



股指：W的右侧或逐渐 探明



齐盛期货— 温凯迪

投资咨询证号：Z0015210

2022. 9. 30

目录



观点综述



核心逻辑



策略建议

一，观点综述

中长期逻辑(年)：“房住不炒”、“打破刚兑”，居民财富的储值方式正由投资性房地产和保本理财向标准化和净值型的金融资产转变，未来潜在增量资金规模较大。——**偏强**

中期逻辑(季)：盈利方面，高频数据显示，9月份延续缓慢复苏，依旧是基建拖底、地产拖累，制造业、消费分化中缓慢修复的状态，虽复苏速度较慢，但无新风险点；估值方面按照前期高层会议看下半年重点在保信用，基建是提升需求的重要发力点，增量财政政策落地前货币政策仍有预期，整体仍在宽松区间。——**中性偏强**

短期逻辑(月)：资金方面，增量低位缓和+存量低位酝酿；情绪方面，情绪指标低位酝酿。——**中性偏多**

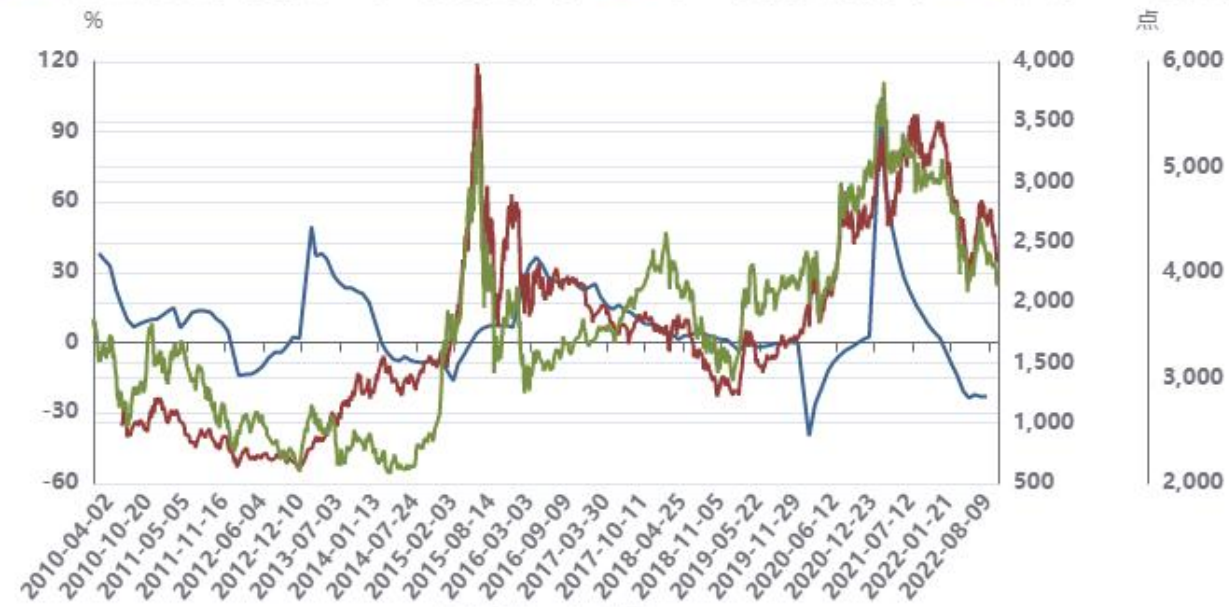
国内资本市场中长期向好趋势不变，“房住不炒”“打破刚兑”为中长线重大行情奠定基础；
在中期逻辑仍有潜在利好、短期情绪指标比四月底更低迷的背景下，预计于全年而言“W”形的右侧已逐渐形成，未来或偏强；
在情绪指标压至大阶段低位背景下，未来企稳回升概率大。仅供参考。

风险：

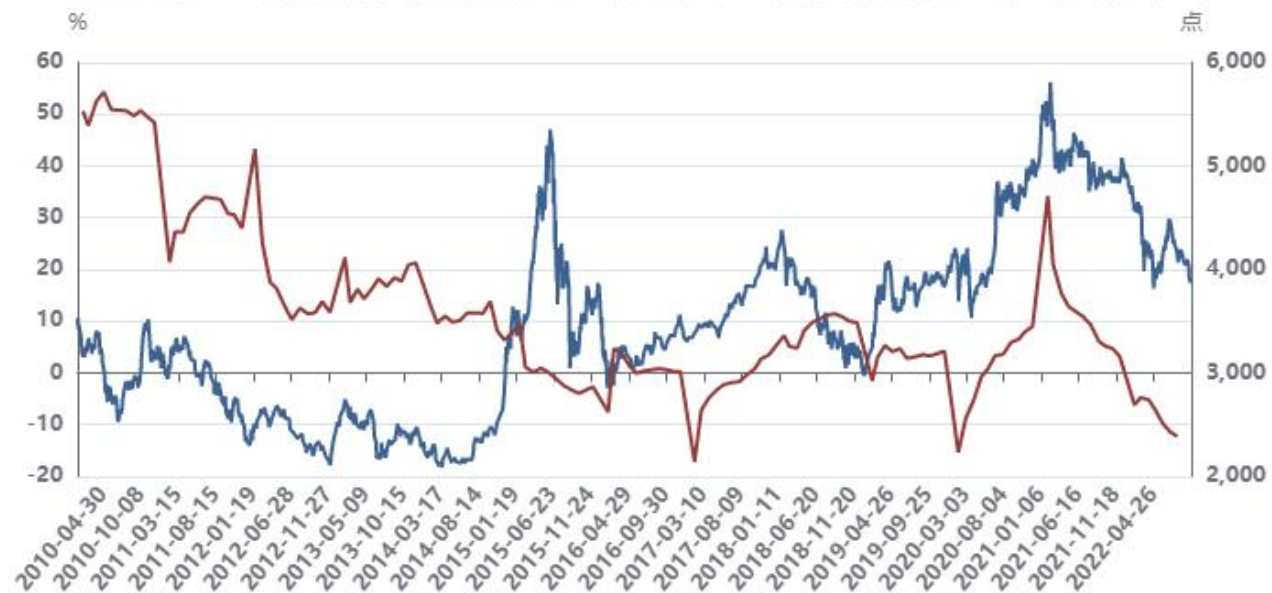
- 1、出口增速或延续放缓。
- 2、地产风险尚未完全化解。
- 3、疫情好转中但风险尚未彻底消除。

二，核心逻辑—中长期逻辑—估值

—商品房销售面积：累计同比(左) —创业板指数(右1) —沪深300指数(右2)



—沪深300指数(右1) —房地产开发资金来源:自筹资金:累计同比(左)



房住不炒：

销售端走弱，地产吸收居民端资金的速度减弱，居民端闲置资金增加。

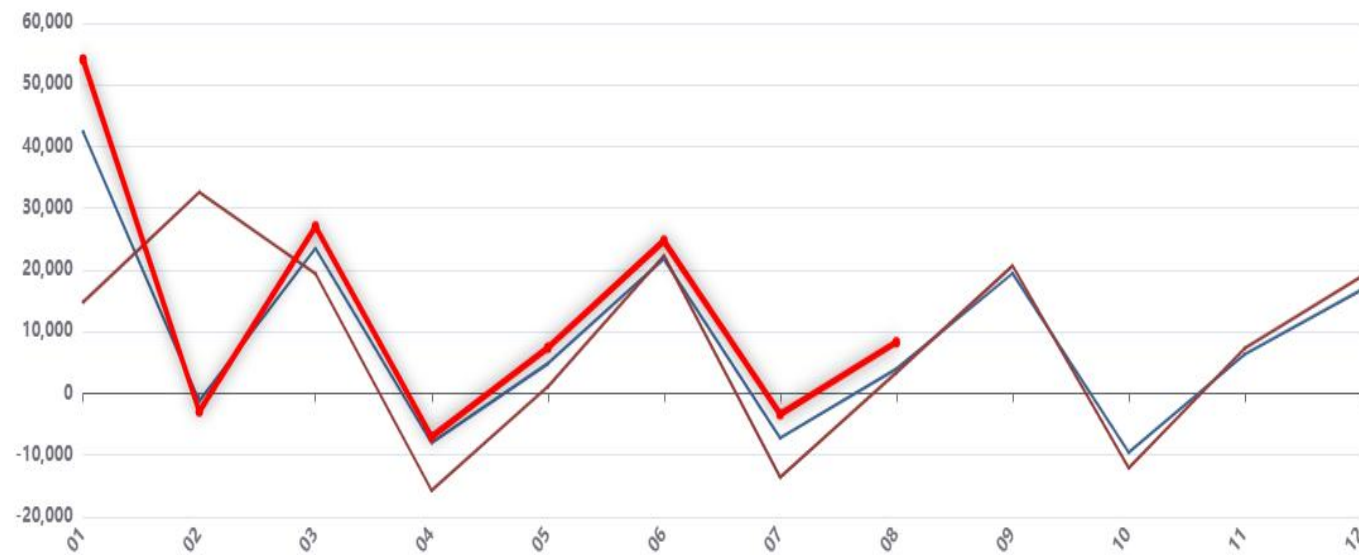
融资端走弱，以地产项目融资为底层资产的理财产品减少，对社会资金吸收量减少。

经验上地产销售、资金指标进入负值区间时往往会有中线以上的行情。

二，核心逻辑—中长期逻辑—估值

金融机构:新增人民币存款:居民户:当月值

— 2020 — 2021 — 2022



1-8月居民户存款增加10.8万亿元(2021年6.42, 2020年为8.00, 2019年6.99, 2018年4.31)。

1-8月居民户贷款增加2.76万亿元(2021年5.56, 2020年为5.16, 2019年4.93, 2018年4.94)。

1-8月居民户存贷差额8.04万亿元(2021年0.86, 2020年为2.84, 2019年2.06, 2018年-0.63)。

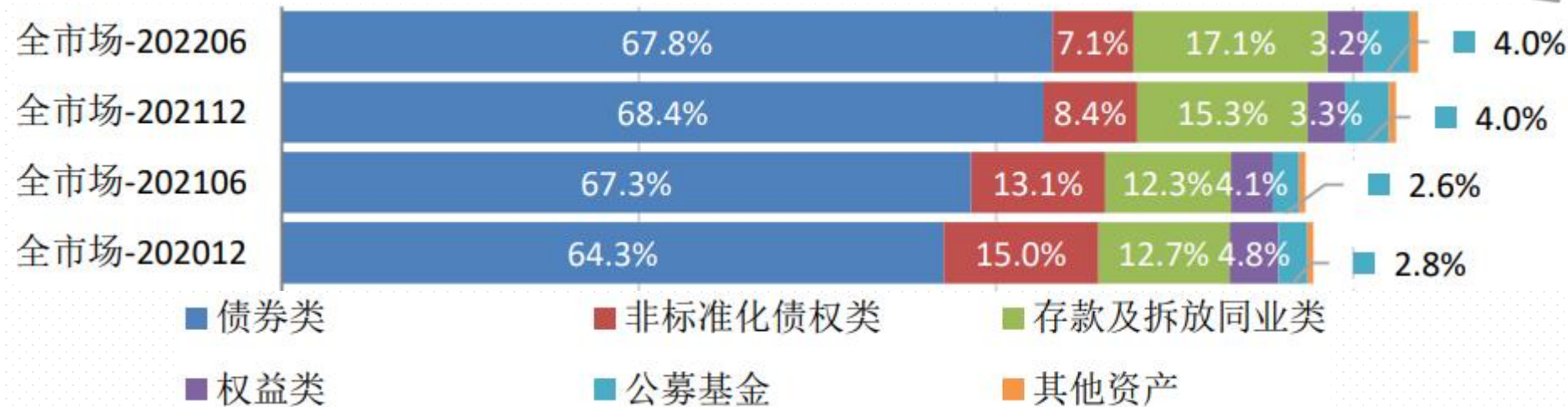
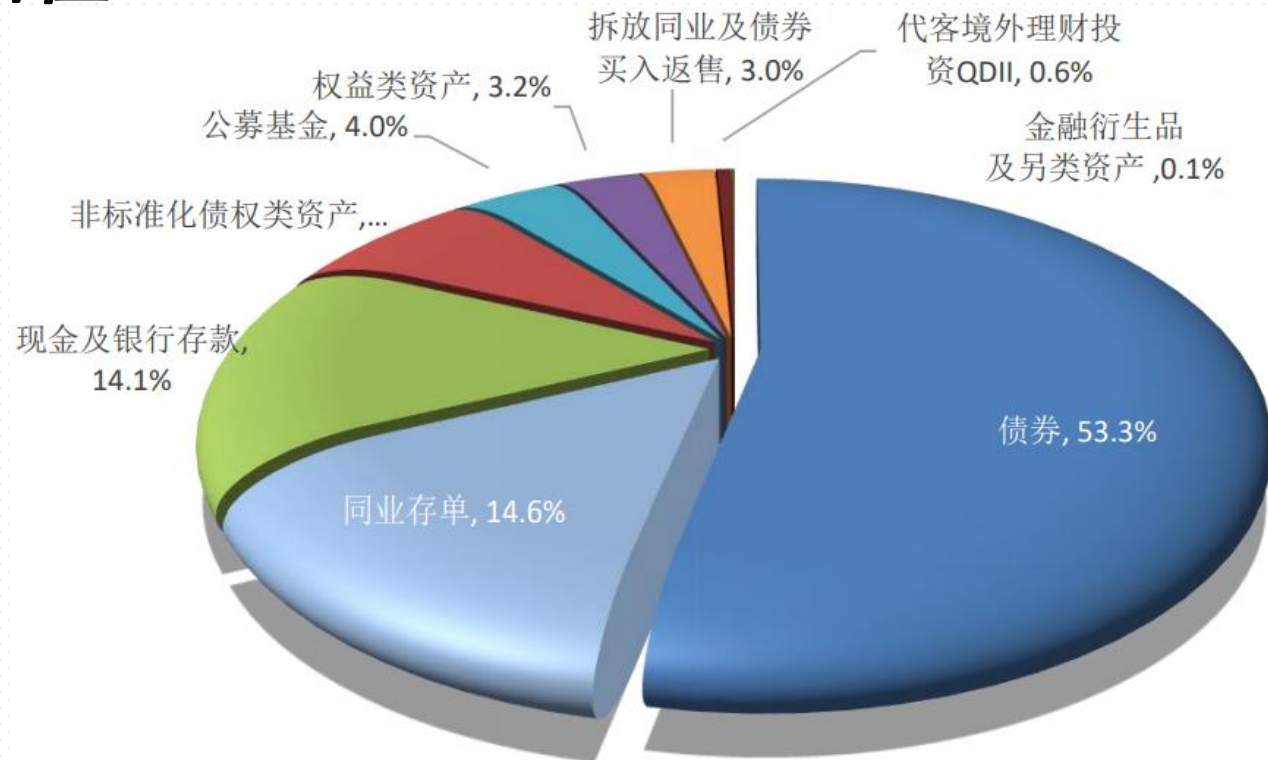
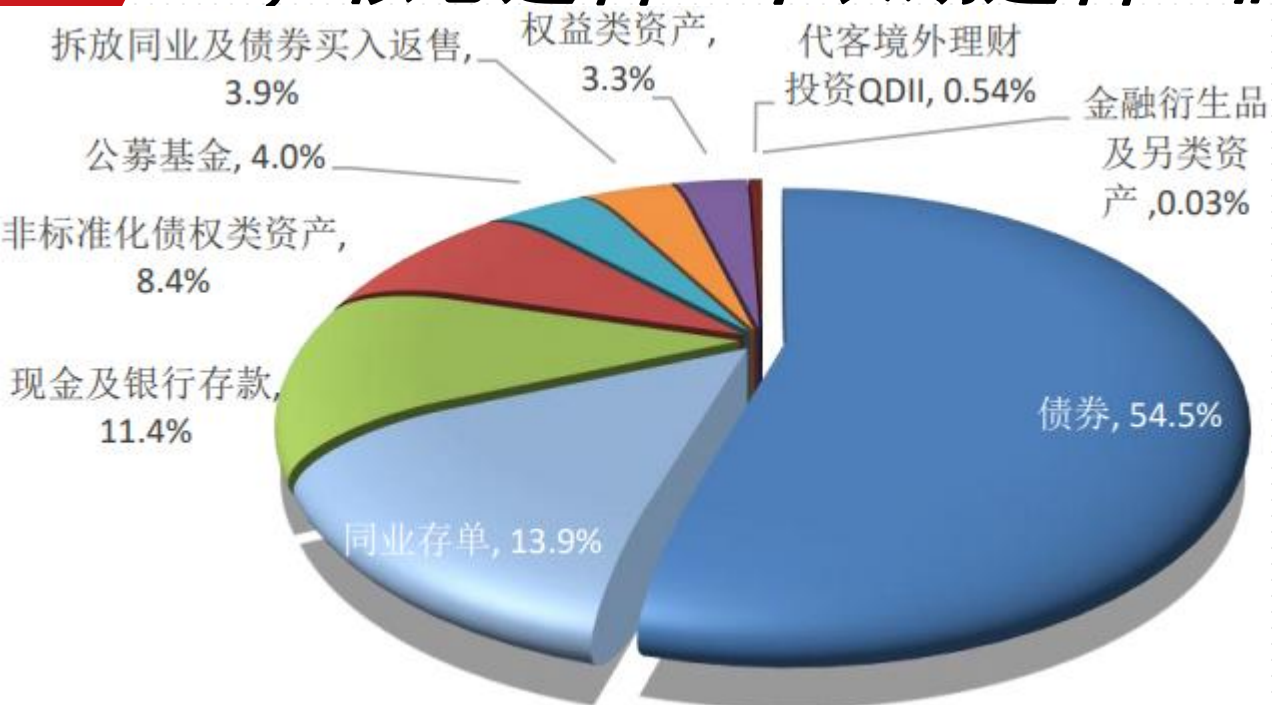
历史上出现过多次指数高低点与存贷差高低点恰好相反的情况。

场外资金量较大，只不过碍于当前背景普遍谨慎，根本在于风险偏好、信心的问题，后期或随失业率下降、实体修复逐渐缓和。

齐盛期货
QISHENG FUTURES

以策略管理为核心

二，核心逻辑—中长期逻辑—估值



最新数据，6月末银行理财产品存续规模29.15万亿元(2022年3月28.37万亿元，2021年底29万亿元)逻辑同前。

齐盛期货
QISHENG FUTURES

以策略管理为核心

二，核心逻辑—中长期逻辑—估值

确定的是：

- 1、场外资金较多，而且还在积累中；
- 2、当前居民风险偏好较低，储蓄意愿高，投资意愿低；

不确定这些资金是否一定会进入资本市场；

如果进入资本市场，会有多大的推动力。

但经验上看**场外资金增量与未来可能进入资本市场资金量正相关**；
而且，这种规模场外资金背景下，**资本市场可能会展现出足够的弹性**。

市场也许在等待一个契机：盈利层面？估值层面？情绪层面？技术层面？

注意：这个逻辑**并不是**短期行情的**充分条件**，只算个支持条件；
不宜过分急躁，也不宜过分幻想。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—9月初窥



总量层面的数据来看，

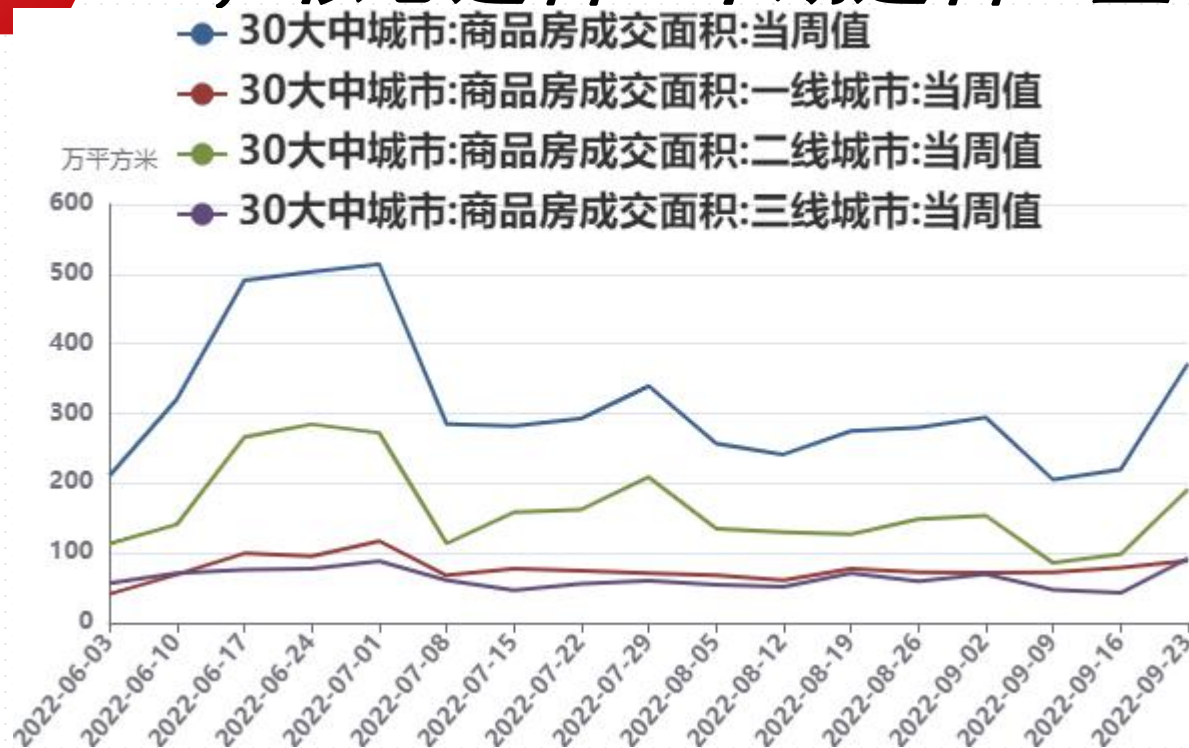
9月发电量先抑后扬，暗示实体经济或有回暖。因7月、8月暑假、高温等因素导致民用电增加，环比数据意义不大。

整车货运流量指数至目前先抑后扬，整体稍高于8月，暗示货运量有一定修复。

总量层面的指标暗示实体缓慢修复。

附：整车流量指数=当周整车任务数/2019年周均任务数x100

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—9月初窥



地产方面，9月

销售先抑后扬，整体较8月稍缓和。

成交土地规划稍缓和。

二、核心逻辑—中期逻辑—盈利—9月初窥



基建、制造方面，
钢厂、焦化、水泥、
PTA保持偏强，地炼、
钢胎先抑后扬。

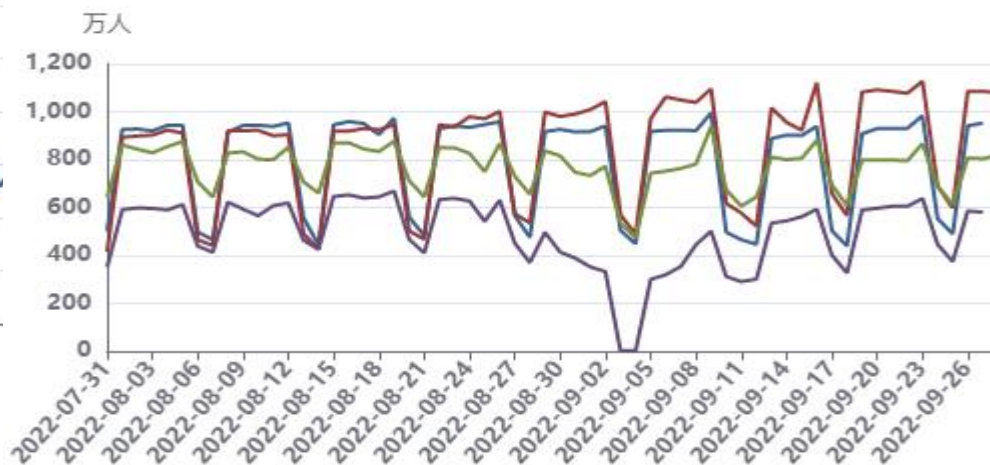
总体看工业生产中与
基建有关的水泥、钢
铁偏强，或暗示基建
偏强；但与制造有关
的出现明显分化。
整体结构与上月相似，
分化中缓慢复苏。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—9月初窥

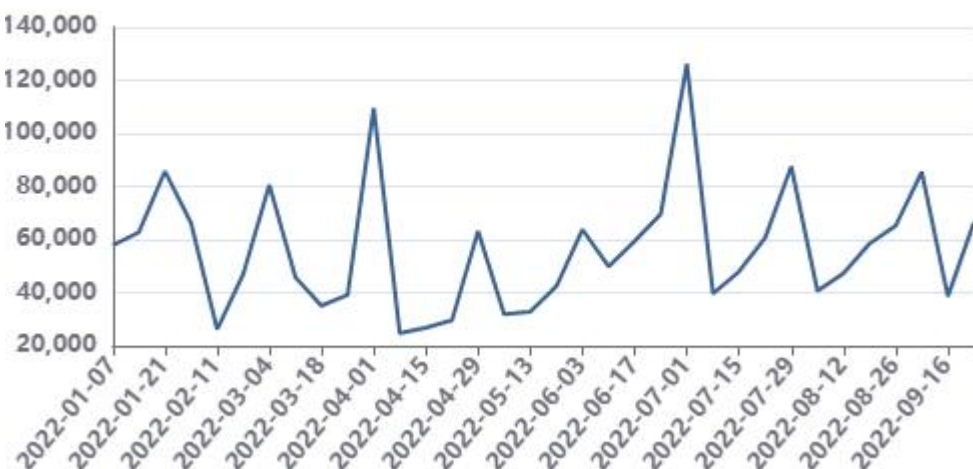
● 执行航班:中国:国内航班(不含港澳台)



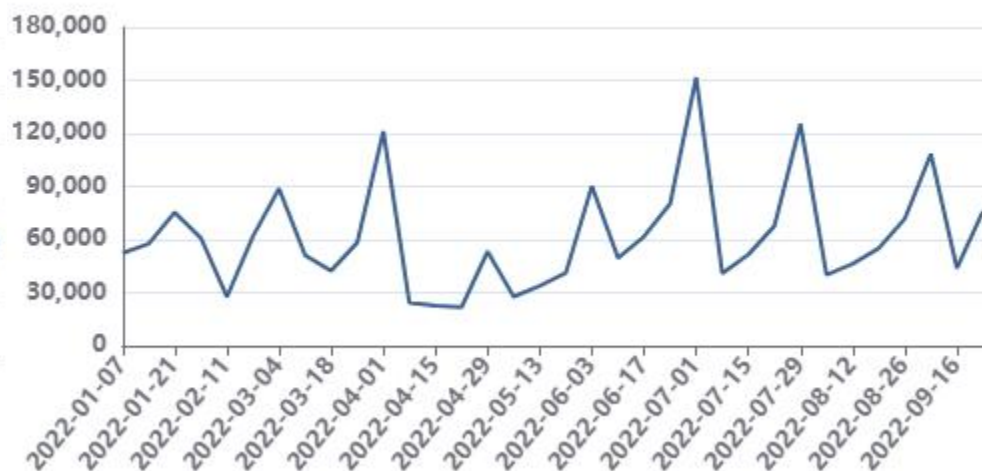
● 地铁客运量：北京 ● 地铁客运量：上海
● 地铁客运量：广州 ● 地铁客运量：深圳



● 当周日均销量：乘用车：厂家零售



● 当周日均销量：乘用车：厂家批发



消费方面，
区域内人流量、跨区
人流量少于上月，整
体先减后增，逐渐缓
和；

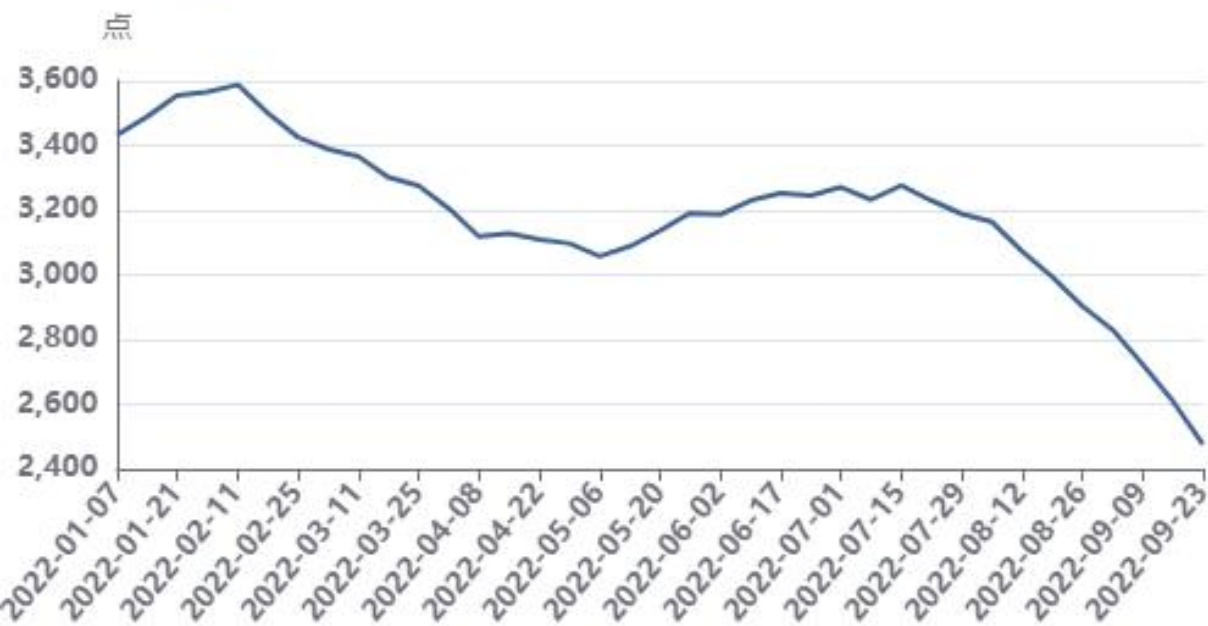
居民活动半径低位修
复。

汽车消费整体好于上
月。

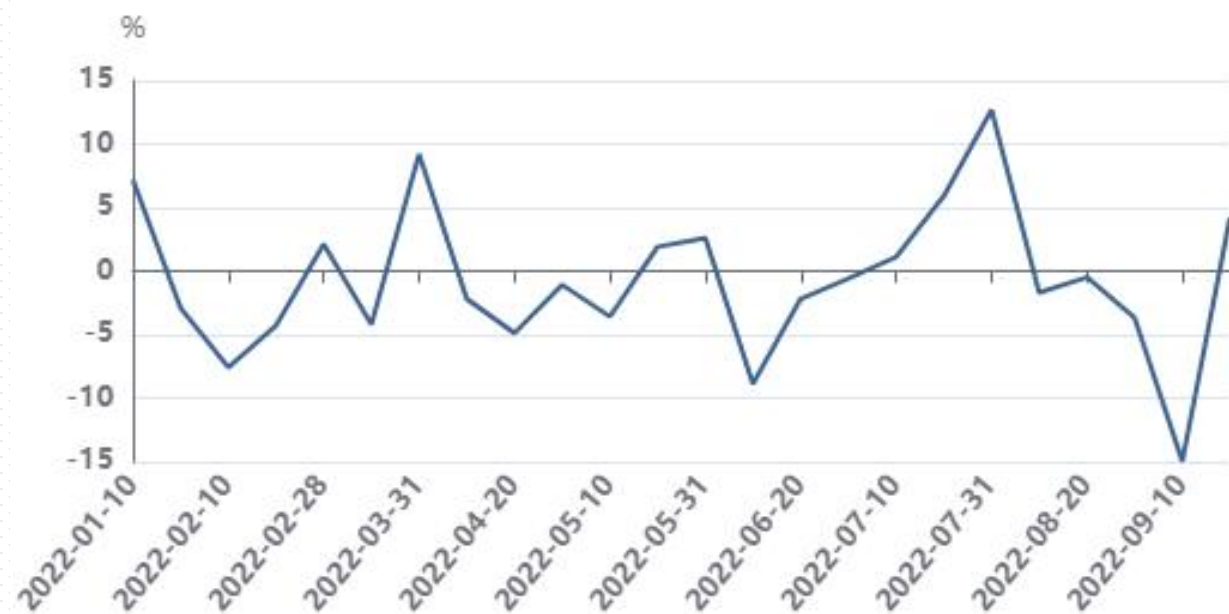
消费边际改善，但力
度有限。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—9月初窥

● CCFI-中国出口集装箱运价综合指数



● 外贸货物吞吐量：沿海主要枢纽港口：当旬同比



出口方面，9月
受外围衰退影响，或有降温。

整体，预计9月份实体低位缓慢修复。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—8月回顾

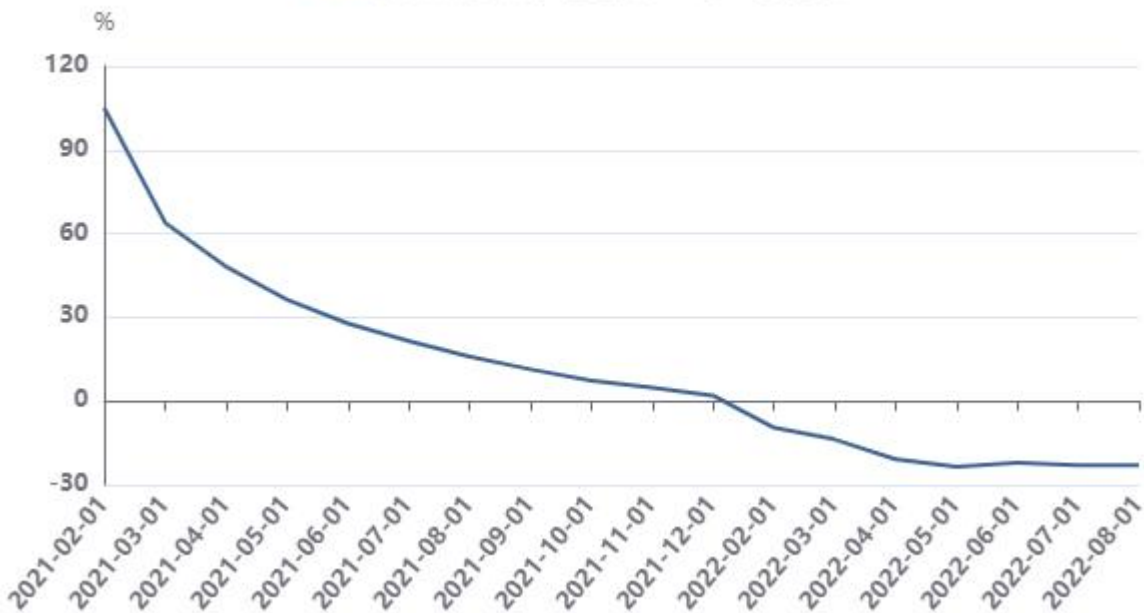


8月经济数据大致跟7月持平，没有呈现明显的改善或进一步走弱的迹象，但考虑到去年部分经济活动的基数已经下来，这期的经济数据表现也很难称得上好。

依旧是基建拖底、地产拖累，制造业、消费分化中缓慢修复的状态，虽复苏速度较慢，但无新风险点二次探底的风险基本解除。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—房地产

● 商品房销售面积：累计同比

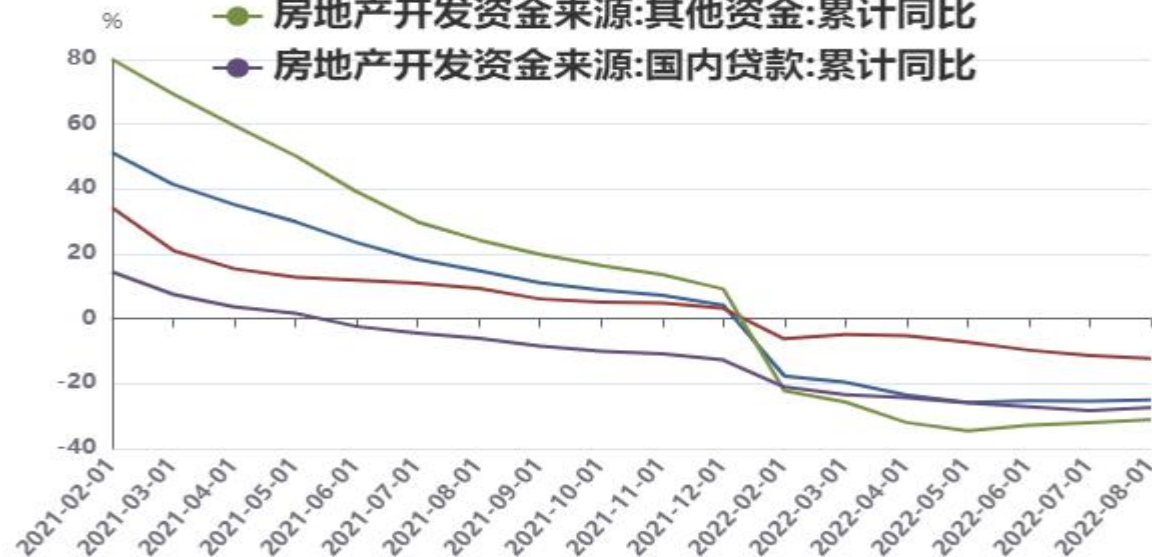


● 房地产开发资金来源:合计:累计同比

● 房地产开发资金来源:自筹资金:累计同比

● 房地产开发资金来源:其他资金:累计同比

● 房地产开发资金来源:国内贷款:累计同比



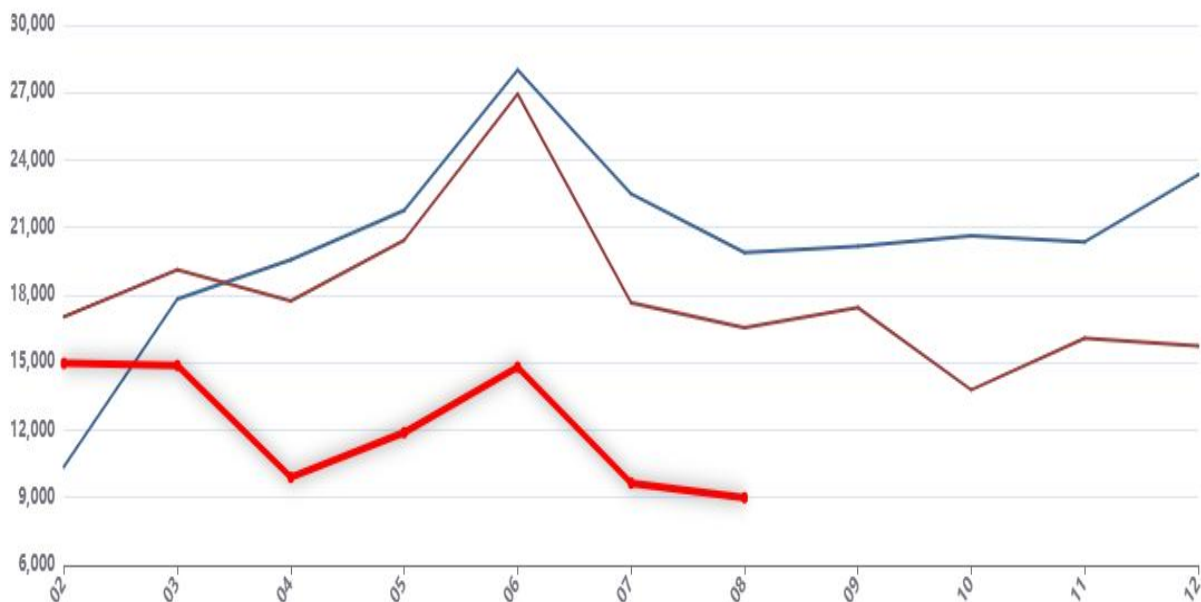
目前地产端最直接的约束在于资金，8月份销售、其他资金、国内贷款略微改善但依旧偏弱，自筹资金进一步走弱。

金融条件的放松并不足以解决问题，核心问题还是在于信任和信心的修复，地产修复尚需时间。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—房地产

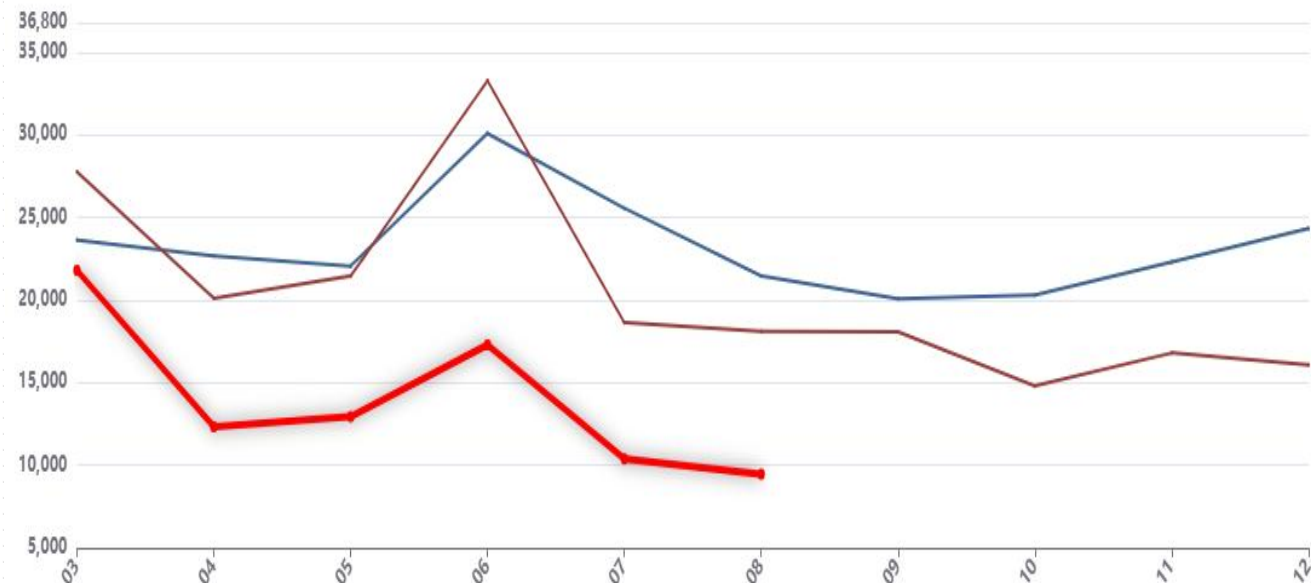
新开工面积:单月

2020 2021 2022



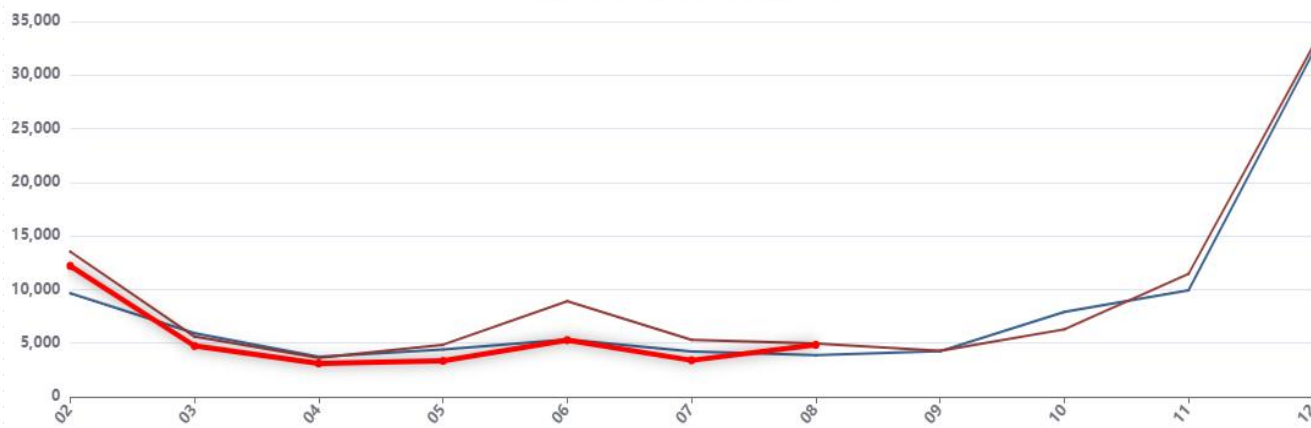
施工面积:单月

2020 2021 2022



竣工面积:单月

2020 2021 2022



资金压制下，新开工、施工依旧偏弱。

政策导向是保交楼，在地产资金流稍有改善的情况下，竣工率先复苏。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—基建

9月7日召开的国常会决定，依法盘活地方2019年以来结存的**5000多亿元**专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜。各地要在**10月底**前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。

辽宁省在9月27日发行67亿元新增专项债，是今年首个利用结存限额发债的省份。**10月专项债发行5000亿左右**，依旧处于偏高位，但11月、12月可能有减少，需关注是否有增量财政支持，预计基建增速或稍有放缓。

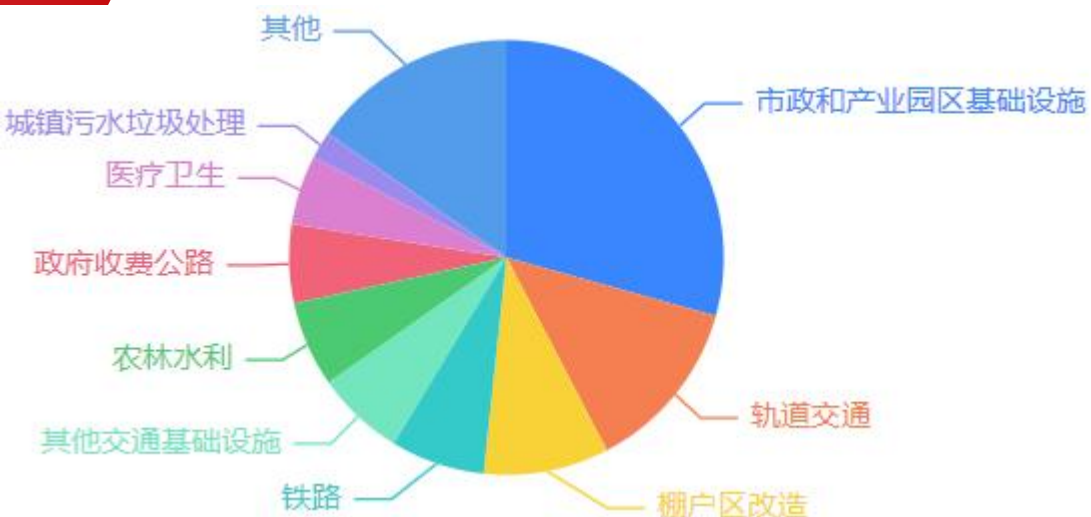
结合此前高层指示，今年已下达的3.45万亿元专项债券力争在8月底前基本使用完毕，2021年结转至今年的专项债约1.4万亿，至今年8月预计用于项目投资专项债4.85万亿，**月均6062.5亿**。

纵然后期有**增量发债**的可能性(8.24国常会依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕)，但需考虑后期月均量与1-8月均值的差距以及具体品种的库存等，**未必一定是重大利好**。

■ 固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力):累计同比



二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—基建



| 项目类别 | 项目(个) | 投资额(亿) | 比例(%) |
|-------------|-------|-----------|-------|
| 市政和产业园区基础设施 | 6596 | 83,725.31 | 29.34 |
| 轨道交通 | 188 | 37,193.82 | 13.03 |
| 棚户区改造 | 2048 | 26,610.15 | 9.32 |
| 铁路 | 191 | 19,972.28 | 7.00 |
| 其他交通基础设施 | 689 | 18,775.61 | 6.58 |
| 农林水利 | 2662 | 18,107.34 | 6.34 |
| 政府收费公路 | 249 | 16,736.48 | 5.86 |
| 医疗卫生 | 3608 | 14,743.36 | 5.17 |
| 其他 | 1542 | 8,642.00 | 3.03 |

原支持领域：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程9大领域。

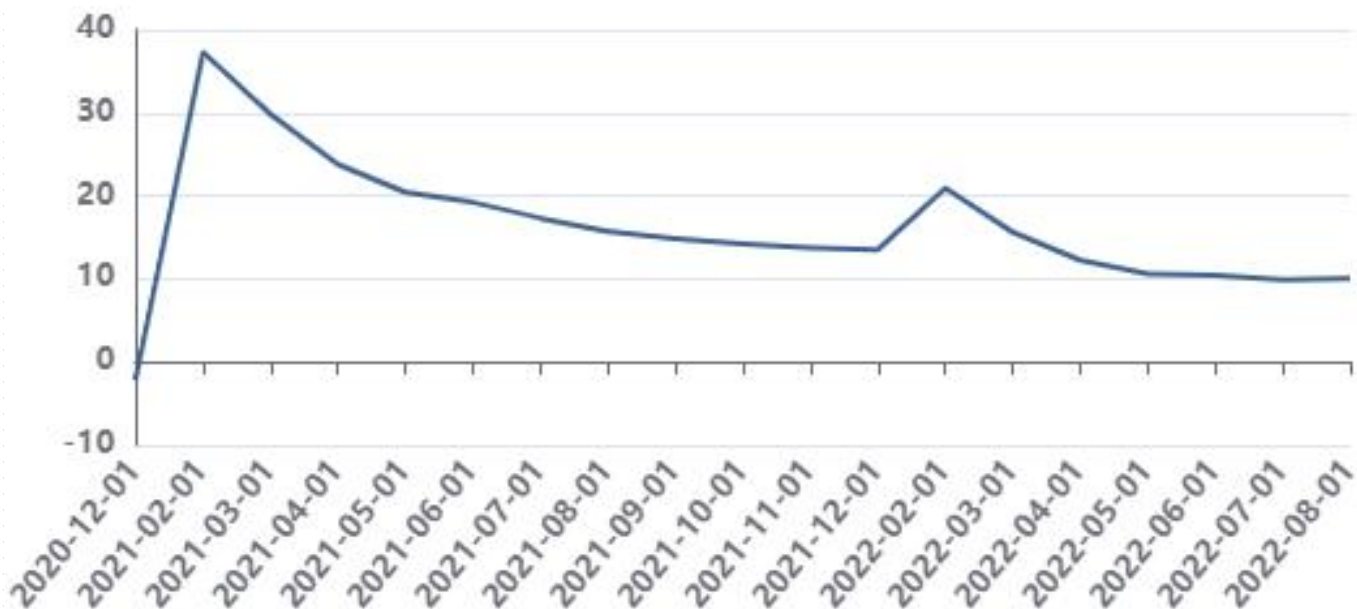
22年6月《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将**新型基础设施、新能源项目**等纳入支持范围。

新型基础设施：信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施。

新能源项目：大型风电光伏基地、储能、智能电网。

二，核心逻辑—中期逻辑—盈利—制造业

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



制造业

10.0

其中：农副食品加工业

15.8

食品制造业

17.0

纺织业

7.6

化学原料和化学制品制造业

17.9

医药制造业

6.7

有色金属冶炼和压延加工业

12.6

金属制品业

12.7

通用设备制造业

16.9

专用设备制造业

15.0

汽车制造业

12.9

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业

9.5

电气机械和器材制造业

38.4

计算机、通信和其他电子设备制造业

18.7

分项上电气机械和器材制造业大增38.4%，与**新能源投资**有关，增速加快，大概率有持续性。

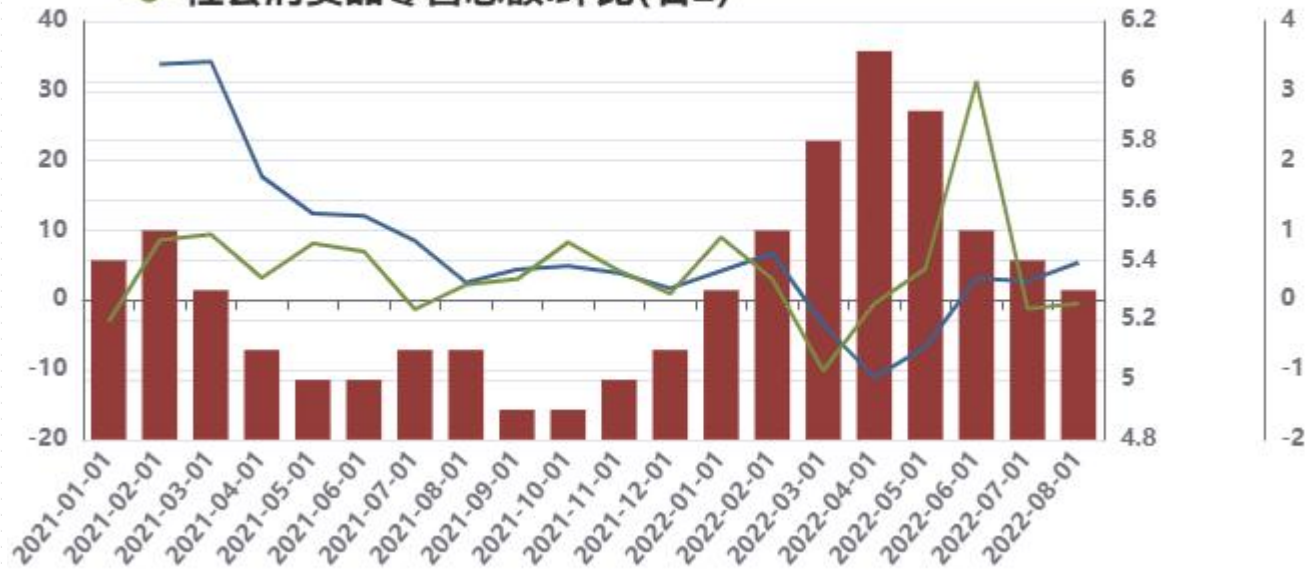
通用设备、专用设备在地产弱的情况下，与**传统基建**有关，增速放缓，四季度或延续放缓。

计算机、通信和其他电子设备制造业，纺织业与**出口**有关，增速放缓，未来可能承压。

整体看制造业投资或高位整理。

二. 核心逻辑—中期逻辑—盈利—消费

● 社会消费品零售总额:当月同比(左) ■ 城镇调查失业率(右1)
● 社会消费品零售总额:环比(右2)



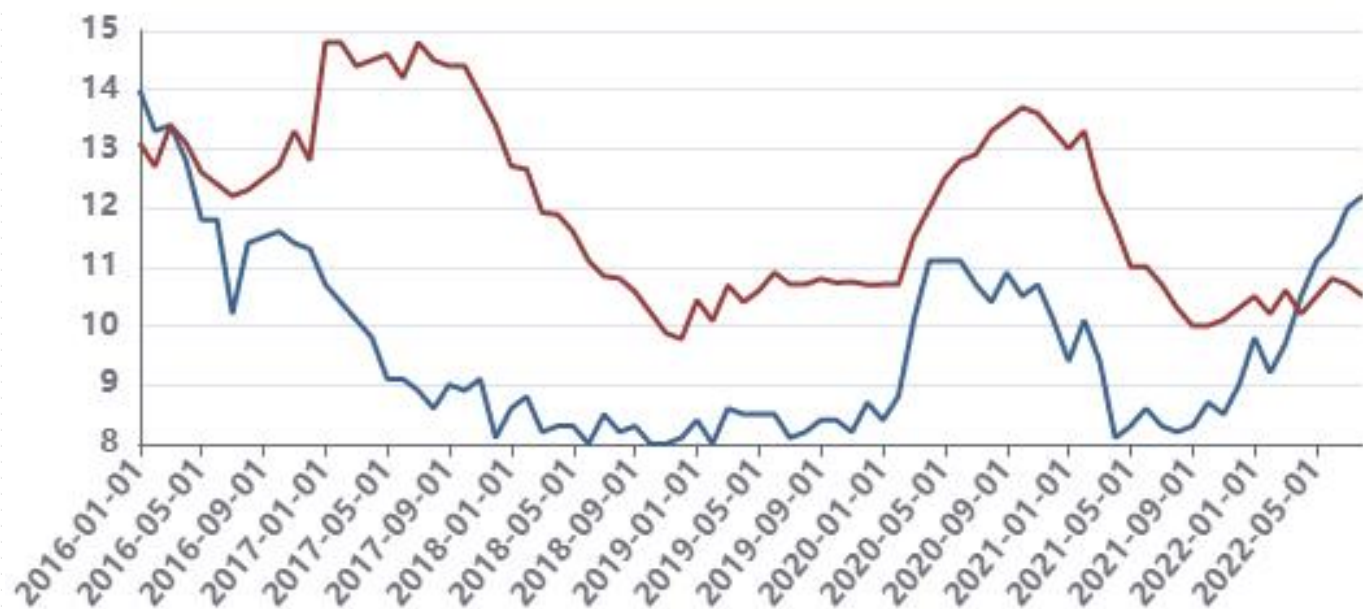
本月消费端同比明显回升，但考虑基数问题，实际改善力度小，环比数据已连续两个月负增，本月仅是负增幅度有所收敛。

经验上，在中期角度，消费与就业关系更大，中期处于修复区间，但修复速度较缓慢。

| | |
|---------------|------|
| 餐饮收入 | 8.4 |
| 其中：限额以上单位餐饮收入 | 12.9 |
| 商品零售 | 5.1 |
| 其中：限额以上单位商品零售 | 9.1 |
| 粮油、食品类 | 8.1 |
| 饮料类 | 5.8 |
| 烟酒类 | 8.0 |
| 服装、鞋帽、针纺织品类 | 5.1 |
| 化妆品类 | -6.4 |
| 金银珠宝类 | 7.2 |
| 日用品类 | 3.6 |
| 家用电器和音像器材类 | 3.4 |
| 中西药品类 | 9.1 |
| 文化办公用品类 | 6.2 |
| 家具类 | -8.1 |
| 通讯器材类 | -4.6 |
| 石油及制品类 | 17.1 |
| 汽车类 | 15.9 |
| 建筑及装潢材料类 | -9.1 |

二，核心逻辑—中期逻辑—估值

● M2:同比 ● 社会融资规模存量:同比

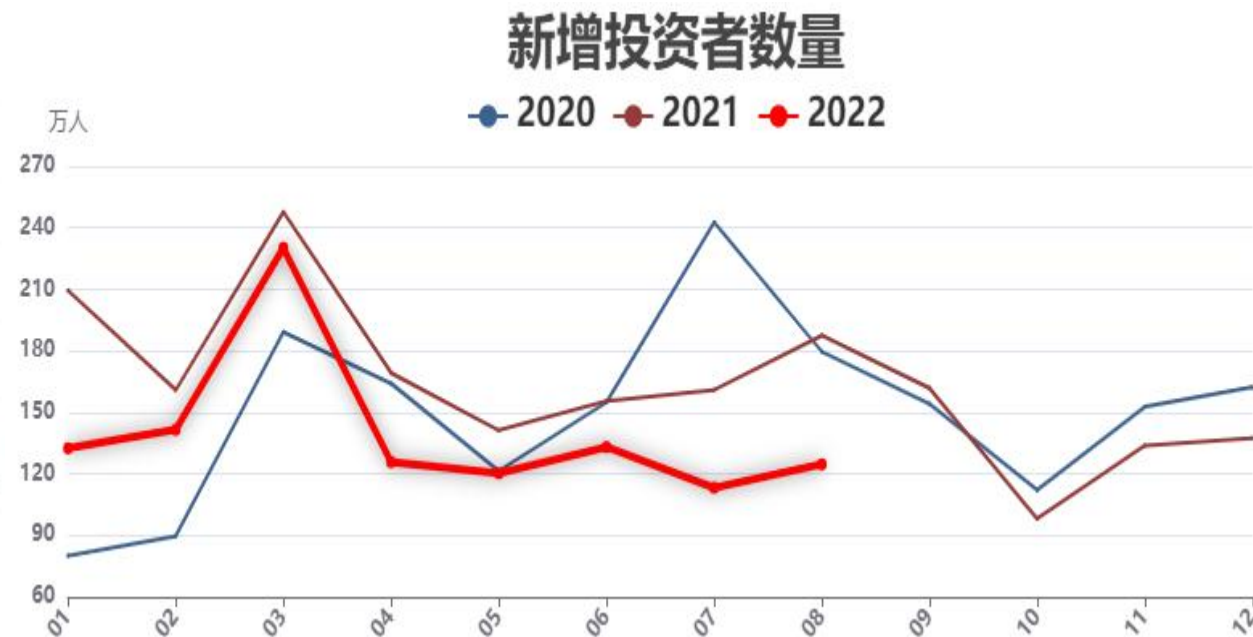


结合本月发布的金融数据来看，**流动性供给充裕，需求不足**，这种现象已持续一段时间，主要原因在中期需求不足问题。

解决中期需求不足最直接的办法“财政—专项债—基建”，考虑目前专项债额度已用完，新的额度下来之前或仍需要总量级的货币政策。

按照前期高层会议看下半年重点在保信用，增量财政政策落地前货币政策仍有预期，整体仍在宽松区间。

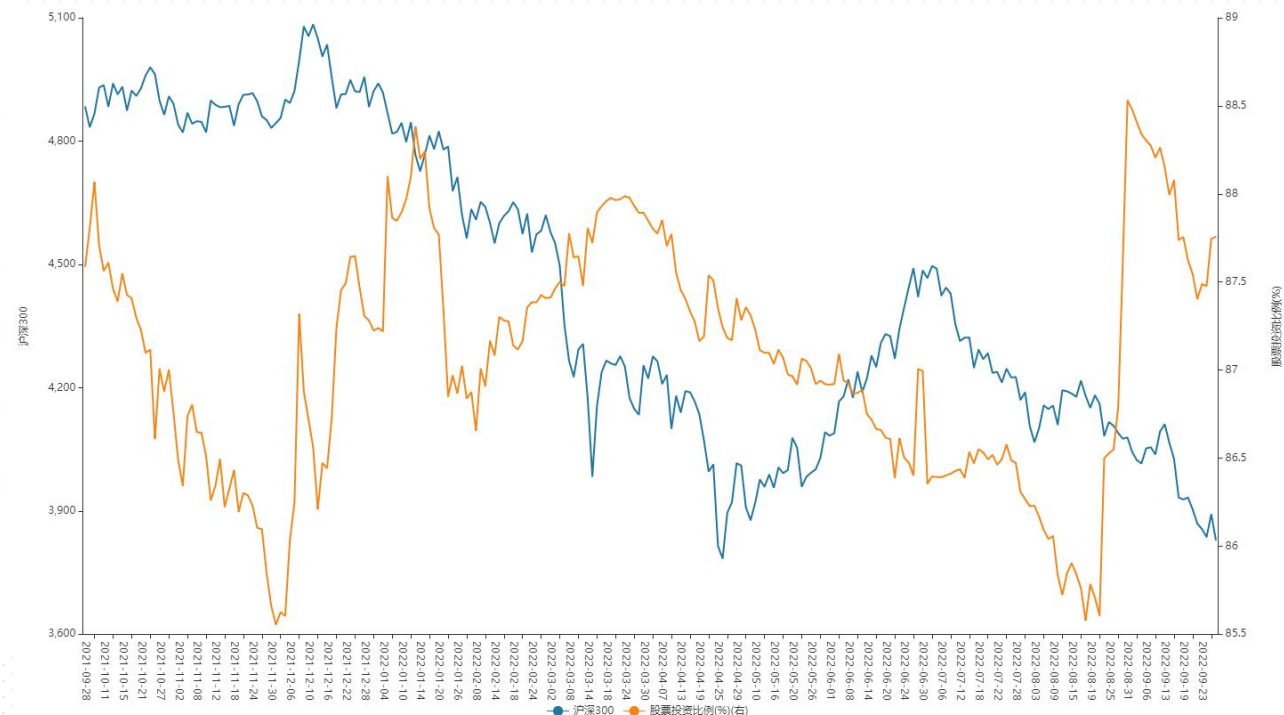
二，核心逻辑—短期逻辑—市场资金-增量资金



新增投资者数量连续十一个月同比下降，
新成立基金低位小幅增加，力度有限。
增量低位缓和。

二，核心逻辑—短期逻辑—市场资金-存量资金

■ 投机资金规模(左) ● 中证500指数(右1)



存量博弈资金连续处于下边界附近已有一段时间，这种状态会否持续暂不确定，但未来阶段回暖是大概率，

存量基金仓位整体偏高，

场内资金参博意愿低，闲置程度高。

二，核心逻辑—短期逻辑—交投情绪



月线情绪指标连续处于低谷期已有一段时间，这种状态会否持续暂不确定，但未来阶段回暖是大概率。

可以判断这里是情绪冰点区间，且压缩程度超过4月底，但很难把握到绝对低位。

三，策略建议

中长期逻辑(年)：“房住不炒”、“打破刚兑”，居民财富的储值方式正由投资性房地产和保本理财向标准化和净值型的金融资产转变，未来潜在增量资金规模较大。——**偏强**

中期逻辑(季)：盈利方面，高频数据显示，9月份延续缓慢复苏，依旧是基建拖底、地产拖累，制造业、消费分化中缓慢修复的状态，虽复苏速度较慢，但无新风险点；估值方面按照前期高层会议看下半年重点在保信用，基建是提升需求的重要发力点，增量财政政策落地前货币政策仍有预期，整体仍在宽松区间。——**中性偏强**

短期逻辑(月)：资金方面，增量低位缓和+存量低位酝酿；情绪方面，情绪指标低位酝酿。——**中性偏多**

国内资本市场中长期向好趋势不变，“房住不炒”“打破刚兑”为中长线重大行情奠定基础；
在中期逻辑仍有潜在利好、短期情绪指标比四月底更低迷的背景下，预计于全年而言“W”形的右侧已逐渐形成，未来或偏强；
在情绪指标压至大阶段低位背景下，未来企稳回升概率大。仅供参考。

风险：

- 1、出口增速或延续放缓。
- 2、地产风险尚未完全化解。
- 3、疫情好转中但风险尚未彻底消除。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。