



2023年11月13日

## 货币政策窗口临近，保持操作灵活性

### 核心观点及策略

- 上周债市走势再度分化，以10Y国债为代表的中长端品种收益率继续下行，但短端国债品种的收益率则重回上行。具体看1-4Y国债收益率上行1-2.5BP不等，5Y及以上国债收益率下行1.5BP左右。而上周长短端品种走势分化主要还是因为负债端（存单一级发行收益率）成本持续上行，而CPI、PPI弱势叠加上社融数据迟迟不公布，市场降准、降息预期持续升温，长端收益率博弈情绪浓厚，因此中长端收益率小幅下行。全周来看十年期国债期货主力合约T2312全周振幅0.26%、最低价101.955、最高价102.215、最终收于102.180、上涨0.125。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼6480亿元，受此影响DR001、DR007等代表品种上周的加权成交价格小幅走高但绝对幅度有限，同时存单一级发行利率重现上行态势，资金面担忧有所升温，但上行的存单发行利率反而激发了市场对货币政策的期待，进而导致现券走势分化。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜在2023金融街论坛年会上的讲话提到，货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节。
- 策略建议：TS2312正套、做多10Y-2Y利差。
- 风险因素：中美关系改善、货币政策预期落空

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  | 102.1800 | 0.0950   | -8405 | 307810 | 154147 |
| TF2312 | 102.0550 | 0.0250   | -3485 | 224537 | 98122  |
| TS2312 | 101.0080 | -0.0820  | -4169 | 214789 | 55551  |
| TL2312 | 99.3500  | 0.3800   | -2586 | 128491 | 27914  |
| T2403  | 101.9500 | 0.1500   | 17452 | 72269  | 41947  |
| TF2403 | 101.9200 | 0.0550   | 10742 | 40652  | 25487  |
| TS2403 | 101.0520 | -0.0430  | 8408  | 45823  | 18536  |
| TL2403 | 99.2000  | 0.5000   | 4,323 | 24126  | 12007  |

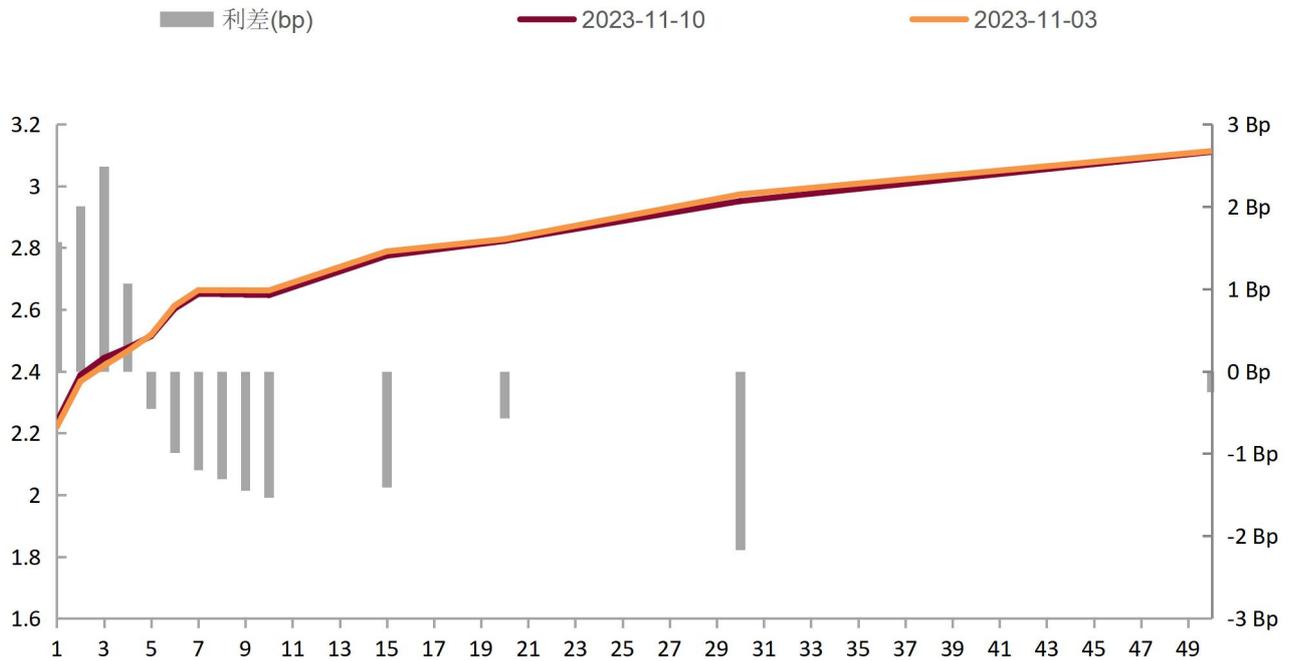
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

| 本周净投放(亿元)  |       |      |    |            |      | -6480 |
|------------|-------|------|----|------------|------|-------|
| 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  |
| 2023/11/10 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 430  | 回笼    |
| 2023/11/10 | 逆回购   | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 2030 | 投放    |
| 2023/11/9  | 逆回购   | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 2020 | 投放    |
| 2023/11/9  | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 1940 | 回笼    |
| 2023/11/8  | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 3910 | 回笼    |
| 2023/11/8  | 逆回购   | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 4740 | 投放    |
| 2023/11/7  | 逆回购   | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 3530 | 投放    |
| 2023/11/7  | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 6120 | 回笼    |
| 2023/11/6  | 逆回购   | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 180  | 投放    |
| 2023/11/6  | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80       | 6580 | 回笼    |

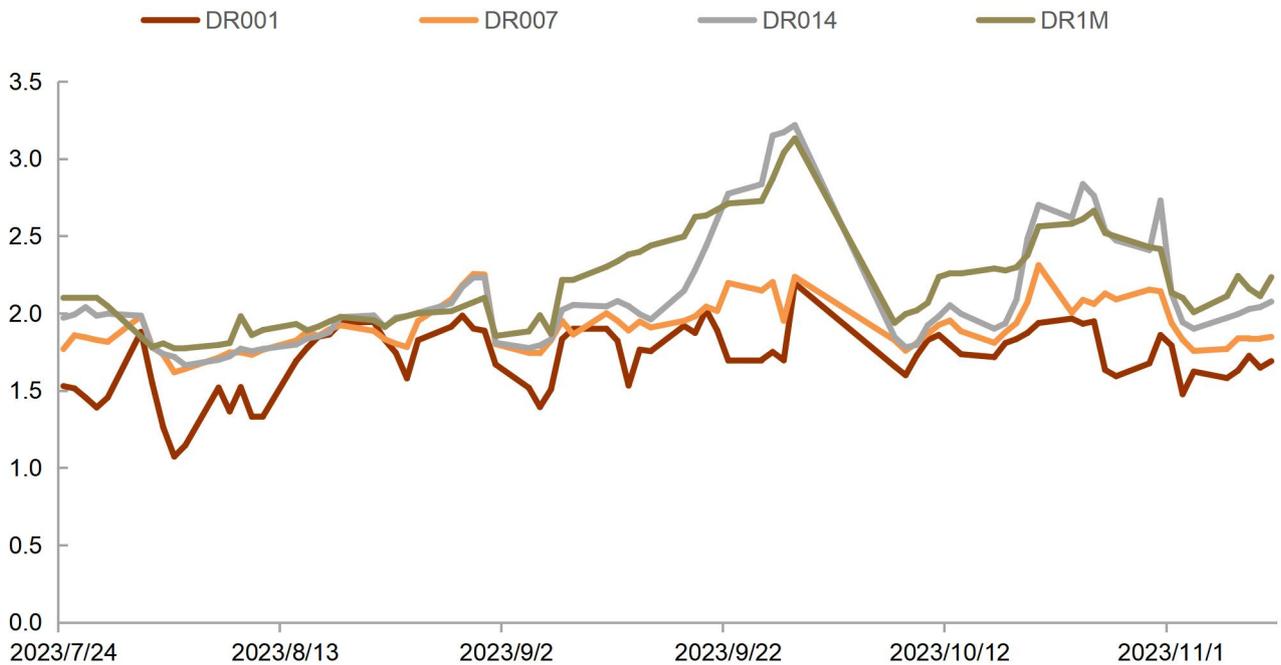
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



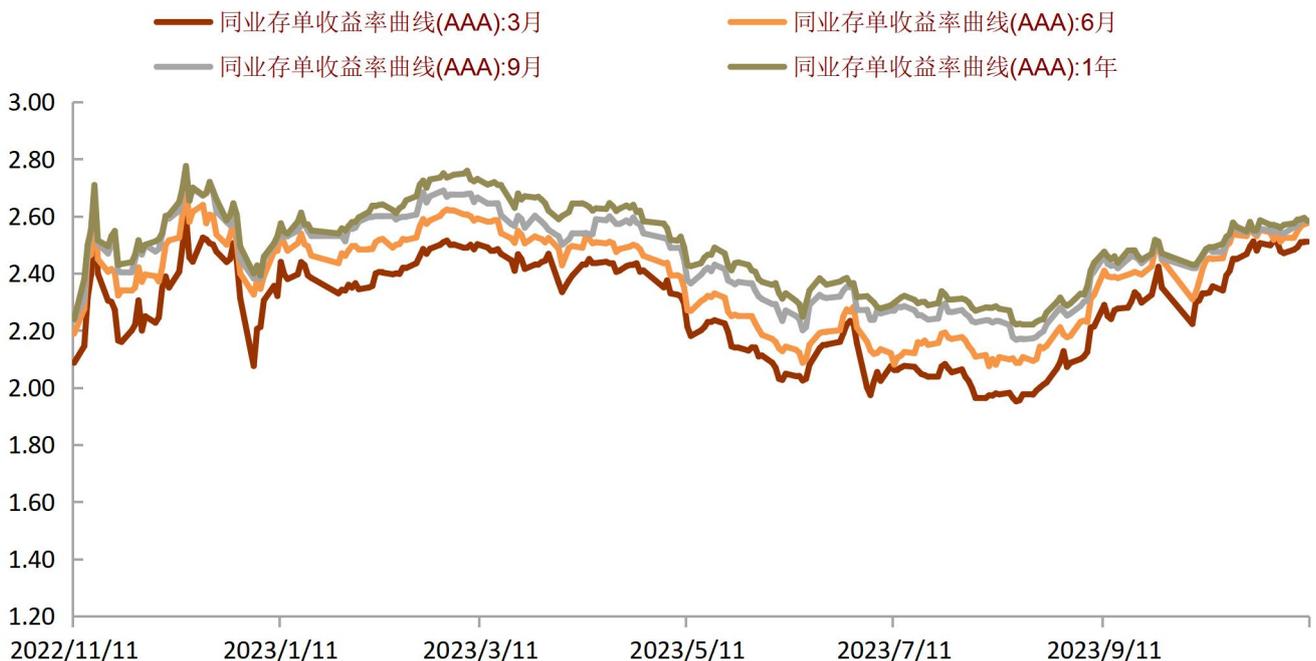
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市走势再度分化，以 10Y 国债为代表的中长端品种收益率继续下行，但短端国债品种的收益率则重回上行。具体看 1-4Y 国债收益率上行 1-2.5BP 不等，5Y 及以上国债收益率下行 1.5BP 左右。而上周长短端品种走势分化主要还是因为负债端（存单一级发行收益率）成本持续上行，而 CPI、PPI 弱势叠加上社融数据迟迟不公布，市场降准、降息预期持续升温，长端收益率博弈情绪浓厚，因此中长端收益率小幅下行。全周来看十年期国债期货主力合约 T2312 全周振幅 0.26%、最低价 101.955、最高价 102.215、最终收于 102.180、上涨 0.125。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 6480 亿元，受此影响 DR001、DR007 等代表品种上周的加权成交价格小幅走高但绝对幅度有限，同时存单一级发行利率重现上行态势，资金面担忧有所升温，但上行的存单发行利率反而激发了市场对货币政策的期待，进而导致现券走势分化。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜在 2023 金融街论坛年会上的讲话提到，下一阶段，货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，为稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡营造良好的货币金融环境。

经济基本面方面：10 月外贸及 CPI、PPI 数据已准时公布（与此前我们跟踪的高频数据走势相符），但金融数据迟迟未公布，而 10 月末票据收益率下行及 10 月地产数据表现疲软则预示着金融数据的总量及结构可能均不太理想。高频数据方面，首先是 10 月最后一周乘

用车厂家零售数据的冲高幅度明显不及之前几月。二是 30 城商品房成交面积及土地出让金额在进入 11 月后反而出现意外惊喜，而这与最近地产债沸沸扬扬的违约预期形成差距，需持续关注后续走势，不排除地产触底反弹可能。三是外贸方面，CCFI 连续两周出现小幅反弹，叠加下中美一号人物会晤，未来出口可能出现超预期反弹。四是猪肉价格依然小幅走低，未来 CPI 数据压力不大。最后是南华工业品指数横盘震荡，PPI 预计维持平稳。

操作上我们认为 15 号是当前市场多空博弈重点，如货币政策如约而至，中长端国债收益率也已在当前几周做出定价，国债期货冲高幅度相对有限。而在预期落空情形下，叠加上中美一号人物会晤后中美关系缓和的较大利空下，国债恐面临一波快速调整。同时由于资金面现实及预期的背离，目前 10Y-2Y 再度压缩至近 3 年极值附近，因此做多 10-2Y 利差走阔交易胜率最高风险最小。因此我们建议继续做多 10-2Y 利差交易，同时套利方面 TS2312 的 IRR 继续维持高位存在正套机会。

### 三、一周要闻

1、中国人民银行网站 11 月 6 日消息，中国人民银行货币政策司当日发布的《持续深化利率市场化改革》文章称，坚决落实促进金融与房地产良性循环要求，持续完善差别化住房信贷政策，发挥新发放首套房贷利率政策动态调整机制作用，继续有序拓宽房贷利率自主定价空间，支持城市政府因城施策用好政策工具箱。对于持续深化利率市场化改革的三个发力重点，文章表示，首先是健全市场化利率形成、调控和传导机制，疏通资金进入实体经济的渠道，促进优化金融资源配置。一是按照健全中国特色货币政策调控框架要求，持续完善以中央银行政策利率为核心、利率走廊机制作用有效发挥、目标利率围绕政策利率运行的中央银行利率调控机制。二是持续在货币市场、债券市场、信贷市场培育质押式回购利率（DR）、国债收益率、LPR 等指标性利率，提升市场基准利率的权威性和公信力，准确反映市场资金供求状况，为市场定价提供重要参考，并发挥好作为浮动利率金融产品定价基准的重要作用。三是健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”和“LPR+国债收益率→存款利率”的利率传导机制，中央银行通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放利率调控信号，引导货币市场利率运行，最终传导至债券、贷款和存款利率，有效调节资金供求和资源配置，实现货币政策调控目标。其次是推动存贷款利率进一步市场化，坚持用改革的办法，引导融资成本持续下降。持续释放 LPR 改革效能，督促 LPR 报价行继续健全报价机制、提高报价质量，增强 LPR 对实际贷款利率定价的指导性，巩固企业融资和居民信贷成本下降的成效。发挥存款利率市场化调整机制重要作用，引导金融机构根据市场利率变化，合理确定存款利率水平，增强支持实体经济的能力和可持续性。进一步健全利率自律机制，促进金融机构提升自主定价能力，增强金融市场竞争性，有效维护市场秩序。再次是持续提升房贷利率市场化程度，更好支持刚性和改善性住房需求。坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展，督促金融

机构继续将降低存量房贷利率的成效落实到位，理顺增量和存量房贷利率关系，减轻居民利息负担，支持投资和消费。

2、2023年10月份，全国居民消费价格同比下降0.2%。其中，城市下降0.1%，农村下降0.5%；食品价格下降4.0%，非食品价格上涨0.7%；消费品价格下降1.1%，服务价格上涨1.2%。1—10月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.4%。

3、10月份，工业生产经营活动保持扩张，受国际原油、有色金属价格波动及上年同期对比基数走高等因素影响，全国PPI环比由涨转平，同比降幅略有扩大。从同比看，PPI下降2.6%，降幅比上月扩大0.1个百分点。同比降幅扩大，主要是受上年同期对比基数走高影响。其中，生产资料价格下降3.0%，降幅与上月相同；生活资料价格下降0.9%，降幅扩大0.6个百分点。主要行业中，价格降幅扩大的有：非金属矿物制品业下降7.6%，扩大0.6个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降5.2%，扩大0.2个百分点。价格降幅收窄的有：煤炭开采和洗选业下降15.4%，收窄0.2个百分点；化学原料和化学制品制造业下降6.9%，收窄0.2个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业下降3.8%，收窄2.9个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.6%，涨幅回落0.1个百分点；石油和天然气开采业价格由上月下降3.3%转为上涨1.7%。另外，新能源乘用车价格下降4.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降2.9%。

4、住房城乡建设部党组书记、部长倪虹近日在接受新华社采访时表示，今年的房地产市场，总的看是前高、中低、后稳。从数据看，“认房不认贷”“降低首付比例和利率”等政策措施起到了积极的效果。“1到10月份，一手房交易量虽然下降，但二手房是上升的，一、二手房合起来实现同比正增长。另外，保交楼工作的扎实推进，带动了全国房屋竣工面积同比增长近20%，也反映出各地政府帮助企业纾困是有效果的。”倪虹说。谈及构建房地产发展新模式，倪虹表示，党中央提出，构建房地产发展新模式。这是破解房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康发展的治本之策。过去在解决“有没有”时期追求速度和数量的发展模式，已不适应现在解决“好不好”问题、高质量发展阶段的新要求，亟需构建新的发展模式。

5、11月10日，外交部发言人华春莹宣布，应美国总统拜登邀请，国家主席习近平将于11月14日至17日赴美国旧金山举行中美元首会晤，同时应邀出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。这是中美领导人自2022年11月在印尼巴厘岛举行会晤以来，再次举行线下会晤。另据新华社消息，国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰于11月8日至12日应邀访美，其间与美财长耶伦举行数次会谈。此前，10月26日至28日，应美国国务卿布林肯邀请，中共中央政治局委员、外交部长王毅访问美国。

6、据国家邮政局11月12日消息，国家邮政局监测数据显示，2023年11月1日至11日，全国邮政快递企业共揽收快递包裹52.64亿件，同比增长23.22%，日均业务量是平日业务量的1.4倍。其中11月11日当天，共揽收快递包裹6.39亿件，是平日业务量的1.87倍，同比增长15.76%。“双11”期间快递业务量再次刷新纪录，有效助力消费市场恢复扩

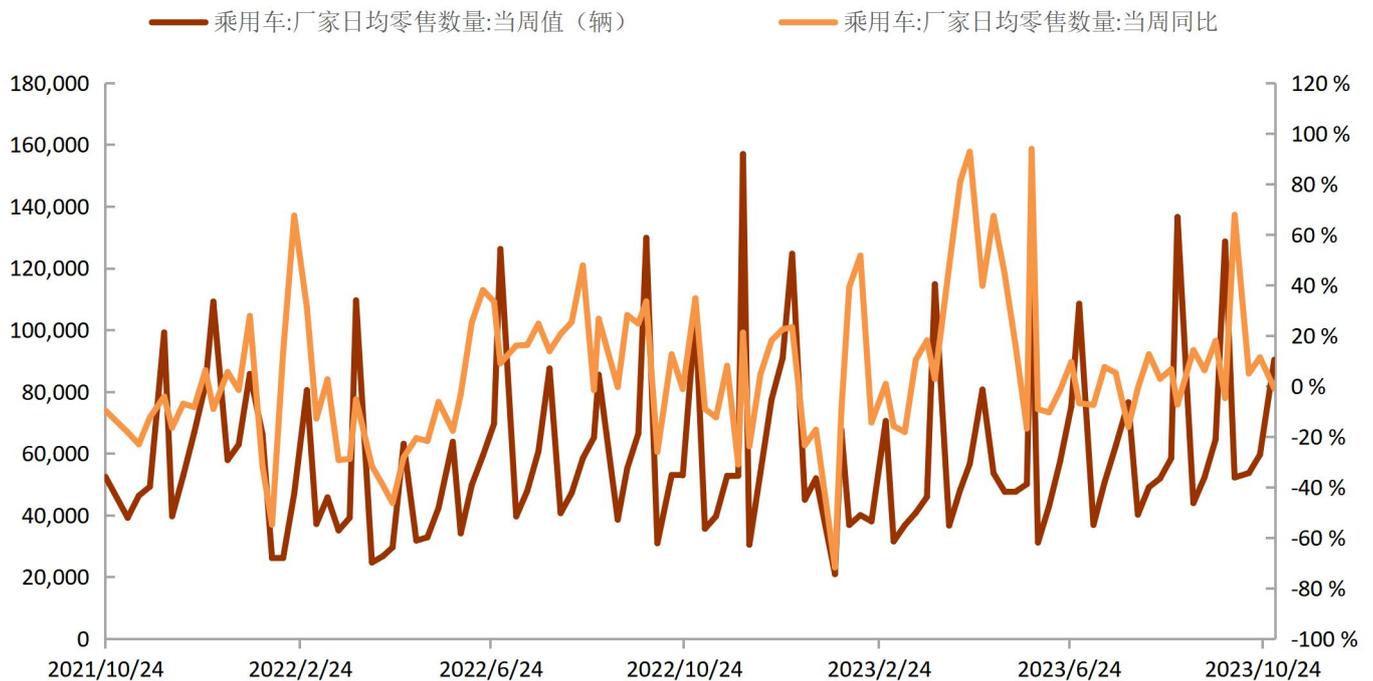
大，充分彰显中国经济发展的韧性和活力。

7、券中社 11 月 9 日讯，记者从产业链人士处了解到，英伟达现已开发出针对中国区的最新改良版系列芯片：HGX H20、L20PC1e 和 L2PC1e。知情人士称，最新三款芯片是由 H100 改良而来，英伟达最快或将于本月 16 号之后公布，国内厂商最快将在这几天拿到产品。记者向英伟达求证了该消息的真实性，但截至发稿，英伟达方面暂无回应。

8、中国人民银行副行长张青松在国际金融领袖投资峰会上表示，房地产行业出现调整是自然现象，当局会谨慎地防范调整过快过急，衍生出不必要风险。第三季数据显示中国正面因素不断增加，居民收入及人均实际可支配收入提升，出口水平接近近年历史新高。对经济表现的评估应放得更长远，如果短期经济指标没有明显偏离长远目标，倾向让市场力量发挥作用，必要时才作出政策调整。此外，今年以来当局已制定不少稳定楼市的政策措施；长远而言，中国城镇化仍有较大发展空间；另外，目前大多数居民居住在中小型住房，预期未来较大面积房屋潜在需求旺盛，对中国房地产市场相当有信心。

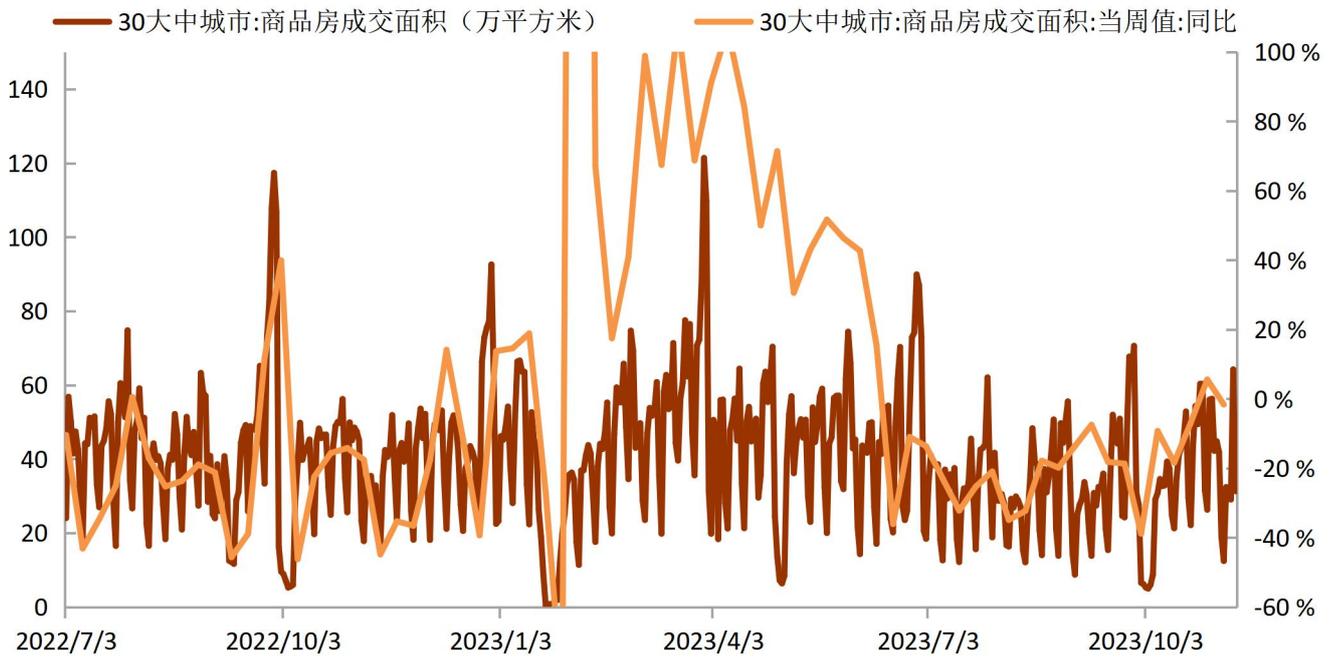
#### 四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



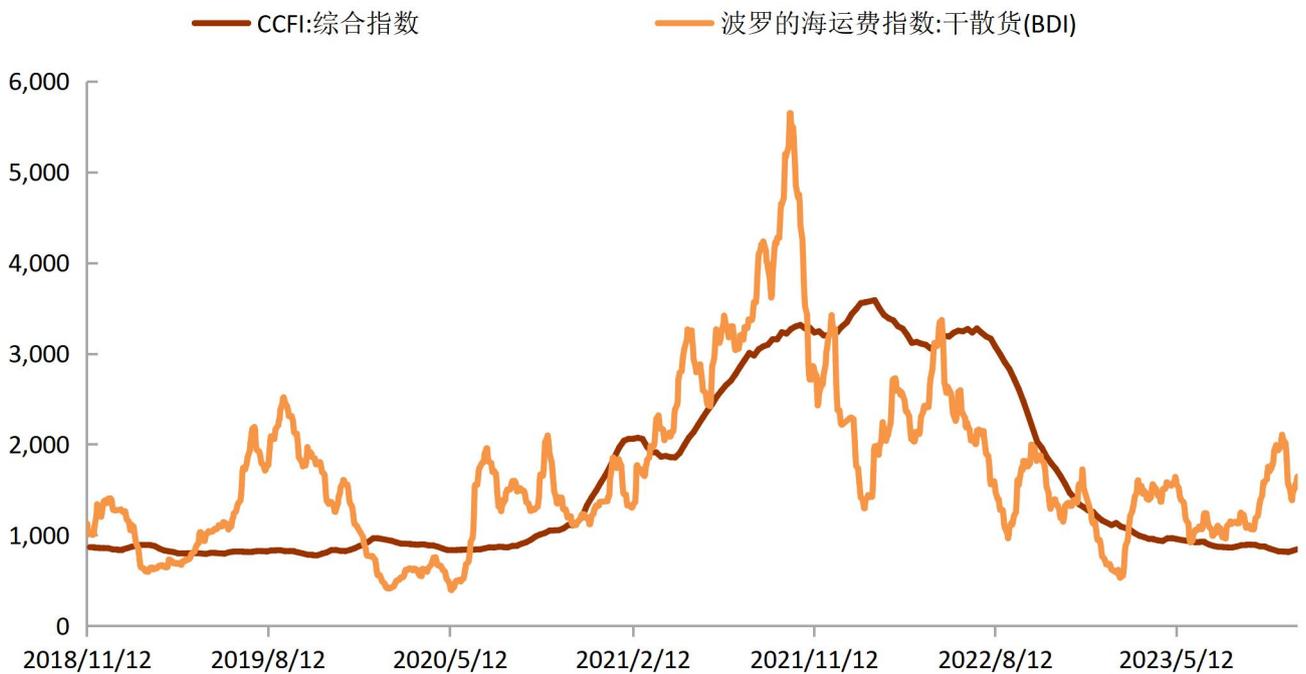
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



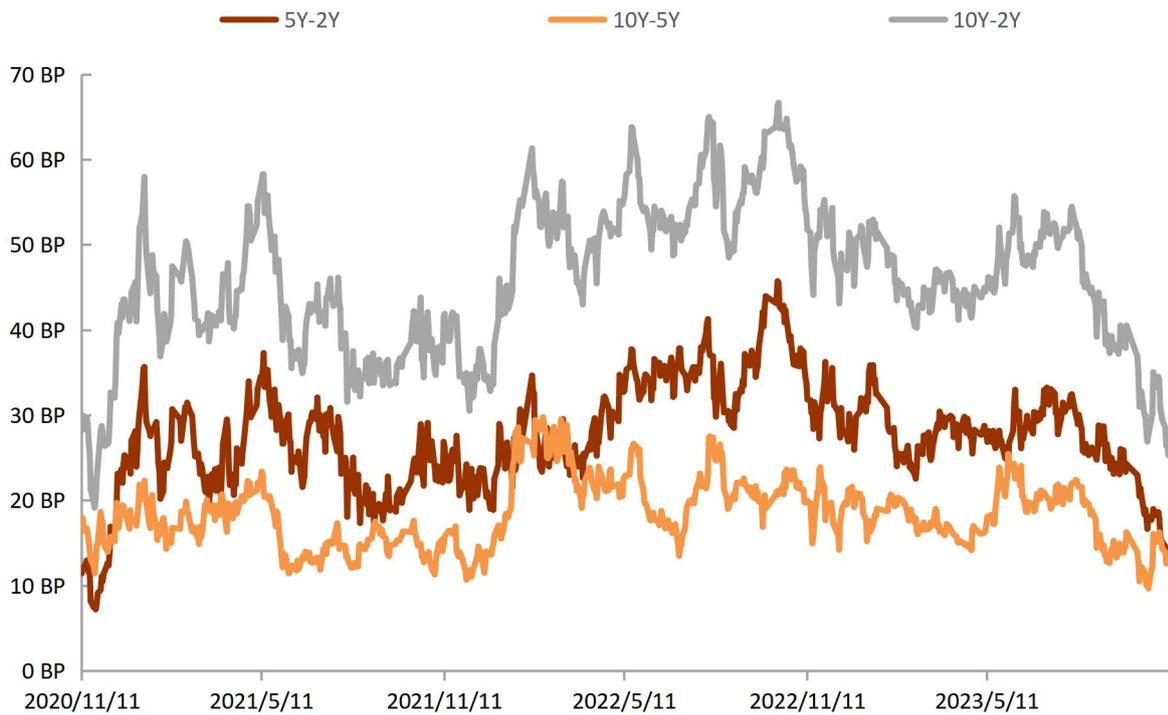
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



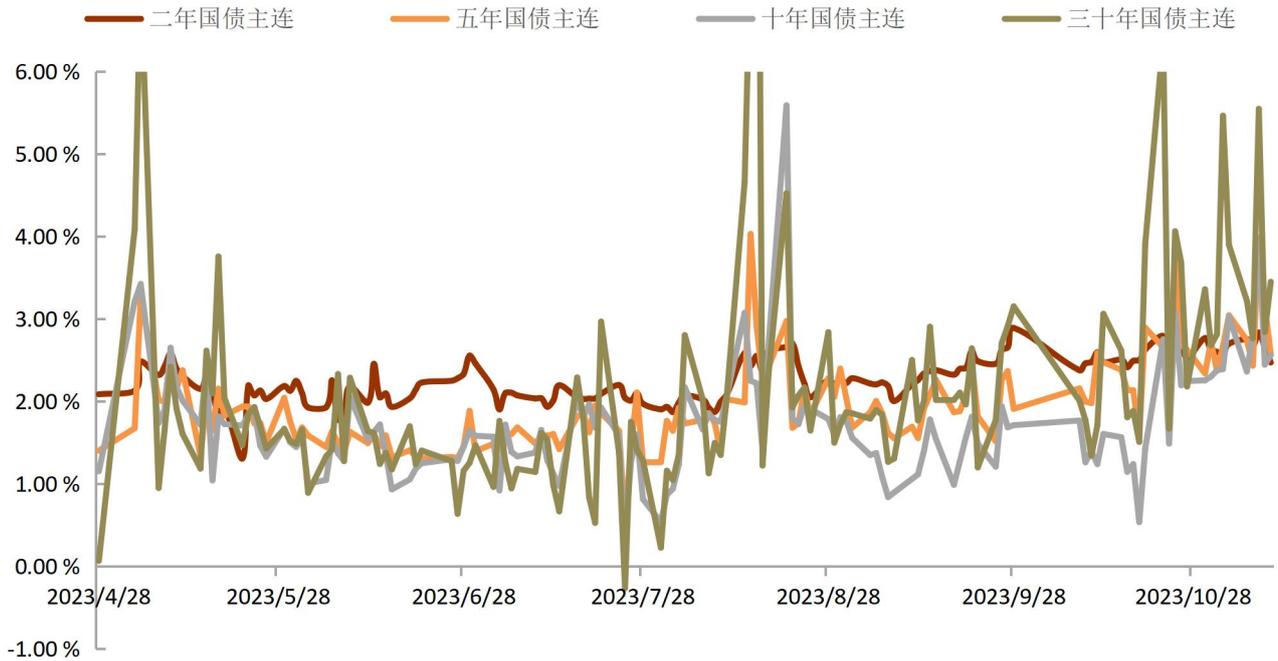
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



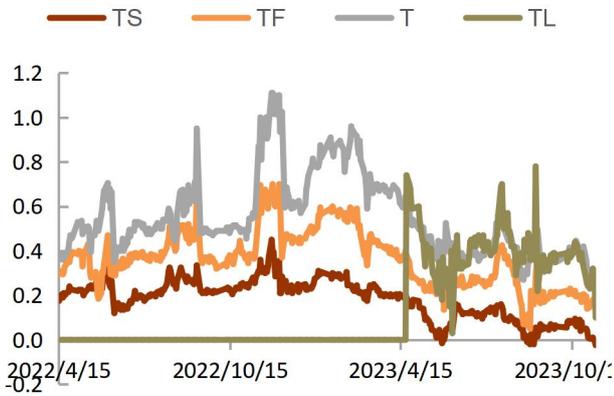
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

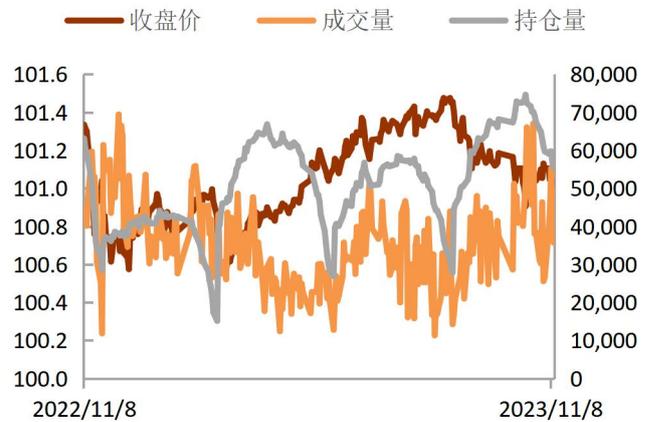


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

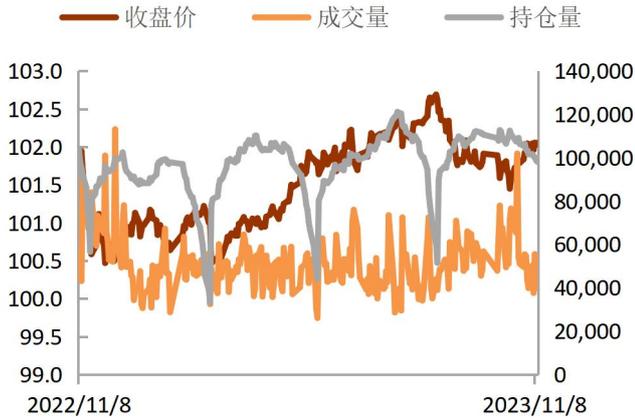


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

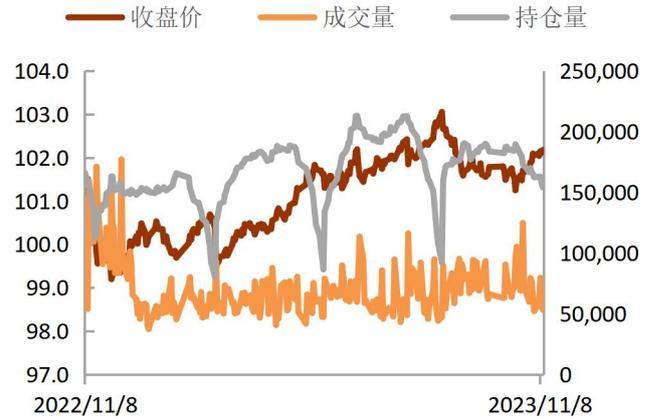


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

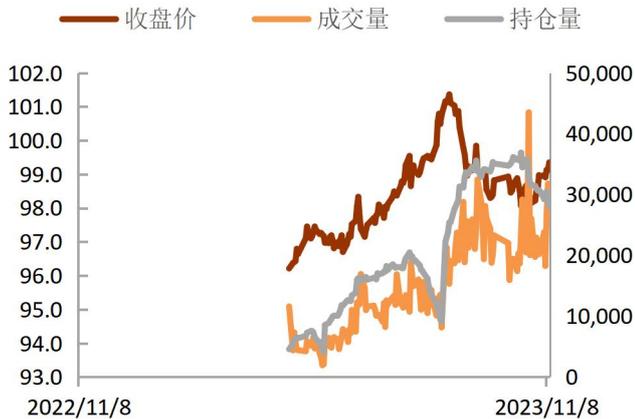


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

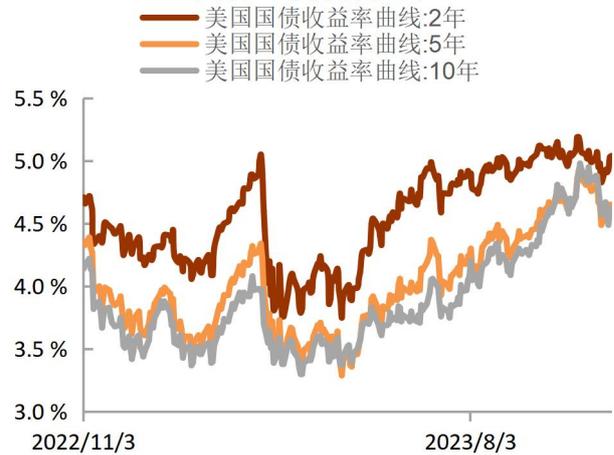


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

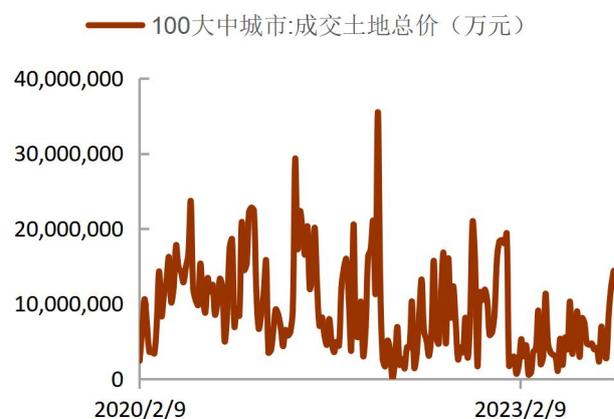


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

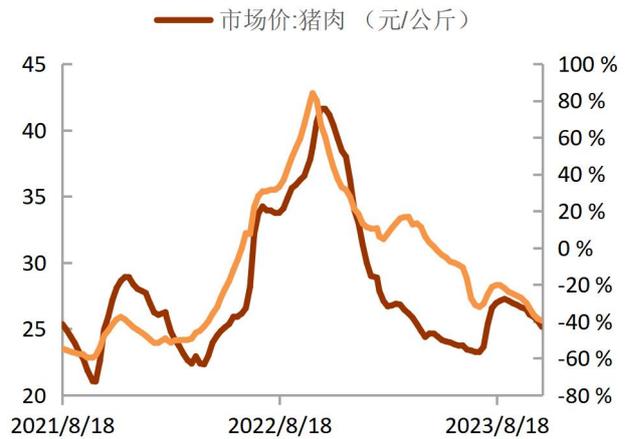


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

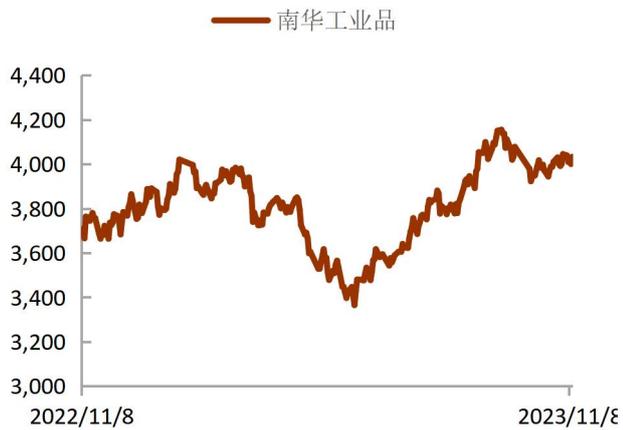


图表19 市场价：猪肉

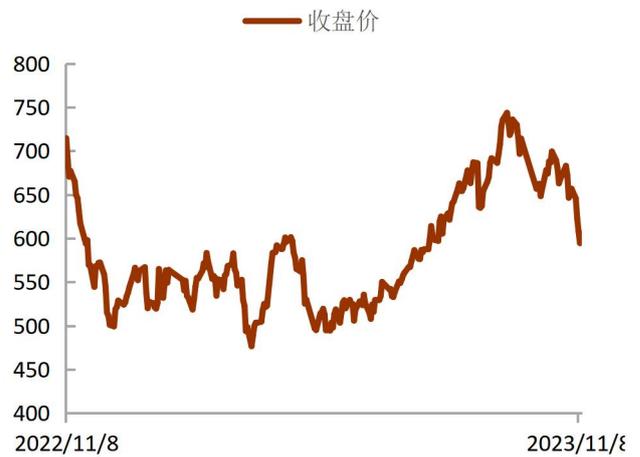


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。