

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 42 期: 弱复苏延续》2019.11.07

《通胀加速上行, 宽松预期减弱》2019.11.03

《通胀来了吗, 应该怎么办? ——海通宏观每周交流与思考》2019.11.03

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

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

迎接大缓和, 绝不是滞胀!

——海通宏观每周交流与思考

投资要点:

- **市场担忧滞胀风险。**10月CPI升至3.8%，创下12年2月以来的新高。此前统计局公布3季度中国GDP增速为6%，创下了29年的新低。通胀上行叠加经济下行，令市场产生了对滞胀风险的担忧。虽然9月以来的货币政策并未收紧，甚至还略有放松。央行在9月初下调了1%的存款准备金率，在上周又下调了MLF利率5bp。但是股市债市依旧同时下跌，原因或在于滞胀风险的出现，使得市场担忧宽松货币政策不可持续。
- **美国70年代滞胀：供给冲击与货币超发。**在1970年代，发生了席卷全球的滞胀。最初大家把滞胀的出现解释为供给冲击，1973年的石油禁运使得油价大涨，通胀大幅上升。但油价上涨并不能解释滞胀的出现，因为德国和日本很快恢复了正常。事后来看，美国出现滞胀的真正原因是错误的财政与货币政策。从1970年到1979年，美国广义货币M3的年均增速高达11.1%，远高于同期3.2%的GDP平均增速，这就是同期高达7.1%的通胀率的来源。因此，供给冲击叠加货币超发，才是产生滞胀的根本原因。
- **货币不再超发，通胀预期温和。**1979年沃克尔成为美联储主席之后，大幅紧缩货币政策，降低了美国的货币增速和通胀水平。而中国经过两年的金融去杠杆之后，货币增速从过去10年的平均15%大幅降至8.4%，与之相应，我们认为未来既非高通胀，也不是通缩，而是走向温和通胀。一方面，目前上涨的主要是受供给冲击的猪价等少数食品，剔除猪价之后CPI涨幅仅为1.3%，并不存在全面的通胀压力；另一方面，8.4%的货币增速略高于6%的GDP增速，这意味着经济中整体存在通胀的压力，未来即便猪价再度回落，也不会走向通缩。
- **经济短期改善，绝对没有停滞。**在1970年代的滞胀期间，1974、1975和1980年的美国经济都出现了负增长，因而经济停滞是出现滞胀的重要前提。相比之下，目前中国经济增长绝对没有停滞，哪怕GDP增速创下了历史新低，但是6%的增速其实依然是不低的增长，而前3季度发电量增速保持3%的正增长，上市公司营收增速达到9.6%，也从侧面印证经济增长的真实性。此外，9月以来发电增速回升，10月出口降幅缩窄，地产和汽车销售回升，也印证经济短期出现企稳改善的迹象。
- **大缓和而非滞胀，股市长期向好。**我们认为中国经济绝非走向滞胀，而是弱势增长加上温和通胀的组合，这其实非常类似于美国80年代中期之后的大缓和时代。美股在过去40年走出了大牛市，原因并非经济增速回升，而是通胀保持温和，既非高通胀也非通缩。展望未来10年的中国，如果GDP增速保持在5-6%的中速区间，通胀率保持在2-3%的温和水平，那么GDP名义增速和企业盈利增速有望保持在7-8%左右，再加上2%的股息率，中国股市也有望产生每年10%左右的回报率。只要不走大水漫灌老路，我们也有望迎来长期慢牛。

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：汽车降幅缩窄.....	14
3. 物价：通胀预期升温.....	14
4. 流动性：宽松依然受限.....	15
5. 政策：稳定农产品价格.....	15
6. 海外：美国耐用品新订单继续放缓，欧元区 PMI 小幅回升.....	15

图目录

图 1	CPI 走势及预测, 商务部猪价同比涨幅 (%)	4
图 2	母猪存存量, 生猪价格 (万头, 元/公斤)	4
图 3	中国 GDP 增速 (%)	5
图 4	上证指数、10 年期国债利率 (%)	5
图 5	美国 CPI 与 GDP 实际增速 (%)	6
图 6	WTI 原油均价 (美元/桶)	6
图 7	日本 CPI 与 GDP 实际增速 (%)	6
图 8	美元指数	7
图 9	美国联邦基金利率 (%)	7
图 10	美国 M3 增速、GDP 增速 (%)	8
图 11	美国 CPI, 联邦基金利率 (%)	8
图 12	美国 M3 增速、GDP 增速 (%)	9
图 13	中国 M2 增速、GDP 增速 (%)	9
图 14	中国 CPI 与 PPI (%)	9
图 15	广义货币 M2 增速 (%)	10
图 16	CPI 分项同比涨幅 (%)	10
图 17	中国 PPI、CPI 非食品价格 (%)	11
图 18	发电量增速、GDP 实际增速 (%)	11
图 19	上市公司营收增速、GDP 名义增速 (%)	12
图 20	6 大集团发电耗煤增速、发电量增速 (%)	12
图 21	百强地产企业销售增速、乘联会广义乘用车销售增速 (%)	12
图 22	美国 10 年经济增长、通胀率均值 (%)	13
图 23	80 年代以后的大缓和时代, 美股大幅上涨 (%)	13

表目录

表 1	美股与 A 股的回报与分解	14
-----	---------------	----

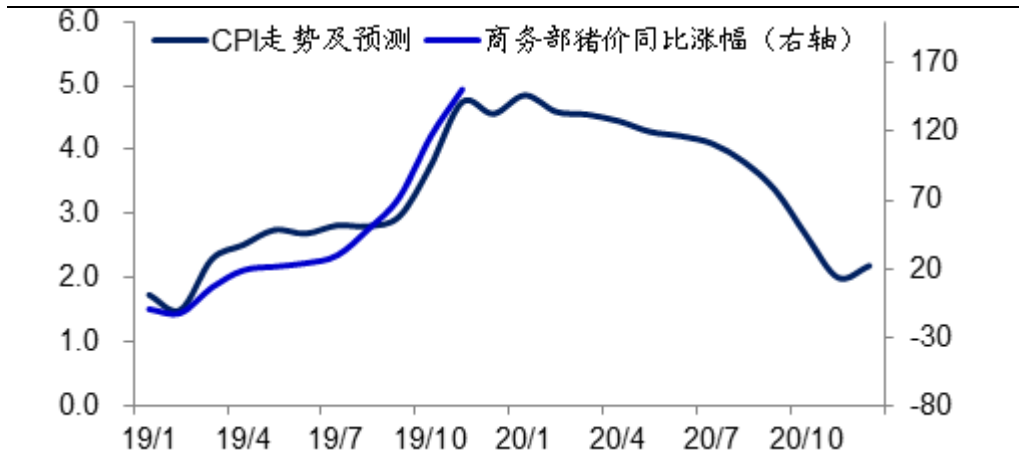
1. 每周交流与思考

一、市场担忧滞胀风险

11月9日，统计局公布10月CPI升至3.8%，创下12年2月以来的新高。导致通胀上升的主要原因是猪价大涨，10月CPI中的猪价上涨101.3%，推动CPI上升2.43%。

进入11月以来，农业部的数据显示猪价有所回落，但是11月以来猪价的均值相比10月份依旧大幅上升，加上去年同期的猪价下跌，按目前价格计，11月猪价同比涨幅也从10月的128%升至166%。在猪价上涨的推动下，我们预计11月CPI或升至4.7%。

图1 CPI走势及预测，商务部猪价同比涨幅（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，19年11月后为预测值。

而农业部的数据显示，今年9月份的母猪存栏创下1913万头的历史新低。考虑到从母猪育种到生猪出栏往往需要3-4个季度左右的时间，即便乐观假定今年4季度的母猪存栏开始回升，生猪出栏以及猪价的回落最早也要等到2020年的下半年之后，这意味着未来半年内的CPI大概率还会在4%以上的高位运行。

图2 母猪存栏量，生猪价格（万头，元/公斤）



资料来源：WIND，海通证券研究所

而在2020年的1季度，由于春节效应的影响，预计CPI最高或将升至5%左右，全年CPI均值或将升至3.8%。这也将是近10年中的次低水平，仅次于2011年的5.4%。

在通胀大幅上升的同时，经济增速却在持续下行。

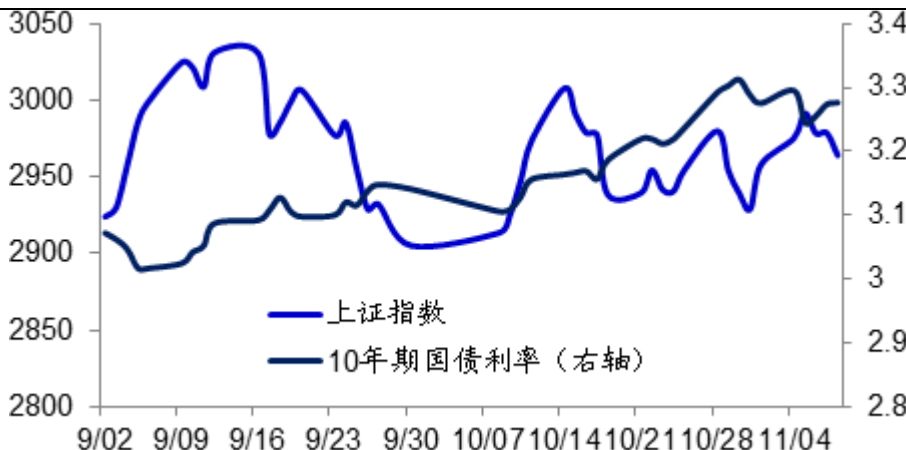
此前统计局公布3季度中国GDP增速为6%，这已经低于次贷危机时单季度最低6.4%的增速，以及亚洲金融危机时单季度6.9%的增速。上一次中国经济增速低于6%还是在1990年，这也意味着当前的经济增速创下了29年的新低。

图3 中国GDP增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

通胀上行叠加经济下行，令市场产生了对滞胀风险的担忧。

进入9月以来，股市和债市都出现了短期调整。上证指数从9月最高的3042点回到上周的2964点，10年期国债利率从9月上旬最低的3.02%升至上周五的3.28%。

图4 上证指数、10年期国债利率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

其实9月份以来的货币政策并未收紧，甚至还略有放松。央行在9月初下调了1%的存款准备金率，在上周又下调了MLF利率5bp。但是股市债市依旧同时下跌，原因或在于滞胀风险的出现，使得市场担忧宽松货币政策不可持续。

二、美国70年代滞胀：供给冲击与货币超发

要判断到底未来有没有滞胀风险，首先要了解什么是滞胀。

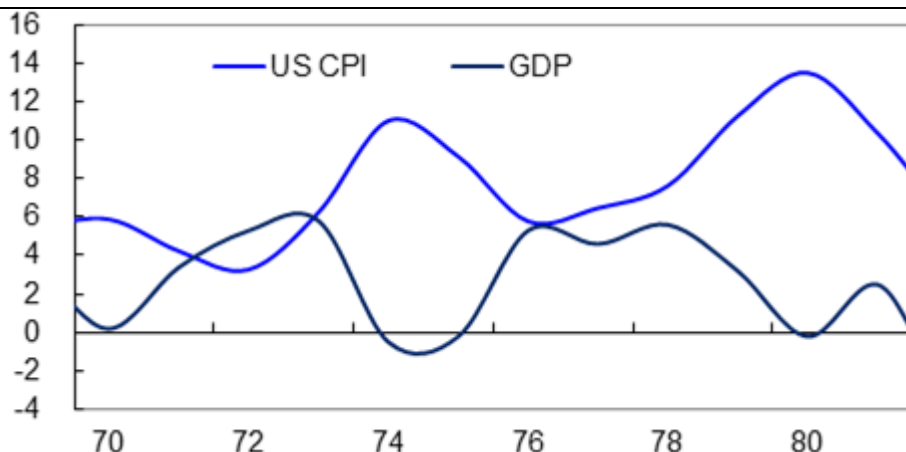
滞胀 (Stagflation) 一词最早诞生于1965年的英国。按照定义，滞胀指的是经济停滞、叠加高通胀的状态。

从理论上来说，滞胀是不应该发生的。因为如果经济很差，意味着失业率上升，因而需求低迷，这样就会阻止价格上涨。但是在1970年代，发生了席卷全球的滞胀，尤其以美国最为明显。

在1974和1975年，美国GDP增速分别为-0.5%和-0.2%，但是同期通胀分别高

达 11%和 9.1%；在 1980 年美国 GDP 增速为-0.2%，而 CPI 高达 13.5%。也就是说，在经济衰退的同时，出现了高企的通胀。

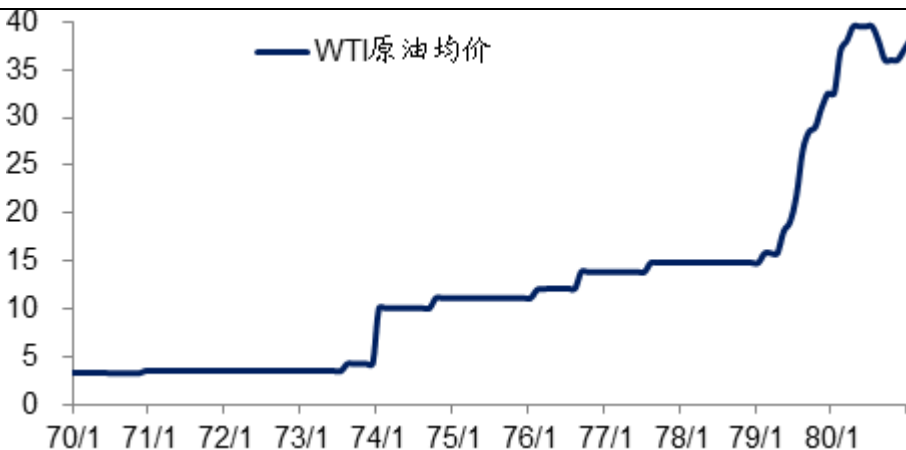
图5 美国 CPI 与 GDP 实际增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

最开始，大家把滞胀的出现解释为供给冲击。在 1973 年，12 个 OPEC 国家决定进行石油禁运。到了 1974 年，油价从 3.56 美元/桶升至 10.11 美元/桶；而到了 1980 年，油价最高升至 39.5 美元/桶。由于油价大幅上涨，所以使得通胀大幅上升。

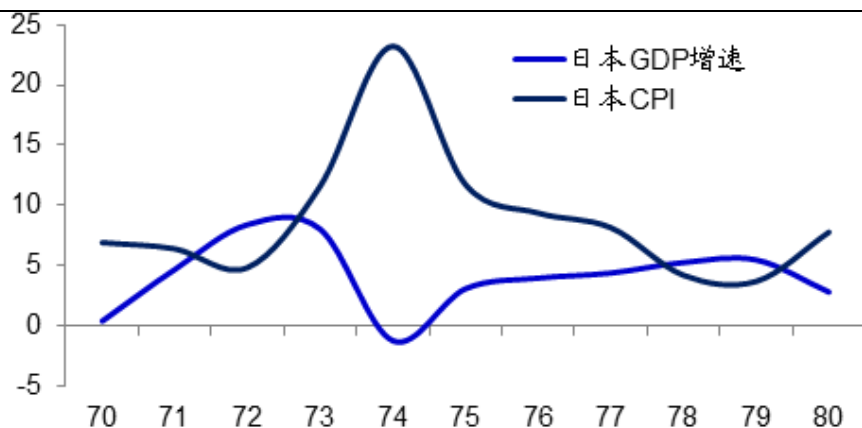
图6 WTI 原油均价 (美元/桶)



资料来源：WIND，海通证券研究所

但是，单纯的油价上涨并不能解释滞胀的出现。因为油价上涨其实刺激了石油相关行业的发展，这从理论上也会带来额外的经济增长。而且在油价大涨之后，其实只有美国经济陷入了持续的滞胀，而日本和德国的经济在 1976 年之后就恢复了正常。

图7 日本 CPI 与 GDP 实际增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

因此，事后来看，美国出现滞胀的真正原因并非是单纯的供给冲击，而是错误的财政与货币政策，最终导致货币超发，通胀失控。

在 1971 年，为了寻求连任，美国时任总统尼克松宣布了三项财政政策：第一条是宣布了 90 天的工资和价格冻结计划，他设立了工资和价格委员会，要求 90 天之后的任何价格和工资上涨必需经过委员会的同意。

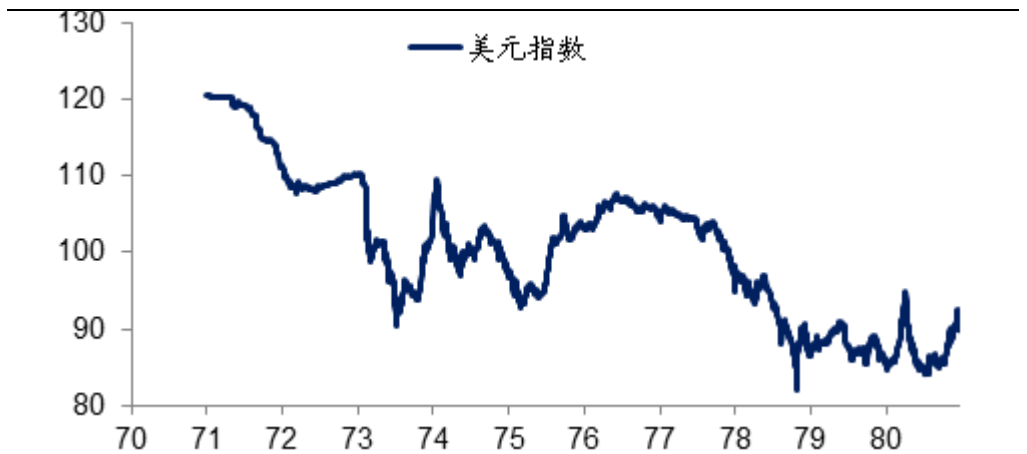
第二条是为了平衡贸易逆差，尼克松宣布对所有进口增收 10% 的关税。

第三条则是宣布布雷顿森林体系解体，也就是美国停止履行外国政府和央行可以用美元向美国换黄金的义务。

这些政策第一眼看上去都很美好，美国既不用还债，又不用涨价，还可以减少贸易逆差，并且最终也使得尼克松得以成功连任，但其实是埋下了滞胀的种子。

由于布雷顿森林体系的解体，美元大幅贬值，加上大规模的进口关税，美国的进口产品价格大幅上升，这就降低了美国企业的利润率。然而尼克松的政策又禁止美国企业涨价来转嫁利润，因而企业只好选择裁员，最终的结果就是滞胀。

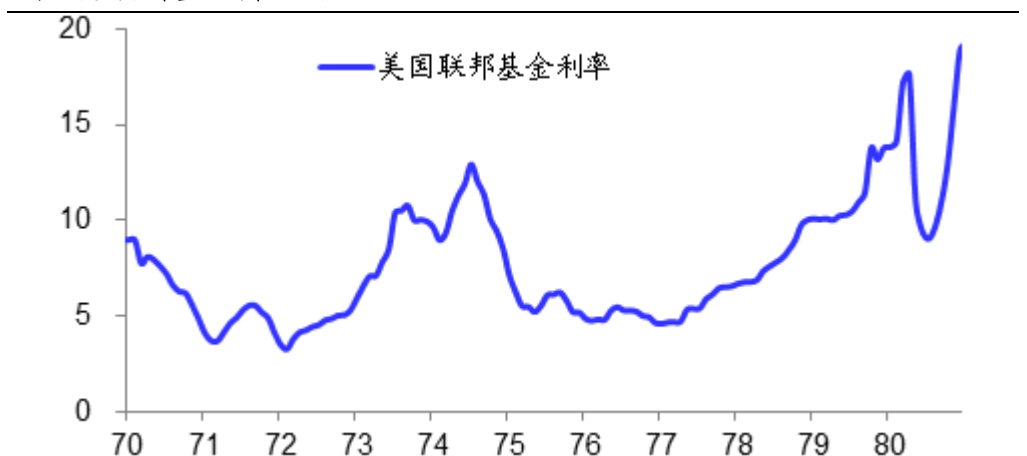
图8 美元指数



资料来源：WIND，海通证券研究所

而且当时的美联储则处于左右摇摆之中。在 1974 年之前，为了对抗通胀，美联储持续加息。但是在 74 年后，为了应对经济衰退，又开始了降息。等到了 77 年之后，因为通胀压力实在太大，又开始了加息。美联储的首鼠两端使得货币政策失去了信用，最终的结果其实是货币严重超发。

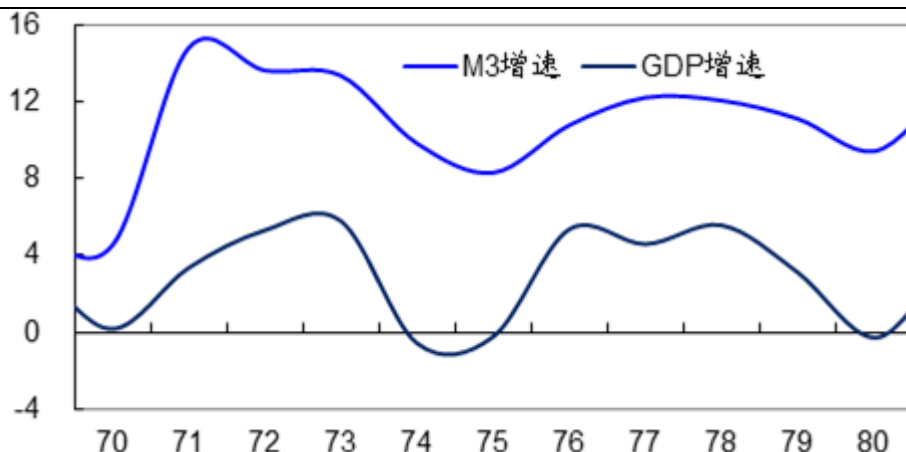
图9 美国联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

从1970年到1979年，美国广义货币M3的年均增速高达11.1%，而同期的GDP平均增速仅为3.2%，货币增速远高于经济增速，这就是同期高达7.1%的通胀率的来源。

图10 美国 M3 增速、GDP 增速 (%)



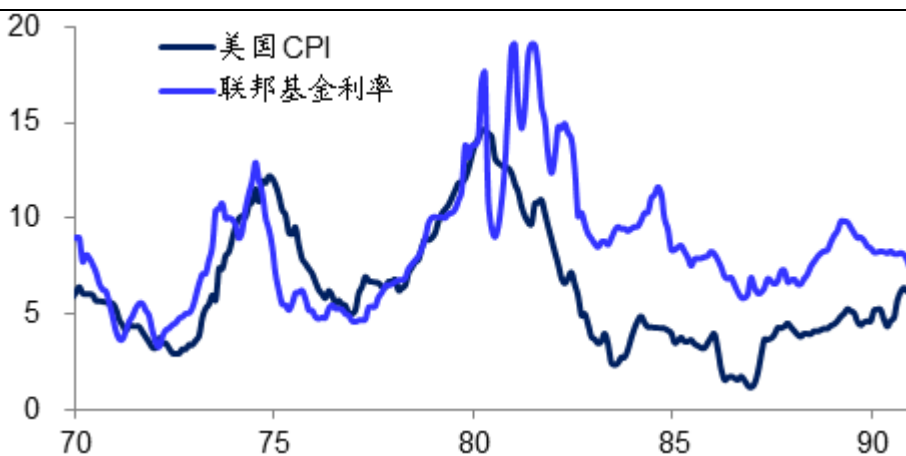
资料来源：WIND，海通证券研究所

因此，供给冲击叠加货币超发，才是产生滞胀的根本原因。

三、货币不再超发，通胀预期温和

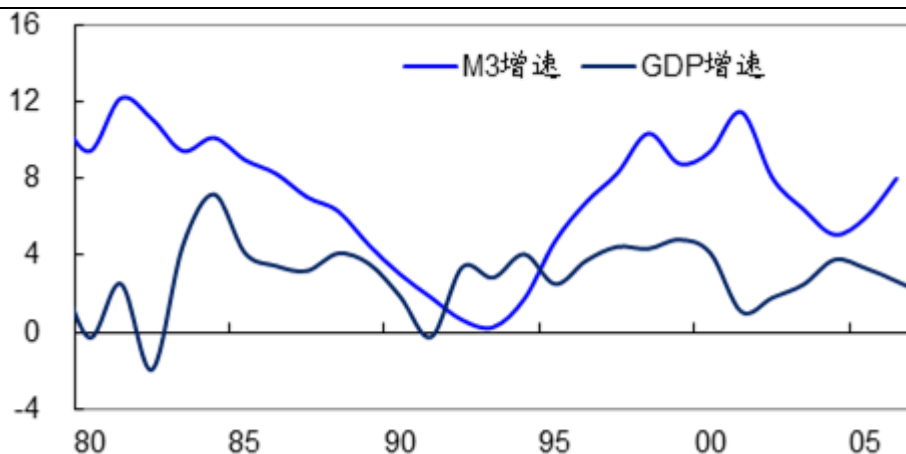
在1979年，美国总统卡特任命沃克尔成为美联储主席。而在沃克尔上任之时，美国的联邦基金利率约为11%，而到了1981年，沃克尔将其最高提升至20%。

图11 美国 CPI，联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

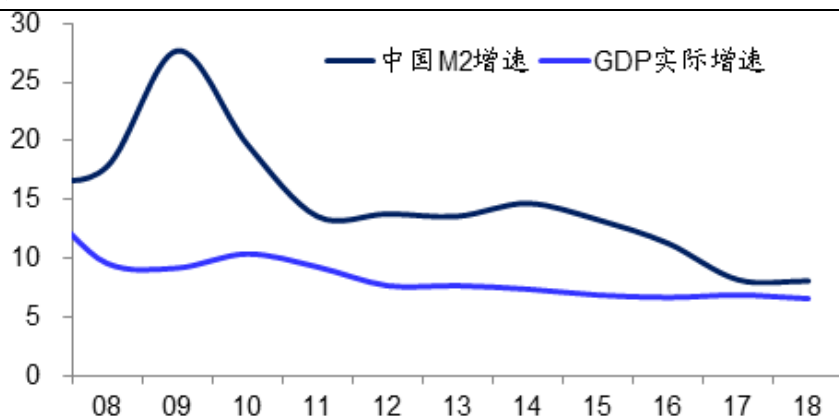
得益于沃克尔的紧缩货币政策，美国的广义货币M3增速大幅回落。到了1987年沃克尔任期结束之时，美国M3增速已经降至6%左右。但是美国的经济增速依然维持在3%左右，因而美国的通胀率出现了大幅下降，在1980年代后期降至5%以下，在1990年代之后降至3%以下，而美国也进入温和增长与温和通胀相伴随的大缓和时代（Great Moderation）。

图12 美国 M3 增速、GDP 增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

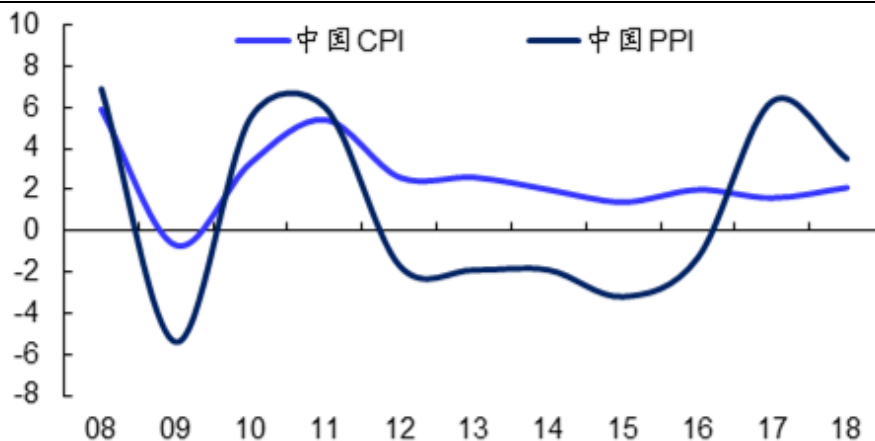
而从货币增速的角度来看中国,我们认为本轮物价上升为温和通胀,而不存在持续高通胀的风险。

从 2008 年到 2018 年,中国广义货币 M2 的平均增速为 15%,但是同期的 GDP 平均增速为 8.1%,货币增速远高于经济增速,这意味着潜在着巨大的通胀压力。

图13 中国 M2 增速、GDP 增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

虽然同期的 CPI 均值仅为 2.6%,但主要原因是房地产市场吸收了大量超发的货币,但是通胀压力并没有消失。在 08 年和 11 年, CPI 两次超过 5%。在 08 年、10 年和 17 年, PPI 也三次超过 5%,这意味着高通胀压力经常会出现。

图14 中国 CPI 与 PPI (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

但是经过两年的金融去杠杆之后，中国的货币增速大幅下降。目前中国的广义货币 M2 增速仅为 8.4%，比过去 10 年平均 15% 的增速下降了接近一半，只比目前 6% 的 GDP 增速高出 2.4%，这意味着潜在的通胀压力非常有限。

图15 广义货币 M2 增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

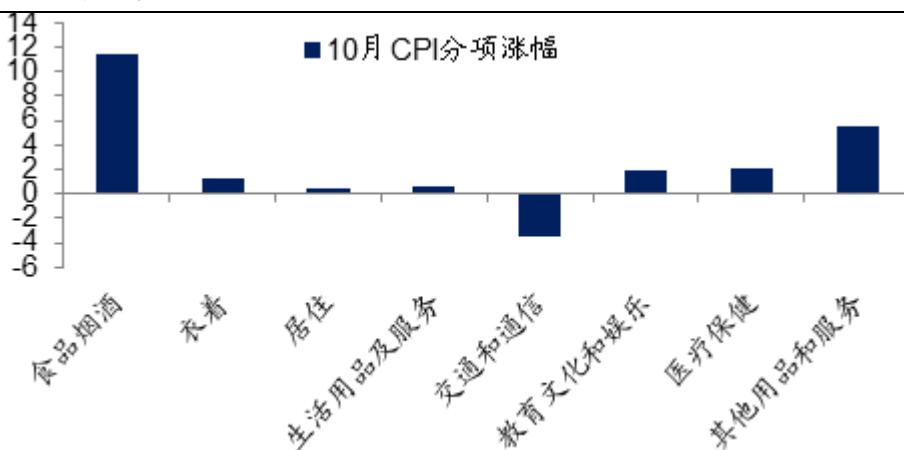
从货币与经济增速关系的角度，我们认为未来物价既非高通胀，也非通缩，而是温和通胀的走势。

首先，我们不认为高通胀会长期持续。

虽然在未来半年内 CPI 将在 4% 以上高位运行，但到 2020 年下半年，我们认为 CPI 有望重新降至 3% 以下。

理由在于，从目前的物价结构来看，CPI 的上升主要体现在猪价的大幅上涨，而剔除掉猪价之后，10 月的 CPI 涨幅为 1.3%，涨幅其实依然有限。而猪价大涨主要因为生猪疫情导致的供给冲击，肉禽等价格上涨则主要受到猪肉价格上涨的带动，但其余的多数消费品并不存在供给冲击，因而并不存在价格短期大涨的动力。

图16 CPI 分项同比涨幅 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

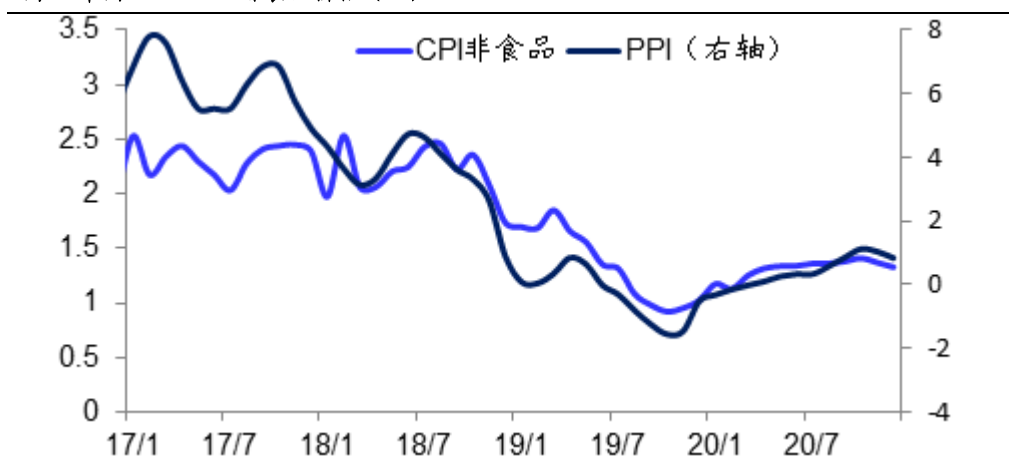
因而到 2020 年下半年猪价回落之后，CPI 有望回落至 3% 左右的正常区间。

其次，我们不认为中国未来会走向通缩。

理由在于无论是 8.4% 的 M2 增速，还是 10.8% 的社会融资总量余额增速，均高于 6% 的 GDP 增速，这意味着货币的扩张高于经济增长的需要，因而必然还是会产生通胀的压力。

而且无论 M2 增速还是社融增速，在 19 年以来均企稳回升，按照货币对物价 1 年左右的领先性，这预示着今年年末的 PPI 和 CPI 非食品价格都有望见底回升。

图17 中国 PPI、CPI 非食品价格 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，19 年 11 月后为预测值

因此，即便 2020 年下半年猪价见顶回落，届时非食品价格的上涨也会部分抵消猪价下跌的影响，使得 CPI 整体仍维持在 2% 以上，而不会出现通缩。

四、经济短期改善，绝对没有停滞

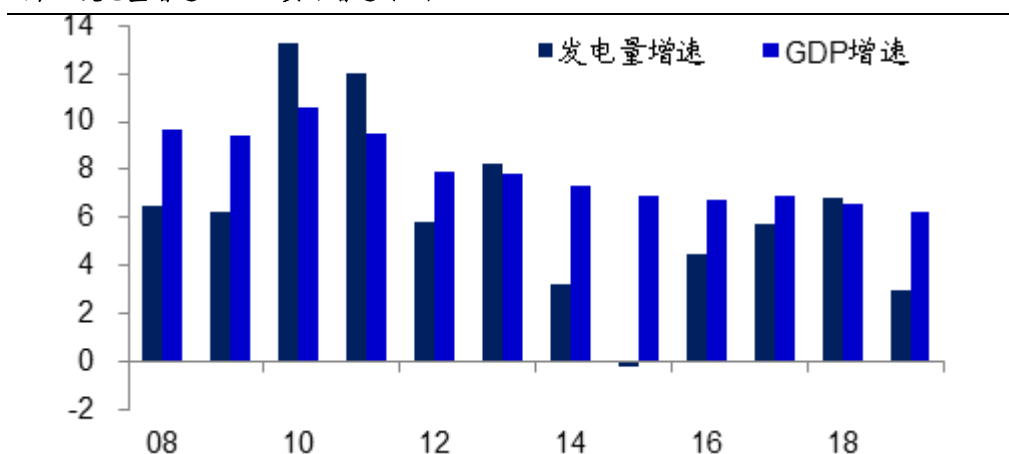
在 1970 年代的滞胀期间，1974、1975 和 1980 年的美国经济都出现了负增长，因而经济停滞是出现滞胀的重要前提。

相比之下，目前中国经济增长绝对没有停滞，哪怕 GDP 增速创下了历史新低，但是 6% 的增速其实依然是不低的增长。

首先，我们可以从多个角度来验证 6% 左右 GDP 增速的真实性。

从实物指标来看经济，最重要的指标之一是发电量增速。今年以来的发电量累计增速为 3%，与 14 年的 3.2% 大致相当，要好于 15 年 -0.2% 的增速。因此发电量增速显示的经济依然保持着正增长，而且在过去 10 年中表现并不算最差的。

图18 发电量增速、GDP 实际增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 19 年 3 季度

从上市公司的经营数据来看，今年前 3 季度上市公司的总收入增速是 9.6%，同期中国 GDP 名义增速为 7.9%。代表中国最优秀企业的上市公司收入增速略高于中国 GDP 名义增速，这其实也是符合逻辑的。

图19 上市公司营收增速、GDP 名义增速 (%)

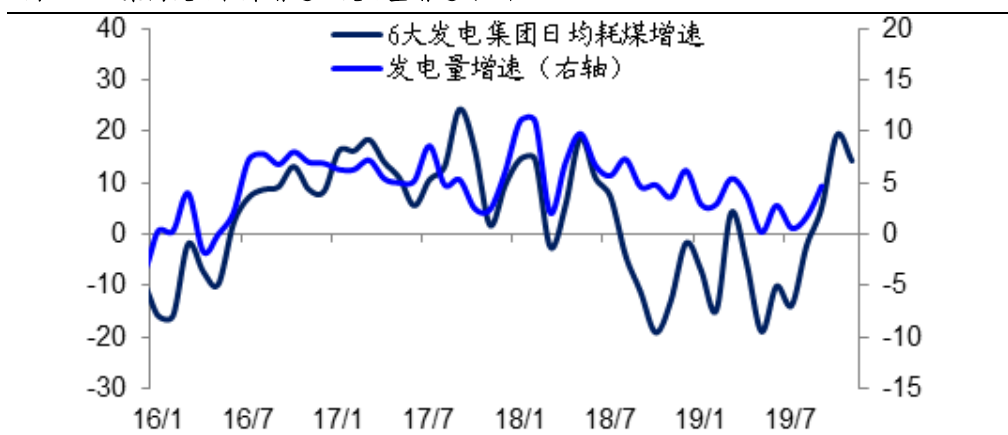


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截止 19 年 3 季度

其次, 中国经济出现了短期企稳改善的迹象。

从发电量增速来看, 9月回升至 4.7%, 为年内次高增速。而 10月发电耗煤增速大幅上升, 11月上旬的发电耗煤增速也保持在 10%以上高位, 这意味着 10、11 两月的发电量增速大概率稳中有升, 因而印证经济短期改善。

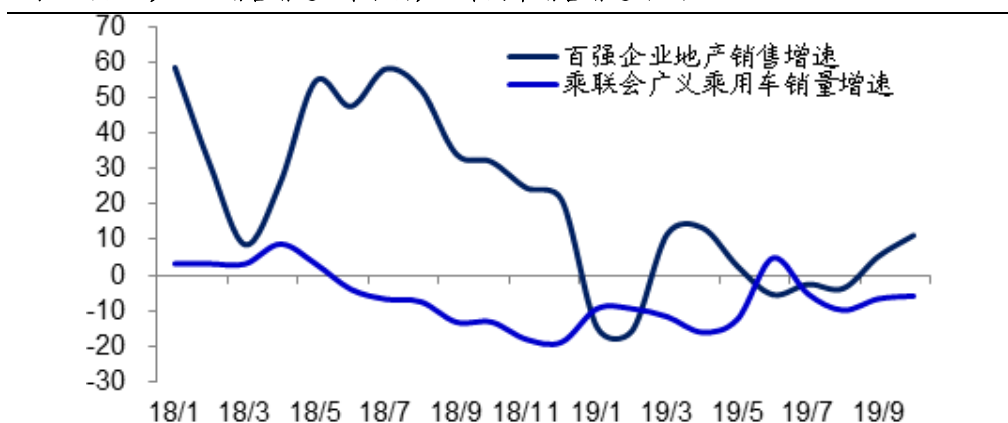
图20 6大集团发电耗煤增速、发电量增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

从需求数据来看, 10月的出口增速降幅从-3.2%缩窄至-0.9%, 意味着外需的拖累有所下降。而在内需方面, 最重要的两大需求地产和汽车消费均有改善。其中 10月乘联会的广义乘用车销售增速同比下降 5.7%, 降幅比 9月份继续收窄。而 10月百强地产企业销售增速从 9月的 5.3%回升至 11.2%。

图21 百强地产企业销售增速、乘联会广义乘用车销售增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

从货币和融资数据来看，从 18 年年初以来，随着金融去杠杆的展开，企业中长期贷款增速持续回落，导致经济持续下滑。但随着去杠杆转入稳杠杆，今年 8 月份开始企业中长期贷款增速出现回升，这也意味着经济的需求出现了恢复。

五、大缓和而非滞胀，股市长期向好

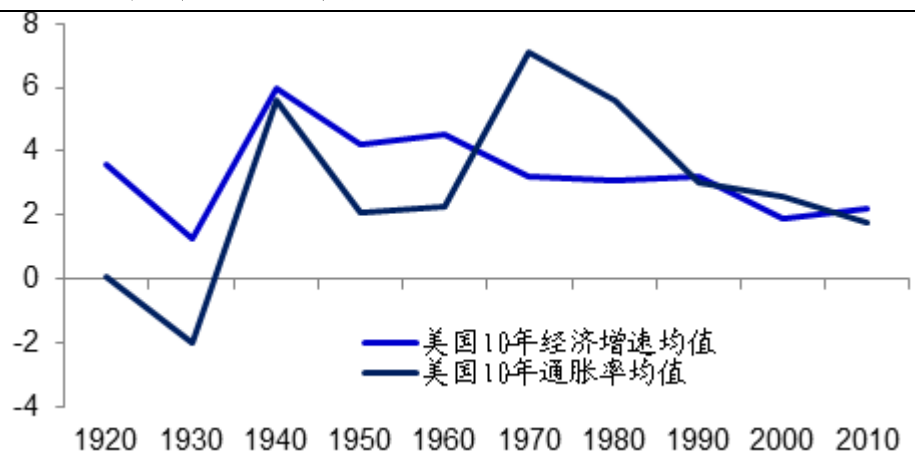
综合通胀和经济两方面的分析来看，我们认为中国经济绝非走向滞胀。

理由在于中国经济增速仍有 6%，而且出现了短期企稳回升的迹象，这绝非经济停滞。而虽然目前 CPI 升至 3.8%，而且在未来半年内可能在 4% 以上的高位运行，但到 2020 年下半年有望降至 3% 左右，而且不会回到通缩区间。

当前中国经济其实是弱势增长加上温和通胀的组合，对应的是弱复苏的状态，这其实非常类似于美国 80 年代中期之后的大缓和状态。

以 10 年的维度来观察美国经济，在过去 100 年中在持续减速。经济增速最高的 1940 年代，GDP 平均增速高达 6%，而 1960 年代的经济平均增速也高达 4.5%。但在 1980 年代之后，美国经济增速平均只有 2.6%，过去的 10 年甚至只有 2.2%。

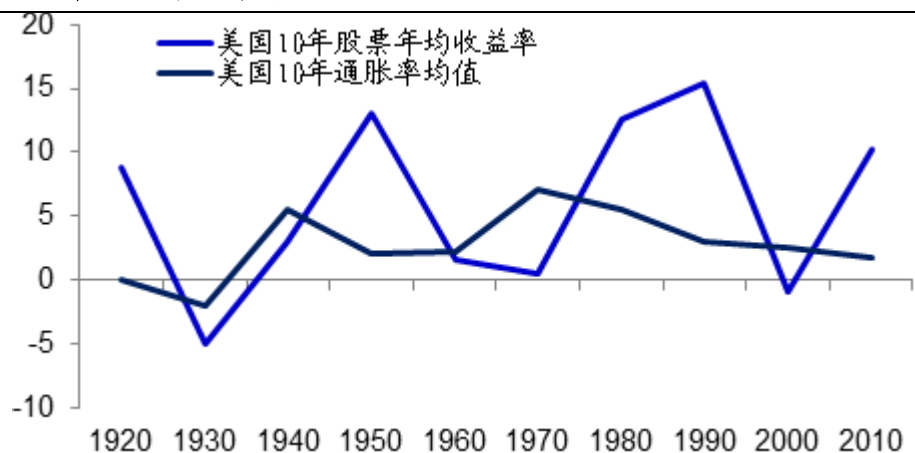
图22 美国 10 年经济增长、通胀率均值 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截止 18 年

但是从股市的表现来看，近 40 年的美股反而是走出了大牛市。道指在过去的 100 年中只有 4 个 10 年的年化回报率超过 10%，其中有 3 个就位于过去的 40 年。

图23 80 年代以后的大缓和时代，美股大幅上涨 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截止 18 年

而过去 40 年美国的最大变化并非经济增长有多好，而是通胀保持温和。过去 40 年美国的 CPI 均值为 3.3%，而且在 1983 年以后，美国的 CPI 基本上都保持在 3% 左右。

在过去 100 年中，美国既经历过高通胀时期，例如 1970 年代的 CPI 高达 7.1%，也经历过通缩时期，例如 1930 年代的 CPI 是 -2%。但无论是高通胀还是通缩时期，美国的股市表现都很差，1930 年代道指每年下跌 4.9%，在 1970 年代的年均涨幅只有 0.5%。

为何在大缓和时期美国股市表现出色？原因是在通缩时代，企业利润难以增长；而在高通胀时代，企业的估值难以提升。只有在大缓和时期，温和增长叠加温和通胀，企业盈利稳定增长，同时估值保持稳定，其实股市就可以平稳上涨。

在过去的 40 年，美国经济平均增速为 2.6%，CPI 均值为 3.3%，GDP 名义增速平均为 5.4%。而企业盈利增速与 GDP 名义增速接近，大约每年增长 6%，同期美国股市的股息率大约每年 2%，而估值提升也约为 2%，因此合计下来就是 10% 的年化回报率。

展望未来 10 年的中国，如果我们也进入大缓和时代，GDP 增速保持在 5-6% 的中速区间，通胀率保持在 2-3% 的温和水平，那么 GDP 名义增速有望保持在 7-8% 左右，这意味着企业盈利增速也有望达到 7-8%，再加上 2% 的股息率，那么只要股市的低估值保持稳定，中国股市也有望产生每年 10% 左右的回报率。

表 1 美股与 A 股的回报与分解

项目	回报率	估值变化	股息率与回购	盈利增速	GDP 名义增速	货币增速
A 股 07-18 年	0%	-13%	2%	11%	12%	15%
A 股 19 年-30 年	10%	0%	2%	8%	8%	8%
美国 80-18 年	10%	2%	2%	6%	5%	6%

资料来源：WIND，海通证券研究所，19-30 年为预测值

因此，只要我们坚定稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌和强刺激，就不用担心滞胀风险，而是有望进入大缓和时代，而股市也有望迎来长期慢牛。

2. 经济：汽车降幅缩窄

1) 地产销售略降。10 月全国百强地产企业销售增速从 5.3% 回升至 11.2%，主要 30 大中城市地产销售增速均有回升。进入 11 月以来，地产销售增速略有下降，但 15 个三四线城市地产销量依旧维持正增长。

2) 汽车降幅缩窄。乘联会公布 10 月份全国广义乘用车销售增速同比下降 5.7%，降幅比 9 月份继续收窄。

3) 工业生产改善。10 月 6 大电厂发电耗煤增速升至 19.3%，11 月第一周发电耗煤稳定在 14.3% 的高位，意味着工业生产依旧较旺。

4) 库存水平下降。过去一周的钢材、煤炭库存均有下降，印证短期需求有所改善。

3. 物价：通胀预期升温

1) 食品继续上涨。上周猪肉价格环比上涨 2.1%，但涨幅比前一周明显缩窄，食品价格整体上涨 1.4%。

2) CPI 加速上升。10 月猪价继续大涨，推升 CPI 达到 3.8%。进入 11 月以来，猪价仍在继续上涨，预测 11 月 CPI 升至 4.7%。

3) PPI 降幅扩大。10 月 PPI 同比降幅略扩大至 1.6%，进入 11 月以来，国内成品

油价上调、煤价钢价整体稳定，预测 11 月 PPI 降幅缩窄至 1.5%。

4) 通胀预期升温。10 月的通胀延续了分化的格局，CPI 创新高而 PPI 创新低。但考虑到高基数效应将逐渐减弱，预计 12 月以后的 PPI 同比降幅有望缩窄至 0% 左右，通胀预期或逐渐从肉禽向非食品以及工业品价格转移。

4. 流动性：宽松依然受限

1) 货币利率回落。上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 27bp 至 2.53%，R001 均值下行 51bp 至 1.95%。DR007 下行 24bp 至 2.41%，DR001 下行 47bp 至 1.95%。

2) 央行投放持平。上周央行暂停逆回购操作，重启 MLF 投放 4000 亿货币，投放和回笼量基本持平。

3) 汇率小幅回升。上周美元指数小幅反弹，人民币兑美元汇率升值，在岸和离岸人民币均回升至 6.99。

4) 宽松依然受限。上周央行下调 1 年期 MLF 利率 5bp 至 3.25%，公开市场“降息”超出市场预期。由于 LPR 下调利率短期受阻，因而央行小幅下调了 MLF 利率以稳定市场预期。但考虑到通胀大幅上升，经济短期趋稳，而 MLF 利率下调仅 5bp，因而央行宽松货币政策仍受到约束。

5. 政策：稳定农产品价格

1) 稳定农产品价格。国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求巩固农业基础、保障重要农产品供给、稳定价格；部署做好《区域全面经济伙伴关系协定》后续工作，推动更大开放、提升贸易投资自由化便利化水平。

2) 央企混改指引发布。国务院国资委印发《中央企业混合所有制改革操作指引》，重点聚焦规范混改操作流程、通过市场化方式开展与非公资本的合作、推动混改企业转变运营机制、对企业混改的相关支持政策进行梳理等四方面。国资委相关负责人表示，指引深化混改内涵，以“混资本”促进“改机制”。

3) 金融开放加速。国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》。全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，丰富市场供给，增强市场活力。减少外国投资者投资设立银行业、保险业机构和开展相关业务的数量型准入条件，取消外国银行来华设立外资法人银行、分行的总资产要求，取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务的经营年限、总资产要求。

6. 海外：美国耐用品新订单继续放缓，欧元区 PMI 小幅回升

1) 美国 9 月耐用品新订单继续放缓。上周一，美国商务部公布 9 月制造业耐用品新订单环比终值-1.2%，低于初值-1.1%，而扣除飞机的非国防核心资本耐用品订单环比终值-0.6%，也不及初值和前值，制造业仍维持疲软。

2) 欧元区 PMI 小幅回升。上周一，欧元区公布数据显示 10 月制造业 PMI 终值 45.9，较前值 45.7 小幅回升。10 月法国制造业 PMI 终值 50.7，高于前值 50.1，而德国制造业 PMI 终值 42.1，较 9 月的 41.7 小幅改善，但仍是 09 年 6 月以来次低。

3) 澳大利亚维持利率不变。上周二，澳大利亚联储公布决议，维持现金利率在 0.75%

的记录低点不变。澳联储主席表示，澳大利亚需要较长时间的低利率，以实现充分就业和通胀目标，并重申愿意在有必要时进一步放松货币政策。

4) 英国央行维持利率不变。上周四，英国央行宣布维持关键利率在 0.75% 不变，货币政策委员会会议纪要显示，9 名成员中 7 名同意维持利率不变，而 2 名委员支持降息，是一年来首次出现投票分歧，同时英国央行还下调了经济增速预期。

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
陈兴	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 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
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 chen Yao@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
姜璐璐(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 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
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@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
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
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
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@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 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
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 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李杰(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 xbc6583@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 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 罗江江(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 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 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@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 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 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 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 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
 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
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 gjj12727@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