

宏观经济研究

警惕输入性通胀

李太勇 研究员
电话: 020-87555888-689
E-mail: lty@gf.com.cn

胡鸿 研究助理
电话: 020-87555888-415
E-mail: hh6@gf.com.cn

我国经历了四次较严重的通货膨胀

改革开放以来,我国先后经历了四次较严重的通货膨胀,分别发生在1979年-1980年、1987年-1989年、1993年-1995年、2007年-2008年。每轮通货膨胀都是在特定的环境产生。通过对影响通胀产生的变量进行实证分析,我们发现:首先,通货膨胀受自身波动的影响最大;其次,国际小麦价格和工业增加值对CPI解释力度较强;第三,原油价格对CPI影响不明显,在滞后期达9个月时,其对CPI的影响才开始显现,但原油价格与PPI相关性较大;最后,在滞后期为3个月时,外汇储备增速变化开始对CPI有一定的影响。

输入性通胀主要通过贸易性和货币性途径

贸易途径主要是通过进出口商品传导至国内商品价格。从近年来的情况看,进出口商品指数的涨落,对CPI和PPI的走势,具有很强的先导性和带动作用。

由于我国资本账户还没有完全放开,货币性输入对我们影响不大,其影响主要体现在长期的贸易顺差带来的外汇储备余额的持续增长,增加了我国的货币供给,从而对国内物价产生影响。从两者的关系图上看,在2005年7月21日,我国汇率制度改革后,外汇储备增长变化对CPI走势具有一定的影响。

未来通胀压力来自输入性通胀

经济增长保持一定增速,会促进通胀产生步伐,但是通胀预期短期内难以自我实现;国际小麦价格年内价格上涨有压力;外汇储备增速受阻。因此,仅在GDP增速和工业增加值增速加快带动下,通胀压力年内压力不大,预计明年一季度出现温和通胀,但是一旦明年欧美经济体货币投放从银行体系进入实体经济,全球通胀不可避免,中国难免进入被动输入通胀的局面,尤其是明年后半年输入性通胀压力不小。

图 1: 我国经历四次较严重的通胀

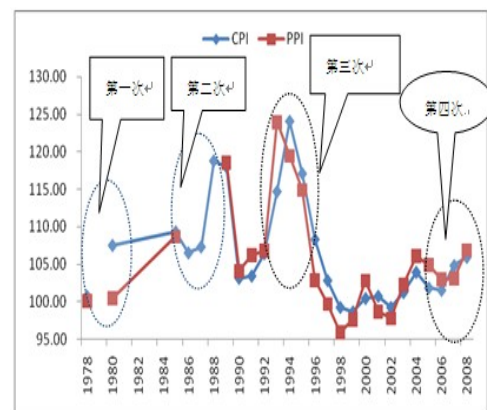


图 2: 国际小麦价格与 CPI 走势

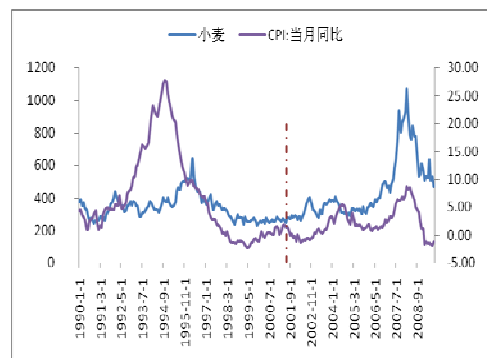
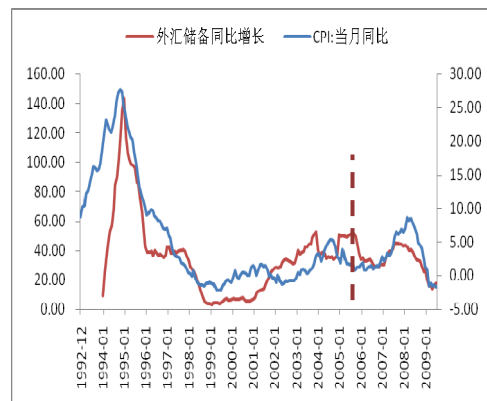


图 3: 外汇储备增速与 CPI 走势



目录索引

一、我国历次通胀史.....	3
(一) 我国历次的四次通胀史	3
(二) 我国历次通胀史的特点	4
(三) 基于 VAR 模型对影响通胀的变量进行实证分析	5
二、输入性通胀的途径.....	6
(一) 输入性通胀的第一途径: 贸易输入	7
(二) 输入性通胀的第二途径: 货币输入	7
三、通胀年内存在潜在威胁吗?	8
(一) 通胀预期年内尚难自我实现	8
(二) 输入性通胀尚不能构成威胁	10
(三) 总结: 年内通胀压力不大, 警惕明年输入性通胀.....	12

图表索引

图表 1: 我国 CPI、PPI 历史走势图 (指数)	4
图表 2: 猪肉价格对第四轮通胀起推波助澜作用	4
图表 3: 我国石油外贸依存度达 50%.....	4
图表 4: 原油价格上涨带来国内 PPI 上涨.....	4
图表 5: VAR 计量结果.....	5
图表 6: CPI 与 M2 关系在 2000 年以及 2007 年存在不一致 (滞后一年的关系图)	6
图表 7: 我国石油外贸依存度达 50%.....	7
图表 8: 进口商品指数对 CPI 有带动作用	7
图表 9: 出口商品指数对 CPI 存在一定影响.....	7
图表 10: 大宗商品价格对 CPI、PPI 的传导作用	7
图表 11: 汇率制度改革后, 外汇储备影响 CPI 走势	8
图表 12: 人民币实际有效汇率对 CPI 影响不明显	8
图表 13: 美国 TIPS 债券价格连续 4 个月上涨.....	9
图表 14: 黄金价格创历史新高.....	9
图表 15: 相比次贷危机前, 美国基础货币增一倍多	9
图表 16: 美国银行的准备金危机发生后急速增加	9
图表 17: 我国外贸依存度超过 50%.....	10
图表 18: 我国进出口总额近 5 年增长迅速.....	10
图表 19: 2001 年后国际小麦价格与 CPI 走势吻合.....	11
图表 20: 2001 年后国际大豆价格与 CPI 走势较吻合	11
图表 21: CPI 走势领先国际玉米价格走势.....	11
图表 22: 贸易顺差增速仍在负值区域徘徊.....	11

年初至今，信贷天量投放，货币增速罕见增长，尽管目前CPI、PPI仍处于零值以下，并没有消除市场对通胀的预期。通胀到底什么时候出现？而探究通胀什么时候出现首先需要考虑接下来的时间，哪些因素对通胀影响较大？在不同宏观经济背景下，不同的因素对通胀的产生起着不同程度的作用。所以我们需要理清当前经济状态下，哪些因素对未来通胀起主导作用？

一、我国历次通胀史

（一）我国经历的四次通胀史

改革开放以来，我国先后经历了四次较严重的通货膨胀，分别发生在1979年-1980年、1987年-1989年、1993年-1995年、2007年-2008年。每轮通货膨胀都是在特定的环境下产生。

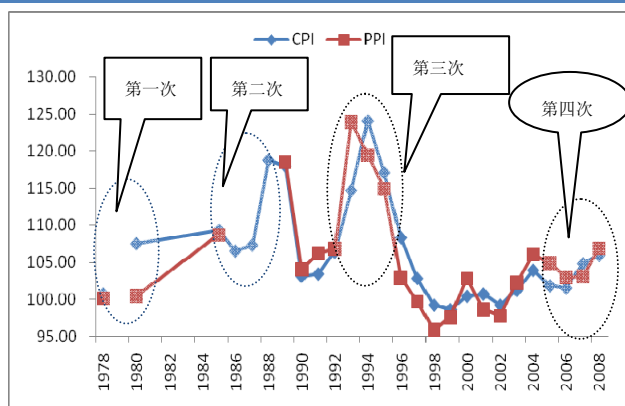
第一次通胀：1979年-1980年的通胀是“重生产、轻消费”、“重工业、轻农业”的投资政策使得重工业发展过快、轻工业发展迟缓。重工业的发展导致固定资产投资增速过快，财政赤字严重。两年中，银行大幅增加货币供应量，最终，引起物价的较大幅度上涨。

第二次通胀：1984年以后，国有企业开始具有相对独立的经济利益和经营自主权，地方财政也有了一定的“分成”自主权，企业和地方出现了强烈的“投资饥渴症”，同时，价格管制开始大面积放松为这轮物价上涨提供了条件，使得1985年到1989年五年的通货膨胀率分别为8.8%、6.0%、7.3%、18.5%、17.8%，尤其在1988年和1989年，物价演绎一轮疯狂上涨。

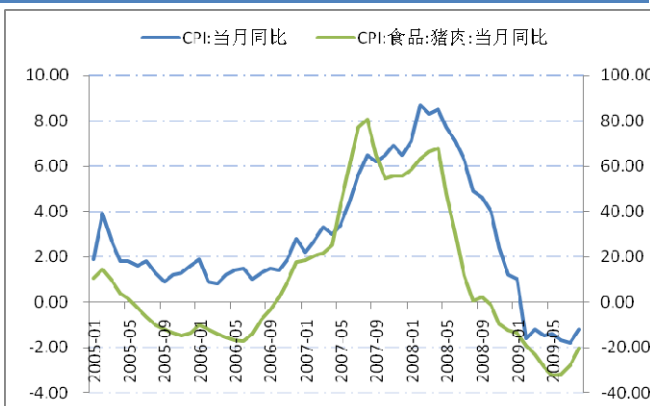
第三次通胀：1993年邓小平南巡讲话后，中国经济进入高速增长的车道，全国各地掀起投资热。有人形象地总结为“四热”（房地产热、开发区热、集资热、股票热）、“四高”（高投资膨胀、高工业增长、高货币发行和信贷投放、高物价上涨）、“四紧”（交通运输紧张、能源紧张、重要原材料紧张、资金紧张）和“一乱”（经济秩序特别是金融秩序混乱）。于是，自1993年物价狂起，到了1994年，中国35个大中城市的食品类价格竟比上年同期上涨34.1%，1994年是物价涨幅是历史上最高的一年，达21.7%。

第四次通胀：2007年到2008年上半年，随着我国固定资产投资规模急剧扩张，原材料、能源等生产资料出现瓶颈，价格快速攀升，传导至成品价格上涨，从而推动物价全面上涨，再加上2007年猪肉价格迅速上涨对CPI起了推波助澜的作用。有人认为，第四轮通胀原因主要由猪肉价格主导，我们认为，考虑2007年进出口商品价格的大幅上扬，猪肉价格此时对国内物价起推波助澜作用。

图表 1: 我国 CPI、PPI 历史走势图 (指数)



图表 2: 猪肉价格对第四轮通胀起推波助澜作用



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

(二) 我国历次通胀史的特点

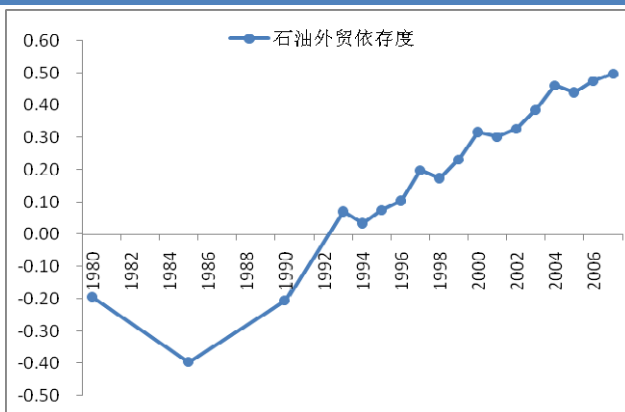
综合历次通胀史, 我们发现以下特点:

第一, 固定资产投资增速过快、货币供应量超过实体经济所需, 经济高速增长等现象都伴随着历次通胀的发生。

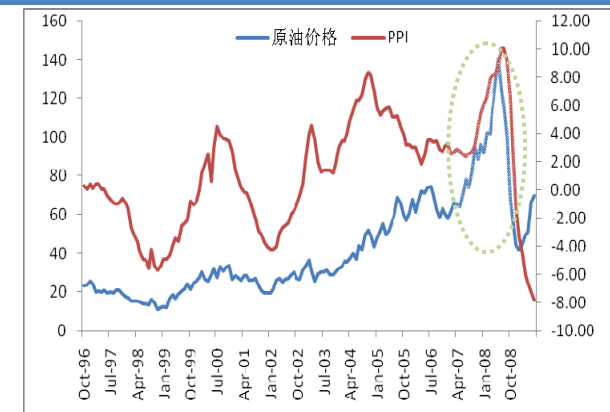
第二, 前三次通胀都发生在我国经济短缺情形下, 社会总需求大于总供给, 属于需求推动型, 而2007年-2008年的通胀属于成本推动型, 主要源于大量进口原材料价格上涨传导至国内成品价格上涨进而引起物价上涨。

第三, 前三次发生的通货膨胀主要以改革性因素为主, 价格改革是通货膨胀的主要诱因, 而原材料价格上涨是第四轮通胀的主要诱因。原因在于: 我国粗放性的经济增长模式主要依靠投资拉动的特点决定了我国对原材料的需求和消耗十分巨大, 而我国自身的资源难以满足经济发展的需要, 很多原材料尤其是石油、铁矿石依靠进口。这些进口的原材料对外依存度极大, 我们缺乏定价权。2007年我国石油对外依存度达50% (石油对外依存度, 即指一国石油净进口占该国原油产量与石油净进口之和的比例)。因此, 2006年油价开始了一轮疯狂上涨, 由此传导至国内产品价格, 带来国内PPI上涨。

图表 3: 我国石油外贸依存度达 50%



图表 4: 原油价格上涨带来国内 PPI 上涨



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

因此，从历次通胀看，货币供给量、固定资产投资、经济增长高速增长都引起通胀。随着我国更多参与国际分工，国际原材料价格的上涨与下跌对我国的物价水平发挥一定影响，国际价格对国内物价的传导被称为输入性通胀。因此，关注当前的通胀问题，我们需要重点关注输入性通胀。

（三）基于 VAR 模型对影响通胀的变量进行实证分析

我们通过观察国内货币供给量、经济增长以及输入性通胀变量对未来通胀的影响程度，进行实证分析。首先，考察这些变量与通胀是否存在长期稳定关系，即计量分析中的协整关系，若是存在，他们的格兰杰意义上的因果关系如何。我们选取的样本区间是1995年12月到2009年8月的月度数据，货币供给量用M2表示，经济增长用工业增加值（IA）表示，衡量输入性通胀的指标有外汇储备（FXR），原油价格（OILP），外汇占款（FXA）、国际小麦价格（W1）、实际有效汇率（AFX），共8个变量。实证证明，在置信水平为10%时，上述变量对CPI都存在长期稳定的因果关系，尤其是工业增加值和小麦价格在置信水平为5%时，计量结果已很好。鉴于VAR模型在处理多个相关经济指标的分析与预测方面，是比较容易操作的计量经济分析模型之一。我们建立VAR模型，并利用EVIWS进行计量分析，结果如下：

图表 5：VAR 计量结果

Period	标准差	小麦价格	实际有效汇率	货币供给量	原油价格	工业增加值	外汇储备	外汇占款	CPI
1	0.50	6.24	0.16	1.22	1.01	3.63	0.01	0.11	87.62
2	0.75	7.14	0.16	1.25	2.24	9.42	1.76	0.64	77.39
3	0.93	10.89	0.18	1.23	1.71	13.86	2.19	2.08	67.86
4	1.08	16.60	1.08	0.91	1.31	16.95	1.64	1.76	59.76
5	1.23	21.38	2.72	0.70	1.04	19.73	1.39	1.40	51.64
6	1.38	25.95	4.67	0.56	0.84	21.04	1.35	1.13	44.46
7	1.53	29.04	6.96	0.47	0.80	21.74	1.36	1.00	38.64
8	1.68	31.11	9.27	0.39	0.92	22.09	1.33	0.95	33.93
9	1.81	32.15	11.56	0.34	1.16	22.31	1.29	0.94	30.24
10	1.93	32.44	13.80	0.30	1.43	22.50	1.22	0.95	27.36
11	2.04	32.20	15.97	0.28	1.68	22.69	1.13	0.98	25.06
12	2.14	31.58	18.10	0.28	1.90	22.88	1.04	1.00	23.23
18	2.55	25.30	29.17	0.32	2.21	23.73	1.17	1.05	17.06
24	2.80	21.72	34.88	0.28	2.06	23.04	2.91	0.91	14.19
32	3.07	25.24	33.02	0.72	2.01	19.87	5.61	1.09	12.44
36	3.23	28.86	29.83	1.52	2.02	18.01	6.29	1.61	11.86
40	3.44	31.85	26.91	2.74	2.06	16.45	6.36	2.39	11.24
48	3.93	33.12	25.02	5.68	2.19	14.77	5.32	4.14	9.75
49	4.00	32.86	25.16	6.03	2.21	14.68	5.16	4.33	9.56
50	4.06	32.54	25.38	6.37	2.24	14.60	5.00	4.51	9.36

Cholesky Ordering: W1 AFX M2 OILP IA FXR FXA CPI

数据来源：广发证券发展研究中心

从计量结果看，首先，**通货膨胀受自身波动的影响最大**。可能原因是：一方面，通货膨胀不确定性较多，社会公众通货膨胀预期强烈会影响其投资、消费和储蓄行为，进而可能对未来通货膨胀恶化和蔓延程度产生较大的影响，通胀预期对通胀本身发展有较大影响；另一方面，当年价格波动幅度在一定程度上受到上年翘尾因素的影响。

第二，**国际小麦价格和工业增加值对CPI解释力度较强**，说明上述对国际粮食价格对国内物价传导，从而拉升CPI上涨；另外经济增长对物价有上涨促进作用。

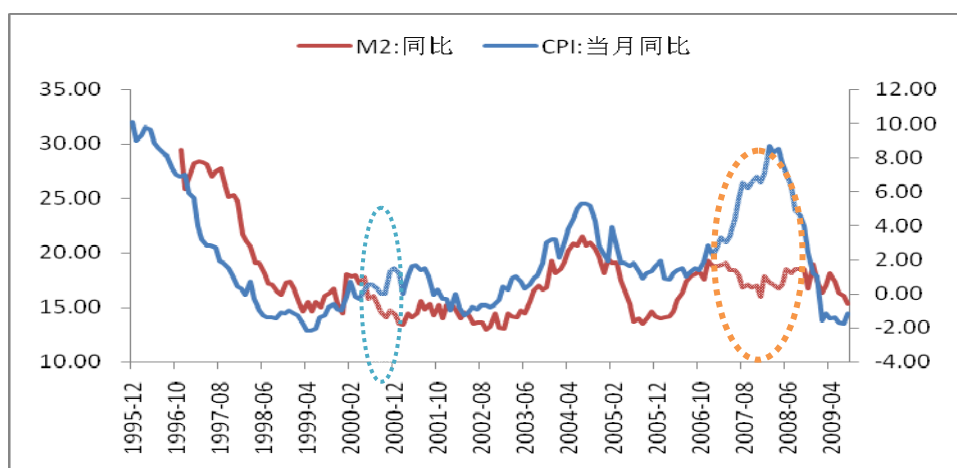
第三，**原油价格对CPI影响不明显**，在滞后期达9个月时，其对CPI的影响才开始显现。可能原因是原油价格波动先对PPI产生影响然后才传导至CPI，存在较长的滞后期。

最后，在滞后期达3个月时，外汇储备开始对CPI产生影响；滞后期为5个月时，人民币实际有效汇率对通胀的影响开始显现。

因此，通过实证分析，我们发现：（1）通胀预期、国际粮食和经济增长对CPI影响较大，外汇储备和实际有效汇率对CPI有一定解释力度。这说明在当前全球经济一体化趋势下，输入性通胀对我国通胀的影响将越来越明显，这也说明我们前面对通胀表现影响因素得出的结论得到实证确认。

（2）M2对CPI具有解释力度很小，这可能与我们所选的变量有关，一般来讲，M2领先CPI一年左右时间，但也有不一致的时候，例如2007年，尽管M2呈现下降趋势，但是一年后CPI仍然涨跌幅较大，方向上也存在不一致如2000年，CPI上涨时M2处于下降。

图表 6：CPI 与 M2 关系在 2000 年以及 2007 年存在不一致（滞后一年的关系图）



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

二、输入性通胀的途径

鉴于前面分析，我们认为，关注当前的通胀问题，需警惕输入性通胀问题。那么什么是输入性通胀？所谓输入性通货膨胀是指国外通货膨胀因素通过一定的途径传导至国内，从而对国内物价水平产生影响，其主要通

过货币性输入和贸易性输入两种途径。

（一）输入性通胀的第一途径：贸易输入

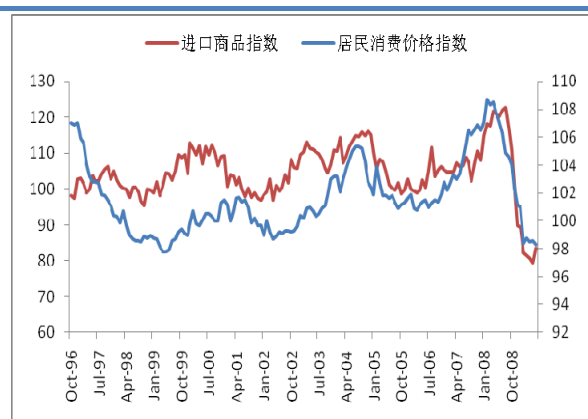
第一途径：通过贸易环节推动国内价格上涨。我国很多商品的进口依存度很高，且除成品油外，价格基本与国际市场接轨。进口商品价格的上涨主要通过两种方式作用于国内价格水平：一是如进口商品为粮食、食品等最终消费品，则直接推动居民消费价格上涨；二是如进口原油等原材料，则首先导致橡胶、塑料、钢材等中间产品的价格上涨，然后推动下游最终消费品的价格提升。

从近年来的情况看，进出口商品指数的涨落，对CPI和PPI的走势，具有很强的先导性和带动作用，大宗商品价格首先是通过PPI产生影响进而传导至CPI。

图表 7：我国石油外贸依存度达 50%



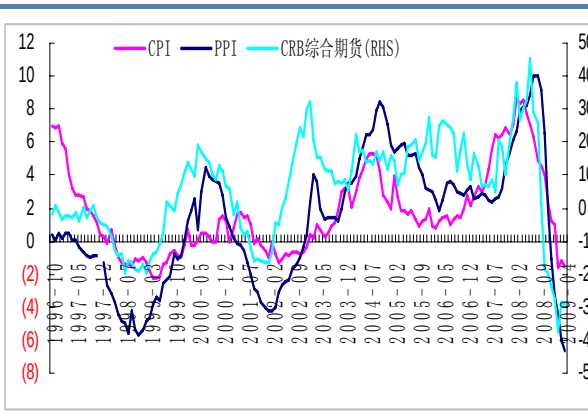
图表 8：进口商品指数对 CPI 有带动作用



图表 9：出口商品指数对 CPI 存在一定影响



图表 10：大宗商品价格对 CPI、PPI 的传导作用



数据来源：Bloomberg，中经网

（二）输入性通胀的第二途径：货币输入

第二途径：货币性输入。当一个国家出现通货膨胀或通货紧缩时，会引起国内利率水平变化，在开放条件下，这又会引起资本流入流出的变化，这样会使各国外汇市场发生失衡，导致各国货币出现贬值或升值压力。中央银行出于对本国货币币值稳定因素的考虑，被动的采取投放或紧缩本国

的货币，以此来冲销国际资本流动带来的影响。

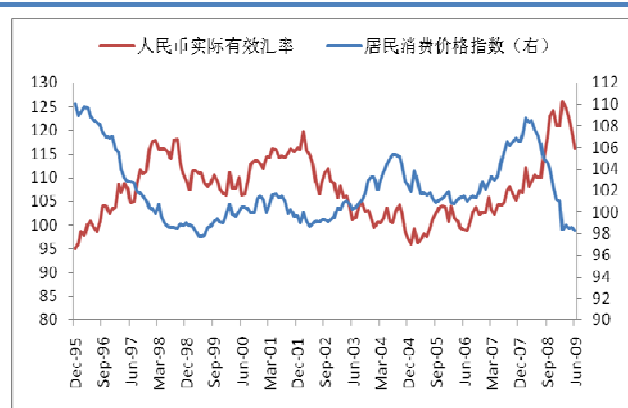
由于我国资本账户还没有完全放开，货币性输入对我们影响不大，仍有不少国际游资通过各种渠道如通过香港进入大陆，对我国货币市场带来一定冲击。

货币性输入途径对我国影响可能有：一是长期的贸易顺差带来的外汇储备余额的持续增长，增加了我国的货币供给，从而影响国内物价。从两者的关系图上看，在2005年7月21日，我国汇率制度改革后，外汇储备增长变化对CPI走势具有一定的影响。二是我国实行盯住一揽子货币以美元为主的汇率制，从理论上讲，人民币实际有效汇率变化给国内通胀会带来一定影响。但是从两者关系图上看，人民币实际有效汇率对CPI走势并没有很明显的引导作用。

图表 11：汇率制度改革后，外汇储备影响 CPI 走势



图表 12：人民币实际有效汇率对 CPI 影响不明显



数据来源：聚源数据，广发证券发展研究中心

三、通胀年内存在潜在威胁吗？

通过前面的分析，当期经济形势下，影响通胀产生的主要变量有通胀预期、工业增加值、输入性通胀包括国际粮食价格和外汇储备。今年以来，工业增加值同比增长一直处于上升进程，这在一定程度会促进通胀的产生。那通胀预期和输入性通胀给年内通胀带来压力吗？

（一）通胀预期年内尚难自我实现

美国TIPS以及黄金价格近几个月一路上扬，说明市场对通胀的担忧，美国国债以10年通胀为目标债券价格从6月以来一直处于上升通道，黄金价格更是一路高歌猛进，2009年10月9日收于1049美元每盎司。

图表 13: 美国 TIPS 债券价格连续 4 个月上涨



图表 14: 黄金价格创历史新高

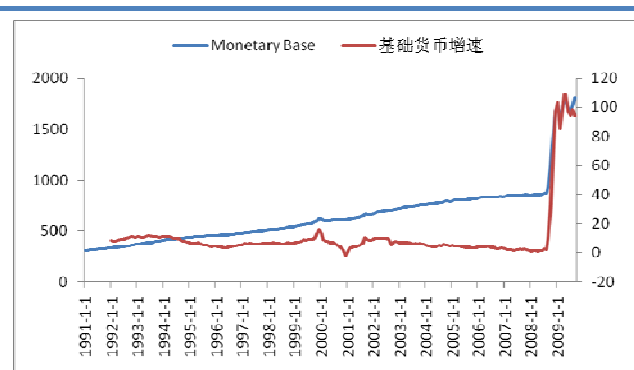


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

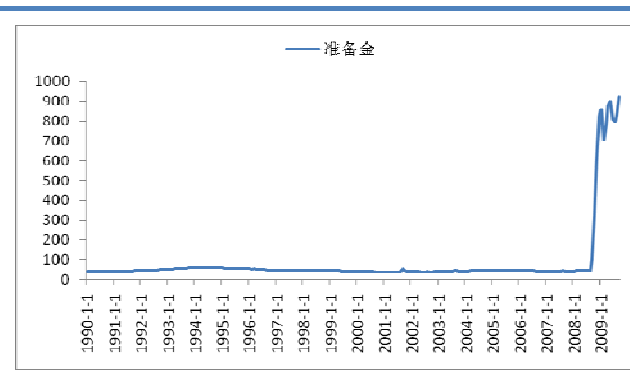
现在市场担忧通胀降临,主要是出于对货币扩张或流动性充裕。

次贷危机发生后,美国基础货币急速增加,2007年9月基础货币量为8560亿美元,而2009年9月基础货币投放量为1.8万亿美元,新增近万亿,超过危机之前的2倍,创历史新高。同样,英国央行、日本央行同样采取了罕见的宽松货币政策。我国虽然因顺差减少等因素影响,基础货币投放增速在下降,但信贷增速令人吃惊。以上数据是通胀预期的主要来源。

图表 15: 相比次贷危机前,美国基础货币增一倍多



图表 16: 美国银行的准备金危机发生后急速增加



数据来源: 美联储

可是,大量基础货币投放一年后的今天,大多数人的收入并没有增加,这意味着新增的货币,还没有带来新增的购买力。欧美以及日本经济体的消费数据仍然令人担忧。那么,新增的货币去哪了呢?

印钞机的开动并没有带来通胀。其中原因在于,从美联储流出的钱,现在还躺在银行的账户里,并没有通过信贷扩张机制成倍地进入实体经济中。银行的准备金在危机之前仅有431亿美元,而最新数据告诉我们,美国银行准备金已达9220亿美元,新增近8800亿美元,而基础货币也近新增不到1万亿美元。正如亚特兰大储备银行行长所说,基础货币变成的银行超额准备金,并不具备制造通胀能力。从这个角度看,美国的通胀需待基础货币投放量流入实体经济,才会逐渐显现出来,但是美联储若没有及时回笼货币,巨额基础货币进入实体会打乱整个价格体系,那时讨论的就不是通胀压力大小而是制度改革问题。

而我国信贷天量投放,而这些信贷货币确实大部分进入实体经济,如房地产和基础建设。但是房地产投资和基础建设投资周期较长,货币流动速度较慢,这在一定程度上降低了信贷货币化程度。这也是暂时我们看不

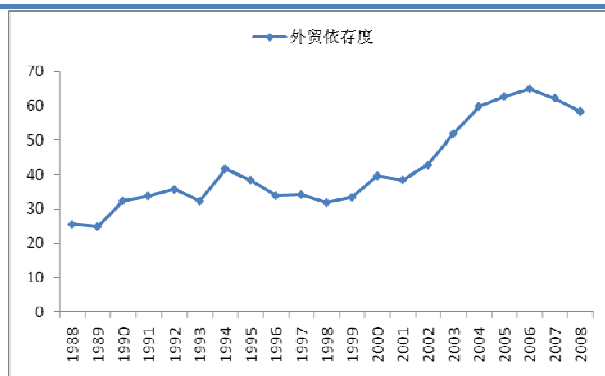
到口袋钱多起来的一种原因。同时，我们目前一些行业如钢铁、水泥、煤炭行业存在产能过剩问题，从产能利用率与CPI历史关系看，CPI难以增速较快。因此，国外通胀难以显现、信贷货币供给和产能利用率对CPI影响看，当前通胀预期难以自我实现。

（二）输入性通胀尚不能构成威胁

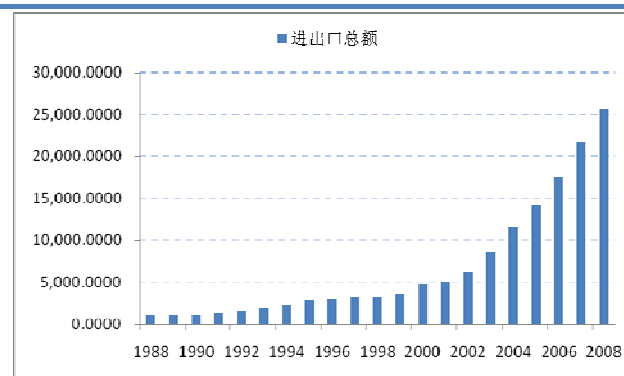
前文分析，输入性通胀变量主要有国际粮食价格以及各类大量依靠进出口的商品价格和外汇储备。在前面的分析中，我们主要选取的小麦价格来替代粮食价格，而原油价格在实证分析中并不显著，但石油价格对PPI影响较为显著，油价上涨对国内物价传导时间滞后期大概为9个月左右，这样即使油价持续上涨对CPI影响也是明年下半才会体现。因此，我们下面重点分析通过贸易环节输入的国际商品价格尤其是粮食价格和通过货币性输入的表现外汇储备的增长变化对未来通胀影响。

一般来讲，对外开放程度越深，越易遭受输入型通胀的冲击。现今我国的外贸依存度已超过50%，进出口额由1988年的1027亿美元上涨到2008年的25616亿美元。如此高的外贸依存度以及不断增长的进出口总额，使我国经济与世界经济联系日趋紧密的同时国外产品的价格较易通过外贸途径影响国内物价水平。

图表 17：我国外贸依存度超过 50%



图表 18：我国进出口总额近 5 年增长迅速



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

粮食价格。我国CPI中，粮食占比11%，这导致国际小麦价格对CPI影响较大。

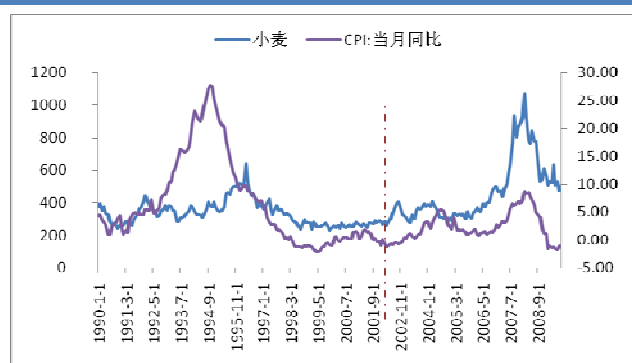
从国内CPI与国际小麦、大豆、玉米价格走势图上，自2001年我国加入世贸组织后，国际粮食价格与国内CPI走势较为吻合，尤其是小麦价格走势，但是近期大豆的走势与CPI走势存在不一致，而玉米价格落后于CPI走势。

从小麦、大豆、玉米的进出口情况看，我国是世界第二大玉米生产国，长期处于净出口状态，且短期趋势不会改变，我国主导定价权，这或许可以解释国内CPI领先国际玉米价格；大豆近年也从净出口国变为净进口国，但是进出口量都比较大，都易受国际价格波动影响，传导至国内粮食价格，从而影响CPI走势；我国小麦在加入WTO的第二年首次实现小麦进出口国家，但据农业部公布信息，1-7月，小麦进口50.4万吨，出口8200.1吨，预计2009年我国再次成为净进口国家，小麦没有实现完全自主定价权，较

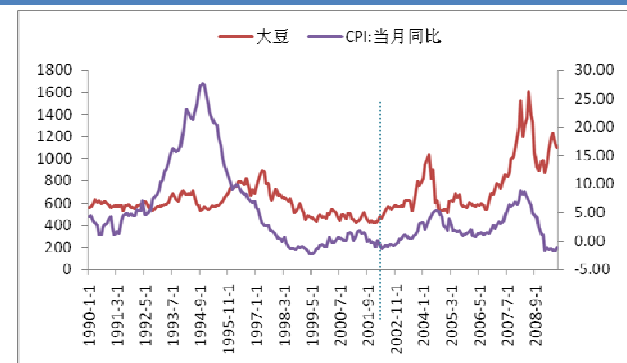
易受国际价格波动影响。因此，从价格走势与进口情况看，小麦价格对国内CPI影响最大，这也是我们在前文实证分析时，选用小麦价格作为粮食变量，下面我们主要分析小麦价格未来走势。

小麦价格从2月份以来，受全球库存下降影响，经历一轮上涨，但从下半年冬麦开始收割，后期收割速度加快，全球小麦大量供应，在此影响下，8月份以来处于下降趋势，价格处于弱势，2009年10月8日最新价格已下降至2007年1月时的价位。预计价格继续下降将呈现一定支撑，但在季节收割和供应充裕影响下，小麦价格上涨受到一定压力。这给通胀担忧释放了一定压力。

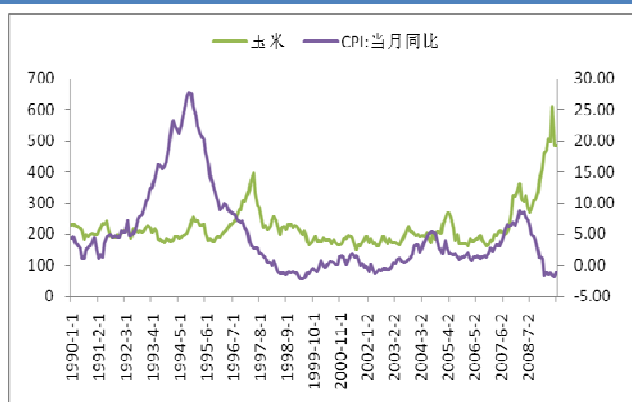
图表 19：2001 年后国际小麦价格与 CPI 走势吻合



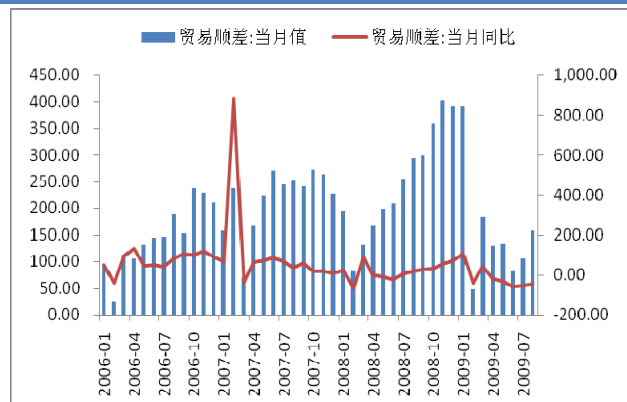
图表 20：2001 年后国际大豆价格与 CPI 走势较吻合



图表 21：CPI 走势领先国际玉米价格走势



图表 22：贸易顺差增速仍在负值区域徘徊



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

接下来我们再看看输入性通胀的第二个变量：**外汇储备**。

正如前文分析所示，外汇储备增长变化对国内CPI产生一定影响，那么未来外汇储备的增长趋势如何？

我国外汇储备的来源主要于贸易顺差，而8月份贸易顺差同比增长仍为-46.54%，相比6月份-60.86%的增速，增速降幅收窄。未来贸易顺差的增长取决于我国主要贸易伙伴的经济复苏，我国贸易主要出口地是美国、欧洲、日本等经济体。但是随着全球贸易保护主义抬头，出口形势的改善增加了不明朗因素，净出口给我国带来的外汇储备短期内保持低位，这难以给CPI上涨助一臂之力。

（三）总结：年内通胀压力不大，警惕明年输入性通胀

综合前面分析，我们认为，目前对通胀影响较大的变量有经济增长，通胀预期、国际小麦价格，外汇储备增速。经济增长保持一定增速，会促进通胀产生步伐，但是通胀预期短期内难以自我实现；国际小麦价格收割季节和供应充裕影响，上涨有压力，考虑到这几月跌幅已较深，价格进一步下降得到支撑，年内价格维持震荡走势；外汇储备增速受贸易顺差影响，而全球经济回暖正面影响加上贸易保护主义抬头的负面影响给贸易顺差带来不明朗信息，进而外汇储备增速受阻。因此，**仅在GDP增速和工业增加值增速加快带动下，通胀压力年内压力不大，预计明年一季度出现温和通胀，但是一旦明年欧美经济体货币投放从银行体系进入实体经济，全球通胀不可避免，中国难免进入被动输入通胀的局面，尤其是明年后半年油价上涨对CPI影响逐渐显现，输入性通胀压力不小。**

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。