

中性偏防守，持债观望

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

配置基调中性偏防守，四季度前半段以债券为主（债券权重 80%-90%），权益和商品为辅。四季度后半段，若观察到经济确实有改善，则可考虑将权重逐渐向权益转移（权益权重不超过 40%，偏向大盘和中盘）；否则，维持债券为主的配置策略，保持观望。需注意信用环境的改善难以一蹴而就，配置权重调整过程也相对缓慢。

摘要：

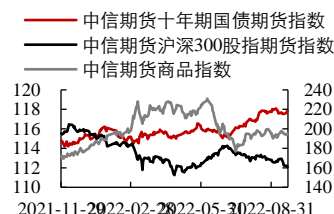
出口支撑减弱，经济驱动转向国内，预计四季度内需偏弱改善，大宗消费和地产政策是抓手。第一，消费整体偏弱，但存在一定超预期的可能，主要原因是汽车景气度有望持续至年底，并带动相关产业修复。第二，四季度预计 CPI 在 2%-3% 区间顶部震荡，PPI 在 -1%-2% 区间底部震荡，通胀不会限制货币政策，下游盈利边际改善，CPI 上行有望带动消费情绪回暖。第三，地产政策预期进一步提升，销售有望见底，地产竣工链有支撑，但是开工端需待明年。基建维持高增速。

金融系统资金宽松，年末资金有获利了结或防御倾向。权益杠杆居中，交易情绪低迷；债券杠杆高于往年同期，关注四季度资金面季节性压力。海外流动性收紧，汇率仍有压力，但不改国内货币宽松。估值视角，债市多头空间受限，权益 9 月调整后跌出一定性价比，关注稳增长政策刺激的低估值板块。

展望四季度，经济维持弱修复，货币环境宽松，信用边际改善但绝对数量上还处于磨底阶段，配置基调中性偏防守。组合配置权重方面，四季度前半段以债券为主（模型提示宽货币紧信用环境中债券权重 80%-90%），权益和商品为辅。11 月以后，若观察到经济确实有改善，宽信用初步得到验证，则或可将配置权重逐渐从债券向权益转移（权益权重不超过 40%，偏向大盘和中盘）；否则，维持债券为主的配置策略，保持观望。需要注意的是，在经济驱动尚不明确的环境中，信用的改善难以一蹴而就，观望氛围中，配置权重的调整过程也相对缓慢。

具体资产而言，债券仍是当下较优的配置选择，后续仍有降息降准可能，短期降准概率大于降息。权益在四季度关注稳增长刺激的低估值板块，以及部分回调后的高景气行业，风格上先价值后成长，消费和金融有性价比，新旧能源板块仍有投资机会。大宗商品需等待地产信号，四季度地产销售有望边际改善，基建高增长，工业品或有小反弹，但不是趋势，四季度工业品大概率仍在震荡格局；农产品关注粮食，生猪震荡偏强。原油震荡，低库存是底部支撑，衰退预期和加息是顶部抑制，地缘问题决定方向。美元强势，美债利率高位，四季度黄金偏弱。

风险点：国内政策超预期收紧，疫情扰动经济节奏，地缘风险，地产风险超预期



资产配置研究团队

研究员：

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

目 录

摘要:	1
一、 出口支撑减弱, 经济驱动转向国内	4
(一) 出口: 外部压力显现, 内需企稳的重要性上升	4
1. 海外压力如期传至, 四季度出口支撑较弱	5
2. 价格支撑出口韧性, 部分消费品数量负增长	6
(二) 政策支撑内需修复, 汽车和地产政策为主要抓手	7
1. 扩大内需政策密集出台	7
2. 消费数据料将缓慢修复, 汽车消费或形成主要支撑	8
3. 地产销售和竣工年底有望修复, 新开工难见拐点	13
4. 四季度基建或仍为拉动内需的主要驱动之一	16
二、 国内流动性维持宽松, 海外继续收紧	17
(一) 国内流动性四季度或仍维持宽松	17
(二) 四季度资金面或存扰动, 但是难有较大影响	18
1. 四季度资金面或存季节性压力	18
2. 通胀压力有限, 无法对货币政策形成掣肘	19
3. 人民币汇率突破心理关口, 汇率压力不改货币宽松	20
(三) 海外流动性仍在收紧阶段	20
三、 估值视角, 关注稳增长刺激的低估值板块	21
(一) 股债比价: 债市多头空间受限, 权益性价比提升	21
(二) 权益降杠杆, 债券加杠杆	22
(三) 板块比价: 分化显著, 关注家电、餐饮、银行板块	24
四、 量化视角下的资产配置建议	26
免责声明	28

图目录

图 1:	8 月出口走弱, 四季度存基数效应	5
图 2:	欧美、东盟出口金额占比近半	5
图 3:	主要经济体出口金额转头向下	5
图 4:	海外经济体制造业景气度下行	6
图 5:	库存周期高峰已过, 补库动能减弱	6
图 6:	今年来价格因素支撑出口韧性, 数量贡献下降指示海外需求放缓	7
图 7:	家电、集成电路出口数量负增长	7
图 8:	2022 年 7 月 28 日政治局会议后, 扩大内需政策密集出台	8
图 9:	10 月社会消费品零售总额料将达到下半年高点	9
图 10:	四季度消费者信心指数料将持续回暖	9
图 11:	消费水平与收入水平高度正相关	9
图 12:	今年居民收入水平平均低于往年同期 (除 2020 年)	9
图 13:	消费水平与失业率呈负相关性	10
图 14:	今年失业率高高于往年同期 (除 2020 年)	10
图 15:	今年居民储蓄情绪明显显著高于往年	10

中信期货资产配置四季度策略报告

图 16:	今年居民短期消费贷款占贷款比重再创新低.....	10
图 17:	汽车等四类消费品的修复速度最快.....	11
图 18:	汽车占社会消费品零售总额的比重接近 30%.....	11
图 19:	今年乘用车销量高于历史平均水平.....	11
图 20:	今年乘用车供给侧压力已有所减轻.....	11
图 21:	截至 9 月部分地区出台的购车补贴政策.....	12
图 22:	汽车政策周期效果比较	13
图 23:	21 年同期低基数有望支撑今年四季度汽车消费.....	13
图 24:	地产支持保交楼的相关措施.....	13
图 25:	2022 年 7 月 28 日政治局会议后, 各地购房优惠政策密集出台	14
图 26:	预计 2022 年商品房销售累计同比下跌 20.8%.....	15
图 27:	预计四季度商品房销售当月同比跌幅缩窄至 15%.....	15
图 28:	预计 2022 年竣工面积累计同比为-7.0%.....	16
图 29:	预计竣工面积当月同比将在年底有望转正.....	16
图 30:	预计 2022 年新开工面积累计同比-38.3%.....	16
图 31:	预计 2022 年新开工面积同比跌幅维持在 35%以上.....	16
图 32:	今年基建累计投资额为历年高点.....	17
图 33:	8 月基建投资增速继续回升.....	17
图 34:	石油沥青开工率于 9 月有显著回升.....	17
图 35:	水泥磨机运转率逐步回升.....	17
图 36:	M2-M1 的差值再次扩大	18
图 37:	M2 的组成 (%)	18
图 38:	社融存量同比增速出现回落.....	18
图 39:	社融-M2 继续维持下行	18
图 40:	四季度资金面存季节性压力.....	19
图 41:	四季度 MLF 大量到期	19
图 50:	股债比价视角, 权益性价比提升.....	22
图 51:	利率债风险溢价水平低于 2012 年以来 10 分位.....	22
图 52:	两融余额高位回落, 但仍高于 2018 年以来均值.....	23
图 53:	融资买入额低于 2018 年以来均值	23
图 54:	2018 年以来各行业融资买入额占成交额比值.....	23
图 55:	2018 年以来各行业融资余额占 A 股流通市值比例	23
图 56:	质押式回购余额位于高位, 债市杠杆位于均值附近.....	24
图 57:	8 月债市杠杆环比下滑, 但高于 2020 和 2021 同期.....	24
图 58:	Q2 行业盈利增速, 上游周期行业盈利高增, 成长板块增减互现, 消费、大金融业绩普降	25
图 59:	行业市盈率分位数	25
图 60:	货币信用周期下的 BL 模型回测结果表现最好.....	27
图 61:	8 月企业信用指标出现小反弹.....	27
图 62:	BL 模型历史上不同周期资产的平均配比.....	27

三季度是市场情绪和大类资产走势的分水岭：一方面，宏观经济结束了4月疫情冲击之后的环比修复阶段，再度面临国内经济基础尚不牢固、海外鹰派加息的考验，风险情绪由高转低。另一方面，8月降息打开了利率的空间，结束了债市年初以来的震荡格局，10年债利率中枢下移10BP至2.6%上方；股市偏弱震荡，9月加速下落，上证指数跌破3100点；大宗商品内部受到需求压制，外部受到流动性利空，整体维持弱势，油价从110美元/桶下跌至90美元/桶下方，伦铜在7500-8000美元/吨低位调整，螺纹钢价格也是跌至2020年下半年以来的低位。

展望四季度，经济维持弱修复，货币环境宽松，信用边际改善但绝对数量上还处于磨底阶段，配置基调中性偏防守。组合配置权重方面，四季度前半段以债券为主（模型提示宽货币紧信用环境中债券权重80%-90%），权益和商品为辅。11月以后，若观察到经济确实有改善，宽信用初步得到验证，或可将配置权重逐渐从债券向权益转移（权益权重不超过40%，偏向大盘和中盘）；否则，维持债券为主的配置策略，保持观望。需要注意的是，在经济驱动尚不明确的环境中，信用的改善难以一蹴而就，观望氛围中，配置权重的调整过程也相对缓慢。

具体资产而言，债券仍是当下较优的配置选择，后续仍有降息降准可能，短期降准概率大于降息。权益在四季度关注稳增长刺激的低估值板块，以及部分回调后的高景气行业，风格上先价值后成长，消费和金融有性价比，新旧能源板块仍有投资机会。大宗商品需等待地产信号，四季度地产销售有望边际改善，基建高增长，工业品或有小反弹，但不是趋势，四季度工业品大概率仍在震荡格局；农产品关注粮食，生猪震荡偏强。原油震荡，低库存是底部支撑，衰退预期和加息是顶部抑制，地缘问题决定方向。美元强势，美债利率高位，四季度黄金偏弱。

一、出口支撑减弱，经济驱动转向国内

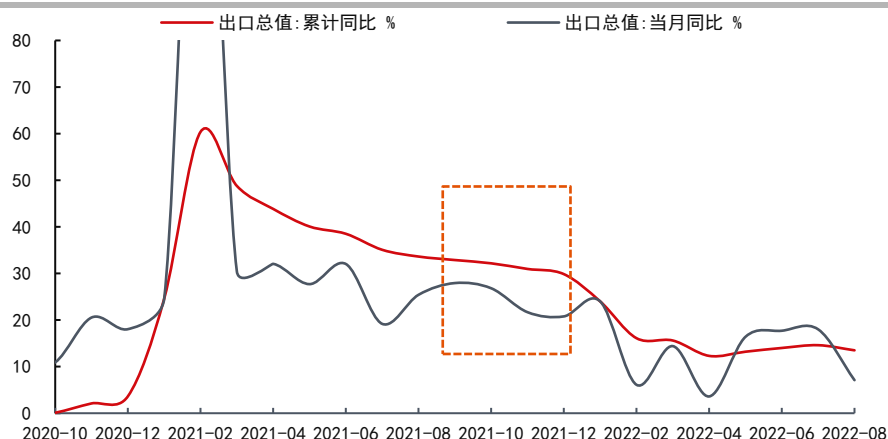
（一）出口：外部压力显现，内需企稳的重要性上升

受欧洲能源危机影响和价格因素拉动，下半年来我国出口数据超预期保持较强韧性，在普遍不明朗的经济数据中表现亮眼。但是海外需求的寒意逐渐显现，我国8月份出口数据转弱，美元计价的出口金额同比+7.10%，较前值（+18.0%）大幅回落，且显著低于预期（+13.5%）。

展望四季度，海外主要经济体制造业景气度下行，库存高峰已过，补库动能减弱，叠加基数效应，预计四季度出口支撑不足，内需企稳的重要性上升。

图1： 8月出口走弱，四季度存基数效应

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

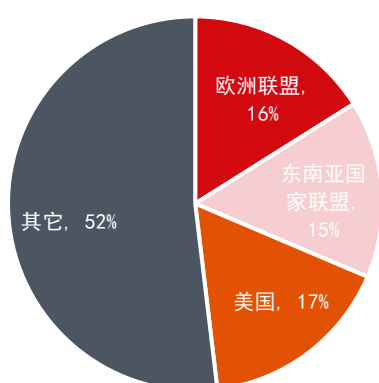
1. 海外压力如期传至，四季度出口支撑较弱

寒意终将来袭，海外需求放缓的压力如期传至国内，侧面验证 5、6 月出口的“韧性”是疫情积压而集中发货所导致的假象。欧盟、美国、东盟是我国主要出口地区，合计占比近 50%。从 2021 年下半年以来，欧美和部分亚洲国家的制造业 PMI 进入下行区间，预示着今年出口整体承压，其中 5、6 月份数据好转主要因疫情积压商品集中出口，商品出清后 8 月份三大经济体出口金额同比增速集体转头向下，其中美国由正转负，反向拖累出口金额增速。另外美国 8 月 CPI 超预期对应美联储鹰派加息，以及补库高峰已过进入去库周期，叠加基数抬升，四季度出口支撑较弱。

图2： 欧美、东盟出口金额占比近半

单位：%

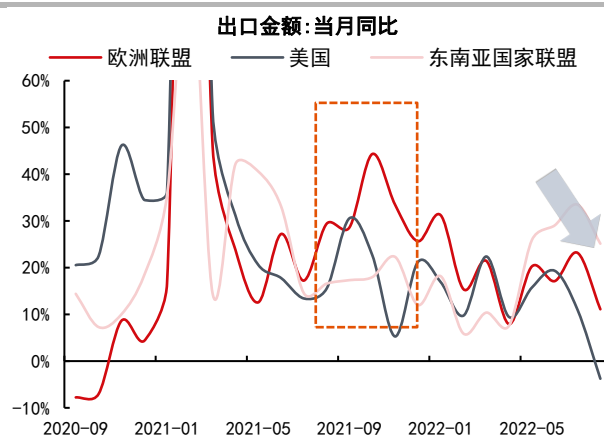
2022年1-8月出口金额占比（分地区）



资料来源：Wind 中信期货研究所

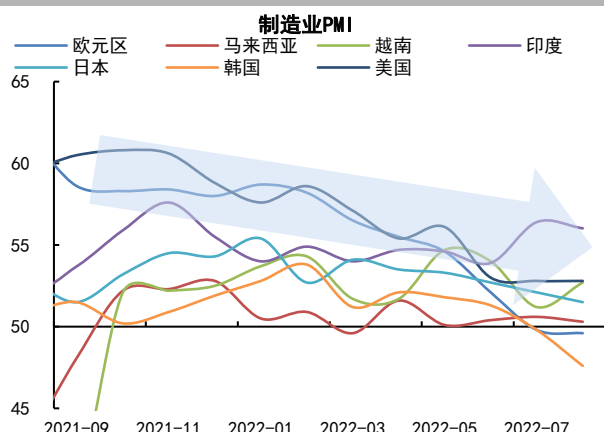
图3： 主要经济体出口金额转头向下

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图4：海外经济体制造业景气度下行 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图5：库存周期高峰已过，补库动能减弱 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

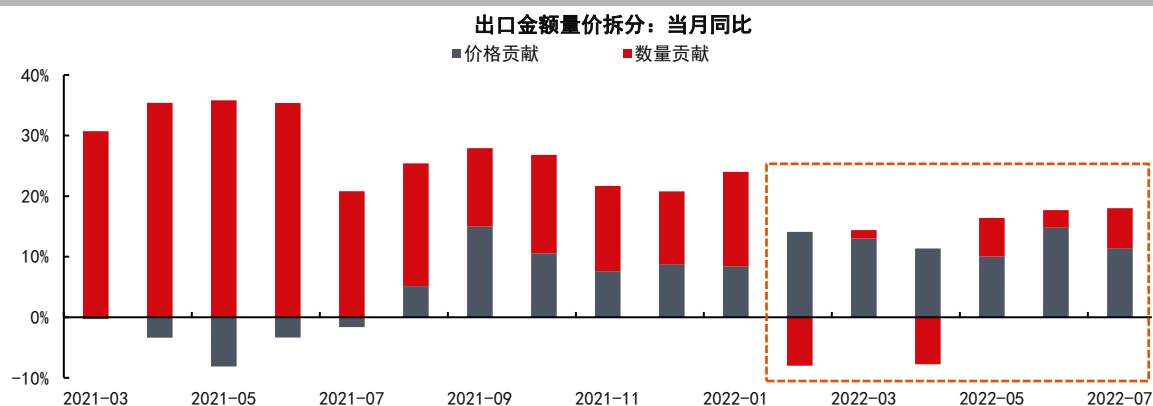
2. 价格支撑出口韧性，部分消费品数量负增长

年初以来，因海外能源危机和通货膨胀，价格成出口金额增长的主要贡献因素，7月出口金额同比+18%，其中价格因素贡献+11%，数量因素仅贡献+7%，而数量贡献持续下滑是外需疲软最直接的表现。8月出口重点商品中，因海外能源危机和通胀高企，国内成品油、稀土等原材料成本优势，内外价差驱动出口景气；由于国内汽车产能恢复和政策扶持以及国外防疫松动，汽车出口金额保持高增；受海外经济衰退影响，家电、集成电路等中下游产品出口数量显著下滑。

展望四季度，欧洲天然气库存累至高位，在需求受限和补库稳定的前提下，预计能够满足明年三月份前的需求，整体处于紧平衡状态。海外能源成本将维持高位，对我国能源类和高能耗商品出口量价均有支撑，例如成品油、稀土、钢材、铝材、化工产品等。长期来看高成本低利润环境将持续抑制需求和开工意愿，不利于我国出口；美国CPI超预期美联储鹰派加息预期增强、欧央行持续加息，人民币贬值，海外需求放缓，中下游产品出口量价承压。

图6： 今年来价格因素支撑出口韧性，数量贡献下降指示海外需求放缓

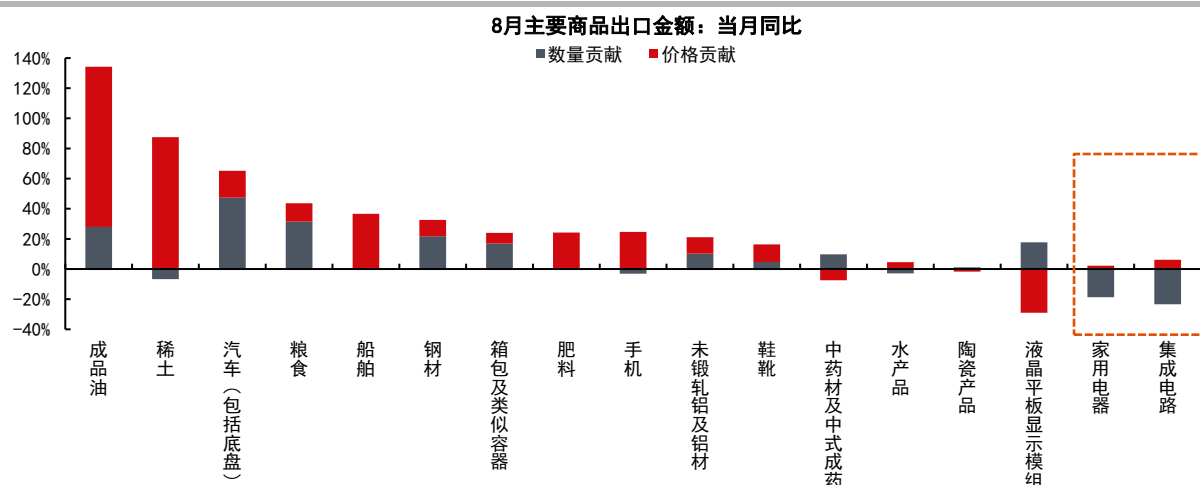
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图7： 家电、集成电路出口数量负增长

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 政策支撑内需修复，汽车和地产政策为主要抓手

1. 扩大内需政策密集出台，以汽车和地产政策为主要抓手

7月底政治局会后，扩大内需政策密集出台。进入下半年以后，随着地产信用风险的扩散以及局部地区疫情的反复，国内经济修复动能明显减弱。随着外需逐步回落，如何有效扩大内需成为当务之急，7月28日政治局会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为”后，各类扩大内需政策密集出台。

图8： 2022 年 7 月 28 日政治局会议后，扩大内需政策密集出台

	日期	部门	内容
货币	09/05	央行	继续对小微企业和个体工商户、货车司机贷款及受疫情影响的 个人住房与消费贷款等实施延期还本付息。保障房地产合理融资需求，合理支持刚性和改善性住房需求。
	08/31	国常会	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。
	08/24	国常会	持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应， 降低企业融资和个人消费信贷成本。
	08/22	央行	1 年期 LPR 下调 5bp 至 3.65%，5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.30%
	08/15	央行	中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。
财政	09/14	国常会	对制造业中小微企业、个体工商户缓缴的所得税等五税两费，9 月 1 日起再延迟 4 个月补缴，涉及缓税 4400 亿元。同时对制造业新增留抵税额即申即退，2 个工作日到账，今年后 4 个月再为制造业退税 320 亿元。
	08/31	国常会	用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具 基础上，根据实际需要扩大规模；将上半年开工项目新增纳入支持范围，对之前符合条件但因额度限制未投放项目自动纳入支持；扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，并尽可能吸引民间投资。 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。
消费/ 投资	09/12	国务院 专题会	稳经济要靠市场主体，要在助企纾困同时， 促进消费恢复成为主拉动力、更大力度扩有效投资 ，为主市场主体创造需求、提振信心。
	09/09	国常会	决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持， 促进消费发挥主拉动力作用。
	09/05	国务院 例行吹风会	进一步促进汽车、家电、家居等重点领域消费，加大针对性纾困帮扶力度，支持餐饮、住宿等行业恢复发展，在严格做好疫情防控的前提下， 持续办好消费促进活动，积极打造消费新场景 ，完善城乡商贸流通体系，大力推动农村消费。
	09/05	商务部	开展全国家电以旧换新、推进绿色智能家居下乡等工作。
	08/31	国常会	支持刚性和改善性住房需求 ，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。 促进汽车等大宗消费。
	08/18	国常会	将已两次延期实施、今年底到期的免征新能源汽车购置税政策，再延期实施至明年底。
	08/18	工信部	引导扩大汽车、家电、绿色建材等 大宗商品消费需求。
	08/16	座谈会	多想办法促消费，盘活专项债债务限额空间，用好政策性开发性金融工具， 扩大有效投资并带动消费。
	07/29	国常会	推动消费继续成为经济主拉动力。 除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。鼓励地方对绿色智能家电、绿色建材等予以适度补贴或贷款贴息。加快线上线下消费融合，积极发展数字消费。

资料来源：Wind 中信期货研究所

从上表扩大内需的政策上来看，主要分为两大类：一是以汽车为重心的大宗消费促进政策；二是以地产投资为重心的投资促进政策。因此，后文我们也从消费和投资这两个方面入手，对四季度我国内需走势做深入判断。

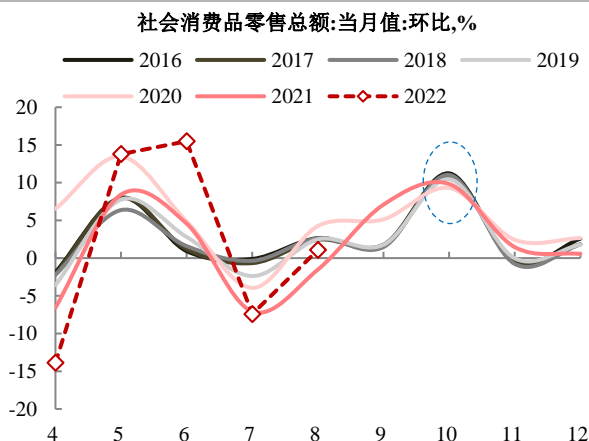
2. 消费数据料将缓慢修复，汽车消费或形成主要支撑

2.1 四季度消费或季节性回暖，但整体仍处于偏弱水平

10 月旺月将支撑四季度消费增速，但修复斜率不宜高估。四季度首月 10 月

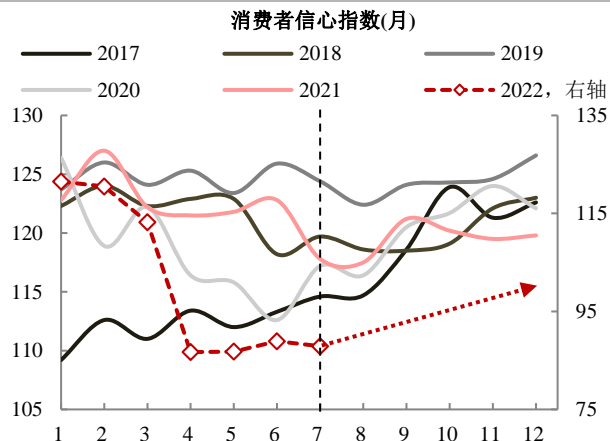
作为传统消费旺月，其环比高增已是市场一致预期，但从消费能力和消费意愿上来看，今年四季度消费增速大概率接近或弱于 2021 年。

图9：10月社会消费品零售总额料将达到下半年高点 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图10：四季度消费者信心指数料将持续回暖 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

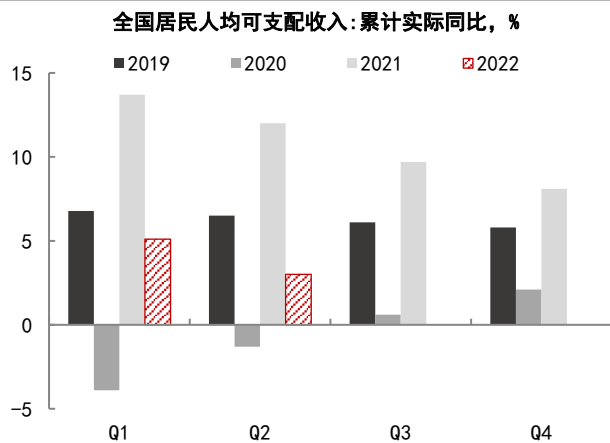
从消费能力上来看，居民收入和失业率并未显著改善。从历史经验上来看，居民收入和就业水平呈现较明显的正相关性，即当居民收入越高或失业率越低时，社会消费水平增速越快。而从今年上半年的情况来看，居民人均可支配收入和失业率均低于去年同期水平。而从图2和图3可以观察到，2021年四季度的社消环比增速并不亮眼，2021年四季度消费者信心指数更是处于历史最低水平。因此，从消费能力的角度看，今年四季度消费增速大概率将与去年同期持平，悲观情况下甚至将不及去年增速。

图11：消费水平与收入水平高度正相关 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图12：今年居民收入水平均低于往年同期（除2020年）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图13: 消费水平与失业率呈负相关性

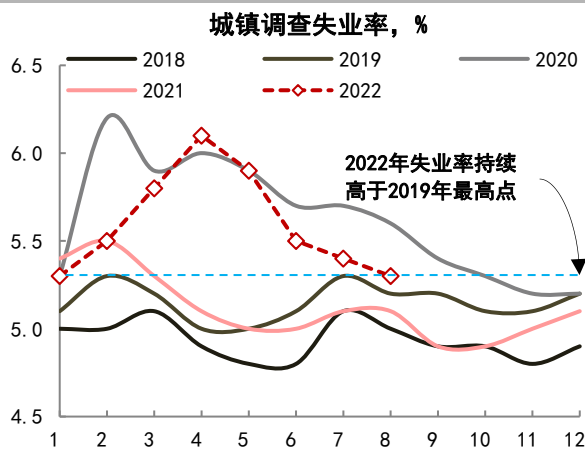
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究所

图14: 今年失业率高于往年同期（除2020年）

单位: %

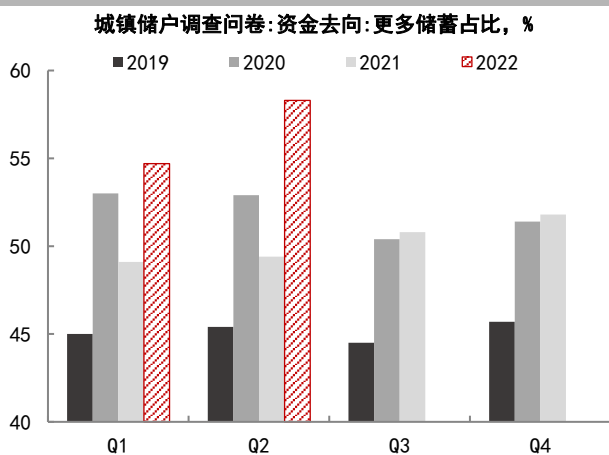


资料来源: Wind 中信期货研究所

从消费意愿上来看，居民风险偏好仍未恢复。在疫情冲击下，居民防御性储蓄显著增加，在今年居民资金去向调查问卷中，倾向于更多储蓄的人数占比持续高增，甚至高于2020年疫情爆发时的水平，而这个数据也与短期消费贷款占住户贷款比重大幅下降相呼应。居民储户意愿的大幅上行和消费短贷大幅减少都凸显出目前居民消费意愿不强，风险偏好仍处于较低水平。

图15: 今年居民储蓄情绪明显显著高于往年

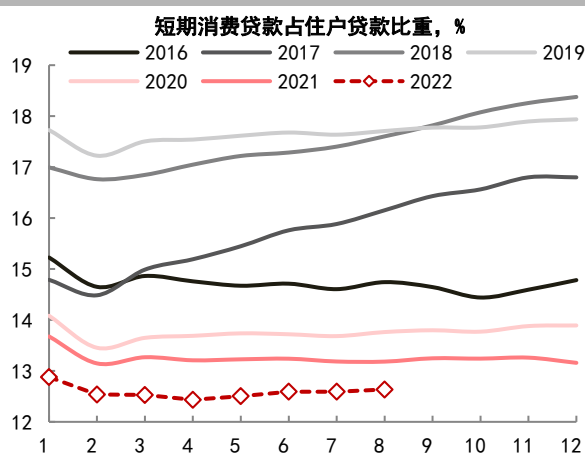
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究所

图16: 今年居民短期消费贷款占贷款比重再创新低

单位: %

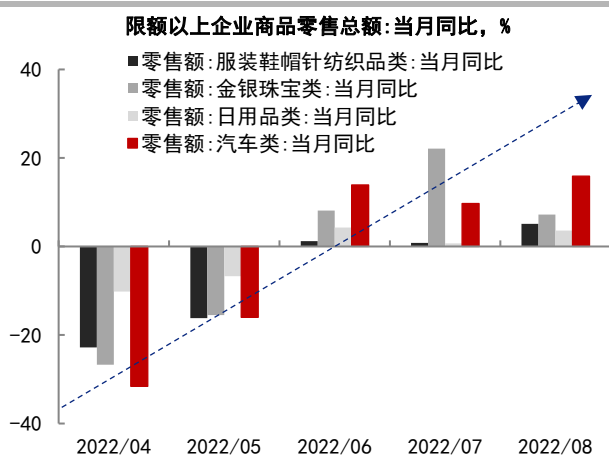


资料来源: Wind 中信期货研究所

虽然从整体上来看，今年下半年消费或仍将处于偏弱水平，但在扩大内需政策的持续作用下，消费在结构上或存在一定超预期修复的可能。从社消的结构上来看，自今年4月同比增速达到最低点以来，截止8月有四个行业的同比增速修复最明显，分别为：服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类、日用品类、汽车类。但从占社消比重的角度来看，汽车消费占比则接近30%，而其余三类占比总和不及汽车消费的一半。此外，从4-8月的增速动能来看，除金银珠宝和汽车消费仍维持较高外，其余二类进入下半年后增速均显著放缓。所以，不论从占消费比重的角度来看，还是从增速持续性的角度来看，都表明汽车零售额或是下半年为消费增速提供增量贡献的主要行业。因此，在下一部分我们将主要就汽车消费四季度

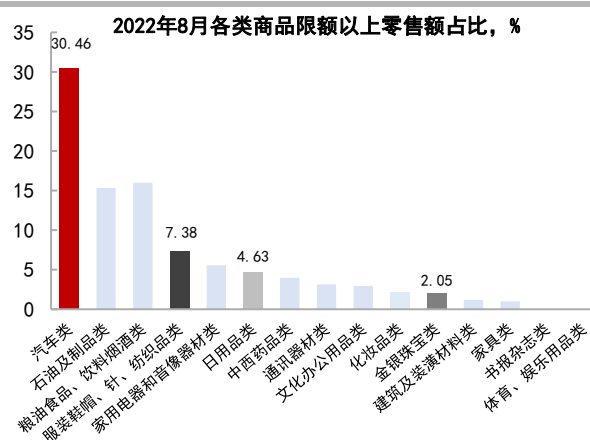
走势做简要的判断。

图17：汽车等四类消费品的修复速度最快 单位：%



资料来源: Wind 中信期货研究所

图18：汽车占社会消费品零售总额的比重接近 30% 单位：%

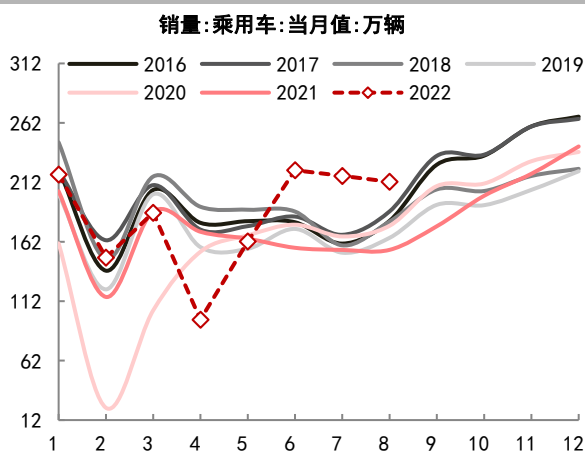


资料来源: Wind 中信期货研究所

2.2 政策支撑汽车消费继续向好

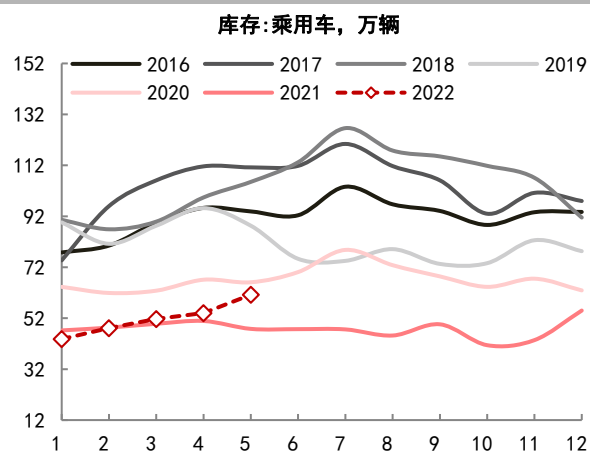
政策支撑叠加消费旺季，四季度汽车消费有望继续向好。一方面，从历史销量上来看，四季度往往是汽车销售的旺季；另一方面，在国家多次强调促进大宗消费的背景下，各地购车补贴持续发力，6、7、8月的乘用车销售数据远超往年同期，虽然其中有4月被抑制需求挪移至后续月份的因素，但整体拉动效果仍比较显著。此外，困扰2021年汽车市场的缺芯问题在今年逐步得到缓解，乘用车库存已逐步向2020年水平靠拢。因此，不论是从政策上来看，还是从季节性增长上来看，四季度汽车销售持续向好的可能性都是比较高的。

图19：今年乘用车销量高于历史平均水平



资料来源: Wind 中信期货研究所

图20：今年乘用车供给侧压力已有所减轻



资料来源: Wind 中信期货研究所

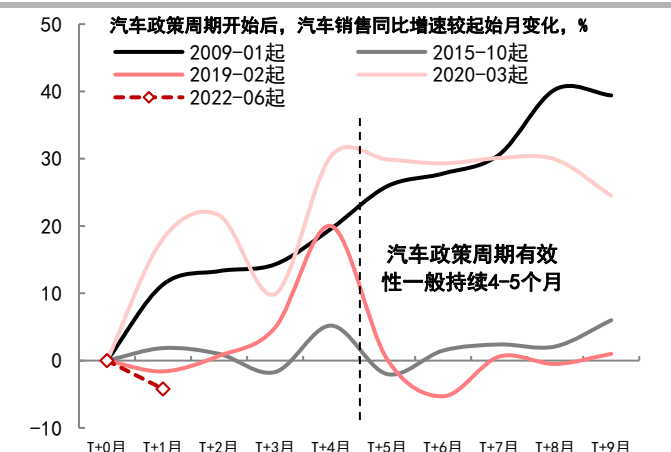
图21：截至9月部分地区出台的购车补贴政策

新增购车指标	上海：年内新增4万沪牌，广州：5-6月新增3万指标；深圳：年内新增2万指标；
燃油车补贴	中山：1000-13000元/辆；太原：2000-5000元/辆；沈阳：2000-5000元/辆；
	郑州：最高补贴8000元/辆；青岛：3000-10000元/辆；
	海南海口：消费券最高补贴5000元/辆；吉林长春：消费券最高补贴5000元/辆；
	浙江宁波：消费券满15万元减5000元，满10万元减3000元；
	广东：以旧换新补贴3000-5000元/辆；湖北省：以旧换新补贴2000-3000元/辆；
	山东：以消费券补贴2000-5000元/辆；江西省：摇号补贴，新车奖池3600万元；
新能源车补贴	上海：每辆补贴10000元；广州：每辆补贴10000元；深圳：最高补贴10000元/辆；
	中山：2000-22000元/辆；珠海：2000-12000元/辆；太原：3000-6000元/辆；
	沈阳：2000-5000元/辆；郑州：最高补贴8000元/辆；青岛：3000-10000元/辆；
	海南海口：消费券最高补贴5000元/辆；吉林长春：消费券最高补贴6000元/辆；
	浙江宁波：消费券满15万元减5000元，满10万元减3000元；
	广东：以旧换新补贴8000-10000元/辆；湖北省：以旧换新补贴5000-8000元/辆；
整体补贴	山东：以消费券补贴3000-6000元/辆；江西省：摇号补贴，新车奖池1000万元。
	河北：每购1辆10万元以下的新车，补贴1000元；每购1辆10（含）至20万元的新车，补贴3000元；每购1辆20（含）万元以上的车，补贴5000元。汽车以旧换新，在新车补贴标准基础上增加500元。
	北京昌平：投放第三期1000万元汽车消费券，消费者在购车时最高可省6900元。
	西安：6月至9月份，发放1亿元汽车专用消费券，对居民个人在西安市注册登记的限额以上汽车销售企业购买乘用车新车并在西安市登记挂牌的，给予每辆汽车一定补助，先到先得，领完为止。

资料来源：金十数据 Wind 中信期货研究所

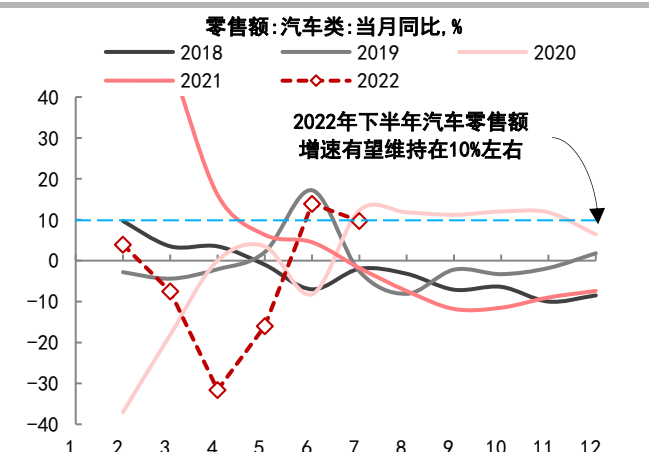
按以往汽车政策刺激周期带来的销售弹性来看，下半年汽车零售额增速有望维持在10%左右。2009年之后，汽车市场经历了4轮政策刺激周期，分别为：1) 2009年1月-2011年底，以乘用车购置税减免、汽车下乡、以旧换新为主；2) 2015年10月-2017年底，以乘用车购置税减免、新能源车补贴以及免征购置税、取消二手车迁移政策为主；3) 2019年，以新能源车补贴及免征购置税延长、汽车下乡、放开限购为主；4) 2020年-2021年，以新能源车补贴延长、汽车下乡为主。其中，2021年受缺芯影响，政策刺激效果较弱。因此，我们根据2009、2015和2020年汽车政策周期开始后9个月内汽车销售额同比变化（社零口径），对下半年汽车销售额增速做预测。从比较结果来看，政策刺激效果一般持续4-5个月，且期间内汽车销售额增速与起始月增速差距并不大。考虑到2021年四季度汽车销售额基数较低，而2022年6-7月汽车销售额同比增速平均值在10%左右，叠加政策刺激效果维持4-5个月，2022年下半年汽车零售额增速料将维持在10%左右。

图22：汽车政策周期效果比较



资料来源：Wind 中信期货研究所

图23：21年同期低基数有望支撑今年四季度汽车消费



资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 地产销售和竣工年底有望修复，新开工难见拐点

3.1 需求端刺激政策预期提升，四季度商品房销售有望修复

各地各部门纷纷出台相关保交楼和购房补贴政策。7月28日，中央政治局提及房地产明确“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。此后，隔离陆续出台相关保交楼政策，主要方式有政府回购地块、成立纾困基金、实控人提供资产、第三方房企开发代建、破产复工续建、金融机构过桥等。另一方面，为提振居民购房信心，各地也密集推出购房优惠政策，随着这一部分购房需求逐步被释放，地产销售底部或将加速显现。

图24：地产支持保交楼的相关措施

方式	参与主体	具体形式	具体例子
政府回购地块	地方政府	收购部分未动工土地，返还房企土地款用于保交楼。	恒大退还广州足球场地块
成立纾困基金	国企	以强信用的新主体（国企等）来撬动金融杠杆，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘的存量资产盘活。	郑州成立地产纾困基金
实控人提供资产	信托等	实控人释放其抵押的在建工程（解质押），用于申请开发贷。	河南郑州名门翠园
第三方房企开发代建	其他房企	通过品牌换新、信用重构来激活销售。	广州奥园云和公馆项目
破产复工续建	债权人	破产方式或用于股权清晰、房企无力追加资金或资产、而要求债权人吸收损失，需防范房企道德风险。	温州市苍南县的“华臣一品苑”
金融机构过桥	银行	收购问题资产，完成预售部分的交楼，剩余建设租赁住房并形成REITs上市退出。	

资料来源：Wind 中信期货研究所

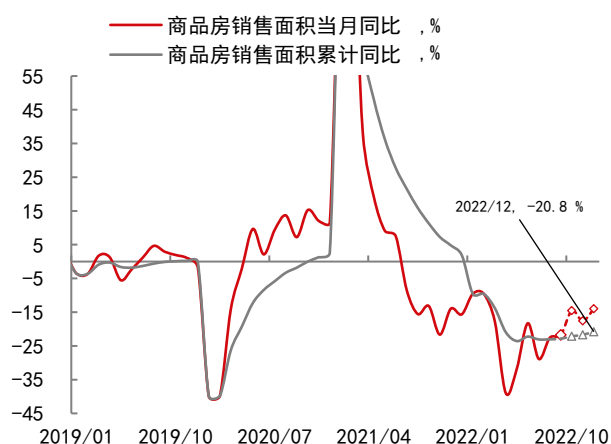
图25：2022 年 7 月 28 日政治局会议后，各地购房优惠政策密集出台

时间	地点	内容	时间	地点	内容
09/14	广州	“一房一价”楼栋均价调整为可上浮 10%、下浮 20%。	08/24	长沙	二套房契税新标准，大于 90 平方米按 2%税率执行。
09/14	苏州	苏州市区全域针对外地人购买首套房取消相关约束条件。	08/24	阳新	买新建商品住房最多补贴 12000 元。
09/14	长春	发放 6000 万元购房消费券，按照每套商品住房 1.5 万元标准发放，共计 4000 份。	08/24	常州	常州市二手房全面取消限售。
09/13	江苏	三孩家庭首次公积金贷款额度再提高 10 万元。	08/24	眉山	一次性团购 30 套以上新房可优惠购房款的 3%。
09/13	淳安	买房最高补贴 5 万元，团购房源 50 套以上再降价 5%。	08/23	定州	鼓励多孩家庭使用公积金购房，最高限额增加 20 万元。
09/12	汕尾	推行“一人购房全家帮”新政，以及受理异地购房贷款。	08/22	宁波	首套房和二套房房贷利率下调至 4.1%和 4.9%。
09/11	台州	第二次申请住房公积金贷款首付比例分别调整为 20%。	08/19	长沙	买新建商品房补贴 50%契税。
09/11	成安	引进的高层次人才来成安县创业，购买自用商品住房，不受住房政策限制，给予博士 8 万元、硕士 5 万元补贴。	08/18	麻城	生育三孩家庭买房及农民进城买房均补贴 1 万元。
09/10	临安	2022 年 9 月 15 日至 2023 年 3 月 14 日，购置总价不超过 300 万元的新建商品住房给予房屋总价 1.5%补贴。	08/18	昆山	符合人才认定的非本地户籍居民可购三套房。
09/10	兰溪	对于教育、卫健系统在职在编人员购房，给予专项奖励。	08/18	福州	高层次人才最高可获 180 万元购房补贴。
09/09	淮南	2022 年 9 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间，个人在高新区购买新建商品房（住宅、非住宅），享受购房补助政策。	08/17	宿州	可先提取账户内公积金余额，再申请住房公积金贷款。
09/08	建德	三孩最高补 5 万，企业团购最高优惠 12%。	08/17	济南	无须提前还贷，无须垫付资金。
09/08	德州	购房提取住房公积金无房屋套数限制。	08/16	湖州	缴存职工家庭单笔住房公积金最高可贷 70 万元。
09/08	建德	购买新建商品房的常住居民，对生育三孩家庭给予购房款 3% 的补助，单套补助最高不超过 5 万元。A 类规上工业企业法人购房作为员工福利房，团购最高优惠可达 12%。	08/15	惠州	首套普通住房首付降至 2 成。
			08/12	无锡	名下有一套住房且贷款已结清二套房首付最低 30%。
09/08	石家庄	使用公积金贷款买房，购房者父母可作为共同还款人。	08/12	济南	在济南市行政区域内购买第二套普通自住住房申请住房公积金贷款，最低首付款比例由 60%调整至 40%。
09/07	周口	购买一套房已结清贷款的，第二套住房首付按首套执行。	08/12	南京	下调住房贷款首付比例，二套房最低 30%。
09/03	重庆	公积金可贷 50 万，多子女家庭二套房最低首付为 25%。	08/11	长春	对相关人群给予 200 元/平方米购房补贴。
09/02	海南	拟落地“一人购房全家帮”相关措施。	08/10	福州	提高住房公积金租房提取额度。
09/01	南昌	2022 年 9 月 1 日至 11 月 30 日期间，由县财政投入 3000 万元，分两期投入购房补贴，以消费券形式发放。	08/10	新余	中心城区购房实行财政补贴，最高 200 元/平方米。
09/01	富阳	契税补贴 50%，集体购买 10 套及以上额外优惠 3%。	08/09	海门	首套房首付比例两成，公积金贷款最高 160 万元。
08/31	鞍山	子女在本市购房可申请提取一次父母的住房公积金。	08/08	安庆	提高公积金贷款额度至 55 万元，支持异地公积金贷款。
08/30	贵阳	调整住房公积金个人住房贷款首套房认定标准。	08/04	勐腊	适度调高公积金贷款额度，优化公积金贷款条件。
08/29	东莞	限购区域房贷首付款比例下调 10%。	08/03	磐安	提高公积金贷款额度，鼓励金融机构降首付降利率。
08/29	威海	住房公积金最高贷款额度提高至 80 万元。	08/02	嘉兴	二孩、三孩居民家庭购新房可享最高不超 10 万补贴。
08/26	济南	大专以上学历，累计缴满社保 3 个月可在限购区购房。	08/01	杭州	发布实施三孩家庭住房公积金优惠政策的通知。

资料来源：Wind 中信期货研究所

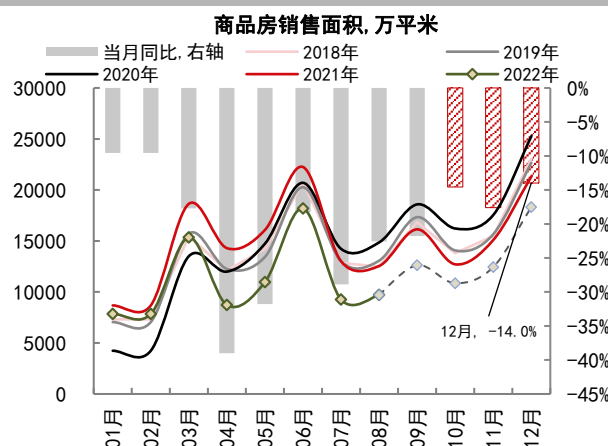
预计 2022 年商品房销售累计下跌超过 20%，商品房销售有望在四季度当月同比跌幅缩窄至 15%。测算依据：1）政府在三季度出台多项保交楼政策；2）从历史来看，二手房占（一手房+二手房）比重的上涨周期大概会持续 8-10 个月，本轮上涨周期已经持续 8 个月，考虑到未来二手房的社会库存在经过较长时间的消化后，预计二手房占（一手房+二手房）的比重在今年四季度开始出现回落；3）考虑到上半年地方政府出台的政策对商品房销售回暖的帮助有限，为了稳定房企正常经营以及推动房地产投资修复，预计后续会持续加码刺激力度更强的因地制宜的地产宽松政策。

图26： 预计 2022 年商品房销售累计同比下跌 20.8%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图27： 预计四季度商品房销售当月同比跌幅缩窄至 15%



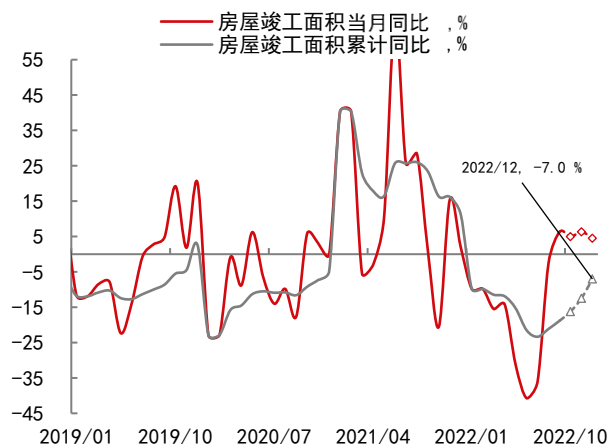
资料来源：Wind 中信期货研究所

3.2 竣工年末有望回升，新开工难见拐点

预计 2022 年竣工面积累计下跌 7%，竣工面积当月同比有望在年底转正。测算依据如下：1）考虑到当前房企停工的项目背后债务情况复杂，项目收益模糊，使得近期出台的保交楼政策在落地的时候可能需要花费一定的时间。在相关政策出台之后，预计需要到四季度才能逐渐见效；2）从企业经营端来看，国企竣工领先全行业 1-1.5 年，2021 年国企竣工增速反弹预示全行业竣工有望在年末回升；3）从微观商品端来看，玻璃和 PVC 产量同比增速领先于竣工，根据当前的数据对应四季度之后竣工会有修复。

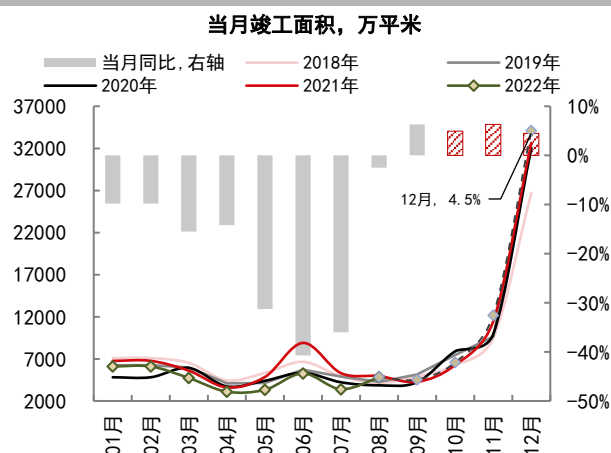
预计 2022 年新开工面积累计下跌超过 38%，新开工面积当月同比预计在四季度降幅维持在 35%以上。测算依据如下：1）基于历史经验判断，土地成交领先新开工 6 个月。考虑到今年上半年土地成交持续下跌，对应到新开工今年下半年或可能难见拐点；2）当前国企在销售以及拿地的表现均显著好于民企，国企具有能力以及责任托底全行业的新开工；3）由于市场上优质项目较少，前期期待较高的并购潮并没有发生，进而带动新开工的程度有限。

图28： 预计 2022 年竣工面积累计同比为-7.0%



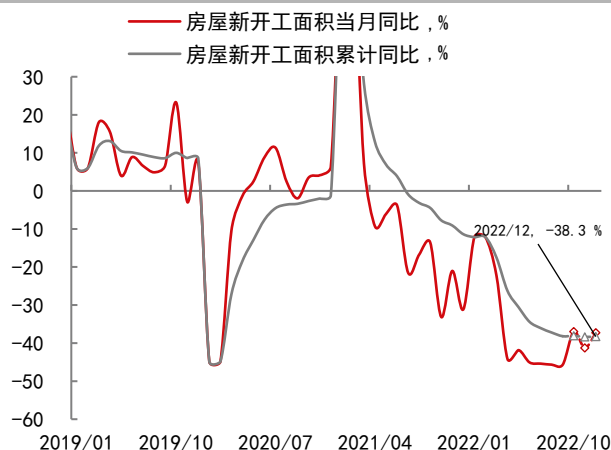
资料来源：Wind 中信期货研究所

图29： 预计竣工面积当月同比将在年底有望转正



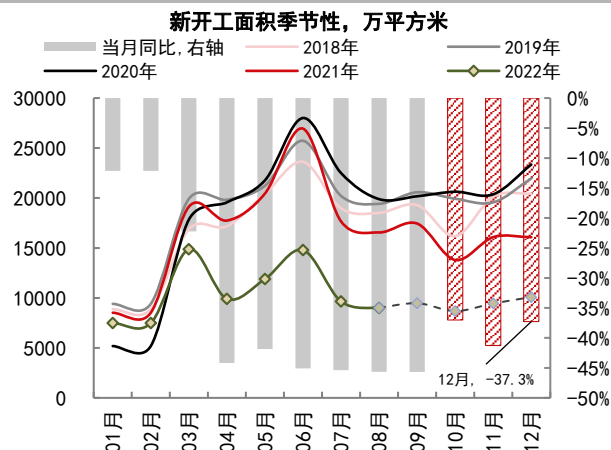
资料来源：Wind 中信期货研究所

图30： 预计 2022 年新开工面积累计同比-38.3%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图31： 预计 2022 年新开工面积同比跌幅维持在 35%以上



资料来源：Wind 中信期货研究所

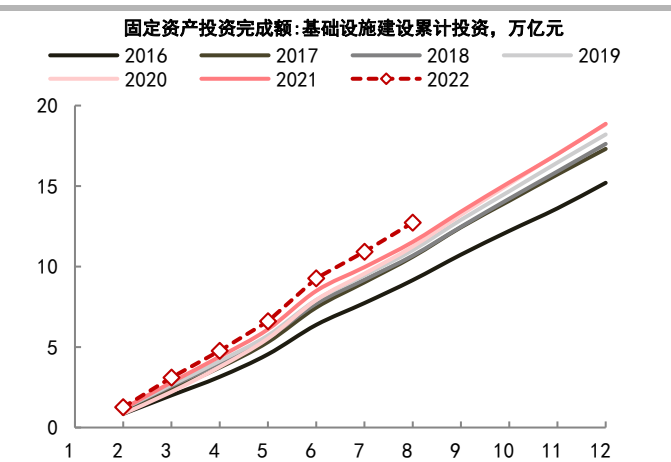
4. 四季度基建或仍为拉动内需的主要驱动之一

8 月基建继续反弹，基础设施建设投资累计增速同比增长 10.37%，不含电力累计同比增长 8.30%，两个口径增速均维持回升态势。6 月 30 日国常会决定发行的 3000 亿元政策性开发性金融工具已于 8 月 26 日投放完毕，支持重大项目超过 900 个，带动 8 月基建增速维持较高增速。从资金投向端来看，水利、环境和公共设施建仍为主要投向，累计同比增速快速上升至 13.00%。

四季度基建或仍为拉动内需的主要抓手之一。在 8 月 24 日国常会追加的 19 项稳增长接续政策中，3000 亿元政策性开发性金融工具和 5000 亿元专项债地方结存限额为主要增长点。根据第一批 3000 亿元政策性开发性金融工具投放速度，此次 3000 亿元额度预计在 10 月左右投放完毕，而 5000 亿元专项债限额也需在 10 月投放完毕。此外，从高频数据观察，9 月与基建相关的石油沥青开工率和水泥磨机运转率等数据均有所回升，基建实物工作量或已开始加速落地。因此，预

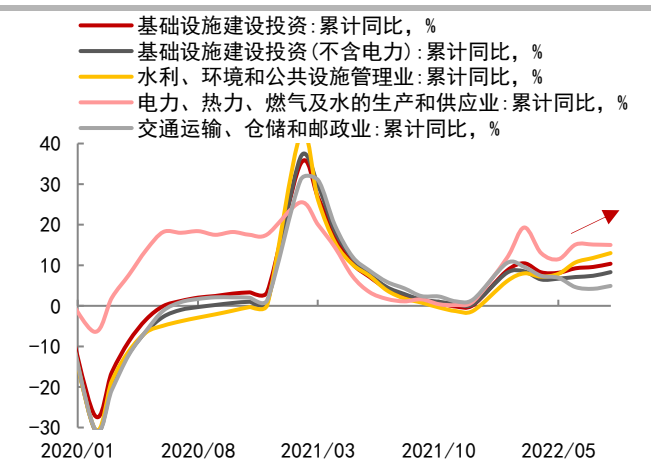
计在四季度基建投资将维持增长，仍将成为拉动内需的主要抓手之一。

图32：今年基建累计投资额为历年高点



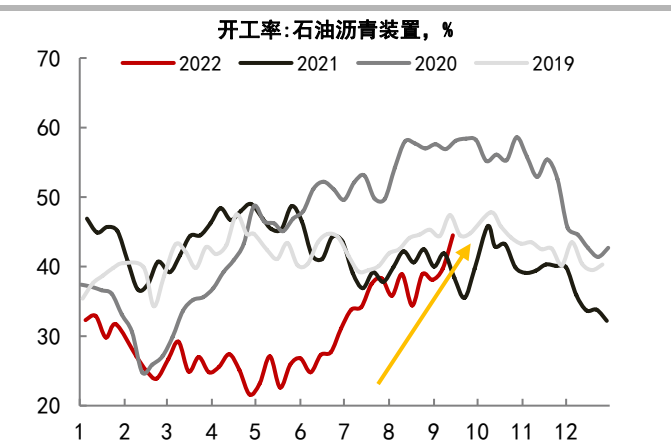
资料来源: Wind 中信期货研究所

图33：8月基建投资增速继续回升



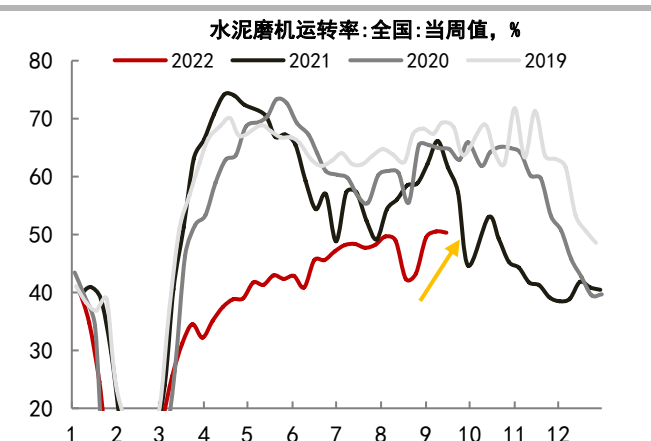
资料来源: Wind 中信期货研究所

图34：石油沥青开工率于9月有显著回升



资料来源: Wind 中信期货研究所

图35：水泥磨机运转率逐步回升



资料来源: Wind 中信期货研究所

总之，在政策密集出台的背景下，消费、地产和基建投资在四季度都对将内需形成一定支撑。但是，在居民消费能力和意愿均弱、地产资金端压力较大的情况下，四季度内需出现或较难出现明显的向上拐点。因此，对四季度内需的走势，我们维持谨慎乐观的判断。

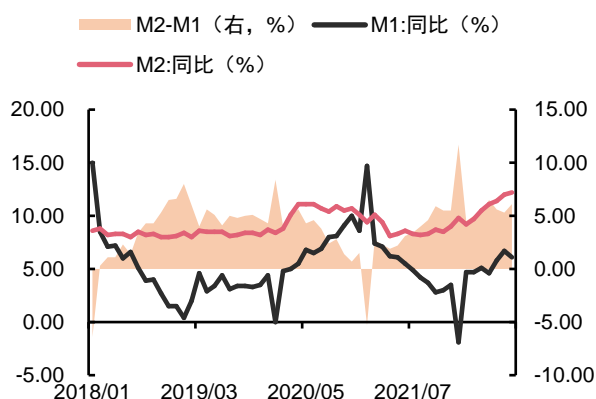
二、国内流动性维持宽松，海外继续收紧

（一）国内流动性四季度或仍维持宽松

M2-M1 剪刀差再次扩张，国内流动性仍然维持宽松。2022年8月M1小幅下滑，M2继续回升，M2-M1剪刀差再次扩张至6.1%，资金供给持续增加，货币政策

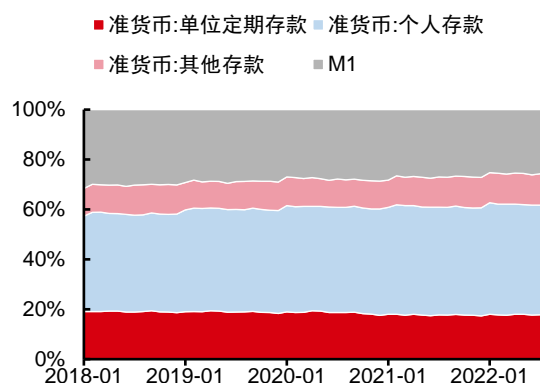
延续宽松格局。

图36: M2-M1 的差值再次扩大



资料来源: Wind 中信期货研究所

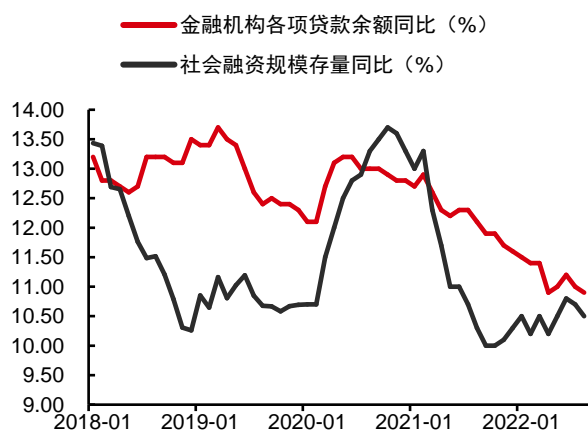
图37: M2 的组成 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

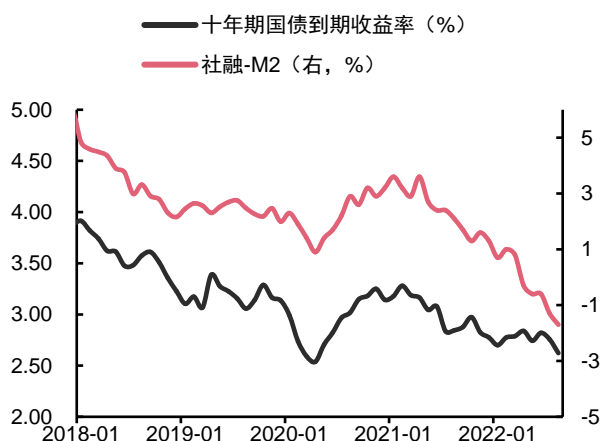
实体经济的融资需求不足，社融-M2 增速差进一步回落或显示流动性堆积在金融系统。截止 8 月末，社会融资规模存量为 337.21 万亿元，同比增长 10.5%，低于前值，社融和 M2 的增速差进一步回落。M2 是从银行负债端展示传统间接融资渠道释放的货币量，社融则从实体企业的角度考量金融对实体的支持力度，二者增速差值缩小，表明实体经济的融资需求或资产扩张速度小于银行 M2 的派生扩张速度，流动性淤积在金融系统，没有进入实体经济。

图38: 社融存量同比增速出现回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

图39: 社融-M2 继续维持下行



资料来源: Wind 中信期货研究所

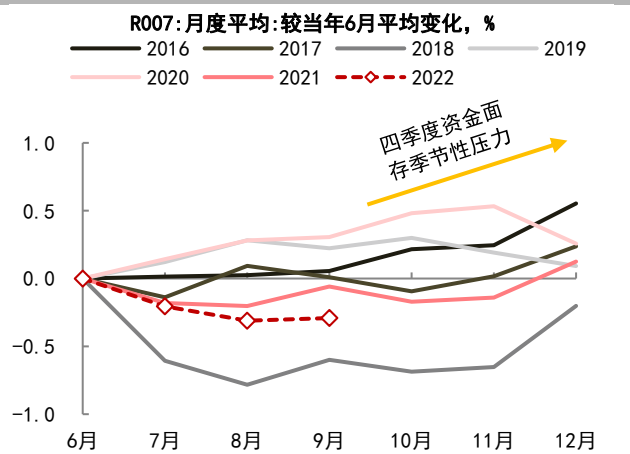
（二）四季度资金面或存扰动，但是难有较大影响

1. 四季度资金面或存季节性压力

虽然货币政策整体料将维持宽松，但从历史上来看四季度资金面一般都偏紧，预计仍有个别月份存在一些扰动。10 月资金面的主要扰动来自于 3000 亿政策性

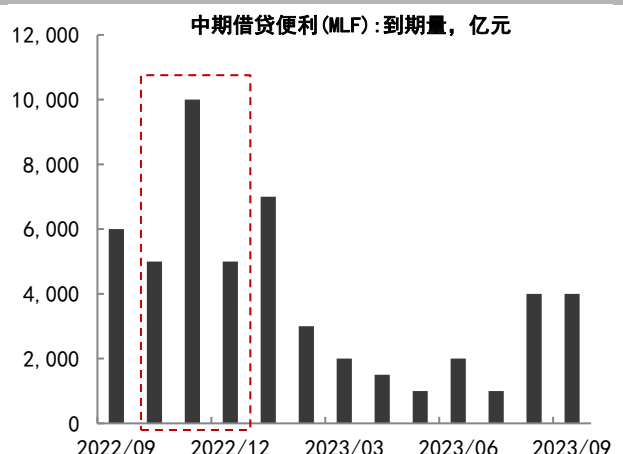
开发性金融工具投放和 5000 亿专项债限额使用完毕；11 月资金面的扰动主要来自于 1 万亿 MLF 到期。但是，这两项扰动或难以对资金面产生较大影响。一方面，6 月 29 日国常会提出的第一批 3000 亿政策性开发性金融工具，已于 8 月底全部投放完毕，而实际上我们可以看到 8 月资金面并未受显著影响；另一方面，MLF 到期后缩量续作已是前两月央行操作常态，因此在资金面整体偏松的情况下，11 月央行适当缩量续作 MLF 大概率不会对资金面造成趋势性收紧的影响。

图40：四季度资金面存季节性压力



资料来源: Wind 中信期货研究所

图41：四季度 MLF 大量到期

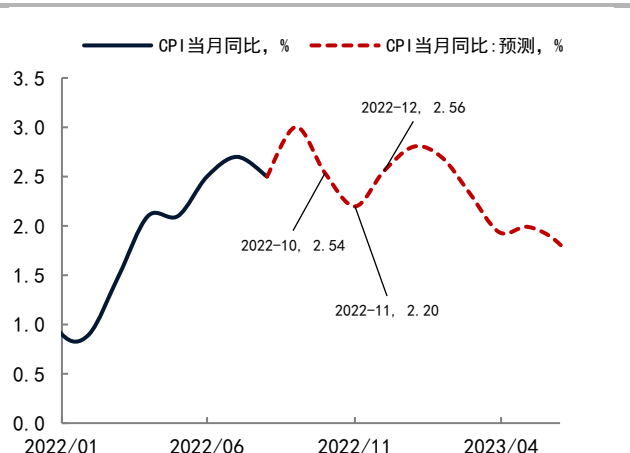


资料来源: Wind 中信期货研究所

2. 通胀压力有限，无法对货币政策形成掣肘

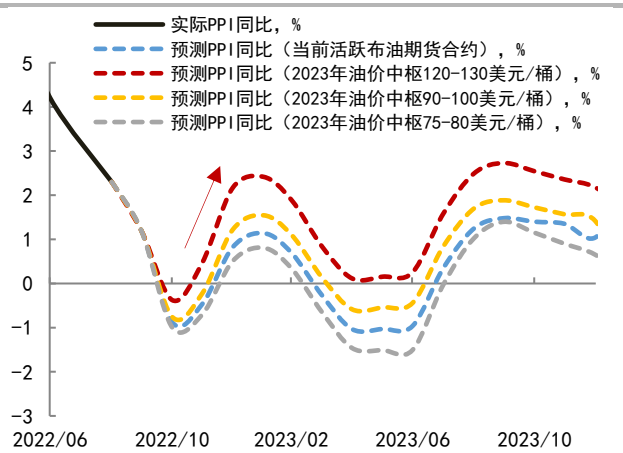
通胀短期上行，中长期压力仍较小，或无法对货币政策形成掣肘。从我们的通胀模型预测上来看，四季度 CPI 或呈 V 型走势，而 PPI 则有望触底反弹，12 月可能会形成 CPI 和 PPI 双升的局面。但是，从中长期来看，PPI 整体水平仍维持低位，而 CPI 也较难有持续上行动能。因此，虽然四季度会有通胀压力，但大概率不会扭转宽货币环境。

图42：四季度 CPI 有一定上行压力



资料来源: Wind 中信期货研究所

图43：10 月和 11 月 PPI 或将反弹

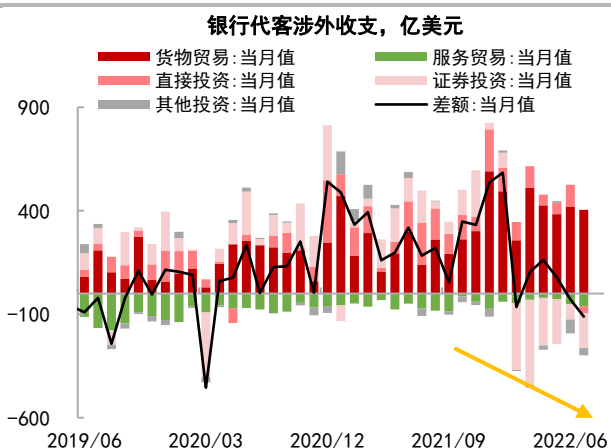


资料来源: Wind 中信期货研究所

3. 人民币汇率突破心理关口，汇率压力不改货币宽松

人民币在过去 6 个月的持续贬值导致国内持续面临较大的资本流出压力，随着美元兑人民币汇率破 7，贬值和资本流出压力是否会对货币宽松政策形成抑制，成为市场关注的焦点，我们认为汇率问题不应成为货币政策的掣肘。一方面，从历史上来看，汇率承压并不意味着货币政策无法继续宽松，历次人民币兑美元接近 7 的时候，并不乏继续降准的历史，如 2018 年 10 月和 2019 年 9 月。另一方面，良好健康的经济结构才是一国汇率的基本盘，稳汇率的核心在于稳资本流动，央行还有丰富的汇率政策工具可供使用。在前期 MLF 调降、LPR 调降、银行存款利率调降后，若贷款利率的下降仍无法带来私人部门有效融资需求好转，央行应进一步向下调降贷款利率，但这一方式是通过调降 MLF、或是直接调降 LPR 有待观察。如果市场形成汇率贬值 → 资本流出 → 股市下跌 → 市场非理性跟随的负向循环的话，中国人民银行大概率使用更多的汇率政策工具，如上调外汇风险准备金率、继续下调外汇存款准备金率，调节全口径跨境融资宏观审慎调节参数，调节境内企业境外放款宏观审慎调节系数等。

图44：目前中国面临较大的资本流出压力



资料来源：Wind 中信期货研究所

图45：汇率压力并不意味着货币政策无法宽松

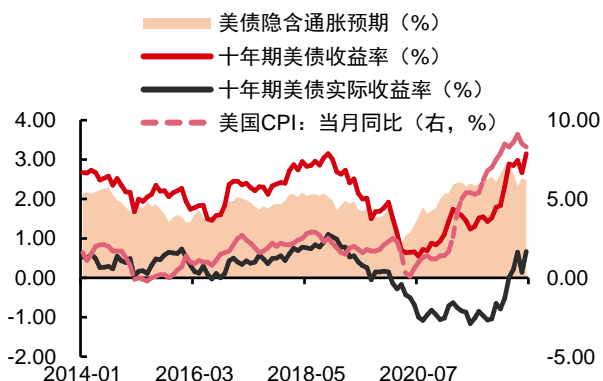


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）海外流动性仍在收紧阶段

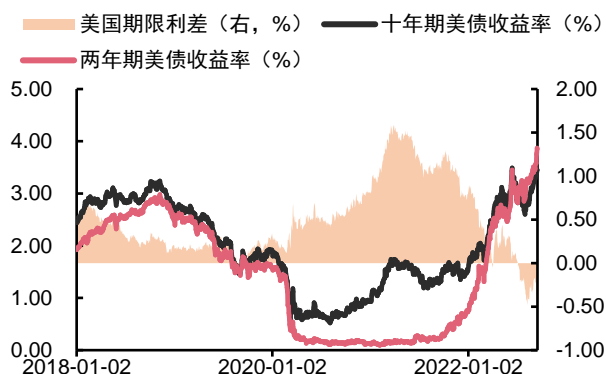
通胀数据高企，四季度美国流动性易紧难松。2022 年 9 月 13 日美国劳工部公布的数据显示，美国 8 月 CPI 同比增长 8.3%，高于预期的 8.1%，前值为 8.5%，环比增长 0.1%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 8 月核心 CPI 环比上涨 0.6%，同比上涨 6.3%，无论是同比还是环比增速均较上月出现了反弹，显示美国通胀的顽固性较强。超预期通胀数据公布后，长短端美债利率集体飙升，市场“紧缩预期”再度强化，具体表现为实际利率上行明显。

图46：美国通胀数据仍处于高位



资料来源：Wind 中信期货研究所

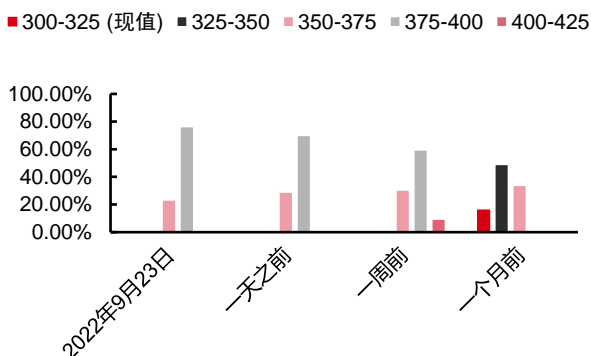
图47：美债收益率持续上行



资料来源：Wind 中信期货研究所

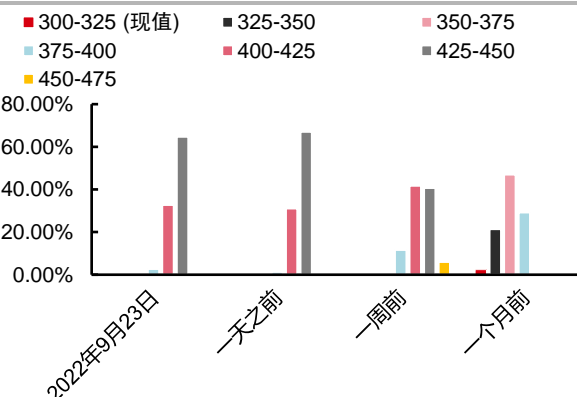
美联储仍在鹰派加息环境，2022 年末政策目标利率升至 4.4%，高于 6 月委员预计的 3.4%。在美国 8 月 CPI 数据公布以及 9 月美联储加息 75BP 至 3.00%-3.25%后，市场加息预期节奏进一步加快。目前市场预期 11 月加息 75BP（3.75%-4.00%）的概率上升至 76.5%，而一个月前认为 11 月加息至这个区间的概率为 0，12 月加息 50BP（4.25%-4.50%）的概率为 64.7%。四季度美国通胀仍在高位，预计美国流动性收紧的速度相比于之前或进一步加快。

图48：美联储 11 月加息概率分布



资料来源：CME 中信期货研究所

图49：美联储 12 月加息概率分布



资料来源：CME 中信期货研究所

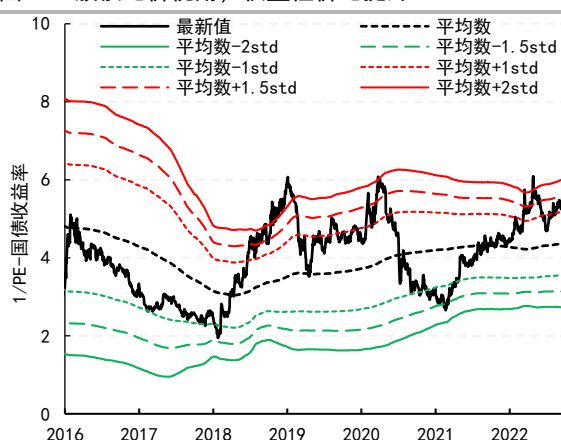
三、估值视角，关注稳增长刺激的低估值板块

（一）股债比价：债市多头空间受限，权益性价比提升

6 月初受疫情恢复和稳增长政策推动迎来小幅拉升之后，三季度经济底部企稳进入弱复苏周期，尽管中央持续释放稳增长、宽信用政策提振信心，但是各项数据表明内需疲软，市场对未来的不确定性仍抱有担忧，权益资产维持横盘震荡调整。8 月超预期降息带动债市到期收益率中枢下行，进一步降息空间被压缩，且利率债风险溢价水平处于历史低位，债市多头性价比被

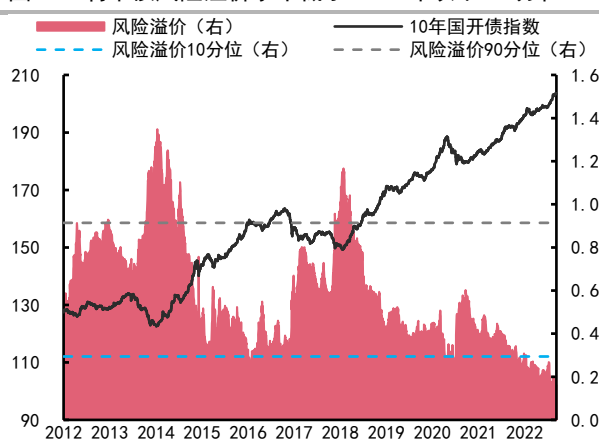
削弱。从股债比价视角，权益资产性价比有所提升。

图50：股债比价视角，权益性价比提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图51：利率债风险溢价水平低于 2012 年以来 10 分位



资料来源：Wind 中信期货研究所

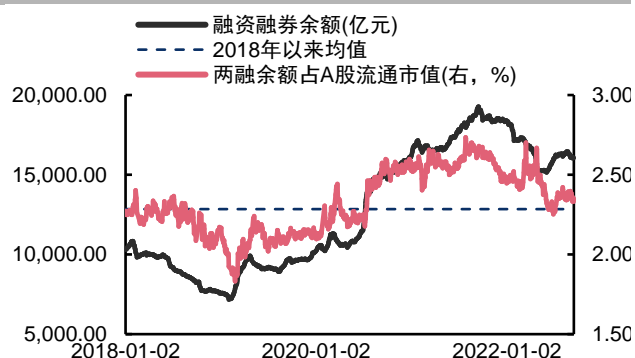
（二）权益降杠杆，债券加杠杆

1. 权益杠杆水平处于中等偏上水平，但难掩近期低迷的交易情绪

权益市场总体杠杆水平虽处于近 4 年均值以上，但难掩近期交易情绪低迷。总体来看，两融余额处于 2018 年以来均值以上的水平，但是较 2021 年的高点已回落约 16%。进入 9 月以来，两融余额和两融余额占 A 股流通市值比例均开始掉头向下，权益市场活跃度和交易情绪持续低迷。从融资买入额来看，9 月份的融资买入额已经跌破了 2018 年以来的均值水平，同样显示出投资者参与交易的热情不高。

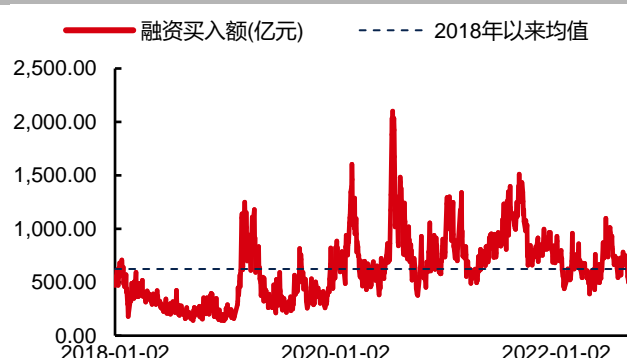
分行业看，融资余额占 A 股流通市值比例有所分化，但融资买入额占成交额比值仍显示低迷的交易情绪。从存量的角度来看，2022 年 9 月各行业融资余额占 A 股流通市值比例有所分化，传媒、石油石化、汽车、医药、轻工制造、建材、钢铁、纺织服装处于 2018 年以来 90 分位数附近，通信、煤炭、房地产、电力设备及新能源处于 2018 年以来 10 分位数附近。从流量角度看，2022 年 9 月所有行业的融资买入额占成交额比值都低于 2018 年以来均值，53% 的行业融资买入额占成交额比值位于 2018 年以来 10 分位数以下，显示出目前投资者低迷的交易情绪；行业之间来看，消费者服务、综合、农林牧渔和传媒相对领先。

图52：两融余额高位回落，但仍高于 2018 年以来均值



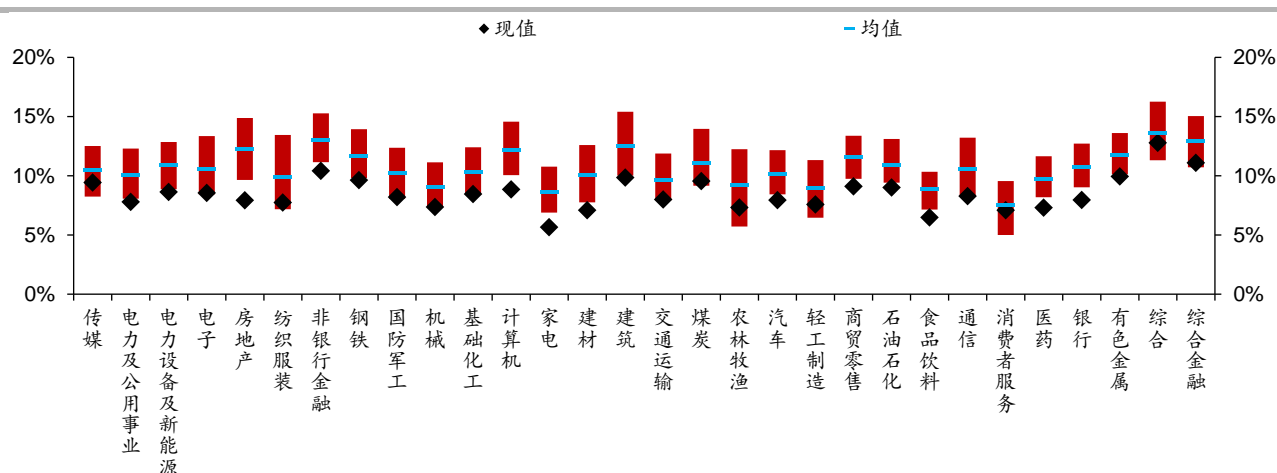
资料来源：Wind 中信期货研究所

图53：融资买入额低于 2018 年以来均值



资料来源：Wind 中信期货研究所

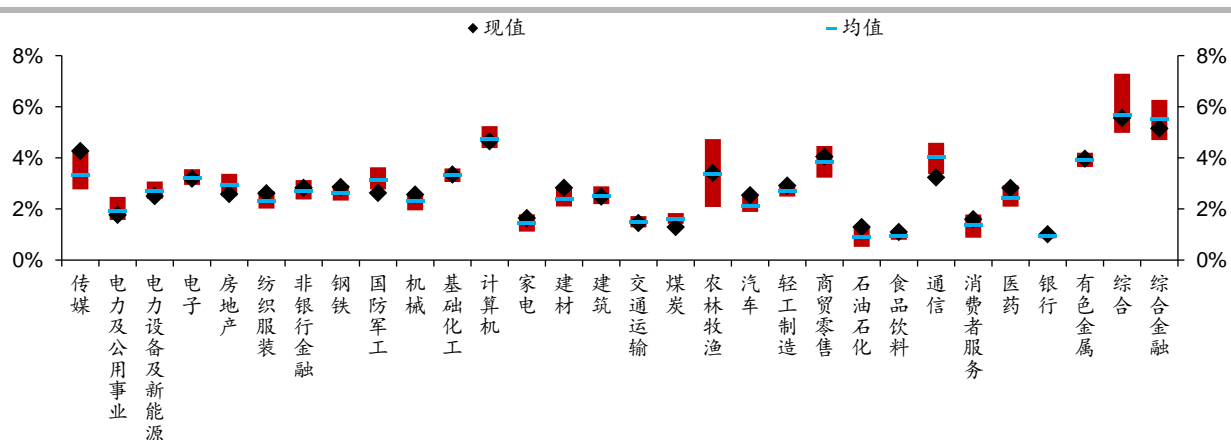
图54：2018 年以来各行业融资买入额占成交额比值



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：红色柱表示 2018 年以来 10 分位到 90 分位数

图55：2018 年以来各行业融资余额占 A 股流通市值比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

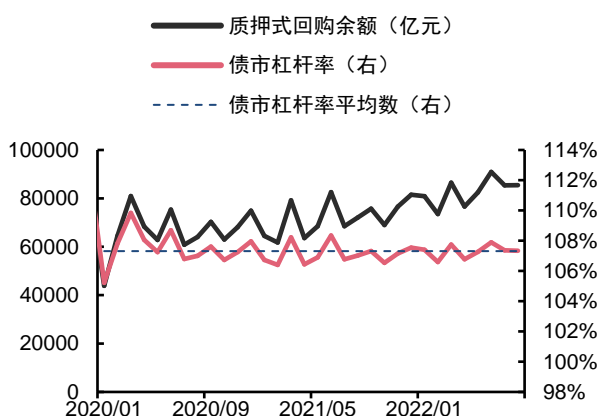
注：红色柱表示 2018 年以来 10 分位到 90 分位数

2. 债市杠杆率位于同期高位

债市杠杆率高于 2020 和 2021 年同期，质押式余额位于高位。我们使用债券托管量/（债券托管量-质押式回购余额）来计算债市的杠杆率，2022 年 8 月的债市杠杆率为 107.31%，位于 2020 年以来均值水平。但是质押式回购余额达到了 85450.46 亿元，位于 2020 年以来高位；2022 年 8 月的杠杆率与 2021 年和 2020 年同期值相比是最高的，说明投资者目前或存在一定的避险需求。

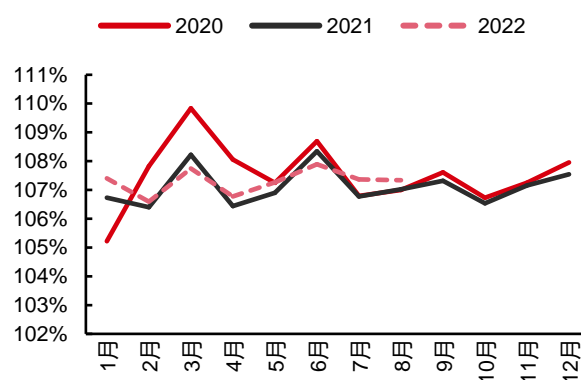
展望四季度，在经济出现好转迹象之前，股市偏弱，投资者的交易情绪也仍会相对低迷。对于债市杠杆率而言，或维持高位震荡局面。

图56：质押式回购余额位于高位，债市杠杆位于均值附近



资料来源：Wind 中信期货研究所

图57：8月债市杠杆环比下滑，但高于2020和2021同期



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）板块比价：分化显著，关注家电、餐饮、银行板块

从中报利润可窥行业景气度一隅，在经济周期底部行业景气度分化显著。在能源危机和通货膨胀的驱动下，周期板块中的上游原材料行业盈利同比迎来高增；消费板块、大金融板块业绩普降；成长板块中政策加持行业如电力设备及新能源等业绩增长，其他行业则出现明显下滑。

在下半年出口支撑减弱的预期下，10月重要会议前稳增长“扩内需”的重要性不言而喻。在中报业绩基础上，预计政策密集刺激的行业景气度有望延续，例如电力设备及新能源、家电、汽车、国防军工行业等。

从行业估值水平来看，周期行业估值出现分化，石油化工、煤炭、有色金属、基础化工等上游行业利润增加，估值处于低位；机械、钢铁、建筑等行业有稳增长预期托底，表现为估值较高。消费板块汽车估值较高，家电、交运、医药、食品饮料处于低估位置。科技、金融板块估值均偏低。

以景气度可持续+估值低为标准对细分板块进行筛选，家电、食品饮料、银行板块符合标准。下半年成本端压力释放+地产竣工端边际改善+稳增长政

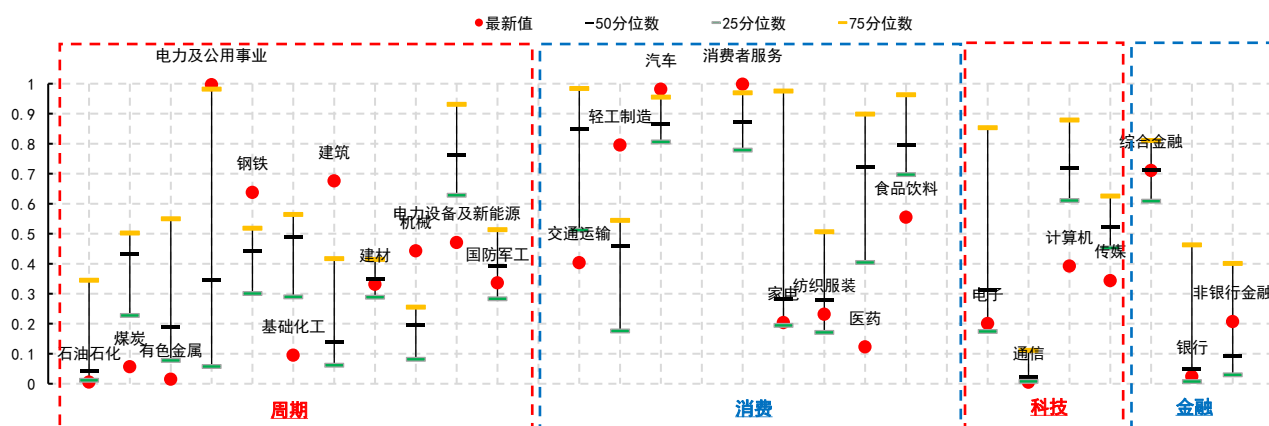
策落地或填补外需弱的缺口，驱动家电业绩超预期增长，在当前流动性宽松和资产荒的环境下具备较高配置性价比。随着食品 CPI 上行，食品饮料行业景气度有望上行；银行板块估值受流动性和股息率支撑，或将受益于四季度风格切换。

图58：Q2 行业盈利增速，上游周期行业盈利高增，成长板块增减互现，消费、大金融业绩普降

板块	行业	归母净利润增速		
		2022Q2同比（整体法）	2022Q2同比（中位数法）	近3个季度环比（右侧为最新值）
周期	有色金属	91.78	19.49	
	基础化工	36.70	6.65	
	石油石化	43.51	-8.37	
	钢铁	-49.45	-35.98	
	煤炭	97.24	71.25	
	农林牧渔*	-	-40.69	
	电力及公用事业	-15.25	-5.51	
	交通运输	-22.24	1.43	
	机械	-20.54	-7.88	
	建筑	6.23	-14.33	
消费	建材	-21.47	-32.08	
	汽车	-21.16	-24.58	
	家电	12.54	-5.66	
	食品饮料	12.15	0.37	
	纺织服装	-9.10	-25.79	
	消费者服务	-69.61	-34.91	
	商贸零售	-15.20	-26.89	
	医药	7.63	5.77	
成长	轻工制造	-28.94	-21.86	
	电力设备及新能源	48.01	3.28	
	国防军工	9.91	8.43	
	电子	-14.88	1.13	
	通信	22.91	0.76	
大金融	计算机	-39.75	-13.69	
	传媒	-27.99	-28.49	
	银行	7.54	11.58	
	非银行金融	-20.44	-30.82	
	房地产	-64.59	-38.88	

资料来源：Wind 中信期货研究所

图59：行业市盈率分位数



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、量化视角下的资产配置建议

我们将货币（企业）信用周期和 Black-Litterman 模型相结合来判断不同周期下的资产配比。历史回测结果表明：货币（企业）信用周期下的 BL 模型表现较好，年化收益率：BL 模型（7.13%）>等权重策略（4.33%），夏普比率：BL 模型（0.55）>等权重策略（0.20）。

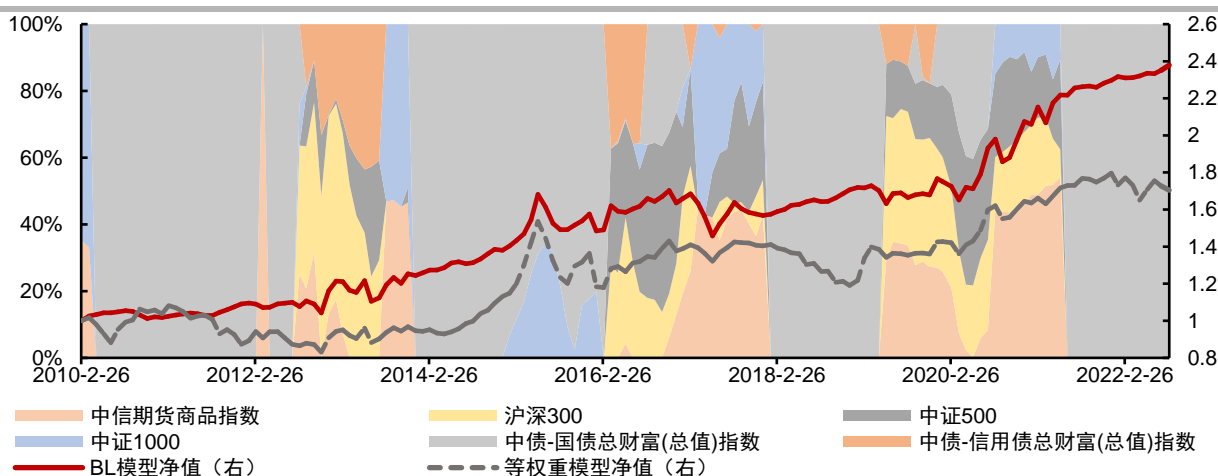
展望 2022 年四季度：经济维持弱修复，货币环境宽松，短期看信用边际改善但绝对数量上还处于磨底阶段，中长期看处于宽货币紧（企业）信用周期向宽货币宽（企业）信用周期转变的过程中。2022 年 8 月企业信用周期数据虽已出现反弹迹象，但现在无法确定 8 月就是企业信用的拐点。

组合配置权重方面，中性偏防守：四季度前半段以债券为主（模型提示宽货币紧信用环境中债券权重 80%-90%），权益和商品为辅。11 月以后，若观察到经济确实有改善，宽信用初步得到验证，则或可将配置权重逐渐从债券向权益转移（权益权重不超过 40%，偏向大盘和中盘）。需要注意的是，在经济驱动尚不明确的环境中，信用的改善难以一蹴而就，观望氛围中，配置权重的调整过程也相对缓慢。

具体资产而言，债券仍是当下较优的配置选择，后续仍有降息降准可能，短期降准概率大于降息。权益在四季度关注稳增长刺激的低估值板块，以及部分回调后的高景气行业，风格上先价值后成长，消费和金融有性价比，新旧能源板块仍有投资机会。大宗商品需等待地产信号，四季度地产销售有望边际改善，基建高增长，工业品或有小反弹，但不是趋势，四季度工业品大概率仍在震荡格局；农产品关注粮食，生猪震荡偏强。原油震荡，低库存是底部支撑，衰退预期和加息是顶部抑制，地缘问题决定方向。美元强势，美债利率高位，四季度黄金偏弱。

图60：货币信用周期下的 BL 模型回测结果表现最好

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图61：8月企业信用指标出现小反弹



资料来源：Wind 中信期货研究所

图62：BL 模型历史上不同周期资产的平均配比

	中信期货商品指数	沪深300	中证500	中证1000	中债-国债总财富(总值)指数	中债-信用债总财富(总值)指数
紧货币紧信用	4.91%	0.52%	1.69%	3.99%	88.89%	0.00%
紧货币宽信用	40.14%	12.03%	18.22%	25.94%	1.26%	2.42%
宽货币紧信用	1.96%	0.00%	0.00%	4.78%	93.26%	0.00%
宽货币宽信用	11.88%	31.26%	22.88%	0.88%	18.84%	14.25%

资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826