证券研究报告

2022 年 11 月 22 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

美联储鹰声再起，国内央行释放新信号

—高频指标周报（11/13-11/19）

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

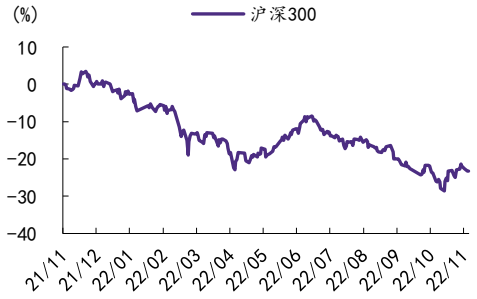
分析师：周灏 S1050522090001

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

《海外抗疫启示：寻找疫后修复最优解》20221118

《四箭齐发确认 W 型右侧底》20221111

《出口何时见底》20221109

宏观研究

投资要点

1、有哪些值得关注的经济指标？

总体来看，生产、开工、基建均有修复，但内需仍待提振，地产销售是否企稳尚待观察。

出行：疫情多省扩散，地铁出行大幅转弱；

出口：运价延续回落，BDI 跌幅收窄；

地产：商品房销售小幅回升，持续性有待观察；

基建：基建开工有所修复，疫情影响减弱；

工业：生产大多修复，钢胎开工回升；

消费：乘用车销售增速放缓，电影观影触底回升。

2、通胀走势怎么看？

除水果小幅上涨外，农产品价格均有回落，猪肉价格连续四周下跌，通胀压力可控。

3、市场利率有何变化？

本周债市异动，受防疫政策优化经济预期修复、地产政策发力信用环境改善、财政虹吸效应增强、流动性偏紧等因素影响下，债市快速调整，市场利率大幅上行，引发机构赎回。短期已有超调，后续调整不具备持续性，年末降准降息仍可期。

4、海外市场有哪些新动向？

中美元首成功会晤，G20 提出数字丝绸之路倡议；美联储官员发言偏鹰，美债利率再度上行，美元止跌。美债三大期限利差延续倒挂，中美国债利差收窄。

5、政策端有哪些重要发力点？

本周发布了 10 月经济数据、财政收支数据和三季度央行货币政策执行报告；地产方面出台保函置换预售监管资金规定，地产流动性支持加码；推动 PPP 规范发展，民间投资助力基建；产业方面，11 月发布 70 个游戏版号。

6、下一阶段货币政策有哪些新信号？

三季度货币政策执行报告中虽然增加了对通胀的担忧，但当前重心仍是巩固经济修复的基础，为实体经济提供更有力的支持，流动性总体充裕；但宽松力度可能没有之前那么大，

既要兼顾经济修复，又要防通胀，还要稳汇率、抑空转，更多的发力点或将落在结构性货币工具上。

7、下周重要数据与政策前瞻（11/20-11/26）

中国 10 月工业企业利润总额、中国 11 月 LPR 报价，美联储 11 月 FOMC 会议纪要；政策方面，仍需关注地产及疫情相关政策推进情况。

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:生产基建弱修复，需求尚待提振 6
1.1、 疫情：疫情持续扩散，地铁出行大幅减少 6
1.2、 出口：BDI 指数止跌转涨，运价延续回落 7
1.3、地产：商品房销售小幅回升，政策提振进一步加码 7
1.4、基建：沥青开工率止跌转涨，水泥指标分化 8
1.5、工业：中下游开工大多修复，钢胎开工大幅上升 9
1.6、消费：乘用车销量增速放缓，电影观影触底回升 10
2、 通胀：农产品延续回落，有色价格均涨 11
3、 流动性：债市异动，市场利率大多上行 12
4、 海外：美联储鹰声再起 18
4.1、 鹰派发言下美元止跌，美债大幅走弱 18
4.2、 G20 聚焦三大议题，中美元首成功会晤 21
5、 本周重点关注&下周热点前瞻 22
5.1、 地产提振继续加码，多地落实防疫优化 22
5.2、 央行对通胀关注度提升，结构性政策工具发力 24
6、 风险提示 27

图表目录

图表 1：高频指标数据最新变动 5
图表 2：本周新增确诊及无症状人数超 15 万例 6
图表 3：受疫情影响，地铁客运量大幅下降 6
图表 4： 外需延续回落，CCFI 和 SCFI 指数持续回调 7
图表 5：当周 30 大中城市商品房成交止跌转涨（%） 7
图表 6：近期商品房销售有所改善，持续性仍待观察 8
图表 7：沥青开工率止跌转涨 8
图表 8：中下游开工大多企稳，钢胎开工率大幅上升（%） 9
图表 9：钢胎开工率持续修复，本周全钢胎开工率恢复至历年平均水平的 87.25%（%） 9
图表 10：当周乘用车销量环比回升，但增速已放缓 10
图表 11：电影票房触底回升 10
图表 12：近期主要农产品价格大多下跌，水果价格延续上涨（%） 11

图表 13：本周原油价格小幅下跌 11
图表 14：本周有色金属价格延续上涨 12
图表 15：近期流动性指标变动 12
图表 16：本周国债收益率大幅提升 13
图表 17：本周 7 日操作利率快速上行 13
图表 18：2008 年起，债市共有五轮大跌 14
图表 19：2009 年，经济持续复苏催化债市大跌 14
图表 20：2010 年-2011 年，CPI 一路上行，债市大跌 15
图表 21：央行多次上调基准利率加剧了流动性紧张 15
图表 22：钱荒叠加严监管，债市大跌 16
图表 23： 2016-2017 年，经济好于预期，通胀上行，资金面偏紧催化利率走高 16
图表 24： 2020 年，疫情得到控制，经济预期升温推动利率上行 17
图表 25： 复盘 5 轮债市大跌的原因 17
图表 26：美联储官员关于加息的最新观点 18
图表 27：近期海外主要指标变动 19
图表 28： 本周美元指数再走弱，人民币兑美元小幅回升 20
图表 29：本周 10 年期美债收益率小幅回落推动中美国债利差再收窄 20
图表 30：美国 10Y-3M、10Y-2Y 期限利差延续走阔 20
图表 31：近期海外主要事件 21
图表 32：本周主要政策一览 23
图表 33：各地地方政府优化防疫政策 24
图表 34：央行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告 26

本周疫情延续扩散，地铁航班出行大幅下降；出口运价延续回落，BDI 指数跌幅收窄；商品房销售小幅回升，是否企稳仍待观察；生产开工有所修复，但仍弱于往年同期；乘用车销量月中回升，电影观影触底反弹；农产品延续下跌，有色金属均上涨。

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	▲	70.74	13799	8082	新增确诊、无症状人数持续大幅增加
		当周新增无症状	例	▲	131.98	136843	58988	
		9城地铁客运量	万人次	▼	-32.57	2434.15	3609.68	主要城市地铁客运量大幅回落
		百城拥堵延时指数	%	▲	0.03	1.52	1.49	城市拥堵指数小幅上涨
出口		中国出口集装箱运价指数CCFI	—	▼	-4.55	1651.26	1729.92	出口集装箱运价指数延续回调
		上海出口集装箱运价指数SCFI	—	▼	-9.45	1306.84	1443.29	
		波罗的海干散货指数BDI	—	▼	-0.07	1266.00	1366.20	BDI指数跌幅收窄
地产基建		100大中城市成交土地占地面积	万平方米	▼	-38.32	1528.17	2477.49	土地成交面积跌幅走阔
		100大中城市成交土地溢价率	%	▼	-1.19	2.08	3.27	溢价率小幅下跌
		30大中城市商品房成交面积	万平方米	▲	8.78	254.46	233.92	商品房销售面积止跌转涨
		城市二手房出售挂牌价指数:全国	—	▼	-0.02	189.25	189.28	全国二手房挂牌价延续下跌
		12大中城市二手房成交面积	万平方米	▼	-0.87	165034.17	166476.20	二手房成交面积跌幅收窄
		石油沥青装置开工率	%	▲	0.80	43	42.2	石油沥青开工率小幅回升
		水泥磨机运转率	%	▼	-0.15	44.63	44.78	水泥磨机运转率、发运率分化，水泥发运率小幅上涨
		水泥发运率	%	▲	0.19	47.98	47.79	
		水泥价格指数	点	▼	-0.08	154.08	154.19	水泥价格延续下跌
		南华玻璃指数	点	▲	1.65	1786.45	1757.52	玻璃价格止跌转涨
工业	生产	南方八省电厂耗煤	万吨	▲	4.62	176.70	168.90	重点电厂耗煤持续上行
		唐山钢厂:高炉开工率	%	▲	0.79	52.38	51.59	唐山钢厂开工率回升、产能利用率持续下跌
		唐山钢厂:产能利用率	%	▼	-0.67	69.77	70.44	
		主要钢厂:螺纹钢开工率	%	▼	-0.66	47.54	48.20	螺纹钢开工率、产量延续回落
		主要钢厂:螺纹钢产量	万吨	▼	-1.95	290.67	296.46	
		焦化企业开工率:产能>200万吨	%	▲	0.50	75.20	74.70	焦化企业开工率小幅上涨，化工企业开工率基本持平
		PTA:开工率	%	—	0.00	73.24	73.24	
		开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	▲	10.57	61.56	50.99	汽车轮胎开工率涨幅走阔
		开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	▲	8.62	67.59	58.97	
	库存	钢材	万吨	▼	-3.75	884.71	919.15	钢材、螺纹钢库存持续去化，沥青库存小幅回升
		螺纹钢	万吨	▼	-4.02	363.80	379.03	
		沥青	万吨	▲	2.05	47879.00	46919.00	
		南方八省电厂存煤	万吨	▲	0.95	3175.00	3145.00	电厂存煤库存小幅增加
		焦化厂炼焦煤库存	万吨	▲	1.98	833.10	816.90	炼焦煤库存回升
消费		乘用车厂家零售:日均销量	辆	▲	11.41	39652.00	35590.00	乘用车销量止跌转涨
		乘用车厂家批发:日均销量	辆	▲	7.05	41484.00	38751.00	
		当日电影票房	万元	▲	54.34	19198.60	12438.96	电影票房回暖
		中国公路物流运价指数:整车运输	点	▲	0.02	1026.26	1026.05	整车物流运价止跌转涨
通胀	消费品	农产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-0.87	124.77	125.87	农产品批发价跌幅收窄
		菜篮子产品批发价格200指数	2015年=100	▼	-1.00	126.10	127.37	
		猪肉平均批发价	元/公斤	▼	-2.36	33.55	34.36	猪肉、鲜菜价格再度下跌
		28种重点监测蔬菜平均批发价	元/公斤	▼	-2.66	4.24	4.35	
	资源品-国内定价	Myspic综合钢价指数	元/吨	▲	1.61	145.59	143.28	钢铁价格止跌转涨
		焦煤	元/吨	▲	3.98	2152.50	2070.20	煤炭价格分化，焦煤止跌转涨
		动力煤	元/吨	—	0.00	899.00	899.00	
	资源品-国外定价	布伦特原油	美元/桶	▼	-3.85	91.45	95.12	布油止涨转跌
		铝	美元/吨	▲	2.56	2424.10	2363.70	铝价延续小幅上涨
		锌	美元/吨	▲	5.04	3062.90	2915.80	锌价止跌转涨
	资源品-共同定价	铁	元/吨	▲	10.28	738.30	669.50	铁、铜价格延续小幅上涨
		铜	美元/吨	▲	0.81	8246.20	8179.70	

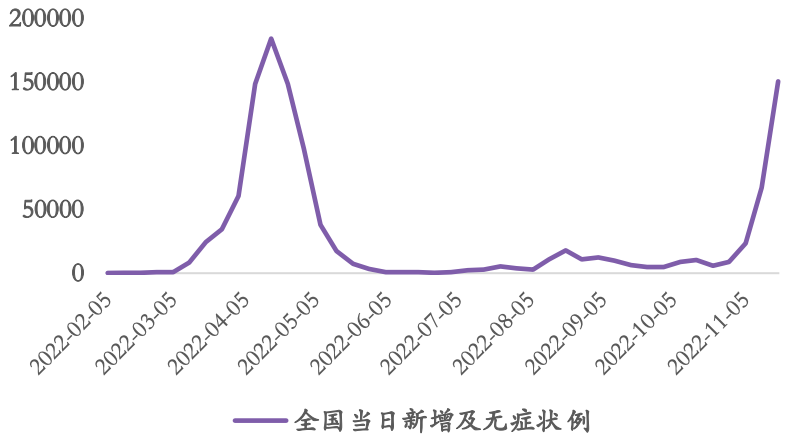
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1、 经济:生产基建弱修复，需求尚待提振

1.1、 疫情：疫情持续扩散，地铁出行大幅减少

本周全国疫情持续扩散，新增确诊 13799 例，新增无症状 136843 例；截至 11 月 20 日，全国共有 14551 个高风险区（前值 4176）。本周广东、重庆、河南、内蒙古、甘肃、新疆疫情较为严重，广东累计新增感染病例数最多，占全国的 35%以上，重庆也处于快速上升期；河北、青海、黑龙江、山西、四川等 10 地一周内新增感染数也超过 1000 例。近期中央和地方均强调“精准防疫”，更加注重降低防控对经济的影响，已有 20 多个省、市、自治区落实防疫优化政策。

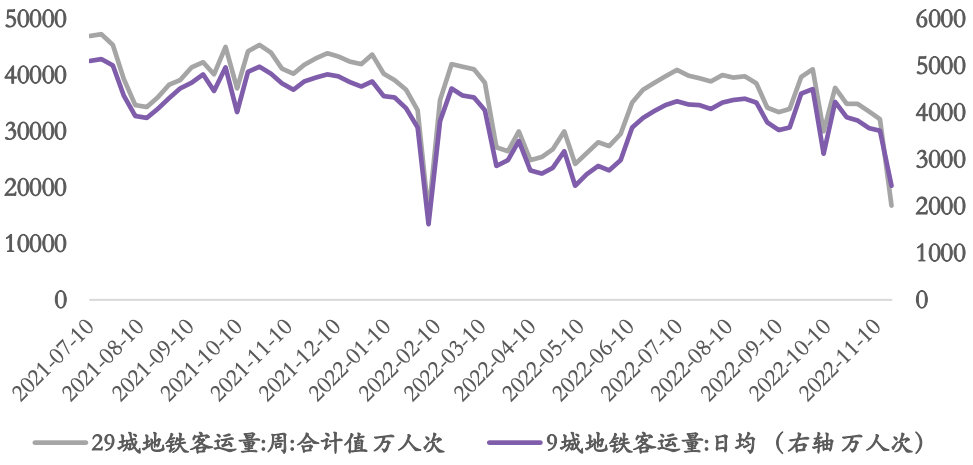
图表 2：本周新增确诊及无症状人数超 15 万例



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

交运出行方面，受疫情持续扩散影响，本周 9 城地铁客运量大幅回落，较上周减少 32.57%，全国 29 城地铁出行人次环比回落 47.79%；执飞航班数环比上涨 1.5%，跨省出行持续修复；百城拥堵延时指数环比基本持平。

图表 3：受疫情影响，地铁客运量大幅下降

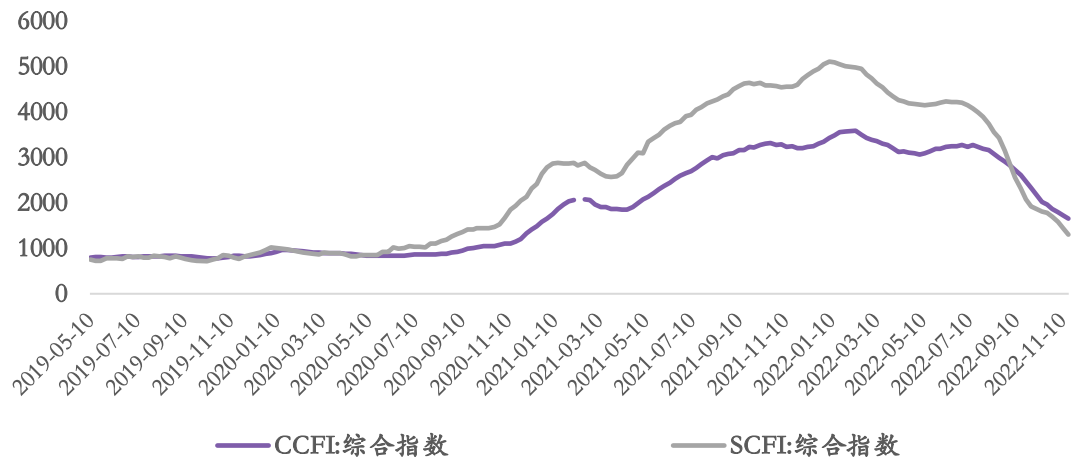


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、 出口：BDI 指数止跌转涨，运价延续回落

波罗的海干散货指数跌幅收窄，小幅回落 0.07%，出口运价持续回调，CCFI 和 SCFI 分别环比下行 4.55%和 9.45%，海外需求持续回落，出口依旧承压。

图表 4： 外需延续回落，CCFI 和 SCFI 指数持续回调

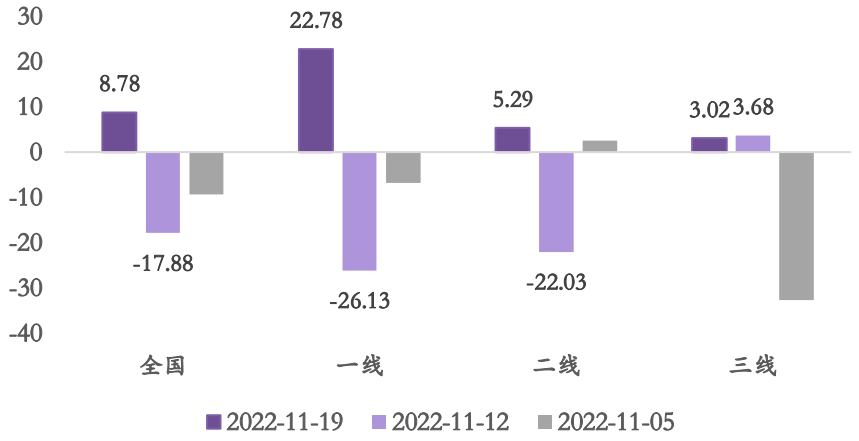


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.3、地产：商品房销售小幅回升，政策提振进一步加码

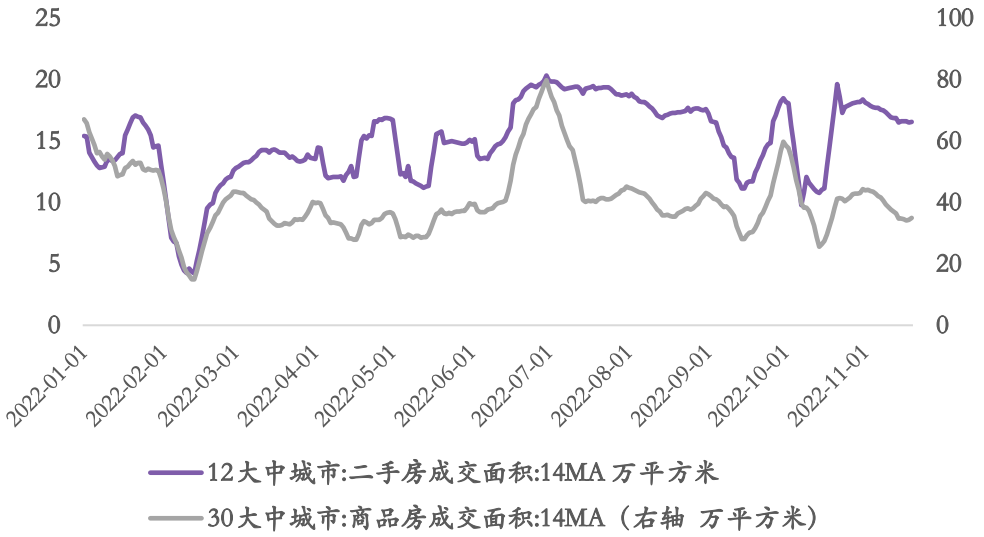
11 月 7 日-11 月 13 日，百城土地成交面积大幅下降，较上周下降 38.32%，百城土地溢价率环比下跌 1.19%，随着集中拍地结束，土地交易逐步趋冷。11 月 13 日-11 月 19 日，30 大中城市商品房销售面积止跌转涨，环比增加 8.78%，其中一线城市涨幅较大，环比上行 22.78%；12 大中城市二手房成交面积降幅收窄至 0.87%；截至 11 月 13 日，全国城市二手房挂牌价近期基本持平，较上周小幅下滑 0.02%。**近期地产提振政策频出，本周地产销售有所改善，11 月前 3 周商品房销售分别较 10 月和 9 月同期提升 18%和 6.6%，地产销售是否企稳仍待观察。**

图表 5：当周 30 大中城市商品房成交止跌转涨（%）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 6：近期商品房销售有所改善，持续性仍待观察

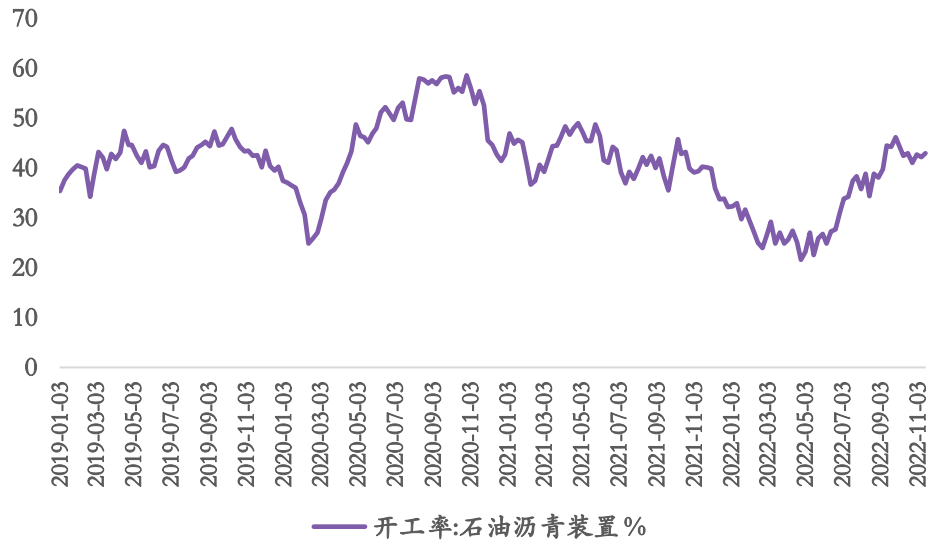


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.4、基建：沥青开工率止跌转涨，水泥指标分化

截至 11 月 16 日，石油沥青开工率小幅上行 0.8%；11 月 6 日-11 月 12 日，水泥磨机运转率、发运率分化，水泥磨机运转率环比下降 0.15%，水泥发运率环比上涨 0.19%。，水泥价格延续回调，环比下滑 0.08%；南华玻璃指数止跌转涨，环比上升 1.65%。防疫优化政策逐步推进，部分地区已逐步落实，后续对开工冲击有望减弱。

图表 7：沥青开工率止跌转涨

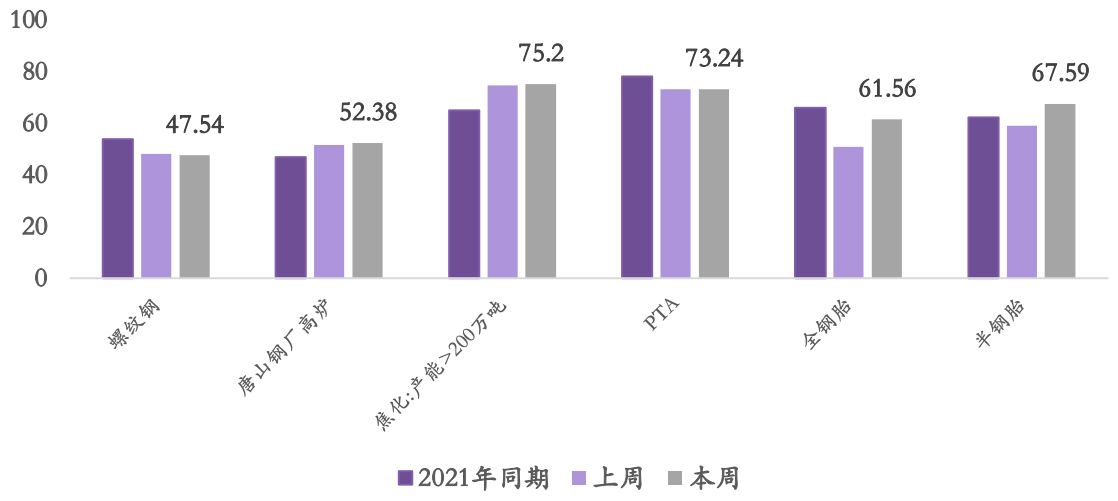


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.5、工业：中下游开工大多修复，钢胎开工大幅上升

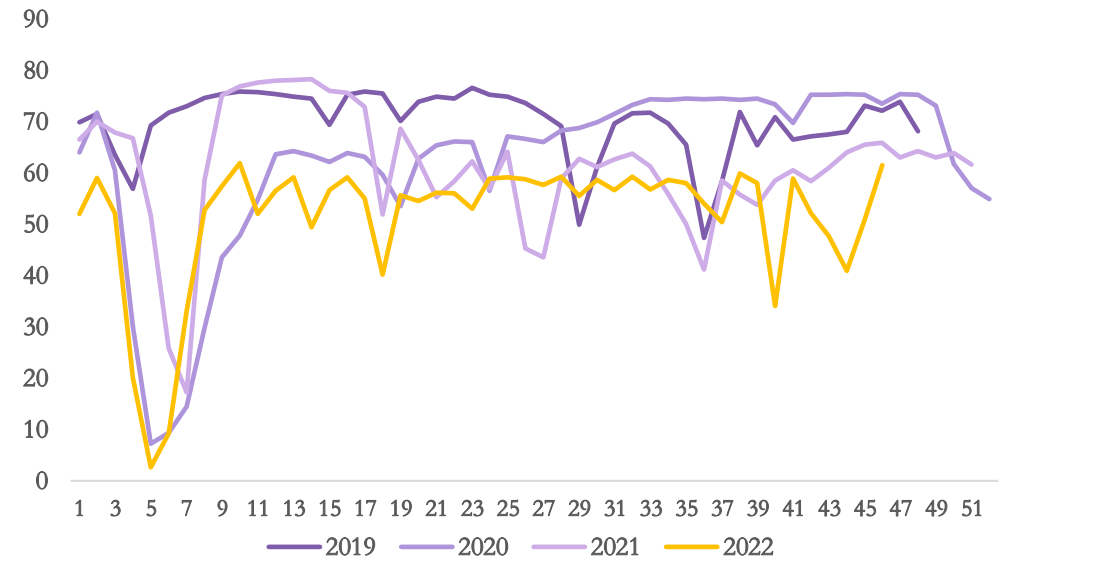
截至 11 月 12 日，南方电厂耗煤持续增加，环比上行 4.62%；本周唐山钢厂高炉开工率止跌转涨，小幅上行 0.79%、产能利用率跌幅收窄至 0.67%；主要钢厂螺纹钢开工率和产量均小幅下跌，开工率下跌 0.66%，产量下跌 1.95%；钢材和螺纹钢库存分别环比下滑 3.75%和 4.02%，库存持续去化；中下游焦化企业开工率小幅回升，较上周上涨 0.5%，PTA 化工企业开工率与上期基本持平；汽车轮胎开工率延续上涨，全钢胎开工率环比上涨 10.57%，半钢胎开工率上涨 8.62%，多地企业复工加速钢胎开工修复,但钢胎开工仍弱于季节性水平。

图表 8：中下游开工大多企稳，钢胎开工率大幅上升（%）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：钢胎开工率持续修复，本周全钢胎开工率恢复至历年平均水平的 87.25%（%）

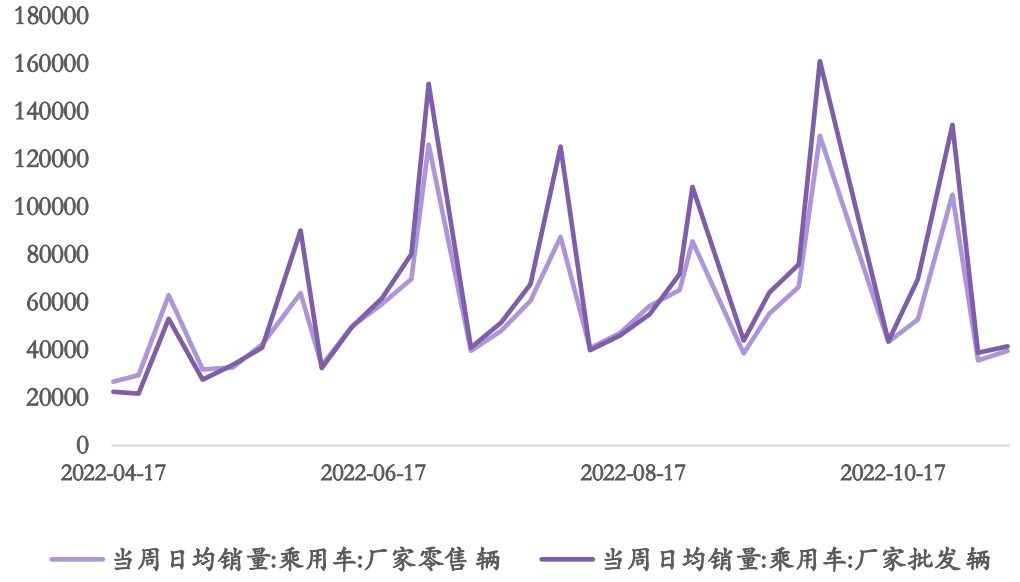


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.6、消费：乘用车销量增速放缓，电影观影触底回升

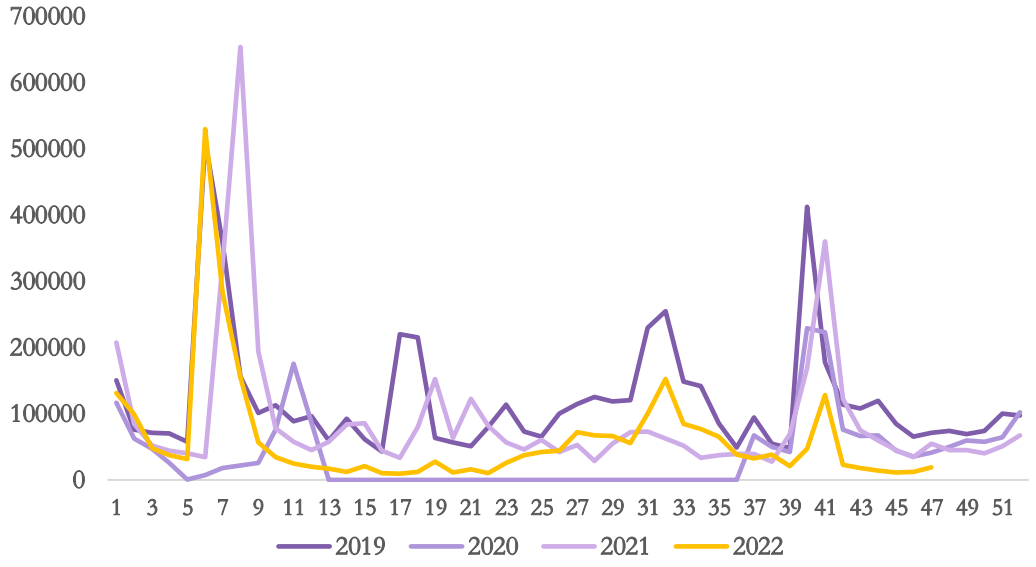
截至 11 月 13 日，乘用车销量止跌转涨，乘用车日均零售销量 3.9 万辆，较上周上涨 11.41%，厂家批发日均销量 4.1 万辆，环比上涨 7.05%；但较上月同期分别下降 13%和 8%，乘用车销售增速边际放缓。线下消费方面，本周全国票房收入触底回升，较上周上涨 54.34%。

图表 10：当周乘用车销量环比回升，但增速已放缓



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 11：电影票房触底回升（%）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2、 通胀：农产品延续回落，有色价格均涨

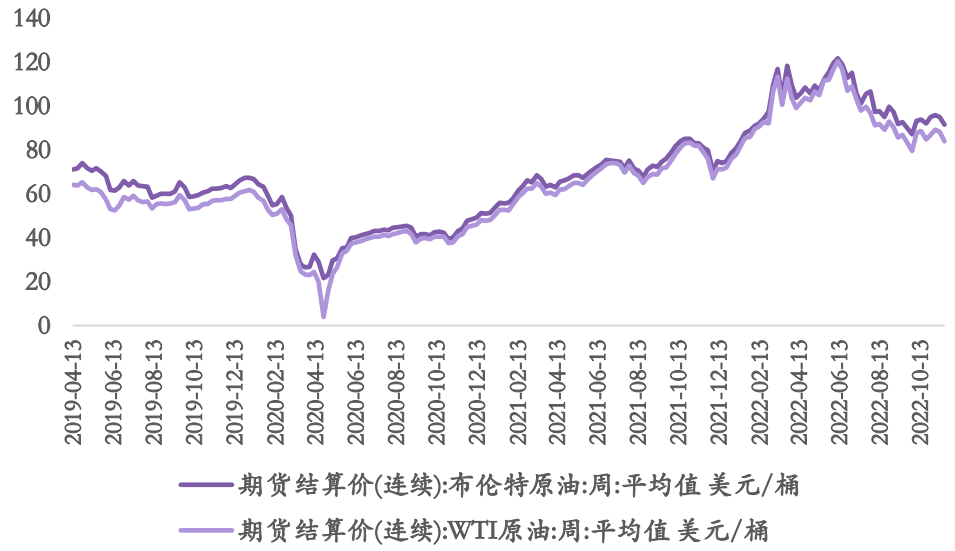
本周农产品批发价格 200 指数及菜篮子产品批发价格 200 指数延续回落，分别环比下降 0.87%和 1%；本周主要农产品价格均下跌，猪肉和蔬菜价格延续下跌，分别环比下降 2.36%和 2.66%；仅有水果价格本周上涨，环比上行 0.9%。

图表 12：近期主要农产品价格大多下跌，水果价格延续上涨（%）

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

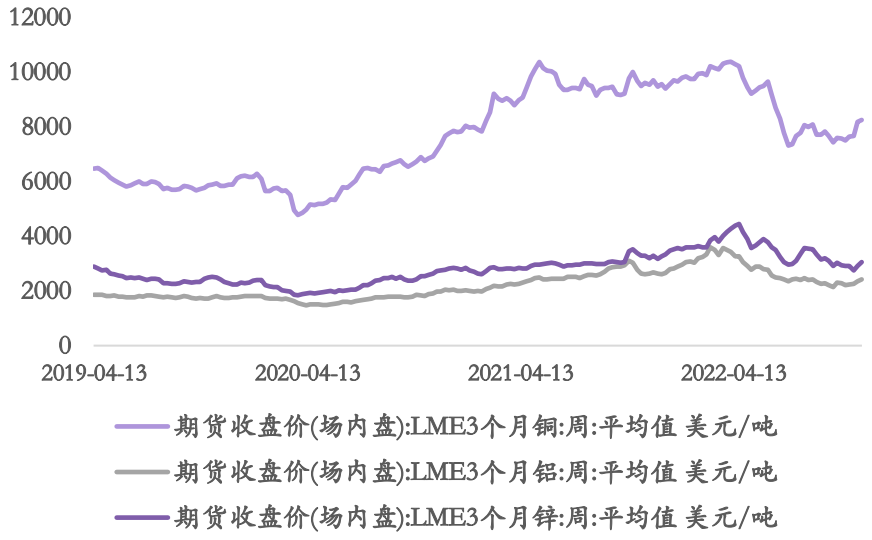
国内定价的资源品中，钢铁价格止跌转涨，本周 Myspic 综合钢价指数小幅上升 1.61%；焦煤环比上升 3.98%，动力煤价格无变动。国外定价的资源品中，美国商业原油库存提升，布油止涨转跌，环比下跌 3.85%；有色金属均持续上涨，铝、锌、铁、铜分别上涨 2.56%、5.04%、10.28%、0.81%。

图表 13：本周原油价格小幅下跌



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 14：本周有色金属价格延续上涨



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、 流动性：债市异动，市场利率大多上行

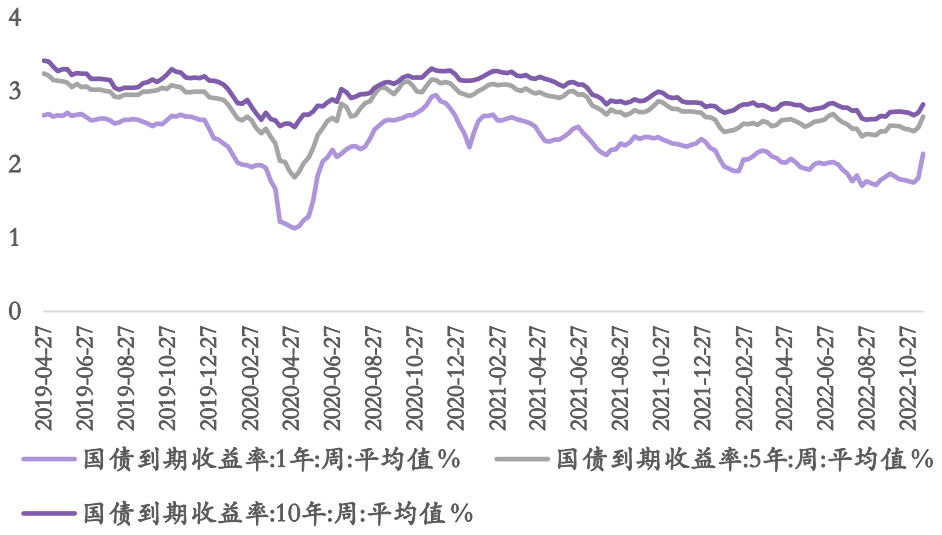
货币量方面，本周公开市场净投放资金 2980 亿元；货币价方面，政策利率无变动。近期市场利率大多上行，其中同业存单利率涨幅较大，3 个月及 1 年期分别上行 35.6BP 和 33.8BP；仅隔夜操作利率小幅下跌，分别下跌 5.8BP 和 5.0BP。

图表 15：近期流动性指标变动

指标			单位	变动	变动幅度	本周	上周	指标说明
流动性	量	公开市场净投放	亿元	▲	2980	2180	-800	央行公开市场净投放资金
		逆回购净投放	亿元	▲	4480	3680	-800	
		MLF净投放	亿元	—	—	-1500	0	
	价:政策利率	逆回购利率:7天	%	—	—	2.00	2.00	政策利率无变动
		MLF利率:1年	%	—	—	2.75	2.75	
		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	%	▲	-5.8	1.77	1.83	隔夜操作利率下跌 7日操作利率上涨
		DR007	%	▼	11.5	1.99	1.88	
		R001	%	▲	-5.0	1.69	1.74	
		R007	%	▼	5.3	1.88	1.82	
		SHIBOR:一周	%	▼	3.0	1.89	1.86	
	同业存单利率	同业存单到期收益率(AAA):1年	%	▼	33.8	2.53	2.19	1年期同业存单利率涨幅度走阔
		同业存单到期收益率(AAA):3个月	%	▼	35.6	2.38	2.03	
	票据利率	国股转贴现利率:6个月	%	▼	12.0	1.29	1.17	票据转贴现利率延续上涨
		国股转贴现利率:1年	%	▼	13.0	1.33	1.20	
	国债利率	国债收益率:1年	%	▼	32.9	2.15	1.82	国债收益率持续回升
		国债收益率:5年	%	▼	15.0	2.65	2.50	
		国债收益率:10年	%	▼	12.0	2.82	2.70	
	国债逆回购利率	GC001	%	▼	23.2	2.06	1.82	国债逆回购利率止跌转涨
		GC007	%	▼	19.1	2.05	1.86	

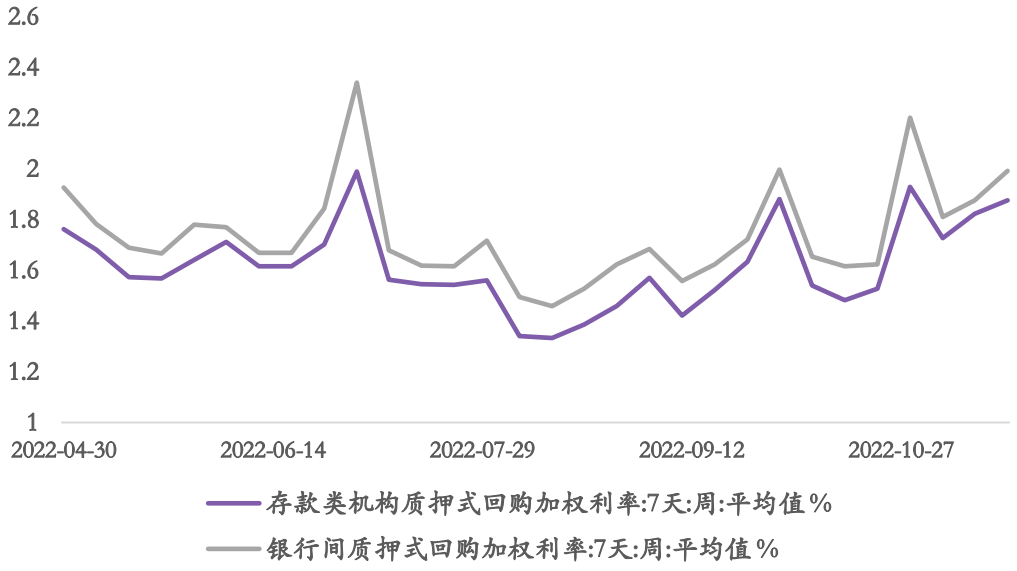
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 16：本周国债收益率大幅提升



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

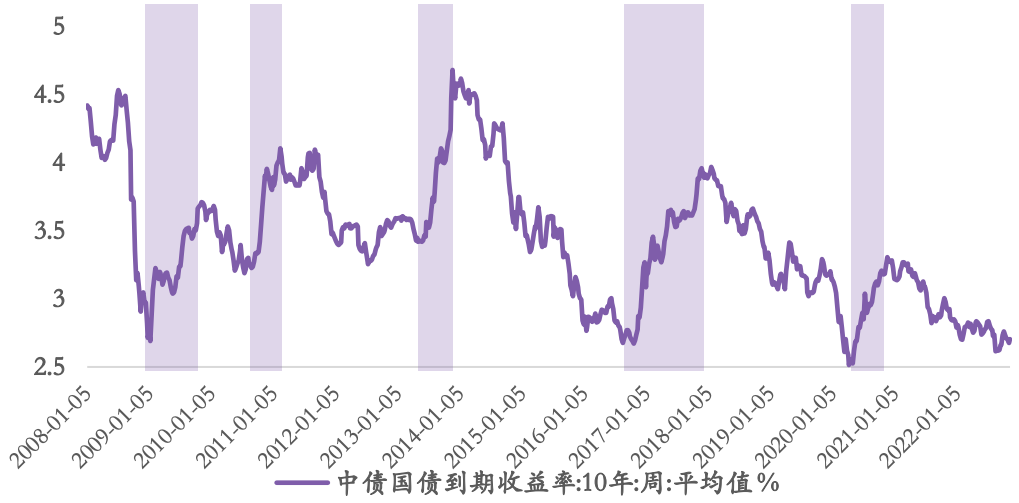
图表 17：本周 7 日操作利率快速上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2008 年以来债市共有五轮大跌，我们将逐一复盘每一轮债市大跌的过程。

图表 18：2008 年起，债市共有五轮大跌

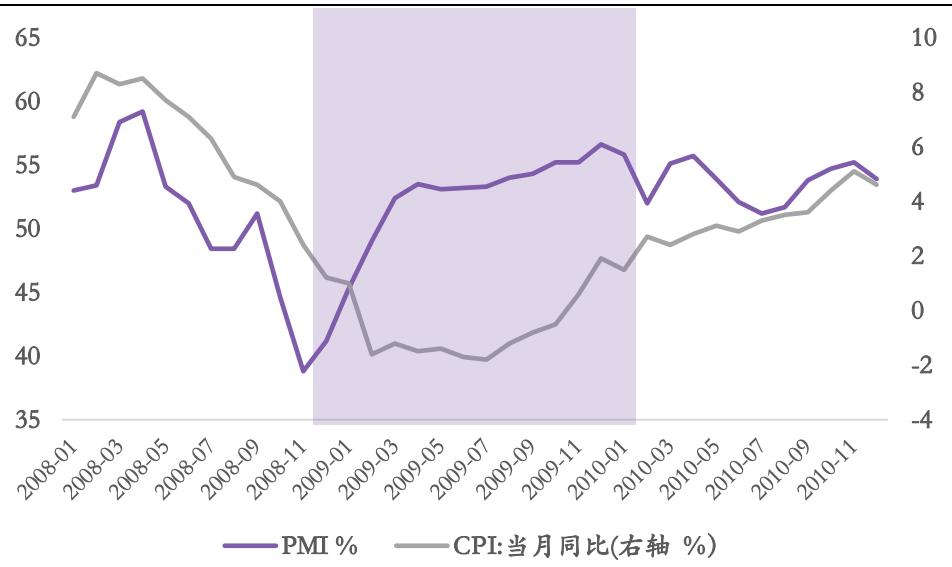


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

第一轮：2009.01-2009.11，上行 81BP，经济复苏、通胀上行、货币利率上升

2009 年在“四万亿”投资计划和汽车家电下乡等多项财政政策刺激下，信贷规模迅速扩张，经济率先从 2008 年的全球金融危机中复苏。1 月起，PMI 开始复苏，从 12 月的 41.2%上涨至 3 月的 52.4%，全年保持在 53%附近，经济强势复苏；通胀也逐步走出通缩，预期不断上行；随着经济的持续复苏，通胀预期强化，货币利率上升，2009 年成为债券市场牛熊转换的过渡期， 1 月至 11 月国债收益率共上行了 81bp。最终在 11 月，随着资金面逐步宽松叠加央行连续超越市场预期稳定一年期央票发行利率的推动下，长期利率开始小幅回落。

图表 19：2009 年，经济持续复苏催化债市大跌

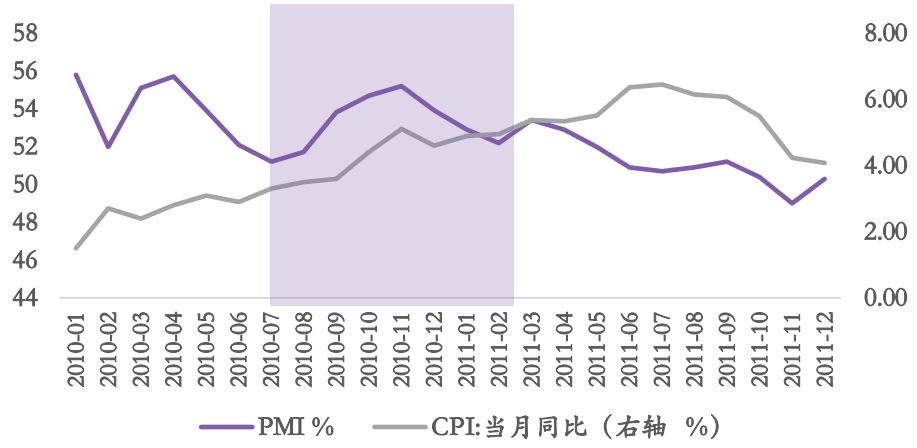


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

第二轮：2010.07-2011.02，上行 86BP，经济过热、通胀上行、央行加息

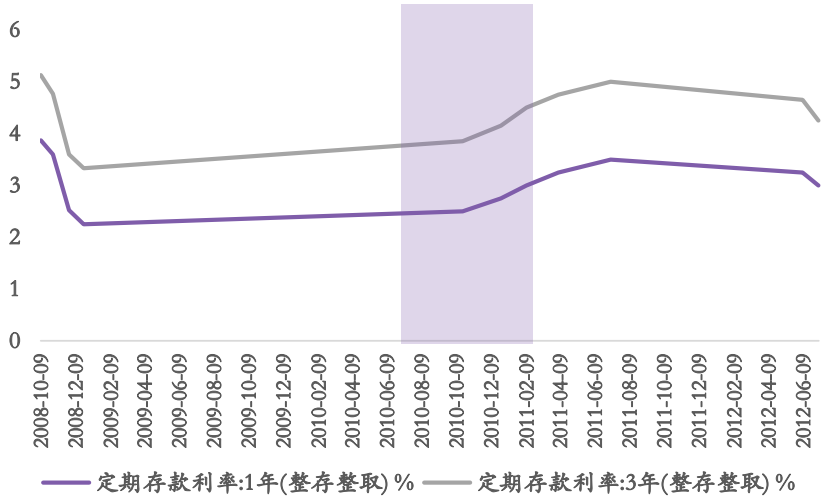
2010 年下半年，宏观经济的反弹背景下通胀日益升温，叠加央行连续两次加息，债市快速下跌。2010 年 7 月起，CPI 快速攀升，到 11 月 CPI 破 5%；经济过热背景下流动性偏紧，央行 10 月超预期加息，使得市场恐慌情绪增加，并进而导致市场出现了恐慌性的抛盘，国债收益率 2010 年 7 月至 2011 年 2 月共上行 86BP。2011 年全年资金面偏紧，利率高位振荡，直到 2011 年四季度，欧债危机升级叠加国内经济预期下行，货币政策开始调整，资金面紧张局面缓解，长期利率开始回落。

图表 20：2010 年-2011 年，CPI 一路上行，债市大跌



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 21：央行多次上调基准利率加剧了流动性紧张

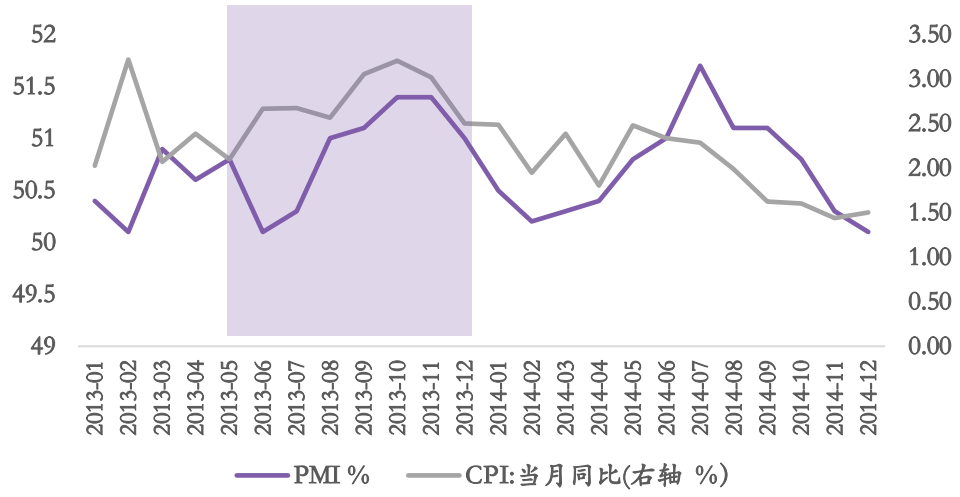


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

第三轮：2013.05-2013.12，上行 114BP，监管收紧、钱荒来袭

2013 年经济处于复苏后期，4 月起，债市严监管，核查老鼠仓，影响了债券交投的活跃度；货币政策和监管政策的不断收紧，6 月钱荒来袭，市场整体利率水平不断抬升，利率共上行 114BP。直到 2014 年，国内经济基本面较为疲弱，宏观经济下行压力加大，央行对货币政策进行微调，在保持流动性总量适度充裕的同时引导市场利率下行。

图表 22：钱荒叠加严监管，债市大跌

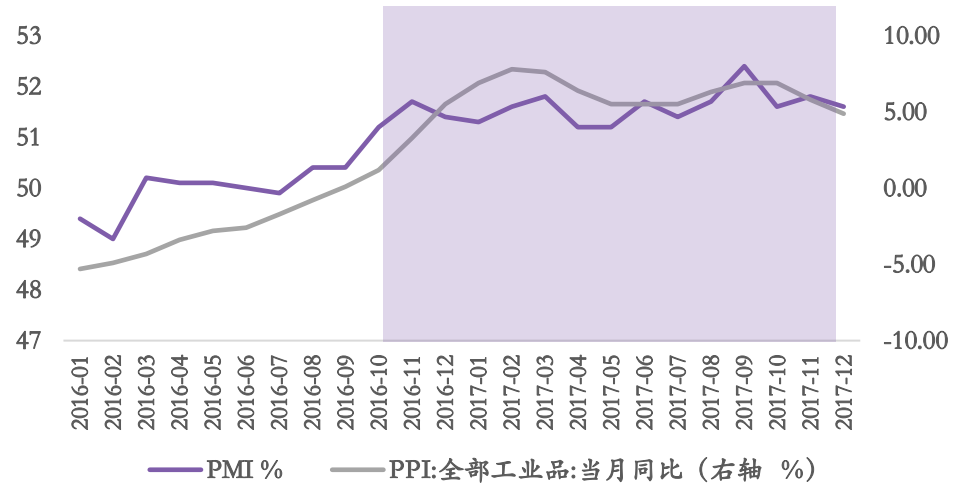


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

第四轮：2016.10-2017.11，上行 125BP，经济企稳、监管趋严、金融去杠杆

2016 年 10 月中旬以来，经济从复苏到维持稳定，通缩风险也逐渐缓解，利率在一年间上行 125BP。2016 年 10 月起，20 多个城市房地产调控政策密集出台，短期经济实际表现好于预期，PMI 逐月上行，国内经济短期企稳；煤炭、钢铁等大宗商品价格上涨推升 PPI 持续走高，市场对通胀预期有所抬升，债市做多热情衰减；2016 年 8 月份以来，提出抑制资产泡沫，金融监管趋严，资金面收紧；叠加 11 月份特朗普当选美国总统，其“基建+积极的财政政策”的组合推升了经济和通胀的预期，美元大幅走强，美债收益率飙升，从而对国内债市形成负面的影响。**在金融去杠杆、人民币贬值压力较大和抑制资产泡沫的大背景下，央行并未释放充裕的流动性，使得资金面一直维持紧平衡的状态，债券投资者对资金面的预期开始变得悲观，叠加经济短期企稳和海外因素，交易链条的负反馈催化了流动性危机。**直到 2018 年，基本面持续下行、货币政策中性偏松及监管政策下半年边际放松，利率开始回落。

图表 23： 2016-2017 年，经济好于预期，通胀上行，资金面偏紧催化利率走高

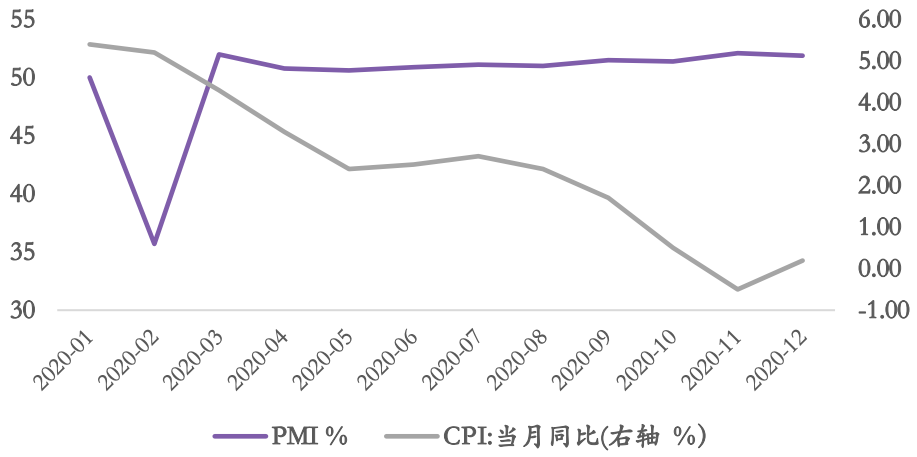


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

第五轮：2020.05-2020.11，上行 55BP，经济复苏、货币正常化

2020 年 5 月以来，国内疫情得到有效控制，武汉正式解放，复工复产推进，经济实现深“V”修复，基本面企稳预期升温，市场风险偏好回升；在此背景下，货币政策回归常态化，央行货币政策边际收紧，利率快速上行；股市全面牛市预期升温，催化债市暴跌，至 11 月国债利率共上行 55BP。直到 2021 年资产荒焦虑，利率开始回落。

图表 24： 2020 年，疫情得到控制，经济预期升温推动利率上行



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

复盘历次债市大跌，主要是以下几个因素催化：（1）经济修复或超预期，市场情绪上行；（2）监管或加息的情况下，资金面偏紧；（3）负反馈形成，恐慌性抛盘加剧债市调整压力，债市资金出逃流向其他资产；最终行情反转大多归因于市场重回宽松。

图表 25： 复盘 5 轮债市大跌的原因

	时间	跌幅	原因
第一轮	2009.01-2009.11	81BP	经济预期复苏，通胀预期的强化和货币利率的上升
第二轮	2010.07-2011.02	86BP	1、宏观经济的反弹，CPI 超预期； 2、央行连续两次加息，进而导致市场出现了恐慌性的抛盘。
第三轮	2013.05-2013.12	114BP	1、宏观经济面向好，货币政策紧缩，市场钱荒； 2、债市监管趋严，推进激进去杠杆
第四轮	2016.10-2017.11	125BP	1、短期经济实际表现好于预期，PMI 逐月上行； 2、供给侧改革推升 PPI 持续走高，市场对通胀预期有所抬升 3、央行监管趋严、货币政策偏紧 4、外部环境改变，美债大幅走高
第五轮	2020.05-2020.11	55BP	1、国内疫情防控得力、基本面企稳预期升温 2、货币政策强调逆周期调节、债券供给压力增加

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

本周中债 10 年期国债收益率大幅上行 14 个基点至 2.80%，本轮债市调整的原因比较复杂，主要有防疫政策优化经济预期修复、地产政策发力信用环境改善、财政虹吸效应增强，再加上三季度货币政策执行报告预示未来经济企稳回升、提示关注通胀风险，市场有些过度解读，债市超调后遭遇集中赎回，多重因素叠加之下，债市快速调整。

政策方面，近期出台的优化疫情防控"二十条"提振了市场交易情绪；地产政策提振加速，"第二支箭"政策落实，金融 16 条加速地产救市进度，加大对包括民营房企在内的民企发债融资支持力度，从"救项目不救房企"到"救产业链"，市场信用环境明显改善。

财政方面，10 月税收大月叠加第三轮土地拍卖，资金向财政端回流，且财政支出力度缩减，10 月以来公开市场属于资金净回笼状态，结构性金融工具集中发放，7399 亿元金融工具已投放完毕，部分通过国有行发放，银行资金偏紧。

货币政策方面，三季度货币政策执行报告预示未来经济企稳回升、提示关注通胀风险，再加上 MLF 缩量续作，市场有些过度解读，担心货币政策即将转向。

机构赎回方面，在前四个因素的影响下，部分以债券为主要底层资产的银行理财产品净值回撤，从而引发了投资者的赎回潮，迫使理财机构抛售债券或赎回基金，同时带动各期限同业存单、银行二级资本债和永续债、信用债等品种价格纷纷下跌，造成了"赎回-抛售-债券下跌-产品净值下跌-再赎回"的负反馈机制。

本轮债市调整主因是前期债市多头交易拥挤，政策变化后情绪面扰动较大，与资金面、基本面关联不大。17 日，央行公开市场操作净投放资金 1230 亿元缓解当前流动性偏紧局面。央行在三季度货币政策执行报告中也指出，**"为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境"，当前流动性偏紧叠加稳增长压力较大，年末降准降息仍可期。**

4、 海外：美联储鹰声再起

4.1、 鹰派发言下美元止跌，美债大幅走弱

近日美联储官员发言偏鹰派。美国 10 月通胀放缓，市场上对美联储鹰派预期转弱，但美联储官员发言频频释放鹰派信号，虽然确有部分美联储官员支持放缓加息步伐，但同时也强调了控制通胀的决心；均认为通胀问题还尚未解决，只是在终端利率的区间上有所分歧。目前 CME 对美联储 12 月加息 50 个基点至 4.25%-4.50%区间的概率为 80.6%。

图表 26：美联储官员关于加息的最新观点

日期	官员	2022 年有无投票权	具体内容
11 月 18 日	波士顿联储主席柯林斯	有	没有看到劳动力市场走软的明确和一致的证据；服务业通胀仍然很高；没有看到通胀正在下降的明显证据。12 月份加息 75 个基点仍是可能的。
11 月 17 日	圣路易斯联储主席布拉德	有	为了达到足够的限制性水平，政策利率将需要进一步提高。提出联邦利率目标区间 5%-5.25%是最低水平。

11 月 17 日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	无	确认通胀停止攀升后才会停止加息，现在还没到那个阶段。
11 月 16 日	旧金山联储主席戴利	无	4.75%-5.25%似乎是一个合理的利率峰值水平，在到达那个区间后利率可以一段时间内维持不变。
11 月 16 日	美联储理事沃勒	有	不要过早得出通胀见顶的结论，通胀减速和就业形势略微放缓让其对 12 月将加息幅度降至 0.5 个百分点更加放心。
11 月 16 日	纽约联储主席威廉姆斯	有	美联储在进行加息时应专注于经济目标，避免将金融稳定风险纳入其考虑范围，恢复价格稳定至关重要。
11 月 15 日	堪萨斯城联储主席乔治	有	劳动力市场过热，通胀还未真正放缓，可能要通过经济紧缩才能降低通胀。
11 月 10 日	波士顿联储主席柯林斯	有	现在想判定利率峰值，还为时尚早；但是随着美联储一系列加息的落地，导致过度紧缩的风险也在提高。另一方面，更小、更谨慎的加息幅度不代表美联储向价格压力妥协。
11 月 10 日	里奇蒙德联储主席托马斯	无	缓慢回归正常通胀水平会威胁到通胀预期的稳定性，如果因为害怕经济下行而退后，通胀再次回来的时候会更难以应对。

资料来源：财联社、彭博，华鑫证券研究

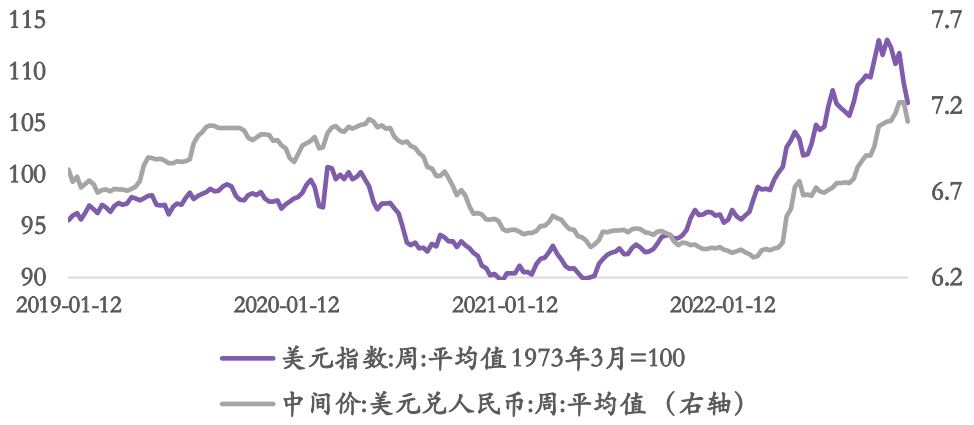
本周美元指数再度下跌，周均 106.68 点，较上周下降 2.23，美元兑人民币中间价小幅下跌 0.15，周均 7.07；但近日美联储官员发言偏鹰派，推动美元走强，17 日起美元止跌转涨。鹰派发言同样打压债市情绪，10 年期美债收益率下降 29BP 至 3.79%，中美国债利差收窄；美债三大期限利差延续倒挂，其中 10Y-3M 利差走阔 33BP，10Y-2Y 利差走阔 11BP，10Y-5Y 利差小幅收窄 1BP；截至 11 月 12 日，美国当周初次申请失业金人数较上周小幅下降 0.4%。

图表 27：近期海外主要指标变动

指标			单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明
海外	汇率	美元指数	—	▼	-2.23	106.68	108.91	美元指数跌幅收窄
		美元兑人民币中间价	—	▼	-0.15	7.07	7.22	美元兑人民币中间价小幅下跌
	国债利率	美国10年期国债	%	▼	-0.29	3.79	4.08	美元10年期国债跌幅走阔
		美国国债10Y-3M利差	%	▼	-0.33	-0.54	-0.21	美国国债10Y-3M利差延续延续走阔
		美国国债10Y-2Y利差	%	▼	-0.11	-0.62	-0.51	美国国债10Y-2Y利差延续延续走阔
		美国国债10Y-5Y利差	%	▲	0.01	-0.15	-0.16	美国国债10Y-5Y利差小幅收窄
		中美10年期国债利差	%	▲	0.41	-0.97	-1.37	中美10年期国债利差收窄
	就业	美国当周初次申请失业金人数	万	▼	-0.40	22.20	22.60	美国当周初次申请失业金人数小幅下降

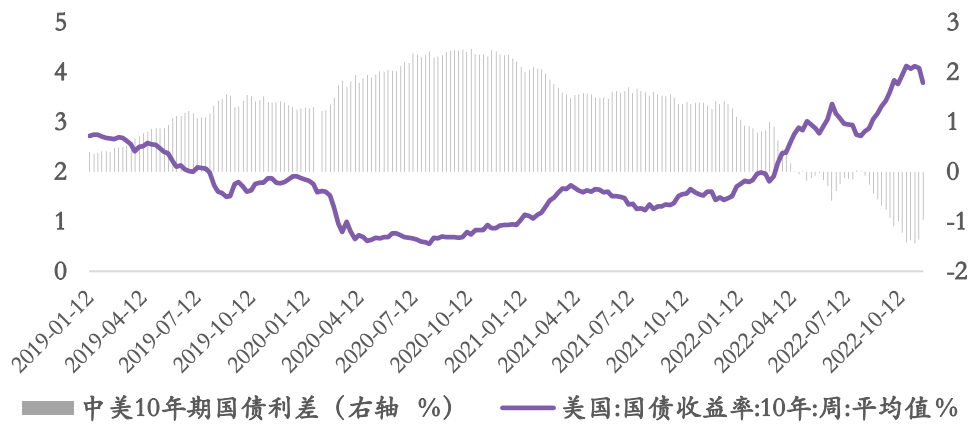
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 28：本周美元指数再走弱，人民币兑美元小幅回升



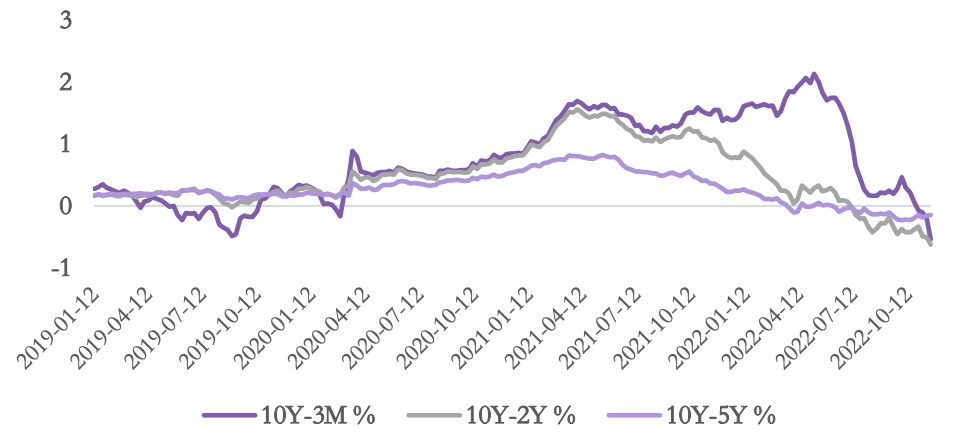
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 29：本周 10 年期美债收益率小幅回落推动中美国债利差再收窄



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 30：美国 10Y-3M、10Y-2Y 期限利差延续走阔



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

4.2、 G20 聚焦三大议题，中美元首成功会晤

G20 峰会：当地时间 11 月 15 日至 16 日，以“共同复苏、强劲复苏”为主题的二十国集团领导人第十七次峰会在印度尼西亚巴厘岛举行，峰会以全球卫生基础设施、数字化转型和可持续的能源转型为三大优先议题，通过《二十国集团领导人巴厘岛峰会宣言》。

《宣言》提出，维持宏观经济政策应对与合作的灵敏和弹性。进行公共投资和结构改革，推进私有投资，加强多边贸易和全球供应链韧性，支持长期增长、可持续和包容、绿色和公平的转型。确保长期财政稳定。中央银行承 诺维持价格稳定。《宣言》还表示，支持可持续复苏，各国承 诺加强宏观政策合作，防范下行风险和负面外溢效应。适当调整货币政策收紧的节奏，确保通胀预期稳定，降低跨境溢出效应。

公共卫生方面，《宣言》提出设立应对疫情大流行基金，该基金目前拥有 14 亿美元捐款，筹集到的资金主要提供给发展中国家用于疫情监测和疫苗研发等，旨在提升应对卫生危机的能力。

数字化转型方面，《宣言》提出要打造开放、包容和非歧视的数字经济，致力于实现基于信任的数据自由流动和跨境数据流动，推进以人民为中心、赋能和可持续的数字化转型；鼓励就发展数字技能和数字素养、数字基础设施互联互通开展国际合作；继续完善跨境支付合作。

能源转型方面，《宣言》呼吁各国推进能源转型，减少温室气体排放。首次明确提出要酌情使用碳定价和非定价的机制和激励措施支持清洁能源转型。

中美元首会晤：11 月 14 日，国家主席习近平同美国总统拜登举行会晤。习近平主席在会晤中提出**“三点原则”**—— 相互尊重、和平共处、合作共赢和**“四个优先事项”**—— 展现大国担当，引领国际社会合作应对突出挑战；本着平等互利精神，推进各层级各领域交往，为中美关系注入更多正能量；以建设性方式管控分歧和敏感问题，防止中美关系脱轨失控和加强在重大国际和地区热点问题上的协调与合作，为世界提供更多公共产品。

图表 31：近期海外主要事件

时间	主题	主要内容
2022/11/15	G20峰会	国家主席习近平出席并发表题为**《共迎时代挑战　共建美好未来》的重要讲话，**提出要推动更加包容、普惠、更有韧性的全球发展。
2022/11/14	中美元首会晤	当地时间2022年11月14日下午，国家主席习近平在印度尼西亚巴厘岛同美国总统拜登举行会晤。**两国元首就中美关系中的战略性问题以及重大全球和地区问题坦诚深入交换了看法**。

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

5、 本周重点关注&下周热点前瞻

5.1、 地产提振继续加码，多地落实防疫优化

本周发布了 10 月经济数据、财政收支数据和三季度央行货币政策执行报告，地产方面发布了保函置换预售监管资金规定，提振政策进一步加码，金融方面央行等出台实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策；产业方面，11 月游戏版号发布，共 70 款游戏获得批号。

11 月 16 日发布 10 月财政数据：受税期影响，财政收入增速延续提升，同比增长 15.7%；财政支出增速回升，与防疫支出密切相关的卫生和社保支出出现较快增长。受第三轮集中拍地影响叠加基数效应，政府性基金收入同比下降 2.7%，降幅较上月（19.2%）大幅收窄。

11 月 15 日发布 10 月经济数据：投资方面，基建投资增速放缓，地产投资持续探底；地产方面，拿地延续修复，竣工及销售继续探底；社零消费方面，餐饮消费大幅下滑，拖累社零整体转负下滑；工业方面，除电力小幅上行，其余工业增加值增速均放缓。

地产方面，11 月 14 日中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，**允许商业银行在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。**这一政策释放了两大利好：1）将银行信用注入到房地产项目中，帮助优质房企缓解流动性压力，提高预售资金使用效率。2）此前预售资金监管政策、保函置换预售监管资金多为地方性政策，本次为全国范围内的规定，范围更广、影响更大，更有利于市场预期的改善。至此，“第二支箭”、金融 16 条和本次预售监管资金规定，**形成了信贷、发债、信托、预售资金等多维度的房企融资端支持政策体系，进一步提振了市场信心。**

基建方面，财政部 11 日发布《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》。基础设施建设是 PPP 的重要发力方向，今年前三季度，全国 PPP 综合信息平台管理库新入库项目 430 个，投资额 6935 亿元。其中，三季度新入库项目 151 个，投资额 2349 亿元；我国 PPP 已经初步成熟，在稳投资、扩内需、畅循环、促增长方面发挥着积极作用，从政府层面高度重视 PPP 市场的规范发展，强调联评联审机制，进一步提升了政策空间和政策权威性，也将将进一步推动基础设施建设，有助于提高市场主体信心。

保主体方面，央行等六部门联合印发《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》，对于 2022 年第四季度到期的小微企业贷款，鼓励银行业金融机构与企业共同协商延期还本付息。**金融对小微企业支持政策进一步加码，助力稳住经济大盘。**

下周重点数据政策关注：中国 10 月工业企业利润总额、中国 11 月 LPR 报价，美联储 11 月 FOMC 会议纪要；政策方面仍需关注地产及疫情相关政策推进落地。

图表 32：本周主要政策一览

		时间	部门	主题	主要内容
本周重点关注	重要数据	2022/11/16	财政部	10月财政收支情况	今年1-10月累计，全国一般公共预算收入173397亿元，扣除留抵退税因素后增长5.1%，按自然口径计算下降4.5%；全国一般公共预算支出206334亿元，比上年同期增长6.4%。
		2022/11/16	发改委	政策性开发性金融工具	**目前7399亿政策性开发性金融工具资金已全部投放完毕**，数据显示金融工具对稳投资发挥了积极作用，预计全年经济增速有望加快。
		2022/11/15	统计局	10月经济数据	从10月当月来看，工业、服务业、消费、投资、进出口等指标增速均较9月份有所回落，就业与上月持平；**工业累计增速有所加快，服务业累计增速与1-9月份持平，投资、消费略有回落**。
	货币政策	2022/11/16	央行	2022年三季度货币政策执行报告	报告总结前三季度货币政策，确立下一个阶段**将加大稳健货币政策实施力度。总体来看，加大对房地产、保交楼的支持力度**，虽然增加了对通胀的担忧，但短期内通胀不会对国内货币政策造成阻碍，**重心仍是巩固经济修复的基础，为实体经济提供更有力的支持，降准降息仍值得期待；但宽松力度可能没有之前那么大，既要兼顾经济修复，又要防通胀，更多的发力点或将落在结构性货币工具上。**
	疫情	2022/11/17	国务院联防联控机制	国务院联防联控机制新闻发布会	1、坚决反对两种倾向，**既要持续整治“层层加码”，防止“一封了之”；又要反对不负责任的态度，防止“一放了之”**；各地进一步提高疫情防控的科学性、精准性、有效性； 2、在没有社区传播风险的时候，一般不按行政区域开展全员核酸检测；今后在国内发生聚集性疫情时**只有密接人员才会集中隔离**；**相关部门正在制定加快推进新冠病毒疫苗接种的方案；**
		2022/11/15	文旅部	跨省旅游	**优化跨省旅游管理政策。**根据最新风险区划定管理办法，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理。跨省游客需凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。按照面向跨省流动人员开展“落地检”要求，积极引导游客主动进行核酸检测，推动防控关口前移。
	地产	2022/11/14	中国银保监会、住房和城乡建设部、央行	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，**与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务**。
	基建	2022/11/11	财政部	盘活存量资产	**规范存量资产转让项目运作。**拟采用转让-运营-移交（TOT）等方式盘活存量资产的项目，应具有长期稳定经营性收益，严格履行国有资产评估、转让程序，合理确定转让价格。
	保主体	2022/11/14	央行、银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部、市场监管总局	《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》	对于2022年第四季度到期的、因新冠肺炎疫情影响暂时遇困的小微企业贷款(含个体工商户和小微企业主经营性贷款)，**鼓励银行业金融机构按市场化原则与企业共同协商延期还本付息**，原则上最长可延至2023年6月30日。延期贷款正常计息，免收罚息。
	行业	2022/11/21	——	世界杯	2022年卡塔尔世界杯将于北京时间11月21日0时正式开幕。
		2022/11/17	国家新闻出版署	游戏版号发放	11月17日，国家新闻出版署官网公布了2022年11月国产网络游戏审批信息，共有70款游戏获得版号
		2022/11/16	发改委、国家统计局、国家能源局	《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》	**新增可再生能源（包括风电、太阳能发电、水电、生物质发电、地热能）消费不纳入能源消费总量控制。**以绿证作为可再生能源电力消费量认定的基本凭证，**政府还将积极推动绿证交易体系建设**。
		2022/11/17	——	——	暴雪中国宣布与网易停止合作
下周热点前瞻		2022/11/21	全国银行间同业拆借中心	LPR	中国11月LPR报价
		2022/11/23	欧元区	PMI	欧元区制造业、综合PMI
		2022/11/24	美联储	FOMC	11月美联储FOMC公布货币政策会议纪要
		2022/11/25	国家外汇管理局	贸易数据	10月服务贸易差额
		2022/11/27	统计局	工业企业利润	中国10月工业企业利润总额

资料来源：各大新闻网站，华鑫证券研究

疫情政策方面，11 月 17 日国务院联防联控机制召开新闻发布会，强调反对“层层加码”和“一放了之”两种倾向，**加快推进新冠疫苗接种方案，文旅部出台政策优化跨省旅游管理政策。各地地方政府落实“科学精准防控”要求，**全国多地地方政府取消全员核酸检测、纠偏隔离管控措施、低风险地区学校、娱乐等公共场所恢复营业等，加速落地防疫优化政策；但部分地区尚未跟进调整。当前央地联动优化防疫政策，将有助于降低未来疫情对经济发展的不确定性，推动经济修复。

图表 33：各地地方政府优化防疫政策

日期	省份/城市	具体内容
11月19日	北京	国产新冠口服药阿兹夫定片已在北京部分药店正式线上开售
11月18日	山西	不再判定次密接，对7天内有低风险区旅居史的人员，不再“点对点”接返，实施3天健康监测。减少境外入境人员集中隔离时间，提升居家管控措施
11月18日	广西	口岸高风险岗位人员结束闭环作业后由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”、对入境人员由“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”等
11月15日	甘肃白银	幼儿园恢复教学、娱乐场所恢复正常营业
11月15日	洛阳	多数公共场所、公共交通不再查验核酸阴性证明
11月15日	山东	取消省外入鲁“48小时核酸阴性”要求，实行“落地检”和“5天3检”
11月14日	合肥	婚宴应办尽办，不搞大操大办
11月13日	上海	取消以区为单位的全员核酸检测，调整密接隔离期限，不再判定密接的密接
11月13日	天津	“高中低”风险区改为“高低”风险区，不再划定中风险区
11月13日	重庆	进一步加强社会面管控，各小区继续实行封闭管理，中心城区全体市民原则上足不出户、非必要不出小区、不上街
11月12日	青海西宁	不再判定密接的密接，目前正在隔离的次密接解除隔离，市内低风险或无风险地区人员凭48小时内2次（每天1检）核酸检测阴性证明及“健康码”绿码可有序离青。
11月12日	北京	长期滞留境外人员专项救济，推送解除弹窗限制、购票限制，调整密接和入境人员隔离期限，不再甄别次密接，对正在隔离的次密接解除隔离
11月11日	广州	调整密接和入境人员隔离期限，不再甄别次密接，对正在隔离的次密接解除隔离
11月11日	三亚	取消或暂不开展全员核酸检测，调整密切接触者隔离期限；不再甄别“次密接”，对目前正在隔离的“次密接人员”解除隔离。
11月11日	西藏	不再判定密接的密接，对正在隔离中密接的密接立即解除隔离。对密切接触者，执行“5天集中隔离+3天居家隔离”
11月11日	湖南怀化	对原已判定的“次密接者”解除管控措施，不再判定密接的密接；对市域内非密切接触者中的红码人员及时进行“解码”。解除市域临时交通管制，火车站等恢复售票。
——	三亚、陕西镇坪县、江西广昌县、福州、吉林延吉、长白山、合肥、安徽太湖县	取消或暂不开展全员核酸

资料来源：各大新闻网站，华鑫证券研究

5.2、 央行对通胀关注度提升，结构性政策工具发力

11 月 16 日，央行发布 2022 年三季度货币政策执行报告，删去“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，继续强调“搞好跨周期调节”，“引导商业银行扩大中长期贷款投放”，**“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”；在当前稳增长压力较大背景下，货币政策未到转向的时刻，年末降准降息仍可期。**

接下来，央行货币政策将会平衡以下四个方面的问题：

稳汇率，央行增加了对汇率稳定的重视，强调要**“以我为主兼顾内外平衡”**，在专栏

四中也指出“人民币汇率保持基本稳定有坚实基础”；后续阶段，要“坚持市场在汇率形成中起决定性作用，坚持底线思维，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；从美联储官员的表态来看，美联储加息仍可能超预期，将持续对人民币汇率带来贬值压力，后续货币政策或将更兼顾内外平衡，引导汇率进入双向波动通道。

抑空转，今年二季度以来，M2-社融剪刀差一直保持在高位，资金空转现象非常明显，流动性难以从金融市场向实体部门传递；**央行下一阶段的货币政策将“不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持，保持流动性合理充裕”，用好结构性金融工具、政策性开发性金融工具，**“引导商业银行扩大中长期贷款投放”，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。

保交楼，央行对房地产定调更为积极，通过专栏介绍“阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限”，同时“推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持”，后续政策除了进一步调降房贷利率，也会加大化解信用风险的力度。

防通胀，央行对通胀的关注度再次提升，强调我国“物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力”，尤其是“疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力”；**但当前国内经济环境接近与通缩，消费尚未企稳复苏，央行对通胀的担忧更接近于中长期维度，短期内难见通胀困扰。**

总体来看，虽然增加了对通胀的担忧，但短期内通胀不会对国内货币政策造成阻碍，重心仍是巩固经济修复的基础，为实体经济提供更有力的支持，降准降息仍值得期待；但宽松力度可能没有之前那么大，既要兼顾经济修复，助力保交楼，又要防通胀，还要稳汇率、抑空转，更多的发力点或将落在结构性货币工具上。

图表 34：央行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告

	2022Q3	2022Q2	2022Q1
国际经济形势	1、全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，**潜在风险值得高度警惕。** 2、主要经济体经济增长动能依然承压、通胀仍处高位、劳动力供给尚在缓慢恢复。 3、主要发达经济体货币政策延续收紧态势；为应对国内通胀压力和发达经济体货币政策收紧带来的溢出效应，部分新兴经济体继续加息。	1、疫情前全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面正在发生根本性转变； **2、主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难困境；** **3、新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。**	受疫情脉冲式反弹、**地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策等影响，**全球经济下行压力显现，全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大；**复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战。**
国内经济形势	**1、三季度我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势；** 2、外部风险：外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大； 3、内部风险：国内经济恢复发展的基础还不牢固，**国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。**	1、当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，**外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固**； 2、外部风险：主要发达经济体加快收紧货币政策带来的溢出影响加大、**全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加**； 3、内部风险：国内经济恢复基础尚需稳固，**国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大**，稳经济还需付出艰苦努力。	1、**新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多**，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升； 2、外部风险：**国际地缘政治、**发达国家收紧货币政策、全球疫情蔓延； 3、内部风险：**经济发展面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，近期疫情冲击影响加大、消费转弱，部分领域投资仍在探底、企业停产减产、货运物流和产业链供应链运转出现摩擦。**
通胀	1、**物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力**；外部输入性通胀压力依然，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应，特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，**也可能短期加大结构性通胀压力，对此要密切关注，加强监测研判，警惕未来通胀反弹压力。** 2、**全球高通胀挑战依然严峻，高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险**，金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。	1、**我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件；**但短期内我国结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在； 2、全球通胀水平持续高位运行，主因发达经济体央行前期对通胀形势有所误判、政策调整落后于市场曲线；**保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义，也是促进经济持续平稳增长的环境要求；任何时刻，央行都应该对物价走势的边际变化保持高度关注。**	国内物价形势总体稳定，未来CPI运行中枢可能较上年温和抬升，未来PPI可能延续总体回落态势，**同时也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。**
货币政策	1、加大稳健货币政策实施力度，**搞好跨周期调节，**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、更高质量的支持。**为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。** 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和 **8000 亿元新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现更好结果。	1、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、更高质量的支持。 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。**	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。
流动性	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，**为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。**	1、密切关注国际国内多种不确定因素变化，深入研判银行体系流动性供求状况，提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期，**平衡好内、外部均衡。** 2、7月份以来，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，但仍充分满足了投标机构的需求。**央行公开市场操作是短期流动性调节工具，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象。**	密切关注国际国内多种不确定因素变化，**深入研判流动性供求形势，**综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，**进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期。**
房地产	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，**推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，**促进房地产市场平稳健康发展。	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，**因城施策用足用好政策工具箱，**支持刚性和改善性住房需求，**稳妥实施房地产金融审慎管理制度**，促进房地产市场健康发展和良性循环。	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，**支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求**，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场健康发展和良性循环
汇率	密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，**以我为主兼顾内外平衡。**坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，**坚持市场在汇率形成中起决定性作用，坚持底线思维，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。**进一步发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自 动稳定器功能。加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念。
专栏	1、合理看待存贷差扩大 2、发挥政策性开发性金融工具作用 助力基础设施建设稳定宏观经济大盘 3、阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限 4、人民币汇率保持基本稳定有坚实基础	1、金融政策落地生效 助力经济回升向好 2、人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调 3、近年来信贷结构的演变和趋势 4、全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力	1、健全现代货币政策框架取得明显成效 2、从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管 3、建立存款利率市场化调整机制 4、加快推进金融稳定立法建设

资料来源：央行，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。

免责条款

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。

报告编号：HX-221122174223