



2023年9月18日

降准利好落地，收益曲线继续走平

核心观点及策略

- 上周十年期国债期货先涨后跌，T2312全周振幅0.58%、最低价101.510、最高价102.1、最终收于101.81、上涨0.125。相对应的，中长期国债收益率大部分下行0.5-3BP，但1Y-3Y国债收益率小幅上行0.5-3BP，10Y-2Y期限利差进一步收窄。具体看，上周经历此前连续下跌后，10Y国债收益率较MLF操作利率高17BP左右，市场部分参与者认为配置价值较高，因此T2312周一出现一波反弹，同时周中海外媒体彭博发表文章预测MLF降息10BP进一步推高T2312价格，但周四晚间降准落地、周五早盘MLF平价续作，8月主要经济数据超预期，T2312开始持续走低。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放1840亿元，从市场成交看DR001、DR007等月内资金价格小幅下行，但跨月资金DR1M价格仍维持上行。货币政策方面，央行周四晚间宣布降准，同时周五早盘开始降价投放14D跨月资金，因此未来资金面仍将大概率维持宽松。
- 乘用车零售及商品房成交面积同比继续回升，南华工业品指数继续走高，未来规模以上工业企业利润企有望上行。
- 策略建议：做多10Y-2Y利差。
- 风险因素：权益市场反弹、地产刺激政策持续出台、高频数据持续反弹、通胀预期升温

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、市场数据
表 1 国债期货基本情况

合约	周收盘价	周涨跌(结算价)	周持仓变化	周成交量	周持仓量
T2312	101.8100	0.2100	-9591	383180	180916
TF2312	101.9200	0.1750	-2917	274664	106915
TS2312	101.1900	0.0700	3627	195566	62942
TL2312	99.1400	0.1500	518	127227	34013
T2403	101.5050	0.2200	820	19476	9789
TF2403	101.7500	0.1700	298	7961	5496
TS2403	101.1400	0.0700	-184	2829	1739
TL2403	98.8300	0.1600	95	11583	4473

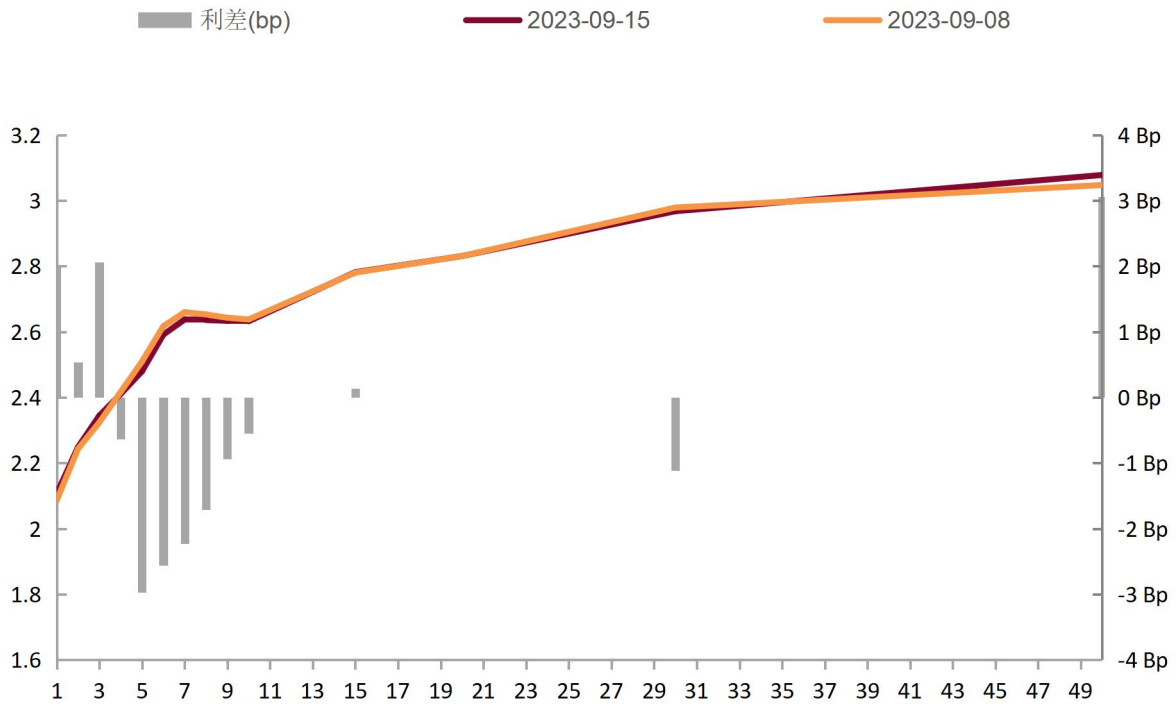
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					1840	
现金流发生日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2023/9/15	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	340	投放
2023/9/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3630	回笼
2023/9/15	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.75	4000	回笼
2023/9/15	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1050	投放
2023/9/15	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	5910	投放
2023/9/14	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1100	投放
2023/9/14	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3300	回笼
2023/9/13	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	650	投放
2023/9/13	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	260	回笼
2023/9/12	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	140	回笼
2023/9/12	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2090	投放
2023/9/11	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2150	投放
2023/9/11	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	120	回笼

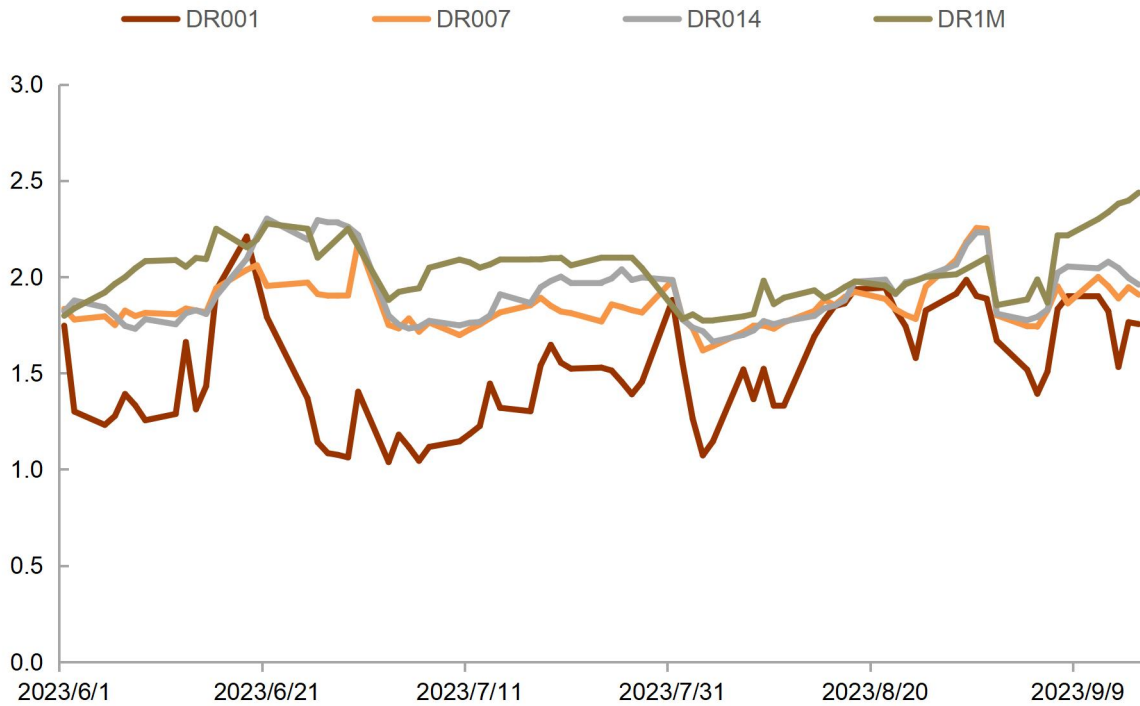
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



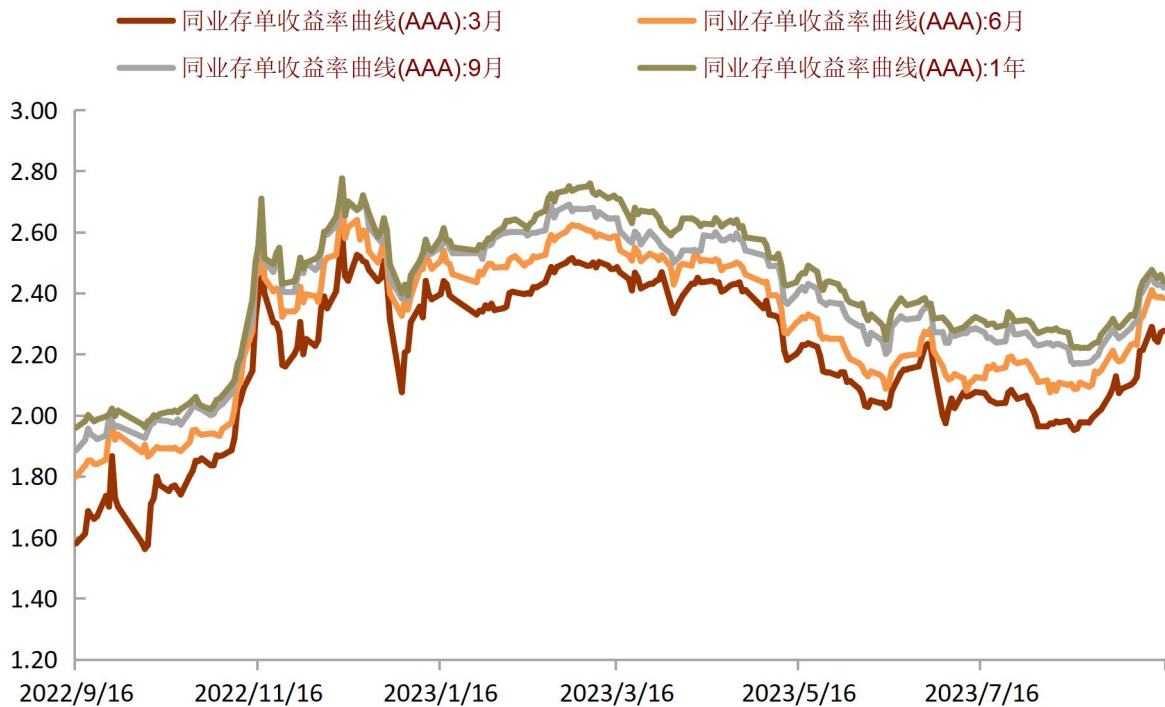
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表2 资金市场概况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表3 存单市场概况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、市场分析及展望

上周十年期国债期货先涨后跌，T2312 全周振幅 0.58%、最低价 101.510、最高价 102.1、最终收于 101.81、上涨 0.125。相对应的，中长期国债收益率大部分下行 0.5-3BP，但 1Y-3Y 国债收益率小幅上行 0.5-3BP，10Y-2Y 期限利差进一步收窄。具体看，上周经历此前连续下跌后，10Y 国债收益率较 MLF 操作利率高 17BP 左右，市场部分参与者认为配置价值较高，因此 T2312 周一出现一波反弹，同时周中海外媒体彭博发表文章预测 MLF 降息 10BP 进一步推高 T2312 价格，但周四晚间降准落地、周五早盘 MLF 平价续作，8 月主要经济数据超预期，T2312 开始持续走低。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 1840 亿元，从市场成交看 DR001、DR007 等月内资金价格小幅下行，但跨月资金 DR1M 价格仍维持上行。货币政策方面，央行周四晚间宣布降准，同时周五早盘开始降价投放 14D 跨月资金，因此未来资金面仍将大概率维持宽松。

经济基本面方面：上周公布的金融数据、消费数据再次与高频数据表现相吻合，因此追踪高频数据依然具有较好的预测效果，而根据最新高频数据显示，乘用车零售及商品房成交面积同比继续回升，同时南华工业品指数继续大幅走高，未来规模以上工业企业利润企有望快速上行。

操作上我们依然不建议当前位置贸然入场抄底，一方面往年小级别熊市，10Y 国债收益

率基本能达到 MLF 操作利率+30BP 附近。另一方面经济基本面已表现出了触底反弹信号并在周五的行情中可以看出此观点已得到市场认可。即使资金面依然利多债市，但本轮下跌 10Y 国债收益率上行幅度仍明显小于对资金面更敏感的短久期国债。因此机会方面，我们认为更多的是结构性机会，近 3 周债市调整及反弹中，中短久期国债收益率上行幅度明显大于 10Y 国债，因此继续做多 10Y-2Y 利差存在一定操作空间的同时风险较小。

三、一周要闻

1、据央行消息，当前，我国经济运行持续恢复，内生动力持续增强，社会预期持续改善。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%。中国人民银行始终坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党的二十大和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院决策部署，精准有力实施好稳健货币政策，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，更好地支持重点领域和薄弱环节，兼顾内外平衡，保持汇率基本稳定，稳固支持实体经济持续恢复向好，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2、初步统计，2023 年 8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 230.24 万亿元，同比增长 10.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.82 万亿元，同比下降 16.8%；委托贷款余额为 11.33 万亿元，同比增长 2.4%；信托贷款余额为 3.77 万亿元，同比下降 2.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.67 万亿元，同比下降 8.2%；企业债券余额为 31.46 万亿元，同比下降 0.2%；政府债券余额为 65.15 万亿元，同比增长 11.5%；非金融企业境内股票余额为 11.28 万亿元，同比增长 10.2%。从结构看，8 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.5%，同比高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比低 0.1 个百分点；委托贷款余额占比 3.1%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.2 个百分点；企业债券余额占比 8.5%，同比低 0.8 个百分点；政府债券余额占比 17.7%，同比高 0.4 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.1%，同比高 0.1 个百分点。

3、国家统计局 9 月 15 日公布的数据显示，8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，环比上月增长 0.50%。其中，化学原料和化学制品制造业增加值同比增长 14.8%。分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业增长 5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%。分经济类型看，8 月份，国有控股企业增加值同比增长 5.2%；

股份制企业增长 5.7%，外商及港澳台商投资企业增长 0.8%；私营企业增长 3.4%。分行业看，8 月份，41 个大类行业中有 23 个行业增加值保持同比增长。其中煤炭开采和洗选业增长 1.6%，石油和天然气开采业增长 7.2%，农副食品加工业增长 3.1%，酒、饮料和精制茶制造业下降 2.9%，纺织业增长 1.4%，化学原料和化学制品制造业增长 14.8%，非金属矿物制品业下降 1.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 14.5%，有色金属冶炼和压延加工业增长 8.8%，通用设备制造业下降 0.8%，专用设备制造业下降 0.5%，汽车制造业增长 9.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.1%，电气机械和器材制造业增长 10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 5.8%，电力、热力生产和供应业增长 0.2%。

4、9 月 15 日，中国人民银行发布公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，保持季末流动性平稳，开展 1390 亿元公开市场逆回购操作和 5910 亿元中期借贷便利（MLF）操作，充分满足了金融机构需求。其中 1050 亿元 7 天期逆回购的中标利率为 1.80%，与前日保持不变，重启的 14 天逆回购操作中标利率为 1.95%，较上一次操作（1 月 20 日）中标利率下调了 20 个基点。

5、9 月 15 日，国家统计局发布 8 月国民经济数据。8 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.1%，上月为下降 0.3%；环比上涨 0.3%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.8%。1 至 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.5%。全国工业生产者出厂价格同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点；环比上涨 0.2%。

6、国家统计局 9 月 15 日发布数据显示，8 月份社会消费品零售总额同比增长 4.6%，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，全国服务业生产指数同比增长 6.8%，1 至 8 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 3.2%，社会消费品零售总额 302281 亿元，同比增长 7%，全国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，服务零售额同比增长 19.4%，国民经济恢复向好生产供给稳中有升市场需求逐步改善。

7、据国家统计局 9 月 15 日消息，2023 年 8 月份，70 个大中城市商品住宅销售价格上涨城市个数减少，各线城市商品住宅销售价格环比下降、同比有涨有降。从新建商品住宅看，8 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为下降 0.2%，其中北京、广州和深圳环比分别下降 0.2%、0.3%和 0.6%，上海环比上涨 0.1%；二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.2%，降幅与上月相同；三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。从二手住宅看，8 月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，其中北京环比上涨 0.4%，上海、广州和深圳环比分别下降 0.3%、0.6%和 0.2%；二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降 0.5%和 0.4%，降幅均与上月相同。8 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 17 个和 3 个，比上月均减少 3 个。

8、据国家统计局数据，8 月份，发电量 8450 亿千瓦时，同比增长 1.1%，增速比 7 月份放缓 2.5 个百分点，日均发电 272.6 亿千瓦时。1—8 月份，发电量 58663 亿千瓦时，同比增长 3.6%。分品种看，8 月份，火电、风电增速由增转降，核电、太阳能发电增速加快，水

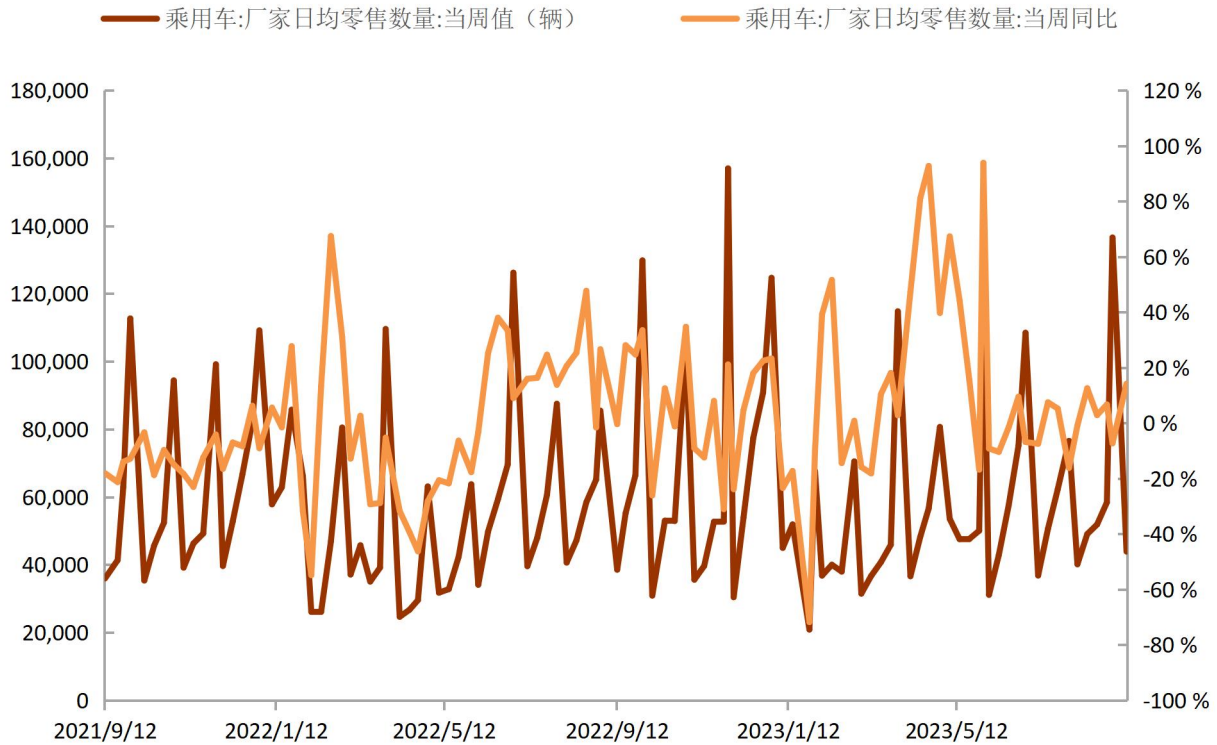
电增速由降转增。其中，火电同比下降 2.2%，7 月份为增长 7.2%；水电增长 18.5%，7 月份为下降 17.5%；核电增长 5.5%，增速比 7 月份加快 2.6 个百分点；风电下降 11.5%，7 月份为增长 25.0%；太阳能发电增长 13.9%，增速比 7 月份加快 7.5 个百分点。

9、郑州市住房保障和房地产管理局等四部门联合发布关于进一步支持合理住房需求的通知。通知指出，取消限制性购售政策，取消二环内住房限购政策等购房消费限制性规定，取消住房销售限制年限规定，支持居民刚性和改善性购房需求。降低商业性个人住房贷款最低首付比例要求，对于贷款购买商品住房(含存量住房)的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一调整为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一调整为不低于 30%。银行机构结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体首付比例和利率水平。

10、21 世纪经济报道记者杨志锦上海报道记者从多位地方投融资人士处了解到，当前政策加大对城中村改造的支持力度，符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围。不过考虑到今年专项债发行已接近尾声，城中村改造专项债预计明年发行。今年以来，城中村改造成市场关注的焦点之一。4 月 28 日召开的中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。今年 7 月 21 日召开的国常会审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。

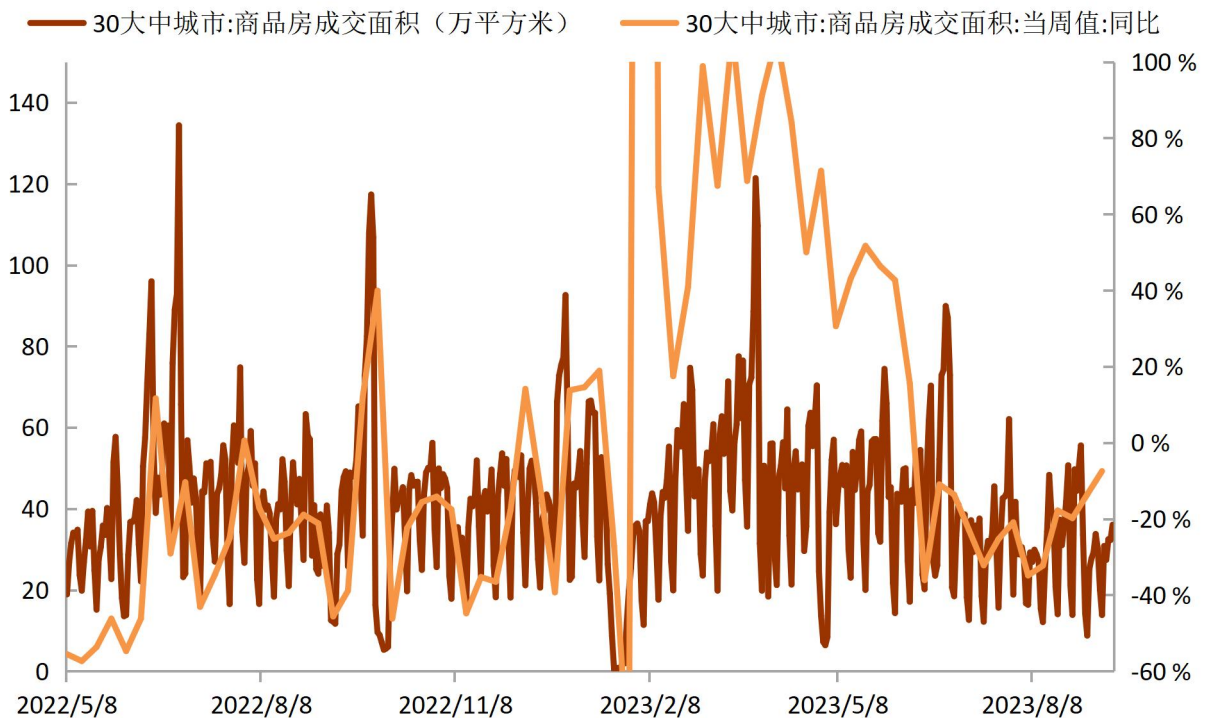
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



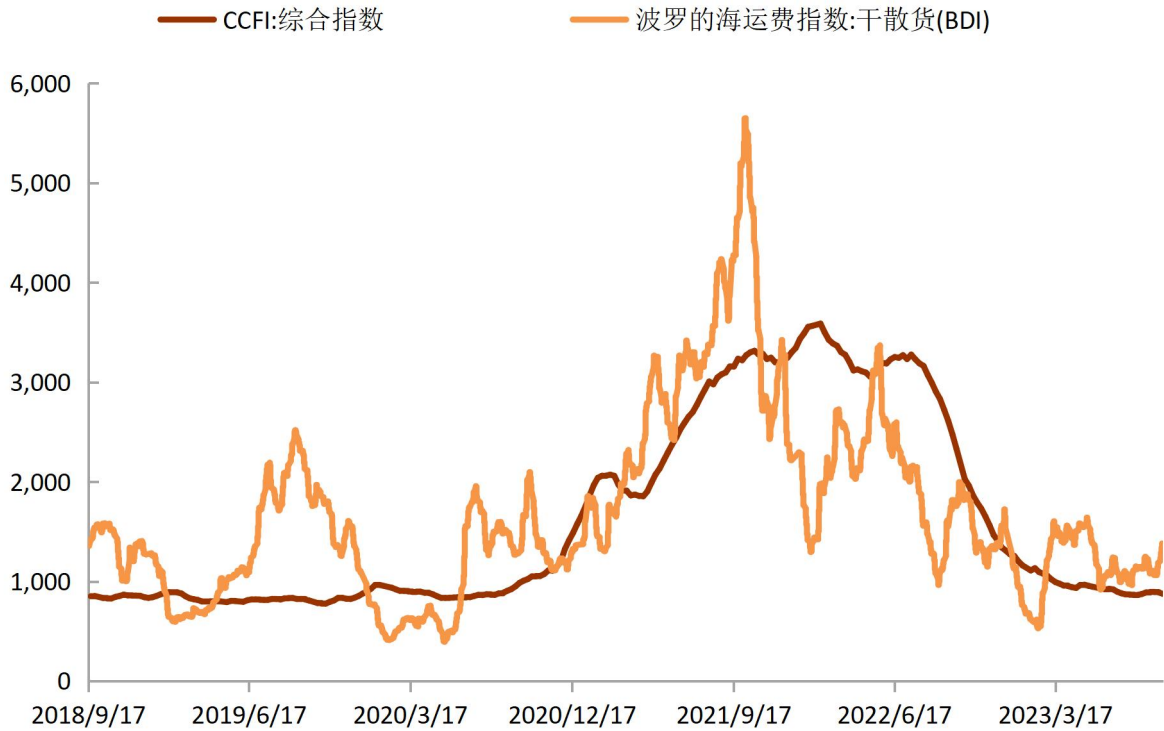
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



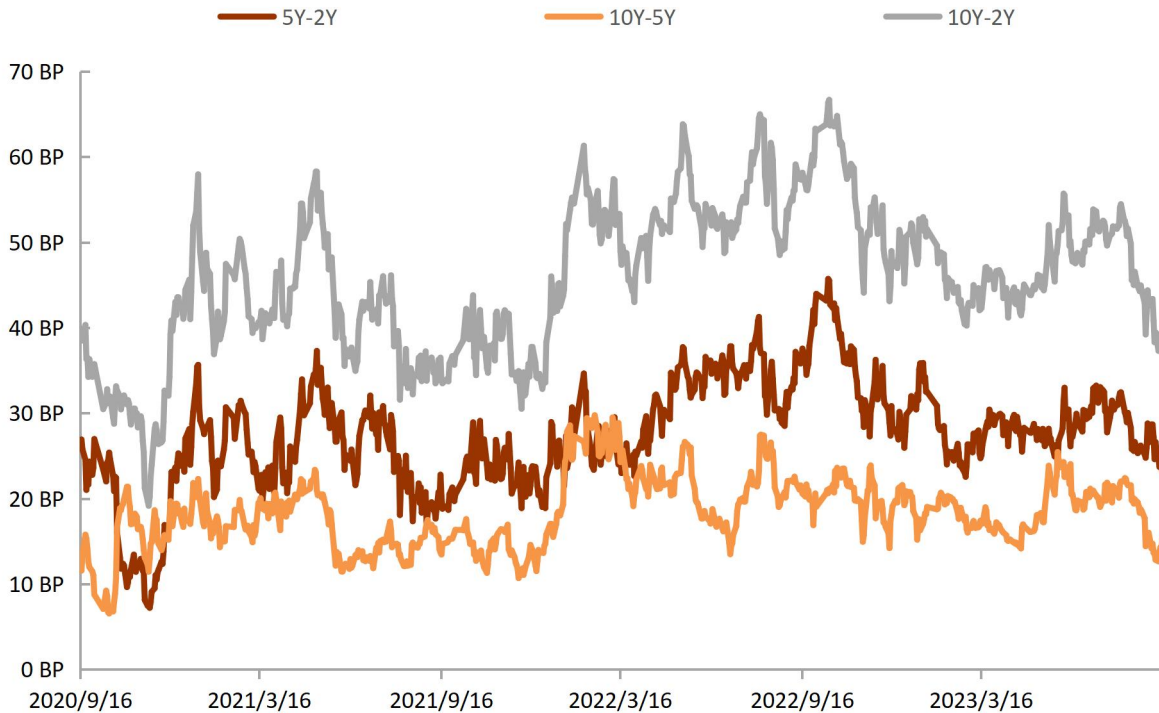
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

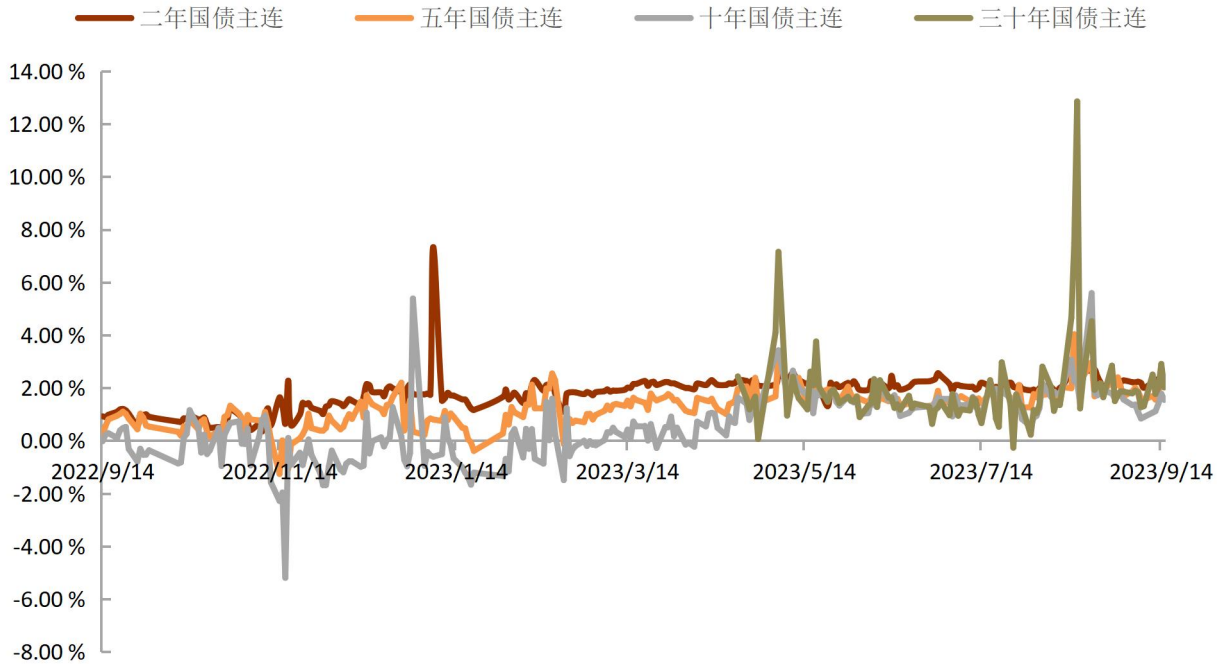
敬请参阅最后一页免责声明

图表8 社融-M2



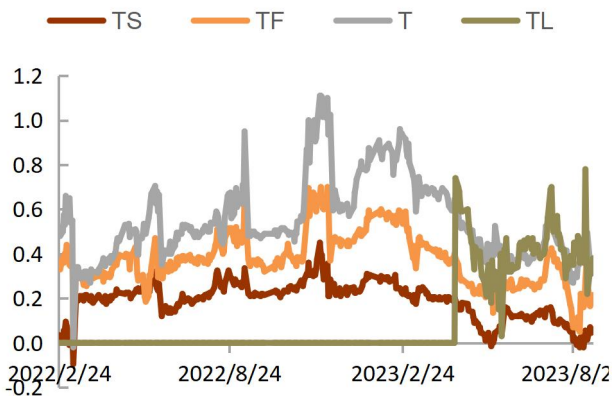
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

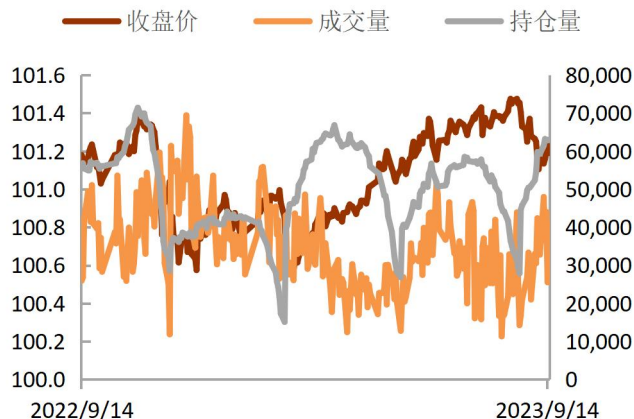


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

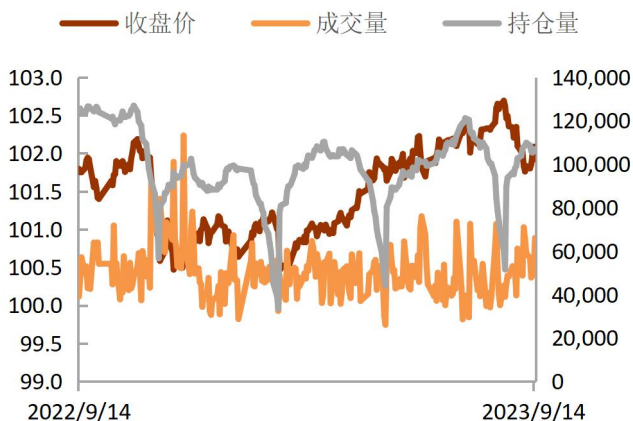


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

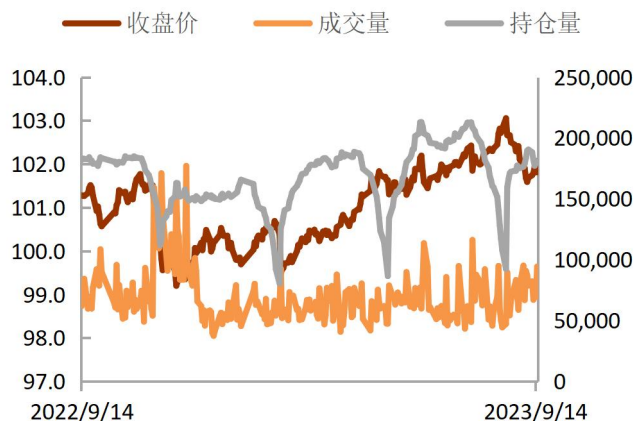


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

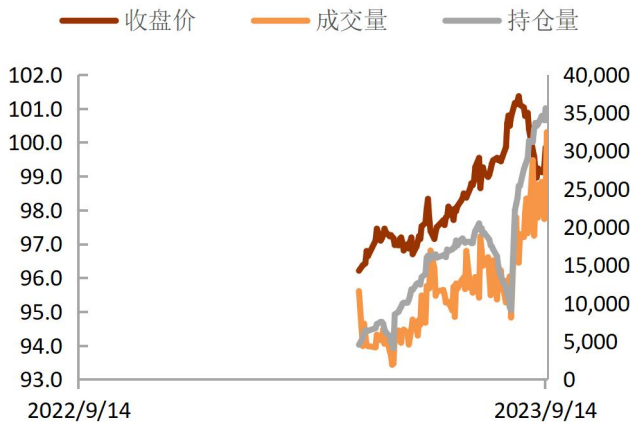


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

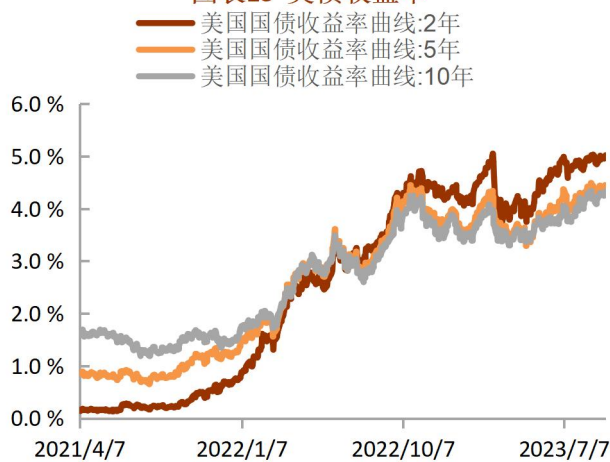


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

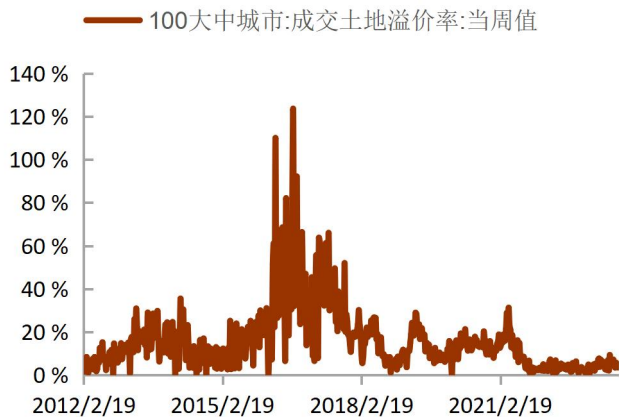


图表15 美债收益率

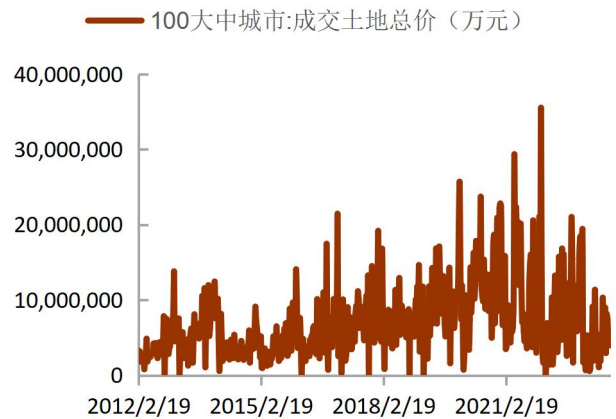


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

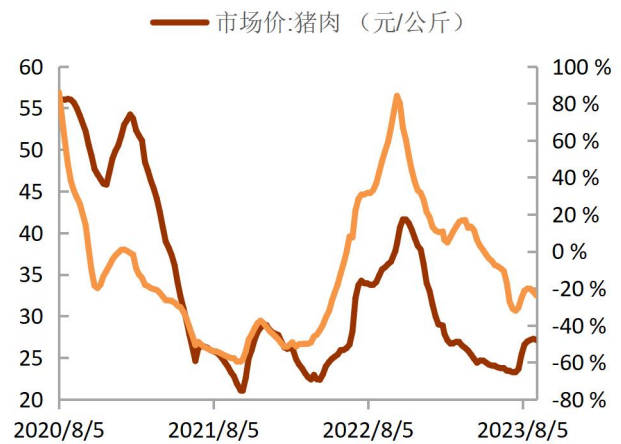


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

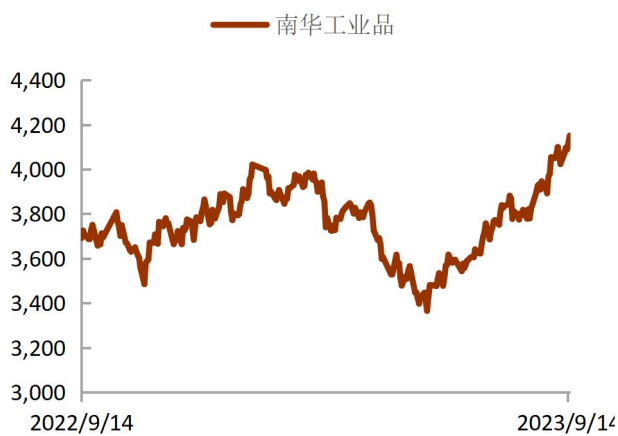


图表19 市场价:猪肉

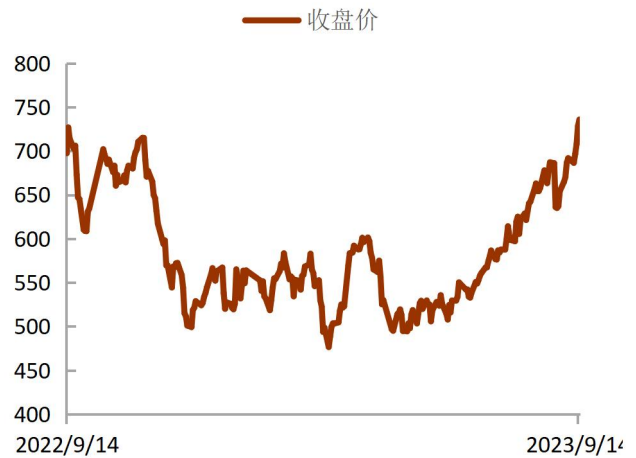


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表20 南华工业品指数



图表21 沪原油连续



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。