

相关研究

《实体经济观察 2019 年第 48 期：需求仍较稳定》2019.12.19

《经济保持稳定，通胀预期回升》
2019.12.15

《从强脱钩到再融合——兼评中美第一阶段贸易协议（宏观每周交流与思考）》
2019.12.15

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

效率与公平、市场与政府——兼论为何我们对中国发展道路充满信心！

投资要点:

- **贫富差距再度扩大。**过去几年，影响全球经济走势的两个重要因素分别是特朗普当选以及英国脱欧，原因在于美国乃至全球的贫富差距持续扩大。在美国，收入最高的 10% 的富人，其占有的收入份额接近美国居民总收入的一半，在英国也有类似的现象。由于穷人的收入长期得不到改善，所以他们就会用各种方式表达不满，特朗普的支持者、英国脱欧投票的支持者其实主要都是当地的中低收入阶层。
- **历史相似但也不同。**上一次出现如此大的贫富差距，还是在 20 世纪 30 年代左右。所以也出现了很多类似的现象，例如在 29 年和 08 年分别出现了全球性的经济危机，而目前美国挑起和中国的贸易摩擦，和 1930 年代的美英贸易摩擦非常类似。但是也有差别，29 年的大萧条持续了很多年，但 08 年得益于美联储货币放水，金融危机很快结束。另一个差别在于上一次贸易摩擦演化成了全面战争，而这一次由于核武器的存在，不可能爆发战争，因而贸易摩擦也难以持续，中美已经就第一阶段协议文本达成一致。
- **政府有为促进公平。**美国最终走出困境靠的不是战争，而是强有力的政府宏观调控。1932 年罗斯福上任总统后提出百日新政，加大政府对经济的干预，最终带领美国从大萧条中恢复。市场经济把效率放在首位，如果任由市场充分竞争，长期下来必然优胜劣汰，最终贫富失衡，出现市场失灵。货币放水可以改善经济增长，但解决不了贫富差距的扩大。逆全球化增加关税，只会加大经济衰退的风险。真正的出路在于政府有所作为，增加低收入阶层的收入，熨平贫富差距，这样经济才能够获得可持续的增长。
- **中国兼具效率公平。**一方面，有了计划经济时代的教训，我们明确把发展市场经济放在首要位置，十八届三中全会指出“使市场在资源配置中起决定性作用”，市场经济给中国带来了翻天覆地的变化。但是经过多年发展之后，我们也出现了贫富差距问题。而靠市场经济解决不了这个问题，因而十八大也明确提出要“更好发挥政府作用”。十八大以来的各项政府政策，包括打赢三大攻坚战，三去一降一补，其实都是为了实现更加公平的发展。由此可见，中国模式可以与美国模式媲美，都是兼顾效率与公平，我们走在充满希望的道路！

目 录

1. 每周交流与思考.....	4
2. 经济：短期依然平稳.....	14
3. 物价：通胀预期回升.....	14
4. 流动性：短期保持充裕.....	14
5. 政策：做好“六稳”工作.....	14
6. 海外：美国核心 PCE 同比略降，欧元区制造业 PMI 不及预期.....	15

图目录

图 1	美国收入最高 1%、10% 人群的收入占比	4
图 2	美、英、德、法、瑞典的最高 10% 收入组收入占比	5
图 3	2000-10 年代的美国 GDP 与失业率 (10 亿美元, %)	5
图 4	1920-40 年代的美国 GDP 与失业率 (10 亿美元, %)	6
图 5	美英德法的关税税率 (%)	6
图 6	1920-40 年全球贸易增速 (%)	7
图 7	1920-40 年美国 GDP 增速、M2 增速 (%)	7
图 8	2004-18 年美国 GDP 增速、信贷增速 (%)	8
图 9	美国前 1% 群体收入占比, 10 年期国债利率 (%)	8
图 10	罗斯福新政之《全国工业复兴法》	9
图 11	美国政府债务率	9
图 12	美国 GDP (10 亿美元), 前 10% 人群收入占比	10
图 13	全球最有价值的公司市值 (亿美元, 19 年 12 月)	10
图 14	美国最贫穷的州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度, 美元)	11
图 15	2016 年世界各地收入前 10% 人群收入份额	11
图 16	中国人均 GDP (美元)	12
图 17	中国基尼系数 (%)	12
图 18	中国农村与城镇居民收入增速	13
图 19	中国农村与城镇消费增速 (%)	13
图 20	打赢三大攻坚战, 减少贫富差距	13

1. 每周交流与思考

每到年底，分析师都要对明年发表展望。在 2018 年 10 月，我们发表了报告《**投资中国的历史性机会**》，这一年下来，中国的股市表现领涨全球，债市也走出了慢牛行情，尤其是外资进入中国资本市场的资金创下史上最大增幅，证明了全球资本对中国机会的认可。

而站在 2019 年末展望 2020 年，我们对未来依旧乐观。我们预计明年的经济增速有望在 6% 左右企稳，同时通胀将保持 3% 左右温和区间，而企业盈利增速有望升至 10% 以上，与之相应，资本市场上的股债双慢牛将有望继续延续。

我们将分三篇文章系统介绍我们看好中国经济和资本市场未来发展的主要逻辑。本文是第一篇，我们讨论的话题叫做“**有效市场与有为政府**”！

为什么要研究市场与政府的关系？源于当前出现了对“**国进民退**”的讨论，由于过去两年民企融资难，民企债务的违约大幅上升，很多人担心民营企业的地位下降，进而导致经济整体的效率下降。

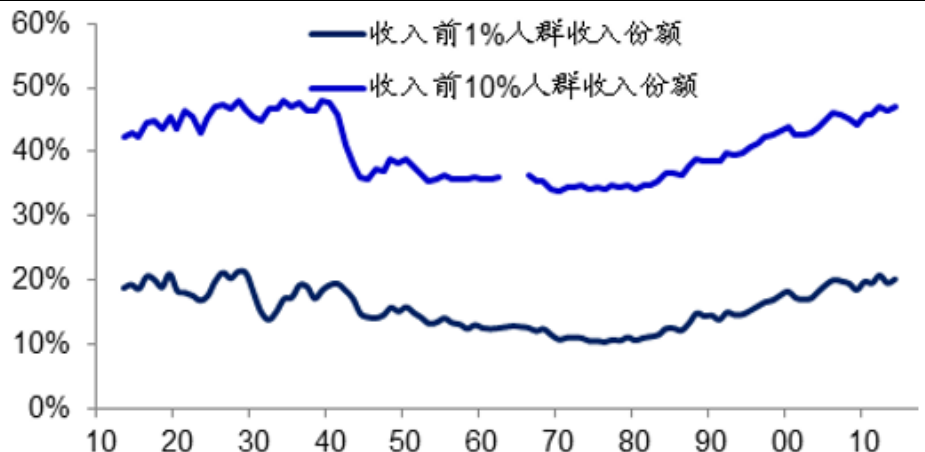
为什么大家对民营企业的经营环境如此关心？这与中国经济转型的特殊历史背景有关。在计划经济时代，政府是资源配置的主体，但最终经济的运行失去了效率。而正是在改革开放之后，我们向市场经济转型，释放出了巨大的经济活力，最终才有了今天的伟大成就。在这样的背景下，很多人担心民营企业的未来发展受限，担心走回头路。

在我们看来，要理解中国最近几年的政策和经济变化，其实要放在全球经济政治形势变化的大背景下来理解。

在 2016 年之后，全球的格局发生了巨大的变化。在美国，非典型政客特朗普上台成为美国总统，在英国发生了全民公投脱欧事件。而在今年的拉美和亚洲的部分地区，也发生了让人觉得不愉快的事件。

所有这些变化的背后，其实有一个共同的原因，那就是**贫富差距的扩大**。在美国，收入最高的 10% 的富人，其占有的收入份额接近美国居民总收入的一半。而美国收入最低的 40% 人群，其扣除物价影响之后的实际收入在过去 50 年几乎没有任何变化。在英国也有类似的现象，收入最高的 10% 的富人，其占总收入的份额超过 40%。在中国香港，其 2017 年公布的 16 年基尼系数为 0.539，创下 45 年以来新高。而根据世界银行的数据，2017 年智利的基尼系数 0.466，意味着贫富差距也非常大。

图1 美国收入最高 1%、10% 人群的收入占比



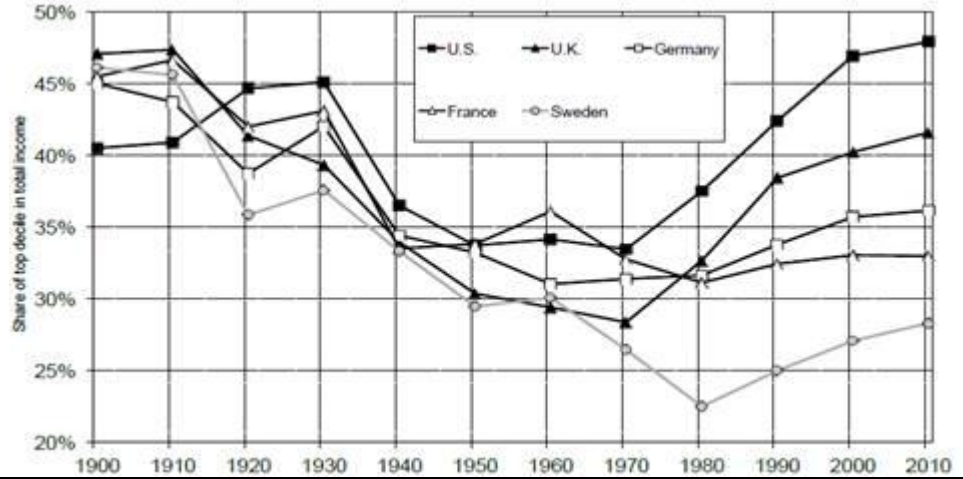
资料来源：Wind，世界银行，海通证券研究所

正是因为穷人的收入长期得不到改善，所以他们就会用各种方式表达不满，特朗普

的支持者、英国脱欧投票的支持者其实主要都是当地的中低收入阶层。

从历史的角度来观察，贫富差距严重失衡的问题并不是第一次出现。根据皮凯蒂的《21世纪资本论》，上一次出现欧美最有钱的10%富人占有一半左右的收入，还是在约100年以前的1930年代。而在当前全球发生的很多现象，其实也曾经在当时发生过：

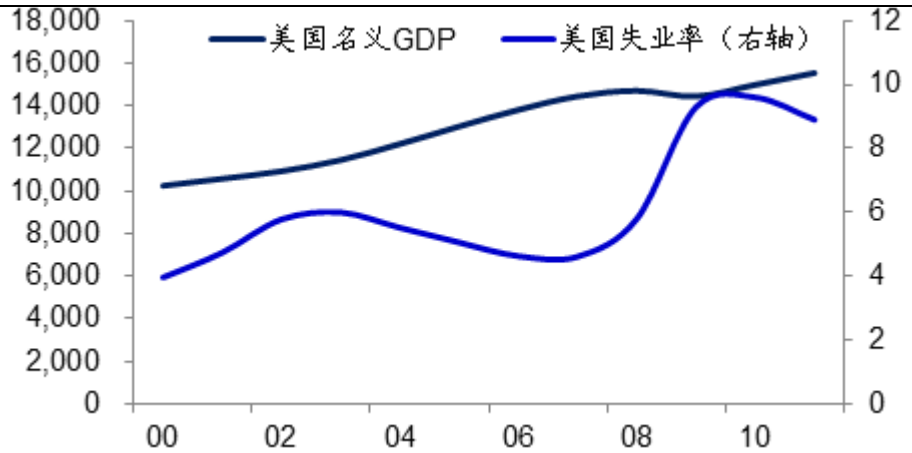
图2 美、英、德、法、瑞典的最高10%收入组收入占比



资料来源：皮凯蒂《21世纪资本论》，海通证券研究所

首先是出现了全球性的经济危机。在2008年，美国爆发了次贷危机，随后变成席卷全球的金融危机。

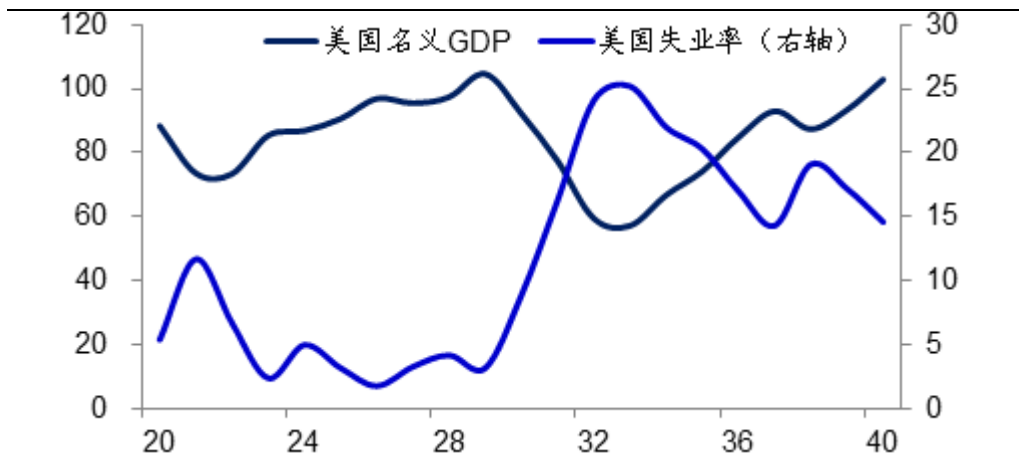
图3 2000-10年代的美国GDP与失业率 (10亿美元, %)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而上一次则是在1929年，美国股市暴跌，之后演变成席卷全球的大萧条。这两次危机爆发的根本原因都非常类似，经济的繁荣离不开大多数普通人，但是贫富差距的扩大使得大多数穷人没有钱消费，进而导致总需求不足并引发了经济危机。

图4 1920-40年代的美国 GDP与失业率（10亿美元，%）

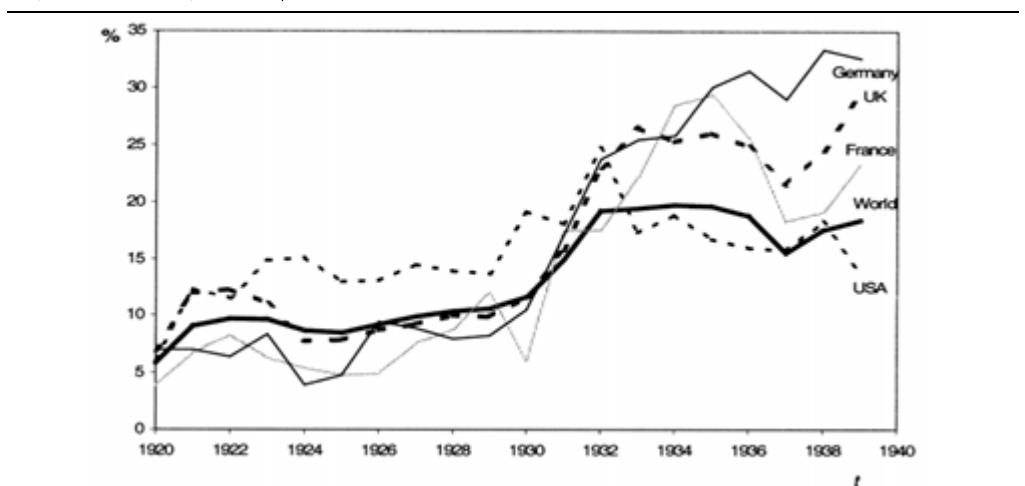


资料来源：Wind，海通证券研究所

其次是爆发了美国所主导的贸易摩擦。在经济危机爆发之后，美国人的反应都是一模一样，就是把矛头对准国外。他们觉得经济不好并不是自己的问题，而是别人的问题。是因为外国产品抢占了美国的市场，才导致美国的产品卖不出去。所以美国人就发动了贸易摩擦，提升关税限制外国产品进口。

这一次特朗普挑起了中美贸易摩擦，对中国进口产品大幅加征关税。而上一次则是把矛头对准英国，在1929年大萧条爆发之后，1930年美国就通过了《斯姆特-霍利关税法案》，将2万多种进口商品的关税提高到1830年之后的最高水平。而英国在当时是全球第二大工业国，其不甘示弱，从1931年起陆续通过关税法案，禁止在英联邦的领地销售美国的产品，随后德国、法国等也纷纷跟进，最后变成了全球贸易大战。

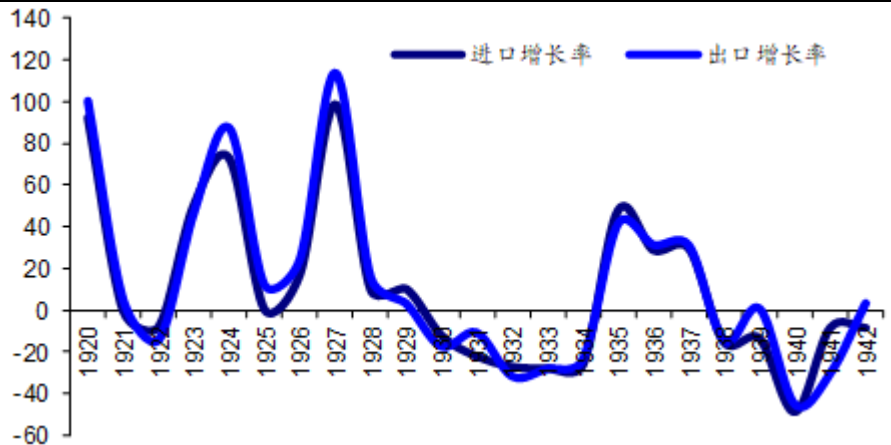
图5 美英德法的关税税率（%）



资料来源：IMF，海通证券研究所

但当时的贸易摩擦并没有解决经济危机，反而是加剧了危机。原本穷人没有钱消费，经济缺乏内需。而在贸易摩擦爆发之后，全球贸易在5年之内萎缩了2/3，外需也消失了，全球经济陷入了持续的萧条。最终，贸易摩擦演化成了全面战争。贸易摩擦其实是互相伤害，会导致双输。战争则会有赢家和输家，成为赢家可以打开输家的国门，强行销售产品，而美国也成为了第二次世界大战的最大赢家。

图6 1920-40年全球贸易增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

虽然历史总是惊人的相似, 但并非完全相同:

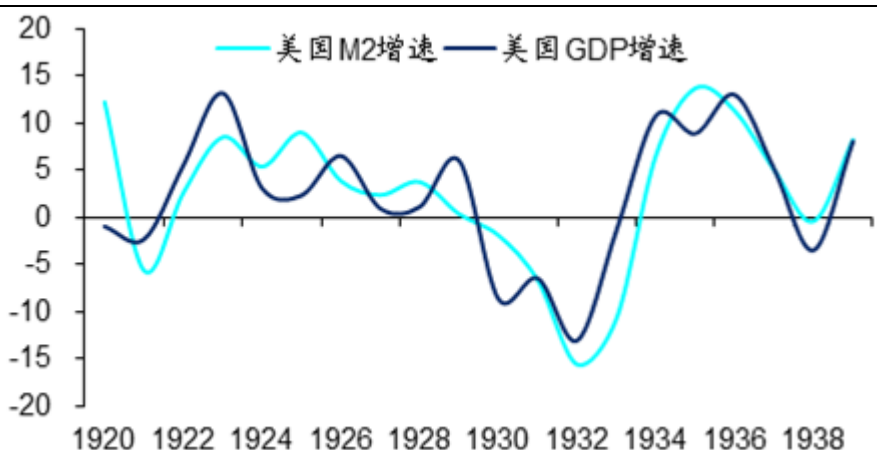
首先, 本轮贸易摩擦很难全面扩大。原因在于由于核武器的发明, 现在不可能爆发战争, 这也就意味着单纯的贸易摩擦只会导致双输, 持续下去其实并没有意义。

上个月我在美国路演交流, 拜访了很多美国的大机构客户。在交流的过程中, 他们反馈的信息其实和我们国内的认知是一样的, 也就是都认为中美贸易摩擦会导致双输, 因而未来中美贸易摩擦必然会短期缓和。目前, 中美已经就第一阶段协议文本达成一致, 中美双方已经同意暂停增加额外的关税, 甚至过去增加的关税也有所下调。

其次, 两次危机持续的时间不一样。1929年的大萧条持续了很多年, 美国的名义总量直到1941年才恢复到1929年的最高峰。而2008年的金融危机很快就结束了, 美国的名义总量只在2009年有所下滑, 到了2010年就创出了历史新高。

为何会有这么大的差别, 我们发现这与货币供应量的差异有着巨大关联。在29年大萧条发生之后, 银行大量倒闭, 使得美国的货币供应量大幅的萎缩。而货币是经济运行的血液, 货币的消失使得企业关门员工失业。

图7 1920-40年美国GDP增速、M2增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而在08年金融危机爆发之后, 时任美联储主席伯南克吸取了大萧条的教训, 迅速启动了量化宽松货币政策, 通过“直升机撒钱”的方式, 避免了银行倒闭和货币供应萎缩, 也使得经济迅速恢复了正常。

图8 2004-18年美国 GDP 增速、信贷增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

但是货币放水最主要的作用其实是在金融市场。在金融危机之后,美国股市持续大幅上涨。但由于金融资产主要都被有钱人所占有,因而货币放水虽然拯救了美国经济,但同时也加剧了美国的贫富差距。也就是说,货币放水并没有解决美国贫富失衡这个根本问题,而只是延缓了危机的爆发。

图9 美国前1%群体收入占比, 10年期国债利率 (%)

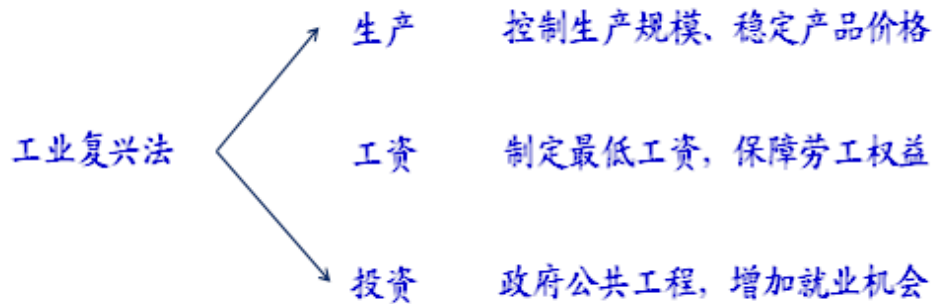

资料来源: Wind, 海通证券研究所

而真正让美国走出危机的既不是战争,也不是货币放水,而是罗斯福新政。

在1929年危机爆发之后,时任美国总统是胡佛。胡佛所代表的是美国传统的自由主义,他认为,美国制度是个人奋斗的自由放任主义,正是通过这种创造性和事业心,美国的人民才变得无比强大。胡佛认为经济危机是暂时现象,政府什么都不用做,靠时间经济可以自然修复。然而直到他下台为止,经济危机都看不到任何结束的迹象。

到了1932年,罗斯福成为美国总统,在他上台以后,就开始实施百日新政,期间出台的最重要的两部法律分别是《农业调整法》和《全国工业复兴法》。这两部法律的内容我们中国人听了以后会觉得非常熟悉:比如说禁止企业随便扩产,保护钢价、煤价等工业品价格,这其实就是我们过去几年做过的去产能;比如说企业必须给员工提供最低工资;比如说当时很多美国人找工作也要找政府帮忙,因为很多工作是政府的公共工程,这其实就是我们经常搞的基建投资。

图10 罗斯福新政之《全国工业复兴法》



资料来源：《全国工业复兴法》，海通证券研究所

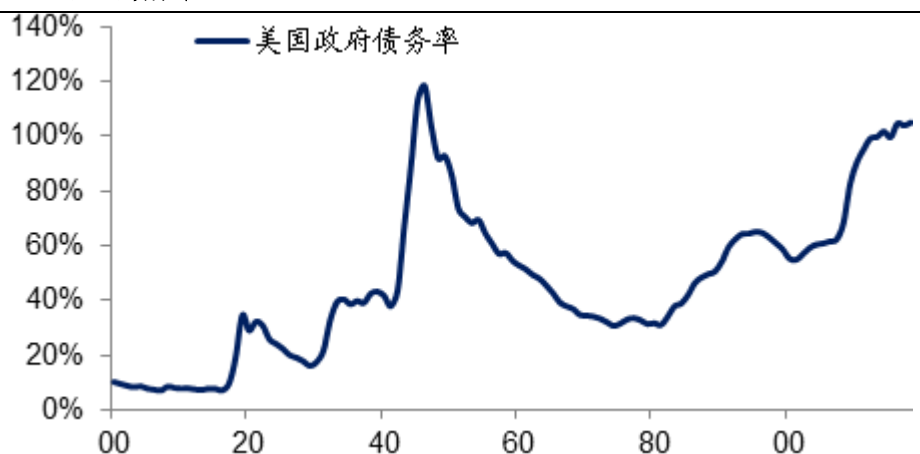
因此，罗斯福新政的核心思想其实是政府出面干预经济。因为当时美国的经济已经陷入了恶性循环，工业品价格下跌导致企业收入下降，企业为了节约成本，只好给工人降工资，而工人的工资下降之后，买不起面包牛奶等农产品，导致农产品价格下跌，而农产品价格下跌使得农民收入下降，又买不起工业品，导致工业品进一步下跌。而在政府强势介入之后，通过政府的公共工程给很多人找到了工作，增加了工资，支撑了农产品和工业品消费，加上过剩产能的去化，使得农产品和工业品价格止跌上涨，这又提高了农民和工人的收入，支撑了消费和经济的进一步回升，从而回到了良性循环。

时至今日，大家对于政府干预经济早已习以为常，但在当时的美国，由于习惯了自由放任，因而很多人对于政府干预经济的行为非常难以接受。反对者认为罗斯福新政干涉了美国人的自由权利，因而层层上诉到了美国最高法院。而在1935年，美国最高法院先后判定新政的两部重要法律《农业调整法》和《全国工业复兴法》违反了美国宪法，因而禁止在美国实施。

但是斗争并没有结束，美国法律同样规定，如果获得了国会两院3/4选票，以及3/4以上州的同意，宪法也可以修改。罗斯福新政虽然遭到了美国大量精英人士的反对，但是得到了广大老百姓的拥护。在1936年，罗斯福以523票对8票的压倒性优势，连任成为美国总统。而在连任成功之后，罗斯福就发起了对最高法院进行全面改组的威胁，从而换来了最高法院的妥协，罗斯福的新政得以延续。

在罗斯福上台之前，美国政府是一个典型的小政府。从1920年到1932年，美国政府债务长期维持在200亿美元左右，政府债务率的均值为24%。而在罗斯福上台之后到第一个任期结束，美国政府总债务规模升至340亿美元，政府债务率升至40%左右；而到了罗斯福的第三个任期结束，由于二战的爆发，美国政府总债务升至2000亿美元，政府债务率升至约100%，美国政府已经变成了一个典型的大政府。

图11 美国政府债务率

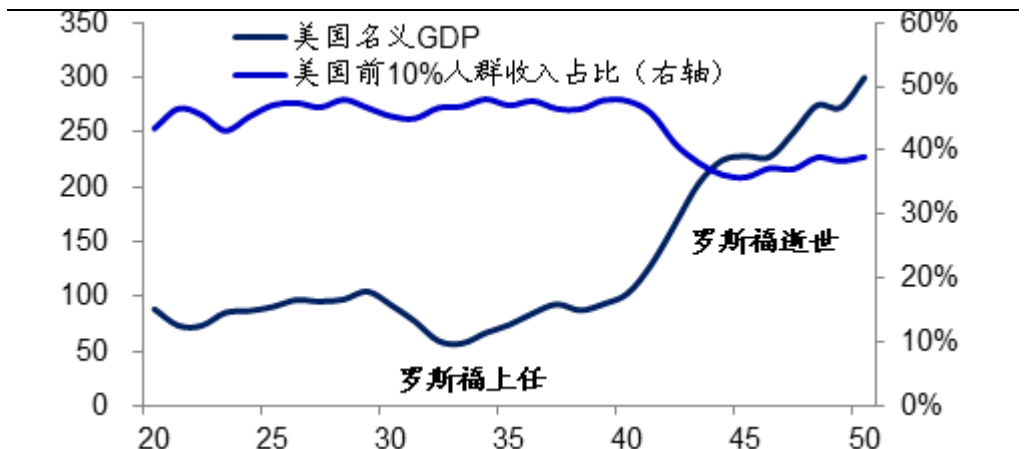


资料来源：Wind，海通证券研究所

得益于罗斯福新政，美国经济不仅成功地走出了大萧条，而且大幅缩小了贫富差距。

在罗斯福逝世的 1945 年，美国名义 GDP 总量已经恢复到了 2280 亿美元，比 1932 年的 595 亿美元增长了近 3 倍；同时美国最富有 10% 人群的收入份额从 1932 年的 47% 降至 1945 年的 36%，重新降至历史最低水平，为美国战后的繁荣时代奠定了良好的基础。

图12 美国 GDP (10 亿美元)，前 10% 人群收入占比

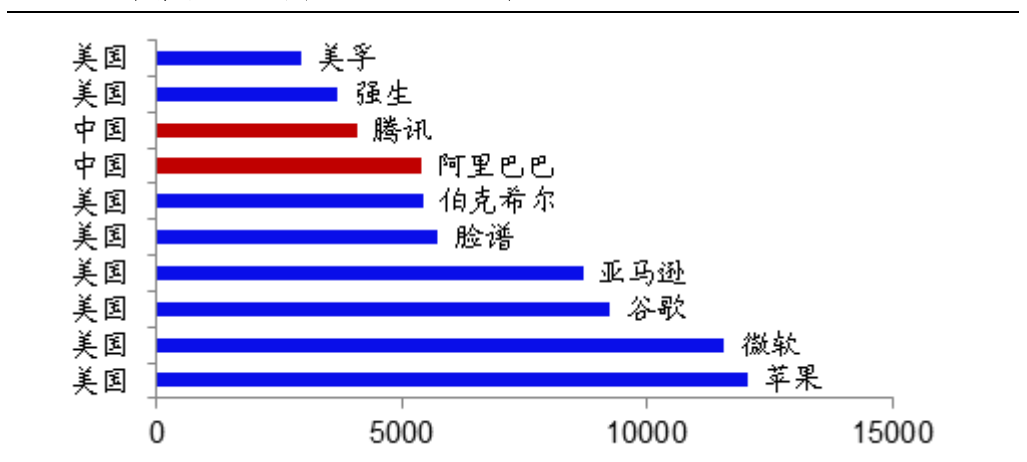


资料来源：Wind，海通证券研究所

了解了 100 年以前美国从大萧条中恢复的历史，我们就可以深刻地体会到美国模式的强大之处：

一方面，美国在经济领域充分发挥了市场的效率。市场经济是一种竞争型的经济，市场经济的赢家往往会获得巨大的奖励。在美国的各个领域，只要能做到最好，都可以成为亿万富豪，诸如篮球明星乔丹，投资大师巴菲特，创新型企业企业家贝索斯、盖茨、乔布斯等等。正是靠着市场经济制度的效率优势，美国成为了全球的创新中心，引领了全球科技的发展。

图13 全球最有价值的公司市值 (亿美元，19 年 12 月)



资料来源：Wind，海通证券研究所

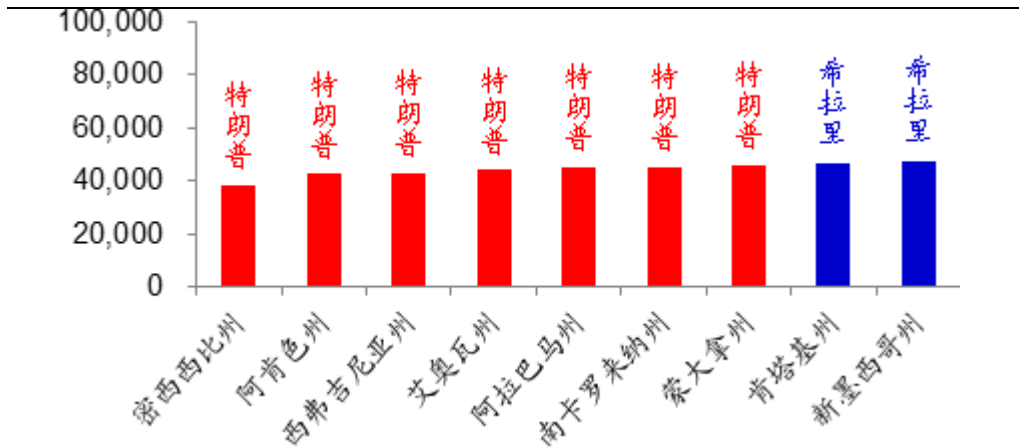
但是市场经济其实也有着自己的缺陷，会导致贫富差距扩大。原因在于市场经济会导致优胜劣汰，赢家受到奖励，而输家则被淘汰。虽然有能力和有才华的人会受到奖励，但毕竟世界上的多数人都是普通人，未必有那么多能力和才华，因而长期靠市场经济来配置资源，必然会导致财富向少数赢家集中，贫富差距持续扩大。

问题在于，经济的正常运转，其实离不开大多数普通人的支撑。乔丹的球打的再好，也需要有人去看，贝索斯的亚马逊需要有人去逛，苹果的手机需要有人去买，但如果绝大多数的普通人没有钱去消费，其实就会导致经济危机的出现。这也就是为什么美国这么发达的国家，每隔一百年左右也会爆发一次严重的经济危机。原因就是长期靠市场配置资源之后，贫富差距会日益扩大，最终会到达不可持续的程度。

而美国的强大之处在于另一个制度安排，就是在政治上给了普通人很多选票。因而

在贫富差距严重失衡，中低收入阶层感觉看不到希望的时候，可以用选票来改变自己的命运。上一次，美国人选择了罗斯福当选总统来改变自己的命运；而这一次，美国人选择了特朗普。罗斯福新政的核心内容是政府干预经济，来实现经济的公平发展。而特朗普的主要政策其实也是均贫富，特朗普的减税主要是为了帮助美国的穷人和中产阶级，而特朗普发动贸易摩擦也是为了帮助美国的农民和工人。

图14 美国最贫穷的州 16 年大选支持对象 (人均 GDP 角度, 美元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

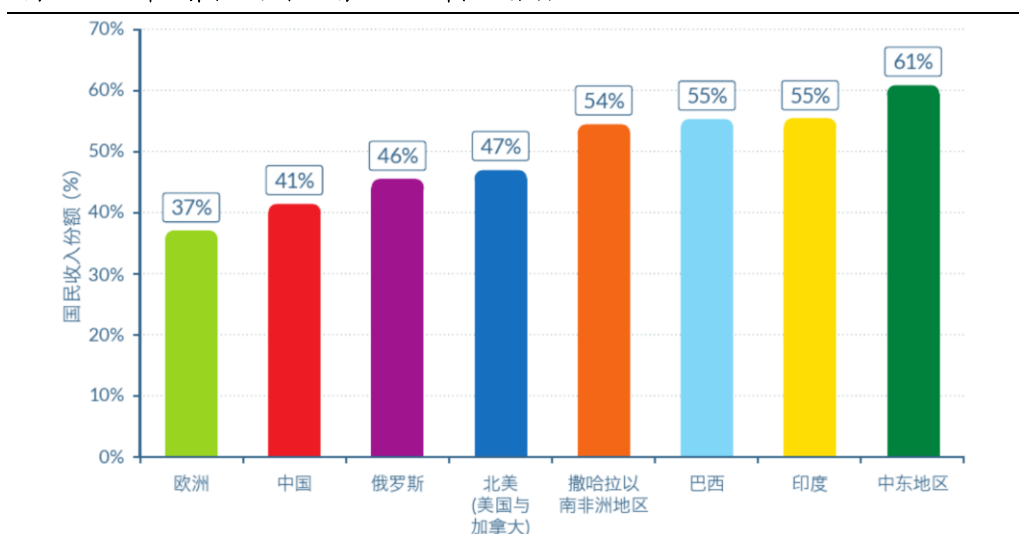
也就是说，美国一方面在经济领域用市场制度来实现效率，另一方面在政治领域可以约束政府来实现公平，因而可以实现长期稳定的增长。

与美国相比，我们发现世界上的很多地区的发展模式其实都存在根本性的缺陷。

例如欧盟一体化可以极大地提高效率，但同时也带来了贫富差距扩大的问题。然而由于欧盟天生在政治上有巨大缺陷，并非一个统一的国家，因而在爆发欧债危机之后，英国人的第一反应就是抽身而去，不愿意和意大利、希腊这些欧盟的穷亲戚同甘共苦。而即便在意大利、法国和德国，反对欧洲一体化的极右翼势力也在纷纷崛起。

而在印度，也存在着严重的贫富差距。2018 年《世界不平等报告》的数据显示，在全球各个国家和地区的贫富差距排名中，印度仅次于中东地区，在全球高居第二位，2016 年时印度前 10% 富人的收入占总收入的比重达到 55%。而印度贫富差距如此巨大，与其历史悠久的种姓制度有关，少数高种姓占有了巨大的财富，而大多数的中低收入阶层则被灌输了接受现实的理念，其贫富差距难以改变，这就制约了其经济的发展。

图15 2016 年世界各地收入前 10% 人群收入份额



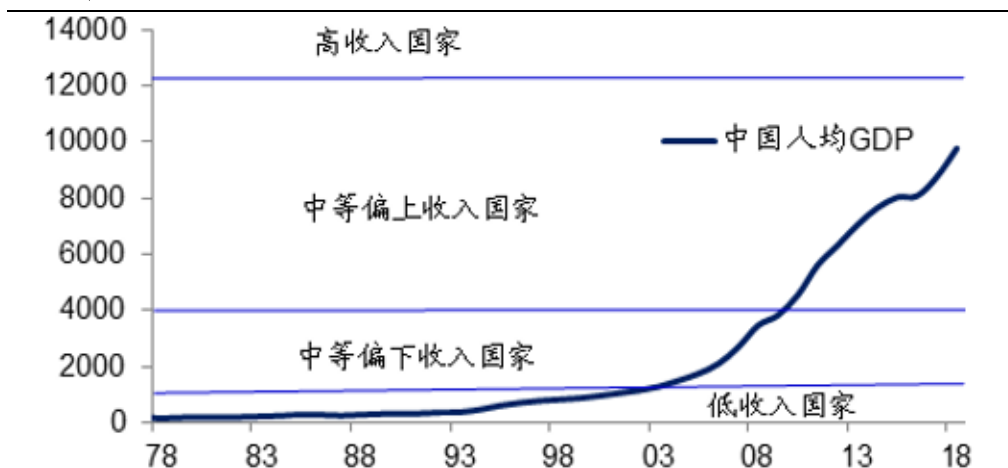
资料来源: 世界不平等报告 2018, 海通证券研究所

相比之下，我们中国模式其实是为数不多的可以和美国媲美的模式。

一方面，有了计划经济时代的教训，我们的政策明确把发展市场经济放在首要位置。十八届三中全会全面总结改革开放以来的历程和经验，指出“使市场在资源配置中起决定性作用”，这意味着市场在所有社会生产领域的资源配置中处于主体地位。

市场经济的发展给中国带来了翻天覆地的变化。经过改革开放 40 年的发展，我们的 GDP 已经位列全球第二位，人均 GDP 达到 1 万美元，接近 1.2 万美元的全球高收入国家门槛。而在中国经济发展中，市场化的民营经济已经成为重要的经济主体，贡献了 50% 的税收，60% 的 GDP，使用了 70% 的转移劳动力，提供了 80% 的就业岗位。民营企业优秀代表的阿里和腾讯已经位列全球上市公司十强，华为成为全球最大的电信设备商和第二大手机生产商。

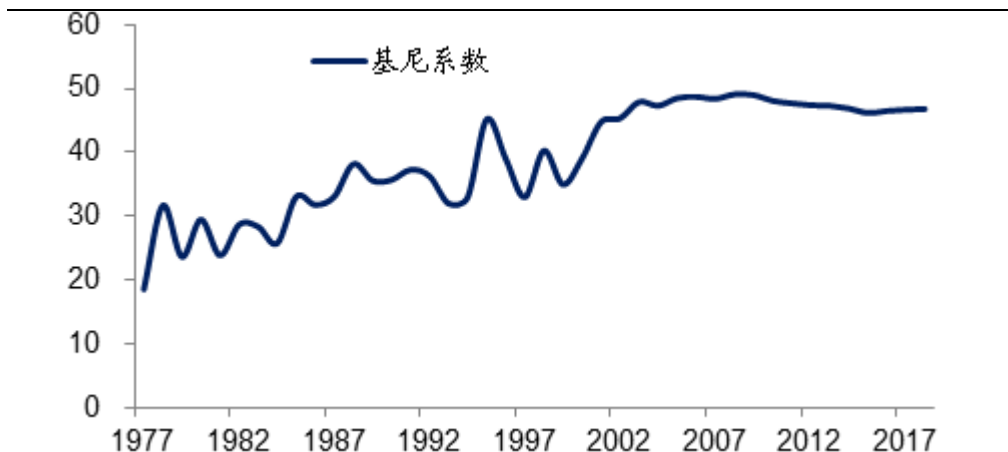
图16 中国人均 GDP (美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

但是，经过改革开放多年的发展之后，我们也出现了和美国类似的贫富差距问题。从基尼系数来看，到 2009 年时已经达到 49%，远高于 1977 年的 18.6%。而根据世界不平等数据库，1978 年时中国最富有 10% 人群所占有收入份额为 27%，而到 2011 年已经达到 42.9%。

图17 中国基尼系数 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

如何实现更加公平的发展？核心是共同富裕。早在改革开放之初，邓小平同志就高瞻远瞩的提出，“要让一部分人先富起来，先富带动后富，最后达到共同富裕。”我们政府始终坚持把共同富裕作为中国特色社会主义的根本原则，这其实就是我们特有的制度优势。十八大报告把“必须坚持走共同富裕道路”作为夺取中国特色社会主义新胜利的八项基本要求之一。

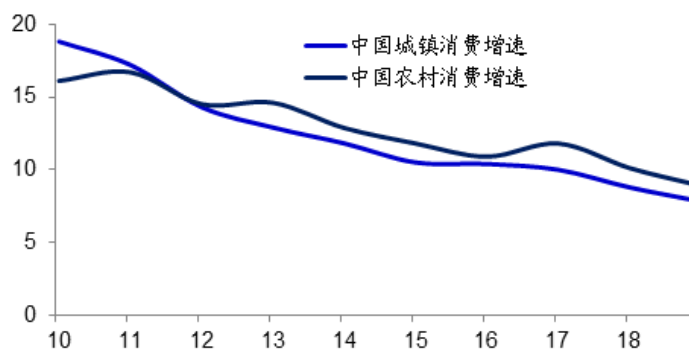
如何改善贫富差距？靠市场经济解决不了这个问题，而只能靠政府的再分配来发挥作用。在十八届三中全会中，同时也明确提出要“更好发挥政府作用”！

正是在这样的背景下，我们政府在 2013 年首次提出了“精准扶贫”；在十八届五中全会中，把推进扶贫开发纳入了“十三五”的十大目标任务；而在 2015 年正式提出要打赢脱贫攻坚战，而到了 2017 年进一步提出打赢“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。

而在过去的几年，中国的贫富差距逐渐出现了缩小的迹象。到 2018 年，我国基尼系数略降至 46.8%；根据世界不平等数据库，2015 年中国最富有 10% 人群所占收入份额小幅降至 41.4%。中国农村居民收入增速在 2010 年以后开始持续超过城镇居民收入增速，而在 2013 年以后中国乡村消费增速持续高于城镇消费增速。

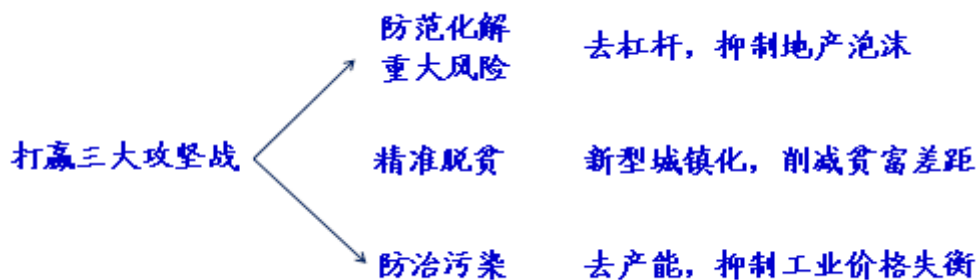
图18 中国农村与城镇居民收入增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 中国农村与城镇消费增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

如果我们仔细体会十八大以来的各项政府政策，包括打赢三大攻坚战，三去一降一补，其实都是为了实现更加公平的发展。以去杠杆为例，过去我们长期靠货币和债务发展，其实会导致少数人靠举债获益。而在去杠杆之后，货币和债务增速大幅下降，其实就可以抑制贫富差距的扩大。其中虽然有部分民营企业受影响，但我们发现出问题的主要都是过去举债投资过度的民营企业，而靠自身稳健经营的很多民营企业并没有出问题。

图20 打赢三大攻坚战，减少贫富差距


资料来源：《2018 年国务院政府工作报告》，海通证券研究所

回到最初的问题，目前有部分人在担心“国进民退”的问题，甚至提出了对于去杠杆的质疑。但在我们看来，提出这些问题的人其实是把效率放在首位，其实还是在怀念过去的高速增长时代。但是目前中国的人均 GDP 已经达到了 1 万美元，当前最重要的问题已经不单单是发展的效率，而公平的发展也同等重要。因此，适当的降低发展速度，而换来更加公平的发展，其实反而更可持续。

由此可见，中国模式可以与美国模式媲美。都是兼顾效率与公平，一方面发挥市场配置资源的效率，同时政府也能有所作为，降低贫富差距，实现更加公平的发展。

因此，我们对于中国的发展模式充满信心，相信我们正走在正确的道路上，因而哪怕短期的发展会遭遇波折，但是长期的中国经济和资本市场必然充满希望！

2. 经济：短期依然平稳

1) **地产销售稳定**。12月前20天，四大一线城市地产销售同比下降18.2%，11个二线城市地产销售同比上升5%，18个三四线城市地产销售同比上升21.2%，其中占比最大的三四线城市地产销售增速仍高。

2) **汽车销售稳定**。12月上半月乘联会乘用车零售批发增速降幅分别为-14%、-8%，降幅均比第一周收窄，目前预计全月降幅有望比11月继续收窄。

3) **生产略有回落**。12月前三周发电耗煤同比增长8.7%，比11月明显回落，但仍高于9月份增速，意味着12月生产或比11月略有减速，但仍高于3季度水平。

3. 物价：通胀预期回升

1) **食品价格继涨**。上周猪肉价格环比下跌0.8%，但蔬菜价格大幅上涨，禽蛋价格涨跌互现，食品价格整体上涨0.9%。

2) **CPI小幅回落**。12月以来猪价整体比11月回落，但蔬菜价格出现反弹，截止目前12月商务部食用农产品价格环比下跌1.2%，预计12月CPI食品价格环比下跌0.5%，12月CPI小幅回落至4.2%。

3) **PPI显著回升**。12月以来国内油价上调，煤价保持稳定，钢价小幅上涨，截止目前12月港口期货生资价格环比上涨0.3%，预计12月PPI环涨0.2%，12月PPI同比降幅大幅缩窄至0.3%。

4) **通胀预期回升**。由于11月以来猪价涨势放缓，12月CPI有望短期回落。但由于11月以来生产资料价格上涨，叠加去年的低基数效应，未来两月的PPI有望明显回升，我们预计20年1月PPI同比有望由负转正，总体看短期通胀预期仍趋回升。

4. 流动性：短期保持充裕

1) **货币利率回升**。上周货币利率回升，其中R007均值上行10bp至2.62%，R001均值上行11bp至2.32%。DR007上行5bp至2.43%，DR001上行10bp至2.25%。

2) **央行大幅投放**。上周央行重启逆回购操作，逆回购投放货币6300亿，同时MLF投放货币3000亿，而上周公开市场到期回笼3360亿，上周央行净投放5940亿。

3) **汇率保持稳定**。上周美元指数小幅反弹，人民币兑美元汇率保持稳定，在岸和离岸人民币分别稳定在7.01和7。

4) **流动性短期充裕**。上周央行下调14天逆回购招标利率5bp，但并非宽松利率加大，而是顺应前期7天逆回购利率的下调。年关将近，央行近期大幅加大逆回购投放力度，加上年末通常有万亿元财政放款，足以应对年末考核压力，短期流动性有望保持在充裕状态。

5. 政策：做好“六稳”工作

1) **做好“六稳”工作**。国务院总理李克强表示，今年全年发展主要目标任务能够较好完成，明年我国经济发展可能遇到更大的下行压力、面临更复杂的局面，各级政府工作任务艰巨，责任重大。要全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，推动高质量发展，确保全面

建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。

2) 促进房地产市场平稳健康发展。国务院副总理韩正在住建部召开座谈会强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，保持定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段。要坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作，促进房地产市场平稳健康发展。要完善住房保障体系，进一步加强城市困难群众住房保障工作，大力发展和规范住房租赁市场，着力解决新市民、年轻群体的住房困难。

3) 银行理财正按新规方向有序调整。根据新华社消息，银保监会已经注意到部分银行反映的理财业务存量处置过程中的困难和问题。按照资管新规补充通知精神，过渡期结束后，由于特殊原因而难以处置的存量资产，可由相关机构提出申请和承诺，经金融监管部门同意，采取适当安排，妥善处理。

6. 海外：美国核心 PCE 同比略降，欧元区制造业 PMI 不及预期

1) 美国核心 PCE 同比略降。上周五，美国公布三季度 GDP 环比折年率终值 2.1%，与修正值持平，但消费增幅上调 0.3 个百分点至 3.2%。同日公布的美国 11 月 PCE 指数同比增长 1.5%，高于前值 1.3%，核心 PCE 同比 1.6%，略低于前值 1.7%。

2) 欧元区制造业 PMI 不及预期。上周一，欧元区公布 12 月 Markit 制造业 PMI 初值 45.9，不及预期和前值，服务业 PMI 回升至 52.4；12 月德国、法国制造业 PMI 分别回落至 43.4 和 50.3。

3) 英国、日本公布利率决议。上周四，英国央行公布利率决议，维持基准利率在 0.75% 不变，并一致同意维持 4350 亿英镑资产购买规模不变。上周四，日本央行公布利率决议，维持政策利率在 -0.1% 的水平，维持 10 年期国债收益率目标 0% 不变，日央行预计经济可能继续保持扩张，如有需要，将维持利率在当前或更低水平。

4) 英国议会通过脱欧协议。上周五，英国议会下院以 358 票对 234 票的结果通过脱欧协议法案，英国首相约翰逊承诺明年 1 月 31 日前让英国脱欧，该法案还禁止延长 2020 年后的脱欧过渡期，这意味着英国需要在明年内与欧盟达成新的贸易协定。

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
 姜珮珊(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 nyumiu@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 lgk12371@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
 房乔华 0755-23617756 fqh12888@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 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 x bq6583@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 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 张崢青(021)23219383 z zq11650@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 l f z11585@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 l y j12399@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 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 朱耘(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 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z x j12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@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 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z y x11631@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 cy10636@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 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@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