

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 23 期: 供需均现改善》2019.06.20

《钱荒不会重演, 流动性宽松无虞!》2019.06.16

《实体经济观察 2019 年第 22 期: 6 月起步稳健》2019.06.13

为何经济减速, 股市反而大涨? ——理解经济结构的重要变化!

投资要点:

- **工业投资下滑, 消费一枝独秀。**今年 1 季度的经济数据整体保持稳定, 但是进入 2 季度以后, 工业和投资数据出现明显走弱的迹象, 5 月中采制造业 PMI 指数降至 49.4% 的荣枯线之下, 随后公布的 5 月份工业增加值增速降至 5%, 创下 09 年 3 月以来新低, 前 5 月投资累计增速降至 5.6%, 重新降至过去 20 年的历史最低水平附近。相比之下, 5 月份的社会消费品零售总额增速大幅回升至 8.6%, 增速远高于投资和出口, 表现最为抢眼。
- **投资低不是坏事, 消费高就是好事。**市场提到中国经济减速就担心, 但为何美国经济靠着 3% 左右的增速, 股市依然能长期走牛呢? 原因在于, 对于资本市场而言, 经济增长的结构其实比经济增速更重要。美国消费保持稳定增长, 其消费股也在股市中长期领涨, 虽然投资低增, 其周期股长期也有正收益。而中国消费增速远高于美国, 制造业投资增速已经降至零增长附近, 这意味着周期行业几乎没有新增产能, 竞争环境大为改善, 与此同时企业的资本开支减少, 利润反而有了保证。如果经济减速是因为投资减速导致的, 而消费保持平稳, 那么哪怕经济还在下滑, 其实周期行业和消费行业都会有投资机会。
- **去杠杆抑投资, 减税支撑消费。**为何中国过去投资增速长期居高不下? 关键其实在于货币超发, 过去 10 年我国的投资平均增速为 16.6%, 与同期的货币增速大致相当。但从 2017 年开始, 我国进行了轰轰烈烈的金融去杠杆, 管住了影子银行的非标融资, 同时也降低了信贷增速, 这就使得投资增速也大幅下降。另一方面, 从 2015 年 10 月份开始, 我国开始对小排量汽车实施购置税优惠政策, 而在 18 年购置税优惠政策到期之后, 我国又启动了大幅减税政策, 包括增值税减税和个税起征点上调, 这些其实都有助于拉动消费。因此, 从过去的货币超发, 到如今的去杠杆减税, 是中国消费增速超过投资增速的主要原因。
- **汽车取代地产, 消费取代投资。**展望未来, 我们认为中国经济中最大的变化将是消费取代投资, 对应最大的产业结构变化将是汽车逐渐取代房地产, 成为经济增长的重要引擎。经过 10 年货币超发的教训之后, 未来中国绝不会把地产行业再作为主导产业, 而汽车行业每年收入已经达到 9 万亿, 与房地产行业差距并不算太大。从人口和国土面积测算, 我们认为中国汽车销量仍有翻番的潜力, 加之汽车是高技术行业, 发展汽车有助于科技强国, 而大力发展新能源汽车, 大力建设车库和充电桩, 就有助于化解拥堵和污染问题。汽车是占比最大的可选消费, 其增速回升将有助于消费整体保持稳定高增, 从而支撑中国经济的中速增长。
- **周期领涨不可持续, 消费领涨长期慢牛。**自从 2005 年以来中国曾经出现过 3 轮大牛市, 都是周期行业领涨, 但又全都是短命的牛市, 原因在于货币刺激和投资高增不可持续。美国股市靠着消费行业领涨, 走出了长达 40 年的大牛市。这一次中国股市的领涨板块全部是消费行业, 也有希望和美国一样走出长期慢牛。原因是去杠杆和减税的政策组合, 给资本市场发展提供了最好的经济环境。一方面, 去杠杆降低了货币增速, 使得利率中枢长期下降, 提升了金融资产估值。而去杠杆抑制了投资增速, 去产能对周期行业长期有利。另一方面, 减税提升了居民收入和消费, 消费行业有望长期向好。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：6月经济改善.....	12
3. 物价：通胀趋于回落.....	12
4. 流动性：资金十分充裕.....	12
5. 政策：推进老旧小区改造.....	12
6. 海外：美联储会议暗示降息可能，欧央行行长释放鸽派信号.....	13

图目录

图 1	中采制造业 PMI、工业增加值增速 (%)	4
图 2	投资增速、出口增速 (%)	5
图 3	5 月消费增速回升 (%)	5
图 4	过去 30 年美国标普 500 分行业年均涨幅	6
图 5	过去 10 年中国 A 股分行业涨幅	6
图 6	中国制造业投资增速大幅下降	7
图 7	中国融资增速与投资增速	8
图 8	中国企业部门融资增速大幅下降 (%)	8
图 9	5 月财政收入增速转负，印证大力减税 (%)	9
图 10	全球工业研发 20 强，7 家汽车企业 (亿欧元)	10

表目录

表 1	中美日的人口、国土面积与汽车产业	10
表 2	近 15 年 4 轮牛市的领涨板块	11

1. 每周交流与思考

今年以来，中国经济发展的环境并不顺利，内部有经济下行的压力，外部有贸易摩擦的影响。然而，在一片担忧之中，中国股市走出了靓丽的行情，到目前为止，今年 A 股主要指数的涨幅均超过 20%。为何经济减速，股市反而大幅上涨？

在我们看来，答案或许隐藏在经济结构的变化中，投资增速下行叠加消费增速上行，其实是非常有利于股市上涨的经济组合。

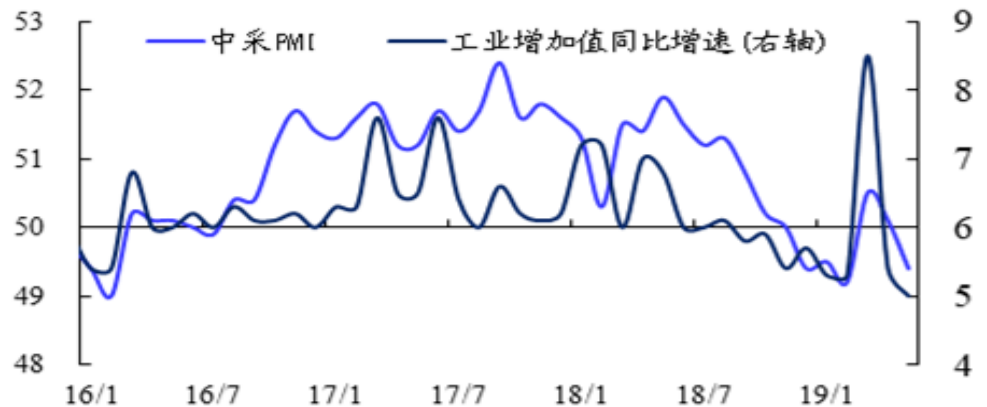
一、工业投资下滑，消费一枝独秀。

工业投资整体偏弱。

今年 1 季度的经济数据整体保持稳定，但是进入 2 季度以后，工业和投资数据出现明显走弱的迹象。

最先公布的 5 月份中采制造业 PMI 指数降至 49.4% 的荣枯线之下，这差不多也是过去 8 年的最低位水平。而随后公布的 5 月份工业增加值增速降至 5%，创下 09 年 3 月以来新低。而在实物指标中最具代表性的发电量增速在 5 月份降至 0 左右，也印证了工业经济的明显减速。

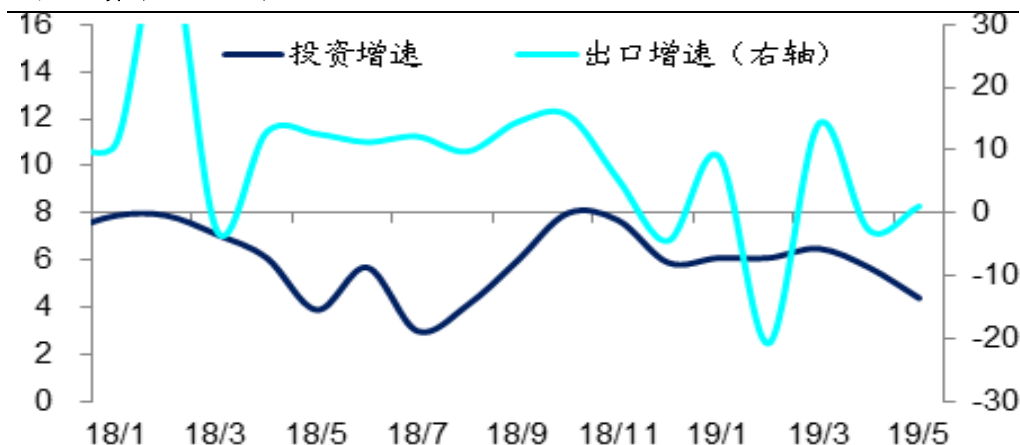
图1 中采制造业 PMI、工业增加值增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

工业经济的下滑源于投资和出口的下滑。

5 月份的出口增速小幅回升至 1.1%，但考虑到 6 月我国对美出口 2000 亿美元商品关税税率从 10% 升至 25%，6 月出口增速或再度转负。5 月投资增速降至 4.4%，创下年内新低；而前 5 月投资累计增速降至 5.6%，重新降至过去 20 年的历史最低水平附近。

图2 投资增速、出口增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

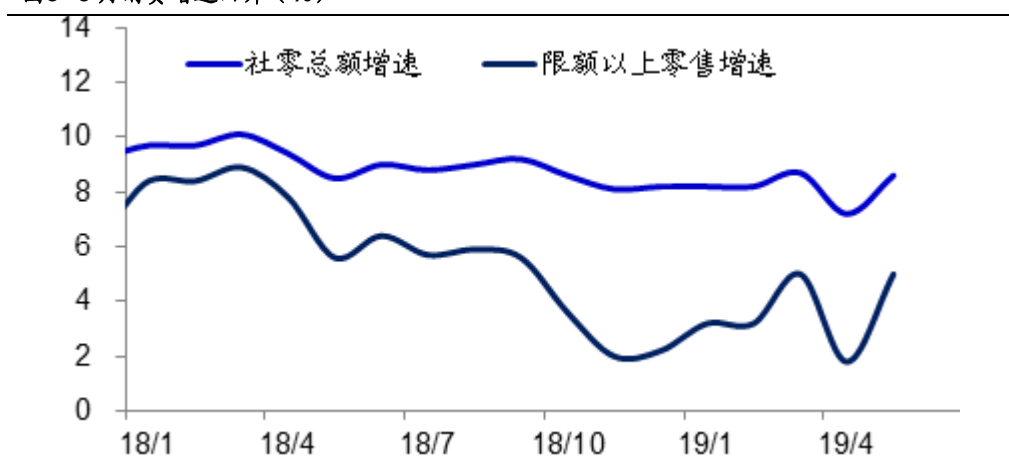
进入6月份以来，我们监测的6大电厂发电耗煤增速降幅从-19%收窄至-9.3%，说明6月工业生产或有所改善，但由于发电耗煤增速仍为负增长，意味着工业生产整体依旧偏弱。

消费表现一枝独秀。

在今年5月份，统计局披露4月份的社会消费品零售总额增速从8.7%大幅下降至7.2%，一度引发了对消费失速的担忧。

而我们在之前的研究中指出，4月消费的下滑主要源于特殊的节日错位因素，因为中国节假日消费远高于工作日消费，而今年4月的假日比去年同期少了2天。而在5月份节日因素消退之后，统计局公布5月份社零增速大幅回升至8.6%，这也印证了今年以来的消费增长其实并未减速。

而比较5月份的三大需求，消费增速高达8.6%，远高于投资增速的4.4%和出口增速的1.1%，这也显示了目前经济中属消费的表现最好。

图3 5月消费增速回升 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

二、投资低不是坏事，消费高就是好事。

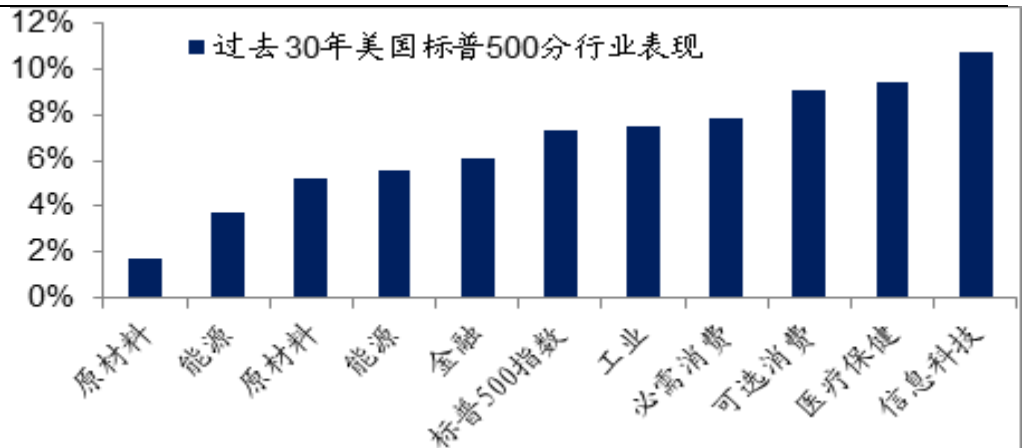
市场提到中国经济减速就担心，但是大家仔细想一想，就算中国经济在减速，增速还有6%左右，依然远高于美国。为何美国经济靠着3%左右的增速，股市依然能长期走牛呢？

高增速利好消费龙头。

我们统计美国的标普 500 指数在过去 30 年的涨幅为 7.3 倍，年均涨幅为 7.3%。其中涨幅最大的四大板块分别是信息技术、医疗保健、可选消费和必需消费，年均涨幅分别是 10.7%、9.4%、9%、7.9%，这些全部都是与消费有关的板块。

美国过去 30 年的消费名义增速大约在 5% 左右，因此对于消费类的优秀上市公司，其业绩会好于美国消费整体增速，达到 8-10% 左右，再加上每年分红 2%，那么其股票的长期回报率就会超过 10%。

图4 过去 30 年美国标普 500 分行业年均涨幅



资料来源：WIND，海通证券研究所

相比之下，目前中国的消费整体增速高达 8% 以上，中国优秀消费企业的业绩增速或会达到 10%-20%，其实并不比美国的消费公司差。事实上，过去 10 年中国股市的日常消费、医疗保健、信息技术和可选消费这四大消费板块的年均涨幅分别为 14%、12%、12%、7%，其实并不比美国过去 30 年的消费板块表现差。

图5 过去 10 年中国 A 股分行业涨幅



资料来源：WIND，海通证券研究所

低增速利好周期龙头。

在美国经济中，投资的占比只有 18%，远低于消费占比的 68%。过去 30 年美国的投资平均增速为 4.6%，而其中代表产能扩张的设备和建筑投资增速只有 4.2%，均低于消费增速。

在美国股市中，过去 30 年中，工业、能源和原材料三大周期行业的年均涨幅分别为 7.5%、5.2% 和 5.6%，其实也有不错的正回报。

而中国过去 10 年的投资平均增速高达 17.5%，其中代表产能扩张的制造业投资平均增速也达到 16.6%。但是在股市当中，工业、能源和材料这三大周期行业过去 10 年

的年均涨幅分别只有 3%、-5%和 2%，远低于美国的相关行业。

为何投资增速高企，周期行业反而表现不佳？原因或在于投资增速高企对应着巨大的新增产能投放，这意味着行业竞争的加剧，同时也意味着企业存在巨大的资本开支、侵蚀了企业的利润。

而当前中国的投资增速降至 5%左右，制造业投资增速降至 0%左右，远低于设备折旧率，这意味着周期行业几乎没有新增产能投放，没有了新的玩家加入，竞争环境大为改善，与此同时现有龙头企业的资本开支减少，企业利润反而有了保证。

图6 中国制造业投资增速大幅下降



资料来源：WIND，海通证券研究所

由此可见，对于资本市场而言，经济增长的结构其实比经济增速更重要。如果经济的减速是因为投资增速下滑导致的，而消费增速保持平稳，那么哪怕经济增速还在下滑，其实周期行业 and 消费行业都会有投资机会。

三、去杠杆抑投资，减税支撑消费。

货币超发导致投资过度。

为何中国过去投资增速长期居高不下？关键其实在于货币超发。

在中国，固定资产投资的重要来源就是贷款和各类债务融资。截止 18 年末，中国社会融资总量为 201 万亿，其中居民贷款 47.9 万亿，占比仅为 24%，而企业贷款为 86.8 万亿，三大非标融资为 24 万亿，企业债为 20.1 万亿，后三项其实都是企业部门的债务融资，占社融总量的比重高达 65%。

过去 10 年我国的投资平均增速为 16.6%，而同期的广义货币 M2 增速约为 15%，社会融资总量余额增速约为 20%，与投资增速大致相当。

图7 中国融资增速与投资增速


资料来源：WIND，海通证券研究所

去杠杆抑制投资。

但从 2017 年开始，我国进行了轰轰烈烈的金融去杠杆，管住了影子银行的非标融资，同时也降低了信贷增速，这就使得投资增速也大幅下降。

截止 18 年末，我国 M2 增速降至 8.1%，社融余额增速降至 9.8%，均只有过去 10 年平均增速的一半左右。而在社会融资总量当中，占比 65% 的企业部门总融资增速降至 5.4%，远低于过去 10 年 16.7% 的平均增速，这其实与同期的投资增速从 16.6% 降至 5.9% 大致吻合。

图8 中国企业部门融资增速大幅下降 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

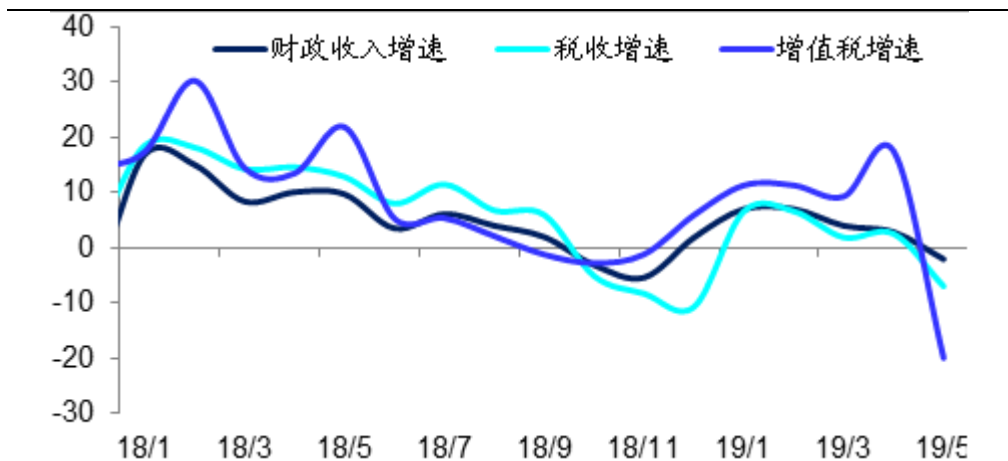
减税增加消费。

在 2015 年以前，中国的投资增速均高于消费增速，但在 2015 年以后，消费增速开始超过投资增速。而消费成为经济增长主力的背后，其实与供给侧改革密切相关。

一方面，15 年开始了供给侧改革，无论是去产能还是去杠杆，其实都是在抑制投资增速。

另一方面，从 2015 年 10 月份开始，我国开始对小排量汽车实施购置税优惠政策，在 16、17 两年支撑了汽车消费。而在 18 年购置税优惠政策到期之后，我国又启动了大幅减税政策，包括增值税减税和个税起征点上调，这些其实都有助于拉动消费。

因此，从过去的货币超发，到如今的去杠杆减税，是中国消费增速超过投资增速的主要原因。

图9 5月财政收入增速转负，印证大力减税(%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

四、汽车取代地产，消费取代投资。

展望未来，我们认为中国经济中最大的变化将是消费取代投资，而其中对应最大的产业结构变化将是汽车逐渐取代房地产，成为经济增长的主要引擎。

经过 10 年货币超发的教训之后，未来中国绝不会把地产行业再作为主导产业。最近银保监会郭树清主席在讲话中提到，历史证明，凡是过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价。

而中国 18 年的房地产销售总额高达 15 万亿人民币，靠什么来弥补地产销售下滑的影响？我们认为，汽车产业是重要的替代。

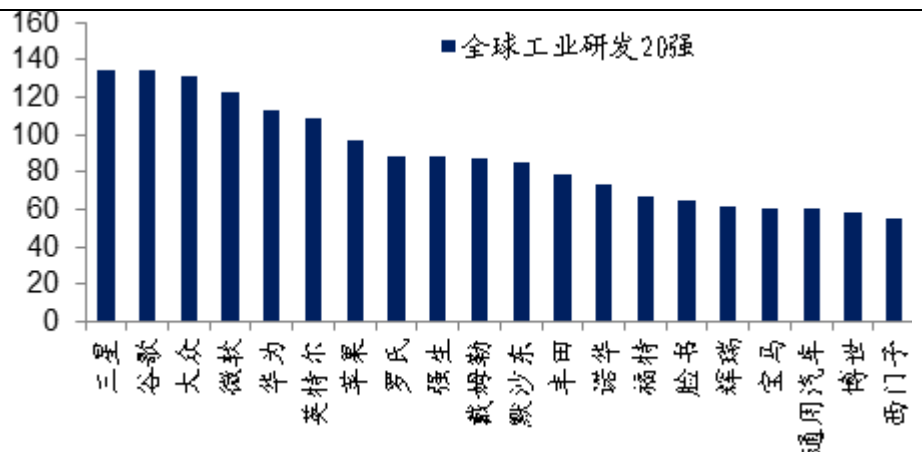
首先，是汽车行业也足够大。按照中汽协的数据，目前我国汽车行业每年的总销售收入已经达到 9 万亿，与房地产行业虽有差距，但并不算太大。

其次，是中国汽车行业仍有巨大的发展空间。以日本作为对比，其人口只有 1.27 亿，国土面积 38 万平方公里，均不到我国的 1/10。而日本目前每年汽车的内销量高达 500 万辆，这意味着我国的汽车年销量也可以达到 5000 万辆，目前水平还有翻番的潜力。

最后，汽车行业是高技术的行业。中美贸易摩擦暴露出来我们最大的软肋在于技术不足，而发展房地产行业没有任何技术含量，但汽车则完全不一样，是高技术行业。

根据欧盟委员会公布的 18 年全球工业研发 100 强，中国只有华为排在全球第五，而全球前 20 强中有 7 家都是汽车或者汽车相关企业，包括排第三的大众、排第十的戴姆勒，排第十二的丰田，排第十四的福特，排第十七的宝马、排第十八的通用汽车，以及排第十九的博世。

图10全球工业研发 20 强，7 家汽车企业（亿欧元）



资料来源：欧盟委员会，海通证券研究所

因此，大力发展汽车行业，有助于我国迈向科技强国。

但是很多人会问，现在每年乘用车销量不到 2500 万辆，就有这么多的污染和拥堵问题，如果汽车销量再翻一倍，那还怎么出门？

其实这背后都有解决的办法，比如新能源汽车主要用电，就没有排放尾气导致的污染问题。而要解决交通拥堵，可以学习日本的经验，并不是要多修路，而是要多修车库。

日本东京的人口为 1300 万，而机动车保有量达到 800 万辆，千人汽车保有量超过 600 辆。而中国北京的常住人口为 2150 万，机动车保有量为 600 万辆，千人汽车保有量不到 300 辆。为何日本东京的汽车这么多，也没有交通拥堵？

表 1 中美日的人口、国土面积与汽车产业

	中国	美国	日本
人口 (亿)	13.95	3.27	1.27
国土面积 (万平方公里)	960	937	38
乘用车销量 (万辆/年)	2400	1700	500
千人汽车保有量 (量)	170	760	620

资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 18 年。

原因是日本先修车库，然后再让居民买车。早在 1962 年，日本就制订了《车库法》，规定汽车拥有者必需有车库。而在城市建设方面，其《城市规划法》规定，新建或者改建建筑物时，必需按建筑物的使用性质配备相应数量的停车位，比如东京市中心地区每 250 平米建筑面积配一个车位，一般地区为每 200 平米建筑面积配一个车位。而在一些繁华路段，日本政府鼓励经营者多建立体式停车场，包括地下立体停车场。

因此，中国要发展汽车产业，其实需要解决的不是多修路，而是要多修车库。而在最近的国务院常务会议中，提到上亿人的老旧小区改造计划，其中的重点并不是盖房子，而是要重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。这意味着未来政策会引导居民小区多修车库、充电桩。

而在产业政策方面，发改委近期明确表示，各地不得对新能源汽车进行限购，或倒逼各地政府主动出资，帮助居民修建停车设施。

因此，我们相信只要政策安排得当，中国的汽车产业在长远来看仍有翻番的潜力，就可以在很大程度上对冲地产下滑的影响。我们看到中国恒大在近期宣布投资 2800 亿在广州和沈阳启动两大新能源汽车项目，这意味着最敏感的地产巨头已经发现地产行业

的衰落不可避免，只有汽车产业才能承接其未来的发展。

在中国的消费中，占比 40% 的必需消费长期保持平稳增长。而在可选消费中，汽车的占比高达 50%，而家具、家电、装潢等地产相关消费的占比只有 20%。因此，未来只要必需消费保持平稳，汽车消费增速持续回升，哪怕地产相关耐用品消费下滑，消费整体依然能保持稳定高增，从而支撑中国经济的中速增长。

五、周期领涨不可持续，消费领涨长期慢牛。

周期领涨不可持续。

我们统计中国股市的表现，自从 2005 年以来曾经出现过 3 轮大牛市，分别是 05 年 6 月-07 年 10 月，08 年 10 月-09 年 8 月以及 14 年 7 月-15 年 6 月，这三轮股市的涨幅都超过 100%。

而这三类牛市的领涨板块几乎全部都是周期板块，其中地产板块三次都是在涨幅榜的前三名，能源板块两次出现在涨幅榜的前三名，而材料板块两次出现在涨幅榜的前四名。

但是过去三轮股票牛市又全都是短命的牛市，因为其背后的动力来自于货币刺激，投资高增使得经济短期向好。但一旦货币刺激退出，投资增速下降，周期股又会被打回原形。

表 2 近 15 年 4 轮牛市的领涨板块

	涨幅第一	涨幅第二	涨幅第三	涨幅第四	涨幅第五
05 年 6 月-07 年 10 月	金融	房地产	能源	材料	日常消费
08 年 10 月-09 年 8 月	809%	801%	764%	658%	582%
14 年 7 月-15 年 6 月	房地产	能源	材料	信息技术	可选消费
19 年 1 月-19 年 6 月	174%	171%	163%	154%	146%
19 年 1 月-19 年 6 月	信息技术	工业	房地产	公用事业	可选消费
19 年 1 月-19 年 6 月	263%	257%	219%	216%	212%
19 年 1 月-19 年 6 月	日常消费	金融	信息技术	电信服务	医疗保健
19 年 1 月-19 年 6 月	54%	30%	28%	25%	24%

资料来源：WIND，海通证券研究所，截止 6 月 21 日。

消费领涨长期慢牛。

而在本轮股市上涨中，我们发现领涨的板块几乎全都是消费板块。截止上周末，今年涨幅排名前五的板块分别是日常消费、金融、信息技术、电信服务和医疗保健，涨幅分别为 54%、30%、28%、25%、24%，其中除了金融以外全都是消费行业，而在金融业中的保险行业也有消费的属性。

美国股市靠着消费行业领涨，走出了长达 40 年的大牛市。我们认为，这一次靠消费领涨的中国股市，也有希望和美国一样走出长期慢牛。理由是去杠杆和减税的政策组合，给资本市场发展提供了最好的经济环境。

一方面，去杠杆降低了货币增速，使得利率中枢长期下降，提升了金融资产估值。而去杠杆抑制了投资增速，去产能对周期行业长期有利，未来周期行业龙头的资本开支压力下降，其盈利反而有望得到改善。

另一方面，减税提升了居民收入和消费，也改善了企业盈利，消费行业有望长期向好。

再加上中国股市制度的巨大变革，科创板的注册制帮助优秀科技企业上市，而严格退市制度后中国已经出现了 1 毛钱的股票。过去垃圾企业鱼目混珠、滥竽充数导致中国股市失去投资价值，而未来在优胜劣汰之下，中国股市中的优秀企业将有望真正成为居民创造财富，而今年的股市上涨或仅仅是一个开始。

2. 经济：6月经济改善

1) **地产销售改善**。6月前20天,4大一线城市地产销售同比增长28.4%,12个二线城市地产销售同比上升1.2%,18个三四线城市地产销售同比上升16.8%,一线和三四线城市地产销量增速均比5月有所回升。

2) **汽车降幅收窄**。6月前两周乘用车零售增速降幅收窄至零,比5月份明显改善。前两周乘用车批发增速为-33%,降幅仍高。

3) **生产有望改善**。6月前21天,6大电厂发电耗煤增速降幅从5月的19%降至9.3%,意味着6月的工业生产或有明显改善。

3. 物价：通胀趋于回落

1) **食品价格再降**。上周猪肉、水果和水产品价格上涨,菜价、鸡蛋价格下跌,食品价格环比下跌0.6%。

2) **CPI小幅下降**。6月以来商务部食品价格、农业部农产品价格环比降幅分别为0.7%、3.8%,预计6月CPI中食品价格环比下降0.7%,CPI同比涨幅降至2.6%。

3) **PPI或将转负**。6月以来钢价、煤价明显回落,而国内油价由于调整滞后原因仍在反映5月大跌,整体看6月港口期货生资价格环比下跌0.8%,预测6月PPI环比下降0.4%,6月PPI同比涨幅下降至-0.2%。

4) **通胀趋于回落**。虽然5月CPI创出2.7%的新高,但主要源于猪肉和水果等部分食品价格的大幅上涨。而进入6月以来,猪肉和水果价格涨幅放缓,叠加菜价大幅下跌,以及生产资料价格的下跌,6月CPI和PPI都有望出现回落,而PPI或再度转负。

4. 流动性：资金十分充裕

1) **货币利率大降**。上周货币利率大幅下降,其中R007均值下行25bp至2.3%,R001均值下行45bp至1.5%。DR007下行22bp至2.28%,DR001下行47bp至1.42%。

2) **央行继续投放**。上周央行操作逆回购3400亿,逆回购到期550亿,MLF投放2400亿,MLF到期2000亿,央行公开市场净投放3250亿。

3) **汇率短期反弹**。上周美元指数回落,人民币汇率回升,在岸与离岸人民币均回升至6.87。

4) **资金十分充裕**。3月份金融机构超储率一度降至1.3%的低位,但4月份以来央行公开市场累计投放货币8600亿,此外央行对中小银行定向降准释放2800亿长期资金,即便考虑到财政缴款回笼货币,我们测算5月末金融机构超储率已经回升至1.5%,6月有望进一步回升。而近期货币利率大幅回落,印证资金依旧十分充裕。

5. 政策：推进老旧小区改造

1) **推进老旧小区改造**。李克强主持召开国务院常务会,部署推进城镇老旧小区改造,顺应群众期盼改善居住条件;确定提前完成农村电网改造升级任务的措施,助力乡村振兴;要求巩固提高农村饮水安全水平,支持脱贫攻坚、保障基本民生。

2) **长三角一体化**。长三角区域合作办公室副主任阮青表示，国家层面的长三角一体化发展规划纲要已编制完成，目前长三角两省一市正根据此制定细化的实施方案，在三地政府同意后，将联合报批。

3) **沪伦通启动**。中国证监会和英国金融行为监管局 17 日发布联合公告，原则批准上海证券交易所和伦敦证券交易所开展沪伦通业务，沪伦通正式启动。联合公告明确，起步阶段，对沪伦通跨境资金实行总额度管理，后续可视运行情况和市场需求进行调整。同日，上交所上市公司华泰证券股份有限公司发行的沪伦通下首只全球存托凭证(GDR)产品在伦交所挂牌交易。

6. 海外：美联储会议暗示降息可能，欧央行行长释放鸽派信号

1) **美联储 6 月会议维持利率不变，但暗示降息可能**。上周四，美联储议息会议决定维持 2.25%-2.50% 的联邦基金目标利率不变，包括主席鲍威尔在内的 9 位票委投票支持决议，而圣路易斯联储主席 James Bullard 投了反对票，认为应降息 25BP。会议声明删除了“保持耐心”的说法，认为未来不确定性在提升，将密切关注并采取适当行动保持扩张。鲍威尔在新闻发布会上承认点阵图首次暗示降息的可能、宽松的可能性有所增强。

2) **美国 6 月 Markit 制造业 PMI 不及预期**。上周五公布的数据显示，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.1，不及预期和前值的 50.5，并刷新 2009 年 9 月以来新低。此外，美国 6 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.7，也刷新 2016 年 2 月以来新低。

3) **欧央行行长讲话尽显鸽派**。上周二，欧央行行长德拉吉在辛特拉论坛讲话表示，负利率在欧元区是非常重要的工具，QE 具有很大的空间，如果通胀始终不达标，欧央行将采取降息或者重启购债计划，其鸽派讲话进一步推升了宽松预期。

4) **澳联储预计有必要进一步降息**。在 6 月初的会议上，澳联储宣布了其三年来的首次降息。而上周二，澳联储在发布的 6 月会议纪要中表示，鉴于闲置劳动力及闲置产能的规模，同时为了扭转通胀的下行趋势，联储预计还需要进一步降息。

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
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
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
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 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
曾知(021)23219810 zz9612@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 lggk12371@htsec.com
吴佳桂 0755-82900465 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 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
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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 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 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 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 lzf11585@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 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 刘璐(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 lf12225@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 张恒暄 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 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 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 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 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