

2023年12月4日



货币政策缺位，关注年底重要会议

核心观点及策略

- 宏观方面，11月官方制造业PMI小幅走低，但财新制造业PMI则意外走高，与官方数据形成背离，未来复苏能否持续仍需观察。高频数据方面：30城商品房成交面积在11月底给市场带来惊喜，尤其是11月29日成交面积高达87.63万平米，创出今年6月以来新高。
- 海外方面，美联储主席鲍威尔近期表示，美联储面临的两种风险，即加息过多、导致经济放缓超过必要程度，以及加息不够、无法控制通胀，已经变得“更加平衡”。鲍威尔发言后，金融市场加大了对美联储将在3月开始降息以及到明年底政策利率将低于4%的押注。
- 整体来看，我们认为当前债市方向并不明确，但地产及出口相关的高频数据的回暖则表明复苏进程仍在继续，本月中央经济工作会议及政治局会议即将召开，我们认为两大会议将给来年发展指明方向，我们目前则更倾向于明年财政及基建、地产发力，而非近两年的以货币宽松及减税为主要刺激手段。
- 风险点：房地产数据持续反弹、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

☎ 021-68556855

✉ 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、2023年10月债市行情回顾.....	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.....	6
3、存单一级发行利率持续上行.....	7
三、基本面分析.....	7
1、政府债多发，社融走高.....	7
2、CPI继续走弱.....	9
3、PPI环比由涨转平.....	11
4、社会消费品零售总额同比继续回升.....	13
5、工业增加值稳中向好.....	14
6、固定资产投资未来可期.....	15
7、出口环比走弱.....	16
8、工业企业利润延续恢复.....	17
9、制造业PMI再度走弱.....	18
10、其他重点关注数据.....	20
四、行情展望.....	24

图表目录

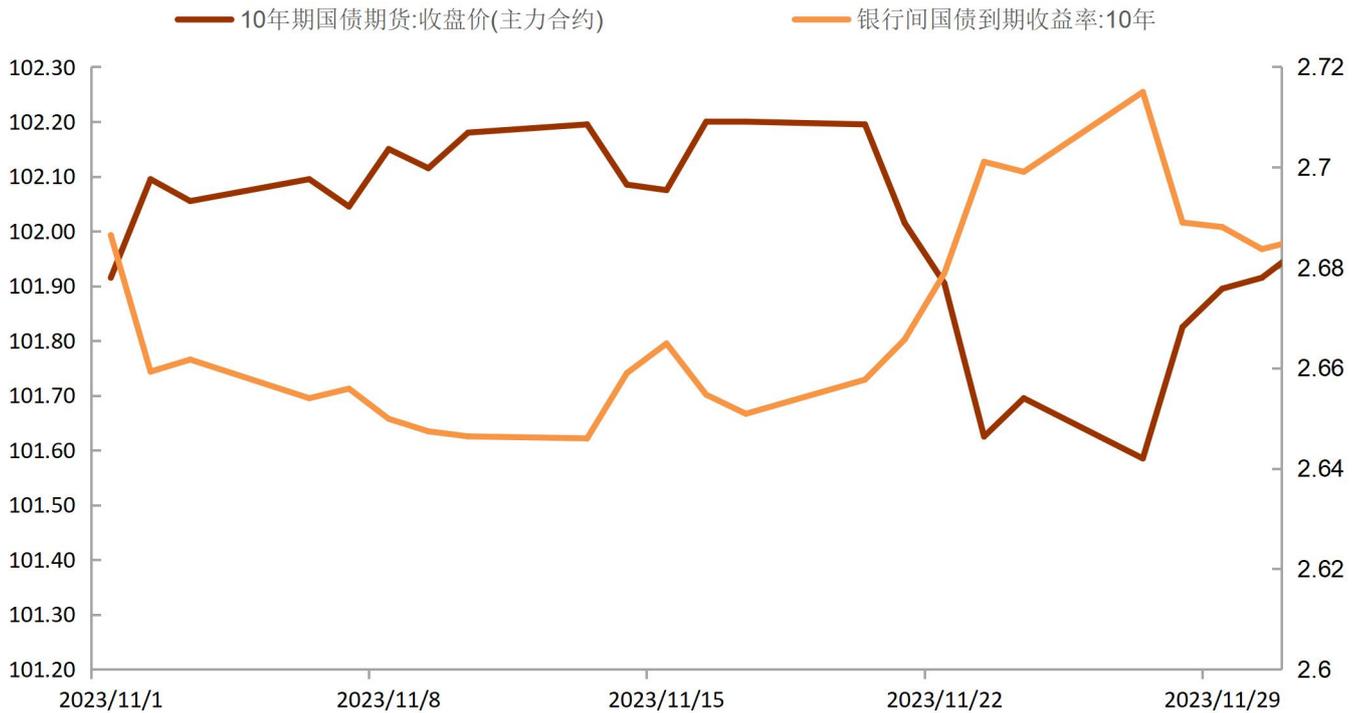
图表 1	国债期货及现券走势.....	4
图表 2	国债收益率曲线.....	5
图表 3	资金市场概况.....	6
图表 4	央行公开市场操作概况.....	6
图表 5	存单一级市场概况.....	7
图表 6	金融数据概览.....	8
图表 7	新增额同比变化（亿元）.....	8
图表 8	社融-M2.....	9
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅.....	10
图表 10	CPI 分项同比及变化.....	11
图表 11	工业生产者出厂价格指数.....	12
图表 12	PPI 分类别同比及变化.....	13
图表 13	社会消费品零售总额同比.....	14
图表 14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

一、2023 年 10 月债市行情回顾

2023 年 11 月，债市总体处于横盘震荡，以 10 年期国债期货主力合约 T2403 看，其上半月以温和上涨为主，主要原因为 10 月经济数据走弱，叠加国债供给压力临近，市场对货币政策期待持续升温，但货币政策缺位后叠加人大提出货币资金在银行间空转问题，债市开始快速下跌，但临近月底央行公开市场投放力度加大，银行间资金面开始转松，债市于月底开启一波小幅反弹行情。

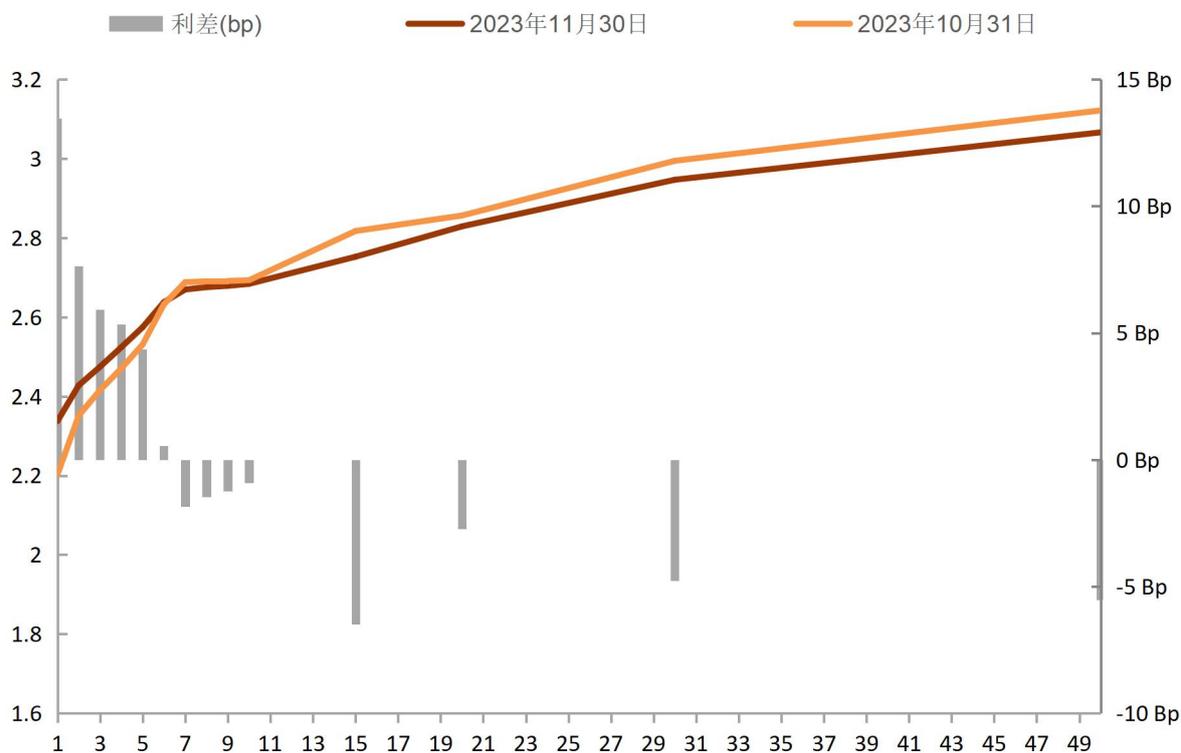
全月来看十年期国债期货主力合约 T2403，全月振幅 0.58%，最高价 102.145，最低价 101.560，终止价 101.915，全月上涨 0.325。十年期国债活跃券 230018 收益率收于 2.6835% 较 10 月 28 日下行 0.4BP。

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



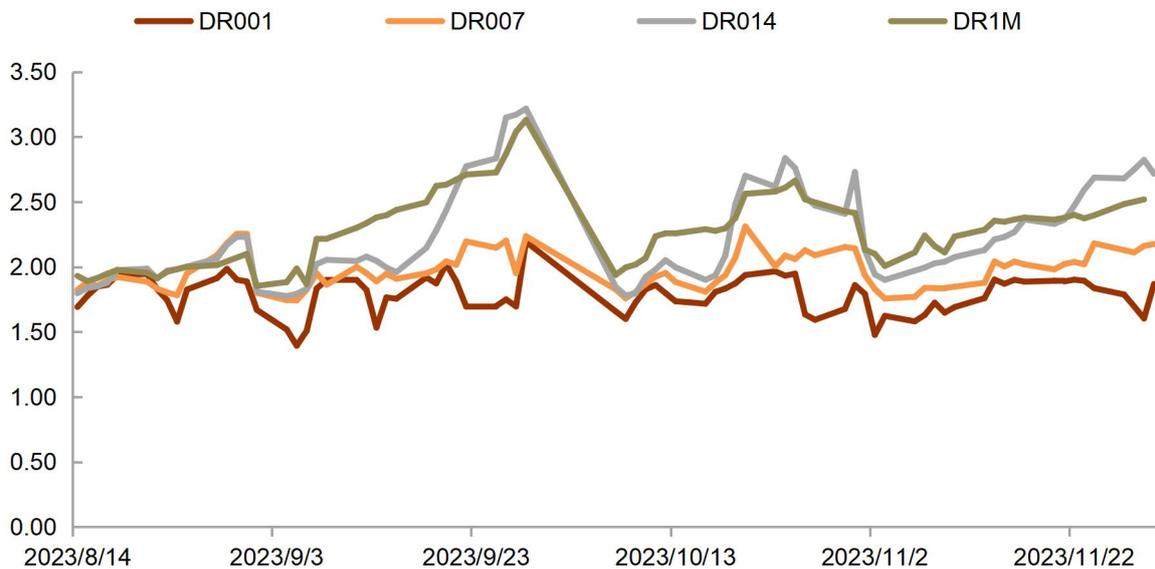
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、资金面分析

1、DR001、DR007 等加权成交利率

11月受存单一级市场持续提价及政府债券供给压力加大，各期限资金月初开始便持续走高，但与此同时受上月跨月资金危机影响，市场各参与主体均选择提前跨月，因此11月下旬开始以DR014为代表的跨月资金利率走高最为迅速。但随着月底临近央行公开市场操作持续投放，叠加上大部分机构已提前完成跨月，月底出行隔夜无人问津现象，DR001加权成交价格于月底快速走低，11月也成为近几个月以来跨月最为轻松的一个月。

图表 3 资金市场概况

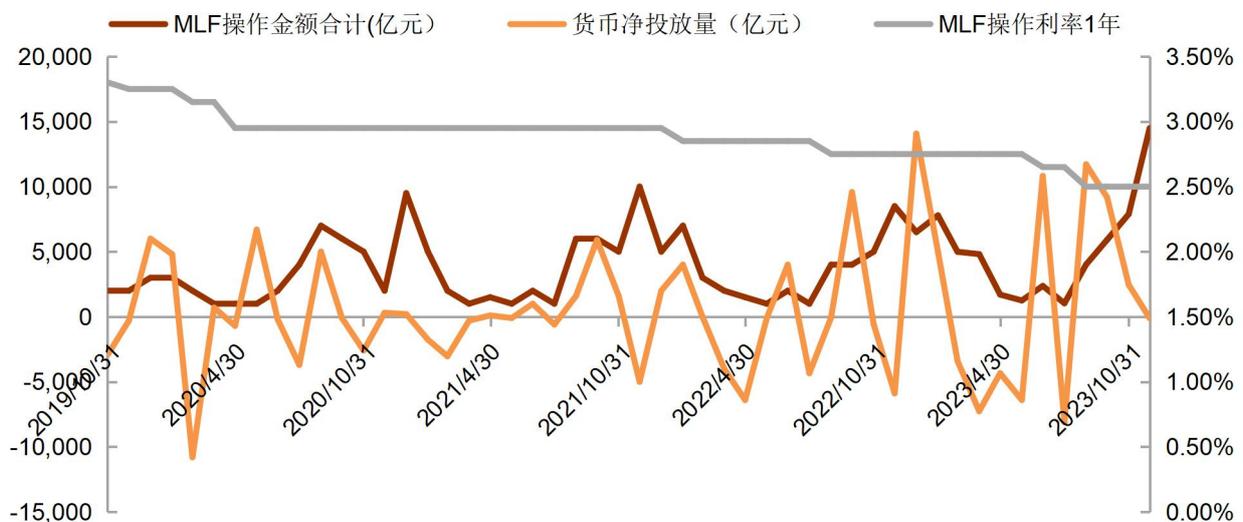


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、央行公开市场操作

11月央行投放力度不减，MLF续作金额更是来到了14500亿元的天量，但由于到期量同样较大，当月公开市场合计反而为净回笼120亿元。同时此前市场预期较高的降准、降息均未落地，因此对于债市而言总体属于中性。

图表 4 央行公开市场操作概况



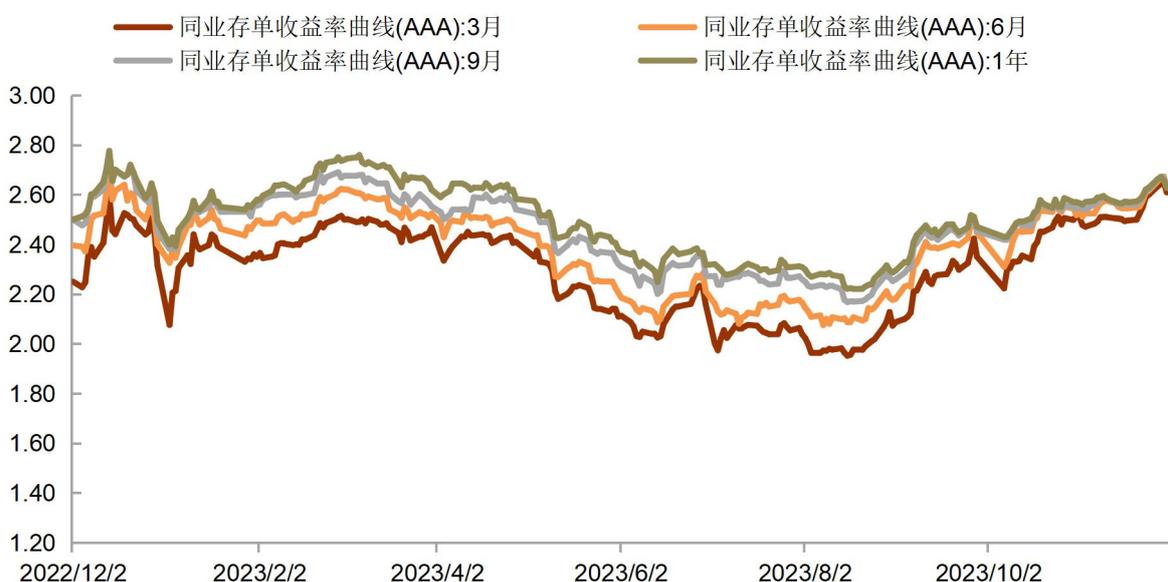
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

3、存单一级发行利率持续上行

11月存单一级发行利率继续维持全线上行态势，在此带动下短端利率债受到明显压制。本月3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率分别上行至2.6094%、2.6342%、2.6295%、2.6268%，期间虽有传闻监管窗口知道存单发行利率，但在政府债供给压力下还是未能扭转存单一级发行利率上行趋势。而在存单一级发行利率上行压制下短端国债表现明显不如长短，导致利率债收益率曲线继续维持平坦。

图表 5 存单一级市场概况



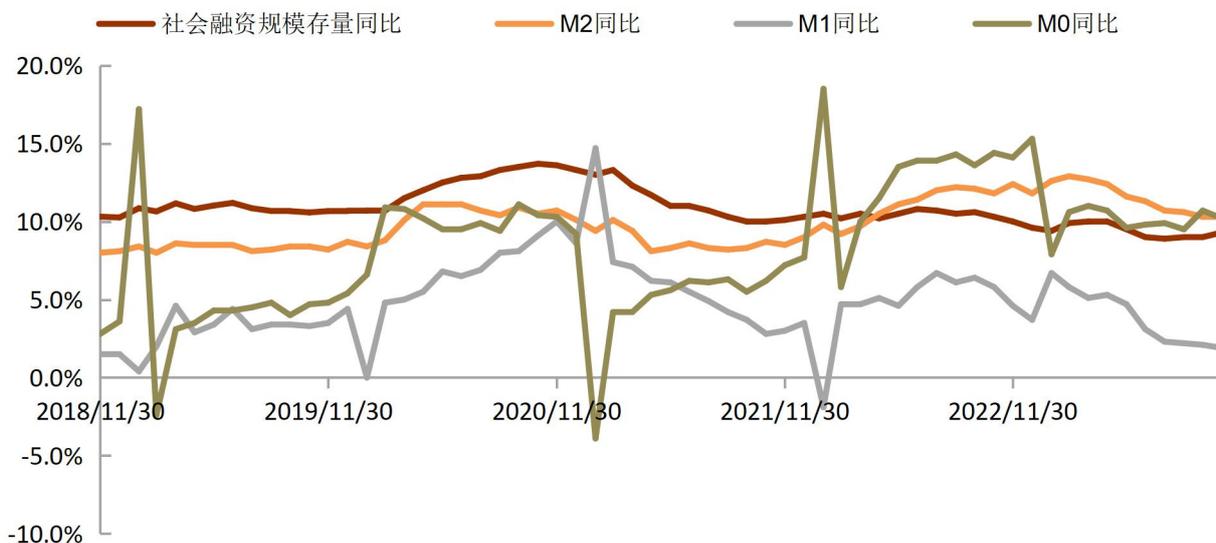
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、政府债多发，社融走高

初步统计，2023年10月末社会融资规模存量为374.17万亿元，同比增长9.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为233.26万亿元，同比增长10.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.78万亿元，同比下降16.7%；委托贷款余额为11.31万亿元，同比增长0.5%；信托贷款余额为3.85万亿元，同比下降0.3%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.65万亿元，同比下降1.8%；企业债券余额为31.44万亿元，同比下降0.7%；政府债券余额为67.71万亿元，同比增长14.3%；非金融企业境内股票余额为11.34万亿元，同比增长8.9%。

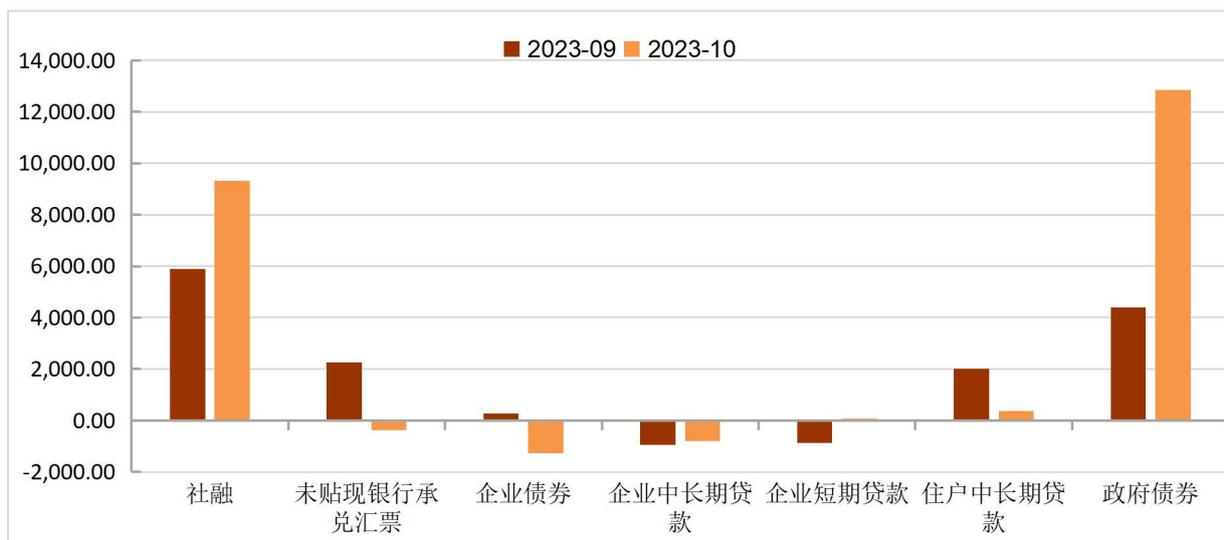
图表 6 金融数据概览



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%，同比高0.8个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.5%，同比低0.1个百分点；委托贷款余额占比3%，同比低0.3个百分点；信托贷款余额占比1%，同比低0.1个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比0.7%，同比低0.1个百分点；企业债券余额占比8.4%，同比低0.8个百分点；政府债券余额占比18.1%，同比高0.8个百分点；非金融企业境内股票余额占比3%，同比持平。

图表 7 新增额同比变化（亿元）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

虽然10月社融增量主要依靠政府债券发行，同时居民部门数据表现疲软，但从货币供

给与需求关系看，则出行了改善迹象，而以往对债市影响较大的社融-M2 剪刀差也在此影响下持续修复，因此在总量及供需关系修正下，结构上的不足并不能对债市构成明确利多。

图表 8 社融-M2



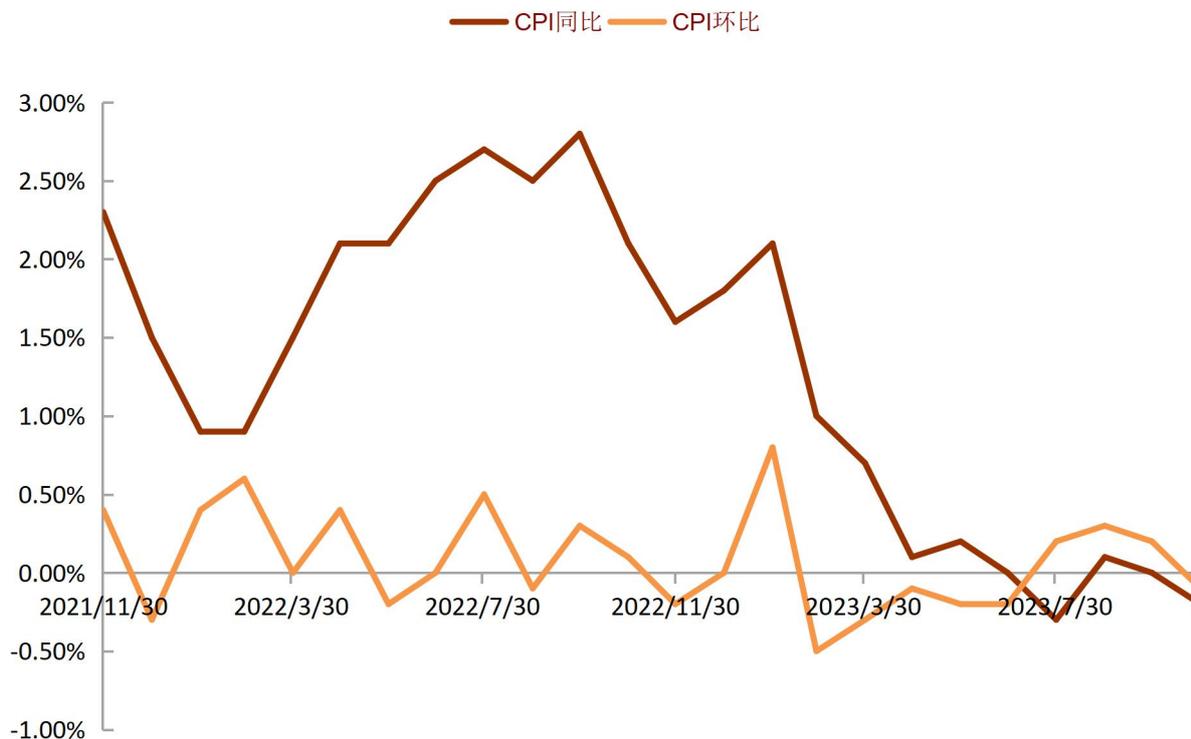
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、CPI 继续走弱

10 月份，受天气晴好农产品供应充足、节后消费需求回落等因素影响，CPI 略有下降。

从环比看，CPI 下降 0.1%。其中，食品价格由上月上涨 0.3%转为下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点，是带动 CPI 环比由涨转降的主要原因。食品中，10 月份全国大部分地区天气晴好，农产品供应总体充足，加之节后消费需求有所回落，鲜活食品价格大多下降，其中鸡蛋、猪肉、鲜菜和水产品价格分别下降 4.3%、2.0%、1.9%和 1.4%，均呈季节性回落，合计影响 CPI 下降约 0.13 个百分点。非食品价格由上月上涨 0.2%转为持平。非食品中，受国际油价波动影响，国内汽油价格上涨 1.8%；节后出行需求回落，飞机票和旅游价格分别下降 7.7%和 0.3%。

图表 9 全国居民消费价格涨跌幅

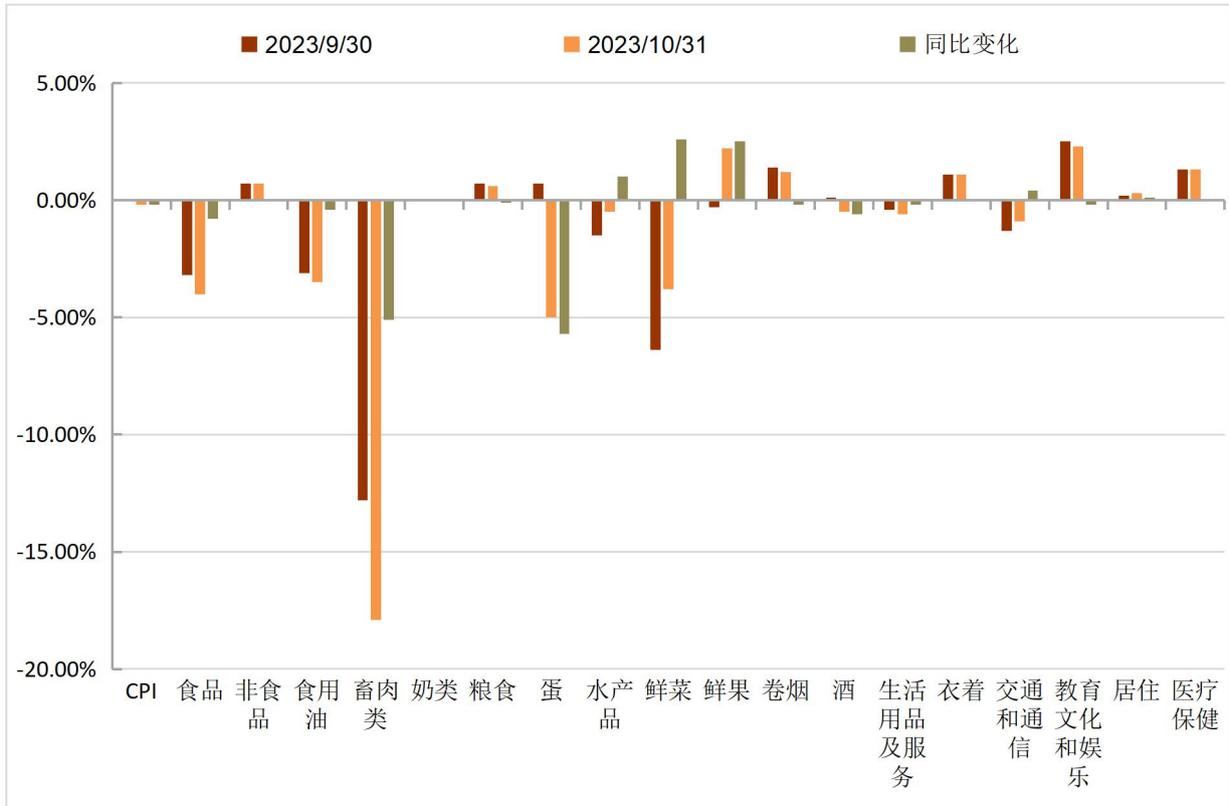


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，CPI下降0.2%，主要是因为食品价格降幅扩大。食品价格下降4.0%，降幅比上月扩大0.8个百分点，影响CPI下降约0.75个百分点。食品中，猪肉价格下降30.1%，降幅扩大8.1个百分点，影响CPI下降约0.55个百分点；鸡蛋、牛羊肉、鲜菜和食用油价格也下降较多，降幅在3.5%—6.4%；鲜果价格由上月下降0.3%转为上涨2.2%。非食品价格上涨0.7%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.57个百分点。非食品中，工业消费品价格下降0.1%，降幅收窄0.2个百分点，其中汽油价格由上月下降1.2%转为上涨1.8%；服务价格上涨1.2%，涨幅回落0.1个百分点，其中旅游和飞机票价格分别上涨11.0%和5.1%，涨幅均有回落。

据测算，在10月份0.2%的CPI同比降幅中，翘尾影响约为-0.2个百分点，与上月相同；今年价格变动的新影响约为0，比上月回落0.2个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅略有回落。

图表 10 CPI 分项同比及变化



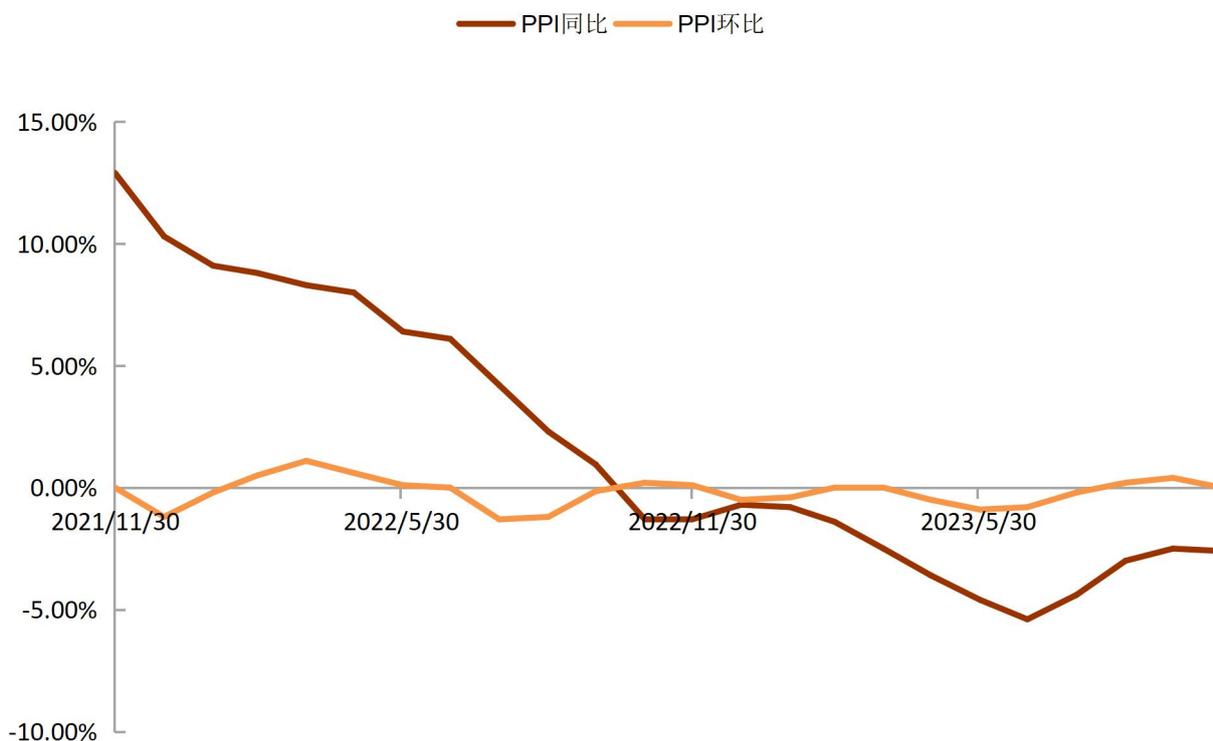
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 环比由涨转平

10 月份，工业生产经营活动保持扩张，受国际原油、有色金属价格波动及上年同期对比基数走高等因素影响，全国 PPI 环比由涨转平，同比降幅略有扩大。

从环比看，PPI 由上月上涨 0.4% 转为持平。其中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.1%。受国际原油和有色金属价格波动影响，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨 2.8%、2.5%，涨幅分别回落 1.3、0.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格由上月上涨 1.2% 转为下降 0.2%。煤炭需求增加、供给偏紧，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.4%，涨幅扩大 2.3 个百分点。钢材、水泥供应相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.6%，水泥制造价格下降 0.1%。装备制造业中，新能源乘用车价格上涨 0.1%；计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.3%。另外，电力热力生产和供应业价格下降 0.7%，农副食品加工业价格下降 0.4%。

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 2.6%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。同比降幅扩大，主要是受上年同期对比基数走高影响。其中，生产资料价格下降 3.0%，降幅与上月相同；生活资料价格下降 0.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。主要行业中，价格降幅扩大的有：非金属矿物制品业下降 7.6%，扩大 0.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 5.2%，扩大 0.2 个百分点。价格降幅收窄的有：煤炭开采和洗选业下降 15.4%，收窄 0.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业下降 6.9%，收窄 0.2 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业下降 3.8%，收窄 2.9 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.6%，涨幅回落 0.1 个百分点；石油和天然气开采业价格由上月下降 3.3% 转为上涨 1.7%。另外，新能源乘用车价格下降 4.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 2.9%。

据测算，在 10 月份 2.6% 的 PPI 同比降幅中，翘尾影响约为 -0.4 个百分点，上月为 -0.2 个百分点；今年价格变动的新影响约为 -2.2 个百分点，上月为 -2.3 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同比继续回升

10 月份，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 39198 亿元，增长 7.2%。1—10 月份，社会消费品零售总额 385440 亿元，同比增长 6.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 346472 亿元，增长 7.0%。

按经营单位所在地分，10 月份，城镇消费品零售额 37479 亿元，同比增长 7.4%；乡村消费品零售额 5854 亿元，增长 8.9%。1—10 月份，城镇消费品零售额 333889 亿元，同比增长 6.8%；乡村消费品零售额 51551 亿元，增长 7.6%。

按消费类型分，10 月份，商品零售 38533 亿元，同比增长 6.5%；餐饮收入 4800 亿元，增长 17.1%。1—10 月份，商品零售 343535 亿元，同比增长 5.6%；餐饮收入 41905 亿元，增长 18.5%。

图表 13 社会消费品零售总额同比

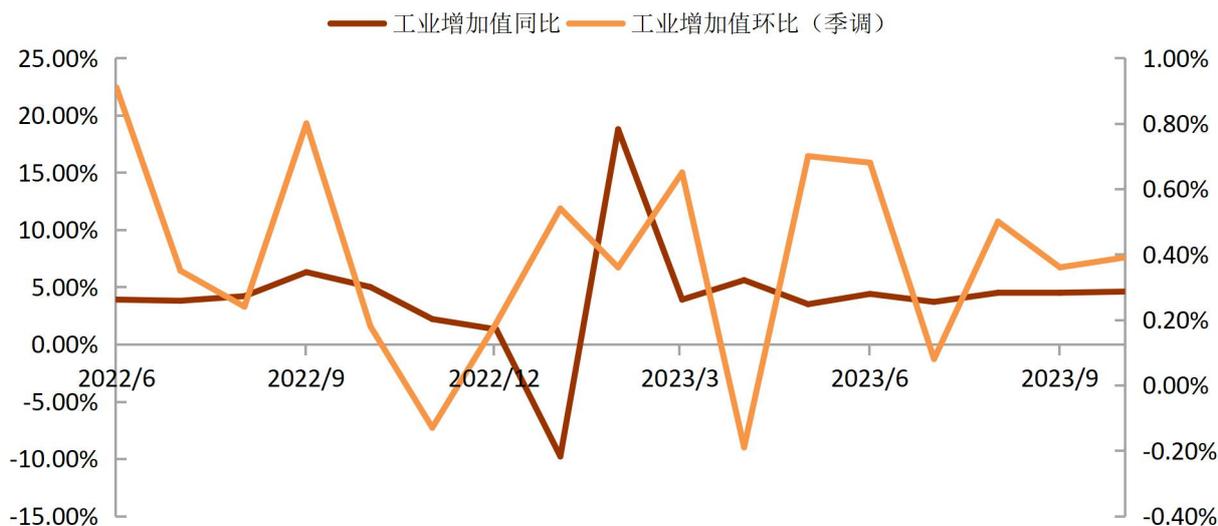


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、工业增加值稳中向好

10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.6%（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 0.39%。1—10 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.1%。

图表 14 规模以上工业增加值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

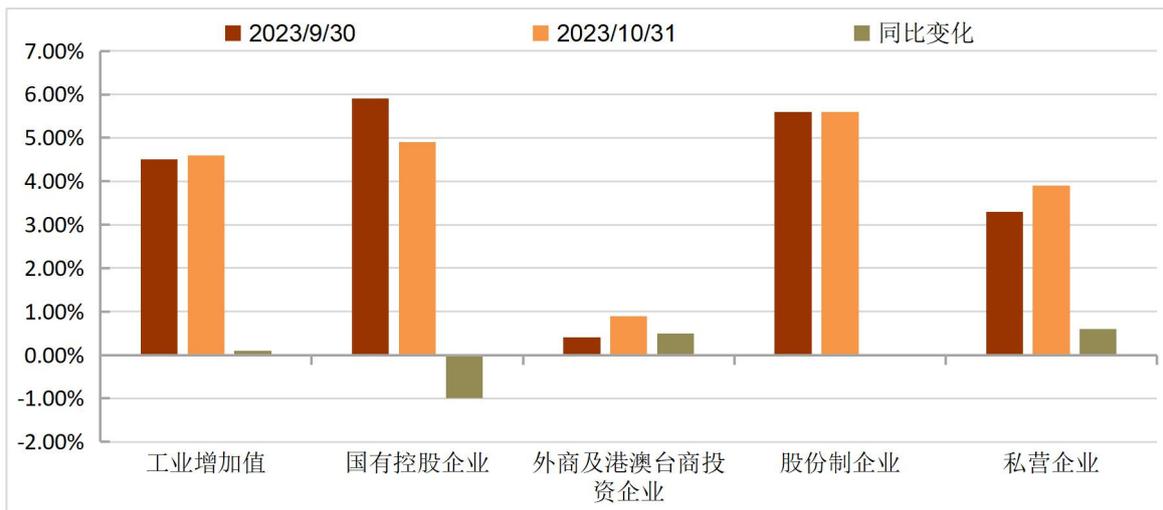
分行业看，10月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中通用设备制造业下降0.1%，专用设备制造业增长2.7%，汽车制造业增长10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长9.6%，电气机械和器材制造业增长9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长4.8%，电力、热力生产和供应业增长0.9%。

分产品看，10月份，620种产品中有371种产品产量同比增长。钢材11371万吨，同比增长3.0%；水泥19121万吨，下降4.0%；十种有色金属655万吨，增长8.2%；乙烯282万吨，增长5.6%；汽车277.9万辆，增长8.5%，其中新能源汽车92.7万辆，增长27.9%。

此外，高技术产业投资增长较快。1—10月份，高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.3%、10.5%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长19.0%、16.7%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长37.3%、29.1%。10月份，固定资产投资（不含农户）环比增长0.10%。

值得一提的是，10月份，工业企业产品销售率为97.4%，同比上升0.4个百分点；工业企业实现出口交货值12941亿元，同比名义下降0.5%。10月份，制造业采购经理指数为49.5%，企业生产经营活动预期指数为55.6%。

图表 15 工业增加值分类型



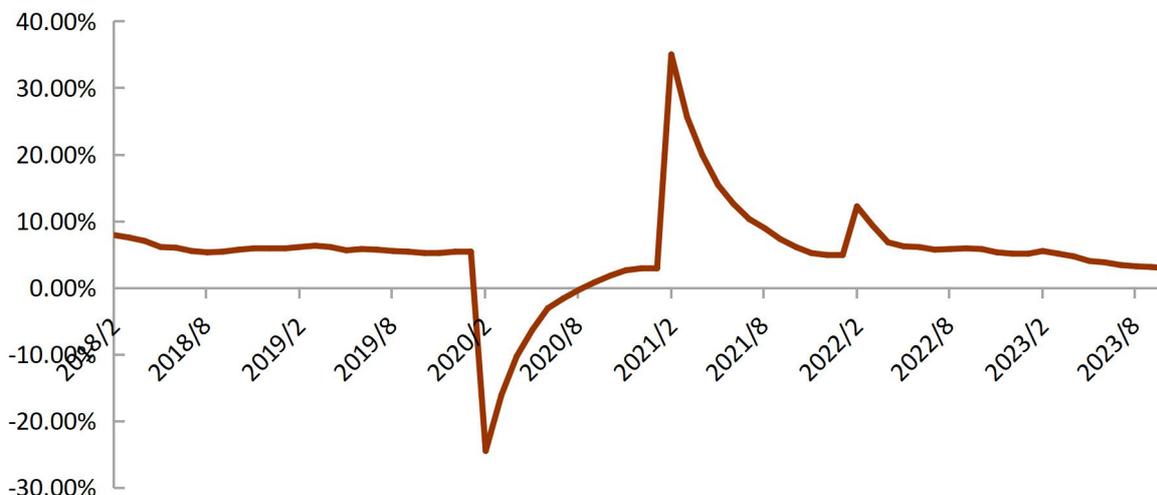
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、固定资产投资未来可期

1-10月固定资产投资累计同比增速为2.9%，较前值小幅放缓0.2个百分点，低于市场普遍预期。主要原因是房地产投资降幅扩大，以及受上年同期基数抬高等因素影响，基建投资同比也有所减慢。

展望未来，在专项债资金加快投放和银行配套贷款跟进支持下，年底前部分基建项目预计将加快形成实物工作量；叠加上2万亿国债中有5000亿加发国债年底前会资金投入使用，也将对基建投资形成有力支撑。

图表 16 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比



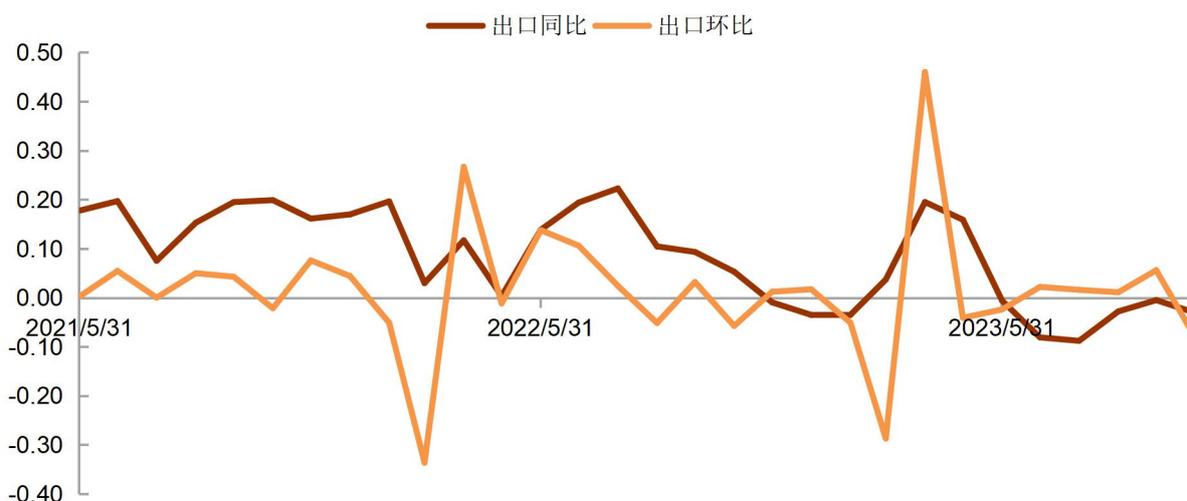
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

7、出口环比走弱

据海关总署统计,今年前10个月,我国进出口总值34.32万亿元人民币,同比(下同)增长0.03%。其中,出口19.55万亿元,增长0.4%。10月份,我国进出口额达3.54万亿元,增长0.9%。其中,出口1.97万亿元,下降3.1%,同比降幅小幅扩大。

分国别来看,10月单月,我国对美国、东盟的出口增速环比9月均进一步扩大;今年前10个月,我国对共建“一带一路”国家合计进出口15.96万亿元,增长3.2%。其中,出口8.78万亿元,增长7.7%;进口7.18万亿元,下降1.8%。

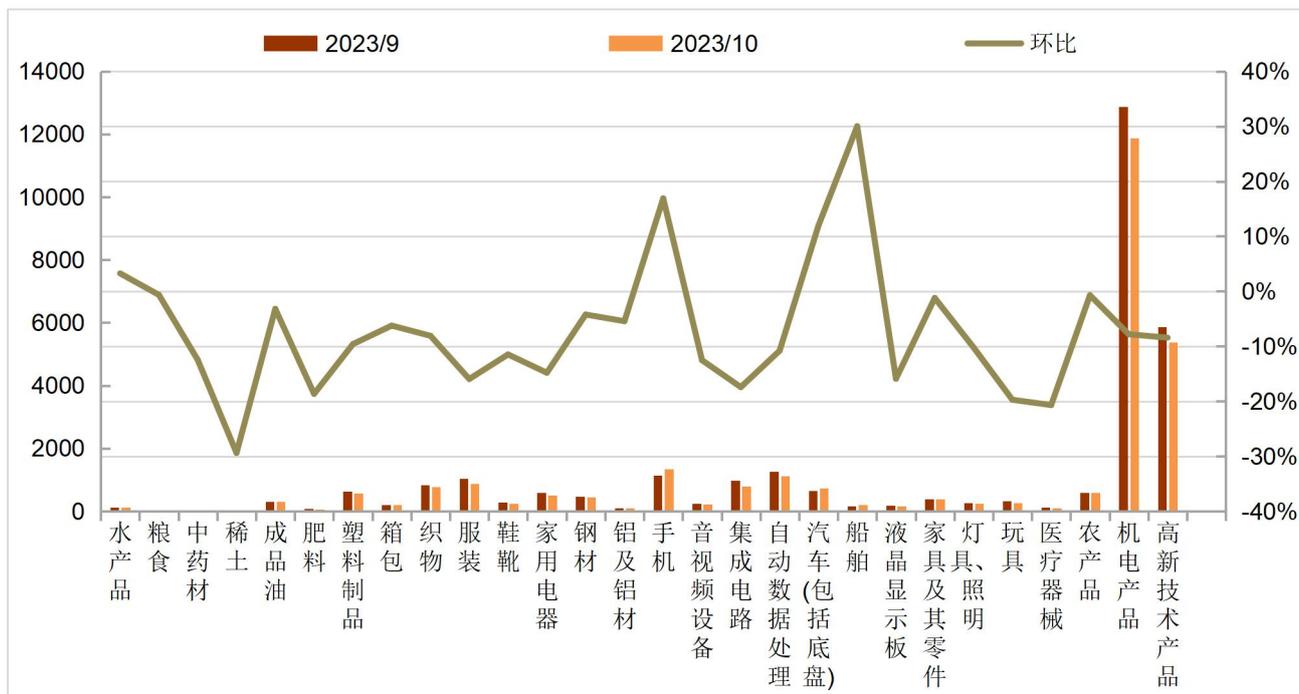
图表 17 出口总值(人民币计价)



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

具体出口产品中，机电产品前 10 个月的出口总值达到 11.43 万亿元，同比上涨 2.8%，占出口总值的比重达到 58.5%。其中，汽车仍是当前机电产品中出口增长最快的品类，今年截至 10 月的出口总值已达到 5824.3 亿元，增长 88.5%。

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、工业企业利润延续恢复

10 月份，宏观政策效果持续显现，工业生产稳定增长，工业企业营收加快回升，利润延续恢复向好态势，企业效益状况呈现以下主要特点：

工业企业利润连续 3 个月保持正增长。1—10 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 7.8%，降幅较 1—9 月份收窄 1.2 个百分点，今年 3 月份以来利润降幅逐月收窄。其中，10 月份规上工业企业利润同比增长 2.7%，连续 3 个月实现正增长，工业企业效益持续改善。

工业企业累计营收转为增长。工业生产稳定增长，产品销售率连续 4 个月保持在 97.0% 以上，带动企业营收持续改善。1—10 月份，规上工业企业营业收入同比增长 0.3%，由 1—9 月份同比持平转为增长。其中，10 月份规上工业企业营业收入同比增长 2.5%，增速较 9 月份加快 1.3 个百分点，连续 4 个月回升。

三大门类利润均有回升，超七成行业利润改善。1—10 月份，采矿业、制造业利润同比降幅较 1—9 月份分别收窄 0.2、1.6 个百分点，电力热力燃气及水生产和供应业利润同比增长 40.0%，增速加快 1.3 个百分点。1—10 月份，在 41 个工业大类行业中，有 30 个行业利润增速较 1—9 月份加快或降幅收窄、由降转增，利润回升面达 73.2%。

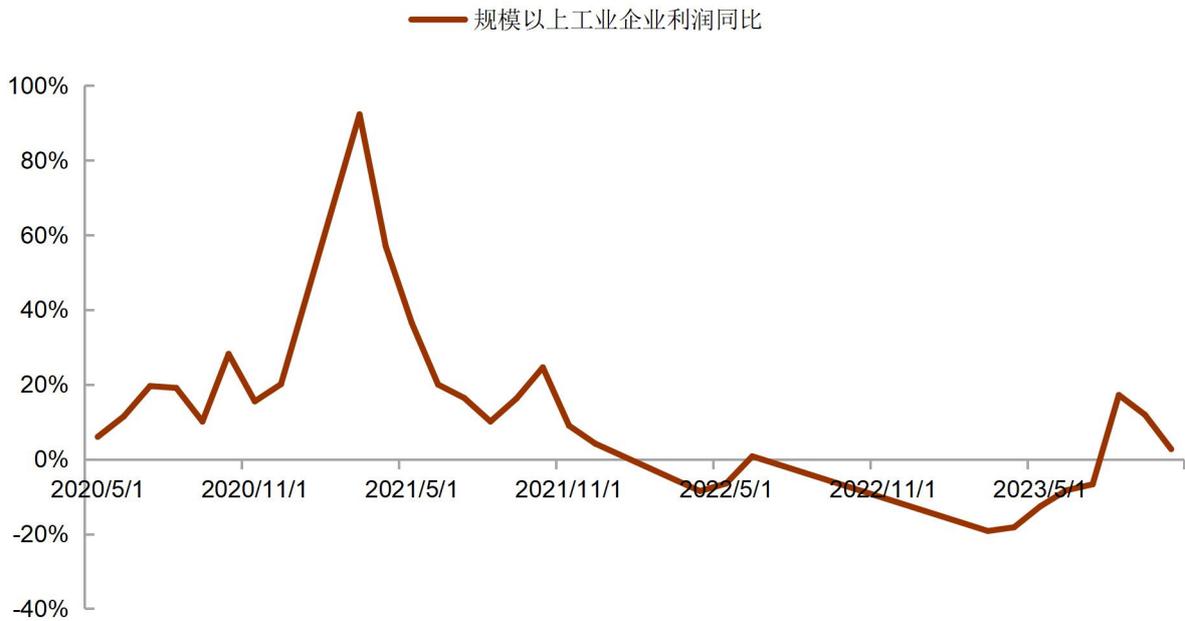
原材料、消费品行业利润持续改善。随着下游需求不断恢复，原材料行业产品价格总体回升，营收增长加快，利润持续改善。1—10 月份，原材料制造业利润同比降幅较 1—9

月份收窄 4.8 个百分点。其中，10 月份原材料制造业利润增长 22.9%，继续保持较快增长，对规上工业利润增长贡献最大。受益于扩内需促消费政策效果持续显现，消费市场逐步回暖，消费品行业利润持续恢复。1—10 月份，消费品制造业利润降幅较 1—9 月份收窄 0.8 个百分点。其中，10 月份消费品制造业利润增长 2.2%，连续 3 个月增长。

装备制造业利润持续增长。今年以来，制造业高端化、智能化、绿色化深入推进，装备制造业持续发展壮大。1—10 月份，装备制造业利润同比增长 1.1%，继续保持增势，增速高于规上工业平均水平 8.9 个百分点。装备制造业利润占规上工业的比重为 35.1%，同比提高 3.1 个百分点。分行业看，电气机械、铁路船舶航空航天运输设备、通用设备行业利润均实现两位数增长，分别增长 20.8%、19.1%、10.4%；汽车行业利润增长 0.5%，增速较 1—9 月份加快 0.4 个百分点。

总体看，1—10 月份工业企业利润持续恢复向好。下阶段，要继续深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，有效发挥金融资源促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业作用，着力扩大国内需求，激发经营主体活力，推进传统产业改造升级，培育壮大新兴产业，塑造工业经济发展新优势，推动工业经济高质量发展。

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

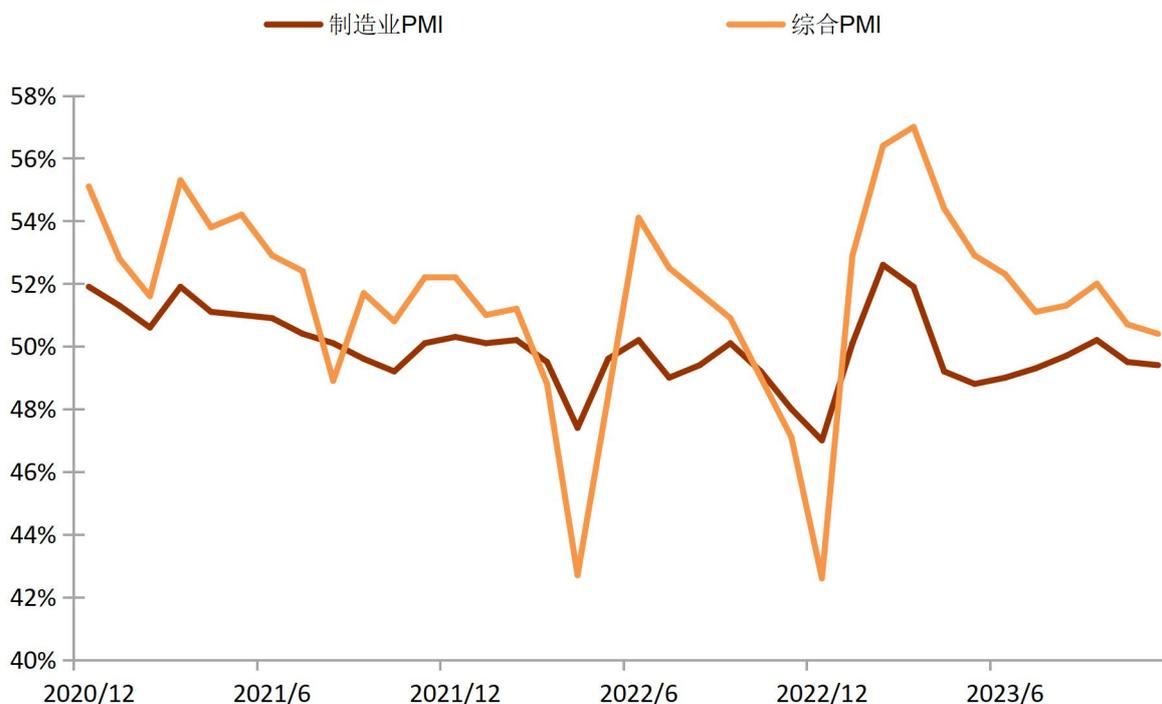
9、制造业 PMI 再度走弱

国家统计局 11 月 30 日发布的数据显示，11 月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.4%、50.2%和 50.4%，比上月下降 0.1、0.4 和 0.3 个百分点，我国经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固。

中国物流与采购联合会特约分析师张立群分析，11 月 PMI 指数继续小幅回落，表明经

济回升动能仍需着力加强。反映需求不足的企业占比达到 60.55%，需求收缩问题更为突出，是企业生产和采购意愿不足的主因。生产指数较上月下降，小型企业低于荣枯线，表明多数企业特别数量众多的小微企业订单不足、产品销售困难突出，由此导致的资金循环不畅、债务关系紧张等，也是金融风险加大的重要原因。

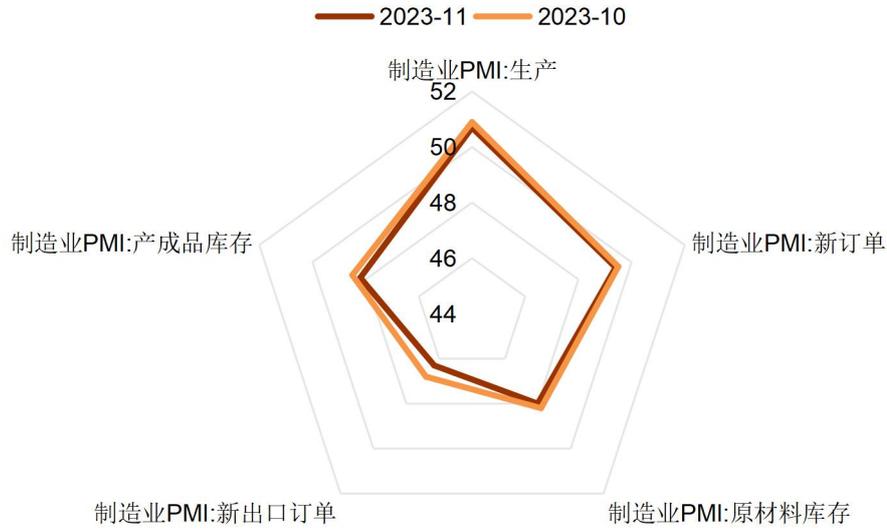
图表 20 制造业 PMI、综合 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

具体来看 11 月产需均有走弱，整体呈现主动去库的状态。新订单指数环比回落 0.1 个百分点至 49.4%，从分项来看内需、外需同步走弱，出口订单指数回落 0.5 个百分点至 46.3%，进口回落 0.2 个百分点至 47.3%。需求走弱背景下，企业边际减缓生产、减少采购量、库存下降，整体呈现主动去库的状态：生产延续了 10 月以来环比回落的趋势，环比回落 0.2 个百分点；原材料库存环比下降 0.2 个百分点，采购量环比下降 0.2 个百分点，企业的产成品库存指数环比下降 0.3 个百分点。从生产端的高频数据来看，整体库存水平相对较低的钢铁生产维持高位，而水泥整体库存水平较高，11 月水泥磨机运转率环比明显回落。

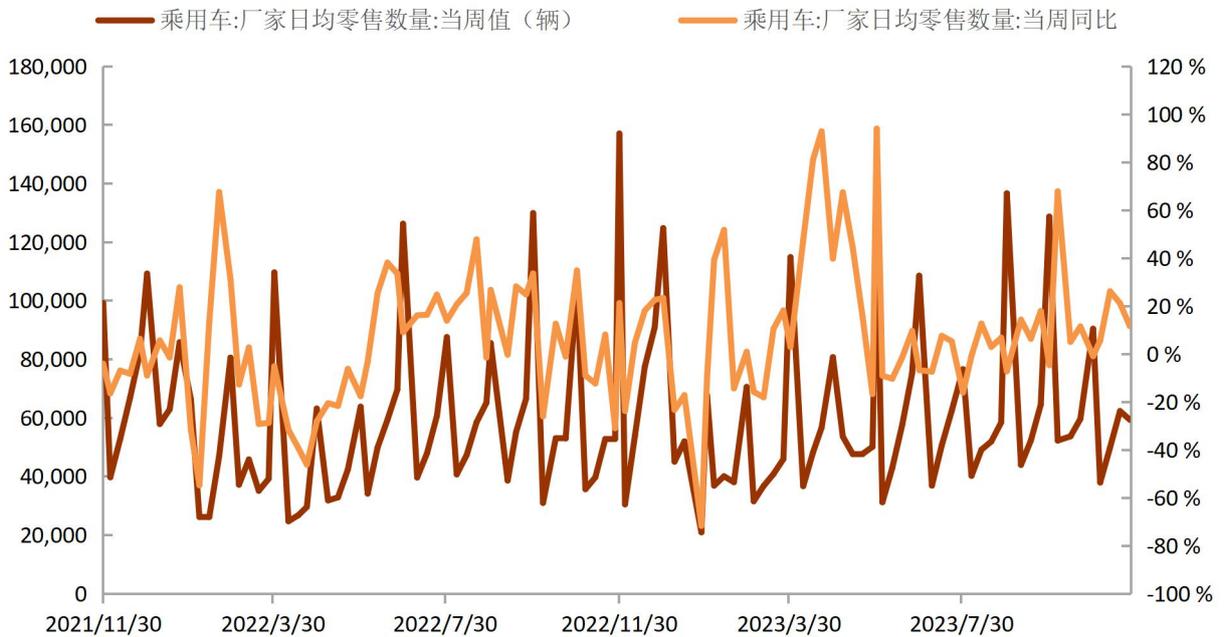
图表 21 制造业 PMI 分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

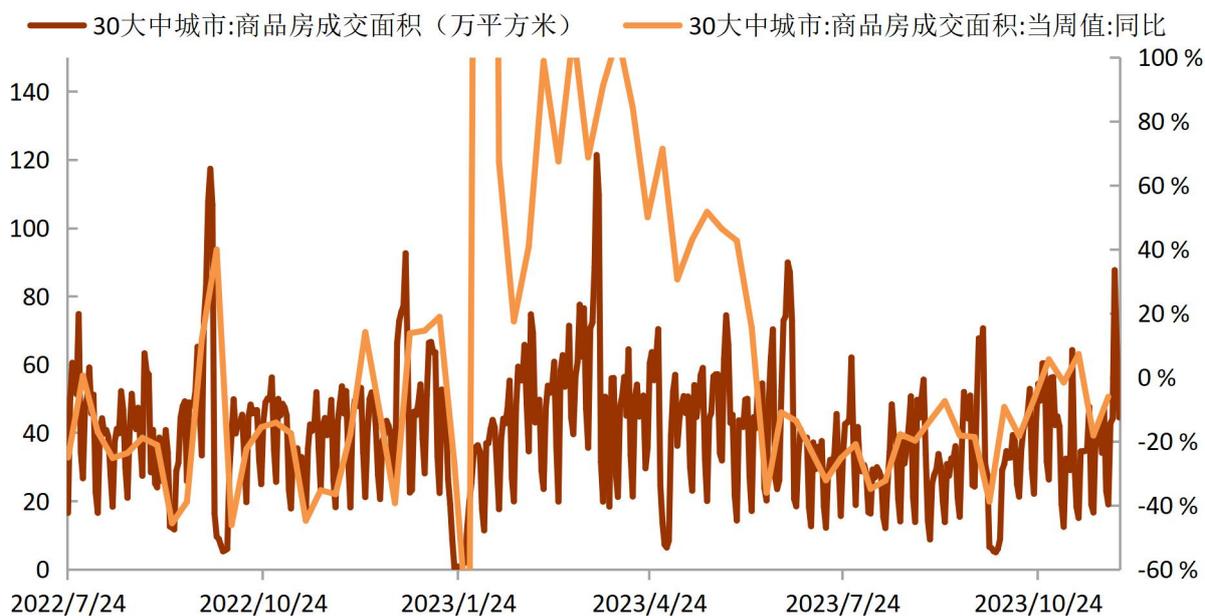
10、其他重点关注数据

图表 22 乘用车厂家零售



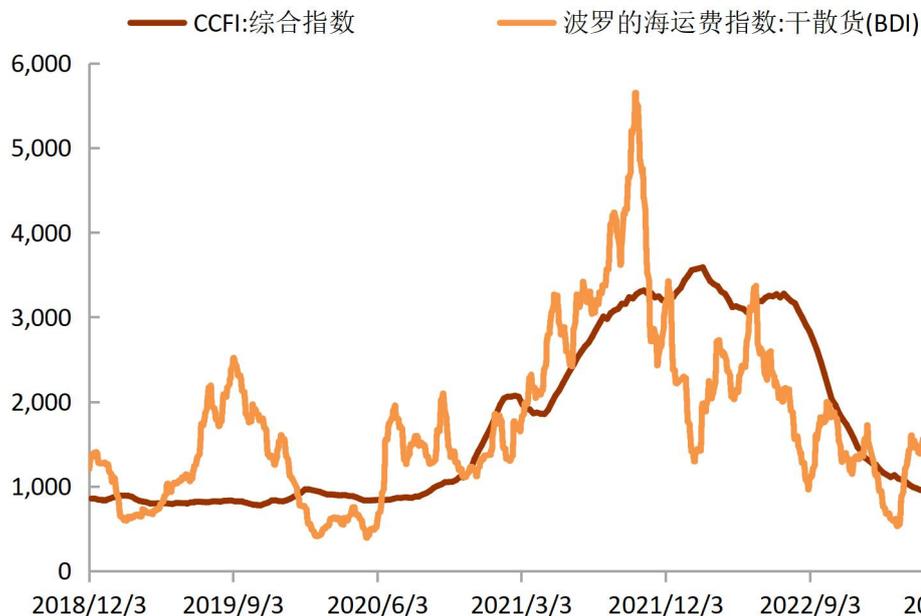
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 商品房成交面积 (30 大中城市)



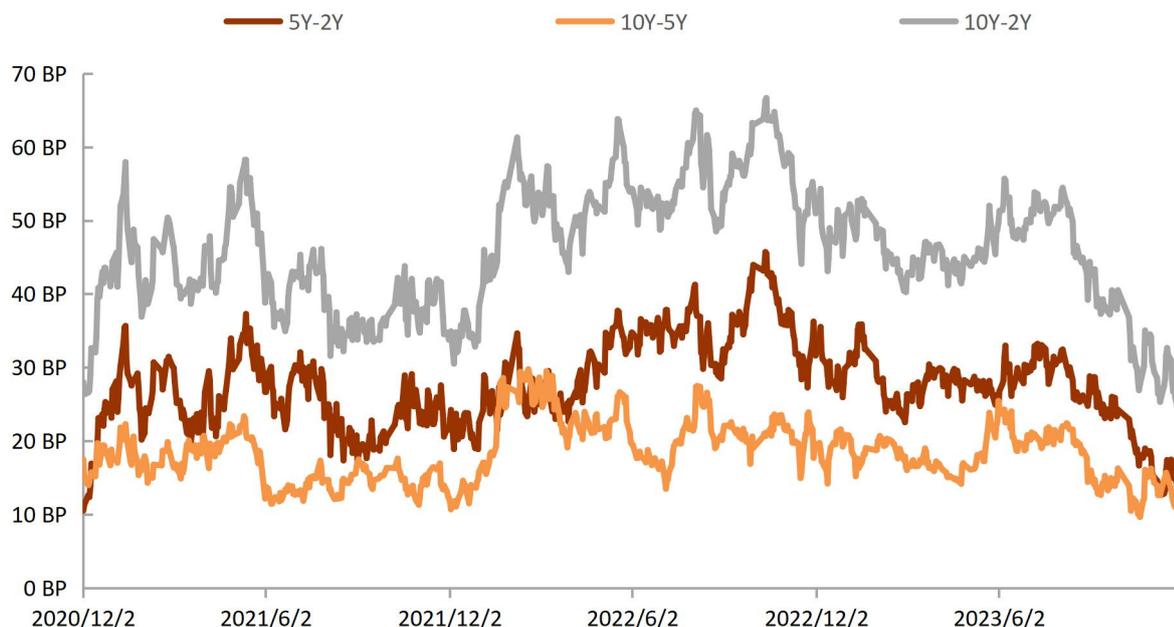
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 航运指数



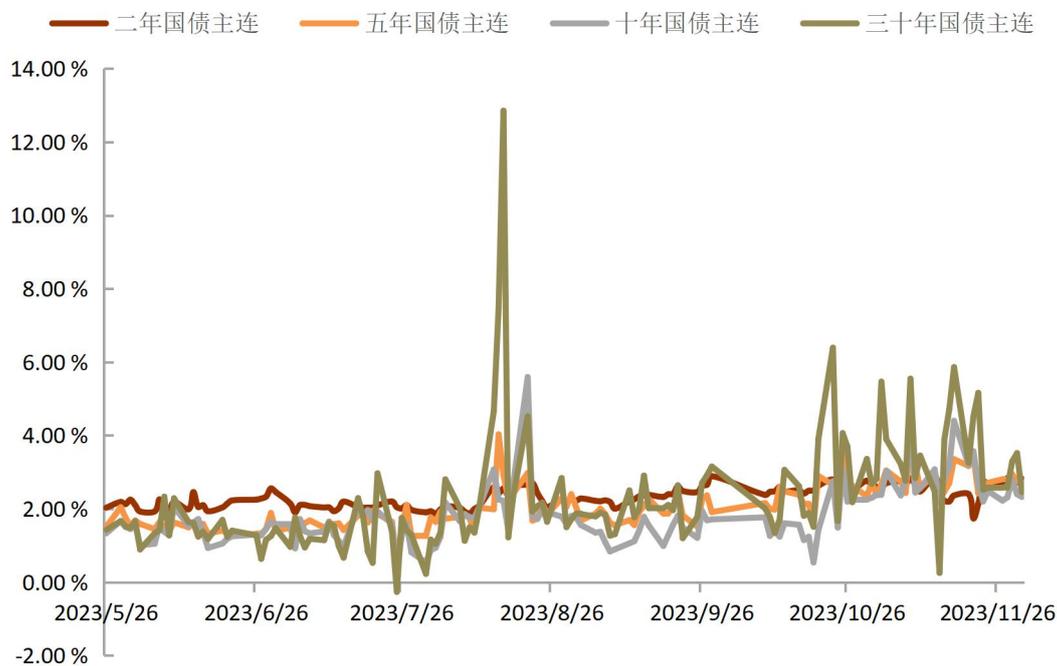
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 期限利差



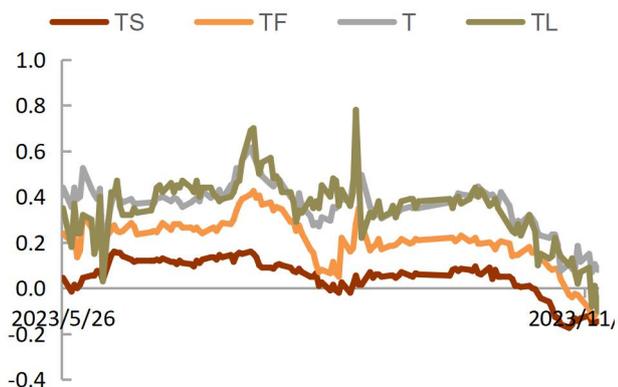
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 主力合约最廉 IRR

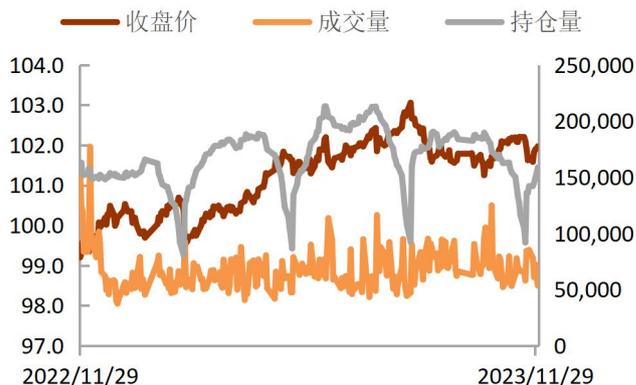


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国债期货跨期价差（当季-下季）

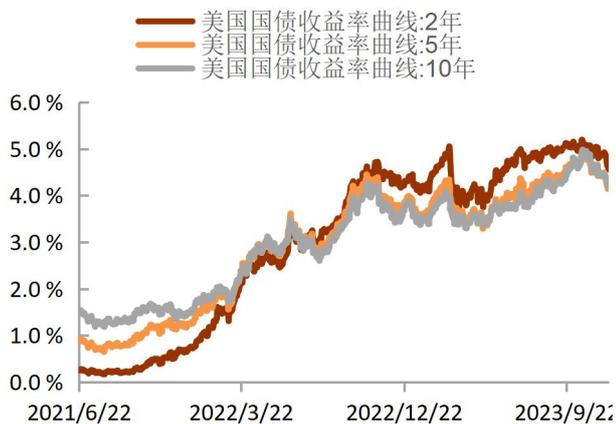


图表 28 T 主连收盘价、成交量、持仓量

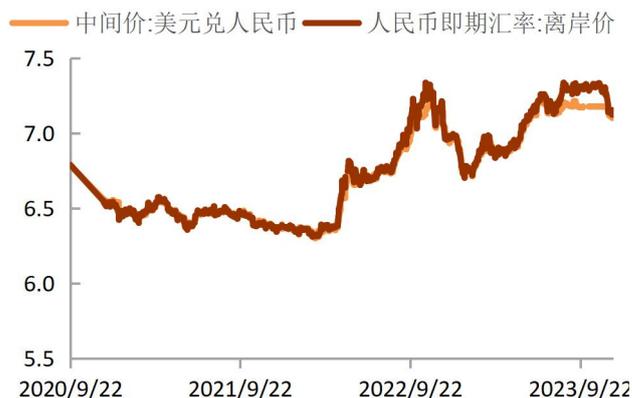


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 美国国债收益率曲线



图表 30 人民币汇率

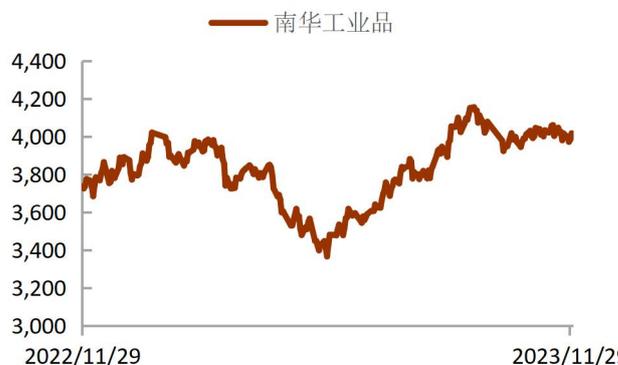


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

宏观方面，11月官方制造业PMI小幅走低，但财新制造业PMI则意外走高，与官方数据形成背离，未来复苏能否持续仍需观察。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据依然不温不火，但同比依然维持在2位数增长。二是30城商品房成交面积则在11月底给市场带来惊喜，尤其是11月29日成交面积高达87.63万平米，创出今年6月以来新高。叠加上地产政策仍在持续出台，房地产回暖概率较大。三是外贸方面，CCFI小幅回落但依然不改复苏态势，而波罗的海运费指数:干散货(BDI)则同样给市场带来惊喜，创出22年5月以来新高。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在此带动下最后是南华工业品指数横盘震荡，PPI预计维持平稳。

海外方面，美联储主席鲍威尔近期表示，美联储面临的两种风险，即加息过多、导致经济放缓超过必要程度，以及加息不够、无法控制通胀，已经变得“更加平衡”。他重申，联储将在未来做出货币政策决定时保持谨慎；显然货币政策正在如预期那样推动经济放缓，指标隔夜利率“已深入限制性区域”。鲍威尔表示，虽然经济似乎正在放缓，但消费者支出却“出人意料地强劲”。鲍威尔发言后，金融市场加大了对美联储将在3月开始降息以及到明年底政策利率将低于4%的押注。

整体来看，我们认为当前债市方向并不明确，但地产及出口相关的高频数据的回暖则表明复苏进程仍在继续，本月按往年惯例，中央经济工作会议及政治局会议即将召开，我们认为两大会议将给来年发展指明方向，我们目前则更倾向于明年财政及基建、地产发力，而非近两年的以货币宽松及减税为主要刺激手段。同时随着1万亿增量国债发行，年底前市场供给压力将持续，债市部存在明显做多机会，倒是未来长短利率债定价逻辑调整可能带来一波10Y-2Y利差走扩的交易机会。

风险点：房地产数据持续反弹，权益市场持续上涨。

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：021-68555105（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

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

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



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。