

政策预期博弈弱现实，股指维持震荡调整格局

宏观经济/资产配置

内容提要：

- ◆ 全球主要发达国家陆续开启降息周期，欧洲央行6月会议宣布下调关键利率25个基点，为2019年以来首次降息；美联储6月会议维持利率不变，强调对通胀没有足够的信心，降息之前需要看到更多通胀进展的数据。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行先于美联储进入降息周期，预计未来降息的节奏将快于美联储，从而推动美欧国债利差扩大，美元指数有望继续走强。虽然美联储已于6月开始放缓缩表，但只是放慢流动性减少的速度，并不改变流动性持续收紧的趋势。随着时间的推移，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。
- ◆ 今年5月经济数据普遍转弱，固定资产投资增速连续两个月回落，工业生产有所放缓，消费增速小幅反弹。
- ◆ 由于终端需求边际减弱，原材料价格上涨难以向下游消费领域传导，企业经营压力依然较大，部分行业生产过剩，产品价格“内卷严重”，企业增收不增利的现象依然存在。
- ◆ 货币政策继续保持宽松，预计存款利率有望分批下调，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。为配合超长期特别国债和地方专项债发行，缓解银行体系流动性压力，年内仍有进一步降准的空间。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织，第十五届陆家嘴释放积极信号，二十届三中全会即将召开，改革和维稳预期有助于提升风险偏好。不利因素在于，海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，欧美股市超买风险有待释放。
- ◆ 综上所述，随着前期政策利好反复消化，叠加国内经济边际转弱，市场预期逐渐向现实回归，股指6月进入阶段性调整。在基本面没有显著改善的情况下，重点关注政策面有无实质性利好出台，预计股指7月维持震荡调整的可能性较大。

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

人民币贬值压力再起，股指维持震荡调整 20240621

经济预期边际转弱，股指短期或延续调整 20240614

政策利好反复消化，股指短期或进入调整 20240607

经济预期转弱，警惕股指进入阶段性调整 20240531

第一部分 基本面分析

回顾今年二季度，全球风险资产价格整体处于上升态势，欧美、亚太等多数国家股市表现亮眼，标普、道琼斯、欧洲 50 等主要股指创历史新高；文华商品指数大幅反弹，贵金属、有色金属表现强劲，黄金、铜创历史新高，白银刷新十一年来新高。主要原因在于，美国经济具有韧性，劳动力市场依然强劲，通胀凸显粘性，美联储降息的预期一再推迟。中东地缘冲突扰动全球供应链，国际航运价格持续上涨，引发市场对原材料供应短缺的担忧，避险情绪挥之不去。围绕影响大类资产价格的主要因素，本文将从国际和国内两个方面，分析驱动股指 7 月走势的主要逻辑。

国外方面，随着经济下行压力加大，部分发达国家央行陆续开启降息周期，瑞士央行 3 月 21 日率先宣布降息，成为 G10 国家中第一个降息的央行；瑞典央行跟随其后，于 5 月 13 日宣布降息 25 个基点，时隔 8 年首次降息；加拿大央行 6 月 5 日开启四年来的首次降息，幅度为 25 个基点，成为第一个降息的 G7 国家央行；欧洲央行 6 月会议决定下调三大关键利率 25 个基点，为 2019 年以来首次降息。除了发达国家以外，墨西哥、智利、哥伦比亚等新兴市场国家也纷纷开始降息。

美联储 6 月会议维持联邦基金利率不变，货币政策声明偏鹰派，强调通胀依然过高，没有足够的信心支持降息。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，如果经济保持稳定且通胀持续，将在适当的情况下维持利率不变，当就业状况出乎意料地疲软时，将做好降息准备。我们认为，美国近两个月 CPI 降温并没有给通胀下降带来太多信心，降息之前需要看到更多通胀进展的数据，预计未来几个月美联储将维持利率不变，除非劳动力市场出现意外疲软。虽然美联储从 6 月开始放缓缩表步伐，但只是放慢流动性减少的速度，并不改变流动性持续收紧的趋势。海外货币紧缩政策的滞后效应尚未完全显现，全球经济衰退的风险尚未解除，欧美股市处于历史高位，超买风险有待释放。

一、今年二季度经济边际转弱，企业盈利增速放缓

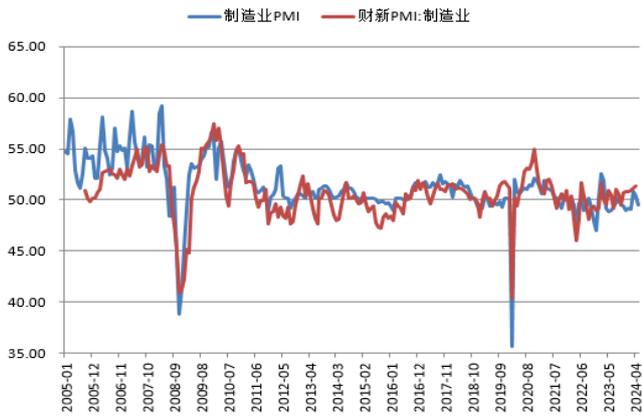
从拉动经济的三驾马车来看，固定资产投资增速连续两个月回落，主要受房地产投资降幅扩大，基建和制造业投资增速放缓的拖累；随着五一小长假结束，餐饮、旅游等服务消费回落，夏季需求旺季带动家电销售回暖，但消费能否持续改善，更多取决于居民收入的增长和资产负债表修复的情况；美国、欧盟宣布对华电动汽车等产品加征关税，外贸企业赶在关税落地前抢先出口。但考虑到海外货币紧缩政策的滞后效应尚未完全显现，欧洲经济陷入技术性衰退，国际贸易持续收缩，新增订单减少，未来一段时间，出口仍将面临下行压力。

（一）官方制造业 PMI 再次跌破扩张区间

从先行指标来看，今年 5 月官方制造业 PMI 降至 49.5，较上月下滑 0.9 个百分点，时隔两个月再次跌破扩张区间。从企业规模看，大型企业 PMI 录得 50.7，较上月加快 0.4 个百分点；中、小型企业 PMI 降至 49.4 和 46.7，分别较上月下降 1.3 和 3.6 个百分点。从分类指数看，生产指数为 50.8，较上月下降 2.1 个百分点；新订单指数由 51.1 降至 49.6，新出口订单指数录得 48.3（前值 50.6），分别创 3 月以来新低。整体来看，5 月官方制造业 PMI 跌破枯荣线，工业生产有所放缓，但仍维持在扩张区间，大型企业经济活动扩张加快，中小型企业景气度走弱。需求进一步下滑，再次陷入收缩区间，外需下行压力加大。数据表明，我国经济恢复的基础不牢固，

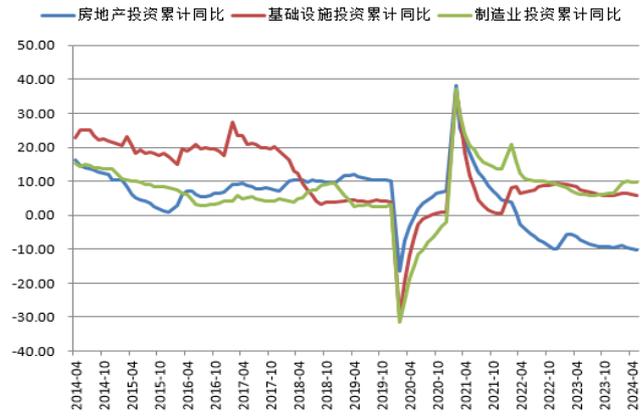
增长的内生动力不强，呈现生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征，需求不足仍是主要矛盾，宏观政策仍需加大对小微企业和薄弱环节的支持。

图 1. 官方制造业 PMI 再次跌破扩张区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 房地产投资降幅扩大 (%)



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

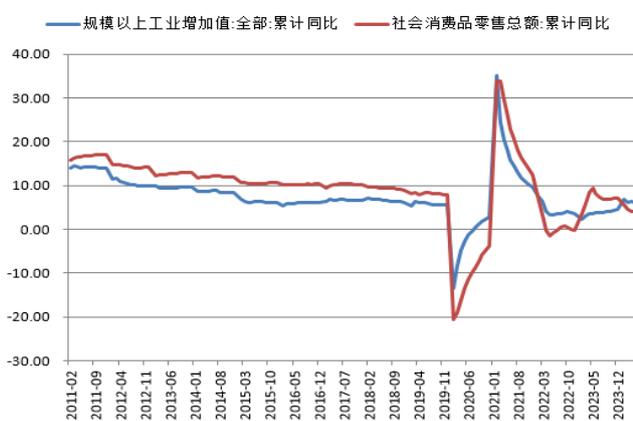
今年 1-5 月固定资产投资同比增长 4%（前值 4.2%），增速连续两个月回落。其中，房地产投资同比下降 10.1%（前值-9.8%），降幅连续 3 个月扩大，为 2020 年 3 月以来新低。从房屋新开工和施工面积来看，今年 1-5 月房屋新开工面积同比下降 24.2%（前值-24.6%），降幅连续 3 个月收窄，房屋施工面积同比下降 11.6%，降幅较 1-4 月扩大 0.8 个百分点，创有记录以来新低；从竣工和销售端来看，今年 1-5 月房屋竣工面积同比下降 20.1%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点，连续 4 个月负增长。1-5 月商品房销售面积同比下降 20.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，商品房销售额同比下降 27.9%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点。从今年 6 月份的销售情况来看，截至 5 月 27 日，全国 30 大中城市商品房成交 87243 套，成交面积为 838.76 万平方米，环比 5 月份有所回升，但仍大幅低于上年同期。数据表明，随着部分保交楼项目在 2023 年陆续完工，2024 年需要保交楼的项目减少，房屋竣工面积将逐渐下降。5.17 房地产新政实施以来，二手房成交量有所回暖，但新房销售依旧低迷，尤其是三四线城市商品房销量降幅扩大。主要原因在于，我国居民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，持续加杠杆难以为继。此外房住不炒的观念深入人心，房地产投机和金融属性消退，在没有大规模增量需求的情况下，未来商品房将进入存量消化阶段。受房地产销售低迷的影响，房企经营业绩下滑，资金周转的压力加大，对土地购置和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成拖累。今年 1-5 月基础设施投资同比增长 5.7%（前值 6%），增速连续两个月回落，或与一季度地方专项债发行节奏放缓有关。财政部发布统计数据显示，今年 1-5 月全国发行新增地方政府专项债券 11608 亿元，其中 5 月新增地方专项债发行 4383 亿元，单月规模创年内新高。进入下半年，地方专项债将在三季度集中发行，基建投资有望保持平稳增长。今年 1-5 月制造业投资同比增长 9.6%（前值 9.7%），增速连续两个月小幅放缓。随着推动大规模设备更新、技术改造、“两重”建设等新一轮政策加快落实，制造业投资有望保持快速增长。

(三) 工业生产有所放缓，消费增速依旧偏弱

今年 1-5 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%（前值 6.3%），其中 5 月规模以上工业增加值同比增长

5.6%，增速较上月回落1.1个百分点。数据显示，受国内外需求边际减弱等因素的影响，工业生产有所放缓，但仍维持在高位运行，高端和装备制造业保持较快发展。1-5月社会消费品零售总额同比增长4.1%，增速与1-4月持平，其中5月社会消费品零售同比增长3.7%，较上月加快1.4个百分点。从销售类别来看，1-5月餐饮收入同比增长8.4%（前值9.3%），增速连续4个月回落，创2023年以来新低。商品零售同比增长3.5%，增速与上月持平；汽车类零售同比增长0.2%（前值1.4%），增速连续3个月放缓，再次刷新2023年4月以来新低。家电类零售同比增长7%，增速较上月加快1.5个百分点，为2022年3月以来新高。数据表明，随着五一小长假结束，餐饮、旅游、住宿等服务消费回落，受夏季消费旺季的带动，家电销售明显加快。长期来看，消费品以旧换新等政策落地，有利于促进汽车、家电等耐用品消费，但需求能否持续改善，更多取决于居民收入的增长和资产负债表修复的情况。

图3. 工业生产有所放缓、消费增速依旧偏弱（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 进口增速回落、出口同比回升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

（四）进口增速回落，出口同比回升

按美元计价，今年5月进口同比增长1.8%，较上月回落6.6个百分点，主要受原油、铁矿石等原材料进口下降等因素的影响。出口同比增长6.4%，增速较上月加快6.1个百分点，主要原因在于去年同期基数偏低，外贸企业在美国对华加征关税落地前抢先出口。今年前5个月，进口同比增长2.9%（前值3.2%），出口同比增长2.7%（前值1.5%），实现贸易顺差3372.06亿美元，较上年同期增长1.8%。分国家和地区来看，我国与东盟、一带一路沿线国家进出口保持快速增长，对美国出口增速转正，对欧盟、日本、韩国等发达国家出口降幅收窄。由此来看，我国经济恢复的动能减弱，需求增长放缓，美国宣布对华电动汽车等产品加征关税，部分企业赶在关税落地之前抢先出口。中期来看，考虑到海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，美国经济增长放缓，欧洲经济接近停滞，国际贸易持续收缩，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。

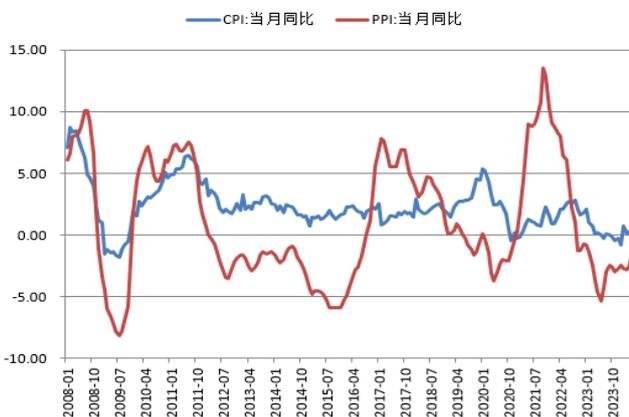
二、货币政策保持宽松，年内仍有降准或降息的空间

中国人民银行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上表示，将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节，支持巩固和增强经济回升向好态势，为经济社会发展营造良好的货币金融环境。把握和处理长期与短期、稳增长与防风险、内部和外部三个方面的关系。

从央行行长的讲话来看，未来货币政策的取向将重点围绕以上三个方面综合考量。一是保持政策的稳定性和延续性，不搞大放大收。继续发挥总量和结构性政策工具的作用，灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，维护银行体系流动性合理充裕，推动价格温和回升；二是在稳增长和防风险之间取得平衡，在为实体经济提供必要的金融支持的同时，维护金融机构自身的健康发展，避免顾此失彼而带来额外风险；三是兼顾内部和外部均衡，考虑到海外货币紧缩的外溢影响尚未全面显现，高债务国家面临资本外流和去杠杆压力，我国货币政策需要在支持经济发展的同时留有余地，提前做好应对外部风险的准备。由此来看，我国货币政策仍将保持宽松基调，根据经济形势变化，相机进行灵活调整。预计存款利率有望分批下调，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。为配合超长期特别国债和地方专项债发行，帮助化解地方债务风险，未来仍有进一步降准或降息的可能。

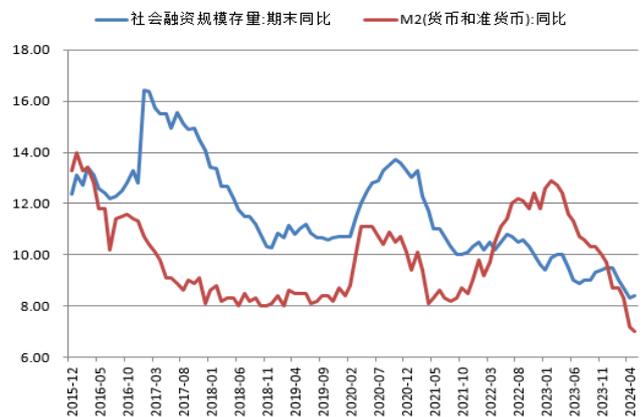
物价方面，今年5月CPI同比上涨0.4%，涨幅与上月持平，环比下降0.1%，主要受蔬菜、肉类等食品价格和交通通信等服务业价格下跌的影响。PPI同比下降1.4%，降幅较上月收窄1.1个百分点，环比上涨0.2%，主要原因在于，国际有色金属价格上涨，带动有色金属冶炼、石油煤炭开采等行业涨幅扩大。数据表明，随着五一小长假结束，旅游、餐饮、住宿等服务消费下降，需求逐渐回归常态，有色金属等原材料价格上涨主要受供给端扰动的影响。中期来看，我国粮食产量保持稳定，生猪产能去化缓慢，未来难以出现大幅上涨。随着夏季蔬菜供应旺季的到来，居民消费价格指数有望保持低位运行。海外货币紧缩的滞后效应尚未完全显现，全球经济面临下行压力，在缺乏需求支撑的情况下，大宗商品上涨难以持续，PPI下降趋势或将延续，但降幅有望边际收窄。

图 5. CPI 低位运行、PPI 降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 广义货币供应量 M2 增速持续下滑 (%)



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9500亿元，较上年同期少增4100亿元；社会融资规模增量为20648亿元，较上年同期多增5088亿元；广义货币供应量M2同比增长7%（前值7.2%），创有记录以来新低，M1同比下降4.2%，降幅较上月扩大2.8个百分点。从总量和结构来看，新增贷款中企业部门贷款占主导，增加7400亿元，居民部门贷款仅增加757亿元；存款方面，居民部门存款增加4200亿元，非金融企业存款减少8000亿元。数据表明，在降准、降息、再贷款等一系列政策的支持下，金融机构不断加大对企业的信贷支持，但由于有效需求不足，企业融资明显放缓。受房地产销售低迷的拖累，居民部门中长期贷款疲软。主要

原因在于，居民部门杠杆率处于历史高位，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，边际消费倾向下降，从而抑制了对住房、汽车等大宗消费的需求。广义货币供应量M2同比增速再创新低，反映实体经济融资需求疲软，信用扩张步伐放缓；社融同比增速回升，主要受地方债发行提速，政府债券融资放量的带动。M1同比降幅扩大，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，不愿主动扩大投资和增加资本支出，资金淤积和空转的现象依然存在，货币政策传导的渠道有待进一步疏通。

综上所述，货币政策仍将保持宽松基调，根据经济形势变化相机进行灵活调整。为配合超长期特别国债和地方债发行，下半年仍有进一步降准和降息的空间，有利于推动无风险利率下行，进一步降低企业融资成本，从分母端提升股指的估值水平。

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。

上半年全球主要发达国家央行陆续开启降息周期，但美联储6月会议维持利率不变，货币政策声明强调对通胀没有更大的信心，点阵图显示年内仅降息一次，导致市场对美联储降息的预期一再推迟。国内方面，第十五届陆家嘴论坛成功举办，央行、金融监管总局、证监会就金融高质量发展重磅发声，预计相关政策举措有望陆续出台。二十届三中全会将于7月召开，重点研究进一步全面深化改革，推动中国式现代化问题。进入下半年，美联储降息存在不确定性，市场预期将接受更多经济数据的检验，风险偏好能否持续改善，取决于各项政策落实的情况以及实际效果。

（一）影响风险偏好的有利因素包括

2024年陆家嘴论坛释放积极信号，二十届三中全会即将召开。第十五届陆家嘴论坛于6月19日召开，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，主要包括优化上市制度包容性及新股发行定价机制，加强上市公司监管，更大力度支持并购重组，鼓励股权激励，支持相关ETF发行等内容。证监会主席吴清强调，要壮大耐心资本，积极创造条件吸引更多中长期资金进入资本市场，大力推动上市公司提升投资价值，将投资者保护纳入监管全过程。由此来看，监管层将提高上市公司质量，加强投资者保护，树立价值投资理念放在更加突出的位置，预计相关配套措施有望陆续出台，有助于提振投资者对资本市场的信心，长期有利于提升风险偏好；二十届三中全会将于7月召开，从历史来看，每一次重大经济体制改革都在三中全会上提出，是我国经济改革的风向标。预计本次会议将在全面深化改革方面做出进一步的探索，对今后一段时间的经济高质量发展产生重要影响，市场对此充满期待。随着三中全会召开的时间窗口临近，市场预期将有更多有利于促进经济高质量发展的措施出台，改革和维稳预期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月利率决议偏鹰派，点阵图显示年内仅降息一次。美联储5月会议维持联邦基金利率在5.25%-5.5%区间不变，符合市场预期。货币政策声明上调今明两年核心PCE通胀预期，上调2025和2026年失业率预期。利率点阵图显示，2024年至2026年联邦基金利率预期中值分别为5.1%、4.1%和3.1%，意味着今年仅有一

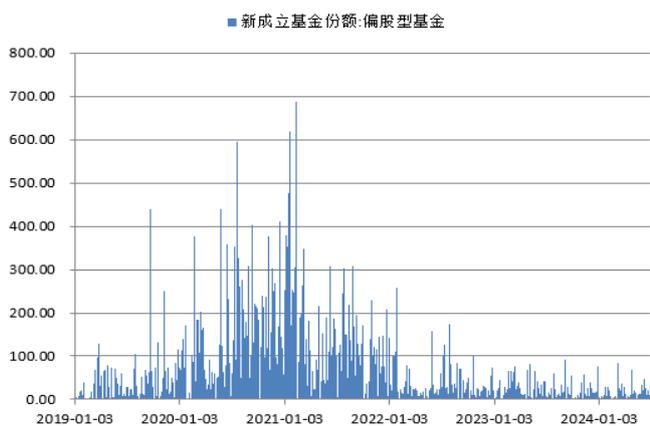
次降息，2025年降息4次。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济增长仍以稳健速度扩张，就业增长持续强劲，通胀已大幅缓解，但仍然过高，没有更大的信心支持降息。如果经济保持稳定且通胀持续，准备在适当的情况下维持利率不变。如果就业状况出乎意料地疲软，将做好应对准备，继续逐次会议做出决策，并未承诺进行特定的降息路径。我们认为，美联储货币政策声明和鲍威尔讲话暗示，CPI数据降温并未给通胀下降带来更多信心，当前不是公布降息日期的阶段，将在一段时间内维持利率不变，直到有足够的证据表明通胀可以回到2%的目标。同时美联储也给出了提前降息的条件，即当就业市场意外疲软的情况下。值得注意的是，美国10年期和2年期国债收益率自2022年7月开始倒挂，至今已持续24个月之久，时间为1980年以来最长。历史数据表明，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，造成的破坏性也越大。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6月以来，随着经济预期边际转弱，风险偏好逐渐降温，A股市场持续调整，投资者观望情绪浓厚，在一定程度上阻碍了基金发行。股票型基金发行呈现降温的趋势，发行份额和数量的同比增速均低于混合型基金和债券型基金。同花顺数据显示，6月新成立股票型基金的数量占比为33%，与5月的34%相比，略有下降。中期来看，随着中央汇金、证金公司等国家队资金入市，保险资金、养老金、企业年金等长期资金也将陆续跟进，为A股市场带来增量资金。

2023年2月证监会宣布全面实行股票发行注册制以来，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2024年6月27日，今年以来北向资金累计净流入336.29亿元，较5月底减少493.94亿元。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，结构上以波段下跌的方式展开，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月至2023年1月，沪深300指数自3459低点展开一波反弹，之后再次开启下跌之旅，并于2024年2月开启超跌反弹，5月达到3703阶段性高点，未来一段时间或进入新一轮下跌。

从月线来看，IF加权在20日均线附近承压回落，连续两个月调整，跌破5、10日均线，再次进入波段寻底的可能性较大。IH加权已连续两个月下跌，整体沿20日均线向下运行，均线簇空头排列，未来或进入再次探底阶段。IC加权跌破5100-5600震荡区间，技术上选择向下调整，月线级别的下跌趋势仍在延续，不排除再次探底的可能。上证指数在去年9月高点3177附近遇阻回落，连续两个月调整，接连跌破20、10日均线，短期进入震荡调整的可能性加大。

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加权反抽60周线承压回落，连续6周下跌，均线簇空头排列、向下发散，技术上或进入新一轮下跌趋势，谨防再次探底风险。IH加权周线6连阴，接连跌破60、40及20周线，逼近2350颈线位支撑，若被有效跌破，需防范调整加深风险。IC加权在5540颈线位附近承压回落，跌破5100-5500震荡箱体下沿，预计短期进入波段寻底的可能性较大。上证指数在去年9月高位附近承压回落，接连跌破60、40及20周线，MACD指标死叉，逼近2923颈线位支撑，若被有效跌破，需防范再次探底风险。

图 11. IF 加权周 K 线图



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

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3418点，之后再次进入下跌趋势，2024年2月初最低跌至2635点。上证指数自2月低点展开超跌反弹，5月下旬已回到3418至2635点之间0.618的黄金分割位，若就此进入新一轮调整，则目标支撑位在2934、2784点。

第三部分 结论和建议

国外方面，美国经济具有韧性，就业增长有所放缓，通胀凸显粘性，尤其是住房价格居高不下。美联储6月会议暗示当前没有足够的信心支持降息，预计未来几个月将维持不变，除非劳动力市场出乎意料地疲软；相比美国而言，欧元区经济接近停滞，制造业持续萎缩的影响逐渐向服务业等其他领域传导，欧洲央行6月会议宣布下调关键利率25个基点，为2019年以来首次降息。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行先于美联储开启降息周期，预计未来降息的节奏可能快于美联储，从而推动美欧国债利差扩大，美元指数有望继续走强。值得注意的是，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24个月之久，时间为1980年以来最长。历史数据表明，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，造成的破坏性也越大。历史数据警示，一旦长短期美债收益率结束倒挂，意味着经济将在不久之后陷入衰退。随着时间的推移，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5月经济数据普遍转弱，固定资产投资增速连续两个月回落，工业生产有所放缓，消费增速小幅反弹。表明我国经济恢复的动能边际减弱，呈现生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征，需求不足仍是主要矛盾。从企业盈利来看，今年1-5月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长3.4%（前值4.3%），其中5月规模以上工业企业利润同比增长0.7%，较上月回落3.3个百分点。1-5月产成品存货同比增长3.6%（前值3.1%），增速连续5个月回升，创2023年5月以来新高。数据表明，大宗商品价格反弹有助于改善行业利润结构，带动下游补库预期。但由于终端需求边际减弱，原材料价格上涨难以向下游消费领域传导，企业经营压力依然较大，部分行业生产过剩，产品价格“内卷严重”，企业增收不增利的现象依然存在。随着去年同期基数抬升，叠加国内经济预期转弱，企业盈利增速或将放缓，未来走向更多取决于终端需求恢复、各项政策落实的情况和实际效果。货币政策继续保持宽松，预计存款利率有望分批下调，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。为配合超长期特别国债和地方专项债发行，缓解银行体系流动性压力，年内仍有进一步降准的空间。有利于推动无风险利率下行，从分母端提升股指的估值水平。影响风险偏好的因素多空交织，第十五届陆家嘴释放积极信号，二十届三中全会即将召开，改革和维稳预期有助于提升风险偏好。不利因素在于，海外货币紧缩的滞后影响尚未完全显现，欧美股市超买风险有待释放。

综上所述，随着前期政策利好反复消化，叠加国内经济边际转弱，市场预期逐渐向现实回归，股指6月进入阶段性调整。在基本面没有显著改善的情况下，重点关注政策面有无实质性利好出台，预计股指7月维持震荡调整的可能性较大。

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