Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
王梦颖
投资咨询证号：Z0015429
wangmengying@nawaa.com
0571-81727107

股指期货周报 2022 年 9 月 23 日

外部约束压力显现

摘 要

A 股进入了基本面状况最艰难的一段时间。

9 月 FOMC 会议上美联储表现出了比预期更鹰派的态度，一方面让外需回落的逻辑大幅加强，另一方面也让内需提振显得更为困难。上证 50 和沪深 300 指数的破位下跌也因为此。

基本面的逆风，位于底部的估值，加上不断萎缩的成交量让我们觉得 A 股已经处在熊市末端。此轮 A 股的下跌幅度（以沪深 300 为衡量基准）已经接近 2018 年和 2010 年相近，加上最近快速萎缩的成交额大概率意味着底部渐进。

下周是十一假期前的最后一周，而十一之后，我们将迎来二十大，在这个时间节点，行情大概率不会有太多的变化。短期市场大概率延续震荡调整态势。

策略上推荐观望，等待缩量信号。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、 行情分析和展望

A 股进入了基本面状况最艰难的一段时间。前两期周报中我们提到盘面开始反映外需的回落，而本周随着 FOMC 会议的落幕，盘面在内需缺乏支撑的状况下，开始进一步显示外部约束带来的压力。A 股当前面临的宏观基本面状况是外需加速回落叠加内需不振，经济预期进一步走弱。

本周基本面最大的变化是 FOMC 会议上美联储表现出了比预期更鹰派的态度，这一方面让外需回落的逻辑大幅加强，另一方面也让内需提振显得更为困难。

从美联储发布的经济预测(见图 1.1)显示到 2022 年底，联邦基金利率要达到 4.4%，比 6 月会议预计的 3.4%高出 1%，这意味着接下来的 11 月和 12 月会议需要分别加息 75bp 和 50bp，而此前大多数人预计 9 月会议是最后一次 75bp，11 和 12 月各加 25bp。因此，这样的加息节奏是超过市场预期的。虽然在此次会议前市场已经为 9 月的 75bp 进行了定价，但是 11 和 12 月会议上的加息幅度是未进行定价的，因此，会议结束后全球主要风险资产出现了不同程度的下跌，涵盖了发达市场和新兴市场的 MSCI 全球指数创出了新低。这样的资产表现反映的是市场对全球经济预期的大幅走低，对国内经济来说，意味着外需加速回落。

图 1.1 FOMC 会议经济预测（2022.9 月）

Percent

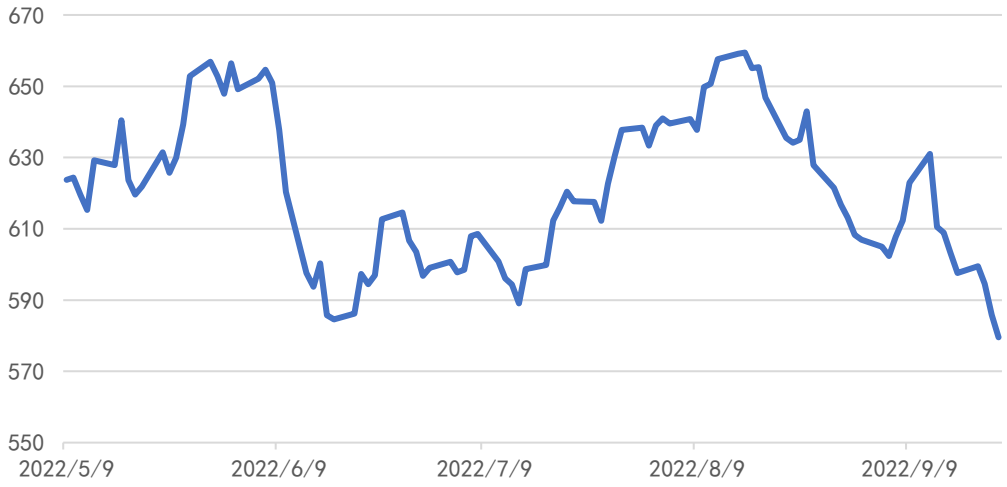
Variable	Median[1]				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation[4]	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：Fed 南华研究

随着美联储短期利率的加速抬升和美元的强势上涨，人民币汇率面临着更大的贬值压力，破 7，甚至进一步逼近 7.1 说明贬值压力颇大，也意味着国内货币政策空间的进一步压缩。上期周报中我们提到：如果政策层面不能明确给出后续提振内需的新抓手的

话，市场预期恐难以改善。这时，如果国内货币政策空间进一步受限，对本就疲软的经济预期来说是雪上加霜，上证 50 和沪深 300 指数的破位下跌也因为此。

图 1.2 MSCI 全球指数



资料来源：Bloomberg 南华研究

基本面的逆风，位于底部的估值，加上不断萎缩的成交量让我们觉得 A 股已经处在熊市末端。我们查看了过往几轮熊市的下跌幅度，发现此轮 A 股的下跌幅度（以沪深 300 为衡量基准）已经接近 2018 年和 2010 年相近。另外，我们对熊市底部有一个重要的观测指标是萎缩的成交额，从历史上看，每轮大熊市的底部成交额都会萎缩至顶部成交额的 20%左右，当前快速萎缩的成交额大概率意味着底部渐进。

表 1.1 历次熊市指标统计

序号	起始时间	结束时间	累计跌幅（%）	此前涨幅（%）	底部成交额/顶部成交额
1	2007/10/17	2008/11/4	-72.30	611.97	19.52%
2	2009/8/4	2014/3/20	-33.08	129.00	20.93%
3	2015/6/9	2016/2/29	-46.25	110.50	19.65%
4	2018/1/26	2019/1/3	-32.08	48.62	20.81%
5	2021/2/18	2022/3/15	-33.15	94.60	35.93%

资料来源：Wind 南华研究

下周是十一假期前的最后一周，而十一之后，我们将迎来二十大，在这个时间节点，行情大概率不会有太多的变化。短期市场大概率延续震荡调整态势。

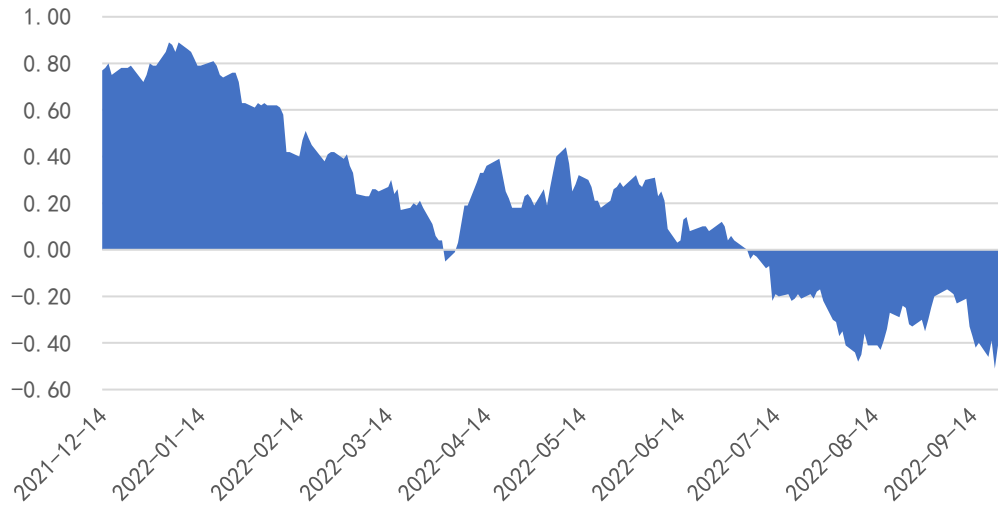
二、 策略推荐及跟踪

策略上推荐观望，等待缩量信号。

三、 一周趣图

美国 10-2 年国债收益率利差再次扩大。

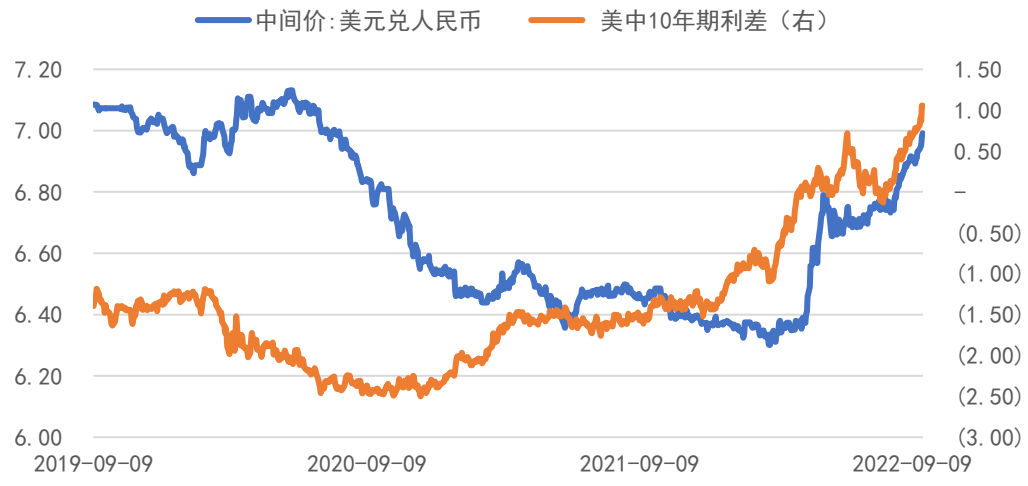
图 3.1 美国国债收益率利差 10-2 年（%）



资料来源：ifind 南华研究

中美利差倒挂程度扩大，汇率走贬。

图 3.2 中美利差（%）和 CNY 汇率



资料来源：ifind 南华研究

美国实际利率飙升。

图 3.3 美国实际利率（%）

资料来源：ifind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司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了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点