



2023年10月23日

资金投放超预期，债市反弹可期

核心观点及策略

- 上周债市收益率依然是先上后下，其中周一至周四债市收益率均持续走高，究其原因主要为现券一级市场供给压力持续（一级市场收益率多次发飞）、9月经济数据超预期（强化市场复苏预期）以及上周资金价格意外走高。不过到了周五央行早盘公开市场操作投放8280亿打消了资金面转向预期，叠加上上证指数跌破3000点，现券收益率开始走低。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放10270亿元，一举扭转国庆节后回笼态势，但由于现券一级供给压力较大，叠加上资金投放节奏偏慢，因此DR001等代表品种加权成交价格依然小幅上行。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告。报告提到：“……进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本……”。因此未来一段时间货币政策仍将大概率维持宽松。
- 策略建议：择机做多、TS2312正套、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、国债或地方债增发

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	101.4700	-0.2500	2530	407974	187691
TF2312	101.5800	-0.2150	1546	301530	110842
TS2312	100.9600	-0.1600	-114	245365	72402
TL2312	98.4300	-0.4000	-1674	109049	34469
T2403	101.0400	-0.2750	1231	15967	12309
TF2403	101.3850	-0.2100	287	10330	7329
TS2403	100.9000	-0.1600	1090	7915	4379
TL2403	98.0000	-0.4200	63	4930	5183

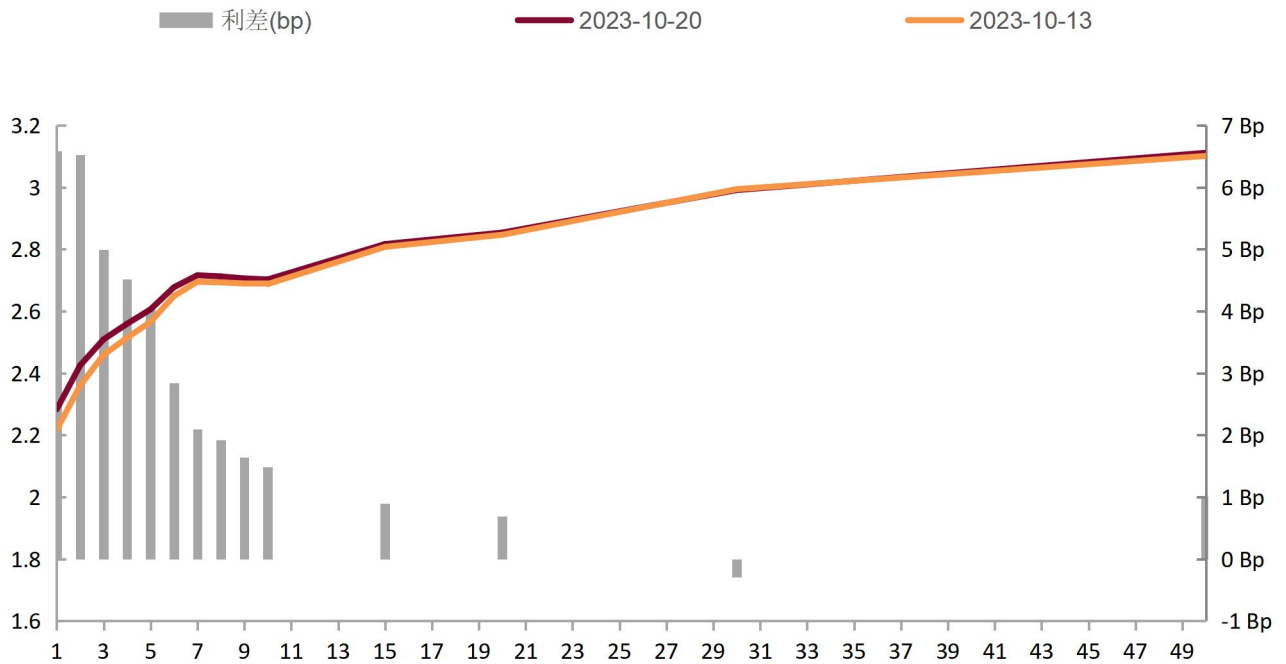
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					10270	
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
2023/10/20	逆回购	7日回购	7天	1.80	8280	投放
2023/10/20	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	950	回笼
2023/10/19	逆回购	7日回购	7天	1.80	3440	投放
2023/10/19	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1620	回笼
2023/10/18	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1020	回笼
2023/10/18	逆回购	7日回购	7天	1.80	1050	投放
2023/10/17	逆回购	7日回购	7天	1.80	710	投放
2023/10/17	MLF回笼	1年MLF	12月	2.75	5000	回笼
2023/10/17	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	670	回笼
2023/10/16	国库现金定存到期	2023年中央 国库现金管 理商业银行 定期存款(七 期)	1月	2.50	500	回笼
2023/10/16	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	200	回笼
2023/10/16	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2000	回笼
2023/10/16	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	200	回笼
2023/10/16	MLF投放	1年MLF	12月	2.50	7890	投放
2023/10/16	逆回购	7日回购	7天	1.80	1060	投放

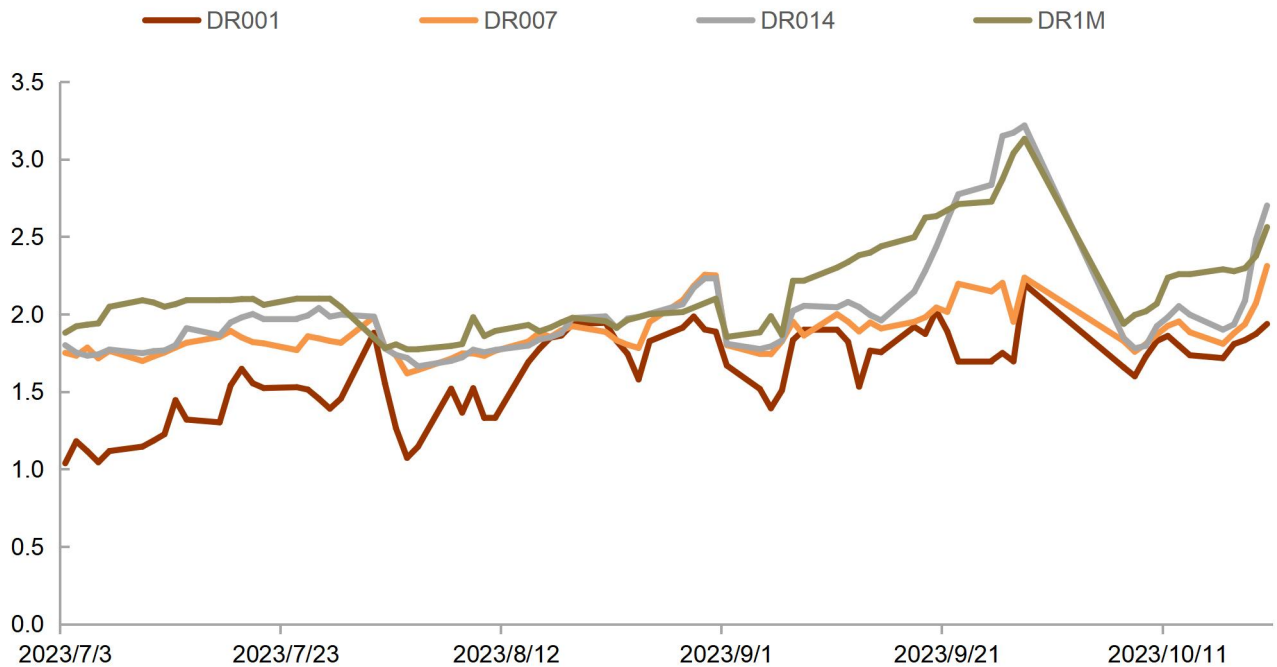
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



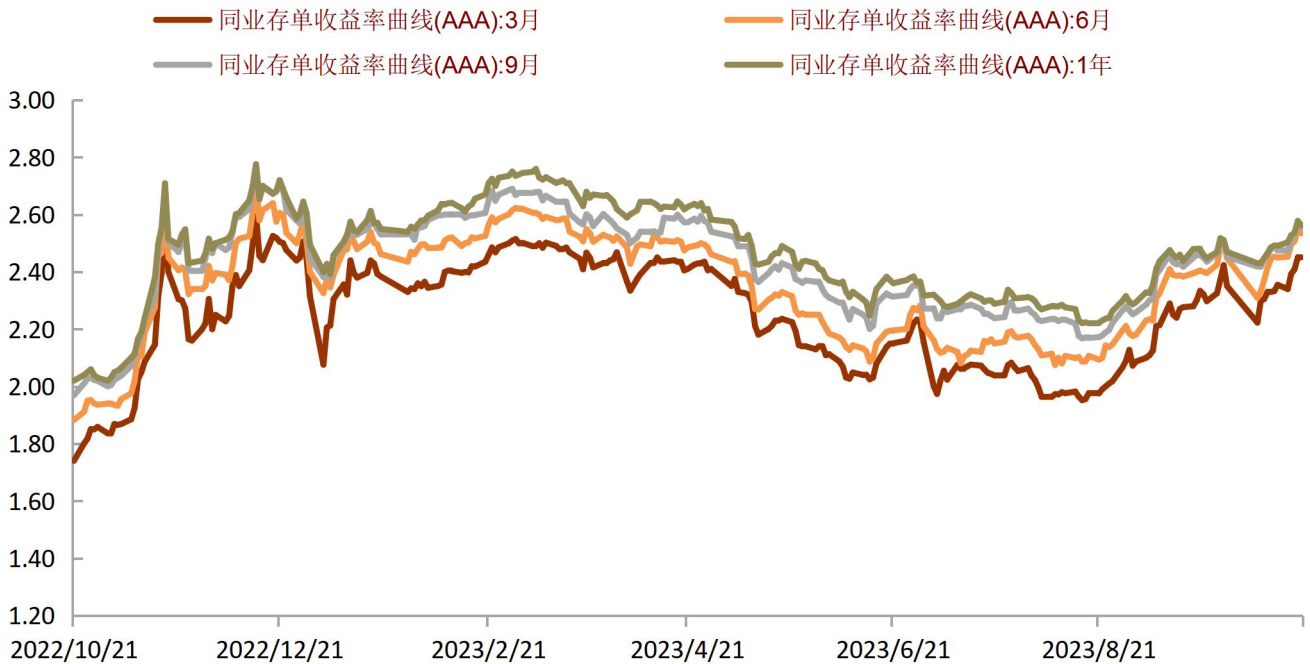
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率依然是先上后下，其中周一至周四债市收益率均持续走高，究其原因主要为现券一级市场供给压力持续（一级市场收益率多次发飞）、9月经济数据超预期（强化市场复苏预期）以及上周资金价格意外走高。不过到了周五央行早盘公开市场操作投放 8280 亿打消了资金面转向预期，叠加上上证指数跌破 3000 点，现券收益率开始走低。从收益率曲线看，上周现券收益率曲线继续走平，其中 2 年国债活跃券收益率上行 6.5BP，而 10 年国债活跃券收益率仅上行 1.5BP 左右，30 年国债现券收益率甚至出现小幅下行。国债期货主力合约 T2312 全周振幅 0.58%、最低价 101.185、最高价 101.780、最终收于 101.470、下跌 0.19。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 10270 亿元，一举扭转国庆节后回笼态势，但由于现券一级供给压力较大，叠加上资金投放节奏偏慢，因此 DR001 等代表品种加权成交价格依然小幅上行。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告。报告提到：“……进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本……”。因此未来一段时间货币政策仍将大概率维持宽松。

经济基本面方面：3 季度 GDP 超预期，9 月同时消费、投资、失业率均向好，但进入 10 月高频数据则开始疲软，出口方面 CCFI 指数继续小幅下行，消费方面 10 月头两周乘用车厂家零售日均销量表现并不亮眼，房地产方面，30 城商品房成交面积在 9 月底出现一波冲高

行情后国庆期间却快速走低，虽然节后有所恢复但与楼市政策力度并不匹配。而猪肉价格、南华工业品指数均不如9月那么强势。

操作上我们认为当前基本面好转大趋势并未改变，但经济基本面反弹斜率较9月有所放缓，同时10Y-2Y利差已创出21年以来最低值，而近几年10Y-2Y利差低点往往对应现券收益率高点，因此当前债市尤其是短端超跌概率极高。同时9月数据向好但高频数据的走弱反而可能意味着利空落地。因此机会方面，我们建议趁机建立多头头寸，同时套利方面TS2312的IRR维持高位存在正套机会。10Y-2Y国债现券利差过窄，存在一定做多利差机会。

三、一周要闻

1、10月18日上午，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍2023年前三季度国民经济运行情况。初步核算，前三季度国内生产总值913027亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。分产业看，第一产业增加值56374亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值353659亿元，增长4.4%；第三产业增加值502993亿元，增长6.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长1.3%。

2、国家统计局数据显示，前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。9月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.2个百分点，连续2个月下降。本地户籍劳动力调查失业率为5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.7%。31个大城市城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为48.8小时。三季度末，外出务工农村劳动力总量18774万人，同比增长2.8%。

3、9月份，社会消费品零售总额39826亿元，同比增长5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额35443亿元，增长5.9%。1—9月份，社会消费品零售总额342107亿元，同比增长6.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额307270亿元，增长7.0%。按经营单位所在地分，9月份，城镇消费品零售额33985亿元，同比增长5.4%；乡村消费品零售额5841亿元，增长6.3%。1—9月份，城镇消费品零售额296410亿元，同比增长6.7%；乡村消费品零售额45697亿元，增长7.4%。按消费类型分，9月份，商品零售35539亿元，同比增长4.6%；餐饮收入4287亿元，增长13.8%。1—9月份，商品零售305002亿元，同比增长5.5%；餐饮收入37105亿元，增长18.7%。按零售业态分，1—9月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长7.5%、4.3%、3.1%、7.7%，超市零售额同比下降0.4%。1—9月份，全国网上零售额108198亿元，同比增长11.6%。其中，实物商品网上零售额90435亿元，增长8.9%，占社会消费品零售总额的比重为26.4%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长10.4%、9.6%、8.5%。

4、9月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.36%。1—9月份，规模以上工业增加值同比增长4.0%。分三大门类看，9月份，采矿业增加值同比增长1.5%，制造业增长5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%。分经济类型看，9月份，国有控股企业增加值同比增长5.9%；股份制企业增长5.6%，外商及港澳台商投资企业增长0.4%；私营企业增长3.3%。分行业看，9月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。其中煤炭开采和洗选业增长1.4%，石油和天然气开采业增长3.4%，农副食品加工业增长1.2%，酒、饮料和精制茶制造业增长2.7%，纺织业增长0.8%，化学原料和化学制品制造业增长13.4%，非金属矿物制品业下降1.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长8.4%，通用设备制造业同比持平，专用设备制造业增长1.6%，汽车制造业增长9.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长2.6%，电气机械和器材制造业增长11.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长4.5%，电力、热力生产和供应业增长4.6%。分产品看，9月份，620种产品中有337种产品产量同比增长。钢材11782万吨，同比增长5.5%；水泥18887万吨，下降7.2%；十种有色金属642万吨，增长7.3%；乙烯264万吨，增长5.7%；汽车283.3万辆，增长3.4%，其中新能源汽车84.7万辆，增长12.5%；发电量7456亿千瓦时，增长7.7%；原油加工量6362万吨，增长12.0%。9月份，工业企业产品销售率为97.4%，同比下降0.4个百分点；工业企业实现出口交货值13683亿元，同比名义下降3.6%。

5、1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）375035亿元，同比增长3.1%（按可比口径计算，详见附注7）。其中，制造业投资增长6.2%，增速比1—8月份加快0.3个百分点。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.15%。1—9月份，民间固定资产投资193399亿元，同比下降0.6%。分产业看，第一产业投资7951亿元，同比下降1.0%；第二产业投资116808亿元，增长9.0%；第三产业投资250276亿元，增长0.7%。第二产业中，工业投资同比增长9.0%。其中，采矿业投资增长1.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长25.0%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.2%。其中，铁路运输业投资增长22.1%，水利管理业投资增长4.9%，道路运输业投资增长0.7%，公共设施管理业投资下降1.2%。分地区看，东部地区投资同比增长5.4%，中部地区投资下降0.9%，西部地区投资下降0.4%，东北地区投资下降2.7%。分登记注册类型看，内资企业固定资产投资同比增长3.3%，港澳台商企业固定资产投资下降2.6%，外商企业固定资产投资增长1.7%。

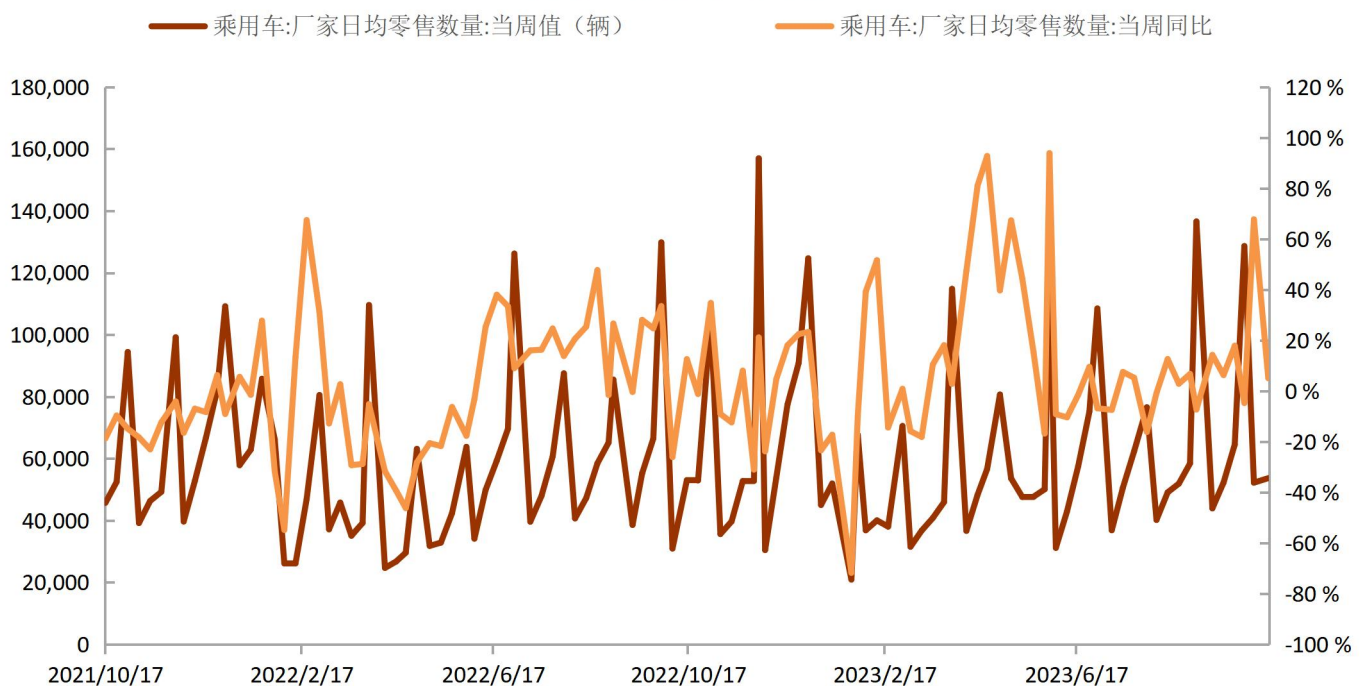
6、10月16日，据杭州市住房保障和房产管理局官网消息，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于优化调整房地产市场调控措施的通知》。《通知》显示，为认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，持续加大保障性住房建设和供给力度，更好满足刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，杭州从加大保障性住房建设和供

给、优化住房限购政策、加强住房信贷支持力度、优化住宅用地供应、强化预售资金监管、规范房地产市场秩序等方面进一步完善房地产市场调控。

7、10月21日，受国务院委托，中国人民银行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告。本次报告从货币政策执行情况、金融业运行和监管工作情况、金融支持实体经济情况等方面总结了金融工作的主要进展及成效，并从六大方面介绍了下一步工作的主要考虑。“稳健的货币政策更加精准有力，把握好逆周期和跨周期调节，保持货币信贷总量适度，节奏平稳。”潘功胜说，总量上，综合运用多种货币政策工具，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济力度的稳定性，切实支持扩大内需，增强发展动能，优化经济结构，促进经济金融良性循环。价格上，持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。同时，维护好存贷款市场秩序。结构上，聚焦重点、合理适度、有进有退，继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，继续实施好存续结构性货币政策工具，用好用足普惠小微贷款支持工具、保交楼贷款支持计划和租赁住房贷款支持计划。

四、高频及相关数据跟踪

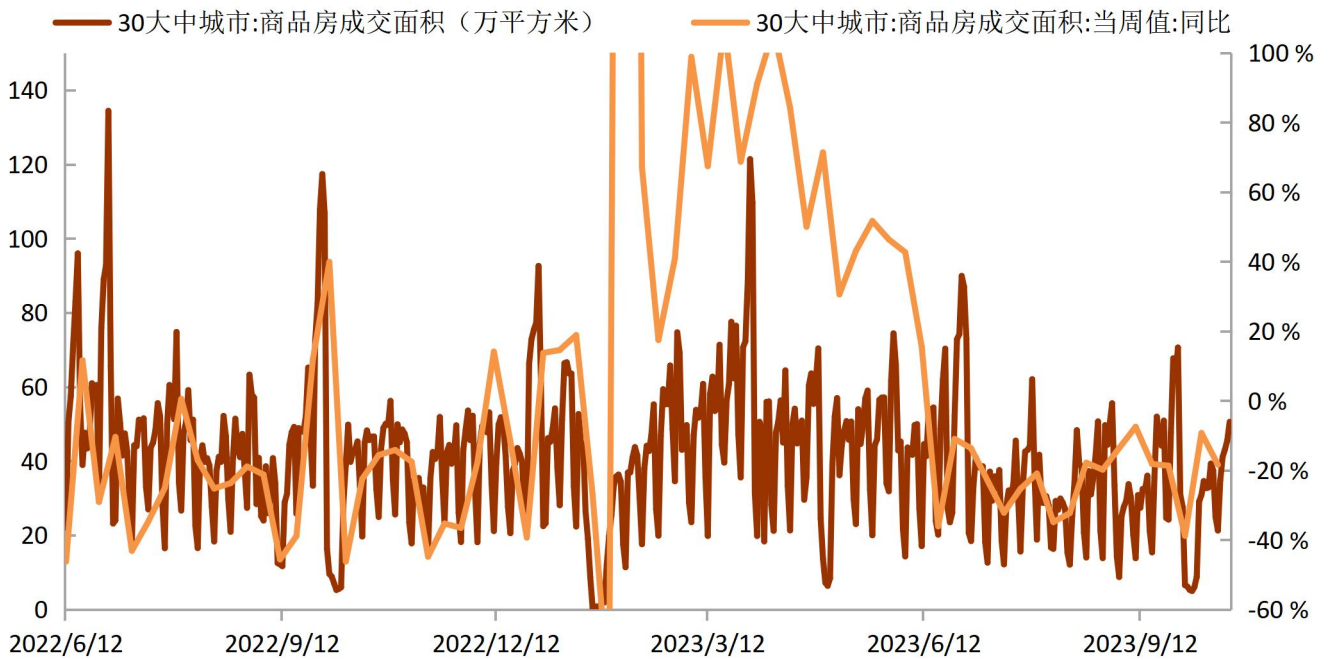
图表4 乘用车厂家零售



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

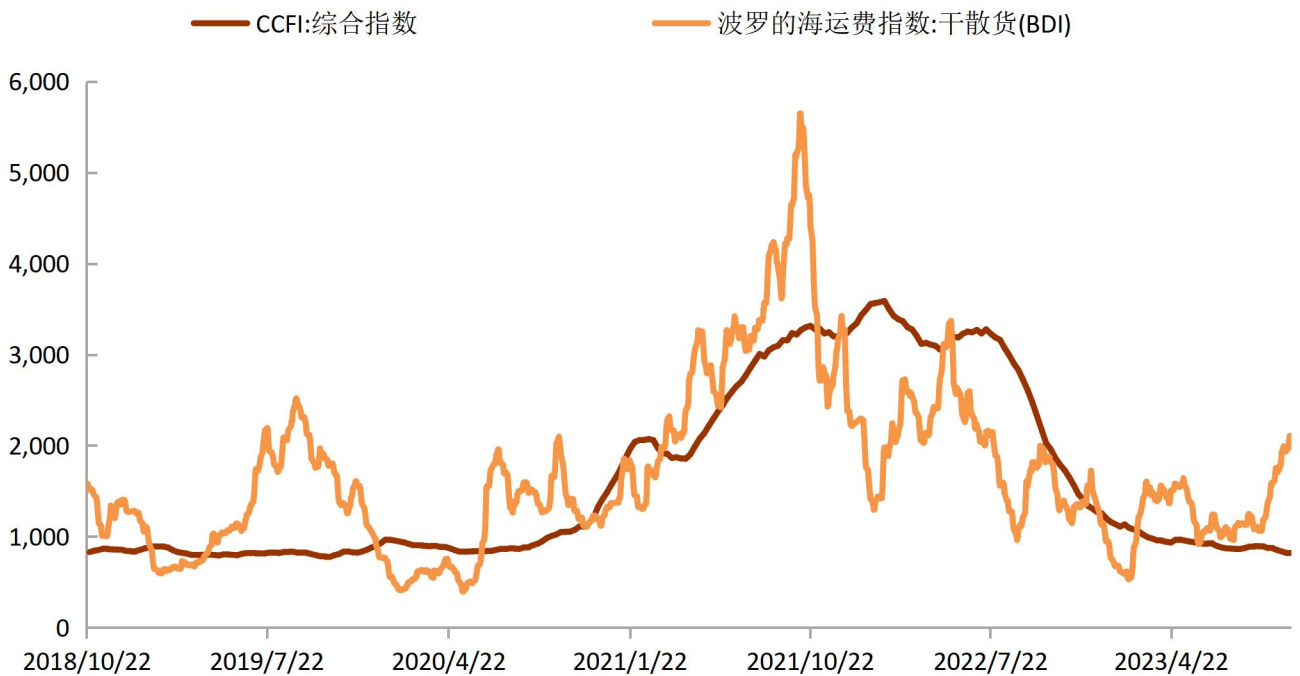
敬请参阅最后一页免责声明

图表5 30大中城市:商品房成交面积



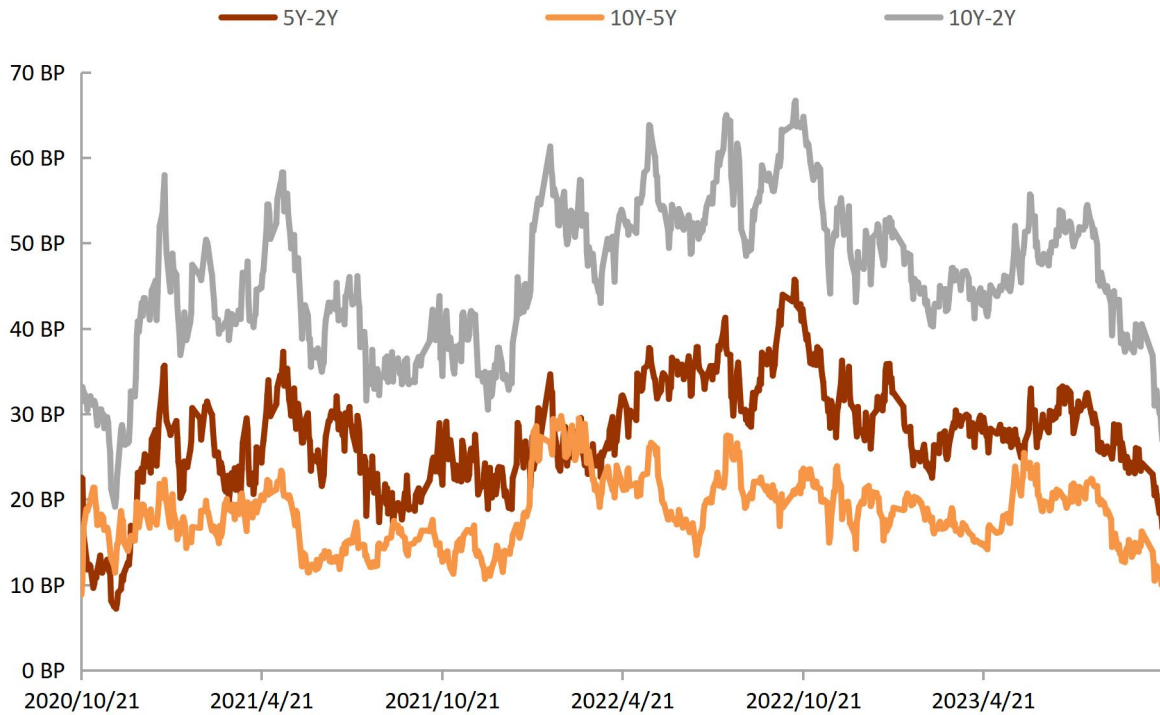
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



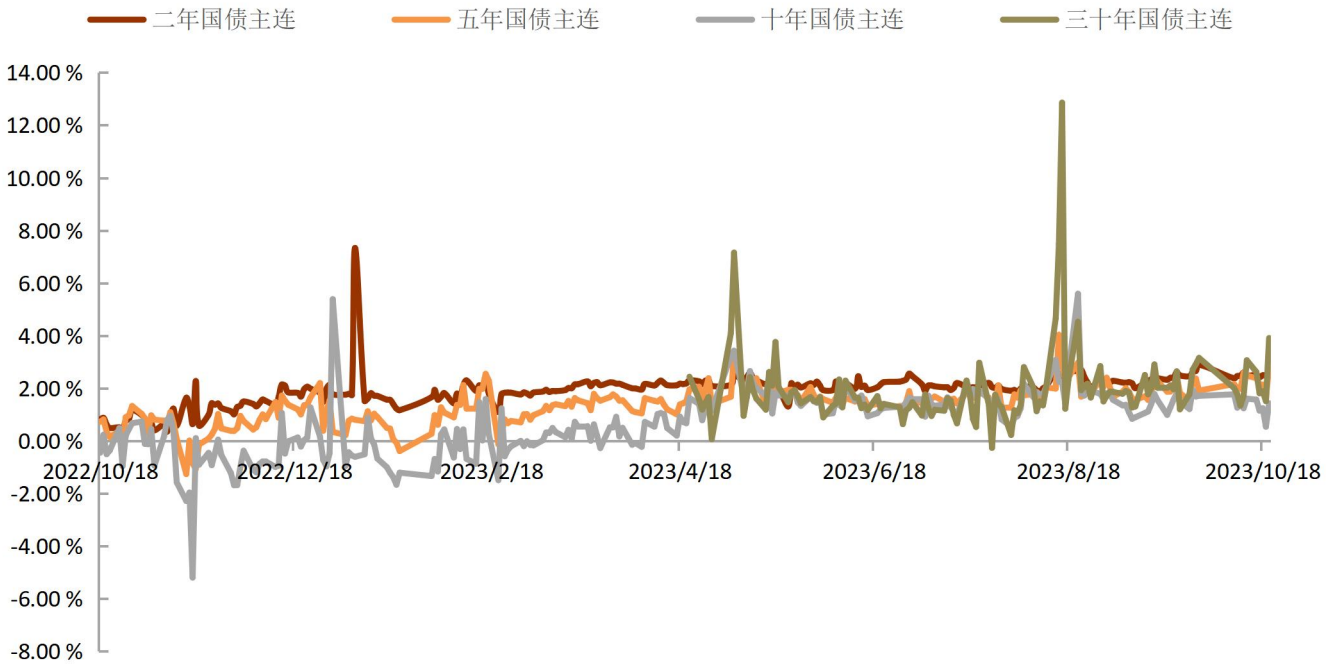
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



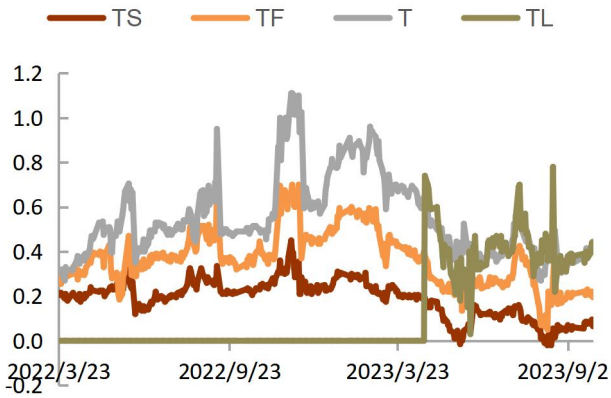
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

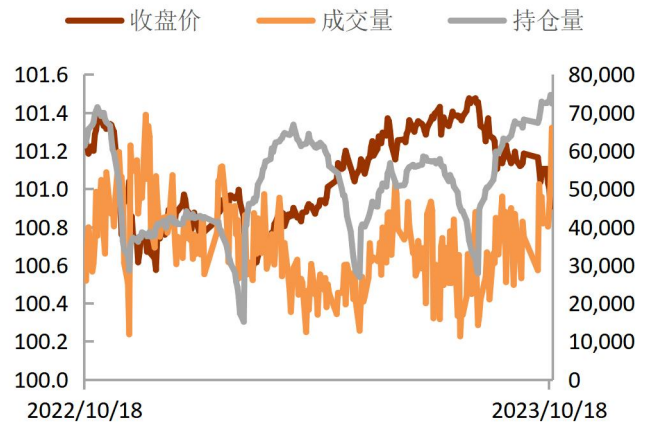


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

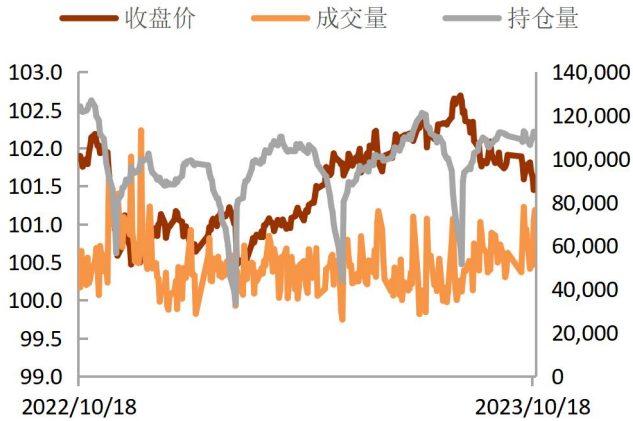


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

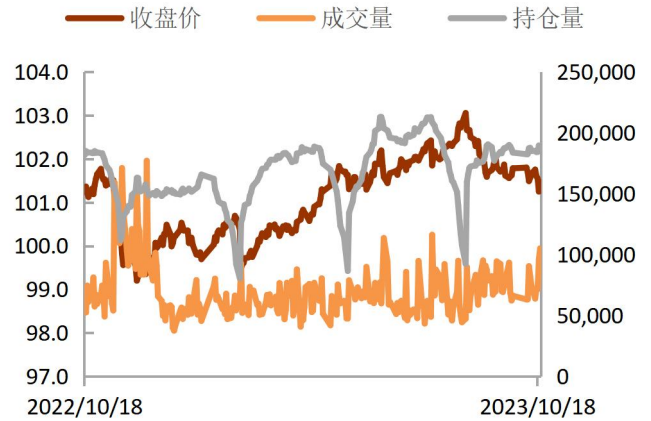


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

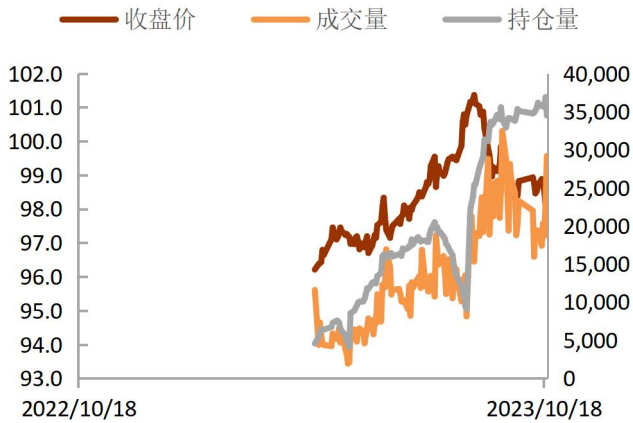


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

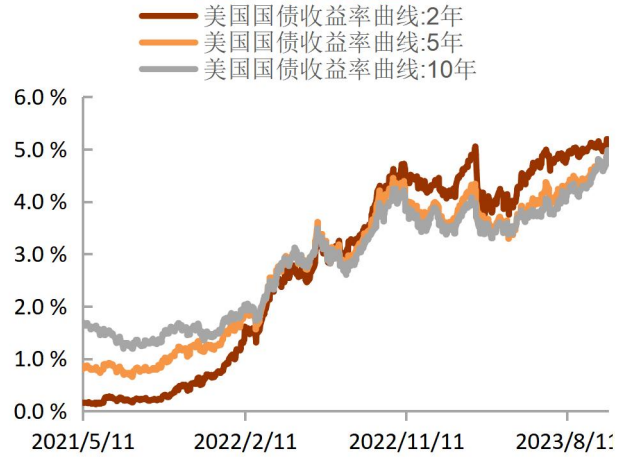


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

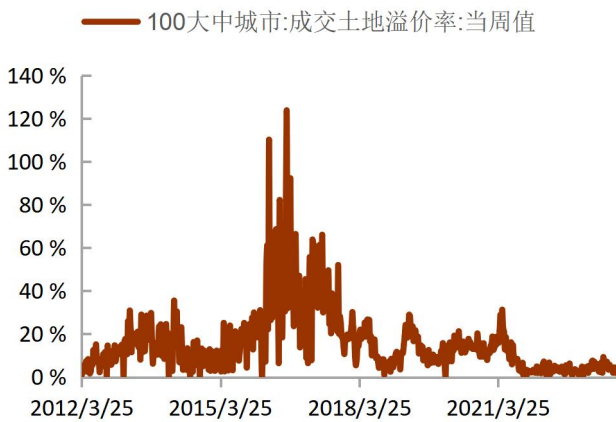


图表15 美债收益率

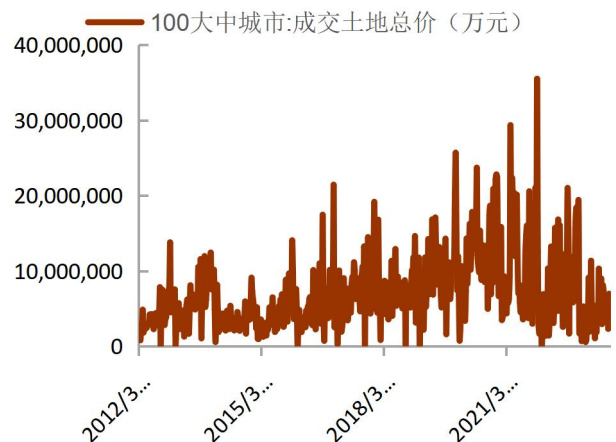


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

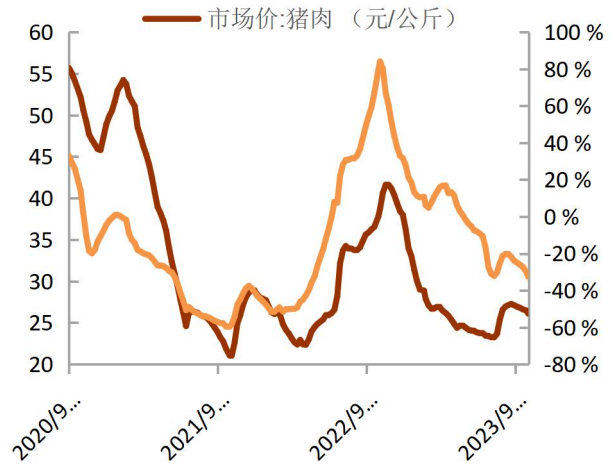


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

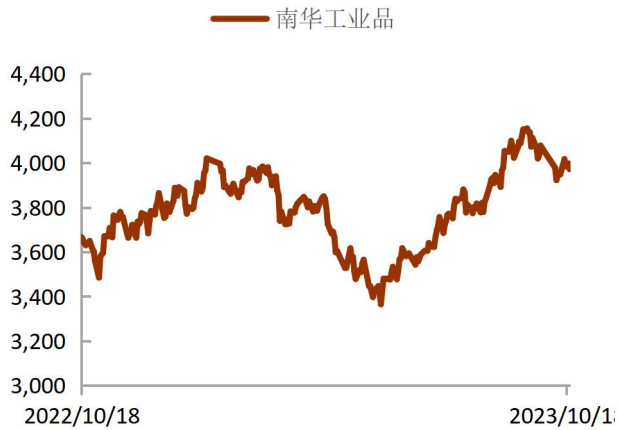


图表19 市场价：猪肉

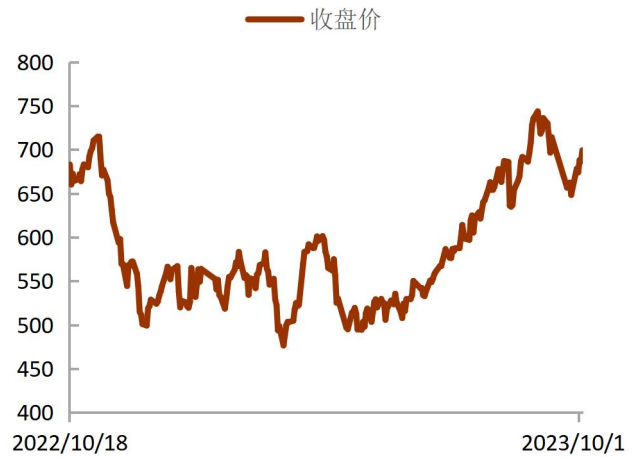


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。