

广发声

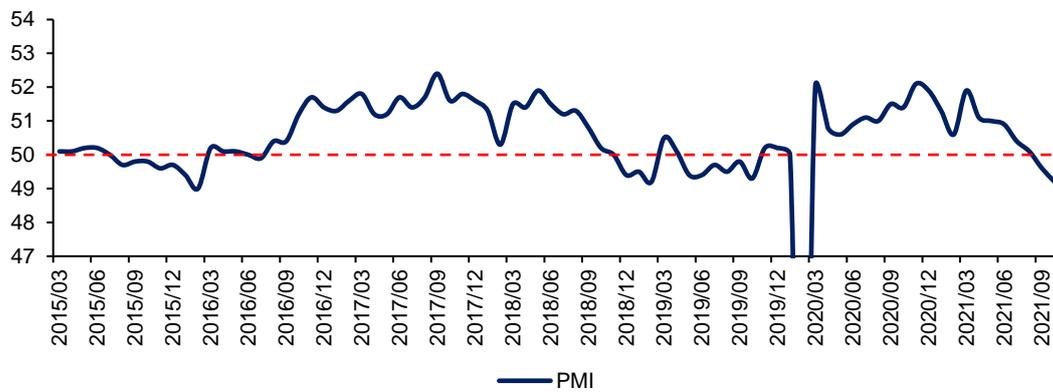
宏观研究团队精选观点

1. 10月PMI在荣枯线下持续走低，三类企业表现分化，促消费、拉内需、稳增长举措有待观望。

继9月低于荣枯线后，PMI连续第二个月走低，10月仅为49.2。其原因有二：一是受电力供应紧张、地产销售中枢趋缓和上游价格波动影响，生产端收缩明显；二是区域性疫情反弹、产业预期变化和原材料价格拐点使得内需大幅减少。小型和大型企业PMI环比持平或回落不多，而中型企业受生产端和需求端双重夹击，是主要拖累。受同期财政落地的影响，建筑业较制造业、服务业和房地产等行业景气度高。新华社《十问中国经济》文中指出“未来几个月，更多扩内需举措的出台，有望加快培育完整内需体系”，后续政治局会议的稳增长举措部署将成看点。

——郭磊：“PMI连续第二个月处于50以下”，2021年10月31日。

PMI连续第二个月处于50以下



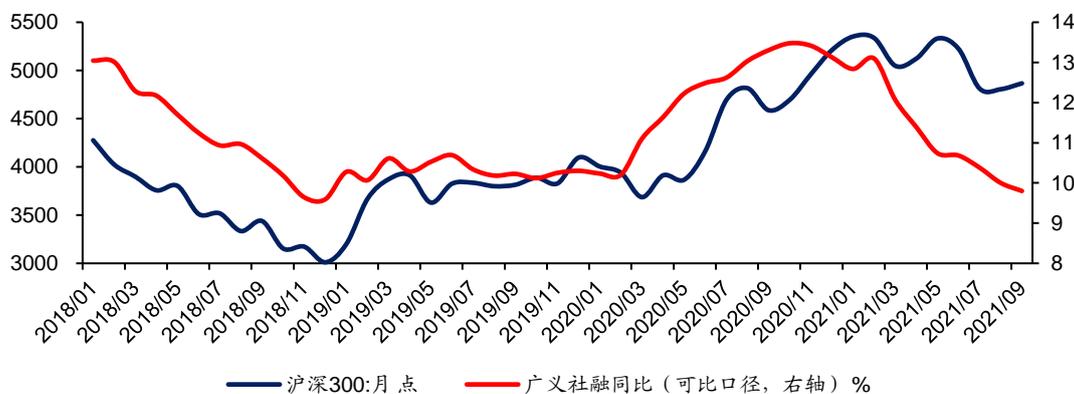
数据源：Wind，广发证券宏观团队

2. 股市表现与社融走势背离和板块轮动、外需偏强及资金入市有关，未来要看经济结构变化的影响。

股市表现在历史上曾基本锚定以社融为代表的广义流动性，与“股市流动性源于广义流动性、融资影响景气度及广义流动性影响风险溢价和估值”三点有关。但在今年社融增速放缓的背景下，A股表现不差，同样受三点因素支撑：一是受社融收缩影响较小的周期和新兴行业表现强势；二是出口偏强下，部分出口导向型行业维持较高景气度；三是财富管理市场发展和短期结构性资产荒，令入市资金规模扩张。长期来看，经济结构变化削弱了股票对融资的敏感性，产业政策和产业周期对股市的影响增强。故此，除将社融视为资产价格观测“锚”外，其他宏观变量也应纳入参考。

——郭磊、钟林楠：“社融和股市走势之间是什么关系”，2021年10月29日。

沪深300指数表现与广义社融增速走势间仍有较强联系



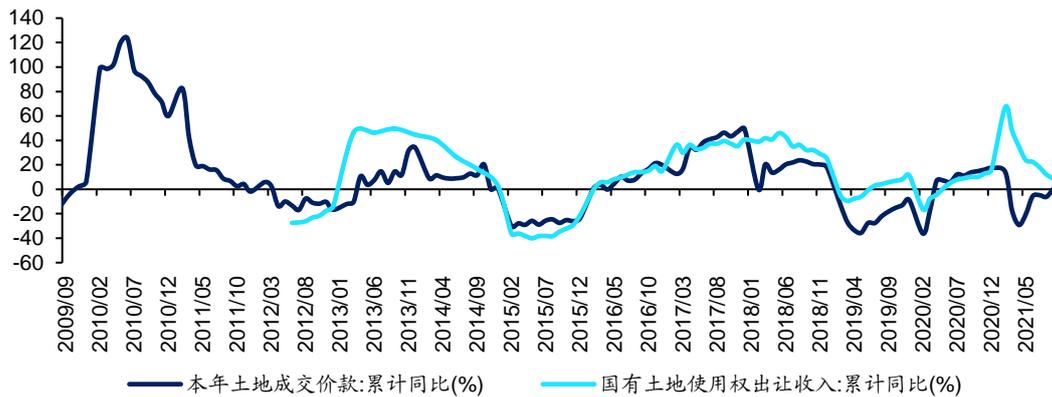
数据源：Wind，广发证券宏观团队

3. 土地市场当前已处下行周期，后续或有政策端边际放松，但与先前周期相比弹性或更为钝化。

今年下半年以来，我国土地市场与地产销售景气度明显走低，土地出让金（约占广义财政收入的 25%）和土地相关税收增速下行，对全国财政收支带来一定压力。历史上，我国土地市场具有 3 年左右的小周期波动特征，每一轮紧缩通常始于行业、货币政策收紧，并伴随经济和财政收入下行，故在周期中后期，政策端往往会有不同程度的边际放松。然而，本轮“房地产金融审慎管理制度”和“房产税改革试点”的出台兼具中长期调控考量，后续地产政策调整空间有限，周期特征更为钝化，地产销售与投资低迷的时间或被拉长，这让明年财政端稳增长面临更复杂、微妙的平衡。

—— 吴棋滢：“土地出让金与短周期经济增长”，2021 年 11 月 4 日。

财政口径下的土地出让收入与统计局口径下的土地成交价款走势基本一致（%）



数据源：Wind，广发证券宏观团队

【编辑执笔：蔡俊韬，联系邮箱：caijuntao@gf.com.cn】

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。