下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

策略报告：投资策略专题

2026年10月15日

静待政策底到市场底
——普林格与盈利周期跟踪

作者：

分析师 吴开达 SAC执业证书编号：S1110524030001

分析师 林晨 SAC执业证书编号：S1110524040002

分析师 汪书慧 SAC执业证书编号：S1110526010002

天风证券 TF SECURITIES

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

下载日志已记录，仅供内部参考

1）判断业绩拐点是市场能否走出寻底期的核心矛盾，*市场底通常领先业绩拐点1-2个季度出现。当经济周期处于普林格阶段2-4时（即同步指标上行阶段），股票均有不错的表现。**2）普林格同步指标是核心，但需要结合先行指标共同判断。**首先由于同步指标的拐点落后于指数底部，并且仅依靠同步指标，需要更长的时间来验证（至少还需要1-2个月的回升才能确认低点），对市场判断会出现偏误。因此，我们认为结合先行指标来判断，对于经济底部的判断会提高前瞻性。突破寻底期的关键在于M1回升的持续性，居民中长贷才是更加核心的指标。居民中长贷顶部往往领先企业中长贷，底部通常比较接近。并且权益市场寻底期时这两项在同比意义上均出现回升。**3）更高频的先行指标要落到资金价格。**狭义流动性资金价格触底企稳是市场出现底部的充分不必要条件。资金价格下行至需求回暖期间存在时滞。利率下行至企稳阶段往往出现在普林格阶段1、阶段2，资金价格触底时间往往会同步或早于经济复苏期。*

宏观经济景气回升，9月制造业PMI回升0.3pct至荣枯线以上。

社融脉冲回落，新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄。9月社会融资规模增量为3.55万亿元，比上年同期多192亿元，其中新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄，表外三项少增收窄。贷款结构方面，新增居民贷款、新增居民短贷、新增居民中长贷少增走阔；企业方面，企业新增中长贷少增收窄，新增短贷少增走阔，新增票据融资多增回升，信贷结构仍然较弱。

静待政策底到市场底。普林格周期先行指标回落，同步指标、滞后指标回升。9月制造业PMI回升，PPI、CPI同步回升，PPI同比升至5%，进出口同比继续维持两位数增长，均升至30%以上，且均高于预期，社融结构中新增政府债同比转正，但社融脉冲、M1、M2回落，信贷结构整体较弱。节后A股延续弱势，成交量尚未回归2万亿，本轮调整时间空间已相对充分，10月10日证监会召开座谈会，政策面利好陆续落地，而从政策底到市场底需要继续观察市场微观结构变化。

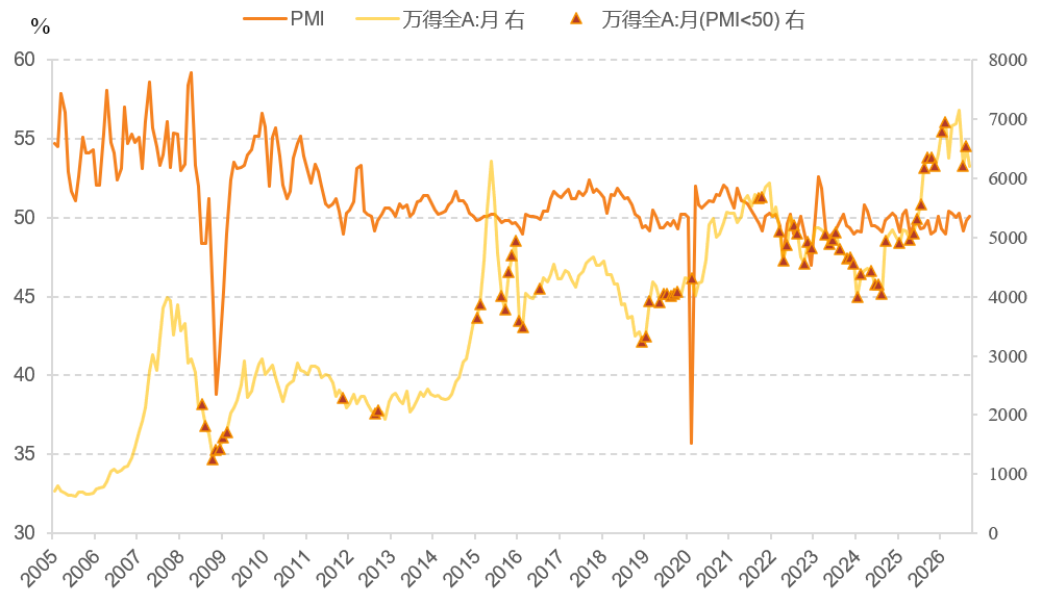
风险提示：海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.同步指标：9月制造业PMI回升

宏观经济景气继续回升，9月制造业PMI回升至50.1%，回升0.3pct，升至荣枯线以上，前值49.8%。

PMI的底部往往与指数的底部较为接近，9月PMI回升



数据来源：wind，天风证券研究所

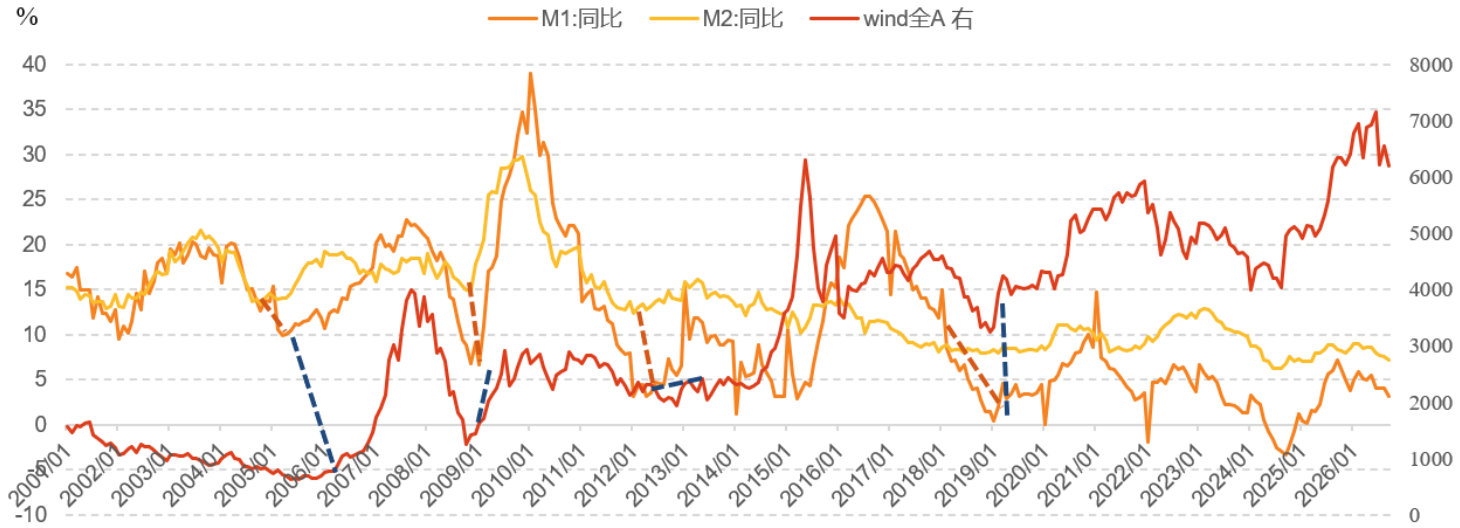
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1先行指标：9月M1、M2、社融同比回落，超额流动性回落

从货币-信用的传导关系上，M2领先M1，M1领先于股市底部。M2表示全社会流动性情况，包括实体与虚拟，M1中主要为单位及个人活期存款情况，企业层面其反映了生产和投资意愿，全社会层面则反映了货币活跃程度，是观察微观预期与经济景气的指标。M2低点领先M1在3-5个月不等，而M1对于股指的领先规律不明显，但去除掉2008年，M1应该至少是同步于市场的。

9月M1、M2同比回落，社融存量同比回落，M1同比报+3.2%，前值4.1%，M2同比报+7.2%，前值+7.5%，社融存量同比报+7.1%，前值+7.2%，社融-M2的剪刀差收窄报-0.1%，反映超额流动性回落。

M2底部领先M1底部（红线连接低点），M1至少是同步指数（蓝线连接低点）



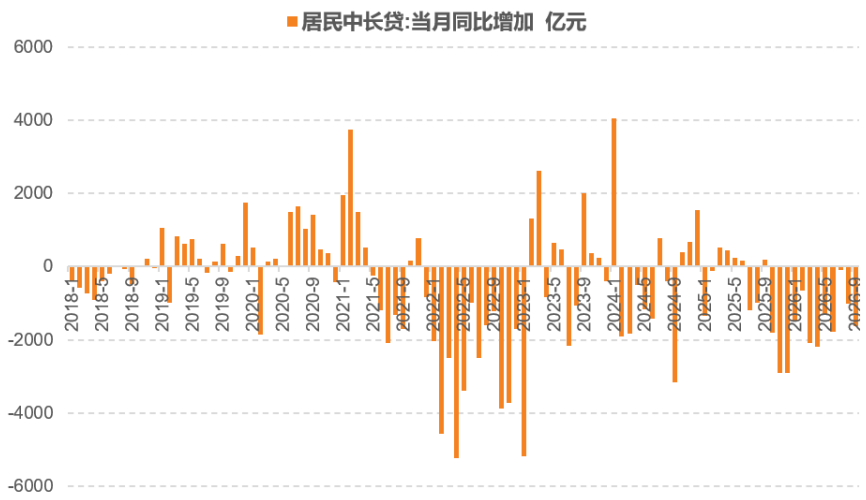
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2先行指标：社融脉冲回落，新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄

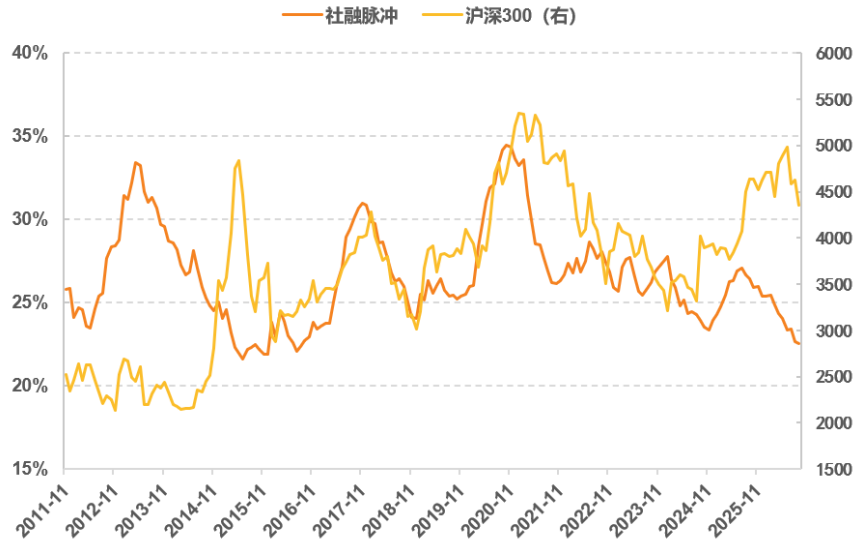
9月社融脉冲为22.55%，前值22.66%。9月社会融资规模增量为3.55万亿元，比上年同期多192亿元，其中新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄，表外三项少增收窄。

新增社融同比增192亿元，新增人民币贷款同比减3342亿元。居民方面，新增贷款9月同比减3890亿元，前值减2332亿元，其中新增短贷同比减2321亿元，新增中长贷同比减1626亿元，前值减1022亿元。企业方面，新增中长贷同比减200亿元，前值减1500亿元，新增短贷同比减2500亿元，新增票据同比增3526亿元，前值增469亿元，信贷结构仍然较弱。

居民中长贷同比少增走阔



9月社融脉冲回落



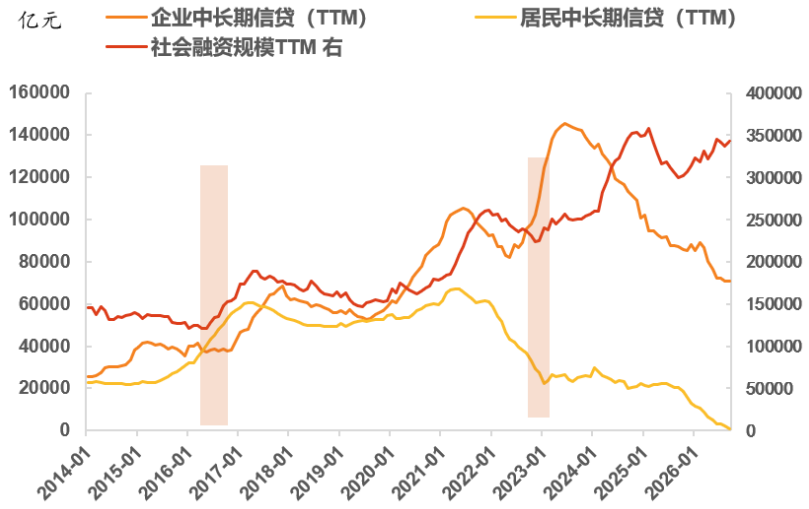
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3先行指标：居民中长贷跌幅走阔，企业中长贷跌幅收窄

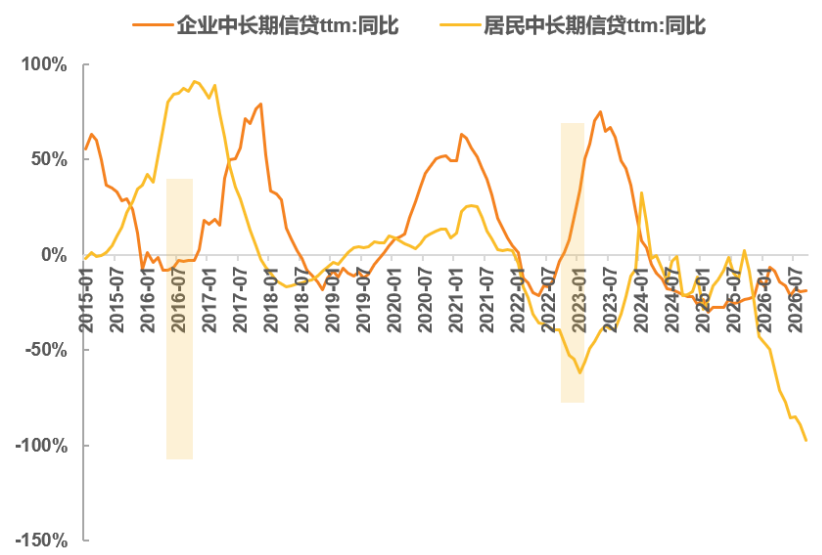
突破寻底期的关键在于M1回升的持续性，居民中长贷才是更加核心的指标，而居民中长贷与商品房销售周期关系紧密。居民中长贷和企业中长贷的底部通常比较接近，并且市场寻底期间（下图底色为上述寻底期阶段），这两项指标在同比意义上均出现回升，并且居民中长贷往往在绝对量上已经开始回升。

居民中长贷、企业中长贷同比跌幅分化，9月居民中长贷TTM同比跌幅走阔报-97.25%，前值-89.17%，企业中长贷同比跌幅收窄，TTM同比报-18.9%，前值-19.2%。

寻底期居民贷款底部往往回升



居民中长贷跌幅走阔，企业中长贷跌幅收窄



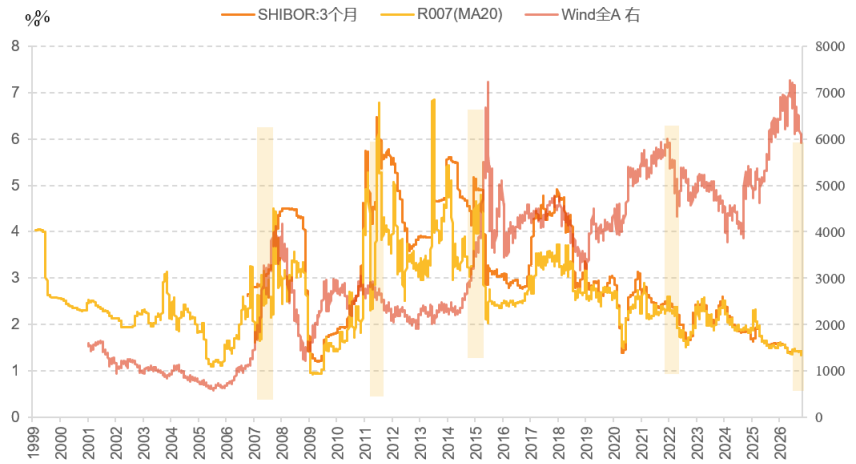
下载日志已记录，仅供内部参考

2.4先行指标：资金面边际宽松

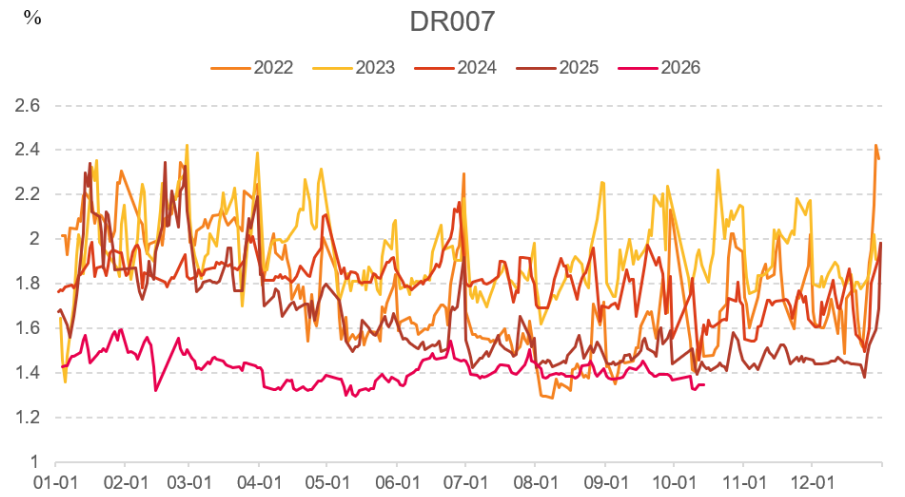
狭义流动性资金价格触底企稳是市场出现底部的充分不必要条件。宽松货币往往出现在普林格周期1——逆周期调节阶段，由于利率宽松，需求出现回暖，在观察到需求回暖以后，央行控制流动性闸门，引导利率上行，同时实体借贷需求增加，同样也会拉动利率上行。但利率下行至需求回暖期间存在时滞，利率下行至企稳阶段往往出现在普林格阶段1、阶段2。

9月DR007月均值回落至1.3903%（6月1.44%，7月1.42%，8月1.40），略低于7天逆回购利率1.4%，从季节效应上来看，当前DR007价格低于2023-2025年。SHIBOR利率25年11月起基本持平于1.6%，26年2月末逐步回落，4月加速下行，6月中旬起小幅回升，2026/10/14报1.43%。6月末起，央行推出隔夜逆回购品种，更好匹配银行体系短期流动性需求。

资金价格处于阶段性底部，对于股市底部具有领先性



DR007低于2023-2025年



下载日志已记录，仅供内部参考

3.驱动研判：静待政策底到市场底

宏观经济景气回升，9月制造业PMI回升0.3pct至荣枯线以上。

社融脉冲回落，新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄。9月社会融资规模增量为3.55万亿元，比上年同期多192亿元，其中新增政府债券同比转正，新增人民币贷款少增收窄，表外三项少增收窄。贷款结构方面，新增居民贷款、新增居民短贷、新增居民中长贷少增走阔；企业方面，企业新增中长贷少增收窄，新增短贷少增走阔，新增票据融资多增回升，信贷结构仍然较弱。

静待政策底到市场底。普林格周期先行指标回落，同步指标、滞后指标回升。9月制造业PMI回升，PPI、CPI同步回升，PPI同比升至5%，进出口同比继续维持两位数增长，均升至30%以上，且均高于预期，社融结构中新增政府债同比转正，但社融脉冲、M1、M2回落，信贷结构整体较弱。节后A股延续弱势，成交量尚未回归2万亿，本轮调整时间空间已相对充分，10月10日证监会召开座谈会，政策面利好陆续落地，而从政策底到市场底需要继续观察市场微观结构变化。

普林格周期先行指标回落，同步指标、滞后指标回升



下载日志已记录，仅供内部参考

4. 风险提示

- **海外局势演化超预期：**中东、俄乌等局部地缘问题，以及中美关系走向出现超预期因素，都可能会造成市场的超预期波动，进而影响我们的判断。

- **通胀持续性超预期：**海内外通胀演绎超预期，或造成相关宏观政策及基本面环境出现变化，从而影响我们的判断结论。

- **流动性收紧超预期：**国内外流动性政策可能会出现超预期收紧，从而进一步影响宏观流动性环境、市场资金面、市场情绪等，部分可能会导致我们此前的判断出现误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

下载日志已记录，仅供内部参考

THANKS