



格林大华期货有限公司  
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

# 宏观国债月报

2024年1月6日

## 联系我们

研究员：刘洋  
邮箱：  
Liuyang18036@greendh.com  
从业资格：F3063825  
投资咨询：Z0016580

## 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## PSL重出江湖未改期债强势

### 宏观经济数据分析：

11月份，规模以上工业企业实现利润同比增长29.5%，自8月以来连续四个月正增长。12月份制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落。新订单指数为48.7%，比上月下降0.7个百分点，12月新出口订单指数为45.8%，比上月下降0.5个百分点，表明海内外市场需求均有所下降。产成品库存指数47.8%，前值48.2%，制造业企业库存继续低位徘徊。12月建筑业商务活动指数为56.9%，前值55.0%，建筑业景气水平有所回升。服务业商务活动指数为49.3%，与上月持平。12月三家政策性银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500亿元。

**国债期货操作建议：**1月5日央行工作会议提出2024年要确保社会融资规模全年可持续较快增长，价格上，兼顾内外均衡。12月28日货币政策委员会第四季度例会指出，要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，促进物价低位回升，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。央行货币政策的总基调是宽信用和宽货币，可能的降息的时机和幅度还需要兼顾汇率。在两会召开前的这一段时间，我们预期国债期货价格中性略多。交易型投资波段操作。

**风险提示：**宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。



# 目录

Part 1

近期宏观经济数据分析

Part 2

国债期货上期复盘和本期分析

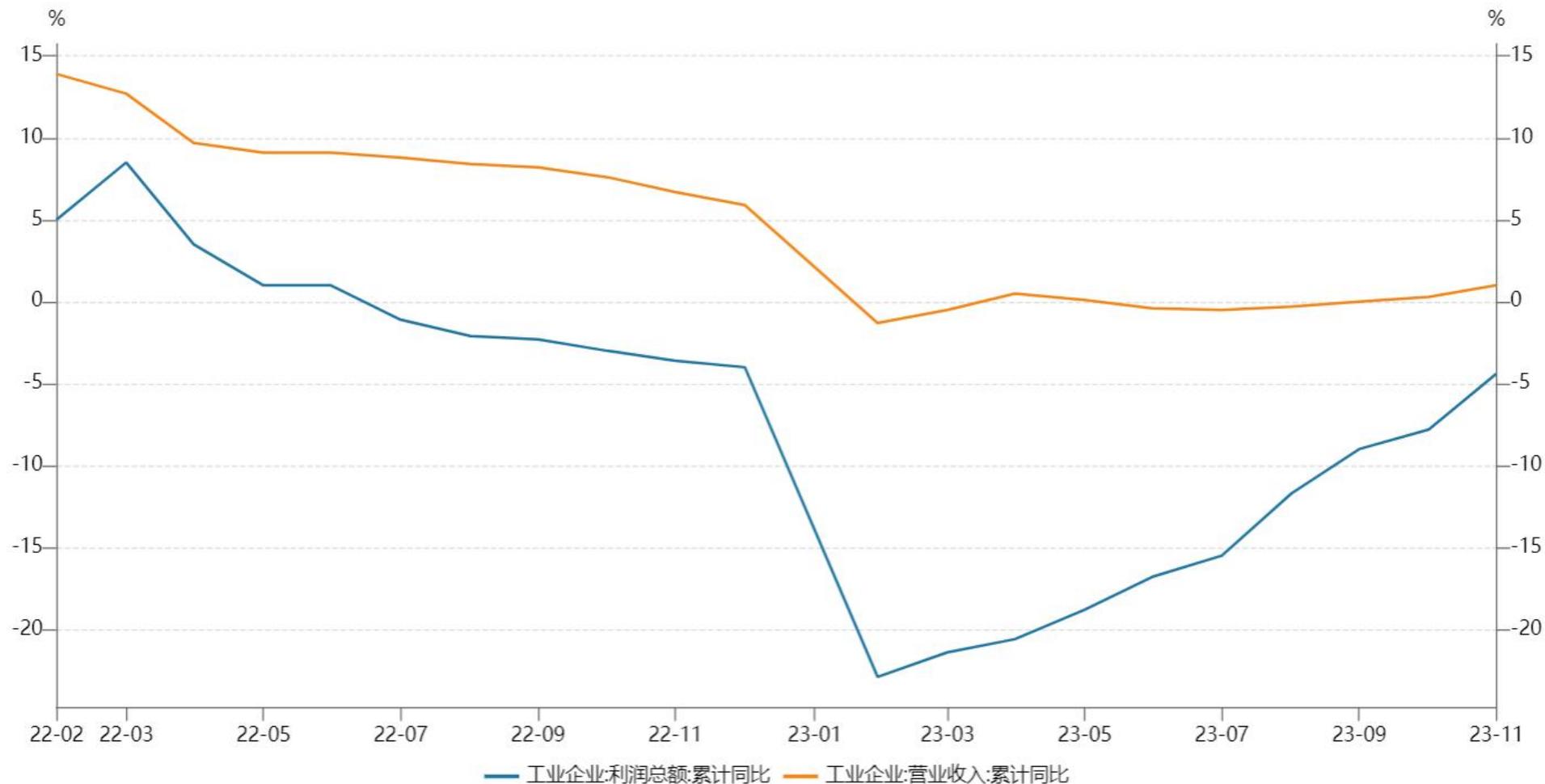
Part 3

风险提示

# Part 1 近期宏观经济数据分析

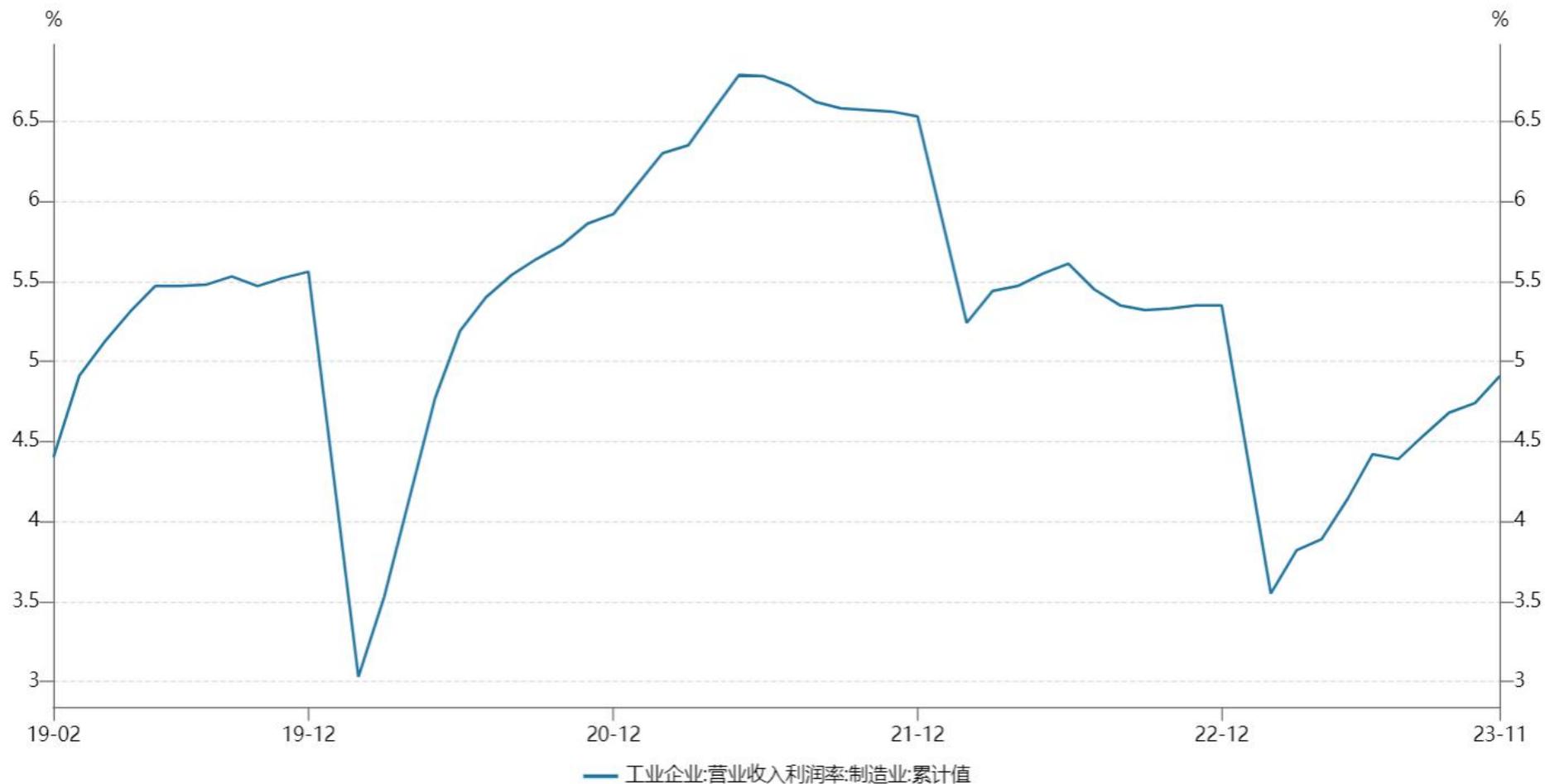
## 11月份，规模以上工业企业实现利润同比增长29.5%

- 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。11月份，规模以上工业企业实现利润同比增长29.5%，自8月以来连续四个月正增长。
- 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。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。



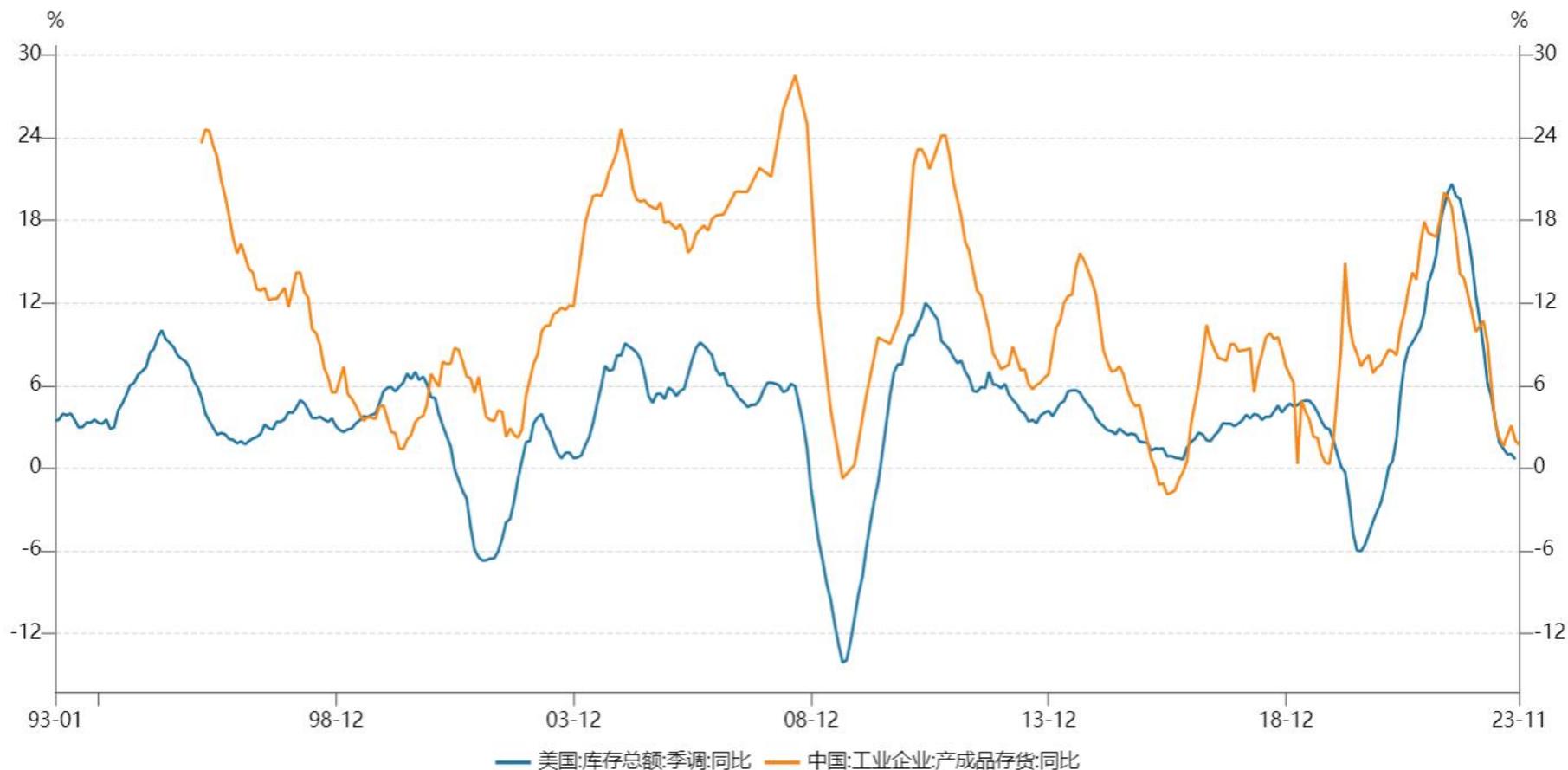
## 制造业营业收入利润率持续改善

➤ 制造业营业收入利润率持续改善。1-11月制造业企业营业收入利润率4.91%，较1-10月4.74%小幅上升，1-9月为4.68%。



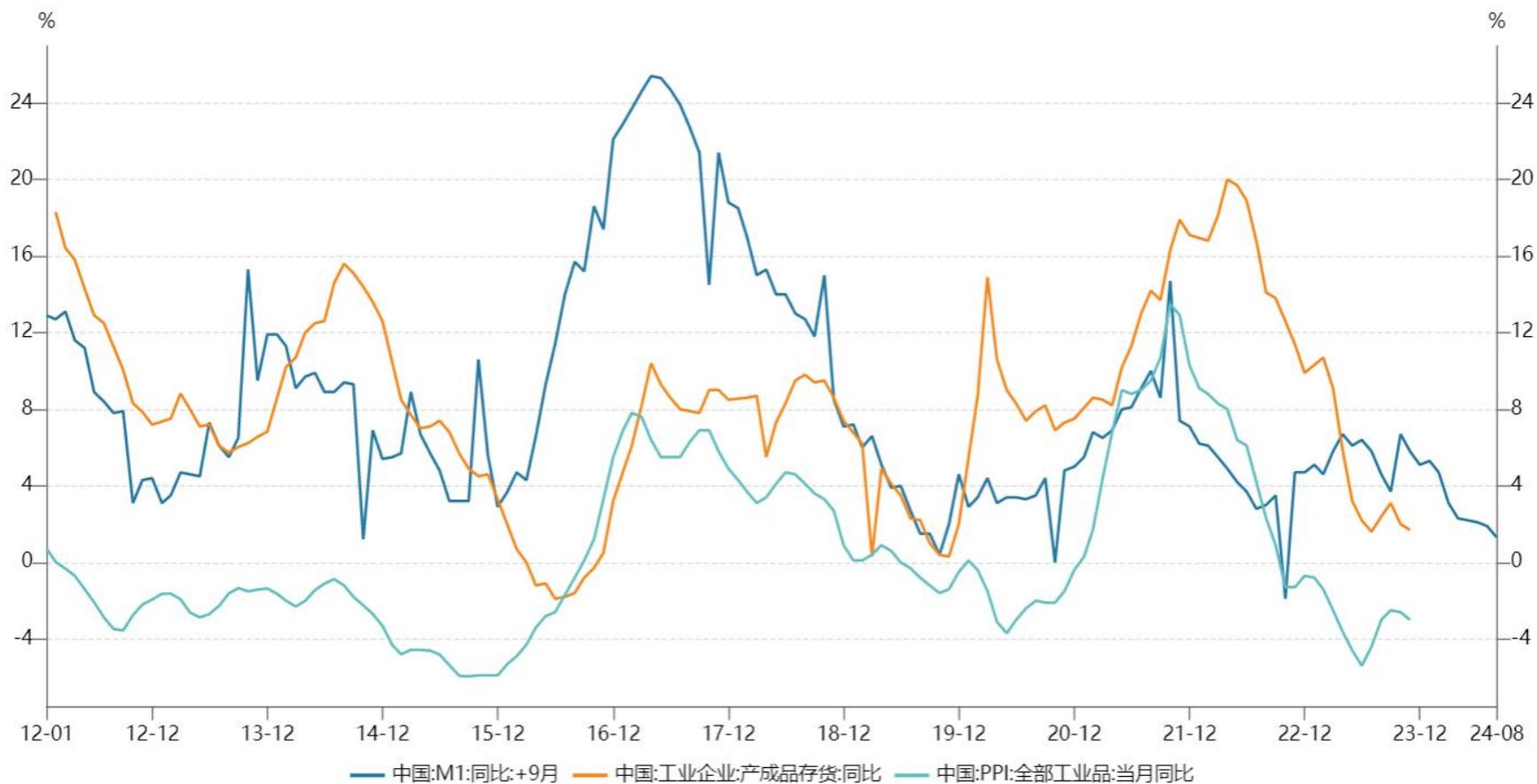
## 中国11月工业企业产成品存货同比增长1.7%，创2023年次低

- 中国11月工业企业产成品存货同比增长1.7%，10月为2.0%，9月为3.1%，8月为2.4%，7月为1.6%，6月为2.2%。2023年下半年工业企业产成品存货同比增速整体在低位徘徊。
- 美国10月库存总额同比增长6.04%，创2023年新低，美国库存总额同比增速是从2022年6月的20.64%调整下来，如果参考2011年6月-2013年9月，和2014年7月-2016年10月，两轮下跌周期持续约27个月，则低点可能在2024年9月，但本轮下调回落速度较快，美国库存总额同比增速的拐点或在明年上半年，也可能象中国2023年下半年的情况在低位钝化。



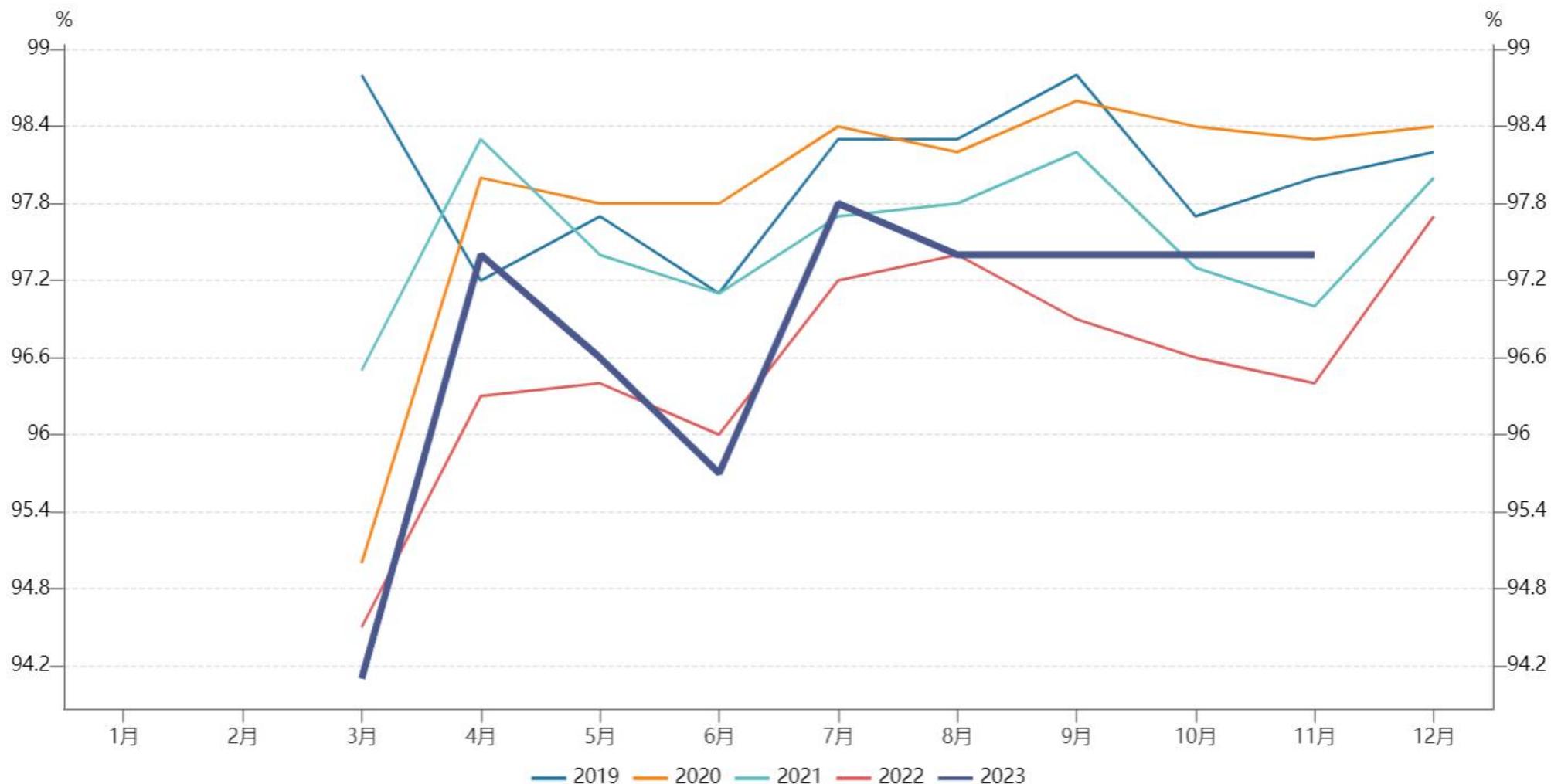
## M1、PPI与工业企业产成品存货同比

- 从历史上来看，M1的同比增速对工业企业库存周期领先9个月左右，我们可以观察到2023年4月份以来M1同比持续回落，如果这个规律继续，2024年制造业补库会比较弱。
- 11月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降3.0%，市场预期下降2.8%，前值下降2.6%；11月PPI环比下降0.3%，前值环比持平。从历史上来看，工业品出厂价格指数（PPI）与工业企业产成品存货同比具有较强的同步性，目前预期2024年PPI同比大概率转正，但涨幅有限。



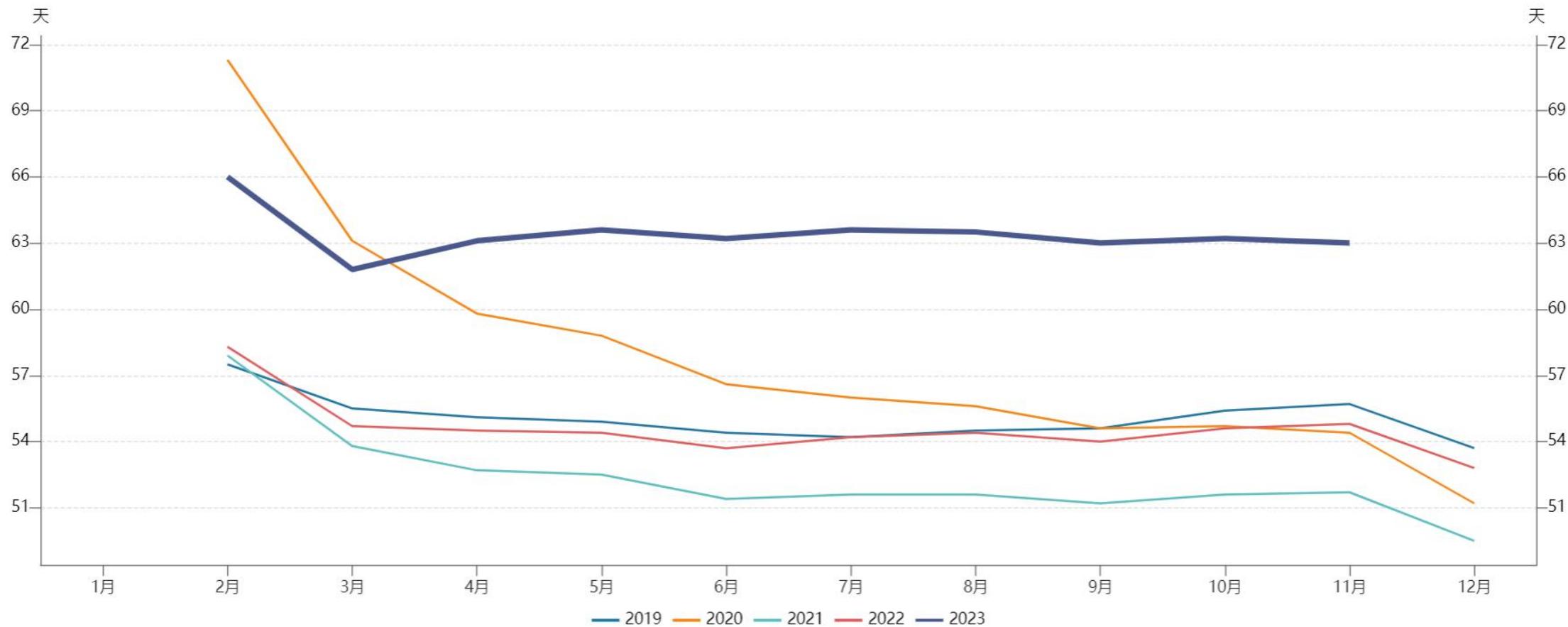
# 11月中国工业企业产销率97.4%，与之前三个月持平

➤ 11月中国工业企业产销率97.4%，与之前三个月持平，虽略低于2019年同期的98%，但保持了平稳。



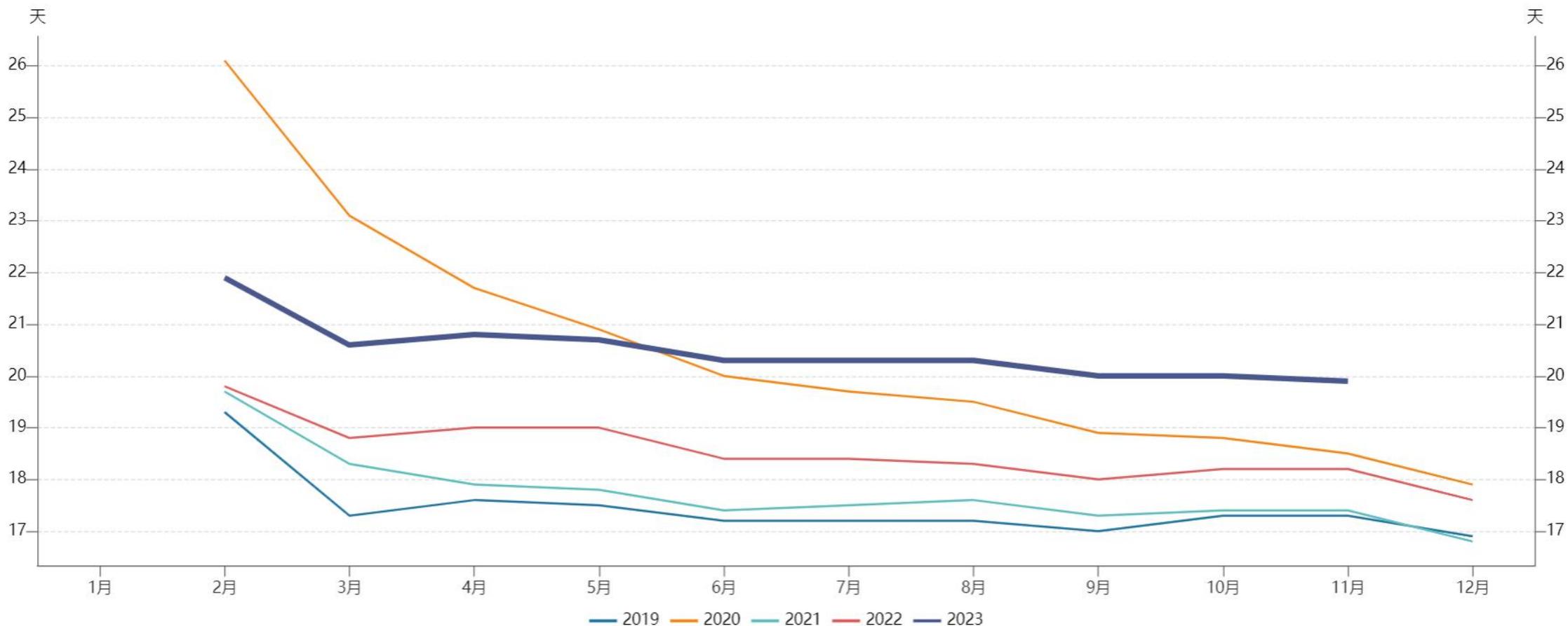
## 1-11月中国工业企业应收账款平均回收期63天，略有缩短

➤ 1-11月中国工业企业应收账款平均回收期63天，1-10月为63.2天，略有缩短，二季度以来保持了平稳，但总体上高于之前几年。



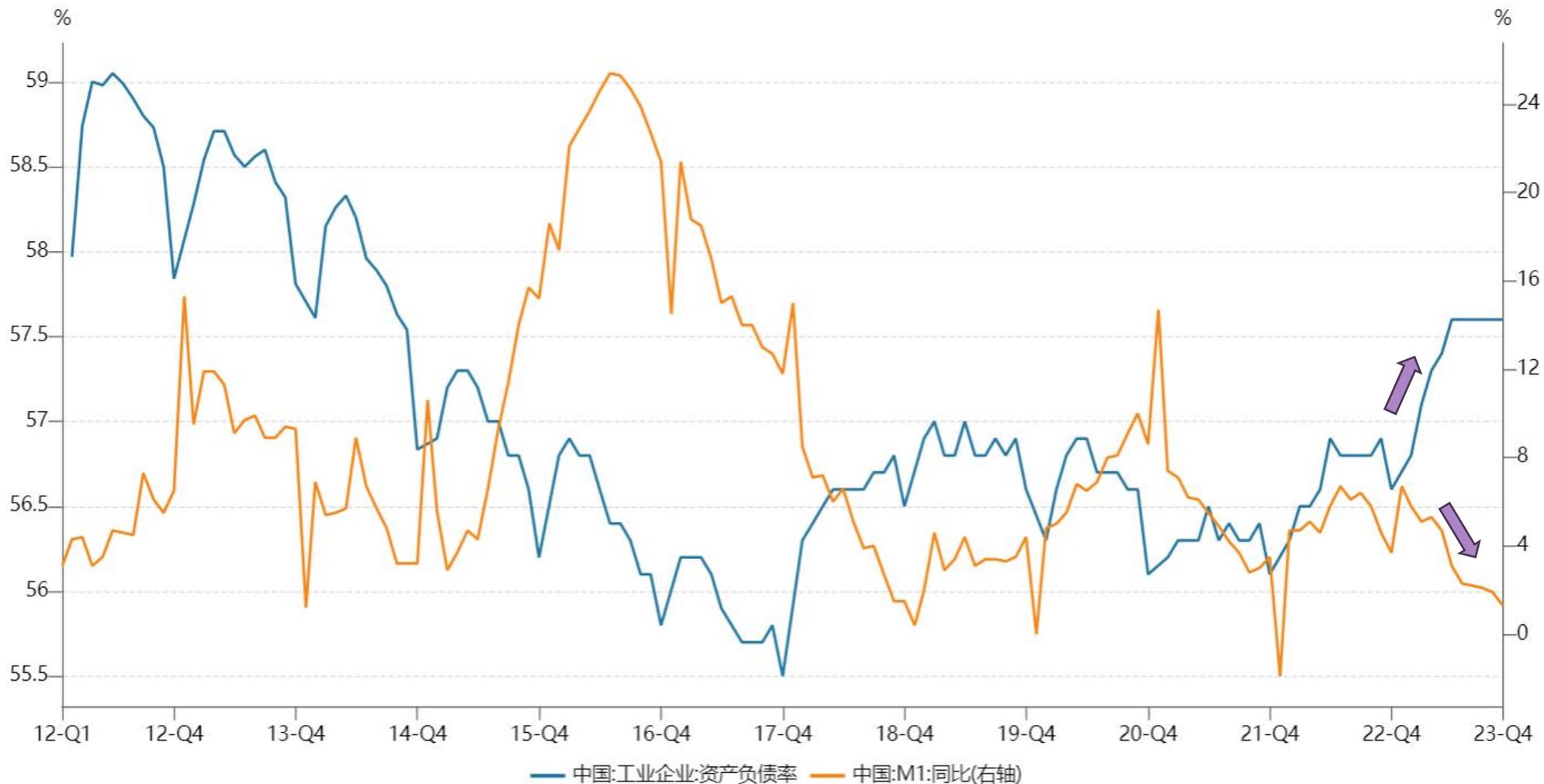
# 1-11月中国工业企业产成品周转天数19.9天

➤ 1-11月中国工业企业产成品周转天数19.9天，较1-10月的20天小幅缩短，同样明显高于前几年。



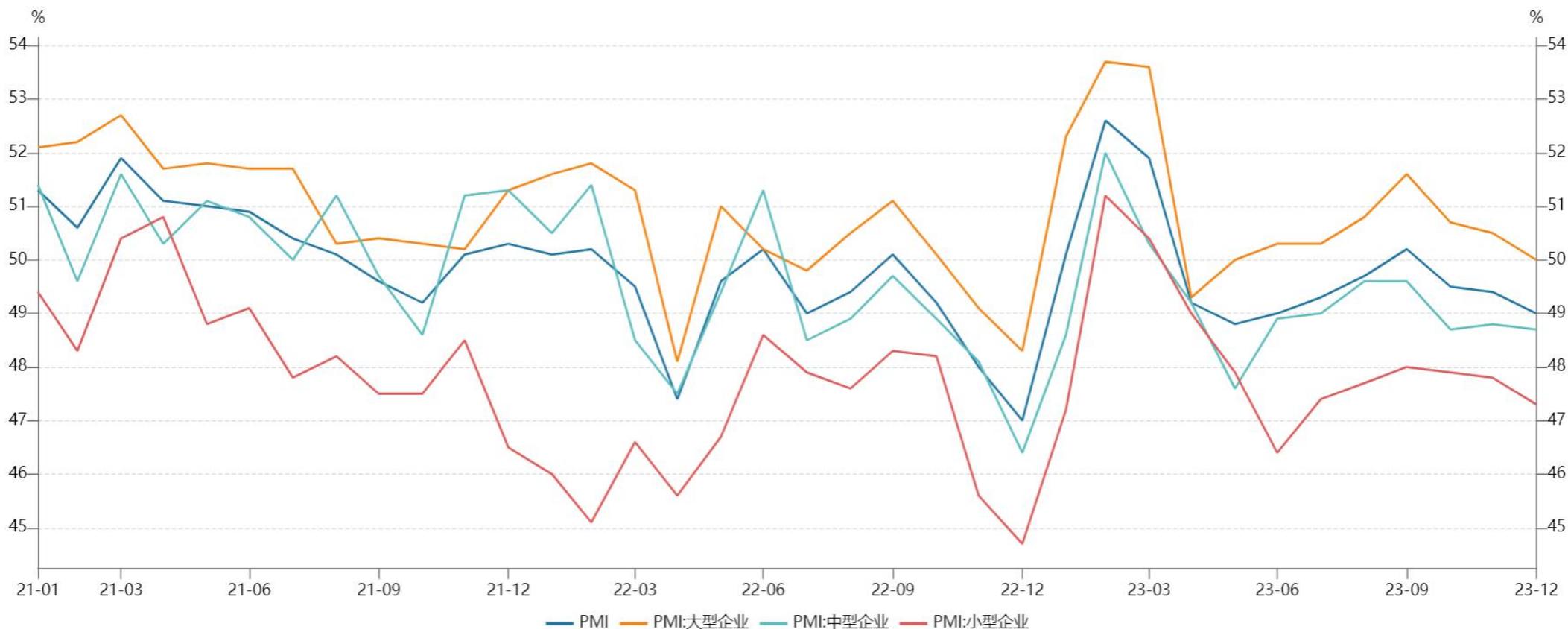
## 11月中国工业企业资产负债率57.6%，自6月份以来维持在同一水平

- 2023年上半年工业企业资产负债率连续上升，下半年保持在57.6%不变。从好的一面来看，下半年工业企业负债率不再上升。另一面来看，工业企业负债率处于过去5年的相对高位。工业企业负债率较高会限制企业扩大投资的资金供给，在财务风险增大情况下，企业会更注重控制现金流，扩大生产和投资的积极性下降。结合M1在下半年连创新低，企业资金运用趋向保守。



## 12月份制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降0.4个百分点

- 12月份制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降0.4个百分点，制造业景气水平有所回落。
- 从企业规模看，12月大型企业PMI为50.0%，前值50.5%；中型企业为48.7%，前值48.8%；小型企业47.3%，前值47.8%；大型企业景气度位于临界点，中小型企业景气度在荣枯线之下回落略有加快。



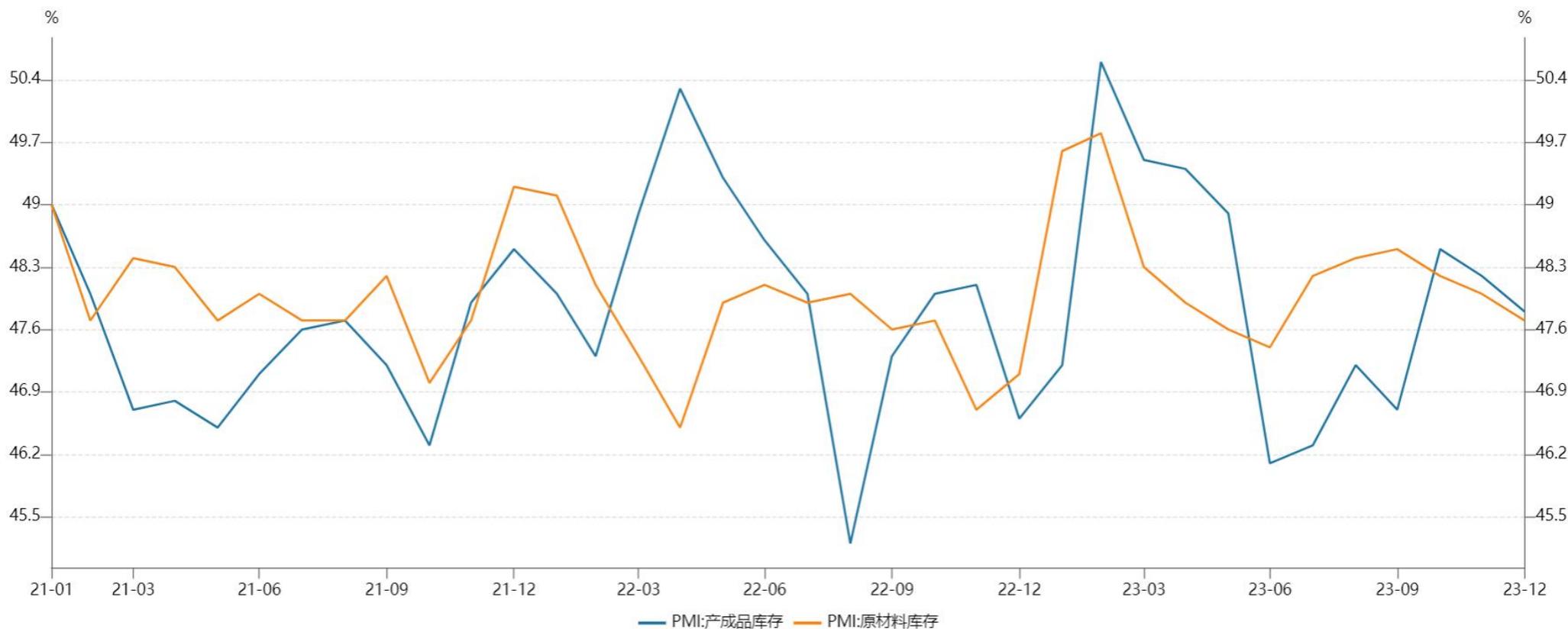
## 12月PMI 生产指数为50.2%，新订单指数为48.7%

- 12月PMI生产指数为50.2%，比上月下降0.5个百分点，制造业企业生产连续7个月保持扩张。新订单指数为48.7%，比上月下降0.7个百分点，表明制造业市场需求有所下降。
- 12月大、中、小型企业新订单指数分别为50.2%、48.1%、46.5%，前值分别为51.1%、48.8%、46.7%；11月大型企业需求扩张变缓，中小型企业需求进一步收缩。



## 12月PMI产成品库存指数47.8%，前值48.2%

- 12月PMI原材料库存指数为47.7%，前值48.0%；产成品库存指数47.8%，前值48.2%。产成品库存指数连续两个月回落，制造业企业库存继续低位徘徊。



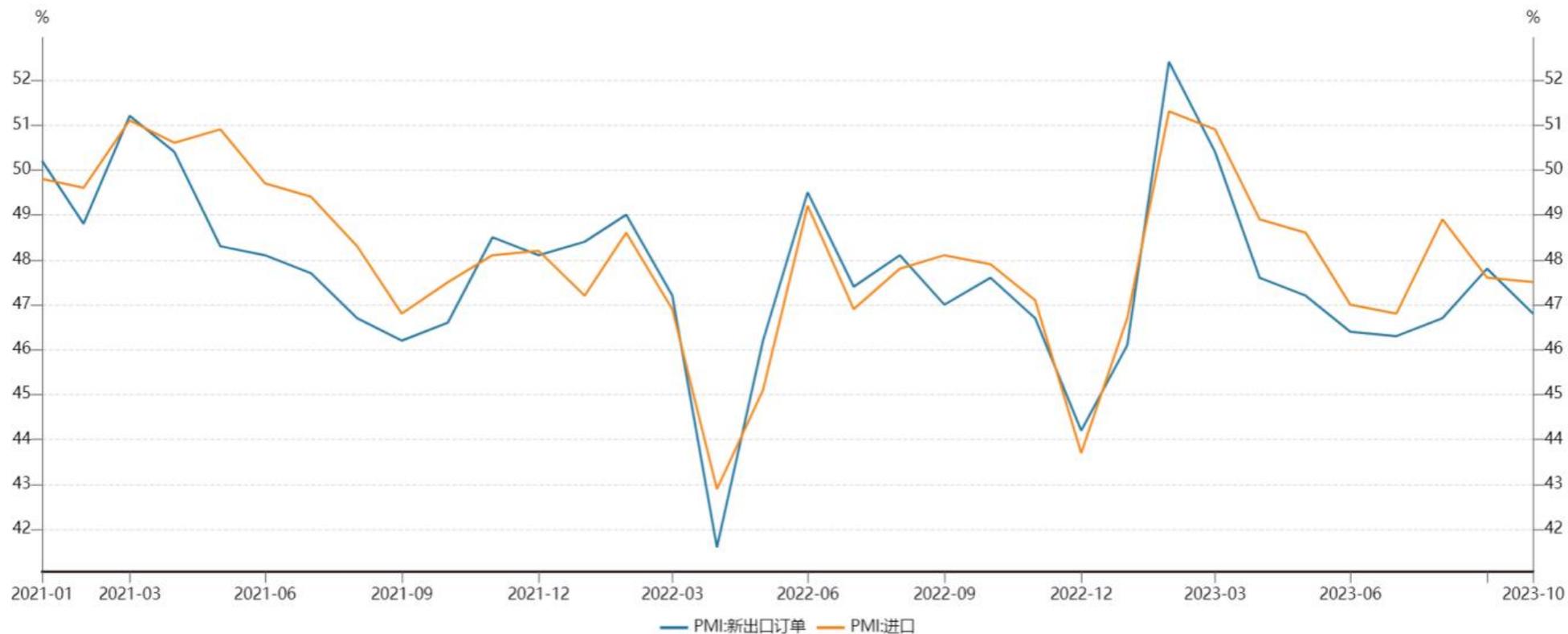
## 12月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为51.5%和47.7%

- 12月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为51.5%和47.7%，前值分别为50.7%和48.2%。出厂价格指数连续3个月位于收缩区间，而原材料购进价格指数连续扩张区间，制造业企业利润承压。我们预期12月工业生产者出厂价格指数（PPI）环比很可能继续为负。



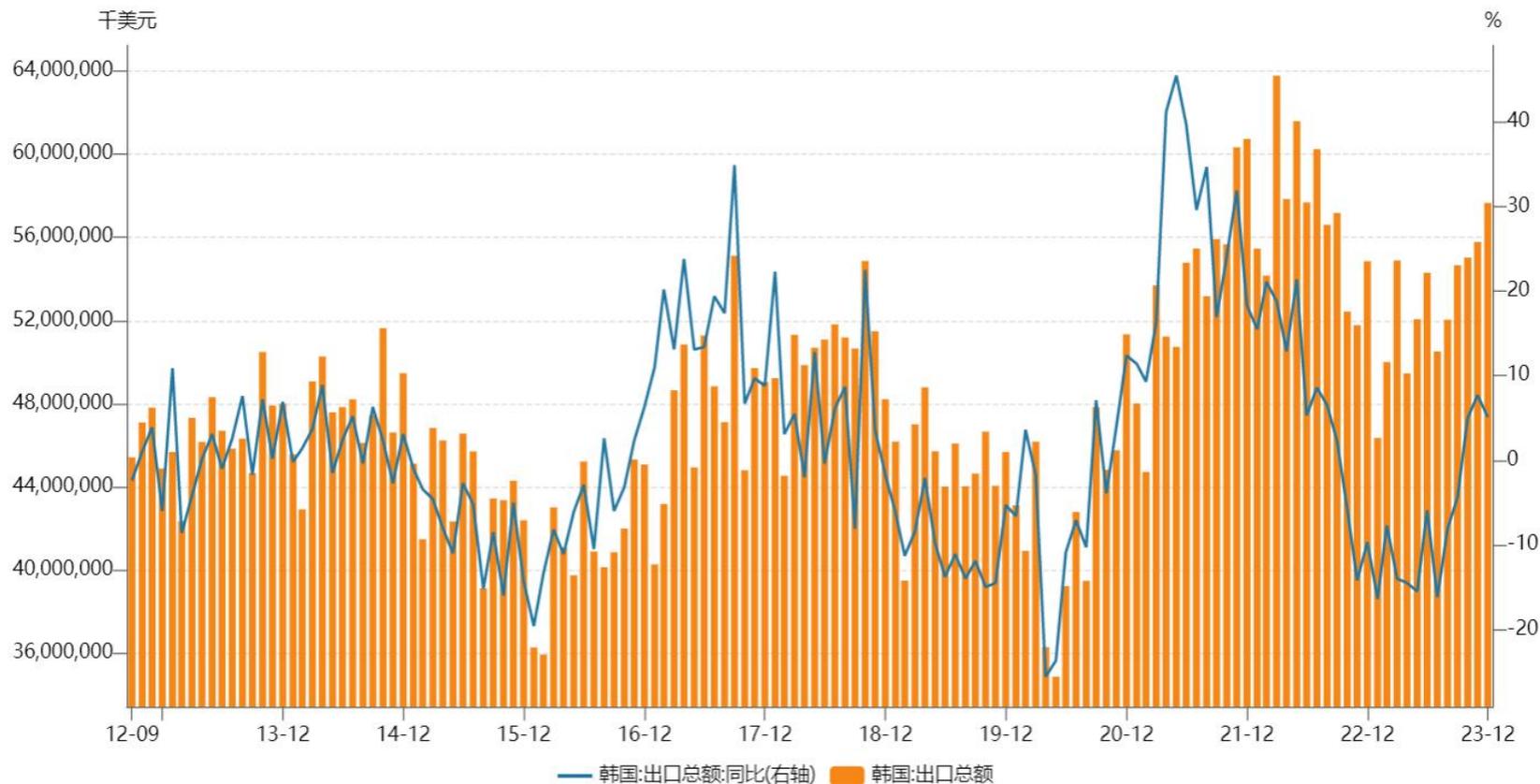
## 12月新出口订单指数为45.8%，前值46.3%

➤ 12月新出口订单指数为45.8%，比上月下降0.5个百分点，表明海外市场需求同样有所下降。12月进口指数为46.4%，前值47.3%。



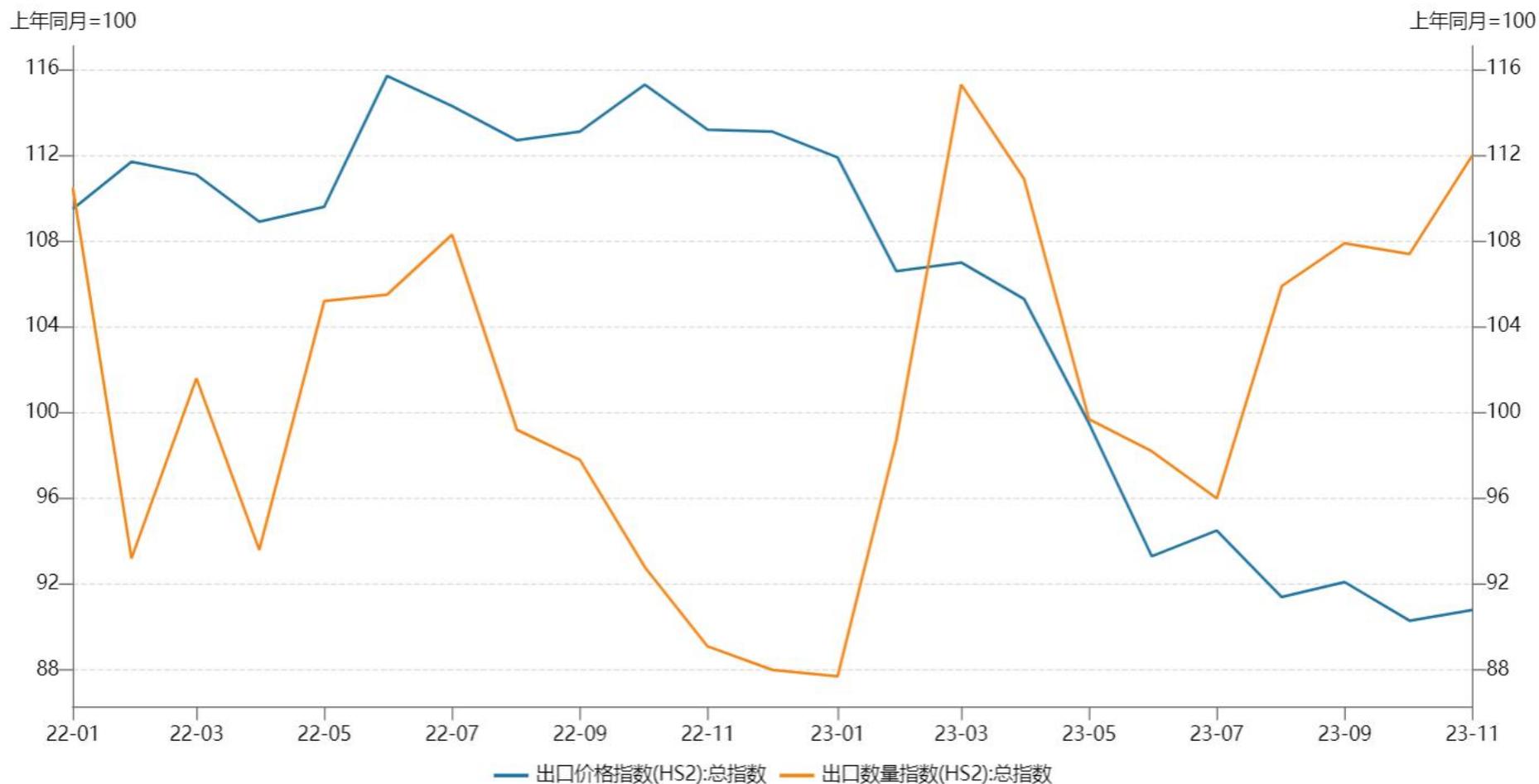
## 12月韩国出口同比增长5.1%，越南出口同比增长13.1%

- 以美元计，11月中国出口同比增长0.5%，前值为同比下降6.4%；中国11月出口增速转正得益于2022年的低基数，以及近期全球科技周期触底回升。
- 12月韩国出口同比增长5.1%，11月韩国出口同比增长7.8%，10月韩国出口同比增长5.1%，再之前为连续12个月出口同比负增长。韩国出口同比转正收益于全球半导体和消费电子的复苏。
- 越南12月出口同比增长13.1%，越南11月出口同比增长6.7%，10月同比增长5.9%，9月同比增长4.6%。越南最近四个月出口恢复同比正增长。



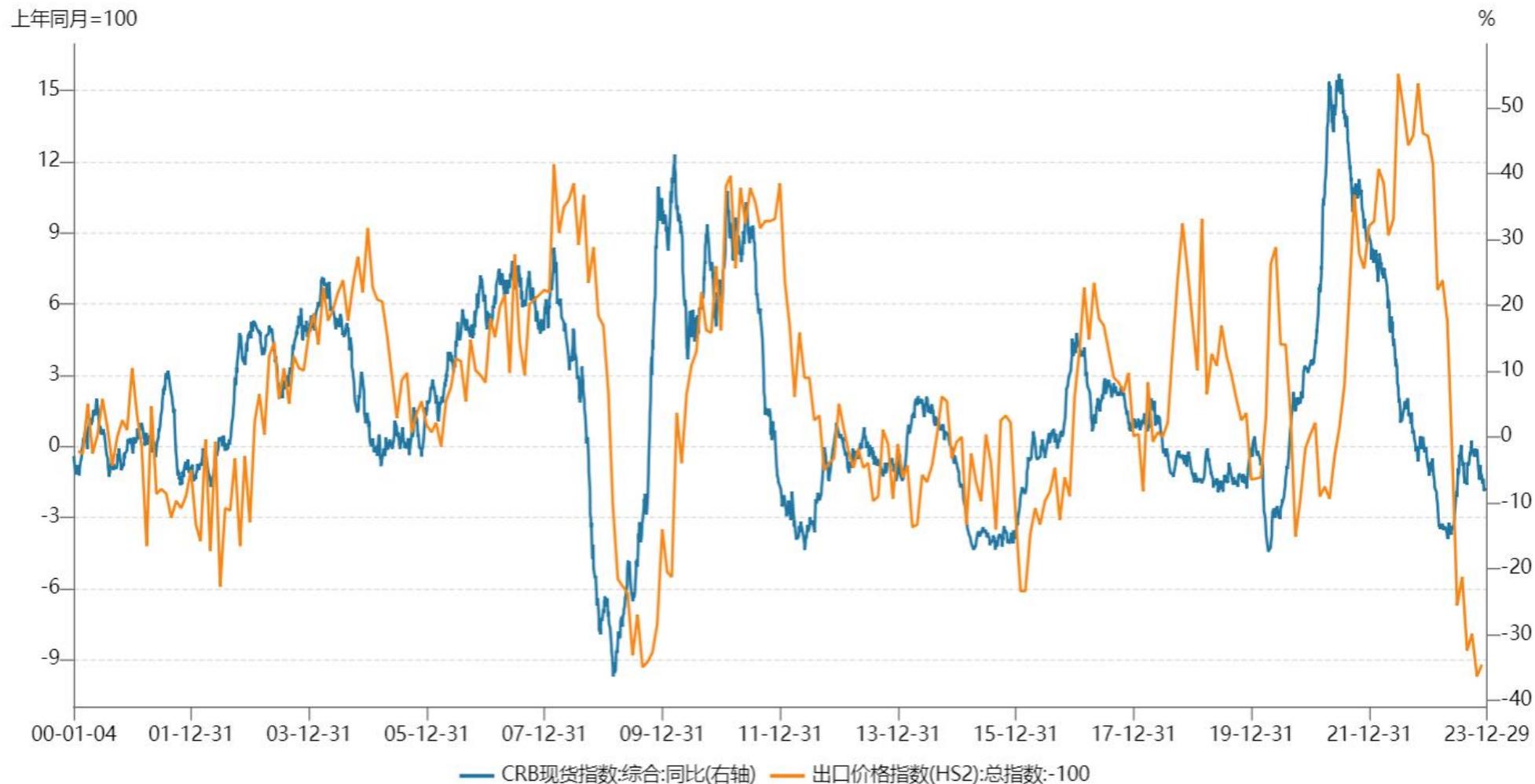
## 11月中国出口数量指数录得112

- 2023年11月中国出口数量指数录得112，2022年11月为89.1、12月为88，因为2022年底低基数的原因，所以12月的中国出口数量指数将保持高位。



## 预期12月中国出口增速将继续正增长

- 从历史上来看，CRB现货指数同比变动会领先中国出口价格指数大约6个月左右。2023年5月CRB同比在低位出现拐点，所以12月的出口价格指数可能继续回升，加之出口数量指数继续在110以上，我们预期12月中国出口增速将继续正增长。



## 12月份中国非制造业商务活动指数为50.4%，前值50.2%

- 12月份中国非制造业商务活动指数为50.4%，前值50.2%。12月建筑业商务活动指数为56.9%，前值55.0%，建筑业景气水平有所回升。服务业商务活动指数为49.3%，与上月持平，服务业维持收缩。



## 12月建筑业各分项指数均转好

➤ 12月建筑业新订单指数为50.6%，前值48.6%；12月建筑业从业人员指数为51.7%，前值48.2%；12月建筑业业务活动预期指数65.7%，前值62.6%。12月建筑业各分项指数均转好。



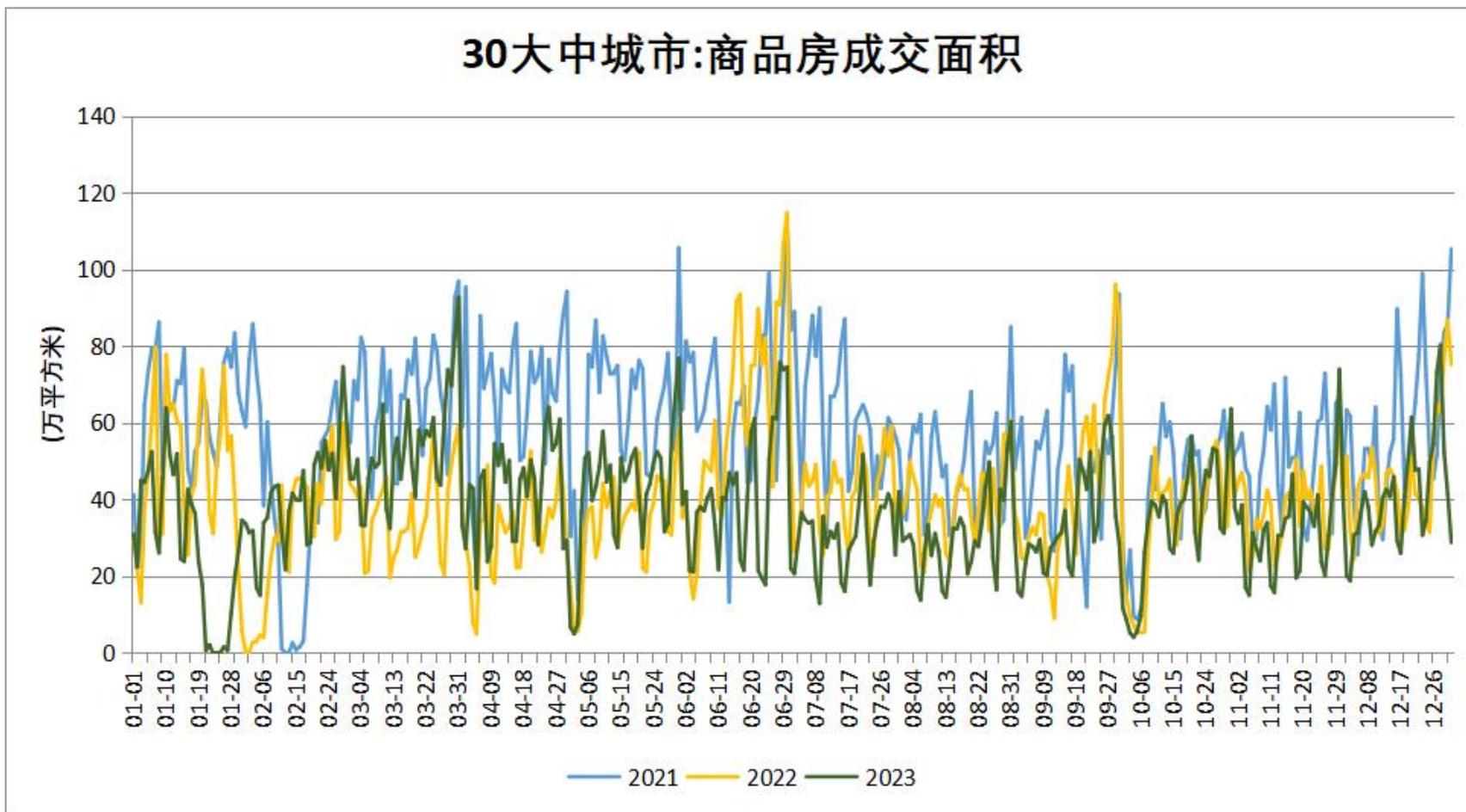
## 12月服务业业务活动预期指数较11月小幅上升

➤ 12月服务业新订单指数为47.0%，前值46.9%。服务业从业人员指数为46.3%，前值46.7%。12月服务业业务活动预期指数为59.4%，前值59.3%。12月服务业业务活动预期指数较11月小幅上升。服务业新订单指数在低位徘徊，服务业就业压力略有增加。



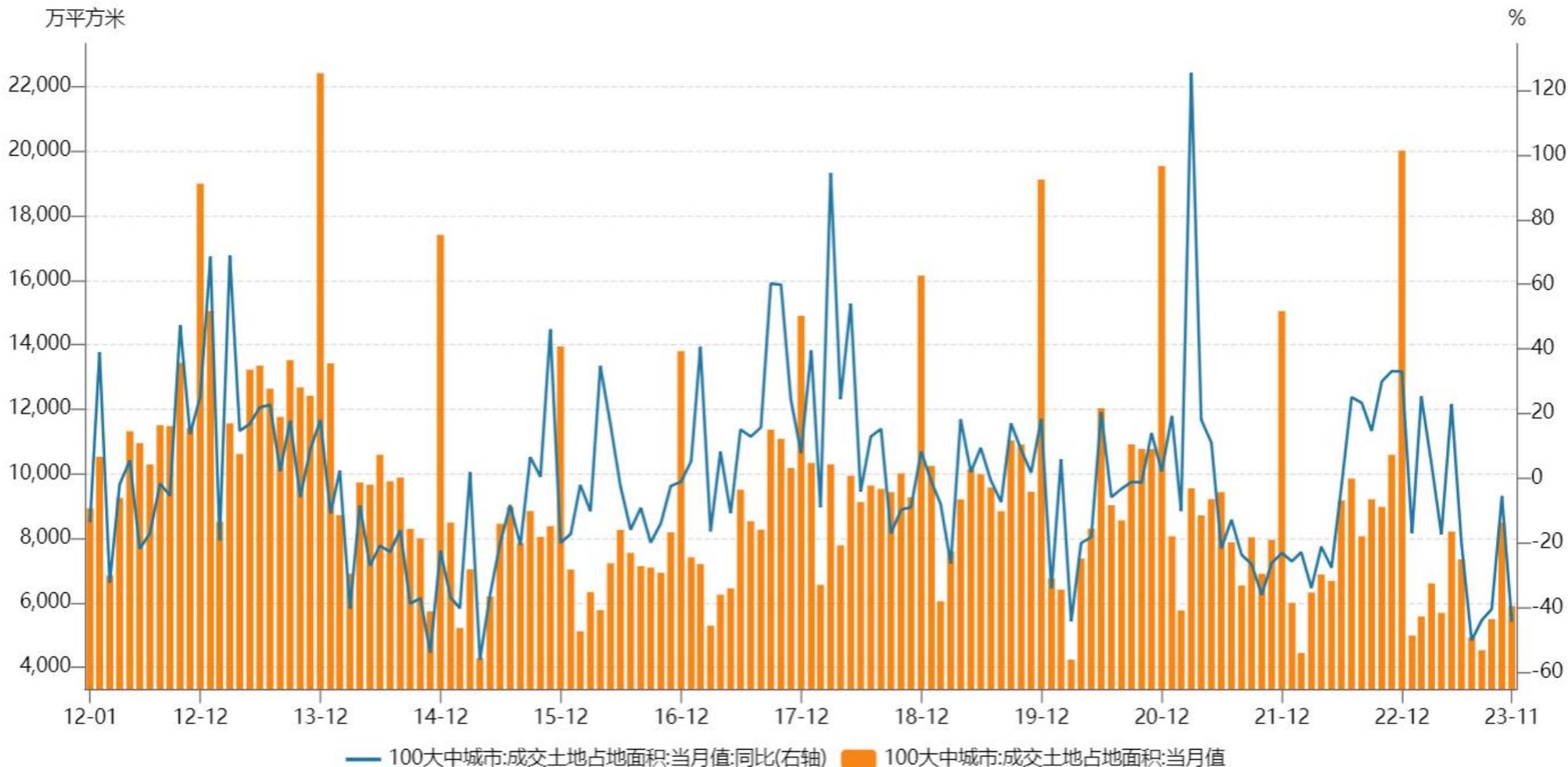
## 12月30大中城市商品房成交面积同比下降11%，较11月降幅收敛。

- 12月30大中城市商品房成交面积同比下降11%；较11月的同比下降15%降幅收敛。12月30大中城市商品房日均成交面积41万平方米，11月日均为32万平方米，从历史上来看12月较11月有普遍的翘尾情形出现。



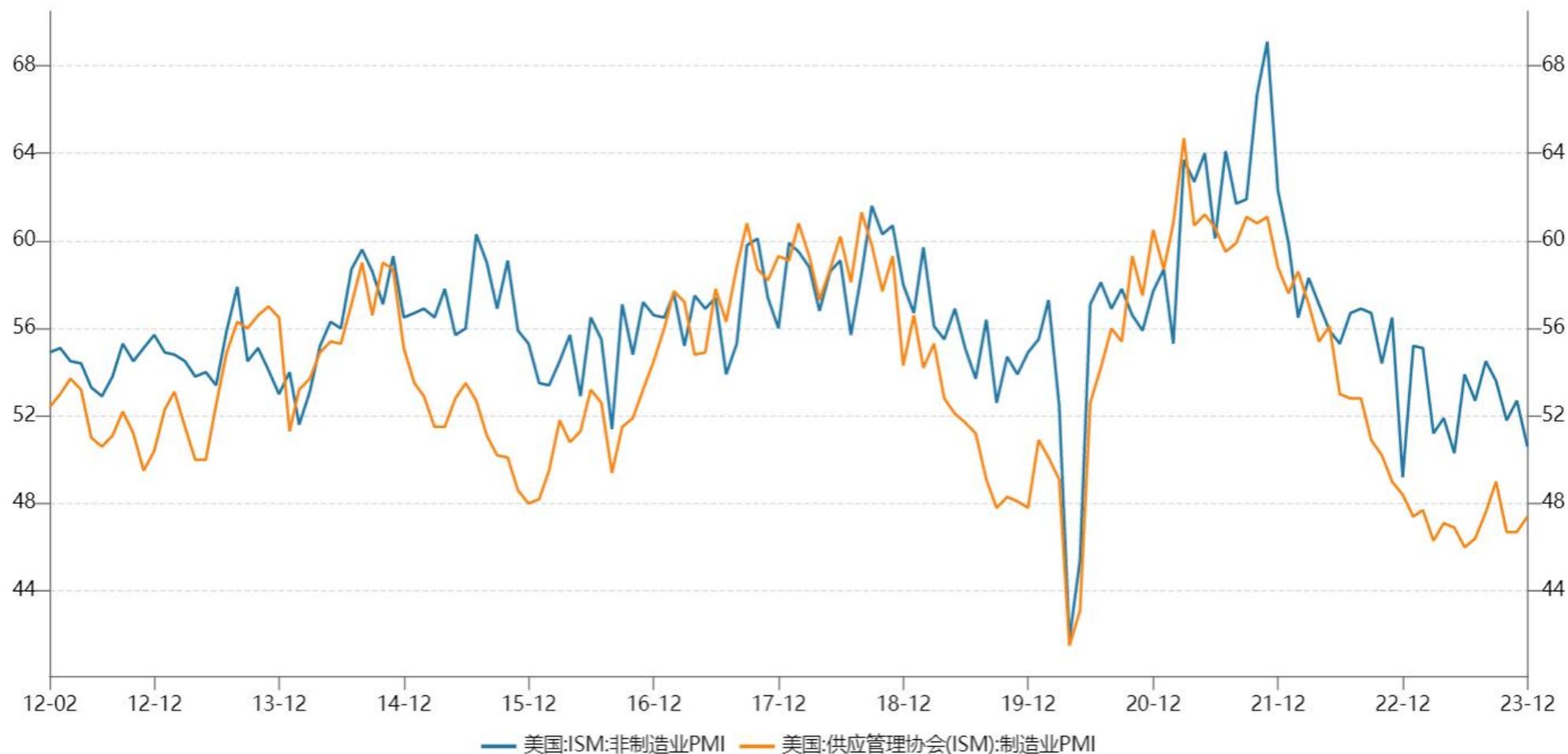
## 11月100大中城市成交土地占地面积同比下降44%

11月100大中城市成交土地占地面积5902万平方米，同比下降44%。11月100大中城市成交土地总价2102亿元，同比下降42%。10月份100大中城市成交土地面积8488万平方米，同比下降5.4%，短暂反弹后，11月再度回落到同比下降40%以下。低迷的土地成交意味着2024年新开工面积继续下滑，以及地方政府土地出让收入的继续下行。



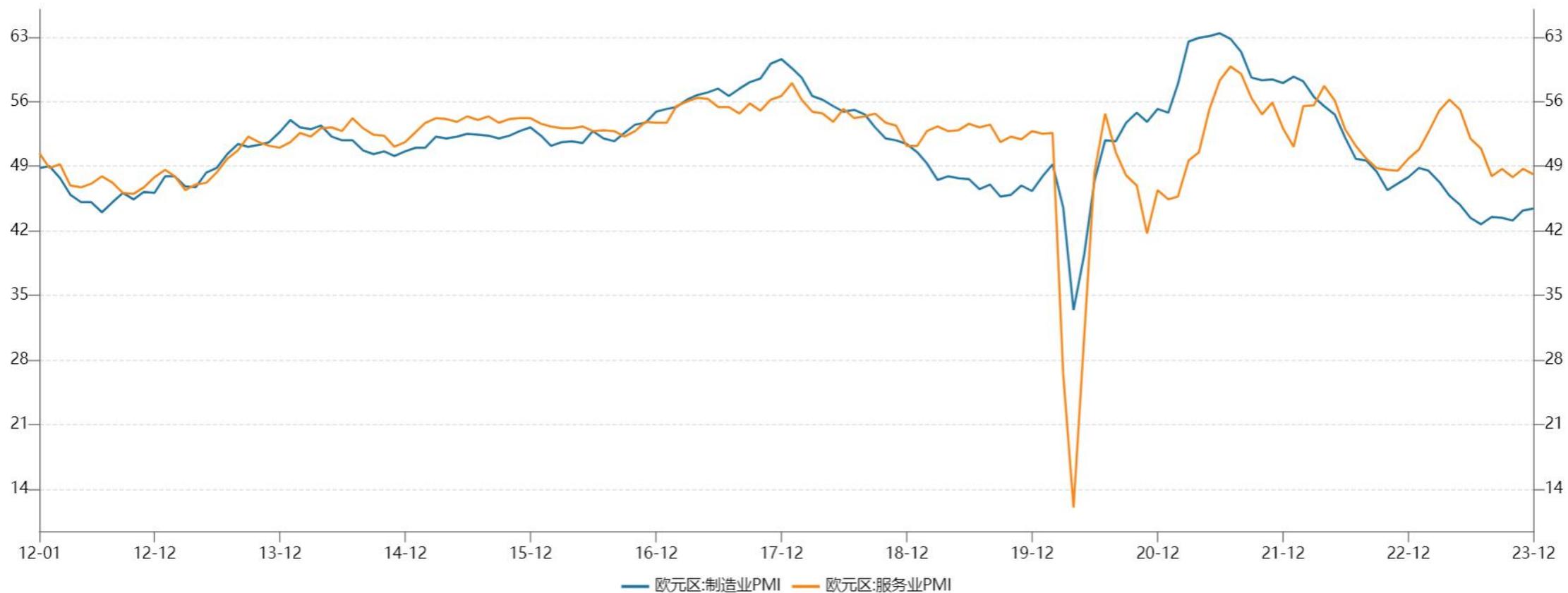
## 12月美国ISM制造业PMI录得47.4

- 美国12月ISM制造业PMI指数47.4，连续第14个月萎缩，略好于预期的47.1，前值为46.7。12月美国ISM非制造业PMI录得50.6，前值52.7，ISM服务业单月下降2.1个点，创3月份以来最大降幅。美国制造业景气度继续在低位徘徊，服务业扩张幅度下行，提高了美联储3月份降息的概率。



## 12月欧元区制造业和服务业PMI均继续落在荣枯线之下

- 欧元区12月制造业PMI录得44.4，连续第18个月落入荣枯线之下，前值44.2。欧元区12月服务业PMI录得48.1，连续第5个月落入荣枯线之下，前值48.7。欧元区经济低迷。



## 12月大宗商品价格指数总体横向波动

➤ 12月南华综合指数横向波动，境外CRB商品价格指数也窄幅波动。



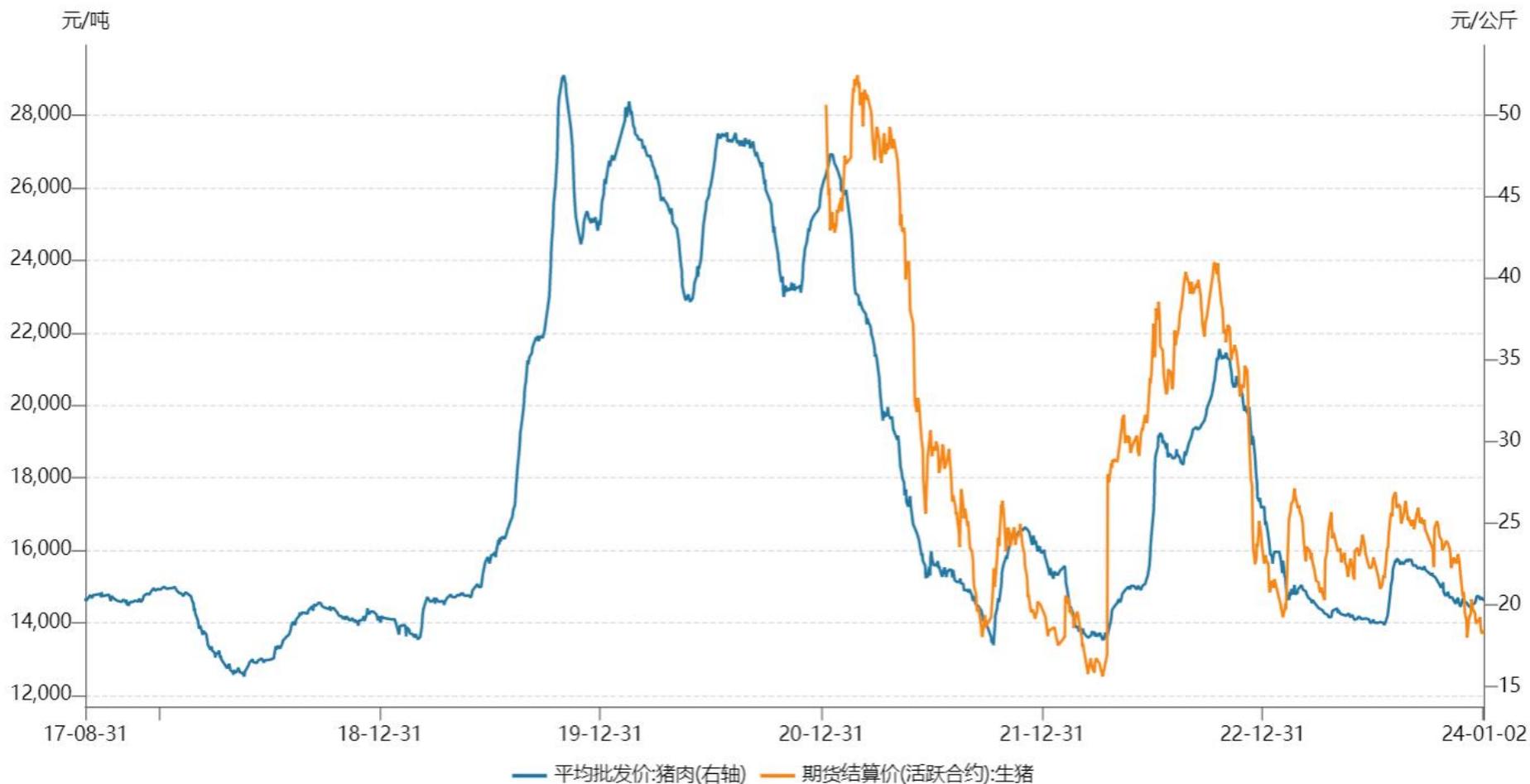
## 12月原油价格多数时间在80美元/桶之下运行

- 7月开始IPE布油期货收盘从75美元/桶左右的较低位置上行至9月中旬的高点超过94美元，然后回落，12月多数时间均在80美元/桶之下运行，2023年末收在77美元/桶。
- 12月LME3个月期铜期货合约价格围绕8500美元/吨横向波动。



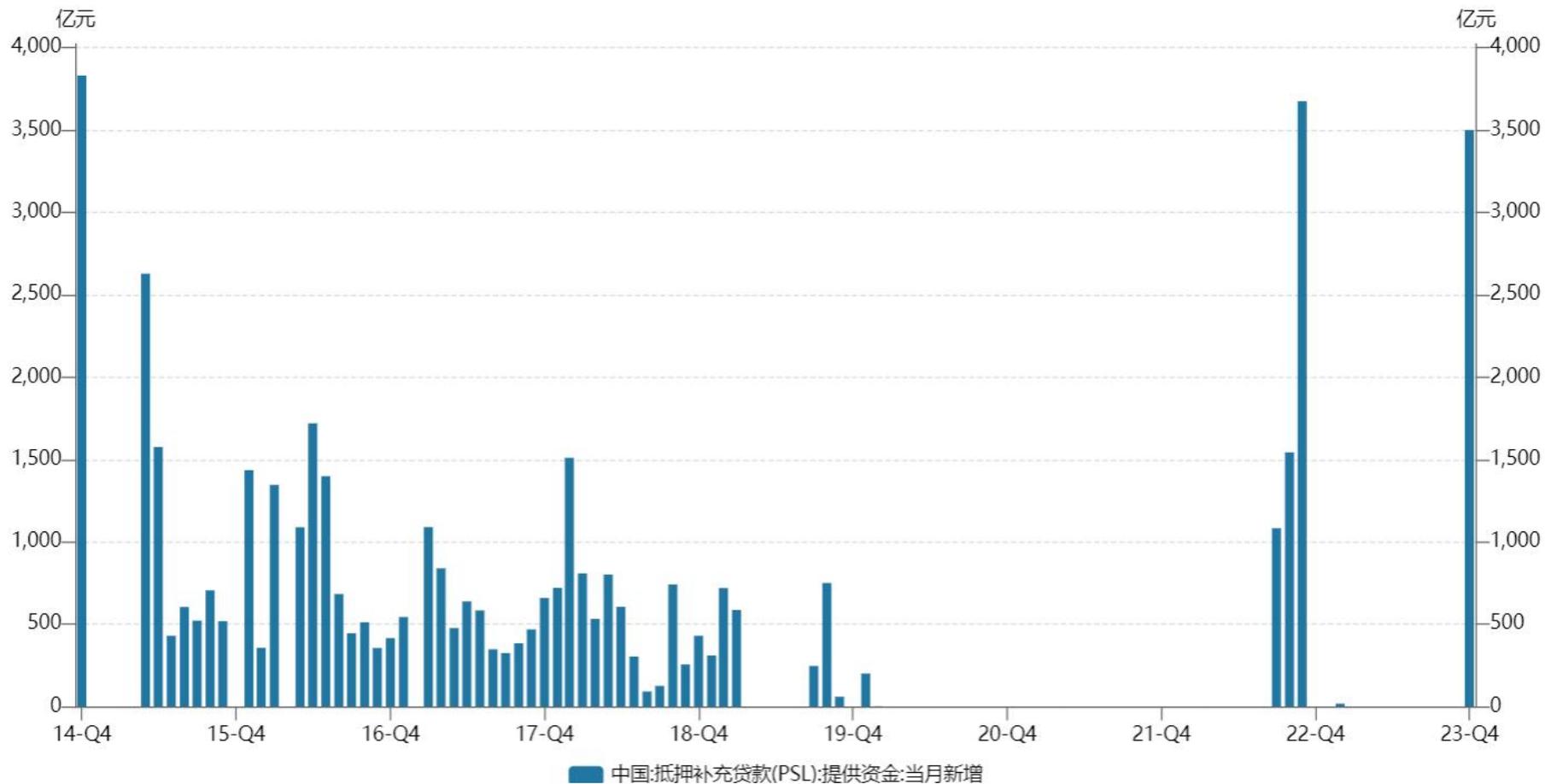
## 12月猪肉价格保持在较低位置

- 12月份猪肉批发价格在20元/公斤附近波动，生猪活跃合约2403的期货价格月中一度反弹，但未能持续，全月走势冲高回落，从期货价格看2024年一季度猪肉价格可能持续在较低位置。



## 12月三家政策性银行净新增抵押补充贷款3500亿元

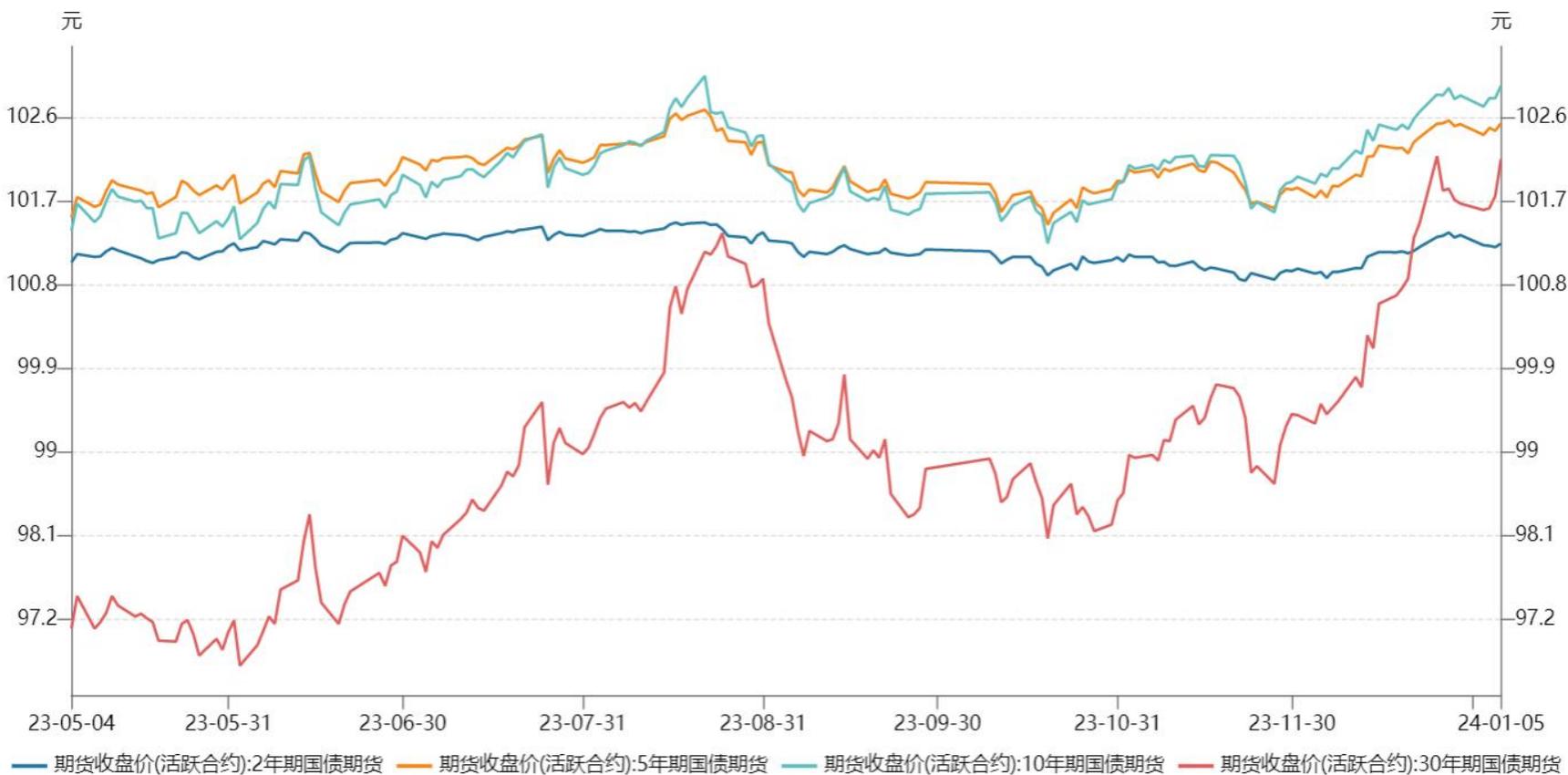
- 1月2日央行发布数据，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款3500亿元。整个2023年抵押补充贷款在12月之前只有2月份增加了17亿元。抵押补充贷款是2014年央行支持棚改的重要投放渠道，上个月央行曾表示将为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，12月份新增抵押补充贷款大部分可能投向了“三大工程”。



# Part 2 国债期货上期复盘和本期分析

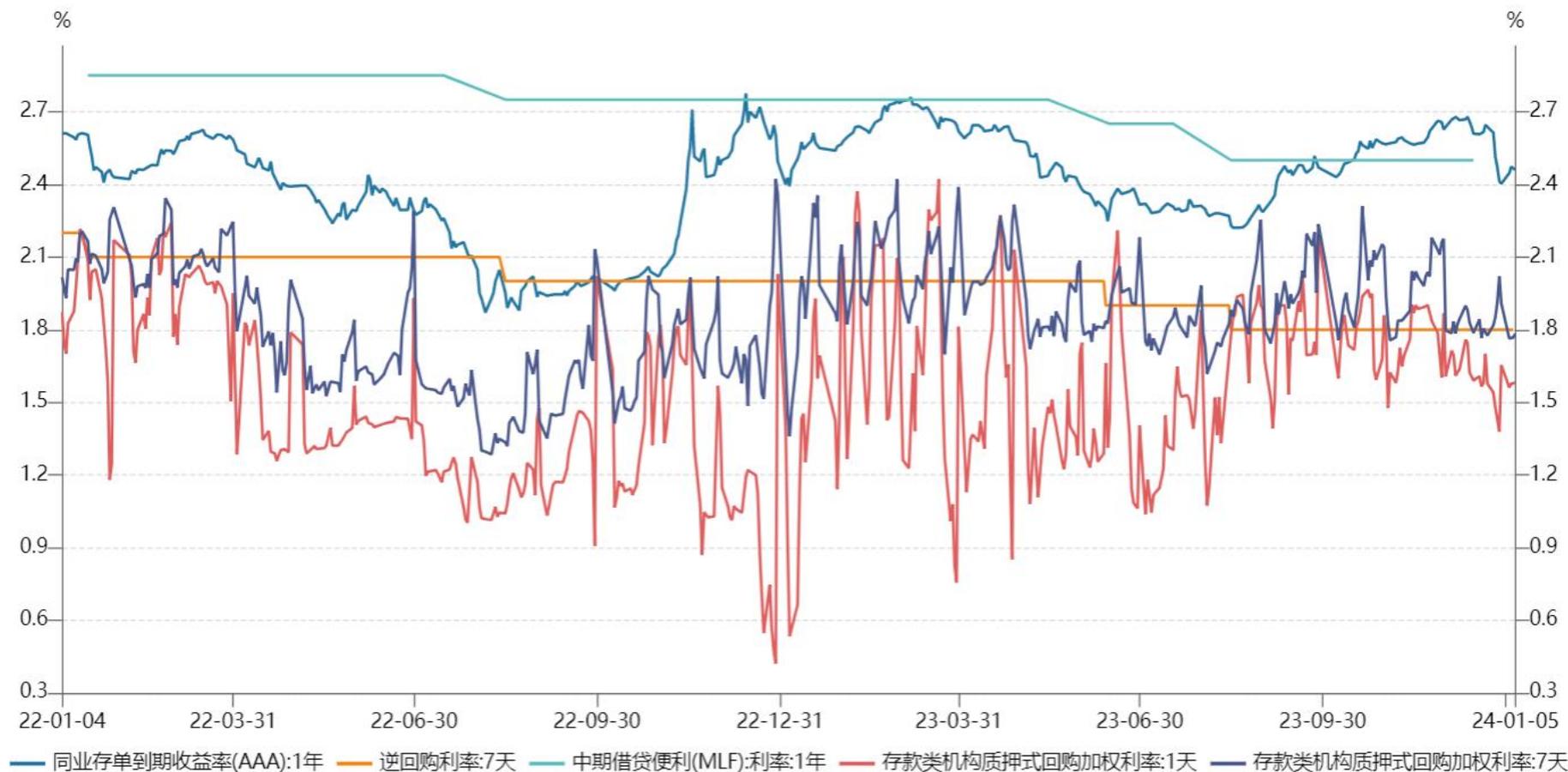
## 国债期货盘面回顾

- 12月国债期货价格总体表现为单边上涨。12月三家政策性银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500亿元信息披露后，国债期货价格仅短暂下行，然后拐头向上，保持了强势。



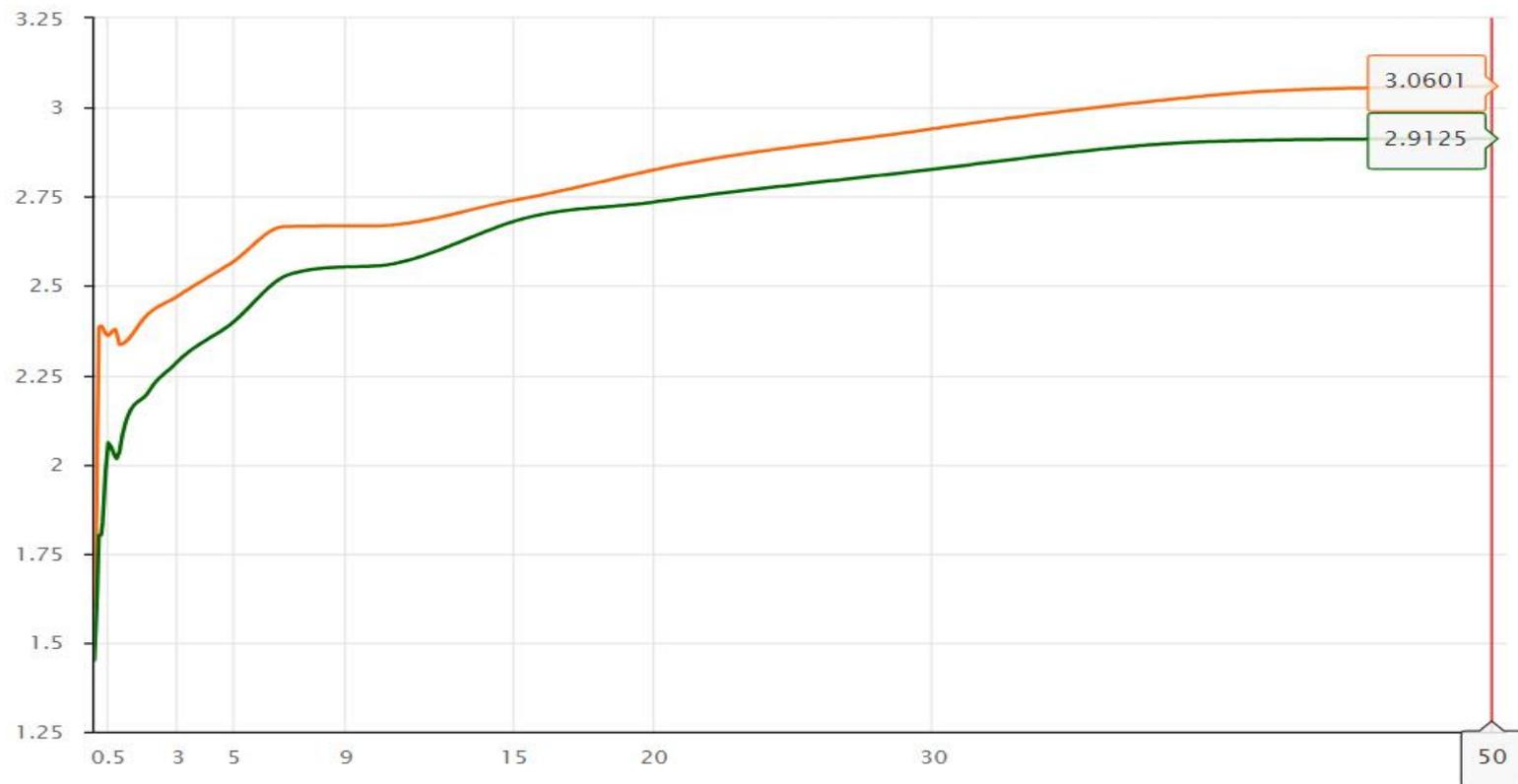
## 12月资金市场流动性总体宽松

- 12月15日央行公开市场开展14500亿元1年期中期借贷便利(MLF)操作，中标利率与上月持平，当月有6500亿元1年期MLF到期，12月MLF央行继续大幅超额等价续作，通过MLF净投放8000亿元。
- 12月20日贷款市场报价利率(LPR)为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.2%，连续四个月“按兵不动”。
- 12月资金市场流动性总体宽松，DR007多数时间围绕1.8%的政策利率波动，全月中位数1.82%，DR001在1.8%以下，全月中位数1.61%。并且之前几个月连续上升的同业存单利率，在12月也出现明显下滑，1年期同业存单利率从11月末的2.63%回落到12月末的2.40%。跨年之后，资金市场保持宽松。



## 国债现券到期收益率曲线变动

►12月末国债现券到期收益率曲线与11月末相比表现为整体平行下移，中短期国债收益率下行更多一些。（依据中债国债到期收益率曲线）



颜色	日期	待偿期(年)	收益率(%)
■	2023-11-30	50.0	3.0601
■	2023-12-29	50.0	2.9125

## 国债期货行情预判

- 短期：震荡
- 中期：1月5日央行工作会议提出2024年要确保社会融资规模全年可持续较快增长，价格上，兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。12月28日货币政策委员会第四季度例会指出，要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，促进物价低位回升，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。央行货币政策的总基调是宽信用和宽货币，可能的降息的时机和幅度还需要兼顾汇率。在两会召开前的这一段时间，我们预期国债期货价格中性略多。
- 操作策略：交易型投资波段操作。

# Part 3 风险提示

### 3 风险提示

- 宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。

## 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。