

警惕海外经济下行及流动性风险，股指或延续波段寻底

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 欧美 6 月制造业进一步恶化，服务业扩张明显放缓，但剔除能源和食品价格后的核心通胀依然顽固，货币当局不得不坚持鹰派的货币政策立场。美联储 6 月会议维持利率不变，但点阵图显示年内还将加息两次。美国 2-10 年期国债收益率曲线倒挂已持续一年时间，预示着经济衰退的风险上升。尽管美联储加息接近尾声，但利率政策已经传导下去，缩表仍在全速运转，此外美国财政部发债提速将从金融市场筹集资金，美元流动性持续收紧的趋势加强，全球经济衰退的风险尚未解除，资产价格仍将面临下行压力。
- ◆ 今年二季度以来，经济增长边际减弱，固定资产投资继续回落，消费呈现不平衡性，出口下行压力逐渐显现，信贷和货币增速放缓，市场由“强预期”向“弱现实”回归。主要原因在于，居民资产负债表衰退，边际消费倾向下降，导致投资乘数的坍塌，宏观政策在刺激经济增长中的作用大打折扣。
- ◆ 从库存周期来看，受物价低迷和需求下降的双重影响，企业利润空间被压缩，部分行业亏损面扩大，不得不主动降低产量和库存。根据时间周期推断，主动去库存或已接近尾声，但由于终端需求恢复缓慢，企业盈利增速的拐点尚未到来。
- ◆ 货币政策由观望重回宽松基调，央行时隔 10 个月再次下调 MLF、LPR 等政策利率，引导金融机构贷款利率下行。若经济恢复不及预期，不排除再次降准或降息的可能，无风险利率低位运行，分母端有助于提升股指的估值水平。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织，国内政策面再次强化稳增长预期，预计新一轮稳增长措施有望出台。不利因素在于，美联储 7 月加息的预期上升，海外货币政策收紧的外溢影响进一步显现。
- ◆ 展望三季度，我国经济仍将面临下行压力，预计新一轮稳增长政策有望出台。但海外货币紧缩的尾部风险有待出清，全球经济衰退的风险不容忽视。股指跌破重要技术支撑，三季度或进入震荡寻底阶段。

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

端午假期外盘综述及节后展望

20230625

端午假期海外宏观风险提示

20230620

央行“降息”利好提振，股指短

期迎来反弹 20230616

5 月经济数据弱于预期，短期

或延续波段调整 20230609

经济下行压力显现，股指进入

波段寻底 20230601

第一部分 国内外宏观形势分析

回顾2023年上半年，全球经济表现相对韧性，欧美等主要发达国家尚未进入衰退，主要原因在于就业异常强劲，工资增长凸显黏性，支撑着居民收入和消费。与此同时，通胀下降并没有如货币当局预期的那样快，剔除能源和食品价格后的核心通胀依然顽固，6月份以来，澳大利亚、加拿大等年初暂停加息的国家又重新回到加息的轨道。美联储6月会议维持联邦基金利率在5%-5.25%不变，点阵图显示利率预期中值为5.6%，此前预期为5.1%，意味着年内还将加息50个基点，降息的可能性基本排除。进入三季度，欧美银行业危机引发的信贷紧缩效应将逐渐显现，企业投资和居民消费将受到抑制，不排除部分国家陷入“温和衰退”。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。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。

从先行指标来看，美国、欧元区、英国等主要发达国家制造业进一步恶化，虽然服务业仍处于景气区间，但扩张步伐明显放缓。数据显示，欧元区6月制造业PMI降至43.6（前值44.8），连续5个月下滑，创2020年6月以来新低，服务业PMI由55.9大幅降至52.4，为2月以来新低；英国6月制造业PMI降至46.2（前值47.1），创年内新低，服务业PMI录得53.7，为2月以来新低；美国6月Markit制造业PMI降至46.3，连续两个月下降，创年内新低。数据表明，货币紧缩政策对经济的抑制效应持续显现，欧美制造业短暂回暖后再次陷入萎缩，并开始向服务业领域传导，全球经济衰退的风险加大。

美债收益率曲线倒挂通常被视为经济衰退的征兆，主要原因在于，市场提前预期美联储可能开启降息周期，长期国债比短期国债更具有吸引力。美国2年期和10年期国债收益率自2022年7月开始倒挂，截至2023年6月底，已持续近1年时间，期间最大倒挂幅度接近100个基点。从历史统计来看，1970年以来，美国2-10国债收益率曲线共发生过5次倒挂，分别是1978年8月—1982年7月、1989年1月—1990年3月、2000年2月—2000年12月、2006年6月—2007年6月、2022年7月至今。从事件发生的背景和影响来看，美国长短期国债收益率倒挂都出现在美联储加息周期，并伴随着经济衰退的发生，收益率倒挂持续的时间越长，影响及危害性越大。

国内方面，年初市场对疫情放开后经济复苏抱有较高的期待，此外一季度迎来“楼市小阳春”，进一步提振了市场信心。但二季度以来，经济数据边际转弱，投资增速再次回落，消费复苏呈现不平衡性，出口下行压力显现，市场由“强预期”向“弱现实”回归。主要原因在于，居民资产负债表受损严重，导致边际消费倾向下降，进而引发投资乘数的坍塌，使得宏观政策在刺激经济增长中的作用大打折扣。展望三季度，海外货币紧缩的外溢影响将进一步显现，国际贸易持续收缩，我国出口仍将面临下行压力，稳增长政策需要在扩大内需方面继续加码。关键在于帮助居民修复资产负债表，改善居民对未来收入的预期和信心，促进生产、分配、流通、消费四大环节之间的良性循环。

一、经济下行压力再次显现，稳增长政策有望加码

今年5月经济数据进一步走弱，固定资产投资继续下滑，工业生产和消费增速放缓，出口同比由正转负，PPI

降幅扩大，显示经济下行压力再次显现，工业通缩压力加大，需求不足仍是主要矛盾。6月份以来，宏观政策再次释放稳增长信号，国务院常务会议研究推动经济持续回升的一批政策措施，央行先后下调OMO、SLF、MLF、LPR等政策利率，旨在引导金融机构贷款利率下行，进一步推动社会综合融资成本下降，激发市场主体活力，稳定市场预期和信心，为经济恢复发展提供有力支持。

（一）官方制造业 PMI 连续 3 个月位于收缩区间

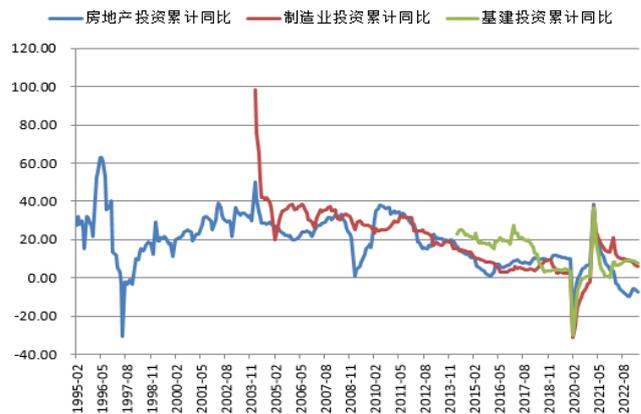
从先行指标来看，中国 6 月官方制造业 PMI 录得 49，较上月小幅回升 0.2 个百分点，连续 3 个月位于收缩区间。从企业规模看，大型企业 PMI 回升至 50.3，较上月加快 0.3 个百分点；中型企业 PMI 录得 48.9，较上月回升 1.3 个百分点；小型企业 PMI 降至 46.4，比上月下降 1.5 个百分点，创年内新低。从分类指数看，生产指数上升至 50.3，较上月加快 0.7 个百分点，新订单指数由 48.3 回升至 48.6，但新出口订单指数降至 46.4（前值 47.2），创 2 月以来新低。数据显示，今年 6 月制造业景气水平有所改善，生产和需求边际好转，但外需进一步下滑，小型企业景气度走弱。表明国内经济恢复的基础不牢固，海外货币紧缩对经济的抑制效应开始显现，国际贸易持续萎缩，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加码，尤其是加大对小微企业和薄弱环节的支持。

图 1. 官方制造业 PMI 连续 3 个月低于枯荣线 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 基建和制造业投资放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

（二）房地产投资降幅扩大，基建和制造业投资增速放缓

今年 1-5 月固定资产投资同比增长 4%（前值 4.7%），增速连续 3 个月下降，接连刷新 2021 年以来新低。其中，房地产投资同比下降 7.2%，降幅较 1-4 月扩大 1 个百分点。从房屋新开工和施工面积来看，今年 1-5 月房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅比 1-4 月扩大 1.4 个百分点；房屋施工面积同比下降 6.2%，降幅较 1-4 月扩大 0.6 个百分点；从竣工和销售端来看，今年 1-5 月房屋竣工面积同比增长 19.6%，增速较 1-4 月加快 0.8 个百分点，创 2021 年 10 月以来新高。1-5 月商品房销售面积同比下降 0.9%（前值 -0.4%），降幅时隔 3 个月再次扩大，销售额同比增长 8.4%，增速较 1-4 月回落 0.4 个百分点。从 6 月份销售情况来看，截至 6 月 25 日，全国 30 大中城市商品房成交量为 101995 套，成交面积为 993.68 万平方米，环比上月均呈现下降。数据表明，随着保交楼政策的推进落实，房屋竣工进度持续加快，烂尾楼断供风险得到有效化解。而房地产销售经历 3 月“小阳春”后再次下滑，反映年初优惠政策对购房的刺激效用边际减弱，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。开发商对拿地和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成抑制。1-5月基础设施投资同比增长7.5%（前值8.5%），增速连续4个月回落，为2022年8月以来新低。今年新增地方专项债发行较上年同期有所放缓，但进入三季度，地方专项债发行有望加快，规模将达到1.5万亿左右，继续拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。1-5月制造业投资同比增长6%（前值6.4%），增速连续7个月回落，续创2021年以来新低，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。

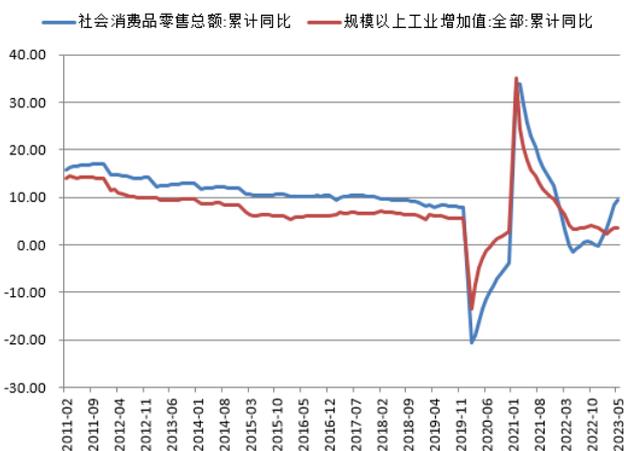
（三）工业生产明显回落，服务消费保持强劲

今年1-5月规模以上工业增加值同比增长3.6%，与1-4月份持平，其中5月规模以上工业增加值同比增长3.5%，较上月大幅回落2.1个百分点，创年内新低。1-5月社会消费品零售总额同比增长9.3%（前值8.5%），连续4个月回升，其中4月社会消费品零售总额同比增长12.7%，增速较上月回落5.7个百分点。其中1-5月份，餐饮收入同比增长22.6%（前值19.8%），创2021年11月以来新高，商品零售同比增长7.9%（前值7.3%），为2022年以来最高。汽车类零售同比增长8.9%（前值5.4%），家电类销售同比下降0.2%，降幅连续4个月收窄。数据显示，今年5月工业生产明显回落，主要受下游需求放缓以及原材料价格下跌等因素的影响。消费整体呈现稳定复苏的态势，餐饮等服务消费保持快速增长，但汽车、家电家具等耐用品消费恢复缓慢，最终取决于居民收入的改善和资产负债表的修复情况。

（四）出口增速由正转负，进口同比降幅收窄

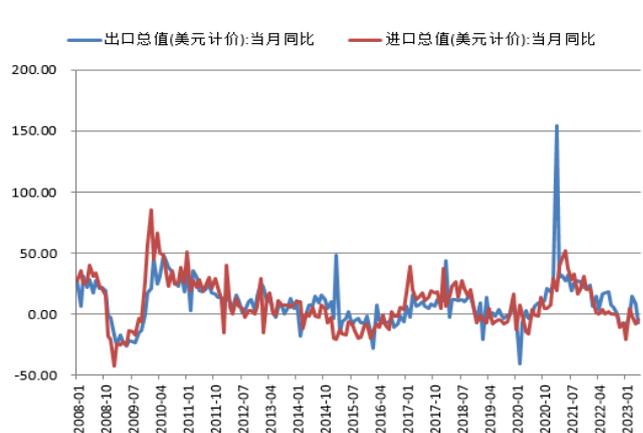
按美元计价，中国5月进口同比下降4.5%，降幅较上月收窄3.4个百分点，连续3个月负增长。出口同比下降7.5%，增速时隔两个月再次转负，较上月骤降16个百分点。今年1-5月份，我国进口同比下降6.7%（前值-7.3%），出口同比增长0.3%（前值2.5%），实现贸易顺差3594.8亿美元，较上年同期扩大27.8%。分国家和地区来看，东盟继续保持与我国第一大贸易伙伴的地位，欧美、美国、日本位居其后，我国与“一带一路”沿线国家进出口保持快速增长。整体来看，今年5月进口继续下降，出口同比由正转负，贸易顺差有所收窄。反映海外货币紧缩的负面影响进一步显现，全球经济下行压力加大，国际贸易持续萎缩，新增订单减少，随着前期积压的订单陆续交付，出口再次面临下行压力。

图3. 工业生产放缓、消费增速回升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 出口同比由正转负（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

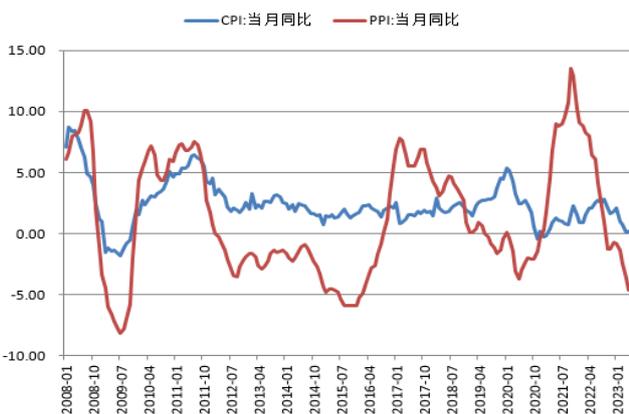
二、货币政策重回宽松基调，年内迎来首次降息

中国人民银行行长易纲在上海调研时强调，继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，推动实体经济综合融资成本稳中有降。

2023年6月13日，中国人民银行下调公开市场利率，将7天期逆回购利率下调10个基点至1.9%，为2022年8月15日以来首次。今年5月份以来，经济数据普遍转弱，市场预期逐渐向弱现实回归，且存在朝着通缩发展的趋势。央行最新表态重提“加强逆周期调节”、“推动融资成本稳中有降”等措辞，与一季度货币政策报告形成鲜明对比，充分体现了货币政策随着经济形势的变化相机调整，由观望重回宽松基调。本次下调公开市场利率具有指引意义，中期借贷便利（MLF）利率和贷款市场报价利率（LPR）先后跟随下调，有助于引导金融机构进一步向实体经济让利，推动企业综合融资成本下降，激发市场主体活力，稳定市场预期，避免经济陷入通缩的螺旋。

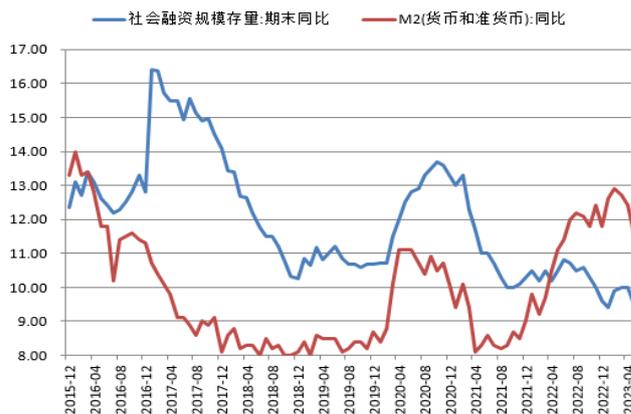
物价方面，今年5月CPI同比上涨0.2%，较上月回升0.1个百分点，主要受部分食品和服务价格上涨的影响。PPI同比下降4.6%，降幅较上月扩大1个百分点，为2016年3月以来新低。主要原因在于，国际大宗商品价格下跌，拖累石油天然气开采、黑色金属冶炼等、燃料加工等行业降幅扩大。中期来看，我国粮食产量保持稳定，生猪生产供应充足，叠加夏季蔬菜供应旺季到来，居民消费价格指数或将保持低位运行。随着海外货币紧缩的影响进一步显现，全球经济下行压力加大，大宗商品需求下降，工业品价格或将承压，PPI仍将延续下行趋势。

图 5. CPI 与 PPI 剪刀差扩大 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 社融和 M2 增速同步回落 (%)



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 5 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元，社会融资规模增量为 1.56 万亿元，较上年同期下降 1.31 万亿元。广义货币供应量 M2 同比增长 11.6%，低于上月 0.8 个百分点，连续 3 个月回落。M1 同比增长 4.7%，较上月下降 0.6 个百分点，创年内新低。从总量和规模来看，5 月份新增贷款和社融规模较上月回升，但明显低于上年同期水平，企业中长期贷款占主导，居民中长期贷款增加有限。居民部门存款由减少 1.2 万亿到增加 5364 亿，非金融企业存款减少 1393 亿，连续两个月下降。数据表明，企业资本支出以工资的形式转化为居民收入，但居民收入并未转化为消费进而形成企业收入，而是以储蓄的形式

回到银行体系，导致货币沉淀，这一现象在经济学上被称为“流动性陷阱”。主要原因在于，居民部门杠杆率处于历史高位，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，预防性需求依然较强，谨慎负债和主动去杠杆的意愿上升，边际消费倾向下降，从抑制了购房、买车等大宗消费。M2和社融增速同步回落，M1同比增速创年内新低，表明受终端需求疲软和物价低迷的影响，企业盈利能力下降，对未来生产和经营保持谨慎，从而制约了信贷需求，导致信用创造放缓。

综上所述，随着经济下行压力再次显现，货币政策重回宽松基调，央行先后下调逆回购、常设借贷便利、中期借贷便利等政策利率，有助于引导金融机构贷款利率下行，进一步推动社会综合融资成本下降。

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6月会议维持利率不变，但货币政策声明偏鹰派，点阵图显示年内还有两次加息，纠正了市场对美联储加息结束的错误预期，市场情绪急转直下。国内方面，随着经济下行压力再次显现，政策面进一步释放稳增长信号，国务院常务会议研究推动经济持续回升的一批措施，央行年内首次降息落地。进入三季度，美联储可能在7月和9月各加息25个基点，缩表按计划进行，美元流动性持续收紧的趋势加强，风险偏好仍将受到抑制。

（一）影响风险偏好的有利因素包括

国家发改委要求加快优化营商环境，研究出台更大力度吸引外资的政策措施。国家发改委相关负责人在国务院例行吹风会上表示，进一步打通堵点，提升营商环境法治化水平，健全营商环境法律制度体系。在现有政策基础上，研究出台更大力度吸引外资的政策措施，优化公平竞争环境，畅通创新要素流动，促进内外资企业业务实合作。合理缩减外资准入负面清单，进一步做好外商投资促进和服务。我们认为，当前国际形势错综复杂，海外货币紧缩的外溢影响持续显现，全球经济下行压力加大，外需持续放缓，国内需求不足。优化营商环境有利于降低交易成本，大幅减少企业遭遇不平等、不透明的对待，更好地服务企业投资和经营，最大程度地激发市场主体活力，从而创造和扩大就业，促进经济良性发展。在当前国际环境下，出台更多吸引外资的政策措施，缩减外资负面清单，是稳外资稳外贸中的重要一环，有利于更好地吸引和利用外资，缓解外需下行的压力，促进内外双循环。进入三季度，市场期待更多有关稳增长的措施出台，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6月会议维持利率不变，但暗示年内还有两次加息。2023年6月15日凌晨，美联储公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在5%-5.25%区间不变，符合市场预期。货币政策声明上调今后三年经济增速预期和失业率预期，下调未来三年核心PCE通胀预期，利率点阵图将2023年底联邦基金利率预期中值由5.1%上调至5.6%，有12位官员预计利率至少会上升到5.5%-5.75%，意味着年内还将加息50个基点。缩减资产负债表按原计划进行，规模为每月950亿美元。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济面临信贷收紧带来的逆风，通胀已经有所缓和，但核心通胀没有太多进展，劳动力市场仍然非常紧张，坚决致力于实现2%的通胀目标。紧缩政策的全部影

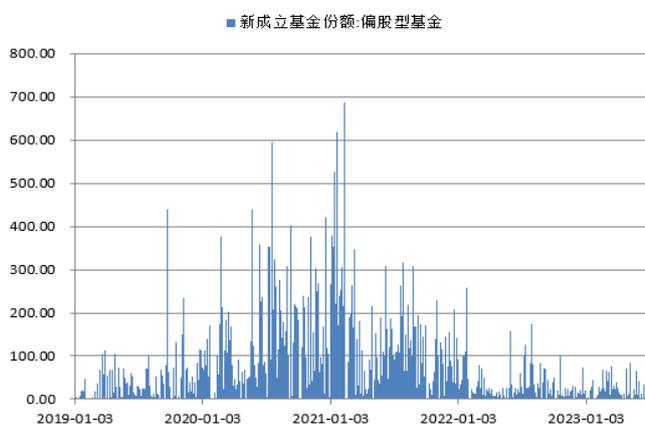
响尚未显现，将通胀恢复到2%还有很长的路要走，需要时间来实现。几乎所有决策者认为今年应该适当进行进一步的加息，没有任何人提出降息的建议。我们认为，美联储6月货币政策声明和鲍威尔讲话偏鹰派，不仅排除了年内降息的可能性，还提高了终端利率的预期，暗示年内还有两次25个基点的加息。尽管美联储加息周期接近尾声，但经过一年多的连续加息，利率政策已经传导下去，缩表仍在按原计划进行，美元流动性持续收紧的趋势加强。随着时间的推移，海外货币紧缩的外溢影响将进一步显现，高债务国家仍将面临金融去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，风险偏好仍将受到抑制。

四、资金面分析

今年5月份以来，A股市场持续调整，热点板块频繁切换，在缺乏赚钱效应的情况下权益类基金发行明显放缓，6月份基金发行“跌入冰点”。数据显示，6月以来股票型和混合型基金合计发行份额为176.06亿份，环比减少近四成。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6月28日，今年以来沪股通资金累计净流入1872.55亿元，其中沪股通净流入994.07亿元，深股通净流入878.48亿元。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）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

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

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。

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 加权反抽 5 月均线承压回落，连续 5 个月震荡调整，再创年内新低，技术上或进入再次探底阶段，不排除考验去年 10 月低点 3488 一线支撑。IH 加权跌破 2500 整数关口，均线簇空头排列、向下发散，技术上延续波段寻底。IC 加权连续 4 个月下跌，短期或考验 60 月均线支撑，若被有效跌破，则将考验去年 10 月低点 5545 一线支撑。上证指数去年 7 月高点 3424 附近冲高回落，连续两个月下跌，逼近 60 月均线，若被有效跌破需防范再次探底风险。

周线方面，IF 加权反弹受到 40 周线的压制，均线簇空头排列、向下发散，短期或延续波段寻底的过程，关注去年 11 月低点 3488 一线支撑。IH 加权短暂反弹后延续调整，技术上进入再次探底阶段，不排除考验去年 10 月低点 2285 一线支撑。IC 加权跌破 6000 整数关口，重心逐渐下移，短期或考验 250 周线支撑，若被有效跌破则将继续寻底。上证指数在去年 7 月高点 3424 附近承压回落，跌破 3220 关键技术支撑，形成破位形态，短期或进入再次探底阶段。

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。未来若开启调整，则目标支撑位在3200、3000整数关口附近。

第三部分 结论和建议

国外方面，欧美6月制造业进一步恶化，服务业扩张明显放缓，但剔除能源和食品价格后的核心通胀依然顽固，货币当局不得不坚持鹰派的货币政策立场，加拿大、澳大利亚等年初一度暂停加息的国家重新回归加息的轨道。美联储主席鲍威尔国会证词强调当前通胀依然较高，距离实现2%的目标“还有很长的路要走”，支持年内再加息两次；欧洲央行6月会议如期加息25个基点，为连续第8次加息，主要再融资利率创2008年以来新高。央行行长拉加德在新闻发布会上表示，除非基线预期发生重大变化，否则将在7月会议上继续加息；英国央行6月会议意外宣布加息50个基点，将基准利率由4.5%上调至5%，创2008年以来的最高水平。货币政策声明显示，如果有证据表明通胀压力持续存在，就需要进一步收紧货币政策。我们认为，尽管全球央行加息周期接近尾声，但经过一年多的连续加息，利率政策已经传导下去，对经济的抑制效应将持续显现。美国10年期和2年期国债收益率曲线倒挂已持续近1年时间，历史经验表明，倒挂时间越长则经济出现衰退的可能性越大。此外，美联储缩表仍在高速运转，美元流动性持续收紧的趋势加强，美国债务上限法案通过后，财政部发债明显提速，金融市场流动性将被大规模抽离，风险资产价格仍将面临下行压力。

国内方面，今年二季度以来，经济增长边际减弱，固定资产投资继续回落，消费呈现不平衡性，出口下行压力逐渐显现，信贷和货币增速放缓，市场由“强预期”向“弱现实”回归。今年1-5月规模以上工业企业利润同比下降18.8%，降幅连续3个月收窄，产成品存货同比增长3.2%，增速再次刷新2020年以来新低。尽管原材料价格回落有助于降低企业生产成本，改善行业利润结构，但由于终端需求下降，企业销售降幅大于成本降幅，部分行业亏损面仍在扩大，不得不主动降低产量和库存，以减少损失。从库存周期来看，本轮库存周期或已接近尾声，但由于终端需求恢复缓慢，主动去库存的周期或将延长，企业盈利增速的拐点尚未到来。货币政策取向重回宽松基调，央行时隔10个月再次下调MLF、LPR等政策利率，若经济恢复不及预期，不排除再次降准或降息的可能，无风险利率低位运行，分母端有助于提升股指的估值水平。影响风险偏好的因素多空交织，国内政策面再次强化稳增长预期，预计新一轮稳经济措施有望出台。不利因素在于，美联储7月加息的预期上升，海外货币政策收紧的外溢影响持续显现。

展望三季度，我国经济仍将面临下行压力，预计新一轮稳增长政策有望出台。但海外货币紧缩的尾部风险有待出清，全球经济衰退的风险不容忽视。股指跌破重要技术支撑，三季度或进入震荡寻底阶段。

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