

## 相关研究

《高通胀的前世今生（海外篇）》

2019.11.11

《小镇青年的归宿：从城镇到城市——“城镇化”系列之二》2019.11.11

《大类资产的历史变迁——兼论资产表现背后的宏观逻辑》2019.11.4

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

## 猪价明显回落，回购利率下调

### 投资要点:

- **宏观专题：工业化尾声，服务业崛起**
- **增长就业已脱钩，服务业中流砥柱。**虽然 GDP 增速再创新低，但我们已完成全年就业目标，这主要应归功于服务业的崛起，并成为稳就业的中流砥柱，造成了增长和就业的逐渐脱钩。
- **传统服务业：高峰不再，触网转型。**根据发达国家经验，随着经济水平提高，传统服务业将逐渐度过增长高峰，而我国传统服务业发展也有类似趋势。但是在整体走弱的背景下，互联网等科技力量推动的结构变化值得关注，比如快递、网购和外卖的兴起。
- **金融房地产：盘整为主，新旧更替。**90年代以来，金融、地产占比先抑后扬。展望未来，在利率市场化和金融稳杠杆的背景下，传统金融势必受到挑战。但第三方支付等金融创新蓬勃兴起。而随着劳动年龄人口负增，房地产开发高峰临近，但新型城镇化和房屋租赁市场崛起，将为房地产业注入新的活力。
- **新兴服务业：发展迅速，规模爆发。**在传统服务业渐显疲态的同时，新兴服务业特别是信息服务正在迅速发展，其行业增加值增速一直远远超过第三产业和全口径 GDP 增速。信息基础设施的普及、“互联网+”对其它行业的改造以及信息行业新兴领域先机的抢占，将使得行业发展前景更为广阔。相比之下，科教文卫等行业仍处停滞期，尚待爆发。
- **一周扫描（2019年11月18日至11月24日）：**
- **海外：美联储公布10月会议纪要，欧元区11月PMI有所回升。**上周三，美联储公布10月FOMC会议纪要，大多数委员认为10月降息后，短期内不用进一步降息。美联储主席鲍威尔重申美联储没有发行中央银行数字货币（CBDC）的计划和必要。欧元区11月制造业PMI初值为46.6，较前值45.9有所回升。日本10月出口同比-9.2%，前值-5.2%，同比降幅为3年来最大。
- **经济：需求基本稳定。**11月上中旬35城地产销量增速略降至3.7%，较10月增速有所下滑，但一线城市销量增速反弹至24%，三四线城市缓中趋稳。11月前17天乘用车零售和批发增速分别为-13%和-11%。上周高炉开工率略降至65.3%，同比跌幅稍有扩大，但较11月初水平已有提高，上周Mysteel样本钢厂钢材产量增速降至-1.9%。11月前22天六大集团发电耗煤同比增速16.1%，仍处年内高位，指向工业生产情况尚属稳健。
- **物价：猪价明显回落。**上周猪肉价格环比下跌6.9%，蛋禽、蔬菜价格也有下跌，食品价格整体下跌2.8%。11月以来猪价高位回落，但11月的猪价整体相比10月仍大幅上涨，预测11月CPI食品价格环比上涨2.5%，11月CPI升至4.6%。11月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调，预测11月PPI环比持平，11月PPI同比降幅缩窄至1.4%。虽然11月CPI仍将大幅上升，但12月CPI有望高位回落，PPI有望见底回升，并在明年年初由负转正。
- **流动性：回购利率下调。**上周货币利率回落，其中R007均值下行至2.66%，R001均值下行至2.2%。DR007下行至2.49%，DR001下行至2.14%。上周央行合计投放资金3500亿。上周美元指数小幅回升，人民币兑美元汇率小幅贬值，在岸和离岸人民币均回落至7.04。上周央行下调7天逆回购招标利率至2.5%，考虑到未来半年通胀仍高，央行进一步下调利率的空间有限，货币政策整体仍将维持稳健格局。
- **政策：不搞大水漫灌。**总理会见记者时表示，中国有把握实现年初确定的经济社会发展目标，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。国务院副总理刘鹤人民日报撰文称坚持和完善社会主义基本经济制度，建设高标准市场体系。国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，部署应对人口老龄化的具体工作任务。

## 目 录

1. 宏观专题：工业化尾声，服务业崛起 .....	6
1.1 增长就业已脱钩，服务业中流砥柱 .....	6
1.2 传统服务业：高峰不再，触网转型 .....	7
1.3 金融房地产：盘整为主，新旧更替 .....	9
1.4 新兴服务业：发展迅速，规模爆发 .....	10
2. 海外：美联储公布 10 月会议纪要，欧元区 11 月 PMI 有所回升 .....	12
2.1 美联储公布 10 月会议纪要 .....	12
2.2 欧元区 11 月制造业 PMI 有所回升 .....	13
3. 国内经济：需求基本稳定 .....	13
3.1 需求基本稳定 .....	13
3.2 工业生产尚可 .....	13
4. 物价：猪价明显回落 .....	14
4.1 猪价明显回落 .....	14
4.2 CPI 继续上升 .....	14
4.3 PPI 降幅收窄 .....	14
4.4 通胀预期改善 .....	15
5. 流动性：回购利率下调 .....	15
5.1 货币利率回落 .....	15
5.2 央行继续投放 .....	16
5.3 汇率小幅贬值 .....	16
5.4 回购利率下调 .....	16
6. 政策：不搞大水漫灌 .....	17
7. 日历：聚焦 11 月下旬数据 .....	17

## 图目录

图 1	我国城镇新增就业人数 (万人)	6
图 2	第二产业和第三产业对 GDP 累计同比的贡献率 (%)	6
图 3	三大产业就业人员占比每年变动幅度 (%)	7
图 4	我国传统服务业占服务业增加值比重 (%)	7
图 5	美国传统服务业占服务业增加值比重 (%)	7
图 6	高铁客运量占铁路客运量比重 (%)	8
图 7	规模以上快递业务量与信筒信箱数量	8
图 8	实物商品网上零售额占社消零售比重 (%)	8
图 9	19 年前三季度重点流通企业销售额同比增速 (%)	8
图 10	星级饭店营业收入占比变化	8
图 11	手机网上外卖软件网民使用率 (%)	8
图 12	我国金融业占 GDP、服务业增加值比重 (%)	9
图 13	我国房地产业占 GDP、服务业增加值比重 (%)	9
图 14	第三方互联网支付、移动支付市场规模 (万亿元)	9
图 15	余额宝规模、互联网保险收入规模 (亿元)	9
图 16	中国地产销售面积、新开工面积、竣工面积 (万平方米)	10
图 17	新加坡的住房供给分布 (%)	10
图 18	42 个大中型城市二手房房价租金比 (倍)	10
图 19	信息服务业、第三产业与全口径 GDP 增速当季同比 (%)	11
图 20	移动互联网接入流量 (亿 GB)	11
图 21	移动电话用户数量 (亿户)	11
图 22	银行网上支付跨行清算系统日均处理业务 (万笔)	11
图 23	在线教育和网络直播用户规模 (亿人)	11
图 24	我国云计算市场规模及同比增速	12
图 25	我国大数据产业规模及同比增速	12
图 26	中美日服务业结构比较 (%)	12
图 27	35 城商品房月度销量同比增速 (%)	13
图 28	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	13
图 29	历年各周全国高炉开工率 (%)	13
图 30	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	13

图 31	蔬菜平均批发价（元/公斤） .....	14
图 32	猪肉批发价格（元/公斤） .....	14
图 33	CPI 环比（%） .....	14
图 34	CPI 同比及成分同比走势预测（%） .....	14
图 35	环渤海动力煤价格（元/吨） .....	15
图 36	PPI 同比及环比（%） .....	15
图 37	农产品批发价格 200 指数 .....	15
图 38	CPI、PPI 同比走势及预测（%） .....	15
图 39	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%） .....	16
图 40	R001 和 R007（%） .....	16
图 41	央行公开市场操作（亿元） .....	16
图 42	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率 .....	16
图 43	美元指数 .....	16
图 44	央行公开市场净投放规模（亿元） .....	17
图 45	MLF 利率（%） .....	17

## 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
----------------------------------	----

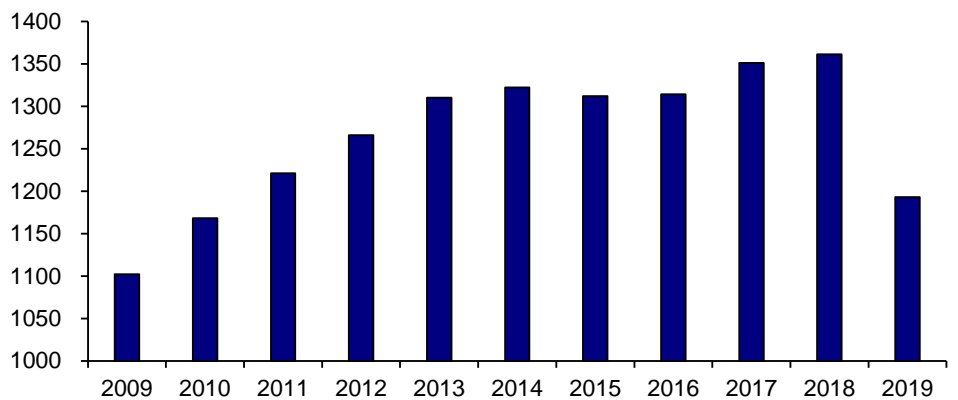
## 1. 宏观专题：工业化尾声，服务业崛起

### 1.1 增长就业已脱钩，服务业中流砥柱

**GDP 增速再创新低，就业会否遭受冲击？** 19 年 3 季度我国 GDP 实际增速降至 6%，创下 92 年以来增速新低，而在 GDP 增速持续下行的背景之下，市场担心稳增长压力的加大，特别是处于稳增长之首的稳就业，会不会显得愈发迫切？

**增长就业脱钩，不必过分担忧。** 但事实上，我们注意到，近年来增长和就业已经逐渐脱钩，每单位 GDP 增速的就业承载力已然大幅上升，19 年前 10 个月城镇新增就业人数 1193 万人，已经完成全年 1100 万人的就业目标，因此，对于经济下行给就业带来的冲击，大可不必过分担忧。

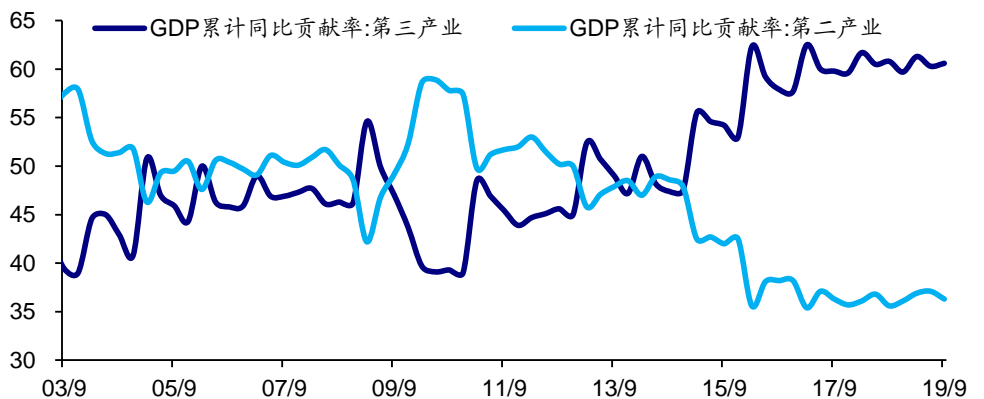
图1 我国城镇新增就业人数（万人）



资料来源：WIND，海通证券研究所，19 年为前 10 个月累计值。

**经济结构变化，服务业贡献过半。** 之所以经济增长和就业逐渐脱节，根本原因还是在经济结构的变化。自 15 年以来，第三产业和第二产业对经济增长的贡献率开始分道扬镳，19 年前三季度第三产业对 GDP 累计同比增速的贡献率达到 61%，而第二产业仅有 36%，约是第三产业的五分之三。

图2 第二产业和第三产业对 GDP 累计同比的贡献率 (%)

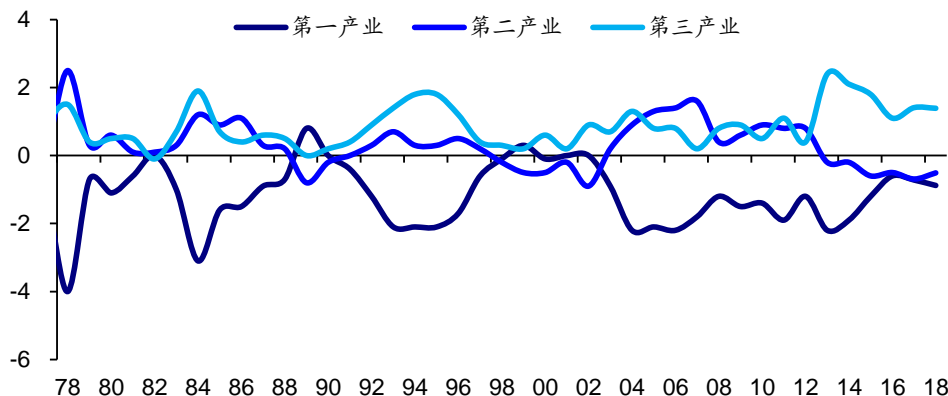


资料来源：WIND，海通证券研究所

**就业占比持续提升，稳定就业中流砥柱。** 伴随着服务业对经济贡献的加大，其在就业人员中的占比也在持续提升，为就业的稳定同样做出了很大的贡献。18 年服务业就业人员占比 46%，接近全国就业人员的一半，较 17 年提升了约 1.4 个百分点，而第一产业和第二产业就业人员占比则分别下滑 0.9 和 0.5 个百分点。

**PMI 就业指标背离，服务向左制造向右。**此外，近年来制造业和服务业 PMI 就业指标的背离也充分表明了服务业对于稳定就业的贡献。19 年以来制造业 PMI 从业人员指标持续探底，前 10 月平均仅 47.2%，较 18 年平均值下滑 1.4 个百分点，而服务业 PMI 从业人员指标均值仅比 18 年下滑约 0.7 个百分点，可以看出正是服务业就业的相对稳定保证了全年就业目标的完成。

图3 三大产业就业人员占比每年变动幅度 (%)

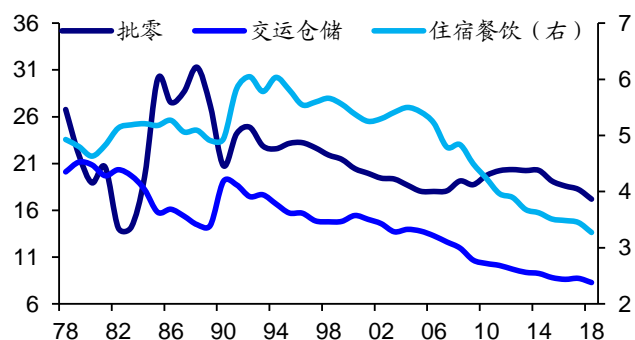


资料来源：WIND，海通证券研究所

## 1.2 传统服务业：高峰不再，触网转型

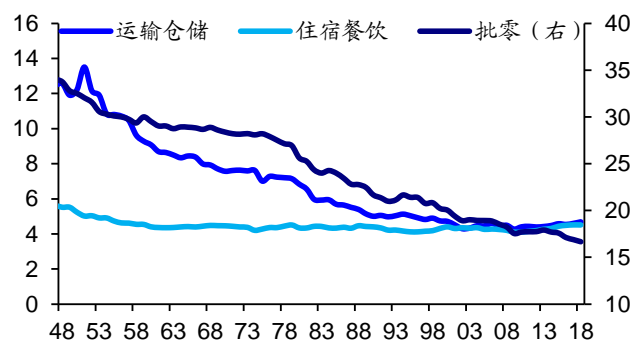
**传统服务业高峰不再。**根据发达国家发展经验来看，随着经济水平的提高，传统服务业将逐渐度过增长高峰，风光不再。如美国在 1950 年批零售业、交运仓储和住宿餐饮业增加值占服务业比重分别为 33%、12%和 5%，而 2018 年分别只有 17%、5%和 4.5%。我国服务业的发展情况也与此类似，在改革开放初期的 1978 年，批零售业、交运仓储和住宿餐饮业增加值占服务业比重分别达到 27%、20%和 5%，而 2018 年分别只有 17%、8%和 3%。

图4 我国传统服务业占服务业增加值比重 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 美国传统服务业占服务业增加值比重 (%)

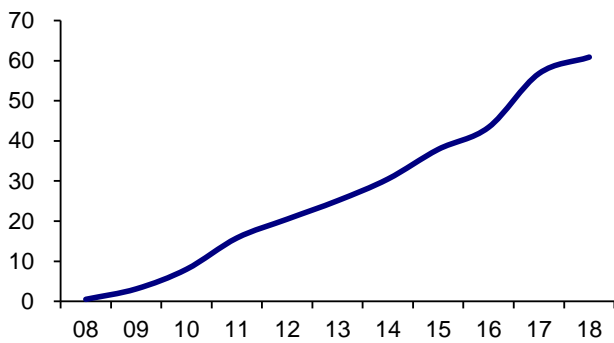


资料来源：WIND，海通证券研究所

但是在传统服务行业整体走弱的进程中，其内部结构所发生的新变化值得关注，这背后主要是科技力量，特别是互联网的发展在推动，这也是未来传统服务业突破的方向。

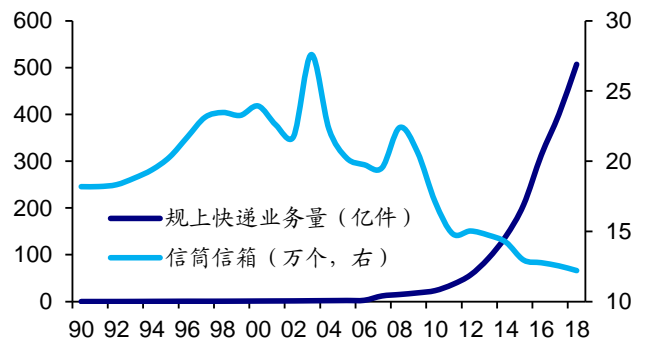
**高铁便利出行，快递应运而生。**在交通运输领域，高铁逐渐代替传统列车成为人们选择铁路出行的主要方式，08 年高铁客运量占铁路客运量比例只有区区 0.5%，而 18 年这一比例已经突破了 60%。而在邮递业务领域，虽然传统邮政业务面临萎缩，18 年信筒信箱数量已由 00 年时的约 24 万个降至约 12 万个，但是快递业务却在网购浪潮的推动下迎来了爆发式的增长，规模以上快递企业的业务量由 00 年的 1.1 亿件增长至 18 年的 507 亿件，年均增速高达 40%。

图6 高铁客运量占铁路客运量比重 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

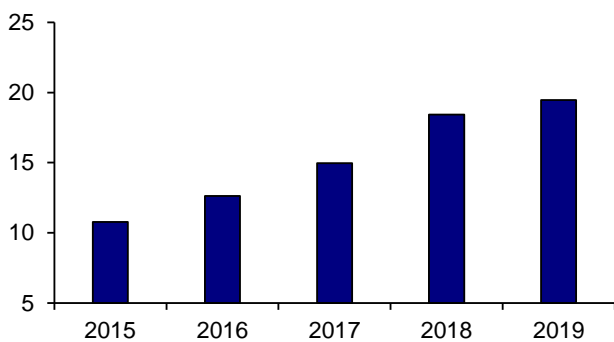
图7 规模以上快递业务量与信筒信箱数量



资料来源: WIND, 海通证券研究所

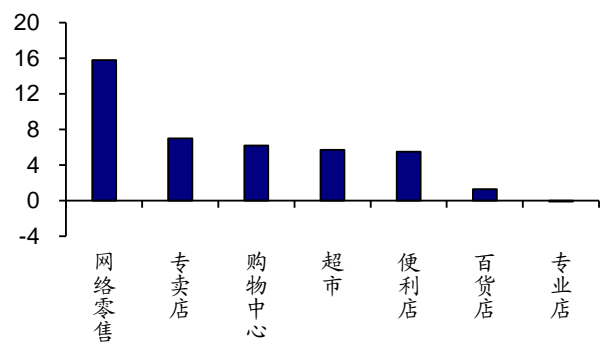
**网购悄然崛起, 线下转至线上。**在批发零售领域, 近年来最大的变化就在于网络零售的兴起, 人们的消费行为逐渐从线下转至线上。19年前10个月, 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重超过19%, 而15年这一比例刚刚突破10%。19年前三季度, 商务部重点流通企业中网络零售的零售额增速超过15%, 远远高于线下零售增速, 传统百货的零售额增速仅有1.3%。

图8 实物商品网上零售额占社消零售比重 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 19年为前10个月数据。

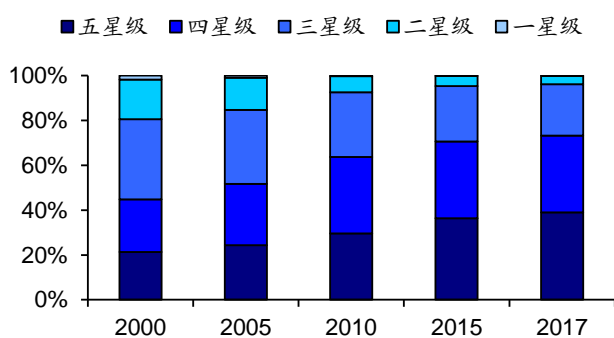
图9 19年前三季度重点流通企业销售额同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

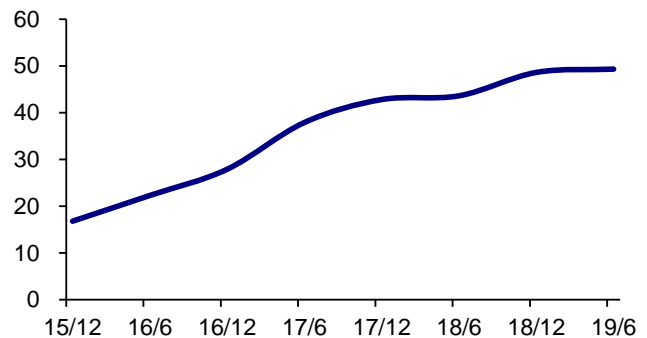
**服务消费升级, 外卖占领市场。**在住宿餐饮领域, 一方面, 随着居民收入水平的提高, 服务消费的升级趋势也愈发明显, 以星级饭店的营收占比为例, 00年五星级饭店营业收入仅占星级饭店收入的15%, 17年已经接近40%, 而同期一星级饭店收入占比则从1.2%降至不足0.6%; 另一方面, 互联网带来的便利性使得外卖逐渐占领和改造了传统餐饮的阵地, 手机网民网上外卖软件使用率从15年底的16.8%升至19年上半年的49.3%。

图10 星级饭店营业收入占比变化



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 手机网上外卖软件网民使用率 (%)



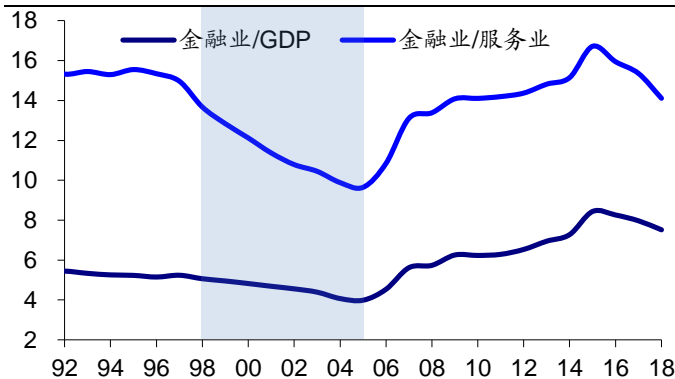
资料来源: WIND, 海通证券研究所



### 1.3 金融房地产：盘整为主，新旧更替

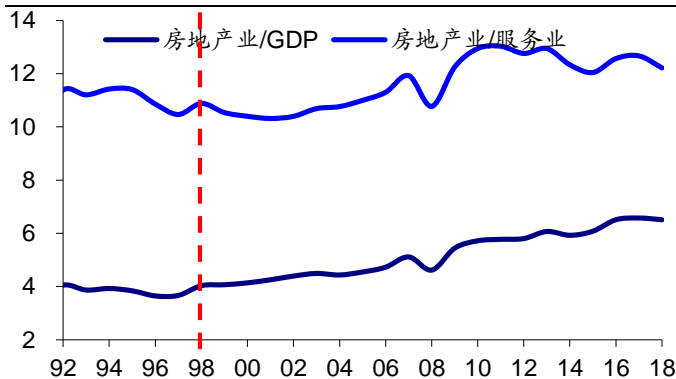
90年代以来，金融、地产占比先抑后扬。90年代以来，作为现代服务业的金融业和房地产业，经历了不同的发展路径，但其占比都是先降后升。98-05年的金融机构市场化改革期间，行业去杠杆使得金融业占比迅速下滑，直至06年才见底回升。而在98年住房体制改革出台之后，受商品房兴起带动，房地产业占比也是由降转升。

图12 我国金融业占 GDP、服务业增加值比重 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

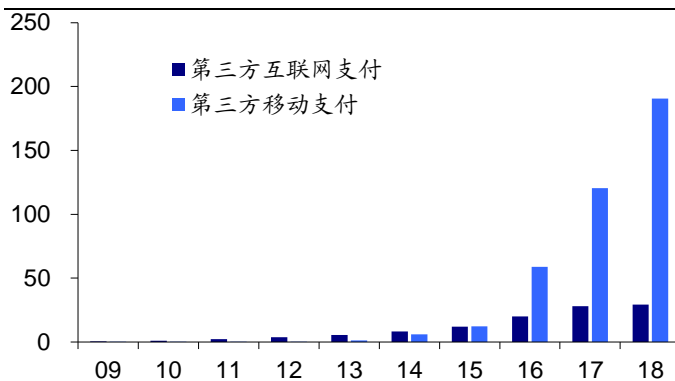
图13 我国房地产业占 GDP、服务业增加值比重 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

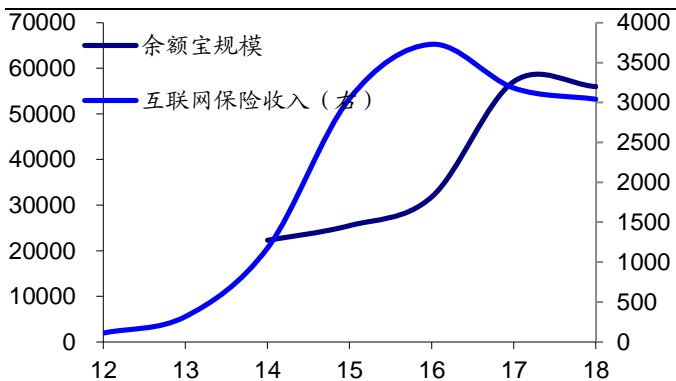
**传统金融受限，金融创新兴起。**展望未来，在利率市场化和金融稳杠杆的背景下，传统金融势必受到挑战。但第三方支付、互联网金融等金融创新已然蓬勃兴起。第三方支付中，互联网支付规模从09年5000亿元跳升至18年的29万亿元；而同期移动支付规模更是从不足400亿元飙升至190万亿元。互联网金融中，余额宝规模从14年2.2万亿元大幅上升至17年的5.6万亿元；而12年互联网保险收入仅略高于100亿元，但得益于13-15年间的持续翻番，16年其规模已超过3700亿元。得益于金融创新的不断涌现，金融业在服务业中的占比料将保持稳定。

图14 第三方互联网支付、移动支付市场规模 (万亿元)



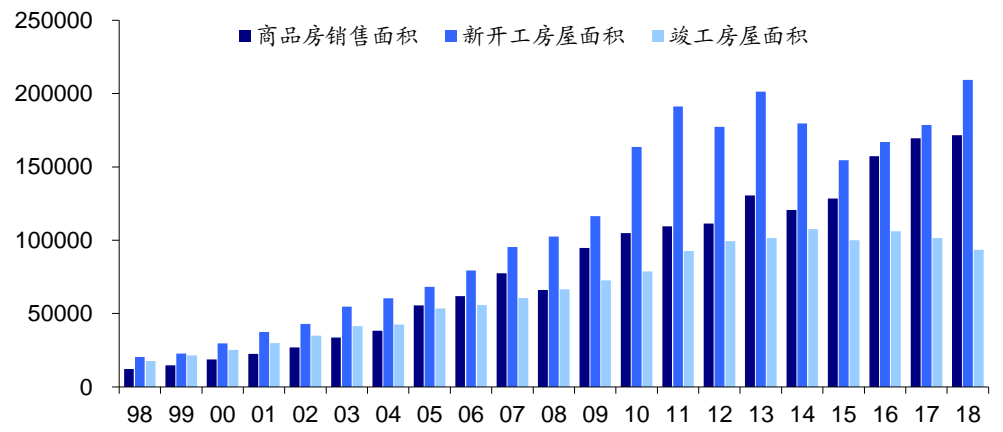
资料来源：WIND，海通证券研究所

图15 余额宝规模、互联网保险收入规模 (亿元)



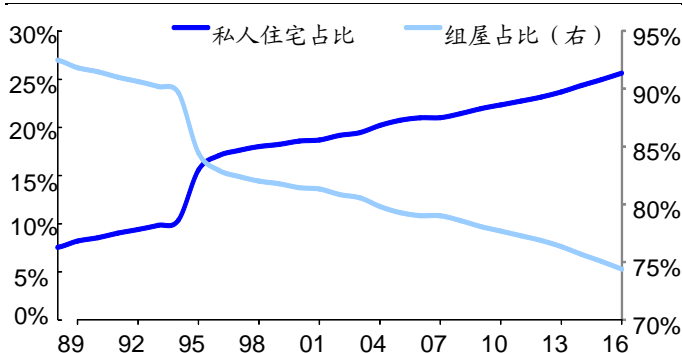
资料来源：WIND，海通证券研究所

**房地产开发高峰已临近，新型城镇化提供支撑。**随着中国15-64岁劳动年龄人口在13年步入负增长，房地产的高峰已经到来。虽然18年商品房销售面积、新开工面积均再创新高，但房屋竣工面积已经在16年见顶下滑，这意味着未来地产销售、新开工将逐步筑顶。值得庆幸的是，未来房地产业失速下滑的概率并不大，房地产业在服务业中占比大概率将继续盘整。一方面，得益于新型城镇化政策放开户籍、鼓励落户带来的制度红利，房地产销售、投资仍有支撑，不至于失速下滑。

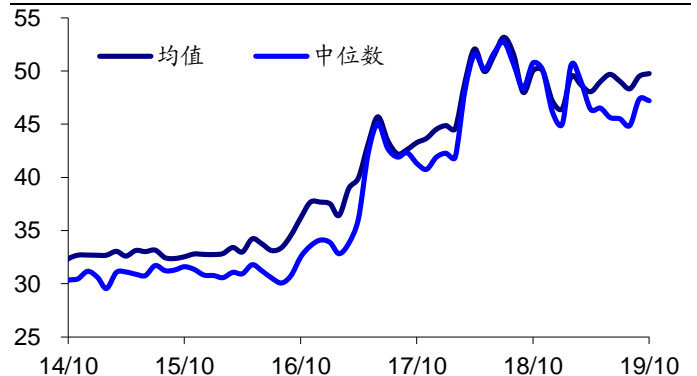
**图16 中国地产销售面积、新开工面积、竣工面积（万平方米）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**房屋租赁市场崛起，地产占比有望趋稳。**另一方面，房屋租赁市场正在崛起，也将为房地产业注入新的动力。在这方面，德国和新加坡的成功经验值得我们借鉴。以新加坡为例，其16年房地产供给中，组屋占比高达75%，保证了居者有其屋并且房价合理。诚然，16、17年的居民加杠杆购房，以及棚改货币化去库存，曾使得42个大中型城市二手房房价租金比从30倍一路上升至53倍。而得益于过去两年“房住不炒”政策的落实，目前二手房房价租金比已降至47倍左右，未来有望进一步下行，这将有助于房屋租赁市场的进一步扩容。

**图17 新加坡的住房供给分布（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

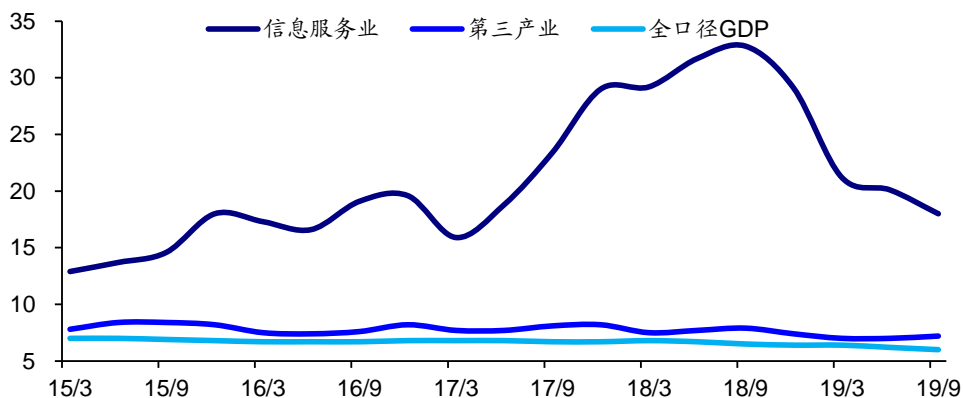
**图18 42个大中型城市二手房房价租金比（倍）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.4 新兴服务业：发展迅速，规模爆发

**信息服务业发展迅速。**在传统服务业渐显疲态的同时，新兴服务业正在迅速发展，特别是信息服务行业，其行业增加值增速一直远远超过第三产业和全口径GDP增速。19年3季度全口径GDP实际增速6%，第三产业增速7.2%，略高于全口径增速，而信息传输、软件和信息技术服务业增加值增速18%，是全口径增速的三倍、第三产业增速的2.5倍。

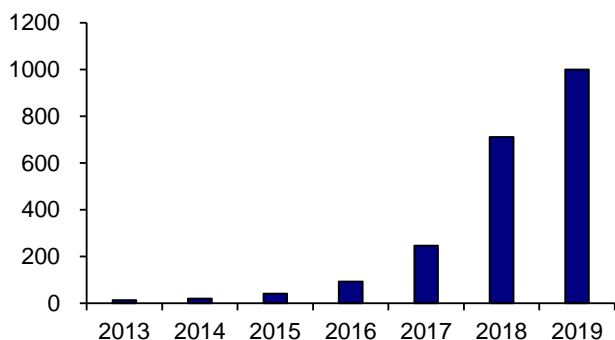
图19 信息服务业、第三产业与全口径 GDP 增速当季同比 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

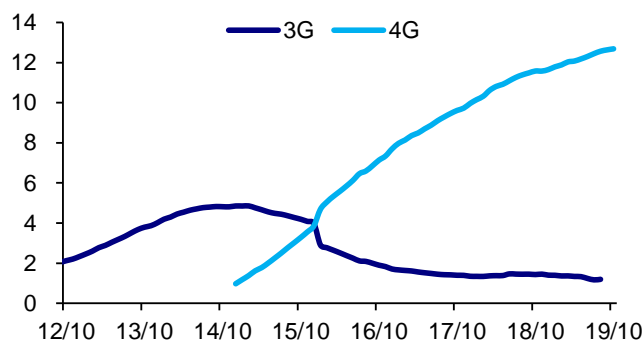
**移动网络普及, 基础设施完善。**首先, 信息服务行业的快速发展离不开基础设施的完善, 特别是移动互联网的普及。13年移动互联网的接入流量只有13亿GB, 而19年前10月就已接近1000亿GB。目前国家统计局已经把信息服务行业投资纳入到基础设施投资之中, 而4G的推广就是我们在信息业基础设施建设上值得称道的成就, 截止19年10月, 4G移动电话用户数超过12亿户, 早已代替3G成为移动手机用户的主流。

图20 移动互联网接入流量 (亿 GB)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 19年为前10个月累计值

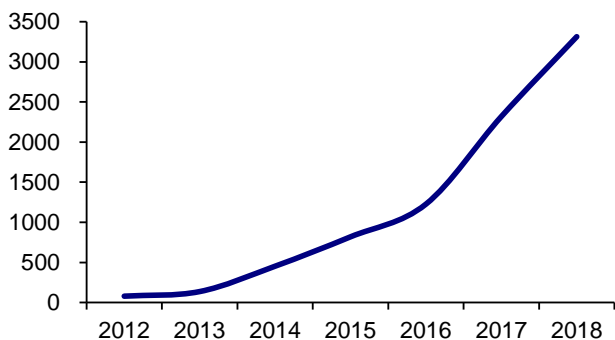
图21 移动电话用户数量 (亿户)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

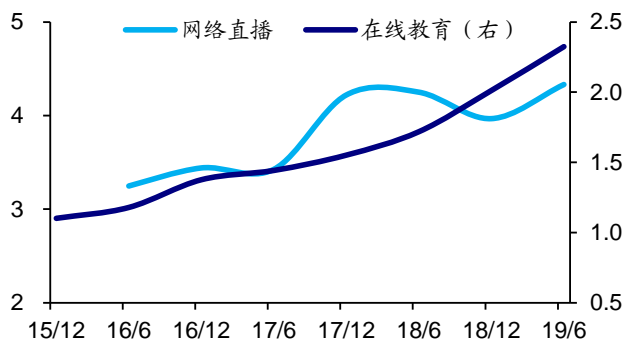
**“互联网+”改造, 焕发行业生机。**其次, 信息服务行业通过对其它行业的融合与改造, 能够带动后者共同成长, 焕发新的生机, 也即是“互联网+”。除了前面提到的网购之外, 比如在金融领域, 网上支付的规模日益扩大, 银行网上支付跨行清算系统日均处理业务笔数由12年的仅约80万笔增长至18年的日均3300万笔, 年均增长超过85%。再比如在教育和媒体领域, 19年上半年在线教育和网络直播用户规模分别达到了2.3亿人和4.3亿人, 约是16年上半年水平的2倍和1.3倍。

图22 银行网上支付跨行清算系统日均处理业务 (万笔)



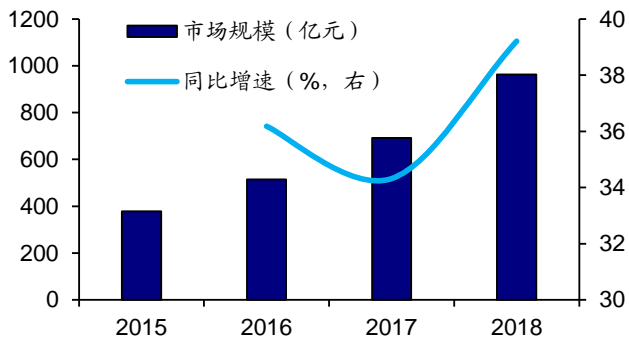
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图23 在线教育和网络直播用户规模 (亿人)

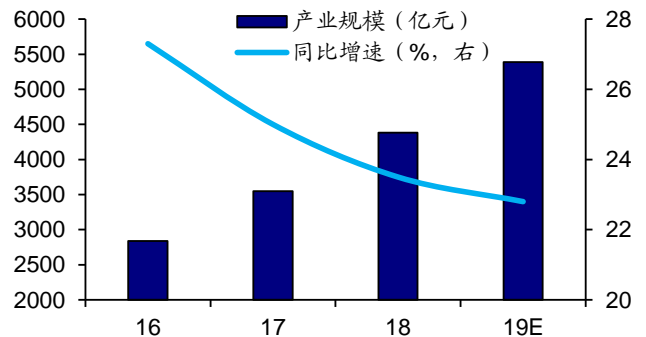


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**新兴领域抢占先机，市场规模翻倍扩张。**最后，在信息服务行业的新兴领域，我国注重抢占先机，因此市场规模增长也非常迅速。18年我国云计算行业市场规模达到963亿元，较17年增长39%，超过15年市场规模的2.5倍。根据大数据产业生态联盟的数据，18年我国大数据产业规模接近4400亿元，其预计19年大数据产业规模将达到5386亿元，较18年增长23%，约是16年产业规模的2倍。

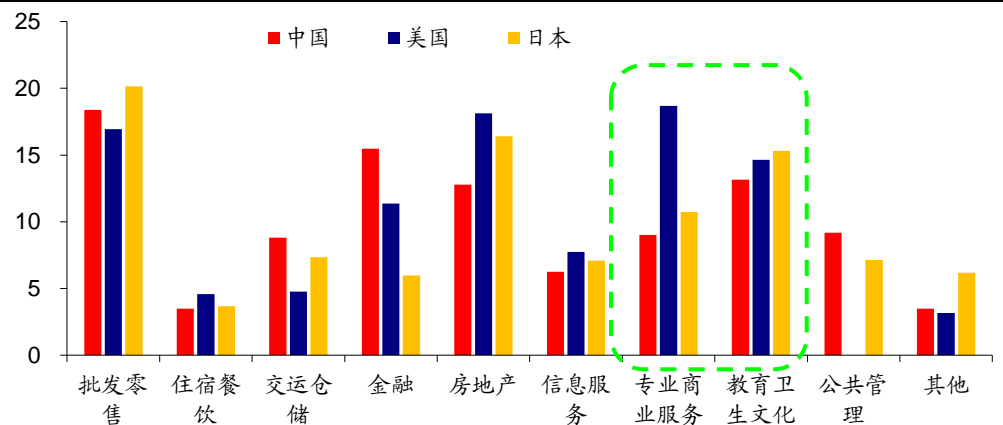
**图24 我国云计算市场规模及同比增速**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图25 我国大数据产业规模及同比增速**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**科教文卫仍处停滞期，尚待爆发。**此外，对比中美日三国的服务业结构，我国专业商业服务业、教育卫生文化行业占服务业比重均明显低于美国和日本，这些行业与科教文卫息息相关，对企业研发、居民生活影响较大，目前仍处于停滞期，尚待爆发。

**图26 中美日服务业结构比较 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为18年。

## 2. 海外：美联储公布10月会议纪要，欧元区11月PMI有所回升

### 2.1 美联储公布10月会议纪要

**美联储公布10月会议纪要。**上周三，美联储公布10月FOMC会议纪要，大多数委员认为10月降息后，短期内不用进一步降息，除非经济发生重大变化，否则当前利率是合适的，所有委员都不同意实施负利率，认为负利率不是提振美国经济的有效工具，此外委员们还对常备回购便利工具进行了讨论。

**美联储无发行数字货币计划。**上周三，美联储主席鲍威尔重申美联储没有发行中央银行数字货币(CBDC)的计划和必要，但正在进行“小规模基于研究的技术实验”，以便更好理解可用于支持CBDC的技术，同时密切关注全球数字货币的进展。

## 2.2 欧元区 11 月制造业 PMI 有所回升

欧元区 11 月制造业 PMI 有所回升。上周五，欧元区公布 11 月制造业 PMI 初值为 46.6，较前值 45.9 有所回升，德国、法国 11 月制造业 PMI 分别为 43.8、51.6，也均高于前值。同日，欧央行行长拉加德表示，欧元区内需疲弱通胀过低，将在近期开始货币政策评估。

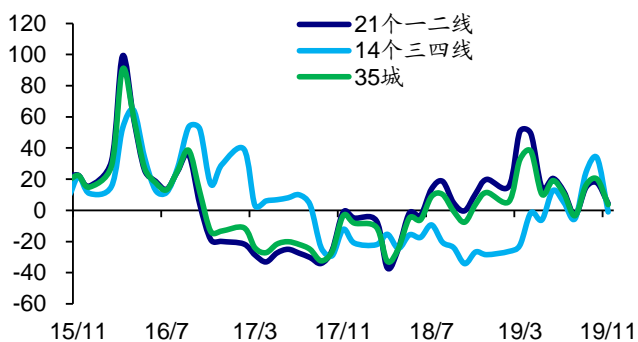
日本出口降幅扩大。上周三，日本公布 10 月出口同比-9.2%，前值-5.2%，同比降幅为 3 年来最大。其中对美国出口同比减少 11.4%，对亚洲出口同比减少 11.2%，对美汽车、飞机发动机出货量及对中国塑料制品出货量下降是主要拖累。

## 3. 国内经济：需求基本稳定

### 3.1 需求基本稳定

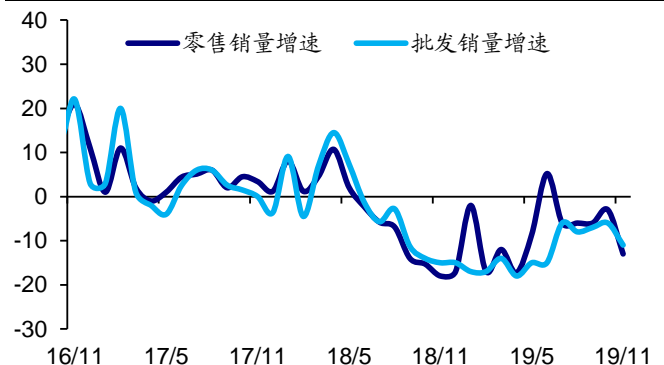
一线地产回升，汽车缓中趋稳。11 月上中旬 35 城地产销量增速略降至 3.7%，较 10 月增速有所下滑，但一线城市销量增速反弹至 24%。11 月前 17 天乘联会乘用车零售和批发增速分别为-13%和-11%，前两周汽车销售虽弱，但相比于第一周略有改善。

图27 35 城商品房月度销量同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，历年 1-2 月均为累计同比。

图28 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

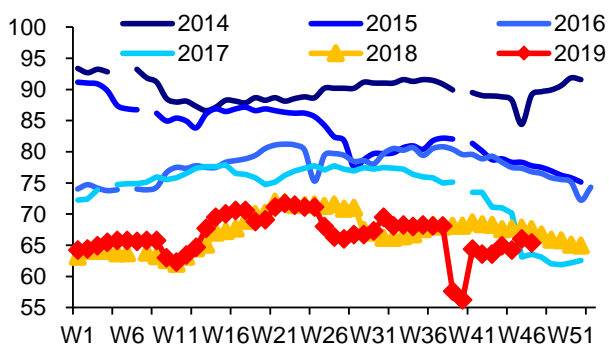


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.2 工业生产尚可

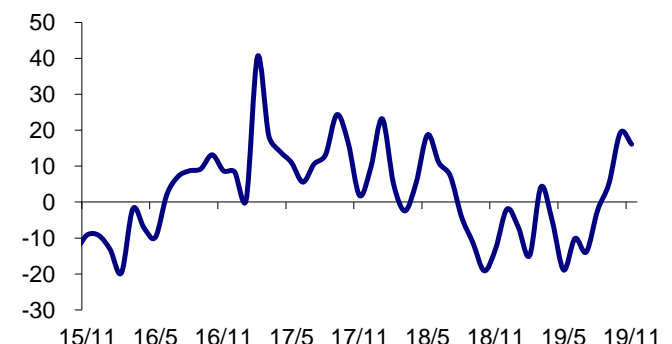
高炉开工略降，发电耗煤平稳。上周高炉开工率略降至 65.3%，同比跌幅稍有扩大，但较 11 月初水平已有提高，上周 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速降至-1.9%。11 月前 22 天六大集团发电耗煤同比增速 16.1%，较 10 月增速稳中趋缓，指向工业生产情况尚属稳健。

图29 历年各周全国高炉开工率 (%)



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 (%)



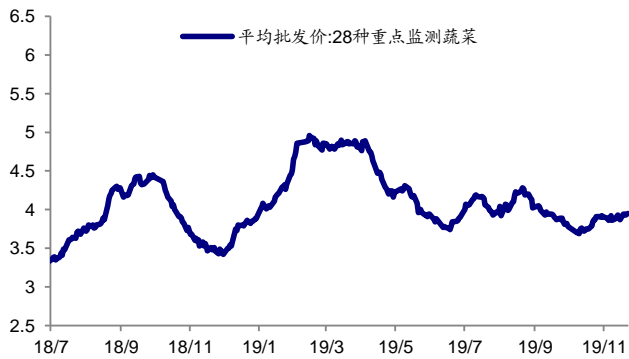
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 物价：猪价明显回落

### 4.1 猪价明显回落

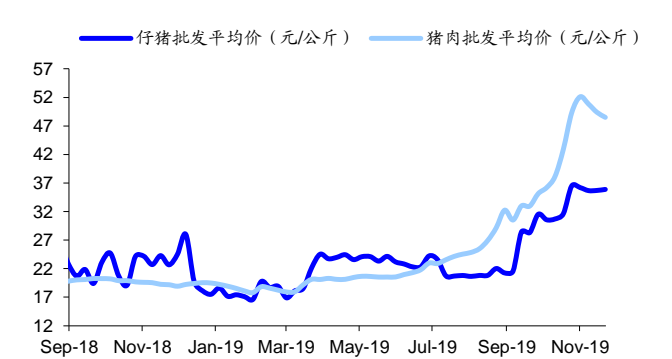
上周猪肉价格环比下跌 6.9%，蛋禽、蔬菜价格也有下跌，食品价格整体下跌 2.8%。

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）

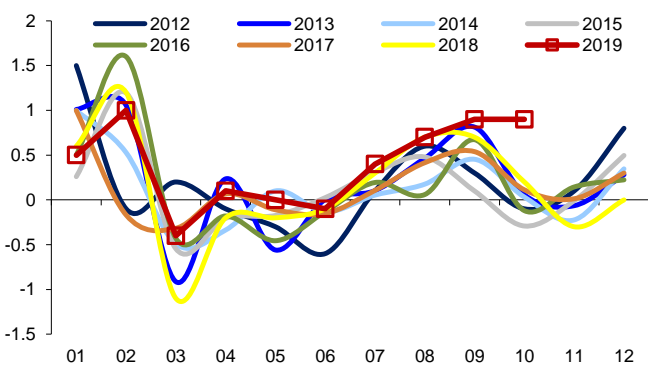


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.2 CPI 继续上升

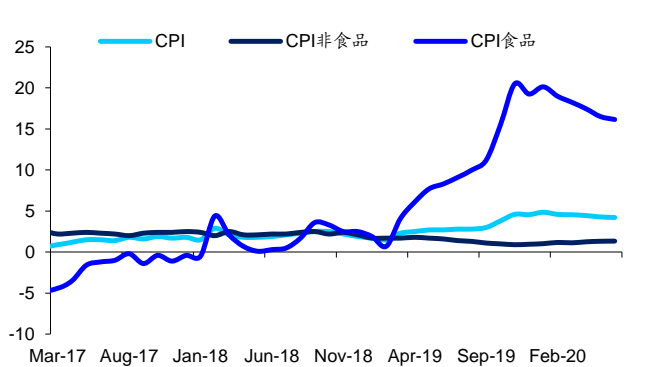
11月以来猪价高位回落，但11月的猪价整体相比10月仍大幅上涨。截止目前11月商务部食用农产品价格环比上涨4.3%，预测11月CPI食品价格环比上涨2.5%，11月CPI升至4.6%。

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（%）



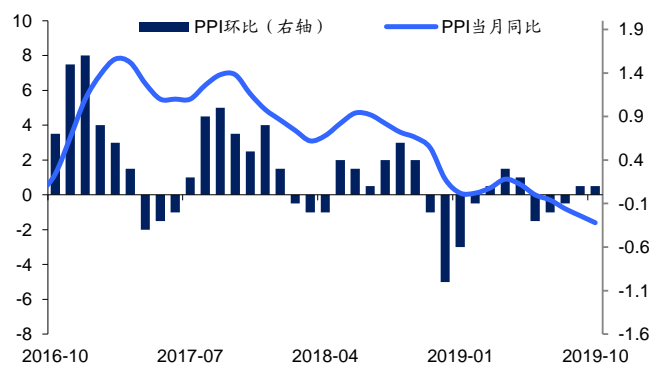
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.3 PPI 降幅收窄

11月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调。截止目前11月港口期货生资价格环比下跌0.1%，预测11月PPI环比持平，11月PPI同比降幅缩窄至1.4%。

**图35 环渤海动力煤价格（元/吨）**

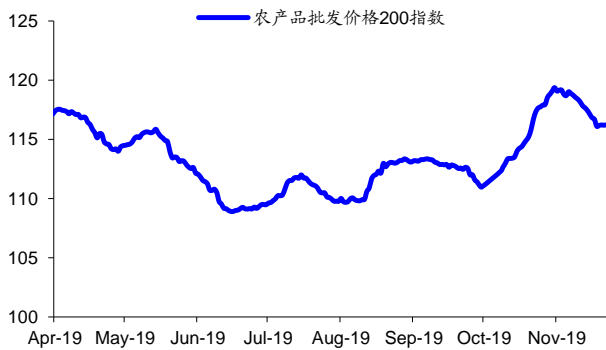

资料来源：Wind，海通证券研究所

**图36 PPI 同比及环比（%）**


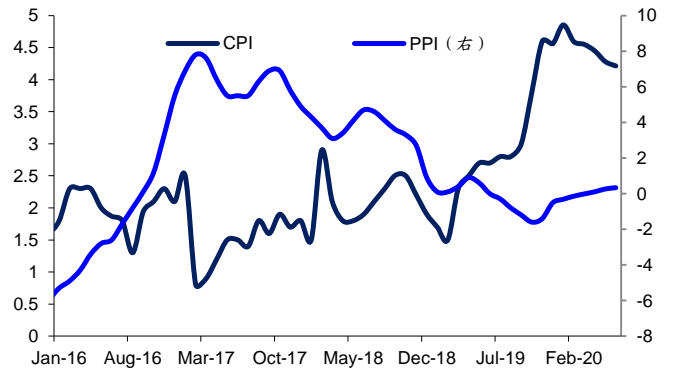
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4.4 通胀预期改善

进入 11 月以来，猪价明显回落，意味着通胀预期短期有所改善，虽然 11 月 CPI 仍将大幅上升，但 12 月 CPI 有望高位回落。而在 PPI 方面，11 月以来钢价和油价上涨，加上去年末 PPI 环比大幅下降的拖累即将消失，PPI 有望见底回升，并在明年年初由负转正。

**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（%）**


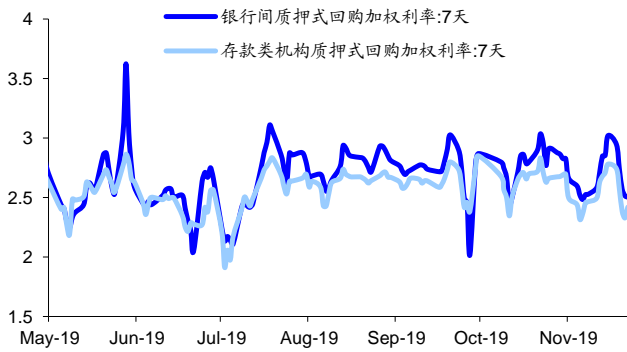
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 流动性：回购利率下调

### 5.1 货币利率回落

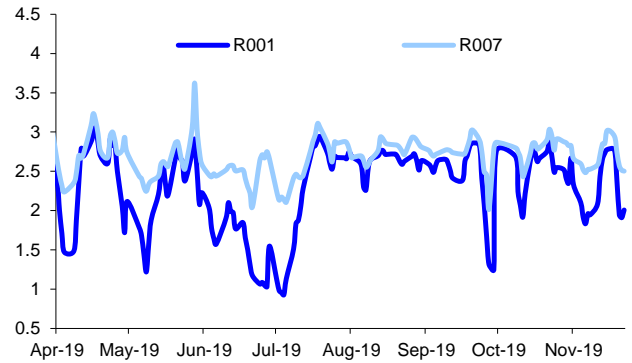
上周货币利率回落，其中 R007 均值下行 14bp 至 2.66%，R001 均值下行 34bp 至 2.2%。DR007 下行 17bp 至 2.49%，DR001 下行 33bp 至 2.14%。

图39 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40 R001 和 R007 (%)

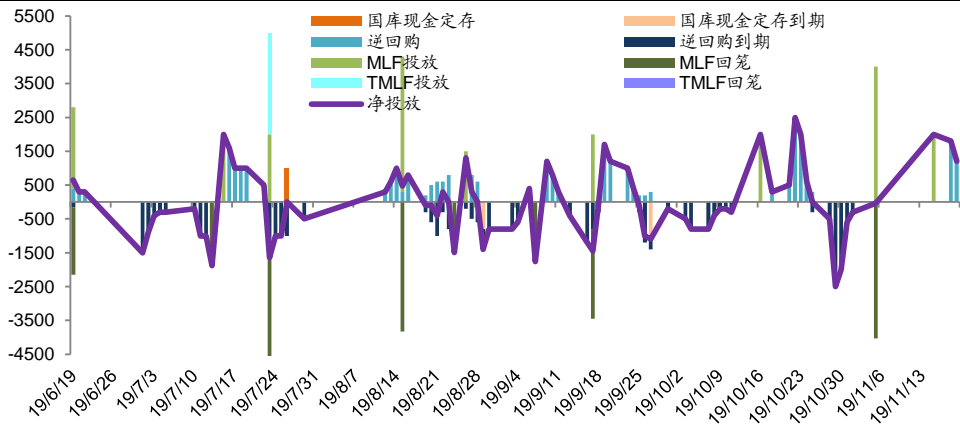


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5.2 央行继续投放

上周公开市场没有资金到期, 央行操作逆回购投放资金 3000 亿, 此外国库现金投放资金 500 亿, 合计投放资金 3500 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 汇率小幅贬值

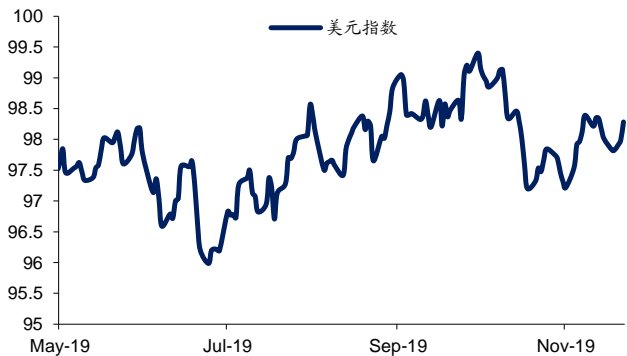
上周美元指数小幅回升, 人民币兑美元汇率小幅贬值, 在岸和离岸人民币均回落至 7.04。

图42 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图43 美元指数



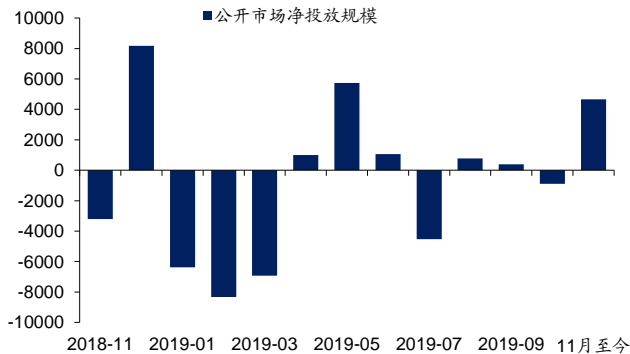
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5.4 回购利率下调



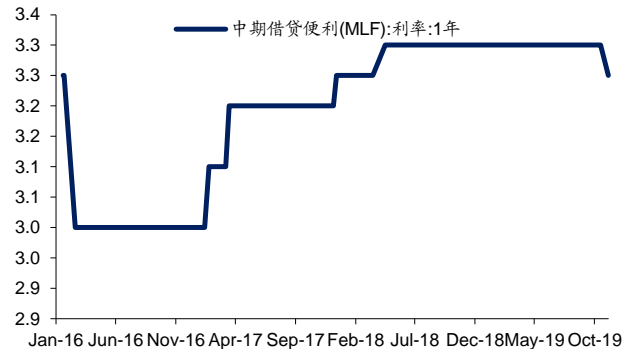
上周央行下调7天逆回购招标利率5bp至2.5%，与此前MLF操作利率下调的幅度一致，有助于降低金融机构边际资金成本，助推LPR报价和企业实际利率降低，意在应对短期经济压力，加强逆周期调节。但利率下调仅5bp，并未大幅降息，体现微调 and 精准的思路。央行货政报告提出防止通胀预期发散，考虑到未来半年通胀仍高，央行进一步下调利率的空间有限，货币政策整体仍将维持稳健格局。

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 MLF利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 6. 政策：不搞大水漫灌

**不搞大水漫灌。**国务院总理李克强同主要国际经济金融机构负责人共同会见记者时表示，中国有把握实现年初确定的经济社会发展目标，保持经济运行处在合理区间。将继续保持宏观政策连续性和稳定性，用好逆周期调节工具。无论外部形势如何变化，中国都会坚定不移实施更高水平的对外开放。将精准施策，抓好减税降费政策落实，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激。

**完善社会主义经济。**国务院副总理刘鹤人民日报撰文：坚持和完善社会主义基本经济制度，坚持和完善公有制为主体、多种所有制经济共同发展，激发各类市场主体活力；加快完善社会主义市场经济体制，建设高标准市场体系。

**应对人口老龄化。**国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，从夯实社会财富储备、改善劳动力有效供给、打造为老服务和产品供给体系、强化科技创新能力等5个方面部署应对人口老龄化的具体工作任务。《规划》提出，选择有特点和代表性的区域进行应对人口老龄化工作综合创新试点。

## 7. 日历：聚焦11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			
2019/11/26	10月新屋销售(年化环比)	-0.7%	0.8%
2019/11/26	11月谘商会消费者信心指数	125.9	126.8
2019/11/26	美联储主席鲍威尔在普罗维登斯商会的年会上发表讲话	--	--
2019/11/27	上周API原油库存变化(万桶)	595	--
2019/11/27	第三季度个人消费支出物价指数(年化环比)	1.5%	--
2019/11/27	10月耐用品订单初值(环比)	-1.2%	-0.5%
2019/11/27	第三季度实际GDP(年化环比)	1.9%	1.9%
2019/11/27	上周季调后初请失业金人数(千人)	227	--
2019/11/27	10月NAR季调后成屋签约销售指数(环比)	1.5%	0.2%

2019/11/27	10月个人消费支出物价指数(环比)	0%	--
2019/11/27	10月个人消费支出(环比)	0.2%	0.3%
2019/11/27	10月个人收入(环比)	0.3%	0.3%
2019/11/27	上周 EIA 原油库存变化(万桶)	137.9	--
2019/11/27	美联储理事布雷纳德发表题为“美联储就货币政策战略、工具和沟通的框架评估”的讲话	--	--
2019/11/28	当周石油钻井总数(口)	--	--
2019/11/28	美联储公布经济状况褐皮书	--	--
欧元区			
2019/11/29	11月消费者物价指数初值(同比)	0.7%	0.8%
2019/11/29	10月失业率	7.5%	7.5%
中国			
2019/11/25	国家知识产权局 2019 年第四季度新闻发布会	--	--
2019/11/27	10月规模以上工业企业利润	-5.3%	--

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
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  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@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 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  
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 ftf11758@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

<b>电子行业</b> 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	<b>煤炭行业</b> 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	<b>电力设备及新能源行业</b> 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 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 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 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 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	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 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	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 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	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 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	<b>食品饮料行业</b> 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
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 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	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 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	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 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	<b>上海地区销售团队</b> 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	<b>北京地区销售团队</b> 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 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