银行

证券研究报告
2022 年 11 月 19 日

三季度货币政策执行报告点评： 宽信用，稳货币，信贷投放量增价稳可期

事件：11 月 16 日，央行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告。

高度重视未来通胀升温的潜在可能性，稳增长与稳物价兼顾

货币政策执行报告中关于通胀的表述调整为“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，对通胀的重视程度显著提高。潜在通胀压力可能通过以下几方面传导：一是外部输入性通胀压力，二是近期我国 M2 增速处于相对高位，若总需求进一步复苏可能带来通胀升温的滞后效应；三是在疫情优化防控等政策引导下，消费动能可能被快速释放，结构性通胀压力加大。结合央行近期的公开市场操作行为进行分析，11 月 15 日 MLF 到期后央行采取 8500 亿元 MLF 缩量续作和 1720 亿元公开市场逆回购操作，而非市场此前猜测的降准释放流动性，货币政策边际收敛，或出于防止流动性过于宽松增加通胀压力的考虑。

9 月贷款利率继续下行，再创新低

9 月贷款加权平均利率的下行延续之前趋势。一方面，三季度以来稳经济政策持续发力，政策端支持融资成本降低让利实体。8 月 LPR 利率下调带动 9 月新发生贷款利率下行；另一方面，从贷款投向看，9 月贷款增量上企业端中长期贷款占优，我们预计贷款增量以低定价的基建类贷款为主，有望带动新发生贷款利率下行。9 月中旬，部分全国性银行主动下调存款利率，或将带动其他银行跟进调整，或能为贷款利率的下行提供空间。

居民端信贷需求有望回暖

三季度货币政策执行报告中新增降低个人消费信贷成本表述，今年以来，居民端信贷一直同比少增，我们估计央行提出降低个人消费信贷成本与提升个人融资积极性、促进消费有关。从居民中长期贷款考虑，个人住房贷款在居民中长期贷款中具有支柱作用，近期监管为稳地产启动的一揽子支持政策，降低居民购房信贷成本，下一阶段政策端有望持续在个人住房信贷板块发力；从短期贷款考虑，在下一阶段提振内需或成为稳经济的重要发力点，更多措施提振居民信贷需求值得期待。

投资建议：政策加持，信贷投放有望量增价稳

结合三季度货币执行报告的增量信息以及近期的宏观政策形势，我们对信贷投放有如下判断。一是信贷投放有望量增质优，从居民端来看，随着疫情防控政策调整、房地产支持政策多箭齐发，居民收入预期有望改善，加之居民消费信贷成本下降，居民端信贷增量大概率回暖；从企业端来看，在疫情防控政策调整的大背景下、企业复工复产加快，信贷需求结构有望多元化。二是信贷价格有望保持平稳，预计下一阶段资金价格下行空间不大，进而贷款利率随之下行的空间有限。在当前形势下，部分银行得益于区位优势和公司成熟的经营策略，基本面脱颖而出，成长性愈发凸显。推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、成都银行、兴业银行。

风险提示：宏观经济疲弱，信贷需求低于预期，资产质量低于预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2022-11-18	投资评级	EPS(元) 2021A	2022E	2023E	2024E	P/E 2021A	2022E	2023E	2024E
600036.SH	招商银行	32.07	买入	4.76	5.43	6.31	7.41	6.74	5.91	5.08	4.33
002142.SZ	宁波银行	28.68	买入	3.13	3.59	4.24	5.01	9.16	7.99	6.76	5.72
601128.SH	常熟银行	7.23	买入	0.80	0.99	1.23	1.49	9.04	7.30	5.88	4.85
600919.SH	江苏银行	7.04	买入	1.33	1.75	2.11	2.58	5.29	4.02	3.34	2.73
601838.SH	成都银行	14.40	买入	2.17	2.82	3.48	4.19	6.64	5.11	4.14	3.44
601166.SH	兴业银行	16.22	买入	3.98	4.53	5.26	6.22	4.08	3.58	3.08	2.61

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

刘斐然 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120002
liufeiran@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《银行-行业点评:10 月社融点评：社融靴子落地，政策红利或临近》 2022-11-11

2 《银行-行业研究周报:专项债提前批呼之欲出，政策加码中长期信贷投放》 2022-11-07

3 《银行-行业点评:利率周报（2022.10.29-2022.11.04）美联储加息如约而至，10 月 PSL 投放再蓄力》 2022-11-06

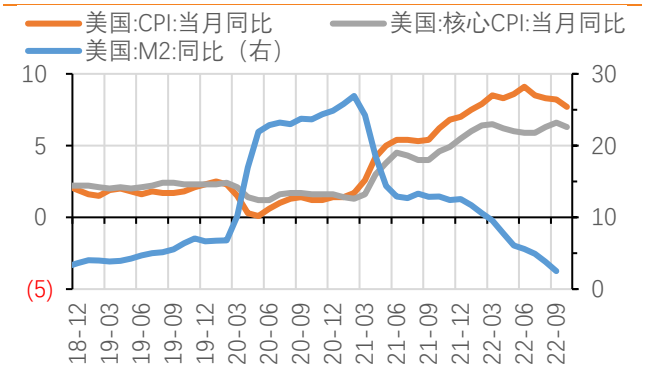
事件：11 月 16 日晚间，人民银行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告。与二季度货币政策执行报告的内容和数据进行对比（见后文表 1），我们对此次报告中的增量重点信息点评如下。

1. 高度重视未来通胀升温的潜在可能性，稳增长与稳物价兼顾

货币政策执行报告中关于通胀的表述由二季度的“密切关注国内外通胀形势变化”调整为“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化…保持物价水平基本稳定”，我们对 2019 年以来央行对通胀的表述进行对比，可以发现央行对通胀的关注度从今年二季度以来有所升温，认为“短期内我国结构性通胀压力可能加大”。此次“对通胀升温的潜在可能性”的表述为近年来首次出现，且措辞中对通胀的重视程度显著提高。（见后文表 2）

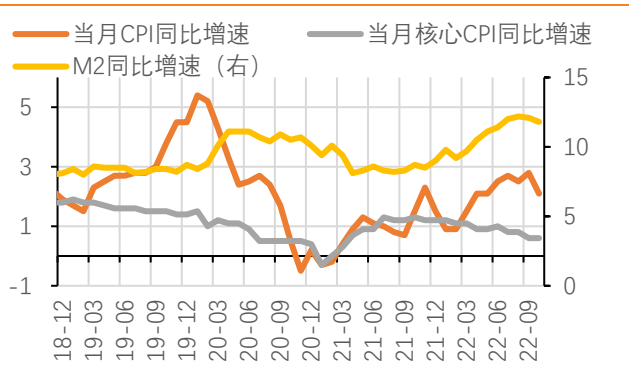
从央行的表述和目前国内外经济形势分析，潜在通胀压力可能通过以下几方面传导：一是外部输入性通胀压力仍在，美国等发达经济体 CPI 同比增速保持在近年来高水平，且海外多次加息后通胀仍处高位，粘性较强；二是近期我国 M2 增速处于相对高位，比照美国的 M2 和 CPI 同比增速走势，随着我国防疫政策调整，若总需求进一步复苏可能带来 CPI 同比走高、通胀升温的滞后效应；三是从我国目前 CPI 的增长结构看，虽然目前我国尚保持居民消费价格温和上涨，前三季度 CPI 累计同比上涨 2.0%，涨幅比上半年提高 30bp，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 在疫情等因素对需求端的抑制下，前三季度累计同比增速仅 0.9%，环比上半年下降 10bp。在疫情优化防控等政策引导下，消费动能可能被快速释放，那么前期被抑制的核心 CPI 大概率增速提升，或拉动 CPI 上升，结构性通胀压力加大。

图 1：美国 CPI 同比增速（%）较 M2 同比增速（%）有滞后



资料来源：wind，天风证券研究所

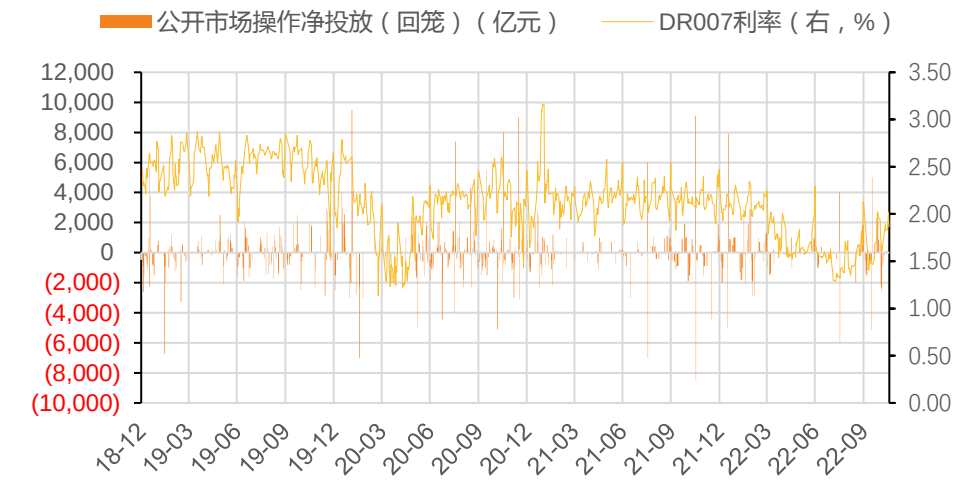
图 2：我国核心 CPI 同比增速（%）低位运行



资料来源：wind，天风证券研究所

三季度货币政策报告中增加货币政策兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡的表述，结合央行近期的公开市场操作行为进行分析，11 月 15 日 MLF 到期 10000 亿元，人民银行采取 8500 亿元 MLF 缩量续作和 1720 亿元公开市场逆回购操作，而非市场此前猜测的降准释放流动性，货币政策边际收敛，或出于防止流动性过于宽松增加通胀压力的考虑。

图 3：2022 年 11 月 MLF 缩量续作

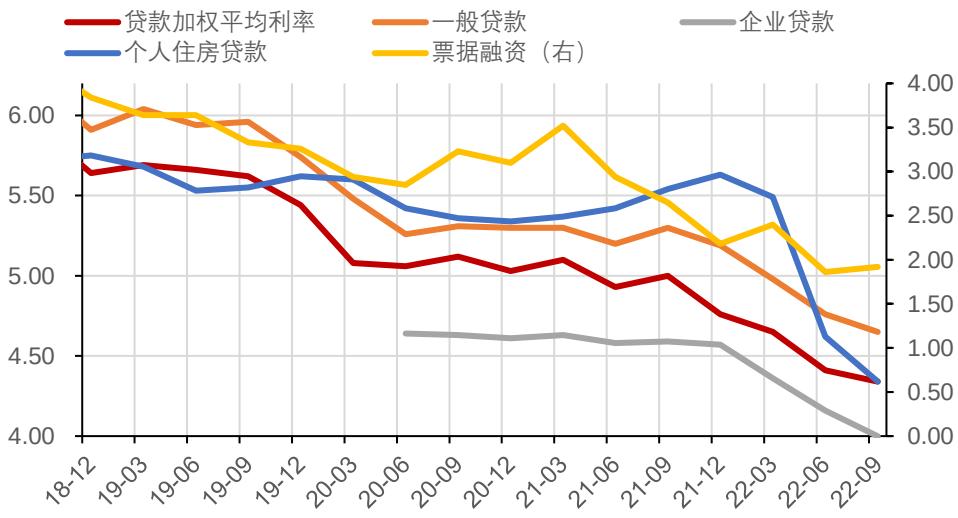


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 9 月贷款利率继续下行，再创新低

9 月，贷款加权平均利率为 4.34%，同比、环比分别下降 66bp、7bp，贷款利率处于历史低位。其中，代表企业融资的一般贷款加权平均利率为 4.65%，同比、环比分别下降 65bp、11bp。企业贷款/票据融资/个人住房贷款利率分别同比-59bp/-73bp/-120bp、环比-16bp/6bp/-28bp 至 4.00 %/1.92%/4.34%。

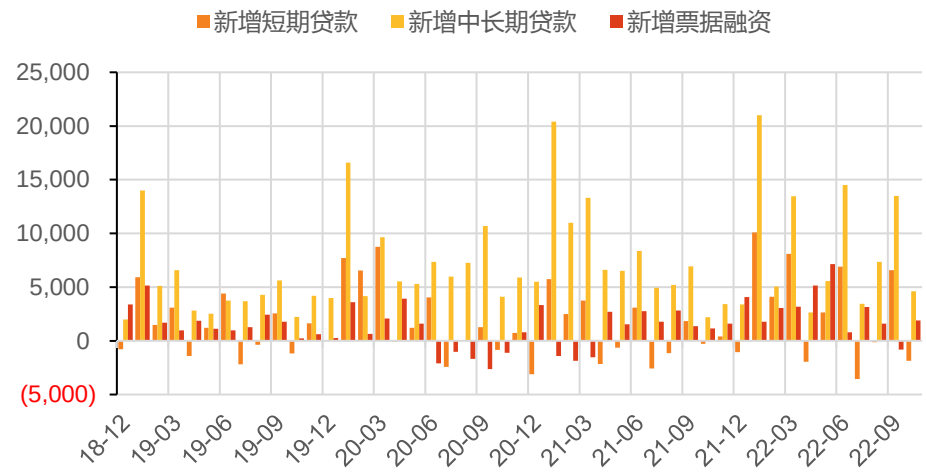
图 4：2022 年 9 月贷款利率（%）处于历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

9 月贷款加权平均利率的下行延续之前的趋势。一方面，三季度以来稳经济政策持续发力，政策端支持融资成本降低让利实体。8 月 24 日国常会提出，“持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。” 8 月 1 年期、 5 年期 LPR 分别下行 5bp、15 bp，带动 9 月新发生贷款利率下行；另一方面，从贷款投向上看，9 月贷款增量上企业端中长期贷款占优，结合三季度一揽子稳经济政策在 9 月落地生效，三季度信贷投放上大行发挥“头雁”作用，我们预计贷款增量以低定价的基建类贷款为主，有望带动新发生贷款利率下行。同时，9 月中旬，部分全国性银行主动下调存款利率，或将带动其他银行跟进调整，或能为贷款利率的下行提供空间。而随着四季度防疫政策的调整，前期受疫情影响较大的中小企业生产秩序有望加速恢复，可带动企业端多元化的有效信贷需求回暖。

图 5：2022 年 9 月企业端中长期贷款（亿元）增量占比最高



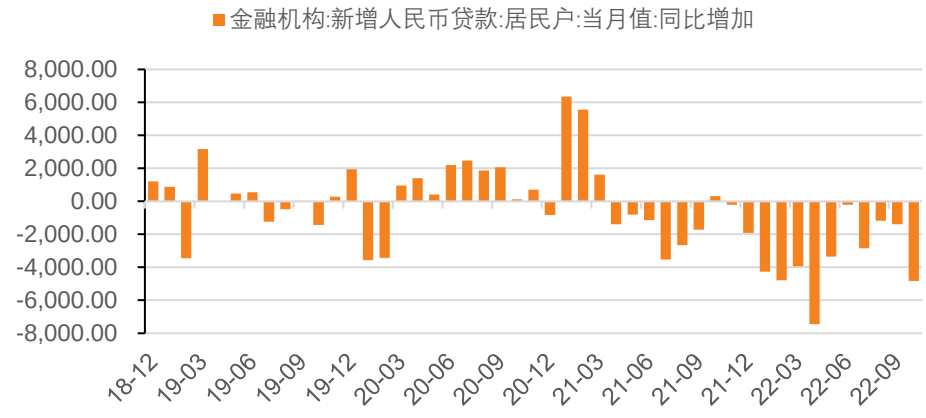
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 居民端信贷需求有望回暖

三季度货币政策执行报告中新增降低个人消费信贷成本表述，该政策在今年 8 月中旬的国常会提出，后续在人民银行货币政策委员会 2022 年第三季度例会也有提到。从人民银行每月披露的居民贷款结构来看，宽口径的个人消费信贷分为短期贷款和中长期贷款，其中短期贷款包括车贷、消费贷等，中长期贷款以住房按揭贷款为主。

今年以来，居民端信贷一直同比少增，10 月社融数据显示居民贷款同比少增 4827 亿元，我们估计央行提出降低个人消费信贷成本与提升个人端融资积极性、促进消费有关。从居民中长期贷款考虑，个人住房贷款在居民中长期贷款中具有支柱作用，近期监管为稳地产启动的一揽子支持政策，其中就包括 9 月阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率 15bp 等，降低居民购房信贷成本，下一阶段政策端有望持续在个人住房信贷板块发力，提升个人住房贷款积极性；从短期贷款上考虑，在下一阶段提振内需或成为稳经济的重要发力点，我们猜测或采取消费券等方式降低居民端消费信贷成本，更多措施提振居民信贷需求值得期待。

图 6：今年以来居民端贷款一直同比少增（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议：政策加持，信贷投放有望量增价稳

结合三季度货币执行报告的增量信息以及近期的宏观政策形势，我们对下一阶段信贷投放有如下判断。一是信贷投放有望量增质优，从居民端来看，随着疫情防控政策调整、房地产支持政策多箭齐发，居民收入预期有望改善，加之居民消费信贷成本下降，居民端信贷增量大概率回暖；从企业端来看，在疫情防控政策调整的大背景下、企业复工复

产加快，信贷需求结构有望多元化。二是信贷价格有望保持平稳，出于防止潜在的通胀风险和保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定的考量，预计央行短期内大量释放流动性的可能性不大，本月 MLF 续作后 DR007 资金价格已显著上行，流动性边际收敛，预计下一阶段资金价格下行空间不大，进而贷款利率随之下行的空间有限。同时，在全面降准降息概率降低的预期下，我们预计政策端仍将通过政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度呵护信贷投放和流动性合理充裕。

在当前形势下，银行投资有三条主线思路，一是房地产政策反转，房地产敞口较多、拨备充足、业绩稳定的大行信用风险有望得到修复。二是疫情优化防控，利好区域银行的业务开展，中小企业恢复生产经营，有望形成新增贷款需求。三是“宽信用”和“稳增长”政策下，重点区域的信贷需求有望持续高景气，部分中小行得益于区位优势和公司成熟的经营策略，基本面脱颖而出，成长性愈发凸显。推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、成都银行、兴业银行。

表 1：2022 年三季度和二季度货币政策执行报告比较

板块		2022Q3	2022Q2
经济展望	全球	全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，在稳物价和稳增长之间艰难权衡，**叠加地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动，**世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。**主要发达经济体货币政策延续收紧态势，部分新兴经济体继续加息。**全球高通胀挑战依然严峻，高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险，金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。	**高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，**主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、**能源粮食危机等影响，世界经济增长动能转弱，**金融市场震荡和部分经济体“硬着陆”的风险值得关注。主要发达经济体货币政策加快收紧，部分新兴经济体继续加息。**高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战，**主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难，新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。
	国内	**当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固。**国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。但要看到，**我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。**	**当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。**国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。但要看到，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，**宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。**
货币政策	政策基调	坚持稳字当头、稳中求进，深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，抓好政策措施落实，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，**巩固和拓展经济回稳向上态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。**	坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，**抓好政策措施落实，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，**保持经济运行在合理区间，**力争实现最好结果，**以实际行动迎接党的二十大胜利召开。
	调控目标	加大稳健货币政策实施力度，**搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、 经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，**坚持不搞“大水漫灌”，**不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。**保持流动性合理充裕，指导政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现更好结果。**高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	**加大稳健货币政策实施力度，**发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，**兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，**坚持不搞“大水漫灌”，**不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。**保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。**密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。
	工具	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。**结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退。**	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。**结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，**突出金融支持重点领域和薄弱环节。
	社融/M2	保持货币供应量和社会融资规模合理增长	保持货币供应量和社会融资规模合理增长

	实体经济	**落实落细已有金融政策措施。**继续支持金融机构对符合条件的贷款实施延期还本付息，持续开展小微企业信贷政策导向效果评估。督促指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷会贷长效机制，提高小微企业融资可得性和便利性。接续全面推进乡村振兴，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大对“三农”领域金融支持力度。**多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设和资金支付，支持项目配套融资，扎实推动形成更多实物工作量。**	**继续推动已出台金融政策落实落细。抓好扎实稳住经济的一揽子政策措施落实，**鼓励对中小微企业和个体工商户、货车司机贷款等实施延期还本付息，**继续推动金融机构落实好疫情防控和经济社会发展金融服务 23 条措施以及促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策，**提高中小微企业融资可得性和便利性。指导金融机构加快落实《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，提升服务小微企业的意愿、能力和可持续性。持续开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。聚焦乡村振兴重点领域，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大“三农”领域金融支持力度。**依法合规用好 3000 亿元政策性开发性金融工具，推动新增的 8000 亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放，引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量，发挥好稳投资积极作用。**
	补充银行资本	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，**提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。**	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，**提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。**
贷款	信贷政策	保持货币信贷平稳适度增长。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，**引导金融机构按照市场化法治化原则，加大对实体经济的信贷支持力度。**	保持货币信贷平稳适度增长。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，**引导金融机构按照市场化、审慎经营原则，加大对实体经济的信贷支持力度。**
	贷款利率	人民银行持续深化利率 市场化改革，发挥贷款市场报价利（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制重要作用。**人民币贷款利率整体下降，金融对实体经济的支持力度进一步增强。**	持续深化利率市场化改革，发贷款市场报价利率（LPR）改革能，增强信贷市场竞争性。优化存款利率监管，建立存款利率市场化调整机制，维护市场良好竞争秩序，稳定银行负债成本，**继续推动降低贷款利率。**
汇率		**深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。**稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。进一步发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	**深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。**稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。进一步发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，降低中小微企业汇率避险成本，维护外汇市场平稳健康发展。
地产		牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，**推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，**促进房地产市场**平稳**健康发展。	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，**因城施策用足用好政策工具箱，**支持刚性和改善性住房需求，**稳妥实施房地产金融审慎管理制度，**促进房地产市场健康发展和良性循环。
防风险		**推动提高监管有效性，持续强化金融业审慎监管和行为监管，加强消费者和投资者保护。**	**进一步深化存款保险早期纠正和风险处置职能，发挥风险差别费率的激励约束作用，提高早期纠正的权威性。**
专栏		**专栏 1：合理看待存贷差扩大**	**专栏 1：金融政策落地生效 助力经济回升向好**
		专栏 2：发挥政策性开发性金融工具作用 助力基础设施建设稳定宏观经济大盘	**专栏 2：人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调**
		专栏 3：阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限	**专栏 3：近年来信贷结构的演变和趋势**
		专栏 4：人民币汇率保持基本稳定有坚实基础	**专栏 4：全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力**

资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

表 2：货币政策执行报告中关于通货膨胀的表述

时间	货币政策执行报告关于通货膨胀的表述
2022Q3	**物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。**展望未来，我国经济总供求大体平衡，货币政策保持稳健，产业链、供应链运转较为通畅，**居民通胀预期平稳，具备保持物价水平基本稳定的有利条件。**同时，也要高度重视**未来通胀升温的潜在可能性。**
2022Q2	**一方面，从基本面来看我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件。**总体而言，我国经济运行逐步恢复，供求关系基本稳定，货币条件适度，在粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，**预计物价涨幅仍将运行在合理区间。**另一方面也要看到，**短期内我国结构性通胀压力可能加大，**输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹，对此不能掉以轻心。
2022Q1	**居民消费价格温和上涨。**未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，仍继续在合理区间运行。与此同时，一季度各月 PPI 同比涨幅趋于收敛，其中 3 月份同比上涨 8.3%，较上年高点收窄 5.2 个百分点，未来 PPI 可能延续总体回落态势，同时也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。总的来看，我国经济运行保持在合理区间，工农业产品和服务供给总体充裕，消费、投资

	需求仍处在恢复之中，货币政策保持稳健取向，**有利于物价走势中长期保持稳定。**
2021Q4	**通胀压力总体可控。**未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，**继续在合理区间运行。**未来全球经济供需缺口有望趋于弥合，加之高基数效应逐步显现，**预计 2022 年我国 PPI 同比涨幅将延续回落态势。**总的看，我国经济供求基本平衡，央行实施正常货币政策，**有利于物价走势中长期保持稳定。**
2021Q3	**预计四季度 CPI 温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行。**与此同时，受大宗商品价格上涨、部分高耗能行业产品提价和低基数等因素影响，**PPI 涨幅继续扩大，短期内可能维持高位。**展望未来，国际疫情仍存在不确定性，但考虑到我国是全球主要生产国，经济自给能力较强，有利于应对国际大宗商品价格上涨和海外通胀上行的影响。总的看，我国总供给总需求基本稳定，央行实施正常货币政策，**有利于物价走势中长期保持稳定。**
2021Q2	**CPI 涨幅温和，PPI 阶段性走高，总的看通胀压力可控，不存在长期通胀或通缩的基础。**2021 年第二季度，居民旅游出行恢复、汽柴油价格上涨和猪肉价格下降等因素共同作用，CPI 涨幅处于 1%左右的低位，**预计下半年仍将在合理区间内平稳运行。**总体看，我国 PPI 走高大概率是阶段性的，短期内可能维持相对高位，随着基数效应消退和全球生产供给恢复，**未来 PPI 有望趋于回落。**中长期看，劳动生产率增速下降、人口老龄化会抑制通胀，碳排放成本显性化会一定程度推升物价，相互对冲，**整体上有利于稳定物价。**我国经济发展稳中向好，去年疫情以来坚持实施正常货币政策，国内总供给总需求基本稳定，**有利于物价走势未来保持稳定，不存在长期通胀或通缩的基础。**
2021Q1	**物价走势总体稳定，不存在长期通胀或通缩的基础。**未来 CPI 总体平稳，**保持在合理区间运行。**叠加低基数影响，年内 PPI 将阶段性走高，未来随着基数效应消退、供给逐步恢复，**PPI 有望趋稳。**中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2020Q4	**物价涨幅总体运行在合理区间，不存在长期通胀或通缩的基础。**2020 年第四季度以来，我国 CPI 降至零附近运行、个别月份为负，主要受疫情、猪肉价格波动、高基数等因素影响，2021 年初还会受到春节错位的扰动，**这些影响是短期、暂时的，待基数效应和供给扰动逐渐消退后，CPI 有望回升趋稳。**与此同时，随着我国内生增长动能增强，工业生产持续回暖向好，2020 年第四季度以来生产资料价格加快上涨，PPI 同比降幅进一步收窄，**短期内有望转正。**当然，未来一段时间国内外疫情演进及防控措施对供求两端的冲击还有不确定性，**仍需对短期物价走势保持密切关注。**中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2020Q3	**物价涨幅总体延续下行走势，不存在长期通胀或通缩的基础。**初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于**合理区间。**未来全球疫情演进及防控措施对供给端的冲击还有不确定性，基数效应、春节错位等因素可能对 CPI 形成一定扰动，**仍需对短期物价走势保持密切关注。**中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2020Q2	**物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。**初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于**合理区间。**近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，加之全球疫情演进及防控措施对供应链、产业链的冲击还有不确定性，**仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。**中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2020Q1	**物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察。**短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从**供求两个方面**继续对物价形成扰动，**应保持密切监测分析。**从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2019Q4	**物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察。**短期内，新冠肺炎疫情等因素可能对物价形成扰动，**应继续密切监测分析。**但从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，**不存在长期通胀或通缩的基础。**
2019Q3	**物价形势总体可控，不确定因素有所增加。**近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，**目前我国不存在持续通胀或通缩的基础。**总体来看，猪瘟疫情等造成的供给冲击尚需一定时间平复，**短期内消费物价仍面临上行压力，需持续密切监测动态变化，警惕通胀预期发散。**
2019Q2	**物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加。**近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心 CPI 稳中略降；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题缓解，这些都**有利于物价保持平稳。**总体来看，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，**存在一些不确定性，对动态变化需持续监测。**
2019Q1	**物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加。**近期国内经济运行总体平稳，总供求基本平衡，核心 CPI 大体稳定；供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，产能过剩问题明显缓解，这些都**有利于物价保持平稳。**也要看到，近期非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量减少较多，对猪肉价格影响较大；国际原油价格逐步走高，国内成品油、钢 材等工业品价格也有所回升。此外，减税措施还可能对不同部门的物价指数产生不同影响。总体来看，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，**存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。**

资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com