

## 行业研究

## 从银行视角看 2021Q1 货币政策执行报告

——《2021年第一季度货币政策执行报告》点评

## 要点

**在支持普惠小微企业以及实现碳中和、碳达峰目标下，再贷款、再贴现工具的使用有望常态化，对基础货币的正贡献需予以关注。**初步测算：1、2月末超储率分别为0.82%、1.09%，3月末实际值为1.5%，Q1呈现逐月上行态势，4月份预计超储率为1.4%左右。在关注外汇信用派生、财政存款回落、取现规模下降以及债市杠杆率下降因素对资金面影响的同时，我们特别强调：2020年以来，随着金融机构对普惠小微贷款投放力度的加大，央行对再贷款、再贴现工具的使用力度也随之加大。量方面，2021年Q1再贷款、再贴现余额合计约2.2万亿，较2019年末增加超过1万亿，其对基础货币的正向贡献效果，已超过全面降准0.5个百分点。价方面，支农、支小再贷款利率为2.25%，再贴现利率则为2%，在银行所有的1Y期负债工具中成本最低。我们判断，后续央行对于再贷款、再贴现工具的使用，有望形成常态化的机制，以更好的支持银行投放普惠小微贷款和实现碳达峰、碳中和，再贷款、再贴现工具或将成为新的基础货币投放渠道。

**Q1对公贷款利率呈现“V型”走势，全年有望“缓慢爬坡”。**对公贷款利率为4.63%，较2020年四季末提升2bp，但较2021年2月末提升7bp，Q1呈现“V型”走势，造成这种现象的原因，主要与季节性因素下信贷供需错位有关。对于后续一般贷款利率走势，全年有望呈现“缓慢爬坡”，但机构间分化加大，表现为国股银行上行动力不足，而部分以服务民营企业和普惠小微企业为主的机构，特别是位于苏浙沪地区的城农商行，在定价中的议价权相对更强，在信贷供需错位情况下，后续上行空间或将高于国股银行。

**优化存款利率监管，异地存款管理是2021年发力重点。**今年以来，银行同业负债成本压力已现边际改善，但核心存款成本持续上行，在贷款利率整体仍处于“缓慢爬坡”情况下，会加大NIM收窄压力，需要从存款端发力，加强负债成本管控力度。从目前情况看，结构性存款规范化管理进一步趋严，但已不构成银行负债成本的主要扰动因素，而创新型存款产品监管已经取得了较好成效。在“优化存款利率监管”的要求下，加强对异地存款管理是2021年的工作重点。

**央行需逐步恢复“贷方地位”，结构性的流动性短缺框架亟待形成。**央行自今年3月1日以来，持续维持每日100亿的OMO投放，且已延续超过2个月时间。这主要由于，央行货币投放的“另辟蹊径”使其“贷方地位”开始弱化，通过公开市场操作实现基础货币吞吐来调控流动性的能力下降。在央行“贷方地位”缺失的情况下，若长期维持每日100亿的OMO净投放，容易造成市场对流动性形成一致性宽松预期，并刺激金融机构加杠杆行为。后续来看，央行可能会通过适度缩量OMO或MLF操作来恢复“贷方地位”，重构结构性的流动性短缺框架，但这无疑会加大资金利率波动。

**输入性通胀风险总体可控，预计央行不会对通胀作出过激反应。**回顾我国央行应对通胀的操作实践看，上调基准利率一般出现在价格体系出现明显上行时期（PPI和CPI大幅攀升），如2007年、2010-2011年，此时实体经济面临过热迹象，实际利率大幅走低，央行通过加息旨在抑制经济过热和减轻通胀压力。尽管4月份PPI录得6.8%，但CPI仍位于1%以下，核心CPI仅为0.7%，不及疫情前的水平，央行也明确表示PPI向CPI的传导机制不畅通。中短期看，当前的宏观经济环境与2007年以及2010-2011年并不相同，预计央行不会对PPI的进一步走高作出过激反应。

**风险分析：**信贷资源的区域分化进一步加大，区域性信用风险加剧。

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

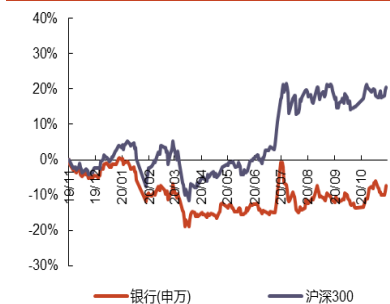
010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebscn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

## 目 录

1、再贷款、再贴现工具的使用有望常态化，对基础货币的正贡献需予以关注 .....	3
2、Q1 对公贷款利率呈现“V 型”走势，全年有望“缓慢爬坡” .....	5
3、优化存款利率监管，异地存款管理是 2021 年发力重点 .....	6
4、央行需逐步恢复“贷方地位”，结构性的流动性短缺框架亟待形成 .....	8
5、输入性通胀风险总体可控，预计央行不会对通胀作出过激反应 .....	9
6、风险分析 .....	10

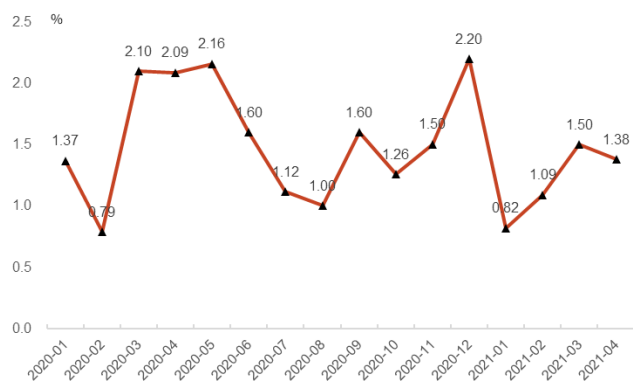
## 1、再贷款、再贴现工具的使用有望常态化，对基础货币的正贡献需予以关注

2021年一季末，金融机构超额存款准备金率为1.5%，基本符合我们的判断，较2020年12月末的2.2%下降0.7个百分点。但根据我们的测算，1、2月末超储率分别为0.82%、1.09%，即一季度各月份超储率呈现逐月回升态势。

4月份流动性延续了合理充裕态势，表现为：（1）资金利率低位震荡运行，DR007均值为2.09%，低于7天OMO利率约10bp，即便面临4月份缴税高峰的冲击，利率并未出现明显波动。（2）NCD利率持续下行，其中国股1Y-NCD利率与1Y-MLF基本接近，4月均值为3%，较3月份下行约11bp，4月末收报2.94%。

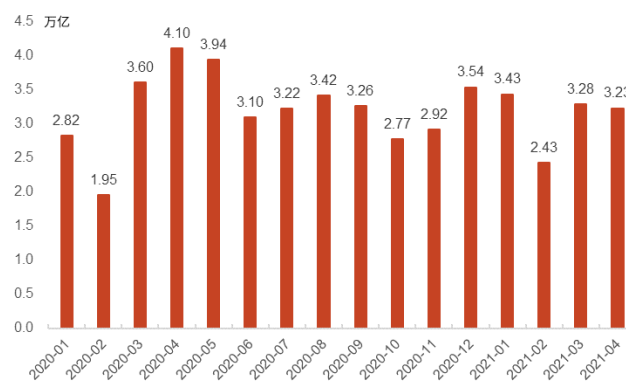
初步测算，预计4月末超储率为1.4%左右，较3月末略有下降，但高于1-2月份水平。

图1：金融机构超储率预测值



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020年1月-2021年4月。其中，季末月份为央行公布数据，非季末月份为测算值。

图2：R001月均成交量在春节后有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年4月

今年以来，我们先后在《央行流动性投放“另辟蹊径”了吗？——银行资产负债月报2021年第2期》、《信贷投放的“南北”分化正在加大——银行资产负债月报2021年第3期》、《“缴税高峰”下资金面为何如此平静？——流动性周报（2021.4.19-2021.4.25）》等多篇报告中提出，春节后流动性宽松有三大支撑因素：

一是外汇业务信用派生规模显著提升，2021Q1派生规模为3400亿，创近4年来新高，较2020年Q1多增5800亿。

二是政府存款回落，2021Q1政府存款回落1961亿，较2020Q1多降321亿。特别是2-3月份，政府存款回落1.68万亿，同比多降约1万亿。这说明，受去年疫情影响而尚未使用的淤积财政资金，在今年释放速度有所加快，成为助力流动性稳定的力量之一。

三是今年就地过年使得货币发行吞吐量下降，2021年Q1较2020年Q1下降约5256亿。

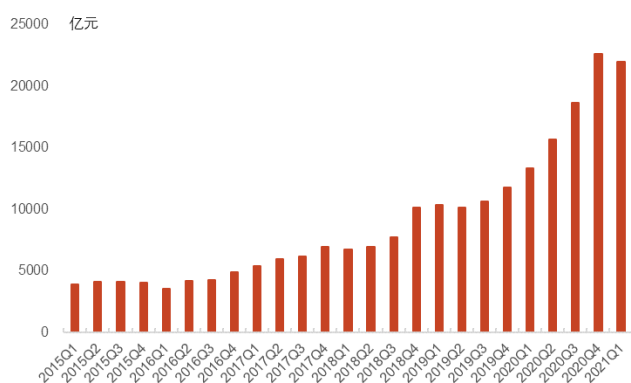
**除供给端外，金融市场杠杆率明显下降，短期资金供需均衡也是资金利率维持稳定的重要原因。**经过1月中下旬“小钱荒”的冲击，市场对货币政策一致性宽松预期被打破，通过“滚隔夜”加杠杆的意愿下降，使得短期资金供需趋于均衡。我们可以通过两组数据进行观察：

一是债市杠杆率回落。我们用债券托管量/(债券托管量-待购回债券余额)来衡量债市杠杆率。可以看到，截止2月末，债市杠杆率为104.3%，较年初下降0.9个百分点。由于中债登尚未公布3月份待购回债券余额数据，但考虑到3月份每日回购交易量有所增加，初步判断3月份债市杠杆率可能略有回升，但仍低于年初水平。

二是R001成交量回落。2020年12月-2021年1月R001月均成交量在3.5万亿左右，特别是今年1月份R001月内成交量一度持续突破4万亿规模。但自2月份开始，R001成交量趋于回落，显示出机构加杠杆意愿有所下降。

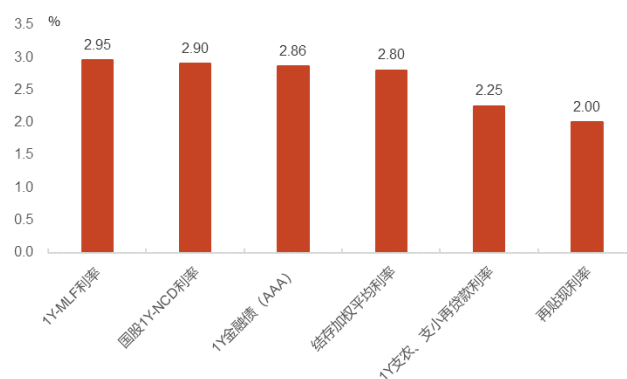
在关注外汇信用派生、财政存款回落、取现规模下降以及债市杠杆率下降因素对资金面影响的同时，我们在本篇报告中特别强调：**2020年以来，随着金融机构对普惠小微贷款投放力度的加大，央行再贷款、再贴现工具的使用力度也在随之加大，已成为基础货币投放中不可忽视的渠道。**

图3：再贷款、再贴现余额近年来显著提高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015年Q1-2021年Q1

图4：银行各类负债成本情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

量方面，目前央行再贷款工具主要包括支农、支小、扶贫、专项扶贫四类。截至2021年Q1，再贷款、再贴现余额合计约2.2万亿，较2019年末增加超过1万亿，**其对基础货币的正向贡献效果，已超过全面降准0.5个百分点（央行降准0.5个百分点释放资金量在7000-8000亿规模）。**2020年Q4-2021年Q1基本维持在2.2-2.3万亿，较2020年Q3增加3000-4000亿。在**2015年Q1-2019年Q4期间，再贷款、再贴现余额仅增加7700亿，年均增幅约1500亿。**

价方面，支农、支小再贷款利率为2.25%，再贴现利率则为2%，在银行所有的1Y期负债工具中成本最低。

根据央行披露的数据，2020年12月新发放普惠小微贷款利率为5.08%，而MPA考核要求大型银行的普惠小微贷款利率不得超过1YLPR。在综合考虑税收成本、资本占用成本、信用风险成本等因素后，普惠小微贷款的EVA水平仅为-2.4%左右，**即从比价效应来看，银行投放普惠小微贷款并未创造经济价值。**

因此我们判断，**当前银行有较强的动力申请再贷款、再贴现工具，以完成银保监会要求的“两增两控”目标，以及符合MPA考核要求。同时，后续央行有望研究推出碳减排支持工具，支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的项目提供优惠利率融资，按照市场化原则支持绿色低碳发展，推动实现碳达峰、碳中和目标。**

在此情况下，央行对于再贷款、再贴现工具的使用，有望形成常态化的机制，该工具或将出现进一步扩容，以更好的支持银行投放普惠小微贷款和实现碳达峰、碳中和，**再贷款、再贴现工具或将成为新的基础货币投放渠道。**

表 1：银行各类信贷资产 EVA 比价表

	对公贷款	住房按揭贷款	信用卡	普惠小微贷款
平均资产收益率	4.63%	5.37%	7.00%	5.08%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.94%	1.17%	1.67%	0.80%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.74%	0.87%	0.87%	1.31%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%
ROE	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%
<b>EVA</b>	0.17%	3.14%	2.67%	-2.43%

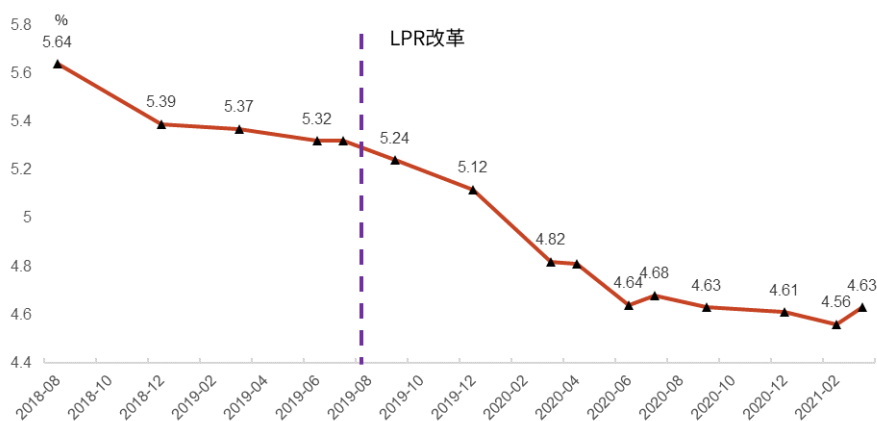
资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR 数据均来自 Wind 和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和 EVA 由光大证券研究所整理测算。

## 2、Q1 对公贷款利率呈现“V 型”走势，全年有望“缓慢爬坡”

2021 年一季末，金融机构一般贷款利率为 5.30%，较 2020 年四季末持平。其中，对公贷款利率为 4.63%，较 2020 年四季末提升 2bp，但较 2021 年 2 月末提升 7bp。整体来看，今年一季度对公贷款利率呈现“V 型”走势，即季中月份回落，季末月份“翘尾”。造成这种现象的原因，主要与季节性因素下信贷供需错位有关。

由于货币政策执行报告披露的贷款利率数据为“新发生额”利率，因此 2 月末对公贷款利率下行，并非由于年初贷款重定价所致，而是与春节落在 2 月份，信贷需求不强有关。特别是在 2 月上旬发放的贷款，往往多为优质企业客户，具有较强的议价权，从而压低了当月对公贷款利率。

图 5：2021Q1 对公贷款利率呈现“V 型”走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；时间：2018 年 8 月-2021 年 3 月



进入3月份，随着春节效应的消退，信贷投放供需两旺，3月份新增信贷2.73万亿，较去年同期仅小幅回落1200亿，明显高于其他年份同期水平，进而导致对公贷款利率“翘尾”上行。

对于后续一般贷款利率走势，我们有四点判断：

**(1) MPA点差考核容忍度的放松。**自MPA贷款利率点差考核推出后，2020年二季度新发放一般贷款利率降幅最大，而三、四季度尽管部分月份有所下降，但由于LPR未再调整，点差考核压力较小，即新发放一般贷款利率在2020年下半年已有触底震荡迹象。今年年初，央行已将MPA贷款利率点差考核容忍度进一步放松，对贷款利率的约束效应将有所减弱。

**(2) 信贷投放的南北分化约束贷款利率上行空间。**今年以来，银行对北方地区的信贷额度配置有所缩量，信贷资源有进一步“南下”之势，并较为集中于长三角、珠三角等地区，东北、环京和部分中西部地区信贷资源面临进一步流失局面。这样一来，南方地区信贷资源过度集中，将加剧银行的竞争格局，使得贷款利率受到压制。而北方地区由于经济景气度较低，融资需求偏弱，信贷缩量并不会造成贷款利率的大幅上行。

**(3) 全年一般贷款利率有望呈现“缓慢爬坡”。**经过一季度的信贷开门红，银行项目储备消耗较大，4月份信贷投放有望出现大幅回落，一般贷款利率或将有所下行。后续来看，信贷投放难以延续一季度高增态势，在央行狭义信贷额度管控下，总体维持“不多不少”的目标，较去年同期基本持平或略降。这样一来，在贷款供需错位影响下，一般贷款利率仍有一定上行动力。不过，考虑到部分优质客户对低利率贷款的粘性和银行之间的竞争压力，也会造成利率上行的“阻尼系数”较大，表现出一定的“棘轮效应”，预计全年一般贷款利率呈现“缓慢爬坡”态势。

**(4) 机构之间分化依然较大。**在一般贷款利率“缓慢爬坡”的同时，我们认为，不同机构之间的分化依然较大。一方面，国股银行由于客户多为大型国有企业和优质企业，在信贷资源过度集中于南方地区的情况下，银行的议价权进一步减弱，这些银行的一般贷款利率上行动力不足。另一方面，部分以服务民营企业和普惠小微企业为主的机构，特别是位于苏浙沪地区的城农商行，在定价中的议价权相对更强，在信贷供需错位情况下，今年以来一般贷款利率稳步上行，后续上行空间或将高于国股银行。

### 3、优化存款利率监管，异地存款管理是2021年发力重点

与2020年Q4货币政策执行报告相比，2021年Q1在内容摘要部分新增了“优化存款利率监管”。而在2020年Q4货币政策执行报告中，主要是通过专栏形式，阐述了《加强存款管理 维护存款市场竞争秩序》的内容，主要提及了三个方面，即督促整改不规范存款创新产品，将结构性存款保底收益率纳入自律管理，以及加强异地存款管理，并强调“存款基准利率作为利率体系的‘压舱石’，要长期保留”。

从今年以来银行负债成本运行情况看，核心存款成本持续上行，同业负债成本压力边际改善。

**(1) 同业负债成本压力边际改善。**1-4月份国股1Y-NCD利率均值为3.05%，较2020年均值仍抬升35bp，DR007均值较2020年全年基本持平，但金融债

发行利率均值较 2020 年全年抬升 14bp。但春节后，市场流动性整体处于合理充裕状态，短端利率走廊始终维持稳定，国股 1Y-NCD 利率已基本贴近 1Y-MLF 利率运行，有助于缓解同业负债成本压力。

**表 2：2021 年 Q1 银行整存整取定期存款平均利率情况**

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
2020 年 12 月 (%)	1.457	1.717	2.028	2.737	3.453
2021 年 1 月 (%)	1.460	1.721	2.037	2.748	3.478
2021 年 2 月 (%)	1.462	1.723	2.044	2.757	3.497
2021 年 3 月 (%)	1.463	1.725	2.050	2.780	3.540
Q1 增幅 (bp)	0.6	0.8	2.2	4.3	8.7

资料来源：融 360 大数据研究院，光大证券研究所整理

**(2) 各期限定期存款利率持续上行，长端上行幅度高于短端。**尽管市场流动性处于合理充裕状态，但银行核心负债增长仍显乏力。根据融 360 大数据研究院披露的数据显示，今年定期存款利率持续上行。截止一季末，3M、6M、1Y、2Y、3Y 定期存款利率分别为 1.463%、1.725%、2.050%、2.780%以及 3.540%，较年初分别上行 0.6、0.8、2.2、4.3 以及 8.7bp，且呈现逐月上行，长端品种上行幅度高于短端，这既显示出中端资金供需矛盾更为突出，也会加剧银行核心负债成本压力。

在贷款利率整体仍处于“缓慢爬坡”，部分国股银行贷款利率上行动力不足的情况下，若银行核心存款成本持续上行，会加大 NIM 收窄压力。此时，需要从存款端发力，加强负债成本管控力度。从目前各类高成本负债监管情况看：

**首先，结构性存款规范化管理进一步趋严，但已不构成银行负债成本的主要扰动因素。**近年来，监管部门已针对结构性存款出台了若干政策，包括将结存保底收益率纳入 MPA 考核，窗口指导将 2020 年年末规模压降至 2019 年年末的 2/3 等。近期，财政部出台相关政策要求“对于商业银行吸收的符合《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》定义的结构存款，应当分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，记入‘交易性金融资产’科目，并在资产负债表中‘交易性金融资产’项目列示”，旨在引导结构性存款回归“风险自担”的金融产品特性。总体来看，结构性存款经过此前的“压量控价”，已不再构成对银行负债成本的主要扰动因素。

**其次，创新型存款产品监管已经取得了较好成效。**根据 2020 年四季度货币政策执行报告的表述，近年来监管对于创新存款的整改取得了较好成效，截至 2020 年 12 月末，活期存款靠档计息产品较整改前压降 5.4 万亿，定期存款提支靠档计息产品已压降至 0（整改前高达 15.4 万亿）。2021 年 1 月，央行、银保监会联合下发《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，叫停了商业银行通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，预计 2021 年对于创新存款的监管可能更多转向对互联网存款的管控，这将对部分地方银行和民营银行吸收存款形成一定压力。

基于此，我们认为，在“优化存款利率监管”的要求下，**加强对异地存款管理是 2021 年的工作重点。**事实上，央行已于 2021 年第一季度起，将地方法人银行吸收异地存款情况纳入 MPA，禁止其通过各种渠道开办异地存款，已发生的存量存款自然到期结清，此举旨在引导地方性中小银行下沉基层客户，发力自营渠道建设，降低自身负债成本。

## 4、央行需逐步恢复“贷方地位”，结构性的流动性短缺框架亟待形成

一直以来，央行对于货币政策的表述具有较强的“艺术性”，除 2008 年全球金融危机爆发后，对货币政策的表述为“适度宽松”外，后续均为“稳健”或“稳健中性”。而近年来，在稳健的货币政策基础上，央行用词较为频繁的是灵活、精准、适度等。

但值得注意的是，在 2021 年 Q1 货币政策执行报告中，央行首次于小专栏中阐述了《央行精准开展公开市场操作》，主要强调央行在 Q1 开展公开市场操作规模较少，且市场在观察央行公开市场操作时，应重点关注公开市场操作利率、中期借贷便利利率等政策利率，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，而不应过度关注央行操作数量。

表 3:2019 年至今货币政策执行报告对于货币政策导向的用词

时间	总基调	用词	重要货币政策操作
2019Q1	稳健	松紧适度，适时适度实施逆周期调节	全面降准 1%；推出 TMLF、CBS；完善 MPA 考核
2019Q2	稳健	灵活适度、精准导向	构建“三档两优”存款准备金框架
2019Q3	稳健	保持定力，把握好政策力度和节奏	全面降准 0.5%；针对仅在省域内经营的城商行定向降准 1%；改革 LPR 形成机制；精准拆弹包商银行
2019Q4	稳健	灵活适度	
2020Q1	稳健	灵活适度	全面降准 0.5%；推出 1.8 万亿定向工具；政策利率下调 30bp
2020Q2	稳健	灵活适度、精准导向	针对股份制银行定向降准 1%
2020Q3	稳健	灵活适度、精准导向	
2020Q4	稳健	灵活精准、合理适度	为应对永煤、紫光信用违约事件，11 月末临时性投放 2000 亿 MLF，12 月份超额投放 9500 亿 MLF
2021Q4	稳健	灵活精准、合理适度	

资料来源：2019 年一季度-2021 年一季度货币政策执行报告，光大证券研究所整理

众所周知，央行自今年 3 月 1 日以来，持续维持每日 100 亿的 OMO 投放，且已延续超过 2 个月时间。我们认为，这种操作模式的背后，一定程度上反映出央行“贷方地位”的缺失，流动性的结构性短缺框架亟待重新恢复。

正如我们在前文中所分析的：一方面，结售汇顺差净额的持续扩大，中美利差的高位运行，使得境内银行间市场美元流动性较为充裕，央行基于稳汇率的目标，通过开展货币掉期、货币互存等业务，消化了部分冗余的美元资金，但同时也释放了相应的人民币资金，使得外汇业务的信用派生规模较大。另一方面，Q1 政府存款的回落以及居民取现需求的减弱，也对基础货币形成正向贡献。

在此情况下，银行间市场资金面在春节后持续维持宽松态势，超储率逐月回升，即央行货币投放的“另辟蹊径”使其“贷方地位”开始弱化，通过公开市场操作实现基础货币吞吐来调控流动性的能力下降，从而形成了维持每日 100 亿 OMO 投放量的操作模式。

在央行“贷方地位”缺失的情况下，若长期维持每日 100 亿的 OMO 净投放，容易造成一些问题。例如，市场对流动性易形成一致性宽松预期，这一点较为类似于 2020 年 12 月-2021 年 1 月上旬的情况。这样一来，可能会刺激金融机构加杠杆行为。可以看到，五一节假日之后，R001 成交量快速攀升，5 月 10 日 R001 成交量接近 4 万亿规模，5 月 11 日也超过 3.5 万亿规模，显示出机构通过“滚隔夜”追逐确定性更强的短期债券，债券收益率曲线也进一步陡峭化。



在货币政策不急转弯以及维持流动性合理充裕的政策导向下，我们认为，**央行不会通过开展正回购方式恢复“贷方地位”，因为此举不利于市场预期的稳定。可能采取的方式，是在基础货币缺口较大的月份（例如5月份初步测算基础货币缺口为8000-9000亿），通过适度缩量OMO或MLF操作来实现，但这无疑会加大资金利率波动。**

## 5、输入性通胀风险总体可控，预计央行不会对通胀作出过激反应

近期，全球大宗商品价格快速上涨，也引发了市场对输入性通胀的关注，以及央行是否会对通胀作出反映。为此，央行在货币政策执行报告中，通过专栏形式阐述了《如何看待近期国内外物价走势》。央行认为：

(1) 国外通胀走高的输入性影响主要体现在工业品价格，叠加去年低基数的影响，可能在今年二、三季度阶段性推高我国PPI涨幅，且今年PPI走势受到较大的低基数“镜像影响”。

(2) 我国PPI向CPI的传导关系明显减弱，国际大宗商品价格起伏波动对我国CPI走势的影响也相应较低，若无内需趋热相叠加，仅国际大宗商品价格上涨也并不容易引发明显的输入性通胀。

(3) 我国并不存在长期通胀或通缩的基础，需对大宗商品涨价给我国不同行业、不同企业带来的差异化影响保持密切关注，综合施策保供稳价，及时有效管理预期，防范市场价格波动失序。

图6：我国货币政策对通胀的反映情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2000年1月-2021年3月

回顾我国央行应对通胀的操作实践看，上调基准利率一般出现在价格体系出现明显上行时期（PPI和CPI大幅攀升），如2007年、2010-2011年，此时实体经济面临过热迹象，实际利率大幅走低，央行通过加息旨在抑制经济过热和减轻通胀压力。

结合央行的表述来看，我们认为，尽管4月份PPI录得6.8%（5月份存在进一步走高的可能），但CPI仍位于1%以下，剔除食品和能源价格后的核心CPI仅为0.7%，不及疫情前的水平，央行也明确表示我国PPI向CPI的传导机制不畅通。因此，中短期看，当前的宏观经济环境与2007年以及2010-2011年并不

相同，阶段性的通胀可能并非货币政策需要重点考虑的因素，预计央行不会对PPI的进一步走高作出过激反应。

## 6、风险分析

信贷资源的区域分化进一步加大，区域性信用风险加剧。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE