

相关研究

《我国的产业能否留住?》2019.07.29

《从基准利率到 LPR——利率并轨的现状与展望(更新版)》2019.07.24

《困境中的德银,这次能脱身吗?》2019.07.15

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

制造业景气改善,通胀压力下降

投资要点:

- **宏观专题:炒房时代渐远,增配金融资产——居民财富配置现状和比较**
- **我国居民财富配置的现状。**2018年末,我国居民财富中的房地产规模约占居民总资产的70%,而金融资产规模约占30%。金融资产中,存款占据半壁江山,保险和银行代客理财分别占金融资产的14%与13%,其他类型金融资产规模占比偏低。
- **我国居民财富配置的演变。**从存量看,我国居民资产中的房地产占比一直高于金融资产,两者差距呈收窄趋势。从增量看,并非每一年的居民新增资产都是房地产占大多数。居民对金融资产的配置受到金融市场表现的影响,而13年后,居民对房地产的配置主要受房价上涨和预期的影响。
- **告别全民炒房,增配金融资产。**我国居民财富过于集中在房地产,金融资产只占30%,主因股票和基金、保险和养老金比例偏低,直接原因是各类资产的收益率,而追根究底则要看政策方向与经济增长模式。我们认为,未来我国居民资产中房地产的比例仍将趋降,同时居民对金融资产配置的提升依然可期。
- **一周扫描(2019年7月29日至8月4日):**
- **海外:美联储7月会议如期降息,韩国出口连续8个月下滑。**美联储7月议息会议下调联邦基金目标利率25BP至2.00%-2.25%的决定,符合市场预期,同时宣布提前结束缩表。7月美国ISM制造业PMI指数为51.2,创16年8月以来新低。7月新增非农就业人数16.4万,符合市场预期。上周英国维持利率不变,巴西降息幅度超预期。7月韩国出口同比下跌11%,为连续第8个月下滑。
- **经济:制造业景气改善。**7月全国制造业PMI升至49.7%,虽仍在线下,但更接近荣枯线,指向制造业景气有所改善,主要分项指标中,需求、生产均现好转,价格回升,库存去化。6月规上工业企业利润总额同比增速下滑转负至-3.1%,主因营业收入增速放缓、营业收入利润率同比下滑,以及汽车、石油加工以及钢铁等行业拖累。7月38城地产销量增速回落,前四周乘用车批零增速双双下滑,需求有所放缓。上周高炉开工率略回升,但仍处低位,7月六大集团发电耗煤增速降幅扩大,工业生产依然偏弱。
- **物价:通胀压力下降。**上周猪价、禽价、蛋价继续上涨,但蔬菜、水果价格下跌,预测7月CPI食品价格环涨1%,7月CPI稳定在2.7%。7月份以来国际油价、国内煤价、钢价均先涨后跌,预测7月PPI环比下跌0.1%,同比降幅扩大至0.2%。进入7月以来商品价格明显回调,因而PPI以及核心CPI依然趋于下行,整体通胀压力也有望在未来明显下降。
- **流动性:货币松紧适度。**上周货币利率保持稳定,其中R007均值下行1bp至2.78%,R001均值上行4bp至2.69%。DR007上行3bp至2.65%,DR001上行4bp至2.63%。上周央行再度暂停逆回购操作,公开市场逆回购到期回笼500亿。上周美元指数反弹,人民币汇率小幅贬值,在岸与离岸人民币分别贬至6.94与6.97。上周央行召开会议,称下半年要坚持实施稳健的货币政策,保持松紧适度,及时预调微调,保持流动性合理充裕。
- **政策:不刺激强改革。**中共中央政治局会议表示,经济下行压力加大,但“化危为机”反映对下半年仍较为积极。展望下半年,政策或维持“不刺激+强改革”的组合。国常会确定促进文化和旅游消费的措施。国常会表示,加大力度落实就业优先政策,持续保持比较充分的就业;严密关注劳动密集型企业的就业情况,建立失业风险预警机制,支持企业稳岗。

目 录

1. 宏观专题：炒房时代渐远，增配金融资产——居民财富配置现状和比较.....	6
1.1 我国居民财富配置的现状.....	6
1.2 我国居民财富配置的演变.....	7
1.3 告别全民炒房，增配金融资产.....	9
2. 海外：美联储7月会议如期降息，韩国出口连续8个月下滑.....	11
2.1 美联储7月会议如期降息.....	11
2.2 韩国出口连续第8个月下滑.....	11
3. 国内经济：制造业景气改善.....	11
3.1 工业利润增速转负.....	11
3.2 制造业景气改善.....	13
3.3 需求有所放缓.....	15
3.4 生产维持低位.....	15
4. 物价：通胀压力下降.....	16
4.1 食品价格回落.....	16
4.2 CPI短期稳定.....	16
4.3 PPI继续回落.....	16
4.4 通胀压力下降.....	17
5. 流动性：货币松紧适度.....	17
5.1 货币利率稳定.....	17
5.2 央行小幅回笼.....	18
5.3 汇率小幅贬值.....	18
5.4 货币松紧适度.....	18
6. 政策：不刺激强改革.....	19
7. 日历：聚焦8月上旬数据.....	19

图目录

图 1	中国居民资产规模 (万亿元)	6
图 2	2018 年中国居民金融资产构成	7
图 3	中国居民所持金融资产、房地产规模增速 (%)	7
图 4	每年中国居民新增资产的构成	8
图 5	上证综指历年涨幅 (%)	8
图 6	上证综指走势	8
图 7	中国平均房价增速、居民房地产规模增速与平均房价增速之差 (%)	9
图 8	中、韩、日、美四国的居民资产配置结构 (%)	9
图 9	中国 15-64 岁人口数量和比重	10
图 10	中国 M2 与房价同比 (%)	10
图 11	不同时期我国各类代表性资产的收益率 (%)	10
图 12	2018 年我国不同资产水平下的家庭配置结构	11
图 13	规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)	12
图 14	规模以上工业企业利润总额同比增速: 分经济类型 (%)	12
图 15	规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)	12
图 16	历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%)	12
图 17	工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)	13
图 18	工业企业历年各月库存销售比 (%)	13
图 19	中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图 20	上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图 21	全国制造业 PMI 综合 (历年月度比较) (%)	13
图 22	全国制造业 PMI 综合 (%)	13
图 23	全国制造业 PMI 新订单 (%)	14
图 24	全国制造业 PMI 新出口订单 (%)	14
图 25	全国制造业 PMI 生产指标 (%)	14
图 26	全国制造业 PMI 就业指标 (%)	14
图 27	全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)	15
图 28	全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)	15
图 29	38 城地产销量月度同比增速 (%)	15
图 30	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	15

图 31	历年各周全国高炉开工率 (%)	15
图 32	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	15
图 33	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	16
图 34	猪肉批发价格 (元/公斤)	16
图 35	CPI 环比 (%)	16
图 36	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	16
图 37	环渤海动力煤价格 (元/吨)	17
图 38	PPI 同比及环比 (%)	17
图 39	农产品批发价格 200 指数	17
图 40	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	17
图 41	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	18
图 42	R001 和 R007 (%)	18
图 43	央行公开市场操作 (亿元)	18
图 44	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	18
图 45	美元指数	18
图 46	央行公开市场净投放规模 (亿元)	19
图 47	M2 同比 (%)	19

表目录

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	19
----------------------------------	----

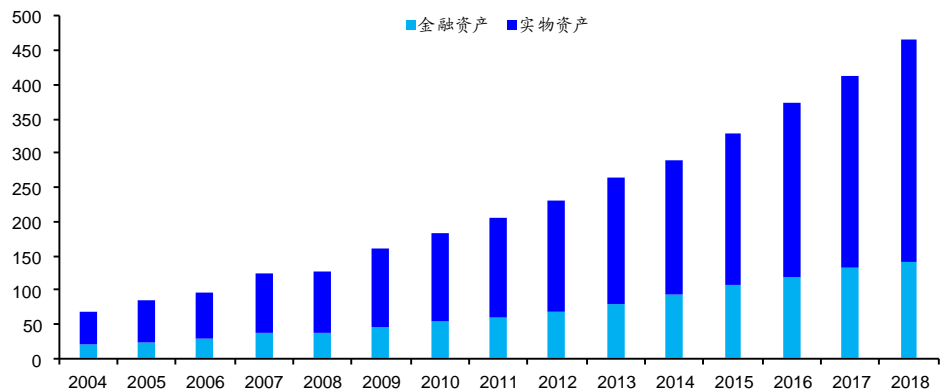
1. 宏观专题：炒房时代渐远，增配金融资产——居民财富配置现状和比较

1.1 我国居民财富配置的现状

过去几年，我国居民财富保持较快增长。我们估算，截至 2018 年末我国居民的总资产规模达 465 万亿元人民币，较 17 年增长 12.8%。08 年以前，我国居民资产增速中枢曾高达 20% 左右，而 2010 年以后随着我国经济增速下了一个台阶，居民财富的增速也回落到 12% 左右，过去三年（16-18 年）居民财富规模的复合增速为 12.5%。

从结构看，我国居民财富的大部分配置在实物资产（房地产）。居民财富主要有金融资产与实物资产两种形式，对应到居民部门资产负债表，金融资产主要包括居民持有的现金、存款、股票、债券、证券投资基金、保险准备金、银行理财、信托等；而非金融资产（即实物资产）主要为房地产¹。我们估算，截至 2018 年末，我国居民财富中的房地产规模约为 325.6 万亿元人民币，占居民总资产的 70%，而金融资产规模约 139.5 万亿元人民币，占比 30%。

图1 中国居民资产规模（万亿元）



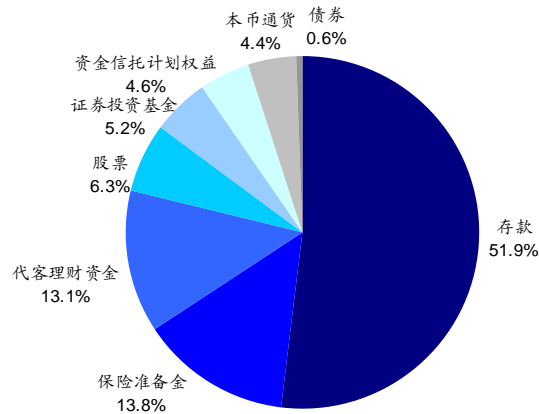
资料来源：Wind，海通证券研究所

在我国居民的金融资产中，存款比重最高，构成金融资产的半壁江山。我们测算，截至 2018 年末我国居民的金融资产中，存款规模约为 72.4 万亿元，占居民金融资产的 52%、占居民总资产的 15.6%；紧随存款之后的两类金融资产是保险和银行代客理财，规模分别约为 19.3 万亿元和 18.2 万亿元，分别占金融资产的 14% 与 13%，分别占居民总资产的 4.1% 和 3.9%。

而其他类型的金融资产规模和占比偏低。我们测算，2018 年末我国居民持有股票资产规模约 8.8 万亿元，占金融资产的 6.3%、仅占居民总资产的 1.9%；持有证券投资基金 7.3 万亿元，占金融资产的 5.2%、居民总资产的 1.6%；持有信托计划权益规模 6.5 万亿，占金融资产的 4.6%、居民总资产的 1.4%；持有债券 0.8 万亿元，占金融资产的 0.6%、居民总资产的 0.2%。

¹ 说明：理论上，居民的实物资产也包括居民拥有的汽车、家电等耐用消费品以及奢侈品等，但其体量远不及居民拥有的房地产，因而在估算中我们将房地产近似看作居民全部的实物资产。

图2 2018年中国居民金融资产构成



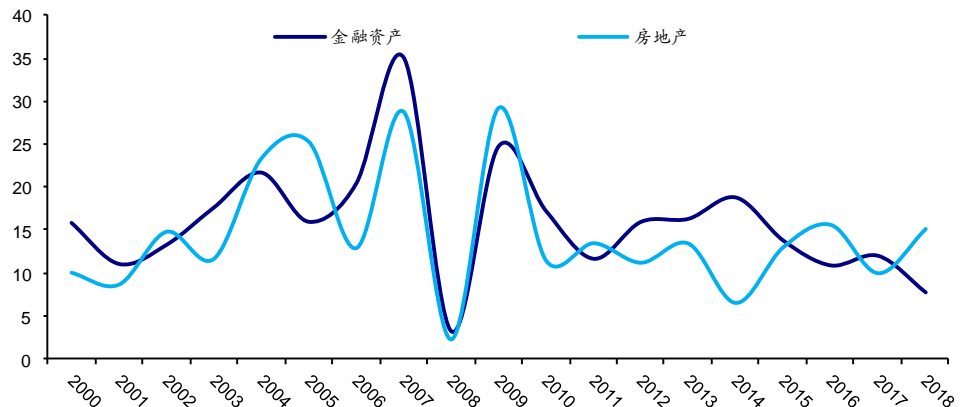
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 我国居民财富配置的演变

从存量的角度看，我国居民资产中的房地产占比一直高于金融资产，两者差距呈收窄趋势，15年后有所反复。90年代中期以来，随着金融市场的发展和居民资产配置意识的提升，我国居民总资产中的金融资产占比整体趋升，从93年的19%提高到14年的32%，而同期房地产占比则从81%降至68%。但15年之后，由于地产刺激政策和房价上涨预期较强、而同期股指高位回落，居民配置地产的比重有所回升，15年以来，房地产在居民资产中的占比回升2个百分点，金融资产占比略有下降。

2010年以来，居民金融资产与房地产增速此消彼长。2006年以前我国处在高速增长阶段，居民财富也快速增加，金融类和实物类资产增速都处在上升周期。2006-2010年，经济过热、股市牛市、金融危机等事件对居民财富带来显著影响，金融资产和房地产增速同涨同跌。而2010年以后，随着经济和居民资产增速同步放缓，金融资产与实物资产规模增速更多地呈现此消彼长的特征。一方面，我国居民金融资产中最主要的构成仍是存款，购房消耗居民储蓄；另一方面，部分年份房价上涨预期强于股市，购房的大额资金需求也挤出了居民对证券、基金等金融资产的配置。

图3 中国居民所持金融资产、房地产规模增速（%）



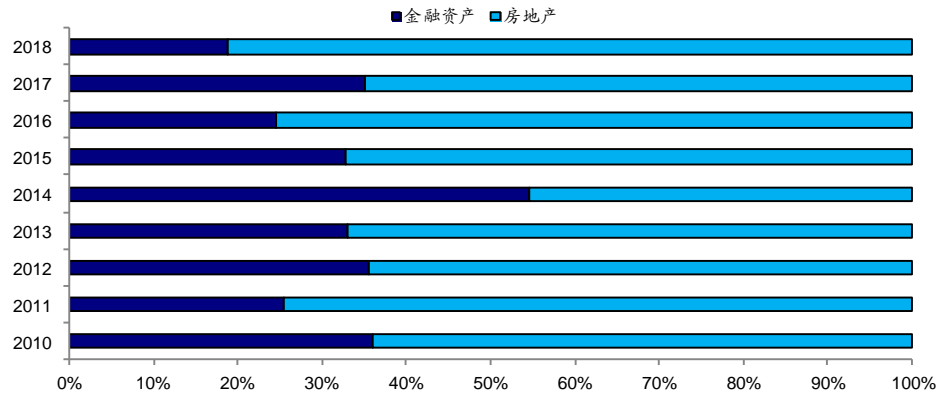
资料来源：Wind，海通证券研究所

而从增量的角度看，也并非每一年的居民新增资产都是房地产占大多数。2010、2012、2014、2017年，新增金融资产的占比都超过35%，房地产比重低于65%，而2014年新增金融资产占居民新增总资产的比重达55%，首次超过了房地产的占比。

14年我国居民的新增财富减少了向地产的流入、增加了对金融市场的配置。拿13年居民新增资产的结构和14年相比，房地产的比重下降了约22个百分点，而减少的这部分比例基本都流向了金融市场相关的领域，其中，14年的居民新增财富中，股票的比

重提高了 10 个百分点、理财提高了 6 个百分点、基金提高了 4 个百分点。

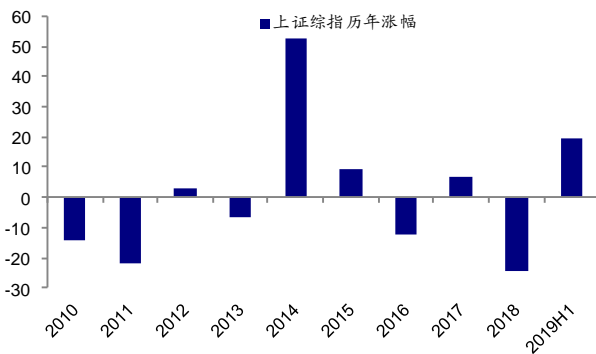
图4 每年中国居民新增资产的构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

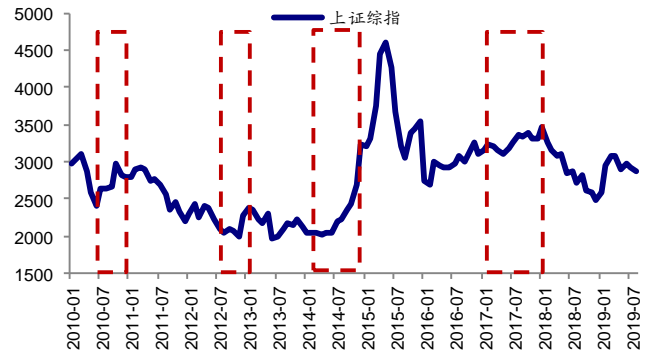
居民对金融资产的配置受到金融市场表现的影响。我国居民的金融资产中，虽然存款比重最大，但规模相对稳定，而股票、基金、理财等由于与金融市场相关，收益的波动更大、规模变化也比较大，其实是影响居民金融资产配置比重的关键。在居民对金融资产配置比例较高的年份，往往股市都有至少长达半年的上涨过程。尤其是 14 年股市经历大牛市，上证综指涨幅超过 50%，一方面使得居民持有股票的财富市值明显提升，另一方面也吸引了居民将更多资金配置到金融市场相关的资产。

图5 上证综指历年涨幅 (%)



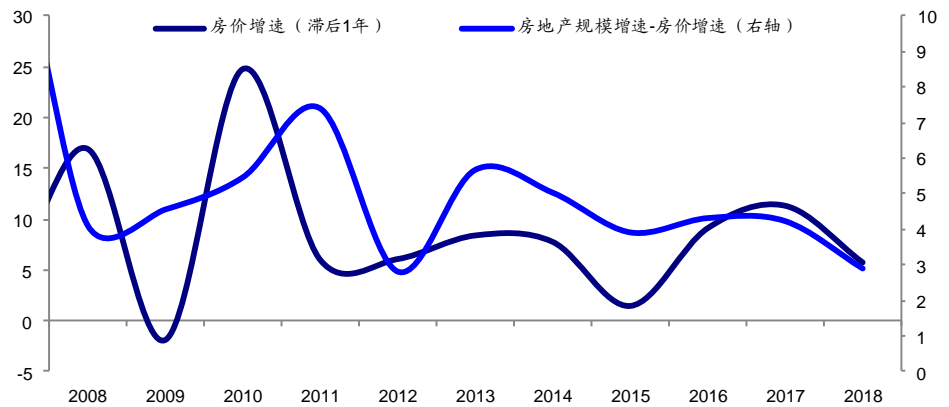
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 上证综指走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

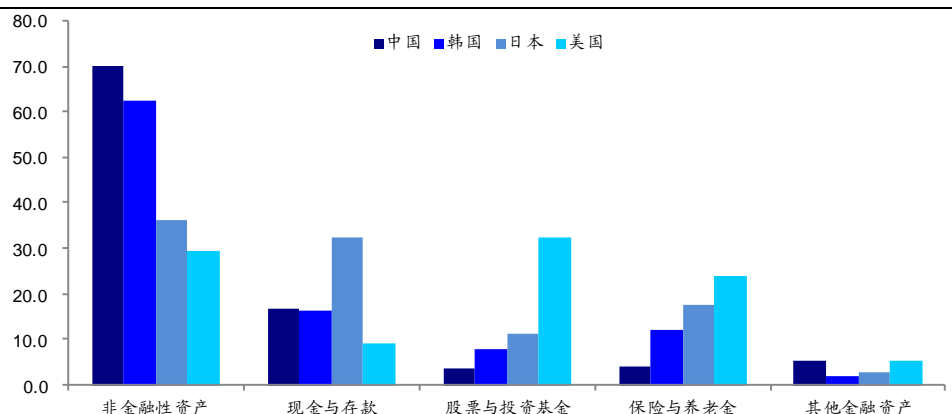
而居民对房地产的配置，在 13 年后主要受房价上涨和预期的影响。14 年居民增加股票而减少对地产配置，另一个原因在于 14 年初开始房价涨幅就见顶回落。将居民财富中房地产规模的增速减去平均房价增速，得到的差可以近似看作持有房地产面积的增速。这一差值在 13 年以来基本与滞后一年的房价涨幅同步，也就是说随着人口因素对居民配置地产拉动的减弱，房价涨幅似乎成为了居民财富对房地产配置的领先指标，房价上涨的预期引导了居民配置房地产的行为。而 15 年开始的新一轮房价大幅上涨，也恰恰导致了 16 年后居民财富中房地产比例的再度回升。

图7 中国平均房价增速、居民房地产规模增速与平均房价增速之差 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，此处房价增速采用全国商品房销售均价计算

1.3 告别全民炒房，增配金融资产

我国的居民财富过于集中在房地产，而股票、基金及保险的配置偏低。与美国、日本、韩国相比，我国居民的财富呈现出过于集中配置在房地产的特征，占比高达70%，韩国虽然也很高，但非金融资产也只占其居民总资产的62%。我国居民财富中的金融资产比重只有30%，现金及存款虽然是最主要的形式，但从占总资产的比重来看，并没有特别高。我国金融资产的偏低主要是因为配置的股票和基金、保险和养老金比例在这几个国家中最低，这几类资产合计仅占我国居民总资产的8%，而韩国、日本、美国这一比例分别约在20%、30%和56%。

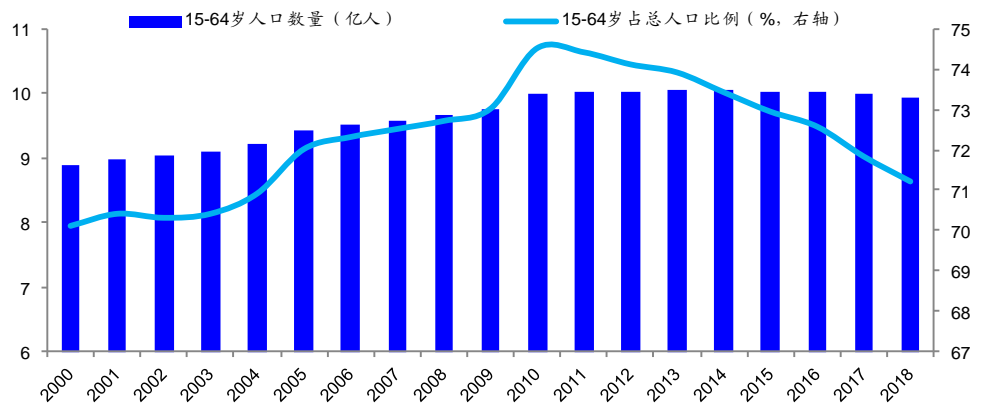
图8 中、韩、日、美四国的居民资产配置结构 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，中国和美国为2018年数据，日本和韩国为2017年数据

结合国内外的经验不难发现，不同资产的收益表现很大程度上影响着居民财富的配置，而这背后又与不同的经济政策方向密不可分。美国在80年代后，发展科技和服务业，鼓励和引导长期资金进入资本市场、支持实体经济发展，这本身就提高了居民对金融资产的配置，而随后开启了一段股市长期上涨，又导致居民对金融资产的配置进一步增加；14年我国股市大幅上涨，居民新增财富一度超过一半配置到了金融资产，但随着15年之后重新刺激地产、棚改货币化助力、房价大幅上涨、居民加杠杆购房，房地产在我国居民财富中的比例又重新回升。因此，未来居民财富配置的结构变化，直接原因要看资产的收益率表现，而追根究底则要看政策方向与经济增长的模式。

我们认为，未来我国居民资产中房地产的比例仍将趋降。一方面，随着人口红利见顶，住房需求将下滑。我国上一轮出生人口高峰在80年代后期，劳动年龄人口数量在2013年见顶，这意味着住房需求高峰已经见顶，而18年我国新出生人口仅仅1523万，创下过去50年的最低水平，这意味从人口来看，住房的刚性需求将持续下滑。

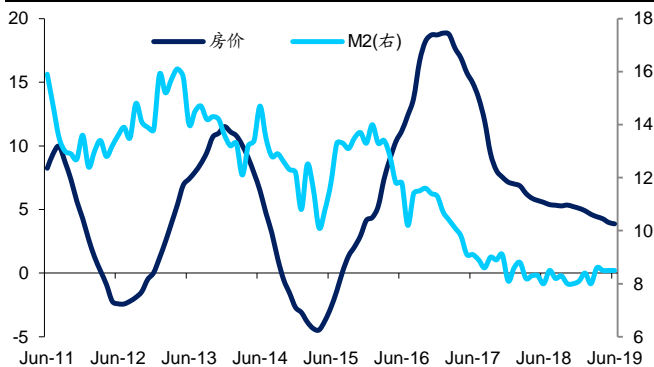
图9 中国 15-64 岁人口数量和比重



资料来源: Wind, 海通证券研究所

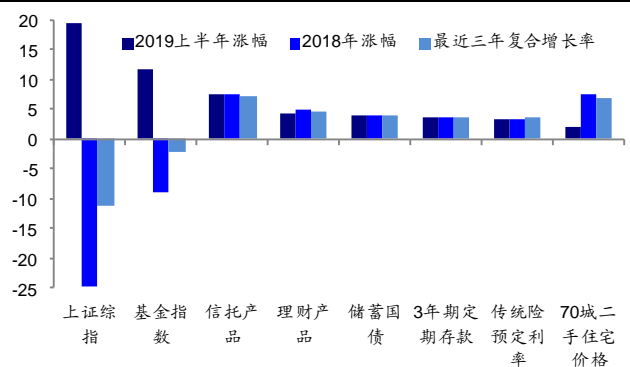
另一方面，在“房住不炒”的理念下，政策不再走刺激地产的老路，房价增长也将回归合理区间。房价的上涨预期往往引导了居民财富对房地产的配置，近年随着货币超发结束，M2 同比从 11 年 15% 左右降至当前的 8.5% 左右，房价持续上涨的动力不再。7 月政治局会议也强调，不会将房地产作为短期刺激经济的手段。这都意味着未来房价过快的上涨将很难重现。今年上半年，我国 70 个大中城市二手住宅价格涨幅仅有 2.2%，不仅较过去三年明显回落，也远低于上半年其他各类代表性资产的涨幅。随着经济不再过度依赖地产刺激、房价上涨的预期逐渐扭转，未来居民对于房地产配置的比例也将重新趋降。

图10 中国 M2 与房价同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 不同时期我国各类代表性资产的收益率 (%)

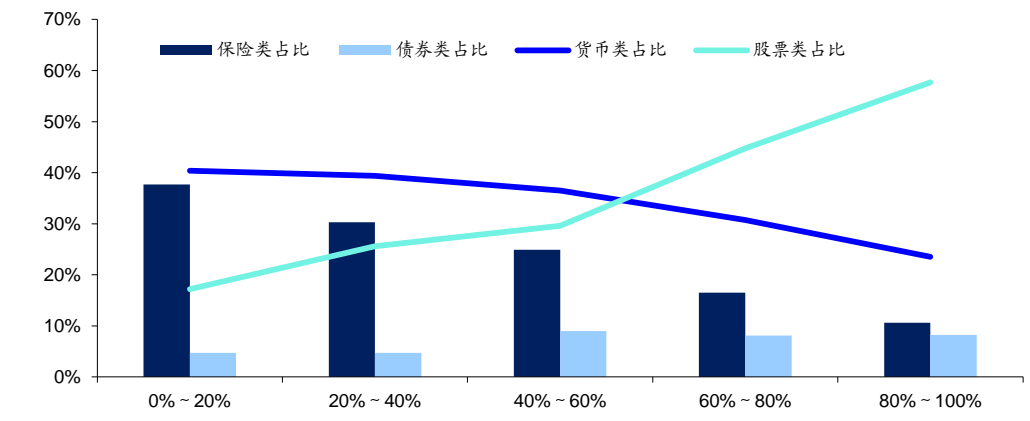


资料来源: Wind, 海通证券研究所

与此同时，居民对金融资产，尤其是股票、基金等资产配置的提升依然可期。我国未来告别举债刺激经济的模式、进入高质量发展阶段，也将实现资本市场发展为新兴产业融资，而新兴产业为资本市场提供优质投资标的。今年以科创板为契机带来的一系列资本市场制度改革，正不断优化我国的金融市场环境。新兴产业的蓬勃发展又将为我国资本市场带来大量的投资机会，给股市长期向好奠定基础。

并且伴随收入的增长，居民对股票和债券类金融资产的配置也会增多。西南财经大学联合广发银行发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》调查表明，资产水平较高的家庭，往往资产管理意识更强，更青睐高收益高风险资产。我国人均 GDP 从 2000 年的 0.8 万元已经上升到 2018 年的 6.5 万元，未来随着居民可支配收入的进一步上升和家庭财富的积累，会有越来越多的居民选择增配证券类的金融资产。

因此，随着告别全民炒房时代，居民财富增配金融资产将是大概率趋势。

图12 2018年我国不同资产水平下的家庭资产配置结构


资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，海通证券研究所，横轴为资产水平分位数

2. 海外：美联储7月会议如期降息，韩国出口连续8个月下滑

2.1 美联储7月会议如期降息

美联储7月议息会议以8:2的票数，通过下调联邦基金目标利率25BP至2.00%-2.25%的决定，符合市场预期，同时宣布于8月1日提前结束原计划两个月后完成的缩表。美联储主席鲍威尔表示，此次降息有保险和风险管理的考量，是应对全球经济增长疲软带来的下行风险、贸易问题带来的不确定性以及支持通胀回升，他认为此次降息不意味着开启了新一轮的漫长宽松，但降息也不只有一次，有可能再降，其表态不及市场预期的鸽派。

美国发布7月PMI、非农数据。上周四，美国发布7月ISM制造业PMI指数为51.2，创16年8月以来新低，不及预期52.0，前值51.7。上周五，美国劳工部公布7月新增非农就业人数16.4万，符合市场预期，美国失业率3.7%，与6月持平，非农私人企业平均时薪增长温和，环比0.3%，同比3.2%。

2.2 韩国出口连续第8个月下滑

英国维持利率不变，巴西降息幅度超预期。上周四，英国央行宣布维持利率不变，同时下调2019年GDP增速预期0.2个百分点至1.3%，上调未来一年通胀预期0.18个百分点至1.9%。美联储宣布降息后，巴西央行降息50BP至6%，超出市场预期。该央行声明，未来通胀的良性情境得到巩固，进一步调整刺激力度成为可能。此外，中国香港、阿联酋、巴林、沙特因货币均锚定美元，紧随美联储降息25BP。

上周四，韩国公布7月出口同比下跌11%，为连续第8个月下滑，其中韩国7月半导体出口同比锐减28.1%，石化产品、石油制品出口分别下降12.4%、10.5%，汽车出口增长21.6%。

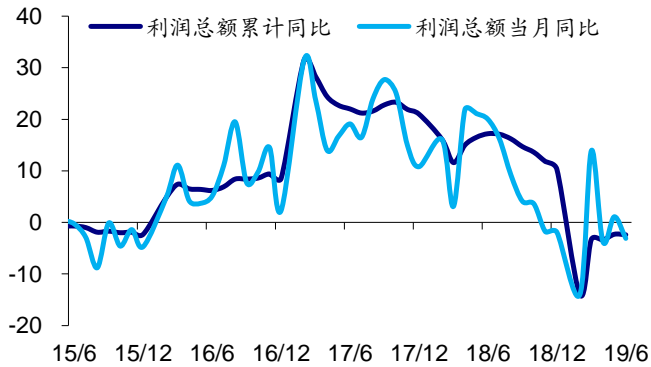
3. 国内经济：制造业景气改善

3.1 工业利润增速转负

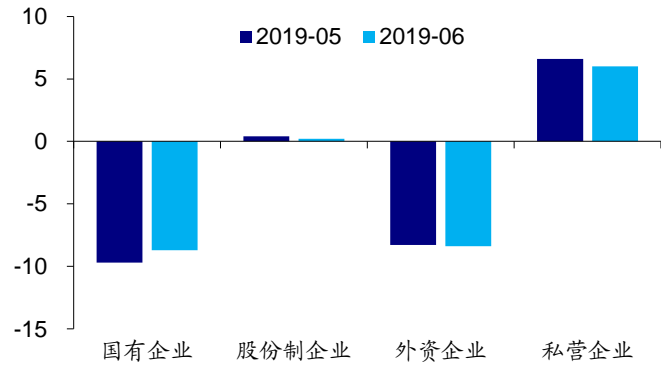
工业利润增速转负。1-6月规模以上工业企业利润总额同比增速-2.4%，较1-5月基

本持平，其中6月当月增速下滑转负至-3.1%。19年上半年工业利润增速较18年明显下滑，并由正转负，主要缘于营业收入增速放缓、营业收入利润率同比下滑，以及汽车、石油加工以及钢铁等行业拖累。

国企殿后，民企领跑。分经济类型看：1-6月国有及国有控股工业企业利润增速降幅略收窄至-8.7%，依然殿后；私营工业企业利润增速略回落至6.0%，继续领跑；股份制企业企业和外资企业利润增速分别稳定在0.2%、-8.4%。

图13 规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)


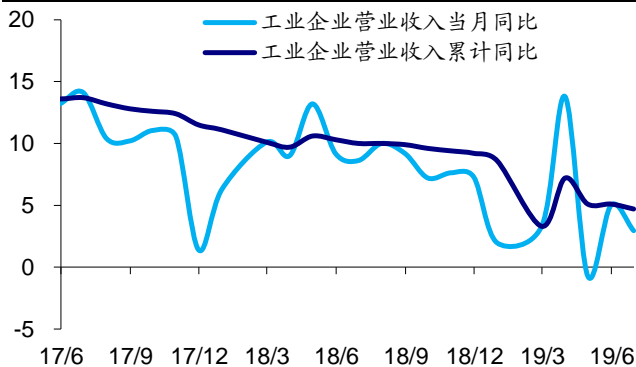
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 规模以上工业企业利润总额同比增速：分经济类型 (%)


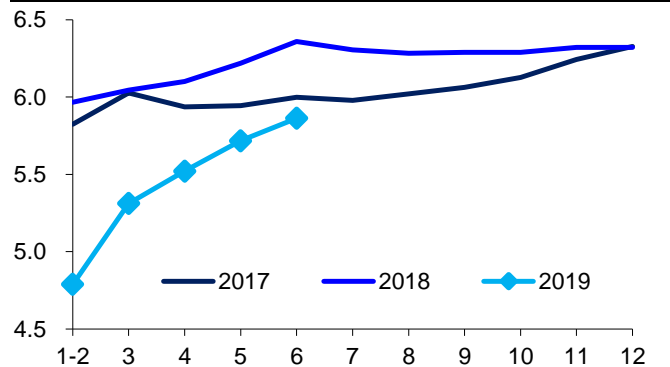
资料来源：Wind，海通证券研究所

工业收入增速回落。1-6月规模以上工业企业营业收入同比增速回落至4.7%，其中6月当月增速回落至2.9%。6月工业企业销售、生产增速一降一升，走势背离，反映工业生产虽旺，但需求再度转凉。

工业利润率回升仍低。1-6月工业企业每百元营业收入中的成本费用合计为92.99元，同比增加0.43元。因而1-6月工业企业营业收入利润率虽继续回升至5.86%，但同比依然偏低。

图15 规模以上工业企业主营业务收入同比增速 (%)


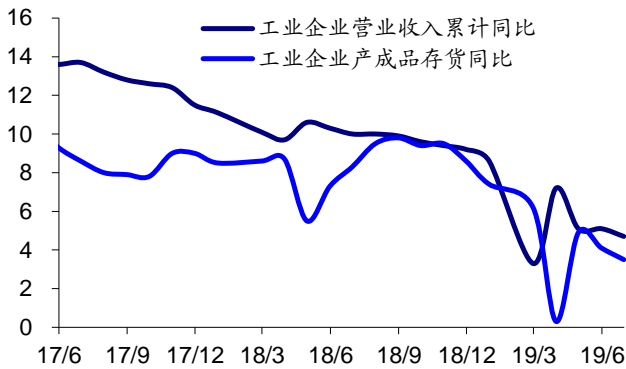
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

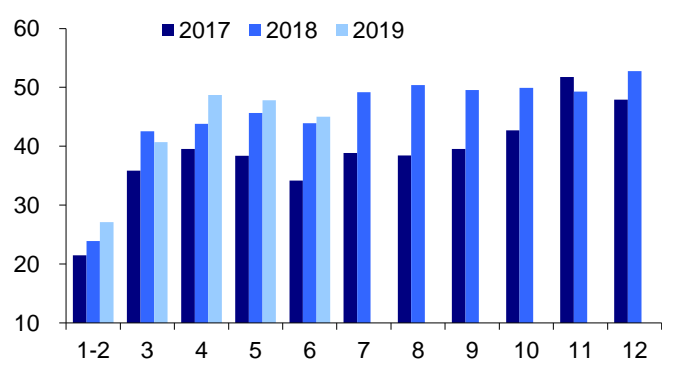
企业库存继续去化。6月工业企业产成品存货增速继续回落至3.5%，而6月库存收入比45.0%，仍远高于过去两年同期，均指向库存压力较大、仍待去化。库存增速重回下行通道，且库存收入比依然偏高，指向当前仍在主动去库存。

图17 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

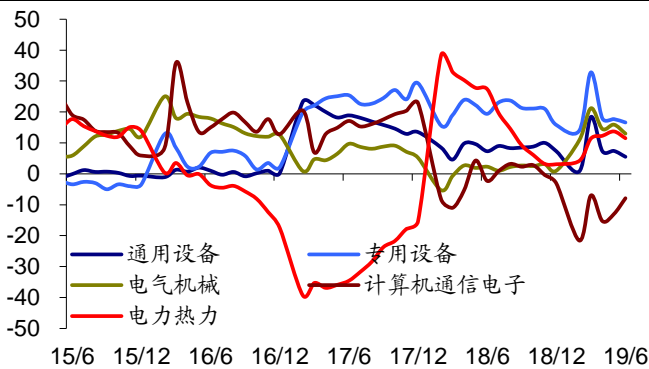
图18 工业企业历年各月库存销售比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

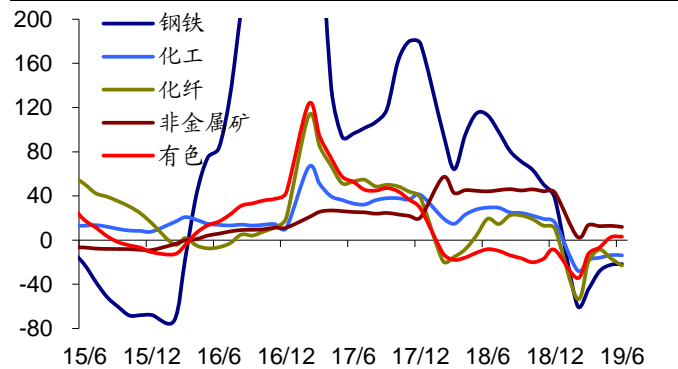
分行业利润涨少跌多。1-6月各行业利润增速涨少跌多,其中:下游普遍下滑,汽车降幅收窄,食品、饮料、服装、医药均下滑;中游涨少跌多,通信电子增速回升,通用设备、专用设备、电气机械、电力热力均下滑;上游涨跌互现,钢铁、有色、煤炭增速上升,化工、化纤、建材均下滑。

图19 中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)

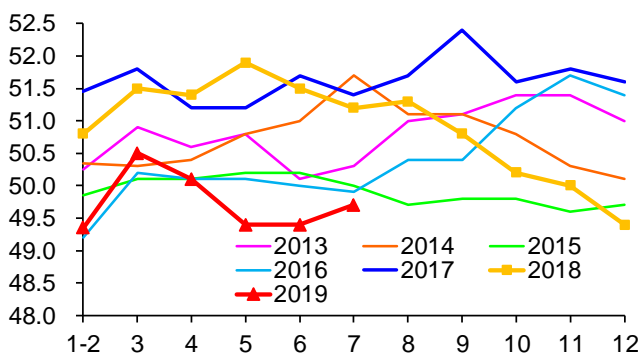


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 制造业景气改善

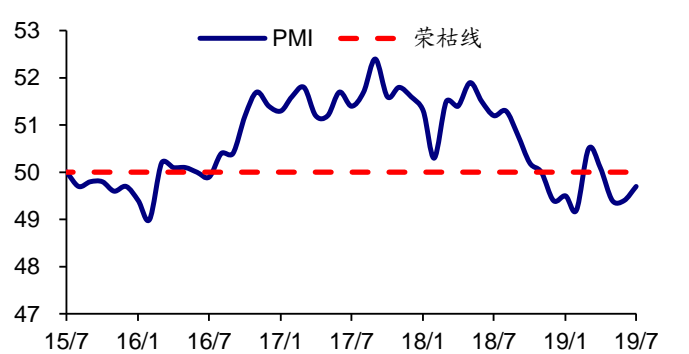
7月制造业PMI首现回升。19年7月全国制造业PMI为49.7%,较6月回升0.3个百分点,虽仍在线下,但与荣枯线更为接近,指向制造业景气有所改善。主要分项指标中,需求、生产均现好转,价格回升,库存去化。分规模看,大型企业PMI由线下升至线上,中、小型企业PMI线下回落。

图21 全国制造业PMI综合(历年月度比较)(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 全国制造业PMI综合(%)

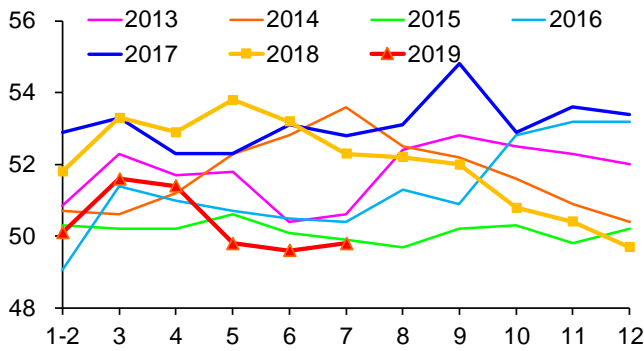


资料来源: Wind, 海通证券研究所

需求有所好转。7月新订单指数由6月的49.6%略升至49.8%,虽仍在13年以来同期新低,但较上月有所好转,指向内需仍较稳健。7月新出口订单指数自6月的46.3%

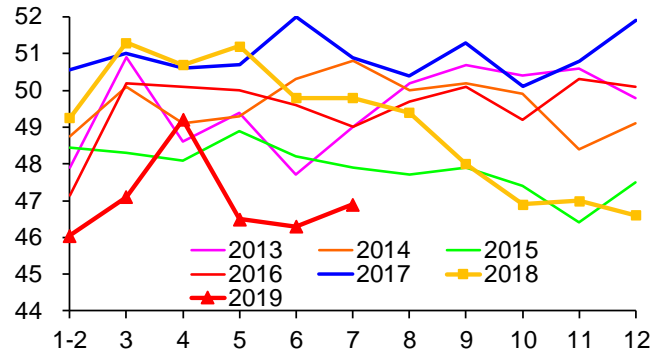
回升至 46.9%，而新订单与新出口订单指数之差有所回落，指向受中美贸易摩擦短期缓和影响，外需改善力度较大。

图23 全国制造业 PMI 新订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

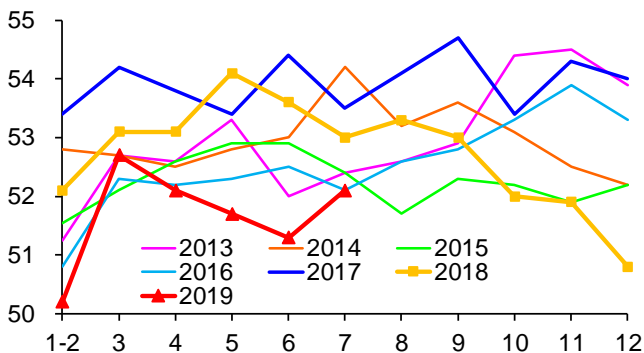
图24 全国制造业 PMI 新出口订单 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

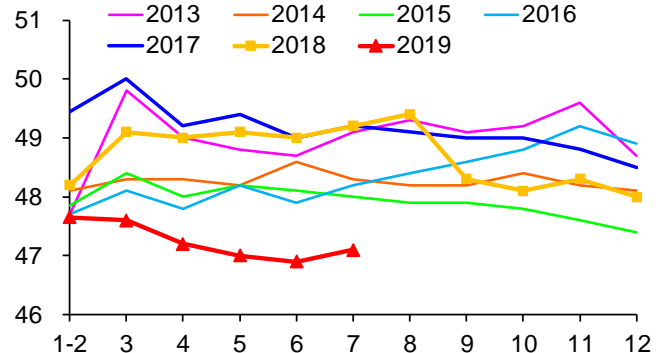
生产改善仍弱，就业由降转升。7月生产指数由6月的 51.3%回升至 52.1%，持平在 13 年以来同期新低，而 7 月发电耗煤增速降幅扩大至 -14%，与生产指数走势背离，意味着生产或仅是弱改善。7 月份从业人员指标由 6 月的 46.9%回升至 47.1%，虽仍在 13 年以来同期新低，但止住了连续三个月的下滑趋势，指向制造业企业用工量有所改善，就业压力边际减弱。当前经济增长对就业的承载力已然大幅上升，全年城镇就业目标的完成并非难事。

图25 全国制造业 PMI 生产指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

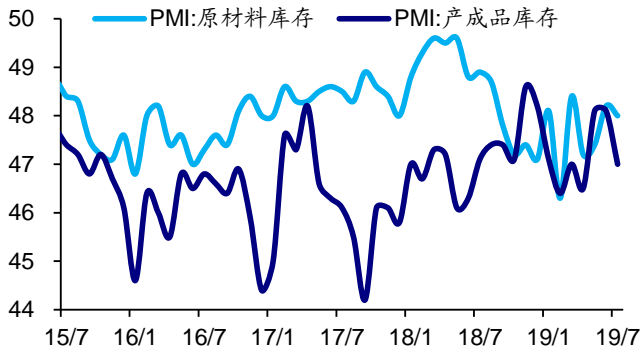
图26 全国制造业 PMI 就业指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

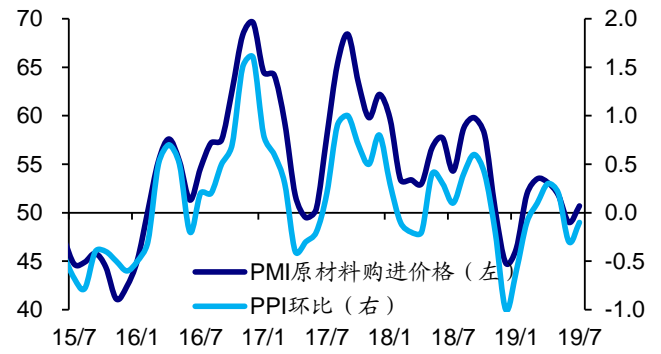
价格回升，库存去化。7月原材料购进价格指数由6月的 49%回升至 50.7%，出厂价格指数同步回升至 46.9%，而 7 月以来国际油价、国内煤价、钢价均先涨后跌，预测 7 月 PPI 环降 0.1%，同比降幅扩大至 0.2%。7 月原材料库存指数由 6 月的 48.2%回落至 48%，产成品库存指数自 6 月的 48.1%回落至 47%，需求、生产有所改善，令库存双双去化。

图27 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)

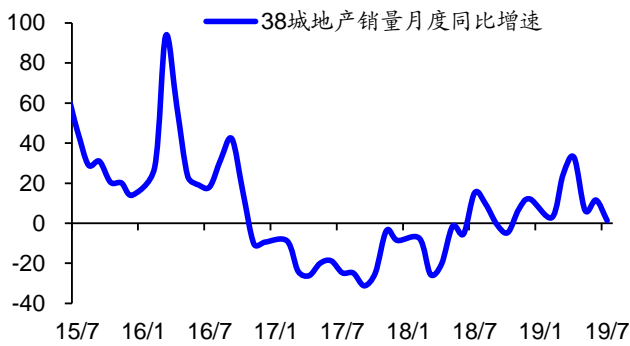


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 需求有所放缓

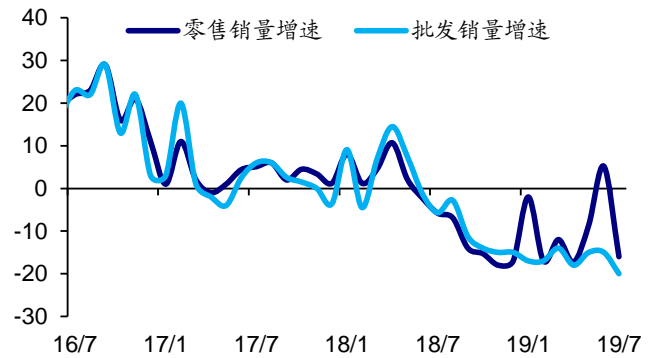
地产销量走低, 汽车批零回落。7月38城地产销量增速回落至1.3%, 较6月有所下滑, 且各线城市销量增速同步走低。7月前四周乘联会乘用车批发、零售销量增速双双下行, 分别降至-20%、-16%。

图29 38城地产销量月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

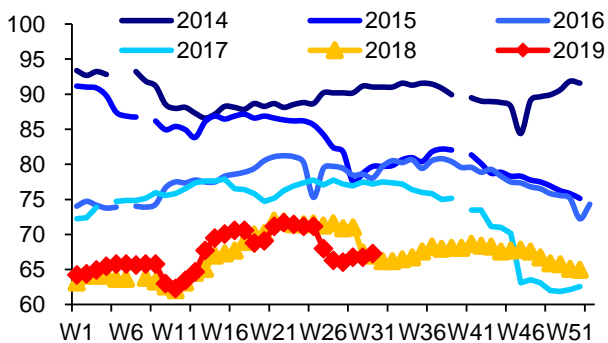


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 生产维持低位

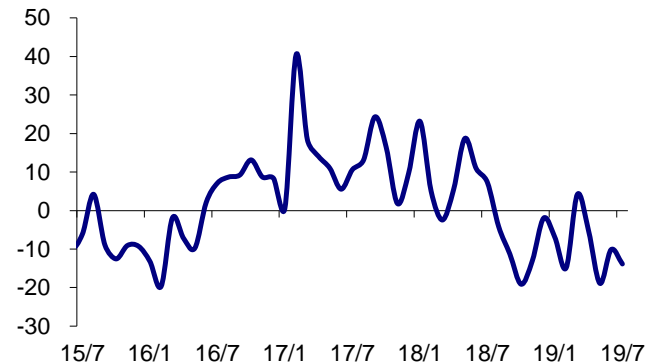
高炉开工略有回升, 发电耗煤降幅扩大。上周高炉开工率略升至67.3%, 高于去年同期水平, 但依然偏低。7月六大集团发电耗煤同比增速-13.9%, 降幅较6月有所扩大, 指向工业生产仍弱。

图31 历年各周全国高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)



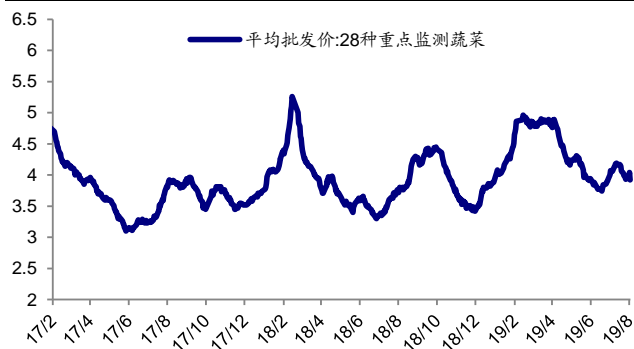
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价：通胀压力下降

4.1 食品价格回落

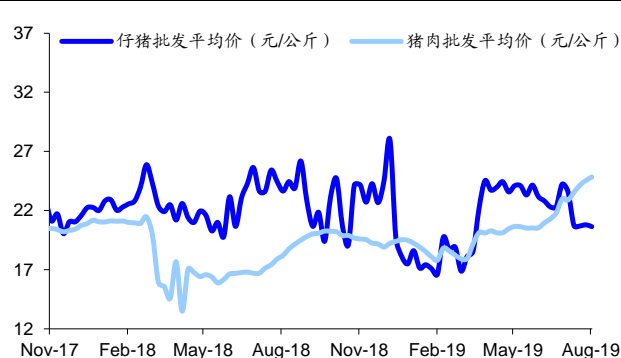
上周猪价、禽价、蛋价继续上涨，但蔬菜、水果价格下跌，食品价格环比上周回落 0.3%。

图33 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 猪肉批发价格（元/公斤）

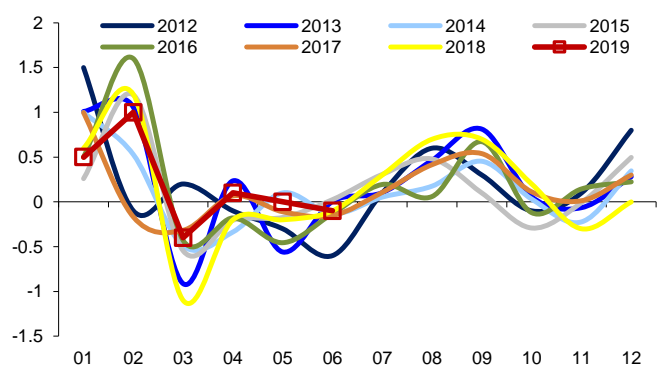


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 CPI 短期稳定

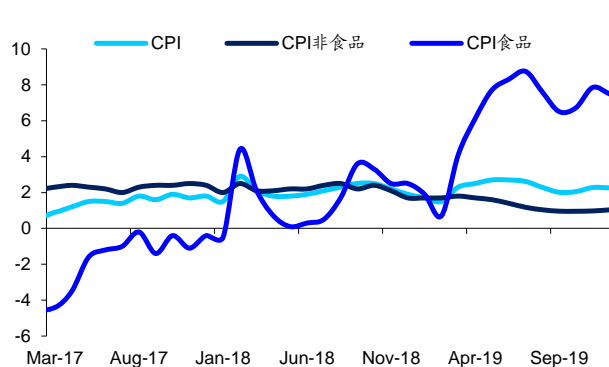
7月以来食品价格小幅回升，7月商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 1.5%和 0.8%，预测 7月 CPI 食品价格环涨 1%，7月 CPI 稳定在 2.7%。

图35 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

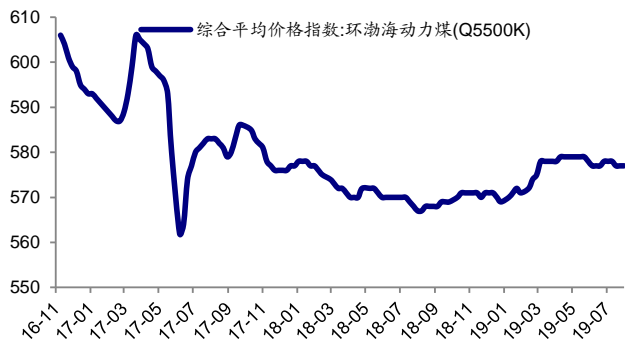
图36 CPI 同比及成分同比走势预测（%）



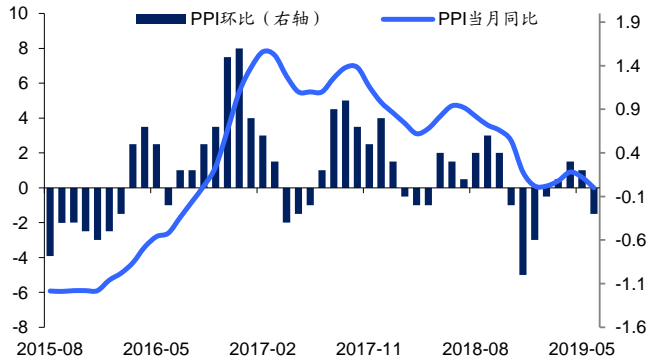
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 PPI 继续回落

7月份以来国际油价、国内煤价、钢价均先涨后跌，截止目前7月港口期货生资价格环比下跌 0.2%，预测 7月 PPI 环比下跌 0.1%，同比降幅扩大至 0.2%。

图37 环渤海动力煤价格(元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 PPI 同比及环比 (%)


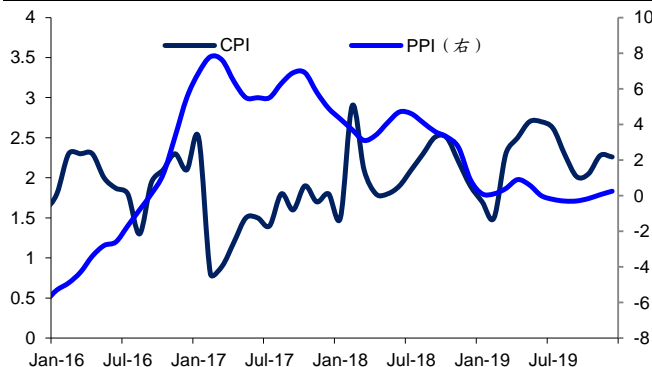
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀压力下降

年初以来,猪价、水果价格大幅上涨,拉动食品价格以及CPI上行。但在工业品价格方面,2季度以后国际油价、国内煤价、钢价均上行乏力,进入7月以来商品价格明显回调,因而PPI以及核心CPI依然趋于下行,整体通胀压力也有望在未来明显下降。

图39 农产品批发价格 200 指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图40 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


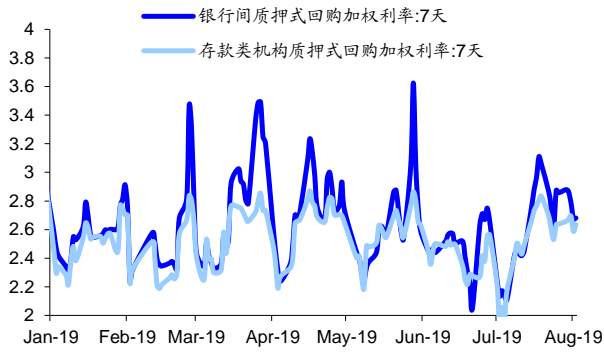
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 流动性: 货币松紧适度

5.1 货币利率稳定

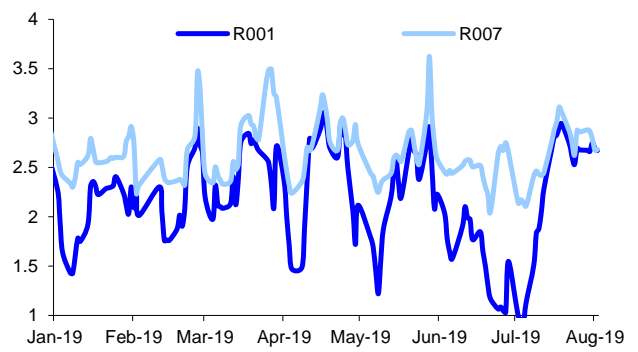
上周货币利率保持稳定,其中R007均值下行1bp至2.78%,R001均值上行4bp至2.69%。DR007上行3bp至2.65%,DR001上行4bp至2.63%。

图41 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42 R001 和 R007 (%)

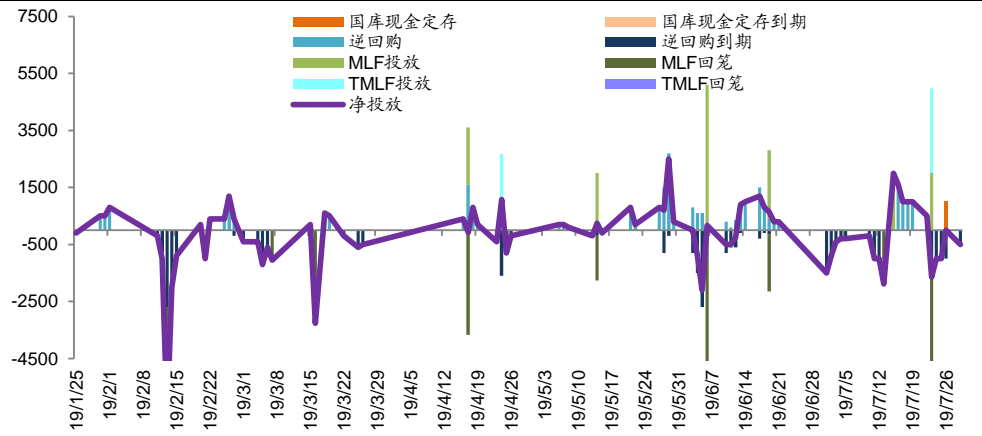


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.2 央行小幅回笼

上周央行再度暂停逆回购操作, 公开市场逆回购到期回笼 500 亿。

图43 央行公开市场操作(亿元)

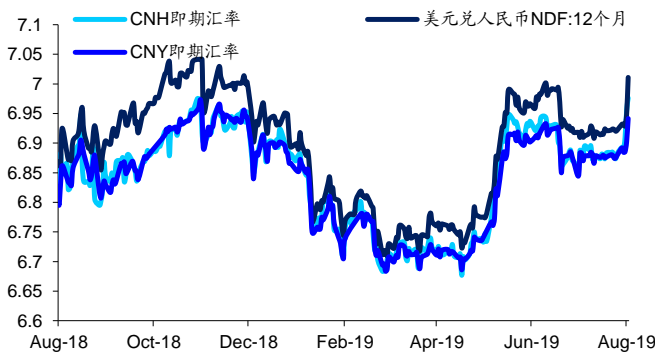


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅贬值

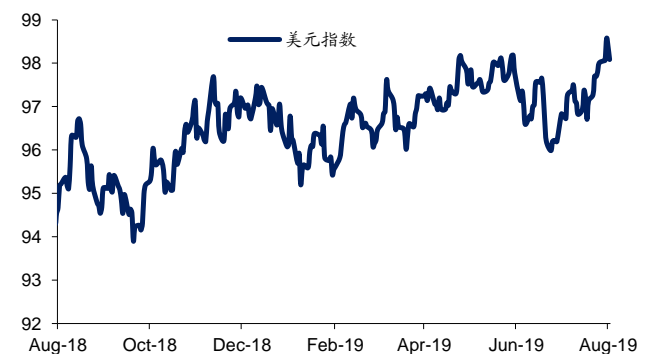
上周美元指数反弹, 人民币汇率小幅贬值, 在岸与离岸人民币分别贬至 6.94 与 6.97。

图44 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图45 美元指数

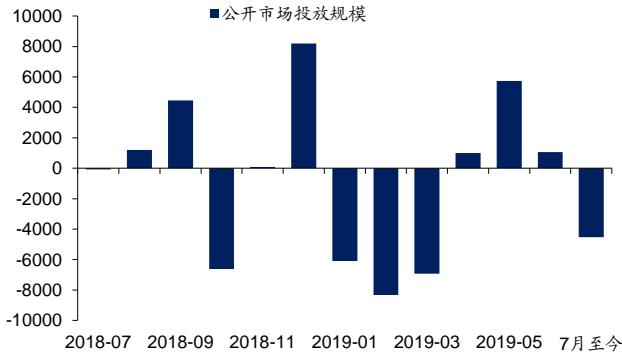


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 货币松紧适度

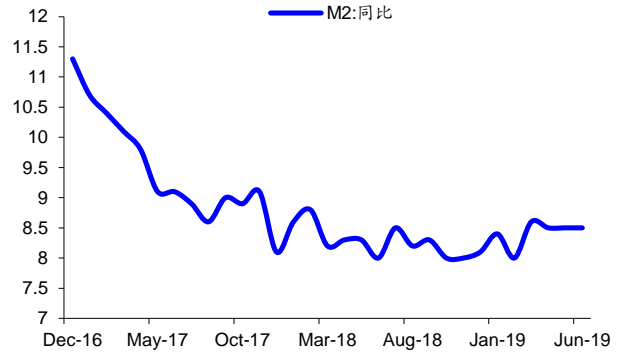
上周央行召开会议，称下半年要坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调，保持流动性合理充裕，引导广义货币供应量和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配。要加强政策协调配合，加快疏通货币政策向实体经济的传导机制，进一步激发市场微观主体活力。要坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战。要发挥牵头抓总作用，进一步深化金融供给侧结构性改革，有效降低企业实际融资成本。

图46 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47 M2 同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：不刺激强改革

不刺激强改革。中共中央政治局会议表示，经济下行压力加大，但“化危为机”反映对下半年仍较为积极。展望下半年，政策或维持“不刺激+强改革”的组合。在稳增长政策方面，会议保持定力，强调“房住不炒”，剑指“最终需求”，并以有效支持民企、金融支持实体为两大抓手。而会议也强调下半年要“通过深化机制体制改革来增添经济发展活力和动力”，以国企改革为首的一系列机制体制改革值得期待！

促进文旅消费。国常会确定促进文化和旅游消费的措施：鼓励各地实施景区门票减免、淡季免费开放、演出门票打折等政策；鼓励举办文化旅游消费季等活动，支持邮轮游艇旅游等新业态发展；发展文化和旅游场所夜间餐饮、购物、文化演出等。

就业政策优先。国常会表示，加大力度落实就业优先政策，持续保持比较充分的就业；严密关注劳动密集型企业就业情况，建立失业风险预警机制，支持企业稳岗，引导支持产业向中西部有序转移；推动就业支撑措施抓紧落实到位；对高校毕业生、退役军人等重点群体推出更有针对性的就业服务和扶持政策；完善新就业形态支持政策，促进零工市场、灵活就业等健康发展。

7. 日历：聚焦 8 月上旬数据

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			
2019/08/07	上周 API 原油库存变化(万桶)	--	-602.4
2019/08/07	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	--	-849.6
2019/08/08	上周季调后初请失业金人数(千人)	--	215
2019/08/09	7 月生产者物价指数同比	1.7%	1.7%
欧洲			
2019/08/09	德国 6 月季调后贸易帐(十亿欧元)	--	20.6
中国			

2019/08/05	7月财新服务业采购经理人指数	52	52
2019/08/05	7月财新综合采购经理人指数	--	50.6
2019/08/07	7月底外汇储备(十亿美元)	3108.00	3119.23
2019/08/08	7月贸易帐(十亿美元)	44.05	50.98
2019/08/08	7月美元计价出口(同比)	-1.1%	-1.3%
2019/08/08	7月美元计价进口(同比)	-9.0%	-7.3%
2019/08/09	7月末M2货币供应(同比)	8.4%	8.5%
2019/08/09	7月社会融资规模(十亿元)	1650.0	2260.0
2019/08/09	7月新增人民币贷款(十亿元)	1250.0	1660.0
2019/08/09	7月末M0货币供应(同比)	--	4.3%
2019/08/09	7月末M1货币供应(同比)	4.7%	4.4%
2019/08/09	7月工业品出厂价格指数(同比)	0.0%	0.0%
2019/08/09	7月居民消费品价格指数(同比)	2.7%	2.7%

资料来源：海通证券研究所根据相关资料整理

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljli11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
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
郑子勤(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
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 lgg12371@htsec.com
吴佳桢 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 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 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 张恒珺 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 衣楨永(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

蔡轶清(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 liwj@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
 杨伟昕(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 010-5806 7936 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