

2024年1月8日



降息预期强烈，长久期债券受追捧

核心观点及策略

- 宏观方面，12月官方制造业PMI继续走低，同时财新制造业PMI则继续走高，与官方数据形成背离。高频数据方面：30城商品房成交面积在年底持续冲高。100大中城市土地成交总价亦持续走高，房地产对经济拖累有望改善。
- 海外方面，截至12月30日当周，美国初请失业金人数减少1.8万人，经季节调整后为20.2万人，为10月中旬以来的最低水平，路透调查预估为21.6万人。数据暗示尽管对工人的需求有所放缓，劳动力市场基本面依然强劲。10Y美债收益率在此带动下重回4.0%。
- 整体来看，我们依然认为当前市场对经济预期过于悲观，同时部分市场参与者试图通过拉长账户久期博取超额收益导致交易盘过于拥挤，叠加上市场对降准或降息定价已较为充分，如未来降息落空则面临较大回调风险。考虑到目前10Y-2Y利差依然处于近3年极值附近，所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。同时各品种国债期货均存在正套机会，可适当参与。
- 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12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.....	6
三、基本面分析.....	7
1、社融同比继续走高.....	7
2、CPI继续走弱.....	9
3、PPI重回下跌.....	11
4、社会消费品零售总额同比继续回升.....	13
5、工业增加值快速反弹.....	13
6、固定资产投资未来可期.....	15
7、出口出现好转.....	16
8、工业企业利润增长明显.....	18
9、制造业PMI继续走弱.....	19
10、其他重点关注数据.....	21
四、行情展望.....	24

图表目录

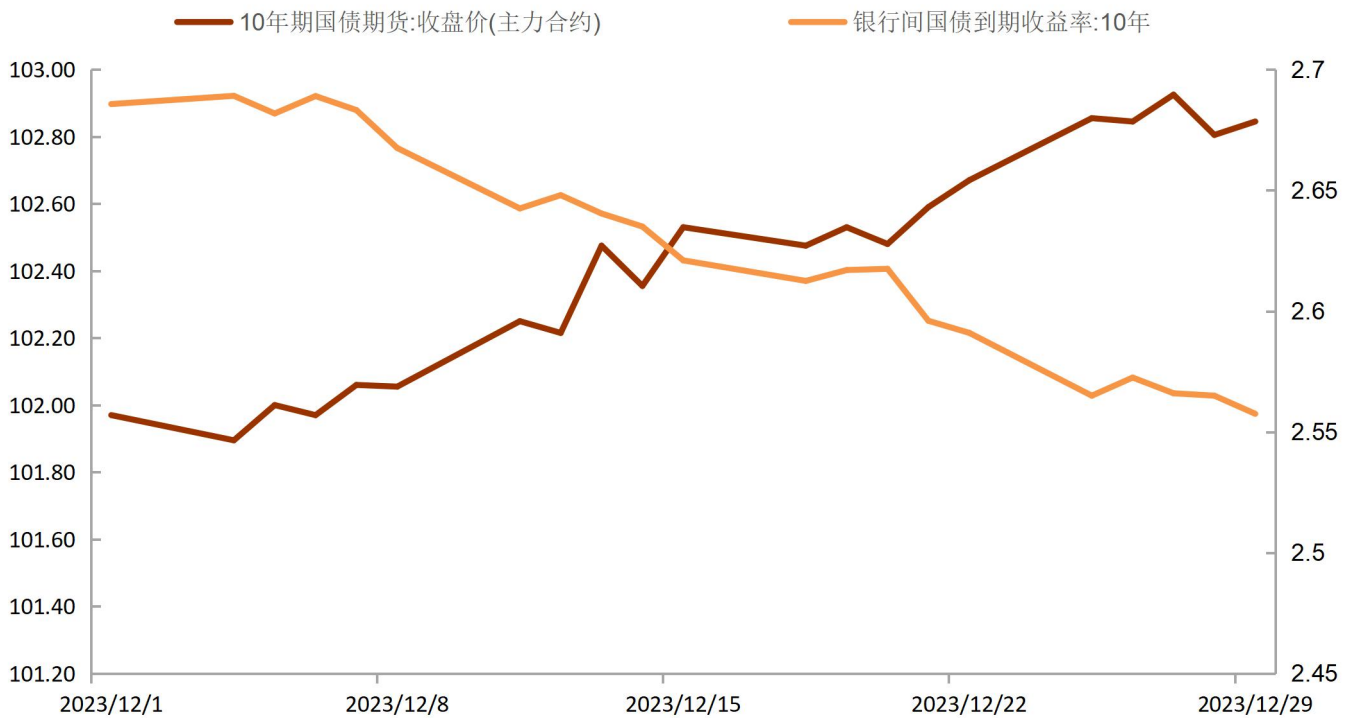
图表 1	国债期货及现券走势.....	4
图表 2	国债收益率曲线.....	5
图表 3	资金市场概况.....	5
图表 4	央行公开市场操作概况.....	6
图表 5	存单一级市场概况.....	7
图表 6	金融数据概览.....	8
图表 7	新增额同比变化（亿元）.....	8
图表 8	社融-M2.....	9
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅.....	10
图表 10	CPI 分项同比及变化.....	11
图表 11	工业生产者出厂价格指数.....	12
图表 12	PPI 分类别同比及变化.....	12
图表 13	社会消费品零售总额同比.....	13
图表 14	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).....	17
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.....	19
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.....	21
图表 23	商品房成交面积（30 大中城市）.....	21
图表 24	航运指数.....	22
图表 25	期限利差.....	22
图表 26	主力合约最廉 IRR.....	23
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.....	24
图表 30	人民币汇率.....	24
图表 31	市场价：猪肉.....	24
图表 32	南华工业品指数.....	24

一、2023 年 12 月债市行情回顾

2023 年 12 月，债市总体处于牛市行情，具体看，12 月中上旬 CPI、PPI 走弱以及中央经济工作会议落地，市场对其中财政政策表述解读偏向保守，债市开启第一波上涨。到了下旬多家大行下调定期存款利率，市场降息预期开始升温，债市开启第二波上涨。两波上涨直接促成 10Y 国债收益率下行至 2.55% 附近。

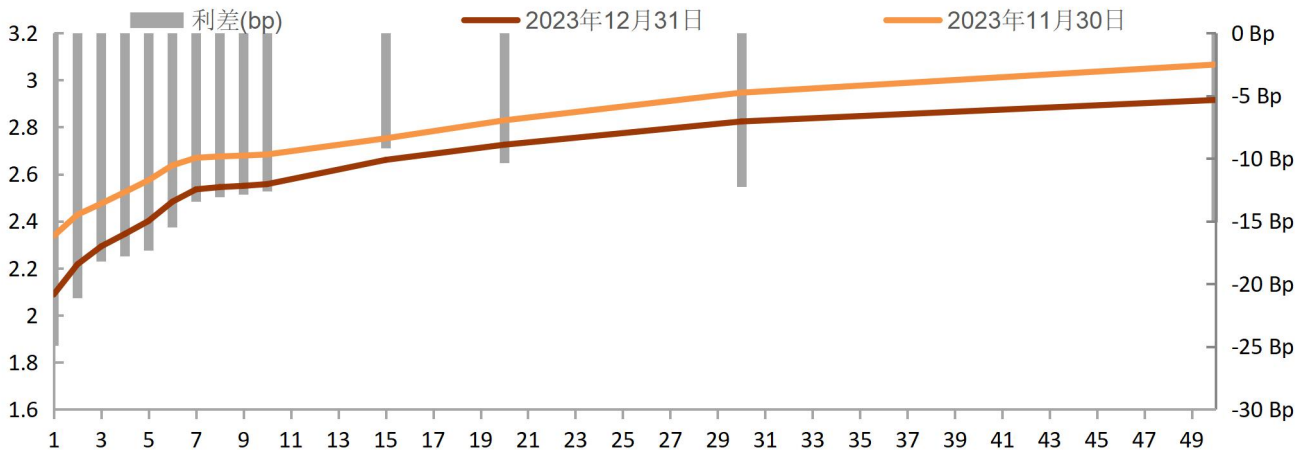
全月来看十年期国债期货主力合约 T2403，全月振幅 1.22%，最高价 103.075，最低价 101.830，终止价 102.845，全月上涨 0.93。十年期国债活跃券 230018 收益率收于 2.5735% 较 11 月 30 日下行 11.55BP。

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



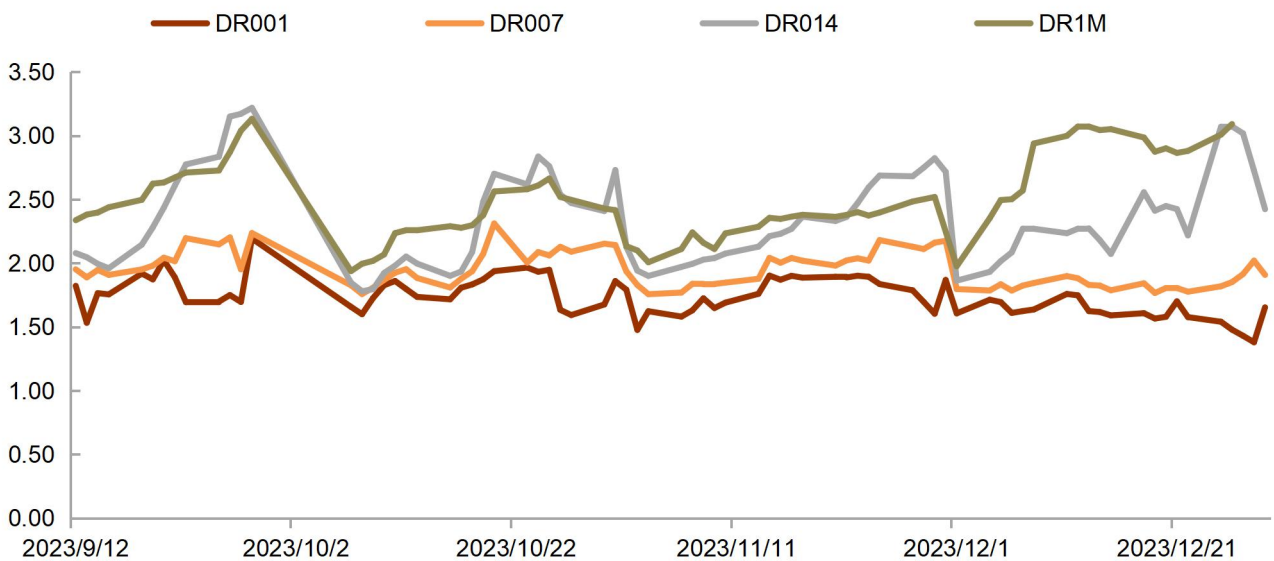
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、资金面分析

1、DR001、DR007 等加权成交利率

12月受跨年时间节点临近影响，跨年资金持续走高，但与此同时央行公开市场操作亦在月底持续加码，因此DR001、DR007等月内资金加权成交价格则相对稳定，并在月内一度出现小幅下行。全月来看基本符合央行提出的保持流动性合理充裕目标。

图表 3 资金市场概况

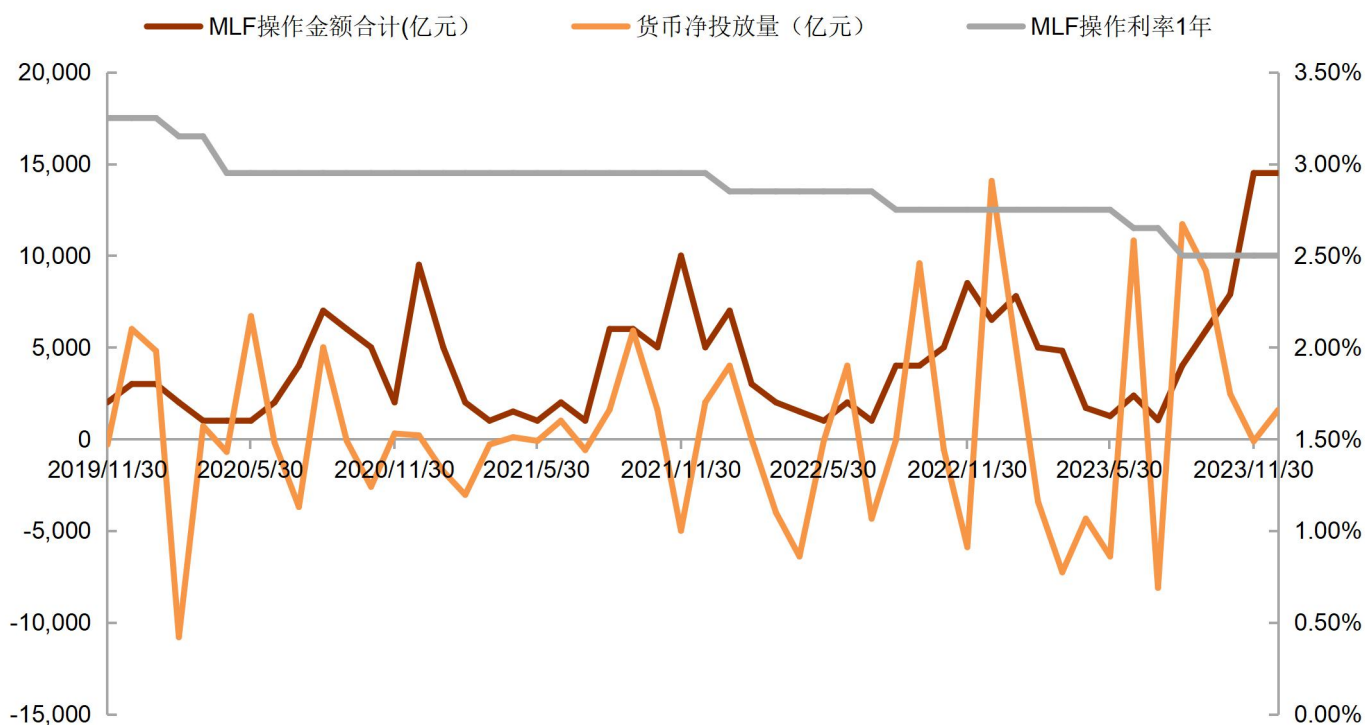


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、央行公开市场操作

12月央行投放力度不减，但公开市场操作资金投放更多的偏向短期资金，因此上半月的大幅回笼叠加上半月的大幅净投放，即保证了机构平稳跨过关键时间节点，也未导致月中资金泛滥现象。同时12月MLF续作量继续维持在14500亿元的高位，当月公开市场合计净投放1580亿元。

图表 4 央行公开市场操作概况

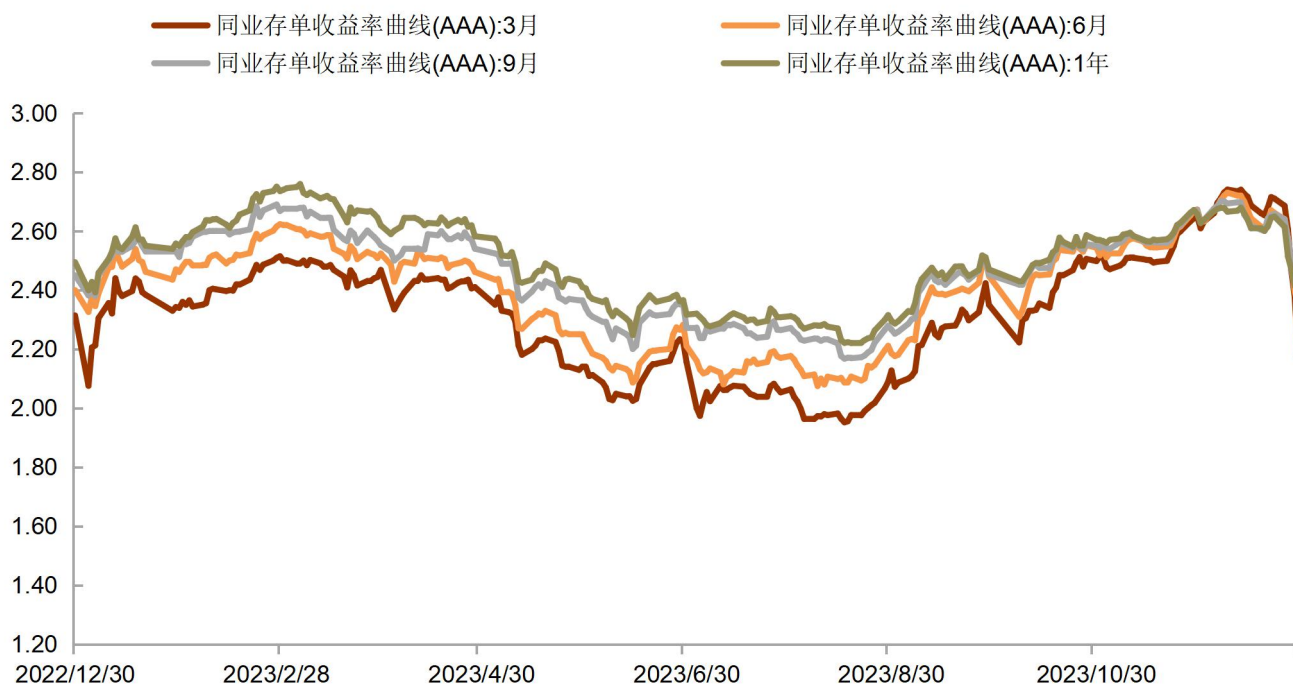


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、存单一级发行利率

12月存单一级发行利率在大部分时间继续维持全线上行态势，但随着年底央行公开市场操作持续投放，以及跨年任务完成，存单一级发行利率开始快速下行。12月3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率最高分别上行至2.715%、2.67%、2.6578%、2.649%附近，此后伴随央行公开市场持续净投放及大行下调存款指导利率，存单一级发行价格开始下行。截止12月29日，3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率分别为2.1843%、2.3515%、2.4%、2.4027%。

图表 5 存单一级市场概况



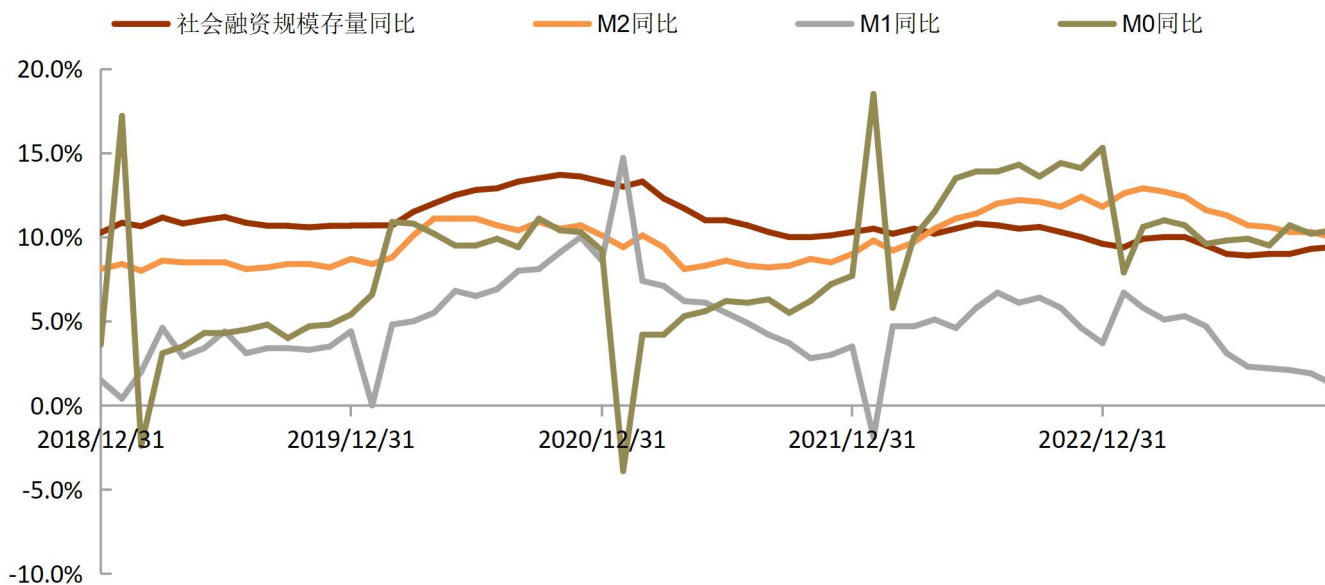
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、社融同比继续走高

初步统计，2023年11月末社会融资规模存量为376.39万亿元，同比增长9.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为234.37万亿元，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1.72万亿元，同比下降16.7%；委托贷款余额为11.27万亿元，同比增长0.2%；信托贷款余额为3.87万亿元，同比增长1.2%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.67万亿元，同比下降1.7%；企业债券余额为31.48万亿元，同比下降0.4%；政府债券余额为68.86万亿元，同比增长14.9%；非金融企业境内股票余额为11.38万亿元，同比增长8.4%。

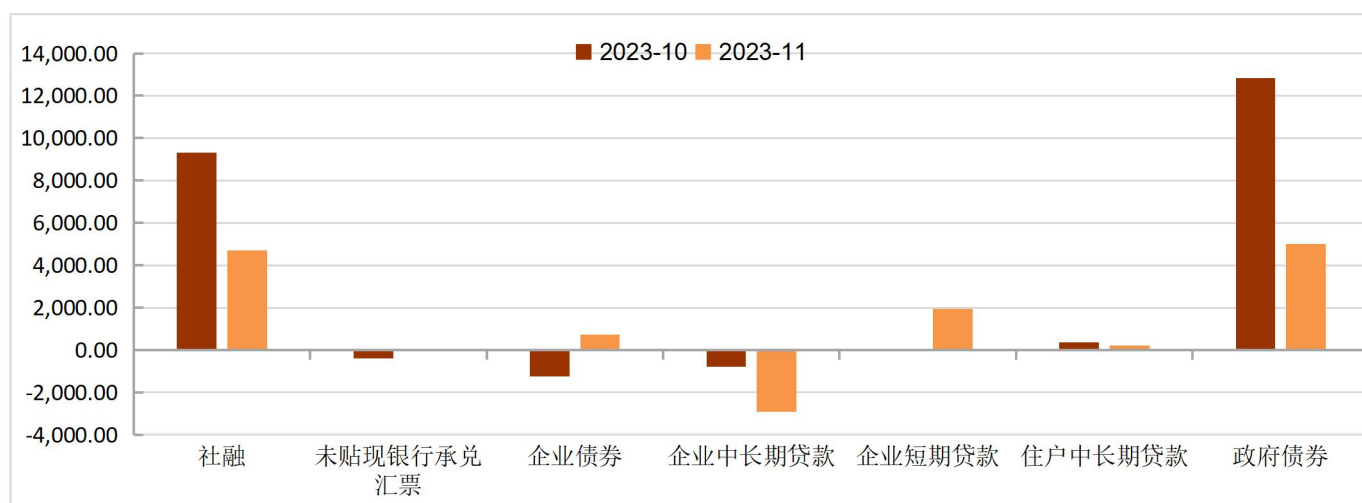
图表 6 金融数据概览



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从结构看，11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18.3%，同比高0.9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

11月社融增量依然主要依靠政府债券发行，同时企业短期贷款及企业债券发行也同比多增，表现出向好态势。但市场关注度较高的企业中长期贷款及住户部门中长期贷款仍然疲软，社融数据结构上依然有待改善。从货币供给与需求关系看，以往对债市影响较大的社融-M2剪刀差继续修复，虽然短期债市情绪亢奋，但中长周期债券投资者仍要做好风险控制。

图表 8 社融-M2



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

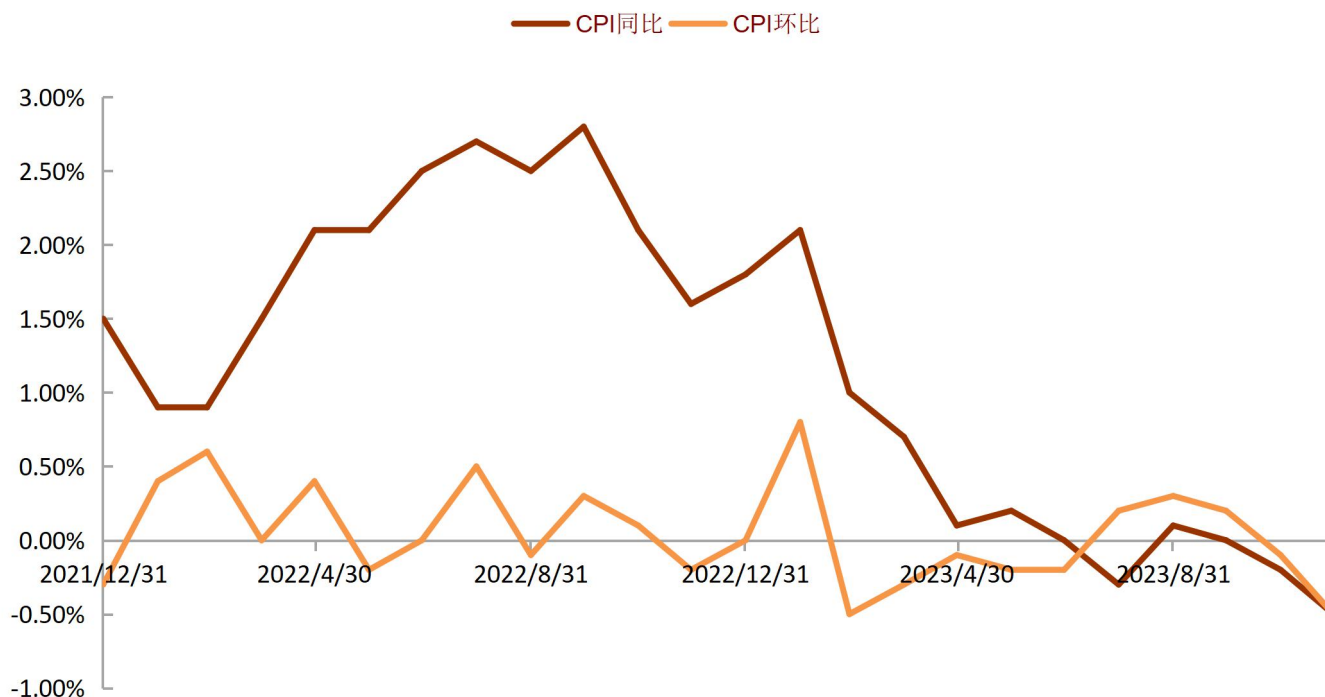
2、CPI 继续走弱

11月份，受食品、能源价格波动下行等因素影响，CPI有所下降；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅与上月相同，继续保持温和上涨。

从环比看，CPI下降0.5%。环比下降主要是天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求季节性回落影响。其中，食品价格下降0.9%，降幅超季节性水平（近十年同期平均水平，下同）0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点。食品中，因11月份全国大部分地区平均气温较常年同期偏高，利于农产品生产储运，鲜菜、鸡蛋和水产品等鲜活食品价格分别下降4.1%、3.1%和1.6%，降幅均超季节性水平，合计影响CPI下降约0.13个百分点；生猪出栏量有所增加，加之天气偏暖部分腌腊需求延后，猪肉价格超季节性回落，下降3.0%；鲜果价格季节性上涨1.9%。非食品价格下降0.4%，影响CPI下降约0.29个百分点。非食品中，受国际油价下行影响，国内汽油价格下降2.8%，为今年以来最大降幅，影响CPI下降约0.10个百分点；冬装新品上市，服装价格上涨0.6%；旅游出行

进入淡季，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格分别下降 12.4%、8.7%、5.9% 和 2.8%。

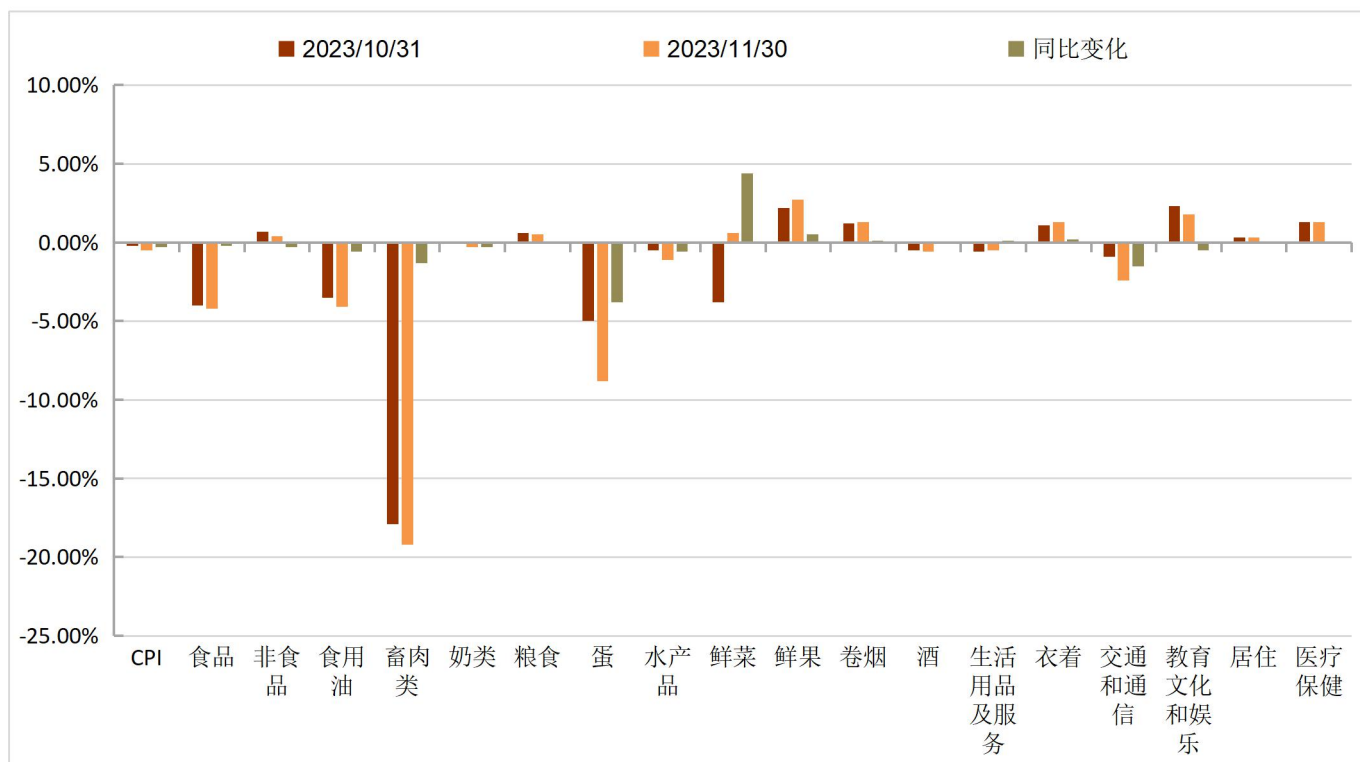
图表 9 全国居民消费价格涨跌幅



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，CPI 下降 0.5%。同比降幅比上月扩大 0.3 个百分点，主要是能源价格同比由涨转降，对 CPI 同比的下拉影响比上月增加 0.19 个百分点所致。其中，食品价格下降 4.2%，降幅略扩 0.2 个百分点。食品中，猪肉价格下降 31.8%，降幅扩大 1.7 个百分点；鸡蛋、食用油、牛羊肉、禽肉类和水产品价格降幅在 1.1%—10.5% 之间，降幅均有扩大；鲜菜价格由上月下降 3.8% 转为上涨 0.6%；鲜果价格上涨 2.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅回落 0.3 个百分点。非食品中，能源价格由上月上涨 1.2% 转为下降 1.3%；服务价格上涨 1.0%，涨幅回落 0.2 个百分点，其中飞机票价格由上月上涨 5.1% 转为下降 0.5%，宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅分别回落至 6.9%、6.8% 和 2.1%；服装价格上涨 1.4%，涨幅略有扩大。

图表 10 CPI 分项同比及变化



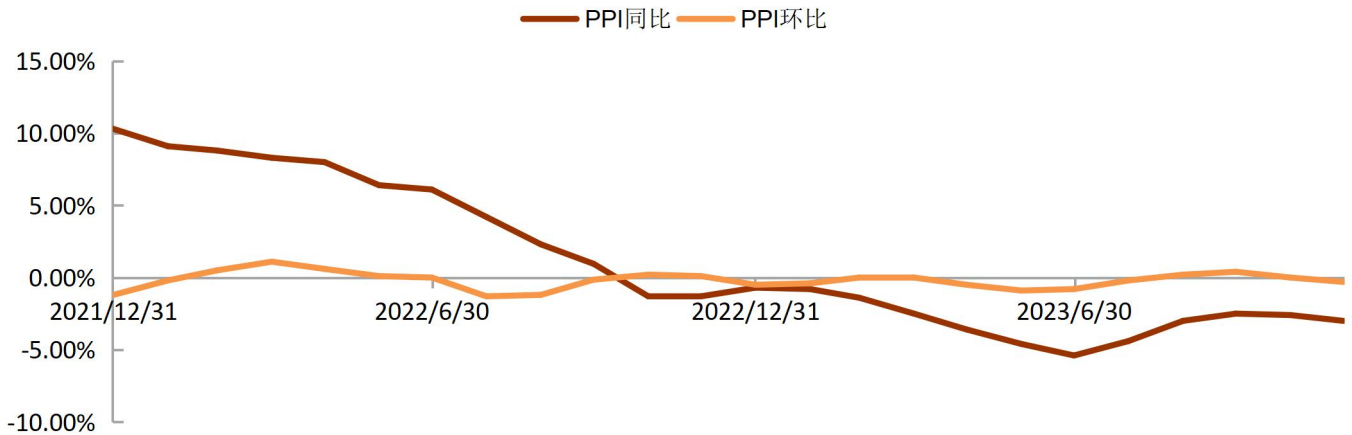
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 重回下跌

11 月份，受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，全国 PPI 环比由平转降，同比降幅扩大。

从环比看，PPI 由上月持平转为下降 0.3%。其中，生产资料价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.3%；生活资料价格下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。国际油价下行，带动国内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下降 2.8%、2.5%，合计影响 PPI 环比下降约 0.13 个百分点，占总降幅的四成多。有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.1%，其中铜冶炼价格上涨 0.4%，铝冶炼价格下降 0.2%。煤炭和天然气需求季节性增加，燃气生产和供应业价格上涨 1.4%，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.3%。重大项目建设稳步推进，水泥制造价格上涨 1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。装备制造业中，锂离子电池制造价格下降 1.7%，计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业价格均下降 0.2%。另外，农副食品加工业价格下降 0.8%，电力热力生产和供应业价格下降 0.7%；食品制造业价格持平。

图表 11 工业生产者出厂价格指数

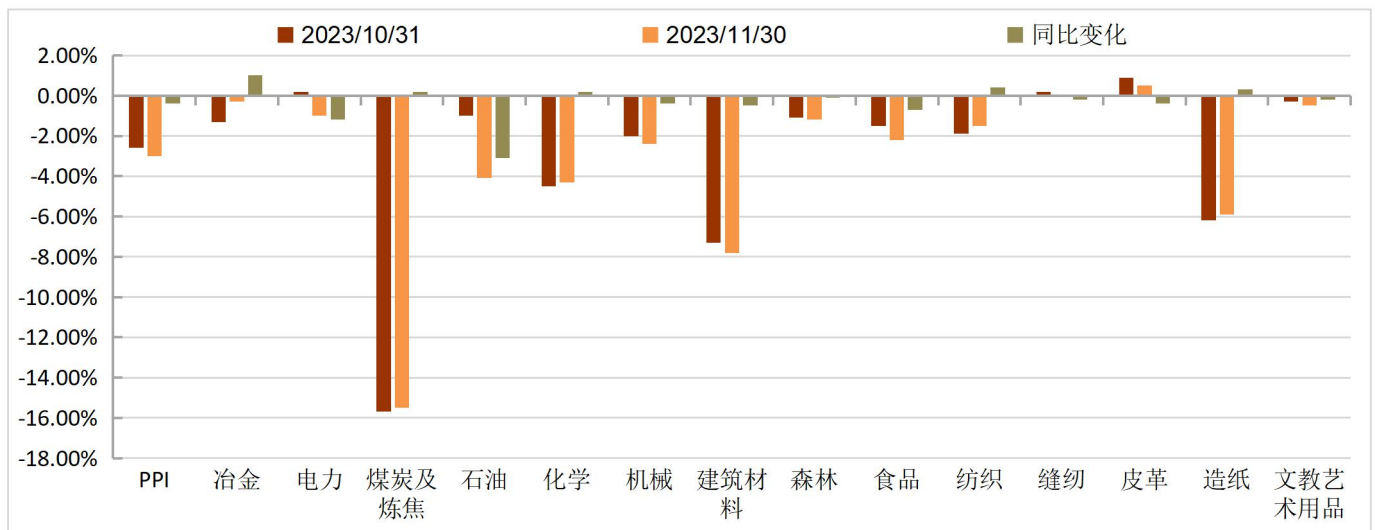


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，PPI 下降 3.0%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.4%，降幅扩大 0.4 个百分点；生活资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.3 个百分点。主要行业中，石油和天然气开采业价格由上月上涨 1.7% 转为下降 3.3%；煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅在 6.3%—15.8% 之间，降幅均扩大；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 6.8%、2.3%，降幅均收窄。装备制造业中，锂离子电池制造价格下降 11.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 3.5%，汽车制造业价格下降 1.6%。文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 4.3%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.7%，医药制造业价格上涨 0.7%。

据测算，在 11 月份 3.0% 的 PPI 同比降幅中，翘尾影响约为 -0.5 个百分点，上月为 -0.4 个百分点；今年价格变动的新影响约为 -2.5 个百分点，上月为 -2.2 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

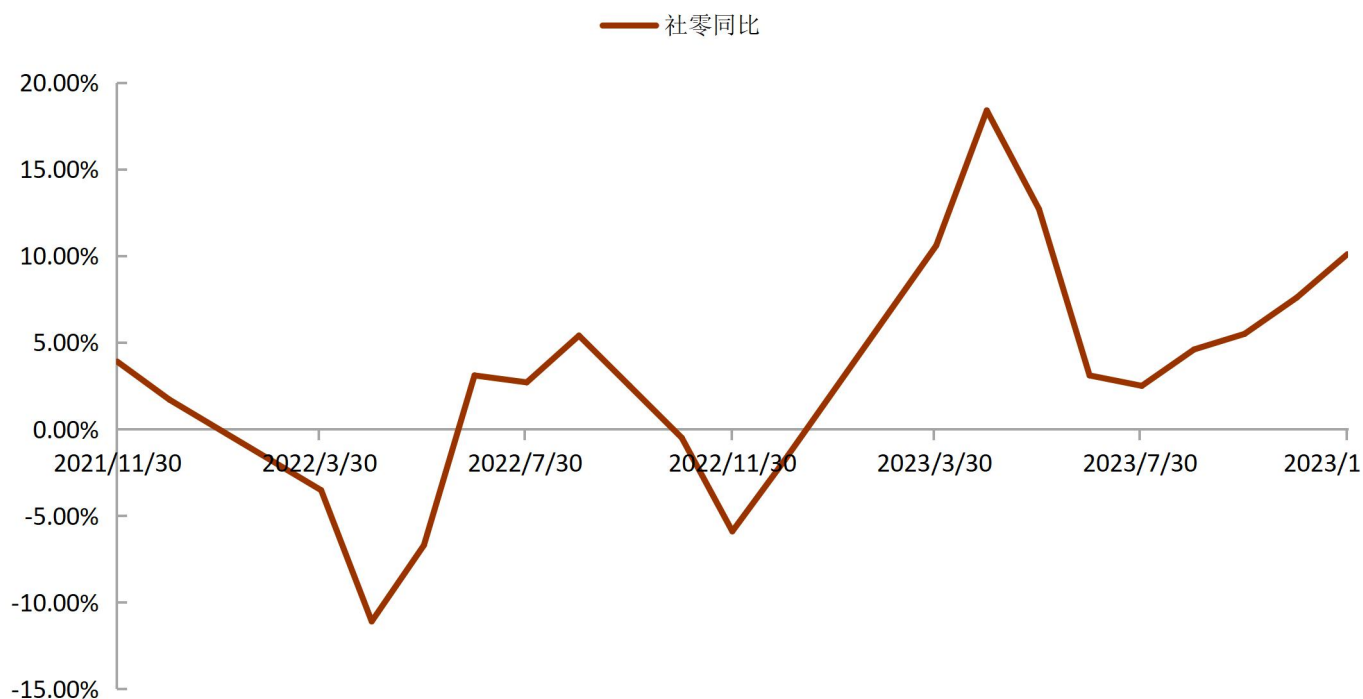
4、社会消费品零售总额同比继续回升

11 月份，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 38191 亿元，增长 9.6%。1—11 月份，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 384665 亿元，增长 7.3%。

按经营单位所在地分，11 月份，城镇消费品零售额 36530 亿元，同比增长 10.0%；乡村消费品零售额 5975 亿元，增长 10.4%。1—11 月份，城镇消费品零售额 370419 亿元，同比增长 7.1%；乡村消费品零售额 57526 亿元，增长 7.9%。

按消费类型分，11 月份，商品零售 36925 亿元，同比增长 8.0%；餐饮收入 5580 亿元，增长 25.8%。1—11 月份，商品零售 380460 亿元，同比增长 5.9%；餐饮收入 47485 亿元，增长 19.4%。

图表 13 社会消费品零售总额同比

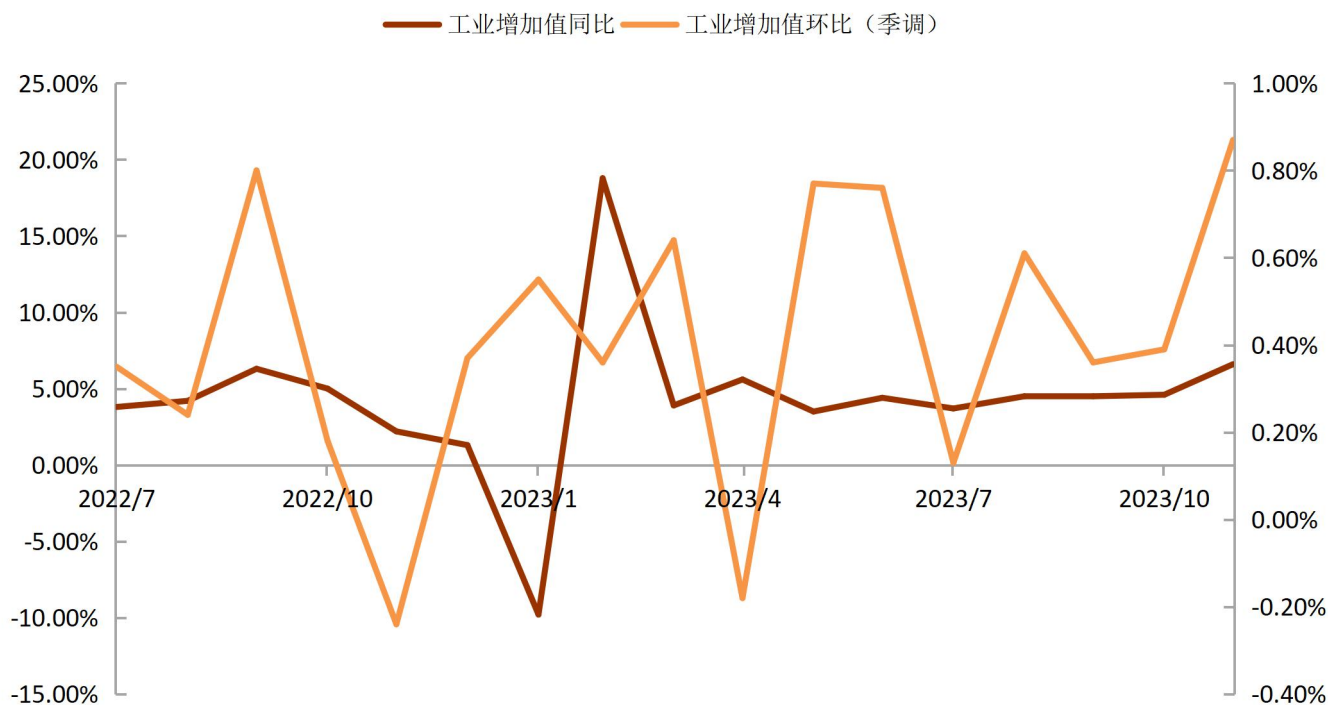


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、工业增加值快速反弹

11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.87%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.3%。

图表 14 规模以上工业增加值

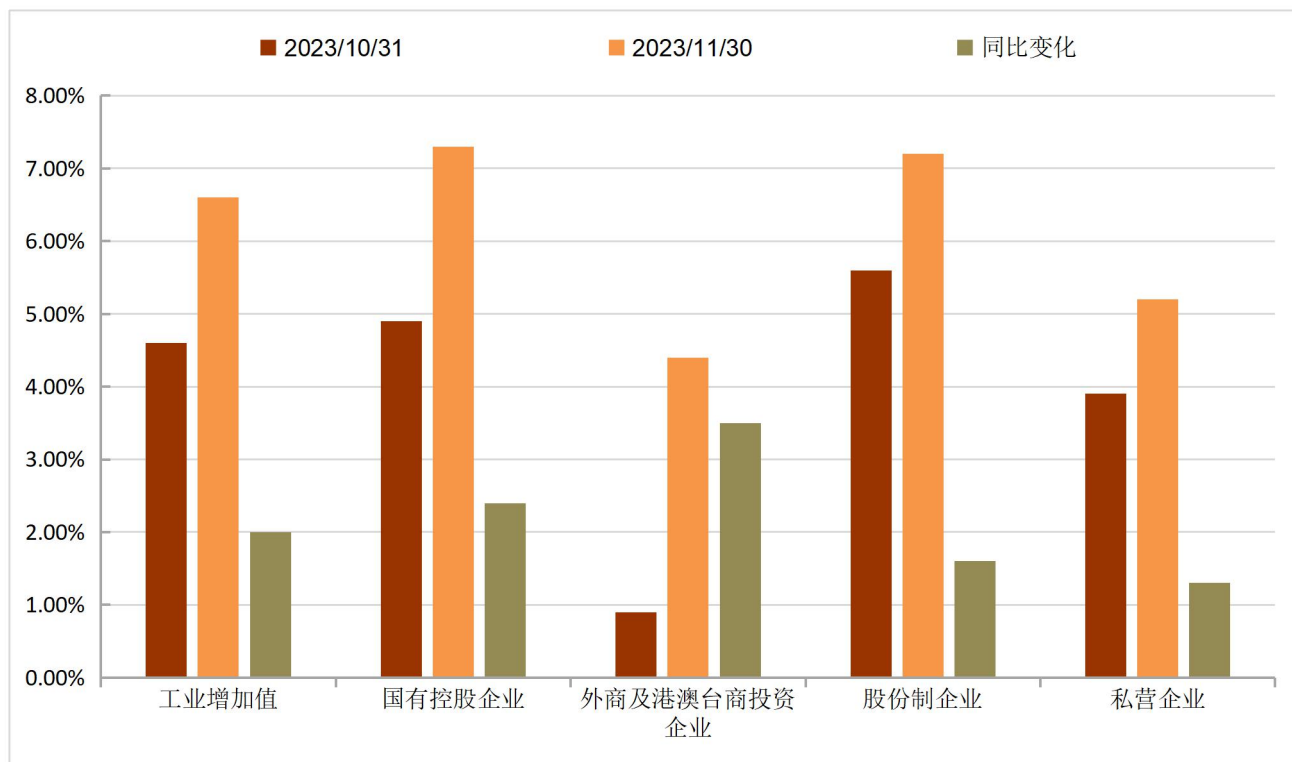


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分行业看，11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，煤炭开采和洗选业增长5.2%，石油和天然气开采业增长1.8%，农副食品加工业下降0.5%，酒、饮料和精制茶制造业增长4.8%，纺织业增长2.1%，化学原料和化学制品制造业增长9.6%，非金属矿物制品业下降0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长5.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长10.2%，通用设备制造业增长0.8%，专用设备制造业增长1.9%，汽车制造业增长20.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.7%，电气机械和器材制造业增长10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%，电力、热力生产和供应业增长9.2%。

分产品看，11月份，620种产品中有367种产品产量同比增长。其中，钢材11044万吨，同比增长4.2%；水泥18979万吨，增长1.6%；十种有色金属650万吨，增长7.1%；乙烯269万吨，增长4.8%；汽车295.3万辆，增长23.6%，其中新能源汽车100.6万辆，增长35.6%；发电量7310亿千瓦时，增长8.4%；原油加工量5953万吨，增长0.2%。

图表 15 工业增加值分类型



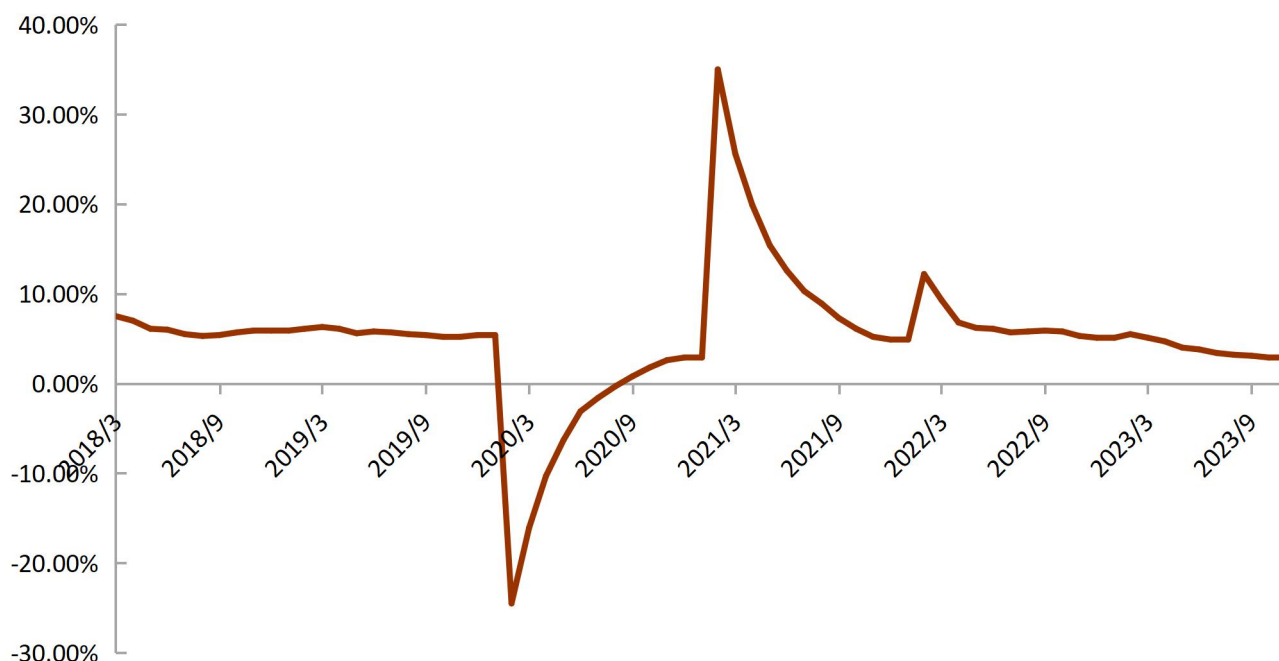
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、固定资产投资未来可期

1—11 月份，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%，增速与 1—10 月份持平。其中，项目投资（扣除房地产开发投资）同比增长 7.2%，增速与 1—10 月份持平。11 月份固定资产投资（不含农户）环比增长 0.26%。

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，以及 12 月底投放的 PSL 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、出口出现好转

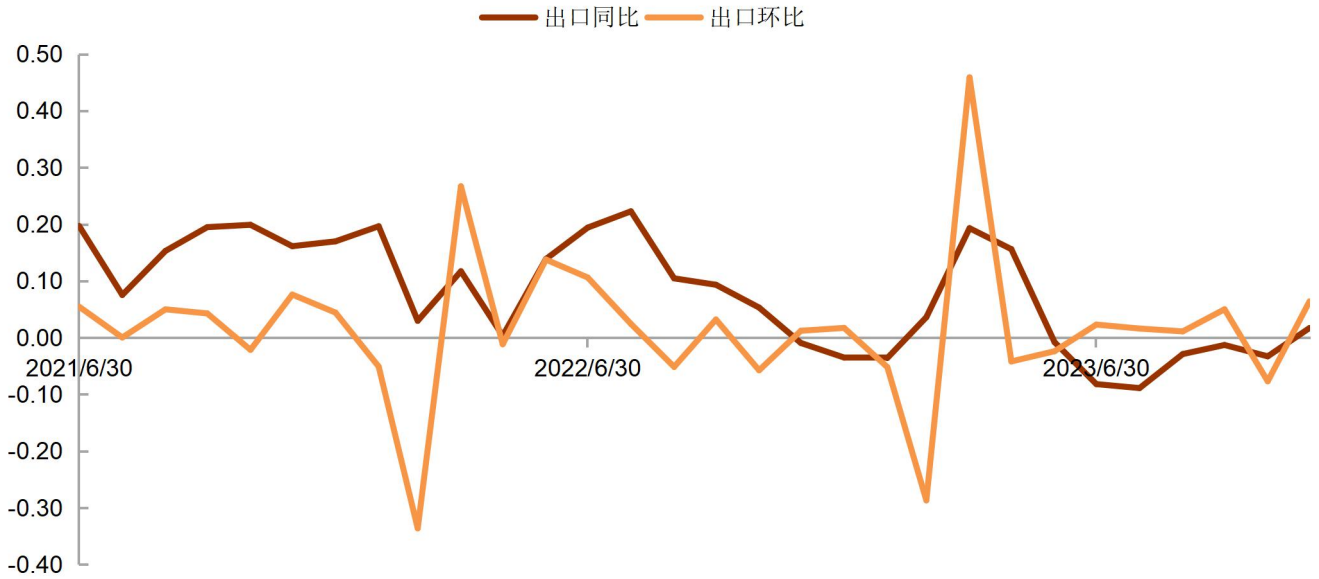
12月7日，海关总署公布了前11个月我国进出口“成绩单”。据海关统计，今年前11个月，我国进出口总值37.96万亿元人民币，与去年同期（下同）持平。其中，出口21.6万亿元，增长0.3%；进口16.36万亿元，下降0.5%；贸易顺差5.24万亿元，扩大2.8%。

按美元计价，今年前11个月，我国进出口总值5.41万亿美元，下降5.6%。其中，出口3.08万亿美元，下降5.2%；进口2.33万亿美元，下降6%；贸易顺差7481.3亿美元，收窄2.7%。

从单月数据看，11月份，我国进出口3.7万亿元，增长1.2%。其中，出口2.1万亿元，增长1.7%；进口1.6万亿元，增长0.6%；贸易顺差4908.2亿元，扩大5.5%。

具体看，今年前11个月我国进出口呈现出以下主要特点，包括一般贸易进出口增长，比重提升；对东盟进出口增长，自欧盟进口增长；民营企业进出口保持增长；机电产品占出口比重近6成，其中手机、汽车出口增长；铁矿砂、原油、煤、天然气和大豆等主要大宗商品进口量增加等。

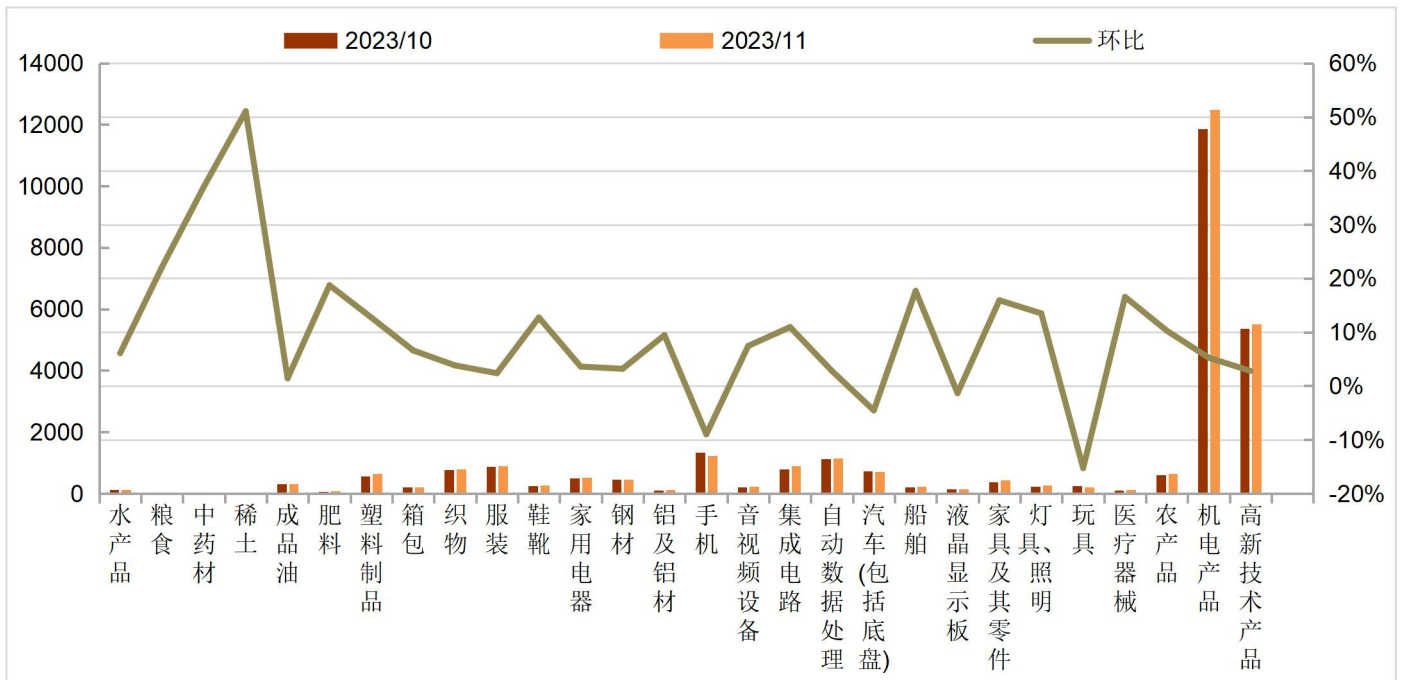
图表 17 出口总值(人民币计价)



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从出口产品看，机电产品占出口比重近6成，其中手机、汽车出口增长。前11个月，我国出口机电产品12.66万亿元，增长2.8%，占出口总值的58.6%。其中，自动数据处理设备及其零部件1.2万亿元，下降17.2%；手机8852.5亿元，增长3.3%；汽车6529.2亿元，增长79.6%。

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、工业企业利润增长明显

11 月份，随着宏观政策效应持续显现，国内需求逐步恢复，工业生产加快回升，工业企业效益持续改善，主要呈现以下特点：

工业企业利润增长明显加快。1—11 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 4.4%，降幅较 1—10 月份收窄 3.4 个百分点，延续 3 月份以来逐月收窄走势，利润降幅年内首次收窄至 5% 以内。从当月看，工业企业利润加快回升，加上投资收益相对集中入账，11 月份规上工业企业利润同比增长 29.5%，增速较 10 月份明显加快，利润已连续 4 个月实现正增长。

工业企业营收连续 5 个月回升，带动利润加快恢复。工业生产加快回升，产销衔接水平同比提高，推动企业营收持续改善。1—11 月份，规上工业企业营业收入同比增长 1.0%，增速较 1—10 月份加快 0.7 个百分点。其中，11 月份规上工业企业营业收入同比增长 6.1%，增速较 10 月份加快 3.6 个百分点，连续 5 个月回升，有力带动企业利润增长。

近六成行业利润增长，八成行业利润增速回升。1—11 月份，在 41 个工业大类行业中，有 24 个行业利润同比增长，利润增长面为 58.5%，较 1—10 月份扩大 14.6 个百分点；有 33 个行业利润增速较 1—10 月份加快或降幅收窄、由降转增，利润回升面为 80.5%，较 1—10 月份扩大 7.3 个百分点。

装备制造业利润增长加快，拉动作用增强。随着产业链升级深入推进，装备制造业发展动能积聚壮大，利润持续增长。1—11 月份，装备制造业利润同比增长 2.8%，增速较 1—10 月份加快 1.7 个百分点，拉动规上工业利润增长 0.9 个百分点，较 1—10 月份提高 0.6 个百分点。其中 11 月份当月装备制造业利润由降转增，增速为 16.2%。分行业看，1—11 月份，汽车行业受产销加快、出口较快增长等因素带动，利润增长 2.9%，增速较 1—10 月份加快 2.4 个百分点；电子行业受新产品发售、订单增加等因素带动，累计利润降幅收窄 7.0 个百分点，且当月利润由降转增，明显改善；铁路船舶航空航天运输设备、电气机械行业累计利润分别增长 22.3%、17.2%，延续年初以来的较快增长态势。

原材料行业利润降幅明显收窄，对规上工业利润改善贡献较大。1—11 月份，原材料制造业利润同比降幅较 1—10 月份收窄 8.5 个百分点，带动规上工业利润降幅收窄 1.8 个百分点，是贡献最大的行业板块。分行业看，1—11 月份，钢铁行业受下游需求回暖叠加低基数等因素共同作用，利润同比增长 2.76 倍；有色行业利润增长 21.8%，利润由降转增；化工行业利润降幅较 1—10 月份收窄 4.3 个百分点，其中 11 月份利润增长 26.7%。

电气水行业利润增速继续加快。1—11 月份，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增长 47.3%，增速较 1—10 月份加快 7.3 个百分点。其中，受宏观经济持续向好、迎峰度冬电力保供等因素推动，发、售电量增长明显加快，叠加燃料价格同比下降、成本降低等因素，电力热力生产和供应业利润增长 58.2%。

图表 19 规模以上工业企业:利润总额:当月同比

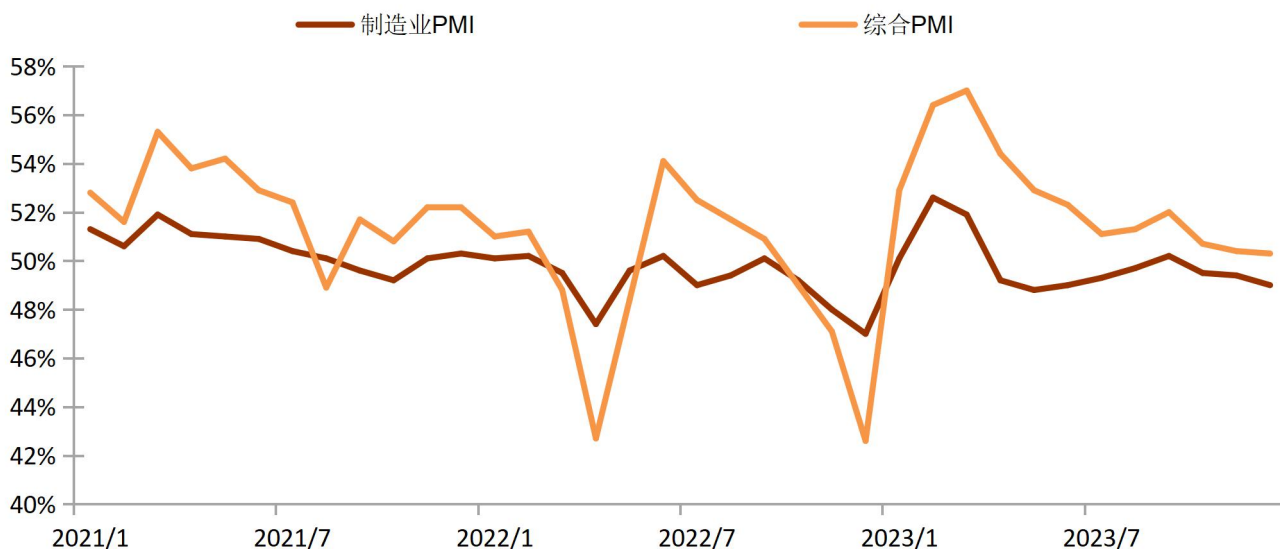


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

9、制造业 PMI 继续走弱

国家统计局 12 月 31 日发布的数据显示, 12 月份制造业采购经理指数为 49.0%, 比上月下降 0.4 个百分点; 非制造业商务活动指数为 50.4%, 比上月上升 0.2 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 50.3%, 比上月微落 0.1 个百分点。

图表 20 制造业 PMI、综合 PMI



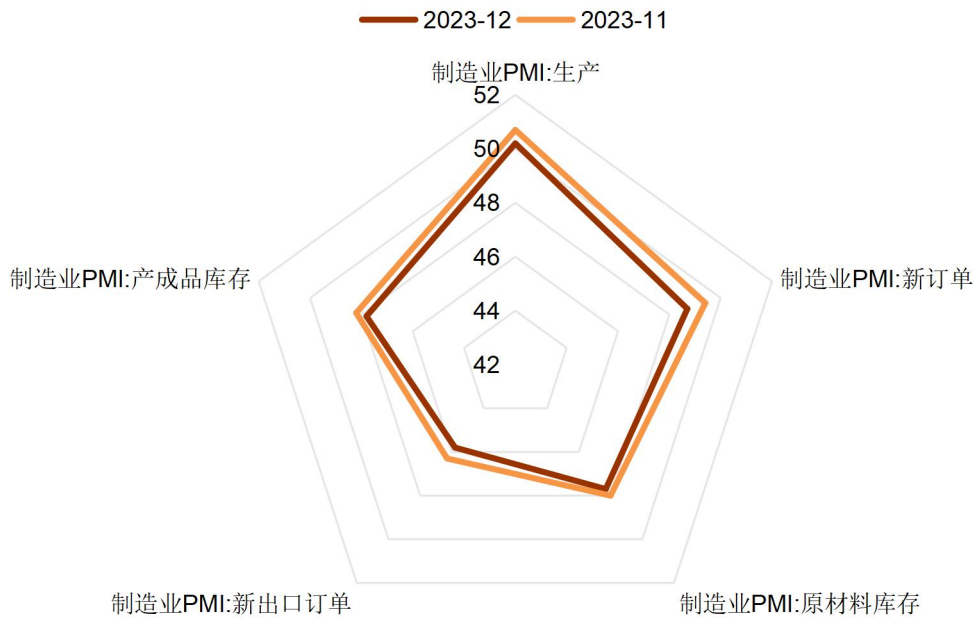
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从生产端来看，12月份，在我国供应链稳定运行的支撑下，制造业企业生产活动仍保持相对稳定，生产指数为50.2%，虽较上月下降0.5个百分点，仍保持在50%以上，且连续7个月运行在扩张区间。

从需求端来看，外需回落带动制造业市场需求整体有所偏紧，新订单指数为48.7%，较上月下降0.7个百分点，制造业市场需求偏弱。反映市场需求不足的制造业企业比重为60.8%，较上月上升0.2个百分点，连续3个月上升，当前我国经济回升动力有所偏弱。

12月份制造业PMI指数在荣枯线下继续降低，经济下行压力有所加大。同时新订单、新出口订单指数在荣枯线下继续下降，反映需求不足的企业占比达60.76%，较上月进一步提高，需求收缩问题依然突出。并且生产指数、采购量指数、产成品库存指数等均继续下降，亦表明企业生产经营活动呈收敛态势。数据上的需求收缩更体现了政策刺激的必要性，结合上月底PSL重启，政策上24年加强政府投资对需求及企业预期带动的可能性则持续上升。

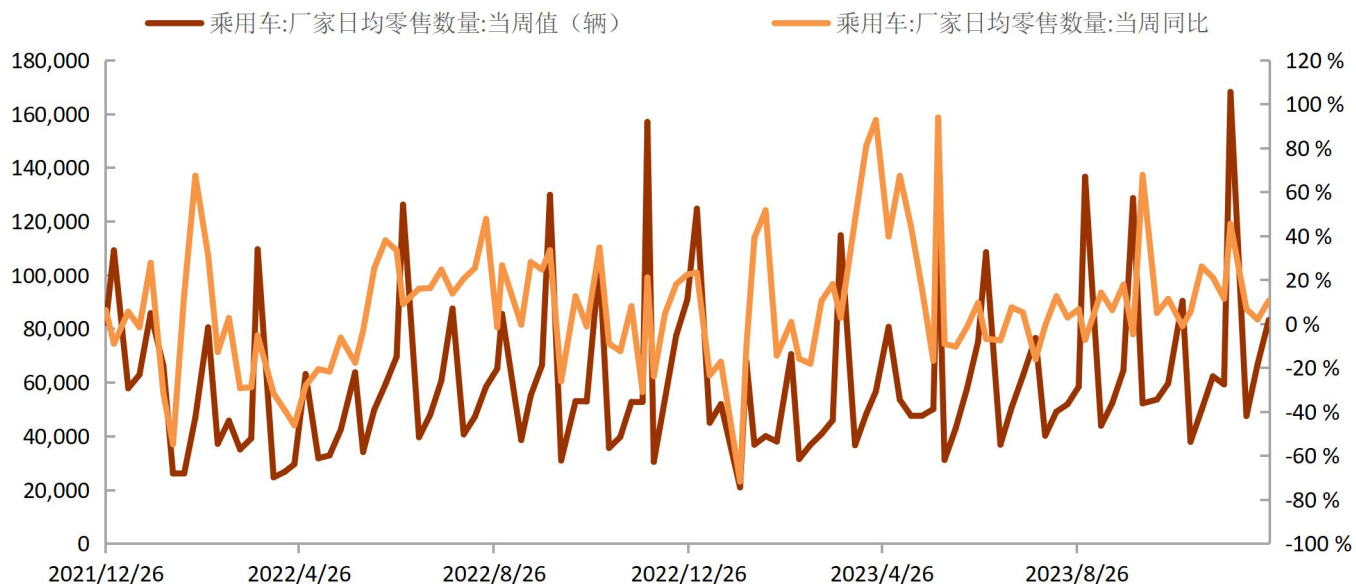
图表 21 制造业 PMI 分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

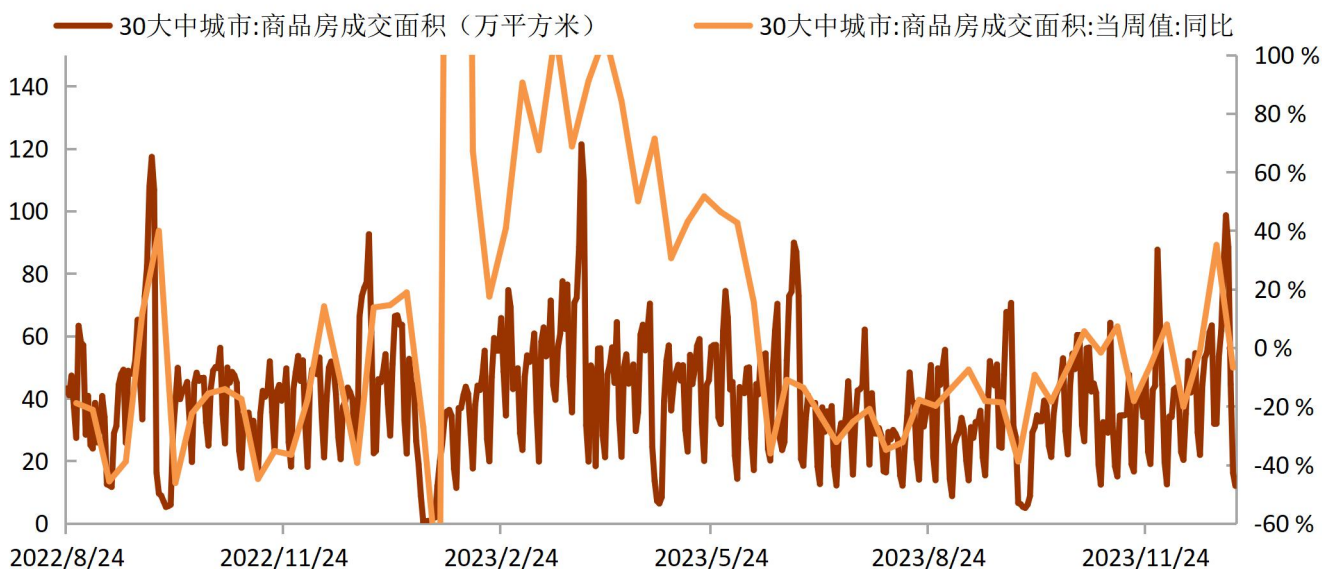
10、其他重点关注数据

图表 22 乘用车厂家零售



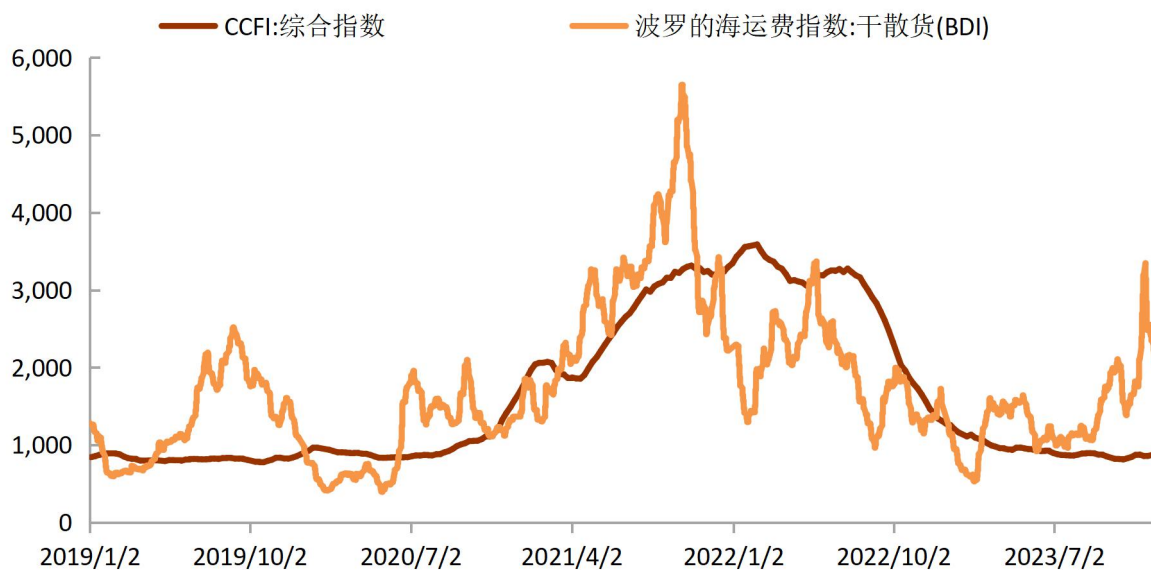
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 商品房成交面积（30大中城市）



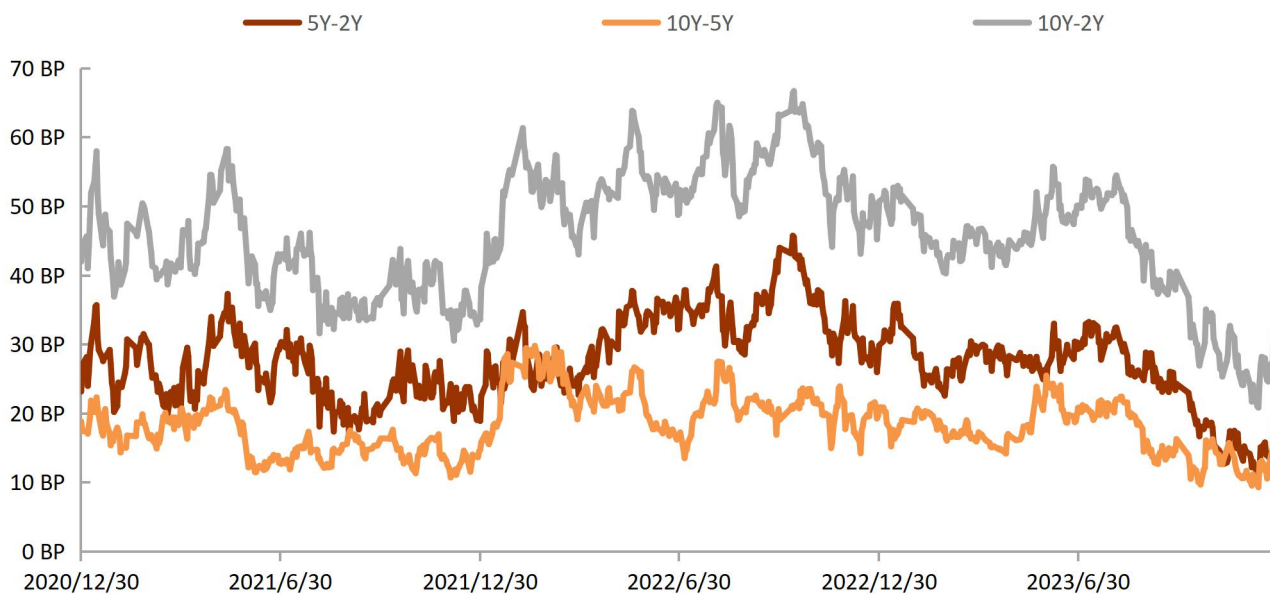
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 航运指数



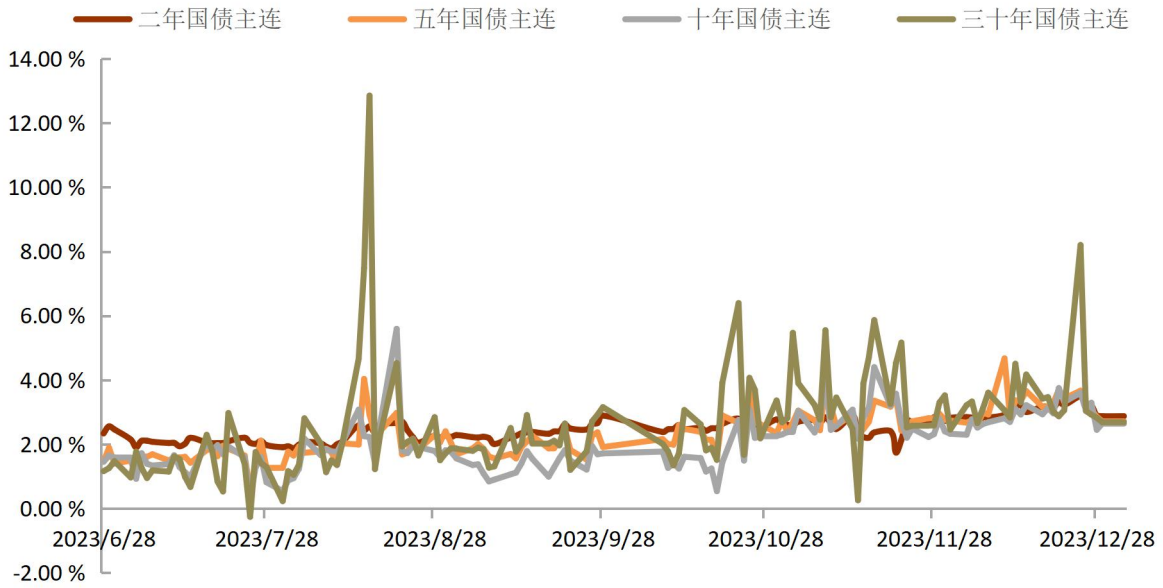
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 期限利差



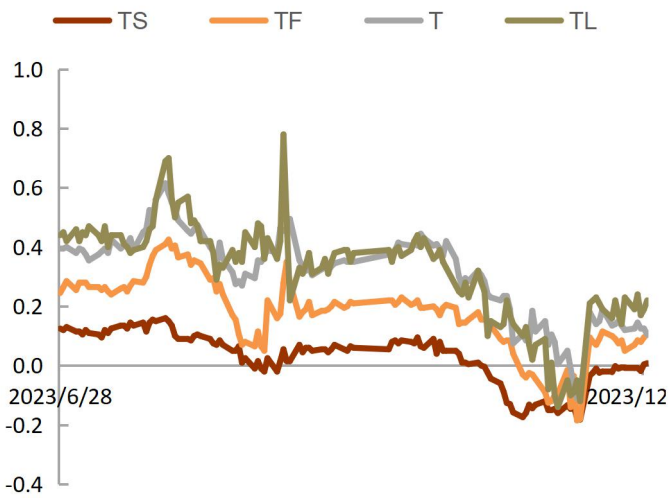
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 主力合约最廉 IRR

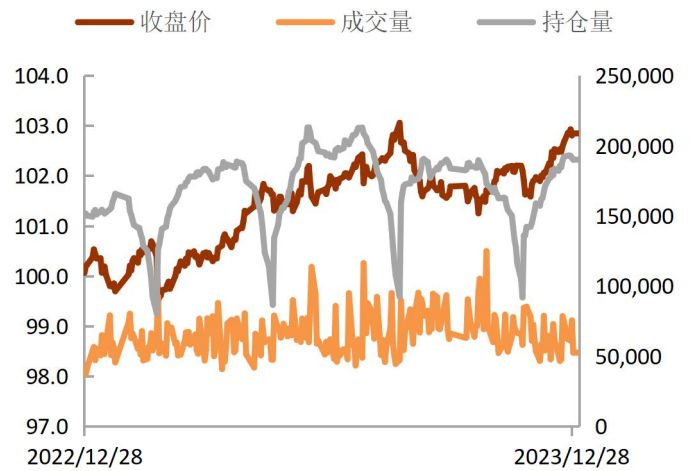


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国债期货跨期价差（当季-下季）

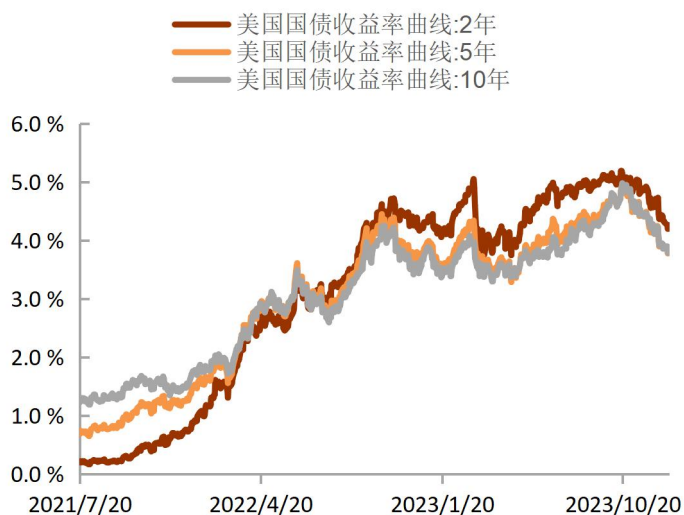


图表 28 T 主连收盘价、成交量、持仓量

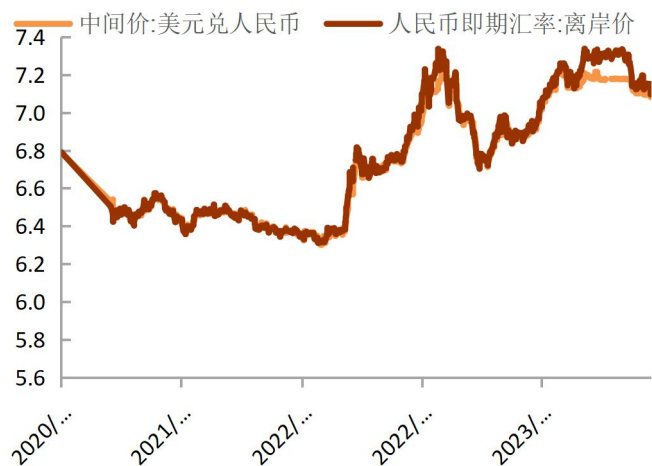


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 美国国债收益率曲线

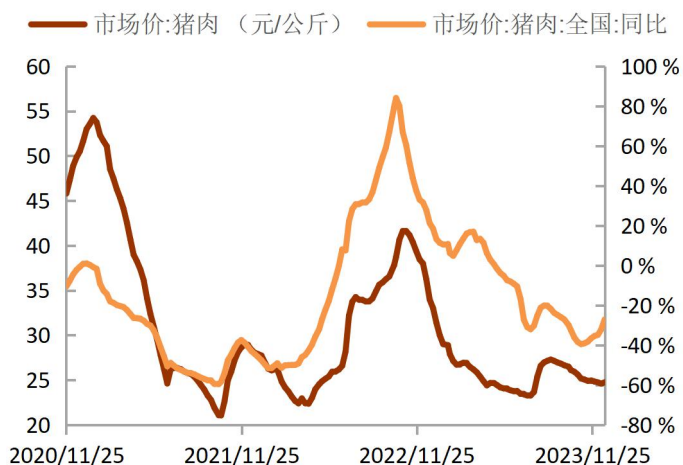


图表 30 人民币汇率

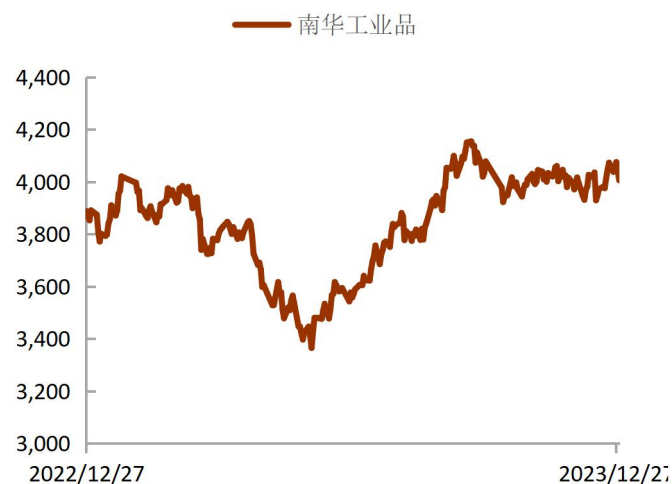


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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，12月官方制造业PMI继续走低，同时财新制造业PMI则继续走高，与官方数据形成背离，考虑到调查样本的差异，不排除中小企业率先开始企稳的可能性。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据在年底出现反弹，但就同比数据而言则相对平稳。二是30城商品房成交面积在元旦期间受假期影响大幅回落，后续走势仍需继续观察。三是外

贸方面，CCFI 继续小幅上涨，同时波罗的海运费指数:干散货 (BDI) 则继续维持近期高位。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。五是南华工业品指数高位震荡，未来 PPI 预计维持平稳。100 大中城市土地成交总价较上期走弱，但较仍明显高于前期，房地产对经济拖累有望改善。

海外方面，截至 12 月 30 日当周，美国初请失业金人数减少 1.8 万人，经季节调整后为 20.2 万人，为 10 月中旬以来的最低水平，路透调查预估为 21.6 万人。数据暗示尽管对工人的需求有所放缓，劳动力市场基本面依然强劲。职业介绍公司 Challenger 发布的数据显示，12 月企业宣布的裁员总数为 3.4817 万人，减少 24%。不过，2023 年企业宣布裁员人数猛增 98%，至 72.1677 万人，为 2020 年以来最高年度裁员人数。另一份报告显示，12 月民间就业岗位增加 16.4 万个，为四个月最大增幅。10Y 美债收益率在此带动下重回 4.0%

整体来看，我们依然认为当前市场对经济预期过于悲观，同时部分市场参与者试图通过拉长账户久期博取超额收益导致交易盘过于拥挤，叠加上市场对降准或降息定价已较为充分，因此当前继续做多债市性价比并不高，尤其是通过拉长账户久期的做法如未来降息落空则面临较大回调风险。因此考虑到目前 10Y-2Y 利差依然处于近 3 年极值附近，操作上做多 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。同时各品种国债期货均存在正套机会，可适当参与。

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：021-68559999（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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
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。