



2023年12月4日

PMI 走弱，关注年底重要会议

核心观点及策略

- 上周债市小幅反弹，各期限现券收益率普遍下行1-3BP，其中6-7Y国债收益率下行幅度稍大于其他期限。具体看上周并无重大消息刺激，市场关注重点依然是未来货币政策走向，而T2403最大涨幅则在周二周三，上涨的原因大部分归结于资金面的转松。周四官方PMI数据公布，虽然较上月数据出现明显下行，但并未引起市场过多波动。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.41%、最低价101.58、最高价102、最终收于101.97、上涨0.275。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼310亿元，但受此前跨月危机余波影响，大多数机构选择提前跨月，因此月底资金面反而开始好转，甚至出现临近月底隔夜无人问津的现象，29日DR001价格更是来到了1.2%的低位。货币政策方面，2023年第三季度中国货币政策执行报告出炉，但报告依然以宽信用为主要基调，而总量和价格上恐难有进一步放水。
- 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 | 101.9700 | 0.2600 | 16732 | 326469 | 158793 |
| TF2403 | 101.8500 | 0.1500 | 7266 | 263069 | 90074 |
| TS2403 | 100.9780 | 0.0560 | 11113 | 189174 | 53172 |
| TL2403 | 99.4000 | 0.4100 | 3796 | 113020 | 28174 |
| T2406 | 101.8550 | 0.2700 | 4074 | 10739 | 10522 |
| TF2406 | 101.8050 | 0.1650 | 155 | 4727 | 2953 |
| TS2406 | 101.0620 | 0.0540 | 566 | 2303 | 1721 |
| TL2406 | 99.1500 | 0.2800 | 1,318 | 4924 | 2800 |

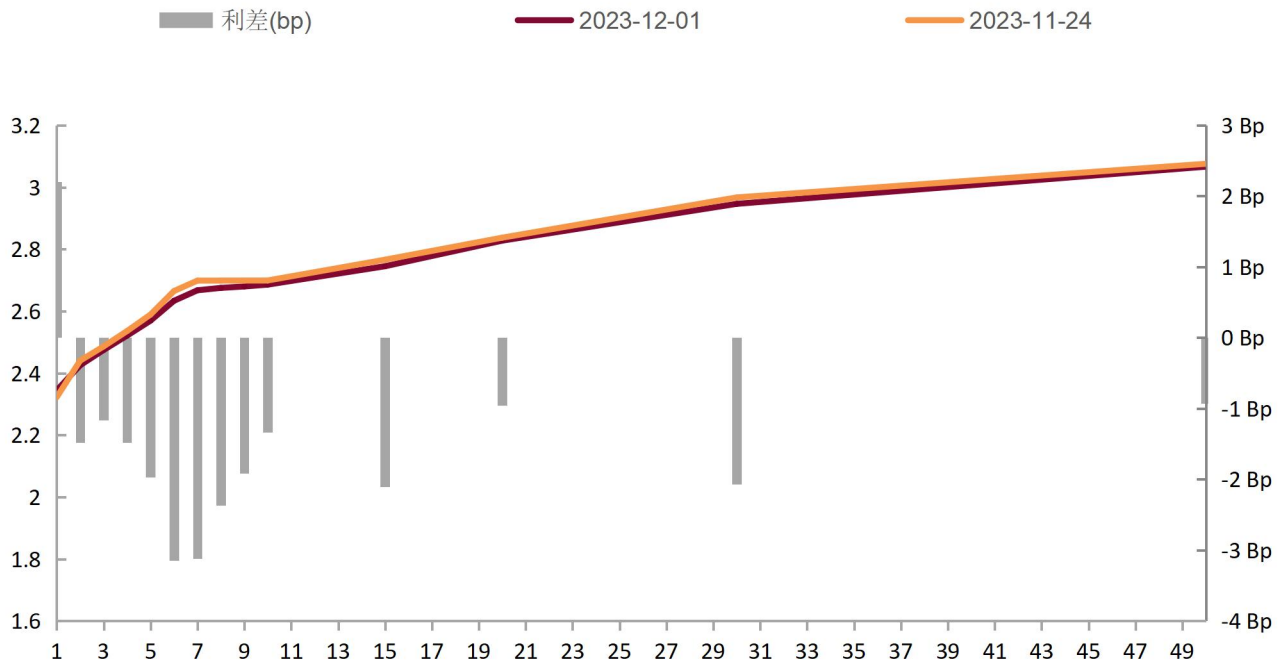
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

| 本周净投放(亿元) | | | | | | -310 |
|------------|-------|------|----|------------|------|------|
| 日期 | 品种 | 名称 | 期限 | 票息/参考利率(%) | 金额 | 资金流向 |
| 2023/12/1 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 1190 | 投放 |
| 2023/12/1 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 6640 | 回笼 |
| 2023/11/30 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 5190 | 回笼 |
| 2023/11/30 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 6630 | 投放 |
| 2023/11/29 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 4380 | 投放 |
| 2023/11/29 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 4600 | 回笼 |
| 2023/11/28 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 3190 | 回笼 |
| 2023/11/28 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 4150 | 投放 |
| 2023/11/27 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 2050 | 回笼 |
| 2023/11/27 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 5010 | 投放 |

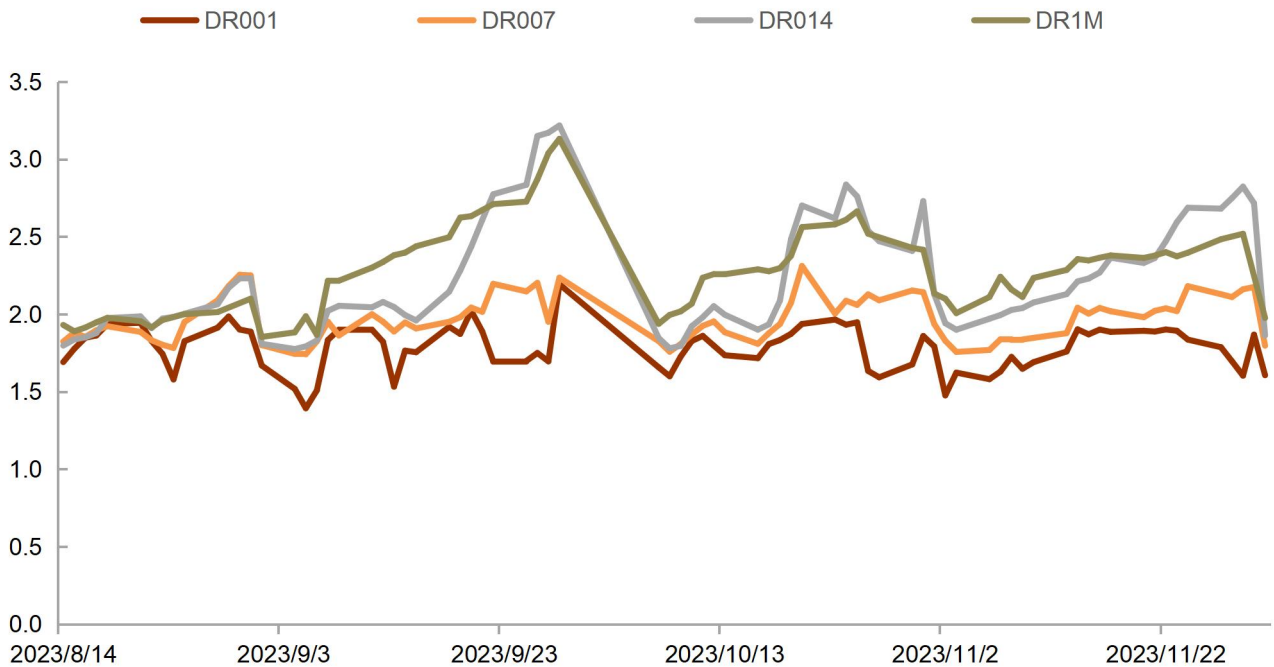
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



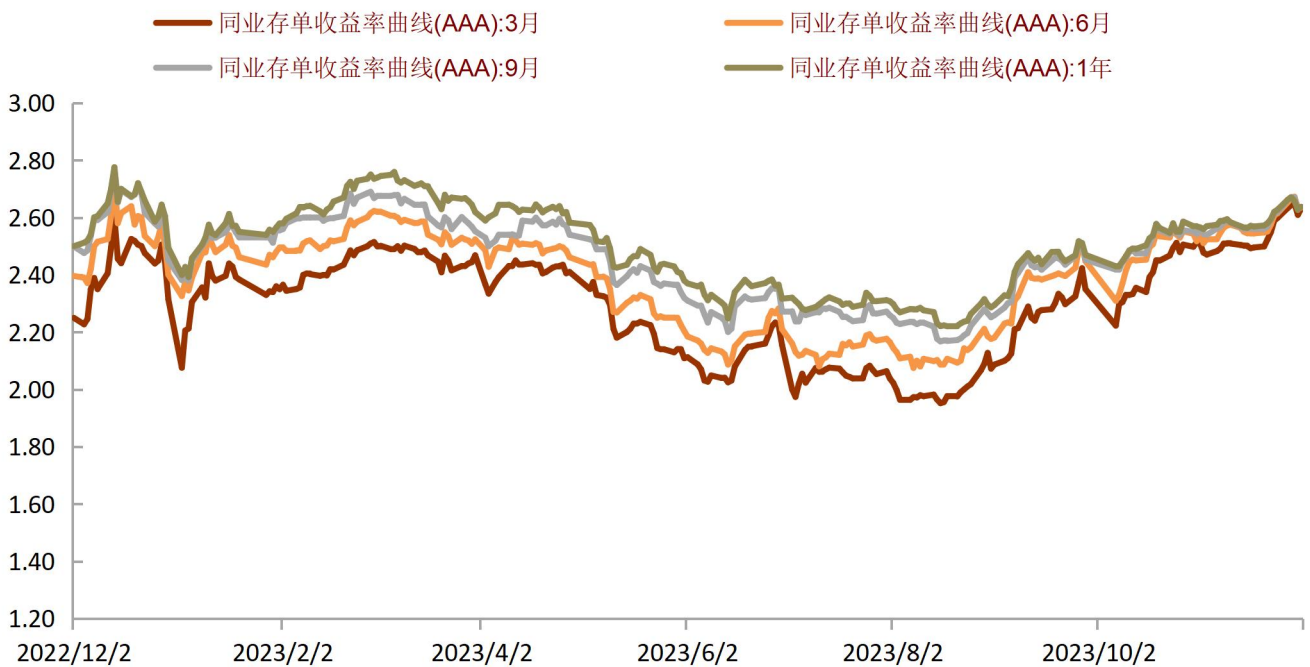
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市小幅反弹，各期限现券收益率普遍下行 1-3BP，其中 6-7Y 国债收益率下行幅度稍大于其他期限。具体看上周并无重大消息刺激，市场关注重点依然是未来货币政策走向，而 T2403 最大涨幅则在周二周三，而上涨的原因大部分归结于资金面的转松。周四官方 PMI 数据公布，虽然较上月数据出现明显下行，但并未引起市场过多波动。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.41%、最低价 101.58、最高价 102、最终收于 101.97、上涨 0.275。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 310 亿元，但受此前跨月危机余波影响，大多数机构选择提前跨月，因此月底资金面反而开始好转，甚至出现临近月底隔夜无人问津的现象，29 日 DR001 价格更是来到了 1.2% 的低位。货币政策方面，2023 年第三季度中国货币政策执行报告出炉，但报告依然以宽信用为主要基调，而总量和价格上恐难有进一步放水。

经济基本面方面：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 万平方米，创出今年 6 月以来新高。叠加房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

回暖概率较大。最后是南华工业品指数横盘震荡，PPI 预计维持平稳。

行情上我们认为当前债市债市的关注点依然是未来财政及货币政策方向，同时按往年惯例年底前将有两大重要会议召开，而届时会议公告则大概率给出市场所期待的增量信息。回到当前，权益及房地产市场的反弹将有较大可能在本周把债市重新拉回下跌态势，但考虑到跨月后资金面转松，债市实际跌幅应该相对有限。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、央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》。《通知》强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。银行业金融机构要加大首贷、信用贷支持力度，积极开展产业链供应链金融服务，主动做好民营企业资金接续服务，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷，同时抓好促发展和防风险。优化民营企业债务融资工具注册机制，充分发挥民营企业债券融资支持工具作用，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者积极科学配置民营企业债券，加大对民营企业债券投资力度。支持民营企业上市融资和并购重组，发挥区域性股权市场、股权投资基金对民营企业的支持服务作用，扩大优质民营企业股权融资规模。加大外汇便利化政策和服务供给，通过提升经常项目收支便利化水平、完善跨境投融资便利化政策、优化跨境金融外汇特色服务，支持民营企业“走出去”“引进来”。

2、中国人民银行行长潘功胜在香港金融管理局—国际清算银行高级别会议上发表讲话，过去一年来，很多央行面临通胀居高不下的挑战，中国的情况则有所不同。当前，中国的 CPI 正逐步触底回升。8 至 9 月，CPI 恢复正增长。10 月，受食品价格同比下跌 4%、特别是猪肉价格同比下跌 30%等因素影响，CPI 同比小幅下跌。我们认为食品价格不会持续下跌，预计 CPI 将会温和上行。今年以来，中国人民银行综合运用多种政策工具，包括下调存款准备金率，降低政策利率，带动贷款报价利率（LPR）等市场利率下行等。下一阶段，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，支持实体经济发展。

3、为进一步促进中外人员往来，服务高质量发展和高水平对外开放，中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。上述国家不符合免签条件人员仍需在入境前办妥来华签证。

4、中国人民银行发布 2023 年第三季度中国货币政策执行报告：下一阶段稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货

币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济的稳定性，促进经济金融良性循环，保持物价水平合理稳定。持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，维护好存贷款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续工具，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势。落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，立足长远、发轫当前，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。

5、近日，上交所组织召开了沪市房企座谈会，保利发展、大名城、华发股份、金地集团、迪马股份、新黄浦、中华企业、京能置业等八家沪市房企及申万宏源、国金证券两家保荐机构参与。本次座谈是上交所在中国证监会的指导下，贯彻落实中央金融工作会议精神的一项重要工作，旨在进一步支持和推动沪市房企通过融资和并购重组等方式，提升质量，化解风险，落实关于支持保障性住房规划建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”的相关政策安排。

6、美联储决策者周四表示，美联储的加息行动可能已经结束，但如果抗通胀方面的进展停滞不前，将保留进一步收紧货币政策的选项，他们还淡化了市场关于将迅速转向降息的预期。纽约联储总裁威廉姆斯表示，美联储在过去20个月中已将政策利率上调了5.25个百分点，金融和信贷状况收紧应有助于进一步降低通胀，并指出供应链的改善也缓解了价格压力。但他补充称，如果通胀压力没有继续缓解，可能会再次上调利率。旧金山联储总裁戴利也表达了类似的观点。她指出，她的“基本情境”并不要求进一步加息，现在就判断是否已经完成加息行动还“为时尚早”。

7、第三季度美国经济增速比最初想像的要快，企业建造了更多仓库并积累了更多机械设备，但由于借贷成本上升抑制招聘和支出，经济增长势头似乎已经减弱。美国商务部经济分析局(BEA)在对第三季度国内生产总值(GDP)的二次估值报告中表示，第三季GDP环比增长年率修正为5.2%，前值为4.9%。这是2021年第四季度以来最快的扩张速度。不过，这一增速很可能夸大了经济的健康状况。从收入方面来看，经济活动增长速度适中。

8、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

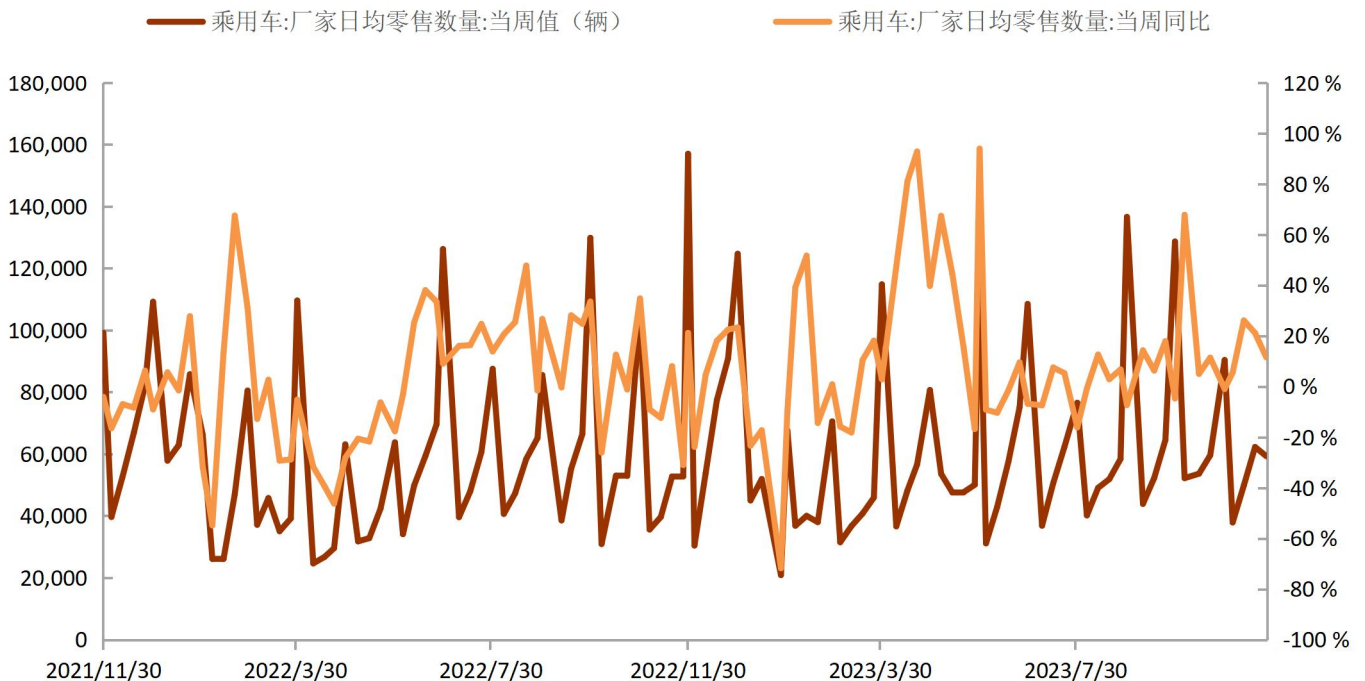
0.3个百分点，我国经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固。从13个分项指数来看，同10月相比，积压订单指数、出厂价格指数、从业人员指数、供应商配送时间指数和生产经营活动预期指数上升，指数升幅在0.1至0.5个百分点之间；生产指数、新订单指数、新出口订单指数、产成品库存指数、采购量指数、进口指数、购进价格指数和原材料库存指数下降，指数降幅在0.1至1.9个百分点之间。

9、据中证报，在中央汇金时隔八年再度出手增持四大行股票和ETF产品后，近期，两大保险机构首度联手建立500亿元规模私募进军二级市场，千亿资产国有资本运营公司公开发声增持央企科技类指数基金。业内人士认为，开弓没有回头箭，后续还将有更多机构或者资金出手。重磅机构的“真金白银”接棒出击，正在为活跃资本市场、提振投资者信心持续蓄力中。有消息称，国新或将在接下来一周里持续每天增持。

10、中国人民银行党委书记、行长潘功胜表示，在防范化解地方政府债务风险方面，中国人民银行将会同有关部门指导金融机构按照依法合规、平等协商的原则，稳妥化解地方政府存量债务风险，严格控制新增债务，健全债务风险防范长效机制，必要时对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。

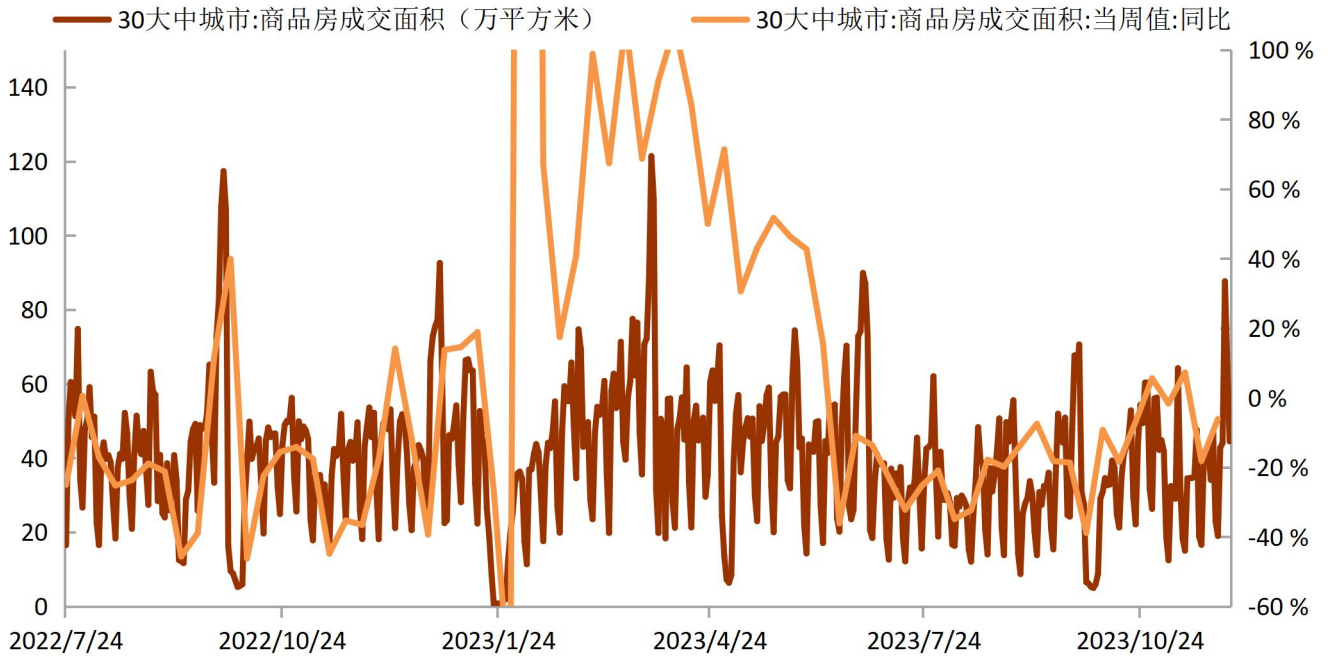
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



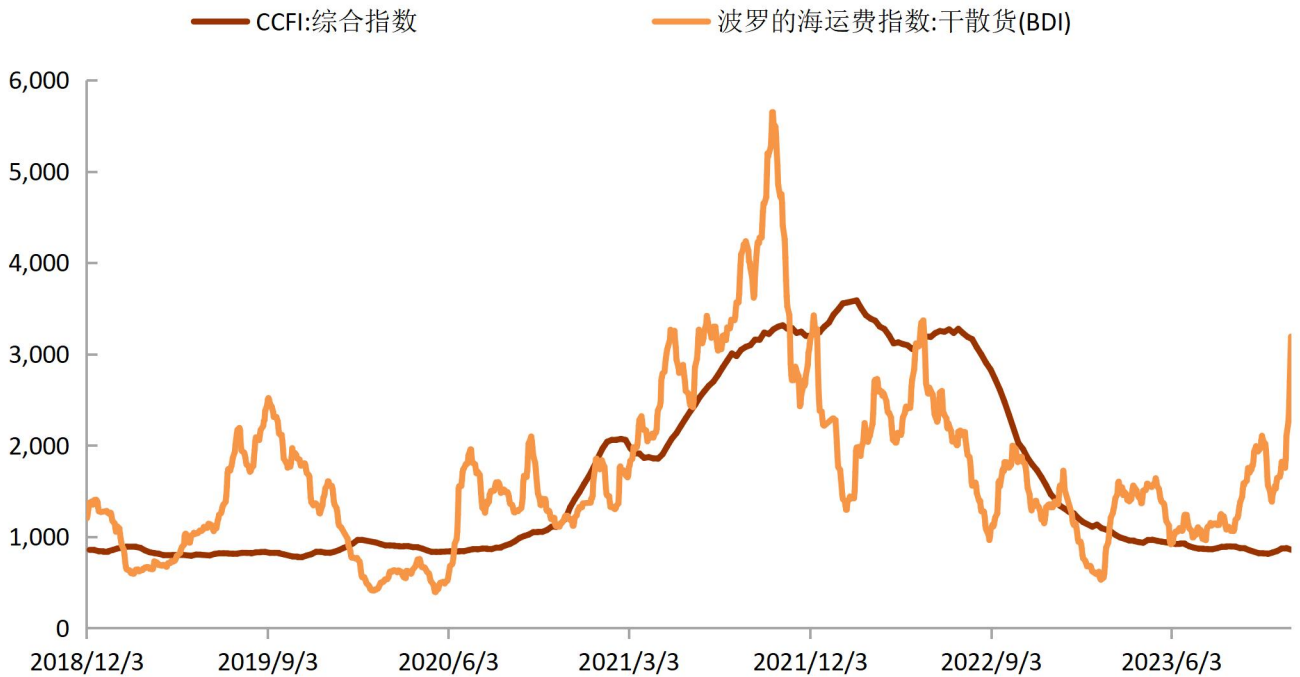
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



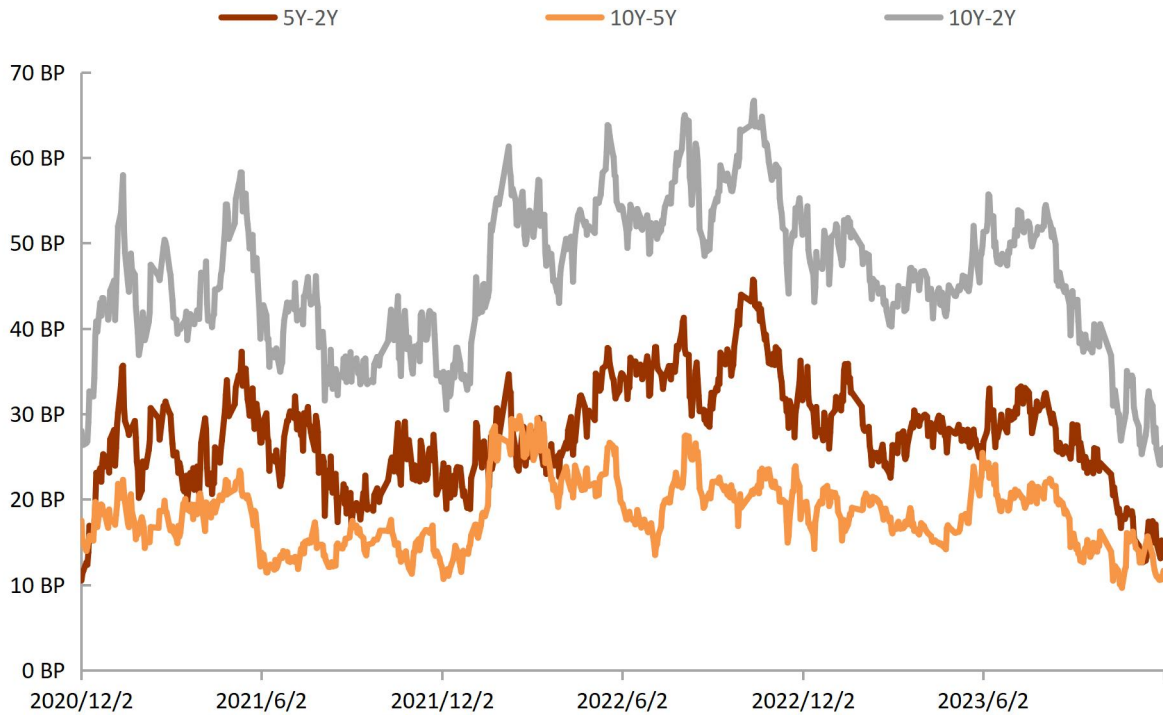
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



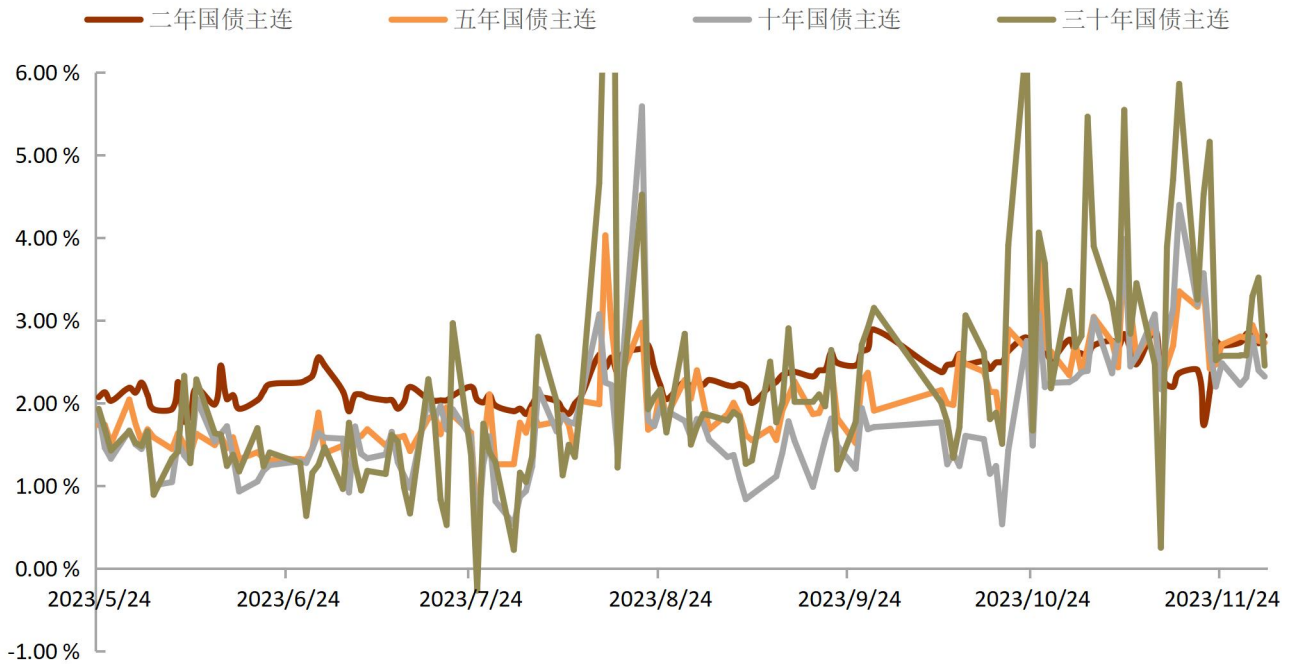
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



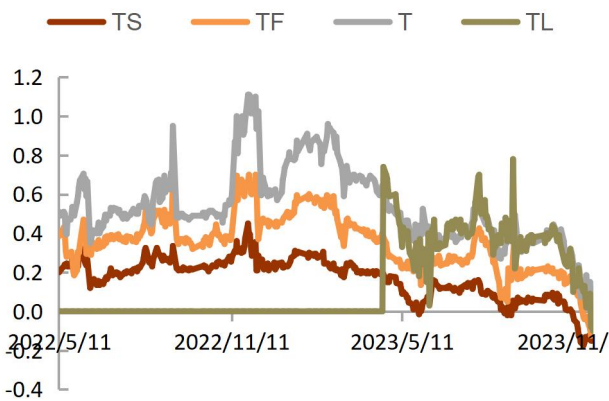
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

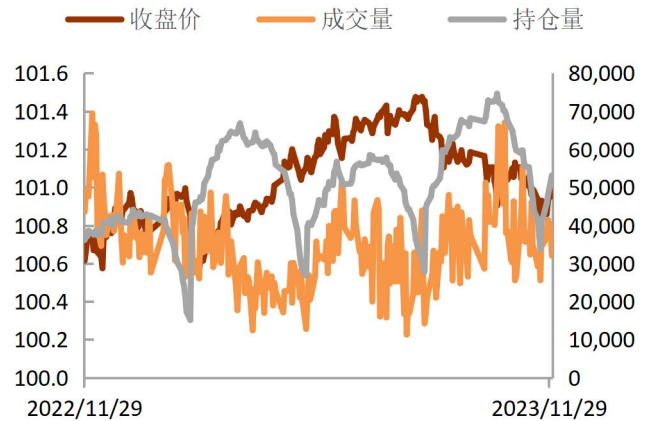


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

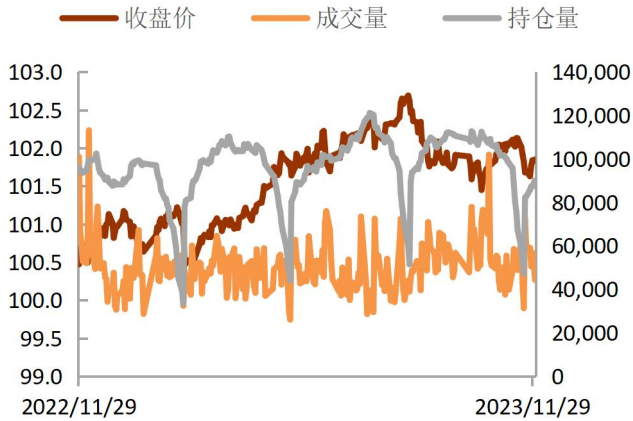


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

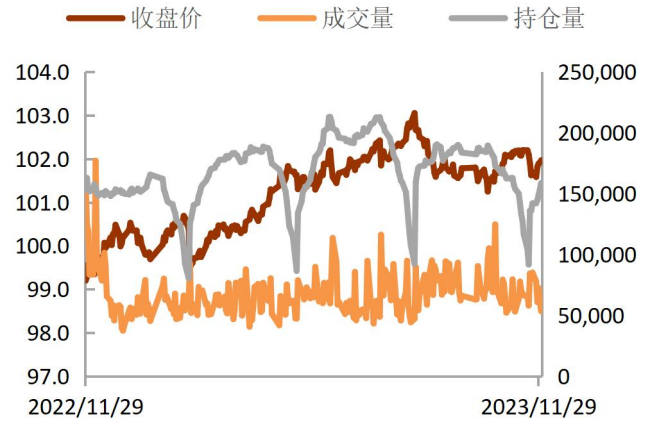


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

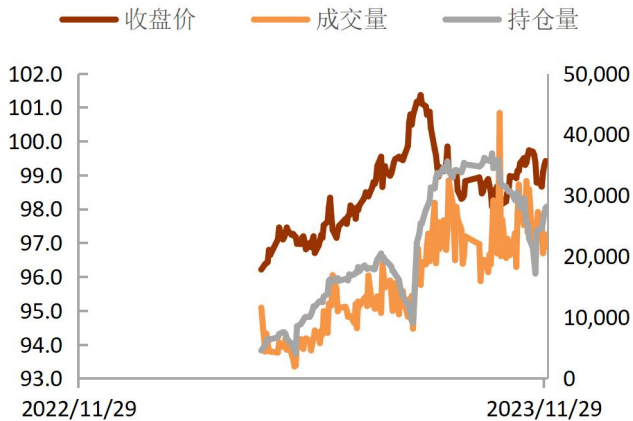


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

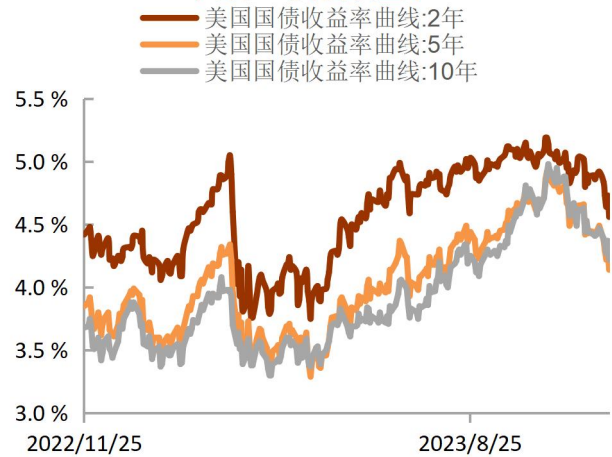


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

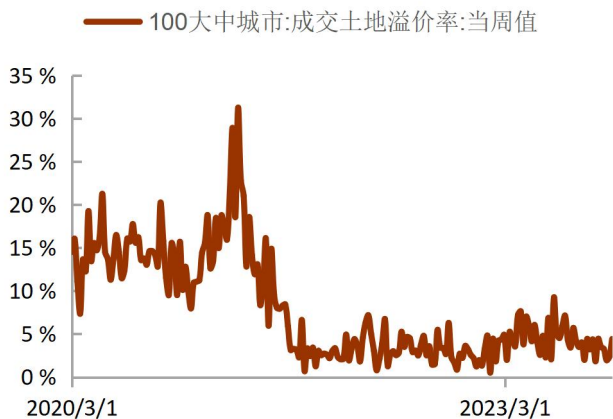


图表15 美债收益率

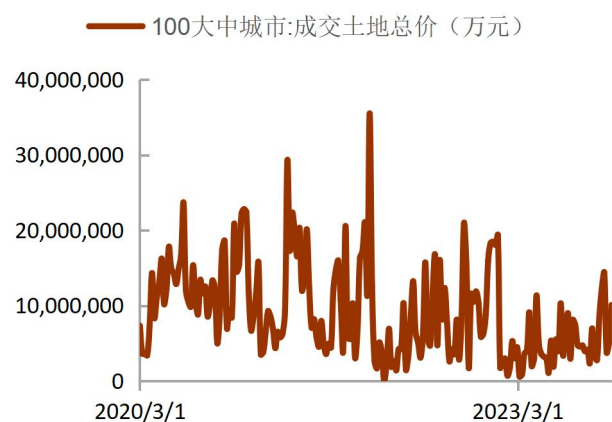


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

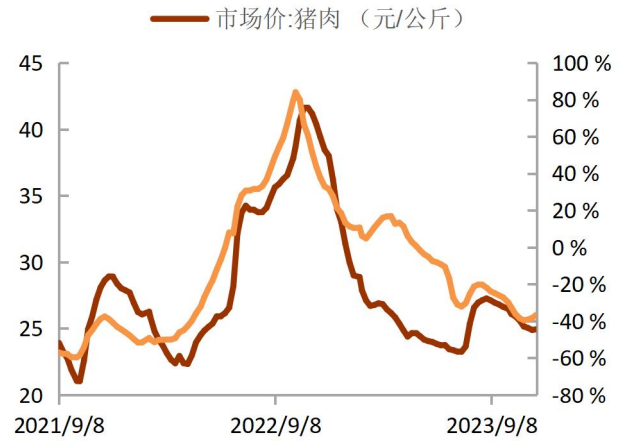


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

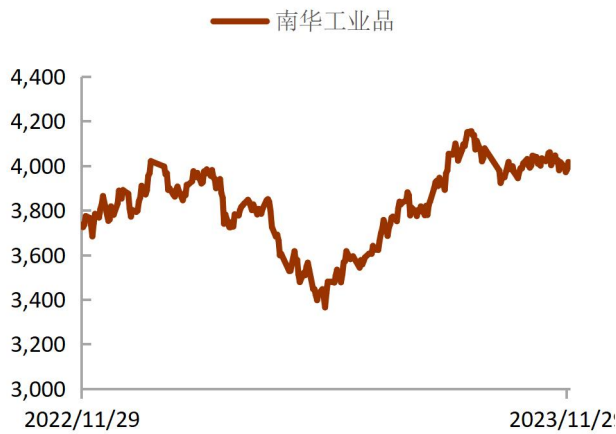


图表19 市场价：猪肉

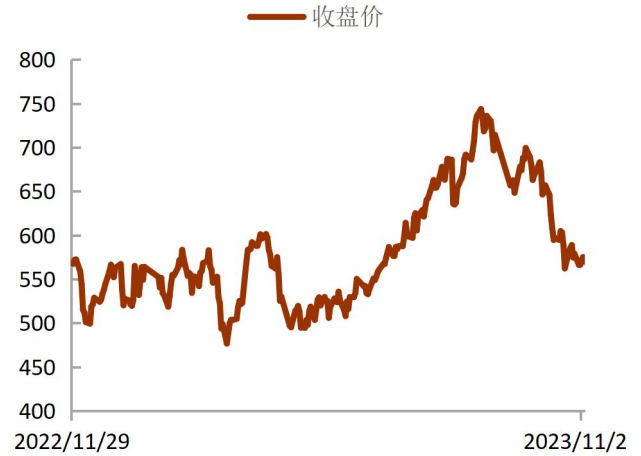


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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 A2506 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。