

2024年12月9日



世界危机重重

政策刺激力度决定债市走向

核心观点及策略

- 海外方面，从欧洲（乌克兰）到中东（叙利亚、以色列）再到亚洲（韩国）世界局势不可谓不混乱，地缘风险持续高企，而目前相对稳定的仅有中美两大国，但特朗普就职前对抗就已在不断升温，就职后对抗烈度仍将以升高开场。美国方面短期看已进入降息周期，但美债发行压力仍然高企，如贸然大幅降息导致强势美元周期结束，则有可能带来通胀再次反弹，因此美债收益率下行过程可能会远慢于市场预期。
- 未来债市走势的关键依然是政策取向，如政策诚意十足，刺激效果明显则可参考08年金融危机后国内债市走势。而根据历史经验我们愿意相信政府有能力改变目前经济发展中的各种问题，因此未来债市存在较大潜在利空，所以策略方面我们依然建议以防守型策略为主，尤其需要注意控制久期及杠杆相关风险。
- 风险点：政策刺激超预期、房地产及股市持续上涨。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2024 年债市行情回顾	4
二、资金面分析	5
1、DR001、DR007 等加权成交利率	5
2、央行公开市场操作	5
3、存单一级发行利率	6
三、基本面分析	7
1、企业、居民部门增长乏力依然拖累社融全年表现	7
2、CPI 全年维持低位	9
3、PPI 同样全年疲软	10
4、社会消费品零售总额年底持续反弹	12
5、工业增加值全年平稳增长	12
6、固定资产投资先高后低	13
7、出口数据韧性十足	14
8、规模以上工业企业利润大幅下行	15
9、制造业 PMI9 月见底反弹	16
10、其他重点关注数据	17
四、行情展望	21

图表目录

图表 1	国债期货及现券走势.....	4
图表 2	国债收益率曲线.....	4
图表 3	资金市场概况.....	5
图表 4	央行公开市场操作概况.....	6
图表 5	存单一级市场概况.....	6
图表 6	金融数据概览.....	7
图表 7	新增额同比变化（亿元）.....	8
图表 8	社融-M2.....	8
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅.....	9
图表 10	CPI 分项同比及变化.....	10
图表 11	工业生产者出厂价格指数.....	11
图表 12	PPI 分类别同比及变化.....	11
图表 13	社会消费品零售总额同比.....	12
图表 14	规模以上工业增加值.....	12
图表 15	工业增加值分类型.....	13
图表 16	固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比.....	14
图表 17	出口总值(人民币计价).....	14
图表 18	重点产品出口金额(人民币计价): 亿元.....	15
图表 19	规模以上工业企业:利润总额:当月同比.....	16
图表 20	制造业 PMI、综合 PMI.....	16
图表 21	制造业 PMI 分项.....	17
图表 22	乘用车厂家零售.....	17
图表 23	商品房成交面积（30 大中城市）.....	18
图表 24	航运指数.....	18
图表 25	期限利差.....	19
图表 26	主力合约最廉 IRR.....	19
图表 27	国债期货跨期价差（当季-下季）.....	20
图表 28	T 主连收盘价、成交量、持仓量.....	20
图表 29	美国国债收益率曲线.....	20
图表 30	人民币汇率.....	20
图表 31	市场价：猪肉.....	21
图表 32	南华工业品指数.....	21

一、2024 年债市行情回顾

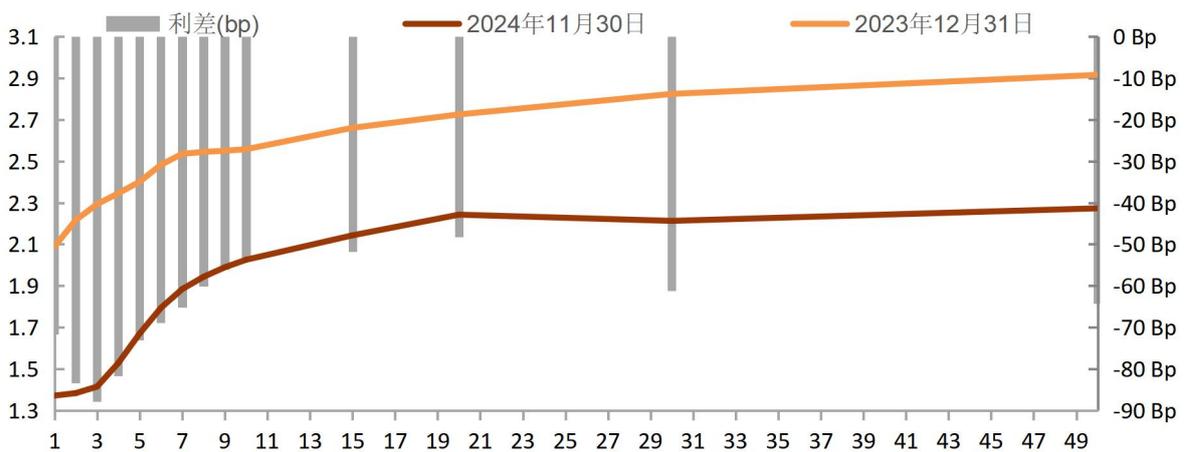
2024 年，债市收益持续下行，其中上半年债市更是集货币宽松、股票房地产走弱、海外环境走劣及财政发力不及预期等众多利好于一身，收益率持续下行。不过到了 8 月监管及央行官员开始喊话长债过度投机行为，债市出现第一波调整，但此后央行进一步货币宽松则打消了市场担忧，债市再度上涨并创出新高。到了 9 月 24 日，三部委联合发布会则带动股市暴力反弹，市场风险偏好提升引发债基、理财等固收产品大规模赎回，债市再次大幅调整，但此后股市短期见顶回落叠加上资金面持续宽松，债市再出创出年内新高。总体来说 8 月至 11 月债市虽不断创出新高，但震幅及整体上涨斜率已明显不如上半年。全年来看（截至 11 月 30 日）十年期国债期货主连 2024 年振幅 4.55%，最高价 107.305，最低价 102.625，终止价 107.090，上涨 4.245。

图表 1 国债期货及现券走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 国债收益率曲线



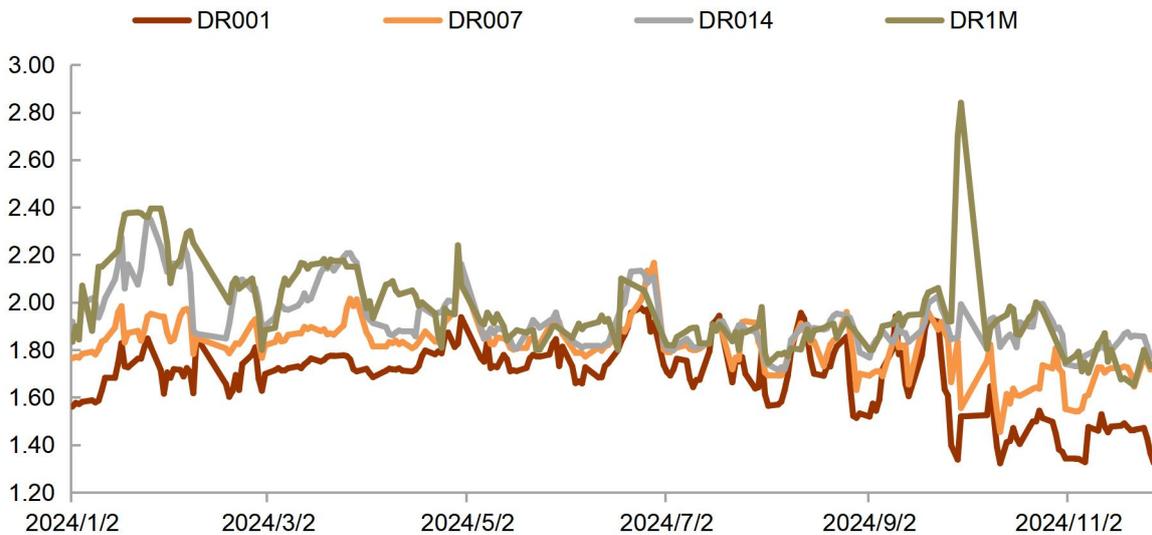
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、资金面分析

1、DR001、DR007 等加权成交利率

2024 年货币政策支持持续发力，因此全年资金面持续宽松，即使月末、季末等关键时间节点资金市场波动也十分有限。从 DR001、DR007 等加权成交价格看 2024 资金面持续宽松，并且在下半年利率中枢明显下行，结合当前经济基本面仍需保驾护航，资金面在未来依然将以宽松为主。

图表 3 资金市场概况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、央行公开市场操作

2024 年央行货币政策频频出手重要降准降息操作如下：

1 月 25 日，人民银行下调支农再贷款、支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。

2 月 5 日，人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。

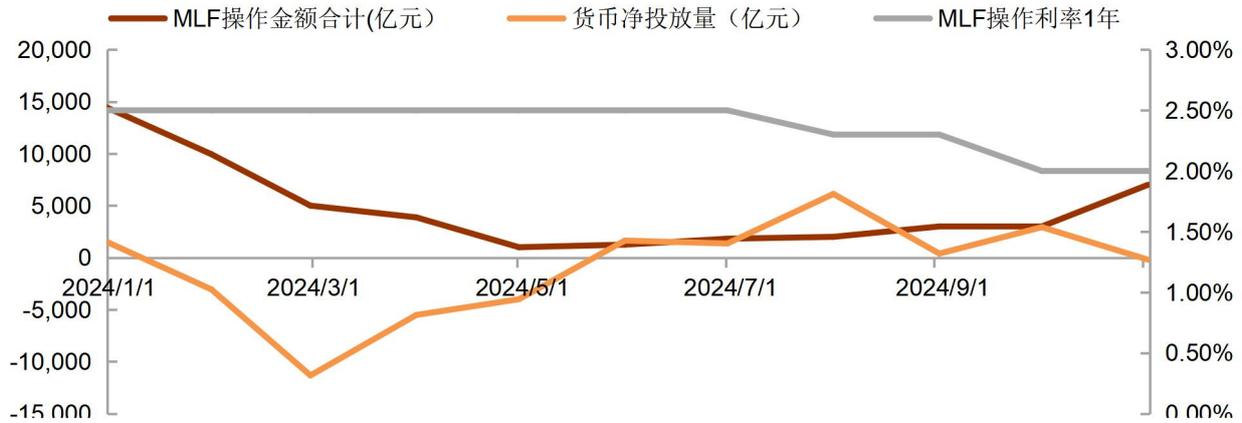
7 月 22 日，人民银行下调常备借贷便利（SLF）利率。其中，隔夜利率从 2.65% 下调至 2.55%，7 天利率从 2.8% 下调至 2.7%，1 个月利率从 3.15% 下调至 3.05%。

7 月 25 日，人民银行开展当月第二次中期借贷便利操作，操作金额为 2000 亿元，利率为 2.3%。

9 月 25 日，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作，操作金额为 3000 亿元，利率为 2.0%。

9 月 27 日，人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。下调常备借贷便利（SLF）利率。其中，隔夜利率从 2.55% 下调至 2.35%，7 天利率从 2.7% 下调至 2.5%，1 个月利率从 3.05% 下调至 2.85%。

图表 4 央行公开市场操作概况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、存单一级发行利率

2024年存单一级发行利率持续下行，截至11月30日3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率分别收于1.7979%、1.8045%、1.8007%、1.7958%附近。中期看在经济基本面仍然存在较大隐忧因此未来一段时间央行大概率继续维持较大力度货币政策支持力度资金面无较大风险，但如未来股市、楼市及大宗商品再次上涨带来存款转移及通胀预期升温则有可能带来一定波动，经济企稳回升初期央行仍有持续保驾护航动机，未来存单利率走势仍需观察央行态度是否发生调整。

图表 5 存单一级市场概况



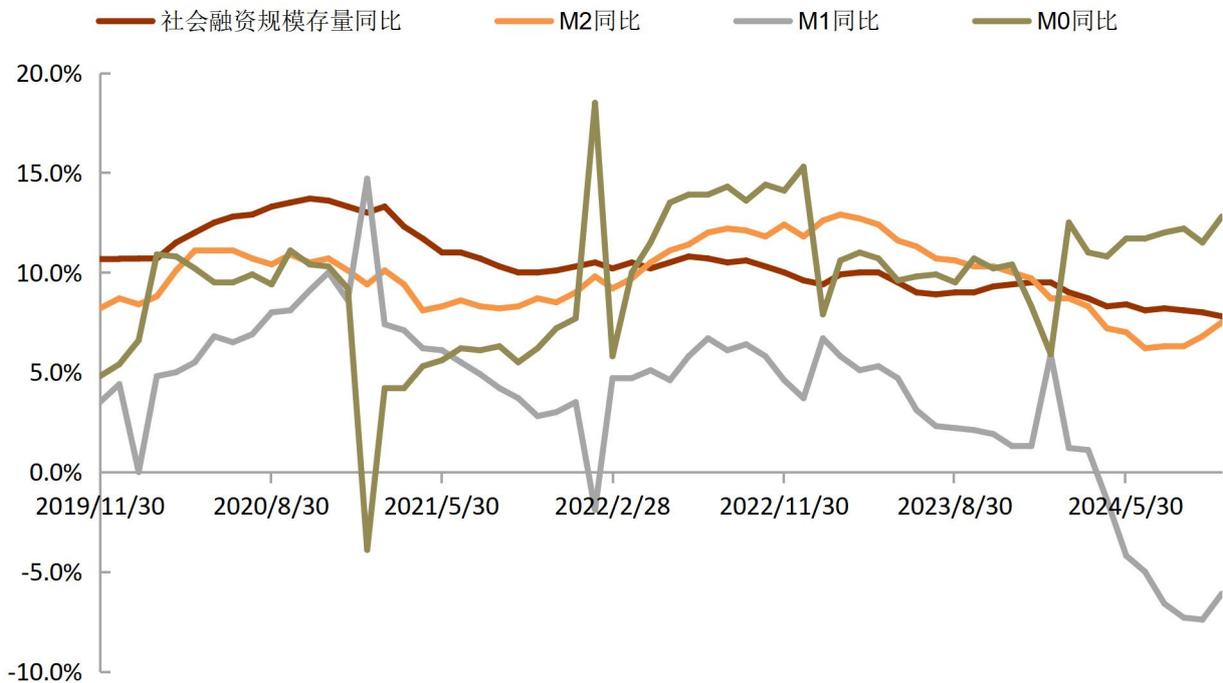
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、企业、居民部门增长乏力依然拖累社融全年表现

初步统计，2024年10月末社会融资规模存量为403.45万亿元，同比增长7.8%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为251.16万亿元，同比增长7.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.39万亿元，同比下降21.9%；委托贷款余额为11.23万亿元，同比下降0.7%；信托贷款余额为4.28万亿元，同比增长11.1%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.2万亿元，同比下降17.2%；企业债券余额为32.11万亿元，同比增长2.2%；政府债券余额为78.02万亿元，同比增长15.2%；非金融企业境内股票余额为11.63万亿元，同比增长2.5%。

图表 6 金融数据概览



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从结构看，10月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.3%，同比持平；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.3%，同比低0.2个百分点；委托贷款余额占比2.8%，同比低0.2个百分点；信托贷款余额占比1.1%，同比高0.1个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比0.5%，同比低0.2个百分点；企业债券余额占比8%，同比低0.4个百分点；政府债券余额占比19.3%，同比高1.2个百分点；非金融企业境内股票余额占比2.9%，同比低0.1个百分点。

图表 7 新增额同比变化 (亿元)



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

全年来看看社融几大主体中仅政府部门苦苦支撑, 居民和企业融资需求持续疲软, 而这也直接促成了全年多次降准降息及 9 月 24 日相关部委联合发布会刺激, 展望未来相关政策仍有望陆续出台, 叠加上宽松的资金面, 如楼市数据持续好转, 居民部门融资需求有望好转带动金融数据结构及总量双向好。

图表 8 社融-M2



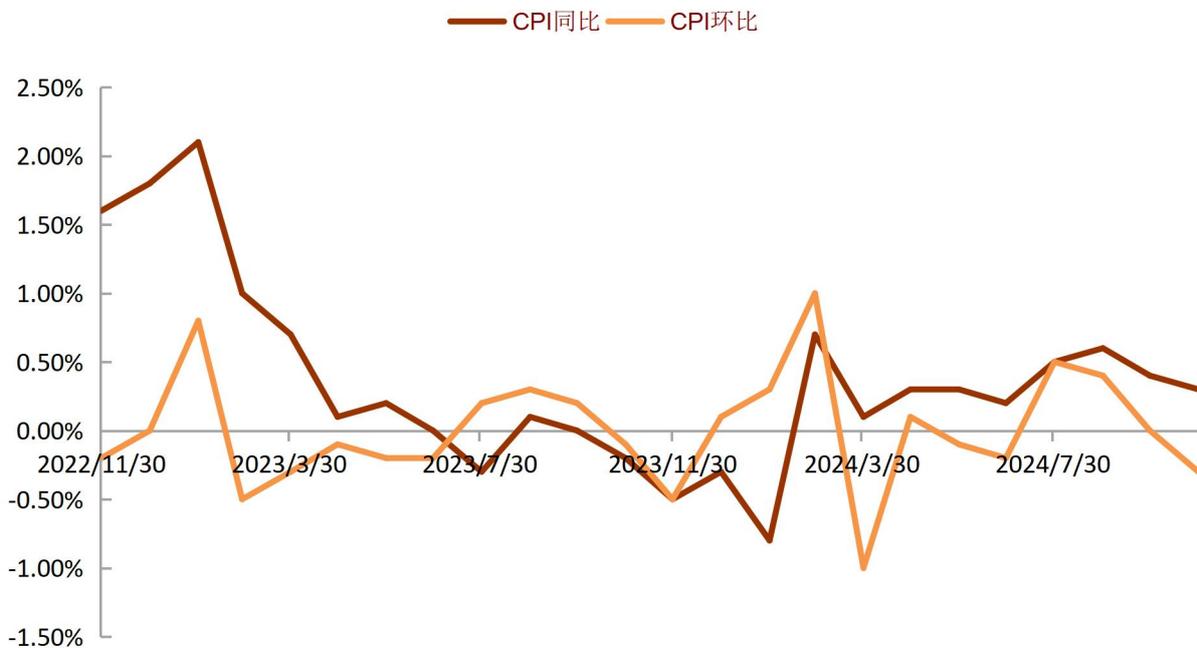
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、CPI 全年维持低位

10 月份，消费市场运行总体平稳，食品价格高位回落，加之汽油价格下行，CPI 环比下降 0.3%，同比上涨 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 略有回升，同比上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

从环比看，CPI 下降 0.3%，上月为持平。其中，食品价格由上月上涨 0.8% 转为下降 1.2%，低于近十年同期平均水平，是影响 CPI 环比下降的主要因素。食品中，天气晴好利于鲜活食品生产储运，叠加前期受极端天气等影响价格上涨较多，猪肉、鲜菜、水产品 and 鲜果本月价格分别下降 3.7%、3.0%、2.0% 和 1.0%，合计影响 CPI 环比下降约 0.20 个百分点，占 CPI 总降幅七成左右。非食品价格由上月下降 0.2% 转为持平。非食品中，受国际油价波动影响，本月国内汽油价格两次上调，但幅度较小，全月均价仍较上月下降 1.5%，影响 CPI 环比下降约 0.05 个百分点，占 CPI 总降幅两成左右；受国际金价上行影响，国内金饰品价格上涨 4.2%；国庆期间出游需求增加，宾馆住宿和旅游价格分别上涨 4.1% 和 1.3%，但受燃油附加费下调和节后出行快速减少影响，飞机票价格下降 5.6%。

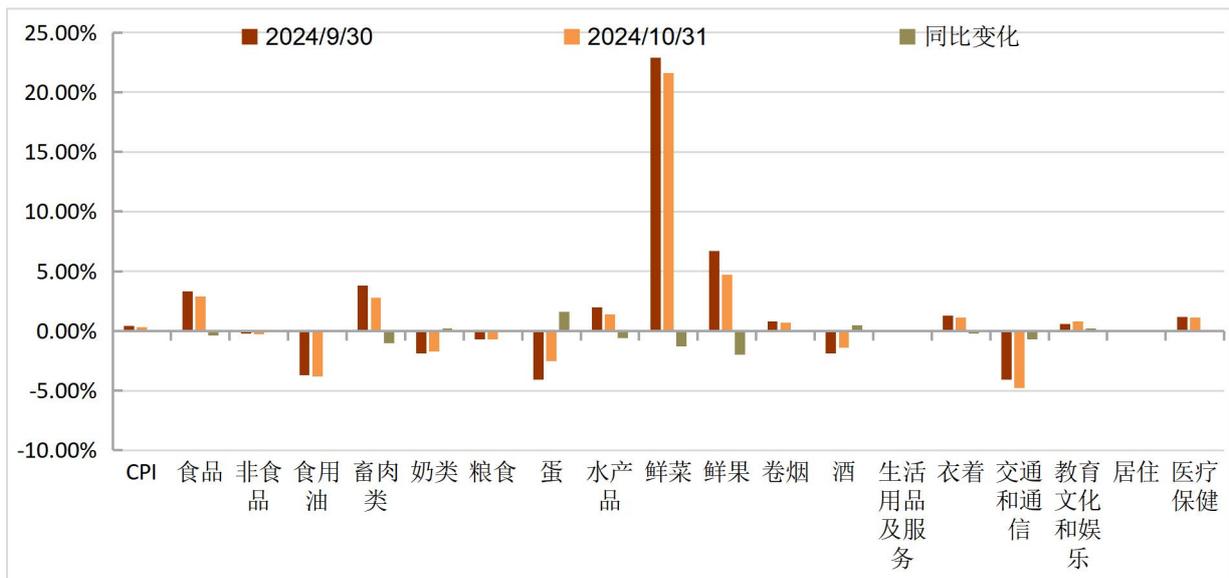
图表 9 全国居民消费价格涨跌幅



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，CPI 上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，食品价格上涨 2.9%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。食品中，鲜菜、猪肉和鲜果价格分别上涨 21.6%、14.2% 和 4.7%，涨幅均有回落；牛肉、羊肉、食用油和鸡蛋价格降幅在 2.7%—13.4% 之间。非食品价格下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。非食品中，能源价格下降 5.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点，其中汽油价格下降 10.7%。扣除能源的工业消费品价格下降 0.2%，降幅与上月相同，其中新能源小汽车、燃油小汽车价格分别下降 6.6% 和 6.1%。服务价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，其中交通工具租赁费价格上涨 3.2%，旅游价格降幅收窄至 0.4%；医疗服务、教育服务价格分别上涨 1.8% 和 1.2%。

图表 10 CPI 分项同比及变化



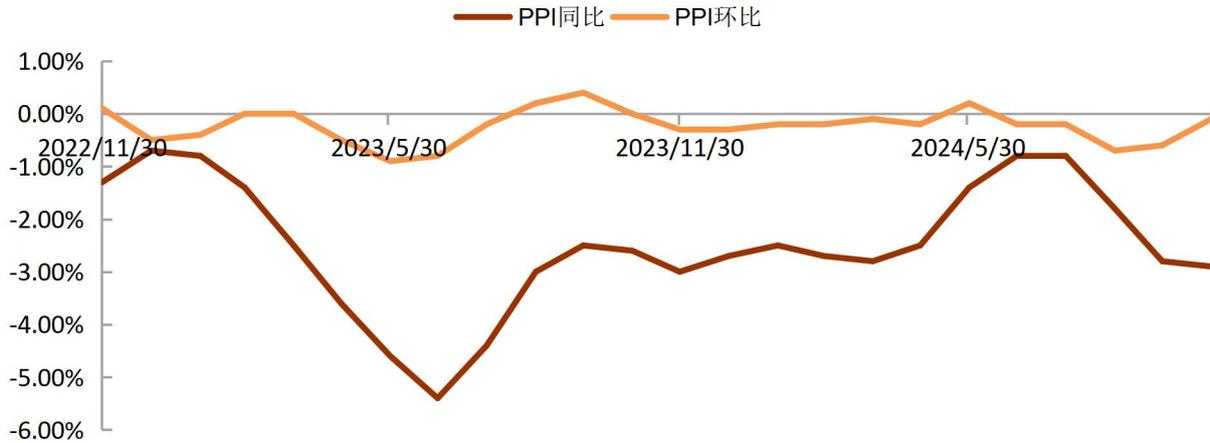
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 同样全年疲软

10 月份，国际大宗商品价格总体波动下行，但在一揽子增量政策落地显效等因素带动下，国内部分工业品需求恢复，PPI 环比降幅明显收窄，同比降幅微扩。未来随着政策效果的持续显现，价格有望进一步趋稳。

从环比看，PPI 下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，连续两个月收窄。其中，生产资料价格由上月下降 0.8% 转为上涨 0.1%；生活资料价格下降 0.4%，降幅扩大 0.3 个百分点。扩大内需等一揽子增量政策落地显效，建筑需求有所改善，钢材、水泥等价格止跌回升，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比连续下降 4 个月后转为上涨 3.4%，非金属矿物制品业价格环比连续下降 3 个月后转为上涨 0.4%。部分非电行业用煤及北方地区供暖用煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格由上月下降 1.3% 转为上涨 0.1%。国际有色金属价格上行，带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.1%。受地缘政治等因素影响，国际原油价格波动下行，影响我国石油相关行业价格下降，其中石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 2.6%，石油和天然气开采业价格下降 2.4%。受国际经济环境及国内企业促销活动等因素影响，部分装备制造业价格下降，其中计算机制造价格下降 0.3%，家用制冷电器具制造价格下降 0.2%，电视机制造价格下降 0.2%，智能消费设备制造价格下降 0.1%。汽车制造业价格下降 0.9%，其中汽柴油车整车制造价格下降 1.9%，新能源车整车制造价格环比连续下降 12 个月后转为上涨 0.6%。消费品制造业价格有涨有降，其中文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 1.1%；农副食品加工业价格下降 0.6%。

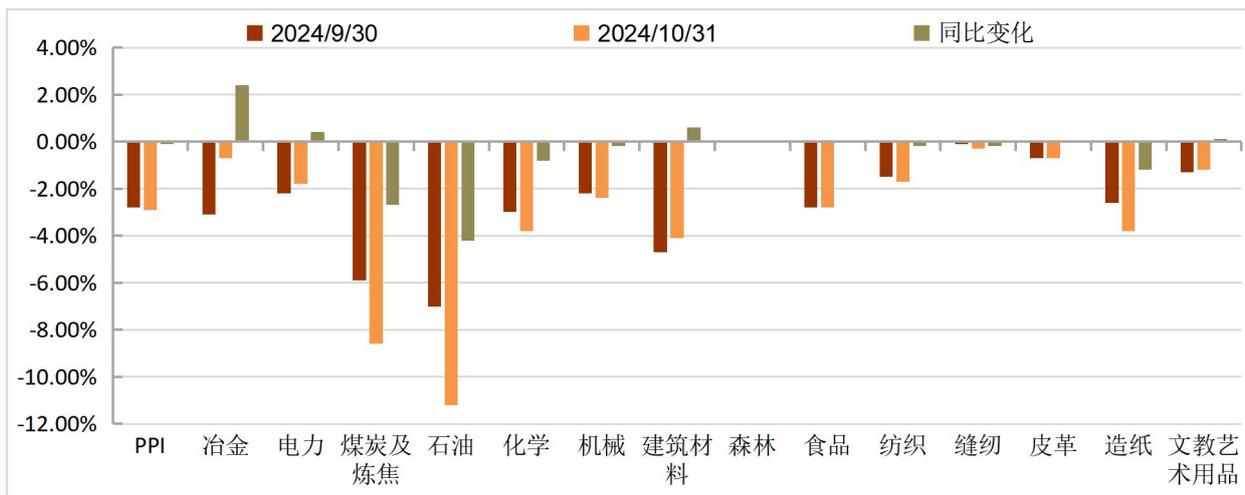
图表 11 工业生产者出厂价格指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，PPI下降2.9%，降幅比上月扩大0.1个百分点。其中，生产资料价格下降3.3%，降幅与上月相同；生活资料价格下降1.6%，降幅扩大0.3个百分点。调查的主要行业中，价格降幅扩大的有：石油和天然气开采业下降14.6%，扩大4.5个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业下降13.9%，扩大4.5个百分点；煤炭开采和洗选业下降5.6%，扩大3.0个百分点；化学原料和化学制品制造业下降5.6%，扩大1.5个百分点；农副食品加工业下降5.0%，扩大0.1个百分点；汽车制造业下降3.1%，扩大0.8个百分点。价格降幅收窄的有：黑色金属冶炼和压延加工业下降7.5%，收窄3.6个百分点；非金属矿物制品业下降4.7%，收窄0.4个百分点；电气机械和器材制造业下降2.7%，收窄0.4个百分点。上述9个行业合计影响PPI同比下降约2.43个百分点，超过总降幅的八成，对PPI的下拉作用比上月扩大0.21个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨8.3%，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨5.8%，涨幅比上月分别扩大2.4和1.2个百分点。

图表 12 PPI 分类别同比及变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、社会消费品零售总额年底持续反弹

10 月份，社会消费品零售总额 45396 亿元，同比增长 4.8%，增速比上月加快 1.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 40944 亿元，增长 4.9%。1—10 月份，社会消费品零售总额 398960 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 359039 亿元，增长 3.9%。按经营单位所在地分，10 月份，城镇消费品零售额 39255 亿元，同比增长 4.7%；乡村消费品零售额 6141 亿元，增长 4.9%。1—10 月份，城镇消费品零售额 345124 亿元，增长 3.4%；乡村消费品零售额 53836 亿元，增长 4.4%。按消费类型分，10 月份，商品零售额 40444 亿元，同比增长 5.0%；餐饮收入 4952 亿元，增长 3.2%。1—10 月份，商品零售额 354593 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 44367 亿元，增长 5.9%。

图表 13 社会消费品零售总额同比

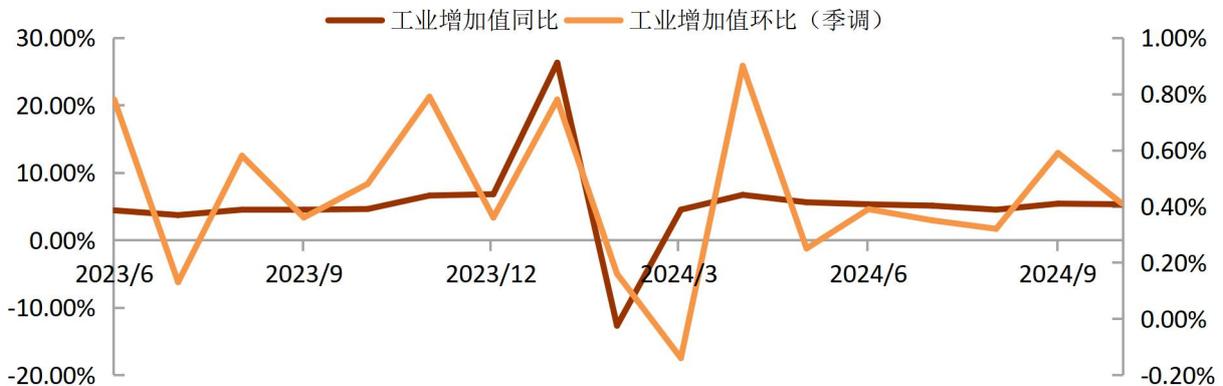


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、工业增加值全年平稳增长

10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，10 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.41%。1—10 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%。

图表 14 规模以上工业增加值

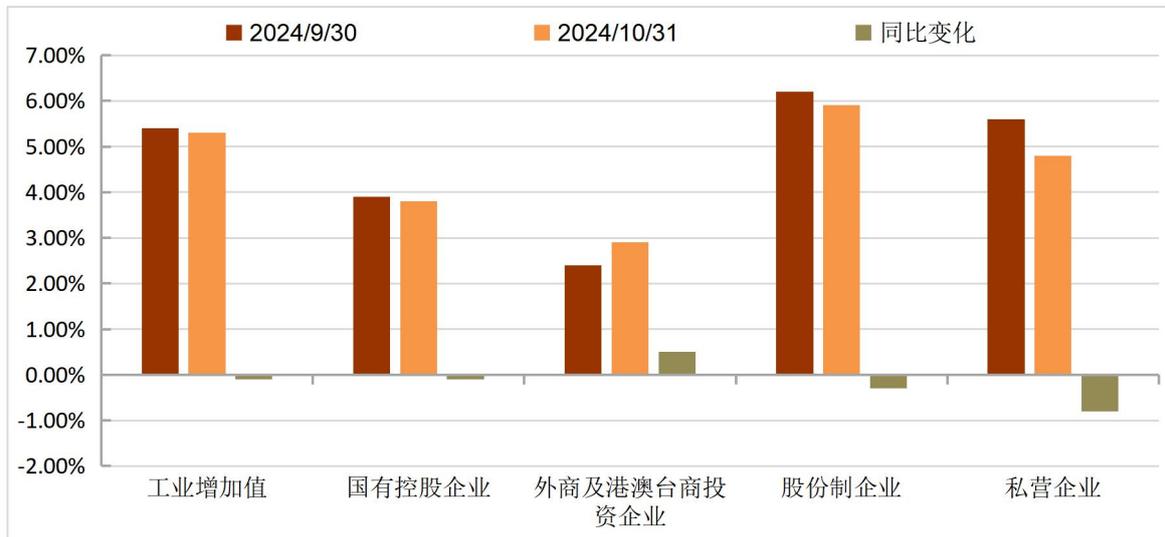


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分行业看，10月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长4.5%，石油和天然气开采业增长5.8%，农副食品加工业增长1.3%，酒、饮料和精制茶制造业增长3.0%，纺织业增长3.8%，化学原料和化学制品制造业增长6.9%，非金属矿物制品业下降2.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长4.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长7.7%，通用设备制造业增长2.4%，专用设备制造业增长3.0%，汽车制造业增长6.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长4.4%，电气机械和器材制造业增长5.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.5%，电力、热力生产和供应业增长5.5%。

分产品看，10月份，规模以上工业619种产品中有343种产品产量同比增长。其中，钢材11941万吨，同比增长3.5%；水泥17498万吨，下降7.9%；十种有色金属669万吨，增长0.6%；乙烯273万吨，下降5.5%；汽车295.4万辆，增长4.8%，其中新能源汽车142.8万辆，增长48.6%；发电量7310亿千瓦时，增长2.1%；原油加工量5954万吨，下降4.6%。

图表 15 工业增加值分类型



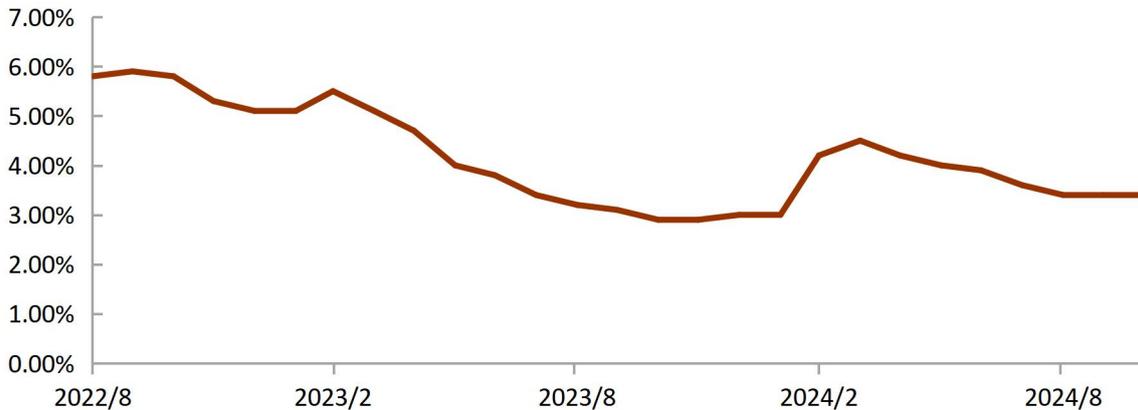
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、固定资产投资先高后低

2024年1—10月份，全国固定资产投资（不含农户）423222亿元，同比增长3.4%（按可比口径计算），其中，民间固定资产投资212775亿元，下降0.3%。从环比看，10月份固定资产投资（不含农户）增长0.16%。

分产业看，第一产业投资7882亿元，同比增长2.5%；第二产业投资145633亿元，增长12.2%；第三产业投资269707亿元，下降0.9%。第二产业中，工业投资同比增长12.3%。其中，采矿业投资增长13.2%，制造业投资增长9.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长24.1%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.3%。其中，水利管理业投资增长37.9%，航空运输业投资增长19.2%，铁路运输业投资增长14.5%。

图表 16 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比



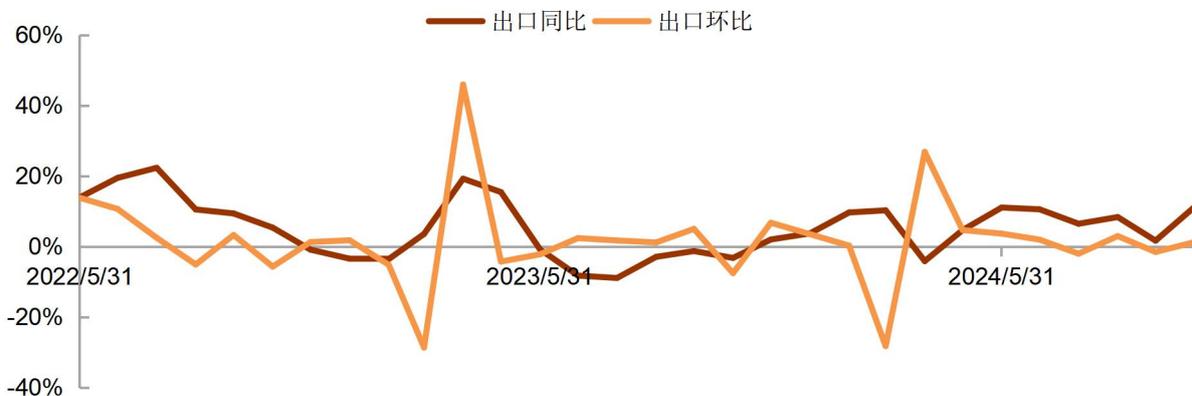
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

7、出口数据韧性十足

2024 年前 10 个月,我国货物贸易(下同)进出口总值 36.02 万亿元,同比(下同)增长 5.2%。其中,出口 20.8 万亿元,增长 6.7%;进口 15.22 万亿元,增长 3.2%;贸易顺差 5.58 万亿元,扩大 17.6%。按美元计价,前 10 个月,我国进出口总值 5.07 万亿美元,增长 3.7%。其中,出口 2.93 万亿美元,增长 5.1%;进口 2.14 万亿美元,增长 1.7%;贸易顺差 7852.7 亿美元,扩大 15.8%。

从市场分布看,海关统计数据显示,前 10 个月,东盟为我国第一大贸易伙伴,我国与东盟贸易总值为 5.67 万亿元,增长 8.8%,占我国外贸总值的 15.7%。我国与欧盟贸易总值为 4.64 万亿元,增长 1.2%,占 12.9%。美国为我国第三大贸易伙伴,我国与美国贸易总值为 4.01 万亿元,增长 4.4%,占 11.1%。韩国为我国第四大贸易伙伴,我国与韩国贸易总值为 1.91 万亿元,增长 6.7%,占 5.3%。同期,我国对共建“一带一路”国家合计进出口 16.94 万亿元,增长 6.2%。其中,出口 9.48 万亿元,增长 8%;进口 7.46 万亿元,增长 3.9%。

图表 17 出口总值(人民币计价)



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

前 10 个月，我国出口机电产品 12.36 万亿元，增长 8.5%，占我国出口总值的 59.4%。其中，自动数据处理设备及其零部件 1.2 万亿元，增长 10.9%；集成电路 9311.7 亿元，增长 21.4%；手机 7539.7 亿元，下降 0.9%；汽车 6985.4 亿元，增长 20%。

图表 18 重点产品出口金额(人民币计价)：亿元

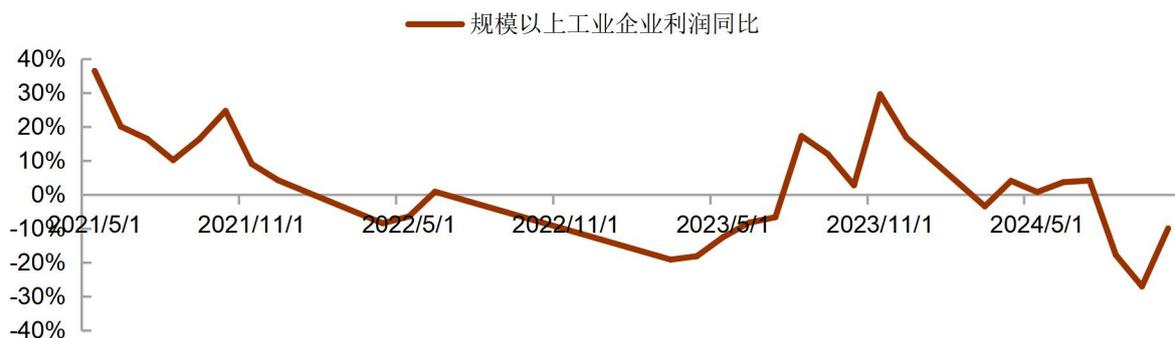


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

8、规模以上工业企业利润大幅下行

1—10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 58680.4 亿元，同比下降 4.3%（按可比口径计算）。1—10 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 18530.9 亿元，同比下降 8.2%；股份制企业实现利润总额 43718.5 亿元，下降 5.7%；外商及港澳台投资企业实现利润总额 14559.0 亿元，增长 0.9%；私营企业实现利润总额 16501.7 亿元，下降 1.3%。1—10 月份，采矿业实现利润总额 9845.3 亿元，同比下降 12.7%；制造业实现利润总额 42223.1 亿元，下降 4.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 6612.0 亿元，增长 11.5%。1—10 月份，主要行业利润情况如下：有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 40.0%，电力、热力生产和供应业增长 13.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.4%，纺织业增长 5.3%，农副食品加工业增长 2.8%，通用设备制造业下降 0.1%，石油和天然气开采业下降 1.8%，汽车制造业下降 3.2%，电气机械和器材制造业下降 5.1%，专用设备制造业下降 5.2%，化学原料和化学制品制造业下降 7.7%，煤炭开采和洗选业下降 23.7%，非金属矿物制品业下降 49.6%，石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业同比由盈转亏。

图表 19 规模以上工业企业:利润总额:当月同比



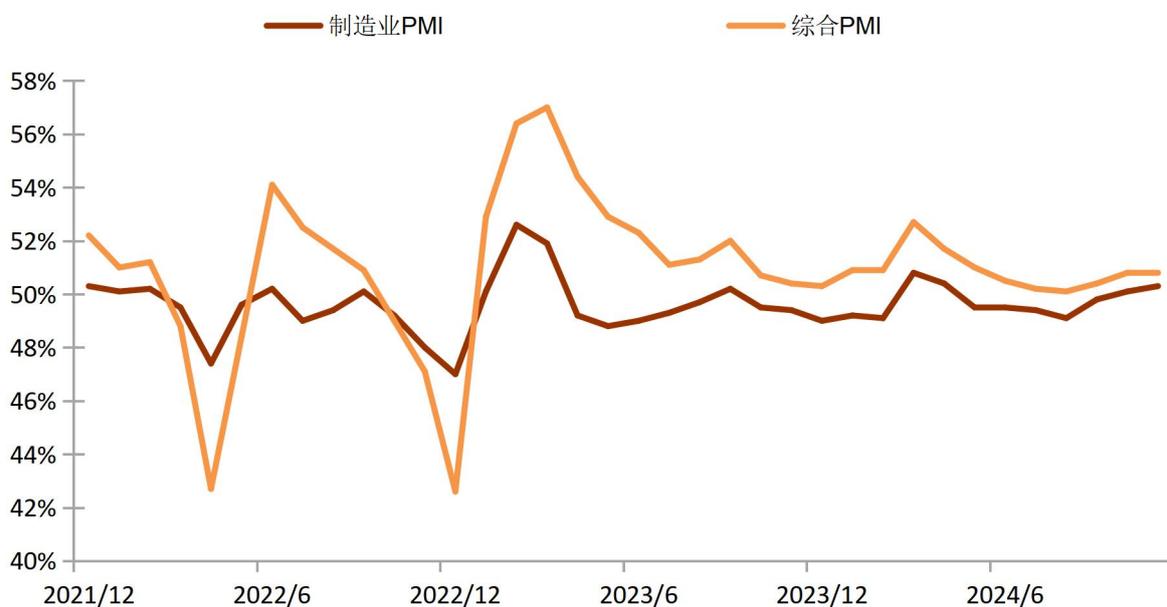
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

9、制造业 PMI 9 月见底反弹

11 月份, 制造业采购经理指数为 50.3%, 比上月上升 0.2 个百分点; 非制造业商务活动指数为 50.0%, 比上月下降 0.2 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 50.8%, 与上月持平, 我国经济景气水平总体保持稳定扩张。

从企业规模看, 大型企业 PMI 为 50.9%, 比上月下降 0.6 个百分点, 高于临界点; 中型企业 PMI 为 50.0%, 比上月上升 0.6 个百分点, 位于临界点; 小型企业 PMI 为 49.1%, 比上月上升 1.6 个百分点, 低于临界点。

图表 20 制造业 PMI、综合 PMI

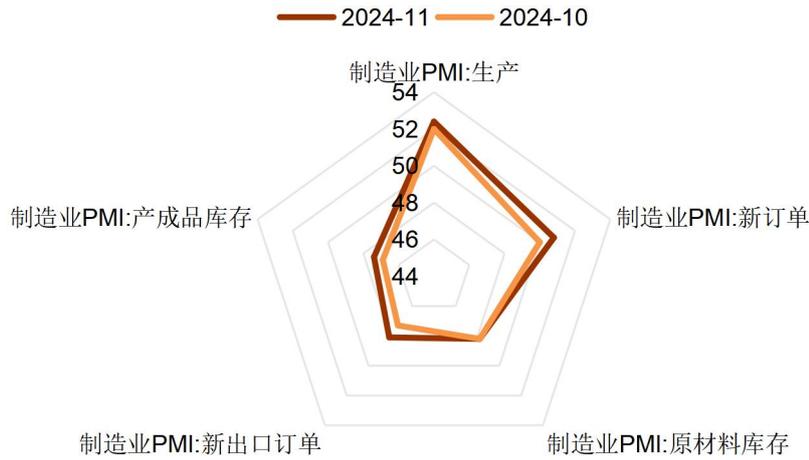


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

从分类指数看, 在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中, 生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点, 原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为

52.4%，比上月上升0.4个百分点，表明制造业企业生产活动进一步加快。新订单指数为50.8%，比上月上升0.8个百分点，表明制造业市场需求景气水平有所回升。原材料库存指数为48.2%，与上月持平，仍低于临界点，表明制造业主要原材料库存量较上月下降。从业人员指数为48.2%，比上月下降0.2个百分点，表明制造业企业用工景气度有所回落。供应商配送时间指数为50.2%，比上月上升0.6个百分点，高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

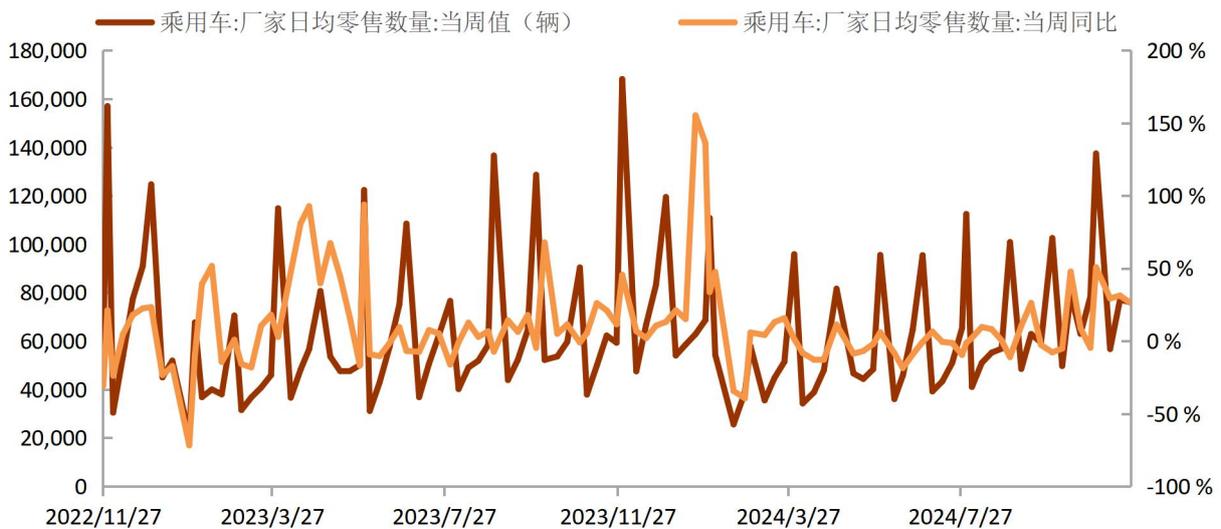
图表 21 制造业 PMI 分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

10、其他重点关注数据

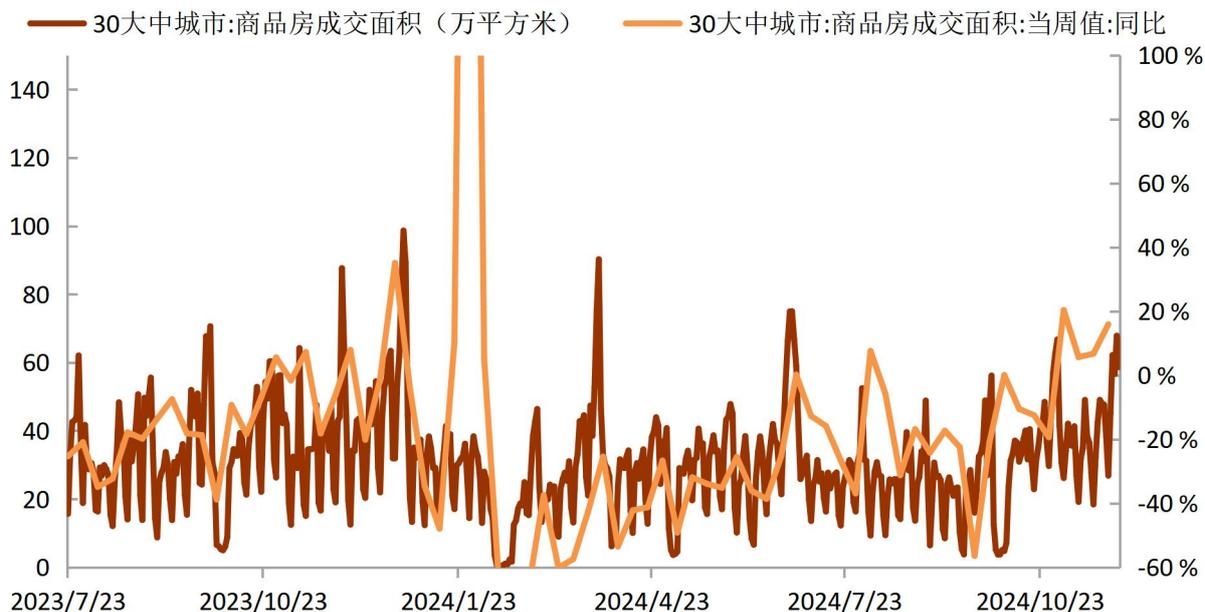
图表 22 乘用车厂家零售



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

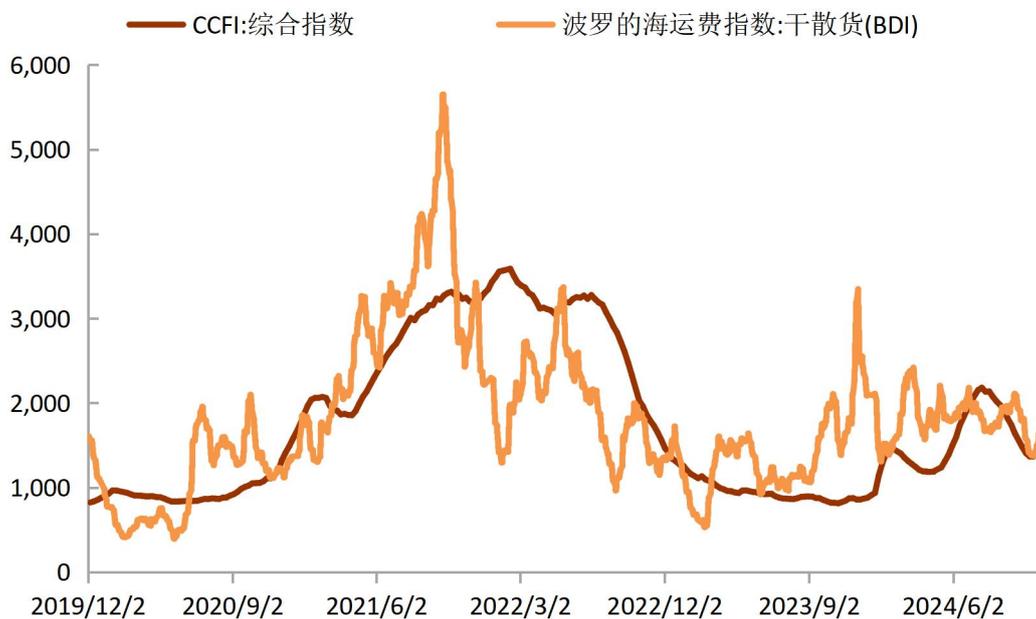
敬请参阅最后一页免责声明

图表 23 商品房成交面积（30 大中城市）



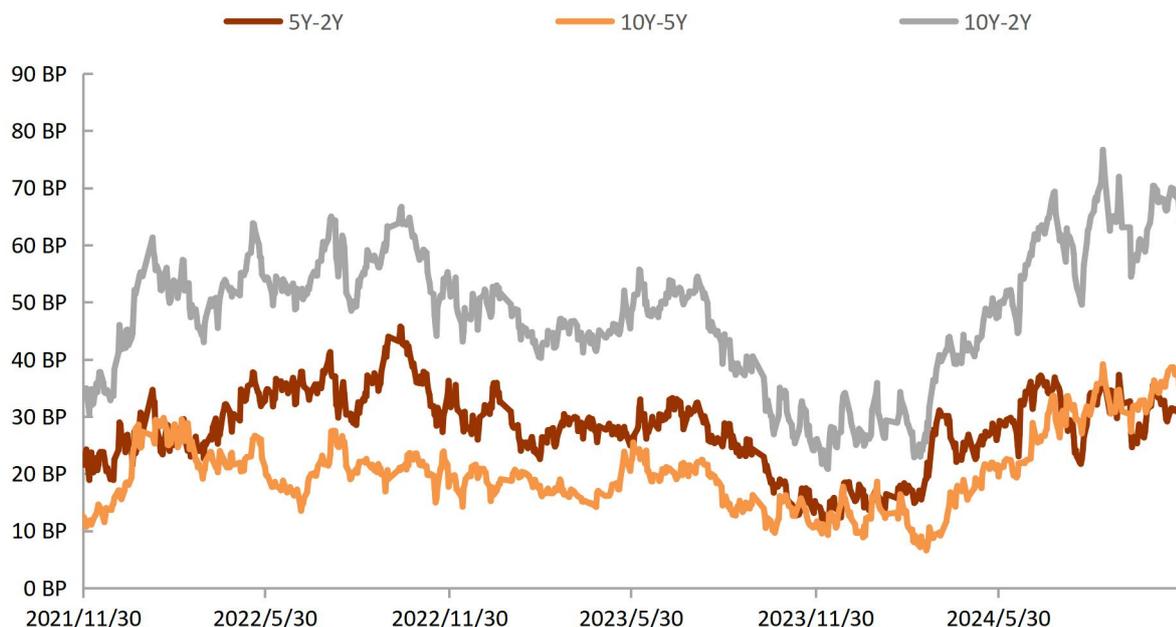
资料来源： iFinD，铜冠金源期货

图表 24 航运指数



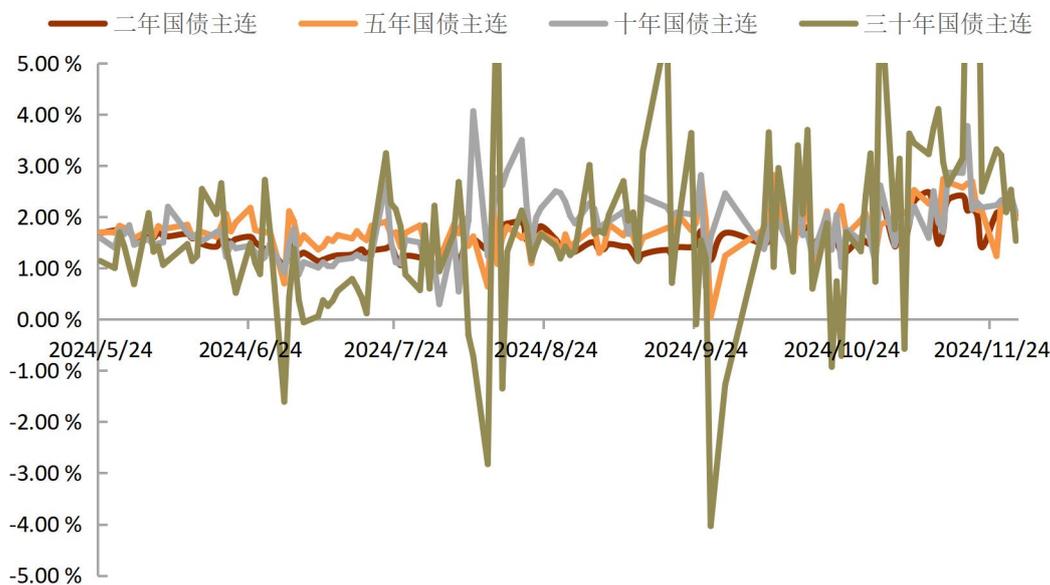
资料来源： iFinD，铜冠金源期货

图表 25 期限利差



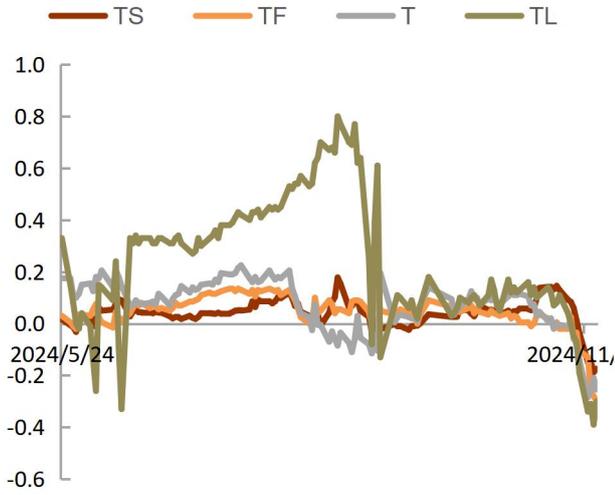
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 主力合约最廉 IRR

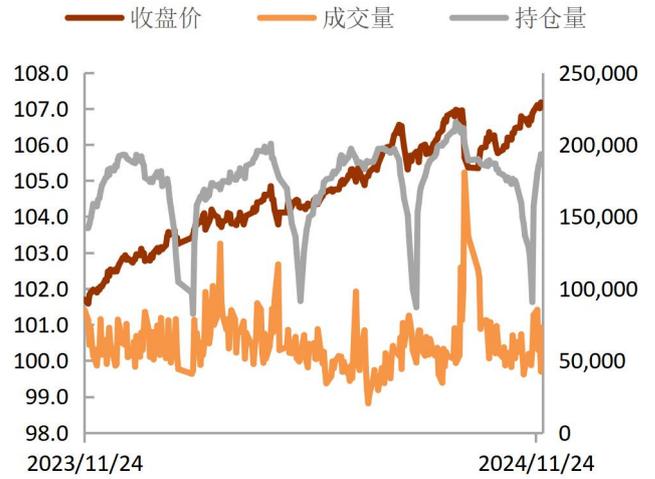


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国债期货跨期价差 (当季-下季)

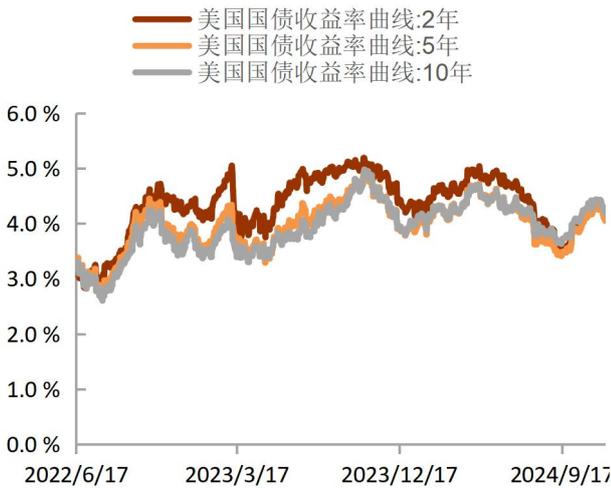


图表 28 T 主连收盘价、成交量、持仓量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 美国国债收益率曲线



图表 30 人民币汇率

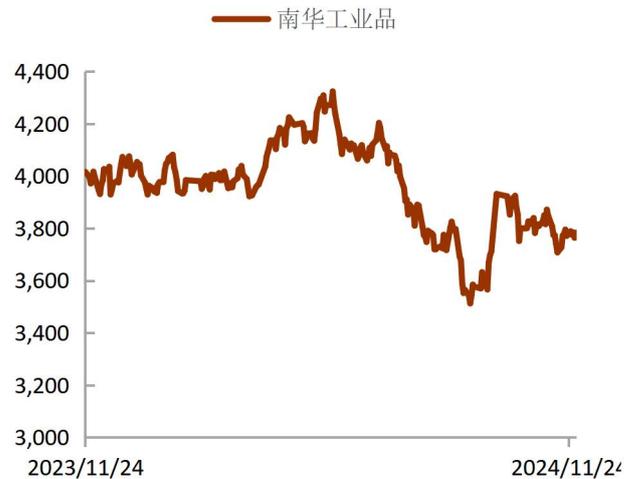


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 市场价：猪肉



图表 32 南华工业品指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，11月同比大幅增长，刺激消费相关政策效果开始显现，预计消费数据有望持续恢复。二是30城商品房成交面积在11月亦明显改善，同比增长反弹至20%以上，期待后续政策持续加码验证本轮反弹持续性。三是外贸方面，CCFI指数在抢出口行情下，在特朗普当选后持续反弹但明年存在一定不确定性。波罗的海干散货指数则持续下行。四是猪肉价格年底持续下行，同比保持稳定，预计短期CPI仍然维持温和上涨态势。五是南华工业品指数横盘震荡，未来走势仍需关注政策力度及方向。

海外方面，从欧洲（乌克兰）到中东（叙利亚、以色列）再到亚洲（韩国）世界局势不可谓不混乱，地缘风险持续高企，而目前相对稳定的仅有中美两大国，但特朗普就职前对抗就已在不断升温，就职后对抗烈度仍将以升高开场。美国方面短期看已进入降息周期，但美债发行压力仍然高企，如贸然大幅降息导致强势美元周期结束，则有可能带来通胀再次反弹，因此美债收益率下行过程可能会远慢于市场预期。

展望2025年，随着国内半导体关键技术突破并开始对美进行相关出口制裁，中美对抗可能进入新的阶段。同时随着特朗普就职，无论其真实目的如何，必然以高压开局，因此海外风险仍然较高，在此背景下为保经济发展资金面大概率维持宽松。但外部高风险恰恰倒逼国内相关改革及内需刺激措施出台，因此我们较为看好明年政策刺激力度，而近期官媒也提到中国仍有扩大举债和财政赤字的空间，均暗示未来刺激政策可期。而市场方面当前30Y国债现券收益率已与日本倒挂，即使有人口老龄化及政策利率下调等因素，但无论是年轻人口比重还是政策利率水平均远高于日本，30Y为代表的超长债收益率还有多少下行空间值得深思。未来债市走势的关键依然是政策取向，如政策诚意十足，刺激效果明显则可参考08年金融危机后国内债市走势。而根据历史经验我们愿意相信政府有能力改变目前经济发展中的各种问题，因此未来债市存在较大潜在利空。因此策略方面我们依然建议以防守型策略为主，尤其需要注意控制久期及杠杆相关风险。

风险点：政策刺激超预期、房地产及股市持续上涨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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）
传真：021-68550055

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
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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

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

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。