

海外风险有待出清，股指或反复震荡寻底

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 美国经济表现相对韧性，劳动力市场依然强劲，美联储依旧坚持鹰派的政策立场，多数官员支持年内再加息一次。相比之下，欧元区经济下行压力加大，欧洲央行不得不谨慎加息，甚至考虑暂停加息。欧美货币政策之间的预期差进一步收窄，推动美元指数持续走强，10 年期美债收益率创 2007 年以来新高。美国 10 年期和 2 年期国债收益率自 2022 年 7 月开始倒挂，至今已持续 15 个月，时间为 1982 年以来最长。历史经验表明，美国长短期国债收益率曲线倒挂持续的时间越长，经济发生衰退的可能性越大。进入四季度，全球货币紧缩的负面影响将进一步显现，高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，加剧全球金融市场动荡。
- ◆ 今年 8 月经济数据有所改善，工业生产明显加快，新增贷款和社融规模回升，PPI 同比降幅收窄。但投资增速延续下行趋势，消费呈现不平衡性，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力依然较大，宏观政策有待在扩大内需方面进一步发力。
- ◆ 国际原油等大宗商品价格上涨引发企业补库预期，但由于终端需求疲软，原材料涨价向下游消费端传导不畅，企业经营压力依然较大，部分行业仍在主动去库存阶段。从时间上来看，本轮库存周期或已接近尾声，部分行业可能提前进入被动去库存，企业盈利增速拐点有望在四季度到来，最终取决于下游需求恢复的情况。
- ◆ 货币政策保持宽松基调，央行 9 月宣布年内第二次降准，旨在降低金融机构资金成本，进一步推动企业融资成本下降，若经济恢复不及预期，不排除再次降息或降准的可能。
- ◆ 海外货币紧缩的影响尚未完全显现，全球经济衰退的风险仍未解除。进入四季度，我国经济仍将面临外部冲击，稳增长政策有望进一步加码，股指维持波段探底的可能性较大。

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

国庆长假临近，注意股指短线

反复探底风险 20230922

央行意外宣布降准，股指谨慎

参与反弹 20230915

政策利好反复消化，警惕短期

反弹后再次探底 20230908

政策利好轮番出台，股指谨慎

看待反弹 20230901

第一部分 基本面分析

回顾三季度，全球主要发达国家经济下行压力加大，海外货币紧缩的负面影响进一步显现。美国9月制造业PMI录得48.9，连续5个月处于收缩区间，服务业PMI跌至50.2，创3月以来新低。受去年高基数效应消退以及原油价格反弹的影响，美国8月CPI连续两个月回升，涨幅由3.2%扩大至3.7%，引发市场对美联储年内再次加息的预期。美联储9月会议维持联邦基金利率在5.25%-5.5%区间不变，货币政策声明和鲍威尔讲话重申致力于实现通胀目标，强调经济具有韧性，劳动力市场依然强劲，需要在一段时间内维持限制性利率，直到有足够的证据表明通胀可以回到2%的目标，多数委员支持年内再加息一次。美联储掉期显示，市场预期首次降息时间推迟到明年9月，预期的降息幅度也较之前收窄。

欧元区8月制造业PMI降至43.4，为2020年6月以来次低水平，服务业PMI录得48.4，连续两个月进入收缩区间，制造业持续恶化的影响逐渐向服务业等其他领域传导。德国经济连续两个季度负增长，已经陷入“温和衰退”，未来可能有更多国家步入后尘。欧洲央行9月会议决定将三大关键利率上调25个基点，为连续第10次加息，主要再融资利率创2001年7月以来新高，存款机制利率创历史新高。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，通胀仍在过长时间内保持在较高水平，将使利率水平在未来足够长的时间内保持在现有水平，有利于通胀适时回落到中期目标。

我们认为，尽管欧元区通胀仍显著高于2%的中期目标，但经济衰退的风险逐渐加大，欧洲央行不得不谨慎加息，甚至考虑暂停加息。相比欧洲而言，美国经济表现相对韧性，劳动力市场依然强劲，美联储仍将坚持鹰派的政策立场，使得欧美货币政策之间的预期差收窄，从而推动美元指数走强。尽管美联储加息周期接近尾声，但经过一年多的连续加息，利率政策已经传导下去，银行业危机引发的信贷紧缩效应逐渐显现，欧洲部分国家已经陷入“温和衰退”。此外，美联储缩表仍在以每月950亿美元的速度运转，美元流动性持续收紧的趋势加强。此外，美国债务上限法案生效后，财政部发债明显提速，将从金融市场大规模抽取流动性，风险资产价格仍将面临下行压力。

国内方面，在稳经济、稳楼市、稳金融等一系列政策的支持下，今年8月经济数据有所回暖。财新制造业PMI重回扩张区间，新增贷款和社融规模回升，工业生产明显加快。数据显示供需两端边际改善，但消费呈现不平衡性，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力依然较大。7月24日中央政治局会议以来，央行时隔两个月再次下调OMO、MLF、SLF等政策利率，并于9月降准0.25个百分点，旨在降低金融机构资金成本，进一步推动社会综合融资成本下降。地方专项债发行节奏明显加快，预计9月底前将基本发行完毕，尽早形成实物工作量，继续拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。在“活跃资本市场，提振投资者信心”方面，监管层出台了一系列政策举措，包括修订上市公司现金分红规则，进一步加大对违规减持行为的打击力度等。

一、8月经济数据边际改善，静待企业盈利增速拐点到来

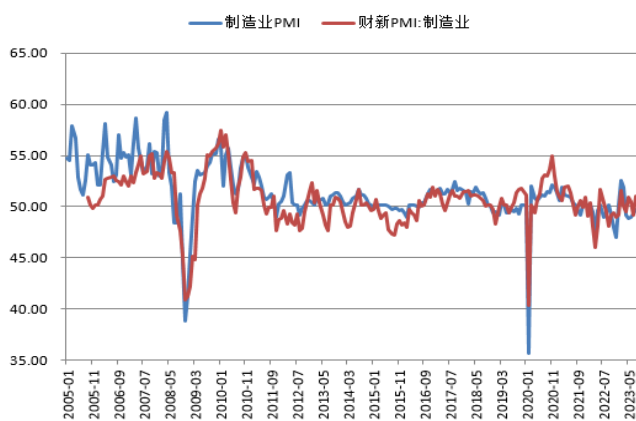
今年8月经济形势有所好转，固定资产投资延续下行趋势，主要受房地产投资降幅扩大和基建投资增速放缓的拖累。在新一轮稳增长政策的支持下，工业生产明显加快，制造业投资增速回升。受暑期旅游出行旺季的提振，餐饮、住宿等服务消费保持快速增长。海外货币紧缩的影响尚进一步显现，全球经济下行压力加大，欧美等主要

发达国家主动去库存，国际贸易持续萎缩，新增订单减少，未来一段时间出口仍将面临下行压力。受原材料价格反弹的影响，PPI 同比降幅收窄，但由于终端需求疲软，企业经营压力依然较大，仍在主动去库存阶段，企业盈利增速的拐点尚未到来。

（一）财新制造业 PMI 重回扩张区间

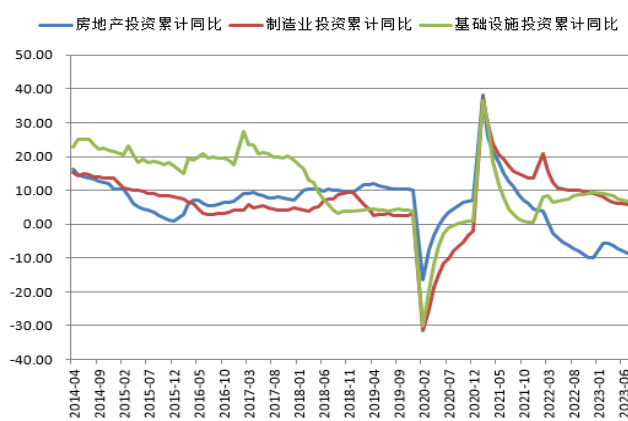
从先行指标来看，今年 8 月官方制造业 PMI 录得 49.7（前值 49.3），连续 3 个月回升，但尚未摆脱收缩区间。财新制造业 PMI 由 49.2 回升至 51，创 3 月以来新高。非制造业 PMI 为 51.1，连续 5 个月回落，创年内新低。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8，较上月加快 0.5 个百分点，连续 4 个月维持在扩张区间；中、小型企业 PMI 为 49.6 和 47.7，分别较上月回升 0.6 和 0.3 个百分点。从生产和需求来看，生产指数上升至 51.9，较上月加快 1.7 个百分点，创 4 月以来新高；新订单指数回升至 50.2（前值 49.5），时隔 4 个月重回枯荣线上方，新出口订单指数录得 46.7，较上月回升 0.4 个百分点。数据显示，我国 8 月制造业 PMI 继续回暖，大型企业维持高景气度，但中小型企业经济活动依旧偏弱。生产明显加快，国内需求有所改善，但新增出口订单疲软，外需下行压力依然较大。表明我国经济恢复的基础不牢固，全球经海外货币紧缩的外溢影响尚未完全显现，国际贸易持续收缩，未来一段时间出口仍将面临下行压力，宏观政策需要在扩大内需方面进一步发力。

图 1. 财新制造业 PMI 重回扩张区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 基建和制造业投资增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

（二）房地产投资降幅扩大，基建投资增速放缓

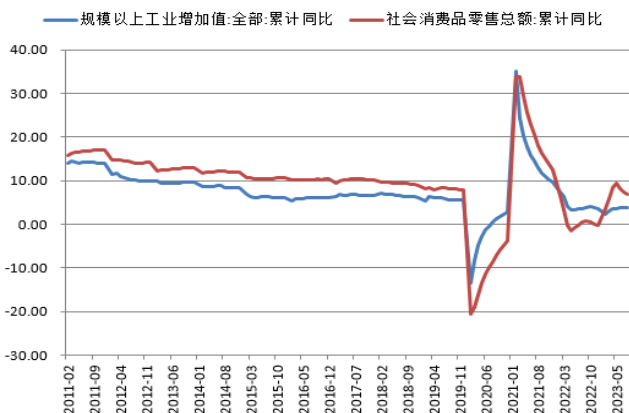
今年 1-8 月固定资产投资同比增长 3.2%（前值 3.4%），增速连续 6 个月下降，再次刷新 2021 年以来新低。其中，房地产投资同比下降 8.8%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点。从房屋新开工和施工面积来看，今年 1-8 月房屋新开工面积同比下降 24.4%，降幅较 1-7 月收窄 0.1 个百分点，房屋施工面积同比下降 7.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点；从竣工和销售端来看，今年 1-8 月房屋竣工面积同比增长 19.2%，较 1-7 月份回落 1.3 个百分点，但增速仍维持在高位。1-8 月商品房销售面积同比下降 7.1%，商品房销售额同比下降 3.2%，降幅分别较 1-7 月扩大 0.6 和 1.7 个百分点，创年内新低。从 9 月份销售情况来看，截至 9 月 27 日，全国 30 大中城市商品房成交量为 92344 套，成交面积为 882.66 万平方米，环比 8 月份小幅回升。数据表明，随着保交楼政策的持续跟进，在新一轮保交楼资金的支持下，房屋竣工进度保持较快节奏，烂尾楼断供风险得到有效化解。近期稳楼市政策不断加码，“认房不认贷”、限购限贷放松、首套房贷利率下调等利好政策频繁出台，但房地产销

售并未显著回暖，主要原因在于居民收入预期和信心不足，家庭资产负债表有待修复，持续加杠杆难以为继，未来商品房将进入存量消化阶段。二季度以来，房地产销售表现低迷，房企对拿地和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成拖累。1-8月基础设施投资同比增长6.4%（前值6.8%），增速连续7个月回落，创2022年以来新低。8月份以来，地方专项债发行节奏明显加快，截至9月21日，全国累计发行新增专项债32755.75亿元，完成全年新增专项债券限额的86%。根据财政部计划，将在9月底前基本发行完毕，继续拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。1-8月制造业投资同比增长5.9%（前值5.7%），受终端需求放缓以及企业盈利下降的影响，企业仍在主动去库存阶段，叠加去年高基数效应，今年制造业投资增速或将继续放缓。

（三）工业生产明显加快，服务消费保持强劲

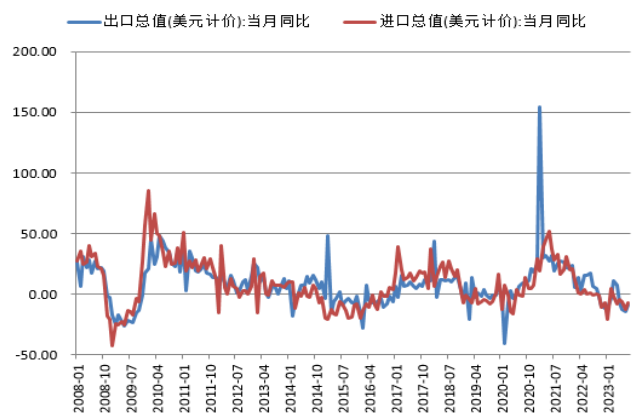
今年1-8月规模以上工业增加值同比增长3.9%，创年内新高，其中8月规模以上工业增加值同比增长3.7%，较上月加快0.8个百分点。1-8月社会消费品零售总额同比增长7%（前值7.3%），连续3个月回落。其中8月社会消费品零售总额同比增长4.6%，较上月加快2.1个百分点，创6月以来新高。从销售类别来看，1-8月餐饮收入同比增长19.4%，商品零售同比增长5.6%，增速分别较1-7月份回落1.1和0.3个百分点；汽车类零售同比增长4.9%（前值5.5%），家电类零售同比下降0.4%，增速时隔两个月再次转负。数据表明，随着新一轮稳增长政策的落地，以及高温天气缓解，工业生产明显加快。暑期迎来旅游消费旺季，餐饮、住宿等服务消费保持快速增长，但汽车、家电、家居等耐用品消费恢复缓慢，消费依旧呈现不平衡性的特征。长期来看，消费增长最终取决于居民收入的改善和资产负债表的修复情况。

图3. 工业生产加快、消费增速回升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 进出口同比降幅收窄（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

（四）进出口增速降幅收窄，贸易顺差有所下降

按美元计价，今年8月进口同比下降7.3%，降幅较上月收窄5.1个百分点，连续6个月负增长。出口同比下降8.8%，降幅较上月收窄5.7个百分点，增速连续4个月转负。今年1-8月份，我国进口同比下降7.6%，出口同比下降5.6%，增速分别为3月以来最低。实现贸易顺差5534亿美元，较上年同期扩大0.8%。分国家和地区来看，我国对东盟、一带一路沿线国家进出口保持增长，对美国、欧盟、日本等发达国家出口下降。整体来看，受海外需求放缓以及去年同期高基数效应减弱等因素的影响，我国8月进出口同比降幅收窄，环比有所回升，贸易顺差边际下降。考虑到海外货币紧缩的影响尚未完全显现，全球经济下行风险加大，国际贸易持续萎缩，新增订

单减少，未来一段时间出口仍将面临下行压力，稳外资、稳外贸政策将继续实施。

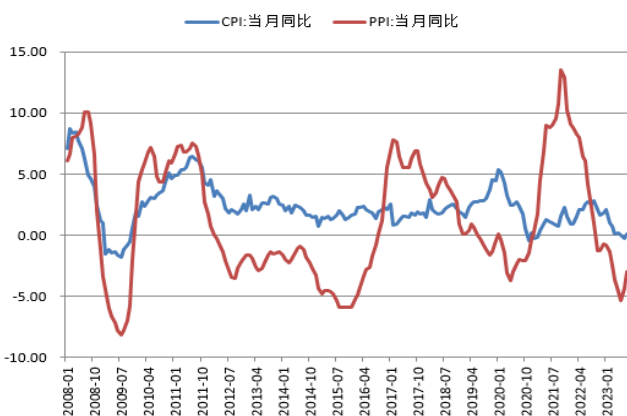
二、货币政策保持宽松基调，存量首套房贷利率下调

中国人民银行 2023 年第三季度例会强调，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。

今年三季度以来，央行于 8 月份再次下调 OMO、MLF、SLF 等政策利率，引导贷款市场报价利率（LPR）下行，其中 1 年期 LPR 累计下调 20BP，5 年期 LPR 下调 10BP。此外，央行宣布 9 月 15 日下调存款准备金率 0.25 个百分点，预计释放长期资金约 5000-6000 亿元，旨在降低金融机构资金成本，进一步推动社会综合融资成本下降。为引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序，央行宣布 9 月 25 日起降低存量首套住房商业贷款利率。执行浮动利率的借款人可向金融机构提出申请，以新发放贷款置换存量首套商业住房贷款，新发放贷款利率不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。我们认为，存量房贷利率下调直接为居民节约了现金流，有利于改善和修复居民资产负债表，从而促进其他领域的消费，同时有助于缓解金融机构所面临的购房者提前还贷的压力，减轻对银行净息差的负面影响，维护金融系统稳定。

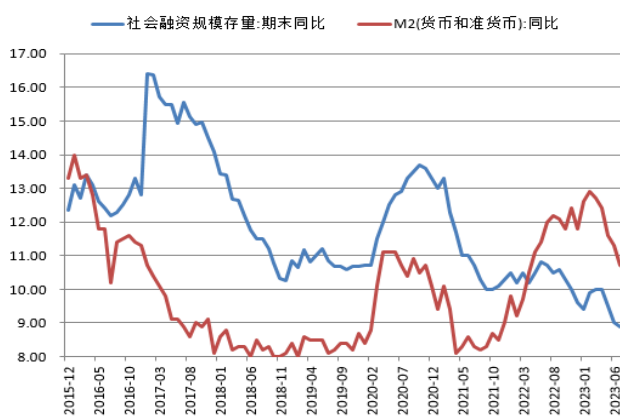
物价方面，今年 8 月 CPI 同比上涨 0.1%，增速由降转升，主要受猪肉、鸡蛋等食品价格以及旅游住宿等服务价格上涨的影响。PPI 同比下降 3%，降幅较上月收窄 1.4 个百分点，主要原因在于，受国际原油价格上涨的影响，石油天然气加工、有色及黑色金属冶炼等行业涨幅扩大。中期来看，我国粮食产量保持稳定，生猪生产供应充足，受养殖户压栏惜售以及季节性消费旺季的提振，猪肉价格阶段性反弹，但整体供求平衡，居民消费价格指数有望低位企稳。海外货币紧缩的外溢影响尚未完全显现，全球经济下行压力加大，大宗商品需求下降，原油价格反弹缺乏可持续性，PPI 下行趋势短期内难以改变。

图 5. CPI 由负转正、PPI 降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 社融和 M2 增速持续回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

央行金融统计报告显示，今年 8 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 868 亿元；社会融资规模增量为 3.12 万亿元，较上年同期多 6316 亿元；广义货币供应量 M2 同比增长 10.6%（前值 10.7%），增速连续 6 个月回落，创 2022 年 5 月以来新低，M1 同比增长 2.2%（前值 2.3%），为 2022 年 2 月以来最低。从总量和结构来看，

8 月份企业存款增加 8890 亿元，中长期贷款增加 6444 亿元，分别较上月大幅回升；居民部门存款增加 7877 亿元，中长期贷款增加 1602 亿元，存款增加显著高于贷款。表明为应对经济下行压力，金融机构加大了对企业的信贷支持力度。在“认房不认贷”、首套房贷利率下调以及放松限购限贷等一系列政策的提振下，居民购房需求和房地产销售有所回暖，但远低于 2016-2021 年同期水平。主要原因在于，居民部门杠杆率处于历史高位，家庭资产负债表需要时间修复，且对未来收入的预期和信心不足，预防性储蓄的动机依然较强，主动加杠杆的意愿低迷，甚至提前偿还债务，从而抑制了对大宗消费的需求。受地方政府债券发行加快等因素的影响，社融增速小幅回升，但 M2 同比持续回落，M1 增速再创新低，表明当前企业盈利水平不高，基于未来经济的不确定性，对生产和经营保持谨慎，导致信用扩张步伐放缓，资金淤积和空转的现象依然存在。

综上所述，货币政策保持宽松基调，央行连续两次下调政策利率，9 月宣布年内第二次降准，有助于引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。

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 月会议维持利率不变，但货币政策声明和鲍威尔讲话偏鹰派，点阵图显示年内还将加息一次，在实现通胀目标之前，高利率可能维持更长时间。国内方面，今年 8 月经济数据有所好转，但需求不足的矛盾依然突出，宏观政策仍需加大对小微企业和薄弱环节的支持。监管层在“活跃资本市场，提振投资者信心”方面出台了一系列政策举措，包括减半征收证券交易印花税、阶段性收紧 IPO、规范上市公司减持行为等具体措施。进入四季度，预计稳经济、稳地产、稳金融等政策将继续跟进，但海外货币紧缩的外溢影响持续显现，风险偏好仍将受到抑制。

（一）影响风险偏好的有利因素包括

监管层出台一系列维护金融市场稳定和提振投资者信心的政策举措。中央政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”以来，各项针对性措施如雨后春笋般出台。财政部、税务总局宣布 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收，税率由 1% 下调至 0.5%，有助于降低投资者交易成本，减少存量资金消耗，提升市场活跃度；证监会发布文件，宣布阶段性收紧 IPO 节奏、进一步规范上市公司减持行为、降低投资者融资买入证券时的融资保证金比例，以及房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。减缓新股发行节奏，规范上市公司减持行为，有利于调节股票市场供过于求的关系，缓解场内资金失衡带来的流动性下降问题。降低投资者融资担保比例，有利于提高资金的使用效率，充分发挥资金杠杆的作用，达到增量资金的效果。此外，证监会拟对《上市公司现金分红指引》等一系列规则进行修改，包括进一步对不分红或分红少的公司加强制度约束督促分红，推动进一步优化分红方式和节奏，让分红好的公司得到更多激励，同时也加强对超出能力分红企业的约束等。修订上市公司现金分红规则，有助于激励更多符合条件的上市公司参与分红，同时约束不具备分红能力的公司乱分红，有利于提高上市公司质量，提升价值投资理念。进入四季度，面对错综复杂的国际环境，稳增长、稳楼市、稳金融等各项政策将继续跟进，有助于提升风险偏好。

（二）影响风险偏好的不利因素包括

美联储 9 月 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5% 不变，符合市场预期。货币政策声明上调今年 PCE 通胀预期和失业率预期，并上调未来两年 GDP 增速预期，称经济活动以“稳健”速度扩张，近几个月就业增长放缓，但依然强劲，通胀仍然居高不下。点阵图显示 2023 年底联邦基金利率预期中值为 5.6%，暗示年内还将加息 25 个基点。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，坚决致力于实现 2% 的通胀目标，目前已经取得了重大进展，但全面影响尚未被感受到。未来决策将基于数据和风险评估谨慎行事，实现通胀目标还有很长的路要走，在此之前需要维持足够的限制性政策，保持利率不变不意味着已经达到所寻求的限制性立场，如果合适准备进一步提高利率，将在逐次会议上作出决定，从未打算就任何降息的时间发出信号。我们认为，美联储货币政策声明和鲍威尔讲话偏向鹰派，强调经济具有韧性，劳动力市场依然强劲，在实现通胀目标之前将维持限制性利率，多数委员支持年内再加息一次。受去年高基数效应消退和原油价格上涨的影响，美国 CPI 已连续两个月回升，预计未来几个月通胀将易涨难跌，高利率可能维持更长时间，市场预期首次降息的时间推迟到明年 9 月，预期降息的幅度也较之前收窄。尽管美联储加息周期接近尾声，但经过一年多的连续加息，利率政策已经传导下去，缩表仍在按原计划进行，美元流动性持续收紧的趋势加强。随着时间的推移，海外货币紧缩的外溢影响将进一步显现，高债务国家仍将面临金融去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，风险偏好仍将受到抑制。

四、资金面分析

今年 8 月份以来，受 A 股市场持续走弱的影响，基金净值出现明显波动，权益类新基金发行持续低迷。同花顺数据显示，截至 9 月 22 日，新成立偏股型基金份额为 191.40 亿份，规模略高于 8 月的 182.21 亿份，处于年内较低水平。中期来看，居民储蓄处于历史高位，随着市场形势回暖，有助于为基金发行带来增量资金。

2023 年 2 月 17 日，证监会宣布全面实行股票发行注册制正式实施，相关配套制度同时推出，标志着我国资本市场基础制度改革迈出了重要一步，外资借道沪深港通北向通道不断流入 A 股市场。截至 2023 年 9 月 27 日，今年以来沪股通资金累计净流入 1081.88 亿元，其中沪股通净流入 552.41 亿元，深股通净流入 529.47 亿元。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. 新基金发行份额有所放缓（亿份）

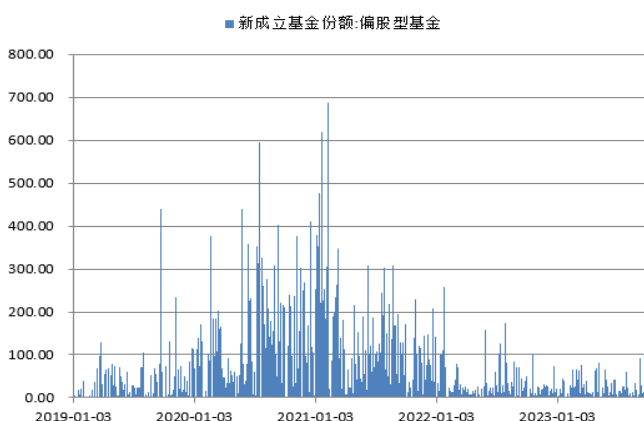
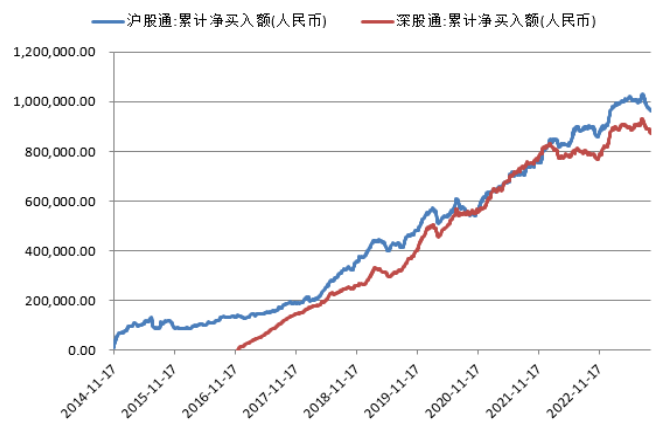


图 8. 沪深港通北上资金持续净流入（亿元）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

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，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，5930-4663 为第一浪下跌，4663-5143 为二浪反弹，5143-3757 为三浪下跌，3757-4530 为四浪反弹，4530-3495 为五浪下跌。2022 年 11 月初，三大股指开启新一轮反弹，截至 2023 年 1 月底，沪深 300 指数累计反弹 20%，上证 50 指数累计反弹 23%，中证 500 指数累计反弹 8%。2 月份以来，沪深 300 和上证 50 指数再次进入调整阶段，不排除再次探底的可能。

从月线来看，IF 加权在 20 月均线附近承压回落，连续两个月下跌，相继失守 5、10 月均线及前期低点 3755，不排除考验 2022 年 10 月低点 3488 一线支撑。IH 加权整体维持在 2460-2740 区间震荡，均线簇空头排列，若向下跌破震荡箱体则将继续探底。IC 加权反抽 60 月均线承压回落，短期或再次考验 2022 年 10 月低点 5545 一线支撑，若被有效跌破需防范调整加深风险。上证指数反弹受到 60 月均线的压制，短期关注 8 月低点 3053 一线支撑，跌破则将考验 3000 整数关口。

图 9. IF 加权月 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

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

周线方面，IF 加权在 20 周线附近承压回落，一度跌破 3700 整数关口，均线簇空头排列、向下发散，技术上或进入再次探底阶段，不排除考验 2022 年 11 月低点 3488 一线支撑。IH 加权反弹受到 20 周线的压制，短期或考验 2460-2740 区间下沿支撑，若被有效跌破需防范调整加深风险，不排除考验 2022 年 10 月低点 2285 一线支撑。IC 加权整体沿 5 周线向下运行，形成周线级别的下跌趋势，关注前期低点 5550 一线支撑。上证指数跌破 3100 整数关口，上方受到 10、20、60 等多条均线的压制，短期或考验 8 月低点 3053 一线支撑，若被有效跌破则将继续寻底。

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

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 2021 年 2 月高点 3731 点展开下跌，2022 年 4 月跌至 2863 点，之后开启超跌反弹，最高在 7 月到达 3424 点，之后进入二次探底阶段，最低达到 2885 点。上证指数自 2022 年 11 月开始反弹，2023 年 5 月最高到达 3400 关口上方，即 0.618 的黄金分割位附近，之后进入调整阶段，跌破 3200 点支撑，则下一目标支撑位在 3000 整数关口附近。

第三部分 结论和建议

国外方面，9 月美欧日英四大央行利率决议相继落地，美联储依旧坚持鹰派的政策立场，欧洲央行没有释放进一步加息的信号，英国和瑞士央行意外暂停加息，日本央行维持超宽松政策不变。相比美国而言，欧元区经济衰退的风险加大，制造业持续恶化，服务业再次进入收缩区间，第一大经济体德国 GDP 连续两个季度负增长，未来可能有更多国家步入后尘。欧洲央行不得不谨慎加息，甚至考虑暂停加息，使得欧美货币政策之间的预期差进一步收窄，推动美元指数持续走强，10 年期美债收益率创 2007 年以来新高。美国 10 年期和 2 年期国债收益率自 2022 年 7 月开始倒挂，至今已持续 15 个月，时间为 1982 年以来最长。历史经验表明，美国长短期国债收益率曲线倒挂持续的时间越长，经济发生衰退的可能性越大，破坏性也越大。进入四季度，全球货币紧缩的负面影响将进一步显现，全球经济下行压力或将加大，高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，加剧全球金融市场动荡。

国内方面，今年 8 月经济数据有所改善，工业生产明显加快，新增贷款和社融规模回升，PPI 同比降幅收窄。但投资增速延续下行趋势，消费呈现不平衡性，需求不足仍是主要矛盾，外需下行压力依然较大，宏观政策有待在扩大内需方面进一步发力。今年 1-8 月全国规模以上工业企业实现利润总额 46558.2 亿元，同比下降 11.7%，降幅连续 6 个月收窄，其中 8 月规模以上工业企业利润由降转升，同比增长 17.2%。1-8 月产成品存货同比增长 2.4%，增速为年内首次回升。国际原油等大宗商品价格上涨引发企业补库预期，但由于终端需求疲软，原材料涨价向下游消费端传导不畅，企业经营压力依然较大，部分行业仍在主动去库存阶段。从库存周期

来看，本轮库存周期始于 2019 年 12 月，至今已持续 46 个月，时间上或已接近尾声，部分行业可能提前进入被动去库存，企业盈利增速拐点有望在四季度到来，最终取决于下游需求恢复的情况。货币政策保持宽松基调，央行 9 月宣布年内第二次降准，旨在降低金融机构资金成本，进一步推动企业融资成本下降，若经济恢复不及预期，不排除再次降息或降准的可能。影响风险偏好的因素多空交织，国内稳经济、稳楼市、稳金融等各项政策有望持续跟进，有助于提振市场信心。不利因素在于，美联储 9 月会议暗示年内还将加息一次，海外货币政策收紧的外溢影响持续显现。

综上所述，海外货币紧缩的影响尚未完全显现，全球经济衰退的风险仍未解除。进入四季度，我国经济仍将面临外部冲击，稳增长政策有望进一步加码，股指维持波段探底的可能性较大。

免责声明

本研究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、可靠性、时效性以及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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

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获得许可，并需注明出处为新纪元期货，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：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

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

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：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

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

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

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：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8