

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日公布的美联储9月非农和就业数据超市场预期，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

符畅 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@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

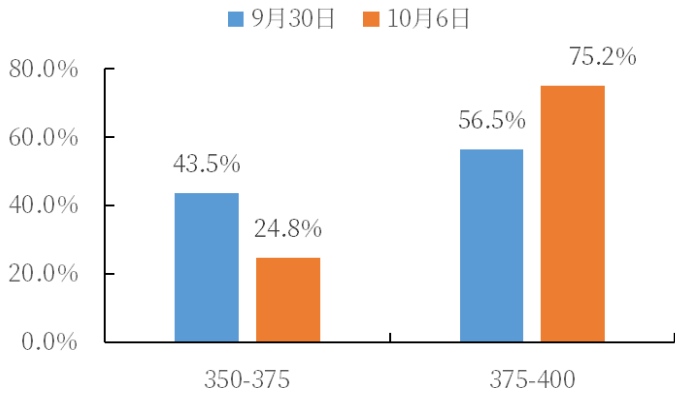
目前经济整体呈现弱修复态势，但隐忧仍然不小：**1，官方制造业PMI重回荣枯线之上，但财新制造业PMI仍在荣枯线之下。**9月官方制造业PMI较8月上行，时隔两个月重回荣枯线之上，但9月财新制造业PMI录得48.1，较8月下降1.4个百分点，与5月持平，同为五个月以来最低。**2，官方和财新服务业PMI均显示9月服务业景气度下滑明显。**9月官方服务业PMI时隔3个月重回荣枯线之下，同时9月财新服务业PMI录得49.3，较8月下降5.7个百分点，6月以来首次落至荣枯线以下，显示服务业景气度在居民出行重新受限之下，仍需进一步修复。**3，全球紧缩周期下的外需走弱导致我国出口预期转弱。**9月制造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。

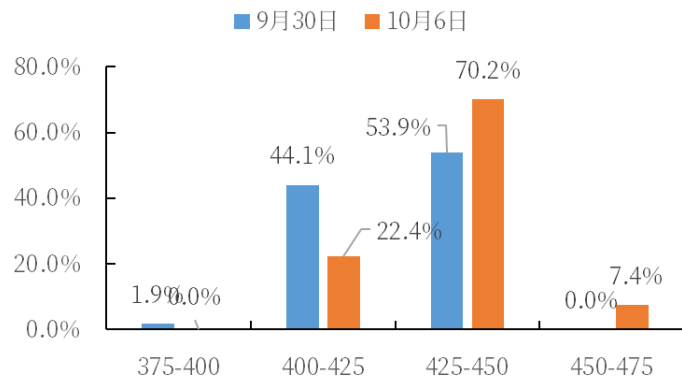
总体来看, 虽然面临着较大的外部紧缩压力, 但在我国经济复苏基础薄弱且通胀相对温和的经济运行状态下 (CPI 同比年内破 3 概率较小, 并且 10 月之后上行风险将明显下降, PPI 同比大概率在年内迎来负值), 短期内货币政策预计仍将维持相对宽松, 但汇率约束显性化后, 国内进一步宽货币的预期不强, 而房地产为代表的宽信用进展仍弱, 有待增量政策效果的进一步显现。

图1 市场对美联储11月会议联邦基金目标利率的预期



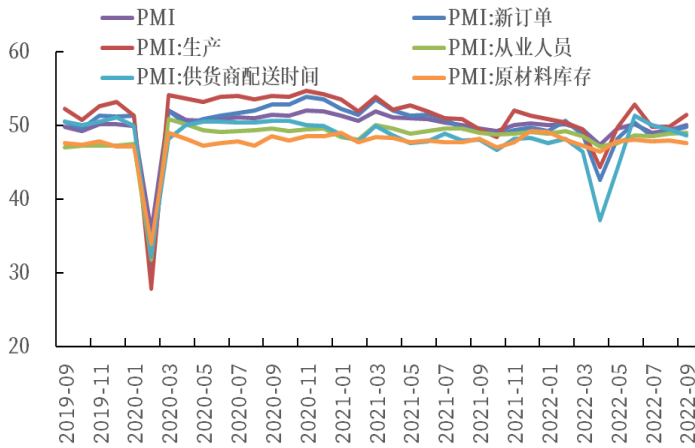
资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

图2 市场对美联储12月会议联邦基金目标利率的预期



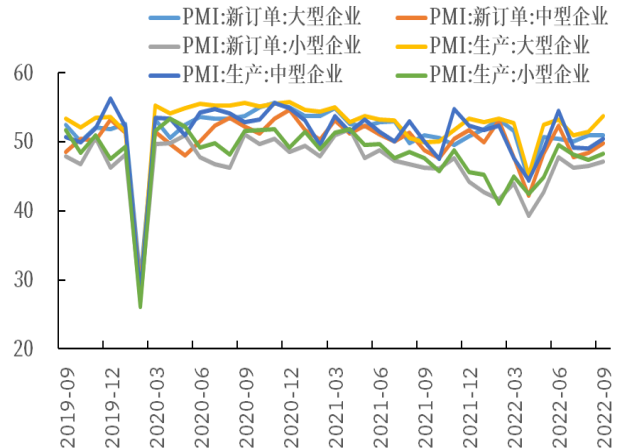
资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

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	同比正增长城市数	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%	
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%	
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%	
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%	
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%	
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%	
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%	
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%	
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%	
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%	
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%	
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%	
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%	
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%	
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%	
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%	
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%	
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%	
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%	
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%	
9月	6	-12.8%	-11.8%	-7.9%	-7.5%	-58.6%	18.1%	-3.2%	-6.0%	8.1%	129.2%	-12.0%	27.7%	-29.0%	27.7%	-21.7%	-7.8%	-10.7%	-44.9%	62.8%	21.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	#DIV/0!	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%	
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%	
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	-9.7%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%	
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%	
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%	
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%	

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637