



2024年7月1日

央行缺乏实质性动作

债市收益率向下突破

核心观点及策略

- 上周债市收益率普遍下行，30Y国债等此前央行持续警示品种也快速突破央行给出的区间下限。具体看一方面权益市场持续走低，经济及金融数据疲软，同时政策也未表现出较强的刺激预期，因此市场风险偏好持续走低。另一方面央行虽然此前多次喊话警示长债风险，但在公开市场却迟迟不见对应动作，反倒是月底超预期投放流动性彻底让市场放下了此前的畏惧之心，因此上周以30Y为代表的长债开始突破此前红线。
- 资金面方面：上周央行公开市场超量续作，全周共计净投放3520亿元。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看资金面依然较此前有所收紧，央行投放资金主要目的为保障跨季平稳，因此跨季后本轮投放资金大概率将全额收回，但资金价格能否回到此前低位仍需观察。货币政策方面，央行发布货币政策委员会二季度例会公告，其中提到关注长期收益率的变化、坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险等。但仍需观察未来与“坚决”一词对应的动作。
- 策略建议：通过国债期货组合交易长短端利差
- 风险因素：权益市场反弹、楼市数据企稳

- 风险因素：股市触底反弹、央行公开市场卖出债券

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
T2409	105.3200	0.4600	8182	203213	195096
TF2409	104.0050	0.2800	6342	152161	125196
TS2409	101.9780	0.1040	2471	122866	57544
TL2409	109.4900	1.2900	1021	159916	71954
T2412	105.2150	0.4450	1183	10532	11746
TF2412	103.9450	0.2850	516	4671	5397
TS2412	101.9360	0.1160	648	4245	3657
TL2412	109.1600	1.2600	1,821	12615	12479

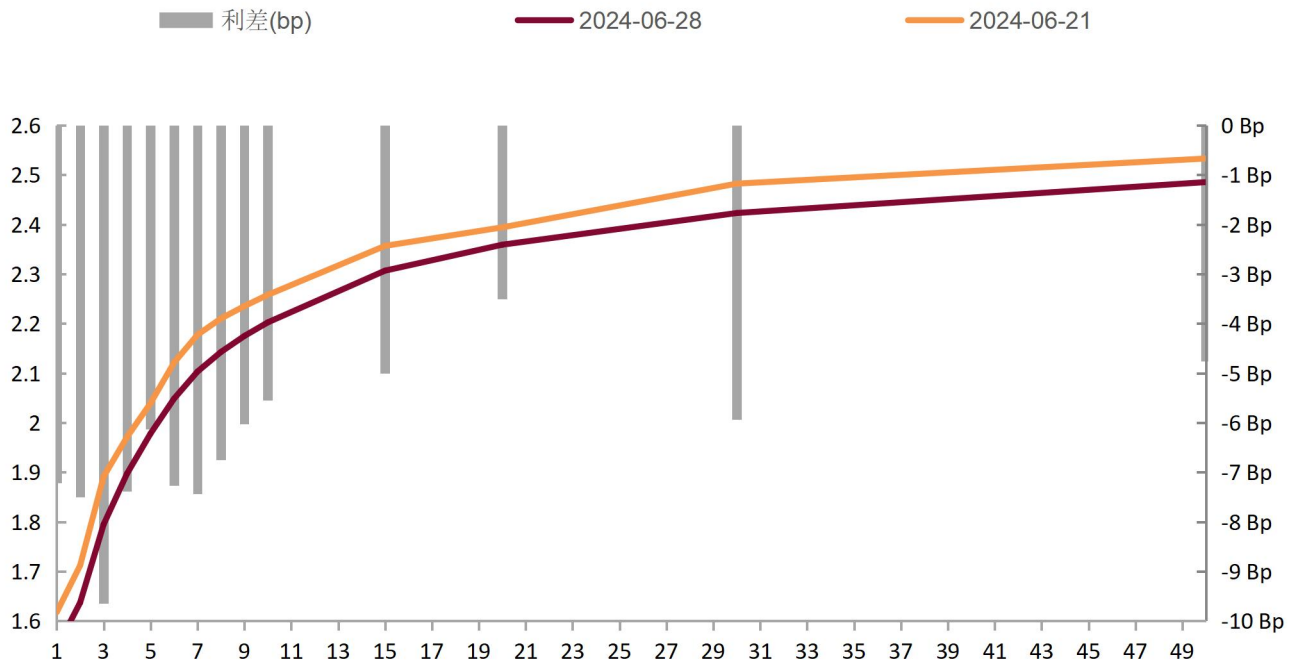
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)		3520				
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/6/28	逆回购	7日回购	7天	1.80	500	投放
2024/6/28	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/6/27	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	200	回笼
2024/6/27	逆回购	7日回购	7天	1.80	1000	投放
2024/6/26	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2780	回笼
2024/6/26	逆回购	7日回购	7天	1.80	2500	投放
2024/6/25	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	860	回笼
2024/6/25	逆回购	7日回购	7天	1.80	3000	投放
2024/6/24	逆回购	7日回购	7天	1.80	500	投放
2024/6/24	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	40	回笼

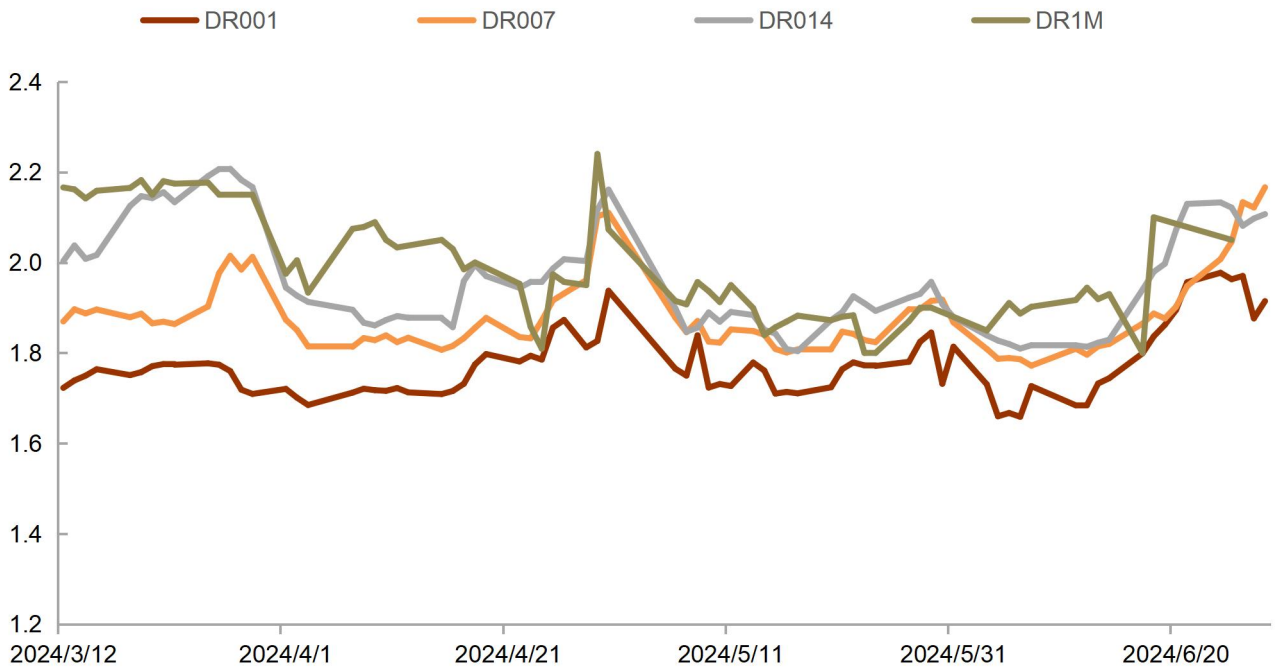
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



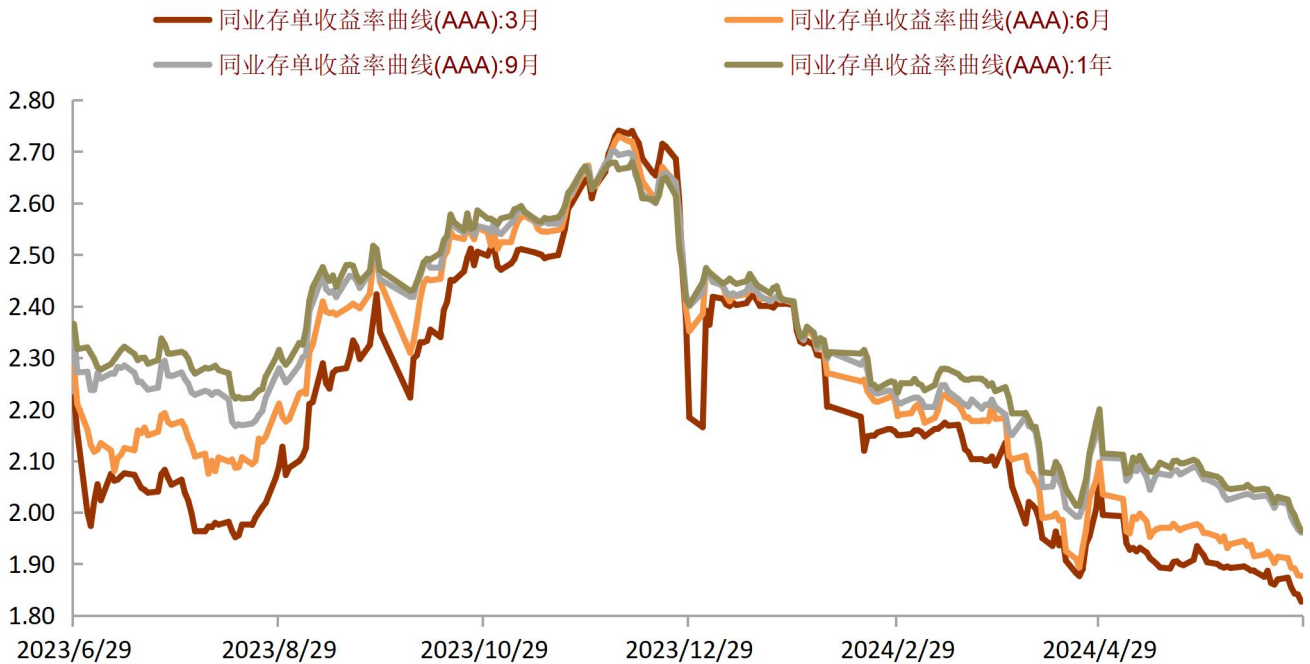
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率普遍下行，30Y 国债等此前央行持续警示品种也快速突破央行给出的区间下限。具体看一方面权益市场持续走低，经济及金融数据疲软，同时政策也未表现出较强的刺激预期，因此市场风险偏好持续走低。另一方面央行虽然此前多次喊话警示长债风险，但在公开市场却迟迟不见对应动作，反倒是月底超预期投放流动性彻底让市场放下了此前的畏惧之心，因此上周以 30Y 为代表的长债开始突破此前红线。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.50%，最低价 104.875，最高价 105.4，终止价 105.32，上涨 0.41。

资金面方面：上周央行公开市场超量续作，全周共计净投放 3520 亿元。不过从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看资金面依然较此前有所收紧，央行投放资金主要目的为保障跨季平稳，因此跨季后本轮投放资金大概率将全额收回，但资金价格能否回到此前低位仍需观察。货币政策方面，央行发布货币政策委员会二季度例会公告，其中提到关注长期收益率的变化、坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险等。但仍需观察未来与“坚决”一词对应的动作。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，6 月前三周销量持续疲软，同比持续负增，因此消费数据仍存隐忧，未来刺激内需的实质性政策出台的必要性也在上升。二是 30 城商品房成交面积突现好转，但仍存在月底脉冲式冲高可能，仍需观察该数据持续性。三是外贸方面，CCFI 指数持续上涨并创出年内新高，波罗的海干散货指数则横盘，因此出口向好态势仍将持续。四是猪肉价格加速上行，并且同比上涨近 21%，未来 CPI 大概率继续改善。五

是南华工业品指数小幅回落，但随着低基数效应到来未来 PPI 仍将持续改善。

此前央行连续多次给出长期国债收益率合理区间（2.5-3.0%），但市场迟迟未见实质性动作出炉，因此近期 30Y 国债为代表的长期国债开始突破此前红线，但此前未出相关利空不代表未来不出，因此虽然当前久期仍是超额的主要来源之一，但也面临比较大的政策风险。考虑到监管机构此前已窗口指导部分机构压降久期风险，因此当前长短端利差处于近期较高位置已对此有所体现。而能想到的打压顺周期行为的措施，以资金面调控可能性最高，而资金面对短端影响又大于长端，因此策略上可以考虑通过国债期货不同久期合约相互多空组合实现久期中性，以抓住未来长短利差潜在压缩的交易机会。

三、一周要闻

1、国家统计局数据显示，6 月份，综合 PMI 产出指数为 50.5%，比上月下降 0.5 个百分点，继续高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张步伐有所放缓。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 50.6%和 50.5%。

2、北京发布《关于优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，支持多子女家庭改善性住房需求，对北京市户籍二孩及以上的多子女家庭，购买第二套住房的，在个人住房贷款中认定为首套住房。《通知》还首次明确提出支持购房家庭“以旧换新”。《通知》称，近期将指导行业协会搭建开发企业、经纪机构、购房家庭三方对接平台，鼓励开发企业、经纪机构提供优质服务，实施优惠措施。即对居民家庭出售旧房购买新房的，房地产经纪机构优先推动旧房交易，旧房成功出售后，相关订金转为购买新房的首付款。如在一定时期内未能成功出售的，开发企业则无条件退还订金。

3、据北京市住房和城乡建设委员会，北京市住房和城乡建设委员会、北京住房公积金管理中心发布《关于调整本市公积金个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》，通知称，自本通知印发次日起，对于使用贷款购买首套商品住房的居民家庭，最低首付款比例调整为不低于 20%。对于使用贷款购买二套商品住房的居民家庭，所购住房位于五环以内的，最低首付款比例不低于 35%；所购商品住房位于五环以外的，最低首付款比例不低于 30%。

4、为深入贯彻习近平总书记关于全面深化改革的重要论述，认真落实中央金融工作会议和新“国九条”有关部署，近日证监会党委书记、主席吴清与其他班子成员先后在深圳、广州、上海、北京等地，围绕进一步全面深化资本市场改革开展调研，通过召开座谈会、实地走访等方式，分别与上市公司、行业机构、投资者、专家学者及系统单位代表深入交流，充分听取意见建议。

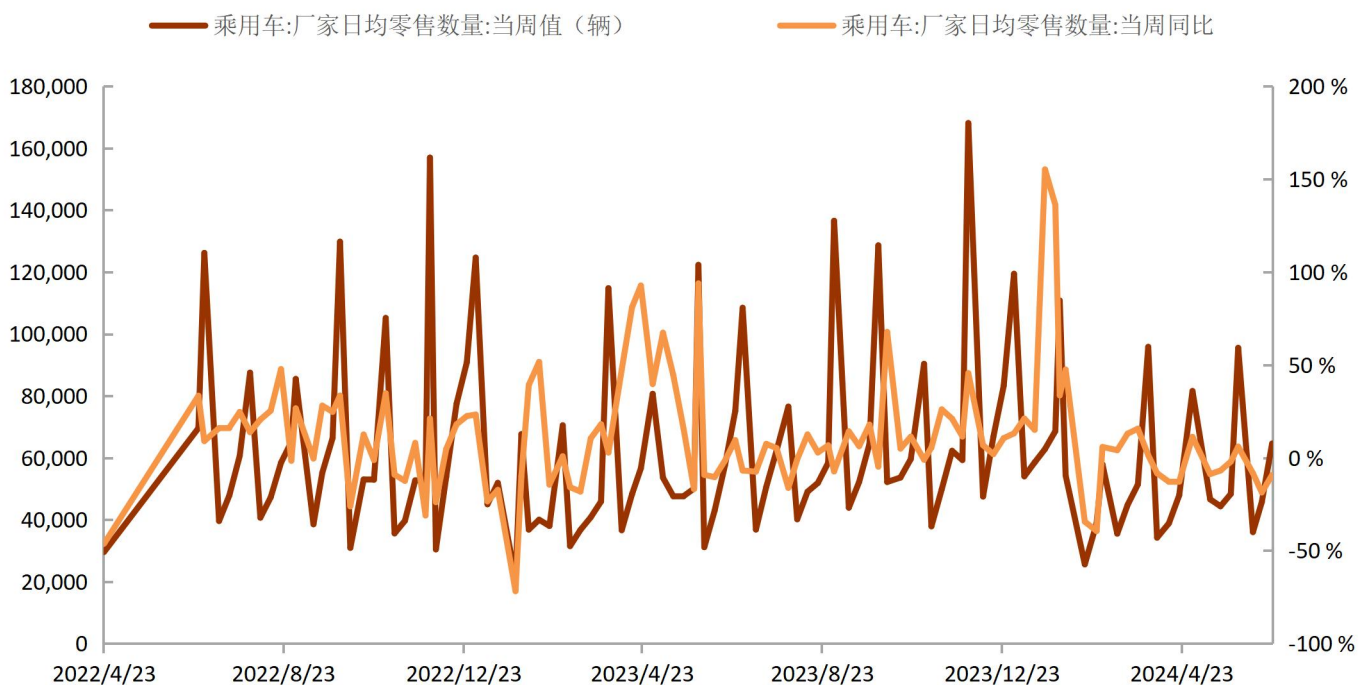
5、财政部 24 日发布数据显示，今年前 5 个月，全国一般公共预算收入 96912 亿元，同比下降 2.8%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长 2%左右。分中央和地方看，前 5 个月，中央一般公共预

算收入 42778 亿元,同比下降 6.7%;地方一般公共预算本级收入 54134 亿元,同比增长 0.5%。从税收收入来看,全国税收收入 80462 亿元,同比下降 5.1%,扣除特殊因素影响后可比增长 0.5%左右。财政支出方面,前 5 个月,全国一般公共预算支出 108359 亿元,同比增长 3.4%。分中央和地方看,中央一般公共预算本级支出 14429 亿元,同比增长 10.2%;地方一般公共预算支出 93930 亿元,同比增长 2.4%。各级财政部门加强财政资源统筹,保持适当支出规模,优化财政支出结构,强化国家重大战略任务和基本民生财力保障。从主要支出科目来看,前 5 个月,社会保障和就业支出 18583 亿元,同比增长 4.5%;教育支出 16359 亿元,同比增长 2.3%;城乡社区支出 8174 亿元,同比增长 9.5%;农林水支出 8270 亿元,同比增长 12%。全国政府性基金预算收支方面,前 5 个月,全国政府性基金预算收入 16638 亿元,同比下降 10.8%;全国政府性基金预算支出 27704 亿元,同比下降 19.3%。

6、《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》将于 7 月 1 日平稳落地。针对新规重点规范的股票交易佣金费率,券商、基金公司正紧锣密鼓地换签新的协议,目前均已准备就绪。从行业情况看,新协议约定的被动股票型基金股票交易佣金费率普遍在万分之 2 至万分之 2.5 之间,主动股票型、混合型等其他类型基金股票交易佣金费率普遍在万分之 5 左右,不存在近日个别舆情反映的超低费率现象。

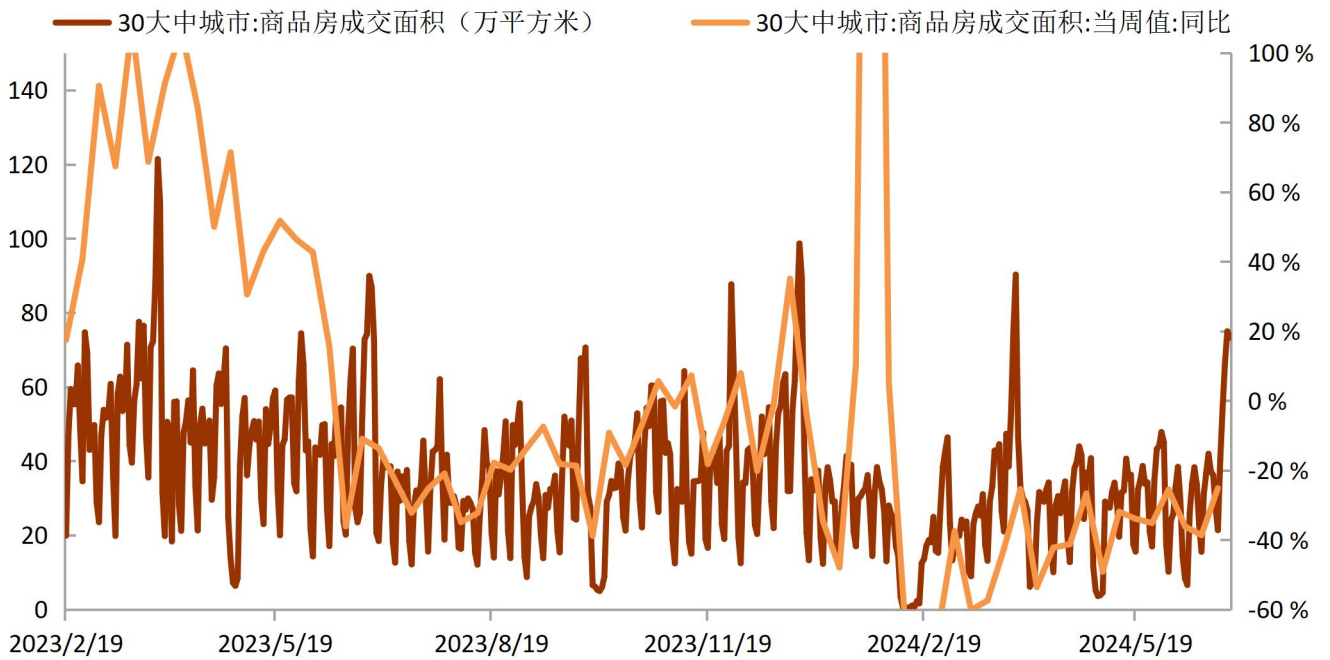
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



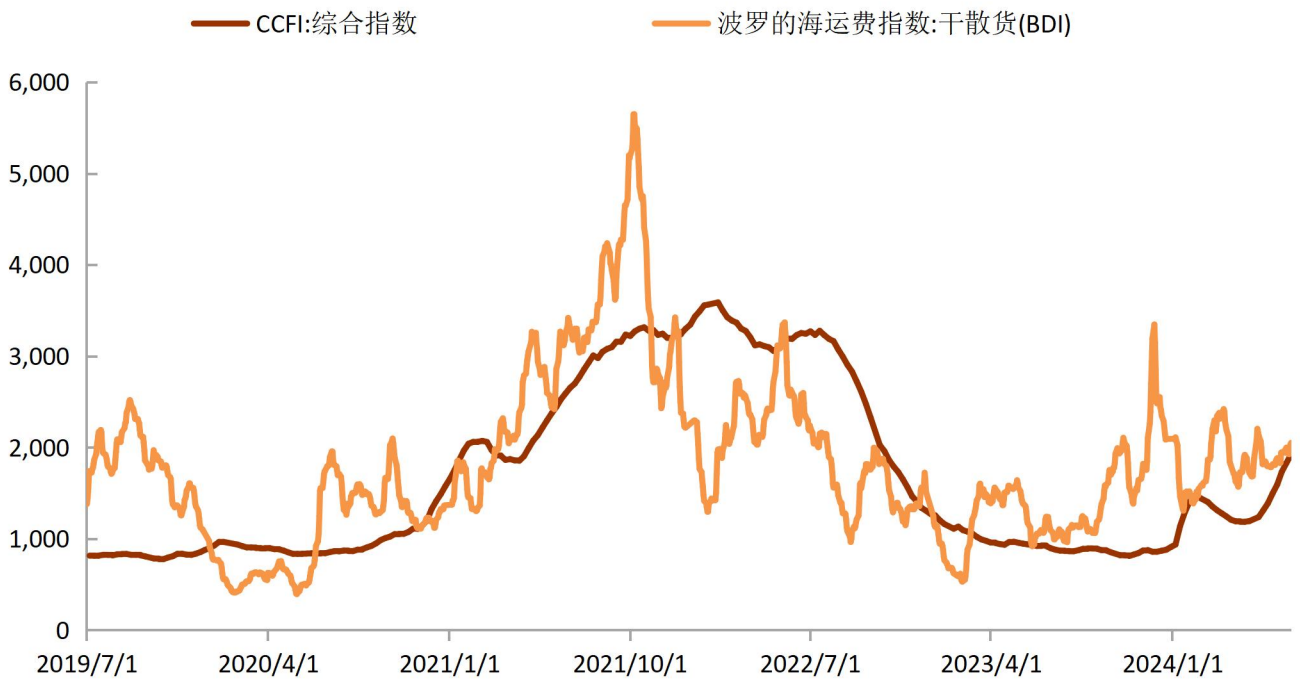
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



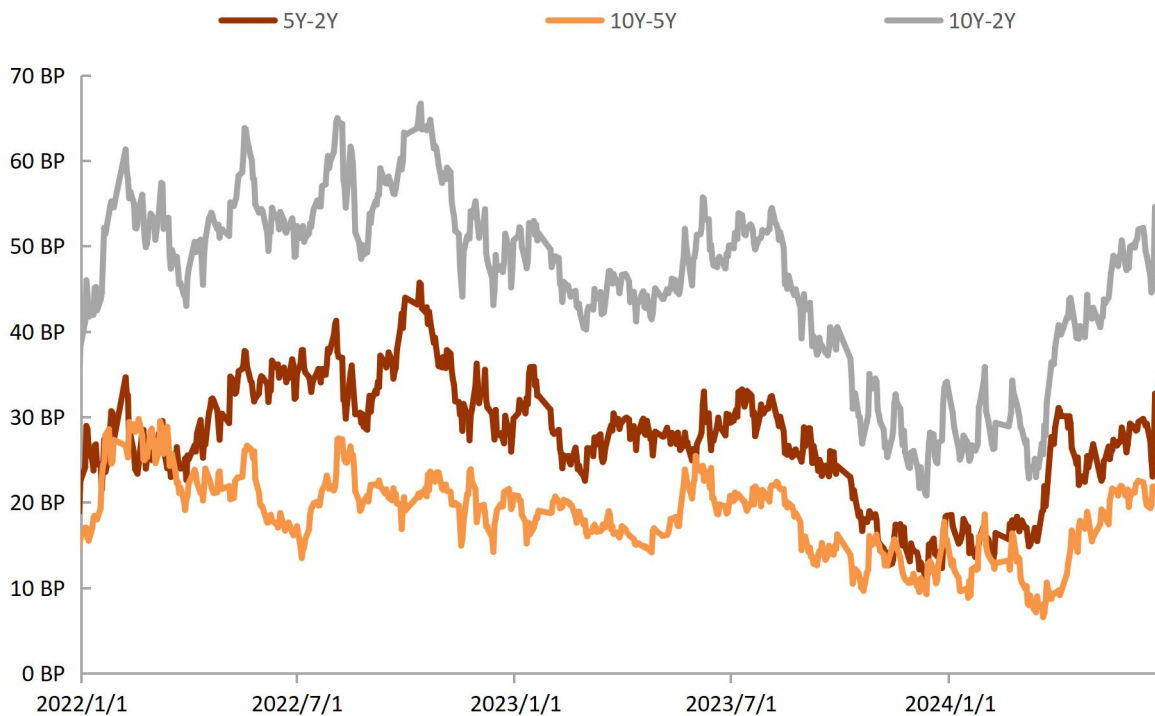
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



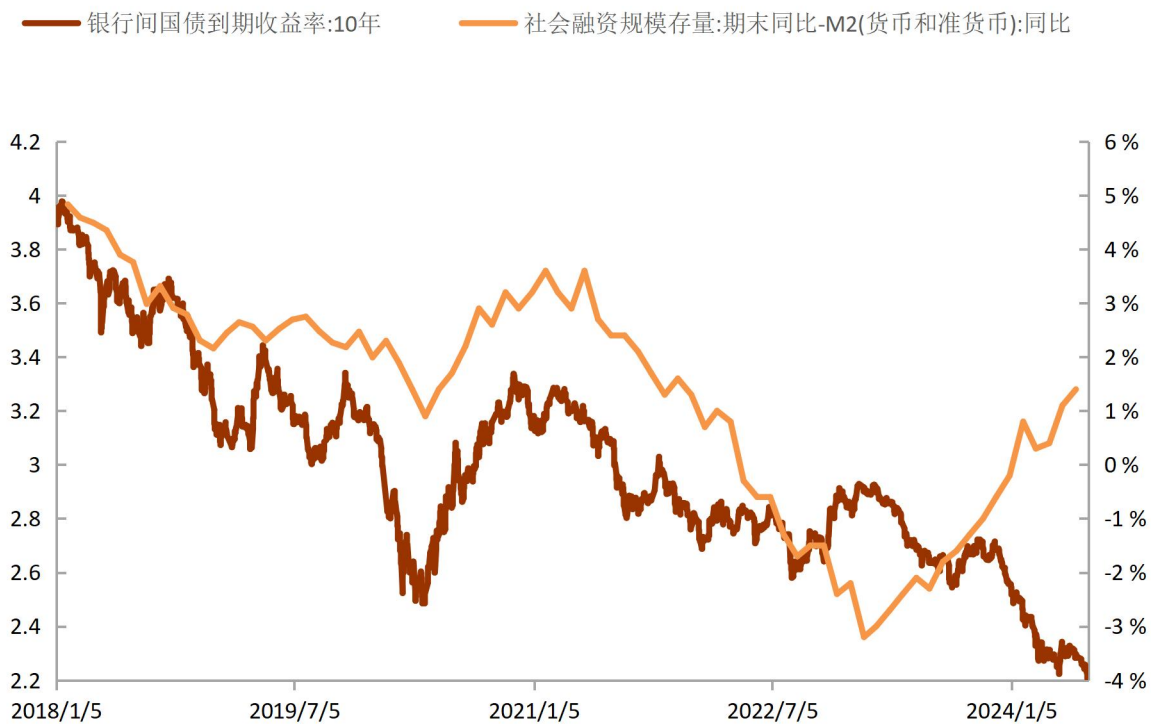
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



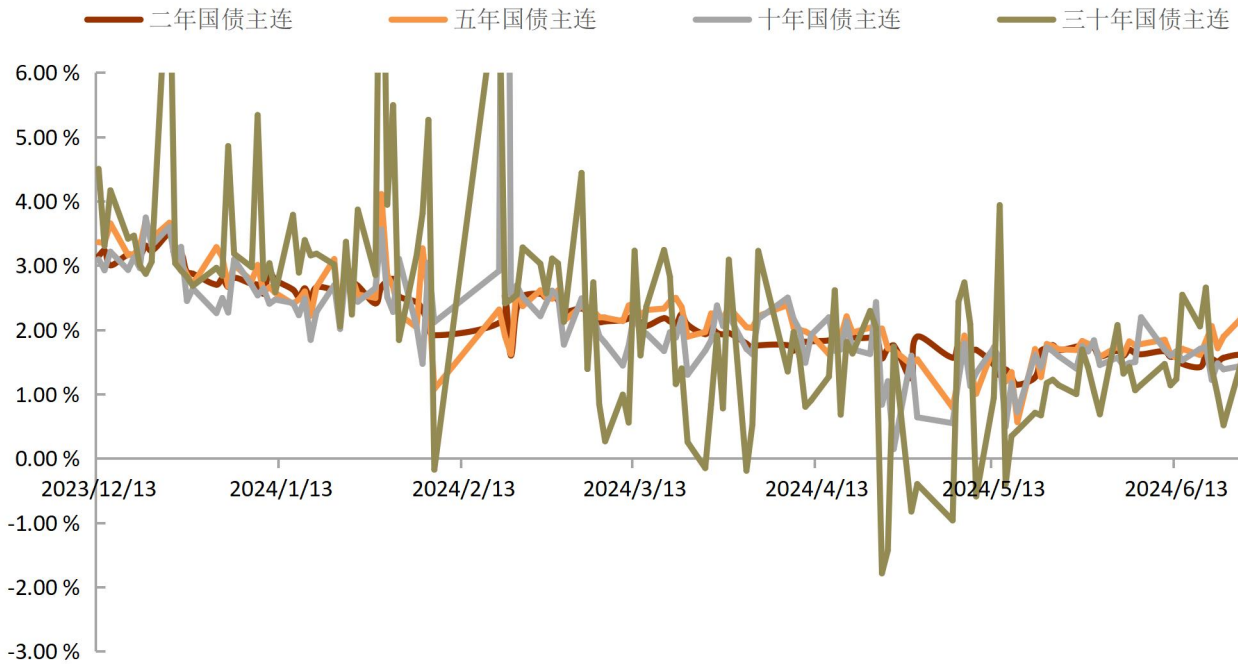
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



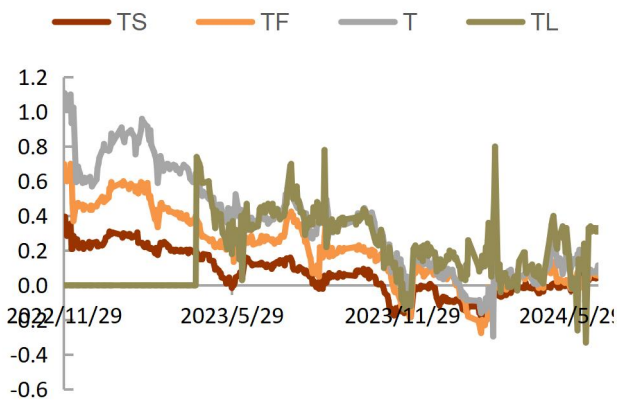
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

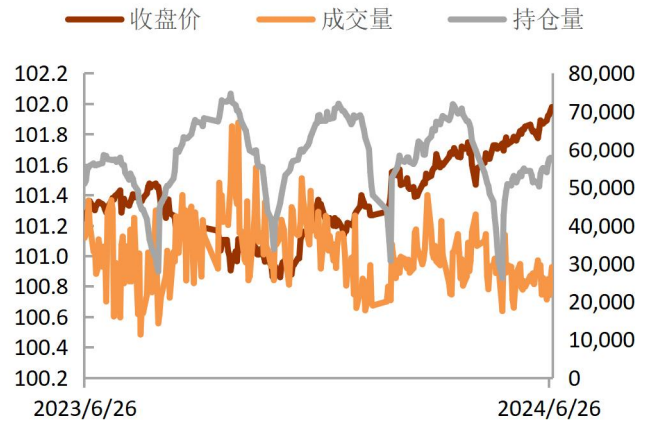


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

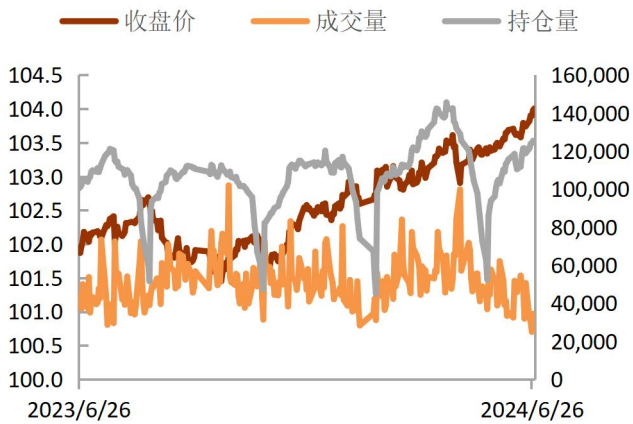


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

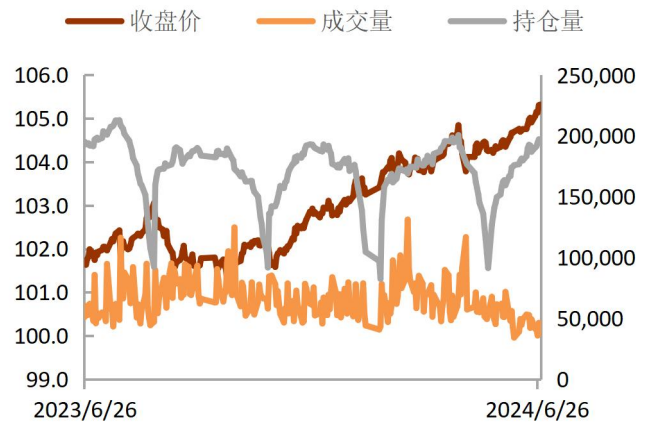


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

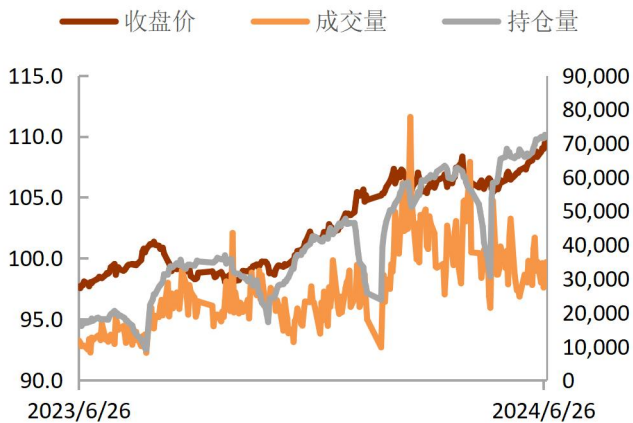


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

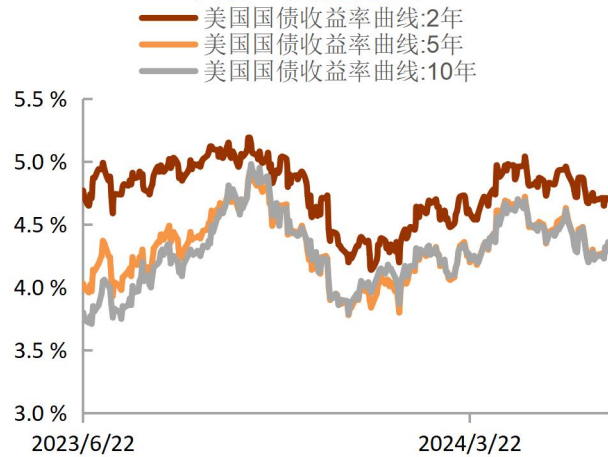


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

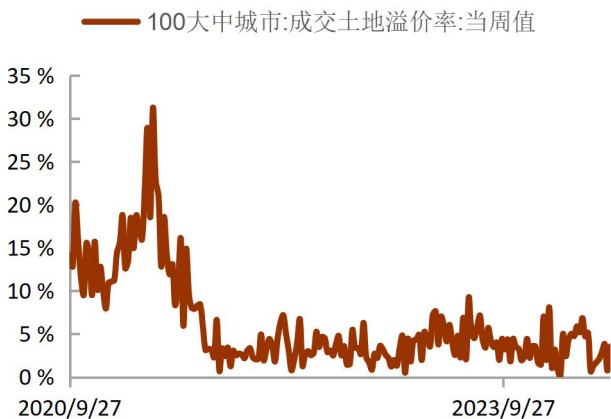


图表15 美债收益率

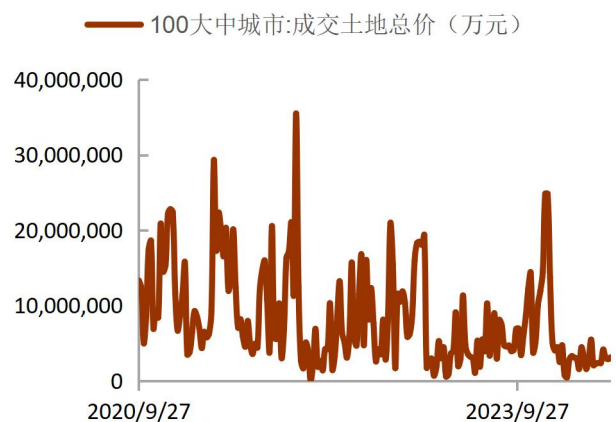


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

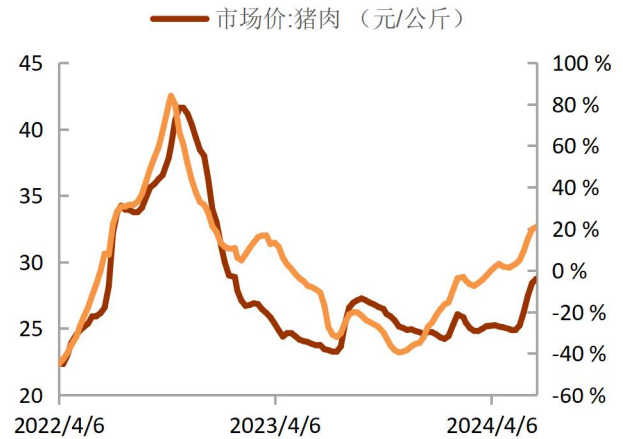


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

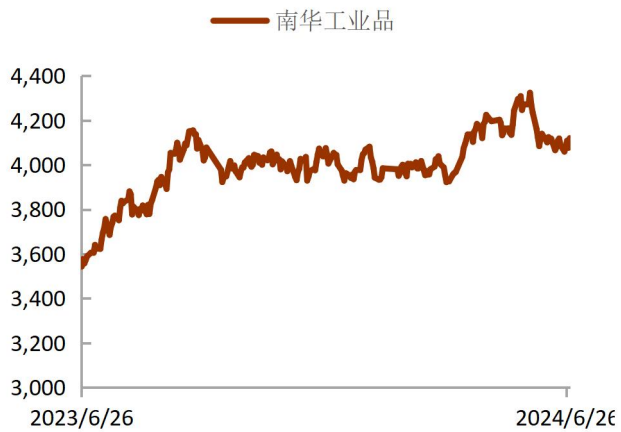


图表19 市场价：猪肉

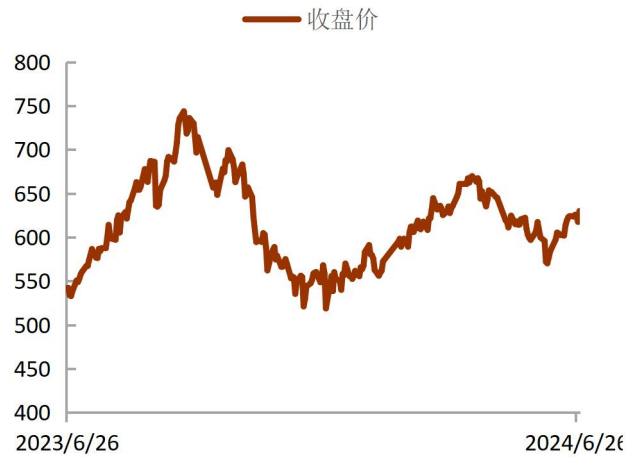


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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）
传真：021-68550055

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
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

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

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。