

2023年12月10日

如何理解近期债市曲线的走平？

——FICC&资产配置周专题(2023/12/04-2023/12/10)

证券分析师：

李沛 S0630520070001
lp@longone.com.cn

证券分析师：

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

相关研究

- 《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 《美债收益率曲线及中美债利差》
- 《存款利率下行，债牛或延续》
- 《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 《贵金属或再迎配置窗口期》
- 《如何看待国内降息可能性》
- 《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 《海外鹰派信号略有升温》
- 《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 《央行释放稳外汇信号，30年国债期货创新高》
- 《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 《美债收益率见顶了吗》
- 《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 《美元指数缘何再度上破105？》
- 《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 《“8-11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 《债市是否已处十字路口》
- 《海外流动性拐点初现》
- 《如何看待近期人民币汇率的走强？》

投资要点

- 银行间及实体流动性分层，债市曲线整体走平。** 本周10Y-1Y国债利差由8月最高的90bp延续收窄至28bp。通常而言，银行间资金利率主要代表狭义流动性，而实体融资利率及国债利率更多代表广义流动性。我们认为近期流动性分层主要源于政府债供给放量下，货币市场流动性趋紧但实体市场流动性相对充裕情形所致。从专项债提速发行、到特殊再融资债重启发行再到万亿国债增发落地，商业银行资产端对利率债的配置需求，负债端流动性缺口明显，短端利率走高。作为银行主动负债工具——同业存单利率的上行也反映了这一点。
- 同业存单利率走高且倒挂，3M-1Y利差为-8bp。** 1年期AAA同业存单利率自9月以来延续上行且11月以来持续高于1年期MLF（2.5%）利率。其他角度观察，一方面，前期资本新规落地对3M以上存单的风险权重整体由25%提升至40%，商业银行在监管指标考核下，将倾向于对同业存单减持。另一方面，历年季节性表现来看，春节前市场流动性通常趋于紧平衡，利率整体表现上行。本周二以来，超短端的3M NCD利率与1Y NCD利率明显倒挂。截至本周，AAA同业存单3M\6M\1Y期限的利率分别为2.74%、2.73%与2.66%，且均高于MLF利率16bp以上。我们认为银行可能预期未来存单利率有望下行至合理区间，从置换成本角度，倾向于发行更多超短端同业存单，进而带动了3M\6M NCD利率快于1Y NCD利率的上行。整体而言，当前同业存单利率整体已经显著高于历史中枢水平，配置性价比较高。
- 经济数据整体回踩，利率债积极因素提升。** 本周中国11月外贸及物价数据发布，利率先上后下，基本持平于上周，10Y中债国债收益率报收2.66%。回顾11月末利率的上行主要来自地产端政策加码及舆情因素，而12月以来利率债市场震荡偏强，主要源于近期经济数据发布整体略弱于预期，复苏斜率仍然偏缓驱动。据国家统计局，2023年11月制造业PMI录得49.4，打破2023年5月-9月PMI稳步回升趋势，连续两月环比回落。物价数据方面，2023年11月CPI同比录得-0.4%，物价信号指向国内有效需求仍然偏弱。此外，10月工业企业利润同比增速降至2.7%，去库向补库转换趋势仍待确认。地产端而言，“金九银十”成色不足，全国各线城市销售均略显疲态。类似今年4月逻辑，对债市利多，短端性价比占优。
- 汇率约束收敛及超储率下行，宽货币预期渐浓。** 11月末以来，在美元回落，国内企业结汇季节性提升及中美会晤等积极信号带动下，人民币汇率打破了连续两月底部震荡的趋势，USDCNH由7.36运行至7.15附近。据此，汇率对于国内宽货币的约束有所消散。国内货币政策方面，本月有6500亿元MLF到期，可关注下周央行12月MLF操作。当前银行间资金面总体维持紧平衡下，我们倾向于认为存在以下可能：1）延续11月央行对MLF超额平价续作14500亿元的方式（净投放6000亿元），起到类似“降准”0.25个百分点的效果，进行银行体系“量”的流动性投放。2）央行进行年内第三次MLF降息操作，进一步提升企业端及居民端的信心。此外，降准概率亦有所提升，从季度超储率数据观测，2023年Q3超储率为1.4%，在一季度录得2.0%后连续三个季度回落，所以年末至2024年Q1降准概率有所上升。
- 资产表现重回新均衡，关注英美央行12月利率决议。** 本周美国10月职位空缺数据发布录得873.3万个，降至两年内新低。但11月美国非农就业数据再度反弹且失业率再度走低至3.7%，劳动力市场降温预期反复。美债利率先降后升，本周10Y美债利率最低收于4.12%，最终报收4.23%，美元指数本周反弹至103.9。短期而言，我们认为美债及美元已对多空因素消化相对充分，短期资产波动可能步入平台期，人民币汇率短期进一步升值的动力相对有限。当前为FOMC会议前静默期，CME预期12月美联储利率决议按兵不动概率为97.1%。
- 风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置核心观点	5
2. 债券市场	10
2.1. 国内债市	10
2.2. 海外流动性观察	11
2.3. 基准利率及债市情绪	13
3. 商品市场	14
4. 外汇市场	15
5. 经济日历	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1 资产周度表现汇总	5
图 2 国债 10Y-1Y 期限利差	6
图 3 AAA 同业存单收益率	6
图 4 3M-1Y 期限 AAA 同业存单利率倒挂	6
图 5 中国 CPI 同比及 10 年期国债收益率	6
图 6 中国 MLF 及 LPR 报价	8
图 7 存款准备金率连续调降	8
图 8 超储率连续三个季度回落, %	8
图 9 商业银行净息差回落至 1.73%	8
图 10 美国失业率回落至 3.7%	9
图 11 CME FedWatch 对联邦基金目标利率预期	9
图 12 公开市场操作货币净投放[逆回购]	10
图 13 MLF+TMLF 合计净投放	10
图 14 银行间质押式回购总量	10
图 15 IRS 质押式回购定盘利率	10
图 16 新增国债及政金债发行规模	10
图 17 新增地方政府债券发行规模	10
图 18 国债期货收盘价	11
图 19 投资级中资美元债	11
图 20 美债收益率及期限利差走势	11
图 21 中美 10 年期国债利差	11
图 22 海外国债收益率	11
图 23 美联储总资产及联邦基金利率	12
图 24 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率	12
图 25 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3	12
图 26 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降	12
图 27 美国财政部 TGA 账户	12
图 28 外资持有美债情况	12
图 29 央行政策利率走廊	13
图 30 主要产品利率走势	13
图 31 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	13
图 32 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点	14
图 33 铁矿石与螺纹钢指数, 点	14
图 34 焦煤、焦炭价格, 点	14
图 35 原油价格指数	14
图 36 工业金属指数	14
图 37 农产品价格指数, 点	14
图 38 国产锂价	15

图 39 钴价	15
图 40 美元兑人民币、美元兑日元汇率.....	15
图 41 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	15
图 42 外汇占款及银行结售汇差额.....	15
图 43 CNH-CNY 价差	15
图 44 2020 年来本币汇率与权益市场联动增强.....	16
图 45 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	16
图 46 下周主要经济事件及数据	17

1.资产配置核心观点

本周资产表现回顾：欧股>美股>美元>中债>人民币汇率>A股>国际商品

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/12/8	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	2969.56	%	-2.05	-1.98	-3.87
	深证综指	点	1847.78	%	-2.13	-1.88	-6.47
	创业板指	点	1892.18	%	-1.77	-1.58	-19.37
	沪深300	点	3399.46	%	-2.40	-2.77	-12.20
	恒生指数	点	16334.37	%	-2.95	-4.16	-17.43
	恒生科技	点	3705.93	%	-3.26	-4.97	-10.24
	日经225	点	32307.86	%	-3.36	-3.52	23.81
	韩国综指	点	2517.85	%	0.51	-0.69	12.58
	道琼斯工业	点	36247.87	%	0.01	0.83	9.35
	纳斯达克	点	14403.97	%	0.69	1.25	37.62
	标普500	点	4604.37	%	0.21	0.80	19.92
	欧元区STOXX50	点	4523.31	%	2.37	3.21	19.23
	英国富时100	点	7554.47	%	0.33	1.35	1.38
	德国DAX	点	6631.84	%	2.21	3.35	16.51
法国CAC40	点	7526.55	%	2.46	2.95	16.26	
债券	DR001	%	1.64	bp	3.02	-23.16	-39.17
	DR007	%	1.84	bp	4.76	-33.11	-51.77
	R001	%	1.80	bp	8.39	-70.28	-61.98
	R007	%	2.25	bp	14.09	-40.75	-54.20
	SHIBOR:隔夜	%	1.63	bp	1.20	-22.80	-32.70
	SHIBOR:7天	%	1.80	bp	0.30	-36.80	-42.50
	中债国债收益率:10Y	%	2.66	bp	0.11	-0.44	-17.17
	国债期货收盘价格:10Y	%	102.06	bp	0.09	0.14	1.83
	FR007 IRS:1Y	%	2.17	bp	-0.63	4	-1
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.67	bp	2.79	4	17.1
	中资地产美元债BBB:3Y	%	4.41	bp	1	-11	5
	美国国债收益率:10Y	%	4.23	bp	1	-14	35
	中美国债利差:10Y	bp	157	bp	1	-14	52
	10s2s美债利差	bp	-48	bp	-14	-12	5
	10s3m美债利差	bp	-121	bp	0	-13	-67
	美国TED利差	bp	19	bp	6	14	-11
	英国国债收益率:10Y	%	4.03	bp	-18	-20	23
德国国债收益率:10Y	%	2.17	bp	-26	-25	-34	
法国国债收益率:10Y	%	2.82	bp	-10	-22	-30	
日本国债收益率:10Y	%	0.74	bp	2	6	29	
商品	ICE布油	美元/桶	75.84	%	-3.85	-8.44	-11.72
	NYMEX WTI原油	美元/桶	71.23	%	-3.83	-6.23	-11.25
	伦敦金现	美元/盎司	2004.26	%	-3.25	-1.56	9.96
	COMEX黄金	美元/盎司	2020.80	%	-3.39	-1.72	10.42
	COMEX白银	美元/盎司	23.31	%	-9.90	-9.16	-3.62
	LME铜	美元/吨	8438.00	%	-2.17	-0.37	0.76
	SHFE螺纹钢	元/吨	4042.00	%	3.03	3.30	-1.53
	DCE铁矿石	元/吨	963.50	%	-1.23	-0.62	11.65
	南华有色金属	点	1538.55	%	0.87	0.47	-9.05
	南华农产品	点	1090.91	%	0.45	-1.10	-2.82
外汇	美元指数	点	103.9980	点	0.8028	0.4916	0.5085
	美元兑人民币	点	7.1607	点	0.0207	0.0297	0.2093
	港元兑人民币	点	0.9168	点	0.0029	0.0034	0.0259
	英镑兑美元	点	1.2550	点	-0.0160	-0.0074	0.0455
	欧元兑美元	点	1.0771	点	-0.0104	-0.0154	0.0105
美元兑日元	点	144.98	点	-1.8350	-3.2215	18.2585	

资料来源：Wind，东海证券研究所

周专题：如何看待近期债市曲线的走平？

8月以来，国债收益率曲线整体延续走平。10Y-1Y 国债利差由8月最高的90bp 延续收窄至本周的28bp。通常而言，银行间资金利率主要代表狭义流动性，而实体融资利率及国债利率更多代表广义流动性。两个层面的流动性不匹配通常源于阶段结构性问题。利率的分层主要源于短端供给因素扰动较大，近一个季度以来，从专项债的提速发行、到特殊再融资债券的重启发行再到万亿国债增发的落地，商业银行源于资产端对利率债的配置需求，负债端流动性缺口较大，所以出现短端利率偏高的情形。作为银行主动负债工具——同业存单利率的上行也反映了这一点。1年期AAA 同业存单利率自9月以来延续上行且11月以来持续高于1年期MLF（2.5%）利率。其他角度观察，一方面，前期资本新规落地对3M以上存单的风险权重提升，商业银行在监管指标考核下，倾向于减持有该类占表提升的资产的权重。另一方面，历年季节性表现来看，春节前市场流动性通常趋于紧平衡，利率整体表现上行。而本周二以来，超短端的3M NCD利率更是与1Y NCD利率明显倒挂。截至本周，AAA 同业存单3M/6M/1Y 期限到期收益率分别为2.74%、2.73%与2.66%，且均高于MLF利率16bp以上。当前同业存单利率整体已经显著高于历史中枢水平，同业存单或将迎来配置机会。与此同时，银行可能预期未来存单利率有望下行至合理区间，从置换成本角度，倾向于发行更多超短端同业存单，进一步带动3M/6M NCD利率快于1Y期NCD利率的上行。

图2 国债 10Y-1Y 期限利差



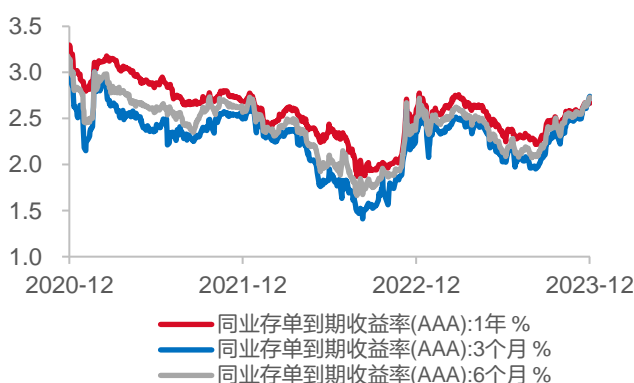
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 AAA 同业存单收益率



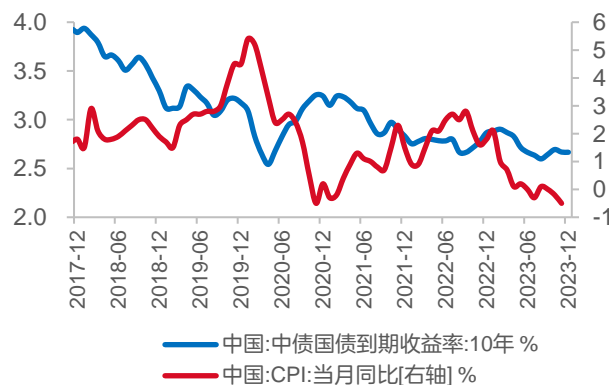
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 3M-1Y 期限 AAA 同业存单利率倒挂



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 中国 CPI 同比及 10 年期国债收益率



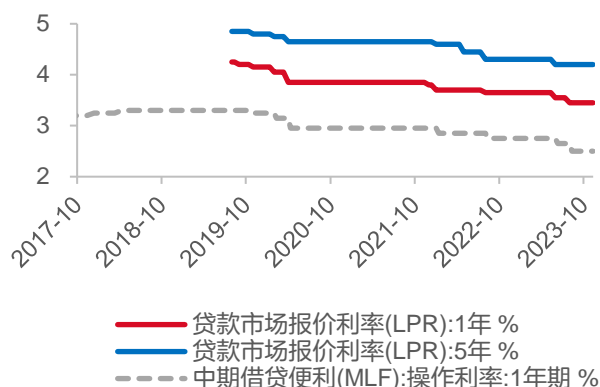
资料来源：Wind，东海证券研究所

经济数据整体回踩，债市积极因素提升。本周中国 11 月外贸及物价数据发布，利率先上后下，基本持平于上周，10Y 中债国债收益率报收 2.66%。回顾 11 月末利率的上行主要来自地产端政策的加码及舆情因素，包括深圳落地二套房贷首付比例调降及银行允许向房企提供无抵押流动资金贷款及“房企 50 家白名单”等舆情因素。二则源于政府债供给扰动。而 12 月以来的利率债市场整体震荡偏强，主要源于近期经济数据发布整体略弱于预期，复苏斜率仍然偏缓驱动。据国家统计局，2023 年 11 月制造业 PMI 录得 49.4，打破 2023 年 5 月-9 月 PMI 稳步回升趋势，连续两月环比回落。物价数据方面，2023 年 11 月 CPI 同比录得 -0.4%，物价信号指向国内有效需求仍然偏弱。此外，10 月工业企业利润同比增速降至 2.7%，去库向补库转换趋势仍待确认。地产端而言，“金九银十”成色不足，全国各线城市销售均略显疲态。类似今年 4 月的逻辑，对债市利多，短端性价比占优。

汇率约束收敛及超储率下行，宽货币预期渐浓。11 月末以来，在美元回落，国内企业结汇季节性提升及中美会晤等积极信号带动下，人民币汇率打破了连续两月底部震荡的趋势，USDCNH 由 7.36 运行至 7.15 附近。据此，汇率对于国内宽货币的约束有所收敛。国内货币政策方面，本月有 6500 亿元 MLF 到期，可关注下周央行 12 月 MLF 操作。当前银行间资金面总体维持紧平衡下，我们倾向于认为存在以下可能：1) 延续 11 月央行对 MLF 超额平价续作 14500 亿元的方式（净投放 6000 亿元），起到类似“降准”0.25 个百分点的效果，进行银行体系“量”的流动性投放。2) 央行进行年内第三次 MLF 降息操作，进一步提升企业端及居民端的信心。降准的概率亦有所提升，从季度超储率数据观测，2023 年 Q3 超储率为 1.4%，在一季度录得 2.0%后，连续三季度回落，所以年末至 2024 年 Q1 降准概率是有所提升的。

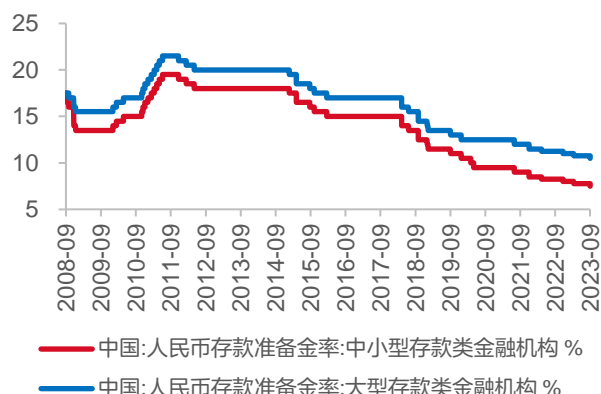
地产动能收敛及外需扰动，2024 年利率债风险与机会有望均衡。从库存角度观测，我国当前已处去库末期向主动补库转换的阶段；从经济周期角度，预计 2024 年我国复苏方向确定，经济有望延续稳中向好。但经济数据回升幅度可能相对平滑，一方面，地产仍为当前我国经济驱动的重要引擎，考虑地产部门景气度仍偏弱，往年的“金九银十”于 2023 年也成色不足。故我们认为 2024 年复苏斜率可能仍偏缓，超预期的可能性相对有限。另一方面，随着今年 9 月-11 月财政集中发力，政府债的供给因素影响最大的阶段可能已经过去，对于债市风险可控。故利率可能存在上行动力，但空间可能相对有限，以中债 10 年期国债利率为锚，突破 2023 年高点 2.9%关口的概率较小。政策面考虑，当前人民币汇率已有明显升值，汇率对货币政策的约束有所收敛。但海外经济下行带来的外需走弱可能对我国出口形成一定约束，故我们认为明年央行可能仍适时进行降准、降息等宽货币操作，利率向下仍有空间。我们判断 2024 年中债 10 年期国债利率区间在 2.4%-2.9%之间。中长期视角而言，随我国经济动能高质量转型，地产权重可能逐步收敛，中长期利率中枢有望下移。

图6 中国 MLF 及 LPR 报价



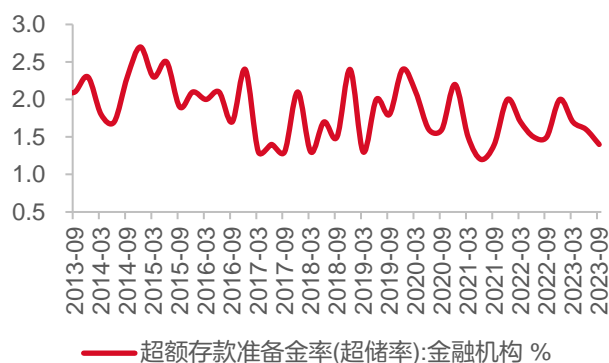
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 存款准备金率连续调降



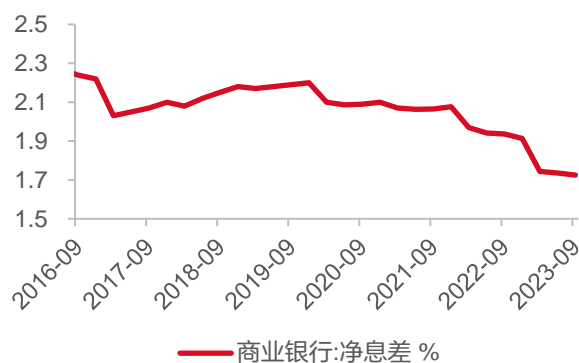
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 超储率连续三个季度回落，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 商业银行净息差回落至 1.73%



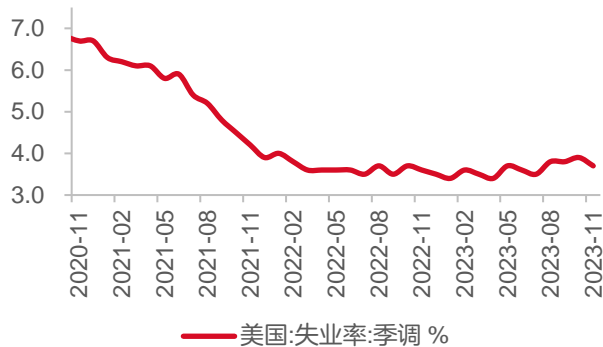
资料来源：Wind，东海证券研究所

海外及其他资产：市场重回新均衡，静待 12 月欧美央行利率决议

资产波动步入平台期。本周美国 10 月职位空缺数据发布录得 873.3 万个，降至两年内新低。但 11 月美国非农就业数据再度反弹且失业率再度走低至 3.7%，劳动力市场降温预期反复。美债利率先降后升，本周 10Y 美债利率最低于周三收于 4.12%后于周五报收 4.23%，美元指数本周反弹至 103.9。短期而言，我们认为美债及美元已对多空因素消化相对充分，短期资产波动可能步入平台期，人民币汇率短期进一步升值的动力相对有限。

12 月 FOMC 议息会议按兵不动概率较大。当前为美联储 12 月 13 日议息会议前的静默期，CME FedWatch 预期 12 月联邦基金目标利率仍维持于 5.25%-5.50%区间不变的概率为 97.1%，且对于 2024 年 6 月降息 25bp 及以上概率仍有 92.7%。我们初步判断美联储加息周期有望告一段落，且 2024 年年中有望开启首次降息。届时中美周期差有望进一步收敛，人民币资产中期仍有望稳中趋升。

图10 美国失业率回落至 3.7%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 CME FedWatch 对联邦基金目标利率预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.1%	2.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	93.2%	2.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	43.2%	53.4%	1.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.4%	49.3%	22.6%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	18.9%	42.5%	30.5%	7.1%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.1%	35.0%	34.3%	14.6%	2.4%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	9.3%	28.4%	34.5%	20.5%	6.1%	0.8%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.5%	20.2%	31.9%	26.5%	12.3%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	4.1%	16.2%	28.8%	28.0%	16.1%	5.5%	1.1%	0.1%	0.0%

资料来源：Wind，东海证券研究所

商品：贵金属整体调整，原油价格回落。本周金价调整近 3%，但联储降息尚未开启，中长期仍有上行空间。前期国际金价连续三周上行，鸽派预期驱动国际金价偏强震荡，并最高收于 2120 美元/盎司上方，我们认为其背后驱动因素一方面源于美债利率下行下，持有黄金的机会成本下降对金价形成的支撑。另一方面，美国经济下行信号初现，避险因素推动金价偏强运行。回溯历史，美国降息的开启通常伴随经济的明显走弱及金价的上升。据国家外管局，我国央行已经连续 12 个月增持黄金储备。多因素支撑金价偏强运行。

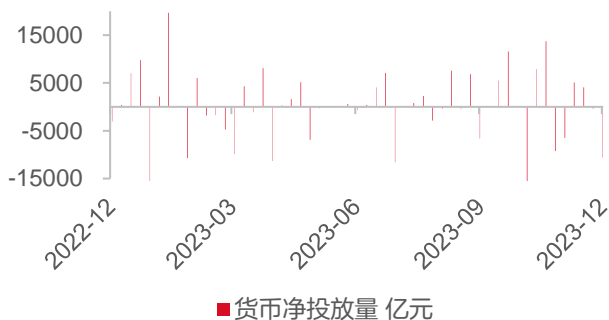
原油方面，随着中国需求进入第四季度放缓，OPEC+减产未能打动石油市场，非 OPEC 供应继续增长，油价跌至 6 月以来的最低水平，布油本周报收 75.6 美元/桶。至 12 月 1 日当周，美国商业原油库存 4.450 亿桶，周下降 463 万桶；汽油库存 2.236 亿桶，周上升 542 万桶；馏分油库存 1.120 亿桶，周上升 127 万桶；美国原油产量 1310 万桶/天，周环比下降 10 万桶/天，较去年同期增加 90 万桶/天。至 12 月 8 日，美国钻机数 626 台，周环比增加 1 台，较去年同期减少 154 台；其中采油钻机数 503 台，周环比减少 2 台，较去年同期减少 122 台。

权益：可适当乐观，长期机会仍大于风险。本周主要受穆迪调整中国主权信用评级展望事件及监管因素扰动，周中大盘再度回踩。我们认为当前权益市场对于事件定价相对充分且市场反应略微超调。展望 2024 年，海外货币政策转向预期发酵，叠加国内财政货币双重发力，中长期因素对于权益市场偏积极，可适当乐观。

2.债券市场

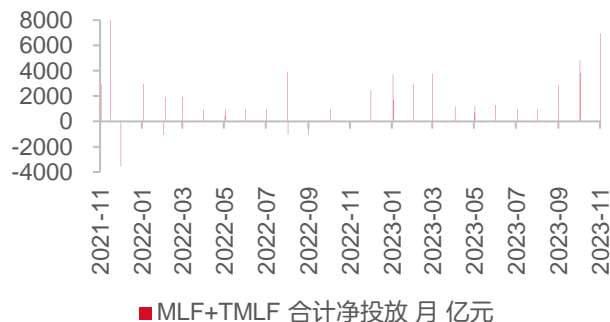
2.1.国内债市

图12 公开市场操作货币净投放[逆回购]



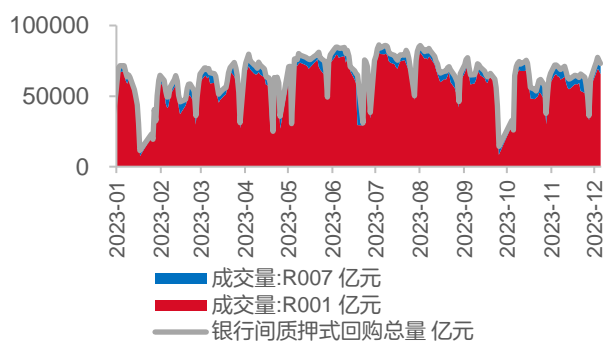
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 MLF+TMLF 合计净投放



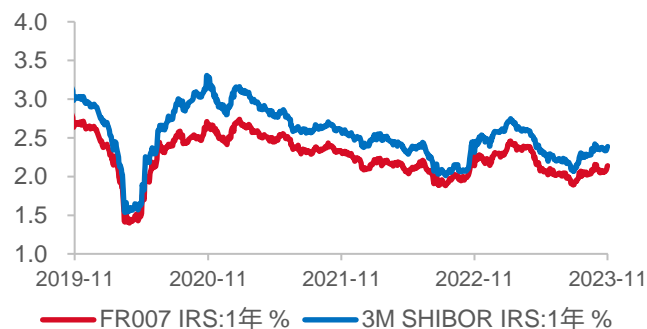
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 银行间质押式回购总量



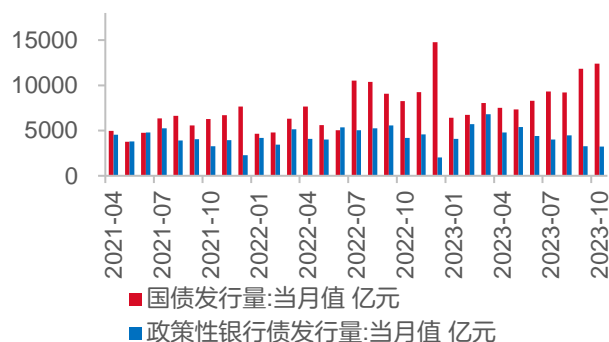
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 IRS 质押式回购定盘利率



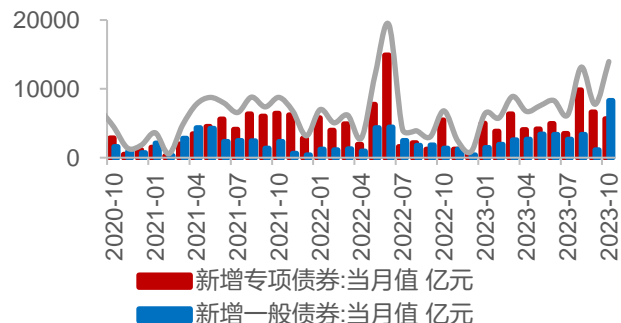
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 新增国债及政金债发行规模



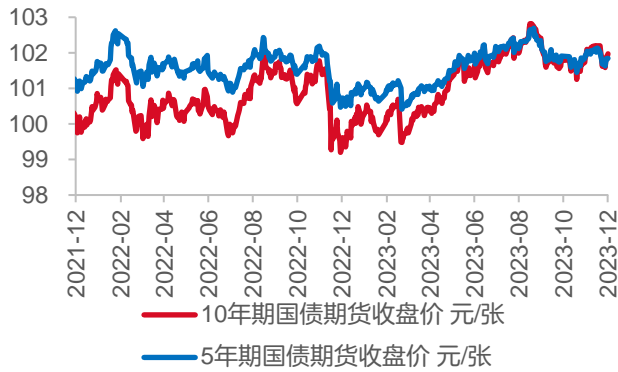
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 新增地方政府债券发行规模



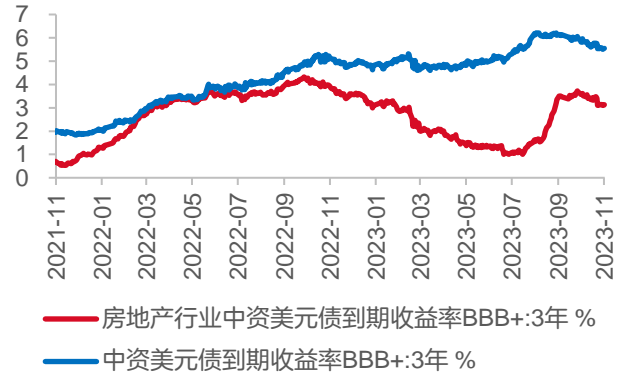
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

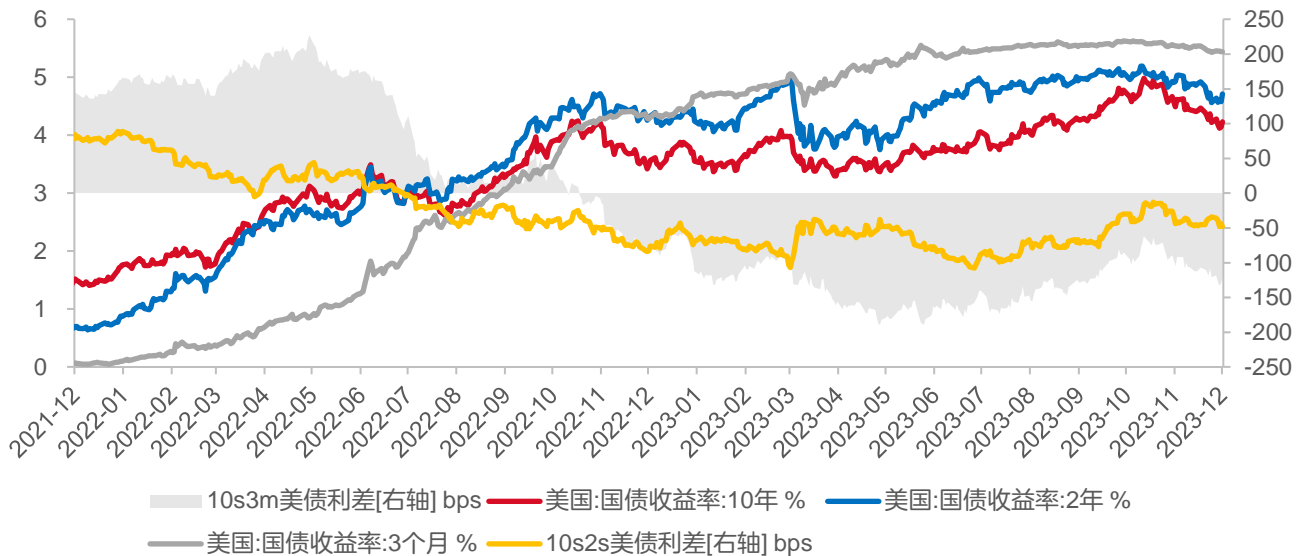
图19 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

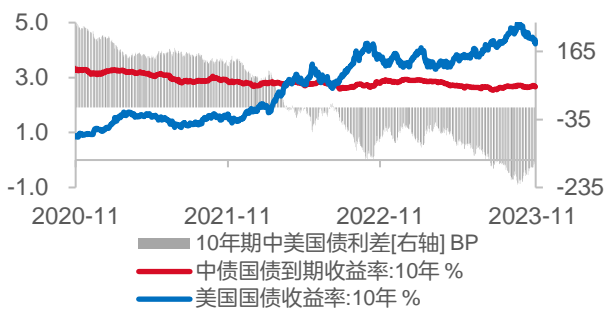
2.2.海外流动性观察

图20 美债收益率及期限利差走势



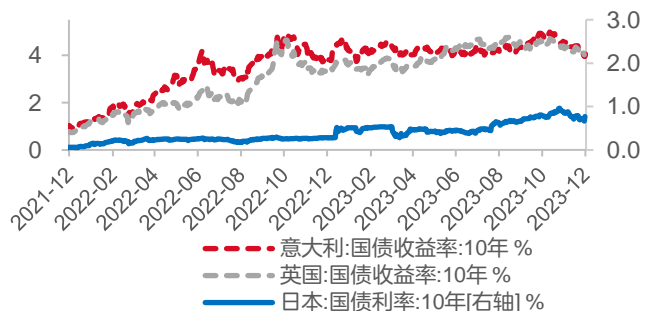
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 中美10年期国债利差



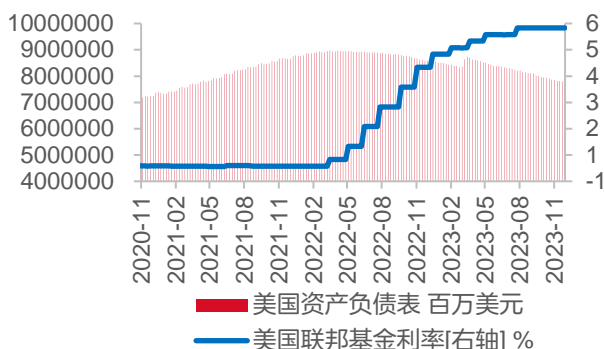
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 海外国债收益率



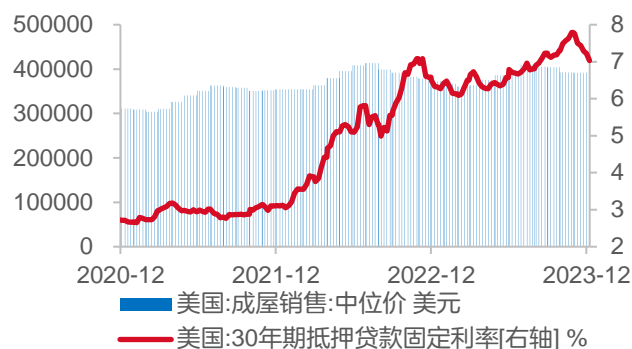
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图23 美联储总资产及联邦基金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



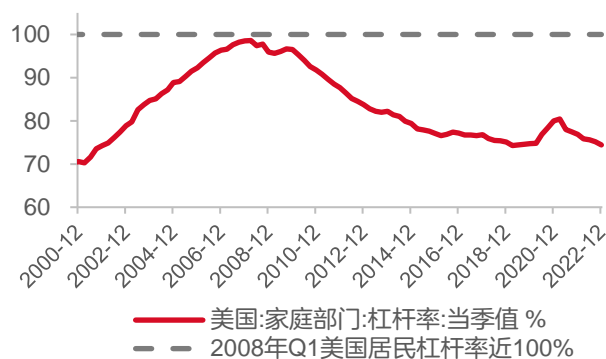
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3



资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降



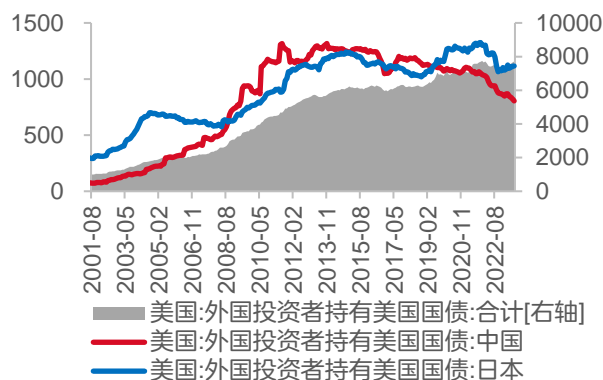
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 美国财政部 TGA 账户



资料来源：Wind，东海证券研究所

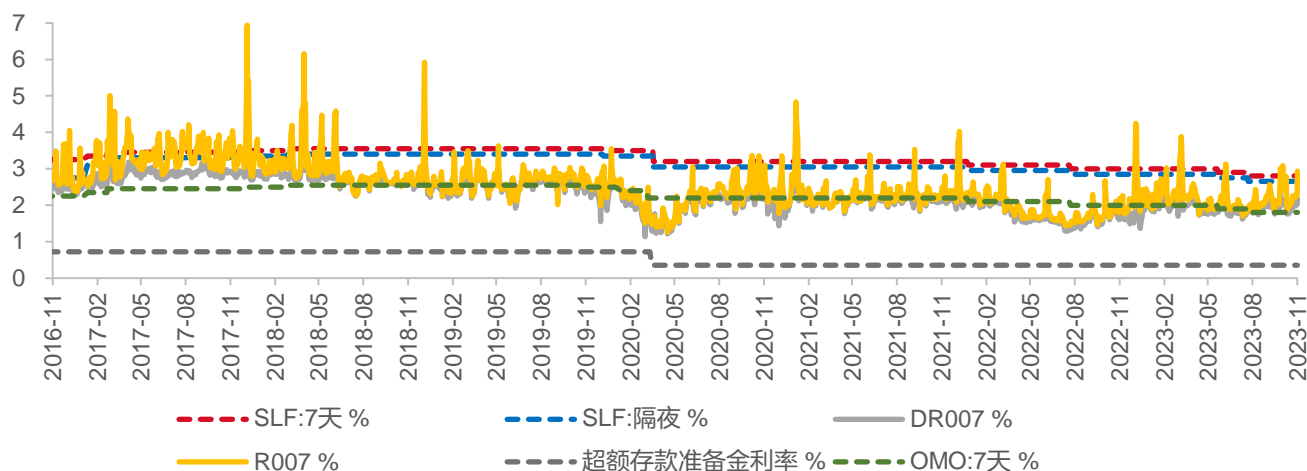
图28 外资持有美债情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

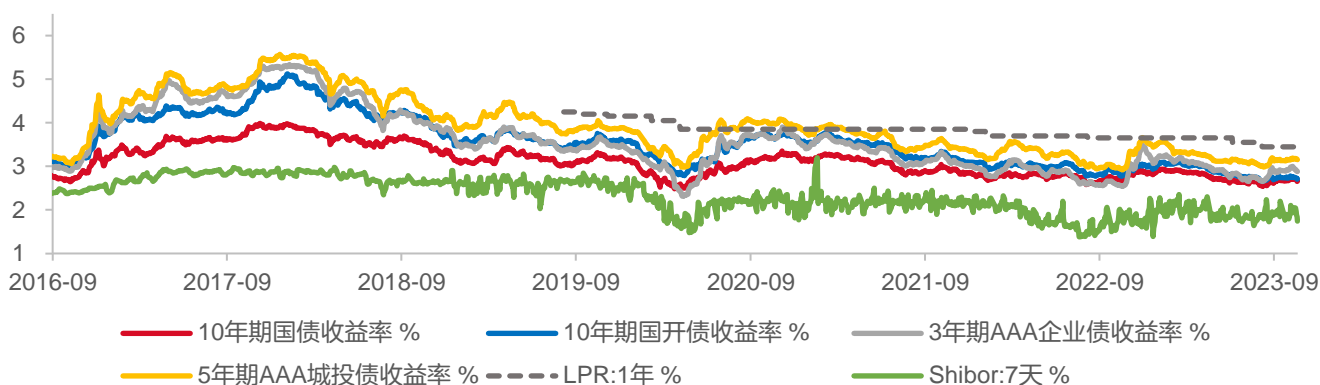
2.3.基准利率及债市情绪

图29 央行政策利率走廊



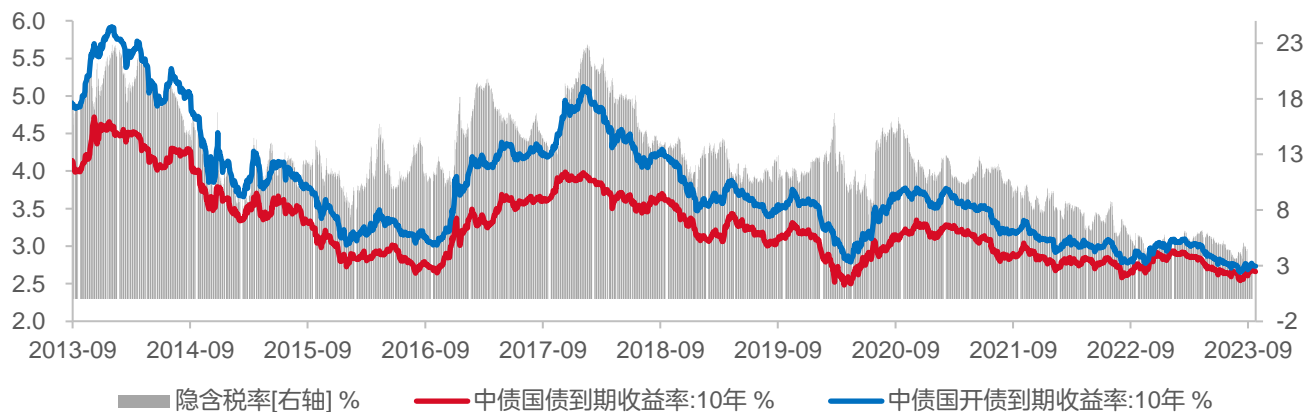
资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

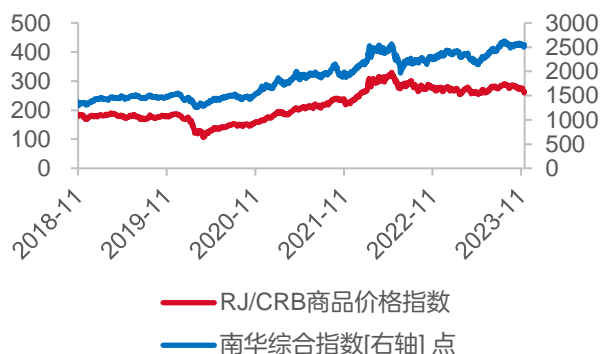
图31 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

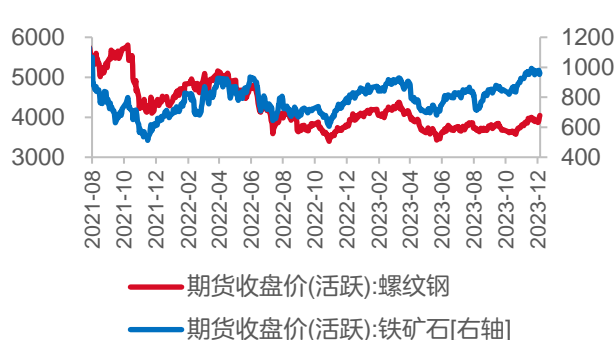
3.商品市场

图32 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点



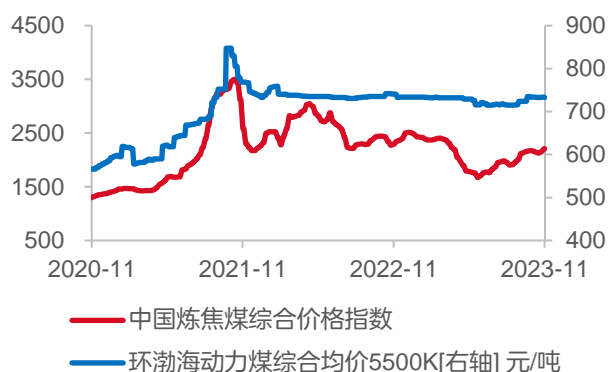
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图33 铁矿石与螺纹钢指数, 点



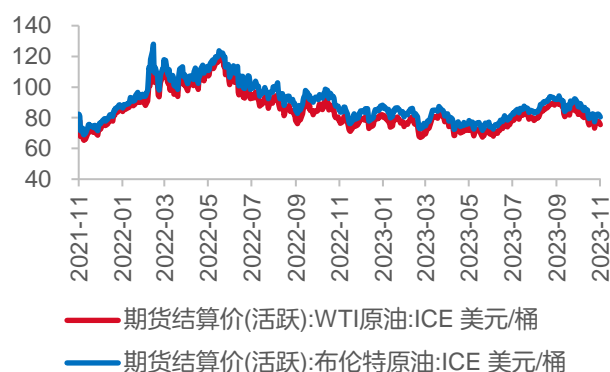
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图34 焦煤、焦炭价格, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图35 原油价格指数



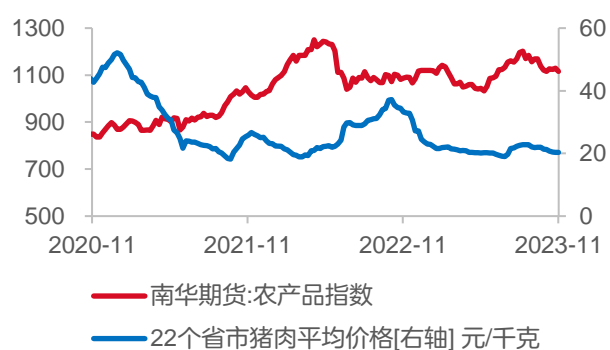
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 工业金属指数



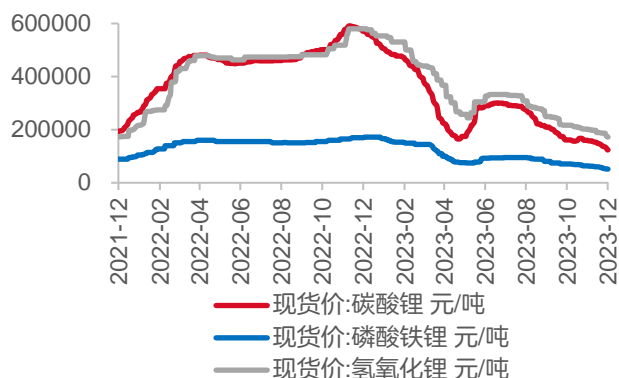
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图37 农产品价格指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图39 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

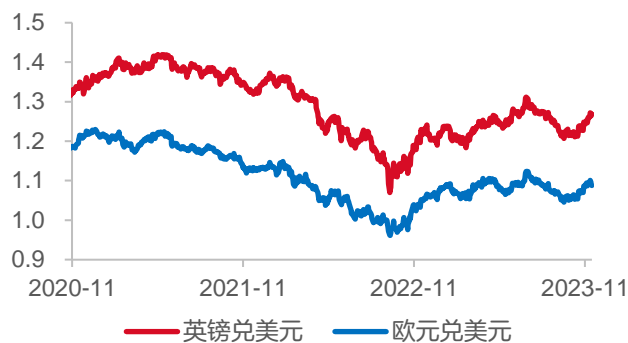
4. 外汇市场

图40 美元兑人民币、美元兑日元汇率



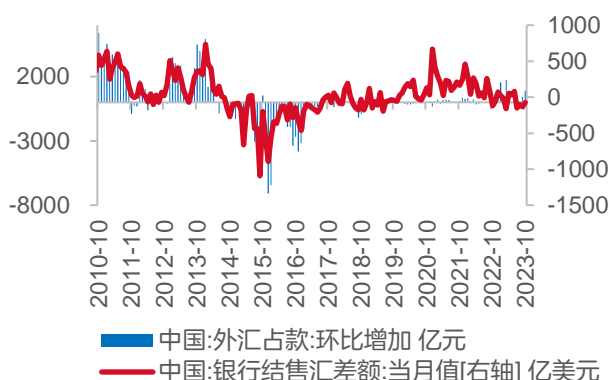
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图41 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



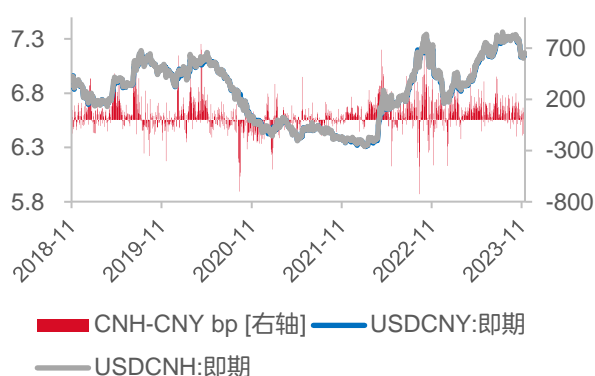
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图42 外汇占款及银行结售汇差额



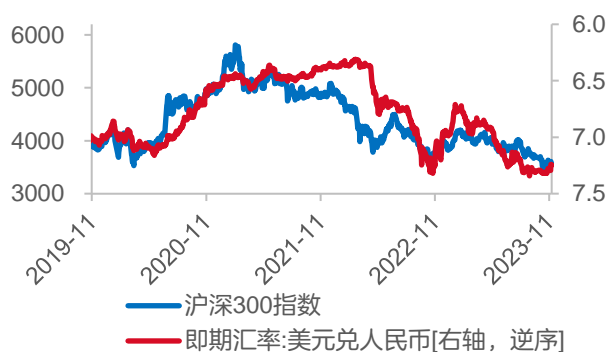
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图43 CNH-CNY 价差



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图44 2020 年来本市汇率与权益市场联动增强



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图45 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动



资料来源: Wind, 东海证券研究所

表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况, 截至 2023 年 12 月

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005 年	下调↓	上调↑	20230915	下调 2 个百分点 4%
远期售汇风险准备金率	2015 年	上调↑	下调↓	20220928	由 0% 上调至 20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016 年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至 1.5
离岸央行票据发行	2018 年	-	增发	20230919	滚动续作, 增发 100 亿元
离岸掉期市场干预	2018 年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20231204	央行行长潘功胜《人民日报》撰文
逆周期调节因子	2017 年	-	-	-	有所启用

资料来源: 中国人民银行, 外汇管理局, 东海证券研究所

5.经济日历

图46 下周主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2023-12-12	待定	中国	11月M0:同比(%)	10.2	-
2023-12-12	待定	中国	11月M1:同比(%)	1.9	-
2023-12-12	待定	中国	11月M2:同比(%)	10.3	10.10
2023-12-12	待定	中国	11月社会融资规模:当月值(亿元)	18500	-
2023-12-12	待定	中国	11月社会融资规模存量:同比	9.3	9.43
2023-12-12	待定	中国	11月新增人民币贷款(亿元)	7384	11863.64
2023-12-12	18:00	欧盟	12月欧元区:ZEW经济景气指数	13.8	-
2023-12-12	21:30	美国	11月CPI:季调:环比(%)	0	0.00
2023-12-12	21:30	美国	11月CPI:同比(%)	3.2	3.10
2023-12-12	21:30	美国	11月核心CPI:季调:环比	0.2	0.30
2023-12-12	21:30	美国	11月核心CPI:同比(%)	4	4.00
2023-12-13	21:30	美国	11月PPI:最终需求:季调:环比(%)	-0.5	0.10
2023-12-13	21:30	美国	11月PPI:最终需求:季调:同比(%)	1.3	-
2023-12-13	21:30	美国	11月核心PPI:季调:环比(%)	0.1	-
2023-12-13	21:30	美国	11月核心PPI:季调:同比(%)	2	-
2023-12-14	03:00	美国	联邦基金目标利率(%)	5.5	-
2023-12-14	21:15	欧盟	12月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	4.75	-
2023-12-14	21:15	欧盟	12月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	4	-
2023-12-14	21:15	欧盟	12月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	4.5	-
2023-12-14	21:30	美国	11月核心零售总额:季调:环比(%)	0.1	-0.10
2023-12-14	21:30	美国	11月零售销售总额:季调:环比(%)	-0.11	-0.10
2023-12-14	21:30	美国	11月零售销售总额:季调:同比(%)	2.48	-
2023-12-15	10:00	中国	11月工业增加值:当月同比(%)	4.6	5.69
2023-12-15	10:00	中国	11月固定资产投资:累计同比(%)	2.9	2.85
2023-12-15	10:00	中国	11月社会消费品零售总额:当月同比(%)	7.6	12.59

资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.风险提示

美国通胀回落速度不及预期: 美国当前劳动力市场依旧强劲, 通胀水平仍处高位, 若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰, 中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089