

## 相关研究

《实体经济观察 2019 年第 45 期: 基建托底可期》2019.11.28

《猪价明显回落, 回购利率下调》2019.11.24

《利率下调不等于降息周期——如何理解当前的货币政策!》2019.11.24

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

## 中国经济分析中的几个误区 ——兼论为何经济好于悲观预期!

### 投资要点:

- **用同比指标判断经济。**近期引发经济下滑担忧的主要是两个数据,3季度GDP增速的新低以及10月工业增速的下滑,但这两个指标都是同比数据,而在成熟市场的美国更关心环比数据。原因在于,同比数据包含了太多过去的信息,只有环比数据才是最新发生的变化。从环比来看,3季度GDP增速其实要好于今年1季度,而且10月的消费和投资环比并不算太差,加上11月的PMI环比大幅回升,说明表现最差的工业环比也有所改善,经济短期最差的时候或许已经过去。
- **用工业数据代表经济。**由于GDP数据每个季度才公布一次,所以大家习惯上使用工业来代表月度经济表现,而11月不仅工业增速下滑,工业企业利润也大幅下降,很多人就将其解读为10月经济出现了大幅减速。但目前工业占比仅为33%,远低于服务业的53%,用工业代表中国经济存在着巨大的偏差。相比之下,无论工业和服务业都要用电,所以电力数据是比工业更好的观察中国经济的指标。发电和用电增速反映出今年经济最差的时间是5月和7月,9月以来已经连续3个月明显改善,这与工业增速所显示的经济持续下滑其实完全不同。
- **用金融指标代替经济。**10月份另一个引发市场担忧的是社融增速的下滑。但货币融资增速下滑不等于经济下滑,原因在于从货币融资到经济变化之间往往存在2到3个季度的时滞。今年到目前为止的经济下滑其实还是上一轮去杠杆的滞后影响,而今年上半年的社融增速企稳回升,理应在未来半年的经济中会有所表现,而当前的社融回落只是影响到明年2季度以后的经济。此外,近几个月下滑的主要是短期融资,而企业中长期贷款增速连续3个月企稳回升,加上万亿地方政府专项债额度的提前下发,意味着投资需求可能已经开始了改善。
- **用人口指标预测经济。**对于中国经济产生悲观预期的一个重要原因是出生率的下降,但人类经济发展史表明,在工业革命之后才出现有意义的增长,说明人口的效率比数量更重要。而中国出生率下降的主因并非计划生育政策,而是抚养成本的提高,这反过来也意味着人口素质的提升。目前中国每年毕业1200万大学生,我们预计10年以后中国的人均受教育年限将从9年升至接近12年,年均提升2%,这就是新的工程师红利。而企业研发费用的大幅上升,意味着可以利用好这一红利。
- **经济好于悲观预期。**总结来说,目前市场有一种观点,单凭中国出生率的下降,线性外推中国经济增速长期下滑,再拿着融资增速和工业增速的回落,得出中国经济增速还在大幅下行的结论。我们认为这种简单逻辑忽视了中国人均素质和技术的变化、也忽视了融资结构和经济结构的变化,而真实的中国经济其实好于很多人的悲观预期。

## 目 录

---

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：PMI 重回线上.....	15
3. 物价：通胀冲高回落.....	15
4. 流动性：货币保持稳健.....	16
5. 政策：新增专项债下达.....	16
6. 海外：美国三季度 GDP 上修，欧元区 11 月 CPI 小幅回升.....	16

## 图目录

图 1	中国 GDP 季度增速 (%)	4
图 2	美国 GDP 环比折年率、GDP 同比增速 (%)	4
图 3	中国 GDP 环比折年率、GDP 同比增速 (%)	5
图 4	工业、投资、消费季调环比增速 (%)	6
图 5	中采和财新制造业 PMI (%)	6
图 6	工业企业利润增速 (%)	7
图 7	第二产业、工业、服务业占比 GDP	7
图 8	中国服务业生产指数同比增速 (%)	8
图 9	用电量累计增速、月度增速 (%)	8
图 10	发电量累计增速、月度增速 (%)	9
图 11	社融同比多增、融资余额增速 (亿, %)	9
图 12	融资余额增速、GDP 同比增速 (%)	10
图 13	企业中长期贷款增速 (%)	10
图 14	中国 6 普各年龄段人口数 (万人)	11
图 15	我国新增 15-64 岁人口, 15-64 岁人口占比 (万人, %)	11
图 16	全球 GDP, GDP 增速 (1990 年亿国际元)	12
图 17	全球人均 GDP 增速	12
图 18	中国 GDP 增速、人均 GDP 增速	13
图 19	中日韩的出生率与人均 GDP (‰, 美元)	13
图 20	美德日韩的人均受教育年限 (年)	14
图 21	我国大学生毕业数 (万人)	14
图 22	A 股上市公司研发支出增速	15

## 1. 每周交流与思考

在过去的几个月，中国经济的走势成为市场关注的焦点。到底中国经济当前是在继续下滑，还是在筑底企稳？要准确分析中国经济的走势，就需要了解经济分析中的几个常见误区。

### 一、用同比指标判断经济

在近期公布的各项经济指标中，引发经济下滑担忧的主要是两个数据：一是 GDP 同比增速，3 季度下滑至 6%，创下近 30 年的新低；另一个是工业增加值同比增速，10 月份降至 4.7%，为年内次低值，也是 09 年 3 月以来的次低值。

图1 中国 GDP 季度增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

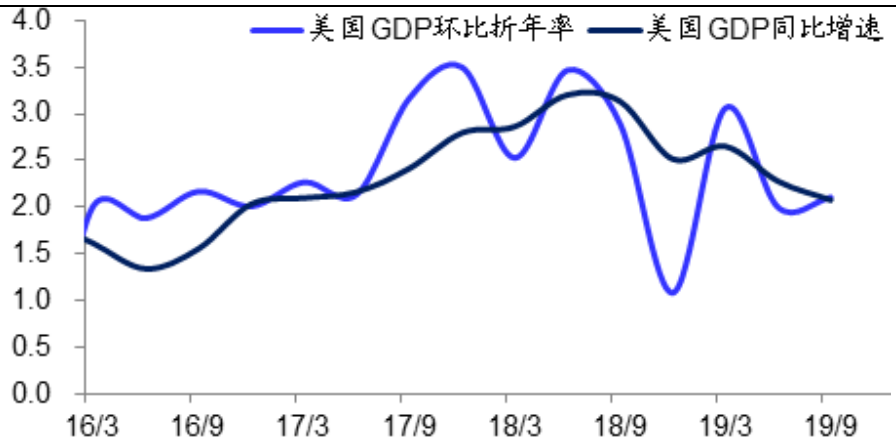
基于 3 季度 GDP 增速的新低以及 10 月工业增速的下滑，一个自然的结论就是当前中国经济依然在继续下滑，4 季度也难以见底。

### 中国看同比，美国看环比。

但是目前我们习惯用来判断中国经济状况的几个重要指标，无论是 GDP 增速还是工业增速，其实都是同比数据。

而在分析美国经济时，也会用到 GDP 增速等指标，但美国公布的都是季节调整以后的环比增速。比如今年 3 季度美国 GDP 环比折年率为 2.1%，今年 10 月份美国零售环比增长 0.3%。而美国市场也更加关心环比增速，而并不太在意同比增速。

图2 美国 GDP 环比折年率、GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

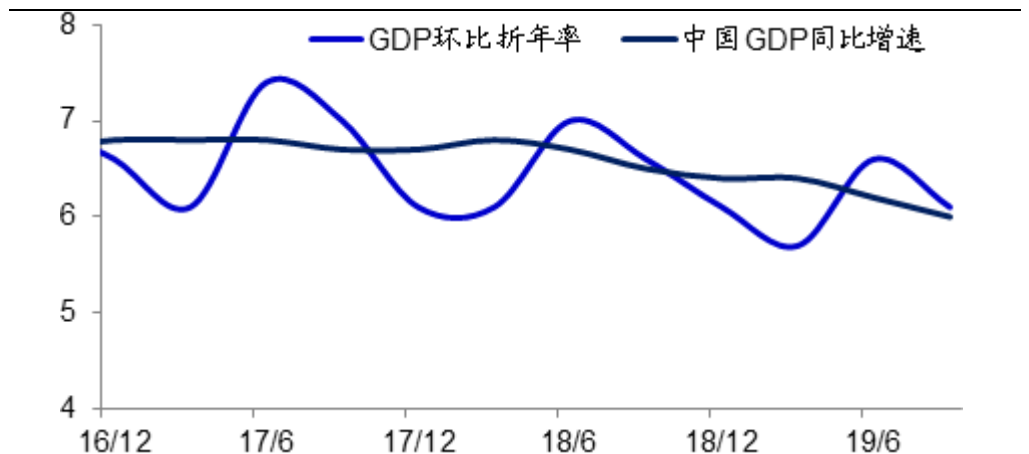
同比反映过去，环比反映现在。

为什么成熟市场更加关心环比数据，原因在于环比数据更加准确。

从理论上说，同比增速是今年同期与去年同期之比，而环比增速则是当期与上期之比，因而同比数据等于过去多个环比增速的乘积。比如说，中国 3 季度的 GDP 同比增速为 6%，而从 18 年 4 季度到 19 年 3 季度的 4 个季度 GDP 环比增速分别为 1.5%、1.4%、1.6%、1.5%，后面 4 项环比增速的乘积其实就等于前面的同比增速。

可以发现，同比数据当中包含了太多过去的信息。导致中国今年 3 季度 GDP 增速降至 6% 的背后，既有今年 3 季度 GDP 环比增速的贡献，也有过去 3 个季度 GDP 环比增速的贡献，而且后三项的贡献显然更大。

图3 中国 GDP 环比折年率、GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

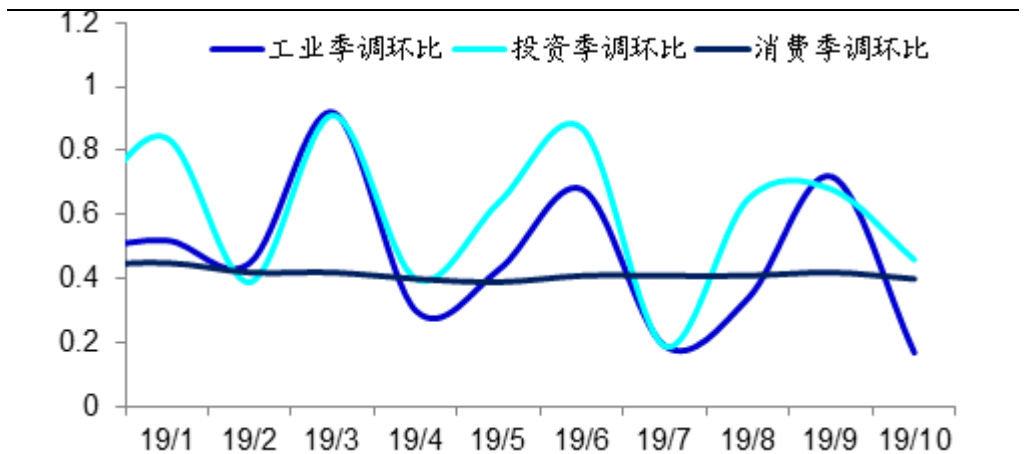
这其实就可以解释为什么在美国市场大家更关心环比数据，因为只有环比增速才是最新发生的变化，是对现状的最好描述。

**环比数据其实不差。**

在国内，由于统计局过去一直发布 GDP 和工业同比增速，所以大家也习惯了用它们来代表经济的现状。但其实从 2011 年起，统计局就开始公布 GDP、工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额等四项数据的环比数据，只是大家不习惯使用。而从当前的环比数据来观察，其实经济并没有同比数据显示的那么差。

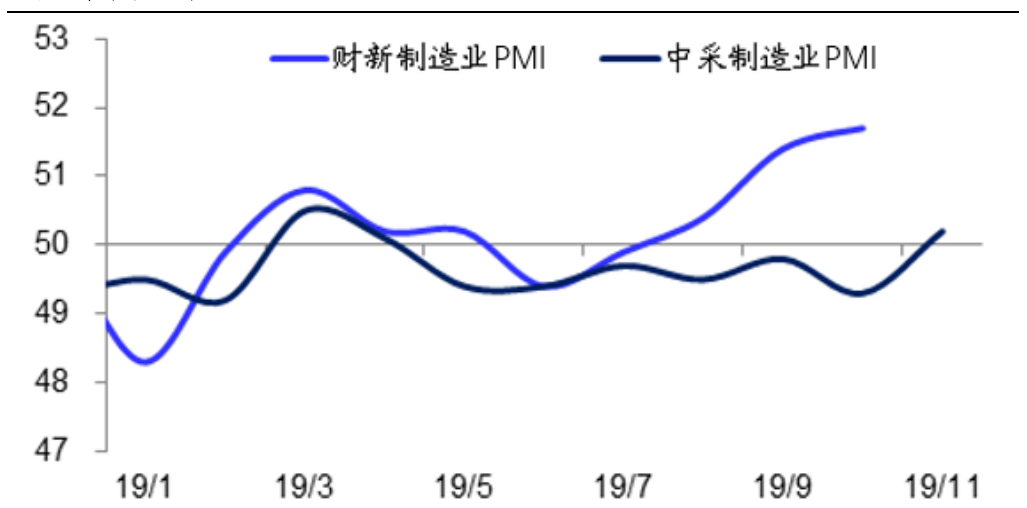
首先，从 GDP 季调环比增速来看，今年 3 季度增速为 1.5%，虽然略低于 2 季度的 1.6%，但是要好于 1 季度的 1.4%，与 18 年 4 季度的 1.5% 基本持平。也就是说，从环比来看，今年经济最差的时候是 1 季度，而不是 3 季度。

其次，从工业、消费和投资三项指标的季调环比增速来观察，今年 10 月份虽然 3 者都有下降，但只有工业环比增速降至 0.17% 的年内最低点；而消费环比增速为 0.46%，投资环比增速为 0.4%，两者在年内各月中的排序都不算太差。

**图4 工业、投资、消费季调环比增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而刚刚公布的 11 月中采制造业 PMI 回升至 50.2%，为年内次高值。制造业 PMI 也是一个环比指标，在 50% 以上就位于扩张区间，这意味着 11 月的工业环比增速也有望出现明显改善。

**图5 中采和财新制造业 PMI (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此，虽然 3 季度 GDP 同比增速创新低，而且 10 月份的工业、消费和投资等的同比增速也都降至年内低位附近，但并不能就此得出经济还在下滑的结论，因为多个经济指标的环比指标并不算差，而且还有所改善，意味着经济短期最差的时候或许已经过去了。

## 二、用工业数据代表经济

工业不能代表中国。

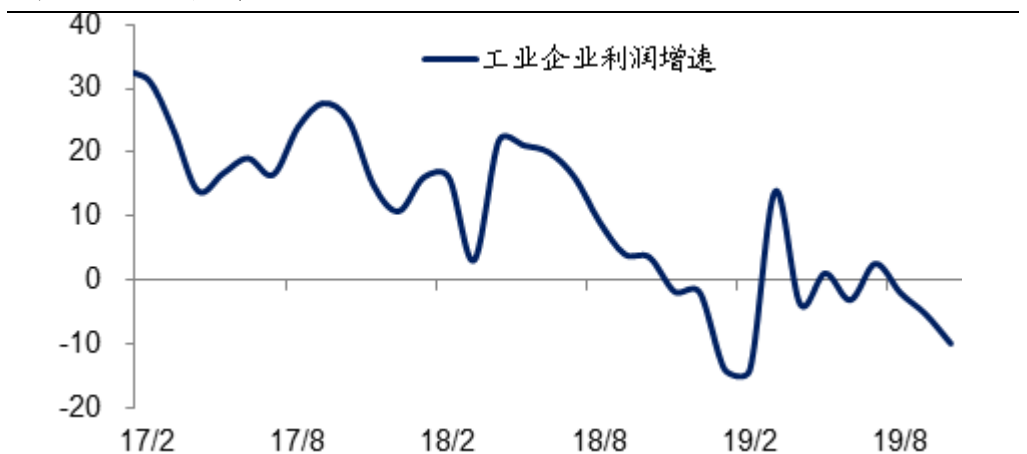
统计局每个月都会公布经济数据，但是最重要的 GDP 数据每个季度才公布一次，而每个月都公布的经济数据主要是工业、消费、投资和进出口增速，其中前者是生产指标，后三项是需求指标。而中国公布的 GDP 数据实际上是生产法统计的，所以大家习惯上使用工业增速来代表月度经济表现。

在 11 月公布的有关工业运行的指标中，不仅是 10 月的工业增加值增速创下 4.7% 的年内次低值，10 月工业企业利润增速降幅也扩大至 9.9%，创下年内第二大降幅。由于诸多指标坐实了工业增速的大幅下滑，很多人就自然而然将其解读为 10 月中国经济



出现了大幅减速。

图6 工业企业利润增速 (%)

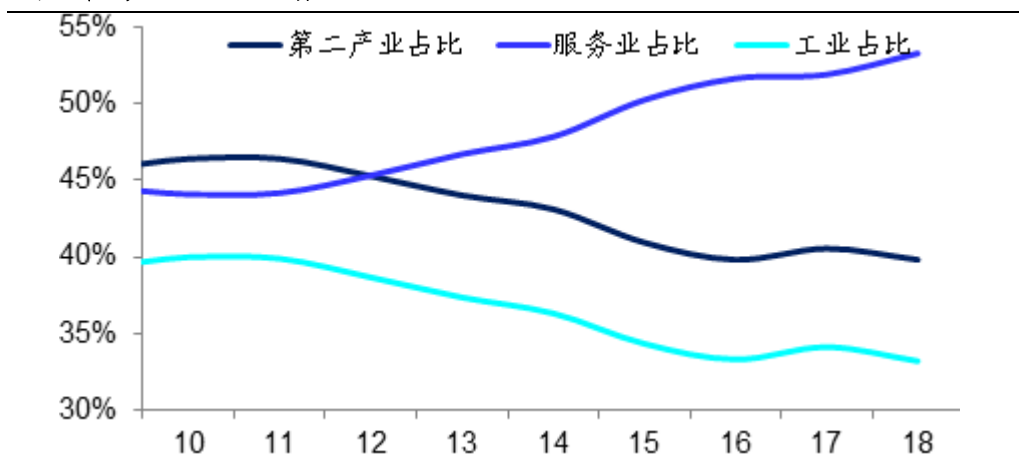


资料来源: Wind, 海通证券研究所

但是大家仔细想一想,传统上工业其实就是钢铁、煤炭、水泥等产品,这些还能够代表我们现在的生活吗?比方说大家平时都在用手机,但手机的芯片都是纳米级别,根本不用那么多钢铁。我们用手机聊天,网上付费上课、看书、购物,网上的信息、生活中的快递大幅增长,而网络服务和快递都属于服务业。

数据其实也证明了这一点,早在2013年以后,中国的服务业占比已经正式超过第二产业。按照最新修订后的2018年GDP数据,中国服务业占比达到53.3%,而第二产业占比为39.7%,其中工业占比仅为33.2%。

图7 第二产业、工业、服务业占比 GDP



资料来源: Wind, 海通证券研究所

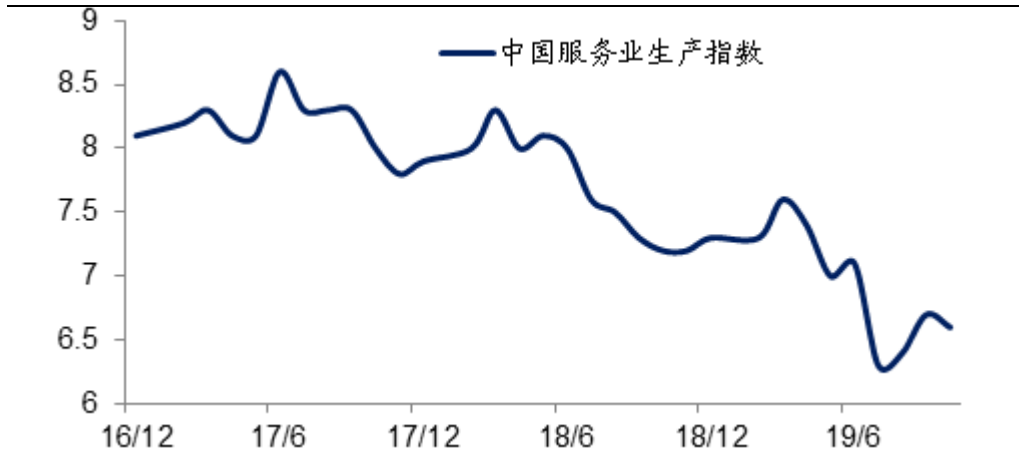
由此可见,由于工业占比已经远低于服务业,因而工业指标已经越来越不具有代表性,用工业减速来推导出中国经济大幅减速,其实存在着严重的偏差。

#### 电力数据更加全面。

为什么大家不用服务业的数据呢?因为过去中国的服务业只有季度数据,而缺乏月度的高频数据指标,所以大家习惯使用工业增速来代表一切。但其实从17年起,统计局已经开始发布月度的服务业生产指数。

19年10月份的服务业生产同比增长6.6%,比9月份下降0.1%,但高于7、8两月的6.3%和6.4%。

图8 中国服务业生产指数同比增速 (%)



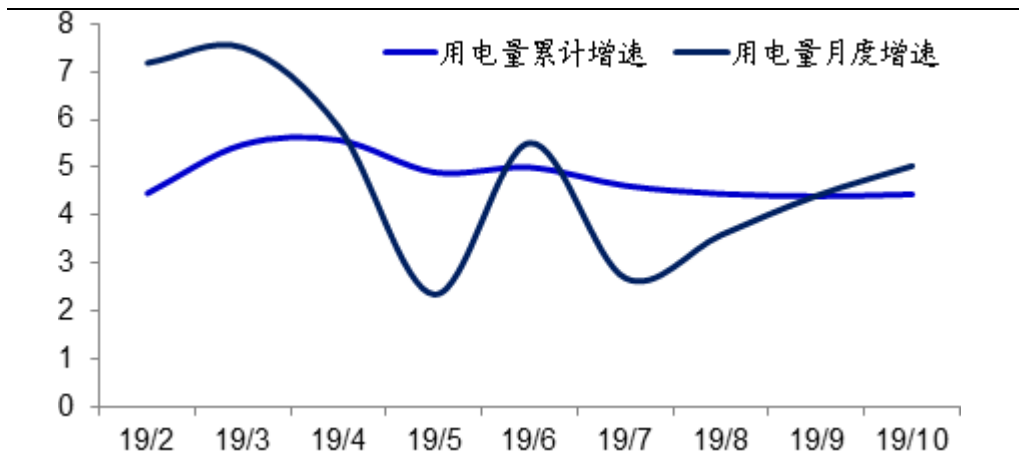
资料来源: Wind, 海通证券研究所

但无论是工业增速、还是服务业增速,任何一个用来代表经济都有代表性不足的问题。

相比之下,有一个数据其实非常全面,那就是电力数据,包括发电量和用电量。又因为电力难以存储,用电增速其实非常接近发电增速。由于不仅工业生产需要用电,服务业也需要用电,因而电力数据对经济情况的反映要远比工业或者服务业数据更准确。

今年9、10两月的用电量增速分别是4.4%和5%,而今年以来的用电平均增速为4.4%,这意味着近两月的用电情况要持平甚至略好于全年均值。事实上,从用电增速来看,今年最差的是5、7两个月。

图9 用电量累计增速、月度增速 (%)

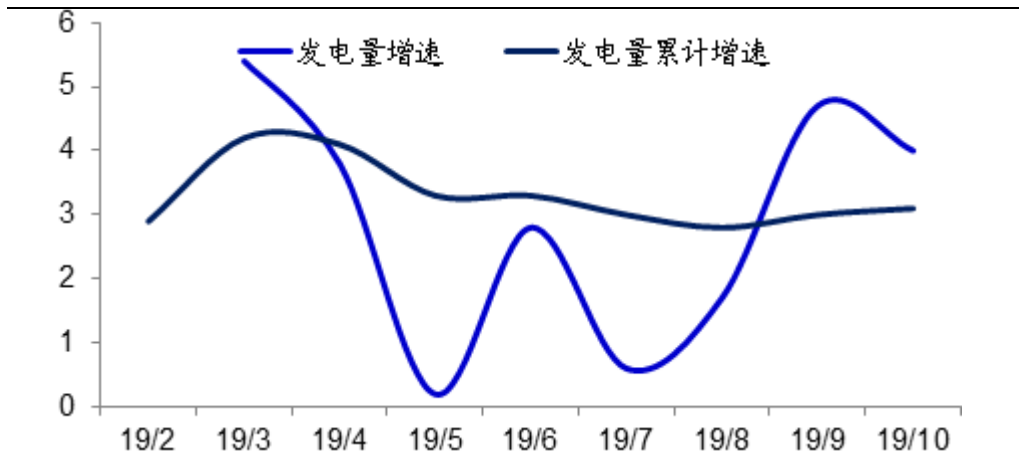


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从发电量增速来看,今年9、10两个月分别是4.7%和4%,均高于今年以来发电量平均增速3.1%,这说明近两月的发电情况也要好于全年均值。而从我们监测的发电耗煤增速来看,11月的表现也非常好,意味着11月的发电量增速大概率也不错。



图10 发电量累计增速、月度增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

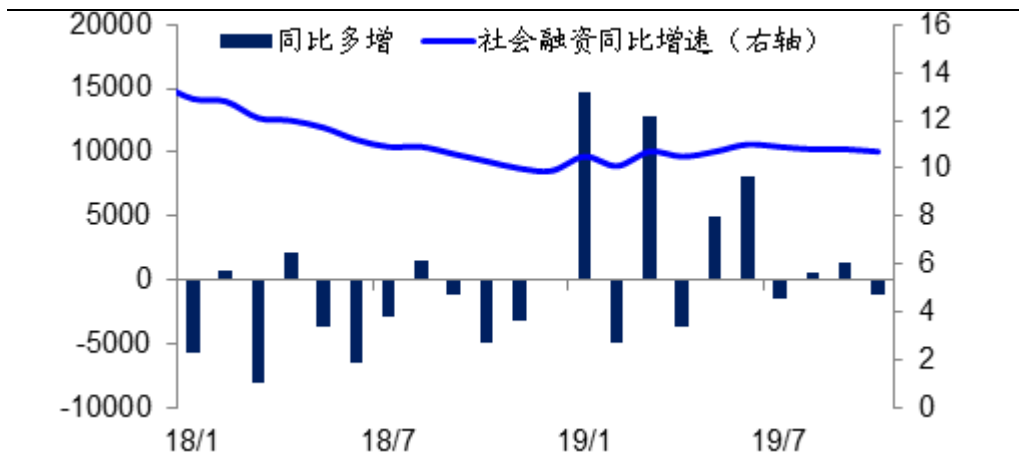
发电量增速反映出今年经济最差的时间同样是在5月和7月,而从9月以来已经连续3个月出现了明显的改善,这与工业增速所显示的经济持续下滑其实完全不同。

### 三、用金融指标代替经济

#### 融资影响未来经济。

在10月份的所有数据公布以后,另一个引发市场担忧的是社融增速的下滑。10月的新增社会融资总量仅为6189亿,同比减少1185亿;10月的社会融资总量余额增速从10.8%降至10.7%。有人担心,融资增速的下滑也从侧面印证了经济的下行压力。

图11 社融同比多增、融资余额增速 (亿, %)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

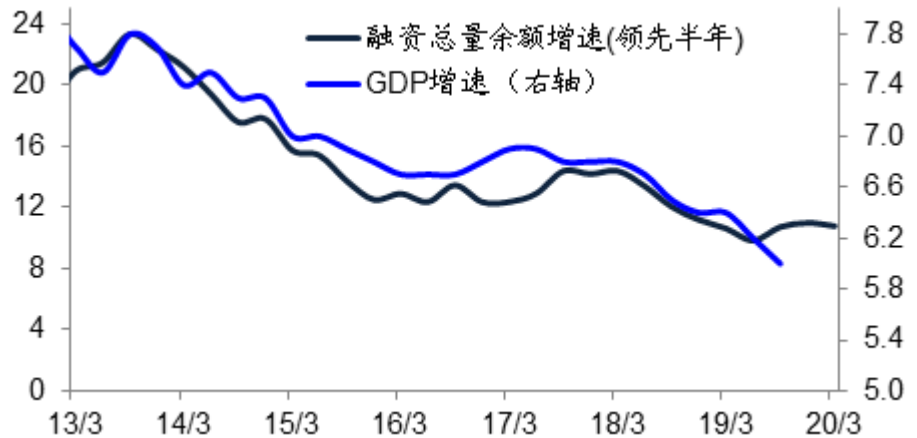
确实,经济的运行离不开货币,因而货币融资增速的下滑对经济而言肯定不是好消息。但毕竟货币融资不等于经济本身,因而不能把货币融资增速下滑直接等同于经济下滑。

一个重要的原因在于,由于从居民企业融资到消费和投资行为之间存在时滞,因而货币融资增速往往领先于经济变化。从中国过去的数据来观察,社融增速领先于经济变化两到三个季度左右。

由于17年开始金融去杠杆,社融增速从17年4季度开始大幅下滑,而经济增速在18年2季度开始明显回落。社融增速的回落一直持续到了18年4季度,按照2到3个季度的滞后期,这意味着到今年3季度为止的经济下滑都是上一轮去杠杆的滞后影响。

但是从 19 年开始，由于去杠杆转入稳杠杆，社融增速出现了企稳回升，而且是连续两个季度回升。如果社融对经济的领先性依旧成立，那么意味着 19 年 4 季度开始的两个季度中经济有望短期企稳改善。而从 19 年 3 季度开始社融增速再度小幅下滑，传导到经济的下滑应该是在 2020 年 2 季度以后。

图12 融资余额增速、GDP 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

也就是说，从社融增速推导经济表现，未来并非持续下滑，而是至少有半年左右时间的短期反弹，然后才会再度下滑。

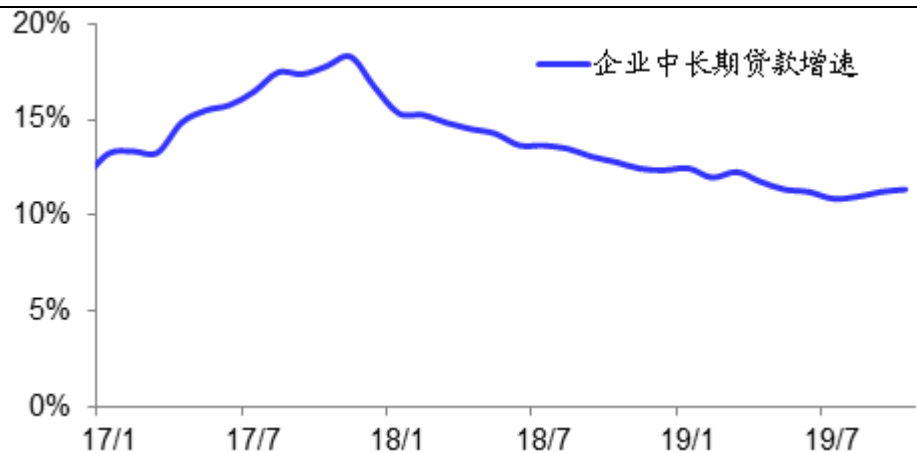
此外，考虑到当前 10.7% 的社融增速依然高于去年年末的 9.9%，假设社融与经济增长的关系保持稳定，那就意味着即便明年 2 季度以后的经济增速再度下滑，也未必会低于今年 3 季度的 6%。

### 融资结构重于总量。

其次，所有的融资可以分成两大类，一类是短期融资，另一类是中长期融资。短期融资通常与流动性需求有关，而中长期融资才会和投资消费等真实需求有关。这意味着中长期融资对经济的影响或许比社融总量更重要。

我们发现，最近几个月社融增速下滑的主要原因是短期融资，而中长期融资的表现稳定。尤其是企业中长期贷款，自从 8 月份起已经连续 3 个月企稳回升，这意味着企业部门的投资需求可能已经开始了改善。

图13 企业中长期贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

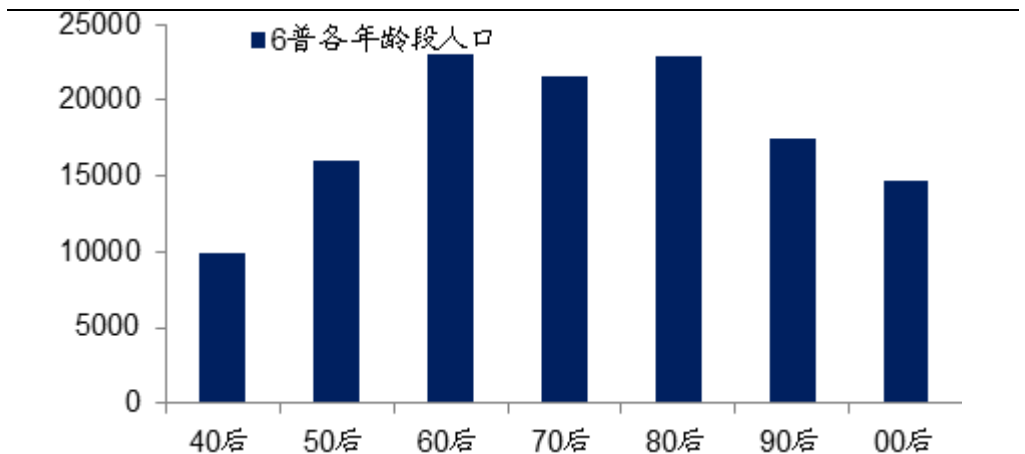
而近期财政部提前下发 1 万亿地方政府专项债额度，这其实就是补充了全社会的中长期融资，有助于基建投资的托底和经济的企稳。

#### 四、用人口指标预测经济

对于中国经济产生悲观预期的一个重要原因是出生率的下降。

在经济学上，通常把 15-65 岁人口视为工作年龄人口。按照 6 普数据，中国的 80 后大约是 2.2 亿，90 后大约 1.8 亿，而 00 后只有 1.5 亿。

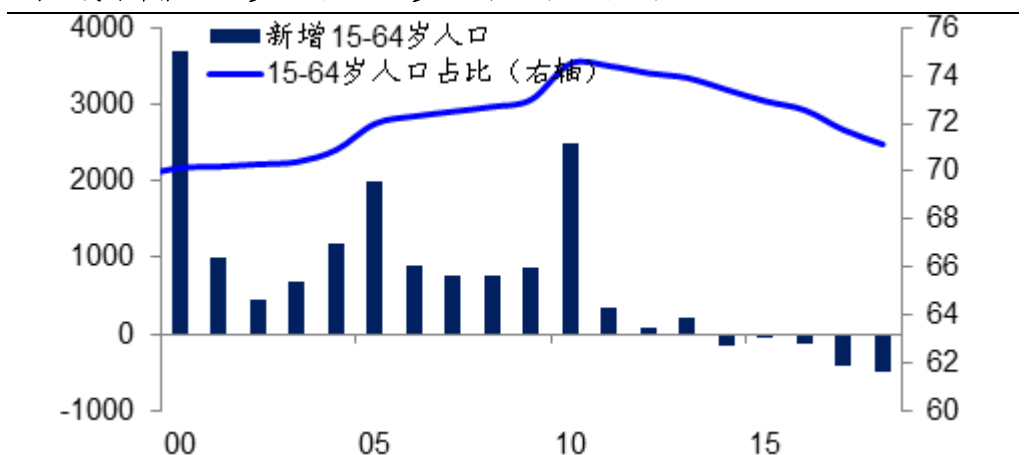
图14 中国 6 普各年龄段人口数 (万人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

因而在 00 后达到工作年龄人口的 2015 年左右，中国的劳动力人口出现了负增长。

图15 我国新增 15-64 岁人口, 15-64 岁人口占比 (万人, %)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

按照统计局的数据，中国的出生率还在下降，那是不是意味着未来中国经济前景黯淡？

#### 现代增长源于技术进步。

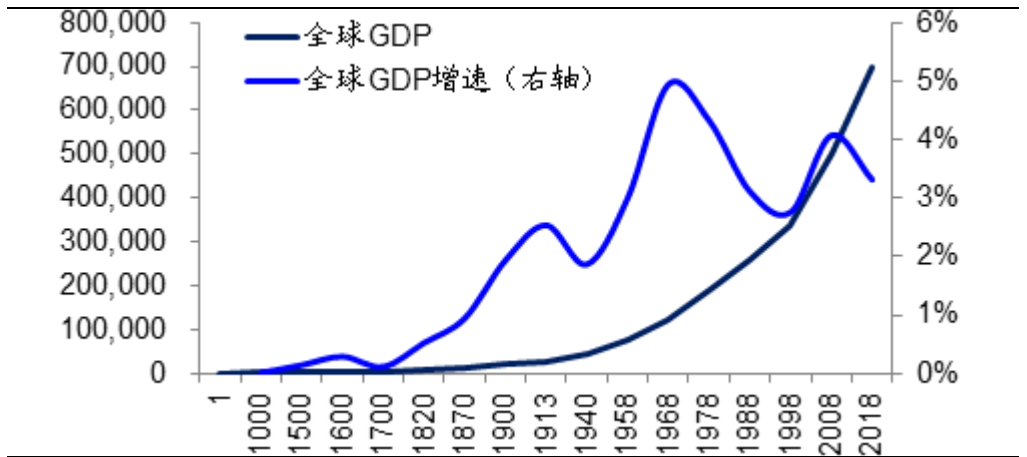
要理解人口数量对经济增长的作用，不妨回顾一下人类经济发展史。

事实上，一直到工业革命发生之前，全球的人口总数就保持缓慢增长，经济总量的增长也异常缓慢。以年均 GDP 增速衡量，从公元 1 年到公元 1000 年，全球 GDP 年均增速大约只有 0.01%，从公元 1000 年到公元 1700 年，GDP 年均增速也只有 0.2%。而且即便是如此微弱的增长，也几乎全部来自于人口增长，人均 GDP 几乎没有大的变化。

而在工业革命爆发之后，全球经济开始明显加速。从 1700 年到 1820 年，GDP 年均增速升至 0.5%，从 1820 年到 1870 年升至 0.9%，从 1870 年到 1900 年升至 2%，

而在 1900 年之后达到 3%。

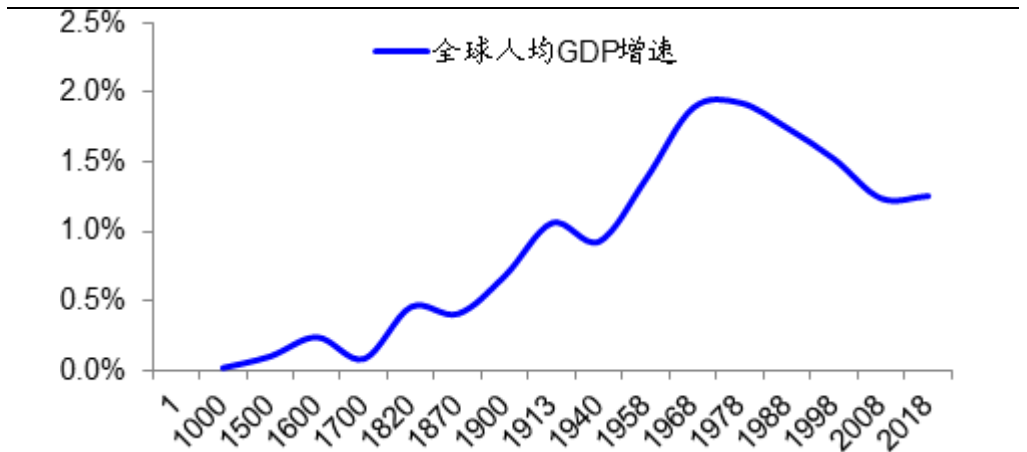
图16 全球 GDP, GDP 增速 (1990 年亿国际元)



资料来源: Maddison, 海通证券研究所, 最近 60 年为 10 年平均增速

而且是在工业革命之后,全球的人均 GDP 才出现了明显的增长。从 1700 年到 1820 年,人均 GDP 年均增速升至 0.1%,从 1820 年到 1870 年升至 0.5%,从 1870 年到 1900 年升至 1.2%,而在 1900 年之后达到 1.5%。

图17 全球人均 GDP 增速

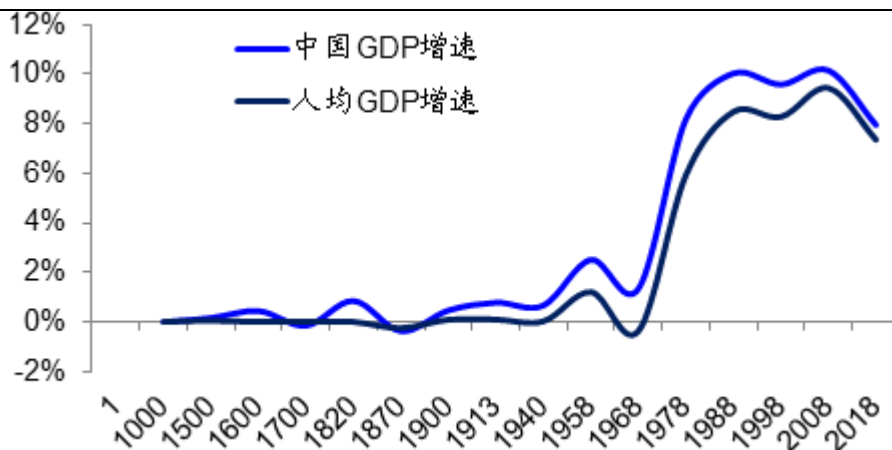


资料来源: Wind, 海通证券研究所

也就是说,是技术革命的出现才带来了显著的经济增长,在此之前的全球经济长期保持停滞。这其实也告诉我们,人口增长对于经济增长而言有帮助,但其实并不是决定性的因素。

从中国经济发展的历史来看,从公元 1 年到 1600 年的增长几乎长期停滞,从 1600 年以后开始出现 0.5% 左右的增长,但几乎全部来自于人口的增长。只有在新中国成立之后, GDP 增速才达到 2% 以上的全球平均增速。而在改革开放之后, GDP 增速超过了 8%。

图18 中国 GDP 增速、人均 GDP 增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

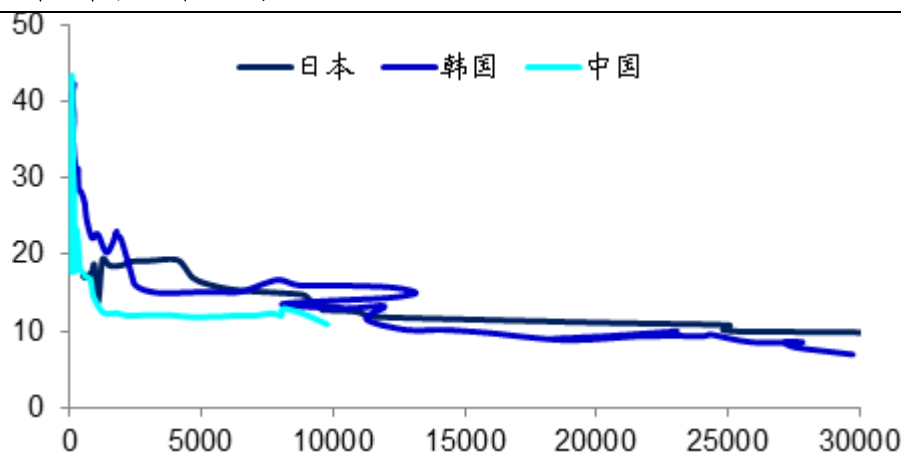
原因在于，无论是在封建社会还是半殖民地时代，中国经济主要以农业为主，人口的效率得不到提高。只有在建国之后和改革开放之后，通过大力发展工业，引进海外先进技术，提高了人口的效率，所以经济才出现了飞速的发展。

### 人口素质提高，拥抱工程师红利。

再回到最开始的问题，确实目前中国的出生率大幅下降，但是大家有没有想过为什么下降？很多人将其简单归结为计划生育政策，认为全面放开计划生育政策就行了。但其实全面二胎早在 2016 年就放开了，其实基本等同于计划生育政策已经放开了，但是出生率依然在下降，说明并非政策的限制，而是另有原因。

我们发现，导致生育率下降的最主要原因其实是抚养成本的上升。中国的人均 GDP 已经达到 1 万美元，即将跨入世行提出的 1.2 万美元的全球高收入国家行列。而当年日本、韩国在人均 GDP 达到 1 万美元之后，其出生率也大幅下降至 10% 左右，跟我们现在差不多。

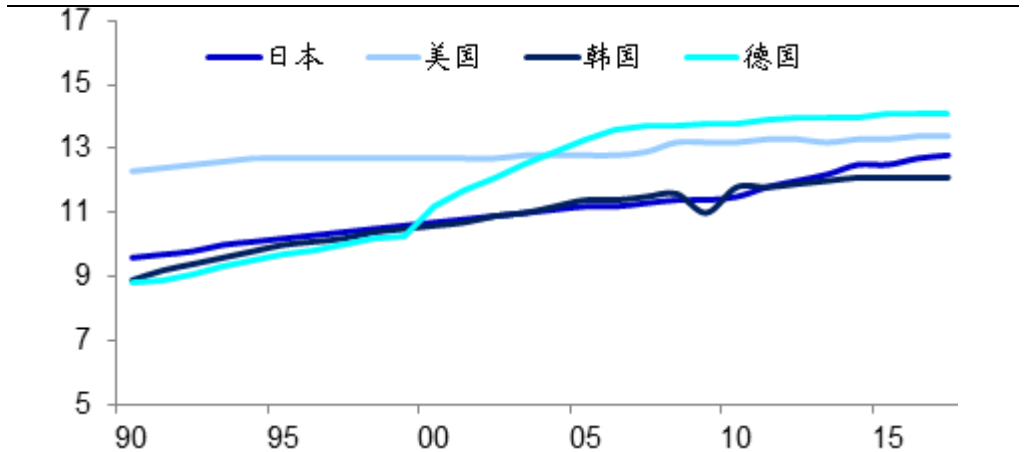
图19 中日韩的出生率与人均 GDP (%, 美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴为人均 GDP，单位美元；纵轴为出生率，单位%。

但在跨入 1 万美元的门槛之后，日本和韩国又保持了 10 年的 4-5% 左右的中速增长，其实靠的并不是人多，而是人口素质的持续提升，体现为其人均受教育水平的提高。因为抚养成本的上升，其实也意味着人口素质的上升。

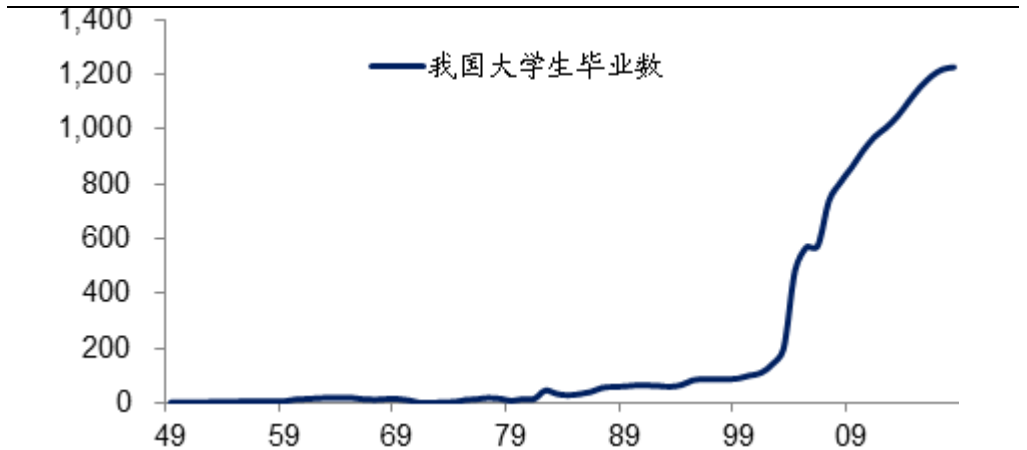
图20 美德日韩的人均受教育年限（年）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而这其实也是在中国目前发生的现象。虽然中国的出生率下降了，但是我们每年毕业的大学生数量达到 1200 万，而在 20 年以前还不到 100 万。目前全体中国人的人均受教育年限为 9 年左右，只是相当于一个初中毕业生。但如果保持每年 1200 万大学生毕业数量不变，10 年之后中国的人均受教育年限有望接近 12 年，相当于一个高中毕业生，每年的教育水平提升 2% 左右，这就是人口素质提升的红利，也就是工程师红利。

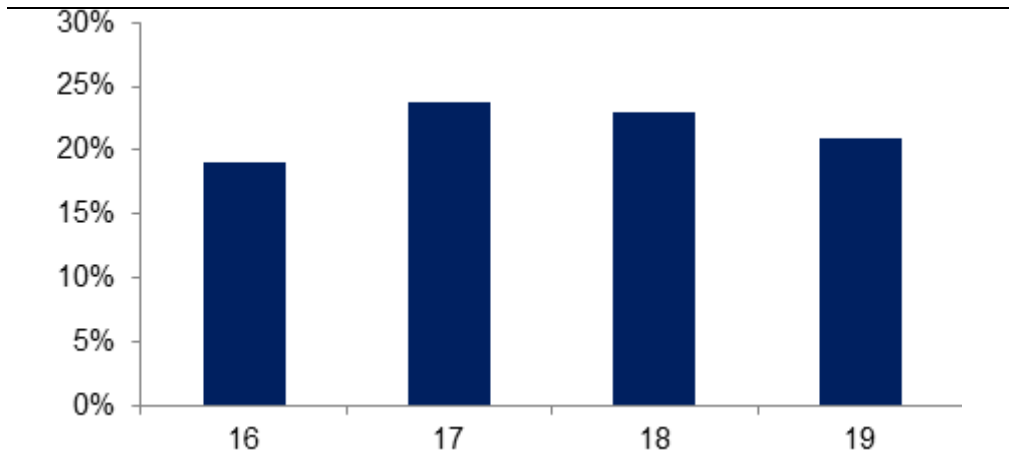
图21 我国大学生毕业数（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

只不过，随着人口数量红利向工程师红利的转变，需要中国的企业改变发展模式，从简单的劳动密集型转向技术密集型，转向靠研发创新发展。而这恰恰是目前正在发生的变化，中国的研发强度已经超过了 2%，A 股企业的研发支出增速连续 3 年保持在 20% 以上，而且贸易摩擦的爆发加剧了这一趋势，这说明中国的企业正在向研发创新转型，其实就可以利用好工程师红利。



**图22 A 股上市公司研发支出增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

总结来说，目前市场有一种观点，单凭中国出生率的下降，线性外推中国经济增速长期下滑，再拿着融资增速和工业增速的回落，得出中国经济增速还在大幅下行的结论。我们认为这种简单逻辑忽视了中国人口素质和技术的变化、也忽视了融资结构和经济结构的变化，而真实的中国经济其实好于很多人的悲观预期。

## 2. 经济：PMI 重回线上

**1) 制造业 PMI 重回线上。**11 月全国制造业 PMI 重回线上至 50.2%，较 10 月明显回升，创下 4 月以来新高，且年内首次超过 18 年同期水平、一改颓势，指向制造业景气大有改善。主要分项指标中，需求、生产双双走强，价格回落，库存好转。分规模看，大、中、小型企业 PMI 全面回升，且大型企业 PMI 重回线上。

**2) 需求、生产双双走强。**11 月新订单指数回升至 51.3%，由线下转入线上，创 5 月以来新高并超过 18 年同期水平，指向内需有所扩张，11 月新出口订单指数回升至 48.8%，创 5 月以来新高，受圣诞节海外订单增加等因素影响，外需同步改善。11 月生产指数反弹至 52.6%，创下 4 月以来新高，印证 11 月发电耗煤增速 16.6%，仍在年内高位，指向工业生产走强。

**3) 价格回落，库存好转。**11 月购进价格指数略降至 49%，出厂价格指数同步下行至 47.3%，11 月以来煤价回落，钢价反弹，油价小幅上调，预测 11 月 PPI 环涨 0.1%，同比降幅缩窄至 1.3%。11 月原材料库存指数回升至 47.8%，产成品库存指数回落至 46.4%，需求、生产双双走强，令库存状况有所好转。

**4) 筑底企稳可期。**11 月制造业 PMI 终结了连续 6 个月的线下运行，重回线上，且 10 月和 11 月的均值也明显高于三季度平均水平，分项来看供需指标双双反弹。近期金稳委会议提出加大逆周期调节、财政部提前下达 1 万亿新增专项债限额，反映政策层面发力托底经济，经济筑底企稳的曙光已现！

## 3. 物价：通胀冲高回落

**1) 猪价继续回落。**上周猪肉价格环比下跌 8.6%，连续两周大幅下跌，蛋禽价格也跟随下跌，食品价格整体下跌 3%。

**2) CPI 冲高回落。**11 月以来猪价先涨后跌，截止目前 11 月商务部食用农产品价格环比上涨 2.8%，预测 11 月 CPI 食品价格环比上涨 2%，11 月 CPI 升至 4.5%。但由于最近几周猪价的大幅下跌，预计 12 月 CPI 有望降至 3.9%。

**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上涨 0.1%，预测 11 月 PPI 环涨 0.1%，11 月 PPI 同比降幅缩窄至 1.3%，12 月 PPI 同比降幅有望继续缩窄至 0.1%。

**4) 通胀冲高回落。**进入 11 月以来，猪价冲高之后大幅回落，预示着 12 月 CPI 有望明显回落。与此同时，11、12 两月工业品价格环比有望继续上涨，叠加去年同期的低基数效应，PPI 同比降幅有望持续大幅缩窄。

## 4. 流动性：货币保持稳健

**1) 货币利率回升。**上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 11bp 至 2.77%，R001 均值上行 10bp 至 2.3%。DR007 上行 6bp 至 2.55%，DR001 上行 9bp 至 2.23%。

**2) 央行回笼货币。**上周央行暂停公开市场操作，逆回购到期回笼 3000 亿，此外国库定存到期回笼 600 亿，合计净回笼 3600 亿。

**3) 汇率保持稳定。**上周美元指数持平，人民币兑美元汇率保持稳定，在岸和离岸人民币均稳定在 7.03 左右。

**4) 货币保持稳健。**9 月金融机构超储率为 1.8%，比 6 月下降 0.2%。10 月金融机构储备资产减少 8000 亿，我们测算 10 月金融机构超储率下降至 1.5%，处于今年以来的低位水平。而 11 月以来央行投放基本平衡，意味着超储率仍处于低位。因此，虽然央行此前小幅下调逆回购招标利率 5bp，但主要目的应是防止利率上升误伤经济，而央行投放维持紧平衡，意味着货币政策整体依旧稳健。

## 5. 政策：新增专项债下达

**1) 新增专项债下达。**财政部近期提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

**2) 国企监管改革。**国资委日前正式印发《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》，从重点措施、主要路径、支撑保障等维度，明确构建以“管资本”为主加快国有资产监管职能转变的工作体系。这意味着，国资监管改革正步入新阶段。

**3) 消费税改在即。**第一财经记者了解到，消费税法征求意见稿有望在年底前公布。在新一轮财税体制改革中，消费税一直是税制改革的重头戏，为消费税立法夯实了制度基础。

## 6. 海外：美国三季度 GDP 上修，欧元区 11 月 CPI 小幅回升

**1) 美国三季度 GDP 上修至 2.1%。**上周三，美国商务部公布三季度实际 GDP 环比折年率上修至 2.1%，高于初值 1.9%，且略高于二季度的增速 2.0%。分项数据中，消费维持稳定，但商业投资仍弱。

**2) 美联储发布经济褐皮书。**上周三，美联储公布的经济褐皮书显示，10 月至 11 月中旬美国经济温和增长，消费稳定、制造业略有改善，总体就业依然紧俏，通胀压力温和上升，或暗示美联储不会改变目前利率政策的立场。

**3) 美国 10 月核心 PCE 略有放缓。**上周三，美国公布 10 月 PCE 同比增长 1.3%，持平前值，核心 PCE 同比增长 1.6%，较前值放缓 0.1 个百分点。此外，美国 10 月消费者个人支出环比增长 0.3%，高于前值，但个人收入环比零增长，不及前值和预期。

**4) 欧元区 11 月 CPI 小幅回升。**上周五，欧盟统计局公布欧元区 11 月调和 CPI 初值同比增长 1.0%，高于预期 0.9%和前值 0.7%；核心调和 CPI 初值同比 1.3%，高于预期 1.2%，并连续 3 个月保持升势。

## 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 李杰(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 xbc6583@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 张峥青(021)23219383 zzzq11650@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 罗江江(010)56760091 lj12399@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 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@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> 张恒暄 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 lj12245@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 cyy10636@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 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 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  
 郭金焱(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