

## 20251130—内因与外因：12月展望，看债做股，有色金属

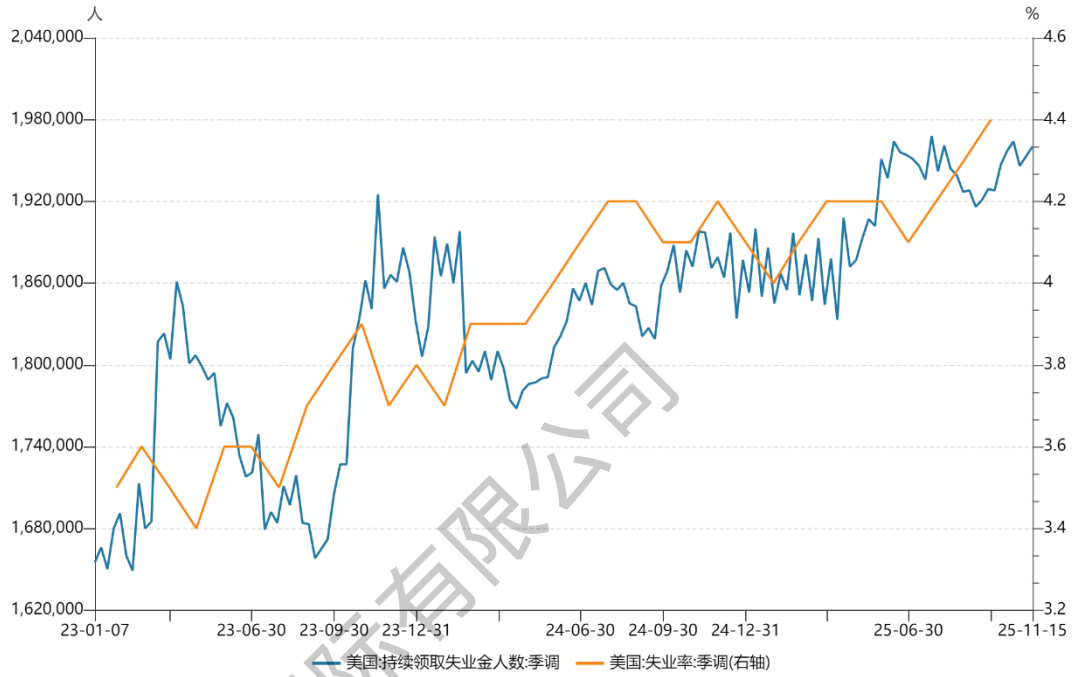
还是教员《矛盾论》里的内容描述当下最为合适：内因决定事物的发展，外因影响事物的发展。"鸡蛋因得适当的温度而变化为鸡子，而温度不能使石头变为鸡子。"

| FED FUND FUTURES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ZQZ5             | ZQF6    | ZQG6    | ZQH6    | ZQJ6    | ZQK6    | ZQM6    | ZQN6    | ZQQ6    | ZQU6    | ZQV6    | ZQX6    | ZQZ6    |
| 96.2550          | 96.3450 | 96.4050 | 96.4300 | 96.4950 | 96.5550 | 96.6200 | 96.7150 | 96.8000 | 96.8450 | 96.9100 | 96.9600 | 97.0000 |

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE  | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 |
| 2025/12/10  |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 86.4%   | 13.6%   | 0.0%    |
| 2026/1/28   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 23.0%   | 67.1%   | 10.0%   | 0.0%    |
| 2026/3/18   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 8.1%    | 38.5%   | 47.0%   | 6.5%    | 0.0%    |
| 2026/4/29   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.0%    | 15.6%   | 40.6%   | 36.9%   | 4.9%    | 0.0%    |
| 2026/6/17   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.2%    | 10.4%   | 31.0%   | 38.3%   | 17.2%   | 1.9%    | 0.0%    |
| 2026/7/29   | 0.0%    | 0.0%    | 0.4%    | 4.6%    | 17.9%   | 33.7%   | 30.6%   | 11.6%   | 1.2%    | 0.0%    |
| 2026/9/16   | 0.0%    | 0.2%    | 2.2%    | 10.1%   | 24.5%   | 32.4%   | 22.7%   | 7.2%    | 0.7%    | 0.0%    |
| 2026/10/28  | 0.0%    | 0.6%    | 3.9%    | 13.3%   | 26.2%   | 30.2%   | 19.2%   | 5.8%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2026/12/9   | 0.2%    | 1.4%    | 6.1%    | 16.3%   | 27.2%   | 27.7%   | 16.1%   | 4.6%    | 0.4%    | 0.0%    |
| 2027/1/27   | 0.3%    | 1.7%    | 6.8%    | 17.1%   | 27.2%   | 26.9%   | 15.3%   | 4.3%    | 0.4%    | 0.0%    |
| 2027/3/17   | 0.4%    | 2.2%    | 7.9%    | 18.1%   | 27.2%   | 25.7%   | 14.2%   | 3.9%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2027/4/28   | 0.4%    | 2.2%    | 7.6%    | 17.7%   | 26.8%   | 25.8%   | 14.7%   | 4.3%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2027/6/9  | 0.3%    | 1.9%    | 6.8%    | 16.1%   | 25.3%   | 25.9%   | 16.5%   | 6.0%    | 1.1%    | 0.1%    |
| 2027/7/28   | 0.3%    | 1.9%    | 6.8%    | 16.1%   | 25.3%   | 25.9%   | 16.5%   | 6.0%    | 1.1%    | 0.1%    |
| 2027/9/15   | 0.3%    | 1.9%    | 6.7%    | 16.0%   | 25.3%   | 25.9%   | 16.5%   | 6.1%    | 1.1%    | 0.1%    |
| 2027/10/27  | 0.3%    | 1.7%    | 6.3%    | 15.1%   | 24.4%   | 25.9%   | 17.4%   | 7.0%    | 1.6%    | 0.2%    |

1. 随着 10 天后(假设不延期)FOMC 降息概率稳定在 80%以上，我建议再复盘一下事件经过——这并非给出“超额宽松”的表态，而更像是 21 号纽约联储威廉姆斯出面重申 FED Put 生效：金融市场稳定性一直都是 EFD 决策中重要的一环，如果 1 月降息股市就崩、12 月降息股市就没事，那就依你的，12 月降吧

如果我们拉长来看，目前的降息空间判断没有本质变化：12 月降完之后，还剩两次降息空间。所以并非多降息，只是给朝三暮四的猴稳住不闹了。



数据来源: Wind

2. 正因如此我们才需要明确, 不是说“经济要G了, 我被迫更快降息”, 降息空间不变。实际上我们观察近期的二类数据来看, **美国仍然是“增长不弱”**: 9月非农虽然是个非常滞后的数据, 但是从近期的申领失业金人数来看、从沃尔玛财报对Q4积极的指引看(注意, 今年2月20日正是因为沃尔玛财报miss引起了美国衰退担忧, 叠加上M7被DS爆锤, 忧上加忧)从黑五很好的线上销售数据看, 这是一个典型的增长不弱、且货币宽松的组

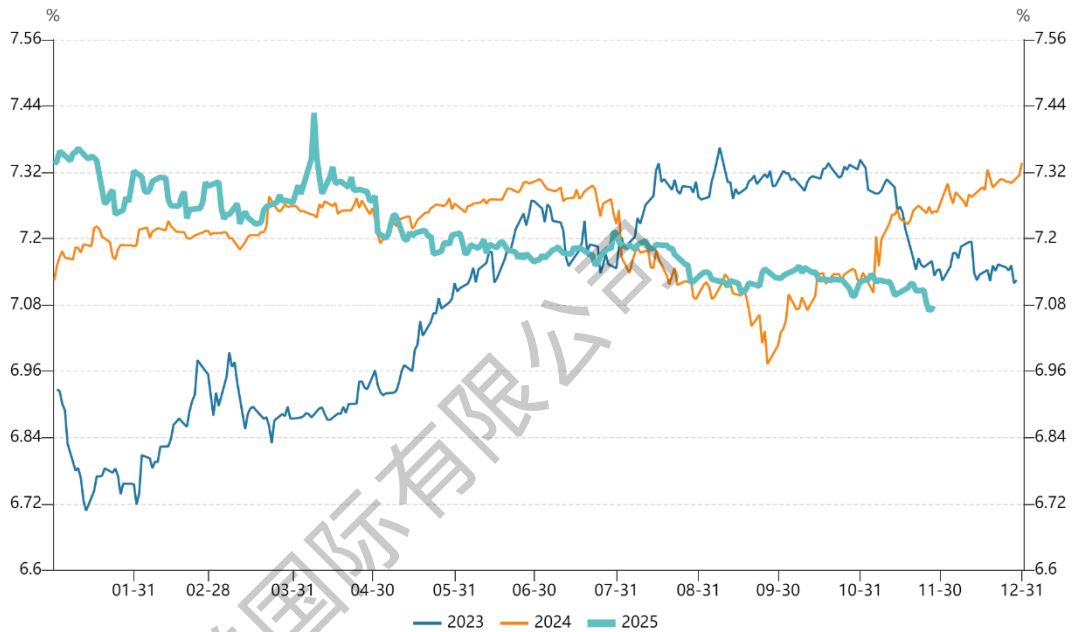


3. 因此我们看到11月21日FED放鸽修复市场预期之后, 所有风险资产在同一时刻见底反弹。但纳指、金银铜铝修复幅度显著更大(如果消除掉英伟达这个纳指第一大权重, 看标普的话, 已经接近新高), 恒科、BTC修复幅度明显更小。**纳指负责扮演金发女郎, 恒科负责扮演男娘。**

这说明相对于降息与否, 风险资产市场更不喜欢货币政策和通胀前景的不确定性; 只要不确定性消退, 那么就接着抱分子, 而市场的选择其实已经说明了未来的路径: 26年全球

总需求改善，降息次数更少而不是更多。所以并不需要担心过几天鲍威尔口吻鹰一些就如何，鹰了说明经济很好，继续 price out 衰退担忧。

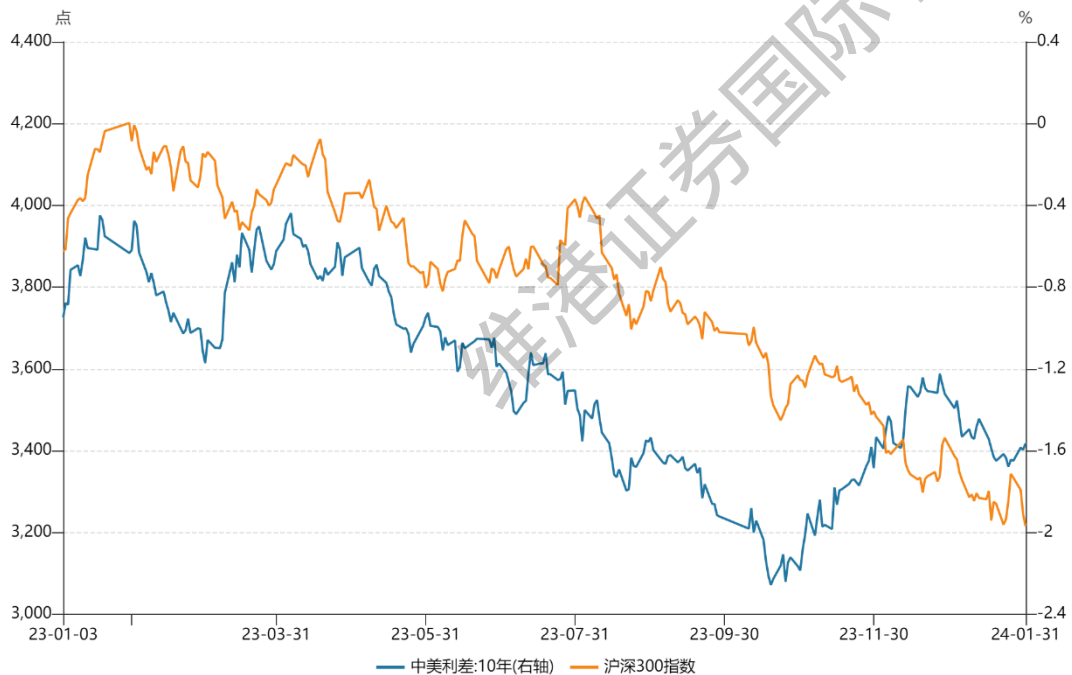
即期汇率:美元兑离岸人民币(USDCNH)



数据来源: Wind

4. 这里就需要 call back 开头了，什么叫外因和内因。24 年 9.24 的起源就是 FED 首次开始降息后，国内对进一步货币宽松的热情期许:三个五万亿。但尴尬的是，今年 9 月 FED 又降息了，即使 12 月 FED 又降 25BP 使今年累计降息达到 75BP，我们仍无法知道 CN 以何种方式响应全球的货币宽松。

因此单纯论 FED 一宽松、非美就受益这个点是不正确的，很容易出现认知谬误——这里我举一个 23 年底的例子，鞭尸一下周末很火的李姓基金经理当时怎么看错的:23 年 10 月底联储放鸽，宽松预期提升，市值年底有结汇盘出现，RMB 升值。



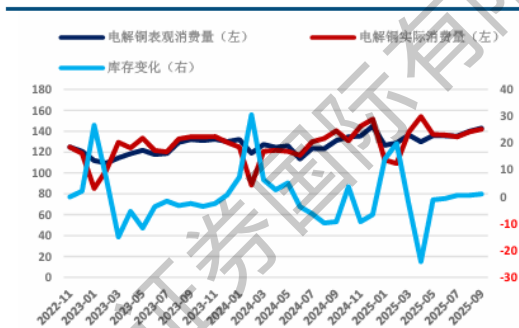
数据来源: Wind

彼时中美利差这个指标还挺火，不少对着中美利差反弹喊牛回速归、喊逼空外资的，然后到24年1月都傻了，所以这里我选择标题的看债做股，等什么时候中债，尤其是5-7年中短债重新定价中国跟随进行货币宽松，把欠账的降息补上，再说能不能受益于宽松的事儿。隔壁是可降可不降，选择降。这边是可降，但不降。今年底在强劲出口支撑下的结汇盘也不少，推动RMB升值：但这并不能简单直接地认为一定进入楼市股市，而进入理财市场的概率可能更大(下周写，今天写不过来了)。

5. 白银因为不懂基本面所以两次逼仓都没我的事儿，但这个事情也足够提醒人：10月逼仓一次、11月还能逼仓一次，说明基本面真的有利于多头，就好像你1000块钱就能给个大盘股封涨停一样，说明卖盘稀缺。但借着白银说说金银铜铝的有色梯云纵：黄金还是定投到发年终奖的左侧，主要说铜铝，周末宏观三巨头：推土机捡钢蹦哥、地产姐和日本整婿哥共襄盛举唱空黄金、质疑AI且看多有色矿产，看得我脑子嗡嗡的。

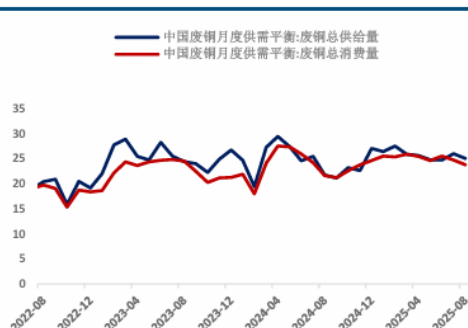
就目前来说，看空AI泡沫即担忧电力设备投资，这和看多有色金属是不兼容事件。

图 32：中国电解铜月度供需平衡量（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 33：中国废铜月度供需平衡量（万吨）



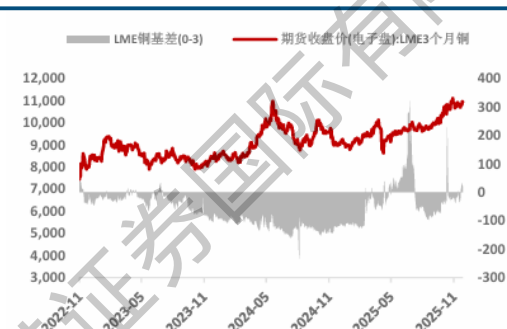
数据来源：SMM，中信建投期货

图 34：全球铜库存（单位：万吨）



数据来源：WIND，中信建投期货

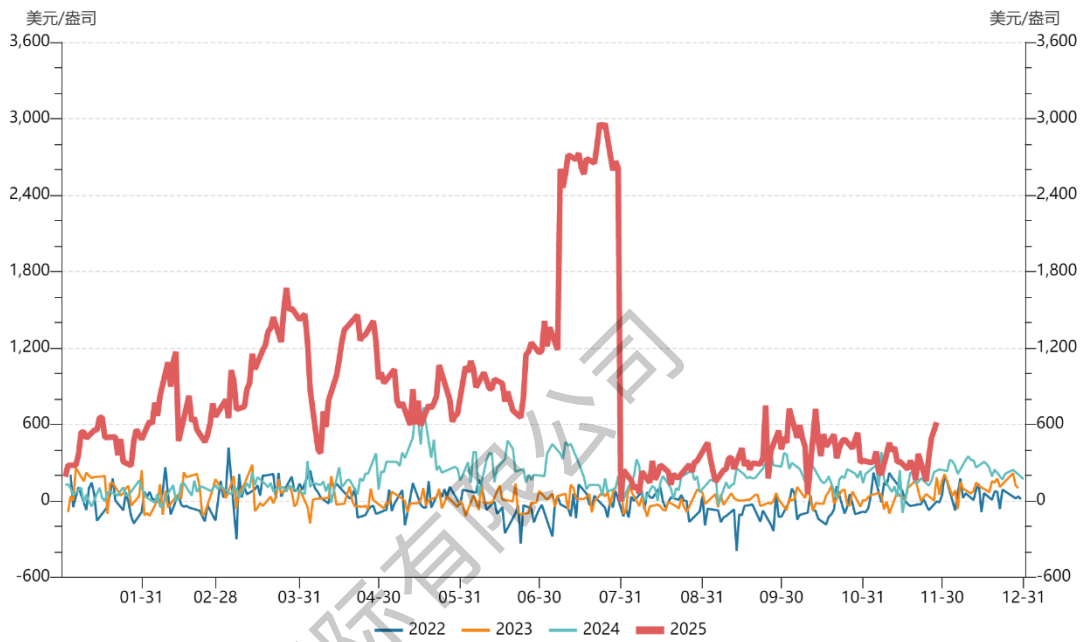
图 35：LME 铜升贴水（单位：美元/吨）



数据来源：WIND，中信建投期货

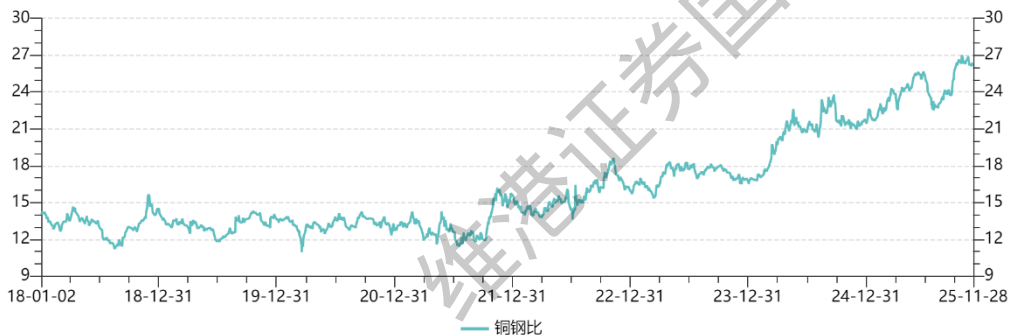
LME 和中国较低的库存、关税影响下铜库存都去美国锁定住了，但这里我不同意所谓“铜区域价差导致库存投机”的问题，而更是对工业品价格承受能力最强的市场成为了边际定价者，当前铜溢价并不算高。单纯是大家觉得美国需求对高铜价的承受力比较强，事实来说也应该确实如此。数据中心投资里，铜价只占3%不到，铜就是涨了50%也不如老墨被赶走之后电工工资涨得多，

铜:纽伦价差



数据来源: Wind

高铜价不需要担心压制中国需求么?24年之后铜与热卷,这两个过去N年里价格高度相关的基本金属价格脱敏,铜完全不定价中国需求了。因为其实铜1W的时候中国家电厂就已经用不起,空调批量换铝管。现在无论涨跌,都和CN无关。



数据来源: Wind

而反过来,刺破美国需求的也就只有AI崩了这一个因素。那AI崩了,美国这等着下游价格不敏感、持续顺价的巨量COMEX铜库存该去哪儿?铜物流反向冲击CN和LME,铜价能不崩?

所以说AI和有色一条裤子,别想分开。跌下来buy the dip的姿势都一样的。

6. 总结来看我个人认为 12 月 FOMC 会议虽然还没开，但市场已经定价非常公允了，无非就是鸽派安抚市场+1 月降息，或是鹰派言论+12 月降息两个可能，朝三暮四。只剩两个悬念，那就是鲍威尔如何更新 26 年的经济展望，对经济前景的看法比利率决议更重要一些。

此外就是 CN 方面，到底怎么响应 G2 对面那家央行的利率决议，看债做股。

哦对还得加一句，漏了：由于存款利率较低带来的负债端流失压力、和银行净息差掣肘货币宽松导致无法降息，这个情况怎么看，我翻译成对面的版本就知道了：如果美联储掣肘于通胀黏性，虽然面对经济数据走弱但是仍无法降息，你说这是利多还是利空.....道理相同。

还有一个：犹记 21 年一季度有知名基金经理看空白酒泡沫估值，然后重仓零售银行+地产，认为低估值修复在即；然后那年跌得比白酒还猛，酒得到 22 年才跌呢。酒的 PEG 逻辑错了一定是消费升级的需求逻辑 g 了，那天发生的时候银行地产怎么可能比酒更好.....道理相同，目前有色金属价格不是 CN 支撑的，也不是传统经济支撑的，美国高铜价溢价拽着全球铜价涨的逻辑有一个隐含前提，那就是这 N 万亿 AI 投资不能打水漂，如果打水漂那美国高成本铜库存跑出来谁都接不动货。

维港证券国际有限公司