

丁安华 首席经济学家
dinganhua@cmschina.com.cn
刘启元 86-755-82943270
liuqiyan@cmschina.com.cn
2009年7月31日

从猪肉价格走势看 CPI 的回升

宏观经济简评

主要观点:

- **CPI 受猪肉价格影响较大。**CPI 主要统计了八类商品的价格变动,其中食品在 CPI 中的权重为 33.2%。从以往的数据来看,食品往往是各因素中对 CPI 影响最大的。例如,2007 年中期以来的 CPI 价格指数上涨,80%以上是由食品来解释的。而在食品大类中,猪肉的权重约为 10%左右,但由于猪肉价格波动最大,因此对 CPI 的影响也就较大。
- **猪肉价格走势领先于食品价格及 CPI 走势。**根据我们相关性分析得出的测算结果,猪肉价格的变化领先 CPI 和食品价格两个月,而食品和 CPI 变化是同步的。
- **近期猪肉价格与 CPI 的关系。**近期除“肉禽类食品”外的其他食品(例如大米和面粉)价格同比出现明显上升,而“肉禽类食品”的价格仍在下降,其中猪肉的价格下降幅度最大,2-6 月猪肉价格平均比去年同期下降了 27%,5-6 月份下降最多,均为 32%。因此可以说,猪肉价格的大幅下降拉低了食品价格,进而拉低了 CPI。测算表明,2-5 月份猪肉一项对 CPI 的贡献率为 69.9%,大大高于以往的水平。因此,通俗点讲,目前的状况就是,猪肉“绑架”了食品,食品和居住共同“绑架”了 CPI。
- **结论:下半年猪肉将对 CPI 变动贡献 1 个百分点,据此推测 CPI 可能回升 250~333 个基点。**最近四个月,未经季节调整的 CPI 环比仍为负数,但近两个月的猪肉价格同比变化已趋于平稳,其中白条猪的价格出现回升态势。根据我们农业分析师的预测,下半年猪肉价格环比将有 20%的涨幅,同比有望从下降 30%恢复到 0,改善幅度约为 30%,那么猪肉价格将对 CPI 变动贡献约为 1 个百分点。根据历史的统计数据,除特殊时期外,猪肉对 CPI 的贡献率一般在 20~30%,如果按照这个贡献率,我们推测 CPI 可能回升大约 250-333 个基点,即从 6 月份的-1.7 在年底上升到 0.8%~1.6%。
- **引申讨论。**正如我们曾指出的,CPI 作为观察价格走势的主要指标,具有一定的局限性,因为 CPI 并不能很好地反映资产价格的走势。因此,货币管理局如仅以 CPI 作为治理通货膨胀的目标,就会忽视资产价格走势可能带来的问题。CPI 更多是反映实体经济价格走势的指标,但今天全球的虚拟经济活动,似乎比实体经济更为活跃,毕竟巨量的流动性特别是“热钱”流入,都不是为了购买中国的猪肉!

相关报告

- 1、《2009年上半年宏观数据简评-关注资产价格与CPI距离的拉大》
2009/7/17
- 2、《2009年6月份金融数据点评-信贷远超预期,流通速度将逐渐回升》
2009/7/15
- 3、《2009年1-5月份工业企业数据分析-复苏从耐用消费品开始》
2009/7/8
- 4、《2009年1-5月份工业企业利润数据点评-利润改善趋势继续加强》
2009/6/29
- 5、《中国经济2009年中期展望-为什么说当前的经济扩张是可持续的?》
2009/6/25
- 6、《2009年5月份物价数据点评-CPI环比已经连续三个月为正》
2009/6/11

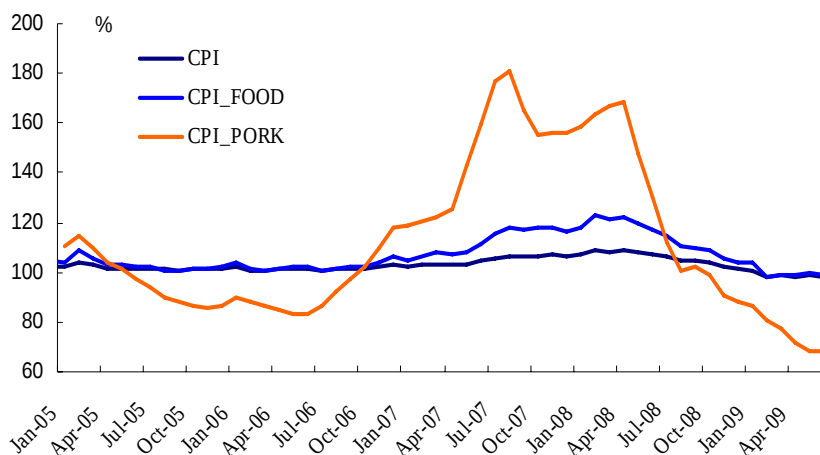
如果说，当下在衣、食、住、行各项价格数据中，猪肉的价格走势对 CPI 的影响最大，你会感到奇怪吗？从 2005 年以来的居民消费价格（CPI）数据来看，CPI 和食品、猪肉价格的变动呈现两个明显的特征：一，猪肉价格的波动幅度大于食品，而食品的价格波动又高于 CPI；二，猪肉的价格变动领先于 CPI 及食品价格走势。

1、CPI 受猪肉价格影响较大

根据国家统计局的资料，CPI 主要统计了八类商品的价格变动，其中食品在 CPI 中的权重为 33.2%。从以往的数据来看，食品往往是各因素中对 CPI 影响最大的。例如，2007 年中期以来的 CPI 价格指数上涨，80% 以上是由食品来解释的。而在食品大类中，猪肉的权重约为 10% 左右，但由于猪肉价格波动最大，因此对 CPI 的影响也就较大。

2007 年猪肉价格的上涨，是由于以下几个原因造成的：一是，2006 年猪价过低，严重挫伤了农民养猪的积极性；二是，生猪蓝耳病疫情的大面积发生，造成母猪流产和仔猪大量死亡；三是，受粮食减产、需求增加影响，全球粮食库存跌到 20 年来的最低点，导致 2006 年四季度以来国际市场粮价持续上涨，影响国内玉米等饲料价格上涨较多。以上几点原因使猪肉价格由最初的 8 元在短短数月内一路飙升至 14.8 元，最终导致了 CPI 的大幅上涨。

图 1：猪肉价格波动幅度大大高于 CPI



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

2、猪肉价格走势领先于食品价格及 CPI 走势

从图 1 所示，根据 CPI 与食品及猪肉价格变化的关系来看，猪肉价格走势领先于食品及 CPI，而食品则是同步于 CPI（这不难理解，食品在 CPI 中的权重最大）。我们根据相关性分析得出的测算结果也证明了这一点，从表 1 可见，猪肉价格的变化领先 CPI 和食品价格两个月，而食品和 CPI 变化是同步的。

3、近期猪肉价格与 CPI 的关系

从 2009 年 2 月起，食品对 CPI 的贡献率大幅下降。这主要是因为食品大类中各项价格走势互相抵消的原因，具体而言，除“肉禽类食品”的价格仍在下降外（与 CPI 的走势

相符), 其他类食品价格均比去年同期实现明显正的增长。根据我们的测算, 2-5 月份, 食品对 CPI 的平均贡献率为 24.7%, 大大低于以往 80% 左右的水平。

而与此同时, “肉禽类食品” 的价格仍在下降, 其中猪肉的价格下降幅度最大, 2-5 月份猪肉价格平均比去年同期下降了 27%, 5-6 月份下降最多, 均为 32%。因此可以说, 猪肉价格的大幅下降拉低了食品价格, 进而拉低了 CPI。测算表明, 猪肉一项对 CPI 的贡献率为 69.9%, 大大高于以往的水平。因此, 通俗点讲, 目前的状况就是, 猪肉 “绑架” 了食品, 食品和居住共同 “绑架” 了 CPI。

4、结论：下半年猪肉将对 CPI 变动贡献 1 个百分点，据此推测 CPI 可能回升 2.50~3.33 个百分点

下半年猪肉将对 CPI 变动贡献 1 个百分点。最近四个月, 未经季节调整的 CPI 环比仍为负数, 但近两个月的猪肉价格同比已趋于平稳, 其中白条猪的价格出现上升趋势。年初开始的猪肉价格的大幅下跌与去年高通胀时期生猪的养殖增加有关, 价格下跌使得农民养猪的积极性严重受挫。据分析, 猪肉价格存在一个一般为 3 年的价格周期, 其中 1.5 年为升, 1.5 年为降, 目前上一轮的生猪养殖高峰已过, 生猪存栏数开始下降。根据我们农业分析师的预测, 下半年猪肉价格环比将有 20% 的涨幅, 同比有望从下降 32% 恢复到 0, 改善幅度约为 32%, 那么猪肉价格将对 CPI 改善贡献约为 1 个百分点 ($32\% \times 10\% \times 33.2 = 1.06\%$)。

据此推测 CPI 可能回升 2.50~3.33 个百分点。根据历史的统计数据, 除特殊时期外 (因猪肉价格领先 CPI, 价格拐点附近, 贡献率会出现负值), 猪肉对 CPI 的贡献率一般在 20~30%, 如果按照这个贡献率, 推测 CPI 将回升大约 250-333 个基点, 即从 6 月份的 -1.7 在年底上升到 0.8%~1.6%。

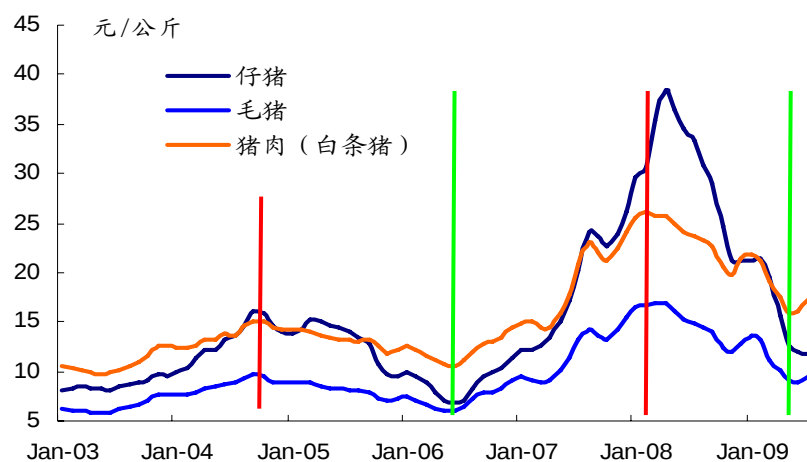
通过猪价变化反推 CPI 整体变化在逻辑上有一定的局限性,因为其中猪肉对 CPI 的贡献率是基于 2005 至今的月度数据测算的, 这一贡献率放在更长周期中看其实变化很大。

目前, 食品大类中, 除肉禽之外的其他食品价格已经连续上涨, 大部分价格已达历史新高, 加上肉类价格的预期上涨, 预计今年下半年 CPI 将面临一定的上涨压力。

5、引申讨论

正如我们曾指出的, CPI 作为观察价格走势的主要指标, 具有一定的局限性, 因为 CPI 并不能很好地反映资产价格的走势。因此, 货币当局如仅以 CPI 作为治理通货膨胀的目标, 就会忽视资产价格走势可能带来的问题。CPI 更多是反映实体经济价格走势的指标, 但今天全球的虚拟经济活动, 似乎比实体经济更为活跃, 毕竟巨量的流动性特别是 “热钱” 流入, 都不是为了购买中国的猪肉!

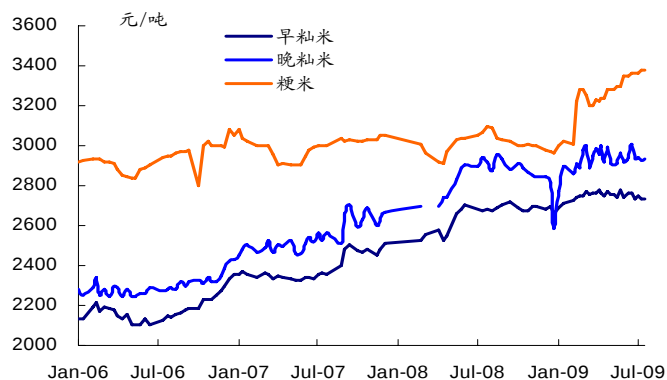
图 2: 猪肉的价格已出现拐点



数据来源: 农业部, 招商证券研发中心

注: 红色线条为价格周期顶点, 绿色线条为价格周期谷底

图 3: 全国批发市场各种大米价格



资料来源: 农业部, 招商证券研发中心

图 4: 全国批发市场黄玉米平均价格



资料来源: 农业部, 招商证券研发中心

附表：

表 1：食品及猪肉价格与 CPI 变化的相关性：猪肉价格领先于 CPI 两个月

领先月份	食品	猪肉	猪肉领先食品
12	-0.325	-0.063	-0.014
11	-0.198	0.101	0.150
10	-0.067	0.271	0.315
9	0.077	0.431	0.470
8	0.232	0.569	0.598
7	0.376	0.685	0.699
6	0.511	0.773	0.775
5	0.625	0.832	0.829
4	0.738	0.881	0.881
3	0.832	0.918	0.927
2	0.897	0.930	0.949
1	0.940	0.920	0.945
0	0.978	0.885	0.909
-1	0.936	0.805	0.827
-2	0.884	0.706	0.726
-3	0.814	0.589	0.608
-4	0.715	0.461	0.485
-5	0.604	0.323	0.359
-6	0.483	0.191	0.242
-7	0.349	0.054	0.119
-8	0.212	-0.081	-0.010
-9	0.071	-0.210	-0.147
-10	-0.057	-0.329	-0.277
-11	-0.169	-0.433	-0.394
-12	-0.285	-0.516	-0.489

资料来源：CEIC，招商证券研发中心

表 2: 各商品对 CPI 的贡献 (单位: 百分点)

类别	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健 和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化 用品及服务	居住	其中: 猪肉
比重		33.2%	3.9%	9.1%	6.0%	10.0%	10.4%	14.2%	13.2%	3.3%
Jan-05	1.9	1.43	0.02	-0.16	-0.06	-0.09	-0.29	0.26	0.78	0.39
Feb-05	3.9	3.00	0.02	-0.18	-0.05	-0.07	-0.06	0.48	0.76	0.50
Mar-05	2.7	1.94	0.02	-0.24	-0.04	-0.06	-0.13	0.41	0.80	0.35
Apr-05	1.8	1.06	0.02	-0.22	-0.03	-0.07	-0.15	0.41	0.79	0.14
May-05	1.8	0.99	0.02	-0.21	-0.02	-0.05	-0.15	0.42	0.81	0.06
Jun-05	1.6	0.73	0.01	-0.18	0.00	-0.03	-0.14	0.40	0.81	-0.08
Jul-05	1.8	0.80	0.01	-0.17	0.00	0.02	-0.11	0.43	0.82	-0.21
Aug-05	1.3	0.31	0.01	-0.15	0.01	0.02	-0.08	0.45	0.72	-0.35
Sep-05	0.9	0.10	0.01	-0.13	0.02	0.05	-0.07	0.19	0.72	-0.40
Oct-05	1.2	0.43	0.02	-0.10	0.02	0.06	-0.04	0.18	0.63	-0.44
Nov-05	1.3	0.54	0.01	-0.09	0.03	0.05	-0.03	0.16	0.63	-0.49
Dec-05	1.6	0.77	0.02	-0.09	0.04	0.07	-0.03	0.13	0.69	-0.47
Jan-06	1.9	1.20	0.01	-0.15	0.04	0.03	-0.05	0.13	0.69	-0.33
Feb-06	0.9	0.41	0.01	-0.13	0.04	0.05	-0.11	-0.07	0.71	-0.41
Mar-06	0.8	0.26	0.01	-0.07	0.04	0.07	-0.07	-0.03	0.60	-0.45
Apr-06	1.2	0.60	0.02	-0.05	0.04	0.10	-0.06	-0.01	0.57	-0.51
May-06	1.4	0.66	0.02	-0.04	0.05	0.14	-0.02	-0.01	0.62	-0.57
Jun-06	1.5	0.70	0.02	-0.05	0.07	0.15	0.04	0.00	0.57	-0.56
Jul-06	1.0	0.20	0.02	-0.05	0.08	0.14	0.03	0.00	0.59	-0.45
Aug-06	1.3	0.46	0.02	-0.05	0.09	0.15	0.01	-0.01	0.63	-0.24
Sep-06	1.5	0.80	0.03	-0.05	0.10	0.13	0.02	-0.20	0.66	-0.10
Oct-06	1.4	0.73	0.03	-0.02	0.10	0.13	0.01	-0.18	0.60	0.08
Nov-06	1.9	1.24	0.04	0.01	0.11	0.13	0.03	-0.21	0.56	0.31
Dec-06	2.8	2.08	0.06	0.01	0.11	0.12	0.04	-0.23	0.60	0.59
Jan-07	2.2	1.69	0.06	0.05	0.12	0.13	-0.03	-0.33	0.51	0.63
Feb-07	2.7	2.00	0.07	0.02	0.13	0.14	-0.04	-0.11	0.49	0.68
Mar-07	3.3	2.57	0.07	-0.02	0.13	0.14	0.01	-0.14	0.53	0.73
Apr-07	3.0	2.32	0.07	-0.02	0.13	0.15	-0.02	-0.17	0.55	0.83
May-07	3.4	2.75	0.07	-0.01	0.13	0.16	-0.05	-0.17	0.53	1.41
Jun-07	4.4	3.76	0.07	-0.03	0.11	0.19	-0.11	-0.17	0.58	1.99
Jul-07	5.6	5.00	0.07	-0.05	0.10	0.22	-0.13	-0.17	0.57	2.51
Aug-07	6.5	5.92	0.06	-0.08	0.10	0.23	-0.13	-0.15	0.56	2.63
Sep-07	6.2	5.52	0.07	-0.09	0.11	0.26	-0.14	-0.06	0.55	2.12
Oct-07	6.5	5.78	0.07	-0.12	0.11	0.29	-0.17	-0.07	0.63	1.80
Nov-07	6.9	5.97	0.07	-0.13	0.11	0.31	-0.14	-0.07	0.78	1.84
Dec-07	6.5	5.59	0.07	-0.16	0.11	0.32	-0.15	-0.07	0.78	1.87
Jan-08	7.1	6.09	0.08	-0.17	0.13	0.32	-0.12	-0.04	0.81	1.97
Feb-08	8.7	7.70	0.09	-0.13	0.13	0.32	-0.14	-0.13	0.87	2.09
Mar-08	8.3	7.14	0.10	-0.11	0.15	0.37	-0.18	-0.10	0.93	2.22
Apr-08	8.5	7.38	0.10	-0.13	0.16	0.36	-0.18	-0.10	0.90	2.28
May-08	7.7	6.63	0.11	-0.14	0.17	0.33	-0.17	-0.17	0.94	1.60
Jun-08	7.1	5.85	0.12	-0.14	0.18	0.32	-0.12	-0.14	1.04	1.03
Jul-08	6.3	4.92	0.12	-0.13	0.19	0.32	-0.03	-0.13	1.04	0.41
Aug-08	4.9	3.54	0.13	-0.10	0.20	0.30	-0.02	-0.12	0.97	0.03
Sep-08	4.6	3.31	0.14	-0.11	0.20	0.27	-0.02	-0.06	0.88	0.09

类别	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健和 个人用品	交通和通信	娱乐教育文化 用品及服务	居住	其中： 猪肉
比重		33.2%	3.9%	9.1%	6.0%	10.0%	10.4%	14.2%	13.2%	3.3%
Oct-08	4.0	2.94	0.14	-0.12	0.21	0.25	0.00	-0.04	0.63	-0.04
Nov-08	2.4	2.00	0.13	-0.16	0.19	0.20	-0.07	-0.04	0.15	-0.32
Dec-08	1.2	1.35	0.11	-0.19	0.17	0.17	-0.14	-0.08	-0.18	-0.39
Jan-09	1.0	1.34	0.09	-0.24	0.15	0.15	-0.25	0.04	-0.29	-0.43
Feb-09	-1.6	-0.74	0.09	-0.25	0.15	0.15	-0.37	-0.18	-0.45	-0.74
Mar-09	-1.2	-0.28	0.08	-0.25	0.11	0.12	-0.31	-0.12	-0.55	-0.91
Apr-09	-1.5	-0.49	0.07	-0.24	0.06	0.10	-0.26	-0.16	-0.59	-1.07
May-09	-1.4	-0.23	0.06	-0.24	0.03	0.10	-0.27	-0.13	-0.73	-1.22
Jun-09	-1.7	-0.40	0.05	-0.23	0.01	0.10	-0.28	-0.11	-0.83	-1.17

资料来源：招商证券研发中心

表 3：各商品对 CPI 的贡献率

类别	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健和 个人用品	交通和通信	娱乐教育文化 用品及服务	居住	其中： 猪肉
比重	100%	33.2%	3.9%	9.1%	6.0%	10.0%	10.4%	14.2%	13.2%	3.3%
Jan-05	100%	75.5%	1.1%	-8.3%	-3.4%	-4.5%	-15.4%	13.7%	41.3%	20.4%
Feb-05	100%	76.9%	0.6%	-4.6%	-1.3%	-1.8%	-1.6%	12.3%	19.5%	12.8%
Mar-05	100%	71.7%	0.9%	-8.8%	-1.6%	-2.3%	-4.8%	15.3%	29.5%	12.8%
Apr-05	100%	58.8%	1.3%	-12.5%	-1.7%	-4.0%	-8.3%	22.7%	43.7%	7.8%
May-05	100%	54.9%	0.9%	-11.8%	-1.1%	-3.0%	-8.6%	23.5%	45.2%	3.5%
Jun-05	100%	45.9%	0.8%	-11.4%	0.0%	-2.0%	-8.9%	25.2%	50.4%	-5.2%
Jul-05	100%	44.4%	0.7%	-9.5%	0.0%	1.2%	-6.1%	24.0%	45.3%	-11.8%
Aug-05	100%	24.2%	0.9%	-11.8%	1.0%	1.6%	-5.9%	34.5%	55.5%	-26.6%
Sep-05	100%	11.6%	1.4%	-14.8%	2.1%	5.8%	-7.3%	21.5%	79.8%	-44.8%
Oct-05	100%	35.7%	1.3%	-8.3%	2.0%	5.0%	-3.4%	15.3%	52.5%	-36.8%
Nov-05	100%	41.6%	0.9%	-7.1%	2.3%	3.9%	-2.4%	12.2%	48.6%	-37.7%
Dec-05	100%	47.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Jan-06	100%	63.4%	0.4%	-7.7%	1.9%	1.6%	-2.8%	6.8%	36.4%	-17.6%
Feb-06	100%	45.5%	0.9%	-14.5%	4.1%	5.7%	-11.9%	-8.1%	78.3%	-45.1%
Mar-06	100%	32.7%	1.0%	-9.0%	4.4%	8.6%	-9.0%	-3.5%	74.7%	-56.0%
Apr-06	100%	49.8%	1.3%	-3.8%	3.5%	8.3%	-5.2%	-1.2%	47.3%	-42.9%
May-06	100%	46.8%	1.2%	-2.7%	3.6%	9.7%	-1.5%	-1.1%	44.1%	-40.9%
Jun-06	100%	46.4%	1.3%	-3.0%	4.8%	10.0%	2.8%	0.0%	37.8%	-37.1%
Jul-06	100%	19.7%	1.9%	-5.4%	8.3%	13.8%	3.1%	0.0%	58.6%	-44.9%
Aug-06	100%	35.4%	1.8%	-3.5%	6.9%	11.4%	0.8%	-1.1%	48.3%	-18.5%
Sep-06	100%	53.2%	2.1%	-3.0%	6.8%	8.7%	1.4%	-13.3%	44.1%	-6.4%
Oct-06	100%	51.9%	2.2%	-1.3%	7.2%	9.2%	0.7%	-13.1%	43.1%	5.4%
Nov-06	100%	65.1%	2.1%	0.5%	5.7%	6.9%	1.7%	-11.3%	29.4%	16.4%
Dec-06	100%	74.3%	2.1%	0.3%	4.1%	4.3%	1.5%	-8.1%	21.6%	21.2%
Jan-07	100%	76.9%	2.7%	2.1%	5.6%	6.0%	-1.4%	-15.1%	23.2%	28.8%
Feb-07	100%	74.2%	2.6%	0.7%	4.9%	5.2%	-1.5%	-4.2%	18.2%	25.3%
Mar-07	100%	78.0%	2.1%	-0.6%	4.0%	4.3%	0.3%	-4.3%	16.1%	22.2%
Apr-07	100%	77.3%	2.2%	-0.6%	4.3%	4.9%	-0.7%	-5.6%	18.2%	27.6%
May-07	100%	80.8%	1.9%	-0.3%	3.9%	4.7%	-1.5%	-5.0%	15.5%	41.6%
Jun-07	100%	85.6%	1.5%	-0.6%	2.5%	4.3%	-2.6%	-3.9%	13.2%	45.3%
Jul-07	100%	89.3%	1.2%	-1.0%	1.8%	3.8%	-2.4%	-3.0%	10.1%	44.8%

类别	CPI	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品 及维修服务	医疗保健和 个人用品	交通和通信	娱乐教育文化 用品及服务	居住	其中： 猪肉
比重	100 %	33.2%	3.9%	9.1%	6.0%	10.0%	10.4%	14.2%	13.2%	3.3%
Aug-07	100%	91.1%	1.0%	-1.2%	1.5%	3.5%	-2.0%	-2.4%	8.6%	40.5%
Sep-07	100%	89.0%	1.1%	-1.4%	1.7%	4.1%	-2.3%	-0.9%	8.8%	34.3%
Oct-07	100%	88.9%	1.0%	-1.8%	1.6%	4.4%	-2.7%	-1.1%	9.6%	27.7%
Nov-07	100%	86.5%	1.0%	-1.8%	1.6%	4.4%	-2.1%	-1.0%	11.3%	26.6%
Dec-07	100%	85.9%	1.0%	-2.4%	1.8%	5.0%	-2.3%	-1.1%	12.1%	28.8%
Jan-08	100%	85.8%	1.2%	-2.5%	1.8%	4.5%	-1.6%	-0.6%	11.4%	27.7%
Feb-08	100%	88.5%	1.1%	-1.5%	1.4%	3.7%	-1.7%	-1.5%	10.0%	24.1%
Mar-08	100%	86.0%	1.2%	-1.3%	1.8%	4.5%	-2.1%	-1.2%	11.2%	26.8%
Apr-08	100%	86.8%	1.2%	-1.5%	1.9%	4.3%	-2.1%	-1.2%	10.6%	26.8%
May-08	100%	86.0%	1.4%	-1.8%	2.2%	4.3%	-2.2%	-2.2%	12.2%	20.8%
Jun-08	100%	82.4%	1.7%	-2.0%	2.5%	4.4%	-1.6%	-2.0%	14.6%	14.5%
Jul-08	100%	78.0%	2.0%	-2.1%	3.0%	5.1%	-0.5%	-2.1%	16.6%	6.6%
Aug-08	100%	72.3%	2.7%	-2.1%	4.1%	6.1%	-0.4%	-2.4%	19.8%	0.7%
Sep-08	100%	71.9%	3.0%	-2.4%	4.3%	5.8%	-0.5%	-1.3%	19.2%	1.9%
Oct-08	100%	73.4%	3.4%	-3.1%	5.3%	6.2%	0.0%	-1.1%	15.8%	-1.0%
Nov-08	100%	83.5%	5.3%	-6.6%	7.9%	8.5%	-3.1%	-1.8%	6.2%	-13.2%
Dec-08	100%	112.8%	9.2%	-16.2%	14.1%	13.8%	-11.8%	-6.9%	-15.0%	-32.8%
Jan-09	100%	134.4%	9.0%	-23.7%	15.0%	15.4%	-25.1%	4.1%	-29.3%	-42.6%
Feb-09	100%	46.5%	-5.7%	15.4%	-9.3%	-9.6%	23.0%	11.5%	28.2%	46.2%
Mar-09	100%	23.2%	-7.0%	20.9%	-9.0%	-10.0%	25.9%	9.9%	46.1%	76.1%
Apr-09	100%	32.4%	-4.7%	15.7%	-4.1%	-6.8%	17.2%	10.7%	39.6%	71.2%
May-09	100%	16.3%	-4.5%	17.2%	-2.5%	-7.4%	19.6%	9.3%	51.9%	87.1%
Jun-09	100%	23.8%	-3.1%	13.7%	-0.4%	-5.9%	16.3%	6.5%	49.1%	68.9%

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

丁安华: 招商证券首席经济学家, 兼任招商证券董事、招商银行董事。曾任招商局集团战略研究部总经理。

刘启元: 复旦大学世界经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心从事机械行业研究, 2009 年 2 月起从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。