



2023年8月21日

降息如期而至，国债期货冲高

核心观点及策略

- 上周降息如约而至，国债期货冲高后小幅回落。行情及市场主线较为清晰，行情波动最大时间段为周二央行公开市场操作超市场预期降息，现券收益率普遍快速下行5-7BP。十年期国债期货主力合约也借此突破前高至102.915，但此后市场便开始走入利多落地（利多出尽）行情之中，不过得益于本次MLF利率下调幅度较大，即使市场对未来房地产及“活跃资本市场”的相关政策有所顾忌，国债期货调整幅度也相对有限，总体依然维持高位震荡。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放7580亿元，同时公开市场逆回购和MLF操作利率分别下调10BP和15BP。在量和价上均有力支持了资金市场，但由于税期扰动DR007等关键指标反而出现小幅上行。
- 由于本次降息力度较为充分，因此未来1-2月债市难有进一步货币政策利多，而未来权益市场上涨及传闻8月下旬将有房地产相关较大刺激政策出台则对债市不利。
- 策略建议：国债期货逢高卖出，现券择机缩短账户久期，以票息收入作为主要盈利来源。
- 风险因素：权益市场反弹、地产刺激政策出台、高频数据触底反弹、通胀预期升温

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
T2309	102.8200	0.4400	-51772	317792	107671
TF2309	102.6250	0.2750	-31012	262155	69092
TS2309	101.4650	0.0850	-10361	130999	33723
TL2309	100.7600	1.1600	-4036	55009	9093
T2312	102.4600	0.5250	54367	218770	125743
TF2312	102.3850	0.3750	31783	136036	68016
TS2312	101.3950	0.1050	17291	73296	34423
TL2312	100.4300	1.2800	5,162	42145	18349

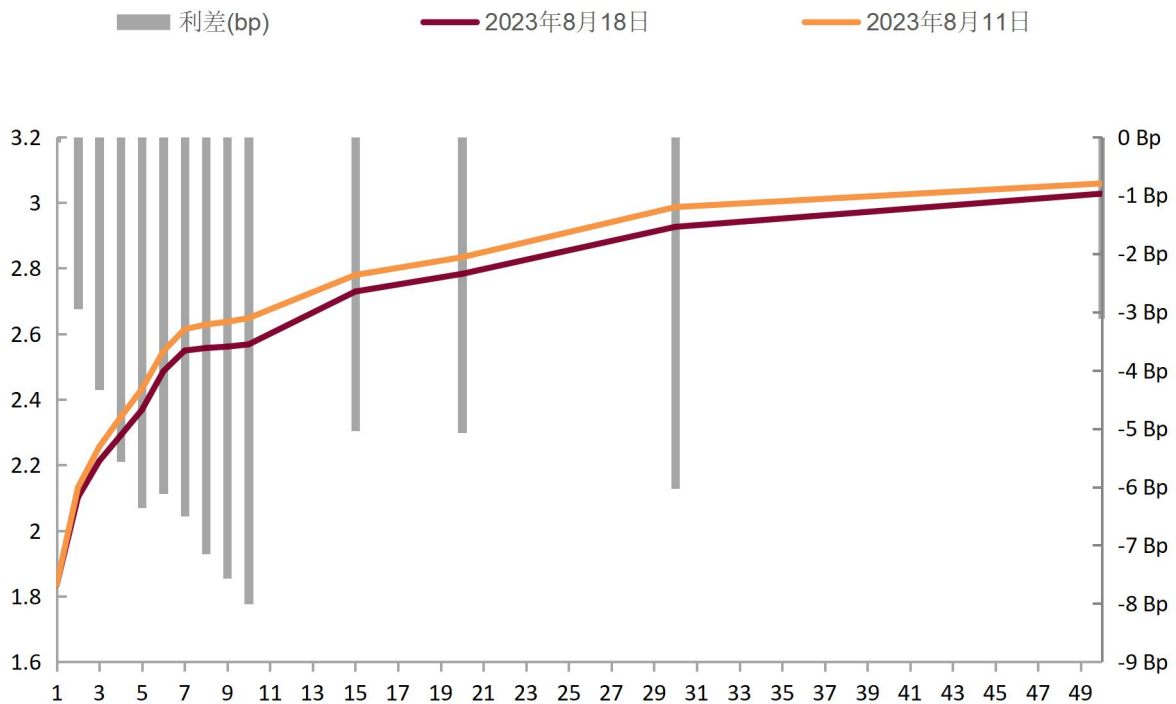
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					7580	
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
2023/8/18	逆回购到期	7日回购	7天	1.90	20	回笼
2023/8/18	逆回购	7日回购	7天	1.80	980	投放
2023/8/17	逆回购	7日回购	7天	1.80	1680	投放
2023/8/17	逆回购到期	7日回购	7天	1.90	50	回笼
2023/8/16	逆回购	7日回购	7天	1.80	2990	投放
2023/8/16	逆回购到期	7日回购	7天	1.90	20	回笼
2023/8/15	MLF 回笼	1年 MLF	12月	2.75	4000	回笼
2023/8/15	逆回购	7日回购	7天	1.80	2040	投放
2023/8/15	逆回购到期	7日回购	7天	1.90	60	回笼
2023/8/15	MLF 投放	1年 MLF	12月	2.50	4010	投放
2023/8/14	逆回购到期	7日回购	7天	1.90	30	回笼
2023/8/14	逆回购	7日回购	7天	1.90	60	投放

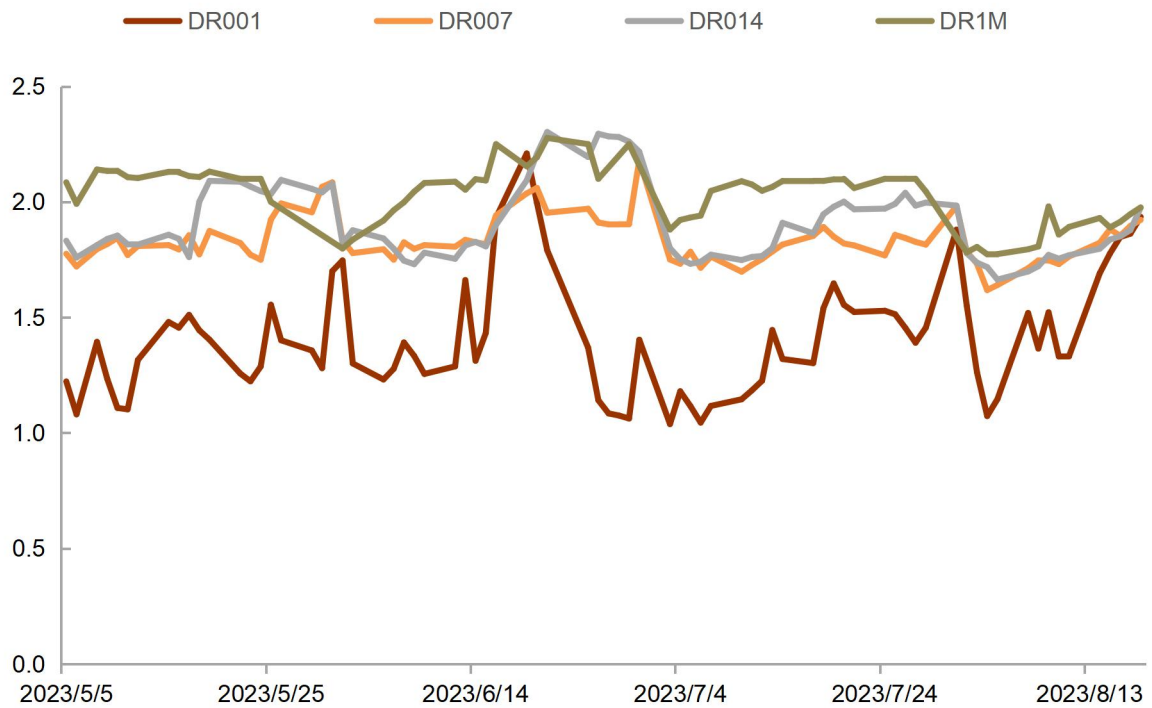
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



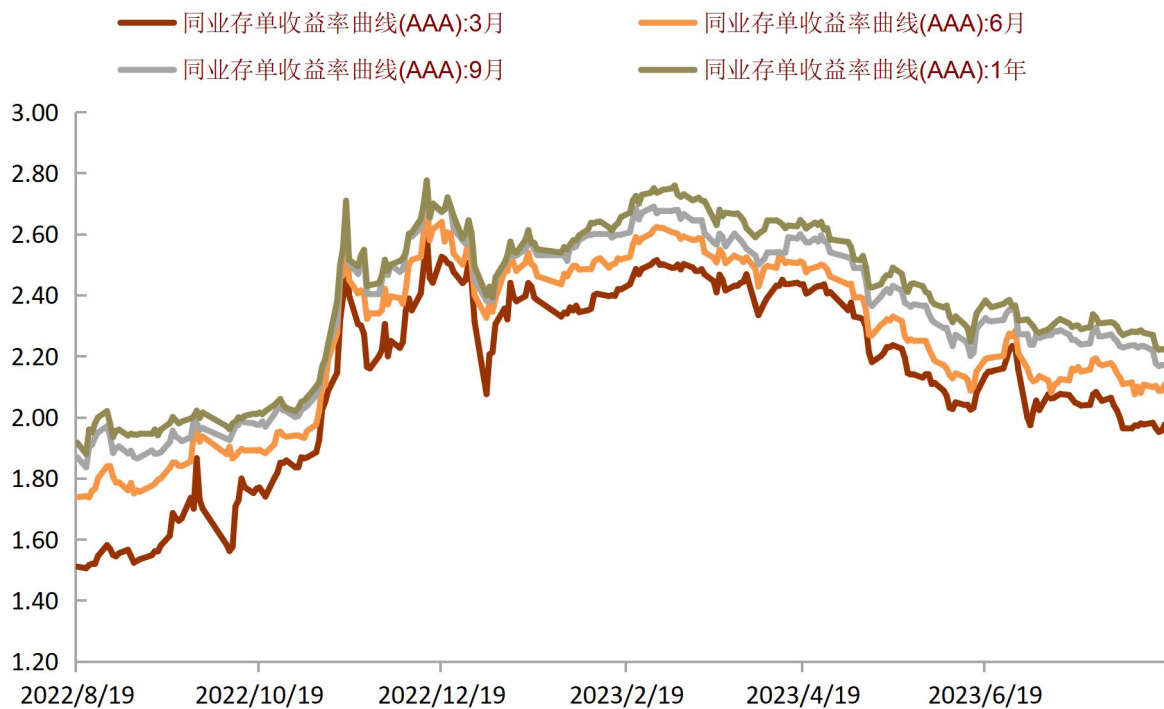
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周降息如约而至，国债期货冲高后小幅回落。行情及市场主线较为清晰，行情波动最大时间段为周二央行公开市场操作超市场预期降息，现券收益率普遍快速下行 5-7BP。十年期国债期货主力合约也借此突破前高至 102.915，但此后市场便开始走入利多落地（利多出尽）行情之中，不过得益于本次 MLF 利率下调幅度较大，即使市场对未来房地产及“活跃资本市场”的相关政策有所顾忌，国债期货调整幅度也相对有限，总体依然维持高位震荡。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 7580 亿元，同时公开市场逆回购和 MLF 操作利率分别下调 10BP 和 15BP。在量和价上均有力支持了资金市场，但由于税期扰动 DR007 等关键指标反而出现小幅上行。货币政策未来方向方面，央行二季度中国货币政策执行报告中表示，稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。因此未来资金面仍将大概率维持低位。

政策方面：周五盘后上交所宣布自 2023 年 8 月 28 日起，将 A 股、B 股股票交易经手费从按成交金额的 0.00487% 双向收取下调为按成交金额的 0.00341% 双向收取，降幅达 30%。同时证监会相关官员也对市场近期关注给予回答，未来也存在进一步出台相关措施可能。而房地产方面各地也在陆续放松，但总体而已对债市影响较小。

经济基本面方面：上周工业增加值、失业率、社会零售总额等相关数据落地。虽然月度数据表现不甚理想，但高频数据方面已出现触底反弹迹象，乘用车零售、集装箱及波罗的海干散货指数、商品房成交面积等均出现小幅反弹，但本轮反弹是否具有持续性仍需观察。

操作上由于本次降息力度较为充分，因此未来1-2月债市难有进一步货币政策利多，而权益市场已然处于底部附近，叠加相关政策不断出台，未来权益市场上涨将大概率影响债市，同时坊间传闻8月下旬将有房地产相关较大刺激政策出台亦对债市不利。因此我们建议国债期货建议逢高卖出，现券择机缩短账户久期，以票息收入作为主要盈利来源。

三、一周要闻

1、人民银行8月15日公告称，为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2023年8月15日人民银行开展2040亿元公开市场逆回购操作和4010亿元中期借贷便利(MLF)操作，充分满足了金融机构需求，中标利率分别为1.8%、2.5%，此前为1.9%、2.65%。这意味着，本次公开市场逆回购和MLF操作利率分别下降10个和15个基点。当日有60亿元逆回购和4000亿的MLF到期。

2、7月份，社会消费品零售总额36761亿元，同比增长2.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额32906亿元，增长3.0%。1—7月份，社会消费品零售总额264348亿元，同比增长7.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额238083亿元，增长7.5%。

3、1—7月份，全国固定资产投资(不含农户)285898亿元，同比增长3.4%(按可比口径计算，详见附注7)。其中，民间固定资产投资149436亿元，同比下降0.5%。从环比看，7月份固定资产投资(不含农户)下降0.02%。

4、国家统计局数据显示，7月份，全国居民消费价格(CPI)同比下降0.3%，环比上涨0.2%。分类别看，食品烟酒价格同比下降0.5%，衣着价格上涨1.0%，居住价格上涨0.1%，生活用品及服务价格下降0.2%，交通通信价格下降4.7%，教育文化娱乐价格上涨2.4%，医疗保健价格上涨1.2%，其他用品及服务价格上涨4.1%。在食品烟酒价格中，猪肉价格下降26.0%，鲜菜价格下降1.5%，粮食价格上涨0.3%，鲜果价格上涨5.0%。扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。1—7月份，全国居民消费价格同比上涨0.5%。7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%，降幅比上月收窄1.0个百分点；环比下降0.2%。全国工业生产者购进价格同比下降6.1%，降幅比上月收窄0.4个百分点；环比下降0.5%。1—7月份，全国工业生产者出厂价格和购进价格同比分别下降3.2%和3.5%。

5、7月24日召开的中共中央政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。8月18日，证监会有关负责人就这一重要部署的贯彻落实情况接受了媒体采访。在加快投

资端改革方面，证监会将放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度。推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平。引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化。引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度。建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振。拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。在提高上市公司投资吸引力方面，证监会将建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”；推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性；修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购；深化上市公司并购重组市场化改革，优化完善“小额快速”审核机制；突出扶优限劣，研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案；合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节。在优化完善交易机制方面，该负责人表示，将降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率；进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的；完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为；优化交易监管，增强交易便利性和畅通性，提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制度；研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求。在激发市场机构活力方面，证监会将优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率。实施融资融券逆周期调节，在杠杆风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资业务保证金比率。研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点。大力发展中国特色指数体系和指数化投资，鼓励各类资金通过指数化投资入市。在统筹提升 A 股、港股活跃度方面，证监会将持续优化互联互通机制，进一步拓展互联互通标的范围，在港股通中增设人民币股票交易柜台。在香港推出国债期货及相关 A 股指数期权。同时，支持在美上市中概股在香港双重上市。

6、上交所发布《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》，自 2023 年 8 月 28 日起，将 A 股、B 股股票交易经手费从按成交金额的 0.00487% 双向收取下调为按成交金额的 0.00341% 双向收取，降幅达 30%。上交所有关负责人表示，本次股票交易经手费收费标准调整是在 2015 年的基础上再次下调，是上交所积极贯彻落实中央政治局会议精神和国务院相关会议部署的重要举措，有利于进一步活跃资本市场，降低交易成本。近年来，上交所贯彻落实党中央、国务院有关减税降费部署要求，多次出台降费措施，不断加大降费力度，扩大受惠范围，提振市场信心。下一步，上交所将围绕资本市场改革重点领域，推动完善各类中长期资金配套制度机制，不断优化资本市场生态，提升资本市场吸引力，切实发挥好资本市场功能。

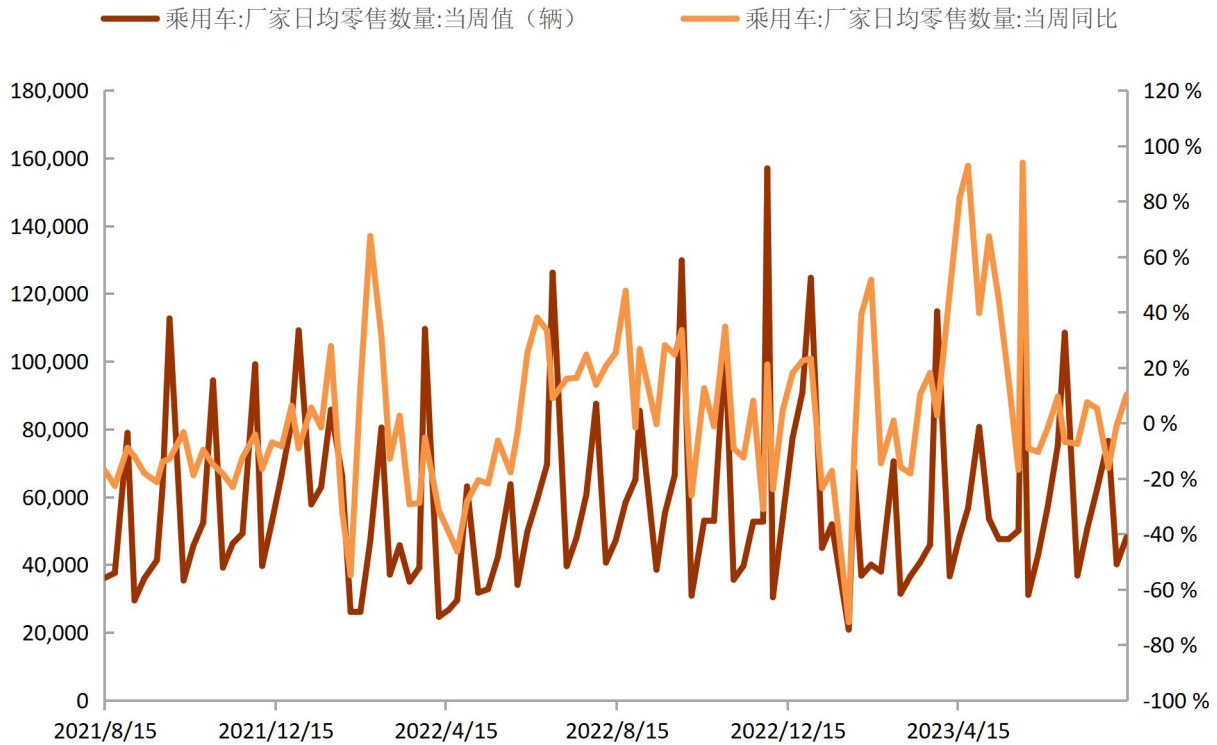
7、8 月 17 日，央行发布《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》。报告指出，当前

我国经济已恢复常态化运行，高质量发展扎实推进。也要看到，国际政治经济形势复杂严峻，发达经济体快速加息的累积效应继续显现，全球经济复苏动能减弱，国内经济运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多等挑战。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变，有利条件和积极因素不断积蓄，要保持战略定力，增强发展信心。报告表示，稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的重要作用，促进企业融资和居民信贷成本稳中有降。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域延续实施期限，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险。切实防范化解重点领域金融风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动中小金融机构改革化险，守住不发生系统性金融风险的底线。

8、新办 8 月 15 日就 2023 年 7 月份国民经济运行情况举行发布会。国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖在发布会上表示，今年以来，世界经济增长总体乏力，全球贸易投资放缓，外需收缩对我国的外贸增长制约加大。面对困难的局面，我国加力推动外贸稳规模优结构，外贸韧性持续显现。货物进出口规模总体平稳，贸易顺差保持在较高的水平。

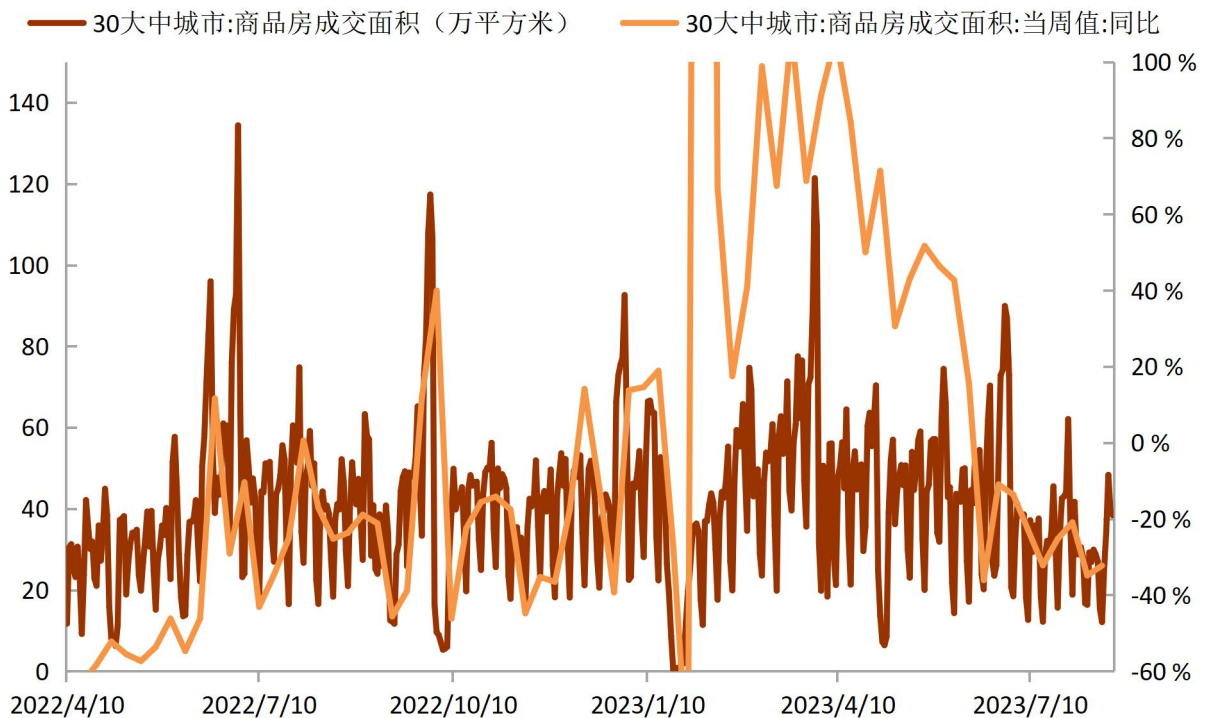
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



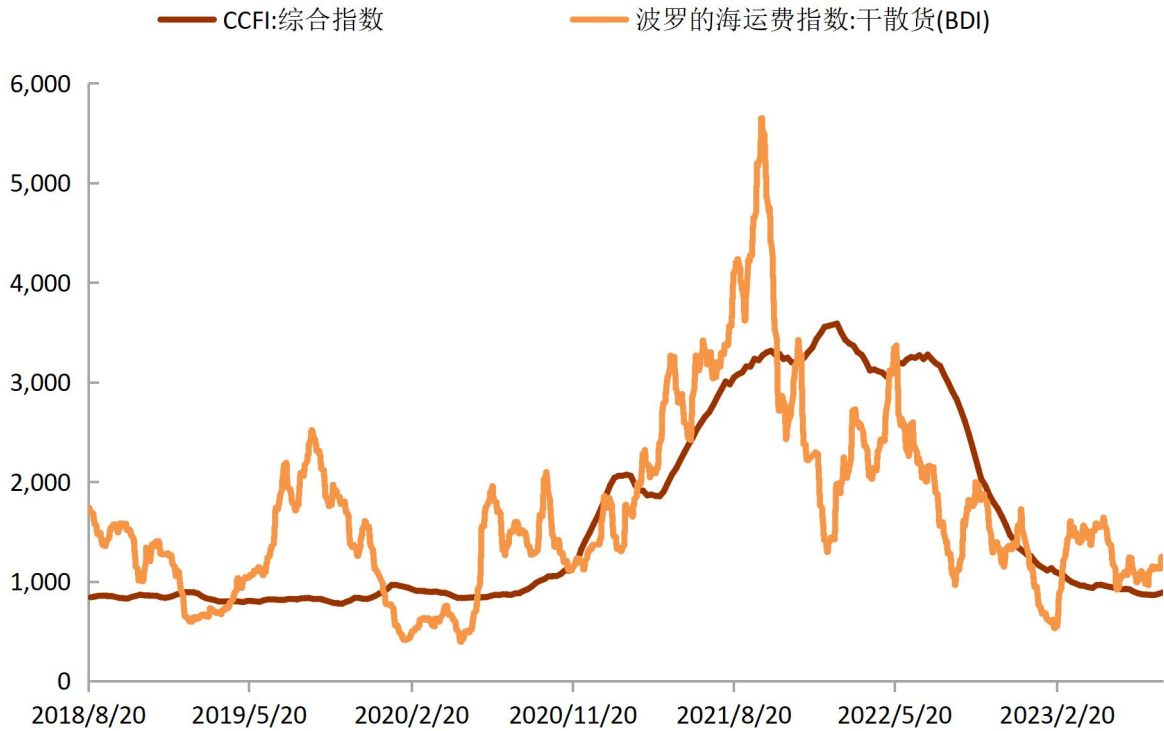
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



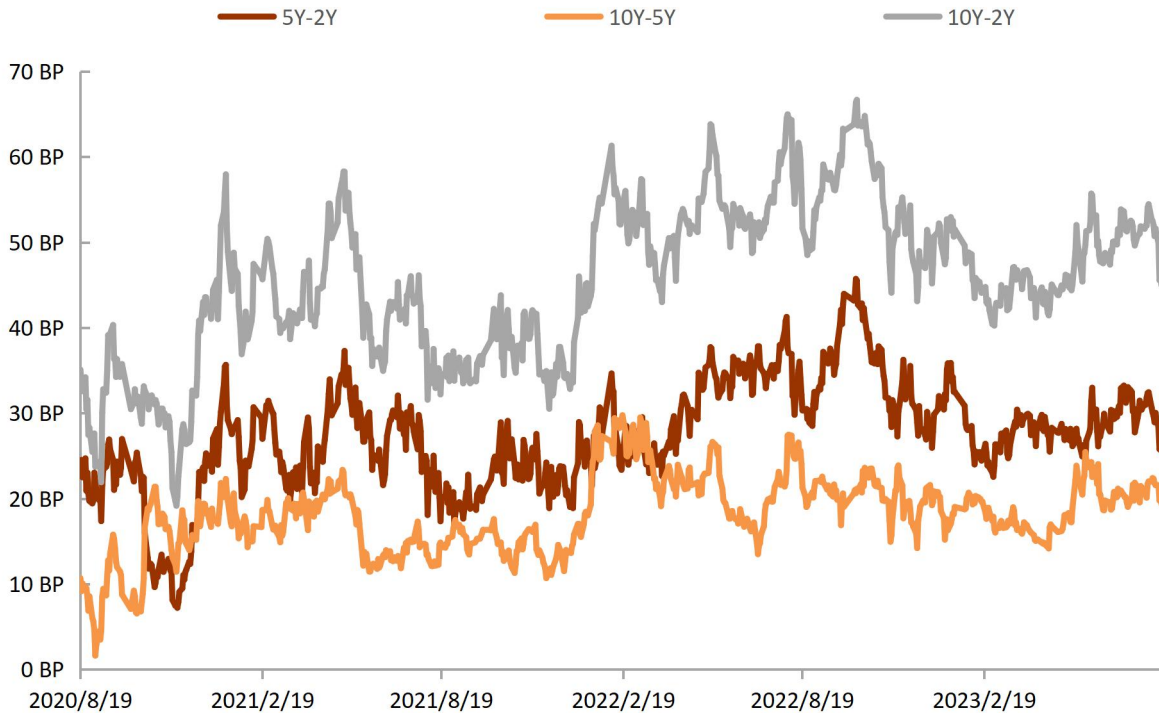
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

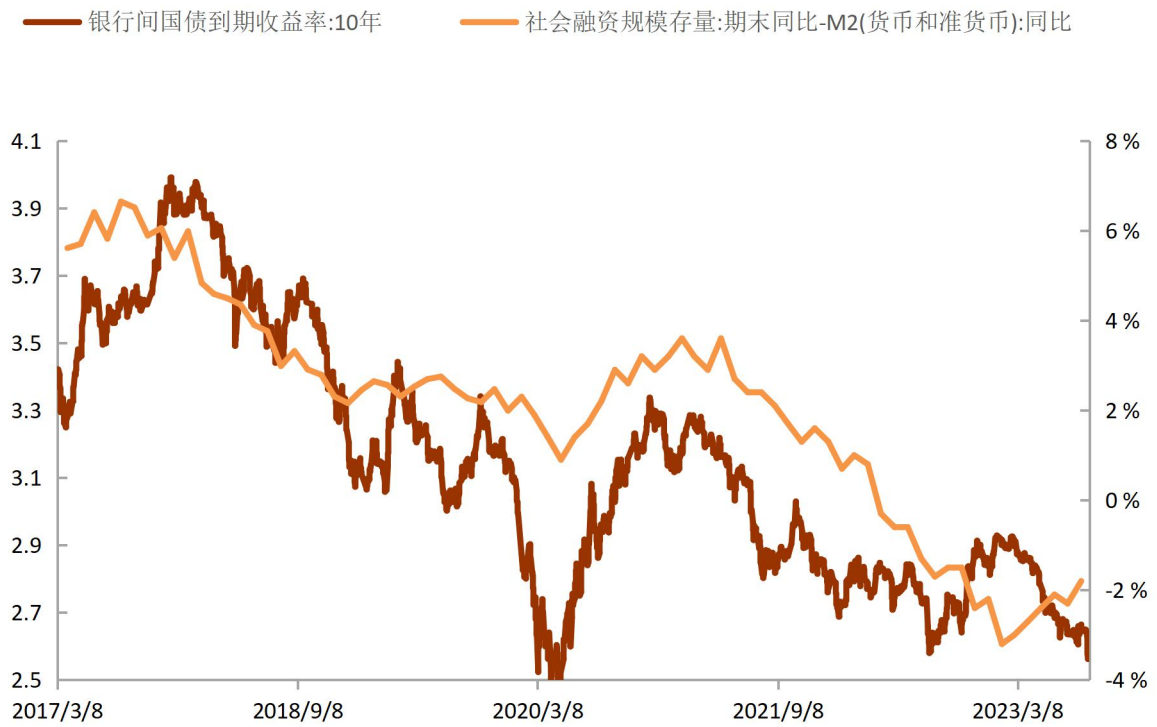
图表7 期限利差



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

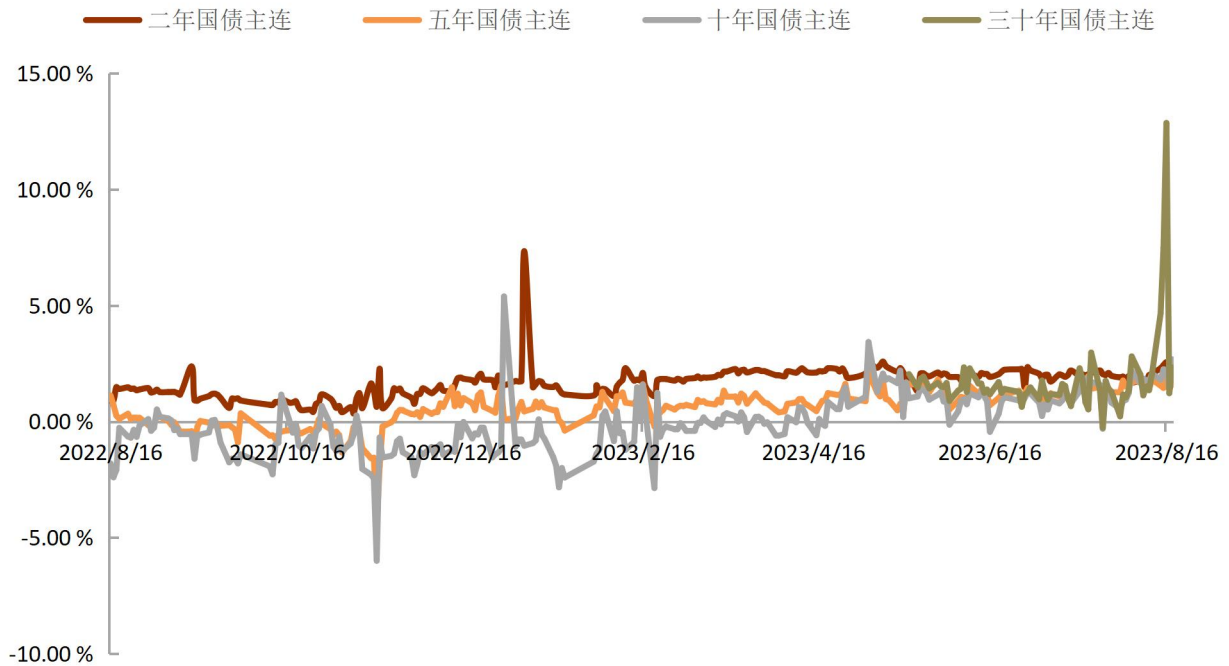
敬请参阅最后一页免责声明

图表8 社融-M2



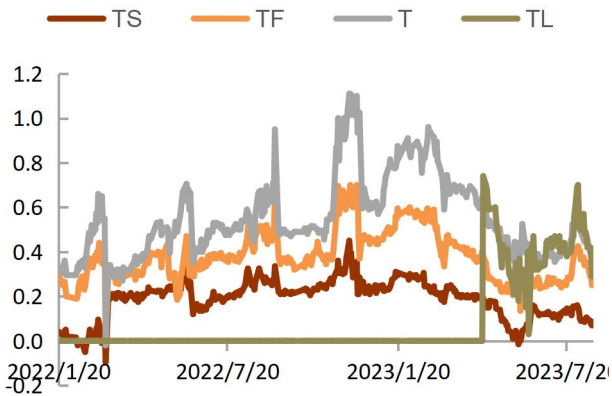
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

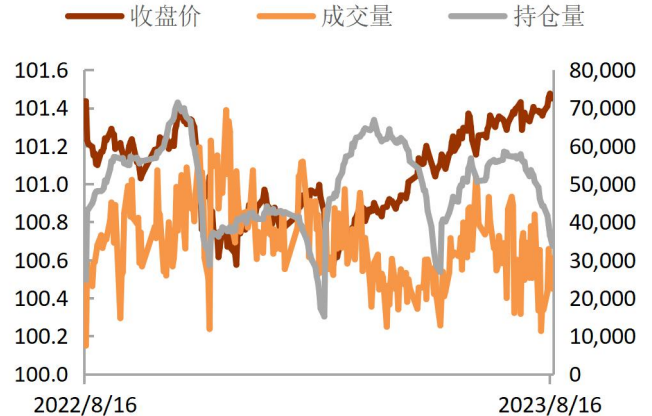


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

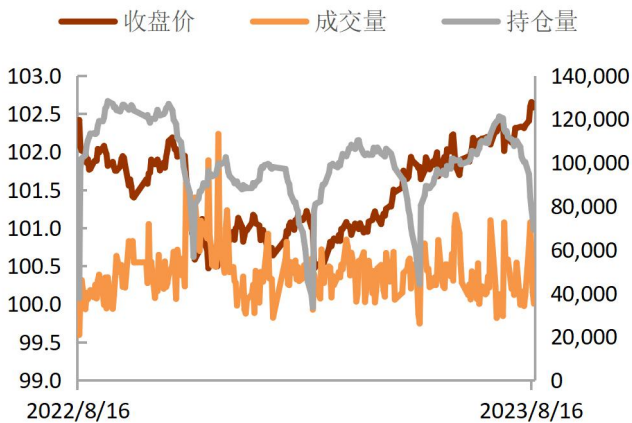


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

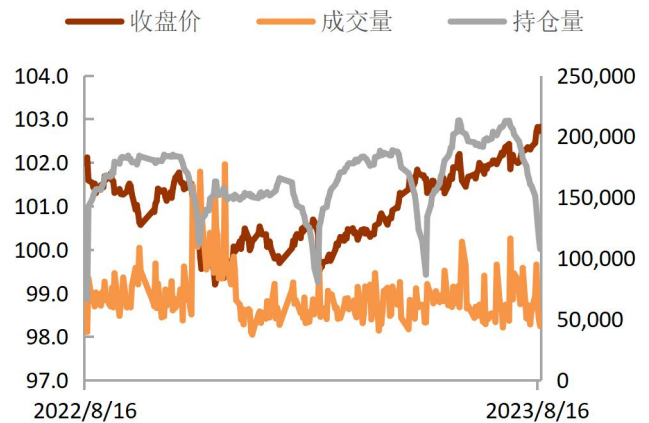


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

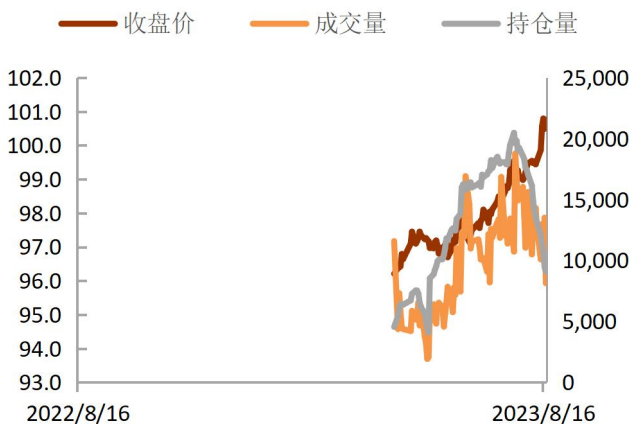


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

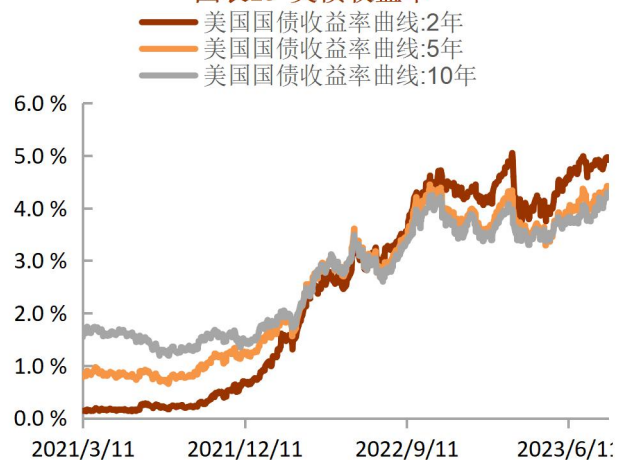


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 T主连收盘价、成交量、持仓量

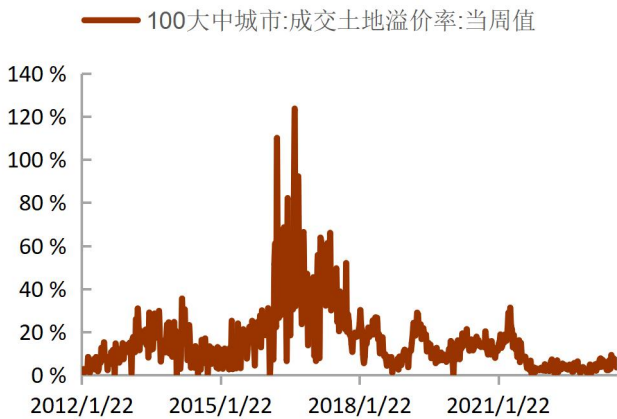


图表15 美债收益率

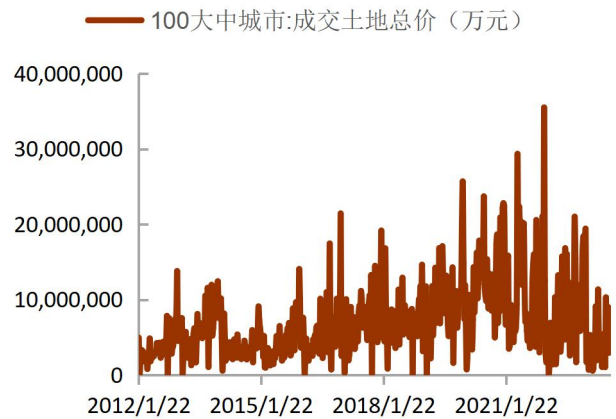


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

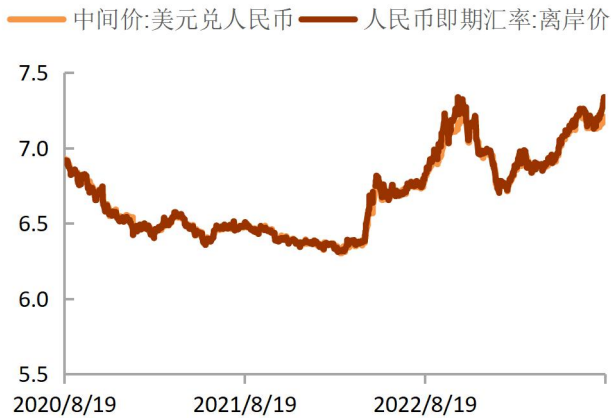


图表17 成交土地总价

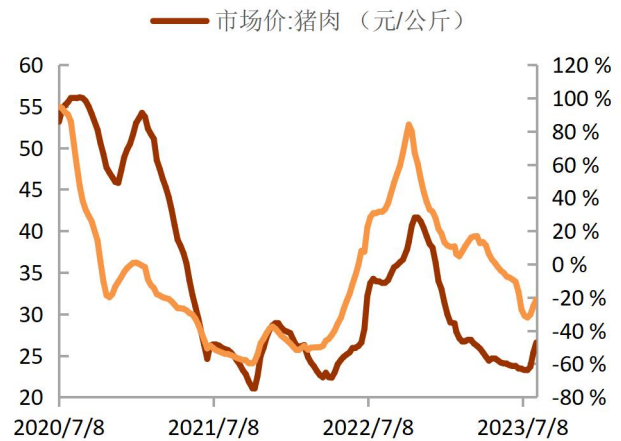


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

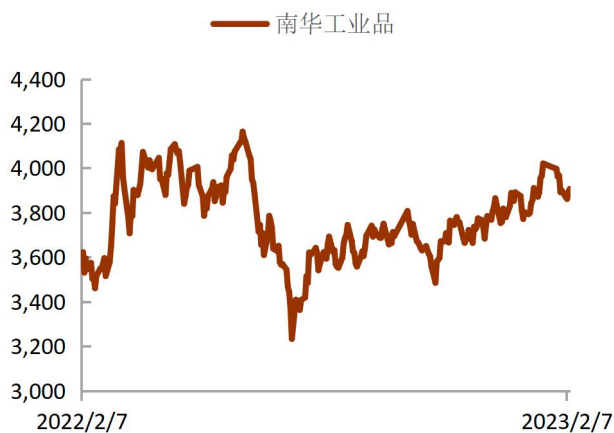


图表19 市场价:猪肉

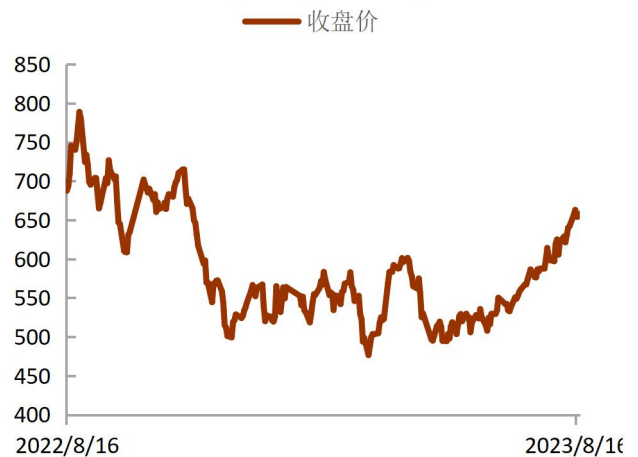


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。