



2024年11月19日

特朗普将重返白宫，国内政策初现成效

核心观点

- **美国经济：**三季度GDP录得2.8%总体稳健，作为美国经济引擎的消费依旧具有韧劲、投资增速持续放缓、贸易逆差的拖累有所缓解。10月美国通胀如期反弹，服务通胀粘性犹存，非农就业受飓风罢工扰动爆冷，但市场并未给出负面定价。备受市场关注的美国总统大选结束，特朗普即将重返白宫，共和党拿下国会两院，掀起红色浪潮，从10月初盛行的“特朗普交易”不断强化，美元指数、美债利率大幅走强，对商品形成压制。11月FOMC如期降息25BP，美联储表态从鸽派转向中性，市场目前定价12月降息25BP概率为58%，鉴于美国消费与就业仍有韧劲，我们判断12月可能暂停降息。
- **中国经济：**11月财政政策落地，10万亿化债额度超出市场预期，而对于提振内需的篇着墨偏少，后续值得期待。10月一系列经济数据有好转迹象，消费在以旧换新、电商促销的刺激下回暖，地产在9月末一揽子新政下量价均有修复，居民短贷、中长贷同比双双回正，M1-M2剪刀差触底反弹，后续观察其持续性。近期进入数据与政策真空期，下一个政策观察窗口为12月中央经济工作会议、政治局会议，届时会对明年政策做出定调。
- **大类资产：**10月国内外大类资产走势分化，国内好于海外，A股延续涨势，美元指数强势，对内外商品形成压制，全球债市表现较弱。国内市场方面，权益(+2.3%)>人民币(+1.4%)>债券(+0.0%)>商品(-1.4%);海外市场方面，美元(+3.1%)>权益(-1.2%)>商品(-1.8%)>债券(-3.4%)。
- **风险因素：**国内政策不及预期，海外不确定性加剧，地缘政治冲突加剧，美国降息幅度弱于预期。

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

| | |
|---------------|----|
| 一、宏观经济..... | 5 |
| 1、美国..... | 5 |
| 2、中国..... | 7 |
| 二、大类资产表现..... | 9 |
| 1、权益市场..... | 10 |
| 2、债券市场..... | 15 |
| 3、商品市场..... | 16 |
| 4、外汇市场..... | 19 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速 | 6 |
| 图表 2 美国 GDP 环比贡献项..... | 6 |
| 图表 3 美国 CPI 及核心 CPI..... | 6 |
| 图表 4 美国 CPI 同比贡献分项..... | 6 |
| 图表 5 美国非农就业人数及失业率..... | 6 |
| 图表 6 美国 ISM 制造业分项指标 | 6 |
| 图表 7 美国联邦基金目标利率 | 7 |
| 图表 8 芝商所 FedWatch 工具..... | 7 |
| 图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 9 月） | 8 |
| 图表 10 工业增加值同比增速..... | 8 |
| 图表 11 社会消费品零售总额..... | 8 |
| 图表 12 M1-M2 增速剪刀差 | 8 |
| 图表 13 居民中长期贷款..... | 8 |
| 图表 14 30 城商品房成交面积 | 9 |
| 图表 15 中国 GDP 同比及环比 | 9 |
| 图表 16 2024 年 9 月国内外大类资产收益率概览..... | 10 |
| 图表 17 权益市场表现 | 10 |
| 图表 18 A 股成交额..... | 12 |
| 图表 19 A 股换手率..... | 12 |
| 图表 20 沪深 300 风险溢价 | 12 |
| 图表 21 中证 1000 风险溢价 | 12 |
| 图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM） | 12 |
| 图表 23 融资融券余额..... | 13 |
| 图表 24 北向资金..... | 13 |
| 图表 25 一致预期净利润同比增速..... | 13 |
| 图表 26 工业企业利润 | 13 |
| 图表 27 AH 股溢价率..... | 14 |
| 图表 29 南向资金..... | 14 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 图表 30 恒生指数换手率 | 14 |
| 图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率 | 14 |
| 图表 32 恒生指数与美元指数 | 14 |
| 图表 34 主要资金利率 | 15 |
| 图表 35 政府债发行与到期情况 | 16 |
| 图表 36 票据贴现利率 | 16 |
| 图表 37 国债收益率曲线 | 16 |
| 图表 38 国债期限利差 | 16 |
| 图表 39 伦敦金现与美元指数 | 17 |
| 图表 40 中国官方黄金储备 | 17 |
| 图表 41 国内外铜价走势 | 18 |
| 图表 42 LME 铜库存 | 18 |
| 图表 43 美国商业原油库存 | 19 |
| 图表 44 美国炼油厂产能利用率 | 19 |
| 图表 45 中美利差 | 20 |
| 图表 46 在岸、离岸人民币汇率 | 20 |
| 图表 47 美元指数 | 20 |
| 图表 48 花旗经济意外指数 | 20 |

一、宏观经济

1、美国

三季度美国 GDP 稳健，消费依旧是经济韧劲的基石。Q3 美国 GDP 环比折年率初值为 2.8%，预期 3.0%，前值 3.0%，个人消费对 GDP 的贡献从二季度 1.90%回升到 2.46%，其中商品消费升温、服务消费走平，同时政府消费与投资也有所增强；投资分项持续走弱，其中住宅投资延续降温势头，设备投资增速继续加速，主要集中在计算机、工业设备；贸易逆差对 GDP 的拖累在三季度有所缓解。截至 11 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型预计四季度 GDP 环比折年增速为 2.5%，表明目前美国实体经济动能依旧不差。

11 月 FOMC 如期降息 25BP，美联储表态转向中性。11 月美联储议息会议决定降息 25BP，下调联邦基金利率目标区间在 4.50%-4.75%，符合市场预期。声明稿新增就业市场供需紧张缓解，删去通胀向 2%目标进一步进展的表述。记者会上，鲍威尔保持继续降息的态度，但提到经济表现优于预期、下行风险减弱，强调 2025 年降息路径需视 12 月情况而定，并暗示年底可能调整未来降息路径，整体会议基调从 9 月的鸽派转为中性。

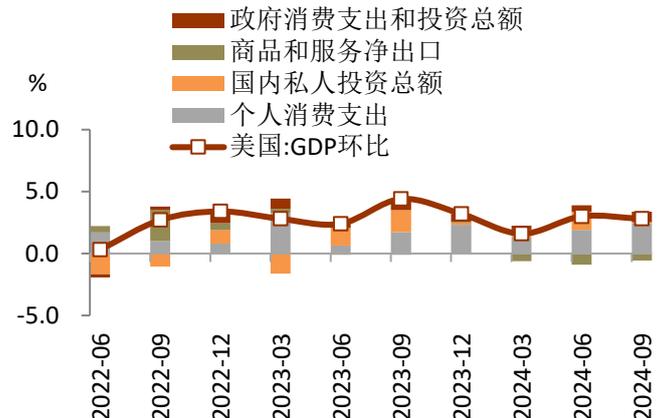
10 月通胀如期反弹，非农就业受飓风罢工扰动。美国 10 月 CPI 如期回升，止步六连降，核心商品降温、核心服务走平，但联储关注的超级核心通胀小幅升温；10 月 PPI 超预期回升，服务价格粘性犹存。10 月美国非农数据爆冷，新增就业仅为 1.2 万人，商品和服务部门双双降温，但主要受波音公司罢工和飓风影响较大，市场对于这份大幅不及预期的非农数据并未给出过于负面的定价。近四周初次申领失业金人数稳定在 22 万人左右，就业市场趋缓但依旧有韧劲。

特朗普即将重返白宫，共和党拿下国会两院。2024 年美国总统大选并未出现市场此前预料的焦灼局面，特朗普横扫摇摆州，以压倒性优势获胜，共和党拿下参议院与众议院，掀起红色浪潮，其政策主张将更易实施。特朗普主要的政策主张有，①税收政策：延长 TCJA 部分条款、降低企业税、加征关税。②能源政策：偏向石油、天然气传统能源，将削减《降低通胀法案》中清洁能源相关资金。③移民政策：强化管理、大幅减少移民以解决非法移民引发犯罪率上升、房价飙升等问题。④监管政策：减少对银行、非银行金融机构的监管，预期将推动更多并购活动，对加密货币持大力支持的态度。在特朗普胜选后，市场加剧“特朗普交易”，全球资产剧烈波动，美元指数、美债利率快速上行。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

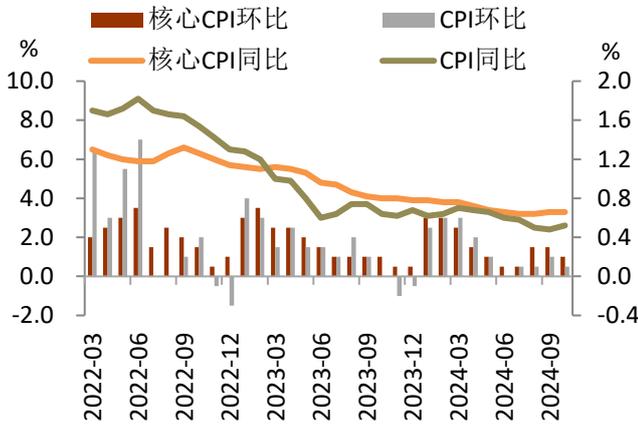


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

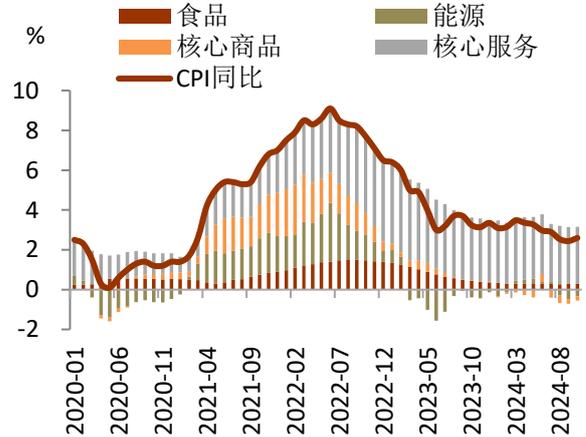


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 美国 CPI 及核心 CPI



图表 4 美国 CPI 同比贡献分项

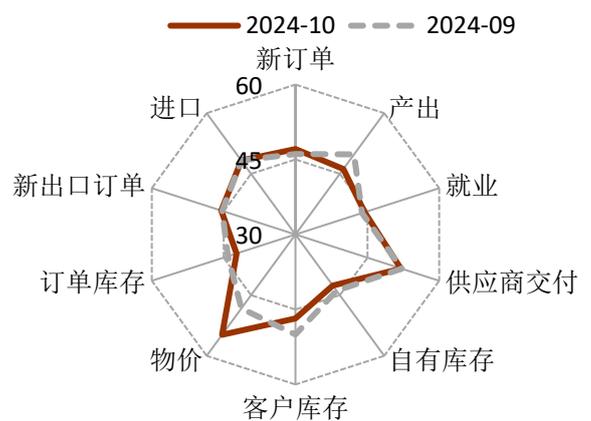


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 美国非农就业人数及失业率

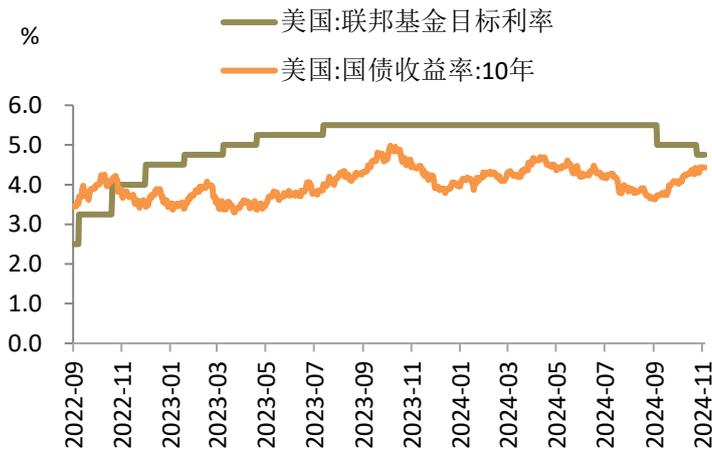


图表 6 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 芝商所 FedWatch 工具

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 |
| 2024/12/18 | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 58.4% | 41.6% |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 18.7% | 53.0% | 28.2% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 11.4% | 39.7% | 37.9% | 11.0% |
| 2025/5/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.7% | 20.4% | 39.1% | 29.3% | 7.5% |
| 2025/6/18 | 0.0% | 0.0% | 1.8% | 12.1% | 29.8% | 34.2% | 18.4% | 3.7% |
| 2025/7/30 | 0.0% | 0.5% | 4.7% | 17.0% | 31.0% | 29.8% | 14.3% | 2.7% |
| 2025/9/17 | 0.1% | 1.5% | 7.7% | 20.4% | 30.7% | 26.1% | 11.5% | 2.0% |
| 2025/10/29 | 0.3% | 2.4% | 9.6% | 21.9% | 30.0% | 23.9% | 10.1% | 1.7% |
| 2025/12/10 | 0.5% | 3.2% | 10.8% | 22.8% | 29.4% | 22.4% | 9.2% | 1.6% |

资料来源: iFinD, CME FedWatch, 铜冠金源期货

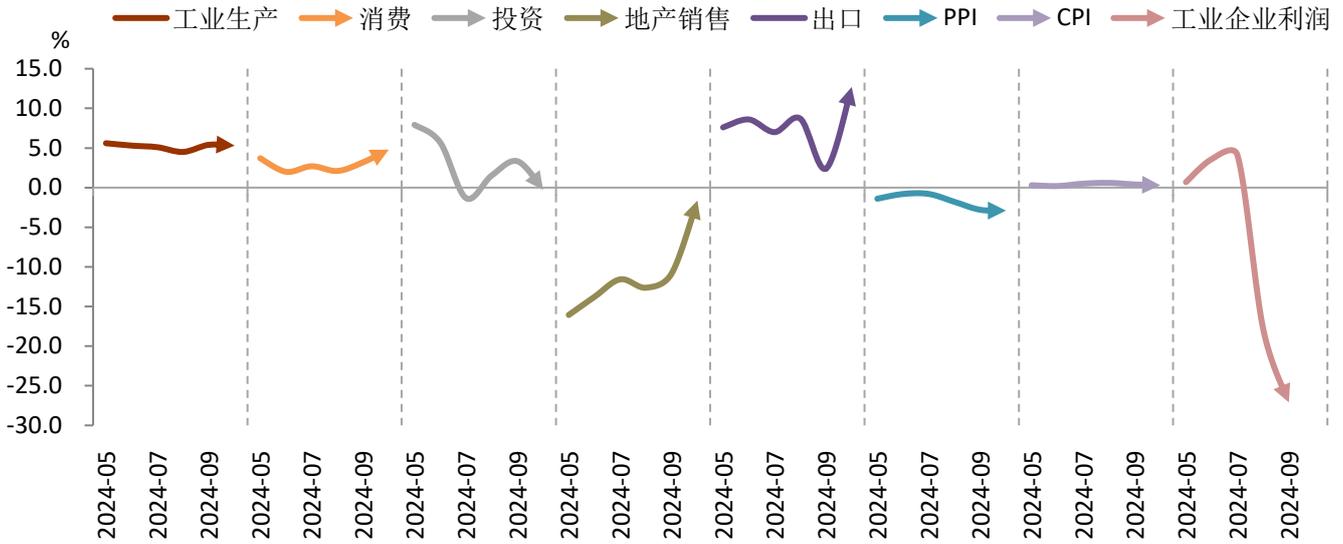
2、中国

10月消费、地产显著回暖，前期增量政策效果显现。10月社会消费品零售总额同比录得4.8%，预期3.8%，前值3.2%，限额以上零售同比录得6.2%，为2023年11月以来新高。在“以旧换新”等消费补贴政策及“双十一”促销前置的推动下，家电、汽车、化妆品等商品消费显著好转。在9月末地产定调“止跌回稳”、下调首付比例及利率后，10月地产销售量与价均呈现好转迹象，统计局口径的商品房销售面积10月同比降幅大幅收窄至-1.6%，前3个月均值为-24.4%；各能级城市房价在10月环比增速均显著好转，其中一线城市二手房价格环比转正。消费和地产的改善在很大程度上得益于政策扶持带来的短期脉冲式修复，其可持续性仍需后续观察。

私人部门风险偏好呈边际改善，等待“弱现实”出现拐点。10月金融数据延续总量偏弱，社融同比少增，政府债支撑力度转弱；而信贷结构上出现亮点，居民短贷、中长贷为今年1月以来首次双双同比多增。10月M1同比-6.1%，M2同比7.5%，M1-M2剪刀差止跌反弹至-13.6%，存款端资金在权益市场回暖、政策促进下有所“活化”，后续可重点关注企业中长贷来判断宽信用的成色。

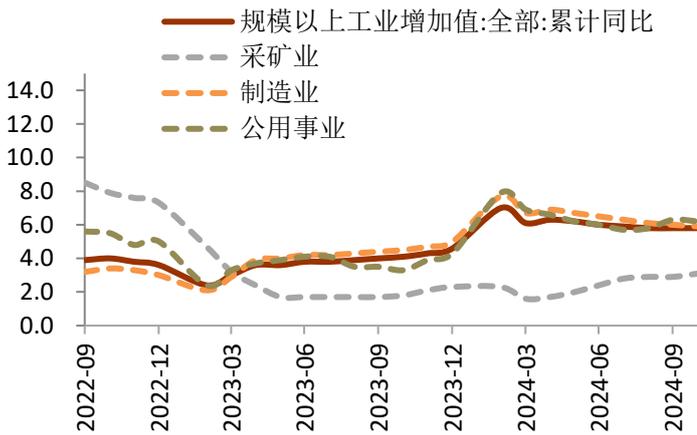
10万亿化债政策落地，后续积极财政仍有空间。11月8日，市场期待已久的财政政策揭晓：①分三年实施新增6万亿元隐性债务置换；②连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债；③2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。整体化债额度超出部分市场预期，而此前市场期待的消费、地产方面具体着墨较少。会议同时提到“政府还有较大举债空间”、要实施“更加给力”的财政政策等积极表述，后续增量政策依旧可期。下一个政策观察窗口为12月中央经济工作会议、政治局会议，届时会对明年政策做出定调。

图表9 中国经济指标单月同比增速概览（截至10月）

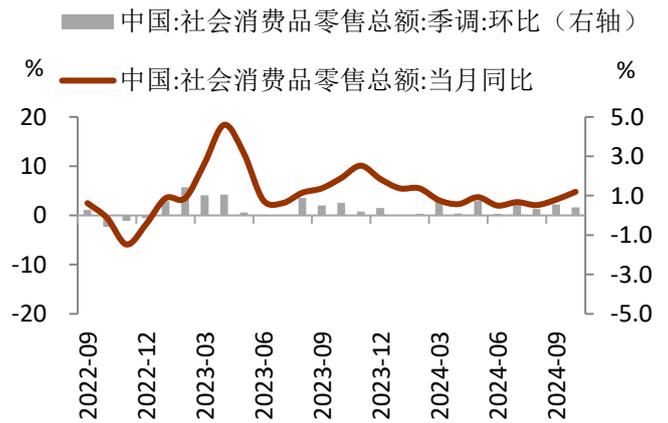


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（工业企业利润截至9月）

图表10 工业增加值同比增速

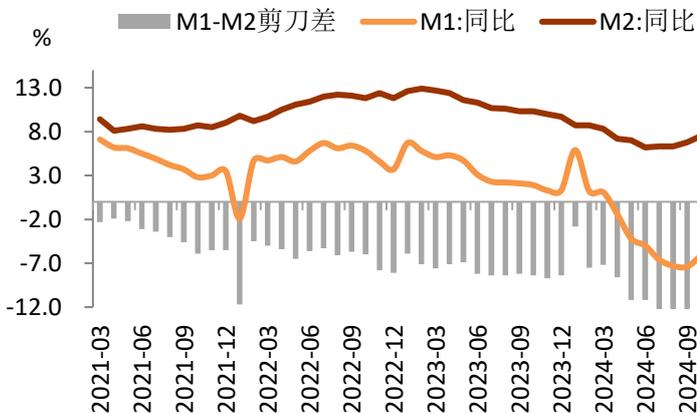


图表11 社会消费品零售总额

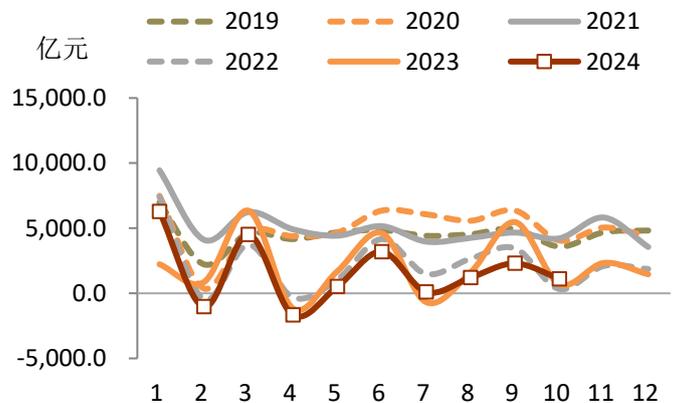


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 M1-M2 增速剪刀差

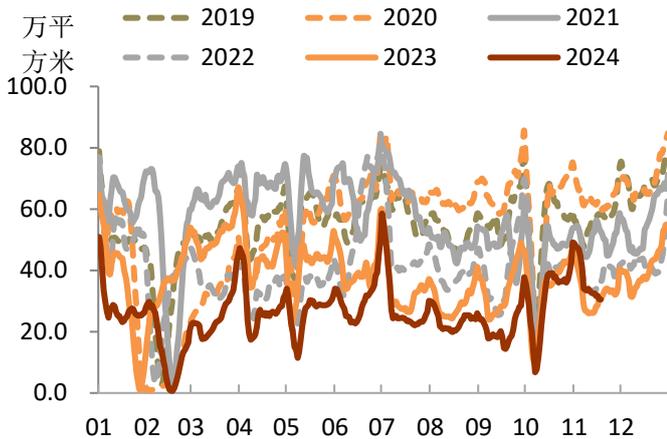


图表13 居民中长期贷款



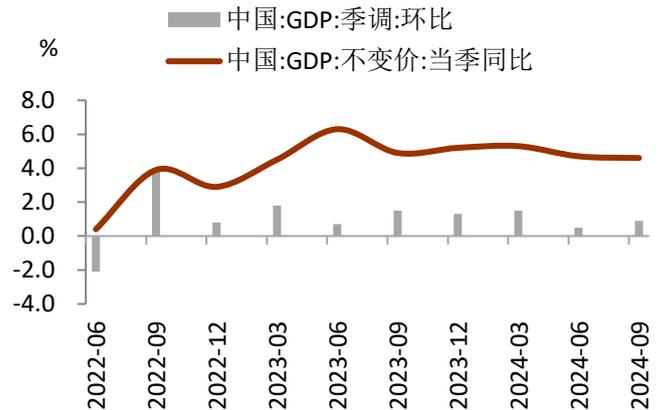
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 30 城商品房成交面积



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 中国 GDP 同比及环比



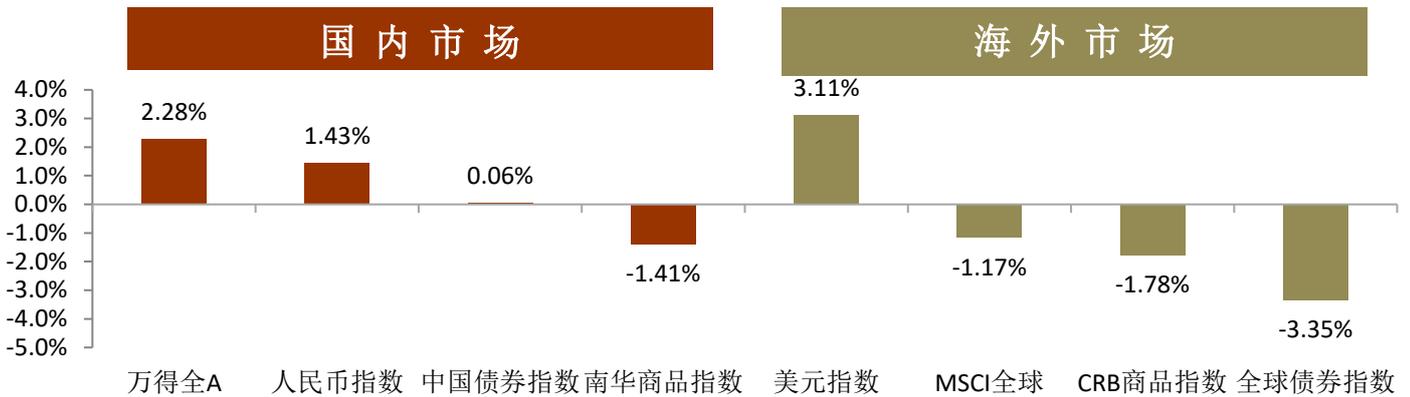
二、大类资产表现

2024 年 10 月，国内外大类资产走势分化，国内市场>海外市场，A 股延续涨势，美元指数持续上涨，商品表现较为疲软，全球债市表现最差。

国内市场方面，**权益(+2.28%)>人民币(+1.43%)>债券(+0.06%)>商品(-1.41%)**。**A 股** 10 月收益率录得 2.28%，国庆假期后市场回归理性，市场主线交易流动性，中证 1000 为代表的小票涨幅领先，两市成交量保持活跃；**人民币指数**(CFETS)10 月收益率录得 1.43%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转强，在岸美元兑人民币贬值 1.43%，离岸美元兑人民币升值 1.64%，美元指数自 10 月起持续冲高，市场交易特朗普回归，非美货币均有较大贬值迹象；**中国债券综合指数**（Bloomberg）10 月收益率录得 0.06%，主要受财政政策及政府债供给放量预期扰动，全月利率先下后上，涨幅较前几月有所收窄；**南华商品指数** 10 月收益率录得-1.41%，多数商品均下跌，贵金属（+5.78%）>农产品（+0.63%）>有色（-2.82%）>能化（-2.83%）>工业品（-2.96%）>黑色（-5.26%）。

海外市场方面，**美元(+3.11%)>权益(-1.17%)>商品(-1.78%)>债券(-3.35%)**。**美元指数** 10 月涨跌幅录得 3.11%，结束连续 3 月下跌、呈单边上涨势头，市场交易特朗普回归带来的“强经济、高通胀”；**MSCI 全球指数** 10 月收益率录得-1.17%，欧美、韩国、印度、香港股市均收跌，中国、日本股市收涨；**CRB 商品指数** 10 月收益率录得-1.78%，金属、工业品、纺织品、家畜、食品、油脂板块均收跌；**全球债券综合指数**（Bloomberg）10 月收益率录得-3.35%，美国、欧洲、新兴市场债券市场均显著下跌。

图表 16 2024 年 10 月国内外大类资产收益率概览



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

1、权益市场

2024 年 10 月，权益市场震荡分化，其中 A 股 > 港股 > 美股。**国内方面**，A 股 10 月收涨 2.28%，其中沪深 300 收跌 3.16%、中证 1000 收涨 7.14%，科创 50 收涨 11.13%，北证 50 收涨 43.80%，两市成交量持续稳定在 2 万亿元上方，市场交易流动性宽松，风格上成长、小票更占优。**港股方面**，10 月恒生指数收跌 3.86%，恒生科技收跌 5.32%，海外流动性偏紧对港股形成压制。**海外方面**，美国、欧洲、印度、韩国股市均震荡收跌，仅日本股市收涨。

图表 17 权益市场表现

| 指标 | 现价 | 上月走势 | 上月涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) | |
|------|------------|----------|-----------|-------------|-------|
| A股 | 万得全A | 4976.88 | | 2.28 | 9.02 |
| | 上证指数 | 3272.01 | | -1.70 | 9.99 |
| | 深圳成指 | 10455.50 | | 0.58 | 9.77 |
| | 创业板指 | 2123.74 | | -0.49 | 12.29 |
| | 上证50 | 2651.53 | | -4.44 | 13.99 |
| | 沪深300 | 3890.02 | | -3.16 | 13.37 |
| | 中证500 | 5831.82 | | 2.75 | 7.42 |
| | 中证1000 | 5930.23 | | 7.14 | 0.73 |
| | 中证2000 | 2274.57 | | 9.73 | -5.21 |
| | 科创50 | 939.76 | | 11.13 | 10.30 |
| 北证50 | 1144.90 | | 43.80 | 5.75 | |
| 港股 | 恒生指数 | 20506.43 | | -3.86 | 20.29 |
| | 恒生科技 | 4483.91 | | -5.32 | 19.12 |
| | 恒生中国企业指数 | 7342.66 | | -3.27 | 27.29 |
| 海外 | 道琼斯工业指数 | 42052.19 | | -1.34 | 11.58 |
| | 纳斯达克指数 | 18239.92 | | -0.52 | 21.51 |
| | 标普500 | 5728.80 | | -0.99 | 20.10 |
| | 英国富时100 | 8177.15 | | -1.54 | 5.74 |
| | 法国CAC40 | 7409.11 | | -3.74 | -1.78 |
| | 德国DAX | 19254.97 | | -1.28 | 14.94 |
| | 日经225 | 38053.67 | | 3.06 | 13.71 |
| | 韩国综指 | 2542.36 | | -1.43 | -4.25 |
| | 印度SENSEX30 | 79724.12 | | -5.83 | 10.36 |

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.1 A股

10月A股主要宽基指数呈现显著分化，两市成交额保持在万亿规模上方，北证50、科创50、中证2000为代表的成长小票涨幅领先，红利指数、上证50代表的价值大票涨幅延续9月弱势。

分子端“强预期”牵引、分母端持续交易宽松。从分子端看，10月各部委陆续举行新闻发布会，以引导市场预期，在财政政策落地前市场仍有较为积极的想象空间，并未对偏弱的三季报作出过多负面定价。从分母端看，10月国内货币政策持续宽松，9月宣布的降准50BP、降息20BP均落地，LPR下调25BP，存款利率同步调降，潘功胜给出未来持续宽松的指引；海外美联储11月降息预期小幅摇摆，但不改25BP基准情景。

量能持续反弹至高位，市场情绪进一步升温。从成交额看，10月份沪深两市日均成交额为20145亿元，较9月份增加12176亿元，创下历史最高月份。从换手率看，10月两市换手率均值为0.9，较9月进一步回升，接近2020年7月水平，市场情绪在10月从“回暖”转向“偏热”。

风险溢价呈分化，小票风偏显著反弹。10月上证50的风险溢价从6.62%回升7.49%，沪深300的风险溢价从5.37%回升5.92%，中证500的风险溢价从1.85%回落至1.63%，中证1000的风险溢价从0.54%回落至0.36%，随着A股成交量在高位稳定，小票风险偏好持续上行。

宽基指数估值均大幅上修，中证1000弹性保持领先。从估值端看，10月万得全A市盈率从18.45倍回落至18.21倍(-1.30%)，上证50市盈率从11.38倍回落至10.37倍(-8.86%)，沪深300市盈率从13.26倍回落至12.39倍(-6.55%)，中证500市盈率从24.87倍回升至26.44倍(+6.29%)，中证1000市盈率从36.96倍回升至39.77倍(+7.6%)。

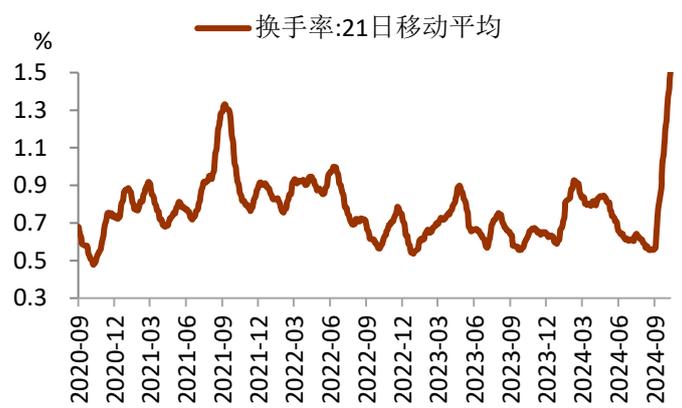
两融增速扩大，外资保持流入。从杠杆资金端看，10月末两融余额为17088.87亿元，较9月末增加2687.16亿元，两融资金随着小票的上涨而进一步活跃。从外资端看，10月中旬披露的北向资金三季度末持股市值较8月16日的1.91万亿元增加近5000亿元。

三季报利润延续负增，9月工业企业利润再现疲态。从盈利端看，三季度全A（非金融石油石化）营收增速-2.8%，前值-1.8%；净利润增速-9.4%，前值-7.5%，盈利尚在探底。10月末万得全A一致预期净利润同比增速从9月末11.81%下修至10.51%，上证50从5.26%上修至7.71%，沪深300从7.00%上修至7.89%，中证500从17.73%下修至11.41%，中证1000从32.31%下修至24.84%，中证2000从26.23%大幅下修至10.31%。从宏观数据来看，1-9月工业企业利润同比增速为-3.5%，前值0.5%，上游采选、下游消费制造利润大幅回落，中游原材料边际改善。

图表 18 A 股成交额

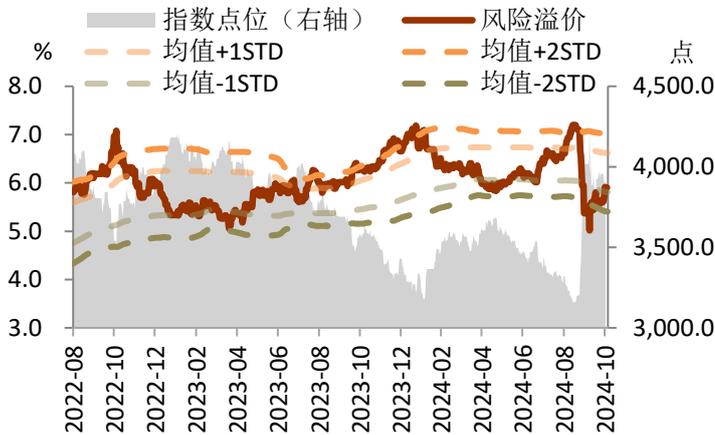


图表 19 A 股换手率

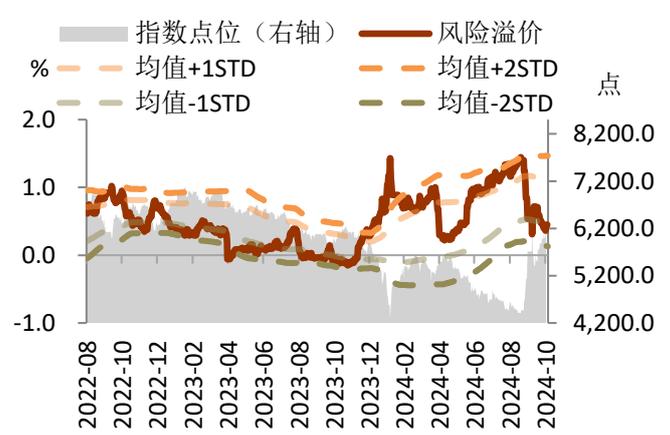


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

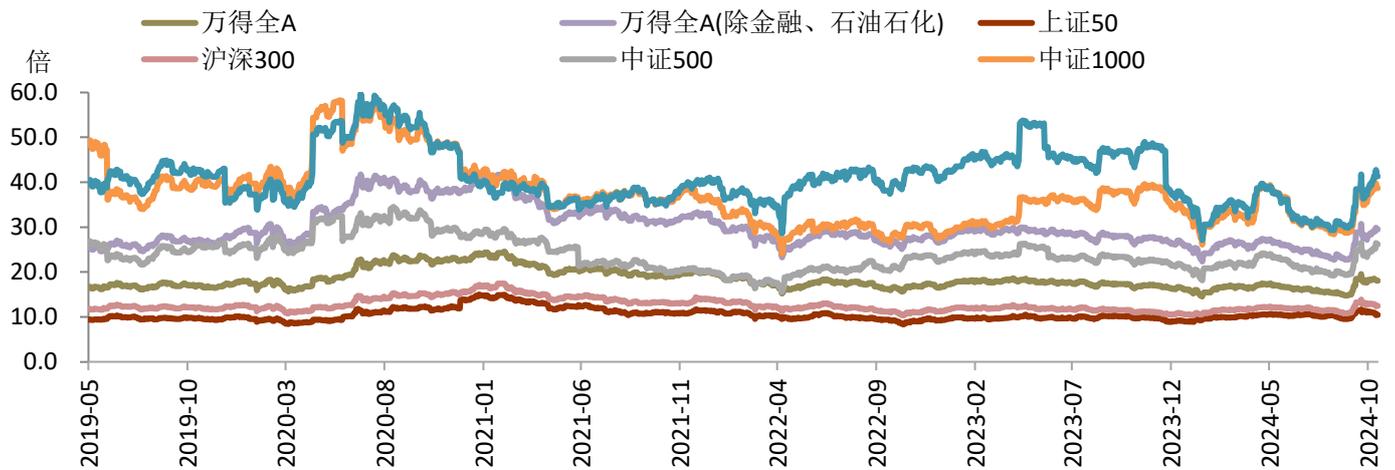


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

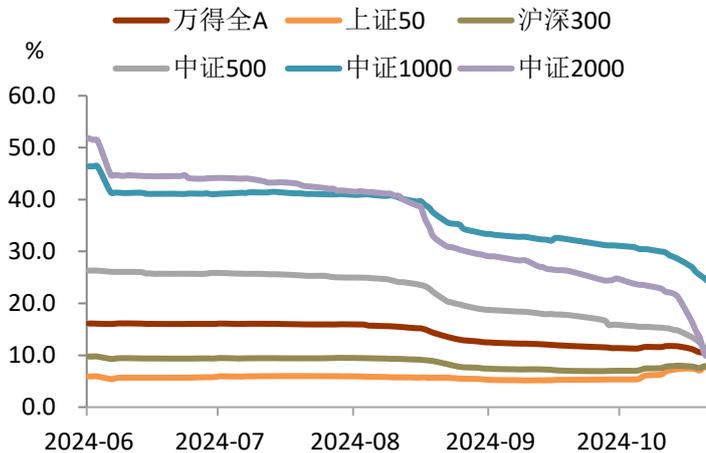


图表 24 北向资金

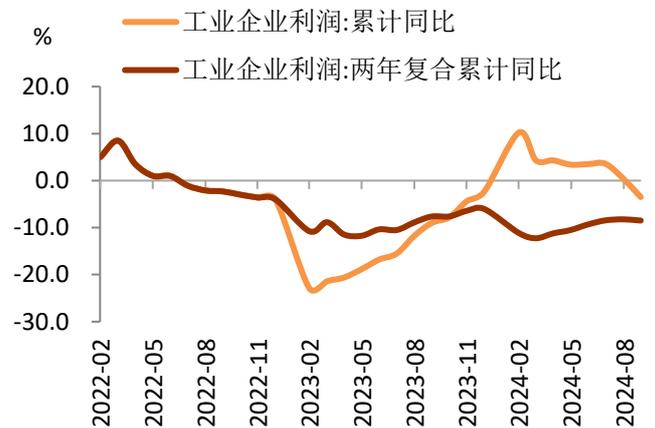


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：北向资金 8 月 19 日起停止披露）

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



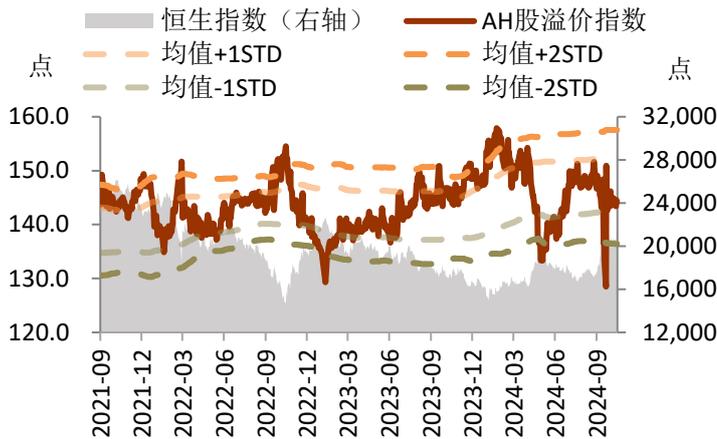
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.2 港股

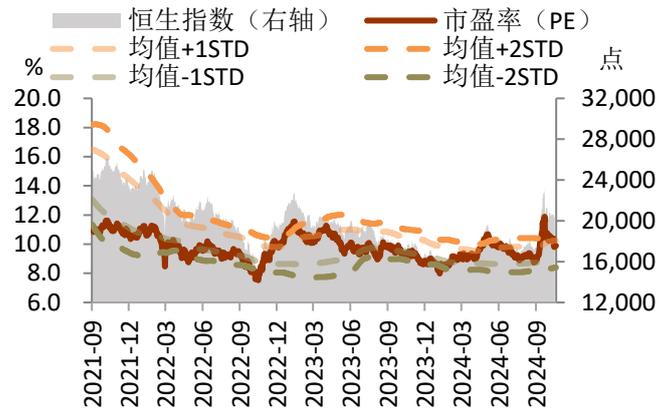
10 月港股回归震荡。港股在 10 月整体表现弱于国内，经历 9 月“超买”行情后，10 月市场情绪回归理性，同时受海外流动性及风偏影响，“特朗普交易”愈演愈烈，美元指数从 100 升至 104，2Y 美债利率从 3.64% 升至 4.15%，对港股形成压制。

估值有所下修，南向扩大流入，市场成交活跃。恒生指数的市盈率 (P/E) 在 10 月末为 9.80 倍，9 月末为 10.74 倍；南向资金延续 9 月的流入趋势，在 9 月实现净流入 768.81 亿元，显著大于前值 385.29 亿元。同时，恒生指数的换手率在 10 月份大幅上行，市场交易活跃度升至历史高位。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率

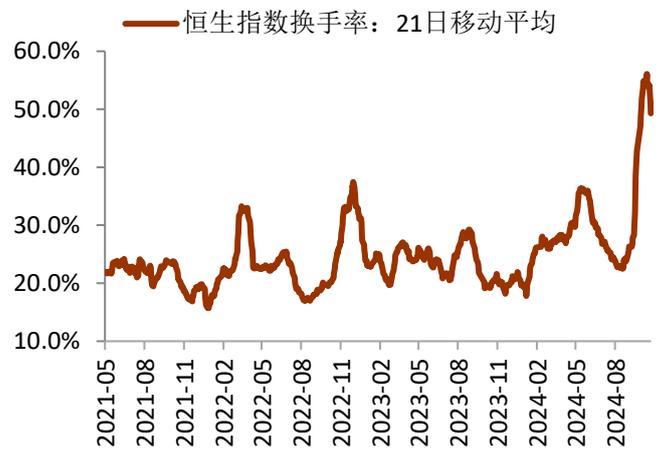


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 南向资金

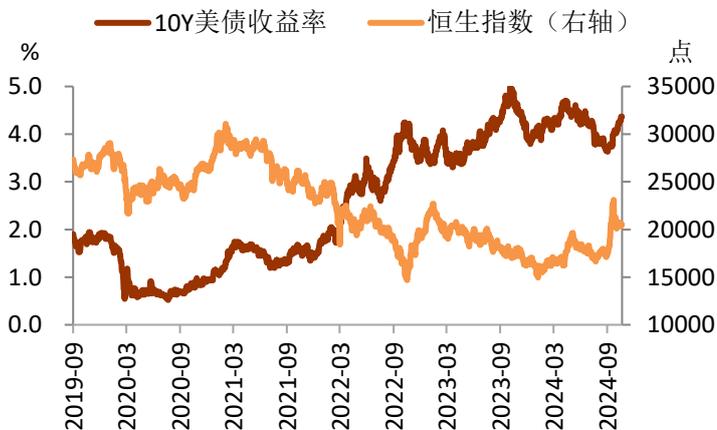


图表 30 恒生指数换手率

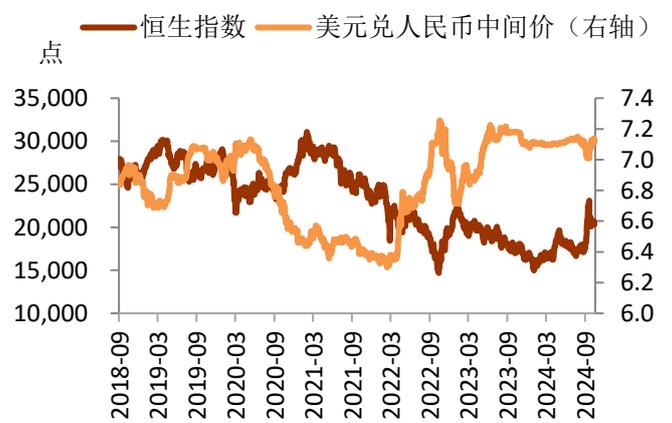


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

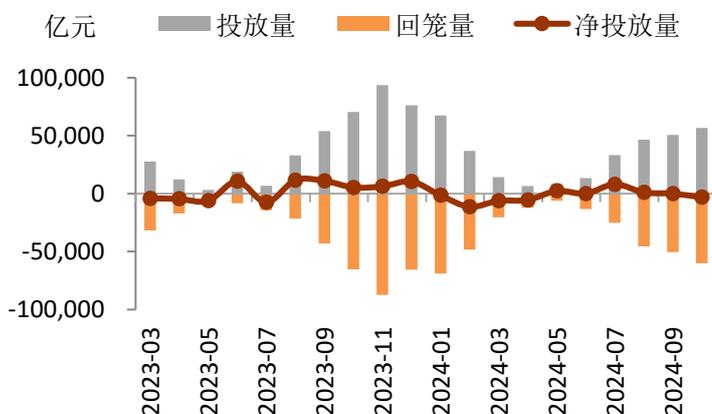
2、债券市场

央行转向净回笼，资金价格分化，利率中枢下行。 资金供给方面，10月央行公开市场净回笼3185亿元，较9月大幅收紧，其中逆回购投放49,758亿元、到期49,953亿元，MLF投放7,000亿元、到期7,890亿元，国库现金定存投放0亿元、到期1,600亿元。资金价格方面，10月利率中枢下行，R001较9月末下行23.32BP至1.53%，DR001较9月末下行14.89BP至1.37%；R007较9月末上行1.84BP至1.85%，高于政策利率（7天逆回购利率1.5%）35.08BP；DR007较9月末上行14.91BP至1.70%，高于政策利率20.44BP。资金需求方面，10月政府净融资11,895亿元，较9月减少929亿元，较去年同期减少1,187亿元，10月国债及地方债券发行节奏放缓；票据贴现利率10月均值为0.90%，较9月下行6.44BP，近期持续下行至2年多低点，指向信贷需求依旧偏弱，与金融数据相一致。

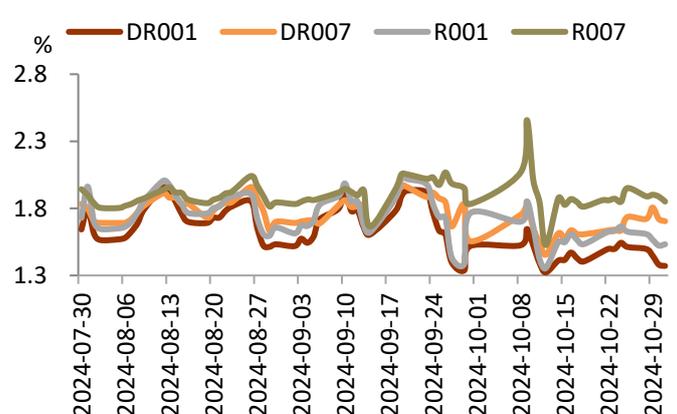
各期限国债利率回落，曲线整体走平。10月末，10年期国债收益率为2.15%，较9月末下行0.42BP；30年期国债收益率为2.30%，较9月末下行2.0BP。2年期国债收益率为1.45%，较9月末下降8.86BP。10Y-2Y期限利差为0.7%，较9月末扩大7.25BP；30Y-10Y期限利差为0.19%，较9月末收窄2.14BP。

10月政策预期、市场风偏主导债市。经历9月末超预期政策带来的利率跳升后，10月债市的主线围绕政策细节预期及市场风险偏好的回升。国庆假期后，发改委召开的新闻发布会不及预期，同时大行新一轮存款利率下调，以及偏弱的通胀、信贷数据推动利率下行。10月18日，央行行长潘功胜释放稳定资本市场预期信号，三季度GDP同比录得4.6%、9月主要经济数据好于预期，权益市场持续反弹，股债跷跷板效应显著，10Y国债利率从2.10%上行至2.16%。10月下旬，央行启用公开市场“买断式逆回购”补充流动性，同时市场对财政增量政策带来的供给扰动仍有担忧，债市进入震荡行情。进入11月，国内财政政策靴子落地，化债额度略超预期，内需地产仍有政策空间，债市焦点逐渐从政策转向基本面。

图表 33 货币市场公开操作

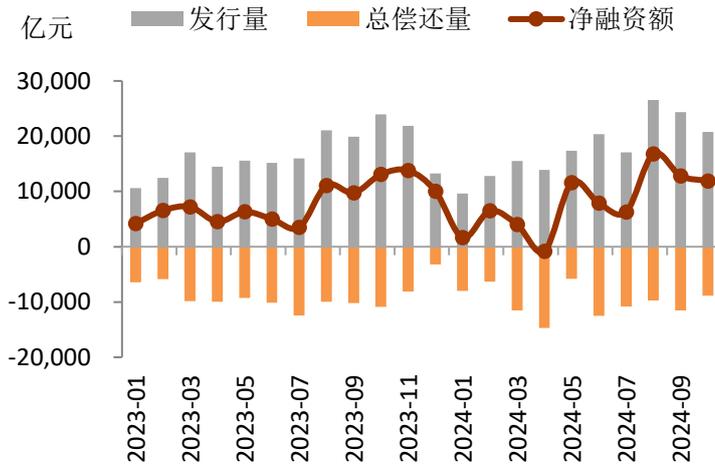


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

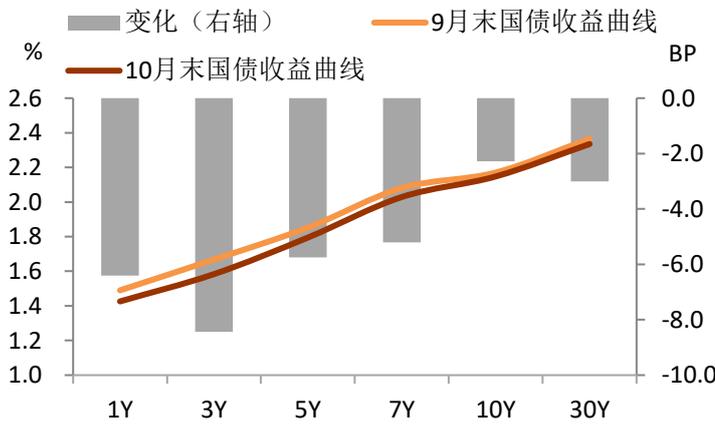


图表 36 票据贴现利率

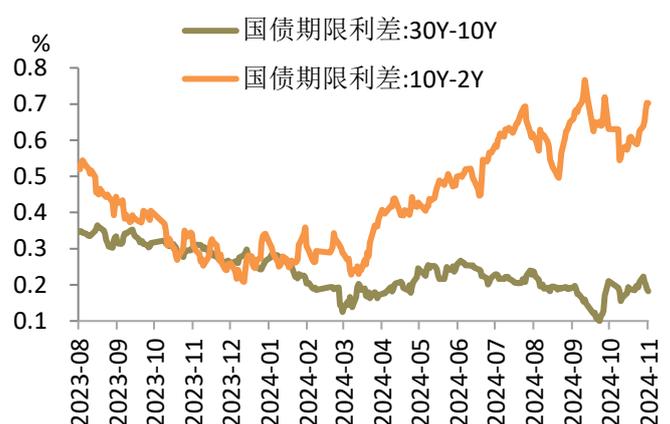


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

3.1 黄金

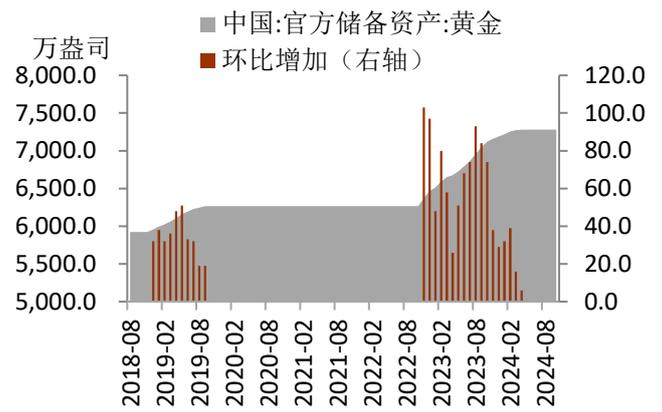
“特朗普交易”强化推动金价 10 月再创新高，靴子落地后进入调整。10 月末，伦敦金现收于 2743.49 美元/盎司，月涨幅 4.15%，创下 2790.07 美元历史新高；沪金收于 635.66 元/克，月涨幅 6.54%，因人民币在 10 月持续贬值，内盘涨幅显著高于外盘。（1）“特朗普交易”持续演绎，多重避险情绪推升金价。10 月随着特朗普的民调支持率逐步上升，市场开始定价特朗普执政下的中长期通胀及财政赤字，叠加中东冲突持续发酵，金价在 10 月下旬不断创下新高。（2）全球央行降息比例扩大，流动性宽松为金价上涨助力。10 月欧央行、加拿大央行、中国央行、韩国央行延续降息，同时美联储年内降息 50BP 仍是基准情景，全球

黄金 ETF 净流入金额在 10 月创年内新高。(3) 展望后市, 金价进入调整阶段。11 月美国大选特朗普横扫摇摆州, 以压倒性优势大获全胜, 美元指数持续走高, 对商品形成压制, 同时避险情绪因大选不确定性降低得以减弱, 短期来看金价回吐溢价、开启调整。中长期看, “去美元化”进行中, 10 月由中国、俄罗斯主导的金砖国家 (BRICS) 举办峰会, 倡导建立 BRICS Bridge 新金融支付系统, 以抗衡 SWIFT、规避欧美金融制裁风险。未来逆全球化将愈演愈烈, 新兴国家央行仍在增持黄金, 作为非主权货币的黄金将持续受到青睐。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备

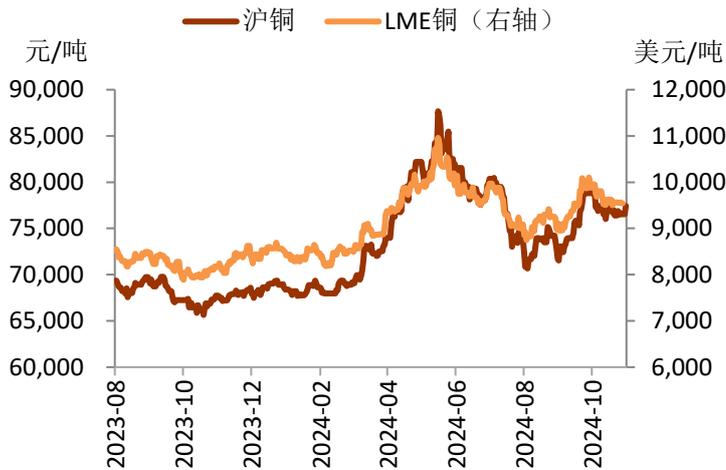


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

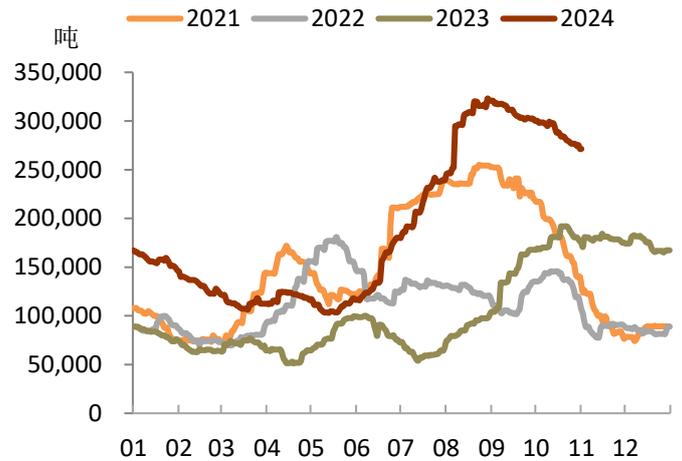
3.2 铜

宏观与基本面共振, 10 月铜价回调后震荡。10 月末, 伦铜收于 9559.0 美元/吨, 月涨幅 -2.87%; 沪铜收于 76540 元/吨, 月涨幅 -3.02%, 内外盘铜价均有所下跌。(1) 宏观情绪退潮, 强美元形成压制。在 9 月海内外宏观共振推动铜价趋势上行后, 10 月海外“特朗普交易”持续强化, 美元指数从 10 月初 100.4 飙升至 104.1, 对大宗商品形成压制; 国内方面, 市场关注增量财政政策细节、预期反复波动, 逐渐从“强预期”回归“现实”。(2) 精矿供应依旧趋紧, 需求端韧劲减弱。10 月精矿趋紧格局延续, 此前国内减产预期并未兑现, 同时进口量大幅反弹; 需求端, 10 月消费韧性环比下降, 现货需求疲软, 全球铜去库速度放缓, 对铜价支撑力度减弱。(3) 展望后市, 海外特朗普 2.0 带来的强美元仍在演绎, 国内 11 月财政增量政策未超市场预期, 基本上供需紧平衡预期未能兑现, 铜价进入回调震荡阶段。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

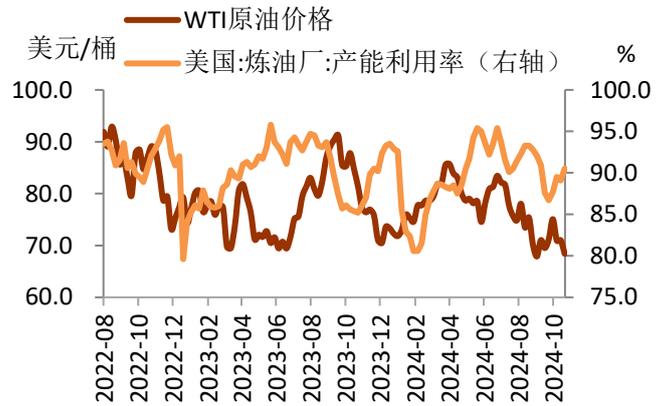
3.3 原油

油价 10 月宽幅震荡，基本面维持弱势，地缘政治扰动加剧。10 月末，WTI 原油收于 69.07 美元/桶，月涨幅 3.45%；布伦特原油收于 74.06 美元/桶，月涨幅 3.06%，10 月油价中枢小幅上行。(1) 全球能源需求疲软。三大能源机构连续持续下调 2024 年全球石油日均消费增速的预期，最新降至 125 万桶/日（前值 129 万桶/日），低于 2023 年的增速水平（224 万桶/日）。中国石油需求继续低迷，原油进口量和炼油厂开工率均处于年内低位，且显著低于往年同期水平。同时北半球进入能源淡季，美国原油库存超预期增加。随着全球制造业见顶回落，发达国家的能源需求承压，EIA 对未来两年 OECD 国家石油消费增速预期已显著下调。(2) OPEC 再推迟增产计划、利比亚复产。10 月利比亚恢复至正常产量，11 月初 OPEC 决定延长减产至 12 月底；长期来看，全球或面临供应过剩，OPEC 目标 2025 年供给每月增加 21 万桶，同时美国及其他美洲国家也维持增产，整体供应压力或对油价形成上行限制。(3) 展望后市，短期波动、中长期偏空，特朗普上任再添变数。此前地缘政治风险加剧油价波动，短期因中国能源需求疲弱、欧美需求进入淡季，油价面临下行压力，但供应端在年内提供一定支撑。与此同时，中东局势反复动荡，特朗普能源政策主张在中期也对油价形成压制。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

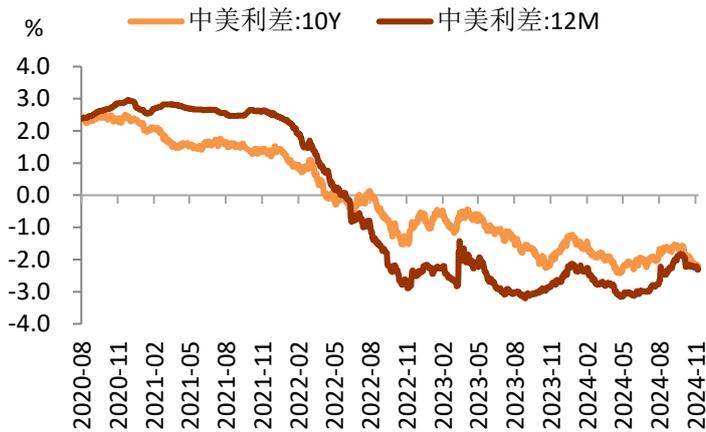
4.1 美元

“特朗普交易”主导下，10月美元持续上涨。10月美元指数从100.4一路上行至104.1，回到今年7月水平。(1) “特朗普交易”回归，美元单边上行。自10月起，民调及市场对特朗普当选的押注显著增加，市场预期其执政将导致经济、通胀上行，同时美联储未来降息空间收缩，进一步支撑美元走强。(2) 美国经济显示韧劲依旧。10月末公布的美国三季度GDP录得2.8%，作为美国经济引擎的消费依旧具有韧劲；10月非农就业遇冷，但主要受波音公司罢工和飓风影响较大，市场并未给出负面定价，同时高频初申失业金人数中枢稳在23万水平。(3) 展望后市，市场关注“特朗普2.0”执政细节，其相关交易仍将深化；目前美国经济基本面相对欧洲较强，美联储对12月降息看法有所转鹰，预计短期美元震荡偏强。

4.2 人民币

强美元导致人民币贬值震荡。10月在岸人民币汇率从7.0176贬值至7.1183，离岸人民币汇率从7.0066贬值至7.1253，人民币中间价从7.0709调至7.1250。(1) 从内部环境来看，9月增量政策带来的“强预期”逐渐消退，经济依旧面临“弱现实”，人民币在上旬快贬后进入震荡区间。(2) 从外部环境来看，10月市场不断交易“特朗普胜选”，其政策主张将导致美国强经济、强通胀，美元指数陡升，对多数非美货币形成压制，人民币也伴随调整压力。(3) 展望后市，特朗普加征关税的预期及逻辑将在中短期对人民币施压，中美经济温差仍在缓慢收缩，但国内“强预期”传导至“强现实”尚需时日，美元兑人民币中期看贬值，7.3关口央行或加大逆周期调节，同时需注意年末企业结汇季节性升值脉冲效应。

图表 45 中美利差



图表 46 在岸、离岸人民币汇率

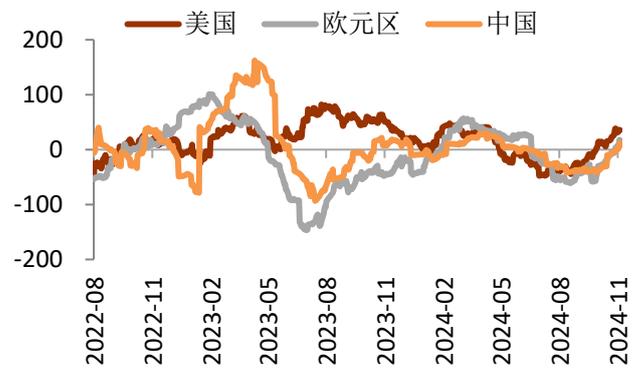


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。