



2025 年 4 月 14 日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”（20250331）

2.英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）

3.英大证券宏观评论：实施更加积极有为的宏观政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”（20241218）

4.英大证券宏观评论：宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业（20241212）

5.英大证券宏观评论：制造业 PMI 连续 2 个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年 3 季度左右（20241206）

6.英大证券宏观评论：2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年（20241120）

7.英大证券宏观评论：2024 年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）

8.英大证券宏观评论：全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场（20241030）

9.英大证券宏观评论：下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革牵引作用（20240826）

9.英大证券宏观评论：新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重（20240729）

10.英大证券宏观评论：下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势（20240702）

4 月我国 PPI 同比与美国 CPI 同比大概率双双下行， 美联储降息时点或在 6 月左右

——3 月通胀数据解读

➤ 3 月 CPI 当月同比-0.10%，前值-0.70%；3 月 PPI 当月同比-2.50%，前值-2.20%；3 月 PPIRM 当月同比-2.40%，前值-2.30%。我们解读如下：

➤ 一、4 月我国 CPI 当月同比大概率在 3 月的基础上波动，且下行压力大于上行压力；

➤ 二、4 月我国 PPI 当月同比大概率在 3 月-2.50%的基础上有中等幅度的下行；

➤ 三、4 月 PPIRM 当月同比大概率在 3 月的基础上下行，燃料动力类大概率低于-8.60%；

➤ 四、4 月美国 CPI 同比大概率再度下探，美联储降息时点或在 6 月左右；

➤ 五、我国央行或跟随美联储“择机降准降息”，时点大概率在 6 月左右。

➤ 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。

➤ 注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、4月我国CPI当月同比大概率在3月的基础上波动，且下行压力大于上行压力	3
二、4月我国PPI当月同比大概率在3月-2.50%的基础上有中等幅度的下行	4
三、4月PPIRM当月同比大概率在3月的基础上下行，燃料动力类大概率低于-8.60%	5
四、4月美国CPI同比大概率再度下探，美联储降息时点或在6月左右	6
五、我国央行或跟随美联储“择机降准降息”，时点大概率在6月左右	8

图表目录

图1：3月CPI当月同比与CPI环比均连续2个月位于负值区间（%；%）	3
图2：猪肉CPI当月同比与核心CPI当月同比均是3月CPI同比上行的主要驱动因素（%；%）	4
图3：3月PPI数据表现较为不佳，表明当前我国工业领域面临一定的价格压力（%）	4
图4：耐用消费品类PPI同比为2005年6月以来低点，表明我国经济依旧面临压力（%）	5
图5：燃料动力类下行幅度最大，创2024年1月以来新低，预计4月还将继续下探（%）	6
图6：近两次美联储降息周期分为较为明显的“前半程”与“后半程”（%）	7

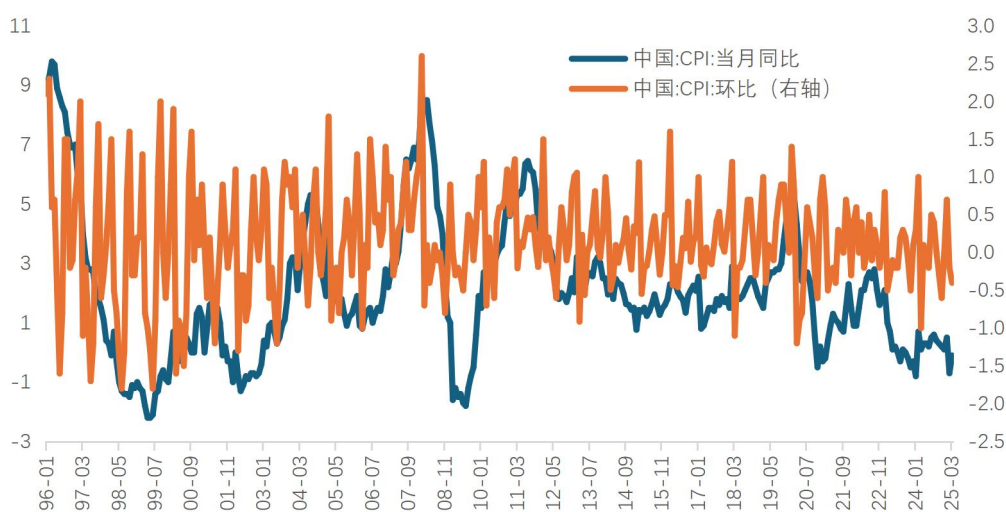
事件:3月CPI当月同比-0.10%,前值-0.70%;3月PPI当月同比-2.50%,前值-2.20%;3月PPIRM当月同比-2.40%,前值-2.30%。

点评:

一、4月我国CPI当月同比大概率在3月的基础上波动,且下行压力大于上行压力

3月CPI数据的表现较为一般,体现在以下三点:**一是**3月CPI当月同比录得-0.10%,虽然较前值大幅上行0.60个百分点,但是连续2个月位于负值区间;**二是**3月CPI累计同比录得-0.10%,持平于前值,连续2个月位于负值区间,为2024年2月以来低点;**三是**3月CPI环比为-0.40%,较前值下行0.20个百分点,连续2个月位于负值区间,创近4个月新低。

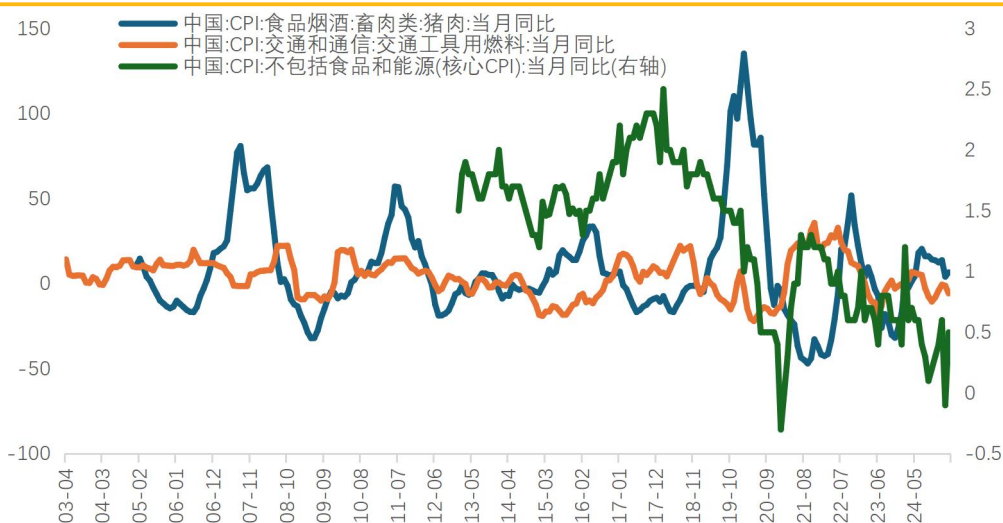
图1: 3月CPI当月同比与CPI环比均连续2个月位于负值区间(%; %)



数据来源: 英大证券研究所整理

对3月CPI当月同比形成支撑的因素有以下四点。**第一**,2024年2月、3月CPI当月同比分别为0.70%、0.10%,基数大幅下行利多3月CPI当月同比。**第二**,从“三分法”的角度看,3月猪肉CPI当月同比、交通工具用燃料CPI当月同比与核心CPI当月同比分别录得6.70%、-5.70%、0.50%,分别较前值上行2.60、-4.50、0.60个百分点。可见,不论是从绝对读数,还是从月度边际上行幅度看,猪肉CPI当月同比与核心CPI当月同比均是3月CPI当月同比上行的主要驱动因素。**第三**,从8大分项看,与2月相比,4上1平3下,其中,3月教育文化和娱乐、生活用品及服务、食品烟酒、衣着CPI当月同比分别为0.80%、0.60%、-0.60%、1.30%,较前值分别上行1.30、1.30、1.30、0.10个百分点;3月居住CPI当月同比为0.10%,持平于前值;3月其他用品和服务、交通和通信、医疗保健CPI当月同比分别为6.20%、-2.60%、0.10%,较前值分别下行0.30、0.10、0.10个百分点。**第四**,从29个最细分项来看,与2月相比,17上3平9下,其中,月度边际上行幅度排名前六位的是旅游、鲜菜、水产品、家用器具、鲜果、猪肉,其CPI当月同比分别为-0.90%、-6.80%、-0.20%、-0.30%、0.90%、6.70%,分别较前值上行8.70、5.80、3.40、3.00、2.70、2.60个百分点;月度边际上行幅度排名后四位的是交通工具用燃料、奶类、粮食、医疗服务,其CPI当月同比分别为-5.70%、-1.70%、-1.50%、0.40%,分别较前值下行4.50、0.30、0.20、0.20个百分点。

图 2: 猪肉 CPI 当月同比与核心 CPI 当月同比均是 3 月 CPI 同比上行的主要驱动因素(%, %)



数据来源：英大证券研究所整理

展望 4 月，我国 CPI 当月同比大概率在 3 月的基础上波动，且下行压力大于上行压力。**第一**，2024 年 3 月、4 月 CPI 当月同比分别为 0.10%、0.30%，基数上行利空 4 月 CPI 当月同比。**第二**，“对等关税”超出市场预期，以及对全球贸易秩序的冲击，给全球宏观经济蒙上阴影，在需求端利空国际油价，使得 4 月国际油价月 K 线大概率收阴，预示 4 月交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率在 3 月的基础上继续下探。**第三**，4 月 1-11 日猪肉平均批发价日度均值为 20.75 元/公斤，低于 3 月 20.82 元/公斤的均值，与此同时，4 月 1-11 日猪肉平均批发价日度同比均值为 1.46%，低于 3 月 3.21% 的均值，预示生猪价格大概率对 4 月 CPI 当月同比形成拖累。

二、4 月我国 PPI 当月同比大概率在 3 月-2.50%的基础上有中等幅度的下行

图 3: 3 月 PPI 数据表现较为不佳，表明当前我国工业领域面临一定的价格压力(%)



数据来源：英大证券研究所整理

3 月 PPI 数据表现较为不佳，体现在以下三点：**一是** 3 月 PPI 当月同比为-2.50%，较前值下行 0.30 个百分点，持平于 2024 年 11 月，为 2024 年 11 月以来低点；**二是** 3 月 PPI 累计同比为-2.30%，较前值下行 0.10 个百分点，持平于 2025 年 1 月，为 2024 年 6 月以来低点；**三是** 3 月 PPI 环比为-0.40%，较前值下行 0.30 个百分点，连续 4 个

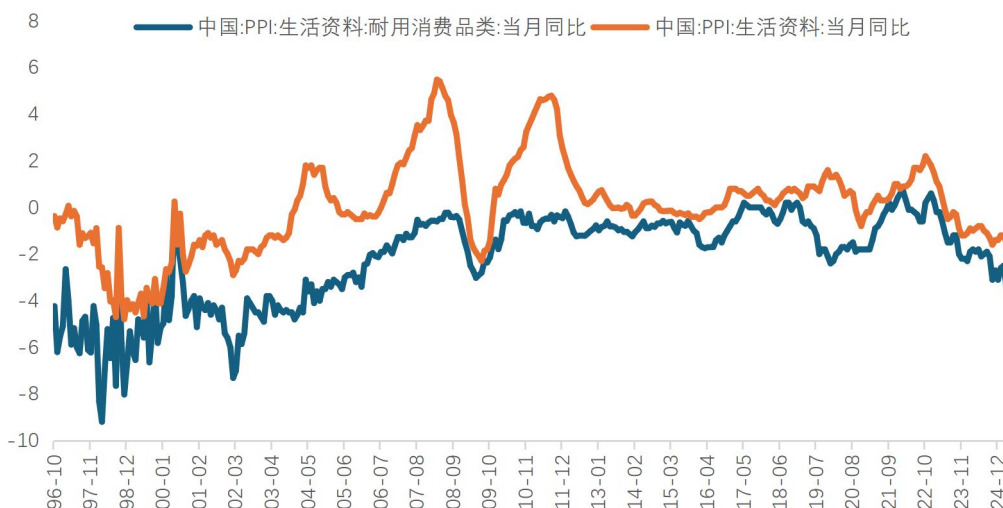
月位于负值区间，且创 2024 年 10 月以来新低。以上三个指标均位于负值区间，且均较前值下行，表明当前我国工业领域面临一定的价格压力。

从结构上看，3 月生产资料 PPI 当月同比为-2.80%，较前值下行 0.30 个百分点，创 2024 年 12 月以来新低；3 月生活资料 PPI 当月同比为-1.50%，较前值下行 0.30 个百分点，创 2024 年 11 月以来新低。

从生产资料 PPI 的 3 个分项来看，3 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比分别为-8.30%、-2.40%、-2.60%，较前值分别上行-2.00、-0.90、0.10 个百分点。其中，采掘工业创 2023 年 9 月以来新低，反观加工工业则较为坚挺，逆势较前值上行。在“对等关税”推出的背景下，叠加考虑采掘工业 PPI 当月同比较前值大幅下行，预计 4 月加工工业 PPI 当月同比大概率不具备大幅上行的基础。

从生活资料 PPI 的 4 个分项来看，3 月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 当月同比分别为-1.40%、-0.30%、0.70%、-3.40%，较前值分别上行 0.20、-0.10、-0.20、-0.90 个百分点。其中，耐用消费品类 PPI 当月同比较前值大幅下行 0.90 个百分点，持平于 2025 年 12 月，为 2005 年 6 月以来低点，表明当前我国宏观经济依旧面临较大压力。

图 4：耐用消费品类 PPI 同比为 2005 年 6 月以来低点，表明我国经济依旧面临压力（%）



数据来源：英大证券研究所整理

展望 4 月，我国 PPI 当月同比大概率在 3 月-2.50%的基础上有中等幅度的下行。

第一，从基数角度看，2024 年 3 月、4 月 PPI 当月同比分别录得-2.80%、-2.50%，基数上行利空 4 月 PPI 当月同比。**第二**，从翘尾因素看，2025 年 3 月、4 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为-1.79%、-1.59%，翘尾因素上行 0.20 个百分点利多 4 月 PPI 当月同比。**第三**，进入 4 月，受贸易摩擦加剧的影响，国际油价大幅下探至 55.12 美元/桶。具体看，4 月 1-11 日国际油价日度均值为 64.32 美元/桶，低于 3 月 67.93 美元/桶的均值，与此同时，4 月 1-11 日国际油价日度同比均值为-24.14%，低于 3 月-15.49%的均值，对 4 月 PPI 当月同比形成利空。

三、4 月 PPIRM 当月同比大概率在 3 月的基础上下行，燃料动力类大概率低于-8.60%

3 月 PPIRM 数据的表现较为弱势，体现在以下三点：**一是** 3 月 PPIRM 当月同比为-2.40%，较前值下行 0.10 个百分点，创近 4 个月新低；**二是** 3 月 PPIRM 累计同比为-2.30%，连续 3 个月持平于-2.30%，为 2024 年 7 月以来低点；**三是** 3 月 PPIRM 环比为-0.20%，

连续 3 个月持平于-0.20%，自 2024 年 7 月以来持续位于负值区间。

从 9 大分项来看，与 2 月相比，4 上 1 平 4 下。具体看：“4 上”方面，3 月黑色金属材料类、农副产品类、化工原料类、建筑材料类 PPIRM 当月同比分别为-7.80%、-3.00%、-3.40%、-2.10%，较前值分别上行 1.00、0.50、0.50、0.20 个百分点，其中，黑色金属材料类月度边际上行幅度最大，考虑到 2025 年 3 月螺纹钢主力合约价格收跌 4.22%，因此 3 月黑色金属材料类较前值上行，主要受 2024 年 3 月下跌 8.37%导致的基数下行因素推动，因此并不是基本面反转的信号，此外，农副产品类较前值上行，主要受下游猪肉 CPI 当月同比上行带动，预计中短期内不具备上行的基础；“1 平”方面，3 月其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比位-1.60%，持平于前值；“4 下”方面，3 月燃料动力类、木材及纸浆类、纺织原料类、有色金属材料类 PPIRM 当月同比分别为-6.80%、-2.70%、-2.00%、10.80%，较前值分别下行 1.80、0.30、0.30、0.30 个百分点，其中，燃料动力类下行幅度最大，创 2024 年 1 月以来新低，预计 4 月还将继续下探，且下行幅度大于 1.80 个百分点，也就是说，绝对读数大概率不高于-8.60%，并创 2023 年 9 月以来新低。

图 5：燃料动力类下行幅度最大，创 2024 年 1 月以来新低，预计 4 月还将继续下探（%）



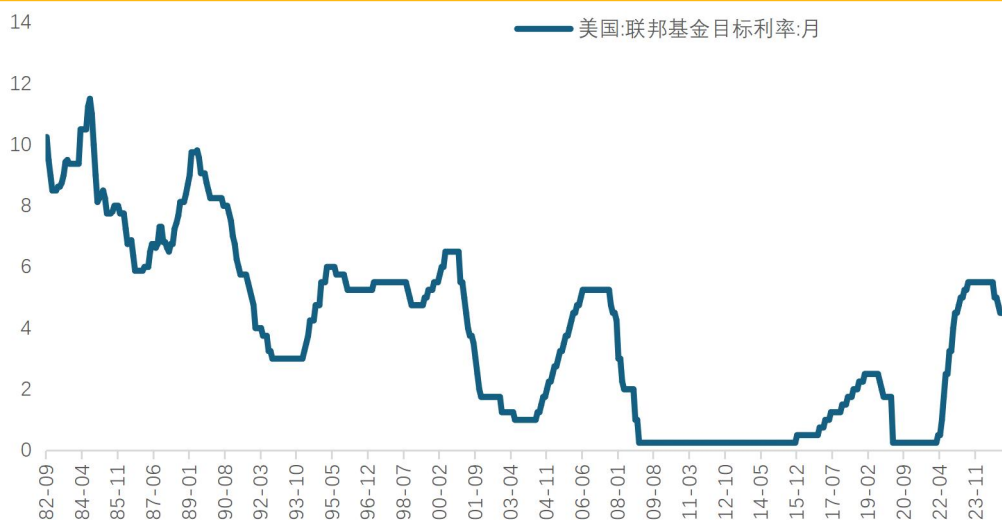
数据来源：英大证券研究所整理

展望 4 月，PPIRM 当月同比大概率在 3 月的基础上下行，与此同时，PPIRM 累计同比在连续三个月持平于-2.30%之后，4 月大概率在这一位置下行。最后，4 月 PPIRM 环比在连续三个月持平于-0.20%之后，4 月大概率同样在这一位置下行。

四、4 月美国 CPI 同比大概率再度下探，美联储降息时点或在 6 月左右

在特朗普加征关税利空全球经济的背景下，美联储何时降息，成为当下全球资本市场关注的焦点。在回答这个问题之前，我们先观察近两次美联储的降息周期。可以看到，近两次美联储降息周期分为较为明显的“前半程”与“后半程”：2007 年 9 月至 2008 年 12 月的降息周期中，美国联邦基金目标利率从 2007 年 8 月的 5.25%下行至 2008 年 12 月的 0.25%，其中，2008 年 4 月至 9 月连续 6 个月持平于 2.00%，也就是说，2007 年 9 月至 2008 年 4 月是“前半程”，2008 年 10 月至 2008 年 12 月是“后半程”；2019 年 8 月至 2020 年 3 月的降息周期中，美国联邦基金目标利率从 2019 年 7 月的 2.50%下降至 2020 年 3 月的 0.25%，其中，2019 年 10 月至 2020 年 2 月连续 5 个月持平于 1.75%，也就是说，2019 年 8 月至 10 月是“前半程”，2020 年 2 月至 3 月是“后半程”。

图 6：近两次美联储降息周期分为较为明显的“前半程”与“后半程”（%）



数据来源：英大证券研究所整理

启动于 2024 年 9 月的本轮美联储降息周期，将联邦基金目标利率从 8 月的 5.50% 下调至 12 月的 4.50%，此后暂停降息，连续 5 个月持平于 4.50%。参考前两轮降息周期的 6 个月与 5 个月的暂停降息时长，可以把 2024 年 9 月至 12 月看成是本轮降息周期的“前半程”。目前的问题是，美联储下一次降息的时点在何时，或者说，美联储何时开启本轮降息的“后半程”。

众所周知，降息是特朗普在竞选期间的政策主张之一：一方面，降息有利于推动经济增长，降低失业率，提高选民支持率，另一方面，降息推动短端利率的下行，能够有效带动包括 10 年期美债收益率在内的长端利率的下行，缓解美国当前所面临的债务压力。但是，2025 年 1 月与 3 月，美联储从通胀率与失业率出发，做出了“暂停降息”的决定：根据 3 月议息会议纪要，“与会者评估称，经济前景的不确定性有所增加，几乎所有与会者都认为，通胀风险倾向于上行，就业风险倾向于下行”。

我们认为，美联储下一次降息时点，有可能是 5 月 6 日-7 日的年内第三次议息会议，也有可能是 6 月 17 日-18 日的年内第四次议息会议，且不排除在 7 月 29 日-30 日的年内第五次议息会议。三者相比，6 月降息的概率相对更大些，但是不管如何，大概率不会晚于 7 月。我们做出这一判断的依据有以下五点。**第一**，美国 CPI 同比方面，资本市场普遍认为在“对等关税”背景下，美国 CPI 同比确定性上行，且幅度还较大，对此，我们坚持在 2 月 14 日发布的《英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250214）》中“美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础”的判断，并认为，4 月美国 CPI 同比大概率在 3 月 2.40% 的基础上再度下探。**第二**，美国失业率方面，考虑我国对美国进行反制，加征 125% 关税，叠加美国联邦基金目标利率依旧位于 4.50% 的相对高位，预计 4 月美国失业率大概率在 3 月 4.20% 的基础上继续上行，边际加大美联储降息的压力。**第三**，特朗普“对等关税”的提出，施压美国宏观经济与资本市场信心，对美国股市形成较大程度的利空。考虑到股票在美国民众财富中的占比，以及美股下跌对美国民众财富与美国消费增速的利空，有必要通过降息支撑美股。**第四**，在“对等关税”提出之后，10 年期美债收益率从 4 月 4 日的 4.01% 快速上升至 4 月 11 日的 4.48%，涨幅为 11.72%。通过下调美国联邦基金目标利率，可有效带动包括 10 年期美债收益率在内的长端利率的下行，缓解债务压力。**第五**，4 月 11 日，作为票委，波士顿联储主席 Susan Collins 表示，“如有需要，美联储‘绝对’准备好帮助稳定市场”，表明在股债汇“三杀”的背景下，

美联储内部出现了支持降息的声音。

假如我们对 4-7 月的美国失业率以及美国 CPI 同比走势的判断得到验证，则对这一组数据做出反应的是 6 月 17 日至 18 日的年内第四议息会议，也就是 6 月议息会议。彼时美国 CPI 同比连续 3 个月下行至 2.40% 之下，如果 5 月美国 CPI 同比继续低于 2.40%，则 6 月议息会议大概率降息。影响这一概率的重要因素是，5 月中美两国的“关税战”是得到缓和，还是更趋激烈。如果是后者，则将进一步加大美联储在 6 月降息的概率。如果 6 月美联储未降息，则在高利率以及“对等关税”的冲击下，6 月美国 CPI 当月同比大概率继续处于低迷状态，在此背景下，7 月议息会议大概率降息。

五、我国央行或跟随美联储“择机降准降息”，时点大概率在 6 月左右

2024 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“要实施适度宽松的货币政策”，以及“适时降准降息”。据不完全统计，中央经济工作会议通稿中未出现过“降准”与“降息”这两个词。在此背景下，资本市场对“降准”与“降息”的期待非常高。2005 年 1 月至今，有关部门多次提出，“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”。但是，截止至 4 月中旬，央行并未降准或降息。反观 2024 年，央行在 2 月降准 50 个基点，在 2 月下调 5 年期 LPR 报价 25 个基点。也就是说，到目前为止，在降准降息这个维度，货币政策宽松力度尚不及 2024 年同期。**值得指出的是**，3 月 24 日央行发布公告称，“为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作”。在当前宏观经济大背景下，采用多重价位中标后，MLF 资金成本将总体下降，因此该举措具有一定的“宽松”色彩。

我们注意到，有关部门在提及“择机降准降息”的同时，提到“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况”。因此，判断“择机降准降息”的时点，要从解析研判“国内外经济金融形势和金融市场运行情况”出发。**国内方面**，3 月制造业 PMI 录得 50.50，虽然连续 2 个月在荣枯线之上，但是对于 3 月这一传统的开工季而言，这一读数的表现低于季节性，此外，上文提到，3 月 CPI 数据的表现较为一般，3 月 PPI 数据表现较为不佳，以及 3 月 PPIRM 数据的表现较为弱势。综上，当前我国宏观经济依旧面临一定压力。考虑到“对等关税”确定性利空我国出口增速，因此 2 季度我国宏观经济大概率还将面临一定压力。**国际方面**，在特朗普推出“对等关税”之后，全球资本市场剧烈动荡，尤其是美国，出现了美股、美债与美元指数“三杀”的局面。可见，在“对等关税”冲击下，“国内外经济金融形势和金融市场运行情况”均遭遇重大冲击，央行降准或降息的条件似乎已经成熟，但是，上周央行并未降准或降息。我们认为，原因有以下三点。**第一**，在“对等关税”推出之后，A 股市场面临异常波动的关键时刻，我国立即采取若干“救市”举措，包括明确承诺为以中央汇金为主体的“中国版平准基金”提供“不限量流动性支持”等。该系列举措稳住了 A 股大盘，降低了降准降息的必要性，另一方面，在如此重大冲击面前，降准降息能起到的作用并不大，必须祭出“中国版平准基金”这样的“重器”。**第二**，虽然美元指数跌破 100 点的整数关口，但是我国在岸与离岸人民币汇率均在 7.30 关口波动，离岸人民币汇率一度突破 7.40 关口。此时如果降准或降息，将对人民币汇率形成更大的压力。**第三**，回顾 2024 年，在 9 月 19 日美联储宣布降息之后，我国在 9 月 24 日之后推出诸多提振市场的新政，包括在 9 月 27 日全面降准 50 个基点，以及 10 月 21 日下调 1 年期 LPR 报价 25 个基点。参考这一经验，我国央行当前暂未降准降息的考量是美联储尚未启动降息的“后半程”。

结合经济数据、重要会议以及海外因素，我们对“择机降准降息”的时点做一个研判。“择机降准降息”的**第一个时点**，是 4 月中下旬，彼时公布 1 季度宏观经济数据，

如果该数据不理想，则央行有可能降准降息，我们称此类降准降息为“数据驱动型降准降息”。“择机降准降息”的**第二个时点**，是5月初，彼时4月底政治局会议召开，有可能在该会议上提出“降准降息”，在5月初得到落实，此外，2025年5月6日-7日美联储召开议息会议，如果美联储在该议息会议上决定下调联邦基金目标利率，则央行有可能降准降息，我们称此类降准降息为“政策驱动型降准降息”。“择机降准降息”的**第三个时点**，是6月中旬，彼时美联储在6月17日-18日召开议息会议，如果决定下调联邦基金目标利率，对人民币汇率形成提振，则我国央行有可能跟随降准降息，我们称此类降准降息为“事件驱动型降准降息”。**综合看**，第三个时点降息的概率相对较大。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。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。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。