

相关研究

- 《成功赶超：日韩如何兼顾效率公平？——收入分配系列之二》2019.12.24
- 《如何看待金融行业的对外开放——中国对外开放系列之二》2019.12.13
- 《百年孤独：拉美是如何落入陷阱的？——收入分配系列之一》2019.12.10

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

供需略有放缓，通胀预期回升

投资要点:

- **宏观专题：扩张与集聚：城市的未来之路**
- **政策思路演进：由小到大，从点到面。**随着我国经济所处发展阶段的不同，城市发展政策的思路也随之变化，由“严控大城市规模”到“大中小城市协调发展”再到“城市群和都市圈”，由小到大、从点到面而层层演进。
- **城市发展现实：扩张与集聚。**21世纪以来我国城市数量趋于稳定，但城市化进程并未停滞，**扩张和集聚成为了我国城市发展的两大主线**，其间大城市的比例大幅上升，城市经济的规模效益逐渐突出，我国城市在全球地位崛起。
- **扩张遭遇拐点放缓，集聚稳态两大规律。**根据发达国家经验来看，城市人口的扩张在70%城市化率拐点后出现放缓，但此后人口集聚程度仍可持续提升。城市人口集聚的稳态呈现两大特征：一是城市人口规模与其排序成反比；二是城市经济-人口份额比趋近于1。
- **扩张集聚尚有空间，大型城市周边收益。**参照发达国家经验，我国城市的扩张与集聚远未达到极限。一方面，我国城镇化率水平尚低于主要发达国家，我们预计达到70%的城市化率拐点最快也要十年之后，并且我国城市户籍人口不足三成，城市扩张的进程不会停止；另一方面，我国人口集聚程度仍然有限，超大特大城市人口规模有待提高，但这些城市的户籍限制还未完全放开，而其周边城市已具备产业、户籍等优势，人口将会向这些周边城市聚集，形成以超大特大城市为中心并带动周边三四五线城市共同发展的都市圈。
- **一周扫描（2019年12月23日至12月29日）：**
- **海外：美国11月耐用品订单下滑，日央行公布12月会议纪要。**美国商务部公布11月制造业耐用品订单初值季调环比下跌2%。万事达发布数据，11月1日至12月24日期间，美国零售销售总额同比增长3.4%，其中电商销售大增18.8%。日本央行公布12月会议纪要称，维持当前的宽松立场和购债是合适的，将考虑是否需要再次扩大QQE的规模。意大利将在明年1月1日起向一些全球收入超过7.5亿欧元的科技企业征收3%的数字税。
- **经济：供需略有放缓。**12月前26天35城地产销量增速转负至-8.1%，主要受一二线城市拖累，三四线同比仍维持正增长。12月前22天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为-4%、-13%，较11月增速一升一降，需求稳中趋降。上周高炉开工率略降至65.8%，样本钢厂钢材产量增速也有所回落，而12月前27天六大集团发电耗煤同比增长6%，与11月增速明显走低，意味着工业生产短期承压。
- **物价：通胀预期回升。**上周猪肉价格环比下跌0.3%，12月以来猪价整体比11月回落，但蔬菜价格出现大幅反弹，预测12月CPI同比持平。12月以来国内油价上调，煤价保持稳定，钢价小幅上涨，预计12月PPI环比上涨，12月PPI同比降幅大幅缩窄至0.1%。12月CPI或将维持高位，未来两月的PPI有望明显回升，总体看短期通胀预期仍趋回升。
- **流动性：推进LPR运用。**上周货币利率大幅下行，其中R007均值下行至1.97%，R001均值下行至0.98%。DR007下行至2.15%，DR001下行至1.08%。上周央行净回笼300亿。上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率小幅回升。央行发布公告自20年3月1日起，金融机构应与客户协商将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成或固定利率。
- **政策：支持民营企业发展。**中共中央、国务院正式印发《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，重点突出优化公平竞争的市场环境、完善精准有效的政策环境等“七个着力”来支持民营企业改革发展。国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》，全力防范化解规模性失业风险，确保就业形势总体稳定。中办、国办印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，全面取消300万以下城区常住人口城市落户限制。

目 录

1. 宏观专题：扩张与集聚：城市的未来之路.....	6
1.1 政策思路演进：由小到大，从点到面.....	6
1.2 城市发展现实：扩张与集聚.....	6
1.3 扩张遭遇拐点放缓，集聚稳态两大规律.....	8
1.4 扩张集聚尚有空间，大型城市周边收益.....	10
2. 海外：美国 11 月耐用品订单下滑，日央行公布 12 月会议纪要.....	12
2.1 美国 11 月耐用品订单下滑.....	12
2.2 日央行公布 12 月会议纪要.....	13
3. 国内经济：供需略有放缓.....	13
3.1 需求稳中趋降.....	13
3.2 生产短期承压.....	13
4. 物价：通胀预期回升.....	14
4.1 食品价格继涨.....	14
4.2 CPI 持平.....	14
4.3 PPI 显著回升.....	15
4.4 通胀预期回升.....	15
5. 流动性：推进 LPR 运用.....	16
5.1 货币利率大幅下行.....	16
5.2 央行小幅回笼.....	16
5.3 汇率小幅回升.....	16
5.4 推进 LPR 运用.....	17
6. 政策：支持民企发展.....	17
7. 日历：聚焦 1 月上旬数据.....	18

图目录

图 1	1978-2018 年我国各类型城市数量 (个)	7
图 2	2006-2017 年我国城市的城区人口数量 (万人)	7
图 3	我国城市、镇和乡村的人口分布	7
图 4	2006-2018 年我国城市的人口密度 (人/平方公里)	8
图 5	2000-2018 年我国大中小城市的数量分布	8
图 6	美国的城市人口占比及人口超过 100 万的城市群人口占比 (%)	9
图 7	日本市部人口和人口集中地区人口占比 (%)	9
图 8	美国城市区人口排名和人口数量关系	10
图 9	19 世纪的中国和日本人口排名和人口数量关系	10
图 10	12 年 OECD 城市功能区经济-人口份额比值	10
图 11	17 年美国百万以上人口都市区的经济-人口份额比	10
图 12	中美日三国城市化率水平 (%)	11
图 13	我国城镇化率与城市化率指标	11
图 14	我国城市城区人口规模与其排序的关系	12
图 15	17 年我国各城市人口占比与经济占比 (%)	12
图 16	35 城商品房月度销量增速 (%)	13
图 17	乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)	13
图 18	历年各周全国高炉开工率 (%)	14
图 19	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	14
图 20	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	14
图 21	猪肉批发价格 (元/公斤)	14
图 22	CPI 环比 (%)	15
图 23	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	15
图 24	环渤海动力煤价格 (元/吨)	15
图 25	PPI 同比及环比 (%)	15
图 26	农产品批发价格 200 指数	15
图 27	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	15
图 28	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	16
图 29	R001 和 R007 (%)	16
图 30	央行公开市场操作 (亿元)	16

图 31	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	17
图 32	美元指数	17
图 33	央行公开市场净投放规模 (亿元)	17
图 34	金融机构超额准备金 (%)	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	18
----------------------------------	----

1. 宏观专题：扩张与集聚：城市的未来之路

1.1 政策思路演进：由小到大，从点到面

应该如何去发展我们的城市？根据我国经济所处发展阶段的不同，政策的思路也随着产生了一定变化，总体来说，遵循着“由小到大、从点到面”的演进过程。

严控大城市规模阶段。早在1980年，国务院批转《全国城市规划工作会议纪要》中，就已提出“控制大城市规模，合理发展中等城市，积极发展小城市”的方针，随后在84年国家进一步放宽建镇标准和农民集镇落户，1990年施行的《中华人民共和国城市规划法》更是明确写入“国家实行严格控制大城市规模、合理发展中等城市和小城市的方针”，在“八五”期间虽短暂掀起一轮开发区建设的大潮，并由此拉动大城市的发展，但随后“九五”时期又再次强调小城镇的发展，00年政府进一步出台《关于促进小城镇健康发展的若干意见》。

大中小城协调发展阶段。“十五”期间开始，我国的城市发展逐步进入大中小城市和小城镇协调发展的阶段，对大城市发展规模的控制不再刻意强调。中央在对“十五”规划的建议中，提到要发挥中小城市对小城镇发展的带动作用，走出一条符合我国国情、大中小城市和小城镇协调发展的城镇化道路。城市（特别是中小城市）在城镇发展中的地位明显上升。

城市群和都市圈发展阶段。“十一五”规划纲要中提出，要把城市群作为推进城镇化的主体形态，07年党的十七大报告提到，要以特大城市为依托，形成辐射作用大的城市群，培育新的经济增长极。城市集群化发展的思路开始得到贯彻。11年中央在对“十二五”规划的建议中，提到要遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群。17年十九大报告中进一步强调要以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，城市群在城市发展中的地位逐渐突出。19年国家发改委发布《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，在强调城市群作为新型城镇化主体形态的同时，将现代化都市圈作为城市群高质量发展的重要支撑。

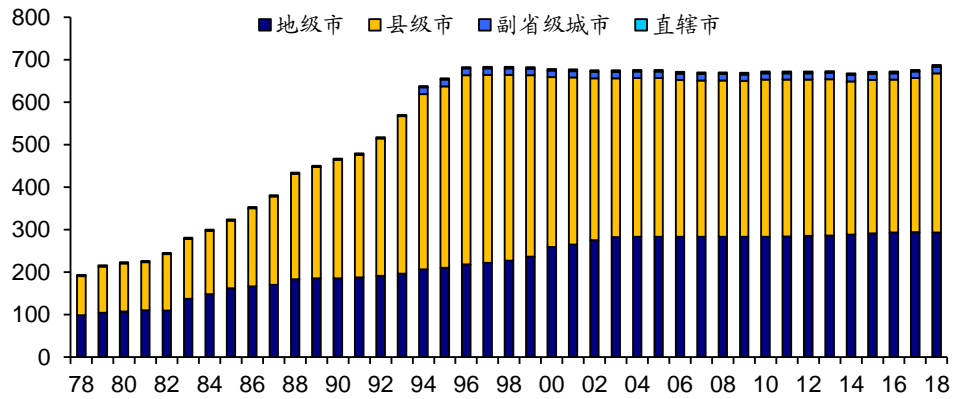
总结来看，一方面，我国的城市发展政策最初以小城镇为主要抓手，随着经济发展水平的提高，自下而上、由小到大，逐步将重点放到小城市、中小城市，进而拓展到大城市；另一方面，集群化发展的思路日益明晰，由最初多点开花的小城镇建设上升到集聚化程度更高的城市群和都市圈建设。

1.2 城市发展现实：扩张与集聚

那么，在城市发展政策演进的过程中，我国的城市经历了怎样的变化呢？

城市数量趋于稳定，县级城市有所缩水。我国城市数量在改革开放以来先是经历了快速扩容，20世纪90年代末开始趋于稳定，78年我国各级城市数量仅有193个，而到了98年已达到了668个，20年的时间里扩张近3.5倍。但18年我国各级城市数量也仅672个，较98年只增加4个。然而，在1998-2018年这二十年间，我国县级城市数量有所缩水，而地级市的数量有了显著增加，城市结构出现明显分化。

图1 1978-2018年我国各类型城市数量(个)



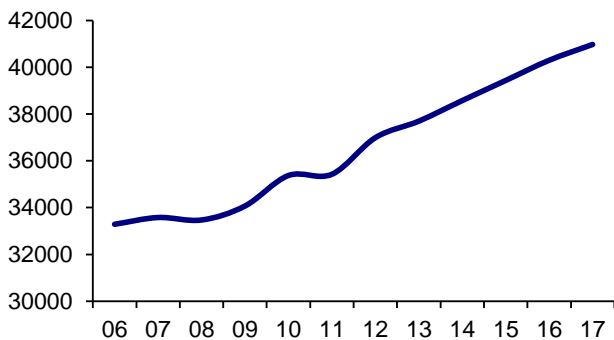
资料来源: WIND, 海通证券研究所

进入新世纪以来, 虽然我国城市数量趋于稳定, 但这绝不意味着我国城市发展进程的停滞, 无论从城市的整体地位而言, 还是以城市格局而论, 这一时期均发生了剧烈和深刻的变化, 而扩张和集聚共同成为了我国城市发展的主线。

建成区面积扩大, 年均增速近 9%。城市的扩张首先表现在城市面积上, 1990 年我国城市建成区面积仅有不到 1.3 万平方公里, 而 2018 年已超过 5.8 万平方公里, 在不到三十年的时间里扩张约 4.5 倍, 年均扩张速度接近 9%。

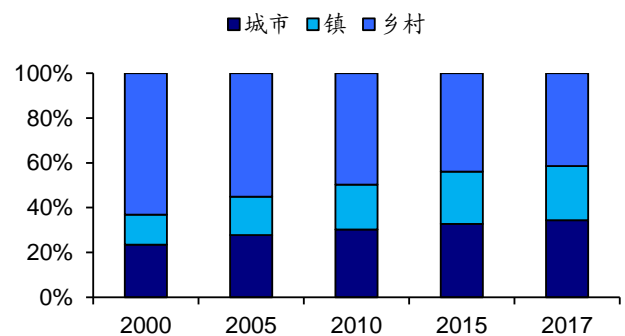
城市人口扩张, 占比明显提升。城市的扩张在人口上自然也有所体现。从户籍人口来看, 06 年我国城市的城区人口数量超过 3.3 亿人, 而 17 年城市城区人口数量接近 4.1 亿, 十年左右的时间增加了近 8000 万人。从常住人口来看, 05 年我国城市人口占比不足 28%, 而 17 年超过 34%, 较 05 年提升了近 7 个百分点, 换算成人口规模约增加 1.2 亿人。

图2 2006-2017年我国城市的城区人口数量(万人)



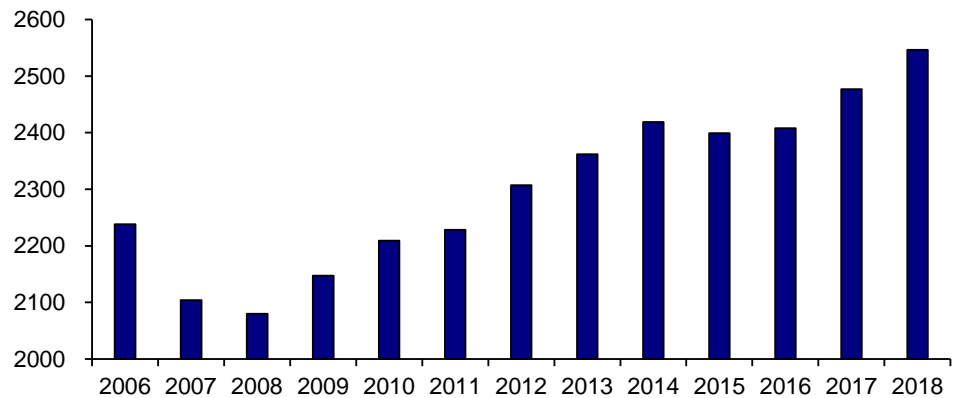
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图3 我国城市、镇和乡村的人口分布



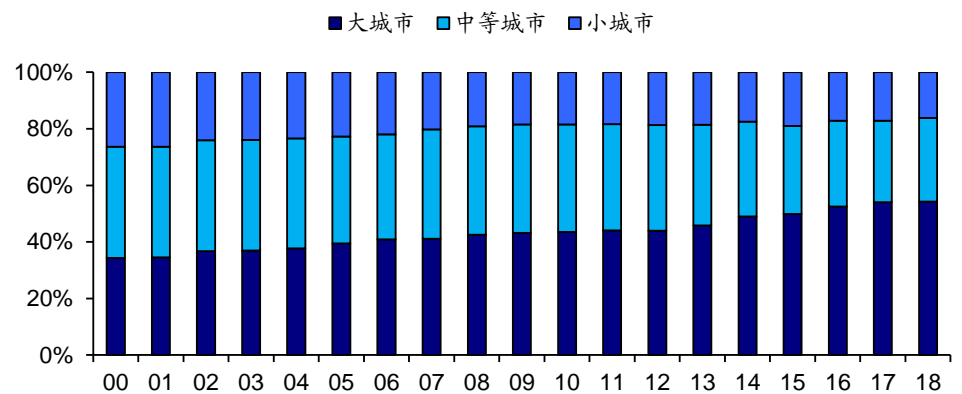
资料来源: WIND, 海通证券研究所

集聚程度提高, 人口密度上升。除了城市的扩张之外, 人口集聚程度的提高也是近来城市发展的主线之一。按照可比口径来看, 06 年我国城市的人口密度刚刚超过 2200 人/平方公里, 其后连续两年下滑, 城市人口呈现分散化的趋势, 但在此后止跌回升, 震荡中维持了上行趋势, 18 年我国城市的人口密度已达到 2546 人/平方公里, 较 06 年增加了近 350 人/平方公里, 在城区面积逐年扩张的背景下, 人口密度的提升幅度颇为可观。

图4 2006-2018年我国城市的人口密度(人/平方公里)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

大城市的进击, 中小城市淡出。人口集聚程度的提高也影响了我国城市分布的格局, 大城市的比例大幅上升。按照我国最新的城市规模划分标准¹, 在所有地级及以上城市中, 00年大城市(包含了特大城市和超大城市)的数量占比约为34%, 而18年已经超过54%, 不到二十年的时间里提升了20个百分点, 而同一时期中等城市和小城市数量占比分别缩水10个百分点左右。

图5 2000-2018年我国大中小城市的数量分布


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据口径为地级及以上城市, 大城市部分包含特大城市和超大城市。

城市地位崛起, 国内一线≈国际一线。城市的扩张与人口集聚度的提高, 使得城市经济的规模效益逐渐突出, 这也令我国城市在全球城市之中地位崛起。根据GaWC的世界级城市名册, 12年中国大陆地区仅有5座城市被其评为Gamma级以上城市, 而18年已有23座城市入榜, 并且城市等级多数也有明显提升, 如广州、深圳在12年仅被评为Beta+和Beta-级城市, 18年两者已均进入Alpha级城市之列。

1.3 扩张遭遇拐点放缓, 集聚稳态两大规律

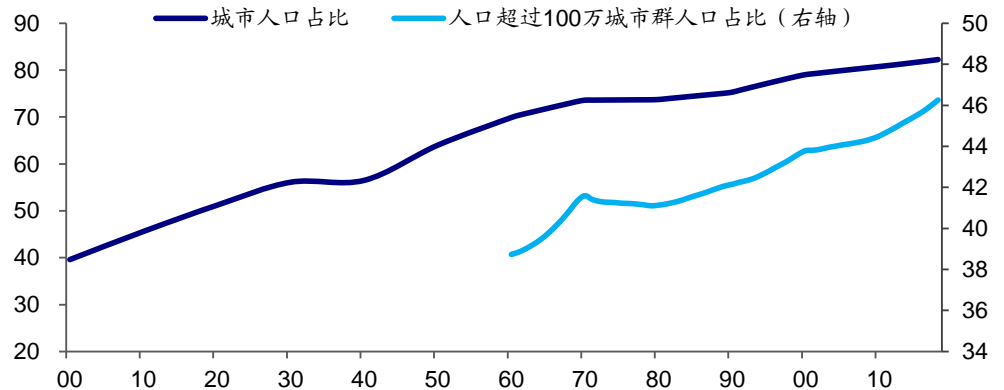
既然扩张和集聚是我国城市发展的两大主线, 那么, 这两大方向的拓展何时达到极限? 我们不妨从发达国家的城市化经验来看城市规模的稳态。

扩张有所放缓, 集聚趋势未止。19世纪下半期, 伴随着工业化的迅猛发展和西部大开发, 美国城市化开启了高速发展时代, 1860-1970年城市化率从接近20%提升至74%。在经过了70%的城市化率拐点之后, 城市人口的扩张速度开始放缓, 但是城市内部人口集聚的趋势并未就此停止, 80年到18年, 人口超过100万城市群的人口比重提升了超过5个百分点。

¹ 根据《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》, 城区常住人口50万以下的城市为小城市, 城区常住人口50万以上100万以下的城市为中等城市, 城区常住人口100万以上500万以下的城市为大城市, 城区常住人口500万以上1000万以下的城市为特大城市, 城区常住人口1000万以上的城市为超大城市。

城市化进入大都市区时代。城市人口集聚程度的提高改变了美国城市的空间结构，城市化进入了以中心城市与外围地区协同为代表的大都市区时代。1940年，百万以上人口的大型都市区其人口占比仅为26%。而到15年，大型都市区人口比重激增至56%，而同一时期百万以下人口都市区占比则仅有小幅上升，25万以下人口的都市区占比更是基本不变，人口呈现出向大型都市区集中的清晰态势。

图6 美国的都市人口占比及人口超过100万的城市群人口占比 (%)

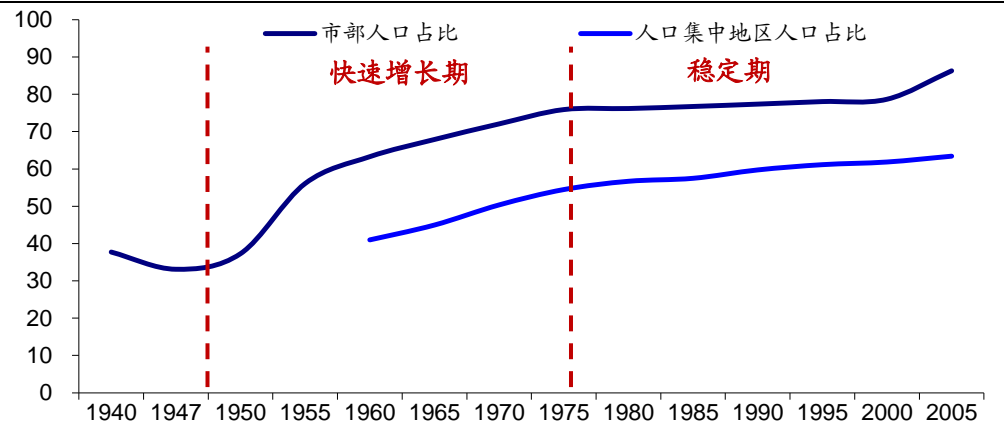


资料来源：WIND，海通证券研究所

城市化稳定期，人口持续聚集。日本在45年到75年是城市化率的快速增长期，其市部人口占比从28%迅速提升至76%。此后的76-00年间，日本的城市化进入相对稳定期。虽然整体的城市化进程放缓，并且伴随着老龄化进程的加速，但是日本人口向大城市聚集的进程仍在持续，人口集中地区人口²的比重从75年的57%继续上行至05年的66%。

由美国和日本的城市化进程，我们能够清楚地看到，即便城市化率水平度过了经验拐点，城市整体的人口规模扩张有所放缓，但并不改变城市人口集中的趋势。

图7 日本市部人口和人口集中地区人口占比 (%)



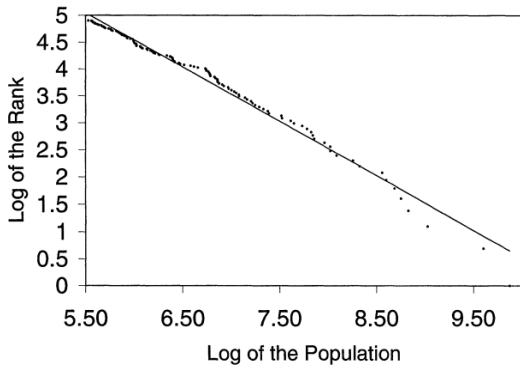
资料来源：WIND，海通证券研究所

那么，城市人口的集聚何时达到稳态？发达国家城市人口分布遵循着两条较为普遍的经验规律。

规律一：城市人口规模与其排序成反比。齐普夫定律（Zipf's Law）已被证明符合大多数国家以及不同历史时期的城市规模分布情况，其具体含义为：一个国家的第N大城市人口，是第一大城市人口数量的1/N，此时取对数后的城市人口排序和人口规模存在负相关关系，散点图呈斜向下直线。

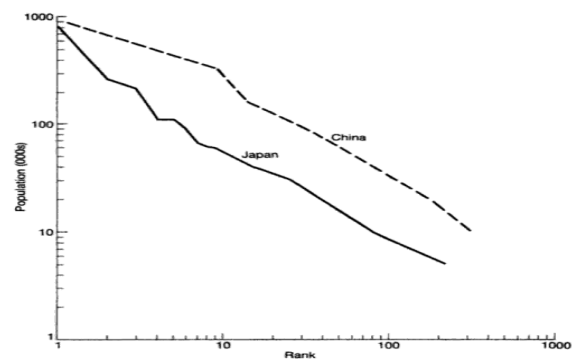
² 日本统计部门在1960年定义人口集中地区（Densely Inhabited Districts, DID），即人口密度高于4000人/平方公里的调查区，和市区町村内互相邻接、人口合计超过5000人的调查区。

图8 美国城市人口排名和人口数量关系



资料来源: Gabaix X. Zipf's law for cities: an explanation[J]. The Quarterly journal of economics, 1999, 114(3): 739-767.

图9 19世纪的中国和日本人口排名和人口数量关系

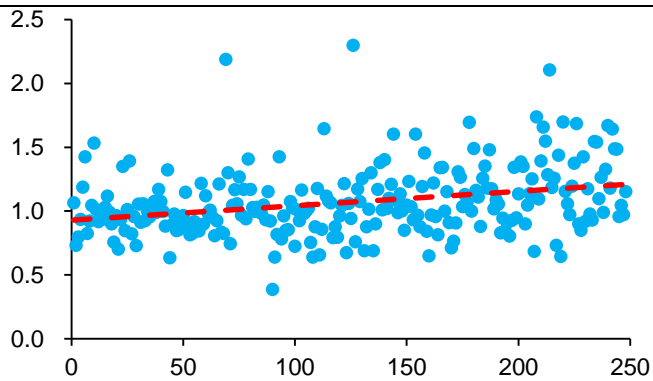


资料来源: van der Woude A M. Urbanization in history: a process of dynamic interactions[M]. Oxford University Press, 1995.

规律二：城市经济-人口份额比趋近于 1。从长期看，决定地区人口集聚程度的关键是经济发展水平以及其人均收入与其他地区的差距，这种区域收入差距可简化为用区域的 GDP 占比和人口数量占比的比值来表示，即经济-人口份额比。发达国家城市发展的经验表明，该比值在经济发展稳态下趋近于 1，如美国 17 年百万以上人口都市区的经济-人口份额比的中位数为 1.08，12 年 OECD 测算了 248 个 50 万人以上城市功能区的经济-人口份额比值，其中位数为 1.01，均值为 1.07。这说明了一个非常简单的经济现象：每个理性的个体一定会选择最适合其发展和赚钱的地方，若某地区经济-人口份额比值较高，意味着该地区产业优势明显，对人才具有较强的吸引力，其人口存在净迁入的趋势。

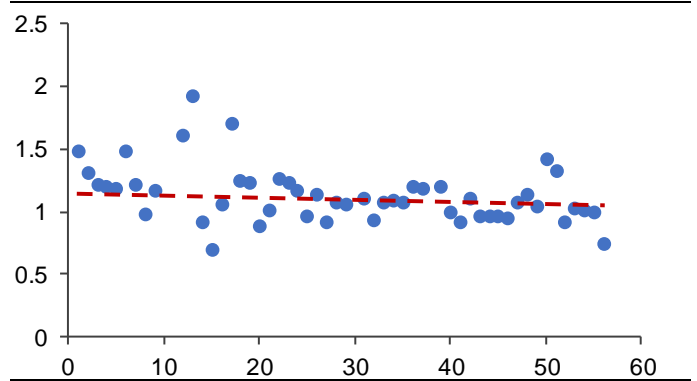
经济发展水平提高，人口与经济分布愈发匹配。而且，随着经济发展水平的提高，该国城市的经济-人口份额比就愈发向 1 趋近。根据张车伟、蔡翼飞（2013）³的研究，09 年左右美国、日本等发达国家经济-人口份额比分别有 89%、92%的地区处于 0.7-1.3 的区间，但在其经济发展早期仅有 60%左右的地区处于这一区间，而像墨西哥、智利等新兴经济体 09 年也只有 53%、40%的地区经济-人口份额比处于这一比值区间。

图10 12 年 OECD 城市功能区经济-人口份额比值



资料来源: OECD, 海通证券研究所, 横轴为按人口规模的城市排序

图11 17 年美国百万以上人口都市区的经济-人口份额比



资料来源: 美国普查局, 海通证券研究所, 横轴为按人口规模的城市排序

1.4 扩张集聚尚有空间，大型城市周边收益

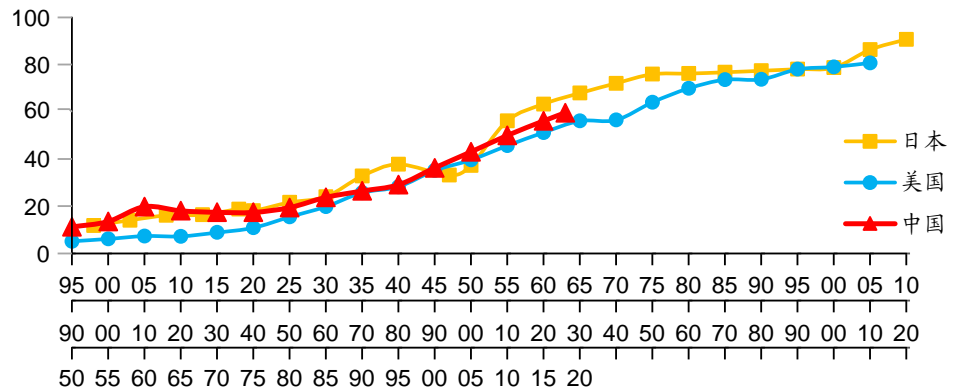
事实上，对照发达国家经验来看，我国的城市规模远未达到稳态，扩张与集聚仍将带动我国城市未来的发展在广度与深度上进一步延伸。

城镇化率低于发达国家。从扩张的角度来说，按照常住人口口径来统计，我国城镇化率目前也仅不足 60%，而我们的邻国日本 18 年城市化率已高达 92%，美国和英国也普遍在 80%以上，即便稍逊一些的德国也有 77%的水平，均高过我国 15 个百分点以上。

扩张拐点仍远，最快十年之后。根据发达国家城市化发展的经验，城市化率达到 70%

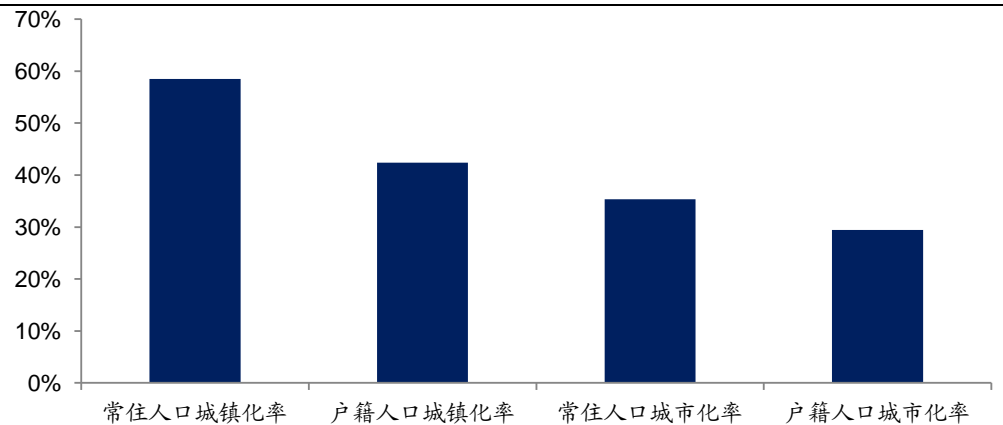
³ 张车伟,蔡翼飞.人口与经济分布匹配视角下的中国区域均衡发展[J].人口研究,2013,37(06):3-16.

左右的水平之后，城市化进程将会出现明显的放缓。而我国当前的城镇化率水平约相当于 1930 年左右的美国和 1965 年左右的日本，那么按照两国其后的发展历程以及我国当前的城镇化速度推演，我国达到 70% 的城镇化率拐点最快也要十年之后。

图12 中美日三国城市化率水平 (%)


资料来源：United States Census Bureau，日本统计局，WIND，海通证券研究所
 注：横轴 1 为日本 1895 年至 2010 年；横轴 2 为美国 1790 年至 2010 年；横轴 3 为中国 1950 年至 2018 年。

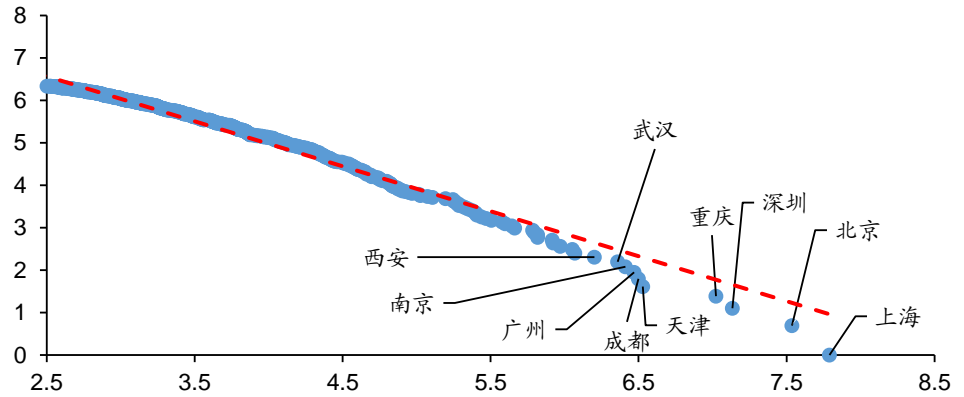
城市户籍不足三成，扩张进程不会停止。更何況我们当前的“城镇化”和发达国家的“城市化”还有着显著的不同，由于户籍制度限制的存在，虽然看上去我国城镇化率已经达到一定水平，但事实上大量的人口集中在镇这一级，城市人口比例并不突出，17 年我国按常住人口口径统计的城市人口占比仅有 35% 左右，户籍人口的城市化率更是只有 30%，仅是常住人口口径下城镇化率水平的一半。由此看来，城市扩张的进程并不会停止。

图13 我国城镇化率与城市化率指标


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据为 17 年

城市集聚程度不足，都市圈带动共同发展。从集聚的角度来说，我们利用我国的人口数据对齐普夫定律进行了验证，在城市人口小于一定规模的情况下，拟合程度较高，但对于我国人口规模排在前列的超大、特大城市而言，这一规律似乎并不成立，这反映出由于户籍限制的存在，我国城市的人口集聚程度仍然偏低，特别是特大和超大城市的城区人口规模还有待进一步提高。但这些城市的户籍限制还未完全放开，在我国城市发展已进入城市群和都市圈阶段的当下，人口将会向这些人口规模尚且不足的大型城市周边聚集，形成以超大、特大城市为中心，并且带动周边三四五线中小城市共同发展的城市群或都市圈。

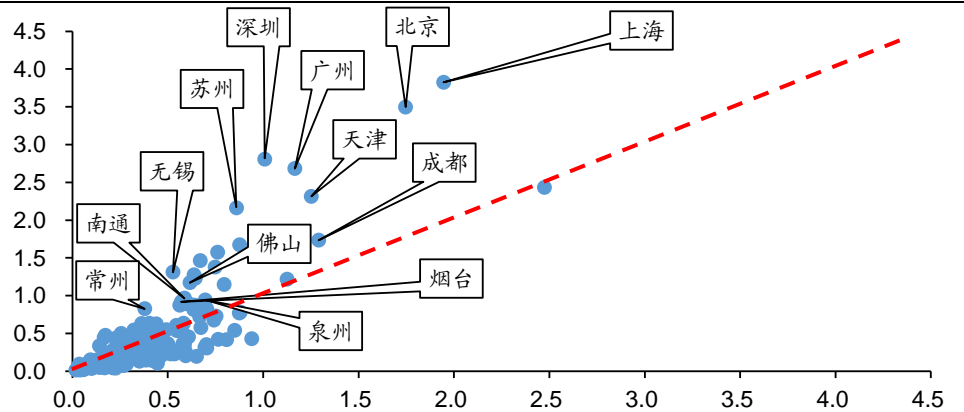
图14 我国城市城区人口规模与其排序的关系



资料来源：WIND，海通证券研究所，横轴为人口规模的对数，纵轴为人口规模排名的对数，数据为17年。

经济-人口份额比高企，大城市周边受益。我国各城市的经济-人口份额比情况也清楚地表明，特大、超大城市及其周边地区由于明显的产业优势，对人才的吸引力较强。比如属于上海大都市圈的苏州、宁波、无锡、南通和常州等城市，其经济-人口份额比均超过1.6，属于粤港澳大湾区的珠海、佛山等城市经济-人口份额比也在1.9以上，远远超过0.7的全国城市中位数水平，这些城市未来有望保持人口净迁入的状态。

图15 17年我国各城市人口占比与经济占比(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，横轴为人口份额，纵轴为经济份额，红色虚线代表经济-人口份额比为1。

总结来说，我国城市的扩张与集聚还远未达到极限。近来政府推动的新型城镇化，极大程度上放松了户籍制度的约束，目前全国除了14个一线和强二线城市之外，其余的600多个城市都要逐渐放开落户限制。而当前城市仍具有医疗、教育等多方面资源优势，户籍政策松绑无疑将带来城市化进程的加速，我们预计，作为中间层的三四五线城市人口在未来十年有翻番的潜力，这势必会给经济增长带来新的动力！

2. 海外：美国11月耐用品订单下滑，日央行公布12月会议纪要

2.1 美国11月耐用品订单下滑

美国11月耐用品订单下滑。上周一，美国商务部公布11月制造业耐用品订单初值季调环比下跌2%，预期增长1.5%，前值增长0.2%；非国防核心资本耐用品订单环比微升0.1%，不及预期0.2%，反映出美国制造业表现依然迟缓。

在线购物支撑美国节日消费增长。上周四，万事达发布数据，11月1日至12月24日期间，美国零售销售总额同比增长3.4%，其中电商销售大增18.8%，占总销售额

的 14.6%，实体店销售增长 1.2%。

2.2 日央行公布 12 月会议纪要

日央行公布 12 月会议纪要。上周五，日本央行公布 12 月会议纪要称，实现物价目标动能丧失的可能性没有进一步上升，海外经济下行风险仍存，维持当前的宽松立场和购债是合适的；根据未来的消费趋势，将考虑是否需要再次扩大 QQE 的规模。

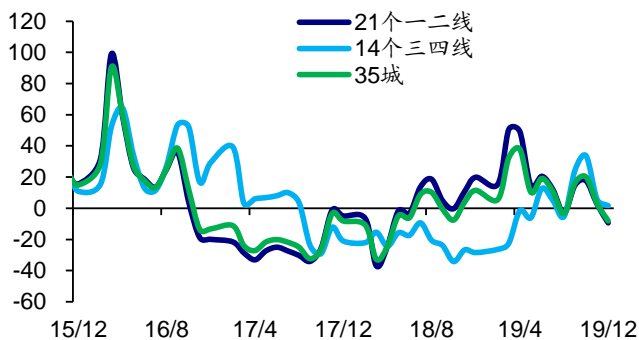
意大利将对科技巨头征数字税。上周四，意大利通过新税法，将在明年 1 月 1 日起向一些全球收入超过 7.5 亿欧元（其中包括至少 550 万欧元在意大利的收入）的科技企业征收 3% 的数字税。

3. 国内经济：供需略有放缓

3.1 需求稳中趋降

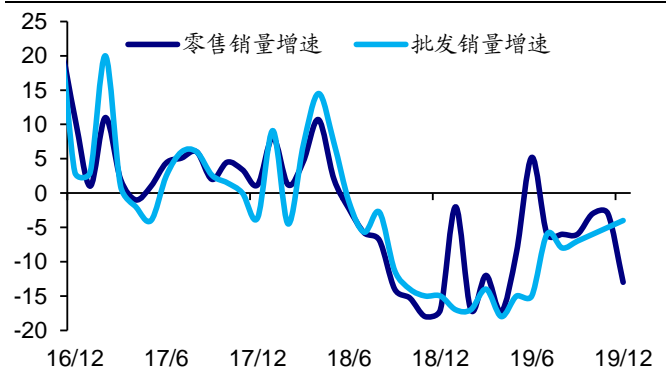
地产销售转负，乘用车批发改善。12 月前 26 天 35 城地产销量增速转负至 -8.1%，较 11 月增速有所回落，一二线城市销量增速去年同期基数较高，形成主要拖累，14 个三四线城市销量同比仍维持正增长。12 月前 22 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为 -4%、-13%，较 11 月增速一升一降。

图16 35城商品房月度销量增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，历年 1-2 月均为累计同比。

图17 乘联会乘用车批发、零售销量同比增速 (%)

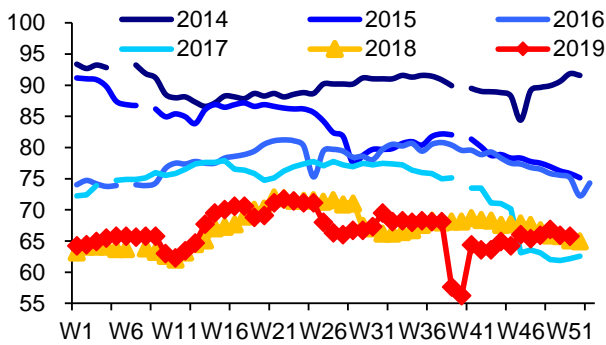


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 生产短期承压

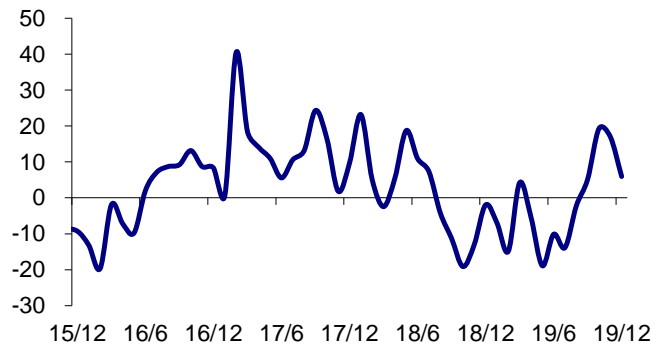
高炉开工回落，发电耗煤走低。上周高炉开工率略降至 65.8%，高于去年同期，且同比增速回升，但 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速略降。12 月前 27 天六大集团发电耗煤同比增长 6%，与 11 月增速明显回落，意味着工业生产短期承压。

图18 历年各周全国高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 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：通胀预期回升

4.1 食品价格继续涨

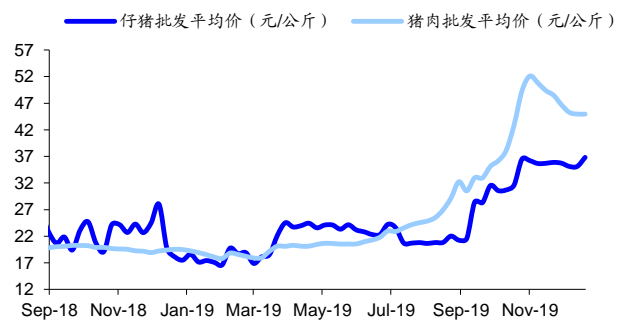
上周猪肉价格环比下跌0.3%，但蔬菜价格继续大幅上涨，水果禽蛋价格涨跌互现，食品价格整体上涨0.7%。

图20 蔬菜平均批发价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

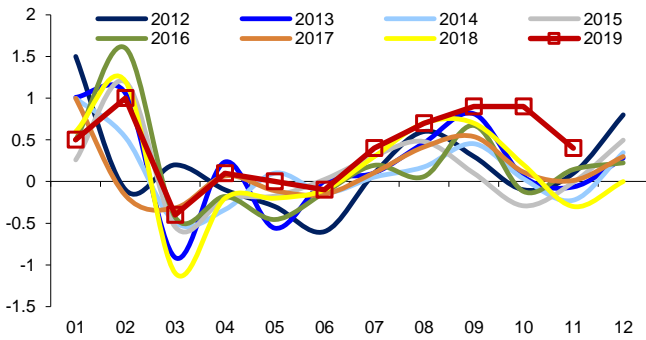
图21 猪肉批发价格 (元/公斤)



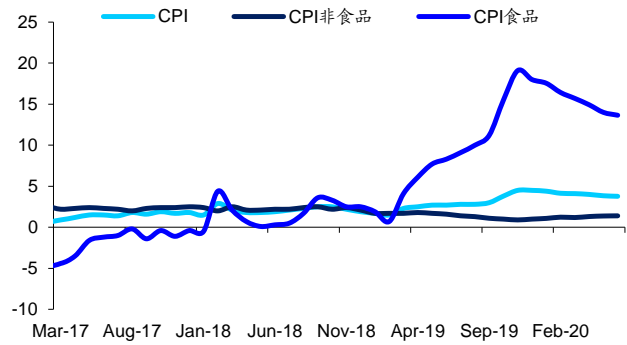
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 CPI 持平

12月以来猪价整体比11月回落，但蔬菜价格出现大幅反弹，截止目前12月商务部食用农产品价格环比下跌1.0%，跌幅继续收窄，12月农业部农产品批发价格环比上涨3.4%，预测12月CPI同比持平。

图22 CPI 环比 (%)


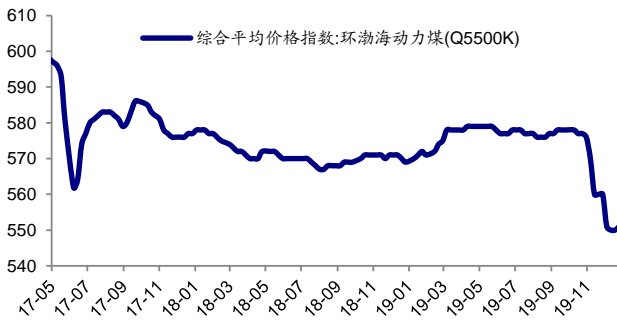
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 CPI 同比及成分同比走势预测 (%)


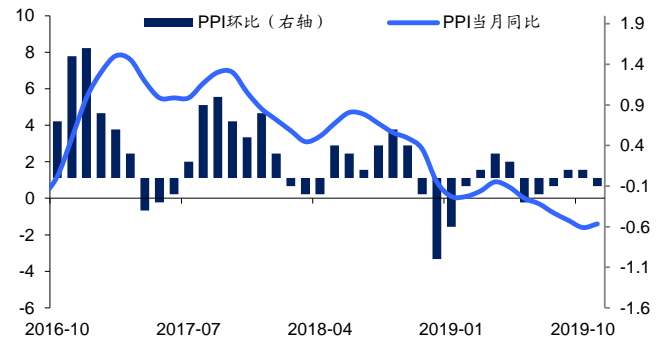
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 PPI 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月商务部生产资料价格指数环比上涨0.7%, 预计12月PPI环比上涨, 12月PPI同比降幅大幅缩窄至0.1%。

图24 环渤海动力煤价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 PPI 同比及环比 (%)


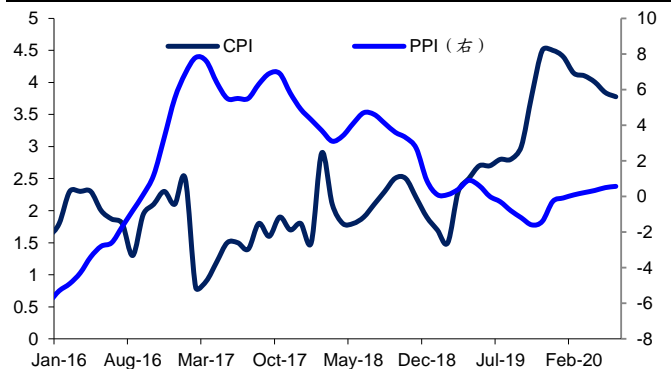
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 通胀预期回升

尽管11月以来猪价涨势放缓, 但12月蔬菜价格出现明显上涨, 12月CPI或将维持高位。今年春节在1月, 短期食品价格仍然存在上涨压力。而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。

图26 农产品批发价格200指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


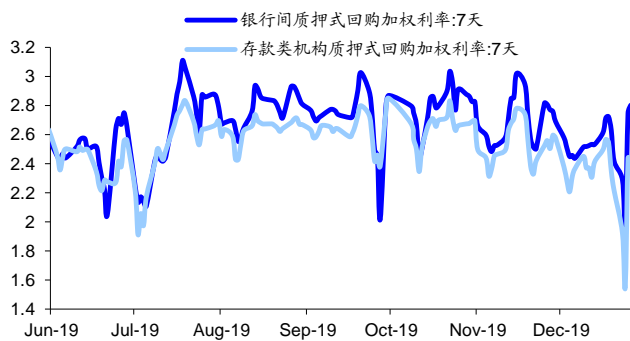
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 流动性：推进 LPR 运用

5.1 货币利率大幅下行

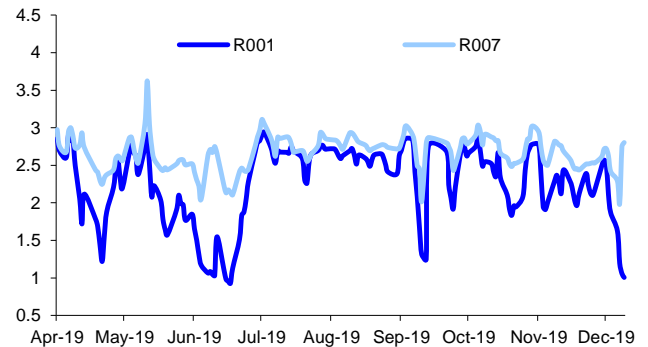
上周货币利率大幅下行，其中 R007 均值下行 65bp 至 1.97%，R001 均值下行 134bp 至 0.98%。DR007 下行 28bp 至 2.15%，DR001 下行 116bp 至 1.08%。

图28 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29 R001 和 R007 (%)

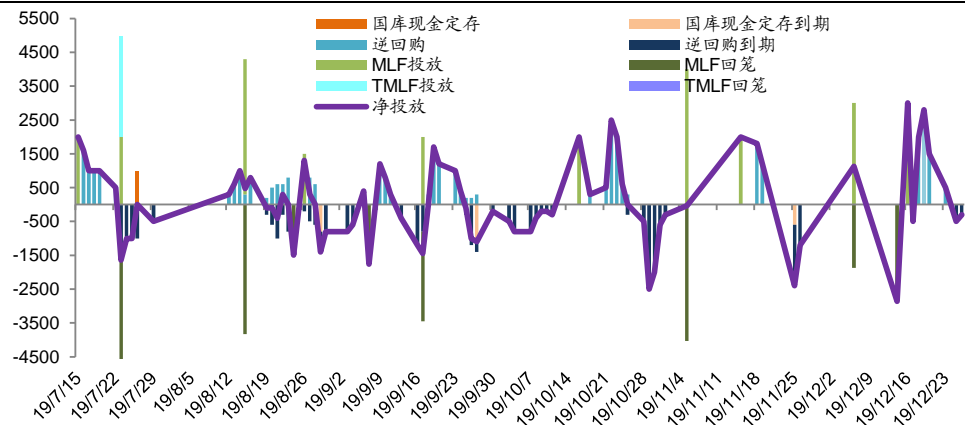


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行小幅回笼

上周央行逆回购投放货币 500 亿，逆回购到期回笼货币 800 亿，上周央行净回笼 300 亿。

图30 央行公开市场操作 (亿元)



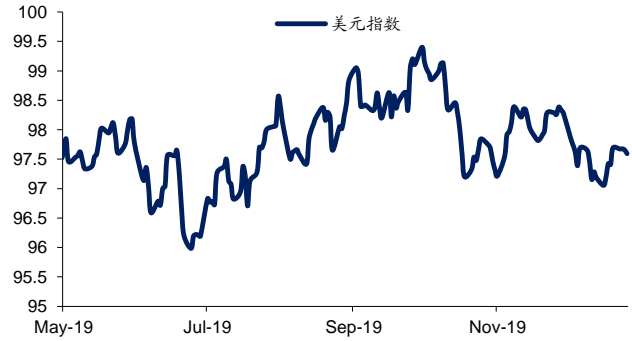
资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 汇率小幅回升

上周美元指数小幅回落，人民币兑美元汇率小幅回升，在岸和离岸人民币分别回升至 7.00 和 6.99。

图31 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率

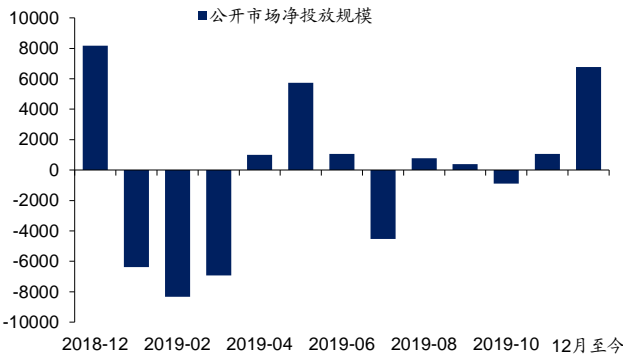

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 美元指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 推进 LPR 运用

上周六, 央行就存量浮动利率贷款定价基准转换发布公告, 规定自 2020 年 1 月 1 日起, 各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同, 并且自 2020 年 3 月 1 日起, 金融机构应与客户进行协商, 将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成, 也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次, 转换之后不能再次转换。这一举措将进一步推动贷款市场报价利率 (LPR) 的运用。

图33 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34 金融机构超额准备金 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策: 支持民营企业发展

支持民营企业发展。中共中央、国务院正式印发《关于营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见》，肯定了民营经济的重要地位和作用，重点突出优化公平竞争的市场环境、完善精准有效的政策环境等“七个着力”来支持民营企业改革发展。

确保就业稳定。国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》，提出要坚持创造更多就业岗位和稳定现有就业岗位并重，全力防范化解规模性失业风险，确保就业形势总体稳定。在挖掘内需带动就业方面提到要鼓励汽车、家电、消费电子产品更新消费，有力有序推进老旧汽车报废更新，鼓励限购城市优化机动车限购管理措施。

促进人才流动。中办国办印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，提到全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件，完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，推进基本公共服务均等化。

7. 日历：聚焦 1 月上旬数据

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			
2019/12/30	11 月 NAR 季调后成屋签约销售指数(环比)	-1.7%	1.5%
2019/12/31	12 月谘商会消费者信心指数	125.5	--
2020/1/1	上周 API 原油库存变化(万桶)	-790	--
2020/1/2	上周季调后初请失业金人数(千人)	222	--
2020/1/3	11 月营建支出(环比)	-0.8%	0.4%
2020/1/3	12 月 ISM 制造业采购经理人指数	48.1	49
欧元区			
2020/1/2	12 月 Markit 制造业采购经理人指数终值	45.9	45.9
中国			
2019/12/30	国内成品油开启新一轮调价窗口	--	--
2019/12/31	12 月官方制造业采购经理人指数	50.2	50.1
2019/12/31	12 月官方非制造业采购经理人指数	54.4	54.2
2020/1/2	12 月财新制造业采购经理人指数	51.8	51.6

资料来源：海通证券研究所根据 FX168 财经报社等相关资料整理

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 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 wj11852@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 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博 010-56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

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

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 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 z xj12156@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 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
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