

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 30 期：生产弱势改善》2019.08.08

《Manufacturing prosperity improved, and inflationary pressure declined》2019.08.09

《制造业景气改善，通胀压力下降》2019.08.04

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

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

特朗普的软肋在哪里？ ——海通宏观每周交流与思考

投资要点:

- **民调落后的总统。**目前特朗普的首要目标是争取明年连任总统，而在民主党的候选人拜登宣布参选总统之后，就一直是特朗普最大的威胁。据统计，最近两个月美国举行了 8 次总统选举有关的民调，这八次民调中拜登的支持率全部大幅领先于特朗普。其实在上一轮的大选中特朗普的民调也是一直落后，但最终赢得了选举。民调数据本身并没有错，在 2016 年的大选中，最终希拉里的支持率是 48.2%，高于特朗普的 46.6%。因此，希拉里并不是输在了支持率上，而是输在了美国的选举制度上。
- **少数可以决定多数。**美国并非是一人一票的直接选举制，而是所谓的选举人团的间接选举制，使得选票向人少的州倾斜，这就给其总统竞选留下了一个巨大的漏洞。美国人口最少的 41 个州，只占美国总人口的 45.8%，但是其选举人票占总选票的 52.4%。而且美国选举大多是赢家通吃的模式，也就是支持率超过一半就可以拿走所有选票。因此，在最极端的情况下，哪怕民调支持率只有 22.9%，但只要赢了人口最少的 41 个州，理论上也有可能当上总统。特朗普的胜利其实就是少数人的胜利，在美国历史上一共只出现过 5 位少数派总统，特朗普就是其中的一个。
- **落后可以决定领先。**如果看一下 2016 年的美国大选结果地图，可以发现希拉里的选票集中在美国东部和西部，而特朗普的选票集中在美国中部。西部有着科技重镇加州，东部有着金融中心纽约，而密歇根，俄亥俄等铁锈带都位于中部。如果全靠市场竞争，东部和西部会越来越发达，而中部人会越来越少。但是美国的选举制度则给弱者留下了一张选票王牌，而特朗普则是靠这张王牌成功上位。但靠什么来帮助穷人，特朗普并没有动力劫富济贫，而是靠全面减税和降息等短期刺激，并寄希望通过关税政策在国外剪羊毛，但这些其实都是短期化的政策。
- **美国衰退风险上升。**恰恰是特朗普的经贸政策，给美国经济未来带来了衰退的巨大风险。首先，由于全球供应链高度一体化，美国增加关税的决策增加了产业的不确定性，使得企业减少投资，2 季度美国的投资增速全面转负。其次，经贸摩擦会打击市场预期和金融资产价格，而美国居民财富的 70% 都是金融资产。过去的 1 年多当中，特朗普有三次宣布实施了较大规模的关税计划，无一例外地都使得美股在短期大幅下跌，前两次都导致了经济下滑，这一次应该也不会例外。最后，上周 10 年期美债利率下行 30bp，国债利率曲线大幅倒挂，预示经济衰退不远。
- **经济才是关键因素。**从美国历史来看，现任总统虽有行政资源的优势，但不能保证连任成功。在过去的 50 年当中，连任失败的 3 位总统均是在任期后期遭遇了经济衰退。特朗普上任后的工作满意度在 18 年以来见底回升，靠的是经济延续复苏，就业和工资持续增加，这说明其减税政策值得肯定，但其贸易政策则是损人害己。因此，只要我们坚持大规模减税降费政策，同时在贸易政策方面坚持开放和对等原则，在庞大内需和全球其他贸易伙伴的支持下，中国经济不会失速，反而是美国经济衰退的风险大幅上升，那么未来谁能笑到最后还不一定呢！

目 录

1. 每周交流与思考	4
2. 经济：进出口均改善	14
3. 物价：通胀虽有反弹，难掩下行压力	15
4. 流动性：汇率贬值明显	15
5. 政策：上海自贸区升级	16
6. 海外：特朗普再度施压美联储，五国央行宣布降息	16

图目录

图 1	2016 年希拉里和特朗普选前民调支持率 (%)	5
图 2	2016 年选举结果, 选举人票和普选票比例	5
图 3	理论上胜选最低支持率与败选最高支持率 (%)	6
图 4	2016 年美国大选投票地图	7
图 5	美国最富有 10 州 16 年大选支持对象 (18 年人均 GDP, 美元)	7
图 6	美国最贫穷的州 16 年大选支持对象 (18 年人均 GDP, 美元)	8
图 7	美国平均进口关税税率 (%)	9
图 8	美国投资贡献 GDP 增速以及分项贡献 (%)	9
图 9	美国 GDP 增速以及存货和地产投资贡献 (%)	10
图 10	标普 500 指数、上证指数	10
图 11	美国居民总资产增速、GDP 环比增速 (%)	11
图 12	美国国债期限利差、GDP 增速 (%)	11
图 13	美国总统执政时间、GDP 增速 (%)	12
图 14	特朗普工作满意度 (%)	12
图 15	美国失业率 (%)	13
图 16	特朗普上任以来美国新增就业 (万人)	13
图 17	中国农村贫困人口、贫困人口发生率	14
图 18	美日欧中政府债务率 (%)	14

表目录

表 1	最近两个月美国 8 次总统选举民调	4
表 2	美国各州人口对应选票与实际选票占比	6

1. 每周交流与思考

上周美国方面又进一步升级了经贸摩擦。8月5日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，这一标签不符合美财政部自己制订的所谓“汇率操纵国”的量化标准，是任性的单边主义和保护主义行为，严重破坏国际规则，将对全球经济金融产生重大影响。

8月7日，白宫发布暂行规定，禁止美国政府机构直接购买华为、中兴通讯、海康威视等中国企业的通信、视频监控或服务设备，该规定将于13日生效。这是继美国商务部将华为及其子公司纳入“实体名单”之后，对中国科技企业再下黑手。

自从特朗普出任美国总统以来，就不停在各个领域挑起中美经贸摩擦，从贸易领域升级到科技领域和金融领域，到底特朗普的底气何来，软肋又在哪里？

一、民调落后的总统。

民调长期落后。

下一届美国总统选举定于2020年11月3日举行，对于特朗普而言，目前最主要的目标是争取明年的大选连任。而在民主党的候选人拜登宣布参选之后，就一直是特朗普最大的威胁。

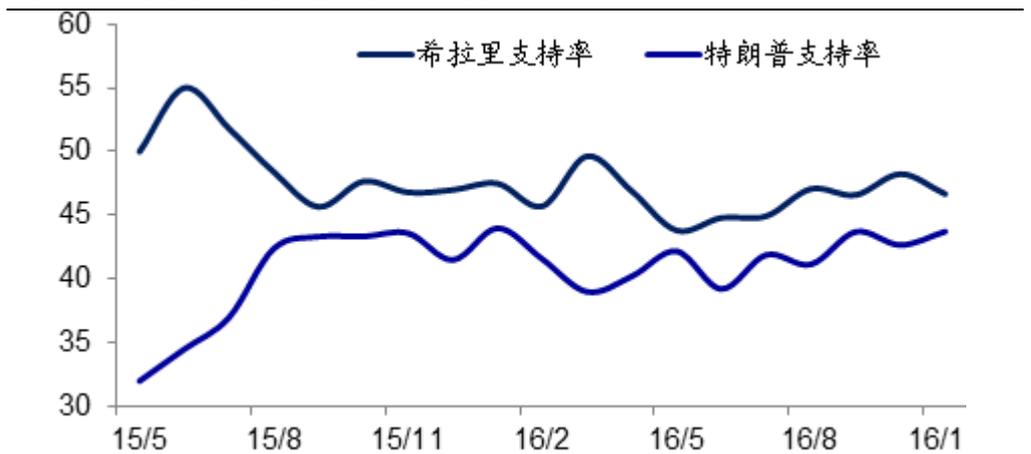
根据美国 Realclearpolitics 网站的统计，最近两个月美国举行了8次总统选举有关的民调，这八次民调中拜登的支持率全部领先于特朗普，其中最大领先13%，最小领先2%。平均来看，拜登的支持率是51%，远高于特朗普的43%。

表1 最近两个月美国8次总统选举民调

时间	民调机构	特朗普	拜登	拜登领先
8月1日-5日	SUSA	42%	50%	8%
7月25日-8月1日	IBD/TIPP	41%	54%	13%
7月27日-29日	Emerson	49%	51%	2%
7月21日-23日	Fox News	39%	49%	10%
7月7日-9日	NBC/WSJ	42%	51%	9%
6月28日-7月1日	ABC/WP	43%	53%	10%
6月23日-7月2日	Rasmussen	44%	48%	4%
6月6日-19日	Quinnipiac	40%	53%	13%
	平均	42.5%	51.1%	8.6%

资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所

其实特朗普的民调不止是现在落后，在上一轮的大选中也是一直落后。自从2015年宣布竞选之后，希拉里的民调几乎一直领先于特朗普，哪怕是在大选前的最后一周，美国举行的10个总统选举民调中有9个都是民主党的希拉里领先，希拉里的支持率最多领先6%，平均领先3%。

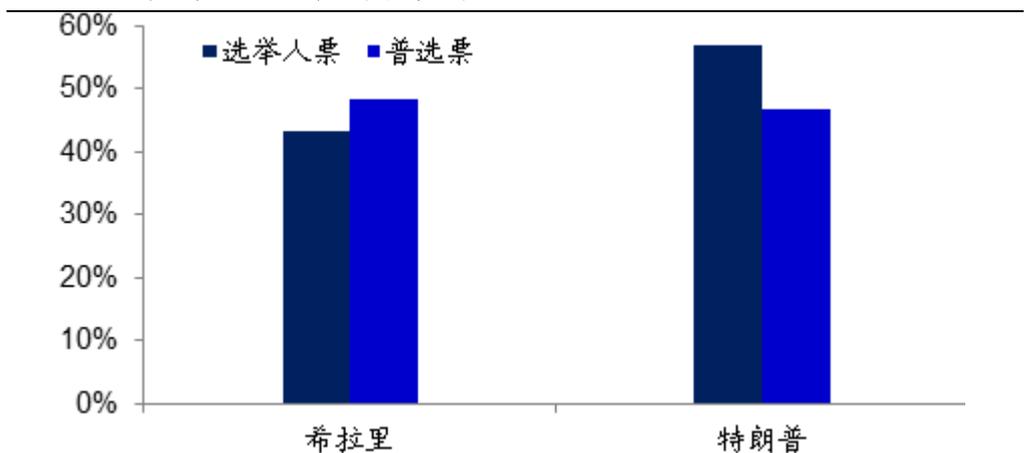
图1 2016年希拉里和特朗普选前民调支持率(%)


资料来源: Realclearpolitics, 海通证券研究所, 支持率为月度均值

就是选举能赢。

但最终希拉里输掉了选举, 因此在经历了 2016 年美国大选的教训之后, 大家不再轻易相信民调数据。

其实民调数据本身并没有错, 根据美国 Cookpolitical 网站的统计, 在 2016 年的大选中, 最终希拉里获得了 6584.46 万张选票, 特朗普获得了 6297.96 万张选票, 希拉里的支持率是 48.2%, 高于特朗普的 46.6%。

图2 2016年选举结果, 选举人票和普选票比例


资料来源: Cookpolitical, 海通证券研究所

为什么希拉里的支持率更高, 反而输掉了选举? 其实, 希拉里并不是输在了支持率上, 而是输在了美国的选举制度上。

二、少数可以决定多数。

美国选举倾斜少数。

美国并非是一人一票的直接选举制, 而是所谓的选举人团的间接选举制, 结果就导致每个人的票并不一样多。全国一共 538 张选举人票, 但在分配的时候不是简单按各州的人数多少分票, 而是为了照顾人少的州, 先给每个州两张固定选票, 给首都华盛顿特区 3 张固定选票, 也就是固定的 103 票, 余下的 435 张才按每州的人口数分配。

打个比方, 18 年怀俄明州的人口只有 57.8 万, 占美国总人口的比重不到 0.18%, 如果纯粹按照人口数来分配选票, 那么怀俄明分不到 1 张票, 但是在选举人团制度下, 怀俄明有 3 票。

因此，美国的选举人团制度，实际上使得选票向人少的州倾斜。这其实就给它总统竞选留下了一个巨大的漏洞。如果将选票目标集中在人少的州，要想获得一半以上的选票，理论上拿到人数最少的 41 个州（包括特区）就够了，这 41 州的选举人票占美国总选票的 52.4%，但是其人数只占美国总人口的 45.8%。

反过来说，如果想靠人数多的州来赢得选举，就要拿下美国人口最多的 11 个州，这 11 大州的选举人票占美国总选票的 50.4%，但是其人数占美国总人口的 56.9%。

表 2 美国各州人口对应选票与实际选票占比

	人口占比	选票占比	选票倾斜
人口最少 10 州	2.7%	5.9%	3.3%
人口次少 10 州	7.3%	9.1%	1.8%
人口居间 10 州	12.6%	14.3%	1.7%
人口次多 10 州	20.5%	20.3%	-0.3%
人口最多 11 州	56.9%	50.4%	-6.5%

资料来源：Wind，海通证券研究所，首都哥伦比亚特区算作一州

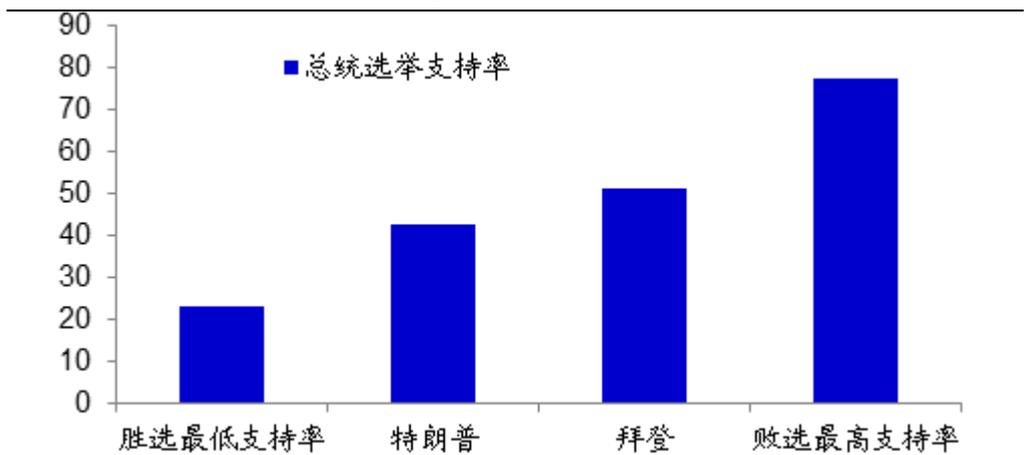
少数人支持就能赢。

而且美国在每个州的选票基本上都是赢家通吃的模式，也就是在本州的支持率超过一半就可以拿走所有的选票。因此，在最极端的情况下，某个选举人只要获得了人数最少的 41 州的一半人口的支持，也就是哪怕民调支持率只有 22.9%，理论上也有可能做美国的总统。而哪怕赢了美国人口最多的 10 个州，但如果在剩余 41 州全输了，也就是即便民调支持率高达 77%，理论上也可以输掉美国总统选举。

而特朗普的胜利，其实就是少数人的胜利。在美国历史上，一共只出现过 5 位少数派总统，也就是以更低的支持率做了总统，特朗普恰好就是其中的一个。

因此，哪怕目前民主党拜登的民调支持率 51% 远高于特朗普的 43%，但按照美国的选举制度，只要特朗普守住了少数派的基本盘，拜登还是很有可能会输。

图 3 理论上胜选最低支持率与败选最高支持率 (%)



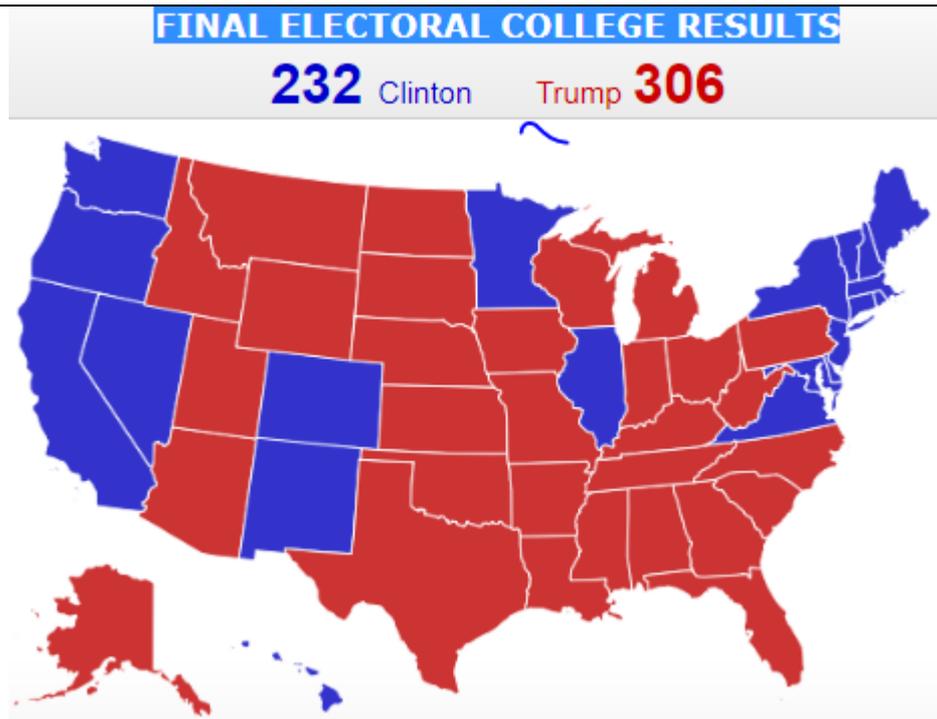
资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所，特朗普和拜登数值为 19 年 6-8 月初的 8 次总统选举民调平均值

三、落后可以决定领先。

落后赢了领先。

如果看一下 2016 年的美国大选结果地图，可以发现希拉里的选票集中在美国东部和西部，而特朗普的选票集中在美国中部。

图4 2016年美国大选投票地图

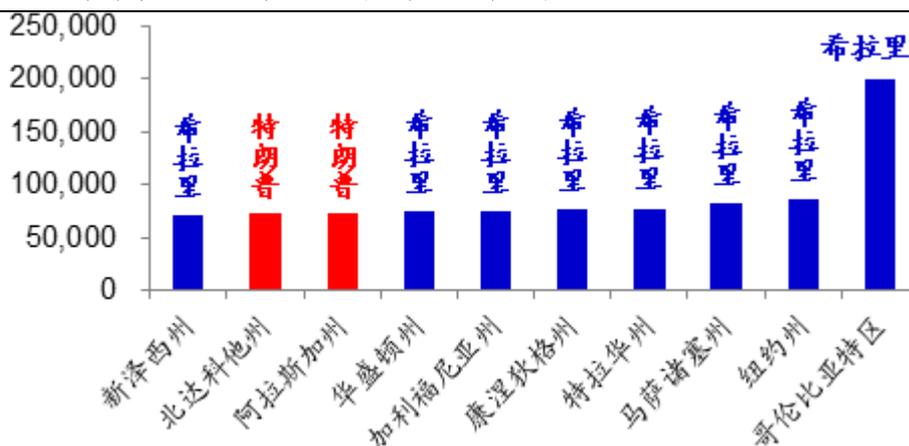


资料来源: Realclearpolitics, 海通证券研究所, 蓝色为希拉里, 红色为特朗普

我们知道, 美国西部有着科技重镇加州, 在美国东部有着金融中心纽约, 金融和科技是美国经济实力的象征, 而这两个大州全部是投票支持希拉里的。而特朗普的票仓在美国中部, 比如密歇根、宾夕法尼亚、俄亥俄、威斯康辛、印第安纳等六州, 过去是美国的工业重镇, 但如今由于工厂外迁产业外移, 成为著名的铁锈地带。也就是说, 特朗普的支持者代表的是美国经济中落后的力量。

如果把人均 GDP 作为经济领先的指标, 再来观察希拉里和特朗普的支持者, 这一点显得尤为明显。支持希拉里的几乎都是高收入的州, 美国人均 GDP 排名前 10 名的州里面, 有 8 个支持希拉里, 只有 2 个支持特朗普。排名前 20 名的州里面, 有 15 个都是支持希拉里, 只有 5 个支持特朗普。

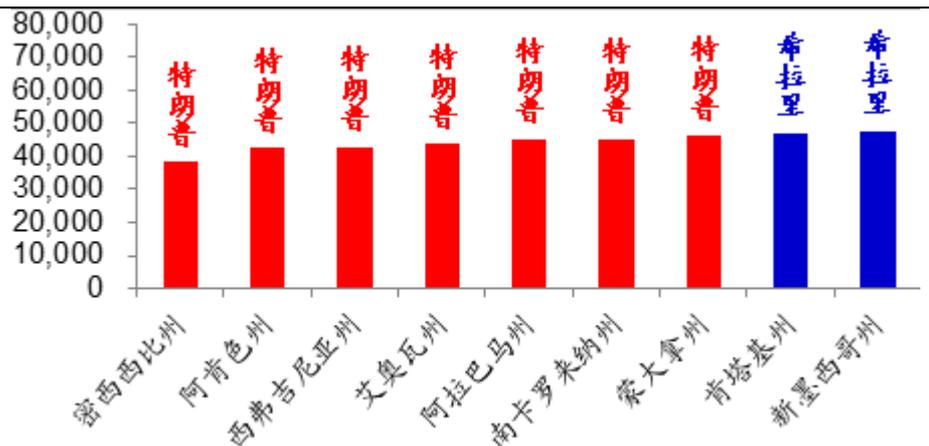
图5 美国最富有 10 州 16 年大选支持对象 (18 年人均 GDP, 美元)



资料来源: Realclearpolitics, 海通证券研究所, 蓝色为希拉里, 红色为特朗普

而特朗普的支持者恰好跟希拉里完全相反, 主要都是中低收入的州。美国人均 GDP 排后 10 名的州里面, 有 8 个支持特朗普, 只有 2 个支持希拉里。排后 20 名的州里面, 有 16 个支持特朗普, 只有 4 个支持希拉里。

图6 美国最贫穷的州 16 年大选支持对象（18 年人均 GDP，美元）



资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所，蓝色为希拉里，红色为特朗普

我们知道，美国没有户口制度，其居民迁徙是完全自由的。由于东部和西部经济发达，如果想改变生活，就可以搬到东西部，如果只想得过且过，就可以留在中部。

美国是资本主义社会，市场经济的核心就是崇尚自由竞争，必然会导致优胜劣汰。其实美国的城市发展也符合经济规律，人口向东西部的大城市圈集中，东西部的竞争力越来越强；而中部的人越来越少，竞争力也越来越弱，问题是这些弱者该怎么办？

如果没有外力的干预，必然是强者恒强，弱者恒弱。但是美国的选举制度则给弱者留下了一张王牌，虽然弱者在经济上不重要，但是在选票的权重上更高，而特朗普则是靠这张王牌成功上位。特朗普喊出了“让美国再次伟大”的口号，把美国经济发展的失意者作为选举基本盘，并赢得了选举。

短期取代长期政策。

但问题是，如何帮助美国经济的弱者？其实最简单的办法就是劫富济贫，通过税收制度来平抑贫富差距。但是特朗普本身是个超级富豪，劫富济贫就是从自己身上割肉，这在逻辑上是不可能的。

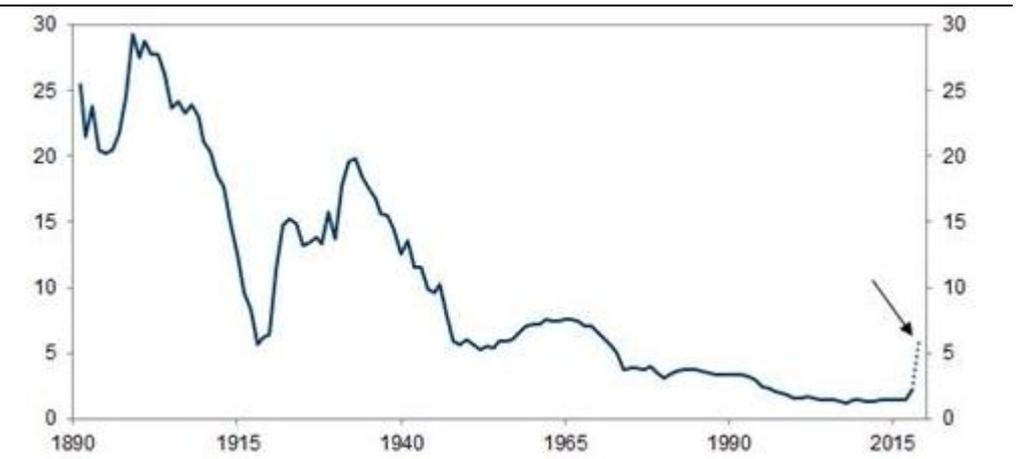
因此，特朗普首先选择了短期刺激政策，尽可能做大蛋糕。其上任之后出台了万亿规模的减税计划，其实不仅给穷人减税，而且更多的是给富人减税，因为富人的边际税率降得更多。而在财政刺激之后，又开始给美联储施压，寄希望通过低利率政策来维持美国经济的繁荣。

而特朗普的另一个想法则是在国际上占便宜，来讨好国内的选民。所以特朗普把提高关税作为贸易政策的重点，寄希望通过高关税剪别国的羊毛，把产业转移回美国。

问题是，财政和货币政策本身都不创造增长，只能透支未来。本轮美国经济自 09 年 7 月复苏以来已经持续了 121 个月，成为有史以来最长的美国经济复苏周期，这本身在提醒我们美国经济处于高危阶段，经济增长潜力被过度透支了。

而其以提高关税为主的贸易政策，其实是在美国上个世纪的大萧条中被证明是完全失败的政策。当时由于全球金融危机的爆发，大家以邻为壑，纷纷提高关税，结果导致了全球需求萎缩，经济长期萧条，乃至引发了世界大战。而在二战结束以后，正是全球化的大发展，使得全球经济步入空前的繁荣时代。

图7 美国平均进口关税税率 (%)



资料来源：美国国际贸易协会 USITC，海通证券研究所，虚线为估算值

四、美国衰退风险上升。

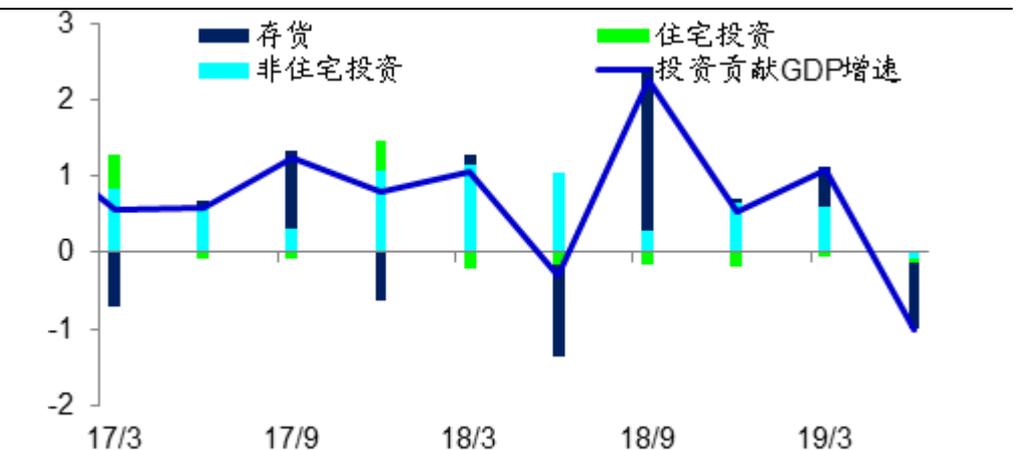
因此，特朗普的政策基本上都是只管眼前不顾以后的短期政策，而恰恰是他的经贸政策，给美国经济未来带来了衰退的巨大风险。

投资增速下滑。

经贸摩擦对美国的直接影响在于，全球供应链是高度一体化的，因而美国增加关税的决策会增加产业的不确定性，使得美国企业延迟投资计划。

19年2季度美国经济增速明显回落，其中主要的拖累就是来自于投资下滑，其中存货、住宅和非住宅三大投资自2011年以来首度出现了全面的负增长。投资下滑使得制造业景气不断回落，7月份美国 Markit 制造业 PMI 指数降至 50.4，创下 10 年新低。

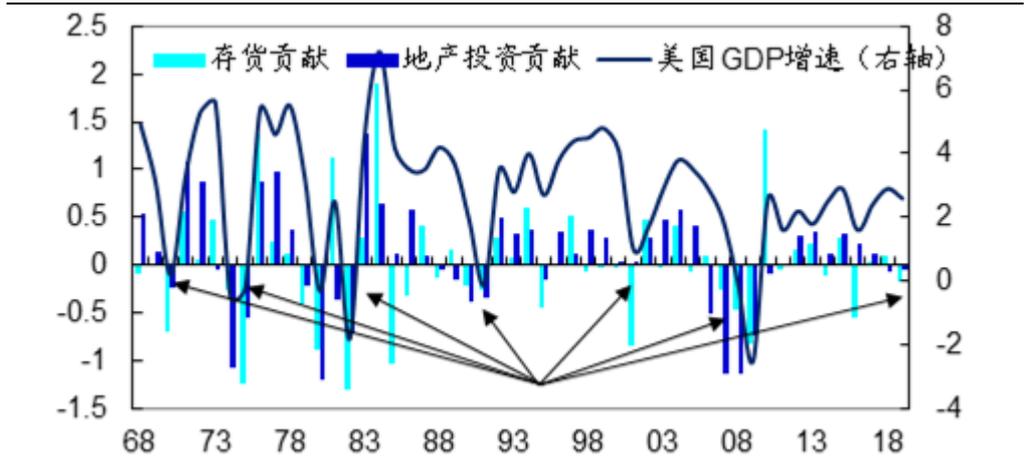
图8 美国投资贡献 GDP 增速以及分项贡献 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

虽然美国经济以消费为主体，但从理论上说，经济增长来自于储蓄和投资，因而历史数据显示投资才是经济变化的领先指标，尤其是存货和地产投资。在美国过去 50 年当中的 6 次衰退之前，首先出现的都是存货或者地产投资的负增长，因而当前存货和地产投资的贡献转负是一个重要的经济衰退信号。

图9 美国 GDP 增速以及存货和地产投资贡献 (%)

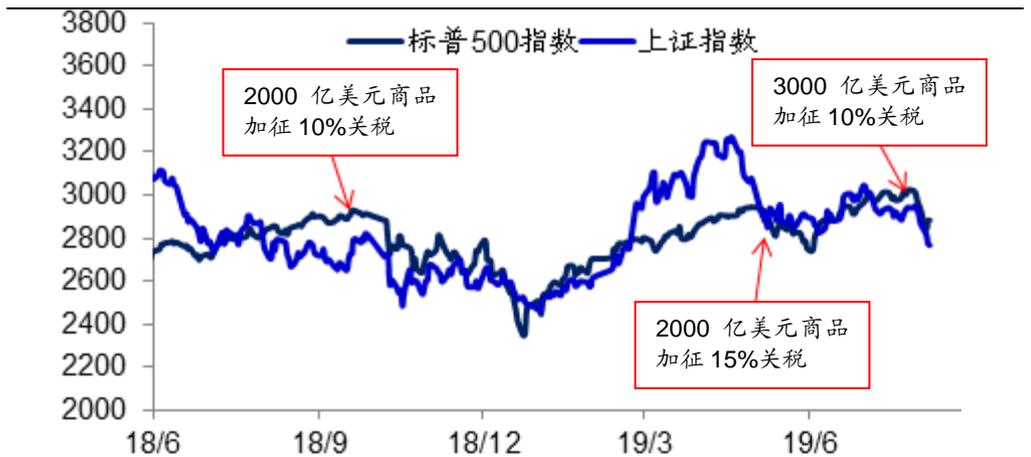


资料来源：Wind，海通证券研究所

资产价格滞涨。

经贸摩擦对美国经济的间接影响在于，会打击市场预期和金融资产价格，进而影响实体经济。事实上，在过去的1年多当中，特朗普有三次宣布实施了较大规模的关税计划，无一例外地都使得美国股市在短期内大幅下跌。

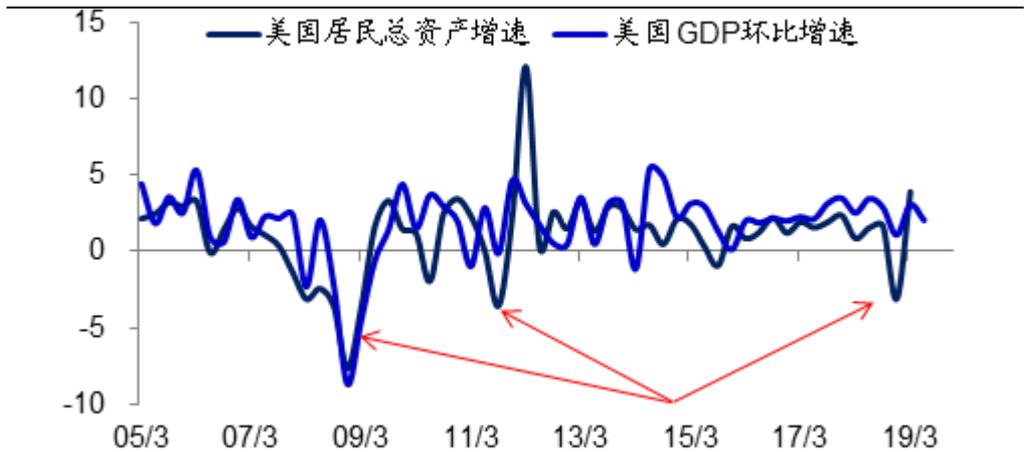
图10 标普 500 指数、上证指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

由于美国居民财富的70%都是金融资产，因而股市的下跌会使得居民财富缩水，进而影响居民消费和美国经济。18年4季度美国经济的大幅减速即源于股市暴跌，而19年2季度经济再度减速也与股市下跌有关。自从特朗普在18年2季度挑起了中美经贸摩擦之后，美国居民的金融资产几乎没有明显增长。目前看今年3季度美国居民财富大概率会再度缩水，因而经济增长大概率继续减速。

图11 美国居民总资产增速、GDP 环比增速 (%)

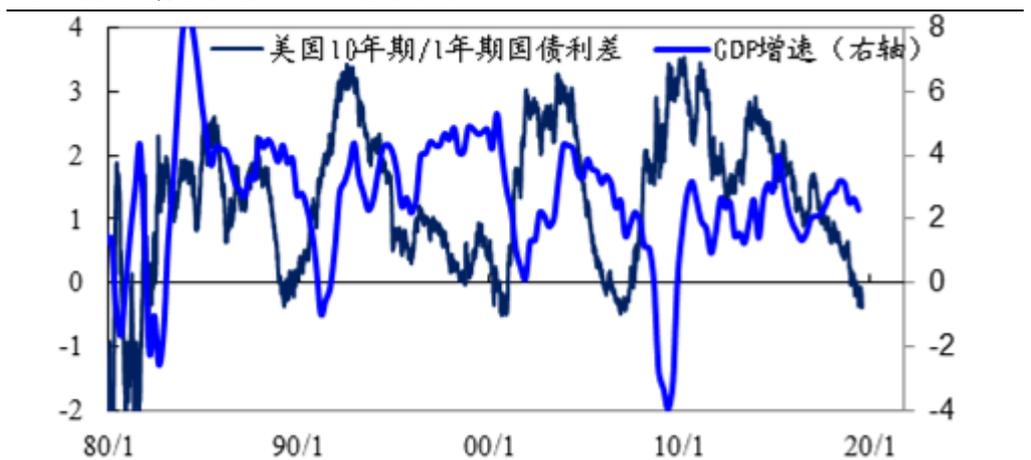


资料来源：Wind，海通证券研究所

利率曲线倒挂。

在上周特朗普再度挑起中美经贸摩擦之后，美国 10 年期国债利率在一周之内下行 30bp，使得国债利率曲线大幅倒挂。目前，美国 10 年期国债利率比 1 年期国债利率低出 30bp，这差不多也是过去 30 多年的最低水平。

图12 美国国债期限利差、GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而利率曲线梯度是一个重要的预测经济衰退的指标，上世纪 80 年代以来美国每一次经济衰退出现前的 1-2 年，美债长短端利率都会率先呈现倒挂状态，因而利率曲线的再次倒挂预示着未来美国经济衰退的概率显著上升。

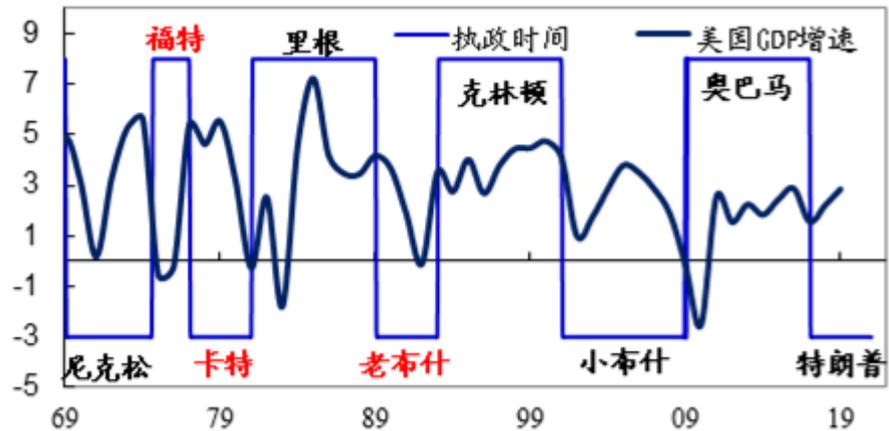
五、经济才是关键因素。

虽然特朗普的支持率并不高，但只要打着“让美国再次伟大”的名头，抓住了少数低收入阶层的选民，貌似就可以稳坐钓鱼台，就可以出尔反尔、肆无忌惮。

经济才是连任关键。

但从美国历史来看，现任总统虽有行政资源的优势，但并不能保证连任成功。在过去的 50 年当中，美国连任成功的总统有 5 位，均是在头一任期的后半段经济保持平稳增长。而连任失败的总统有 3 位，均是在任期的最后两年遭遇了经济衰退。

图13 美国总统执政时间、GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

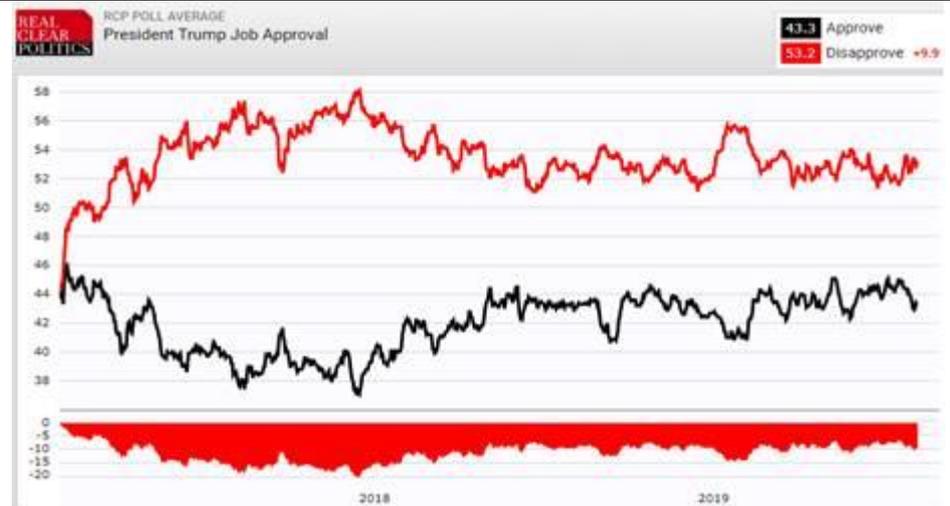
例如老布什在 91 年打赢了海湾战争，但是当年爆发了储贷危机导致经济衰退，GDP 下滑 0.1%，结果克林顿以一句 “It’s economy, stupid!”（笨蛋，根本问题是经济），轻松取代了老布什。

卡特在 1980 年输给了里根，一方面在于处理伊朗人质事件失败，同时也在于当年美国经济衰退，经济下滑 0.3%。而福特在 1976 年输给卡特，原因在于 1974、75 连续两年经济衰退，74 年 GDP 下滑 0.5%，75 年经济下滑 0.2%。

水能载舟亦能覆舟。

特朗普上任以后积攒的最大的政治资本，是其工作满意度（Job Approval）的见底回升。在其上任之初，其工作满意度一度高达 46%，后来在 17 年底最低降至 37%。但是经过 18 年以来的持续回升，目前已经稳定在 44% 左右，接近历史最高水平，这应该是特朗普最大的底气所在。

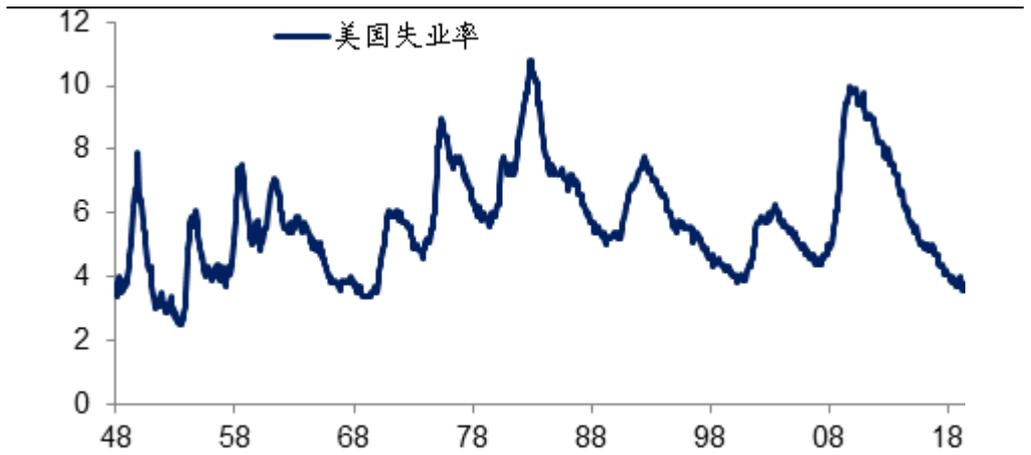
图14 特朗普工作满意度 (%)



资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所，黑线为满意度

在特朗普上任的 2017 年初，美国失业率为 4.7%，目前已经降至 3.7% 的 50 年最低点附近。

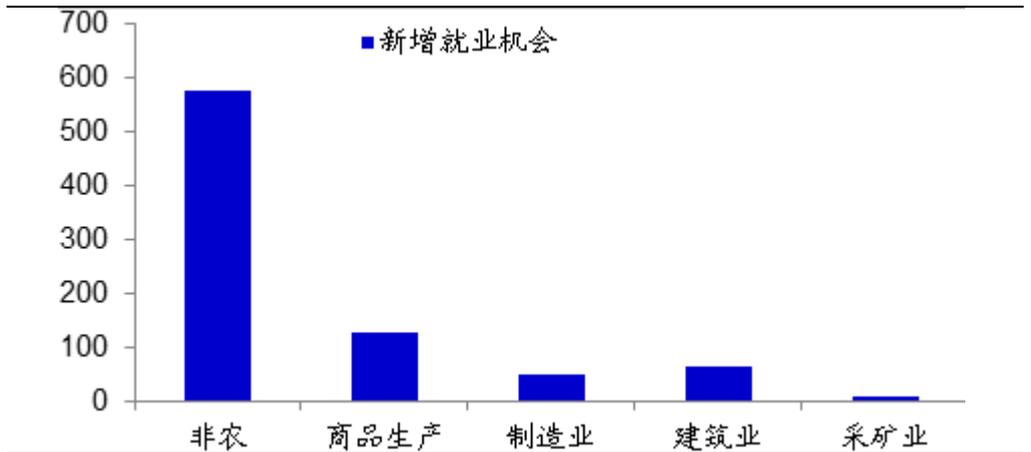
图15 美国失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在过去的两年半中,美国新增了574万个工作岗位,其中商品生产行业的新增岗位为125万,其中包括了50万个制造业和65万个建筑业岗位,也就是低端的就业岗位明显增加。而且同期非农就业的时薪上涨了8%,说明工资也在上涨。

图16 特朗普上任以来美国新增就业 (万人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在过去的两年,美国经济的繁荣延长靠的是特朗普的减税政策和预期,这本身是有效的短期刺激政策。但是目前特朗普的减税政策效应已经淡出,再叠加贸易摩擦引发的经济减速,美国经济很有可能在未来一年中步入衰退。

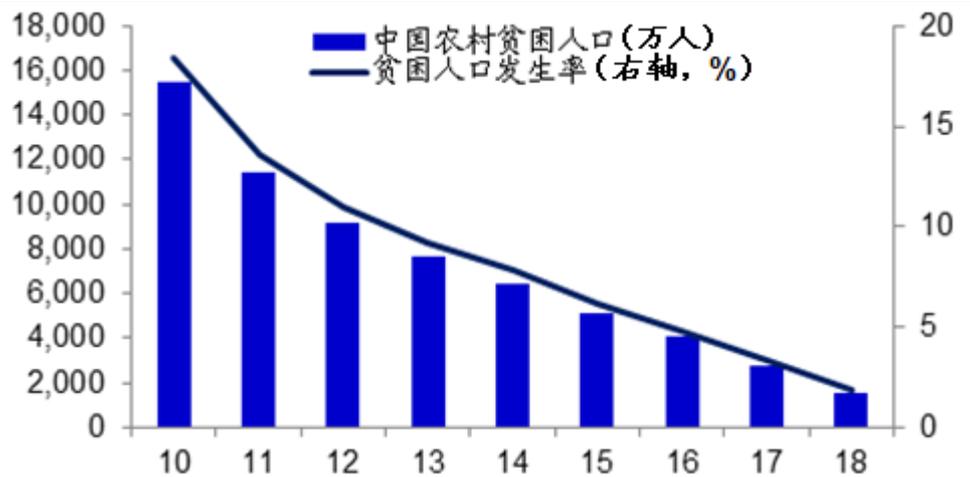
因此,特朗普的政策并非没有约束,所谓水能载舟亦能覆舟,既然特朗普的支持者是低收入阶层,那么其连任的关键就在于低收入阶层的生活有没有改善。如果贸易摩擦恶化使得美国农民收入下降了,经济衰退使得美国工人失业了、工资下降了,那么低收入阶层也不会盲目支持特朗普。

做好自己无惧挑战。

研究特朗普的胜选原因,其实对于我们应对中美经贸摩擦也有很大的启发。特朗普代表的是美国经济中低收入阶层的少数派,这些人长期被经济增长所忽视,最后导致了国家政治上的分裂。

而我国作为社会主义国家,一直坚持共同富裕的理念。在过去的9年当中,我国贫困人口总数从约1.7亿人降至1700万人,贫困人口发生率从17.2%降至1.7%。17年政府提出要打赢三大攻坚战,其中重要的一项就是精准脱贫。

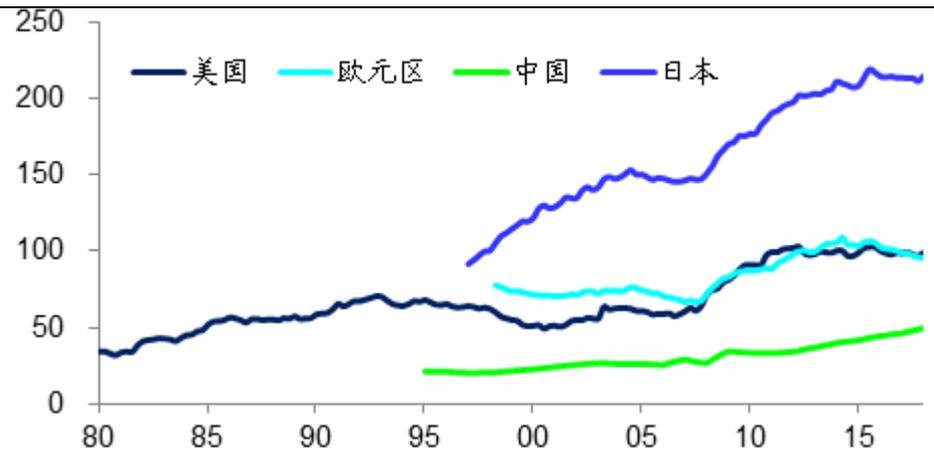
图17 中国农村贫困人口、贫困人口发生率



资料来源：Wind，海通证券研究所

特朗普的成功之处主要在于减税政策，而其制约在于国会两党分裂，以及政府债务高企，因此很难有新的减税政策出台。而对我国而言，自从18年就开始了大规模减税降费政策，而19年更是将减税降费金额增加到了2万亿元。而且我国政府的显性债务率不到40%，即便考虑隐性债务之后的总债务率也不到60%，远低于美国的约100%，这意味着我们未来还可以继续考虑举债来减税，改善居民收入和消费、提升企业盈利，只要有强大的内需支撑，就无惧经贸摩擦的影响。

图18 美日欧中政府债务率 (%)



资料来源：BIS，海通证券研究所

即便是在经贸摩擦方面，得益于一带一路政策，我国的贸易早已多元化。目前对美出口只占我国总出口的17%，而今年以来我国对东盟、欧盟等非美经济体出口明显改善，弥补了对美出口大幅下滑的影响，使得整体出口依然保持了正增长。而美国在挑起经贸摩擦之后，其2季度的出口增速已经出现负增长，也是特朗普上任以后的首次负增长。

因此，虽然特朗普的减税政策值得肯定，但其贸易政策则是损人害己。而只要我们坚持大规模减税降费政策，同时在贸易政策方面坚持开放和对等原则，在庞大内需和全球其他贸易伙伴的支持下，其实中国经济并没有失速的风险，反而是美国经济衰退的风险大幅上升，那么未来谁能笑到最后还不一定呢！

2. 经济：进出口均改善

1) 出口增速回升。7月我国以美元计价出口同比回升至3.3%（前值-1.3%），较二季度有所改善，而去年同期出口基数偏低，目前外需前景仍偏弱，7月美、欧PMI

续降，日本 PMI 稳定在荣枯线下。

2) 外需大多改善。从国别和地区来看，7 月我国对欧盟 (6.5%) 出口明显改善、对美国 (-6.5%) 出口跌幅略有收窄，而对日本 (-4.1%) 出口增速转负。新兴经济体中，对东盟 (15.6%)、韩国 (9.3%)、印度 (7.0%) 出口增速均有回升，而对中国香港 (-15.7%) 出口增速继续回落。

3) 进口跌幅收窄。7 月我国进口同比 -5.6% (前值 -7.4%)，跌幅继续收窄。从数量看，7 月中美贸易问题一度缓和，我国进口大豆 (7.9%) 大幅回升，此外，7 月我国进口铁矿石 (1.2%)、铜 (6.7%) 增速也明显回升，进口原油 (13.9%)、集成电路 (0.2%) 小幅回落；从金额看，进口铁矿石 (68.0%) 和铜 (-15.9%) 增速改善，进口原油 (1.4%)、集成电路 (-7.2%) 增速回落。

4) 顺差规模略降。7 月进出口增速均有改善，贸易顺差降至 450.5 亿美元，但高于去年同期。近期特朗普重新威胁对 3000 亿美元商品加税，或引发 8 月对美出口再度抢跑，清单中的雨伞等部分劳动密集型产品美国进口对中国依赖度高，抢跑可能更明显。但总体上，外需放缓和贸易摩擦对未来贸易仍形成拖累，而汇率贬值或部分缓解出口压力。

3. 物价：通胀虽有反弹，难掩下行压力

1) 7 月 CPI 微升。7 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比上升至 2.8%。食品方面，非洲猪瘟导致猪肉供给减少，猪价大幅上涨，但夏季水果供应增多，鲜果价格下跌，7 月食品 CPI 环比上涨 0.9%。非食品方面，暑假出行增多，机票、住宿价格上涨，但受到国内成品油调价影响，汽油和柴油价格下降，7 月非食品 CPI 环比上涨 0.3%。

2) 8 月 CPI 回落。8 月以来鲜果价格继续回落，猪肉价格持续上涨，蔬菜价格小幅回升，考虑到去年食品价格基数较高，我们预计 8 月 CPI 同比或回落至 2.5%。

3) PPI 持续下降。7 月 PPI 环比下降 0.2%，同比回落至 -0.3%。环比价格表现上，生产资料下降而生活资料持平；分行业来看，国际油价下跌导致油气开采、煤炭采选和燃料加工跌幅扩大，黑色金属和有色金属由降转涨，化学原料制品、非金属矿物制品降幅收窄。8 月以来国际油价、国内煤价和钢价均出现明显下降，我们预计 8 月 PPI 同比回落至 -0.8%。

4) 难掩下行压力。6 月以来猪价持续上涨，一方面与夏天季节性涨价有关，另一方面非洲猪瘟导致猪肉供给减少加剧涨价。但是目前水果价格已经高位回落，食品价格上涨幅度整体可控。同时，受全球经济增长放缓影响，6 月以来国际油价、国内钢价和煤价均出现明显回落，反映工业品价格上涨乏力，PPI 和非食品 CPI 将趋于下行。

4. 流动性：汇率贬值明显

1) 货币利率下行。上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 16bp 至 2.62%，R001 均值下行 22bp 至 2.47%。DR007 下行 13bp 至 2.52%，DR001 下行 21bp 至 2.42%。

2) 央行暂停操作。上周央行再度暂停逆回购操作，公开市场操作量为零。

3) 汇率贬值明显。上周美元指数回落，但受中美贸易摩擦扩大影响，人民币汇率贬值明显，在岸与离岸人民币分别贬至 7.06 与 7.1。

4) 货币松紧适度。上周央行发布 2 季度货币政策报告，表示下一阶段要统筹国内国际两个大局，进一步做好“六稳”。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门。引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。

把握好处置风险的节奏和力度，及时化解中小金融机构流动性风险，坚决阻断风险传染和扩散。加快完善金融体系内在功能，形成实体经济供给体系、需求体系与金融体系之间的三角良性循环。

5. 政策：上海自贸区升级

1) 上海自贸区升级。国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》，支持上海自贸区临港新片区以投资自由、贸易自由、资金自由、运输自由、人员从业自由等为重点，推进投资贸易自由化便利化；对新片区内符合条件的从事集成电路、人工智能、生物医药、民用航空等关键领域核心环节生产研发的企业，自设立之日起5年内减按15%的税率征收企业所得税。

2) 监管房地产贷款。银保监会日前启动针对北京、南京、苏州、深圳、宁波等32个前期房价过热城市的房地产贷款业务专项检查。监管人士表示，今年以来房地产信贷规模较大或占比较高、与交易火爆楼盘合作密切等银行机构将成检查重点。

3) 发展养老服务。国务院办公厅同意建立养老服务部际联席会议制度，主要职能为研究审议拟出台的养老服务法规和重要政策，拟订推动养老服务发展的年度重点工作计划，部署实施养老服务改革创新重点事项，督促检查养老服务有关政策措施落实情况。

6. 海外：特朗普再度施压美联储，五国央行宣布降息

1) 特朗普再度施压美联储。上周三，美国总统特朗普在推特上表示，美联储不愿承认其紧缩政策太快太重的错误，施压美联储更大幅、更快速地下调利率。而就在上周二，四位美联储前主席在《华尔街日报》上联合发表署名文章，呼吁保持美联储独立性，货币政策不应受短期政治压力影响，同时强调美联储主席不能因与领导人存在政策分歧而被降职或免职。

2) 五国央行宣布降息。上周三，新西兰联储将官方现金利率下调50BP至1%，刷新该国政策利率新低，此次降息为今年第二次。同日印度与泰国央行相继跟进，印度央行下调回购利率35BP至5.4%，超市场预期，是今年第4次降息，泰国也意外下调基准利率25BP至1.5%，为2015年以来首度降息。上周四，菲律宾央行将基准利率下调25BP至4.25%，为今年第2次降息。上周五，秘鲁央行下调关键利率25BP至2.5%，为近9年新低。

3) 沙特计划控制原油出口。沙特一官员上周四表示，沙特计划在8月和9月将原油日出口量控制在700万桶以下，预计9月每日向客户供应的石油将比客户要求的减少70万桶，9月每日向北美客户供应的石油将比原计划减少约30万桶。该消息促使国际油价连跌后出现反弹。

4) 日本批准对韩出口部分高科技材料。上周四，日本经济产业省批准对韩出口三大半导体材料之一EUV抗蚀剂，这是自7月日韩贸易争端以来日本首次批准对韩出口高科技材料。

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
宋潇 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 lj11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 联系人
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 应镓娟(021)23219394 yjx12725@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
 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
 周一洋(021)23219774 zyy10866@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
 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@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 nmniu@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 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@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
 郑蕾 075523617756 zl12742@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
 高瑜(021)23219415 gy12362@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
 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
 谢益(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

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
 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
 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@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
 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 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
 巩柏舍 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 010-5806 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
 郭金垚 gjy12727@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