

相关研究

《制造业景气落，货币依旧偏松》
2019.05.05

《无惧倒春寒，毕竟春来到!》2019.04.28
《4月生产减速，宽松程度下降》
2019.04.28

看好中国消费，风景这边独好！ ——海通宏观每周交流与思考

投资要点:

- **消费板块领涨股市。**在过去 15 年，中国股市出现过 3 次涨幅超过 100% 的大级别的牛市行情，其中房地产板块一直都是股市里面的领头羊，而能源和材料板块也曾两次领涨，其实都是工业和投资相关的板块领涨。但在今年以来的股票牛市中，领涨的四大行业分别是日常消费、信息技术、电信服务、医疗保健，这全部都是消费和科技相关的行业，而周期性行业涨幅垫底，这完全不同于过去刺激政策下的短期快牛，而其实更类似于美国式的慢牛行情。美股过去 30 年牛市当中领跑的四大行业分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，其实就是消费和科技类行业长期领涨。
- **消费增速领跑经济。**为何本轮股市当中的消费行业表现更好？外资影响力加强是一个可能的解释，但更重要的原因是本轮消费在经济当中的表现也相对更出色。在过去很长一段时间，中国经济当中都是投资在领跑。从 2015 年开始，消费增速就超过了投资增速，而今年 1 季度的消费增速为 8.3%，要快于投资和出口增速。从对经济增速的贡献来看，今年 1 季度，消费对 GDP 增速的贡献率为 65%，而投资的贡献率只有 12%，消费的贡献远超投资。所以从经济基本面来看，消费板块表现更好也是理所应当。
- **减税降费利好消费。**从政策选择来看，本轮没有搞强刺激政策，因而本轮经济不太可能靠投资拉动，由于地方举债的全面规范，基建投资增速依旧低迷。而棚改目标大幅下调了 50%，意味着三线以下城市地产销售预期不佳，而地产投资的高增速肯定后继乏力。而本轮政策的重心在于大规模减税降费，其实最受益的就是居民消费。19 年政府公布的减税降费规模超过 2 万亿，我们估算其中的一半将归属于居民部门，相当于增加了 1 万亿的居民收入，预计可以增加 7000 亿的居民消费，提升消费增速 2%，使得年末消费增速回升至 10% 以上。考虑到龙头企业的份额提升，部分龙头消费企业或有望实现行业 2-3 倍的销售增速。这意味着今年股市中消费行业表现优异的背后，其实是有着基本面的业绩支撑。
- **消费有望全面回升。**而在消费内部，我们认为无论是必需消费还是可选消费，今年都有望向好。首先，在过去两年的经济下滑当中，必需消费表现出了巨大的韧性，增速不降反升，今年有减税的加持，表现肯定更好。而可选消费在过去两年的大幅下滑主要原因是汽车消费的崩塌，但我们从人口和国际比较角度的研究显示，中国汽车销量的顶峰水平约在每年 5000 万辆左右，所以当前 2400 万辆的年销量远未见顶，18 年汽车消费的下滑主要受购置税优惠政策退出影响，而政策的负面影响在 19 年将完全消失，加上减税降费，今年的汽车乃至可选消费增速都有望回升。
- **消费增长潜力巨大。**参照发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，而且消费板块也是在股市中长期领涨。而借鉴海外的经验，我们认为未来中国的消费增长潜力依旧巨大，理由一是中国居民消费占比仍有提升潜力；二是虽然出生率下降，但我国人口结构并没有马上变老，未来 10 年依然相对年轻；三是随着 90 后 00 后等提前消费一代的崛起，消费信贷的发展也将支撑中国消费继续向好。总结来说，我们认为本轮政策没有强刺激，因而投资后续增长乏力。但大规模减税降费将增加居民收入，提升消费增速，预计今年消费有望全面好转，必须消费和可选消费增速都有望回升。而未来中国消费有望长期向好，而消费板块也有望成为本轮股票牛市的顶梁柱！

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.....	4
2. 经济：制造业景气回落.....	11
3. 物价：通胀预期改善.....	11
4. 流动性：货币依旧偏松.....	12
5. 政策：金融开放加快.....	12
6. 海外：美联储会议按兵不动，欧元区 GDP 增速反弹.....	12

图目录

图 1	近 4 轮股票牛市的领涨板块.....	4
图 2	过去 30 年标普 500 分行业走势（1990 年底收盘价=100）.....	5
图 3	我国社会消费品零售和投资同比增速（%）.....	6
图 4	消费和投资对 GDP 增速的贡献率（%）.....	6
图 5	我国挖掘机和重卡销量增速（%）.....	7
图 6	我国可选和必需消费增速（%）.....	8
图 7	中国两国居民消费和收入占比 GDP.....	9
图 8	中国 65 岁以上老年人口占比（%）.....	10

1. 每周交流与思考

今年 1 季度，中国股市大幅上涨，与此同时，3 月份的中国经济也出现全面改善。但是到了 4 月份，突然风云突变，不仅股市先涨后跌，而且 4 月份 PMI 也小幅回落，显示 4 月经济再度下滑。到底本轮中国股市的上涨有没有经济基本面的支撑？未来中国经济有没有希望企稳？靠什么企稳？

一、消费板块领涨股市。

过去工业和投资板块领涨。

在过去 15 年，中国股市出现过 3 次比较大级别的牛市行情，而这三次都是工业和投资相关的板块领涨。

第一轮大牛市出现在 05-07 年，以上证指数衡量的股市最大涨幅为 490%。其背景是经济方面有人口红利和城市化加速的支撑，加上 WTO 贸易红利的释放，房地产和外贸推动中国工业化高速发展。对应到股市当中，表现最好的四大行业分别是金融、房地产、能源和材料。

第二轮大牛市出现在 08-09 年，以上证指数衡量的股市最大涨幅为 100%。背景是在金融危机的冲击之下，4 万亿投资计划拉动中国经济在全球率先反弹。对应到股市当中，表现最好的四大行业分别是房地产、能源、材料和信息技术。

第三轮大牛市出现在 14-15 年，以上证指数衡量的股市最大涨幅为 150%。背景是经济遭遇了三期叠加的压力，14 年起中国开始了新一轮货币宽松周期，随着存款准备金率和存贷款基准利率的下调，居民储蓄资金从银行流出，先后进入了股市和房市。在股市当中，表现最好的四大行业分别是信息技术、工业、房地产和公用事业。

可以发现，在过去的三轮大牛市当中，房地产板块一直都是股市里面的领头羊，而能源和材料板块也曾两次领涨，而这三者都是和工业和投资密切相关的周期性行业。

图1 近 4 轮股票牛市的领涨板块

时间	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三	涨幅第四
05年6月-07年10月	金融	房地产	能源	材料
	809%	801%	764%	658%
08年10月-09年8月	房地产	能源	材料	信息技术
	174%	171%	163%	154%
14年7月-15年6月	信息技术	工业	房地产	公用事业
	263%	257%	219%	216%
19年以来	日常消费	信息技术	电信服务	医疗保健
	53%	32%	32%	32%

资料来源：Wind，海通证券研究所，采用 Wind 一级行业分类

本轮消费板块领涨。

今年以来，上证指数的涨幅为 23%，沪深 300 指数的涨幅为 30%。而在技术分析当中，20%被认为是一个重要的门槛，因而今年的股市已经可以被称为技术性牛市。

到目前为止，关于本轮牛市的经济背景仍不清晰，1 季度的非金融石化上市公司盈利增速接近零增长，这也就意味着到目前为止的股市上涨几乎全部都是估值的提升，因

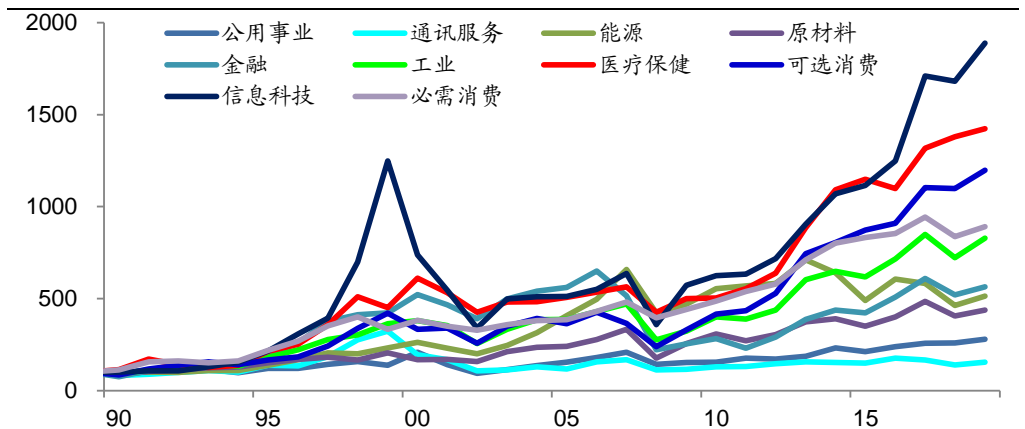
而有观点认为本轮股票牛市也类似于 14-15 年货币宽松环境下的水牛行情。

但是从领涨板块来看，本轮牛市和 14-15 年的大水牛有着重要差别，在 14-15 年时的领涨板块中仍有工业和房地产等周期行业，而本轮领涨的四大行业分别是日常消费、信息技术、电信服务、医疗保健，这全部都是消费和科技相关的行业。

而从滞涨的板块来看，本轮牛市中涨幅最靠后的五大行业分别是公用事业、能源、工业、材料和房地产，几乎全都是周期性行业。

因此，从本轮牛市的行业表现来看，这完全不同于过去刺激政策下的短期快牛，而其实更类似于美国式的慢牛行情。大家都知道美国股市长期走牛，而我们统计美股过去 30 年牛市当中领跑的四大行业分别是信息科技、医疗保健、可选消费和必需消费，其实就是消费和科技类行业长期领涨。

图2 过去 30 年标普 500 分行业走势（1990 年底收盘价=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所。

二、消费增速领跑经济。

为何本轮股市当中的消费行业表现更好？

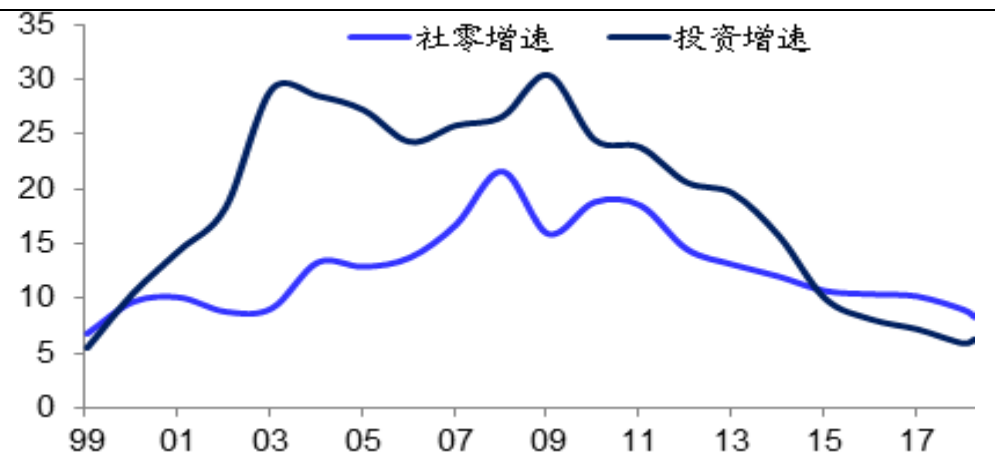
一个解释是外资影响力的增强。随着我国资本市场开放的加快，截止去年 12 月外资持有股票占 A 股总流通市值的比重为 3.3%，而同期公募基金持股占比为 4.2%，外资已经成为中国股市边际影响上的重要力量，因而外资持股比较集中的消费等板块的表现也相对更好。

但是除了投资者结构的变化以外，我们认为另一个重要原因是消费在经济当中的表现也相对更出色。

首先，消费增速相对更快。

在过去很长一段时间，中国经济当中都是投资在领跑。从 2000 年到 2014 年，每年的投资增速都高于消费增速，例如 2007 年的消费增速为 16.8%，而投资增速高达 25.8%；2009 年的消费增速为 15.9%，而投资增速高达 30.4%。即便是在 2014 年，投资增速也高达 15.7%，超过 12% 的消费增速。

但是从 2015 年开始，消费增速就超过了投资增速。而在今年 1 季度，代表消费的社会消费品零售总额增速为 8.3%，而固定资产投资增速为 6.3%，出口增速为 6.7%，消费增速要快于投资和出口增速。

图3 我国社会消费品零售和投资同比增速 (%)


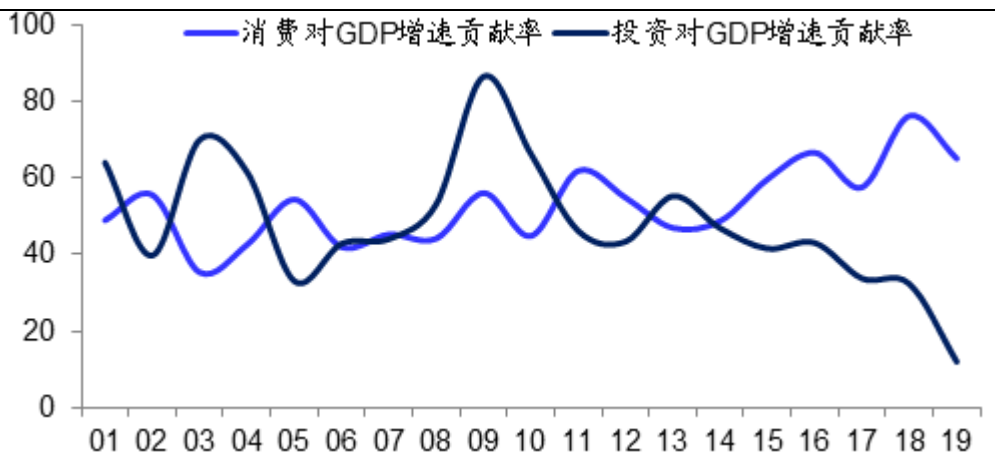
资料来源：Wind，海通证券研究所

其次，消费贡献相对更大。

从统计局公布的 GDP 增速贡献度来看，从 2001 年至 2010 年，消费对 GDP 增速的平均贡献率为 47%，而投资对 GDP 增速的平均贡献率为 56%，投资贡献大于消费。

但是从 2011 年起，消费对 GDP 的增速的贡献度就超过了投资。在过去的 8 年，消费对 GDP 增速的平均贡献率为 59%，超过投资贡献率的 43%。而在今年 1 季度，消费对 GDP 增速的贡献率为 65%，而投资的贡献率只有 12%，消费的贡献远超投资。

因此，由于投资增速变慢了、对经济的贡献下降了，使得过去不起眼的消费增速相对更快了，成为经济增长的主要贡献来源。所以从经济基本面来看，消费板块表现更好也是理所应当。

图4 消费和投资对 GDP 增速的贡献率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

三、减税降费利好消费。

而从政策选择来看，过去我们习惯性选择刺激政策，而本轮则是以大规模减税降费为主，并没有强刺激，因而也会对消费更加有利。

不搞强刺激，投资增长乏力。

回顾中国经济在 08 年之后的三轮回升，几乎每一次都是靠投资拉动，区别只是在投资的主角不一样。比如 09 年的经济回升，靠的是基建和地产投资双轮拉动。而 13 年的经济回升靠的是基建投资拉动，16 年的经济回升靠的是地产投资拉动。

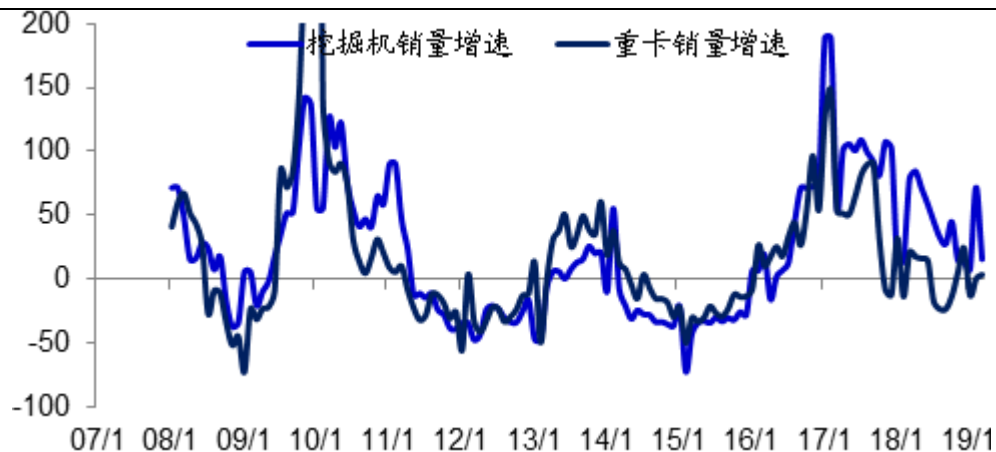
但是本轮经济不太可能靠投资拉动，原因是缺乏足够的资金支持。

由于地方政府隐性债务的全面规范，地方层面的基建投资缺乏足够的资金，只有中央层面的项目有 8100 亿的新增地方政府专项债支持，但不足以拉动基建投资整体回升，今年 1 季度的基建投资增速仅为 3%，处于历史最低位水平。

而在地产投资方面，财政部公布 19 年的棚改目标从去年的 588 万套大幅下调至 285 万套，降幅超过 50%，这意味着占全国销量七成以上的三线以下城市销量不容乐观。而且全国土地购置面积增速已经连续 3 个月大幅负增长，说明地产企业对房市后续也不乐观。如果没有地产销售和购地的支撑，地产投资的高增速肯定后继乏力。

因此，虽然投资链条的重卡和挖掘机销售增速在今年 3 月份表现不错，但是向前看，其实是下行风险大于上行风险。

图5 我国挖掘机和重卡销量增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

大规模减税降费，消费增速向好。

而本轮政策的重心在于大规模减税降费，其实最受益的就是居民消费。

19 年政府公布的减税降费规模超过 2 万亿，我们估算其中的一半将归属于居民部门，相当于增加了 1 万亿的居民收入。而我们根据城乡一体化居民收入和支出的调查数据，估算出中国居民的边际消费倾向约为 0.7，其中城镇居民约为 0.6，农村居民约为 0.9。这意味着 1 万亿的新增居民收入，会带来 7000 亿的居民新增消费。

18 年中国 GDP 为 90 万亿，其中消费占比约为 54%，但其中包括了很大一部分政府消费，居民消费占比其实只有 39%，也就是居民消费为 35 万亿，因而新增的 7000 亿居民消费支出足以将消费增速提升 2%。

18 年末的社会消费品零售总额增速为 8.2%，如果全年消费增速可以提升 2%，那么今年年末的消费增速有望回升至 10% 以上，事实上，今年 3 月份的社会消费品零售总额增速已经回升至了 8.7%。

如果社会消费的总额增速能够回升至 10% 以上，考虑到龙头企业的份额提升，部分龙头消费企业或有望实现行业 2-3 倍的销售增速。这意味着今年股市中消费行业表现优异的背后，其实是有着基本面的业绩支撑。

四、消费有望全面回升。

而在消费内部，我们认为无论是必需消费还是可选消费，今年都有望向好。

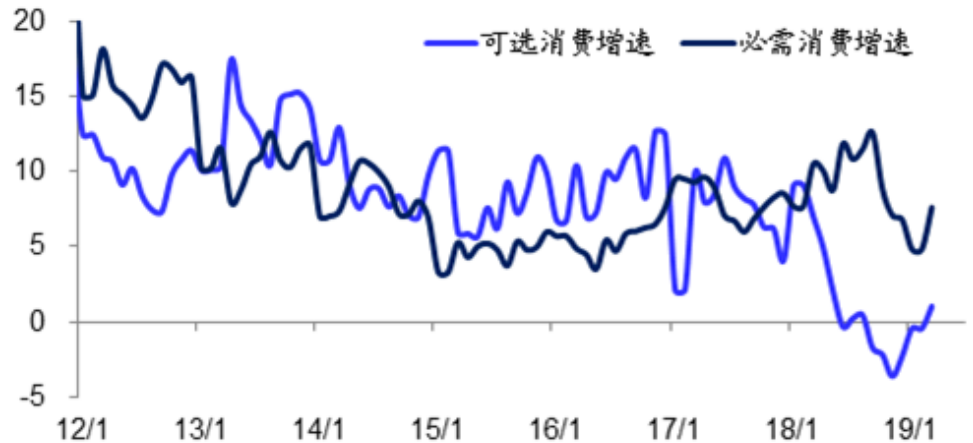
必需消费增长稳定。

研究中国的消费变化，有两个总量指标，一个是社会消费品零售总额增速，另一个是限额以上零售增速。但前者是一个黑箱，没法做结构分析。而后者具备详细的结构数据，可以分成必需消费和可选消费两大类。

我们发现，虽然总量指标显示中国消费增速在过去两年出现了回落，但必需消费增速并没有下降。从 2017 年到 2018 年，中国社会消费品零售总额增速从 10.2% 降至 9%，限额以上零售增速从 8.2% 降至 5.7%，但其中的必需消费增速反而从 8.2% 回升至 9.5%。

既然必需消费增速在过去两年的经济下行期也没有下降，而今年还有减税降费的支撑，那么必需消费增速肯定会表现得更好。

图6 我国可选和必需消费增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

可选消费有望回升。

在过去两年，消费增速的下滑主要源于可选消费，在限额以上零售中，2016 年可选消费增速还高达 9.5%，到 17 年增速降至 6.9%，而到 18 年增速降至 1.9%。

而可选消费增速的下滑主要是因为汽车消费的崩塌。在中国限额以上可选消费中，汽车消费的占比高达 2/3，远超其他类型消费。而从 16 年到 18 年，限额以上汽车消费增速从 9.8% 降至 -1.9%，直接导致了可选消费增速的失速。

而 18 年汽车消费增速大幅下滑的原因在于购置税优惠政策在 16 和 17 年透支了需求，而在 18 年优惠政策到期结束，使得汽车消费增速出现了大幅下滑。但到了 2019 年，汽车消费的高基数效应已经消失，加上减税降费提升居民收入，今年的汽车消费增速的回升是大概率事件，从而拉动可选消费增速上行。

汽车消费远未见顶。

我们研究中国消费走势，发现其中最重要的是汽车消费，因为其占可选消费的比重高达 2/3，而可选消费占总消费的一半左右。

而经过了多年的高速扩张之后，中国乘用车销售在 18 年首度出现了负增长，在 19 年以来乘用车销售延续了负增，令人担忧汽车销售是否已经到达了长期顶峰。

但我们认为中国的汽车销售远未见顶，目前一年的乘用车销量大约在 2400 万辆，而我们预计中国乘用车销售的峰值约在每年 5000 万辆左右，主要有两点理由：

一是根据中国的人口结构，我们曾经测算过中国房地产销售的顶峰大约是每年 2000 万套，而汽车销售的顶峰大约是每年 5000-6000 万辆。其中的区别在于房屋的使用期限高达 70 年，而汽车的使用期限在 10-15 年，所以更新需求存在着巨大的差别。

中国家庭的总户数是 4.6 亿，而且随着户均人口的下降，未来家庭总户数依然趋于上升。假定户均 1 套住房或者汽车，那么分别按照 1.5% 和 10% 的折旧率，对应的更新需求每年分别是 700 万套和 4600 万辆。而目前中国的户均住房已经超过 1 套，但户均汽车保有量约为 0.5 辆，后者依然有上升空间。

与汽车使用期限类似的冰箱、洗衣机内销量长期稳定在 5000 万台/年左右，而户均多套的空调每年内销量已经接近 1 亿台，也从侧面证明中国汽车销量仍有上升潜力。

二是从美国、日本的汽车销售数据来观察，中国的汽车销售也有上升潜力。美国目前汽车年销量为 1700 万辆，其总人口接近 3.3 亿，约为我国的 1/4。而日本汽车年销量为 500 万辆，其总人口为 1.26 亿，不到我国的 1/10。如果中国的人均汽车销售达到美国和日本的水平，对应的年销量也在 5000-7000 万辆左右。

五、消费增长潜力巨大。

参照美国、日本、韩国等发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，而且消费板块也是在股市中长期领涨。而借鉴海外的经验，我们认为未来中国的消费增长潜力依旧巨大。

首先，居民消费占比仍低。

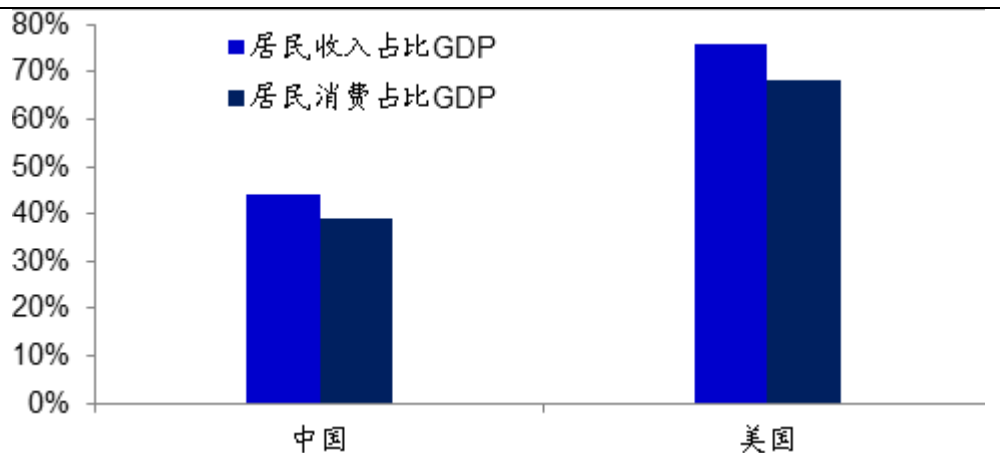
2018 年，中国人均 GDP 约为 1 万美元，而美国高达 6.3 万美元，中美的人均 GDP 相差 6 倍。但从居民消费来看，中国人均消费不到 4000 美元，而美国人均消费超过 4 万美元，两者相差了 10 倍。为何中美人均消费差距远大于人均 GDP 的差距？原因就在于居民消费占比存在巨大的差别。

表面上看，中国消费占比已经超过了 50%，2017 年的比重是 54%，但其实这个消费是广义口径，其中包括了政府消费，而单独的居民消费占 GDP 的比重仅为 39%。相比之下，韩国居民消费占 GDP 的比重为 49%，日本居民消费占 GDP 的比重为 56%，而美国居民消费占 GDP 的比重高达 68%。

居民消费率的差别背后折射的是收入分配的巨大差异。美国居民消费占 GDP 的比重能超过 2/3，在于其 GDP 的 76% 分配给了居民部门。而根据中国统计局的城乡一体化调查数据，18 年中国居民的人均可支配收入仅为 2.82 万元，占人均 GDP 的比重仅为 44%，说明中国居民收入分配占比过低，所以没钱消费。

而美国的居民消费率在 1980 年代以后持续提升，主要得益于里根时代开始的大幅减税。而中国从 18 年开始实施大规模减税降费政策，如果未来减税降费政策能够持续下去，那么中国的居民收入和居民消费占比都有巨大的提升空间。

图7 中美两国居民消费和收入占比 GDP



资料来源：Wind，海通证券研究所

其次，人口结构将老未老。

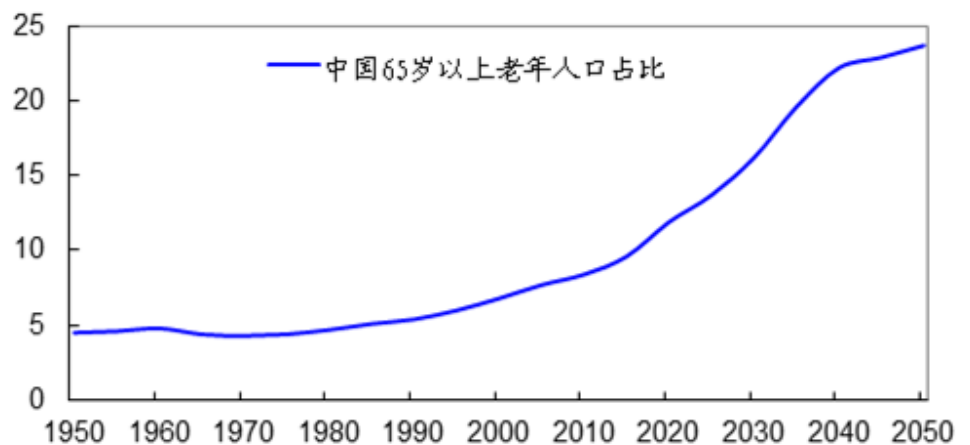
2018年，中国的新出生人口大幅降至1523万，创下50年新低，由于出生率的大幅下降，很多人担心人口老龄化会大幅拖累中国经济发展。

我们观察美国和日本消费数据，发现美国的消费持续向好，而日本的消费则是先强后弱，原因或在于人口结构以及收入增长的变化。美国的人口出生率保持在高位，加上移民的贡献，总人口保持稳定增长，推动消费持续向好。但日本的人口出生率大幅下降，而且没有移民，总人口出现萎缩，压制了消费的后续表现。

我们认为，人口老龄化确实是值得重视的长期风险，由于人口出生率的大幅下降，我们在长期或更类似于日本。

但是从出生人口的下降到人口老龄化并非一蹴而就。就当前而言，我国65岁以上老龄人口占比刚刚超过10%，仅仅是日本80年代中期的水平，以及美国90年代的水平，到2035年中国老龄人口占比将接近20%。这意味着至少在未来10年的中短期之内，中国的人口结构依然相对年轻，我们的消费仍有增长空间。

图8 中国65岁以上老年人口占比(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

再次，消费信贷方兴未艾。

在美国，80年代以后消费时代的崛起还有另外一个因素的助推，就是消费信贷的大发展。

在1980年，美国消费信贷总额为3500亿美元，占GDP的比重仅为5%，而目前美国消费信贷总额已经超过4万亿美元，占GDP的比重达到20%。而消费信贷占美国零售额的比重也从90年代的40%升至目前的接近70%。

我们在美国路演交流的时候，美国的客户就专门提到过这一点，也就是80年代以后包括信用卡、车贷、学生贷等在内的消费信贷的大发展帮助美国进入了消费时代。

虽然后续居民举债过度酿成了次贷危机，但出问题的主要是房地产抵押贷款，也就是举债投机买房导致了地产泡沫，而消费信贷长期保持了稳定发展，也对美国消费经济做出了重要贡献。

而中国的信贷正在发生类似的转变。

过去中国的信贷以企业信贷为主，其实是为投资驱动的经济服务。但是在工业化到达尾声之后，如果还是不停举债投资，其实是导致了大量的过剩产能，造成了巨大的浪费。

但在最近3年，中国的新增贷款中居民信贷已经占据了半壁江山，其实是一种值得肯定的变化。因为与其把钱借给企业投资成过剩产能，还不如把钱借给居民消费。而且

居民消费并不是浪费资源，居民消费产品会带动相关企业的销售和成长，企业有收入以后可以发工资以及交税，这对于全社会来说其实是有利的正向循环。

中国居民信贷的问题在于过去 3 年主要的增长都是中长期贷款，这其实是房地产贷款，还是类似于举债投资，而中国的人口红利拐点已过，举债买房从长期看并不可持续。

如果居民的信贷结构能够从房地产贷款向真正的消费信贷转化，而且考虑到 90 后、00 后等新一代居民更加适应举债提前消费，那么其实更有利于中国向消费经济转型。

总结来说，我们认为本轮政策没有强刺激，因而投资后续增长乏力。但大规模减税降费将增加居民收入，提升消费增速。预计今年消费有望全面好转，必须消费和可选消费增速都有望回升。而且从中长期看，中国的汽车消费远未见顶，居民消费占比仍有提升潜力，人口结构将老未老，而消费信贷的发展也将支撑中国消费继续向好，而消费板块也有望成为本轮股票牛市的顶梁柱！

2. 经济：制造业景气回落

1) PMI 季节性回落。19 年 4 月全国制造业 PMI 为 50.1%，较 3 月小幅回落 0.4 个百分点，但仍在线上且高于一季度均值，指向制造业景气季节性回落。主要分项指标中，需求、生产双双转弱，价格仍高，库存去化。分规模看，大、中型企业 PMI 有所回落，小企业 PMI 继续改善，抵近临界点。

2) 内需转弱外需反弹。4 月新订单指数由 3 月的 51.6%略降至 51.4%，但仍在 18 年 10 月以来的次高点，且进口指数继续回升至 49.7%，指向内需虽季节性转弱，但不必过分悲观。4 月新出口订单指数由 3 月的 47.1%升至 49.2%，逆季节性上涨，由历年同期新低升至中等水平，指向贸易摩擦缓和下外需回暖。

3) 生产明显放缓。4 月生产指数由 3 月的 52.7%小幅回落至 52.1%，创 13 年以来同期新低，从中观高频数据来看，4 月发电耗煤增速下滑转负至-5.3%，各主要行业开工率也由普遍上行转为涨跌互现，均指向工业生产明显减速。

4) 库存双双去化。4 月原材料库存指数由 3 月的 48.4%小幅回落至 47.2%，产成品库存指数由 3 月的 47%回落至 46.5%。供需两端转弱，但需求好于生产，使得库存双双去化。

3. 物价：通胀预期改善

1) 食品价格继续跌。上周菜价、水产品价格下跌，猪价、蛋价、禽价上涨，食品价格环比下跌 0.4%。

2) CPI 小幅回升。4 月以来食品价格涨跌互现，截止目前商务部食用农产品价格、农业部农产品批发环比涨幅分别为 0.6%、-0.2%，预测 4 月 CPI 食品价格环比上涨 0.5%，4 月 CPI 同比回升至 2.6%。

3) PPI 小幅反弹。4 月以来钢价、油价上涨，煤价先涨后跌，预测 4 月 PPI 环比持平，4 月 PPI 同比涨幅回升至 0.6%。

4) 通胀预期改善。受生猪疫情影响，全国生猪和母猪存栏创下多年新低，3 月猪价大涨推动 CPI 大幅反弹。但 4 月以来猪价涨幅放缓、蔬菜价格季节性回落，食品价格涨幅回落，我们预测 4 月 CPI 升幅或明显放缓，而 5 月 CPI 或有望止涨回落。

4. 流动性：货币依旧偏松

1) **货币利率回落**。上周货币利率小幅回落，其中 R007 均值下行 4bp 至 2.81%，R001 均值下行 77bp 至 1.96%。DR007 下行 6bp 至 2.69%，DR001 下行 74bp 至 1.96%。

2) **央行暂停投放**。上周央行暂停投放，公开市场到期回笼量均为零。

3) **汇率保持稳定**。上周美元指数小幅回落，人民币兑美元保持稳定，在岸与离岸人民币分别稳定在 6.73、6.74。

4) **货币依旧偏松**。进入 4 月份以后，央行重启 TMLF，降准预期落空，货币利率一度明显回升，但到 4 月末，货币利率再度回落。从全月来看，4 月 DR007 均值为 2.62%，虽然比 1 季度有所回升，但仍与 18 年下半年的低位水平相当，远低于 18 年上半年的高水平，说明目前货币政策整体仍处于较为宽松的状态。

5. 政策：金融开放加快

1) **金融开放加快**。银保监会主席郭树清表示，近期拟推出 12 条对外开放新措施，取消单家中资银行和单家外资银行对中资商业银行的持股比例上限，取消境外金融机构投资入股信托公司的 10 亿美元总资产要求，允许境外金融机构入股在华外资保险公司。

2) **社保缴费下调**。社保降费 5 月 1 日起正式实施，此次降费主要涉及两方面，一是降费率，相较之前的 20% 或 19% 的费率水平，养老保险单位缴费比例降至 16%。二是降费基，调整社保缴费基数，部分工资水平较低的职工和企业缴费基数可相应降低，缴费负担会减轻。

3) **开展职业培训**。国常会表示，大规模开展职业技能培训，今年培训 1500 万人次以上，从失业保险基金结余中拿出 1000 亿元，统筹用于职业技能提升行动；讨论通过高职院校扩招 100 万人实施方案，加快培养各类技术技能人才促进扩大就业。

6. 海外：美联储会议按兵不动，欧元区 GDP 增速反弹

1) **美联储议息会议按兵不动**。上周三，美联储议息会议决定维持联邦基金目标利率不变，此次会议声明较 3 月上调了对经济的表述，并下调了对通胀走势的描述。新闻发布会上，鲍威尔表示近期核心通胀下滑主因是临时性因素，强劲的就就业将支持通胀重回 2% 附近，会议还决定下调超额存款准备金利率 5bp 至 2.35%，以控制联邦基金有效利率处在目标区间内，并不代表货币政策转向，联储近期加息或降息的概率都不大。

2) **美国 4 月非农数据超预期**。上周五，美国劳工部公布就业数据，4 月美国非农就业新增 26.3 万人，创近 3 个月新高，远超预期的 19 万人和前值 18.9 万人。美国 4 月失业率降至 3.6%，为 1969 年以来新低。4 月美国非农私人企业时薪增速温和，环比和同比分别为 0.2% 和 3.2%。

3) **美国 4 月制造业 PMI 回落**。上周三美国公布 4 月 ISM 制造业 PMI 为 52.8，创近 30 个月新低，预期 55、前值 55.3。其中，新订单、生产、就业分项均较前值大幅回落，物价分项降至 50，进、出口分项跌破荣枯线。4 月 PMI 数据指向美国制造业仍在扩张，但幅度放缓。

4) **欧元区一季度 GDP 增速反弹**。上周二，欧洲统计局公布欧元区一季度 GDP 环比初值 0.4%，高于预期的 0.3% 和前值 0.2%，一季度 GDP 同比初值 1.2%，高于预期的 1.1%，前值上修至 1.2%。上周五公布的通胀数据显示，欧元区 4 月调和 CPI 同比 1.7%，核心调和 CPI 同比初值 1.2%，均高于预期和前值。

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
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
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
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
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
吴其右 wqy12576@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
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@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
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
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@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
孙小雯(021)23154120 sxw10268@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
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
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 x bq6583@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(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@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 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@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 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@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 张恒珺 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 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 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 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(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 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 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 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@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