



2024年9月9日

央行调控债市

通缩担忧持续

核心观点及策略

- 上周债市收益率再度下行，其中2-7Y期限国债现券收益率下行幅度较大，而10Y期限由于央行于上周再度开启调控收益率下行幅度较小。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.43%，最低价105.885，最高价106.340，终止价106.295，上涨0.54。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放继续缩量，全周共计回笼11916亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所抬升但总体依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，同时央行货币政策司长近期发言再度提振市场降准预期。
- 策略建议：短期以防守型策略为主
- 风险因素：财政政策转向、央行调控

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
T2412	106.2950	0.5700	10592	264413	199419
TF2412	104.8950	0.4500	8194	252446	120795
TS2412	102.3100	0.1600	7380	172205	57433
TL2412	112.5600	1.3900	1785	204532	77127
T2503	106.2500	0.5400	1347	13870	11920
TF2503	104.8450	0.4350	380	5350	4040
TS2503	102.3180	0.1900	1076	6515	4439
TL2503	112.4200	1.4000	966	12984	10262

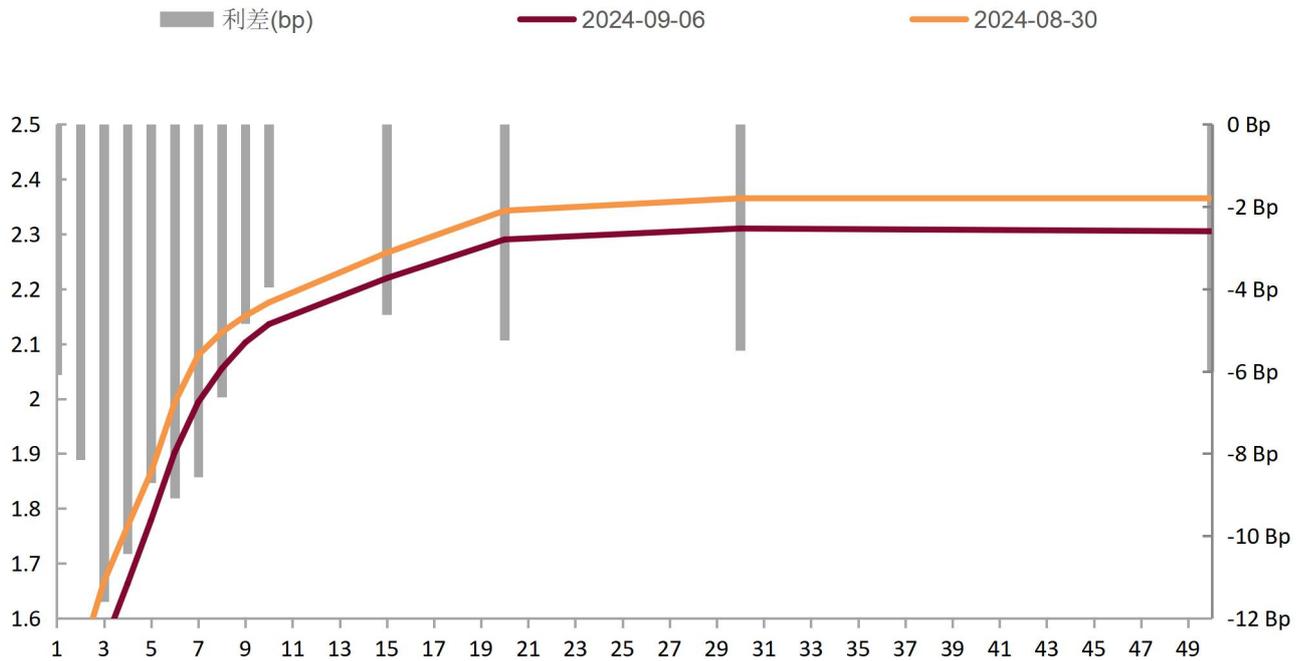
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					-11916	
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/9/6	逆回购	7日回购	7天	1.70	1415	投放
2024/9/6	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	301	回笼
2024/9/5	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	1509	回笼
2024/9/5	逆回购	7日回购	7天	1.70	633	投放
2024/9/4	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	2773	回笼
2024/9/4	逆回购	7日回购	7天	1.70	7	投放
2024/9/3	逆回购	7日回购	7天	1.70	12	投放
2024/9/3	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	4725	回笼
2024/9/2	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	4710	回笼
2024/9/2	逆回购	7日回购	7天	1.70	35	投放

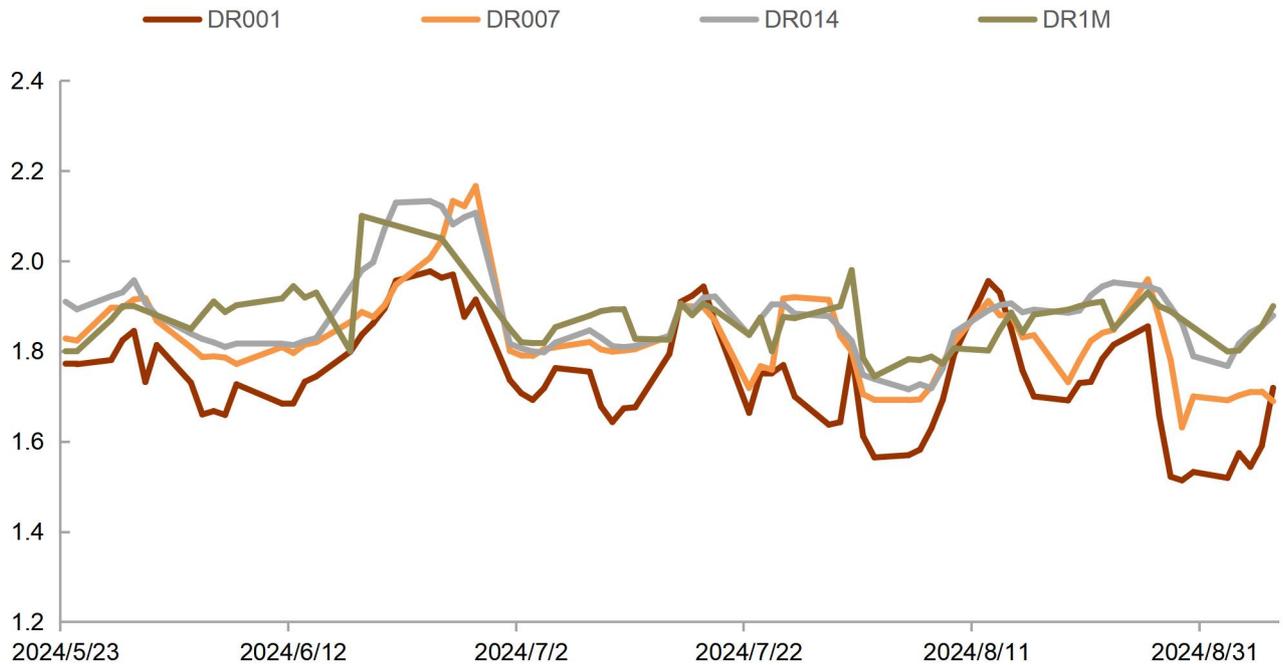
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率再度下行，其中 2-7Y 期限国债现券收益率下行幅度较大，而 10Y 期限由于央行于上周再度开启调控收益率下行幅度较小。具体看首先是上半周传出下调房贷利率，引发市场存款降息预期，比价效应下国债作为无风险利率依然受追捧，其次权益市场上周表现依然不佳，资金依然留存在债券市场。而到了周四下午市场突现 2400101. IB 现券卖盘（此券已于 8 月 29 日央行公告中全部为央行持有），同时周五该券以明显高于 10Y 国债基准收益率 GVN 成交，央行调控长债收益率意图明显，但与此同时周五货币政策司司长邹澜又表示法定存款准备金率还有一定下降空间，因此长债上周收益率下行幅度有限。全周来看十年期国债期货主力合约 T2412 振幅 0.43%，最低价 105.885，最高价 106.340，终止价 106.295，上涨 0.54。

资金面方面：上周央行公开市场投放继续缩量，全周共计回笼 11916 亿元。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所抬升但总体依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，同时央行货币政策司司长近期发言再度提振市场降准预期。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，8 月全月同比销量-1%，在汽车消费疲软的背景下，整体消费数据难有惊喜。二是 30 城商品房成交面积在 8 月同比重回负数区间，成交面积绝对值也依然疲软，此前楼市刺激效果欠佳后续急需政策继续加码。三是外贸方面，CCFI 指数持续小幅回落，随着欧洲贸易保护主义升温，海外局势恶化未来出口存在走弱风险。四是猪肉价格继续上涨，但基数抬升同比有所回落，叠加近期蔬果涨价未来 CPI 仍有回暖空间。五是南华工业品指数继续回落，内需疲软、产能过剩仍然是当前经济最主要矛盾，近期官方表态对财政描述较此前有所变化，期待后续实质性措施出台。

展望未来债市，我们认为资金面宽松加经济基本面疲软依然是短期债市主要利多因素，但是当前债市收益率已定价较为充分，而要解决内需不足与产能过剩的现实矛盾则需要通过

敬请参阅最后一页免责声明

强有力的财政手段扭转，虽然短期未见强有力的财政刺激措施出台，但不排除在现实压力及学术界持续呼吁下出台相关政策可能性。同时央行独占国债二级市场开始 GVN 成交，表明央行仍有调控长端收益率想法，因此债市收益率虽仍有下行动力，但空间与未来不确定性较高。目前看大行存单收益率已回升至 2% 附近，可考虑防守配置等待明确交易机会出现后入场。

三、一周要闻

1、人民银行货币政策司司长邹澜 5 日在新闻发布会上表示，目前金融机构的平均法定存款准备金率大约 7%，还有一定下降空间。中国人民银行将根据经济的恢复情况、目标的实现情况和宏观经济运行面临的具体问题，合理把握货币政策调控的力度和节奏。人民银行货币政策司司长邹澜 9 月 5 日在国新办新闻发布会上表示，央行买卖国债主要定位于基础货币投放和流动性管理，既可买入也可卖出，并通过与其他工具灵活搭配，提升短中长期流动性管理的科学性和精准性。利率方面，央行持续推动社会综合融资成本稳中有降，同时也要看到，受银行存款向资管产品分流、银行净息差收窄等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束。中国货币政策将继续坚持以我为主，优先支持国内经济发展，总量上加大逆周期调节力度，灵活运用多种货币政策工具，保持货币信贷总量合理增长。

2、国 8 月 ADP 就业人数增加 9.9 万人，预估为增加 14.4 万人，前值为增加 12.2 万人。美国 8 月份劳动力市场继续降温。私营部门就业增长连续第五个月放缓，同时工资增长保持稳定。具体来看，在 8 月份，美国的专业和商业性质的服务岗位减少了 1.6 万个，制造业相关的岗位减少了 8000 个，而信息服务则减少了 4000 个岗位。不过，ADP 的数据也表明，并不是所有的行业都出现了岗位流失：比如说，教育和卫生服务部门在上个月就增加了 2.9 万个岗位，建筑业岗位增加了 2.7 万个，而贸易、运输和公用事业则录入了 1.4 万个新增岗位。

3、国泰君安公告，公司正在筹划通过换股方式吸收合并海通证券并募集配套资金的重大资产重组事项。为保证公平信息披露，维护投资者利益，避免股价异常波动，公司 A 股股票将于 9 月 6 日起停牌，预计停牌时间不超过 25 个交易日。停牌期间，公司将积极推进相关工作并履行信息披露义务。

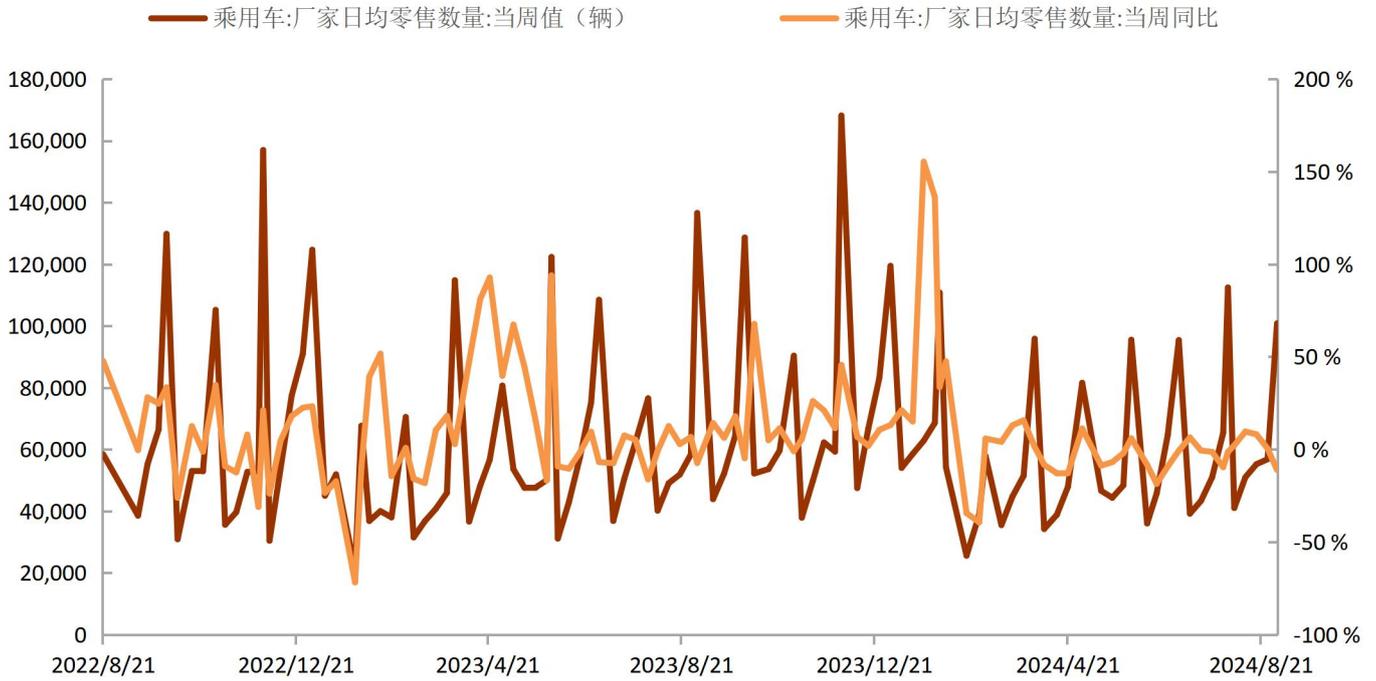
4、近日，浙江证监局启动私募自查工作，重点在于债券交易。浙江一家私募管理人表示，此次自查工作覆盖浙江 20% 的私募管理人，穿透力度很强，要求穿透财务、产品、投资者三方面信息。“其实去年监管就查过浙江只做债券的私募管理人了，主要针对去年年底一些私募收综收的情况。”上述私募人士表示。综收是指省和省以上政府委托财政部门代为发行的地方政府债券，转贷给下属市县政府后，市县财政收到资金形成的收入。简单来说，就是债务转贷收入。此外，上述私募人士还表示，监管还重点关注产品的嵌套情况。“信托和 FOF 产品目前没有需要穿透，但是我们自己产品嵌套的需要穿透，并列出具细则。”

5、《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》发布。其中提出，统筹用好国家下达给本市的超长期特别国债，到 2024 年底前，重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等，统筹支持老旧营运货车报废更新、农业机械报废更新提标、新能源公交车及动力电池更新提标，有力带动本市投资消费。

6、9 月 7 日，商务部国际贸易谈判代表兼副部长王受文与美国商务部副部长拉戈在天津共同主持召开中美商贸工作组第二次副部长级会议。双方围绕落实两国元首旧金山会晤重要共识，就各自关心的政策问题以及两国工商界提出的具体商业问题进行专业、理性、务实的沟通。中央网信办、工业和信息化部、财政部、国家医保局、国家药监局等部门代表参会。

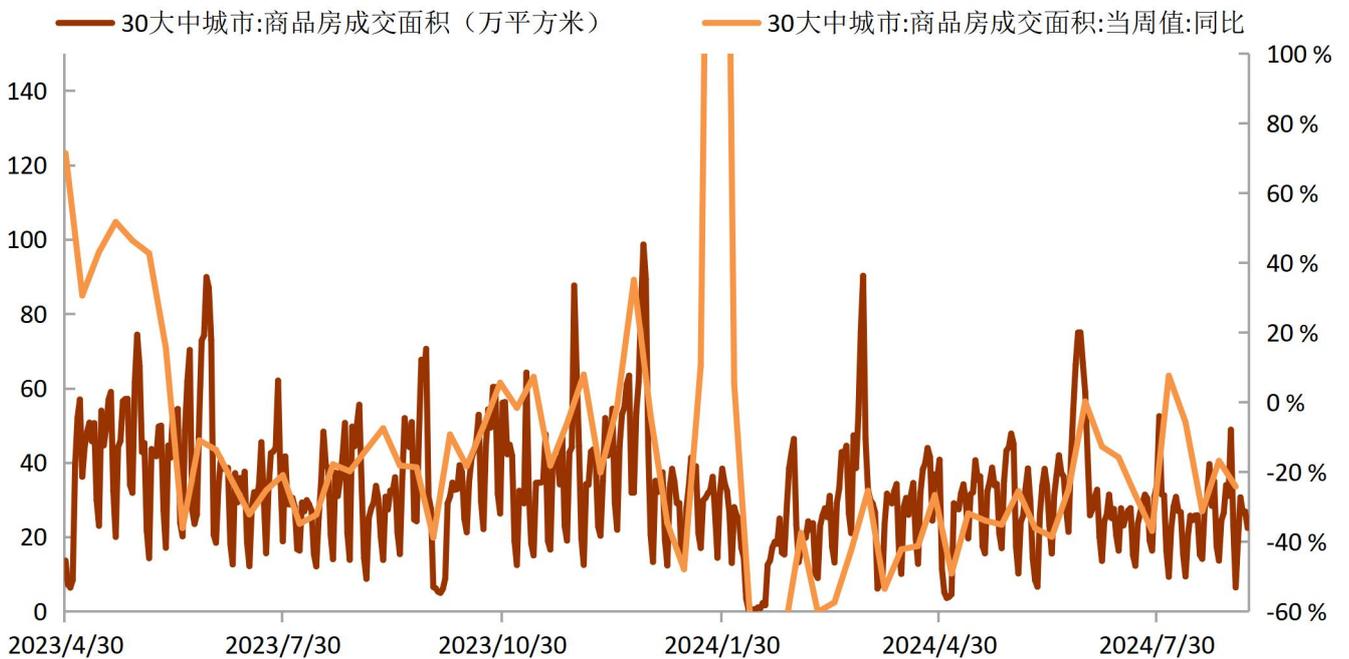
四、高频及相关数据跟踪

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



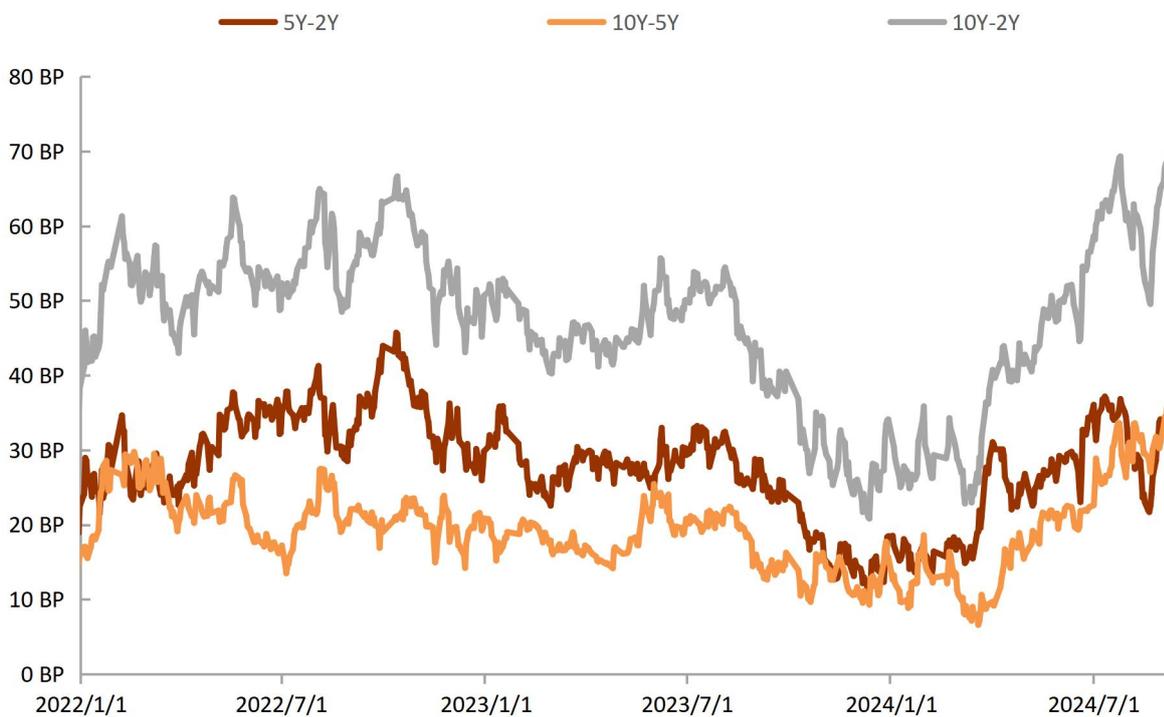
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表6 航运指数



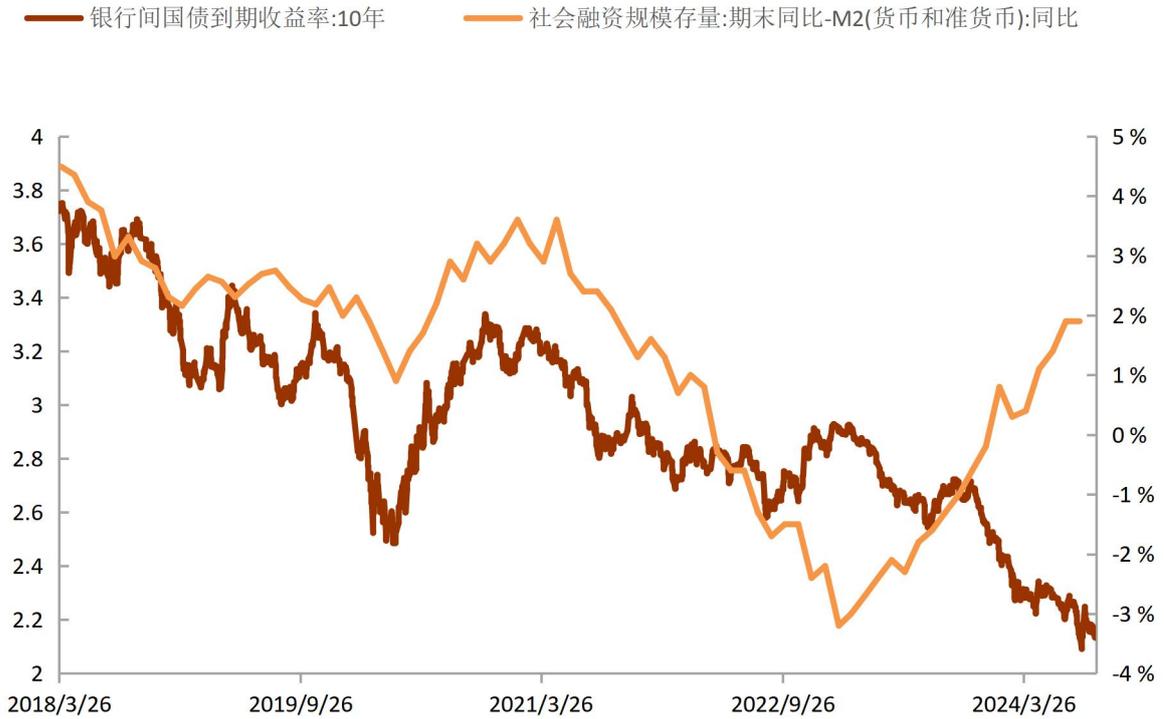
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



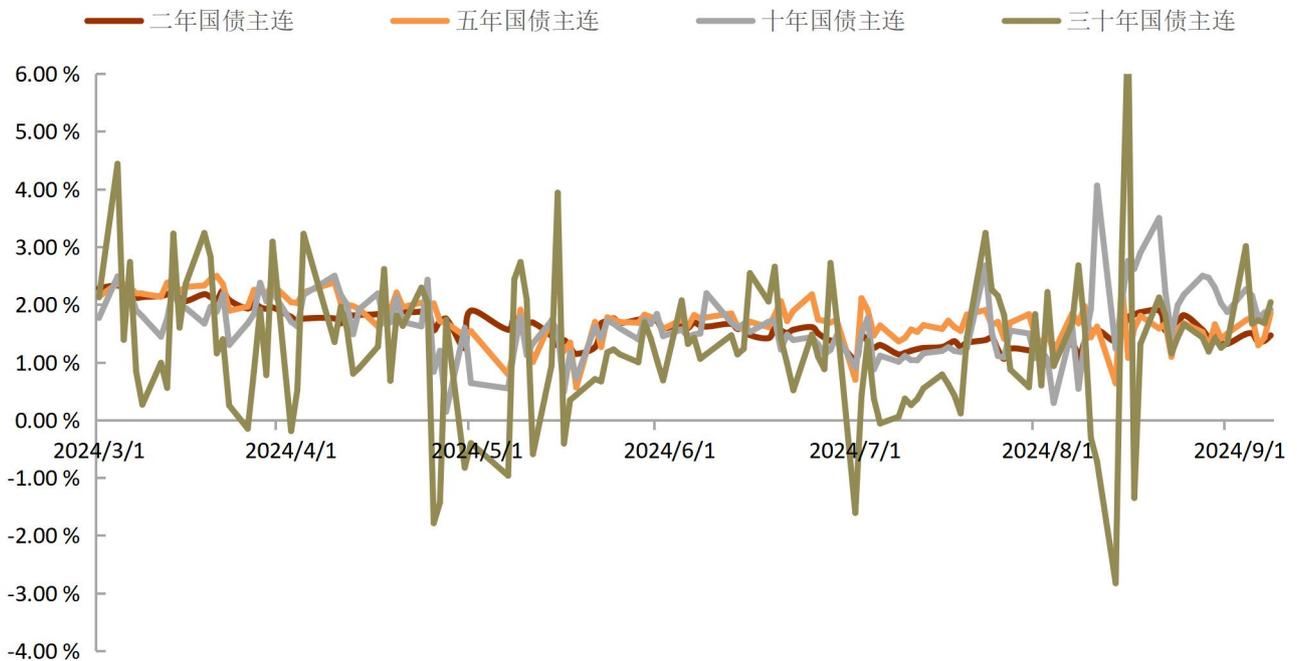
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



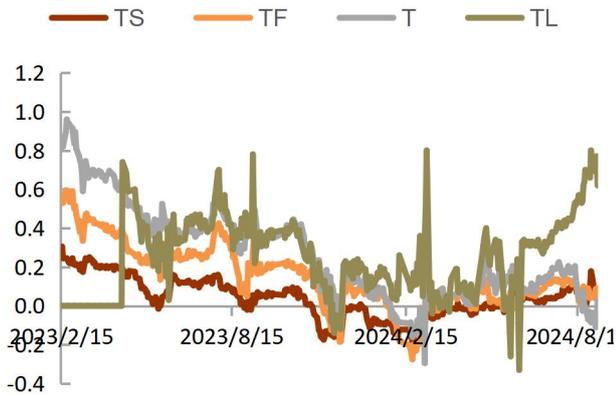
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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）

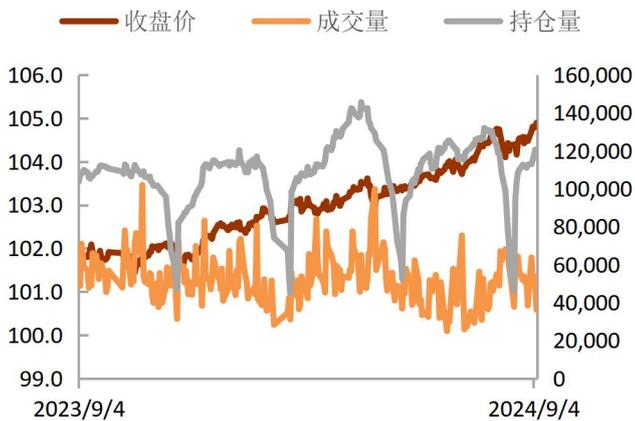


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

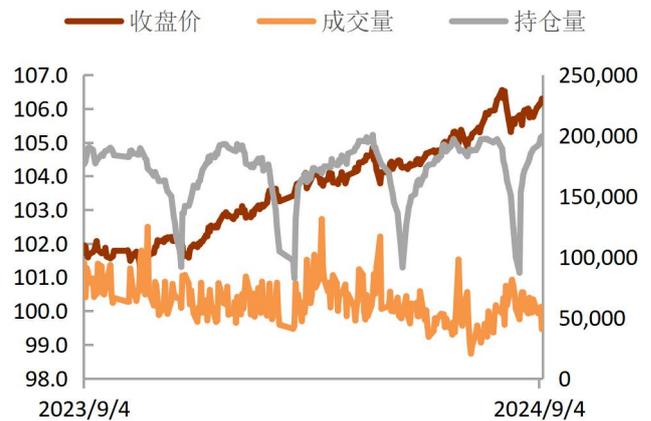


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

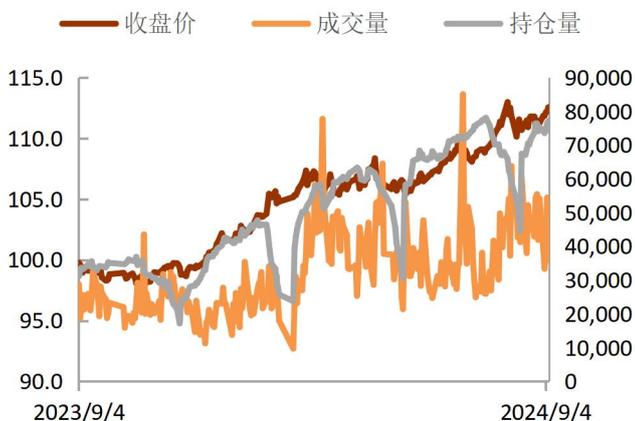


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

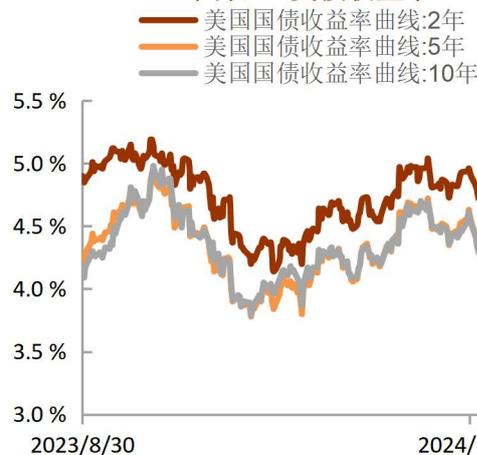


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

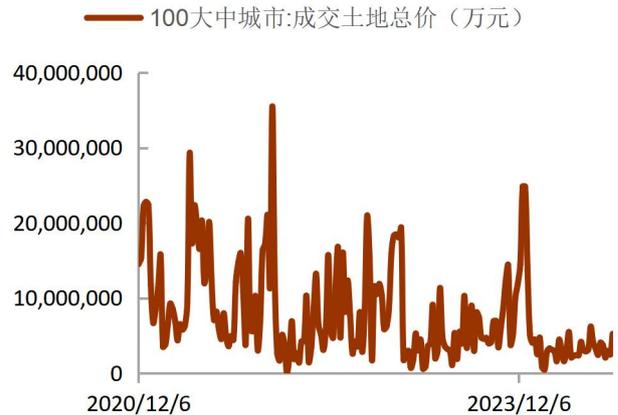


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

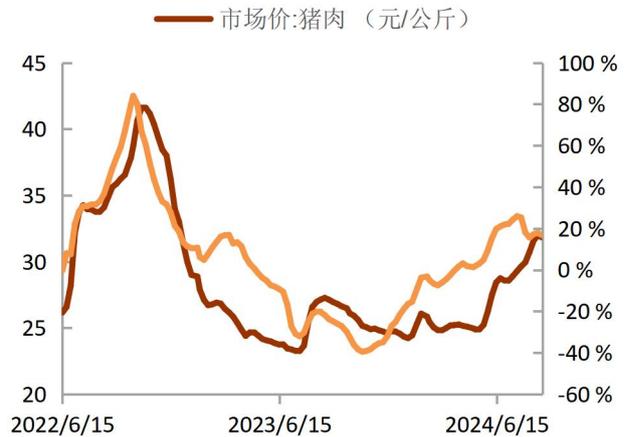


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

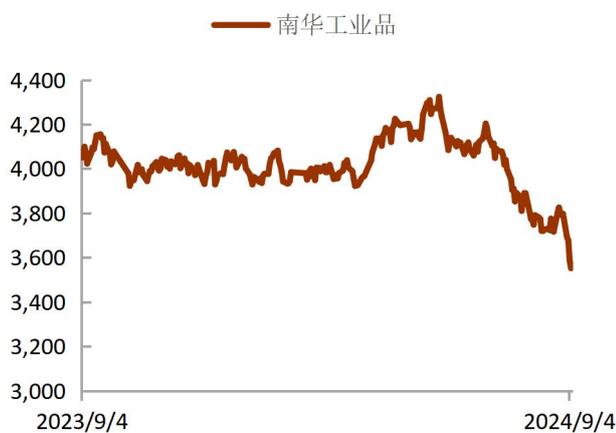


图表19 市场价:猪肉

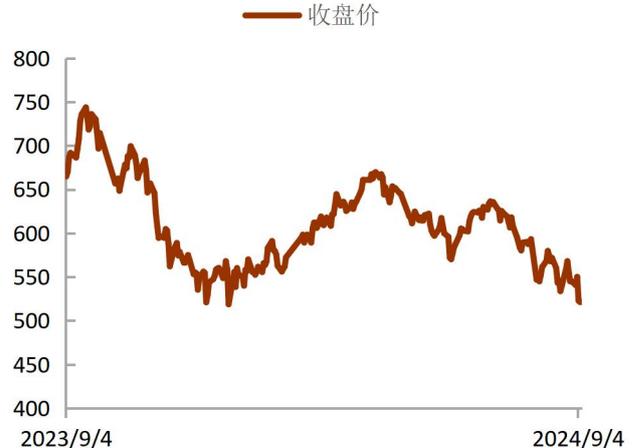


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。