

关注内需复苏的持续性，勿低估美联储的决心

10月宏观经济展望

中国9月制造业PMI回到50上方，内需的韧性值得关注，预计三季度GDP增长3.9%。海外市场波动加大，不宜低估美联储加息对抗通胀的决心，在美国通胀走势出现明确的转折前，预期美联储因担忧经济衰退而降息是不切实际的。

- 中国9月制造业PMI回到50以上，但非制造业商务活动指数持续下行。目前外需的走弱已经逐渐体现在新出口订单中，而国内消费受疫情扰动依然复苏缓慢，基建投资对经济增长的支撑能够持续多久，以及地产投资何时能止跌企稳，是短期经济增长的关键问题。
- 9月末房地产相关政策密集出台，9月下旬商品房成交亦有明显改善。当前的政策依然聚焦于房地产销售端的价格手段激励，与此前棚改货币化依然有着本质区别。预计2022年10月起房地产开发投资降幅将逐渐收窄，2023年二季度房地产开发投资将转为正增长。
- 9月全球经济延续放缓势头，美国相对强于欧洲。国际组织继续下调全球贸易和经济增速。
- 美国9月ISM制造业PMI低于预期，叠加UNCTAD指出美联储的快速加息将引起全球债务危机，市场再度预期美联储将因全球经济衰退而提前结束加息进程，并于2023年降息。然而，无论从近期美联储的多次表态，还是从美国通胀的实际韧性判断，都不宜低估美联储对抗通胀宁可忍受经济衰退的决心。美元指数与美债收益率的上行趋势仍未结束。

风险提示：疫情扰动加剧，国内需求复苏不及预期，海外通胀上行超预期

相关研究报告

《“宽信用”重回焦点：高频数据扫描》20221002

《二季度对外经济部门体检报告：一二重保护自动触发，国际收支延续自主平衡，汇率“减震器”作用正常发挥》20221002

《9月PMI数据点评：旺季生产推升制造业景气度》20220930

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

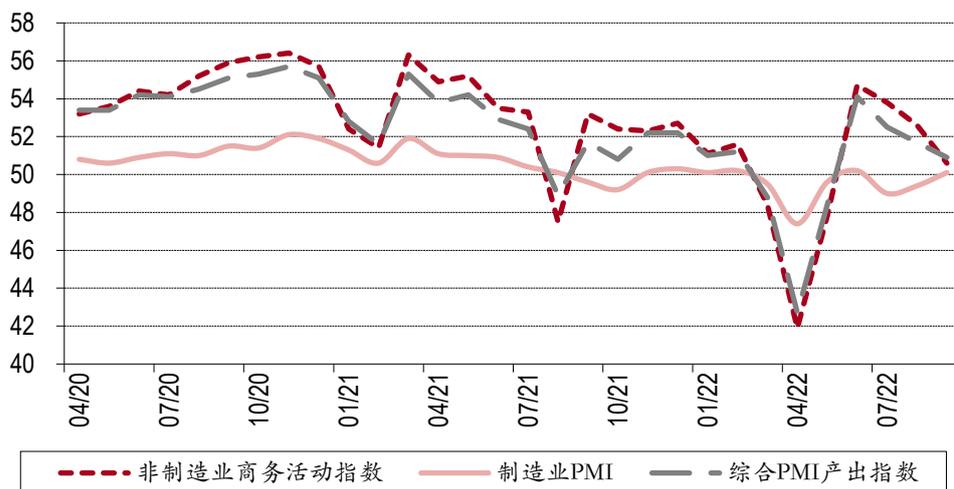
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

9月制造业 PMI 回升，关注内需韧性

9月制造业 PMI 回到 50 上方。9月中国制造业 PMI 为 50.1，较8月回升 0.7，回到荣枯线上方。9月非制造业商务活动指数则继续下行至 50.6，较8月回落 2.0。9月综合 PMI 产出指数为 50.9，较8月回落 0.8，连续3个月下行。

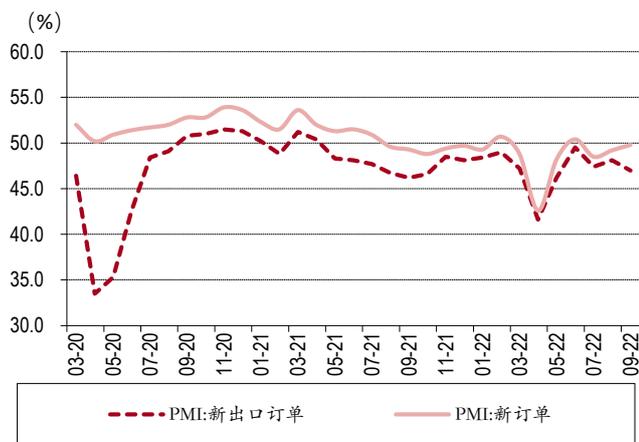
图表 1.9月制造业 PMI 回到 50 上方



资料来源：万得，中银证券

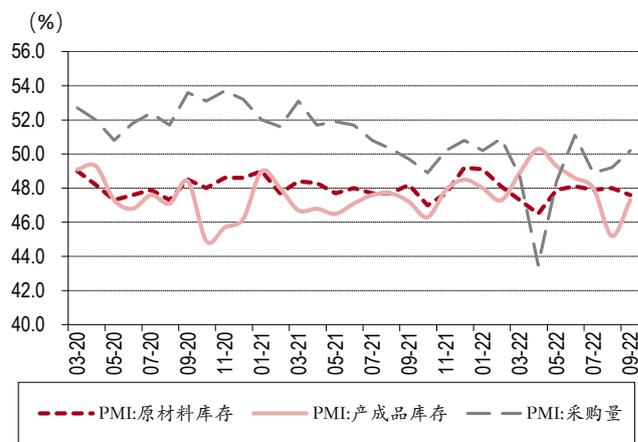
从制造业 PMI 分项看，各主要分项多数较8月有所好转。9月制造业新订单指数 49.8，较8月回升 0.6，其中新出口订单下降至 47，较8月下降 1.1，进口指数则从8月的 47.8 小幅回升至 48.1，显示内需的好转强于外需；9月生产指数 51.5，回到荣枯线上方，较8月上涨 1.7。制造业产销均有好转。随着生产回升，9月原材料采购量升至 50.2，回到荣枯线上方；原材料库存指数 47.6，较8月下降 0.4；产成品库存指数 47.3，较8月上涨 2.1；二者差值回落至 0.3，未来产销好转势头能否延续仍需观察。总体看，9月制造业景气程度在内需带动下有所回升，持续性仍需观察。

图表 2. 制造业新订单指数回升，新出口订单回落



资料来源：万得，中银证券

图表 3.9月原材料库存与产成品库存差距收窄



资料来源：万得，中银证券

建筑业景气上升，服务业持续走弱。从非制造业商务活动看，9月建筑业商务活动指数升至 2021 年 9 月以来高点 60.2，凸显了基建投资的加速以及地产保交楼的进展。但服务业商务活动指数继续下降至 48.9，再度回到荣枯线下方，显示在疫情扰动下消费需求复苏依然缓慢。

图表 4.9 月建筑业商务活动继续走强，服务业商务活动继续走弱



资料来源：万得，中银证券

综合看，9月PMI依然呈现出经济弱复苏的景象。制造业PMI虽回升到荣枯线上方，但其持续性依然需要观察；非制造业PMI的持续下滑则值得关注。目前外需的走弱已经逐渐体现在新出口订单中，而国内消费受疫情扰动依然复苏缓慢，基建投资对经济增长的支撑能够持续多久，以及地产投资何时能止跌企稳，则是短期经济增长的关键问题。

我们对9月经济数据的预测见图表5。

图表 5. 2022 年 9 月经济数据预测

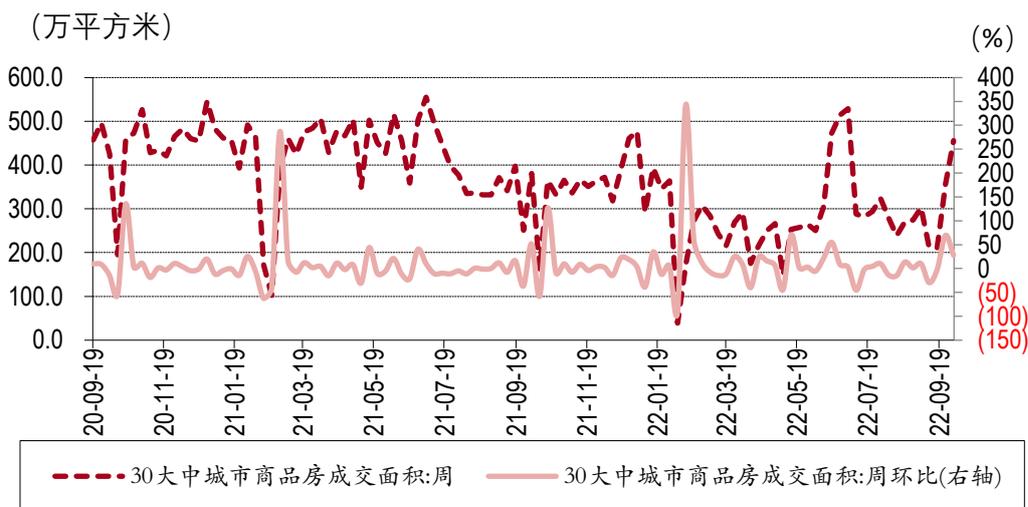
指标	9月预测值	上期值	2022年预测值
三季度GDP同比 (%)	3.9	0.4	3.8
工业增加值同比 (%)	4.5	4.2	4.2
固定资产投资累计同比 (%)	5.4	5.8	5.2
社会消费品零售总额同比 (%)	4.3	5.4	1.7
出口(美元)同比 (%)	8.8	7.1	10.8
进口(美元)同比 (%)	3.4	0.3	4.1
CPI同比 (%)	3.0	2.5	2.2
PPI同比 (%)	0.9	2.3	4.4
M2同比 (%)	12.1	12.2	11.5
新增信贷(亿元)	18600	12500	—
新增社融(亿元)	33500	24322	—
社融存量增速 (%)	10.6	10.5	10.6

资料来源：中银证券

房地产相关政策密集出台。9月29日央行三季度货币政策委员会例会提出：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。同日央行与银保监会发布通知，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，央行决定，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%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。相关政策的密集出台，进一步显示了决策层稳定地产的态度。

从高频数据看，9月下旬30大中城市商品房成交出现明显好转。9月24日当周成交面积环比增长近70%，同比增长42.2%；10月1日当周成交面积环比增长27.7%，同比增长19.6%。当然，这一趋势能否持续还需要观察。

图表 6.9 月下旬商品房成交好转



资料来源: 万得, 中银证券

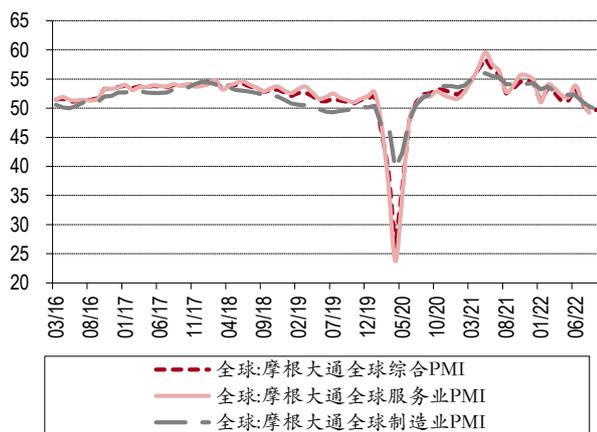
另一方面, 当前的政策依然聚焦于房地产销售端的价格手段激励, 与此前棚改货币化依然有着本质区别; 在地产供给端则通过政策性银行专项借款继续推动“保交楼”。从这一角度看, 政策的焦点依然更多在于化解风险。预计后续房地产开发投资的复苏斜率依然较为平缓。

我们预计 10 月起房地产开发投资降幅将逐渐收窄, 考虑到从地产销售到地产投资的时滞, 预计 2023 年二季度房地产开发投资将转为正增长。

海外市场波动加大, 勿低估美联储对抗通胀的决心

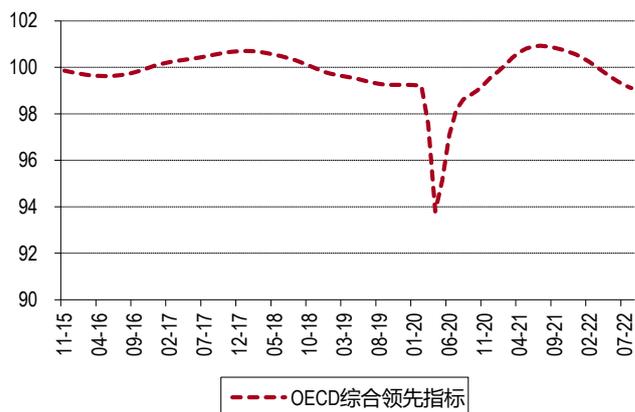
全球经济放缓势头不变。9 月摩根大通全球制造业 PMI 继续回落至 49.8, 较上月下行 0.5, 为 2020 年 7 月以来首次跌破荣枯线; 8 月 OECD 综合领先指标继续下行至 99.11。

图表 7.9 月摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线



资料来源: 万得, 中银证券

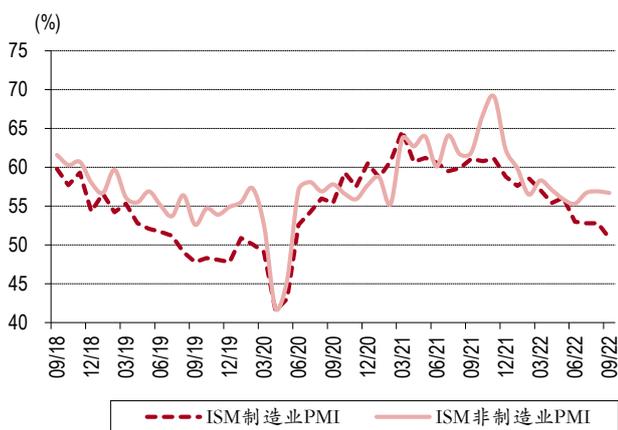
图表 8.8 月 OECD 综合领先指标继续下行



资料来源: 万得, 中银证券

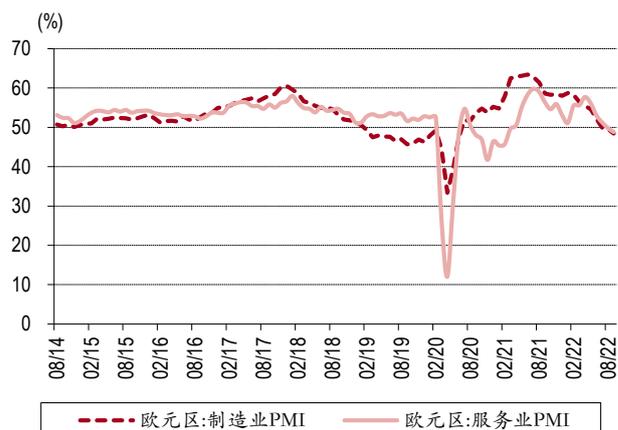
美国 9 月 ISM 制造业 PMI 下行 1.7 至 50.9; 9 月 ISM 非制造业 PMI 下行 0.2 至 56.7。欧元区 9 月制造业 PMI 下行 1.2 至 48.4, 连续 3 月位于收缩区间; 欧元区 9 月服务业 PMI 下行 1.0 至 48.8, 连续 2 月位于收缩区间。综合看, 全球复苏放缓势头延续, 美国相对强于欧洲。

图表 9. 9月美国制造业与非制造业 PMI 继续回落



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 欧元区 9 月 PMI 仍低于荣枯线



资料来源：万得，中银证券

国际组织继续下调全球经济和贸易增速。10月3日，联合国贸发会议（UNCTAD）发布《2022 贸易与发展报告》，预测 2022 年全球经济将增长 2.5%，2023 年经济增长率将放缓至 2.2%。UNCTAD 称，所有地区都受到了经济增长放缓的冲击，但发展中国家受影响格外明显，其平均增长率预计将下降到 3% 以下，并将进一步挤压公共和私人财政空间，破坏就业前景。其警告称，美联储的大幅加息将使发展中国家的收入大幅减少；由于 60% 的低收入国家和 30% 的新兴市场经济体正在面临或即将面临债务压力，未来可能会爆发一场全球债务危机。在新冠疫情暴发之前就面临债务压力的国家受全球经济放缓的打击尤为严重。

10月5日，世界贸易组织在日内瓦发布贸易预测更新报告。报告称，由于能源价格飞涨、发达经济体货币政策转变以及俄乌冲突持续等多重冲击对全球经济造成压力，预计全球贸易将在 2022 年下半年失去动力，并在 2023 年保持低迷。世贸组织预计 2022 年全球商品贸易量将增长 3.5%，略高于 4 月预测的 3.0%，但 2023 年增长率预计仅为 1%，远低于此前估计的 3.4%。预计全球 GDP 将在 2022 年和 2023 年分别增长 2.8% 和 2.3%。

欧佩克+超预期减产，美欧通胀韧性仍需重视。继 9 月会议减产 10 万桶/日后，10 月 5 日，欧佩克+部长级会议（JMMC）决定 11 月起减产 200 万桶/日，远超市场此前的预期。同时，欧佩克+宣布不再逐月开会，改为每两个月开会一次，意味着减产 200 万桶/日的决策将在 12 月持续。

由于此前欧佩克+增产决策执行并不彻底，部分欧佩克+成员国产量本身已低于配额，因此本次会议后实际减产规模低于 200 万桶/日。沙特能源大臣称实际减产规模在 100 万桶/日至 110 万桶/日。但 JMMC 此次会议的减产决策仍凸显了产油国支撑油价的态度。随着俄乌冲突的影响减弱，油价逐渐由全球需求放缓带来的忧虑主导。9 月底布油一度跌至 80 美元一线，回吐了俄乌冲突以来的全部涨幅。受此次会议减产消息影响，布油回到 90 美元上方。

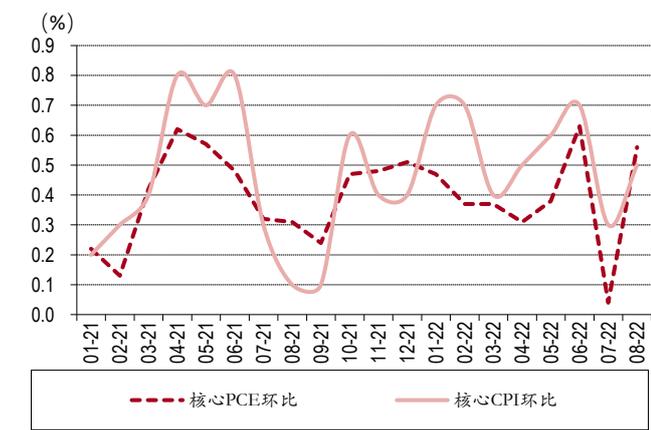
然而，在美欧通胀依然高企的情况下，欧佩克+支撑油价的态度无疑增强了美欧通胀的韧性，使得美联储对抗通胀的进程将更为艰难。美国政府在第一时间表达了对欧佩克+决策的失望，并称将在 11 月继续释放 1000 万桶战略石油储备。

市场再度憧憬美联储 2023 年降息，勿低估美联储对抗通胀的决心。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 低于预期，叠加 UNCTAD 指出美联储的快速加息将引起全球债务危机，市场再度预期美联储将因全球经济衰退而提前结束加息进程，并于 2023 年降息。在此预期驱动下，10 月 3 日起全球市场迅速反弹，美元则一度跌破 111，10 年美债收益率则一度跌破 3.6%。

然而，我们再次强调，不宜低估美联储对抗通胀的决心！美联储主席鲍威尔8月26日在杰克逊霍尔全球央行年会的讲话表达了对抗通胀的坚定态度，其中专门提到了通胀下降需要经济有一段时间运行在增长趋势下方。同时，鲍威尔指出，从20世纪70年代至80年代的高通胀中，有三个教训必须吸取：第一，央行必须也能够承担起价格稳定的责任，美联储稳定价格的责任是“无条件的”（Our responsibility to deliver price stability is unconditional）。第二，公众的通胀预期在设定未来通胀路径中扮演重要角色。当前的通胀持续时间越长，未来公众对高通胀的预期管理就越棘手。第三，央行一旦行动，就必须加息直至通胀达成目标。上述讲话所蕴含的鹰派倾向在美联储9月会议得到了延续，即美联储的首要目标是将通胀压低到2%的政策目标，为此宁可忍受经济衰退。

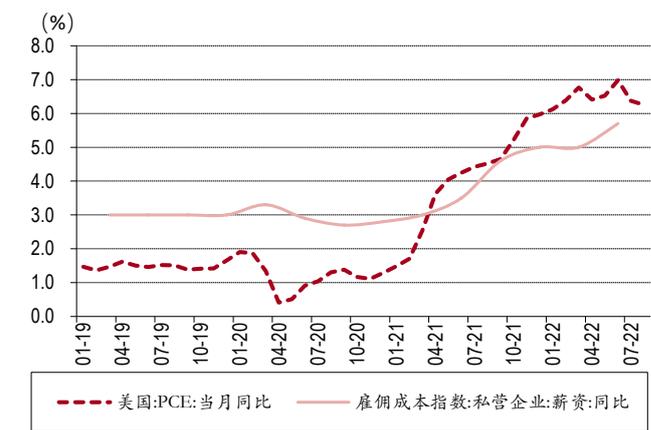
而从美国通胀本身的趋势看，8月美国CPI同比增长8.3%，环比增长0.1%，同比涨幅较上月收窄0.2个百分点，主要受能源价格增长放缓影响。但欧佩克+近期的大幅减产将对油价构成支撑，未来能源价格可能再度推高美国通胀。同时，8月美国核心CPI同比涨幅由上月的5.9%扩大至6.3%，其中房租成为主要贡献项。由于美国房价增速大约领先住宅CPI增速15个月，预计前期房价加速上涨势头仍将对后续房租价格带来较强韧性。从环比看，8月美国核心CPI和核心PCE物价指数环比涨幅均有明显扩大。此外，工资—通胀螺旋仍在强化，2022年二季度私营企业薪资同比上涨5.7%，但仍低于PCE物价指数涨幅，预计工资上涨势头继续对美国核心通胀形成支撑。

图表 11. 8月美国核心通胀环比大幅回升



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美国薪资增长不及通胀幅度



资料来源：万得，中银证券

美国通胀的韧性本身不可低估，进而也决定了美联储的政策转向并不那么容易到来。10月以来，美联储多位官员发声均再次强调了美联储致力于以加息降低通胀，即使经济增长出现放缓的立场。因此，对美联储政策转向并不宜过于乐观。

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_47007



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn