

► 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 周恺悦

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。

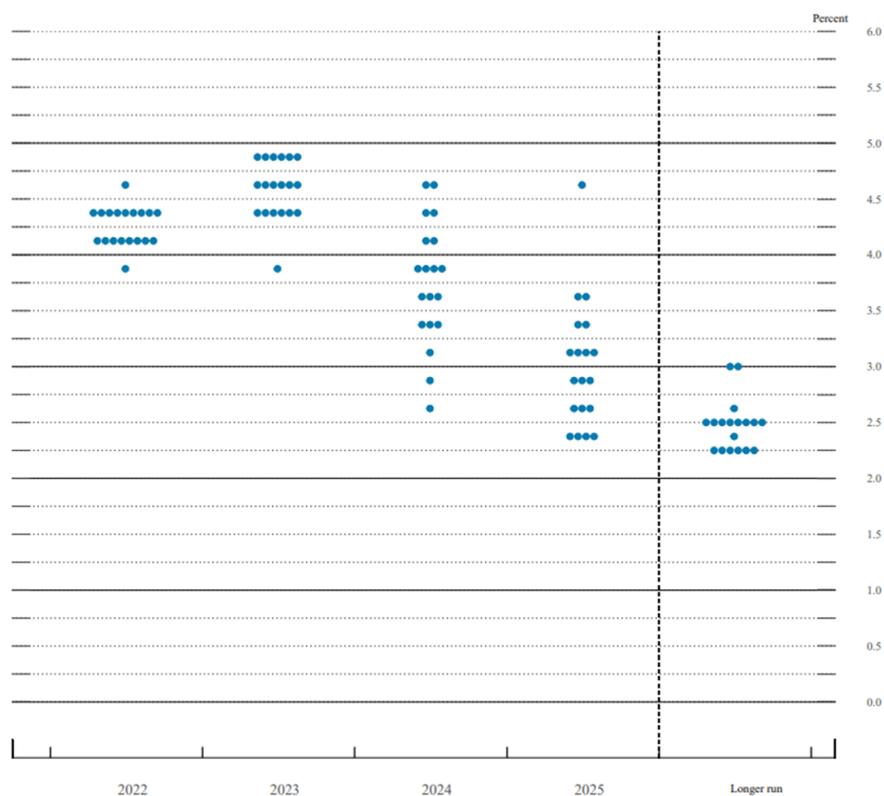
第一，2022 年美联储还将加息 125BP，加息节奏大概率是 11 月 75BP，12 月 50BP。

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。

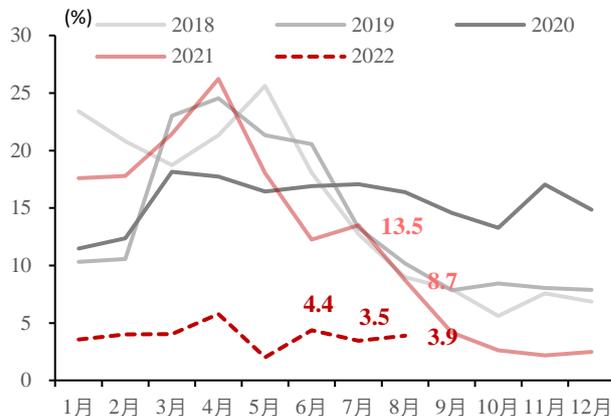
保交楼政策关乎地产销售企稳时点，是四季度最值得关注的地产政策。

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）	一阶边际变化（5.23-7.2）	二阶段变化（7.3-9.16）
减收退税	<ul style="list-style-type: none"> 全年实现1.5万亿增值税留抵退税。 全年减退税2.5万亿。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 对特困行业阶段性缓缴养老、失业、工伤保险费。其中，养老、失业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	<ul style="list-style-type: none"> 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。 对招聘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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 企业招聘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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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：%）



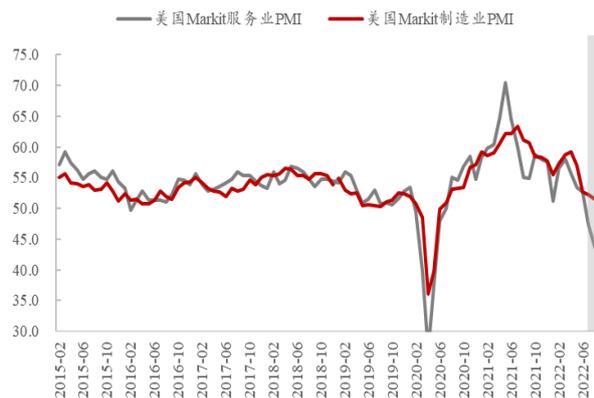
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国非农实际时薪反弹（单位：美元）



资料来源：BLS，民生证券研究院

图9：美国PMI或触底反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 海外宏观主线之二，欧洲仍将饱受高能源通胀之苦

欧洲通胀受能源价格影响较大，我们预计四季度能源价格高位运行，欧洲高通胀难以缓解。

对能源价格的把握是我们判断四季度欧洲通胀的关键所在。

欧元区 CPI 权重中能源占近 10%，能源对欧元区通胀具有举足轻重的作用。今年三季度能源价格上涨近 4 成，直接贡献了一半左右 CPI 涨幅。

不仅如此，能源涨价还通过间接渠道影响通胀，最经典的传导机制是能源抬升粮食价格，毕竟粮食种植与能源、化肥价格息息相关。粮食价格抬升食品价格，进而影响其他商品和服务价格。可以说，能源对通胀的影响十分广泛。

我们认为欧洲能源价格在四季度保持高位运行。

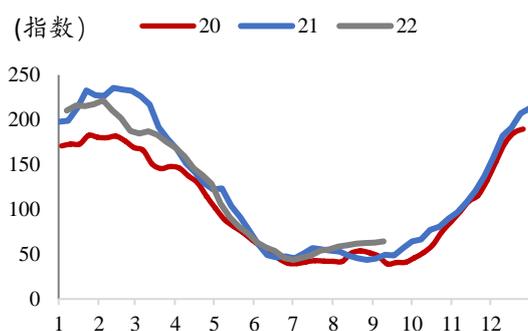
其一，四季度是全球能源的传统需求旺季。能源是刚需品，供给缺乏弹性，需求扩张之时价格便会快速上涨。每逢传统需求旺季，能源价格便会季节性攀升。若今年是冷冬，那么四季度欧洲能源价格上涨幅度可想而知。

其二，欧洲从美进口 LNG 存在一定隐患。俄乌冲突之后，俄罗斯对欧输气下滑 8 成，欧洲被迫转向美国购买高价 LNG 以补充缺口。当前美国天然气库存较低，如果四季度美国天然气价格上涨过快，可能会影响欧洲天然气进口与价格。

其三，能源供给稳定性遭到破坏。北溪管道发生泄漏，即使俄欧关系缓解，短期也无法恢复对欧输气。根据证券时报，OPEC+宣布 11 月减产 200 万桶/日，进一步加剧能源供给的不确定性。

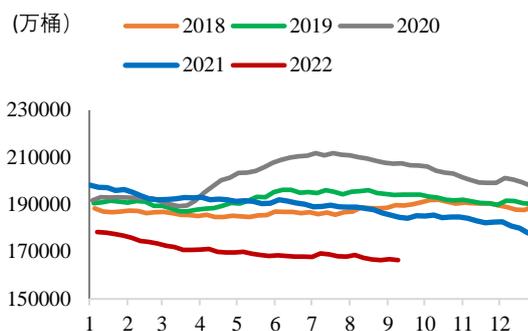
其四，当前原油库存较低，低库存下原油价上行风险加大。

图10：10月之后欧美将迎来能源需求旺季



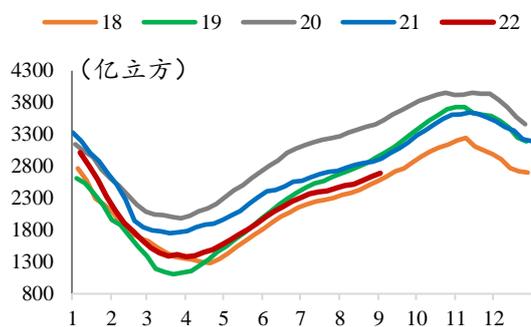
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：整体油品库存较低



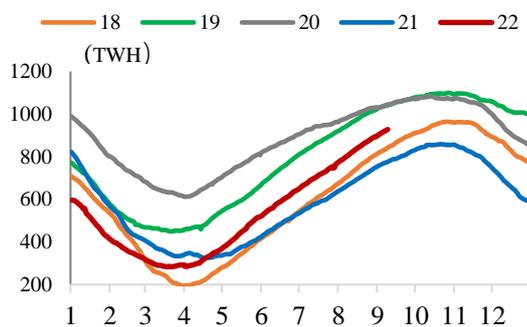
资料来源：wind，民生证券研究院

图12: 美国天然气库存偏低



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 欧洲天然气库存较高, 但接近库容上限



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 四季度国内经济驱动力或将迎来变化

今年一至三季度, 国内宏观经济韧性主要依靠三块支撑分项, 出口、基建和制造业投资。制造业投资驱动力与出口紧密相关, 因而支撑今年一至三季度的有两大引擎, 外需和着力基建投资的财政宽松。

今年一至三季度, 宏观经济看似经历了频繁波动, 然而这些波动主要来自于疫情及地产, 关乎经济底色的出口、基建和制造业投资, 这三大板块表现一直偏稳健。

然而展望四季度, 宏观主线或将有别于前三季度, 出口和基建投资同比下台阶, 然而消费和地产或因积极政策而迎来一些关键变化。可以说四季度宏观主线将显著有别于前三季度。

3.1 出口增速中枢或将迎来下台阶

预计四季度出口同比 5%。相较前三季度, Q4 出口同比中枢或明显下台阶。

今年 Q1 至 Q3, 出口同比读数分别为 15.5%、12.5%和 12.4% (7 月和 8 月累计)。相比前三季度 2 位数的增速, Q4 出口增速或将明显下一个台阶。

四季度出口同比中枢明显回落, 主要有三点原因影响。

其一, 原材料价格增速放缓, 生产资料的出口拉动回落。

今年生产资料成为出口的最大拉动项。生产资料出口额由量价共同驱动。其中价格与原材料价格相关性极强, 随着国内 PPI 同比的持续下行, Q4 原材料价格将回落。预计 Q4 生产资料出口同比为 15.4%。

其二, 海外需求回落, 耐用品和防疫物资的出口明显走弱。

海外疫情放开后, 防疫物资需求难有增长, 居民消费重点从商品消费切换到服务消费。欧美加息也在边际上对消费形成压制。预计 Q4 耐用品出口同比为-22%,

防疫物资出口环比或为 0。电子、家具、家电等产业链出口将受到显著影响。

其三，去年 Q4 出口高景气，基数效应也会降低今年 Q4 同比读数。

去年出口动能持续走强，季度出口同比前低后高。2021 年 Q1-Q4 出口两年复合同比分别为 13.4%、14.2%、16%和 19.7%。去年 Q4 偏高的出口基数也将导致今年 Q4 出口同比读数走弱。

值得注意的是，出口整体回落背景下，生产设备与零部件有望保持韧性，汽车与新能源出口 Q4 仍是结构性亮点。

当下海外生产修复尚未完成，制造业与采掘业资本开支对于通用设备、专用设备的需求未衰减。

汽车的出口取决于海外的供需缺口。目前美德日等汽车生产大国汽车产量却仅为疫情前的 2/3，需求依旧旺盛，美国汽车价格不断突破历史新高。中国汽车出口仍有空间。

欧洲短期难以摆脱能源危机，对中国的新能源需求将持续。在高昂的电价面前，欧洲再有政策刺激新能源建设，Q4 新能源需求预计不会减弱。

除此之外，四个风险点有可能会使 Q4 出口同比进一步回落。

其一，如果海外生产修复不及预期，可能影响生产设备与零部件出口；

其二，近期中美贸易摩擦风险上升，若摩擦升级可能影响中国对美出口；

其三，欧盟相关政策（如《欧盟市场禁止强迫劳动产品条例》）可能冲击中国新能源产品出口；其四，俄乌冲突等海外地缘政治事件对能源价格的冲击或影响生产资料出口。

图14：美国新车与二手车价格不断突破历史新高



资料来源：wind，民生证券研究院

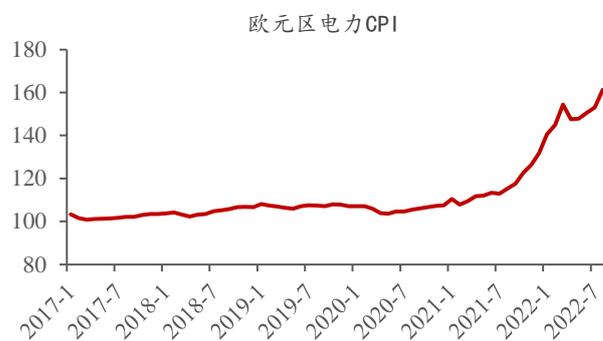
图15：美德日汽车产量仅为疫情前的 2/3



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：俄乌冲突后，欧洲新能源建设不断加速


资料来源：全球光伏、SolarPower Europe，民生证券研究院

图17：欧洲电力价格突破历史最高值


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 国内 FAI 投资增速或有回落

展望四季度，基建投资同比下行；地产投资环比改善可能性较小，同比改善主要来自于去年低基数；制造业投资同比预计维持平稳，综合来看四季度 FAI 同比 4.1%，较三季度回落。

预算内资金缺位，四季度基建投资增速较三季度走弱，预计四季度基建投资同比为 7.2%。

三季度基建投资增速走高，得益于两点，二季度末发行的专项债陆续在 7-8 月形成工作量，第一批 3000 亿政策性金融工具加速投放落地。

四季度基建投资将边际走弱，主要是财政支出力度将于四季度大幅走弱，即便有第二批 3000 亿政策性金融工具的支撑，形成净增量规模有限，基建投资表现较三季度走弱。

然需注意，今年基建投资逻辑为地产牵引，如果四季度地产链仍在持续下滑，政策性金融工具额度或再度扩容，基建投资增速也将随之上调。

地产投资短期难有起色，四季度同比回升主因是去年低基数。预计四季度地产投资同比为-11.1%。

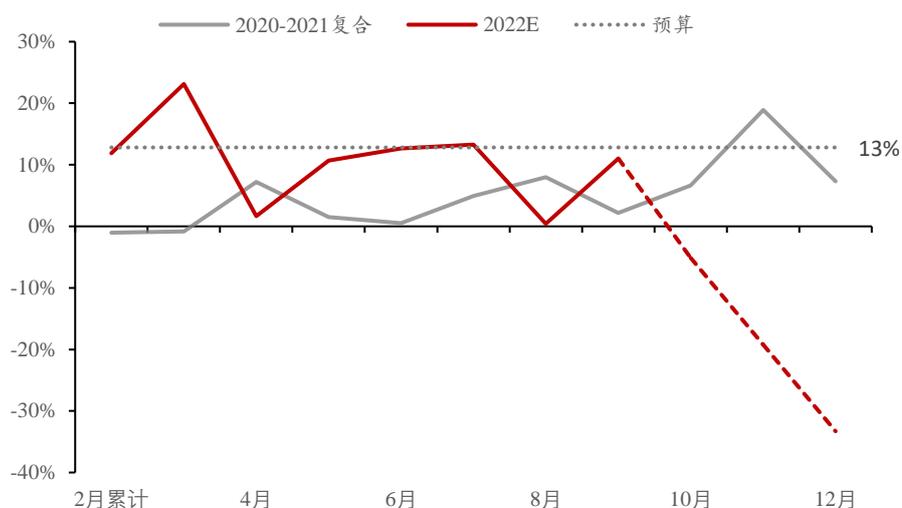
去年下半年房企购地不足，影响今年末项目开工总量，四季度投资增速仍然走弱。前期央地出台“保交楼”纾困政策效果有一定显现，各地问题楼盘开始有复工迹象。

但纾困涉及多方利益，复工前期工作需要较长时间，多数地区楼盘的实质性复工要到 2023 年实现。去年底至今土地市场冷淡，年内房企也不具备再次大规模投资的动力和条件。预计今年四季度难以见到显著改善的房地产投资。

出口景气与高技术投资驱动，四季度制造业投资依旧高景气，预计同比 6.5%。

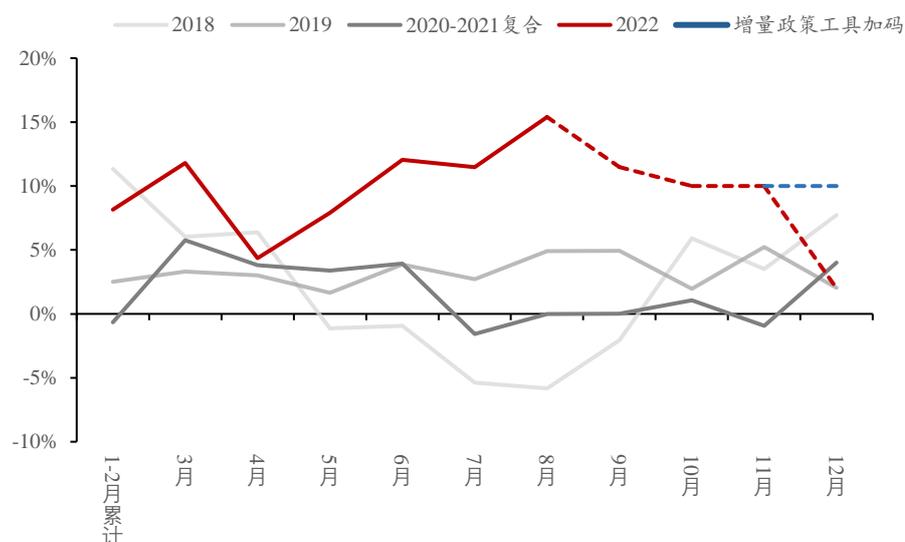
今年中游设备制造与上游原材料加工几乎贡献了全部制造业投资同比。前者由出口产业链和高技术投资驱动，如电气机械制造、计算机通信电子、汽车制造业等；后者由技改投资驱动。Q4 虽然总出口将回落，但驱动制造业投资的电气机械、汽车制造业的出口预计仍将高景气；计算机通信电子制造业则受国产替代逻辑驱动仍有韧性。因此，我们认为 Q4 制造业投资仍显韧性，预计同比 6.5%，略弱于 Q3。

图18：四季度广义财政支出大幅下行



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图19：四季度基建投资增速趋势估测



资料来源：wind，民生证券研究院测算

3.3 期待地产销售或边际改善

当前房地产链进入阶段性“磨底阶段”，后续如何走向，关键取决于两大政策变量：一是保交付政策的推进效果；二是高能级城市地产销售政策能否进一步放松。

若以上两大变量边际好转，如纾困、保交付政策推进速度超市场预期、或者政策力度超预期，我们或可对四季度地产销售适度乐观一些。然而必须承认的是，我们现在观察到的现实是地产链仍在磨底。9月底之前出台的纾困政策仍未显现出明显效果，预计部分房企仍面临压力。

四季度地产销售代表的地产链如何走向，我们保持观察。我们分别给出乐观、中性和悲观假设，对四季度地产销售做出三种不同情景展望。

乐观情景：四季度地产销售同比增速为-8%，全年房地产销售面积 14.7 万亿平方米，同比-17%。

中性情景：四季度地产销售同比增速为-17%，全年房地产销售面积将达到 14.2 万亿平方米，同比-21%。

悲观情景：四季度地产销售同比增速为-24%，全年房地产销售面积将达到 13.7 万亿平方米，同比-23%。

目前各地都在积极推进地产纾困，近期郑州启动保交楼专项行动，一定程度上稳定了市场信心。

我们认为四季度地产销售中性偏乐观的可能性更大。进而我们也可以对四季度及明年国内需求乐观一些，对国内资本市场的风险偏好也可以更加乐观一些。

图20：地产销售进入“磨底期”



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：房地产投资增速进一步下滑



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3.4 期待年末消费或小幅改善

今年消费表现持续偏弱，而偏弱消费背后的主线及影响因素非常清晰，主因在疫情；另外一个原因在于地产销售拖累地产后周期消费表现。

对四季度消费我们可以适当乐观，原因有三。

其一，若四季度疫情不再深化，消费将修复反弹。根据 2020 年消费疫后修复经验，四季度消费环比修复动能将与三季度相当。服务消费、场景消费和日常消费弹性较强。

其二，期待地产后周期消费有望边际改善。若四季度地产政策加码，地产销售按照我们的期待而有所改善。则地产后周期相关消费将迎来改善，预计四季度家具、家电、建筑装潢材料消费整体增长预计在 0.5% 左右，略好于三季度。

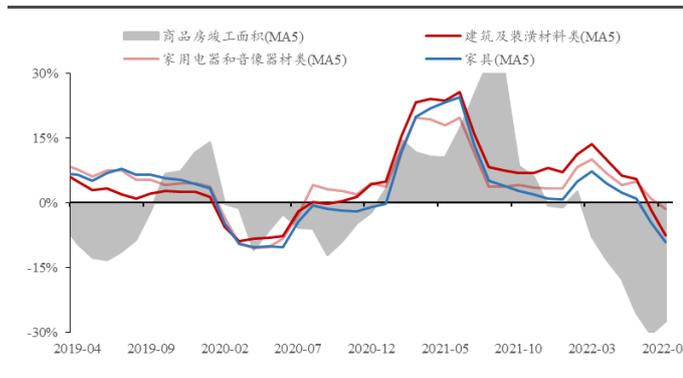
其三，车购税优惠将刺激汽车消费高增。过往两轮车辆购置税减免都对汽车消费起到了明显的拉动作用，并在政策到期前夕效果最强。本轮燃油车购置税减免将于 2022 年底到期，有望进一步刺激 Q4 汽车消费。根据 2015 年经验，Q4 汽车板块预计消费增速或在 8.5% 左右，将拉动四季度社零 2.6 个百分点。

综合预测得到 Q4 消费预计整体平稳，边际有所回暖，社零增速预计在 4.7%。

值得注意的是，10 月初各地疫情仍呈现多点散发态势，预计 10 月国内消费存在一定压力。根据文旅部数据，2022 年国庆旅游出游人数仅为疫情前 6 成，旅游收入仅为疫情前 4 成。

预计疫情这一消费的关键影响因素，最快在 11 月迎来改善。年末或可期待消费板块有所改善。

图22：地产后周期消费此前受地产销售拖累



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：车购税减免拉动汽车消费



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：多重假设下的社零增速预测

三组假设		四季度
悲观假设	假设后续仍存在较多疫情扰动，类似2021Q4	3.40%
中性假设	假设后续疫情得到较好控制，类似2020Q4	4.70%
乐观假设	假设后续疫情基本消除	5.00%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4 四季度大类资产定价展望

4.1 海外资产：美债利率仍向上，美元短空长多

我们对美联储货币政策判断，核心落脚点在于工资与核心通胀。

面对顽固的核心通胀，美联储未来仍将继续鹰派加息，且鹰派超预期的概率更大（如加息周期更高更长）。

四季度我们看好美国经济在消费的支撑下维持韧性。

虽然海外市场反复交易美国及连带的海外经济衰退。然而我们认为实际工资抬升，美国居民消费偏强，四季度美国经济仍将维持韧性。

美债利率定价可以简单拆分为预期短端利率（政策预期）与期限溢价（经济基本面相关）。

我们对未来美联储政策判断偏紧，并且我们对美国经济韧性抱有相对乐观的态度，**加速缩表带来的额外美债供给也将是利率上行的动力**，预计美债利率年内仍有向上的空间。

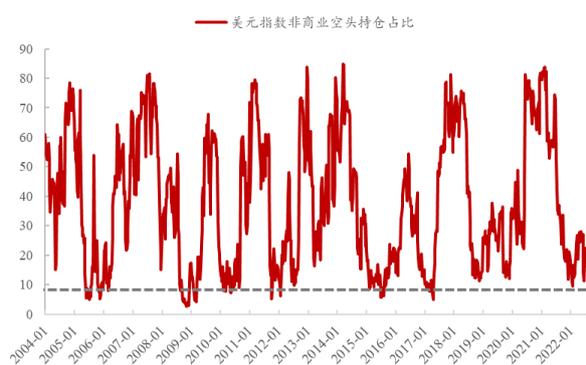
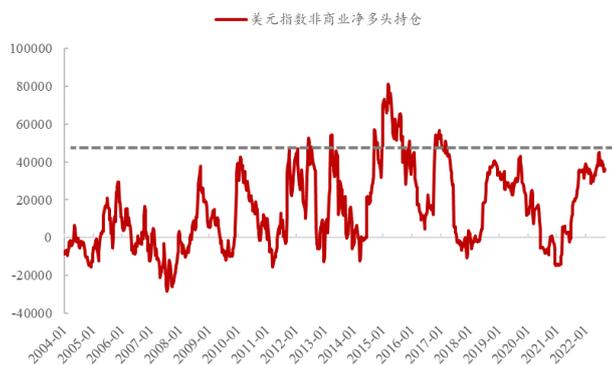
但需要看到的是，英国减税政策带来的债券抛售是短期内推动美债利率飙升的重要因素，而这一因素的影响正不断消退。因此，我们预计美债利率年内很难有大幅回撤的空间，但继续快速上涨的动能同样有限，四季度 10 年期美债利率或将围绕 4% 的中枢波动。

短期内，受欧盟干预电力市场和看多情绪过于拥挤影响，美元指数有回撤的动能。但在中长期维度（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。

由此推断四季度美元指数可能会呈现先下后上的“V”型走势。

图25：美元非商业净多头持仓偏高（单位：张）

图26：美元非商业空头持仓占比偏低（单位：%）



4.2 人民币汇率：贬值压力最大时期或暂告段落

我们预计四季度人民币汇率仍有压力，但贬值压力最大时期或阶段性暂告段落。

除非出现三点宏观极端事件，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，否则一如今年4月或者8至9月这两段时期的快速贬值，四季度或难再见到。

我们之所以判断四季度贬值压力最大时期或已过去，原因有三。

其一，预计9-10月出口同比下滑幅度弱于8月。7月出口同比18%，8月出口同比快速腰斩，快速降至7%。我们预计四季度出口同比在5%，整体降幅弱于8月。四季度出口仍然保持正值以上增速，出口仍然产生外汇资金净流入，这是人民币汇率的一个重要支撑力量。

其二，美联储货币收紧预期有所缓解，强美元阶段性走弱。

其三，企业换汇行为的阶段性表现缓冲汇率贬值压力。7月以来，银行外汇资产负债显著收缩，尤其是企业和居民存款持续下降：主要是企业在2020年以来累积的大量的外汇存款开始逢高结汇，一定程度上缓冲汇率贬值压力。

我们认为未来一段时间人民币仍有压力，原因有二。

第一，中国出口同比中枢或将下台阶。货物贸易结售汇顺差对于平衡跨境资金流动仍起到了至关重要的作用。中国出口动能趋势性下降，意味着人民币汇率难以维持2021年下半年以来强势姿态。毕竟2021年下半年至今年7月，出口同比维持在20%以上增速。

第二，美元在中期（今年四季度至明年一季度）仍将维持强势。当前美国需求韧性强，通胀下行速度不及市场预期，美联储利率中枢继续上行，全球非美货币都面临贬值压力，人民币很难独善其身。

值得强调的是，人民币汇率是否突破关键点位（例如历史新高）不重要，重要的是在关键点位附近，人民币汇率贬值对国内资本市场和金融体系的影响尽可能降低。预计未来关键点位前后，均有央行汇率干预工具出台。

我们关注四季度国内地产政策效果，及对人民币汇率的影响。

国内经济蕴含的风险本就深刻影响人民币汇率走势，历史上有不少经典案例，例如2015年国内经济面临通缩压力，2018年去杠杆时期人民币汇率快速贬值。今年6月以来，企业汇出利润显著超过历史同期，然而8月以来人民币汇率开始快速贬值，我们认为7月国内地产风波也是人民币汇率走贬的重要原因。

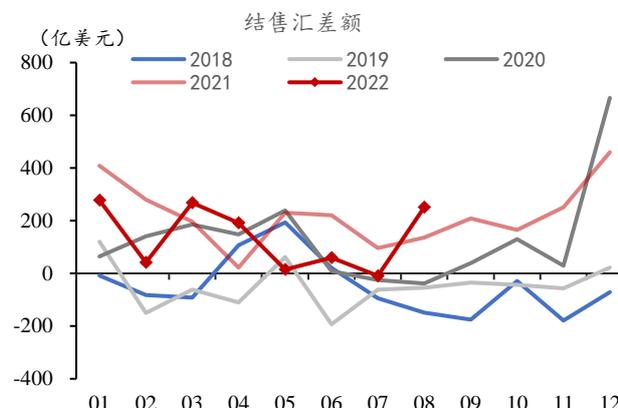
四季度国内政策演绎是市场关注的博弈点，地产政策或关系金融体系风险偏好，同样也影响人民币汇率短期走势。

图27: 外汇存款下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图28: 结售汇差额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.3 股票市场: 经济驱动力变化之下风格或切换

今年 5 至 8 月, 权益市场表现出极致风格, 中小盘明显跑赢大盘, 成长明显跑赢价值。

宏观经济复苏不及前期市场预期, 导致前期预期过满的板块出现短暂回调, 尤其是以消费为代表的与宏观经济相关的板块, 三季度以来明显跑输上证指数。

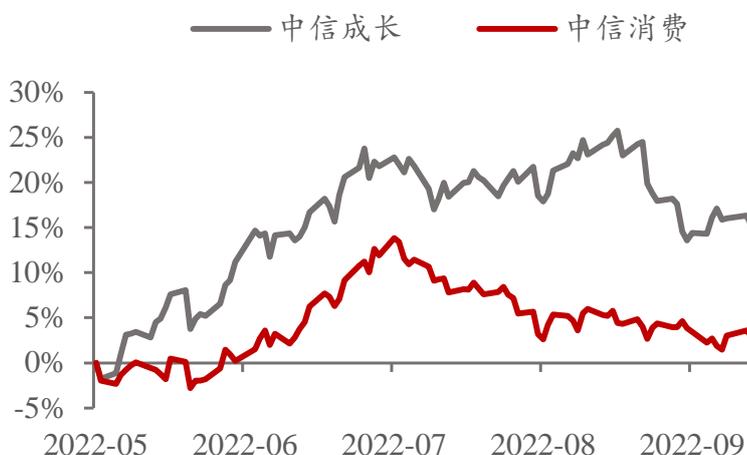
此外, 相对低迷的环境中, 依赖于对未来盈利变化趋势准确性判断的景气投资策略占优。尤其受益于出口高景气的光伏、风电等新能源行业企业, 其海外营收提升的逻辑在欧洲能源短缺的局面下更被市场所接受。

然而 8 月以来国内外流动性变动, 景气投资开始松动。

8 月以来, 美元流动性超预期收紧, 美元指数一路飙升至近 20 年新高, 非美货币纷纷贬值, 人民币亦一再突破 7 和 7.2 关键点位。资本市场风险偏好有所收敛。反观国内, 8 月以来信贷有企稳迹象, 国内超额流动性宽松也有边际变化。

8 月下旬开始, 市场已经出现风格切换势头, 上证 50 持续跑赢中证 1000。

展望 Q4, 我们认为权益市场将继续围绕政策面博弈展开交易。随着出口同比下台阶, 若四季度国内地产政策进一步宽松并显现出效果, 我们认为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。

图29：5月以来 A 消费和成长板块表现


资料来源：wind，民生证券研究院

4.4 债券市场：国内利率走势依然受地产牵引

今年利率走势毫无疑问被地产牵引，因为地产一则决定基建走势，二则影响国内流动性和信用条件，甚至还在某些时点影响人民币汇率表现。

今年7至8月上旬，地产风波引发地产链超预期下滑，信用收缩；此时央行调降LPR和MLF利率，银行间流动性极度充裕。这样的情景之下，10年国债利率连续下降约20bp，低点在2.6%附近。

9月以来国内货币市场流动性边际收紧，人民币汇率贬值，加上9月公布的8月经济数据及PMI均较7月改善。10年国债利率从2.6%一路走高至2.76%。

汇率贬值压力最大时期或将过去，意味着近期债市利率或迎来小幅下行。

9月下旬以来债市利率逐步上行，突破2.7关键点位，主导因素在于美元指数过强，人民币汇率贬值过快。

四季度国债利率走势的关键变量仍在地产。

若四季度地产政策刺激力度不及预期，或者地产政策迟迟未见效，则利率或迎来再度下行。反之，若如我们预期那样，四季度见到更大力度、更大范围地产刺激及纾困政策，且地产销售呈现边际修复，则利率没有下行空间。

但是考虑到9月以来利率上行已经反应一部分地产政策预期，后续利率走势取决于地产政策实际落地效果。我们预期四季度地产政策有放量，但能在多大程度带来地产销售改善，值得保持观察。**我们判断，四季度10年国债利率中枢在2.7~2.8%区间，四季度10年国债利率走势可能是先下后上。**

预计四季度信用利差或小幅走阔。

民企地产债风险尚未解除，利差或仍处于高位。

7月以来“保交楼”政策紧张推进，但时至三季度末，纾困资金落地规模小，问题楼盘全面实质性复工仍有时日。这一背景下，居民预期未有扭转，前期限购松绑政策效果有限，销售市场未有显著改善，Q4 民企地产债信用资质难言企稳。

短端城投债利差下行空间有限，资质偏弱地区城投的利差走阔。

近期兰州城投债技术性违约对城投信用产生负面影响。已难言城投信仰强化。我们之前提过，中国地产的真正压力在城投。前期卖地收入失速下行，且对卖地收入依赖度高、当地增长偏慢地区，这些地区的弱资质城投利差或将抬升。

4.5 大宗商品：警惕预期差之下油价上行风险

黑色金属随成本震荡运行，有色价格在较强加息预期下偏弱。

我们把商品分为金属和能源。年末赶工和寒潮可能会分别对金属和能源价格带来拉动。

但是今年地产前端销售和拿地一直疲软，四季度赶工概率不大。黑色金属难以在四季度出现需求端的驱动，价格预计跟随成本震荡运行。

有色金属跟随美联储货币政策相关，目前有色金属供需关系良好，库存低位运行，预计四季度有色价格在较强加息预期下偏弱。

能源方面，国内受益于保供政策，煤炭价格预计持稳运行。

海外天然气价格可能已经在一定程度上度量了欧洲能源的紧缺程度，因此预计高位运行。

海外原油面临不确定性较大，当前欧美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。

5 风险提示

1) 疫情发展超预期。若国内疫情再次反弹，可能对国内经济、需求与政策都会有深远影响。

2) 房地产政策超预期。若房地产政策发生大的变化，可能会对房地产需求产生较大影响。

3) 海外政策超预期。若海外政策，如欧美央行的加息可能会对海外需求、资产价格产生意料之外的影响。

插图目录

图 1: 美联储点阵图暗示 2022 年末政策利率区间为 4.25-4.5%	4
图 2: DR007vs 央行 7 天逆回购利率.....	5
图 3: 2022 年 1-8 月居民信贷同比减半.....	5
图 4: 房地产开发投资增速尚未企稳.....	6
图 5: 100 城住宅用地溢价率未有显著回升	6
图 6: 四季度民生领域减收扩支政策力度加码.....	7
图 7: 美国核心 CPI 同比增速测算 (单位: %)	8
图 8: 美国非农实际时薪反弹 (单位: 美元)	8
图 9: 美国 PMI 或触底反弹.....	8
图 10: 10 月之后欧美将迎来能源需求旺季	9
图 11: 整体油品库存较低.....	9
图 12: 美国天然气库存偏低.....	10
图 13: 欧洲天然气库存较高, 但接近库容上限.....	10
图 14: 美国新车与二手车价格不断突破历史新高值	11
图 15: 美德日汽车产量仅为疫情前的 2/3.....	11
图 16: 俄乌冲突后, 欧洲新能源建设不断加速.....	12
图 17: 欧洲电力价格突破历史最高值	12
图 18: 四季度广义财政支出大幅下行	13
图 19: 四季度基建投资增速趋势估测	13
图 20: 地产销售进入“磨底期”	14
图 21: 房地产投资增速进一步下滑	14
图 22: 地产后周期消费此前受地产销售拖累.....	15
图 23: 车购税减免拉动汽车消费.....	15
图 24: 多重假设下的社零增速预测	15
图 25: 美元非商业净多头持仓偏高 (单位: 张)	16
图 26: 美元非商业空头持仓占比偏低 (单位: %)	16
图 27: 外汇存款下滑	19
图 28: 结售汇差额.....	19
图 29: 5 月以来 A 消费和成长板块表现.....	20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026