

点评报告

总需求和流动性决定农产品价格波动

2011 年 3 月 29 日

宏观视角下农产品价格研究

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.25
1 年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (2 月)

工业	14.9
城镇投资	24.9
零售额	11.6
CPI	4.9
PPI	7.2

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn

S1090209060287

谢亚轩

86-755-83295524

xiexy@cmschina.com.cn

S1090210040004

赵文利

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231

sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2011 年 3 月 1 日, 招商证券研发中心邀请有关专家召开农产品价格宏观视野研讨会, 就农产品价格的上涨机制和走势进行探讨。

评论:

1、通过对供给、成本、需求和周期因素影响机制的简单分析后, 我们发现其实诸多因素中真正影响农产品价格的关键因素其实只有石油 (含工业用途需求)、库存周期和经济周期三项因素。

进一步思考, 我们会发现石油的影响机制关键在于全球能源需求的增加, 而库存周期的变动实质是农产品供给和需求的变化, 当供给冲击是一种常态时, 需求的变化就成为库存周期的直接原因, 而经济周期本身可以认为是总需求的波动。因此, 从宏观视角来看, 农产品价格的变动关键在于总需求。而总需求反映在实体经济中就是经济周期的变动。

而从货币角度看, 与总需求变动密切联系的另一宏观变量是流动性。全球流动性可以视作大宗商品价格的领先指标。对于流动性与农产品价格的相关关系, 我们认为其影响主要来自两个方面: 一是流动性带来的通胀预期, 放大供给冲击的影响; 二是流动性带来的金融需求 (包括投机性需求) 放大了需求的波动。

2、从目前全球农产品价格的走势来看, 应该还会在高位运行, 较难看到有显著的回落。但是从国内来看, 我们认为全年农产品价格带来的物价不确定因素相对可控。主要理由两个方面: 一是来自国内持续的流动性收缩和外围可能的流动性环境改变, 以及与此相对应的总需求的适度收缩, 上述因素将能够稳定通胀预期, 同时稳定农产品价格的上涨趋势。二是中国抵御外部冲击, 特别是应对输入性通胀的能力较强。

3、我们认为在较高的通胀压力下, 国内紧缩的货币政策仍将维持, 流动性偏紧的状况将会延续。与此同时, 欧美国家全球通胀“再挂钩”势必迫使其逐步回归抵御通胀的阵营, 舒缓全球货币政策不匹配给新兴市场造成的通胀压力。

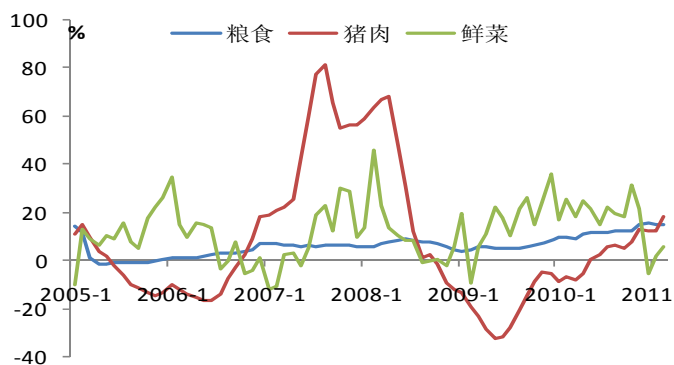
4、当然, 需求管理能够对农产品价格发挥作用并不代表供给面管理就可以忽视。在当前持续和频繁的供给冲击下, 我们需要从农产品的产业链延伸、农业技术开发特别是生物育种技术的研发、动植物疫病的防治、农产品物流和农业基本建设等方面进一步加强政策引导和扶持, 结合我们农业分析师的观点, 上述领域将出现一定的投资机会。

一、何为农产品价格的宏观视野？

何为农产品价格的宏观视野？回答这个问题首先要回答：市场为何如此关注农产品价格？

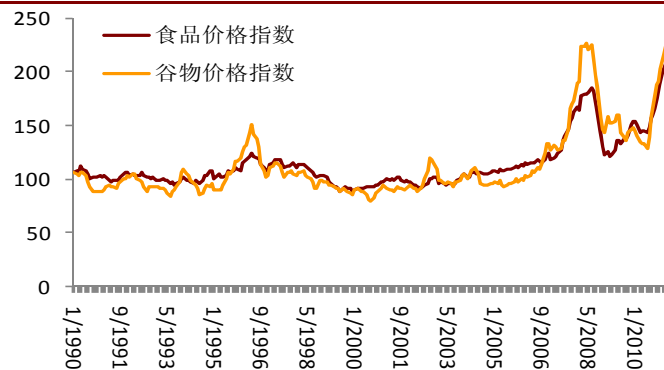
2010 年以来，粮食、蔬菜和猪肉等价格持续上涨。2011 年初至今，我们看到整体价格水平依然高企，联合国粮农组织（FAO）的食品价格指数已创历史新高，谷物价格指数近期也逼近历史高点。一般来说，通胀走高往往伴随农产品价格上涨，这在本轮 CPI 上涨中体现的尤为明显。

图 1：粮食、猪肉、蔬菜在 2010 年涨幅明显



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：FAO 食品价格指数创历史新高



资料来源：Wind，招商证券研发中心

因此，进一步厘清农产品价格波动的逻辑和规律有助于我们更好的把握整体通胀的走势。

普遍来看，中长期大家都是用货币主义的逻辑来看通胀，也就是说通胀长期决定于持续的货币条件。（关于这一方面的讨论详见我们的《长期有多长——从货币看中国通胀的走势》一文）而管理通胀或者管理通胀预期都必然要通过持续紧缩的货币政策来实现。紧缩货币政策的结果一般会导致总需求的收缩，也就是所谓的总需求管理。

从全球而言，因为当前正处于全球经济复苏前期，如果由于农产品价格冲击造成持续的通胀而导致货币政策被迫更大力度收缩，全球流动性就将从宽松状态中逐步收紧。从 1980 年代初的发展中国家债务危机、1990 年日本泡沫破灭、1997 东南亚危机和本次次贷危机看，大的金融危机往往发生在全流动性显著收紧并持续 1 至 2 年后。如果通胀不失控，目前还仅仅处于从宽松货币政策中逐步退出，仍未到持续收紧的时间。但如果通胀持续走高，则紧缩政策必然影响全球经济的走势。

图3：持续货币政策收缩是刺破泡沫导致金融危机的诱因



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

从中国来看，食品类商品支出占我国消费支出的比重较高，大约 34.74%(2005 年数据)，这就直接决定 CPI 权重中食品占据了最大的份额，食品类价格的波动对于 CPI 的影响也是最大的。农产品价格走高，直接导致食品类价格的走高，而食品类价格上升直接反映在 CPI 中，通胀持续走高，货币政策必然偏紧。而中国经济中地方政府等部门有较高的杠杆率，货币政策持续的收紧无疑会加大系统性金融风险和经济硬着陆的风险。

如果是其他因素推高了农产品价格，农产品价格再直接或者间接提升通胀水平，那么，单纯的紧缩政策，或者说总需求管理可能就难以达到相应的政策效果，反而会导致经济的收缩，这也就是所谓的供给冲击型滞胀。

以上就是宏观对于农产品价格关注的原因。

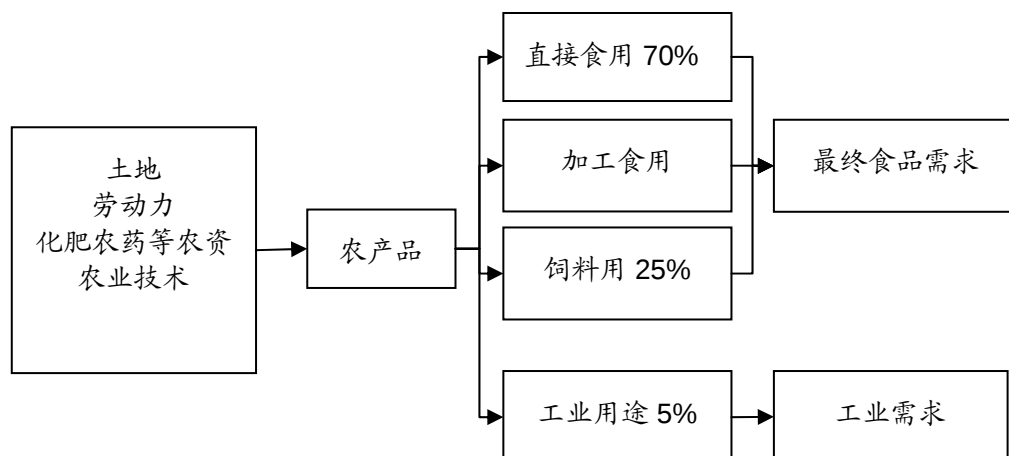
顺着这样的原因，观察农产品价格的宏观视角必然是自上而下的。必然是从农产品价格波动的宏观背景、与通胀关系和货币政策去思考。因此，农产品价格的宏观视野就是从宏观的角度，去检验和分析农产品价格与宏观经济波动的相关关系。

二、宏观视野下农产品价格分析

1、农产品价格上涨因素和机制分析

我们需要对推动农产品价格上涨的各类因素做一个全景式的概览。在分析之前，需强调我们的逻辑基础还是从基本面出发，农产品价格的波动直接来源于供给和需求的均衡变化。主要的供需影响因素则如下图所示（图中括号内的百分比数为粮食需求结构占比）：

图4：农产品供需基本面分析



资料来源：招商证券研发中心

从供需基本面出发，概括国内外对于农产品价格的相关研究成果可以总结如下：

表 1：农产品价格影响因素概述

分类	影响因素	影响周期	举例或者解释
供给因素	气候等自然因素影响	短期	旱灾导致粮食减产引发价格上涨
	城市化工业化的冲击	长期	发展中国家在城市化过程中耕地减少促使整体农产品种植面积减少
	动植物疫病	短期	2007 年生猪“高热病”、“蓝耳病”导致存、出栏大幅下降
供给因素 (成本因素)	石油价格	中期	影响肥料、农药和流通成本，从而推高农产品价格
	劳动力成本	中期	作为机会成本，影响农产品价格
需求因素	人口增加	长期	人口增加导致农产品总需求量增加
	收入和生活品质提高	长期	消费升级导致高品质食品如乳肉制品的需求增加，引致粮食需求大幅增长
	工业用途的需求扩张	中期	石油价格上涨导致农产品用途的改变，如工业乙醇等生物能源的大量生产
	国外需求的偶然冲击	短期	俄罗斯小麦减产，导致原进口国增加从美国进口量；韩国泡菜危机推高中国大白菜价格
周期因素	农产品周期库存变化	短期	生产和需求周期影响导致库存变动影响价格水平
	经济周期景气的影响	短期	作为避险工具或者炒作对象，投资者越来越偏好农产品的金融属性的背景下，货币因素会影响农产品价格的波动，而这主要基于流动性充裕和通胀预期的基础上

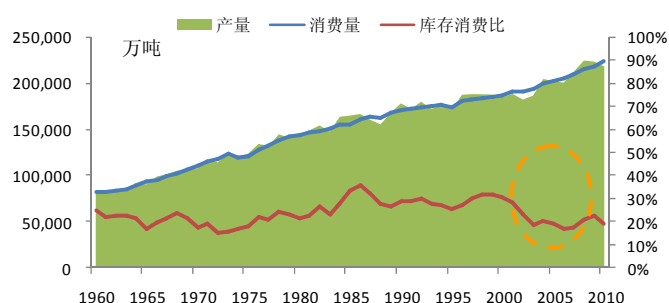
资料来源：招商证券研发中心

比较而言,长期因素的影响其实较为有限。因为在经济发展的过程中由于恩格尔定律(即随着居民生活水平提高,食品支出占比将下降)和农业技术进步,粮食产量的提高和个人实际消费需求的上限,都决定总体上粮食产量和消费量应该能够基本匹配。这一点从FAO的粮食产量和消费量数据中可以得到印证。也就是说,长期中总体供需基本平衡。

据我们农林牧渔分析师朱卫华的测算,个人对粮食的潜在需求大约为人均390公斤粮食/年。据此测算中国粮食缺口最大的时期是在2000年前后,而2000年前后的粮食价格较为稳定。2005年前后库存消费比的下降,才是导致农产品价格从2006年开始大幅上涨的直接原因。

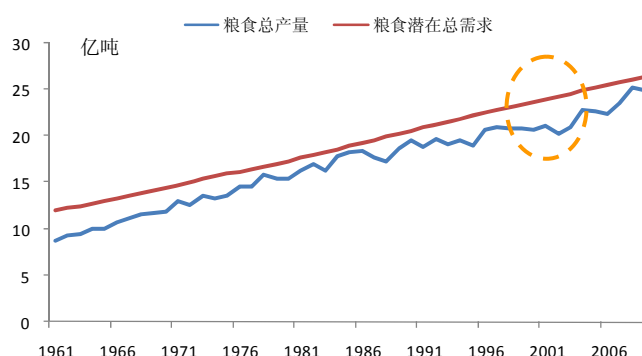
在长期供需基本平衡的情况下,总体农产品价格应该保持相对稳定的增速水平,而农产品价格大幅上涨则应该归因于中期和短期因素的影响。

图 5: 粮食产量、消费量和库存消费比



资料来源: FAO, CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 粮食总产量和潜在总需求

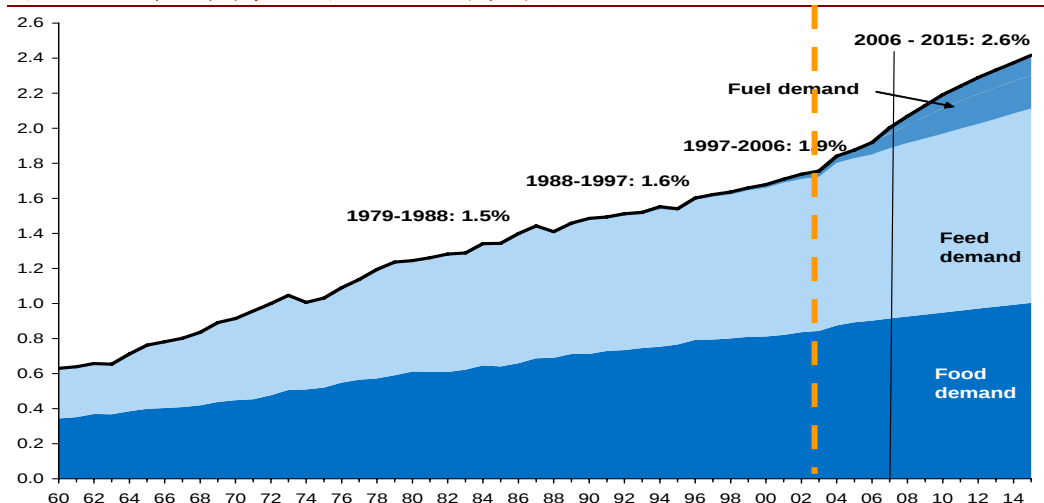


资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

对于中期因素,首先是工业用途需求的扩张。20世纪以来生物能源快速发展,增加了对玉米、糖、油菜籽以及大豆等能源作物的需求。以美国为例,美国燃料乙醇对玉米需求占美国玉米产量的40%,美国2010/11库存消费比下降5%,是大萧条时期以来的最低水平。据测算,原油价格只要超过70美元,玉米制乙醇就有优势。因此,从目前原油价格走势看,美国的玉米制乙醇需求很难下降,其他国家也是如此。也就是说,原油价格平均水平持续高于70美元以上,农产品的生物能源需求就会继续保持扩张的态势。

农产品工业用途需求的扩张不仅挤占其他作物的土地等资源,还通过增加直接耗费而减少食用和饲料用供给。其结果是,在一定的经济技术条件下,非传统的工业需求增加会直接导致农产品需求和供给的失衡,从而拉动农产品价格上涨。

图7：2002年以来农产品的工业用途需求持续扩张

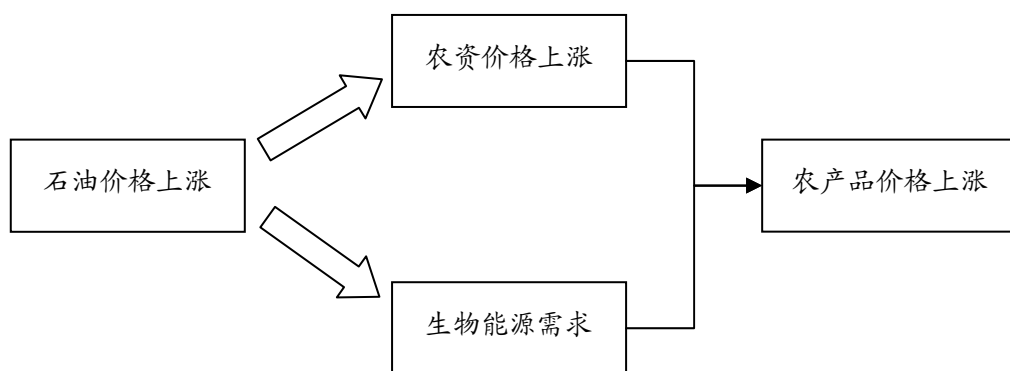


资料来源：USDA，招商证券研发中心

根据相关农业专家的观点，生物能源发展可能会改变全球长期以来粮食相对过剩的格局，过去五年，全球谷物消费扣除美国燃料乙醇消耗玉米后，年均增长 1.2%，与同期 1.2%的世界人口增速相当，但是随着生物能源需求占比的提升，长期供需格局可能会变化。

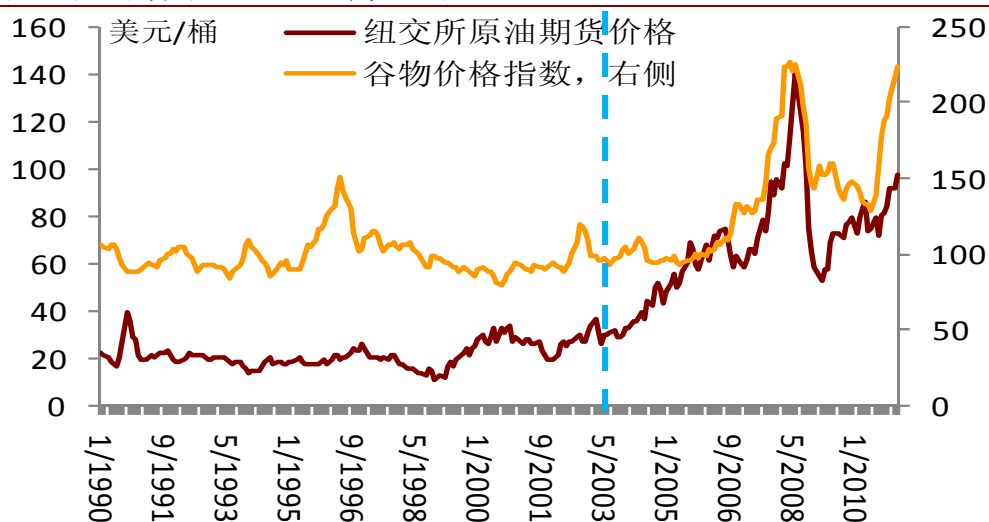
其次，是石油价格的影响。其实石油价格对农产品的影响分为两个途径：一是石油价格影响化肥、农药等农资价格，进而从成本途径影响农产品价格；二是石油价格上涨导致生物能源需求增加，进而从增加工业用途需求的途径影响农产品价格。

图8：石油价格上涨对农产品价格的影响机制



资料来源：招商证券研发中心

图9：原油期货价格上涨领先农产品价格



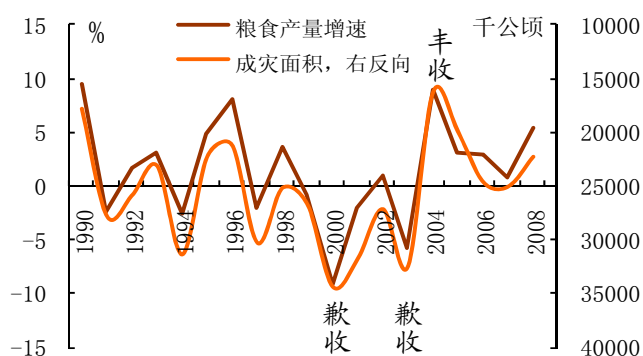
资料来源：WIND，招商证券研发中心

最后是劳动力成本的影响。劳动力成本作为一项重要的投入要素，构成农产品成本的主要来源之一。由于贸易品和非贸易品的比价效应，缩小城乡收入差距的诉求以及经济社会发展到一定阶段所带来的劳动报酬增加的要求，特别是整体劳动力供给结构的变化都促使劳动力成本上升将是一个确定的影响。劳动力成本上升必然会对农产品价格造成压力，但是否就等同于农产品价格上涨必然来自劳动力成本的上升，这依然是一个值得进一步思考的问题。对于这一方面的分析，可以参考我们的相关研究报告《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》。我们的基本结论是，不能过分强调劳动力成本上升对农产品价格的影响。

对于短期因素，可以归结为三个方面：供给冲击、库存周期和金融经济周期影响。

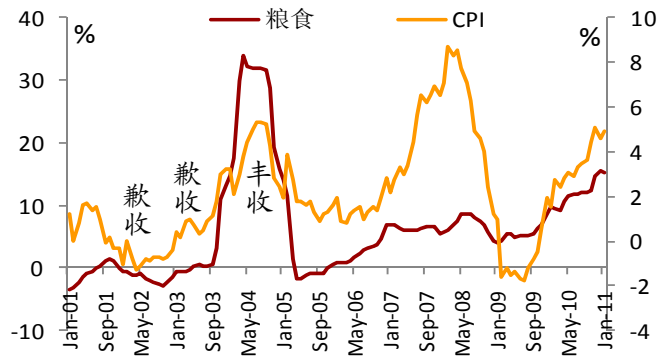
首先是供给冲击。主要表现为自然灾害和动植物疫病，直接导致农产品当季产量的减少，我们把来自国外需求的偶然冲击也归入供给冲击，原因在于虽然直接影响是需求增加，但是其实质往往是供给冲击的结果。从一般情况来讲，自然灾害和疫病所形成的供给冲击其实是一种常态。以中国为例，常年有45%的粮食作物受灾，25%的面积因灾减产，每年因灾减产超过3000万吨。因此，对于供给冲击，我们一直以来的观点认为，供给冲击并不必然导致农产品价格的大幅波动。

图10：自然灾害较易形成供给冲击



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

图11：供给冲击并不必然导致农产品价格上升

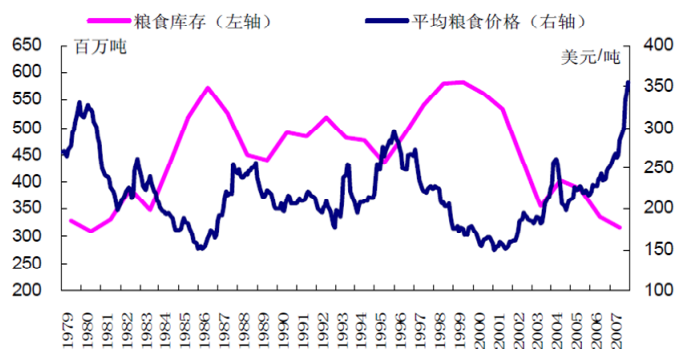


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

其次是库存周期的影响。从下图中可以看到，粮食价格与粮食库存的变化密切相关，两者呈现显著负相关关系，也就是说，粮食价格更多的是与农业库存变动相关，而不是简单直接和产量相关。一般的理解认为：农产品需求相对稳定，供给冲击很容易造成供需失衡而导致价格的波动。但是从我们供给冲击的分析看，供给冲击似乎并不必然带来农产品价格的大幅波动，其背后的原因必然是需求本身其实并不稳定。因此，在一定的需求状态下，只有当供给冲击造成库存变化时，农产品价格才会出现相应的波动。农业库存作为供需因素相互影响的结果，直接决定了均衡状态和价格情况。也就是说，供给和需求的变动只有反映在库存变化中，才会引发农产品价格的大幅波动。至于库存周期的变化，基本原因在于农业生产周期的存在导致产量和库存无法实现适时调整，因供给和需求的变化而出现周期性的变动。

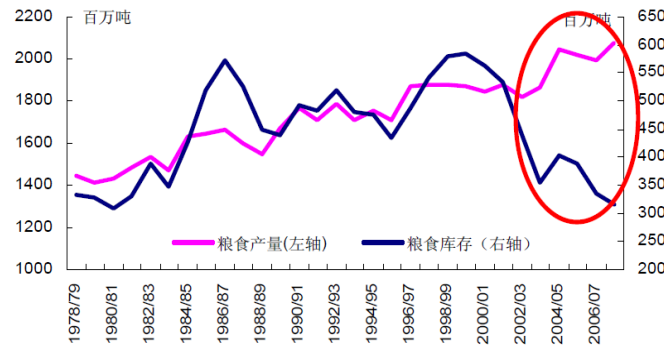
需要注意的是从2002年开始，全球库存出现明显的下降，并且缺口显著放大，这一点应该与石油价格上涨所引发的全球农产品的工业需求快速扩张相关。也就是说对于2006-2008年农产品价格波动而言，需求因素可能是库存和价格波动的主要原因。

图 12、粮食库存与平均粮食价格呈现负相关关系



资料来源：wind，招商证券研发中心

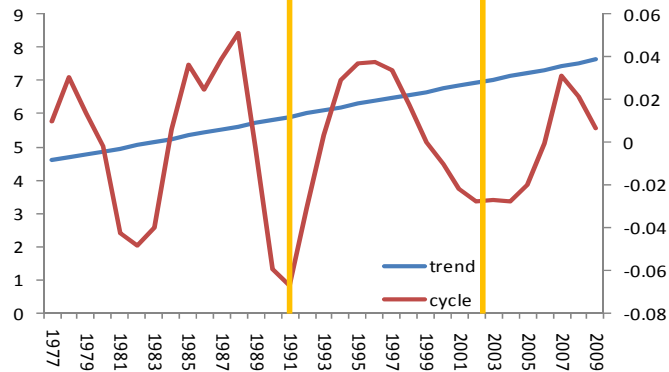
图 13、2002 年以来产量增加与库存变化差异扩大



资料来源：wind，招商证券研发中心

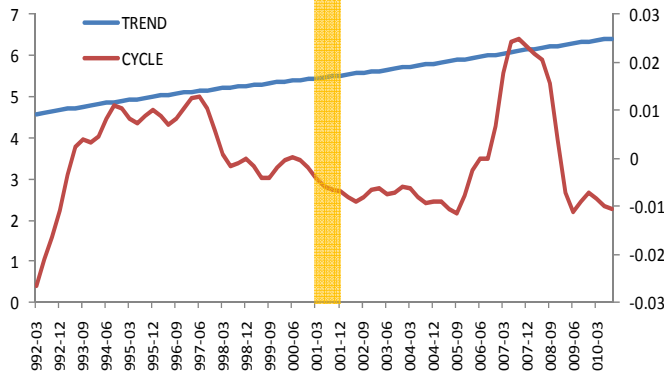
最后是经济周期景气的影响。从农产品价格变动来看，农产品价格波动虽然和自然灾害、疫病等密切相关，但是不可否认的一点是与经济周期本身相关度也较高。农产品价格的上行往往与供给冲击相关，而其下行往往伴随着经济景气的下降。也就是说，当我们忙于从供给面解释农产品价格的时候，经济周期景气下行一旦确定，供给面的冲击似乎就没人再去关注了。

图 14、1999-2003 年处于景气下行阶段



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 15、季度 GDP 滤波后周期变化



资料来源：wind，招商证券研发中心

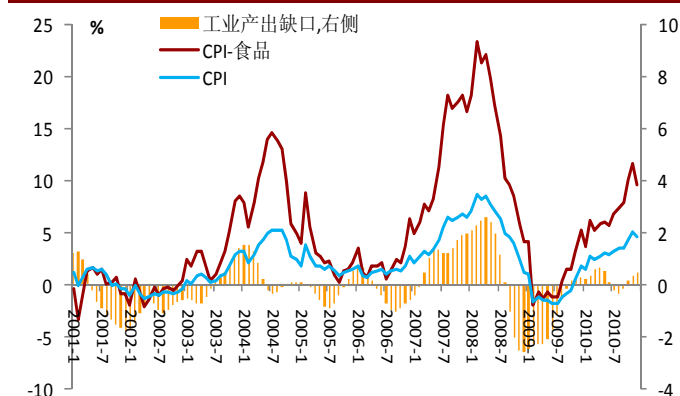
2、自上而下观察，流动性与经济周期应是农产品价格上涨的主因

推动农产品价格上涨的影响因素似乎很多，每一轮农产品价格的大幅波动背后似乎还可以发现上述因素的身影。但是通过上文对供给、成本、需求和周期因素影响机制的简单分析后，我们发现其实诸多因素中真正影响农产品价格的关键因素其实只有石油（含工业用途需求）、库存周期和经济周期三项因素。

进一步思考，我们会发现石油的影响机制关键在于全球能源需求的增加，而库存周期的变动实质是农产品供给和需求的变化，当供给冲击是一种常态时，需求的变化就成为库存周期的直接原因，而经济周期本身可以认为是总需求的波动。因此，从宏观视角来看，农产品价格的变动关键在于总需求。而总需求反映在实体经济中就是经济周期的变动。

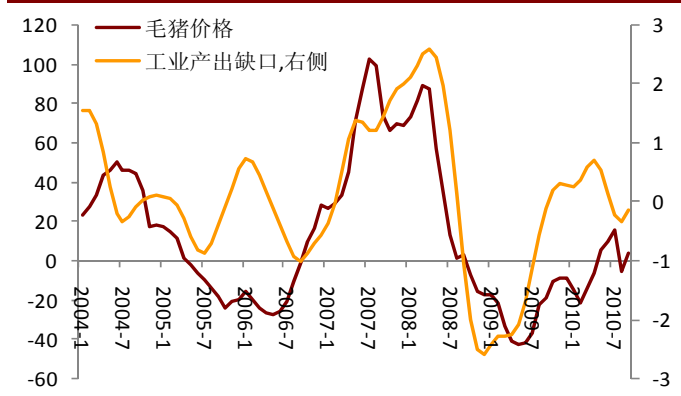
从工业产出缺口观察总需求与食品价格的相关关系，我们发现不管是蔬菜、粮食还是猪肉价格引发的食品价格上升，其波动趋势和波幅大小与总需求的变动基本一致。其中，猪肉价格的涨跌与总需求变动关系更为明显。虽然有所谓的猪粮比关联问题，但是明显猪肉价格波动要大于玉米价格，而国内玉米价格波动要小于国外玉米价格，这样的不同波动关系，确实有供给冲击的影响和农产品生产周期的差异，但如果把下面四张图联系起来观察，我们至少可以得出这样一个结论，即猪肉价格的波动与总需求的变动关系似乎更为一致。这样的现象背后只有两种结论：要么是总需求的变动来自农产品的供给冲击，要么就是农产品价格的波动取决于总需求的变动。显然后一种解释更为合理。

图 16、食品价格的涨跌伴随着工业产出缺口的变动



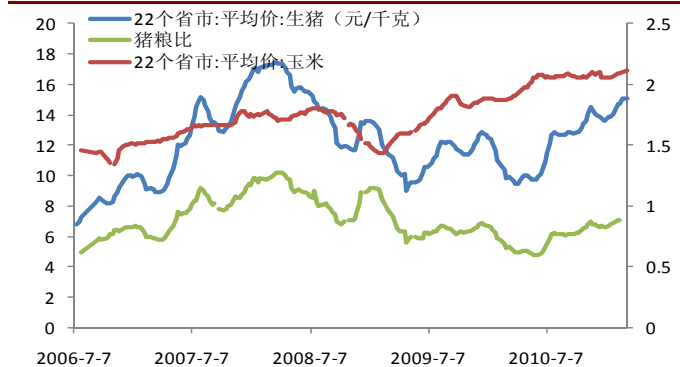
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 17、猪肉价格与工业产出缺口的相关关系更为明显



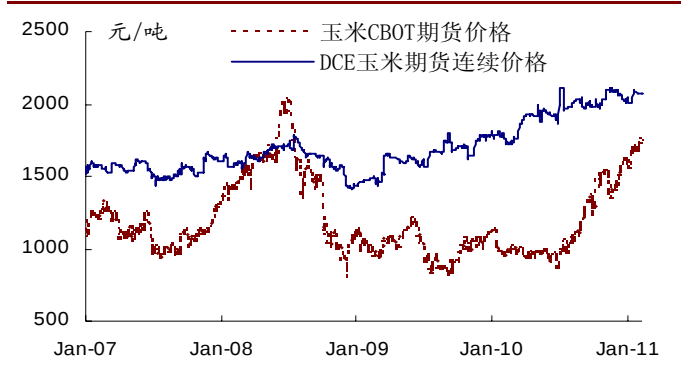
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 18、猪肉价格相对波动更为剧烈



资料来源：wind，招商证券研发中心

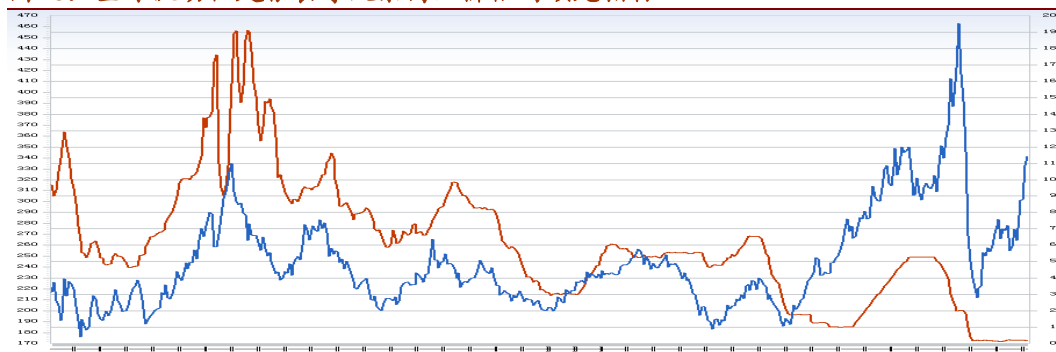
图 19、国内外玉米期货比较



资料来源：wind，招商证券研发中心

而从货币角度看，与总需求变动密切联系的另一宏观变量是流动性。观察下图并比较图3，我们可以得到两个结论：一是LIBOR与联邦基金利率走势一致，表明美国是全球流动性之源；二是从联邦基金利率与大宗商品价格指数的相关关系来看，全球流动性可以视作大宗商品价格的领先指标。

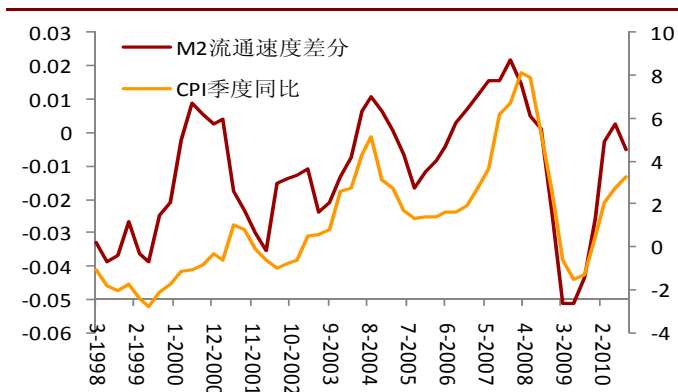
图20：全球流动性是粮食等大宗商品价格的领先指标



资料来源：IMF，CEIC，招商证券研发中心

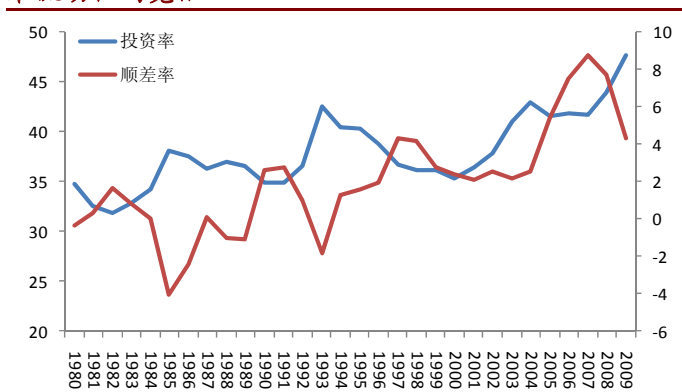
其实从周期的角度来分析，经济周期中流动性变化主要基于货币创造的来源：即投资和贸易顺差的变动。一般来说，投资率和贸易顺差率的波动就代表了实体经济流动性的状况，一个资本周期中，投资率高点是流动性的第一个高点，顺差率高点则是周期中的第二个高点，也是流动性峰值所在。这一状况与实体经济对货币的需求（即货币流通速度）变化一致。2003-2004年的高投资率和2007年的高顺差率带来了流动性的宽裕，货币流通速度明显加快，对应的一个表现就是农产品价格的上升。

图21：货币流通速度领先于通胀波动



资料来源：wind，招商证券研发中心

图22：2003-2004年高投资率和2007年的高顺差率带来流动性的宽裕



资料来源：wind，招商证券研发中心

对于流动性与农产品价格的相关关系，我们认为其影响主要来自两个方面：一是流动性带来的通胀预期，放大供给冲击的影响；二是流动性带来的金融需求（包括投机性需求）放大了需求的波动。（有关分析还可以参考我们《粮价波动在于通胀预期——关于自然灾害、粮食价格和通胀的思考》一文）

近年来，随着市场化的深入，一些农产品已经成为大宗商品交易的对象，对粮食等农产品的金融性投机交易需求越来越明显。粮食等农产品金融投机交易需求的出现将会在供给层面技术冲击的基础上更大幅度的放大通胀预期的影响。

或许我们可以这样解读：一方面，农产品价格的上涨实际上也体现了需求的稳定向好，而其下跌则必然伴随需求的波动；另一方面，周期景气决定流动性的变化，从而影响通胀预期和整体农产品价格的走势。

此前我们在自上而下分析农产品价格上涨机制时就提到：一方面，农产品价格的上涨实际上也体现了需求的稳定向好，而其下跌则必然伴随需求的波动；另一方面，周期景气决定流动性的变化，从而影响通胀预期和整体农产品价格的走势。而对于通胀，我们一贯的看法也是自上而下的，货币供给状况和经济总需求是决定通胀走势的关键。（参见《对话宏观经济：CPI 走势判断的逻辑》）

也就是说通胀和农产品价格的主要驱动因素在我们的逻辑框架内是一致的。那么先不论是否通胀提升推高农产品价格，至少可以这样说，从最近几轮农产品价格的波动情况来看，农产品价格上涨更为显著的显示了通胀水平的上升。原因很简单，因为相对其他商品，农产品的供需状况和库存情况最不稳定，最容易受到供给方面因素的冲击。一旦经济周期确立，流动性条件符合，农产品价格的大幅波动就会出现。

三、未来农产品价格走势、通胀与投资机会

写就此文的直接诱因是 2011 年年初以来受拉尼娜影响，导致南美、澳大利亚等出现过严重水灾，中国北方则在年初出现严重的旱灾，因为自然灾害再次引发大家对于供给冲击造成农产品价格进一步大幅上涨猜测，同时对于国内通胀的担忧也进一步提升，特别是在中东北非局势难以预测的情况下，原油价格快速上涨形成新的所谓输入性通胀的担忧。

按照我们首席经济学家丁安华先生的观点，农产品价格上涨的影响并不仅限于此，一方面是贫穷问题，另一方面是政治稳定问题，中东北非的政局即与此密切相关。因为从食品占消费支出的比重来看，中国大约 33%，比中国更高的正是当前出现政局动荡的北非和中东地区的国家。

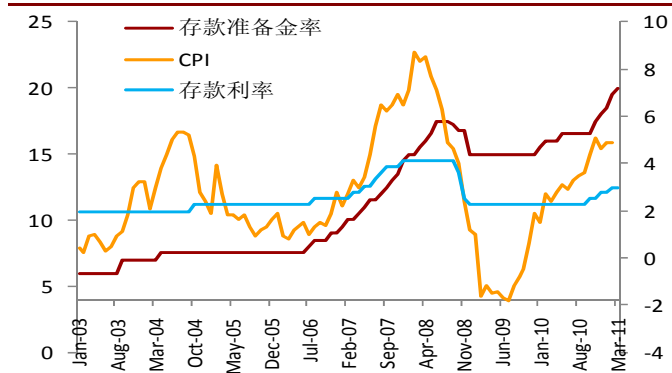
为此我们联合农业和策略研究员专门邀请相关专家召开宏观视野下农产品价格的研讨会。专家的观点比较明确，且基本与我们一致：农产品价格波动主要取决于非传统需求和流动性。

因为我们目前农产品的工业用途需求仍然保持扩张的态势，同时由于主要发达国家为了促进经济复苏而实行量化宽松的货币政策导致全球流动性持续充裕，在这样的背景下，供给冲击很容易造成新的上涨压力。而由于近些年来主要粮食生产国相继遭遇异常天气的影响。特别是如果干旱成为常态，全球粮食产量将面临很大的稳定压力。

所以从目前全球农产品价格的走势来看，应该还会在高位运行，较难看到有显著的回落。但是从国内来看，我们认为全年农产品价格带来的物价不确定因素相对可控。

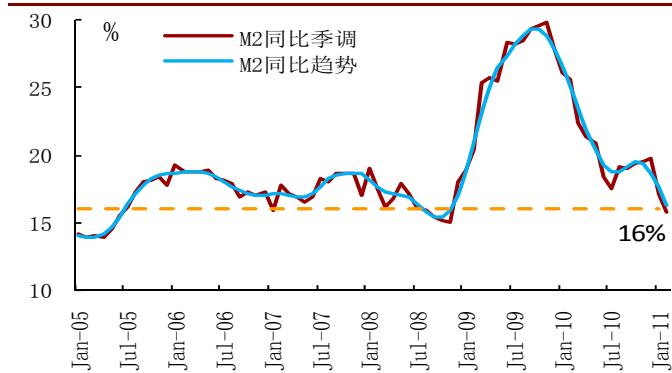
主要理由两个方面：一是来自国内持续的流动性收缩和外围可能的流动性环境改变，以及与此相对应的总需求的适度收缩。这一结论的逻辑出发点正是我们的宏观视角，当前农产品价格上涨主要是受经济周期和流动性的影响，而不是单纯供给冲击的结果。因此，需求管理和持续的流动性收缩将能够稳定通胀预期，同时稳定农产品价格的上涨趋势。

图 23: 紧缩政策节奏和力度较大



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 近期紧缩货币政策效果显著



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

二是中国抵御外部冲击，特别是应对输入性通胀的能力较强。中国自给率高的稻米小麦和玉米价格受国际影响相对小，相对独立于国际市场。大豆和棉花受外围影响较大。但同时，中国的出口能力和外汇储备允许中国进口以平抑国内农产品价格。

图 25: 国内外小麦期货比较



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

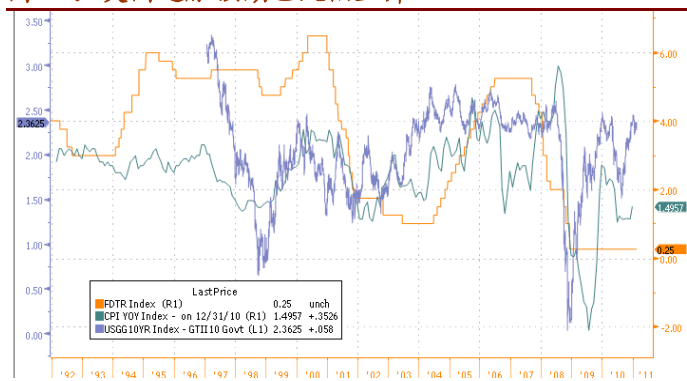
图 26: 国内外大豆期货比较



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

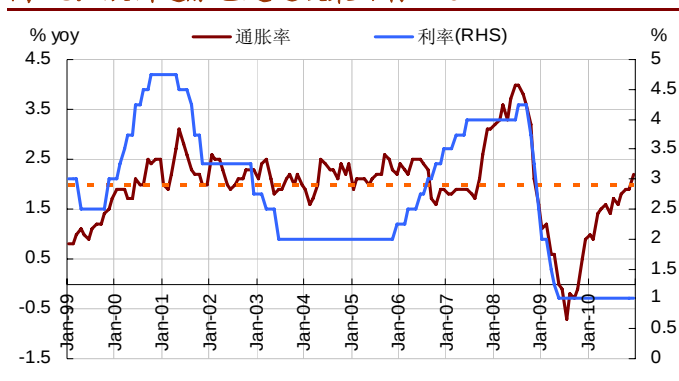
正因为如此，我们认为在较高的通胀压力下，国内紧缩的货币政策仍将维持，流动性偏紧的状况将会延续。与此同时，欧美国家全球通胀“再挂钩”势必迫使其逐步回归抵御通胀的阵营，舒缓全球货币政策不匹配给新兴市场造成的通胀压力。目前欧洲通胀已超过政策目标2%，通胀预期也连续走高，因此很可能会先于美国加息。但为了继续稳定金融市场和国债市场，非常规的货币政策将会延续。美联储的货币政策正常化将会按照：如期结束QE2→停止MBS到期资金再投资国债（QE-Lite）→加息的顺序展开，预计加息时点将会在2012年初。

图 27: 美国通胀预期已大幅上升



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 28: 欧洲通胀已超过政策目标 2%



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

当然，需求管理能够对农产品价格发挥作用并不代表供给面管理就可以忽视。在当前持续和频繁的供给冲击下，我们需要从农产品的产业链延伸、农业技术开发特别是生物育种技术的研发、动植物疫病的防治、农产品物流和农业基本建设等方面进一步加强政策引导和扶持，结合我们农业分析师的观点，上述领域将出现一定的投资机会。

（本文是招商证券研发中心宏观团队、策略团队、农林牧渔行业研究团队及有关专家协同研究、共同研讨的成果，是多视角、多维度探讨重点问题的一个尝试，希望能够带给投资者更丰富的信息量和更有效的投资判断。报告执笔人：孙彬彬博士）

参考报告:

1. 《中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评-政策调整需要关注国际经济金融的最新动向》2011/3/29
2. 《一波才动万波随—谈通胀态势对资本市场的影响》2011/3/28
3. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》2011/3/21
4. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》2011/3/19
5. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》2011/3/15
6. 《2011 年 2 月份宏观数据点评-通胀仍居高位、货币政策继续偏紧》2011/3/14
7. 《2011 年 2 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》2011/3/11
8. 《2011 年 2 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》2011/3/2
9. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》2011/2/20
10. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》2011/2/15
11. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》2011/2/9
12. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》2011/2/9
13. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》2011/1/20
14. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》2011/1/15
15. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》2011/1/12
16. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》2011/1/11
17. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》2011/1/7
18. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》2011/1/3
19. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》2011/1/3
20. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》2010/12/28
21. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》2010/12/26

分析师承诺

负责本研究报告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。

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券（600999）董事，拥有加拿大投资经理（Canadian Investment Manager）资格。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商轮船（601872）董事。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部副董事，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。