



Research and  
Development Center

# 货币政策还有多少发力空间？ ——暨下半年通胀展望

2022年7月1日

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 货币政策还有多少发力空间? ——暨下半年 通胀展望

2022年7月1日

- **全球通胀格局及成因。**以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀,相比之下,今年以来中国CPI温和上行,PPI进入下行通道。IMF预测2022年全球平均通胀率将达7.4%,创1997年以来新高,通胀风险上行将为全球经济增添更多不确定性。本轮通胀供需分化的特征十分突出,供给端全球供应链紧张、俄乌冲突、粮食危机三重共振;需求端受发达经济体“货币+财政”双重刺激,复苏快于供给,为通胀上行奠定了长期基础。
- **下半年CPI展望:输入性通胀+猪周期,CPI大概率破3%。**我国下半年通胀压力来自两方面,一是输入性通胀,包括能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值。1)能源商品中原油价格对CPI的影响最显著,下半年全球需求趋缓、OPEC增产,供需错配有望缓解。但在俄乌冲突、各方制裁与反制裁激烈对抗等不确定因素下,油价或持续居于高位。2)国际粮食危机冲击下,我国油料尤其是大豆由于进口依赖度较高,储备低于国际警戒线,具备一定的风险敞口。3)汇率阶段性贬值放大输入性通胀压力。二是国内通胀因素,包括新一轮猪周期、PPI向CPI传导加强。1)新一轮猪周期将在三季度启动,年内猪肉价格底已过。2)随经济爬坡、需求修复,PPI将加强向CPI传导。综合上述,我们采用分项环比法预测CPI,预计下半年中枢约2.8%,全年中枢2.3%,年内高点为3.3%左右。
- **下半年PPI展望:持续下行,年底降至1%左右。**PPI走势受“三黑一色”行业主导,分别对应石油、钢铁、煤炭和有色金属。下半年大宗商品价格环比上涨动能有限,预计螺纹钢价格趋稳或温和上涨,煤炭价格有望稳定运行,铝、铜降价趋势或延续。叠加去年下半年的高基数,预计PPI不改下行趋势,年末降至1%左右,全年中枢约4.4%。
- **货币政策展望:还有多少发力空间?**第一,受美联储加息与国内通胀上行约束,MLF利率再难下调。第二,货币政策将继续从总量上发力,或以降LPR为抓手。第三,央行进一步运用结构性货币政策工具。第四,疫情的暂时性影响趋于消退,市场重回宽信用逻辑。
- **风险因素:**疫情再度恶化,政策推进不及预期。

## 目录

一、全球通胀格局及成因.....	4
1.1 全球通胀压力处于历史高位水平.....	4
1.2 本轮通胀成因：需求复苏与供给受限.....	5
二、下半年 CPI 展望：输入性通胀+猪周期，CPI 大概率破 3%.....	11
2.1 输入性通胀的影响：能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值.....	11
2.2 国内通胀因素：新一轮猪周期、PPI 向 CPI 传导加强.....	17
2.3 下半年 CPI 大概率破 3%.....	21
三、下半年 PPI 展望：持续下行，年底降至 1%左右.....	23
四、货币政策展望：还有多少发力空间？.....	25
风险因素.....	28

## 图目录

图 1：美国、欧洲正面临多年未有的高通胀.....	4
图 2：2022 年以来中国 CPI 温和上行，PPI 进入下行通道.....	4
图 3：IMF 预测 2022 年全球平均通胀率将达 7.4%.....	5
图 4：IMF 预测 2022 年多数国家年均通胀率介于 5-10%之间.....	5
图 5：供需分化是本轮全球通胀最突出的特征.....	6
图 6：全球供应链压力指数较均值偏差维持历史高位.....	6
图 7：美国产能利用率的长期下降趋势.....	7
图 8：俄罗斯原油、天然气出口数量在全球出口总量中的占比.....	7
图 9：俄罗斯原油的主要出口对象为欧洲和中国.....	8
图 10：俄乌两国多种农产品出口都在全球占据重要地位.....	8
图 11：俄罗斯是全球重要的化肥生产国.....	9
图 12：俄罗斯钯和铂族金属产量在全球占比居于前列.....	9
图 13：2021 年初以来全球食品价格持续走高.....	10
图 14：玉米、小麦、稻谷三大主粮价格均有不同程度上涨.....	10
图 15：疫情期间以美、欧为首的发达经济体央行资产规模明显扩张.....	11
图 16：美国几轮财政刺激明显推高了转移支付收入在个人总收入中的占比.....	11
图 17：原油价格对 CPI 交通工具用燃料项影响较大.....	12
图 18：原油在我国能源消费中占据重要地位.....	12
图 19：我国原油的进口依赖度仍然较高.....	13
图 20：俄罗斯几乎是我国最大的原油供应国.....	13
图 21：俄罗斯原油进口均价在本轮能源大通胀中同步上涨.....	14
图 22：小麦、大豆、花生等作物价格对 CPI 粮油项的影响较大.....	14
图 23：我国三大主粮自给率高，大豆则是进口依赖度较高.....	15
图 24：我国三大主粮储备较充足，油料作物库销比相对较低.....	15
图 25：俄罗斯、乌克兰在我国大豆进口总量中占比不足 1%.....	15
图 26：年初至 5 月末，国内粮油价格涨幅相对国际价格更低.....	16
图 27：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值.....	17
图 28：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月.....	17
图 29：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损.....	18
图 30：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损.....	18
图 31：猪价相关政策表态.....	19
图 32：目前猪粮比处于较低区间.....	19
图 33：下半年猪肉价格预测.....	20
图 34：生活资料 PPI 与核心 CPI 走势有较好的关联性.....	20
图 35：6 月制造业 PMI 重回扩张区间，工业企业利润边际改善.....	21
图 36：猪肉价格环比可以很好地拟合 CPI 猪肉环比.....	21
图 37：EIA 预计下半年布油均价为 110 美元/桶，持续居于历史高位.....	22
图 38：下半年 CPI 大概率破 3%.....	23
图 39：3、4 月份以来铝和螺纹钢价格先后回落，煤炭价格稳定运行.....	23
图 40：双碳政策下钢铁行业保持减产势头，行业利润下行.....	24
图 41：电解铝供应压力减轻.....	25
图 42：预计下半年 PPI 同比将继续下行.....	25
图 43：3 月美联储加息以来中美利差迅速收窄并发生倒挂.....	26
图 44：5 年期 LPR 仍有下调空间.....	26
图 45：2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升.....	27
图 46：4、5 月份信用周期指数持续扩张.....	27

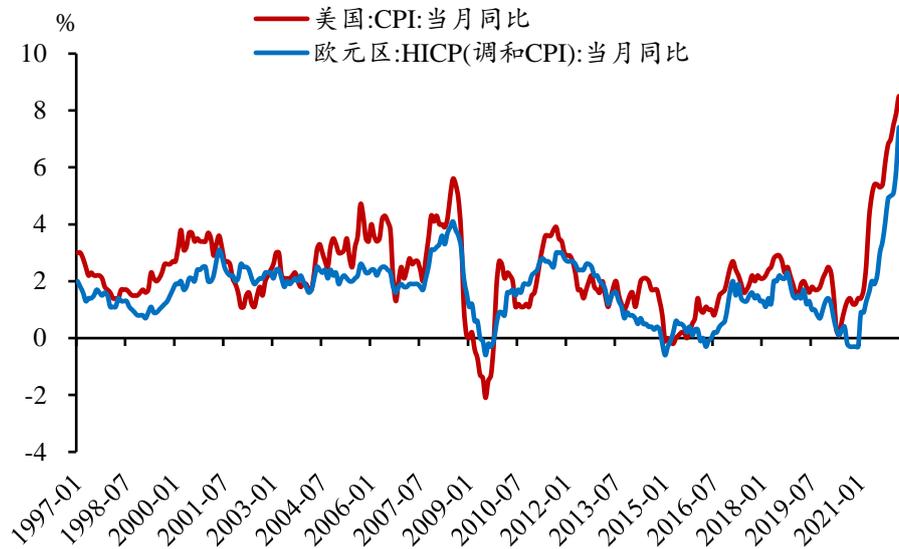
# 一、全球通胀格局及成因

## 1.1 全球通胀压力处于历史高位水平

以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。2008年金融危机后，发达经济体维持了近十年的低通胀环境，直到2020年爆发新冠疫情之前，期间美国CPI、欧元区调和CPI同比中枢分别居于1.78%、1.35%的低位水平。疫情发生以来，美国、欧洲通胀读数持续走高，截至2022年5月，美国、欧元区CPI同比分别录得8.6%、8.1%，创下近四十年来的新高。考虑到当前全球供应瓶颈仍存、能源金属等大宗商品价格高涨、俄乌冲突等地缘政治危机发酵，美欧通胀仍有进一步攀升的可能。

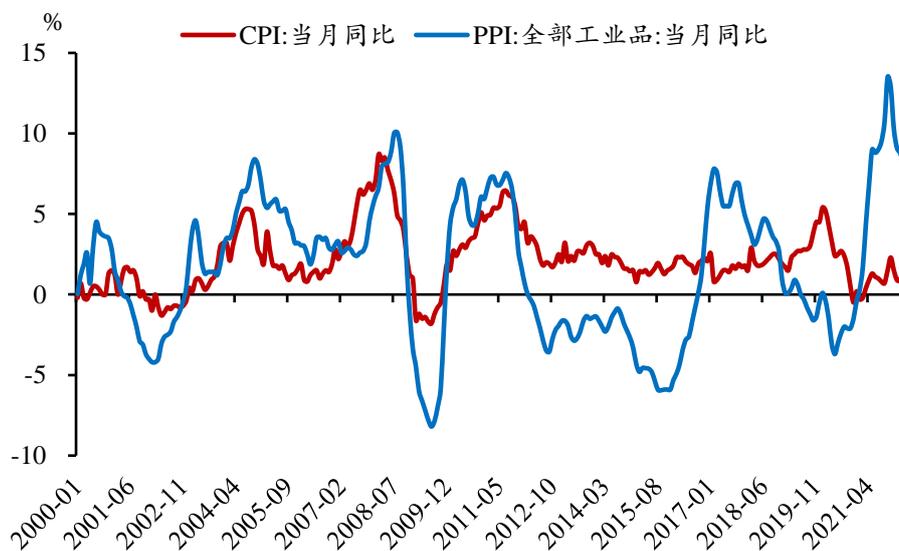
相比之下，2022年以来中国CPI温和上行，PPI进入下行通道。中国CPI指数受猪肉价格的影响较大，本轮猪周期于2021年初进入下行阶段，由于前期产能扩张，疫情影响下需求低于预期，猪肉价格在2021年持续下降。受到猪肉CPI的拖累，叠加弱需求背景下非食品项CPI恢复缓慢、PPI向CPI的传导滞后等因素，2021年前三季度CPI基本保持平稳，四季度至今温和上行。PPI则在高基数、国内保供稳价政策等因素影响下，自2021年11月起进入下行通道。

图 1：美国、欧洲正面临多年未有的高通胀



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2022 年以来中国 CPI 温和上行，PPI 进入下行通道

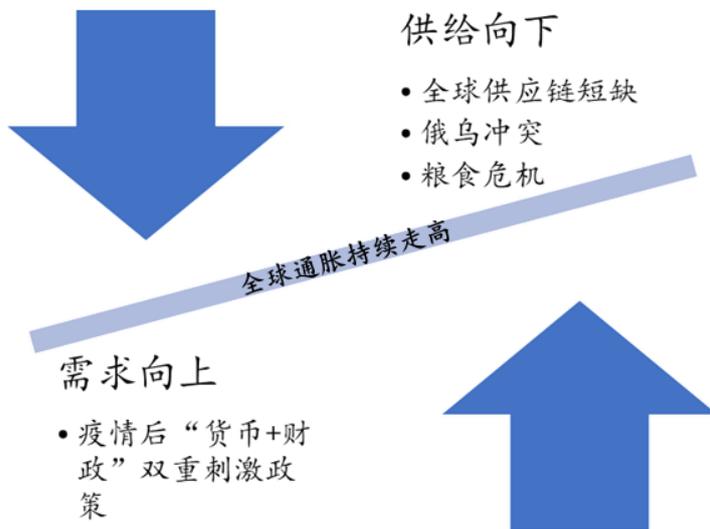


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



方案，全球经济从危机中复苏，需求率先修复。另一方面，在疫情反复的影响下，供给端仍然受到制约。考虑到“碳中和”背景下工业尤其是能源行业产能出清，2022年以来俄乌冲突、粮食危机发酵，进一步加剧了全球供应瓶颈。相比需求，本轮供需分化中供给端的因素更加突出。

图 5：供需分化是本轮全球通胀最突出的特征



资料来源：信达证券研发中心

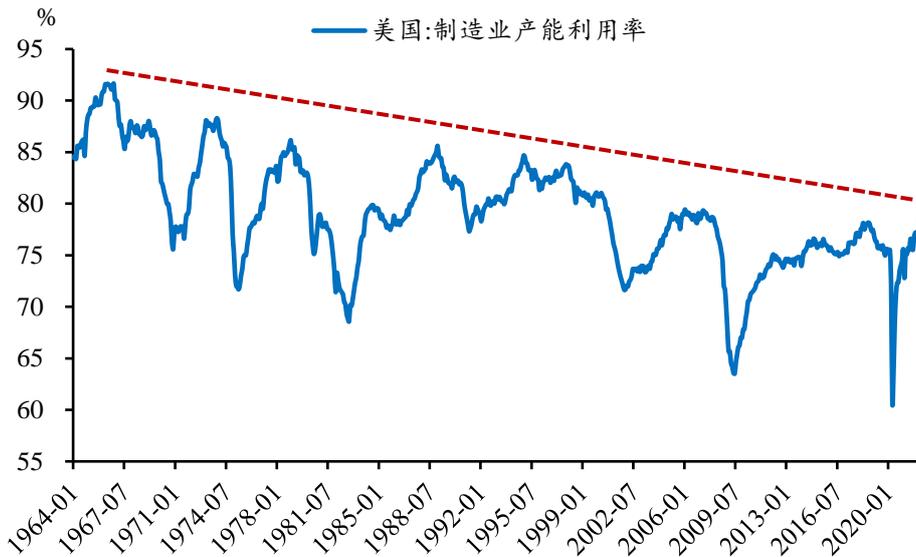
### 供给端：全球供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机三重共振

第一，全球供应紧张的主要原因是疫情和全球产能下降，此外还受俄乌冲突、贸易保护等因素干扰。新冠疫情影响下，运输阻滞的问题十分突出，根据纽约联储公布的数据，截至今年5月份，全球供应链压力指数较均值偏差仍维持在2.9的历史高位。全球产能下降的直接原因是疫情，底层逻辑则在于“碳中和”背景下工业企业产能去化，尤其是能源行业在过去十年产能投资下滑，新增产能受限、供给乏力，而本轮全球通胀又与能源商品价格高涨密切相关。除此之外，俄乌冲突等地缘政治危机持续发酵，美国、加拿大、欧盟等主要经济体已经相继与俄罗斯互相关闭领空，英国、欧盟先后禁止俄罗斯船在其港口停靠，一系列禁飞、禁运制裁加剧了全球供应链的脆弱性。近年来全球贸易保护主义升温致使国际经贸合作受阻，也加速了全球供应链结构性问题的暴露。

图 6：全球供应链压力指数较均值偏差维持历史高位



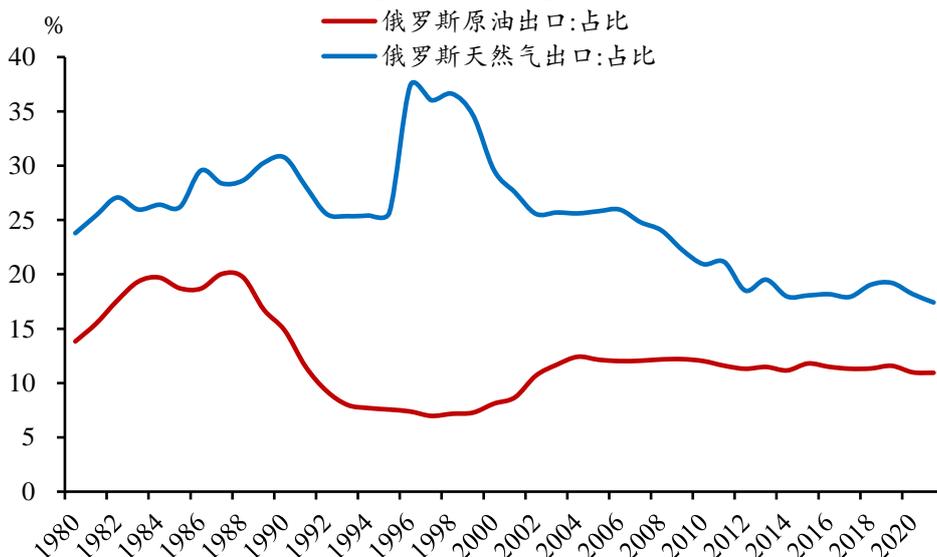
资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

**图 7：美国产能利用率的长期下降趋势**


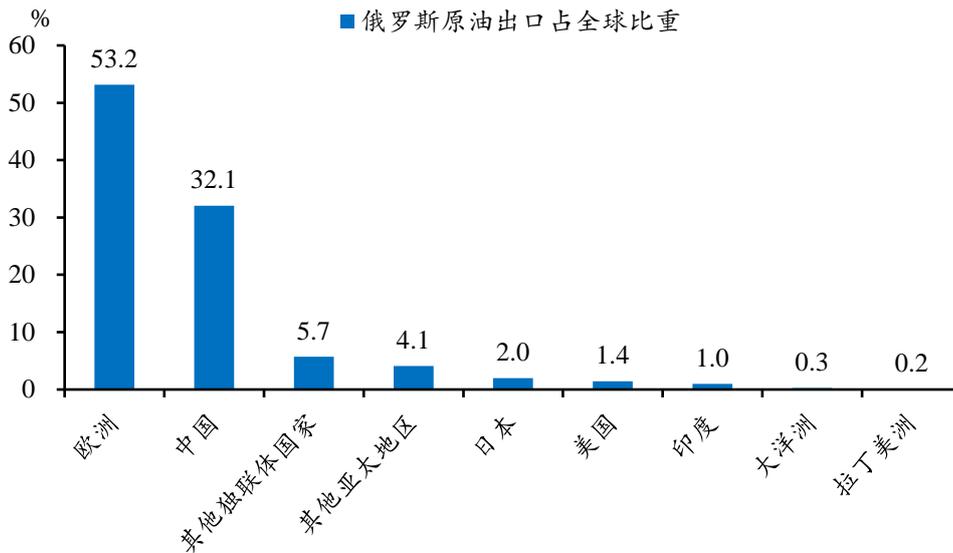
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，作为全球两大资源出口型国家，俄乌冲突从能源、金属、农产品三方面加剧全球通胀。俄乌冲突爆发以来，区域矛盾不断积累、激化，政治集团之间相互博弈，制裁与反制裁频繁出现，明显推高了全球能源、粮食等价格，其未来影响的不确定性仍然较高。

1) 俄罗斯是全球关键的天然气和原油生产国，对全球能源价格走势具有重大影响。俄罗斯是全球第二大原油和第四大天然气出口国，截至 2020 年，俄罗斯原油和天然气的出口量分别占全球 11% 和 16%，最大供给对象均是欧洲。天然气方面，俄罗斯天然气储量位列全球第一，2021 年近 83% 的天然气出口均流向欧洲，是欧洲天然气最重要供应商，天然气价格变动对欧洲通胀读数的影响较大；原油的主要供给对象同样是欧洲，2020 年对欧出口 138.2 百万公吨，占俄罗斯原油出口总量的 53.2%，其次是中国，占比 32.1%。

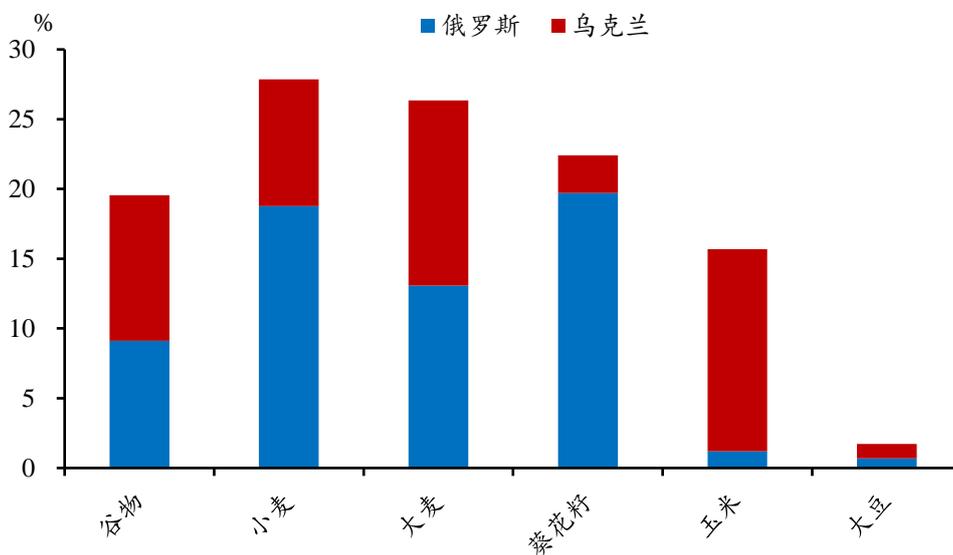
**图 8：俄罗斯原油、天然气出口数量在全球出口总量中的占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

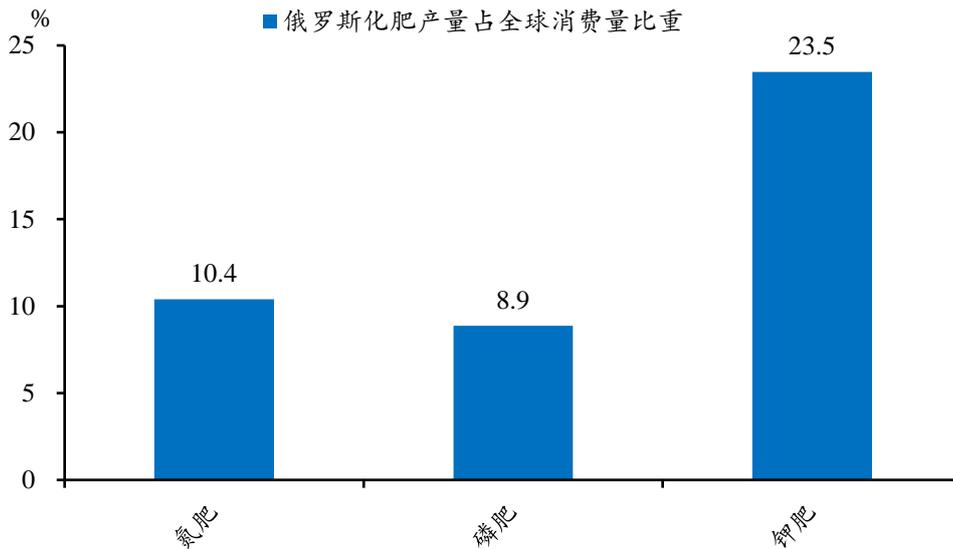
**图 9：俄罗斯原油的主要出口对象为欧洲和中国**


资料来源: bp, 信达证券研发中心  
 注: 数据截至 2020 年

2) 乌克兰和俄罗斯是全球重要粮仓，二者合计谷物出口在全球占比近 20%。乌克兰在过去曾被称为“苏联的粮仓”，后来被称为“世界粮仓”，为世界各国尤其能够为欧洲国家提供粮食安全及保障。根据 2020 年联合国粮农组织数据，乌克兰是全球最大葵花籽油出口国，全球第四大的玉米（出口占比约 14.5%）、小麦出口国。俄罗斯是全球最大的小麦出口国，俄乌小麦出口量占全球比重约 28%。俄乌大麦出口量也有较高占比，约 26%。此外，俄罗斯是全球重要的化肥生产国，其氮肥、磷肥、钾肥产量均居于世界前列，截至 2019 年，俄罗斯氮肥、磷肥、钾肥产量分别占全球消费量 10.4%、8.9%、23.5%。

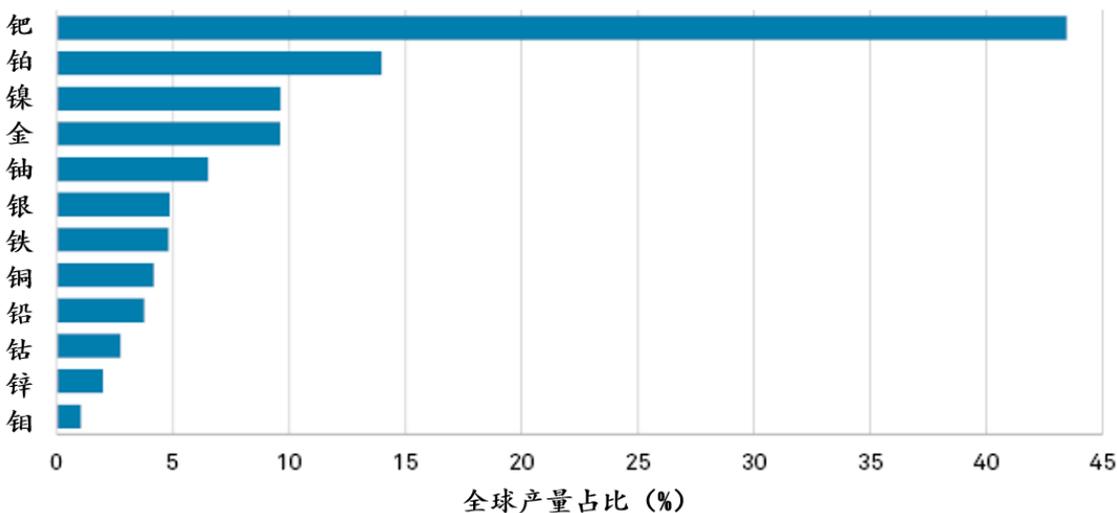
**图 10：俄乌两国多种农产品出口都在全球占据重要地位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 数据截至 2020 年

**图 11：俄罗斯是全球重要的化肥生产国**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 数据截至 2019 年

3) 俄乌为全球重要的工业金属和稀有气体供应商, 对工业生产起到关键作用。俄罗斯是全球重要的金属供应国, 其钯和铂族金属产量在全球占比居于前列, 此外镍、铝、钢和铜的产量也较高, 俄罗斯还是继澳大利亚和中国之后的第三大黄金生产国。乌克兰是钛和铁矿石的重要生产国, 是欧洲铀、钛、锰、汞和煤储量最大的国家之一。俄乌冲突对金属原材料的生产和出口均有影响, 下游行业冶炼、精炼、金属加工面临成本上涨。另外, 乌克兰还是高纯稀有气体氦和氖的主要供应国之一, 氦气被用于制造半导体图案的激光光刻技术, 是制造半导体必不可少的材料。

**图 12：俄罗斯钯和铂族金属产量在全球占比居于前列**


资料来源: S&P, 信达证券研发中心

第三, 新一轮粮食危机正在酝酿, 或进一步推升全球通胀中枢。今年 5 月联合国粮食计划署曾表示, “人类面临二战后最大的粮食危机”。6 月 6 日联合国世界粮食计划署与联合国粮食及农业组织联合发布了《2022 年饥饿热点报告》, 报告警示多重粮食危机正在逼近。从粮食价格来看, 2021 年初以来 FAO 全球食品价格持续走高, 稻谷、小麦、玉米三大主粮价格也有明显上升, 截至 6 月 22 日分别较年初上涨 14.0%、30.4%、17.7%。

全球粮食危机来源于极端天气、俄乌冲突、出口禁令和成本推升四个因素。我们在报告《如何看待世界粮食危机

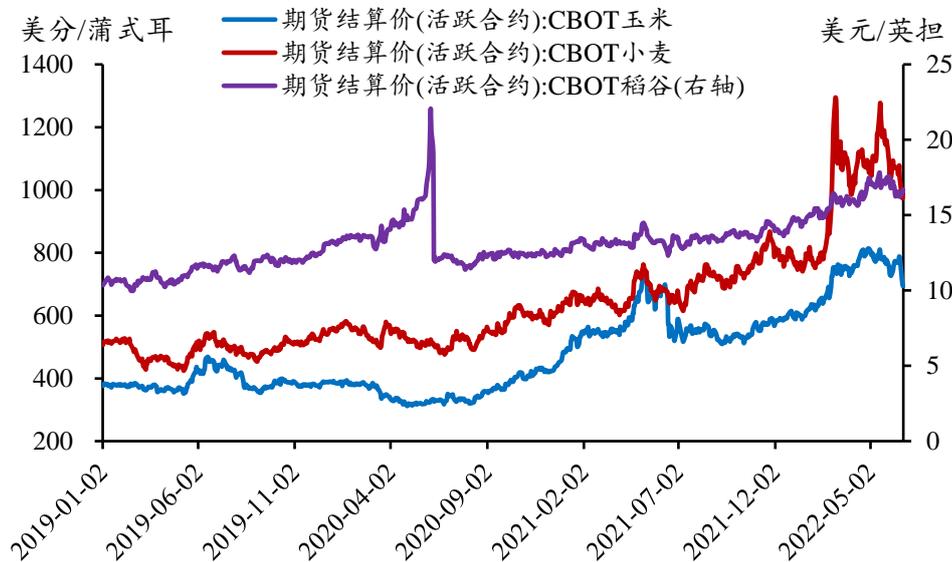
对中国的影 响》中详细了粮食危机成因：一是拉尼娜现象引发的旱涝极端天气使得美国、巴西等全球主要的粮食出口国粮食产量下滑。二是俄乌两国多种农产品出口都在全球占据重要地位，由于俄乌冲突的持续，两国粮食的生产和出口受到了严重的影响。三是为了缓解国内价格上涨和供应短缺情况，3月以来有20多个国家先后出台了粮食出口禁令，品类包括小麦、玉米、面粉、西红柿、植物油、豆类等。粮食出口禁令导致国际粮食供给格局愈发紧张。四是全球范围的能源价格飙升推升粮食生产成本。原油、天然气等能源价格上涨一方面直接推升了粮食的生产和运输成本，另外还会通过产业链传导影响化肥价格。此外，俄罗斯对化肥的出口限制进一步增加了肥料的稀缺性。

图 13：2021 年初以来全球食品价格持续走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：玉米、小麦、稻谷三大主粮价格均有不同程度上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

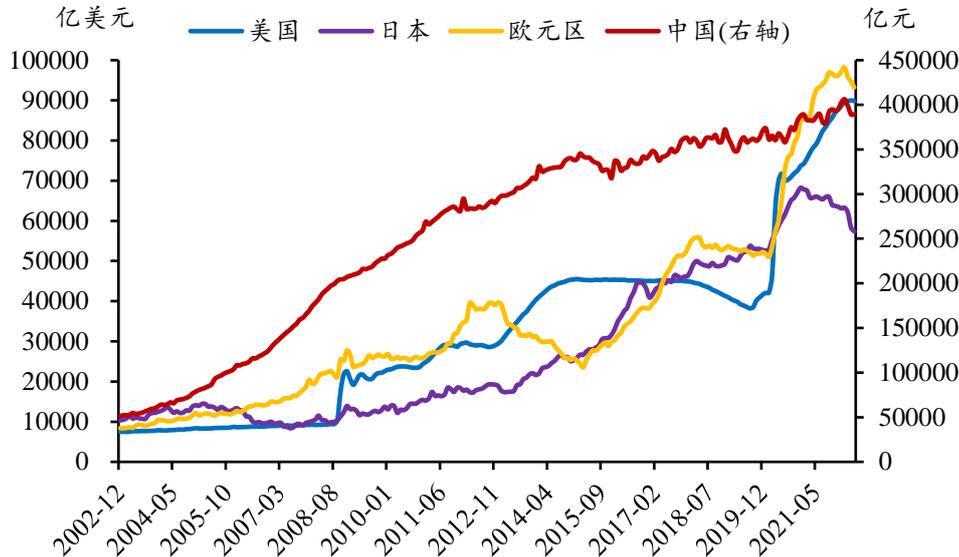
**需求端：主要经济体“货币+财政”双重刺激，需求恢复较快**

为应对疫情的负面影响，2020 年以来主要经济体采取史无前例的刺激举措。货币政策方面，主要经济体央行大幅扩张资产负债表向市场注入流动性，美联储资产规模从 4.1 万亿飙升到 9 万亿，在两年时间里翻了一倍还多；

欧央行资产规模则从5.2万亿一度扩张至9.8万亿。不仅如此，发达经济体还推出了大规模的财政补贴，以美国为例，几轮财政刺激明显推高了政府转移支付收入在个人总收入中的占比，直接增强了美国人的消费需求。

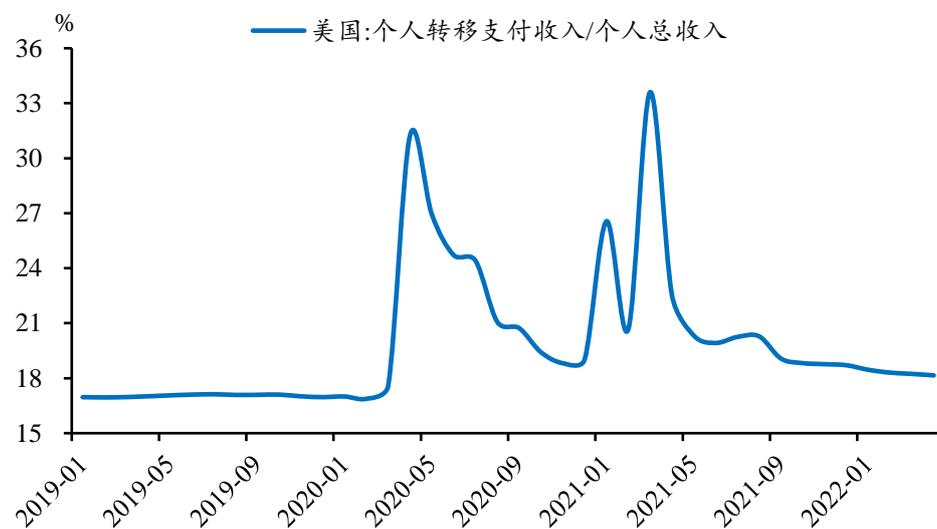
弗里德曼说过，一切通胀都是货币现象。政策举措有效刺激了需求，导致疫后全球经济需求端复苏阶段性快于供给端，同时为通胀上行奠定了长期基础。

图 15：疫情期间以美、欧为首的发达经济体央行资产规模明显扩张



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：美国几轮财政刺激明显推高了转移支付收入在个人总收入中的占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、下半年 CPI 展望：输入性通胀+猪周期，CPI 大概率破 3%

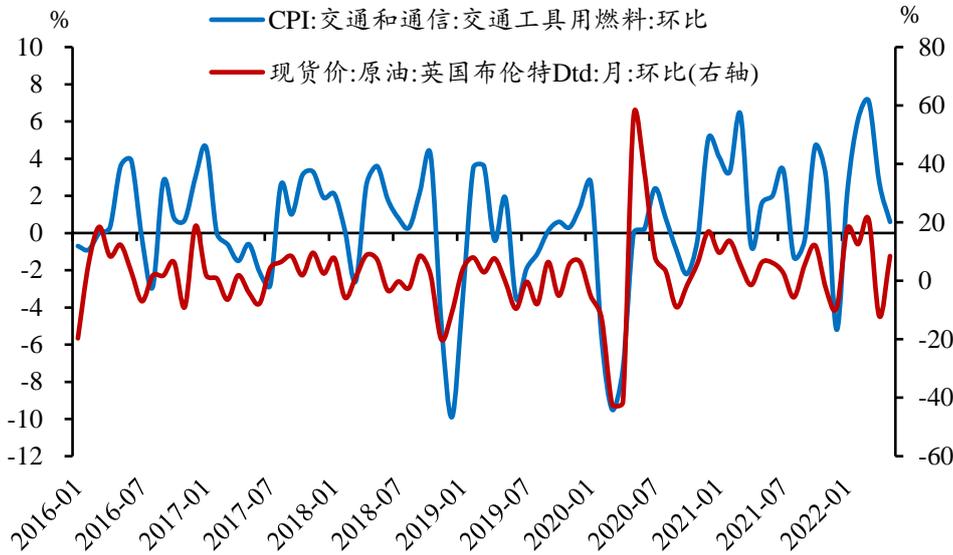
### 2.1 输入性通胀的影响：能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值

基于全球新一轮大通胀背景，下半年我国输入性通胀压力上升，主要受到能源价格维持高位、粮食危机、人民币阶段性贬值三方面共同影响。

#### 1、能源价格维持高位增加 CPI 上行压力

能源商品中原油价格对我国CPI的影响最显著,主要通过交通工具用燃料项和水电燃料项传导。我们在报告《2022年:CPI的转向之年——暨CPI分析框架》中有过详解,交通和通信项对CPI的影响较大,仅次于畜肉类分项。而交通通信CPI的主要波动来源于交通工具用燃料项,该项主要受到国际原油价格的影响,占CPI整体权重约2.6%,对布伦特油价的弹性为0.13,原油价格每上涨1%将拉动CPI上升约0.0034个百分点。除此之外,CPI中与能源价格有关的分项还包括居住项中的水电燃料,在CPI中占比7.88%,该项主要是燃气费,与天然气、原油价格均有一定相关性,但传导效率相对较低。

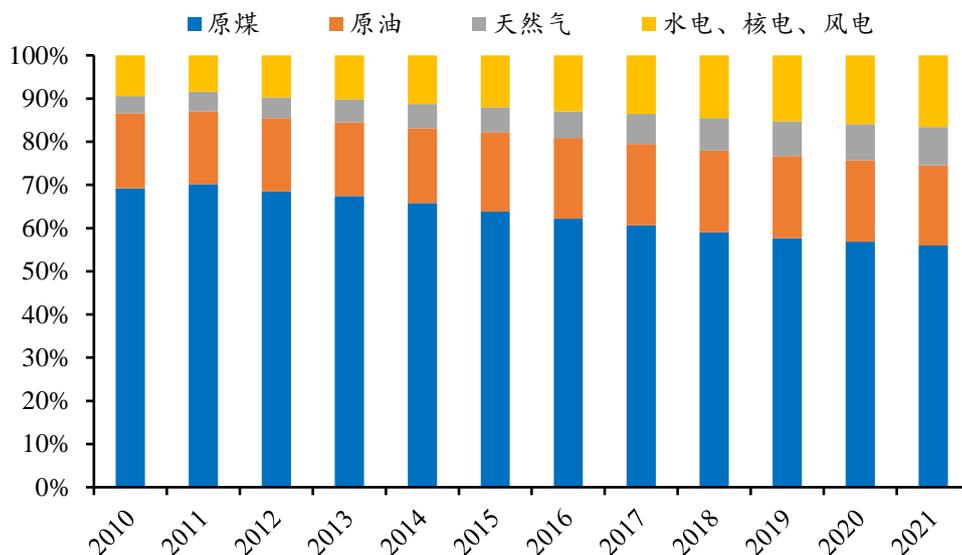
图 17: 原油价格对CPI交通工具用燃料项影响较大



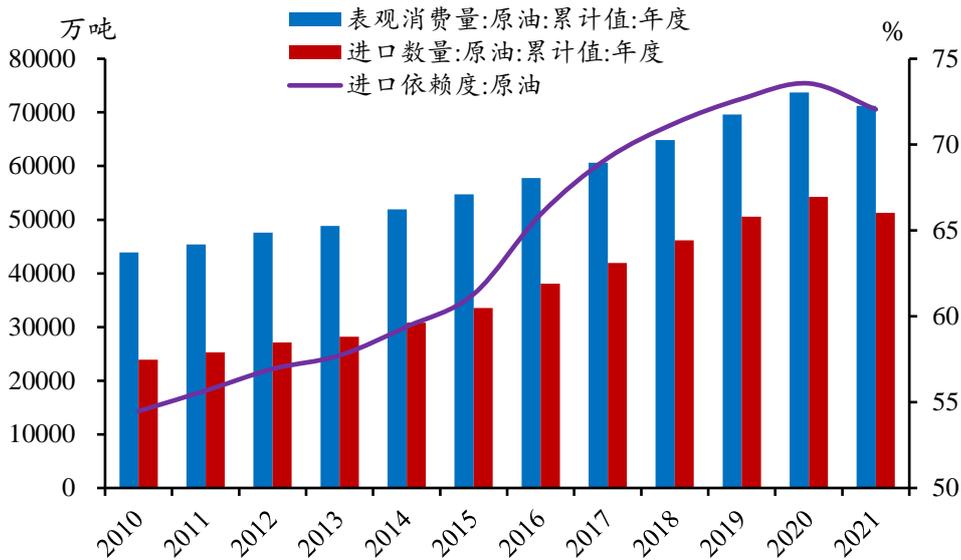
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

原油在我国能源消费中占据重要地位,但进口依赖度仍然较高。在我国能源消费总量中,原油占比接近20%,仅次于原煤(2021年占比约56%)。自供给侧改革和双碳目标提出以来,水电、核电、风电等清洁能源的消费占比明显提升,截至2021年末已达16.6%。近年来天然气消费占比也有所提升,截至2021年末约为8.9%。我国对原油的进口依赖度较高,2018年以来均超过70%。2021年原油进口数量与表观消费量均有所下滑,但进口依赖度仍有72%。这意味着我国仍然是国际油价的被动接受国,国际油价上涨对国内石油产业链、上游资源成本等都有直接的影响。

图 18: 原油在我国能源消费中占据重要地位

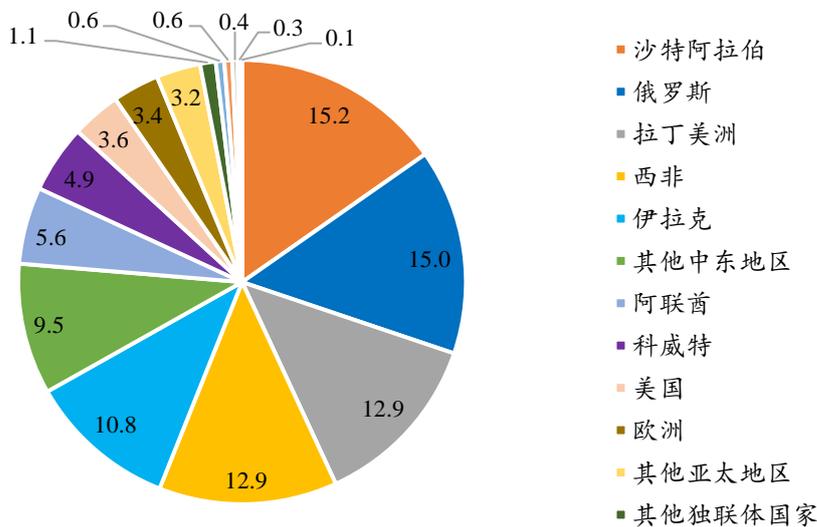


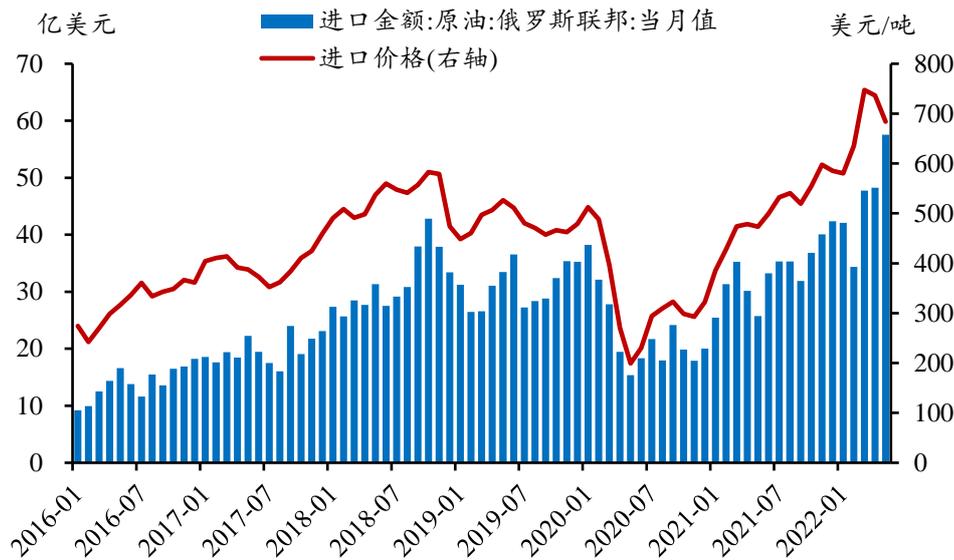
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19：我国原油的进口依赖度仍然较高**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

俄罗斯几乎是我国最大的原油供应国，俄乌冲突加大油价走势的不确定性。从我国原油进口格局来看，占比最高的几个地区依次为沙特阿拉伯 15.2%、俄罗斯 15.0%、拉丁美洲 12.9%、西非 12.9%和伊拉克 10.8%。2022 年以来，美欧对俄发动多轮制裁，包括以欧盟石油禁运为主的能源领域的贸易制裁，让全球供应本就紧缺的能源供应雪上加霜，加大了油价走势的不确定性。从海关总署披露的进口数据来看，俄乌冲突以来中国加大了对俄罗斯原油的进口量。我们通过进口金额与进口数量推算俄罗斯原油进口均价，可见尽管其进口价格相对于国际油价更低，但在本轮能源大通胀中同样呈现为上涨趋势，推升了国内通胀的上行压力。

**图 20：俄罗斯几乎是我国最大的原油供应国**

 资料来源: bp, 信达证券研发中心  
 注: 数据截至 2020 年

**图 21：俄罗斯原油进口均价在本轮能源大通胀中同步上涨**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2、国际粮食危机冲击下，大豆等油料作物具备一定风险敞口

从对 CPI 影响程度上看，粮油分项所占权重较低，受小麦、大豆、花生等作物价格的影响较大。CPI 中粮食分项所占权重较低，约为 1.48%。食用油分项的权重暂不可知，与其他未知权重项合计占比约 6.96%，可知该项所占权重同样较低。CPI 粮食、食用油环比分别与全国原粮、油料收购价指数有较强相关度，通过高频指标中的分项数据构建回归方程。结果显示，小麦价格对 CPI 粮食的影响较大，弹性约为 0.044；花生、大豆价格对 CPI 食用油的影响较大，弹性分别为 0.051、0.045。

**图 22：小麦、大豆、花生等作物价格对 CPI 粮油项的影响较大**

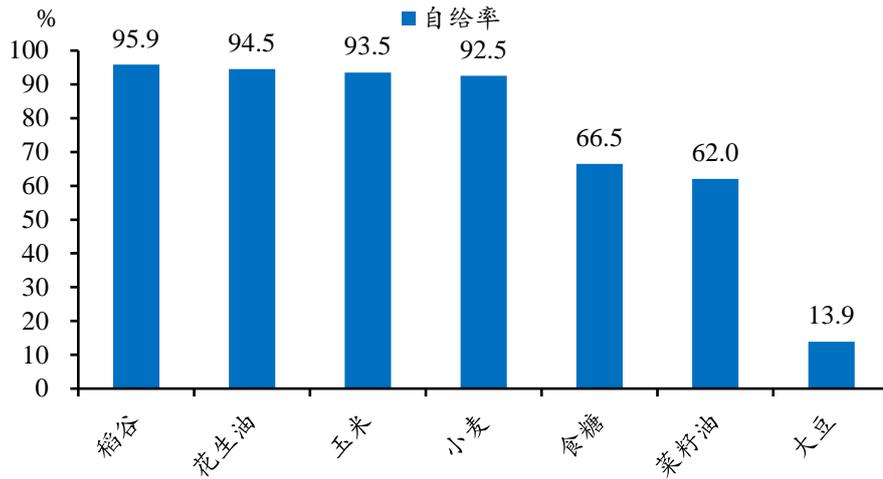
CPI 分项	高频数据	种类	回归系数
粮食	全国原粮收购价指数	小麦	0.044
		玉米	-0.002
		稻谷	0.039
食用油	全国油料收购价指数	花生仁	0.051
		大豆	0.045
		油菜籽	0.065

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

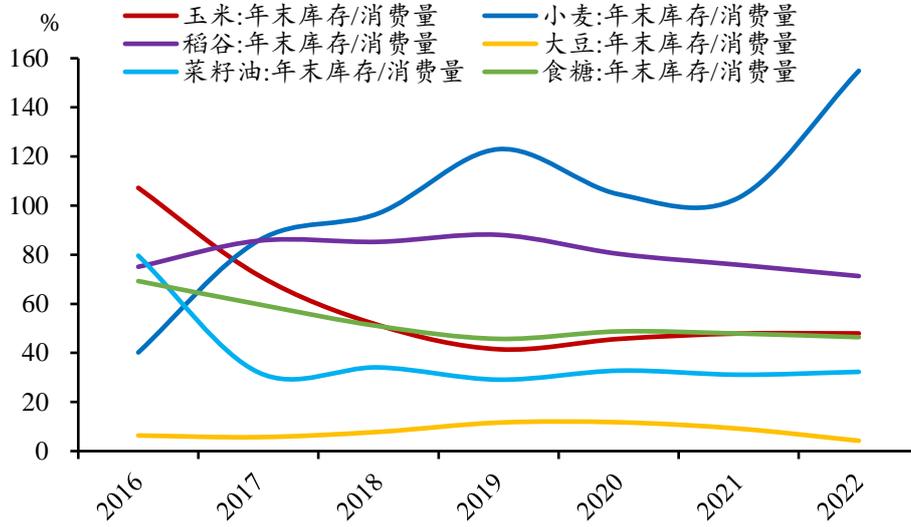
注: 标红项回归结果不显著

我国主粮对外依赖程度较低，且储备充足，受国际粮食危机的影响相对有限。从自给率上看，我国稻谷、玉米、小麦产量占国内总消费量比例均在 90% 以上，基本可以实现自给自足。三大主粮的储备也较为充足，其中小麦的库存消费比超过了 100%，玉米、稻谷的库存消费比都超过了 45%。

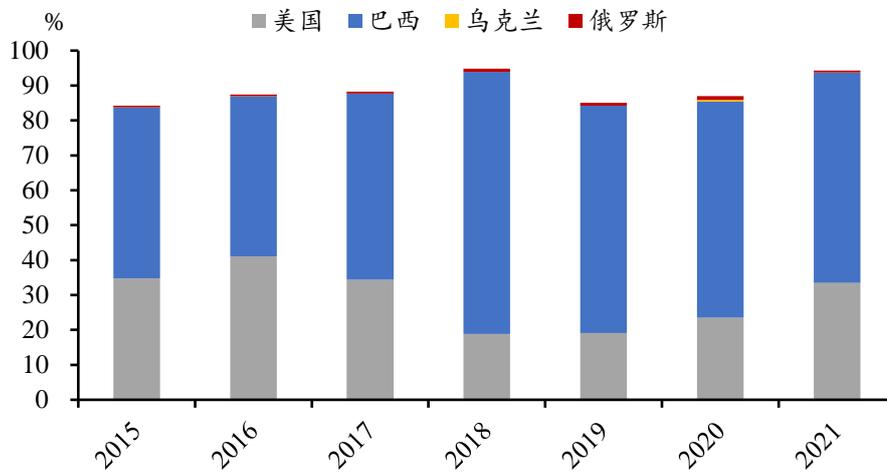
我国油料尤其是大豆的进口依赖度较高，储备低于国际警戒线，具备一定的风险敞口。从自给率上看，我国大豆产量仅占国内总消费量的 13.9%，进口依赖度高。相比之下，花生油、菜籽油自给率分别为 94.5%、62.0%。从库销比上看，菜籽油超 30%，大豆近年来维持在 10% 上下，低于 17% 的国际警戒线。从进口来源上看，我国大豆主要来自美洲，其中巴西占比最高，2019 年以来均在 60% 以上。美国次之，2021 年占比约 33.5%。相比之下，大豆进口对俄乌冲突的风险敞口很低，两国进口占比常年不足 1%。除主粮与油料之外，我国食糖等重要农产品的进口依赖度也相对较低，同时储量充足。

**图 23：我国三大主粮自给率高，大豆则是进口依赖度较高**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 自给率=产量/国内总消费量

**图 24：我国三大主粮储备较充足，油料作物库销比相对较低**


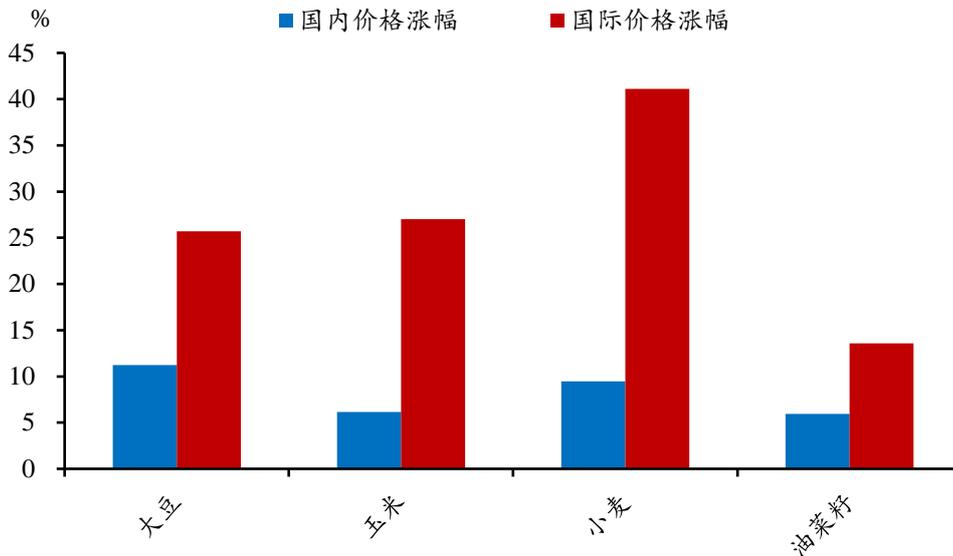
资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 2022 年数据为预测值

**图 25：俄罗斯、乌克兰在我国大豆进口总量中占比不足 1%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中国建立有一系列粮食保供稳价政策机制，能够相对弱化国际粮价的输入性影响。十四五规划确立了“提高农业质量效益和竞争力”的发展基调，其中增强农业综合生产能力、保障重要农产品供给安全是根本。在稳定粮价方面，我国建立有粮食收储制度，能够有效发挥中央储备粮“压舱石”和地方储备粮“第一道防线”的作用，同时鼓励多元市场主体参与收购，整体形成功能互补、协同高效的粮食储备结构。在政策支持下，国内市场能够有效平抑粮食市场波动，弱化国际粮价的输入性影响。截至5月31日，国内主要粮油商品价格较年初均有不同程度上涨，但涨幅相较国际价格更低。

图 26：年初至 5 月末，国内粮油价格涨幅相对国际价格更低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3、汇率阶段性贬值放大输入性通胀压力

4 月份以来人民币汇率一度快速贬值。4、5 月份人民币汇率分别贬破 6.5、6.6 关口，即期汇率一度贬至 6.7967。6 月份以来汇率趋于稳定，基本维持在 6.70 的水平上下波动。

预计下半年人民币汇率中枢约为 6.70，较去年同期贬值约 4.2%。影响人民币汇率走势的几大因素：1) 2022 年新一轮疫情进入扫尾阶段，在下半年境内疫情基本防控得当的情形下，中国经济有望企稳复苏，减轻汇率贬值压力。2) 资本外流压力最大的时点已过，但在美联储史诗级加息的路径下，全球资本仍有较大的回流压力。3) 美国货币政策明显紧于中国，中美利差倒挂，下半年有较高可能性进一步走阔。4) 出口盛况正在落下帷幕，短期反弹不具备可持续性，对于汇率的支持趋于减弱。综合来看，下半年支撑汇率升值的因素较为有限，参考中国外汇交易中心 6 月份以来 3M、6M 远期汇率报价，预计下半年中枢约为 6.70，较去年同期 6.43 的水平贬值约 4.2%。

**汇率贬值放大输入性通胀压力。**由于国际贸易进口货物以美元结算为主，人民币兑美元汇率贬值会抬高进口价格，放大输入性通胀压力。我国进口贸易以大宗商品和原材料为主，油价、粮食价格上涨均会传导至 CPI。盖静（2017）实证研究表明，名义汇率对进口价格指数（IMP）和 PPI 影响程度较大，持续时间更长，传递系数分别为 0.262 和 0.126 个单位。这与进口价格指数、PPI 中能源、金属等国际大宗商品占比较高有关。对 CPI 的传递效率相对较低，为 0.03。参考这一研究结论，2022 年下半年汇率贬值对 CPI 约为 +0.13%。

**图 27：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

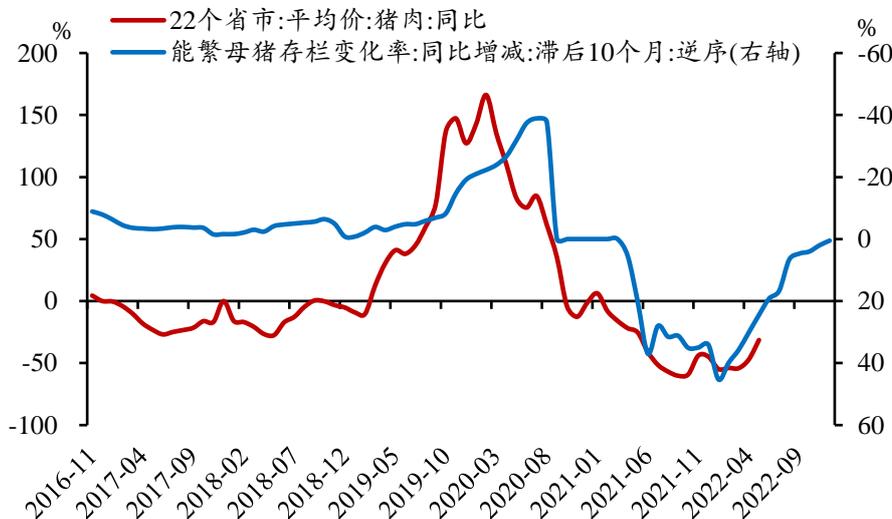
## 2.2 国内通胀因素：新一轮猪周期、PPI 向 CPI 传导加强

下半年国内通胀因素同样趋于上行，主要有新一轮猪周期、PPI 向 CPI 传导加强等。其中猪肉价格所占权重较高，对 CPI 的影响显著，尤其需要重视。

### 1、新一轮猪周期将在三季度启动

我们在报告《2022 年：CPI 的转向之年——暨 CPI 分析框架》中详解了基于猪周期的猪肉价格预测方法。在近期报告《新一轮猪周期将在三季度启动》中我们判断目前猪肉供大于求的基本面尚未改变，新一轮猪肉价格上行周期将于三季度启动，并从三个维度予以论证。

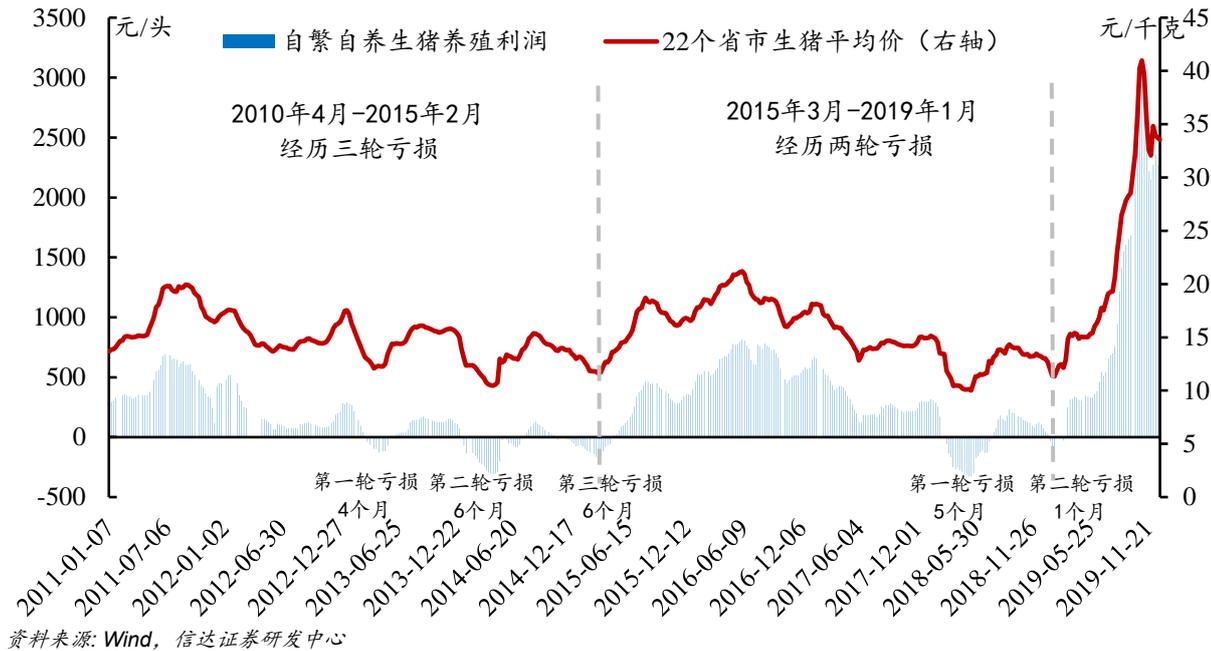
**产能视角：能繁母猪 2021 年二季度末出现拐点。**根据生猪养殖过程，能繁母猪存栏量领先猪肉出栏约 10 个月，鉴此可基于能繁母猪存栏量情况预测猪肉价格。农业部数据显示，2021 年二季度末能繁母猪存栏同比出现拐点，并迎来趋势性下滑。截至今年 3 月末，能繁母猪存栏同比已进入负区间，同比下降 3.1%，5 月末降幅进一步扩大，同比下降 8.2%。这意味着近期猪肉供大于求的局面还将持续，随着生猪产能的进一步下降，将从今年三季度开始逐步推升猪肉价格。

**图 28：能繁母猪领先猪肉价格 10 个月**


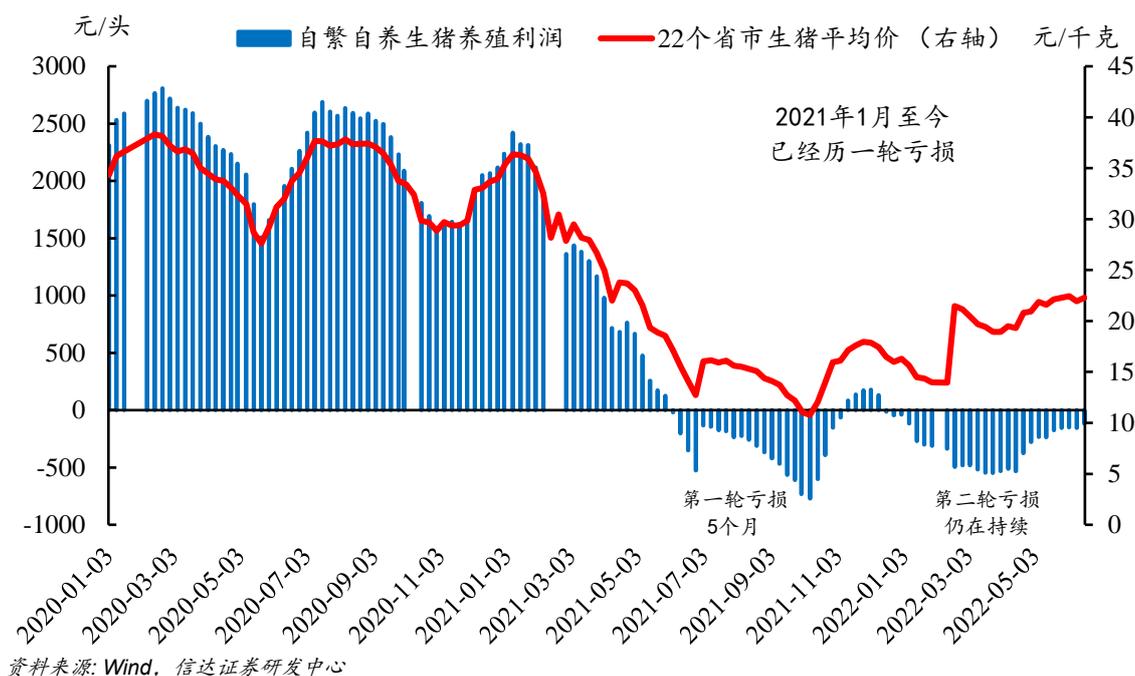
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**盈利视角：生猪养殖行业已经历两轮亏损。**除了能繁母猪存栏以外，生猪养殖行业的利润情况也是判断猪周期的关键指标。在猪周期的下行阶段，行业出现大面积亏损将降低养殖户的积极性，导致养殖企业缩减产能、散养户退出市场。产能加速出清有助于猪肉价格企稳并开启新一轮上行周期。回顾过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损之后，下行周期才得以结束。本轮猪周期从2021年年初进入下行通道，2021年6月开始出现亏损，直至11月扭亏为盈，在5个月的亏损期中，最高亏损达到了731元/头。今年春节过后，生猪供大于求导致猪肉批发价格转头下行，引起了自繁自养模式的新一轮的大面积亏损。3月以来，受南美干旱、俄乌冲突影响，豆粕和小麦价格上涨。饲料涨价的背景下，即便4月猪肉价格回升，养殖户依然处于亏损状态。由此，第二波亏损已经持续了4个月，行业正处于产能去化的关键阶段，未来供需关系将持续改善。

**图 29：过去的两轮猪周期，养殖行业分别出现了两次、三次的亏损**



**图 30：今年 1 月以来养殖企业迎来新一轮亏损**



**政策视角：官方传出猪价上行的暖风。**4月19日，国家发改委举行的新闻发布会上，新闻发言人孟玮表示，生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖，生猪价格有望逐步回升至合理区间。4月20日农业农村部表示，到今年三季度中国生猪养殖有望实现扭亏为盈。6月23日农业农村部常务会议通过《生猪产能调控工作方案》，从严从实建立奖优罚劣机制，切实稳定生猪生产。

**我们推断下半年政府通过抛储等方式控制猪肉价格上行的动力较低。**根据2021年6月发布的《完善政府猪肉储备调节机制，做好猪肉市场保供稳价工作预案》，生猪生产盈亏平衡点的猪粮比价约为7:1。截至6月17日，猪粮比为5.69，尚未达到盈亏平衡点，与2010年以来的猪粮比均值7.86也存在较大距离。在养殖户经营压力普遍较为严峻的情况下，我们推断下半年政府通过抛储等方式调控猪肉价格的动力较低。

图 31：猪价相关政策表态

日期	相关文件/会议	内容
2021年9月	《生猪产能调控实施方案(暂行)》	“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 <b>4100万头左右</b> ， <b>最低保有量不低于3700万头</b> 。
2022年4月18日	新华社 《当前中国经济十问》	随着猪肉市场由供求基本平衡向紧平衡过渡，预计到 <b>二季度或三季度</b> ，猪肉价格或将进入上行通道，拉动CPI温和上涨。
2022年4月19日	国家发改委新闻发布会	生猪价格已低位运行较长时间，进一步大幅下跌的可能性较小，随着后期消费回暖， <b>生猪价格有望逐步回升至合理区间</b> 。
2022年4月20日	农业农村部	随着新生仔猪数高位回调、饲料成本高位回落等有利因素不断积聚， <b>三季度生猪养殖有望实现扭亏为盈</b> 。
2022年6月23日	审议通过《生猪产能调控工作方案》	强调要把生猪产能调控工作考核作为稳定生猪生产的关键措施， <b>从严从实建立奖优罚劣机制</b> 。会同相关部门督促落实好支持生猪生产的金融、环保、用地等政策， <b>切实稳定生猪生产</b> 。
2022年6月24日	政策性收储	年内第十三批中央储备冻肉收储启动。

资料来源：信达证券研发中心整理

图 32：目前猪粮比处于较低区间

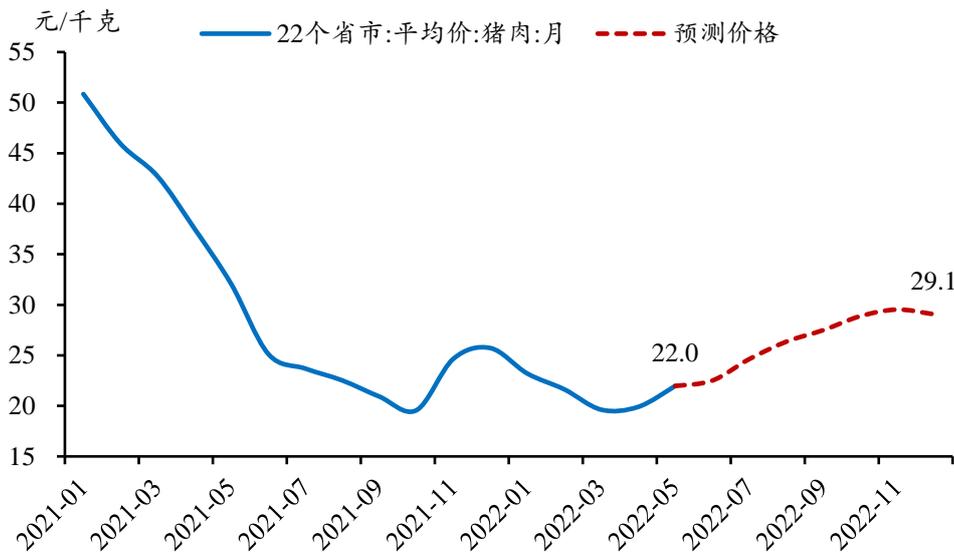


资料来源：Wind，信达证券研发中心

预计下半年猪价将持续上行，年末涨至近30元/千克。三季度将开启新一轮猪周期，结合历轮上升周期中猪价的

上涨情况，预计年内价格底已过，下半年猪肉价格或逼近 30 元/千克，较年初明显上涨。

图 33：下半年猪肉价格预测



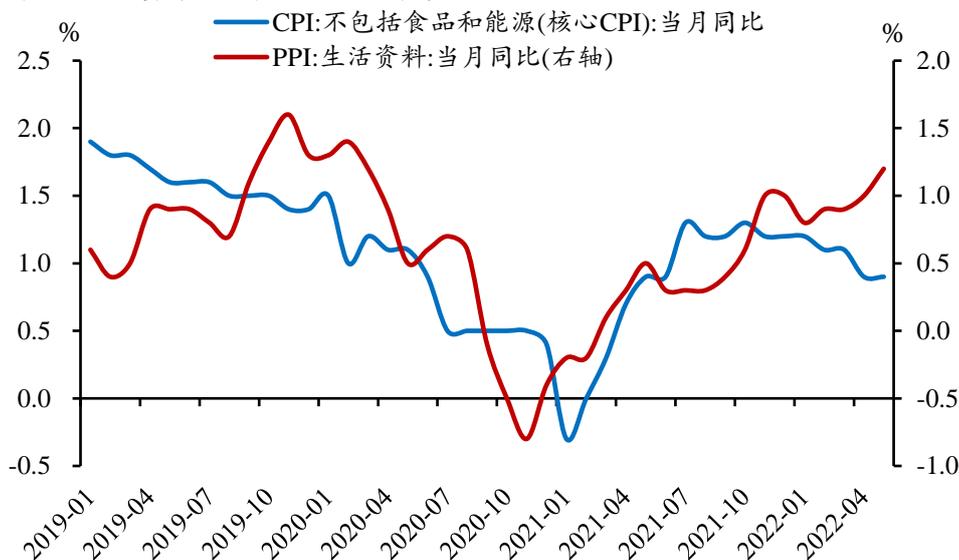
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2、PPI 加强向 CPI 传导

**PPI 通过“生产资料 PPI—生活资料 PPI—CPI”链条影响 CPI。**从历史数据来看，生活资料 PPI 与核心 CPI 走势有较好的关联性，前者领先 2 个月左右。2021 年四季度以来两项指标出现明显分化，生活资料 PPI 在中上游涨价的成本压力下连续上行，核心 CPI 则出现下降。究其原因，期间国内外经济压力加大，国内面临“三重压力”、新一轮疫情，境外地缘政治冲突加剧、主要经济体货币政策转向，在此背景下，居民需求转弱，上游成本涨价向下游商品价格的传导受阻。

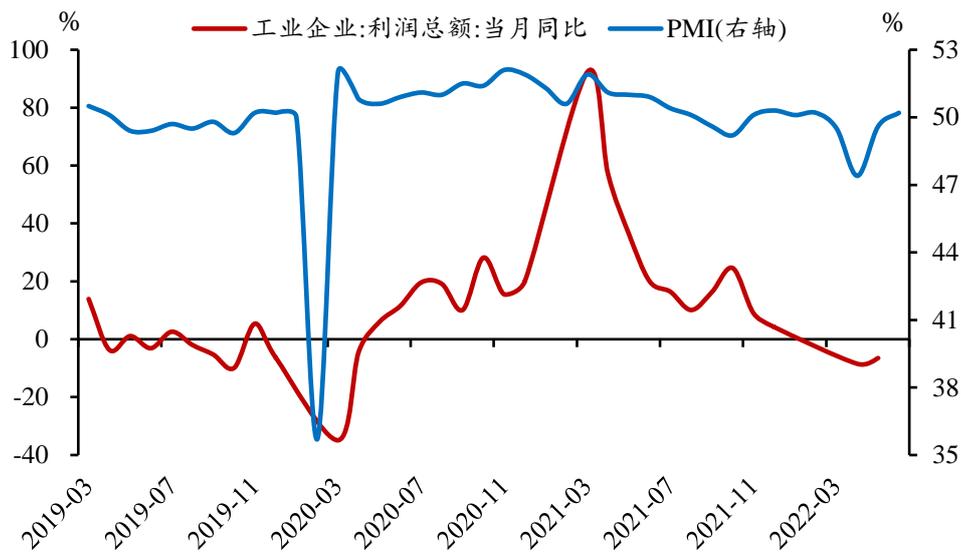
**随着经济爬坡、需求修复，PPI 将加强向 CPI 的传导。**疫情后经济将迎来回补式修复，从多项指标上看，低谷期已过，需求有望持续复苏。一是 6 月制造业 PMI 回升 0.6 个百分点至 50.2%，建筑业、服务业商务活动指数分别为 56.6%、54.3%，经济重回扩张区间。二是工业企业利润边际改善，当月同比降幅出现拐点，企业盈利有望在下半年迎来回暖。

图 34：生活资料 PPI 与核心 CPI 走势有较好的关联性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 6 月制造业 PMI 重回扩张区间, 工业企业利润边际改善

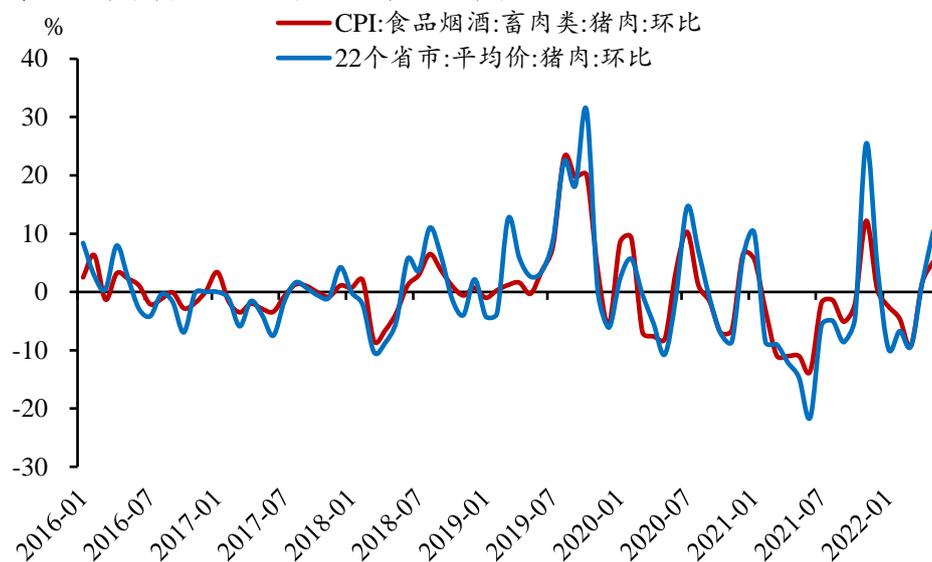


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 2.3 下半年 CPI 大概率破 3%

在影响下半年 CPI 走势的一系列因素中, 我们重点考虑猪周期和原油价格的影响。前文中已给出关于下半年的猪肉价格预测, 猪肉价格环比可以很好地拟合 CPI 猪肉环比。基于 2016 年以来数据构建回归模型, 拟合优度达 81.4%。将下半年猪肉价格环比的预测值代入回归方程, 就可以得到 CPI 猪肉环比的预测值。原油价格方面, 我们参考 EIA 给出的布伦特油价预测。

图 36: 猪肉价格环比可以很好地拟合 CPI 猪肉环比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

EIA 预计下半年布油均价为 110 美元/桶, 持续居于历史高位。5 月份以来, 中国境内疫情缓解, 上海和北京等主要城市的相关限制放松, 6 月 3 日欧盟宣布将在今年年底前削减 90% 的俄罗斯原油进口, 原油价格不断上涨。截至 6 月 29 日, 布伦特原油现货价涨至 124.8 美元/桶, 6 月均价达 124 美元/桶。EIA 主要基于三条逻辑预测下半年油价:

- 1) 2022 年全球 GDP 增长 3.1%，较 2021 年 6.0% 增速有所回落（牛津经济研究院预测），全球需求趋缓。
- 2) 6 月 2 日 OPEC+ 宣布上调 7、8 月份的原油产量目标，为反映这一变化，EIA 将下半年 OPEC 原油产量预测调整为 2920 万桶/天，较上半年上调 80 万桶/天。
- 3) EIA 预计俄罗斯液体燃料总产量将从 2022Q1 的 1130 万桶/天降至 2023Q4 的 930 万桶/天，其中反映了欧盟禁运和禁止进口俄罗斯原油的规定。

综合上述，尽管供应紧、需求旺的错配格局有望缓解，但在一系列不确定性因素的影响下，油价仍然存在大幅波动甚至进一步上行的风险。这些因素包括当前全球库存水平较低，俄乌冲突或导致各方制裁与反制裁超预期等。

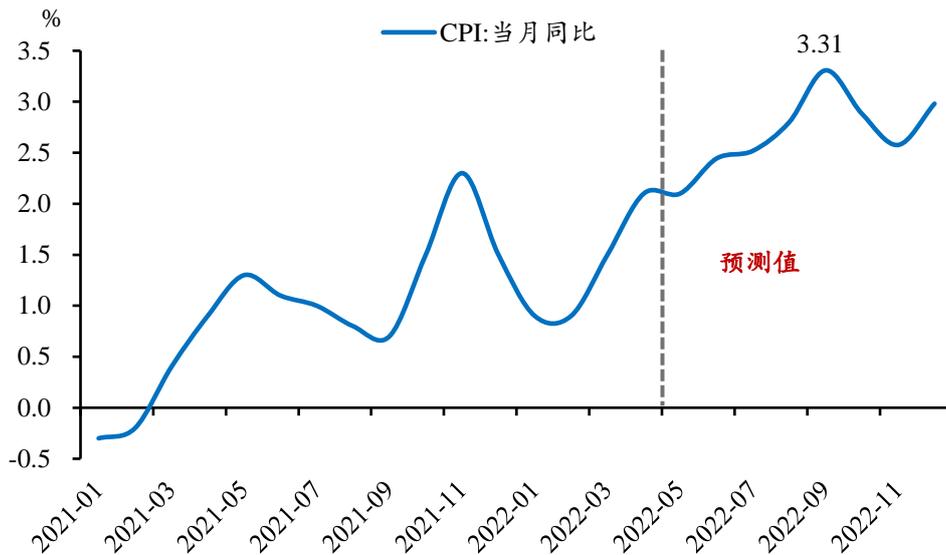
图 37：EIA 预计下半年布油均价为 110 美元/桶，持续居于历史高位



资料来源: EIA, Wind, 信达证券研发中心

采用分项环比法预测下半年 CPI。得到油价预测值后，通过建立回归方程拟合 CPI 交通工具用燃料项。其余分项有较明显的季节性特征，我们采用历史均值法预测 CPI 其余分项环比，在建模过程中加入国际粮食危机、下半年汇率贬值和 PPI 加强向 CPI 传导的影响。测得 CPI 环比后，再通过环比累乘或公式推导的方法，得到 CPI 当月同比预测值。

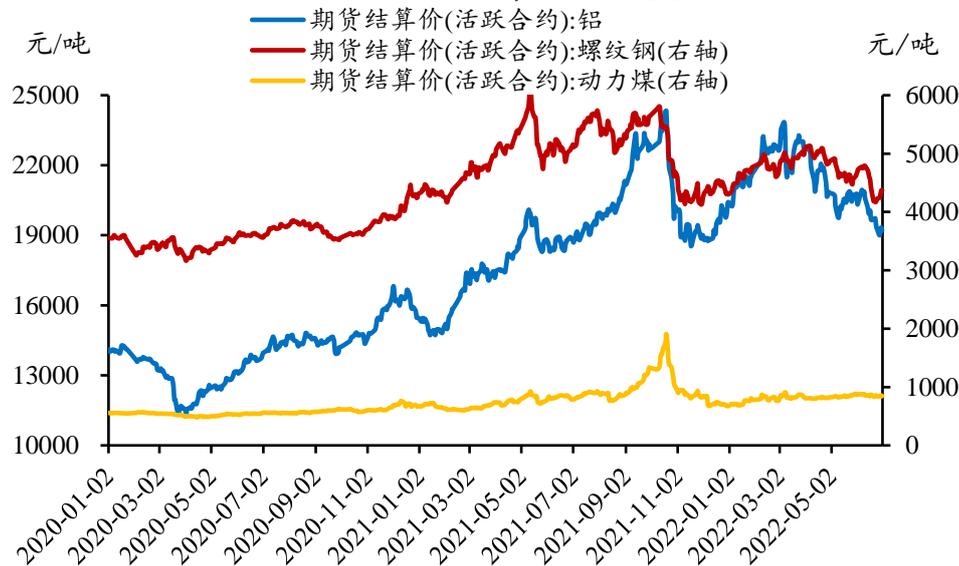
下半年通胀压力或将明显加剧，CPI 大概率破 3%。预测结果显示，猪周期启动将对 CPI 造成较大上行压力，油价维持高位、国际粮食危机、汇率贬值、PPI 加强向 CPI 传导（去年基数较低）等因素将进一步推升 CPI。预计下半年 CPI 当月同比中枢约为 2.8%，全年中枢 2.3%。从节奏上看，9 月或出现 CPI 第一个高点，约 3.3%，小幅回调后年末再度逼近 3%。

**图 38：下半年 CPI 大概率破 3%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、下半年 PPI 展望：持续下行，年底降至 1% 左右

PPI 走势受“三黑一色”行业主导，分别对应石油、钢铁、煤炭和有色金属。2021 年 PPI 同比一度触及 13.5% 的历史高点，正是受到相关大宗商品价格的影响，包括：1) 以原油为主的国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀；2) 国内煤炭供需存在缺口，煤炭产业链价格飙升；3) 黑色、有色金属冶炼等高耗能行业受限电限产政策影响较大，螺纹钢、铜、铝等金属商品价格显著上涨。2022 年以来，受保供和限价政策等影响，国内动力煤价格基本保持稳定；3、4 月份以来，铝和螺纹钢价格先后进入下行通道。

**图 39：3、4 月份以来铝和螺纹钢价格先后回落，煤炭价格稳定运行**


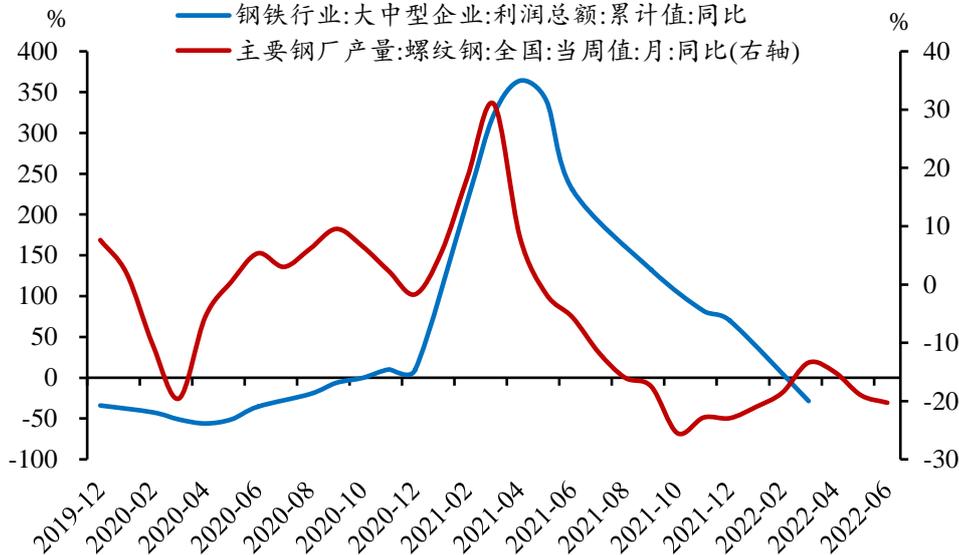
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年来看，大宗商品价格环比上涨动能有限，高基数压力下 PPI 不改下行趋势。原油价格走势已在前文作讨论，不再赘述，其他商品价格：

1) **螺纹钢**：价格趋稳或温和上涨。供给端来看，实行双碳政策以来钢铁行业保持减产势头，螺纹钢产量连续出现同比负增长。2022 年 4 月，国家发改委在新闻发布会上表示，为保持政策连续性稳定性，将继续开展全国粗

钢产量压减工作。与供给受限伴随的是行业利润下行，截至今年 3 月末大中型钢铁企业利润总额累计同比下降 28.5%，未来或加速钢铁行业产能出清，下半年供应偏紧。需求端来看，4 月份以来受国内疫情和经济增长压力的影响，建筑业施工放缓，钢材需求一度被压制。随着下半年疫情影响弱化，稳增长政策生效，以基建为首的各项需求将逐步释放，拉升钢材需求。综合来看，下半年螺纹钢价格趋于稳定，若增量政策方向为加码基建，或进一步刺激需求推动价格温和上涨。

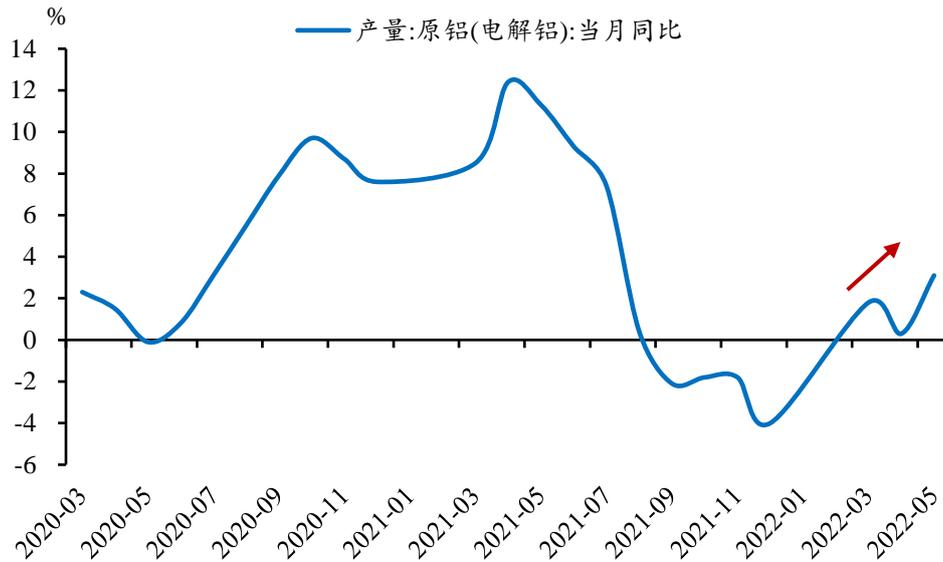
图 40：双碳政策下钢铁行业保持减产势头，行业利润下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

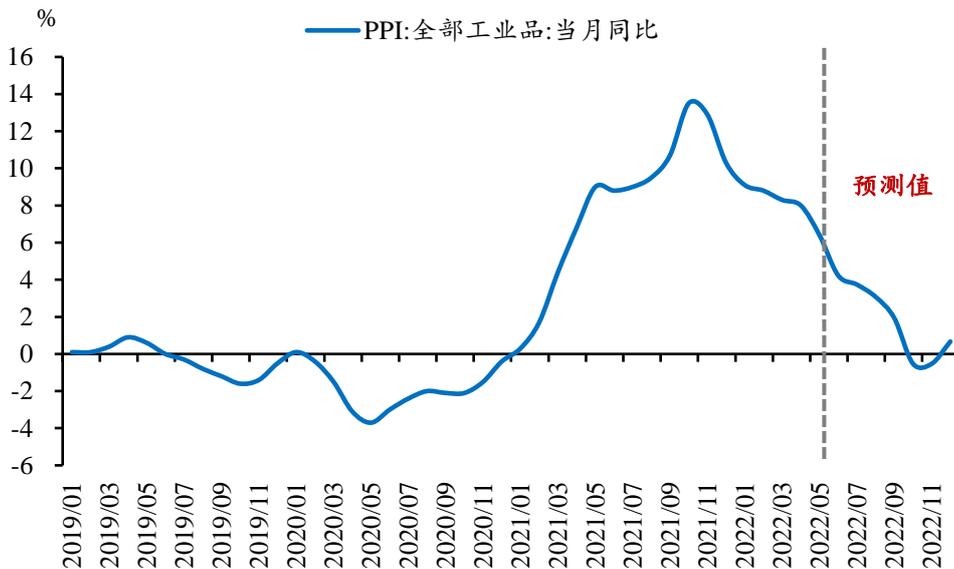
**2) 煤炭：价格有望长期稳定运行。**中短期来看，夏季用电高峰将至，或推升煤炭需求。考虑到国家发改委严格执行限价政策（5 月 1 日起实施《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》），且今年以来各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，预计短期内对价格波动的影响有限。长期来看，引用信达证券研发中心能源行业的研究观点，能源资源在未来数年或将持续呈现趋紧态势，与行业十年下行、产能出清，过去五到十年产能投资下滑，资本开支严重不足，以及发达经济体长期超发货币等因素有关。基于此，煤炭等能源商品价格或在未来稳定维持在偏高位置。

**3) 铝、铜：价格下行趋势或延续。**中国是全球产量居前的铜、铝冶炼国，通过冶炼加工生产阳极铜、电解铝等。但中国上游原料的自给率并不高，主要从海外进口铜矿、铝土矿等。下半年来看，随着海外矿产生产逐步修复，供给趋于回升；同时海外需求趋于回落，主要与发达国家央行采取紧缩性货币政策、全球经济增长承压有关。综合来看，有色金属行业上游价格压力趋于缓解。中下游来看，国内电解铝供应压力较轻，未来清洁能源水电铝一体化有良好发展空间，同时中下游需求逐步修复，下半年供需格局趋于稳定。

**图 41：电解铝供应压力减轻**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

预计下半年 PPI 持续下行，年底降至 1% 左右。经验上，PPI 具有大起大落特征，上行通道之后往往伴随着下行通道。2011 年 7 月见顶后，进入 14 个月的下行通道；2017 年 2 月见顶后，进入长达三年的下行通道。下半年，在高基数影响下预计 PPI 同比将继续下行，年末降至 1% 左右，全年中枢约 4.4%。

**图 42：预计下半年 PPI 同比将继续下行**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 四、货币政策展望：还有多少发力空间？

基于海内外最新经济形势，我们对下半年国内货币政策有四点展望：

**第一，受美联储加息与国内通胀上行约束，MLF 利率再难下调。**历史上的美联储加息期，中国央行从未降低政策利率。自 3 月份美联储开启加息以来，中美利差迅速收窄并发生倒挂，加剧了境内资本尤其是债券市场的资本外流。下半年美联储很可能继续采取激进加息，市场预计年底基准利率将加到 3.5% 左右，或推升人民币汇率贬值压力，对央行再降息形成硬约束。此外，国内通胀上行对央行下一阶段货币政策的影响程度可能会增加，一季度货币政策执行报告中，央行重点提及“密切关注物价走势变化”，根据我们的预测，下半年 CPI 大概率破 3%，中

枢较上半年明显抬升。

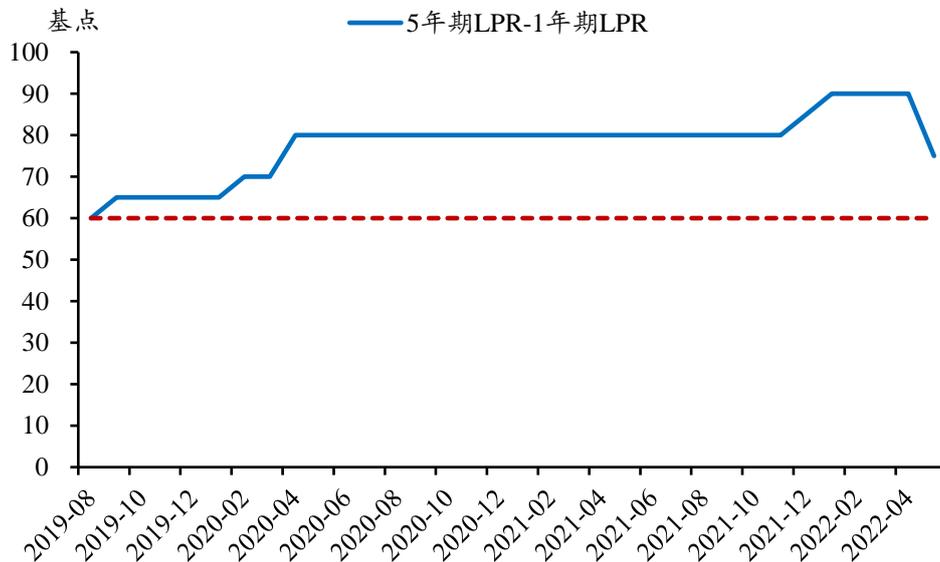
图 43: 3 月美联储加息以来中美利差迅速收窄并发生倒挂



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第二，货币政策将继续从总量上发力，或以降 LPR 为抓手。**6 月 27 日央行行长易纲接受中国国际电视台（CGTN）专访时表示，“货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏”，我们认为央行或以降 LPR 为抓手。一是相比 MLF 利率，降 LPR 对金融市场的影响较小，前者作为基准利率对债券等金融资产具有直接影响，后者是贷款基准利率，而信贷资产基本在境内流转，基本没有资本外流风险，不受美联储牵制。二是在存款利率改革的支持下，银行有望进一步降低负债成本，为 LPR 下调创造空间，从期限利差等现实角度来看，再降 5 年期 LPR 的可能性较大。三是考虑到当前信贷结构偏弱，降 LPR 对于稳房贷、稳预期的意义重大。

图 44: 5 年期 LPR 仍有下调空间

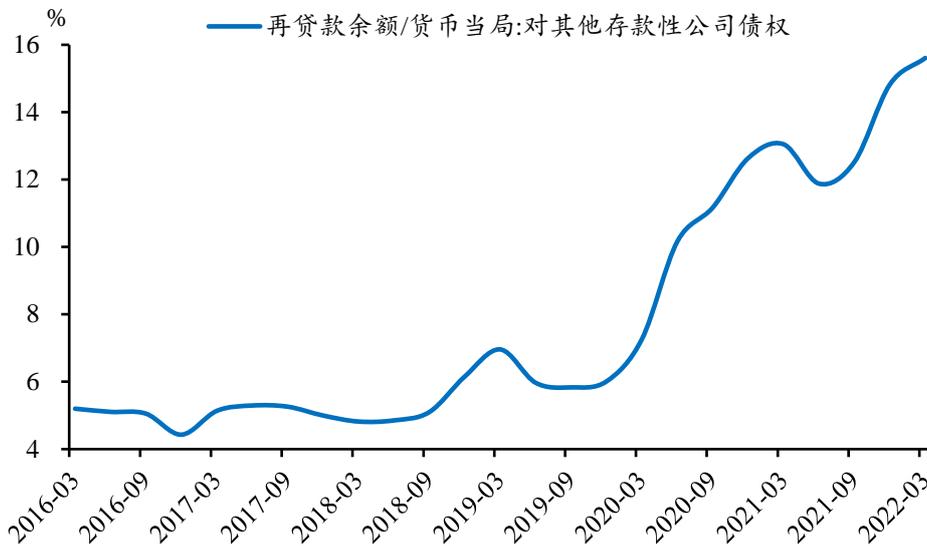


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第三，进一步运用结构性货币政策工具。**2021 年下半年以来结构性工具频现，体现了央行逆周期调控的政策思路。今年以来，央行先是推出 4400 亿元再贷款工具；5 月 31 日国务院印发《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，加码结构性货币政策，包括普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1%提高至 2%、继续新增支农

支小再贷款额度、加大再贴现支持力度、加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度等；6月1日国常会部署金融支持基础设施建设，调增政策性银行8000亿元信贷额度；6月30日国常会确定政策性开发性金融工具支持重大项目的举措，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新基建在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥。下一阶段，货币政策将继续从结构上发力，更好支持经济复苏。

图 45：2020 年以来，再贷款在央行操作中的占比明显提升

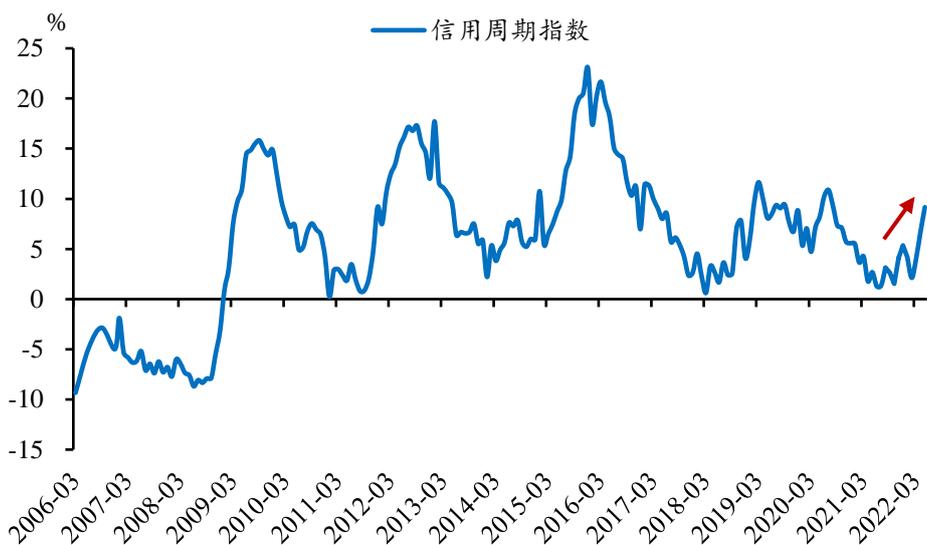


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 再贷款余额为支农、支小、扶贫、专项扶贫再贷款四项之和

**第四，疫情的暂时性影响趋于消退，市场重回宽信用逻辑。**我们在前期报告《结构性货币政策工具是怎样一步步壮大起来的?》、《市场重回宽信用逻辑》中先后提示了市场将重回宽信用，参考历史上信用扩张周期的经验规律，该来的宽信用还是会来。未来推动信用扩张的几大因素包括：专项债发行高峰拉动社融明显增长，财政发力基建带动配套融资多增，房贷利率下调与各地限购限售松绑下房贷有望企稳，信贷政策引导下制造业中长期贷款保持快速增长，央行运用结构工具支持普惠小微、涉农、绿色贷款增长。

图 46：4、5 月份信用周期指数持续扩张



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。