

三季度盈利继续改善，股指中期反弹有望延续

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 10月初中美贸易谈判取得实质性进展，风险偏好显著回升，股指迎来开门红。进入11月份，第二届中国国际进口博览会将于上海举行，中美元首有望在11月中旬签署第一阶段协议，风险偏好有望继续回升，股指中期反弹有望延续。
- ◆ 中国第三季度GDP增速再创新低，经济下行压力加大，宏观政策将继续加强逆周期调节。从企业利润和库存周期的角度分析，工业企业利润同比降幅边际收窄，盈利增速正在筑底，主动去库存接近尾声，下一步将进入被动去库存阶段，经济有望迎来阶段性复苏，企业盈利将继续改善，分子端有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 央行货币政策保持宽松倾向，降准的时间窗口再次打开，未来不排除结构性降息的可能，无风险利率维持低位，分母端有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 影响风险偏好的积极因素增多，有利因素在于，中美贸易谈判达成第一阶段协议，双方团队正在加紧落实协议文本，两国元首有望在11月中旬签署，有利于风险偏好回升。不利因素在于，美股再次逼近历史高位，波动率存在随时放大的可能，短期将抑制风险偏好。
- ◆ 综上所述，进入11月份，随着稳增长政策的深入落实，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 3800-4100，上证 2800-3100，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

企业三季度盈利继续改善，中期反弹思路不改（周报）

经济悲观预期进一步释放，短期调整不改上升格局（周报）

中美贸易谈判释放乐观预期，节后反弹有望延续（周报）

经济悲观预期逐渐修复，战略性配置股指多头策略（季报）

8月经济继续回落，短期调整不改反弹格局（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。

10 月初中美贸易谈判取得实质性进展，风险偏好显著回升，股指迎来开门红。进入 11 月份，第二届中国国际进口博览会将在上海举行，中美元首有望在 11 月中旬签署第一阶段协议，风险偏好将继续修复，股指中期反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，中国第三季度 GDP 增速再创新低，经济下行压力加大，宏观政策将继续加强逆周期调节。从企业利润和库存周期来看，随着减税降费、降准等稳增长政策的深入落实，企业利润降幅边际收窄，盈利增速正在筑底阶段，主动去库存接近尾声，下一步将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性复苏，企业盈利将继续改善。第二，央行货币政策保持宽松倾向，降准的时间窗口再次打开，未来不排除结构性降息的可能，无风险利率维持低位，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好的积极因素增多，有利因素在于，月初将举办第二届中国国际进口博览会，中美贸易谈判达成第一阶段协议，双方团队正在加紧落实协议文本，两国元首有望在 11 月中旬签署，有利于风险偏好回升。不利因素在于，美股再次逼近历史高位，波动率存在随时放大的可能，短期将抑制风险偏好。

一、中国三季度经济继续下滑，宏观政策逆周期调节加码

中国第三季度 GDP 同比增长 6.0%，连续两个季度下滑，增速再创新低。前三季度 GDP 同比增长 6.2%，预计经济能够实现全年发展目标。从拉动经济增长的三驾马车来看，投资增速跌势放缓，消费保持平稳增长，进出口仍有下行压力，但影响边际减弱。进入四季度，随着稳增长政策的进一步落实，经济增速有望企稳，全年将呈现降中趋稳的走势。

投资增速跌势放缓。中国 1-9 月固定资产投资同比增长 5.4%（前值 5.5%），连续 3 个月下滑，但降幅逐渐收窄。其中房地产投资同比增长 10.5%，连续两个月持平，房屋新开工面积同比增长 8.6%（前值 8.9%），连续 5 个月下滑，土地购置面积同比下降 20.2%（前值-25.6%），连续 8 个月负增长。房屋施工面积增速维持高位，房屋竣工面积企稳回升，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 4.5%（前值 4.2%），连续两个月回升，创去年 8 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 2.5%（前值 2.6%），连续两个月回落，但随着企业盈利的持续改善，制造业投资有望企稳回升。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，基建和制造业投资有望显著回升，固定资产投资增速降中趋缓。

消费增速企稳回升，扩内需政策效果逐步显现。中国 9 月社会消费品零售总额同比增长 7.8%（前值 7.5%），前三季度消费品零售总额同比持平于 8.2%，其中汽车销量降幅收窄，家电销售增速回升。中汽协公布的数据显示，2019 年 9 月我国乘用车销量同比下降 6.3%（前值-7.7%），连续 15 个月负增长，但降幅呈现逐渐收窄的趋势。9 月份家电和音响器材类销售同比增长 5.4%（前值 4.2%），连续两个月回升。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，今年前三季度，今年前三季度全国累计新增减税降费17834亿元，其中新增减税15109亿元，新增社保降费2725亿元。增值税改革新增减税7035亿元，小微企业普惠性政策新增减税1827亿元，个税两步改革叠加新增减税4426亿元。在促进消费升级方面，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。

进出口增速降幅扩大，关税影响进一步显现。按美元计价，中国9月进口同比下降8.5%（前值-5.6%），创今年5月以来最大降幅，连续5个月负增长。出口同比下降3.2%（前值-1%），降幅创年内新高。9月实现贸易顺差396.5亿美元（前值384），结束连续两个月下降。整体来看，1-9月份进口同比下降5%，出口同比下降0.1%，分别低于去年同期25.2和12.3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。中国9月进出口增速降幅扩大，主要受美国对华3000亿美元部分商品加征关税的影响，中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国暂停对2500亿美元商品提高关税，但之前加征的关税影响将进一步显现，四季度出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施。

综上，中国三季度经济增速再创新低，宏观政策将继续加强逆周期调节。进入四季度，随着稳增长政策的进一步落实，经济增速有望回暖，全年将呈现降中趋稳走势，企业盈利将继续改善。

二、货币政策保持宽松倾向，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，货币政策转向边际宽松，9月初迎来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9月CPI同比上涨3%（前值2.8%），为2013年以来最高，主要受肉类、鸡蛋等食品价格涨幅扩大的影响。PPI同比下降1.2%（前值-0.8%），连续3个月负增长，创2016年8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拖累。整体来看，受猪周期和非洲猪瘟的影响，供需矛盾短期内难以改变，猪肉价格居高不下，并带动其他肉类价格上涨，是推动CPI走高的一大潜在因素，但其他食品价格并不存在持续上行的基础，通胀压力整体可控。全球经济加速放缓，大宗商品价格下跌，PPI持续下滑，工业通缩压力加大，扩大总需求是当务之急，货币政策宽松的倾向不会改变。

中国9月新增人民币贷款1.69万亿（前值1.21），社会融资规模增量2.27万亿（前值1.98），广义货币供应量M2同比增长8.4%（前值8.2%），M1同比持平于3.4%。从总量和结构来看，前三季度社会融资规模增量累计为18.74万亿元，比上年同期多3.28万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加13.9万亿元，同比多增1.1万亿元；前三季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的74.2%，同比低8.6个百分点。9月信贷和货币增速超预期回升，表明在央行降准等一系列支持实体经济发展的政策引导下，银行加大了对制造业、民营企业的信贷投放，宽货币逐渐向宽信用领域传导，但拒绝大水漫灌，保持社融规模与名义GDP增长相匹配。

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，并不急于做出比较大的降准或量化宽松。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。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。

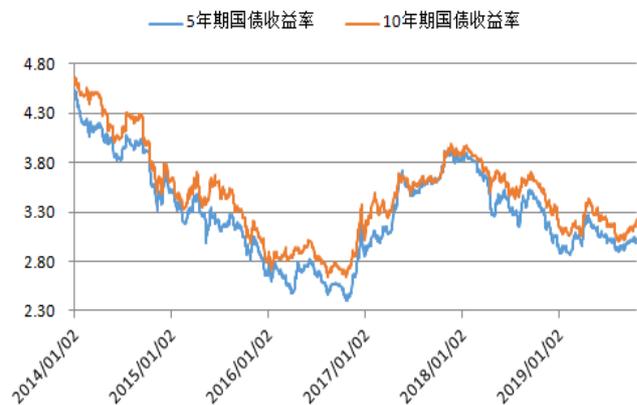
综上，我国经济下行压力加大，货币政策转向边际宽松，9月初迎来年内第二次全面降准，未来不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平。

图1. 中国三季度 GDP 增速再创新低



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 无风险利率维持低位



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10月初，中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国暂停对华2500亿美元商品提高关税，中国加大从美国采购农产品，贸易摩擦才出现实质性缓和。目前双方团队正在加紧落实协议文本，并密切保持沟通，两国元首有望在11月中旬签署第一阶段协议，届时将提升风险偏好。综合而言，11月份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. 中美贸易谈判取得实质性进展。2019年10月10日至11日，中美第十三轮高级别经贸磋商在华盛顿举行，双方在此轮磋商中就共同关心的经贸问题进行了坦诚、高效、建设性的讨论，在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，讨论了后续磋商安排。中美贸易谈判达成第一阶段协议，美国暂停对2500亿美元中国进口商品提高关税，中国同意从美国购买400亿至500亿美元的农产品，双方团队正在加紧落实协议文本，等待两国领导人的签署。10月25日，国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成，双方牵头人将于近期再次通话，在此期间工作层将持续抓紧磋商。中美贸易谈判取得实质性进展，第一阶段协议文本基本完成，两国元首有望在11月中旬签署，届时将推动风险偏好回升。

2. 养老金入市规模增加，企业年金和职业年金入市提速。今年一季度末，全国社会保障基金理事会共与17个委托省（区、市）签署了8580亿元委托投资合同，其中有6248.69亿元到账投资运营；第二季度末，与全国社会保障基金理事会签署委托投资合同的省级政府增长至18个，共签署了8630亿元合同，其中7062亿元到账投资运营；截至9月底，养老金委托资金规模达到9660亿元，其中7992亿元资金已经到账并开始投资。近期关于职业年金和企业年金入市的风声再起，截止目前，包括中央国家机关事业单位、31个省区市以及新疆生产建设兵团在内的全国33个职业年金项目中，已有29个完成了受托人资格招标，21个完成了投管人资格招标。其中，已有十地的职业年金进入了投资运作，预计绝大部分省份的职业年金今年底或明年上半年都将相继投入运作，届时将给资本市场带来可观的长期资金。职业年金的加速落地，将倒逼有条件的企业抓紧启动企业年金入市，长期有利于提升风险偏好。

3. 全球新一轮降息周期开启，A股纳入国际化指数比例扩容。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）影响风险偏好的不因素包括：

1. 美联储年内第三次降息，美股再次逼近历史高位。10月31日凌晨，美联储FOMC会议宣布下调联邦基金利率25个基点至1.75%-2%，将超额准备金率（IOER）从1.80%调整至1.55%，为年内第三次降息，符合市场预期。货币政策声明显示，整体及核心通胀依旧维持在2%以下，经济活动以温和速率上升，近几个月就业增长稳健，失业率保持在低位，家庭支出增长强劲，企业固定投资和出口有所减弱。不确定性犹存，将贴现率下调至

2.25%，将会评估合适的利率路径，重申计划购买国库券至少直到2020年第二季度，删除了“采取适当行动”的承诺。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，预计经济以温和的速度扩张，通胀压力仍然低迷，全球经济增速和贸易局势仍然带来风险，降息将增加更多的保险。购买国库券纯粹是技术手段，不应该和QE混为一谈。美联储当前没有考虑加息问题，在任何加息措施之前需要看到通胀大幅上升。我们认为美联储货币政策声明及鲍威尔讲话偏中性，一方面对美国经济前景持乐观态度，但同时也没有排除再次降息的可能，明确表示通胀大幅走高之前不会加息。受美联储降息的推动，美股再次逼近历史高位，波动率存在随时放大的可能，短期将抑制风险偏好。

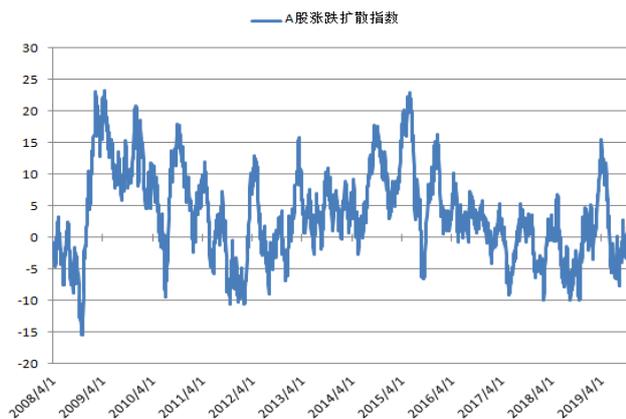
（二）风险偏好量化分析

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股月换手率和日涨跌幅波动率持续回落，并接近历史底部区间，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10月28日，A股扩散指数为-0.73，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股月换手率进入历史底部区域



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（2）A股月换手率持续回落，接近历史底部区域。2019年3月份以来，A股月换手率呈现逐渐下降的态势，从3月份的39%降至10月份的11%，进入10%左右的历史底部区域，表明市场活跃度低于正常水平。

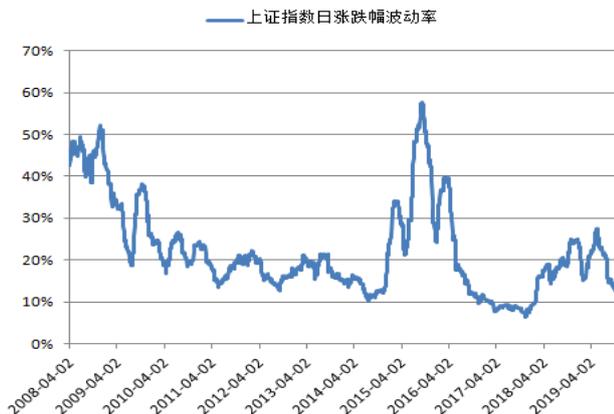
（3）上证指数日涨跌幅波动率高位回落。2019年6月以来，股市由快速下跌进入震荡调整阶段，股指波动率高位回落。截止2019年10月28日，上证指数的日涨跌幅波动率为13%，明显低于5月份的27%，逐渐接近5%-10%这一历史底部区间。

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，

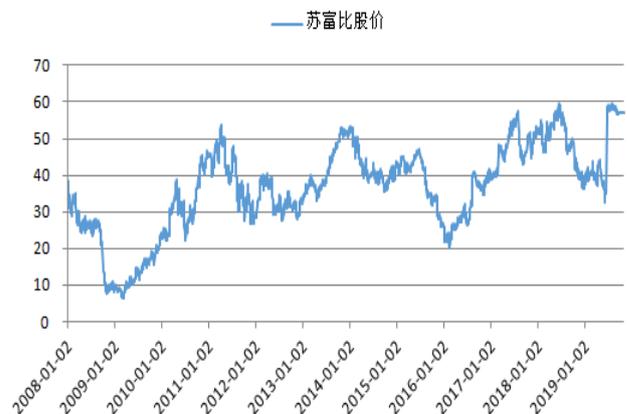
与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为 20-30。截止 2019 年 10 月 28 日，苏富比股价为 56.99，与上月基本持平，维持在近 10 年高位，表明全球风险偏好仍处于较高水平。

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



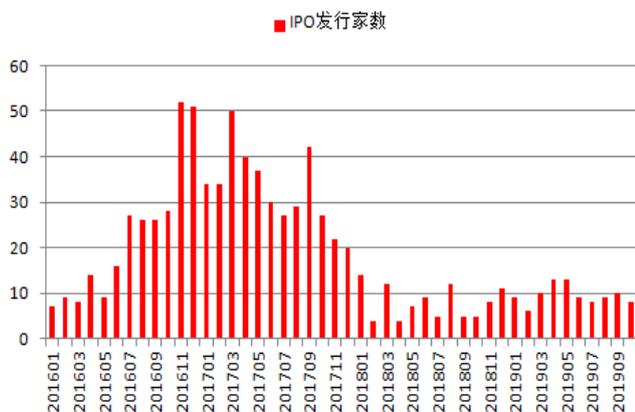
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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 10 月 25 日，证监会 10 月份共核发 8 家 IPO 批文，筹资总额未曾披露。2019 年 11 月份限售股解禁市值约 3063.37 亿元，较上月的 3044.56 亿略有增加。综上，新股发行数量维持低位，11 月限售股解禁规模为年内相对高位，将在一定程度上增加资金面压力。

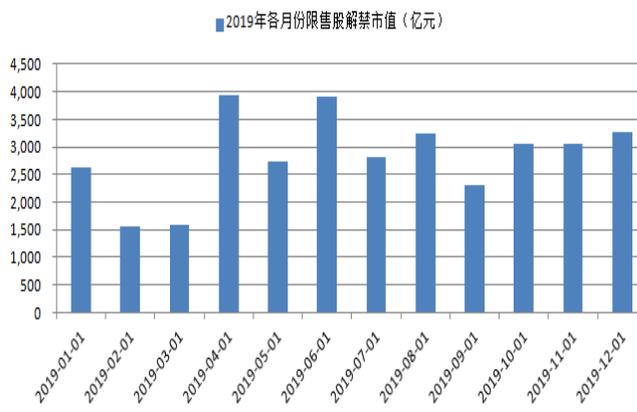
2019 年 9 月 23 日，标普道琼斯指数纳入 A 股的决定首次生效，纳入因子 25%，这是继 MSCI、富时罗素之后，第三家国际指数公司将 A 股纳入其全球指数体系。同日，富时罗素的扩容决定也已生效，A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%。据有关机构测算，富时罗素二次扩容将为 A 股带来 40 亿美元的被动资金，标普道琼斯指数扩容有望为 A 股带来 11 亿美元被动资金，再加上主动资金流入，两者将给 A 股带来近千亿元的增量资金。随着 A 股纳入国际化指数和扩容加速，外资流入速度显著提升，9 月份以来，沪深港通北向通道资金大幅净流入。截止 10 月 28 日，沪股通资金累计净流入 417.88 亿元，深股通资金净流入 422.11 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加权几次反弹均受到2015年6月高点与2018年1月高点连线的压制，待压力充分消化后有望向上突破，目标看向3200一线。IC加权在20日均线附近承压回落，表明上方存在较大压力，充分震荡调整后或将向上突破。上证指数反抽40日均线承压回落，但下方受到20日均线的支撑，反复震荡蓄势后有望重拾升势。

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 20 周线附近企稳反弹，第一目标看向 4 月高点 4136，若能有效突破，则上升空间进一步打开。IH 加权重心逐渐上移，短期面临 4 月高点 3060 一线压力，预计充分震荡调整后有望向上突破。IC 加权在 60 周线附近止跌反弹，站上 20 周线，短期关注 9 月高点 5227 一线压力能否突破。上证指数两次反弹均受到 120 周线的压制，表明此处存在较大压力，若能有效突破，则目标看向 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

10 月初中美贸易谈判取得实质性进展，风险偏好显著回升，股指迎来开门红。进入 11 月份，第二届中国国际进口博览会将在上海举行，中美元首有望在 11 月中旬签署第一阶段协议，风险偏好将继续修复，股指中期反弹有望延续。基本面逻辑在于：第一，中国第三季度 GDP 增速再创新低，经济下行压力加大，宏观政策将继续加强逆周期调节。从企业利润和库存周期来看，随着减税降费、降准等稳增长政策的深入落实，企业利润降幅边际收窄，盈利增速正在筑底阶段，主动去库存接近尾声，下一步将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性复苏，企业盈利将继续改善。第二，央行货币政策保持宽松倾向，降准的时间窗口再次打开，未来不排除结构性降息的可能，无风险利率维持低位，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好的积极因素增多，有利因素在于，月初将举办第二届中国国际进口博览会，中美贸易谈判达成第一阶段协议，双方团队正在加紧落实协议文本，两国元首有望在 11 月中旬签署，有利于风险偏好回升。不利因素在于，美股再次逼近历史高位，波动率存在随时放大的可能，短期将抑制风险偏好。

综上所述，进入 11 月份，随着稳增长政策的进一步落实，经济增速有望回暖，企业盈利将继续改善，中美贸易磋商朝着向好的预期发展，风险偏好继续修复，股指中期反弹有望延续。波动区间：IF 加权 3800-4100，上证 2800-3100，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#