单边做法”采取“反制措施” 。	反制
	阿根廷	4月5日	阿根廷政府正积极寻求与美国达成贸易协议 。外交部长韦尔泰因（Gerardo Werthein）近期在华盛顿与美国国务卿卢比奥和贸易代表格里尔进行了会谈，旨在加强两国的战略联盟，并为可能的贸易协议奠定基础。	让步
	墨西哥	4月4日	墨西哥政府 目前正专注于与美国进行谈判，寻求减少或取消特定行业的关税 。经济部长埃布拉德（Marcelo Ebrard）计划前往华盛顿，与美国商务部长卢特尼克讨论进一步的贸易事宜。	让步
澳大利亚	4月3日	澳大利亚总理阿尔巴尼斯（Anthony Albanese）批评美国的关税决定“毫无逻辑”，尽管如此，他 明确表示澳大利亚不会对美国实施报复性关税，以避免贸易争端升级 。	让步	

数据来源：NBC, Reuters, WSJ, Politico, CBS News, AP News，东吴证券研究所

当然，特朗普政策的高度不确定使得推演和预测未来关税政策走向几乎是“不可能之事”，未来 1-2 个月的市场料仍是高波动与避险情绪主导。向前看，需要关注三类风险：

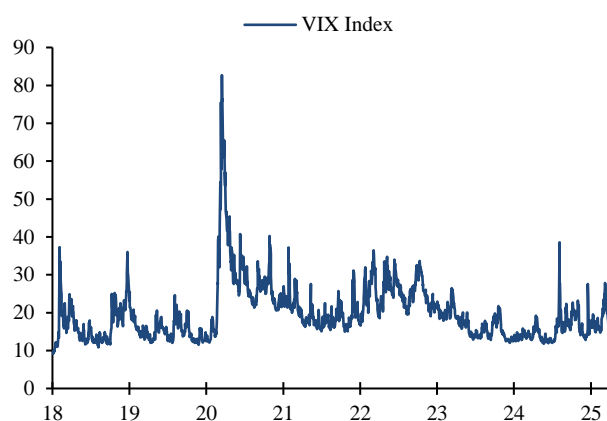
(1) 流动性恶化并出现危机，或倒逼出现 Fed Put，例如美联储确认 5 月降息。此轮风险资产与避险资产如黄金的同步大跌意味着流动性问题已经开始显现：全球权益、大宗等资产的快速下跌导致投资者不得不提前止盈黄金多头，以应对 Margin Call，类似的事情在 2008 年次贷危机、2020 年疫情冲击时都发生过。从流动性指标来看，此轮冲击中，美国高收益利差、VIX 波动性指数的飙升是流动性风险最为显著的代表，二者在此前美国经济后周期中长期处于较低水平。若全球资产延续大跌引发类似 2020 年 3 月的流动性冲击乃至经济短期衰退，或是美联储救市或特朗普修正关税政策的契机。

图16：美国高收益债利差（%）



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图17：美股 VIX 波动性指数



数据来源：彭博，东吴证券研究所

(2) 欧盟奋起反制。欧盟拥有对美反制的立场（虽然开始右转但总体意识形态仍然由左派主导）与筹码（欧盟是美国最大的服务贸易经济体），且从近期表态来看，德、法两国对美国关税的反制态度较为强硬，欧盟国家也已开始致力于寻求统一战线应对美国关税冲击。若欧美之间的关税冲突升级，短期来看或进一步加剧市场波动。

(3) 中美对抗升级。我国在宣布对美加征 34% 关税后，中美贸易摩擦存在进一步升级可能，且美国可能以“对华加关税”为豁免/延期对等关税的条件，逼迫越南、墨西哥等国对华加征关税，堵住转出口贸易通道。

若上述风险事件落地或者消除，则可关注 4 月 9 日前各国对美妥协以及特朗普在社交媒体上官宣延期，这或是全球权益、大宗商品从左侧走向右侧的时机。若 4 月 9 日存在豁免与延期，则对衰退的担忧将因对等关税分批次的豁免而缓释，这将意味着全球股市风险情绪的回归。就大类资产策略而言，综合来看，短期看风险难言充分发酵，中期看经济仍存在滞胀风险，因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。

4. 风险提示

(1) 美国关税政策的不确定性极高，基于此对美国经济增长和通胀的推演可能存

在失真；

（2）中美贸易摩擦走向的不确定性较高，需警惕后续美国进一步加大对华关税措施的可能性，加剧市场波动；

（3）关税对全球市场的冲击超预期，引发地区乃至全球性的流动性危机或金融危机。

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>