

稳中有进

核心观点：

海外：美联储紧缩程度不断加深，但因通胀继续回落以及美联储相关前瞻指引，预计将在四季度面临一定程度的放缓。美国经济在四季度仍呈现下滑态势，但衰退尚未实质性到来。与此形成鲜明对比的是欧洲大概率迎来实质性衰退，主要在于能源端问题暂时无解，以德国为代表的欧洲工业将遭受重创，而通胀将带来痛苦。

国内：在防疫政策不做明显调整前，消费稳步复苏，但整体增速偏低，仍随时可能面临疫情的扰动。尽管需求端政策不断推出，LPR 再次下降，但预计地产整体持续低迷，难有太大改观。一方面，居民的购房意愿依然不足，销售端四季度可能因基数作用同比跌幅有所收敛，另一方面，现有政策不足以改变地产当前格局，供给端政策重心在保交楼，房企流动性问题依然得不到改善。基建端，在政策大力支持下，基建在三季度的增速较为可观，四季度虽然整体增速依然较高，但可能面临资金相对不足等问题。制造业整体依然维持相对较高增速，支撑点在于设备更新贷款等政策支持。由于外部需求愈发疲弱，整体出口预计继续下滑，韧性预计体现在欧洲工业企业停产情况下国内相关企业的出口替代机会。

在经济持续疲软下，货币、财政双双发力。财政端继续减税降费，保民生、保就业，支持基建资金需求。货币端降息降准仍有空间。

大类资产配置建议：股市（可适时逢低建仓）、债券（标配，寻找空配时机），商品整体依然以空为主。

风险点：疫情发展不确定性、能源供给冲击、通胀走向、政策超预期

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

dai chaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822



南华期货 NANHUA FUTURES 股票代码 603093

边际背离下的
市场博弈

南华期货2022年四季度策略展望

2022.10.11-10.14

南华期货订阅号 南华期货视频号 南华期货APP

目录

第 1 章	核心观点.....	3
第 2 章	海外经济：衰退风险加大.....	4
2.1.	美面临加息周期转折点.....	4
2.2.	美经济仍显韧性，欧衰退风险概率大大提升.....	6
第 3 章	中国经济：复苏进程缓慢.....	9
3.1.	消费：或有低估，空间看政策.....	9
3.2.	房地产难有明显起色.....	10
3.3.	基建增速仍高，但支撑力度减弱.....	13
3.4.	制造业韧性犹存.....	14
3.5.	出口向下大局已定.....	15
3.6.	政策端各显神通.....	17
第 4 章	大类资产配置展望.....	20
	免责声明.....	21

第1章 核心观点

海外：美联储紧缩程度不断加深，但因通胀继续回落以及美联储相关前瞻指引，预计将在四季度面临一定程度的放缓。美国经济在四季度仍呈现下滑态势，但衰退尚未实质性到来。与此形成鲜明对比的是欧洲大概率迎来实质性衰退，主要在于能源端问题暂时无解，以德国为代表的欧洲工业将遭受重创，而通胀将带来痛苦。

国内：在防疫政策不做明显调整前，消费稳步复苏，但整体增速偏低，仍随时可能面临疫情的扰动。尽管需求端政策不断推出，LPR 再次下降，但预计地产整体持续低迷，难有太大改观。一方面，居民的购房意愿依然不足，销售端四季度可能因基数作用同比跌幅有所收敛，另一方面，现有政策不足以改变地产当前格局，供给端政策重心在保交楼，房企流动性问题依然得不到改善。基建端，在政策大力支持下，基建在三季度的增速较为可观，四季度虽然整体增速依然较高，但可能面临资金相对不足等问题。制造业整体依然维持相对较高增速，支撑点在于设备更新贷款等政策支持。由于外部需求愈发疲弱，整体出口预计继续下滑，韧性预计体现在欧洲工业企业停产情况下国内相关企业的出口替代机会。

在经济持续疲软下，货币、财政双双发力。财政端继续减税降费，保民生、保就业，支持基建资金需求。货币端降息降准仍有空间。

大类资产配置建议：股市（可适时逢低建仓）、债券（标配，寻找空配时机），商品整体依然以空为主。

第2章 海外经济：衰退风险加大

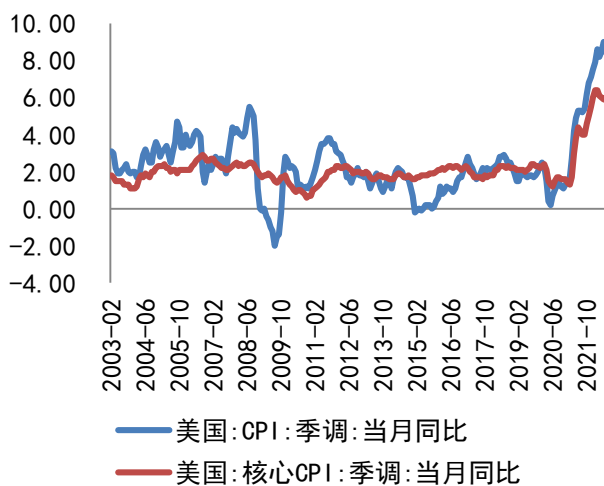
2.1. 美面临加息周期转折点

自 3 月正式启动加息周期以来，美联储已经连续 5 次加息，累计加息 300BP。且自 6 月开始，美联储保持每次 75BP 的加息幅度。从目前的情况来看，单次加息 75BP 基本可以确认是紧缩力度最强的时刻了。但问题是这种力度会持续多久？**四季度会不会面临加息幅度的缩减？**

我们倾向于大概率会。首先，从迫切性看，美联储大幅加息的动机在于抗通胀。尽管 8 月数据显示通胀可能超预期顽强，但是 7 月和 8 月的数据表明 6 月 9.1% 的 CPI 很可能是本轮通胀的峰值。等到 11 月召开下一次美联储会议时，10 月数据已出，将进一步佐证这一观点。在通胀下行趋势既定的情况下，加息幅度是有可能出现缩减的。

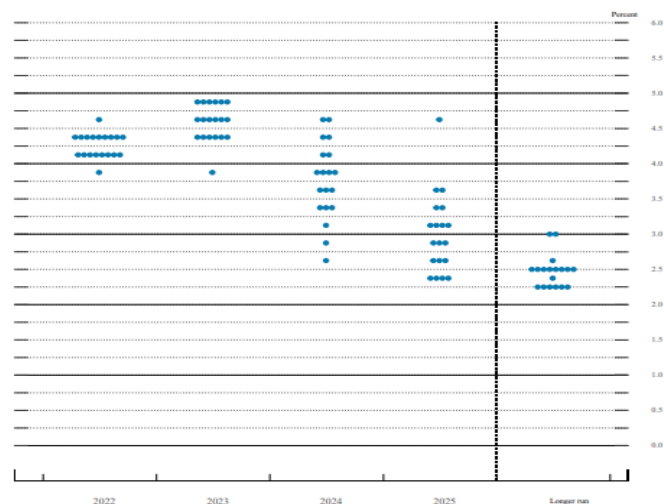
其次，如果没有意外，美联储在结束加息时应该会有一个加息幅度缩减的过程。按照美联储 9 月 SEP 显示，加息的终点为 4.6%，当前目标利率上限已达到 3.25%，二者差值为 1.35%，约 5-6 个步长（单个步长 25BP）。假如 11 月会议加息 75BP，那么大约只剩下 60BP 的空间。那么 12 月的空间就已经相对受限了。

图 2.1.1：6 月很可能是本轮通胀峰值（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2：2022 年 9 月 FOMC 会议利率点阵图



数据来源：FED 南华研究

表 2.1.1：本轮美联储历次加息情况

时间	加息幅度 (BP)	加息后联邦基金目标利率 (%)
2022 年 3 月 16 日	25	0.25-0.50
2022 年 5 月 4 日	50	0.75-1.00
2022 年 6 月 15 日	75	1.50-1.75
2022 年 7 月 27 日	75	2.25-2.50
2022 年 9 月 21 日	75	3.00-3.25

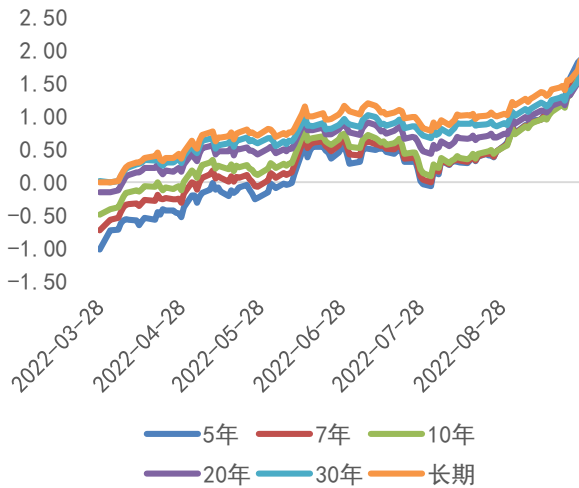
资料来源：FED 南华研究

加息高度和紧缩时长是否已充分定价？

目前来看，加息高度可能有相对比较充分的定价。9 月议息会议后的新闻发布会上，鲍威尔阐述了其对于加息终点利率的想法——将整个利率曲线的所有实际利率都提升至正值，减去某种通胀的预测指标，这一水平应当为正，并可能大概在 1% 左右，我也不知道具体会是多少，但一定是大幅高于 0 的。从目前的情况来看，以 TIPS 衡量的 5 年期以上真实利率均已突破 1%，已满足鲍威尔的要求。

但偏短期的实际利率仍处于负值状态。密歇根大学一年期通胀预期中值为 4.6%，恰好与美联储预期的最高 4.6% 持平，考虑到当前在紧缩高压下，通胀预期持续呈现下行态势，那么未来这个预期值仍有可能下降，到时最高为 4.6% 的联邦基金利率基本可以满足实际利率为正的要求。当然这只是以密歇根大学调查数据为基础的推断。假如我们以纽约联储的一年期通胀预期来衡量的话，那么 4.6% 的最高利率当前尚难以满足要求。

图 2.1.3：5 年以上实际利率已经高于 1%（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.4：密歇根大学与纽约联储通胀预期中值（1Y, %）



数据来源：Bloomberg 南华研究

对于紧缩时长市场预期是否足够充分？我们的答案偏向否定。鲍威尔在 9 月会议的新闻发布会上提到，关于降息，我们只有在通胀切实降低至 2% 后才会考虑。当前市场预期美联储将在明年 6 月开启降息周期，但无论是美联储的预期还是市场的预期，2023 年年中时美国通胀依然处于高位。如果根据美联储预期值来看的话，到 2023 年年底可能都还未满足“通胀切实降低至 2%”的条件，因此从这个角度来说，市场对于降息的时点判断相对还是太乐观。

表 2.1.2：2022 年 9 月 FOMC 会议中对通胀的未来预期（%）

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	长期
PCE	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
核心 PCE	4.5	3.1	2.3	2.1	

资料来源：FED 南华研究

表 2.1.3: 彭博一致预期 (%)

	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
CPI	8.2	7.1	5.8	3.9	3.1	2.8
PCE	6.1	5.4	4.4	3.3	2.8	2.4
核心 PCE	4.6	4.3	3.7	3.3	3.0	2.7

资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.1.5: 市场预期明年 6 月可能开始降息



资料来源: Bloomberg 南华研究

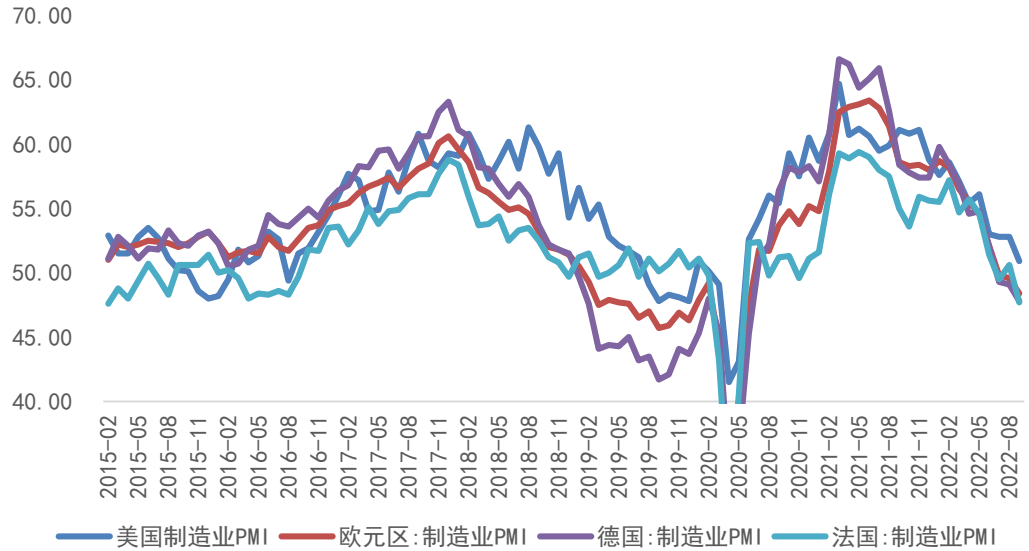
2.2. 美经济仍显韧性，欧衰退风险概率大大提升

在美联储持续高强度加息操作下，有关美国经济衰退的预期愈发浓重，市场一度开始进行衰退交易。那么美国经济会不会在四季度就进入衰退？我们的答案是否定的。从目前的情况来看，只能说美国经济仍处于下行趋势中，但整体经济韧性依然明显。

但欧洲经济在能源危机下，四季度衰退概率较大。

9 月美国制造业 PMI 录得 50.9%，虽然离荣枯线不远，但依然处于扩张区间。对比下，欧元区制造业 PMI 已连续 3 个月位于收缩区间，9 月仅录得 48.4%。

图 2.2.1：美国制造业 PMI 仍显韧性，欧洲处于收缩区间



资料来源：Wind 南华研究

从彭博预测来看，美国四季度 GDP 同比零增长，欧元区四季度同比增长 0.9%，但环比下降 0.3%，明年一季度继续环比下降 0.2%。整体来看，在能源危机困扰下，以德国为代表的欧元区陷入衰退概率较大。

图 2.2.2：市场预期明年 6 月可能开始降息

指标	实际 / 预测										衰退可能性
	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	
经济活动											
实际GDP (同比%)	5.7	3.7	1.8	1.5	0.0	0.6	1.0	0.8	0.9	1.4	
实际GDP (经季调季环...)	7.0	-1.6	-0.6	1.4	1.0	0.8	0.9	1.2	1.5	1.8	
消费支出 (经季调季...)	3.1	1.3	2.0	1.4	1.3	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5	
政府支出 (经季调季...)	-1.0	-2.3	-1.6	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
私人投资 (经季调季...)	32.0	5.4	-14.1	-0.5	1.0	0.5	0.9	1.6	1.9	3.2	
出口 (经季调季环比...)	23.5	-4.6	13.8	5.0	2.5	2.0	2.5	2.4	3.0	3.5	
进口 (经季调季环比...)	18.6	18.4	2.2	-1.1	2.6	2.5	2.5	2.3	2.5	2.7	
工业产值 (同比%)	4.5	4.9	4.6	4.2	3.2	2.5	1.3	0.7	0.6	0.9	

资料来源：Bloomberg 南华研究

图 2.2.3: 市场预期明年 6 月可能开始降息

欧元区		浏览		● 私营		● 官方		衰退可能性 75.0%		
指标	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24
经济活动										
Real GDP (QoQ%)	0.5	0.7	0.8	0.0	-0.3	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
实际GDP (同比%)	4.6	5.4	4.1	1.8	0.9	0.1	-0.2	0.1	0.7	1.8
- 家庭消费 (同比%)	5.9	8.1	5.6	1.0	0.6	0.3	-0.6	0.0	0.8	1.6
- 政府消费 (同比%)	2.6	3.0	1.6	1.7	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1	1.0
- 固定资产投资总额 (同比%)	2.7	3.9	3.1	3.9	-0.5	-0.1	-0.3	0.2	1.1	2.5
- 出口 (同比%)	8.1	8.7	7.4	5.0	2.2	1.1	0.5	1.4	1.8	2.9
- 进口 (同比%)	9.0	9.9	8.6	6.1	1.3	1.6	0.6	1.3	1.9	2.7
工业产值 (同比%)			-0.4	1.5	0.6	-0.5	0.0	0.9	2.4	

资料来源: Bloomberg 南华研究

第3章 中国经济：复苏进程缓慢

7 月数据再次滑坡后，经济相当于再次探底，8 月又开始了复苏进程。从目前的情况来看，经济的底色其实一直都是疲弱的，只是市场在 6 月时给予了过高的期待，7 月的经济数据让市场开始清醒。

展望四季度，我们认为核心问题仍在于防疫政策和地产表现。从目前的情况来，二者依然没有太大的改观，因此整体复苏进程持续，但若无意外，进程仍然较为缓慢。

3.1. 消费：或有低估，空间看政策

疫情以来最直观的感受就是服务业受到比较明显的冲击，这也是消费复苏缓慢以及市场对消费态度谨慎的主要原因。但是，今年以来，尤其是三季度，疫情散发不断，但是经过防疫政策的优化，显然疫情对社零的影响有所钝化。

8 月社零当月同比 5.4%，预期 3.2%，前值 2.7%，1-8 月社零累计同比 0.5%，预期 0.2%，前值-0.2%。社零当月及累计同比均超预期，当月同比大幅攀升带动社零累计同比由降转升。

从不同口径社零表现来看，绝对水平下各口径社零均呈现正增速，从三年平均增速口径来看，仅限额以上增速持平，其余口径均有所上涨，尤其是餐饮收入、乡村以及实际社零涨幅尤为明显，但相比于 2019 年同期来说，仅限额以上超出 2019 年同期，其余口径均有差距，尤其是餐饮收入、网上零售以及乡村，这背后则分别体现了疫情对接触性服务性接触性消费、居民收入及消费意愿以及收入分化加剧的影响。分行业来看，拉动当月社零超预期的主要为汽车、石油及制品、粮油食品这三类，分别系汽车促销政策发力、疫情防控政策优化下出行限制减轻以及粮油饮料等接触性消费持续修复以及高温消费增加所致。除此之外，服装等可选消费当月贡献小幅增加，但相比于 2019 年同期仍存明显差距，整体消费意愿依旧寡淡。另外，地产链条下的家具及装潢仍是负增速，对社零形成拖累，地产还是当前经济最头疼的环节，在地产未见起色之前，地产类消费恐难好转。总体来看，社零超预期的背后主要源于服务消费的好转，尽管疫情反复，但疫情防控政策有所优化，对餐饮收入等接触性消费的冲击略有钝化，但在大会之前预计服务消费进一步复苏的力度也相对有限，而地产相关消费仍是社零的主要拖累，持续关注地产纾困政策效果。

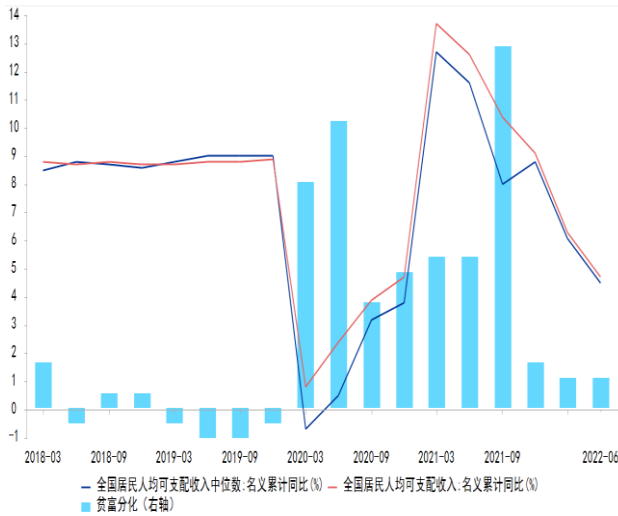
展望未来，消费复苏的趋势相对比较确定（居民收入以及就业趋势好转为消费复苏趋势奠定主基调），疫情对消费复苏的干扰强度主要看大会后防疫政策是否有较大的转变。

基准情形下，疫情扰动持续、防疫政策未有明显转变的话，消费复苏以温和复苏为主，斜率先急后缓，进入四季度消费复苏的斜率或逐步趋于平缓；

乐观情形下，疫情影响消退、防疫政策放开，那么消费的复苏尤其是服务消费或仍有较大的复苏概率，四季度消费复苏斜率或能延续 8 月情形；

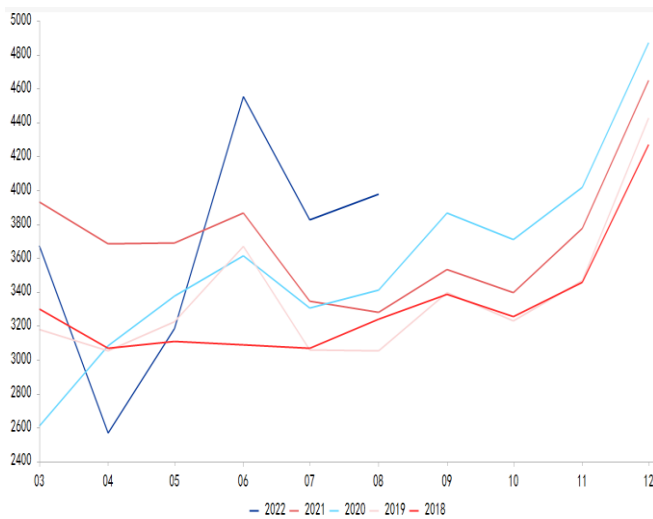
悲观情形下，疫情扰动加剧、防疫政策收紧，那么消费复苏的程度恐难有改善。

图 3.1.1: 贫富分化趋于缩小对消费复苏有利 (%)



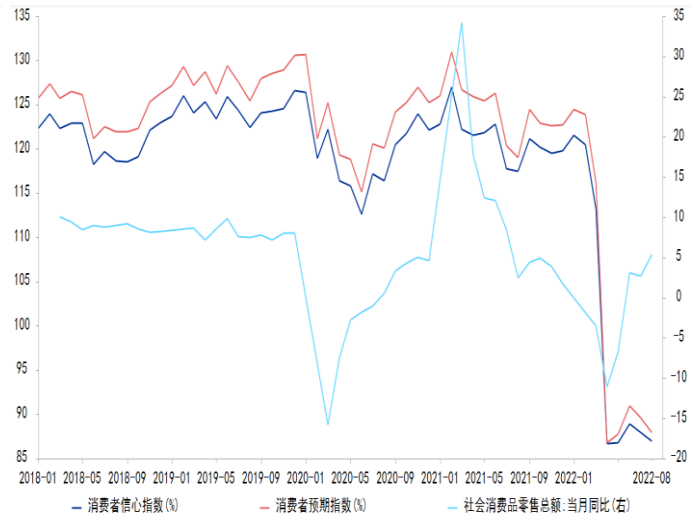
数据来源: Choice 南华研究

图 3.1.3: 汽车消费是消费复苏的主要拉动



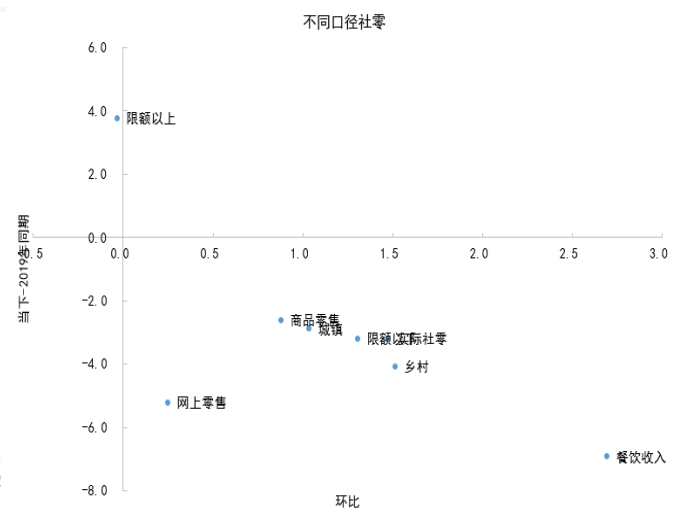
数据来源: Choice 南华研究

图 3.1.2: 消费者信心指数降至历史冰点 (%)



数据来源: Choice 南华研究

图 3.1.4: 不同口径社零当月同比



数据来源: Choice 南华研究

3.2. 房地产难有明显起色

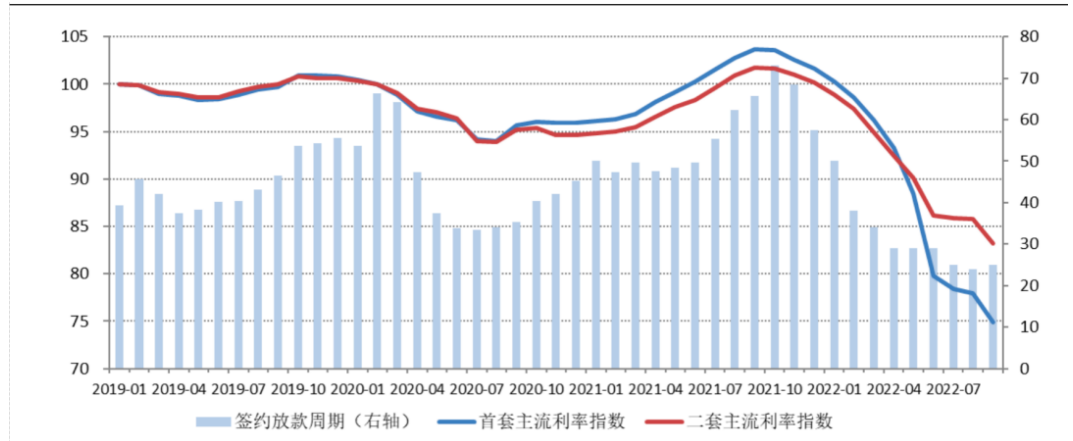
3.2.1. 需求端刺激政策不断，但效果有限

从 5 月央行大降 5 年期 LPR 15BP 后，应该说整个需求端的支持政策力度明显大幅提升。今年以来，与房贷相关的 5 年期 LPR 基准利率已累计下降 35BP，各地银行也不断下调上浮比例，给予房贷利率大幅下行空间。根据贝壳研究院的数据，9 月首套主流利率平均为 4.15%，二套平均为 4.91%，与央行设定的下限 4.10% 和 4.90% 相差无几，不断突破历史低价。放款周期基本维持在 25 天左右，属于历史较低值。

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，根

据统计局发布的《70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况》，预计将有 23 个城市满足符合此次政策要求。因此，接下来我们应该会看到首套房贷利率继续下行的现象。

图 3.2.1：百城银行房贷利率指数及签约放款周期



注：(1) 主流利率指统计期内房贷成交最集中的利率点位。

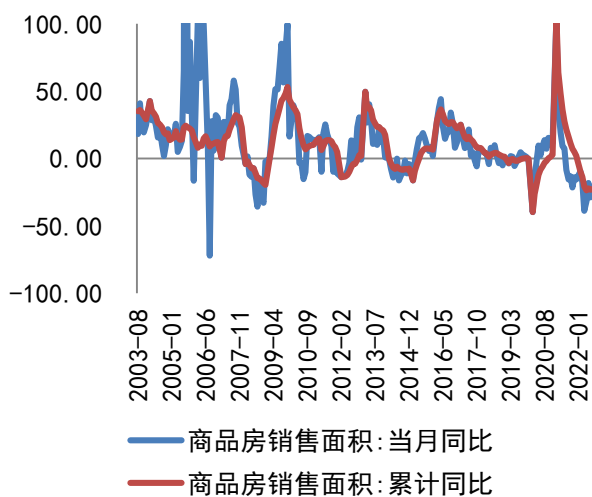
(2) 放款周期指签订贷款合同到最终放款的自然日数，单位：天。

(3) 利率指数基期为 2019 年 1 月。

资料来源：贝壳研究院 南华研究

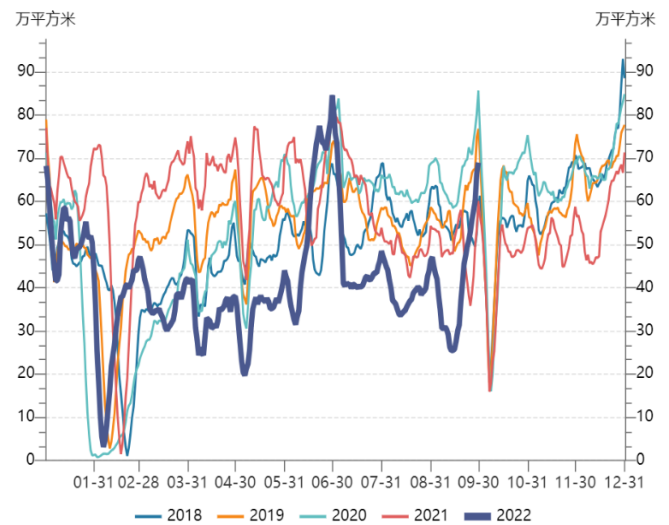
无论是 2012 年还是 2015 年，以往但凡央行大幅降低购房利率后，居民部门的购房意愿都会出现实质性回升，但这种现象今年迟迟未出现。8 月商品房销售面积累计同比 -23%，依然非常低迷。从高频数据来看，虽然进入 9 月下旬后商品房销售面积开始出现明显回升，但持续性仍有待观察。

图 3.2.2：商品房销售依然低迷（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.3：30 大中城市商品房销售回升现象有待观察

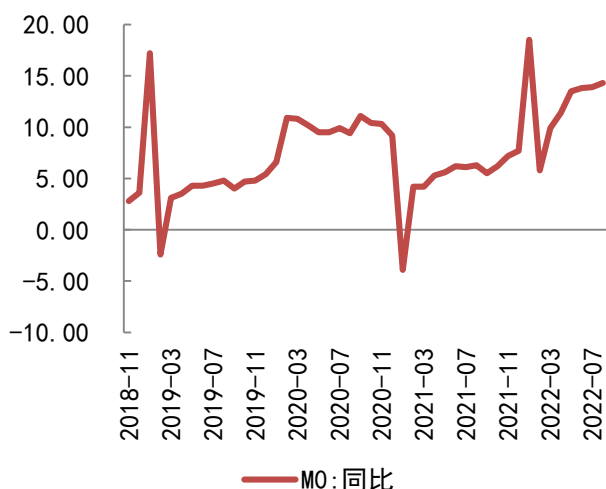


数据来源：Wind 南华研究

地产销售持续低位，一方面是因为今年以来出现了一定程度的居民资产负债衰退，即居民预期转弱，不愿意继续加杠杆了，预防性需求强烈，8 月 MO 同比增速已连

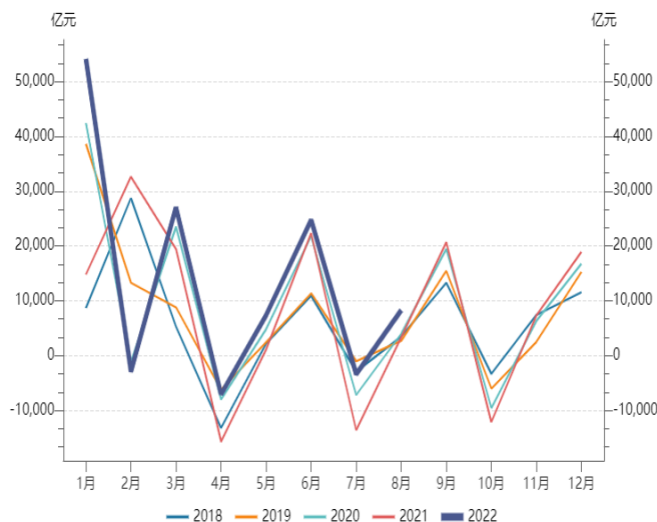
续6个月上升，高达14.3%，高于2020年年初水平，居民存款则持续高于季节性水平。在资产收益率、社会无风险利率下滑之际，众多已贷款购房者选择提前还贷，于是尽管商品房销售下降23%左右，但住房贷款存量则增加很少。

图 3.2.4：居民持币意愿浓厚 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.5：居民存款高于季节性

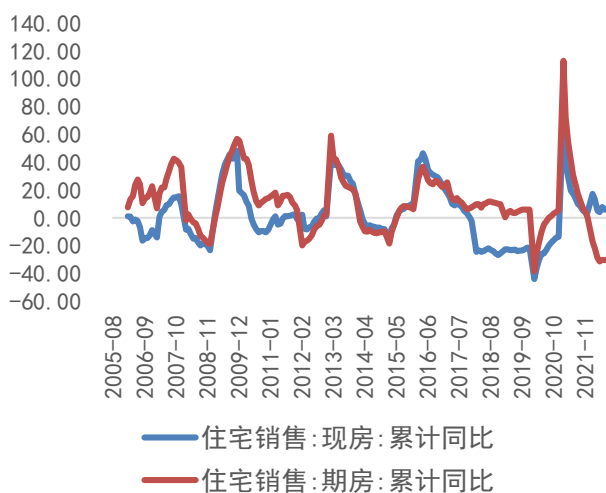


数据来源：Wind 南华研究

另一方面，则是因为供给端持续拖后腿。我们看到今年以来现房销售累计同比增速远高于期房，体现了居民端购房时对于未来房屋烂尾的担忧。

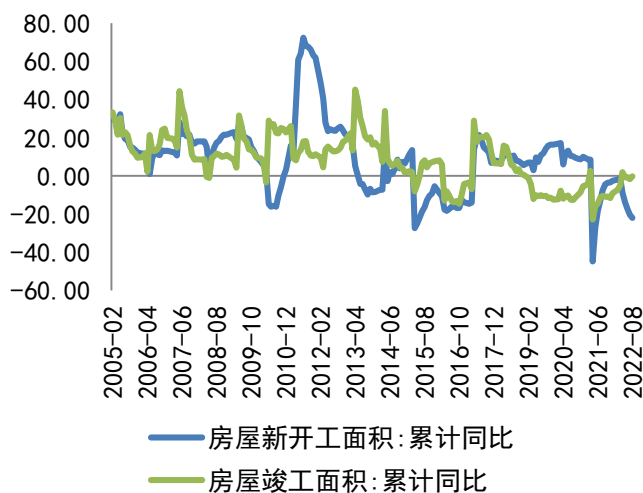
与我们之前反复强调的一样，此次地产低谷期与前几次不同之处在于供给端，在于大面积的房企流动性问题。然而当前供给端的政策重点在于“保交楼”，在政策推动下，我们预计2019年至2020年累积的新开工面积远高于房屋竣工面积现象将在较长一段时间内获得修正，因此“保交楼”带来的竣工相对高增预计将持续至明年。

图 3.2.6：现房销售远高于期房 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.7：房屋新开工面积与竣工面积对比 (%)

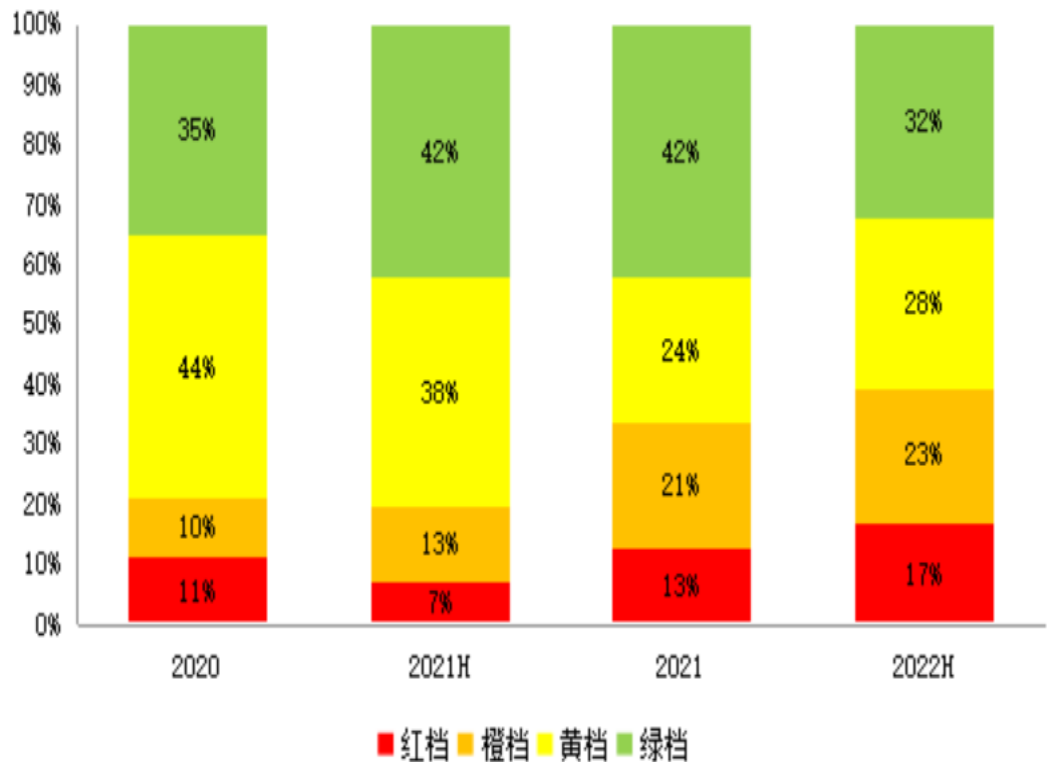


数据来源：Wind 南华研究

目前政策面对于企业的资金链问题尚没有好的应对之策，虽然我们也看到了政策

端的努力，但总体而言信号意义大于实际拉动作用。我们看到自从 2020 年 8 月三道红线政策颁布后，企业在经营方针的改变下，一度确实向着好的趋势发展，表现为绿档企业占比升高，而红档、橙档以及黄档的占比降低。但这一情况自去年下半年后就开始恶化，截至今年 6 月，绿档企业占比已低于 2020 年下半年，而红档、橙档以及黄档的占比均较之前大幅上升。

图 3.2.8：历年样本房企三条红线分档分布情况



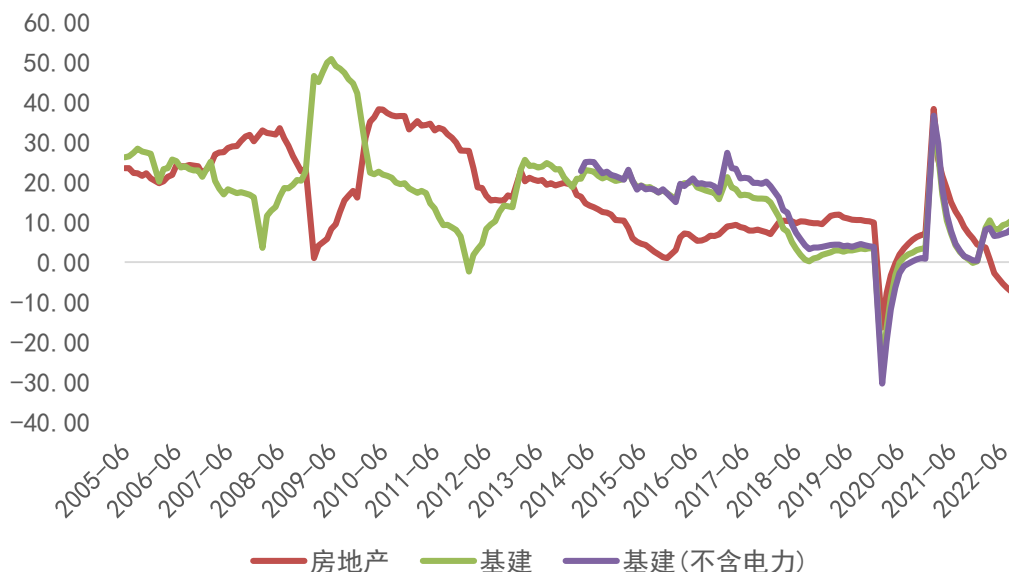
资料来源：CRIC 南华研究

在居民预期没有转变，地产行业资金链问题仍没有妥善解决方案之前，我们认为地产依然整体低迷，难有较大起色。即使四季度数据出现改善，那很有可能也只是基数作用，因为去年四季度地产各指标已明显走弱。

3.3. 基建增速仍高，但支撑力度减弱

地产拉跨下，基建的跷跷板效应再次凸显。截至 8 月，广义基建累计同比增速高达 10.37%，为近 4 年半来高点，狭义基建累计同比增速为 8.3%，也是 4 年多以来的高点。

图 3.3.1：地产与基建的跷跷板效应（累计同比增速，%）



资料来源：Wind 南华研究

我们之前说过基建的决定因素有三，分别是意愿、资金以及项目。三者中只要意愿足够强，资金以及项目都不会是大问题，今年就是一个典型。

对于四季度的基建走向，我们认为可以主要先看资金端。先盘点一下还有哪些资金？首先是两批次 3000 亿元政策性金融工具，第一批目前已全部投放，第二批大部分也已投放¹，政策性金融工具可以作为项目资金本，对于项目的启动非常关键。其次是 8000 亿元政策性银行信贷调增额度。作为项目配套资金，大部分也已跟随第一批 3000 亿政策性金融工具投放。剩下的主要就是 5000 多亿元新增专项债，预计将在 10 月月底前基本发行完毕。从资金角度看，预计留给四季度的增量并不多。因此尽管前期已有大量铺垫，基建整体增速很高，但四季度基建整体的强力支撑可能稍有减弱。仍需关注后续资金是否会有补充。

3.4. 制造业韧性犹存

出口回落和地产低迷情况下，按理说制造业的形势也较为严峻，但我们预计制造业投资整体表现仍有韧性。主要原因在于两条线：

第一来自地产端，虽然地产整体颓势凸显，但当前政策重心在于“保交楼”，因此，地产后端的相关制造业可能面临一定机遇。

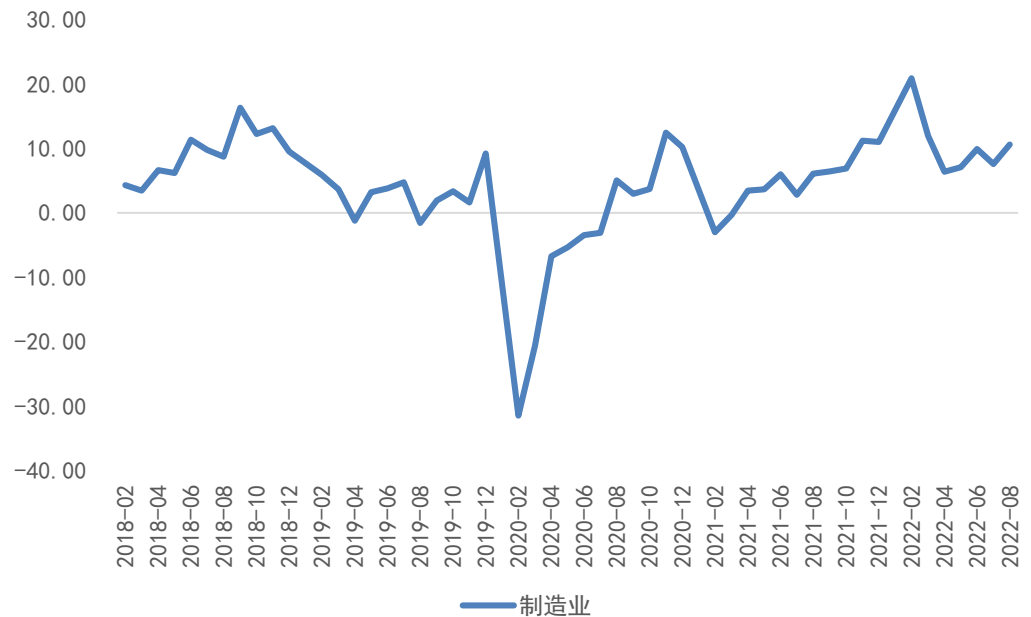
第二则是来自政策。8 月 31 日国常会提出“尽快出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设、设备更新改造配足融资…要完善对银行的考核，银行要完善内部考评和尽职免责规定，形

¹ 9 月 2 日，进出口银行获银保监会批复同意设立进银基础设施基金公司，并于当日完成首笔基金投放。截至 9 月 16 日，农发基础设施投资基金第二期投放达到 1000 亿元，投放项目 732 个。截至 9 月 20 日，国开基础设施投资基金第二期已投放资本金 1500 亿元，支持项目 421 个。

成激励机制。”9月28日，央行设立2000亿设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。预计进入四季度后，这些贷款将陆续发放，支撑制造业投资。

但是由于制造业2020-2021年10-12月两年复合增速分别为6.9%、11.2%和11.0%，基数较高，因此，从投资增速来看，四季度仍有可能小幅下滑。

图 3.4.1：制造业投资增速基数较高（2021 年为两年复合增速，%）



资料来源：Wind 南华研究

3.5. 出口向下大局已定

出口主要看的是其他国家对我国产品的需求。这部分需求可以分成两类看，一个是看蛋糕到底有多大，即外需有多强，另一个则看我们从中能分到几成，就是我国出口份额高低。例如，2020年下半年，全球疫情爆发，我们防疫得当，国内完善的供应链体系使得出口出现井喷式增长，其中一个重要原因就是强替代效应下，出口份额大幅提升。

图 3.5.1：出口份额上升（%）



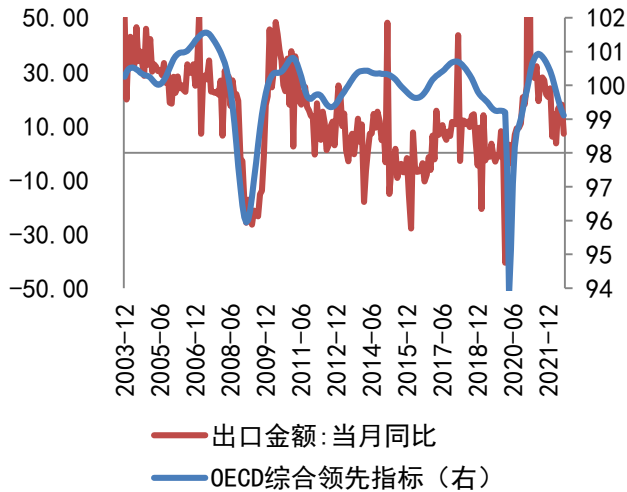
资料来源：Bloomberg 南华研究

目前外需回落已成定局。我们看到 OECD 综合指数已连续 13 个月回落。而 9 月全球制造业 PMI 仅为 49.8%，已低于荣枯线。表现较好的美国制造业 PMI 虽然仍在 50 以上，但 9 月也仅仅录得 50.9%，距离收缩区间也不远了。

从份额来看，由于欧洲制造业面临困境，我国可能承接来自欧洲的制造业转移部分，因此份额仍有望一定程度提升。

整体来看，四季度，受全球需求萎缩影响，出口整体向下，但由于份额有望一定程度提升，因此，回落幅度将低于外需下行幅度。

图 3.5.2: 外需回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 3.5.3: 全球制造业已低于枯荣线 (%)



数据来源: Wind 南华研究

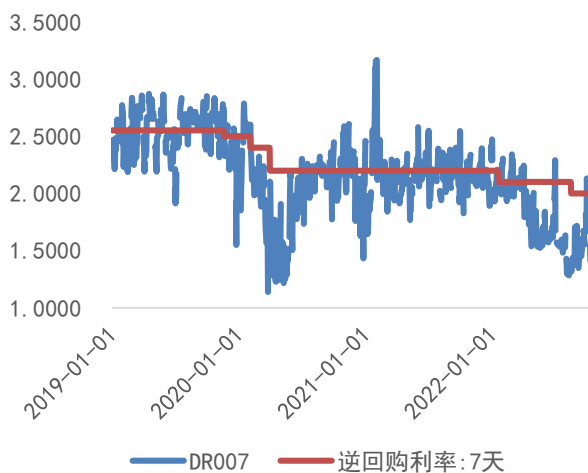
3.6. 政策端各显神通

3.6.1. 货币: 从超宽松到偏宽松

二季度以来, 货币政策一直处于超宽松状态, DR007 低于政策利率约 40BP。尽管半年末、三季度末因资金紧张关系, DR007 曾一度上涨至政策利率上方, 但预计都是一时现象, 四季度资金面仍将相对宽松。

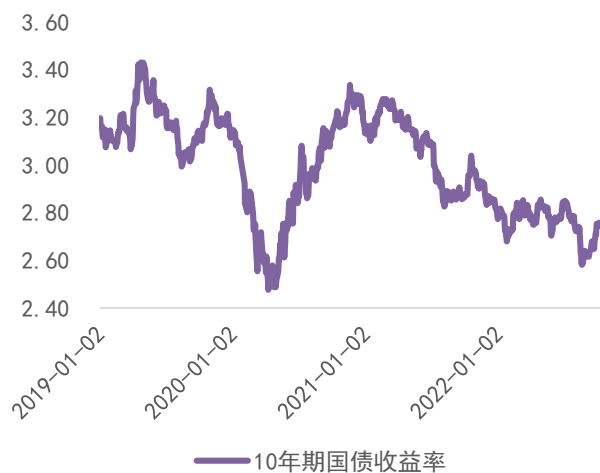
综合前面各板块的分析来看, 虽然四季度的增长预期不宜太高, 也就是说复苏步伐依然缓慢, 但可以相对肯定的是复苏势头不减, 也就是说未来货币政策虽然相对宽松, 但存在边际收敛的基础。我们看到 10 年期国债收益率已连续 1 个多月出现上升, 摆脱了 8 月中旬 2.6% 的低点, 已然在为此定价。

图 3.6.1: DR007 持续低于政策利率 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 3.6.2: 10 年期国债利率连续一个多月上升 (%)



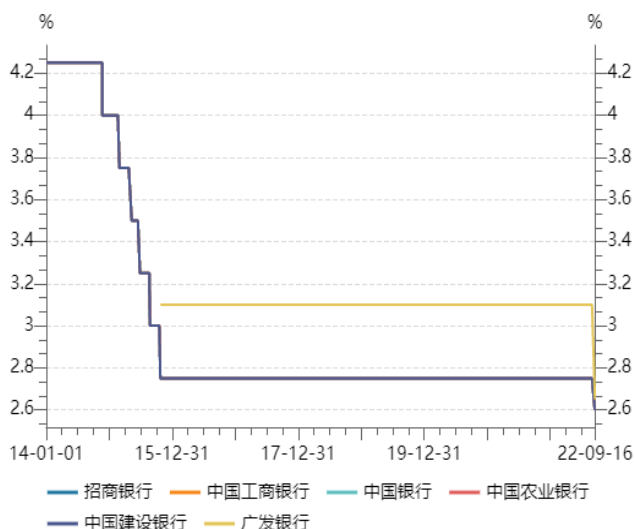
数据来源: Wind 南华研究

边际收敛并不是说货币政策无作为，我们预计降准降息仍存在一定空间。降准可以释放一部分长期免费资金，特别是当前 LPR 降幅多，而 OMO 和 MLF 降幅相对较少的情况下。此外，我们看到相对前三季度，四季度 MLF 到期量也很大，降准可以替换一部分 MLF。因此，降准的必要性依然在。

降息端，我们认为动用 OMO 和 MLF 的可能性较小，最有可能的是继续降 LPR。降 LPR 很重要的一个出发点是降低购房成本，刺激地产销售，但我们看到近期央行阶段性允许部分城市下调首套房贷款利率下限，又下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，利率端已经有所动作，因此可能 LPR 工具可能暂时缓一缓。但是我们同时也看到各大银行存款利率再次下台阶，这也为四季度进一步释放 LPR 改革潜力预留了空间。

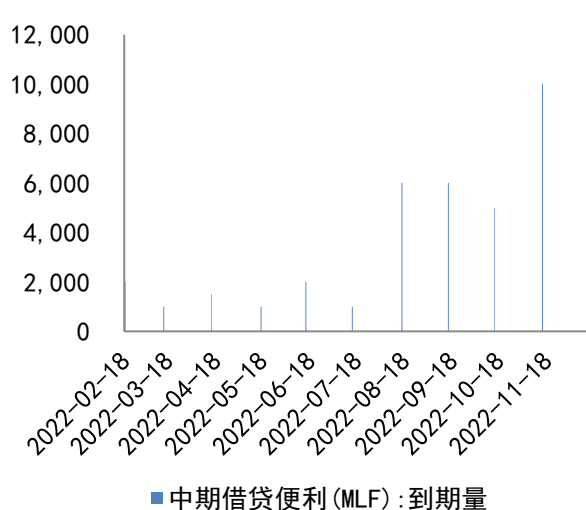
此外，辅助财政型政策仍然值得期待，如设备更新改造再贷款、两批次 3000 亿政策性金融工具等，主要目的还是通过与财政政策相配合，或为财政政策的施行提供辅助，最后有针对性地鼓励某些行业投资，实现经济托底目的。

图 3.6.3: 各大银行 3 年定期存款利率 (整存整取)



数据来源: Wind 南华研究

图 3.6.4: 四季度 MLF 到期量较大 (亿元)



数据来源: Wind 南华研究

3.6.2. 财政: 继续挑大梁

今年以来，受国内外超预期因素影响，财政“减收增支”迹象明显。1-8 月，公共财政累计同比下降 8.03%，而公共财政支出则累计同比增幅 6.3%。收入减少，开支增加，直接的结果就是公共财政赤字不断增大。截至 8 月，公共财政赤字为 27134 亿元，甚至高于 2020 年同期水平。

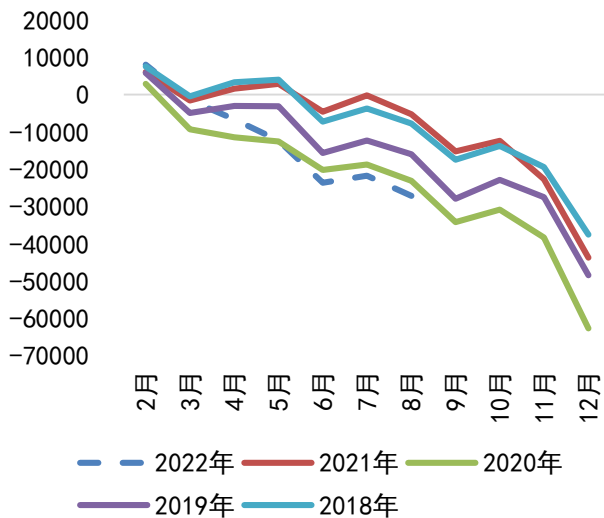
第二本账来看，1-8 月，全国政府性基金收入累计同比下降 25.5%，而支出累计同比增加 23.4%，截至 8 月，政府性基金盈余累计值为-33061 亿元，远低于历年水平。地产承压，土拍市场寒冬下，国有土地使用权出让收入的大幅下降令第二本账账单雪上加霜。

尽管如此，但基于当前经济发展态势，我们认为财政仍将发力，以扩大有效投资为目标的稳增长政策仍将挑大梁。

基建仍将是财政发力首选，其次制造业的设备更新改造也是重点发力对象。今年前三季度，地方新增专项债发行超过 3.54 万亿元。根据 1-7 月数据，专项债中约 65% 投向基建领域。

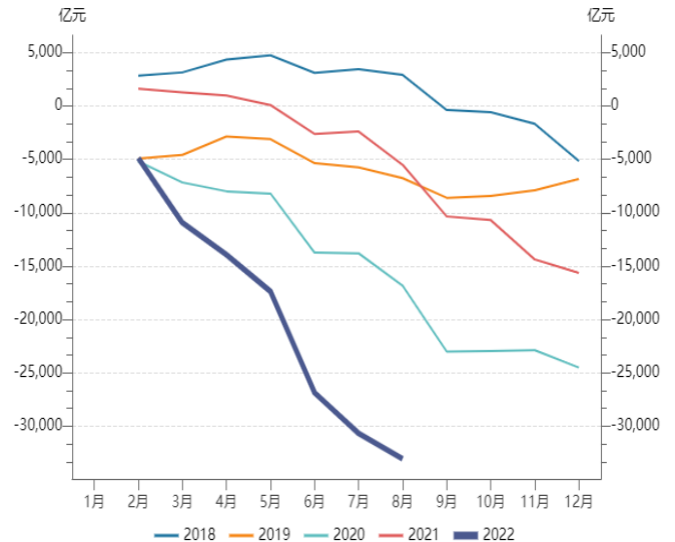
目前仍有 5000 亿专项债预计将在 10 月发行完毕，之后仍有可能看到相关资金的增加，可以是投放剩余的结存资金（预计额度在 1 万亿左右），也可以提前下发明年的专项债额度（预计与去年 1.46 万亿额度相近）。

图 3.6.5：公共财政盈余季节性图（亿元）



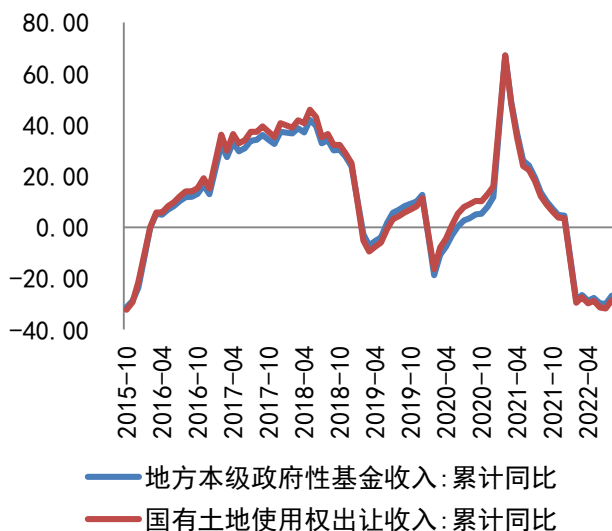
数据来源：Wind 南华研究

图 3.6.6：政府性基金盈余季节性图（亿元）



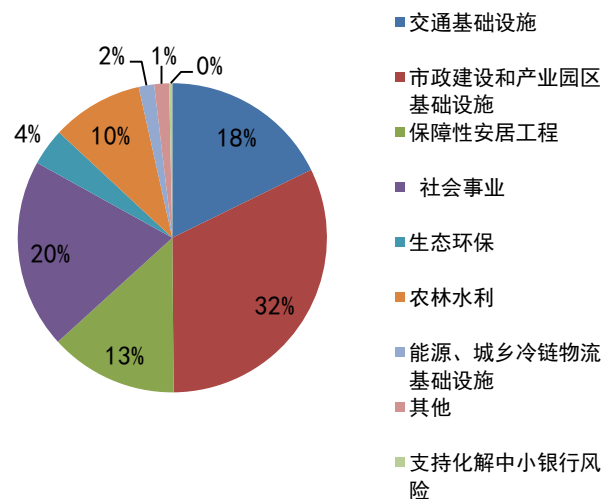
数据来源：Wind 南华研究

图 3.6.7：地产承压，土地收入锐减（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.6.8：1-7 月专项债投向占比



数据来源：财政部 南华研究

第4章 大类资产配置展望

四季度，我们预计整体经济仍然处于弱复苏，CPI 虽有压力，但整体依然可控，PPI 继续下行，货币边际收敛的状态。当前股市已回落至今年 4 月水平，估值凸显，价值投资者可在四季度择机进场布局，后续仍需关注经济复苏态势以及海外风险对国内市场情绪的扰动。国内当前仍需关注防疫政策是否会调整，消费是否会回暖以及地产政策加码下销售端能否有起色。国外高通胀压力下以美联储为代表的各国央行大幅度加息，经济下行趋势延续，俄乌局势依然不稳，整体金融体系脆弱性提升，关注风险传导。

债券方面，如无特殊情况，预计在经济缓慢复苏情况下，债市整体表现依然是高位运行，但由于利好已极大兑现，宽信用虽慢，但仍在路上，因此可以在四季度关注高位做空机会。

商品的需求主要来自全球，因此商品走势更多跟全球经济相关。目前，海外正在处于滞胀向衰退的过度阶段，在衰退预期下，市场的衰退交易不时出现。我们认为海外衰退不可避免，因此，四季度衰退交易仍是主旋律，预计商品整体面偏空。

但同时我们也看到商品的下行走势并不流畅，原因之一在于需求仍有一定韧性，并未出现崩塌的情形，第二则是供给扰动，由于下行趋势已得到各方共识，因此供给端会提前做出反应，供给的收紧也会令价格得到一定支撑，这种现象更容易出现在供给端垄断性属性较强的行业，例如原油。供给端市场竞争越充足，扰动相对会较小。

四季度商品内部板块可能出现一定分化。例如国内地产以“保交楼”为主，因此从需求端来讲，后端商品会优于前端商品。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点