

宏观周观点

2022 年 10 月 10 日

海外需求开始下行，但短期仍会保持紧缩

宏观周观点 20221010

核心内容：

- **全球 PMI 整体下行，中国 PMI 回升面临诸多不确定性：**摩根大通全球 PMI 指数连续 4 个月下滑，9 月为 49.8，低于过去 5 年的同期均值 52.3。美国 9 月 ISM 的 PMI 下滑 1.9 个百分点至 50.1，大幅低于过去 5 年的同期均值 56.98；欧元区 PMI 下行 1.2 至 48.4，同样低于 53.8 的往年均值。包括德国、日本、韩国、印度、越南和巴西等在内的重要制造业国家的 PMI 基本都处于下行通道，中国则由于低基数、生产相关的季节性因素以及基建托底出现了小幅恢复。在美联储领衔的迅猛紧缩周期中，总需求势必出现下行，造成各国制造业外需的回落，中美欧 PMI 的新订单已经指向制造业国家出口的下行。
- **美国非农再超预期：**美国劳工数据局（BLS）10 月 7 日公布了 9 月非农就业相关数据。9 月新增非农就业 26.3 万人，略高于 25 万人的市场预期，私人部门非农就业 28.8 万人，比 8 月份的 27.5 万人增多；失业率重新回落 0.2 至 3.5%，私人非农时薪同比增速 4.98%，环比增速 0.31%，稍有放缓；劳动参与率下行 0.1 至 62.3%，劳动人口减少 5.7 万人，供需保持紧张。11 月份加息 75bps 的可能性较大。
- **OPEC+减产 200 万桶/日：**10 月 5 日 OPEC+宣布将从 11 月起减产 200 万桶/日。此前，OPEC+在 8、9、10 月份分别宣布每日增产 10 万桶、-10 万桶和 10 万桶。会议还通过了把 2020 年 4 月的减产协议延长 1 年至 2023 年 12 月 31 日、OPEC+部长级会议由每月一次调整为半年一次等，维持减产并托底油价的态度较为坚决。冬季的能源通胀压力上行，推动主要央行紧缩力度的保持。
- **特拉斯政府立场动摇，英国金融环境稍有缓和：**由于新政广受恶评、民众和党内支持率大跌，特拉斯不得不做出边际让步，宣布取消将最高个人所得税率从 45%调低至 40%，并将重启和欧盟关于北爱尔兰的谈判。虽然这只是 450 亿减税计划中的一部分，但特拉斯的转向意味着如果其政策继续在金融市场引发风险、降低支持率，那么将不排除更彻底的转向，英央行货币政策正常化压力有所减轻。
- **受疫情影响，国庆消费和出行数据降幅较大：**我国国庆档票房 14.96 亿元，同比下降 65.89%。2019 至 2021 同期票房均值约 41.45 亿元，近年仅达到均值的 36%。交运数据仅为疫情前的 40%左右，地铁客运继续低迷：国庆期间，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客日均 3650.6 万人次，比 2021 年同期日均下降 36.4%，比 2019 年同期日均下降 58.1%。文旅部数据显示，全国国内旅游出游 4.22 亿人次，同比减少 18.2%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 60.7%。实现国内旅游收入 2872.1 亿元，同比减少 26.2%，恢复至 2019 年同期的 44.2%。整体上，疫情的反复

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

使防控政策趋严，国庆数据的表现不佳也在市场意料之中。

- **地产政策支持需求，高频数据依然偏弱：**（1）9月29日，《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》宣布在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限；并允许符合条件的城市政府自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，（2）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。（3）2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。稳定房地产业销售、进而使投资回复仍是稳经济增长的核心方向，因此四季度的地产政策边际宽松依然可期，地产销售寻底并开始弱恢复的概率增加。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

目录

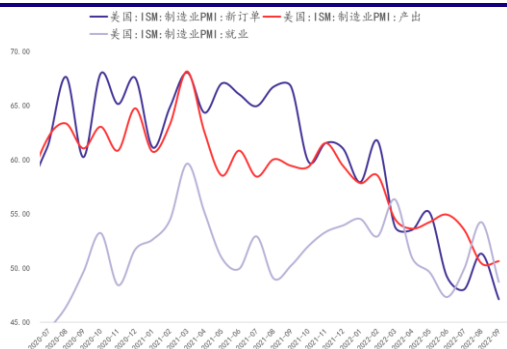
一、全球PMI整体下行，中国面临诸多不确定性	3
二、美国非农就业再超预期，短期紧缩力度保持	4
三、OPEC+减产，原油价格跳升	6
四、特拉斯政府立场动摇，英国金融环境缓和	7
五、国庆消费数据降幅较大，仅在疫情前的40%上下徘徊	8
六、地产政策支持需求，高频数据依然偏弱	9
七、市场利率因跨季回升，人民币离岸汇率略有下行	10

一、全球 PMI 整体下行，中国面临诸多不确定性

摩根大通全球 PMI 指数连续 4 个月下滑，9 月为 49.8，低于过去 5 年的同期均值 52.3。美国 9 月 ISM 的 PMI 下滑 1.9 个百分点至 50.1，大幅低于过去 5 年的同期均值 56.98；欧元区 PMI 下行 1.2 至 48.4，同样低于 53.8 的往年均值。包括德国、日本、韩国、印度、越南和巴西等在内的重要制造业国家的 PMI 基本都处于下行通道，中国则由于低基数、生产相关的季节性因素以及基建托底出现了小幅恢复。在美联储领衔的迅猛紧缩周期中，总需求势必出现下行，造成各国制造业外需的回落，中美欧 PMI 的新订单已经指向制造业国家出口的下行。

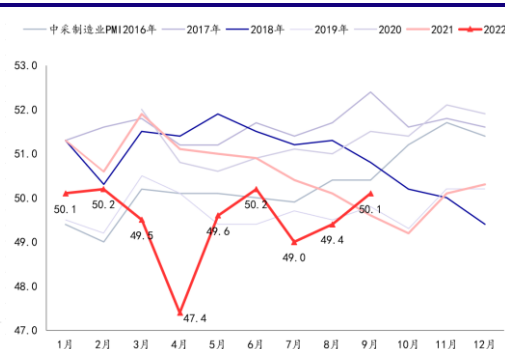
虽然处于扩张区间，但美国 PMI 达到 2020 年 6 月以来的最低值，下行的首要因素就是新订单快速下滑至 47.1（-4.2），订单库存和出口订单均下行，体现出总需求已经对不断抬升的利率作出反应，消费动力在弱化。雇员同样下行至 48.7（-5.5），不过非农数据中制造业仍新增了 2.2 万个就业，处于往年正常水平；美国就业的强弱更多取决于非制造业，而非制造业雇员 9 月上行 2.8 至 53.0，劳动市场延续紧凑状态。生产和库存都出现了上升，在需求继续走弱之下，高库存不利于生产扩张和雇员增加。从行业来看，表现较好的有非金属矿物制品、机械、塑料橡胶制品、服装和皮制品、交通设备、食品饮料烟草和电脑及电子设备，较差的有家居、纺织、木制品和化学制品。美国 PMI 下行趋势已比较明显，10 月很可能结束连续 28 个月处于景气区间的状态，开始萎缩。

图 1：美国 PMI 下行趋势明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：中国 PMI 季节性弱恢复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中国 9 月份制造业 PMI 重返荣枯线以上，需求继续从低位回升，生产在季节性因素和上月订单积累的拉动下改善，库存从低位恢复。制造业 PMI 的改善主要是受生产上行的推动，除了高温退散和节日备货这类季节性因素和对积累订单的消化，政策支持下基建项目和保交楼的推进、此前库存的低位以及人民币汇率贬值也提供了支持。总体上，9 月制造业产需仍在弱恢复，但要警惕外需走弱和疫情持续的压力。服务业受疫情打击明显，建筑业因为基建托底和保交楼推进而表现较好。

PMI 产需的回升、企业主动去库存的停歇和雇员改善的趋势能否延续存在诸多不确定性。首先，疫情和相关防控政策对内需的制约并未改变，未来的防控标准有待明晰，消费

受到持续打击的可能性不低。其次，海外央行严厉的紧缩信号十分明确，但外海短期消费韧性的持续时间尚不能确定，出口的下行打击需求和预期的靴子还未落地。房地产的拖累仍然持续，政策在供需两端不断发力利于其更快企稳，但高频数据的信号目前不清晰。最后，基建近期起到重要的托底作用，但其高增速无法一直持续。所以，虽然未来短期的边际改善可能继续，但诸多不确定性导致更长时间的趋势不易判断，内需的改善仍是政策需要发力的重点。

表格 1：重要国家近期 PMI 趋势 (%)

制造业 PMI	趋势 (右边为最新)	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
全球		49.80	50.30	51.10	52.20	52.30	52.30	52.90	53.70	53.20
中国		50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10
美国		50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	58.60	57.60
欧元区		48.40	49.60	49.80	52.10	54.60	55.50	56.50	58.20	58.70
德国		47.80	49.10	49.30	52.00	54.80	54.60	56.90	58.40	59.80
英国		48.40	47.30	52.10	52.80	54.60	55.80	55.20	58.00	57.30
日本		50.80	51.50	52.10	52.70	53.30	53.50	54.10	52.70	55.40
韩国		47.30	47.60	49.80	51.30	51.80	52.10	51.20	53.80	52.80
澳大利亚		50.20	49.30	52.50	54.00	52.40	58.50	55.70	53.20	48.40
印度		55.10	56.20	56.40	53.90	54.60	54.70	54.00	54.90	54.00
越南		52.50	52.70	51.20	54.00	54.70	51.70	51.70	54.30	53.70
巴西		51.10	51.90	54.00	54.10	54.20	51.80	52.30	49.60	47.80
墨西哥		50.30	48.50	48.50	52.20	50.60	49.30	49.20	48.00	46.10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

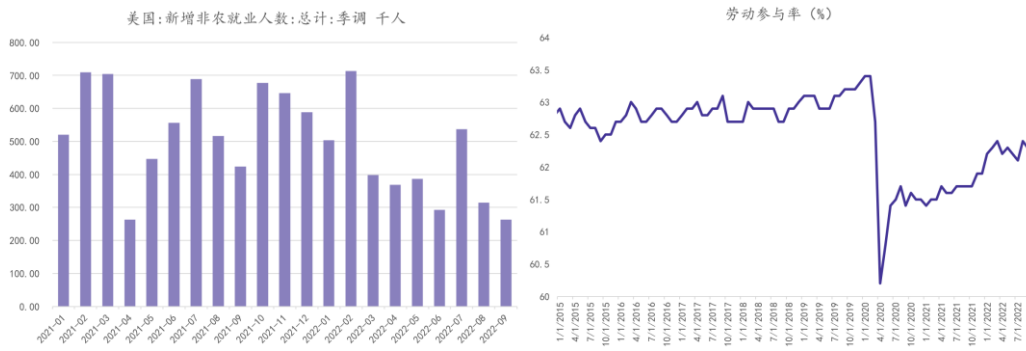
二、美国非农就业再超预期，短期紧缩力度保持

美国劳工数据局(BLS)10月7日公布了9月非农就业相关数据。9月新增非农就业 26.3 万人，略高于 25 万人的市场预期，私人部门非农就业 28.8 万人，比 8 月份的 27.5 万人增多；失业率重新回落 0.2 至 3.5%，私人非农时薪同比增速 4.98%，环比增速 0.31%，稍有放缓；劳动参与率下行 0.1 至 62.3%，劳动人口减少 5.7 万人，供需保持紧张。

不仅就业旺盛，离职数量也居高不下，劳动供给最紧张的服务类行业离职较多，既能扩大职位空缺，又不利于工资增速的放缓。虽然美联储的加息已经打击了投资和部分商品消费，职位空缺数量从 3 月份 1185 万的高点下行至 8 月的 1000 万左右，但劳动供给和需求的缺口仍在 400 万以上。整体来看，劳动市场的表现强于预期，供需不平衡的格局稍有缓和，但较大的供需缺口短期仍然可以支撑工资的上行。11 月份美联储加息 75bps 的可能性不小，虽然劳动市场对利率的反应滞后，但当前缓解通胀更需要劳工供不应求和薪资连续上行的局面尽快结束，所以继续紧缩仍有必要。

图 3：新增非农就业（千人）

图 4：劳动参与率依然低于疫情前 (%)



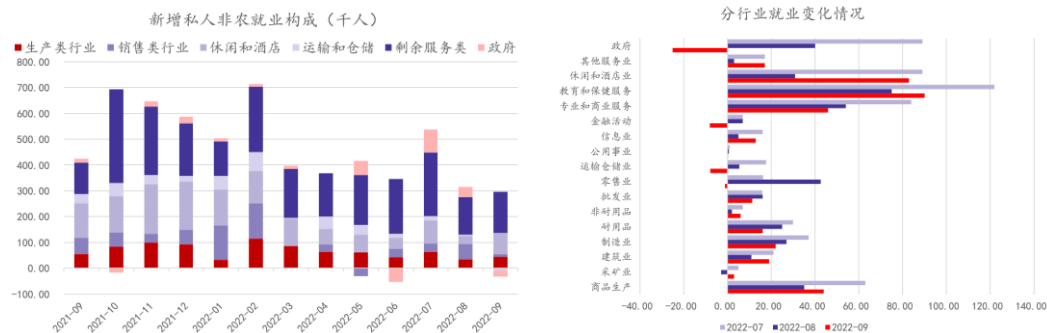
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

从结构上看,服务类是9月新增就业的主要来源:比起上个月,教育和保健服务多增了1.5万人,休闲和酒店业多增5.2万人;下滑比较明显的则有零售业、运输仓储业和金融业。政府雇员净减少2.5万人,与此前两个月有较大差距,除去政府部门变动的私人部门非农就业依然继续增加。建筑业和制造业的新增就业人数则保持稳定,在制造业需求走弱的情况下,未来可能率先进入负增长。

从工资增速来看,虽然略有放缓,但主要行业类别环比都继续上行,其中较快的有公用事业、金融、信息和玉树仓储,非服务业中建筑时薪增长最多。新增就业较多的教育和医疗服务以及休闲和酒店业的时薪涨幅不大。亚特兰大联储统计的8月工资同比增速没有继续上行,但处于历史高位;其中“改换工作者”的工资增速高于整体增速1.7%,反映出就业者仍有动力离职并追求工资更高的岗位。

图 5: 新增私人非农就业构成 (千人)

图 6: 各行业新增就业人数变化 (千人)



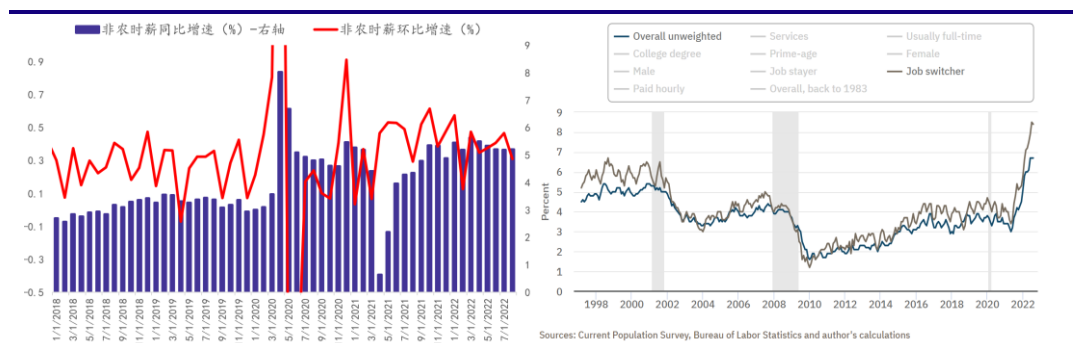
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

疫情带来的“大辞职”、婴儿潮一代步入密集退休阶段和非农产出增速的下滑都不利于就业市场通过涨薪以外的市场方式缓和;美联储对婴儿潮退休和劳动生产率的下行都无能为力,也即美国的长期劳动供给可能进入持续的、更加紧张的状态,这将对长期利率的抬升做出贡献。

需要注意到虽然劳动市场对加息的反应滞后、失业率的大幅上升一般和衰退同时出现,但美联储目前可能并不会担心过度打击滞后的劳动市场。这是因为美联储当下的最高目标就是压制通胀,而就业市场的火热和高工资增速正是通胀背后的重要动力;如果希望通胀显著走低,那么就业市场必须出现下滑。

图 7: 非农时薪增速 (%)

图 8: 亚特兰大联储-工资增速追踪 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Atlanta Fed, 中国银河证券研究院整

三、OPEC+减产，原油价格跳升

虽然此前媒体透露的风声是减产 100 万桶/日，但 10 月 5 日 OPEC+ 在第 33 次部长级会议后宣布将从 11 月起减产 200 万桶/日，也是自 2021 年初以来的第二次减产。此前，OPEC+ 在 8、9、10 月份分别宣布每日增产 10 万桶、-10 万桶和 10 万桶。会议还通过了把 2020 年 4 月的减产协议延长 1 年至 2023 年 12 月 31 日、OPEC+ 部长级会议由每月一次调整为半年一次等，维持减产并托底油价的态度较为坚决。

13 个成员国中有 10 国参与了减产，较为积极的有沙特减产 52.6 万桶、伊拉克减产 22 万桶、阿联酋减产 16 万桶和科威特减产 13.5 万桶；非欧佩克国家中主要是俄罗斯减产 52.6 万桶。OPEC 此前的在增产计划实际也一直没有足额完成，从 8 月份情况来看，虽然 10 国的计划产量为 2668.9 万桶/日，但实际只完成 2527.8 万桶，打了 5.29% 的折扣；这可能也意味着实际减产规模会略低于预告。

自减产风声出现后，国际原油价格连续上行：10 月 3 日至 7 日，布伦特原油同比上周增长 11.32%，WTI 原油增长 16.54%，分别达到 97.92 和 92.64 美元/桶。在油价连续 3 个月下行、全球经济预期在加息中迅速走弱的背景下，每日 200 万桶的减产计划、欧盟可能对俄罗斯原油进一步禁运、冬日的能源需求都将在四季度推升原油价格。

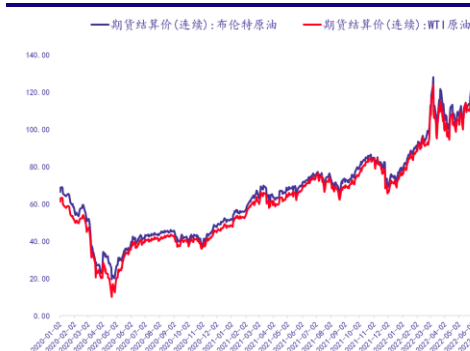
拜登政府对 OPEC+ 的大幅减产十分不满，财长耶伦批评减产行为对世界经济“既没有帮助，也不明智”。在世界银行和 IMF 都连续下调未来经济预期的情况下，油价的坚挺将会使通胀问题更加顽固，迫使各国央行保持或加码当前严厉的紧缩。作为表示不满的一种方式，美国能源局宣布将在 11 月释放 1000 万桶战略石油储备：自 2021 年 11 月起，美国三次释放石油储备，计划规模共计 2.6 亿桶，储备实际减少 1.96 亿桶，但对油价的影响并不明显，本轮估计也不例外。

表格 2: OPEC+ 的 200 万桶减产计划配额调整 (千桶/日)

国家 (千桶/日)		8月以来配额	自愿减产规模	调整后配额
OPEC-10国 (不含伊朗、委内瑞拉和利比亚)	阿尔及利亚	1055	48	1007
	安哥拉	1525	70	1455
	刚果	325	15	310
	赤道几内亚	127	6	121
	加蓬	186	9	177
	伊拉克	4651	220	4431
	科威特	2811	135	2676
	尼日利亚	1826	84	1742
	沙特阿拉伯	11004	526	10478
阿联酋	3179	160	3019	
OPEC+	阿塞拜疆	717	33	684
	巴林	205	9	196
	文莱	102	5	97
	哈萨克斯坦	1706	78	1628
	马来西亚	594	27	567
	墨西哥	1753	0	1753
	阿曼	881	40	841
	俄罗斯	11004	526	10478
	苏丹	75	3	72
南苏丹	130	6	124	
OPEC-10国合计		26689	1273	25416
OPEC+合计		43856	2000	41856

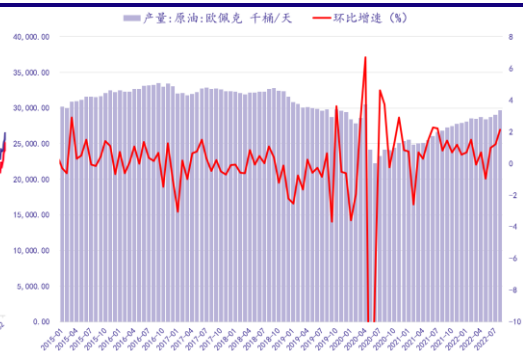
资料来源: OPEC, 中国银河证券研究院整理

图 9: 国际原油价格跳升 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: OPEC 此前增产低于计划



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、特拉斯政府立场动摇，英国金融环境缓和

英国新首相特拉斯意在模仿撒切尔政府的“涓滴经济学”，进行 50 年来的最大幅度减税、进行大规模能源补贴并扩大国防支出：其原本计划包括 1500 亿英镑的能源补助政策包、支持每年增加约 200 亿英镑的国防支出以及约 450 亿英镑的税收减免。

特拉斯政府的减税计划公布后，市场立刻投出不信任票，英镑大幅下跌，英债收益率迅速上行至 4% 以上，几近引发一些大型金融机构的系统性风险。尽管英央行在稳步加息，英镑自 3 月初以来兑美元已经贬值超过 18%，仅 9 月贬值就超过 6%；减税计划公开当日英镑即遭到抛售，兑美元跌破 1.09，达到 1985 年以来最低，随后继续下跌，最低至 1.0393，市场情绪稍有稳定后仍在 1.08 附近徘徊。国债同样遭到抛售，收益率在减税计划公布后迅速走高，收益率曲线在英央行干预市场前全线抬升至 4% 上方。

情况紧急之下，英央行判断市场动荡“对英国的金融稳定构成实质性风险”并开启了 650 亿元的国债购买计划，将可以在包括 9 月最后一周在内的 13 个周中购买 50 亿英镑的

长期债券，也即短暂重开了量化宽松（QE）。截至 10 月 4 日，英央行购买了约 36.6 亿英镑的国债，低于 200 亿的上限，暂时缓解了市场恐慌和潜在的流动性危机；英央行谨慎的操作表明其希望尽快停止购债，继续在控制通胀上发力，所以特拉斯政府的立场软化有利于货币政策尽快正常化。

10 月初一项民调显示，英国目前仅有 14% 的民众表示对特拉斯有积极的印象，而在两周前还有 26%。由于新政广受恶评、民众和党内支持率大跌，特拉斯不得不做出边际让步，宣布取消将最高个人所得税率从 45% 调低至 40%，并声称“我们在聆听，也听进去了”。虽然这只是 450 亿减税计划中的一部分，但特拉斯的转向意味着如果其政策继续在金融市场引发风险、降低支持率，那么将不排除更彻底的转向。特拉斯出席“欧洲政治共同体”第一次峰会后，表示英国与欧洲大陆将保持长远的关系；同时，将就北爱尔兰问题与欧盟重新谈判，强硬立场明显软化。尽管 10 月 5 日特拉斯在党内演讲中仍希望为减税计划寻求到支持，导致了英镑的回落，但如果遭到持续反对，其新政可能难以为继。整体上，英国的金融风险在特拉斯让步后回落，英央行的压力也稍有减轻。

图 11：英镑对美元汇率在干预和特拉斯“转向”后恢复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：英镑恢复，金边债券收益率有所下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、国庆消费数据降幅较大，仅在疫情前的 40% 上下徘徊

首先，电影消费不足同期的 36%：根据国家电影局 8 日发布数据，2022 年 10 月 1 日至 7 日，我国国庆档票房 14.96 亿元，同比下降 65.89%。2019 至 2021 同期票房均值约 41.45 亿元，近年合计均值约 24.45 亿元，由显示出的低迷表现也反映出国庆档票房质量与数量位

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_47127

