相关研究

《Manufacturing prosperity declined again, PPI deflation is not far away》2018.12.07

《实体经济观察 2018 年第 46 期：12 月开局仍偏弱》2018.12.07

《制造业景气再降，PPI 通缩不远》2018.12.03

从通胀到通缩预期，从实物到金融资产！

投资要点：

2018 年即将收官，回首这一年大家对于经济基本面的判断，其实对于经济增长的预期变化不大，都觉得未来下行承压；但是对于通胀的预期发生了巨大的变化，一直到 3 季度，主流的观点依然是在担心滞胀，而到了 4 季度，通胀预期突然消失了，取而代之的是通缩的预期。为什么会有这样的变化，会给未来带来哪些影响？

- **从通胀到通缩预期。**一直到今年 10 月份，市场都在担心通胀，但是就在 10 月份以后，通缩好像突然就来了。11 月的 CPI 已经回落至 2.2%，我们预计到 19 年 CPI 会重回 2%以下，其中最低点可能会降至 1%以下。虽然 19 年的 CPI 大概率还是正增长，但如果 PPI 出现显著的负增长，那么两者加权之后的综合物价水平或在负值区间，其实就是通缩了。因此，19 年通缩的风险或将远大于通胀的风险。

- **从缺供给到缺需求。**为什么通胀预期会发生这么大的变化？我们知道，是供给和需求共同决定了价格。而在过去几年，支持通胀预期的核心逻辑是供给收缩。但是从长期看，价格上涨和供给收缩是矛盾的。如果能形成垄断，确实可以在短期内通过减少供给来推动价格上涨，但技术进步会改善供给，打破垄断。从长期看，需求决定了商品价格，本轮商品价格上涨恰逢全球经济复苏，而当前商品价格下跌源于全球经济减速。

- **从货币超发到紧缩。**在过去的 10 年，中国的 M2 平均增速高达 15.4%，包含表外货币的银行总负债年均增速为 17.1%，远超同期经济增速，这意味着我们在过去货币严重超发。近几年的货币超发主因其实在于影子银行，而资管新规的出台其实就是关闭了影子银行，而以后的信贷活动都要回到银行表内，受到资本充足率的约束，这意味着中国货币超发的时代已经彻底结束了。因此，没有货币超发的支持，未来中国的通胀就很难超预期，通缩的风险将大于通胀的风险。

- **从实物到金融资产。在货币超发的时代，通胀预期持续上升，其实实物资产是最佳的资产配置。**在中国的过去 10 年，虽然通胀的涨幅并不大，其实是因为我们 CPI 的统计方式对房租等价格的反映不明显。如果从房价来看，从 08 年到现在，全国商品新房的平均售价涨了一倍多，但这个价格其实不可比，因为新房越盖越远；如果从商品住宅成交均价来看，过去 10 年很多一二线城市的房价涨幅都在 3 倍以上，折算成年化涨幅超过 15%，这差不多就是同期中国的货币增速。但是如果未来货币不再超发，通胀预期回落，那么实物类资产的配置意义将大幅下降，**而在通胀回落之后，金融资产将成为资产配置的首选。**因为金融资产无论是股票还是债券，都可以提供额外的利息回报，债券有票息、股票有股息，因此通胀越低利率越低，那么这些利息回报就越值钱。中国从去年开始去杠杆收货币，其收获就是今年以来的通胀回落、利率下降，债券出现了一轮轰轰烈烈的大牛市。而从今年开始减税、鼓励创新，我们相信未来新一轮创新和消费驱动的股票牛市也在孕育当中。从通胀转向通缩，或许意味着我们需要从配置实物资产转向配置金融资产！

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. 每周交流与思考 3
2. 经济：外贸大幅下滑 7
3. 物价：通缩风险升温 8
4. 流动性：宽松仍将持续 8
5. 政策：更大减税降负、促进科技创新 8
6. 海外：美 11 月非农低于预期，OPEC+达成减产协议 9

1. 每周交流与思考

2018 年即将收官，回首这一年大家对于经济基本面的判断，其实对于经济增长的预期变化不大，都觉得未来下行承压；但是对于通胀的预期发生了巨大的变化，一直到 3 季度，主流的观点依然是在担心滞胀，而到了 4 季度，通胀预期突然消失了，取而代之的是通缩的预期。为什么会有这样的变化，会给未来带来哪些影响？

一、从通胀到通缩预期。

一直到今年 10 月份，市场都在担心通胀。

从商品价格来看，今年前 10 个月国际油价涨幅高达 30%、国内钢价上涨 10%，今年工业品价格 PPI 虽然涨幅不如去年，但今年以来的平均涨幅依然达到 3.9%，其中除了 2、3、4 三个月环比下跌，其余的 7 个月 PPI 环比均在上涨。

从食品价格来看，17 年食品价格全年都在下跌，但从 18 年 2 月份开始食品价格涨幅由负转正，到 9 月份食品价格涨幅回升至 3.6%，尤其是在猪瘟疫情影响下猪肉价格连续 5 个月回升，而雨水天气也导致 9、10 月份蔬菜价格短期大涨。

到 10 月份的时候，对通胀的担心达到顶峰，当月 CPI 已经达到 2.5%，已经达到过去 5 年的高位水平，似乎如果保持这个趋势不变，19 年的通胀就可能会破 3%了。

但是就在 10 月份以后，通缩好像突然就来了。

从商品价格来看，从 10 月份的峰值到现在，国际油价跌幅高达 30%，国内钢价跌幅接近 20%，国内煤价跌幅接近 10%，这就抹掉了这些商品今年以来的全部涨幅。我们预计未来两个月的 PPI 环比将大幅下降，而 12 月的 PPI 同比涨幅或降至 1%以下，到 19 年的 PPI 或将重现负增长。

从食品价格来看，在进入 10 月份以后，猪价和蔬菜价格均出现了明显回落，其中商务部的蔬菜价格连续八周下跌，累计跌幅 18%，山东寿光蔬菜价格指数已经从 9 月的 160 的峰值回落至 100 以下，而 22 省猪价也比 10 月初的峰值回落了 7%。

11 月的 CPI 已经回落至 2.2%，我们预计到 19 年的 CPI 会重回 2%以下，其中最低点可能会降至 1%以下。虽然 19 年的 CPI 大概率还是正增长，但如果 PPI 出现显著的负增长，那么两者加权之后的综合物价水平或在负值区间，其实就是通缩了。

因此，19 年通缩的风险或将远大于通胀的风险。

二、从缺供给到缺需求。

为什么通胀预期会发生这么大的变化？我们知道，是供给和需求共同决定了价格。

而在过去几年，支持通胀预期的核心逻辑是供给收缩。

从国内来看，由于供给侧改革，钢铁、有色、煤炭等行业的供给大幅收缩，16 年中国的原煤产量下降 9.4%、粗钢产量增速只有 1.2%；17 年的钢材产量增速为 0.8%、水泥产量下降 0.2%，供给收缩推动了相关商品价格大幅上涨。

从国际来看，16 年末，欧佩克决定从 17 年开始限产，将其日产量减少 120 万桶，并限定总产量为每天 3250 万桶，其中占欧佩克产量 40%的沙特削减约 50 万桶，将日产量保持在 1006 万桶。在随后的 1 年半，欧佩克和沙特都兑现了承兑，欧佩克的石油日产量从 3300 万桶降至 3200 万桶，而沙特的石油日产量也从 1050 万桶下降至 990 万桶，欧佩克的减产推动了之后的油价大幅上涨。

从农产品价格来看，过去猪价是影响中国 CPI 的核心因素，几乎每一轮 CPI 的大幅上行都伴随着猪价的大涨。而目前的全国生猪存栏量已经降至 1985 年以来的最低点、母猪存栏量降至 1997 年以来的最低点，供给大幅下降也是此前猪价大幅反弹的重要原因。

但是从长期看，价格上涨和供给收缩是矛盾的。

如果我们学习经济学，经济学的一个根本问题其实就是研究供给和需求的关系，其中正常的供给曲线都是向右上方倾斜的，也就是说商品的供给和价格呈正相关关系，价格越高供给越多，价格越低供给越少。只有在完全垄断的情况下，供给曲线会发生扭曲，商品的供给会与价格无关，只与垄断者的利润最大化有关。

因此，如果能形成垄断，确实可以在短期内通过减少供给来推动价格上涨。

在上世纪 60 年代，全球产油国组建了石油输出国组织(OPEC)，在 70 年代 OPEC 主导了两次石油禁运，使得油价大幅上涨。

但是在 80 年代以后，OPEC 依然存在，但其影响大不如前，WTI 油价在 1980 年就达到过 40 美元/桶，而现在过去了近 40 年，油价也仅为 50 美元/桶，这意味着 OPEC 的垄断在长期来看并没有意义。

技术进步会改善供给，打破垄断。

其中最核心的原因在于科技进步，会逐步打破垄断。

在市场充分竞争的情况下，如果因为垄断减少供给带来了超额利润，那么就会有资本投入这个方向，最终会将垄断商品变成正常商品。

还是以石油为例，在 OPEC 巅峰的 1970 时代，其石油供给超过了全球的一半。但是在 1980 年代，由于原油价格持续高位，石油公司从陆地转向海洋钻探，英国和挪威之间的北海油田被发现。由于高油价超过了海底石油的高成本，北海原油迅速进入市场，使得 OPEC 的石油供给份额降至全球的 30%以下。而沙特认为自己的市场被海洋原油所挤占之后，放弃了减产敞开供应原油，使得油价从 80 年代初最高的 40 美元/桶、到 80 年代末最低暴跌至 14 美元/桶。

而进入 2012 年以后，由于油价持续高企，触发了美国的页岩油革命，美国的石油供给大幅上升，其全球石油供给的份额已经超过 10%，与沙特、俄罗斯并列成为全球最大的三家产油国。而美国页岩油的成本约在 50 美元/桶附近、而且其开采成本还在不断下降，这就使得 OPEC 的垄断能力又一次大幅减弱。

同样从国内商品来看，过去几年供给下降的核心原因在于治理环境污染、关闭落后产能，但是钢铁、煤炭本身不是稀缺的商品，如果产生垄断利润，其实就会刺激厂商加大技术投入，投放新的符合环保要求的产能，这就使得其供给会重新增加。

所以，我们可以看到，今年煤炭、钢铁、水泥的供给都创出了新高，10 月份中国原煤产量同比增长 8%、粗钢产量同比增长 9.1%，水泥产量同比增长 13.1%，虽然大家说今年的天气没有去年好、和采暖季没有严格限产有关，但从主要 74 城市 PM2.5 的排放来看，今年 10 月份的浓度是 43 微克/立方米，去年 10 月是 41 微克/立方米，其实差别不大，但 14 年 10 月的浓度高达 66 微克/立方米，这说明今年的工业品产量激增并没有显著的恶化环境，其实就归功于技术进步。

因此，技术进步会提高效率，是增加供给降低价格的重要力量。

从长期看，需求决定了商品价格。

再来看需求，可以发现长期内真正决定商品价格的其实还是需求的变化。

比如石油号称是大宗商品之王，而我们观察到过去 30 年的全球 GDP 增速和油价年度涨幅之间存在着高度的正相关，其相关性高达 60%。从高频的月度数据来看，代表全球经济的 OECD 领先指标和油价月度涨幅之间也存在高度的正相关，其相关性也高达 44%。这说明油价的涨跌不仅能反映全球经济增速的长期变化方向，也对短期的经济变化很敏感。

而在工业金属中，铜因为与宏观经济走势息息相关，通常也被称为铜博士，我们也观察到铜价走势和 OECD 领先指标存在高度的正相关。

甚至是中国的猪肉价格，我们发现在过去 10 年只在 07 年、11 年和 16 年发生过三次大涨，都对应到了经济的上行周期，其实说明哪怕是食品价格也与需求高度相关。

所以如果我们把这一轮商品的走势复盘，其实背后离不开需求的变化。

本轮商品价格上涨恰逢全球经济复苏。

这一轮商品价格上涨始于 16 年初，其实恰好是这一轮全球经济回升周期的起点。美国、中国、欧元区和日本的制造业 PMI 几乎都在 16 年初开始见底回升，而从 OECD 领先指标来看，这一轮的回升也是从 16 年上半年开始。

而从中国来看，代表真实需求的一个重要指标是发电量增速，因为所有的产业发展都需要用电。中国发电量增速在 15 年一度陷入了负增长，代表实体经济缺乏需求。而在 16 年以后中国发电量增速就由负转正、最高接近 10%，代表工业需求出现了明显恢复。

当前商品价格下跌源于全球经济减速。

而在 18 年以来，其实全球经济已经开始相继减速，OECD 领先指标的回落就始于 18 年初，其中中国制造业 PMI 的顶部出现在 17 年 9 月份，而欧元区和日本的制造业 PMI 在今年以来持续回落，而美国制造业 PMI 也在今年 9 月份出现了明显下滑。

这意味着其实从今年年初开始，全球经济已经进入了回落期，只不过因为规模最大的美国经济一枝独秀，所以掩盖了全球经济下滑，但现在从消费者信心、新增就业等各项指标来观察，已经确认美国经济也开始减速。

在 IMF 最新的《世界经济展望》中，将 18/19 年的全球经济增速均由 3.9%下调至 3.7%，其中对美、中、欧、日四大经济体 19 年的经济增速预测都有明显下调，而上调的主要是中东、俄罗斯、非洲和拉美地区，而这些区域其实是商品出口国，IMF 其实在假设高油价会推升这些区域的经济，从而对冲主要经济体减速的影响。但现在油价大幅暴跌之后这一假设已经落空，说明 19 年的全球经济增速大概率还会继续超预期下滑。

所以，我们看到同样是 OPEC 的减产协议，在 16 年底时的维也纳会议上决定减产 120 万桶/日，结果油价一天暴涨 10%，而上周 OPEC+会议再度决定减产 120 万桶/日，结果 WTI 油价周涨幅只有 1%，原因无他，全球经济的需求今时不同于往日。

所以，需求下滑将是未来商品价格下跌的最大风险。

三、从货币超发到紧缩。

美国的经济学家弗里德曼有一句名言，一切通胀都是货币现象，因此，我们理解通胀预期的变化，其实离不开对货币的分析。

美国的货币与通胀，货币政策盯住通胀。

为什么 70 年代会爆发全球性的高通胀，除了 OPEC 的石油禁运以外，在美国有一个重要原因就是货币超发，在 1970 年代，美国的货币增速平均为 10%，远超 3.2%的经济平均增速，这就使得物价平均涨幅高达 7%。

在美国的 19 世纪，由于实施了金本位，货币没办法随便增加，因此整个 100 年的货币平均增速仅为 4.5%，而当时经济平均增速高达 4.1%，这对应的是整整 100 年都没有通胀。进入 20 世纪以后，美国废除了金本位、进入纸币时代，之后央行开始超发货币，这 100 年美国的货币平均增速上升到 7%，而经济平均增速降至 3.3%，多出来的货币增速其实都变成了通胀，这 100 年美国的通胀率均值由 0 升至 3%，而这一现象在 1970 年代达到极致。

而在 1980 年代，沃克尔成为美联储主席，其下决心紧缩了货币，之后的 40 年美国的货币平均增速降至 6%，而经济增速依然维持在 3%左右，这就使得美国的通胀率均值从 70 年代的 7%降至 3%左右。

历史经验已经充分证明，货币超发不会带来经济增长、只会带来物价上涨。所以在 1980 年代以后，美联储逐渐引入了通胀定标制，也就是把物价稳定作为货币政策最核心的目标之一。在 1990 年代，美联储主席格林斯潘提出应该把通胀目标设在 0%-1%，而耶伦反对说 0%太低了，后来大家一致同意把通胀目标设在 2%，也就是说如果物价超过 2%，就要推动物价回落，如果物价低于 2%，就要推动物价回升。而 2%本身是一个低通胀水平，这意味着在 1980 年代以后，在美国的货币政策框架下，已经很难再出现货币超发和高通胀。

比如说美国最近一轮加息始于 15 年 12 月，当时的 CPI 仅为 0.7%，只是因为核心 CPI 达到 2.1%，超过了 2%的通胀目标。而 3 年加息下来，美国 CPI 最高达到 2.9%，核心 CPI 最高达到 2.4%，但始终没有大幅飙升，说明其持续的加息抑制了通胀风险。

中国从货币超发到货币紧缩。

再来看中国，在过去的 10 年，中国的 M2 平均增速高达 15.4%，包含表外货币的银行总负债年均增速为 17.1%，远超同期经济增速，这意味着我们在过去货币严重超发。

回顾过去 10 年的中国 CPI 走势，CPI 有三次突破到 3%以上：第一次是 07-08 年，CPI 最高超过 8%；第二次是 11 年，CPI 最高超过 6%；第三次是 13 年，CPI 最高超过 3%。而在每一次 CPI 大幅上升之前，都出现过货币增速的大幅上升，前两次 M2 增速的高点接近或超过 20%，第三次 M2 增速最高达到 16%。

但是在过去两年，由于金融去杠杆的大力推进，目前中国的 M2 增速降至 8%，银行总负债增速降至 7%，均远低于过去 10 年的平均增速，甚至已经低于中国的 GDP 名义增速，这说明今年中国的货币紧缩已经开始了。

我们知道，货币的创造有两个步骤：第一步是央行提供基础货币，第二步是商业银行创造广义货币。而在经历过多次金融危机之后，全球都意识到商业银行的信贷创造过度是金融危机的源泉，所以诞生了巴塞尔协议来规范商业银行的行为，其核心手段在于资本充足率，通俗的讲就是银行有多少本钱就发放多少贷款。而中国在 2012 年宣布加入巴塞尔协议Ⅲ，其实理论上商业银行的货币超发已经被管住了。

但是在 2013 年以后，中国出现了蓬勃发展的影子银行，各种非银行金融机构大显神通，帮商业银行发展表外业务，逃避资本监管约束来放贷，因此中国近几年的货币超发主因其实在于影子银行。而资管新规的出台其实就是关闭了影子银行，而以后的信贷活动都要回到银行表内，受到资本充足率的约束，这意味着中国货币超发的时代已经彻底结束了。

因此，没有货币超发的支持，未来中国的通胀就很难超预期，通缩的风险将大于通胀的风险。

四、从实物到金融资产。

最后，我们来谈一谈通胀预期变化对资产价格的影响。

货币超发通胀上升，有利于实物资产。

在货币超发的时代，通胀预期持续上升，其实实物资产是最佳的资产配置。

比如说在 1970 年代，美国的房价涨了 1.5 倍，年均涨幅大约 10%。如果去投机石油，70 年代油价涨了 10 倍，年均涨幅大约 26%。如果去投机黄金，70 年代黄金涨了 15 倍，年均涨幅大约 31%。

在 1970 年代，由于油价和金价的大涨，来自石油行业的保罗.盖蒂和邦克.亨特相继成为美国首富。尤其是邦克，其财富扩张史就是一部投机史，最早靠石油发家，之后又投机大豆赚了一笔，最后又通过投机白银而闻名于世界。

而在中国的过去 10 年，虽然通胀的涨幅并不大，其实是因为我们 CPI 的统计方式存在缺陷，对房租等价格的反映不明显。如果从房价来看，从 08 年到现在，根据国家统计局数据测算的全国商品新房的平均售价涨了一倍多，但这个价格其实不可比，因为新房越盖越远；如果从商品住宅成交均价来看，过去 10 年很多一二线城市的房价涨幅都在 3 倍以上，折算成年化涨幅超过 15%，这差不多就是同期中国的货币增速。因此，在过去 10 年买房在中国就是人生赢家。

货币收缩通胀回落，有利于金融资产。

但是如果未来货币不再超发，通胀预期回落，那么实物类资产的配置意义将大幅下降。

比如从全球来看，由于 1980 年代以后美联储转向通胀定标制，货币增速大幅下降，通胀大幅回落，商品市场步入到了失意的 40 年。从油价来看，在 80 年代初油价就达到 40 美元/桶，而经过了差不多 40 年，油价也只有 50 美元/桶。从金价来看，在 80 年代初金价就达到 512 美元/盎司，而目前的金价大约 1250 美元/盎司，也是 40 年才翻了一倍多，年均涨幅也只有 2%。而美国房价 40 年涨了 5 倍左右，年均涨幅也只有 5%。

与之对应，如果未来中国的货币增速就保持在 7%左右，再考虑到中国住宅的产权是 70 年，房子的折旧每年差不多就有 2%，扣掉以后其实房价每年的潜在涨幅只有 5%，而且考虑到过去几年的房价涨幅透支了经济增长，可能需要很长的时间才能消化泡沫，那就意味着未来房地产将真正回归居住属性，失去投机的价值。

而在通胀回落之后，金融资产将成为资产配置的首选。

因为金融资产无论是股票还是债券，都可以提供额外的利息回报，债券有票息、股票有股息，因此通胀越低利率越低，那么这些利息回报就越值钱。

所以在美国的 1980 年代以后，伴随着货币收缩和通胀回落，美国资本市场出现了股债双牛的行情。一方面是通胀回落、利率长期下降，债券出现了长达 30 年的大牛市；另一方面收缩货币打击了投机行为，再伴随着里根发起的减税浪潮，激发了科技创新，所以美国进入到创新引领的信息时代，而微软的盖茨、亚马逊的贝索斯等科技巨头相继成为美国的新首富，以纳斯达克为代表的股票指数在过去 40 年上涨了 50 倍。

中国从去年开始去杠杆收货币，其收获就是今年以来的通胀回落、利率下降，债券出现了一轮轰轰烈烈的大牛市。而从今年开始减税、鼓励创新，我们相信未来新一轮创新和消费驱动的股票牛市也在孕育当中。

从通胀转向通缩，或许意味着我们需要从配置实物资产转向配置金融资产！

2. 经济：外贸大幅下滑

1)出口增速大降。11 月我国以美元计价出口同比从 10 月的 15.5%大幅回落至 5.4%。一方面，11 月美国 PMI 小幅回升，而日本、欧元区 PMI 继续回落，主要发达经济体需求呈放缓趋势，另一方面，去年 11 月出口基数也较高。

2）外需整体走弱。从国别和地区来看，11 月我国对美国（9.8%）、欧盟（4.8%）、日本（6.0%）出口增速较 10 月继续下滑。新兴经济体中，对东盟（5.1%）、中国香港（2.7%）、印度（0.1%）、韩国（-3.6%）出口增速都大幅回落。

3）进口大幅回落。国内需求趋弱叠加去年同期高基数，11 月我国进口同比从 10 月的 20.8%大幅回落至 3%。从数量看，11 月我国进口原油（15.7%）、铁矿石（-8.8%）、铜（-3.0%）、集成电路（1.8%）、大豆（-38.0%）同比增速大降；从金额看，11 月进口原油（57.6%）、铁矿石（3.3%）和集成电路（-8.3%）同比也明显回落。

3. 物价：通缩风险升温

1）食品降幅收窄。上周蔬菜、鸡蛋继续下跌，肉价有涨有跌，食品价格整体下降 0.1%。

2）CPI 再度回落。11 月 CPI 回落至 2.2%，其中食品和非食品价格都有明显回落。12 月以来食品价格整体仍在继续下降，预计 12 月 CPI 将降至 2%。

3）PPI 大幅回落。11 月 PPI 环比下降 0.2%，同比涨幅回落至 2.7%。但其实 11 月 PPI 的环比跌幅并不明显，我们认为近期商品价格的大跌必然会反映到 12 月的 PPI 当中，预计 12 月 PPI 环比下降 1.2%，12 月 PPI 同比将降至 0.7%。

4）通缩风险升温。进入 10 月份以后，各类商品价格大幅回落，其中国际油价见顶以来跌幅约 30%，而国内油价也在持续大幅下调，而国内钢价、煤价跌幅超过 10%。我们预测 19 年 PPI 将降至 0 以下。在食品价格方面，蔬菜和猪肉价格持续回落，也带动 CPI 走低。综合来看通胀风险大幅下降，而通缩风险明显升温。

4. 流动性：宽松仍将持续

1）货币利率大降。上周货币利率涨跌互现，其中 R007 均值下行 27BP 至 2.86%，R001 均值下行 11p 至 2.43%。DR007 下行 12bp 至 2.53%，DR001 下行 10bp 至 2.38%。

2）央行重新投放。上周央行投放 1875 亿 MLF，对冲到期的 1875 亿 MLF，同时国库现金投放 1000 亿，公开市场净投放 1000 亿。

3）汇率小幅回升。上周美元指数回落，人民币兑美元大幅回升，在岸和离岸人民币汇率分别回升至 6.88、6.89。

4）宽松仍将持续。进入 12 月以来，货币利率再度大幅回落，流动性回归宽松，我们认为主要有三大支撑：一是每年 12 月都是财政存款投放大月，估计将超过 1 万亿，助推 12 月超储率升至 2%以上；二是美国加息预期回落，外部紧缩对国内宽松的制约减少，而近期人民币贬值预期明显改善，11 月外汇储备略有回升；三是国内经济继续下行，通缩风险升温，也支持央行保持宽松货币格局。

5. 政策：更大减税降负、促进科技创新

1）促进科技创新。李克强主持召开国家科技领导小组第一次全体会议，研究国家科技发展战略规划、促进创新开放合作，推动落实赋予科研机构和人员更大自主权政策。李克强说，科技创新战略布局要更好融入国家发展大局，聚焦突破关键核心技术、培育壮大新动能；要对基础研究加大长期稳定支持，引导企业和社会增加投入，突出“硬科技”研究；发展科技资源共享平台、新型研发机构等创新平台和工业互联网平台。

2）推进医疗改革。国务院医改领导小组组长孙春兰表示，稳妥推进药品集中采购和使用试点，确保群众用上质优价廉的药品；要坚持市场机制和政府作用相结合，探索跨区域联盟集中带量采购，量价挂钩、招采合一；坚持医疗、医保、医药联动，同步推进公立医院服务价格、薪酬制度、绩效考核等综合改革。

3）更大减税降负。国税总局表示，尽快提出体现更大规模、更具实质性和普惠性的减税降负政策建议，特别是抓紧研究推进增值税等实质性减税、对小微企业和科技型初创企业实施普惠性税收免除的措施。积极研究相关税收支持政策，特别是针对当前亟需解决的“僵尸企业”处置中遇到的税收问题出台相关政策措施，为企业破产重整成功、恢复正常经营营造良好税收环境。

6. 海外：美 11 月非农低于预期，OPEC+达成减产协议

1）美 11 月非农低于预期。上周五，美国劳工部公布 11 月非农数据，11 月美国非农就业增加 15.5 万人，远低于市场预期。11 月美国失业率为 3.7%，与前值持平，仍是 49 年以来的最低。11 月美国非农私人企业平均时薪环比 0.2%，同比 3.1%。

2）美国 10 月贸易赤字新高，11 月制造业 PMI 小幅回升。上周四，美国商务部公布，10 月美国贸易逆差增加 1.7%至 555 亿美元，为 2008 年 10 月以来最高，贸易逆差连续五个月扩大，对中国商品贸易逆差激增 7.1%，达到创纪录的 431 亿美元。上周一，美国供应管理协会数据显示，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数 59.3，高于预期和前值，止住了两月连跌小幅回升。

3）美债收益率曲线局部倒挂，美联储发布褐皮书。上周一，5 年期和 3 年期美债收益率出现倒挂，为十一年来的首次。上周三美联储发布的褐皮书显示，美国经济活动继续温和增长，就业市场继续收紧，工资和物价上涨，意味着 12 月议息会议仍有较大概率加息。

4）OPEC+会议达成减产协议。上周五，OPEC 和俄罗斯为首的非 OPEC 产油国在维也纳举行 OPEC+会议最终达成协议，决定从 19 年 1 月起，在 18 年 10 月的基础上合计减产 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 产油国减产 40 万桶/日，为期六个月，伊朗、委内瑞拉和利比亚获得减产豁免。

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

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
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
谭实宏(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
周旭辉　zxh12382@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
梁广楷 010 56760096　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　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
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
谢茂萱　xmx12344@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@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
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　苓(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　淼(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　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
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立(021)23154138　ll11383@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@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　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
罗月江（010）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
刘　璇(0755)82900465　lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399　zhl11756@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
许樱之　xyz11630@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
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
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