

## 海外风险有待出清，股指四季度或进入震荡筑底阶段

宏观经济/股指

### 内容提要：

- ◆ 美联储 9 月会议如期加息 75 个基点，点阵图显示年内还将加息 100-125 个基点，市场正在消化美联储 11 月再次加息 75 个基点的预期，意味着加息放缓的时间推迟至 12 月。进入四季度，美联储将进行今年最后两次加息，预计 11、12 月将分别加息 75 和 50 个基点，9 月缩表规模远未达到计划的每月 950 亿美元，预计未来缩表步伐将会加快。此外，欧洲央行也开启了激进加息的模式，9 月加息由 50 个基点上升至 75 个基点，央行行长拉加德表示未来还有更多加息。
- ◆ 全球量化紧缩步伐加快背景下，流动性持续收紧，美元升值和利率上升导致经济衰退的风险加大，高债务国家面临去杠杆压力，股、债、汇遭遇系统性抛售，金融市场动荡加剧。
- ◆ 随着高温天气影响消退，以及稳经济一揽子举措发挥效能，9 月官方制造业 PMI 重回扩张区间，生产快速恢复，但需求依旧偏弱，出口面临下行压力，经济恢复的基础仍需巩固。
- ◆ 从库存周期的角度来看，尽管大宗商品价格有所回落，但下游需求走弱，企业经营压力依然较大，盈利增速持续下滑，主动去库存仍在进行。根据历史数据推断，本轮库存周期将持续至今年年底，预计企业盈利增速的拐点有望在年底或明年年初到来。
- ◆ 货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕，继续推动社会综合融资成本下降，但海外量化紧缩加快背景下，人民币贬值压力加大，短期内进一步宽松的预期下降。
- ◆ 综上所述，国内经济恢复的基础仍需巩固，稳增长政策不断加码，终端需求能否持续改善有待进一步观察。海外量化紧缩节奏加快，经济衰退的担忧与日俱增，全球金融市场动荡加剧，风险有待出清，股指四季度或进入震荡筑底阶段。

### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

### 近期报告回顾

美联储加息靴子落地，短期有望迎来反弹 20220923

人民币贬值压力加大，短期再次陷入调整 20220916

政策面利好提振，节前股指开启反弹 20220909

静待美联储加息落地，股指震荡调整或为主基调 20220901

## 第一部分 基本面分析

截至2022年9月底，俄乌冲突仍在持续，双方在战略相持一段时间后再次展开斗争，全球通胀压力居高不下。美国8月CPI同比上涨8.3%，尽管连续两个月回落，但仍维持在近40年高位，欧元区8月CPI同比上涨9.1%，连续4个月刷新历史记录。为遏制顽固的通胀预期，各国央行正在加快收紧货币政策，同时也加大了经济衰退的风险。数据显示，美国9月Markit制造业PMI录得51.8，较上月回升0.3个百分点，服务业PMI为49.2，连续3个月处于收缩区间。欧元区9月制造业PMI降至48.5，创2020年7月以来新低，服务业PMI降至48.9，为2021年4月以来新低。美联储9月会议如期加息75个基点，联邦基金利率目标区间上升至3%-3.25%，创2008年以来新高。点阵图显示年底前联邦基金利率预期中值为4.4%，意味着年内剩余两次会议还将加息100-125个基点，暗示加息放缓的时间较预期推迟，11月再次加息75个基点是大概率事件。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，可能需要在一段时间内实施限制性政策，历史记录告诫我们不要过早降息，将继续下去直到完成任务。欧洲央行9月会议宣布加息75个基点，幅度为1999年以来最大，隔夜存款利率上调至0.75%，创2011年11月以来新高，央行行长拉加德表示未来将进一步提高利率。进入四季度，随着全球量化紧缩节奏加快，美元流动性将进一步收紧，实际利率上升是大概率事件，风险资产价格仍将面临下行压力。

国内方面，随着高温天气的影响消退，以及稳经济一揽子举措发挥效能，今年9月官方制造业PMI重返扩张区间，8月固定资产投资、消费和工业增加值全线回暖。国务院常务会议在稳经济一揽子政策的基础上，再实施19项接续政策，形成组合效应，加快释放效能。决定在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；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。此外，国常会决定进一步延长制造业缓税补缴期限，加力助企纾困；确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，扩市场需求、增发展后劲；部署进一步稳外贸稳外资的举措，助力经济巩固恢复基础。我们认为，当前国际形势错综复杂，海外货币政策加快收紧背景下，人民币贬值压力加大，给我国带来输入性通胀压力，金融市场动荡加剧，我国面临稳增长和防范系统性金融风险的双重压力。

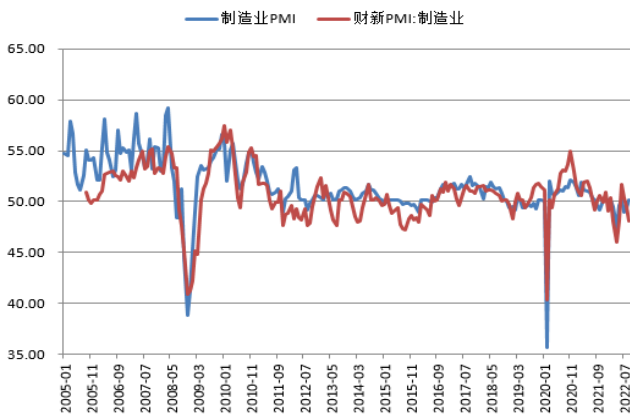
### 一、8月宏观数据有所好转，经济恢复的基础有待巩固

从先行指标来看，今年9月官方制造业PMI录得50.1，较上月回升0.7个百分点，时隔两个月重返扩张区间。9月财新制造业PMI降至48.1（前值49.5），连续两个月处于收缩区间，为6月以来新低。从企业规模看，大型企业PMI为51.1，较上月加快0.6个百分点，连续两个月高于临界值；中、小型企业PMI分别为49.7和48.3，分别较上月回升0.8和0.7个百分点，仍低于枯荣线。从分类指数看，生产指数为51.5，较上月加快1.7个百分点，新订单指数为49.8%（前值49.2），连续两个月回升，但新出口订单指数降至47，为6月以来新低。数据表明，随着高温天气影响消退，以及稳经济一揽子政策的落实，工业生产快速恢复，但需求仍处于收缩区间，外需下行压力明显加大，中小微企业景气度依旧低迷，反映经济复苏的基础不稳定，宏观政策仍需加大对中小微企业和薄弱环节的支持，稳外资稳外贸政策将继续实施。

今年1-8月固定资产投资同比增长5.8%，较1-7月份回升0.1个百分点。其中，1-8月房地产投资同比下降7.1%，连续5个月负增长，降幅比1-7月份扩大1个百分点，为2020年4月以来新低。从土地购置和新开工来

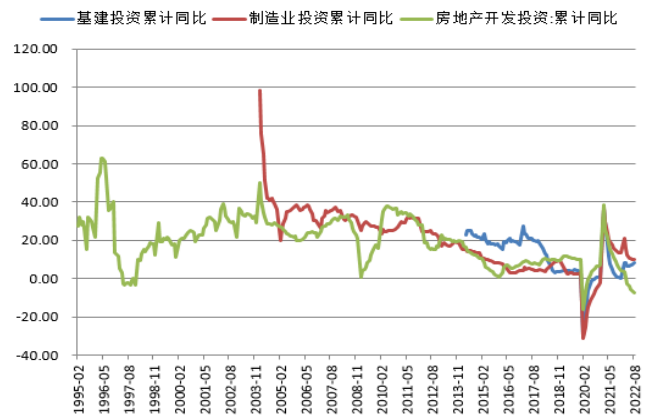
看，今年 1-8 月土地购置面积同比下降 49.7%，降幅较 1-7 月扩大 1.6 个百分点，再创历史新低。房屋新开工面积同比下降 37.2%（前值-36.1%），连续 13 个月负增长，为 2020 年 3 月以来新低。从竣工和销售来看，今年 1-8 月房屋竣工面积同比下降 21.1%，降幅较 1-7 月收窄 2.2 个百分点。今年 1-8 月商品房销售面积同比下降 23%，商品房销售额同比下降 27.9%，降幅分别较 1-7 月收窄 0.1 和 0.9 个百分点。数据表明：随着 2000 亿“保交楼”专项纾困基金的启动，项目复工有序推进，烂尾楼断供的风险逐渐得到化解，商品房销售出现回暖的迹象，房屋竣工进度有所加快。我们认为，房住不炒的政策定位不变，房价持续上涨的预期被打破，居民收入预期和信心尚未扭转的情况下，商品房市场整体供应过剩，未来将进入存量消化阶段，最终实现新的供求平衡，预计房地产投资短期内难以发生趋势性逆转。

图 1. 官方和财新制造业 PMI



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

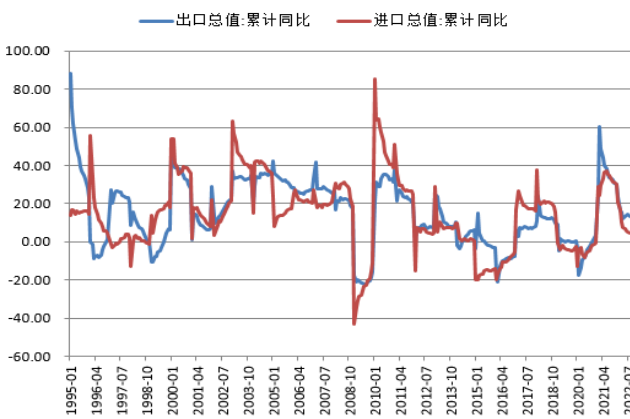
图 2. 固定资产投资累计同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

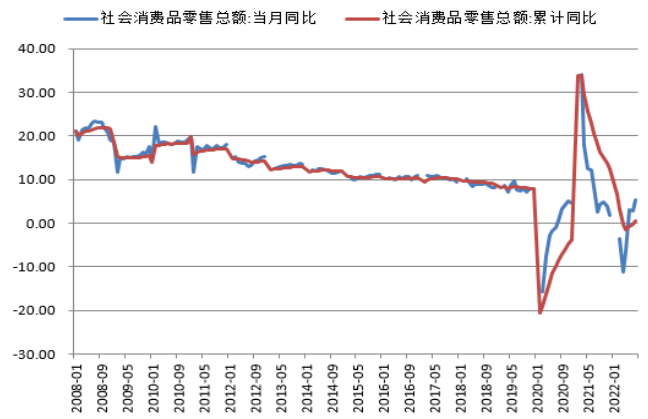
今年 1-8 月基础设施投资同比增长 8.3%（前值 7.4%），增速连续 4 个月扩大，主要受地方专项债发行前置和基建项目集中落地的拉动。国常会要求依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕，随着地方专项债使用和基建项目实施进度加快，基建投资有望保持快速增长，充分发挥经济托底的作用。1-8 月制造业投资同比增长 10%，增速较 1-7 月回升 0.1 个百分点，为 2021 年以来次低水平，主要受终端需求放缓的拖累。综上所述，8 月固定资产投资小幅回升，主要受基建投资增长加快的带动，但难以完全对冲房地产投资增速下滑的负面影响。

图 3. 进出口累计同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 社会消费品零售同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

今年1-8月规模以上工业增加值同比增长3.6%（前值3.5%），其中8月工业增加值同比增长4.2%，较上月回升0.4个百分点。今年1-8月社会消费品零售总额同比增长0.5%，增速为4月以来首次转正，其中8月消费品零售同比增长5.4%，较上月加快2.7个百分点。从限额以上零售来看，今年1-8月汽车类零售额同比下降1.3%，降幅连续3个月收窄，其中8月汽车类零售同比增长15.9%，创去年5月以来新高。1-8月家电类零售总额同比增长1.6%，增速连续3个月回升，其中8月家电类零售同比增长3.4%。整体来看，前期国家对疫情防控政策进行了调整，防止地方实行“一刀切”、“层层加码”，工业生产保持稳定，在汽车、家电等大宗消费刺激政策的支持下，消费恢复显著加快。

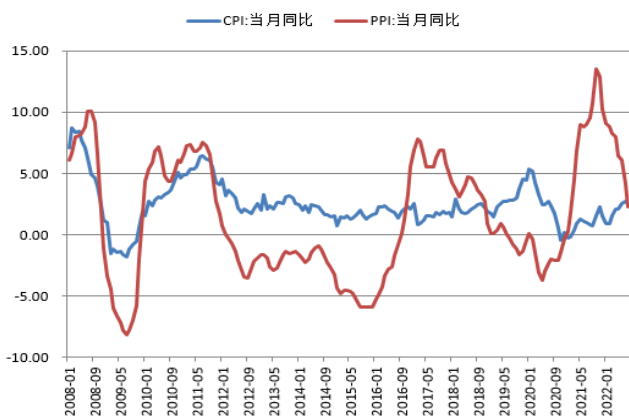
按美元计价，中国8月进口同比增长0.3%（前值2.3%），出口同比增长7.1%（前值18%），进出口增速创5月以来新低。反映疫情期间积压的订单集中释放后，出口增长明显放缓，基于对未来的预期，企业主动减少了对原材料的进口。今年前8个月，我国进口同比增长4.6%，出口同比增长13.5%，实现贸易顺差5605.2亿美元，同比扩大56.7%。中期来看，全球量化紧缩加快背景下，经济下行压力加大，海外需求下降，未来几个月出口仍将面临下行压力，人民币贬值将在一定程度上抑制进口，稳外贸政策将继续实施。

## 二、货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”

中国人民银行发文称，当前我国面临的外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。从国际看，全球经济放缓、通胀高位运行、地缘政治风险持续，主要发达经济体加快收紧货币政策，给全球带来的溢出影响明显加大。从国内看，我国经济延续恢复态势，但仍有小幅波动，正处于经济回稳最吃劲的节点。下一步将实施好稳健的货币政策，坚持以我为主、稳中求进，兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡，加力巩固经济恢复发展基础，不搞大水漫灌、不透支未来。

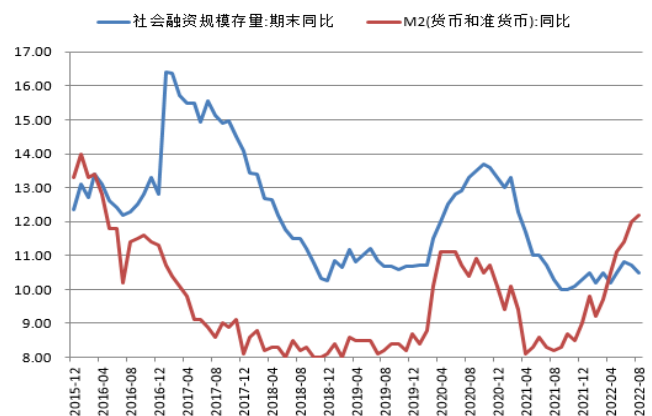
今年以来，我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，央行货币政策坚持以我为主，没有因美联储等其他国家央行加息而收紧，而是根据经济发展的需要，有条件、有节制的适度宽松。截至2022年9月底，央行年内累计下调存款准备金率0.25个百分点，中期借贷便利和逆回购利率累计下调20个基点，1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）分别下调15和35个基点。我们认为，全球货币政策加快收紧背景下，我国央行选择降息应对经济下行压力，体现了货币政策的独立性，旨在引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本，疏通宽货币向宽信用传导的渠道，刺激终端需求回暖，避免资金脱实向虚。

图5. CPI与PPI同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图6. 社会融资规模与M2同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究



考虑到原材料价格向终端消费领域传导,以及新一轮猪周期因素的影响,我国下半年将面临结构性通胀压力。国家统计局公布的数据显示,今年8月CPI同比上涨2.5%,涨幅较上月回落0.2个百分点,主要受汽油、交通运输等工业品和服务价格下降的影响。PPI同比上涨2.3%(前值4.2%),涨幅连续10个月回落,为去年3月以来新低,主要原因是石油天然气开采等行业涨幅回落,以及黑色金属冶炼等价格降幅扩大。中期来看,受猪周期以及低基数效应等因素影响,未来一段时间CPI仍有上升空间。全球经济下行背景下,大宗商品需求下滑,PPI涨幅将继续回落。

央行金融统计报告显示,今年8月新增人民币贷款1.25万亿元,同比多增390亿元,社会融资规模增量为2.43万亿元,较上年同期减少5571亿元。广义货币供应量M2同比增长12.2%(前值12%),增速连续6个月扩大,创2016年5月以来新高。M1同比增长6.1%,较上月回落0.6个百分点。从总量和结构来看,8月末社会融资规模存量同比增长10.5%(前值10.7%),人民币贷款余额同比增长10.9%(前值11%),连续两个月下降。在新增贷款中,居民中长期贷款增加2658亿元,环比显著改善,但与历史同期4000-5000亿的规模相比,仍有很大差距,表明在“保交楼”政策的支持下,房地产销售有所回暖,但历史高光时刻已经过去,未来将进入存量消化阶段。社会融资规模增量中,人民币贷款占比保持稳定,信托贷款、委托贷款、未贴现票据融资占比大幅回升,表明在降息政策的刺激下,信用扩张步伐加快,但仍低于货币扩张的速度,资金淤积的现象依然存在,终端需求能否持续改善有待进一步观察。

综上所述,货币政策坚持以我为主,不搞“大水漫灌”,也不会因美联储等其他国家央行加息而收紧。但海外量化紧缩加快,中美利差持续倒挂,人民币贬值压力依然较大,将制约降息或降准的空间。

### 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。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。

美联储9月利率决议如期宣布加息75个基点,但预计年内还将加息100-125个基点,加息放缓的时间较预期推迟,全球股市承压下跌,短期将打压风险偏好。尽管美联储加息将在11月后放缓,但缩表已进入全速前进状态,实际利率上升是大概率事件,高债务国家面临去杠杆压力,引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应,金融市场动荡或在所难免。国内方面,经济复苏的基础有待进一步巩固,房地产市场面临风险出清的过程,风险偏好的改善取决于稳增长政策的落实情况。

#### (一) 风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括:

**1. 国常会决定进一步延长缓税补缴期限,加大助企纾困力度。**9月14日,国务院常务会议决定进一步延长制造业缓税补缴期限,加力助企纾困;确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造,扩市场需求、增发展后劲;部署进一步稳外贸稳外资的举措,助力经济巩固恢复基础。具体措施包括:1.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。同时,对制造业新增增值税留抵税额即申即退,到账平均时间压缩至2个工作日,预计今年后4个月再为制造业企业退税320亿元;2.对制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等在第四季度更新改造设备,

支持全国性商业银行以不高于 3.2% 的利率积极投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的 100% 对商业银行予以专项再贷款支持，专项再贷款额度 2000 亿元以上，尽量满足实际需求，期限 1 年、可展期两次。同时落实已定政策，中央财政为贷款主体贴息 2.5%，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%。我们认为，尽管 8 月投资、消费和工业数据有所改善，但经济复苏的基础仍需进一步巩固，近期政策面不断加大稳增长力度，有助于稳定市场信心，提升风险偏好。

影响风险偏好的不利因素包括：

**1. 美联储 9 月如期加息 75 个基点，但加息放缓的预期推迟。**2022 年 9 月 22 日，美联储公开市场委员会宣布加息 75 个基点，美国联邦基金利率上调至 3%-3.25% 区间，为 2008 年以来新高。货币政策声明称，各项指标显示支出和生产温和增长，就业增长强劲，失业率保持在较低水平，预计持续加息是合适的。下调今后三年经济增速预期，预计 2022、2023 和 2024 年 GDP 增速预期中值为 0.2%、1.2% 和 1.7%；上调未来三年通胀预期，预计 2022、2023 和 2024 年 PCE 通胀预期中值为 5.4%、2.8% 和 2.3%；上调未来三年失业率预期，预计 2022、2023 和 2024 年失业率预期中值为 3.8%、4.4% 和 4.4%。美联储公布的点阵图显示，2022 年底前联邦基金利率中值为 4.4%，意味着年内剩余两次会议还将加息 100-125 个基点，2023 年联邦基金利率预期中值为 4.6%，暗示明年不会降息。

美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，坚决致力于降低通货膨胀，正在将政策调整到足够限制经济增长的水平。多数委员预计年底前将再累计加息 100 个基点，部分委员预计累计加息 125 个基点，加息的速度取决于未来的数据。通胀预期似乎得到了很好的控制，在某些时候会放慢加息速度。在实现软着陆的同时恢复物价稳定是一项挑战，但不消除通胀会更加痛苦。可能需要在一段时间内实施限制性政策，历史记录告诫我们不要过早降息，将继续下去直到完成任务。在降息之前，必须非常有信心通胀会回落到 2%。我们认为，美联储 9 月加息 75 个基点符合预期，但年内还将加息 100-125 个基点超出市场预期，据 CME “美联储观察”：11 月加息 50 个基点的概率为 36.5%，加息 75 个基点的概率为 63.5%，到 12 月累计加息 100 个基点的概率为 33.7%，累计加息 125 个基点的概率为 61.5%。由此来看，美联储在 11 月加息 75 个基点的概率更高一些，意味着加息放缓的预期推迟。随着时间的推移，美联储加息和缩表对经济的抑制效应将逐步显现，市场对经济陷入衰退的担忧挥之不去，欧美股市脱离历史高位，进入技术熊市，这将在一段时间内抑制风险偏好。

**2. 国内外利差倒挂幅度扩大，资本外流和人民币贬值的压力加大。**美国 8 月通胀超预期，再次激发市场对美联储大幅加息的预期，美元指数一度突破 114 关口，创近 20 年来新高。截至 9 月底，美国 10 年期国债收益率一度上升至 3.93%，创 2010 年 4 月以来新高，中美 10 年期国债利差扩大至 -110 个基点，1 年期 Shibor 和 1 年期 Libor 利差扩大至 -280 个基点。受美元指数走强和国内外利差倒挂幅度扩大的影响，人民币汇率快速贬值，离岸人民币兑美元汇率时隔两年再次跌破 7.0 整数关口，一度逼近 2020 年低位。当前俄乌冲突尚未出现实质性缓和，随着美联储缩表速度加快和联邦基金利率上升，美元流动性将进一步收紧，中美国债利差持续倒挂，资本外流和人民币贬值的压力依然较大，短期或抑制风险偏好。

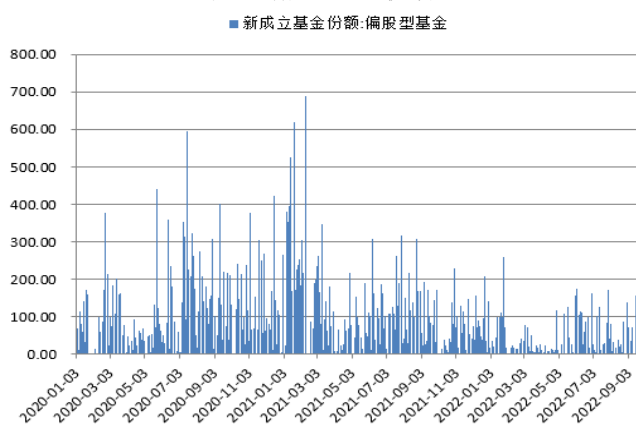
## 四、资金面分析

进入 9 月份，新发基金市场保持了 6 月以来的回暖态势。Wind 数据显示，截至 9 月 20 日，9 月以来全市场新成立的基金规模合计 746.52 亿元，其中偏股型基金 425 亿份。银保监会公布的数据显示，保险资金投资股票

和证券投资资金的比例上升至 13.02%，为今年以来月度数据新高，且高于去年年末水平。此外，央行发文称金融稳定保障基金基础框架初步建立，已有一定资金积累，当市场出现异常波动时，有助于维护市场稳定。基金发行回暖、保险资金投资权益类资产的比例上升、以及金融稳定保障基金的成立将给市场带来更多增量资金。

9 月份以来，受股市连续调整的影响，沪深港通北上资金整体呈现净流出状态。截止 2022 年 8 月 30 日，沪深港通北上资金累计净流出 133.59 亿元，其中沪股通资金净流出 34.71 亿元，深股通资金净流出 98.88 亿元。与全球主要股市相比，A 股估值依然偏低，随着我国资本市场基础制度不断完善，注册制改革稳步推进，法律法规持续健全，A 股对外资的吸引力将有增无减。继 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将 A 股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

图 7. 新成立基金份额



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 沪深港通北上资金累计净流入



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 第二部分 波动分析

### 一、趋势分析

从趋势上来看，今年 7 月份以来，沪深 300、上证 50 和中证 500 指数进入二次探底阶段。截至 9 月底，沪深 300 指数已逼近 4 月低点，上证 50 指数再创年内新低，中证 500 指数接近 5 月低位。我们认为，沪深 300 指数自 2021 年 2 月高点 5930 进入下跌趋势，结构上以五浪下跌的方式展开，5930-4883 为第一浪下跌，4883-5378 为二浪反弹，5378-4663 为三浪下跌，4663-5143 为四浪反弹，5143-3757 为五浪下跌。中期来看，股指自去年 2 月以来的下跌趋势或已接近尾声，再次探底后开启中期反弹的可能性较大。

图 9. IF 加权月 K 线图

图 10. 上证指数月 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

从月线来看，IF 加权已连续 3 个月调整，跌破 4000 整数关口，短期或考验年内低点 3754 一线支撑，若被有效跌破需防范则将连续探底。IH 加权跌破 2700 整数关口，逼近年内低位 2622 一线支撑，短期关注能否在此处企稳。IC 加权在 10 月线附近承压回落，跌破 40 月均线，短期或考验 60 月均线支撑，若被有效跌破则防范再次探底风险。上证指数相继跌破 40 及 60 月均线，短期或考验 3000 整数关口支撑，预计在附近受到抵抗并反弹的可能性较大。

图 11. IF 加权周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图 12. 上证指数周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

周线方面，IF 加权在 20 周线附近承压回落，跌破 4000-4200 震荡区间，短期或考验年内低点 3754 一线支撑，若被有效跌破则需防范调整加深风险。IH 加权跌破 5、10 周线，逼近年内低点 2622 支撑，短期关注能否在此处止跌反弹。IC 加权跌破 20 周线及前期低点 5980 一线支撑，短期或考验 250 周线支撑，若被有效跌破需防范再次探底风险。上证指数跌破 3155-3300 震荡区间，按等量跌幅预测，短期或考验 3000 整数关口。

## 二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺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 后进入调整，最低跌至 2646 点，之后开启新一轮上涨，到达 3731 阶段性高点后再次进入回调，最低跌至 2863 点。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2646 之间的下跌视为二浪回调，2646 至 3731 之间的上涨视为三浪上涨，若 3731 点以来的下跌为四浪调整，则极限位置在 2800 点左右。



### 第三部分 结论及建议

国外方面，全球通胀压力居高不下，各国央行正在加快收紧货币政策，遏制根深蒂固的通胀预期。美联储 9 月会议如期宣布加息 75 个基点，点阵图显示年底前联邦基金利率中值将达到 4.4%，意味着年内还将加息 100-125 个基点，市场对美联储 11 月再次加息 75 个基点的预期上升，暗示加息放缓的时间将推迟至 12 月。此外，欧洲央行也开启了激进加息的模式，在 7 月加息 50 个基点后，9 月进一步提高至 75 个基点，央行行长拉加德表示未来还有更多加息，货币市场利率显示，10 月加息 75 个基点是大概率事件。我们认为，随着全球量化紧缩步伐加快，美元流动性持续收紧，利率上升对总需求的抑制效应将逐步显现，经济衰退的风险进一步加大。高债务国家面临去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，金融市场高波动或将延续。

国内方面，今年 9 月官方制造业 PMI 重回扩张区间，8 月固定资产投资、消费品零售和工业增加值全线反弹，信贷和社融数据回暖，表明随着降息、“保交楼”等一系列政策的出台，烂尾楼断供风险得到有效化解，市场主体的信心恢复，社会融资需求回升。但居民对未来的收入预期尚未扭转，终端需求能否持续改善有待进一步观察。今年 1-8 月规模以上工业利润同比下降 2.1%，连续两个月负增长，产成品存货同比增速降至 14.1%，连续 4 个月回落。从库存周期的角度来看，尽管大宗商品价格有所回落，但下游需求走弱，企业经营压力依然较大，盈利增速持续下滑，主动去库存仍在进行，根据历史数据推断，本轮库存周期将持续至今年年底，预计企业盈利增速的拐点有望在年底或明年年初到来。货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕，继续推动社会综合融资成本下降，但海外量化紧缩加快背景下，人民币贬值压力加大，短期内进一步宽松的预期下降。影响风险偏好的因素多空交织，国内稳经济政策不断加码，助企纾困力度加大。不利因素在于，海外货币政策持续收紧导致经济衰退的风险加大，金融市场动荡加剧。

综上所述，国内经济恢复的基础仍需巩固，稳增长政策不断加码，终端需求能否持续改善有待进一步观察。海外量化紧缩节奏加快，经济衰退的担忧与日俱增，全球金融市场动荡加剧，风险有待出清，股指四季度或进入震荡筑底阶段。

## 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达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

### 徐州营业部

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

### 成都分公司

电话：028-68850968  
邮编：610004  
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：518001  
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 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）

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
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

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 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

### 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

### 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#