



2023年12月11日

货币政策窗口临近，降准预期再度走强

核心观点及策略

- 上周债市走势再度分化，1-3Y国债现券收益率小幅上行，但4Y及以上期限国债现券收益率则小幅下行，尤其是交易盘最集中的10Y期限下行幅度最大，达到2BP左右，同时国债期货跨期价差（当季-下季）的持续倒挂也反应出了当前市场投机多头情绪之浓厚。具体看T2403合约上涨主要在周二及周四，而其中周二主要由于海外评级机构下调展望，市场风险偏好下降。而周四则是因为中证报提及货币政策发力，市场货币宽松预期再次走强带动该合约上涨。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼10590亿元，受此影响银行间资金价格持续走高，同时年底将至，部分机构开始提前跨年，DR1M加权成交价格快速上行。而DR001为代表的月内资金价格则相对平稳。货币政策方面，中共中央政治局会议提到：“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。”货币政策表述中去掉了有力，更强调有效，因此未来货币政策超市场预期概率降低。
- 策略建议：目前10Y-2Y利差依然处于近3年极值附近，因此做多10-2Y利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。
- 风险因素：房地产触底反弹、权益市场持续上涨

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、市场数据
表 1 国债期货基本情况

合约	周收盘价	周涨跌(结算价)	周持仓变化	周成交量	周持仓量
T2403	102.0550	0.1050	12628	291868	171421
TF2403	101.8650	0.0050	8225	264984	98299
TS2403	100.9440	-0.0340	3861	182767	57033
TL2403	99.5500	0.2300	2221	91397	30395
T2406	101.8600	0.0150	572	8755	11094
TF2406	101.7350	-0.0900	437	7327	3390
TS2406	100.9760	-0.0840	546	3374	2267
TL2406	99.3600	0.2700	729	3825	3529

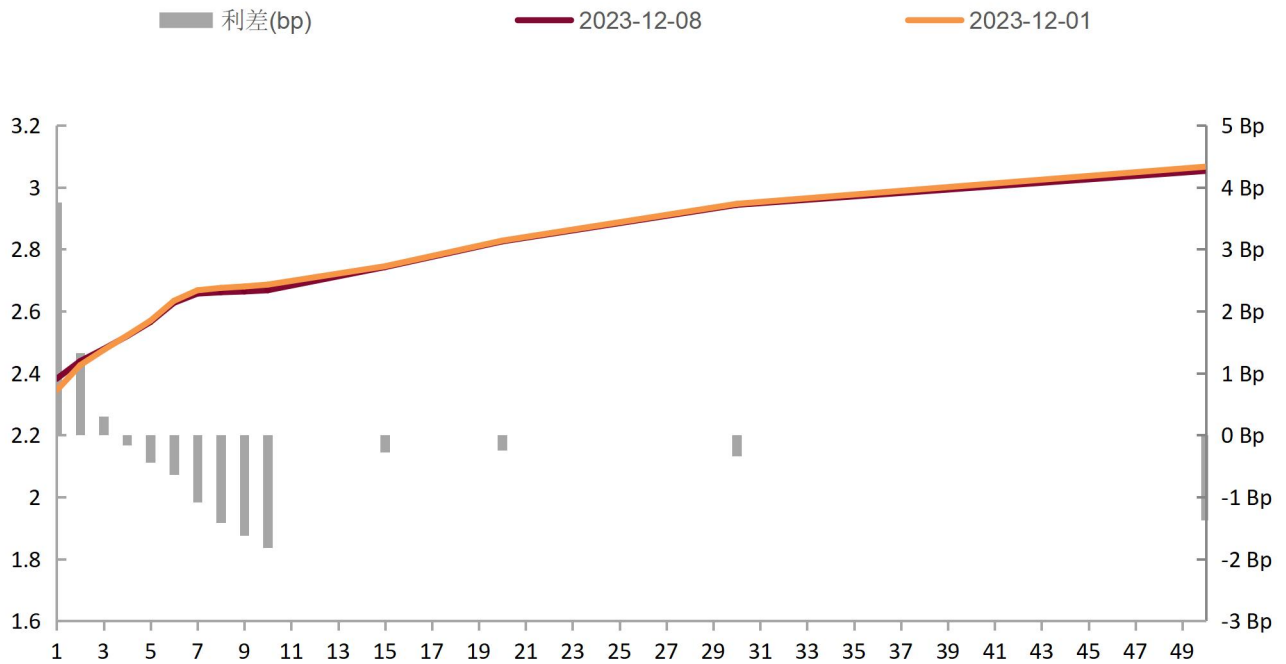
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)						-10590
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2023/12/8	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1190	回笼
2023/12/8	逆回购	7日回购	7天	1.80	1970	投放
2023/12/7	逆回购	7日回购	7天	1.80	3630	投放
2023/12/7	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	6630	回笼
2023/12/6	逆回购	7日回购	7天	1.80	2400	投放
2023/12/6	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	4380	回笼
2023/12/5	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	4150	回笼
2023/12/5	逆回购	7日回购	7天	1.80	2100	投放
2023/12/4	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	5010	回笼
2023/12/4	逆回购	7日回购	7天	1.80	670	投放

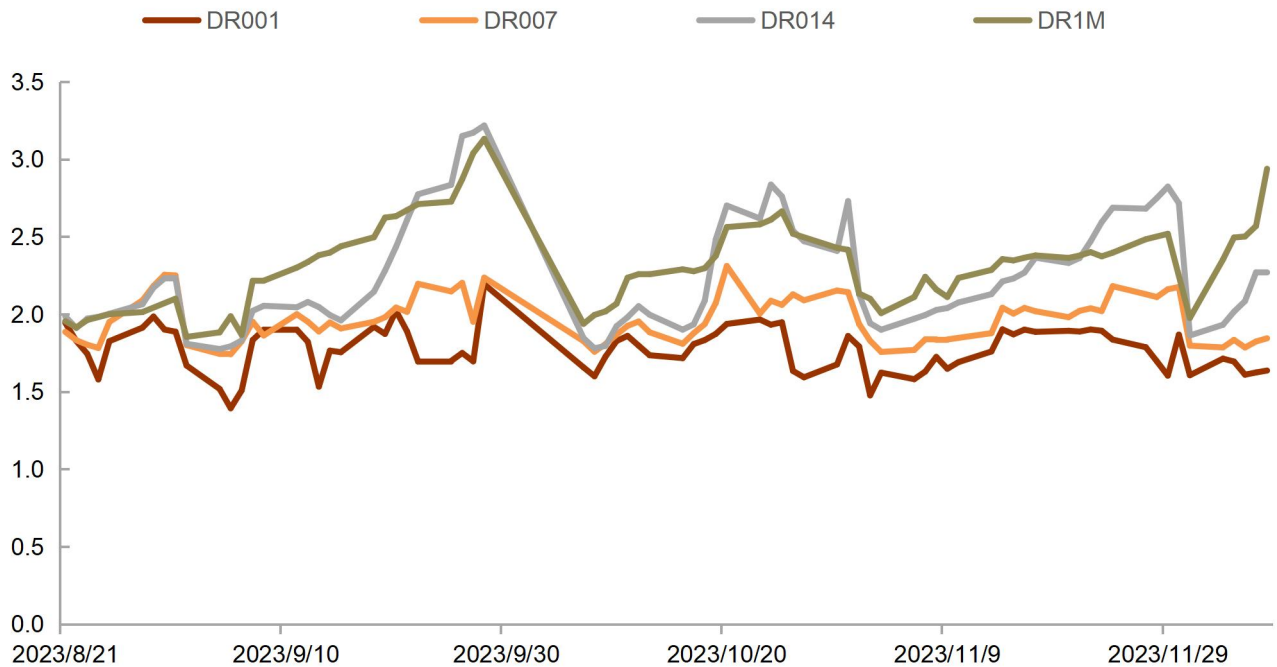
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



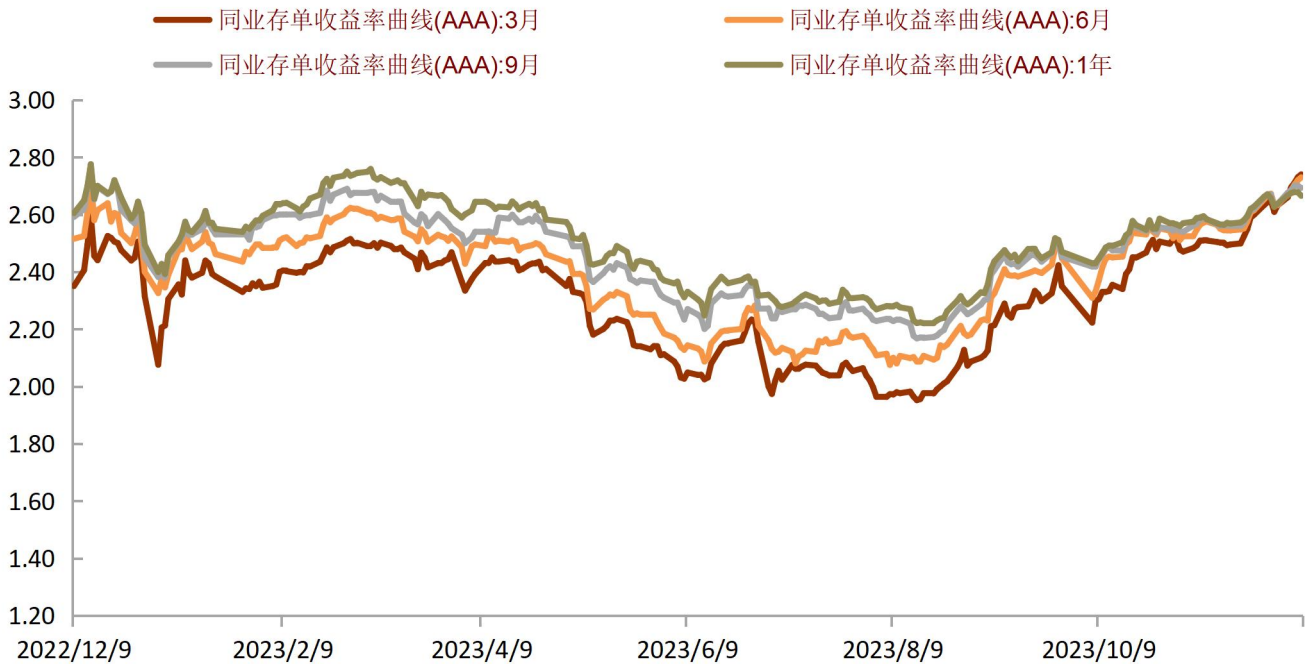
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表2 资金市场概况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表3 存单市场概况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、市场分析及展望

上周债市走势再度分化，1-3Y 国债现券收益率小幅上行，但 4Y 及以上期限国债现券收益率则小幅下行，尤其是交易盘最集中的 10Y 期限下行幅度最大，达到 2BP 左右，同时国债期货跨期价差（当季-下季）的持续倒挂也反应出了当前市场投机多头情绪之浓厚。具体看 T2403 合约上涨主要在周二及周四，而其中周二主要由于海外评级机构下调展望，市场风险偏好下降。而周四则是因为中证报提及货币政策发力，市场货币宽松预期再次走强带动该合约上涨。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.27%、最低价 101.830、最高价 102.1、最终收于 102.055、上涨 0.085。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 10590 亿元，受此影响银行间资金价格持续走高，同时年底将至，部分机构开始提前跨年，DR1M 加权成交价格快速上行。而 DR001 为代表的月内资金价格则相对平稳。货币政策方面，中共中央政治局会议提到：“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。”货币政策表述中去掉了有力，更强调有效，因此未来货币政策超市场预期概率降低。

经济基本面方面：CPI、PPI 及外贸数据均不理想，与我们此前跟踪的高频数据相吻合。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据于 11 月底大幅走高，同比亦涨至 45% 以上。二是 30 城商品房成交面积短暂冲高后再度回落，但周度同比开始回正。未来叠加上地产政策仍将持续出台，房地产有望企稳回升。三是外贸方面，CCFI 小幅上涨，同时波罗的海运费指数：干散货(BDI)则继续维持近期高位。四是猪肉价格继续走稳，但基数回落带来同比数据

持续反弹，预计未来 CPI 在此带动下回暖概率较大。最后是南华工业品指数小幅回升，未来 PPI 预计维持平稳。

行情上我们认为当前债市对货币政策期望过高，而这种高期望带来的便是国债期货跨期价差倒挂及现券长短端利差过度压缩，而从近期官方信息来看短期内超预期放水概率其实是在下降的，所以如本周货币政策窗口落空，债市重走 10 月下旬行情概率较高。同时近期不少高频数据出现反转迹象，未来市场悲观预期随时可能转变。操作上，目前 10Y-2Y 利差依然处于近 3 年极值附近，因此做多 10-2Y 利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多 10-2Y 利差交易。

三、一周要闻

1、新华社北京 12 月 8 日电中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署 2024 年党风廉政建设和反腐败工作；审议《中国共产党纪律处分条例》。中共中央总书记习近平主持会议。会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国。要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。

2、12 月 9 日，国家统计局发布的数据显示，11 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比和环比均下降 0.5%，前 11 月同比上涨 0.3%。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 3.0%、环比下降 0.3%，前 11 月同比下降 3.1%。食品价格下行是物价低位运行的主要原因。一是猪肉。去年下半年生猪价格处于周期高位，今年处于周期下行阶段，生猪猪肉市场供应充足、价格低位运行，11 月份猪肉价格同比下降 31.8%，拉动 CPI 下降 0.58 个百分点。二是鸡蛋。国内物流配送畅通、供给充足，11 月份鸡蛋价格同比下降 10.5%，拉动 CPI 下降 0.07 个百分点。11 月主要行业价格同比变化较明显的有：煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅在 6.3%—15.8%之间，降幅均扩大；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 6.8%、2.3%，降幅均收窄。装备制造业中，锂离子电池制造价格下降 11.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 3.5%，汽车制造业价格下降 1.6%。

3、数据显示，今年前 11 个月，我国进出口总值为 37.96 万亿元人民币，与去年同期（下同）持平。其中，出口 21.6 万亿元，增长 0.3%；进口 16.36 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。以美元计价，今年前 11 个月，我国进出口总值 5.41 万亿美元，下降 5.6%。其中，出口 3.08 万亿美元，下降 5.2%；进口 2.33 万亿美元，下降 6%；贸易顺差 7481.3 亿美元，收窄 2.7%。具体到 11 月份来看，进出口 3.7 万亿元，增长 1.2%。其中，出口 2.1 万亿元，增长 1.7%；进口 1.6 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 4908.2 亿元，扩大 5.5%。以美元计价，今年 11 月份，我国进出口 5154.7 亿美元，与去年同期持平。其中，出口 2919.3 亿美元，增长 0.5%；进口 2235.4 亿美元，下降 0.6%；贸易顺差 683.9 亿美元，扩大 4%。

4、近日，财政部有关负责同志就穆迪评级公司下调我主权信用评级展望有关问题接受了记者采访。记者问：12 月 5 日，穆迪评级公司发布报告，维持中国主权信用评级不变，但将评级展望由“稳定”调整为“负面”，请问财政部对此有何看法？答：穆迪作出调降中国主权信用评级展望的决定，对此，我们感到失望。今年以来，面对复杂严峻的国际形势，在全球经济复苏势头不稳、动能减弱的背景下，中国宏观经济持续恢复向好，高质量发展稳步推进，尤其是三季度以来，积极变化进一步增多，内生动力不断增强，经济增长新动能持续发挥积极作用，预计四季度中国经济将保持回升向好态势，中国仍是世界经济稳定增长的重要引擎。国际货币基金组织预计今年中国对全球经济增长的贡献率超过 30%。与经济恢复向好的态势相适应，财政收入保持恢复性增长。前三季度，全国一般公共预算收入同比增长 8.9%，其中，全国税收收入增长 11.9%。这得益于今年以来经济持续恢复、总体回升向好的带动。财政支出进度合理加快，重点支出保障有力。前三季度，全国一般公共预算支出同比增长 3.9%，社会保障和就业、教育、科学技术、卫生健康、农林水等重点领域支出得到较好保障。地方财政收入普遍保持正增长，地方一般公共预算收入同比增长 9.1%，近半数地区增速达到两位数。这些事实均表明，中国经济正在转向高质量发展，中国经济增长新动能正在发挥作用，中国有能力持续深化改革、应对风险挑战。穆迪对中国经济增长前景、财政可持续性等方面的担忧，是没有必要的。

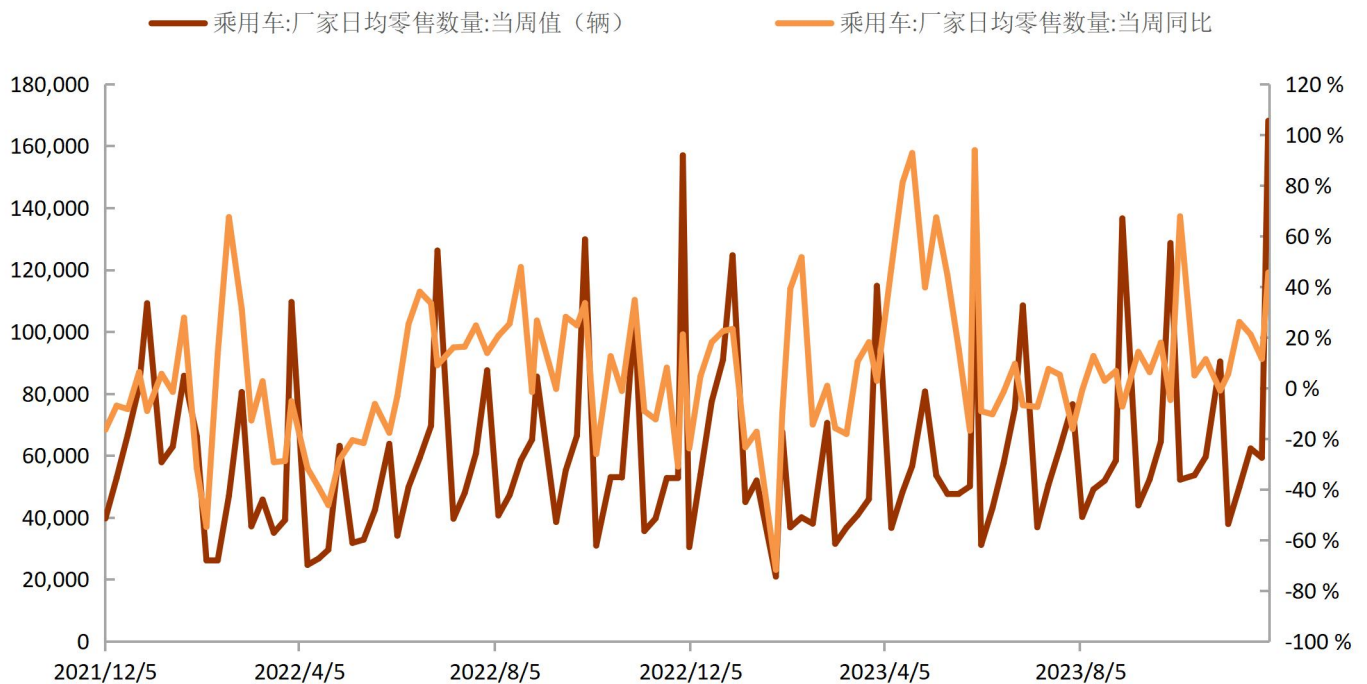
5、财政部发布关于向社会公开征求《全国社会保障基金境内投资管理办法(征求意见稿)》意见的函。《管理办法》中共有十一类产品和工具，主要调整包括：一是纳入历年专项批复内容，具体包括同业存单、政策性和开发性银行债券、地方政府债券、企业债、债券回购、直接股权投资、产业基金、市场化股权投资基金、优先股、资产证券化产品、公开募集基础设施证券投资基金等。二是结合金融市场发展变化，参考基本养老保险基金、企业年金基金投资，增加和调整全国社保基金投资范围，具体包括公司债、非金融企业债务融资工具、养老金产品等。三是根据金融市场发展，适当增加套期保值工具，具体包括股指期货、国债期货、股指期权等。

6、周五，美国劳工部最新数据显示，美国 11 月季调后非农就业人口增加 19.9 万人，超过市场预期的 18 万人；失业率录得 3.7%，较前值的 3.9%有所回落。此外，月工资增长

0.4%，也强于预期，劳动力参与率小幅上升。就业市场意外的强势支持了美联储维持借贷成本高位以确保通胀回归目标的愿望，并反驳的市场的乐观降息预期，若通胀持续回升，这有可能促使官员们倾向于再次加息。互换合约显示，非农数据公布后，市场对美联储 2024 年的降息押注有所下降。在本周公布的其它就业数据中，美国 JOLTs 职位空缺在经历连续两个月上涨之后，10 月下降至 873.3 万人，创下 2021 年 3 月以来新低；职位空缺率为 2021 年 8 月以来新低；有“小非农”之称的美国 11 月 ADP 就业人数录得 10.3 万人，为连续第四个月不及预期。另外，由于工人生产率强劲，第三季度美国单位劳动力成本远低于最初预期，为美联储对抗通胀提供了助力。

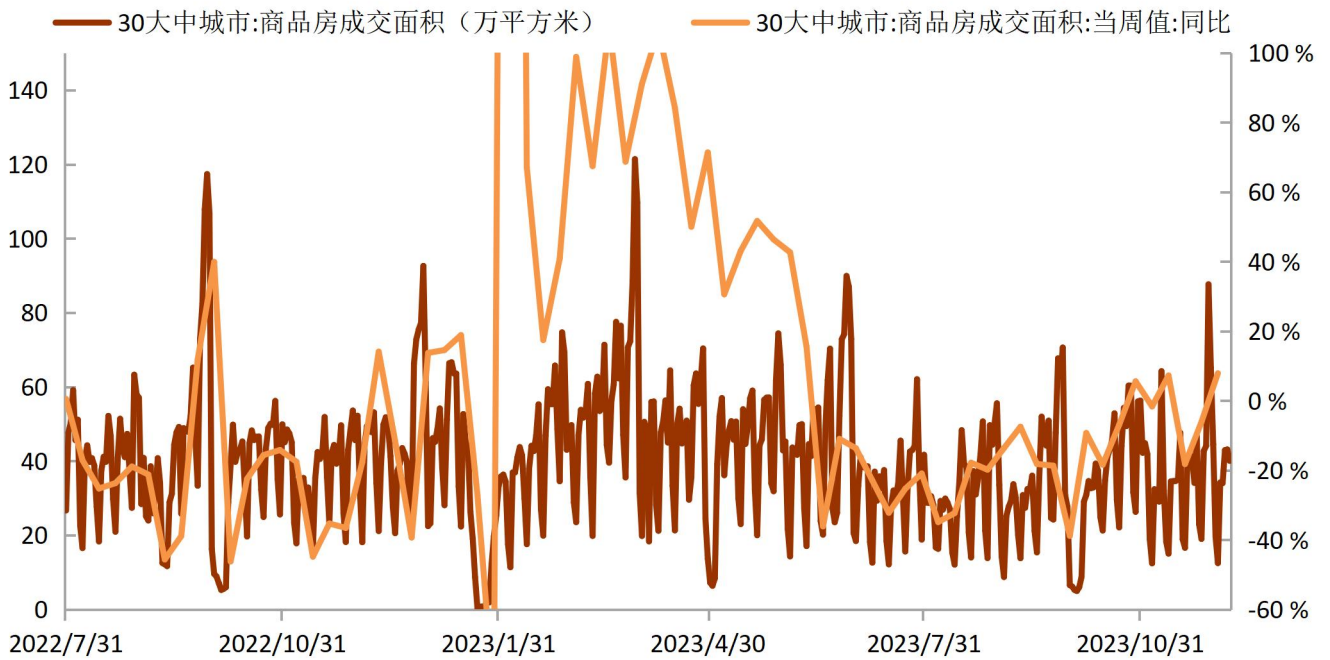
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



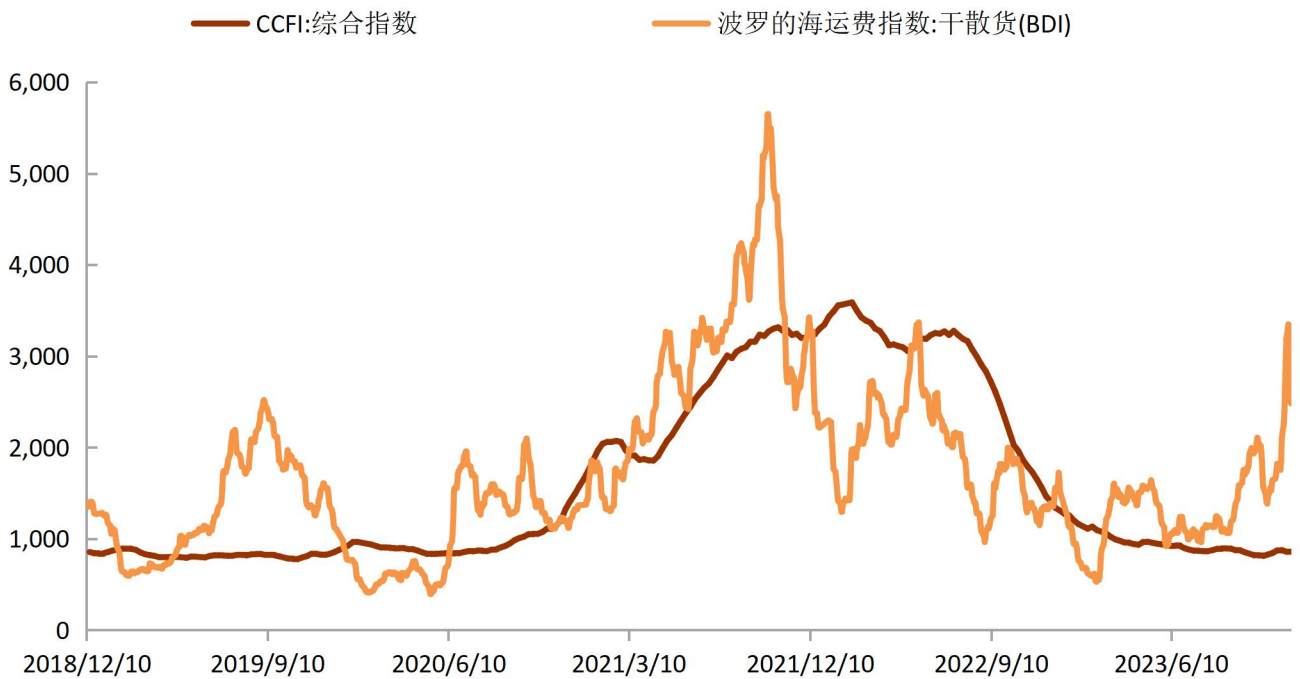
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



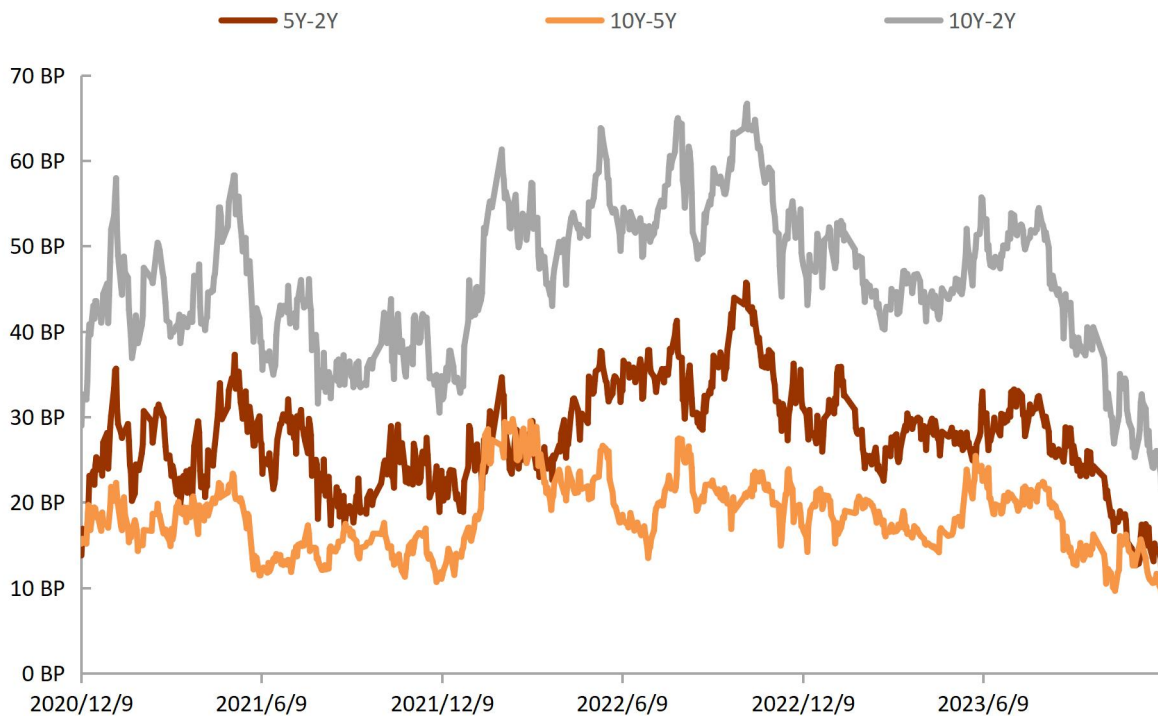
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



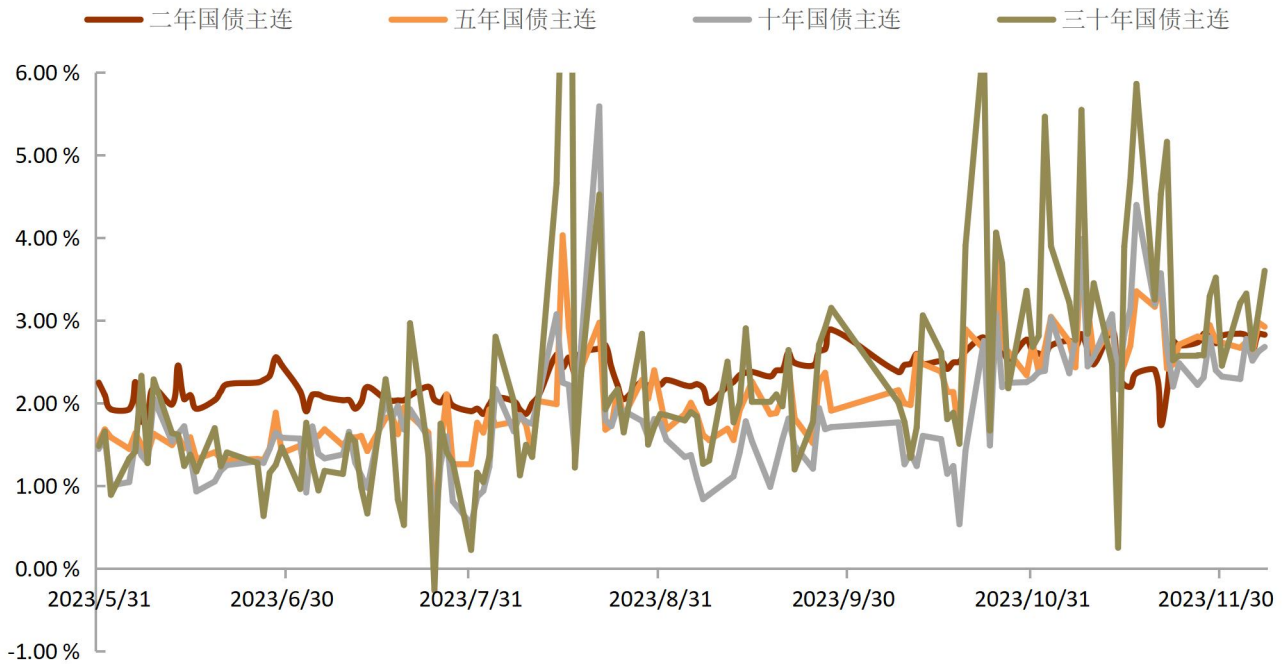
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



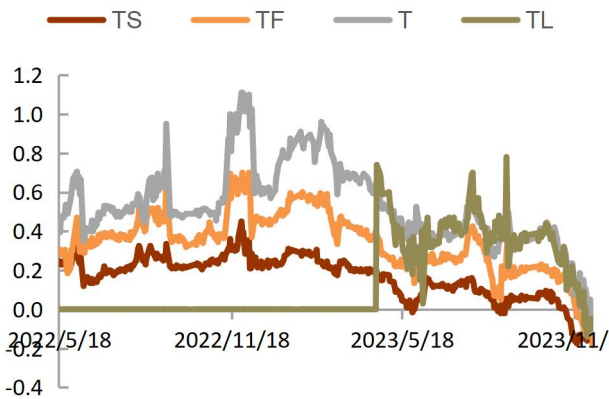
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

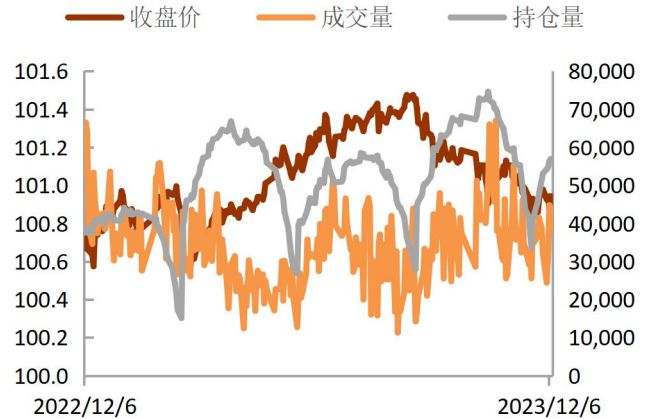


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

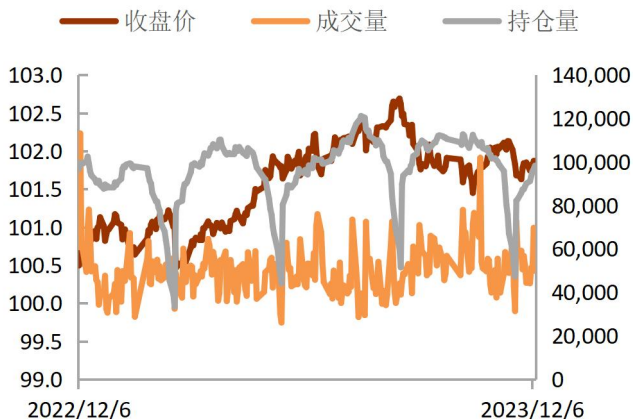


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

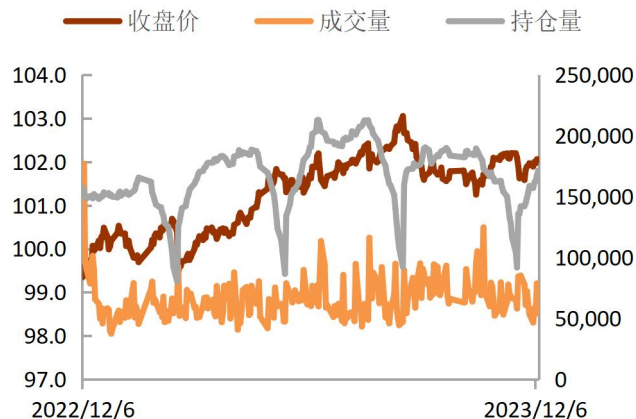


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

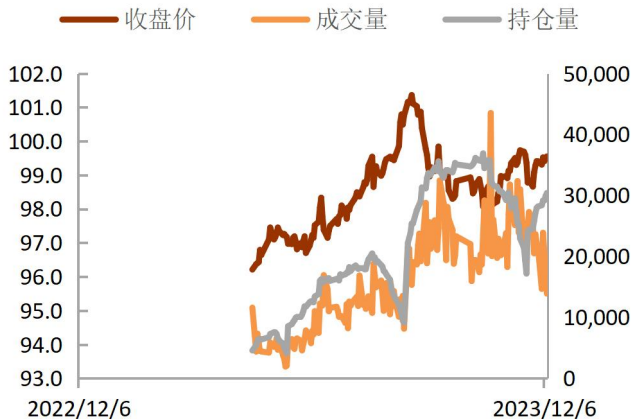


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

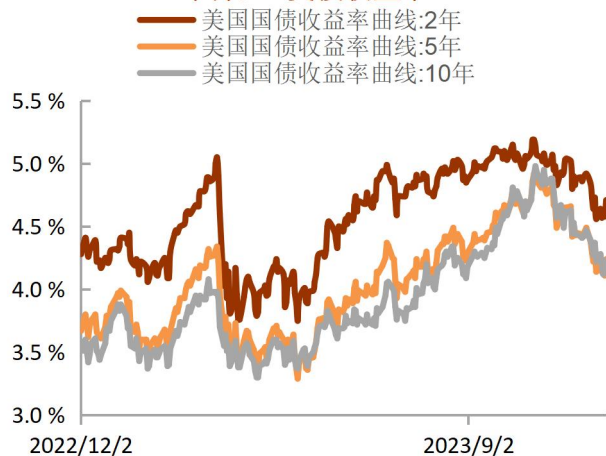


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

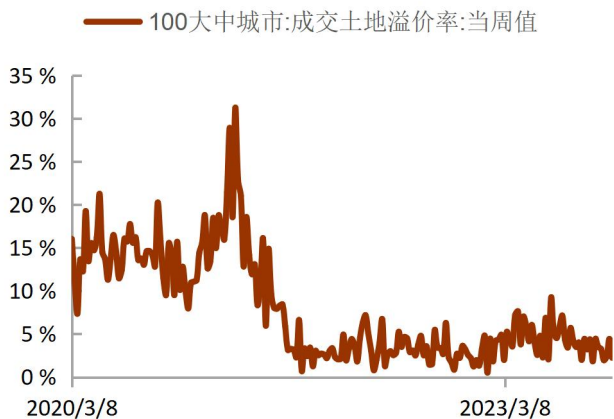


图表15 美债收益率

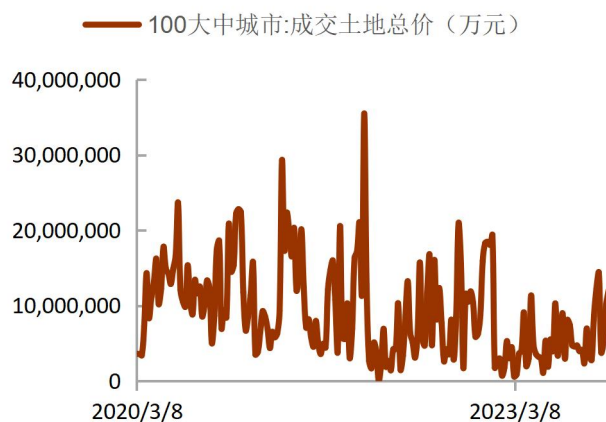


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

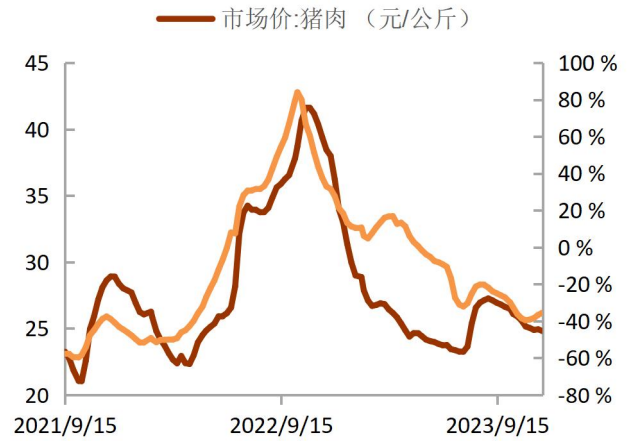


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

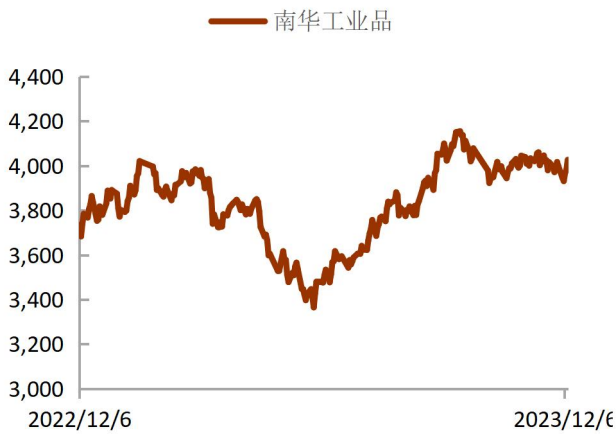


图表19 市场价：猪肉

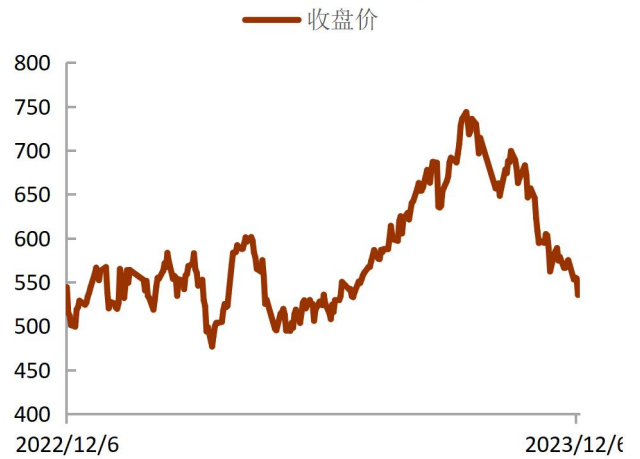


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表20 南华工业品指数



图表21 沪原油连续



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号
财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。