



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD



关注政策发力预期，震荡偏空

—— 国债月报2023/12/08

宏观金融组 蒋文斌

■ jiangwb@wkqh.cn

■ 0755-23375128

■ 从业资格号：F3048844

■ 交易咨询号：Z0017196



CONTENTS

1 月度评估及策略推荐

2 期现市场

3 主要经济数据

4 流动性

5 利率与汇率



1 月度评估及策略推荐

- ◆ **经济及政策：**国内经济数据边际转弱，服务业PMI数据年内首次位于50以下的收缩区间。海外通胀数据持续回落，加息周期结束预期强化。
 1. 中国11月官方制造业PMI为49.4，前值49.5；服务业PMI为49.3，前值50.1，服务业PMI年内首次位于50以下。
 2. 乘联会初步统计，11月乘用车市场零售206.2万辆，同比增长25%，环比增长1%。
 3. 美国11月ISM服务业PMI为52.7，高于10月的51.8；制造业PMI为46.7，环比持平。
 4. 美国10月CPI数据3.2%，前值3.7%；核心CPI为4.0%，前值4.1%，环比继续回落。
 5. 欧元区11月制造业PMI终值为44.2，前值43.1；服务业PMI为48.7，前值47.8。
 6. 欧元区11月CPI同比增长2.4%，前值2.9%；核心CPI为3.6%，前值为4.2%。
- ◆ **流动性：**月末过后，近期流动性边际改善，DR007利率维持在7天OMO利率附近；后期的流动性跟政府债的发行节奏有关，预计总体维持在相对偏紧状态。
- ◆ **利率：**1、最新中国十年期国债收益率2.68%，近期总体以震荡为主；2、10Y美债收益率收于4.14%，欧美国债收益率近期持续回落。
- ◆ **小结：**近期经济数据以边际回落为主，12月份“中央政治局会议”及“中央经济工作会议”临近，政策发力预期再起。月末效应过后，流动性边际改善，DR007利率回落至OMO利率附近。策略上，预计近期的两大重要会议表态会相对积极，短期震荡偏空。

基本面评估

股指基本面评估	估值		驱动			
	基差	价格	经济及政策	流动性	利率	重要事件
多空评分	-1	0	-1	1	0	0
简评	基差低位	价格适中	政策发力预期升温	边际改善	利率适中	无
小结	近期经济数据以边际回落为主，12月份“中央政治局会议”及“中央经济工作会议”临近，政策发力预期再起。月末效应过后，流动性边际改善，DR007利率回落至OMO利率附近。策略上，预计近期的两大重要会议表态会相对积极，短期震荡偏空。					

交易策略建议



五矿期货
MINMETALS FUTURES



交易策略建议						
策略类型	操作建议	盈亏比	推荐周期	核心驱动逻辑	推荐等级	首次提出时间
单边	多单持有T主力合约，长期换月	/	长期	当前价位偏低，且远期合约长期贴水	★★★★☆	2021. 6. 12

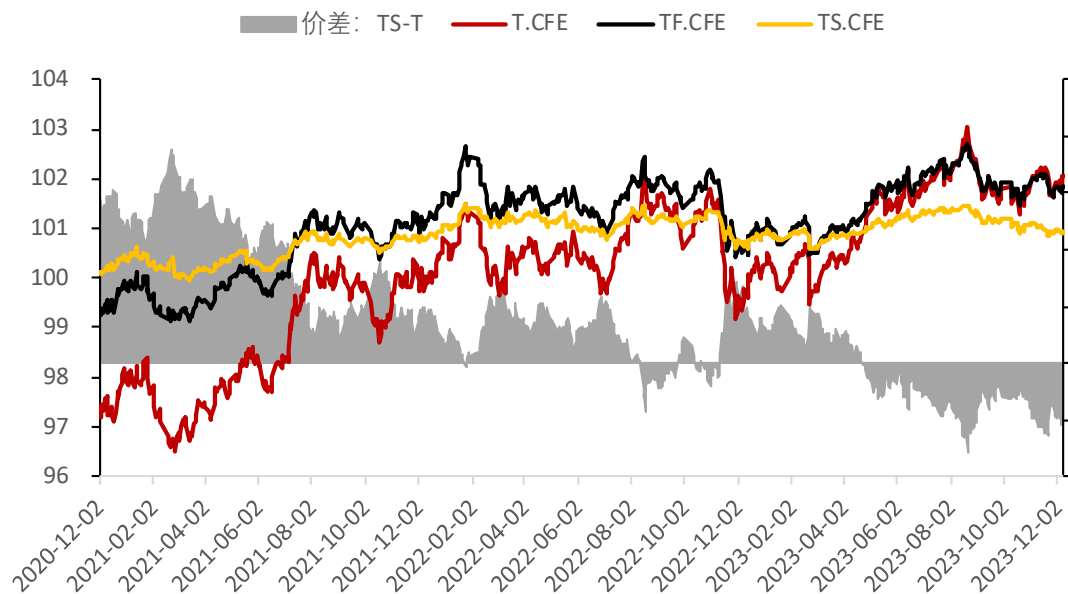
2 期现市场

表1：国债行情统计

名称	收盘价 (元)	周涨跌 (元)	月涨跌 (元)	年涨跌 (元)	周成交量 (手)	持仓量 (手)	持仓量变化 (手)
T当季连续	101.975	0.165	0.310	1.975	71669	5659	-57614
T下季连续	101.970	0.275	0.535	2.480	326469	158793	16732
T隔季连续	101.855	0.310	0.660	2.855	10739	10522	4074
TF当季连续	101.755	0.100	0.200	1.155	45253	3605	-33166
TF下季连续	101.850	0.150	0.300	1.570	263069	90074	7266
TF隔季连续	101.805	0.165	0.335	1.780	4727	2953	155
TS当季连续	100.818	0.038	-0.120	0.095	38631	5213	-24616
TS下季连续	100.978	0.066	0.078	0.498	189174	53172	11113
TS隔季连续	101.062	0.062	0.092	0.687	2303	1721	566

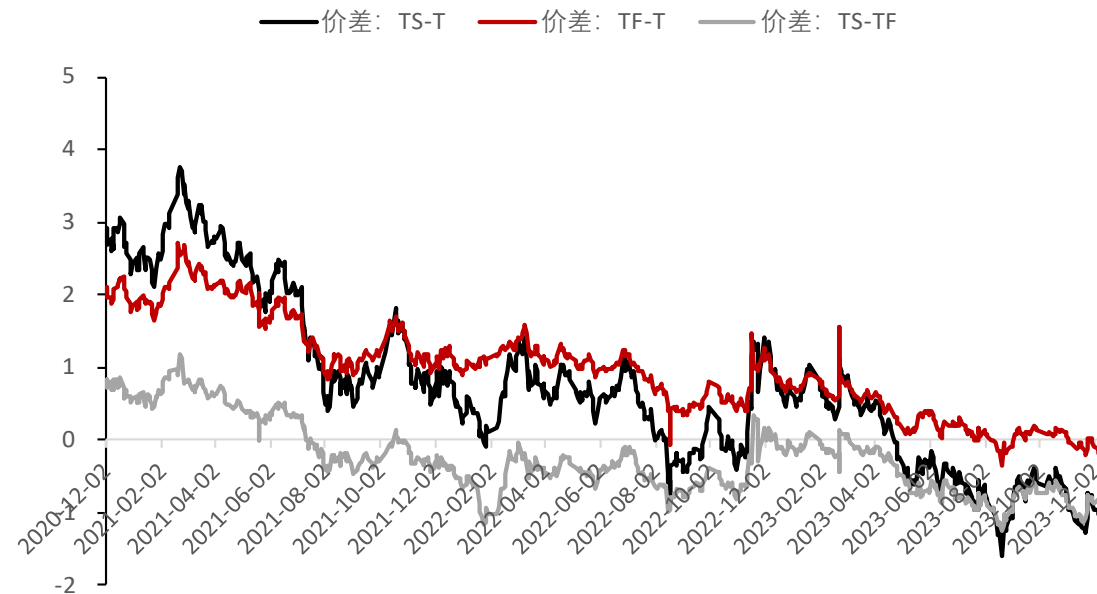
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图1：主力合约结算价走势



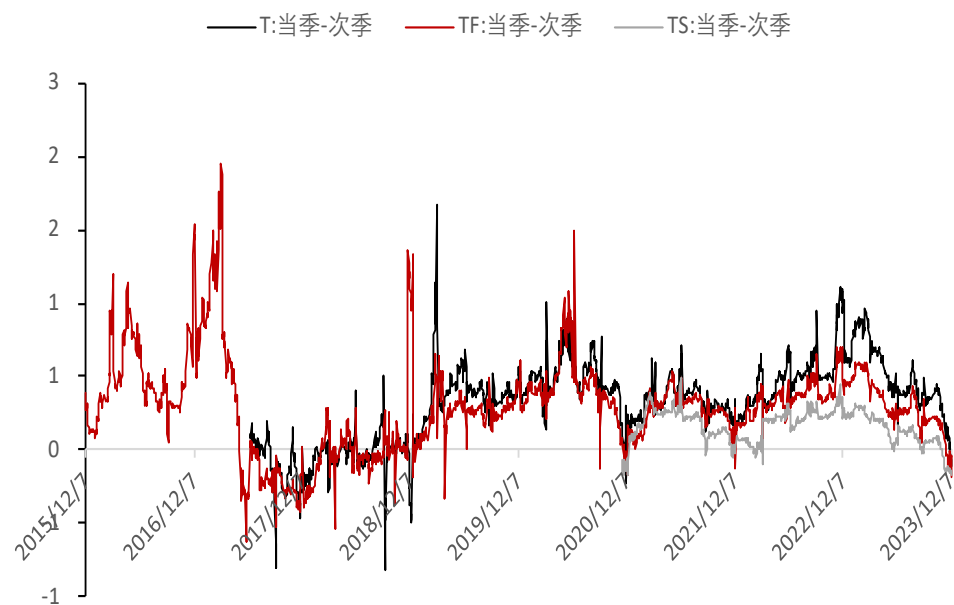
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：跨品种价差走势



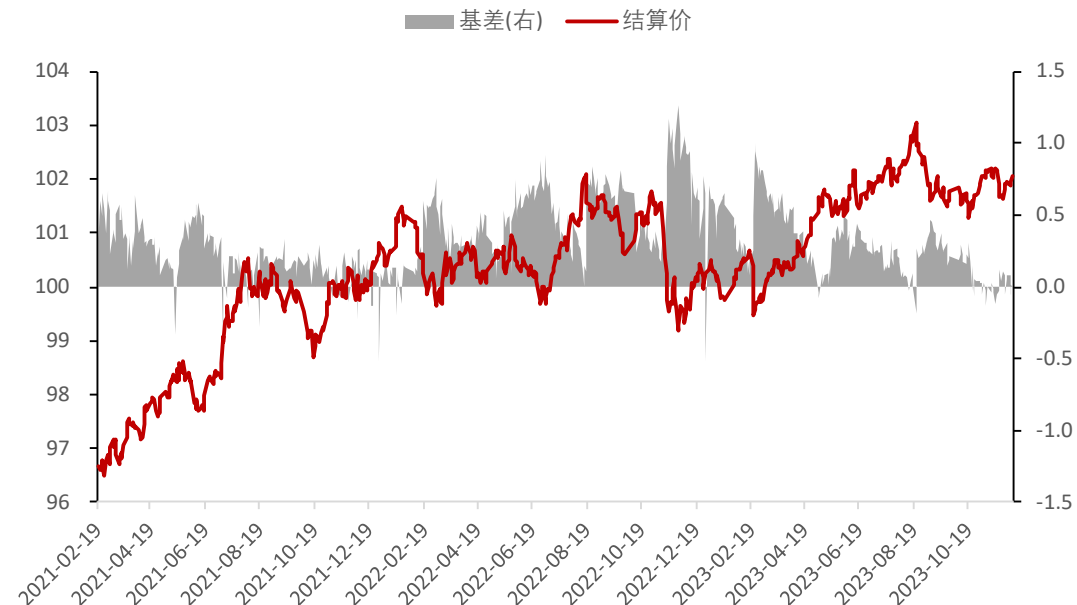
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：跨期价差走势



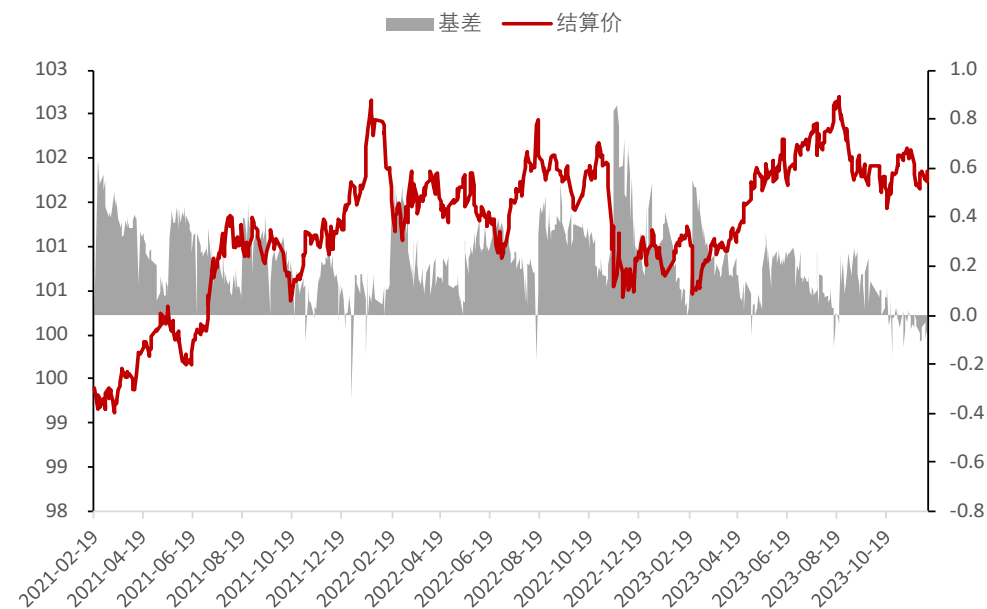
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：T主力合约结算价及基差走势



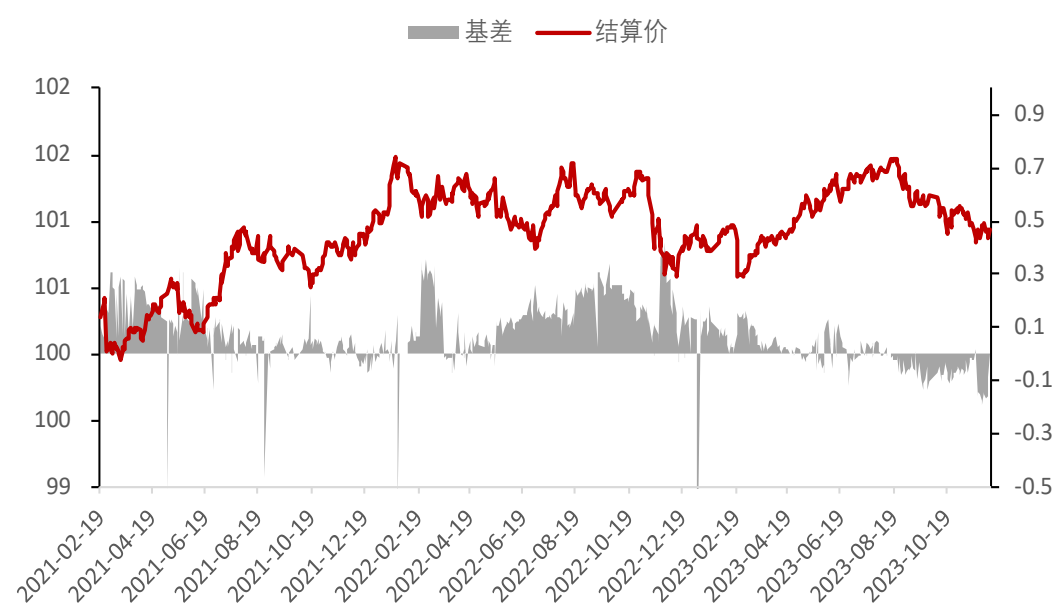
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：TF主力合约结算价及基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

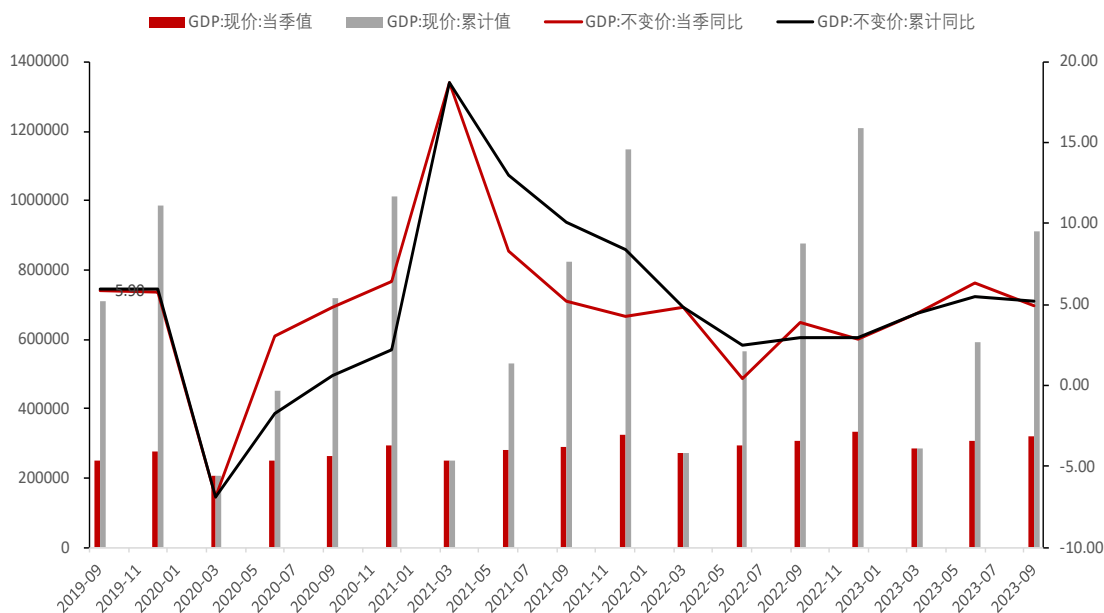
图6：TS主力合约结算价及基差走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

3 主要经济数据

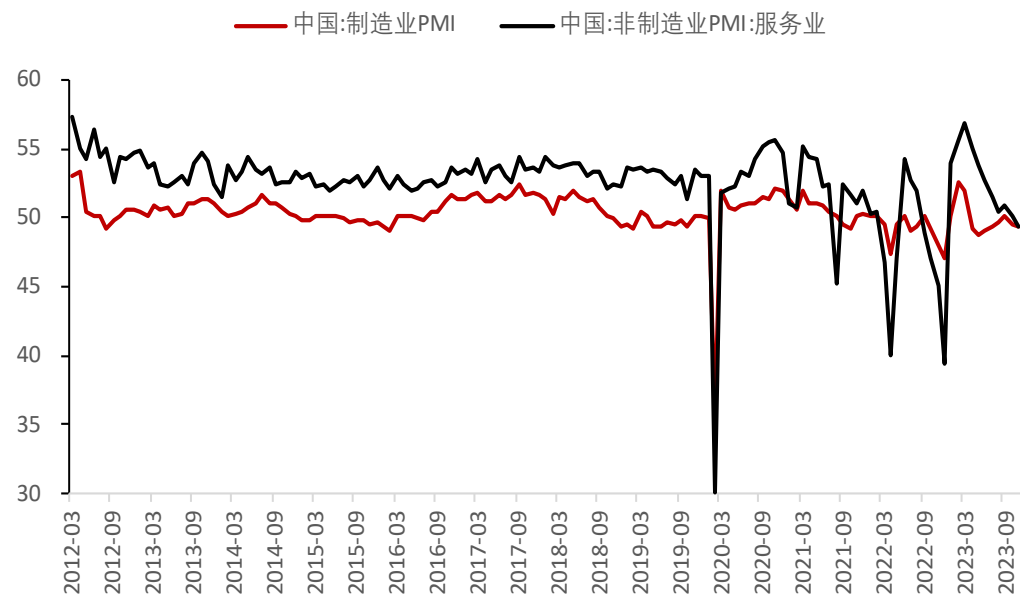
图7: GDP (亿) 及增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、2023年3季度GDP实际增速4.9%，近两年平均增速4.40%；
- 2、十一月份制造业PMI数据为49.4，前值49.5；服务业PMI为49.3，前值为50.1。

图8: PMI



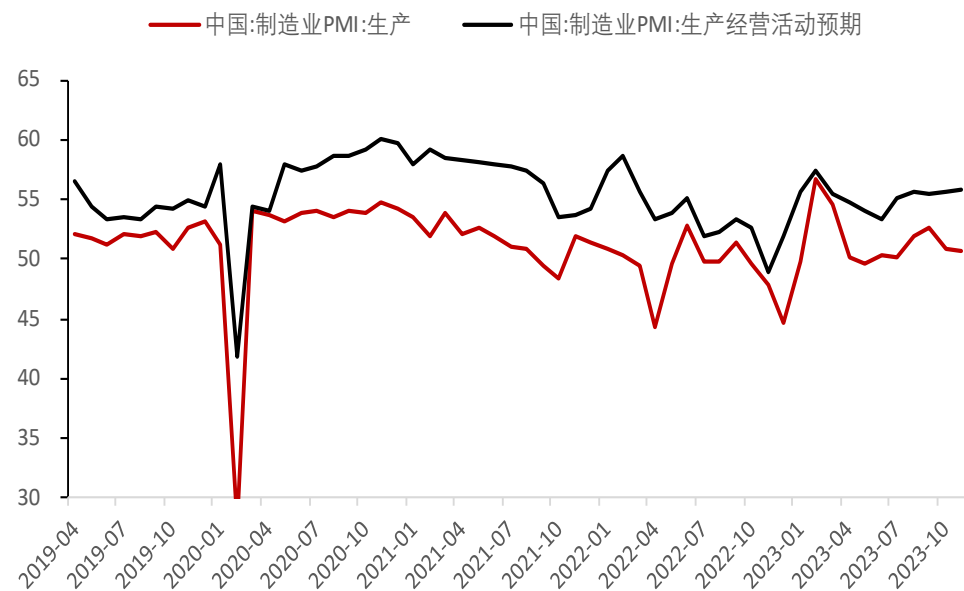
资料来源: WIND、五矿期货研究中心

表2：制造业PMI细分项

制造业PMI细分													
指标名称	中国:制造业 PMI:生产	中国:制造业 PMI:新订单	中国:制造业 PMI:新出口 订单	中国:制造业 PMI:在手订 单	中国:制造业 PMI:产成品 库存	中国:制造业 PMI:采购量	中国:制造业 PMI:进口	中国:制造业 PMI:出厂价 格	中国:制造业 PMI:主要原 材料购进价 格	中国:制造业 PMI:原材料 库存	中国:制造业 PMI:从业人 员	中国:制造业 PMI:供货商 配送时间	中国:制造业 PMI:生产经 营活动预期
2023-11	50.70	49.40	46.30	44.40	48.20	49.60	47.30	48.20	50.70	48.00	48.10	50.30	55.80
2023-10	50.90	49.50	46.80	44.20	48.50	49.80	47.50	47.70	52.60	48.20	48.00	50.20	55.60
过去五年平均	51.8	50.28	48.5	45	47.34	50.56	48.6	49.3	53.1	47.64	48.28	49.16	54.38
上月过去五年平均	50.94	50.02	47.82	45.06	46.6	50.42	48.14	52.6	58.52	47.46	48.36	48.8	55.22
本月环比变化	-0.20	-0.10	-0.50	0.20	-0.30	-0.20	-0.20	0.50	-1.90	-0.20	0.10	0.10	0.20
过去五年平均环比变化	0.86	0.26	0.68	-0.06	0.74	0.14	0.46	-3.30	-5.42	0.18	-0.08	0.36	-0.84

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

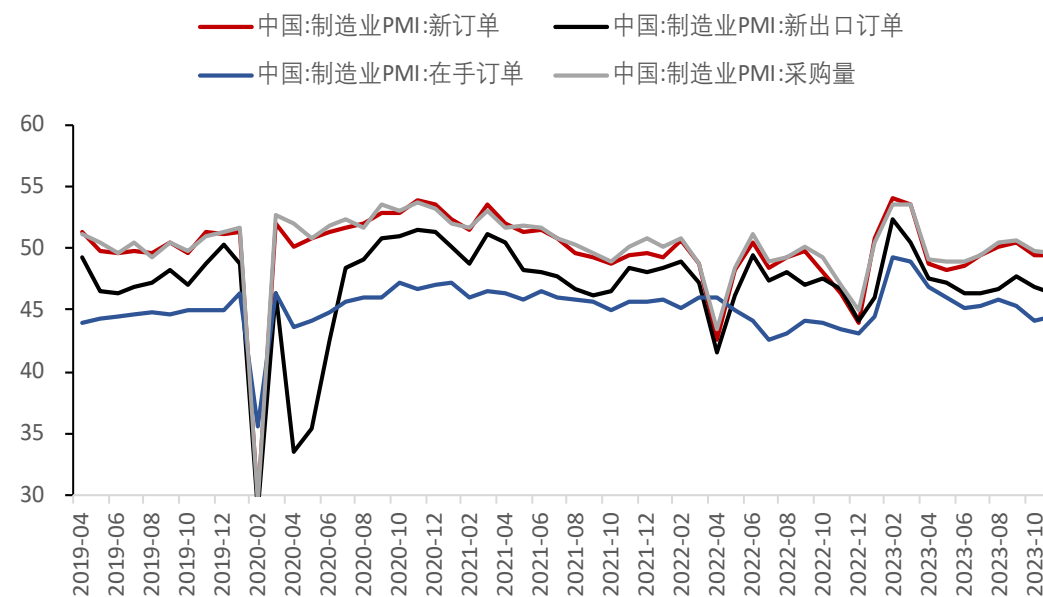
图9：制造业PMI细分项



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

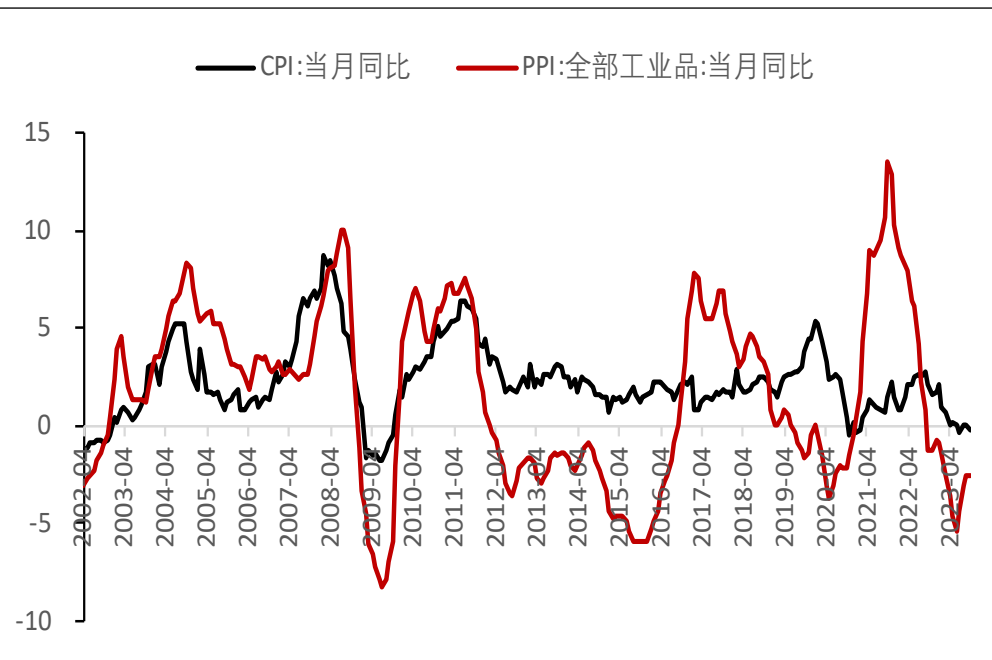
- 1、十一月制造业PMI细分项中，生产项环比继续回落，但生产经营预期边际继续改善；
- 2、十一月制造业PMI的新订单、新出口订单和采购量数据继续下滑，表明需求端的数据仍未企稳。

图10：制造业PMI细分项



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：价格指数同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

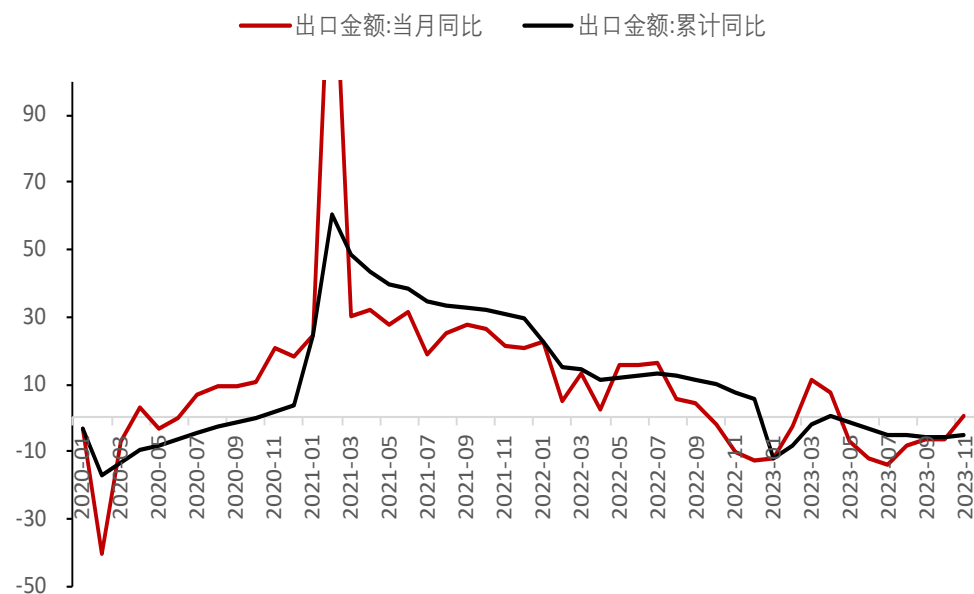
图12：价格指数细分项（%）

项目	当月同比	上月同比	当月环比	上月环比
CPI:	-0.20	0.00	-0.10	0.20
食品:	-4.00	-3.20	-0.40	0.20
粮食	0.60	0.70	0.00	0.40
猪肉	-30.10	-22.00	-2.00	0.20
蔬菜	-3.80	-6.40	-1.90	3.30
水产品	-0.50	-1.50	-1.40	-0.80
鲜果	2.20	-0.30	0.90	-0.30
能源	1.80	-1.10	1.80	2.30
核心CPI:	0.60	0.80	0.00	0.10
非食品	0.70	0.70	0.00	0.20
娱乐教育文化	2.30	2.50	0.00	0.40
居住	0.30	0.20	0.00	0.00
医疗保健	1.30	1.30	0.00	0.10
衣着	1.10	1.10	0.20	0.80
PPI	-2.60	-2.50	0.00	0.40

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

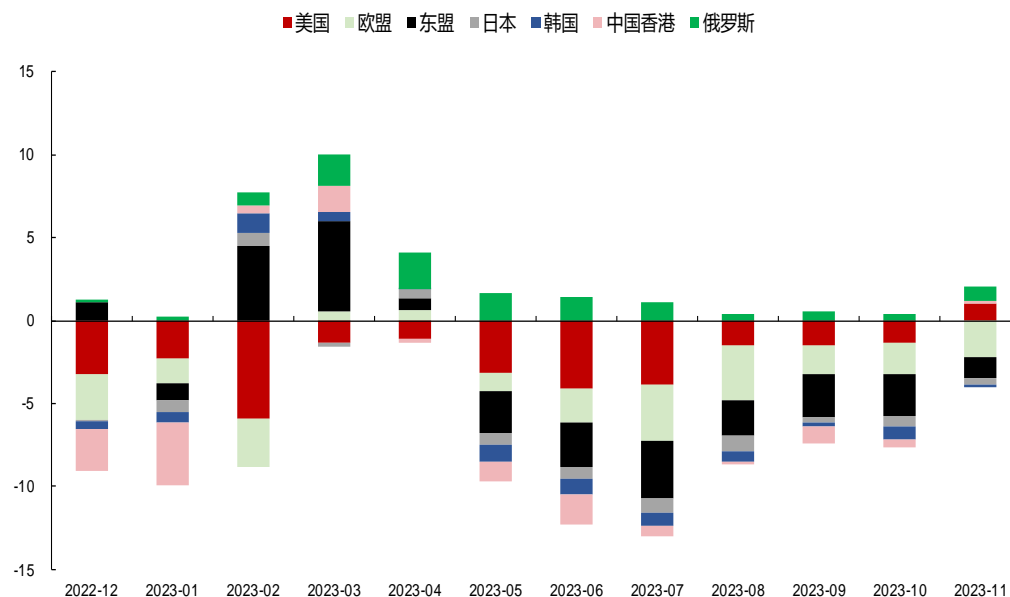
- 1、十月份CPI同比增长-0.2%，前值0；PPI同比增长-2.6%，前值-2.5%；从环比数据看，CPI环比-0.1%，前值0.2%；PPI环比0.0%，前值0.4%。
- 2、十月份CPI细分项中，食品价格环比出现回落，能源价格环比继续反弹，核心CPI环比为0。

图13: 出口增速 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

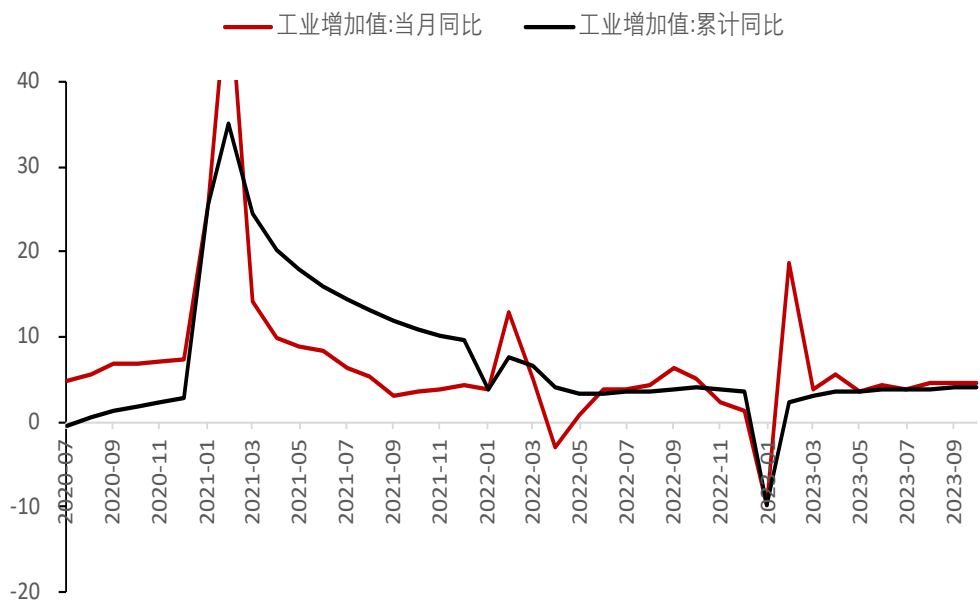
图14: 出口地区拉动 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

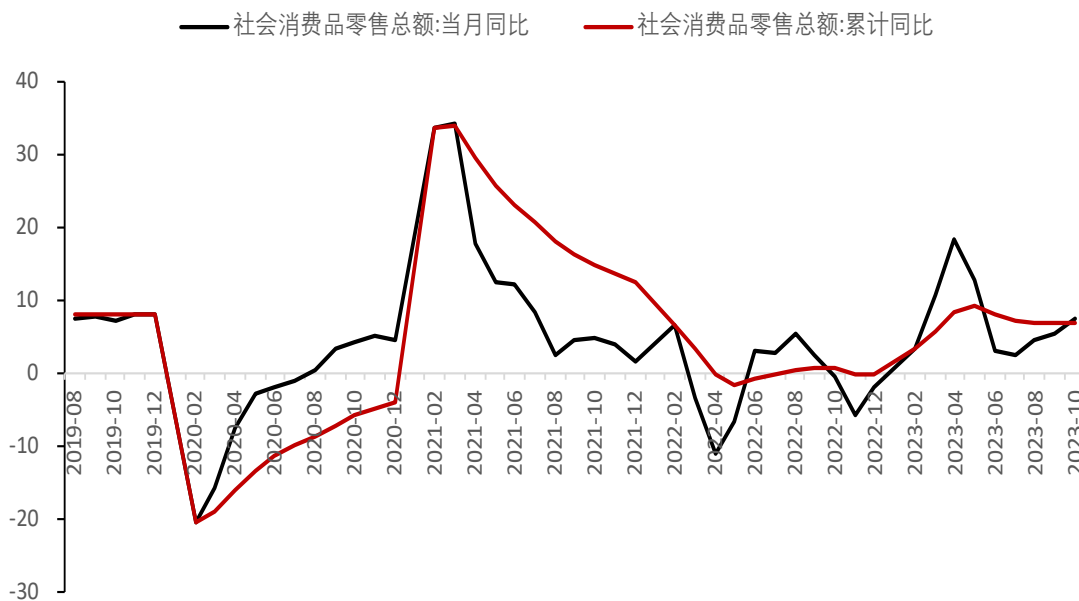
- 1、十一月份我国出口金额（美元计价）同比0.5%，前值-6.4%，增速环比改善主要为去年同期的低基数效应；前九月累计同比-5.2%，前值-5.6%。
- 2、从主要出口地区看，美国因为去年同期偏低的基数导致环比改善明显。

图15: 工业增加值 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

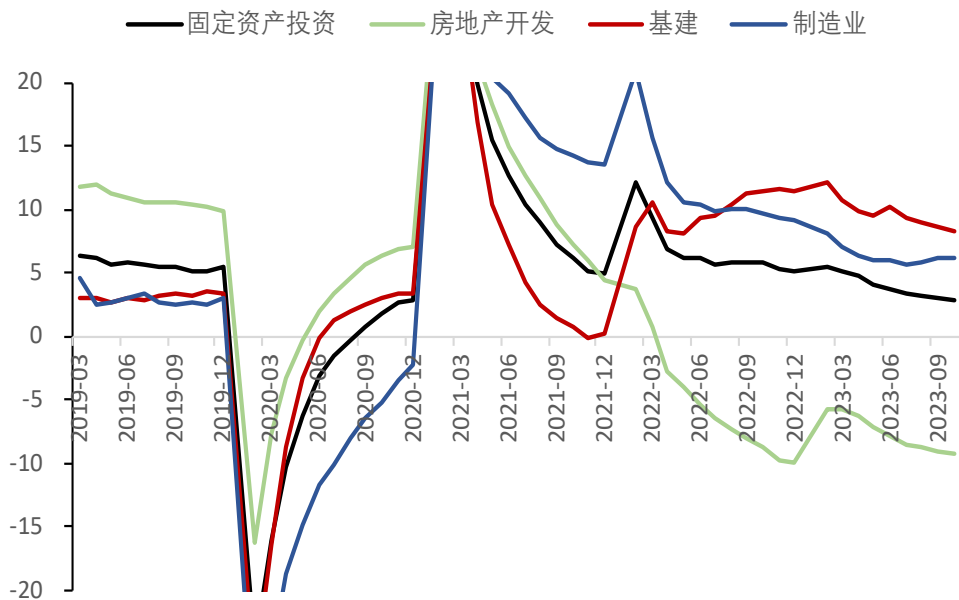
图16: 社会消费品零售总额 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

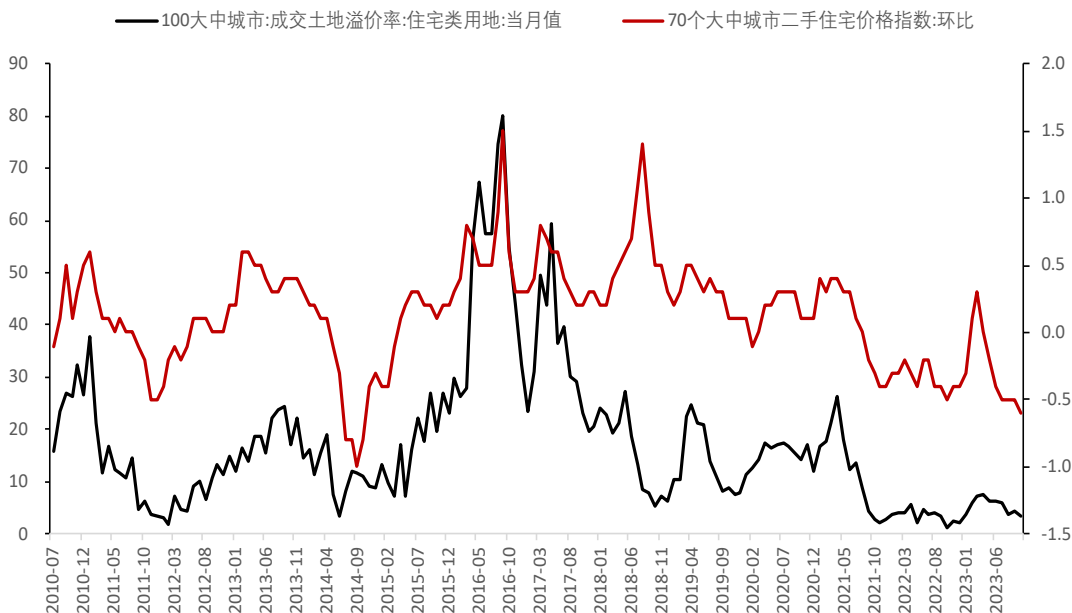
- 1、十月工业增加值增速同比4.6%，前值4.5%，两年平均增速4.8%，前值5.4%；全年累计增速4.1%，前值4.0%；
- 2、十月社会消费品零售总额增长同比7.6%，前值5.5%，两年平均增速3.55%，前值4.0%；全年累计增速6.9%，前值6.8%。

图17: 固定资产投资 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

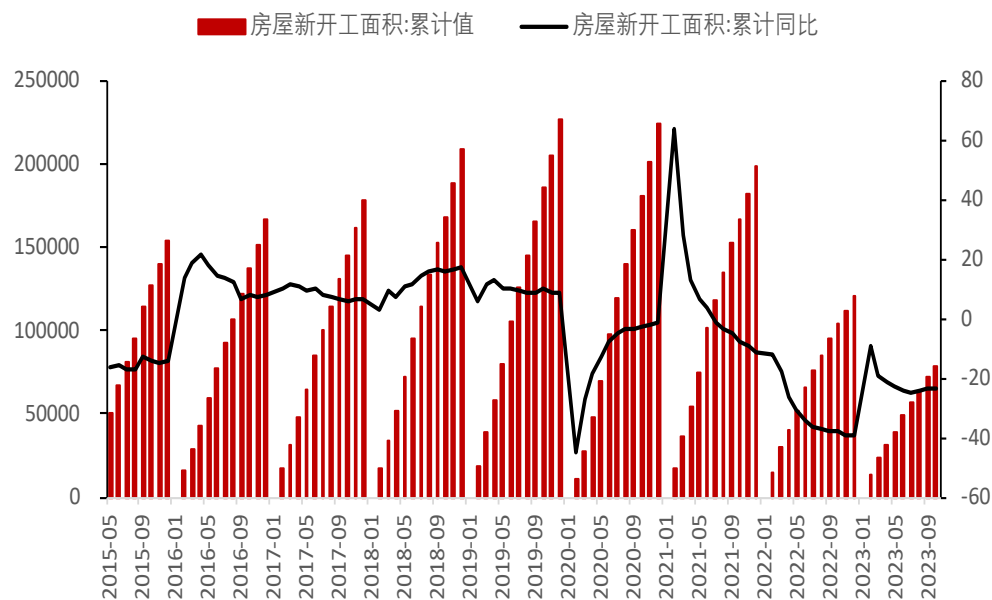
图18: 土地成交溢价率及二手房价格环比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

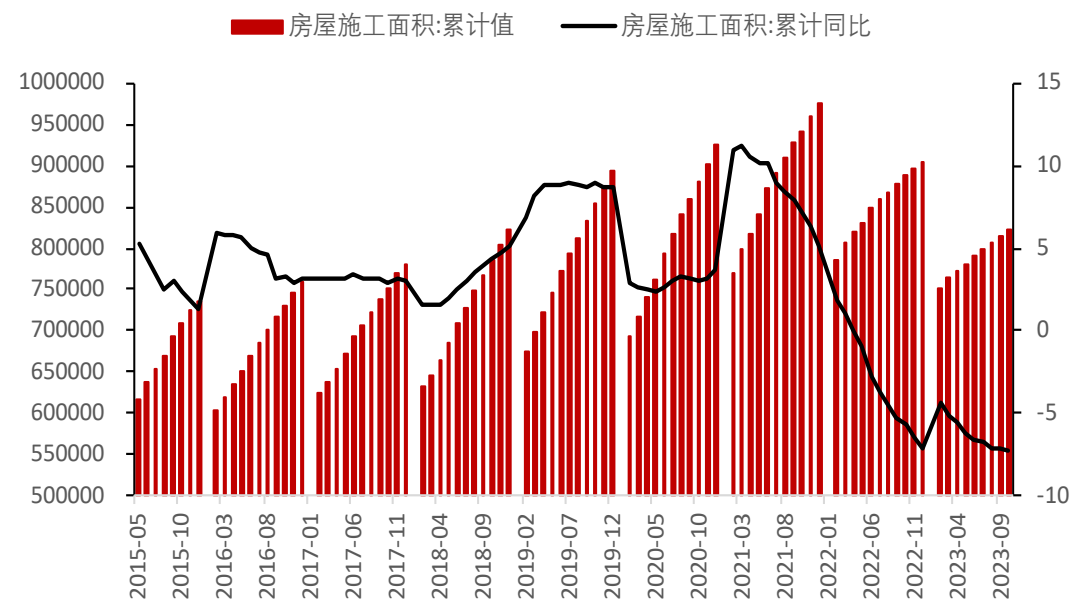
- 1、十月固定资产投资累计增速同比为2.9%，前值3.1%；房地产投资增速累计同比为-9.3%，前值-9.1%；基建投资增速累计同比8.27%，前值8.64%；制造业投资累计同比为6.2%，前值为6.2%；
- 2、十月100个大中城市土地成交溢价率3.33%，前值4.26%；70个大中城市二手房住宅价格环比-0.6%，前值-0.5%。

图19: 房屋新开工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

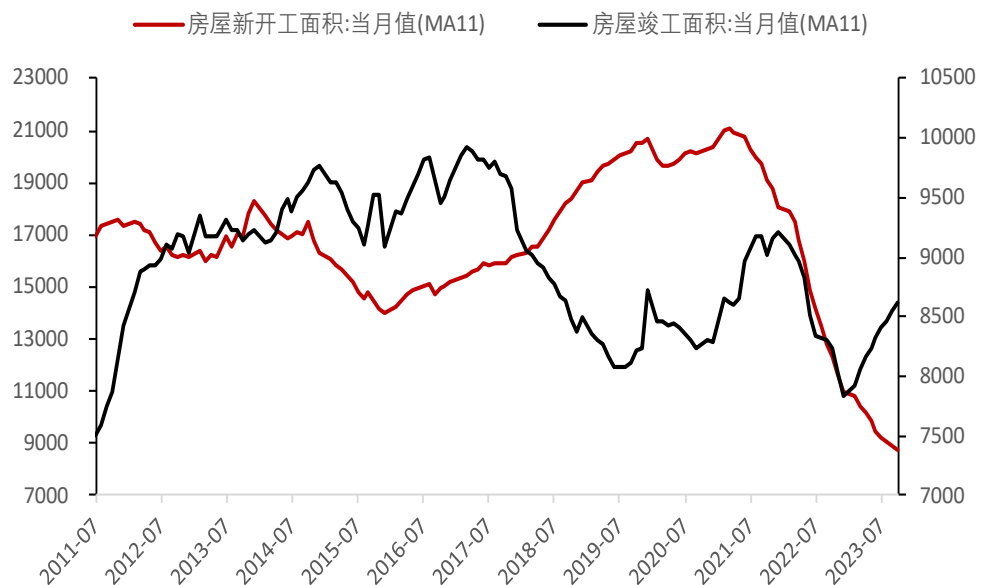
图20: 房屋施工面积及同比 (万平, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、十月房屋新开工面积累计值79176.6万平, 累计同比-23.2%, 前值-23.4%;
- 2、十月房屋新施工面积累计值822894.94万平, 累计同比-7.3%, 前值-7.1%。

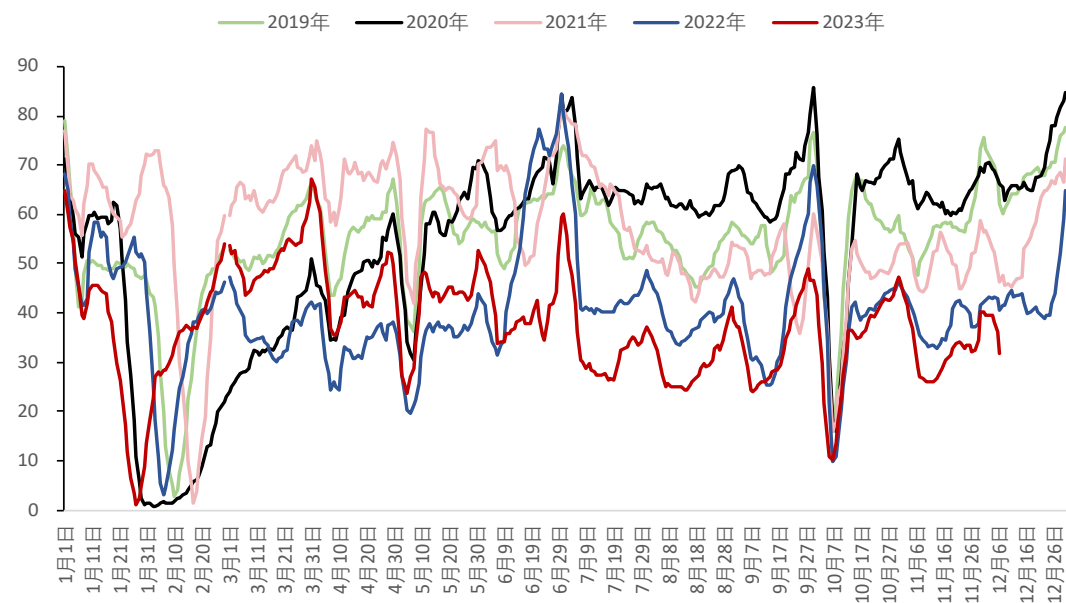
图21：房地产新开工及竣工面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

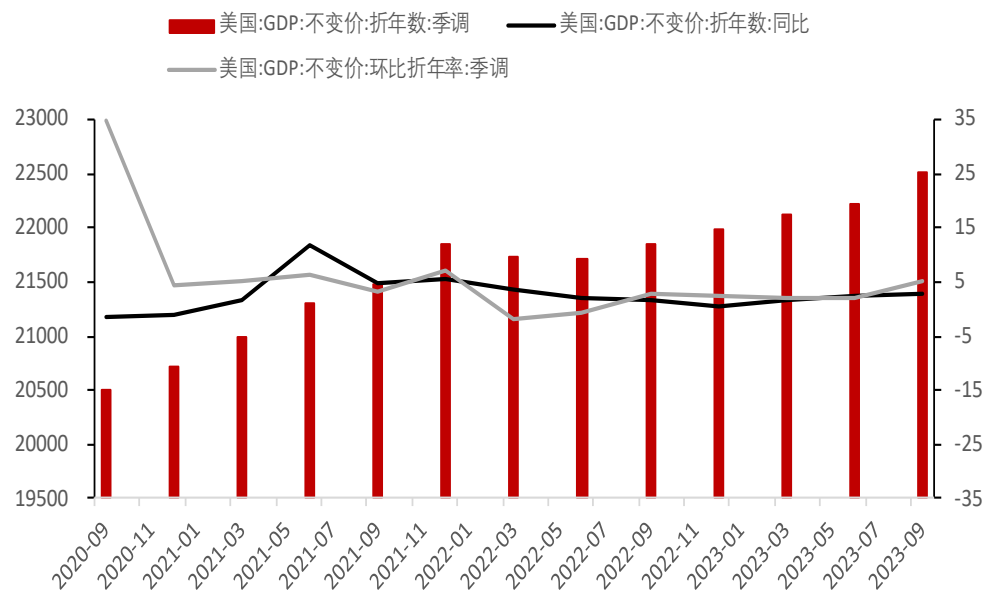
- 1、十月开工端数据同比继续下滑，竣工端环比继续改善；
- 2、本周30大中城市的新房销售数据继续处在过去五年同期低位。

图22：30大中城市新房成交面积（万平）



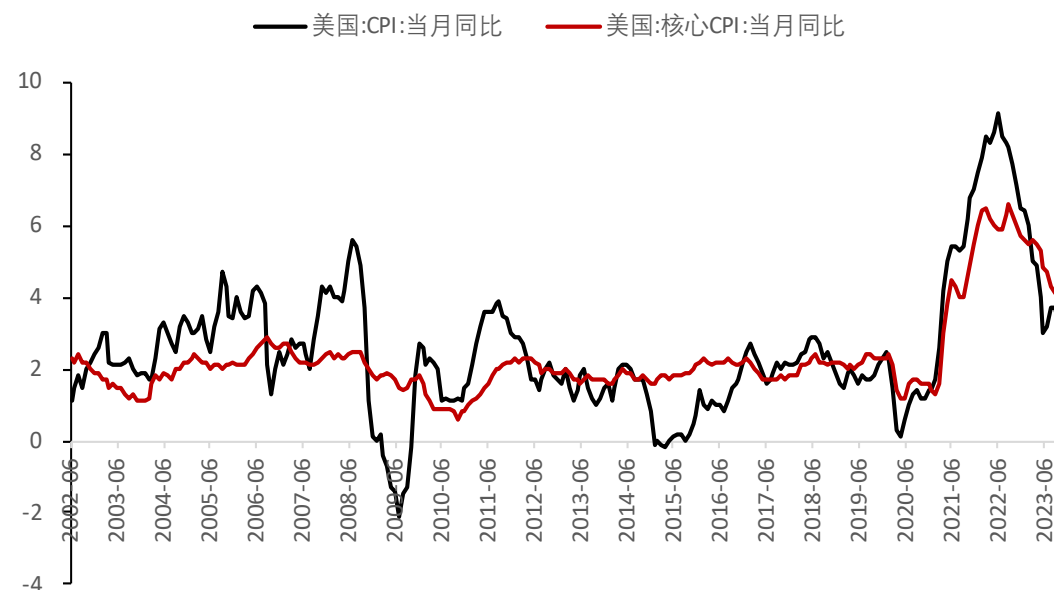
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23: 美国GDP (十亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

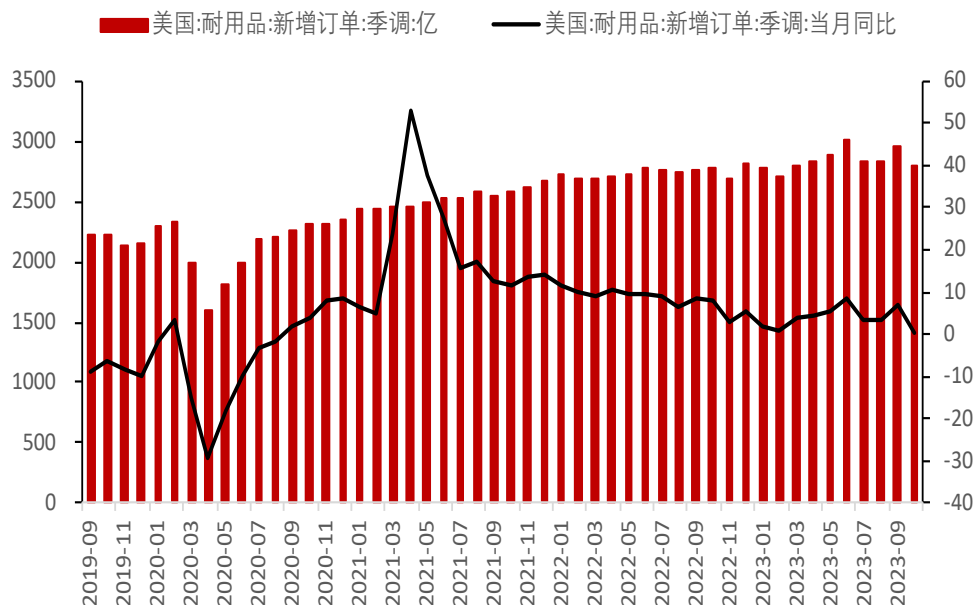
图24: 美国CPI (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

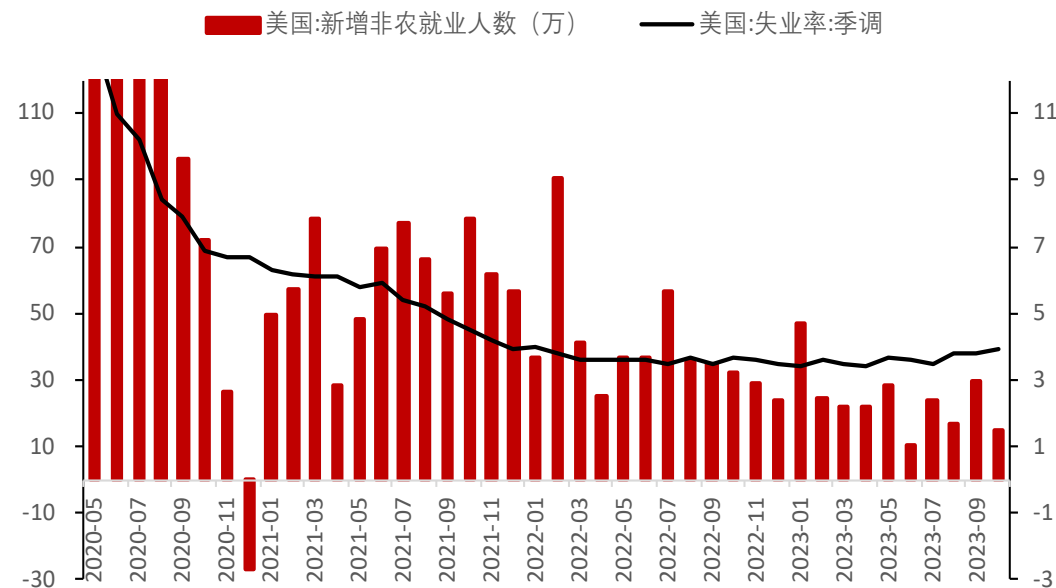
- 1、三季度单季美国GDP不变价折年数22491.57亿美元, 同比增长2.93%, 环比增长4.90%;
- 2、美国10月CPI为3.2%, 前值3.7%, 核心CPI为4.0%, 前值4.1%, 均低于预期。

图25: 美国耐用品订单 (亿美元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

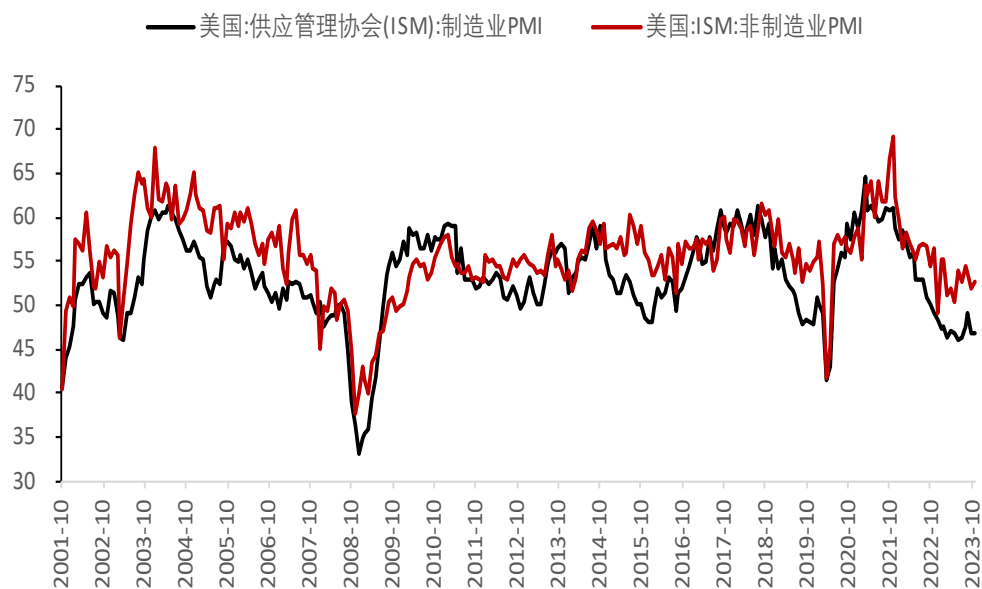
图26: 美国就业 (失业率为右轴%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、美国10月耐用品订单金额2794.41亿美元, 同比增长0.33%, 前值7.09%;
- 2、美国10月非农就业人数15.0万, 失业率3.9%, 前值3.8%, 表现均不及预期。

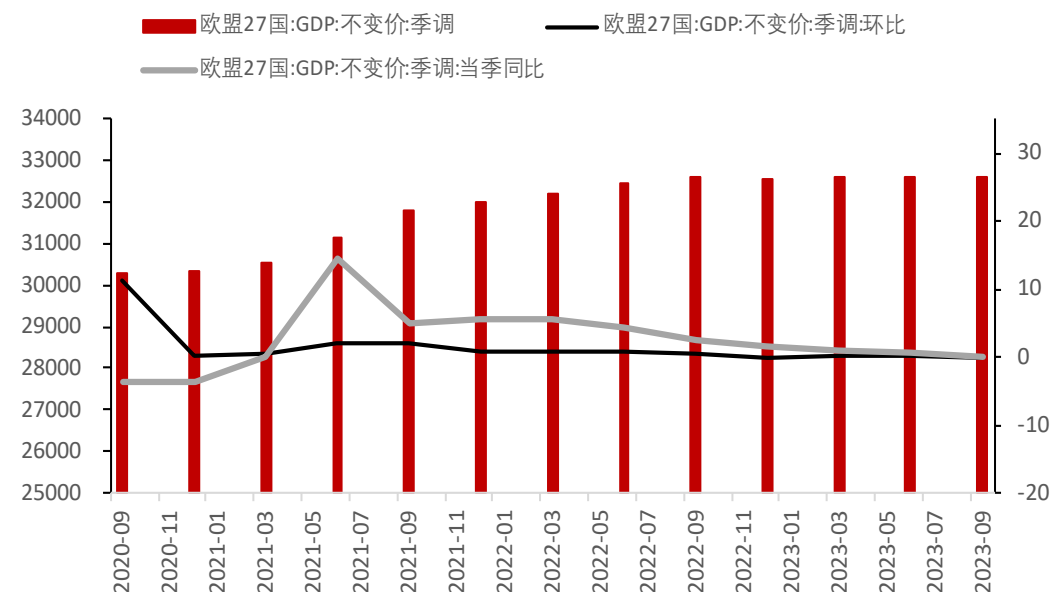
图27: 美国PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

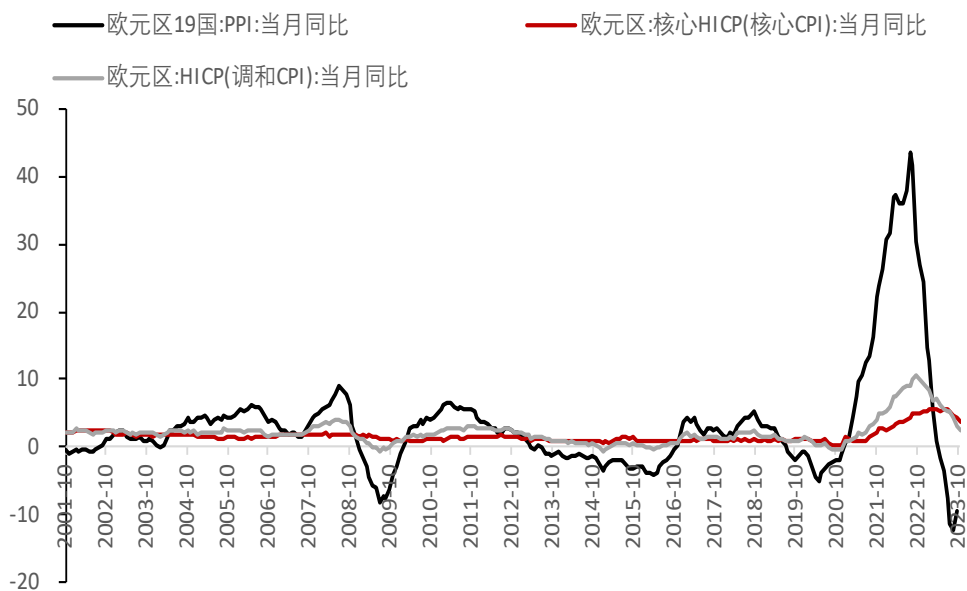
- 1、美国11月ISM制造业PMI为46.70，前值46.7；ISM非制造业PMI为52.7，前值51.8；
- 2、三季度单季欧盟GDP不变价季调数32598.19亿欧元，同比增长0.1%，环比增长0；

图28: 欧盟GDP (亿欧元, %)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图29: 欧元区通胀



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图30: 欧元区PMI

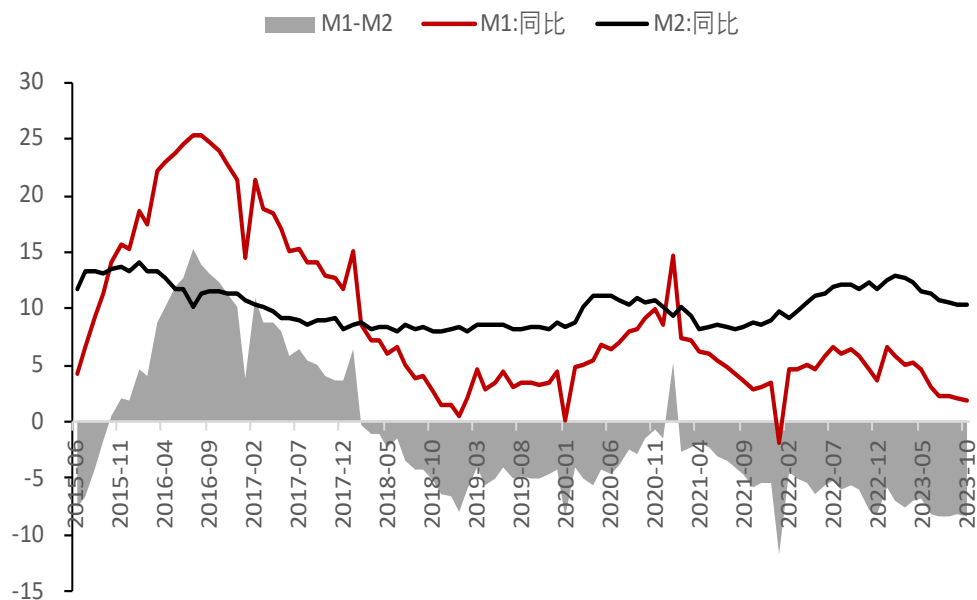


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、欧元区11月CPI为2.4%，前值2.9%，核心CPI为3.6%，前值4.2%；10月PPI为-9.4%，前值-12.4%；
- 2、欧元区11月制造业PMI为44.2，前值为43.1；服务业PMI为48.7，前值为47.8。

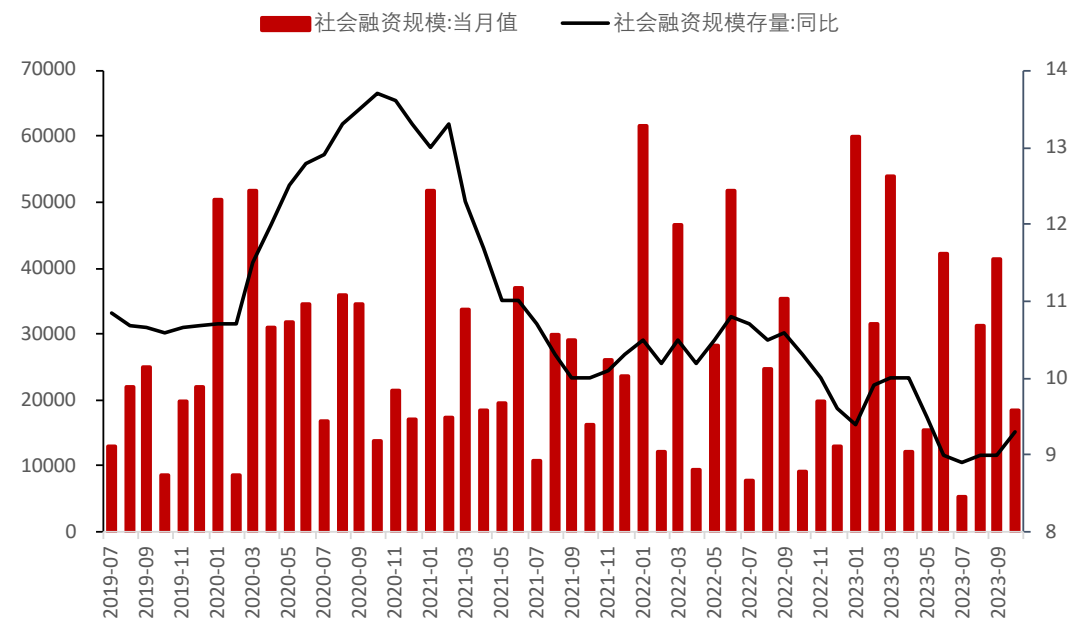
4 流动性

图31：货币供应量（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

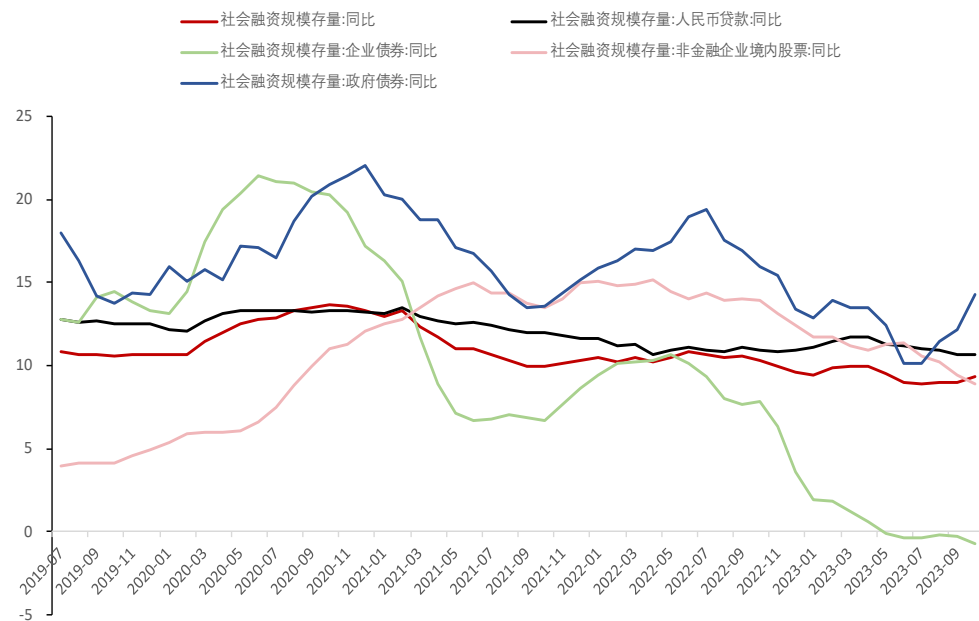
图32：社会融资规模（亿元，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

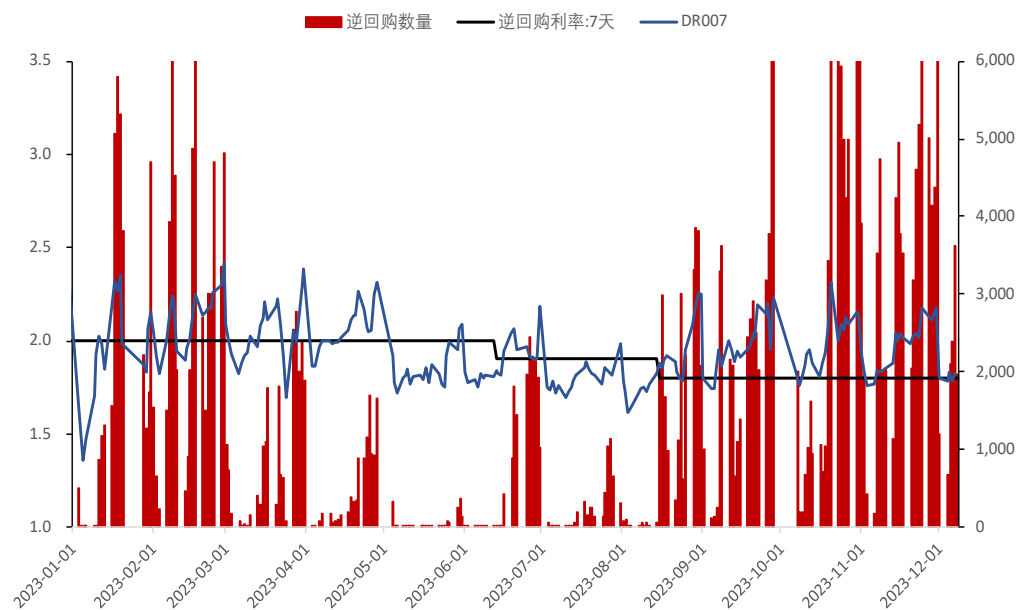
- 1、十月M1增速1.9%，前值2.1%；M2增速10.3%，前值10.3%；
- 2、十月社融新增1.85万亿，存量增速同比9.3%，前值9.0%，增量主要来自地方债增长12847亿，居民中长期贷款减少375亿，企业中长期贷款减少约795亿。

图33：社融细分项同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

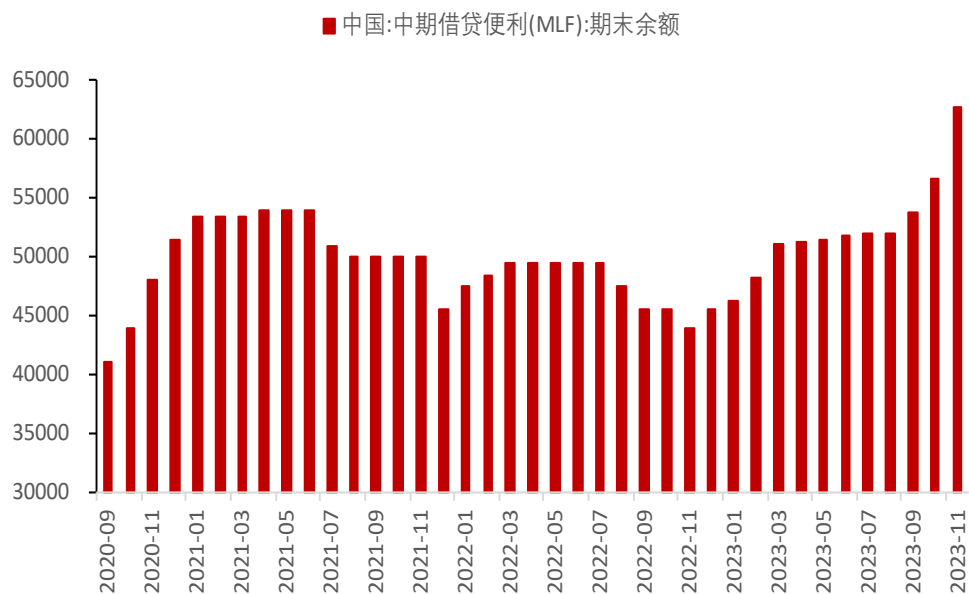
图34：央行逆回购投放（亿元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、十月社融细分项中，政府债同比增速继续反弹，股票融资增速出现持续回落；
- 2、本周逆回购投放10770亿，到期21360亿，净投放-10590亿。

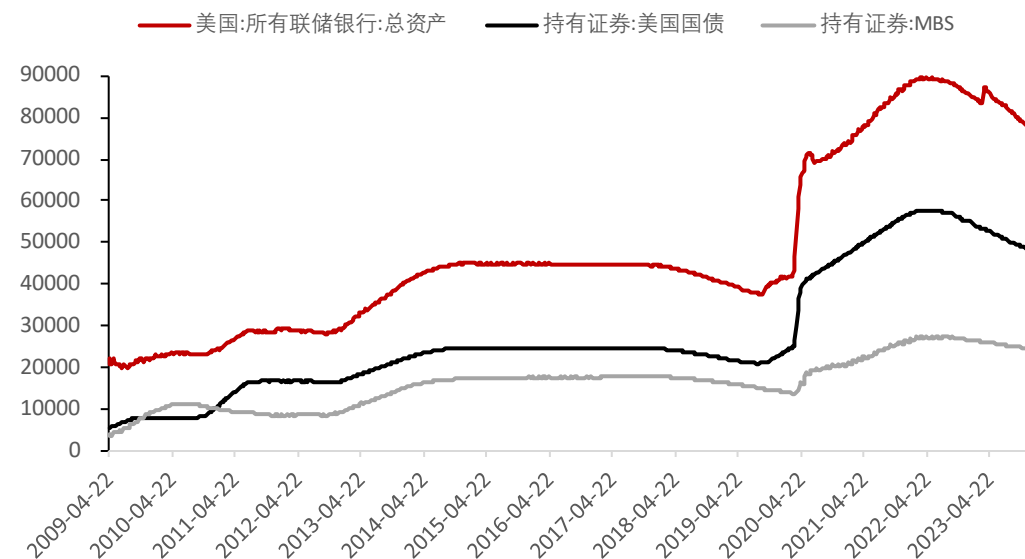
图35: MLF余额 (亿)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

- 1、十一月MLF余额62750亿, 当月净投放6000亿;
- 2、截止到12月6日, 美联储资产77373.85亿美元, 本周减少587.6亿美元。

图36: 美联储资产变化



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

5 利率与汇率

重要资金利率



五矿期货
MINMETALS FUTURES



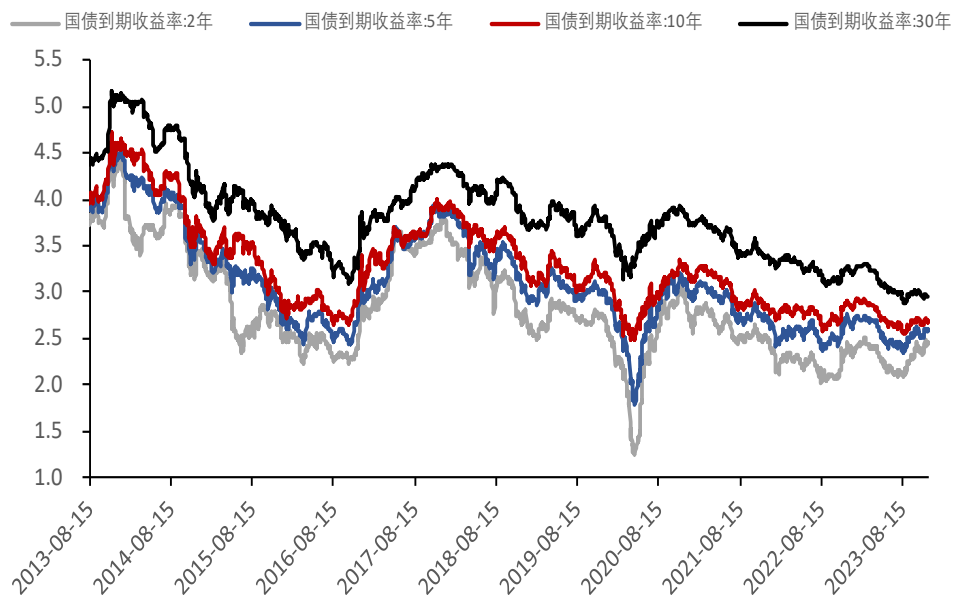
表3：市场利率变化

利率类型	指标名称	最新 (%)	日变动 (BP)	周变动 (BP)	月变动 (BP)
回购	R001	0.00	-178.61	-22.39	-249.83
回购	R007	0.00	-219.37	-83.01	-265.35
回购	DR001	0.00	-162.39	-22.97	-186.79
回购	DR007	0.00	-182.39	-38.39	-217.53
拆借	shibor 0/N	1.63	1.10	-21.90	-22.80
拆借	shibor 1W	1.80	4.30	-40.00	-36.80
国债到期收益率	2年	2.44	-3.00	-1.48	1.45
国债到期收益率	5年	2.57	-2.18	-1.97	-0.23
国债到期收益率	10年	2.68	-0.58	-1.34	-0.05
公司债到期收益率	AAA (1年)	2.84	2.21	2.37	6.31
公司债到期收益率	AA (1年)	3.02	3.79	4.36	7.88
美国国债收益率	10年	4.14	2.00	-8.00	-23.00

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

利率

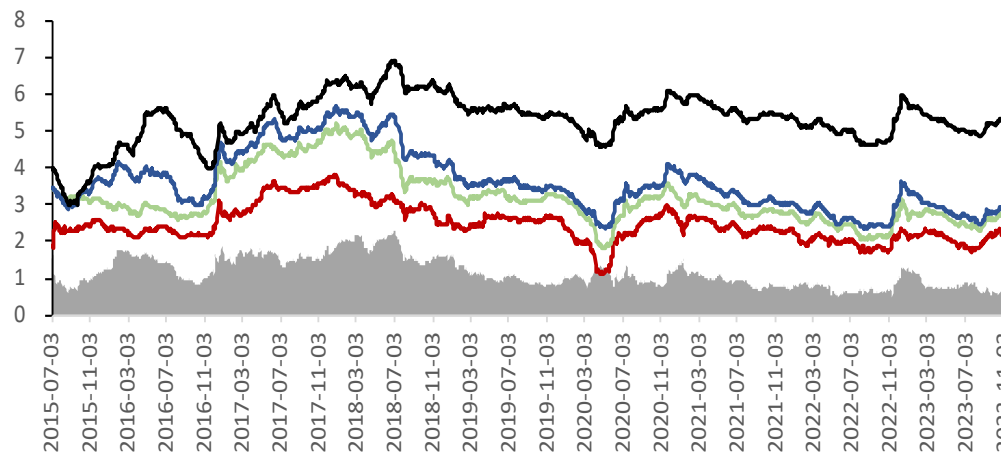
图37：国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图38：公司债到期收益率（%）

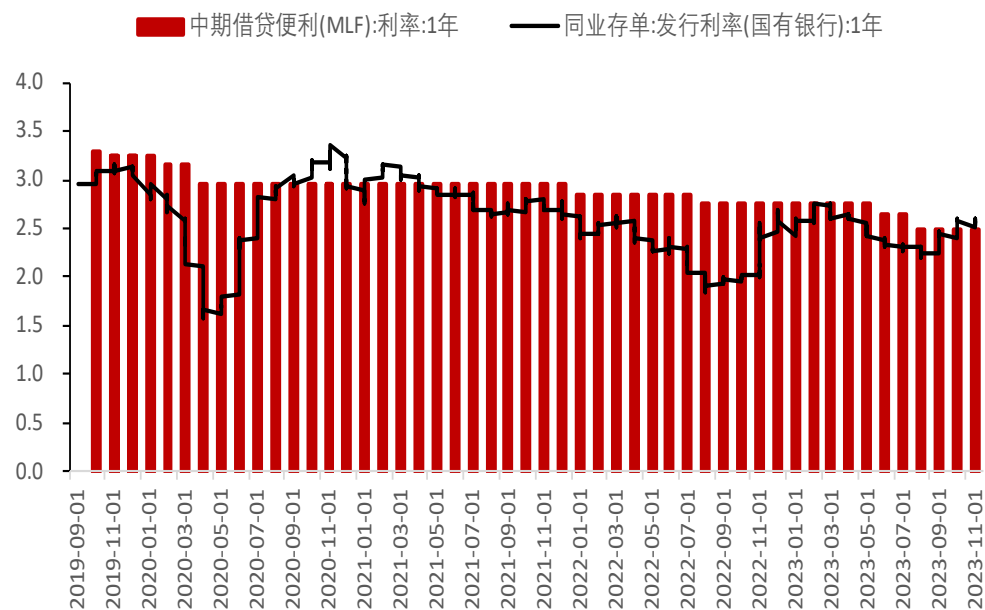
利差：AA-国债
国债到期收益率:1年
公司债到期收益率(AAA):1年
公司债到期收益率(AA):1年
公司债到期收益率(AA-):1年



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

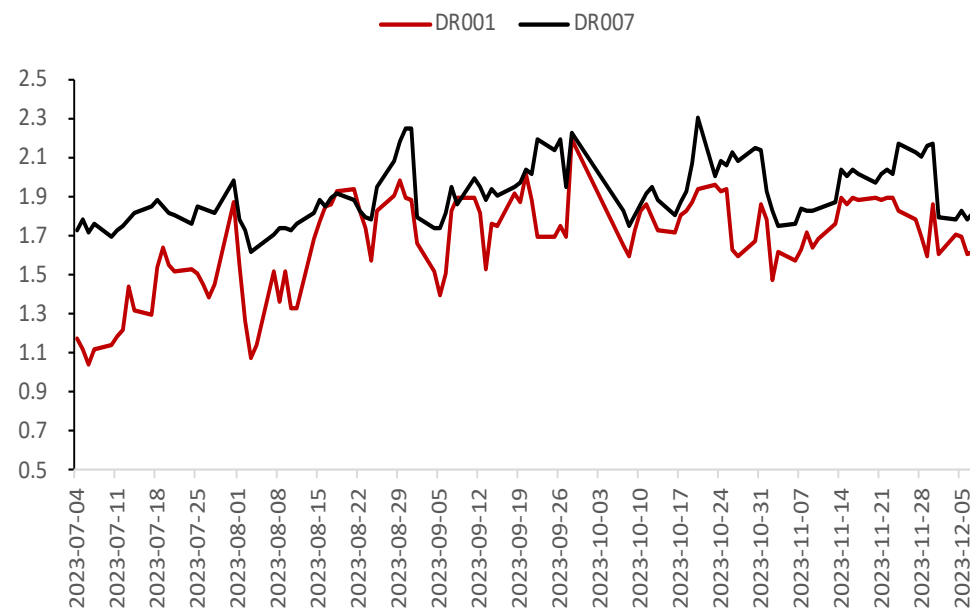
利率

图39：同业存单发行利率与MLF利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

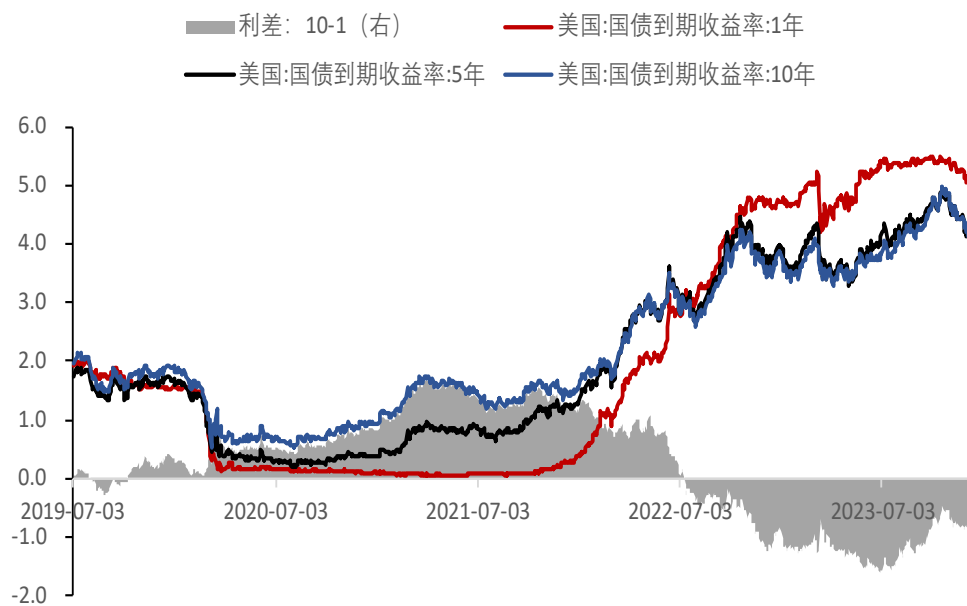
图40：银行间质押回购利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

利率

图41：美债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图42：英法德意国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

利率及汇率

图43：美联储目标利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图44：汇率（美元/RMB）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

免责声明



五矿期货
MINMETALS FUTURES



五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。