



2023年9月4日

房地产持续放松，债市如期回调

核心观点及策略

- 上周十年期国债期货震荡下跌，首先是周一受印花税减半征收影响，T2312大幅低开，但此后股市高开低走，T2312亦在盘中持续上涨，最终跌幅仅为0.08%。此后几日房地产市场利好不断，现券期货表现开始疲软，最终在周五一线城市集中宣布认房不认贷刺激下现券、期货快速走弱。从现券走势看10Y、30Y收益率上行幅度相对不足，10Y-2Y利差亦处于近期低位，10Y收益不排除未来补涨可能。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放6810亿元，从市场成交看跨月前资金价格依然持续上行，但进入9月资金价格快速走低，未来能否回到8月初水平仍需观察。货币政策方面，官方新增消息较少，但从窗口指导国有银行集体下调存款利率看，未来资金面依然大概率维持宽松。
- 由于房地产刺激政策不断，同时股市在高开低走后持续震荡上行概率较高（参考2001年11月印花税调整后行情），因此本周债市依然不乐观，尤其是10Y、30Y等此前市场集中加久期品种存在较大收益率补涨行情。
- 策略建议：国债期货逢高卖出，现券卖出长久期品种规避调整风险。
- 风险因素：权益市场反弹、地产刺激政策持续出台、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
T2312	102.1100	-0.3900	3009	370087	175326
TF2312	102.0950	-0.2600	8364	256212	102677
TS2312	101.2800	-0.0350	5163	138532	50905
TL2312	100.3900	-0.6900	5871	104257	31308
T2403	101.8100	-0.3900	1404	9709	6651
TF2403	101.9750	-0.2500	575	4838	4634
TS2403	101.2450	-0.0550	354	1841	1324
TL2403	100.1300	-0.7000	2,191	6442	3859

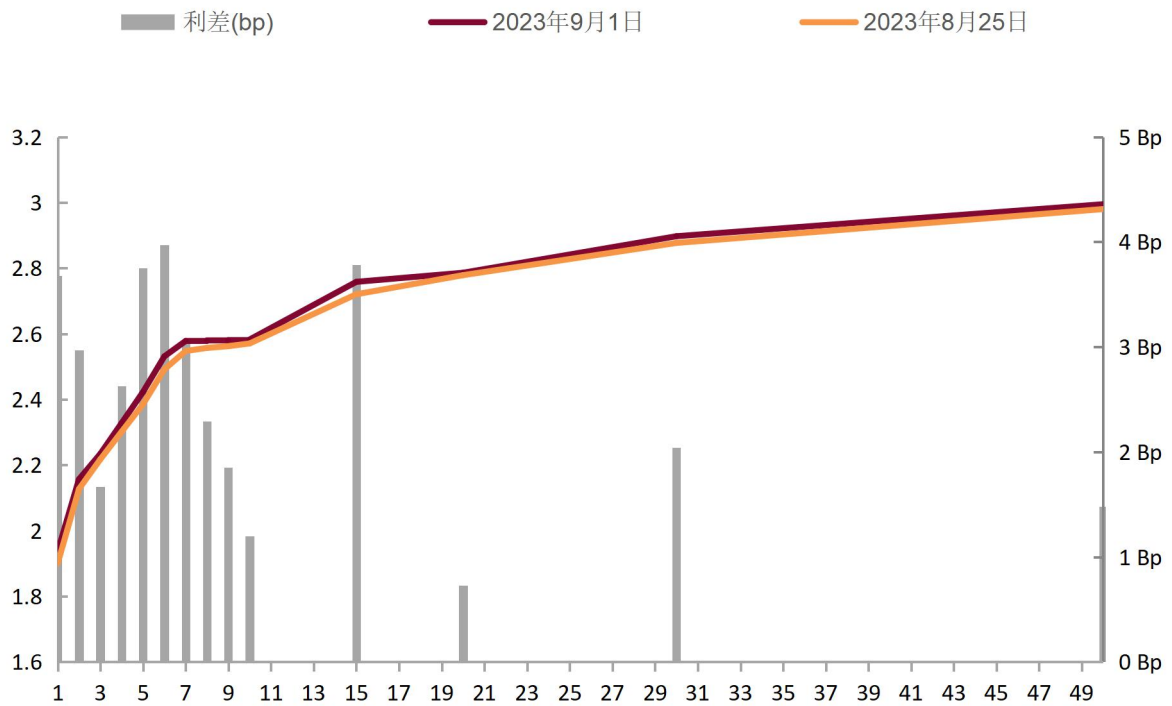
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)						6810
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
2023/9/1	逆回购	7日回购	7天	1.80	1010	投放
2023/9/1	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2210	回笼
2023/8/31	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	610	回笼
2023/8/31	逆回购	7日回购	7天	1.80	2090	投放
2023/8/30	逆回购	7日回购	7天	1.80	3820	投放
2023/8/30	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	3010	回笼
2023/8/29	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1110	回笼
2023/8/29	逆回购	7日回购	7天	1.80	3850	投放
2023/8/28	逆回购	7日回购	7天	1.80	3320	投放
2023/8/28	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	340	回笼

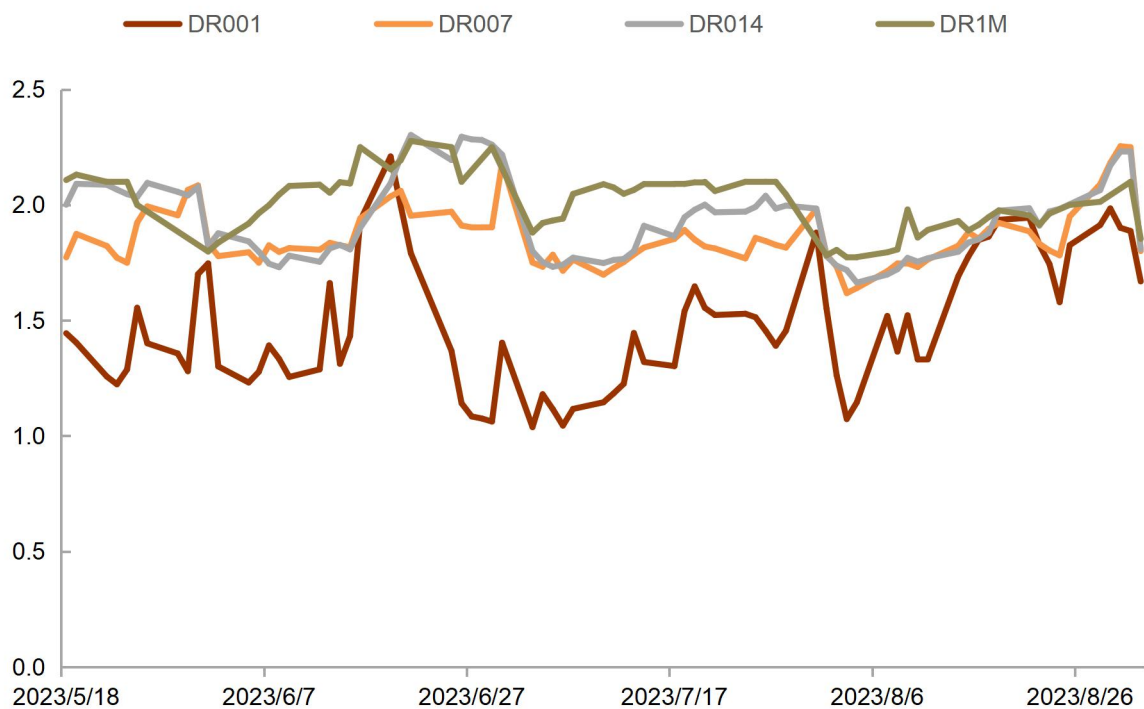
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



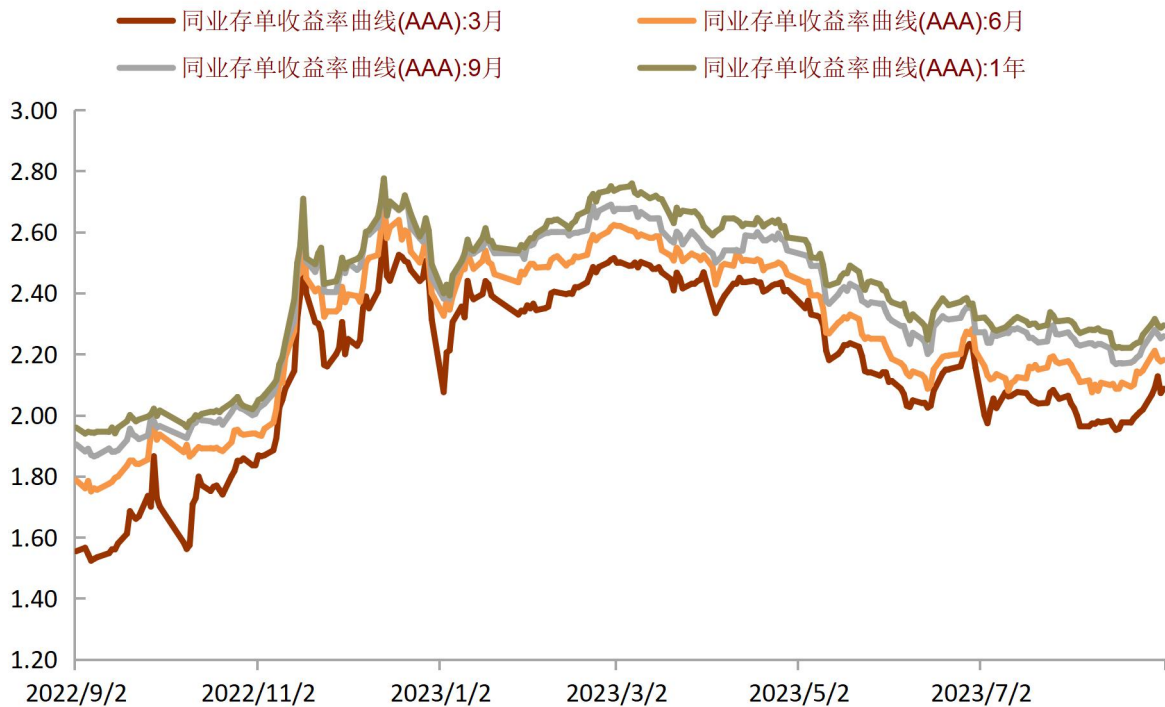
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周十年期国债期货震荡下跌，首先是周一受印花税减半征收影响，T2312 大幅低开，但此后股市高开低走，T2312 亦在盘中持续上涨，最终跌幅仅为 0.08%。此后几日房地产市场利好不断，现券期货表现开始疲软，最终在周五一线城市集中宣布认房不认贷刺激下现券、期货快速走弱。从现券走势看 10Y、30Y 收益率上行幅度相对不足，10Y-2Y 利差亦处于近期低位，10Y 收益不排除未来补涨可能。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 6810 亿元，从市场成交看跨月前资金价格依然持续上行，但进入 9 月资金价格快速走低，未来能否回到 8 月初水平仍需观察。货币政策方面，官方新增消息较少，但从窗口指导国有银行集体下调存款利率看，未来资金面依然大概率维持宽松。

政策方面：本周市场关注度最高的便是房地产相关刺激政策，目前全国均已基本确认认房不认贷政策，相关售楼部报道也侧面印证了新政策下热点城市楼市开始升温。同时此前市场传闻仍有部分房地产利好仍未落地（旧城改造相关），从政策出台速度看，当前相关部门扭转市场信心的力度是相当充足的，因此未来旧改相关传闻落地的概率依然较高。

经济基本面方面：上周无论是官方还是财新 PMI 均表现出经济基本面见底企稳信号，而这与我们一直跟踪的高频数据也相吻合。尤其是乘用车零售数据已连续 3 周转正，对消费数据将形成有力支撑，出口集装箱指数 CCFI 及 30 城商品房成交面积也持续出现底部企稳信号，

尤其是房地产方面，在政策刺激及金 9 银 10 传统旺季叠加下不排除出现一波反弹可能。大宗商品方面上周依然维持上涨，8 月 PPI 及工业企业利润数据值得期待。

操作上由于房地产刺激政策不断，同时股市在高开低走后持续震荡上行概率较高（参考 2001 年 11 月印花税调整后行情），因此本周债市依然不乐观，尤其是 10Y、30Y 等此前市场集中加久期品种存在较大收益率补涨行情。我们依然建议国债期货逢高卖出，现券卖出长久期品种规避调整风险。

三、一周要闻

1、中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知中国人民银行上海总部，各省、自治区、直辖市、计划单列市分行；国家金融监督管理总局各监管局；各国有商业银行，中国邮政储蓄银行，各股份制商业银行：为落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，更好满足刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，中国人民银行、国家金融监督管理总局决定调整优化差别化住房信贷政策。现就有关事项通知如下：一、对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。二、首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。三、中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。四、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的最低首付款比例和利率下限，结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体首付款比例和利率水平。

2、新华社北京 8 月 31 日电为进一步减轻家庭生育养育和赡养老人负担，依据《中华人民共和国个人所得税法》有关规定，国务院日前印发《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》，决定提高 3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人个人所得税专项附加扣除标准。自 2023 年 1 月 1 日起，3 岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月 1000 元提高到 2000 元；子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月 1000 元提高到 2000 元；赡养老人专项附加扣除标准，由每月 2000 元提高到 3000 元，其中独生子女按照每月 3000 元的标准定额扣除，非独生子女与兄弟姐妹分摊每月 3000 元的扣除额度，每人分摊的额度不能超过每月 1500 元。通知发布后，纳税人在 9 月份纳税申报期可按提高后的扣除标准执行，也可以在 2023 年度个人所得税汇算清缴时执行。

3、9月1日，证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措，发布两项通知，分别为《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》（以下分别简称《报告通知》《管理通知》）。业内人士指出，这是证监会顺应市场呼声，深化关键领域制度创新的一项举措，标志着我国股票市场正式建立起程序化交易（亦称量化交易）报告制度和相应的监管安排。沪深交易所随后发布关于加强程序化交易管理有关事项的通知。通知指出，程序化交易投资者报告的最高申报速率在每秒300笔以上或者单日最高申报笔数在20000笔以上的，交易所予以重点关注。此外，对程序化交易实施报告管理，未经报告的投资者不得进行程序化交易。

4、8月30日，广州市政府官网发布《广州市人民政府办公厅关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。其中提到，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。这意味着，广州确认执行“认房不认贷”。本轮楼市调整周期里，四大一线城市中，广州抢得了这一政策的先机。

5、8月31日，有消息称，全国性商业银行将于9月1日下调存款利率。对此，《证券日报》记者于当日询问了国有六大行客服人员。部分银行客服人员告诉记者，暂时还没有接到9月1日下调存款利率的正式文件，不过一些银行网点可能收到了通知。

6、9月1日，北京市落地“认房不认贷”政策。该通知发布后，北京一些楼盘放出调价信息，引发市场热议。新京报贝壳财经记者调查发现，有北京楼盘发布了涨价信息，但有中介表示“就是一个促销”“可以申请优惠”。此外，我爱我家一名房产中介表示，政策刚刚落地，房价还没有太大变化，但看房量出现增长。链家一位中介告诉记者，“预计未来两个月成交量会上升”。楼市变化下，有购房者告诉记者，“政策确实不错，但购房是大支出，还是需要理性消费”。“就是一个促销方式”位于西五环，由中海地产开发的中海泽西 PARK 也放出“全部户型产品价格全面上调1%”的信息。9月2日，贝壳财经记者致电售楼处后，对方表示会有销售人员与记者对接。随后，记者接到了链家房产中介童先生的电话。

7、9月2日是上海执行“认房不认贷”政策的第一天，记者通过实地采访上海部分在售楼盘、中介门店、购房者、二手房东、房企人士和业内专家了解到，不少楼盘现场挤满了购房者，有楼盘的访问量比上周末增加了4倍，置业顾问甚至加班到凌晨才休息。在采访过程中，记者暂时未发现上海有楼盘因为此次政策大幅调整价格的情况。不过，楼盘现场看房者的激增似乎并未有效拉动成交。记者查询上海市房地产交易中心“网上房地产”发现，9月2日上海共预/出售各类商品房361套，面积2.83万平方米（或因为周末存在延迟网签情况）。而9月1日的成交量是471套，8月30日为901套。

8、据中国中铁消息，9月1日，广州市召开城中村改造工作推进会暨广州安居集团成立大会，中国中铁总裁、党委副书记陈文健应邀出席并见证中国中铁与广州市城中村改造做地主体签署战略合作框架协议。根据协议，双方将积极响应广州市统筹做地推进高质量发展工作精神，充分发挥双方优势资源，共同加大在物业复建安置、基础设施建设、综合开发投

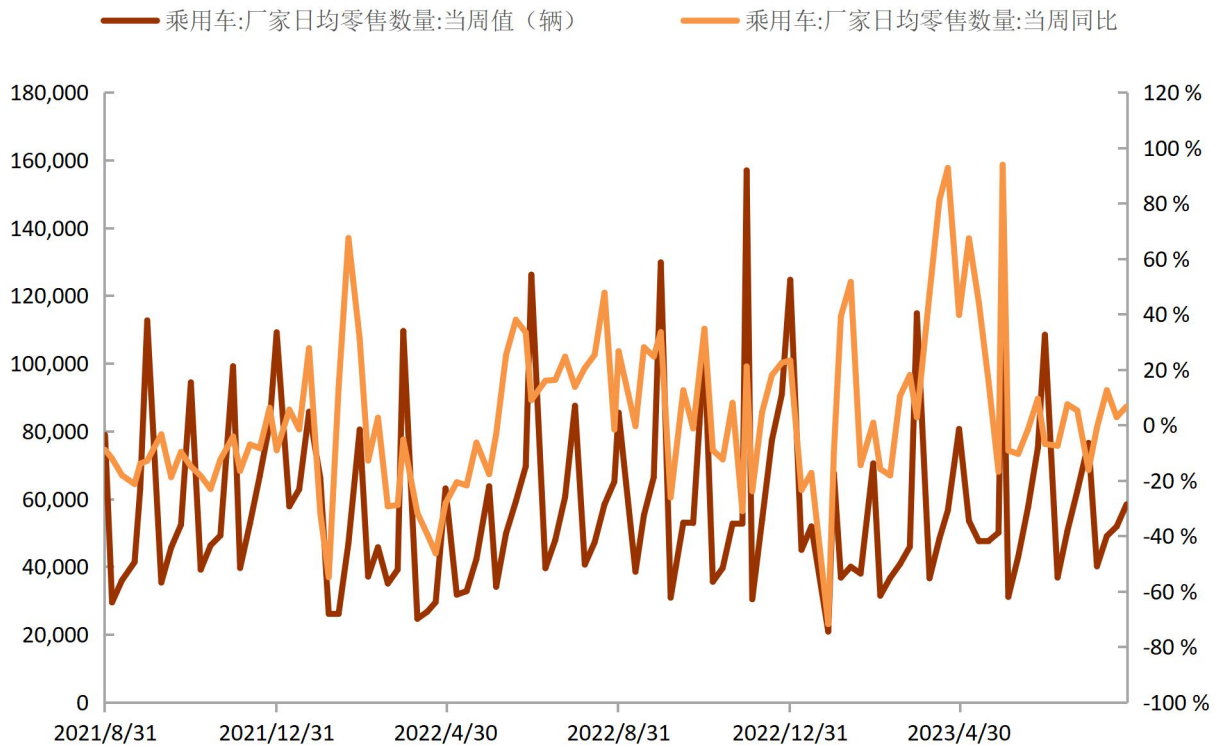
资、城中村改造(微改造提升)、产业导入提升等方面做地工作的资源、技术投入。

9、美国8月非农新增就业超市场预期强劲，新增18.7万人，但低于20万人的非农新增就业对应失业率上升至3.8%(劳动参与率升至62.8%亦有影响)。在美国劳动力市场供需两侧双向奔赴的情况下，平均时薪同比回落至4.3%，美劳动力市场紧张程度正在出现大幅缓解，这可能意味着与其紧密相关的美国非房租服务通胀将加速下行，但美元指数、10Y美债利率在数据公布后均分别大幅上行至104.3、4.18%，指向市场认为美国经济仍存在较强韧性，进一步加息可能性也仍不能完全被排除。

10、8月31日，国家统计局发布的数据显示，8月份，制造业采购经理指数(PMI)为49.7%，比上月上升0.4个百分点，制造业景气水平进一步改善。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为50.8%、49.6%和47.7%，比上月上升0.5、0.6和0.3个百分点。《每日经济新闻》记者注意到，制造业采购经理指数连续三个月回升，其中8月份制造业新订单指数为50.2%，是今年4月以来首次重回扩张区间。与此同时，非制造业中，8月份建筑业商务活动指数为53.8%，连续4个月下降后首次上涨，比上月上升2.6个百分点。此外，8月份，综合PMI产出指数为51.3%，比上月上升0.2个百分点，继续保持在扩张区间。新订单回升景气线上8月份，制造业PMI回升至49.7%，在调查的21个行业中，有12个行业PMI环比上升，制造业景气水平进一步改善。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点。具体来看，生产指数和新订单指数分别为51.9%和50.2%，分别比上月上升1.7和0.7个百分点。其中，8月新订单指数50.2%，是从4月份以来首次升至扩张区间。英大证券公司首席宏观经济学家郑后成接受《每日经济新闻》记者微信采访时表示，新订单时隔4个月升至荣枯线之上，表明在7月24日中央政治局会议提出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”的背景下，我国内需出现一定程度好转。

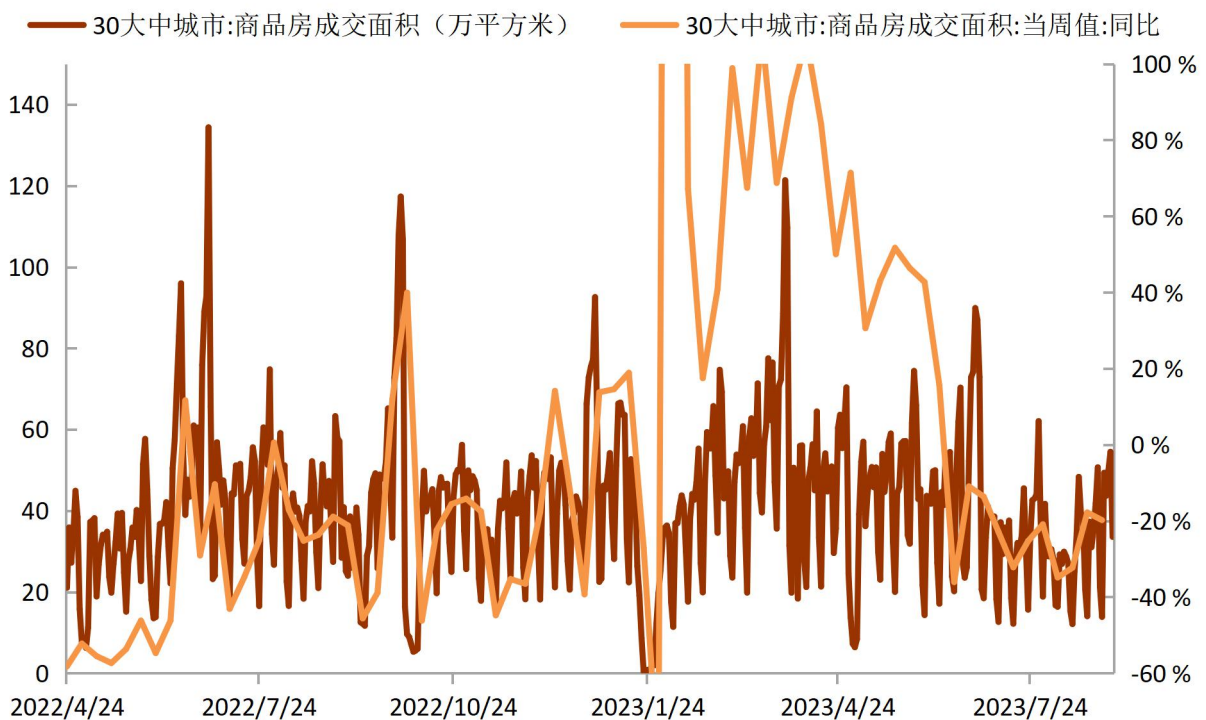
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



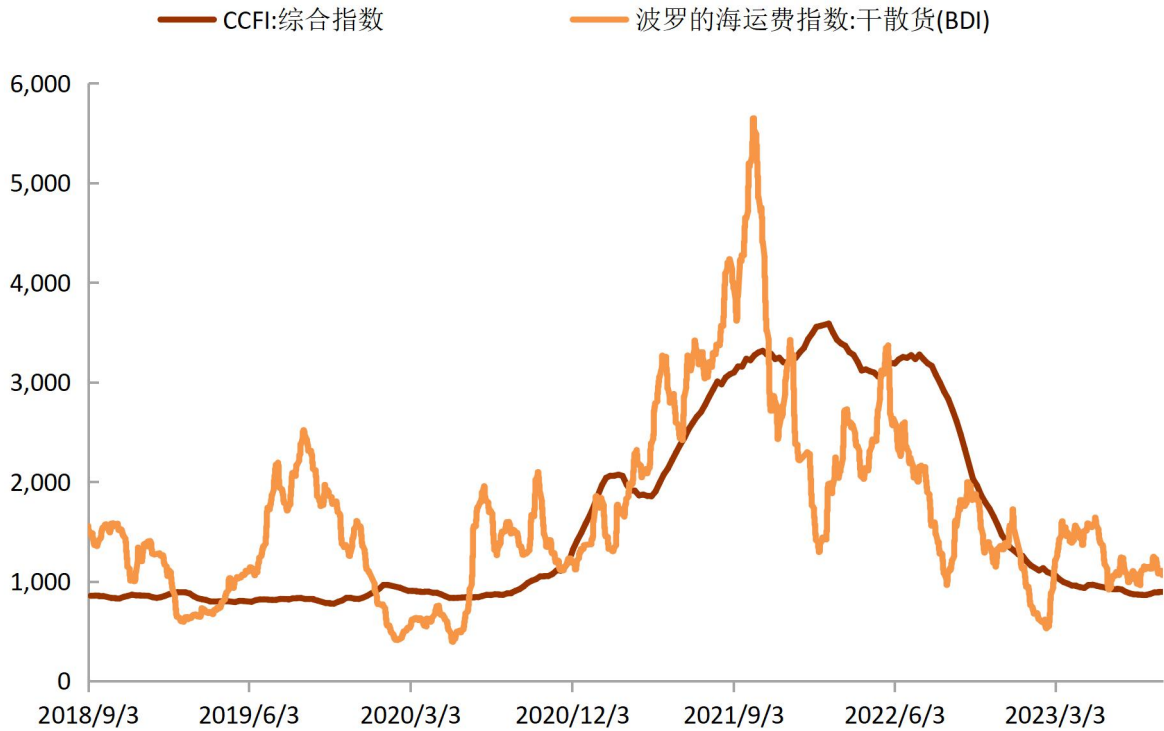
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



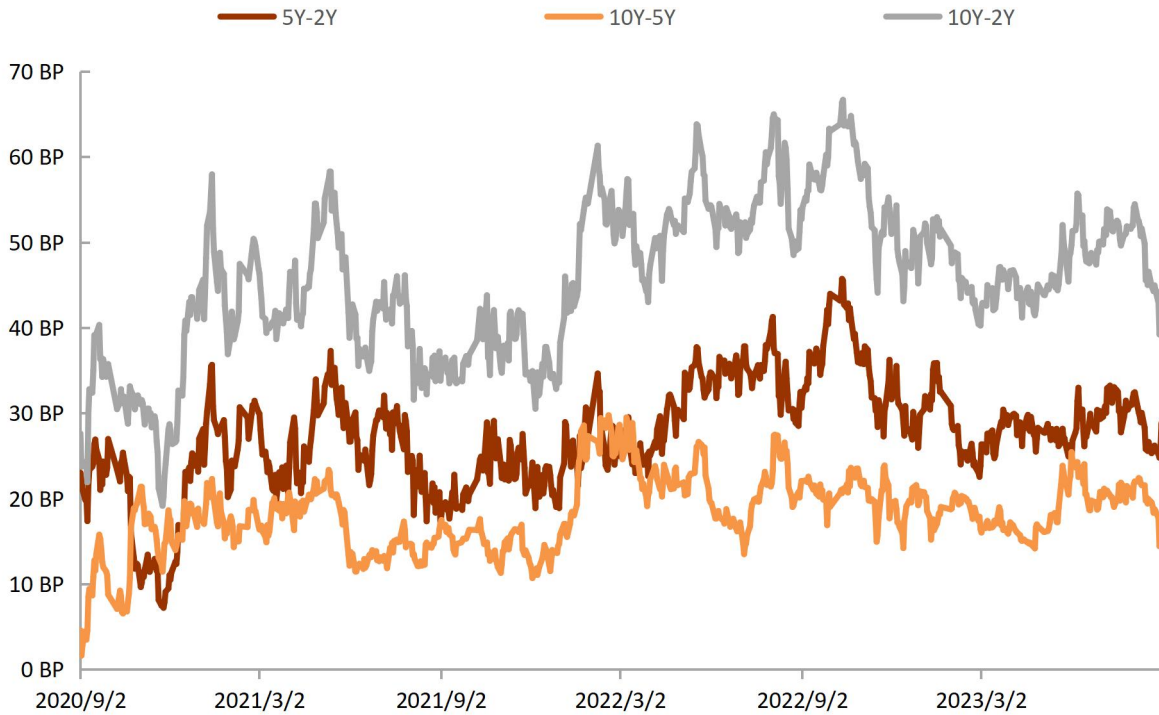
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

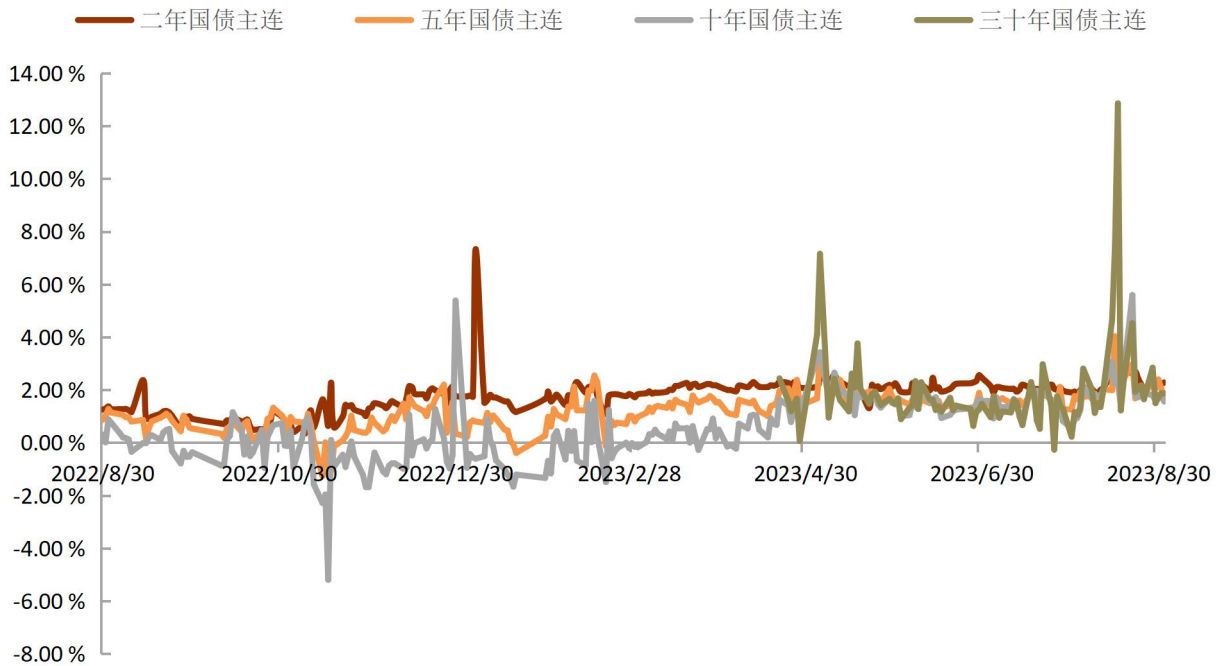
敬请参阅最后一页免责声明

图表8 社融-M2



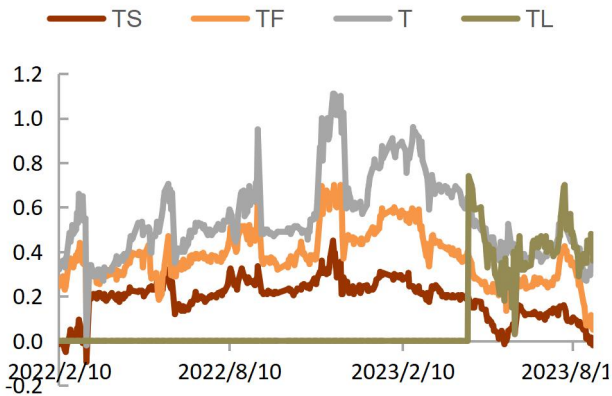
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

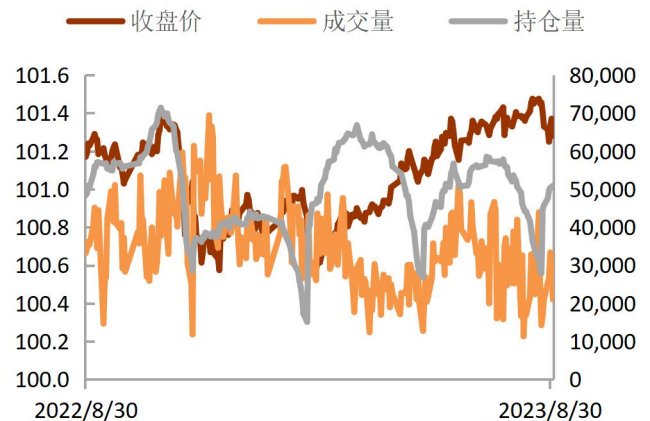


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

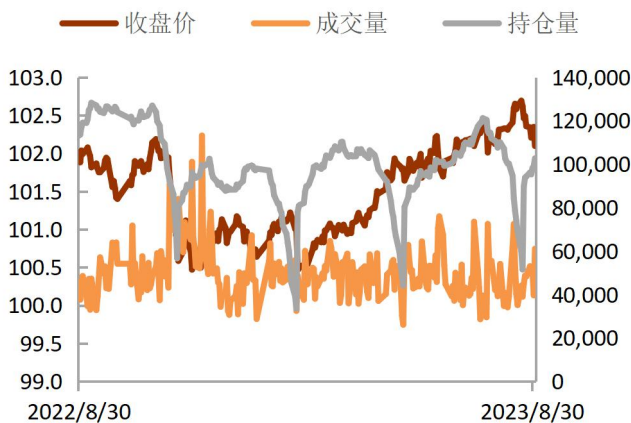


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

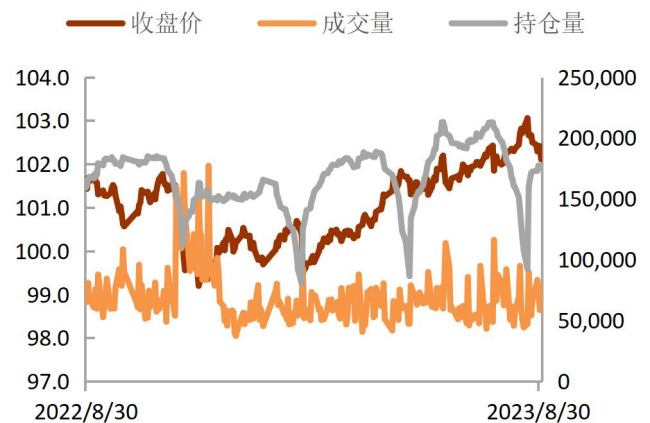


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

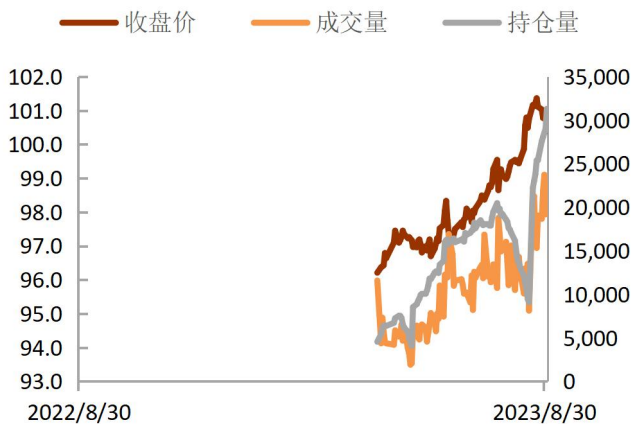


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

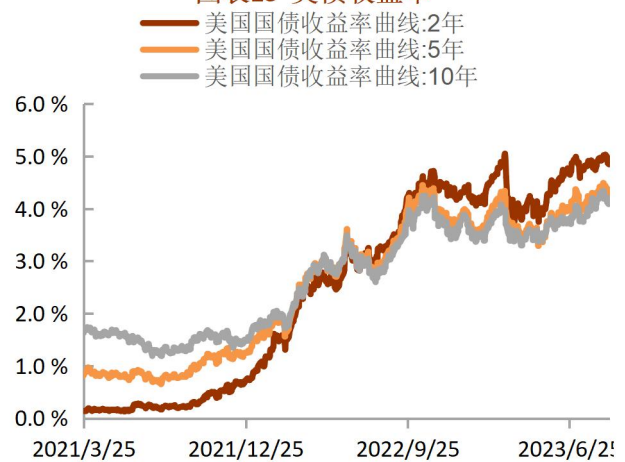


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

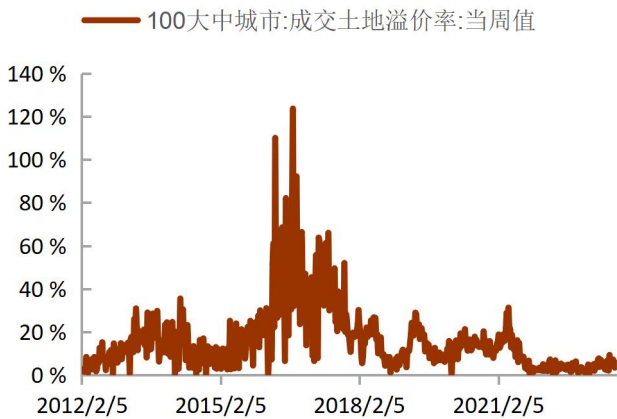


图表15 美债收益率

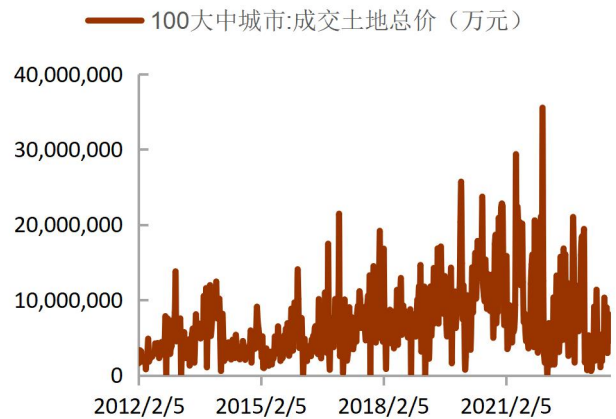


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

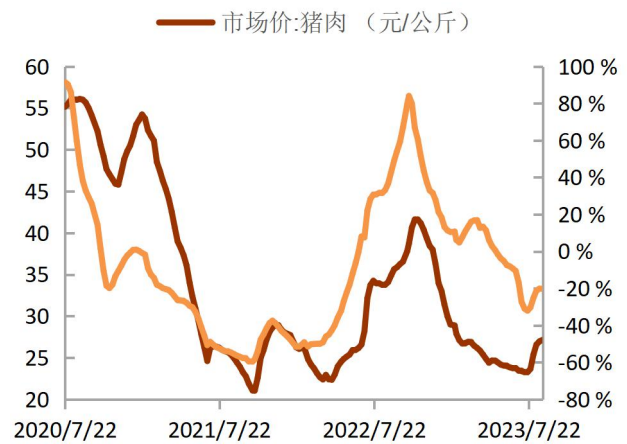


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

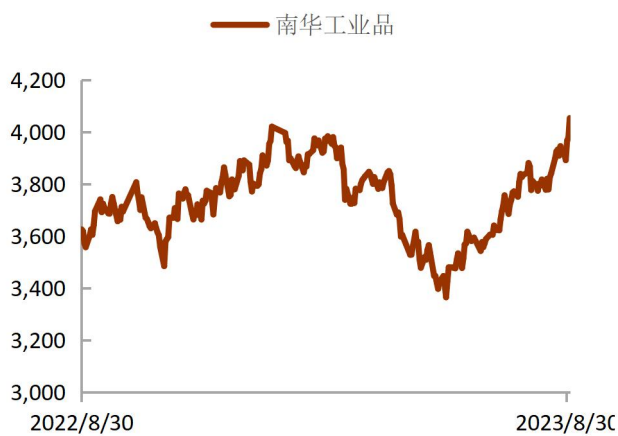


图表19 市场价:猪肉

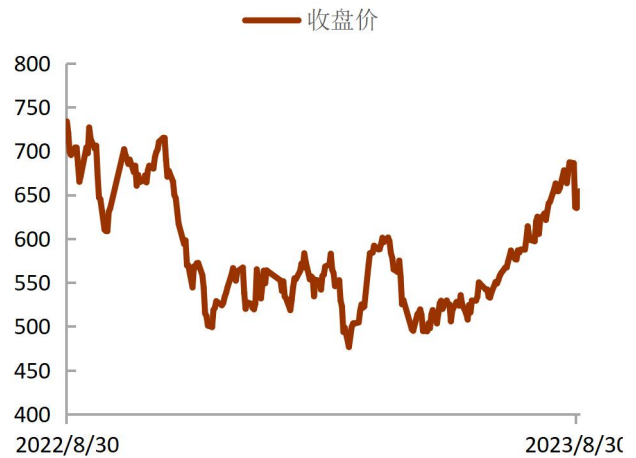


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。