宏观定期

有喜有忧——国庆宏观 9 大看点

国庆假期，大事不少：美国释放对华贸易政策新动向；全球首个口服新冠特效药取得进展；美联储多个官员讲话，多国央行加息；9 月全球制造业 PMI 分化，中国时隔 18 个月再回线下；国庆消费仍不及 2019 年；房企再违约，多部委维稳；油价大涨，汽车和地产销售走弱；国内政策方面，时隔 10 年中央人才工作会议召开，多部门调整限电限产；香港研究“港股通”南向交易以人民币计价；易纲行长发文谈利率市场化改革；大类资产表现不一，美股大幅波动。

看点 1：美国对华关税豁免范围可能扩大；中美元首年底可能线上会晤。10 月 4 日，美国贸易代表戴琪发表“美中贸易关系新方法”演讲，概述了拜登政府对华贸易政策的最新立场，其中提到 4 点计划，包括启动有针对性的关税豁免程序。我们认为，本次讲话意味着美国对华关税豁免范围可能有所扩大，但全面或大范围取消关税的概率较低，中美关系也不会就此发生本质转变。此外，10 月 6 日中美瑞士会晤，白宫官员表示中美原则上同意年内两国元首线上会晤。

看点 2：全球疫情好转，全球首个口服新冠特效药取得进展。9 月以来全球日均新增确诊降至 51.3 万例，前值为 64.0 万例，主要经济体日均新增确诊均有所回落；国内局部散发式疫情仍有反复。全球疫苗累计接种 62.4 亿剂次，至少接种 1 剂次人数比例达到 46.4%。默沙东旗下新冠口服药 Molnupiravir 取得积极进展，如果顺利获批上市且临床效果达到预期，新冠病毒可能进一步流感化，全球经济活动正常化进程也有望进一步加速。

看点 3：美联储 Taper 很快到来、加息预期不变，多国央行加息，中国再降准甚至降息可期。海外：近期包括鲍威尔在内的多名美联储官员发表讲话，大多暗示 Taper 将很快到来、但对加息的态度有分歧（与 9.23FOMC 会议基本一致），利率期货隐含的美联储 2022 年加息概率也与假期前基本持平，我们继续提示美联储 11 月将宣布 Taper。此外，新西兰、冰岛、罗马尼亚、波兰等多国央行宣布加息。中国：9 月底召开的央行货币政策委员会 Q3 例会显示，我国货币政策总基调稳中偏松，将更注重稳增长、防风险，我们也继续提示再降准甚至降息可期。

看点 4：9 月全球制造业 PMI 分化，中国时隔 18 个月再回线下，总体看中美经济均趋疲软。海外：美国 9 月制造业 PMI 小幅提升，欧元区、英国有所下滑，且自 4 月以来首次低于美国，反映出欧洲经济边际改善速度比美国快的情况有所收敛。美国 9 月 PMI 分项显示，美国经济动能并未明显增强，但供应瓶颈和通胀压力依然严峻。中国：9 月制造业 PMI 降至 49.6%，主因限电限产冲击下，供给降幅大于需求、上游价格续涨，供需之间的结构性矛盾进一步凸显。

看点 5：假期消费：电影票房、交运旅游数据均低于 2019 年。电影票房：据猫眼专业版数据，“十一”假期前 6 天票房已超 40 亿元，已超 2020 年国庆档总票房，距离 2019 年国庆档的 50.5 亿元还有一定距离。交运：发送旅客数量低于 2019 年、2020 年和今年“五一”假期水平，反映了“十一”假期居民出行意愿还是受到一定抑制，应是与节前国内部分地区仍有疫情有关；旅游：参考四川数据，可能好于 2020 年同期，但仍低于今年“五一”假期和 2019 年水平。

看点 6：百强房企再违约，地产销售大降、土地流拍增加，多部委开会维稳。下半年以来，地产景气持续下滑，截至 9 月底国内房企违约债券数量已达 39 只，违约金额超 468 亿元，创近年来新高；土地流拍率也明显走高，9 月重点城市土地流拍率已飙升至 27%，是 7、8 月的 2 倍左右。地产销售迅速回落，9 月 30 城商品房成交面积同比下降 27.1%，环比 8 月下降 2.7%。但国庆期间出现反弹迹象，最近 1 周（9.27-10.3）30 城商品房成交面积较 9 月周均值上涨 5.9%，土地溢价率也明显提升。9 月 29 日，一行两会、住建部、24 家银行等联合召开房地产金融工作座谈会，这是一场摸底排查、统一思想、团结行动的会议，并首提“两维护”。

看点 7：高频数据（9 月以来）：油价大涨，生产回落，汽车销售走弱。上游：能源价格大涨，其中布油突破 80 美元/桶，创 2018 年 10 月以来新高，天然气、煤炭 9 月环比涨幅均超 20%；中游：9 月高炉、焦化企业开工回落，螺纹钢、水泥价格环比涨 6.6%、17.5%，航线运价环比延续上行；下游：汽车产销均弱，9 月半钢胎开工率回落 8.8 个百分点至 50.1%，乘用车日均销售 4.2 万辆，低于前值和往年同期；猪肉、蔬菜、水果价格均有所回落。

看点 8：国内政策：时隔 10 年中央人才工作会议召开；多部门调整限电限产；香港研究“港股通”南向交易以人民币计价；央行出台征信新规；央行行长易纲发文《中国的利率体系与利率市场化改革》，其中：银保监会要求保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求，发改委要求全力增加电力供应保障能力、确保电力可靠供应；易纲指出利率市场化既要“放得开”也要“形得成”，市场化利率在“形得成”和传导方面存在障碍，其原因包括监管套利、金融市场不成熟、融资平台预算软约束、存款无序竞争等财政金融体制问题。

看点 9：全球大类资产表现：10/1 至 10/6 期间，全球股市表现分化，美股三大指数波动较大，最终小幅收涨，非美股市普遍下跌；全球国债收益率普遍上行，10Y 美债收益率上行 3.3bp 至 1.52%；美元指数略微上涨 0.04%，离岸人民币兑美元贬值 0.07%；全球商品普遍上涨，布伦特原油大幅上涨 3.3%至 81 美元/桶，COMEX 黄金上涨 0.3%至 1760.5 美元/盎司。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期。

作者

分析师　熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师　刘新宇
执业证书编号：S0680521030002
邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理　杨涛
邮箱：yangtao3123@gszq.com

研究助理　刘安林
邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

1、《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策线索—9 月 PMI 的 5 大信号》2021-09-30

2、《能耗双控和拉闸限电的影响与趋势——碳中和系列三》2021-09-26

3、《10Y 美债为何上破 1.4%？后续怎么看？》2021-09-24

4、《Taper 大局已定，加息也有提前——美联储 9 月议息会议点评》2021-09-23

5、《高频与政策半月观—当前政策的三重“困境”》2021-09-21

内容目录

看点 1：美国对华关税豁免范围可能扩大；中美元首年底可能线上会晤 4
看点 2：海外疫情好转，全球首个口服新冠特效药取得进展 4
看点 3：全球央行动态：美联储加息预期不变，多国央行宣布加息，中国稳中有松、再降准甚至降息可期 5
看点 4：9 月全球制造业 PMI 分化，中国时隔 18 个月再回线下，总体看中美经济均趋疲软 6
海外：美国 PMI 小幅回升，欧元区、英国、日本均有所下滑 7
中国：制造业 PMI 时隔 18 个月再度降至荣枯线下方，关注 5 个信号 8
看点 5：假期消费：电影票房、交运旅游数据均低于 2019 年 9
看点 6：地产动态：房企违约增加，地产销售大降，多部委开会维稳 9
看点 7：高频数据（9 月以来）：油价大涨，生产回落，汽车销售走弱 11
上游：能源价格大涨，布油突破 80 美元/桶 11
中游：开工回落，价格趋涨，航线运价环比大幅上行 12
下游：汽车产销仍弱，食品价格回落 13
看点 8：国内政策：时隔十年召开中央人才工作会议；多部门调整限电限产相关政策；香港研究"港股通"南向交易以人民币计价；央行出台征信新规；易纲行长发文谈利率市场化 13
中央人才工作会议：加快建设世界重要人才中心和创新高地 13
多部门调整限电限产的相关政策，银保监会要求保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求 14
香港研究"港股通"南向交易以人民币计价 14
央行出台征信新规 14
央行行长易纲发文《中国的利率体系与利率市场化改革》 14
看点 9：全球大类资产表现 15
风险提示 15

图表目录

图表 1：中美关税税率对比 4
图表 2：疫情之后美国民众对中国的负面看法进一步加深 4
图表 3：世界主要国家疫苗接种总剂数 5
图表 4：世界主要国家每日接种增速 5
图表 5：全球新冠新增确诊病例数量：海外疫情好转，主要经济体日均新增确诊均有所回落 5
图表 6：近期美联储官员表态 6
图表 7：全球制造业 PMI 表现 7
图表 8：美国制造业 PMI 及主要分项表现 7
图表 9：美国服务业 PMI 及主要分项表现 7
图表 10：美国经济高频指标延续下滑 8
图表 11：9 月制造业 PMI 继续下跌 8
图表 12：9 月建筑业景气逆势回落 8
图表 13：历年"十一"电影票房 9
图表 14："十一"全国铁路、公路、水路、民航日均发送旅客数量 9
图表 15：2021 年房企债券违约金额创新高 10
图表 16：9 月土地流拍率明显走高 10
图表 17：地产成交：地产与土地成交均大幅回落 10
图表 18：地产价格：房价高位走平，地价触底反弹 10
图表 19：布油价格突破 80 美元/桶，创 2018 年 10 月以来新高 11
图表 20：原材料价格：天然气价格大幅上涨 11
图表 21：原材料价格：煤炭价格大幅上涨 12

图表 22：原材料价格：铁矿石续跌，铜价维持震荡.....12
图表 23：工业生产：9 月重点品种多数回落.....12
图表 24：工业生产：重卡销量同比增速降幅显著扩大.....12
图表 25：工业品价格：主要工业品价格明显上涨.....13
图表 26：航线运价延续上行.....13
图表 27：汽车产销：生产回落、销售仍然偏弱.....13
图表 28：食品价格：均有所回落.....13
图表 29：国庆假期期间（10/1-10/6）全球主要股市表现.....15
图表 30：国庆假期期间（10/1-10/6）全球主要债市表现.....15
图表 31：国庆假期期间（10/1-10/6）全球主要汇率表现.....15
图表 32：国庆假期期间（10/1-10/6）全球主要商品表现.....15

看点 1：美国对华关税豁免范围可能扩大；中美元首年底可能线上会晤

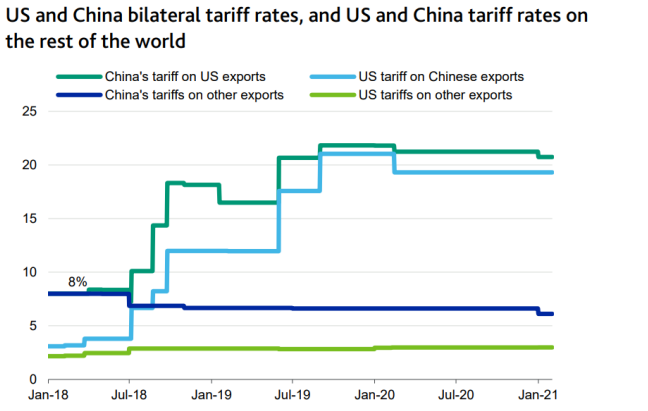
10 月 4 日，美国贸易代表戴琪发表“美中贸易关系新方法”演讲，概述了拜登政府对华贸易政策的最新立场。其中，提到了 4 点计划：

- 首先，将与中国讨论第一阶段贸易协议的实施情况；
- 其次，启动有针对性的关税豁免程序；
- 再次，对尚未解决的中国非市场化贸易行为表示严重关切；
- 最后，与盟友合作制定公平的贸易规则。

我们认为，本次讲话意味着美国对华关税豁免范围可能有所扩大，但全面或大范围取消的概率较低，而且也不会本质上改善中美关系。根据穆迪在今年 5 月的一份报告，美国对华加征的关税中，近 95%是由美国进口商承担，因此拜登政府想要扩大关税豁免的主要意图是缓解美国的供给瓶颈和通胀压力，而非改善对华关系。此外，前期报告中我们也曾指出，PEW 研究中心的民调显示，疫情爆发后美国民众反华情绪创历史新高，考虑到 2022 年是国会中期选举年，拜登对华态度难有本质转变、且明年可能会更强硬。

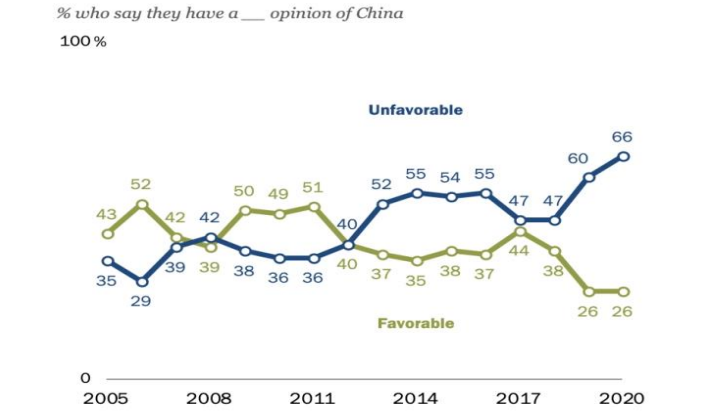
此外，10 月 6 日中美瑞士会晤，白宫官员表示中美原则上同意年内两国元首线上会晤。

图表 1：中美关税税率对比



资料来源：穆迪，国盛证券研究所

图表 2：疫情之后美国民众对中国的负面看法进一步加深



资料来源：PEW，国盛证券研究所

看点 2：海外疫情好转，全球首个口服新冠特效药取得进展

海外疫情好转，主要经济体日均新增确诊均有所回落。截至 10 月 5 日，全球累计确诊 2.36 亿例，累计死亡人数超过 482 万。9 月以来全球日均新增确诊 51.3 万例，前值为 64.0 万例。其中：美国日均新增确诊小幅回落 13.2 万例（前值为 13.9 万例）；欧洲日均新增确诊回落至 5.7 万例（前值 7.6 万例）；巴西日均新增确诊回落至 2.1 万例（前值为 2.8 万例）；印度日均新增确诊降至 3.0 万例（前值为 3.7 万例）。

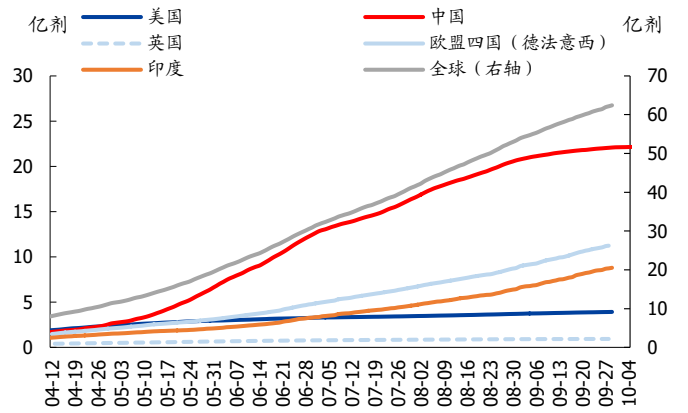
国内局部散发式疫情仍有反复。9 月以来全国新增本土确诊病例 562 例，主因在于福建、黑龙江、云南等地再现散发式疫情；截至 10 月 5 日，全国共有高风险地区 2 个（黑龙江 1 个、福建 1 个），中风险地区 24 个（黑龙江 19 个、福建 5 个）。

截至 9 月底，全球疫苗累计接种 62.4 亿剂次，至少接种 1 剂次人数比例达到 46.4%，

中国接种率超过 75%。其中：美国接种 3.9 亿剂次，接种比例达到 65.2%；欧洲四国（德法意西）合计接种 11.2 亿剂次，接种比例达到 74.7%；印度接种 8.8 亿剂次，接种比例为 47.8%。接种速度看，欧美国家疫苗接种继续放缓，巴西、印度、南非等新兴市场国家接种相对较快。中国方面，截至 9 月 30 日，我国疫苗累计接种 22.1 亿剂次，至少接种 1 剂次人数比例约 76.2%。

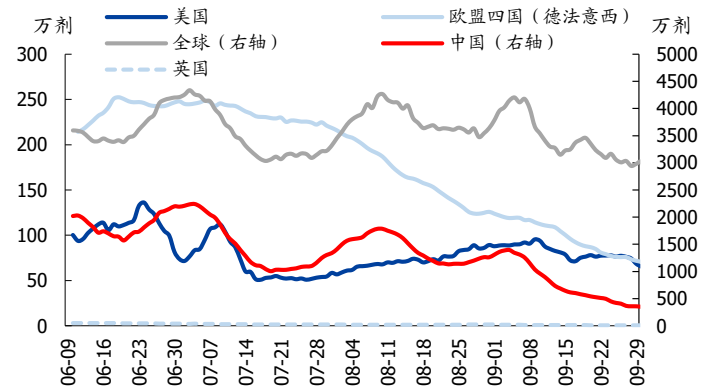
默沙东旗下新冠口服药 Molnupiravir 取得进展，如果获批上市且临床效果达到预期，预示新冠病毒可能进一步流感化，全球经济活动正常化进程也可能进一步加速。临床三期试验中期数据显示，Molnupiravir 能够有效降低患者住院或死亡风险约 50%。相比现有新冠药物，Molnupiravir 的优势在于：第一、现有新冠治疗药物更多面向重症患者，Molnupiravir 主要用于轻、中症患者，能够避免轻、中症患者向重症恶化；第二、Molnupiravir 更为便宜，美国定价约为 700 美元/人份，是目前中和抗体治疗成本的三分之一；第三、试验中 Molnupiravir 对不同病毒变体具有一致的疗效；第四、Molnupiravir 为口服药剂，相比现有的静脉注射中和抗体，患者依从性更高。

图表 3：世界主要国家疫苗接种总剂数



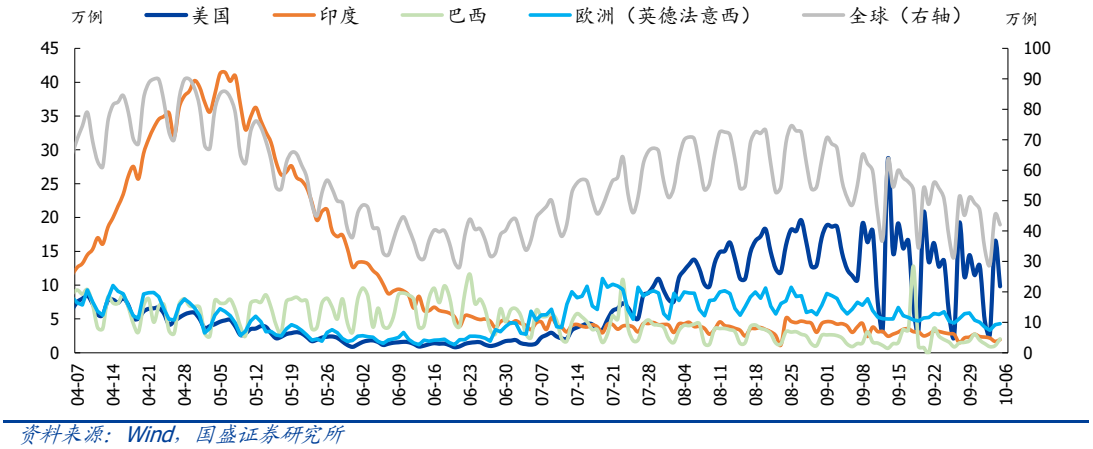
资料来源：Our World in Data，国盛证券研究所

图表 4：世界主要国家每日接种增速



资料来源：Our World in Data，国盛证券研究所

图表 5：全球新冠新增确诊病例数量：海外疫情好转，主要经济体日均新增确诊均有所回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

看点 3：全球央行动态：美联储加息预期不变，多国央行宣布加息，中国稳中有松、再降准甚至降息可期

美联储方面，近期包括鲍威尔在内的多名美联储官员发表讲话，大多暗示 Taper 将很快

到来，但对加息的态度存在分歧，与 9 月 FOMC 会议显示的情况基本一致。截至 10 月 6 日，利率期货隐含的美联储 2022 年加息次数为 1.1 次，与假期前基本持平。我们也继续提示，Taper 大概率 11 月宣布，而且缩债速度可能较快。

欧洲央行副行长金多斯表示可能在 12 月对紧急抗疫购债计划（PEPP）做出调整，英国央行行长贝利表示政策调整首先考虑的将是利率调整。

此外，国庆假期期间，新西兰、冰岛、罗马尼亚、波兰等多国央行宣布加息。

图表 6：近期美联储官员表态

时间	官员	何时票委	表态内容
9 月 30 日	鲍威尔	永久	即将在开始缩减购债规模方面取得进一步的实质性进展，距离加息还有很长的路要走。通胀将在未来几个月远高于目标，然后才会放缓。短期经济前景高度不确定，但中期前景十分乐观。
9 月 30 日	戴利	2021	预计今年年底将达到缩债标准，不认为可以在 2022 年加息。
9 月 30 日	博斯蒂克	2021	如果当前趋势持续下去，就有理由缩减购债规模。预计 2023 年底前有三次加息，但至少在 2024 年底之前低于预计的 2.5%的中性利率。
10 月 1 日	埃文斯	2021	设想是从今年年底或明年 1 月开始缩减资产购买，到明年年中或秋季结束，预计 2023 年首次加息。通胀预期并没有失控，现在需要保持耐心。
10 月 1 日	卡什卡利	2023	“在不远的将来”缩减债券购买规模是有意义的，预计在 2024 年前不会加息。相信通胀会消退，美联储仍面临通胀疲软的挑战。
10 月 1 日	哈克	2023	希望尽快缩减购债规模，并在明年夏天完成。预计利率将在 2022 年底或 2023 年初上调。
10 月 2 日	梅斯特	2022	支持美联储于 11 月开始缩减购债，预计明年将加息。预计 2022 以及 2023 年通胀都将超过 2%。
10 月 4 日	布拉德	2022	预计美联储将在 11 月开始缩债计划。担心通胀风险正在上升，预计 2022 年核心 PCE 将达到 2.8%。

资料来源：FED，国盛证券研究所

中国方面，9 月底召开的央行货币政策委员会第三季度例会显示，我国货币政策总基调稳中偏松，将更注重稳增长、防风险，我们也继续提示再降准甚至降息可期。具体来看，Q3 例会延续了 7.30 政治局会议、8.9 二季度货币政策报告、8.23 金融机构货币信贷形势分析座谈会等会议或报告的说法，包括：延续强调“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”；“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”；“继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低”等等。此外，Q3 例会也有新提法，包括“要加强国内外经济形势边际变化的研判分析”；“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。

看点 4：9 月全球制造业 PMI 分化，中国时隔 18 个月再回线下，总体看中美经济均趋疲软

海外：美国 PMI 小幅回升，欧元区、英国、日本均有所下滑

海外方面，9 月全球制造业 PMI 为 54.1%，持平 8 月；分国家来看，美国 9 月制造业 PMI 小幅提升，欧元区、英国、日本均有所下滑；韩国、印度、巴西等新兴市场普遍有所提升。需注意的是，9 月欧元区和英国的制造业 PMI 均是自 4 月以来首次低于美国，反映出欧洲经济边际改善速度比美国快的情况有所收敛。

图表 7：全球制造业 PMI 表现

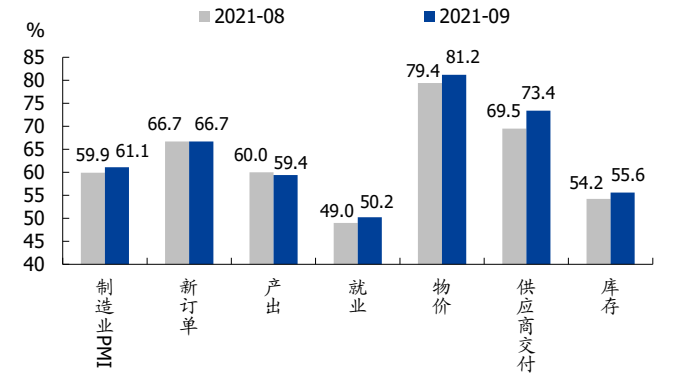
单位%	美国	欧元区	英国	日本	韩国	印度	越南	巴西	全球
走势图									
2021-09	61.1	58.6	57.1	51.5	52.4	53.7	40.2	54.4	54.1
2021-08	59.9	61.4	60.3	52.7	51.2	52.3	40.2	53.6	54.1
2021-07	59.5	62.8	60.4	53.0	53.0	55.3	45.1	56.7	55.4
2021-06	60.6	63.4	63.9	52.4	53.9	48.1	44.1	56.4	55.5
2021-05	61.2	63.1	65.6	53.0	53.7	50.8	53.1	53.7	56.0
2021-04	60.7	62.9	60.9	53.6	54.6	55.5	54.7	52.3	55.9
2021-03	64.7	62.5	58.9	52.7	55.3	55.4	53.6	52.8	55.0
2021-02	60.8	57.9	55.1	51.4	55.3	57.5	51.6	58.4	53.9
2021-01	58.7	54.8	54.1	49.8	53.2	57.7	51.3	56.5	53.6
2020-12	60.5	55.2	57.5	50.0	52.9	56.4	51.7	61.5	53.8
2020-11	57.5	53.8	55.6	49.0	52.9	56.3	49.9	64.0	53.8
2020-10	59.3	54.8	53.7	48.7	51.2	58.9	51.8	66.7	53.0
2020-09	55.4	53.7	54.1	47.7	49.8	56.8	52.2	64.9	52.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所

美国 9 月制造业 PMI 为 61.1%，高于预期值 59.6%和前值 59.9%；服务业 PMI 为 61.9%，高于预期值 60.0%和前值 61.7%。分项来看，新订单指数基本持平，就业指数表现分化，物价指数提升幅度较大且绝对值较高，制造业供应商交付指数大幅提升，服务业供应商交付指数小幅回落但仍处在高位。

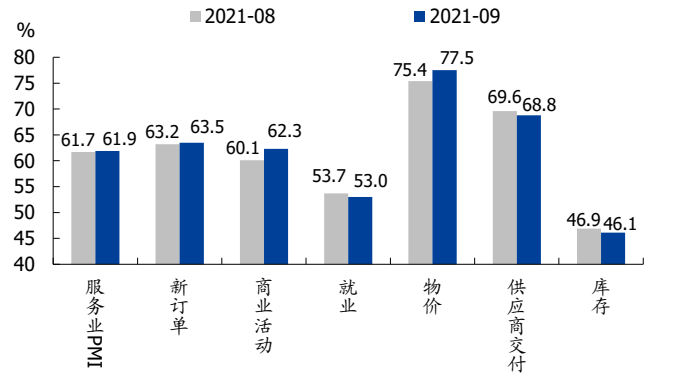
整体看，9 月 PMI 显示出美国经济动能未有明显改善，同时供应瓶颈和通胀压力依然严峻。结合 PMI 和高频指标表现，我们继续提示，年底前美国经济大概率延续边际放缓。

图表 8：美国制造业 PMI 及主要分项表现



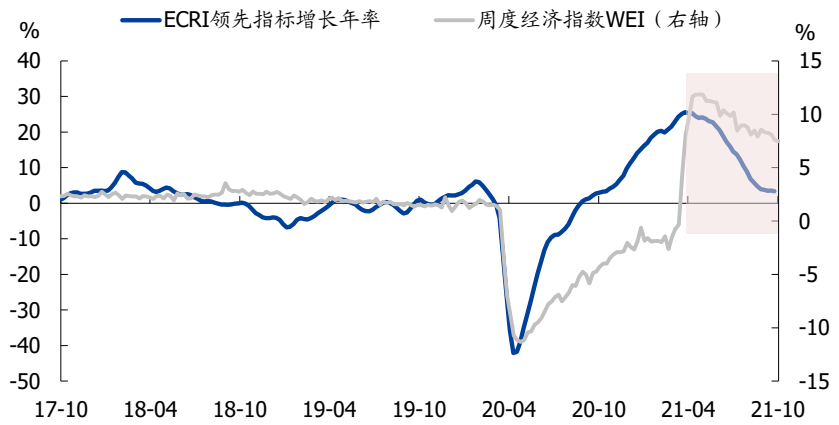
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：美国服务业 PMI 及主要分项表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：美国经济高频指标延续下滑



资料来源：Wind，国盛证券研究所

中国：制造业 PMI 时隔 18 个月再度降至荣枯线下方，关注 5 个信号

国内方面，9 月制造业 PMI 时隔 18 个月再度降至荣枯线下方，非制造业和服务业 PMI 大幅反弹。9 月制造业、非制造业 PMI 为 49.6%、53.2%，较上月变动-0.5、5.7 个百分点，其中制造业 PMI 连续第 6 个月下滑，也是 2020 年 3 月以来首次降至线下，主因限产限电导致供给收缩、生产降温；9 月服务业 PMI 大幅反弹 7.2 个百分点至 52.4%，重回扩张区间，主因疫情好转对需求的冲击减弱。

维持我们报告《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策线索—9 月 PMI 的 5 大信号》的观点，建议重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的 5 大信号：1）限电限产影响下，工业生产大幅回落，供给降幅大于需求；2）进出口订单继续回落，出口短期韧性仍强；3）价格再度回升，预计 9 月 PPI 同比升至 10.4%左右；产成品库存回落，后续不确定性大；4）小企业景气持续恶化，就业形势分化；5）疫情冲击减退，服务业景气大升；建筑业景气逆势下滑，指向地产基建偏弱。

总体看，当前供给降幅大于需求、上游价格续涨，供需之间的结构性矛盾进一步凸显：供给端，工业生产在限电限产约束下明显回落；需求端，消费与服务业随着疫情冲击减退有所修复，地产与基建在严监管下仍然偏弱。往后看，我国经济压力仍大，GDP 增速很可能 Q3 跌破 6%、Q4 跌破 5%，预示稳增长、稳就业的必要性进一步增大，政策将稳中偏松。

图表 11：9 月制造业 PMI 继续下跌

图表 12：9 月建筑业景气逆势回落

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27339