

## 相关研究

《实体经济观察 2018 年第 41 期：民企纾困，减税居首》2018.11.02

《工业利润放缓，通胀仍趋回落》  
2018.10.30

《投资中国的历史性机会——在北美交流中国经济与资本市场》2018.10.28

## 支持民营企业发展，丝毫不会动摇 ——只要坚持市场化和减税就有信心！

### 投资要点：

- **为什么民营企业如此重要？** 上周总书记与民营企业座谈会极大地鼓舞了市场的信心，为什么民营企业如此重要？因为民营经济是我国经济的重要支柱，占据我国经济的半壁江山。按照政府的总结，民营经济具有“五六七八九”的特征，即贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的国内生产总值，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。
- **民营企业面临着巨大的困境！** 18 年前 9 个月，民企利润增速只有 9.3%，远低于国企的 23.3%。但民营企业所面临的压力不仅仅是利润增速的下滑，而且可能是大量的在消失。如果我们只看利润总额，民企前 9 个月是 1.26 万亿，比去年同期减少了 30%。为什么不同的利润增速算法显示的差别这么大？因为统计局只统计规模以上的工业企业，而因为去产能的推进，许多中小民营企业从统计局的样本中消失了，所以我们看到的是剩下来的企业利润还有增长，这是典型的幸存者偏差。
- **行政干预在增加，而市场化在后退！** 为什么民营企业压力这么大？因为在过去几年的很多领域，其实是行政干预在增加，而市场化在后退。比如如果采用行政化手段去产能，那么民企比国企更容易被限产，比如如果一边去杠杆、一边对国企和融资平台保刚兑，那么民企的融资就会影响更大，归根到底，在中国，民企是完完全全的市场信用，而国企背后有着政府信用的隐性加持，所以如果我们政策调控越来越行政化、而非市场化，那么就会对国企有利，而对民企不利。
- **支持民营企业发展，丝毫不会动摇！** 对于否定、怀疑民营经济的言论，总书记明确表示这些说法是完全错误的，不符合党的大政方针，我们毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变。对于当前民营经济发展遇到的困难和难题，其实是多方面因素造成的，有全球经济下滑的原因，也有国内经济转型和国内政策执行偏差的原因，未来，政府将从减税降费等六大方面支持民营企业发展。
- **市场化与减税，通往繁荣之基！** 我们认为，对民营企业发展真正有效的政策是坚定不移地市场化，我们欣喜地看到，今年环保限产不再一刀切，这就有利于降低上游商品价格，改善民企盈利，比如在资本市场减少管制，就有利于优秀企业的资产定价。而从 9 月份开始，增值税增速的回落，个税起征点的上调都代表减税正在逐步兑现，未来进一步下调增值税值得期待，而减税是通往繁荣之基，可以激活消费内需，激发创新活力。我们相信，只要我们坚持市场化的方向不动摇，收缩货币打破刚兑，同时大力减税降费，就有希望驱逐劣币、奖励良币，走向靠内需和创新发展的繁荣之路。

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: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

## 目 录

---

1. 每周交流与思考 .....	3
2. 经济：PMI 再创新低 .....	8
3. 物价：通胀再度回落 .....	8
4. 流动性：资金整体充裕 .....	8
5. 政策：改革释放活力，支持民企发展 .....	9
6. 海外：美 10 月非农好于预期，欧元区经济持续放缓 .....	9

## 1. 每周交流与思考

在过去的一周，国内股市出现了久违的反弹，而这一切都源于上周国家召开了两个重要的会议，一个是中共中央政治局会议，另一个是总书记与民营企业座谈会，而这两个会议都重点谈到了民营企业的问题，而且极大地鼓舞了市场的信心。

那么问题来了，首先我们要问的是，

### 为什么民营企业如此重要？

因为民营经济是我国经济的重要支柱，占据我国经济的半壁江山。

按照政府的总结，民营经济具有“五六七八九”的特征，即贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的国内生产总值，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。

### 民企贡献了 50% 以上的税收。

根据《2017 年民间投资与民营经济发展重要数据分析报告》，2017 年前 11 个月，全国税收增速 11.8%，而其中民营企业税收增速是 15.9%，而国有及控股企业税收增速只有 4.4%。

而从企业部门最大的两个税种增值税和营业税来看，2017 年前 11 个月民企贡献了增值税的 59%，而国企只贡献了 22.3%；民企贡献了企业所得税的 43.3%，而国企贡献率为 31.5%。

而从各地政府公布的税收结构数据来看，山东、安徽、河北、江苏、浙江、河南、江西等地的民企税收占比超过 60%。

由此，可见民企确实贡献了中国一半以上的税收收入。

### 民营经济贡献了 60% 以上的国内生产总值。

从投资来看，18 年前 3 季度我国民间固定资产投资总额为 30.2 万亿，占总投资的比重为 62.4%，而这一比重在 15 年时最高达到过 65%。

从外贸来看，18 年前 3 季度我国民营企业进出口总额为 8.77 万亿元，占我国外贸总额的 39.4%。其中出口 5.68 万亿元，占出口总值的 47.9%。

从消费来看，17 年我国 GDP 当中的最终消费为 43.5 万亿，其中居民消费占比为 73%，而政府消费占比只有 27%。

因此，综合投资、消费和出口的占比来看，非公经济的平均贡献达到了 60%。

### 民企贡献了 70% 以上的技术创新成果。

创新是经济增长的根本动力，美国经济的一枝独秀靠的就是强大的研发投入，其研发占 GDP 的比重达到 3%，而中国只有 2%。从上市公司来看，17 年美国上市公司平均每家研发费用为 2 亿美元，而 A 股的企业只有 1 亿多人民币，两者相差 10 倍左右。

但是，并非中国的所有企业都缺研发，我们发现同样是 A 股的上市企业，民营企业的平均研发强度是 3.3%，而国企只有 1.7%。而在海外上市的中概股公司，主要也是中国的民营企业，其平均研发费用与美股企业接近，远高于 A 股上市公司。

中国研发投入最大的企业是民企华为，17 年总研发费用接近 900 亿人民币，而 A

股当中研发投入最多的是国企中兴通讯，其 17 年研发费用为 130 亿人民币，两者相差 6 倍。

国家知识产权局公布了 18 年上半年发明专利授权量的排行榜，华为、中石油、OPPO 分列前三，其中前十名当中有七家是民营企业。

因此，各种角度来看，中国创新的主力在于广大的民营企业。

**民企贡献了 80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的企业数量。**

2017 年，我国一共有 2907 万家企业，其中民营企业 2607 万家，民营企业占比达到 90%。

从就业来看，17 年的全国城镇就业人口为 4.25 亿，其中非公有制就业 3.4 亿，占比超过 80%。

因此，各方面数据显示，我国民营企业从 78 年改革开放以后开始拉开发展的大幕，到现在为止已经成为国民经济的顶梁柱。

为什么大家现在如此关心民营？不仅因为民企的巨大重要性，还因为当前

**民营企业面临着巨大的困境！**

我们首先来看一组利润数据的对比：

2018 年前 9 个月，国有企业利润同比增速高达 23.3%，而民营企业利润增速只有 9.3%。而在上一年，国有企业利润增速为 45.1%，同样远高于民营企业的 11.7%。

如果只看利润增速，我们可能会感觉民营企业只是日子过得不如国企，毕竟利润还是在增长的。但是如果我们看一下利润金额的数据，18 年前 9 个月民营企业的利润总额为 1.26 万亿，而去年前 9 个月的民企利润总额为 1.8 万亿，同比下降了 30%。而 18 年前 9 个月国有企业利润总额为 1.5 万亿，而去年前 9 个月的国企利润总额为 1.26 万亿，同比增长了 20%。

也就是说，按照利润金额来测算增速，今年民营企业不仅是日子过得不如国企，而且是利润增速出现了大幅下滑，为什么不同的利润增速算法显示的差别这么大？

而这个背后的一个重要解释，叫做**幸存者偏差**。

统计局其实会定期调整规模以上工业企业的数量，比如 11 年时就把规模以上工业统计的起点，从年主营收入 500 万提高到了 2000 万，使得当年规模以上工业企业数量从 10 年的 45.3 万家缩减到 11 年的 32.6 万家，也使得 11 年按照利润总额增速计算的同比增速明显低于可比口径增速。

因此，今年工业企业利润总额和增速的背离，很可能是一样的原因，也就是符合规模以上要求的工业企业数量变少了，而统计局公布的利润增速只反映了剩下来的企业在近两年的利润增速在增长，而那些消失的企业其实没有被统计到，这其实就是“幸存者偏差”。

我们知道，过去两年去产能发力，这个过程当中很多企业被关闭了，可能是僵尸企业，也可能是不符合环保要求的中小企业，但是从结果来看，我们看到的是规模以上民营企业的利润总额同比出现了大幅的下降，而国企利润总额同比还在增长，这说明从规模以上工业中消失的是大量的民营企业。

**因此，民营企业所面临的压力不仅仅是利润增速的下滑，而且可能是大量的在消失。**

那么，为什么民营企业压力这么大？是因为

### 行政干预在增加，而市场化在后退！

中国民营企业在过去 40 年从无到有，从小到大，成长为中国经济的半壁江山，靠的是改革开放，靠的是市场化，因此只要是靠市场来决定资源的配置，其实对民营企业就是最为有利的。

但是我们看到，在过去几年的很多领域，其实是行政干预在增加，而市场化在退后。

比如说去产能政策，从出发点来说，确实是应该做的，因为煤炭、钢铁等行业存在着大量过剩产能，不仅严重污染环境，而且还带来了过剩和浪费，所以去产能不仅可以改善环境，还能够提高中国经济的效率。

### 但是，采用什么方式去产能，结果会千差万别。

如果是用是市场化的方式，其实可以选择让破产的企业关闭来减少产能，或者是政府制定严格的环保标准，让环保不达标的产能关闭、但是符合环保要求的产能可以增加，我们相信如果是市场化的手段，其结果应该对于所有的企业是一视同仁的。

但如果采用行政化的手段，比如说以往每年到了冬季采暖季，北方的诸多城市就会宣布钢铁等行业产能限产 50%，其他建材、有色化工等行业也要实施停产或者限产。由于是强行限产，那么由于国企和政府关系更近，那么民企相对而言更可能是被限产的那一个。

因此，环保限产导致了钢铁煤炭等上游行业价格高涨、利润高企，18 年前三季度钢铁行业利润增长 71.1%，建材行业增长 44.9%，石油开采行业增长 4 倍，石油加工行业增长 30.8%，化工行业增长 24.5%，5 个行业合计对规模以上工业企业利润增长的贡献率为 72.4%。由于上游行业的民企大量关停，剩下的主要是国有企业，结果导致了国企利润高增，而中下游的民企利润承压。

再比如去杠杆，如果是采用市场化的手段去杠杆，哪些企业债务违约，就强行破产清算，那么对国企和民企的影响应该是一样的。

但是，我们看到的是对民企的去杠杆非常市场化，非标融资该停就停了，该违约的就违约了，但是对于国企尤其是融资平台，则是一直存在着政府隐性担保、刚性兑付，结果就是虽然中国民企占信用债市场融资的比例不到 20%，但是在今年违约债券当中的占比高达 80%。

归根到底，在中国，民企是完完全全的市场信用，而国企背后有着政府信用的隐性加持，所以如果我们政策调控越来越行政化、而非市场化，那么就会对国企有利，而对民企不利。

### 支持民企发展，丝毫不会动摇。

而在民营企业和民营经济遭遇巨大挑战的背景下，总书记召开与民营企业的座谈会，对于我国民营企业的发展具有重大的意义：

一段时间以来，社会上有的人发表了一些否定、怀疑民营经济的言论。比如，有的人提出所谓“民营经济离场论”，说民营经济已经完成使命，要退出历史舞台；有的人提出所谓“新公私合营论”，把现在的混合所有制改革曲解为新一轮“公私合营”；有的人说加强企业党建和工会工作是要对民营企业进行控制，等等。

对此，总书记明确表示，这些说法是完全错误的，不符合党的大政方针。

### 首先，支持民企发展毫不动摇。

总书记说，非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变！我们毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变！我们致力于为非公有制经济

发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策没有变！我国基本经济制度写入了宪法、党章，这是不会变的，也是不能变的。任何否定、怀疑、动摇我国基本经济制度的言行都不符合党和国家方针政策，都不要听、不要信！所有民营企业和民营企业企业家完全可以吃下定心丸、安心谋发展！

在改革开放以后，从十一届三中全会开始，我们党破除所有制问题上的传统观念束缚，为非公有制经济发展打开了大门。党的十五大把“公有制为主体、多种所有制经济共同发展”确立为我国的基本经济制度，明确提出“非公有制经济是我国社会主义市场经济的重要组成部分”。党的十六大提出“毫不动摇地巩固和发展公有制经济”，“毫不动摇地鼓励、支持和引导非公有制经济发展”。党的十八大进一步提出“毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护”。党的十九大把“两个毫不动摇”写入新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略，作为党和国家一项大政方针进一步确定下来。

总之，基本经济制度是我们必须长期坚持的制度。民营经济是我国经济制度的内在要素，民营企业和民营企业是我们自己人。民营经济是社会主义市场经济发展的重要成果，是推动社会主义市场经济发展的重要力量，是推进供给侧结构性改革、推动高质量发展、建设现代化经济体系的重要主体，也是我们党长期执政、团结带领全国人民实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的重要力量。在全面建成小康社会、进而全面建设社会主义现代化国家的新征程中，我国民营经济只能壮大、不能弱化，不仅不能“离场”，而且要走向更加广阔的舞台。

### 其次，民企困难有多方面原因。

对于当前民营经济发展遇到的困难和难题，其实是多方面因素造成的，是外部因素和内部因素、客观原因和主观原因等多重矛盾问题碰头的结果。

从外部来看，国际经济环境在发生变化，保护主义在抬头，对出口主体的民企产生了冲击。从内部看，我国经济也在转型升级，市场的优胜劣汰对部分民企也有压力。同时，部分民企过去经营比较粗放，负债过高，环保、社保等方面不规范，所以在监管执法加强以后也面临压力。

但是另外一方面，总书记也提到了政策落实不到位的影响，有些政策执行的时候存在偏差，有些政策调研不够，有些政策相互不协调，政策效应同向叠加，或者是工作方式简单，导致一些初衷是好的政策产生了相反的作用。

### 最后，大力支持民营企业发展壮大。

总书记提出，要不断为民营经济营造更好发展环境，帮助民营经济解决发展中的困难，支持民营企业改革发展。为此，要抓好6个方面政策举措落实：

一是减轻企业税费负担，二是解决民营企业融资难融资贵问题，三是营造公平竞争环境，四是完善政策执行方式，五是构建亲清新型政商关系，六是保护企业家人身和财产安全。

而这六个方面就是当前民营企业关心的重点问题，我们相信如果能够得到大力落实，就能够缓解民企经营的压力，改善民企的信心。

### 市场化与减税，通往繁荣之基！

2005年、2010年，国务院相继发布《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（简称“非公经济36条”或“旧36条”）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（简称“民间投资36条”或“新36条”），放开民企在基础设施等多领域的准入，清理和修订了阻碍民企发展的法律法规，但是为什么市场再次关心民企发展的问题，与之对应的另一个问题就是什么样的政策对民企发展真正有效？

### 市场化对民企真正有效！

我们认为，对民企发展真正有效的政策是坚定不移地市场化，民企发展的很多困境都来源于市场化不够彻底，而如果坚持市场化的方向，就可以改善对民企的信心。

比如说去产能政策，今年的采暖季环保限产就和以往有了很大的变化，北方城市的环保限产没有再搞“一刀切”，而是根据空气质量变化安排错峰生产。如果我们更加倚重市场化的手段，比如制定好排放标准，那么满足标准的先进技术就可以生产，而无论国企和民企，这样其实可以让先进的产能重新生产，既可以稳定经济，又可以降低高企的上游价格，还不会污染环境，一举多得，何乐而不为呢？

所以，我们欣喜地看到，在稳增长的预期之下，近期钢价、煤价不涨反跌，其实主要归功于环保政策的变化，这是有助于降低高企的上游产品价格，改善下游民企盈利。

再比如说金融政策，要想切实改变对民企的信心，一方面可以鼓励金融机构加大对民企的支持，通过政府和有关金融机构对融资困难的企业展开救助。但是更为重要的，其实是在于进一步市场化，如果能够在国企和融资平台领域打破刚性兑付，放开债务违约，那么金融机构就会对国企和民企一视同仁，对优秀的民企才会自发地提供金融支持。

再比如说在资本市场，如果我们试图管住所有价格交易和融资，那么市场就会缺乏流动性，最终定价机制就会失效，而资本市场也会变成死水一潭。如果我们能够放开对金融资产价格交易的管制，和对融资的限制，那么市场价格就会走向分化，垃圾资产价格会下跌，而优秀资产价格会上涨，而资金也会自动流向优秀的企业。

### 减税让利于民，经济繁荣之基！

而要想支持民企和民营经济发展，减税是最值得推行的政策。

中国经济当前出现的诸多问题，比如房地产泡沫、债务率高企、产能过剩，归根到底在于我们过去依赖于货币发展经济。在经济的起飞阶段，靠货币发展是有效的，可以发挥我们过去廉价劳动力充足的优势，可以模仿海外的先进技术。但是现在我们的人口红利已经结束、城市化已经接近尾声，如果还是靠货币发展经济，只会是越来越多的债务和泡沫。

在人口红利结束之后，我们迎来了工程师红利，也就是人口的质量红利，我们每年有 800 多万大学生毕业。而以华为为代表的民营企业是中国经济创新的脊梁，靠创新发展前景广阔。面临贸易摩擦的挑战，我国拥有全球最有潜力的内需市场，13 亿多人口的消费升级，蕴含着巨大的空间。

而要想激励创新，其实需要减税让利给企业；而要想激活内需，需要减税让利给居民。因此，减税是通往经济繁荣的基石。

美国经济过去数十年的发展，充分诠释了减税的重要意义。在 1970 年代其靠货币发展经济深陷滞胀陷阱，而在 1980 年代以后里根收缩货币、大力减税，换来了经济繁荣的 40 年，资本市场走出了股债双牛的大牛市。

我们欣喜地看到，总书记把减税降费列为扶持民企的六大政策之首，明确提出要推进增值税等实质性减税，对小微企业、科技型初创企业可以实施普惠性税收免除，要根据实际情况，降低社保缴费名义费率，稳定缴费方式，确保企业社保缴费实际负担有实质性下降。

而在减税的实际政策方面，我们看到越来越多的证据，比如在今年 5 月份增值税税率下调 1% 之后，到今年 9 月份增值税增速出现了负增长。比如 10 月份个税起征点从 3500 元上调到 5000 元，未来还会把教育、医疗、养老和社保等四大支出列入抵扣范围。

由于增值税是最大的税种，如果未来还能进一步加大增值税税率的改革，简化三档税率为两档，并且进一步下调增值税税率，我们测算每下调 1% 的增值税税率减税金额大约在 5000 亿，因此大幅下调增值税税率可以切实改善企业和居民的债务负担。

最重要的一点是，税收代表了政府掌握的资源，如果我们愿意真心实意大力减税，其实就是走向市场化的最为直接的证据。

我们相信，只要我们坚持市场化的方向不动摇，收缩货币打破刚兑，同时大力减税降费，就有希望驱逐劣币、奖励良币，走向靠内需和创新发展的繁荣之路。

## 2. 经济：PMI 再创新低

**1) PMI再创新低。**18年10月全国制造业PMI为50.2%，较9月继续回落0.6个百分点，创下16年8月以来的新低，横向比较看，也处在历年同期低位，均指向制造业景气转弱。中观数据也印证了供需双双放缓。

**2) 内外需均走弱。**10月新订单指标由9月份的52.0%大幅回落至50.8%，进口由9月份的48.5%大幅回落至47.6%，9月社融增速继续下行，10月地产、汽车销量增速跌幅均扩大，内需继续走弱。10月新出口订单指标由9月份的48.0%大幅下滑至46.9%，创13年以来同期新低。虽然出口增速在9月份出现短期回升，但中美贸易摩擦阴霾未散，外需仍存压力。

**3) 生产加速下滑。**10月生产指标由9月份的53.0%降至52.0%，采购量也由9月份的51.5%降至51.0%。10月生产指数创13年以来同期新低，且降幅较9月扩大，印证10月发电耗煤跌幅扩大至19.1%，指向工业生产仍在走弱。

**4) 库存继续去化。**10月原材料库存由9月份的47.8%继续降至47.2%。产成品库存由9月份的47.4%继续降至47.1%。供需双双走弱，令企业库存去化放缓。

## 3. 物价：通胀再度回落

**1) 食品跌幅扩大。**上周菜价、禽蛋价格继续下跌，食品价格环比下跌0.6%，跌幅重新扩大。

**2) 10月CPI小降。**10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0.4%、-1.5%，预测10月食品价格环比持平，10月CPI回落至2.4%。

**3) 10月PPI回落。**10月原材料购进价格由9月份的59.8%回落至58%，出厂价格指数由9月份的54.3%回落至52%。均创下3个月新低，印证10月以来钢价回落，煤价、油价先涨后跌。我们预测10月PPI环比增速0.3%，同比增速回落至3.2%。

**4) 通胀再度回落。**3季度CPI出现短期回升，主要源于食品价格上涨，但进入10月份以来，蔬菜和猪肉价格持续下跌，加上油价等生产资料价格的回落，这也使得通胀在短期反弹之后再度回落。

## 4. 流动性：资金整体充裕

**1) 货币利率仍低。**上周货币利率整体回落，其中R007均值上行5bp至2.7%，R001下行12bp至2.21%。DR007均值上行2bp至2.6%，DR001下行14bp至2.15%。

**2) 央行大幅回笼。**上周央行暂停操作，逆回购到期4900亿，MLF到期回笼4040亿，央行净回笼8940亿。

**3) 汇率短期反弹。**上周美元指数略有回升，人民币兑美元短期反弹，在岸、离岸人民币分别回升至6.89、6.9。



4) **资金整体充裕。**央行上周表示,目前银行间流动性整体处于较高水平。上周央行发布金融稳定报告,指出宏观杠杆率过快上升势头得到遏制,金融风险总体收敛,金融乱象得到初步治理。资管业务逐步回归代客理财本源,债券市场刚性兑付有序打破,市场约束显著增强,金融机构合规意识、投资者风险意识显著提升。总体看,我国经济金融风险可控,不会发生系统性风险。

## 5. 政策: 改革释放活力, 支持民企发展

1) **改革释放活力。**中共中央政治局会议表示,要切实办好自己的事情,坚定不移推动高质量发展,实施好积极的财政政策和稳健的货币政策,做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作,有效应对外部经济环境变化,确保经济平稳运行。围绕资本市场改革,加强制度建设,激发市场活力,促进资本市场长期健康发展。

2) **支持民企发展。**总书记主持召开民营企业座谈会强调,要毫不动摇鼓励支持引导非公有制经济发展,支持民营企业发展并走向更加广阔舞台。当前要抓好6个方面政策举措落实,帮助民营经济解决发展中的困难;一是减轻企业税费负担、二是解决民营企业融资难融资贵问题、三是营造公平竞争环境、四是完善政策执行方式、五是构建亲清新型政商关系、六是保护企业家人身和财产安全。

3) **支持基建投资。**国务院办公厅近日下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》,要求支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略,围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战,着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板,加快推进已纳入规划的重大项目。重点任务方面,包括以中西部为重点,加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目等。

## 6. 海外: 美 10 月非农好于预期, 欧元区经济持续放缓

1) **美国 10 月非农好于预期。**美国 10 月新增非农就业人数 25 万,好于市场预期。医疗保健、制造、建筑和运输仓储是主要就业增长部门。10 月非农私人企业平均时薪环比 0.2%,略低于前值,但同比 3.1%,为 9 年以来最大涨幅。10 月美国失业率维持 3.7% 的低位。

2) **欧元区经济持续放缓。**上周二欧盟统计局公布经济数据,欧元区三季度 GDP 实际环比初值 0.2%,同比初值 1.7%,均不及预期和前值,且环比创 2014 年以来最低增速。此外,意大利 GDP 三季度停滞不前,实际环比初值 0%。10 月能源价格推动欧元区调和 CPI 同比升至 2.2%,核心调和 CPI 同比升至 1.1%。

3) **英国央行按兵不动,默克尔届满后将不谋求连任。**上周四,英国央行宣布利率决议,维持基准利率不变,会议纪要显示,英国央行将渐进而有限地加息,货币政策委员会认为,英国脱欧仍是货币政策面临的主要挑战。上周一,已进入第四届任期的德国总理默克尔确认 2021 年届满后将不再寻求连任德国总理,今年 12 月也将不再竞选基民盟党魁职务。

4) **日本央行维持利率不变。**上周三,日本央行决议维持政策利率-0.1%不变,符合市场预期。日本央行同时小幅下调了对 2018 财年实际 GDP 增长的预期至 1.4% (此前 7 月预期为 1.5%),预计核心 CPI 将升至约 1% (此前预期为 0.5%-1%)。日本央行还称,日本经济将继续温和扩张,当前实现物价目标的势头得到了维持,但仍缺乏动力。中长期通胀预期没有变,但物价、经济面临下行风险。

## 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

 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 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  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 联系人  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭宏实(021)23219445 tsh12355@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 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 nyumiu@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹莹(021)23154122 py110297@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  
 梁广楷 lgk12371@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@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  
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

**互联网及传媒**

 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  
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 联系人  
 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  
 联系人  
 王涛(021)23219760 wt12363@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  
 张弋(010)50949962 zy12258@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@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  
 罗月江(021)56760091 lyj12399@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  
 刘璐(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  
 联系人  
 孟亚琦 myq12354@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**

衣楨永(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  
 巩柏舍 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  
 李唯佳(021)23219384 lijw@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  
 杨伟昕(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  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@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