通胀走势分化，货币依旧宽松

投资要点:

- **宏观专题：美国经济的现状与变化**
- **当前经济：税改助力强劲复苏。**今年在减税刺激下，美国经济强劲复苏。7-9 月的高频数据显示，3 季度美国经济仍有望维持不错的表现。企业利润与投资、居民收入与消费的数据都印证了今年以来减税带来的效果十分显著。而未来美国经济更需要关注流动性、政策和外部环境等方面的变化。
- **变化一：加息后期，货币收紧抑制投资。**美国经济未来最重要的变化，在于进入了加息后期。流动性进一步收紧，对于企业会提高融资成本、降低利润、抑制固定投资，对于居民会提高房贷利率、不利于新房销售、抑制住宅投资。
- **变化二：政策扰动，增速明年或放缓。**今年美国减税和贸易摩擦政策一定程度上也会改变经济增长的节奏。减税在明年的刺激效果会减弱，而贸易摩擦导致短期扩大进口，会透支未来的存货投资，长期则增加企业和居民的成本。
- **变化三：新兴市场减速，美国难逃拖累。**最后，新兴市场经济减速，一方面使美国跨国企业利润增速放缓，不利于扩大投资，另一方面叠加美元升值，进一步减弱出口对经济的拉动。
- 因此美国减税效应短期仍会持续，但往后看，美国经济正逐步到达复苏的尾声。
- **一周扫描:**
- **海外：美国股市动荡，意大利扩大预算赤字。**上周三、周四美股接连下挫，拖累全球股市陷入动荡。上周二，美国 10 年期美债收益率突破 3.25%，创七年新高，30 年期国债收益率触及 3.43%，创四年新高。上周五公布的美国 10 月密歇根大学消费者信心指数初值 99，低于预期的 100.5 和 9 月前值 100.1。上周意大利公布了 2019 年的预算赤字目标为 2.4%，这一比例大幅超过欧盟为上一届意大利政府设定的 2018 年 1.6%和 2019 年 0.8%的目标。
- **经济：外需反弹，内需续降。**9 月出口增速大幅回升至 14.5%，美国、日本 PMI 保持大体平稳，而欧元区 PMI 延续回落趋势。9 月我国进口增速继续回落至 14.3%，印证 9 月国内生产、需求仍弱。9 月顺差规模回升。10 月前 13 天 41 城地产销量增速-16%，较 9 月跌幅继续扩大，9 月中汽协、乘联会乘用车销量增速分别下滑至-12%、-13%，指向需求仍在回落。上周全国高炉开工率升至 68.7%，10 月上旬六大集团发电耗煤同比增速降幅继续扩大至-24%，环比增速转负至-18%，创历史同期新低，指向生产好坏参半。
- **物价：通胀走势分化。**国庆期间粮食、肉禽价格平稳，菜价小幅上涨，食品价格环比上涨约 0.1%。预测 9 月食品价格环比上涨 2.7%，9 月 CPI 升至 2.7%。9 月以来钢价、煤价、油价高位震荡，预测 9 月 PPI 环涨 0.3%，9 月 PPI 同比涨幅回落至 3.4%。食品价格涨幅连续两个月超预期，4 季度 CPI 或将升至 2.5%-3%间的 5 年高位。但工业品价格方面，国内经济持续下行，4 季度 PPI 有望持续回落，我们预测年末 PPI 有望降至 2%以下，通胀走势仍趋分化。
- **流动性：货币依旧宽松。**上周 R007 下行至 2.66%，R001 上行至 2.47%。DR007 均值下行至 2.6%，DR001 均值下行至 2.43%。上周公开市场操作暂停，逆回购到期回笼 600 亿元。上周央行宣布降准 1%，可释放资金 1.2 万亿元，其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF，另外再释放增量资金约 7500 亿元。过去两周美元指数下跌，在岸、离岸人民币汇率分别贬至 6.91、6.92。上周易纲行长表示中国经济继续平稳运行，年初设定的增长目标预计可以实现，物价基本平稳，宏观杠杆率已经稳定，这意味着降准仍将持续，流动性将保持充裕。
- **政策：增值税改革有望启动。**国资委副主任表示，抓好工业类国企体制机制转换，有条件的要积极稳妥推进混合所有制改革；中国经营报报道，税务系统人士表示，对于增值税改革工作，相关部门也已启动，包括税率合并以及下调等事宜都在进行测算；此前税务机关曾找第三方机构测算税率下调后的影响，因此年内有可能随时出台政策；国务院印发《关于完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》。

相关研究

《减税几时有？——财税改革系列之六》2018.09.25

《减税治好了“英国病”——财税改革系列之五》2018.09.25

《美国税改的前世今生——财税改革系列之四》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:李金柳
Tel:(021)23219885
Email:ljl11087@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

目 录

1. 宏观专题：美国经济的现状与变化 6
1.1 当前经济：税改助力强劲复苏 6
1.2 变化一：加息后期，货币收紧抑制投资 7
1.3 变化二：政策扰动，增速明年或放缓 8
1.4 变化三：新兴市场减速，美国难逃拖累 11
2. 海外：美国股市动荡，意大利扩大预算赤字 12
2.1 美国股市动荡 12
2.2 意大利扩大预算赤字目标 12
3. 国内经济：外需反弹，内需续降 12
3.1 出口短期反弹，进口增速续降 12
3.2 需求仍在回落 14
3.3 生产好坏参半 14
4. 物价：通胀走势分化 15
4.1 食品价格企稳 15
4.2 预测 9 月 CPI 继升 15
4.3 预测 9 月 PPI 回落 16
4.4 通胀走势分化 16
5. 流动性：货币依旧宽松 17
5.1 货币利率大降 17
5.2 央行大幅投放 17
5.3 汇率继续贬值 17
5.4 货币依旧宽松 18
6. 政策：增值税改革有望启动 18
7. 日历：聚焦 10 月中数据 19

图目录

图 1 美国 GDP 环比和同比实际增速 6
图 2 美国制造业 PMI（%）....6
图 3 美国零售和餐饮销售同比及消费者信心指数（%）....6
图 4 美国工业产出指数同比（%）....6
图 5 美国企业利润增速（%）....7
图 6 美国私人固定投资增速及对 GDP 的环比拉动率....7
图 7 美国个人所得税同比增速....7
图 8 美国个人可支配收入与个人消费增速....7
图 9 美国 PCE 和核心 PCE 同比（%）....8
图 10 美国企业利润增速、私人固定投资增速和联邦基金目标利率（%）....8
图 11 减税实施前后美国经济名义增速的测算（%）....9
图 12 美国 GDP 环比和同比实际增速（%）....9
图 13 不同减税时期的美国企业利润增速（%）....9
图 14 美国制造业 PPI 同比和产能利用率（%）....10
图 15 美国制造业 PMI 库存分项和制造业库存同比（%）....10
图 16 美国私人存货投资增速和 GDP 增速（%）....10
图 17 美国对中国进口高度依赖的商品类型（%）....11
图 18 美国企业对外直接投资规模和境外利润占比....11
图 19 美国企业利润、境外利润同比和设备投资实际增速（%）....11
图 20 美国对主要新兴市场出口、美国总出口以及耐用品新订单同比（%）....12
图 21 中国进出口总额、出口与进口同比增速（%）....13
图 22 美、欧、日 PMI（%）....13
图 23 中国对美国、日本、欧盟月度出口同比（%）....13
图 24 中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比（%）....13
图 25 主要大宗商品进口量同比增速（%）....14
图 26 主要大宗商品进口金额同比增速（%）....14
图 27 进出口增速及贸易差额....14
图 28 三大需求对 GDP 当季同比的拉动（%）....14
图 29 41 城市旬度日均新房销量同比增速（%）....14
图 30 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速（%）....14

图 31 全国高炉开工率及同比增速（%）.....15
图 32 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速（%）.....15
图 33 前海农产品批发价格指数：蔬菜.....15
图 34 猪肉批发价格（元/公斤）.....15
图 35 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测（%）.....16
图 36 CPI 同比及成分同比走势预测（%）.....16
图 37 环渤海动力煤价格（元/吨）.....16
图 38 PPI 同比及环比（%）.....16
图 39 农产品批发价格 200 指数.....16
图 40 CPI、PPI 同比走势及预测（%）.....16
图 41 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....17
图 42 R001 和 R007（%）.....17
图 43 央行公开市场操作（亿元）.....17
图 44 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....18
图 45 美元指数.....18
图 46 央行公开市场净投放规模（亿元）.....18
图 47 商业银行超储率（%）.....18

表目录

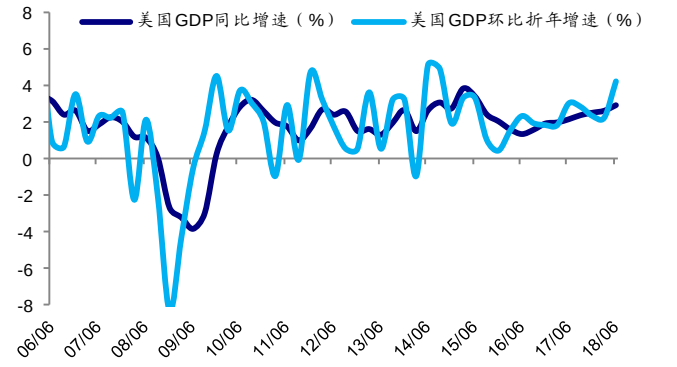
表 1　未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....19

1. 宏观专题：美国经济的现状与变化

1.1 当前经济：税改助力强劲复苏

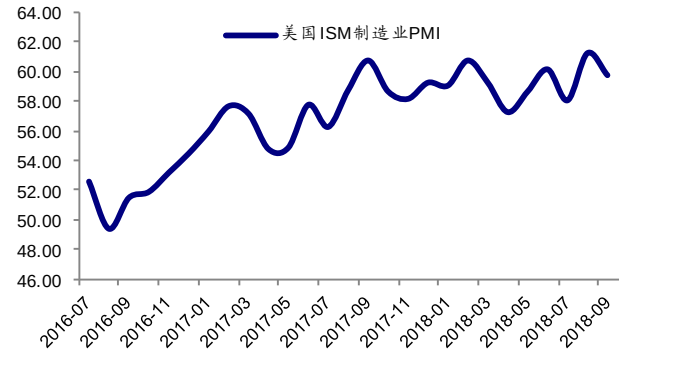
今年以来，美国经济整体保持了强劲的复苏。总体上，2 季度美国实际 GDP 环比折年增速达 4.2%，实际同比增速回升到 2.9%，分别是 14 年 4 季度和 15 年 3 季度以来的新高。而今年以来的 ISM 制造业 PMI 也维持在了 60 附近的高位。

图1 美国 GDP 环比和同比实际增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

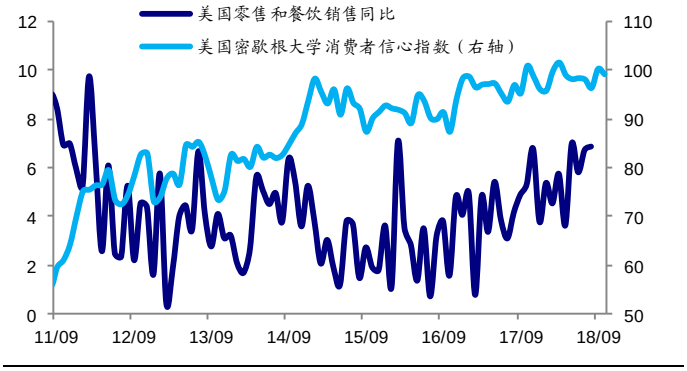
图2 美国制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

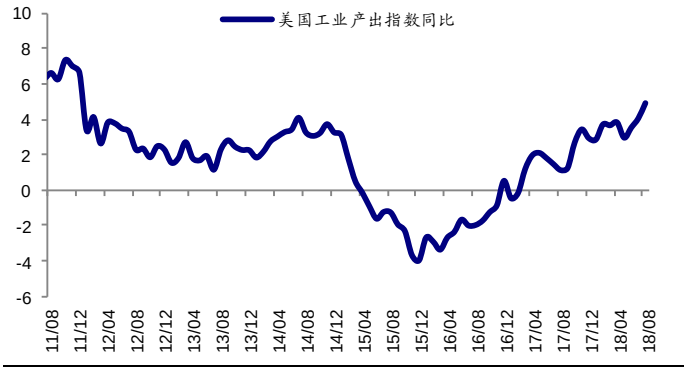
观察 7-9 月的高频数据我们发现，3 季度美国经济仍有望维持不错的表现。消费方面，7-8 月零售和餐饮销售增速进一步回升到 6.8%左右，高于 1、2 季度的平均增速，消费者信心指数在 9 月也达到了 100，说明 3 季度消费对美国经济的贡献稳固，较之前或有更好表现。**生产方面，**美国 8 月工业总体产出指数同比回升到 4.9%，是 2012 年来的新高。**就业方面，**9 月美国非农时薪同比和环比分别升到 2.8%和 0.3%，均是历史上的较高增速，而失业率降至 3.7%，是 1970 年以来的历史新低。3 季度美国唯一表现不佳的可能是**外贸，**由于美元升值及贸易摩擦的扰动，8 月美国进口增速高达 9.56%，出口增速则下滑至 7.08%。

图3 美国零售和餐饮销售同比及消费者信心指数（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国工业产出指数同比（%）



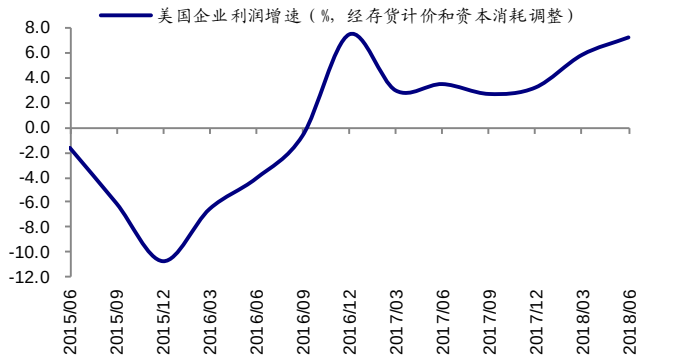
资料来源：Wind，海通证券研究所

今年美国经济回升的原因在于，经济复苏时期的减税带来超预期。经过多年的宽松刺激，美国经济原本就已处于上升周期，2010-2017 年实际 GDP 年均增长达到 2.1%，2018 年正常情况下也有望稳定增长。而今年美国实施了减税措施，则是使得经济复苏强度超预期的主要原因。根据美国税务政策中心（TPC）的测算，考虑到对总需求、劳动供给、储蓄和投资的综合影响，本轮的减税政策（17 年底通过的减税和就业法案，简称 TCJA）实施后，在 2018 财年将提升名义 GDP 达 0.8 个百分点。

而实际的经济数据也印证了今年减税的效果。本轮美国的减税措施大体可以分为企

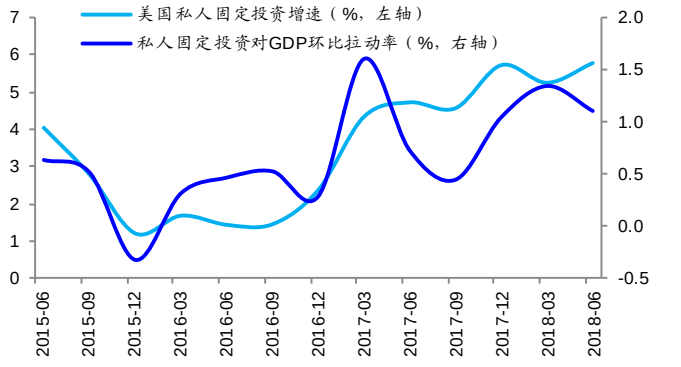
业税和个人税两方面。**对于企业税，所得税率的大幅降低提升了企业利润，进而也推动了私人投资的增长。**据 TPC 测算，大企业所得税率大幅下调至 21%，未来十年或可减少企业应缴税额近 2 万亿美元。从今年的数据看，2 季度美国企业利润增速达 7.31%的较高水平。而加之设备投资一次性费用化、鼓励海外利润回流等的贡献，2 季度美国私人固定投资实际同比增速达 5.8%，环比增速 6.4%，对 GDP 环比拉动 1.1 个百分点，均处于历史较高位置，显示减税刺激投资的效果良好。

图5 美国企业利润增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

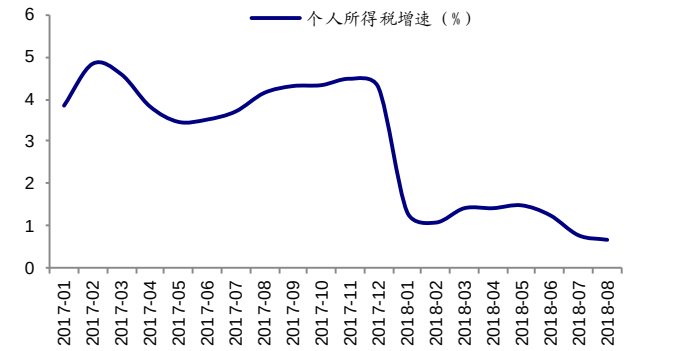
图6 美国私人固定投资增速及对 GDP 的环比拉动率



资料来源：Wind，海通证券研究所

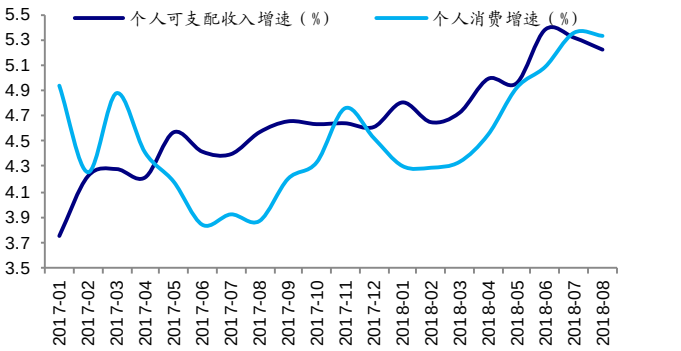
而对于个人税，减税提升了居民的个人可支配收入，从而也推动了消费的增长。据 TPC 测算，18 年减税实行将使美国个人平均税后收入提升 2.2 %。从实际数据来看，自年初减税法案施行以来，美国个人所得税季调折年同比增速从去年的 4%以上大幅下降到了 1%以下，而同时期，美国个人可支配收入和个人消费增速稳步上升，8 月分别达到 5.2%和 5.3%的高位。减税对居民消费的刺激也十分显著。

图7 美国个人所得税同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 美国个人可支配收入与个人消费增速



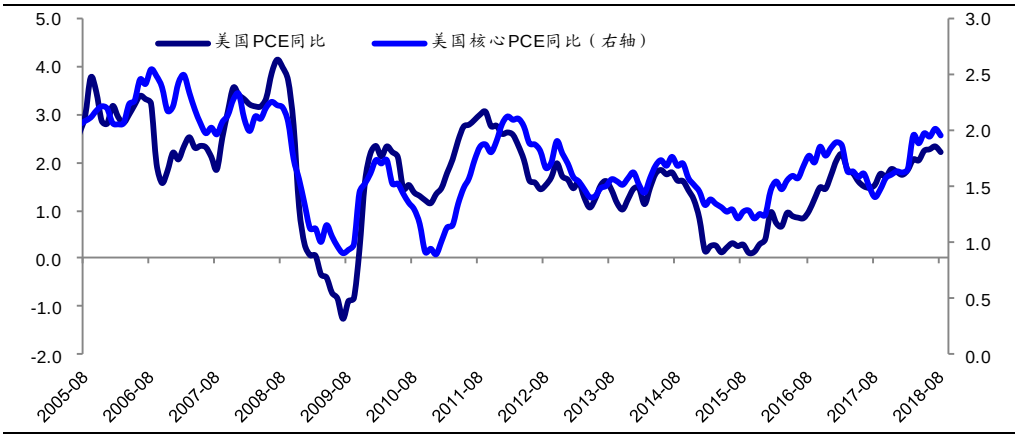
资料来源：Wind，海通证券研究所

所以，在大规模减税的助力下，美国今年以来经济表现的确抢眼，那么美国经济的这种强势复苏会持续多久呢？我们认为减税已经产生积极效应，未来则更需要关注流动性、政策和外部环境等方面的变化。

1.2 变化一：加息后期，货币收紧抑制投资

首先，美国经济未来最重要的变化，在于随着通胀的稳步回升和薪资的持续改善，美国进入了加息中后期。美国当前经济增速强劲，通胀持续回升，是过去几年宽松刺激和全球经济回暖下逐渐复苏的结果。而 15 年美联储开始加息，17 年加息节奏加快并启动缩表，都意味着经济一步步从复苏走向繁荣。18 年以来减税进一步支撑经济和通胀回升，目前美国核心 PCE 同比已连续半年达到或十分接近美联储 2.0%的目标。

图9 美国 PCE 和核心 PCE 同比（%）

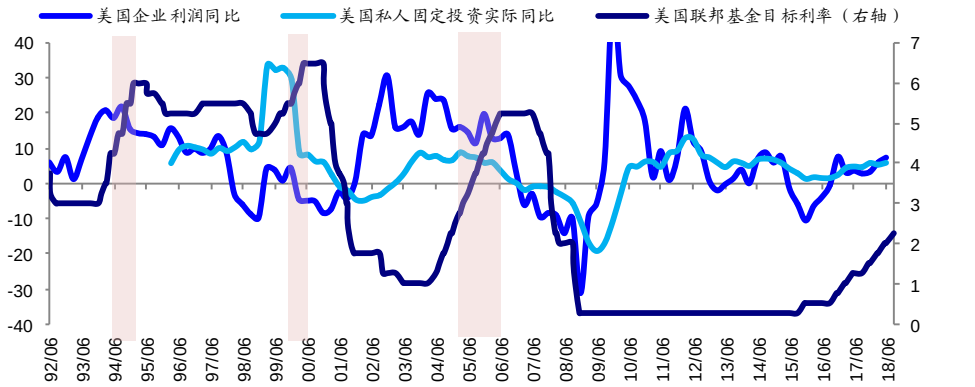


资料来源：Wind，海通证券研究所

9 月底美联储 FOMC 会议在声明中删去了“货币政策立场仍然宽松”的表述，可以看成是货币政策从宽松到中性的过渡。根据美联储 9 月预测的点阵图，2019 年可能还有三次加息，基准利率达到 3.1%，2020 年或有一次加息，利率将达 3.4%，这都高于 3.0%的长期中性利率水平，这说明未来流动性收紧对经济的影响将更明显。

而过去每一次美国加息进入中后期，流动性的收紧都对经济形成了较明显的抑制。对于企业来说，加息后市场利率也随之上升，企业面临更高的融资成本，盈利也受到挤压。历史上，94-95 年、99-00 年以及 05-06 年的加息中后期，美国的企业利润增速都出现了放缓，而企业盈利减少又进一步促使其减少投资，因而私人固定投资增速也出现了回落。

图10 美国企业利润增速、私人固定投资增速和联邦基金目标利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

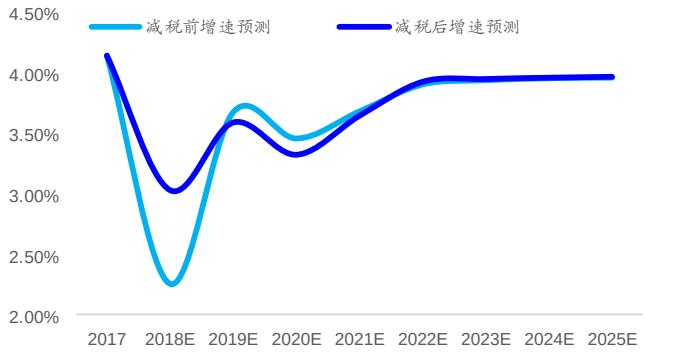
而对于居民来说，随着美联储持续加息，美国 30 年期房贷利率已经从 16 年底的 3.4%左右上行至当前的接近 5%，住房贷款余额增速则从今年开始放缓，而今年美国的新建住房销售套数也出现了回落迹象，这也将最终使私人住宅投资降温。

1.3 变化二：政策扰动，增速明年或放缓

其次，今年美国的一些新的政策一定程度上也会改变经济增长的节奏。一是减税政策对经济增速带来的变化。

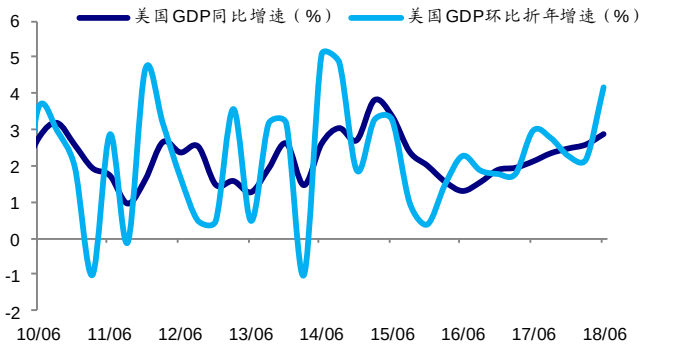
一方面，减税对经济的刺激效果在之后几年会递减。根据 TPC 在去年底的测算，本轮减税对美国 GDP 名义规模的提升幅度在 2018、2019 和 2020 年分别可能达到 0.8、0.7 和 0.5 个百分点，而由于今年的减税刺激对于明年来说又拉高了基数，因此反映到预测的增速上，就可能大幅提升今年增速而压低明年的增速。

图11 减税实施前后美国经济名义增速的测算（%）



资料来源：TPC，海通证券研究所

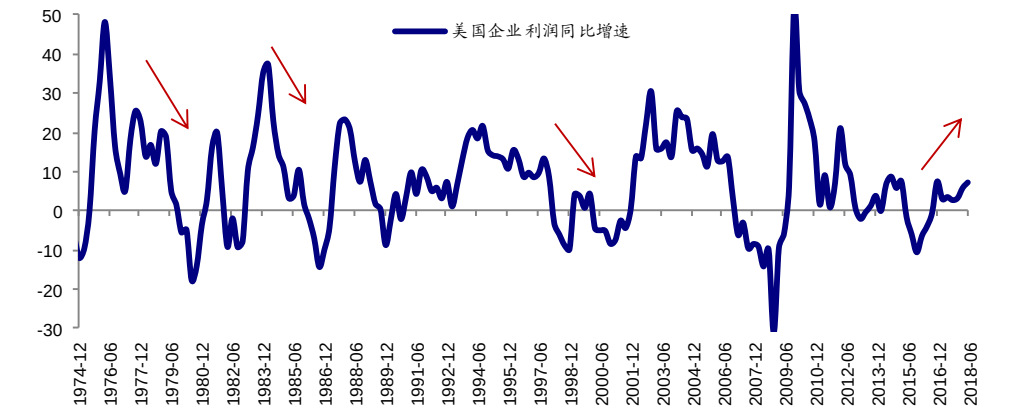
图12 美国 GDP 环比和同比实际增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，当前美国的减税与以往几轮减税的发生背景不同，效果传导也可能更快。无论是 81 年、86 年还是 01 年的减税，其推出的背景都是美国之前刚刚经历了经济的下行，企业利润明显减速，但本轮美国的减税其实是发生在经济复苏的环境下，企业利润本就在回升，这就意味着相比以往几次减税，政策传导的滞后会更短，减税的刺激效果会在今年更快、更多地体现出来。

图13 不同减税时期的美国企业利润增速（%）

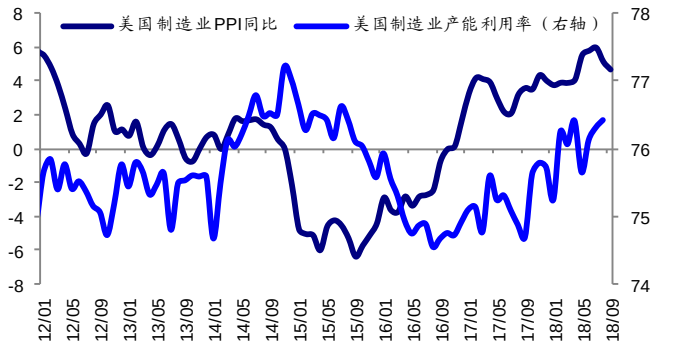


资料来源：Wind，海通证券研究所

二是今年特朗普发起贸易摩擦，也可能透支未来的增长。

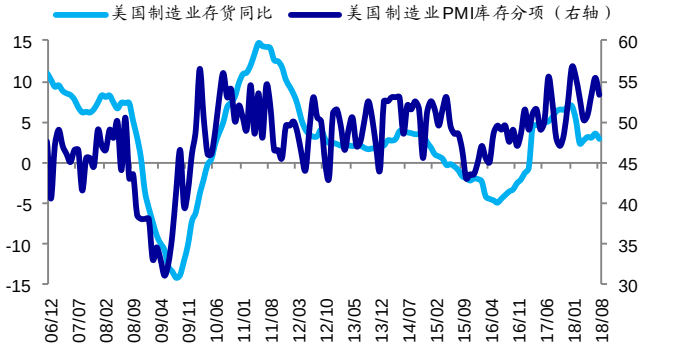
短期来看，为了减轻关税增加后的成本上升，企业倾向于抢先进口，扩大库存投资。16 年美国 PPI 开始回升，到 17 年制造业产能利用率反弹，企业进入主动补库存阶段。而今年贸易摩擦担忧进一步加速了企业补库存，一季度美国制造业产能利用率突破并基本维持在 76%以上，PMI 库存分项则触及 56.7%的近 8 年新高。从经济的贡献来看，美国 GDP 中的存货投资分项增速，也从 17 年四季度的-0.9%跳升至 0.3%，是改善最多的一项。

图14 美国制造业 PPI 同比和产能利用率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 美国制造业 PMI 库存分项和制造业库存同比（%）

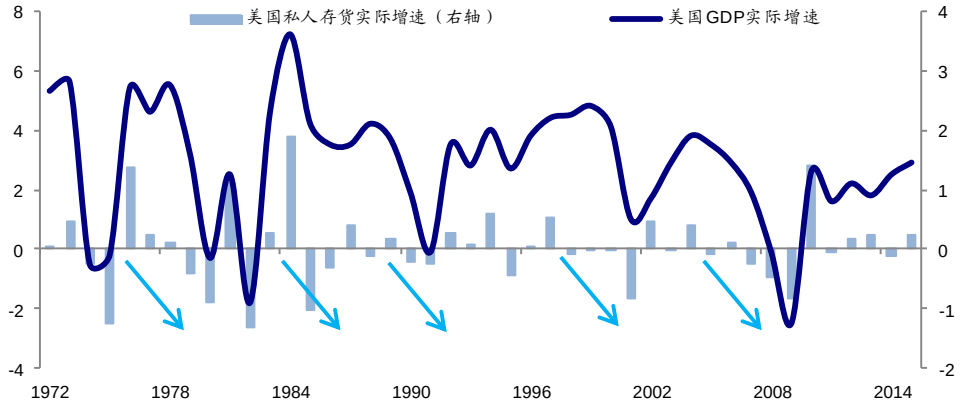


资料来源：Wind，海通证券研究所

但未来这一效应减弱后，存货投资可能回落。当前，虽然美国 PMI 库存分项仍有55%的较高水平，但美国制造业存货同比增速已从一季度的 5%左右回落至 3%，而未来如果短期扩大进口带来的主动补库存减弱，那么存货投资在经历前期透支后，又叠加需求因加息受到抑制，则很可能出现回落。

存货投资在美国经济中虽然占比不高，但往往是一个领先指标，因为它与美国经济的库存周期紧密联系在一起，过往的数据也都显示在经济转向衰退之前，库存投资通常率先出现下行。

图16 美国私人存货投资增速和 GDP 增速（%）

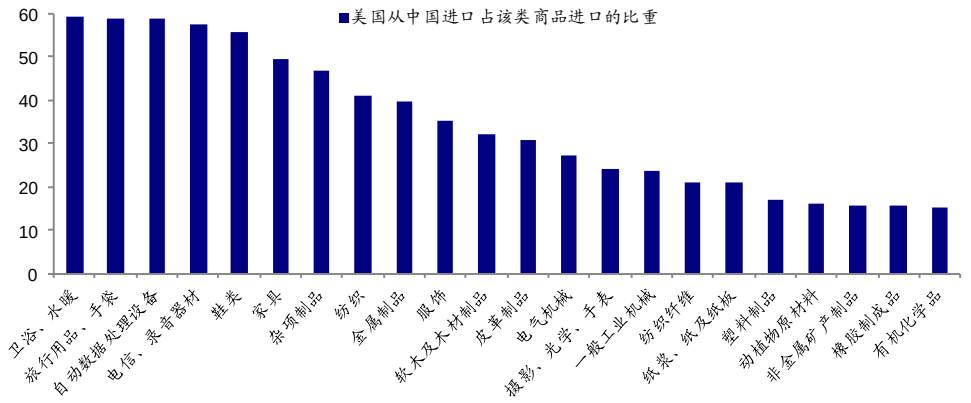


资料来源：Wind，海通证券研究所

而长期来看，贸易摩擦也会提升成本。当前美国进口商品中，中国占比超过 50%的商品不仅有卫浴水暖、旅行用品、鞋类等劳动密集型产品，还有自动数据处理设备、电信和录音器材等对资本密集和配套产业要求较高的产品。

全球产业链分工并不是一朝一夕形成的，所以即便贸易摩擦未来导致国际分工重塑，可能也需要不短的时间，并且也不一定能带来制造业回流美国。相反在这过程中，美国企业生产和居民消费的成本还会增加，同样不利于效率提升和经济增长。

图17 美国对中国进口高度依赖的商品类型（%）



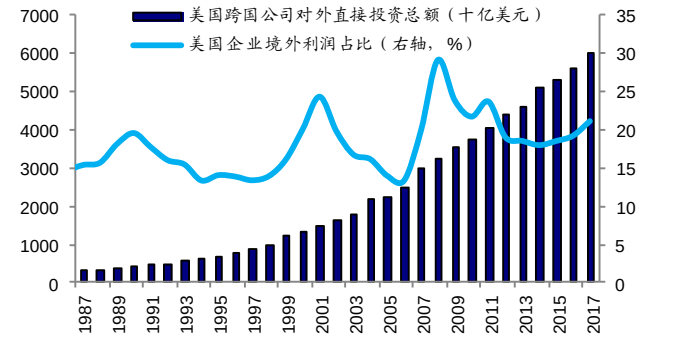
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.4 变化三：新兴市场减速，美国难逃拖累

最后，新兴市场经济减速，也会对美国经济带来影响。今年以来美国经济表现在全世界范围内都可谓一枝独秀，但这种状态却难以长久持续。

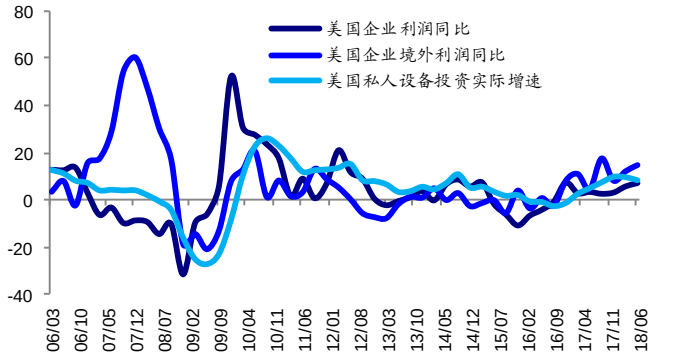
一方面，美国很多大企业都是跨国经营，这样的环境下，其境外利润会受到影响。17 年美国企业的境外利润大约占到企业全部利润的 21%，而今年新兴市场经济普遍减速，欧洲、日本经济复苏步伐也放缓，将导致美国企业的境外利润放缓，那么相应的汇回利润也会受到影响，同样不利于跨国公司的继续扩大投资。

图18 美国企业对外直接投资规模和境外利润占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

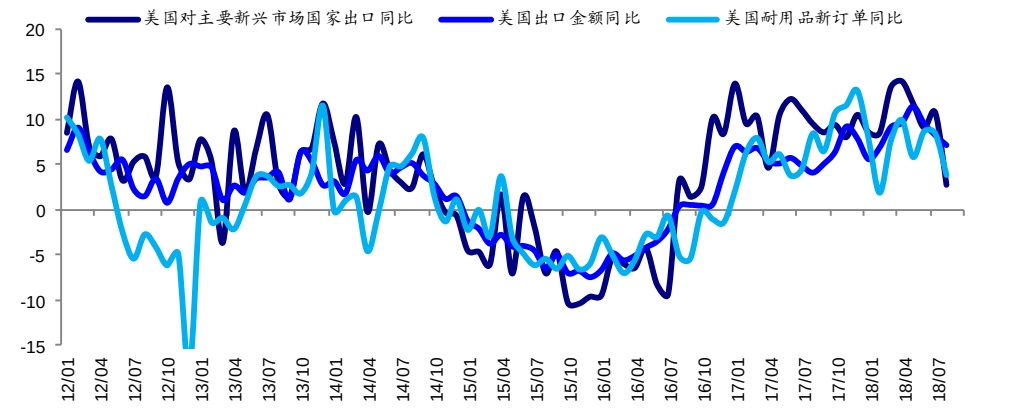
图19 美国企业利润、境外利润同比和设备投资实际增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，新兴市场减速，同时又叠加了加息周期美元升值，外需对美国经济的拉动也会进一步减弱。8 月美国对墨西哥、中国等主要新兴市场的出口增速降至 2.7%，而总出口增速也连续第三个月放缓，这意味着需要警惕新兴市场需求走弱后对未来美国出口和相关生产的影响。

图20 美国对主要新兴市场出口、美国总出口以及耐用品新订单同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

所以总结来说，今年美国经济的确很好，短期内，减税效应对消费的贡献和投资的刺激可能仍会在未来 1-2 个季度内持续存在。**但往后一年看，**随着美国加息后期，加息和缩表持续进行，整体流动性的进一步收紧，以及明年之后减税效应减弱，叠加贸易摩擦和新兴市场增长减速的负面影响逐渐显现，美国的经济正逐步接近复苏的尾声。

2. 海外：美国股市动荡，意大利扩大预算赤字

2.1 美国股市动荡

上周三、周四美股接连下挫，拖累全球股市陷入动荡，道指两天内跌超 1300 点，标准普尔 500 指数跌超 5%，对此，美国总统特朗普接连发话指责美联储加息过快，而美国财长姆努钦表示，美国经济强劲，通胀仍在控制之中，股市出现修正是自然现象。

美债利率创新高，但 CPI 略有回落。上周二，美国 10 年期美债收益率突破 3.25%，创七年新高，30 年期国债收益率触及 3.43%，创四年新高。但上周四公布的 9 月美国 CPI 略有降温，受租金成本增速放缓和能源价格下跌的影响，美国 9 月 CPI 和核心 CPI 同比分别为 2.3%和 2.2%均低于预期，随后美债收益率有所回落。

美国 10 月消费者信心指数低于预期。上周五公布的美国 10 月密歇根大学消费者信心指数初值 99，低于预期的 100.5 和 9 月前值 100.1。此外，10 月消费者现况和预期指数小幅下降，1 年通胀预期小幅回升至 2.8%，而 5 年通胀预期降至 2.3%的年内最低水平。

2.2 意大利扩大预算赤字目标

上周意大利公布了 2019 年的预算赤字目标为 2.4%，这一比例大幅超过欧盟为上一届意大利政府设定的 2018 年 1.6%和 2019 年 0.8%的目标，意大利政府需在 10 月 15 日前向欧盟提交预算草案进行审批。

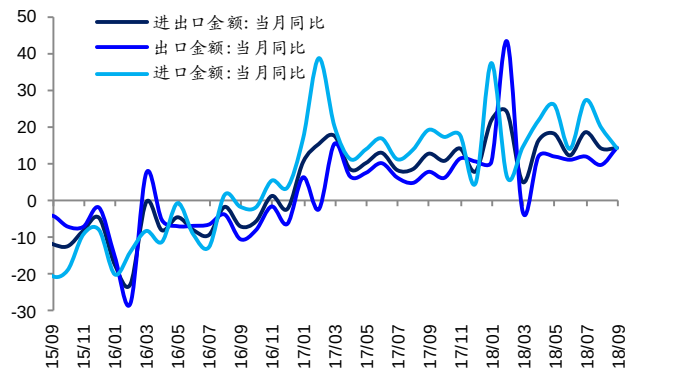
3. 国内经济：外需反弹，内需续降

3.1 出口短期反弹，进口增速续降

出口增速回升。9 月我国以美元计价出口同比从 8 月的 9.1%大幅回升至 14.5%。9 月美国、日本 PMI 维持大体平稳，其中美国 ISM 制造业 PMI 小幅降至 59.8%，但仍是在高位，日本制造业 PMI 持平于前月的 52.5%，而欧元区 PMI 则降至 53.2%，延续了

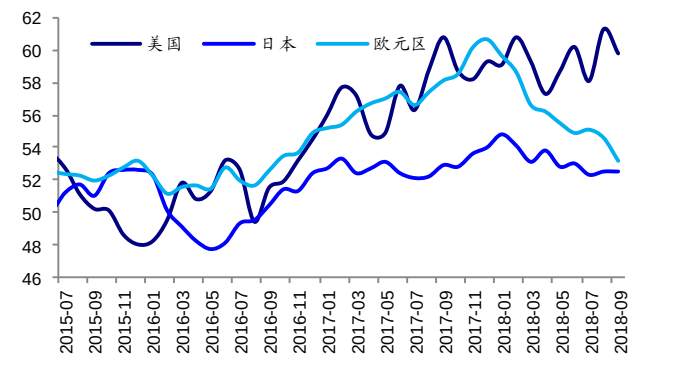
今年以来回落的趋势。

图21 中国进出口总额、出口与进口同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 美、欧、日 PMI（%）

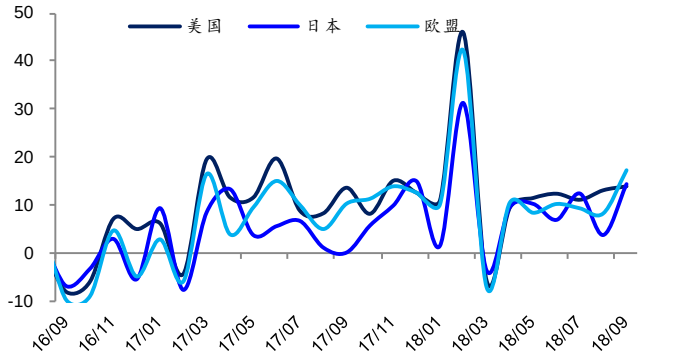


资料来源：Wind，海通证券研究所

外需整体反弹。从国别和地区来看，9 月我国对美国（14.0%）出口增速继续回升。9 月 24 日美国开始对来自中国的 2000 亿美元商品加征 10%的关税，征税商品规模占我国对美国总出口规模的近一半，因而在关税开征前，抢出口冲动仍在。2019 年 1 月 1 日起美国还将提高税率至 25%，或将继续对出口造成一定扰动，贸易商仍可能抓紧在此之前安排订单。

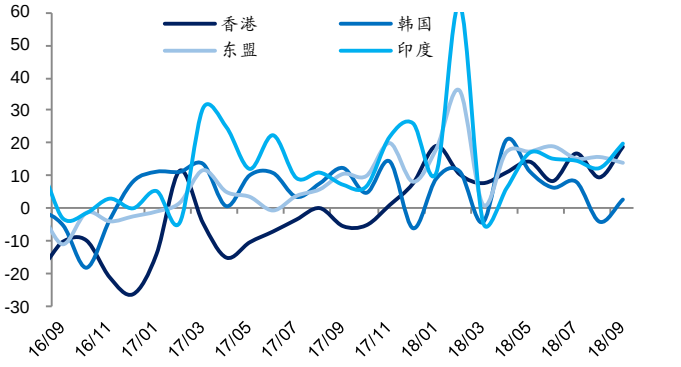
此外，8 月增速明显回落的对欧盟（17.4%）和日本（14.3%）出口，9 月增速均有大幅回升。新兴经济体中，除对东盟（14.1%）出口稳中略降外，对印度（20.0%）、中国香港（18.6%）、韩国（2.7%）出口增速也都有明显回升。

图23 中国对美国、日本、欧盟月度出口同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

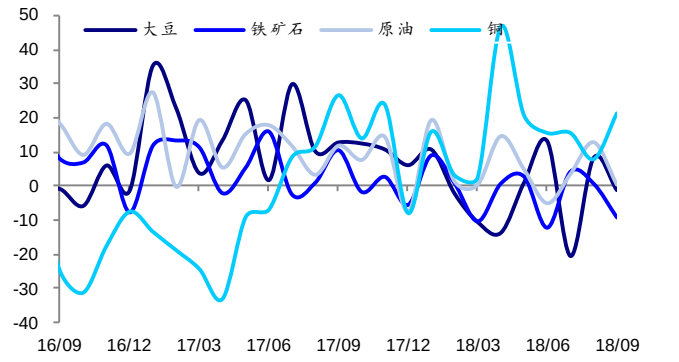
图24 中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

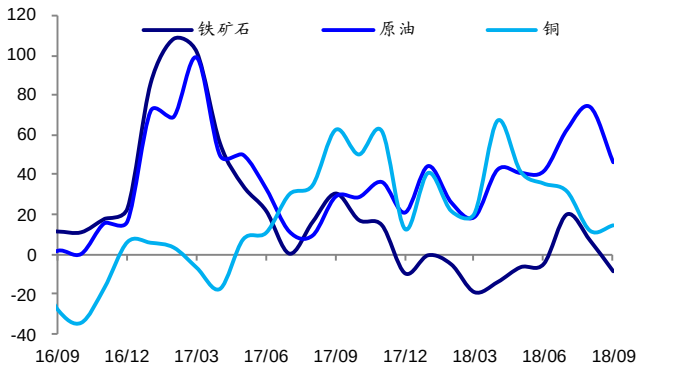
进口增速续降。9 月我国进口同比增速从 8 月的 19.9%继续降至 14.3%，印证 9 月国内生产、需求仍弱。从数量看，9 月我国进口铁矿石（-9.1%）、原油（0.5%）和大豆（-1.2%）增速回落，较 8 月同比增速都下降了 10 个百分点左右，进口集成电路（7.5%）同比增速也略有下降，进口铜（21.2%）增速回升；从金额看，进口铁矿石（-8.8%）、原油（46.6%）同比明显回落。

图25 主要大宗商品进口量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

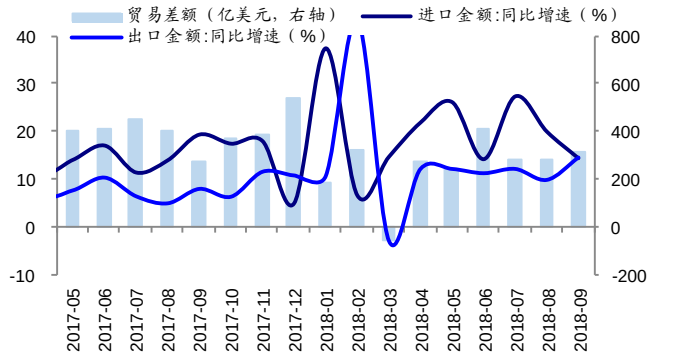
图26 主要大宗商品进口金额同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

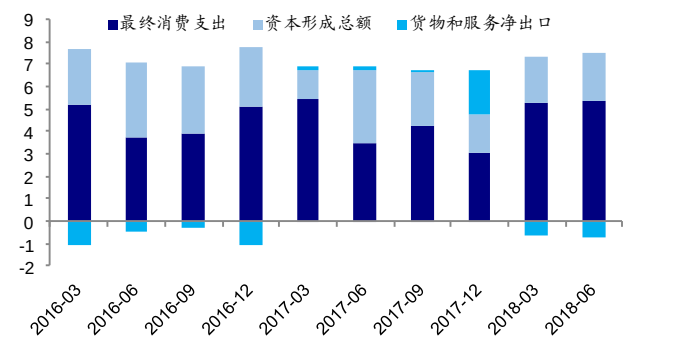
顺差规模回升。9 月出口回升、进口续降，贸易顺差回升至 316.9 亿美元，较去年同期扩大 43 亿美元。而从人民币计价数据看，9 月出口金额（17.0%）增速大幅反弹，进口金额（17.4%）增速小幅回落，单月贸易顺差扩大至 2132 亿元人民币，但整个 3 季度贸易顺差较去年同期仍下降了 27 %，净出口大概率继续拖累经济增速。

图27 进出口增速及贸易差额



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 三大需求对 GDP 当季同比的拉动（%）

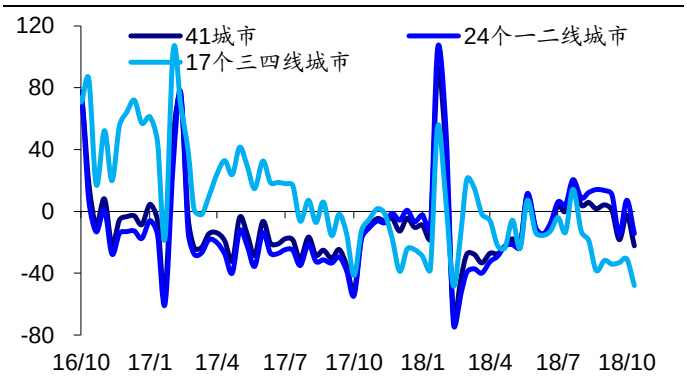


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 需求仍在回落

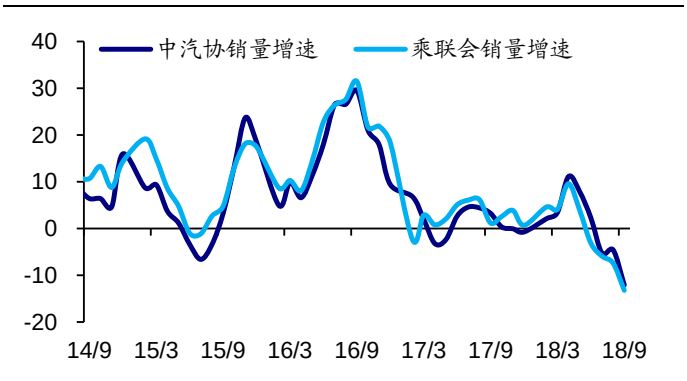
地产销售跌幅扩大，汽车销量再创新低。10 月上旬 41 城地产销量同比增速降幅略收窄至-2.6%，10 月前 13 天 41 城地产销量增速-16%，较 9 月跌幅继续扩大。9 月中汽协、乘联会乘用车销量增速分别下滑至-12%、-13%，均创下历史新低。

图29 41 城市旬度日均新房销量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速（%）

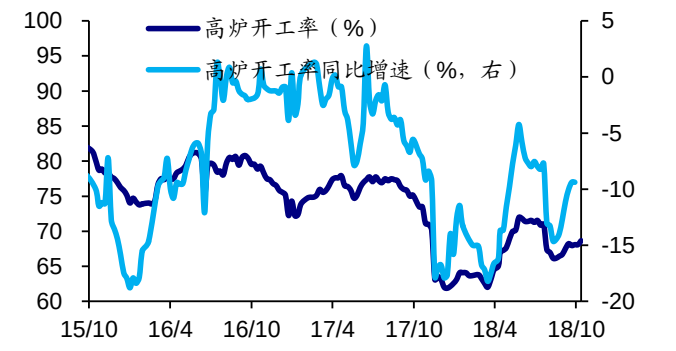


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 生产好坏参半

高炉开工上行，发电耗煤回落。上周全国高炉开工率升至68.7%，8月底以来高炉开工率持续回升，同比降幅持续缩窄。10月上旬六大集团发电耗煤同比增速降幅继续扩大至-24%，环比增速转负至-18%，创历史同期新低。

图31 全国高炉开工率及同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速（%）

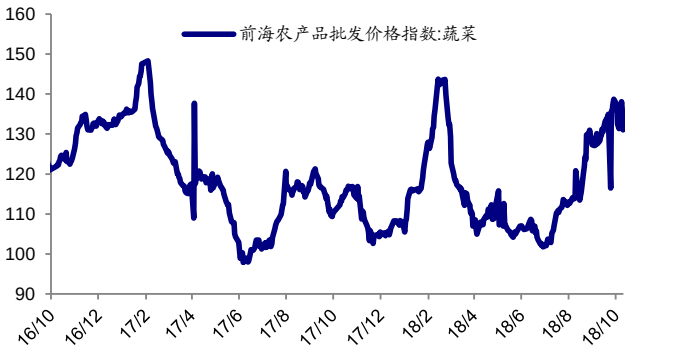
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 物价：通胀走势分化

4.1 食品价格企稳

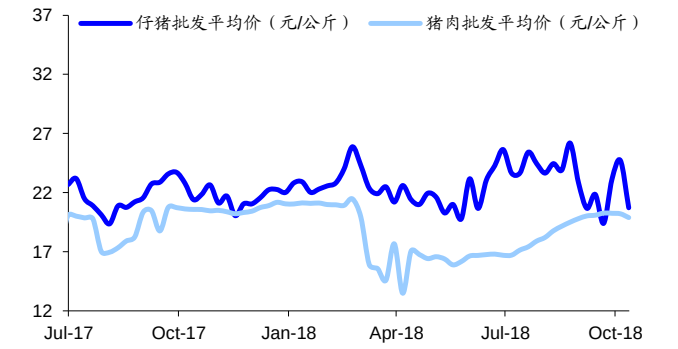
国庆期间粮食、肉禽价格保持平稳，蔬菜价格小幅上涨，食品价格环比上涨约0.1%。

图33 前海农产品批发价格指数：蔬菜



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 猪肉批发价格（元/公斤）

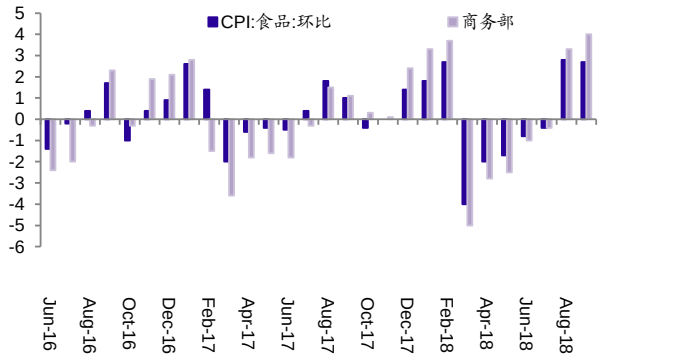


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测9月CPI继升

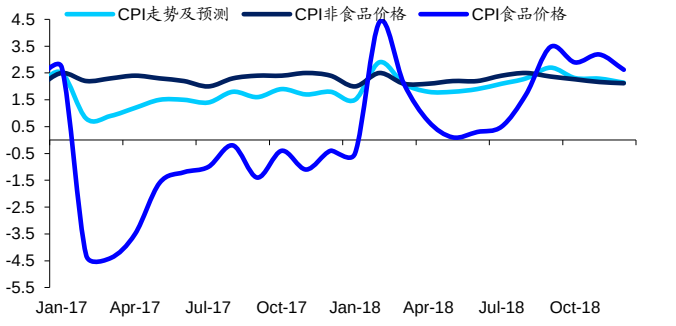
9月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为4%、6.1%，预测9月食品价格环比上涨2.7%，9月CPI升至2.7%。

图35 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图36 CPI 同比及成分同比走势预测（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

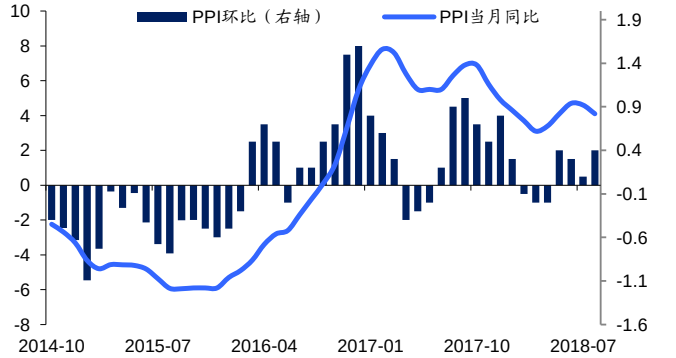
4.3 预测 9 月 PPI 回落

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%，预测 9 月 PPI 同比涨幅回落至 3.4%。

图37 环渤海动力煤价格（元/吨）

资料来源：Wind，海通证券研究所

图38 PPI 同比及环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

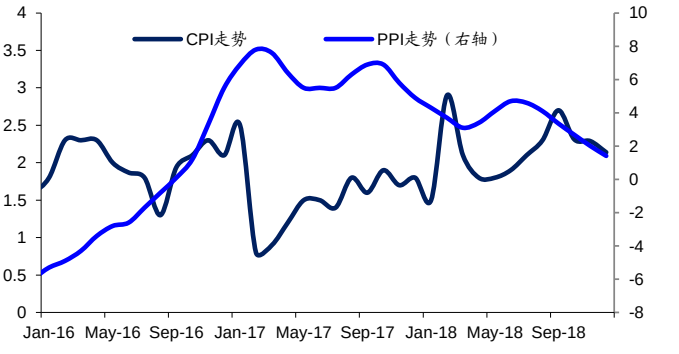
4.4 通胀走势分化

由于食品价格涨幅连续两个月超预期，使得 8、9 两月的 CPI 出现明显上行，4 季度 CPI 或将升至 2.5%-3%之间的 5 年高位。但在工业品价格方面，由于国内经济持续下行，4 季度 PPI 有望持续回落，我们预测年末 PPI 有望降至 2%以下，通胀走势仍趋分化。

图39 农产品批发价格 200 指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 CPI、PPI 同比走势及预测（%）



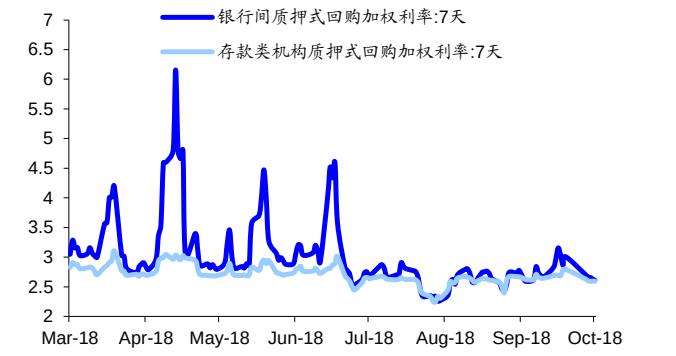
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：货币依旧宽松

5.1 货币利率大降

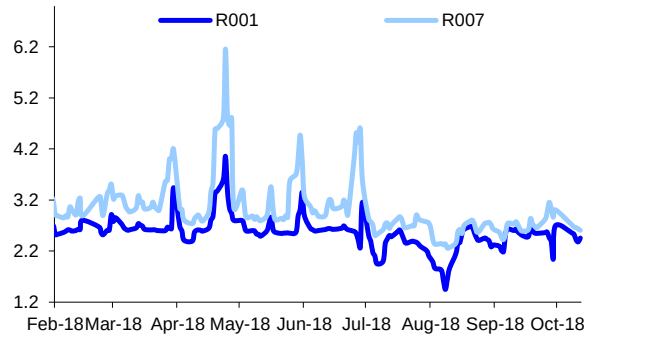
上周货币利率大幅回落，其中 R007 下行 31bp 至 2.66%，R001 上行 1bp 至 2.47%。DR007 均值下行 12bp 至 2.6%，DR001 均值下行 1bp 至 2.43%。

图41 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图42 R001 和 R007（%）

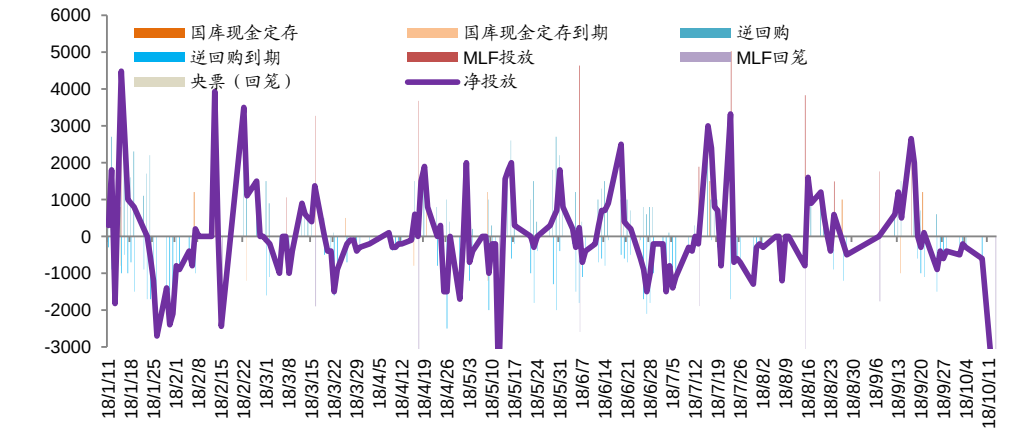


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行大幅投放

上周公开市场操作暂停，当周逆回购到期回笼 600 亿元。上周央行宣布大幅降准 1%，可以释放资金 1.2 万亿元，其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF，另外再释放增量资金约 7500 亿元。

图43 央行公开市场操作（亿元）

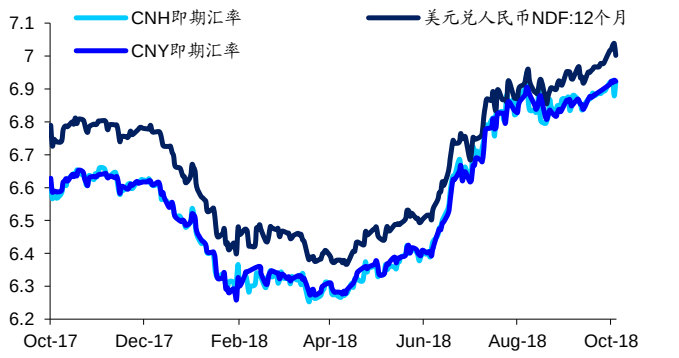


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率继续贬值

过去两周美元指数下跌，人民币兑美元继续贬值，在岸、离岸人民币分别贬至 6.91、6.92。

图44 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

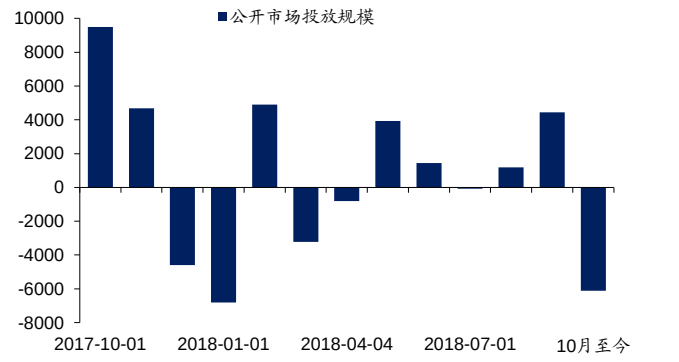
图45 美元指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4 货币依旧宽松

上周易纲行长表示中国经济继续平稳运行，年初设定的增长目标预计可以实现，物价基本平稳，宏观杠杆率已经稳定。年初以来央行已经 4 次定向降准，而央行称降准仍属于定向调控，未来将继续实施稳健中性的货币政策，注重定向调控，保持流动性合理充裕，这意味着降准仍将持续，而货币将保持在充裕状态。

图46 央行公开市场净投放规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图47 商业银行超储率（%）

资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：增值税改革有望启动

推进国企混改。国资委副主任翁杰明表示，抓好工业类国企体制机制转换，有条件的要积极稳妥推进混合所有制改革；主业处于竞争行业和领域的工业类国有企业，要积极推进股权多元化改革，有条件的要积极稳妥推进混合所有制改革；根据不同企业的功能定位，逐步调整国有股权比例，引入“积极股东”，形成股权结构多元、股东行为规范、运行高效灵活的经营机制。

增值税改革有望启动。中国经营报报道称，税务系统人士表示，对于增值税改革的工作，目前相关部门也已启动，包括税率合并以及下调等事宜都在进行测算；此前税务机关曾找第三方机构测算税率下调后的影响，因此年内有可能随时出台政策。

促进消费发展。国务院印发《关于完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》，进一步放宽服务消费领域市场准入；完善有利于促进居民消费的财税支持措施，推动消费税立法，制定出台新个人所得税法相关配套制度和措施；完善促进实物消费结构升级的政策体系，大力发展住房租赁市场；加大网络提速降费力度。

7. 日历：聚焦 10 月中数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	预期值	前期值
美国			
2018/10/15	美国 9 月零售销售环比	0.7%	0.1%
2018/10/16	美国 9 月工业产出环比	0.3%	0.4%
2018/10/17	美国 10 月 12 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数周环比	--	-1.7%
2018/10/17	美国 9 月新屋开工(万户)	121.8	128.2
2018/10/17	美国 10 月 12 日当周 EIA 汽油库存变动(万桶)	--	95.1
2018/10/17	美国 10 月 12 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	598.7
2018/10/18	美联储理事 Brainard（有投票权）就金融科技和金融包容性发表谈话	--	--
2018/10/18	美联储公布 9 月会议纪要	--	--
2018/10/18	美国 10 月 13 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.4
201810/19	美国 9 月成屋销售总数年化(万户)	531	534
欧洲			
201810/17	欧元区 9 月调和 CPI 同比终值	2.1%	2%
中国			
2018/10/16	中国 9 月 CPI 同比	2.5%	2.3%
2018/10/16	中国 9 月 PPI 同比	3.5%	4.1%
2018/10/19	中国 1 至 9 月城镇固定资产投资(今年迄今)同比	5.4%	5.3%
2018/10/19	中国 1 至 9 月规模以上工业增加值(今年迄今)同比	6.4%	6.5%
2018/10/19	中国 9 月规模以上工业增加值同比	6%	6.1%
2018/10/19	中国 1 至 9 月社会消费品零售总额(今年迄今)同比	9.3%	9.3%
2018/10/19	中国 9 月社会消费品零售总额同比	9%	9%
2018/10/19	中国一至三季度 GDP(今年迄今)同比	6.7%	6.8%
2018/10/19	中国三季度 GDP 环比	1.6%	1.8%
2018/10/19	中国三季度 GDP 同比	6.6%	6.7%
2018/10/19	中国 9 月城镇调查失业率	--	5%

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

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
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
李金柳(021)23219885　ljl11087@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　chenyao@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　zzx9770@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(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
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@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　ymniu@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
朱军军(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
吴佳栓(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　fyf11758@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

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　盐(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　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
石　坚(010)58067942　sj11855@htsec.com

煤炭行业
李　淼(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　xbq6583@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
联系人
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
张峥青(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
夏昌盛(010)56760090　xcs10800@htsec.com
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
钱佳佳(021)23212081　qjj10044@htsec.com
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
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
联系人
林加力(021)23214395　ljl12245@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
辜丽娟(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
张丽萱(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
李铁生(010)58067934　lts10224@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@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