



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：廖宏斌
期货从业资格证号 F3082507
期货投资咨询从业证书号 Z0020723

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务

扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

汇率持续承压 提振内需政策预期升温

摘要

11月化债方案落地，债市继续围绕政策面、置换债上量、降准预期交易，波动加大，整体修复走强，资金利率回落带动利率下行，国债现券收益率下行4bp-11bp，中长端较强，10年期国债收益率震荡下行，逼近前低2%，10年期国债期货一度创新高。截止目前，本月国债期货全线收涨，TL、T、TF、TS分别上涨2.01%、0.92%、0.6%、0.13%。

稳增长政策见效，10月制造业PMI重回扩张区间，财政支出加快，金融数据有所改善，社零增速超预期，工业企业利润降幅收窄，但CPI、PPI偏弱，内需不足仍然是主要问题，趋势性回升仍有难度，需求端仍需加大政策支持。一线城市二手房的成交活跃，三四线城市成交低迷，目前地产仅限于局部反弹，历年11、12月都是楼市淡季，可以继续检验楼市是否企稳，当前阶段仍不能看空债市。

特朗普组建偏鹰内阁，叠加关税政策带来的冲击，中期来看，人民币汇率贬值压力仍需关注，将一度程度上制约央行降息空间，7.35或是美元兑离岸人民币汇率短期的重要节点。明年对美出口承压，市场对12月经济工作会议有较高的期待，提升赤字率、提振内需以对冲外需回落的政策预期升温，需要谨防预期差。目前中国政府宏观杠杆率已经处于较高水平，明年增量政府债规模或相对温和，货币政策加大力度宽松并进一步降低实际利率，对债市供给冲击相对可控。12月来看，地方债供给增加约束长债利率下行空间，10年期国债下破2%阻力较大，长端利率或保持震荡格局。随着降准降息逐步落地，资金面预计将保持宽松，短端利率有望先一步下行。策略上，波段为主，出现明显回调可配置。

风险提示：财政政策力度超预期、宏观经济大幅回暖、资金面收紧等

目录

摘要.....	1
一、11月国债期货行情回顾.....	3
二、基本面分析.....	5
2.1 居民信贷回升，M1初步止跌企稳	5
(1) M1、M2增速反弹，财政支出效应明显.....	5
(2) 企业信贷偏弱，居民信贷回升.....	5
(3) 融资增速有待提高，财政政策加码可期.....	5
2.2 双十一提前释放需求，经济运行稳中有进	8
(1) 工业生产稳步运行，上游延续弱势.....	8
(2) 固投延续偏弱趋势，地产景气有待提升.....	8
(3) 长假释放消费需求.....	9
2.3 物价持续偏弱	12
(1) 食品价格回落拖累整体通胀.....	12
(2) 国庆到来，文旅业价格如预期上行.....	12
(3) 国际大宗商品价格波动影响持续.....	12
(4) 提振物价或为接下来政策重心.....	12
2.4 人民币汇率持续承压	14
三、12月投资建议.....	16
免责声明.....	17

图表目录

图 1	各期限主力合约收盘价	4
图 2	国债收益率曲线	4
图 3	10 年期与 1 年期国债收益率差收敛	4
图 4	社融规模当月值及社融存量同比增速	6
图 5	M1、M2 同比增速及 M1--M2	6
图 6	财政存款当月值	7
图 7	新增社融及其分项	7
图 8	企业贷款（亿元）	7
图 9	居民贷款	8
图 10	规模以上工业增加值：当月同比（%）	9
图 11	三大门类工业增加值同比	10
图 12	图 12 投资端除地产外表现稳固	10
图 13	商品房销售面积低位运行	10
图 14	地产新开工、竣工和施工累计同比	11
图 15	社会消费品零售额同比增速（%）	11
图 16	社会消费品零售额增速分类型	11
图 17	核心通胀小幅回升	13
图 18	CPI 环比季节性回落	13
图 19	PPI 环比改善	13
图 20	CPI、PPI 剪刀差走阔	14
图 21	美元兑人民币中间价与美元指数	15
图 22	中美 10 年期国债利差收敛	15

一、11 月国债期货行情回顾

11 月债市围绕政策面、置换债上量、降准预期交易，波动加大，10 年期国债收益率震荡下行，逼近前低 2%，国债期货窄幅震荡上行，10 年期国债期货一度创新高。具体来看：

(1) 11 月 1 日-12 日，化债方案落地，基本符合市场预期，债市走利空出尽行情，10 年期国债收益率震荡下行至 2.06%，10 年期国债期货上行。11 月 8 日，人大常委会批准增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换地方存量隐性债务，分三年实施，未来在解决存量债务风险的同时，继续坚决遏制新增隐性债务，将从检测口径、预算约束、监管问责等角度加强管理。同时，相关部门出台政策降低房地产交易环境税费，促进房地产市场平稳健康发展，但是居民加杠杆意愿低，效果或有限。

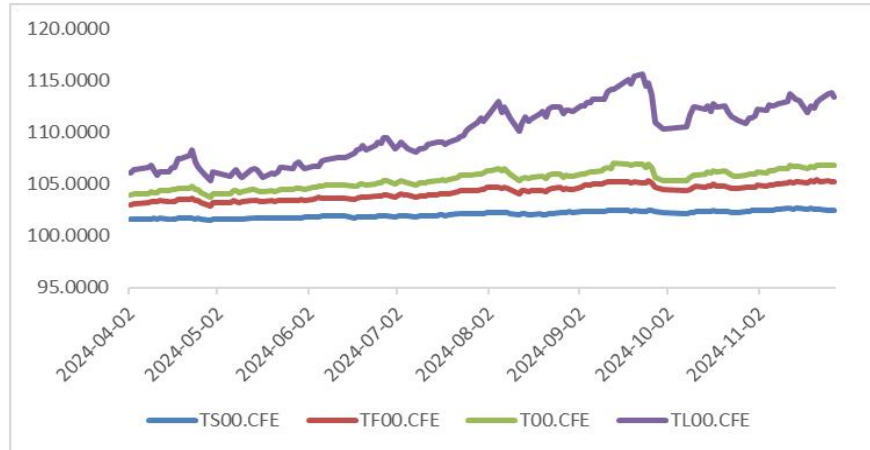
(2) 11 月 13 日-18 日，内需边际改善叠加置换债发行在即，长债收益率有所回升，10 年期国债期货偏弱震荡整理。10 月需求端边际改善，社零增速超预期，居民信贷有所回升，M1 止跌回升，企业端信贷持续偏弱，地产政策效果有限，CPI、PPI 偏弱运行。10 月规上工业企业利润同比下降 10%，降幅较 9 月大幅收窄 17.1%，其中，科技制造加速回暖。需求不足、工业品出厂价格持续低迷、成本上升以及部分行业产能过剩拖累利润增长。整体看来，一揽子政策助推国内经济环比改善，内生动能的持续修复有待进一步观察。

(3) 11 月 19 日-25 日，资金面扰动逐步降低，权益市场走弱，长债收益率转为下行。特朗普组建鹰派内阁，人民币汇率承压，11 月 LPR 报价维持不变，符合市场预期。随着再融资债券发行落地，央行持续净投放呵护流动性，资金面均衡宽松，DR001、DR007 加权均价分别维持在 1.4%、1.7% 中枢位置。年底 MLF 到期量较大、12 月置换债密集发现，债市交易年底降准。

(4) 临近月末，市场对美国加征关税的担忧再起，明年对美出口承压，市场预期 12 月经济工作会议会有提高赤字率、扩大内需、提振消费政策出台，权益市场情绪有所恢复，债市再次横盘整理。

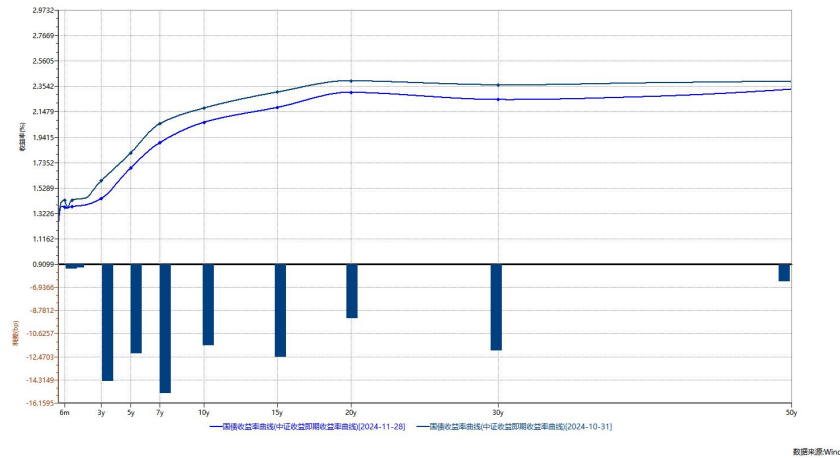
截止 11 月 27 日，本月国债现券收益率下行 4bp-11bp，中长端较强，10Y、30Y 收益率分别下行 9bp、8bp 至 2.055%、2.25%；国债期货全线收涨，TL、T、TF、TS 分别上涨 2.01%、0.92%、0.6%、0.13%。

图 1 各期限主力合约收盘价



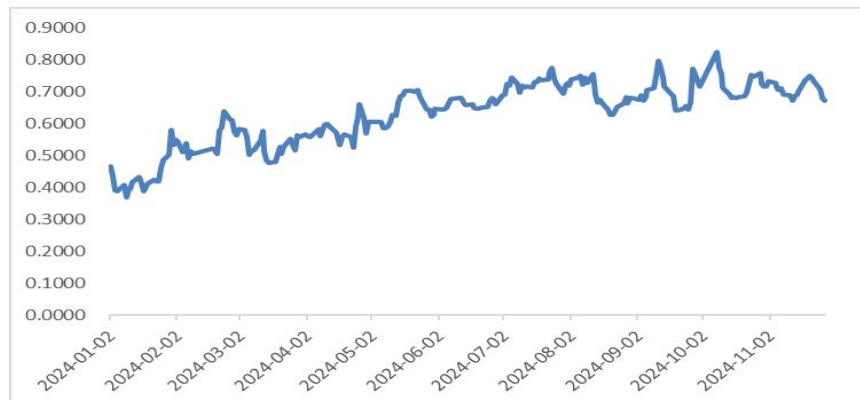
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 国债收益率曲线（2024 年 10 月 30 日-2024 年 11 月 28 日）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 10 年期与 1 年期国债收益率差收敛



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、基本面分析

一系列稳增长政策见效，10月制造业PMI重回扩张区间，财政支出加快，金融数据有所改善，社零增速超预期，工业企业利润降幅收窄，CPI、PPI偏弱，内需不足是主要问题，趋势性回升仍有难度，需求端仍需加大政策支持。一线城市二手房的成交活跃，三四线城市成交低迷，目前地产仅限于局部反弹，历年11、12月都是楼市淡季，继续检验楼市是否企稳。

2.1 居民信贷回升，M1初步止跌企稳

(1) M1、M2增速反弹，财政支出效应明显。一揽子政策加持下，10月M2同比增长7.5%，环比回升0.7pct，是4月以来新高。M1同比下降6.1%，环比回升1.3pct，为年内首次增速回升。10月非银机构存款增长1.08万亿元，居民、企业存款分别减少5700亿元、7300亿元，或与居民及企业增加权益市场及楼市配置有关。10月新增财政存款5952亿元，同比减少7748亿元，明显大幅低于近年同期水平，财政存款同比增速大幅下降至1%。权益市场大涨导致非银存款保证金大增、财政加大投放是M2回升的主要驱动因素。财政投放增加带动实际支出，提振M1。

(2) 企业信贷偏弱，居民信贷回升。10月是传统信贷小月，贷款总量环比回落，但是结构上有所改善。企业贷款维持偏弱，居民信贷回升，票据冲量减少。10月PMI数据重回扩张区间，但企业信贷需求偏弱，或与高基数及化债有关。特殊再融资债券集中发行，用于化解地方政府隐性债务及偿还企业欠款，或导致企业现金流好转，信贷出现一定收缩。居民中长贷及短贷双双回升。10月新增居民贷款1600亿元，同比多增1946亿元，其中，中长期贷款、短期贷款分别新增1100亿元、490亿元，同比分别多增393亿元、1543亿元。10月地产销售回暖带动居民中长期贷款回升，存量房贷利率批量下调，缓解居民部门偿债压力，叠加权益市场大涨及国庆长假，拉动居民消费，带动短贷需求增长。10月票据融资同比少增1482亿元，票据冲量有所减少。

(3) 融资增速有待提高，财政政策加码可期。9月政治局会议以来，一系列增量政策提升了市场预期，提振了市场整体风险偏好，带动货币供应的回升，M1、M2剪刀差收窄，是非常积极的信号。10月政府债融资10496亿元，同比减少5142亿元，对社融由支撑转

为拖累。8-9月地方债集中发行后，10月发行量也大幅下滑。11月初人大常委会增加地方政府债务限额6万亿元用于化债，分三年实施，政府仍有较大举债空间和赤字率提升空间。化债和财政发力下，社融数据可能有一定改善。但是，10月社融存量增速小幅回落，私人部门的社融增速尚未出现拐点的迹象，信贷增速仍在下降，明年社会融资增速反弹幅度或相对有限，需求端还需政策加大力度支持。

图 4 社融规模当月值及社融存量同比增速



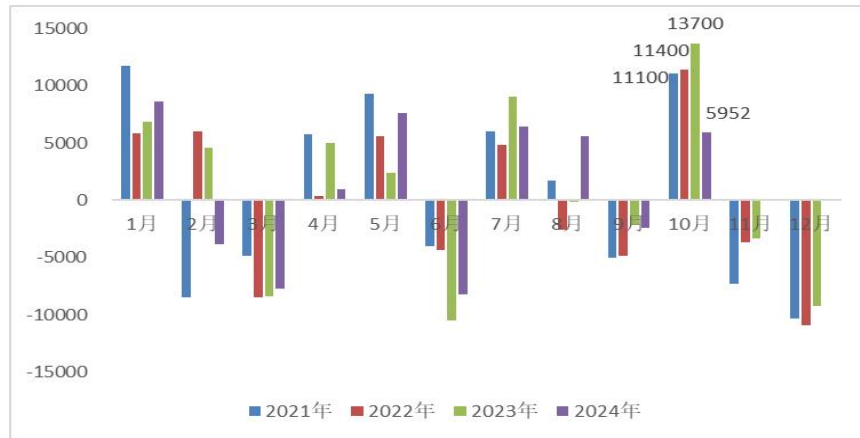
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 5 M1、M2 同比增速及 M1--M2



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 6 财政存款当月值



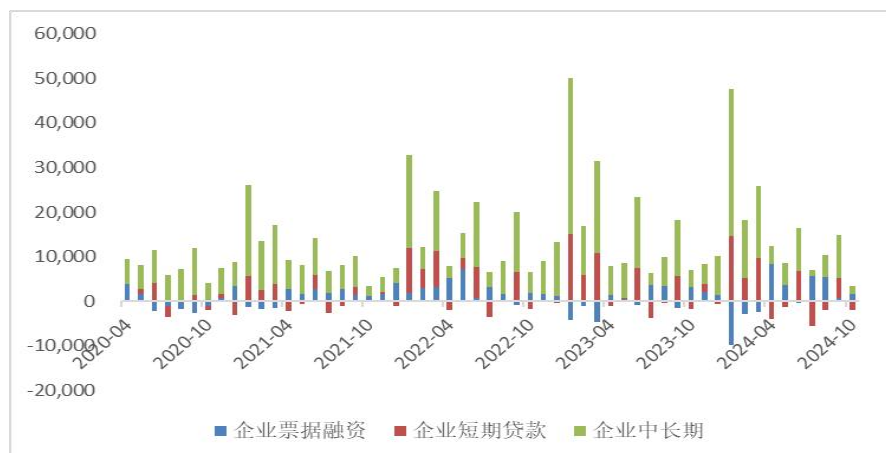
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 7 新增社融及其分项



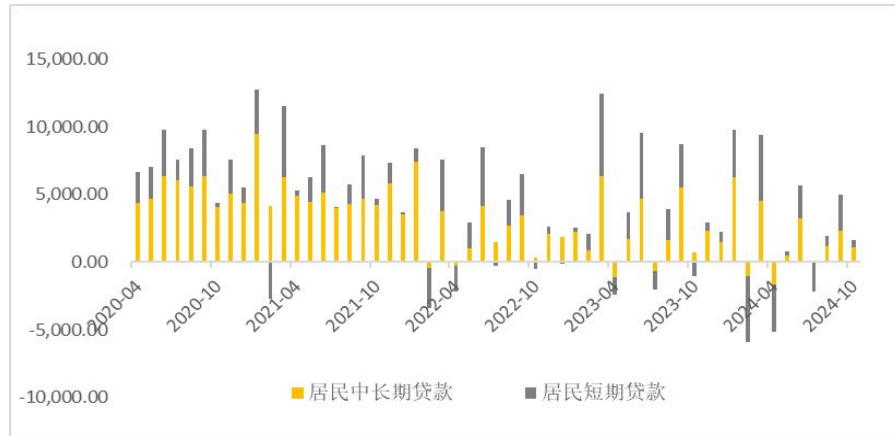
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 8 企业贷款 (亿元)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 9 居民贷款



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

2.2 双十一提前释放需求，经济运行稳中有进

(1) **工业生产稳步运行，上游延续弱势。**10月规模以上工业增加值同比增长5.3%，比上月回落0.1个百分点，环比增长0.41%。其中，采矿业、制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长4.6%、5.4%、5.4%。具体产品来看，房地产相关原材料如水泥、粗钢、钢材等维持负增长，但降幅拖累有所收窄；集成电路、智能手机生产维持相对高增长，出口短期仍有韧性。政策支撑下四季度经济有望企稳回升，但是地缘冲突升温、特朗普新政等政治因素对外贸有干扰，出口动能对工业生产的支撑或减弱。

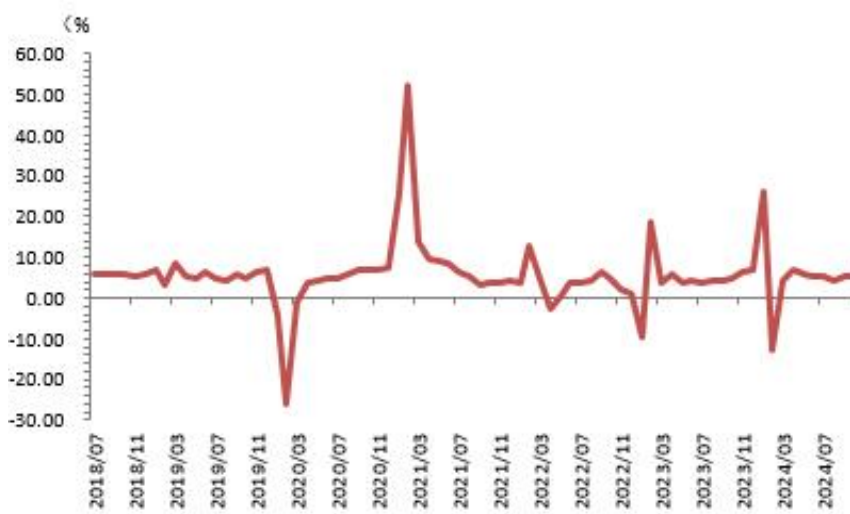
(2) **固投延续偏弱趋势，地产景气有待提升。**1-10月固定资产投资增速为3.4%，与上月持平；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.6%。其中，地产投资降幅扩大，制造业投资改善，基建投资增速较9月出现回落。内需不足、房地产表现弱导致投资端未有好转。制造业投资同比增速较上月小幅上涨0.1个百分点，其中，高技术产业投资同比增速延续两位数增长。“以旧换新”政策效果进一步显现，带动中下游产业链需求的修复，但后续或受特朗普新政所影响。随着财政支出加快，基建涨幅走阔。海外经济韧性强，出口相关产业投资表现偏好，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备 and 通用设备等。随着极端天气影响大幅减弱叠加增发国债和专项资金拨付落地后，预计基建投资有望继续保持平稳增长。

年末楼市偏弱运行，明年一线城市房价或先企稳。全国房地产开发投资同比下降10.3%，

开工、竣工面积同比降幅仍在走阔；全国商品房销售面积和金额同比-17.7%和-22.7%，降幅再度走阔。70城房价显示，一线城市出现积极反馈，二三线城市需要更多政策支持。内需不足叠加销售回款能力未有改善，行业整体活跃度低。目前地产仅限于局部反弹，历年11、12月都是楼市淡季，四季度地产料低位运行。北上广深取消普通住宅和非普通住宅标准，房地产交易的利率、税费、首付比例等都已下调，一线城市二手房的成交活跃，明年一线城市房价止跌回稳的预期有所加强。

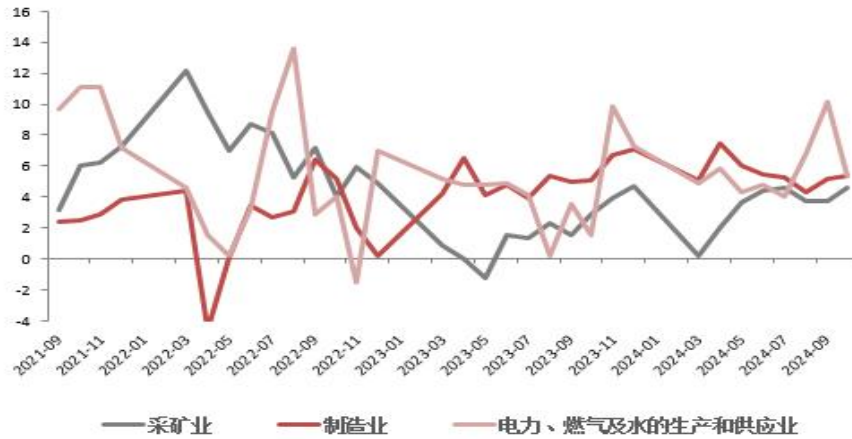
(3) 长假释放消费需求。10月社会消费品零售总额同比增长4.8%，比上月加快1.6个百分点；环比增长0.41%，长假带动文旅相关需求回暖。随着“以旧换新”政策不断落实且力度加大，家用电器和音像器材类零售额增长及高能效等级家电零售额表现亮眼，新能源汽车零售量也较上月大幅加快；新能源汽车渗透率达到53.3%，连续三个月突破50%，显示出政策促进新能源汽车消费潜能持续释放。此外，双十一活动提前开启也在一定程度上刺激内需。随着节日效应褪去，消费增速料小幅回落，但在各类宏观政策效果的支撑下，消费边际向好的可能性增强。

图 10 规模以上工业增加值：当月同比 (%)



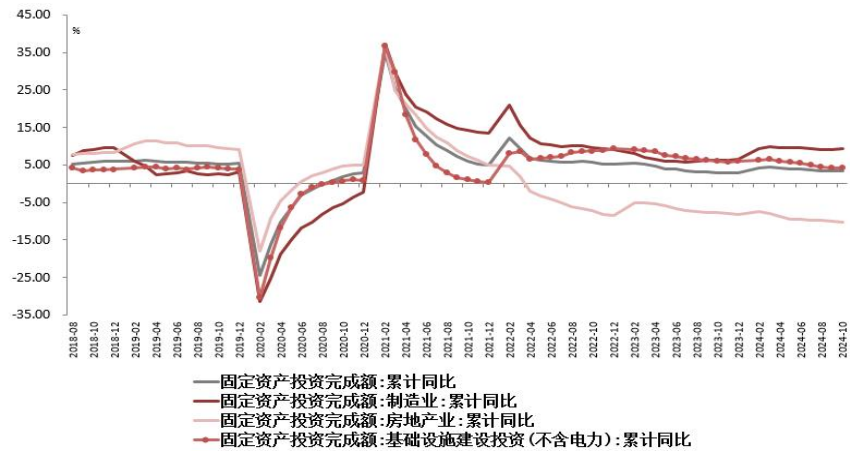
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 三大门类工业增加值同比



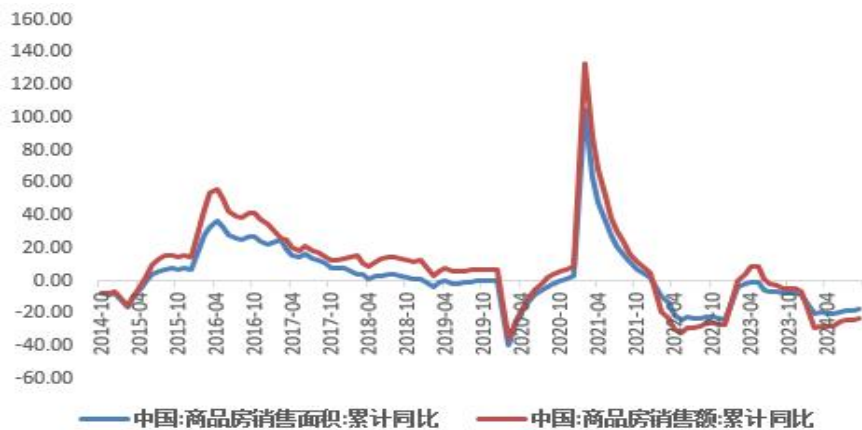
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 12 图 12 投资端除地产外表现稳固



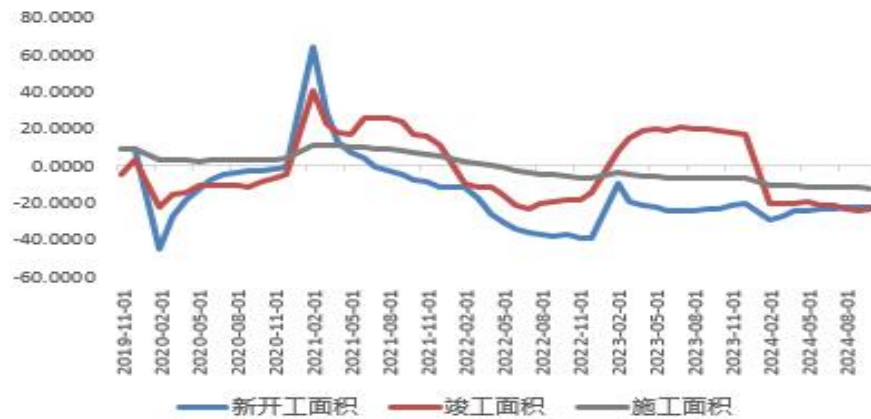
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 13 商品房销售面积低位运行



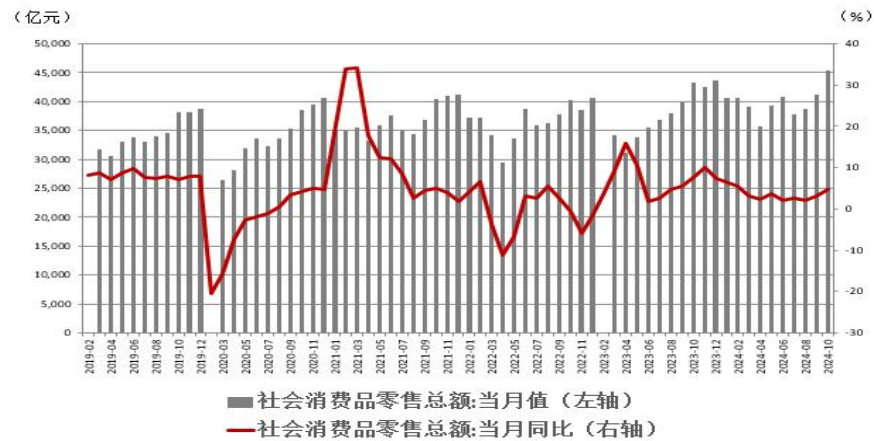
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 地产新开工、竣工和施工累计同比



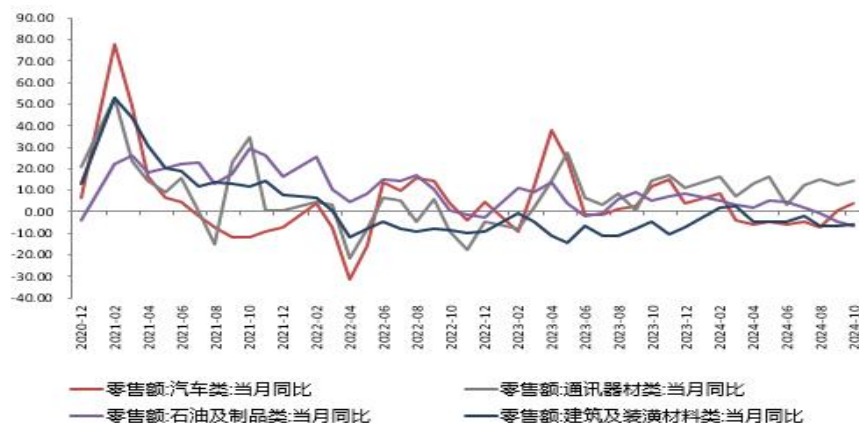
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 15 社会消费品零售额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 社会消费品零售额增速分类型



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2.3 物价持续偏弱

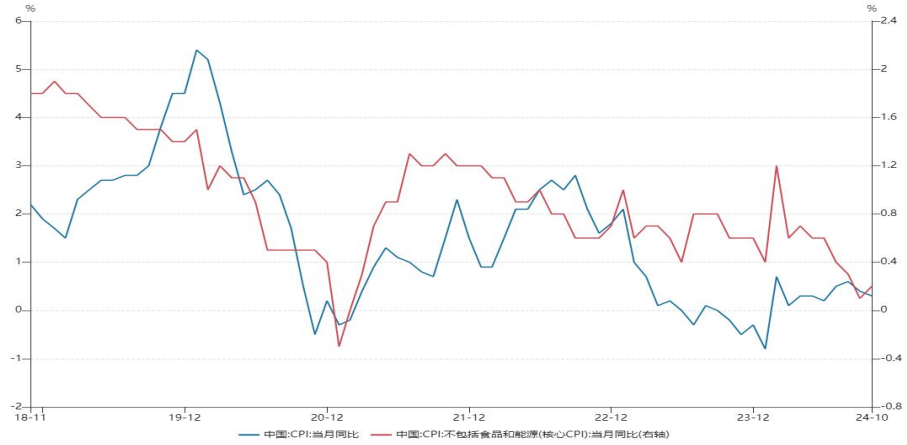
(1) **食品价格回落拖累整体通胀。**10月份，食品价格同比仅小幅回落0.4个百分点至3.3%，但环比由上月上涨0.8%转为下降1.2%，低于近十年同期平均水平，是本月CPI下降的主要因素。三季度极端天气出现频率较高，导致鲜菜、鲜果价格涨幅连续多月高于季节性，随着天气影响褪去，鲜菜、水产品 and 鲜果价格回落。生猪四季度供需进入双旺周期，但出栏节奏料进一步加快，后市整体供需略偏松，价格或再度承压。除去猪肉外，作为替代品的其余肉价涨幅较小，或反映食品消费需求较弱。后续多数食品供应端或更加充足，整体食品项价格同比增速料呈季节性回落。

(2) **国庆到来，文旅业价格如预期上行。**本月非食品价格环比由-0.2%转为持平，其中，教育文化娱乐、其他用品及服务价格同比增速走高，衣着、交通通信、医疗保健价格同比增速走低，居住、生活用品及服务同比增速持平上月。具体来看，国庆出游需求增加，宾馆住宿和旅游价格分别上涨4.1%和1.3%，其中旅游为剔除2020年疫情因素的异常值以外，2013年以来同期最高水平；而受国际油价波动影响，本月国内汽油价格两次上调，但幅度较小。核心CPI同比升至0.2%，环比持平，从侧面反映出拖累主要来自于食品和能源项。内需不足特征明显，通胀水平仍受有效需求端制约，回暖动力不足，有待政策加码。

(3) **国际大宗商品价格波动影响持续。**10月PPI同比降幅走阔0.1个百分点，其中生产资料价格下降3.3%，持平于上月；生活资料价格下降1.6%，降幅扩大0.3个百分点。国际油价下行、地缘形势反复及双十一促销活动大幅提前等因素是导致PPI环比下降的主要原因。钢材、水泥需求显示恢复迹象，增速止跌回升。受部分非电行业用煤及北方地区供暖用煤需求增加影响，煤炭开采和洗选业价格转降为升。生活资料价格下降主要因为国际经济环境偏弱、国内企业促销活动等，部分装备制造业价格下降，消费品制造业价格有涨有降。短期来看，商品促销活动持续叠加PPI基数走低，11月增速料维稳。中长期看，随着地方化债提速、财政支出加快、行业供给侧改革的推进，将带动相关工业品价格回升。

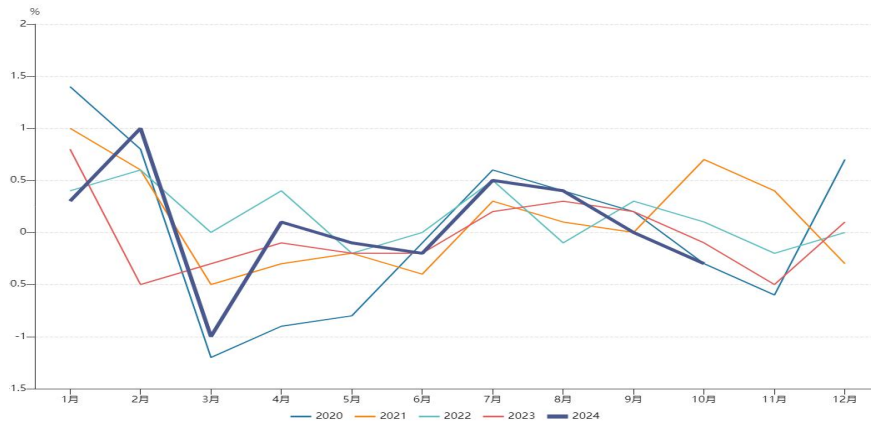
(4) **提振物价或为接下来政策重心。**央行三季度货币政策执行报告中提到，“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”。随着财政化债规模已确定，后续稳增长的措施有望加速落实，明年物价或以温和修复为主。

图 17 核心通胀小幅回升



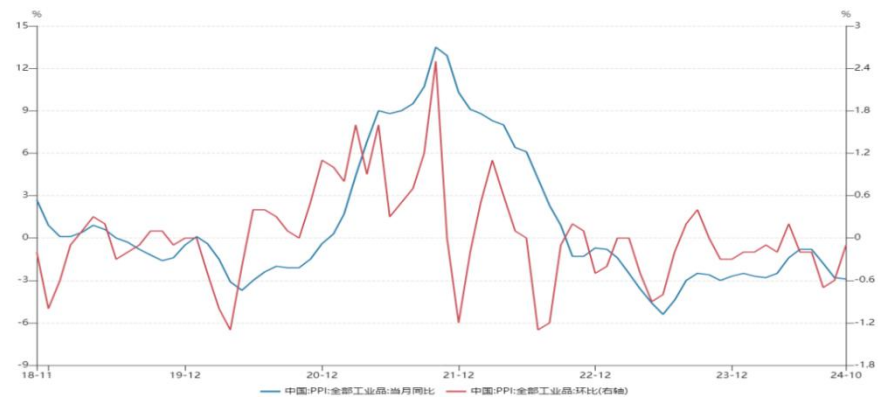
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 CPI 环比季节性回落



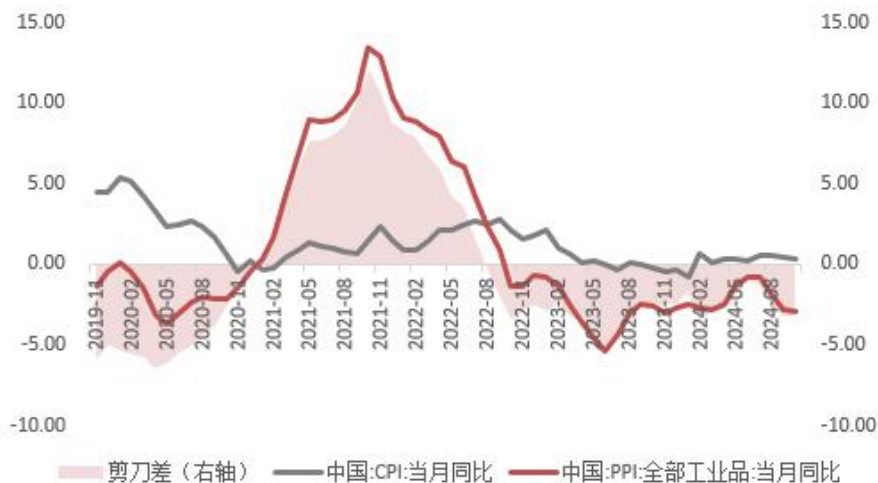
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 PPI 环比改善



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 20 CPI、PPI 剪刀差走阔



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

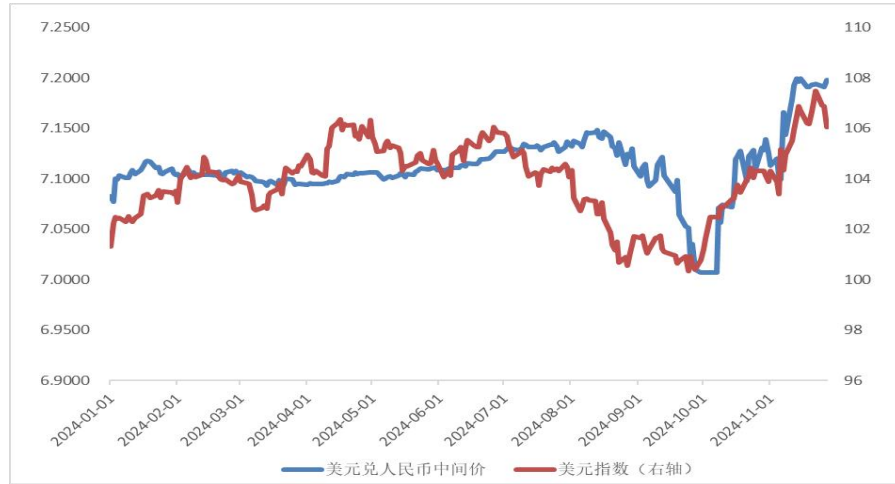
2.4 人民币汇率持续承压

特朗普组建偏鹰内阁, 美元指数走势强劲, 非美货币持续承压。美国就业数据或反弹, 当前市场对美联储 12 月暂停降息的预期升温。10 年期美债收益率回落至 4.25%。截止 11 月 28 日, 美元兑离岸人民币汇率至 7.25。

受特朗普任命贝森特担任财长, 贝森特主张渐进式加征关税, 明年或会有一些缓冲时间。11 月 26 日, 特朗普发帖表示, 将对来自中国的商品征收 10% 的关税, 对来自墨西哥和加拿大的所有产品征收 25% 的关税。关税将会成为特朗普政府谈判的重要工具, 针对中国的贸易关税大概率继续推进。11 月 27 日, 特朗普提名贾米森·格里尔出任美国贸易代表, 市场普遍担忧明年对美出口承压。扩大内需对冲外需回落的确定性较高。市场对 12 月经济工作会议有较高的期待。

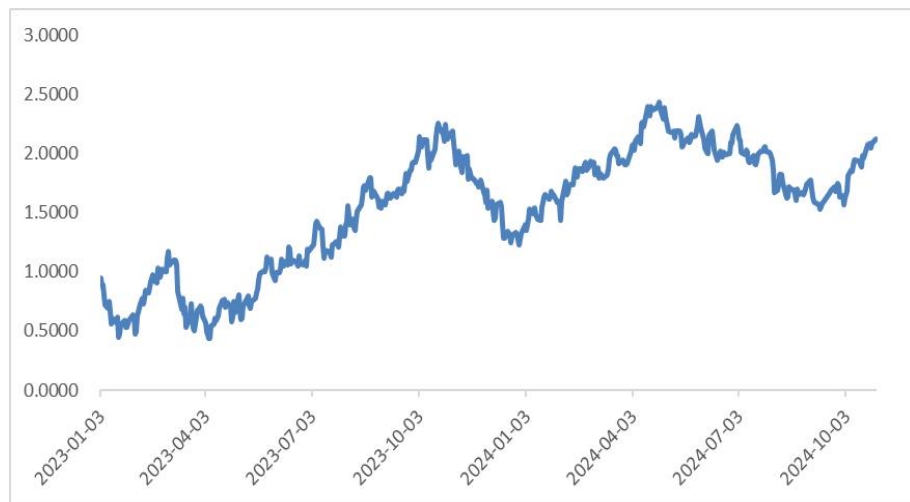
央行本月在港发行 450 亿央票, 释放稳汇率政策信号, 并表示坚决防止汇率超调。短期来看, 7.35 是美元兑离岸人民币汇率重要关口, 是过去两年央行多次出手维稳的关键节点。美联储降息的趋势难以改变, 中期而言, 随着中国利率中枢不断下移, 中美利差依旧相对较高, 叠加关税政策带来的冲击, 人民币下汇率贬值压力仍需关注, 加征关税的幅度关系到人民币贬值的幅度, 7.5、7.8 或是人民币汇率第二个、第三个重要关口。

图 21 美元兑人民币中间价与美元指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 22 中美 10 年期国债利差收敛



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

三、12月投资建议

10月地产仅限于局部反弹，房地产政策效果有限，11月、12月历来是楼市淡季，企稳或要观察明年一季度成交情况。内需不足，信贷整体收缩，价格低位运行，1-10月规模以上工业企业利润总额同比降幅较前9个月有所扩大，经济内生动能有待加强，基本面不支持做空债市。随着美联储降息周期的开启，中国央行降息的空间也会打开，利率中枢下移的趋势未变，债市逢回调配置。

特朗普内阁偏鹰，关税政策对出口链有较大利空，稳内需政策指向明确。12月中旬的中央经济会议通常会提供来年的货币、财政、产业政策、增长目标和预算赤字的概念，具体数字将在明年3月份年度议会会议公布。市场预期将提升赤字率、出台政策提振内需以对冲外需回落，消费和“两新”、“两重”是内需的重要抓手。考虑到目前中国政府宏观杠杆率已经处于较高水平，政府部门大幅加杠杆的可能性较低，明年增量政府债规模或温和增长，货币政策加大力度宽松并进一步降低实际利率，对债市的供给冲击相对可控。

中央经济工作会议之前，政策不确定性依然存在，需要谨防政策预期差。地方债供给增加约束长债利率下行空间，10年期国债下破2%阻力较大，长端利率或保持震荡格局，逢收益率低点止盈。随着政府债券发行节奏放缓，以及降准降息逐步落地，资金将继续保持宽松，短端利率有望进一步下行。策略上，波段为主，出现明显回调可配置。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。