

广发宏观

2021 年通胀中期展望：度过洪峰

分析师：郭磊

分析师：贺骁束



SAC 执证号：S0260516070002



SAC 执证号：S0260517030003



SFC CE.no: BNY419



021-38003572



guolei@gf.com.cn



021-38003589

hexiaoshu@gf.com.cn

请注意，贺骁束并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

● 引言：判断中长期通胀中枢变化和判断短期通胀趋势是两种框架，不可混淆

整体而言，判断通胀趋势需要厘清中长期与短期视角。中长期通胀趋势的研判主要是技术革命、产能周期、产业政策、劳动力结构以及货币政策框架等维度，而影响通胀的短期因素则集中于供需结构、流动性变化以及经济基本面特征。中长期逻辑未必契合短期趋势性判断，本篇主要探讨影响下半年通胀的短期因素。

● 逻辑篇（上）：下半年通胀变化的三点支撑

支撑下半年通胀的宏观因素之一：全球疫苗接种推进及主要经济体接种完毕后的产能外溢助推全球经济，原油和大宗商品价格保持相对强势依然为合意推测假设。考虑到主要经济体完全接种率将于下半年进一步上升，这一假设一则伴随边际经济增量，二则对应后一阶段疫苗产能外溢。整体而言海外经济上行趋势延续+新兴市场出口景气，原油全球定价大宗商品仍较受益。从供给层面考察，二季度 OPEC+严格执行减产政策；民主党任期内美国页岩油产能或阶段性受限，预计下半年油价和大宗商品价格偏强势特征延续仍为合理推测。

支撑下半年通胀的宏观因素之二：资源国仍存在疫情防控对供应过程的约束，国内政策层面会兼顾碳中和目标与制造业成本空间。目前资源国供应仍受疫情反复的阶段性掣肘。以工业金属为例，在铜矿供应紧张且海外库存处于极低水平的背景下，南美疫情防控压力对铜矿的生产运输均存干扰。就国内政策来看，一方面政策高度关注商品价格上行对于制造业的影响；另一方面，碳中和依然是一个确定性的政策目标。日前发改委、工信部再次发布关于做好钢铁去产能“回头看”检查工作的通知，针对行业过剩产能与粗钢产量压减情况实地抽查。多省相继加大对电解铝等高耗能行业的管控，国内电解铝厂限产与错峰生产已实质性开启。

支撑下半年通胀的宏观因素之三：后置财政释放，对建筑业部门和制造业部门均存在一定带动逻辑。上半年财政支出进度和专项债发行节奏偏慢，在财政预算空间既定的前提下，专项债等财政节奏后倾仍将支持下半年基建增速平稳。地方投资是包括制造业在内的地方经济增长的发动机之一，后置财政释放对建筑业部门和制造业部门均存在一定带动逻辑。制造业投资回升对于通胀的进一步拉动包括两个方面：首先是部分工业品需求与制造业投资密切相关，顺周期带动下的制造业投资趋势性回暖，通常带动工业原材料价格中枢走高。其次制造业部门资本开支将形成劳动力市场的有效需求，从而带动日用品基础消费价格抬升。

● 逻辑篇（下）：下半年通胀变化的三点约束

约束再通胀趋势的主要因素之一：一季度末以来国内信用收缩的影响向价格因素传递；美联储 Taper 预期发酵进一步带来全球流动性收缩预期。上半年社融等信用条件表征指标初步回落，其特征体现为去年高基数与环比增量的下行。考虑到今年央行的政策目标之一在于稳杠杆，因此宏观层面债务增速（社融 M2 同比）与名义 GDP 增速相匹配、或按潜在名义增长率投放仍为合意假设。由于宽信用背景在宏观经济层面对应于基建投资回升、地产销售和工业投资韧性，因此若下半年信用环境出现进一步收敛，对工业品再通胀逻辑有降温效应。

从海外看，美联储引导 Taper 预期的条件已趋成熟。Taper 预期上升一则将助推实际利率，二则将带来风险偏好下降，两个逻辑都有将有助于美元指数改变弱势震荡的状态。从美元和商品的经验关系看，若美元阶段性走强，则大宗商品再通胀趋势难以单边演绎。

约束再通胀趋势的主要因素之二：地方版地产调控逐步升温，将对房价形成一定抑制效应，并滞后影响一般物价通胀。政策关于房住不炒的基调延续，而“三道红线+两集中管理”下的地产调控政策更趋精细化。目前多地政府已针对房价走势进行政策规范与指引，以维护平稳健康运营的房地产市场秩序，这将对房价形成一定抑制效应。从经验数据看，房价高频指标中原报价指数和代表商品价格的义乌小商品指数走势具有较强的同步性，即所显示的内生通胀在两种价格上的表现较为一致，因此若后续地产调控压力升温或带动一般物价回升。

约束再通胀趋势主要因素之三：猪肉价格仍在弱势趋势之下，目前尚未看到显著的逆转迹象，即使筑底也需要一定时间；小麦玉米等粮食价格又面临保供稳价影响。生猪养殖端产能缩减信号已较明确，结合发改委重点强调储备调节+合理平滑猪周期波动等政策指引，以及养殖户利润预警等综合判断，目前政策稳定价格的导向进一步增强。但就中短期供应而言，考虑到产能收缩至产量具有 10-14 个月传导、养殖端上游与冻肉高库存释放等潜在因素，生猪供应压力仍未有效释放，下半年猪肉价格不排除跌幅趋缓，但仍未有典型逆转迹象。此外，节后外盘油脂调整特征较为明显；近期政策层面预警调控玉米价格，保供稳价政策下粮价单边上行亦难演绎。

● 模型篇：最小二乘法下 PPI 与 CPI 分布的测算过程

在前期报告《PPI 同比顶部已初步形成》我们提到：油价同比高点已于 4 月初步形成，且铜价、动力煤及螺纹钢价格于 6 月起将面临较高基数，因此 PPI 同比顶部大概率于 5 月形成，背后隐含逻辑为 PPI 同比滞后于原油等商品价格同比约 1 个月。实际上最小二乘法下 PPI 同比与滞后一阶的 LME 铜价、滞后一阶的 IPE 布油价、滞后一阶的螺纹钢期货价均具有较强相关性，表明滞后 1 个月的关系大致成立；同时滞后二阶（1-2 月）的 PPI 同比对模型解释度仍高，表明 PPI 同时存在自相关性。

更进一步我们采用 2016 年至今的数据样本进行计算，最小二乘法结果显示 PPI 模型拟合优度高达 0.92，且前述所有变量对 PPI 同比的解释度均较高。CPI 的定量模型同理采用猪肉批发价，22 种重点监测蔬菜、水果价以及核心 CPI 进行拟合，最小二乘法下 CPI 模型的拟合优度达 0.8，且所有自变量对 CPI 同比解释度均较高。

● 分布篇：PPI 高位触顶后呈厚尾特征温和回落；CPI 中低均值区间震荡

基数效应对下半年通胀影响边际趋缓，PPI 和 CPI 略有不同。考虑到 PPI 翘尾效应 5 月见顶后，下半年呈趋势性回落，且均不高于 7 月读数 2.01%；CPI 翘尾效应同样于 6 月见顶后逐季回落，但四季度存在（去年同期猪价下跌导致）低基数效应，因此 10-11 月 CPI 翘尾效应将由负转正并且升至 0.7%，整体分布落于 1% 以内。

PPI 中性情形：通胀于 5 月触顶后温和回落，下半年均值为 6.4% 并呈厚尾特征。模型显示如果下半年伦铜、布油、螺纹钢价格分别维持在 11000 美元/吨、85 美元/桶、5500 元/吨的绝对高位，分别对应于伦铜历史新高、布油近三年新高以及螺纹钢月均值新高，则 7 月 PPI 或落于 8.7% 左右后于下半年逐级回落。值得注意的是测算结果是基于对下半年工业品价格较为极端的假设，我们预计 PPI 同比顶部落于 5 月为大概率事件。

我们预计 PPI 下半年通胀整体分布于韧性中小幅回落，下半年均值为 6.4%。其隐含假设一是螺纹钢期货价、LME 铜现货价保持当前水平不变。即中性情形之下螺纹钢期货价 7-12 月中枢为 4900 元/吨，中性情形伦铜现货价于 7-12 月中枢为 10000 美元/吨。其二是 IPE 布油价受海外经济复苏延续上行。三四季度价格中枢大体为 70、75 美元/桶，系下半年海外经济脉冲加速推升油价至 2018 年高位。则中性情形下三四季度 PPI 中枢分布均值大致为 6.7%、5.4%。悲观情形参考上述大宗商品回落至春节前水平，即海外财政刺激尚未加码且疫情拐点仍未探明阶段，对应 7-12 月螺纹钢、LME 铜与 IPE 布油价分别为 4500 元/吨、9000 美元/吨、65 美元/桶。则悲观情形下三四季度 PPI 均值分别为 5.8%、3.8%。

CPI 中性情形：三季度读数回落或于 10-11 月短暂反弹，四季度大致走平，下半年整体以区间震荡为主，均值 1.2%。餐饮部门恢复程度偏慢影响猪肉消费，叠加养殖场牛猪集中出栏，二季度供需结构对猪价仍存在压制，猪价后续 7-10 月的基数均相对较高，且下半年油价基数亦将显著抬升，猪价与原油两大扰动项难以推动 CPI 中枢超预期回升。核心通胀方面：考虑到 5 月 PPI 同比高点 9% 所对应的核心 CPI 读数低于 1%，按此坐标系推演下半年核心通胀的天花板亦相对温和。测算结果显示下半年 CPI 整体落于 1.5% 的区间之内。

中性情形的主要假设有二：其一假设高频数据猪肉平均价、28 种监测蔬菜价、7 种监测水果价保持 5 月份同识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

比读数不变，隐含假设农产品价格触底小幅回升。其二核心 CPI 定基指数不变，核心 CPI 将于年末回落至 0.7%。结果显示 7 月 CPI 回升至下半年高点 1.4%，此后逐步回落至 10 月份 1.0%，四季度同比整体走平，三四季度均值大致为 1.3%、1.1%。悲观情形假设关键数据猪肉价格、蔬菜及水果价格均保持当前水平；且核心 CPI 定基指数不变，即年末核心通胀将回落至 0.7%。则悲观情形下半年 CPI 增速逐级回落，10-11 月短暂反弹后年末再度走低。三四季度 CPI 均值分别为 0.8%、0.6%。

● 机会篇：下半年价格端存在的结构性机会

关注出行、社交等生活半径相关领域的价格弹性。随着海外疫苗接种率的逐步提升，消费结构或转向以服务出行、社交修复为主的关联场景。国内居民生活半径也在继续打开，加上收入效应的助推，以出行、社交为主的生活服务修复进程亦有望加速；叠加目前线下消费场景与渠道等供给约束被打破，生活半径相关服务业价格弹性亦存在上行预期差。

后置财政背景下基建增速回升、地产竣工高景气驱动部分商品。财政后置将带动基建投资一定程度上修复；此外，预计下半年房企仍将通过积极交付、加快结转等方式降低资产负债率水平，此外存量项目将集中于近两年交付，上述逻辑共同指向下半年竣工高增局面有望延续。基建开工链、地产竣工链上的部分产品值得关注。

后续若上游价格缓和，则会一定程度上扩大制造业的利润空间。从制造业投入产出比的视角观察，诸多上游采购成本较高的中下游制造业受本轮原材料影响较大，因此若下半年上游价格上行斜率趋缓（成本压力释放），但出口修复趋势仍较为确定的背景下，通用设备、金属加工、家用电气、汽车及零部件机械制造业利润空间有望释放。

● 风险篇：价格走势可能出现的意外

海外疫情走势出现非线性变化，包括好于预期或差于预期，都将给大宗商品价格带来预期外的影响。疫情仍是最大的基本面，目前全球第三波疫情依然在缓慢下行过程中；但 delta 变种影响下，部分国家疫情存在反弹，疫情走势目前仍有不确定性。后续需警惕疫情超预期变化（包含上行或下行）所带给价格的冲击。

宏观杠杆率约束整体背景下，如金融政策收紧短期升温，则可能会对预期带来较大影响。今年政策导向整体延续完善宏观调控跨周期设计基调，强调“疫后回归+宏观杠杆率控制+跨周期”三重特征。因而在宏观杠杆率整体约束背景下，下半年政策端仍会维持货币供给中性与金融政策偏紧的组合。需关注金融政策短期收紧影响。

美元指数临近超跌反弹窗口，美元阶段性回升将对再通胀逻辑形成压制。其一是拜登抗疫刺激退坡，财政赤字率难以进一步扩张；其二是财政转移支付退坡导致美国居民可贸易品消费诉求下降（逆差收窄）；其三美国经济步入过热概率较高以及美联储 Taper 必要条件具备；最后考虑到削减 QE 与加税靴子尚未落地，不排除全球流动性环境与风险偏好出现一轮收敛。综合来看美元指数于下半年阶段性企稳概率较高，若同时伴随美元流动性环境收紧全球再通胀逻辑或暂时降温。

原材料上涨对下游的传导影响仍需关注，5 月部分终端零售品价格上涨加速。原材料价格上涨的上下游传导历来为政策关注焦点，下游消费品中存在三类较易受影响的品种：其一是建材及五金电料等对上游原材料投入系数较高的工业消费品；其二是成品油等交通工具燃料受油价影响较为广泛；其三是下游纺织品类通胀通常受 PTA、原油等能化类商品价格传导。从更能准确映射实物商品贸易动态的义乌小商品指数来观察（目前该指数处于历史较高水平），亦反映出目前终端商品市场的景气程度和价格端较为活跃。

● 影响篇：通胀斜率与资产定价之间的关系

我们的理解主要包括几点：（1）通胀过高一则会导导致中下游利润被挤压，二则会导导致政策被动收紧，因此高通胀总体来说还是一个偏负面的现象，如果通胀比预期高，则属于负向冲击；如果能确认通胀“度过洪峰”，则对于包括股债在内的资产定价有利；（2）但需要区分的是，“度过洪峰”的过程在多大程度上包含实际增长率下降的助推，多大程度上是供求结构性因素的影响。来自实际增长放缓的贡献越大，对于企业盈利和权益定价的预期越不利，但对于债券越有利；（3）对权益来说，通胀“度过洪峰”的过程在结构上相对不利于复苏交易资产。通胀越韧性和厚尾，复苏交易面对的平滑垫越大；（4）面对疫后通胀走势，不同资产隐含的预期可能有不同，它们不可能都对，需警惕这一过程中包含的预期差。

● 核心假设风险：政策基调超预期；市场风险偏好超预期；上下游通胀传导超预期

目录索引

引言：判断中长期通胀中枢变化和判断短期通胀趋势是两种框架，不可混淆	6
一、逻辑篇（上）：下半年通胀变化的三点支撑	7
二、逻辑篇（下）：下半年通胀变化的三点约束	10
三、模型篇：最小二乘法下 PPI 与 CPI 分布测算过程	12
四、分布篇：PPI 高位触顶后呈厚尾特征温和回落；CPI 中低均值区间震荡	13
五、机会篇：下半年价格端的结构性机会	16
六、风险篇：价格走势上可能出现的例外	17
七、影响篇：通胀斜率与资产定价之间的关系	19
八、风险提示	19

图表索引

图 1: 发达国家疫苗接种率剪刀差与 CCFI	9
图 2: 发达国家疫苗接种率剪刀差与美元指数	9
图 3: 美国新屋销售与 CRB 工业原料指数	9
图 4: 智利确诊病例与伦铜现货价	9
图 5: 非金属矿物制造业投资与行业 PPI 增速	9
图 6: 计算机通讯制造业投资与银行代客结汇增速	9
图 7: PPI 读数与领先三季的 M1	11
图 8: 美国 M2 季调同比	11
图 9: 商品房销售面积与首套房基准利率	11
图 10: 能繁母猪存栏与猪肉价格	11
图 11: 22 省市猪粮比价与黄玉米期货价	11
图 12: PPI 回归统计值	12
图 13: CPI 回归统计值	12
图 14: PPI 与 CPI 翘尾因素分布	14
图 15: 极端情形下的 PPI 分布	14
图 16: 下半年 PPI 分布预测	14
图 17: 核心 CPI 保持高位不变情形下的分布	15
图 18: 下半年 CPI 分布预测	15
图 19: BCI 消费品价格前瞻指数与国债收益率	18
图 20: 美元指数与美欧核心通胀剪刀差	18

引言：判断中长期通胀中枢变化和判断短期通胀趋势是两种框架，不可混淆

关于通胀的探讨容易混淆长期视角和短期视角。从中长期视角来看，过去十年（2010-2020年）全球大宗商品整体处于通缩周期，其背景在于中国传统工业部门与建筑业部门过剩产能去化。而伴随疫情对资本开支的加快出清，国内工业产能利用率目前已上行至历史顶部区域，意味着产能去化过程近年或已至尾端。此外疫后全球资本开支周期有望逐步启动，这一过程本身从需求端亦会助推通胀中枢。

除此之外，国内碳中和背景下钢铁、电解铝等行业产能产量双控为长期逻辑。而拜登政府对于清洁能源的支持，以及新一届民主党任期内诸多政策推行，或将导致美国页岩油产能阶段性受限。最后值得注意的是发达国家央行对通胀的容忍度逐步上升，货币政策阈值对通胀上限的容忍度亦相应提高。因此从长期视角看，未来十年可能处于一个通胀中枢上行驱动的阶段。

短周期视角下，本轮通胀回升的逻辑有四：其一是去年四季度疫苗接种进度逐步加快，全球宏观基本面修复信号进一步确认，再通胀形势的内生逻辑亦逐步显性化。若以PMI新订单分项代表国内需求，PMI生产分项代表国内供给，则PMI生产/新订单比值则可大致表征供需缺口变化方向。去年二季度至今这一指标持续回落，信号指向宏观层面供需缺口持续偏紧，与同期大宗商品上行趋势保持一致。

其二是对于产业链上下游，不同国家防疫形势有所错位。上半年印度、俄罗斯、南美等资源国疫情局部反复或未出现趋势性拐点。考虑到受资源国疫情影响，运力受阻将影响工业原材料供给、流通等诸多环节。而下游主要消费国防疫好转无疑将带来供需结构错配，进而推升大宗商品价格上行趋势。

其三是流动性层面，疫后主要经济体货币供给相对宽松，或至少按潜在名义增长率投放进而推升商品价格。本轮国内经济复苏过程中，去年国内实体部门杠杆率年度上行幅度达23个百分点，为2009年以来最高上行幅度。此外自联储QE4以来，去年美国非金融部门杠杆率环比上行幅度达42.8%。总体而言疫后全球经济活动收缩，但货币供给相对宽松以稳定增长，因此“货币供给增速-名义GDP增速”所表征的剩余流动性均出现一轮扩张。这一指标直接对应于实体经济供需缺口变化，进而助推本轮再通胀趋势性走高。

最后是国内碳中和、美国清洁能源计划对钢铁、原油等供给端预期形成影响。碳中和战略最重要的背景是钢铁行业今年的产能产量双控，考虑到国内经济复苏阶段性延续，粗钢表观需求回升将进一步推升钢价。另一方面，美国清洁能源计划对原油供给收缩的影响亦较为积极。

整体而言，判断通胀趋势需要厘清中长期与短期视角。中长期通胀趋势研判主要包括技术革命、产能周期、产业政策、劳动力结构及货币政策框架等维度，而影响通胀的短期因素则集中于供需结构、流动性变化以及经济基本面特征。中长期逻辑未必契合短期趋势性判断，本篇主要探讨影响下半年通胀中枢的短期因素。

一、逻辑篇（上）：下半年通胀变化的三点支撑

支撑因素之一：海外疫苗接种推进及欧美接种完毕后的产能外溢助推全球经济，原油和大宗商品价格保持相对强势依然为合意推测假设。去年国内出口整体受益于疫情国供给修复错位带来的份额提升。今年以来表现出口增速仍显著超预期，其中重要背景则在于海外疫苗接种情况日趋明朗：截止6月11日，美英德法疫苗完全接种率已分别达到42%、42%、24%、19%。考虑到发达国家完全接种率将于三四季度进一步上升，这一假设一则伴随边际经济增量，二则对应疫苗产能外溢至其他国家。对应下半年国内出口环境依然处于蜜月期。

另一个重要原因在于美国经济或将正式步入过热期，即对应资本开支加速、服务业迅速恢复阶段。伴随疫情约束逐步消除，17月4日美国将全面解除疫后封锁，服务业加速吸收就业人口、经济不确定性降温有助于美国资本开支加速。目前美国劳动力市场已有24个州表示将在本月中下旬结束额外失业救助，未来低收入者回归就业市场意愿若持续上升，亦将为美国经济加速提供劳动力支持。此外美国房地产基本面延续景气，低库存高房价叠加高景气度的格局持续刺激开工，进一步拉动国内家电家具等部分耐用品消费品出口需求。综上所述在欧美国家疫苗接种、服务业及资本开支加速、地产景气因素推动下，三四季度发达国家基本面仍存上行预期差，支撑国内出口仍为大概率事件。

海外经济上行趋势延续+新兴市场出口景气，原油等全球定价大宗商品仍较受益。从供给层面考察，一则二季度OPEC+严格执行减产政策，减产执行率基本处于100%左右；二则在于北美页岩油企业资本开支计划仍相对谨慎，主要企业Capex同比相较去年接近零增长。从长期来看，从拜登政府取消部分石油运输管道投资协议、禁止新颁发油气租赁许可命令等政策已表明，新一届民主党任期内美国页岩油产能或阶段性受限。最后参考EIA预计今年原油产量日均增长248万桶，低于550万桶的日均需求增量，我们预计下半年油价维持强势仍为合理推测。

支撑下半年通胀的宏观因素之二：资源国仍存在疫情防控对供应过程的约束，国内政策层面会兼顾碳中和目标与制造业成本空间。全球防疫形势逐步好转以来，部分大宗商品生产、渠道、物流、供应链等供给约束复原速度仍低，其中一个重要原因为资源国防疫形势整体不容乐观。以工业金属为例：在铜矿供应紧张且海外库存处于极低水平的背景下，南美疫情防控压力对铜矿的生产运输均存干扰。整体而言下半年资源国供应或仍受疫情反复阶段性掣肘。

国内政策则需关注5月市场投机情绪显著降温以来，后续政策是否立足于疏通价格传导机制，整体基调是否重新回归碳中和等长期目标。1-5月粗钢产量累计同比增幅达13.9%，其中5月单月增速亦达6.7%，工信部确保产量同比下降的政策要求仍存较大落地空间。就国内政策来看，一方面政策高度关注商品价格上涨对于制造业的影响；另一方面，碳中和依然是一个确定性的政策目标。²日前发改委、工信部再次发布关于做好钢铁去产能“回头看”检查工作的通知，针对行业过剩产能与粗钢产量压减情况实地抽查。

35月31日，生态环境部印发《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》，意见要求新建、改建、扩建“两高”项目须符合生态环境保护法律法规和相关法定规划，满足重点污染物排放总量控制、碳排放达峰目标、生态环境准入清单等要求。⁴除钢铁行业以外，内蒙、云南、贵州等地相继加大对电解铝等高耗能行业的管控，国内电解铝厂限产与错峰生产已实质性开启。

支撑下半年通胀的宏观因素之三：后置财政释放，对建筑业部门和制造业部门均存在一定带动逻辑。今年财政赤字收敛、隐形杠杆率控制等政策基调不改，全年基建稳增长诉求不高。但从节奏层面来看，由于上半年专项债发行节奏偏慢且项目审批进度较严，因此在财政预算空间既定的前提下，专项债等财政节奏后倾仍将支持下半年基建增速平稳。此外后置财政释放亦将对部分制造业形成拉动。由于疫后几乎所有产业链均受到深度冲击与供给被动出清，在原产业链产能存在自然淘汰背景下，若下半年财政后置带来制造业减税及补贴倾斜，对应制造业企业本身亦存在较强的投资扩张意愿。

除此之外制造业投资的回升逻辑有二：一是目前上游部门产能利用率普遍高位，工业品价格上涨伴随企业利润改善，考虑到制造业投资受限产等政策导向影响较小，相应制造业企业亦具有较强的投资扩张能力。我们在前期报告中曾经提到，对于上游行业而言，制造业投资是否启动重要观测信号在于PPI是否传递至产成品补库预期，即PPI-行业补库作用下的资本开支需求主导上游制造业投资。历史上看非金属矿物制造业、有色金属压延业PPI拐点领先对应制造业投资3-4季度。

二是外需基本面改善—中游设备类制造业投资扩张为现实逻辑。以计算机通讯设备、电气工程与设备类制造业为代表的中游部门整体外需依存度较高且行业价格弹性较小，在出口景气度延续背景之下，目前仍存在部分中游制造业投资尚未恢复至疫情前水平。对于外需依赖度较高的部分中游行业而言，银行代客结汇（广义出口的影子指标）对中游制造业投资存在趋势一致性。

若制造业投资延续回升，则对于下半年通胀的拉动将包括两个方面：首先是部分工业品需求与制造业投资密切相关，顺周期带动下的制造业投资趋势性回暖，通常带动工业原材料价格中枢走高。其次制造业部门资本开支将形成劳动力市场的有效需求，从而带动工资水平上涨、以及日用品基础消费价格抬升。

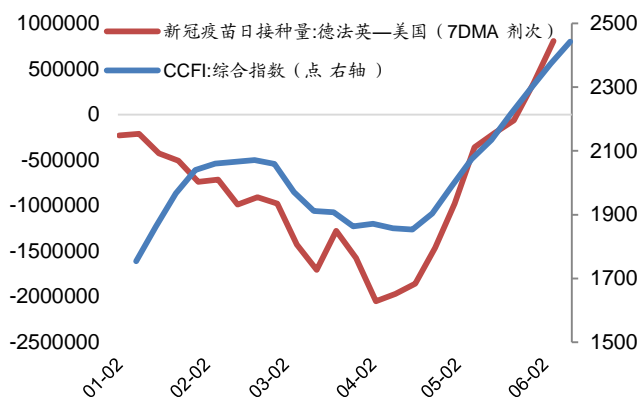
¹ <https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/states-reopen-map-coronavirus.html>

² http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/202105/t20210518_6167669.html

³ http://www.mee.gov.cn/xxgk/xxgk/xxgk03/202105/t20210531_835511.html

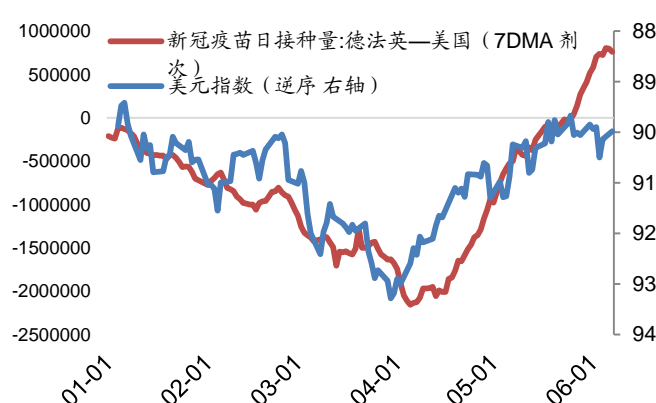
⁴ https://www.alu.cn/aluNews/NewsDisplay_1104470.html

图1: 发达国家疫苗接种率剪刀差与CCFI



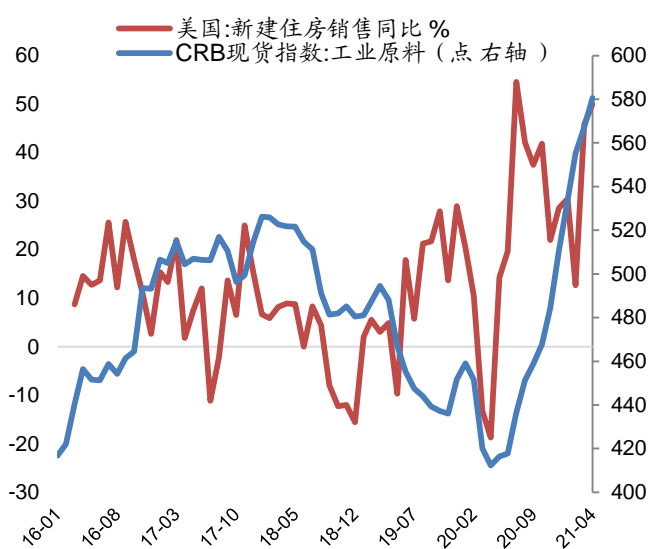
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 发达国家疫苗接种率剪刀差与美元指数



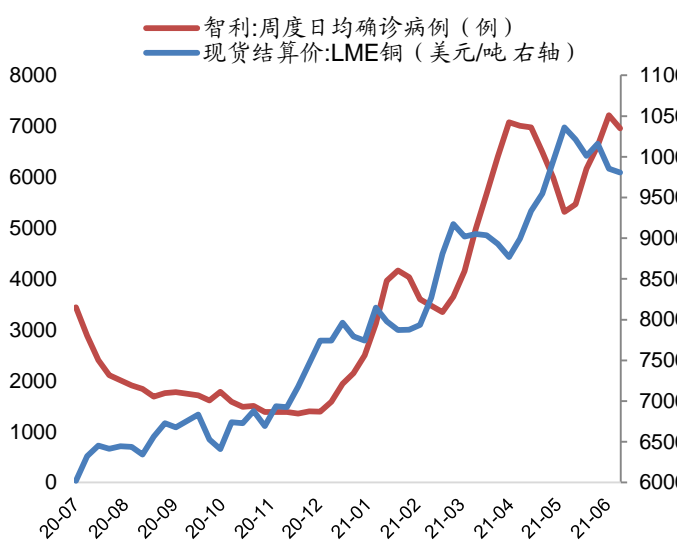
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 美国新屋销售与CRB工业原料指数



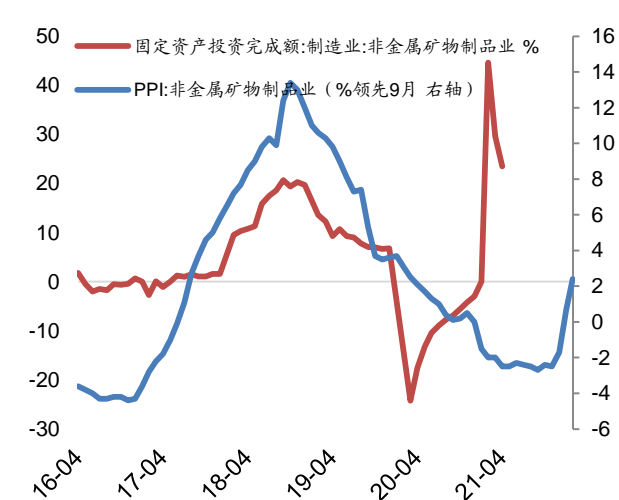
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 智利确诊病例与伦铜现货价



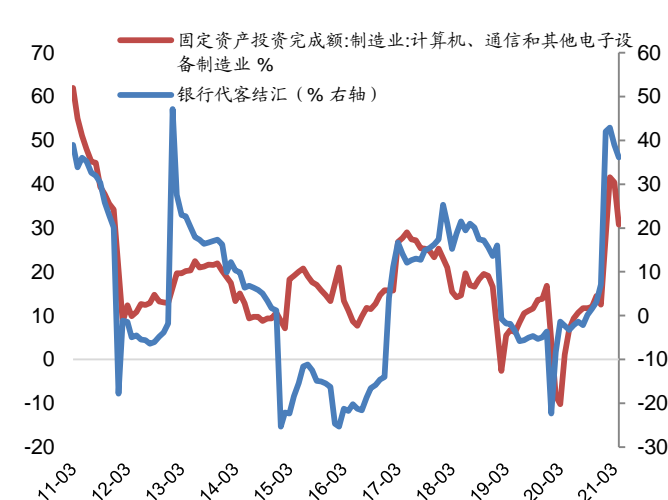
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 非金属矿物制造业投资与行业PPI增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 计算机通讯制造业投资与银行代客结汇增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、逻辑篇（下）：下半年通胀变化的三点约束

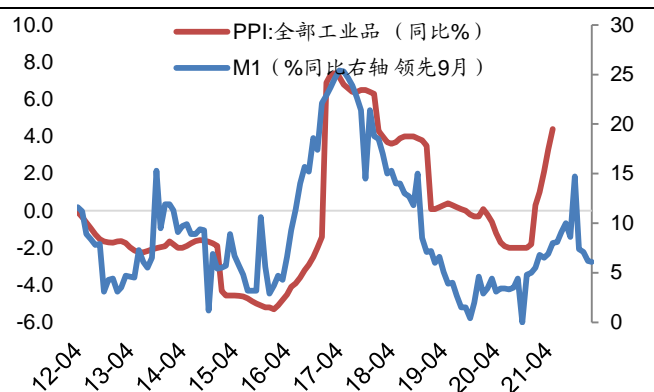
约束再通胀趋势的主要因素之一：一季度末以来国内信用收缩的影响向价格因素传递；美联储Taper预期发酵进一步带来全球流动性收缩预期。上半年社融等信用条件表征指标初步回落，其特征体现为去年高基数与环比增量的下行。考虑到今年央行的政策目标之一在于稳杠杆，因此宏观层面债务增速（社融M2同比）与名义GDP增速相匹配、或按潜在名义增长率投放仍为合意假设。由于宽信用背景在宏观经济层面对应于基建投资回升、地产销售和工业投资韧性，在实体层面则对应于企业资产负债表改善、预期回报率显著提升下的投资活动加快。因此若下半年信用环境出现进一步收敛，工业品再通胀逻辑或暂时降温。

其次伴随下半年美国疫情约束阶段性缓和，美国或将步入资本开支全面加速、经济增长动能更为均衡的过热阶段。此外考虑到拜登政府难以提供额外的抗疫刺激，财政扩张对于美联储货币政策的边际掣肘也将于7月解除，这一组合意味美联储收紧货币政策的经济层面必要条件已经满足。从逻辑上Taper预期上升一则将助推实际利率，二则将带来风险偏好下降，两个逻辑都有将助于美元指数改变弱势震荡的状态。从美元和商品的经验关系看，若美元阶段性走强则大宗商品再通胀趋势难以单边演绎。

约束再通胀趋势的主要因素之二：地方版地产调控逐步升温，将对房价形成一定抑制效应，并滞后影响一般物价通胀。中央层面房住不炒整体基调不变，而“三道红线+两集中管理”下的地产调控政策更趋精细化。在土地供应与融资端多维度调控压力下，开发商层面存量进度以及补充可售资源速度尚且稳定，投资端压力尚未直接显现。但目前多地政府已针对房价走势进行政策规范与指引，以维护平稳健康运营的房地产市场秩序。同时考虑到房价高频指标中原报价指数和义乌小商品指数走势具有较强的同步性，即所显示的内生通胀在两种价格上表现较为一致，因此若后续地产调控压力进一步升温，一般物价回升趋势或受连带影响。

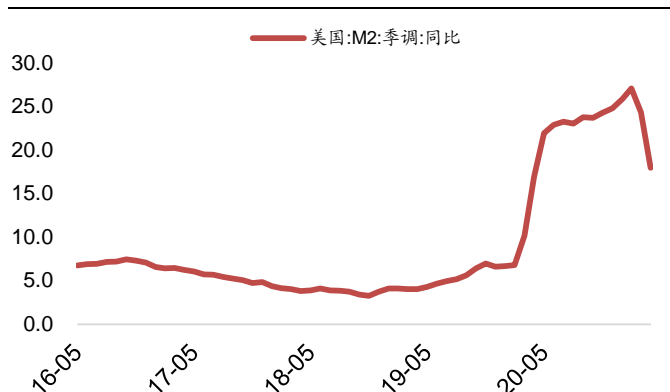
约束再通胀趋势主要因素之三：猪肉价格仍在弱势趋势之下，目前尚未看到显著的逆转迹象，即使筑底也需要一定时间；小麦玉米等粮食价格又面临保供稳价影响。生猪养殖端产能缩减信号已较明确，结合发改委重点强调储备调节+合理平滑猪周期波动等政策指引，以及养殖户利润预警等综合判断，目前政策稳定价格的导向进一步增强。但就中短期供应而言，考虑到产能收缩至产量具有10-14个月传导、养殖端上游与冻肉高库存释放等潜在因素，生猪供应压力仍未有效释放，下半年猪肉价格不排除跌幅趋缓，但仍未有典型逆转迹象。此外，节后外盘油脂调整特征较为明显；⁵近期政策层面预警调控玉米价格，保供稳价政策下粮价单边上行亦难演绎。

图7: PPI读数与领先三季的M1



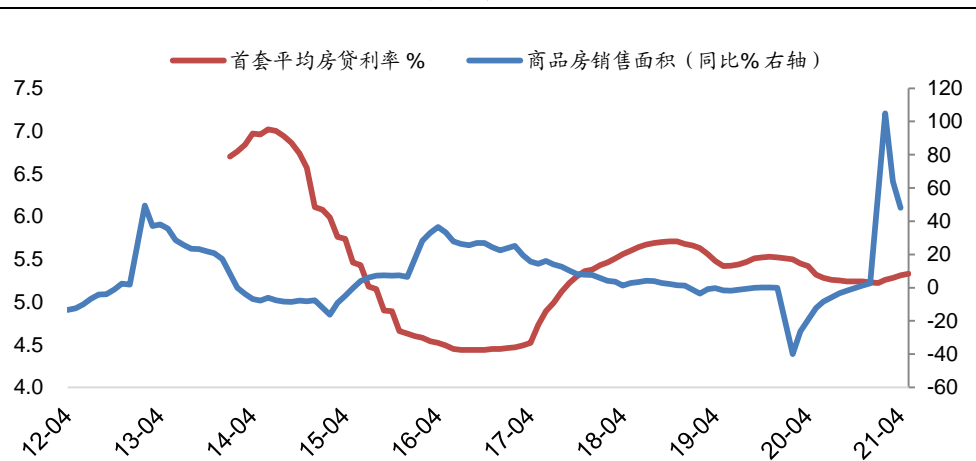
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 美国M2季调同比



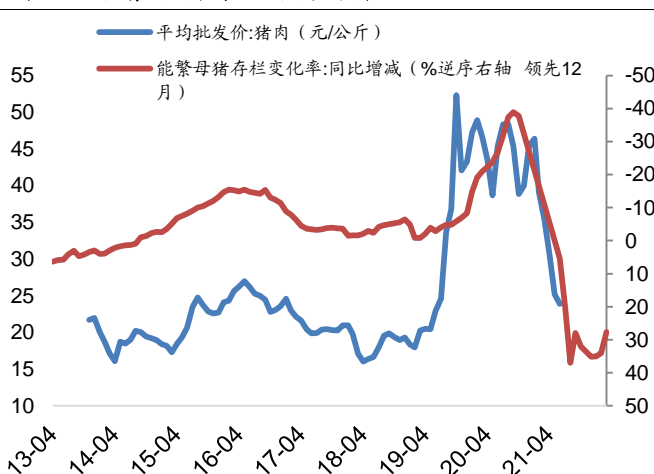
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 商品房销售面积与首套房基准利率



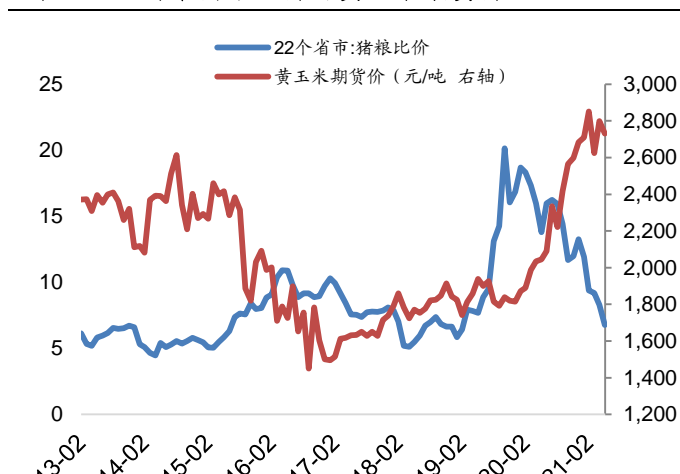
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 能繁母猪存栏与猪肉价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 22省市猪粮比价与黄玉米期货价



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

⁵ https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202105/t20210525_1280786.html

三、模型篇：最小二乘法下 PPI 与 CPI 分布测算过程

为了得到最小方差的线性无偏拟合值，我们运用最小二乘法构建线性回归模型来判断显著的领先发布的解释变量，并通过对解释变量的参数估计得到PPI同比和CPI同比各自的拟合方程。首先，我们通过一阶差分消除被解释变量和解释变量的自相关性。其次，通过自回归模型尝试后，发现滞后1-2期的PPI同比能显著解释PPI同比自身，即一阶差分后PPI同比的时间序列有强自回归性，而一阶差分后的CP同比则没有出现滞后的自回归性。

再引入实践中对PPI和CPI影响较大的解释变量进行多次拟合尝试，忽略对拟合目的不重要的多重共线性的影响。在前期报告《PPI同比顶部已初步形成》我们提到：油价同比高点已于4月形成，且铜价、动力煤及螺纹钢价格于6月起将面临较高基数，因此PPI同比顶部大概率于5月形成，背后隐含逻辑为PPI同比滞后于原油等商品价格同比约1个月。实际上最小二乘法下PPI同比与滞前一阶的LME铜价、滞前一阶的IPE布油价、滞前一阶的螺纹钢期货价均具有较强相关性，表明滞后1个月的关系大致成立。

更进一步我们采用2016年至今的数据样本进行计算，最小二乘法结果显示PPI模型拟合优度高达0.92，且前述所有变量对PPI同比的解释度均较高。CPI的定量模型同理采用猪肉批发价，22种重点监测蔬菜、水果价以及核心CPI进行拟合，2014年末至今的样本数据显示，最小二乘法下CPI模型的拟合优度达0.8，且所有自变量对CPI同比的解释度均较高。

图12: PPI回归统计值

Dependent Variable: PPI Method: Least Squares Date: 06/09/21 Time: 17:52 Sample (adjusted): 2016M03 2021M04 Included observations: 62 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PPI(-1)	0.711132	0.085932	8.275486	0.0000
PPI(-2)	-0.193459	0.077506	-2.496052	0.0157
OIL	0.005688	0.001834	3.101603	0.0031
OIL(-1)	0.004785	0.002000	2.392253	0.0203
STEEL	0.009232	0.002097	4.401617	0.0001
STEEL(-1)	0.011365	0.002100	5.412051	0.0000
CU	0.017046	0.004729	3.604678	0.0007
CU(-1)	0.011790	0.005147	2.290713	0.0260
C	-0.005557	0.036640	-0.151663	0.8800
R-squared	0.923004	Mean dependent var	0.188710	
Adjusted R-squared	0.911381	S.D. dependent var	0.926142	
S.E. of regression	0.275702	Akaike info criterion	0.394488	
Sum squared resid	4.028614	Schwarz criterion	0.703265	
Log likelihood	-3.229119	Hannan-Quinn criter.	0.515722	
F-statistic	79.41796	Durbin-Watson stat	2.001066	
Prob(F-statistic)	0.000000			

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13: CPI回归统计值

Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Date: 06/15/21 Time: 16:20 Sample (adjusted): 2014M12 2021M06 Included observations: 79 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CORECPI	1.240793	0.121668	10.19822	0.0000
PORK	0.023435	0.002027	11.56045	0.0000
FRUIT	0.011240	0.003929	2.860895	0.0055
VEGA	0.024152	0.002971	8.130163	0.0000
C	0.006683	0.026667	0.250626	0.8028
R-squared	0.805467	Mean dependent var	-0.018219	
Adjusted R-squared	0.794951	S.D. dependent var	0.521528	
S.E. of regression	0.236160	Akaike info criterion	0.012584	
Sum squared resid	4.127091	Schwarz criterion	0.162549	
Log likelihood	4.502922	Hannan-Quinn criter.	0.072665	
F-statistic	76.59934	Durbin-Watson stat	1.941968	
Prob(F-statistic)	0.000000			

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、分布篇：PPI 高位触顶后呈厚尾特征温和回落； CPI 中低均值区间震荡

基数效应对下半年通胀影响边际趋缓，但PPI于CPI略有不同。考虑到PPI翘尾效应于5月见顶后，下半年呈趋势性回落，且均不高于7月读数2.01%；CPI翘尾效应同样于6月见顶后逐季回落，但四季度存在（由于去年同期猪价下跌导致的）低基数效应，因此10-11月CPI翘尾效应将由负转正并且升至0.7%，整体分布落于1%以内。

PPI极端情形：下半年通胀顶部的大致区间。考虑到三季度PPI翘尾效应均值为1.8%（仅次于二季度），且7月翘尾效应达2.0%也为下半年最高，因此不能排除下半年尤其三季度PPI存在二次冲高的可能性。

通过构建基于PPI滞后二阶（1-2期）、滞后一期LME铜、IPE布油、螺纹钢期货价的最小二乘法模型并做出假设：倘若下半年伦铜、布油、螺纹钢价格分别维持在11000美元/吨、85美元/桶、5500元/吨的绝对高位，即分别对应于伦铜历史新高、布油近三年新高以及螺纹钢月均值新高。则7月PPI或落于8.7%左右，后于三四季度逐级回落。值得注意的是测算结果基于对下半年工业品价格较为极端的假设，因此若极端情形下7月PPI读数尚且低于9%（5月同比），我们认为PPI同比顶部形成于5月将为大概率事件。

PPI中性情形：通胀于5月触顶后温和回落，下半年均值为6.4%呈厚尾特征。其隐含假设有二：其一螺纹钢期货价、LME铜现货价保持当前水平不变。即中性情形之下螺纹钢期货价7-12月中枢为4900元/吨，中性情形伦铜现货价于7-12月中枢为10000美元/吨。其二是IPE布油价受海外经济复苏延续上行。三四季度价格中枢大体为70、75美元/桶，系下半年海外经济脉冲加速推升油价至2018年高位。则中性情形下三四季度PPI中枢分布均值大致为6.7%、5.4%。

悲观情形参考上述大宗商品回落至春节前水平，即海外财政刺激尚未加码且疫情拐点仍未探明阶段，对应7-12月螺纹钢、LME铜与IPE布油价分别为4500元/吨、9000美元/吨、65美元/桶。则悲观情形下三四季度PPI均值分别为5.8%、3.8%。

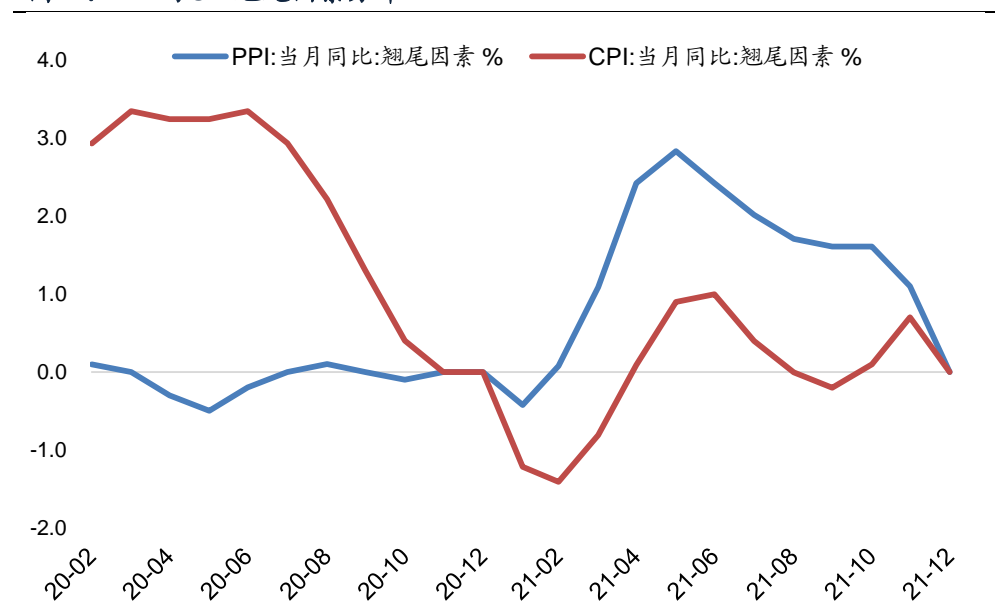
下半年CPI高点的大致分布。首先由于生猪终端消费低迷叠加养殖场母猪集中出栏，二季度供需结构进一步宽松压制猪价，5月猪肉分项拖累CPI下行0.5个百分点。考虑到猪价后续7-10月的基数均相对较高，且下半年油价基数亦将显著抬升，猪价与原油两大扰动项难以推动CPI中枢超预期回升。

另一个关注点在于核心通胀，年初至今CPI中枢与核心通胀上行保持趋势性一致，且在上游原材料价格带动下，家电、台式计算机、装潢材料、服装等消费品价格加速上行。不过考虑到PPI仍为影响核心CPI的第一大主成分，5月PPI同比高点9%对应的核心CPI读数若低于1%，按此坐标系推演下半年核心通胀天花板亦相对温和。若进一步假设未来6个月核心CPI保持在当前1%的高位水平，则下半年CPI整体落于1.5%的区间之内。

CPI中性情形：三季度读数回落后或于10-11月短暂反弹，四季度大致走平，下半年整体以区间震荡为主（均值1.2%）。其隐含假设有二：其一假设高频数据猪肉平均价、28种监测蔬菜价、7种监测水果价保持5月份同比读数不变，隐含假设农产品价格触底小幅回升。其二核心CPI定基指数不变，即仅考虑基数效应影响，核心CPI将于年末回落至0.7%。结果显示7月CPI回升至下半年高点1.4%，此后逐步回落至10月份1.0%，四季度同比整体走平，三四季度均值大致为1.3%、1.1%。

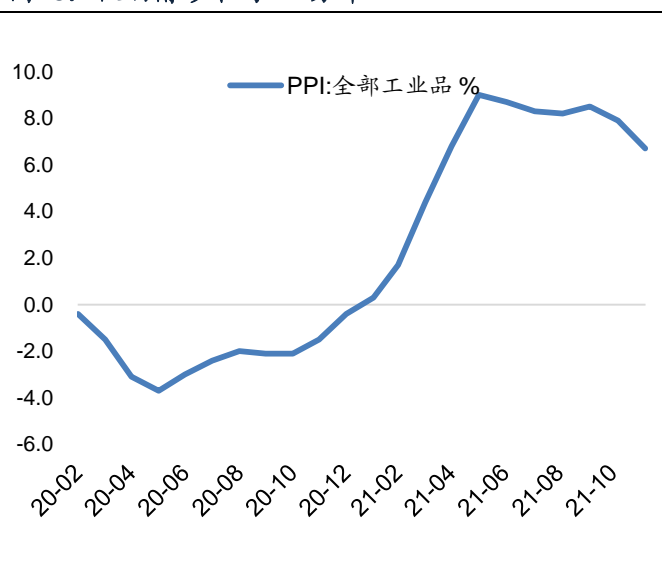
悲观情形假设关键数据猪肉价格、蔬菜及水果价格均保持当前水平。即生猪供应压力仍未有效释放，农产品价格整体处于长期底部。且核心CPI定基指数不变，即年末核心通胀将回落至0.7%。则悲观情形下半年CPI增速逐级回落，10-11月短暂反弹后年末再度走低。三四季度CPI均值分别为0.8%、0.6%。

图14: PPI与CPI翘尾因素分布



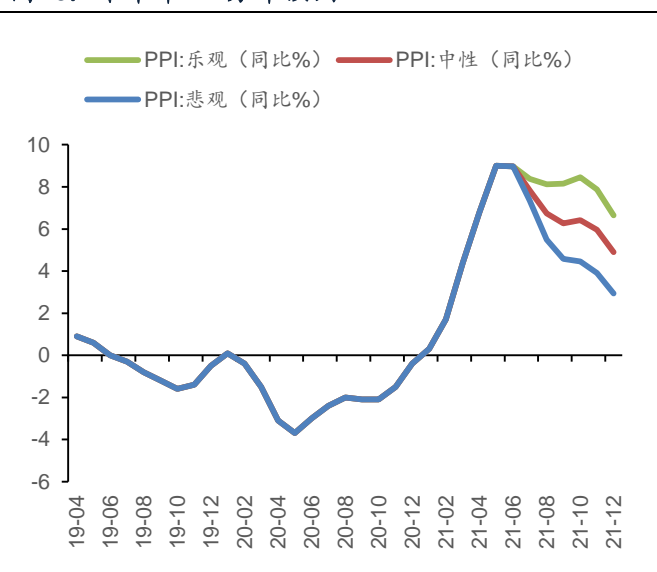
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15: 极端情形下的PPI分布



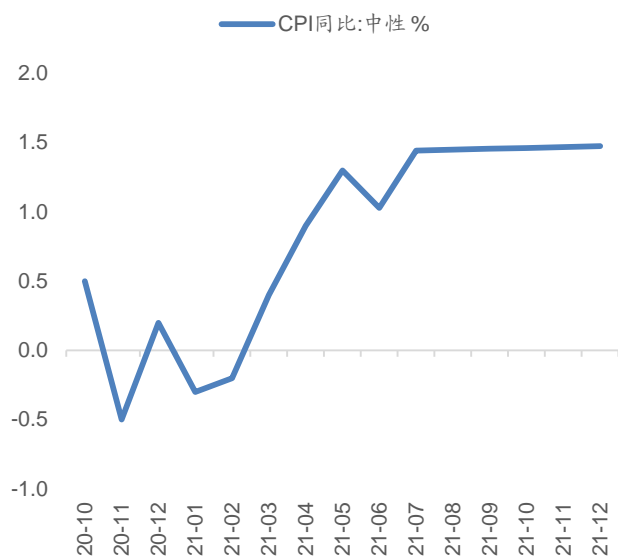
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 下半年PPI分布预测



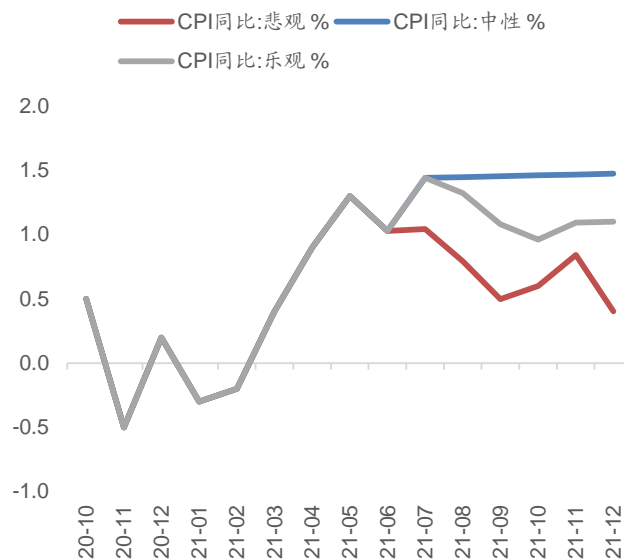
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17: 核心CPI保持高位不变情形下的分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 下半年CPI分布预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、机会篇：下半年价格端的结构性机会

关注出行、社交等生活半径相关领域的价格弹性。随着海外疫苗接种率的逐步提升，消费结构或转向以服务出行、社交修复为主的关联场景。国内居民生活半径也在继续打开，加上收入效应的助推，以出行、社交为主的生活服务修复进程亦有望加速；叠加目前线下消费场景与渠道等供给约束被打破，生活半径相关服务业价格弹性亦存在上行预期差。

后置财政背景下基建投资扩张、地产竣工高景气驱动部分商品。如前所述，财政后置将带动基建投资一定程度上修复。而受三道红线等政策影响，预计下半年房企仍将通过积极交付、加快结转等方式降低资产负债率水平。此外存量项目将集中于近两年交付，上述逻辑共同指向下半年竣工高增局面有望延续。因此在基建投资韧性、竣工高景气修复的组合下，基本金属、消费建材及部分化工品需求端具有确定性。

后续若上游价格缓和，则会一定程度上扩大制造业的利润空间。从制造业投入产出比的视角观察，诸多上游采购成本较高的中下游制造业受本轮原材料影响较大，因此若下半年上游价格上行斜率趋缓（成本压力释放），但出口修复趋势仍较为确定的背景下，通用设备、金属加工、家用电气、汽车及零部件机械制造业利润空间有望释放。

六、风险篇：价格走势上可能出现的例外

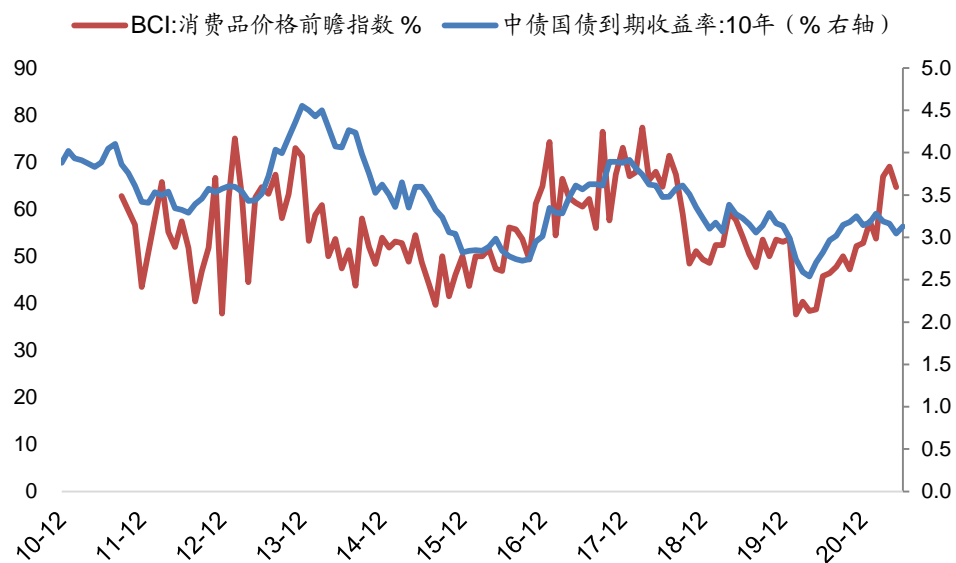
海外疫情走势出现非线性变化，包括好于预期或差于预期，都将给大宗商品价格带来预期外的影响。疫情仍是最大的基本面，目前全球第三波疫情依然在缓慢下行过程中；但delta变种影响下，部分国家疫情存在反弹，疫情走势目前仍有不确定性。后续需警惕疫情超预期变化（包含上行或下行）所带给价格的冲击。

宏观杠杆率约束整体背景下，金融与财政政策重点限制不合意领域信用派生。上半年受地方政府隐性债务化解影响，地方专项债供给节奏、非标融资均呈现不同程度的收缩，流动性环境亦呈现狭义偏松—广义信用环境偏紧的组合。下半年财政后置力量逐步释放，以及衍生而来的基建融资需求改善，整体流动性环境大概率呈现广义融资条件趋稳—狭义流动性环境中性的组合。考虑到今年政策导向整体延续完善宏观调控跨周期设计基调，强调“疫后回归+宏观杠杆率控制+跨周期”三重特征。因而在宏观杠杆率整体约束的背景下，下半年政策端仍会维持货币供给中性与金融政策偏紧的组合。整体而言，若金融政策收紧影响短期升温，将会对市场预期形成较大冲击。

美元指数临近超跌反弹窗口，美元阶段性回升将导致再通胀逻辑降温。3月11日拜登第三轮财政刺激落地，美国财政贸易双赤字规模二季度进一步扩大，同期联储压低长端利率以降低财政部发债成本，因此4月至今美元增速单边回落。美元套息交易重启推动原油、基本金属等流动性敏感商品趋势性走高。然而下半年尤其三季度美元指数或面临阶段性超跌窗口：其一是拜登抗疫刺激退坡，财政赤字率难以进一步扩张；其二是财政转移支付退坡导致美国居民可贸易品消费诉求下降（逆差收窄）；其三美国经济步入过热概率较高以及美联储Taper必要条件具备；最后考虑到削减QE与加税靴子尚未落地，不排除全球流动性环境与风险偏好出现一轮收敛。综合来看，美元指数于下半年阶段性企稳概率较高，若同时伴随美元流动性环境收紧全球再通胀逻辑或暂时降温。

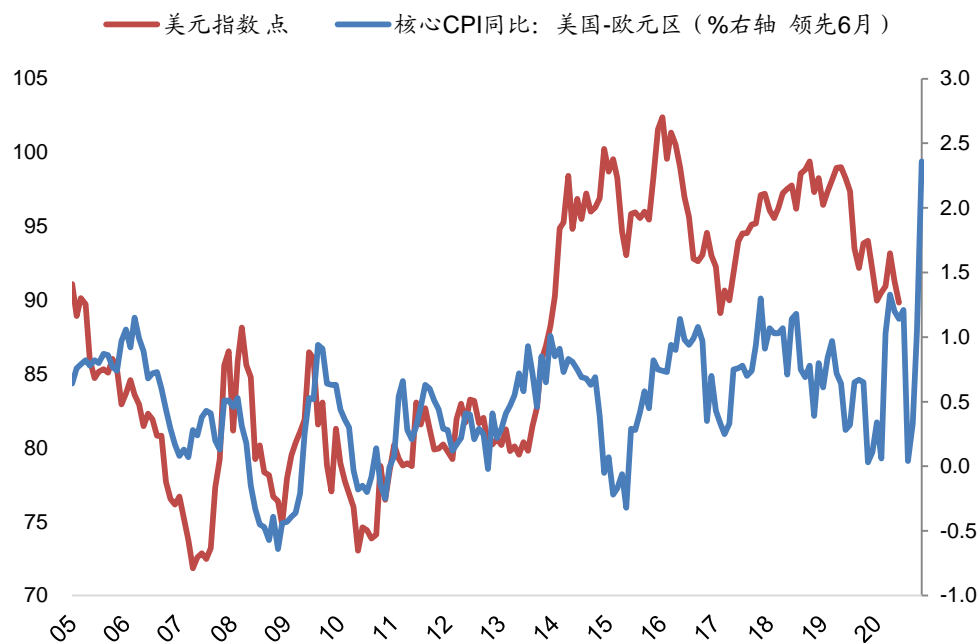
原材料上涨对下游的传导影响仍需关注，5月部分终端零售品价格上涨加速。原材料价格上涨的上下游传导历来为政策关注焦点，5月12日、19日两轮国常会分别提到“本轮大宗商品价格上涨对我国制造业存在影响，且需做好市场调节应对大宗商品价格过快上涨及其连带冲击”。5月受原材料价格上涨影响下的家电、台式计算机、装潢材料环比涨幅在0.3%-1.2%之间，服装类价格环比亦显著超季节性。下游消费品中存在三类较易受影响的品种：其一是建材及五金电料等对上游原材料投入系数较高的工业消费品；其二是成品油等交通工具燃料受油价影响较为广泛；其三是下游纺织品类通胀通常受PTA、原油等能化类商品价格传导。从更能准确映射实物商品贸易动态的义乌小商品指数来观察（目前该指数处于历史较高水平），亦反映出目前终端商品市场的景气程度和价格端较为活跃。

图19: BCI消费品价格前瞻指数与国债收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 美元指数与美欧核心通胀剪刀差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、影响篇：通胀斜率与资产定价之间的关系

我们的理解主要包括几点：（1）通胀过高一则会导致中下游利润被挤压，二则会导致政策被动收紧，因此高通胀总体来说还是一个偏负面的现象。例如今年2月再通胀预期升温，10年期美债收益率上行突破1.5%，全球市场估值迅速下修。整体若实际通胀较市场预期更高，则属于负向冲击；但若确认通胀已经“度过洪峰”，对于包括股债在内的资产定价则更为有利。

（2）但需要区分的是，“度过洪峰”的过程在多大程度上包含实际增长率下修的影响，多大程度上来自于供求结构的影响。若通胀回落更多来自实际增长率放缓所贡献，则对于权益定价而言更倾向于企业盈利回落即分子端逻辑，而对于债券市场而言则反映经济基本面放缓预期。

（3）此外对权益市场而言，通胀“度过洪峰”的过程在结构上相对不利于复苏交易资产。今年5月稳价保供政策调控以来，周期性行业超额收益随原材料价格回落趋势所一致，因此若未来通胀越韧性厚尾，复苏交易面对的平滑垫越大。

（4）最后对于疫后通胀走势，不同资产隐含的预期可能有不同。年初至今南华工业品指数加速上行、权益市场区间震荡，而流动性宽松推动债市整体偏强。不同资产所反映的宏观逻辑未必指向一致，需警惕这一过程中包含的预期差。

八、风险提示

政策基调超预期；市场风险偏好超预期；上下游通胀传导超预期

广发宏观研究小组

郭磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。
张静：联席首席分析师，理学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
贺晓束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
钟林楠：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王岫：经济学硕士，2020 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。