



## 研究院 FICC 组

## 研究员

## 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

## 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

## 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

商品期货: 贵金属逢低做多, 其他整体中性;

股指期货: 买入套保。

## 核心观点

## ■ 市场分析

美国大选尘埃落定。截至北京时间 11 月 7 日晚上 12 点, 根据 RCP 结果显示, 本届美国大选最终有望形成特朗普执政+共和党掌控两院的局面, 最终结果仍待美国官方确认。特朗普的整体主张可以概括为——对外加税+对内减税+制造业回流+美国优先+反移民+结束战争, 长期影响包括: 1、推升通胀, 特朗普主张对内减税+对外加征关税+限制移民的政策将推升通胀; 但与此同时, 特朗普强调增加能源开采和出口, 平息俄乌冲突, 且共和党党纲明确提出将“结束通胀”; 而加征关税和国内的应对或将导致国内外大豆/豆粕价格的分化; 来自美国扩财政和制造业回流的需求端支撑下, 有色确定性更高。2、强美元, 特朗普主张弱美元和低利率, 但高通胀预期或将带来美联储政策新变量, 同时对外加征关税、收敛贸易逆差和 MAGA 主张 (Make American Great Again) 也将推升美元。3、利好黄金。贸易摩擦、降息周期、通胀预期升温利好黄金, 但需要警惕短期大选靴子落地的风险。据财联社 11 月 12 日讯, 特朗普或任命对华强硬派卢比奥为国务卿。卢比奥曾推动多项针对中国的法案并支持乱港势力, 因此受到中方制裁。此消息加剧市场担忧, 特朗普交易升温, 关税上调预期导致相关资产价格下跌。

国内地方化债预期兑现。11 月 8 日, 十四届全国人大常委会第 12 次会议闭幕, 会议安排了 6 万亿元债务限额 (2024-2026 分三年安排); 叠加从 2024 年开始, 连续五年每年 8000 亿的专项债化债额度; 以及 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元如期偿还。上述三项政策协同发力, 2028 年之前, 地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元。整体化债额度符合市场预期, 对于后续防止新增隐性债务, 蓝部长提出了监测口径更全、预算约束更强、监管问责更严三个方面完善债务管理。后续则需要关注, 蓝部长于新闻发布会所提及的下一步财政政策: 1、支持房地产市场健康发展的相关税收政策; 2、发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作; 3、专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备, 以及收购存量商品房; 4、加大力度支持大规模设备更新; 5、加大中央对地方转移支付规模等政策。短期市场情绪得到提振, 而实物工作量的兑现仍待时间传导。11 月 11 日, 央行公布的 10 月份金融数据揭示了几个重要趋势: M2 增速出现回升, 个人住房贷款增长

也有所好转，显示出整个信贷市场有扩张的迹象。利好国内经济预期。

美国降息和衰退交易也值得关注。美联储 11 月如预期降息 25bp，但释放略偏鹰信号：“随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐”，但同时也强调“如果劳动力市场意外走弱，我们可以更快地采取行动”。随着 9 月美联储降息靴子的落地，剔除已经落地的降息幅度，2025 年底的降息计价从今年 9 月的降息 183bp 持续下调至目前的 87bp。我们复盘了 1957 年至今的美国 13 轮降息样本，以降息后一年内是否触发 NBER 的衰退定义来将样本分为降息周期下的衰退和非衰退样本。结论是在降息周期中，衰退样本整体商品将承压下行，但黄金仍能取得正收益且跑赢整体商品，股指同样承压，非衰退样本则股指、商品表现偏强，黄金录得上涨但不能跑赢前两者。

商品分板块来看。黑色板块对政策情绪最敏感，短期有望受到支撑；有色也存在供应偏紧的支撑，工业品板块后续的核心在于国内能否顺利扩财政。中期原油维持偏空配置的观点没有变化，欧佩克增加产量叠加能源转型加速下的需求替代都会导致明年原油市场供应过剩的压力增加。农产品中油脂板块表现最强，油脂转生物柴油导致供给紧张，叠加拉尼娜影响；目前黄金的确定性较强，短期需要警惕短期美国大选靴子落地带来的调整（俄乌战争结束，降息计价修正），可以等待调整结束后再逢低做多。

## ■ 风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

## 要闻

根据《国会山报》美国选举预测机构“决策台总部”预测，美国共和党预计将于 11 日获得第 218 个众议院席位，赢得众议院控制权。不过，美联社的数据显示共和党目前赢得了 214 个众议院席位，尚未达到赢得控制权的 218 个席位目标。（香港万得通讯社整理）

《国务院关于修改〈全国年节及纪念日放假办法〉的决定》公布，自 2025 年 1 月 1 日起施行。决定规定，全体公民放假的假日增加 2 天，即农历除夕、5 月 2 日，全体公民放假的假日，可合理安排统一放假调休，结合落实带薪年休假等制度，实际形成较长假期。国务院办公厅关于 2025 年部分节假日安排的通知 12 日也向社会发布。根据通知，2025 年，春节放假 8 天，劳动节放假 5 天，国庆节、中秋节放假 8 天。（新华社）

中国第一次公布了包含隐性债务在内的政府全口径债务数据，截至 2023 年底全国政府负债率为 67.5%。这一指标明显低于主要经济体，中国仍有较大举债空间。多位财税专家分析，目前中国债务风险安全可控，且有较大举债空间，未来一段时间财政逆周期调节力度也有望进一步加大，推动经济回稳向好。随着隐性债务透明化和适度加大举债力度，有必要建立一套适合国情、更为科学合理的债务风险评价指标，强化债务管理的同时，也释放合理的举债空间。（第一财经）

财联社 11 月 12 日电，特朗普预计将任命 MARCO RUBIO 担任国务卿。（纽约时报）

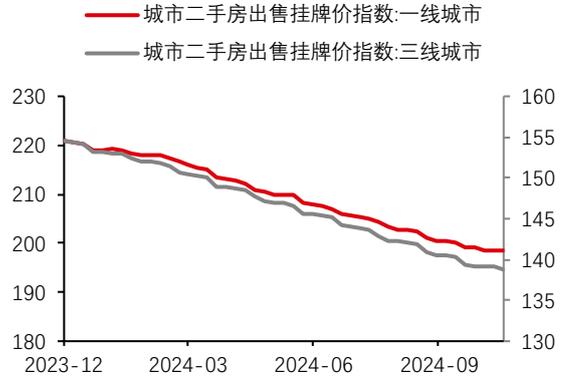
## 宏观经济

图1: 粗钢日均产量 | 单位: 万吨/每天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图2: 全国城市二手房出售挂牌价指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3: 水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 30大中城市:商品房成交套数 | 单位: 套



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 22个省市生猪平均价格 | 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

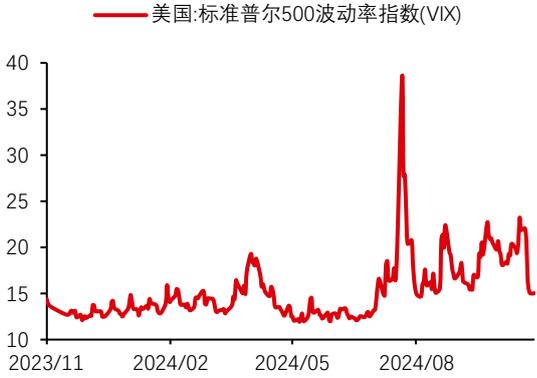
图6: 农产品批发价格指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 权益市场

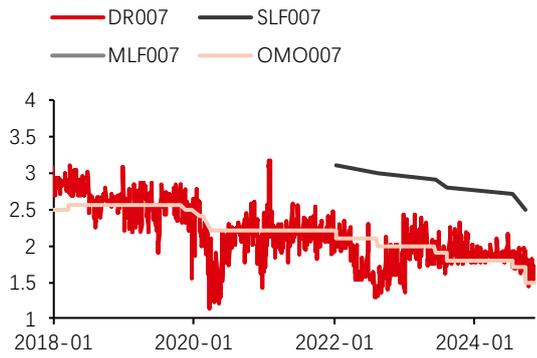
图7: 波动率指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

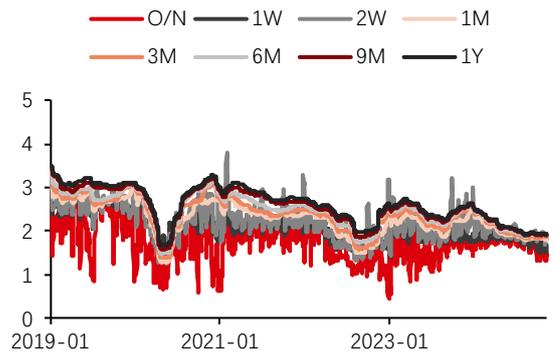
## 利率市场

图8: 利率走廊 | 单位: %



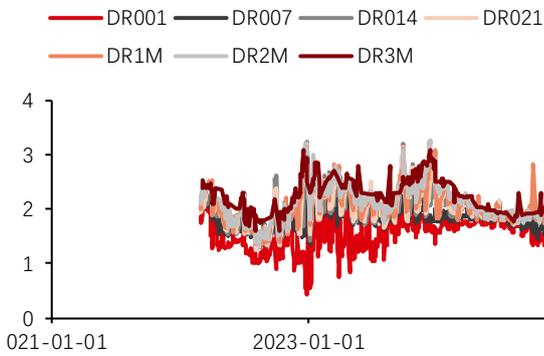
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图9: SHIBOR 利率 | 单位: %



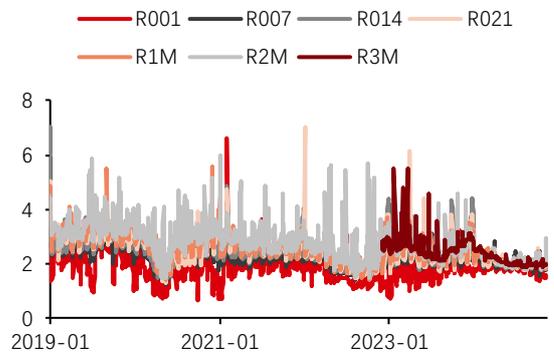
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图10: DR 利率 | 单位: %



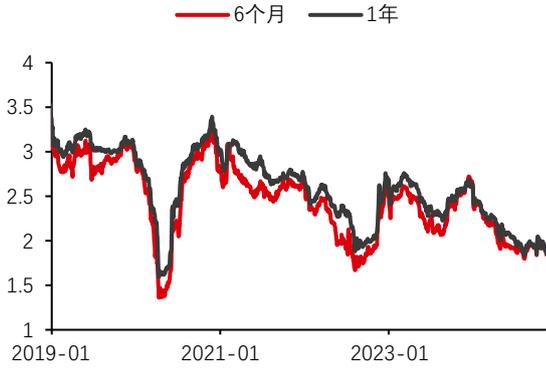
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图11: R 利率 | 单位: %



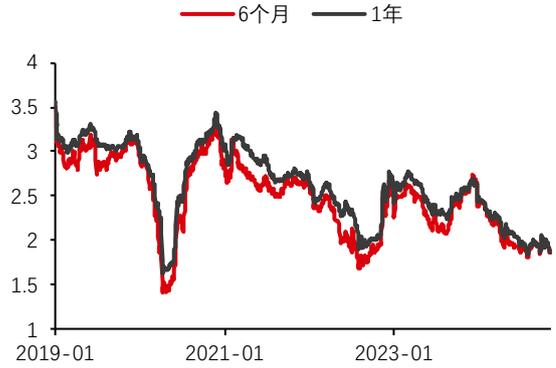
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图12: 国有银行同业存单利率 | 单位: %



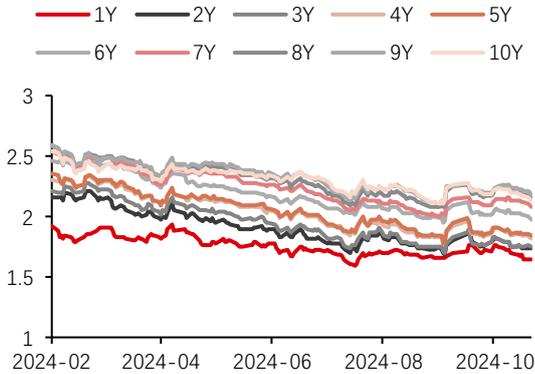
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: 商业银行同业存单利率 | 单位: %



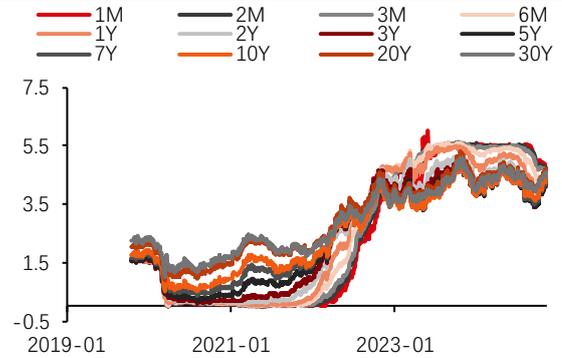
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图14: 各期限国债利率曲线 (中债) | 单位: %



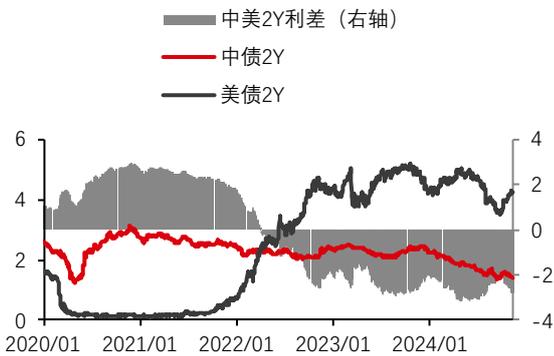
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图15: 各期限国债利率曲线 (美债) | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图16: 2年期国债利差 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

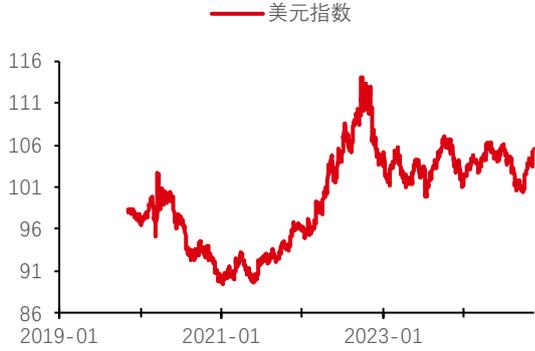
图17: 10年期国债利差 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 外汇市场

图18: 美元指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图19: 人民币 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

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力。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。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

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