

相关研究

《实体经济观察 2018 年第 37 期：地产金九成色不足》2018.09.28

《The economy is on a downward track, and inflation is to show a pickup for the short term》2018.09.28

《经济下行通道，通胀短期升温》2018.09.25

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:顾潇啸

Tel:(021)23219394

Email:gx8737@htsec.com

证书:S0850514100001

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

福兮祸所伏，祸兮福所倚

——如何客观看待房价下跌与去杠杆？

投资要点:

- **国内数据不佳，担忧经济滞胀。**中国旅游研究院测算国庆前4天全国游客人次同比增长8.8%，旅游收入同比增长8.12%，相比去年同期18.9%、21%的增速均有明显下降，而且均降至过去15年的次低水平。9月中采制造业PMI降至50.8，9月财新PMI降至50，两者均为过去两年的次低值，意味着制造业景气出现了明显的下滑。而在过去两个月，由于雨水和猪瘟疫情等因素影响，国内蔬菜和猪肉价格持续上涨，带动食品价格涨幅超预期。经济的下滑叠加通胀的反弹，引发了对滞胀风险的担忧。而在经典的美林时钟当中，在滞胀的环境下，资产价格的典型表现就是股债双杀、现金为王。
- **美债利率新高，全球货币紧缩。**在国庆期间，10年期美债一度突破了3.2%，创下了2011年以来的7年新高，而美元指数也一度回升到96以上，美债利率上升和美元走强使得资金回流美国，加剧了新兴市场资金流出压力。
- **澳门博彩下滑，预示房价拐点。**澳门政府公布其9月份博彩收入增速大幅降至2.8%，远低于8月份的17.1%，以及17年19.1%的收入增速。而在历史上，和澳门博彩收入增速走势最相关的其实就是中国房价。在过去十年当中，澳门博彩收入增速曾经三次降至0左右甚至以下水平，期间对应的70城市房价涨幅无一例外出现了负增长，只有在当前出现了例外，房价涨幅上升，而澳门博彩收入增速大幅下滑。如果我们相信历史规律，那么要么是房价的统计数据值得商榷，要么是未来的房价即将明显回落，这一轮轰轰烈烈的房地产泡沫的拐点或就在眼前。
- **居民举债买房，福兮祸之所伏。**今年中国经济遭遇了诸多挑战，在我们看来，其本质在于举债发展的经济模式本身注定了不可持续。这一轮中国房价的大幅上涨始于2015年，但是并没有太多经济增长的支撑，而主要靠的是全民举债。在收入和利率的制约之下，我们观察到居民贷款增速正在持续放缓，17年初的居民贷款增速最高达到24.6%，到18年8月已经降至18.5%，而未来降幅或会加快，从而加剧房价下跌、地产销售下滑的压力，而这或许也是当前经济困境的主要原因。
- **去杠杆收货币，走在正确方向。**中国过去货币超发，确实带来了汇率的长期贬值压力。但反过来说，未来要想降低汇率的贬值压力，其实需要做的就是管住影子银行、降低货币增速，而这其实是会带来利率的自然回落。今年我们坚定看好债券牛市行情，而事实是年初以来中国的长短期无风险利率都出现了明显的下降，而且债券牛市行情预计还将持续。
- **减税让利于民，未来就有希望。**对于中国的企业部门而言，过去几年最大的挑战并非需求的下滑，而是成本的上升：从上游的原材料价格，到土地的租金成本，员工成本，税收成本，加上贸易冲突带来的关税成本都在上升，因此要想改善企业的经营，其实一个重要的方向就是给企业部门大幅减税。而对于中国的居民而言，如果能够给低收入阶层大幅减税，也能部分对冲过去几年大幅举债增加的债务负担，增加其消费能力。而要想同时满足这两方面的诉求，其实目前最值得考虑的政策就是大幅下调增值税税率。减税最大的好处在于让利于民，给出了国退民进的信号，可以促进生产效率的提高，极大增强市场的信心。只要政府愿意真心实意减税让利，促进民营企业发展，释放经济增长的活力，那么中国经济的长期前景就有了希望。

目 录

1. 每周交流与思考.....	3
2. 经济：制造业景气转弱.....	7
3. 物价：通胀短期反弹.....	7
4. 流动性：央行再度降准.....	8
5. 政策：继续减税降费.....	8
6. 海外：鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高.....	8

1. 每周交流与思考

今年国庆黄金周，A股放假休市，而继续交易的港股和中概股均出现大幅下跌，原因或在于内忧外患同时出现：

国内数据不佳，担忧经济滞胀。

内忧是国内经济下滑、但通胀压力加大。

中国旅游研究院测算国庆前4天全国游客人次同比增长8.8%，旅游收入同比增长8.12%，相比去年同期18.9%、21%的增速均有明显下降，而且均降至过去15年的次低水平。

9月中采制造业PMI降至50.8，9月财新PMI降至50，两者均为过去两年的次低值，意味着制造业景气出现了明显的下滑。而在中采PMI的相关指标中，与经济有关的需求、生产和库存指标全面回落，唯独价格相关指数有明显回升。

在国庆期间，国际油价大幅上涨，布伦特油价一度超过86美元/桶，这将会带动国内成品油和相关化工产品价格上涨。

而在过去两个月，由于雨水和猪瘟疫情等因素影响，国内蔬菜和猪肉价格持续上涨，带动食品价格涨幅超预期，我们预计9月CPI将突破2.5%，4季度的CPI或升至2.5%-3%之间，为过去5年的最高水平。

经济的下滑叠加通胀的反弹，引发了对滞胀风险的担忧。而在经典的美林时钟当中，在滞胀的环境下，资产价格的典型表现就是股债双杀、现金为王。

美债利率新高，全球货币紧缩。

而外患则是美债利率新高，全球货币紧缩加码。

在国庆期间，10年期美债一度突破了3.2%，创下了2011年以来的7年新高，而美元指数也一度回升到96以上，美债利率上升和美元走强使得资金回流美国，加剧了新兴市场资金流出压力。

而在美债利率飙升的背后，是美联储主席鲍威尔的最新讲话，其声称美国经济依旧非常强劲，失业率在3.9%的20年低位，各种劳动力市场指标都显示就业状况良好，而且预测在未来两年还将继续保持。与此相应，当前美国的利率依然是宽松的，因为实际利率刚刚高于零，未来正在逐渐走向中性。这意味着美联储的加息仍将继续，市场预期年底12月还有1次加息，而19年还有3次加息。

澳门博彩下滑，预示房价拐点。

但如果只是因为制造业PMI下滑或者旅游收入增速下滑，就断言经济下行压力加大，其实也未必准确，因为中采制造业PMI在今年2月份也曾降至50.3，而13年的国庆游客同比增速仅有0.7%，事后来看都是短期低点。

而值得警惕的其实是另一个不太引入注意的数据，澳门政府公布其9月份博彩收入增速大幅降至2.8%，远低于8月份的17.1%，以及17年19.1%的收入增速，为何澳门博彩收入增速出现了大幅下滑？

是不是因为出境旅游人数下降？在2015年以前，澳门博彩收入增速看似与中国出境人数增速高度正相关，但在过去两年，两者走势完全相反，一方面是中国出境人数同比增速降至6%以下的历史低位，另一方面则是澳门博彩收入增速连续两年大幅回升。

是不是因为国内体育彩票的分流？今年恰逢世界杯，国内体育彩票大卖，或许也对澳门博彩收入形成分流。但世界杯主要在6、7两月，确实6、7月的国内体育彩票同比增速超过100%，但8月份的国内体育彩票销售额环比下降了100亿，同比增速降至37%，9月份估计会更低，对澳门博彩业的冲击也应该消失了。

如果把博彩看做是一种奢侈消费，那么其支撑主要来自于居民的财富，因而澳门博彩收入增速的下滑意味着中国居民的财富很可能出现了明显的缩水，而中国居民的主要财富来自于房产，这意味着房价的拐点或许已经出现。

统计局数据显示，房价貌似还在涨。统计局每个月会公布全国70个大中城市的房价走势，而今年的房价走势非同寻常。这一轮房价同比涨幅的高点出现在17年初，此后涨幅持续回落，按照以往的经验，往往要出现房价同比涨幅为负以后才会开始回升，但今年最让人惊讶的是还没等到房价下跌，6月份开始房价出现了新一轮全面上涨。

9月份刚刚公布了8月份的最新房价数据，70个城市当中有69个城市新房价格环比上涨，仅有厦门的新房价格环比下跌；从二手房价格来看，70个城市当中仅有上海、厦门两个城市的房价下跌，而且跌幅几乎都可以忽略不计。而无论一线、二线还是三线城市，其房价都在今年6月份以后重新开始大幅上涨。

房价大涨的画面那么美，以至于让人不太敢相信。如果房价真有那么强劲，为何地产龙头碧桂园的股价跌跌不休？为何万科的郁亮把公司未来3年的目标仅仅定在“活下去”？

事实上，公布房价的不止统计局一家，在大数据时代，有很多机构都在定期公布全国各地的房价走势。同样是8月份的房价数据，云房数据中心显示8月份全国100个城市的二手房价环比基本持平，其中虽然有71个城市房价环比上涨，但是房价环比下跌的城市达到29个，其中上海、厦门、南京、石家庄、唐山、赣州等地的房价环比跌幅都在5%甚至以上水平。

而在历史上，和澳门博彩收入增速走势最相关的其实就是中国房价。在过去十年当中，澳门博彩收入增速曾经三次降至0左右甚至以下水平，期间对应的70城市房价涨幅无一例外出现了负增长，只有在当前出现了例外，房价涨幅上升，而澳门博彩收入增速大幅下滑。如果我们相信历史规律，那么要么是房价的统计数据值得商榷，要么是未来的房价即将明显回落，这一轮轰轰烈烈的房地产泡沫的拐点或就在眼前。

居民举债买房，福兮祸之所伏。

今年中国经济遭遇了诸多挑战，在我们看来，其本质在于举债发展的经济模式本身注定了不可持续。

这一轮中国房价的大幅上涨始于2015年，但是并没有太多经济增长的支撑，而主要靠的是全民举债。

过去3年的中国经济平均增速仅为6.9%左右，处于过去25年的最低位水平，3年下来GDP实际增速累积增长了20%，再加上物价上涨以后，GDP的名义值增加了大约30%，这也差不多是同期居民收入的增幅。然而从14年末到17年末，中国居民总贷款从25.7万亿增长到45万亿，3年增幅高达75%，远超同期的经济和居民收入增幅，这也是同期全国许多城市房价翻倍的主要原因，因为居民债务余额几乎翻番了。

如果大家可以永远不停地举债买房，那么结果自然是皆大欢喜：居民贷款买房赚了钱，银行放贷款有钱赚，企业卖房也赚了钱，而政府既有土地出让收入还收税，大家都赚的盆满钵满。这也是过去3年的真实写照：居民贷款增速维持在20%左右，远超13%的贷款平均增速。居民贷款成为银行新增收入的主要来源，居民贷款占银行新增贷款的比例从1/3左右升至一半以上。房地产前三家龙头企业的年销售额在14年还仅为1000亿左右，到17年就突破了5000亿。而政府的土地出让金在15年时仅为3.25万亿，到17年升至5.2万亿，18年很可能会超过6.5万亿，达到15年的两倍水平。

问题是，如果发展经济就是靠借债这么简单，全球早就到处都是发达国家了。**债务率是有极限的，首先是收入的约束。**从14年到17年，中国居民债务占GDP的比值已经从40%升至55%，由于中国GDP分配中居民的占比较低，居民债务占居民收入的比值更是从66%升至90%，已经和美国次贷危机顶峰时期的水平相当，没有多大的举债空间了。

而举债的另一个约束是利率。在国内，随着央行去杠杆的推进，过去商业银行的资金供给充裕，相应房贷利率还有折扣，而如今商业银行资金供给有限，房贷利率已经连续20个月上涨，8月份的全国首套房贷平均利率已经达到5.69%，比此前4.5%左右的最低值已经上浮了27%。在海外，美联储加息节奏加快，10年期美债利率已经创下3.2%的多年新高，也会影响国内利率的下行空间。

在多重制约之下，我们观察到居民贷款增速正在持续放缓，17年初的居民贷款增速最高达到24.6%，到18年8月已经降至18.5%，而未来降幅或会加快，从而加剧房价下跌、地产销售下滑的压力，而这或许也是当前经济困境的主要原因。

举债发展经济，注定不可持续。

而在达里奥的新书《A Template For Understanding Big Debt Crisis》中提到，**借钱本身不是坏事，但如果借了钱而不去干好事就会出问题，而衡量借钱好坏的标志是借的钱有没有创造相应的价值、可以足额偿还！**因而，从宏观上看一个国家的举债是否合理的标志，是新增债务有没有创造出相应的收入、收入增速有没有超过债务增速！

无论是次贷危机以前的美国，还是泡沫经济之前的日本，都经历了债务增速持续高于经济增速的泡沫阶段，体现为债务和GDP的比值持续上升。**而这其实也是中国经济过去10年的写照，中国经济的整体债务率在持续上升。**

按照我们的测算，中国经济的债务率在2008年以前稳定在130%左右，但从09年开始持续上升，到2017年已经上升至241%，我们测算的结果也与IMF最新报告里面估算的基本一致。这意味着中国经济在2008年以前并没有债务问题，当时虽然债务增速也很高、但能创造出相应的收入增长；但是从2008年开始，就陷入了举债过度的陷阱。

而从各个经济主体的债务率变化来看，我们已经经历了三轮短期债务周期。第一轮是09年企业部门大幅举债，第二轮是12年政府部门大幅举债，而第三轮则是15年居民部门大幅举债。每一次举债都会带动经济增长的短期反弹，但举债对经济增长的刺激效果越来越弱，刺激经济需要的货币则越来越多，最终使得经济整体的债务率越来越高，地产泡沫越来越大。

我们在去年提出《繁荣的顶点》，核心逻辑也在于举债发展经济的模式不可持续。

去杠杆收货币，走在正确方向。

在达里奥看来，太阳底下没有新鲜事，许多国家都曾遭遇过巨额债务的危机，都经历过过去杠杆，但是最终的结局却是千差万别：有些陷入长期痛苦，比如日本经济失去了30年，还有1929年的全球金融危机也带来了十多年的经济萧条，但也有些很快康复，比如美国08年次贷危机在09年就逐渐恢复。

而达里奥还深入研究了历史上的数十次去杠杆经验，这些对于我们理解中国经济当前发生的各种变化其实有很大的帮助。

首先，我们的债务主要是内债，这比外债相对更容易解决。今年汇率崩盘的几个国家诸如阿根廷、土耳其都是大笔举借外债，目前阿根廷、土耳其的外债都相当于其外汇储备的4倍，相当于其GDP的100%。而中国的主要债务是内债，外债只相当于外汇储备的60%，相当于GDP的15%。也就是说，虽然我们也欠了很多债，但主要都是欠了自己人的钱，也就相对更好商量一点。

与此相应，我们大概率会是通缩型去杠杆、而非通胀型去杠杆。大笔欠了外债的国家，外汇流出往往会导致汇率大幅贬值，进而引发国内通胀上升的压力，阿根廷和土耳其的通胀率都达到 20-30% 左右。但对欠了内债的国家而言，其外汇贬值风险相对有限，因此输入型通胀的风险不大，反而会因为国内债务的收缩，导致通缩的风险。

其次，我们走在去杠杆正确的方向上。

达里奥总结成功的去杠杆有四点很关键，分别是：紧缩、债务违约、创造货币以及财富再分配。其中紧缩和债务违约有助于减少债务率的分子，而放松货币和财富再分配有助于增加经济增长的分母，从而使得在债务率企稳的同时，实现经济的重新增长。

中国债务率首次企稳。而从我们测算的债务率指标来看，在过去的 1 年内中国的债务率已经稳定在 241% 左右，停止了持续 10 年的上升，其实是非常重大的转变。而这主要归功于这两年实施的金融去杠杆，这就相当于实施了紧缩性政策。

去杠杆收货币。在过去 10 年，中国的 M2 增速均值高达 15%，银行的总资产增速均值高达 17%，但是目前的 M2 增速仅为 8%，银行的总资产增速仅为 7%，这主要归功于资管新规的实施、对影子银行的全面监管。

债务违约增加。而今年以来的债务违约明显在上升，比如 p2p 的全面爆雷，公开发行债券的违约，甚至连政府融资平台也出现了违约事件，这些事件对于中国经济的长远发展其实不是坏事，因为这就意味着大家以后借钱或者金融机构放贷都要谨慎，因而就很难重走举债发展的老路。

货币开始放松。而中国今年的货币利率出现了明显的下降，其实意味着货币政策已经出现了放松。央行今年以来持续下调准备金率，10 月份再度下调法定准备金率 1%，即是货币转向宽松的明证。我们在前面介绍中国主要欠的是外债，因此大概率走通缩型去杠杆。虽然当前通胀短期回升，但如果经济增速持续回落，那么 PPI 和核心 CPI 都将趋势性回落，与此相应国内的利率也将趋于下行而非上行。

应对贬值压力，并不需要加息。对于国内的利率和汇率走势，很多人存在错误的判断，认为由于美国加息，中国为了应对人民币汇率贬值压力，利率要被迫跟随美国上升，这其实是错判了汇率的决定因素。其实利率低了汇率未必贬值，而利率高了汇率未必升值。

举个例子，阿根廷目前的基准利率高达 50%，但也未能阻止其汇率继续贬值。而日本的利率长期为零，其汇率反而长期升值。原因是影响汇率的核心因素是货币的数量，而不是货币的价格。试问阿根廷的货币增速长期在 30% 左右，几乎每隔两年翻一番，哪怕给 50% 的利息，这种货币又怎么可能保值？相反日本虽然是零利率，但其货币增速也长期在零左右，货币都没怎么发，又怎么会大幅贬值？

降低货币增速，利率长期趋降。从这个意义上说，中国过去货币超发，确实带来了汇率的长期贬值压力。但反过来说，未来要想降低汇率的贬值压力，其实需要做的就是管住影子银行、降低货币增速，而这其实是会带来利率的自然回落。今年我们坚定看好债券牛市行情，而事实是年初以来中国的长短期无风险利率都出现了明显的下降，而且债券牛市行情预计还将持续。

减税让利于民，未来就有希望。

对照达里奥的理论，中国已经做了紧缩，债务违约也在进行当中，同时放松了货币政策，但要想创造出货币，还需要降低信用利差，改善企业的融资利率，促进企业融资的恢复；同时需要做好财富的再分配，增加低收入阶层的消费能力。

而后两者，其实已经与货币政策无关，而依赖于财政政策。

对于中国的企业部门而言，过去几年最大的挑战并非需求的下滑，而是成本的上升：从上游的原材料价格，到土地的租金成本，员工成本，税收成本，加上贸易冲突带

来的关税成本都在上升，因此要想改善企业的经营，其实一个重要的方向就是给企业部门大幅减税。

而对于中国的居民而言，如果能够给低收入阶层大幅减税，也能部分对冲过去几年大幅举债增加的债务负担，增加其消费能力。

而要想同时满足这两方面的诉求，其实目前最值得考虑的政策就是大幅下调增值税税率。对于企业而言，增值税是目前最大的负担。中国税收的 80% 以上都由企业承担，这一比重在全球遥遥领先，而中国企业税收当中的一大半都是增值税。所以大幅下调增值税率可以切实减轻企业负担，改善企业整体的盈利能力，降低信用风险。

对于居民而言，今年我们虽然大幅上调了个税起征点，但由于中国的人均月收入都不到 5000 元，交个税的人数有限，也使得个税减免的受惠人群相对有限。但如果我们能下调增值税，而由于中国所有产品都包含了增值税，这意味着所有产品的价格都有可能调低，因而全国人民都会受益于增值税的下调，同时还可以降低通胀风险。

而减税最大的好处在于让利于民，给出了国退民进的信号，可以促进生产效率的提高，极大增强市场的信心。节前中国股市出现难得的反弹，我们认为主要原因并非基建刺激或者再度放水，而是对近期政府各种减税表态的积极回应。我们欣喜的看到，李克强总理在节前座谈会上表示，下一步要更大力度简政、减税、减费，“减税”要加快推进增值税税率“三档变两档”，研究降低增值税税率。如果目前 16%、10% 和 6% 的三档税率能够并成 13% 和 6% 两档，其中把 16% 降至 13%，而把 10% 降至 6%，那么就相当于中国增值税率整体下调了 20% 左右，按照增值税目前 6 万亿的税基，可以减税 1 万亿给市场。

因此，我们认为对当前中国经济要客观来分析，一方面是过去居民部门举债过度，所以房地产等相关产业有较大的下行风险。但另一方面，如果我们能戒掉对举债发展和地产泡沫的依赖，坚定不移地去杠杆，那么以内债为主的中国大概率会是通缩型去杠杆，利率趋于下降、货币自然宽松，同时只要政府愿意真心实意减税让利，促进民营企业发展，释放经济增长的活力，那么中国就有希望实现漂亮的去杠杆，中国经济的长期前景就有了希望。

2. 经济：制造业景气转弱

1) 9月 PMI 下滑。9月全国制造业 PMI 为 50.8%，较 8 月小幅回落 0.5 个百分点，处历年同期中等偏低水平，指向制造业景气转弱。9月 PMI 回落，原材料库存和从业人员显著下滑是主要拖累。主要分项指标中，需求、生产、库存回落，价格上升，反映供需扩张双双放缓。9月以来地产、汽车销量以及发电耗煤增速均趋于下行，指向供需双弱格局延续，后续经济依然承压。

2) 内需温外需冷。9月新订单指数微幅回落至 52.0%，新出口订单指数大幅回落至 48.0%，创 31 个月以来新低。中美经贸摩擦持续升级，对外向度较高行业影响较大。

3) 生产年内低点。9月生产指数回落至 53.0%，与 3 月以来的低点接近，也远低于去年同期水平，印证 9 月发电耗煤同比跌幅扩大至 11.1%，指向生产仍在下滑。

2) 库存继续去化。9月原材料库存指数回落至 47.8%，产成品库存持平在 47.4%，两者缺口继续缩窄，供需趋弱叠加原料采购成本加大，企业补库动力不足。

3. 物价：通胀短期反弹

1) 食品涨幅缩窄。9月第三周猪价、菜价继续上涨，食品价格环比上涨 0.9%，涨幅比前一周略有缩窄。

2) 9月CPI 继升。9月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 3.7%、6.1%，预测 9 月食品价格环比上涨 2.4%，9 月 CPI 升至 2.6%。

3) 9月PPI 回落。9月以来钢价、煤价、油价高位震荡，截止目前 9 月港口期货生资价格环涨 0.5%，预测 9 月 PPI 环涨 0.3%，9 月 PPI 同比涨幅回落至 3.4%。

4) 通胀短期反弹。由于雨水天气和猪瘟疫情等因素影响，8 月以来食品价格出现明显反弹，而 9 月以来的食品价格涨幅仍高，加之油价在近期也创出新高，多种因素影响下 CPI 或在 4 季度出现短期反弹，但由于经济下行压力加大，PPI 下行的趋势不变。

4. 流动性：央行再度降准

1) 货币利率分化。节前一周货币利率继续回升，其中 R007 均值上行 26bp 至 2.97%，R001 下行 12bp 至 2.46%。DR007 上行 6bp 至 2.72%，DR001 下行 10bp 至 2.44%。

2) 央行重新回笼。节前一周央行逆回购投放 600 亿，逆回购到期回笼 2900 亿，央行净回笼 2300 亿。

3) 汇率重新贬值。过去两周美元指数连续回升，人民币兑美元重新贬值，在岸、离岸人民币分别贬至 6.87、6.9。

4) 央行再度降准。央行 3 季度货币政策例会称，未来稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。央行宣布 10 月 15 日起降准 1%，在替换到期的 4500 亿 MLF 之后，可以释放 7500 亿基础货币，这意味着当前货币市场流动性整体依旧充裕。

5. 政策：继续减税降费

1) 继续减税降费。国务院总理李克强表示，下一步要更大力度简政、减税、减费。“简政”要继续深化“放管服”改革，降低制度性交易成本。“减税”要加快推进增值税税率“三档变两档”，研究降低增值税税率。“减费”要动真格地降低合规收费，坚决惩治乱收费，同时继续降低企业物流、电力等各类成本。

2) 支持民营企业发展。国务院总理李克强在浙江台州主持召开座谈会时强调，民营经济和国有经济一样，都是社会主义市场经济的重要组成部分。民营经济的管理者、经营者和生产者，都是中国特色社会主义的建设者。我国的基本经济制度以及社会主义市场经济早已写入宪法。必须坚持“两个毫不动摇”，对各类所有制企业一视同仁，这一点绝不会有变化。

3) 实施乡村振兴。财政部发布《贯彻落实实施乡村振兴战略的意见》：公共财政更大力度向“三农”倾斜，落实涉农税费减免政策；鼓励地方政府在法定债务限额内发行一般债券用于支持乡村振兴、脱贫攻坚领域的公益性项目，将地方政府债务资金优先用于支持乡村振兴等党中央、国务院确定的重点领域，不得借乡村振兴之名违法违规变相举债。

6. 海外：鲍威尔鹰派讲话，美债利率创新高

1) 鲍威尔称利率距离中性还很远。上周美联储主席鲍威尔鹰派表态：美国经济扩张可能延续相当一段时间；现在距离既不宽松也不紧缩的中性利率还有“一段长路”，在逐步走向它；企业担心很多贸易问题；未看到金融市场风险累积。

2) 美债利率创新高。上周美国 10 年期国债收益率升破 3.20%关口，为 2011 年以来首次，与此同时美元上行，美元指数一度涨至 96.1。这次市场大幅波动主要源于最近两天美联储重量级官员，特别是有投票权的官员一起力挺美国经济并重申渐进加息目标。

3) 9 月非农数据低增。9 月美国新增非农就业人数 13.4 万，比预期低 30%，但这受飓风严重影响，当月 29.9 万人因坏天气没有工作。而且 7 月 8 月就业者合计上修 8.7 万，9 月失业率创近五十年新低，薪资仍稳定增长。

4) 北美地区达成贸易协定。上周美国和加拿大已达成框架协议，加拿大同意取消“class 7”的乳品定价协议，将向美国开放约 3.5%的乳品市场份额。作为交换，加拿大将接受一项配额制度，该制度将对加拿大制造的汽车出口到美国市场实行更严格的限制。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队
顾潇啸 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzz9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com