

► 前三季度国内外宏观主线异常清晰

先看基本面，国内经济维持韧性的驱动力在于出口、基建和制造业投资，带来宏观波动的扰动项在于地产和消费。海外宏观经济的主线就一条，地缘政治扰动带来海外大通胀。

再看政策面，国内政策选项就一个方向，宽松；海外政策选项也几乎只有一个方向，收紧。

► 前三季度我们看到了三大历史罕见的极致组合

(一) 中外政策取向极致反向，内松外紧的中外政策组合最终引发 8-9 月人民币汇率贬值，并且人民币汇率一度突破 7.2 的历史点位。

(二) 经济板块极致分化，制造业和地产服务业“冰火两重天”，资本市场有同步映射。

(三) 经济波动率空前之大，疫情和地产带动经济周期呈现非典型波动。常规的周期波动规律今年失效。

► 四季度我们或将迎来关键变化

四季度海外主线仍维持不变，欧洲还是面临焦灼的能源通胀问题；美国还是居民消费韧性，经济韧性，美联储严守鹰派作风，货币收紧。

四季度不变的还有国内政策，持续取向宽松的货币财政，还有就是值得期待的地产政策进一步加码放松。

四季度关键变化在于经济驱动力或将迎来变化。维持今年前三季度的出口、制造业和基建投资，或在四季度迎来同比中枢下台阶；然而前三季度一再低于预期的地产和消费，或在年末迎来改善。

综合走弱和边际改善板块，预计四季度 GDP 增速并不高。然而四季度最重要的是经济驱动力较前三季度发生变化，而这又将深刻影响货币金融条件（流动性从极宽走向偏宽，信用从收缩走向企稳放量），并进一步影响资本市场表现。

► 四季度大类资产配置展望

海外资产：美债利率仍向上，美元指数先下后上。工资与核心通胀偏高，预计美联储四季度维持鹰派收紧。四季度我们看好美国经济在消费支撑下维持韧性，10 年期美债利率年内可能会触及 4%。美元方面，短期内受欧盟干预电力市场和看多情绪过于拥挤影响，美元指数有回撤动能。中长期维度（今年四季度至明年一季度），美国经济基本面仍然优于欧洲，且美国加息节奏也会继续领跑欧日，美元指数大概率仍将上行。推断四季度美元指数或先下后上。

人民币汇率：贬值压力最大时期或暂告段落。除非出现极端扰动，诸如海外地缘政治风险升级、国内地产超预期回落、中国出口瀑布式下滑，否则四季度或难再见人民币汇率快速大幅贬值。然值注意，四季度美元整体偏强，中国出口同比下台阶，人民币难以维持强势。

股票市场：经济驱动力变化之下风格或切换。我们认为四季度权益市场将继续围绕政策面博弈展开交易。四季度出口同比下台阶，若国内地产政策进一步宽松并显现效果，则四季度股票市场风格切换的逻辑继续，大盘和价值类股票占优。

债券市场：国内利率走势依然受地产牵引。汇率贬值压力最大时期或将过去，意味着近期债市利率将迎来小幅下行。四季度国债利率中枢走势的关键仍看地产。我们看到四季度地产政策放松，预计四季度 10 年国债利率中枢在 2.7~2.8% 区间，10 年国债利率走势可能先下后上。

大宗商品：警惕预期差之下油价上行风险。原油面临不确定性较大，当前欧美国国家战略石油储备库存（SPR）已经降至 1987 年以来最低水平，如果欧美国国家放慢投放 SPR，商业原油库存存在 50-100 万桶左右的缺口，价格或企稳回升。

风险提示：疫情发展超预期风险；房地产政策超预期；海外政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：114062@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

研究助理 周悦悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

1. 2022 年 9 月 PMI 数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30
2. 宏观专题研究：汇率逼近 7.2 之际，打开外汇管理工具箱-2022/09/27
3. 政策双周报：“保交楼”政策逐步推进-2022/09/25
4. 全球大类资产跟踪周报：货币紧缩风暴，欧美债券利率飙升-2022/09/25
5. 美国 9 月议息会议点评：关注未来更长的紧缩周期-2022/09/22

目录

1 宏观政策环境依然是内松外紧	3
1.1 美联储将延续鹰派，美元流动性持续收紧	3
1.2 预计国内货币宽松延续，四季度或再迎降息	5
1.3 地产政策宽松加码，中央和地方政策均可期	5
1.4 财政政策应出尽出，基建增速再扩张概率低	6
2 四季度海外宏观的两条主线延续不变	7
2.1 海外宏观主线之一，美国持续高通胀和经济高韧性	7
2.2 海外宏观主线之二，欧洲仍将饱受高能源通胀之苦	8
3 四季度国内经济驱动力或将迎来变化	10
3.1 出口增速中枢或将迎来下台阶	10
3.2 国内 FAI 投资增速或有回落	12
3.3 期待地产销售或边际改善	14
3.4 期待年末消费或小幅改善	14
4 四季度大类资产定价展望	16
4.1 海外资产：美债利率仍向上，美元短空长多	16
4.2 人民币汇率：贬值压力最大时期或暂告段落	18
4.3 股票市场：经济驱动力变化之下风格或切换	19
4.4 债券市场：国内利率走势依然受地产牵引	20
4.5 大宗商品：警惕预期差之下油价上行风险	21
5 风险提示	21
插图目录	22

1 宏观政策环境依然是内松外紧

今年以来，国内货币和财政政策取向宽松，海外反复交易货币紧缩，全球流动性总方向偏于收紧。我们预计四季度国内外实施的政策，仍将延续今年一至三季度的政策取向。

1.1 美联储将延续鹰派，美元流动性持续收紧

我们先看美联储 9 月议息会议点阵图展示内容。

至 2022 年底，美联储将加息至 4.25-4.5% 区间，并在 2023 年进一步加息至 4.5-4.75%。2024 年，美联储或将利率下调至 3.75%-4.0%，并在 2025 年进一步下调至 2.75%-3.0%。长期利率预测维持在 2.5% 不变。

最新点阵图意味着两点。

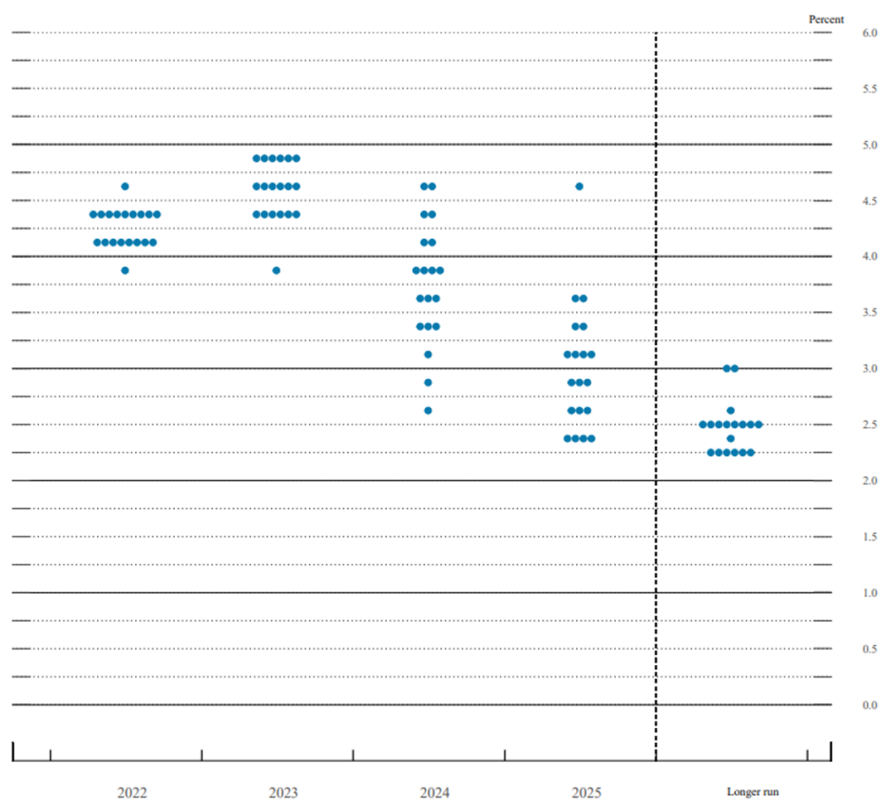
第一，2022 年美联储还将加息 125BP，加息节奏大概率是 11 月 75BP，12 月 50BP。

第二，美联储预计本轮加息周期的“终点利率”为 4.75%，虽然终点利率水平小超市场预期，但仍然给了市场 2023 年下半年降息的希望。

我们认为，美国面临的问题是劳动力市场失衡导致工资高增速，这仍将是美国维持高通胀的核心决定矛盾。预计年内核心通胀回落幅度非常有限，未来核心通胀中枢会提高。

这一背景下，我们预计 2022 年 11 月和 12 月这两次议息会议，美联储或将分别如期加息 75BP 和 50BP。另，2023 年降息概率较低。我们初步判断，美联储把利率维持在终点利率的时间或长于市场预期。

图1：美联储点阵图暗示 2022 年末政策利率区间为 4.25-4.5%



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

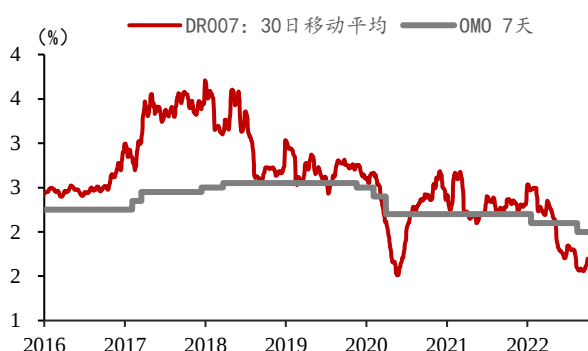
1.2 预计国内货币宽松延续，四季度或再迎降息

当前银行间利率依然处于较宽松状态，DR007 与政策利率仍存在一定差距。这一流动性格局背后的底层原因在于，当前实体需求面临历史性低点，地产风险也尚未得到解除。

地产风险尚未解除之前，货币难以收紧。展望四季度，货币端宽松局面依然会延续，四季度可能会再次降息。

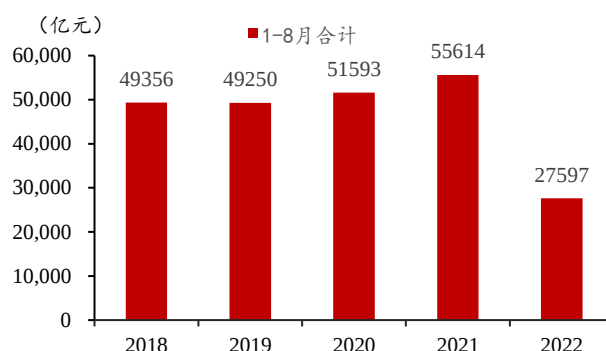
我们预计四季度降息最快时点在 10 月，预计 5 年期 LPR 仍是调降重点。

图2：DR007vs 央行 7 天逆回购利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022 年 1-8 月居民信贷同比减半



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 地产政策宽松加码，中央和地方政策均可期

当前地产政策主要聚焦于需求端，宽松力度为 2016 年以来最大。

截至 9 月中旬，已有逾 80 城房贷利率降至房贷利率下限（4.1%）；49 城首套房首付比例低至 2 成；除上海、深圳之外，大多数城市已经放开二套房限价。此外，越来越多强二线城市开始进行限贷、限购政策松绑。

9 月底，政策力度再加码，央行明确逾 20 城放开房贷利率下限、2022 年四季度至 2023 年二手房置换改善房免缴个税，房市需求刺激政策宽松力度不减。

未来仍有两方面地产政策值得期待，关键是四季度能否落地相关政策。

其一，强二线及一线城市政策能否有进一步宽松。

本轮地产周期下行幅度大于以往，持续时间也较长，关键原因在于居民预期受到破坏，修复居民预期也需要超越常规的政策力度。

就当前政策放松程度看，三四线已应出尽出、而一二线还有留有政策放松空间，尤其是经济发达的东部沿海地区，居民购房决策对当期收入的敏感度较低，仍有需求释放空间，并且对其他地区有带动作用。

其二，或有更多地方出台、落实地产纾困政策。

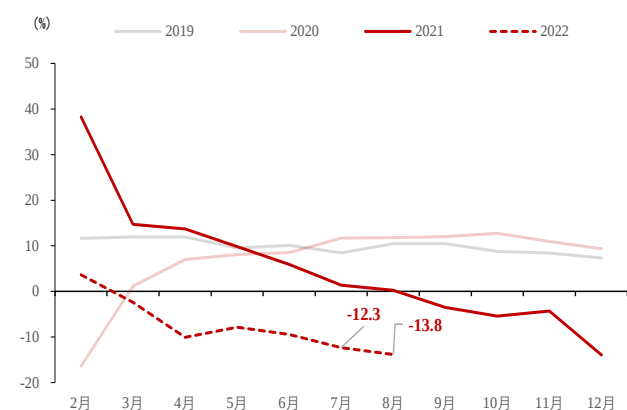
7月，“保交楼”首次被写入政治局文件，一城一策刺激购房转向保交楼纾困。7月以来多地推出地产纾困政策（地方纾困基金、政策行专项借款等）。

9月初郑州启动保交楼专项行动，要求多部门通过“4+1”方式，实现全市问题楼盘30天实质性复工。截至10月8日，郑州市147个停工项目已有145个全面实质性复工，保交楼工作进展初显。

若郑州本次复工成功扭转市民购房预期、带动销售企稳，其他省份或将跟随密集开展类似保交楼政策。

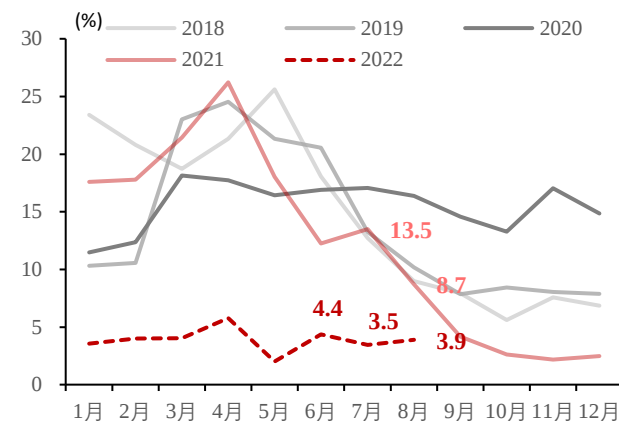
保交楼政策关乎地产销售企稳时点，是四季度最值得关注的地产政策。

图4：房地产开发投资增速尚未企稳



资料来源：wind，民生证券研究院。

图5：100城住宅用地溢价率未有显著回升



资料来源：wind，民生证券研究院。

1.4 财政政策应出尽出，基建增速再扩张概率低

5000亿结存专项债限额在10月底前发行完毕，3000亿元以上政金债待发行使用，能够一定程度上减轻财政支出负担。由此推断，只要房地产链偏稳，四季度大概率不再会有进一步财政政策扩容。

四季度财政减税缓税政策已有安排，9月国常会明确对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴税费再延迟4个月，预计缓缴税款4400亿元。同时加大四季度设备支出、研发费用支出加计扣除力度。预计四季度减税降费力度边际走弱，后续增量政策或较少。

不确定因素在于，土地对财政收入的拖累程度有多大。

当前土地市场仍处于“磨底”阶段，四季度地产链是否进一步拖累财政收入，需保持观察。后续应密切关注地产纾困政策实际落地情况，这将决定四季度增量政策工具的投放节奏，以及政金债实际投放规模。

图6：四季度民生领域减收扩支政策力度加码

保市场主体、稳就业政策			
政策类型	原政策（3.5-5.22）	一阶段变化（5.23-7.2）	二阶段变化（7.3-9.16）
减税退税	- 全年实现1.5万亿增值税留抵退税。 - 全年减退税2.5万亿。	- 增值税留抵退税额度增加1400亿，扩大留抵退税范围，加快退税节奏（6月前基本完成）。 - 全年减退税2.64万亿。	- 延续服务业增值税加计抵减。 - 对高新技术企业在第四季度购置设备的支出，允许当年一次性税前全额扣除并100%加计扣除，且财政进一步予以支持。 - 在今年第四季度，对现行按75%比例税前加计扣除研发费用的行业，统一提高扣除比例到100%，鼓励改造和更新设备。对企业出资科研机构等基础研究支出，允许税前全额扣除并加计扣除。 - 对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴的所得税等“五税两费”，9月1日起期限届满后再延迟4个月补缴，涉及缓税4400亿元。
降费（社保）	缓缴特困行业二季度职工养老保险费用	- 缓缴期限延长至年底，缓缴对象拓展到中小微企业，全年缓缴3200亿元 - 自2022年7月起，对中小微企业、以单位方式参保的个体工商户缓缴3个月职工医保单位缴费，缓缴期间免收滞纳金	对特困行业阶段性缓缴养老、失业、工伤保险费。其中，养老保险费缓缴实施期限到2022年年底，工伤、失业保险费缓缴期限不超过一年。
社保基金支出增扩	- 大型企业稳岗返还比例为30%，中小微企业返还比例由60%提高至90%。 - 因疫情严重影响暂时无法正常生产经营的中小微企业，按每名参保职工不超过500元的标准发放一次性留工培训补助。 - 对招用毕业年度高校毕业生并签订1年以上劳动合同的中小微企业，给予一次性吸纳就业补贴。	- 将大型企业稳岗返还比例由30%提至50%。 - 拓宽失业保险留工补助受益范围，由中小微企业扩大至受疫情影响严重影响暂时无法正常生产经营的所有参保企业。 - 企业招用毕业年度高校毕业生，签订劳动合同并参加失业保险的，可按每人不超过1500元的标准。	- 将实施留工培训补助地区，由失业保险金结余备付24个月放宽到18个月。 - 将两年内未就业高校毕业生、登记失业青年纳入扩岗补助。

资料来源：国务院，民生证券研究院整理

2 四季度海外宏观的两条主线延续不变

今年一季度至三季度，海外宏观主线，同时也是海外流动性主线非常清晰，那就是美国经济持续韧性，美元流动持续收紧，欧洲饱受能源之苦。初步判断四季度海外经济将延续之前三季度宏观主线。

2.1 海外宏观主线之一，美国持续高通胀和经济高韧性

美国通胀继续呈现“总体回落，核心高位”。

美国核心通胀之所以偏高，主要原因在于工资增速偏高。美国劳动力市场因为老年人退休、Long Covid、以及廉价移民人口的减少等原因，存在较严重的供需失衡，劳动力供给缺口推升了整体工资增速。并且美国当前就业缺口主要集中在低端服务业。移民、老年人等往往工作于工资偏低的服务业，这种劳动力市场结构性的错配，同样在结构上推升了工资水平。

我们预计到2022年12月，美国核心CPI同比仍处于6.2%的高位。到2023年底，核心CPI同比仍有3.5%。

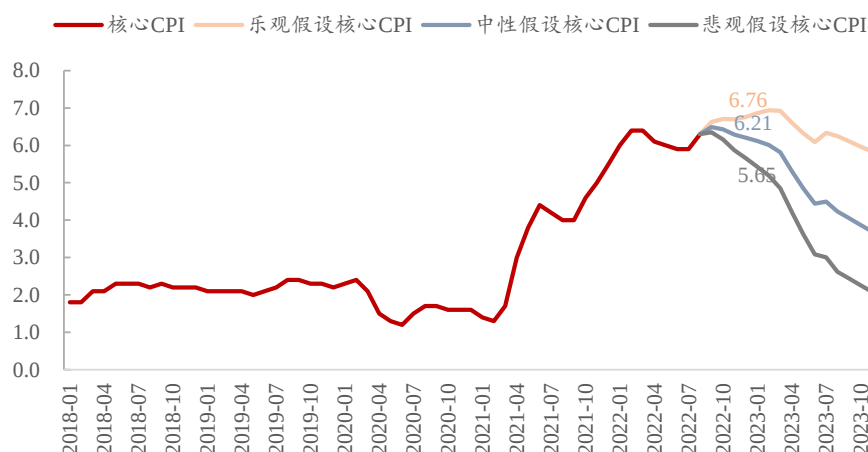
总体通胀方面，原油价格疲软带动美国汽油价格的回落。同时，欧洲能源危机的边际改善，同样放缓了美国天然气价格的涨势。在能源分项的拖累下，美国总体通胀在四季度可能继续下行。

通胀回落或使美国消费“软着陆”，美国经济或有韧性。

美国居民工资增速维持高位，随着总体通胀的回落，美国非农实际时薪已经连续 2 个月反弹。实际收入的回升意味着通胀对美国消费端需求的压制有所放缓，美国消费或实现“软着陆”，将继续保持偏强水平。

另一方面，美国 PMI 和消费者信心指数等前瞻指标在三季度均迎来触底反弹。对于美国经济，我们认为居民资产负债表支撑终端需求的逻辑始终未被打破。料四季度美国经济将维持韧性，年内经济衰退概率较低。

图7：美国核心 CPI 同比增速测算（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国非农实际时薪反弹（单位：美元）

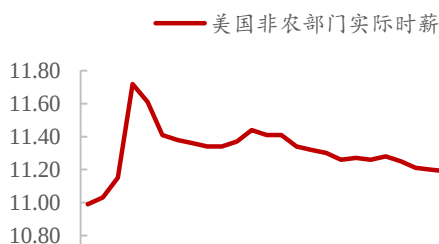
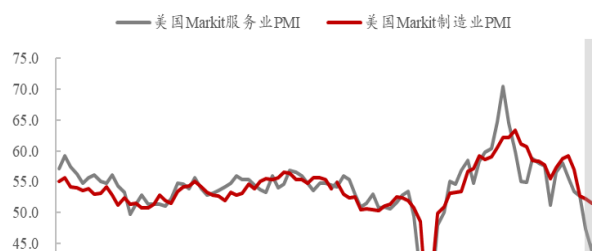


图9：美国 PMI 或触底反弹



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_46995

