

# 美元指数和美债利率 出现分歧

华泰期货研究院 2024年11月29日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

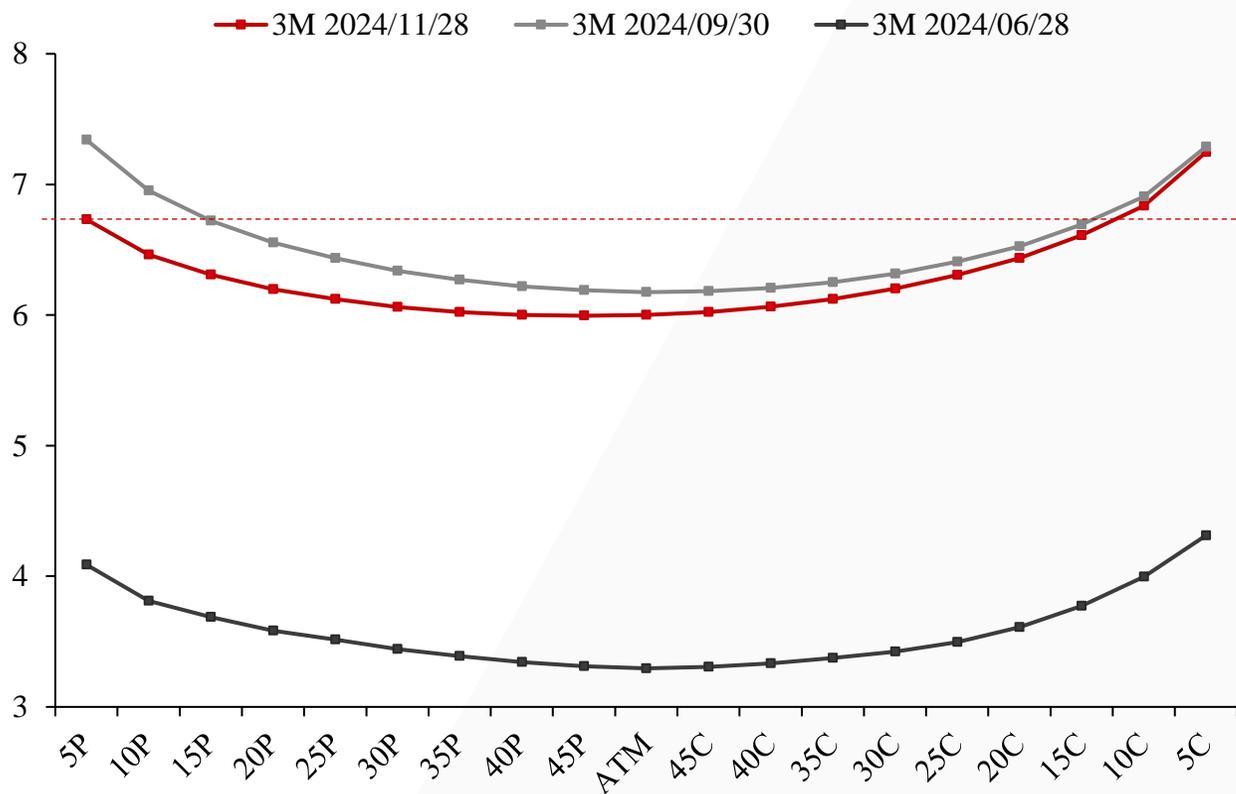


# — 量价和政策信号 —

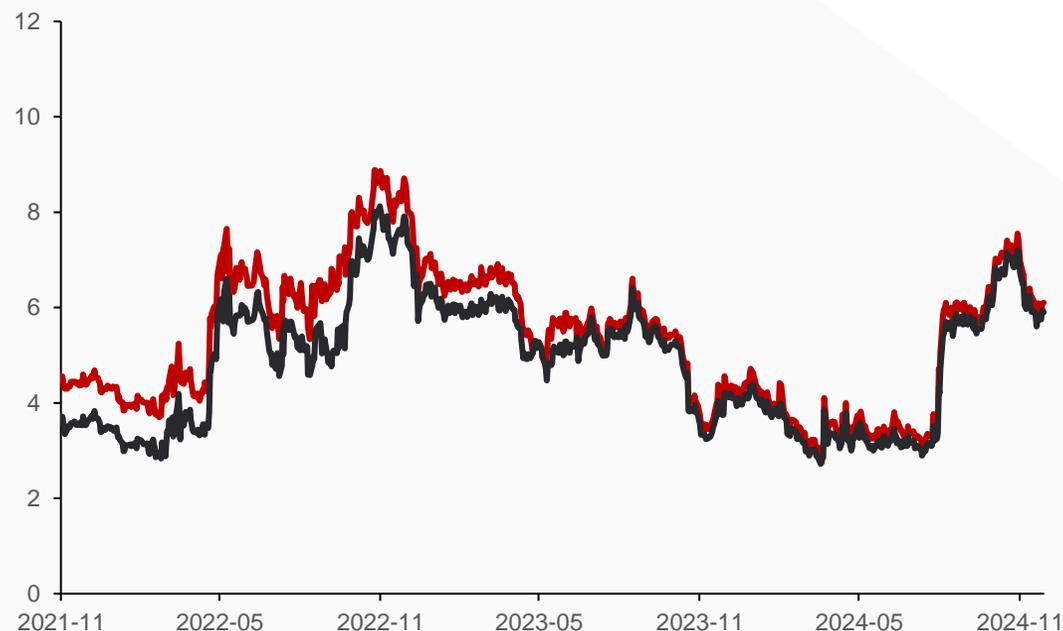
# 【量价观察】：美元兑人民币处于宽幅波动阶段

- ◆ 3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出美元的升值趋势。具体来看，Call端斜率变陡。
- ◆ 美元兑人民币期权波动率下降，市场对美元兑人民币未来波动性的预期减弱

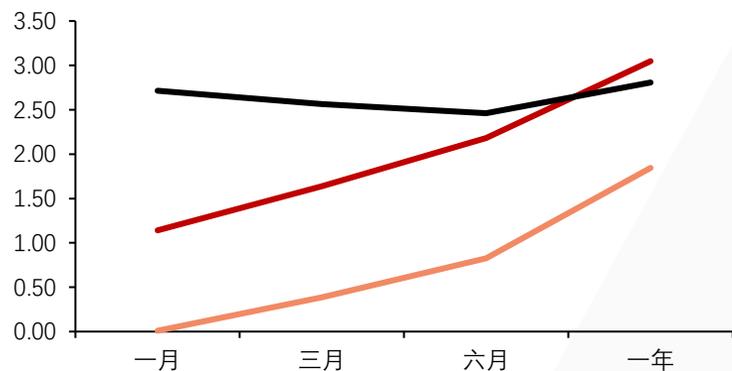
### 美元兑人民币期权隐含波动率



### Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率

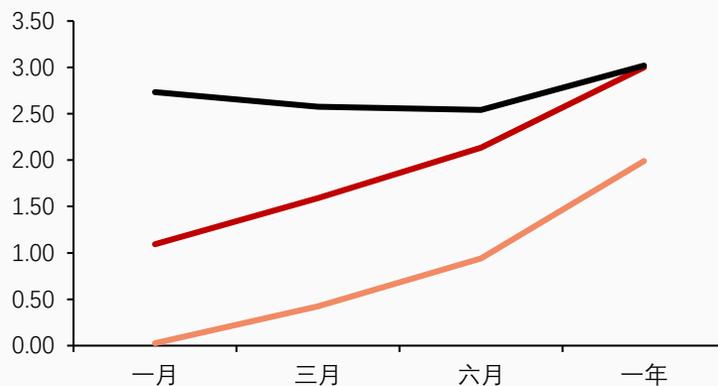


## 20241128 (%)



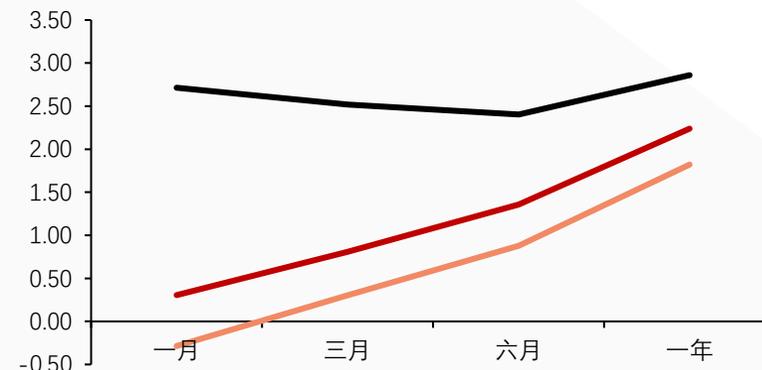
— 本周美元兑人民币新所升贴水   
 — 本周USDCNY NDF 升贴水  
— 本周美中利差

## 20241121 (%)



— 上周美元兑人民币新所升贴水   
 — 上周USDCNY NDF 升贴水  
— 上周中美利差

## 20241029 (%)



— 上月美元兑人民币新所升贴水   
 — 上月USDCNY NDF 升贴水  
— 上月美中利差

# 【政策观察】：逆周期因子观察

- ◆ 政策逆周期有启动的迹象，近期波动率大于5%。
- ◆ 离岸在岸人民币利差开始有扩大迹象。

### 人民币汇率中间价逆周期因子



### 离岸在岸人民币利差



- ◆ **特朗普：**《美国优先》（Make America Great Again）——“对内减税+贸易保护+打击移民”；
- ◆ **“大选交易”：**特朗普：推升通胀、强美元、利好黄金。

## 特朗普

|         |  |
|---------|--|
| 税收      | <b>继续推进大规模减税：</b><br>推动《减税和就业法案》中的“落日条款”实现永久化<br>取消小费税，并降低美国的总体税收<br>延长个税法案期限，并将进一步调降企业所得税至15%   |
| 贸易      | <b>采取一系列贸易保护主义措施：</b><br>向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税”<br>将对进入美国的商品征收10%的基准关税，同时对中国征收60%或更高的额外关税，针对某些地区或行业还会征收“特定税”，如对产自墨西哥的中国汽车加征100%关税等。<br>反对跨太平洋伙伴关系协定（TPP），加强与加拿大、墨西哥的贸易合作，推出“美墨加协定”以增强供应链韧性。 |
| 基础建设    | <b>支持基础设施建设，但暂无明确支出计划：</b><br>放在道路、桥梁、海港等交通领域的基础设施修缮上。他计划修缮美国境内1/5的道路和超过4.5万个状态不佳的桥梁，并强调资金应真正用于相关领域，而非被用于社会福利支出。   |
| 环境与能源   | <b>回归传统化石能源：</b><br>鼓励新的石油开采和天然气钻探，支持传统能源；<br>退出《巴黎气候协定》，但支持国内能源生产以满足AI等行业的电力需求。   |
| 美国制造    | <b>重点更多放在传统能源和低端制造业上</b><br>取缔工人竞业协议并承认州外专业执照，促进劳动力流动<br>严格要求把关键的供应链带回美国，购买美国货、雇用美国人，杜绝外包，让美国成为制造业超级大国。  |
| 美元与汇率   | <b>主动压低美元以提振出口：</b><br>压低美元汇率，以增加出口，并改善美国贸易赤字。他认为美元贬值会使美国制造的产品相对便宜，从而有利于出口。  |
| 移民与边境安全 | <b>或推出“史上最严苛移民政策”：</b><br>采取了强硬的移民政策，包括修建边境墙、限制难民入境、打击非法移民等。<br>审查各种移民渠道以及可能暂停或终止某些移民福利。   |
| 外交方面    | <b>坚持美国优先，较为强硬：</b><br>要求实现对等贸易，提高美国外交地位，重塑美国军事力量，其外交政策较为强硬，强调美国优先，对传统盟友也采取了较为强硬的态度。<br>会力促 <b>俄乌战争尽快结束</b> ，利用经济杠杆影响他国。   |
| 其他政策    | 保留持枪权利<br>反对堕胎<br>主张通过市场竞争降低医保成本<br>减少对教育的联邦干预，将教育权力归还给州和地方政府。   |

# 【宏观】特朗普2.0推行

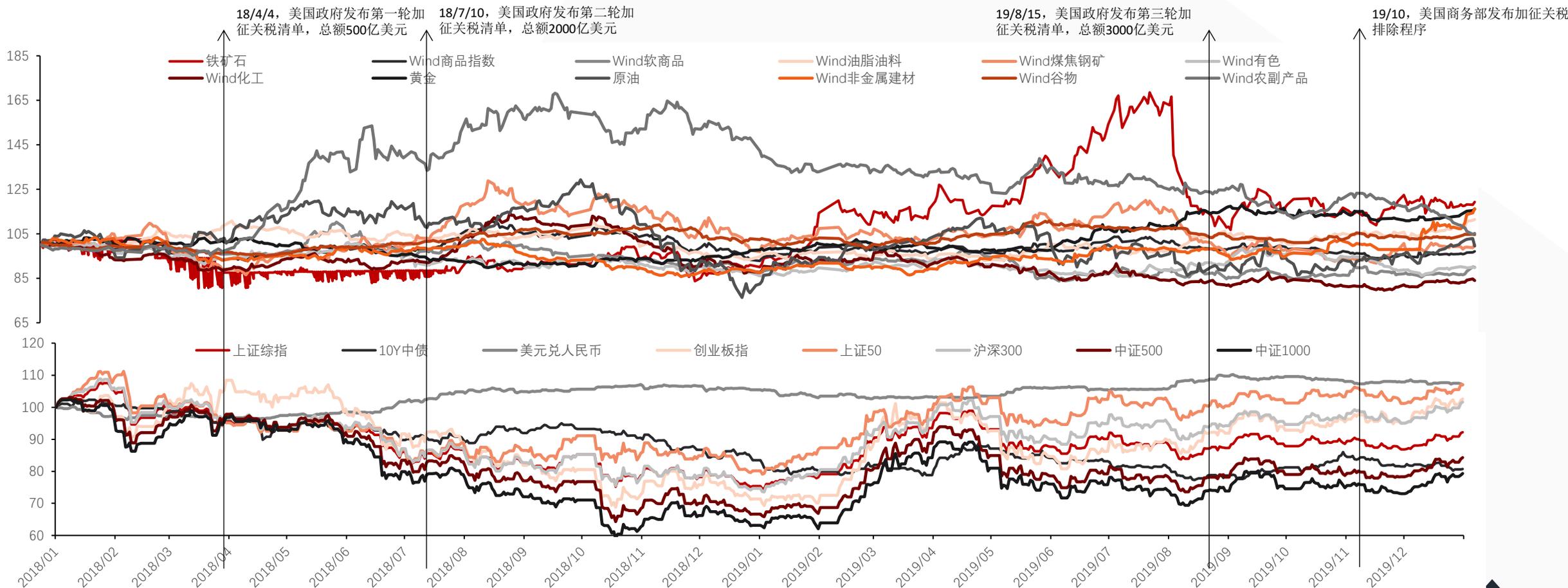
- ◆ **最新变化：**加征关税不及预期，推升通胀不及预期；
- ◆ **执政目标：**一、政府重新洗牌，降低政府开支，留下政治遗产；二、兑现选举承诺，为后继者铺路？——打击非法移民，优先度或较高，能够提升底层民众收入、就业岗位、降低犯罪率和通胀；其次是对内减税，实现难度高；三、对外加征关税+结束战争。对外加税只是手段，目前仍是获利。
- ◆ **对内优先级高，对外优先级低。**

| 内阁成员职务    | 提名人名                             | 主张/历史政绩  |
|-----------|----------------------------------|--|
| 国防部长      | 皮特 海格塞斯 (Pete Hegseth)           | <b>加强军事投入：</b> 主张通过保持和增强美国军事力量来保护国家利益，认为强大的军事实力是确保国际地位的核心； <b>对伊朗采取强硬政策：</b> 支持加大对伊朗的经济制裁和军事威慑，甚至包括对伊朗本土的直接军事打击，强调伊朗对美国国家安全的威胁； <b>中美军事关系谨慎处理：</b> 主张采取措施遏制中国的军事和经济影响力。尽管持对抗性思维，但认识到中美军事沟通的重要性，强调通过保持对话和沟通渠道避免误判或冲突升级。   |
| 国务卿       | 马可 鲁比奥 (Marco Rubio)             | <b>紧缩财政：</b> 减少政府开支，推动减税； <b>反对医保：</b> 废除奥巴马医疗法案，倡导市场医疗；； <b>教育自主：</b> 支持学校选择，反对统一教育标准； <b>社会保守：</b> 反对堕胎，捍卫传统家庭价值； <b>强势国防：</b> 增加军费，主张强硬外交； <b>针锋古巴：</b> 严厉批评古巴政权，支持经济制裁； <b>严控移民：</b> 主张收紧边境，反对非法移民； <b>坚挺以色列：</b> 大力支持以色列，加强双边关系； <b>警惕中国：</b> 对中国经济和人权持批评态度。  |
| 财政部长      | 斯科特 贝森特 (Scott Bessent)          | <b>“3-3-3”政策，即到2028年将预算赤字降至GDP的3%、通过放松管制实现3%的GDP增长、每日增产300万桶石油或等量能源。</b><br><b>控赤字：</b> 2028年前将赤字控制在GDP 3%以下，比特朗普时期更严格； <b>促增长：</b> 通过减管制、扩能源、控通胀，力争GDP增长3%； <b>减税松绑：</b> 延长减税法案，取消加班费等税收，激发经济活力； <b>关税策略：</b> 谨慎使用关税作为财政和谈判工具，避免经济冲击； <b>能源扩产：</b> 日增300万桶油当量，拉动经济同时降低对外依赖； <b>拥抱加密货币：</b> 视加密货币为不可逆转经济趋势，持开放态度 |
| 内政部长      | 道格 伯格姆 (Doug Burgum)             | <b>削减地方财产税和州所得税；</b> 强调经济、能源和国家安全。   |
| 农业部长      | 布鲁克 罗林斯 (Brooke Rollins)         | <b>自由市场，减少政府干预，鼓励创新和竞争；</b> 农业需通过技术创新和市场驱动来提升竞争力   |
| 商务部长      | 霍华德 卢特尼克 (Howard Lutnick)        | <b>支持关税政策；</b> 减免国内所得税；支持加密货币  |
| 司法部长      | 帕姆 邦迪 (Pam Bondi)                | 从2011年至2019年，邦迪担任了佛罗里达州的总检察长一职，她是该州首位女性总检察长。在她的任期内，她致力于控制移民问题和对抗阿片类药物的过度使用。  |
| 劳工部长      | 洛丽 查韦斯-德雷默 (Lori Chavez-DeRemer) | <b>支持工人、保障工会权益；</b> 维护教育投入；促进公共服务  |
| 住房和城市发展部长 | 斯科特 特纳 (Scott Turner)            | <b>推动私人投资；</b> 城市发展与经济振兴；改善住房负担能力；延续成功政策   |
| 交通部长      | 肖恩 达菲 (Sean Duffy)               | 曾推动了明尼苏达州历史上最大规模的道路和桥梁建设项目。此外，作为众议院金融服务委员会成员，他致力于促进财政责任、经济增长和农村发展，同时提倡政府项目的透明度和问责制。  |
| 能源部长      | 克里斯·赖特 (Chris Wright)            | <b>支持传统能源；</b> 反对新能源优先政策；气候变化怀疑论   |
| 其他        |                                  |  |
| 政府效率部     | 马斯克、拉马斯瓦米                        | 以拆除政府官僚机构，减少多余的监管，削减浪费的开支，并重组联邦机构。<br>马斯克：削减2万亿联邦开支。<br>为2026/7/4，美国建国250周年献礼。   |
| 加征关税      |                                  | 特朗普：作为我第一批行政命令之一，我将签署所有必要文件，对从墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%的额外关税，对从中国进入美国的所有产品征收10%的额外关税。  |
| 非法移民      |                                  | 特朗普政府准备宣布进入紧急状态，然后动用美国军方的力量，通过大规模驱逐计划来解决非法移民问题。  |

# 【事件】以史为鉴

- ◆ 复盘上轮特朗普加征关税；1、人民币、A股承压，人民币三轮加征最大贬值约8%；2、商品中，受最直接影响的铁矿石和有色，最大跌幅在19.5%和14.4%，Wind商品整体最大跌幅在7.7%，在两轮加征后，国内的稳增长政策出台刺激下，前期领跌品种再度企稳回升；
- ◆ 总的来看，本次加征关税影响较小，一、规模小，二、国内目前留有较大的稳增长政策空间，三、更多是为大选造势。后续警惕两大风险：1、带来外溢风险，其他国家尤其是欧盟跟进加征关税；2、对加征商品溯源。

## 特朗普加征关税复盘





# — 基本面及观点 —

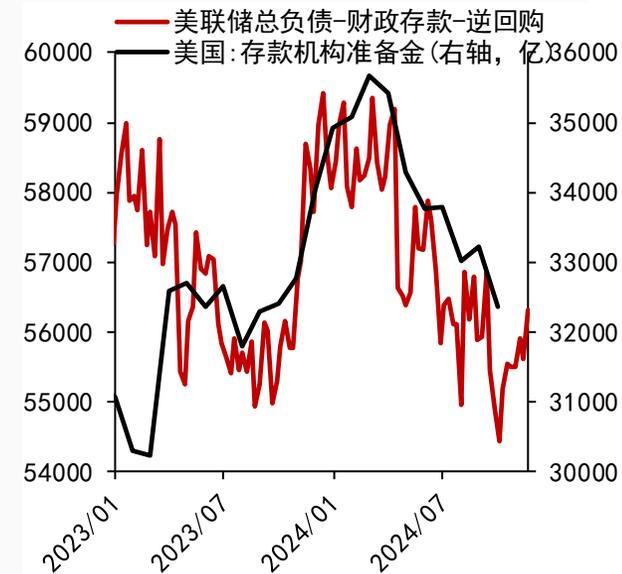


# 降息和流动性

- ◆ 美联储到2025年10月降息计价72bp，欧洲央行计价降息接近美联储的两倍；
- ◆ 10Y利率回落，牛陡下，10Y、2Y利率同步走高，3个月利率回落；
- ◆ 美联储逆回购余额录得2381亿美元，9月存款准备金余额下降843亿。



|      | 2024年 |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    | 2023年 |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 最新值 | 12M变化 | 衍生品25年10月变动计价 |          |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|----|----|----|----|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|-----|-------|---------------|----------|
|      | 11月   | 10月  | 9月   | 8月   | 7月   | 6月   | 5月   | 4月 | 3月 | 2月 | 1月 | 12月   | 11月 | 10月 | 9月  | 8月  | 7月  | 6月  | 5月  | 4月  | 3月 | 2月  |     |       |               | 1月       |
| 美国   | -0.3  |      | -0.5 |      |      |      |      |    |    |    |    | 0.3   |     | 0.3 |     | 0.3 |     | 0.3 |     | 0.3 |    | 0.3 |     | 4.75  | -0.75         | -72bp    |
| 欧元区  |       | -0.3 | -0.6 |      |      | -0.3 |      |    |    |    |    |       |     |     | 0.3 | 0.3 |     | 0.3 |     | 0.3 |    | 0.5 | 0.5 | 3.4   | -1.1          | -139.8bp |
| 日本   |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     |     | 0.25  | 0.35          | +42.6bp  |
| 英国   | -0.3  |      |      |      | -0.3 |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     | 0.3 |     | 0.5 |     | 0.3 |    | 0.3 | 0.5 | 4.75  | -0.5          |          |
| 加拿大  |       | -0.5 | -0.3 |      |      | -0.3 | -0.3 |    |    |    |    |       |     |     |     |     | 0.3 |     | 0.3 |     |    |     | 0.3 | 4     | -1.25         | -97.6bp  |
| 澳大利亚 |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       | 0.3 |     |     |     |     | 0.3 |     | 0.3 |    | 0.3 | 0.3 | 4.35  | 0             |          |
| 新西兰  | -0.5  | -0.5 |      |      | -0.3 |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     | 0.3 |     | 0.3 |    | 0.5 | 0.5 | 4.25  | -1.25         |          |
| 瑞典   |       | -0.3 | -0.3 |      |      |      | -0.3 |    |    |    |    |       |     |     |     | 0.3 |     | 0.3 |     | 0.5 |    | 0.5 | 0.5 | 3.25  | -0.75         |          |
| 瑞士   |       |      | -0.3 |      |      | -0.3 |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     | 0.3 |     |     |    | 0.5 |     | 1     | -0.75         |          |
| 挪威   |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     | 0.3 |    | 0.3 |     | 4.5   | 0.25          |          |
| 中国   |       | -0.3 |      |      |      |      | -0.1 |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     |     | 3.1   | -0.35         |          |
| 中国香港 | -0.3  |      | -0.5 |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    | 0.3 | 0.3 | 5     | -0.75         |          |
| 韩国   | -0.3  | -0.3 |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 3     | -0.5          |          |
| 印度   |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 6.5   | 0             |          |
| 印尼   |       |      | -0.3 |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 6     | 0             |          |
| 泰国   |       | -0.3 |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 2.25  | -0.25         |          |
| 马来西亚 |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 3     | 0             |          |
| 菲律宾  |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 6.5   | -0.5          |          |
| 巴西   | 0.5   |      | 0.3  |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 11.25 | -1            |          |
| 俄罗斯  |       | 2.0  | 1.0  |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 21    | 6             |          |
| 墨西哥  | -0.3  |      | -0.3 | -0.3 |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 10.25 | -1            |          |
| 土耳其  |       |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 50    | 10            |          |
| 南非   | -0.3  |      | -0.3 |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 7.75  | -0.5          |          |
| 智利   |       | -0.3 | -0.3 |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 5.25  | -3.75         |          |
| 阿根廷  | -5.0  |      |      |      |      |      |      |    |    |    |    |       |     |     |     |     |     |     |     |     |    |     | 0.3 | 35    | -98           |          |



# 【核心图表】美国经济：仍具韧性

- ◆ **就业：出现波动。**美国10月非农受短期因素影响，出现较大波动，失业率略微抬升
- ◆ **经济：维持韧性。**美国11月服务业和制造业PMI双双回升，制造业生产和新订单跌幅收窄，零售销售、财政支出回升；**通胀：回升；**

| 增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率) |        | 指标名称            | 单位 | 2024/11 | 2024/10 | 2024/09 | 2024/08 | 2024/07 | 2024/06 | 2024/05 | 2024/04 | 2024/03 | 2024/02 | 2024/01 | 2023/12 |
|--------------------------|--------|-----------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                          |        | GDP:不变价:同比      | %  |         |         | 2.66    |         |         | 3.04    |         |         | 2.90    |         |         | 3.20    |
| 投资                       | -9.0%  | Markit制造业PMI    | %  | 48.80   | 48.50   | 47.30   | 47.90   | 49.60   | 51.60   | 51.30   | 50.00   | 51.90   | 52.20   | 50.70   | 47.90   |
|                          |        | 全部制造业:新增订单:当月同比 | %  |         |         | -1.63   | 0.29    | 2.09    | -3.67   | 0.96    | 0.93    | 1.45    | 0.80    | -2.35   | 1.57    |
|                          |        | 成屋+新建住房销售       | 万套 |         | 396     | 456.8   | 458.9   | 468.6   | 457.2   | 478.2   | 487.6   | 490.3   | 502.3   | 466.4   | 453.4   |
| 就业                       |        | 新增非农就业人数        | 万人 |         | 1.20    | 25.40   | 14.20   | 11.40   | 20.60   | 27.20   | 17.50   | 30.30   | 27.50   | 35.30   | 21.60   |
|                          |        | 失业率 (色阶相反)      | %  |         | 4.10    | 4.10    | 4.20    | 4.30    | 4.10    | 4.00    | 3.90    | 3.80    | 3.90    | 3.70    | 3.70    |
|                          |        | 非农职位空缺数         | 万人 |         |         | 744.3   | 786.1   | 771.1   | 791     | 823     | 791.9   | 835.5   | 881.3   | 874.8   | 888.9   |
| 通胀                       |        | CPI:当月同比        | %  |         | 2.60    | 2.40    | 2.50    | 2.90    | 3.00    | 3.30    | 3.40    | 3.50    | 3.20    | 3.10    | 3.40    |
|                          |        | 核心CPI:当月同比      | %  |         | 3.30    | 3.30    | 3.20    | 3.20    | 3.30    | 3.40    | 3.60    | 3.80    | 3.80    | 3.90    | 3.90    |
| 消费                       | 59.2%  | 零售和食品服务销售额:同比   | %  |         | 4.62    | 0.23    | 2.09    | 4.29    | -0.10   | 3.12    | 3.82    | 2.16    | 6.25    | 1.55    | 4.01    |
|                          |        | Markit服务业PMI    | %  | 57.00   | 55.00   | 55.20   | 55.70   | 55.00   | 55.30   | 54.80   | 51.30   | 51.70   | 52.30   | 52.50   | 51.40   |
|                          |        | 个人可支配收入:同比      | %  |         |         | 5.29    | 5.48    | 5.76    | 5.67    | 5.76    | 5.85    | 5.95    | 6.01    | 6.38    | 7.49    |
|                          |        | 个人消费支出:同比       | %  |         |         | 5.25    | 5.32    | 5.37    | 5.36    | 5.47    | 5.18    | 5.63    | 4.75    | 4.51    | 6.37    |
| 财政                       | 27.4%  | 财政收入:同比         | %  |         | -19.00  | 12.73   | 8.27    | 19.63   | 11.46   | 5.26    | 21.56   | 6.01    | 3.44    | 6.71    | -5.63   |
|                          |        | 财政支出:同比         | %  |         | 24.30   | -27.56  | 254.16  | 15.53   | -16.85  | 22.44   | 22.57   | -17.79  | 8.17    | 2.71    | 3.47    |
| 净出口                      | -22.3% | 出口金额:同比         | %  |         |         | 2.41    | 4.91    | 4.94    | 5.66    | 3.95    | 4.52    | 1.47    | 5.03    | 0.48    | 2.92    |
|                          |        | 进口金额:同比         | %  |         |         | 8.78    | 7.49    | 8.43    | 7.09    | 6.04    | 4.17    | 3.60    | 3.42    | -0.71   | 0.48    |

美国  
经济  
热力  
图

# 【宏观】中国经济：关注高频数据

- ◆ 关注经济环比筑底的可能：稳增长政策开始在10月数据上有所体现——在补贴以及双十一提前的影响下，10月零售明显回升；
- ◆ 地产二手房销售、房价有所回升，基建投资增速回升。出口仍偏强。

| 增量的贡献（2023年对实际GDP同比） |        | 指标名称           | 单位 | 2024/10 | 2024/09 | 2024/08 | 2024/07 | 2024/06 | 2024/05 | 2024/04 | 2024/03 | 2024/02 | 2024/01 | 2023/12 | 2023/11 |
|----------------------|--------|----------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                      |        | GDP:不变价:当季同比   | %  |         | 4.6     |         | 4.7     |         | 5.3     |         | 5.2     |         | 5.2     |         |         |
| 净出口                  | -11.4% | 出口金额:累计同比      | %  | 5.1     | 4.3     | 4.6     | 4.0     | 3.5     | 2.5     | 1.2     | 1.1     | 6.7     | 7.8     | -4.7    | -5.3    |
|                      |        | 进口金额:累计同比      | %  | 1.7     | 2.2     | 2.4     | 2.8     | 2.1     | 3.0     | 3.3     | 1.6     | 3.6     | 15.5    | -5.5    | -6.1    |
| 投资                   | 28.90% | 固投:累计同比        | %  | 3.4     | 3.4     | 3.4     | 3.6     | 3.9     | 4.0     | 4.2     | 4.5     | 4.2     |         | 3.0     | 2.9     |
|                      |        | 地产投资:累计同比      | %  | -10.3   | -10.1   | -10.2   | -10.2   | -10.1   | -10.1   | -9.8    | -9.5    | -9.0    |         | -9.6    | -9.4    |
|                      |        | 制造业投资:累计同比     | %  | 9.3     | 9.2     | 9.1     | 9.3     | 9.5     | 9.6     | 9.7     | 9.9     | 9.4     |         | 6.5     | 6.3     |
|                      |        | 基建投资:累计同比      | %  | 9.4     | 9.3     | 7.9     | 8.1     | 7.7     | 6.7     | 7.8     | 8.8     | 9.0     |         | 8.2     | 8.0     |
|                      |        | 制造业PMI         | %  | 50.1    | 49.8    | 49.1    | 49.4    | 49.5    | 49.5    | 50.4    | 50.8    | 49.1    | 49.2    | 49      | 49.4    |
| 消费                   | 82.50% | 社会零售:累计同比      | %  | 3.5     | 3.3     | 3.4     | 3.5     | 3.7     | 4.1     | 4.1     | 4.7     | 5.5     |         | 7.2     | 7.2     |
|                      |        | 服务业PMI         | %  | 50.1    | 49.9    | 50.2    | 50      | 50.2    | 50.5    | 50.3    | 52.4    | 51      | 50.1    | 49.3    | 49.3    |
|                      |        | 城镇调查失业率（色阶相反）  | %  | 5.0     | 5.1     | 5.3     | 5.2     | 5.0     | 5.0     | 5.0     | 5.2     | 5.3     | 5.2     | 5.1     | 5.0     |
| 通胀                   |        | CPI:当月同比       | %  | 0.3     | 0.4     | 0.6     | 0.5     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.1     | 0.7     | -0.8    | -0.3    | -0.5    |
| 金融                   |        | 社会融资规模存量:同比    | %  | 7.8     | 8       | 8.1     | 8.2     | 8.1     | 8.4     | 8.3     | 8.7     | 9       | 9.5     | 9.5     | 9.4     |
|                      |        | 金融机构:各项贷款余额:同比 | %  | 8       | 8.1     | 8.5     | 8.7     | 8.8     | 9.3     | 9.6     | 9.6     | 10.1    | 10.4    | 10.6    | 10.8    |

中国经济热力图

# 【数据】地方债发行情况

◆ 25个省市的样本中，化债进度明显，11月增发再融资专项债1.14万亿。

## 发行规模

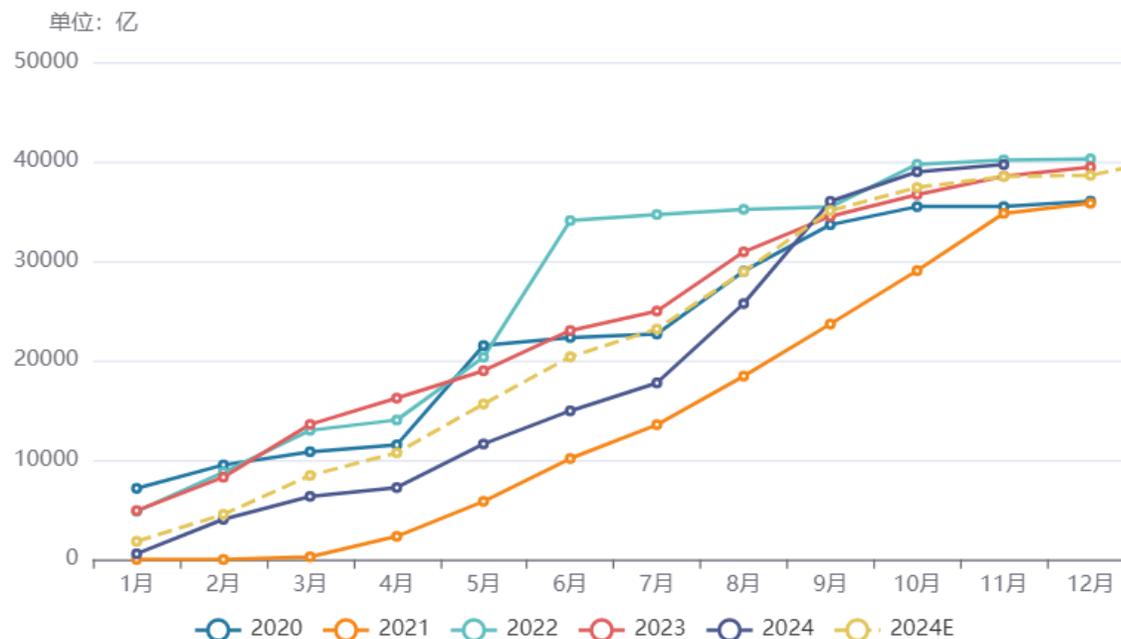
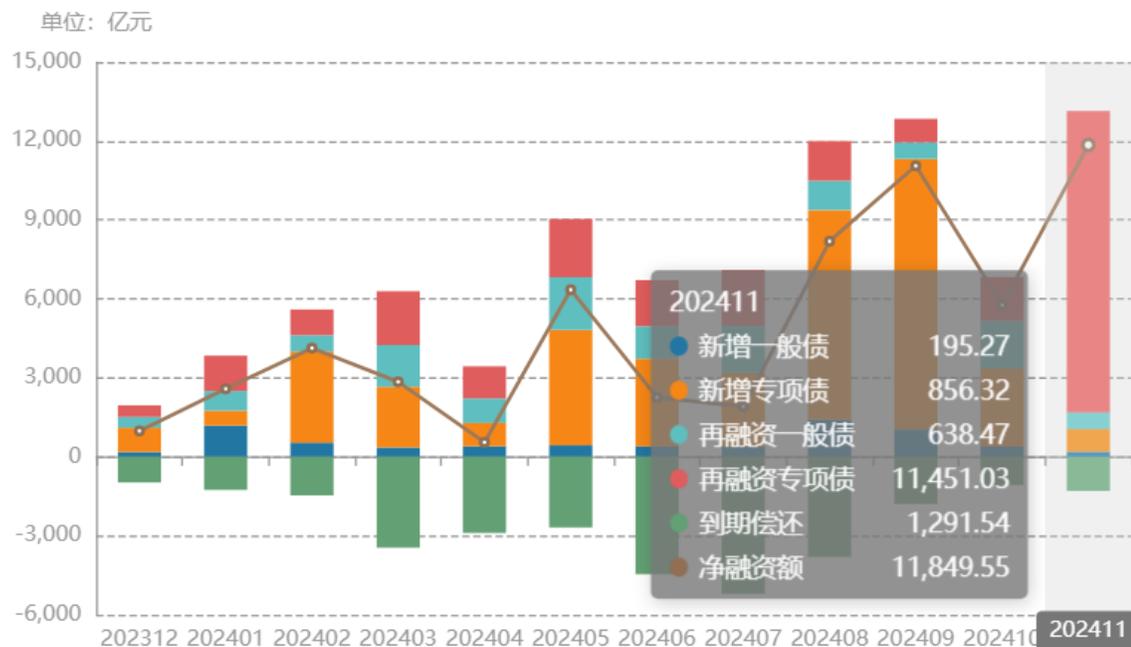
月

[查看更多>>](#)

新增专项债

### 发行与到期

### 新增专项债发行节奏



# 【数据】关注近期降准的可能

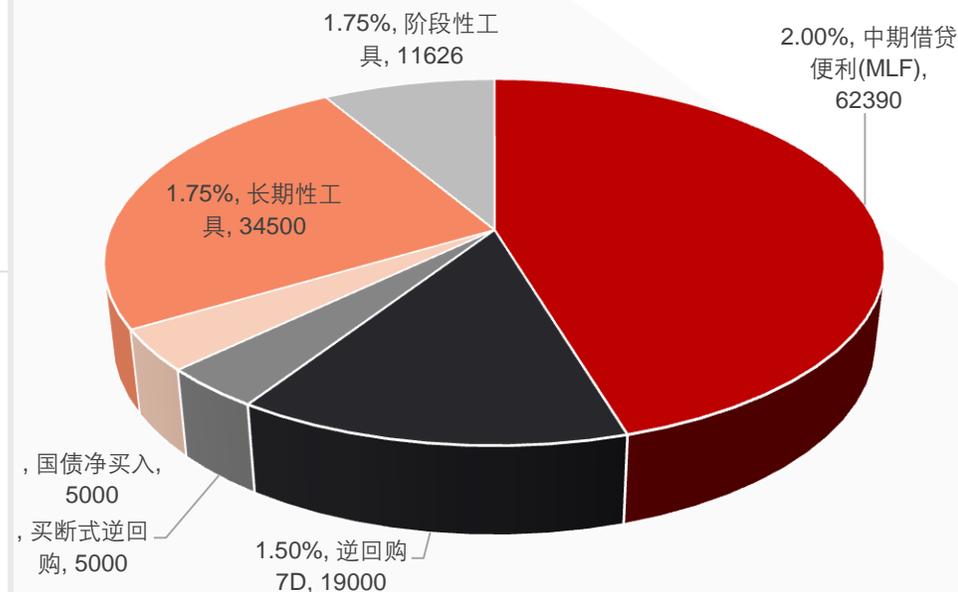
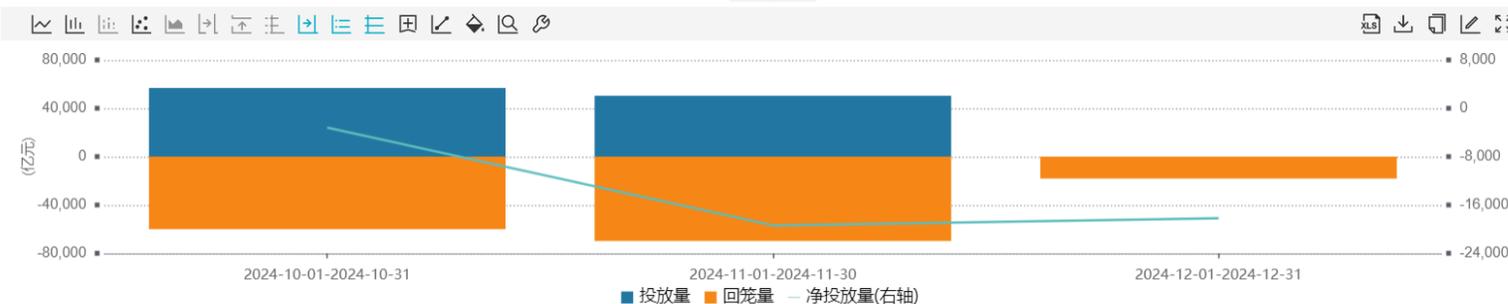
- ◆ 11月25日，央行连续四个月缩量续作MLF，11月MLF操作量为9000亿，到期量14500亿，净回笼5500亿元，截至11月25日，央行通过公开市场操作净回笼约2800亿元。并且根据wind口径，25个省市11月至今发行再融资1.14万亿，整体净融资1.18万亿；
- ◆ 人民币流动性三大来源：外汇占款、央行货币政策工具、信贷。

央行货币政策工具规模 单位：亿元

周期统计 期间资金投放总额 期间全部明细

| 序号 | ↑ 现金流发生日期             | 投放量 |         |             |         |        |          |             | 回笼量     |         |             |          |    |            |   | 合计 | 净投放量       |             |            |
|----|-----------------------|-----|---------|-------------|---------|--------|----------|-------------|---------|---------|-------------|----------|----|------------|---|----|------------|-------------|------------|
|    |                       | 逆回购 | MLF(投放) | SLO(发行)     | SLO(兑付) | 国库现金定存 | 合计       | 逆回购到期       | MLF(到期) | SLC(发行) | SLC(兑付)     | 国库现金定存到期 | 合计 |            |   |    |            |             |            |
| 1  | 2024-10-01-2024-10-31 | -   | -       | 49,758.0... | -       | -      | -        | 56,758.0... | 5       | -       | 49,953.0... | -        | -  | 7,890.0... | - | -  | 1,600.0... | 59,943.0... | -3,185...  |
| 2  | 2024-11-01-2024-11-30 | -   | -       | 40,203.0... | -       | -      | 1,200... | 50,403.0... | -       | -       | 54,466.0... | -        | -  | 14,500...  | - | -  | 800.0000   | 69,766.0... | -19,363... |
| 3  | 2024-12-01-2024-12-31 | -   | -       | -           | -       | -      | -        | -           | -       | -       | 2,493.0000  | -        | -  | 14,500...  | - | -  | 1,200.0... | 18,193.0... | -18,193... |
| 4  | 合计                    | -   | -       | 89,961.0... | -       | -      | 1,200... | 107,161...  | 5       | -       | 106,912...  | -        | -  | 26,890...  | - | -  | 2,800.0... | 147,902...  | -40,741... |

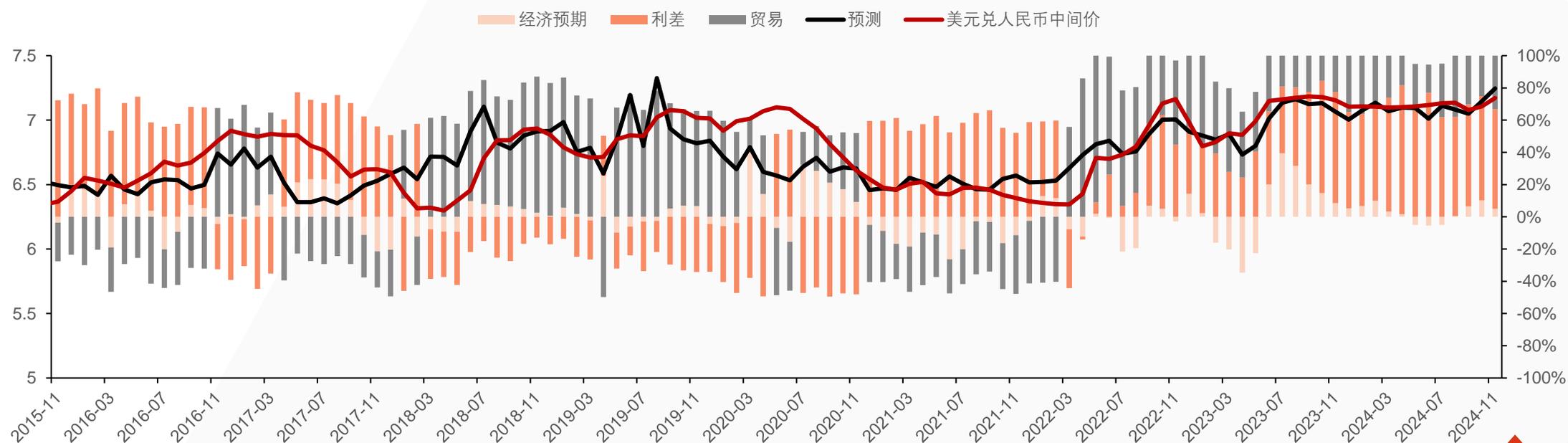
注：除央行针对全市场的公开操作(如逆回购、正回购等)外,MLF、SLO等定向操作存在信息不完全、不即时的可能。



# 总体观点：人民币短期内有望维持一定韧性

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**美国经济展现韧性，11月综合PMI升至2022年4月以来最高，服务业强劲扩张，但美联储降息预期的不确定性加大，通胀复苏风险上升。中国内需韧性支撑经济，外贸表现尚未完全放缓，经济保持相对稳定；**2)中美利差(chā)中性：**本周，中美利差缩小。美联储官员表示降息步伐放缓，市场预计12月降息概率为50%，但2025年降息预期已从150个基点降至75个基点。中国央行通过9000亿元1年期MLF操作维持宽松政策；**3)贸易政策不确定性中性：**特朗普宣布计划对中国商品加征10%关税，虽然政策执行时间尚未确定，但市场预期短期内中国企业可能加速出口以应对未来的政策风险。然而，若后续关税进一步升级，外贸顺差和国际收支平衡可能受到明显冲击。
- ◆ **展望：**短期内，人民币汇率有望维持一定韧性，但波动可能加剧，需持续关注贸易和资本流动的变化。

### 人民币汇率拟合模型



# 【风险评估】：汇率的基本面条件

2023/09/08 - 7.3650

|            |                          |
|------------|--------------------------|
| 经济预期差 (信贷) | -11.24%, 呈负数, 差在扩大但是涨势减弱 |
| 美-中利差      | 1.72%, 利差扩大              |
| 美-中贸易差     | 23.72%, 进出口差扩大           |

政策事件 美国商务部讨论是否加强对中国科技管制

2024/07/24 7.1358

|            |                   |
|------------|-------------------|
| 经济预期差 (信贷) | -5.97%, 成负数, 差在缩小 |
| 美-中利差      | 2.0495%, 利差扩大     |
| 美-中贸易差     | 5.6%, 贸易差较上期扩大    |

政策事件

分时 多日 日 更多

USDCNY.FX[美元兑人民币] 2024/10/31 收7.1199 幅-0.06%(-0.0040) 开7.1174 高7.1257 低7.1171 均7.1200 量0 换0.00% 振0.12% 额0

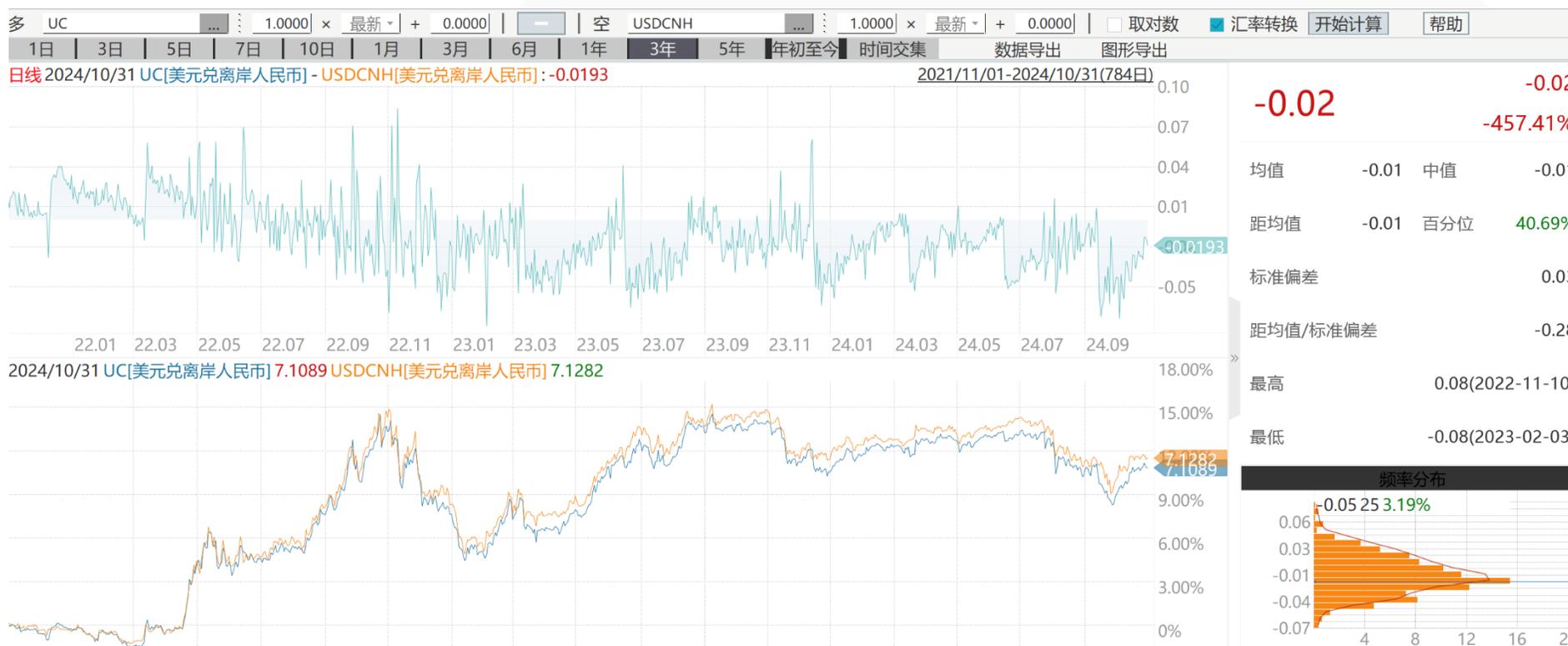
F9 复权 超级叠加 画线 工具

2023/02/01-2024/10/31(457日)



◆ **基差波动范围**：从2021年11月至今的历史来看（近3年），期货主力升贴水的范围在-800 到900。

**UC.SG主力合约—USDCNH价差**（单位：bp，基差=现货-期货，图中数值为期货-现货，对应卖套的盈亏）



本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



# THANKS



期赢天下APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)