相关研究

《走在正确的道路上》2019.10.22

《税制改革大幕开启——财税改革系列之八》2019.10.14

《养老金会不会耗尽？——社保系列专题之一》2019.10.14

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

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:应镓娴
Tel:(021)23219394
Email:yjx12725@htsec.com

10 月经济改善，通胀上行加速

投资要点:

- **宏观专题：上世纪 20-30 年代的美国**
- **宏观环境：经济放缓、泡沫破灭。**1929 年美国金融市场暴跌，成为“大萧条”的导火索。1927-1929 的三年内标普股指平均每年涨幅高达 25%，而同时期美国 GDP 名义增速从之前的 4%降至 1%，其实已经给后来的危机埋下了伏笔。
- **贫富差距扩大，最终需求不足。**伴随着 19 世纪前 20 年美国经济的增长，贫富差距也在持续扩大。1920 至 1928 年美国收入前 10%的群体收入占比从 43%提高到 48%，大萧条的前夕正是美国贫富差距最大的时点。而贫富差距持续扩大，对经济的后果是抑制整体消费，最终导致总需求不足。
- **激化社会矛盾，保护主义盛行。**而经济层面的分配失衡，反过来又进一步激化了社会层面的矛盾，助涨“民粹主义”。但财政收入锐减，很难满足有着民粹主义倾向的高福利要求，于是美国将需求不足的内部问题的矛头转向了外部，提高关税税率、保护本地产业的措施成了首选。1930 年《斯姆特-霍利关税法》使美国整体应税商品平均关税税率提高到了接近 60%。
- **政策变化：政党轮替、强化干预。**保护主义没有带来美国经济的复苏、反而加深了经济萧条。直到 1933 年美国的进出口增速才重新转正，这一年罗斯福正式出任总统。国会通过了《1934 年互惠贸易协定法》，美国也借此恢复和打开了国外市场。罗斯福任内美国从信奉放任自由的小政府，转向了加强干预的大政府。上世纪 20 年代经历了十多年“自由放任”政策的美国，忽视了日益严重的贫富失衡，而要缩小贫富差距，只鼓励效率不注重公平是不行的，所以还需要政府必要的干预、优化分配，这也是胡佛黯然收场、罗斯福新政的必然。
- **一周扫描（2019 年 10 月 21 日至 10 月 27 日）:**
- **海外：美国耐用品订单下跌，欧央行维持利率不变。**美国 9 月制造业耐用品新订单初值季调环比下跌 1.1%，是今年 5 月来首次下跌。欧央行议息会议宣布维持存款利率、边际贷款利率和主要再融资利率不变。印尼、土耳其、俄罗斯央行宣布降息，货币宽松加码。韩国三季度 GDP 同比增长 2%、持平前值。
- **经济：10 月经济改善。**10 月前 25 天 38 城地产销量增速略回落至 8.1%，主要受二线城市拖累，而一线和三四线城市销量增速均较 9 月回升。10 月前三周乘联会乘用车批发、零售增速分别为-10%、-13%，均较 9 月增速回落，指向需求回暖态势尚不稳固，需求好坏参半。上周高炉开工率持平在 63.5%，同比降幅收窄，而钢材社会库存持续去化，指向供需仍较稳健。得益于去年同期基数走低，10 月前 25 天六大集团发电耗煤同比增速继续走高至 19.7%，生产继续改善。
- **物价：通胀上行加速。**10 月第三周，猪价环比上涨，虽然蔬菜、蛋禽等价格涨幅不大，但食品价格仍整体上涨，预测 10 月 CPI 继续回升至 3.4%。10 月以来国际油价企稳回升，但国内煤价和钢价稳中有降，由于高基数原因，10 月 PPI 同比降幅或扩大至 1.5%。考虑到去年年末的基数效应较低，预计年末的 CPI 或将升至 4%，短期通胀上行加速。
- **流动性：宽松低于预期。**上周货币利率回升，其中 R007 均值上行至 2.92%，R001 均值下行至 2.67%。DR007 上行至 2.71%，DR001 下行至 2.62%。上周央行操作 5900 亿逆回购，连续两周大幅投放货币。上周美元指数小幅回升，人民币兑美元汇率升值，在岸和离岸人民币均回升至 7.06。10 月份的 1 年期和 5 年期 LPR 均维持不变，1 年期 LPR 利率继续小幅下调的预期落空，这也意味着货币宽松的程度低于预期。
- **政策：做好稳外贸工作。**国务院常务会议要求着力破除政策落实堵，部署进一步做好稳外贸工作，推动进出口稳中提质；确定优化外汇管理措施，促进跨境贸易投资便利化。商务部等 14 部门联合印发《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》，指导推进国际消费中心城市培育建设工作。中央政治局第十八次集体学习强调，要把区块链作为核心技术自主创新重要突破口。

目 录

1. 宏观专题：上世纪 20-30 年代的美国 6
1.1 经济放缓、泡沫破灭 6
1.2 贫富差距扩大，最终需求不足 6
1.3 激化社会矛盾，保护主义盛行 8
1.4 政策变化：政党轮替、强化干预 11
2. 海外：美国耐用品订单下跌，欧央行维持利率不变 12
2.1 美国耐用品订单下跌 12
2.2 欧央行 10 月会议维持利率不变 12
3. 10 月经济改善 13
3.1 需求好坏参半 13
3.2 生产继续改善 13
4. 物价：通胀上行加速 13
4.1 食品价格继涨 13
4.2 预测 10 月 CPI 继升 14
4.3 预测 PPI 降幅扩大 14
4.4 通胀上行加速 14
5. 流动性：宽松低于预期 15
5.1 货币利率继升 15
5.2 央行大幅投放 15
5.3 汇率小幅回升 16
5.4 宽松低于预期 16
6. 政策：做好稳外贸工作 17
7. 日历：聚焦 10 月下旬数据 17

图目录

图 1 美国道琼斯工业指数.....6
图 2 美国 M2 增速（%）.....6
图 3 危机前美国名义 GDP 增速及标普指数年度均值涨幅（%）.....6
图 4 美国收入前 10%的人群收入占比.....7
图 5 美国不同群体拥有的财富占比.....7
图 6 四国收入前 10%的人群收入占比.....7
图 7 不同群体相对 1984 年每增加 1 美元收入对应消费增加情况（美元）.....8
图 8 最低收入 20%的人消费和收入比重（%）.....8
图 9 最高收入 20%的人消费和收入比重（%）.....8
图 10 收入分布和投票数分布示意.....9
图 11 大萧条及前夕的美国财政收入及支出（十亿美元）.....9
图 12 美国主要关税法案和应税商品平均税率（%）.....10
图 13 各国进口总关税税率变化（%）.....10
图 14 美国进口和出口增速（%）.....11
图 15 欧洲四国的出口增长率（%）.....11
图 16 世界进出口贸易数据（%）.....11
图 17 1920-1938 年美国的财政收入和支出（十亿美元）.....12
图 18 1900-1938 年美国的公共部门债务率.....12
图 23 蔬菜平均批发价（元/公斤）.....14
图 24 猪肉批发价格（元/公斤）.....14
图 25 CPI 环比（%）.....14
图 26 CPI 同比及成分同比走势预测（%）.....14
图 27 环渤海动力煤价格（元/吨）.....14
图 28 PPI 同比及环比（%）.....14
图 29 农产品批发价格 200 指数.....15
图 30 CPI、PPI 同比走势及预测（%）.....15
图 31 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）.....15
图 32 R001 和 R007（%）.....15
图 33 央行公开市场操作（亿元）.....16
图 34 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率.....16

图 35 美元指数 16
图 36 央行公开市场净投放规模（亿元） 16
图 37 M2 同比（%） 16

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.....17

1. 宏观专题：上世纪 20-30 年代的美国

1.1 经济放缓、泡沫破灭

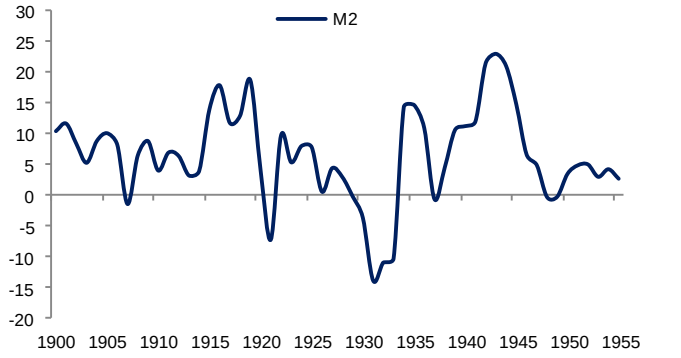
1929 年美国金融市场暴跌，成为“大萧条”的导火索。上世纪 20 年代美国经济和股市持续繁荣，到 1920 年代中后期，股指加速上涨。为抑制市场投机，1928 年美联储开始收紧货币政策，此后两年内 7 次上调贴现率。1929 年 10 月 24 日，美国道琼斯工业指数突然暴跌，纽约股票市场迎来“黑色星期四”，随后几天跌幅继续扩大，到 10 月 29 日收盘，道琼斯股指较 10 月 23 日已累计跌去约四分之一。

股灾不期而至，导致居民的金融资产和企业的预期迅速恶化，并很快蔓延到实体经济。1929 年四季度美国 GNP 实际同比仅 1.9%，较之前的三季度大幅下降了 6 个百分点，1930 年一季度开始更是转为负增，并且此后衰退一直持续到 1933 年上半年。

图1 美国道琼斯工业指数

资料来源：Wind，海通证券研究所

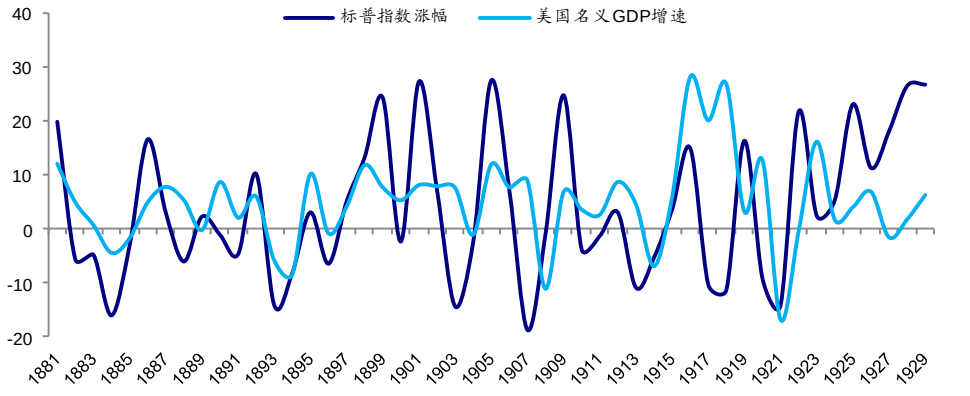
图2 美国 M2 增速（%）



资料来源：NBER，海通证券研究所

股市暴跌反映了金融市场存在严重泡沫，美国当时的经济基本面并不支持如此的暴涨。在 19 世纪与 20 世纪之交的十到二十年里，美国的金融市场大体与经济表现相匹配，股市涨幅与经济名义增速趋势一致。但到了 1926 年之后，市场投机之风渐盛、股指加速上行、泡沫化日益严重，1927-1929 的三年内标普股指平均每年涨幅高达 25%，而同时期的美国经济增长却是在放缓，美国 GDP 名义增速从之前三年的平均 4%降至 1%，这其实已经给后来的危机埋下了伏笔。

图3 危机前美国名义 GDP 增速及标普指数年度均值涨幅（%）



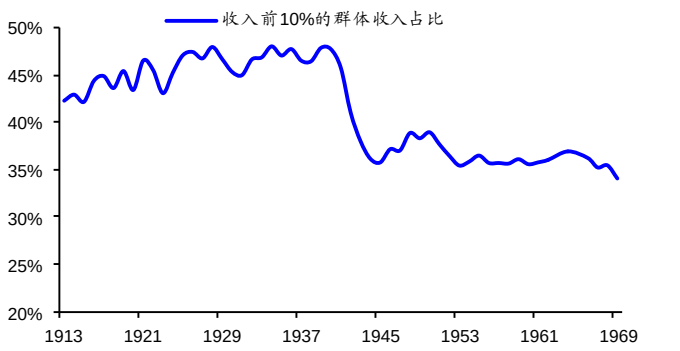
资料来源：NBER，海通证券研究所，其中标普指数为年平均值

1.2 贫富差距扩大，最终需求不足

为何史无前例的大萧条接踵而至？

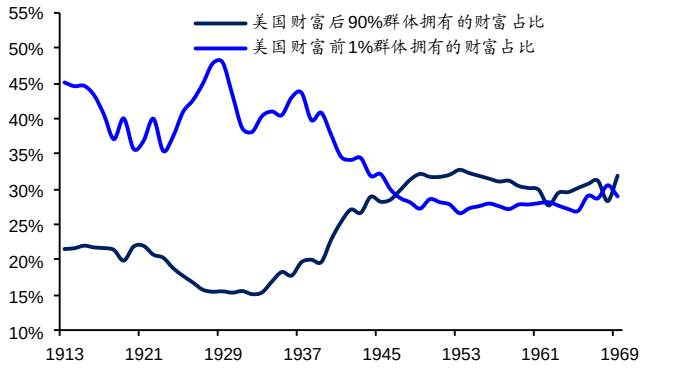
从社会层面看，不能忽视的一点是，伴随着19世纪前20年美国经济的增长，贫富差距也在持续扩大。1920 至 1928 年美国收入前 10%的群体收入占比从 43%提高到 48%，分配问题导致贫富分化加重。而金融泡沫化又加剧了这一分化，富人的存量资产增值更快，1921 年至 1929 年美国前 1%的富有群体拥有的财富占比从 36%增加至 48%，而同一时期财富后 90%的人拥有的财富占比从 22%下降到了 16%，也就是说，当时美国前 1%的富人拥有的财富是后 90%群体的三倍！而纵观历史，大萧条的前夕正是美国贫富差距最大的时点。

图4 美国收入前 10%的人群收入占比



资料来源：WID，海通证券研究所

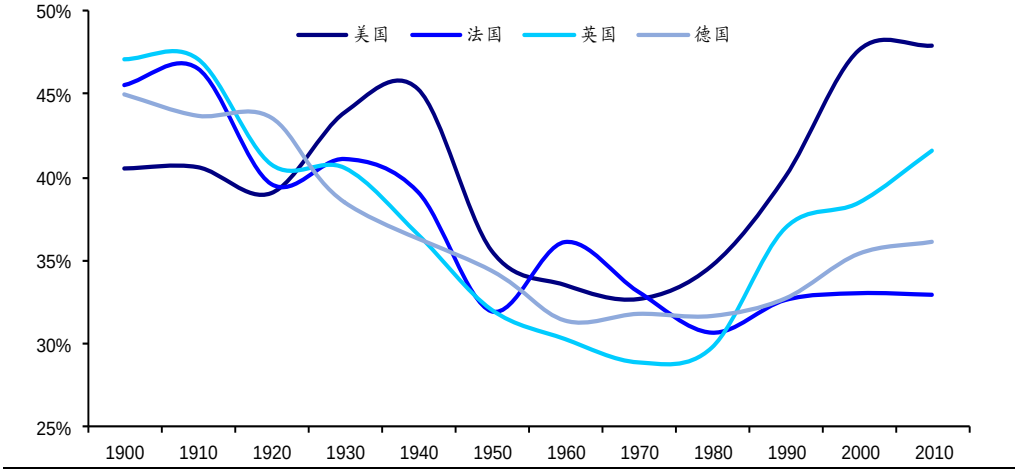
图5 美国不同群体拥有的财富占比



资料来源：WID，海通证券研究所

贫富差距扩大在当时也不是美国所独有的。在 20 世纪之初，法国、英国、德国等欧洲国家也都经历了一段贫富严重分化的时期。1910 年，这三国收入前 10%的人群的收入占比都高达 45%左右，虽然在 1920 年代有所下降，但到大萧条之前，这一比重也仍有 40%。

图6 四国收入前 10%的人群收入占比



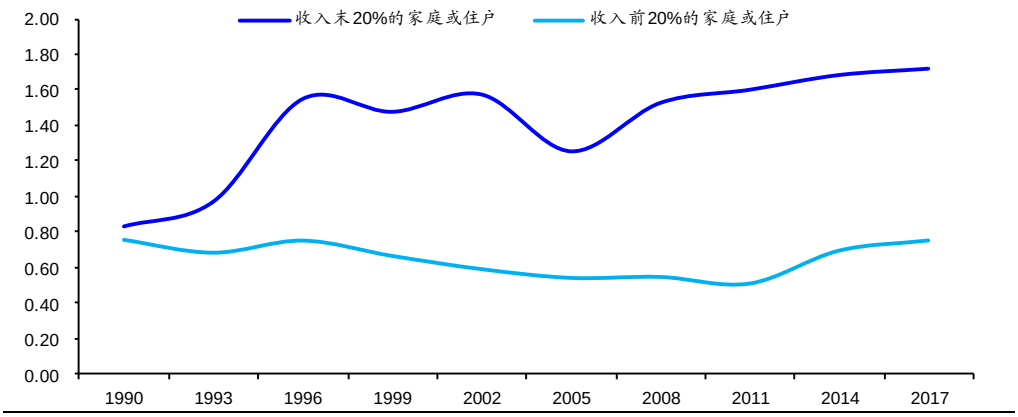
资料来源：Piketty《21 世纪资本论》，海通证券研究所

而贫富差距持续扩大，对经济的后果是抑制整体的消费，最终导致总需求不足。通常来讲，高收入群体的消费能力比较强，但是边际消费倾向较低，而中低收入者的边际消费倾向较高，但是消费能力受制于收入水平。

根据美国劳工统计局的消费调查计算，以 1984 年的收支情况作为基准，到目前美国收入前 20%的家庭或住户（consumer unit）[1]收入每增加 1 美元，消费支出大约增加 0.7 美元左右，而收入末 20%的家庭或住户，收入增加 1 美元，支出会边际上增加大约 1.6 美元[2]。

[1] 以 1 个家庭或者财务独立决策的住户作为调查中的 1 个消费单位 consumer unit。
[2] 因为家庭或住户中存在不创造收入但有支出的群体，因而就调查单位而言会出现支出增加超过收入增幅的情况。

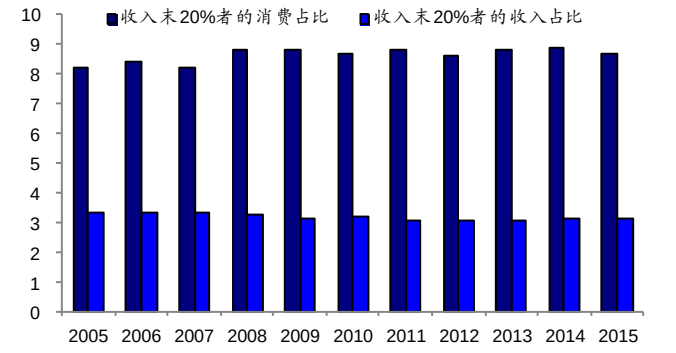
图7 不同群体相对 1984 年每增加 1 美元收入对应消费增加情况（美元）



资料来源：美国劳工统计局，海通证券研究所

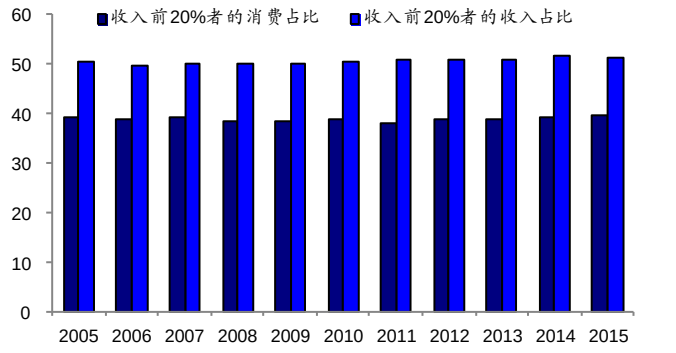
以收入由高到低排序，美国收入在末 20%的调查对象，收入占比仅 3%，但他们的消费占全部被调查者消费的 8%；而收入在前 20%的调查对象获得约 50%的收入，消费比重仅 40%左右。中低收入者整体数量巨大，且对消费贡献的比重更高，但其收入和财富水平限制了其消费的能力，因而贫富差距的不断恶化，不利于整体消费的扩张。

图8 最低收入 20%的人消费和收入比重（%）



资料来源：美国劳工统计局，海通证券研究所

图9 最高收入 20%的人消费和收入比重（%）

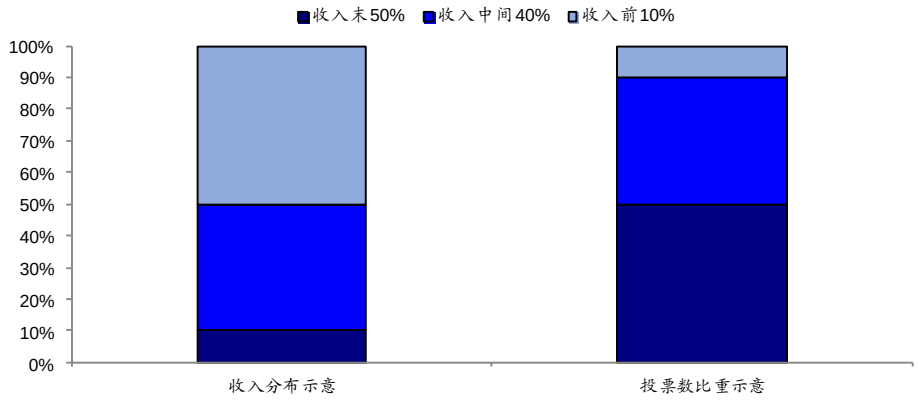


资料来源：美国劳工统计局，海通证券研究所

1.3 激化社会矛盾，保护主义盛行

而经济层面的分配失衡，反过来又进一步激化了社会层面的矛盾，助涨“民粹主义”。在经济陷入大萧条之后，分配失衡导致中低收入者群体庞大，使得他们成为了美国社会的“中间投票人”，对政治选举起到决定性的影响，而他们通常基于自身的考虑，对政府增加转移支付和提高福利有着更高的诉求。而贫富差距的扩大，中低收入者比重上升，这种诉求也就更强，政党想赢得选举，就要做出更符合这些投票人利益的承诺，往往在这种时候民粹主义就会开始回潮。

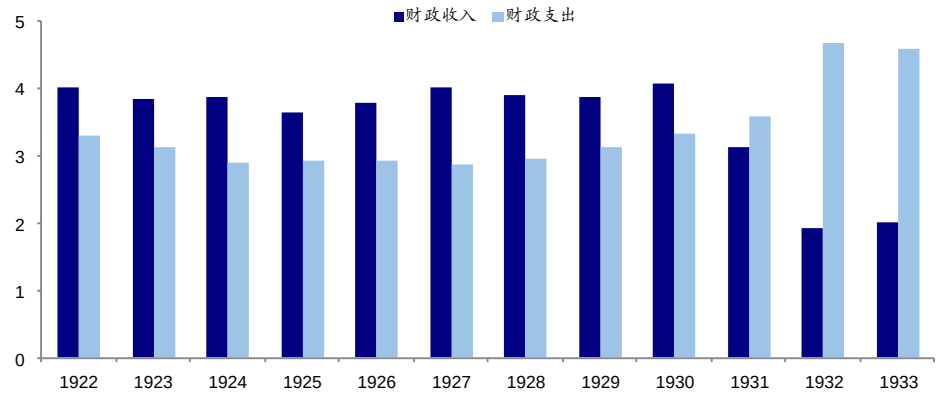
图10 收入分布和投票数分布示意



资料来源：WID，海通证券研究所，数据为 1928 年

但问题在于，经济放缓又使得政府财政收入锐减，很难满足有着民粹主义倾向的福利要求。如果是在大萧条来临之前的 20 年代，经济仍处在繁荣阶段，提升整体福利的要求或许并不难满足。但1929年下半年开始，美国经济急转直下，到1930年1季度开始 GNP 名义增速转负，经济的“蛋糕”做不大，分配就更成了问题。随着经济的衰退，美国的财政收入从29年的39亿美元减少到33年的20亿美元，而同期财政支出从31亿美元增加到46亿美元，早年的财政盈余从31年开始变成高额赤字。

图11 大萧条及前夕的美国财政收入及支出（十亿美元）

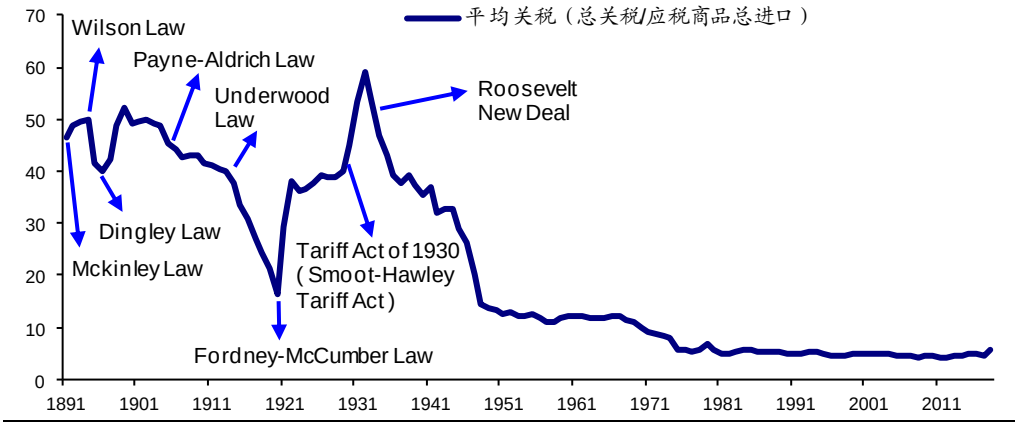


资料来源：NBER，海通证券研究所

既然“蛋糕”做不大，那么就想到从外部抢“蛋糕”。当时美国还实行金本位制，汇率并非自由浮动、因而货币政策缺乏独立性，制约了货币刺激的空间。而在民粹主义抬头的背景下，美国将需求不足的内部问题的矛头转向了外部，于是，提高关税税率、减少外来商品进口、保护本地产业的措施自然成了首选。

事实上，加关税的做法在美国也不是第一次。早期的美国关税维持在较高水平，是政府收入的主要来源，并且被用来保护国内相关的利益群体。例如 1890 年《麦金莱关税法案》（Mckinley Law）就是通过提升关税税率到 50%，来保护国内的产业免受英国等海外生产者的竞争，1897 年《丁格利关税法案》（Dingley Law）又进一步提高关税税率，此后的十多年间，美国的关税总体保持在 40%以上的高位。直到 20 世纪初，随着 1913 年《安德伍德关税法》（Underwood Law）的通过，美国关税水平才大幅下降。

图12 美国主要关税法案和应税商品平均税率（%）



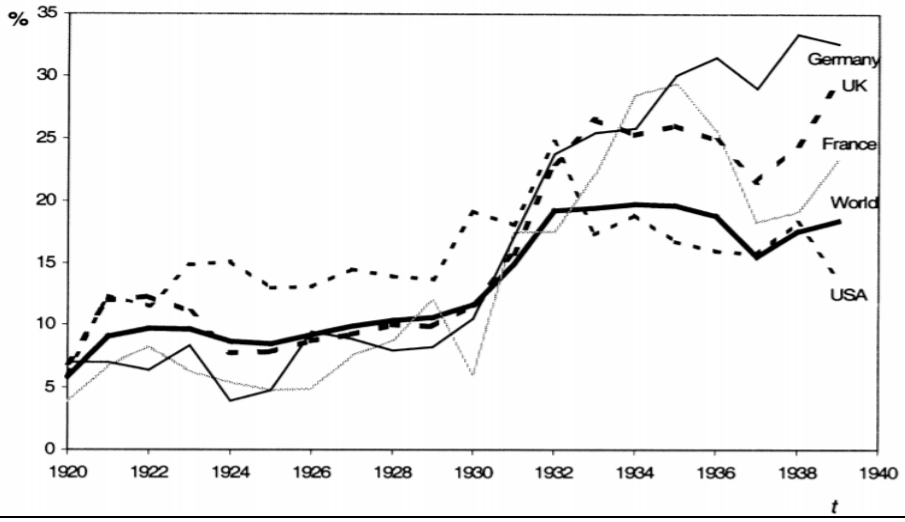
资料来源：USITC，海通证券研究所

然而在大萧条之前，保护主义情绪重新抬头。1920 年代开始，农产品价格大幅下跌，导致美国农业逐渐萧条。1921 年共和党主导的政府以紧急关税法，对进口农产品征收高关税，以维护国内农业利益，并于 1922 年通过了**《福德尼-麦坎伯关税法》（Fordney-McCumber Law）**，对更多的经济部门采取高关税保护的措施，将平均关税税率从 1920 年的 16%提升到 1922 年的 38%。

在 1928 年大选中，共和党的胡佛表示将提高农产品关税以保护身处困境的农民的利益，而他当选总统之后的第二年，在议员斯姆特和霍利的推动下，国会通过了 1930 年关税法案，也称**《斯姆特-霍利关税法》（Smoot-Hawley Tariff Act）**，该法案将 2 万多种商品的进口关税税率提至历史新高，使美国整体应税商品的平均关税税率从 1928 年的 38.8%提高到了 1932 年的接近 60%，同期美国整体进口商品关税税率也从 13%左右上升至接近 20%。

在 1929 年经济开始衰退的背景下，美国推行高关税，遭到了贸易伙伴的强烈反对，各国也先后实施报复性关税。1930 年《斯姆特-霍利关税法》将全球拖入了以邻为壑、互加关税的恶性竞争。同一年，加拿大率先对美国商品加征新关税，并减少与美国的贸易、增加与英联邦的经贸往来，而英国在 1931-1932 年也分别通过《非常进口税法》和《进口关税法》，提高了进口关税并限制了美国商品的进入。各国先后加入到了这场“关税战”，1930-1932 年英国、德国的总体关税税率由 10%左右上升至 25%，全球贸易整体的关税税率也从 10%左右上升到 20%。

图13 各国进口总关税税率变化（%）

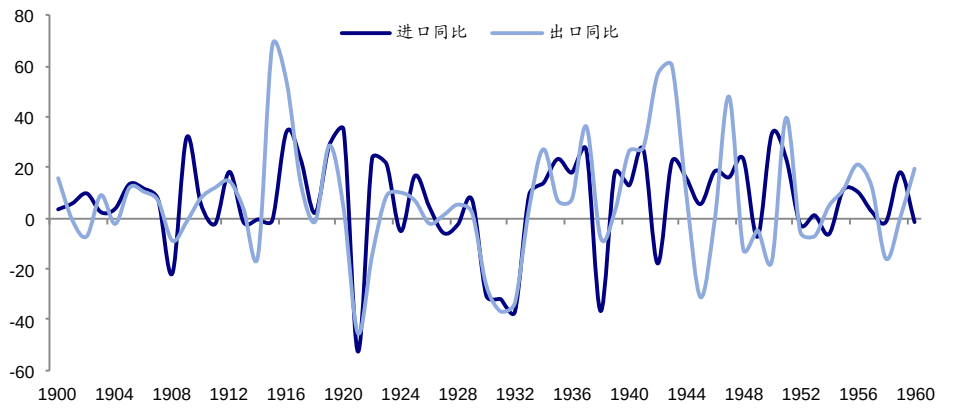


资料来源：Madsen J B. Trade Barriers and the Collapse of World Trade during the Great Depression. 海通证券研究所

1.4 政策变化：政党轮替、强化干预

但事实证明，保护主义没有带来美国经济的复苏、反而加深了经济的萧条。1930 年起，美国的进口增速连续三年降幅高达 30%以上，美国的经济增速也在 1930 年开始负增，1932 年 GDP 实际同比接近-13%。可以说，错误的关税政策伴随了美国的整个大萧条阶段。

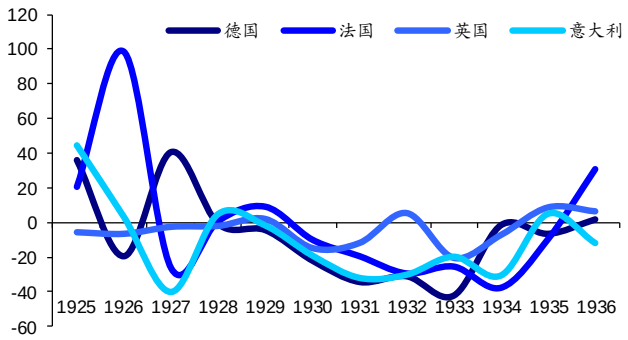
图14 美国进口和出口增速（%）



资料来源：NBER，海通证券研究所

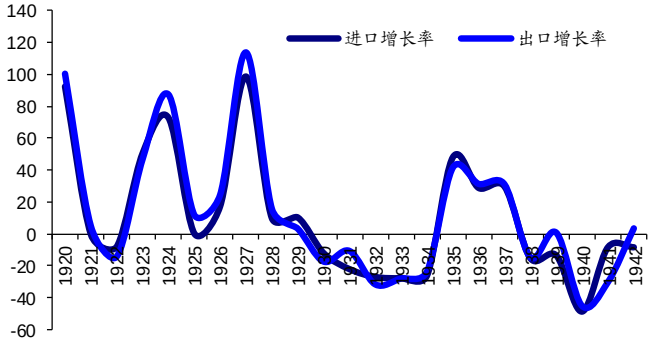
全球贸易在这场互加关税的纷争中，也都出现了收缩。德国、法国、英国和意大利的出口同比增长率从 1930 年开始均转为负增长，并且幅度高达-40%到-20%。全球进出口贸易额在 1930 年到 1934 年期间持续萎缩，跌幅一度高达 40%。

图15 欧洲四国的出口增长率（%）



资料来源：NBER，海通证券研究所

图16 世界进出口贸易数据（%）



资料来源：NBER，海通证券研究所

直到 1933 年美国的进出口增速才重新转正，而这一年罗斯福正式出任总统。之后一年，在国务卿赫尔的力推下，国会通过了《1934 年互惠贸易协定法》，作为对 1930 年《斯姆特-霍利关税法》的修正，通过赋予总统与别国缔结贸易协定、在 50%的幅度内修改关税税率等权力，使得美国在此后的十多年间与接近 30 个国家签订互惠贸易协议，整体关税水平随之下降，而美国也借此恢复和打开了国外市场。

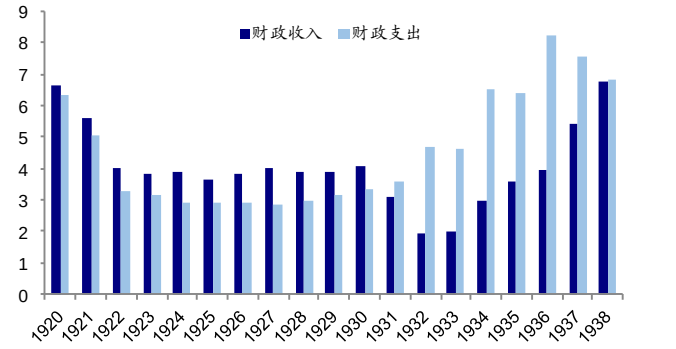
贸易仅是其中的一个方面，当时美国的政策整体都出现了转向，从信奉放任自由的小政府，转向了加强干预的大政府。

上个世纪 20 年代，美国几乎完全处在共和党的执政中。大萧条之前的近十年里，美国经历了哈定（1921-1923 在任）和柯立芝（1923-1929 在任）连续两任共和党总统，并且由于第二次工业革命推动美国工业化完成以及从一战中受益，美国在 1920 年代柯立芝的任内进入了一个十分繁荣的时期，技术进步、物质丰富、文化活跃，被称为“咆哮的二十年代”。这又使得同为共和党的胡佛（1929-1933 在任）在 1928 年大选中轻松胜出，继续代表共和党执政。

共和党信奉的是“放任自由”和“保守主义”的理念，采取“小政府”的政策。即便碰上 1929 年股市暴跌，随后经济衰退，胡佛政府在危机早期也没有强势干预，仍是呼吁自愿联合。直到 32 年大选的之前一年，胡佛才提出有政府介入的救助计划，但依然表示“联邦政府应该最少最少地介入经济的领域”。

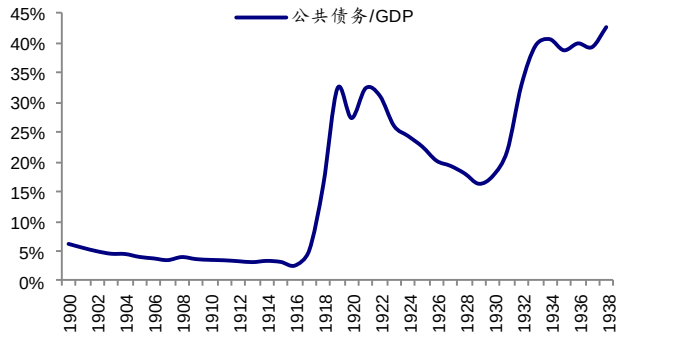
这样的背景下，1933 年民主党的罗斯福上台了，带领政策转到了“大政府”方向。罗斯福新政一改共和党的放任自由，对经济加强干预、大力进行财政刺激和发展公共事业，并放弃了金本位制度。1934 年之后，随着财政干预的实施，美国政府的支出大幅增加，到 1935 年左右，财政支出较 1920 年代的平均水平几乎翻了一倍，而公共部门债务率也从 1932 年的 33%上升到约 40%。

图17 1920-1938 年美国的财政收入和支出（十亿美元）



资料来源：NBER，海通证券研究所

图18 1900-1938 年美国的公共部门债务率



资料来源：NBER，海通证券研究所

而结合社会背景来看，也不难发现这种政策转变的必然。经历了十多年“自由放任”政策下的美国经济，忽视了日益严重的贫富失衡，难以很好地缓解分配的问题。要缩小贫富差距，只鼓励效率而不注重公平是不行的，所以还需要政府加强干预、优化分配，这也就是胡佛黯然收场、而罗斯福新政登台的必然。

2. 海外：美国耐用品订单下跌，欧央行维持利率不变

2.1 美国耐用品订单下跌

美国耐用品订单下跌。上周四，美国商务部公布 9 月制造业耐用品新订单初值季调环比下跌 1.1%，是今年 5 月来首次下跌，前值由增长 0.2%小幅上修至 0.3%，而非国防核心资本耐用品订单 9 月环比下滑 0.5%，为连续两个月下跌。

2.2 欧央行 10 月会议维持利率不变

欧央行 10 月会议维持利率不变。上周四，欧洲央行 10 月议息会议宣布，维持存款利率、边际贷款利率和主要再融资利率不变，并确认将从 11 月 1 日起每月购债 200 亿欧元。同日，欧元区公布的 10 月制造业 PMI 为 45.7，持平前月，德国和法国制造业 PMI 小幅回升至 41.9 和 50.5。

多国货币宽松加码。上周四，印尼央行宣布降息 25BP 至 5%，为连续第四个月降息；土耳其央行宣布降息 250BP 至 14%，为年内第三次降息，超过市场预期的 100BP 的降息幅度；菲律宾央行宣布将于 12 月起下调准备金率 100BP。上周五，俄罗斯央行宣布降息 50 个 BP 至 6.5%，为连续第四次降息。

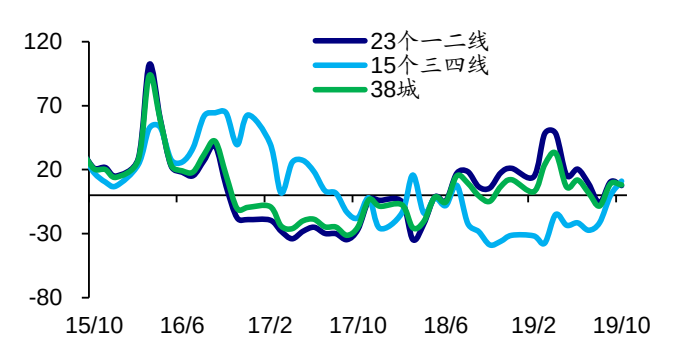
韩国公布三季度经济数据。上周四，韩国央行公布三季度 GDP 同比增长 2%、持平前值，环比 0.4%、不及预期。三季度韩国消费疲弱拖累增长，但出口同比 4.1%，显著高于二季度的 2%，实现连续两个季度回升。

3. 10 月经济改善

3.1 需求好坏参半

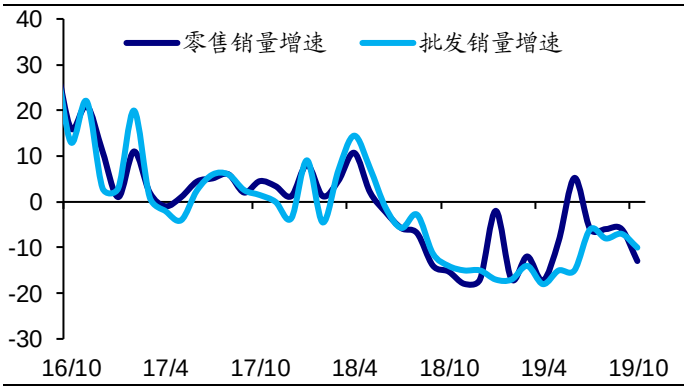
地产销售分化，汽车仍较疲弱。10 月前 25 天 38 城地产销量增速略回落至 8.1%，主要受二线城市拖累，而一线和三四线城市销量增速均较 9 月回升。10 月前三周乘联会乘用车批发、零售增速分别为-10%、-13%，均较 9 月增速回落，指向需求回暖态势尚不稳固。

图19 38 城商品房月度销量同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速（%）

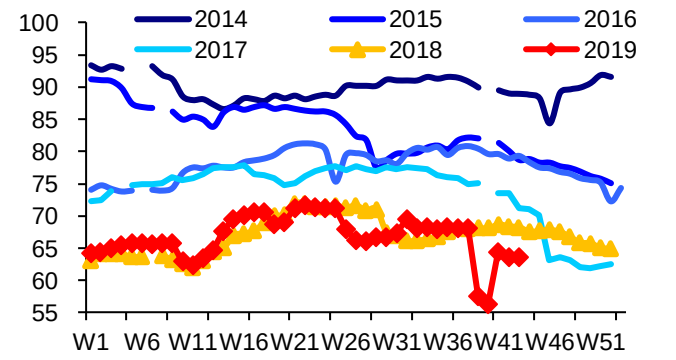


资料来源：Wind，海通证券研究所，10 月为前 20 天累计

3.2 生产继续改善

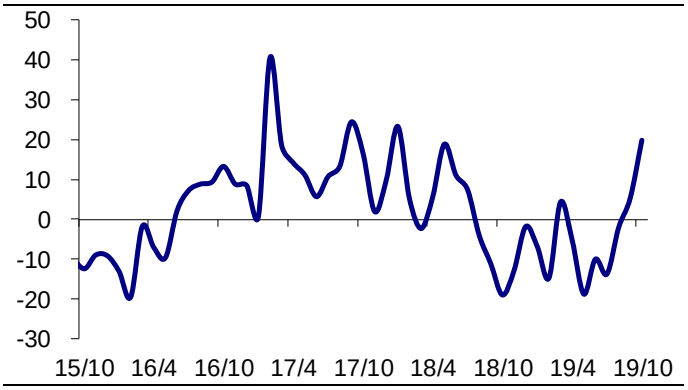
高炉开工走平，发电耗煤续升。上周高炉开工率持平在 63.5%，同比降幅收窄，而钢材社会库存持续去化，指向供需仍较稳健。得益于去年同期基数走低，10 月前 25 天六大集团发电耗煤同比增速继续走高至 19.7%。

图21 历年各周全国高炉开工率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 六大发电集团发电耗煤同比增速（%）



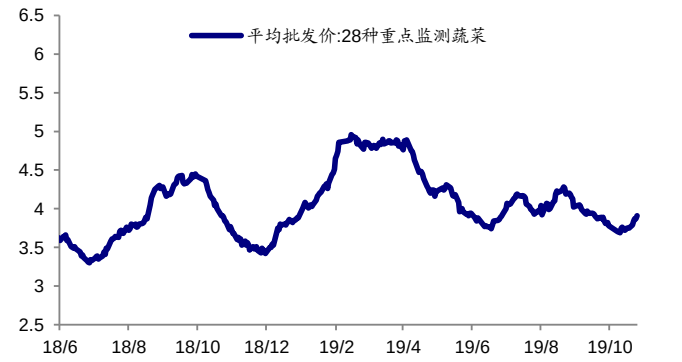
资料来源：Wind，海通证券研究所，10 月为前 25 天累计

4. 物价：通胀上行加速

4.1 食品价格继涨

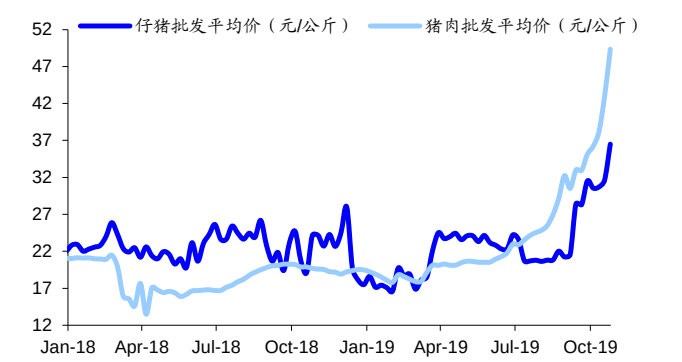
10 月第三周，猪价环比上涨 8.6%，虽然蔬菜、蛋禽等价格涨幅不大，但食品价格整体仍上涨 2.6%。

图23 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 猪肉批发价格（元/公斤）

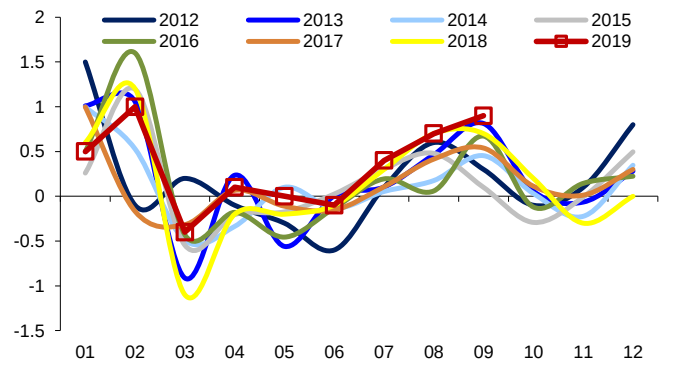


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测 10 月 CPI 继升

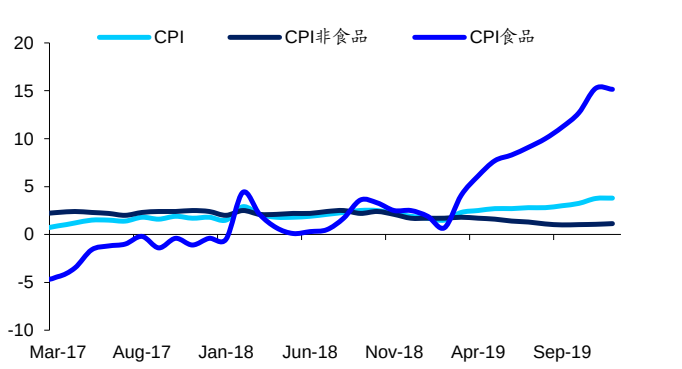
截止目前，10 月商务部食用农产品价格和农业部农产品批发价格环比涨幅分别为 2.2%和 1.8%，我们预测 10 月 CPI 食品价格环比上涨 1.5%，10 月 CPI 继续回升至 3.4%。

图25 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 CPI 同比及成分同比走势预测（%）

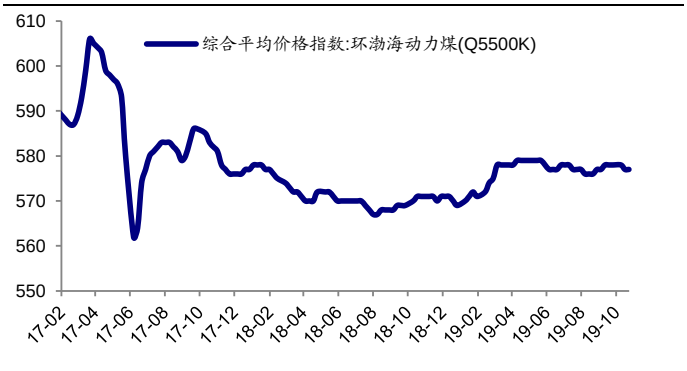


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 预测 PPI 降幅扩大

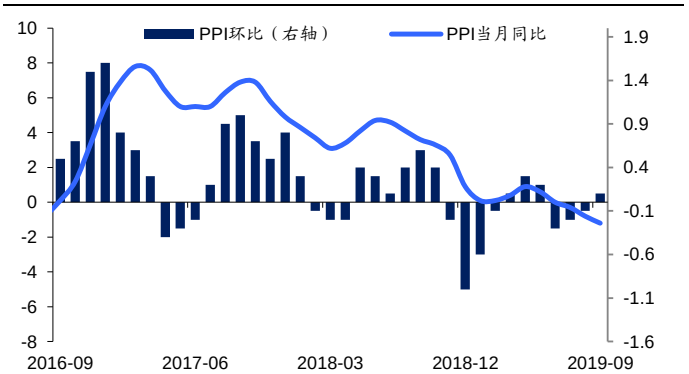
10 月以来国际油价企稳回升，但国内煤价和钢价稳中有降，我们预计 10 月 PPI 环比上涨 0.1%，但由于高基数原因，10 月 PPI 同比降幅或扩大至 1.5%。

图27 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 PPI 同比及环比（%）

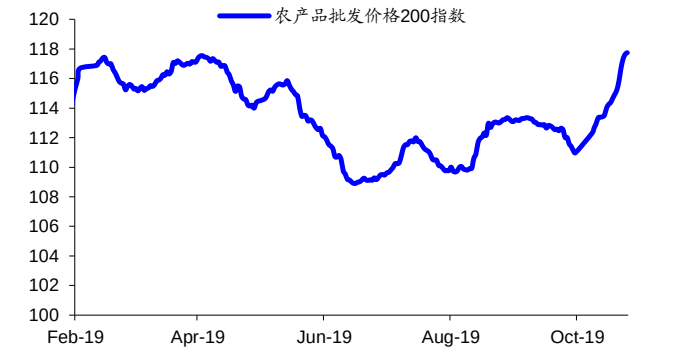


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通胀上行加速

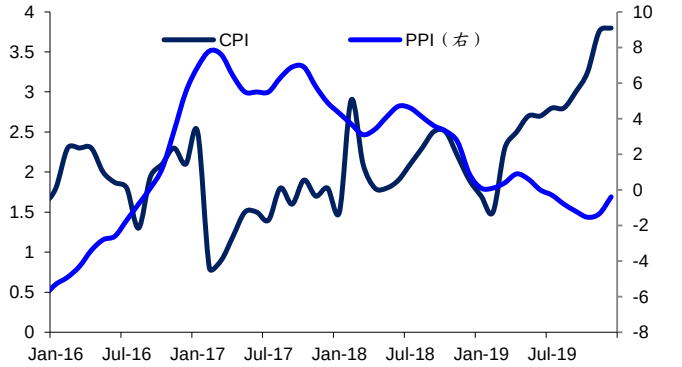
9 月份全国母猪和生猪存栏继续下降，10 月以来猪价仍在大幅上涨，预计 10 月 CPI 或上升至 3.4%。而考虑到去年年末的基数效应较低，预计年末的 CPI 或将升至 4%，短期通胀上行加速。

图29 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 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：宽松低于预期

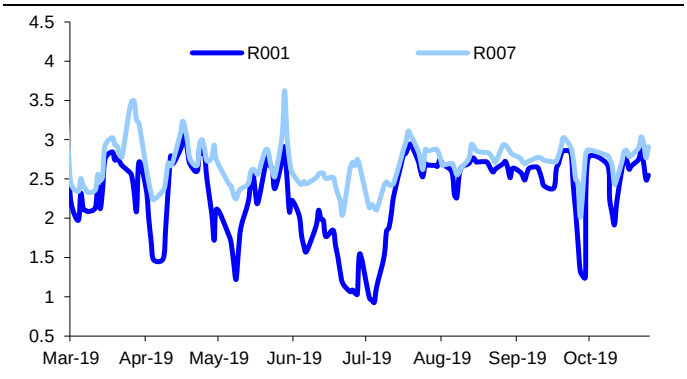
5.1 货币利率继升

上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 12bp 至 2.92%，R001 均值下行 1bp 至 2.67%。DR007 上行 3bp 至 2.71%，DR001 下行 1bp 至 2.62%。

图31 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32 R001 和 R007（%）

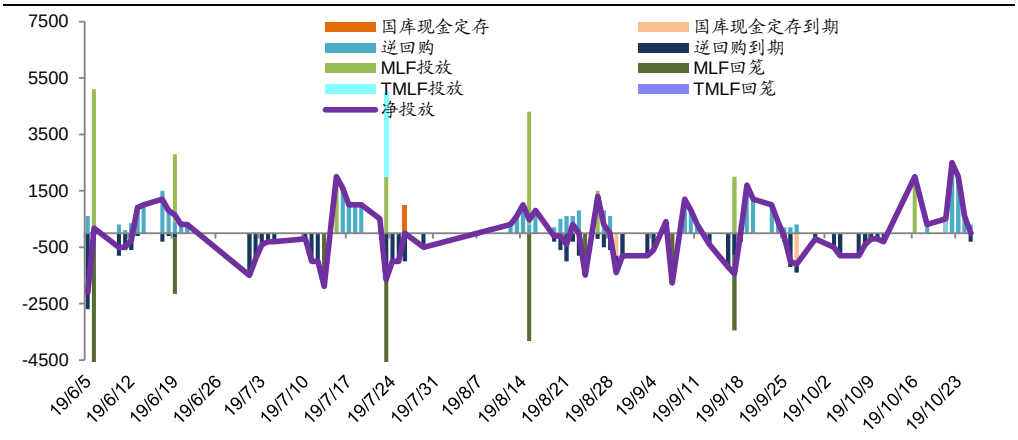


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行大幅投放

上周央行操作 5900 亿逆回购，逆回购到期回笼 300 亿，公开市场净投放货币 5600 亿，连续两周大幅投放货币。

图33 央行公开市场操作（亿元）

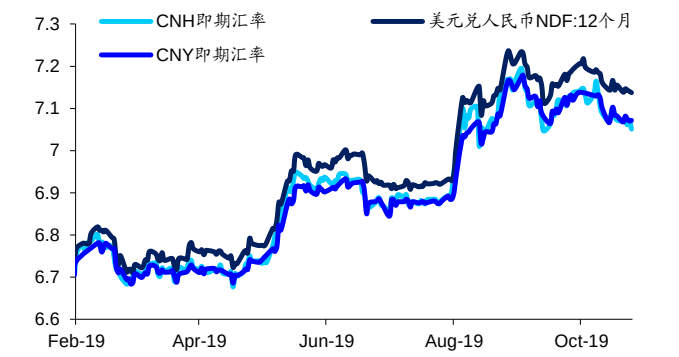


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率小幅回升

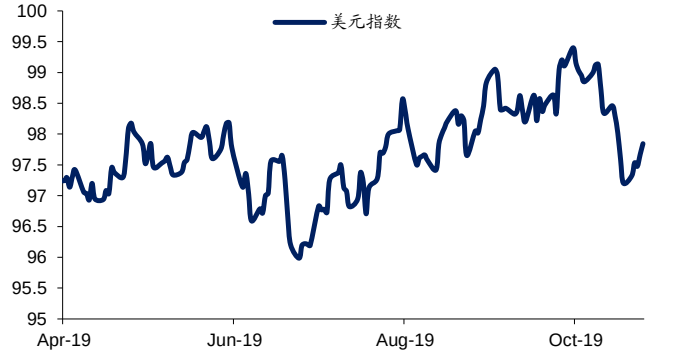
上周美元指数小幅回升，人民币兑美元汇率升值，在岸和离岸人民币均回升至7.06。

图34 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图35 美元指数

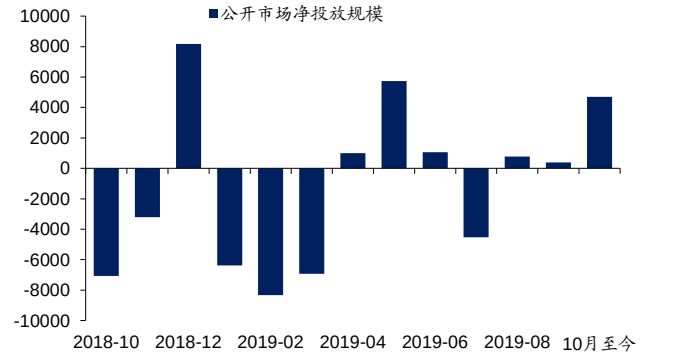


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.4 宽松低于预期

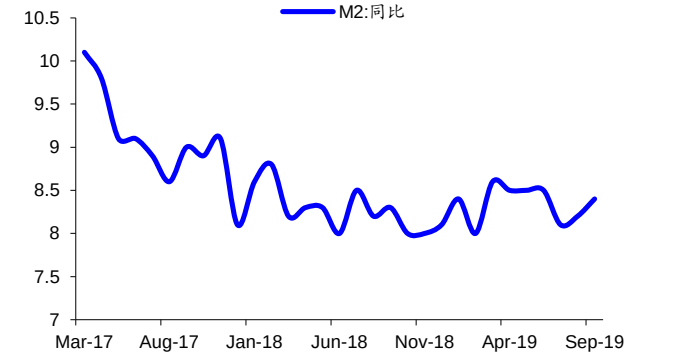
进入 9 月份以来，经济出现改善迹象，而通胀上行加速，虽然央行加大货币投放力度，但货币利率依然稳中有升。上周全国银行间同业拆借中心公布，10 月份的 1 年期和 5 年期 LPR 均维持不变，1 年期 LPR 利率继续小幅下调的预期落空，这也意味着货币宽松的程度低于预期。

图36 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37 M2 同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 政策：做好稳外贸工作

做好稳外贸工作。李克强主持召开国务院常务会议，听取国务院第六次大督查情况汇报，要求着力破除政策落实堵点；部署进一步做好稳外贸工作，推动进出口稳中提质；确定优化外汇管理措施，促进跨境贸易投资便利化。

建设国际消费中心城市。商务部等 14 部门联合印发《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》，指导推进国际消费中心城市培育建设工作，利用 5 年左右时间，指导基础条件好、消费潜力大的城市开展培育建设，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市。

推动区块链技术发展。中央政治局第十八次集体学习强调，要把区块链作为核心技术自主创新重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。要强化基础研究，提升原始创新能力，努力让我国在区块链这个新兴领域走在理论最前沿、占据创新制高点、取得产业新优势。

7. 日历：聚焦 10 月下旬数据

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	前值	预测值
美国			
2019/10/30	上周 API 原油库存变化(万桶)	445	--
2019/10/30	10 月 ADP 就业人数变动(千人)	13.5	13.2
2019/10/30	第三季度个人消费支出物价指数(年化环比)	2.4%	--
2019/10/30	第三季度实际 GDP(年化环比)	2%	1.6%
2019/10/30	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	-169.9	300
2019/10/31	联邦基金基准利率	1.75%-2.00%	--
2019/10/31	9 月个人消费支出物价指数(环比)	0	--
2019/10/31	9 月个人消费支出(环比)	0.1%	0.3%
2019/10/31	9 月个人收入(环比)	0.4%	0.3%
2019/10/31	上周季调后初请失业金人数(千人)	21	--
2019/10/31	美联储 FOMC 公布利率决议及政策声明	--	--
2019/10/31	美联储主席鲍威尔召开新闻发布会	--	--
2019/11/1	10 月季调后非农就业人口变动(千人)	14	10
2019/11/1	10 月失业率	3.5%	3.6%
2019/11/1	9 月营建支出(环比)	0.1%	0.2%
2019/11/1	10 月 ISM 制造业采购经理人指数	47.8	49
欧元区			
2019/10/31	10 月消费者物价指数(同比)	0.8%	--
2019/10/31	第三季度 GDP(环比)	0.2%	0.1%
2019/10/31	第三季度 GDP(同比)	1.2%	1.0%
2019/10/31	9 月失业率	7.4%	7.4%
中国			
2019/10/28	中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议于 10 月 28 日至 31 日召开	--	--
2019/10/31	10 月官方制造业采购经理人指数	49.8	49.7
2019/10/31	10 月官方非制造业采购经理人指数	53.7	53.7
2019/11/1	10 月财新制造业采购经理人指数	51.4	51

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　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
联系人
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
应镓娴(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　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@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
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珊珊(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
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123　wyq12745@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
吴佳栓 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
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@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
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
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
郑景毅　zjy12711@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　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(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　xbq6583@htsec.com
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　zzq11650@htsec.com
张　弋 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　lyj12399@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
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
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
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@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
周　丹　zd12213@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
刘　璇(0755)82900465　lx11212@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@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(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com

军工行业
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
张恒晅　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)23154395　ljl12245@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
衣桢永(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
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
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
杜　飞　df12021@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