

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com  
屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com  
王茂宇 A0230521120001  
wangmy2@swsresearch.com

## 研究支持

贾东旭 A0230120080001  
jiadx@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818x  
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 国庆假期国内外宏观经济情况回顾

## 主要内容:

- 能源供需：OPEC+ 决定减产，油价快速冲高。** 1) OPEC+ 自 11 月减产并强化持续性，抬升油价中枢。10 月 5 日 OPEC+ 月会决定自 11 月开始减产 200 万桶/日，并将减产协议延长一年至 23 年底，且降低此后产量会议召开频率以减少美国等新增干预的可能，即使拜登政府表示将投放 1000 万桶原油储备，但仍触发油价快速冲高至接近 100 美元/桶。2) 而本次 OPEC+ “意外” 决定减产，主要原因或在于三个方面：一、全球普遍高通胀令传统产油国进口商品购买力大幅受损，需要通过油价中枢向上重估获得改善；二、美国页岩油增产速度相对缓慢，OPEC+ 有望通过减产稳定油价；三、俄乌冲突以来全球原油供给并未大幅收缩，近期甚至供给稍显过剩导致油价快速回落。3) 减产影响：原油 Q3 供给过剩扭转为 Q4 供不应求。虽然由于当前部分产油国已在维持低于协议要求产量的偏紧原油供给，200 万桶/日的协议减产幅度最终可能仅为 100 万桶/日左右，但在发达经济体集中性放开疫情防控、全球服务消费需求恢复推动四季度原油需求回升的过程中，原油供需格局难以避免的将由三季度供给过剩转为供给偏紧，预计油价至年底将整体维持在 100 美元/桶（布油）的较高区间。4) 初步展望 2023 年，在年初欧盟对俄罗斯开始实质性制裁、以及全球原油需求伴随服务消费回暖而恢复过程中，油价有短期上行压力，但若拜登政府中期选举受挫、导致清洁能源政策受阻，推动页岩油产量释放，将触发 OPEC 竞争性增产，则明年下半年油价或有所回落，初步预测 23 年布油价格中枢或处于 95 美元/桶附近。
- 海外经济：美欧英经济分化加剧。** 1) 美国：非农就业超预期，11 月加息 75BP 概率提升。暴跌的职位空缺、不及预期的制造业 PMI 一度导致市场对美联储紧缩预期降温，但 9 月美国新增就业的超预期、失业率的下滑，指向劳动力市场仍相对健康，职位空缺仍可继续缓冲失业率潜在上行压力，美联储在 11 月 75BP、12 月 50BP 加息，以及明年不降息的决心更为坚定，特别是 OPEC+ 决定减产，原油价格可能有所反弹，美联储难言放松。在欧英经济相对更弱下，美元指数可能保持高位更长时间、甚至可能进一步小幅上行。2) 欧洲：能源危机+欧央行紧缩，欧洲经济前景黯淡。欧盟批准对俄石油限价，可能反而恶化欧洲能源通胀，并导致欧洲工业产能永久性损失，特别是在化学品等欧盟/德国传统优势领域，自俄乌冲突以来美欧化学品生产出现了明显的此消彼长态势。欧央行 9 月纪要提到通胀已变得“自我强化”，或将在 10 月加息 75BP，12 月至少加息 50BP，这对于需求比较温和、供给相对美国更疲弱的欧洲经济打击更大。3) 英国：减税计划逆转，财政重心或将转向削减债务。英国首相被迫放弃下调个人最高所得税率，但规模仅 20 亿英镑，相对于 450 亿英镑的减税总规模是非常小的。英国中期财政计划将提前至 10 月发布，重点将在于降低政府债务。由于英国居民需求、工业生产均弱于美欧，这意味着英国在面临货币紧缩时的经济脆弱性是远大于美欧的，可能导致英镑相比欧元、美元更为弱势。
- 国内经济：国庆旅游延续弱势，地产销售仍在走低。** 1) 国庆假期疫情有所抬头，旅游消费延续“五一”弱势。“十一”假期期间全国国内旅游出游 4.22 亿人次，同比减少 18.2%，同比减少 26.2%，恢复至 2019 年同期的 44.2%。此外，电影票房收入仅达 14.9 亿，较去年下降 66%。2) 个税退税旨在激发居民置换住房需求，但实际效果或有限、地产销售仍在走弱。9 月 30 日，国税局发布住房转让退个税政策，旨在激发居民置换住房需求，且需在本地购房、避免对一线城市房价外溢，政策力度预计在 200 亿左右。但考虑到本次住房转让个税退税亦包含对二手房销售的促进，加之整体体量不大，且二三线城市本身人均居住面积已较高、改善性需求相对较少，本次政策对商品房新房销售预计效果有限，10 月以来 30 大中城市商品房成交仍在走弱。3) 9 月末外储余额为 3.03 万亿美元，较 8 月环比减少 259 亿美元，主因美联储紧缩预期强化推动美元指数 9 月继续走高，以及海外债市收益率显著上行对我国外储资产带来的非交易性估值收缩。经测算，仅非交易性估值效应就带来约 611.6 亿美元净收缩，而交易性外汇跨境流动仍给外储带来 352.3 亿美元的增长。

## 目录

<b>1. 能源供需：OPEC+决定减产，油价快速冲高.....</b>	<b>5</b>
1.1 OPEC+自 11 月开始减产至明年底，油价迅速抬升.....	5
1.2 普遍高通胀损伤产油国购买力，或是决心减产主因.....	6
1.3 减产影响：原油 Q3 供给过剩扭转为 Q4 供不应求.....	7
1.4 明年油价系于拜登政府“清洁能源”政策持续性.....	8
<b>2. 海外经济：美欧英经济分化加剧.....</b>	<b>9</b>
2.1 美国：非农就业超预期，11 月加息 75BP 概率提升.....	9
2.2 欧洲：能源危机+欧央行紧缩，欧洲经济前景黯淡.....	12
2.3 英国：减税计划逆转，财政重心或将转向削减债务.....	13
<b>3. 国内经济：国庆旅游延续弱势，地产销售仍在走低.....</b>	<b>14</b>
3.1 假期期间疫情有所抬头，旅游消费延续“五一”弱势.....	14
3.2 个税退税旨在激发居民置换住房需求，但实际效果或有限、地产销售仍在走弱.....	15
3.3 美元指数冲高，9 月外储非交易性资产减值较为明显.....	18

## 图表目录

图 1: 受 OPEC+ 减产影响, 油价 10 月以来快速冲高.....	5
图 2: 美国产量持续偏低背景下, OPEC 亦持续维持供给紧平衡, 而其他零散产油国持续增产.....	6
图 3: 美国原油产量持续偏低.....	7
图 4: 高油价有利于沙特财政收入恢复.....	7
图 5: 部分 OPEC 成员国目前原油产量已低于 11 月减产要求的协议产量.....	8
图 6: 原油供需缺口及油价预测.....	9
图 7: 国庆之前 10Y 美债利率一度突破 4%.....	9
图 8: 美元指数.....	9
图 9: 9 月 ISM 制造业 PMI 50.9, 环比下滑 1.9.....	10
图 10: 8 月美国职位空缺大幅下滑.....	10
图 11: 非农新增就业超预期.....	10
图 12: 9 月新增非农就业 28.8 万人 (不含政府部门).....	11
图 13: 9 月休闲酒店业新增反弹 (千人).....	11
图 14: 8 月实际 PCE 消费显示服务消费反弹.....	11
图 15: 8 月核心 PCEPI 同比反弹, 和 CPI 一致.....	11
图 16: 9 月劳动参与率回落至 62.3%, 失业率下行至 3.5%.....	12
图 17: 9 月欧元区 HICP 同比 10%.....	12
图 18: 欧洲工业信心走低明显.....	13
图 19: 美欧化学品生产此消彼长 (三年平均, 3MMA).....	13
图 20: 欧元区消费者信心暴跌.....	13
图 21: 德国 8 月贸易顺差仅 12 亿欧元.....	13
图 22: 海外居民零售销售 (三年平均增速).....	14
图 23: 海外工业生产 (三年平均增速, %).....	14
图 24: “十一”期间疫情有所抬头.....	15
图 25: 历年“十一”电影票房.....	15
图 26: “十一”旅游人数和收入均延续了“五一”的弱势.....	15
图 27: 2020 年个人所得税收入结构 (亿元, %).....	16

图 28: 其中: 财产转让所得结构中房屋转让占 34.1% .....	16
图 29: 房屋转让所得和商品房销售基本同步 .....	17
图 30: 2020 年房屋转让所得占个税 5.3% .....	17
图 31: 10 月以来, 整体地产销售走弱, 其中一线改善, 但二三线均回落 .....	17
图 32: 9 月外储延续 8 月收缩趋势, 环比减少 259 亿美元 .....	18
图 33: 9 月美元指数持续冲高, 主要经济体币值走弱 .....	19
图 34: 9 月美、欧、英国债收益率均大幅上行 .....	19

# 1. 能源供需：OPEC+决定减产，油价快速冲高

## 1.1 OPEC+自11月开始减产至明年底，油价迅速抬升

10月OPEC+月会决定自11月开始减产200万桶/日，并将减产协议延长一年至23年底，且降低此后产量会议召开频率以减少美国等新增干预的可能，即使拜登政府“强烈谴责”并表示将投放1000万桶原油储备，但仍触发国际油价快速冲高。2022年10月5日，OPEC+召开第33届部长级会议，对减产协议进行三方面调整：

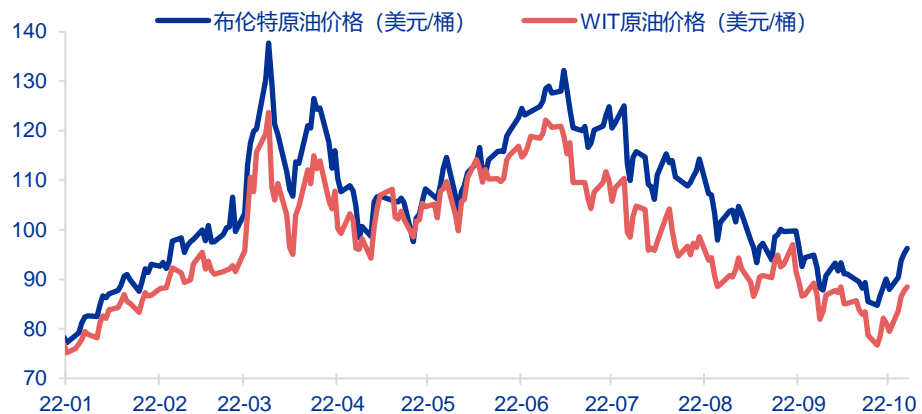
1) 原自21年8月起逐月增产40万桶/日的协议于22年9月正式结束，自11月起决定减产200万桶/日：原21年7月OPEC+月会确定的自21年8月开始逐月增产40万桶/日、直至580万桶/日减产幅度被完全填补的原减产协议，经历21年8月-22年5月逐月增产40万桶/日、22年7-8月逐月增产64.8万桶/日、22年9月增产10.1万桶/日之后，在22年9月已完全填补此前因疫情冲击而大幅减产的幅度。从10月开始，OPEC+各成员国已在按18年10月的基线产量为标准进行原油生产。而本次10月OPEC+月会决定自22年11月开始新增减产200万桶/日，其中OPEC 10国减产127.3万桶/日，非OPEC国家合计减产72.7万桶/日，且维持该减产后的产量至23年12月。

2) 延长减产协议1年至23年12月：此前21年7月OPEC+月会曾将逐步恢复产量协议延长至22年12月，而本次OPEC+月会将减产协议延长至23年12月。

3) 降低OPEC+产量会议召开频率：将20年12月OPEC+月会确定的月度召开频率调整回此前常态化的每半年1次，核查各成员国减产执行情况的JMMC会议也由每月召开改为每二个月召开一次。但JMMC有权敦促召开临时OPEC+月会。

而在OPEC+决定减产后，拜登政府表示非常失望，并表示将在11月投放1000万桶战略原油储备，但即使如此，仍触发国际油价大涨，10月以来布油已上涨12.5%。

图1：受OPEC+减产影响，油价10月以来快速冲高

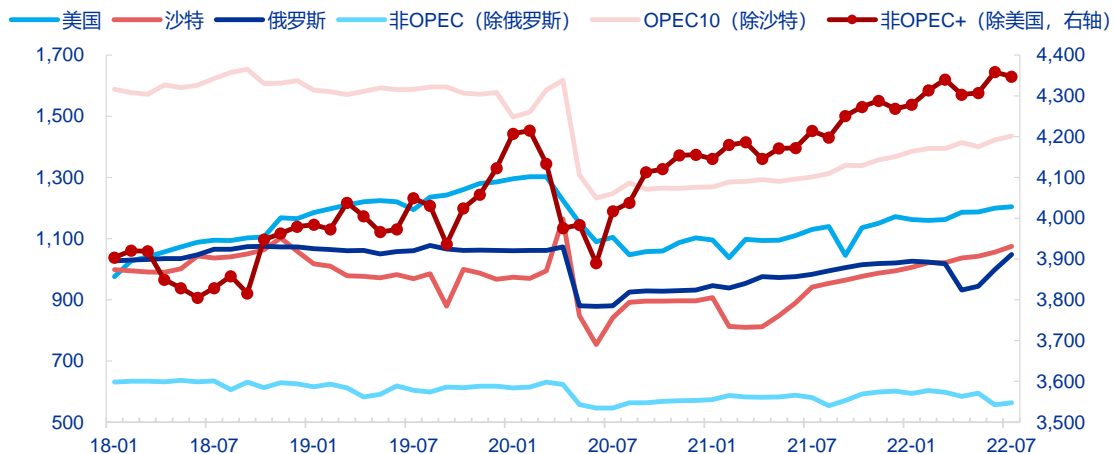


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.2 普遍高通胀损伤产油国购买力，或是决心减产主因

而本次 OPEC+ “意外” 决定减产，主要原因或在于三个方面：一、全球普遍高通胀令传统产油国进口商品购买力大幅受损，需要通过油价中枢向上重估获得改善；二、美国页岩油增产速度相对缓慢，OPEC+ 有望通过减产稳定油价；三、俄乌冲突以来全球原油供给并未大幅收缩，近期甚至供给稍显过剩导致油价快速回落。从中长期视角来看，近 60 年的 OPEC 生产策略显示出典型的“放大供给波动”特征——在全球原油供大于求的时期，OPEC 往往进一步竞争性增产，以压低油价，挤出高成本竞争方，稳定其全球原油市场份额。譬如 2014-2016 年因美国页岩油革命而触发的 OPEC 竞争性增产，以及 1985 年-2004 年长达近 20 年的增产以挤出当时的部分非 OPEC 高成本竞争性生产方。而在全球原油供不应求的时期，OPEC 往往会选择维持供给紧平衡，譬如 2005 年-2013 年我国迅速工业化时期，OPEC 连续维持原油供给紧平衡，油价快速冲高至 100 美元/桶以上并连续多年高位运行。今年以来，虽然美联储加速紧缩抑制过热的商品消费需求，全球原油需求在二季度回落 73 万桶/日至 9863 万桶/日，但自 22 年下半年全球各国集中性放开疫情防控，连续两年偏低的服务消费开始逐步复苏，且服务消费在原油需求中占比 70%、高于商品消费需求，因此 OPEC 对 22 年三季度后的原油需求预测逐步回升，至四季度回升至 10242 万桶/日，至 23 年四季度进一步上升至 10499 万桶/日。在原油需求回升的大周期中，OPEC 再度选择维持供给紧平衡策略。而另一方面，目前拜登政府执政且倡导“清洁能源”政策背景下，美国页岩油企业增产意愿不强，直至目前美国原油产量仍维持在约 1200 万桶/日，较疫情前高峰仍低约 100 万桶/日，对 OPEC+ 的全球市场份额压力并不大。与此同时，在欧盟对俄罗斯原油制裁过渡期内，俄罗斯产量整体稳步增加，加之利比亚等产油国产量快速恢复，全球原油供给 8 月达到 10130 万桶/日的历史性新高，而三季度原油需求仅 9967 万桶/日，供给明显大于需求触发油价 7 月以来快速下行，一度由此前接近 130 美元/桶的水平回落至 85 美元/桶附近，进而触发短期保份额压力并不大的 OPEC 采取限产保价策略。

图 2：美国产量持续偏低背景下，OPEC 亦持续维持供给紧平衡，而其他零散产油国持续增产



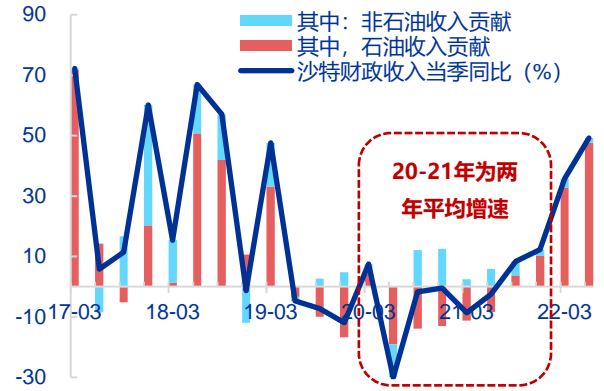
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：美国原油产量持续偏低



资料来源：CEIC，申万宏源研究，20-21 年为两年平均

图 4：高油价有利于沙特财政收入恢复

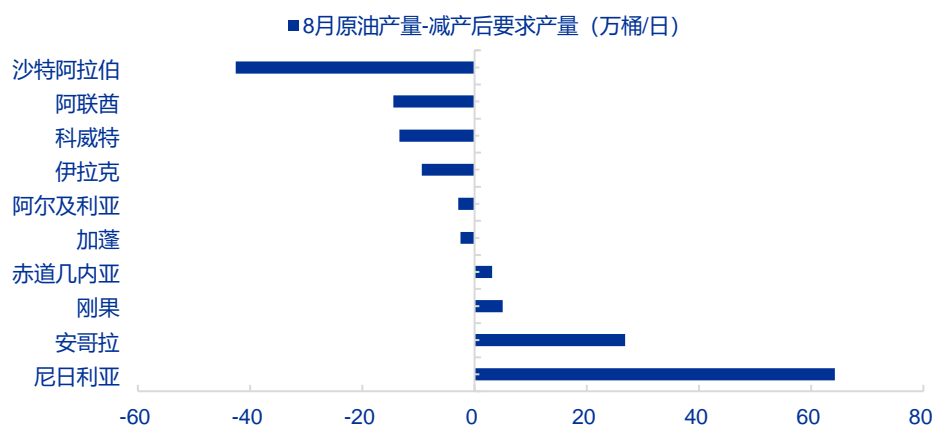


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 1.3 减产影响：原油 Q3 供给过剩扭转为 Q4 供不应求

而本次 OPEC+ 减产，虽然由于当前部分产油国已在维持低于协议要求产量的偏紧原油供给，200 万桶/日的协议减产幅度最终可能仅为 100 万桶/日左右，但在发达经济体放开疫情防控、全球服务消费需求恢复推动四季度原油需求回升的过程中，原油供需格局将难以避免地由第三季度的供给过剩转为供给偏紧，预计油价至年底将整体维持在 100 美元/桶（布油）以上的较高区间。实质上，OPEC+ 自 21 年 8 月开始按每月 40 万桶/日增产以来，除了沙特、阿联酋等少部分产油国遵循既定的增产幅度外，仍有相当部分的 OPEC 产油国如尼日利亚、安哥拉，以及大部分的非 OPEC 国家，均未采取严格的增产行动，目前已在维持明显低于协议要求的产量，我们测算，若按本次 OPEC+ 月会提出的 11 月减产 200 万桶/日所对应的产量要求，OPEC 中仅有沙特、阿联酋等六个国家有增量减产空间，合计 85.3 万桶/日，其他产油国的产量已低于 11 月后的协议产量，这也意味着，自 11 月开始 200 万桶/日的减产幅度，最终可能仅为减产 100 万桶/日左右，但即使如此，原油供给也将由目前历史最高产量，转为小幅下降。与此同时，伴随发达经济体于 22 年下半年集中放开疫情防控，以及冬季能源需求季节性上升，OPEC 预计原油需求将由三季度 9967 万桶/日上行至 10242 万桶/日，即使考虑美国以及非 OPEC+ 产油国增产，原油供需格局将由三季度供给过剩（180 万桶/日），快速扭转为四季度供给短缺（-66 万桶/日），可能推升油价四季度维持在 100 美元/桶以上（布油）的较高区间。

图 5：部分 OPEC 成员国目前原油产量已低于 11 月减产要求的协议产量



资料来源：CEIC，申万宏源研究

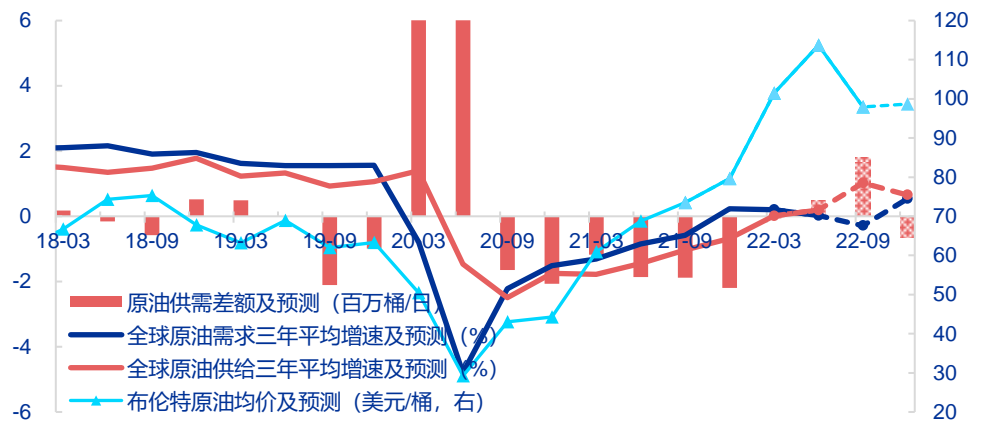
## 1.4 明年油价系于拜登政府“清洁能源”政策持续性

初步展望 2023 年，海外货币政策持续收紧遏制过热商品消费，但疫情防控放开推动在原油需求中占比更大的服务消费逐步恢复，全球原油需求预计继续处于回升周期。虽然美联储持续紧缩、欧央行竞争性收紧抑制过热的商品消费需求，但前两年因疫情防控持续偏低的全球服务消费，将伴随各国于 22 年下半年集中性放开疫情防控政策逐步回补，且服务消费在原油需求中占比远大于商品消费，亦将推动全球原油需求继续恢复，目前全球原油需求三年平均增速仅 0% 附近，与疫情前 2% 的水平仍有差距，至 2023 年底据 OPEC 预测，全球原油需求或回升至 10499 万桶/日。

而在原油需求回升周期中，OPEC 或继续维持供给紧平衡，但本轮限产保价策略一点不同在于极低的份额水平，若拜登政府清洁能源政策受阻推动美国页岩油产量释放，OPEC 或竞争性增产。本轮 OPEC 采取限产保价策略与历史情况相比亦有一点不同，也即目前 OPEC 是在份额处于历史极低水平背景下进行限产保价，与历史上份额高位时进行限产保价完全不同，这也意味着如果美国中期选举拜登政府受挫，清洁能源政策持续性受阻，美国页岩油生产积极性提升，美国原油产量若 23 年快速释放，则会再度触发 OPEC 竞争性增产。

因此，初步展望明年油价，在年初欧盟对俄罗斯开始进行实质性制裁、以及全球原油需求伴随服务消费回暖而恢复的过程中，油价或有短期上行压力，但若美国原油产量逐步释放并触发 OPEC 竞争性增产，则明年下半年油价或见到一定程度回落，初步预测 2023 年布伦特原油价格中枢或处于 95 美元/桶附近。

图 6：原油供需缺口及油价预测



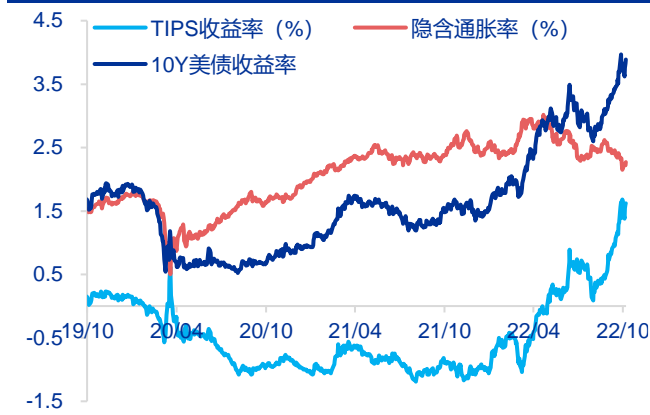
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2. 海外经济：美欧英经济分化加剧

### 2.1 美国：非农就业超预期，11 月加息 75BP 概率提升

暴跌的职位空缺、不及预期的 ISM 制造业 PMI 一度导致市场对美联储紧缩预期降温。国庆假期之前，美元指数、10Y 美债收益率一度分别突破 114 和逼近 4.0%。但在假期期间两者均出现回落。10 月 3 日公布的美国 9 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 50.9，较上月下降幅度达 1.9，其中新订单、在手订单、就业指数大幅回落，显示在美联储 3 月以来的紧缩操作下，居民需求有所下滑，导致制造业订单回落。10 月 4 日公布的 8 月美国职位空缺大幅下降 112 万人至 1005 万人，则体现美联储紧缩对劳动力市场的降温作用。由于在 9 月 FOMC 会议记者会中，鲍威尔曾表示通胀向 2% 回落的两大前提之一就是劳动力市场降温，因而 8 月职位空缺超过 100 万的下滑使得市场对美联储可能转向形成一定预期，导致国庆假期前四天 10Y 美债收益率、美元指数均下滑，10 月 4 日分别较 9 月末下降 21BP 和下跌 1.8%。从 10Y 美债利率结构来看，也主要由 TIPS 利率所拖累，反映市场对美联储紧缩预期一度有所降温。

图 7：国庆之前 10Y 美债利率一度突破 4%



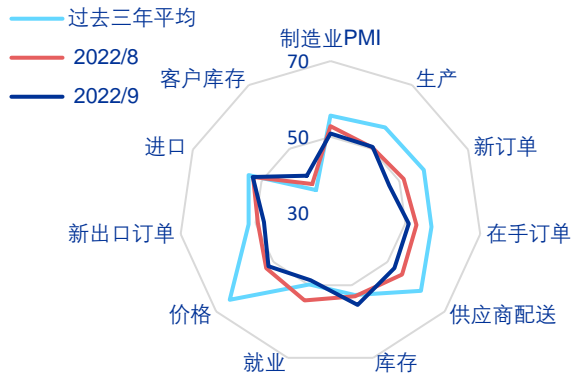
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：美元指数



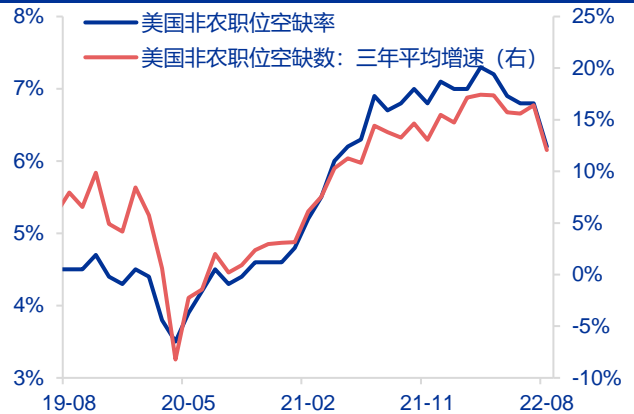
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：9 月 ISM 制造业 PMI 50.9，环比下滑 1.9



资料来源：CEIC，申万宏源研究

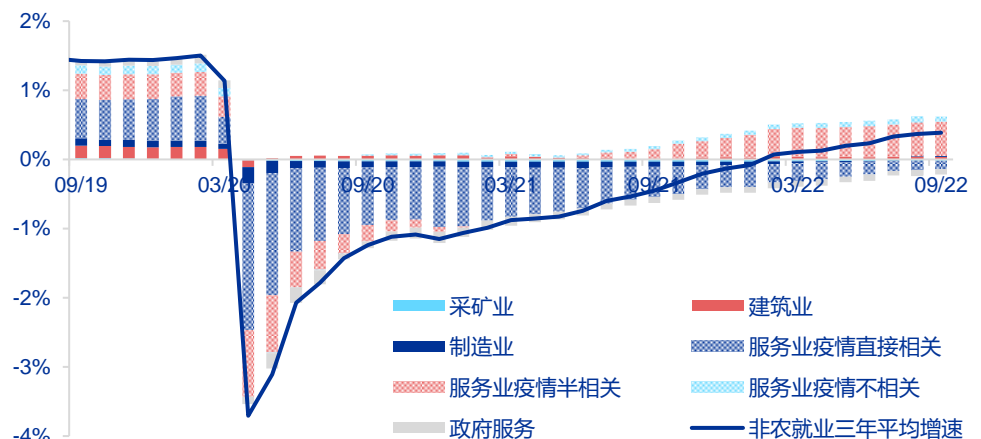
图 10：8 月美国职位空缺大幅下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

但 9 月美国新增就业明显好于市场预期，失业率再度下降，打破了市场对于美联储转向的期待。据 10 月 7 日公布的数据，美国 9 月新增非农就业达 26.3 万人（剔除政府就业 28.8 万人），虽较前几个月有所放缓，但增幅仍超市场预期，同时 9 月美国劳动参与率小幅回落的同时，失业率再度大幅下行 0.2 个百分点至 3.5%，职位空缺的下行和失业率的下行同时出现，似乎印证了鲍威尔在 9 月 FOMC 会议问答环节对货币紧缩可能不会导致失业率大幅上行的期待。总结来说，强于预期的新增就业，以及下滑的失业率，指向美国劳动力市场仍相对健康，仍然较高的职位空缺数可能继续缓冲失业率的潜在上升压力，从而促使美联储在 11 月、12 月分别加息 75BP、50BP，以及明年不进行降息的决心更为坚定。特别是在 OPEC+ 决定减产，原油价格可能有所反弹，使得美联储紧缩难言放松。在非农数据公布后，10Y 美债收益率已上升至 3.88%，美元指数也回升至 112.7，在欧英经济相对更弱的情况下，美元指数可能保持高位更长时间、甚至可能进一步小幅上行。

图 11：非农新增就业超预期



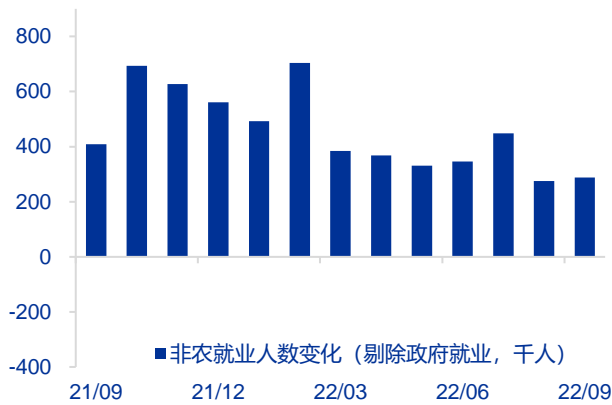
资料来源：CEIC，申万宏源研究

9 月休闲酒店业就业大幅多增，是非农就业超预期的主因。9 月非农新增就业主要动力仍来自教育卫生业（+9 万人），而且较上月多增 1.5 万人，同时休闲酒店业新增就业 8.3 万人，较上月多增达 5.2 万人，构成 9 月非农新增就业超预期的基础。

在疫情对美国服务业就业影响已经很小的情况下,这可能更多反映了美国居民在前两年所积累的巨额净储蓄对于消费热度的维持,这一点在8月核心非居住服务通胀,以及实际PCE服务消费反弹中已经可以看出。

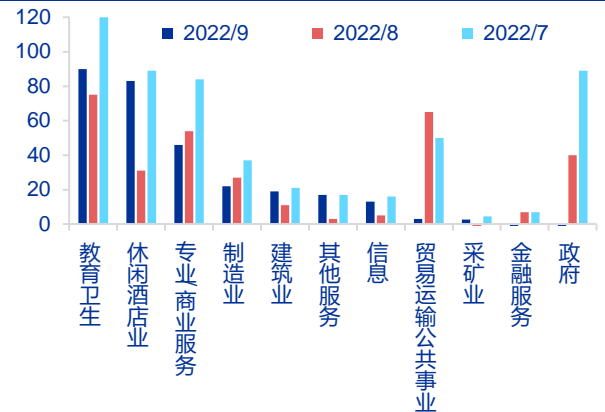
另一方面,9月制造业新增就业2.2万人,较上月少增5000人,和ISM制造业PMI就业指数收缩相符,但在欧洲工业生产持续疲弱的下,美工业生产相对海外经济或仍将维持强势。

图 12: 9月新增非农就业 28.8万人(不含政府部门)



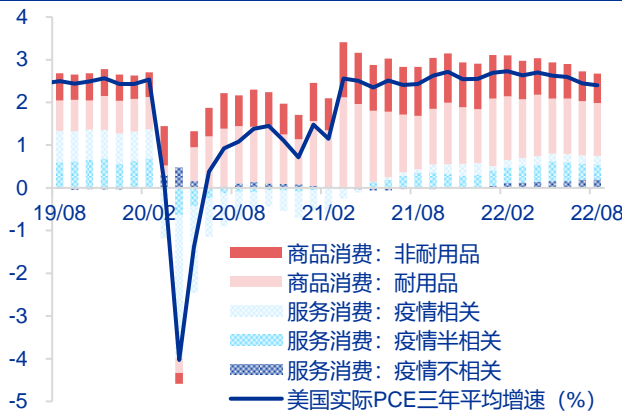
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 13: 9月休闲酒店业新增反弹(千人)



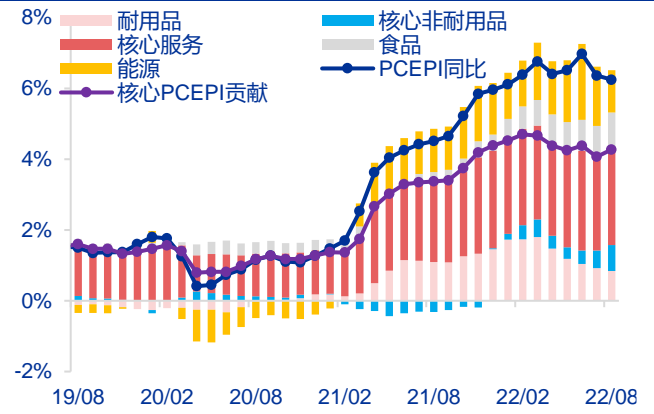
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 14: 8月实际PCE消费显示服务消费反弹



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

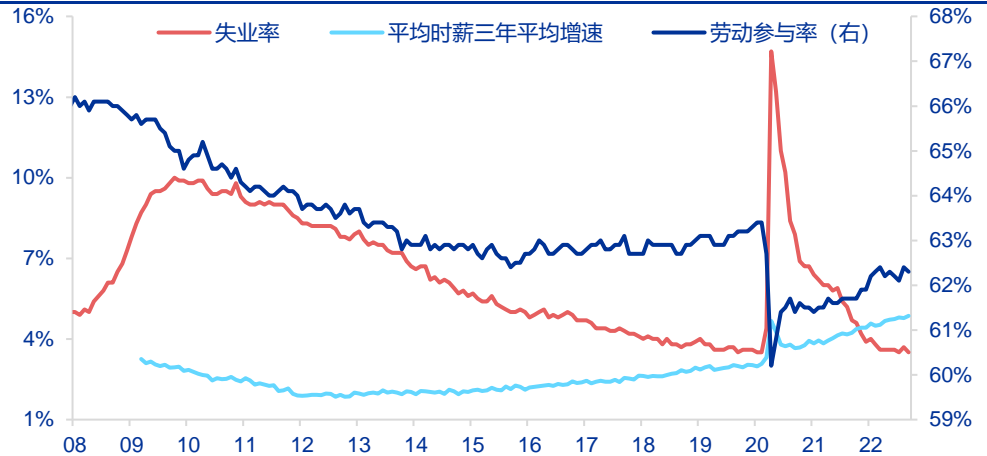
图 15: 8月核心PCEPI同比反弹, 和CPI一致



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

**美国劳动力供给恢复或将是一波三折, 失业率下行指向更大加息空间。**9月美国劳动参与率下降0.1个百分点至62.3%,或显示新冠长期后遗症对就业意愿的打击,亦说明美国劳动力供给恢复可能一波三折。同时,失业率在9月重新下行至3.5%,和8月职位空缺的大幅下滑相悖,说明美国劳动力市场供需还远未恢复平衡。

图 16：9 月劳动参与率回落至 62.3%，失业率下行至 3.5%

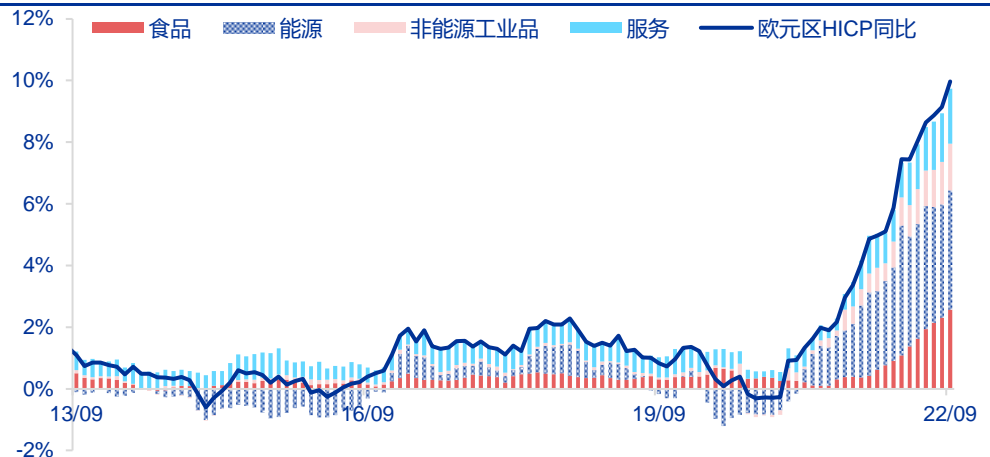


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 欧洲：能源危机+欧央行紧缩，欧洲经济前景黯淡

**欧盟批准对俄石油限价，可能反而恶化欧洲能源通胀。** 欧盟委员会 10 月 6 日表示，欧盟已批准对俄罗斯实施新一轮制裁，其中最重要的内容是对俄石油产品实施价格上限，欧盟将在 12 月 5 日起对俄罗斯原油价格上限，但具体实施细节还有待协商讨论，这一举措意在降低俄罗斯原油收入，并降低欧洲能源通胀，但这实际存在很大不确定性，俄罗斯政府副总理诺瓦克 5 日表示，若西方国家对俄石油实行限价，则俄将进行减产，且不会向限价国供应石油。在 OPEC+ 已做出 200 万桶减产决定下，俄罗斯反制措施可能使得年末原油价格出现反弹，反而是恶化欧洲能源通胀的。

图 17：9 月欧元区 HICP 同比 10%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

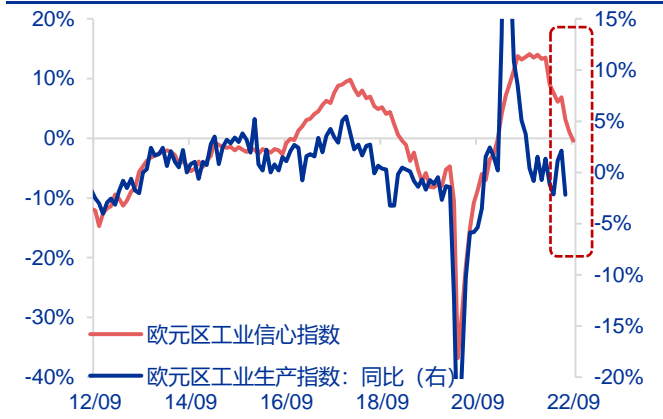
### 能源危机+欧央行紧缩，欧洲经济前景黯淡，工业产能可能遭受永久性损失。

1) 国庆节前北溪管道泄漏已经使得欧洲天然气供给再蒙阴影，再叠加原油在年末行将实施的限价举措，在俄乌冲突长期化背景下，油气供给均依赖自俄进口的欧洲或将承受更大的供给冲击，其工业产能正在很大程度上被美国所吸收替代。特别是在

化学品等欧盟/德国传统优势领域，自俄乌冲突以来美欧化学品生产出现了极为明显的此消彼长态势。

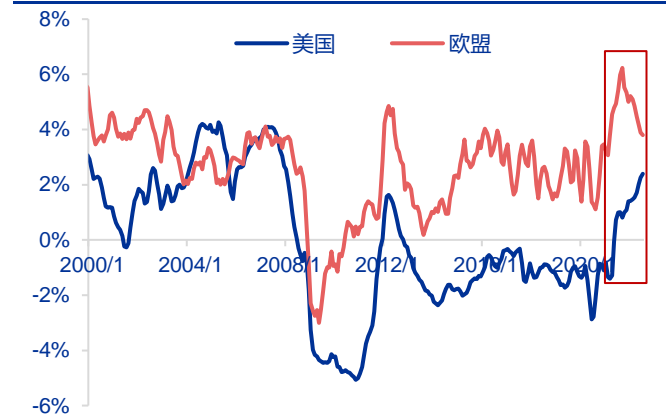
2) 供给端面临更大挑战，对于遵循单一通胀目标的欧央行来说，却可能转化为更为坚定的紧缩态度，10月6日欧央行公布9月货币政策会议纪要，其中提到即便经济增速放缓，“自我强化”的通胀也不会回到2%的水平。所以，欧央行或将继续激进加息，可能在10月加息75BP，12月至少加息50BP，这对于需求本就比较温和、供给相对更疲弱的欧洲经济打击可能更大，可能使得美元指数走强时间更久。

图 18: 欧洲工业信心走低明显



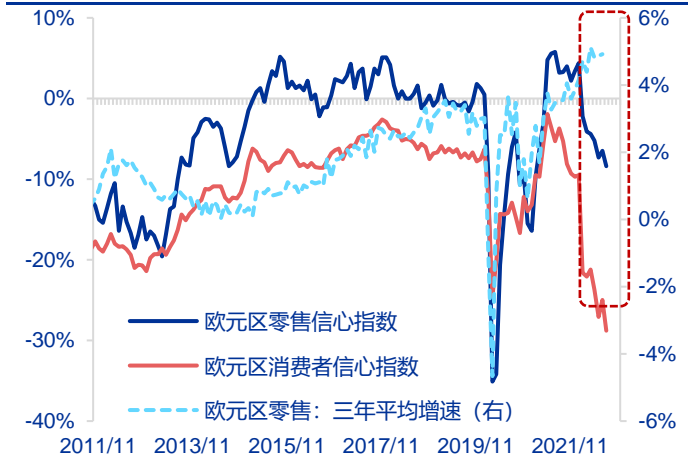
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 19: 美欧化学品生产此消彼长(三年平均, 3MMA)



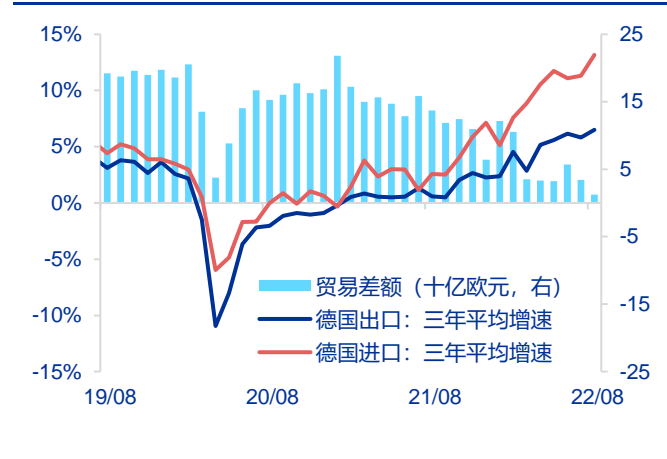
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 20: 欧元区消费者信心暴跌



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 21: 德国 8 月贸易顺差仅 12 亿欧元



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 2.3 英国: 减税计划逆转, 财政重心或将转向削减债务

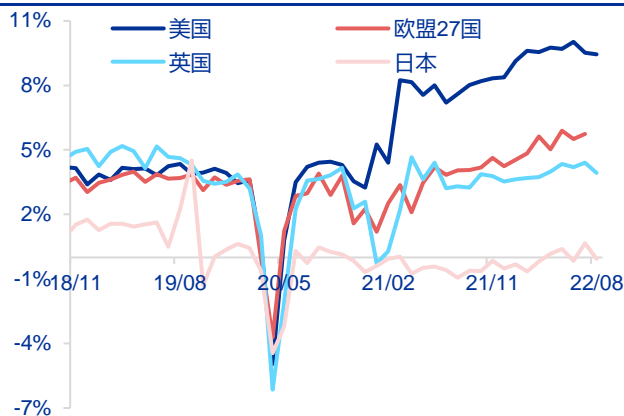
为稳定金融市场，节前英央行祭出临时性 QE。9月23日，英国推出450亿英镑减税，但由于在高通胀环境下通过借债融资进行减税可能推升通胀，并使得英国债务不可持续可能性增加，使得英镑暴跌，10Y英国国债利率一度突破4.6%，英央行被迫于9月28日宣布启动650亿英镑的“临时性QE”，在9月28日到10月14日间分13天进行，每次购买50亿英镑，主要购买剩余期限超过20年的长债，并将

出售国债的计划推迟到 10 月底。在全球主要央行紧缩你追我赶的背景下，英央行却被迫推出 QE “救市”，这对英央行抗击通胀决心的信念，以及市场对其的信任形成了打击，可能迫使英央行在未来进行更大力度的紧缩。

面对市场的负面反馈，以及国内选民和保守党压力，英国首相被迫放弃下调个人最高所得税率。10 月 3 日，英国上任进一个月的的新首相特拉斯宣布放弃取消 45% 最高所得税率计划，在两周之内政策的扭转，使得首相执政声誉受到极大打击。但更需要关注的是，放弃取消 45% 的最高个人所得税规模仅 20 亿英镑，相对于 450 亿英镑的减税总规模是非常小的，面对国内反对声音，不排除英国新首相可能被迫放弃更多的减税措施。此外，英国中期财政计划将提前至 10 月发布，其重点将在于如何降低政府债务。

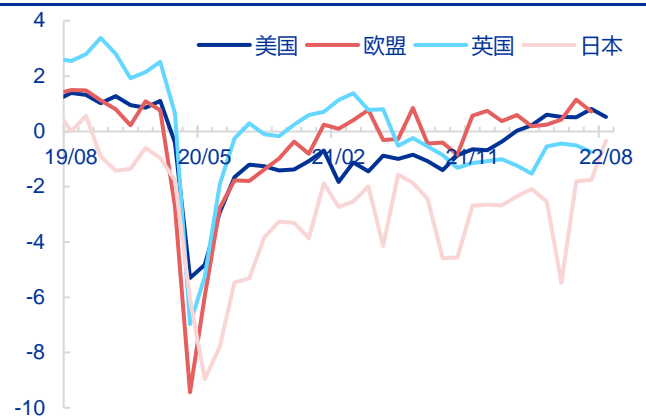
总的来说，近几周英国财政、政治、金融市场的乱象更加凸显了滞胀环境下经济的脆弱性，虽然放弃一部分的减税计划使得英央行未来紧缩预期有所缓和，但由于英国居民需求、工业生产均弱于美欧，这意味着英国在面临货币紧缩时的经济脆弱性是远大于美欧的，可能导致英镑相比欧元、美元更为弱势。

图 22：海外居民零售销售（三年平均增速）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 23：海外工业生产（三年平均增速，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

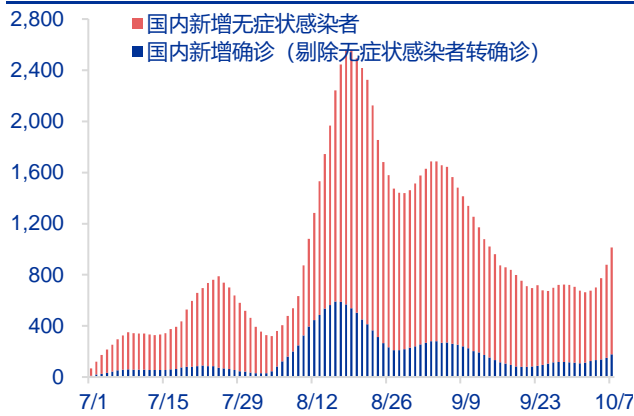
## 3. 国内经济：国庆旅游延续弱势，地产销售仍在走低

### 3.1 假期期间疫情有所抬头，旅游消费延续“五一”弱势

假期期间，疫情有所抬头，对服务消费的抑制较为明显，在电影票房方面体现的尤为明显，创五年来国庆假期票房新低。假期期间人员流动密集，疫情有所扩散，新增确诊和无症状感染者（7DMA）从 9 月 30 日的 707 例走高至 10 月 7 日的 1013 例，疫情又重回 9 月中旬水平。疫情的扩散令防控强度和居民的警惕性再度走高，对服务消费形成抑制，这在电影票房方面体现的尤为明显。在无“爆款”电影激发下，

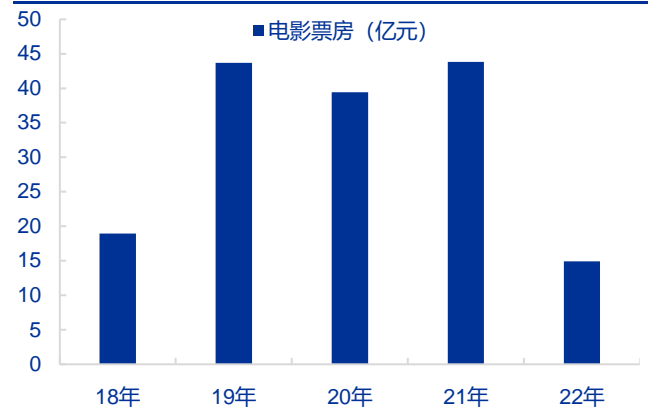
2022 国庆假期期间电影票房收入仅达 14.9 亿，较去年下降 66%，也创最近五年国庆假期票房新低。

图 24：“十一”期间疫情有所抬头



资料来源：Wind，申万宏源研究

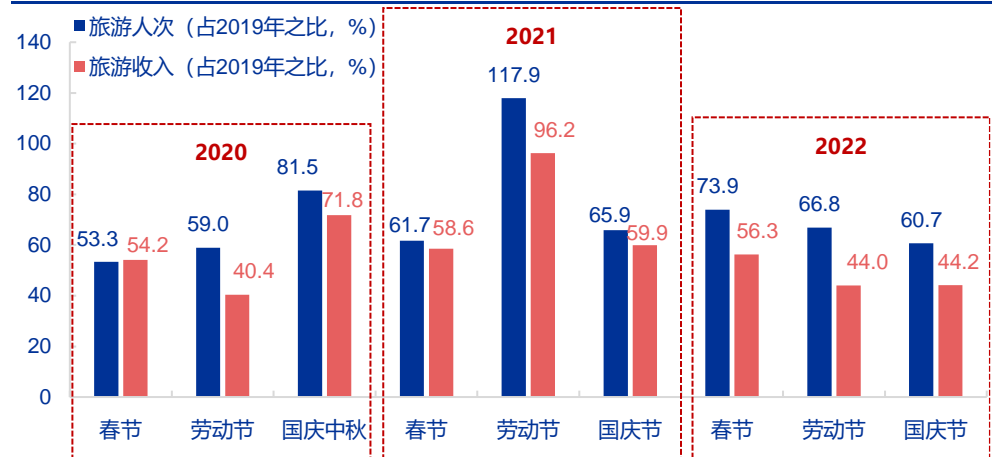
图 25：历年“十一”电影票房



资料来源：Wind，申万宏源研究 注：19年为国庆中秋

同样受疫情影响，假期旅游数据表现较弱，四季度度服务消费或延续第三季度的弱复苏态势。根据文旅部数据，2022 年“十一”假期，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%。整体上延续了“五一”以来的弱势，2019 年相比，旅游人次滑落 6.1 个百分点，旅游收入小幅提升 0.2 个百分点基本持平，四季度度服务消费或延续第三季度的弱复苏态势。

图 26：“十一”旅游人数和收入均延续了“五一”的弱势



资料来源：CEIC，申万宏源研究

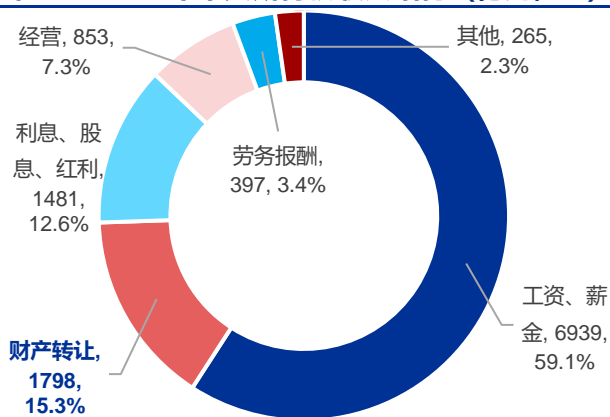
### 3.2 个税退税旨在激发居民置换住房需求，但实际效果或有限、地产销售仍在走弱

事件：2022 年 9 月 30 日，国家税务总局发布《关于支持居民换购住房个人所得税政策有关征管事项的公告》，通过个税退税的形式激发居民置换住房需求。

《公告》明确“在同一城市重新购买住房的，可按规定申请退还其出售现住房已缴纳的个人所得税”。《公告》要求“在2022年10月1日至2023年12月31日期间，纳税人出售自有住房并在现住房出售后1年内，在同一城市重新购买住房的，可按规定申请退还其出售现住房已缴纳的个人所得税。”并规定新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，个税全退；小于现住房转让金额的，按照新购占现住房金额的比例退个税。

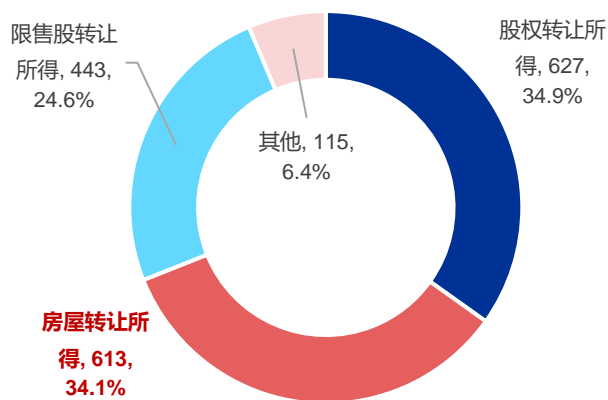
房屋转让作为财政性收入属于个人所得税法管辖范畴，法定税率为增值部分的20%，若简易征收则采取收入的1%左右缴纳，并针对“满五唯一”住房免征个人所得税。2020年房屋转让的个税收入为613亿，占个税比重的5.3%。个人所得税法中针对财产转让所得税率有明确规定，其第六条第五款为“财产转让所得，以转让财产的收入额减除财产原值和合理费用后的余额，为应纳税所得额”，第三条第五款为“财产转让所得适用比例税率，税率为百分之二十”。考虑到房屋买卖过程中的现实问题，针对无法提供完整、准确的房屋原值凭证的，国家税务总局在2006年9月发布通知，以“住房转让收入1%-3%的幅度内确定”，地方实际操作中多以1%为征收标准。此外，考虑到居民自助用房置换的合理需要，1999年《财政部 国家税务总局 建设部关于个人出售住房所得征收个人所得税有关问题的通知》中明确“对个人转让自用5年以上、并且是家庭唯一生活用房取得的所得，继续免征个人所得税”，也是日常大家熟知的“满五唯一”的来源。

图 27: 2020 年个人所得税收入结构 (亿元, %)



资料来源：国家税务总局，申万宏源研究

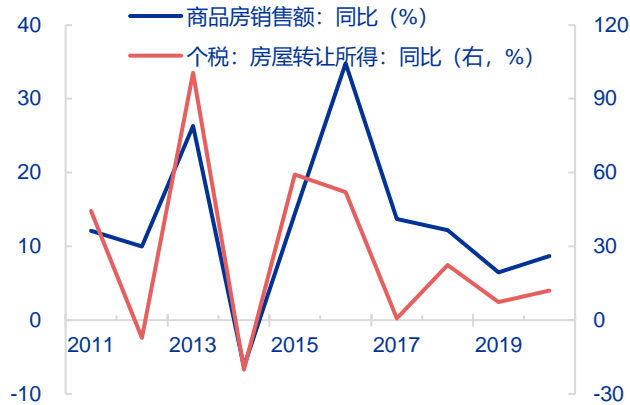
图 28: 其中: 财产转让所得结构中房屋转让占 34.1%



资料来源：国家税务总局，申万宏源研究，单位：亿元，%

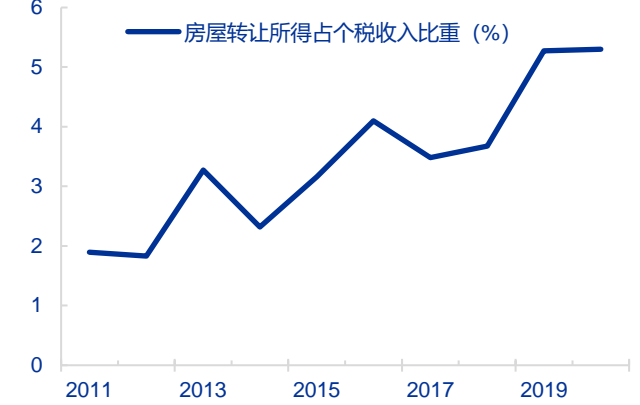
《公告》通过对住房转让个税的退税，实际上是以财政补贴的形式试图激发居民置换房屋的积极性，政策力度预计不超过 200 亿。一方面，通过退税实际激发居民置换住房的积极性，另一方面因为必须在当地购置房产才能享受优惠，则是避免对更大城市的地产需求形成跨地区的增加效应。同时，这一政策对财政的整体影响较小，一方面房屋转让相关个税收入规模有限，另一方面部分城市本身对置换性需求就有一些存量的个税优惠政策。我们测算，本次置换住房个税退税政策的补贴力度全国合计不超过 200 亿左右。

图 29: 房屋转让所得和商品房销售基本同步



资料来源: 国家税务总局, 申万宏源研究

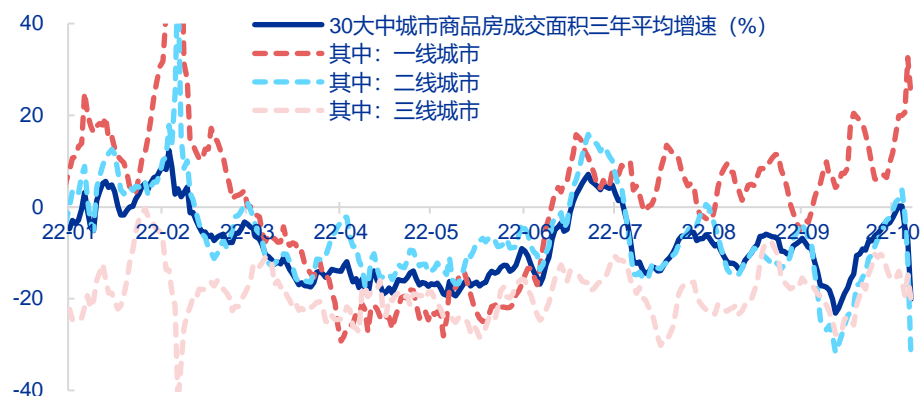
图 30: 2020 年房屋转让所得占个税 5.3%



资料来源: 国家税务总局, 申万宏源研究

考虑到本次住房转让个税退税亦包含对二手房销售的促进, 加之整体体量不大, 且二三线城市本身人均居住面积已较高、改善性需求相对较少, 本次政策对商品房新房销售预计刺激效果相对有限。10 月以来 30 大中城市商品房成交仍在走弱。虽然 9 月 29 日人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限, 主要聚焦二三线城市, 9 月 30 日中国人民银行决定下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点, 以及财政部出台住房转让个税退税政策, 但 10 月以来, 商品房销售仍在走弱。30 大中城市商品房成交面积三年平均增速回落 16.7 个百分点至-20.1%, 部分原因是疫情散发的短期影响, 但仍可看出全国地产需求整体仍然偏弱。其中人口持续净流入的一线城市有所回升 (+14.8pct 至 24.5%), 但二线 (-30pct 至-32.4%)、三线城市 (-4.6pct 至-20%) 仍在走弱。人口净流出、人均居住面积较高的二三线城市潜在地产需求已经不多, 而一线城市人地矛盾突出, 新增地产供给又相对有限。从全国范围内来看, 去年下半年至今的地产需求走弱, 更多源于工业化城镇化长期失衡导致的人口流动方向和土地资源之间的矛盾, 稳定房地产市场有赖于工业化城镇化的深层次再平衡进程, 但这一过程可能是长期的。

图 31: 10 月以来, 整体地产销售走弱, 其中一线改善, 但二三线均回落

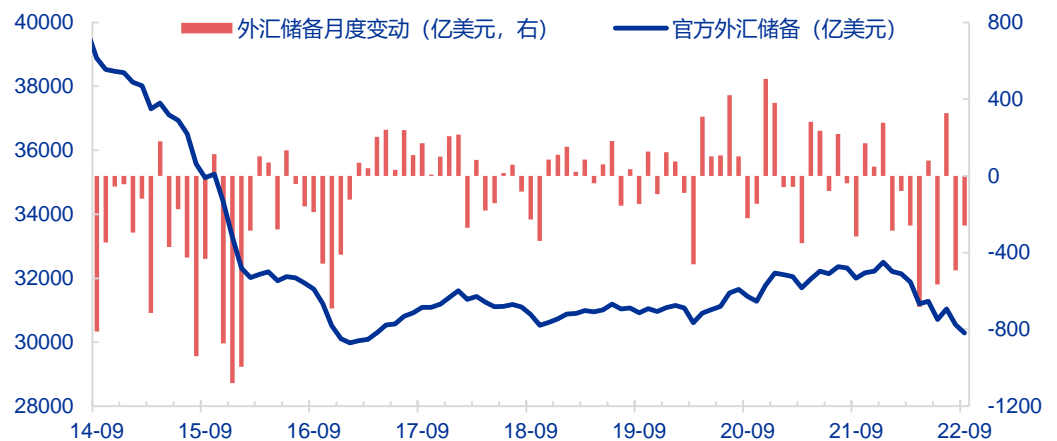


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

### 3.3 美元指数冲高，9月外储非交易性资产减值较为明显

9月末外储余额为3.03万亿美元，环比减少259亿美元，延续8月小幅收缩趋势。主要原因是美联储紧缩预期强化推动美元指数9月继续走高，以及海外债市收益率显著上行对我国外储资产带来的非交易性资产减值。经测算，仅非交易性估值效应就可能带来约300-400亿美元的外储资产净收缩，而跨境外汇交易性流动可能较为平衡。

图 32：9月外储延续8月收缩趋势，环比减少259亿美元

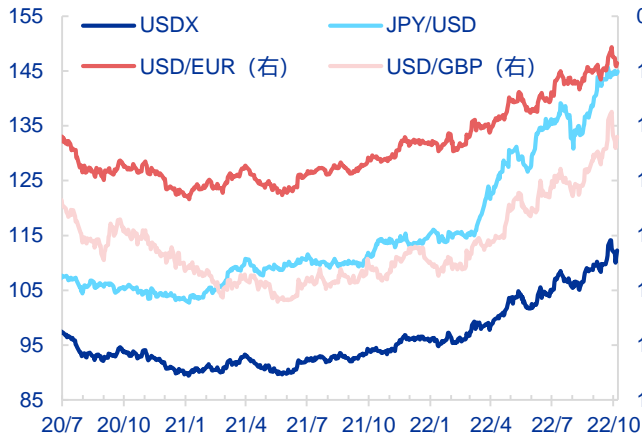


资料来源：CEIC，申万宏源研究

9月美元指数持续冲高叠加海外债市收益率显著上行对我国外储资产造成估值收缩影响，我们测算非交易性的资产减值规模当月可能约为300-400亿美元。美联储9月FOMC会议激进加息75BP并上调未来加息预期，且美联储多位官员会后再次强调即使衰退也不能动摇加息以抑制通胀的决心，助推美元指数持续走高。此外，英国政府公布的新减税计划加大了英镑的贬值压力，强化美元指数上行趋势（美元指数由9月初的109.7上行2.88至9月底的112.1）。从9月海外债市收益率变动来看，主要发达经济体货币紧缩的持续推进使得国债收益率显著上行，以外国国债为主的外储资产价格也相应大幅下跌。其中，英、美、欧国债收益率上行幅度较大，英国5Y、10Y国债收益率分别上行达144.2BP和124.3BP，美国1Y、10Y国债收益率分别上行55.0BP和68.0BP，欧元区1Y、10Y公债收益率同样大幅上行88.2BP和56.3BP。综合考虑海外主要发达经济体汇率及利率波动因素，测算9月非交易性减值损失约为300-400亿美元。

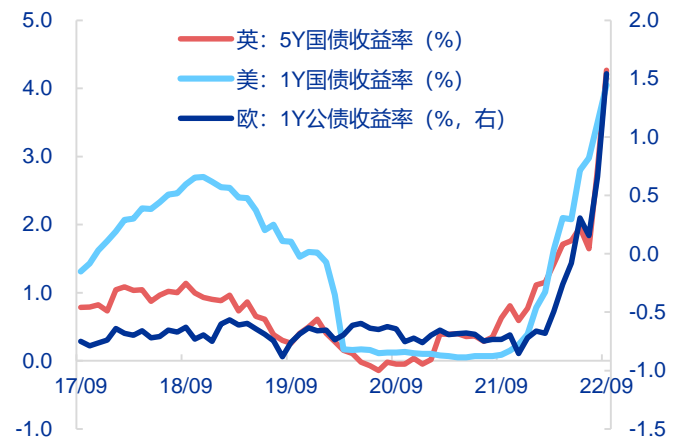
扣除估值效应，交易性外汇跨境流动预计大体平衡，显示贸易顺差维持高位或对资本项下资金外流压力形成较好的对冲。

图 33: 9 月美元指数持续冲高, 主要经济体币值走弱



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 34: 9 月美、欧、英国债收益率均大幅上行



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华东 B 组	谢文霓	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swhysc.com">xiewenni@swhysc.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
华南组	李昇	0755-82990609	<a href="mailto:Lisheng5@swhysc.com">Lisheng5@swhysc.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。