

2012 年 CPI 有限回落, “GDP+CPI” 对 M2 仍是关键约束

证券分析师: 高利

执业编号: S0360209120018

联系人: 杨现领 张森

Tel: 010-66500833

Email: yangxianling@hczq.com

相关研究报告

- **回顾 2011 年, CPI 走势是影响政策紧缩节奏与市场波动的关键变量。**CPI 一季度平稳 (5.1%), 二季度攀高 (5.7%), 三季度见顶 (6.2%), 四季度回落 (E4.9%) 的走势决定了政策一、二季度 “三率齐动”, 三季度 “紧缩加时”, 四季度 “边际改善” 的紧缩节奏。2012 年, CPI 在多大程度上延续 2011 年底形成的回落趋势仍将是决定政策与市场变化的核心分歧之一。
- **本轮通胀周期在诸多方面表现出了与历史不同的结构性特征。**1) 食品对非食品价格的传递效应增强, 且非食品的中枢水平明显抬升; 2) “猪周期” 更大程度上反应了市场力量, 而非突发的外生冲击, 这导致猪价上行的持久性比以往更长, 且未来的回落幅度则会更小; 3) 历史上出口下滑具有明显的反通胀力量, CPI 回落要么与出口回落同步发生, 要么紧随而来, 然而这次出口增速早已在 2010 年二季度高位见顶, 但 CPI 的见顶回落却姗姗来迟了 4 个季度, 显示 CPI 已开始较多地反应国内消费周期。
- **猪价进入明确的下行轨道。**预计 2012 年初以后猪肉供给将逐步增加, 从而使猪价进入明确的下行轨道, 但由于本轮周期猪粮比一直稳定在合理水平, 预计 2012 年猪价下降幅度也将明显小于上一轮。测算表明, 2012 年猪肉价格整体上较 2011 年同比回落 2 个百分点, 对 CPI 的贡献减少 1.2 个百分点。
- **非食品价格难以大幅回落。**从历史规律看, 非食品价格回落一般滞后于总 CPI 的回落, 本轮通胀上升过程中非食品价格超常规上涨更多体现了能源、人工及农产品价格上涨等趋势性因素。进一步考虑到: 1) 明年行政干预措施的退出可能会导致部分前期受限的商品价格补涨; 2) 在通胀回落通道, 水电价格通常会面临一定上调压力; 3) 资源价格改革也可能部分推高明年的非食品 CPI, 这些因素预示 2012 年非食品价格难以大幅回落。
- **2012 年 CPI 将是有限回落。**初步预测 2011 年全年 CPI 为 4%, 翘尾因素为 1.7%, 新涨价因素 2.3%。分季度看, CPI 环比变动仍有较强的季节性: 1) 一季度 CPI 依然较高, 涨幅超过 4%; 2) 5—7 月份是 CPI 明显下降期, 为 2012 年的底部区域。3) 三季度末到四季度 CPI 季节性回升。总体上, 2012 年 CPI 将是有限回落, 四个季度 CPI 呈现 “前高后低” 走势, 峰值可能出现在 1、2 月份, 低谷出现在 7 月份。
- **综合考虑 2012 年通胀延续有限回落的节奏及一些资源价格改革推进的可能,**即使将通胀控制在 4% 的目标仍然存在不少困难, 央行 12 月 5 月的准备金率下调难以代表货币政策的全面放松, **在未来一段较长时间内, 货币政策将回归常态, 预计 2012 年基调仍为稳健, “GDP+CPI” 对 M2 和信贷规模仍然具有较强的约束力。**

目 录

一、本轮通胀周期有何不同？	3
二、2012，通胀如何回落？	6
（一）这取决于“猪周期”的回落趋势	6
（二）这取决于非食品价格的回落趋势	8
（三）一个总的结论：2012 年通胀，有限回落	9
三、通胀回落趋势下的政策走向	10
（一）货币政策响应不同通胀条件的三种常规路径	10
（二）经济失速风险与通胀有限回落的平衡将主导 2012 年政策走向	11

图表目录

图表 1 本轮通胀周期已跨过顶部区域	4
图表 2 本轮通胀周期中非食品价格与食品价格的相关性明显增强	4
图表 3 猪肉价格与饲料价格的变化趋势	5
图表 4 生猪存栏数和能繁母猪数（千头）	5
图表 5 出口与 CPI 的关联度有所弱化	6
图表 6 猪粮比的稳步上升为明年供给的扩大提供基本支撑	6
图表 7 最近两轮“猪周期”的上行与下行周期对比	7
图表 8 猪肉价格明年年初达到拐点（元/公斤）	7
图表 9 2011 年国家统计局对居住类的权重调整及拟合结果对比	8
图表 10 居住类各分项同比涨幅（%）	8
图表 11 非食品价格上涨的其它推动力（%）	8
图表 12 2004 年之前，工资与 CPI 相关性较弱，此后显著变强	9
图表 13 居住类各分项同比涨幅（%）	10
图表 14 通胀与增长之间的取舍关系日益明显	11

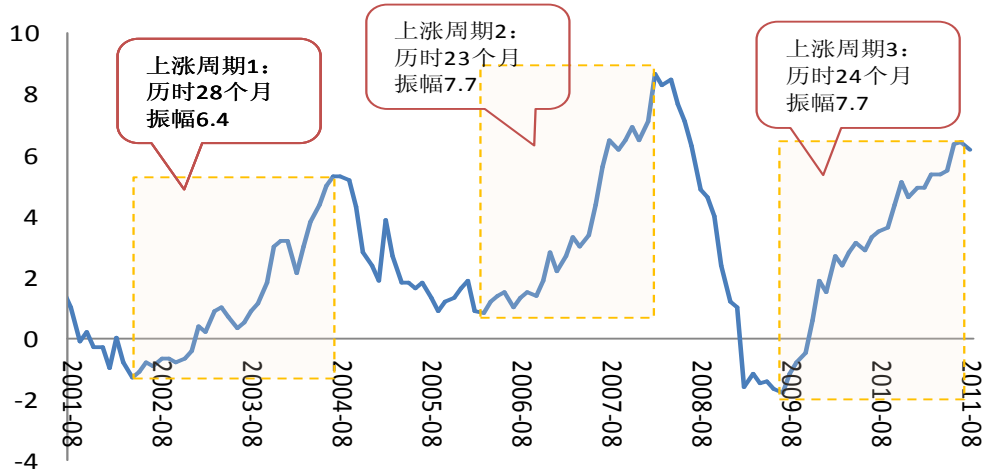
回顾 2011 年，CPI 走势是影响政策紧缩节奏与市场波动的关键变量，CPI 一季度平稳（5.1%），二季度攀高（5.7%），三季度见顶（6.2%），四季度回落（E4.9%）的波动走势也决定了政策一、二季度“三率齐动”，三季度“紧缩加时”，四季度“边际改善”的紧缩节奏。

目前，本轮通胀周期已确定跨过顶部，然而 CPI 的见顶回落既是 2011 年以来国内金融紧缩与行政干预相互叠加的结果，也有海外欧元区债务危机、美元经济曲折复苏及新兴市场经济减速共同驱动大宗商品价格震荡下行对国内控制通胀所提供的有利条件。展望 2012 年，CPI 走势判断的分歧，即 CPI 在多大幅度和持续性上延续 2011 年底形成的回落趋势或者是否呈现阶段反复仍然是决定政策与市场变化的核心分歧。

一、本轮通胀周期有何不同？

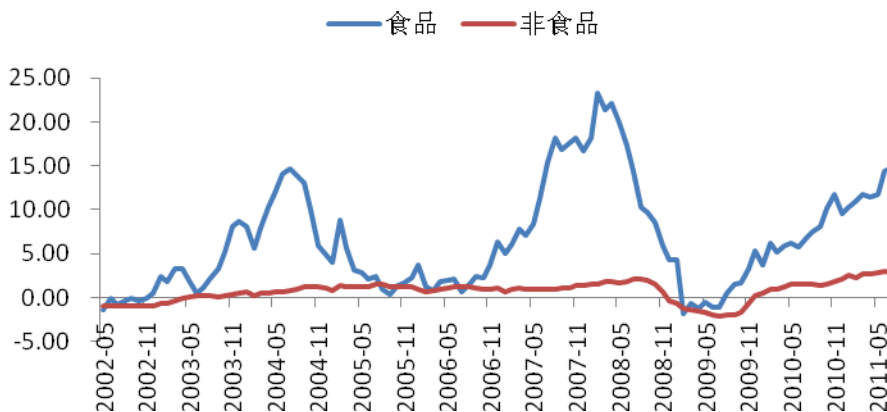
- 2002~2004 年、2006~2008 年的过去两轮通胀上行周期分别持续了 28 个月、23 个月，本轮通胀上行周期在 2011 年 7 月见顶之前持续了 24 个月，目前已翻越顶部、进入下行周期。2002~2004 年，CPI 从 2002 年 5 月份的-1.1%低谷历时 28 个月在 2004 年 8 月达到 5.3%峰值，并在随后 19 个月保持了段震荡下行周期。2006~2008 年，CPI 从 2006 年 4 月份的 1%低谷历时 23 个月在 2008 年 2 月份达到 8.7%的峰值，并在随后的 17 个月保持了陡落的下行周期。本轮通胀周期则从 2009 年 8 月份-1.2%历时 24 个月在 2011 年 7 月份达到 6.5%的峰值，目前已处于回落周期。对比而言，这三轮通胀上行周期的 CPI 均值分别为 1.4%、3.8%、3.3%，虽然本轮通胀在诸多特征上可视为 2008 年的延续，也可视为 2009 年大规模刺激政策红利期释放结束之后所产生的成本消化结果，但它所具备的一些关键性经验特征仍然可以使之对历史有所区别，并对 2012 年的 CPI 变化趋势给出一些新的启示。
- 从 CPI 结构看，本轮通胀周期食品价格与非食品价格的关联性或同步性明显增强，且非食品的中枢水平明显抬升。从数据上看，最近两轮通胀周期中，两者的相关系数分别为 0.4 和 0.9，且上一轮非食品价格均值不足 1%，本轮则超过 2%。进一步比较，在 CPI 达到峰值之前的 5 个月，食品与非食品的相对价格之比分别为 13.4 和 4.5，这意味着在总体 CPI 冲高顶端的最后阶段，本轮周期中，非食品价格发挥了更大的作用。从 2011 年环比新涨价因素来看，一季度食品价格主导了 CPI 环比变动方向，二季度的一个明显的变化就是新涨价因素切换，非食品扮演涨价主角，成为通胀环比上行的主要推动力，6 月份以来食品价格和非食品两者共同成为决定 CPI 环比变动方向的主导因素，推动 CPI 在 7 月份创出全年最高。总结来看，食品价格对非食品价格联动性增加的可能原因和重要启示在于：上一轮周期中，CPI 的“二轮效应”即食品价格上涨对非食品价格的“传递效应”并不明显。尽管食品价格上涨拉高了通货膨胀预期，但并未成为工资增长的决定性因素。但是从本轮周期来看，这种状况可能发生改变，随着劳动力拐点的到来和工人对工资议价能力的提升，食品价格上涨更容易成为推动工资增长和非食品价格上涨的一个重要因素。

图表 1 本轮通胀周期已跨过顶部区域



数据来源：华创证券

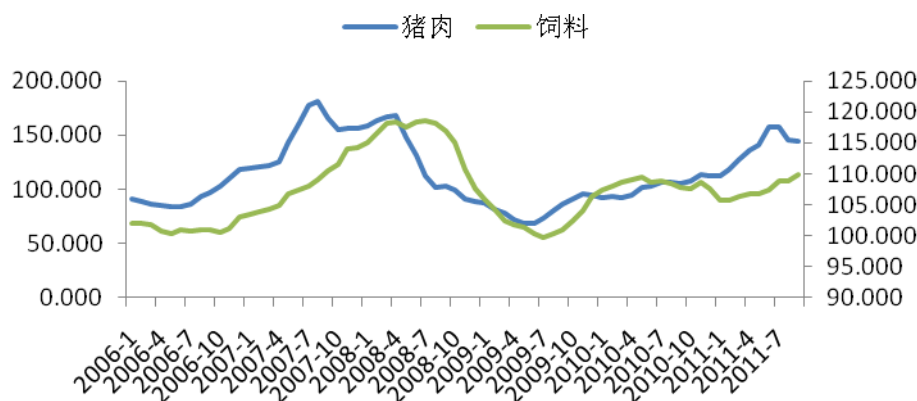
图表 2 本轮通胀周期中非食品价格与食品价格的相关性明显增强



数据来源：华创证券

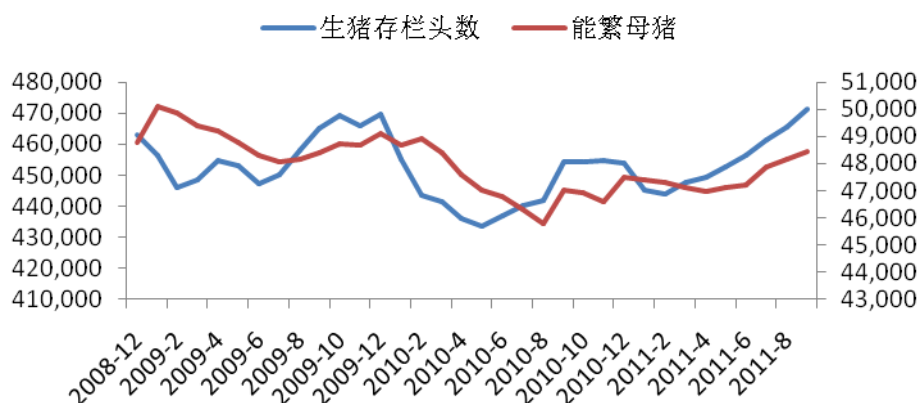
- 第二，从推动 CPI 冲高的“猪周期”来看，本轮猪肉价格攀升的驱动力是 2008 年 3 月到 2010 年 6 月长达 28 个月的猪价下行导致的收益率下降而非突发性的供给冲击，因此，这次“猪周期”下行的时间跨度会稍长，波幅有所收窄。对比最近两轮“猪周期”，2007 年的“蓝耳病”曾对猪肉供给构成一个暂时冲击，导致猪价的陡升，但是这一轮猪肉价格上涨则主要源自于 2008~2010 年的猪价下跌导致的养殖收益率下降，且在饲料价格在下行阶段减幅慢于猪价，在上行阶段涨幅快于猪价更加压缩了养殖户的相对收益，两者共同导致供给增加相对缓慢。而且本轮“猪周期”伴随着工资成本的上升，这意味潜在的机会成本。因此，2011 年以来猪肉价格的攀升在更大程度上反应了经济系统中的市场力量，而非突发性的外生冲击，虽然猪价上涨已经使得生猪存栏量有所增加，但这种内在的力量也将导致本轮“猪周期”的持久性可能更长，且回落的幅度较之以往会更小。

图表 3 猪肉价格与饲料价格的变化趋势



数据来源：华创证券

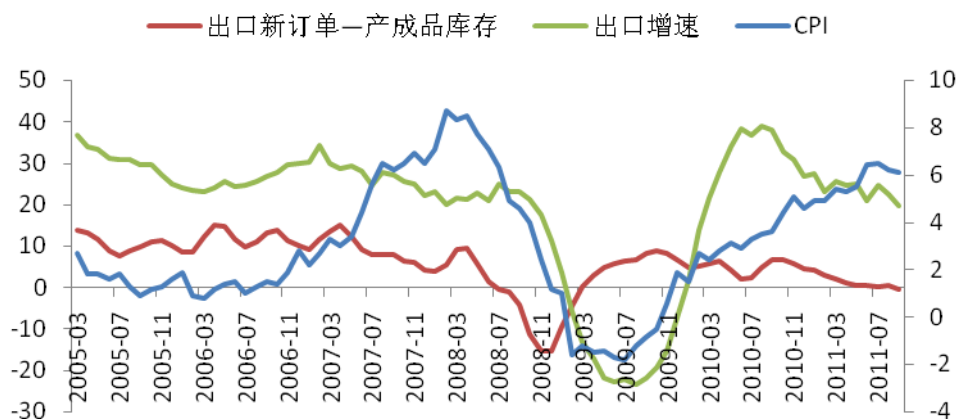
图表 4 生猪存栏数和能繁母猪数（千头）



数据来源：华创证券

- 第三，从增长与通胀的周期规律看，中国的历史经验表明，出口的变化作为衡量产出缺口的一个替代指标，出口下滑具有十分明显的反通胀力量，CPI 的明显回落要么与出口回落同步发生，要么紧随而来，然而这一次，出口增速早已在 2010 年二季度高位见顶，但 CPI 的见顶回落却姗姗来迟了 4 个季度，显示通胀回落所要求的经济回落幅度加大。历史上 1997~1998 年东亚金融危机、2001~2002 年网络泡沫破灭、2008 年全球金融危机期间的出口急剧下滑均同步伴随 CPI 的大幅回落。然而本轮通胀周期中，在欧元区债务危机和美欧经济增长持续低于预期的情况下，中国的出口增速早已在 2010 年二季度见顶，同比实际增速已由当初的 40% 回落到当前的 10% 左右，但 CPI 的见顶回落滞后了四个季度，这明显改变了历史上产出缺口、出口增速与 CPI 的关联度。从宏观经济周期的整体条件对比，2006~2008 年的 GDP 与 CPI 同比基本保持了极强的同步性，即 GDP 的高位运行带来了 CPI 的持续拉升，然而这一次的 CPI 上行周期却伴随的是 GDP 的下行周期，即 GDP 早在 2010 年一、二季度见顶，其后持续回落了 6 个季度，但 CPI 正是在这种背景条件下继续拉升至峰值。从更广泛的国际宏观经济周期来看，2006~2008 年全球经济和大宗商品处于同步的繁荣周期，中国与国际的经济和通胀周期同步上行，即全球周期条件是完全一致的，然后这一次的通胀却发生在海外经济持续疲弱的周期背景下。不过需要指出的是，在通胀上升的中后端，GDP 回落未能导致 CPI 有效回落的一个潜在原因可能是尽管国内投资需求和海外需求回落，但国内消费需求一直平稳增长，这或许暗示了消费需求在通胀周期的中后端的作用更大，投资和出口在通胀周期的前端更为重要。

图表 5 出口与 CPI 的关联度有所弱化



数据来源：华创证券

- 概括而言，以上三个不同之处可归结为一点：本轮通胀上行周期的发起更多的源自于投资需求和出口恢复性增长，但通胀上行周期的中后端已经更多地切换至供给和成本及消费需求层面，这表现食品价格对非食品的传递较之以往有所强化，收益和成本因素而非突发的外生冲击对“猪周期”的影响大于以往，而且在出口下滑的情况下，国内消费的平稳增长为通胀的居高不下提供了基本支撑，这意味着 CPI 已开始更多的反应国内消费。考虑到这些因素，如果需求端在未来不出现类似于 2008 年 9 月“雷曼式冲击”，那么 2012 年 CPI 预计仍难以大幅度回落。

二、2012，通胀如何回落？

（一）这取决于“猪周期”的回落趋势

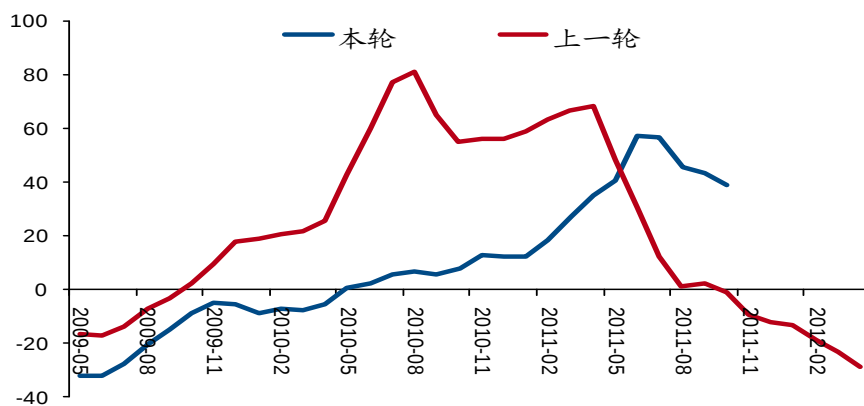
- 猪肉价格呈现大起大落是中国“猪周期”的基本经验规律。通过 2004 年和 2008 年这两轮猪价上涨引领的通胀周期，可观察到如下规律：1) 猪价跌至低于 6 倍左右的猪粮比是成本线，如果猪肉价格下跌导致猪粮比低于成本线，并持续 6~9 个月左右，那么猪肉供给便会减少，从而引发猪价攀升；2) 猪价总是大起大落，下行周期中猪价降幅越大，上行周期中的反弹就越剧烈。3) “猪周期”的上行周期通常为 15~20 个月，之后猪肉供给会逐步释放，成为猪价下行的基本推动力。

图表 6 猪粮比的稳步上升为明年供给的扩大提供基本支撑



数据来源：华创证券

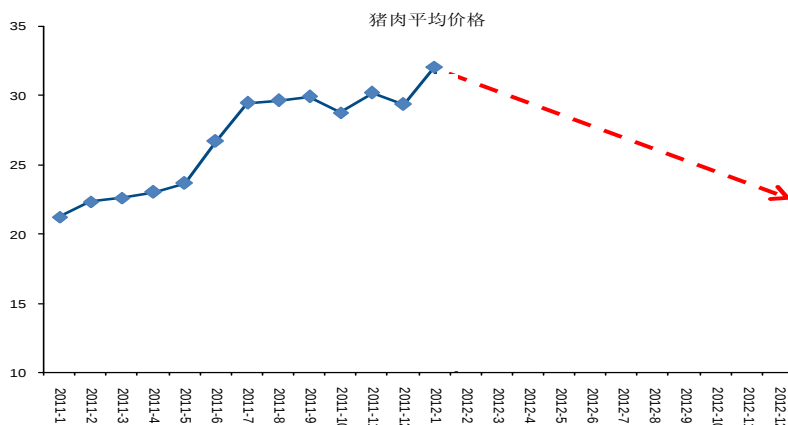
图表 7 最近两轮“猪周期”的上行与下行周期对比



数据来源：华创证券

- 2011 年随着猪价的上升，猪粮比已经保持在 7~8 倍之间，超出 6 倍的长期均衡水平，养猪收益明显提高，预计 2012 年初以后猪肉供给将逐步增加，从而使猪价进入明确的下行轨道，但由于本轮周期猪粮比一直稳定在合理水平，预计 2012 年猪价下降幅度也将明显小于上一轮。从历史经验对比，猪粮比是观察猪价变动趋势的一个前瞻性指标：
 - 1) 2002~2003 年，猪价下降温和，使得猪粮比保持在 5~6 倍，与均衡水平的偏离和对供给的影响不是太大，因此，2004 年的猪价上涨幅度也相对较小，猪粮价上升到 6~7 倍。
 - 2) 2008 年之后，猪价下降幅度很大，猪粮比由 10 倍左右的峰值下降到 2010 年年中的不足 5 倍，这直接导致 2011 年猪肉供给明显减少，并带来这轮猪肉价格的上涨。
 - 3) 对比而言，这轮“猪周期”，猪粮比已经连续 10 多个月稳定在 6~7 倍的相对合理水平，这一方面说明本轮猪价涨幅较上一轮有所减缓，另一方面也意味着 2012 年猪价的回落幅度也将更为温和。“猪周期”大起大落的情况在 2012 年可能有所缓和。
- 2012 年猪肉价格的高低取决于能繁母猪和生猪补栏的“猪周期”以及饲料和人工两类主要成本的变动。从猪周期上看，由于能繁母猪以及生猪补栏周期的影响，猪肉价格有望将在明年年初达到拐点，猪肉价格将呈现回落趋势，但考虑玉米、豆粕等主要饲料价格的稳步上升以及刘易斯拐点之后劳动力成本不断上升在一定程度上制约了猪肉价格的下降幅度。
- 总体上预测预计猪肉价格在 2012 年一季度达到高点，约为 32.1 元/公斤，随后进入下降周期，在年末下降至约 21 元/公斤。对应 2012 年猪肉价格较 2011 年同比下降两个百分点，对 CPI 的拉动为-0.1 个点，对 CPI 的贡献较 2011 年减少 1.2 个百分点。即在假设所有其他因素不发生变化的理想情况下，仅猪肉价格的回落就将导致明年 CPI 回落至 4.3%。

图表 8 猪肉价格明年年初达到拐点（元/公斤）



数据来源：华创证券

(二) 这取决于非食品价格的回落趋势

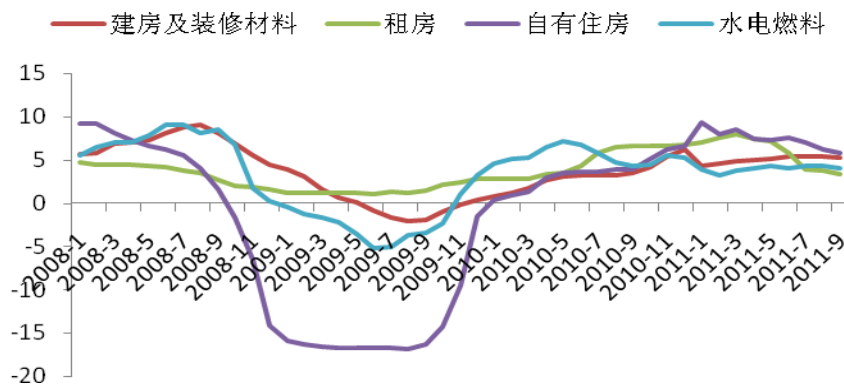
- 本轮通胀周期中，非食品价格涨幅超出历史平均水平的关键因素是居住类价格，其中租房和自有住房价格上涨是其主要推动力，这两者在 2012 年是否有效回落则主要取决于房地产调控如何持续以及利率如何调整。这里的主要原因是：1) 从技术上讲，2011 年始国家统计局提高了居住类在 CPI 篮子中的权重，从之前的 13.6% 提高到目前的 17.8%，通过进一步拟合测算表明，提升的权重主要被分配给居住类中子项“租房和自有住房”，该子项调整前在居住类中的占比为 32%，调整后为 47%。2) 从各分项对比，今年以来，决策者为了抑制通胀，放缓或者暂停了水、电及燃料的价格上调，使得该分项价格一直稳中有降；2011 年初以来，持续的房地产调控抑制了住房需求，同时也抑制了建房和装修材料上涨的幅度，使该分项自 2011 年初明显下降之后未能重返上涨；然而，通常的统计方式中，自有住房价格以按揭利率衡量，去年底以来的五次加息和首套优惠利率的取消，使得自有住房价格上涨幅度明显高于其它三个分项；最后，房地产调控也在一定程度上提高了租房价格。3) 总体上，权重的上调、利率的上调及房地产调控使租房和自有住房价格上涨成为推动居住类和非食品价格上涨的主要动力。

图表 9 2011 年国家统计局对居住类的权重调整及拟合结果对比

	2011 年之后	2011 年之前
居住	17.80%	13.60%
建房及装修材料	21%	27%
租房和自有住房	47%	32%
水电燃料	32%	41%

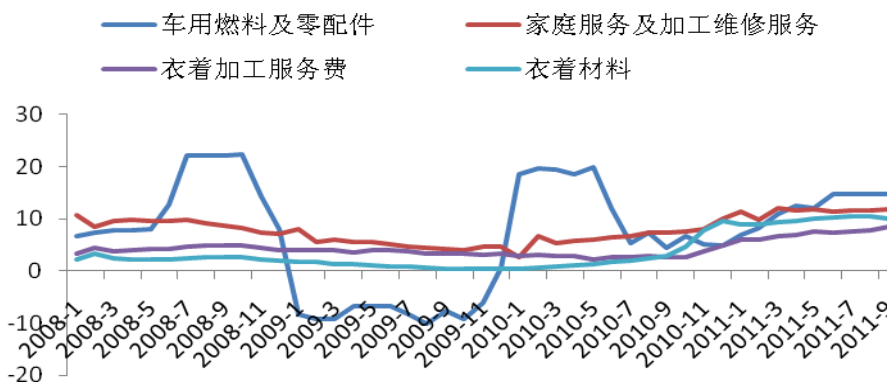
数据来源：国家统计局，华创证券

图表 10 居住类各分项同比涨幅 (%)



数据来源：华创证券

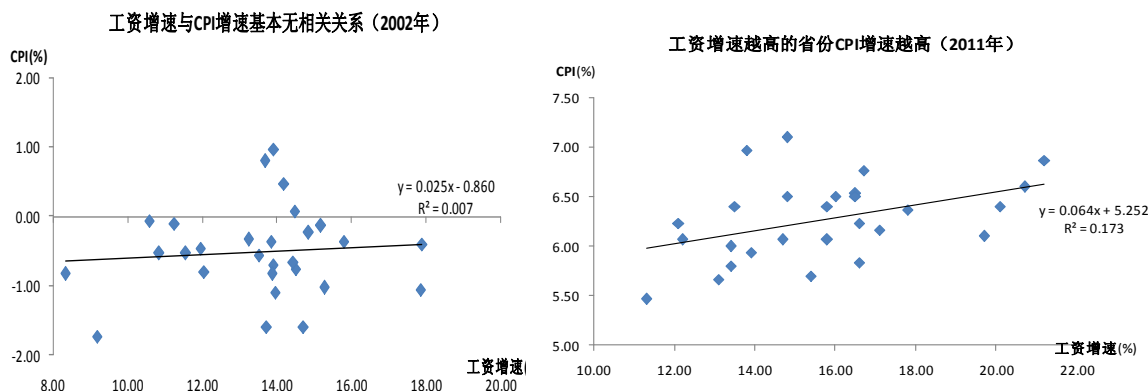
图表 11 非食品价格上涨的其它推动力 (%)



数据来源：华创证券

- 本轮通胀周期中，非食品价格超常规上涨的其它推动力分别来自于车用燃料、家庭服务及加工维修服务、衣着加工服务费、衣着材料，这背后反映的是能源、人工及棉花等农产品价格的上涨，更多地体现为趋势性因素，预计 2012 年仍难以明显回落。从过去几轮通胀周期对比来看，以上四类价格的涨幅赶上甚至超过了 08 年时的水平，而且持续性更强，即使在整体 CPI 见顶回落之后，这几个分项价格仍然在高位徘徊。
- 从实证结果观察，本轮非食品价格的超常规上涨反应了中国跨越“刘易斯拐点”之后，工资上涨与成本上涨日益成为推动中国非食品 CPI 攀升的长期驱动力，而且本轮非食品价格中，一个突出的特点是服务业价格上涨，这不仅反应了劳动力成本的因素，而且由于服务业生产效率提升的空间有限，也不存在通常制造业所谓的产能过剩问题，且具有的较强的加价能力，因此，当劳动力成本上涨由制造业扩散至服务业，这也同时意味着非食品价格更加容易周期性上升，却难以趋势性下降。为验证劳动力上涨的影响，我们梳理了中国不同省份的劳动力成本与 CPI 的面板数据，发现，2004 年之前，两者几乎不存在明显的相关关系，而在此之后，相关系数显著上升。

图表 12 2004 年之前，工资与 CPI 相关性较弱，此后显著变强



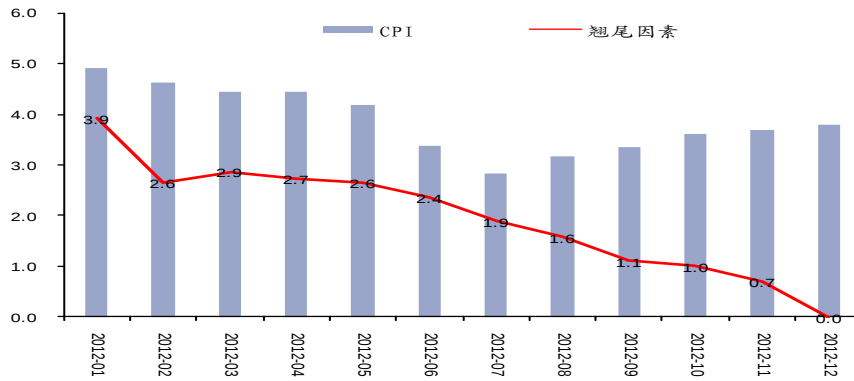
数据来源：华创证券整理

- 总体上，2012 年非食品价格难以大幅回落。从历史规律看，非食品价格回落一般滞后于总体 CPI 的回落，并且本轮通胀上升过程中非食品价格超常规上涨更多体现了能源、人工及农产品价格上涨等趋势性因素。进一步考虑到：1）明年行政干预措施的退出可能会导致部分前期受限的商品价格补涨；2）在通胀回落通道，水电价格通常会面临一定上调压力；3）资源价格改革也可能部分推高明年的非食品 CPI，这些因素意味着 2012 年非食品价格难以明显回落。

（三）一个总的结论：2012 年通胀，有限回落

- 初步预测 2012 年全年 CPI 为 4%，翘尾因素为 1.7%，新涨价因素 2.3%，四个季度 CPI 呈现“前高后低”走势，峰值可能出现在 1、2 月份，低谷出现在 7 月份。
- 从技术上来看，1）翘尾因素明年全年为 1.7%，较 2011 年的 2.7%下降 1 个百分点，有利于总 CPI 的下降。分季度看，2012 年翘尾因素一季度最高 2.8%，然后逐季回落，有利于 CPI 回落。2）新涨价因素明年预计为 2.3，较 2012 年的 2.8 下降 0.5 个百分点，控制物价的压力仍然很大。

图表 13 居住类各分项同比涨幅 (%)



数据来源：华创证券

- 分季度看，物价的环比变动表现出较强的季节性：1) 一季度 CPI 依然较高。由于冬季季节性涨价因素明显，节日消费旺盛导致新涨价因素较高，CPI 还将保持在 4 以上；2) 5—7 月份是 CPI 明显下降期。天气回暖，产品上市量增加，此段时间是一年中物价最重要的环比下降期，历史降幅分别约为-0.2，-0.6，-0.2 个百分点，再考虑到 2011 年这三个月价格逆势上涨了 0.1，0.3，0.5 个百分点，导致基数较高，因此，明年的 5-7 月将是 CPI 明显的下降期，为底部区域。3) 三季度末到四季度：季节性回升。到了 8 月以后，季节性涨价因素加强，物价环比上涨压力较大，CPI 可能轻微上升。

三、通胀回落趋势下的政策走向

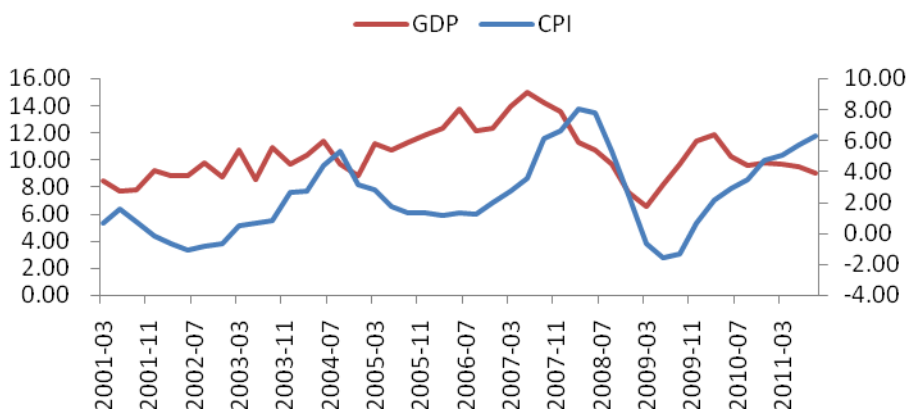
(一) 货币政策响应不同通胀条件的三种常规路径

- **第一种，给定业已高企的通胀和宽松的货币条件，面对食品价格供给冲击，恰当的政策响应是紧缩。**如果持续货币宽松不断推升通胀浪潮，那么进一步的宽松势必恶化通胀预期并破坏政策的可信度，在此情况下，国际食品和能源价格对国内、国内食品和能源对核心 CPI 的传递效应会增强，此时央行不应容忍这种情况的出现。这类似于 2008 年中国以持续紧缩的货币政策应对通胀攀升的情况。
- **第二种，综合考虑经济周期的条件和政策的可信度，如果面临的情况是较高的产能利用率和较低的政策可信度，则会加大食品价格向核心 CPI 传递的风险，合适的政策响应是在食品价格冲高之时做出应对。**2010 年之后的中国等新兴市场事实上面临的正是这种情况，经济强劲复苏伴随货币宽松、名义利率远低于均衡水平、外围美国货币条件同样宽松，且这些国家的货币政策可信度不高。对于中国而言，食品价格早已在 2010 年初触底反弹，预示着通胀压力的抬升，但整个 2010 年，虽然货币政策的总体基调是退出，但事后看，货币条件依然较为宽松，这是 2011 年中国面临食品和非食品价格持续同向高企的主要原因。
- **第三种，如果此前已前实施较为明显的货币收缩、通胀高位回落（仍较高）但通胀预期开始弱化，最好的政策响应方式可以是等待和观察。**对于中国而言，这里的一个可能风险点在于通胀的回落一定程度上可能是政府财政政策甚至行政干预的结果，此时需要将紧缩的政策维持一段较长的时间，不宜发出明确的政策放松信号，等待确认通胀不再反复，通胀预期弱化。如果此时政策选择逐步取消补贴或干预等暂时性政策（如允许水价、电价上调等），那么货币政策就更有必要辅之以更长时间内的紧缩环境。这种情况则是 2012 年中国货币政策所面临的基本环境。

（二）经济失速风险与通胀有限回落的平衡将主导 2012 年政策走向

- 综合考虑 2012 年通胀延续有限回落的节奏及一些资源价格改革推进的可能，即使将通胀控制在 4% 的目标仍然存在不少困难，央行 12 月 5 月的准备金率下调难以代表货币政策的全面放松，在未来一段较长时间内，货币政策回归常态即“GDP+CPI”对 M2 和信贷规模仍然具有较强的约束力。

图表 14 通胀与增长之间的取舍关系日益明显



数据来源：华创证券

- 第二，考虑到中国当前的经济环境已发生明显变化，增长与通胀之间的取舍关系日趋明显，且通胀对经济上行的敏感度越来越大，对经济下行的敏感度却有所减小，即经济略微过热就有可能引发通胀，相反，为了抑制通胀需要付出的增长代价有所扩大。因此，在此种情形下，决策者有可能逐步提高对通胀的容忍度，而不会为了让通胀回到更低如 2~3% 的水平而过多地牺牲增长，特别是在 2012 年海外环境仍然存在较大不确定的情况下，预计决策者将会逐步接受略高的通胀水平，4% 仍将是 2012 年的通胀控制目标，货币政策仍将为稳健为基调。

宏观组分析师介绍

杨现领

宏观高级研究员，华中科技大学经济学博士

张森

宏观助理研究员，中科院农业政策中心农业经济学硕士

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558