

经济悲观预期逐渐修复，战略性配置股指多头策略

宏观经济/股指

内容提要:

- ◆ 9月份以来，宏观政策加强逆周期调节，年内第二次全面降准落地，中美恢复贸易谈判，风险偏好开始修复。进入四季度，随着稳增长政策的持续发力，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，股指中期反弹有望延续。
- ◆ 中国8月固定资产投资、工业增加值和消费增速继续回落，进出口增速双双下滑，金融数据低于预期，三季度经济下行压力加大。积极的财政政策将加码发力，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度，明年新增地方专项债额度将于四季度提前下达，财政支出有望加快。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望继续改善。
- ◆ 央行货币政策转向边际宽松，9月初迎来年内第二次全面降准，未来不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平
- ◆ 影响风险偏好因素总体偏多，有利因素在于，中美贸易摩擦阶段性缓和，宏观政策逆周期调节加码，全球央行开启新一轮降息周期。不利因素在于，美联储“鹰派”降息，短期将抑制风险偏好。
- ◆ 综上所述，进入四季度，随着稳增长政策效果的显现，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，股指中期反弹有望延续。波动区间：IF 加权 3700-4100，上证 2800-3200，建议维持逢低偏多的思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

8 月经济继续回落，短期调整不改反弹格局（周报）

央行如期降准提振市场信心，中期反弹有望延续（周报）

宏观政策逆周期调节加码，中期反弹正在展开（周报）

基本面因素多空交织，反复震荡筑底或是主基调（月报）

避险情绪回落叠加维稳预期支撑，超跌反弹有望延续（周报）

第一部分 基本面分析

对于股指的基本面分析，本文根据DDM估值模型，从估值驱动因素出发，定性或定量分析股指估值的边际变化。我们着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价（或风险偏好）对股指估值的影响。

9月份以来，宏观政策逆周期调节加码，央行宣布年内第二次全面降准，中美恢复贸易谈判，风险偏好逐渐修复，股指开启超跌反弹行情。展望四季度，随着稳增长政策的持续发力，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，股指中期反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，中国8月固定资产投资、工业增加值和消费增速继续回落，进出口增速双双下滑，金融数据弱于预期，暗示三季度经济下行压力加大，宏观政策仍需加强逆周期调节。积极的财政政策将加码发力，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度，明年新增地方专项债额度将于四季度提前下达，财政支出有望加快。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望继续改善。第二，央行货币政策转向边际宽松，9月初迎来年内第二次全面降准，未来不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好因素总体偏多，有利因素在于，中美贸易摩擦阶段性缓和，宏观政策逆周期调节加码，全球央行开启新一轮降息周期。不利因素在于，美联储“鹰派”降息，短期将抑制风险偏好。

一、中国8月经济继续回落，宏观政策仍需加强逆周期调节

中国8月固定资产投资、工业增加值和消费增速全线回落，进出口增速双双下滑，金融数据弱于预期，PPI持续下滑，工业通缩压力显著，暗示三季度下行压力将进一步加大。今年下半年以来，中央政治局会议重提“六稳”工作，金融稳定发展委员会要求加大逆周期调节力度，国务院常务会议释放稳增长信号。为确保经济运行在合理区间，积极的财政政策将加力提效，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度，明年新增地方专项债额度将提前下达。货币政策转向边际宽松，降准的时间窗口再次打开，未来不排除结构性降息的可能。

投资增速延续下滑态势。中国1-8月固定资产投资同比增长5.5%（前值5.7%），连续两个月回落，创去年10月以来新低。其中房地产投资同比增长10.5%（前值10.6%），连续4个月下滑，房屋新开工面积同比增长8.9%（前值9.5%），土地购置面积同比下降25.6%（前值-29.4%），待开发土地面积持续下降，商品房销售增速连续两个月回升。表明房地产销售回暖背景下，去年堆积的地产项目在今年加快施工，房企并没有进一步拿地的积极性。今年7月中央政治局会议明确提出，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，房地产企业贷款将在一定程度上受到限制，预计房地产投资增速将延续回落态势。基建投资同比增长4.2%（前值3.8%），创5月以来新高，随着明年新增地方专项债额度的提前下达，以及新一轮基建项目的落地，基建投资将继续回升。制造业投资同比增长2.6%，较7月份回落0.7个百分点，但随着企业盈利的持续改善，制造业投资保持温和回升。综合以上分析，我们判断四季度房地产投资增速将继续回落，基建投资有望显著回升，固定资产投资整体将保持平稳增长。

消费增速继续回落，扩内需政策将继续实施。中国8月社会消费品零售总额同比增长7.5%（前值7.6%），1-8月消费品零售总额同比增长8.2%（前值8.3%），连续两个月下滑，主要受汽车、家电等耐用品销售增速放缓的拖累。中汽协公布的数据显示，2019年8月我国乘用车销量同比下降7.7%（前值-3.8%），连续14个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。7月份家电和音响器材类销售同比增长4.2%（前值3%），增速为年内较低水平。随着

我国经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019 年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。在降低企业税费负担和扩大就业方面，企业增值税税率和社保费率下调分别于 4、5 月份实施，有利于增加居民收入和稳定消费。国家税务总局发布的数据显示，今年上半年，全国累计新增减税降费 11709 亿元，其中减税 10387 亿元，增值税改革减税 4369 亿元，小微企业普惠性政策减税 1164 亿元，个人所得税两步改革叠加减税 3077 亿元。在促进消费升级方面，8 月 27 日国务院下发《国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出 20 条支持消费的举措，包括逐步放宽或取消汽车限购、扩大成品油市场准入以及释放农村地区消费潜力等，随着减税降费、汽车家电下乡等政策的全面落实，消费增速有望企稳回升，整体保持平稳增长。

进出口增速双双下滑，新一轮关税影响逐渐显现。按美元计价，中国 8 月进口同比下降 5.6%（前值-5.3%），连续 4 个月负增长。出口同比下降 1%（前值 3.3%），增速短暂回升后再次转负。8 月份实现贸易顺差 348.3 亿美元（前值 450.6），连续两个月收窄。整体来看，1-8 月份进口同比下降 4.6%，出口同比增长 0.4%，分别低于去年同期 25.6 和 11.5 个百分点，表明国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓背景下，国内外需求依旧疲软。美国已于 9 月 1 日对华 3000 亿美元部分商品加征 15%关税，并于 10 月 15 日起对之前加征的 2500 亿美元商品关税由 25%提高至 30%，四季度出口下行压力将进一步加大，将在一定程度上拖累经济增长，稳外贸政策将继续实施。

综上，中国 8 月经济数据继续下滑，三季度经济下行压力加大，宏观政策仍将加强逆周期调节。进入四季度，随着稳增长政策的持续发力，经济增速有望回暖，全年或呈现前低后高的走势，企业盈利将逐渐改善。

二、货币政策转向边际宽松，有利于提升股指的估值水平

分母端无风险利率下降有利于提升股指的估值水平，反之则降低估值水平。国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓，我国经济下行压力加大背景下，货币政策再次转向宽松，央行宣布年内第二次全面降准，有利于降低实体经济融资成本，提升股指的估值水平。

9 月 4 日国务院常务会议指出，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。9 月 6 日，中国人民银行宣布为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

本次为全面降准和定向降准同时进行，大型金融机构和中小型金融机构存款准备金率分别降至 13%和 11%，为 2008 年以来新低。对于本次降准的影响，我们归纳为以下几个方面：1. 对银行信贷的影响，全面降准和定向降准共释放长期资金约 9000 亿元，相比 MLF 利率，存款准备金利率只有 1.62%，相当于降低了银行这部分资金成本，有利于提升金融机构向实体经济发放贷款的偏好，进一步打通信用扩张的障碍；2. 对实体经济的影响，此次降准重点支持制造业和小微企业融资以及地方专项债发行，有利于降低企业融资成本，推动制造业和基建投资增长；3. 对股市的影响，降准有利于提振市场信心和风险偏好，对于降低企业融资成本、改善企业资产负债表具有重要作用，长期有利于提升股指的估值水平。

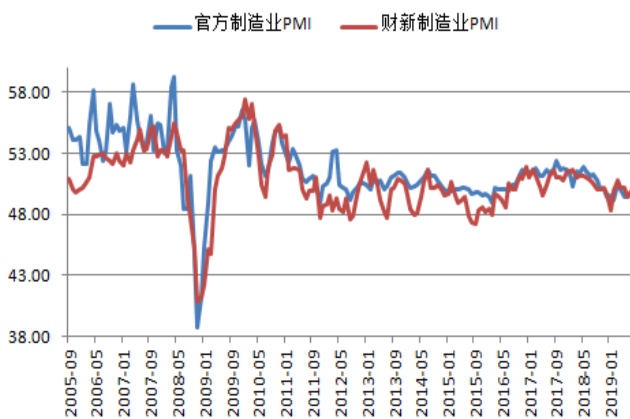
物价方面，中国8月CPI同比上涨2.8%，与上月持平，猪肉价格涨幅扩大并带动其他肉类价格上涨，是拉动CPI上涨的主要原因。PPI同比下降0.8%（前值-0.3%），连续两个月负增长，创2016年9月以来新低，主要受石油天然气开采、黑色金属冶炼、化工原料等行业降幅扩大的影响。受猪周期因素的影响，猪肉供应偏紧的格局短期内难以改变，是推动CPI的一大潜在因素，但其他食品价格并不具备持续上涨的基础，通胀压力整体可控，不足以对货币政策形成掣肘。全球经济增长放缓背景下，国内外需求疲软，大宗商品价格下跌，工业通缩压力显著，PPI或仍有下降空间，扩大总需求是当务之急。

中国7月新增人民币贷款1.21万亿元（前值1.06），社会融资规模增量为1.98万亿元（前值1.01），广义货币供应量M2同比增长8.2%（前值8.1%），M1同比增长3.4%（前值3.1%）。从总量和结构来看，8月新增贷款和社融规模双双回升，企业部门中长期贷款明显增加，表明实体经济融资需求回升，企业信心逐渐恢复。在社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配的监管要求下，未来几个月货币和信贷增速回升的空间有限，随着地方专项债发行结束，社会融资规模存在下降的可能，或需要其他领域的融资来补充。

关于是否“降息”的问题，央行行长易纲回应称，中国的货币政策的取向应当是为我为主，考虑到国内的经济形势和物价走势来进行预调和微调，在当前这种情况下中国的经济还是在合理的区间。综合分析中国国内的形势和国际的背景，我们认为，中国的货币政策，应当保持定力，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌。中国经济也有一些下行，但运行在合理区间，并不急于做出比较大的降准或量化宽松。易纲行长的讲话表明，当前经济仍运行在合理区间，不急于加大宽松力度，避免出现大水漫灌，给经济带来副作用，打消了市场对近期降息的预期。

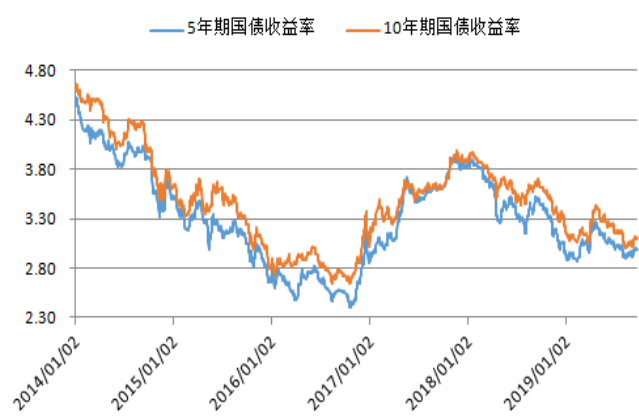
综上，我国经济下行压力加大，货币政策再次转向宽松，9月初迎来年第二次全面降准，未来不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平。

图1. 制造业PMI 低于扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 无风险利率下行空间有限



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

今年 5 月份以来，中美贸易摩擦经历了升级—缓和—一再升级，期间避险情绪来回反复，是抑制风险偏好的主要因素之一。直到 9 月份贸易摩擦才出现阶段性缓和，中美贸易谈判牵头人通话，同意恢复经贸磋商，美国推迟对华 2500 亿美元商品提高关税的时间，此后中美在华盛顿举行副部级磋商，为下一次高级别磋商做准备。进入 10 月份，中美将举行第十三轮高级别经贸磋商，市场对谈判取得积极进展充满期待，综合而言，影响风险偏好的因素总体偏多。

（一）风险偏好影响因素分析

（1）影响风险偏好的有利因素包括：

1. 中美贸易摩擦阶段性缓和。中美副部级经贸磋商于 9 月 19 日至 20 日在华盛顿举行，双方就共同关切的经贸问题开展了建设性的讨论，认真讨论了牵头人 10 月份在华盛顿举行第 13 轮中美经贸高级别磋商的具体安排，同意将继续就相关问题保持沟通。美国贸易代表办公室发表声明称，磋商“富有成效”，期待 10 月欢迎中方副总理级别代表前来，会谈的确切日期尚未公布。为进一步释放善意，同时也为回应美国企业的诉求，贸易代表办公室宣布豁免 473 种中国进口产品加征关税一年。美国总统特朗普表示希望与中国达成一项“完整协议”，一改此前有关可以考虑接受“临时协议”的说法，同时中国取消了对美国农场的访问，但双方均表示此举与经贸磋商无关。中美副部级经贸磋商未透露更多具体的进展，表明双方在核心问题上依然存在较大分歧，需通过进一步的磋商来化解。中美第 13 轮高级别经贸磋商将于 10 月初举行，贸易摩擦阶段性缓和，有利于风险偏好修复。

2. 宏观政策逆周期调节加码，国庆前维稳的时间窗口仍在。8 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会第七次会议指出，当前我国经济形势总体稳定，金融体系运行平稳健康，各类风险总体可控，要加大宏观经济政策的逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导。继续实施好稳健货币政策，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。实施积极的财政政策，把财政政策与货币金融政策更好地结合起来，金融部门继续做好支持地方政府专项债发行相关工作，充分挖掘投资需求潜力，大力支持小微企业，全面加大对实体经济的支持力度。9 月 4 日，国务院常务会议强调，把做好“六稳”工作放在更加突出位置，及时运用普遍降准和定向降准等工具，引导金融机构将资金更多用于普惠金融，加大对实体经济支持力度。按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年年初即可使用见效。国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓，我国经济下行压力加大背景下，宏观政策继续加强逆周期调节，70 周年国庆临近，市场维稳预期预期上升，有利于提升风险偏好。

3. 全球新一轮降息周期开启，A 股纳入 MSCI 比例扩容。国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓背景下，2019 年以来，共有近 30 家央行宣布降息，除括美国、欧元区、澳大利亚、新西兰等发达经济体以外，还包括印度、巴西、南非、俄罗斯等主要新兴市场国家，全球迎来新一轮降息潮。根据美林投资时钟理论，在经济下行、利率下行周期，股市具备长期投资价值。与国际水平相比，A 股估值明显偏低。随着 A 股“入摩”和“入富”的比例提升，将吸引更多外资增加对 A 股的配置，有利于提升风险偏好。

（2）响风险偏好的不因素包括：

1. 美联储 9 月如期降息，但货币政策声明偏鹰派。9 月 19 日凌晨美联储宣布下调联邦基金利率 25 个基点至 1.75%-2%，并将超额准备金率（IOER）从 2.10%调整至 1.8%。货币政策声明显示，就业增长稳定，失业率保持在低位，家庭支出强劲，投资和出口有所走弱，将继续关注美国经济形势，并采取适当行动以维持经济扩张。美联

储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，降息可以保证经济增长强劲，为抵御风险提供保障，自去年以来全球经济增长前景有所走弱，指标显示投资持续疲软，家庭支出是经济增速的主要推动因素，预计劳动力市场将保持强劲，通胀将升至 2%。关于美债收益率曲线倒挂和经济衰退的问题，鲍威尔表示没有看到经济衰退，将仔细观察收益率曲线和一系列的金融状况，当做的足够的时候，就会停止降息。我们认为美联储对美国经济前景依旧保持乐观，坚信通胀将回到 2%的目标，当前降息只是“预防性”的，反对降息的委员在增加，除非经济进一步放缓，否则美联储年内将不会再次降息。

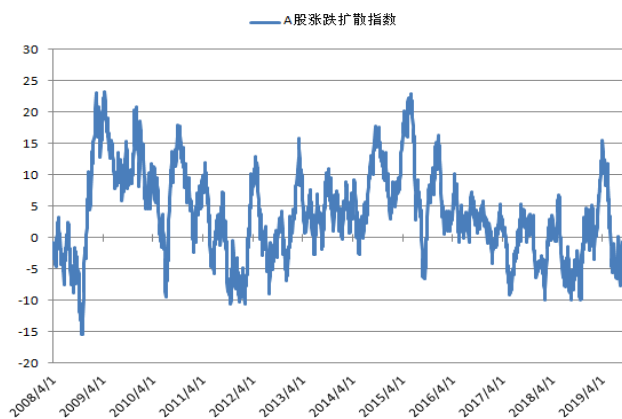
（二）风险偏好量化分析

鉴于对风险偏好的分析往往局限于定性分析，缺少数据支撑，我们参考莫尼塔研究，选择一些指标对风险偏好进行量化分析。我们的结论是：量化指标显示，A 股扩散指数、换手率高位回落，并逐渐接近历史底部区间，表明风险偏好触底回升的可能性增加。

1. 量化指标

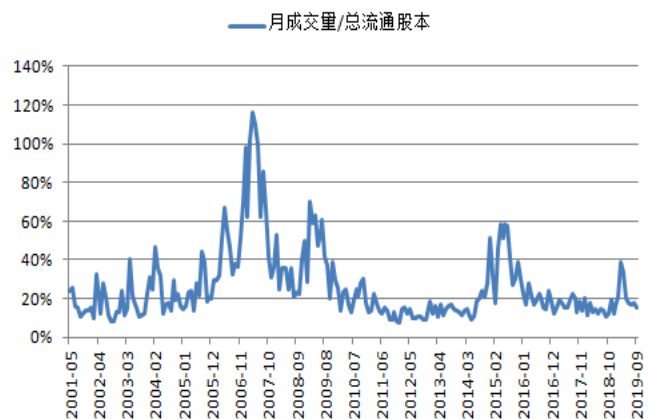
（1）A 股扩散指数接近历史底部区间。2019 年 4 月以来，随着股市进入调整，A 股扩散指数也呈现相应的回落态势。截止 2019 年 9 月 23 日，A 股扩散指数为-0.28，逐渐接近-5 至-10 这一历史底部区间，表明风险偏好持续下降后存在修复的要求。

图 3. A 股扩散指数接近历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. A 股月换手率逼近历史底部区域



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（2）A 股月换手率持续回落，接近历史底部区间。A 股月换手率连续 6 个月下降，从 2019 年 3 月份的 39% 降至 9 月份的 16%，逐渐接近 10%左右的历史底部区间，表明市场活跃度低于正常水平。

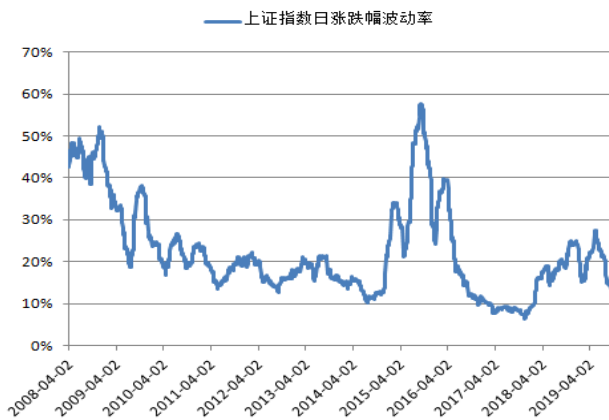
（3）上证指数日涨跌幅波动率高位回落。2019 年 6 月以来，股市由快速下跌进入震荡调整阶段，股指波动率高位回落。截止 2019 年 9 月 23 日，上证指数的日涨跌幅波动率为 14%，明显低于 5 月份的 27%，未来仍有下降空间。

2. 苏富比股价

作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月，

与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为 20-30。截止 2019 年 9 月 23 日，苏富比股价为 56.96，为近 10 年较高水平，表明全球风险偏好仍处于高位。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 苏富比股价显示风险偏好处于高位



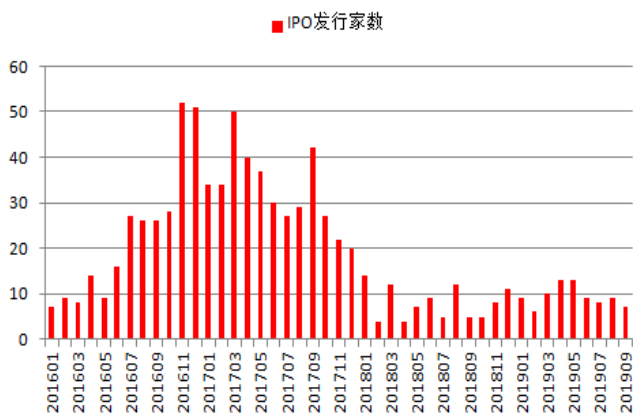
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。2018 年证监会共核发 102 家 IPO 批文，实现总筹资规模约 1300 亿元，发行数量较 2017 年的 401 家大幅下降。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO 通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周 7-10 家降至每周 2-5 家。截止 2019 年 9 月 20 日，证监会 9 月份共核发 7 家 IPO 批文，筹资总额未曾披露。2019 年 10 月份限售股解禁市值约 3044.50 亿元，较上月的 2311.87 亿小幅增加。综上，新股发行数量维持低位，但 10 月限售股解禁规模小幅上升，将在一定程度上增加资金面压力。

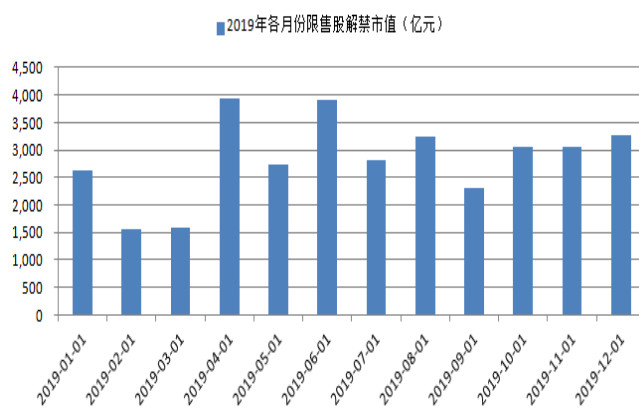
2019 年 9 月 23 日，标普道琼斯指数纳入 A 股的决定首次生效，纳入因子 25%，这是继 MSCI、富时罗素之后，第三家国际指数公司将 A 股纳入其全球指数体系。同日，富时罗素的扩容决定也已生效，A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%。据有关机构测算，富时罗素二次扩容将为 A 股带来 40 亿美元的被动资金，标普道琼斯指数扩容有望为 A 股带来 11 亿美元被动资金，再加上主动资金流入，两者将给 A 股带来近千亿元的增量资金。随着国际指数纳入 A 股和扩容加速，外资流入速度显著提升，9 月份以来，沪深港通北向通道资金大幅净流入。截止 9 月 20 日，沪股通资金累计净流入 366.79 亿元，深股通资金净流入 240.89 亿元。继 MSCI 和富时罗素之后，标普道琼斯指数首次纳入 A 股，标志着 A 股国际化水平进一步提高，随着 A 股纳入国际化指数的比例不断提升，未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置，长期有利于提升风险偏好。

图 7. 2016-2019 年新股发行家数



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 8. 2019 年限售股解禁规模



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从时间和空间的角度来看, 2015 年 6 月股指进入熊市周期, 期间经历了两轮大跌和两轮反弹。我们以沪深 300 指数为例, 2015 年 6 月至 2016 年 1 月为第一浪下跌, 累计跌幅为 48%; 2016 年 1 月至 2018 年 1 月为第二浪反弹, 累计涨幅为 56%; 2018 年 1 月至 2019 年 1 月为第三浪下跌, 累计跌幅为 33%; 2019 年 1 月开始, 沪深 300 指数进入第四浪反弹, 并于 4 月中旬到达阶段性高点 4126, 即 2015 年高点 5380 与 2016 年低点 2821 之间 50% 的黄金分割位, 期间累计涨幅为 40%。由此来看, 自股指进入熊市周期以来, 每一轮下跌和反弹的幅度都在缩小。

图 9. IF 加权月 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 10. 上证指数月 K 线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

从月线上来看, IF 加权回踩 40 日均线企稳反弹, 突破 2015 年 6 月高点 5392 与 2018 年 1 月高点 4430 连线

压力，短期有望向上挑战 4 月高点 4136，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IH 加权在 20 月均线附近止跌反弹，上方面临 2015 年 6 月高点与 2018 年 1 月高点连线的压制，关注能否有效突破。IC 加权突破 7 月高点 5020 一线压力，收复 10、20 月均线，但短期受到 40 月均线的压制，若不能突破，需防范再次回落风险。上证指数在 40 月均线附近承压回落，表明此处存在较大压力，充分震荡调整后有望向上突破。

图 11. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

周线方面，IF 加权在 4000 关口附近遇阻回落，跌破 5 周均线，短期或向下寻找 20 周线支撑，预计在此处企稳的可能性较大。IH 加权在 3000 关口附近承压回落，但仍定性为上升途中的调整，待压力充分消化，有望向上突破。IC 加权连续两周回调，关注下方 40 周线支撑，反复震荡调整后，有望挑战 4 月高点 5917 一线压力。上证指数在 120 周线附近遇阻回落，短期或考验 20 周线支撑，再次企稳后有望挑战 4 月高点 3288。

图 13. 帝纳波利波浪尺测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自 2019 年 1 月低点 2440 展开反弹，到达阶段性高点 3288 后开始进入调整，最低到达 2733 点，已完成年初以来涨幅的 38.2% 目标回撤。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2733 之间的下跌视为二浪回调，未来若开启三浪

上升，则目标位在 3580 点。

第三部分 结论及建议

9 月份以来，宏观政策逆周期调节加码，央行宣布年内第二次全面降准，中美恢复贸易谈判，风险偏好逐渐修复，股指开启超跌反弹行情。展望四季度，随着稳增长政策的持续发力，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，股指中期反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，中国 8 月固定资产投资、工业增加值和消费增速继续回落，进出口增速双双下滑，金融数据弱于预期，暗示三季度经济下行压力加大，宏观政策仍需加强逆周期调节。积极的财政政策将加码发力，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板力度，明年新增地方专项债额度将于四季度提前下达，财政支出有望加快。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望继续改善。第二，央行货币政策转向边际宽松，9 月初迎来年内第二次全面降准，未来不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好因素总体偏多，有利因素在于，中美贸易摩擦阶段性缓和，宏观政策逆周期调节加码，全球央行开启新一轮降息周期。不利因素在于，美联储“鹰派”降息，短期将抑制风险偏好。

综上所述，进入四季度，随着稳增长政策效果的显现，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，股指中期反弹有望延续。波动区间：IF 加权 3700-4100，上证 2800-3200，建议维持逢低偏多的思路。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#