

## 海外经济衰退的风险加大，警惕超跌反弹后再度寻底

宏观经济/资产配置

### 内容提要：

- ◆ 美国三季度经济意外加速，劳动力市场依然强劲，支撑着居民收入和消费，支持美联储在一段时间内维持限制性利率。相比之下，欧元区经济表现疲软，制造业持续恶化，欧洲央行 2022 年 7 月以来首次暂停加息，欧美货币政策之间的预期差进一步收窄，推动美元指数持续走强。由于美国长期国债收益率大幅上升，2 年期和 10 年期国债利差快速收窄，最低不足 20 个基点。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。进入四季度，全球货币紧缩的负面影响将进一步显现，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。
- ◆ 在减税降费、降息、降准等一系列政策的支持下，今年三季度经济企稳回升，供需两端同步改善，工业生产进一步加快。但固定资产投资延续下行趋势，消费依旧呈现不平衡性，外需下行压力依然较大，宏观政策仍需扩大内需方面继续发力。
- ◆ 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。为配合国债增发和化解地方债务，四季度不排除再次降准或降息的可能。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织，财政政策进一步加码，四季度将增发万亿国债，明年新增部分地方债务限额也将提前下达，有助于提振市场信心。不利因素在于，海外货币政策收紧的外溢影响持续显现，美国长短期国债利差倒挂收窄引发经济衰退的担忧。
- ◆ 综上所述，今年三季度经济回暖，稳增长政策的效果逐渐显现。但海外货币紧缩的影响尚未完全显现，全球经济衰退的风险仍未解除，我国经济仍将面临外部冲击，警惕股指超跌反弹后再度寻底。

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

等待避险情绪释放，股指反复

探底后或酝酿反弹 20231020

外部风险因素有待消化，股指

节后或再次探底 20231013

国庆假期外盘及要闻综述

20231007

海外风险有待出清，股指或反

复震荡寻底 20230928

国庆长假临近，注意股指短线

反复探底风险 20230922

## 第一部分 基本面分析

国庆假期，美债收益率飙升引发全球金融市场动荡，节后美联储官员接连发声安抚市场情绪，认为实现通胀目标需要时间，应该保持谨慎和耐心，支持在一段时间内维持限制性利率。近期公布的数据显示，美国10月Markit制造业PMI由48.9回升至50，服务业PMI录得50.9，结束连续5个月下滑；欧元区10月制造业PMI降至43，服务业PMI降至47.8，创2021年3月以来新低。欧洲央行10月会议维持三大关键利率不变，为2022年7月以来首次暂停加息，货币政策声明称，决心确保通胀及时回归到2%的中期目标，未来的决策将确保政策利率在必要的时间内保持足够限制性的水平。我们认为，欧洲央行承认了经济疲软和制造业持续萎缩，考虑到紧缩政策的滞后影响正在扩大，从而做出暂停加息的决定，但不会很快降息，暗示将在一段时间内维持利率不变，直到实现2%的通胀目标。相比欧洲而言，美国经济表现相对韧性，劳动力市场依然强劲，美联储仍将坚持鹰派的政策立场，使得欧美货币政策之间的预期差收窄，从而推动美元指数走强。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，银行业危机引发的信贷紧缩效应逐渐显现，欧洲部分国家已经陷入“温和衰退”。此外，美联储缩表仍在以每月950亿美元的速度运转，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。

国内方面，今年三季度经济逐渐企稳，9月官方制造业PMI时隔5个月重回扩张区间，工业生产进一步加快，消费增速回升。但财新制造业PMI小幅放缓，外需下行压力依然较大，宏观政策仍需加大对小微企业和薄弱环节的支持。为贯彻落实中央政治局会议精神，中央财政将在四季度增发2023年国债1万亿元，作为特别国债管理，全部通过转移支付方式安排给地方，全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此外，明年部分新增地方专项债限额也将提前下达，尽早形成实物工作量，继续拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。

### 一、今年三季度经济逐渐企稳，静待企业盈利增速拐点到来

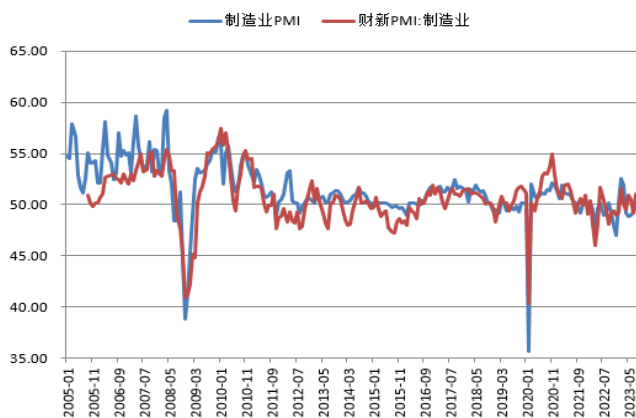
今年第三季度GDP同比增长4.9%，环比增长1.3%，前三季度GDP同比增长5.2%，预计全年可以实现5%左右的增长目标。从分项数据来看，固定资产投资延续下行趋势，主要受房地产投资降幅扩大和基建投资增速放缓的拖累；消费依然呈现不平衡性，暑期结束后迎来开学季，商品消费明显加快，但汽车、家电、家居等耐用品消费恢复缓慢；海外货币紧缩的影响进一步显现，全球经济下行压力加大，欧美等主要发达国家主动去库存，国际贸易持续萎缩，新增订单减少，未来一段时间出口仍将面临下行压力。由于下游需求疲软，原材料价格反弹向终端消费领域传导不畅，企业经营压力依然较大，部分行业仍在主动去库存阶段，企业盈利增速的拐点尚未到来。

#### （一）官方制造业PMI重回扩张区间

从先行指标来看，今年9月官方制造业PMI回升至50.2（前值49.7），时隔5个月重回扩张区间，财新制造业PMI录得50.6，较上月回落0.4个百分点。分企业类型看，大型企业PMI上升至51.6，较上月加快0.8个百分点，为4月以来新高；中型企业PMI录得49.6，与上月持平，小型企业PMI回升至48（前值47.7），但仍低于临界值。表明大型企业经济活动持续扩张，但中小型企业景气度依旧偏弱，宏观政策仍需加大对小微企业

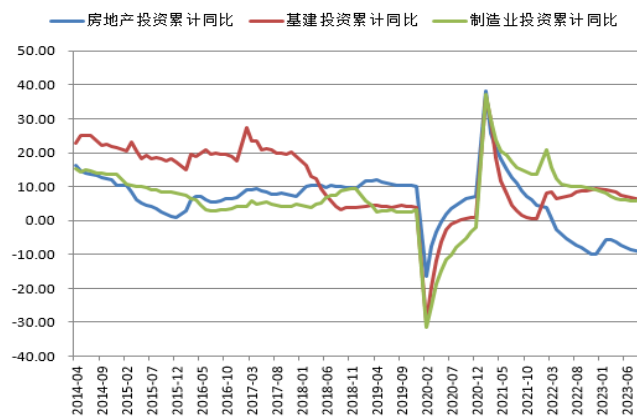
和薄弱环节的支持。从分类指数看，生产指数为52.7，较上月加快1.2个百分点，新订单指数上升至50.5，连续4个月回升，新出口订单指数录得47.8（前值46.7），连续6个月低于枯荣线。表明降息、降准等一系列扩大内需的政策效果逐渐显现，供需两端同步改善，受海外货币紧缩的影响，全球经济下行压力加大，国际贸易持续萎缩，未来一段时间出口仍将面临下行压力。

图 1. 财新制造业 PMI 重回扩张区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 基建投资增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## （二）房地产投资降幅扩大，基建投资增速持续放缓

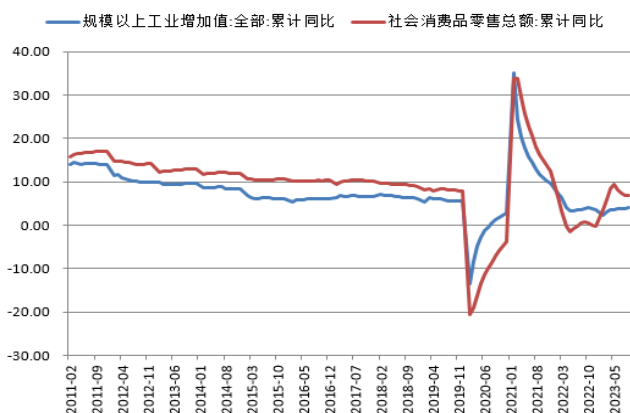
今年1-9月固定资产投资同比增长3.1%（前值3.2%），增速连续7个月下降，继续刷新2021年以来新低。其中，房地产投资同比下降9.1%，降幅较1-8月扩大0.3个百分点。从房屋新开工和施工面积来看，今年1-9月房屋新开工面积同比下降23.4%，降幅较1-8月收窄1个百分点，房屋施工面积同比下降7.1%，降幅与1-8月份持平；从竣工和销售端来看，今年1-9月房屋竣工面积同比增长19.8%，较1-8月份加快0.6个百分点，增速为2021年10月以来次高水平。1-9月商品房销售面积同比下降7.5%，商品房销售额同比下降4.6%，降幅分别较1-8月扩大0.4和0.6个百分点，再创年内新低。从10月份销售情况来看，截至10月29日，全国30大中城市商品房成交量为94048套，成交面积为911.83万平方米，环比9月份双双下降。数据表明，随着保交楼政策的持续跟进，在新一轮保交楼资金的支持下，房屋竣工进度保持较快节奏，烂尾楼断供风险得到有效化解。近期稳楼市政策不断加码，“认房不认贷”、限购限贷放松、首套房贷利率下调等利好政策频繁出台，但房地产销售并未显著回暖，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。受房地产销售低迷的影响，房企对拿地和新项目建设保持谨慎，从而对房地产投资形成拖累。1-9月基础设施投资同比增长6.2%（前值6.4%），增速连续8个月放缓，创2022年以来新低。今年前三季度，新增专项债已发行34492.9亿元，按照全年3.8万亿元的新增专项债限额计算，发行进度已超过90%，剩余3500亿左右的额度将在四季度发行，通过拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。1-9月制造业投资同比增长6.2%（前值5.9%），增速连续两个月回升，主要受工业生产加快的带动，但考虑到终端需求恢复缓慢以及企业盈利受限，叠加去年高基数效应，今年制造业投资增速或将保持平稳。

## （三）工业生产明显加快，服务消费保持强劲

今年1-9月规模以上工业增加值同比增长4%（前值3.9%），创年内新高，其中9月规模以上工业增加值同

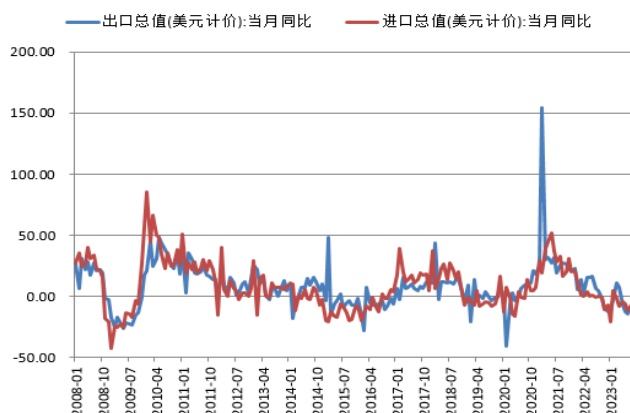
同比增长4.5%，增速与上月持平。1-9月社会消费品零售总额同比增长6.8%（前值7%），连续4个月回落，其中9月社会消费品零售总额同比增长5.5%（前值4.6%），增速创6月以来新高。从销售类别来看，1-9月餐饮收入同比增长18.7%，商品零售同比增长5.5%，增速分别较1-8月份回落0.7和0.1个百分点；汽车类零售同比增长4.6%（前值4.9%），家电类零售同比下降0.6%，增速连续两个月转负。数据表明，随着新一轮稳增长政策的落地，以及金九银十开工旺季的到来，工业生产明显加快。暑期过后迎来开学季，商品零售增长加快，但汽车、家电、家居等耐用品消费恢复缓慢，消费依旧呈现不平衡性的特征。长期来看，消费增长最终取决于居民收入的改善和资产负债表的修复情况。

图3. 工业生产加快、消费增速回升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 进出口同比降幅收窄（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

#### （四）进出口同比降幅收窄

按美元计价，今年9月进口同比下降6.2%，出口同比下降6.2%，降幅分别较上月收窄1.1和2.6个百分点，实现贸易顺差777.1亿美元，较上月增加95.1亿美元。前9个月进口同比下降7.5%（前值-7.6%），出口同比下降5.7%（前值-5.6%），实现贸易顺差6303.4亿美元，较上年同期下降0.2%。分国家和地区来看，我国对东盟、一带一路沿线国家出口快速下滑，对美国、日本等发达国家出口降幅收窄。短期来看，随着国内稳增长政策不断加码，今年9月进出口环比回升，同比降幅收窄，人民币汇率贬值也在一定程度上刺激了出口。但中期来看，海外货币紧缩的外溢影响尚未全面显现，全球经济下行压力加大，欧美等发达国家仍在主动去库存，国际贸易持续萎缩，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、货币政策保持宽松基调，存量首套房贷利率下调

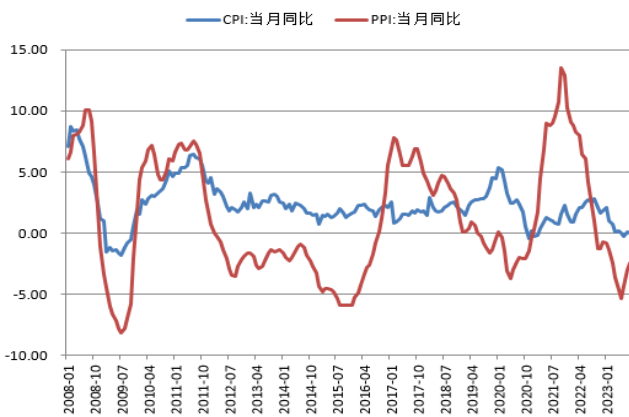
中国人民银行行长潘功胜在国务院金融工作报告中强调，稳健的货币政策要更加精准有力，把握好逆周期和跨周期调节，保持货币信贷总量适度，节奏平稳。进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。

截至2023年10月底，央行年内已两次下调贷款市场报价利率（LPR），1年期和5年期LPR分别降至3.45%和4.2%，累计调降幅度分别为20和10BP；此外，央行年内两次下调存款准备金率，合计0.5个百分点，其中大中型金融机构存款准备金率分别降至10.5%和7.5%，共释放长期资金约1万亿元。旨在引导金融机构贷款利率下行，持续推动社会综合融资成本下降，进一步向实体经济让利。降低存量首套住房商业贷款利率于9月25

日开始实施，已有超过 22 万亿元存量房贷利率完成下调，惠及约 5000 万户、1.5 亿人，利率平均降幅 0.73 个百分点，合计每年减少借款人利息支出 1600 亿元，户均每年减少 3200 元。我们认为，存量房贷利率下调直接为居民节约了现金流，有利于改善和修复居民资产负债表，从而促进其他领域的消费，同时有助于缓解金融机构所面临的购房者提前还贷的压力，减轻对银行净息差的负面影响，维护金融系统稳定。

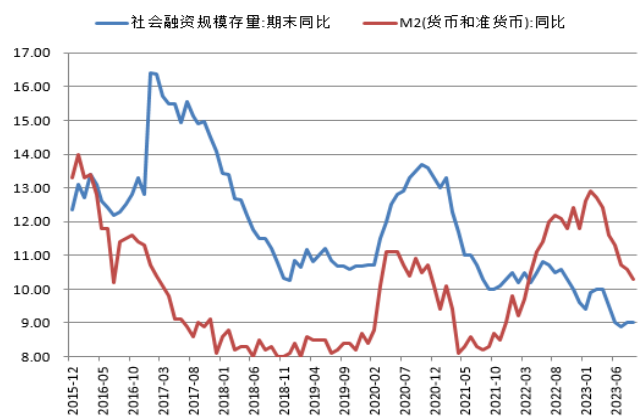
物价方面，今年 9 月 CPI 同比持平，涨幅较上月回落 0.1 个百分点，主要受猪肉、蔬菜、水果等食品价格下降的影响；PPI 同比下降 2.5%，降幅连续 3 个月收窄，主要原因在于，受国际原油价格持续上涨的影响，煤炭天然气开采、有色及黑色金属冶炼等行业环比涨幅扩大。中期来看，我国粮食产量保持稳定，生猪生产供应充足，随着中秋国庆消费旺季结束，猪肉价格有望恢复平稳，居民消费价格指数仍将维持低位运行。海外货币紧缩的负面影响尚未完全显现，全球经济下行压力加大，大宗商品价格或仍将承压，原油价格上涨难以持续，PPI 或仍将面临下行压力。

图 5. CPI 同比持平、PPI 降幅收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 社融和 M2 增速剪刀差收窄 (%)



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 9 月新增人民币贷款 2.31 万亿元，同比少增 1764 亿元；社会融资规模增量为 4.12 万亿元，较上年同期多 5638 亿元；广义货币供应量 M2 同比增长 10.3%（前值 10.6%），增速连续 7 个月回落，创 2022 年 3 月以来新低，M1 同比增长 2.1%（前值 2.2%），为 2022 年 2 月以来最低。从总量和结构来看，9 月份企业部门贷款增加 16834 亿元，比上月的 9488 亿大幅回升，存款增加 2010 亿元，较上月 8890 亿的明显回落；居民部门中长期贷款增加 5470 亿元，仅次于今年 3 月份的 6348 亿元，存款增加 25316 亿元，大幅高于上月的 7877 亿。数据表明，在降息、降准等逆周期调节政策的推动下，金融机构持续加大对企业的信贷支持，并通过企业资本支出的形式转为居民收入，而居民收入并未转为消费，而是以储蓄的方式回到银行体系。随着“认房不认贷”、首套房贷利率下调以及取消限购限贷等楼市刺激政策的落地，北上广深等一线城市房地产销售有所回暖，但效果不及今年 3 月份，三四线城市销售仍在下滑。主要原因在于，居民部门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，预防性储蓄的动机依然较强，谨慎负债和主动去杠杆，从而抑制了对住房、汽车、家电等大宗消费的需求。受地方政府债券发行提速等因素的影响，社融规模大幅回升，但 M2 同比持续回落，M1 增速再创新低，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，资金淤积和空转的现象依然存在。

综上所述，货币政策保持宽松基调，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。若经济恢复不及预期，不排除再次降准或降息的可能。

### 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。

国庆假期美债收益率飙升引发全球金融市场动荡，节后美联储官员接连发声安抚市场情绪，认为可以谨慎行事，令市场对美联储年内再次加息的预期下降。国内方面，今年三季度经济逐渐回暖，中央汇金公司时隔8年再次增持四大行股份，多家A股央企宣布回购和增持计划，有助于提振市场信心。进入11月，预计稳经济、稳地产、稳金融等政策将继续跟进，但海外货币紧缩的外溢影响持续显现，风险偏好仍将受到抑制。

#### （一）影响风险偏好的有利因素包括

中央财政增发万亿国债，明年部分新增政府债务限额将提前下达。2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议。为贯彻落实中央政治局会议精神，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理，全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。中央财政增发国债筹集的资金重点用于灾后重建、防洪工程、农田建设等8个方面，有利于缓解地方财政支出压力，帮助化解地方债务风险。此外，全国人大常委会表决通过关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定，授权国务院在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。按照2023年新增地方专项债限额3.8万亿测算，四季度可提前下达的明年新增专项债额度最高可达2.88万亿。有利于加快地方政府债券发行使用进度，保障重点领域重大项目资金需求，发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用。进入四季度，面对错综复杂的国际环境，稳增长、稳楼市、稳金融等各项政策将继续跟进，有助于提升风险偏好。

#### （二）影响风险偏好的不利因素包括

美国10年期和2年期国债收益率曲线倒挂幅度收窄，加剧市场对经济衰退的担忧。国庆期间美债收益率飙升引发全球金融市场动荡，节后美联储官员接连发声安抚市场情绪。美联储主席鲍威尔等多位官员表示，债券收益率上升将导致金融环境收紧，进一步加息的必要性下降，为实现2%的通胀目标，支持在一段时间内维持限制性利率，暂停加息的时间可能延长。据CME“美联储观察”显示，市场预计11月维持利率不变的概率为96.1%，到12月累计加息25个基点的概率仅为24.1%。我们认为，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，欧美银行业危机引发的信贷紧缩效应逐渐显现。此外，美联储缩表仍在以每月950亿美元的规模全速运转，美元流动性持续收紧的趋势加强，实际利率仍有上升的可能。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16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。由于美国长端国债收益率快速上升，近期2年期和10年期国债利差持续收窄，截至10月23日，

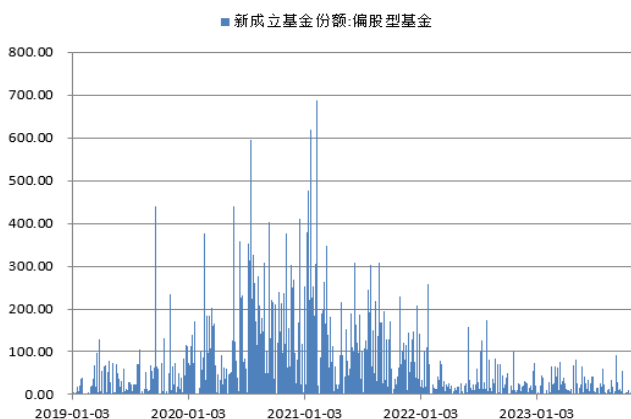
已不足 20 个基点。历史数据警示，一旦长短期美债收益率结束倒挂，意味着经济将在不久之后陷入衰退。随着时间的推移，海外货币紧缩的外溢影响将进一步显现，高债务国家仍将面临金融去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，风险偏好仍将受到抑制。

## 四、资金面分析

今年 8 月份以来，受 A 股市场持续走弱的影响，基金净值出现明显波动，权益类新基金发行持续低迷。为维护资本市场稳定，提振投资者信心，中央汇金公司时隔 8 年再次增持四大行股份，合计约 4.77 亿元，称将在未来 6 个月内继续增持。此外汇金公司还买入交易型开放式指数基金（ETF），并表示将在未来继续增持；多家 A 股央行宣布回购和增持计划，合计金额高达 62.99 亿元至 74.29 亿元。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。

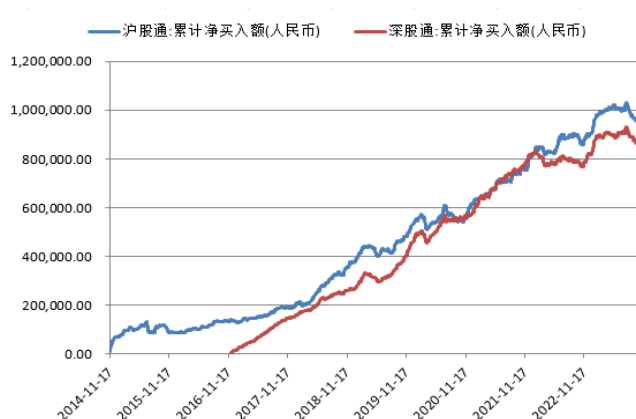
2023 年 2 月 17 日，证监会宣布全面实行股票发行注册制正式实施，相关配套制度同时推出，标志着我国资本市场基础制度改革迈出了重要一步，外资借道沪深港通北向通道不断流入 A 股市场。截至 2023 年 10 月 27 日，今年以来沪股通资金累计净流入 655.57 亿元，其中沪股通净流入 334.23 亿元，深股通净流入 321.34 亿元。继 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将 A 股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

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. 沪深港通北上资金净流入放缓（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。

从月线来看，IF 加权连续 3 个月下跌，短期或考验 2022 年 10 月低点 3488 一线支撑，若被有效跌破，需

防范调整加深风险。IH 加权跌破年内低点 2460 一线支撑，均线簇空头排列，月线级别的下跌趋势没有改变，短期关注 2022 年 10 月低点 2285 一线支撑。IC 加权跌破前期低点 5550 一线支撑，再创年内新低，技术上或进入再次探底阶段。上证指数跌破 3000 整数关口，逼近 2022 年低点 2885 和 2863 一线支撑，短期若不能企稳反弹，需警惕破位风险。

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 加权失守 3700 整数关口后进入加速探底阶段，一度击穿 2022 年 10 月低点 3488，但技术上严重超卖，短期存在反弹的要求。IH 加权跌破 2460-2470 平台支撑，均线簇空头排列、向下发散，周线级别的下跌趋势仍在延续，短期或考验 2022 年 10 月低点 2285 一线支撑。IC 加权跌破 5550 低点后加速下跌，短期关注 2022 年 4 月低点 5038 一线支撑，技术上存在超跌反弹的可能。上证指数跌破 3000 整数关口，逼近 2022 年低点 2885 和 2863 一线支撑，预计在附近止跌反弹的可能性较大。

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，之后再次进入调整，并跌破 3000 整数关口，下一目标支撑位在 2022 年低点 2863、2885 点。

### 第三部分 结论和建议

国外方面，美国第三季度 GDP 环比增长 4.9%，创 2021 年四季度以来新高，尽管就业和工资增长放缓，但劳动力市场依然强劲，支撑着居民收入和消费，支持美联储在一段时间内维持限制性利率。相比之下，欧元区经济表现疲软，制造业持续恶化，且影响逐渐向消费等其他领域传导，服务业 PMI 连续 3 个月进入收缩区间，第一大经济体德国 GDP 连续两个季度负增长，未来可能有更多国家步入后尘。欧洲央行自 2022 年 7 月以来首次暂停加息，使得欧美货币政策之间的预期差进一步收窄，从而推动美元指数走强。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 16 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。由于美国长端国债收益率快速上升，近期 2 年期和 10 年期国债利差持续收窄，截至 10 月 23 日，已不足 20 个基点。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。进入四季度，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，在减税降费、降息、降准等一系列政策的支持下，今年三季度经济企稳回升，供需两端同步改善，工业生产进一步加快。但固定资产投资延续下行趋势，消费依旧呈现不平衡性，外需下行压力依然较大，宏观政策仍需扩大内需方面继续发力。今年 1-9 月规模以上工业企业利润同比下降 9%，降幅连续 7 个月收窄，其中 9 月规模以上工业企业利润同比增长 11.9%。1-9 月产成品存货同比增长 3.1%（前值 2.4%），连续两个月回升，主要受去年高基数效应消退以及企业补库的影响。国际原油等大宗商品价格上涨引发企业补库预期，但由于下游需求疲软，原材料涨价向终端消费领域传导不畅，企业经营压力依然较大，部分行业仍在主动去库存阶段。从库存周期来看，本轮库存周期始于 2019 年 12 月，至今已持续 47 个月，时间上或已接近尾声，部分行业有望提前进入被动去库存，企业盈利增速的拐点有望在年底或明年年初到来，最终取决于终端需求恢复的情况。货币政策保持宽松基调，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。影响风险偏好的因素多空交织，财政政策进一步加码，四季度将增发万亿国债，明年新增部分地方债务限额也将提前下达，有助于提振市场信心。不利因素在于，海外货币政策收紧的外溢影响持续显现，美国长短期国债利差快速收窄引发经济衰退的风险。

综上所述，今年三季度经济回暖，稳增长政策的效果逐渐显现。但海外货币紧缩的影响尚未完全显现，全球经济衰退的风险仍未解除，我国经济仍将面临外部冲击，警惕股指超跌反弹后再度寻底。

## 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