



2024 年 4 月 1 日

房地产小作文再起

降息预期重燃

核心观点及策略

- 上周债市重拾涨势，短债表现依然好于长债，长短端利差继续走阔，其中2Y期国债表现最好收益率下行8.8BP左右，而30Y国债收益则仅下行1.6BP左右。全周来看国债期货主力合约T2406振幅0.41%，最低价103.7，最高价104.12，终止价104.110，上涨0.29%。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放7780亿元，从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看受跨季影响资金面有所收紧，部分验证我们此前猜想，但从长期看当前资金面依然处于相对宽松状态。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜表示，今年以来货币政策加大逆周期调节力度，政策效果持续显现，未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备。因此中短期内资金面将依然维持宽松，但此前提到的监管对加杠杆的关注，未来仍存在资金面边际敲打可能。
- 策略建议：降低账户久期、高IRR时建立正套仓位
- 风险因素：权益市场持续反弹、超长期特别国债供给放量

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
T2406	104.1100	0.1700	5952	344608	183561
TF2406	103.2050	0.1900	8456	290738	130341
TS2406	101.6680	0.0960	4957	167878	67253
TL2406	106.6100	0.5400	1505	223431	60586
T2409	104.0800	0.2150	693	25794	15623
TF2409	103.1550	0.1650	98	11110	8573
TS2409	101.6780	0.0800	213	9082	3268
TL2409	106.5600	0.5600	-541	24438	12211

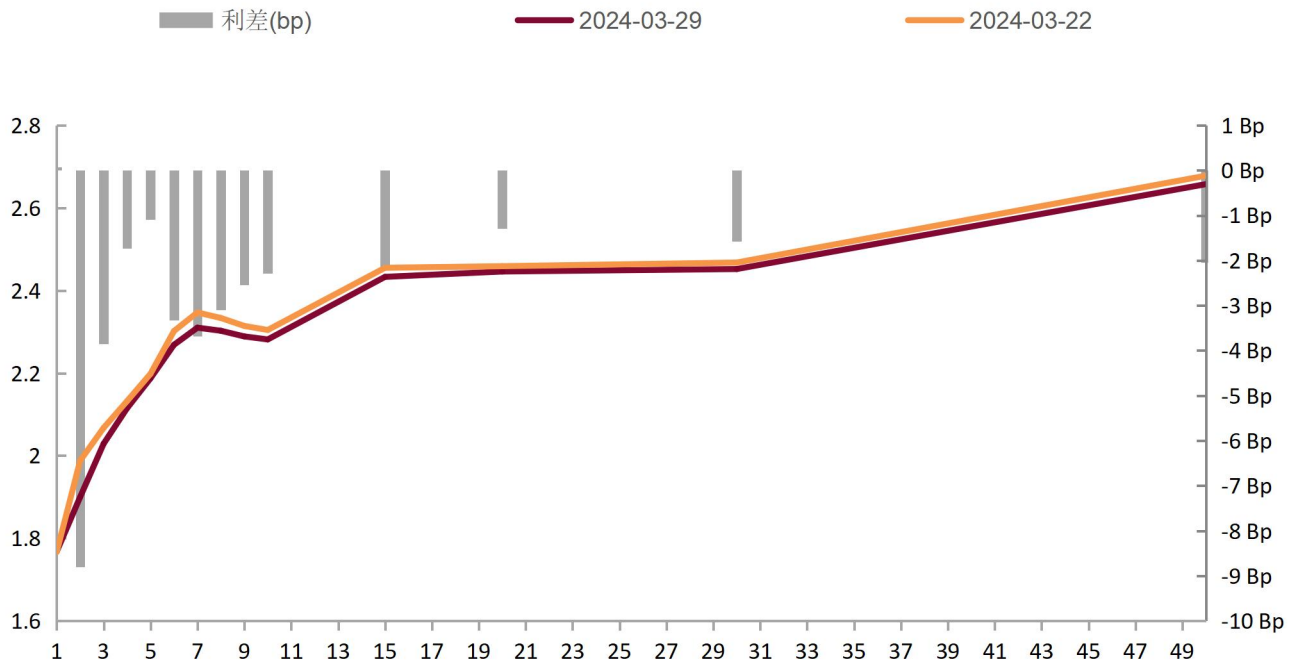
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				7780		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/3/29	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1500	投放
2024/3/29	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/3/28	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/3/28	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2500	投放
2024/3/27	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	30	回笼
2024/3/27	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2500	投放
2024/3/26	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1500	投放
2024/3/26	国库现金定存到期	2024 年中央国库现金管理商业银行定期存款(二期)	2 月	2.60	500	回笼
2024/3/26	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	50	回笼
2024/3/25	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	100	回笼
2024/3/25	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	500	投放

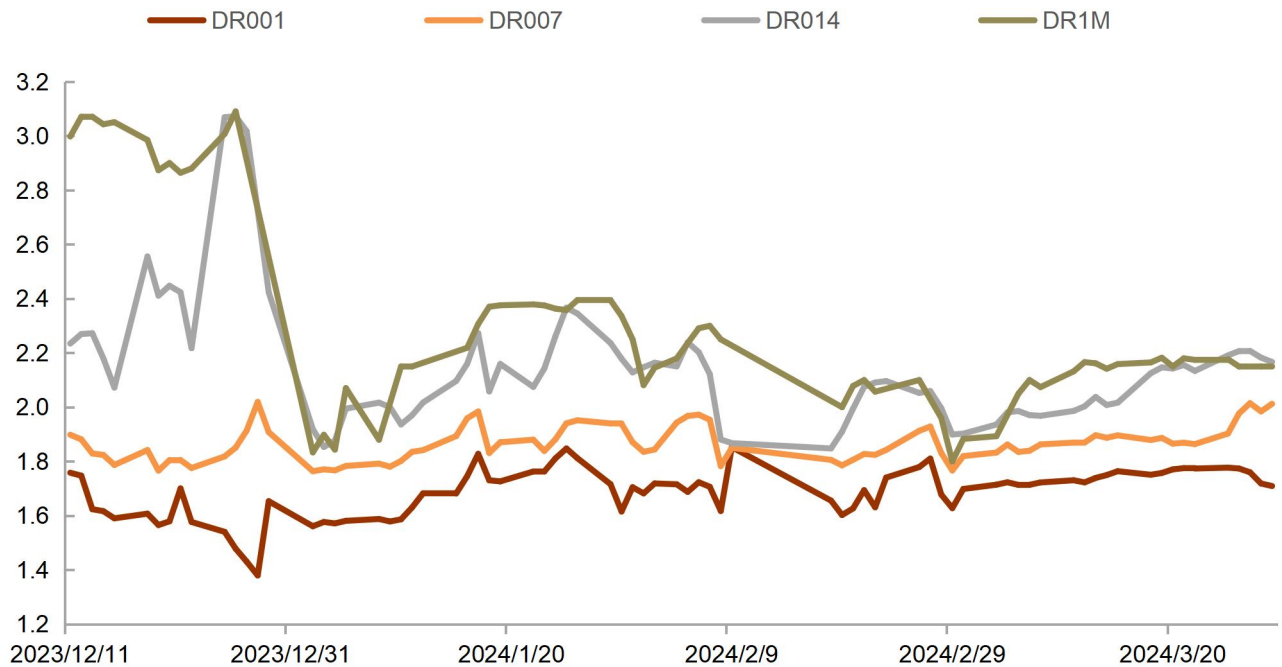
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



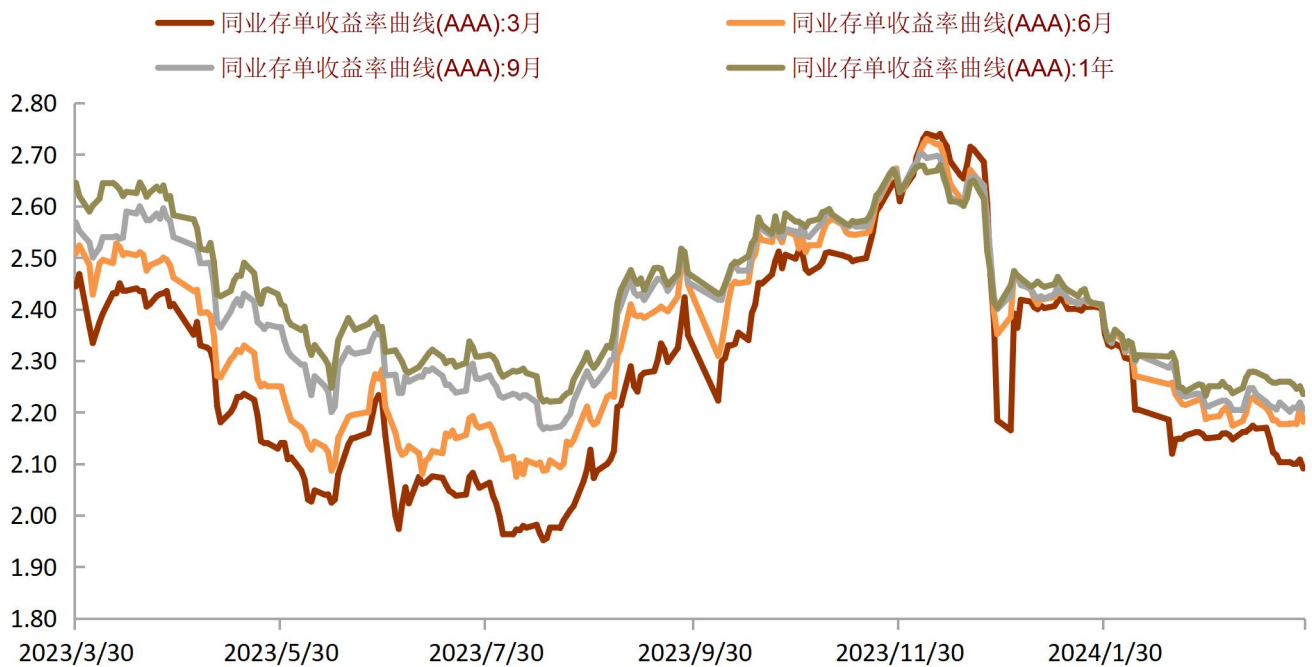
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市重拾涨势，短债表现依然好于长债，长短端利差继续走阔，其中 2Y 期国债表现最好收益率下行 8.8BP 左右，而 30Y 国债收益则仅下行 1.6BP 左右。具体看债市上涨主要体现在周三及周五，周三首先是权益市场期权末日轮导致市场大幅波动，其次是市场一则关于房地产刺激的传闻，虽说刺激地产利空债市，但从市场表现看则更关心其中隐藏的降息相关内容，受此影响债市开启了第一轮上涨。而到了周五关于大规模宽松（MMT）的传闻开始市场传播，市场降息预期再次被刺激，国债期货迎来本周第二波大幅上涨，同时现券成交普遍为 T+1 不占用跨季资金更加助推了投机热情。不过盘后财政部公布了二季度国债发行计划及 4 月 3 日的国债发行计划，从发行量看存在供给放量利空，因此国债期货收盘后现券收益率下行幅度有所收窄。全周来看国债期货主力合约 T2406 振幅 0.41%，最低价 103.7，最高价 104.12，终止价 104.110，上涨 0.29%。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 7780 亿元，从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看受跨季影响资金面有所收紧，部分验证我们此前猜想，但从长期看当前资金面依然处于相对宽松状态。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜表示，今年以来货币政策加大逆周期调节力度，政策效果持续显现，未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备。因此中短期内资金面将依然维持宽松，但此前提到的监管对加杠杆的关注，未来仍存在资金面边际敲打可能。

经济基本面方面：上周公布的工业企业利润及 PMI 数据均表现亮眼，经济基本面悲观预

期在未来有望扭转。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，乘联会数据显示截止3月24日销量同比增长11%，依然为消费数据向好打下良好基础，未来随着爆款车型上市该数据有望持续维持高位。二是30城商品房成交面积在3月末快速上行，房地产信号开始好转，未来如能保持较好持续性则利空债市。三是外贸方面，CCFI继续小幅调整，而波罗的海干散货指数则持续上行，但值得注意的PMI分项中的新出口订单大幅回升，出口有望维持高位。四是猪肉价格小幅反弹，叠加生猪产能出清以及基数下降未来大概率带来通胀上行。五是南华工业品指数高位震荡，随着基数回落未来PPI有望转向。

行情上我们认为在DR001、DR007等资金成本标杆维持稳定的情况下，短久期债券收益率在当前位置下行有阻力，而随着经济数据的好转市场投机情绪有望退潮，叠加房地产刺激政策的不断出台以及未来国债供给放量，长久期及超长久期的抱团有望瓦解，如4月降息窗口降息再次落空长久期及超长久期债券品种有望出现较大幅度调整。因此策略方面我们建议降低账户久期风险敞口暴露，同时如T、TL国债期货盘中出现较高IRR时可适量卖空建立套保仓位。

三、一周要闻

1、国家统计局3月31日公布3月中国采购经理指数运行情况。制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月上升1.7个百分点，高于临界点，制造业景气回升。从分项指数看，生产指数（52.2%，比上月上升2.4个百分点）、新订单指数（53.0%，比上月上升4.0个百分点）、供应商配送时间指数（50.6%，比上月上升1.8个百分点）高于临界点，原材料库存指数（48.1%，比上月上升0.7个百分点）、从业人员指数（48.1%，比上月上升0.6个百分点）低于临界点。3月份，非制造业商务活动指数为53.0%，比上月上升1.6个百分点，高于临界点，表明非制造业景气水平持续回升。3月份，综合PMI产出指数为52.7%，比上月上升1.8个百分点，高于临界点，表明我国企业生产经营活动扩张加快。

2、北京“离异3年内不得京内购房”文件被废止。为落实“房住不炒”定位，完善房地产市场调控长效机制，3月27日，北京市住建委宣布废止两年前发布的一则文件。该文件发布于2021年8月，文中称“夫妻离异的，原家庭在离异前拥有住房套数不符合本市商品住房限购政策规定的，自离异之日起3年内，任何一方均不得在本市购买商品住房。”

3、国家统计局数据显示，1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%（按可比口径计算）。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额3434.9亿元，同比增长0.5%；股份制企业实现利润总额6898.5亿元，增长5.3%；外商及港澳台投资企业实现利润总额2169.2亿元，增长31.2%；私营企业实现利润总额2465.4亿元，增长12.7%。

4、3月29日，据上交所官网显示，因先正达集团股份有限公司及其保荐人撤回发行上市申请，根据《上海证券交易所股票发行上市审核规则》第六十三条的有关规定，上交所终止其发行上市审核。

5、因联纲光电及其保荐人中信证券（600030.SH）回复问询函的内容不够清晰、所涉问题未充分说明，深交所于22日晚公告称，决定对中信证券启动现场督导，进一步压实保荐人的“看门人”责任。联纲光电的上市之路“一波三折”，深交所已三次向其下发问询函。在第二轮问询函回复内容中，有市场观点认为，发行人与保荐机构的回复内容存在“逼宫”交易所、“硬刚”监管的情况；但也有观点认为，保荐机构在反馈回复中引用类似案例，是符合常理的，并不意味着在“怼”监管，更多是市场的解读。不过，分析人士指出，深交所启动现场督导，也意味着对中信证券在联纲光电保荐项目中的表现存在疑虑，需要通过现场核查来进一步核实情况，评估中信证券在此次保荐项目中的执业质量和风险控制能力。从中信证券投行业务表现来看，其面临的挑战确实不少，屡陷风波。蓝鲸财经记者梳理，今年以来，中信证券已连撤7个IPO保荐项目，撤否率22.58%。此前保荐的IPO、可转债等项目中亦不乏“业绩变脸”与虚假材料等问题，执业质量屡遭质疑。

6、2024年3月25日，中国人民银行行长潘功胜出席中国发展高层论坛，就中国经济形势与货币政策、金融稳定、金融开放与国际合作发表讲话，并与来自中外资企业、金融机构等的会议嘉宾进行深入交流。潘功胜表示，中国经济保持回升向好态势，有能力实现全年5%左右的预期增长目标。今年以来，货币政策加大逆周期调节力度，政策效果持续显现，未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备。中国人民银行将结合调控形势需要，灵活适度、精准有效实施稳健的货币政策，强化逆周期调节力度，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，继续为经济回升向好营造良好的货币金融环境。潘功胜指出，中国金融体系运行稳健，金融机构总体健康，风险抵御能力较强。房地产市场已出现一些积极信号，长期健康稳定发展具有坚实的基础，房地产市场波动对金融体系影响有限。中国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，化解地方政府债务风险的相关政策正在逐步奏效。中国已经构建了行之有效的金融安全网，包括完善金融机构公司治理、加强金融监管、强化处置资源保障、发挥好最后贷款人职能、强化法治保障等。

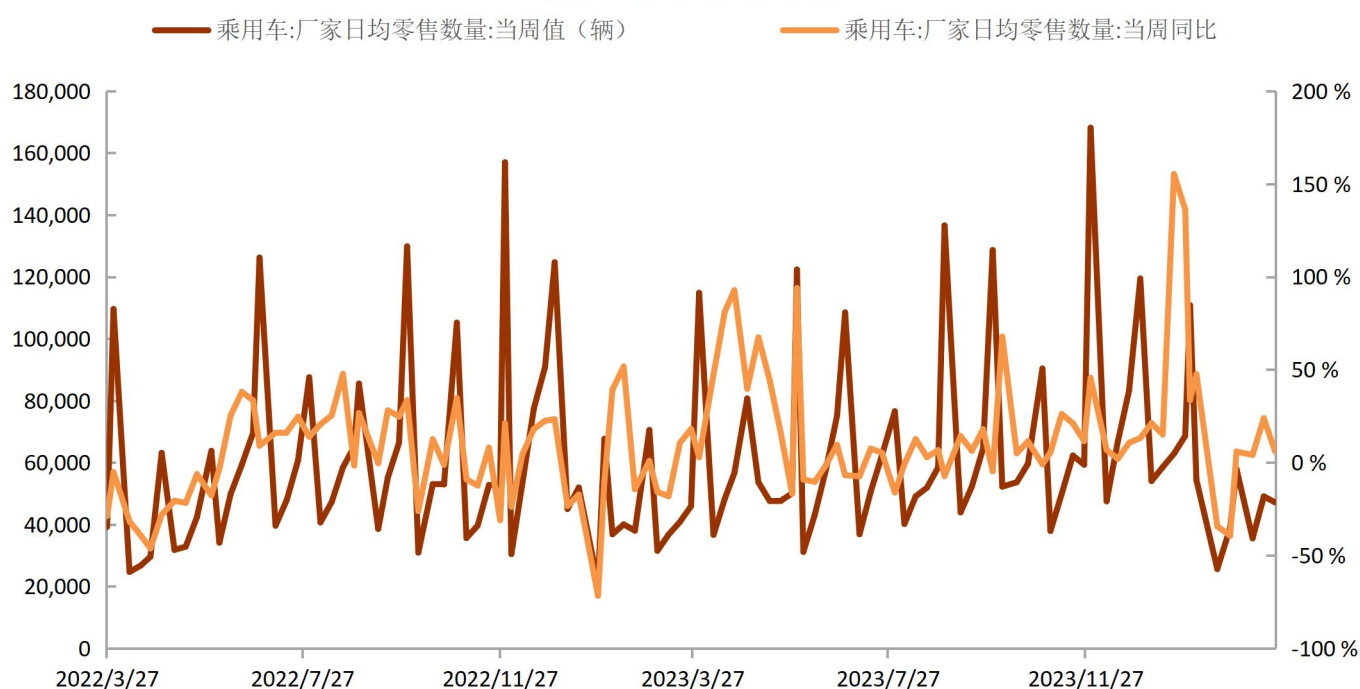
7、财政部：坚持将习惯过紧日子作为预算管理的指导方针，集中财力保障国家重大战略任务。做到“大钱大方，小钱小气”。2024年中央本级一般公共预算支出增长8.6%，扣除重点保障支出后仅增长0.3%，其中重点保障国防武警支出、科技教育支出、中央储备支出、国债发行付息支出等支出项目。同时严控一般性支出，尽可能压缩中央部门支出，大力推动各部门调整优化支出结构，将资金用在刀刃上。其次，做好部门履职经费保障。坚持有压有保，积极支持各部门履职尽责，把该压的坚决压下来，把该保的保障到位，提高预算精准性。对于中央单位人员工资等支出，按照定员定额管理的要求，严格按照工资政策和人数安排；对于必需的水电、物业、采暖等费用，制定完善公用经费实物定额标准，确保相关支出处于合理区间。

8、美国 2 月 PCE 物价指数同比 2.5%，持平预期值，前值 2.4%。2 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，持平预期值，前值上修至 2.9%。2 月 PCE 物价指数环比 0.3%，低于预期 0.4%，前值上修至 0.4%。2 月核心 PCE 物价指数环比 0.3%，持平预期值，前值上修至 0.5%。美国 2 月个人消费支出（PCE）环比 0.8%，高于预期 0.5%，前值 0.2%。2 月实际个人消费支出（PCE）环比 0.4%，高于预期 0.1%，前值下修至-0.2%。

9、当地时间 3 月 29 日，美联储主席鲍威尔在出席活动时表示，最新出炉的数据大致上符合美联储的预期，所以数据朝着预期的方向进展是一件好事。需要看到越来越多的“好数据”，就像去年下半年那样。但经历年初通胀数据反弹后，现在美联储决策者仍处于对通胀能持续、稳定回归 2% 积攒信心的阶段。鲍威尔补充称，目前美国的经济增速维持相对强劲的状态，这意味着美联储并不急着降息，可以等待对通胀路径更有信心时再行动。美联储现在的政策处在一个相对比较好的位置，可以对一系列数据变化的风向作出反应。假设通胀未能依照预期“在崎岖的道路上下降到 2%”，那么美联储当然可以在更长的时间里保持利率不变。

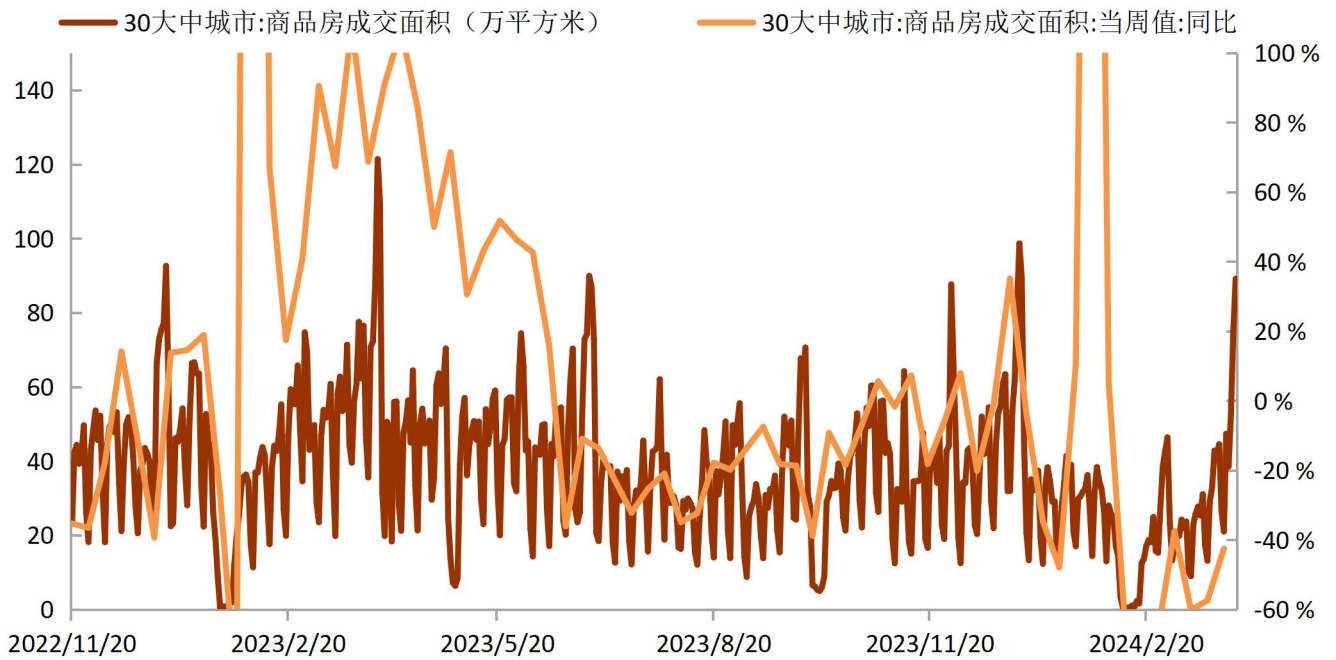
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



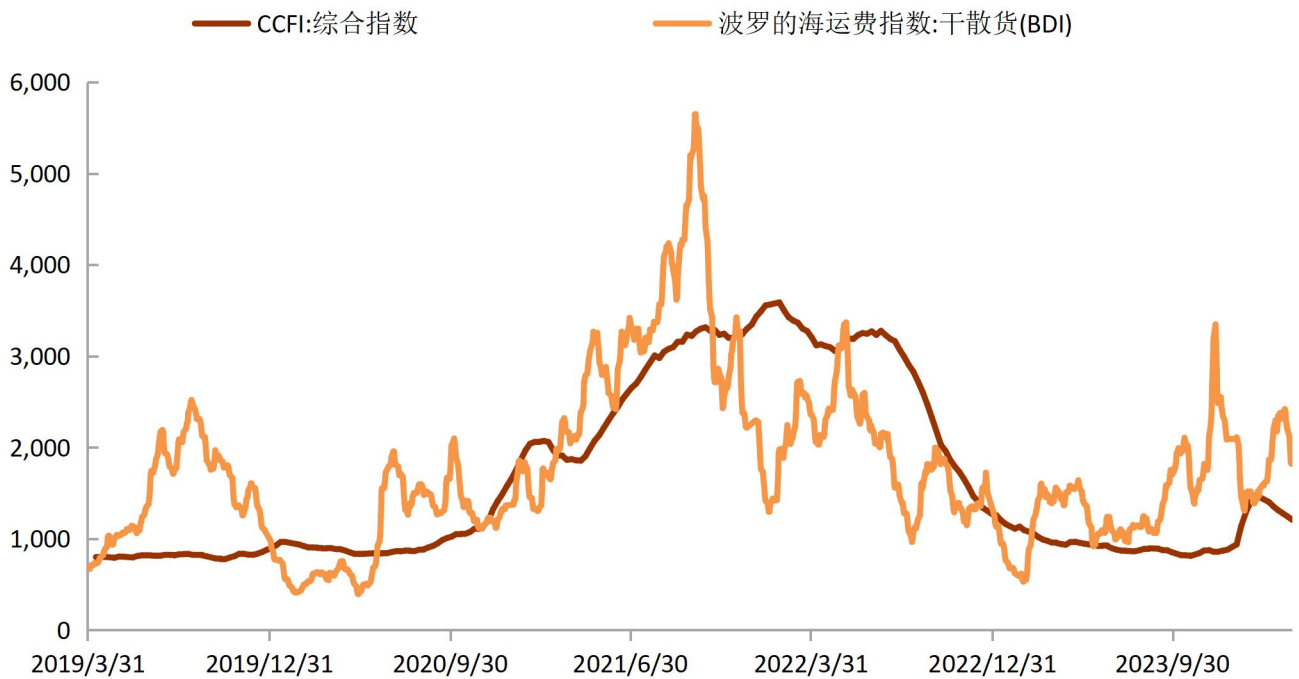
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



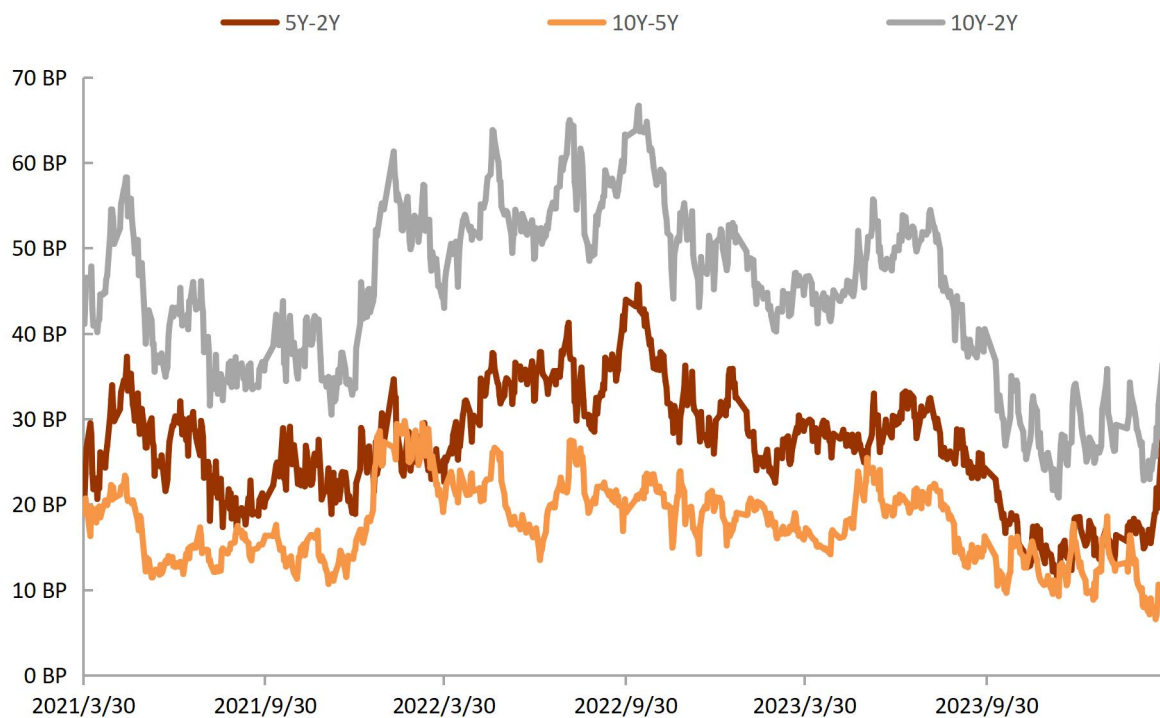
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



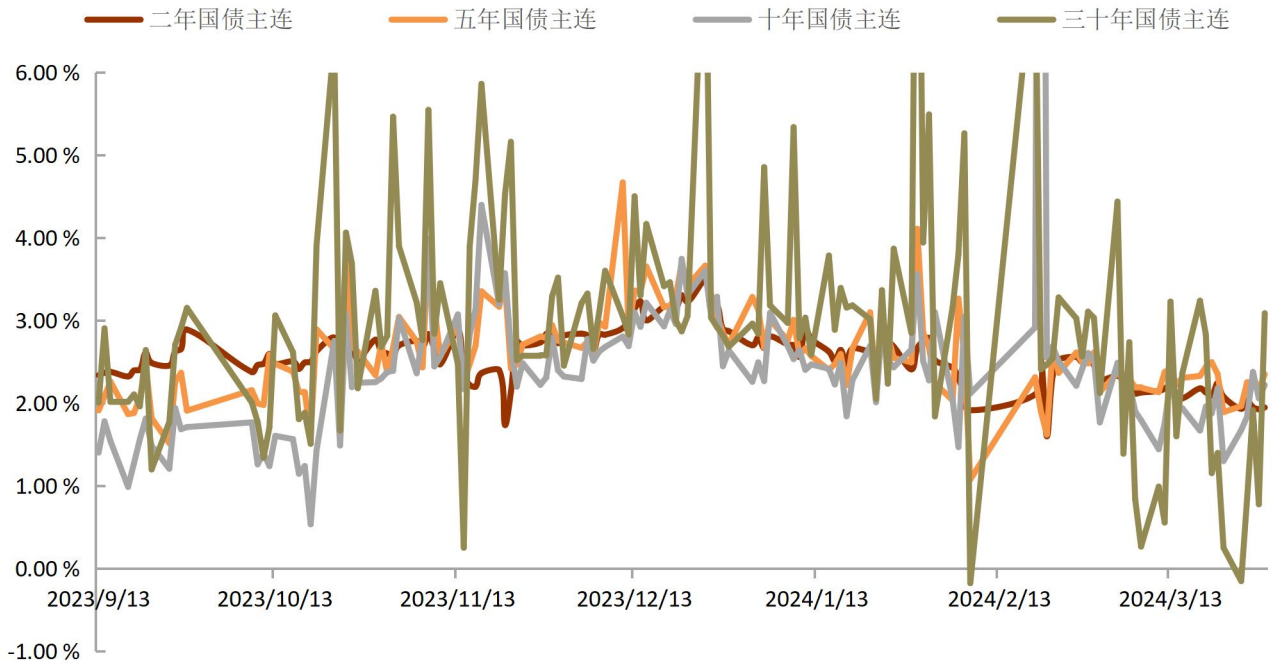
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



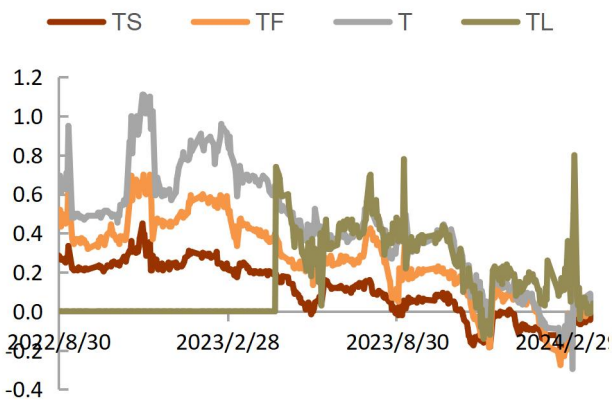
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

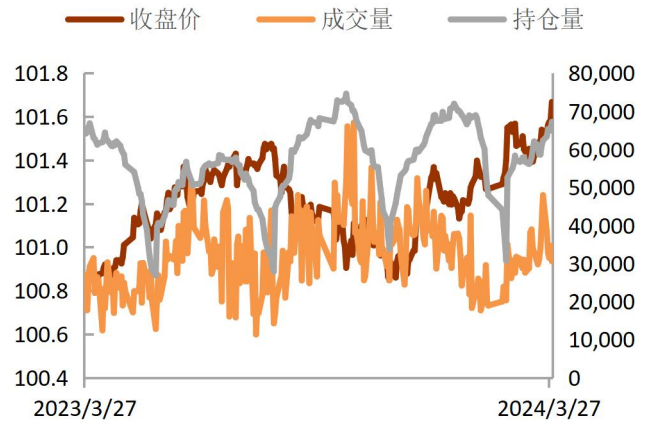


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

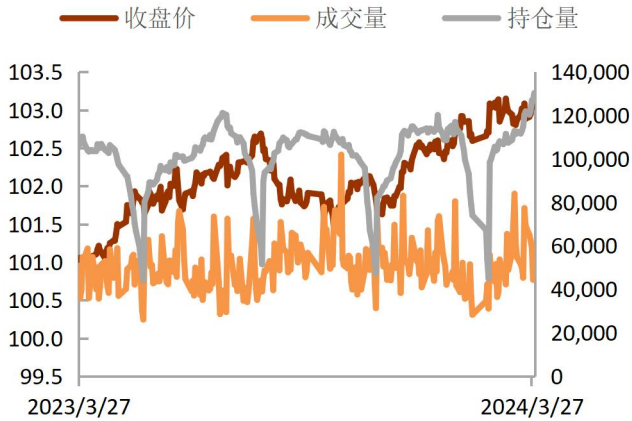


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

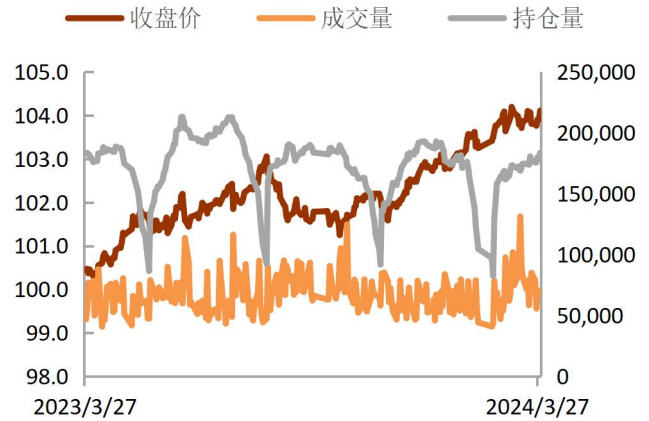


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

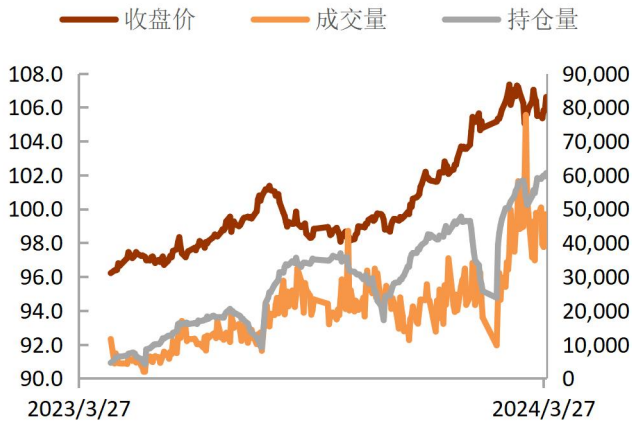


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

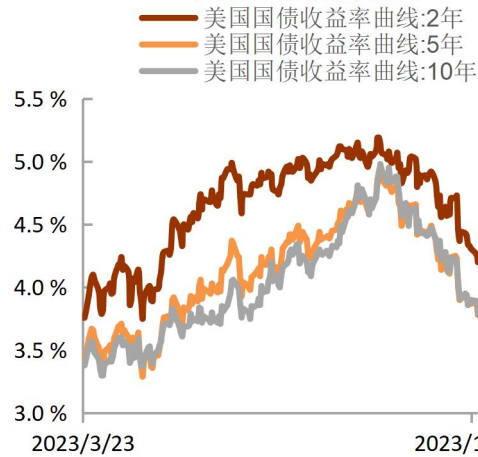


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

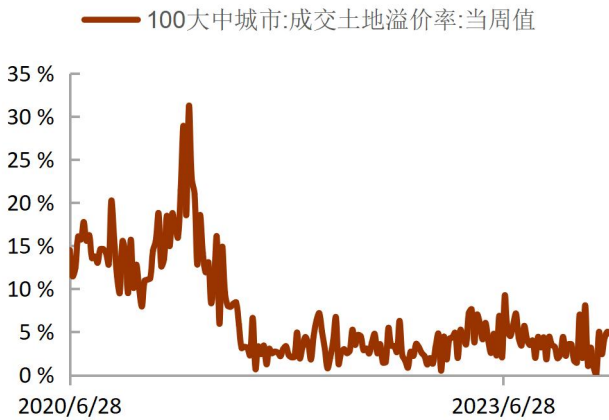


图表15 美债收益率

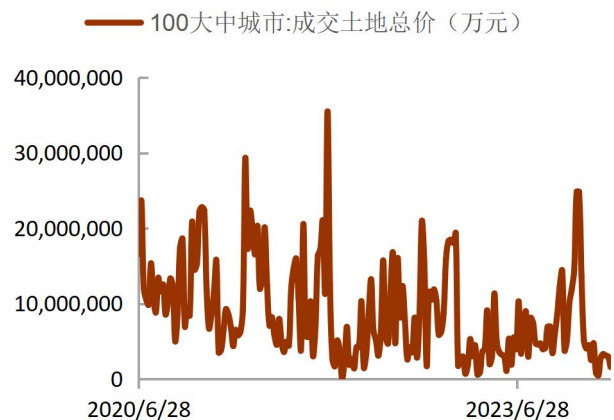


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

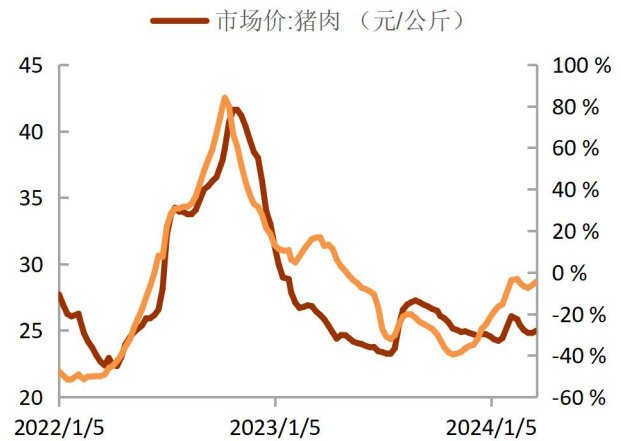


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

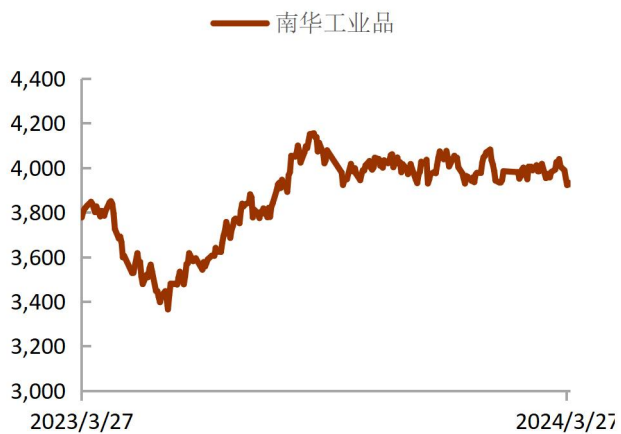


图表19 市场价:猪肉

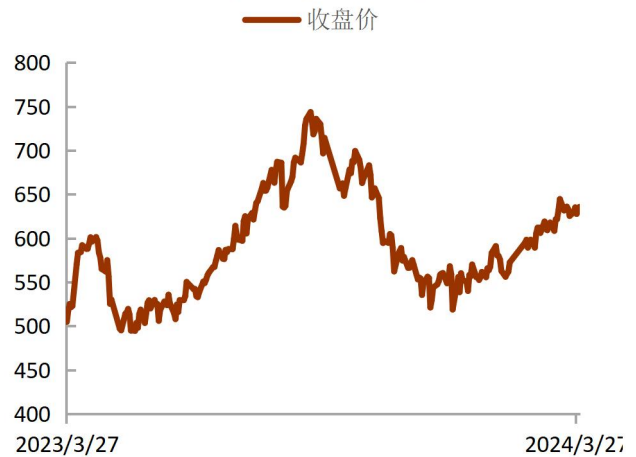


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B

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。