

2022年11月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

货币政策首提“维护币值稳定”

—高频指标半月报（10/23-10/29）

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

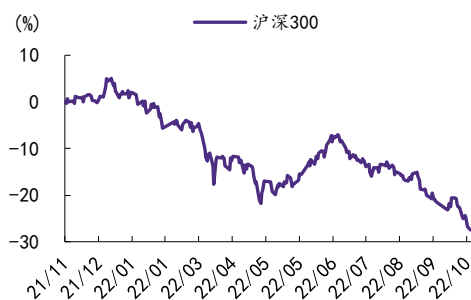
分析师：周灏 S1050522090001

✉ zhouhao@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《关注海外能源短缺与猪周期上行》

20221011

《风格短期均衡而非长期切换》

20220928

《从量价结构拆解出口韧性》 20220908

《欧洲能源危中有机：聚焦能源保障与

产能转移》 20220927

1、近期有哪些值得关注的经济指标？

疫情持续扰动，居民出行消费、工业生产及基建开工端大多回落，供需双走弱；10月在疫情扰动下，地产销售再回落，商品房和二手房成交分别较上月下降24.2%和4.57%；猪肉价格调控初见成效，本周猪价小幅回落，后续仍有下行空间。

2、近期市场利率怎么看？

月末叠加税期将近，资金需求增加，央行逆回购放量呵护市场流动性。市场利率大多上涨，隔夜操作利率大幅上行。本周新增温州、安庆两城调降首套房贷利率。

3、PMI再次回落、稳增长压力加大

10月PMI时隔一个月重回收缩区间，主因供需双走弱，其中需求相对更弱；大中小企业景气度均下滑，稳就业压力加大；服务业景气度大幅走弱拖累非制造业PMI降至收缩区间，建筑业PMI改善力度放缓但景气度仍高；10月经济金融数据大概率再次下滑。

后续来看，修复市场信心、提振有效需求将是接下来拉动经济修复的重点，基建、地产端稳增长、提内需政策有望持续发力。

4、货币财政政策后续怎么看？

10月28日央行行长易纲在国务院关于金融工作情况的报告中首提货币政策将“维护币值稳定”，这预示着货币政策重心或将从“以我为主”转向“内外兼顾”；9月财政数据结构有所改善，广义财政缺口增速放缓，但土地收入低位拖累政府性基金收入，年内难以改善；财政政策发力的重点或将落在“准财政”政策上。

后续来看，准财政及结构性货币政策将接力稳增长：5000亿专项债结存限额、6700亿政策性金融工具、PSL及专项贷款，以及四季度将提前下达的部分2023年专项债限额，都将从资金端保障后续稳增长发力。

风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 疫情反复冲击
- (3) 政策效果不及预期

正文目录

1、 经济：生产开工大多走弱	5
1.1、 疫情：疫情延续多点散发，跨省出行延续走低	5
1.2、 出口：外需回落，BDI 指数跌幅走阔	6
1.3、 地产：二手房挂牌价全线回落，地产销售延续下滑	6
1.4、 基建：疫情冲击开工，基指标大多回落	7
1.5、 工业：钢厂焦化开工回升，中下游开工大多回落	8
1.6、 消费：乘用车消费环比回升，但仍弱于上月同期	9
2、 通胀：农产品价格开始回落，原油价格小幅上涨	9
3、 流动性：央行净投放呵护流动性，市场利率大多上行	11
4、 PMI 再回落，稳增长压力加大	12
5、 准财政及结构性货币政策将接力稳增长	15
6、 风险提示	18

图表目录

图表 1：高频指标数据最新变动	4
图表 2：疫情延续多点散发，出行延续走低	5
图表 3：BDI 指数连续 3 周回调	6
图表 4：近期 30 大中城市商品房成交均回升（%）	6
图表 5：10 月地产销售再度转弱	7
图表 6：水泥指标连续 2 周下滑（%）	7
图表 7：除焦化，其余开工指标均走弱	8
图表 8：本周全钢胎开工率下滑，仅为季节性水平的 70%	8
图表 9：本周乘用车销量环比回升	9
图表 10：近期农产品价格环比大多下降（%）	9
图表 11：本周原油价格小幅上涨	10
图表 12：本周有色金属价格小幅上行	10
图表 13：近期流动性指标变动	11
图表 14：月末资金面偏紧，7 日操作利率大幅上行	11
图表 15：供需双走弱，需求表现更弱	12
图表 16：企业景气度下滑，就业也难以修复	13
图表 17：原材料价格与出厂价格差值走阔，企业利润端受挤压	13
图表 18：2022 年 10 月 PMI 整体好于 7 月	14
图表 19：今年以来，货币政策首提“维护币值稳定”	15
图表 20：9 月财政收支结构有所改善	16

图表 21: 截至 9 月, 收入端完成进度均落后往年.....	16
图表 22: 今年以来土地收入持续低位拖累政府性基金收入.....	17
图表 23: 广义财政收支缺口增速放缓, 但年内难见改善.....	18

近期疫情多点散发，阻碍居民出行修复；外需持续回落，BDI 指数加速回落；土地成交量涨价跌，但地产销售延续下滑，疫情扰动下商品房销售难以修复；疫情持续扰动，生产开工大多回落；乘用车消费环比回升，但仍弱于上月同期；农产品价格止跌转跌，猪肉价格小幅回落。

图表 1：高频指标数据最新变动

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明	
疫情与出行	当周新增确诊	例	▲	14.31	1406	1230	新增确诊人数及无症状均上升	
	当周新增无症状	例	▲	31.95	5770	4373		
	9城地铁客运量	万人次	▲	1.59	3967.21	3904.98	主要城市地铁客运量小幅上升	
	百城拥堵延时指数	%	▲	0.02	1.53	1.51	城市拥堵指数基本持平	
出口	中国出口集装箱运价指数CCFI	—	▼	-4.99	1862.25	1959.96	出口集装箱运价指数持续回调	
	上海出口集装箱运价指数SCFI	—	▼	-4.56	1697.65	1778.69		
	波罗的海干散货指数BDI	—	▼	-9.10	1680.80	1849.00		BDI指数跌幅走阔
地产基建	100大中城市成交土地占地面积	万平方米	▲	11.89	2257.36	2017.48	土地成交面积涨幅收窄，溢价率小幅下跌	
	100大中城市成交土地溢价率	%	▼	-0.79	1.96	2.75		
	30大中城市商品房成交面积	万平方米	▼	-1.33	281.11	284.91	商品房销售持续下跌	
	城市二手房出售挂牌价指数:全国	—	▼	-0.06	189.83	189.95	全国二手房挂牌价延续下滑	
	12大中城市二手房成交面积	万平方米	▼	-3.49	174548.31	180851.04	二手房成交面积跌幅收窄	
	石油沥青装置开工率	%	▼	-2.00	41	43	石油沥青开工率止跌转跌	
	水泥磨机运转率	%	▼	-0.10	47.96	48.06	水泥磨机运转率、发运率持续回落	
	水泥发运率	%	▼	-0.56	51.60	52.16		
	水泥价格指数	点	▲	0.38	154.61	154.03	水泥价格持续回升，涨幅收窄	
	南华玻璃指数	点	▼	-4.51	1814.34	1900.07	玻璃价格延续下跌	
工业	南方八省电厂耗煤	万吨	▼	-8.30	175.60	191.50	重点电厂耗煤明显回落	
	唐山钢厂:高炉开工率	%	▼	-0.79	57.94	58.73	唐山钢厂开工率止跌转跌，产能利用率小幅回升	
	唐山钢厂:产能利用率	%	▲	0.40	75.52	75.12		
	主要钢厂:螺纹钢开工率	%	—	0.00	48.85	48.85	螺纹钢开工率无变动、产量上涨	
	主要钢厂:螺纹钢产量	万吨	▲	1.96	299.19	293.44		
	焦化企业开工率:产能>200万吨	%	▲	1.30	76.00	74.70	焦化企业开工率回升，	
	PTA:开工率	%	▼	-0.94	74.77	75.71	化工企业开工率延续下跌	
	开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	▼	-4.50	47.64	52.14	汽车轮胎开工率再度下滑	
开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	▼	-9.43	55.34	64.77			
库存	钢材	万吨	▼	-3.09	1003.36	1035.40	库存持续去化	
	螺纹钢	万吨	▼	-3.43	419.07	433.95		
	沥青	万吨	▼	-0.04	46919.00	46939.00		
	南方八省电厂存煤	万吨	▲	4.84	3100.00	2957.00		
	焦化厂炼焦煤库存	万吨	▼	-1.67	891.40	906.50		炼焦煤库存回落
消费	乘用车厂家零售:日均销量	辆	▲	22.05	52885.00	43330.00	乘用车销量止跌转涨	
	乘用车厂家批发:日均销量	辆	▲	59.46	69725.00	43727.00		
	当日电影票房	万元	▼	-40.46	10553.44	17724.97	电影票房延续回落	
	中国公路物流运价指数:整车运输	点	▲	0.03	1025.69	1025.36	整车物流运价小幅回升	
消费品	农产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-0.21	129.72	129.99	农产品批发价止跌转跌	
	菜篮子产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-0.25	131.87	132.20		
	猪肉平均批发价	元/公斤	▼	-0.01	35.27	35.27		猪肉价格止跌转跌
	28种重点监测蔬菜平均批发价	元/公斤	▼	-2.87	4.81	4.95		鲜菜小幅下降
通胀	Myspic综合钢价指数	元/吨	▼	-1.32	145.58	147.53	钢铁价格延续回落	
	焦煤	元/吨	▼	-3.36	1982.30	2051.30	煤炭价格小幅下降	
	动力煤	元/吨	▼	-2.20	840.60	859.48		
	布伦特原油	美元/桶	▲	3.32	95.04	91.99	布油小幅上涨	
	铝	美元/吨	▲	1.96	2244.80	2201.60	铝价止跌转涨	
	锌	美元/吨	▲	0.37	2915.00	2904.20	锌价止跌转涨	
	铁	元/吨	—	—	709.90	—	铜价格止跌转涨	
	铜	美元/吨	▲	1.68	7637.10	7510.90		

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

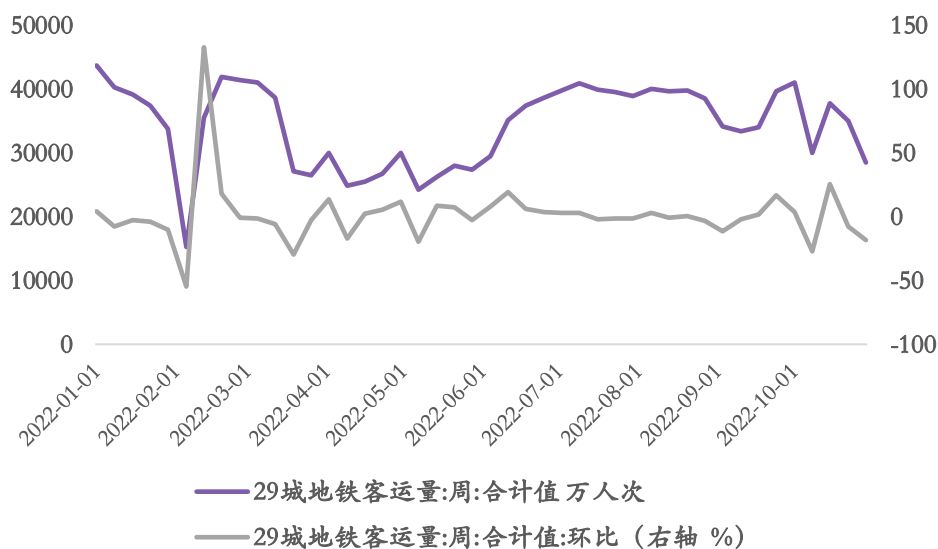
1、经济：生产开工大多走弱

1.1、疫情：疫情延续多点散发，跨省出行延续走低

本周全国疫情多点散发态势延续，多地发现 BA.5.2 进化分支，新增确诊及无症状均有所增加。截至 10 月 29 日，全国共有 2453 个高风险区（前值 2157）、1682 个中风险区（前值 1503），疫情主要影响地区 GDP 占比超过 75%。新疆、内蒙古和广东依然是全国累计新增感染病例数最多的三个省份；同时部分省份疫情在本周大幅扩散，本周福建、山东、青海、山西等地新增感染大幅上升。国内至少已有 6 地出现奥密克戎 BA.5.2 进化分支，包含福建、青海、广东、湖北、河南与江苏。BA.5.2 进化分支不仅传染性极强，平均 1 个感染者在其传染期内能够传染给 18 人，并且潜伏期较短，感染者从被感染到传染人平均仅为 2 天时间，最短仅需 24 小时，进而导致疫情迅速发展。

交运出行方面，受疫情延续扩散影响，多地继续实行静默管理，本周 9 城地铁客运量小幅回升，但 29 城地铁客运量环比下滑 18.31%，跌幅走阔；百城拥堵延时指数环比延续持平，同比延续下滑 2.81%，跌幅收窄；执飞航班环比延续下滑 2.22%，跌幅收窄，疫情扰动下，跨省出行修复迟缓。

图表 2：疫情延续多点散发，出行延续走低

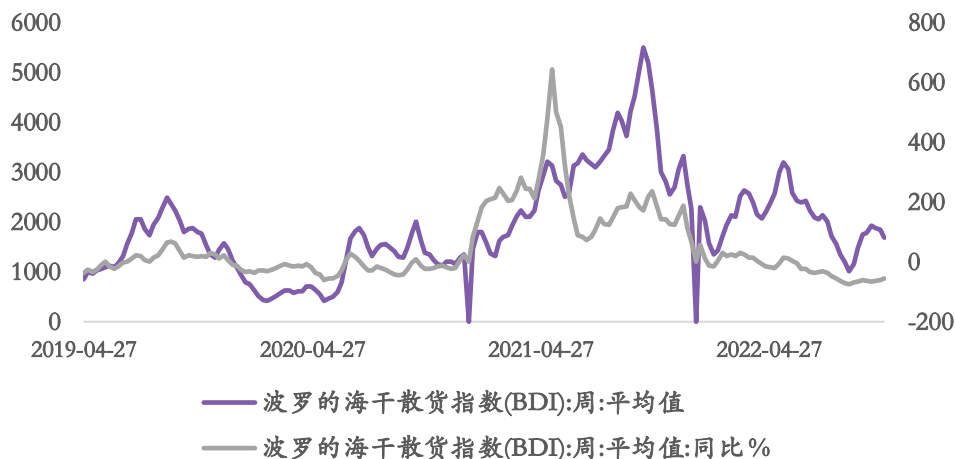


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、出口：外需回落，BDI 指数跌幅走阔

出口方面，外需回落，近期波罗的海干散货指数跌幅走阔，下跌 9.1%；出口运价延续回调，CCFI 和 SCFI 分别环比下行 4.99%和4.56%，出口依旧承压。

图表 3：BDI 指数连续 3 周回调

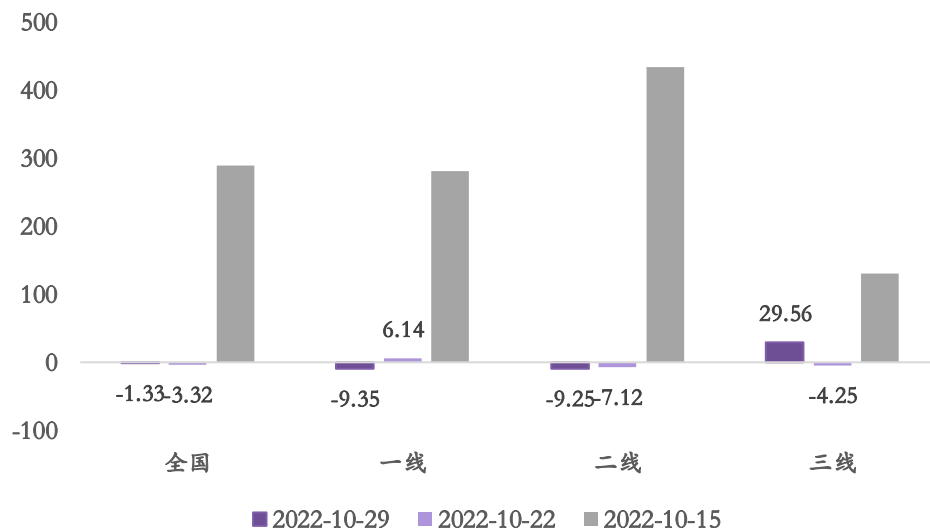


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.3、地产：二手房挂牌价全线回落，地产销售延续下滑

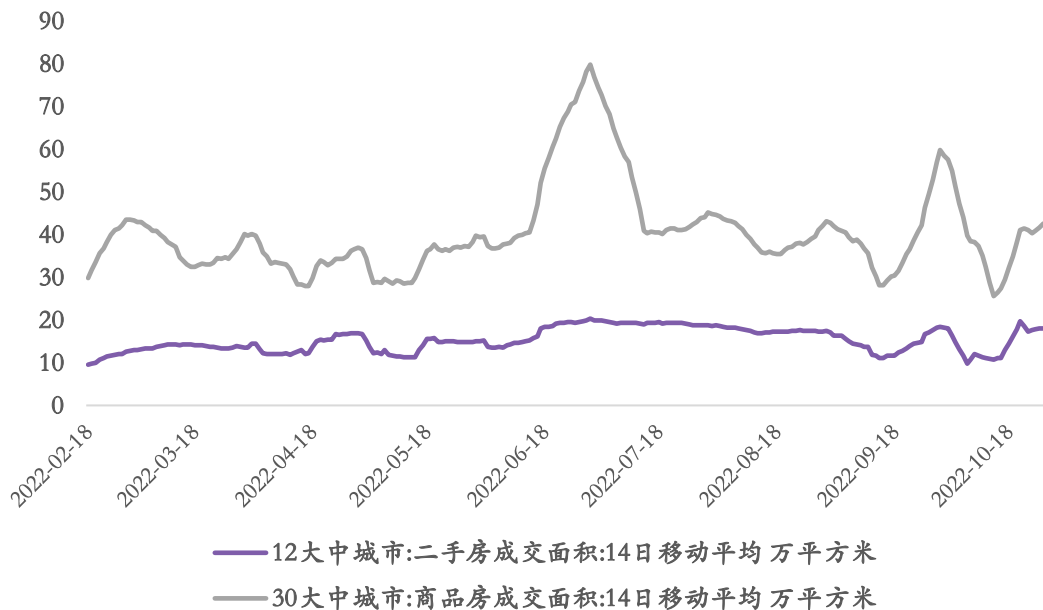
10 月 17 日-10 月 23 日，百城土地成交面积涨幅收窄，环比上升 11.89%，百城土地溢价率小幅下跌 0.79%。10 月 22 日-10 月 29 日，30 大中城市商品房销售面积持续下跌，环比下滑 1.33%，主因一二线城市需求均走弱，二手房成交面积环比回落 3.49%，跌幅收窄；截至 10 月 23 日，全国城市二手房挂牌价延续回落，跌幅收窄；10 月商品房和二手房成交分别较上月下降 24.2%和 4.57%，多地疫情反复冲击居民信心，地产销售再度转弱。

图表 4：近期 30 大中城市商品房成交均回升 (%)



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：10 月地产销售再度转弱

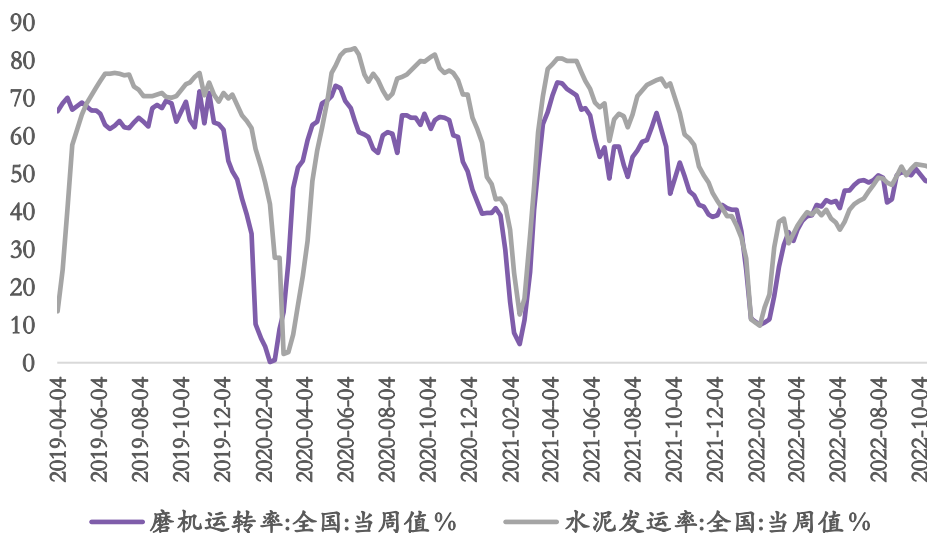


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.4、基建：疫情冲击开工，基指标大多回落

截至 10 月 26 日，石油沥青开工率回落，环比下降 2%；水泥磨机运转率及水泥发运率持续下滑，分别环比下跌 0.1%和 0.56%。10 月 22 日-10 月 29 日，水泥价格延续回升，环比上行 0.38%；南华玻璃指数延续下滑，环比下跌 4.51%。

图表 6：水泥指标连续 2 周下滑（%）

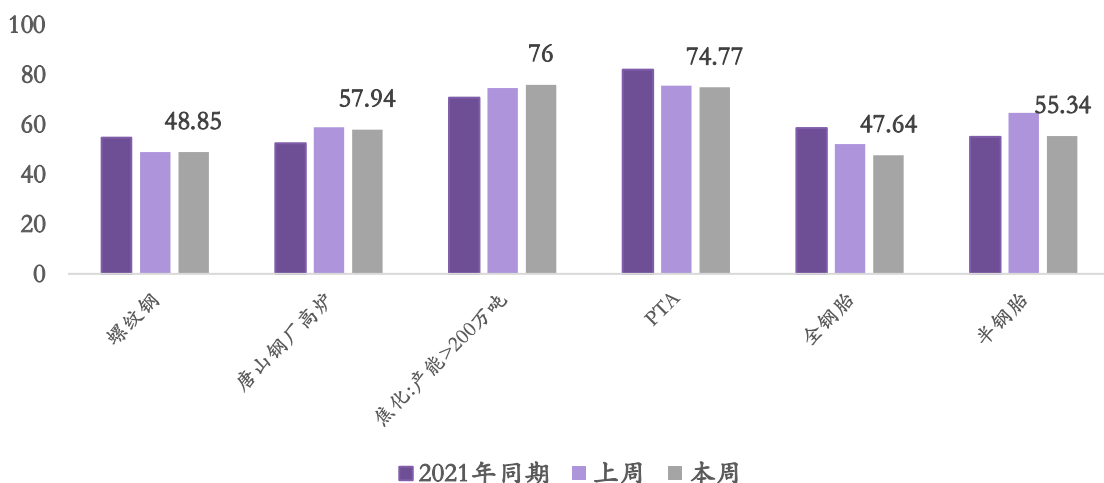


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.5、工业：钢厂焦化开工回升，中下游开工大多回落

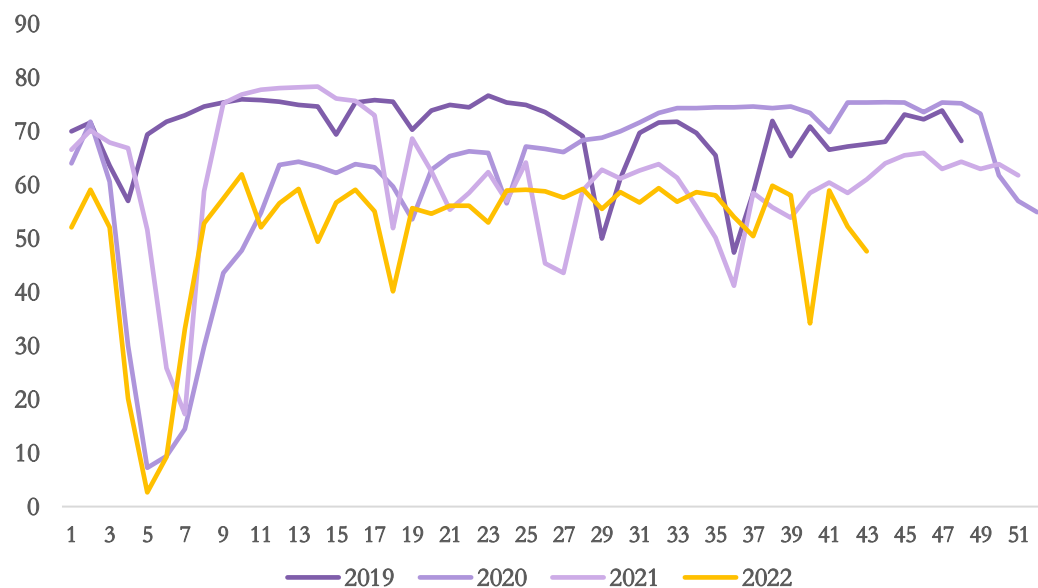
截至 10 月 22 日，南方电厂耗煤明显回落，较上期下降 8.3%；本周唐山钢厂高炉开工率止涨转跌，产能利用率小幅回升 0.4%，主要钢厂螺纹钢开工率无变动，产量环比上涨 1.96%；钢材和螺纹钢库存分别环比下滑 3.09%和 3.43%。中下游焦化企业开工率回升，较上期环比上升 1.3%，PTA 化工企业开工率延续下跌，环比下降 0.94%，PTA 产业链分化，江浙织机小幅回升，PTA 工厂及聚酯工厂均下跌；汽车轮胎开工率均持续下滑，全钢胎开工率下降 4.5%，半钢胎开工率下降 9.43%。

图表 7：除焦化，其余开工指标均走弱（%）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 8：本周全钢胎开工率下滑，仅为季节性水平的 70%（%）

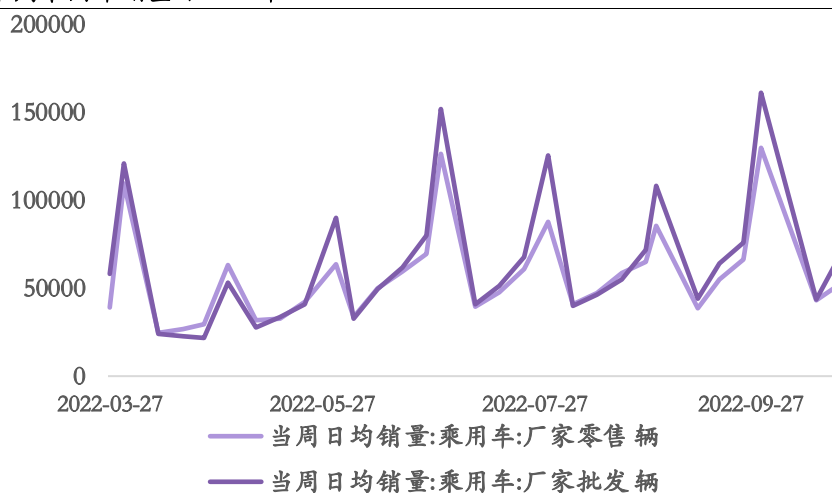


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.6、消费：乘用车消费环比回升，但仍弱于上月同期

截至 10 月 23 日，乘用车销量显著回暖，乘用车日均零售销量 5.2 万辆，较上周环比上涨 22.05%，厂家批发日均销量 6.9 万辆，环比上涨 59.46%，但 10 月乘用车零售及批发销量分别较上月同期下滑 9.89%和 7.51%；线下消费方面，本周全国票房收入延续回落，环比下降 40.46%。

图表 9：本周乘用车销量环比回升

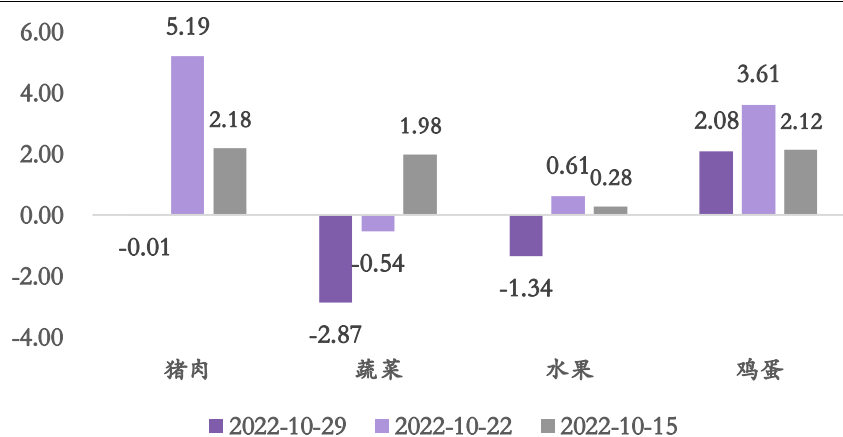


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2、通胀：农产品价格开始回落，原油价格小幅上涨

本周农产品批发价格 200 指数及菜篮子产品批发价格 200 指数止涨转跌，分别环比下跌 0.21%和 0.25%；猪肉价格止涨转跌，小幅下降 0.01%，结束了连续 2 个月的上涨，预期后续仍将下行。蔬菜和水果价格分别环比下降 2.87%和 1.34%，鸡蛋价格小幅上升，上升 2.08%。

图表 10：近期农产品价格环比大多下降（%）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

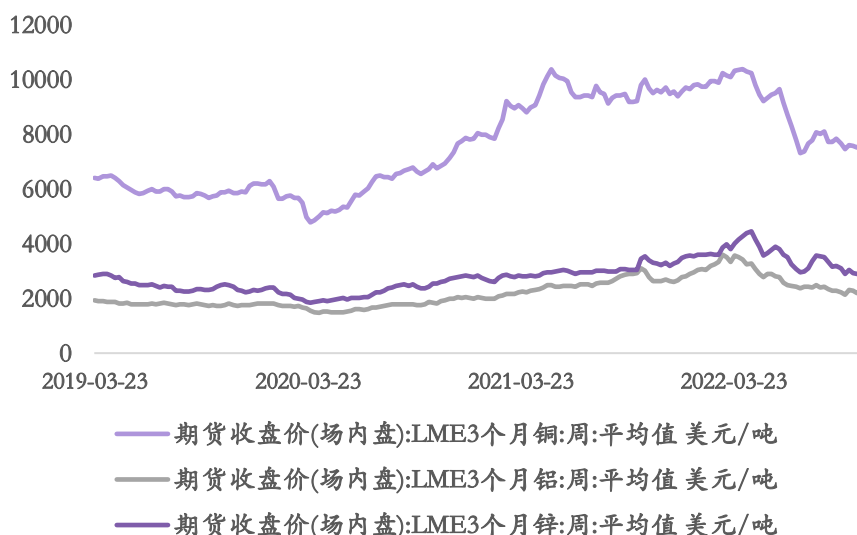
国内定价的资源品，钢铁价格小幅回落，本周 Myspic 综合钢价指数小幅下降 1.32%；煤炭价格均下跌，焦煤环比上升 3.36%，动力煤环比下跌 2.2%。国外定价的资源品中，原油、布油和 WTI 原油小幅上涨，分别环比上涨 3.32%、2.69%、2.69%；铝价、锌价、铜价止跌转涨，分别上涨 1.96%、0.37%、1.68%

图表 11：本周原油价格小幅上涨



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 12：本周有色金属价格小幅上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、流动性：央行净投放呵护流动性，市场利率大多上行

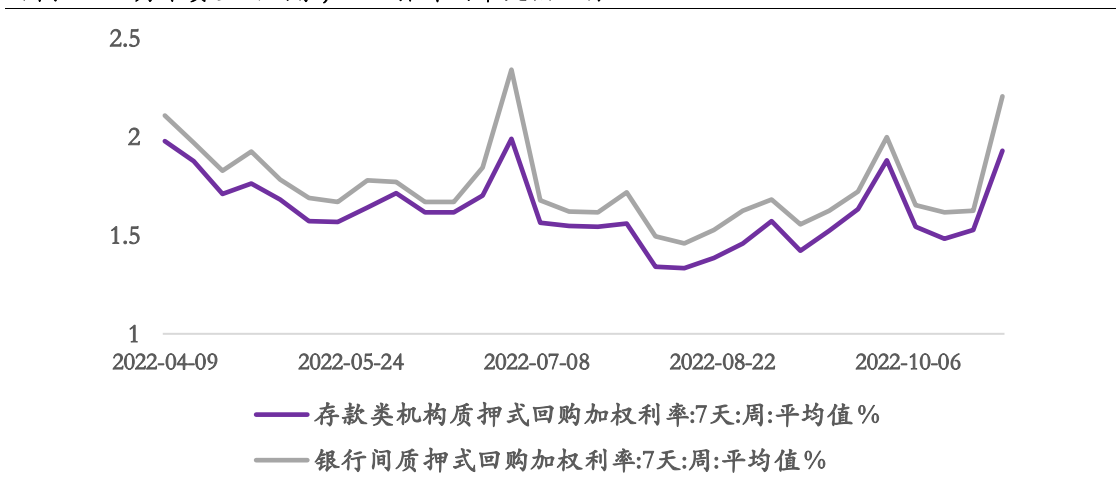
货币量方面，本周公开市场净投放资金 8400 亿元，月末叠加税期将近，资金量偏紧，央行净投放放量呵护流动性。货币价方面，政策利率无变动。月末资金需求较大，近期市场利率大多上升，隔夜操作利率大幅上升，其中 DR001 和 DR007 分别上升 53BP 和 57.8BP，7 日 Shibor 利率延续止跌转涨，大幅上涨 33.5BP。仅票据转贴现利率和国债收益率小幅下跌。国债逆回购利率大幅上升，GC001 和 GC007 分别上升 48.1BP 和 56.6BP。本周新增温州、安庆两城调降首套房贷利率，尚有哈尔滨等 7 城没有调降首套房贷利率。

图表 13：近期流动性指标变动

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明
量	公开市场净投放	亿元	▲	8590	8400	-190	
	逆回购净投放	亿元	▲	8590	8400	-190	央行公开市场净投放8400亿元
	MLF净投放	亿元	—	—	0	0	
价:政策利率	逆回购利率:7天	%	—	—	2.00	2.00	
	MLF利率:1年	%	—	—	2.75	2.75	政策利率无变动
	LPR利率:1年	%	—	—	3.65	3.65	
	LPR利率:5年	%	—	—	4.30	4.30	
货币市场利率	DR001	%	▼	53.0	1.79	1.26	隔夜操作利率及7日操作利率涨幅走阔
	DR007	%	▼	57.8	2.20	1.62	
	R001	%	▼	45.2	1.61	1.15	
	R007	%	▼	39.9	1.93	1.53	
	SHIBOR:一周	%	▼	33.5	1.91	1.58	7日Shibor利率延续止跌转涨
同业存单利率	同业存单到期收益率(AAA):1年	%	▼	2.1	2.03	2.01	1年期同业存单利率小幅上涨
	同业存单到期收益率(AAA):3个月	%	▼	7.2	1.83	1.76	
票据利率	国股转贴现利率:6个月	%	▲	-12.4	1.40	1.53	票据转贴现利率跌幅走阔
	国股转贴现利率:1年	%	▲	-11.2	1.40	1.51	
国债利率	国债收益率:1年	%	▲	-1.5	1.77	1.79	国债收益率小幅下跌
	国债收益率:5年	%	▲	-1.7	2.48	2.49	
	国债收益率:10年	%	▲	-0.7	2.71	2.71	
国债逆回购利率	GC001	%	▼	48.1	2.05	1.57	国债逆回购利率大幅上升
	GC007	%	▼	56.6	2.20	1.63	

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 14：月末资金面偏紧，7 日操作利率大幅上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

4、PMI 再回落，稳增长压力加大

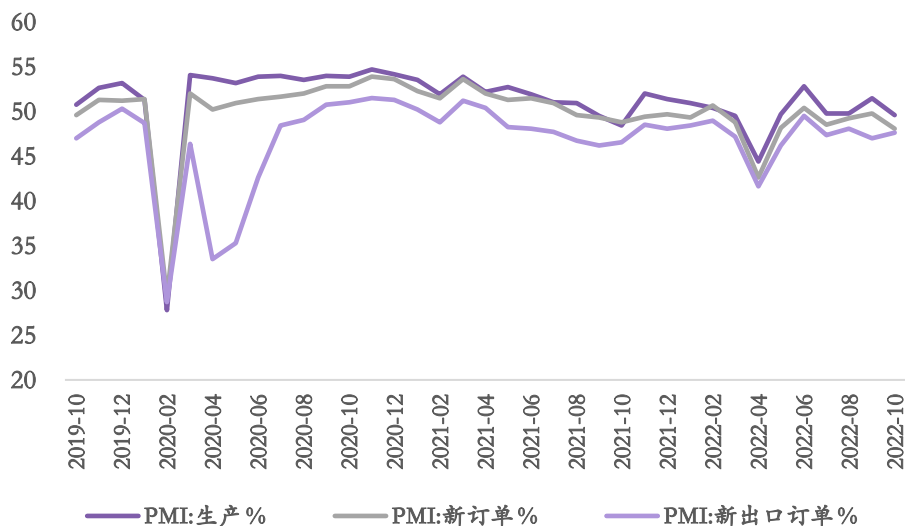
10 月 PMI 为 49.2，低于前值 50.1，时隔一个月重回收缩区间；10 月高频数据已显示出在疫情反复扰动下，生产、开工、出行、消费均有所下行，PMI 回落主因供需双走弱，其中需求相对更弱；大中小企业景气度均下滑，稳就业压力加大；服务业景气度大幅走弱拖累非制造业 PMI 降至收缩区间，建筑业 PMI 改善力度放缓但景气度仍高。

1) 供需双走弱，仅出口订单小幅上行

10 月 PMI 显示出供需双走弱，生产及新订单分别下行至 49.6 和 48.1，疫情反复扰动下生产开工均受阻，生产再度跌下收缩区间，需求表现更弱；供需两弱下，原材料库存及产成品库存都有所上行，分别升至 47.4 和 48。

需求端仅出口订单小幅上行 0.6 至 47.6，但仍低于历年均值 48.2 的水平；10 月上旬港口外贸集装箱同比增速-9.4%，且近期 BDI 指数加速下滑，外需总体回落；后续来看，在全球衰退的大背景下，虽然近期出口略有修复，但出口增速中枢下移是必然趋势。

图表 15：供需双走弱，需求表现更弱

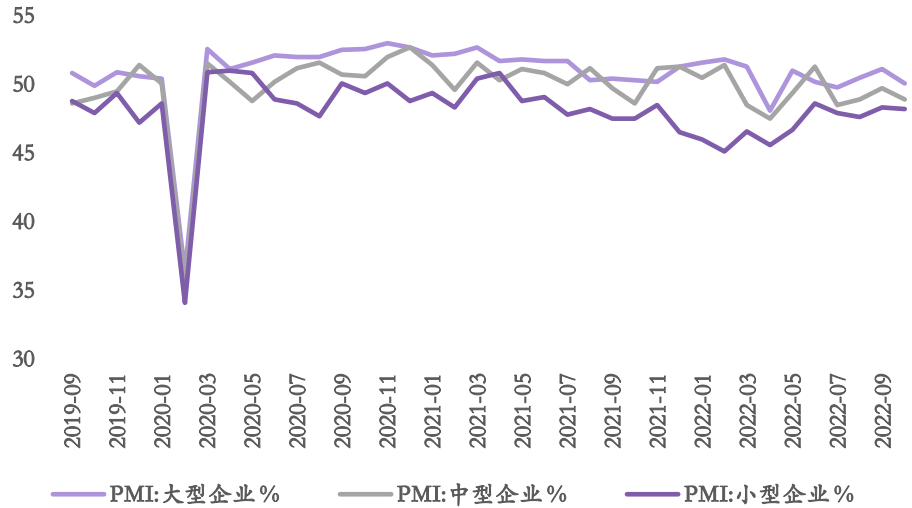


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2) 大中小企业景气度均下滑，就业端难以修复

10 月大中小企业 PMI 均有所下滑，分别降至 50.1、48.9、48.2；大企业表现较为坚挺，仍处于扩张区间，中型企业止涨转跌，停下了修复的节奏；小企业自 2021 年 5 月以来一直处于收缩区间，始终未见明显修复。企业端景气度回落，就业也难以修复，10 月从业人员 PMI 再度转降 0.7，降至 49，结合 9 月城镇失业率再次上行，稳就业压力仍大。

图表 16: 企业景气度下滑, 就业也难以修复

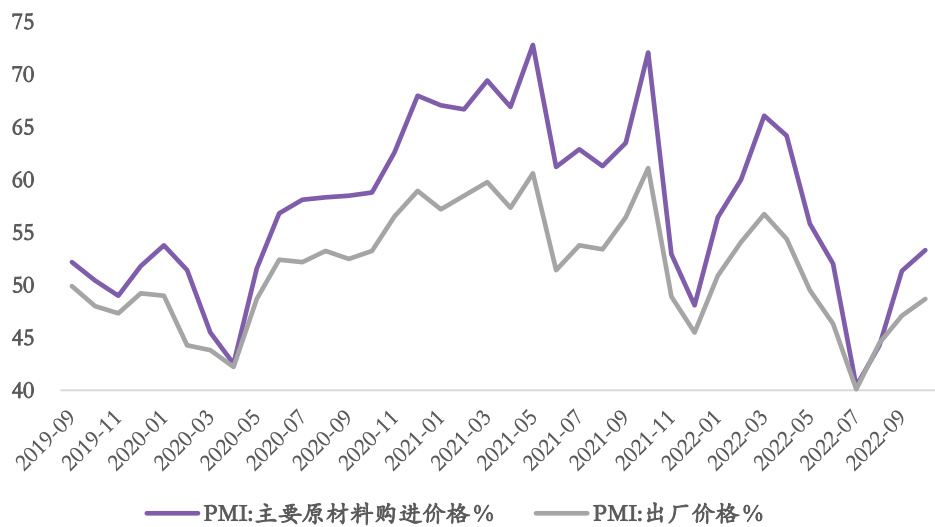


资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

3) 原材料价格与出厂价格差值走阔, 企业利润端受挤压

原材料价格与出厂价格均上行, 分别升至 53.3 和 48.7, 上游资源品涨跌互现, 但美元不断走强, 人民币汇率承压导致原料成本压力加剧; 出厂价格虽有所上升, 但价差再度走阔, 挤压企业端利润。

图表 17: 原材料价格与出厂价格差值走阔, 企业利润端受挤压



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

4) 服务业再度下滑拖累非制造业 PMI 降至收缩区间, 建筑业韧性较强

10月服务业及建筑业PMI分别为47和58.2，均较上期有所下滑，疫情扰动下居民出行消费、建筑业开工施工均受阻，其中服务业大幅收缩拖累非制造业PMI时隔4个月重回收缩区间。由于受到疫情封控的直接影响，服务业新订单PMI还处于41.7的较低位，9月餐饮社零消费虽然较三季度平均水平略有改善，但还是处于负增长，10月高频数据来看，出行消费也未见改善，预计短期内服务业PMI及社零消费仍将承压。

建筑业PMI虽然修复节奏较上月放缓，但还处于58.2的较高位，其中新订单及从业人员PMI均走弱，业务活动预期较上月提高1.5至64.2，韧性较强。从高频数据来看，10月石油沥青开工，水泥磨机运转、发运率均转弱，稳增长落地节奏放缓；但基建有政策性金融工具、PSL、专项债限额空间、及即将提前下达的2023年专项债额度托底，地产施工受到“保交楼”提振，仍是稳增长发力的重点。

高频数据和10月PMI均显示，疫情反复扰动下，生产开工受阻，需求表现更弱，经济下行压力仍大，10月经济金融数据大概率再次下滑。较7月来看，10月制造业PMI供需均好于7月，但从业人员较弱，稳就业压力大；非制造业尤其是服务业下行压力较大，建筑业修复放缓。近期多地疫情反复，且均处于增长期，预计短期内供需难以修复。

后续来看，修复市场信心、提振有效需求将是接下来拉动经济修复的重点，稳增长政策有望持续发力。从发力方向上来看，基建较有韧性仍将是发力的重点，而地产的产业链较长，对相关行业的拉动比较大，稳地产对稳定市场信心与提振内需均有重要的作用，后续可能会进一步发力。

图表 18：2022 年 10 月 PMI 整体好于 7 月

	10月环比变动	2022年10月	2022年9月	7月环比变动	2022年7月	2022年6月
制造业PMI	-0.9	49.2	50.1	-1.2	49	50.2
生产	-1.9	49.6	51.5	-3	49.8	52.8
新订单	-1.7	48.1	49.8	-1.9	48.5	50.4
新出口订单	0.6	47.6	47	-2.1	47.4	49.5
主要原材料购进价格	2	53.3	51.3	-11.6	40.4	52
出厂价格	1.6	48.7	47.1	-6.2	40.1	46.3
原材料库存	0.1	47.7	47.6	-0.2	47.9	48.1
产成品库存	0.7	48	47.3	-0.6	48	48.6
从业人员	-0.7	48.3	49	-0.1	48.6	48.7
供货商配送时间	-1.6	47.1	48.7	-1.2	50.1	51.3
生产经营活动预期	-0.8	52.6	53.4	-3.2	52	55.2
大型企业	-1	50.1	51.1	-0.4	49.8	50.2
中型企业	-0.8	48.9	49.7	-2.8	48.5	51.3
小型企业	-0.1	48.2	48.3	-0.7	47.9	48.6
高技术制造业	0.1	49.4	49.3	-1.3	51.5	52.8
装备制造业	0.1	49.6	49.5	-1	51.2	52.2
消费品行业	—	—	—	0.5	51.4	50.9
基础原材料行业	—	—	50.6	-1	47.2	48.2
非制造业PMI	-1.9	48.7	50.6	-0.9	53.8	54.7
服务业	-1.9	47	48.9	-1.5	52.8	54.3
建筑业	-2	58.2	60.2	2.6	59.2	56.6
综合PMI:产出指数	-1.9	49	50.9	-1.6	52.5	54.1

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

5、准财政及结构性货币政策将接力稳增长

10月28日国常会上，央行行长易纲在国务院关于金融工作情况的报告中表示，后续将实施稳健的货币政策，使社会融资规模增长与经济增长总体匹配；今后一段时间，我国有条件尽量长时间保持正常的货币政策，维护币值稳定。今年以来货币政策首提“维护币值稳定”，这预示着货币政策重心或将从“以我为主”转向“内外兼顾”，降准降息的节奏将有所放缓，降低中美货币政策背离的压力；后续来看，稳增长更多将以财政政策及结构性货币政策为主。

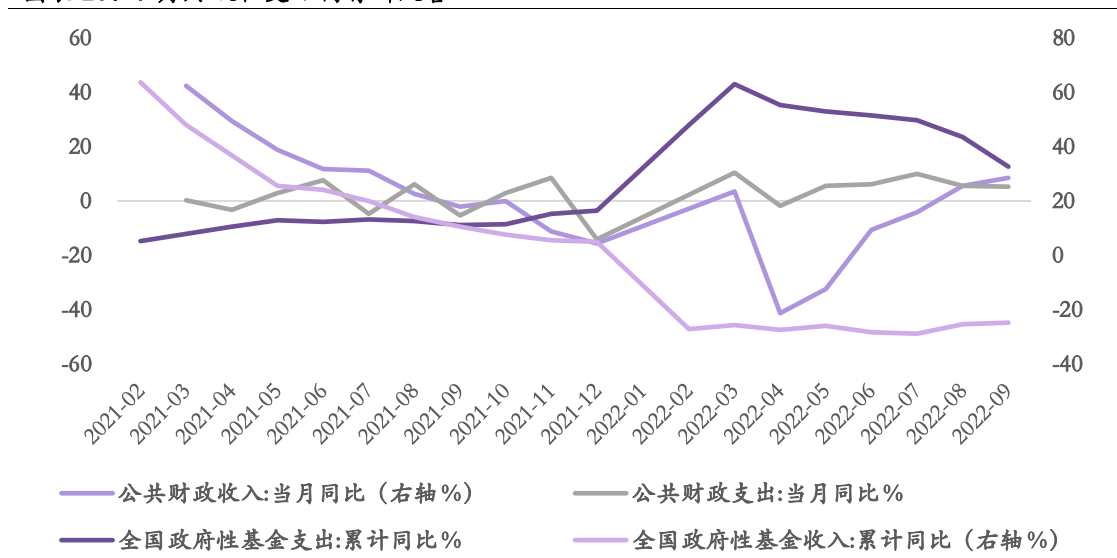
图表 19：今年以来，货币政策首提“维护币值稳定”

时间	文件	主要内容
2022/10/28	国务院关于金融工作情况的报告	<p>我国有条件尽量长时间保持正常的货币政策，维护币值稳定。</p> <p>1、总量上，保持流动性合理充裕，加大对实体经济的信贷支持力度，助力实现扩投资、带就业、促消费综合效应，稳定宏观经济大盘。</p> <p>2、价格上，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资和个人消费信贷成本。加强预期管理，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>3、结构上，继续用好结构性货币政策工具，突出金融支持重点领域，的专项再贷款。</p>
2022/9/29	货币政策委员会三季度例会	<p>稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。</p> <p>1、为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。</p> <p>2、用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设；结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款。</p>
2022/8/10	央行二季度货币政策执行报告	<p>加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。</p> <p>2、保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。</p>
2022/5/10	央行一季度货币政策执行报告	<p>稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。</p>

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

9月财政收支结构均有改善。从财政数据来看，9月一般公共预算收入15.3万亿，一般公共预算支出19万亿，政府性基金收入4.6万亿，政府性基金支出8万亿；增速上来看均有改善，9月公共预算收入同比增速走阔，政府性基金收入跌幅收窄，支出端增幅均收窄。

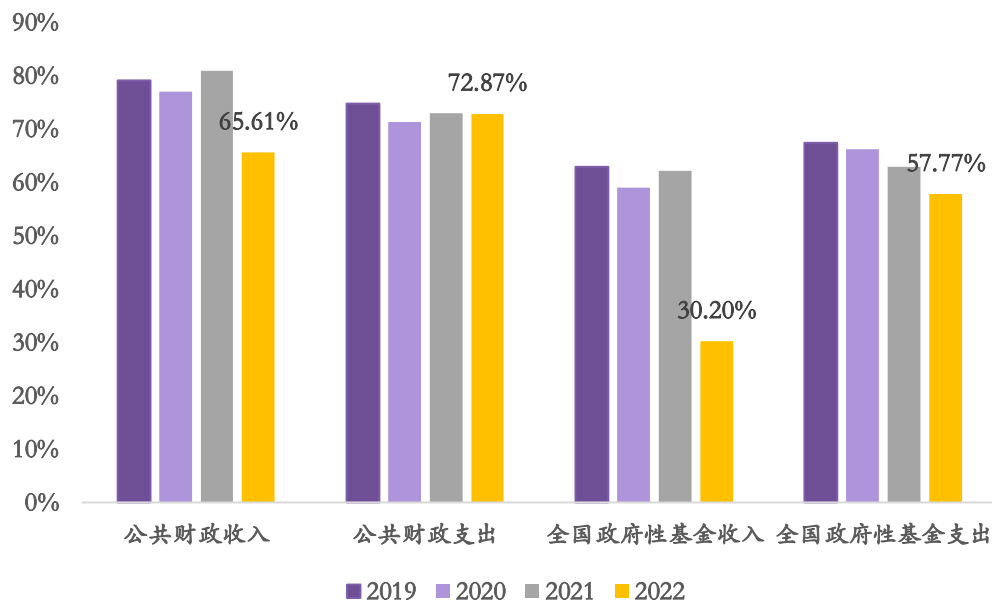
图表 20：9 月财政收支结构有所改善



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

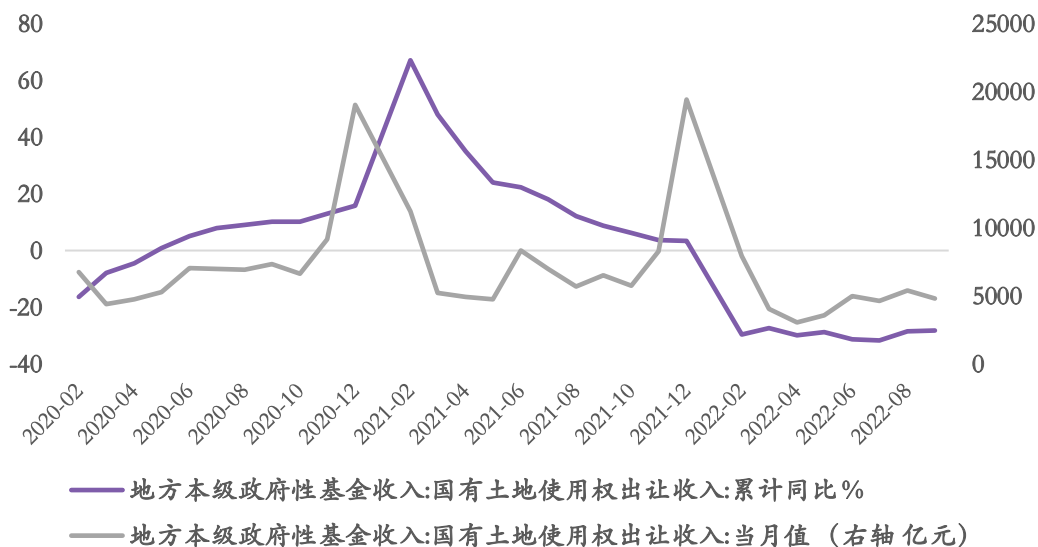
但从收支完成进度来看，收入端均弱于往年同期，其中政府性基金受到土地财政的影响较大，完成进度仅为 30.2%，远弱于历年 60%的水平；支出端则基本保持历年水平，财政收支压力难以缓解；后续来看，地产销售和房企拿地年内难见改善，政府性基金收支差额可能会继续扩大。

图表 21：截至 9 月，收入端完成进度均落后往年 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

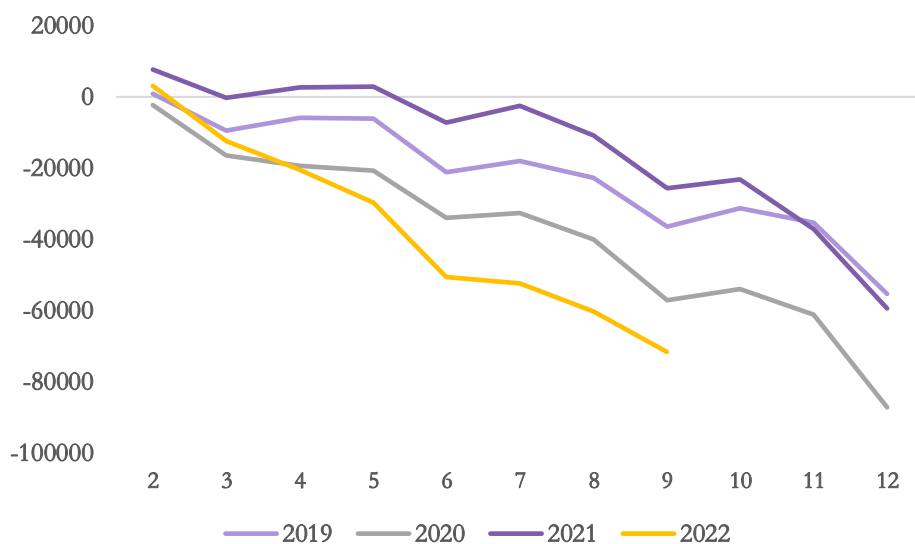
图表 22: 今年以来土地收入持续低位拖累政府性基金收入



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

虽然 9 月广义财政收支差走阔速度放缓, 但最大的短板政府性基金收入年内难见改善, 后续财政政策的发力点可能更多落在“准财政”上。5000 亿专项债结存限额、6700 亿政策性金融工具、PSL 及专项贷款, 都将从资金端保障后续稳增长发力。9 月 28 日稳经济大盘四季度工作推进会议指出, 将依法依规提前下达明年专项债部分限额, 结合此前下达的政策性开发性金融工具及专项贷款, 加快在四季度形成更多实物工作量, 年内基建投资资金端仍有保障。

图表 23: 广义财政收支缺口增速放缓, 但年内难见改善 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 疫情反复冲击
- (3) 政策效果不及预期

■ 宏观策略组介绍

谭倩: 11 年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹: 经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠: 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

周灏: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁: 金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

张帆: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。