

## 经济企稳回升 期指期债下跌

### 【策略观点】

三季度疫情对国内经济的影响逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。8、9月份我国经济逐渐恢复，各项经济指标小幅改善。由于内外部一些因素造成第三季度的恢复过程偏缓慢，但恢复的势头稳健，四季度延续回升态势的概率较高。

9月股指期货下跌。虽然当前的市场情绪偏悲观，但我们判断后市继续调整空间有限，主要是因为政策层面的利好支持下，股市出现系统性风险的概率极低，技术上前期低点支撑较强。同时年内经济将大概率继续恢复增长，8、9月份的经济数据持续小幅改善，经济增长逐步转强的可能性较高。

9月期债震荡下跌。8、9月份各项经济指标逐步回升，年内货币政策大方向无疑延续偏宽松。资金面边际收紧、权益市场波动、美联储加息等因素会对期债价格会有阶段性影响。多空驱动因素不明朗，区间震荡概率较高。

投资咨询业务资格：  
京证监许可【2012】76号

许雯  
电话：010-84555101

邮箱  
xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号  
F3023704

投资咨询资格号  
Z0012103

## 【目 录】

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 一、经济景气下降.....         | 1  |
| (一)、PMI 回升至扩张区间 ..... | 1  |
| (二)、工业生产小幅增长 .....    | 2  |
| (三)、需求端继续恢复 .....     | 3  |
| 1、投资增速小幅上升 .....      | 3  |
| 2、消费小幅回升 .....        | 5  |
| 3、进出口增速回落 .....       | 6  |
| (四)、价格指标回落 .....      | 6  |
| (五)、宏观经济展望 .....      | 8  |
| 二、股指期货下跌.....         | 8  |
| (一)、期指 9 月行情回顾 .....  | 8  |
| (二)、两融余额下降 .....      | 10 |
| (三)、标的指数估值下行 .....    | 10 |
| (四)、企业盈利承压 .....      | 11 |
| (五)、基差收敛 .....        | 12 |
| (六)、期指后市行情研判 .....    | 12 |
| 三、国债期货下跌.....         | 13 |
| (一)、期债 9 月行情回顾 .....  | 13 |
| (二)、现货市场调整 .....      | 14 |
| (三)、资金面边际收紧 .....     | 15 |
| (四)、期债后市行情展望 .....    | 15 |
| 风险揭示: .....           | 16 |

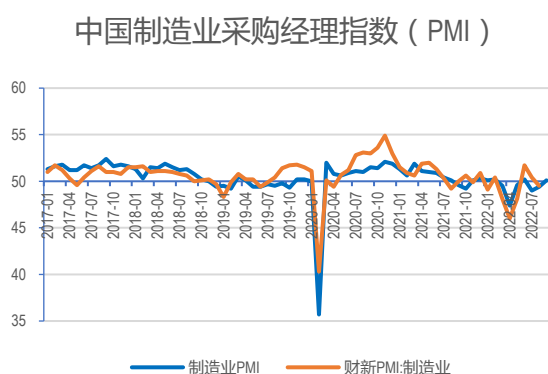
## 一、经济景气回升

2022 年一季度我国经济实现平稳增长，受疫情影响二季度经济增速回落，三季度疫情对国内经济的影响逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。8、9 月份我国经济逐渐恢复，各项经济指标小幅改善。由于内外部一些因素造成第三季度的恢复过程偏缓慢，但恢复的势头稳健，四季度延续回升态势的概率较高。

### （一）、PMI 回升至扩张区间

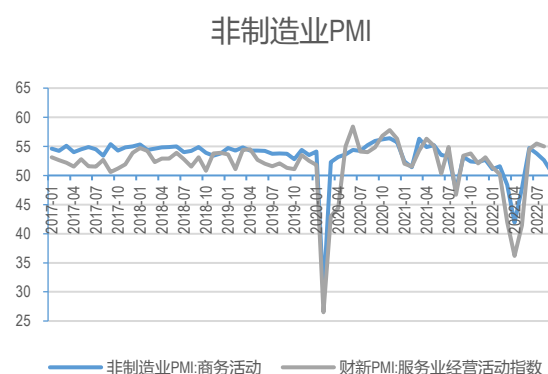
领先指标来看，9 月份制造业有所回升、非制造业 PMI 继续回落，经济景气小幅改善、恢复过程较缓慢。9 月官方制造业 PMI 为 50.1%，较 8 月回升 0.7 个百分点，由收缩区间进入扩张区间。9 月财新中国制造业 PMI 为 48.1%，较 8 月下降 1.4 个百分点，为五个月以来最低。官方与财新 PMI 走势背离可能与外需回落有关。9 月经济较上月好转，符合旺季预期，但受疫情、缺电等因素影响制造业修复进程偏缓慢。经济增长恢复进程中压力与风险仍存。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中生产指数回升至荣枯线上方，其他 4 个指数仍处于荣枯线下方。其中生产指数为 51.5%，较 8 月上升 1.7 个百分点，生产扩张；新订单指数为 49.8% 上升 0.6 个百分点，制造业需求收缩；原材料库存指数 47.6% 下降 0.4 个百分点，原材料库存下降；从业人员指数为 49% 上升 0.1 个百分点，用工方面景气持续低迷；供应商配送时间指数 48.7% 下降 0.8 个百分点，原材料供应交货时间放慢。分项指数显示出制造业生产尚可、需求端偏弱。

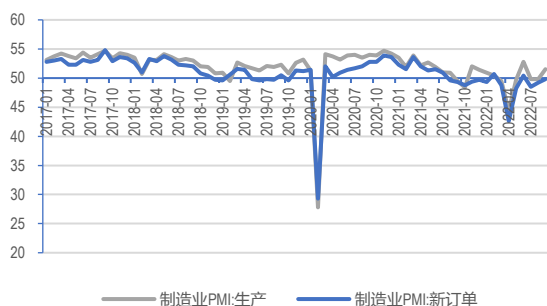
进出口前瞻指标显示，制造业新出口订单指数 47% 下降 1.1 个百分点，进口指数为 48.1% 上升 0.3 个百分点，进出口指数均处于收缩区间。外贸高位回落的风险逐渐积累。

两个重要价格指标显示工业品价格回升。主要原材料购进价格指数为 51.3%，较 8 月上升 7 个百分点，上游原材料价格上涨。出厂价格指数为 47.1%，上升 2.6 个百分点，下游产品价格下跌放缓。上游原材料受供给因素支撑，由于终端需求不足，下游工业品价格走低。

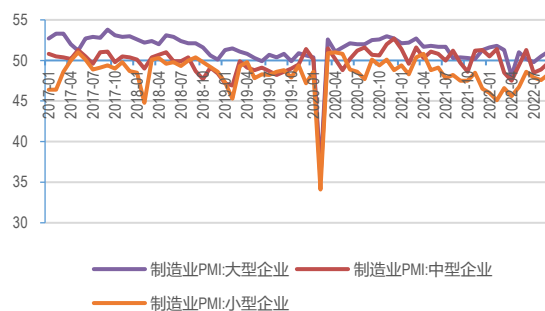
图 3：PMI 生产和新订单指数

图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



大、中、小型企业PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

9月大型企业PMI为51.1%比上月上升0.6个百分点；中型企业PMI为49.7%比上月回升0.8个百分点，仍处于收缩区间；小型企业PMI为48.3%上升0.7个百分点，在临界点以下。当前各类企业受到的压力都比较大。小企业较长时间处于收缩区间，在经济下行过程中小企业受到的负面影响最大，而且长期没有显著改善。

9月官方非制造业PMI为50.6%，较8月下降2个百分点，非制造业处于扩张区间。其中建筑业指数为60.2%，较上月上升3.7个百分点；服务业指数48.9%，下降3个百分点，服务业面临收缩压力。非制造分类指数中，仅业务活动预期指数57.1%处于扩张区间，其他主要分类指数均处于收缩区间，可见非制造业的扩张趋势也并不稳固。

## （二）、工业生产小幅增长

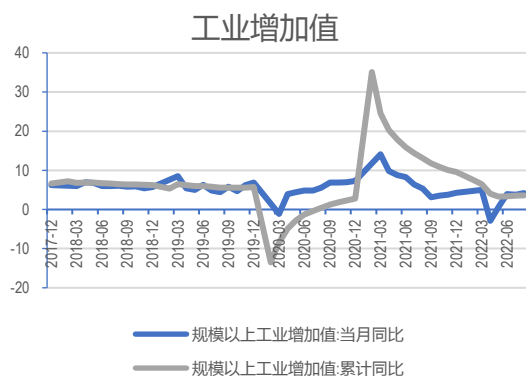
生产方面，工业增加值增速小幅回升。1-8月中国规模以上工业增加值同比增长3.6%，较1-7月回升0.1个百分点。8月份单月规模以上工业增加值同比增长4.2%，较7月份回升0.4个百分点。今年年初工业生产延续了回升态势，但二季度受疫情影响有所下滑，三季度开始恢复性增长。整体来看生产端表现仍有较强韧性，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看8月份采矿业增加值同比增长5.3%较7月下降2.8个百分点，制造业增长3.1%回升0.4个百分点，电热燃气水增长13.6%上升4.1个百分点。上游生产增速下降，制造业增速回升。41个行业大类中有24个行业增加值保持同比增长，较7月减少1个；617种产品中有250种产品同比增长，较上月减少10个。汽车、原煤、天然气、发电量等产品产量增速较高，水泥、手机、集成电路、布等产品产量增速为负。

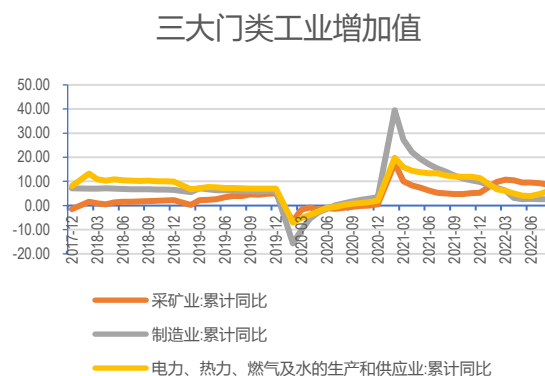
生产端持续恢复，但增速再提高的空间也不大，主要还是需求偏弱、经济增速不高，制约了生产端增长。地产链未现改善、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图5：工业增加值

图6：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind，国元期货

### （三）、需求端继续恢复

#### 1、投资增速小幅上升

投资方面，固定资产投资增速回落。投资主要构成中房地产开发投资处于低位、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提速。

1-8月中国固定资产投资36.7万亿元，同比增长5.8%，增速较1-7月上升0.1个百分点。按投资主体看民间投资20.3万亿元，同比增长2.3%，下降0.4个百分点。分产业看，第一产业投资9254亿，同比增长2.3%；第二产业投资11.6万亿，同比增长10.4%；第三产业投资24.2万亿元，同比增长3.9%。制造业投资增速较高，拉动整体投资增速；地产投资增速仍偏低拖累作用较大；基建投资加速起到托底作用。整体投资增速保持平稳增长。

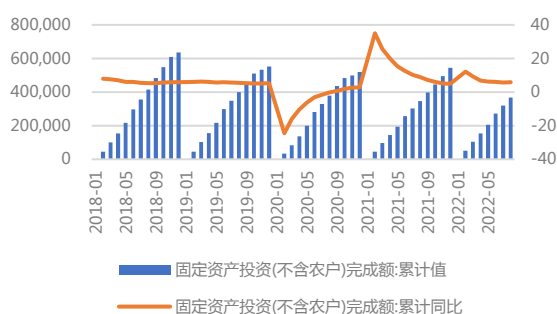
制造业投资方面，制造业投资增速有所回升。1-8月制造业投资同比增长10%，较1-7月上升0.1个百分点。8月单月增速亦有所回升。年内经济下行压力增加，制造业企业利润增速下滑，或对制造业投资继续保持高增长构成压力，同时由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率平稳回落。

基础设施投资方面，增速小幅提高，保持平稳增长。1-8月基础设施投资同比增长8.3%，较1-7月上升0.9个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度增强，基建也是重要地发力点，起到托底经济、对冲下行压力的作用。

图 7：固定资产投资

图 8：基础设施投资

固定资产投资



数据来源：Wind，国元期货

基础设施投资

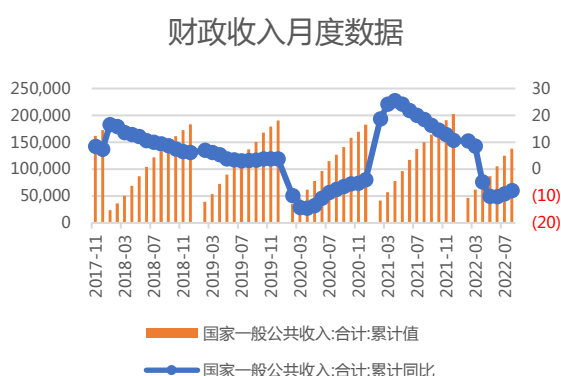


数据来源：Wind、国元期货

年内经济下行压力增加，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。

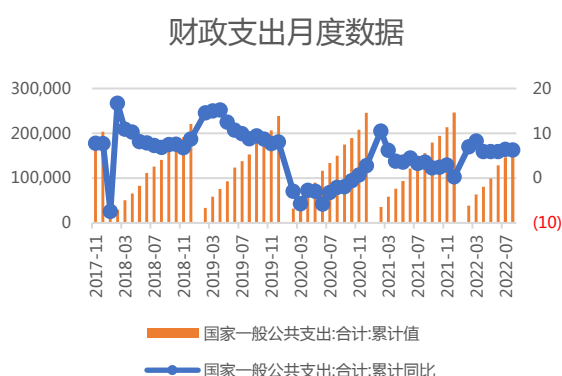
从财政收支来看，财政政策扩张力度较大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-8月全国一般公共预算收入13.8万亿元，同比下降8%，较1-7月降幅收窄1.2个百分点，扣除留抵退税因素后同比增长3.7%，较1-7月上漲0.5个百分点，其中中央收入6.4万亿，同比下降9.7%，地方收入7.4万亿，同比下降6.5%。预算收入增速下降幅度较大，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出16.5万亿元，同比增长6.3%，较1-7月下降0.1个百分点，其中中央一般公共预算本级支，2.1万亿元，同比增长6.7%；地方一般公共预算支出14.4万亿元，同比增长6.3%。今年财政扩张力度较大。由于经济下行压力较大，财政政策稳增长的意图下，减税降费、基建发力的诉求较强，但经济增速下行可能会使得税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，总体评估财政扩张力度整体上应不低于上年，但在上年基础上加大扩张力度的空间也有限。

图9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，同比降幅扩大。地产投资收缩状况没有出现明显改善，地产投资增速下降，施工增速下降，地产销售降温，土地市场需求下降。

2022年1-8月中国房地产开发投资9.1万亿，同比下降7.4%，较1-7月降幅扩大1个百分点。地产

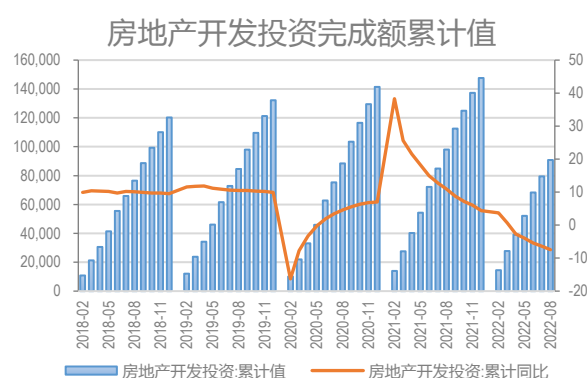
投资增速持续下降，地产链收缩状况没有改善。

施工方面，1-8月房屋施工面积86.9亿平方米，同比下降4.5%，降幅较1-7月扩大0.8个百分点；新开工面积8.5亿平方米，同比下降37.2%，降幅扩大1.1个百分点；竣工面积3.7亿平方米，同比下降21.1%，降幅收窄2.2个百分点。施工面积下滑，新开工清淡，竣工压力增加，地产行业整体压力较大，终端保交付的压力也较大。

销售方面，1-8月商品房销售面积8.8亿平方米，同比下降23.0%，较1-7月降幅收窄0.1个百分点。销售8.6万亿元，同比下降27.9%，降幅收窄0.9个百分点。销售增速大幅放缓。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

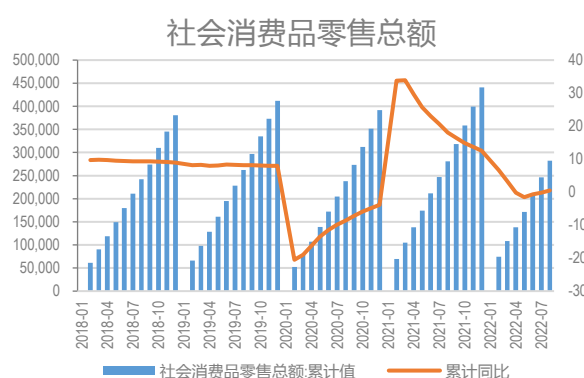
市场主流观点认为2022年房地产投资增速不会太高，负增长的概率较大。年内房地产投资增速处于低位，年内地产投资继续拖累整体投资增速。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind、国元期货

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

整体来看，2022年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高。今年房地产投资增速大概率负增长。下半年基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速难以保持高增长或以平稳回落为主。年内政策支持、扶持领域的投资需求将保持强劲。

## 2、消费小幅回升

消费方面，社零增速较上月下行。二季度疫情对消费领域的打击比较大，社零增速大幅下滑。5月份之后逐步恢复，三季度延续恢复态势，只是受多方因素影响速度一直偏慢。

2022年1-8月社会消费品零售总额28.3万亿，同比增长0.5%，较1-7月提高0.7个百分点。8月单月社零总额3.63万亿，同比增长5.4%，较7月提高2.7个百分点。消费延续恢复态势，但速度不及市场预期，整体表现偏弱。1-8月网上商品和服务零售额8.4万亿，同比增长3.7%，较1-7月上升0.5个百分点，线上消费增长缓慢。居民就业、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费支出有一定的抑制作用。8月份全国城镇调查失业率5.3%，较7月下降0.1个百分点，疫情影响下就业压力仍大。因居民就业、收入方面的压力还比较大，消费或继续表现偏弱。



### 3、进出口增速回落

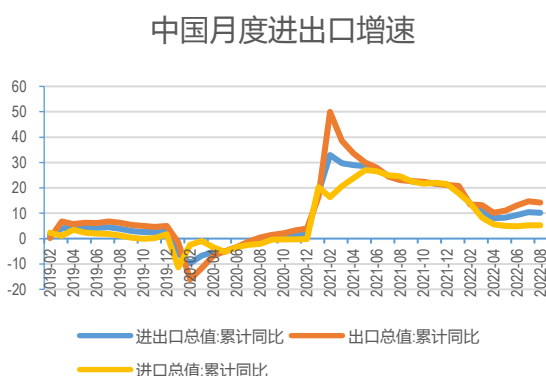
2022年开年以来，进出口景气一直较高，即使受到疫情影响，我国在全球产业链、供应链中仍具有相对优势，进出口领域韧性较强。8月份进出口增速回落，可能跟欧美国家7、8月份经济走弱有关，外需受到影响。

2022年8月进出口增速较上月下滑。2022年1-8月中国进出口总值27.3万亿，同比增长10.1%；出口15.48万亿，同比增长14.2%；进口11.82万亿，同比增长5.2%，增速较上月分别下降0.3、0.5、0.1个百分点。在内外压力下、在去年非常高的基数之上能够实现较快增长，可见外部需求仍有韧性，外贸景气不弱，此外汇率、价格因素对于外贸增长也有贡献。值得注意的进口相对偏弱，内需压力较大，出口增速回落，外需可能转弱。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口均增长。多数品类出口增速较上月略有回落，农产品、服装、手机、汽车等品类出口保持较快增长对出口增速形成支撑。8月对美、欧盟、日、东盟出口同比增速分别为-3.77%、11.09%、7.72%、25.13%，分别较7月下降14.74、12.07、11.3、8.36个百分点，对主要贸易伙伴的出口增速下降。

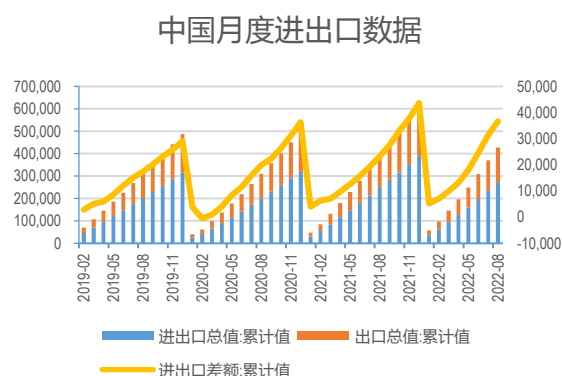
在3、4月份进出口增速回落之后，5、6月份出口增速超预期回升，显示出我国外贸领域韧性仍存，在疫后快速修复。2022年下半年全球主要经济体增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内、外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下2022年进出口增速应较2021年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，下半年进出口有望保持中速增长。

图 13：进出口同比



数据来源：Wind，国元期货

图 14：月度进出口数据



数据来源：Wind，国元期货

### （四）、价格指标回落

2022年8月价格指标回落，CPI与PPI下行，通胀预期转弱。8月CPI同比增长2.5%，环比下降0.1%；PPI同比增长2.3%，环比下降1.2%，CPI-PPI剪刀差继续上升。

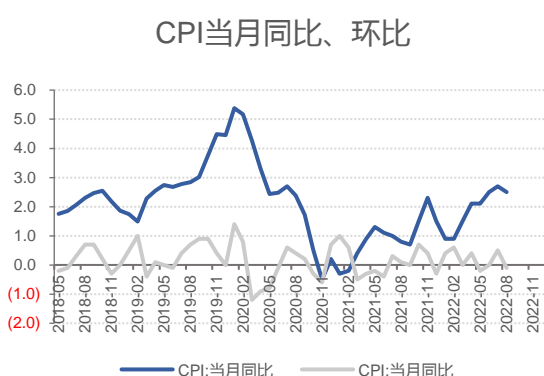
CPI方面，8月消费品价格同比涨幅回落，核心CPI增速平稳，能源价格与食品价格涨幅有所回落，



服务与可选消费表现延续弱势。2022年8月CPI同比增长2.5%，较上月下降0.2个百分点，环比下跌0.1%，较上月下降0.6个百分点。8月核心CPI同比上涨0.8%，较上月持平。其中，食品价格上涨6.1%，较上月下降0.2个百分点；非食品价格上涨1.7%，较上月下降0.2个百分点。食品中，8月份猪肉价格同比上涨22.4%，较上月扩大2.2个百分点；其他食品品类如鲜菜、蛋、鲜果、水产、粮食同比均有不同幅度的上涨。非食品中，交通工具用燃料同比上涨19.9%，较上月回落4.3个百分点，汽油、柴油、液化石油气价格涨幅均有回落。能源价格涨幅回落，当月能源相关价格走低。

去年价格变动的翘尾影响约为0.8个百分点，较8月下降0.1个百分点；新涨价影响约为1.7个百分点，较上月下降0.1个百分点；基数影响下降，新涨价动转弱。新涨价动能中食品的贡献较大，能源的贡献有所下降。CPI回升到2-3%的温和增长区间，后期继续保持温和和回升的概率较大。

图 15: CPI



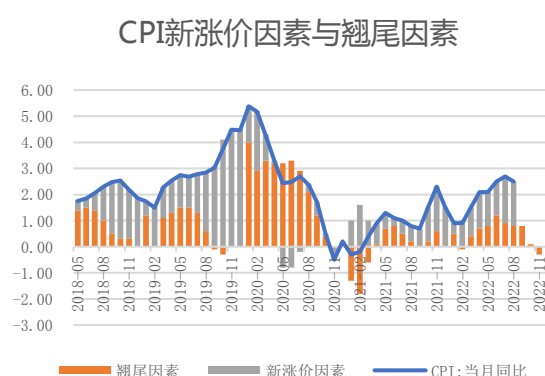
数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，PPI 延续回落趋势。8月PPI同比上涨2.3%，较7月下降1.9个百分点，为连续第10个月下降。PPI中生产资料价格上涨2.4%下降2.6个百分点，生活资料价格上涨1.6%下降0.1个百分点，8月当月上游商品价格跌幅较大，工业品生产成本大幅下降。6月份以来大宗商品价格见顶回落、大幅下跌，三季度叠加翘尾因素的快速下降，PPI大概率是继续延续回落走势。当前工业品价格矛盾由供应端转向需求端，下游需求整体偏弱，不支持上游价格持续处于高位。依据当前供需形势工业品价格走弱是大概率趋势。

去年价格变动的翘尾影响约为2.5个百分点，较上月下降0.7个百分点；新涨价影响约为-0.2个百分点，较上月下降1.2个百分点。翘尾因素下降、新涨价动能回落，均对PPI同比回落有所贡献。在政策层面继续推动保供稳价的阶段，新涨价动能不会太强。从需求端来看，下半年如果需求持续偏弱则PPI大概率进一步走弱。

图 17: PPI

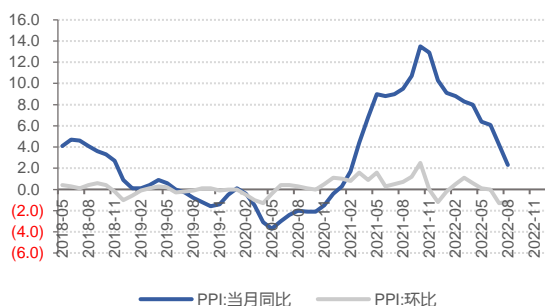
图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

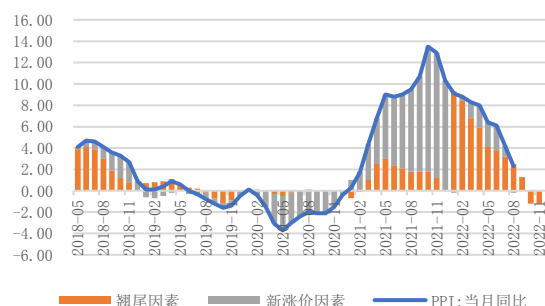
图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素

PPI当月同比、环比



数据来源：Wind、国元期货

PPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

CPI 处于温和区间，继续温和上升概率较大，有上破 3% 的概率；PPI 高位回落，若需求持续偏弱，则年内以继续回落为主，年底存在转负的可能性。

## （五）、宏观经济展望

2022 年一季度我国经济企稳回升实现平稳增长，但二季度中，4、5 月份京沪等特大城市出现疫情，对经济造成较大的负面影响。6 月份京沪疫情收尾之后第三季度的状况较前期好转，经济数据较二季度逐步改善。7 月份进入传统生产淡季，经济景气略有下行，经济修复过程放缓，8、9 月份各项指标逐步小幅回升。市场目前对四季度经济保持增长势头的预期较为乐观，大概率延续增长态势，当然经济修复过程中经历波折亦属常态。

生产端将快速恢复并实现平稳增多，但需求端不确定因素较多。受到收入、就业等方面的因素影响，消费方面的压力较大。房地产销售未现好转，地产链收缩可能会对供需两端带来额外的压力与风险。欧美等主要经济体快速复苏的阶段已经过去，而其通胀数据处于历史高位，美联储强硬地加息将欧美经济推入衰退，从而导致外需回落。

年内价格指标走势分化，CPI 回升 PPI 回落，CPI/PPI 剪刀差收敛，但 8、9 月份以来新涨价动能有所下降。四季度大概率继续延续分化的趋势，CPI 继续温和上升，PPI 延续回落。

宏观政策方面将延续稳增长的方向不变，年内财政、货币政策均保持积极扩张。货币政策基调持稳偏宽松，总量上保持流动性充裕。财政政策今年虽发力靠前，四季度仍有想象空间，预算支出增加、加力提效，在结构上更加优化。

## 二、股指期货下跌

### （一）、期指 9 月行情回顾

9 月股指期货下跌。月初公布的各项经济指标较上月小幅好转，前期承压的大盘权重板块表现较好，带动上证 50、沪深 300 指数反弹。之后美联储继续加息 75 个基点，并对后期的货币政策展望偏鹰。美联储紧缩货币政策对全球金融市场价值体系造成巨大影响，外盘波动剧烈大幅调整。外盘动荡，拖累 A 股市场情绪快速走低，股指期货全线调整，大小盘规模指数协同下行，上证 50 指数创下年内新低。及至月末，现货市场成交量下降，投资者对权益市场的预期转向谨慎，主要指数阴跌。

9月加息之后美联储的鹰派态度将继续压制国际资本市场的表现，年内继续加息2次合计125BP的概率很高。年内全球主要权益市场与大宗商品市场调整为主，国内的市场情绪也受到一定影响。

9月份主要指数全线下跌，上证、深成、创业板指数分别下跌5.55%、8.78%、10.95%，前期涨幅较大的高景气、高成长小盘股大幅回调拖累创业板指数深度调整。股指的指数一致表现偏弱，沪深300、上证50、中证500、中证1000指数分别下跌6.72%、5.49%、7.18%、9.27%，中证1000指数表现最弱。行业表现也是多数下跌，申万一级行业指数中仅煤炭行业小幅上涨，传媒、电子、电力设备、汽车、农林牧渔、非银金融、建筑材料等行业调整幅度较大。由于市场情绪较弱，各个板块无差别走弱，低估值板块较为抗跌。9月各合约行情汇总如下：

| 合约     | 收盘价    | 月涨跌幅 (%) | 持仓量    | 月增仓   | 标的指数    | 标的月涨跌 (%) | 基差    |
|--------|--------|----------|--------|-------|---------|-----------|-------|
| IF2210 | 3808.4 | -6.61%   | 77657  | 74041 | 3804.89 | -6.72%    | -3.5  |
| IF2211 | 3809.0 | -3.42%   | 4880   |       | 3804.89 | -6.72%    | -4.1  |
| IF2212 | 3808.6 | -6.38%   | 73323  | 20509 | 3804.89 | -6.72%    | -3.7  |
| IF2303 | 3804.0 | -6.14%   | 22578  | 11434 | 3804.89 | -6.72%    | 0.9   |
| IH2210 | 2610.0 | -5.64%   | 52913  | 46730 | 2610.12 | -5.49%    | 0.1   |
| IH2211 | 2612.6 | -2.98%   | 3103   |       | 2610.12 | -5.49%    | -2.5  |
| IH2212 | 2615.0 | -5.66%   | 49869  | 18980 | 2610.12 | -5.49%    | -4.9  |
| IH2303 | 2630.4 | -5.47%   | 13964  | 6240  | 2610.12 | -5.49%    | -20.3 |
| IC2210 | 5710.2 | -6.53%   | 101694 | 92536 | 5714.06 | -7.18%    | 3.9   |
| IC2211 | 5688.6 | -4.06%   | 10779  |       | 5714.06 | -7.18%    | 25.5  |
| IC2212 | 5671.0 | -6.18%   | 137660 | 31066 | 5714.06 | -7.18%    | 43.1  |
| IC2303 | 5596.0 | -5.87%   | 73740  | 27494 | 5714.06 | -7.18%    | 118.1 |
| IM2210 | 6103.0 | -8.65%   | 42279  | 37287 | 6124.86 | -9.27%    | 21.9  |
| IM2211 | 6065.2 | -5.19%   | 4202   |       | 6124.86 | -9.27%    | 59.7  |
| IM2212 | 6021.0 | -8.34%   | 28697  | 9753  | 6124.86 | -9.27%    | 103.9 |
| IM2303 | 5893.0 | -8.01%   | 25454  | 12749 | 6124.86 | -9.27%    | 231.9 |

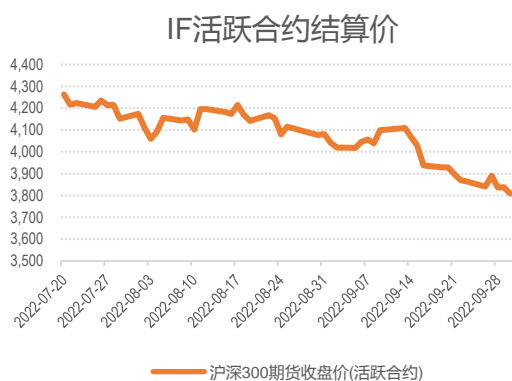
数据来源：Wind、国元期货

9月份A股IPO共发行47家，首发合计募资616.38亿，增发31家合计募资535亿元。募资金额较上月下降。

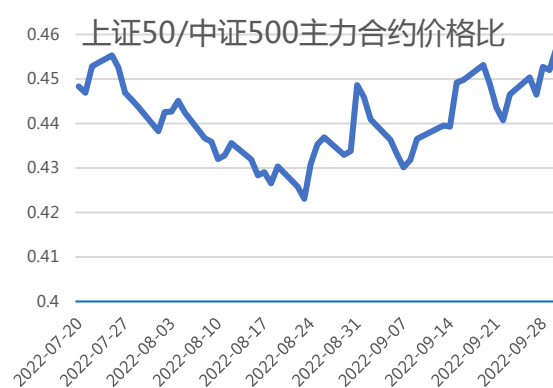
受疫情影响经济恢复过程缓慢，且回升的过程中仍存在内、外部风险因素，权益市场情绪偏谨慎，板块强弱不断切换，上涨动能不足。对应的目前市场处于年内低位，谨慎心态看待向下的空间也有限。因此行情仍处于底部震荡过程中。

图 19：沪深 300 行情回顾

图 20：市场风格



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind、国元期货

## （二）、两融余额下降

2022年9月融资余额、融券余额下降，市场看空情绪较强。期末（截至9月29日）融资余额14599亿较8月末下降507.7亿，市场情绪较为谨慎。融券余额977.923亿较8月末下降69.4亿，部分股票跌幅较大，融券者获利平仓心态浓郁。两融余额下降，波动幅度较大。

图 21：融资余额



数据来源：Wind、国元期货

图 22：融券余额



数据来源：Wind、国元期货

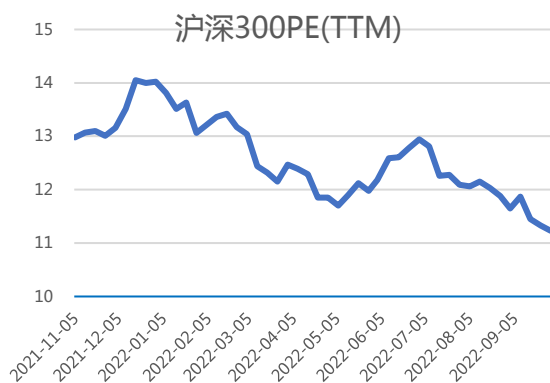
## （三）、标的指数估值下行

9月份股指期货4个标的指数的估值较上月末下降，主要是由于月内标的指数跌幅较大所致。其中上证50、沪深300指数延续了三季度以来的下行趋势，中证500指数已处于低位下降幅度不大。

9月指数估值不被业绩变化影响，10月份三季报逐步公布，三季度部分行业经营承压，行情震荡、业绩边际变化会导致标的指数估值难以提升。但由于处于低位，继续下降的空间也不大。

图 23：沪深300PE

图 24：上证50PE

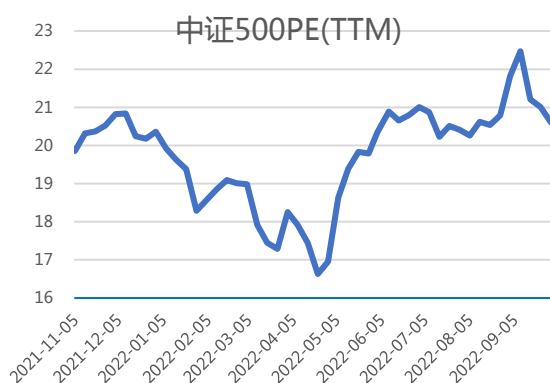


数据来源：Wind、国元期货



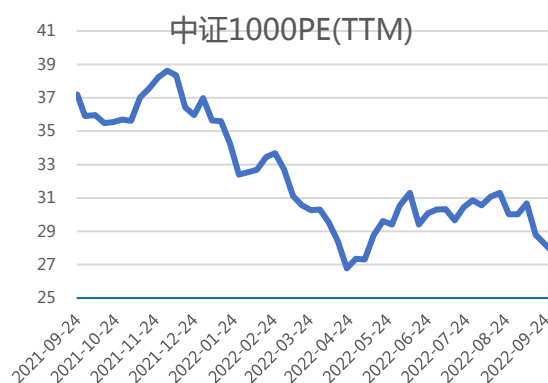
数据来源：Wind、国元期货

图 25：中证 500PE



数据来源：Wind、国元期货

图 26：中证 1000PE



数据来源：Wind、国元期货

#### (四)、企业盈利承压

1-8月工业企业利润有所下降，全国规模以上工业企业实现利润总额5.5万亿元，同比下降2.1%，增速较1-7月下降1个百分点，在高基数、俄乌战争、国内疫情多发、外贸高位回落等因素的压力下，工业企业经营承压、利润下滑。

在41个工业大类行业中，16个行业利润总额同比增加，较1-7月持平。其中，采矿业利润增速较高，同比增长88.1%；制造业利润增速下降较大，同比下降13.4%。油气开采、煤炭开采、有色金属矿采选等行业保持了高利润增速，而下游制造业由于终端需求偏弱、上游成本压力较大等原因利润负增长。

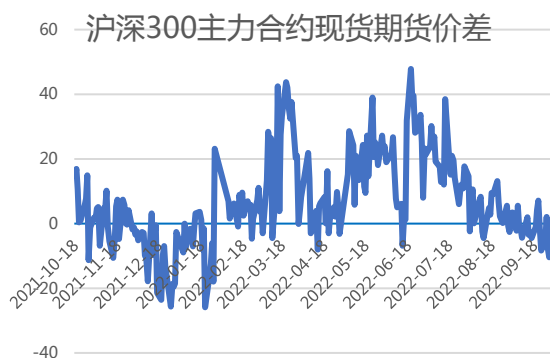
1-8月规模以上工业企业实现营业收入87.89万亿元，同比增长8.4%，较1-7月下降0.4个百分点，营业收入保持较高增速，增收不增利；营业成本74.56万亿元，增长9.7%，较1-7月下降0.3个百分点，成本增速较高是当期拖累利润增速的主要原因之一。

上下游企业利润分化仍然较大，价格上涨推动下石油、煤炭、化工、有色等上游行业的利润增速较高，占比较大。上游原材料制造业利润表现突出，但下游企业成本端压力显著扩大，各项经营指标表现一般。下半年以来经济恢复过程缓慢，终端需求较弱，企业经营压力增加。三季度以来上游价格逐步回落，上下游的利润格局分化或逐步缓和。

## （五）、基差收敛

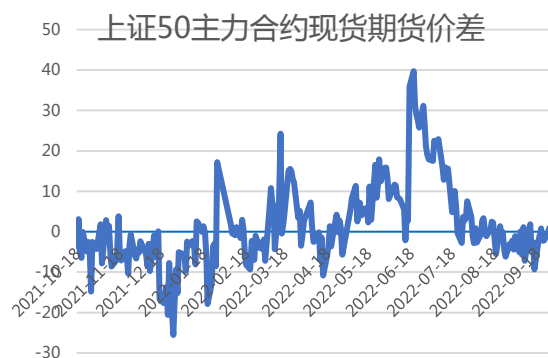
9 月份现货市场波动较大，期货的贴水较前期不断下降，基差处于低位。现货市场调整幅度较大，期货跟随现货调整，期货市场预期较为平稳、未出现非理性地悲观。

图 27：沪深 300 主力合约现货期货价差



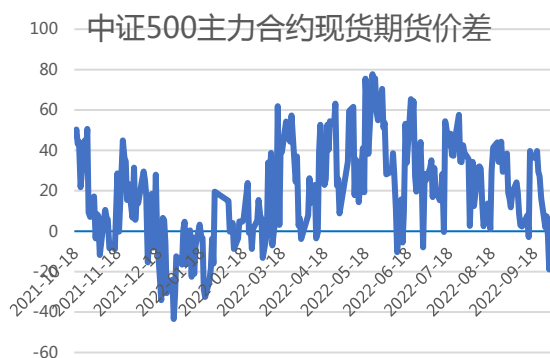
数据来源：Wind、国元期货

图 28：上证 50 主力合约现货期货价差



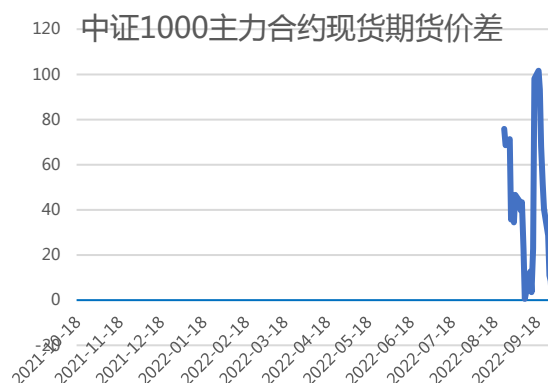
数据来源：Wind、国元期货

图 29：中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 30：中证 1000 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

## （六）、期指后市行情研判

下半年以来经济恢复过程缓慢，基本面预期走弱，市场情绪转向谨慎，股指跟随调整，主要指数二次探底考验前期支撑。期间上证 50 指数表现较差，下行至年内低点。

虽然当前的市场情绪偏悲观，但我们判断后市继续调整空间有限，主要是因为政策层面的利好支持下，股市出现系统性风险的概率极低，技术上前期低点支撑较强。同时年内经济将大概率继续恢复增长，8、9 月份的经济数据持续小幅改善，经济增长逐步转强的可能性较高。技术上来说，虽然无法判断本轮调整的最低点，但当前指数也确处于低位，可以大概率判断主要只是已经运行至底部区间。因此我们判断后市应为底部震荡行情。等待经济上行趋势确立后 A 股有可能重返上行通道。



### 三、国债期货下跌

#### (一)、期债 9 月行情回顾

9 月期债震荡下跌。8 月降息之后期债冲高，9 月初创下年内新高之后债市止盈心态浓厚，期债多方止盈价格高位回落。之后公布的 8 月份金融数据、经济数据较上月小幅好转，叠加稳增长政策持续加码对基本面转强预期的引导，基本面对债市的支撑有所削弱。美联储 9 月再次加息 75 个基点，且对后续货币政策操作的表述较为鹰派，美联储极度紧缩的货币政策态度造成国际金融市场波动，美元、美债收益率上涨，对投资者心理带来压力，市场情绪趋于谨慎。及至下旬资金面收敛，资金利率走高，由于前期流动性对中短端国债的支撑较为关键，处于对四季度资金面的担忧，债市承压。

国债期货 9 月份行情数据如下表：

| 合约     | 收盘价     | 月涨跌幅 (%) | 持仓量    | 月增仓   | 月成交量    |
|--------|---------|----------|--------|-------|---------|
| TS2212 | 101.050 | -0.14%   | 56002  | 7063  | 789683  |
| TS2303 | 100.835 | -0.15%   | 2985   | 519   | 15287   |
| TS2306 | 100.625 | -0.38%   | 359    |       | 1362    |
| TF2212 | 101.400 | -0.49%   | 123910 | 10349 | 1005247 |
| TF2303 | 101.080 | -0.43%   | 4660   | 1135  | 20155   |
| TF2306 | 100.730 | -0.79%   | 470    |       | 3200    |
| T2212  | 100.570 | -0.87%   | 183522 | 22179 | 1541203 |
| T2303  | 100.080 | -0.89%   | 10646  | 3158  | 47097   |
| T2306  | 99.640  | -1.30%   | 509    |       | 2727    |

数据来源：Wind、国元期货

9 月美联储继续加息 75 个基点，对于 11 月的加息态度强硬，这对全球资本市场造成了较大影响。我国货币当局在复杂的国际形势与外部压力下，依然坚持“以我为主”的政策方针。形成了美国加息、中国降息的局面。这对市场心态有一定影响，但随着时间推移，会被市场消化。长期来看随着我国经济由弱转强，期债或由强转弱。当前影响期债的因素较多，多空交织的同时，主导后市行情的驱动因素尚不明确，中短期期债区间震荡为主，央行货币政策动向或继续充当债市方向性指引。

图 31：期货收盘价

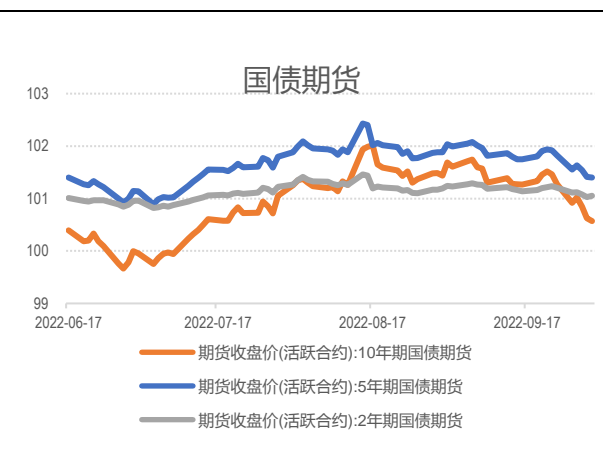
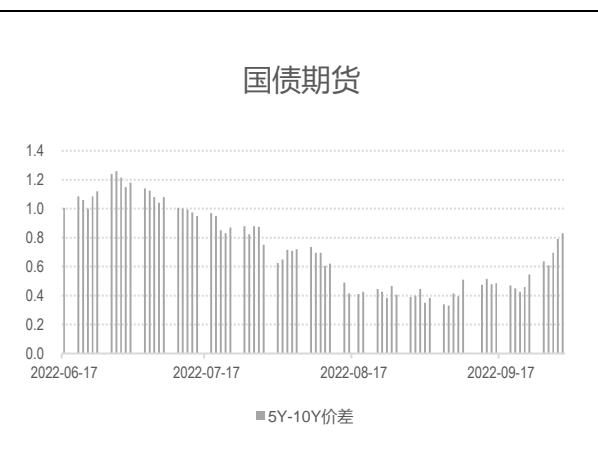


图 32：期货 5-10 价差





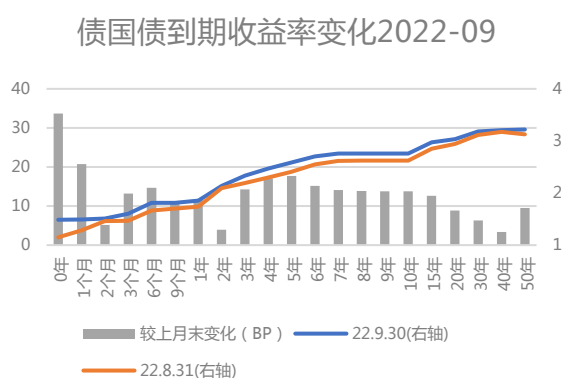
数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

## (二)、现货市场调整

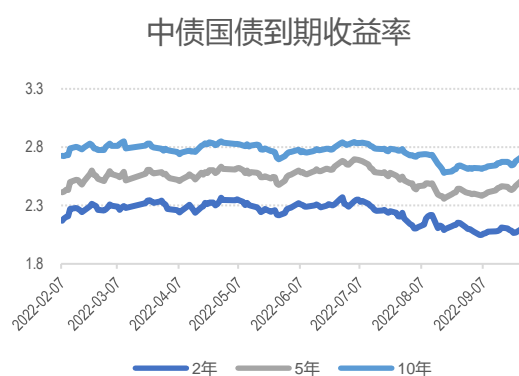
一级市场方面，2022年9月共发行国债19只，发行金额9358.7亿，较8月下降271亿。发行地方债66只，发行金额3010.84亿，较8月下降863.22亿。政策性银行债91只，发行金额5943亿，较8月上升760.7亿。9月利率债的供应规模较上月略微下降大体持平，较2021年9月略微上升649.2亿。同期金融体系内资金整体宽松边际收紧，配置需求支撑尚可，宽信用预期下或有压力。

图 33：国债到期收益率月度变化



数据来源：Wind、国元期货

图 34：国债关键期限收益率



数据来源：Wind、国元期货

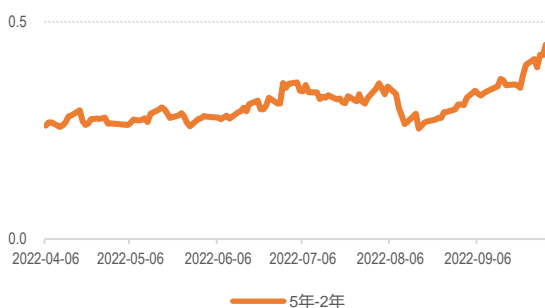
二级市场方面，9月份国债收益率曲线整体上行。由于资金面边际收敛利率走高带动短端利率上行幅度较大，曲线走平。10年期国债收益率在2.61-2.76%之间运行，对应10债主力合约价格区间100.515-101.75元，月末收益率为2.76%较上月末上行14BP。5年期国债收益率在2.38-2.58%区间运行，对应5债主力合约价格区间101.285-102.135元，月末收益率为2.58%较上月末上行18BP。2年期国债收益率在2.05-2.14%区间波动，对应2债主力合约价格区间100.46-101.915元，月末收益率为2.141%较上月末上行4BP。5-2年利差上行13.8BP、10-5年利差下行4BP。

当前经济基本面不强，货币政策维持宽松，支撑现货价格处于高位。阶段性的经济小幅好转、资金面边际收敛造成债券市场的小幅调整。后市应关注流动性边际变化、我国经济好转的程度以及外部经济环境的变化。

图 35：国债收益率5年-2年期利差

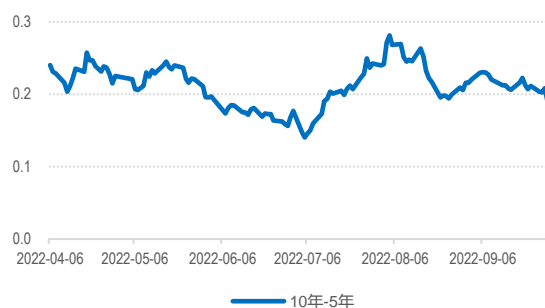
图 36：国债收益10年-5年期利差

国债收益率5年-2年期利差



数据来源：Wind、国元期货

国债收益10年-5年期利差



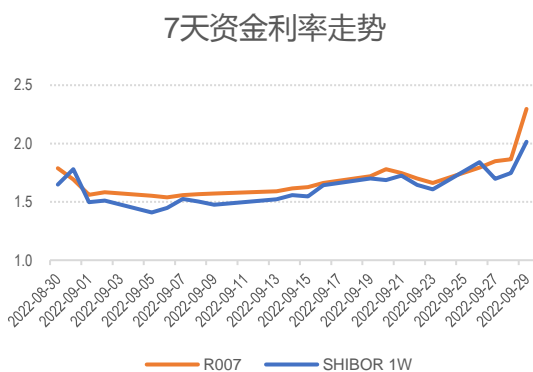
数据来源：Wind、国元期货

### (三)、资金面边际收紧

9月资金面较前期收紧。月末时跨季资金利率走升，上升幅度相对往年同期尚可，符合季节性规律。9月份7天Shibor利率在1.41%-2.06%之间，R007利率在1.54%-2.30%之间。隔夜拆借利率R001在1.05%-2.06%之间月均值较上月上升17BP，利率水平整体较8月份提高，资金面整体宽松边际收紧，基本符合市场预期。

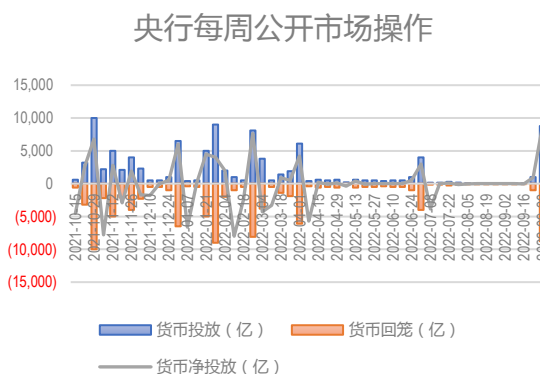
目前货币政策处于稳健中性，偏宽松阶段，稳增长的政策意图比较清晰。10月份资金面大概率继续保持平稳充裕，一般地年末资金面会较二三季度略紧。

图 37：7 天资金利率



数据来源：Wind、国元期货

图 38：公开市场操作



数据来源：Wind、国元期货

### (四)、期债后市行情展望

经济数据上来看我国经济已经见底，但底部回升过程仍有较多的不确定风险，如地产链收缩、突发疫情、国际市场波动、外需下滑等。8、9月份各项经济指标逐步回升，虽然经济修复过程偏缓慢，但市场目前对年内的经济形势尚不悲观，经济修复过程中经历波折亦属常态。年内货币政策大方向无疑延续偏宽松，并采取有效措施引导实体经济融资利率下行，意在助力经济企稳回升。资金面边际收紧、权益市场波动、美联储加息等因素会对期债价格会有阶段性影响。多空驱动因素不明朗，建议暂时观望。

## 风险提示：

- 1、国内疫情出现反复，防疫政策调整。
- 2、经济增长滑出合理区间，企业盈利大降。
- 3、突发新涨价因素，价格指数大幅走高。
- 4、美联储货币政策变化大超预期。

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

## 联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

### 国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层  
电话：010-84555000

### 合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）  
电话：0551-62895501

### 福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）  
电话：0592-5312522

### 大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。  
电话：0411-84807840

### 西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段64号凯德广场西塔6层06室  
电话：029-88604088

### 上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路1199弄1号楼3层C区  
电话：021-68400292

### 合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）  
电话：0551-68115906、0551-68115888

### 郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路69号未来大厦1410室  
电话：0371-53386892/53386809

### 青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路15号1103室  
电话0532-66728681

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路48号二层（深圳实验小学对面）  
电话：0755-82891269

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢2201-3室  
电话：0571-87686300

### 通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号世基大厦12层  
电话：0475-6380818