



报告日期：2022年8月22日

## 不排除 2022 年下半年降准的可能，2023 年不具备扩大房地产 税改革试点城市的条件

——8 月 22 日下调 LPR 报价点评

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

### 风险因素

- 1.全球宏观经济下行时点晚于预期；
- 2.大宗商品价格下行幅度低于预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220812）8-12 月制造业 PMI 或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
- 2.英大宏观评论（20220801）7 月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 3.英大宏观评论（20220721）7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 4.英大宏观评论（20220715）7 月 PPI 当月同比下行幅度大概率大于 0.30 个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 5.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下
- 6.英大宏观评论（20220627）6 月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 7.英大宏观评论（20220620）6 月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除 2023 年我国出口增速录得负值的可能
- 8.英大宏观评论（20220616）6-10 月“猪油共振”概率较低，6-12 月核心 CPI 当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 9.英大宏观评论（20220607）5 月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于 4 月
- 10.英大宏观评论(20220606)6 月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度
- 11.英大宏观评论（20220502）5 月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP 增速目标
- 12.英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

### 报告概要：

- 8月15日央行下调1年期MLF利率与7天期逆回购利率均10个基点至2.75%、2.0%。8月22日央行分别下调1年期与5年期LPR报价5个基点、15个基点至3.65%、4.30%。我们点评如下：
  - 一、央行下调MLF利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中”；
  - 二、非对称下调LPR报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项；
  - 三、8-12月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产”；
  - 四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力；
  - 五、下半年还有降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。

## 目录

一、央行下调 MLF 利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中” .....	3
二、非对称下调 LPR 报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项 .....	4
三、8-12 月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产” .....	5
四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力 .....	6
五、下半年还有降准的可能，2023 年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件 .....	8



**事件：**8月15日央行下调1年期MLF利率与7天期逆回购利率均10个基点至2.75%、2.0%。8月22日央行分别下调1年期与5年期LPR报价5个基点、15个基点至3.65%、4.30%。

**点评：**

### 一、央行下调MLF利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中”

8月15日，央行在下调1年期MLF利率10个基点至2.75%的同时，下调7天期逆回购利率10个基点至2.0%。我们认为，央行同时下调1年期MLF利率以及7天期逆回购利率10个基点，既在“意料之外”，也在“情理之中”。

**首先，我们来看“意料之外”。**第一，728政治局会议在提及“稳就业”与“稳物价”的同时，并未提及“稳增长”，此外，728政治局会议提出要“力争实现最好结果”，与429政治局会议“努力实现全年经济社会发展预期目标”相比，在一定程度上淡化了“5.5%左右”这一GDP增速预期目标。**第二**，宏观政策方面，429政治局会议的提法是“要加大宏观政策调节力度”，以及“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，而728政治局会议的提法则是“宏观政策要在扩大需求上积极作为”。二者相比，728政治局会议的提法并无明确的边际指向性。**第三**，728政治局会议提出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事”。在“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”之后提出“要保持战略定力”，给人的感觉是即使面临“突出矛盾和问题”，货币政策也要保持克制，做到“不大水漫灌”。**第四**，8月10日公布的2季度货币政策执行报告指出“保持货币信贷平稳适度增长”，对比1季度货币政策执行报告的“保持货币信贷和社会融资规模稳定增长”，2季度货币政策执行报告中货币政策“宽松”的力度与1季度货币政策执行报告相比偏弱。**第五**，6月金融数据的表现超预期，体现为：6月金融机构新增人民币贷款录得28100.00亿元，同比多增6900.00亿元；6月社会融资规模录得51797.00亿元，同比多增14780.00亿元；6月M2同比录得11.40%，较前值上行0.30个百分点，创2016年12月以来新高；6月社会融资规模存量同比录得10.80%，较前值上行0.30个百分点，创2021年7月以来新高。**第六**，6月主要经济数据中，除了房地产开发投资完成额累计同比较前值下行1.40个百分点至-5.40%，以及制造业固定资产投资完成额累计同比较前值下行0.20个百分点至10.40%之外，其余主要经济指标均较前值上行，宏观经济总体呈回升趋势。

**其次，我们来看“情理之中”。**第一，7月制造业PMI较前值大幅下行1.20个百分点至49.0%，时隔1个月再次跌至荣枯线之下，表明我国制造业进入收缩状态，预示我国宏观经济再度承压。**第二**，7月核心CPI当月同比录得0.80%，较前值下行0.20个百分点，创2021年5月以来新低，在价格角度验证我国宏观经济需求较为疲弱。**第三**，与6月相反，8月12日公布的7月金融数据远低于市场预期，体现为：7月金融机构新增人民币贷款录得6790.00亿元，同比少增4010.00亿元；7月社会融资规模录得7561.00亿元，同比少增



3191.00 亿元；7 月社会融资规模存量同比录得 10.70%，较前值下行 0.10 个百分点。**第四**，8 月 15 日公布的 7 月经济数据表现不佳，体现为主要经济指标中，除了基建投资增速上行之外，房地产投资增速、制造业投资累计增速均较前值下行，消费与工业生产当月增速均较前值下行。**第五**，728 政治局会议虽然未提“稳增长”，但是强调“着力稳就业稳物价”，其中，“稳就业”就隐含“稳增长”的“基因”。此外，728 政治局会议还指出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。预示“稳增长”还是下半年宏观政策的重要目标。**第六**，7 月新冠肺炎新增确诊病例数为 3919.00 例，较 6 月多增 2378.00 例，增幅为 154.32%，对宏观经济形成一定利空。**第七**，在 2 季度贷款需求指数为 56.60%，较前值下行 15.70 个百分点，创 2016 年 4 季度以来新低的背景下，728 政治局会议指出“加大对企业的信贷支持”，以及“用好政策性银行新增信贷”，预示 M2 同比大概率继续位于高位，与之相对应，降准降息成为隐含的政策选择。

**值得指出的是**，我们在《英大证券宏观评论：下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”（20220801）》中明确提出，“728 政治局会议的宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平”。从这个角度看，8 月 10 日央行同时下调两大利率，在宏观政策的主基调与大方向上符合我们的预期。

## 二、非对称下调 LPR 报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项

8 月 22 日，央行在下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点至 3.65% 的同时，下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点至 4.30%。自 LPR 报价制度改革以来，央行 8 次累计下调 1 年期 LPR 报价 66 个基点，6 次累计下调 5 年期 LPR 报价 55 个基点。具体看：2019 年 11 月第 1 次下调 5 年期 LPR 报价 5 个基点，与 1 年期 LPR 报价的下调幅度相同；2020 年 2 月、4 月与 2022 年 1 月分别下调 5 年期 LPR 报价 5 个、10 个、5 个基点，下调幅度均为 1 年期 LPR 报价下调幅度的一半；2022 年 5 月 20 日，央行下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点，但是维持 1 年期 LPR 报价不变，主要原因是：2022 年 5 月 15 日公布的 4 月房地产开发投资完成额累计同比为 -2.70%，较前值下行 3.40 个百分点，时隔 20 个月首次进入负值区间，表明房地产投资面临较大压力；同样的逻辑，此次央行下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点，主因是 7 月房地产开发投资完成额累计同比录得 -6.40%，较前值大幅下行 1.0 个百分点，连续 4 个月位于负值区间，且持续下探，录得 1999 年 2 月有数据记录以来第 3 低值。

除了以上这一主要原因之外，此次央行进行不对称降息的原因有以下六点。**第一**，房地产对宏观经济有较为直接且全面的拉动效应，素有“经济周期之母”之称。**第二**，7 月房地产开发投资完成额累计同比 -6.40% 的读数，在主要经济指标中居于垫底的位置，是当前宏观经济最主要的拖累项。**第三**，从预期看，7 月国房景气指数下行 0.13 个点至 95.26，创 2016 年 2 月以来新低，虽然降幅收窄，但是尚未看到触底迹象。**第四**，2 季度房地产贷款需求指数录得 41.50%，较前值下行 5.70 个百分点。这一读数表现十分差：**纵向看**，41.50%



的读数为 2021 年 1 季度有数据记录以来最低值；**横向看**，房地产贷款需求指数分别低于制造业、基础设施、批发零售业贷款需求指数 18.20、17.0、12.30 个百分点。值得指出的是，贷款需求指数的高低基本反映了制造业投资增速、基建投资增速、消费增速以及房地产投资增速的高低：6 月房地产投资增速处于垫底位置，而 2 季度房地产贷款需求指数也处于垫底位置；6 月制造业投资增速居于首位，而 2 季度制造业贷款需求指数也居于首位。**第五**，从目前的趋势看，房地产投资增速尚未看到反转的迹象，如不加大政策调控力度，大概率还将继续是下半年宏观经济的主要拖累项。因此，必须加大 5 年期 LPR 报价的下调力度以达到“补短板”、“强弱项”的目的。

### 三、8-12 月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产”

2021 年 7 月房地产投资两年平均增速开始下行，2022 年 4 月房地产投资增速进入负值区间并持续下探，7 月录得-6.40%，在负值区间再度下行 1.0 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低。预计 8-12 月房地产投资增速难以大幅反转。这一判断的依据有三点。**第一**，7 月国房景气指数下行 0.13 个点至 95.26，创 2016 年 2 月以来新低。虽然当前国房景气指数的降幅收窄，但是依旧处于下行过程中，而国房景气指数与房地产投资增速的相关系数为 0.66。**第二**，7 月商品房销售面积增速下行 0.90 个百分点至-23.10%，表明该指标尚未触底，而商品房销售面积增速领先房地产投资增速 3-9 个月。**第三**，7 月房地产开发资金来源合计累计同比小幅下行 0.10 个百分点至-25.30%，预示该指标尚处于筑底阶段，而房地产开发资金来源合计累计同比领先房地产投资增速 3-9 个月。

我们的以上判断，得到高频数据的支持：8 月 14 日当周 30 大中城市商品房成交套数为 22657.00 套，较 6 月 26 日当周下行 22562.00 套；8 月 14 日当周 30 大中城市商品房成交面积为 241.26 万平方米，较 7 月 3 日当周下行 272.87 万平方米。以上高频数据预示 8 月商品房销售面积累计同比大概率难以反转，这就意味着房地产投资增速反弹或者反转的时点还要往后推。

至于如何“稳地产”，我们认为有以下四点。**第一**，有效提振房地产市场信心。“信心比黄金还重要”。在当前我国宏观经济面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力中，“预期转弱”居于核心地位。这一点也适用于房地产市场。7 月国房景气指数为 95.26，较前值下行 0.13 个百分点，创 2016 年 2 月以来新低，连续 7 个月位于 100 荣枯线之下。这就表明房地产市场的信心较为脆弱。究其原因，主要有三点：**一是**长周期看，扩大房地产税改革试点城市压制居民对房地产市场的信心；**二是**自从 2016 年 12 月 14 日中央经济工作会议提出“房住不炒”之后，这一定调始终出现在中央重大会议通稿中，且“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”不时出现在相关文件中；**三是**7 月郑州相关事件，对房地产市场信心也造成打击，加大短期观望情绪。**第二**，“解铃还须系铃人”。导致房地产投资增速下行的直接原因是我国此前的严格限制性楼市调控政策，即限购、限贷、限售、限价以及限商。“五限”叠加是上一轮楼市调控的重要标志。当前“五限”中的部分



限制性措施已经得到放松，还有进一步放松的空间。第三，切实降低购房成本。在新冠肺炎疫情的冲击下，居民收入增速持续承压。与降低首付等举措相比，降低房贷利率是推升商品房销售面积累计同比更有效的手段。原因有两点：**一是**降低首付只是降低商品房的购买门槛，但是并未实质性减轻居民的购房负担，而降低房贷利率则能够持续缓解购房者的现金流压力；**二是**从图形走势上看，首套房贷平均利率与商品房销售面积累计同比存在较强的负相关关系，也就是说，降低房贷利率能够有效推动商品房销售增速。**第四**，有效控制新冠肺炎疫情。新冠肺炎疫情在两方面对商品房销售形成冲击：**一是**新冠肺炎疫情冲击全国居民人均可支配收入累计名义同比，降低刚需与改善性需求的购买能力；**二是**道路封控使得刚需与改善性需求看房的意愿与可能性下降。以上二者均对商品房销售面积累计同比形成冲击。

#### 四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力

8月16日国家发改委新闻发布会强调“把稳增长放在更加突出位置”。回顾729国务院常务会议部署进一步扩需求举措，指出：“**一是**发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用”；“**二是**推动消费继续成为经济主拉动力”。可见，外需并不在“进一步扩需求”的范畴里，毕竟，控制出口增速面临较大难度，体现在以下三个方面：**一是**数量方面，代表海外需求的摩根大通全球制造业PMI与美国ISM制造业PMI走势高度相关，但是很明显我国难以影响美国ISM制造业PMI走势；**二是**价格方面，CRB指数当月同比以及PPI当月同比主要取决于国际油价走势，而我国对国际油价无控制能力，实际情况下是在成品油定价机制下，我国成品油价格走势取决于国际油价走势；**三是**此前我国能够对人民币汇率进行一定程度的控制，但是在完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度的背景下，人民币汇率主要跟随美元指数，而美元指数主要取决于美国与欧元区的宏观经济基本面。尽管如此，我们也要发挥主观能动性，在一定程度上影响外需走势，进而“稳增长”：**一是**推行出口市场多元化，尽量减少局部国际局势恶化对我国出口产生的负面冲击；**二是**对细分市场进行高质量研究，准确判断哪些行业的外需景气度明显高于其他行业；**三是**丰富我国出口产品的种类，通过高水平多样化的供给来创造需求；**四是**提高我国出口产品的质量，战胜国际竞争者，提升我国产品在市场上的份额。

729国务院常务会议指出，“发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用”。从其后的表述看，有效投资指的应该是基建投资。但是值得指出的是，要想切实稳住投资，进而稳住宏观经济大盘，必须堵住房地产投资这一“漏洞”，或者说，稳住房地产投资增速这一拖累项。打个比方，往一个水池里面注水，“基建投资”这根水管不断注水，但是“房地产投资”这根水管不断漏水，在很大程度上对冲了基建投资的“注水量”，那么水池的水位很难上去。也就是“稳增长”的效果有限，稳住宏观经济大盘面临一定难度。因此，从这个角度看，堵住房地产投资这一“漏水口”，远比加大基建投资这一“注水口”的水量来得重要。从目前的趋势看，房地产投资增速尚未看到反转的迹象，如不加大政策力度，



大概率还将继续是宏观经济的拖累项。因此必须“补短板”、“强弱项”。只有把这一短板补上去，其他的“稳增长”举措才更有意义。此外，与基建投资相比，房地产投资对宏观经济的拉动效应可能更为显著：**一**是因为与基建投资增速相比，房地产投资增速与黑色金属材料类 PPIRM 累计同比走势关联度更高；**二**是因为房地产投资增速一旦企稳，则商品房销售面积累计同比大概率已经企稳，对房地产后周期消费形成利多。至于如何稳房地产，第三部分已有阐述，故不赘述。

基建投资分为电力、水利与交通三大板块。3月5日《政府工作报告》指出，“适度超前开展基础设施投资”，“建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造”。其中，重点水利工程位列第一位，可见水利环境和公共设施管理业是国家重点支持的方向。7月31日全国交通运输2022年半年工作视频会要求“下半年积极扩大交通有效投资”，但是在新冠肺炎疫情不时反弹的背景下，全社会的出行需求较低，民间投资大概率不会加大对交通领域的投资力度，预计交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比大幅上行概率较低。在“碳达峰与碳中和”的背景下，叠加持续高温，我们认为当前电力相关固定资产投资面临四大契机。**第一**，在出口、消费以及制造业投资增速大概率承压，房地产投资难以快速企稳的背景下，作为逆周期调节的重要抓手，加强包括电力在内的基建投资是“扩投资、稳增长”的重大部署。**第二**，1-7月城镇调查失业率均值为5.64%，高于5.50%的预期目标。在下半年出口增速下行，以及疫情反复的背景下，加强电网工程建设，实施以工代赈，是“稳就业、惠民生”的当务之急。**第三**，6月以来我国长江流域部分地区持续出现40℃以上的高温，对工业企业生产造成不利影响，对我国乃至全球产业链与供应链形成一定冲击，加快推进电力重点工程建设是“保供电、强安全”的担当之举。**第四**，在“双碳”背景下，728政治局会议指出要“提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系”，电力相关投资是“促转型、助‘双碳’”的长远之策。

729国务院常务会议指出，“推动消费继续成为经济主拉动力”。客观而言，2022年下半年消费的形势并不乐观：**一**是在摩根大通全球制造业PMI新订单指数时隔24个月首次跌至荣枯线之下，预示国际油价大概率继续承压下行，利空石油及其制品类零售额当月同比，而石油及其制品类零售额在社会消费品零售总额中的占比约为5%；**二**是商品房销售面积累计同比在短期内还处于深度负增长状态，利空家电家具等房地产后周期类消费增速；**三**是在新冠肺炎疫情不时反弹的背景下，出行类需求受到抑制，利空服装类、化妆品类消费增速。在此背景下，我们认为，汽车是消费的“主拉动力”。这一判断的依据有以下三点。**第一**，汽车类零售额在社会消费品零售总额中的占比约为10%，排名第一。**第二**，汽车制造业是国民经济的重要产业。在宏观经济主要指标体系中，汽车连接固定资产投资、出口交货值、工业生产等多个领域。如果汽车类零售额增速位于较高水平，则将有效拉动汽车制造业固定资产投资增速、汽车制造业出口交货值增速以及汽车制造业工业增加值增速。因此，汽车在宏观经济中的重要性不言而喻。**第三**，国家对汽车制造业高度重视。7月29



日国务院常务会议提出的八项促消费举措，有三项与汽车有关：一是除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制；二是打通二手车流通堵点；三是延续免征新能源汽车购置税政策。此外，8月18日国务院常务会议将新能源汽车上升到“培育新增长点”的高度，并提出四项举措：一是将免征新能源汽车购置税政策再延期实施至2023年底；二是继续免征车船税和消费税，在上路权限、牌照指标等方面予以支持；三是促进整车企业优胜劣汰和配套产业发展；四是大力推进充电桩建设，纳入政策性开发性金融工具支持范围。

### 五、下半年还有降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件

研判下半年增量政策，前提是研判下半年宏观经济走势。对下半年宏观经济走势，我们的基本看法是下半年我国宏观经济还将面临一定压力，具体看：下半年出口增速承压但有韧性；受疫情不时反弹冲击，7-12月消费增速大幅上行概率较低；房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转；在PPI当月同比逐季下行的背景下，制造业投资增速大概率稳步下行；受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升。我们的以上判断与当前库存周期走势较为一致：在4月录得20.0%，创2012年2月以来新高的背景下，5月、6月工业企业产成品存货同比分别录得19.70%、18.90%，连续2个月累计下行1.10个百分点。如果后期工业企业产成品存货同比继续下行，则工业企业大概率进入主动去库存阶段，也就是宏观经济周期中的萧条阶段。

宏观经济的萧条阶段，是宏观经济压力最大的阶段。在这一阶段，宏观政策逆周期与跨周期调节力度应该是最大的，增量政策的出台是大概率事件。我们认为，下半年可能的增量政策来自以下三个方面。**总量方面，第一**，回顾历史经验，在制造业PMI位于荣枯线之下，出口增速承压的背景下，央行大概率降息。预计后期MLF利率以及OMO利率还将继续下调，进而1年期LPR报价以及5年期LPR报价还有下调空间。预计降息的时点不晚于2023年上半年。**第二**，当前法定存款准备金率还有下调空间，尤其是大型存款类金融机构存款准备金率还位于较高区间。叠加考虑下调LPR报价，以及“加大对企业的信贷支持”均需要降准的配合，预计下半年央行大概率降准。

**基建投资方面**，8月18日韩正副总理指出，“要加快推进重点工程建设，充分调动地方和企业积极性，大力推进煤电联营和煤电与可再生能源联营”。上文我们认为电力相关固定资产投资面临四大契机。根据公开信息与资料，与电力投资相关的重大项目建设主要集中在四个领域：电网扩投资、特高压建设、超高压和各级电网建设、抽水蓄能电站建设。

**房地产方面**，2022年3月16日财政部提出，“综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”。但是不论对购房者还是房地产企业而言，其在房地产市场的投资行为以及带来的效果均是长期的。诚然，“今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”，但是在“房住不炒”的大背景下，2022年之后是否要扩大房地产税改



革试点城市？至少没有明确指出。我们认为，在宏观经济承压背景下，2023 年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。进一步预测，参考日本与韩国经验，在后重工业化时期宏观经济大概率“下台阶”，因此未来 3 年大概率不会推出“扩大房地产税改革试点城市”相关举措。



---

## 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。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为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。

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。

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。

---