

相关研究

《经济增长与经济周期——海通宏观研究框架之一》2019.08.20

《同向还是反向？——汇率贬值与资产价格的关系》2019.08.12

《加密货币，面向未来的支付创新？》2019.08.05

生产有所回暖，通胀走势分化

投资要点:

- **宏观专题：中国制造业升级：发展有多快，短板在哪里？**
- **升级方兴未艾，上游占比偏重。**过去十年，中国制造业升级方兴未艾。但观察制造业内部的结构升级，我们与美国、日本仍有一定差距。观察美、日两国制造业结构，不同之处在于：美国电子行业依靠资本市场融资，保持了领先；而日本原材料类、装备加工类行业依靠银行融资，仍是中流砥柱。而我国制造业结构中钢铁水泥偏高，装备制造偏低，电子实现弯道超车。
- **龙头企业崛起，结构有待升级。**近年来我国头部企业数量已经超越美国。但能源、金属类企业占比过高，利润率并不突出，汽车、工业机械行业略显薄弱，而计算机电子设备制造企业大而不强。
- **装备制造：销量高速增长，技术仍有短板。**我国机械行业销量已居首位，但价格仍处中档，特别是工业机器人制造业领域发展较快，但在保有量和密度方面仍低于制造强国，而在技术领域与日本差距甚大。
- **电子：产业初具规模，核心技术不足。**我国电子产业同样增长迅速，美国日本相对趋于成熟，但在半导体核心部件集成电路领域，我国产品自给率尚显不足，对进口的依赖程度较高，产业结构也有待向上游拓展，光刻机等核心设备受制于人，“卡脖子”问题待消除。
- **医药：向“创新药”转型，研发空间仍大。**我国医药行业产值远超全球医药市场增速。制药研发企业数量已居于全球第二，但与美国差距仍然明显。新药仍较多依赖进口，研发投入处行业较低水平。
- **一周扫描（2019年8月19日至8月23日）：**
- **鲍威尔演讲未提降息信号，德国发行负利率30年国债。**上周五，美联储主席鲍威尔表示美联储将采取适当行动维持美国经济扩张，而贸易政策的不确定性使货币政策路径的调整面临挑战。上周三美国国会预算办公室表示，预计2020财年扩大到1万亿美元、2020年至2029年平均预算赤字1.2万亿美元。上周三，德国拟计划发售20亿欧元，市场认购率仅41.2%，其中三分之二是被德国央行购买。上周四，印度尼西亚中央银行宣布将基准利率下调25个基点至5.50%，为两个月内的第二次降息。
- **经济：生产有所回暖。**8月前23天38城地产销量增速降至-7.6%，其中各线城市销量增速走势分化，一二线城市销量增速转负，而三四线城市增速降幅有所收窄。根据乘联会数据估算，8月前两周批发、零售增速分别为-22.0%、-23.3%，均低于7月水平，需求延续弱势。上周高炉开工率升至68.2%，同比增速略有回落，但仍高于去年同期水平。受去年同期低基数影响，8月前23天六大集团发电耗煤同比降幅收窄至-2.7%，指向工业生产或有所回暖。
- **通胀走势分化。**上周食品价格继续大幅上涨，其中猪价继续大涨，牛羊肉、蛋价、蔬菜价格小幅上涨，仅有水果价格继续下跌，预测8月CPI同比或略降至2.7%。8月以来煤价、钢价回落，国内成品油价格下调，预测8月PPI环比下跌0.2%，8月PPI同比降幅扩大至0.9%。未来CPI强PPI弱的格局仍将维持。
- **LPR利率下调。**上周货币利率下降，其中R007均值下行至2.79%，R001均值下行至2.65%。DR007均值下行至2.65%，DR001均值下行至2.60%。上周央行净回笼300亿，投放回笼基本平衡，8月以来央行小幅投放2820亿。上周美元指数回落，但人民币兑美元汇率贬值明显，在岸与离岸人民币分别贬至7.1与7.14。上周新版1年期LPR报价利率为4.25%，较1年期贷款基准利率下调10bp，较旧版LPR利率下调6bp。本轮LPR改革引入竞争，使用浮动利率报价，有望真正降低企业贷款利率。
- **政策：多管齐下稳就业。**总理主持召开部分省份稳就业工作座谈会，研究部署进一步稳就业政策措施。国办印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，从供需两端发力激发文化和旅游消费潜力。国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的部分进口产品加征关税。

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

目 录

1. 中国制造业升级：发展有多快，短板在哪里？	6
1.1 升级方兴未艾，上游占比偏重	6
1.2 龙头企业崛起，结构有待升级	7
1.3 装备制造：销量高速增长，技术仍有短板	8
1.4 电子：产业初具规模，核心技术不足	10
1.5 医药：向“创新药”转型，研发空间仍大	11
2. 海外：鲍威尔演讲未提降息信号，德国发行负利率 30 年国债	13
2.1 鲍威尔演讲支持经济扩张，但未给出降息信号	13
2.2 德国首次发行负利率 30 年国债	13
3. 国内经济：生产有所回暖	13
3.1 需求延续弱势	13
3.2 生产有所回暖	14
4. 物价：通胀走势分化	14
4.1 食品价格大涨	14
4.2 8 月 CPI 略降	15
4.3 PPI 持续下降	15
4.4 通胀走势分化	15
5. 流动性：LPR 利率下调	16
5.1 货币利率下行	16
5.2 央行投放平衡	16
5.3 汇率贬值明显	17
5.4 LPR 利率下调	17
6. 政策：多管齐下稳就业	18
7. 日历：聚焦 8 月下旬数据	18

图目录

图 1	主要工业行业增加值增速十年均值 (%)	6
图 2	工业、制造业、新产业增加值增速 (%)	6
图 3	美国制造业各子行业增加值比重 (%)	6
图 4	日本制造业各子行业增加值比重 (%)	6
图 5	18 年中国规模以上制造业各子行业利润总额比重 (%)	7
图 6	中美入围《财富》世界 500 强企业数量 (个)	7
图 7	19 年四国能源和金属行业入围 500 强企业利润率 (%)	8
图 8	19 年四国能源和金属行业入围 500 强企业数量占比 (%)	8
图 9	19 年中美日德汽车和工业机械行业入围 500 强企业情况	8
图 10	19 年中美日计算机电子设备行业入围 500 强企业情况	8
图 11	各主要经济体工程机械销量 (台)	9
图 12	各主要经济体工程机械销售均价 (万美元/台)	9
图 13	中国工业机器人销量及增速	9
图 14	17 年全球工业机器人销量结构	9
图 15	14 年全球工业机器人保有量结构	9
图 16	各国工业机器人密度 (台/万人)	9
图 17	美日计算机电子制造业增加值占比 (%)	10
图 18	18 年全球半导体各类产品销售额占比 (%)	10
图 19	美国和日本集成电路出口额/进口额	11
图 20	我国集成电路出口额/进口额 (%)	11
图 21	18 年我国集成电路产业销售额占比 (%)	11
图 22	2018 年光刻机全球市场份额 (%)	11
图 23	我国医药工业总产值及同比增速	12
图 24	2018 年全球制药研发企业地理分布	12
图 25	2015 年全球在研药物数量分布 (%)	12
图 26	2018 年全球主要药企研发投入占销售收入比重 (%)	13
图 27	38 城地产销量月度同比增速 (%)	14
图 28	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	14
图 29	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	14
图 30	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	14

图 39	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利（%）	16
图 40	R001 和 R007（%）	16
图 41	央行公开市场操作（亿元）	17
图 42	CNH、CNY 即 和 NDF 远期汇率	17
图 43	美元指数	17
图 44	央行公开市场净投放规模（亿元）	17
图 45	1 年期 LPR（%）	17

表目录

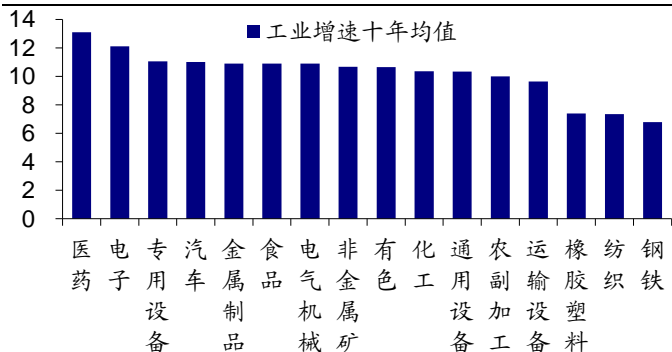
表 1	工业机器人关键技术领域专利来源国结构.....	10
表 2	未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期.....	18

1. 中国制造业升级：发展有多快，短板在哪里？

1.1 升级方兴未艾，上游占比偏重

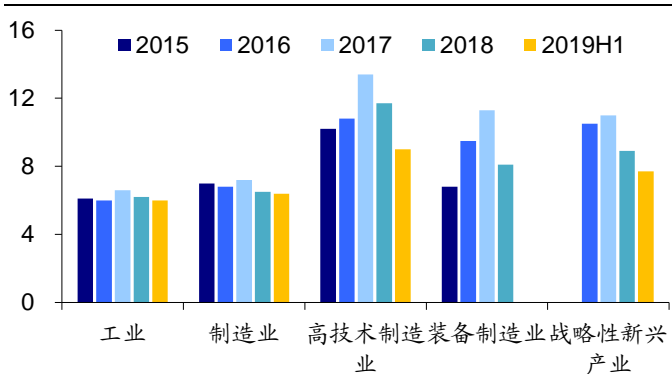
过去十年，中国制造业升级方兴未艾。从过去十年各主要工业行业增加值平均增速来看，知识密集型的医药（13.1%）、电子（12.1%）领跑各行业，而资本密集型的钢铁（6.8%）、劳动密集型的纺织（7.3%）则相继殿后。而从过去五年战略性新兴产业、高技术制造业、装备制造业的增加值增速看，也是持续高于工业整体增速，占比也是相应提升。但观察制造业内部的结构升级，我们与美国、日本仍有一定差距。

图1 主要工业行业增加值增速十年均值（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

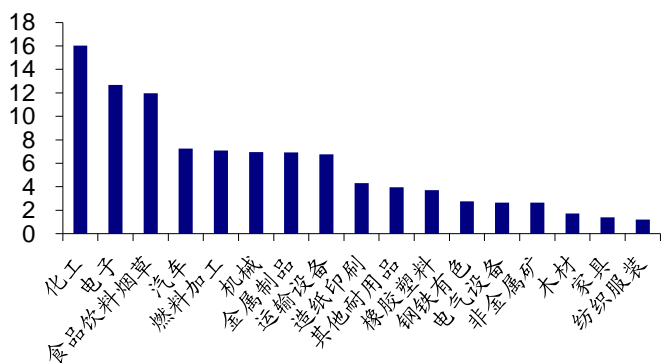
图2 工业、制造业、新产业增加值增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

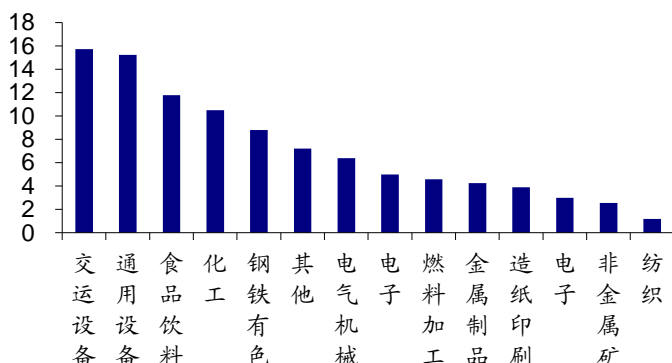
美国和日本：两种发展模式。观察美、日两国制造业结构，相同之处在于：食品饮料、化工、汽车等行业占比均较高，而纺织、非金属矿等行业占比均较低。不同之处在于：其一，美国电子占比高达 12.7%，日本仅为 5%；其二，美国钢铁有色占比仅为 2.8%，日本高达 8.8%；其三，美国装备制造类行业占比排名中游，而日本排名普遍靠前。可以说，美国和日本的制造业结构代表了两种不同的发展模式。美国电子行业依靠资本市场融资，保持了领先；而日本原材料类、装备加工类行业依靠银行融资，仍是中流砥柱。

图3 美国制造业各子行业增加值比重（%）



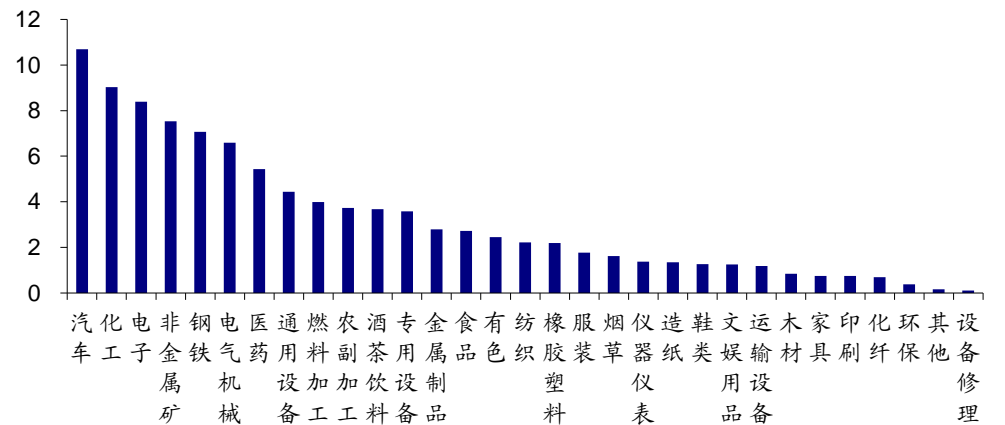
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为 18 年

图4 日本制造业各子行业增加值比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为 17 年

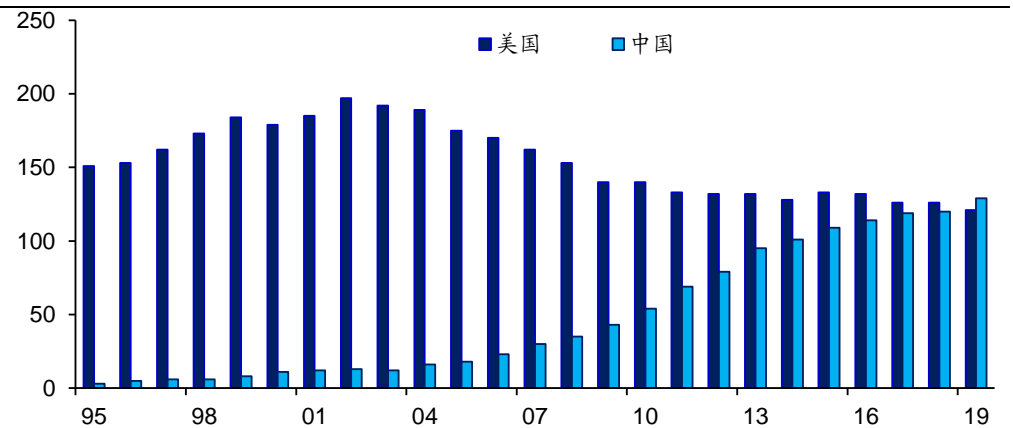
钢铁水泥偏高，装备制造偏低，电子弯道超车。再来看中国制造业结构，由于统计局并未公布各子行业增加值，我们采用规模以上工业企业利润总额来进行估算。与美国、日本的相似之处在于，食品饮料烟草类（11.8%）、汽车和其他交运设备类（11.9%）、化工及医药（14.5%），占比均名列前茅。不同之处在于，一方面，电子占比 8.4%，低于美国、高于日本；另一方面，钢铁有色合计占比 9.5%、非金属矿占比 7.5%，均高于美国，而通用设备（4.4%）、专用设备（3.6%）明显低于日本。

图5 18年中国规模以上制造业各子行业利润总额比重(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 龙头企业崛起, 结构有待升级

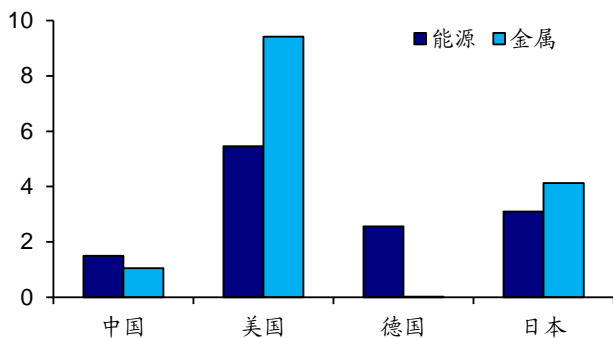
头部企业数量超越美国。近年来, 我国经济的飞速发展, 头部企业同步崛起。根据《财富》杂志发布的19年世界500强企业排行榜, 中国共入围129家, 超过美国的121家, 首次排名全球第一, 其中不乏华为集团、上汽集团和东风汽车等一批制造业企业。

图6 中美入围《财富》世界500强企业数量(个)


资料来源: 《财富》杂志, 海通证券研究所

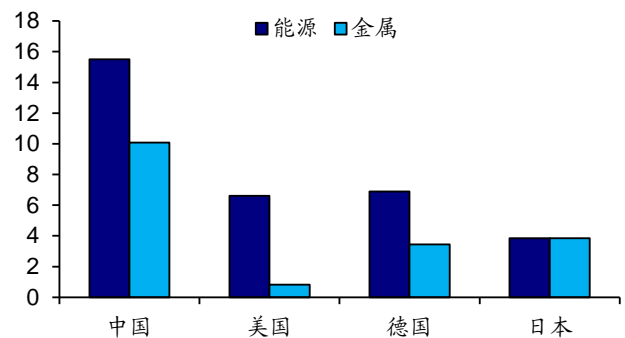
能源、金属行业占比过高, 利润率并不突出。在世界500强企业中, 我国入选的能源和金属类企业占比分别为16%、10%, 而美日德均未超过10%。但其实我国这两类行业企业的利润率并不突出, 我国入选的能源类企业利润率约为1.5%, 不足美国入选能源类企业的三分之一, 金属类企业利润率更是只有美国同类企业的九分之一。

图7 19年四国能源和金属行业入围500强企业利润率(%)



资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所

图8 19年四国能源和金属行业入围500强企业数量占比(%)

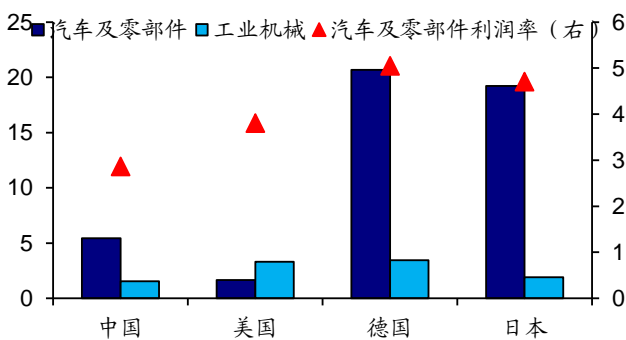


资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所

汽车、工业机械行业略显薄弱。中游原材料类制造业的技术水平实为有限,而对于科技含量较高的汽车和工程机械行业,从世界500强的入围企业榜单中可以看出,我国的发展略显薄弱。我国入围企业中工业机械类行业企业数量占比仅1.6%左右,而其它三国最低的日本也有1.9%,美国和德国更是超过了3%。汽车及零部件制造业我国在数量上稍胜美国一筹,但远不如德国和日本20%左右的企业数量占比,并且我国汽车行业利润率也比较低,上榜企业不足3%,而美国入围企业约为3.8%,日本和德国同类企业更是超过4.5%。

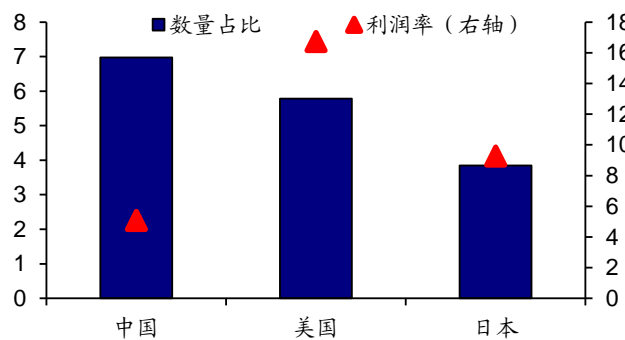
计算机电子设备制造大而不强。在研发投入强度更高的计算机电子设备制造行业,美国和日本是我国的主要竞争对手,德国企业鲜有上榜。而同美日相比,我国入围企业数量最多,占比接近7%,美国和日本该行业入围企业数量占比仅有5.8%、3.8%。但我们也注意到,我国计算机电子设备制造行业的入围企业,其利润率水平要远低于美国和日本,我国该行业企业利润率仅在5%左右,而日本同类企业超过9%,美国企业更是高达17%,这反映出我国计算机电子设备制造行业“大而不强”。

图9 19年中美日德汽车和工业机械行业入围500强情况(%)



资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所

图10 19年中美日计算机设备行业入围500强企业情况(%)

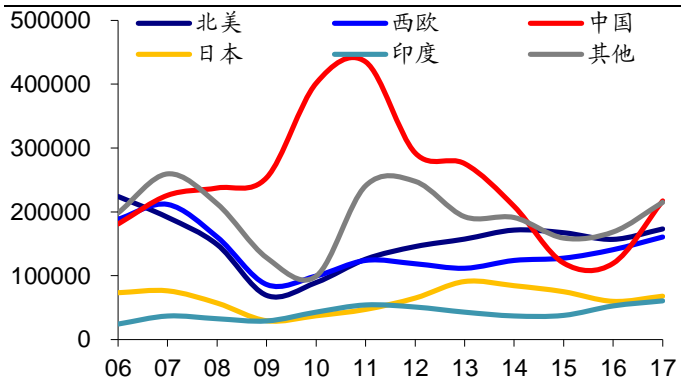


资料来源:《财富》杂志,海通证券研究所

1.3 装备制造: 销量高速增长, 技术仍有短板

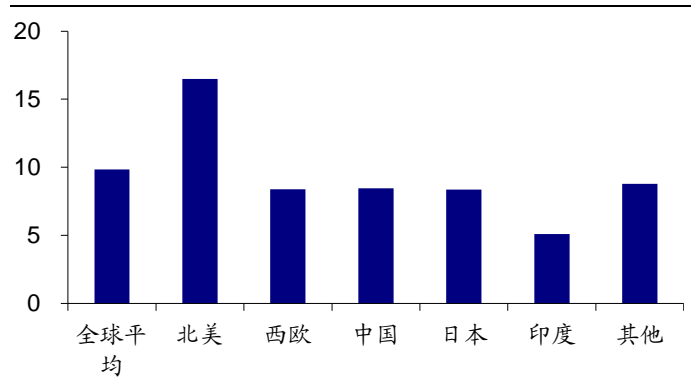
销量已居首位, 价格仍处中档。过去十年,中国工程机械销售整体走势呈“N”字型,06-11年持续增长,12-16年受产能过剩影响逐年下滑,17年再度回升。值得注意的是,17年中国工程机械行业销量21.7万台,已跃居全球第一,并占到全球销量的1/4;但是销售额183亿美元,仅为美国(286亿美元)的2/3。背后的原因在于价格差异,虽然中国工程机械销售均价8.4万美元/台,与西欧、日本基本一致,略高于印度(5.1万美元/台),但却远低于美国(9.8万美元/台)。销售均价的差异反映的正是议价能力的差异。

图11 各主要经济体工程机械销量(台)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

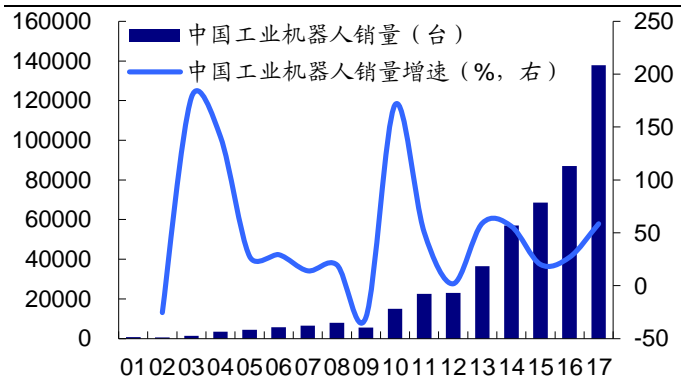
图12 各主要经济体工程机械销售均价(万美元/台)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

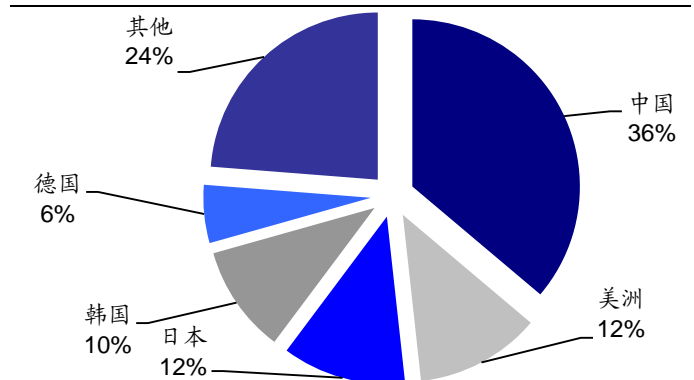
中国工业机器人制造业: 起步偏晚, 发展较快。进入新世纪以来, 全球工业机器人市场保持持续稳健增长, 全球工业机器人销量从01年的7.8万台, 持续上升至17年的38.2万台, 复合增长率达到了10.4%。中国工业机器人行业起步较晚, 01年销量仅700台, 但在10年后进入快车道, 销量从09年的5500台, 飙升至17年的13.8万台, 复合增长率高达50%。17年中国工业机器人销量占全球比重也上升至36%。

图13 中国工业机器人销量及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

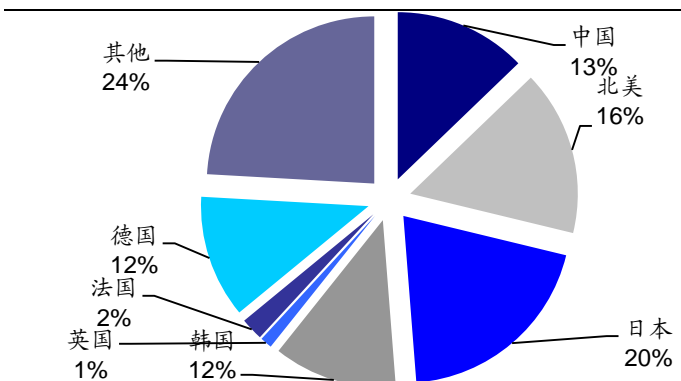
图14 17年全球工业机器人销量结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

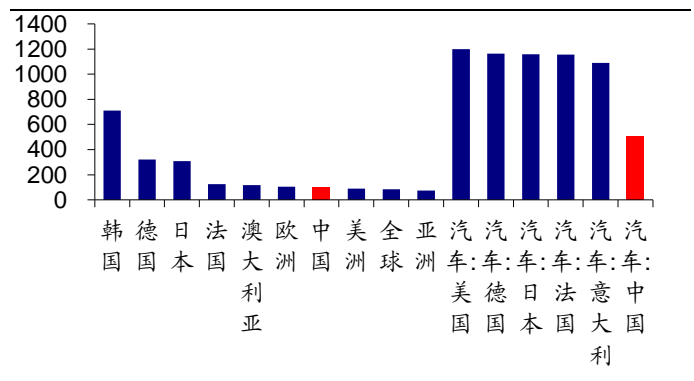
然而, 由于起步较晚, 中国的工业机器人行业与其他制造业强国相比, 仍有一定差距, 主要体现在以下三个方面。**首先是数量方面。**虽然增量视角下, 中国工业机器人销量已经超过全球1/3, 但存量视角下, 中国工业机器人保有量仅为13%, 略高于德国和韩国, 但远低于北美, 以及我们的邻国日本。**其次是质量方面。**根据国际机器人联合会(IFR)统计, 17年中国工业机器人密度(每万人拥有的工业机器人数量)仅为97台/万人, 虽然略高于全球平均水平, 但明显低于日本、德国等传统制造强国, 甚至也远低于工业机器人领域的后起之秀韩国。工业机器人的主要应用领域是在汽车、电子等行业, 而中国汽车行业工业机器人密度仅为505台/万人, 不到美日德等国家的一半。

图15 14年全球工业机器人保有量结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 各国工业机器人密度(台/万人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而最大的差距还是在技术领域。在工业机器人的几大关键技术上，日本均处于绝对领先地位。目前，美国仅在 3D 视觉控制等方面、中国仅在涂装轨迹规划技术等方面能一起分庭抗礼。而在更为关键的谐波减速器、RV 减速器、电焊钳、焊缝追踪等领域中，日本均占有绝对优势，超过 70% 的专利都属于日本。

表 1 工业机器人关键技术领域专利来源国结构

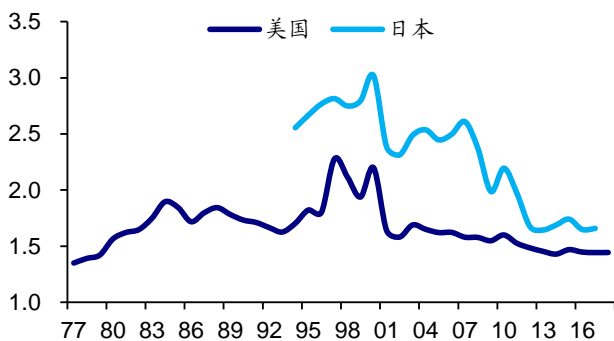
关键技术	来源国结构	拥有专利最多的企业
谐波减速器	日本: 69% 中国: 11% 美国: 8%	哈默纳科
RV 减速器	日本: 88% 中国: 10% 法国: 1%	纳博特斯克
电焊钳	日本占有绝对优势	日产汽车
3D 视觉控制	日本:37% 美国:31% 中国:8%	发那科
焊缝追踪	日本: 超过 70%	日立
涂装轨迹规划	中国: 32% 日本: 31% 德国: 21% 美国: 16%	东机工

资料来源：邓洲《工业机器人发展及其对就业影响》，海通证券研究所

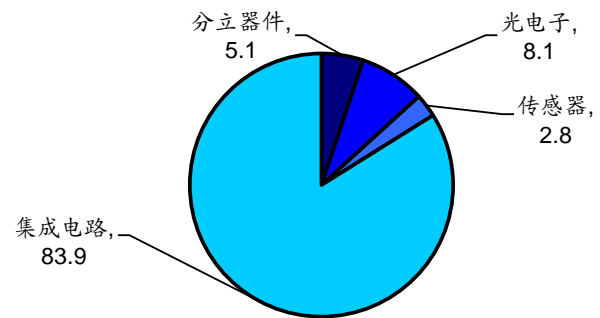
1.4 电子：产业初具规模，核心技术不足

电子产业增长迅速，美国日本趋于成熟。从研发投入强度较高的计算机和电子设备制造业来看，我国这一高技术产业的增长尤为迅速，10 年以来计算机电子设备制造业的发展一直快于工业行业整体水平，增加值增速上平均超出 3.7 个百分点，这意味着其占比也有较大幅度的上升。而美国和日本，计算机和电子制造行业的发展已基本步入成熟期，在经济中的占比趋于稳定，18 年美国计算机和电子设备制造业增加值占比约为 1.44%，而 97 年最高点时曾达到 2.28%，约是 18 年的 1.6 倍。

集成电路：半导体产品的核心。虽然我国电子产业正在向发达国家快速追赶，但是由于我国产业整体起步较晚，技术积累还有不足，因此在部分高端制造领域仍存在着很大的改进空间。在半导体中的集成电路产品方面就是个典型的例子，集成电路作为半导体产品的核心，其 18 年销售额占到整个半导体产品的 84%。

图 17 美日计算机电子制造业增加值占比 (%)


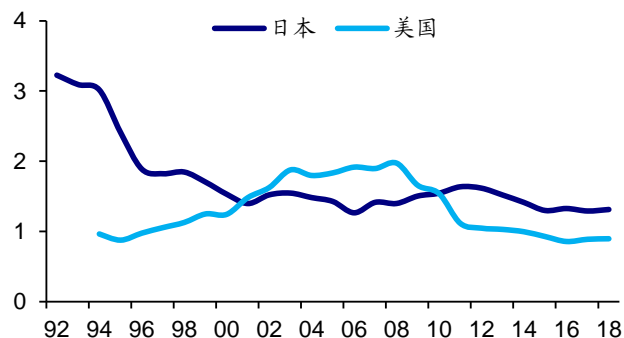
资料来源：CEIC, WIND, 海通证券研究所

图 18 18 年全球半导体各类产品销售额占比 (%)


资料来源：WIND, 海通证券研究所

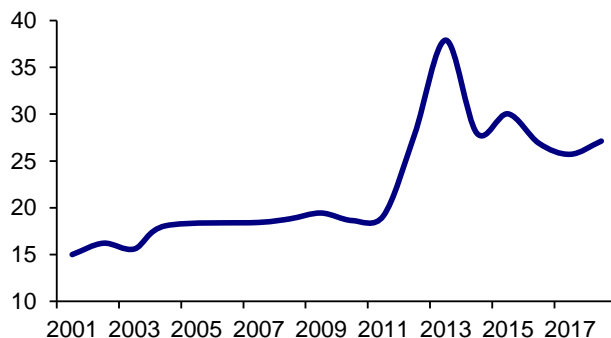
贸易逆差明显，进口依赖较高。而我国集成电路产品自给率尚显不足，对进口的依赖程度较高，18 年我国集成电路产品贸易逆差超过两千亿美元，出口金额尚不到进口金额的 30%，而反观美国和日本等电子行业发达国家，集成电路产品基本能够自给自足，甚至能够向国外输出，如 18 年日本集成电路产品实现了接近七千亿日元的贸易顺差，出口额约是进口额的 1.3 倍。

图19 美国和日本集成电路出口额与进口额之比



资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 美国数据为所有半导体。

图20 我国集成电路出口额与进口额之比 (%)

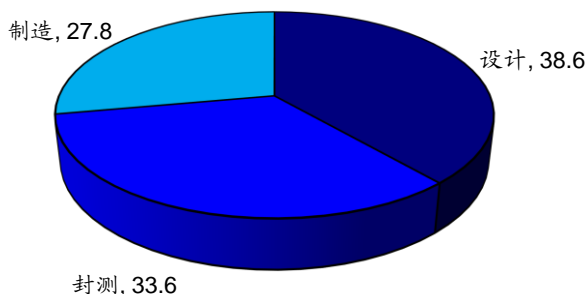


资料来源: WIND, 海通证券研究所

产业结构仍需调整, 努力拓展行业上游。 集成电路行业按照产业链条划分, 主要包括设计-制造-封测三个环节。从 18 年我国集成电路产业销售额结构来看, 我国在下游的封测环节占比较高, 达到了 34%左右, 但同全球发达国家对比, 我国在上游环节的发展尚不充分, 制造环节的占比偏低, 设计环节上整个产业具有一定规模, 但龙头企业还不够突出。

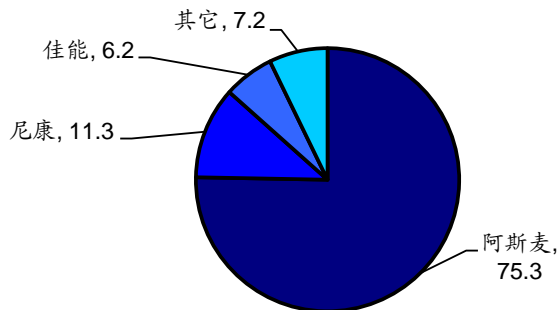
核心设备受制于人, “卡脖子”问题待消除。 集成电路制造环节的突破主要体现在先进制程的追赶, 目前台积电的制程能够达到 7nm, 我国大陆地区的中芯国际 14nm 制程刚刚进入量产。制程精度不仅需要技术的积累, 更关键的是背后半导体制造设备的支持, 而其中光刻机就尤为重要, 被誉为半导体产业皇冠上的明珠, 其占据了半导体制造环节设备价格的五分之一。但是这一领域长期以来被海外公司垄断, 荷兰的阿斯麦公司占据 75%左右的市场份额, 日本的尼康、佳能也有一定的份额, 其余公司合计不足 8%, 这也是我国亟待攻关的“卡脖子”技术。

图21 18 年我国集成电路产业销售额占比 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图22 2018 年光刻机全球市场份额 (%)

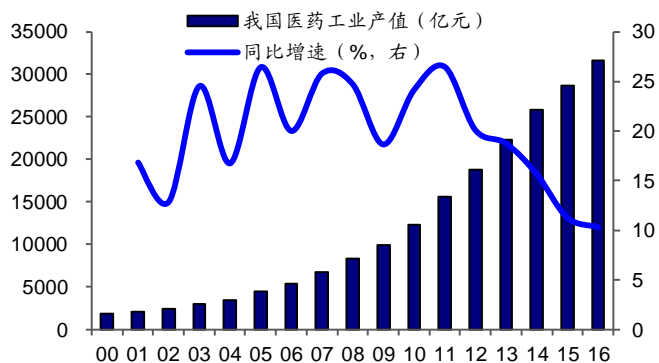


资料来源: Gartner, 海通证券研究所

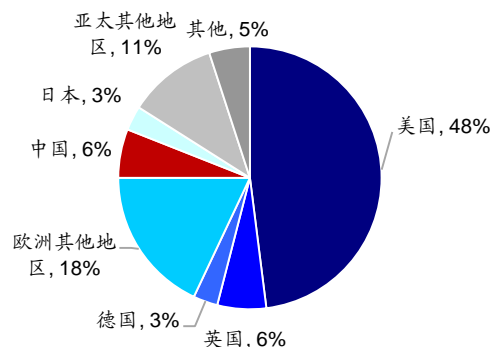
1.5 医药: 向“创新药”转型, 研发空间仍大

工业产值增速虽有所放缓, 但远超全球医药市场增速。 改革开放以来, 我国医药行业随着国家经济的发展进入了快车道。国内医药制造业产值从 00 年的 1834 亿元, 快速增长至 16 年的 31676 亿元, 年均复合增速达 19.5%。受结构调整及基数增大的影响, 近年来行业产值增速开始下滑, 截至 16 年增速下行至 10.3%, 仍远超全球医药市场 15-18 年平均增速 2.6%。

制药研发企业数量全球第二, 与美国差距仍明显。 18 年总部在中国的制药研发企业数量占全球药物研发企业的比例从 14 年的 3%增长至 18 年的 6%。而美国企业 18 年数量占比为 48%, 为中国企业的约 8 倍, 仍然占据全球制药研发企业半壁江山。中国成为全球第二大制药研发国, 逐步从“仿制药”阶段向“创新药”阶段升级, 但与美国相比, 我国尚处起步阶段, 仍有充足的发展空间。

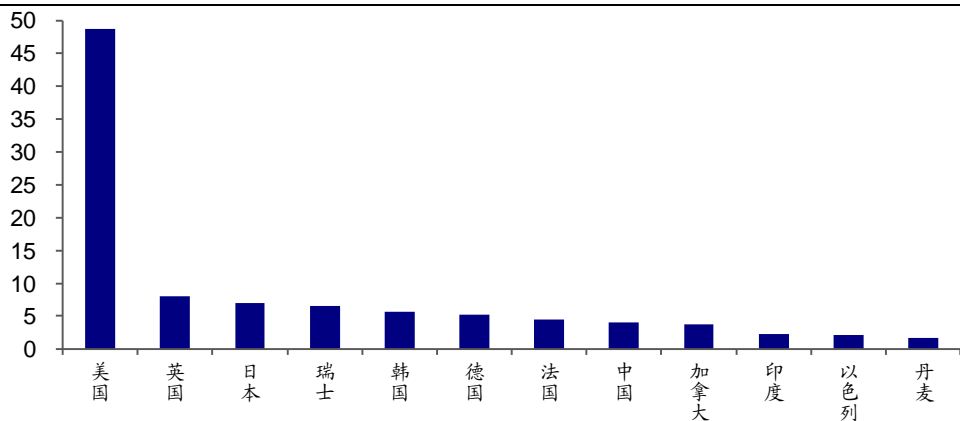
图23 我国医药工业总产值及同比增速


资料来源：WIND，海通证券研究所

图24 2018 年全球制药研发企业地理分布


资料来源：《医药经济报》，海通证券研究所

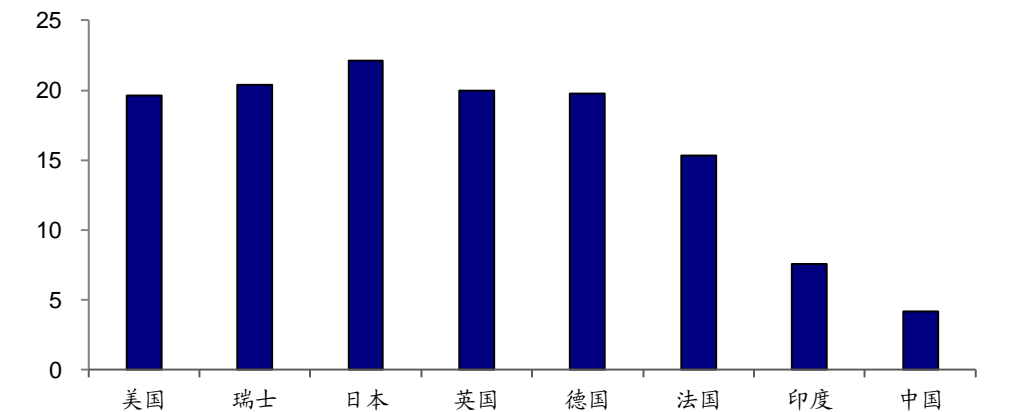
新药进口依赖度高，研发能力提升空间大。根据 FDA 报告，18 年美国共有 59 款新药通过审批，其中 1/3 为同类第一（First-in-Class）的创新药。而我国的 NMPA（药品监督管理局）18 年共批准 51 个新药，其中 10 款为国产药，41 款为进口药，进口依赖度较高。虽然从整体数量上看，我国已较近些年有较大进展，但药物研发仍与美国差距较大。15 年美国在研药物数量占全球的份额达 48.7%，而我国在研数量占比仅 4.1%。

图25 2015 年全球在研药物数量分布 (%)


资料来源：BIO Industry，海通证券研究所

研发投入处行业较低水平，加大投入助推产业升级。从研发投入看，国内医药公司与国际领先药企差距仍然较大。根据中国医药工业信息中心数据，我国百强药企 18 年研发总投入为 316 亿元，而美国领先药企之一诺华 18 年的研发投入达 91 亿美元，约 650 亿元。也就是说，美国一家领先药企的研发支出绝对值已覆盖我国百强药企总投入。从相对值看，18 年我国百强药企研发投入占总营收的比重仅 4.2%，大幅低于美国、瑞士、日本等国 20% 左右的研究比例，甚至低于印度投入水平。我国医药行业未来研发投入增长空间仍大，投入的持续增加将推动制药产业升级。

图26 2018年全球主要药企研发投入占销售收入比重(%)



资料来源：中国医药工业信息中心，wind，海通证券研究所

2. 海外：鲍威尔演讲未提降息信号，德国发行负利率 30 年国债

2.1 鲍威尔演讲支持经济扩张，但未给出降息信号

鲍威尔演讲支持经济扩张，但未给出降息信号。上周五，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上发表了题为“货币政策的挑战”的演讲，提到美联储将采取适当行动维持美国经济扩张，而贸易政策的不确定性使货币政策路径的调整面临挑战。美联储正在研究在自然实际利率大幅下降，通胀低位、经济放缓的当代是否应该扩大货币政策工具，但鲍威尔演讲中没有给出降息信号。

CBO 预计美国年均财政赤字将超万亿美元。上周三美国国会预算办公室(CBO)公布年度预算展望，截至 9 月 30 日的 2019 财年预算赤字将达 9600 亿美元，预计 2020 财年扩大到 1 万亿美元、2020 年至 2029 年平均预算赤字 1.2 万亿美元。近期提高预算立法的通过导致赤字增速比预想的更快。CBO 预计 2019 年美国经济增长 2.3%，未来十年平均增速放缓至 1.8%。美国加征关税等举措将增加企业投资成本、削弱消费者购买力，拖累美国整体经济增长。

2.2 德国首次发行负利率 30 年国债

德国首次发行负利率 30 年国债。上周三，德国拟计划发售 20 亿欧元、2050 年到期、票面利率为零的新长期债券，但实际发债 8.24 亿欧元，市场认购率仅 41.2%，彭博社报道称其中三分之二是被德国央行购买。本次国债拍卖的收益率不但为负值，而且还创出-0.11%的历史低点。

印尼央行进一步降息刺激经济。上周四，印度尼西亚中央银行宣布将基准利率下调 25 个基点至 5.50%，为两个月内的第二次降息。印尼央行行长佩里·瓦吉约认为下调利率将有助于抵御当前全球经济增长放缓给印尼带来的负面影响。

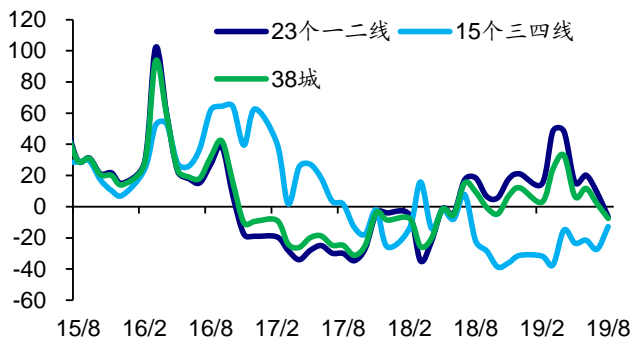
3. 国内经济：生产有所回暖

3.1 需求延续弱势

地产走势分化，汽车增速下滑。8 月前 23 天 38 城地产销量增速降至-7.6%，其中各线城市销量增速走势分化，一二线城市销量增速转负，而三四线城市增速降幅有所收窄。根据乘联会数据估算，8 月前两周批发、零售增速分别为-22.0%、-23.3%，

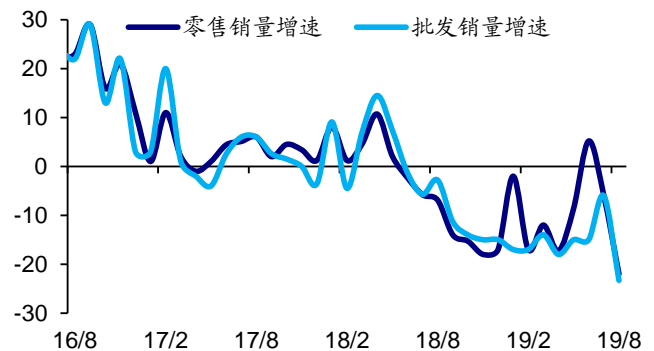
均低于7月水平。

图27 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28 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速(%)

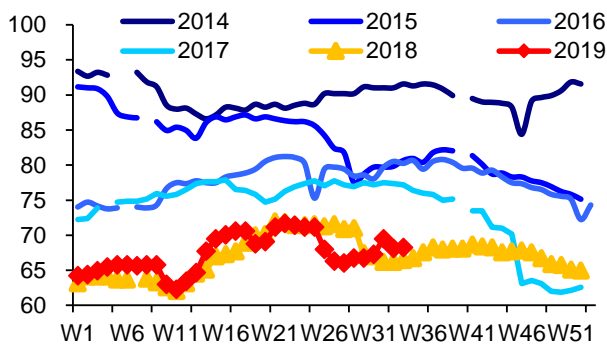


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 生产有所回暖

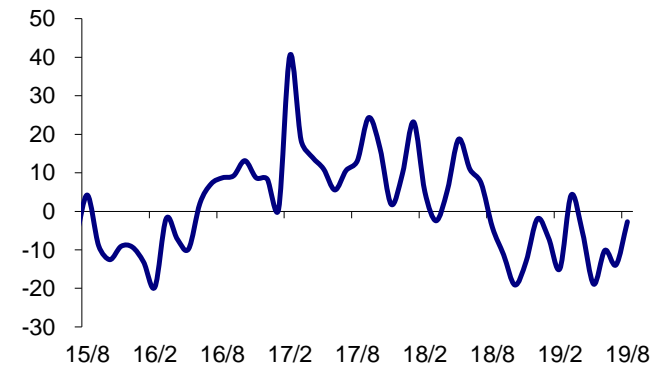
高炉开工略有回升,发电耗煤降幅收窄。上周高炉开工率升至68.2%,同比增速略有回落,但仍高于去年同期水平。受去年同期低基数影响,8月前23天六大集团发电耗煤同比降幅收窄至-2.7%,指向工业生产或有所回暖。

图29 历年各周全国高炉开工率水平(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 六大发电集团发电耗煤同比增速(%)



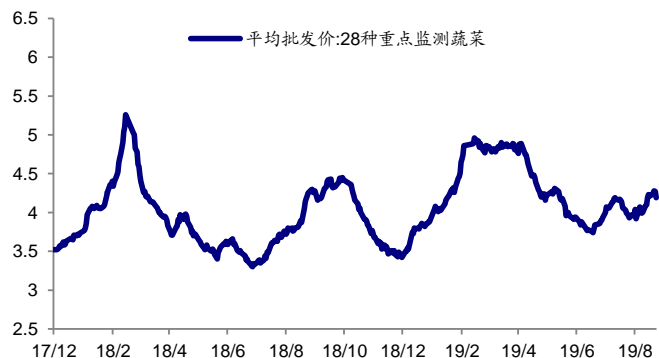
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 物价: 通胀走势分化

4.1 食品价格大涨

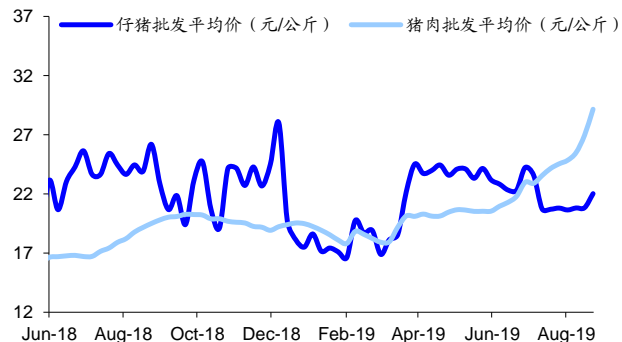
上周食品价格继续大幅上涨,其中猪价继续大涨,牛羊肉、蛋价、蔬菜价格小幅上涨,仅有水果价格继续下跌,食品价格环比上周上涨1.9%。

图31 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 猪肉批发价格（元/公斤）

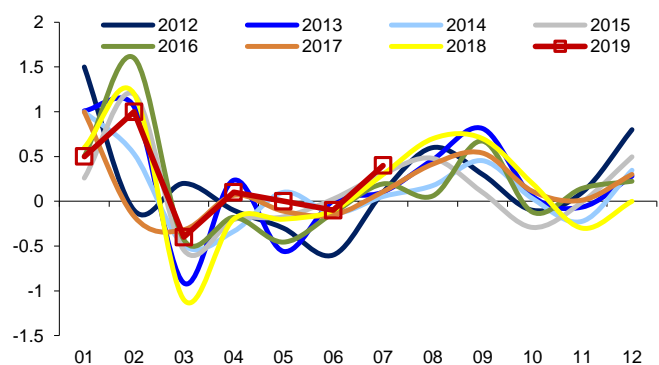


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.28 月 CPI 略降

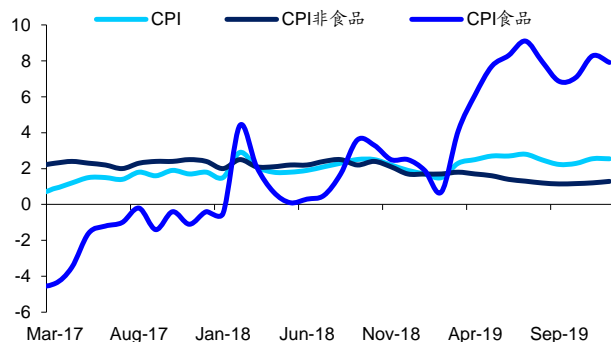
8月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比涨幅分别为2.3%、0.3%，但由于去年食品价格的高基数以及非食品价格继续下行，预测8月CPI同比或略降至2.7%。

图33 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 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 持续下降

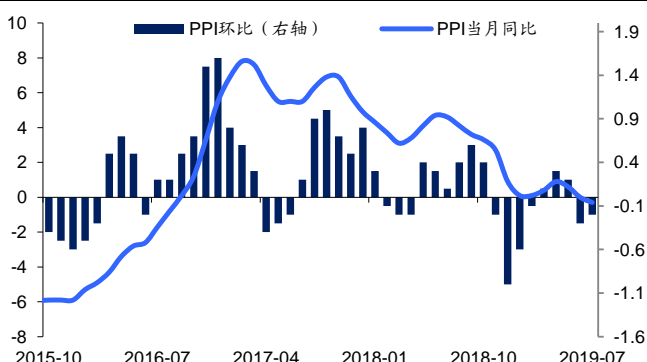
8月以来煤价、钢价回落，国内成品油价格下调，预测8月PPI环比下跌0.2%，8月PPI同比降幅扩大至0.9%。

图35 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图36 PPI 同比及环比（%）

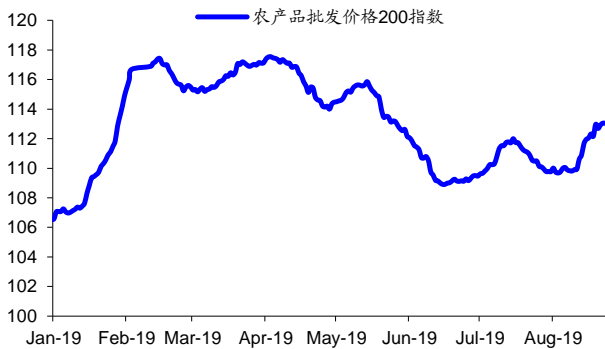


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通胀走势分化

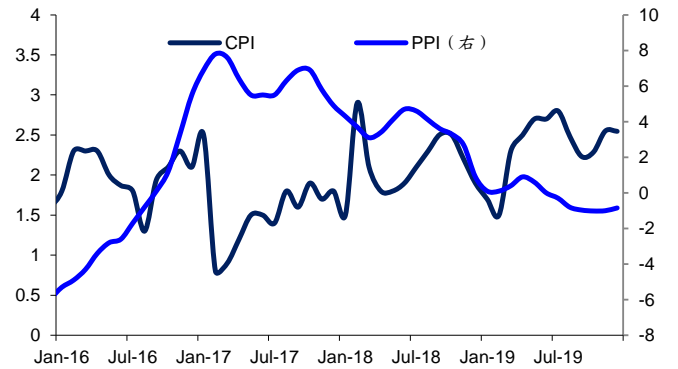
8月以来猪肉价格涨幅扩大，并带动食品价格走高，但由于去年的高基数效应，未来通胀整体略降。而8月以来工业品价格多有回落，预计PPI降幅将继续扩大。未来CPI强PPI弱的格局仍将维持。

图37 农产品批发价格200指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图38 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)



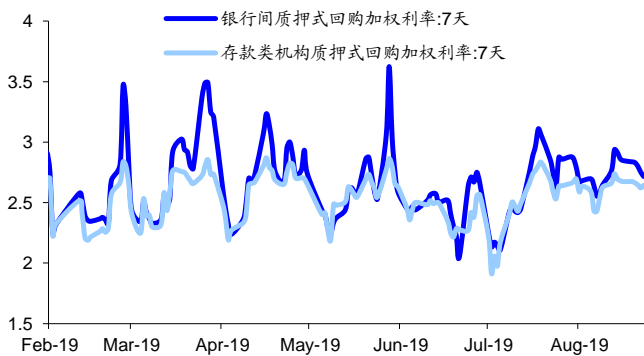
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：LPR 利率下调

5.1 货币利率下行

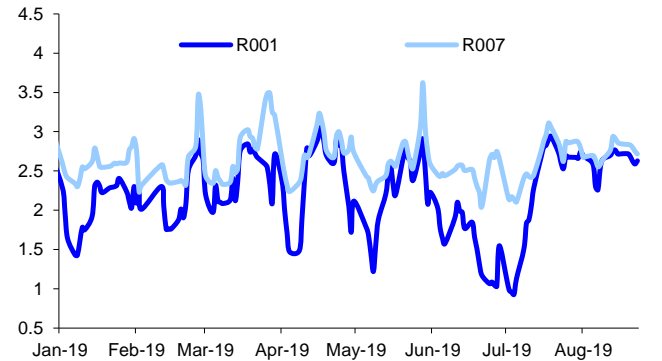
上周货币利率下降，其中 R007 均值下行 8BP 至 2.79%，R001 均值下行 8BP 至 2.65%。DR007 均值下行 4BP 至 2.65%，DR001 均值下行 6BP 至 2.60%。

图39 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 R001 和 R007 (%)

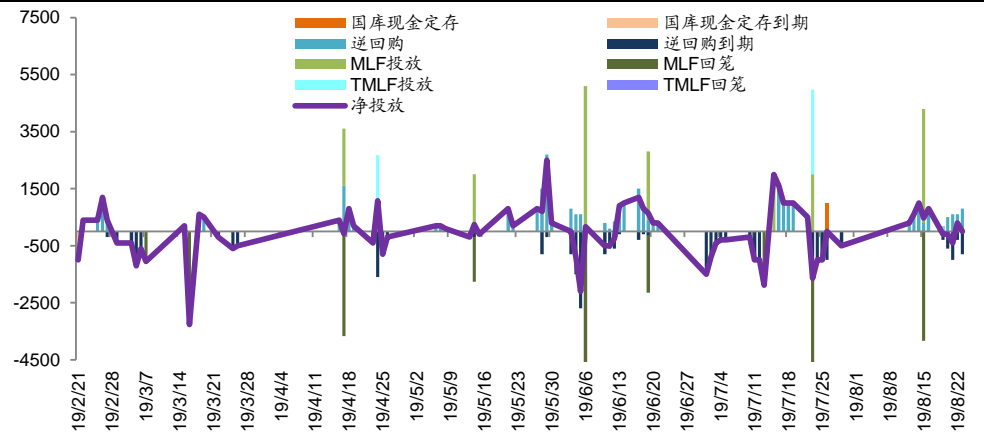


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行投放平衡

上周央行开展逆回购 2700 亿，逆回购到期 3000 亿，央行净回笼 300 亿，投放回笼基本平衡，8 月以来央行小幅投放 2820 亿。

图41 央行公开市场操作 (亿元)

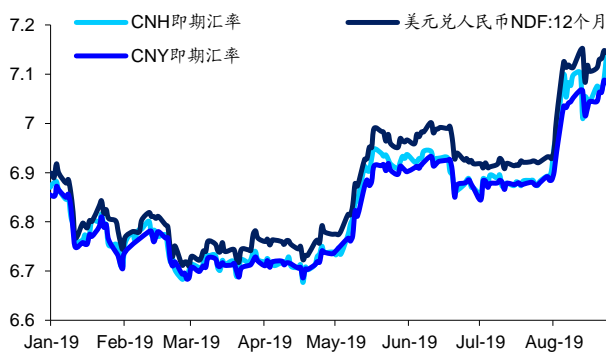


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率贬值明显

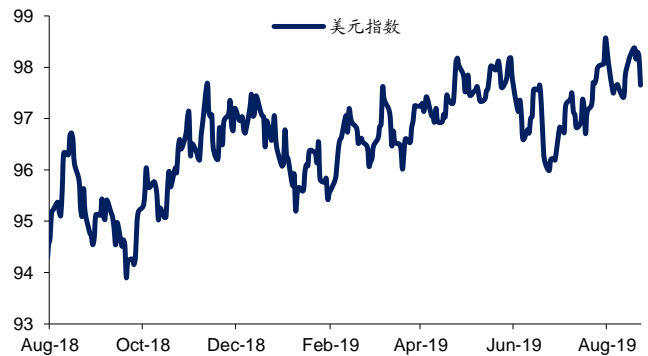
上周美元指数回落, 但人民币兑美元汇率贬值明显, 在岸与离岸人民币分别贬至7.1与7.14。

图42 CNH、CNY 即 和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图43 美元指数

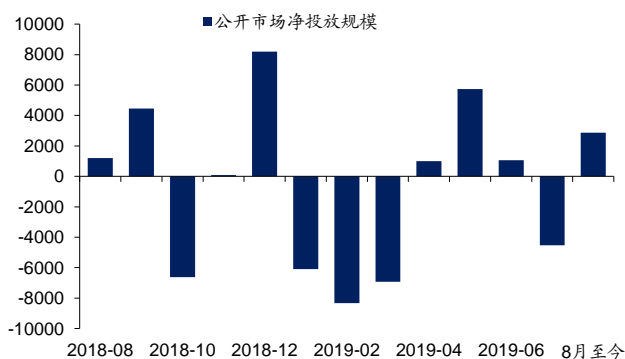


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 LPR 利率下调

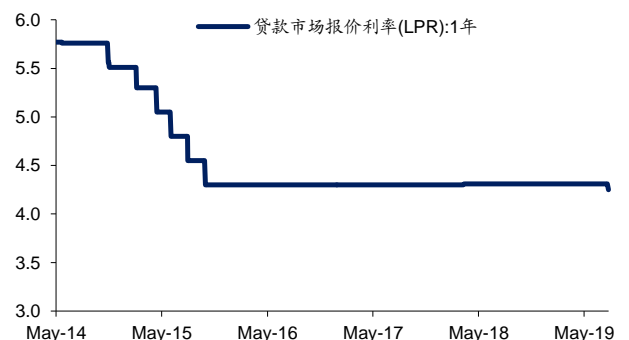
上周新版1年期LPR报价利率为4.25%, 较1年期贷款基准利率下调10bp, 较旧版LPR利率下调6bp。从央行上周的记者招待会发言来看, 在过去的一年半当中债券、回购和企业债利率都有明显下行, 但贷款利率降幅不大。而本轮LPR改革引入竞争, 使用浮动利率报价, 有望真正降低企业贷款利率。

图44 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45 1年期 LPR (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策：多管齐下稳就业

多管齐下稳就业。总理主持召开部分省份稳就业工作座谈会，研究部署进一步稳就业政策措施，其在会上强调“把稳就业放在突出位置”，具体举措包括：支持劳动密集型企业、暂时困难企业渡过难关、发挥新产业新业态促进拓展新就业岗位的作用、加快实施职工技能提升和转岗转业培训，以及高职院校扩招等。

激发文旅消费潜力。国办印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，从供需两端发力激发文化和旅游消费潜力。继续推动国有景区门票降价等一系列消费惠民举措。发展假日和夜间经济，落实带薪休假制度，鼓励单位与职工结合工作安排和个人需要分段灵活安排带薪年假、错峰休假。

加征对美进口关税。国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施，对原产于美国的汽车及零部件自 2019 年 12 月 15 日 12 时 01 分起恢复加征 25%、5% 关税。

7. 日历：聚焦 8 月下旬数据

表 2 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	前值
美国			
2019/08/26	7 月耐用品订单初值(同比)	--	1.9%
2019/08/26	圣路易斯联储主席布拉德在银行监管论坛上致欢迎词	-	--
2019 08/27	美国 8 月谘商会消费者信心指数	130	135.7
2019/08/28	上周 API 原油库存变化(万桶)	--	-345
2019/08/28	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	--	-273.2
2019/08/29	第二季度个人消费支出物价指数修正值(环比)	--	2.3%
2019/08/29	第二季度实际 GDP 修正值(环比)	--	2.1%
2019/08/29	上周季调后初请失业金人数(千人)	--	209
2019/08/29	7 月 NAR 季调后成屋签约销售指数(同比)	--	2.8%
2019/08/30	7 月个人消费支出物价指数(同比)	--	0.1%
2019/08/30	7 月个人消费支出(同比)	--	0.3%
2019/08/30	7 月个人收入(同比)	--	0.4%
2019/08/30	8 月密歇根大学消费者信心指数终值	92.5	92.1
欧元区			
2019/08/30	8 月消费者物价指数初值(环比)	--	1.1%
2019/08/30	7 月失业率	--	7.5%
中国			
2019/08/27	7 月规模以上工业企业利润	--	-3.1%
2019/08/27	7 月规模以上工业企业利润(亿元)	--	6019.2

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
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)232154483 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
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
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
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 zxh12382@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 ymniu@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
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
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
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@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 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(021)23154388 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com
 孙轩(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
 张恒昶 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
 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
 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