



经济复苏放缓，指数震荡为主

研究报告·股指月报

摘要

报告作者

蔡家立

从业资格号：F3061147

投资咨询号：Z0016406

电话：(0510)85101580

E-mail: glqhtzxx@163.com

报告日期：2022年7月29日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

当前经济仍保持着复苏态势，但是在疫后修复动力减弱的情况下复苏斜率明显放缓。下半年国内稳增长的压力仍然较大，房地产市场的走向或成为关键。

稳增长压力较大的背景下，近期国内全年经济发展目标有所弱化，关于下半年增量政策的预期有所收敛。预计下半年稳增长将更加关注已出台政策的落实而非加码，更加关注就业和物价稳定。

全球流动性收紧的格局仍在延续，经济衰退预期不断加强。美联储30年以来首次连续加息75个基点，欧洲央行时隔11年以来首次宣布加息50个基点，IMF年内连续第三次下调全球经济增速预期。

A股进入拉锯阶段，指数从反弹高位回落，重新进入震荡格局。技术上，各大指数均线逐渐粘合，小区间横盘状态较为明显。盘面上，存量格局之下资金整体依然在前期的成长赛道中游走，大小票显著分化，小盘股炒作较为活跃，中证500与中证1000指数表现较强，不过在拉锯阶段，指数走出方向性行情的可能性较低，预计仍将以震荡为主。建议消息面上关注政治局会议之后市场是否会有新动能出现，技术上则关注指数持续缩量的情况，当量能萎缩至一定程度市场或有反转。拉锯阶段建议保持以时间换空间的思路，重个股轻指数，成长赛道结构性机会较多，可适当配置股指期货空头对冲持仓风险。

一、行情回顾

图 1：上证指数走势图

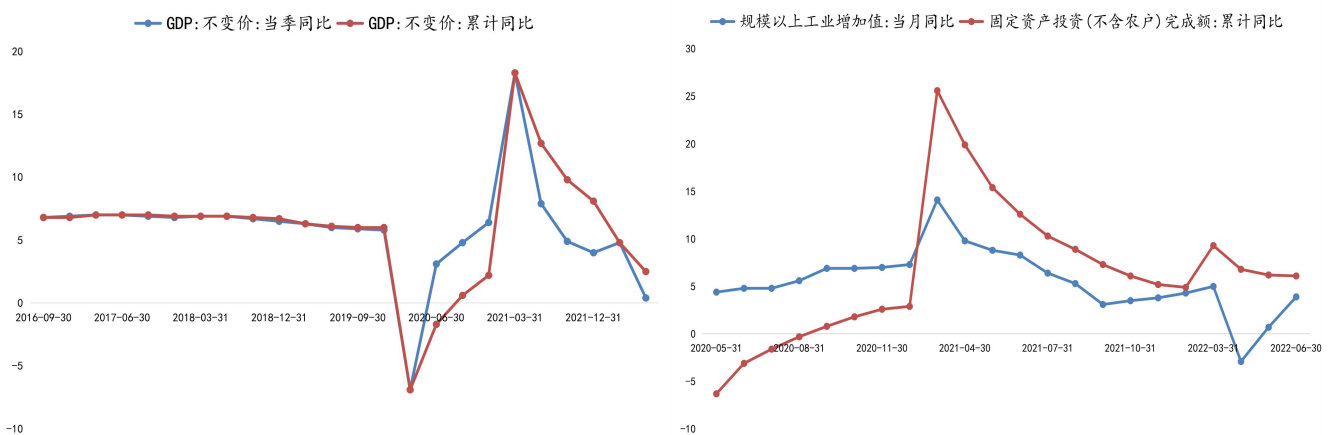


来源：Wind 国联期货

7月A股整体呈现震荡调整的走势。月初在上方获利盘压力较大且基本面利空因素的影响下，指数快速回落，随后在中旬开始盘整，成交逐渐萎缩，空间也逐渐收窄。指数方面分化也较为明显，中证500与中证1000走势明显强于上证50与沪深300。

二、疫后修复动力减弱，经济复苏斜率放缓

图 2：二季度经济实现正增长，生产投资不断恢复

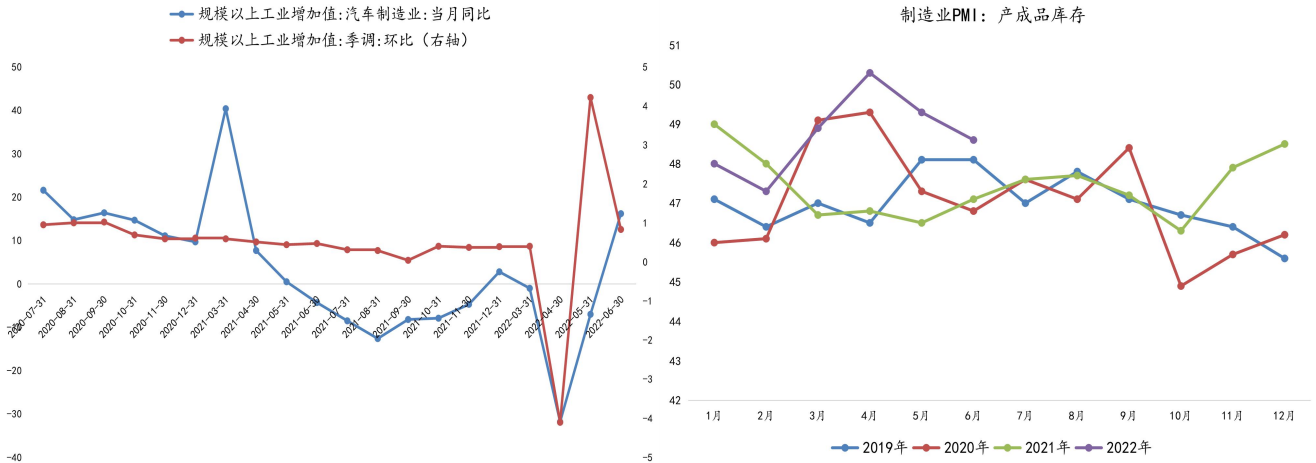


来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

政策对冲下二季度经济顶住压力实现正增长，GDP 同比增速录得 0.4%。4 月国内经济受疫情影响最为严重，5、6 月份在政策发力下动能明显回升，生产快速恢复常态，投资不断加速落地，整

体呈现疫后修复的态势。从6月数据来看，当前经济仍保持着复苏态势，但是在疫后修复动力减弱的情况下复苏斜率明显放缓，具体来看：

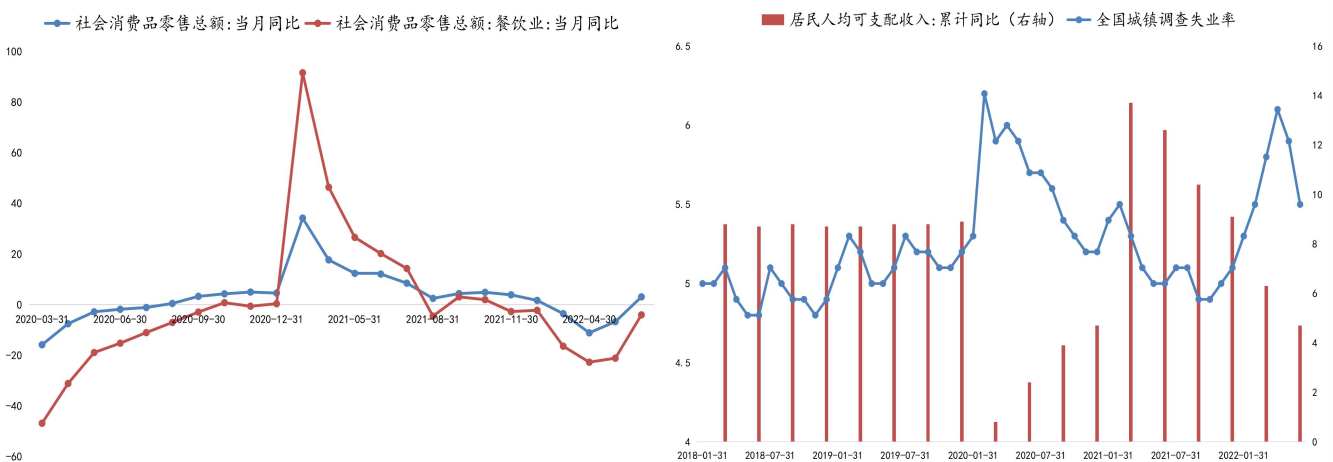
图3：工业生产继续恢复，但复苏动能明显减弱



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

生产端继续恢复，但是斜率不及预期。6月工业增加值同比增速明显回升，自5月的0.7%上行至3.9%，绝大多数工业品产量同比明显上行，特别是前期受上海疫情影响较大的汽车制造业。不过6月工业生产的复苏斜率不及市场预期的4.5%，工业增加值的环比增速也从5月的4.22%大幅回落至0.84%，复苏动能明显减弱，这主要与当前国内复工复产进程已基本完成、疫后修复动力逐渐减弱有关。同时当前国内需求较为疲弱，而企业产成品库存又处在历史相对高位，加之海外衰退预期给外需带来的压力，预计后续产需背离的情况难以持续，工业生产的复苏斜率或延续放缓趋势。

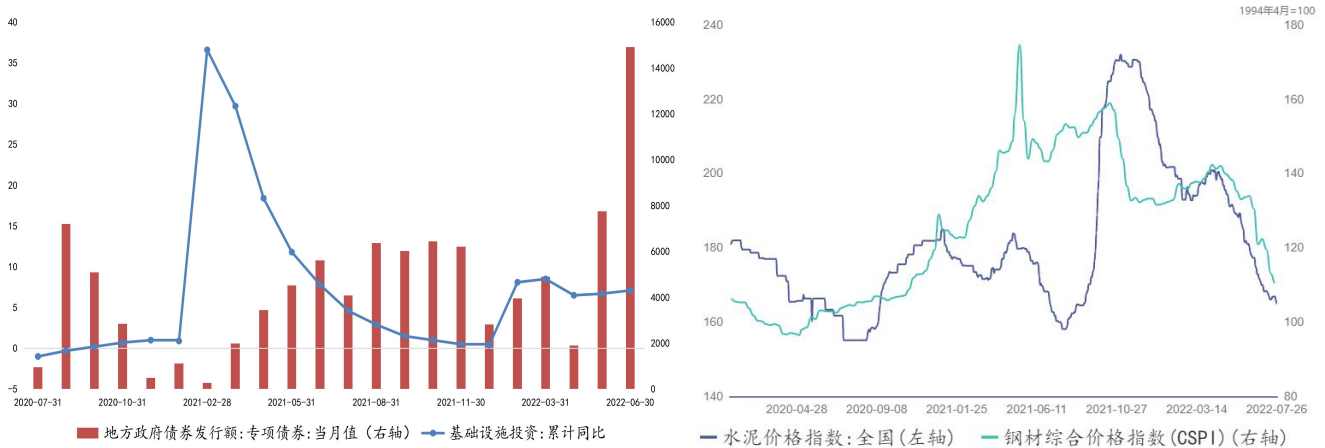
图4：消费端强劲复苏，但收入受限情况下难以持续



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

消费端增速由负转正，但预计强劲的复苏态势难以延续。6月社会消费品零售总额同比增速由5月的-6.7%大幅上行至3.1%，汽车消费形成强有力的拉动，餐饮消费同比降幅大幅收窄。不过6月的强劲复苏不排除有疫后消费报复性反弹的因素存在，同时当前国内就业压力仍然较大，6月份全国城镇调查失业率有所下降但是仍处在历史高位，短期居民收入受限和消费意愿不高的现状难以明显改善，叠加下半年消费环境或将反复受到疫情干扰，所以预计消费复苏难以维持强劲态势。

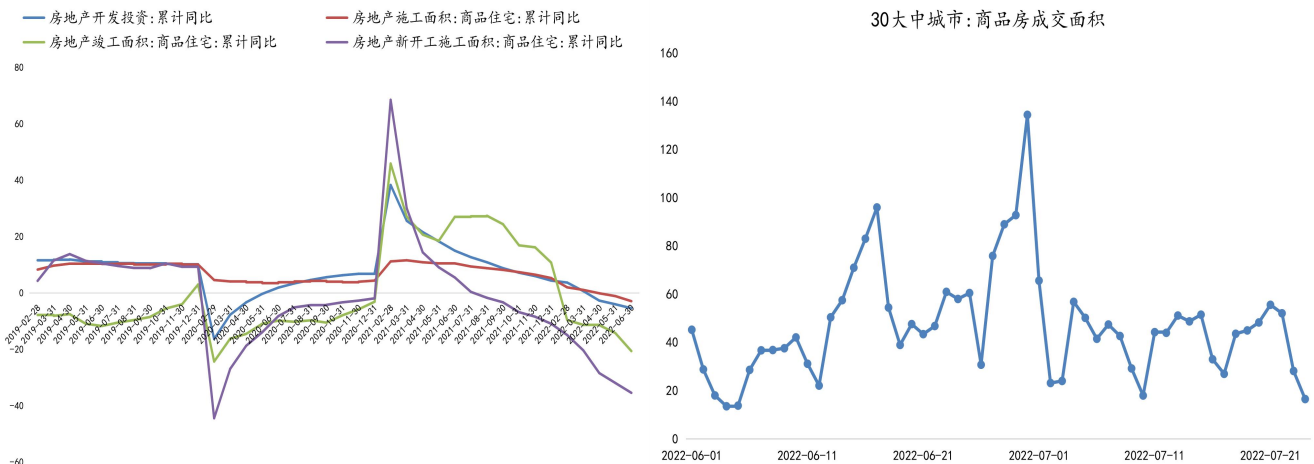
图5：基建投资增速保持回升态势，但仍需观察实物工作量的转变



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

基建投资累计增速继续回升，对经济的支撑作用明显。6月份在疫情形势趋于稳定以及专项债发行节奏前置的带动下，基建投资累计同比增速较5月份加快0.4个百分点至7.1%，连续两个月回升。今年新增专项债券额度已于6月底基本发行完毕，根据安排8月底前资金将基本到位，且近期国常会部署政策性银行加大对基建项目的贷款支持力度，预计短期内基建投资增速将保持回升态势。不过当前全国水泥、钢材等建材价格的下行趋势尚未扭转，挖掘机开工小时数仍然明显弱于往年同期水平，这体现了建筑施工领域的终端需求仍然偏弱，后续仍需持续观察基建投资向实物工作量的转变。

图 6：房地产投资开工低迷，商品房销售情况疲弱



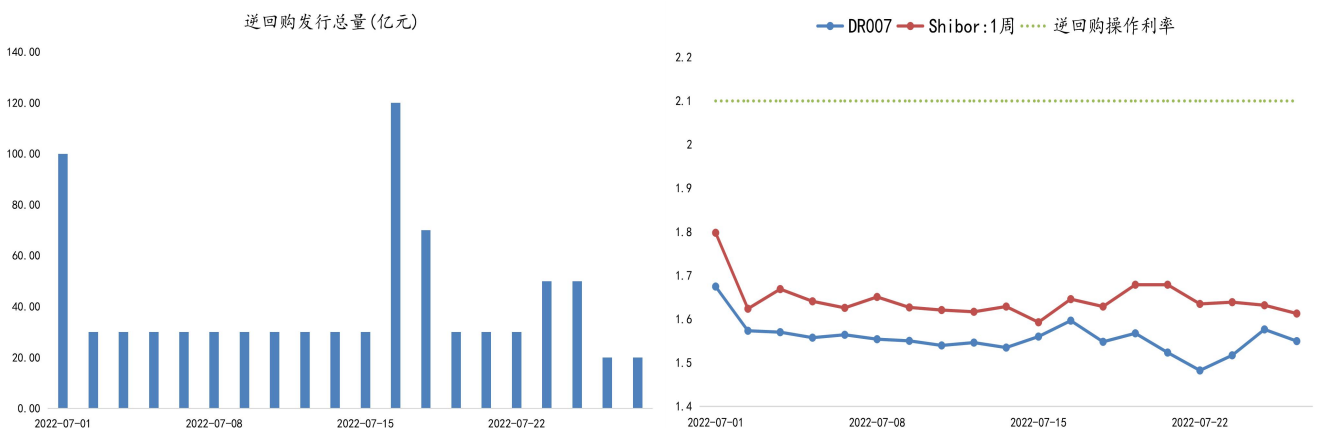
来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

房地产开发投资继续回落，商品房销售虽有边际改善但整体仍然疲弱。1-6 月份，房地产开发投资同比降幅较 1-5 月份继续扩大 1.4 个百分点至 5.4%，住宅新开工、施工、竣工面积降幅也同步扩大。商品房销售方面，虽然 6 月销售情况边际有所改善，销售面积同比降幅由 5 月份的 31.8% 收窄至 18.3%，但是仍难言筑底，同时近期全国多地的停贷事件将对商品房销售造成进一步冲击，从高频数据来看，7 月以来成交面积明显下滑。在房企信用风险未决，且居民收入受限、加杠杆意愿较低背景下，预计房地产市场低迷的态势仍将持续。

整体来看，下半年国内稳增长的压力仍然较大，房地产市场的走向或成为关键，同时在国内疫情反复的背景下，下半年对于平衡防疫与发展的要求将更高。

三、经济发展目标弱化的背景下，增量政策预期收敛

图 7：央行公开市场操作缩量，频繁微量调整



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

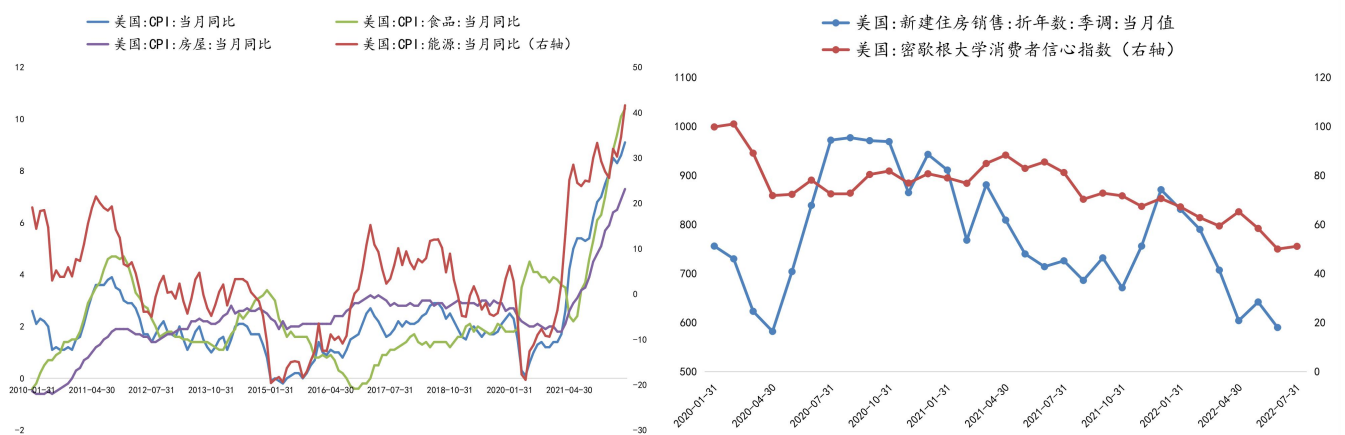
近期国内全年经济发展目标有所弱化。李克强总理7月19日在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上表示，当前我国经济恢复的基础还不牢固，所以稳增长政策仍将持续推进，但是不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来，宏观政策要在精准有力的同时保持合理适度，争取全年经济发展达到较好水平。28日召开的中央政治局会议提出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，年初5.5%的增长目标也未被提及，一定程度上放松了对全年GDP增长目标的要求。

在全年经济发展目标弱化的情况下，下半年增量政策的预期也有所收敛，预计下半年经济复苏斜率放缓的趋势将延续。结合中央政治局会议的表述来看，下半年财政、货币等宏观政策将更加注重已出台政策的落实而非加码，更加关注就业和物价稳定，而对于信用风险未决的房地产领域政策或趋于积极。

其实从央行近期公开市场的操作上也可以看出货币政策操作模式的转变。6月以来国内通胀水平发生一定变化，CPI同比增速创近两年新高，猪肉价格上涨对CPI形成较大压力，同时全球主要经济体进入加息周期也使国内在一定程度上承压。虽然当前市场资金利率持续低位运行，但是从央行近期将逆回购操作维持在几十亿的水平且频繁微量调整的做法来看，央行有意通过精细化操作引导市场利率缓慢平稳地向政策利率靠拢，结合李克强总理不会出台超大规模刺激措施的表述来看，资金最为宽松的阶段可能已经过去。

四、全球进入紧缩周期，经济衰退预期加强

图8：美国物价各分项普遍上涨，部分经济数据明显走弱



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

海外方面，全球流动性持续收紧的格局仍在延续。

美国6月CPI再创40年新高，能源、住房、食品等各分项价格普遍上涨，虽然当前大宗商品价格的回落趋势对通胀预期构成利好，但是预计价格惯性尤其是住房等服务价格的惯性将使得通

胀在未来一段时间内仍然维持在高位。为应对居高不下的通胀，美联储在7月议息会议上再度将基准利率上调75个基点，是近30年以来首次连续加息75个基点，可以看到美联储在抑制通胀方面的决心；除了加息以外，美联储还表示将如期在9月份加速缩表进程。

虽然美联储主席鲍威尔在会后的部分表述被市场解读为鸽派信号，比如鲍威尔表示“加息的速度取决于未来的数据，某个时点放慢加息节奏可能是适宜的”，但是美联储处在激进加息周期的中期趋势并未发生变化，会后美股上涨、美债下跌的市场反映也不可持续。而激进加息周期带来的后果就是经济衰退预期加强，虽然美联储认为当前美国经济尚未出现衰退，但是也承认软着陆的可能性明显缩小，近期多项经济指标也明显走软。最新公布的美国6月新屋销售降至疫情之后两年多以来的新低，第二季度GDP下滑0.9%，连续两个季度萎缩，消费者信心指数也降至历史低位，经济数据走软另衰退担忧不断加剧。

除了美国以外，全球主要经济体基本上也都处在加息周期之中。7月份欧洲央行时隔11年以来首次宣布加息50个基点，加息幅度超出市场预期，也显示了欧洲央行遏制通胀的决心；加拿大央行超预期加息100个基点，加息幅度为24年以来最大；韩国央行史上首次单次加息50个基点；新西兰联储宣布今年以来第三次加息50个基点。据统计，今年以来一次性加息100个基点的央行已经超过30家，全球已进入紧缩周期，IMF最新的世界经济展望中，年内连续第三次下调全球经济增长预期，流动性承压的背景下，经济衰退预期也不断加强。

五、市场进入拉锯阶段，大小分化显著

图9：A股缩量运行，小盘股相对占优



来源：Wind 同花顺 iFinD 国联期货

7月以来，A股进入拉锯阶段。指数从反弹高位回落，重新进入震荡格局，两市成交萎缩，主力资金、北向资金均以净流出为主，各大指数均线逐渐粘合，小区间横盘状态较为明显。盘面上，

存量格局之下资金整体依然在前期的成长赛道中游走，大小票显著分化，小盘股炒作较为活跃，中小指数相对占优，中证 500 与中证 1000 指数表现较强；不过在拉锯阶段，指数走出方向性行情的可能性较低，预计仍将以震荡为主。建议消息面上关注政治局会议之后市场是否会有新动能出现，技术上则关注指数持续缩量的情况，当量能萎缩至一定程度市场或有反转，保持以时间换空间的思路。

六、结论

当前经济仍保持着复苏态势，但是在疫后修复动力减弱的情况下复苏斜率明显放缓。生产端复苏斜率不及预期，消费端强劲复苏的态势预计难以延续，房地产市场信用风险未决，下半年国内稳增长的压力仍然较大，房地产市场的走向或成为关键，同时在国内疫情反复的背景下，下半年对于平衡防疫与发展的要求将更高。

稳增长压力较大的背景下，近期国内全年经济发展目标有所弱化，关于下半年增量政策的预期有所收敛。预计下半年稳增长将更加注重已出台政策的落实而非加码，更加关注就业和物价稳定，资金面最为宽松的阶段可能已经过去，经济复苏的斜率将持续放缓。

全球流动性持续收紧的格局仍在延续，经济衰退预期不断加强。今年以来一次性加息 100 个基点的央行已经超过 30 家，美联储 30 年以来首次连续加息 75 个基点，欧洲央行时隔 11 年以来首次宣布加息 50 个基点，IMF 最新的世界经济展望中，年内连续第三次下调全球经济增速预期，美联储也承认经济软着陆的可能性明显缩小，近期多项经济指标也明显走软。

A 股进入拉锯阶段，指数从反弹高位回落，重新进入震荡格局。技术上，各大指数均线逐渐粘合，小区间横盘状态较为明显。盘面上，存量格局之下资金整体依然在前期的成长赛道中游走，大小票显著分化，小盘股炒作较为活跃，中证 500 与中证 1000 指数表现较强，不过在拉锯阶段，指数走出方向性行情的可能性较低，预计仍将以震荡为主。建议消息面上关注政治局会议之后市场是否会有新动能出现，技术上则关注指数持续缩量的情况，当量能萎缩至一定程度市场或有反转。拉锯阶段建议保持以时间换空间的思路，重个股轻指数，成长赛道结构性机会较多，可适当配置股指期货空头对冲持仓风险。

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：(0510)85101580

E-mail: glqhtzzx@163.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎