

相关研究

《日本的尝试，我们的启示——日本财政政策的比较》2018.11.05

《债务的轮回与启示——从金融周期看历史危机》2018.10.30

《增值税减并展望：效果几何，谁更受益？——财税改革系列之七》2018.10.30

通胀压力不大，资金依旧充裕

投资要点：

- **宏观专题：减税如何促进消费？**
- **减税如何促进消费？** 消费主要受到收入和消费品价格的影响。在收入端，减税可以提高居民可支配收入从而带动消费规模的扩大；在价格端，减税可以降低消费品价格，减少居民消费成本，从而促进消费。
- **美英减税：提高收入，拉动消费。** 美国每轮减税政策出台之后，消费对于经济增长拉动作用均大幅上升。里根时期的减税就通过改善企业盈利和居民收入拉动消费强势反弹，而其中耐用消费品得益最多。英国撒切尔时期的情况与美国里根政府类似，也是通过减税增收的途径来扩大居民消费。
- **日本加税：方向相反，背道而驰。** 日本提供了典型的反面教材，虽然其也推出过减税政策，但由于不能够坚持贯彻，特别是提高消费税的举措对冲掉了减税的积极影响。而加消费税直接提高成本，对消费的伤害作用更大，其历史上每次消费税的提升都导致消费大幅下滑。
- **个税抵扣开好头，减增值税促消费。** 我国今年消费增速的下滑主要来自居民加杠杆对收入的透支以及汽车消费成本上升的扰动，这均能通过减税政策解决。目前推出的个税改革为减税开了好头，但要切实改善消费现状还需从增值税减免入手，以更大的减税力度减缓经济下行压力。
- **一周扫描：**
- **海外：美中选“分裂”国会出炉，欧盟下调经济增长预期。** 上周三美国中期选举，最终共和党控制参议院、民主党控制众议院，结果符合市场预期。上周五美联储议息会议决定维持 2.00%-2.25% 的联邦基金目标利率区间不变，重申未来循序渐进加息。上周四欧盟委员会发布季度经济预测，预计今年欧元区经济将增长 2.1%，明年经济增速或将放缓至 1.9%，略低于此前预计的 2%。
- **经济：进出口均反弹。** 10 月我国出口增速继续上升至 15.6%，对发达国家出口增速略降而对新兴市场国家整体改善。10 月我国进口同比增速大幅回升至 21.4%。顺差规模继续回升，但今年秋季广交会数据不佳，成交额同比下降 1%，出口压力犹存。11 月上旬 41 城地产销量跌幅加深，10 月乘用车销量增速仍在低位，指向需求继续回落。上周全国高炉开工率略有回升，同比增速维持高位，11 月上旬六大集团发电耗煤同比增速跌幅收窄至 -8.6%，指向生产趋于稳定。
- **物价：通胀压力不大。** 10 月 CPI 环比上涨 0.2%，同比维持在 2.5%。11 月以来蔬菜价格下跌，猪肉价格略降，鲜果、鸡蛋价格上涨，预计 11 月 CPI 同比或微降至 2.4%。10 月 PPI 环比上涨 0.4%，同比回落至 3.3%。11 月以来油价延续跌势，钢价煤价稳定，预测 11 月 PPI 同比续降至 2.5%。近两月蔬菜和猪肉价格持续下跌，油价 10 月以来也明显回调，整体上通胀压力不大。当前国内需求走弱，通胀虽有短期反弹，但无需过虑，从中期看通胀回落趋势不变。
- **流动性：资金依旧充裕。** 上周 R007 均值下降 13BP 至 2.57%，R001 均值下降 73bp 至 2.18%。DR007 下行 5bp 至 2.57%，DR001 下行 1bp 至 2.14%。上周央行 MLF 投放 4035 亿元，对冲了 11 月 3 日到期的 4040 亿元 MLF。上周美元指数再度升值，人民币兑美元再度贬值，在岸和离岸人民币汇率分别贬至 6.94 与 6.95。央行货币政策报告显示，3 季末金融机构超储率为 1.5%，比去年同期上升 0.2%。央行对经济通胀前景的判断偏谨慎，这也意味着其货币政策大概率将保持实际宽松，而流动性也将继续保持充裕。
- **政策：支持民企融资。** 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求加大金融支持，缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用，支持小微企业和“三农”发展。银保监会主席郭树清：初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标。国税总局局长王军表示，将尽快提出体现更大规模、实质性、普惠性减税降负要求的政策建议。

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. 宏观专题：减税如何促进消费？	6
1.1 减税如何促进消费？	6
1.2 美英减税：提高收入，拉动消费	6
1.3 日本加税：方向相反，背道而驰	8
1.4 个税抵扣开好头，减增值税促消费	9
2. 海外：美中选“分裂”国会出炉，欧盟下调经济增长预期	10
2.1 美国中期选举，“分裂”国会出炉	10
2.2 欧盟下调经济增长预期	10
3. 国内经济：进出口均反弹	11
3.1 进出口均反弹，顺差规模回升	11
3.2 需求继续回落	13
3.3 生产趋于稳定	14
4. 物价：通胀压力不大	14
4.1 10月CPI稳定	14
4.2 11月CPI略降	15
4.3 PPI继续回落	15
4.4 通胀压力不大	16
5. 流动性：资金依旧充裕	16
5.1 货币利率再降	16
5.2 央行均衡投放	16
5.3 汇率再度贬值	17
5.4 资金依旧充裕	17
6. 政策：支持民企融资	18
7. 日历：聚焦11月中数据	19

图目录

图 1	减税政策促进消费的传导机制	6
图 2	居民消费支出对美国 GDP 同比拉动率 (%)	7
图 3	美国企业利润当季同比增速: 78-88 年 (%)	7
图 4	美国季调失业率: 78-88 年 (%)	7
图 5	美国个人可支配收入实际当月同比增速: 78-88 年 (%)	8
图 6	美国居民消费支出实际增速: 78-88 年 (%)	8
图 7	英国税收收入、居民消费支出以及家庭可支配收入增速 (%)	8
图 8	消费税收入规模 (万亿日元)	9
图 9	日本消费环比 (%)	9
图 10	居民负债/GDP、居民负债/可支配收入	9
图 11	居民扣除房贷前后的可支配收入、消费支出增速 (%)	9
图 12	限额以上企业商品零售总额分布	10
图 13	汽车类零售增速 (%)	10
图 14	中国进出口总额、出口与进口同比增速 (%)	11
图 15	美、欧、日 PMI (%)	11
图 16	中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)	12
图 17	中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)	12
图 18	一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)	12
图 19	劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)	12
图 20	主要大宗商品进口量同比增速 (%)	12
图 21	重点企业粗钢产量同比 (%)	12
图 22	美元计价的进出口增速及贸易差额	13
图 23	人民币计价的进出口增速及贸易差额	13
图 24	广交会出口成交额增速及出口增速	13
图 25	中国 PMI 及新订单和新出口订单分项 (%)	13
图 26	41 城市旬度日均新房销量同比增速 (%)	14
图 27	中汽协、乘联会乘用车销量增速 (%)	14
图 28	全国高炉开工率及同比增速 (%)	14
图 29	六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)	14
图 30	CPI 同比增速 (%)	15

图 31	历年 CPI 环比涨幅 (%)	15
图 32	农业部统计农产品价格指数走势	15
图 33	猪肉平均批发价 (元/公斤)	15
图 34	布伦特原油价格 (美元/桶)	15
图 35	螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)	15
图 36	M2 同比 (%)	16
图 37	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	16
图 38	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	16
图 39	R001 和 R007 (%)	16
图 40	央行公开市场操作 (亿元)	17
图 41	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	17
图 42	美元指数	17
图 43	央行公开市场净投放规模 (亿元)	18
图 44	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：减税如何促进消费？

1.1 减税如何促进消费？

今年以来，我国消费增速屡创新低，社会消费品零售总额同比增速从年初的 10.1% 持续下降至 9 月份的 9.2%。考虑到消费是经济增长的三驾马车之一，推出刺激消费的措施迫在眉睫，我们认为，其中最有成效的当属减税政策。

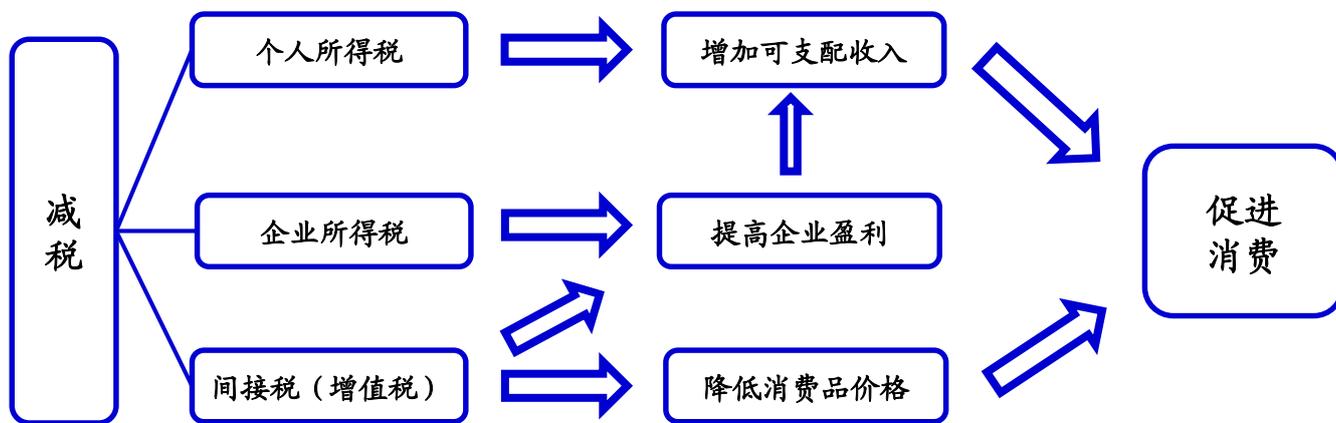
减税如何促进消费？根据经济学原理，消费主要受到收入和消费品价格的影响，因此减税对消费的传导机制也可以通过这两个方面来理解。

在收入端，减少居民个人所得税可以直接提高居民的可支配收入；而减少企业所得税可以提高企业的税后利润，一方面可以带来工资收入的提升，另一方面可以创造更多的就业机会，也能间接提高居民收入。无论是哪种情况，居民收入的增长都会扩大私人消费规模。

在价格端，增值税等间接税主要由消费者和生产者共同承担。减少间接税可以直接降低消费品价格，促进居民扩大消费量；同时减少间接税也可以减轻企业税收负担，增加企业盈利从而提高工资收入。

那么，减税政策在实践过程中是否真的能够起到促进消费的作用？我们不妨从美英日三国的减税经验中寻找答案。

图1 减税政策促进消费的传导机制



资料来源：海通证券研究所整理

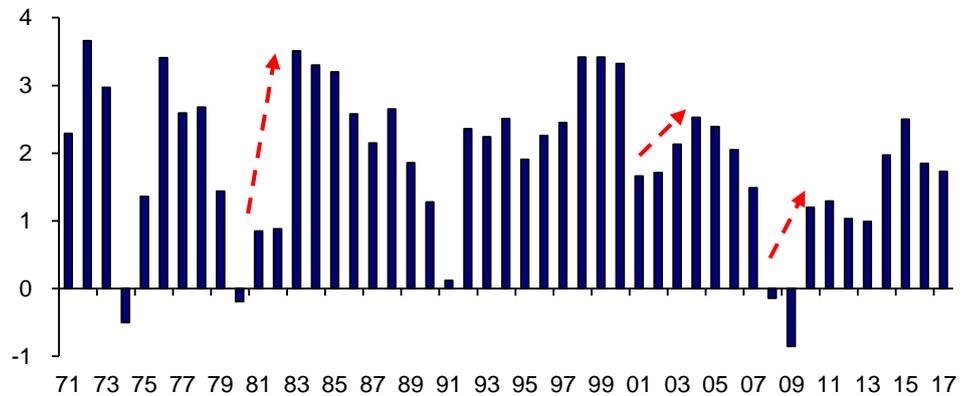
1.2 美英减税：提高收入，拉动消费

美国三轮减税，经济强劲回升。自 20 世纪 80 年代以来，除去此次特朗普政府的减税政策，美国已先后实施了三轮大规模的减税改革，分别发生在 80 年代的里根政府时期、01 年左右的小布什政府时期和金融危机后的奥巴马政府时期，减税政策实施之后，美国经济均得到了强劲回升。

回升谁来带动？消费首当其冲。那么，减税政策后美国经济回升的动力何在？我们发现，消费是经济复苏背后不可忽视的重要力量。居民消费在美国经济结构中占比最大，70-80 年就已达到 60% 的水平，00 年后更是超过了 65%。

而每当减税政策出台之后，我们都能够观察到消费对于经济增长拉动作用的大幅上升。比如 80 年代里根政府时期，伴随着 81 年《经济复苏和税收法案》的出台，对企业

和个人所得税率以及资本利得税率大幅下调，居民消费支出对 GDP 同比增速的拉动由 80-82 年的不足 1 个百分点大幅升至 83 年的约 3.5 个百分点，小布什和奥巴马政府时期同样有类似的情况。

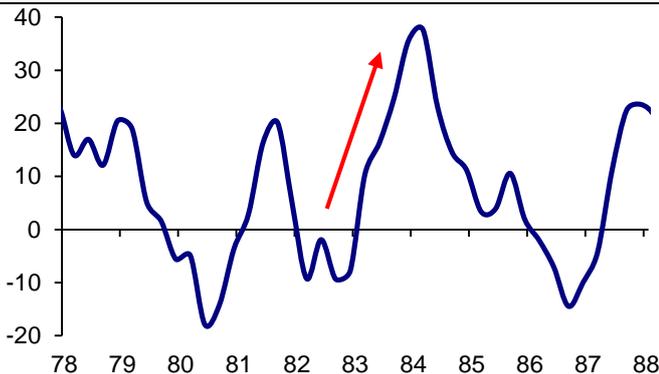
图2 居民消费支出对美国 GDP 同比拉动率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

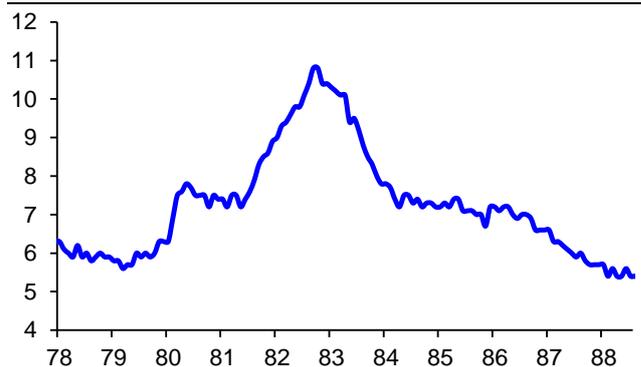
由于美国三轮减税均面临有效需求不足的相似经济背景，其后也都通过类似的传导机制实现了经济的复苏，因此，我们不妨以影响最大的里根政府时期的减税政策为例，来分析减税政策对于消费的影响。

里根政府上台，企业、居民税率下调。美国 70 年代末经济饱受滞胀折磨，81 年里根上台，其政府认为税负过高是症结所在，高税负抑制了私人部门投资和生产的热情。因此在其执政期间分别于 81 年和 86 年推出了《经济复苏税收法案》和《税制改革法案》两项大规模的减税方案。法案的核心内容在于对企业所得税、个人所得税和资本利得税等主要税种的税率进行大幅下调，税率结构也进行了精简优化。

企业盈利改善，失业率大幅下降。减税对于经济的改善可谓立竿见影，企业所得税率的下降增厚了企业利润，经存货计价和资本消耗调整后的美国企业利润增速，从 82 年末的-7.8%一路上升至 83 年末的 35.5%。企业盈利的回升使得投资复苏，增强了企业的用工意愿，美国的失业率从 83 年初的 10.4%降至 85 年的 7%左右，并保持下滑态势，这意味着此前的失业群体能够通过工作来提高自身收入。

图3 美国企业利润当季同比增速：78-88 年 (%)


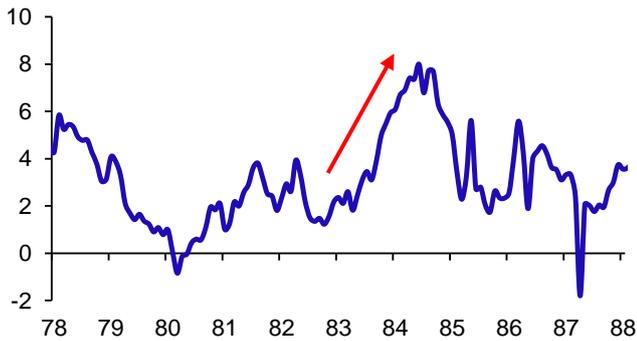
资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 美国季调失业率：78-88 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

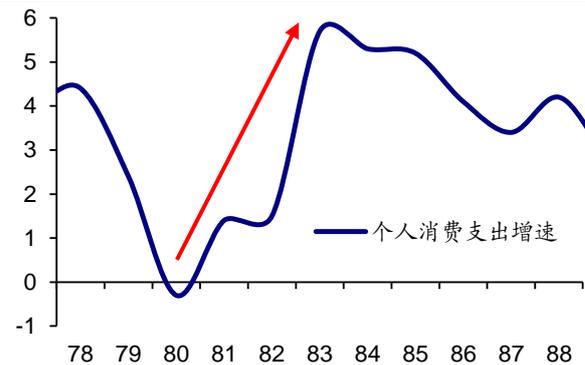
可支配收入触底回升，拉动消费强势反弹。里根政府时期的减税政策，一方面通过个人所得税减免直接增加居民可支配收入，另一方面通过企业盈利的改善，要么以扩大就业群体，要么以利润分配的方式，间接地提升了居民的收入水平。受减税政策提振，美国居民可支配收入增速由 80 年的-0.4%触底回升，84 年收入增速已达到 6% 的高点。收入的回升拉动消费强势反弹，美国居民消费支出增速从 80 年的-0.3%的低点一路回升至 83 年的 5.7%，其后直到 88 年也都维持在 4% 以上的增速水平。

图5 美国个人可支配收入实际当月同比增速：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

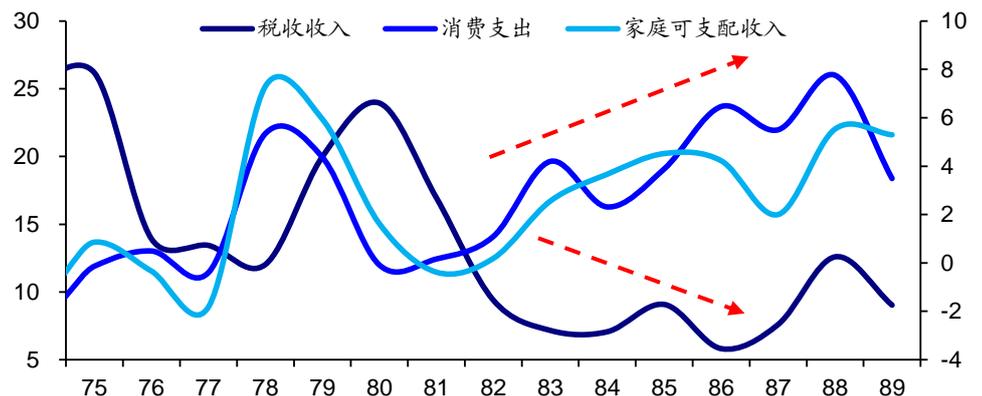
图6 美国居民消费支出实际增速：78-88年(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

英国情况类似，减税增收扩大消费。英国减税政策对于消费的促进与美国的情况类似。以与美国里根政府几乎同一时期的撒切尔政府为例，其在任期间同样推出了对所得税的大幅减免措施，包括个人所得税税率的削减、个税税率结构的大幅简化以及公司所得税率在其任期内下调接近 20 个百分点等。减税政策带来了居民收入的改善，进而使得消费也得以恢复。随着英国税收收入增速由 80 年的 24% 一直降至 84 年的 7%，居民家庭可支配收入增速由 81 年-0.4% 的低点回升至 85 年的 4.5%，也带动居民消费支出增速由 81 年的 0.2% 左右恢复到 86 年 6.5% 的高位。

图7 英国税收收入、居民消费支出以及家庭可支配收入增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

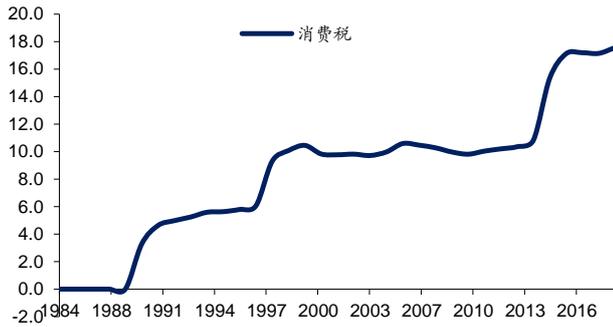
1.3 日本加税：方向相反，背道而驰

加税对冲影响，效果大打折扣。日本的情况则不同于英美，事实上为我们提供了典型的反面案例。虽然其在 80 年代后期和 90 年代后期也集中推出了对于所得税的减免措施，但是由于其对减税政策不够坚持，在减税加税的道路上反反复复，更为重要的是，为了扩大收入、维持财政平衡而增加消费税的手段，事实上对冲掉了减税的积极影响，使得政策效果也大打折扣。特别地，提高消费税为代表的间接税直接作用于价格端，增加了居民的购物成本，对消费的伤害作用更大。

历史上，日本一共上调过三次消费税。1989 年日本正式引入了作为间接税的消费税，税率定在 3%；1994 年村山内阁通过了消费税率由 3% 上调至 5% 的税制改革法案，并于 1997 年实施；2011 年野田内阁时期再次通过消费税税率上调的法案，并于 2014 年上调 3 个百分点。

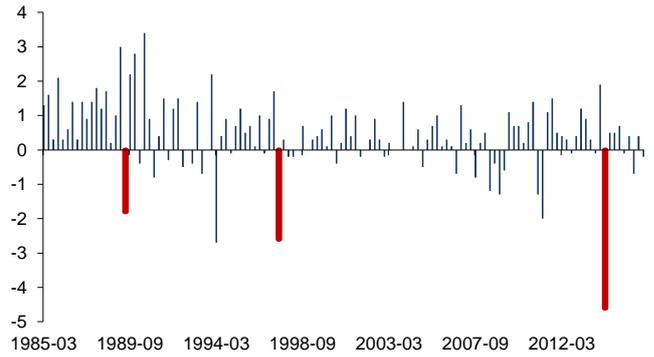
每次消费税的提升都导致消费大幅下滑。日本的消费税是一种间接税，增加消费税主要反映在消费品价格的上涨，这会迫使居民减少消费。由于前期其他减税政策带来的积极效果对冲，1989 年消费仅出现短暂下滑后迅速回升，但是 1997 年和 2014 年消费税的提高对日本消费造成较大冲击，短期内消费环比增速一度下滑至 -2.6% 和 -4.6%。

图8 消费税收入规模(万亿日元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 日本消费环比(%)



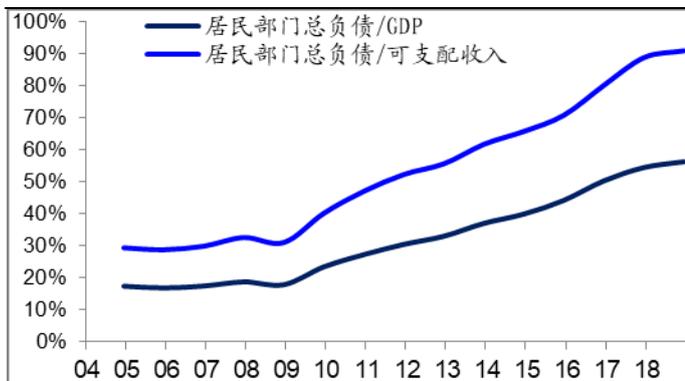
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4 个税抵扣开好头, 减增值税促消费

反观我国, 缘何今年消费增速出现了大幅下滑?

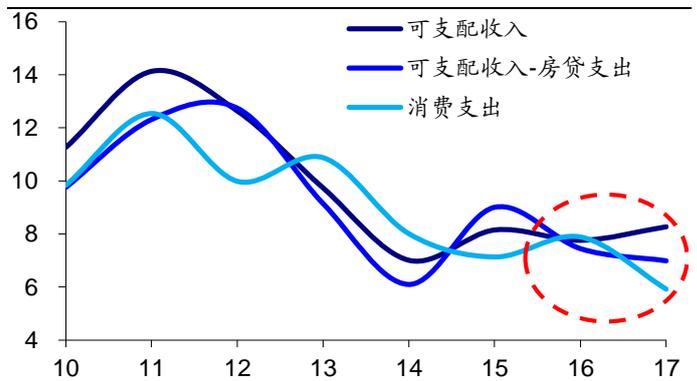
从长期影响来看, 根本原因在于居民加杠杆买房对于购买力的挤出。17年底中国居民部门总贷款已经达到41万亿, 占全国居民可支配收入的比重再创新高至90%, 而同期城镇居民房贷余额是21.9万亿, 占城镇居民可支配收入的比重也达到了60%。而居民获得工资性收入的年限, 大抵和偿还房贷的年限相当, 因此我们不妨假定居民分25年、按照当年房贷利率均值、等额本息来偿还房贷。据此测算, 过去两年扣除房贷支出后的可支配收入增速出现明显下滑, 15年尚在9%, 16、17年则分别降至7.4%和7%。这也解释了17年居民可支配收入与消费支出增速之间走势的背离。

图10 居民负债/GDP、居民负债/可支配收入



资料来源: WIND, 海通证券研究所

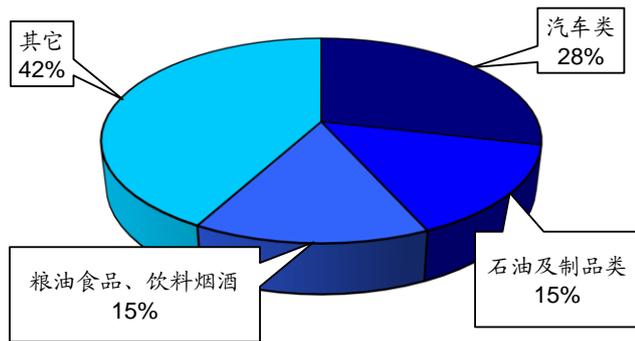
图11 居民扣除房贷前后的可支配收入、消费支出增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

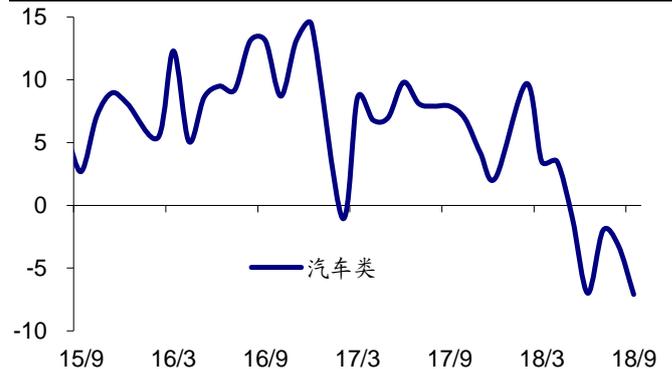
而从短期扰动来看, 汽车销售增速的下滑成为主要拖累。汽车是商品零售中的第一大品类, 汽车类零售额约占限额以上企业零售总额的三分之一, 而汽车类零售累计同比增速已由17年底的5.6%降至18年9月的0.2%, 9月当月增速更是大幅下滑至-7.1%, 创下02年以来的新低。这其中诚然有买房造成的购买力透支和中美贸易摩擦的影响, 但不可忽视的是, 18年小排量汽车购置税优惠的退出, 无疑提高了消费者的购买成本, 抑制了居民的购车热情。

图12 限额以上企业商品零售总额分布



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 18 年 9 月累计值

图13 汽车类零售增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

发达国家的发展经验表明，不论消费增速的下滑是来自居民收入的透支，还是消费成本的上升，其实都可以通过减税政策来解决，但需要明确的政策方向与一以贯之的政策定力。

个税抵扣开好头，惠及人群并不广。 个税法中新的起征点和税率标准在 10 月开始实施，而财政部和国税总局也已出台关于个税专项抵扣的实施细则征求意见稿，把教育、医疗、住房、养老等四大支出列入到个税的抵扣范围，相当于月薪 10000 以下基本上都免征个税了，这体现了很大的诚意，通过各项抵扣来提升居民收入，为促进消费的复苏开了个好头。但这一政策惠及人群范围不广，力度也稍显不足，根据财政部官员披露的数据测算，在本次减税之前约有 1.87 亿人交个税，并且我国个税收入仅占税收收入的 8%，因此释放的减税红利相对有限。

增值税减免削减消费成本，受益广泛规模可观。 而我们认为，要想真正地通过减税政策来促进消费的改善，那么就应该从我国第一大税种——增值税入手。由于增值税是流转税，所有居民购物时都间接支付了增值税，因此其影响的人群较为广泛。而减增值税以后意味着产品会自然降价，这就削减了广大居民群体的消费成本。

根据我们的测算，增值税率全面下调 1 个百分点，将带来减税规模约在 6000 亿元左右，这已经相当于 17 年个税收入的一半，如果现有三档增值税率并为两档，则带来的减税规模最低也在万亿元左右，和个税收入规模已大体相当，因此增值税减免释放的红利更为可观，通过价格体系的调整，势必对消费端形成强有力的促进，有效地对冲经济的下行压力。

2. 海外：美中选“分裂”国会出炉，欧盟下调经济增长预期

2.1 美国中期选举，“分裂”国会出炉

上周三美国中期选举，最终共和党控制参议院、民主党控制众议院，这一结果符合市场预期。由于众议院将受民主党掣肘，总统特朗普推进国内政策的能力或被削弱，进一步减税等财政扩张措施或受限。但总统在外交、外贸政策上有较大自主权，中期选举对此直接影响有限。

美联储按兵不动，12月或再加息。 上周五美联储议息会议决定维持 2.00%-2.25% 的联邦基金目标利率区间不变，重申未来循序渐进加息。声明提到美国近来就业和经济增长强劲，但对商业固定投资的表述从 9 月时的增长“强劲”变成“放缓 (moderated)”。美联储没有提及近期金融市场的波动，认为经济前景面临的风险大致均衡。当前市场预期美联储 12 月再度加息概率超过 75%。

2.2 欧盟下调经济增长预期

上周四欧盟委员会发布季度经济预测，预计今年欧元区经济将增长 2.1%，明年经济增速或将放缓至 1.9%，略低于此前预计的 2%。而到 2020 年，欧元区经济增速或将进一步放缓至 1.7%。欧盟委员会同时称，美国经济政策、意大利高负债支出计划、英国脱欧是欧盟经济面临的主要风险。

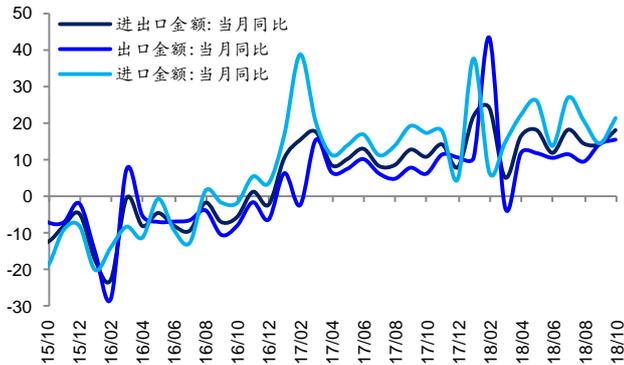
日本考虑未来推出刺激方案，以抵消加税影响。据路透社上周报道，日本政府考虑推出 10 万亿日元的刺激方案，以抵消明年 10 月拟实施的消费税上调的影响，部分资金将用于之前宣布的措施，例如下调汽车购置税、为低收入家庭提供购物补贴等，此外日本政府还计划在基建和防灾方面增加支出。

3. 国内经济：进出口均反弹

3.1 进出口均反弹，顺差规模回升

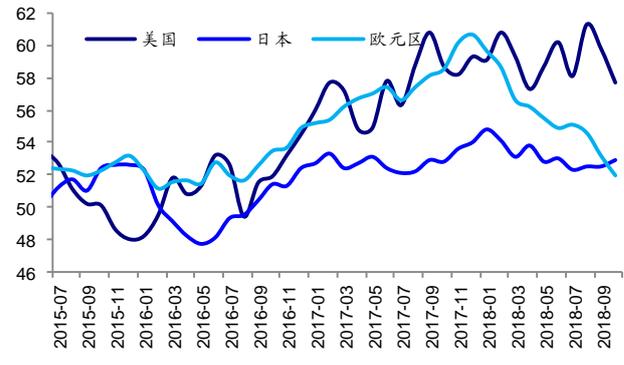
出口继续回升。10 月我国以美元计价出口同比从 9 月的 14.4% 继续回升至 15.6%。10 月美国 PMI 略降至 57.7%，但仍是较高水平，日本 PMI 小幅回升到 52.9%，而欧元区 PMI 继续回落趋势，10 月仅有 52.0%，是最近两年的新低。

图14 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，如无说明，文中数据及图表均为美元计价下的统计，下同

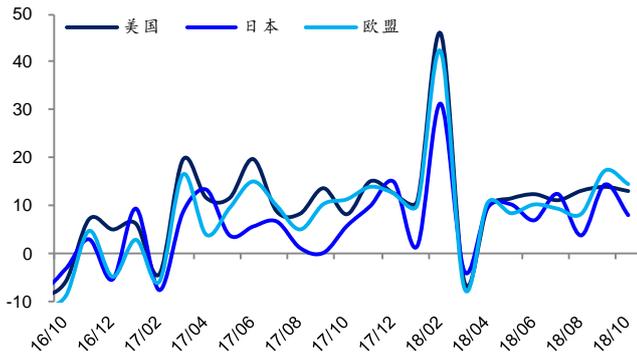
图15 美、欧、日 PMI (%)



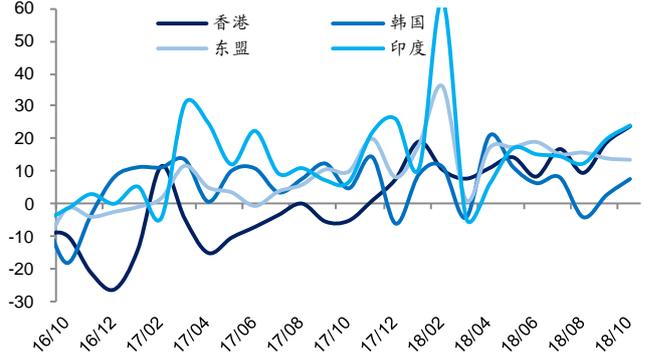
资料来源：Wind，海通证券研究所

从国别和地区来看，10 月我国对美国（13.2%）、欧盟（14.6%）、日本（7.9%）出口增速均较 9 月回落。美国关税措施 10 月起已涉及合计 2500 亿美元商品，也就是约一半的对美出口商品被加税，一方面，征税清单内商品出口会因加税而减少，另一方面，未加税商品或仍存在抢出口效应，综合来看 10 月对美出口增速略有下降，但仍维持较高水平。

对新兴经济体出口整体改善，除对东盟（13.7%）出口增速略降外，对印度（24.2%）、中国香港（23.6%）、韩国（7.7%）出口增速都有反弹。

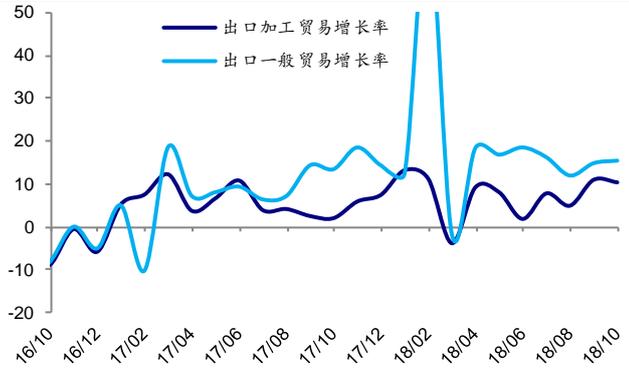
图16 中国对美国、日本、欧盟月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

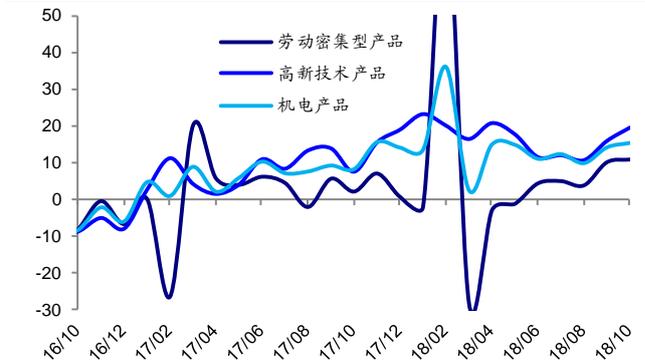
图17 中国对韩国、东盟、印度、中国香港月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从贸易方式看,一般贸易(15.4%)和加工贸易(10.4%)出口增速整体稳定。从产品类型看,10月劳动密集型产品出口增速稳定在10.9%,机电产品(15.3%)和高新技术产品(19.5%)出口增速继续小幅提升。

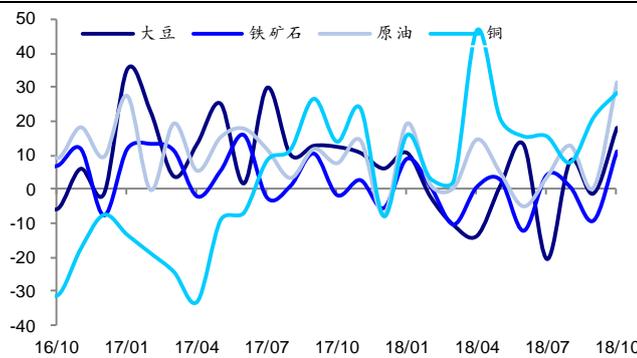
图18 一般贸易、加工贸易月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 劳动密集型、机电产品、高新技术产品月度出口同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

进口同比大增。10月我国进口同比从9月的14.5%大增至21.4%。从数量看,10月我国进口铁矿石(11.2%)、铜(28.2%)、原油(31.5%)同比均大幅增加,或与今年环保约束政策较去年更为灵活有关,10月国内钢铁库存去化提速,与去年同期基数偏低有关。10月我国进口大豆(18.1%)数量也因低基数而高增,但绝对规模继续下降。

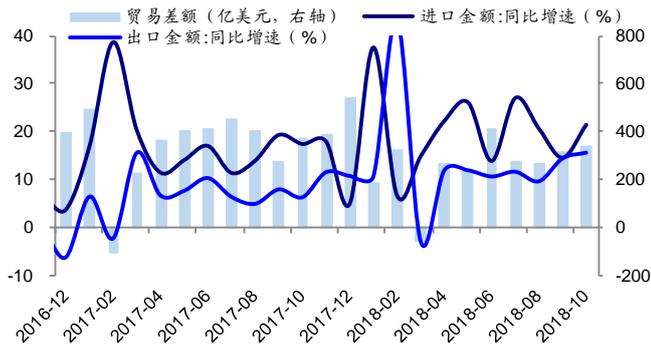
图20 主要大宗商品进口量同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

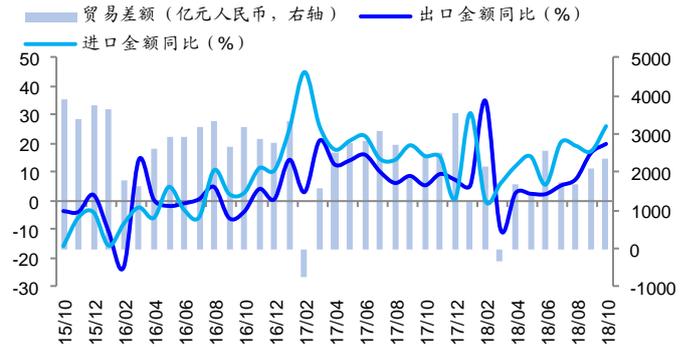
图21 重点企业粗钢产量同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

顺差规模回升。10月贸易顺差继续回升到340.2亿美元。贸易顺差连续两个月回升。而从人民币计价数据看,汇率贬值因素推动10月出口(20.1%)和进口(26.3%)增速继续改善,顺差2336亿元人民币。

图22 美元计价的进出口增速及贸易差额


资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 人民币计价的进出口增速及贸易差额


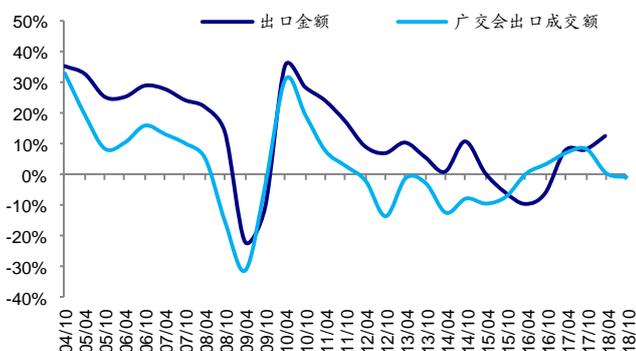
资料来源：Wind，海通证券研究所

但今年秋季广交会数据不佳，成交额同比下降1%。

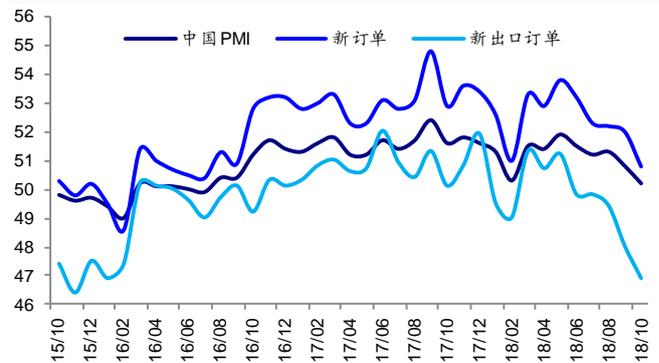
分国别和地区看，对美国、澳大利亚、加拿大和欧盟等传统市场分别下降30.3%、8.9%、7.3%、0.8%，对日本、东盟十国、“金砖四国”、韩国成交分别增长74.4%、11.4%、7.2%、2.5%，对“一带一路”沿线国家成交增长2.7%。其中对美成交大降和对日成交高增形成对比，贸易摩擦背景下，未来出口市场结构可能的变化值得留意。

分行业看，运输工具、机械设备、建筑及装饰材料、电子消费品及信息产品、卫浴设备分别增长24.8%、21.1%、20.0%、15.1%和7.6%，纺织服装、家用电器分别下降13.0%、6.7%。

历史上广交会的成交额增速与我国的出口增速具有较强的相关性，因而今年广交会成交额数据预示着当前出口的高增速或难维持，而10月我国新出口订单PMI降至46.9%，是2016年以来的新低，这也意味着抢出口的扰动未来减退后，明年上半年出口或仍有压力。

图24 广交会出口成交额增速及出口增速


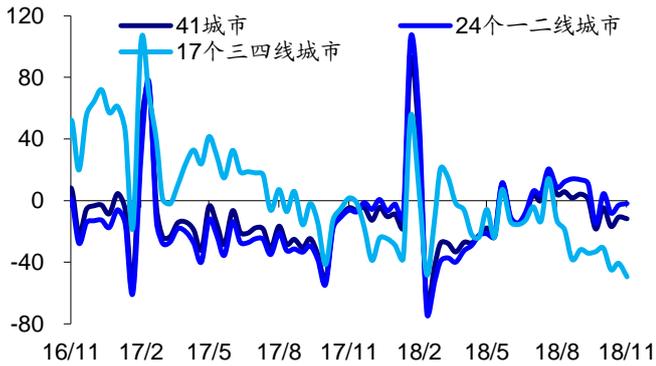
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 中国 PMI 及新订单和新出口订单分项 (%)


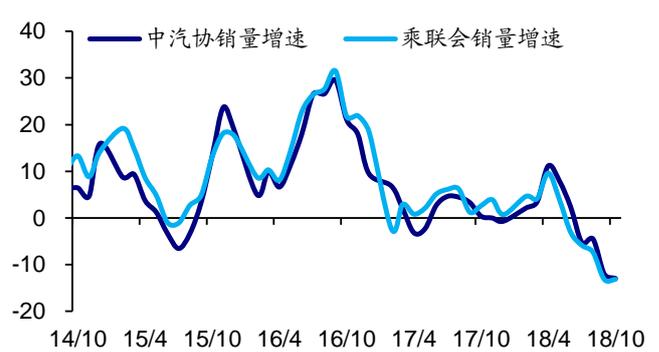
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 需求继续回落

地产跌幅加深，汽车弱势未改。11月上旬41城地产销量增速跌幅扩大至-11.8%，其中17个三四线城市销量增速跌幅加深，是主要拖累。10月中汽协乘用车销量增速跌幅扩大至-13%，乘联会乘用车销量增速持平在-13.2%的低位，指向需求仍未见改善。

图26 41城市旬度日均新房销量同比增速 (%)


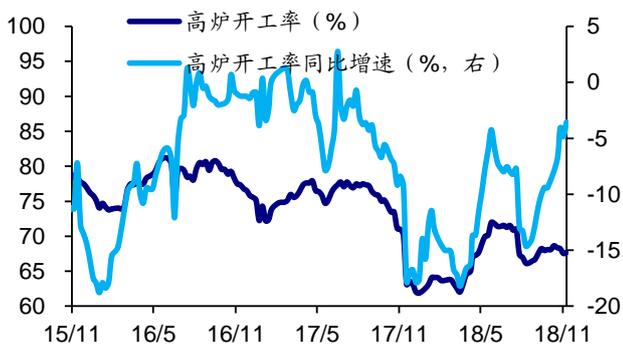
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 中汽协、乘联会乘用车销量增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 生产趋于稳定

高炉开工率回升，发电耗煤跌幅收窄。上周全国高炉开工率略升至67.7%，同比增速跌幅收窄，并维持高位。11月上旬六大集团发电耗煤同比增速跌幅收窄至-8.6%，但主因去年同期基数较低，环比增速-2.6%，处历年同期偏低水平。

图28 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29 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速 (%)

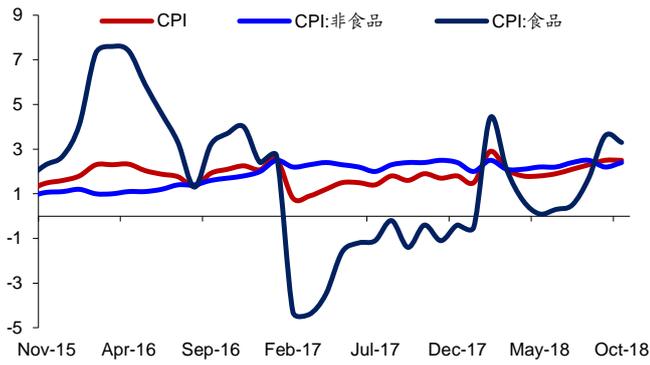

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价：通胀压力不大

4.1 10月CPI稳定

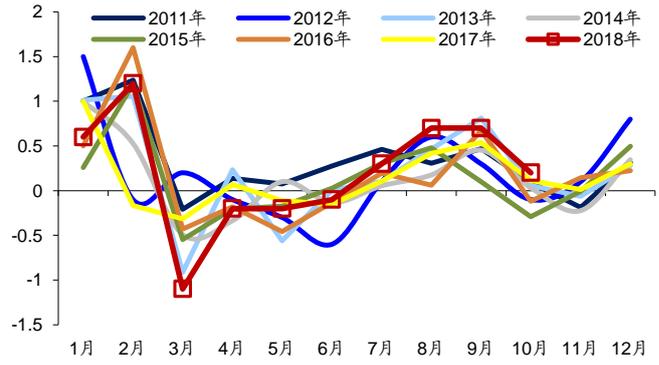
10月CPI环比上涨0.2%，同比维持在2.5%。食品方面，秋菜、冬储菜集中上市、鸡蛋供给提升，压低菜价、蛋价，拖累食品价格环比由涨转降。而肉类消费需求增加和鲜果供应偏紧，价格有所提升。非食品方面，能源、衣着价格上涨，机票和旅游价格下跌。具体分项涨跌互现，CPI整体维持稳定。

图30 CPI同比增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 历年CPI环比涨幅(%)

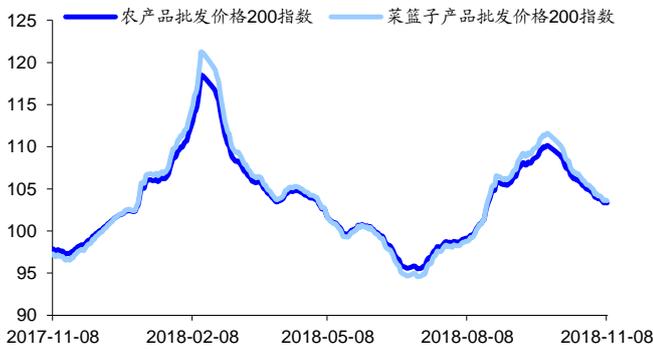


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 11月CPI略降

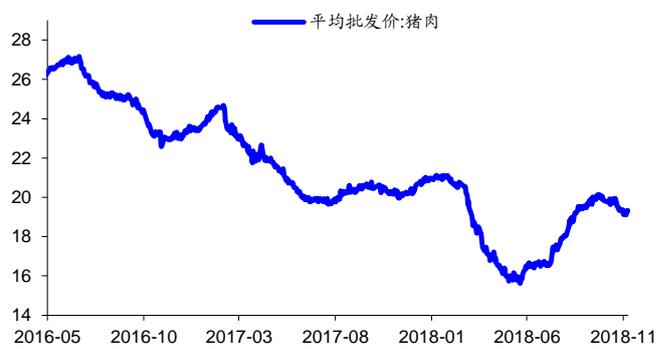
11月以来蔬菜价格下跌,猪肉价格略降,鲜果、鸡蛋价格上涨,我们预计11月CPI同比或微降至2.4%。

图32 农业部统计农产品价格指数走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图33 猪肉平均批发价(元/公斤)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 PPI继续回落

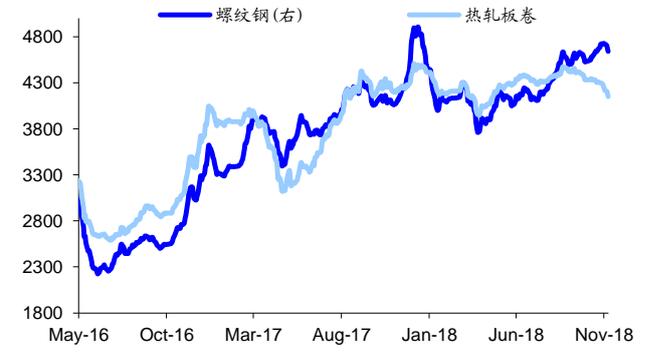
10月PPI环比上涨0.4%,同比继续回落至3.3%。环比价格表现上,生产资料上涨,生活资料持平;分行业来看,石油天然气开采、煤炭开采选洗、有色金属等行业涨幅扩大,燃料、化学原料制品涨幅回落,黑色金属价格持平,而化学纤维价格由涨转降。11月以来油价延续跌势,钢价煤价稳定,我们预测11月PPI同比续降至2.5%。

图34 布伦特原油价格(美元/桶)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 螺纹钢和热轧板卷价格(元/吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀压力不大

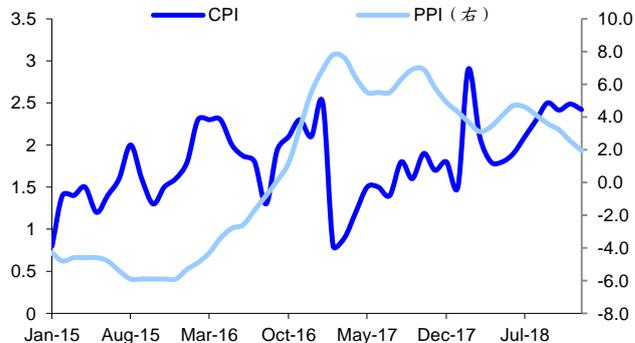
3 季度 CPI 短期回升，主要原因在于食品价格上涨，而此前国际油价走高也推升了通胀预期。但近两月蔬菜和猪肉价格持续下跌，油价 10 月以来也明显回调，整体上通胀压力不大。当前国内需求走弱，通胀虽有短期反弹，但无需过虑，从中期看通胀回落趋势不变。

图36 M2 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图37 CPI 和 PPI 同比及预测 (%)



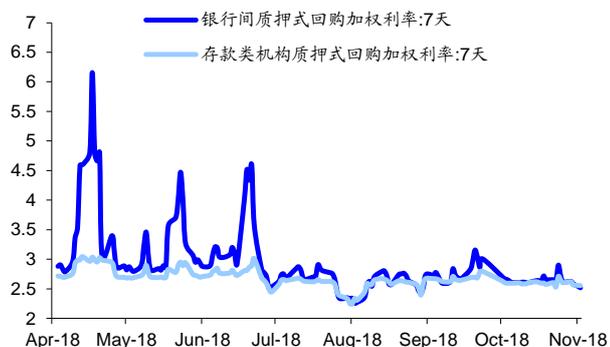
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 流动性: 资金依旧充裕

5.1 货币利率再降

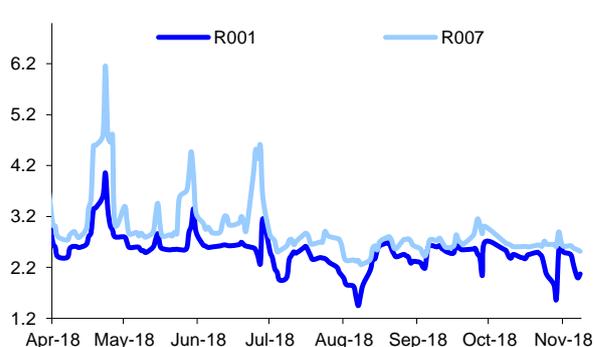
上周 R007 均值下降 13BP 至 2.57%，R001 均值下降 73bp 至 2.18%。DR007 下行 5bp 至 2.57%，DR001 下行 1bp 至 2.14%。

图38 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39 R001 和 R007 (%)

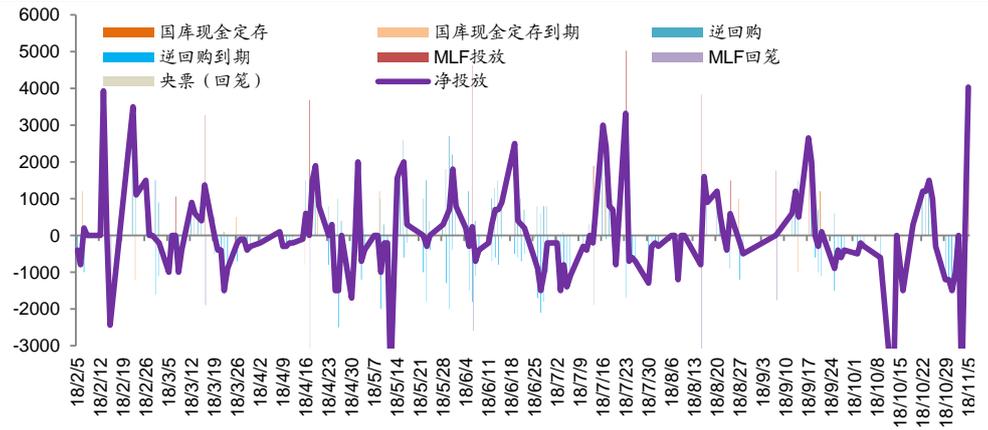


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.2 央行均衡投放

上周央行 MLF 投放 4035 亿元，对冲了 11 月 3 日到期的 4040 亿元 MLF，近三周的总投放基本平衡。

图40 央行公开市场操作 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率再度贬值

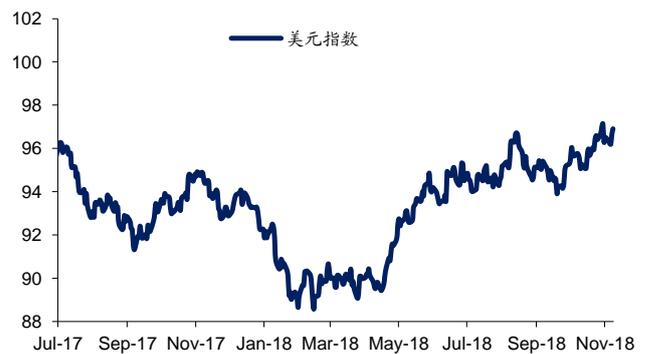
上周美元指数再度升值，人民币兑美元再度贬值，在岸和离岸人民币汇率分别贬至 6.94 与 6.95。

图41 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图42 美元指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 资金依旧充裕

央行货币政策报告显示，3季末金融机构超储率为 1.5%，比去年同期上升 0.2%。央行称当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所增加；而当前物价上涨主要受短期临时性因素影响，由于总需求向下、货币供应量增长有限，因而从中长期因素看物价持续上涨的压力不大。央行对经济通胀前景的判断偏谨慎，这也意味着其货币政策大概率将保持实际宽松，而流动性也将继续保持充裕。

图43 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44 商业银行超储率（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：支持民企融资

支持民企融资。国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求加大金融支持，缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵；决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题；部署有效发挥政府性融资担保作用，支持小微企业和“三农”发展。

加大民企贷款。银保监会主席郭树清：初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。

尽快加大减税。国税总局局长王军表示，下一步将在进一步落实好已有税收优惠政策的基础上，与有关部门一起深入开展调查研究，尽快提出体现更大规模、实质性、普惠性减税降负要求的政策建议；发挥减税政策作用支持民营企业发展，是税务部门义不容辞的重要职责。

7. 日历：聚焦 11 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			
2018/11/12	2018 年 APEC 峰会	--	--
2018/11/14	美国 11 月 9 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数周环比	--	-4%
2018/11/14	美国 10 月 CPI 环比	0.3%	0.1%
2018/11/15	美国 11 月 10 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.4
2018/11/15	美国 10 月零售销售环比	0.5%	0.1%
2018/11/16	美国 11 月 9 日当周 EIA 汽油库存变动(万桶)	--	185.2
2018/11/16	美国 11 月 9 日当周 EIA 原油库存变动(万桶)	--	578.3
2018/11/16	美国 10 月工业产出环比	0.2%	0.3%
欧洲			
2018/11/14	欧元区三季度 GDP 同比初值	1.7%	1.7%
2018/11/14	欧元区三季度 GDP 季环比初值	0.2%	0.2%
2018/11/16	欧元区 10 月调和 CPI 同比终值	2.2%	2.1%
中国			
2018/11/14	中国 10 月城镇调查失业率	--	4.9%
2018/11/14	中国 1 至 10 月城镇固定资产投资(今年迄今)同比	5.5%	5.4%
2018/11/14	中国 1 至 10 月规模以上工业增加值(今年迄今)同比	6.3%	6.4%
2018/11/14	中国 10 月规模以上工业增加值同比	5.8%	5.8%
2018/11/14	中国 1 至 10 月社会消费品零售总额(今年迄今)同比	9.3%	9.3%
2018/11/14	中国 10 月社会消费品零售总额同比	9.2%	9.2%

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 ljli11087@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
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 nyum@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

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 fyy11758@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 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹蓉(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 联系人 王涛 02123219760 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 01050949962 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 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 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 张恒晖 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
 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
 李寅 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 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