

通货膨胀的长期逻辑与短期因素



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156
(0755) 8249 2011 zhangjing@lhzq.com

主要观点

- 通过对通货膨胀形成逻辑的梳理,我们认为,通胀是货币过度投放背景下资金追逐利率平均化的结果,只是在不同的经济周期形成过程中,通胀的发生也呈现不同的特征。长期性的通货膨胀过程是由需求因素和供给因素共同作用而产生的。
- 资金在追逐利润更大化时将抬高物价,其优先选择的行业/方向存在如下特征:
(1) 产品的供给曲线弹性极弱,或者为无弹性的曲线。(2) 存在着强大的、对市场价格具有操纵力量的团体。(3) 技术进步速度慢,具备涨价的动力。(4) 产品存在高杠杆率的、活跃的交易市场。(5) 存在异常刺激因素催化价格上升。
- 近期农产品价格飙升其实是货币过度投放下对前期大宗商品上涨的滞后反映——农产品价格通常滞后于原材料等大宗商品价格的上升。这是因为农产品的供应集中度尽管不如其他大宗原材料商品,但其价格弹性更小,一旦出现催化因素,在资金集中追捧下,价格将明显上涨。未来 1 年多的时间里,农产品价格仍有所上涨且维持高位的可能性较大。
- 在国家扶植农业生产、维护农民利益的大前提下,未来粮食价格稳定走高是可预期的。我们认为,未来 1 年多的时间里,国内通胀的主要推动因素来自于粮食价格上升的预期,“猪通胀”的干扰,以及资源品价格改革对物价的拉动效应。而通胀的负面因素可能来自于经济走弱导致的产出缺口趋势向下。我们分别对这些因素的影响进行了测算。总体而言,在我们给予的相对较保守的假设前提下,预计 2011 年,我国 CPI 同比在 3.2 的水平,峰值达 4.5。

本报告的独特之处:

- 本报告未就传统的通货膨胀分类方法进行分析,而是从经济周期与物价形成的关系入手,研究导致各周期形成的不同驱动因素下,通货膨胀呈现的主要特点。总结了资金集中导致通胀的突破口所具备的 5 种主要特征。同时,就农产品通胀形成的逻辑进行了单独的梳理。

目 录

1. 通货膨胀逻辑梳理	4
1.1 通货膨胀就是货币现象	4
1.2 农产品价格上升的逻辑	7
1.3 小结	12
2. 未来 1 年通胀的变量分析	13
2.1 “猪通胀”的效应	13
2.2 资源品价格改革的影响	14
2.3 收入分配制度改革的影响	14
2.4 CPI 趋势预判	16

图表目录

图 1: 通货膨胀形成的一般逻辑	4
图 2: 社会需求循环图	5
图 3: 强力刺激政策下的通胀逻辑	6
图 4: 世界范围的滞胀曾经出现在 1980-1984 年间	6
图 5: 小麦猛涨带动其他农作物价格上升	7
图 6: 俄罗斯小麦减产导致出口禁令	7
图 7: 农产品价格上涨逻辑图	8
图 8: 农作物的供给曲线基本无弹性	9
图 9: 玉米、小麦的库存消费比“偏冷”	9
图 10: 大豆的库存消费比“偏热”	10
图 11: 美国的总产量与出口量占全球比重——主要农作物	11
图 12: 美国受益于农产品价格上涨	11
图 13: 美国贸易收支状况	11
图 14: 猪粮比已达盈亏平衡, 还将继续向上	13
图 15: 原油供需缺口与原油价格	14
图 11: 我国工资增速与劳动生产率增速之差对比物价上涨幅度	15
图 12: 至明年底的 CPI 趋势预判	16
表 1: 未来猪肉价格上涨将拉动 CPI 上涨	13
表 2: 劳动者报酬上涨对 CPI 的影响	14
表 3: 各国高速增长时期经济增长的解释	15

今年以来，对经济复苏的预期、灾害天气等各种因素导致物价波动幅度较大。谈论到未来物价时，总觉得知识不够用，比如今年诡异的天气导致食品价格波动剧烈，我们需要了解洪水伤及哪些农田？泄洪区在什么地方？粮食播种期、生长期应该在什么时候？大蒜、生姜在CPI中占比多少？蔬菜生长周期通常多长？洪水污染了哪些水域会导致水产品减产？……等等。我们认为，研究物价走势，不能把中长期趋势和短期现象混为一谈。先确定一个逻辑框架，看中长期趋势；看短期问题时，再讨论细节问题。这样有助于我们理顺对物价的认知。

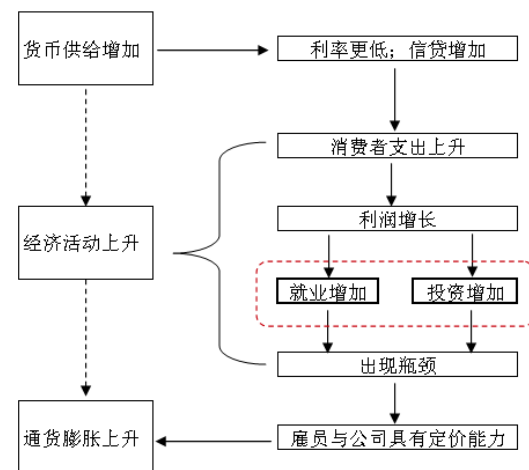
1. 通货膨胀逻辑梳理

1.1 通货膨胀就是货币现象

经济学中一句有名的格言：“通货膨胀归根结底都是一种货币现象”。笔者十分认同，通货膨胀归根结底就是一种货币现象，且无论短期、中期和长期。有人会反驳：价格是供需关系的体现，所以一般把通货膨胀分为需求拉动型、成本推进型、供求混合型。我们认为，这两者之间并不矛盾。我们将不从传统的通货膨胀理论划分的各种类型入手，而是尝试将通货膨胀形成和经济周期的关系进行剖析。

一轮完整的经济周期，是从一轮繁荣走向衰退再向另一轮繁荣。之所以把周期的起点认定为“繁荣”而不是“衰退”，是因为人类行为总是在追求能带来更大效用的生活方式，正因为有这样的行为倾向，所以“繁荣”的经济形式被认为是“必须的”。同样的，资金对更高利润率的追逐也被认为是“必须的”。在经济出现衰退后，利率通常较低，这意味着资金可获取的无风险收益率偏低，故而资金将涌向利润率更高的行业/方向以追求平均化的利润率，进而拉升了通胀。在世界一体化的过程中，由于信息交流更广泛，资金的行动力也更强。

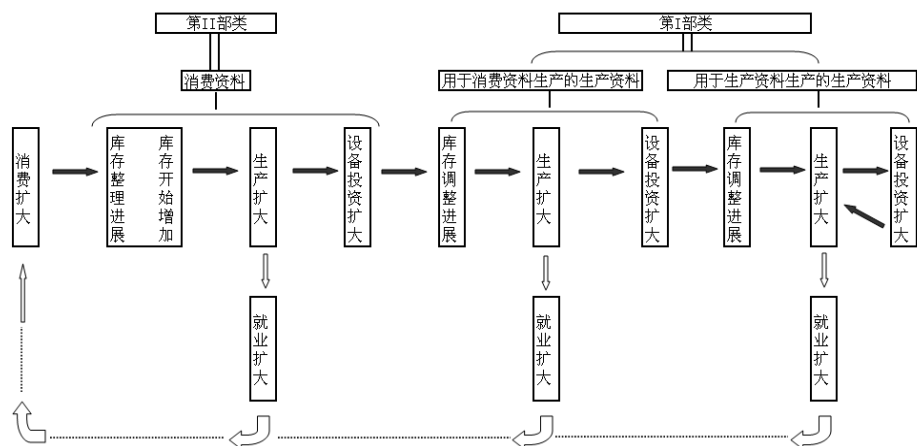
图 1：通货膨胀形成的一般逻辑



数据来源：华泰联合证券研究所

上图中，我们可以看出，货币供给增加导致通胀的一般含义，是基于经济活动上升所致。即，资金集中追逐利润更大化的行为通常也是基于经济基本面向好或平稳运行的预期。故而，可以认为，通货膨胀是货币现象，但货币供给扩大并不一定造成通货膨胀。

图 2：社会需求循环图



数据来源：华泰联合证券研究所

注：(1) 实心箭头表示需求作用方向，从左到右；(2) 空心箭头表示生产扩大通过就业扩大对消费扩大影响的方向。

但是，经济从衰退到复苏，再到进入下一个繁荣，其驱动因素存在差异（这是因为上一期带动经济繁荣的特质不同，技术进步到一定阶段后的停滞、房地产投资周期带动繁荣后的泡沫破灭、且通常大繁荣易有大泡沫）：有正常的生产恢复，有制度和技术变革带动的社会进步，也有刺激政策的强行推动。不同驱动因素下，经济表现出不同特征，各行业的供需状况会发生变化，通货膨胀的主导因素也会不同：

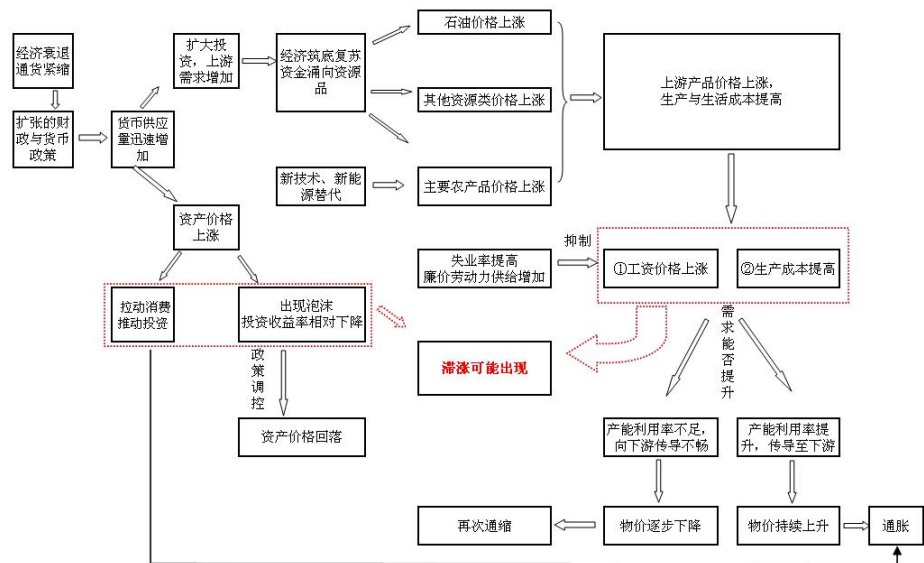
(1) 经济的正常性生产恢复带动的复苏，通常意味着危机规模较小、范围较窄，消费者信心恢复后，下游消费品需求率先增加。此时，用于消费部类与生产资料部类的投资品的需求将同步增加。该阶段，通胀压力并不大，直到消费与生产出现过热迹象，此时若利率水平仍然偏低将带动资产价格形成一定泡沫，故而引发通胀压力。

(2) 经济在遭遇较大的衰退时，往往伴随着强力的刺激政策。通常，无论是针对消费还是针对投资的刺激政策，加大货币投放力度都无可避免，对通胀的拉动作用也更为明显。其对通胀的影响可从政策的不同取向来理解：

其一，针对激发消费来带动经济复苏的政策而言，这表明该经济体已形成了较为良好的大众消费社会环境，消费刚性效应较为明显，该阶段，消费支出增加将带动消费部类投资品的需求上升，经济各环节活力都将增加，进而造成物价上升的压力；

其二，针对扩大投资以带动经济复苏的政策而言，由于短期的投资需求明确，资金会集中涌入上游基础原材料行业，从而带动生产成本上升，成本的增加还可能带动收入和工资增加，进而导致高消费支出，由此形成通货膨胀。

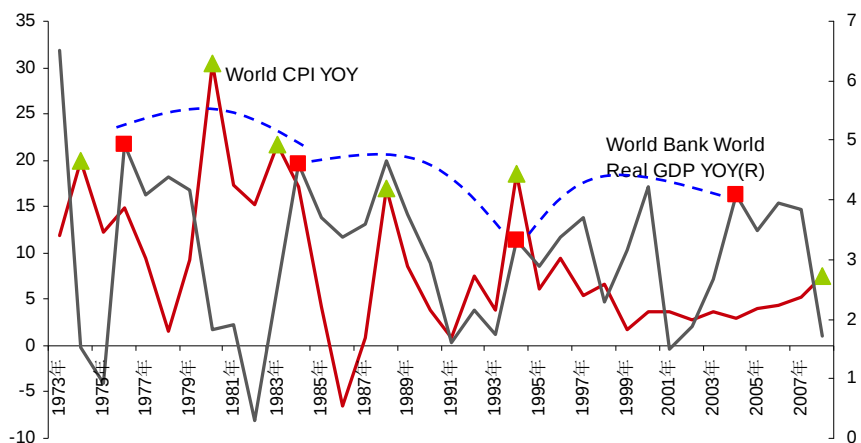
图 3：强力刺激政策下的通胀逻辑



数据来源：华泰联合证券研究所

图 4：世界范围的滞胀曾经出现在 1980-1984 年间

(%)



数据来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

(3) 如果经济的复苏源自于制度和技术变革带动的社会进步，这意味着效率的提升释放了更大的生产潜力。需求增加时，厂商将会扩大对劳动力的需求，在劳动力供给不变的情况下，对劳动力需求的增加将会使劳动力需求曲线右移，工资上升，进而造成通胀压力。不过，当效率的提升速度快于成本提升速度时，它可以消化因需求和成本上升所造成的通胀压力。

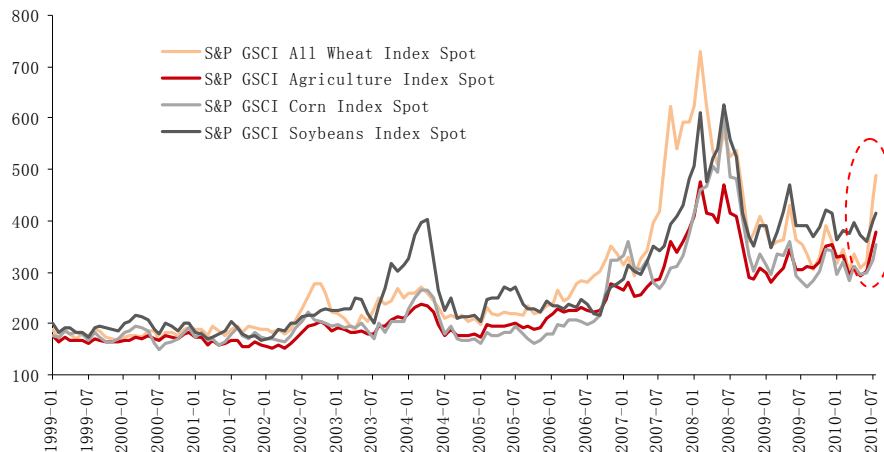
在现实经济社会中，通货膨胀即有来自需求方面的因素，又有来自供给方面的因素。例如，通货膨胀可能从过度需求（如刺激政策带来的需求）开始，但由于需求过度所引起的物价上涨会促使工会要求提高工资，因而转化为成本（工资）推进的因素；另一方面，通货膨胀也可从成本方面开始，如迫于工会的压力而提高工资等，但如果

存在要求货币收入的增加，这种通货膨胀过程是不可能持续下去的¹，因为工资上升会使失业增加或产量减少，结果将会使通货膨胀过程终止。可见，长期性的通货膨胀过程是由需求因素和供给因素共同作用而产生的。

1.2 农产品价格上升的逻辑

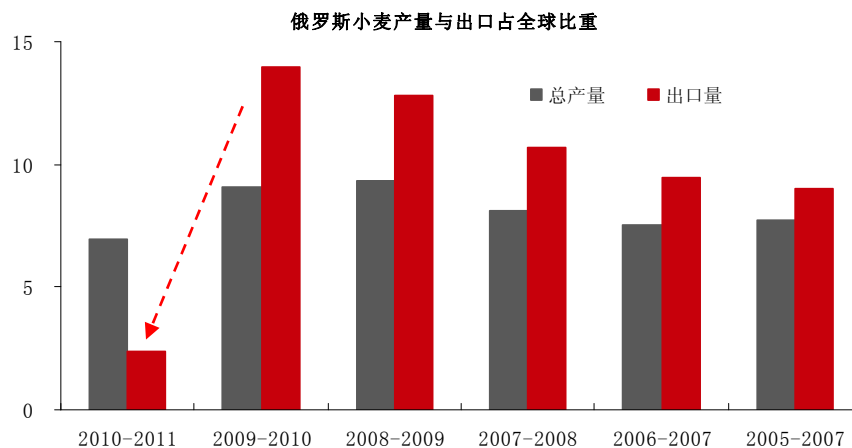
从8月15日起，俄罗斯粮食出口的禁令正式生效，并将持续到今年12月31日。另据英国媒体报道，俄总理普京表示出口禁令可能在今年12月31日到期后继续延长。自俄罗斯实行出口禁令的消息宣布以来，全球小麦价格已经被推高了一倍。目前，小麦价格猛涨已带动其他主要农作物的价格上扬。

图5：小麦猛涨带动其他农作物价格上升



数据来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

图6：俄罗斯小麦减产导致出口禁令



数据来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

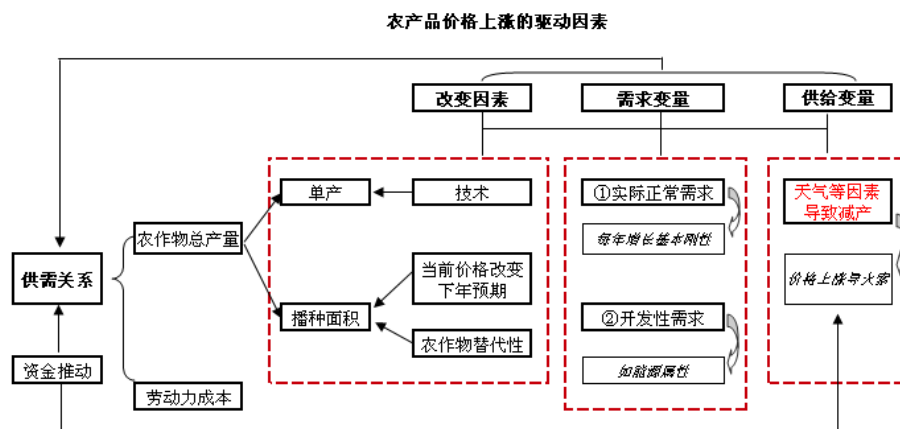
¹弗里德曼认为，在货币供给不变的条件下，由成本上升导致的总供给曲线上移只能是一次性的。成本推动仅仅是物价上涨的最初动因，只有货币才有持续的扩张能力。

但是，为什么小麦价格的飙升带动其他主要农作物价格上涨？

我们先从农作物产量方面进行分析，通常而言，农产品的产量受两个主要因素影响：一是单产，二是播种面积。单产要提高，需要技术的改善，故而单产通常而言较为稳定；农作物的整体播种面积因受土地供给限制，相对也较为稳定。不过，不同品种的播种面积则有一定的波动，这是因为农作物之间存在替代关系，且当期价格的波动改变未来该农作物的盈利预期，导致下一期该农作物播种面积出现变化。因此，从总量上来看，农作物的供给基本是稳定的。

农作物的价格波动，自然与供需关系分不开。由于农作物的供给曲线基本无弹性，所以在市场完善的情况下，需求的波动将直接反应至农作物价格上去。对于农作物而言，需求可分为实际需求与“开发性需求”。我们知道，实际正常需求基本是每年稳定增长，且这一增长为刚性；另外，如玉米等农作物由于近年来被开发出能源属性，导致前两年玉米供需缺口明显增加，从而带动一轮农产品牛市。而本轮农作物价格上涨的诱因则是普遍性的灾害天气导致减产，从而扩大的供需缺口的预期。不过，由于全球粮食库存制度的存在，在货币供给不变的条件下，由成本上升导致的总供给曲线上移只能是一次性的。正如我们在前文中提到的，成本推动仅仅是物价上涨的最初动因，只有货币才有持续的扩张能力。

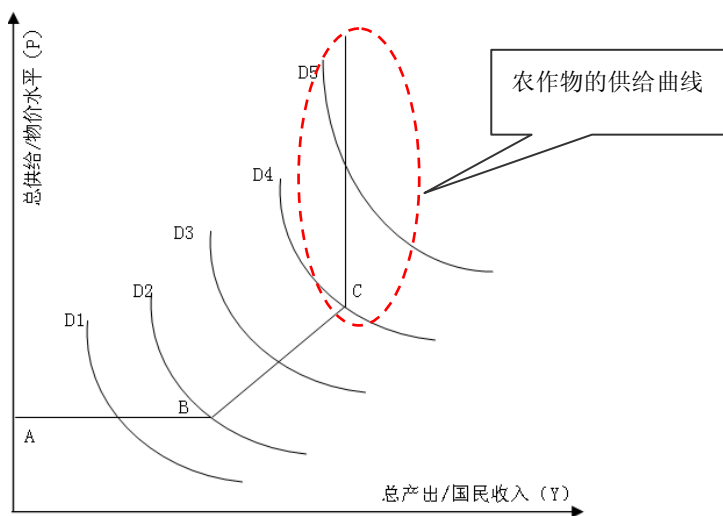
图 7：农产品价格上涨逻辑图



数据来源：华泰联合证券研究所

我们认为，本轮农作物价格上涨其实是货币过度投放下对前期大宗商品上涨的滞后反映——农产品价格通常滞后于原材料等大宗商品价格的上升。这是因为农产品的供应集中度不如其他大宗原材料商品。

图 8：农作物的供给曲线基本无弹性

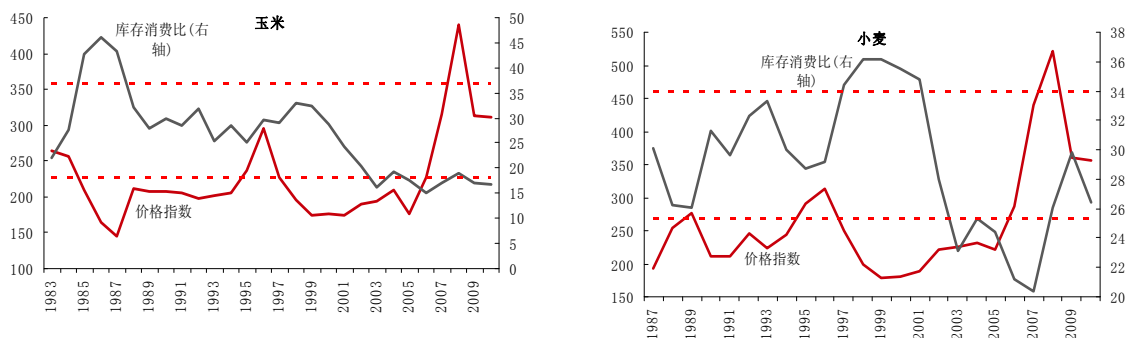


数据来源：华泰联合证券研究所

粮食库存消费比，衡量的是粮食安全水平的一项指标。国际上通常用 17-18% 的库存消费比为界，来判定粮食储备是否处于安全水平。我们发现，库存消费比与价格之间存在较明显的负相关关系。不过，对于未来价格的走势，我们认为，单看 17-18% 的库存消费比显然是不够的。

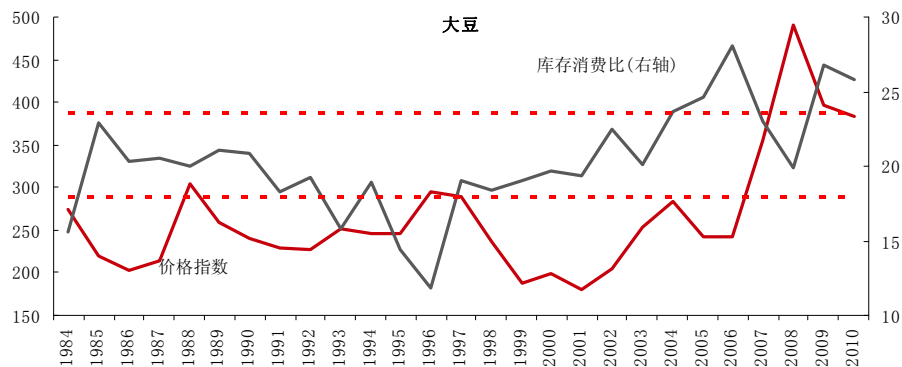
我们借用了宏观经济分析方法中的“过冷”与“过热”指标，来衡量粮食库存消费比的状况。可以发现，目前，玉米与小麦的库存消费比都处于“过冷”边缘。而大豆的库存消费比还处于“过热”状态。从此角度，我们认为，玉米与小麦的短期价格上涨动力要强于大豆。

图 9：玉米、小麦的库存消费比“偏冷”



数据来源：CEIC、Bloomberg、华泰联合证券研究所

图 10：大豆的库存消费比“偏热”



数据来源：CEIC、Bloomberg、华泰联合证券研究所

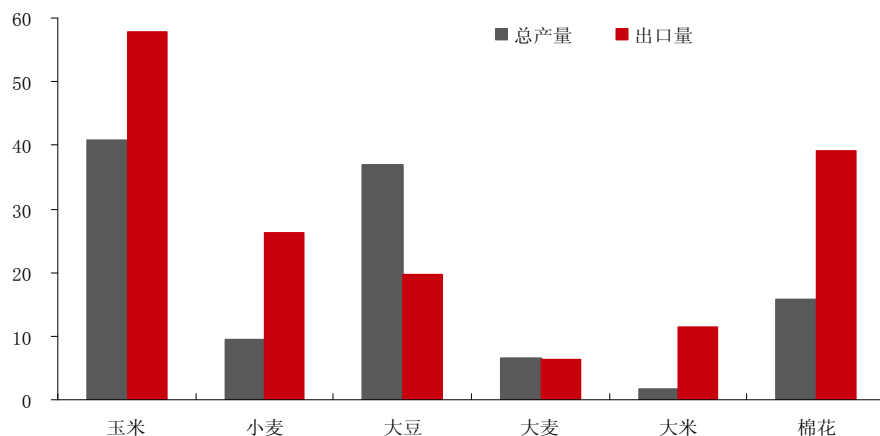
主要农作物中，美国的玉米和大豆占全球比重都在 40%左右，玉米的出口量占全球比重更是接近 60%。其他出口占比较大的农作物还有棉花、小麦等。目前美国农产品出口金额超过 1000 亿美元，农产品贸易盈余在 300 亿美元以上，且近几年农产品贸易盈余的增量对国际收支的贡献度较高，也是美国外汇来源的最大一个项目。

可以说，美国是全球农产品出口的超级大国，也是世界上农产品出口促销体系发展最完善、经验最丰富的国家之一。有别于发展中国家大量人口分散种植的状况，实际上，美国务农总人数只占全美总人口不到 5%，只有 470 万人左右。正是因为存在一个强大、完整的出口促销体系才是导致美国成为全球农产品出口超级大国的根本原因。美国的农业部、商务部、国际贸易谈判代表等政府部门对农产品的出口促销起到积极的推动作用，而农业协会在农产品出口促销过程中也担当相当重要的角色²。

我们认为，美国在加强其贸易竞争力、改善贸易逆差的要求下，农产品出口量本身因受产量限制，不会有太大的变化，未来农产品价格上涨符合美国利益需求，而美国也具备农产品价格的谈判能力。

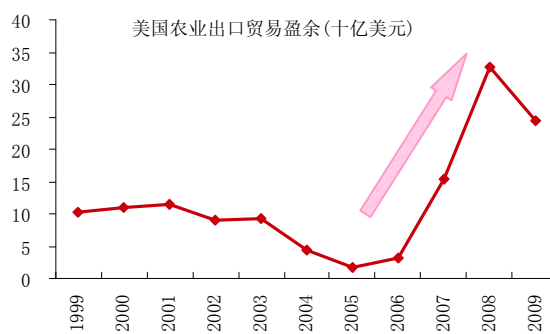
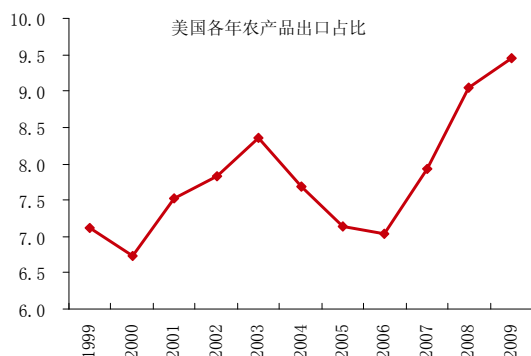
² 美国农业部由各类国家股份公司——农产品信贷公司、联邦机构和其他机构组成，是直接负责农产品出口促销的政府机构，它集农业生产、农村生态、生活管理，以及农产品的国内外贸易于一身，对农业产前、产中、产后实行一体化管理。“农业协会”是美国农产品出口促销体系中的半官方机构，美国西部农产品贸易协会、中部农产品国际贸易委员会、南部贸易协会、食品贸易协会与美国官方保持着密切关系，在农产品出口促销体系中起着直接的作用。它们的资金由美国农业部海外农业局直接提供，部分则由私营的农产品企业捐赠，专门帮助美国农产品生产者和食品加工者出口。“农产品贸易协会”美国一共有 70 多家代表美国各州以及不同类别农产品的贸易协会。这些协会也提供类似农贸处的各项技术和贸易服务，并经常举办各种促销活动。他们是美国的生产商，加工商和出口商的代表。

图 11：美国的总产量与出口量占全球比重——主要农作物 (%)



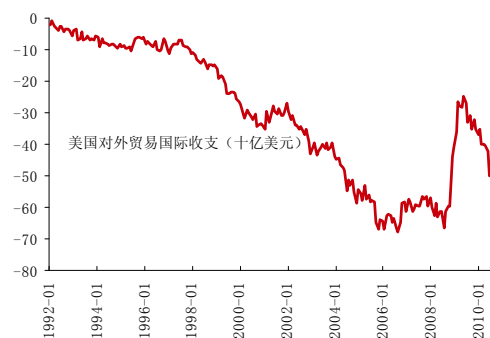
数据来源：美国农业部、华泰联合证券研究所
注：数据为美国农业部 2010-2011 年数据

图 12：美国受益于农产品价格上涨



数据来源：CEIC、Bloomberg、华泰联合证券研究所

图 13：美国贸易收支状况 (十亿美元)



数据来源：CEIC、华泰联合证券研究所

1.3 小结

总结通胀的逻辑，我们的主要看法是：

（1）通胀是货币过度投放背景下资金追逐利率平均化的结果。通货膨胀归根结底就是一种货币现象，且无论短期、中期和长期。

（2）资金集中追逐利润更大化的行为通常是基于经济基本面向好或平稳运行的预期，而在经济恶化的预期下，资金的避险需求将明显增强。故而，通货膨胀是货币现象，但货币供给扩大并不一定造成通货膨胀。

（3）并非所有的通胀形成都由上游原材料价格上涨为始。通常，经济从衰退到复苏，其驱动因素不同导致了不同的通胀形势，表现在具体产品的价格上也有不同的特征。

（4）长期性的通货膨胀过程是由需求因素和供给因素共同作用而产生的

那么，资金投向的顺序有无规律？我们认为，资金在追逐利润更大化时，优先选择的行业/方向存在如下特征：

（1）产品的供给曲线弹性极弱，或者为无弹性的曲线。供给曲线的弹性弱，意味着在供需缺口出现时，供给曲线将趋于垂直。将如过度需求的生产性原材料商品，以及农产品等。

（2）存在着强大的、对市场价格具有操纵力量的团体。如对工资上涨谈判能力较强的工会，对某产品的议价能力有话语权的垄断企业，以及像石油输出国组织这样的国际定价能力极强的团体等。

（3）技术进步速度慢，故而只能通过涨价以满足利润增长的需求。

（4）产品存在高杠杆率的、活跃的交易市场，这是因为资金对周转的需求较高。如大宗商品期货市场、房地产交易市场等。

（5）存在异常刺激因素催化价格上升。如强力刺激政策出台后市场对过度需求的预期，灾害性天气的持续导致农产品减产的预期等。

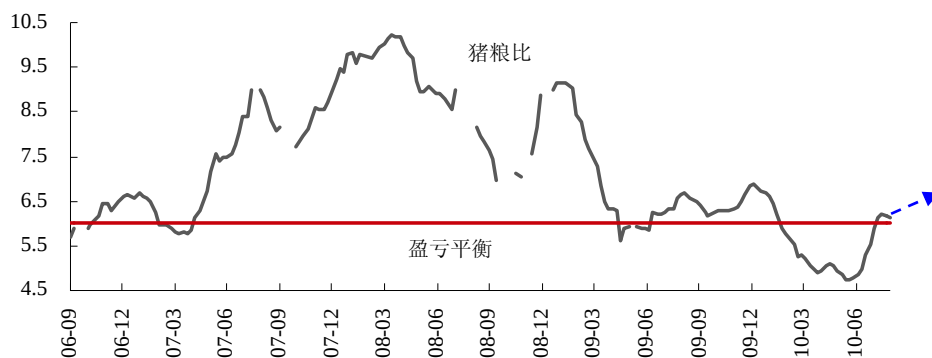
2. 未来 1 年通胀的变量分析

尽管我国粮食价格受到政府控制，与国际粮价并不接轨，主要农作物里，唯有大豆因进口需求较大而与国际价格接近。不过，在国家扶植农业生产、维护农民利益的大前提下，加之国际农产品市场价格居高不下的背景，未来国内粮食价格稳定走高是可预期的。我们认为，未来 1 年多的时间里，国内通胀的主要推动因素来自于粮食价格上升的预期，“猪通胀”的干扰，以及资源品价格改革对物价的拉动效应。而通胀的负面因素可能来自于经济走弱导致的产出缺口趋势向下。

2.1 “猪通胀”的效应

假设到明年 1 季度，粮食价格到达峰值后维持稳定，峰值为目前基础上继续上涨 5%；如果农户在维持盈余的情况下（猪粮比达 6.5，低于历史盈余水平），粮食价格上涨带动饲料上涨，进而引发的猪肉价格上涨，将会给未来 6 个季度（到明年底）的 CPI 分别带来 1.8、1.5、1.9、3.1、1.6、0.5 个百分点的新涨价因素。

图 14：猪粮比已达盈亏平衡，还将继续向上



数据来源：Wind、华泰联合证券研究所

表 1：未来猪肉价格上涨将拉动 CPI 上涨

	(%)					
	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度
假设玉米价格下跌 10%	0.57	0.25	0.59	1.67	0.37	-0.54
假设玉米价格下跌 5%	0.99	0.66	1.01	2.15	0.78	-0.18
假设玉米维持目前价格不变	1.41	1.06	1.43	2.63	1.19	0.18
假设玉米涨价 5%	1.83	1.46	1.85	3.11	1.60	0.54
假设玉米涨价 10%	2.25	1.86	2.27	3.59	2.01	0.90
假设玉米涨价 15%	2.68	2.27	3.11	4.56	2.83	1.62

数据来源：华泰联合证券研究所

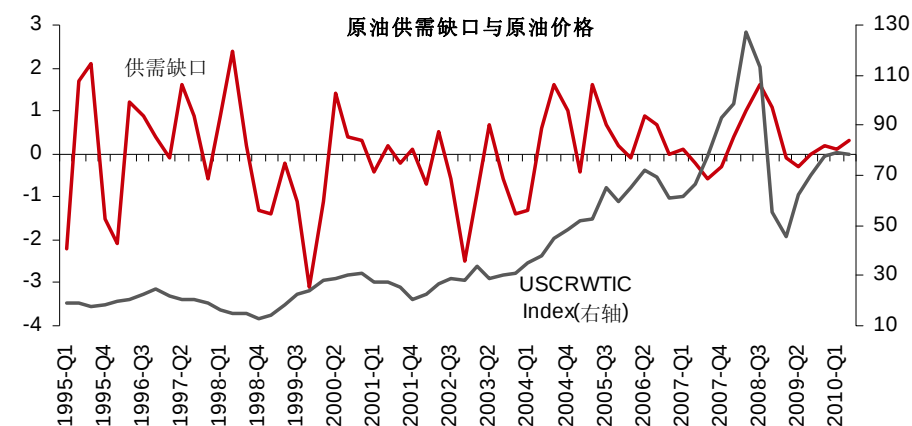
2.2 资源品价格改革的影响

按照 2006 年之后的情况看，供需平衡状态下，原油价格维持在 80 美元左右。不过，在货币过度投放的背景下，原油价格的波动将更趋于激烈。

未来资源税改革对物价的影响，需考虑的为直接和间接两方面：直接影响是，征税提高对销售价格的传导。间接影响是征税总额提高后的主要用途是否影响物价走势，比如税收提高后对地方投资的拉动，进而影响物价。

根据我们的测算，资源价格改革将拉动水、电、燃气等价格上升，水电煤气等价格每上涨 10%，将拉动 CPI 上升 0.66 个百分点；此外，尽管从量到从价的改革，资源税的征税总额将提高 6-7 倍，但由于其对于地方税收收入而言占比仅为 4.5% 左右，故而对投资、对物价的影响甚微（具体分析详见前期报告《“猪通胀”与资源品价格改革影响几何？》）。

图 15：原油供需缺口与原油价格



数据来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所
注：供需缺口为负值表明出现供不应求的状况

2.3 收入分配制度改革的影响

我们测算，假设劳动者报酬上涨 20% 在能被完全传导的前提下，对 CPI 的带动为 8.62%。

表 2：劳动者报酬上涨对 CPI 的影响

劳动者报酬上涨 20% 对 CPI 的拉动	
CPI	8.62%
食 品	5.82%
衣 着	0.28%
居 住	1.50%
家庭设备用品及服务	0.09%
医疗保健	0.20%
交通通信	0.26%
教育文化娱乐服务	0.45%
其他商品与服务	0.03%

数据来源：华泰联合证券研究所（用 2005 - 2008 年数据测算，计算权重经修正）

但是,效率的提升将消化劳动者报酬上升对物价的影响。成功经济体的一般经验表明,一个劳动者收入增进型的增长模式必定是技术进步驱动型的,因为经济增长要求效率改进必须超过工资成本增加,否则将导致恶性通胀。

表 3: 各国高速增长时期经济增长的解释

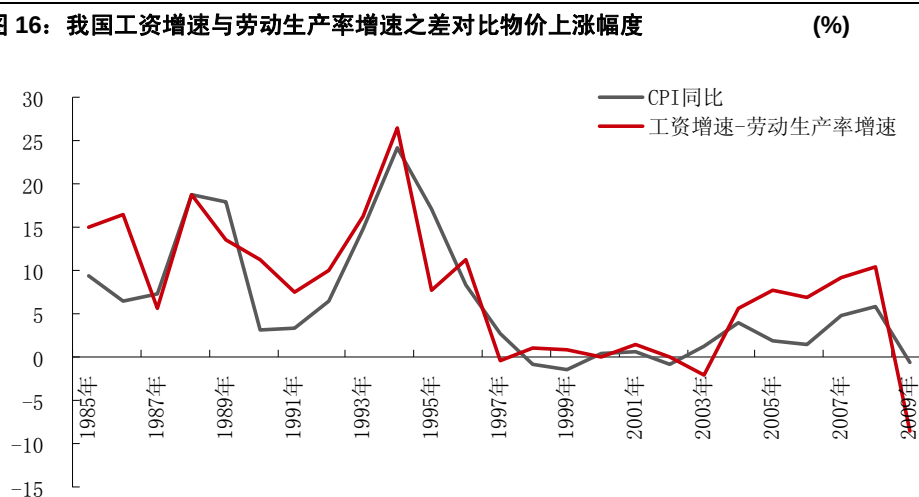
						(%)	
	年 份	增 长 年数	经济增 长 率	资本贡 献 率	劳动贡 献 率	技术进 步 贡献率	通 货 膨 胀率
日本	1953-1971	19 年	8.81	23.84	21	55.16	6.00
美国	1948-1969	21 年	4.00	19.75	32.5	47.75	3.00
法国	1950-1962	12 年	4.70	16.81	9.57	73.62	5.20
西德	1950-1962	12 年	6.27	22.49	21.85	55.66	2.10
意大利	1950-1962	12 年	5.60	12.5	17.14	70.36	8.10
英国	1950-1962	12 年	2.38	21.43	25.21	53.36	4.10

数据来源: 爱德华·丹尼森, 威廉·张《经济增长及其源泉》, Dunson, Marsh and Staunton (ABN AMRO/LBS), 华泰联合证券研究所。

另外,从成本推动型通胀的成因来看:一是物耗增多,二是工资的提高超过劳动生产率的增长。中国的情况而言,工资增速超过劳动生产率增速的幅度与通胀之间存在明显的相关性。可以认为,如果劳动生产率的提升速度超过工资涨幅,则通胀压力将明显减缓。

我们认为,随着收入分配制度改革的推进,未来我国的通胀水平将较高,且盈利分布向下游行业倾斜。因为如果一国经济的增长主要由需求拉动,则 CPI 将处于高位,而经济推动力从投资转向消费,意味着 PPI 增速相对较低,这将导致盈利的行业分布转向下游。

图 16: 我国工资增速与劳动生产率增速之差对比物价上涨幅度



数据来源: CEIC、国际劳工组织、华泰联合证券研究所。

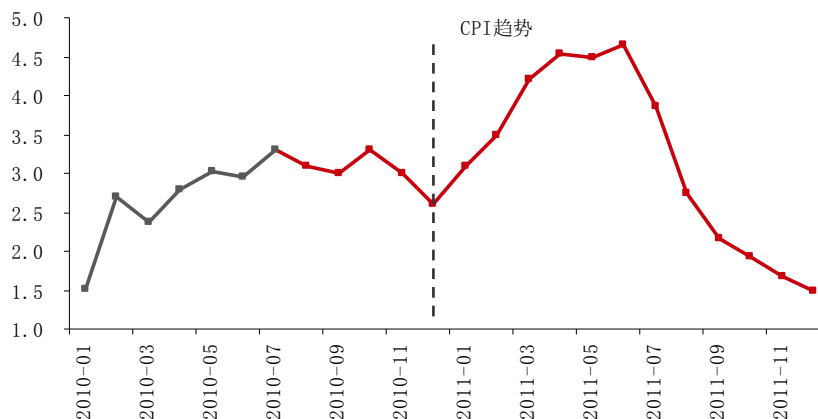
2.4 CPI 趋势预判

2011 年 CPI 预测的假设条件:

- (1) 到明年 1 季度, 粮食价格到达峰值后维持稳定, 峰值为目前基础上继续上涨 5%;
- (2) 猪粮比达到 6.6 (低于历史平均盈利水平);
- (3) 蔬菜价格维持每月 10% 的同比涨幅 (低于历史平均水平);
- (4) 其他食品价格维持同比涨幅 5% (粮食价格涨 5% 背景下, 该涨幅低于历史均值);
- (5) 居住类价格在今年 3 季度到达峰值后保持价格水平不变 (鉴于租房价格滞后于新房价格半年左右的时间, 居住类价格约在 3 季度末到达峰值);
- (6) 其他商品价格明年维持 09 年的平均价格。

预计 2011 年, 我国 CPI 同比或在 3.2 的水平, 峰值达 4.5 左右。

图 17: 至明年底的 CPI 趋势预判 (%)



数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com