

## 警惕外部风险冲击，谨防股指再次调整

## 宏观经济/资产配置

### 内容提要：

- ◆ 美联储加息节奏已由 75 个基点逐步降至 25 个基点，缺乏继续炒作加息放缓的空间。此外美联储官员频繁发表鹰派讲话，旨在纠正市场对其货币政策的错误预期，美国 10 年期国债收益率和美元指数由降转升，反映市场正在接受美联储的预期管理，未来一段时间资产价格或将面临调整压力。
- ◆ 随着疫情防控回归乙类乙管，生产和生活秩序逐渐恢复正常。今年 1 月官方制造业 PMI 重回扩张区间，供需两端同步改善，居民消费价格指数回升，但生产者价格指数下降，表明需求恢复快于生产，工业通缩压力依然较大。
- ◆ 货币政策坚持以我为主，保持流动性合理充裕，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。在降准、降息等一系列政策的支持下，信用扩张明显加快，企业融资需求回暖，但仍低于货币增速，资金淤积和空转的现象依然存在。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织，全国两会即将召开，市场期待更多有关稳增长措施的出台，有助于提升风险偏好。不利因素在于，美国就业强劲阻碍了通胀进一步下降，强化了市场对美联储鹰派的货币政策立场。
- ◆ 综上所述，全国两会将于 3 月初召开，期间改革和维稳预期有助于提升风险偏好。进入 3 月中旬，1-2 月投资、消费和工业增加值数据将合并发布，市场对经济复苏的预期将初步接受检验，此外受美联储加息扰动，股指或面临阶段性回调风险。

### 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

外部利空因素影响，短期调整压力加大 20230224

市场情绪来回反复，短期延续震荡调整 20230217

外围市场下跌扰动，短期或延续震荡调整 20230210

节后资金获利了结，短期存在调整的要求 20230203

稳增长预期不断强化，节前注意防范风险 20230113

## 第一部分 基本面分析

随着全球央行加息的影响逐渐显现，各国通胀压力有所缓和，欧美等主要发达国家CPI连续回落。截至2023年1月，美国CPI同比上涨6%，涨幅连续7个月回落，为2021年9月以来最低。欧元区1月CPI同比降至8.5%，连续3个月回落，为去年6月以来新低。美联储2023年第一次会议宣布加息25个基点，联邦基金利率目标区间上调至4.5%-4.75%，为2007年9月以来新高。货币政策声明首次承认通胀有所缓解，认为放缓加息是正确的，但同时不希望过早放松政策，重申加息结束后利率将维持一段时间，暗示年内不会降息，将在3月会议上更新利率点阵图。欧洲央行2月会议决定加息50个基点，关键利率上升至2008年以来最高水平，货币政策声明暗示3月将再次加息50个基点，届时将评估其货币政策的后续路径。我们认为，尽管通胀压力有所缓解，但距离实现2%的通胀目标还有很长一段路要走，美联储等其他国家央行加息放缓并不意味着货币政策转向，暂停加息后限制性利率将维持一段时间，全球经济衰退的风险尚未解除。

国内方面，国务院常务会议强调，深入贯彻落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的小规模纳税人增值税减免、普惠小微贷款等政策。此外，李克强总理多次主持召开座谈会指出，持续实施好稳经济一揽子政策措施，扎实做好当前经济社会发展工作，继续巩固和拓展经济运行回升态势。我们认为，当前国际形势不容乐观，全球经济下行压力加大，我国经济复苏的基础不牢固，宏观政策需要在扩大内需方面进一步发力，预计新一轮稳增长措施有望在两会后陆续出台。

### 一、主动去库存接近尾声，静待企业盈利增速拐点

2023年1月官方制造业PMI时隔3个月重返扩张区间，供需两端同步改善，需求恢复快于生产，反映国内疫情防控回归乙类乙管后，生产和生活秩序逐渐恢复正常。今年1月新增贷款再创历史新高，广义货币供应量M2增速大幅回升，但社融增速继续回落，二者之间的剪刀差进一步扩大。表明信贷投放力度加大，但实体经济融资需求不足，资金淤积和空转的现象依然存在，信用传导的渠道需要进一步疏通。从库存周期的角度来看，当前企业仍在主动去库存阶段，但这一过程或已接近尾声，新一轮库存周期即将开启，届时将迎来企业盈利增速的拐点。

图1. 官方制造业PMI重回扩张区间

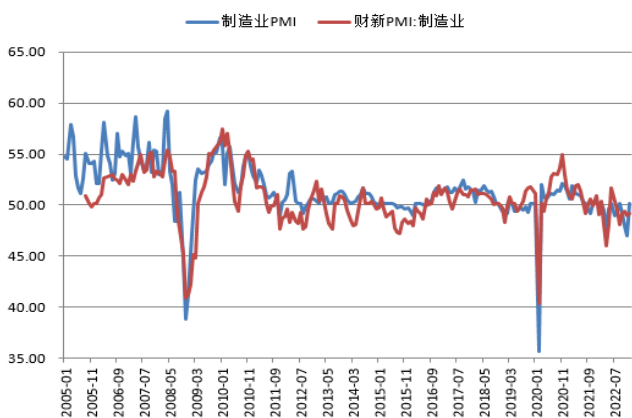
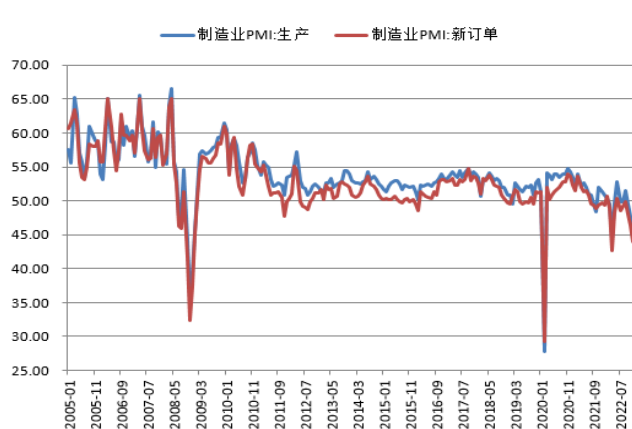


图2. 需求恢复快于生产



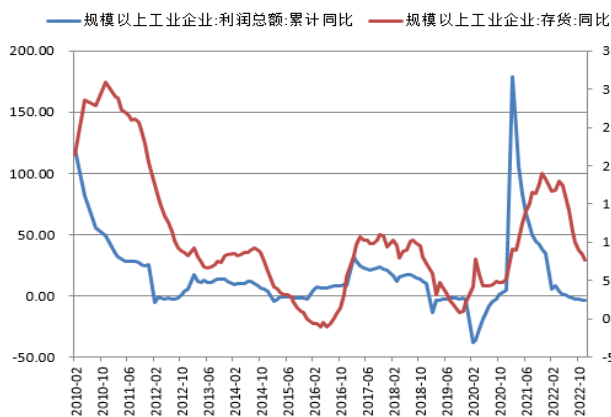
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

国家统计局公布的数据显示，今年2月官方制造业PMI录得52.6，较上月加快2.5个百分点，连续两个月回升。2月财新中国制造业PMI录得51.6，2022年8月来首次升至扩张区间。分企业类型看，大型企业PMI为53.7，高于上月1.4个百分点，连续两个月位于扩张区间；中型企业PMI回升至52（前值48.6），时隔7个月重返枯荣线上方；小型企业PMI录得51.2，较上月大幅回升4个百分点，2021年5月以来首次高于临界值。从分类指数看，生产指数上升至56.7，较上月加快6.9个百分点，新订单和新出口订单指数为54.1和52.4，分别高于上月3.1和6.3个百分点。数据表明，随着我国疫情达峰以及感染人群陆续康复，生产和生活秩序快速恢复，2月PMI在1月的基础上进一步回升，大型企业经济活动显著改善，但中小型企业景气度依旧偏弱。国内需求复苏加快，但全球经济衰退的风险仍在，未来一段时间出口仍将面临下行压力。

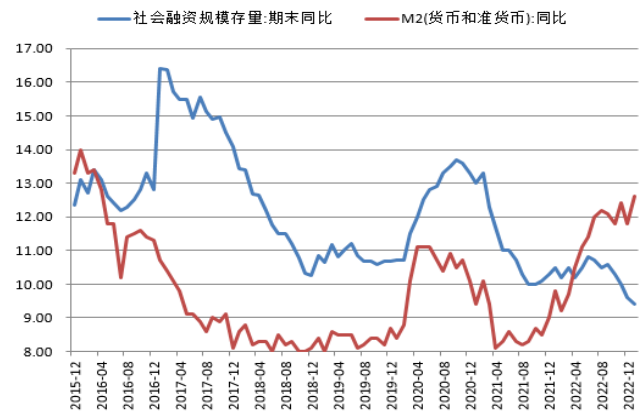
2022年1-12月规模以上工业企业利润同比下降4%（前值-3.6%），连续6个月负增长，为2020年9月以来新低。在41个工业大类行业中，21个行业利润总额比上年增长，19个行业下降，1个行业由亏转盈。其中，煤炭、石油、天然气开采等上游原材料加工业利润继续回落，但仍保持较高增速。通用设备制造业利润同比由负转正，纺织服装、化学纤维等外向型行业利润降幅收窄。去年1-12月产成品存货同比增长9.9%（前值11.4%），增速连续8个月回落，创2021年5月以来新低。数据表明，原材料价格回落有助于降低下游制造业成本，推动上下游行业利润结构改善。但全球经济下行压力加大，外需持续放缓，企业经营压力依然较大，利润增速仍在下行阶段，主动去库存尚未结束。本轮库存周期始于2019年12月，至今已持续39个月，根据历史数据推断，主动去库存已接近尾声，有望在今年一季度结束，并迎来新一轮库存周期和企业盈利增速的拐点。

图3. 企业盈利和库存周期



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 社融和M2增速剪刀差扩大



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 二、货币政策坚持以我为主，信用扩张明显加快

央行2022年四季度货币政策执行报告强调，要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。由此来看，今年货币政策将更加精准有力，继续在降成本、扩内需、防风险方面做好金融服务。

随着全球经济下行压力加大以及通胀压力缓和，各国央行逐渐放慢加息步伐，但并不意味着货币政策即将

转向，利率达到峰值后将维持一段时间。美联储加息放缓缺乏进一步炒作的空间，而欧洲、英国等其他国家还在坚持大幅加息，市场开始交易非美央行加息放缓的预期，从而推动美元指数走强。今年2月初，美元指数自100关口附近开始反弹，一度突破104关口，离岸人民币汇率从6.7关口转入下跌。随着美国10年期国债收益率上升，中美国债利差再次扩大，人民币汇率面临阶段性贬值的压力，将在一定程度上限制我国货币政策宽松的空间。当前我国经济仍面临需求收缩的压力，货币政策坚持以我为主，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。

图 5. CPI 与 PPI 同比

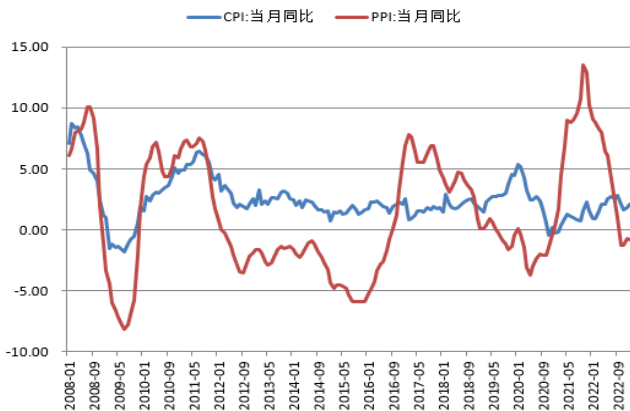
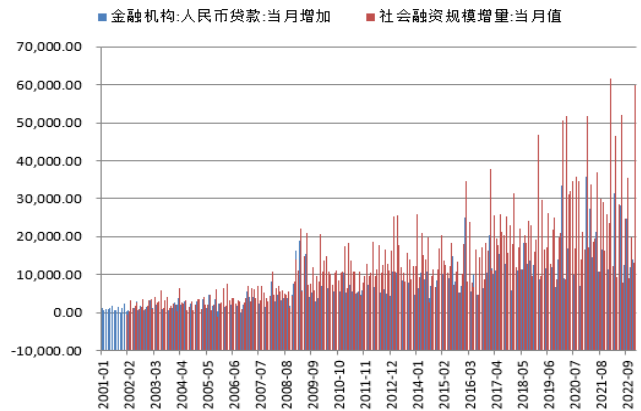


图 6. 新增贷款和社融规模



物价方面，今年1月CPI同比上涨2.1%（前值1.8%），连续两个月回升，主要受春节期间蔬菜、水果、鸡蛋等食品价格涨幅扩大的影响。PPI同比下降0.8%，连续4个月负增长，主要原因在于，有色金属冶炼价格降幅扩大以及石油、煤炭、天然气开采价格涨幅回落。中期来看，国内疫情放开后，居民生活陆续恢复正常，物价存在阶段性上升的压力，但在国家保供稳价政策的支持下，通胀压力整体可控。全球经济衰退的风险尚未解除，大宗商品需求或将继续走弱，价格仍有下行压力，预计PPI下降趋势难以改变。

央行金融统计报告显示，今年1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9227亿元，社会融资规模增量为5.98万亿元，较上年同期减少1959亿元。M2同比增长12.6%（前值11.8%），创2016年5月以来新高，M1同比增长6.7%（前值3.7%），高于上年同期8.6个百分点。从总量和结构来看，企业中长期贷款增加3.5万亿，大幅高于上年同期的2.1万亿；居民部门中长期贷款增加2231亿元，远低于上年同期的7424亿。1月份存款增加6.87万亿，创历史最高纪录，其中居民存款增加6.2万亿元。数据表明，在降准、降息等一系列政策的推动下，社会融资需求有所回暖，银行基于早放款、早受益的原则，信贷指标在年初集中投放，宽货币正在向宽信用领域传导。但居民部门中长期贷款并未显著增加，远低于2016-2021年平均水平，且存款激增创历史新高，反映居民收入预期和信心尚未扭转，预防性需求占主导，谨慎负债和主动去杠杆的意愿较强。社会融资规模与M2同比增速之间的裂口进一步扩大，表明资金淤积和空转的现象依然严重，信用扩张的渠道有待疏通。

综上所述，货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，进一步向实体经济让利，降低企业综合融资成本。

### 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。

国内方面，春节过后市场围绕我国疫情放开后经济复苏的预期展开博弈，全国两会将于3月初召开，前后是政策密集出台的时间窗口和经济数据发布的空档期，有助于提升风险偏好。国外方面，美联储加息节奏由75个基点逐步降至25个基点，加息放缓的预期已无继续炒作的空间，且美国就业数据强劲，通胀进一步下降的动力减弱，美联储鹰派的货币政策立场得到强化。进入3月份，市场预期将接受一季度经济数据的初步检验，警惕现实不及预期的情况下，风险资产面临重估的风险。

### （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. 全国两会召开的时间窗口临近，期待更多稳增长措施出台。第十四届全国人大和政协会议分别将于2023年3月5日和4日开幕，本次会议将完成政府换届选举，国务院各组成部门将迎来新一届领导。李克强总理多次主持召开座谈会，听取各界人士对《政府工作报告》的意见和建议，为制定今年经济发展的目标建言献策。财政部部长刘昆表示，在落实好前期出台政策的基础上，根据实际情况进一步完善减税降费措施，突出对中小微企业、个体工商户以及特困行业的支持，促进企业转型升级和提升创新能力，为企业增活力、添动力。根据历史经验，新一轮稳增长措施有望在两会后出台，预计今年经济增长的预期目标在5%左右，居民消费价格指数在3%左右，财政赤字率将略高于3%，地方专项债发行限额有望扩大至4万亿左右。根据同花顺统计，今年1月地方债发行规模达6434.93亿元，其中新增专项债发行规模4986.34亿元，高于去年同期水平。据Mysteel不完全统计，已有28个省份公布了2023年固定资产投资增速目标，最低为3%，最高达13%。根据各地政府工作报告，固定资产投资仍是各省主抓工作之一，主要集中在交通、能源、水利、新型基础设施等领域。全国两会将于3月初召开，两会期间维稳预期上升，市场期待更多有关稳增长的政策出台，有助提升风险偏好。

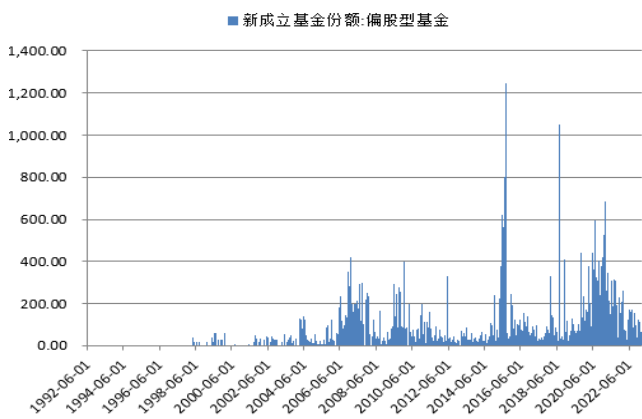
影响风险偏好的不利因素包括：

2. 美国就业和通胀数据超预期，美联储年内降息的预期下降。美国1月非农就业意外强劲，失业率创50年来新低，CPI回落幅度不及预期，表明劳动力市场紧俏情况下，失业者能够快速找到工作，企业不得不提供更高的工资水平，使得工资增长具有粘性，通胀进一步下降的难度加大。美联储多位官员发表鹰派讲话，认为降低通胀的任务尚未完成，未来可能采取更多行动，利率达到峰值后将维持一段时间，重申年内不会降息。美联储主席鲍威尔在非农数据公布后首次发声，称通胀下降过程还在早期，限制性利率必须保持些时间；就业超预期强劲可以解释为何联储觉得降低通胀需要很长时间，若就业继续强劲，很可能必须有更多行动，加息可能超出市场定价水平。目前处于收缩资产负债表（缩表）的过程，FOMC在“被动”缩表，联储并未积极考虑出售持有的抵押贷款担保证券（MBS）。美联储对资产负债表的规模没有一个具体达到多少美元的目标，达合适的水平还需要“几年”时间。美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话称，金融市场的环境已经趋于紧缩，利率几乎没有进入限制性区域。如果通胀持续高企或金融状况宽松，美联储可能需要提高利率，以使其达到足够限制性的水平。终端利率在5-5.25%是合理的，需要在几年内维持限制性利率。我们认为，美国1月非农数据公布后，美联储主席

鲍威尔等多位官员相继发声，向市场传递就业强劲可能会阻碍通胀进一步下降，需要采取更多行动，终端利率可能高于预期，以此来纠正市场对美联储货币即将转向的错误预期。美元指数自100关口附近连续反弹，10年期美债收益率重回3.5%上方，表明市场正在接受美联储暂停加息后将利率维持一段时间的观点，降低了对美联储年内降息的预期，风险偏好短期将受到抑制。

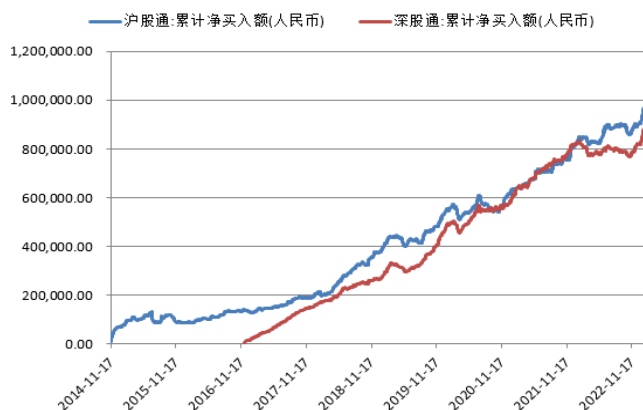
## 四、资金面分析

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

春节过后，基金发行持续回暖。Choice 数据显示，2月权益基金月度平均发行规模超过8亿元，创下2022年11月以来新高。2月以来，多只权益基金首募规模超过10亿元，部分基金首募规模更是超过20亿元。从最新发布基金招募说明书来看，截至2月19日，接下来将有40多只新基金启动发行，权益基金仍是主力军。中期来看，市场对国内经济复苏的预期向好，居民储蓄创历史新高，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2022年2月24日，今年以来沪股通资金累计净流入1537.71亿元，其中沪股通净流入809.60亿元，深股通净流入728.10。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。

## 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月以来，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%。我们认为，当前三大股指尚未突破去年7月高位，暂时定性为对前期下跌趋势的修复。

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

从月线来看，IF 加权连续 3 个月反弹后出现调整，上方受到 20 月均线的压制，预计短期向上突破的可能性较小，警惕再次回落风险。IH 加权在 2900 关口附近承压回落，上方面临 60 及 20 月均线压力，短期若不能向上突破需防范随时调整的风险。IC 加权反弹受到 20 月均线的压制，关注去年 7 月高点 6450 一线压力，若能有效突破则反弹空间进一步打开，否则需防范回调风险。上证指数面临前期高点 3310 压力，预计短期向上突破的难度较大。

周线方面，IF 加权在 60 周线附近承压回落，但下方受到 40 及 20 周线的支撑，整体维持在 4000-4300 区间震荡。IH 加权自去年 11 月以来连续反弹，技术上存在调整的要求，关注下方 40 及 20 周线的支撑，若被有效跌破，谨防回调加深风险。IC 加权连续 4 周震荡调整，上方面临去年 7 月高点压力，预计短期突破的可能性较小，警惕随时回落风险。上证指数在 3300 关口上方承压回落，表明此处存在较大压力，短期若不能突破，需防范再次回落风险。

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。上证指数自去年11月开始反弹，目前逼近0.5的黄金分割位3300关口，下一压力位将是0.618的黄金分割位3400关口。

### 第三部分 结论及建议

国外方面，去年11月至今年1月，市场围绕美国通胀下降和美联储加息放缓这一主线反复炒作，是驱动风险资产价格反弹的重要因素。但进入2月份，形势正在发生转变，美国1月非农就业意外强劲，失业率降至近50年低位，工资增长凸显黏性，使得通胀进一步下降的难度加大。美联储2月会议纪要显示，通货膨胀有所缓解，但仍处于不可接受的水平，预期持续加息是合适的，同时表达了对金融环境过于宽松和美股估值偏高的担忧。会议纪要公布后，掉期市场显示，美联储将在6月前累计加息75个基点。我们认为，美联储加息节奏已由75个基点逐步降至25个基点，缺乏继续炒作加息放缓的空间。此外美联储官员频繁发表鹰派讲话，旨在纠正市场对其货币政策的错误预期，美国10年期国债收益率和美元指数由降转升，反映市场正在接受美联储的预期管理，未来一段时间资产价格或将面临调整压力。

国内方面，今年1月官方制造业PMI重回扩张区间，居民消费价格指数回升，但生产者价格指数下降，表明需求恢复快于生产，工业通缩压力依然较大。金融数据显示，1月新增贷款再创历史新高，广义货币供应量M2增速大幅回升，但社融增速继续下降，二者剪刀差进一步扩大。表明在降准、降息等一系列政策的支持下，信用扩张明显加快，企业融资需求回暖，但社融增速仍低于货币增速，资金淤积和空转的现象依然存在。主要原因在于，居民对未来收入的预期和信心尚未扭转，预防性需求占主导，谨慎负债和减少不必要的支出，从而抑制了消费增长。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，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，若经济恢复不及预期，不排除再次降准或下调政策利率的可能。影响风险偏好的因素多空交织，全国两会即将召开，市场期待更多有关稳增长措施的出台，有助于提升风险偏好。不利因素在于，美国就业强劲阻碍了通胀进一步下降，强化了市场对美联储鹰派的货币政策立场。

综上所述，全国两会将于3月初召开，期间改革和维稳预期有助于提升风险偏好。进入3月中旬，1-2月投资、消费和工业增加值数据将合并发布，市场对经济复苏的预期将初步接受检验，此外受美联储加息扰动，股指面临阶段性回调风险。



## 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