

物价季节性上涨

--12 月份 CPI 预测

核心要点:

- 2011 年 12 月份 CPI 同比增速约为 4.3%，波动范围在 4.2%-4.4 %。其中翘尾因素影响 3.7 个百分点，新增因素影响 0.6 个百分点。预计四季度物价增长在 4.6%。
- 12 月份 CPI 环比大幅上升主要是因为春节临近食品价格大幅上涨。而食品价格方面，蔬菜上涨幅度加快，鸡蛋、水产品、猪肉、食用油等价格均有上升势头。1 月份物价形势依然会季节性上升。
- 政策方面，由于本月及明年 1 月份为春节影响季节性上涨，不具有可持续性，政策不会出台相应措施与之对应。
- 明年物价总体在 3%~4%之间运行，我们预计在物价平稳基础上，经济缓步下降，只要未出现经济大幅下挫，利率工具的使用仍然偏谨慎。政策工具方面将依赖外汇占款的变化情况，进行存款准备金率的调整。
- 2012 年国际国内形势都比较复杂，国际方面，欧债仍然具有不确定性，美国经济复苏和欧债危机解决所发行的大量货币不会引起大宗商品快速上升，从而对我国产生输入性通胀仍待观察。国内方面，如果国际形势可预期，国内物价波动幅度不大，那么 2012 年价格理顺将成为重点，价格理顺一方面会在居民用公用产品价格产生影响，另一方面会传导到各个方面从而对整体物价造成影响。
- 应该注意到，我国通胀问题不再是单纯的供需矛盾问题。而是在我国城镇化过程中，居民生活习惯和消费行为的变化对物价上涨会造成较大压力，未来对物价的控制不能单方面的增加供给，而是要从多方面调整配合，才会对物价控制起到积极作用。而物价的上涨是伴随着我国城镇化进程的推进及经济结构转换存在的，在相当长的一段时间内，物价上涨是一种趋势且不可逆转。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197

✉: panxiangdong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511120003

特此鸣谢

许冬石 (8610) 83574134
(xudongshi@chinastock.com.cn)
对本报告的编制提供信息

相关阅读:

《6 月 CPI 预测: CPI 迎来峰值, 加息迎来“收官”》 2011/06/30
《7 月 CPI 预测: 物价趋于平稳, 通胀进入下降通道》 2011/08/01
《8 月 CPI 预测: 物价季节性回落, 通胀已经下行》 2011/09/01
《9 月 CPI 预测: 翘尾下行, 食品价格普涨》 2011/09/30
《10 月 CPI 预测: CPI 回落, 政策开始微调》 2011/11/30
《11 月 CPI 预测: CPI 回落加速, 政策拥有更多空间》

一、12月CPI同比增速在4.3%

12月份的翘尾因素为3.7%，11月份经测算新涨价因素拉高CPI0.64个百分点左右，四舍五入后11月份CPI同比增长4.3个百分点。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为4.2%-4.4%。

本月CPI同比增速在4.3%，环比增速在0.6个百分点。本月新涨价因素上升，主要是因为春节临近食品价格上涨带动。

表1: CPI中各分类价格对CPI影响预判(单位: %)

	食品	居住	其他六类
涨幅	1.86	0.1	0.1
对CPI影响	0.58	0.01	0.05

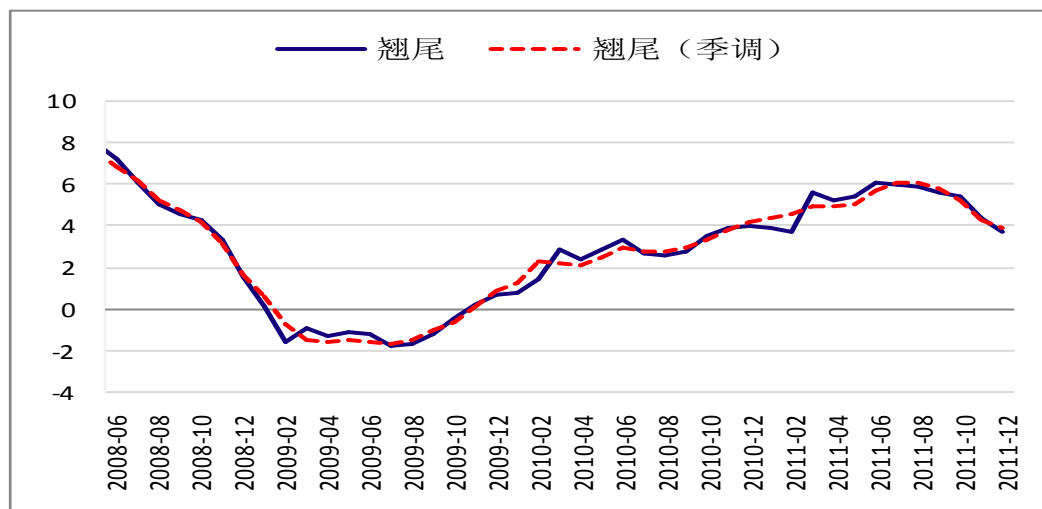
资料来源: 中国银河证券研究部

明年1月份CPI翘尾下降到3.3%左右，四季度CPI同比增速在4.6%左右。

二、12月份CPI翘尾因素的测算

本月翘尾因素对CPI的影响为3.7个百分点，对比上个月4.4个百分点的翘尾影响下降0.7个百分点，下降幅度较大。本年四季度以来，翘尾下降幅度较大，这也是四季度以来CPI迅速下降的一个原因。考虑季节因素的影响，过去11个月对2011年12月份CPI翘尾数据的非季节影响大概在3.9个百分点，本月季调后的翘尾高于未季调翘尾0.2个百分点，12月份季节因素拉高了CPI，但是由于2012年春节提前到1月份，所以12月份的实际季调后影响还应更高一些。

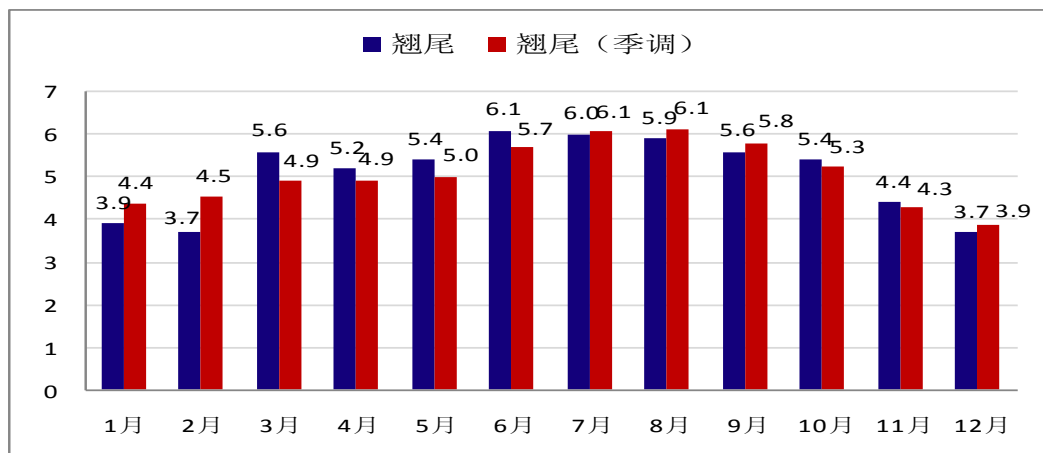
图1:四季度下降幅度最快，12月份翘尾影响为3.7个百分点(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

12月份的翘尾水平回落速度较快，整个翘尾影响处于下降通道中(图1)。四季度翘尾水平整体下降较快，而由于经济调控作用，新涨价因素影响减小，从而带动整体CPI回落，预计1月份翘尾影响在3.3%左右。

图2: 12月季调后翘尾影响本月大于未季调翘尾(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

三、12月份新涨价因素的测算

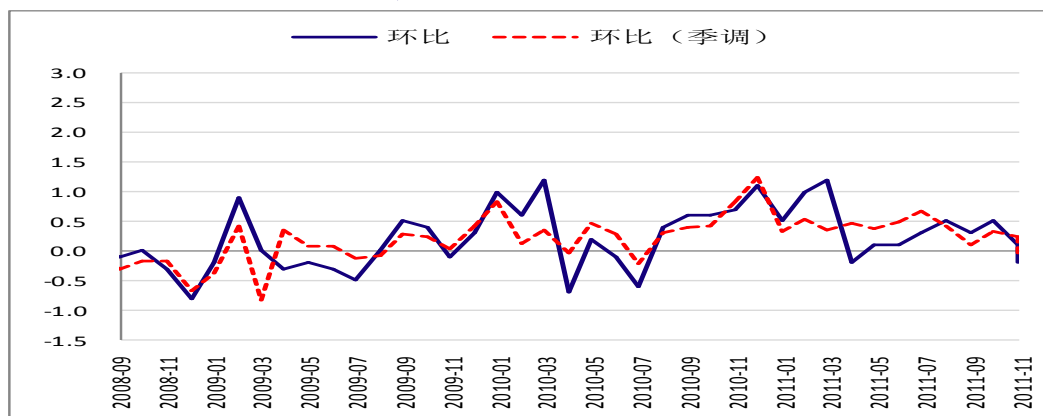
1、新涨价因素 11 月份环比小幅下降

2011 年 11 月份, CPI 环比下降了 0.2 个百分点, 这主要是由于食品价格下降导致。11 月份食品 CPI 环比下跌 0.8 个百分点, 比 10 月份相差了 0.6 个百分点, 两个月中食品保持下降势头。猪肉价格开始出现下跌, 11 月中跌幅有所扩大, 蔬菜和鸡蛋价格也保持下跌态势, 跌幅有所扩大。水果价格的季节性上涨并未抵消其他食品下跌所带来的价格变动, 11 月份食品 CPI 环比下降幅度较大。

11 月份居住类价格环与前一个月相比持平 (表 2), 符合我们预期, 变动较为平稳。我们预计房地产市场会收到来自政策和资金面的持续打压, 房租价格将保持平稳, 部分地区会略有下降。进入冬季, 采暖季节到来, 电价和天然气价格有小幅上升。随着 CPI 进入下降通道, 发改委对各种公用事业的限价将有所松动。

非食品居住类项目价格两跌四升, 总体对 CPI 的影响符合我们预期, 其拉动 CPI 0.07 个百分点, 与本年 9 月份持平, 本年内非食品居住类价格都保持小幅上涨态势。我们判断, 虽然我国经济增速开始下滑, 但是非食品居住类价格持续上涨的概率仍然较大, 持续的原材料价格和劳动力成本上升使得价格基础发生变化, 不断扩张的城市和城市化进程的推进, 人民生活水平的提高都使得非食品居住类价格上升发生可逆性较小, 人民生活水平的改善使得非食品居住类消费价格会缓步上升。但是历史上来看, 这六类价格波动幅度一直比较小。

图 3: 新涨价因素 11 月份小幅下降 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

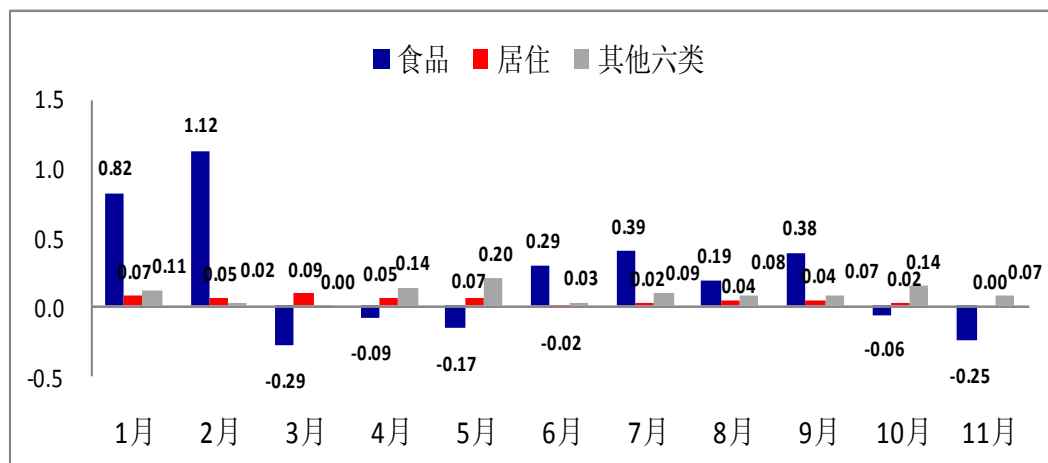
表 2:2011 年调整后 CPI 各项权重及环比增长率 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
比例		31.4	18.9	4.0	8.0	5.3	8.9	9.3	14.2
2011-1	1.0	2.8	0.4	0.3	-0.5	0.4	0.3	0.5	0.4
2011-2	1.2	3.7	0.3	0.2	-0.8	0.2	0.2	0.1	0.3
2011-3	-0.2	-1.0	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0	-0.6
2011-4	0.1	-0.4	0.4	0.3	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
2011-5	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.1	0.0
2011-6	0.3	0.9	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.3	-0.1	0.0
2011-7	0.5	1.2	0.1	0.2	-0.6	0.2	0.3	0.0	0.6
2011-8	0.3	0.6	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.6	0.0	0.1
2011-9	0.5	1.1	0.2	0.6	0.9	0.1	0.2	-0.1	-0.3
2011-10	0.1	-0.2	0.1	0.5	1.6	0.1	-0.1	-0.3	0.2
2011-11	-0.2	-0.8	0.0	0.3	1.4	0.3	0.2	-0.2	-0.8

数据来源: 统计局 中国银河证券研究部

我们将通过对各分类指标的分析来预测 12 月份 CPI 的运行。调整权重后, 食品的价格变动仍然是推动 CPI 变动的第一要素。本年初, 食品和居住类价格变动对 CPI 的贡献率超过 90% (图 4)。6 月份, 由于猪肉、水产品和鸡蛋的上涨, 食品价格重新抬头, 拉动 CPI 继续上涨, 而非食品居住类价格重新平稳。10 和 11 月份食品类价格下跌, 拉动 CPI 下跌, 而其他价格保持平稳, 则 CPI 表现为两月连续下跌。食品方面下跌主要是因为蔬菜、猪肉和鸡蛋类价格的出现下跌, 水果类价格涨幅虽然比较大, 但是未能抵消其他食品价格下跌幅度 (图 4)。居住类价格环比持平, 近几个月居住类价格较为平缓, 主要由于房价调控抑制了房租继续上涨, 而占居住类 60% 多的水电煤气价格一直比较平稳。11 月份非食品居住类价格涨幅拉动 CPI 上涨 0.07 个百分点。CPI 各项价格在 11 月份表现稳定, 衣着类价格上升幅度较大, 涨幅达到 1.4 个百分点, 这是由于换季到来, 对服装需求进一步上升, 预计此种涨势不可延续。

图 4:2011 年八大分类对 CPI 环比增加值的贡献 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

2、12 月份食品价格监测

影响 CPI 中食品价格变动的指标, 我们以商务部 50 大中城市食用农产品价格监测来

获得数据。12 月份各种农产品价格变动中（表 3），蔬菜价格大幅上升，这主要是由于季节原因，还有春节元旦临近。猪肉价格 11 月份仍在高位震荡，继前期价格回落后再次上升。

表 3: 11 月份食品价格普遍下跌（单位：%）

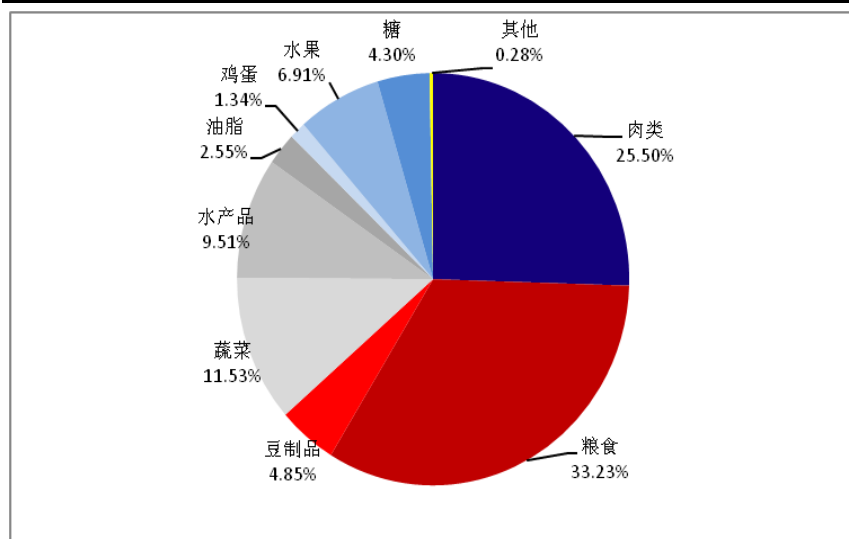
	18 种蔬菜平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	大米	面粉	食用油	食糖	猪肉	牛肉	羊肉
2011-01	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2011-02	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
2011-03	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
2011-04	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
2011-05	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
2011-06	-11.24	3.33	4.26	1.10	1.41	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
2011-07	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
2011-08	4.87	3.34	-2.67	1.21	0.40	1.51	0.90	0.50	0.50	1.51
2011-09	12.53	2.62	0.30	1.00	0.60	1.41	1.41	0.60	2.62	1.91
2011-10	-7.87	-2.08	-0.11	0.80	0.40	0.30	0.80	-3.95	0.70	2.32
2011-11	2.65	-2.87	0.40	0.00	-0.20	0.00	-0.10	-6.25	0.60	3.44
2011-12	25.19	-1.49	0.89	-0.20	-0.60	0.30	0.00	0.09	1.91	2.22
12 月 5-11	7.90	-0.60	-0.50	-0.20	-0.20	0.10	-0.10	0.20	0.40	0.20
12 月 12-18	7.90	-0.30	-0.40	0.00	-0.20	0.10	0.10	1.10	0.50	0.40
12 月 19-25	2.70	0.10	0.90	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.50	1.00

数据来源：商务部（11 月份食品价格截至为 11 月 20 日） 中国银河证券研究部

11 月份各类食品价格中蔬菜价格涨幅较快。水产品价格小幅波动，环比上涨了 0.89 个百分点。本月食用油价格环比上涨 0.3 个百分点。天气寒冷，鸡蛋产量下降，鸡蛋价格结束下跌，11 月鸡蛋价格下跌幅度减少，全月下跌 1.49 个百分点。由于商务部公布的食品价格样本过小，但是其有先行预警作用，所以对食品价格的测算以商务部公布数据为基准进行调整。

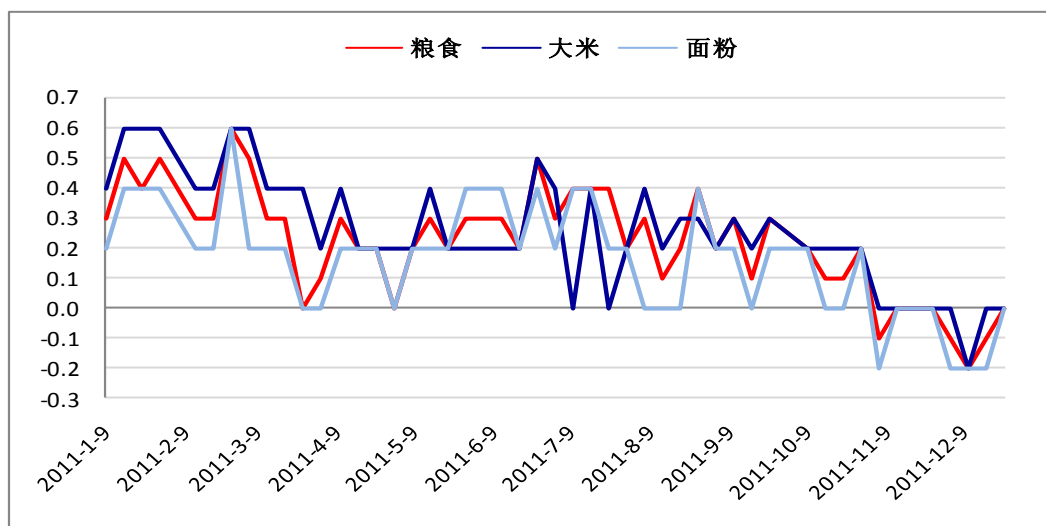
食品分类中各细项所占食品比重，以肉类和粮食居首(图 5)，排在第三位的即是蔬菜。由于粮食关系到国家民生，所以大幅上涨和下跌的可能性很小，基本保持在小幅波动。今年以来，商务部面粉和大米零售价格保持稳步小幅上涨态势，但是自 11 月份以来，粮食零售价格出现小幅下跌，这是 2 年以来首次下跌。粮食价格的平稳对其他各类食品价格的稳定具有重要意义，我们预计，由于国家对粮食调控严厉，粮食价格会保持小幅波动。但是在预期内，粮食价格还是会保持上升势头。

图 5: CPI 食品各分类权重（单位：%）



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

图 6: 粮食价格自 2009 年以来一直环比为正 (单位: %)



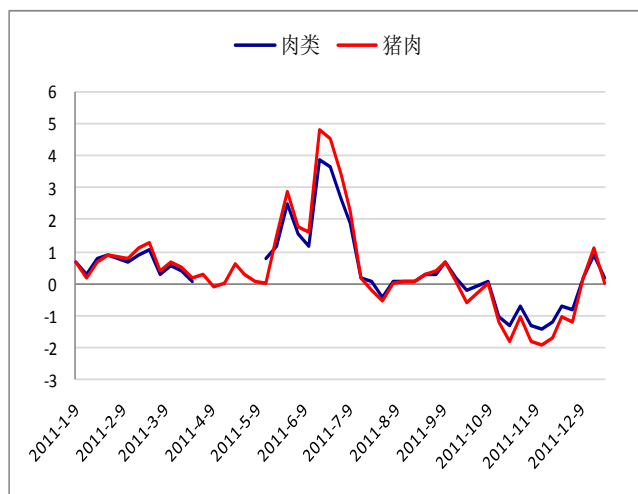
数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

12 月,猪肉价格仍在高位运行,继 11 月末触底后价格开始反弹(图 7)。数据显示截至 12 月 22 日,全国出栏肉猪均价为 17.05 元/千克,比上月末 16.09 元/千克反弹接近 1 元。12 月以来猪肉结束前月颓势,迎来反弹,这主要得益于需求旺季到来,我们预计节日过后猪肉价格仍然疲软,虽然春节期间猪肉价格上升,但是不会达到前期高点。

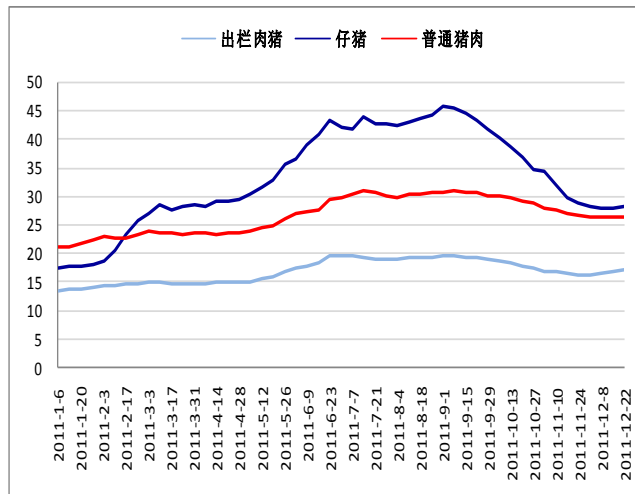
商务部猪肉零售价格上涨了 0.09 个百分点,结束了两个月以来的跌势,但是由于季节原因,牛羊肉价格持续上涨,牛肉价格 12 月平均上涨 1.91 个百分点,羊肉价格平均上涨 2.22 个百分点。本月肉类价格累计上涨了约 0.49 个百分点,拉高 CPI0.03 个百分点。

图 7: 猪肉价格有所回升单位: %

图 8: 肉类价格回稳 (单位: 元/千克)



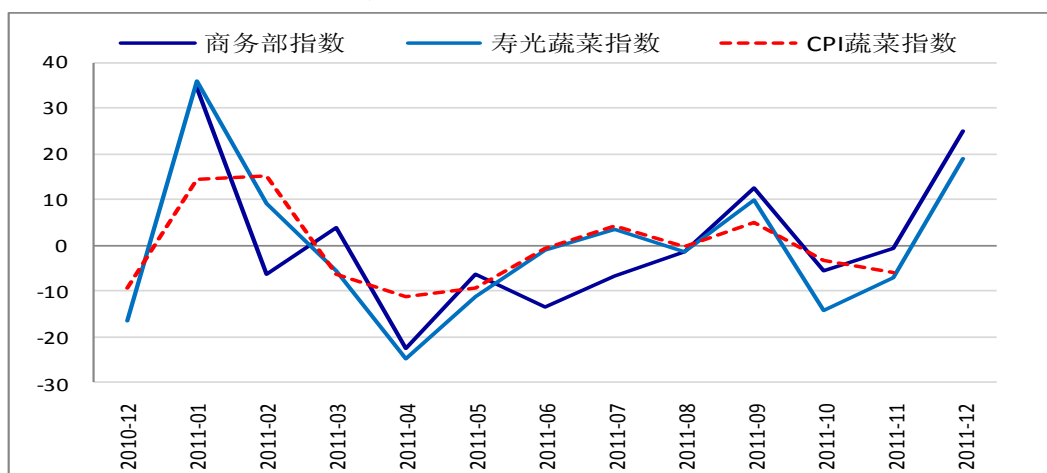
资料来源：商务部 中国银河证券研究部



资料来源：搜猪网 中国银河证券研究部

商务部数据显示本月蔬菜价格上涨了 25.19%，寿光蔬菜价格指数本月平均上涨了 18.8%（图 9）。本月寿光蔬菜价格指数比商务部 50 大中城市调查指数方向一致。蔬菜价格在本月由于季节原因明显上涨。

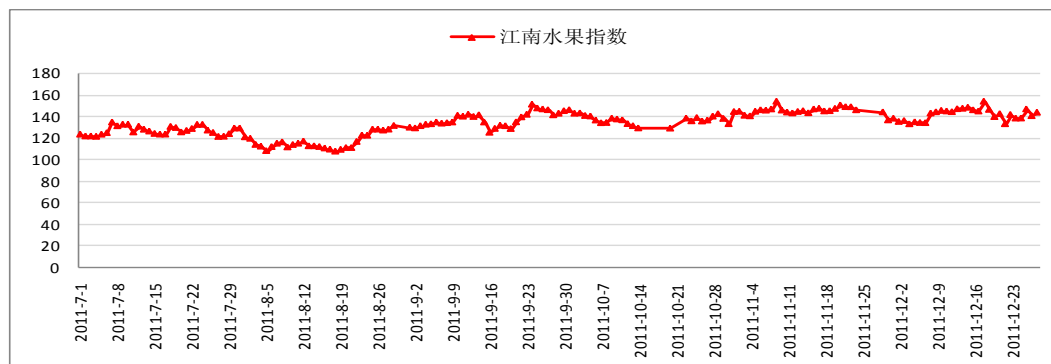
图 9：12 月份蔬菜价格大幅上扬（单位：%）



寿光蔬菜采用日价格基数，截至日期为 2011 年 12 月 28 日，商务部数据截至日期为 2011 年 12 月 25 日

数据来源：商务部 CEIC 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部（寿光蔬菜采用日价格定基指数）

图 10：江南水果指数本月波动较大（单位：%）



数据来源：广东价值指数平台（水果价格指数截至 2011 年 12 月 28 日） 中国银河证券研究部

12 月末鸡蛋价格止跌，商务部统计跌幅为 1.49%，跌幅比上月有所降低。水产品价格

小幅上升，价格上涨了 0.89 个百分点。本月水果价格有所上升，广州江南水果批发价格指数显示 12 月份水果平均价格指数比 11 月下跌了 1.58 个百分点（图 10），冬季为水果价格上涨季节，数据显示本月水果价格有所下跌，这会使我们结果出现一定误差。

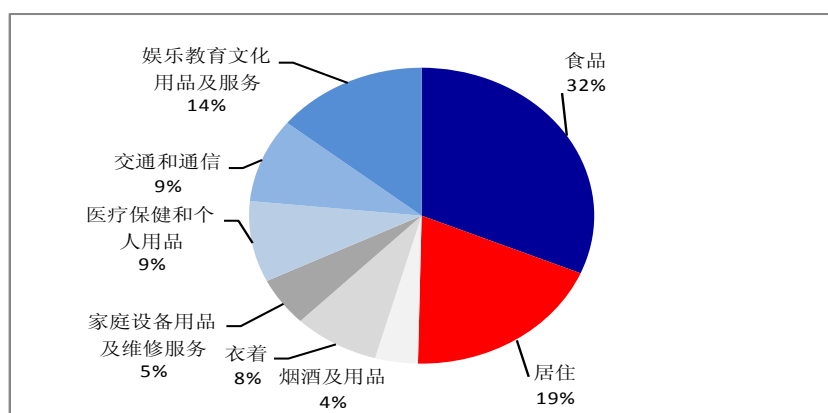
以各分类食品影响食品 CPI 的权重计算（图 5），12 月份食品 CPI 上涨了 1.86 个百分点，食品价格涨幅较大。依据食品价格指数在 CPI 中所占权重（图 11），我们得出 12 月份食品价格环比拉低 CPI 约为 0.58 个百分点。

表 4: 本月各分类价格对食品 CPI 的影响（单位：%）

	粮食	肉类	鲜菜	鸡蛋	水产品	水果	食用油
涨幅	-0.40	0.49	18.80	-1.49	0.89	4.00	0.30
拉动食品 CPI	-0.12	0.09	1.88	-0.06	0.16	-0.09	0.01
拉动 CPI	-0.04	0.03	0.58	-0.02	0.05	-0.03	0.00

数据来源：中国银河证券研究部

图 11: CPI 各分类权重（单位：%）

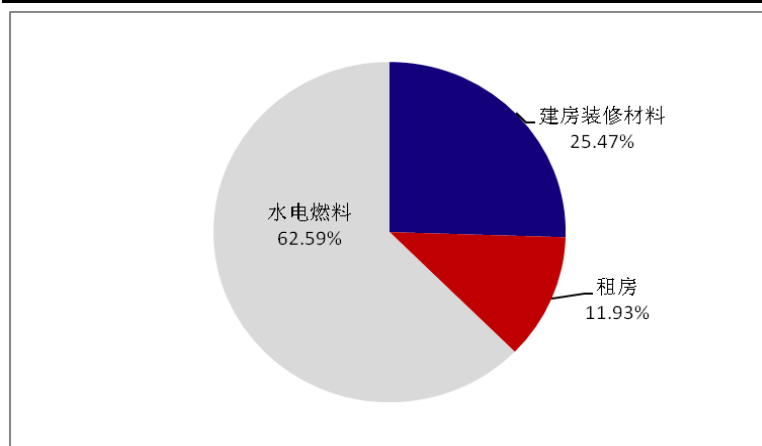


数据来源：CEIC 中国银河证券研究部

3、12 月份其他因素分析

影响 CPI 变动的第二大类别为居住类价格的变动（图 12）。12 月份，政策面对房地产保持不变，在可预见其内，房地产政策放松可能性较小，我们预计租赁价格会保持平稳。本月，与居住相关的水电煤气价格并未进行大范围价格调整，预计此类价格稳定。我们判断本月居住类价格环比平稳，上升 0.1 个百分点，依据居住类权重（本年初调整后居住类权重占 CPI 权重大概为 18.7%），居住类价格 8 月份小幅拉高 CPI 0.01 个百分点。

图 12: 影响居住 CPI 各分类权重（单位：%）



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

历史数据显示 (表 5), 在 CPI 八大类分项中, 食品的波动幅度最大, 其占 CPI 权重最多, 对 CPI 的影响最显著。统计来看, 其他六项分类价格 10 年月平均变动在 -0.11-0.10 个百分点之间。通过移动平均法, 我们计算得到 12 月份非食品居住类价格环比上涨 0.1 个百分点, 拉升 CPI 0.05 个百分点左右。

表 5: 2001 年以来, 在 CPI 八大类分项中食品波动幅度最大 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
平均	0.20	0.51	0.26	0.09	-0.11	0.00	0.10	-0.09	0.03
标准差	0.67	1.74	0.52	0.14	0.62	0.20	0.27	0.43	0.61

数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

四、1 月份 CPI 分析

1 月份 CPI 翘尾影响下降到 3.3 个百分点。我们判断, 1 月份 CPI 环比由于春节原因会大幅上行。食品方面, 1 月份各类食品价格由于需求上升会大幅向上, 并且涨幅较大, 但是此种情况不可持续。

居住价格方面, 由于 CPI 进入下降通道, 同时冬季采暖季节的到来, 预计下个月价格会保持平稳。

非食品居住价格方面, 由于我国经济开始减速, 我们判断非食品居住六类价格会有升有降, 总体由于劳动力成本和消费升级等原因会缓步上升。

五、测算可能出现的误差

由于数据本身带来的误差, 导致最后的测算结果可能会与未来统计局实际公布的存在差异。产生误差的原因主要体现在:

第一, 由于我们对 CPI 中食品和居住类价格指数之外的六大类价格指数采用的是移动平均的算法进行预测, 这很难避免某一单月会出现较强的噪声, 这会影响到最后的测算结果。

第二, 我们采用的数据是商务部监测的数据, 同时参考了农业部公布的数据与其他机构发布的分类价格指数, 但由于 CPI 的数据最终是由统计局公布, 由于样本的选取和样本数等方面的影响, 最终的统计结果也可能产生差异。

第三, 由于我们对于居住类价格指数的测算采用的是小样本抽样调查, 这可能与统计

局大样本调查的结果会存在差异。

第四，由于是预测数据，我们所观察的数据基本上忽略了每个月最后一个星期的价格变化，这会使最后结果产生一定的误差。

表 6: 本年度统计局商务部食品指标比较 (单位: %)

商务部食品价格(累计环比)	18 种蔬菜 平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	粮食		食用油	食糖	肉类		
				大米	面粉			猪肉	牛肉	羊肉
1 月	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2 月	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
3 月	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
4 月	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
5 月	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
6 月	-11.24	3.33	4.26	0.90	1.00	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
7 月	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
8 月	4.87	3.34	-2.67	1.21	0.40	1.51	0.90	0.50	0.50	1.51
9 月	12.53	2.62	0.30	1.00	0.60	1.41	1.41	0.60	2.62	1.91
10 月	-7.87	-2.08	-0.11	0.80	0.40	0.30	0.80	-3.95	0.70	2.32
11 月	2.65	-2.87	0.40	0.00	-0.20	0.00	-0.10	-6.25	0.60	3.44
统计局 (CPI 环比增速)	蔬菜	鸡蛋	水产品	粮食					肉禽及制品	
1 月	14.40	2.30	3.90	1.10					1.30	
2 月	15.20	0.80	6.20	0.90					3.70	
3 月	-6.20	-7.00	-2.30	1.20					-1.10	
4 月	-11.20	-1.30	0.70	0.60					0.50	
5 月	-9.30	4.60	0.50	0.50					1.60	
6 月	-0.80	4.20	2.00	0.30					6.30	
7 月	4.10	0.80	1.20	0.40					4.70	
8 月	-0.20	4.40	-0.70	0.50					1.50	
9 月	5.20	2.40	-0.60	0.50					1.20	
10 月	-3.40	-3.80	-1.50	0.40					-0.60	
11 月	-6.00	-4.00	-0.70	0.20					-2.60	

数据来源: CEIC 商务部 统计局

六、“混沌增长”经济下的通胀治理

四季度 CPI 翘尾下降较快，通胀进入下降通道，我们判断四季度 CPI 同比增速在 4.6% 左右，本年度最后一个月 CPI 有小幅上涨是因为 2012 年春节临近，带动 12 月份食品价格大幅上涨。

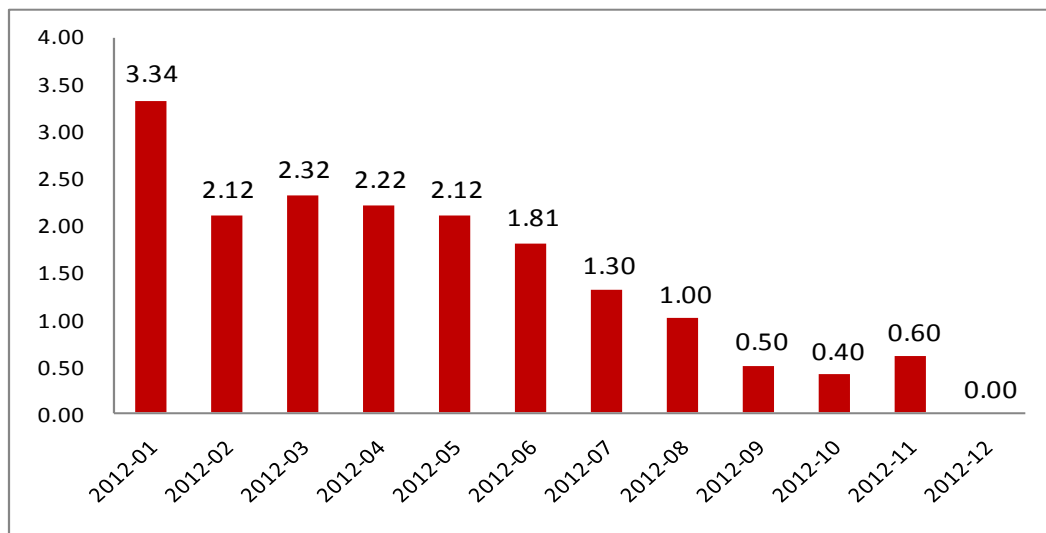
由于我国经济增速回落，明年通胀水平回落，预计明年全年通胀水平在 3%~4% 之间运行。明年通胀的不确定因素在于，一方面，中央经济工作会议明确指出要加大理顺价格要素的动作，而影响 CPI 的水电煤气天然气价格都在此范围内，如果大幅进行价格改革会导致其价格上升幅度较大，从而带动物价上行。另一方面，价格理顺尤其是油价理顺会从各方面传导到其他物价上，虽然过程和路径是不明显的，但是会对后期物价带来压力。

此外，明年复杂的海外形势也不能让我们对输入性通胀掉以轻心，二季度是欧债

爆发的另外一个时点，如果欧债顺利度过危机或者持续今年的待解决状态，那么其解决方案中新发货币会造成流动性问题。而美国方面，为了刺激自己的经济，QE3 的施行是可预期的，两方面因素叠加起来，会对全球造成流动性泛滥，这些流动性会寻找可获利机会，虽然全球经济恢复仍然缓慢，但是不排除一段时间大宗商品大幅上涨的可能性。

2011 年新涨价因素对 2012 年各月翘尾的影响以上半年影响最大（图 13），以全年来看，如果 2012 年上半年未有涨幅较大的新涨价因素，则 2012 年全年通胀形势颇为乐观。

图 13: 2011 年新涨价因素对 2012 年各月翘尾影响（单位：%）



数据来源：中国银河证券研究部

在此基础上，如果通胀平稳，加之经济缓步下滑，并未出现急跌，则央行调整利率可能性不大，存款准备金率会视外汇占款情况调整，我们预计明年 1 季度存款准备金率还会有所下调。

值得注意的是，在我国经济出现调整，经济增长模式将要转变的时期，造成我国物价波动较大的各项因素也有所调整。从 2003 年开始对通胀波动贡献最大的食品价格，其上涨下跌过程要进一步理顺，社会整体物流费用降低，大型食品公司出现会减少食品价格波动。而各类居民用价格的理顺使其能更贴近市场价格波动，CPI 变动会更加贴近居民实际感受。但是我们也要看到，物价上涨不再是单纯的供需不足问题，随着我国城镇化进程的推进，各类原材料价格上涨、人工价格上升、居民生活习惯变化等对物价上升的推动是不可逆转的，而且此过程持续时间会一直伴随着我国城镇化的推进和经济结构转型。

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

许冬石，宏观助理研究员，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。

潘向东具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn