通缩取代通胀，货币松紧适度

投资要点:

- **宏观专题：从 GDP 到 GNI——兼议日本海外投资扩张经验**
- **日本经济：失去的 30 年？GNI 跑赢 GDP！**80 年代以来，日本 GDP 增速持续滑落并稳定在较低的水平，被称作“失去的 30 年”。但 GDP 并非是衡量经济唯一指标，进入新世纪以来，日本各年 GNI 增速普遍跑赢 GDP。
- **对外投资：高速增长规模可观，GNI 的幕后功臣。**对外投资是 GNI 的幕后功臣。11-17 年间，日本 OFDI 年均增速超过 18%，远高于国内投资增速。而日本 OFDI 占 GNI 的比重也从 80 年代初的不足 1%升至 17 年的 3.3%。日本海外资产规模日益壮大，17 年已达到约 3 万亿美元，位居世界第一，成为全球最大债权国。
- **投资结构：主要投向发达国家，服务行业占据主导。**从地域看，17 年日本海外投资中，北美、亚洲、欧洲占到 33%、28%和 26%；从行业看，制造业和服务业四六开，制造业集中在装备制造和化工医药，服务业集中在金融和批零。
- **投资方式：从并购到分享红利，从盲目投资回归理性。**受经济下台阶、货币超发、日元大幅升值等三方面因素驱动，80 年代日本对外投资井喷。日元出海的第一站是美国，占比近半，投资形式以并购为主，但盲目投资令日本对美投资回报惨淡。90 年后日本对美投资占比趋势性下滑，重心向亚洲转移，主要投资于“亚洲四小龙”和中国。比如，在整个 90 年代，日本占中国外商直接投资的比重持续上升，行业以制造业为主，令日本得以分享经济高速增长带来的红利。
- **一周扫描：**
- **海外：美联储再度加息，意欧达成预算协议。**上周四，美联储 12 月议息会议决定上调联邦基金目标利率区间至 2.25%-2.50%。上周三，意大利最终与欧盟达成预算协议，该项新的预算案将意大利 2019 年的预算赤字占 GDP 的目标从此前的 2.4%降至 2.04%。上周四，日本央行宣布利率决议，决定维持收益率曲线控制和资产购买计划不变，基准利率保持在-0.1%。
- **经济：需求下滑主要矛盾。**12 月上中旬 41 城地产销量同比增速 1.8%，较 11 月明显回落，其中三四线城市仍是主要拖累。12 月前两周乘用车批、零增速分别为-35%、-34%，增速均较 11 月继续大幅下滑，显示汽车销售继续恶化，均指向需求仍在下滑。上周高炉开工率回落至 65.1%，同比增速小降。12 月上中旬发电耗煤增速-3.4%，较 11 月跌幅明显收窄，代表工业生产短期平稳，但地产和汽车代表的下游需求继续下滑，这也意味着缺乏需求的支持，工业生产的平稳难以持续，后续经济仍趋下滑。
- **物价：通缩取代通胀。**上周菜价、水产品价格上涨，禽蛋价格回落，食品价格环比上涨 1%。12 月以来食品价格企稳回升，预计 12 月 CPI 食品价格环涨 0.5%，12 月 CPI 略降至 2%。12 月以来国内油价大幅下调，煤价、钢价持续下跌，预测 12 月 PPI 环比下降 1.2%，12 月 PPI 同比涨幅降至 0.7%。我们预计 19 年 PPI 将由正转负，通缩将是未来物价的主要风险。
- **流动性：货币松紧适度。**上周货币利率先升后降，其中 R007 均值上行至 2.89%，R001 均值上行至 2.66%。DR007 上行至 2.66%，DR001 上行至 2.59%。上周央行重启逆回购操作，逆回购投放货币 6000 亿，国库定存到期回落 1200 亿，央行净投放 4800 亿。上周美元指数回落，人民币兑美元小幅贬值，在岸和离岸人民币汇率分别贬至 6.9 和 6.92。上周的中央经济工作会议表示，19 年稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，这不同于过去两年货币政策保持中性的提法，意味着货币政策或更加宽松。
- **政策：更大规模减税降费。**中央经济工作会议指出，要着力激发微观主体活力，保持经济运行在合理区间。宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。国务院金融稳定发展委员会召开资本市场改革与发展座谈会，指出下一阶段资本市场改革要更加注重提升上市公司质量，强化上市公司治理。

相关研究

《加息尾声将近！——美债收益率曲线倒挂的信号》2018.12.10

《美联储的信号与加息的前景》2018.12.03

《消费贷带来了消费吗？——居民短贷高增的思考》2018.11.27

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：从 GDP 到 GNI——日本海外投资扩张经验 6
1.1 日本经济：失去的 30 年？GNI 跑赢 GDP！ 6
1.2 对外投资：高速增长规模可观，GNI 的幕后功臣 7
1.3 投资结构：主要投向发达国家，服务行业占据主导 8
1.4 投资方式：从并购到分享红利，从盲目投资回归理性 9
2. 海外：美联储再度加息，意欧达成预算协议 12
2.1 美联储再度加息，下调明年预期 12
2.2 意大利与欧盟达成预算协议 12
3. 国内经济：需求下滑主要矛盾 12
3.1 需求仍在下滑 12
3.2 生产短期平稳 13
4. 物价：通缩取代通胀 13
4.1 食品涨幅扩大 13
4.2 预测 CPI 继续下降 14
4.3 预测 PPI 大幅下降 14
4.4 通缩取代通胀 14
5. 流动性：货币松紧适度 15
5.1 利率先升后降 15
5.2 央行重新投放 15
5.3 汇率小幅贬值 16
5.4 货币松紧适度 16
6. 政策：更大规模减税降费 17
7. 日历：聚焦 12 月末数据 17

图目录

图 1 1961-2016 年间日本 GDP 实际增速：美元计价（%）.....6
图 2 日本 GNI 与 GDP 名义增速之差：美元计价（%）.....6
图 3 GDP、GNP 与 GNI 之间的关系.....7
图 4 11-17 年间日本各项投资的平均增长速度（%）.....7
图 5 日本对外直接投资占 GNI 的比重（%）.....7
图 6 日本对外直接投资对 GNI 的拉动及 GNI 名义增速（%）.....8
图 7 17 年主要国家和地区对外净资产规模（十亿美元）.....8
图 8 17 年全球对外直接投资各主要国家分布情况（%）.....8
图 9 17 年日本持有对外直接投资按国家和地区分布情况（%）.....9
图 10 日本持有对外直接投资存量制造业和非制造业分布情况.....9
图 11 日本持有对外制造业投资行业分布情况（%）.....9
图 12 日本持有对外非制造业投资行业分布情况（%）.....9
图 13 各主要国家占日本对国外直接投资流量的比重（%）.....9
图 14 制造业、服务业占日本对国外直接投资流量的比重（%）.....9
图 15 日本 M2 增速、GDP 名义增速（%）.....10
图 16 美元兑日元汇率.....10
图 17 日本对外投资名义增速（%）.....10
图 18 美国、欧盟占日本对外投资的比重（%）.....10
图 19 日本各行业对外直接投资额占比.....11
图 20 1987-1991 年日本海外并购行业分布（%）.....11
图 21 中国外商直接投资金额及增速（%）.....11
图 22 实际外商直接投资及占比：日本.....12
图 23 41 城市旬度日均新房销量同比增速（%）.....13
图 24 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）.....13
图 25 全国高炉开工率及同比增速（%）.....13
图 26 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速（%）.....13
图 27 前海农产品批发价格指数：蔬菜.....14
图 28 猪肉批发价格（元/公斤）.....14
图 29 商务部食品价格环比及食品 CPI 环比预测（%）.....14
图 30 CPI 同比及成分同比走势预测（%）.....14

图 31 环渤海动力煤价格（元/吨）.....14
图 32 PPI 同比及环比（%）.....14
图 33 农产品批发价格 200 指数.....15
图 34 CPI、PPI 同比走势及预测（%）.....15
图 35 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....15
图 36 R001 和 R007（%）.....15
图 37 央行公开市场操作（亿元）.....16
图 38 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....16
图 39 美元指数.....16
图 40 央行公开市场净投放规模（亿元）.....17
图 41 MLF 利率（%）.....17

表目录

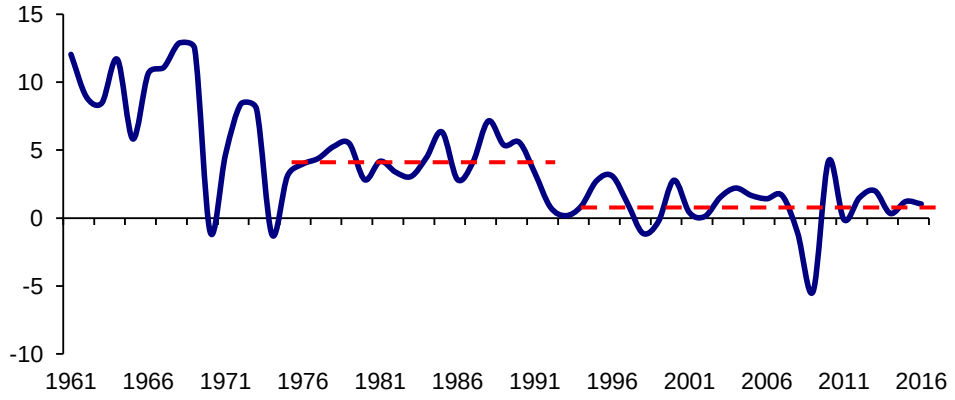
表 1　未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....17

1. 宏观专题：从 GDP 到 GNI——日本海外投资扩张经验

1.1 日本经济：失去的 30 年？GNI 跑赢 GDP！

GDP 增速低迷，经济陷入"失落"。日本经济在 80 年代末 90 年代初达到顶峰，此后逐渐滑落，并维持在较低的增长水平，被称作"失去的 30 年"，81-90 年间日本实际 GDP 平均增速尚接近 5%，而 91-00 年间 GDP 平均增速仅不足 1.5%，01-10 年间更是只有 0.7%。

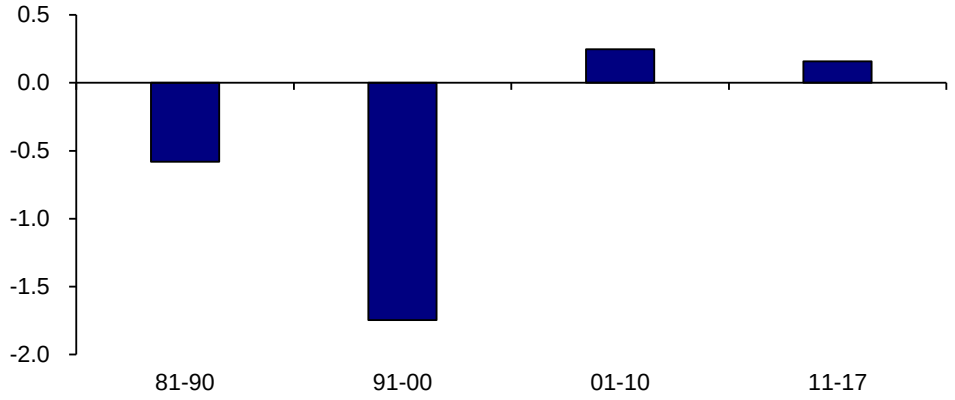
图1 1961-2016 年间日本 GDP 实际增速：美元计价（%）



资料来源：世界银行，海通证券研究所

GNI 增长较快，跑赢 GDP 增速。然而 GDP 并非考察经济的唯一指标，虽说日本这些年 GDP 增长速度放缓，但值得注意的是，其 GNI 的增长速度在进入新世纪之后，普遍来看要跑赢 GDP 增速，91-00 年间 GNI 名义增速平均要较 GDP 增速低 1.75 个百分点，而 01 年以来 GNI 名义增速平均要高于 GDP 增速 0.16 个百分点以上，特别是 17 年 GNI 名义增速高于 GDP 名义增速接近 3 个百分点。

图2 日本 GNI 与 GDP 名义增速之差：美元计价（%）



资料来源：世界银行，海通证券研究所

那么，为什么 GNI 增速能够持续高于 GDP？它的增长来自哪里呢？这就不得不先从两者之间的统计差异说起。GDP 即所谓的"国内生产总值"，它反映的是一国**国土范围**内一定时期所生产并销售的最终产品和服务的价值总和。而目前我们所称的国民总收入 GNI，其前身来自于 GNP，即所谓的"国民生产总值"，联合国在 93 年将 GNP 改称为 GNI。而 GNP 是按**"国民原则"**统计的总产出，反映的是本国国民所生产并销售的最终产品和服务的价值总和。由此可见，**GNI 与 GDP 之间的差异，就在于本国国民海外投资的产出和非本国国民在本国投资的产出。**日本的 GNI 增长之所以能够持续超过 GDP 增速，正说明了其海外投资有着较快的增长。

图3 GDP、GNP 与 GNI 之间的关系

GNP（国民生产总值）=GDP（国内生产总值）+本国国民在海外投资的产出-非本国国民在本国投资的产出

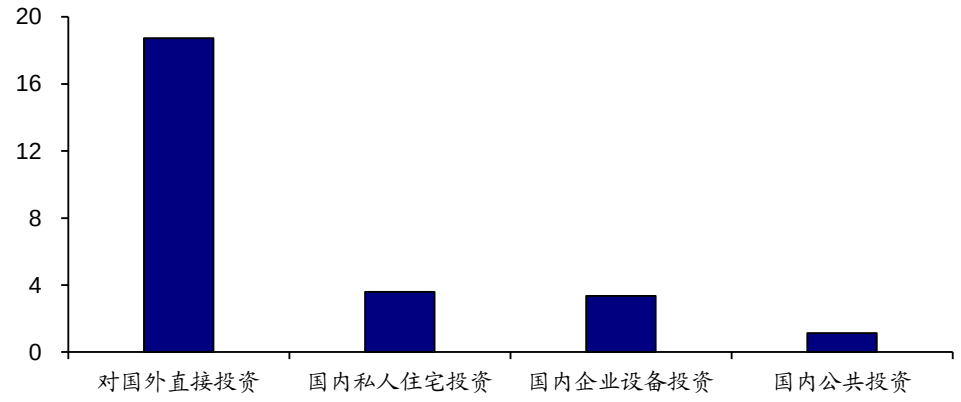
GNP（国民生产总值）=GNI（国民总收入）

资料来源：海通证券研究所整理

1.2 对外投资：高速增长规模可观，GNI 的幕后功臣

国内投资偏弱，海外投资高企。经济核算差异的背后，是日本对内、对外投资的冰火两重天，国内投资增速偏弱，近几年来低迷不振，而对外投资反倒如火如荼。11-17 年间，日本国内住宅投资、企业设备投资和政府投资平均增速均不足 3.6%，而对国外直接投资的年平均增速超过 18%，是国内投资增速的 5 倍左右。

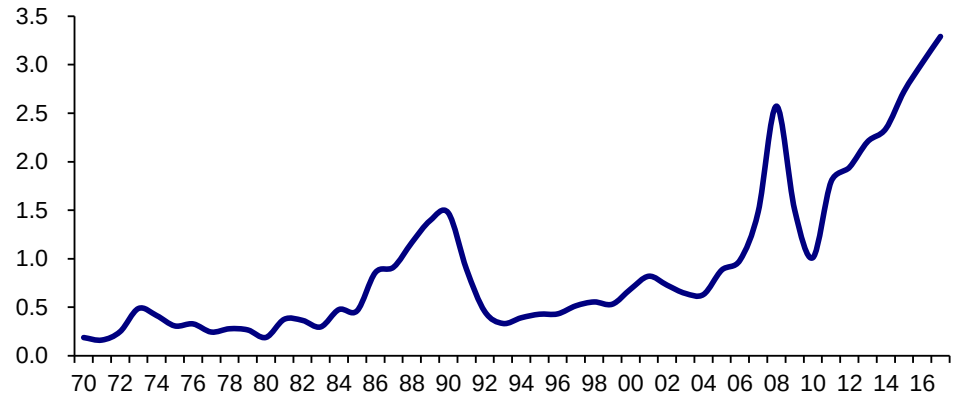
图4 11-17 年间日本各项投资的平均增长速度（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

90 年代初起步，占比持续攀升。诚然，日本对外投资在经济中影响的形成并非一日之功，其占 GNI 的比重在 70 年代至 80 年代末仍不足 1%，在 88-90 年日本经济达到顶峰时才突破 1%，但随后又因泡沫经济的破灭而重新回到低位。但也正是自 90 年代初起，日本的对外投资开始再度起步，这些年中虽有反复，但整体上保持着持续攀升的态势，17 年底对外投资金额占 GNI 的比重已接近 3.3 个百分点，比 93 年的底部水平足足提高了 3 个百分点。

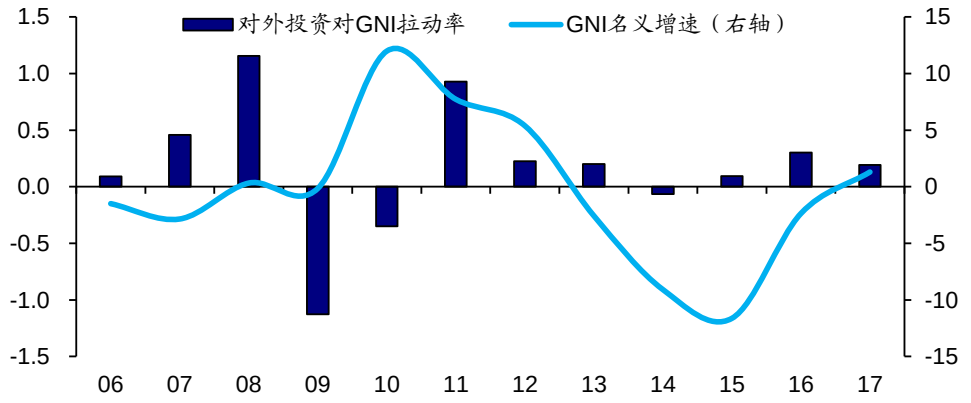
图5 日本对外直接投资占 GNI 的比重（%）



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

日本经济的"正能量"。从海外投资对日本 GNI 的拉动作用上来看，多数年份对外投资均扮演着稳定经济的"正能量"角色。06-17 年的 12 年间，GNI 名义增速有七年为负增长，而日本对外直接投资仅有三年拖累了 GNI 增速，平均来看，日本对外直接投资每年拉动 GNI 增长接近 0.18 个百分点。

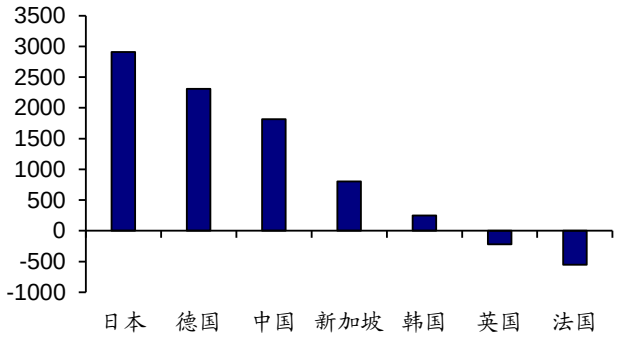
图6 日本对外直接投资对 GNI 的拉动及 GNI 名义增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

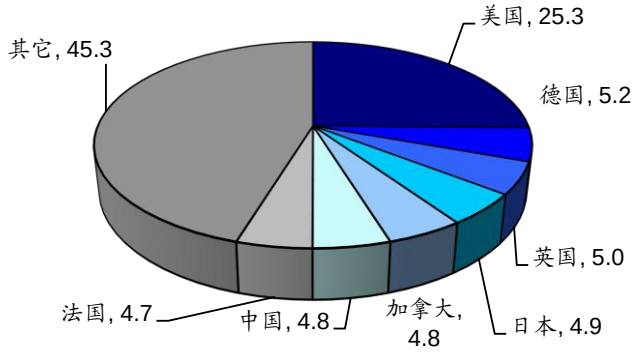
海外净资产规模第一，对外投资额全球前列。经过这些年来的发展，日本海外资产规模已经日益壮大，17 年日本海外净资产规模达到约 3 万亿美元，位居世界第一，成为全球最大的债权国（美国为全球最大债务国）。而按照对外直接投资额的绝对值来看，日本也在全球主要国家中排名前列，除美国以超过四分之一的投资额占比居于绝对优势之外，日本与德国、英国在全球对外投资额中的占比较为接近，均在 5%左右。

图7 17 年主要国家和地区对外净资产规模（十亿美元）



资料来源：IMF，海通证券研究所

图8 17 年全球对外直接投资各主要国家分布情况（%）



资料来源：UNCTAD，海通证券研究所

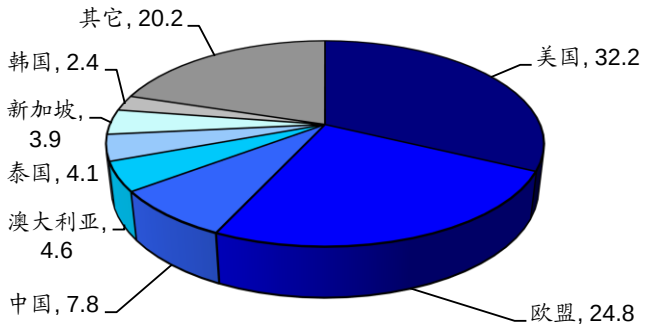
1.3 投资结构：主要投向发达国家，服务行业占据主导

那么，日本庞大的海外投资都投在了哪里？

发达国家为主，美欧亚三足鼎立。日本的海外投资以发达国家为主，17 年日本对外投资中经合组织国家占比高达 67%。而从地理分布上看，集中于美欧亚三大地区。北美、亚洲和欧洲占比分别为 33.2%、27.9%和 25.7%，合计接近 90%，可谓三足鼎立。其中，日本对北美的投资几乎全部投向了美国；对欧洲的投资中，英法德合计占到一半；对亚洲的投资中，中国占比接近 30%，泰国、新加坡、韩国、韩国也都在 10%左右。

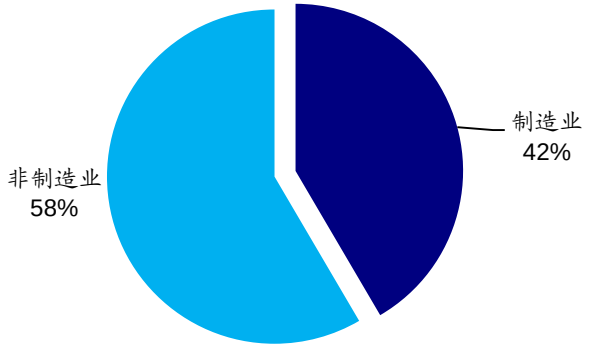
制造业、服务业投资占比四六开。从投资的行业分布看，目前日本的海外投资以服务业占据主导，制造业和服务业的投资占比分别为 42%和 58%。

图9 17 年日本持有对外直接投资按国家和地区分布情况（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

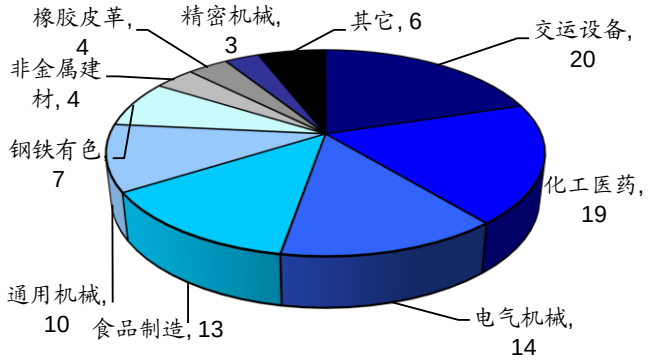
图10 日本持有对外直接投资存量制造业和非制造业分布情况



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 17 年

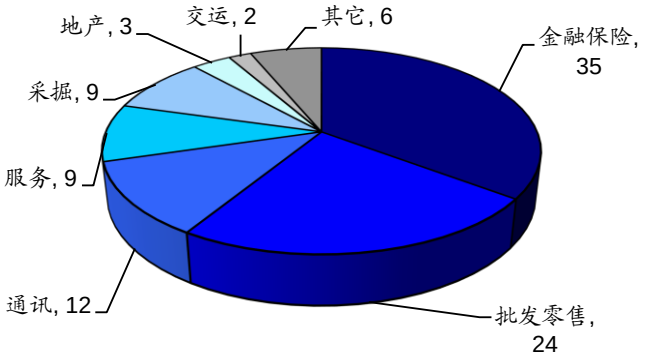
具体到细分行业来看：**制造业中日本对外投资集中于装备制造和化工医药这两大具有较强优势的领域。**17 年制造业对外投资存量中交通运输设备和化工医药占比均接近五分之一，电气机械、通用机械等装备制造行业也都在 10%以上。而**非制造业中金融保险和批零两大行业在日本对外投资中并驾齐驱**。17 年两大行业在日本非制造业投资存量中的占比合计接近五分之三，此外，通讯行业也是非制造业对外投资中的重要行业，存量占比超过 10%。

图11 日本持有对外制造业投资行业分布情况（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 17 年

图12 日本持有对外非制造业投资行业分布情况（%）

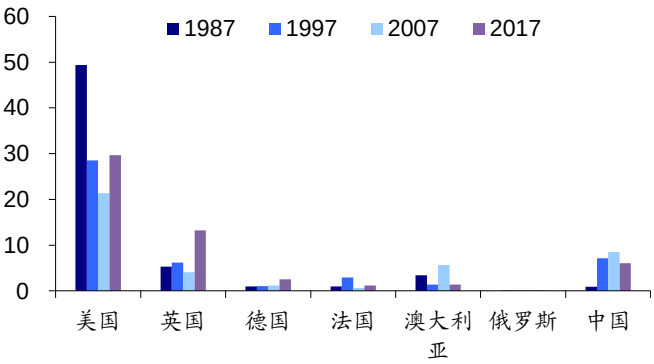


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 17 年

1.4 投资方式：从并购到分享红利，从盲目投资回归理性

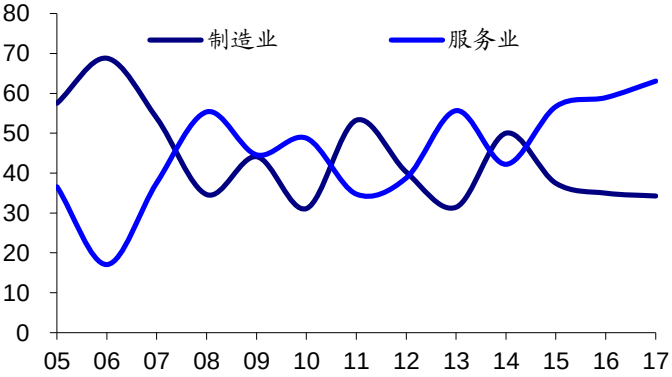
从美国到欧洲中国，从制造业到服务业。回顾历史我们发现，日本对外直接投资的结构发生了明显变化：地域上，美国占比从 87 年的 50%左右降至目前的 30%左右，欧洲三驾马车的占比则从 10%左右升至 20%左右，中国的占比则从不足 1%升至 10%左右；行业上，制造业占比从 06 年的 69%降至 17 年的 34%，而服务业则升至 63%。

图13 各主要国家占日本对国外直接投资流量的比重（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 制造业、服务业占日本对国外直接投资流量的比重（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

那么，过去 30 年间，日本海外投资又经历了怎样的变化？

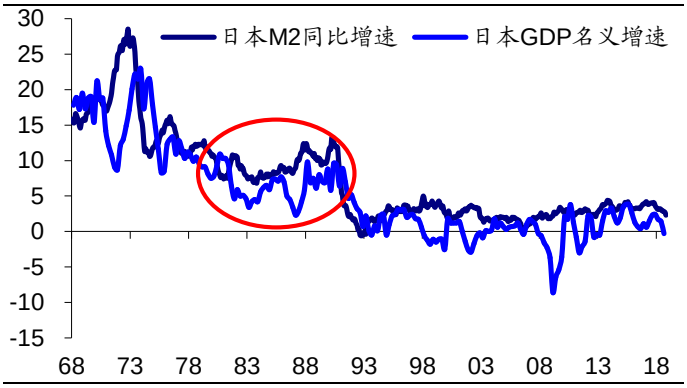
80 年代日元出海：货币超发，经济下台阶，日元升值。时间倒回到 80 年代，日本对外投资扩张，可以说是多重因素共同驱动下的结果。

首先是经济下台阶。73 年前后，日本经济增速换档，经济增长中枢从高速增长期的 10%左右降至中速增长期的 5%以下。土地、能源和工资价格的上涨，令企业盈利水平受到压制，而生产能力过剩、产能利用率滑坡，又使得企业投资意愿不足，由此，日本私人设备投资的名义年均增速，从高速增长期的 20%左右快速下滑至中速增长期的 10%以下。这为日本对外投资的扩张埋下了伏笔。

其次是货币超发。面对经济潜在增速下行，日本央行仍然维持宽松货币政策，80 年代日本 GDP 年均名义增速降至 6.2%，但 M2 平均增速仍高达 10%，货币超发令日本国内资产价格飙升，也进一步对国内投资形成挤出。

最后是日元两轮升值。尤其是 85 年广场协议后，日元对美元大幅升值。本币升值令日本企业出口竞争力下降，但也使得并购外国企业的资金成本明显降低、对外投资的回报率有所增厚，这为资金出海提供了动力。

图15 日本 M2 增速、GDP 名义增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

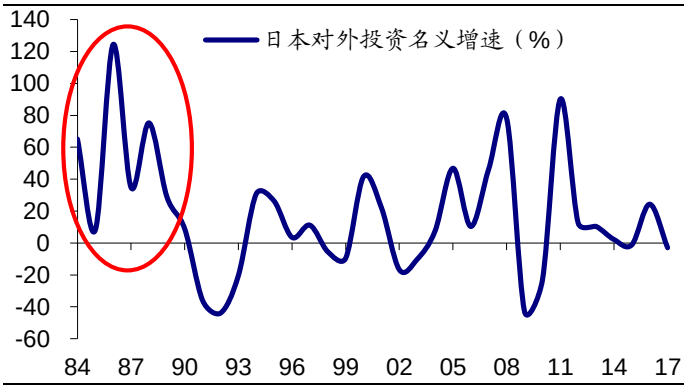
图16 美元兑日元汇率

资料来源：WIND，海通证券研究所

对外投资井喷，出海首选美国。多重因素驱动下，日本对外直接投资井喷，投资规模从 83 年的 36 亿美元飙升至 90 年的 480 亿美元，年均增速高达 49.3%。其中美国成为日本对外投资的首选，规模从 83 年的 13 亿美元攀升至 90 年的 256 亿美元，欧洲紧随其后。在此期间，对美国和欧盟的投资占比分别达到 48.7%和 19.1%。

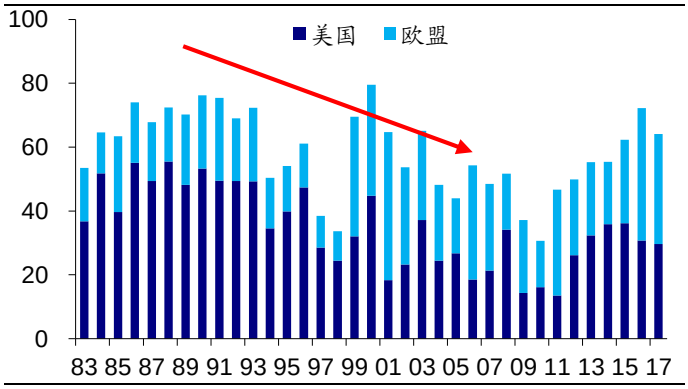
对外投资跳水，对美投资萎缩。然而，好景不长。地产泡沫破灭令日本经济在 90 年代初期陷入衰退，同期对外直接投资也大幅跳水。日本经济增速直到 90 年代后期才逐渐企稳，对外投资增速也缓慢回升转正。但在此后的 20 年间，对美投资占日本对外投资比重却一路下滑，到 2011 年已降至 13.5%的历史低位。

图17 日本对外投资名义增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图18 美国、欧盟占日本对外投资的比重（%）



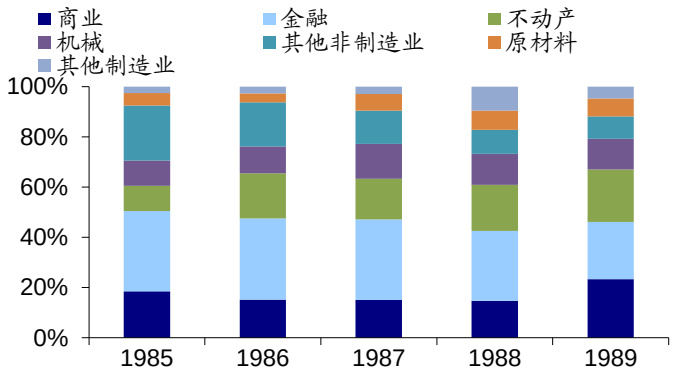
资料来源：WIND，海通证券研究所

日本对美投资占比的趋势性下降，主要有两方面原因。第一大原因在于，日本对美投资的回报率并不理想。

对美欧并购急剧增长。80 年代末期，日美、日欧贸易摩擦激化，逼迫日本企业采取以在东道国本地生产经营来代替产品出口，因而并购当地企业成为一条捷径，也成为日本对美、对欧投资的重要方式。日本企业并购外国企业不仅数量大幅增加，从 84 年的 44 宗大幅上升至 89 年的 405 宗，单宗交易金额也十分庞大，仅在 85-89 年间，日本企业海外并购金额超过 500 亿日元以上的就有 20 宗，其中收购美国公司 17 宗，收购英国公司 3 宗。

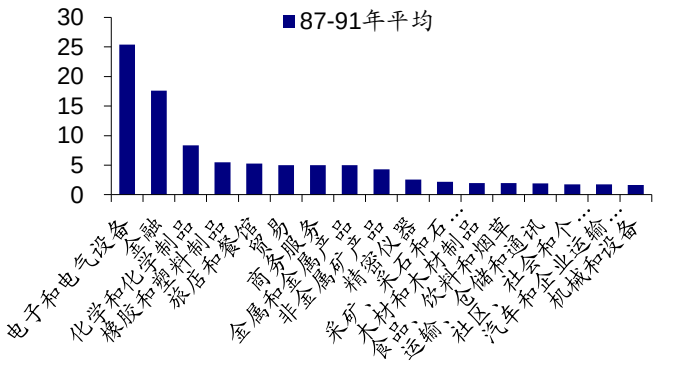
盲目投机回报惨淡。然而，在日元升值和国内泡沫经济膨胀的幻觉下，部分日本企业海外并购决策轻率盲目，“随大流”和投机特征明显，不仅将大量资金投入到金融、地产等投机性较强的项目上，还贸然进入公司主业以外的陌生领域，既缺乏专业人才和经验，也往往忽视或不善于并购后的文化与人员整合，最终回报惨淡。

图19 日本各行业对外直接投资额占比



资料来源：日本经济企划厅，《经济白皮书》，海通证券研究所

图20 1987-1991 年日本海外并购行业分布（%）

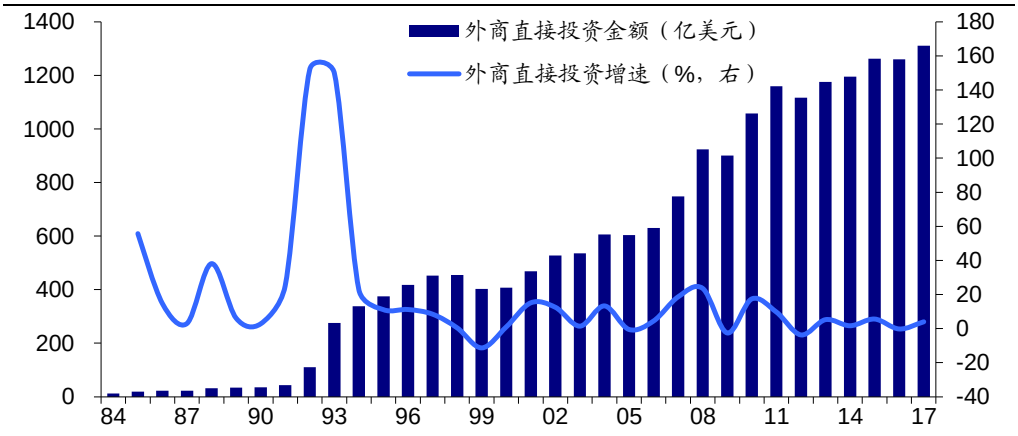


资料来源：UNCTAD，《世界投资报告 2000》，海通证券研究所

第二大原因在于 90 年代后日本对外投资重心向亚洲倾斜，分享了“亚洲四小龙”以及中国经济快速增长的红利。

以中国为例，80 年代末、90 年代初，中国外商直接投资大爆发，投资规模从 84 年的 12.6 亿美元大幅上升至 93 年的 275 亿美元。虽然 92、93 年外商直接投资增速大幅飙升至 150%，导致日本投资占比被动下滑，但在 84-93 年间，外商直接投资中，日本平均占比仍高达 10%。

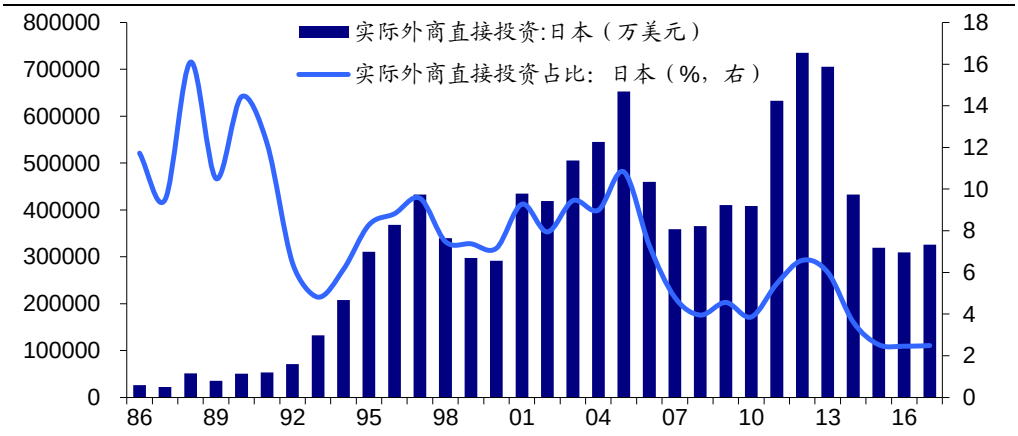
图21 中国外商直接投资金额及增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

而在此后的 90 年代末、00 年代初，中国外商直接投资进入稳定增长期，年均增速降至 5.7%。但日本对中国投资却仍然保持高增长，年均增速 13.1%。而日本在中国外商直接投资中的占比也从 93 年的 4.8%一路上升至 05 年的 10.8%。

图22 实际外商直接投资及占比：日本



资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 海外：美联储再度加息，意欧达成预算协议

2.1 美联储再度加息，下调明年预期

上周四，美联储 12 月议息会议以 10:0 的投票结果，决定上调联邦基金目标利率区间至 2.25%-2.50%。此次会议美联储下调了今明两年的经济增速和通胀预期。美联储主席鲍威尔在新闻发布会表示，联储官员多数认为明年再加息两次比较合适，较 9 月时的预测减少一次，但仍会按计划继续缩表。上周五，美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储对重新评估 2019 年货币政策持开放观点，并正在非常认真地倾听市场声音。

美国联邦政府“部分关门”。上周四，美国众议院通过一项预算案，同意为联邦机构拨款至 19 年 2 月 8 日，并且包括了特朗普要求的 50 亿美元边境建墙费用，但上周五，美国参议院未能就此达成一致，当地时间 22 日零点过后，美国联邦政府部分部门将面临关闭。

2.2 意大利与欧盟达成预算协议

上周三，意大利最终与欧盟达成预算协议，该项新的预算案将意大利 2019 年的预算赤字占 GDP 的目标从此前的 2.4%降至 2.04%，避免了欧盟对意大利违反规则的巨额惩罚。

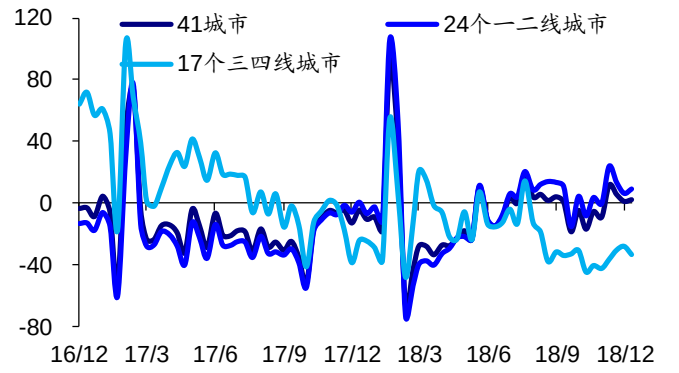
日本央行维持利率政策不变。上周四，日本央行宣布利率决议，决定维持收益率曲线控制和资产购买计划不变，基准利率保持在-0.1%。日本央行认为日本经济温和扩张，海外经济整体上仍稳健增长，将在较长时间内维持极低利率，继续灵活购债，持仓将继续按年均 80 万亿日元规模增长。

3. 国内经济：需求下滑主要矛盾

3.1 需求仍在下滑

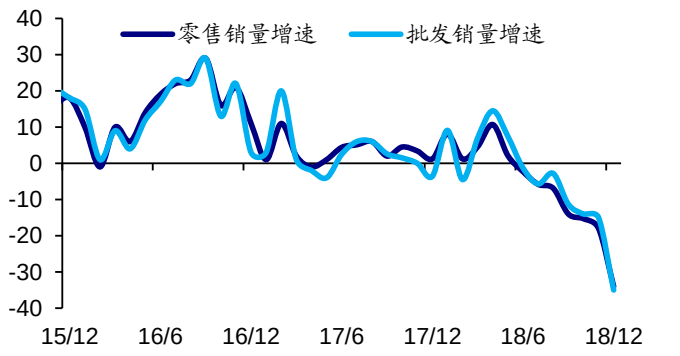
地产销售回落，汽车需求恶化。12 月上中旬 41 城地产销量同比增速 1.8%，较 11 月明显回落，其中三四线城市仍是主要拖累。12 月前两周乘用车批、零增速分别为-35%、-34%，增速均较 11 月继续大幅下滑，显示汽车销售继续恶化。

图23 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24 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）

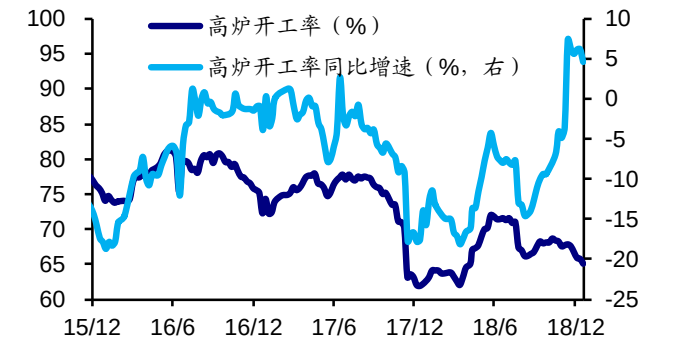


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 生产短期平稳

高炉开工回落，发电耗煤降幅收窄。上周高炉开工率回落至 65.1%，同比增速小降。12 月上中旬发电耗煤增速-3.4%，较 11 月跌幅明显收窄，代表工业生产短期平稳，但地产和汽车代表的下游需求继续下滑，这也意味着缺乏需求的支持，工业生产的平稳难以持续，后续经济仍趋下滑。

图25 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26 六大发电集团旬度发电耗煤同比增速（%）

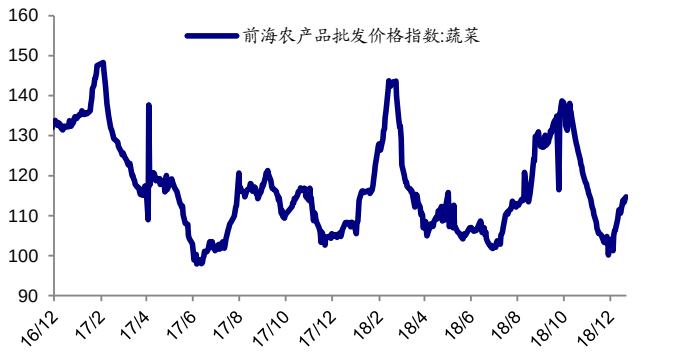
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 物价：通缩取代通胀

4.1 食品涨幅扩大

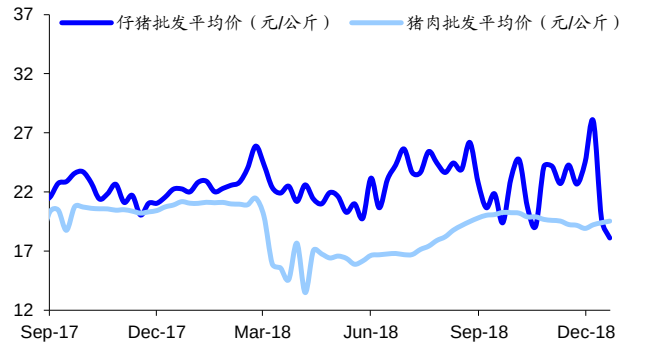
上周菜价、水产品价格上涨，禽蛋价格回落，食品价格环比上涨 1%。

图27 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28 猪肉批发价格（元/公斤）

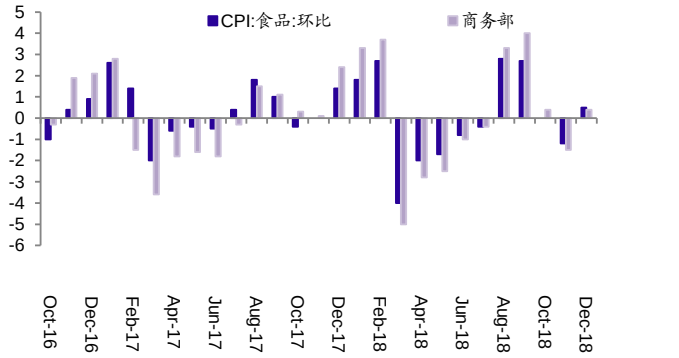


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测 CPI 继续下降

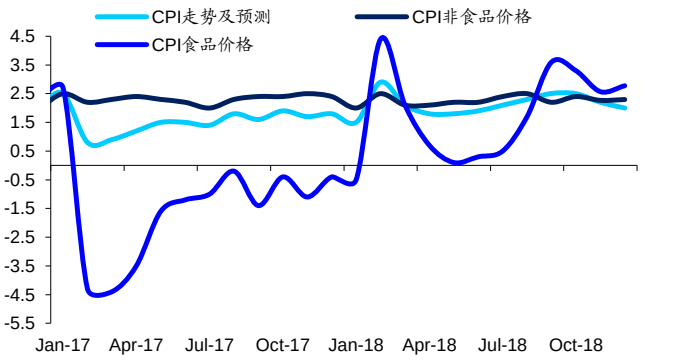
12 月以来食品价格企稳回升，截止目前 12 月以来商务部、农业部食品价格环比涨幅分别为 0.4%和 1.8%，我们预计 12 月 CPI 食品价格环涨 0.5%，12 月 CPI 略降至 2%。

图29 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30 CPI 同比及成分同比走势预测（%）

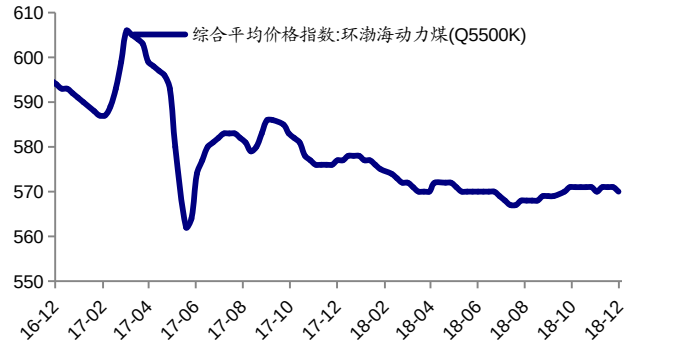


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.3 预测 PPI 大幅下降

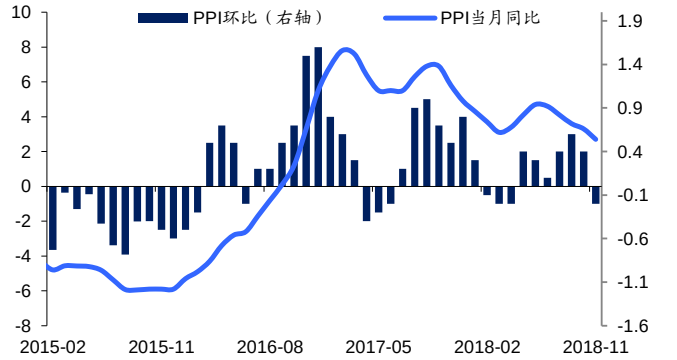
12 月以来国内油价大幅下调，煤价、钢价持续下跌，截止目前 12 月港口期货生资价格环比下跌 2%，我们预测 12 月 PPI 环比下降 1.2%，12 月 PPI 同比涨幅降至 0.7%。

图31 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 PPI 同比及环比（%）

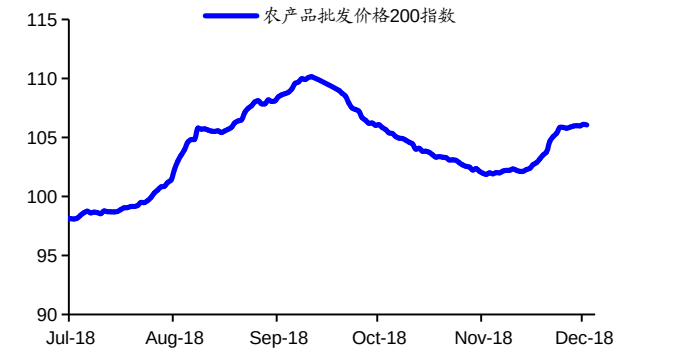


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通缩取代通胀

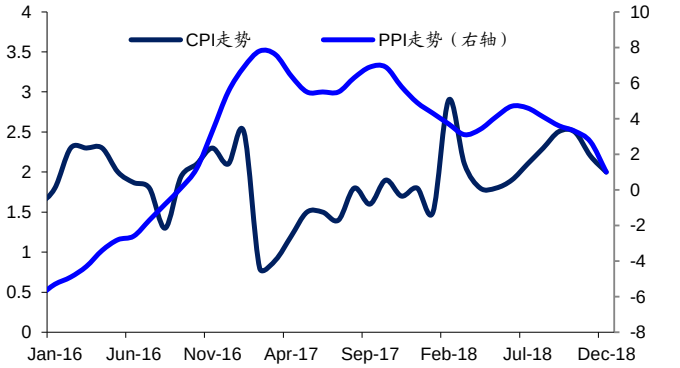
进入 4 季度以后，通胀预期发生了巨大的变化，此前由于油价、食品价格上涨，市场通胀预期高涨，但最近几个月商品价格大跌，食品价格也明显回落，我们预计 19 年 PPI 将由正转负，通缩将是未来物价的主要风险。

图33 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 CPI、PPI 同比走势及预测（%）



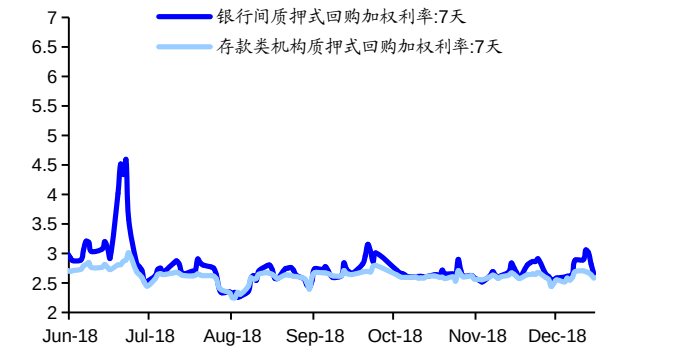
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：货币松紧适度

5.1 利率先升后降

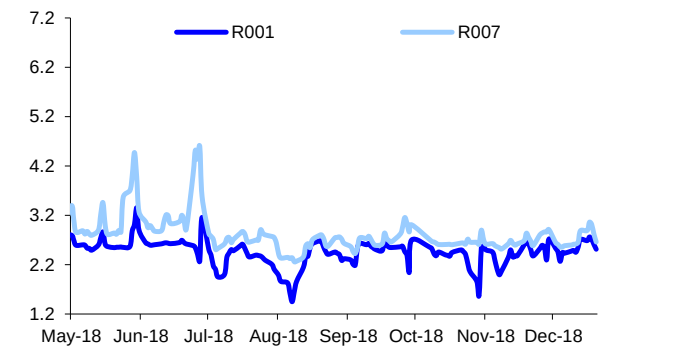
上周货币利率先升后降，其中 R007 均值上行 22BP 至 2.89%，R001 均值上行 12BP 至 2.66%。DR007 上行 7bp 至 2.66%，DR001 上行 10bp 至 2.59%，但上周四五利率明显回落。

图35 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36 R001 和 R007（%）

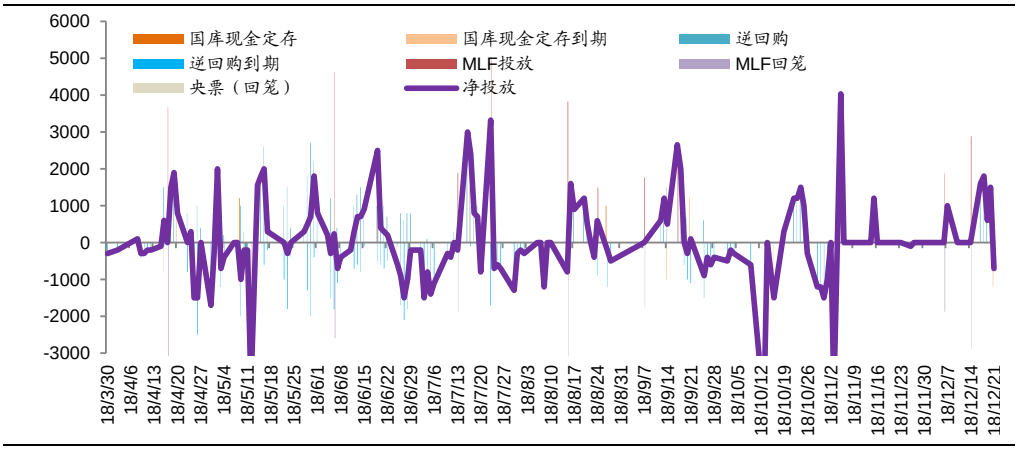


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行重新投放

上周央行重启逆回购操作，逆回购投放货币 6000 亿元，国库定存到期回笼 1200 亿元，央行净投放 4800 亿元。

图37 央行公开市场操作（亿元）

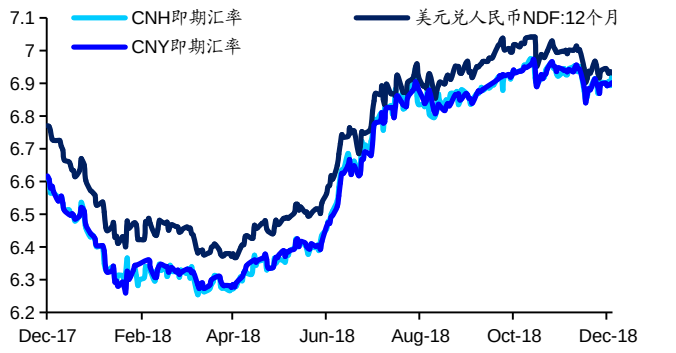


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率小幅贬值

上周美元指数回落，人民币兑美元小幅贬值，在岸和离岸人民币汇率分别贬至 6.9 和 6.92。

图38 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

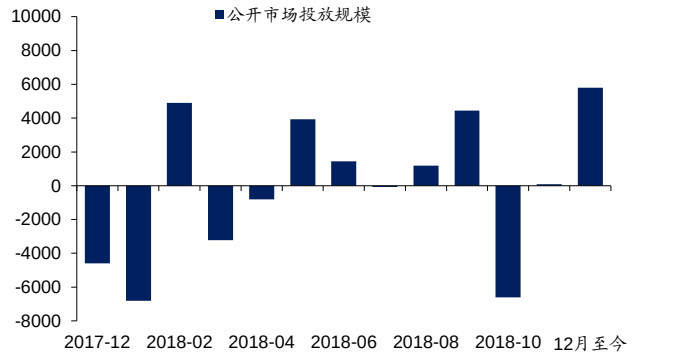
图39 美元指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4 货币松紧适度

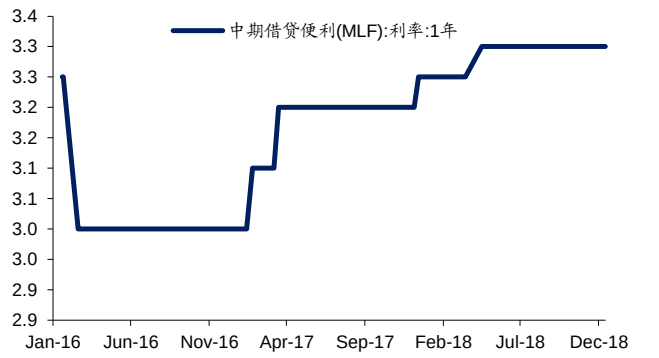
上周的中央经济工作会议表示，19 年稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，这不同于过去两年货币政策保持中性的提法，意味着货币政策或更加宽松。而央行上周创设定向中期借贷便利 TMLF，其实际使用期限可以达到 3 年，但利率比 MLF 低 15bp，为 3.15%，这意味着央行开始引导中长期利率下降，以疏通信贷的传导。

图40 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41 MLF 利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：更大规模减税降费

强化逆周期调节。中央经济工作会议指出，明年是新中国成立 70 周年，是全面建成小康社会关键之年，做好经济工作至关重要，要着力激发微观主体活力，保持经济运行在合理区间，进一步做好“六个稳”，提振市场信心，为全面建成小康社会收官打下决定性基础。会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。

更大规模减税降费。中央经济工作会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。

资本市场改革。国务院金融稳定发展委员会办公室召开资本市场改革与发展座谈会。会议认为，中央明确提出，要建立市场化、法制化的资本市场，金融部门要加紧行动。当前资本市场风险得到较为充分的释放，已经具备长期投资价值，改革面临比较好的有利时机。与会代表认为，下一阶段，资本市场改革要更加注重提升上市公司质量，强化上市公司治理，严格退市制度。要强化信息披露制度，切实做好投资者保护。要坚决落实市场化原则，减少对交易的行政干预。

7. 日历：聚焦 12 月末数据

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			
2018/12/27	美国 12 月 22 日当周首次申请失业救济人数(万人)	--	21.4
2018/12/27	美国 12 月谘商会消费者信心指数	133.6	135.7
2018/12/27	美国 11 月新屋销售(万户)	56.7	54.4
中国			
2018/12/27	中国 11 月 Swift 人民币在全球支付中占比	--	1.7%
2018/12/27	中国 11 月规模以上工业企业利润同比	--	3.6%
2018/12/28	中国三季度经常帐终值(亿美元)	--	160

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

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
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
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

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