



国债收益率下破 2%，进一步下行仍存阻力

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024 年中期宏观经济展望:

虚云散尽见真章, 厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望: 行稳
方致远, 温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望: 内
生动能亟待改善, 政策加码
正当时

宏观专题: 透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 10年期国债收益率跌破2%，进一步下行仍存阻力

12月2日10年期国债收益率下行突破2%关口，创下2002年4月以来新低，至12月5日，该收益率更是一度向下突破1.95%。我们认为近期债市变动是多重因素交织影响的结果：

首先，本周债市持续走强主要或受11月29日市场利率定价自律机制发布的两份优化非银同业存款利率条款文件所影响，文件提及定期存款提前支取利率原则上不应高于存款准备金利率，这引发了市场对于未来高息资产短缺的担忧，促使部分资金溢出到债市。

其次，临近年底，机构投资者的配置需求显著增强，年底保险资金、银行理财等机构为“开门红”提前储备资产，配置力量增强。同时，从供给端来看，年内地方债置换发行已过半，债券供给压力有所减轻，供求再平衡也为国债收益率的下降提供了空间。

展望未来，我们判断年前利率可能进入相对震荡期，而非快速下降：

第一，年内基本面改善进度及年终政策落地力度仍是决定利率走向的关键因素，长端收益率的持续有效向下突破可能需要更多宏观因素催化；

第二，12月2日四家农商行违规操作影响债券价格的自律调查结果公布，以及12月3日央行下发开展国债收益率突破2%的快速调研通知，均透露出监管部门对利率水平合理性的高度关注，这在一定程度上限制了利率的进一步下行空间；

第三，本周长端利率下行可能部分受到交易型机构在重要会议召开前抢跑的影响，这可能导致年末配置机构发力时利率下行空间受限。

因此综合来看，长端收益率在触及关键点位后，市场犹疑情绪放大，进一步下行仍存阻力。12月中上旬会议结束政策导向逐步明朗及经济数据证实基本面改善进度以前，预计10年期国债收益率大概率会在1.95%-2%的区间震荡。

1.2 人民币汇率或呈现宽幅波动

12月3日美元兑离岸人民币一度升破7.31，创下去年11月初以来新高，主要由于两个原因：

首先是美元指数出现大幅上扬，带动人民币被动贬值。12月2日美元指数站上106关口，盘中上涨超过0.5%。这一方面是由于法国近期政坛震荡加剧，美元兑欧元汇率上涨；另一方面是由于特朗普相关政策令美国通胀压力回升概率增加，或迫使美联储不得不放缓降息节奏，从而驱动美元走强。

其次，美债收益率维持在高位区间，同时12月2日中债收益率大幅下行，中美利差扩大给人民币带来一定贬值压力。

但自12月4日起美元兑离岸人民币有所回落，或主因美国近日公布的经济数据不理想，不利于美元指数上涨，从而强化人民币升势：一方面，美国劳动力市场较为疲软，11月ADP就业增长人数略低于市场预期，11月30日当周初请失业金人数达10月19日以来新高，美国10月挑战者企业裁员人数连续第6个月高于2023年同期；另一方面，美国11月服务业PMI录得52.1，扩张势头有所放缓。

预计短期人民币汇率仍面临一定压力：第一，特朗普对中国加征关税将增加人民币贬值预期；第二，中美利差大概率仍维持倒挂，从利差角度降低人民币计价资产的吸引力。

从长期来看，决定人民币汇率走势的根本因素仍在“内因”，即国内一揽子增量政策在稳增长方面的具体效果才是决定人民币汇率强度的关键，预计伴随政策效应逐步显现和四季度经济增长动能改善，后续人民币有望获得一定支撑。

综合来看，我们认为基准情形下，12月较难看到美元兑人民币汇率趋势性的大幅上升，人民币汇率大概率会呈现宽幅波动状态。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行决定自统计 2025 年 1 月份数据起, 启用新修订的狭义货币 (M1) 统计口径。修订后的 M1 包括: 流通中货币 (M0)、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。此次 M1 统计口径修订, 是在现行 M1 的基础上, 进一步纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。 ● 本周货币投放: 本周, 中国央行共开展 3541 亿元逆回购操作, 因本周共有 14862 亿元逆回购操作到期, 因此本周全口径实现净回笼 11321 亿元。
财政	<ul style="list-style-type: none"> ● 地方政府专项债项目审核权或试点下放至省级, 12 省份有望落地。地方政府专项债券项目审核自主权试点或将推开, 拟落地浙江、山东等 12 个省份, 待正式文件下发后进入实操。此前国家发改委副主任刘苏社 10 月 8 日在国新办发布会上介绍了一系列正在研究的完善地方政府专项债管理新举措, 并称要尽快出台, 其中就包括“研究开展项目审核自主权试点”。
资本市场	<ul style="list-style-type: none"> ● 监管调整回购增持专项贷细则, 融资比例从最高 70% 提升到 90%。针对股票回购增持专项贷款, 监管部门在前期执行的基础上, 进一步优化了相关细则, 以更好推动这一政策的落地。主要调整如下: (1) 回购增持贷款的融资比例最高为 90%, 业务期限最长 3 年, 而此前最高比例为 70%。(2) 对所有已正式公告回购增持计划的上市公司及重要股东, 均可开展回购增持贷款。前期关于 9 月 24 日前公告不得发放贷款的要求作废。 ● 激励过度致交易行为扭曲, 江苏 4 家农商行被通报。通报称, 近期交易商协会已查实常熟农商行、江南农商行、昆山农商行、苏州农商行债券交易内控管理不健全, 对交易员激励过度, 导致部分交易员交易行为扭曲, 通过集中资金优势连续买卖、自买自卖和频繁报价撤价诱导交易等方式影响债券价格, 部分交易涉及利益输送。
景气水平	<ul style="list-style-type: none"> ● 据财新: 11 月财新中国制造业采购经理指数 (PMI) 录得 51.5, 高于 10 月 1.2 个百分点, 已连续两个月位于扩张区间。从分项数据看, 制造业供需双双加速扩张。11 月制造业生产指数、新订单指数分别在扩张区间升至 2024 年 7 月来、2023 年 3 月来最高。 ● 11 月财新中国服务业 PMI 降至 51.5。12 月 4 日公布的 11 月财新中国通用服务业经营活动指数 (服务业 PMI) 录得 51.5, 较 10 月下降 0.5 个百分点, 仍高于临界点, 显示服务业经营活动扩张速度小幅放缓。中国 11 月财新综合 PMI 52.3, 高于前值 51.9。
消费	<ul style="list-style-type: none"> ● 乘联分会: 初步统计 11 月乘用车市场零售辆数同比增长 18%, 较上月同期增长 8%, 今年以来累计零售辆数同比增长 5%。
投资	<ul style="list-style-type: none"> ● 国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策, 推动中央企业创业投资基金高质量发展, 重点投早、投小、投长期、投硬科技。着力加大创新资本投入, 募集更多资金投向硬科技。
房地产	<ul style="list-style-type: none"> ● 中指研究院: 11 月百城二手住宅平均价格环比下跌 0.57%, 跌幅较 10 月收窄 0.03 个百分点。11 月, 住房租赁市场持续处于淡季, 需求保持相对低位, 重点城市平均租金环比小幅下跌。 ● 中指研究院: 11 月房地产企业债券融资总额同比增长 9.0%, 上年低基数影响下连续三月为正, 环比增长 66.6%。行业债券融资平均利率为 2.73%, 同比下降 0.85 个百分点, 环比下降 0.25

个百分点。2024年1-11月，房地产行业债券融资总额同比下降24.0%，降幅较上月有所收窄。

- **住房交易税收优惠政策实施5日，36.4万户购房家庭累计减免契税84亿元。**政策实施后，个人购买住房享受1%契税最低优惠税率的家庭比例，达到全部受惠家庭的92.4%，较政策实施前提高了17.4个百分点。

进出口

- **中国多家行业协会齐回应美半导体出口管制措施，呼吁中企审慎采购美国芯片。**针对美国公布的最新半导体出口管制措施，来自半导体、通信、汽车、互联网领域的多家中国行业协会周二发布声明，呼吁国内企业审慎选择采购美国芯片，并称美国频繁调整管制规则已经动摇行业对于美国芯片产品的信心。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2: 海外重点事件表

美国

- **鲍威尔称美联储可以更加谨慎一些。**美联储主席鲍威尔 12 月 4 日表示, 目前的经济强于美联储 9 月开始降息时的预期, 并似乎发出了支持未来放缓降息步伐的信号。“美国经济状况非常好, 没有理由不继续保持下去... 劳动力市场的下行风险似乎减少了, 经济增长肯定比我们想象的要强劲, 通胀率也略高,” 鲍威尔说: “所以好消息是, 在我们试图找到中性水准的时候, 我们可以更加谨慎一些。”
- **美国 11 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.4, 为 2024 年 6 月以来新高。**
- **美国服务业 PMI 温和扩张, 势头放缓但仍保持积极。**美国 11 月份服务业 PMI 为 52.1, 比 10 月份的 56 低 3.9, 该指数今年第九次处于扩张区间。
- **11 月 ADP 就业增长稳健, 飓风和罢工未改整体趋势。**11 月 ADP 就业人数增长几乎完全符合预期, 增加 14.6 万人, 而市场预期为 15 万人。在飓风和罢工导致劳工统计局对私营部门就业增长的估计降至 2020 年以来首次出现负增长 (-2.8 万个) 的背景下, 这仍显示出潜在的经济实力。
- **美国至 11 月 30 日当周初请失业金人数录得 22.4 万人, 为 2024 年 10 月 19 日当周以来新高。**
- **美国挑战者企业裁员数据进一步确认劳动力市场疲软。**美国 11 月挑战者企业裁员人数比去年同期增加了约 27%, 这是 2024 年连续第六个月裁员人数高于 2023 年同期。
- **美国 10 月职位空缺稳固增加, 裁员人数降幅为一年半以来最大。**美国劳工部公布的职位空缺和劳动力流动调查 (JOLTS) 显示, 10 月职位空缺增加 37.2 万个, 至 774.4 万个, 好于路透调查预期的 747.5 万个。裁员人数下降 16.9 万, 降幅为 2023 年 4 月以来最大, 暗示就业市场继续有序放缓。但联邦政府的空缺职位减少了 2.6 万个。职位空缺率从 9 月份的 4.4% 上升至 4.6%。
- **美拟对东南亚四国光伏产品征收最高约 271% 反倾销税。**根据美国商务部经调查作出的初步裁定, 拟征收的反倾销税涉及从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南进口的晶体硅光伏电池及其模块。美国太阳能电池和模块主要从上述国家进口, 约占美国此类产品进口的八成。

欧洲

- **欧元区 11 月制造业活动大幅下滑, PMI 显示前景黯淡。**欧元区 11 月制造业 PMI 终值降至 45.2, 与初步预估持平, 且进一步低于荣枯线 50。10 月份该指数为 46, 整体指数自 2022 年年中以来一直低于 50。
- **欧元区 11 月商业活动大幅下滑, 因占主导地位的服务业加入制造业的萎缩行列。**欧元区 11 月综合 PMI 终值从 10 月的 50.0 降至 11 月的 48.3, 远低于 50 的荣枯线。11 月服务业 PMI 终值录得 49.5, 自今年 1 月以来首次出现萎缩。
- **法国议会通过不信任动议推翻巴尼耶政府, 马克龙表示将在未来几天内任命新总理人选。**当地时间 12 月 4 日, 法国国民议会投票通过了针对现任政府的不信任动议。12 月 5 日法国总理巴尼耶在不信任投票后递交了辞呈, 马克龙表示, 他于当天接受了总理巴尼耶的请辞, 新总理人选将在未来几天之内公布。

日本

- **日本央行总裁植田和男称通胀数据是决定加息行动的关键。**日本央行总裁植田和男透露，央行是否加息将取决于关键的经济指标，尤其是薪资和通胀数据。植田还强调，如果日元在日本年通胀率超过 2% 的目标后继续贬值，可能会对央行的经济预测构成潜在威胁。

地缘政治

- **泽连斯基：准备结束冲突，以换取北约成员资格。**据天空新闻：乌克兰总统泽连斯基表示，他准备结束俄乌冲突，以换取北约成员资格，即使俄罗斯不立即归还其控制的土地。
- **韩国在野党正式提交总统弹劾案。**当地时间今天 14 时 40 分（北京时间今天 13 时 40 分），韩国政坛 6 个在野党联合提起尹锡悦总统弹劾案，并递交国会。据悉，弹劾案明日会正式向国会报告，预计本月 6-7 日将投票表决。如果弹劾案在韩国国会获得通过，法案将送交韩国宪法法院进行最终裁决。如果宪法法院裁定通过，韩国总统尹锡悦将即刻遭弹劾停职。

能源

- **欧佩克+代表表示，欧佩克+决定将每日 200 万桶的集体减产计划延长 1 年，至 2026 年底。**

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3：下周重点

12.09 星期一	9: 30 中国 11 月 CPI 同比
	9: 30 中国 11 月 PPI 同比
	(待定) 中国 11 月今年社会融资规模增量(亿元)
	(待定) 中国 11 月今年新增人民币贷款(亿元)
	(待定) 中国 11 月 M0/M1/M2 货币供应同比
12.10 星期二	(待定) 中国 11 月进出口同比
12.11 星期三	21: 30 美国 11 月 CPI 及核心 CPI 同环比
12.12 星期四	21: 15 欧洲央行公布利率决议
	21: 30 美国 12 月 7 日当周首次申请失业救济人数(万人)
	21: 30 美国 11 月 PPI 及核心 PPI 同环比
12.13 星期五	(暂无)

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600