

制造业弱修复，但经济隐忧依然明显

2022 年 9 月 25-10 月 8 日双周报

◆ 美欧央行鹰派立场持续强化

美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 50.9，创 2020 年 5 月以来新低，预期为 52.2，前值为 52.8。截止 10 月 7 日，美国 2 年期国债收益率仍然高于 10 年期国债收益率 41 个 BP，长短期国债利差仍然严重倒挂。尽管诸多迹象显示美国经济走弱预期不断强化，但 9 月议息会议上，美联储加息 75BP 的决定，以及相对鹰派的表述，已经表明在当前时点，美联储在稳经济和控通胀之间做出了明确的取舍，为实现长期通胀的稳定均衡增长，美联储不惜以短期内美国经济进一步降速为代价。此外，当地时间 10 月 7 日公布的美 9 月非农和就业数据超预期，显示美联储持续的鹰派立场依然有相对强劲就业来支撑。美国 9 月非农就业增加 26.3 万，预期增加 25.5 万人、前值增加 31.5 万人；美国 9 月失业率录得 3.5%、预期 3.7%、前值 3.7%。

年内剩余加息点数方面，美联储 9 月议息会议点阵图显示，美联储官员主流预期为年底前再加息 100BP 到 125BP。截止 10 月 8 日，CME 数据显示市场预期美联储 11 月议息会议加息 75BP 的概率为 81.1%，较 9 月 30 日提高近 25 个百分点，同时，市场预期 12 月议息会议上，联邦基金目标利率调整为 4.25%—4.5%或以上的概率为 86.6%，表明目前市场主流预期为：年内美联储仍至少将加息 125BP，分别于 11 月和 12 月会议上加息 75BP 和 50BP。

欧元区 8 月零售销售同比下降 2.0%，市场预期为下降 1.7%。在消费已现疲软迹象的同时，受俄乌冲突影响，欧元区通胀水平居高不下：欧元区 9 月 CPI 初值同比升 10%，为有记录以来首次站上两位数，预期升 9.7%。10 月 4 日欧盟统计局数据显示，8 月欧元区 PPI 同比上升 43.3%，高于市场预期的 43.2%，前值为 37.9%。尽管面临着经济衰退和通胀高企的双重挤压，但根据欧洲央行发布的 9 月初议息会议的纪要，欧元区货币政策目前的核心目标已转为控制通胀，尽管当时部分央行官员提议加息 50 个基点，但最终全部 25 位决策者都同意了加息 75 个基点的决定。基于多位欧洲央行官员的暗示，10 月议息会议上，欧央行再次加息 75BP 的可能性很大。

◆ 9 月我国官方 PMI 数据显示制造业弱复苏、建筑业维持高景气、服务业景气度下降明显

2022 年 9 月官方制造业 PMI 录得 50.1%，较上月+0.7PCTS，时隔两个月，重回荣枯线之上。总体上看，从 8 月到 9 月，制造业景气程度有所改善，但因为 8 月为景气度低点，9 月改善之后，制造业景气度与历史同期相比仍然有差距。

9 月 PMI 新订单指数较上月+0.6PCTS，但 9 月新出口订单指数较上月-1.1PCTS，显示在外需拖累的情况下，9 月制造业需求的恢复主要靠内需支撑。9 月 PMI 生产指数较上月+1.7PCTS，显示生产恢复进一步加快。结合近 10 年历史同期数据看，制造业需求和生产自低位快速修复，但尚需进一步恢复以达到历史平均水平。9 月，PMI 产成品库存指数、PMI 原材料库存指数、PMI 采购量指数和 PMI 生产经营活动预期指数分别

作者

符旸 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

相关研究报告

经济进一步修复，但隐忧仍在 —2022-10-02
金融市场分析周报 —2022-09-26
美联储加息预期再抬升，国内地产、消费形势仍不乐观 —2022-09-25

较上月+2.1PCTS、-0.4PCTS、+1.0PCTS 和+1.1PCTS，显示在内需恢复的支撑下，9月制造业企业预期有所改善，采购意愿回升，同时生产的恢复速度较需求恢复速度更快，原材料库存加速向产成品库存转化，最终产成品库存累积，原材料库存去化。

2022年9月，非制造业商务活动指数50.6%，较上月-2.0PCTS，较上月走弱但继续位于荣枯线之上，其中，建筑业PMI为60.2%，较上月+3.7PCTS，服务业PMI为48.9%，较上月-3.0PCTS。

9月服务业PMI由荣枯线之上转到荣枯线之下，景气度明显下行，与我们观察到的受疫情影响，18个大中城市地铁客流量9月重回同比下行态势相吻合。

9月建筑业PMI录得60.2%，较上月上行，维持高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，是近4个月高点。反映在近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策利好下，基建项目加速落地，建筑业生产活动扩张加快。

◆ 节前货币市场流动性季节性趋紧

节前一周（9月26日-9月30日），逆回购方面，为了熨平季末节前的资金波动，央行操作力度显著加大，9月26日至9月30日，央行以2.00%的利率分别投放了420亿、1130亿、1330亿、1050亿和1280亿的7D逆回购。此外，央行以2.15%的利率分别投放了930亿、620亿、670亿、770亿和580亿的14D逆回购，在每日20亿元逆回购到期的前提下，当周逆回购累计净投放8680亿元，操作规模大幅提升，充分满足机构的资金需求，也有利于稳定市场预期。需要注意的是，受到假期影响，节后首个工作日将有5210亿元的7D逆回购和900亿元14D逆回购到期。

货币市场利率方面，截止9月30日，DR007和SHIBOR1W分别为2.09%和2.06%，DR007较9月23日大幅上行53bp，SHIBOR1W较9月23日大幅上行45bp，货币市场利率与政策利率之间的利差急剧缩减，重要因素是资金面季节性的收敛。与去年九月末2.55%的高位相比，当前资金价格仍处于相对低位，节后随着跨季需求的缓解，银行间流动性想必会重回宽松，带动货币市场的资金利率下行。

◆ 经济弱修复，但隐忧不小

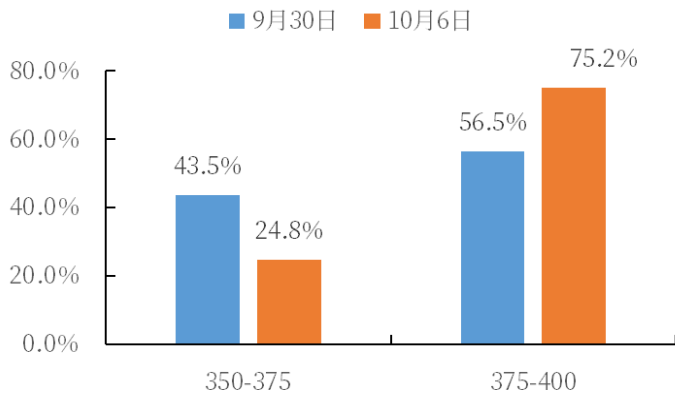
目前经济整体呈现弱修复态势，但隐忧仍然不小：**1，官方制造业PMI重回荣枯线之上，但财新制造业PMI仍在荣枯线之下。**9月官方制造业PMI较8月上行，时隔两个月重回荣枯线之上，但9月财新制造业PMI录得48.1，较8月下降1.4个百分点，与5月持平，同为五个月以来最低。**2，官方和财新服务业PMI均显示9月服务业景气度下滑明显。**9月官方服务业PMI时隔3个月重回荣枯线之下，同时9月财新服务业PMI录得49.3，较8月下降5.7个百分点，6月以来首次落至荣枯线以下，显示服务业景气度在居民出行重新受限之下，仍需进一步修复。**3，全球紧缩周期下的外需走弱导致我国出口预期转弱。**9月制造业新出口订单指数下滑，显示9月外需回落压力增大，出口对经济的支撑作用大概率将走弱。**4，9月以来居民出行重新受限，我国消费复苏程度或进一步受限。**18个城市地铁客流量加总值同比8月转正后，9月录得-12.8%，重回萎缩区间，客流量同比为正的城市个数也从8月的12个缩减为9月的6个。十一假期期间，18个城市地铁客流量加总值同比继续为负，同时，文旅部数据显示，今年十一假期，全国国内旅游出游人次和国内旅游收入同比分别减少18.2%和26.2%，仅恢复至2019年同期的60.7%和44.2%，在此之前的中秋假期两项数据分别恢复至2019年同期的72.6%和60.6%，可见消费动能并未持续改善反而再次走弱。此外，国家电影专

资办数据显示, 2022 年十一长假 (10 月 1 日-10 月 7 日), 全国票房总收入 14.96 亿元, 同比大跌 65.84%, 仅为疫情之前 2019 年国庆档票房的 33.5%, 是 2016 年以来同期成绩的最低水平。5, 房地产复苏仍需时日。中指院数据显示, 2022 年 1-9 月, 百强房企销售额均值为 540.8 亿元, 同比下降 45.1%, 降幅较上月收窄 1.1 个百分点。据克而瑞统计, 百强房企 1-9 月销售操盘金额同比降幅仍保持在 45.4% 的较高水平。

近期我国稳经济政策频出。房地产方面, 9 月 29 日, 人民银行、银保监会发布通知, 决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府, 可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。9 月 30 日晚, 央行发布公告称, 决定自 2022 年 10 月 1 日起, 下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点, 5 年以下 (含 5 年) 和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。消费方面, 包括国家层面的新能源汽车免征车辆购置税政策延长到 2023 年底以及多地实行的促进家电消费的措施相继出台。

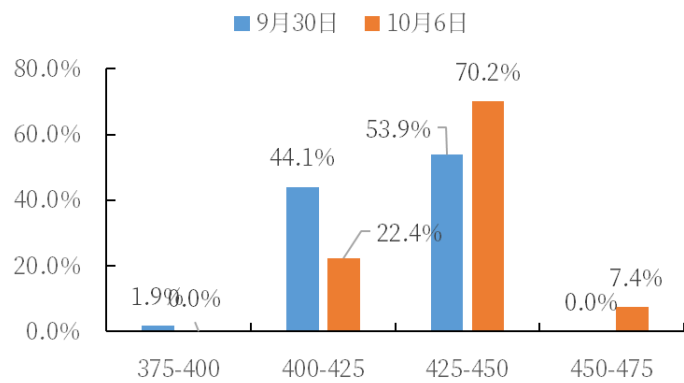
总体来看, 虽然面临着较大的外部紧缩压力, 但在我国经济复苏基础薄弱且通胀相对温和的经济运行状态下 (CPI 同比年内破 3 概率较小, 并且 10 月之后上行风险将明显下降, PPI 同比大概率在年内迎来负值), 短期内货币政策预计仍将维持相对宽松, 但汇率约束显性化后, 国内进一步宽货币的预期不强, 而房地产为代表的宽信用进展仍弱, 有待增量政策效果的进一步显现。

图1 市场对美联储 11 月会议联邦基金目标利率的预期



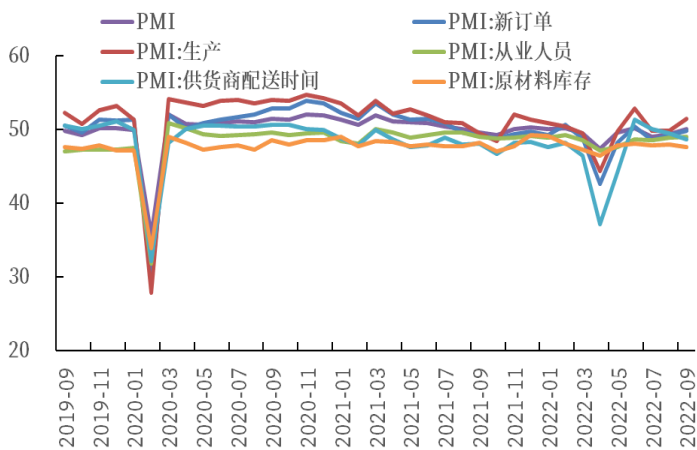
资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

图2 市场对美联储 12 月会议联邦基金目标利率的预期



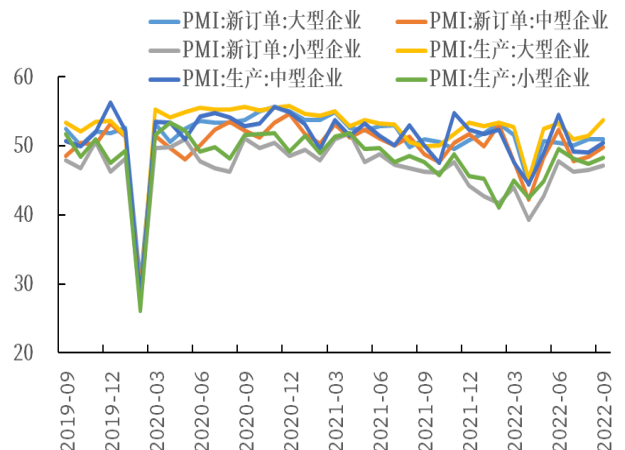
资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

图3 PMI 指数及其五大构成指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 不同规模企业新订单和生产指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图5 9 月居民出行再次受到影响

时间区间	同比增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
十一假期（截止10月6日）	5	-16.5%	-10.4%	-16.7%	-11.4%	-30.4%	8.3%	-22.8%	-34.8%	-10.4%	42.6%	-16.3%	-36.0%	-5.3%	-64.7%	1.5%	-29.1%	-33.1%	127.6%	7.9%
9月下旬	7	-4.8%	-9.9%	-5.4%	-5.1%	-15.6%	14.4%	1.2%	-10.5%	4.7%	2.8%	-3.2%	-12.0%	27.2%	-27.1%	-3.6%	-15.7%	-29.1%	205.9%	19.7%
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%	18.7%

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_47010

