



2023年9月11日

市场预期反转，国债期货跌破趋势线

核心观点及策略

- 上周十年期国债期货连收5根阴线，T2312全周振幅0.5%、最低价101.510、下跌0.425、最终收于101.685。相对应的，各期限国债收益率也上行6-10BP不等，中短收益率上行幅度依然明显大于10Y，10Y-5Y及10Y-2Y期限利差进一步收窄。具体看，上周债市下跌主要表现在周一及周三，其中周一下跌的主因为一线城市集体宣布认房不认贷的延续，而周三则是进出口数据好于预期，市场对经济基本面的悲观情绪有所扭转，T2312全天持续下行。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼6640亿元，从市场成交看得益于跨月结束资金面一度出现下行，但周四、周五DR001等关键指标加权成交利率再次回到前高附近，叠加存单收益率持续上行，市场对资金面持续宽松的预期有所松动。货币政策方面，央行官员表态依然是“精准有力”，因此未来资金面继续上行空间有限。
- 经济基本面已表现出了触底反弹信号，同时债市9月底10月初多次出现牛熊反转，因此当前时点需格外谨慎。
- 策略建议：做多10Y-2Y、10Y-5Y利差
- 风险因素：权益市场反弹、地产刺激政策持续出台、高频数据持续反弹、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	101.6850	-0.5200	15181	419089	190507
TF2312	101.8300	-0.3550	7155	302905	109832
TS2312	101.1600	-0.1900	8410	180006	59315
TL2312	99.2300	-1.4000	2187	116882	33495
T2403	101.3500	-0.5550	2318	20244	8969
TF2403	101.6400	-0.3950	564	8581	5198
TS2403	101.0800	-0.1950	599	3881	1923
TL2403	98.9000	-1.4900	519	10283	4378

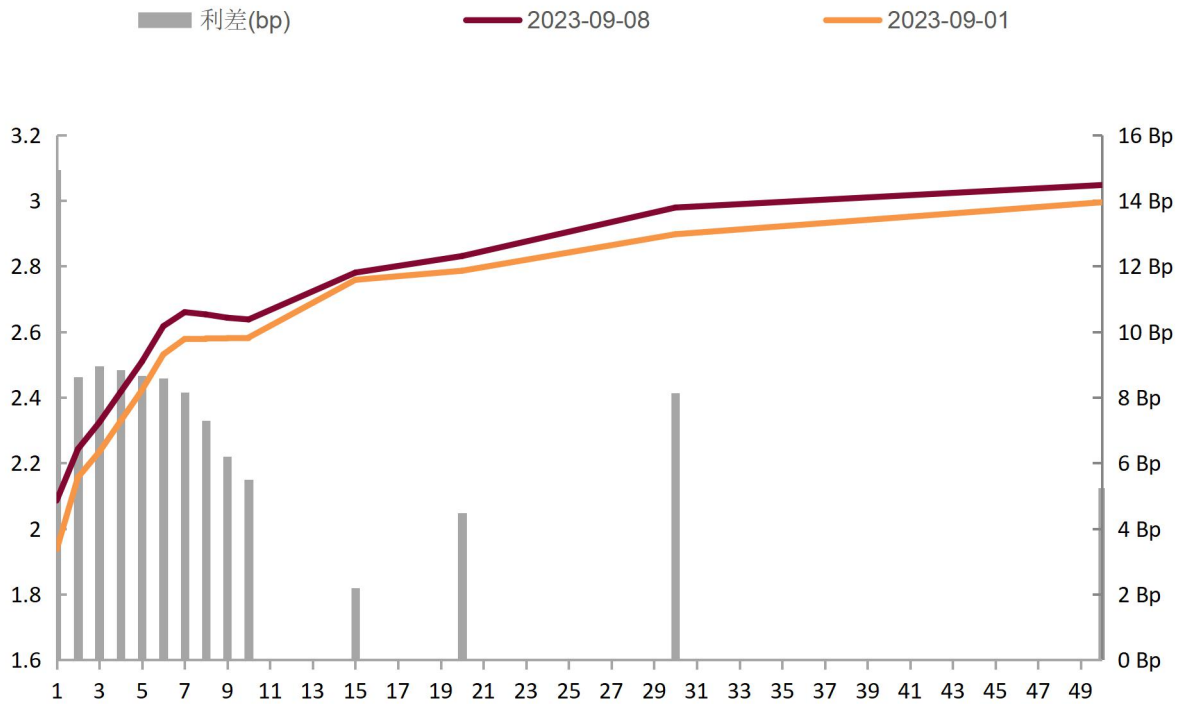
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)						-6640
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
2023/9/8	逆回购	7日回购	7天	1.80	3630	投放
2023/9/8	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1010	回笼
2023/9/7	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2090	回笼
2023/9/7	逆回购	7日回购	7天	1.80	3300	投放
2023/9/6	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	3820	回笼
2023/9/6	逆回购	7日回购	7天	1.80	260	投放
2023/9/5	逆回购	7日回购	7天	1.80	140	投放
2023/9/5	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	3850	回笼
2023/9/4	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	3320	回笼
2023/9/4	逆回购	7日回购	7天	1.80	120	投放

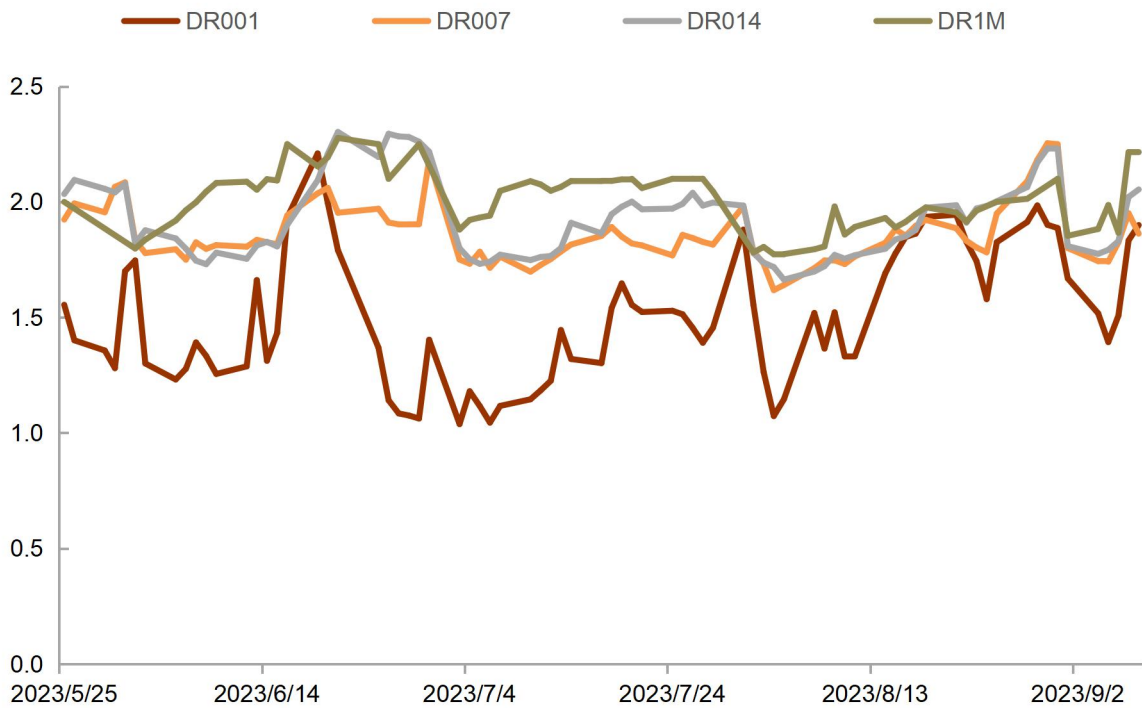
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



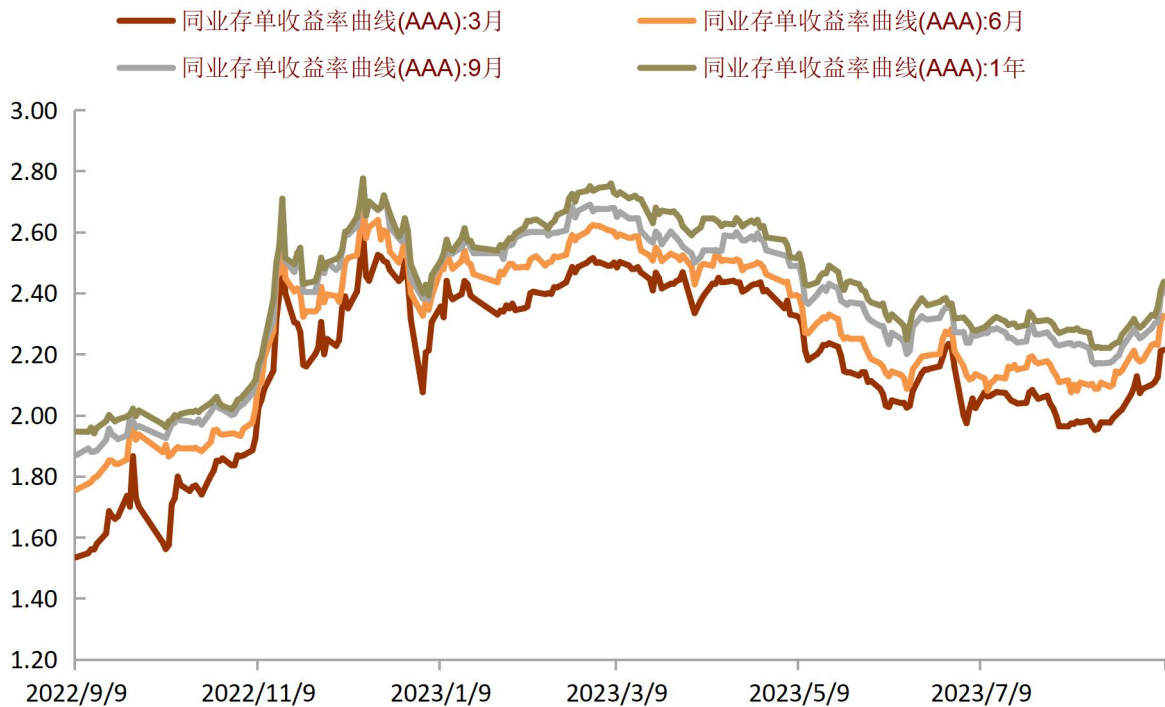
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周十年期国债期货连收 5 根阴线，T2312 全周振幅 0.5%、最低价 101.510、下跌 0.425、最终收于 101.685。相对应的，各期限国债收益率也上行 6-10BP 不等，中短收益率上行幅度依然明显大于 10Y，10Y-5Y 及 10Y-2Y 期限利差进一步收窄。具体看，上周债市下跌主要表现在周一及周三，其中周一下跌的主因为一线城市集体宣布认房不认贷的延续，而周三则是进出口数据好于预期，市场对经济基本面的悲观情绪有所扭转，T2312 全天持续下行。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 6640 亿元，从市场成交看得益于跨月结束资金面一度出现下行，但周四、周五 DR001 等关键指标加权成交利率再次回到前高附近，叠加存单收益率持续上行，市场对资金面持续宽松的预期有所松动。货币政策方面，央行官员表态依然是“精准有力”，因此未来资金面继续上行空间有限。

政策方面：房地产及权益市场依然是政策热点方向，但此前市场传闻已基本落地（仅一线放开限购仍未落地），预计未来将进入政策观察期，更进一步政策加码仍需观察高频数据走势，如效果不佳存在进一步加码可能性。

经济基本面方面：上周公布的进出口、CPI、PPI 数据均与高频数据表现相一致。最新高频数据方面，月末票据利率小幅上行、乘用车零售数据持续反弹、华南工业指数持续走高。考虑到未来仍有 8 月金融、社零、工业企业利润数据公布，经济基本面触底企稳（反弹）的观点有继续强化可能。

操作上我们不建议当前位置贸然入场抄底，一方面往年小级别熊市，10Y 国债收益率基本能达到 MLF 操作利率+30BP 附近。另一方面经济基本面已表现出了触底反弹信号，即使资金面依然利多债市，但本轮下跌 10Y 国债收益率上行幅度明显小于对资金面更敏感的短久期国债。最后历年经验表明债市 9 月底 10 月初多次出现牛熊反转，因此当前时点需格外谨慎。机会方面，我们建议多关注结构性机会，近 2 周债市调整，中短久期国债收益率上行幅度明显大于 10Y 国债，因此做多 10Y-2Y、10Y-5Y 利差存在一定操作空间。

三、一周要闻

1、继表明降低存量首套住房贷款利率的决心后，多家银行陆续对相关政策作出解读，如今又进一步对存量房贷利率的变更方式做出说明。9 月 7 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行齐发公告，明确降低存量首套住房贷款利率有关操作细则，相较此前的回答存量房贷调整常见问题，此次公告则进一步明确了存量房贷利率的调整规则、调整方式及办理时间。从调整规则来看，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行四家银行均明确，2022 年 5 月 15 日至 2023 年 8 月 31 日发放的存量首套个人住房贷款执行 LPR 定价的浮动利率贷款，最低可调整至全国首套房贷利率政策下限，即相应期限 LPR-20BP，原贷款发放时所在城市首套房贷利率政策下限高于 LPR-20BP 的，按发放时所在城市首套房贷利率政策下限执行。而对于 2022 年 5 月 15 日前的，则以原贷款合同期限对应的 LPR(即加点幅度为 0)或按发放时当地首套房贷利率政策下限执行。同时，四家银行还明确了调整方式和时间，存量首套个人住房贷款利率将于 9 月 25 日集中批量调整，利率调整后于当日起按新的利率水平执行，此前利息均按原合同利率水平计算。而对于“二套转首套”的存量房贷，或不良贷款归还积欠本息的存量房贷，需由客户向银行主动申请利率调整，审批通过后再进行集中调整。此外，固定利率贷款也可再按要求转换为 LPR 定价的浮动利率贷款，再进行存量房贷利率调整。

2、9 月 8 日晚间，证监会发文称，近期召开了专家学者和投资者座谈会，会议深入学习贯彻 7 月 24 日中央政治局会议精神，落实国务院常务会议和国务院全体会议工作部署，分析当前资本市场形势，就活跃资本市场、提振投资者信心召开三场座谈会分别听取意见建议，并就市场关切的热点问题做了交流探讨。证监会党委书记、主席易会满，党委委员、副主席李超以及证监会有关部门主要负责同志分别主持会议。会议强调，中央政治局会议提出“要活跃资本市场、提振投资者信心”，充分体现了党中央对资本市场的高度重视和殷切期望。活跃资本市场、提振投资者信心是一项系统工程，要坚持标本兼治、远近结合，进一步解放思想，找准发力点。

3、9 月 7 日消息，据海关统计，今年 8 月份，我国进出口 3.59 万亿元，同比下降 2.5%，

环比增长 3.9%。其中，出口 2.04 万亿元，同比下降 3.2%，环比增长 1.2%；进口 1.55 万亿元，同比下降 1.6%，环比增长 7.6%；贸易顺差 4880 亿元，同比（下同）收窄 8.2%。按美元计价，今年 8 月份我国进出口 5013.8 亿美元，下降 8.2%。其中，出口 2848.7 亿美元，下降 8.8%；进口 2165.1 亿美元，下降 7.3%；贸易顺差 683.6 亿美元，收窄 13.2%。

4、2023 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.2%，农村下降 0.2%；食品价格下降 1.7%，非食品价格上涨 0.5%；消费品价格下降 0.7%，服务价格上涨 1.3%。1—8 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.5%。8 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.3%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 0.5%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.4%，服务价格上涨 0.1%。

5、8 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 3.0%，环比上涨 0.2%，工业生产者购进价格同比下降 4.6%，环比上涨 0.2%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 3.2%，工业生产者购进价格下降 3.6%。

6、21 世纪经济报道记者叶麦穗广州报道楼市又出来好消息，广州首套房贷突破 LPR 下限，成为首个突破下限的一线城市。据悉最新的政策为，广州无房，首套房首付 30%，利率为 LPR-10%，即 4.1%；广州有一套无在供或者已经结清，二套房按照首付 30%，利率也为 LPR-10%；广州有一套且在供，首付 40%，利率为 LPR+30BP，即 4.5%，广州有 2 套房及以上者，暂停发放贷款。新政从 9 月 8 日起执行，9 月 8 号之前（不含 9 月 8 号）已完成买卖合同或房地产买卖合同网签的，按原规定执行。据悉广州成为首个突破 LPR 下限的一线城市。

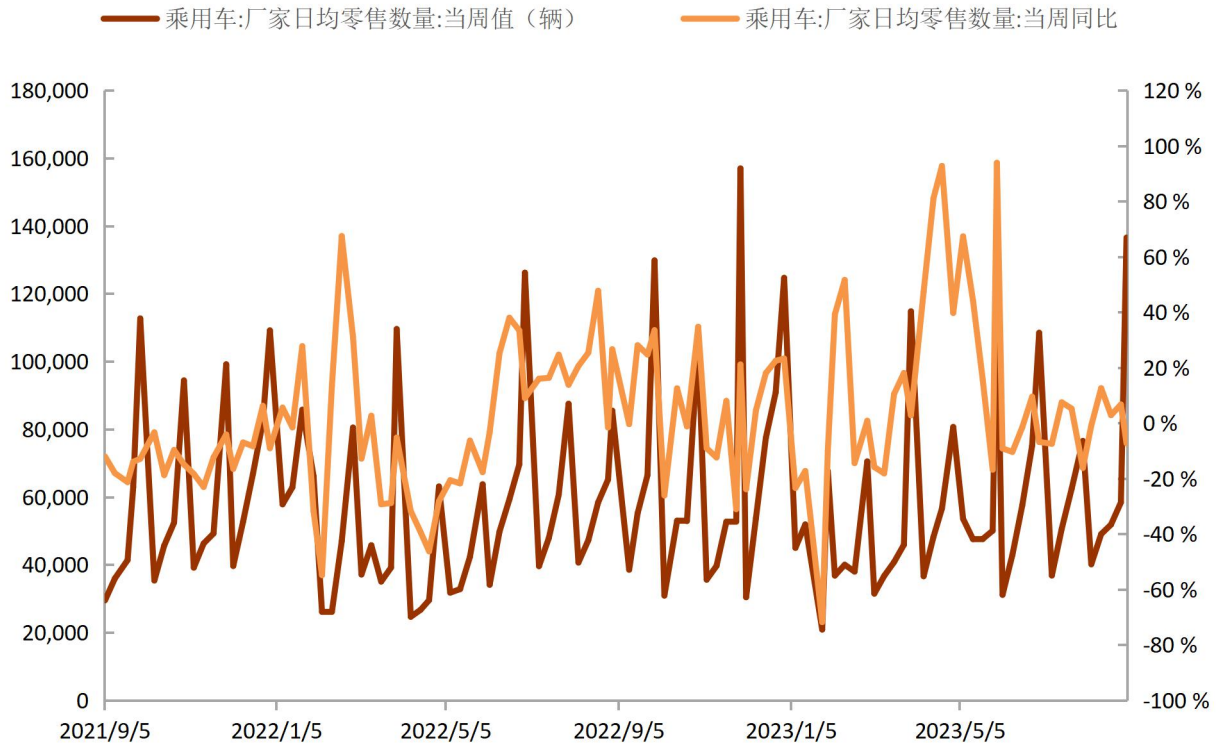
7、美国上周初请失业金人数下降 1.3 万人，至 21.6 万人，追平了截至 2 月 11 日当周触及的低位，也是该述连续第四周下降，续请失业金人数降至 7 月以来最低水平。数据显示美国雇主尚未像许多经济学家预测的那样加大裁员力度。另外，美国第二季度劳动力成本压力已大幅缓解，非农劳动生产率出现近三年来最大增幅，但这些改善不太可能足以让美联储在通胀阻击战中放松警惕。

8、沙特阿拉伯和俄罗斯表示，尽管石油市场上涨且分析师预期第四季供应紧张，但他们将把自愿减产期限延长至年底。沙特能源部官员和俄罗斯副总理诺瓦克表示，两国将每月审查减产决定，根据市场状况考虑深化减产或提高产量。消息传出后，原油价格大幅上涨，布兰特原油期货自去年 11 月以来首次突破每桶 90 美元。

9、美国 8 月就业岗位加速增长 18.7 万个，但失业率跃升至 3.8%，工资涨幅放缓，表明劳动力市场状况趋于放缓，巩固了美联储本月不会加息的预期。周五公布的备受关注的美国劳工部就业报告还显示，8 月有 73.6 万人进入就业市场，使劳动参与率升至三年半以来的最高水平。对经济放缓的担忧可能正在吸引人们重返劳动力市场。就业岗位增加的行业的占比为七个月来最高，表明劳动力市场仍有潜力。8 月非农就业数据公布后，市场认为美联储已完成加息并将从明年 3 月开始降息。

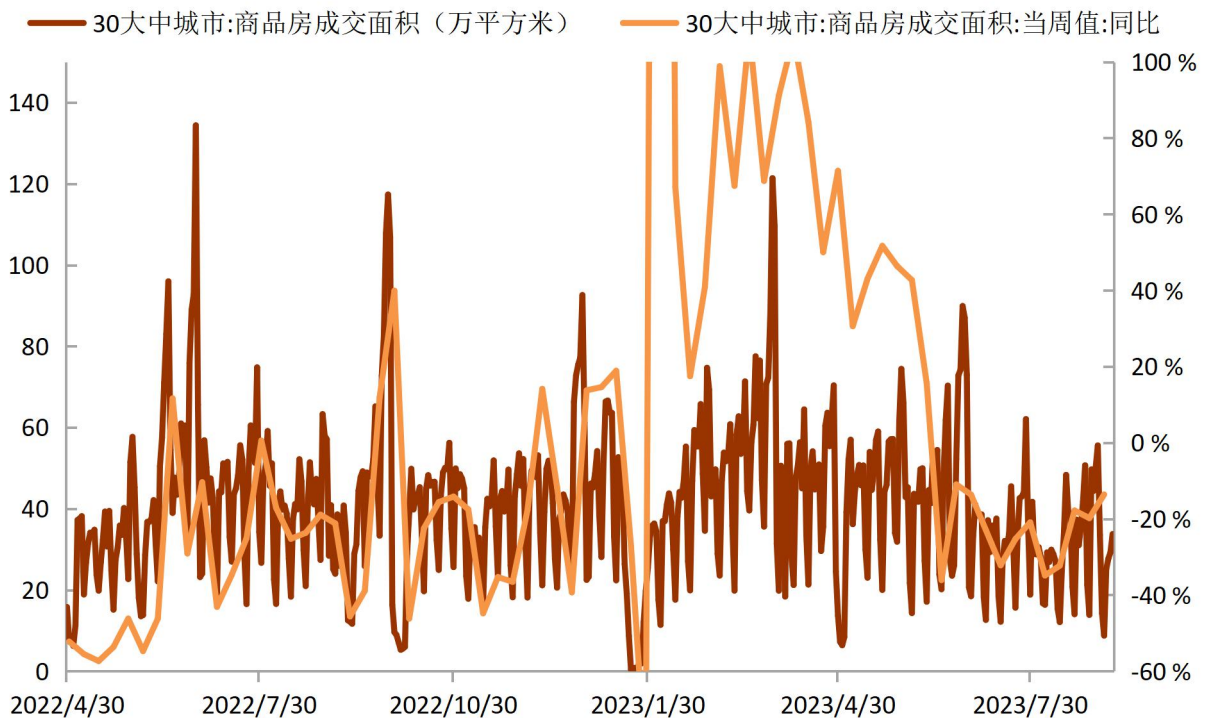
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



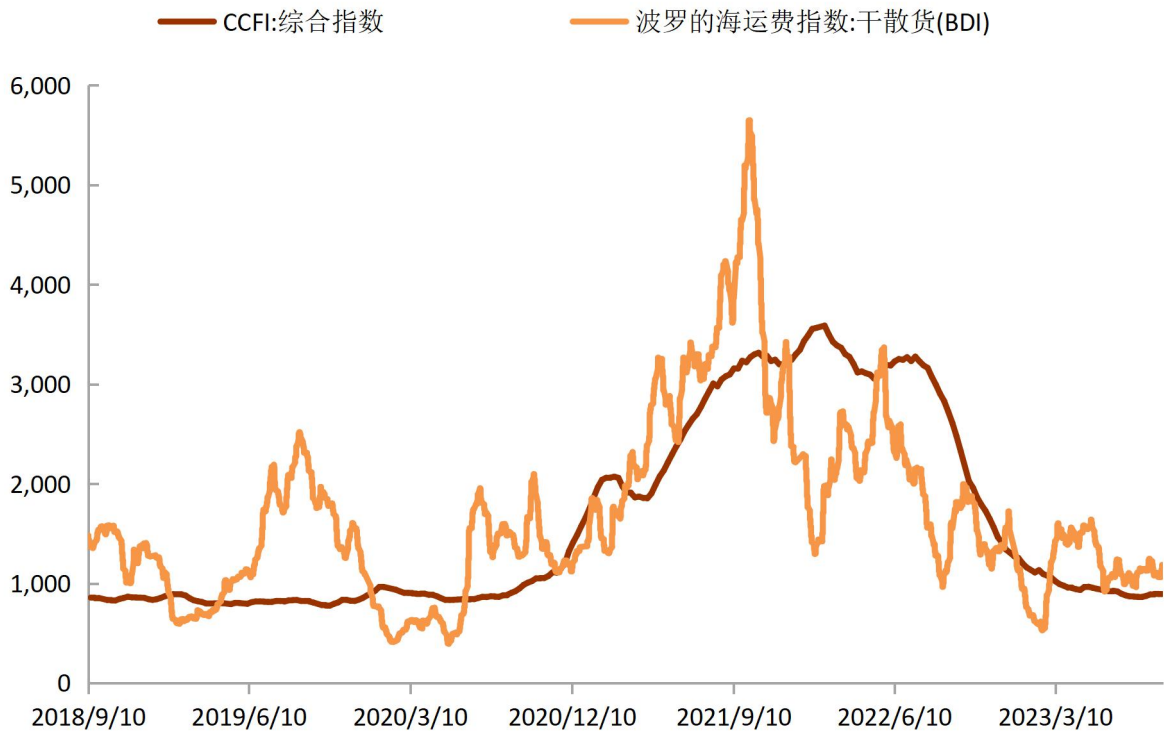
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



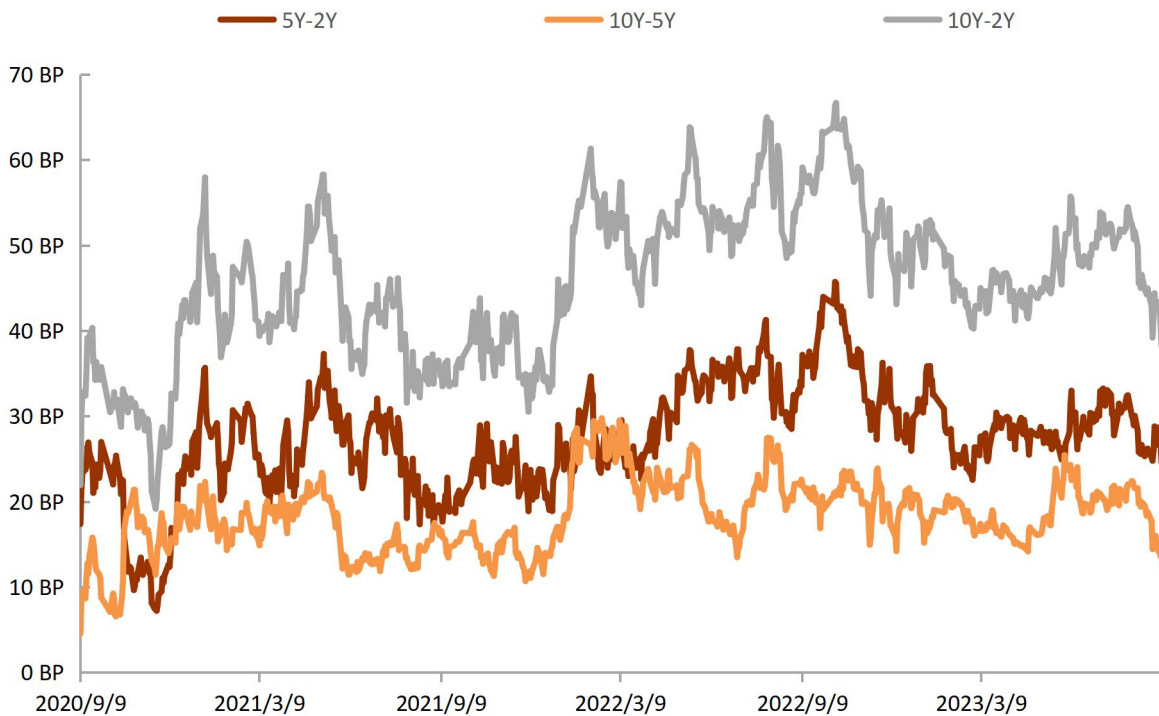
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

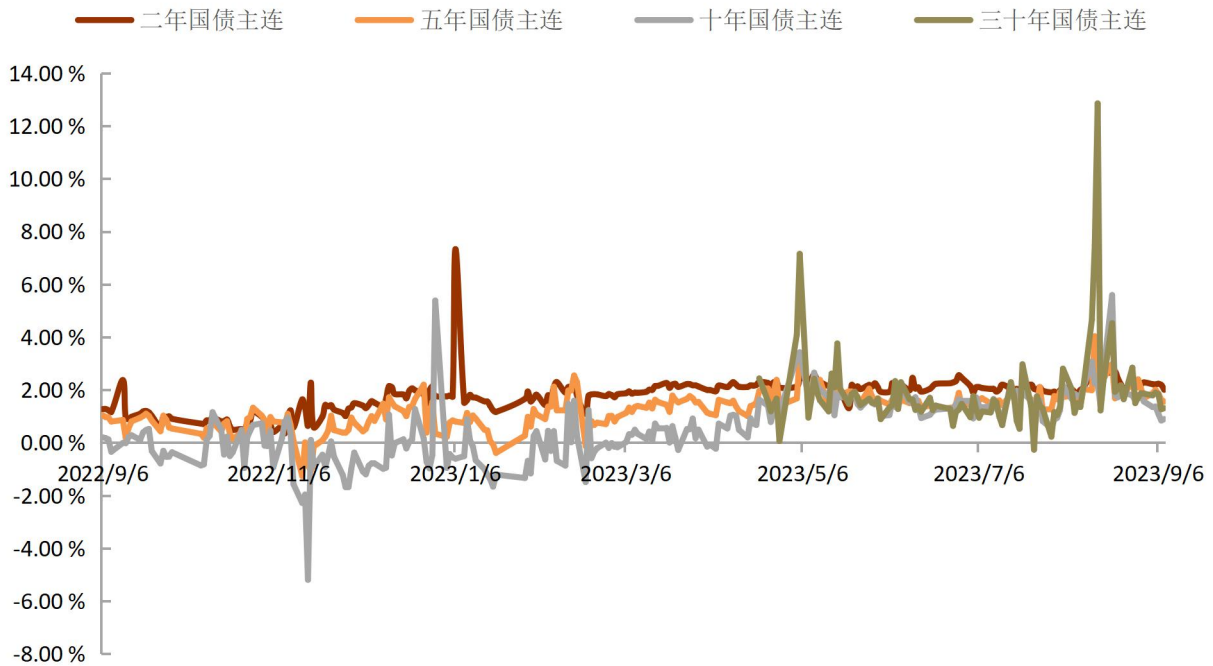
敬请参阅最后一页免责声明

图表8 社融-M2



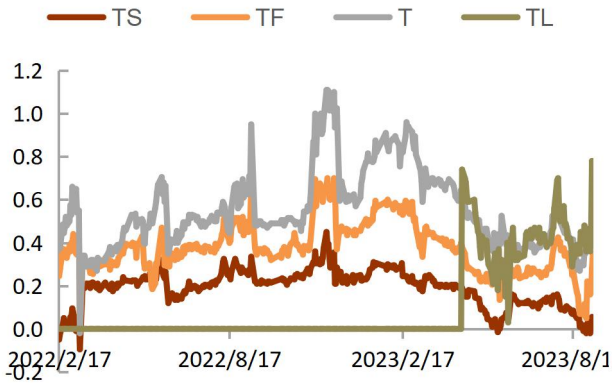
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

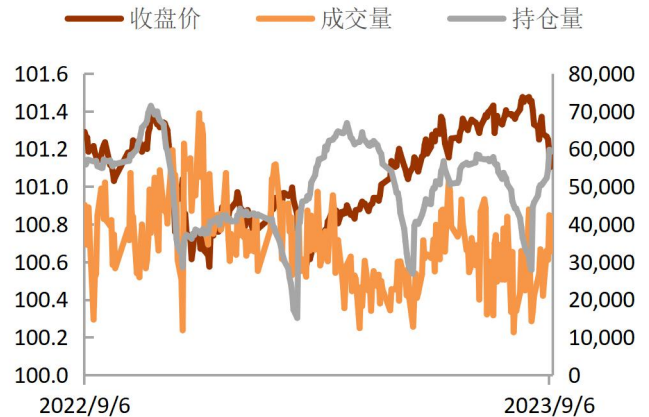


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

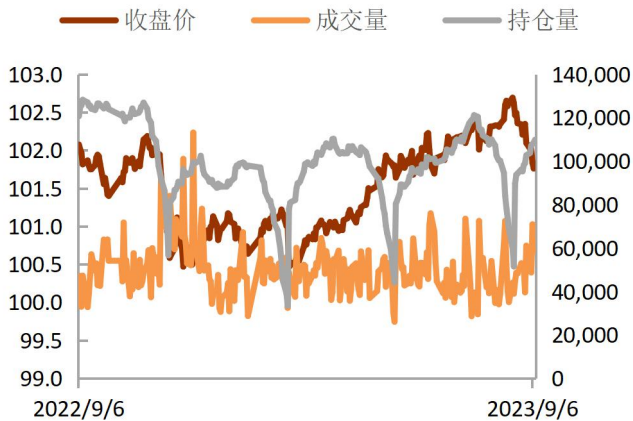


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

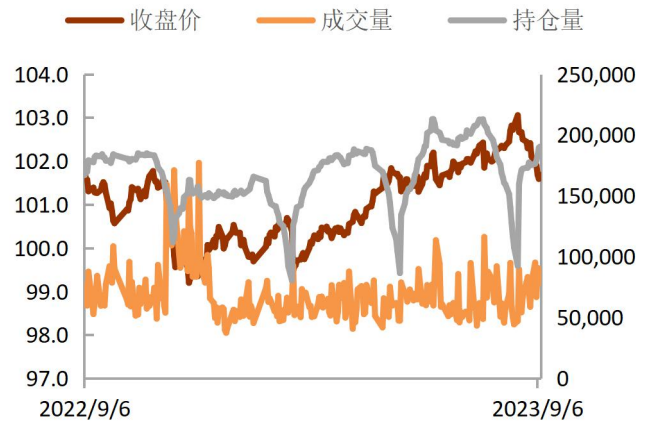


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

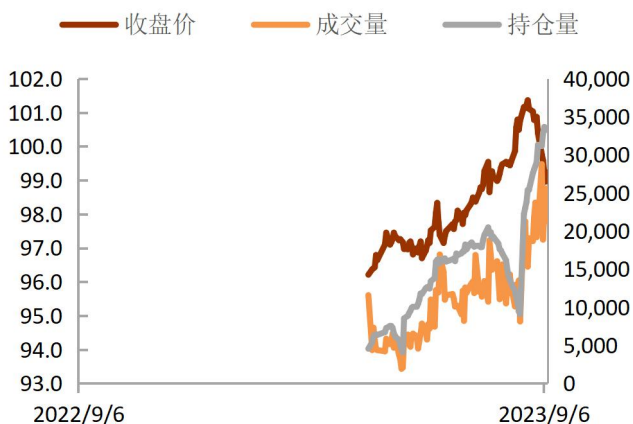


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

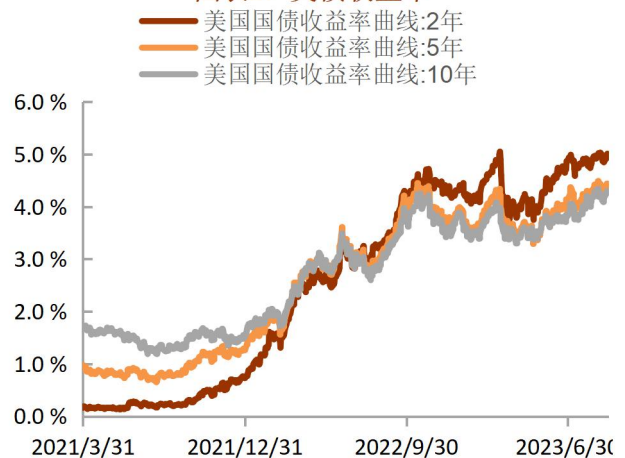


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

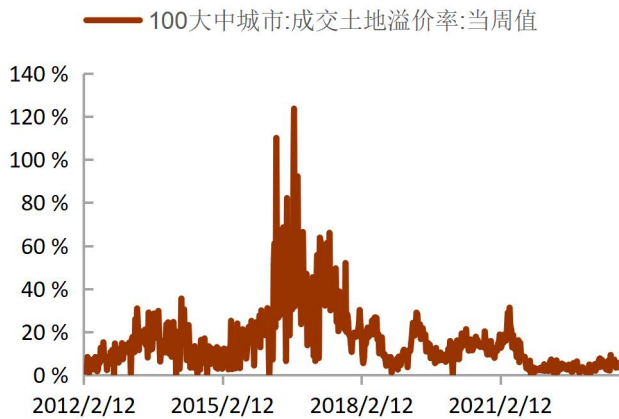


图表15 美债收益率

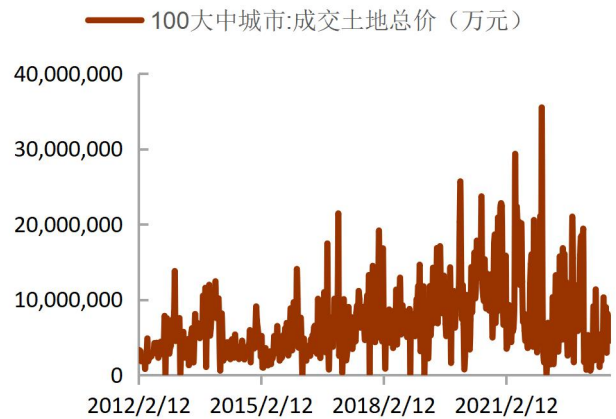


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

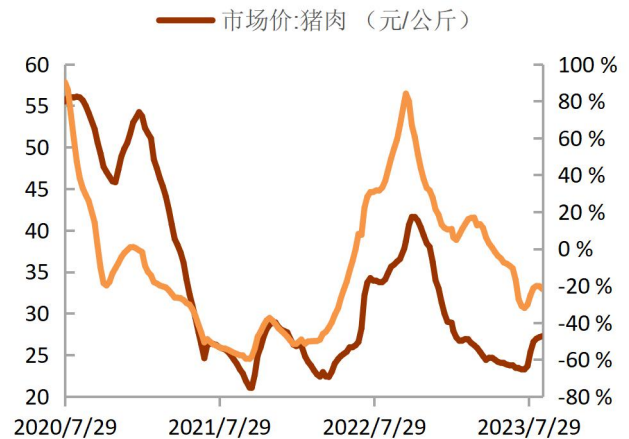


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

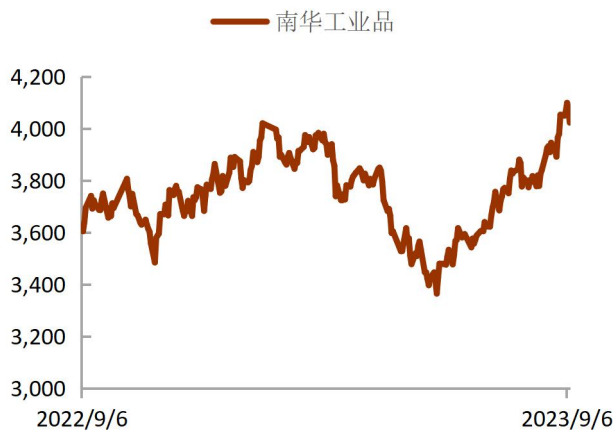


图表19 市场价:猪肉

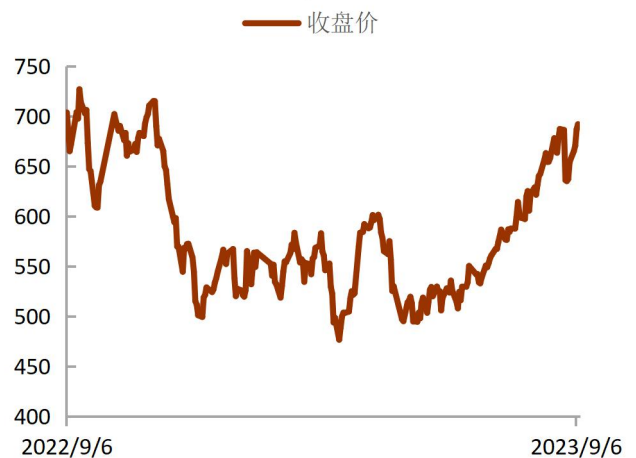


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。