

新权重下我国 CPI 中各项商品价格的传导拆解



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问 陆磊

Tel: (0755) 8249 2062
lulei@mail.htlhsc.com.cn

分析师

张晶

SAC 执业证书编号:S100510120033
Tel: (0755) 8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000610120055
Tel: (021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

蔡键

Tel: (0755) 8236 4415
caijian@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

Tel: (021)6849 8613
wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

杨斌

Tel: (0755)8277 6426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

本周专题：新权重下我国 CPI 中各项商品价格的传导拆解

- 本专题将结合我们对新的 CPI 权重预测来分析我国 CPI 的传导拆解，立足于 CPI 内部各细分项目的传导。我们将重点分析食品、居住，以及未来有改进空间的医疗保健及服务类等项目。
- 农业生产资料作为食品类的成本因素，两者高度相关的走势，说明我国食品生产成本的价格传导能力较强。而农资价格当中，又以产品畜、饲料价格的贡献度最为显著。我们分析了各类主要农产品的成本收益情况，发现人工成本提高并非食品价格上涨的主要因素：近年来人工成本增长对总成本增长的贡献并不显著，而土地成本增长对总成本增长的贡献相对更为明显。我们认为，食品类产品的成本传导能力强与我国居民食品消费结构的改变有关：动物性食品及其制品的需求增加较快。我们认为，人口及收入的增长、消费能力的上升、城镇化进程加快都构成我国居民对动物类食品及其制品的需求刚性增长的原因。
- 居住类价格，无论是房屋销售价格、租赁价格，还是建材类价格，都有较明显的周期性。目前来看，房屋销售价格指数同比已掉头向下，但房屋租赁价格指数、建材类价格指数以及住房贷款利率指数仍处于高位甚至还有上升空间，故而短期内，CPI 的居住类价格指数将仍处高位运行。
- 中国的医药消费刚开始起步，随着中国居民收入的增长，以及老龄化社会的加剧，未来医药消费增长的空间可以说是巨大的。结合美国收入增长与各类消费品价格的变化情况，我们认为，医药类、服务类的绝对价格水平还有较大的上升空间。
- 我们认为，长期来看，CPI 权重调整对 CPI 数据的影响主要有：食品因素带来的季节性因素将弱化，而居住与服务类权重增加长期来看将提高 CPI 的中枢水平。短期而言，权重调整反而使得年内以数字表征的通胀水平将有所降低，但我们对短期通胀是否将继续自我强化保持谨慎态度。在新的 CPI 权重预期下，2011 年 CPI 数据的主要变化将体现在：一是节奏上有所变化：食品权重下调后，CPI 的季节性特征将有所弱化；二是全年均值也将有所下调：1 月 CPI 若低于预期，则全年 CPI 的新增因素也将降低。

本周观点：欧债病情时有反复，美元走势震荡

- 上周葡萄牙等外围国家的十年国债收益率开始回升，欧元本轮的反弹也出现顶部迹象。此外，持有过多低评级的债券也使欧洲央行自身风险升高，且在通胀压力逐步增加的情况下，欧央行未来购买债券的力度难以加大。我们认为：欧债危机的病因未除，市场情绪将会出现反复。
- 美元上周走出前期弱势，主要是因为前期导致欧元强势的因素开始弱化。预期美元短期将以震荡为主，导致美元趋势性上升和下跌的力量还不够大。

目 录

本周专题：新权重下我国 CPI 中各项商品价格的传导拆解	4
食品生产成本的价格传导能力较强	5
人工成本提高并不是食品价格上涨的主要因素	6
食品生产成本能顺利传导的原因：我国居民饮食结构的改变	8
食品价格之间的传导	8
食品价格处于周期后半段，对食品价格涨幅无需过分担忧	8
主要农产品已经历一轮普涨，当前需要抑制轮番上涨	9
短期食品价格向非食品传递值得警惕	11
居住项传导拆解	12
CPI 的居住类价格指数短期将仍在高位运行	12
目前劳动力成本传导并非十分严峻	13
医药与服务类价格长期有上升动力	13
CPI 权重变化对 2011 年 CPI 预测值的影响	15
本周观点：	16
国内：政策重拳应对通胀新高	16
海外：欧债病情时有反复，美元走势震荡	16
下周关注	18

图表目录

图 1 美国 CPI 权重构成.....	Error! Bookmark not defined.
图 2 农业生产资料价格指数与 CPI 食品价格相关度高	5
图 3 农业生产资料价格细分指数	5
图 4 蛛网理论示意图	6
图 5 农产品成本收益情况-三种主要粮食	6
图 6 农产品成本收益情况-两种油料	6
图 7 农产品成本收益情况-生猪	7
图 8 农产品成本收益情况-苹果	7
图 9 农产品成本收益情况-蛋鸡	7
图 10 农产品成本收益情况-肉鸡	7
图 11 蔬菜水果类农产品的人工成本占比最高-2009 年	7
图 12 2009 年我国农产品养殖成本中土地成本占比-油料与粮食最高	8
图 13 城镇居民人均食品消费结构变化.....	8
图 14 农村居民人均食品消费结构变化.....	8
图 15 食品价格波动具有同步性（2000.01=100）	9
图 16 稻谷的价格周期（2000.01=100）	9
图 17 猪肉供给形势持续向好	10
图 18 主要食品相对于籼稻比价（2000.01=100）	10
图 19 食品价格波动具有同步性（2000.01=100）	10
图 20 PPI 中不同类别商品的价格传导	11
图 21 工资上涨的传导	12
图 22 CPI 中不同类别商品的价格传导	12
图 23 住宅类房屋销售/租赁价格指数与 CPI 居住类指数	13
图 24 建材类价格指数与中长期贷款利率水平变化.....	13
图 25 我国 CPI 的非食品项定基指数	14
图 26 美国 CPI 的各项定基指数.....	14
表 1 我国 CPI 权重变化预测.....	4
表 2 各类商品价格相对于食品价格的滞后期和弹性系数.....	11
表 3 未来一周可关注的经济事件及指标	18

本周专题：新权重下我国 CPI 中各项商品价格的传导拆解

本专题将分析我国 CPI 的传导拆解，且立足于 CPI 内部各项目的传导。我国 CPI 的 8 个子项目中，以食品、居住的权重最高，其次为日用品，以及医疗保健及服务类。

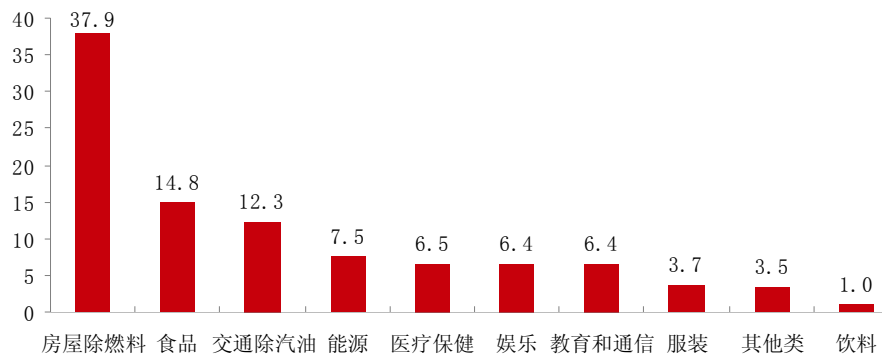
我国 CPI 商品篮子 5 年一次的大调整在 2011 年再启动，这可能对未来进行 CPI 预测有一定影响，其对 CPI 的影响目前看来可以形成结论的有两方面：一是趋势上，食品类权重将下降而居住类、服务类将上升，这将部分削弱 CPI 的季节性特征；二是从国际经验来看，居民消费中，服务类权重也是呈现逐步提高的，而且服务类价格也成呈现为逐步上行的趋势，长期来看，这将一定程度上提高 CPI 的中枢水平。

表 1：我国 CPI 权重变化预测

	2005-2010 年	2011 年起 (E)
食品	0.34-0.33	0.29
烟酒及用品	0.04	0.04
衣着	0.09	0.09
家庭设备用品及服务	0.06	0.06
医疗保健及个人用品	0.10	0.10
交通通讯及服务	0.10	0.12
娱乐教育文化用品及服务	0.14	0.15
居住	0.13-0.14	0.16

数据来源：华泰联合证券研究所

图 1：美国 CPI 权重构成



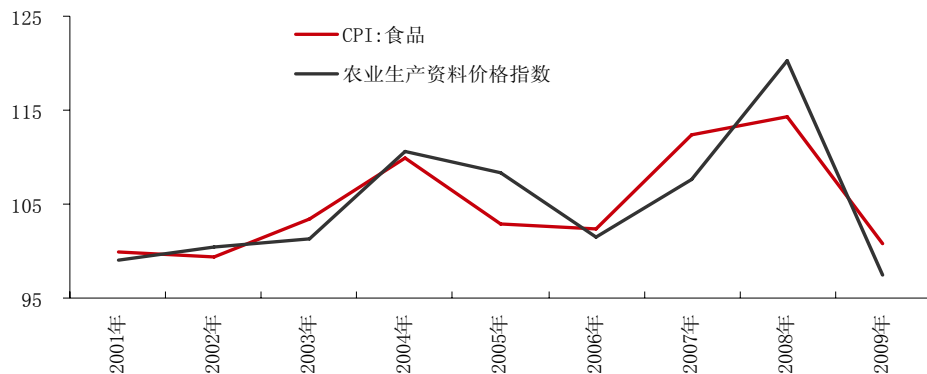
资料来源：Bloomberg、华泰联合证券研究所

我国新的 CPI 权重究竟是多少，还需进一步跟踪数据。但无论如何，从各子项目对 CPI 的贡献度来看，近年来，无疑食品与居住占据了绝对主导。故而，我们将重点分析食品、居住，以及未来有改进空间的医疗保健及服务类等项目。

食品生产成本的价格传导能力较强

分析我国 CPI 的食品项，就需要分析农业生产资料价格指数。可以发现，CPI 食品价格与农业生产资料价格指数走势高度相关。农资价格可以当做食品类价格的成本因素，两者高度相关的走势，说明我国食品生产成本的价格传导能力较强。

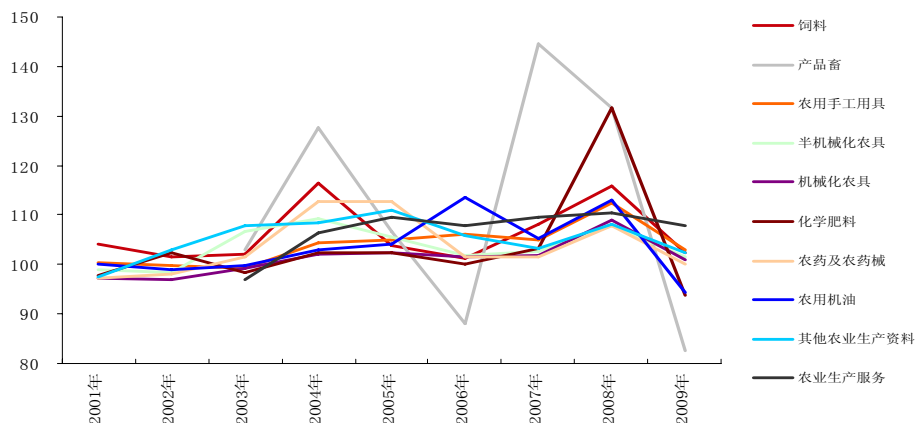
图 2： 农业生产资料价格指数与 CPI 食品价格相关度高



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

农业生产资料价格指数的细项主要包括有：农用手工具价格、饲料价格、产品畜价格、半机械化农具价格、机械化农具价格、化学肥料价格、农药及农药械价格、农用机油价格、农用生产服务价格以及其他农业生产资料价格。下图显示，农用机油与农业生产服务价格有别于其他农业生产资料价格指数走势。特别是农业生产服务类价格指数近些年来一直处于稳定上升通道中；而农用机油价格波动有别于其他项目，是因为受到国际石油价格波动的影响。

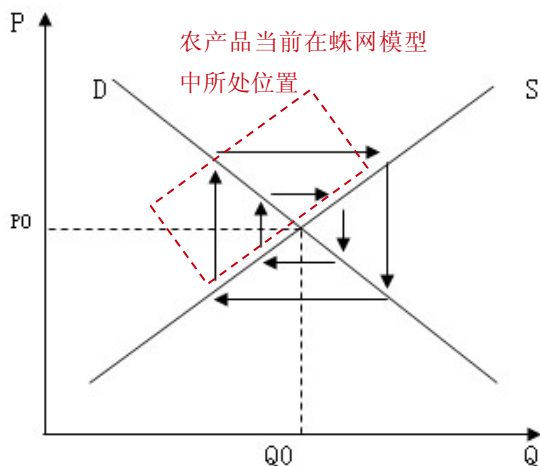
图 3： 农业生产资料价格细分指数



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

近 10 年的数据显示，农资产品中，产品畜（如仔猪苗鸡等产品）、饲料价格的贡献度显然最为明显；其次，是农药与农药械、化学肥料价格。产品畜与饲料的价格有着显著的周期性特征，这可以被农产品价格的蛛网模型来解释，即农产品价格由供给量决定，供给量由上期的市场价格决定，因此，农产品的价格与供给量变化趋势呈回形变化趋势。此外，产品畜类价格的波动度大的原因，以生猪为例，作为投资品的能繁母猪的杠杆较大，故而畜产品价格波动大。

图 4: 蛛网理论示意图



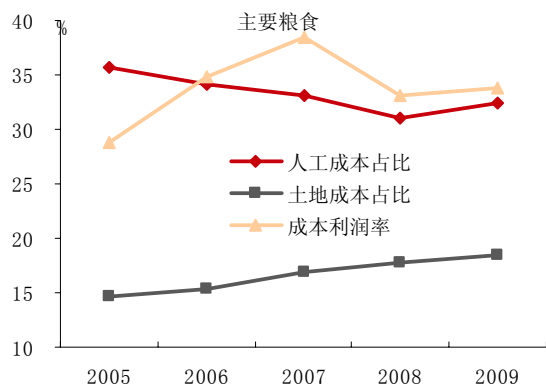
资料来源: 华泰联合证券研究所

人工成本提高并不是食品价格上涨的主要因素

我们总结了 2005-2009 年间，除蔬菜之外的主要农产品^①的人工成本占比、土地成本占比，以及成本收益情况。

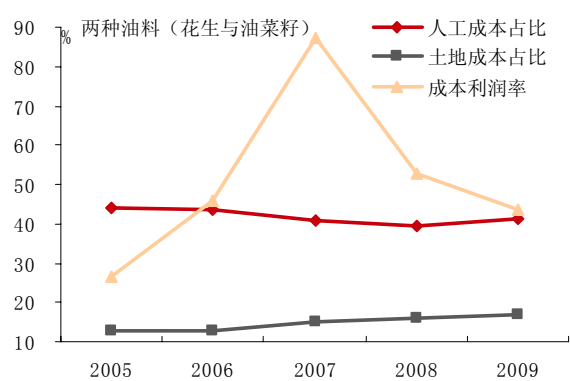
尽管油料、粮食、蔬菜、水果的人工成本占比较高（均在 30% 以上），但近年来数据显示，各类农产品的人工成本占比基本都处于下降通道中，而土地成本占比则有所上升，特别是粮食、油料等基本农作物的土地成本占比出现较为明显的上升。此外，人工成本占比与土地成本占比情况与产品成本利用率并无相关关系。

图 5: 农产品成本收益情况-三种主要粮食



资料来源: 《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

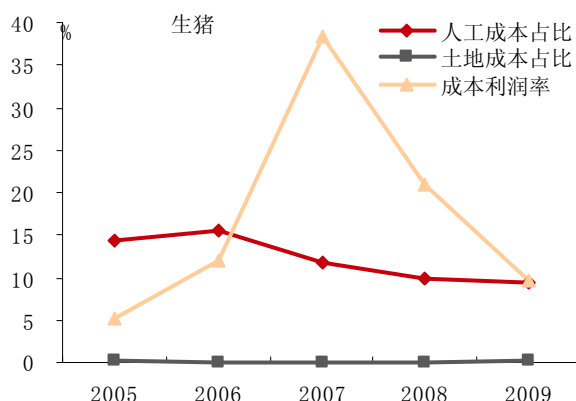
图 6: 农产品成本收益情况-两种油料



资料来源: 《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

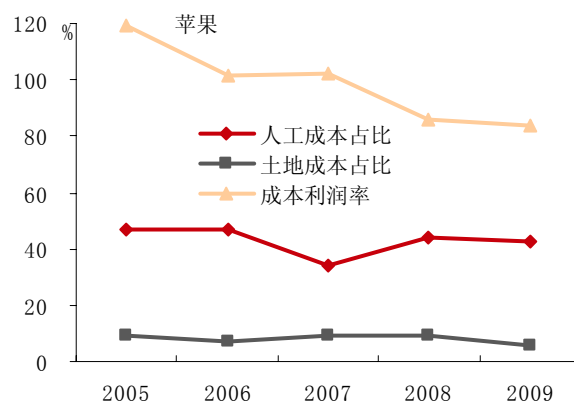
^① 数据获取原因

图 7: 农产品成本收益情况-生猪



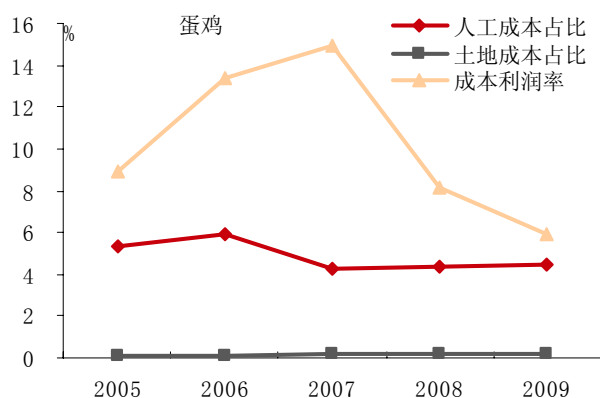
资料来源:《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 8: 农产品成本收益情况-苹果



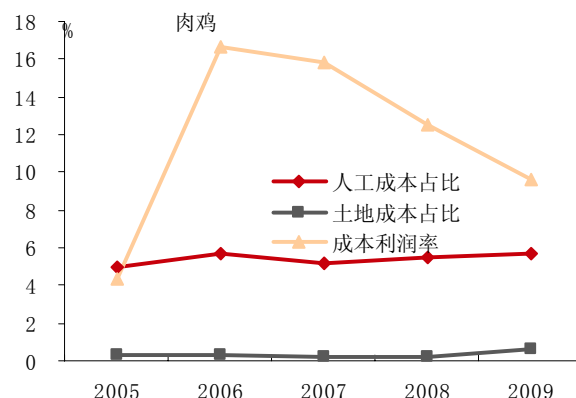
资料来源:《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 9: 农产品成本收益情况-蛋鸡



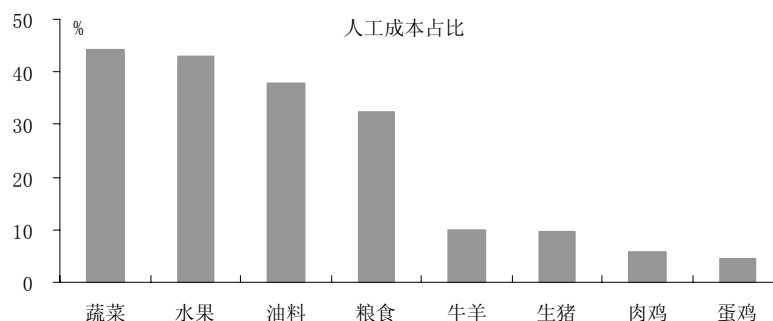
资料来源:《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 10: 农产品成本收益情况-肉鸡



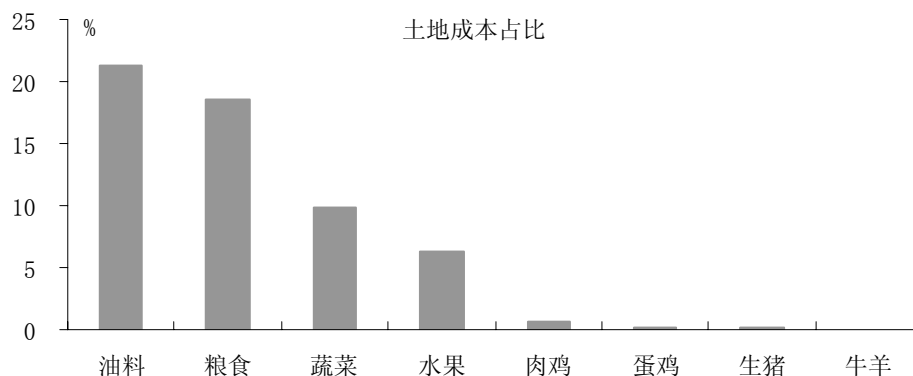
资料来源:《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 11: 蔬菜水果类农产品的人工成本占比最高-2009 年



资料来源:《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 12： 2009 年我国农产品养殖成本中土地成本占比-油料与粮食最高



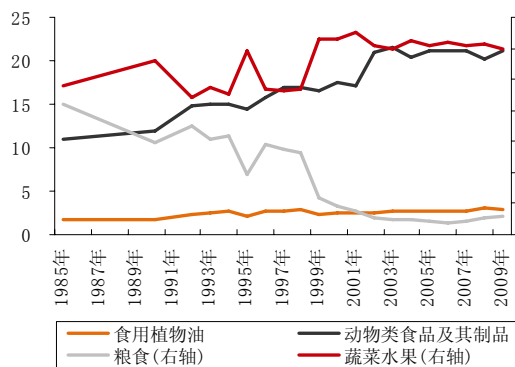
资料来源：《中国农村统计年鉴》、华泰联合证券研究所

食品生产成本能顺利传导的原因：我国居民饮食结构的改变

近些年来，我国城乡居民饮食结构的改变特征可以总结为：对动物类食品及其制品的需求比重快速上升；对蔬菜水果的需求比重稳中有升；对粮食的需求比重逐步下降。

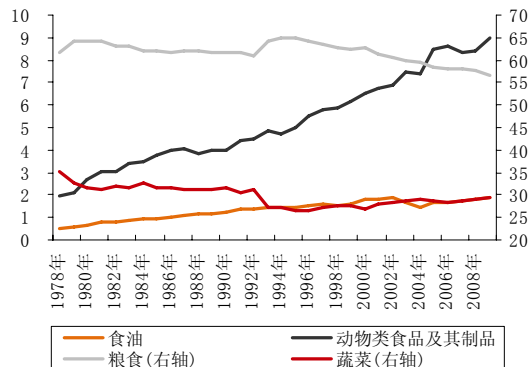
人口及收入的增长、消费能力的上升、城镇化进程加快都构成我国居民对动物类食品及其制品的需求刚性增长的原因。需求刚性的存在，是导致食品生产成本能顺利传导的主要原因。而对动物类食品及其制品需求比重的上升，又反过来带动作为农资的产品畜以及饲料价格的上升。

图 13： 城镇居民人均食品消费结构变化



资料来源：《中国统计年鉴》、华泰联合证券研究所

图 14： 农村居民人均食品消费结构变化



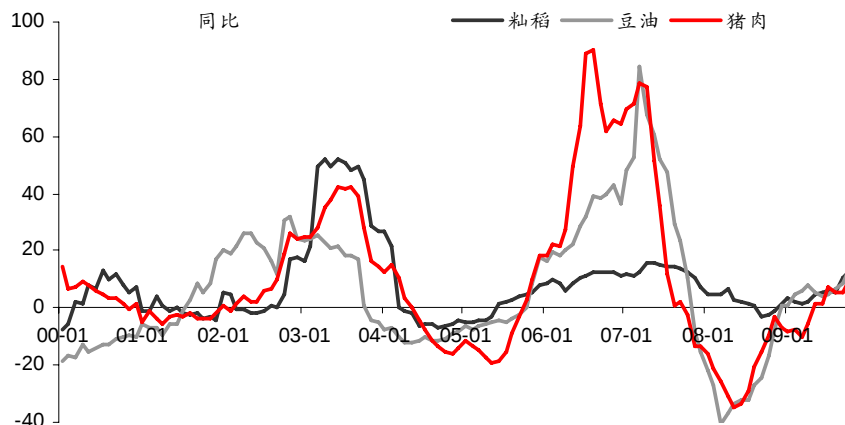
资料来源：《中国统计年鉴》、华泰联合证券研究所

食品价格之间的传导

食品价格处于周期后半段，对食品价格涨幅无需过分担忧

由于存在成本传递关系和替代性，食品价格波动有一定的同步性。这说明，在持续一定时间以后，不大会存在有强烈补涨要求的品种，而且，我们可以通过观察某个品种的价格周期推断整个农产品价格的波动周期。

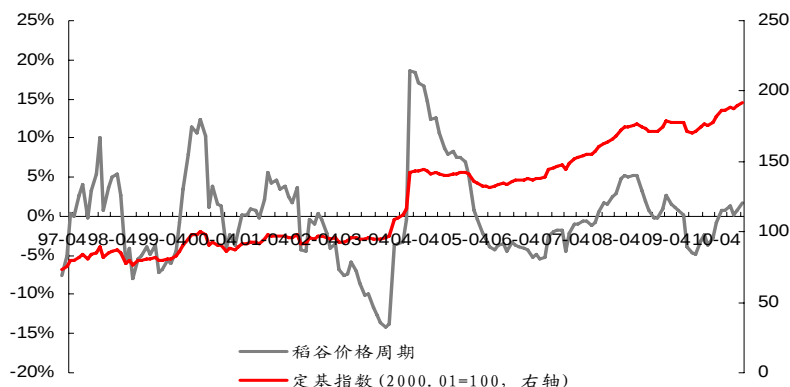
图 15： 食品价格波动具有同步性（2000.01=100）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

以时间序列最长的稻谷来看，其价格完整周期长度为 3-4 年，也就是说，从周期底部到顶部需要 18-24 个月。本轮价格加速上涨起始于 2009 年 11 月，至今已有 14 个月时间，也就是说，农产品价格处于周期波动的后期。

图 16： 稻谷的价格周期（2000.01=100）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

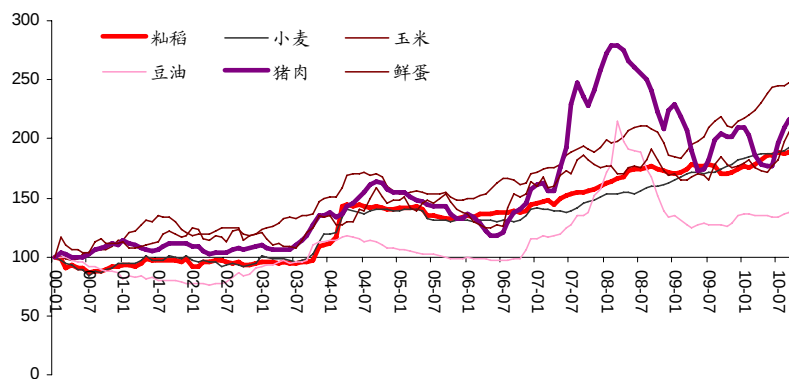
主要农产品已经历一轮普涨，当前需要抑制轮番上涨

从图 16 来看，主要食品价格已经积累了一定的涨幅，各类食品价格的比价基本合理，主要包括水稻、小麦、玉米和鲜蛋。当前的关键是要抑制其轮番上涨。

第一个例外是豆油，其价格形成机制不同，国内价格与国外价格的相关性更强。根据农业行业研究员的判断，国际市场上豆类价格还有上涨空间。

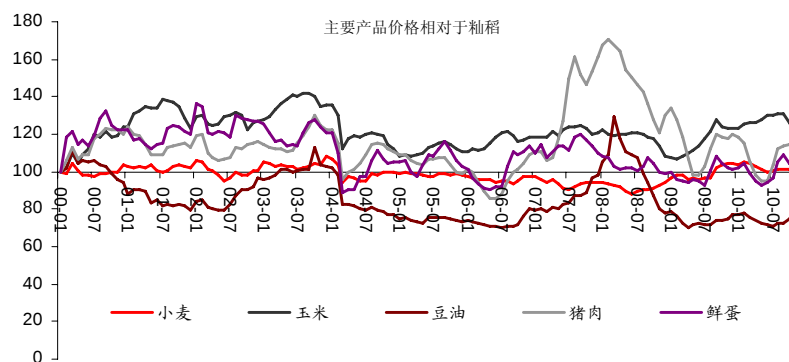
第二个例外是猪肉，其特殊性在于作为投资品的母猪的杠杆较大。增加一头母猪意味着 3-6 月后会增加 10 头左右的小猪。这么大的杠杆导致了猪肉价格波动相关较大。

图 17： 主要食品价格指数（2000.01=100）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

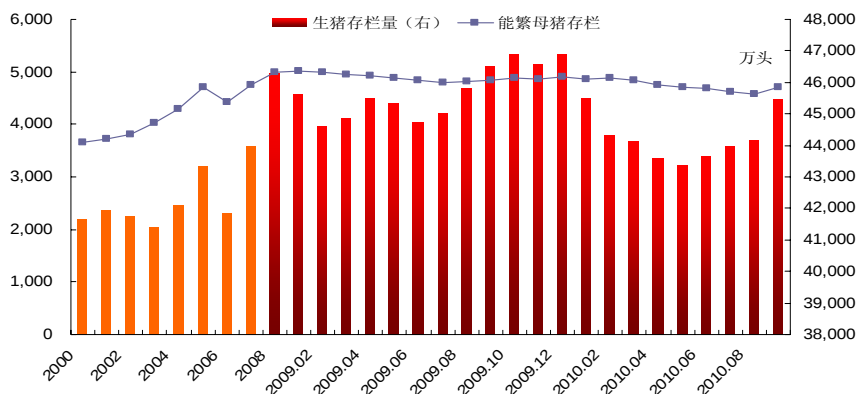
图 18： 主要食品相对于籼稻比价（2000.01=100）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

猪肉价格能涨到什么程度？由于猪肉需求具有稳定性和规律性，我们主要看供给。两方面证据显示供给向好：第一，生猪存栏量在持续改善；第二，母猪存栏量开始增长，考虑 10 倍左右的杠杆，供给改善将更为可观。按照季节性规律，猪肉价格持续上涨势头很有可能在 1 季度得到控制，但由于目前并非猪肉供给的过剩期，猪肉价格仍处于“卖方市场”，故而我们预计猪肉价格在上半年维持较高水平的概率偏大。

图 19： 猪肉供给形势持续向好

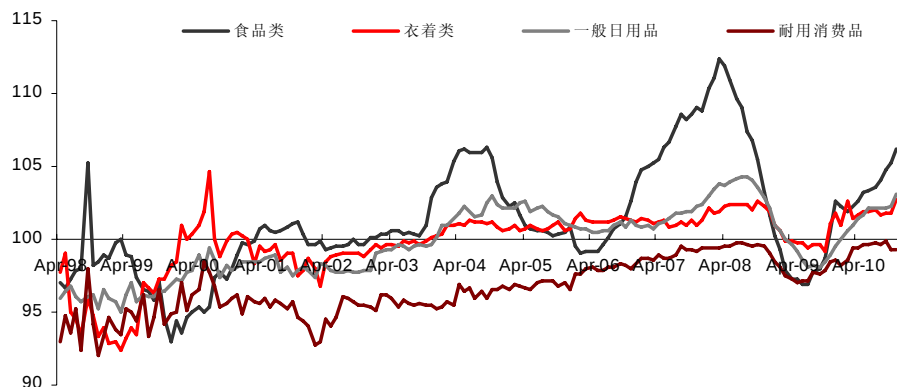


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

短期食品价格向非食品传递值得警惕

由于数据关系，我们以 PPI 中的分类商品价格观察价格传导。从下图来看，不同类别商品之间的价格传导明显，食品类商品往往领先于其他商品 2-3 个月。

图 20： PPI 中不同类别商品的价格传导



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

分别计算各类商品价格对于食品类的滞后期和弹性系数，结果如下表：

表 1： 各类商品价格相对于食品价格的滞后期和弹性系数

产品类别	对于食品价格的滞后期（月）	弹性系数
衣着类	3	0.21
一般日用品	2	0.43
耐用消费品	2	0.27

数据来源：Thomson One Analytics，华泰联合证券研究所

上表意味着，当食品价格同比上涨 1 个百分点，2 个月后，一般日用品和耐用消费品将分别上涨 0.21 和 0.27 个百分点，3 个月后，一般日用品价格将上涨 0.43 个百分点。也就是说，即便农产品价格上涨空间不大，其他类别的商品价格还将在未来 2-3 个月内冲高。

居住项传导拆解

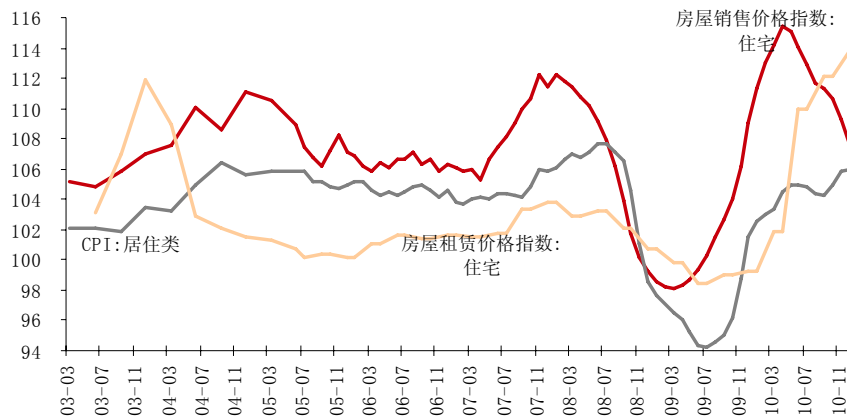
CPI 的居住类价格指数短期将仍在高位运行

目前,我国 CPI 居住类消费调查项目包括四大类:(1)建房及装修材料,如木材、水泥、砖瓦砂石、电料、油漆等;(2)租房费用,主要是公房和私房的房租;(3)水电、天然气、液化石油气、煤炭花费;(4)自有住房的房贷利率、物业费、各种房屋维修费用等。我国 CPI 中通过同住房贷款利率相挂钩的方式隐含了虚拟房租。

居住类价格,无论是房屋销售价格、租赁价格,还是建材类价格,都有较明显的周期性。房屋销售价格指数大致领先 CPI 居住类价格指数 6-12 个月。此外,还可以作为 CPI 居住类价格指数参考的有:建材类价格指数以及住房贷款利率变化趋势。

目前来看,房屋销售价格指数同比已掉头向下,但房屋租赁价格指数、建材类价格指数以及住房贷款利率指数仍处于高位甚至还有上升空间,故而短期内,CPI 的居住类价格指数仍将处高位运行。

图 21: 住宅类房屋销售/租赁价格指数与 CPI 居住类指数



资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

图 22: 建材类价格指数与中长期贷款利率水平变化

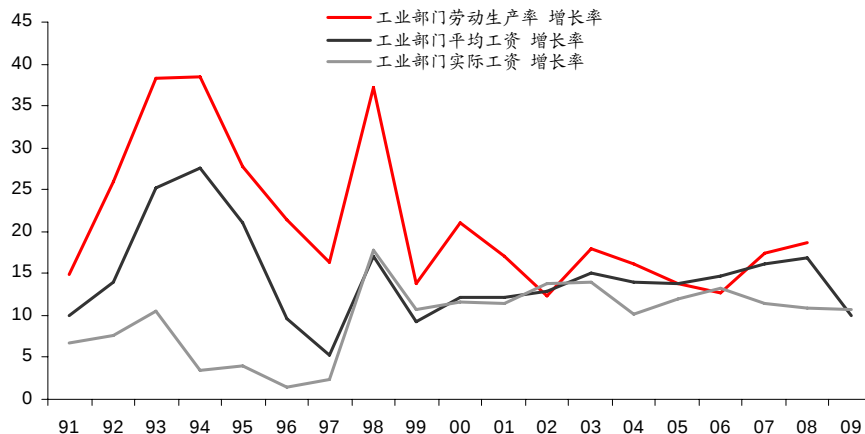


资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

目前劳动力成本传导并非十分严峻

对于劳动力工资，我们主要关注两点：一是劳动力名义工资和实际工资是否加速增长，否则，即便不考虑其他因素，它也不大可能导致 CPI 加速上涨；二是名义工资上涨是否超过劳动生产率，从图上看，情况没那么严重。

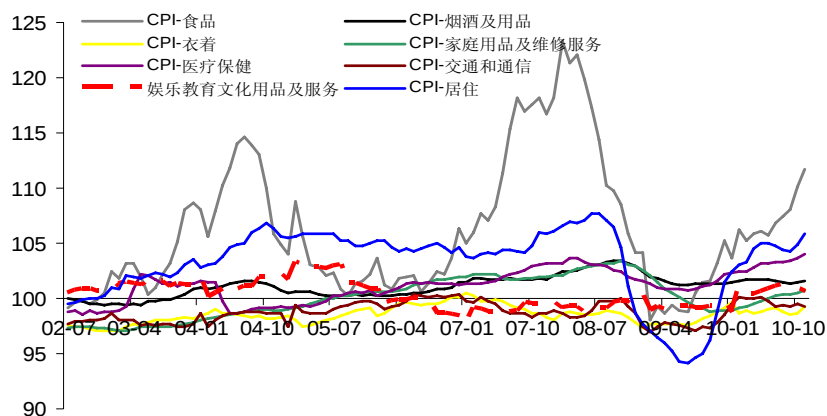
图 23： 工资上涨的传导



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

即便强调劳动力成本因素，我们也没有发现强有力证据说明其对 CPI 的显著影响。从下图看来，包含劳动最多的服务类 CPI 涨幅都明显小于食品类和居住类。

图 24： CPI 中不同类别商品的价格传导



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

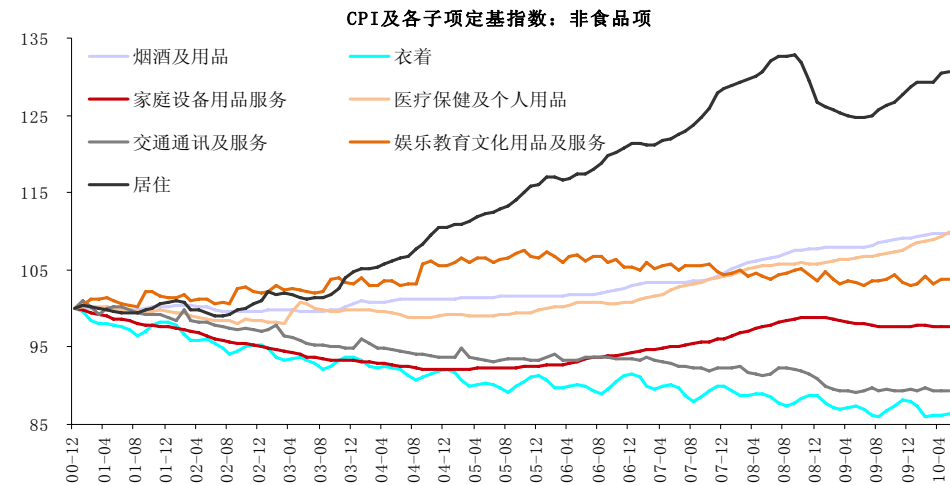
医药与服务类价格长期有上升动力

CPI 定基指数显示，近 10 年来，居住类价格上涨最为明显，医疗保健及个人用品价格、烟酒及用品价格略有上升，家庭设备用品及服务价格、娱乐教育文化用品及服务价格基本稳定，而一直保持下降趋势只有交通通讯及服务价格，以及衣着类价格。

美国 CPI 的各项项目定基指数显示，医疗保险与服务类价格涨势最为显著，其次是房屋类与食品类。

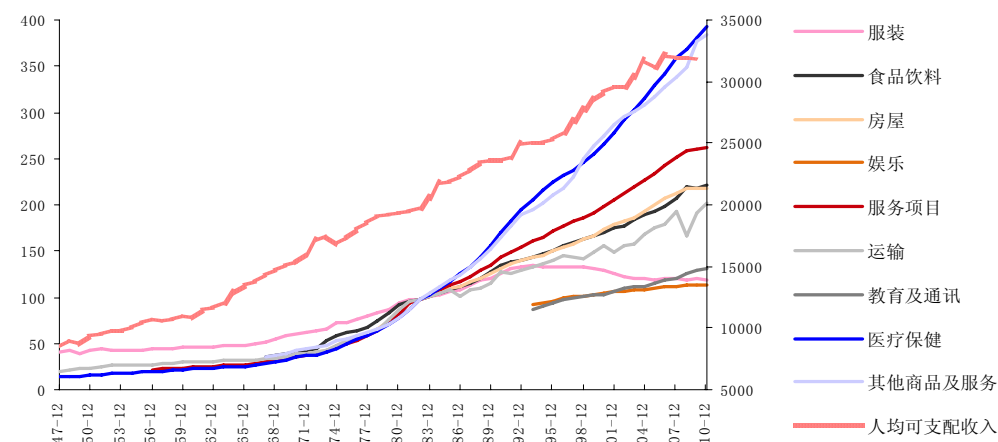
中国的医药消费刚开始起步，随着中国居民收入的增长，以及老龄化社会的加剧，未来医药消费增长的空间可以说是巨大的。结合美国收入增长与各类消费品价格的变化情况，我们认为，医药类、服务类的绝对价格水平还有较大的上升空间。

图 25： 我国 CPI 的非食品项定基指数



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 26： 美国 CPI 的各项定基指数



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

CPI 权重变化对 2011 年 CPI 数据的影响

如果今年 1-2 月 CPI 环比数字显著较前期预测要低,预计将有更多机构下调 CPI 预测。尽管如此,这只是因为权重调整使得以数字表征的通胀水平有所降低,我们对短期通胀是否将继续自我强化保持谨慎态度。

但无论如何,在新的 CPI 权重预期下,2011 年 CPI 全年将出现以下变化:

1. 节奏上有所变化: 食品权重下调后, CPI 的季节性特征将有所弱化;
2. 全年均值也将有所下调: 1 月 CPI 若低于预期, 则全年 CPI 的新增因素也将降低。

本周观点：

国内：政策重拳应对通胀新高

2011年2月8日中国人民银行宣布，自2月9日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。

我们认为：

- 1、本次加息的直接动因应是本轮通胀持续走高，且我们预期上半年的CPI将维持高位。
- 2、本次加息具有“非对称”特征，这体现了央行意图遏制存款活期化趋势、稳定银行体系流动性。另从时机选择看，考虑到下月初“两会”即将召开，它或将有利于缓解民意方面指责负利率等压力。
- 3、考虑到实体经济并未过热，从PMI等先行指标看仍处于回落过程中，且1季度后期CPI涨幅很可能小幅回落，我们预计短期内政策面将迎来观察期，再度加息的概率偏低，但为控制流动性投放，数量调控将继续维持，并不排除会加码。
- 4、从结构上看，倘若信贷和土地闸门均被收紧，则投资超预期的可能性不大，在此情况下，未来政策紧缩力度很大程度上将取决于外贸和房地产走势。

海外：欧债病情时有反复，美元走势震荡

年初由于欧洲五国1-4月债务集中到期，而融资成本居高不下，市场恐慌情绪因此一度高涨。但随后欧元区国家的国债发行情况却较为顺利，短期内缓解了市场担忧情绪，欧洲五国的五年期CDS和十年期国债收益率都出现明显回落。

我们认为：

此轮欧元区国家国债发行超预期的原因，在于欧洲领导人的鼎力支持、欧洲央行的出手干预以及中、日等国的解囊相助。此外，德国良好的经济数据也对疲软的欧洲经济起到提振作用。

但欧债危机的核心问题尚未得到有效解决。在欧洲经济一体化之下，欧洲五国尚未提出消减支出的有效措施，而目前欧元区通胀上升，未来加息预期明确，对欧洲五国来说更是雪上加霜。在经济难有起色情况下，目前以高昂成本发行的国债必为未来埋下隐患。且未来债券的发行能否一如既往的顺利也未可知。

一月中旬的欧盟财长会议曾被寄予厚望，希望扩大欧洲救助基金规模及降低贷款利率等改革措施可以出台。但以上期望却在一月的会议中并未实现，原因还是德国态度的犹疑。作为救助基金的最大出资国，扩大救助基金规模意味着更大的支出，德国的谨慎可以理解。从最近表态来看，德国更希望看到外国国家首先实施更严厉的经济改革措施，整体看来，德国政府对欧债危机的解决还是持积极态度。被推迟的救助机制改革也许有望在三月欧盟领袖峰会后推出。

欧洲央行目前面临着两难境地，一方面债务危机的状况要求其更多的购买主权债券，另一方面欧元区通胀增高，购债带来的资金投放不利于通胀控制。此外，持有过多低评级的债券也使欧洲央行自身风险升高。上周葡萄牙的十年国债突破历史高点，欧洲央行也紧急行动购买了多种期限的葡国国债，虽规模不大，但压制国债利率的意图明显，而这是欧洲央行在连续两周中断干预欧洲债券市场之后，重新买进欧元区外围国家国债。但面对日益增加的通胀压力，欧洲央行未来购买债券的力度难以加大。

从近期来看，葡萄牙面临的困难正在加大。相对德国的十年国债收益率水平冲上历史新高，使得继续发行债券融资的困难加大。面对今年即将到期的债务，葡萄牙还有较大融资需求，在此情况之下，葡萄牙转而求助欧洲救助基金的可能性增大。葡萄牙央行委员 Teodora Cardoso 的言论为此添了佐证。1月31日该委员曾表示，葡萄牙不会只向国际货币基金组织(IMF)求援来解决其经济问题。

总之，春节前市场的乐观情绪似乎已经结束，市场对欧债的担忧重启，欧元的反弹也出现顶部迹象，这与我们之前判断一致：欧债尚未治愈，病情会有反复。

此外，美元上周走出前期弱势，主要是因为前期导致欧元强势的因素开始弱化，包括：中日购买欧债缓解市场担忧、经济基本面欧强美弱、欧洲 CPI 较高引发的紧缩预期。上周公布的数据表明，美国 2010 年贸易赤字扩大，但这并没有导致美元走软，显示市场对美国经济的乐观情绪仍是主导。美元短期将以震荡为主，导致美元趋势性上升和下跌的力量还不够大。

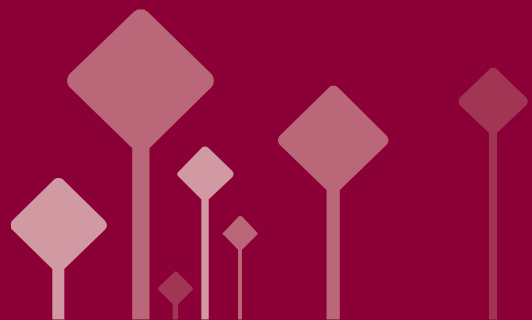
下周关注

下周中国方面将公布 1 月居民消费品价格指数, 同时日本央行也将召开 2 月份货币政策会议, 另外, 中国 1 月的贸易数据和美国的工业数据也需要密切关注。

表 3: 未来一周可关注的经济事件及指标

国家	经济指标	时期	发布时间	单位	上一期
菲律宾	工业产值	Jan. 2011	Feb 18, 2011 / NTS	%	0.0
加拿大	CPI	Jan. 2011	Feb 18, 2011 / 12:00PM	Index	117.5
马来西亚	GDP	Q4 2010	Feb 18, 2011 / 10:00AM	%	0.0
英国	零售销售	Jan. 2011	Feb 18, 2011 / 09:30AM	Index	107.7
意大利	工业订单	Dec. 2010	Feb 18, 2011 / 09:00AM	%	9.6
法国	商业信心指数	Feb. 2011	Feb 18, 2011 / 07:45AM	Index	0.0
德国	PPI	Jan. 2011	Feb 18, 2011 / 07:00AM	Index	0.0
日本	货币政策会议		Feb 18, 2011 / NTS	-	-
美国	领先指数	Jan. 2011	Feb 17, 2011 / 03:00PM	% Change (M/M)	1.0
加拿大	批发贸易	Dec. 2010	Feb 17, 2011 / 01:30PM	CAD K	45,650,708.0
美国	首次失业人数w/o	Feb. 11, 2011	Feb 17, 2011 / 01:30PM	M K	
美国	CPI	Jan. 2011	Feb 17, 2011 / 01:30PM	Index	-
美国	每周时薪	Jan. 2011	Feb 17, 2011 / 01:30PM	%	-0.2
台湾	GDP	Q4 2011	Feb 17, 2011 / 09:00AM	% Change (Y/Y)	0.0
新加坡	外贸	Jan. 2011	Feb 17, 2011 / NTS	M	-
德国	欧洲央行会议		Feb 17, 2011 / NTS	-	-
美国	工业产值	Jan. 2011	Feb 16, 2011 / 02:15PM	% Change (M/M)	0.0
美国	产能利用率	Jan. 2011	Feb 16, 2011 / 02:15PM	%	0.0

数据来源: Thomson One Analytics, 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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn