

相关研究

《扩张与集聚：城市的未来之路——“城镇化”系列之三》2019.12.30

《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

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:ljl11087@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

制造业景气仍强，通胀预期回升

投资要点:

● 宏观专题：美欧经济的现状与展望

● **政策及时调整，PMI 低位企稳。**19年4季度以来，美欧 PMI 低位企稳。作为领先指标的 PMI 指数暂稳，一个重要原因在于去年下半年开始政策及时调整。一方面是货币政策重新转松，美联储在7月正式开启了连续三次的“保险式”降息，为全球流动性宽松释放了空间。另一方面在于贸易紧张局势出现短暂缓和，19年4季度中美关税升级措施一再延后、磋商释放出阶段性缓和信号，企业的悲观预期逐渐修复。

● **经济现状：边际企稳迹象。**美国经济趋势仍在放缓，但19年3季度后边际有所企稳，主要是投资拖累减轻。19年4季度美国消费维持稳定，投资或低位回升。欧洲经济在最近一个季度也出现边际好转，三大主要经济体德国、法国和意大利的 GDP 同比增速明显反弹。受益于内需持续强劲，去年法国经济表现好于德国，而19年三季度德国净出口对经济贡献转负为正。

● **前景展望：或见短期改善。**我们预计，未来半年内美国经济支撑仍在，衰退风险暂缓。一方面，货币放松有助于住宅投资改善。另一方面，贸易缓和有助于改善企业预期、提振企业投资。中期趋势虽然放缓，短期衰退风险暂消。而对于欧洲，如果今年全球贸易不继续恶化，将有利于净出口对经济的拉动。而英国脱欧尘埃落定，也有利于欧洲经济的改善。

● 一周扫描（2019年12月30日至2020年1月5日）:

● **海外：美伊紧张局势升级，美联储公布12月会议纪要。**上周五，美国军方对伊拉克采取空袭行动，避险情绪驱动金价升至高位。12月会议纪要显示美联储将继续评估货币政策，但也对通胀过低表示担忧。美国12月ISM制造业PMI为47.2，低于前值及预期，贸易局势仍是导致制造业萎靡的最重要原因。欧元区12月制造业PMI终值46.3，德国、法国12月制造业PMI终值分别为43.7和50.4，均高于各自初值，但低于前值。

● **经济：制造业景气仍强。**12月制造业PMI为50.2%，较11月高位走平，指向制造业景气仍强，主要分项指标中，需求微降、生产反弹、价格回升、库存去化。11月规上工业企业利润总额同比增速回升转正至5.4%，主因工业生产和销售增长明显加快，工业品出厂价格降幅收窄。12月38城地产销量增速转负，11月汽车制造业营收增速回落，需求稳中趋缓。上周高炉开工率有所回升，12月六大集团发电耗煤增速略有回落，但仍在19年内高位，工业生产态势仍旺。

● **物价：通胀预期回升。**上周猪肉价格环比上涨0.3%，蔬菜和水果价格继续上涨，食品价格整体上涨0.2%。12月以来猪价整体比11月回落，蔬菜价格出现大幅反弹，预测12月CPI同比回落至4.2%。12月国内油价上调，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0.3%。临近春节，蔬菜和水果价格均出现季节性上涨，而近期美国和伊朗局势紧张推升油价，PPI降幅明显收窄。总体看短期通胀预期仍趋回升。

● **流动性：货币灵活适度。**上周货币利率回升，其中R007均值上行至2.68%，R001均值上行至1.06%。DR007上行至2.22%，DR001上行至1.21%。上周央行暂停公开市场操作，逆回购到期回笼货币5500亿，央行净回笼5500亿。上周美元指数先降后升，人民币兑美元汇率小幅回升，在岸和离岸人民币均回升至6.97。央行宣布1月6日全面降准0.5个百分点，但在1月第一周暂停逆回购，反映货币政策的灵活适度。短期内流动性缺口仍大，央行或将持续开展MLF及逆回购操作来调节流动性水平。

● **政策：制造业稳增长。**国务院副总理韩正在财政部召开财税部门座谈会，强调积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚持“以收定支”，从严从紧管好财政支出。20年首次国常会确定促进制造业稳增长的措施，深挖内需潜力，完善促进汽车产业发展的措施。中央财经委员会召开第六次会议，推动成渝地区双城经济圈建设，使其成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地。

目 录

1. 宏观专题：美欧经济的现状与展望.....	6
1.1 政策及时调整，PMI 低位暂稳.....	6
1.2 经济现状：边际企稳迹象.....	7
1.3 前景展望：或见短期改善.....	9
2. 海外：美伊紧张局势升级，美联储公布 12 月会议纪要.....	10
2.1 美伊紧张局势升级.....	10
2.2 美联储公布 12 月会议纪要.....	10
3. 国内经济：制造业景气仍强.....	11
3.1 工业利润增速转正.....	11
3.2 制造业景气仍强.....	13
3.3 需求稳中趋缓.....	14
3.4 生产态势仍旺.....	15
4. 物价：通胀预期回升.....	15
4.1 食品价格继涨.....	15
4.2 CPI 回落.....	16
4.3 PPI 显著回升.....	16
4.4 通胀预期回升.....	16
5. 流动性：货币灵活适度.....	17
5.1 货币利率回升.....	17
5.2 央行大幅回笼.....	17
5.3 汇率小幅回升.....	18
5.4 货币灵活适度.....	18
6. 政策：制造业稳增长.....	19
7. 日历：聚焦 1 月上旬数据.....	19

图目录

图 1	美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI.....	6
图 2	欧元区、德国、法国 Markit 制造业 PMI.....	6
图 3	美国联邦基金利率及 10 年期美债收益率 (%).....	6
图 4	贸易事件节点和美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图 5	美国各分项对实际 GDP 的环比拉动率 (%).....	7
图 6	美国零售餐饮销售增速和消费者信心指数.....	8
图 7	美国核心资本品订单和私人设备投资增速 (%).....	8
图 8	欧元区、德国、法国和意大利 GDP 同比 (%).....	8
图 9	工业和服务业对欧元区 GDP 拉动率 (%).....	8
图 10	德国各项对 GDP 同比的拉动率 (%).....	9
图 11	法国各项对 GDP 同比的拉动率 (%).....	9
图 12	美国私人住宅营建许可增速、联邦基金目标利率 (%).....	9
图 13	美国 PMI 新出口订单和制造业生产指数同比 (%).....	9
图 14	不同时点美债收益率曲线.....	10
图 15	英国的经济、工业和服务业信心指数.....	10
图 16	欧元区 GDP 增速及 IMF 预测趋势 (%).....	10
图 17	规模以上工业企业利润总额同比增速 (%).....	11
图 18	规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型 (%).....	11
图 19	规模以上工业企业营业收入同比增速 (%).....	11
图 20	历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%).....	11
图 21	工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%).....	12
图 22	工业企业历年各月库存销售比 (%).....	12
图 23	上、中、下游行业利润总额累计同比增速 (%).....	12
图 24	下游消费品行业利润总额累计同比增速 (%).....	12
图 25	中游加工行业利润总额累计同比增速 (%).....	13
图 26	上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%).....	13
图 27	全国制造业 PMI 综合（历年月度比较） (%).....	13
图 28	全国制造业 PMI 综合 (%).....	13
图 29	全国制造业 PMI 新订单 (%).....	13
图 30	全国制造业 PMI 新出口订单 (%).....	13

图 31	全国制造业 PMI 生产指标 (%)	14
图 32	全国制造业 PMI 就业指标 (%)	14
图 33	全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)	14
图 34	全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)	14
图 35	百家、五大龙头房企及 35 城地产销量同比增速 (%)	15
图 36	汽车制造业营业收入同比增速 (%)	15
图 37	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	15
图 38	六大发电集团发电耗煤同比增速 (%)	15
图 39	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	16
图 40	猪肉批发价格 (元/公斤)	16
图 41	CPI 环比 (%)	16
图 42	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	16
图 43	环渤海动力煤价格 (元/吨)	16
图 44	PPI 同比及环比 (%)	16
图 45	农产品批发价格 200 指数	17
图 46	CPI、PPI 同比走势及预测 (%)	17
图 47	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)	17
图 48	R001 和 R007 (%)	17
图 49	央行公开市场操作 (亿元)	18
图 50	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	18
图 51	美元指数	18
图 52	央行公开市场净投放规模 (亿元)	18
图 53	金融机构超额准备金 (%)	18

表目录

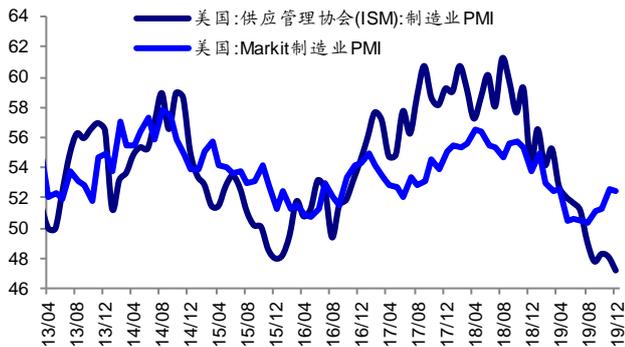
表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	19
----------------------------------	----

1. 宏观专题：美欧经济的现状与展望

1.1 政策及时调整，PMI 低位暂稳

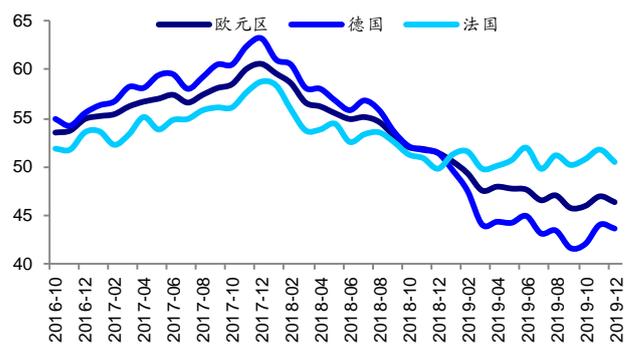
19年4季度以来，美欧 PMI 低位企稳。美国 Markit 制造业 PMI 从去年9月开始持续回升，虽然 ISM 制造业 PMI 与其表现背离，但近期跌幅较 19 年上半年也明显放缓。欧元区制造业 PMI 在 18 年持续走低，而 19 年 4 季度开始也都呈现止跌震荡的走势。

图1 美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图2 欧元区、德国、法国 Markit 制造业 PMI



资料来源：CEIC，海通证券研究所

作为领先指标的 PMI 指数暂稳，一个重要原因在于去年下半年开始政策及时调整。

一方面是货币政策重新转松。美国经济增速 18 年 3 季度见顶、核心 PCE 同比 18 年 4 季度回到 2% 以下，于是美联储态度开始转鸽。19 年 1 月美联储在声明中删除“进一步加息”的表述，并在 19 年 3 月的点阵图上基本确认了加息周期结束。19 年 6 月美联储称不确定性提升，将采取适当的行动保持扩张，随后在 7 月正式开启了连续三次的“保险式”降息。美联储重新降息，为全球流动性宽松释放了空间。而已经负利率的欧元区尽管没有降息，但去年 9 月重新开始购债，也迅速地加码了宽松。

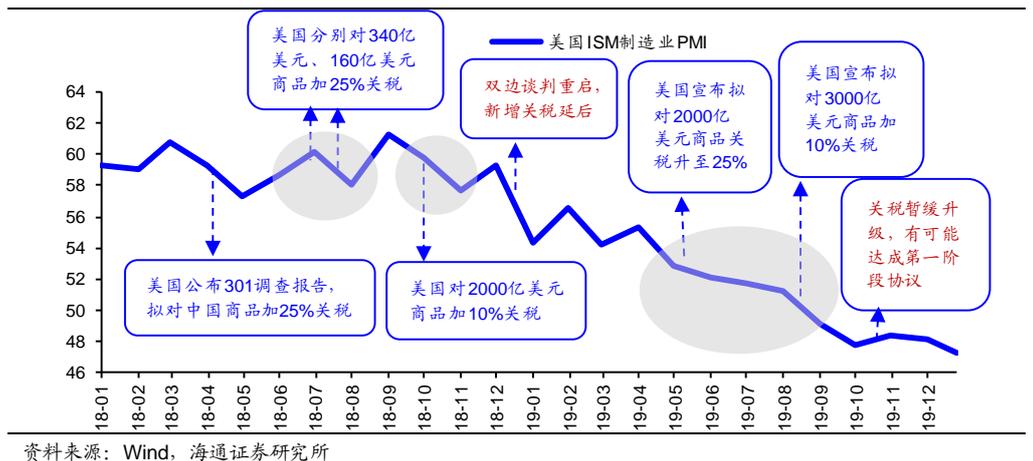
图3 美国联邦基金利率及 10 年期美债收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面在于贸易紧张局势出现短暂缓和。18 年开始美国的贸易保护政策导致不确定性上升，直接影响了企业生产和投资的预期。美国制造业 PMI 在 18 年 3 季度开始出现放缓迹象，这一时点对应的是美国对 2000 亿美元中国商品大范围征税，19 年 8 月美国 PMI 跌破荣枯线，对应美国宣布拟对剩余 3000 亿美元中国商品全面征税。而 19 年 1 季度和 4 季度的缓和期，恰恰也是中美冲突缓和的时期。随着 19 年 4 季度，中美关税升级措施一再延后、磋商释放出阶段性缓和信号，企业的悲观预期逐渐修复。

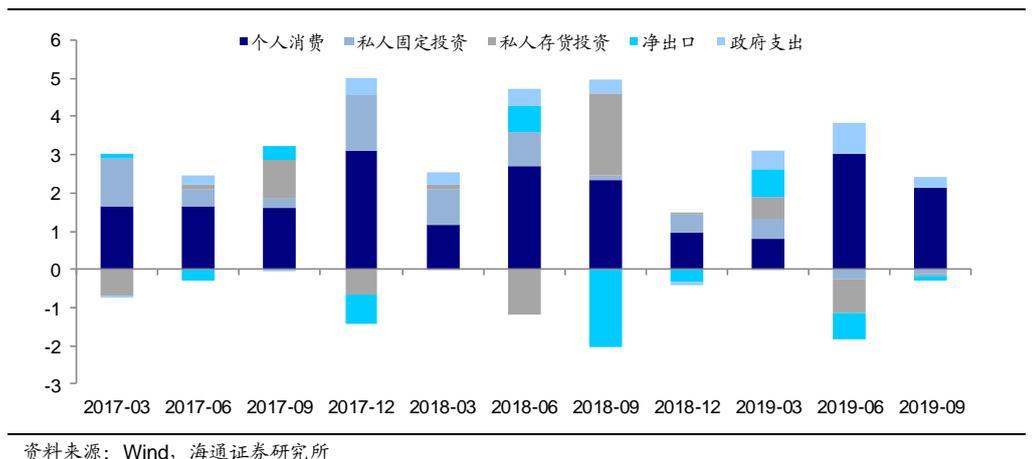
图4 贸易事件节点和美国 ISM 制造业 PMI



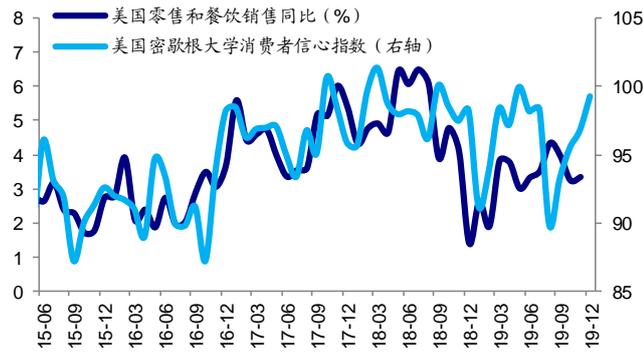
1.2 经济现状：边际企稳迹象

美国经济趋势仍在放缓，但19年3季度后边际有所企稳，主要是投资拖累减轻。虽然美国的实际经济同比增速仍在放缓趋势中，但从环比看，19年3季度增长2.1%较2季度的2.0%略有改善，意味着经济整体平稳、尚未失速。从贡献来看，消费仍是最大支撑，对经济环比增速拉动2.1%，而投资较2季度明显改善，其中，固定资产投资和存货投资较2季度对经济增速的拖累分别收窄了0.1个和0.9个百分点。

图5 美国各分项对实际 GDP 的环比拉动率 (%)



19年4季度美国消费维持稳定，投资或低位回升。19年10-11月美国零售和餐饮服务销售增速稳定在3.3%附近，是19年的平均水平，而12月消费者信心指数进一步回升到99.3，意味着4季度以来美国消费仍表现稳定。同时，美国11月制造业核心资本品订单增速由负转正，如果这一趋势未来延续，那么意味着其私人企业设备投资也可能从18年以来的持续放缓转为低位企稳乃至小幅回升。

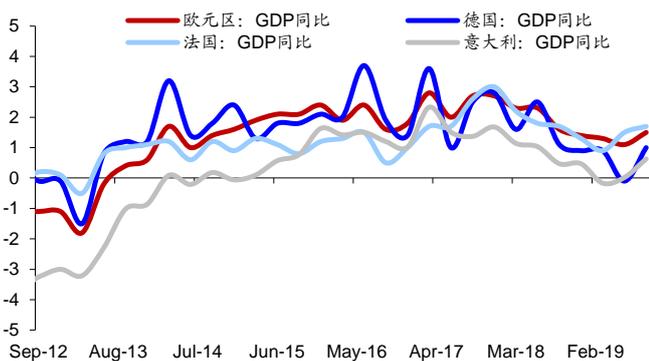
图6 美国零售餐饮销售增速和消费者信心指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

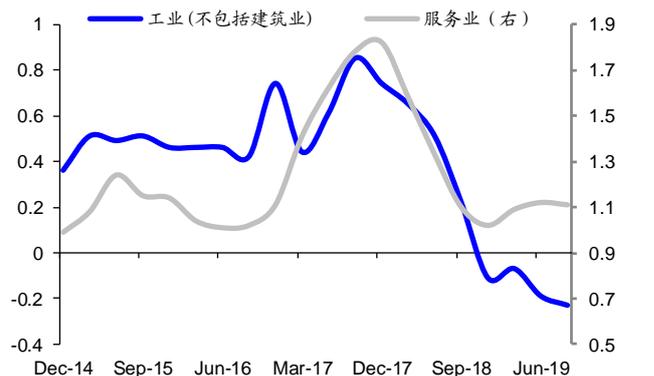
图7 美国核心资本品订单和私人设备投资增速（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

欧洲经济在最近一个季度也出现边际好转。19年3季度欧元区三大主要经济体德国、法国和意大利的GDP同比增速明显反弹，其中德国GDP同比从2季度的-0.1%大幅上升至3季度的1%。而欧元区整体3季度GDP环比折年率达到0.9%，相比2季度提升0.2个百分点。19年欧洲经济格局分化，主要是服务业支撑，前三个季度服务业对GDP同比的拉动率均在1个百分点以上，贡献了经济的大部分增长，而工业对经济的拖累扩大，三季度导致GDP增速下降0.2个百分点。

图8 欧元区、德国、法国和意大利 GDP 同比（%）


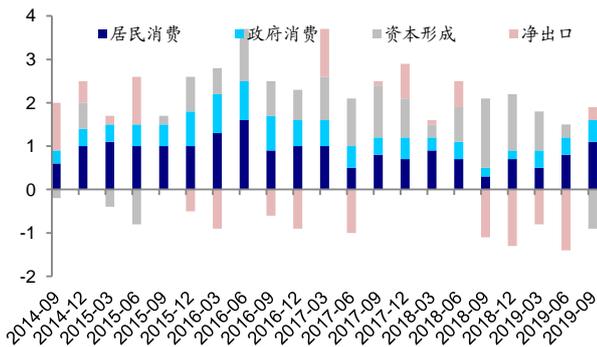
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 工业和服务业对欧元区 GDP 拉动率（%）


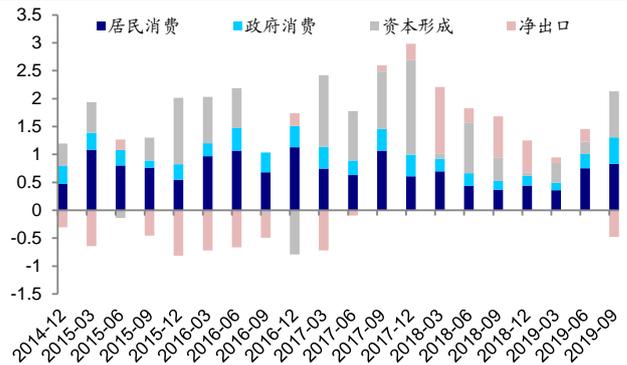
资料来源：Wind，海通证券研究所

受益于内需持续强劲，去年法国经济表现好于德国。19年法国GDP同比稳步回升，主要是内需贡献较大，消费和投资前三季度都稳健增长，尽管三季度净出口对经济拉动转负，但投资对经济拉动大幅上升，法国三季度GDP同比增速进一步升至1.7%。

而19年三季度德国净出口对经济贡献转负为正。18年三季度以来德国GDP同比增速一直处于1%以下的低位，并且19年二季度GDP同比增速一度跌入负增。拖累德国经济增长的主要因素是净出口，三季度这一情况有了改善，净出口对GDP同比的拉动率由负转正，这也是三季度德国经济增速大幅反弹的原因。

图10 德国各项对 GDP 同比的拉动率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 法国各项对 GDP 同比的拉动率 (%)


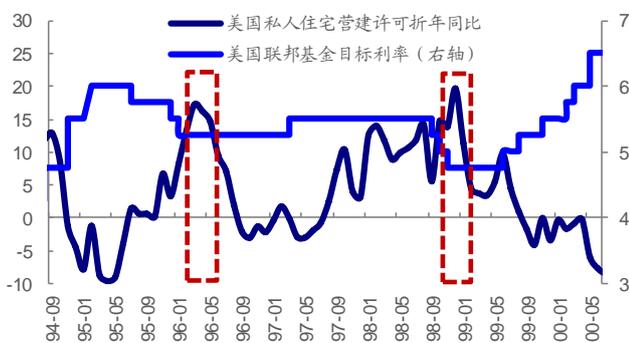
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 前景展望：或见短期改善

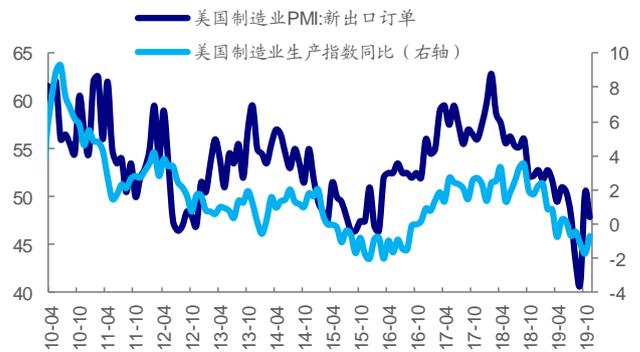
我们预计，未来半年内美国经济支撑仍在，衰退风险暂缓。

一方面，货币放松有助于住宅投资改善。参考 1995 和 1998 年的经验，在美联储停止“保险式”降息后的一个季度内，私人住宅投资仍有上行动力，而后回落到前期水平，这意味着未来 2020 年上半年的住宅投资较 19 年或有改善。

另一方面，贸易缓和有助于改善企业预期、提振企业投资。随着贸易局势短期缓和，19 年 4 季度美国 PMI 制造业新出口订单较 3 季度的低位有所修复，有利于企业生产的企稳，19 年 11 月的美国制造业生产指数就已出现跌幅收窄。在竞选连任的诉求下，我们预计至少在今年上半年，特朗普仍有较强的意愿保持贸易政策不再恶化，以改善企业预期，这将有利于提振 19 年持续走弱的企业投资。

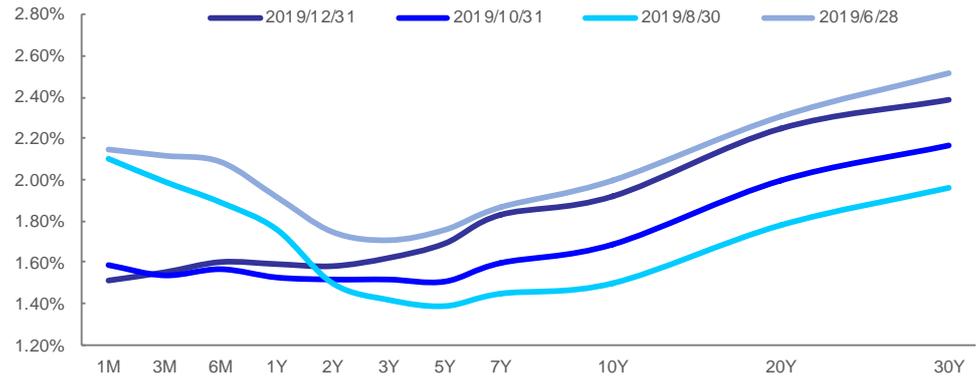
图12 美国私人住宅营建许可增速、联邦基金目标利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 美国 PMI 新出口订单和制造业生产指数同比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

中期趋势虽然放缓，短期衰退风险暂消。中期来看，已经处在复苏周期尾部的美国，随着减税刺激效应的消退，经济放缓趋势仍难以避免，且当前贸易的缓和期到底能持续多久、地缘政治风险是否会在大选之年上升并影响经济，目前也难下结论。不过货币和贸易方面积极因素的出现，还是给了经济一个短暂修复的机会，19 年 4 季度美债收益率曲线就已经结束倒挂，也意味着政策的及时调整使经济衰退的风险暂时得到缓解。

图14 不同时点美债收益率曲线


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而对于欧洲,如果今年全球贸易不继续恶化,将有利于净出口对经济的拉动。近几个月 Markit 全球制造业 PMI 低位回升,反映了贸易局势短期缓和带来的影响。19 年欧洲经济的火车头德国受到了净出口的拖累,如果 2020 年全球贸易出现回暖,净出口对其增长可能转为正向拉动。

而英国脱欧尘埃落定,也有利于欧洲经济的改善。19 年英国脱欧问题悬而未决,欧洲各国企业投资决策都受影响,而随着大选后英国首相明确将如期脱欧并开始贸易谈判,未来脱欧的不确定性有望下降。我们预计 2020 年欧洲面对的外部 and 内部环境都要好于 2019 年,欧洲经济可能出现小幅反弹。

图15 英国的经济、工业和服务业信心指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 欧元区 GDP 增速及 IMF 预测趋势 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 海外: 美伊紧张局势升级, 美联储公布 12 月会议纪要

2.1 美伊紧张局势升级

美伊紧张局势升级。上周五,美国军方对伊拉克采取空袭行动,致伊朗“圣城旅”指挥官卡西姆·苏莱曼尼少将丧生,伊朗随后称将对美进行猛烈报复。中东局势紧张使国际油价大幅跳涨 3% 以上,避险情绪驱动金价升至近 4 个月的高位。

2.2 美联储公布 12 月会议纪要

美联储公布 12 月会议纪要。上周五美联储公布 12 月会议纪要,与会委员认为只要经济状况符合前景,当前政策立场就仍适宜,同意将继续评估货币政策,但也对通胀过低表示担忧。此外有委员提出,利率水平长期较低可能鼓励过度冒险,或加剧金融失衡。

美国 12 月制造业 PMI 回落。上周五美国公布 12 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2，低于前值 48.1 及预期 49 的水平，为 2009 年 6 月以来最低。ISM 委员会主席称，贸易局势仍是导致制造业萎靡的最重要原因。

欧元区公布 12 月 PMI 终值。上周四，IHS Markit 公布欧元区 12 月制造业 PMI 终值 46.3，高于初值 45.9，但仍不及前值 46.9。德国、法国 12 月制造业 PMI 终值分别为 43.7 和 50.4，均略高于各自初值，但低于前值。

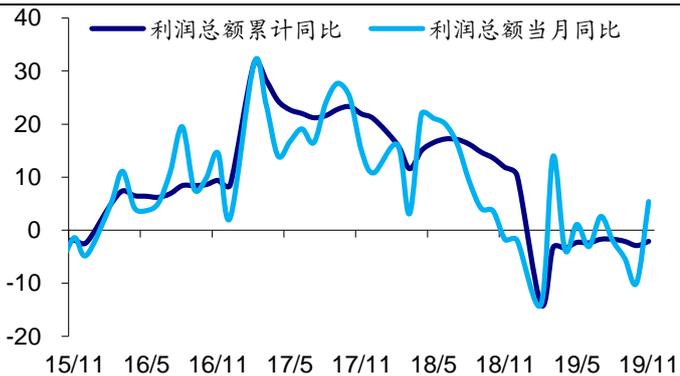
3. 国内经济：制造业景气仍强

3.1 工业利润增速转正

工业利润回升转正。1-11 月规模以上工业企业利润总额同比增速-2.1%，较 1-10 月降幅略收窄。其中 11 月当月增速回升转正至 5.4%，主要缘于工业生产和销售增长明显加快，工业品出厂价格降幅收窄。

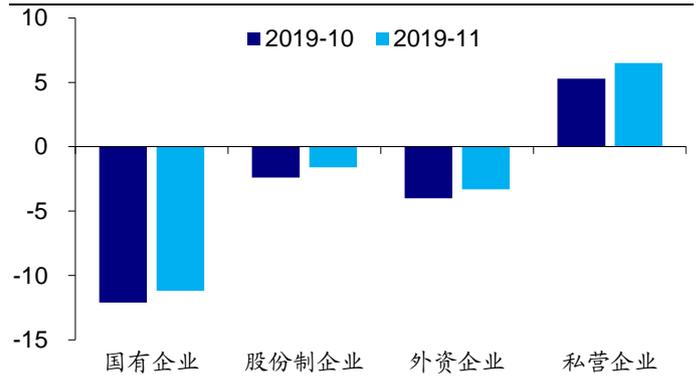
民企领跑国企转正。分经济类型来看，1-11 月国有企业、股份制企业、外资企业利润降幅均收窄，私营企业利润增速回升并领跑。其中国有企业 11 月当月利润增速由负转正。

图17 规模以上工业企业利润总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 规模以上工业企业利润总额累计增速：分经济类型 (%)

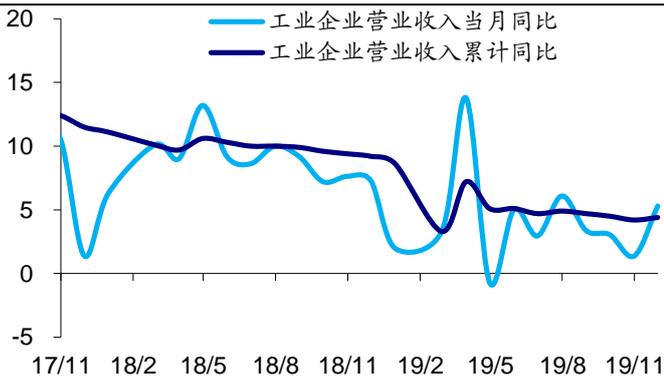


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业收入增速反弹。1-11 月规模以上工业企业营业收入同比增速反弹至 4.4%，其中 11 月当月增速反弹至 5.3%，印证 11 月工业增加值增速回升，指向工业生产和销售增长明显加快。

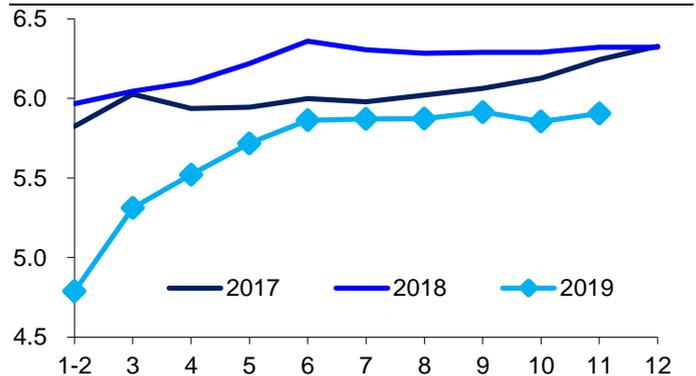
工业利润降幅收窄。而得益于工业品出厂价格降幅收窄，以及成本费用率同比涨幅缩窄，1-11 月工业企业营业收入利润率回升至 5.91%，同比降幅也有所收窄。

图19 规模以上工业企业营业收入同比增速 (%)



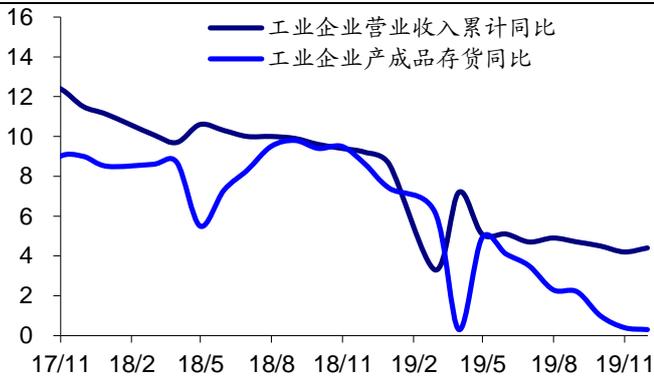
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 历年各月工业企业营业收入累计利润率 (%)

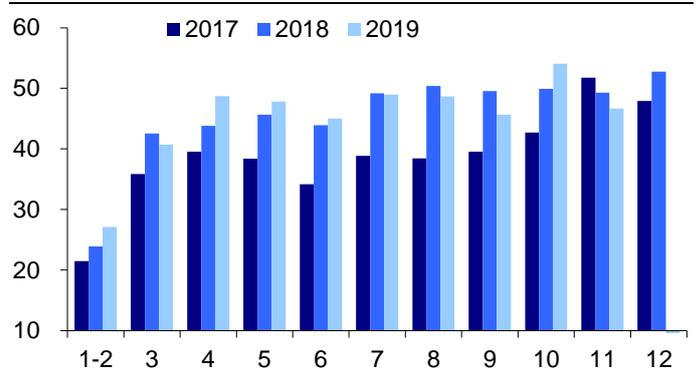


资料来源：Wind，海通证券研究所

被动去库存已临近。11月工业企业产成品存货增速继续回落至0.3%，较19年内低点持平。值得注意的是，11月库存收入比回落至46.6%，明显低于过去两年同期，印证库存状况已开始改善。从主动去库存到被动去库存的转变，意味着经济正在逐渐筑底企稳。

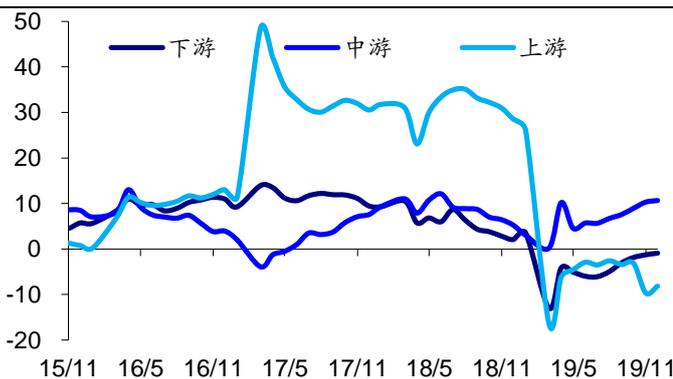
图21 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

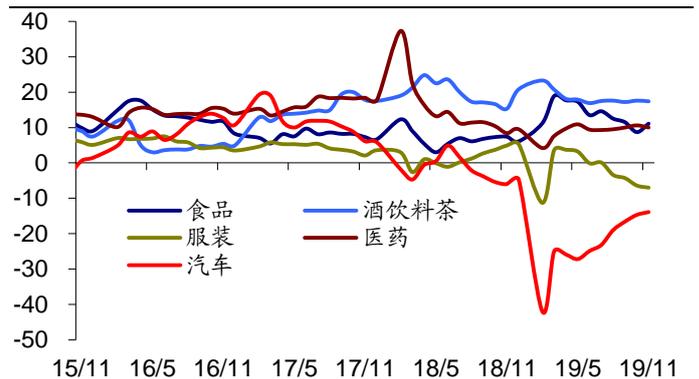
图22 工业企业历年各月库存销售比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

上游行业表现亮眼。1-11月41个工业大类行业中，28个行业利润总额同比增加，13个减少。受市场需求有所回升、产品价格上涨等因素影响，化工、石油加工、钢铁行业销售增速加快，利润增长回暖。11月化工利润当月同比增速从10月的-151.7%大幅上升至-0.2%，石油加工从-31.2%回升转正至45.5%，钢铁也从-64.3%回升至-16.3%。

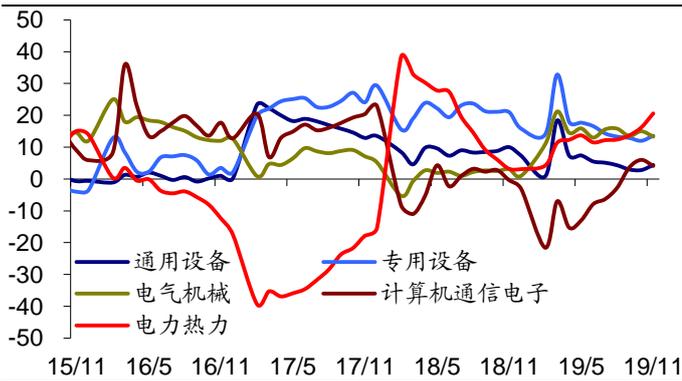
图23 上、中、下游行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

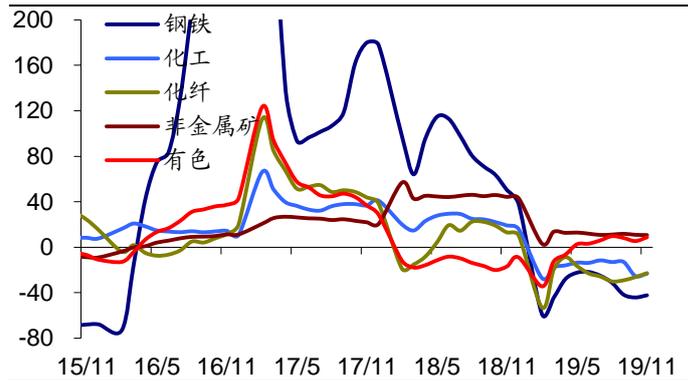
图24 下游消费品行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

行业利润涨多跌少。11月各行业利润增速较1-10月涨跌互现，分上中下游看：下游消费品类行业涨跌互现，其中食品、汽车增速上升，而酒饮料茶、纺织、医药下降；中游装备加工类行业涨多跌少，其中通用设备、专用设备、电力热力增速上升，而电气机械、电子设备增速下降；上游原材料类行业普遍回升，钢铁、有色、化工、化纤、煤炭利润增速均明显回升，仅建材增速下滑。

图25 中游加工行业利润总额累计同比增速 (%)


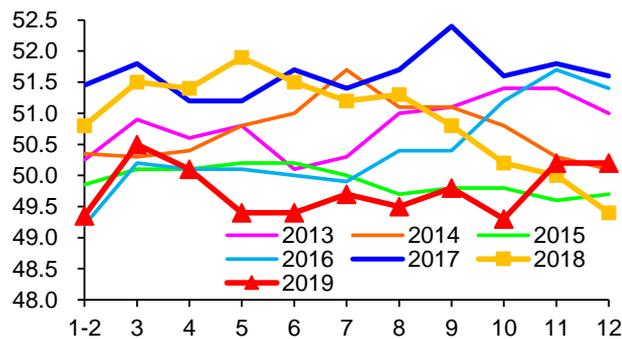
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 上游原材料行业利润总额累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 制造业景气仍强

12月制造业 PMI 高位持平。19年12月全国制造业 PMI 为 50.2%，较11月持平，维持在 19 年内次高点，且连续两个月处于扩张区间，指向制造业景气仍强。主要分项指标中，需求微降、生产反弹、价格回升、库存去化。分规模看，大型和小型企业 PMI 均有所回落，中型企业 PMI 明显走强，并由线下转至线上。

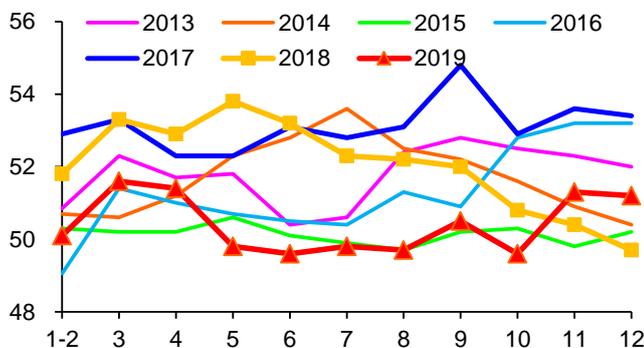
图27 全国制造业 PMI 综合 (历年月度比较) (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

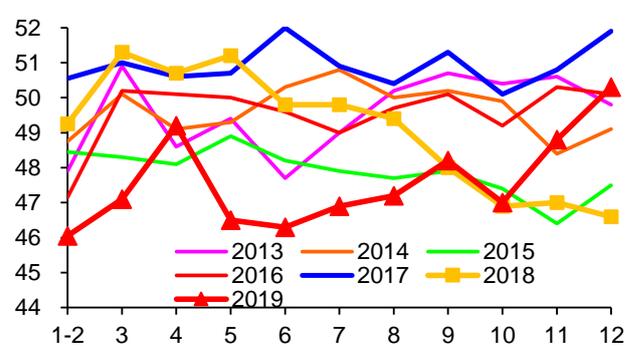
图28 全国制造业 PMI 综合 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

内需稳外需强。12月新订单指数由11月的 51.3%微降至 51.2%，维持在线上并仍处 19 年内高位，且高于 18 年同期水平，指向内需仍较平稳。12月新出口订单指数由11月的 48.8%反弹至 50.3%，创 18 年 6 月以来新高，受中美贸易摩擦缓和以及圣诞假期等因素影响，国外订单明显增长，指向外需有所走强。

图29 全国制造业 PMI 新订单 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

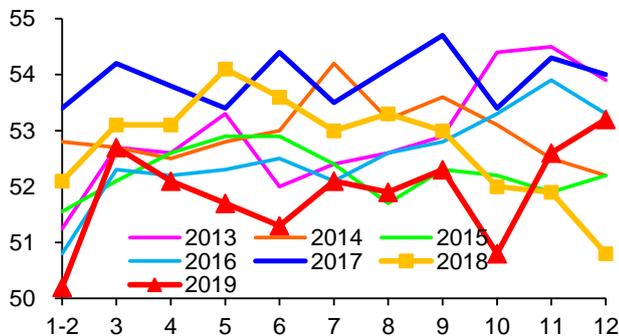
图30 全国制造业 PMI 新出口订单 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

生产态势仍旺，就业保持稳定。12月生产指数由11月的 52.6%反弹至 53.2%，创 18 年 9 月以来新高，12月以来发电耗煤增速虽略降至 5.8%，但仍在 19 年内高位，且

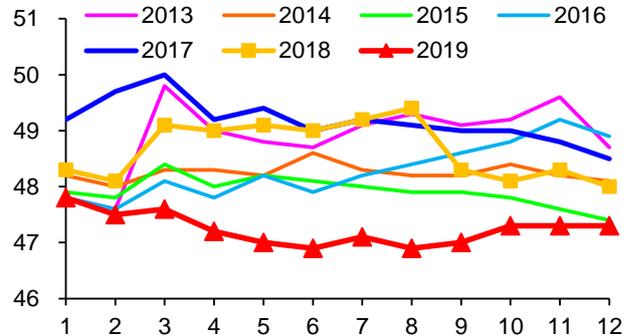
汽车、钢铁和化工等主要行业开工率较 11 月涨多跌少，指向工业生产态势仍旺。12 月 PMI 从业人员指标继续稳定在 47.3%，四季度均值也高于二、三季度，指向制造业企业用工稳中向好，就业压力整体可控。近期政府接连印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》和《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，全力防范化解规模性失业风险，确保就业形势总体稳定。

图31 全国制造业 PMI 生产指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

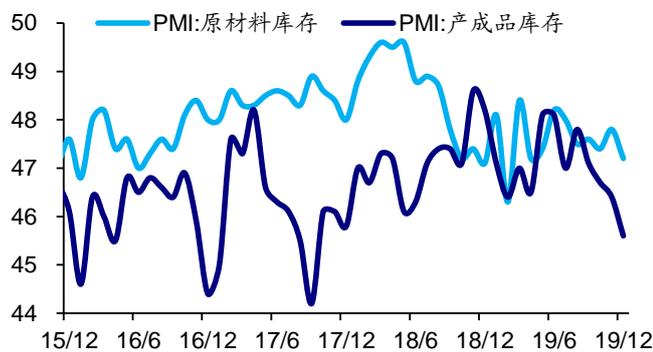
图32 全国制造业 PMI 就业指标 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

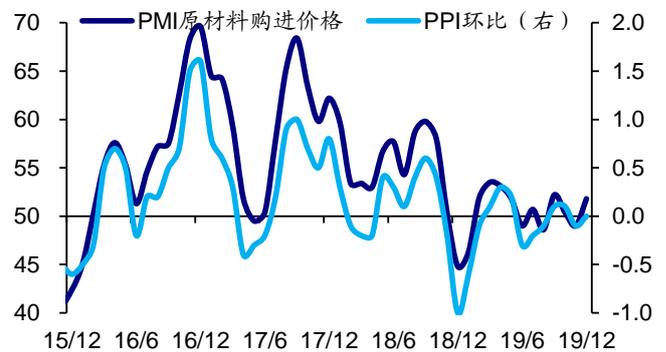
价格回升，库存去化。12月原材料购进价格指数由11月的49%反弹至51.8%，出厂价格指数同步上行至49.2%，12月以来国内油价上调，煤价保持稳定，钢价小幅上涨，我们预测12月PPI环比持平，同比增速降幅缩窄至0.3%。12月原材料库存指数由11月的47.8%回落至47.2%，产成品库存指数由11月的46.4%继续下滑至45.6%，供需格局良好，令库存有所去化。

图33 全国制造业 PMI 原材料库存和产成品库存 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 全国制造业 PMI 购进价格指数和 PPI 环比增速 (%)

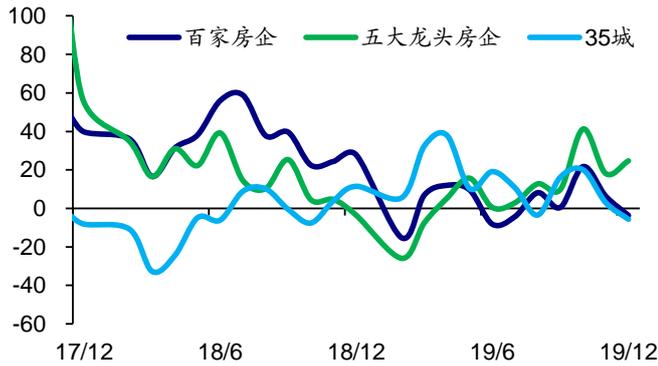


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 需求稳中趋缓

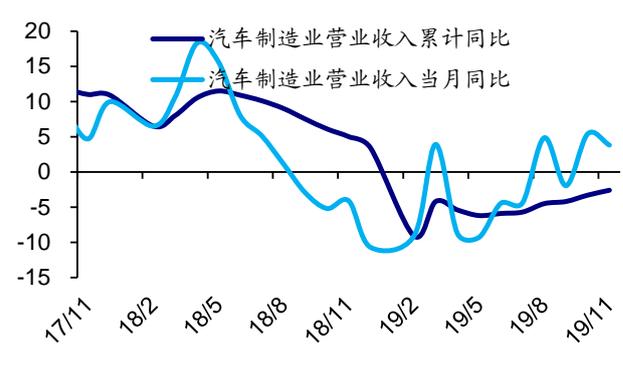
地产销售转负，汽车营收回落。受 18 年同期高基数影响，12 月 35 城地产销量增速转负至-5.7%，百家龙头房企销量增速同步转负至-4%，但五大龙头房企销量增速升至 25%。11 月汽车制造业营业收入增速小幅回落至 3.8%，但仍处 19 年内较高水平，累计增速继续回升。

图35 百家、五大龙头房企及 35 城地产销量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 汽车制造业营业收入同比增速 (%)

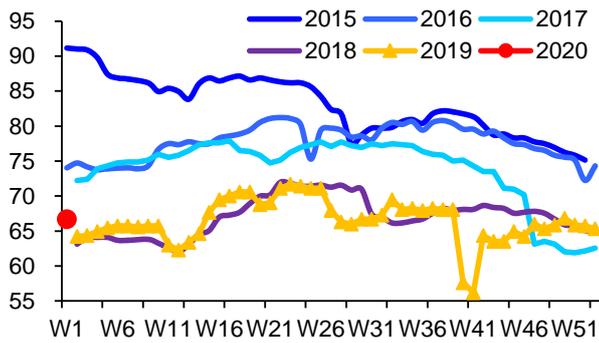


资料来源: Wind, 海通证券研究所。

3.4 生产态势仍旺

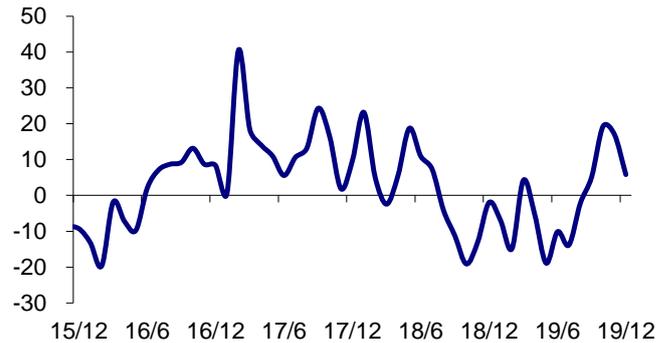
高炉开工回升，发电耗煤略降。上周全国高炉开工率升至 66.7%，Mysteel 样本钢厂钢材产量增速略降，但 12 月前 4 周钢材产量增速明显高于 11 月。受 18 年同期高基数影响，12 月六大集团发电耗煤同比增速降至 5.8%，较 11 月有所回落，但仍处于 19 年内较高水平，意味着工业生产依旧较旺，12 月工业生产有望保持稳定。

图37 历年各周全国高炉开工率水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 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 食品价格继涨

上周猪肉价格环比上涨 0.3%，蔬菜和水果价格继续上涨，禽肉价格有所回落，食品价格整体上涨 0.2%。

图39 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 猪肉批发价格（元/公斤）

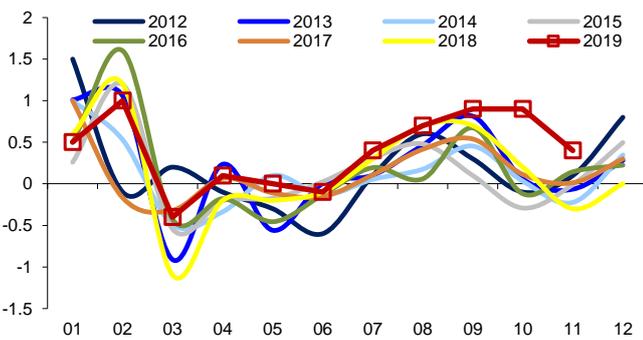


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 CPI 回落

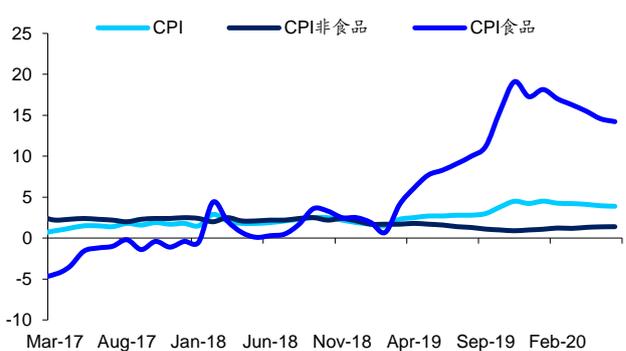
12月以来猪价整体比11月回落，蔬菜价格出现大幅反弹，水果价格小幅回升。12月商务部食用农产品价格环比下跌0.8%，12月农业部农产品批发价格环比上涨3.7%，预测12月CPI同比回落至4.2%。

图41 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图42 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

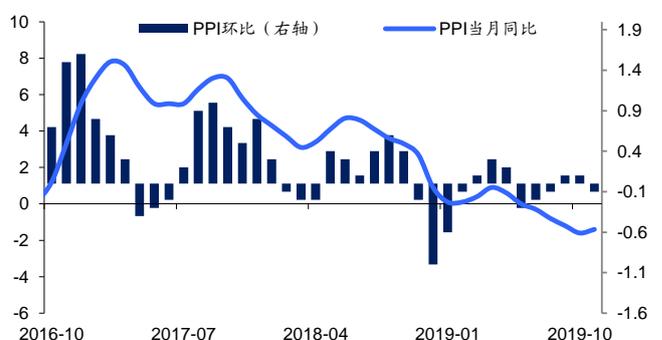
12月国内油价上调，煤价保持稳定，钢价小幅上涨，12月商务部生产资料价格指数环比上涨0.6%，预计12月PPI环比上涨，12月PPI同比降幅大幅缩窄至0.3%。

图43 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图44 PPI 同比及环比（%）

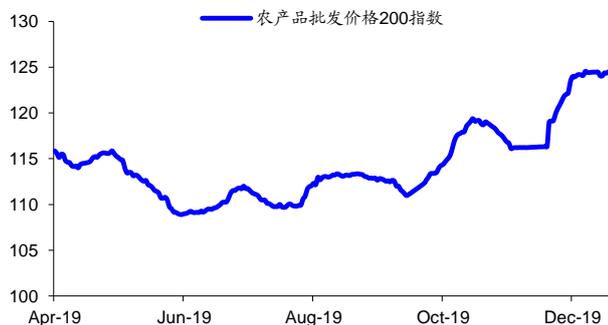


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 通胀预期回升

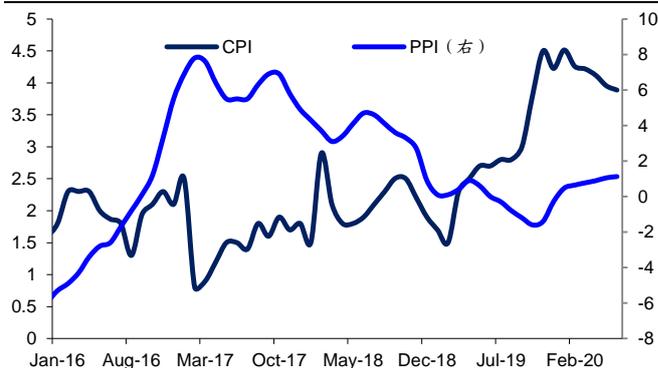
临近春节，蔬菜和水果价格均出现季节性上涨，短期食品价格仍然存在上涨压力。而近期美国和伊朗局势紧张推升油价，叠加 18 年的低基数效应，PPI 降幅明显收窄，并有望于 20 年 1 月转正。总体看短期通胀预期仍趋回升。

图45 农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图46 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)



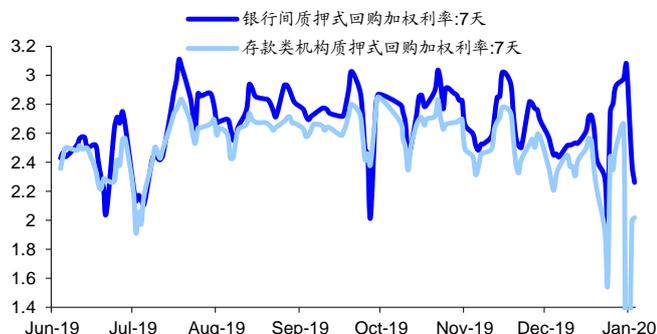
资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 流动性：货币灵活适度

5.1 货币利率回升

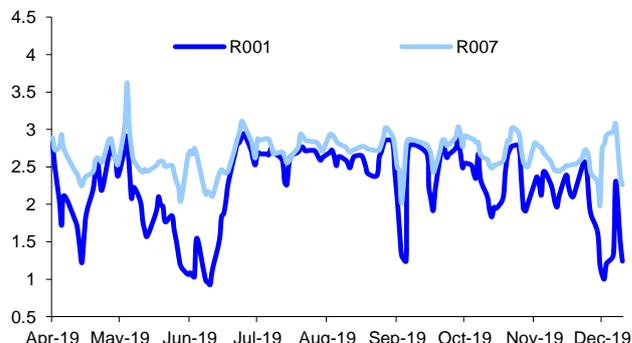
上周货币利率回升，其中 R007 均值上行 13bp 至 2.68%，R001 均值上行 38bp 至 1.06%。DR007 上行 7bp 至 2.22%，DR001 上行 13bp 至 1.21%。

图47 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48 R001 和 R007 (%)

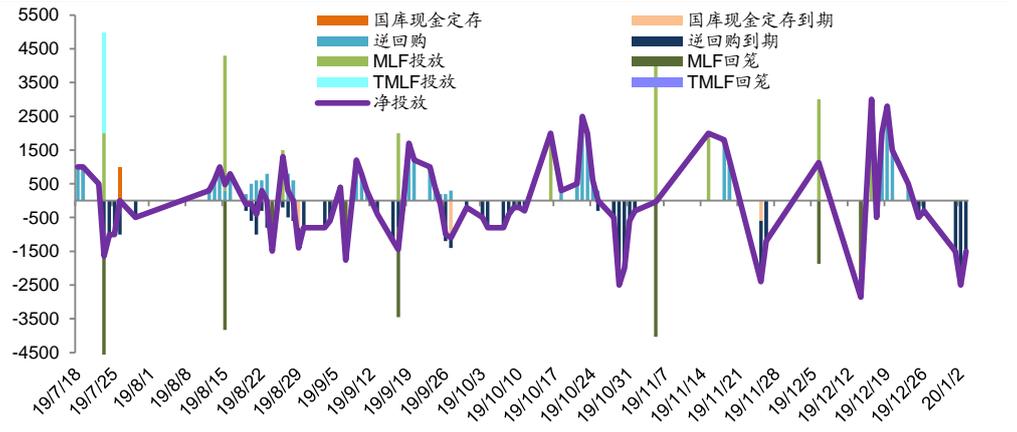


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行大幅回笼

上周央行暂停公开市场操作，逆回购到期回笼货币 5500 亿，上周央行净回笼 5500 亿。

图49 央行公开市场操作 (亿元)

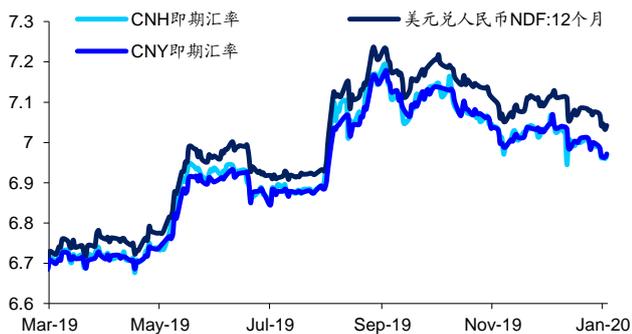


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率小幅回升

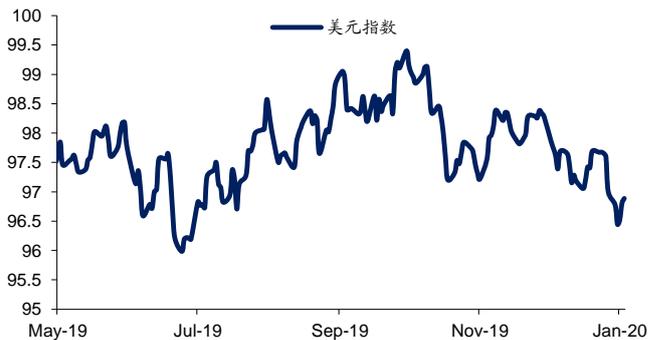
上周美元指数先降后升, 人民币兑美元汇率小幅回升, 在岸和离岸人民币均回升至 6.97。

图50 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图51 美元指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 货币灵活适度

1月1日央行宣布1月6日全面降准0.5个百分点, 预计释放8000多亿流动性。但央行在1月第一周暂停逆回购, 回笼资金5500亿, 反映货币政策的灵活适度。未来随着地方债大规模发行, 春节前现金需求旺盛, 短期内流动性缺口仍大, 央行或将持续开展MLF及逆回购操作来调节流动性水平。

图52 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53 金融机构超额准备金 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 政策：制造业稳增长

财政注重结构调整。国务院副总理韩正在财政部召开财税部门座谈会，强调积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，要把减税降费政策落实落细。坚持“以收定支”，从严从紧管好财政支出，加强预算绩效管理。按照“资金跟项目走”的原则，安排用好地方政府专项债券，尽快形成实物工作量。

制造业稳增长。20年首次国常会确定促进制造业稳增长的措施。实施差异化信贷政策，鼓励增加制造业中长期贷款，股权投资、债券融资等更多向制造业倾斜。出台信息网络等新型基础设施投资支持政策。更好发挥民营和中小企业在制造业投资中的作用。深挖内需潜力，完善促进汽车产业发展的措施。

推动成渝双城经济圈。中央财经委员会召开第六次会议，会议指出，推动成渝地区双城经济圈建设，有利于在西部形成高质量发展的重要增长极，打造内陆开放战略高地。强化重庆和成都的中心城市带动作用，使成渝地区成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地。

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			
2020/1/7	11月耐用品:新增订单:季调:环比	0.23	--
2020/1/7	12月非制造业 PMI	53.90	54.50
2020/1/8	12月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	0.05	--
2020/1/9	1月04日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	222.00	--
2020/1/10	12月失业率:季调(%)	3.50	--
2020/1/10	12月新增非农就业人数:季调(千人)	266.00	--
欧元区			
2020/1/6	11月欧盟:PPI:同比(%)	-1.60	--
2020/1/9	11月欧盟:失业率(%)	6.30	--
2020/1/9	11月欧元区:失业率:季调(%)	7.50	--
中国			
2020/1/7	12月外汇储备(亿美元)	30955.91	--
2020/1/9	12月 CPI:同比(%)	4.50	4.62
2020/1/9	12月 PPI:同比(%)	-1.40	-0.31

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

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

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(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 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 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 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张弋 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(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@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
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(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
 巩柏舍 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
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 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