



2023年9月25日

## 股市反弹，债市政策冲击担忧加剧

### 核心观点及策略

- 上周债券市场呈现震荡走势，从市场走势看，债市对周末政策面、消息面冲击担忧持续加深，叠加周五股市反弹，因此债市调整主要体现在周五。从收益率曲线看，上周债市市场继续走向熊平，其中1年国债活跃券上行上行幅度最大，其余3-7年各期限活跃券收益率上行2bp以上，而10年国债活跃券则是小幅上行0.75bp至2.68%，国债收益率曲线继续走向熊平。国债期货主力合约T2312全周振幅0.31%、最低价101.585、最高价101.905、最终收于101.611、下跌0.195。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放5520亿元，从市场成交看DR001为代表的月内资金在央行持续呵护下加权成交价格小幅下行，但跨月资金DR007、DR014以及DR1M价格仍持续上行。货币政策方面，王一鸣表示，中国的货币政策总体上保持稳健，货币政策总体还是在合理的区间。
- 南华工业品指数持续走高，本周规模以上工业企业利润企有望向好。
- 策略建议：做多10Y-2Y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	101.6150	-0.1950	6539	384386	187455
TF2312	101.7850	-0.1500	5373	291832	112288
TS2312	101.1500	-0.0300	4281	185765	67223
TL2312	98.5500	-0.5800	33	126998	34046
T2403	101.2700	-0.2200	864	12638	10653
TF2403	101.5700	-0.1800	398	9308	5894
TS2403	101.0800	-0.0450	127	3585	1866
TL2403	98.1700	-0.6700	277	7356	4750

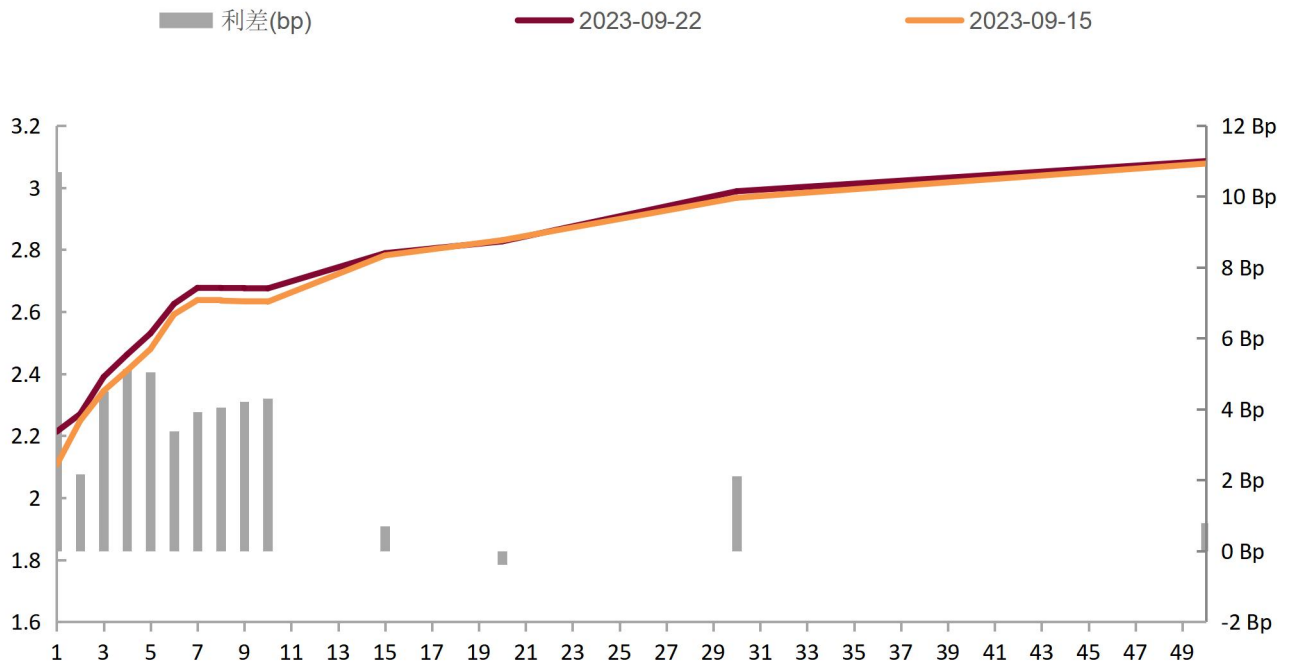
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)						5520
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
2023/9/22	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	2020	投放
2023/9/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1050	回笼
2023/9/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1690	投放
2023/9/21	国库现金定 存到期	2023 年中央 国库现金管 理商业银行 定期存款(六 期)	1 月	2.00	500	回笼
2023/9/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1100	回笼
2023/9/21	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	820	投放
2023/9/20	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	860	投放
2023/9/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2050	投放
2023/9/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	650	回笼
2023/9/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2080	投放
2023/9/19	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	600	投放
2023/9/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2090	回笼
2023/9/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1840	投放
2023/9/18	国库现金定 存发行	2023 年中央 国库现金管 理商业银行 定期存款(七 期)	1 月	2.50	500	投放
2023/9/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2150	回笼
2023/9/18	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	600	投放

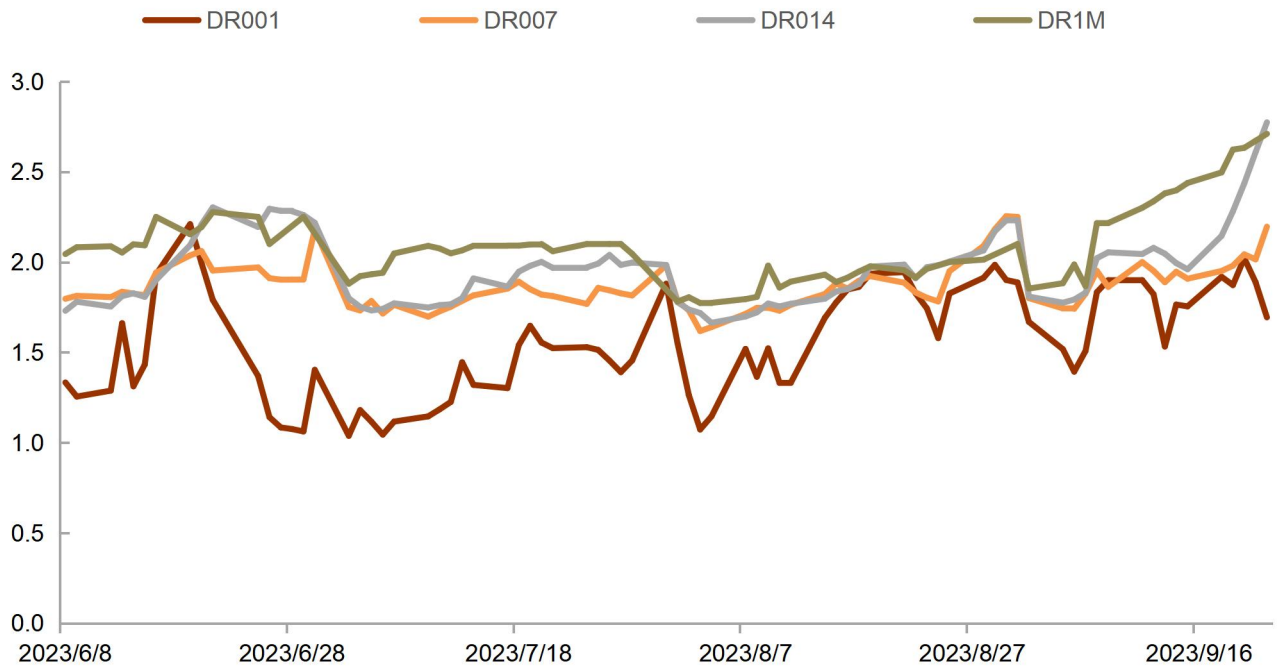
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



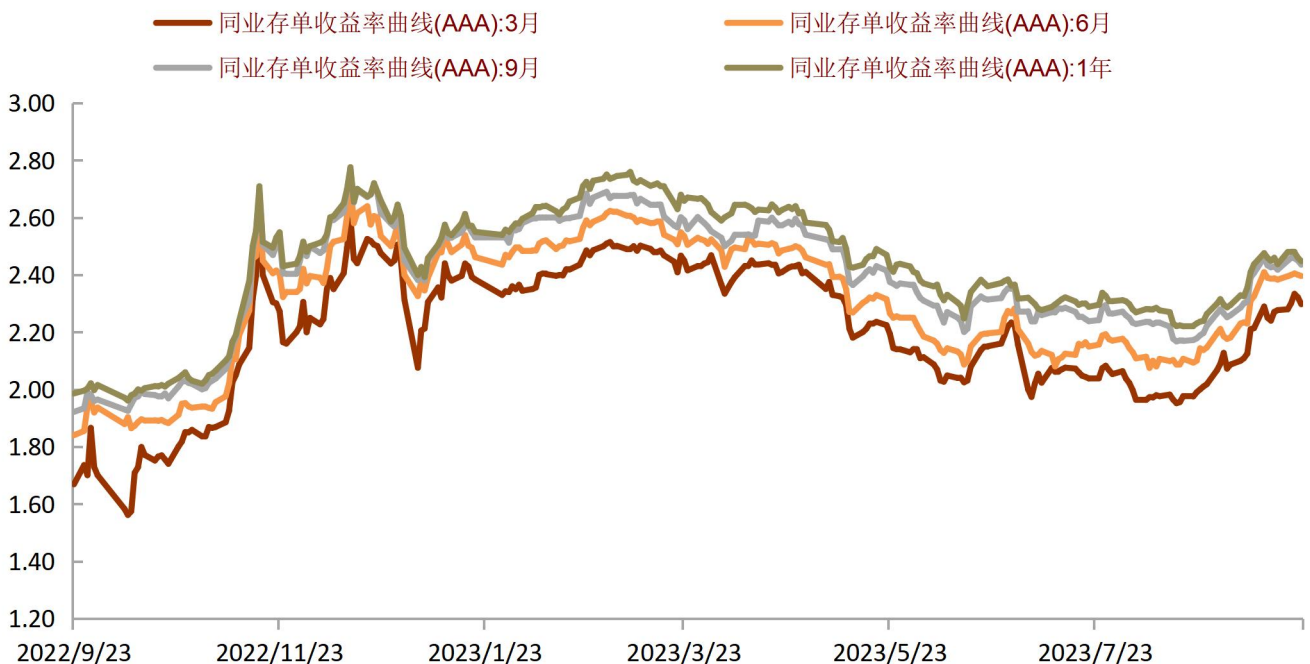
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债券市场呈现震荡走势，从市场走势看，债市对周末政策面、消息面冲击担忧持续加深，叠加周五股市反弹，因此债市调整主要体现在周五。从收益率曲线看，上周债市市场继续走向熊平，其中1年国债活跃券上行上行幅度最大，其余3-7年各期限活跃券收益率上行2bp以上，而10年国债活跃券则是小幅上行0.75bp至2.68%，国债收益率曲线继续走向熊平。国债期货主力合约T2312全周振幅0.31%、最低价101.585、最高价101.905、最终收于101.611、下跌0.195。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放5520亿元，从市场成交看DR001为代表的月内资金在央行持续呵护下加权成交价格小幅下行，但跨月资金DR007、DR014以及DR1M价格仍持续上行。货币政策方面，中国人民银行货币政策委员会委员、中国国际经济交流中心副理事长王一鸣表示，美联储激进加息导致全球金融市场环境变化，但中国的货币政策没有简单跟随。中国的货币政策总体上保持稳健，货币政策总体还是在合理的区间。

经济基本面方面：8月经济数据已基本落地，因此我们继续跟踪相关高频数据，首先是消费数据方面乘用车厂家零售同比继续维持正数区间。房地产方面，在政策持续刺激下30城商品房成交面积也出现了一定幅度的好转（持续性仍有待观察）。外贸方面出口集装箱指数继续磨底，但波罗的海干散货指数出现明显反弹。通胀方面猪肉价格横盘震荡，但南华工业品指数继续上行，未来PPI上行动力仍然充足。

操作上我们认为当前并不存在明显趋势机会，虽然债市本轮调整幅度尚可，但距离10Y

国债收益率达到 MLF 操作利率+30BP 仍有一定距离，抄底仍然存在一定风险。同时经济基本面见底、中秋国庆出行旅游数据向好已经基本确认，经济基本面未来走势并不利多债市，同时周末中美成立经济领域工作组，可能预示未来中美关系缓和存在消息冲击可能。因此仅有资金面相对稳定依然利多债市，因此机会方面，我们认为更多的依然是结构性机会，近几周债市调整中，中短久期国债收益率上行幅度明显大于 10Y 国债，因此继续做多 10Y-2Y 利差存在一定操作空间的同时风险较小。

### 三、一周要闻

1、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期品种报 3.45%，5 年期以上品种报 4.20%，均与前一期持平。上个月，LPR 非对称降息，其中 1 年期 LPR 下调 10 个基点，5 年期以上 LPR 按兵不动。今年以来，1 年期 LPR 累计下调 20 个基点，5 年期以上 LPR 下调幅度为 10 个基点。LPR 是在中期借贷便利（MLF）利率基础上加点形成，9 月 15 日，央行在本月的 MLF 续作中加大了净投放力度，中标利率则保持不变。

2、9 月 20 日，国新办举行经济形势和政策国务院政策例行吹风会，国家发改委副主任丛亮、工信部运行监测协调局局长陶青、财政部国库司司长李先忠、人民银行货币政策司司长邹澜出席会议，并对近期外界关注经济形势运行热点问题作出回应。发布会重点表述：1、目前，内外部看空中国、唱衰中国的杂音不少，这种论调过去从来没有实现过，现在和未来也注定不会实现。2、人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，还应该综合全面看待，更加关注人民币对一篮子货币汇率的变化。3、7 月中旬以来，得益于国内经济稳步回升向好，人民币对一篮子货币是稳中有升的，受美元指数走强影响，对美元双边汇率有所走贬，对非美元货币保持了相对强势。4、人民银行、外汇局将坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。5、预计超过九成符合条件的借款人可在第一时间充分享受政策红利，其他借款人的存量房贷利率也将在 10 月底前完成调整。6、货币政策应对超预期挑战和变化仍然有充足的政策空间。人民银行将继续精准有力实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节和政策。7、国家发展改革委主要负责同志多次主持召开民营企业座谈会，其他负责同志及相关司局多次通过调研、座谈等方式听取民营企业意见。“可以说是举全委之力。”8、1-8 月，各地已下达新增专项债券额度 3.7 万亿元；各地发行用于项目建设等专项债券 2.95 万亿元，完成全年新增专项债券限额的 77.5%，比序时进度快 10.8 个百分点。

3、9 月 22 日，2023 第五届外滩金融峰会在上海举办。中国人民银行货币政策委员会委员、中国国际经济交流中心副理事长王一鸣在会上表示，在面对全球金融市场环境变化的情

况下，中国的货币政策表现出更强的自主性。2022年3月以来，美联储连续11次累计加息525个基点，加息或尚未封顶。王一鸣在会上表示，美联储这一轮加息还没有封顶，资本回流美国的态势还没有发生变化。美联储激进加息导致全球金融市场环境变化，但中国的货币政策没有简单跟随。王一鸣认为，这是基于中国的宏观经济和通胀形势下作出的政策安排，中国的货币政策更具自主性。相较于美联储或者说主要发达经济体利率的大幅度变化，中国的货币政策总体上保持稳健，货币政策总体还是在合理的区间。此外，对于美联储这一轮加息外溢效应会不会持续，王一鸣表示，由于美元利率在提升，外部的资金向美国的流入并没有变化，美元尽管短期在加息，但是金融市场条件更加宽松。加息对核心通胀的抑制作用不能完全有效发挥出来，美国金融市场条件是相对宽松的，而其他经济体随着美元加息跟随加息导致金融市场条件收紧，因此不对称式的外溢效应还会持续。

4、据央视新闻，为落实中美两国元首巴厘岛会晤重要共识，根据国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰与美国财政部部长珍妮特·耶伦达成的共识，中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。“经济工作组”由中美两国财政部副部长级官员牵头，“金融工作组”由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头。两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。

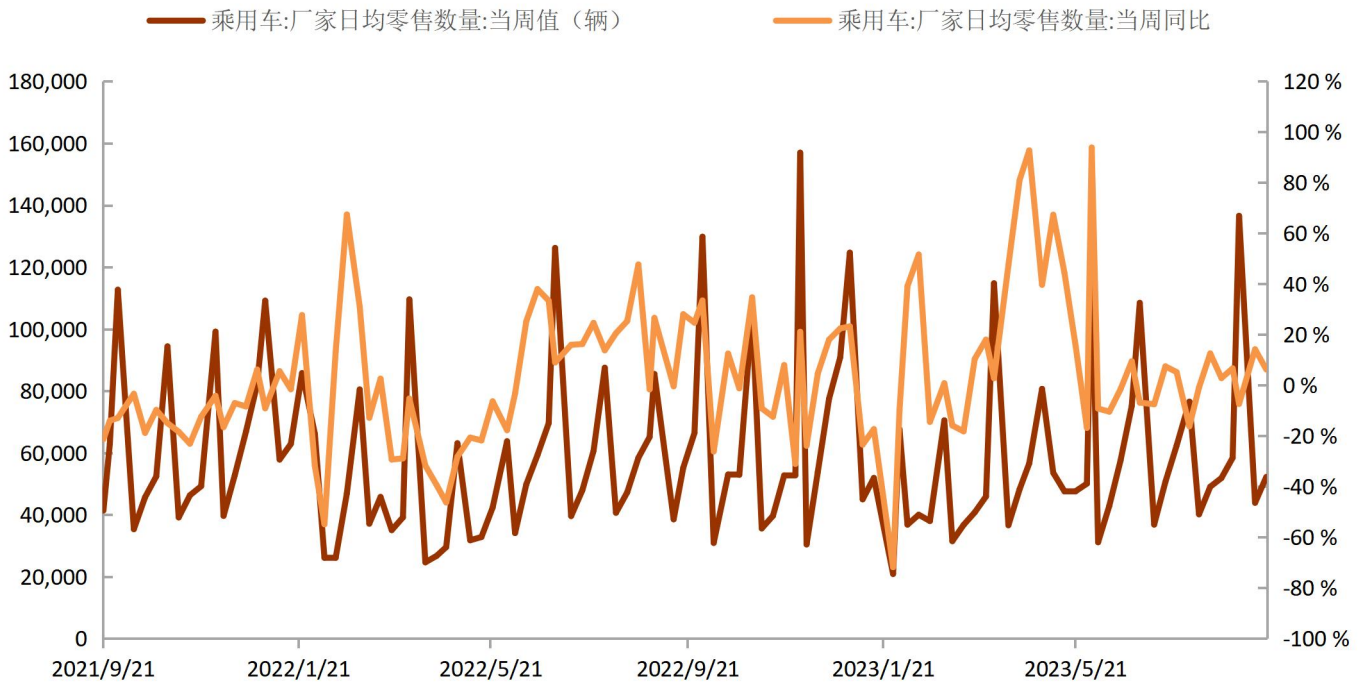
5、国务院新闻办公室9月21日上午举行新闻发布会。交通运输部运输服务司负责人王绣春表示，2023年中秋、国庆假期从9月29日到10月6日，共8天，全国收费公路继续对7座以下(含7座)小型客车免收通行费，免费时段是9月29日0时到10月6日24时。从出行流量看，总体流量比较大。结合客流监测以及前期客票预售情况，预计假期期间探亲流、旅游流将高位叠加，跨区域中长距离出行需求将明显增加。全社会人员流动量、营业性客运量与2022年同期相比，都有比较大幅度的增长，预计全国高速公路日均流量同比2022年上升超过四成，假期首日全国高速公路流量可能突破历史最高值。

6、9月20日晚，广州市人民政府发布《关于优化我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》。本次政策的发力点在于放开了广州的部分区域限购，且放宽了非户籍人士的购房资格，叠加降低税费，配合此前已出台的限贷优化政策，拓宽了政策的受益面，对比2014年周期，目前广州已创造了2014年以来最宽松的市场环境。据统计，9月1-18日，一线城市新房的日均成交面积较8月-13.6%，但二手房成交较8月+13.2%，考虑到二手房的供应稳定性以及交易效率，可以看出新政已经开始发挥效力。目前一线城市复苏的持续性还有待观察，但政策持续加码，我们认为市场有望回暖。

7、备受关注的房地产税立法工作，再度被搁置。近日，十四届全国人大常委会立法规划对外公开，在财税领域，增值税法、消费税法、关税法等明确在本届人大常委会任期内提请审议。备受关注的房地产税立法和个人所得税法修订并未在此次立法规划中提及。这意味着房地产税立法暂缓。从房地产税开始立法，到落地执行至少需要3年以上准备时间，因此5年内最多会有少部分城市进行房地产税试点，真正意义上二线城市全面开征房地产税至少是5年之后的事情，也就是2028年之后的事情。

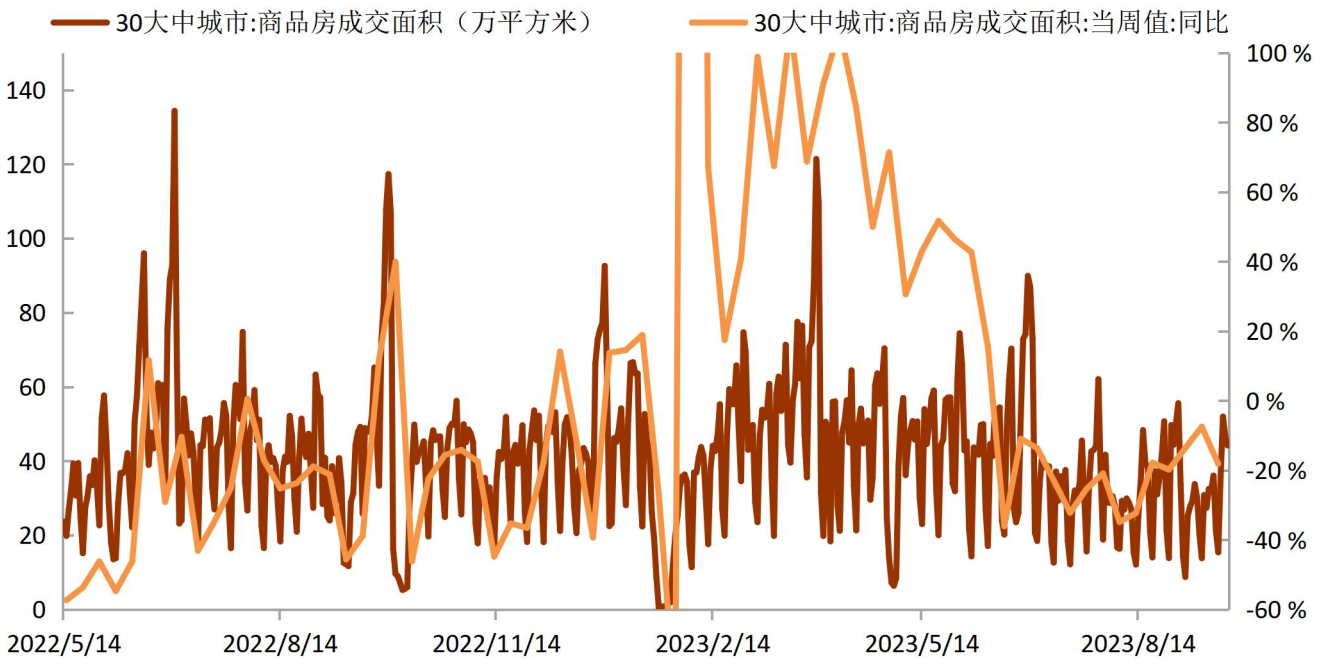
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



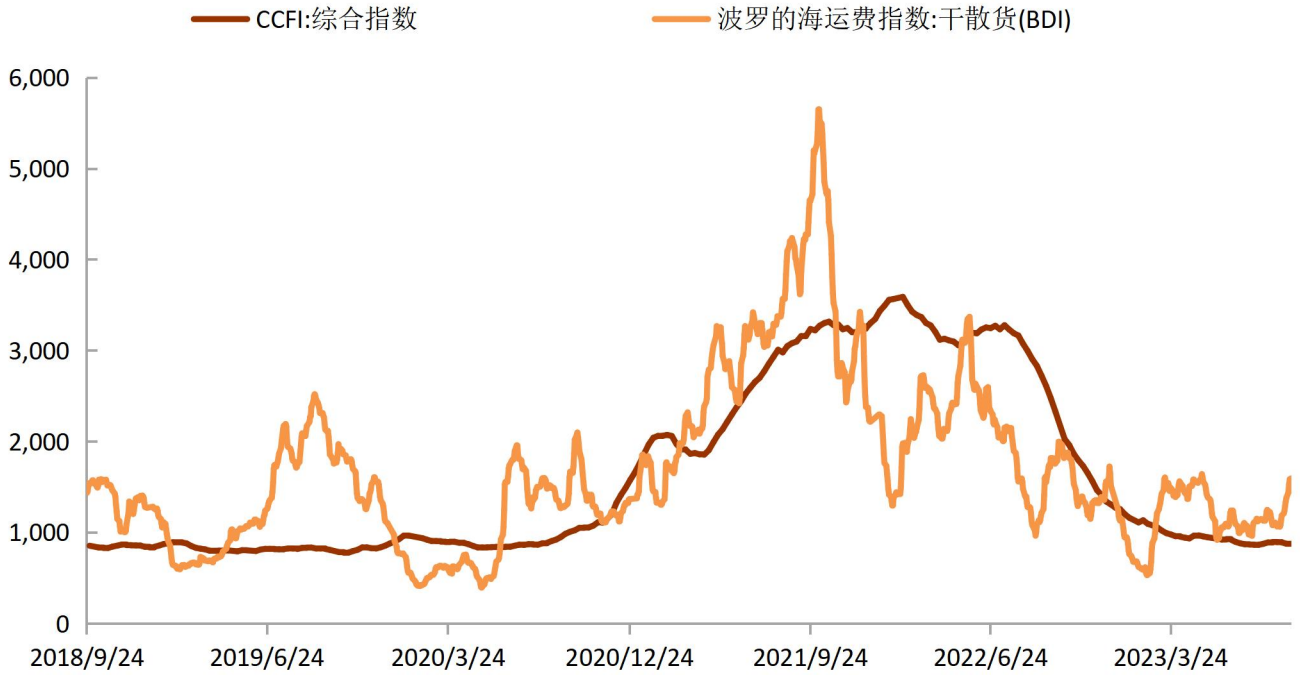
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



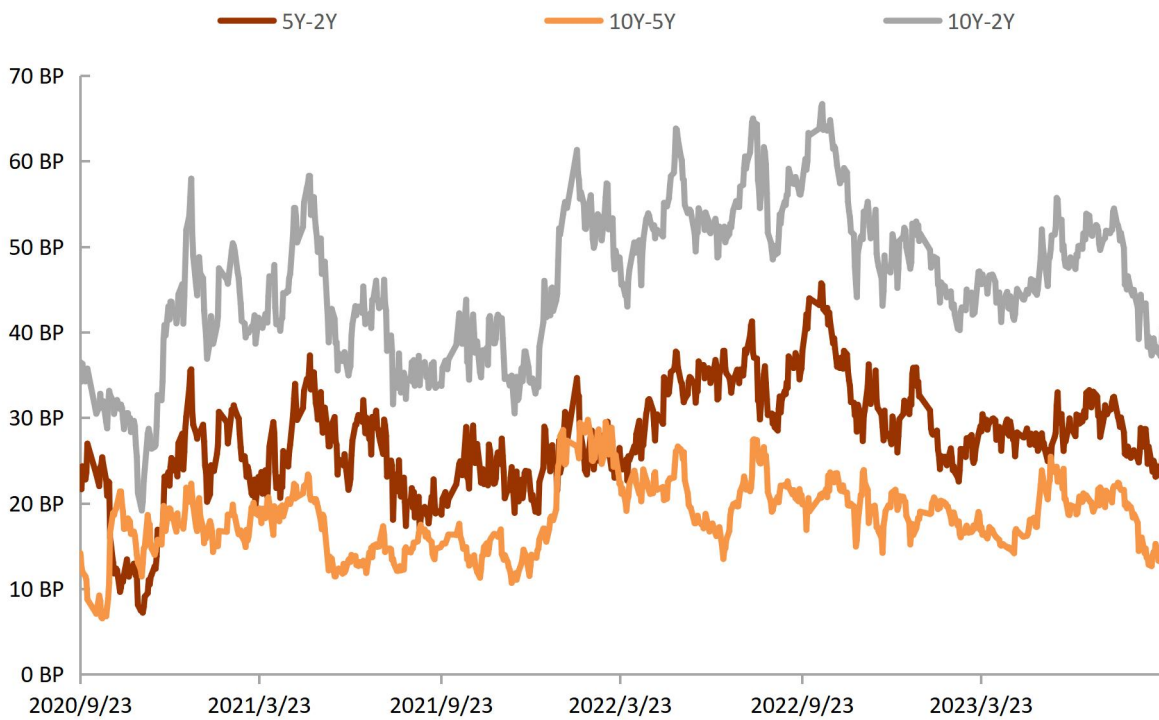
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



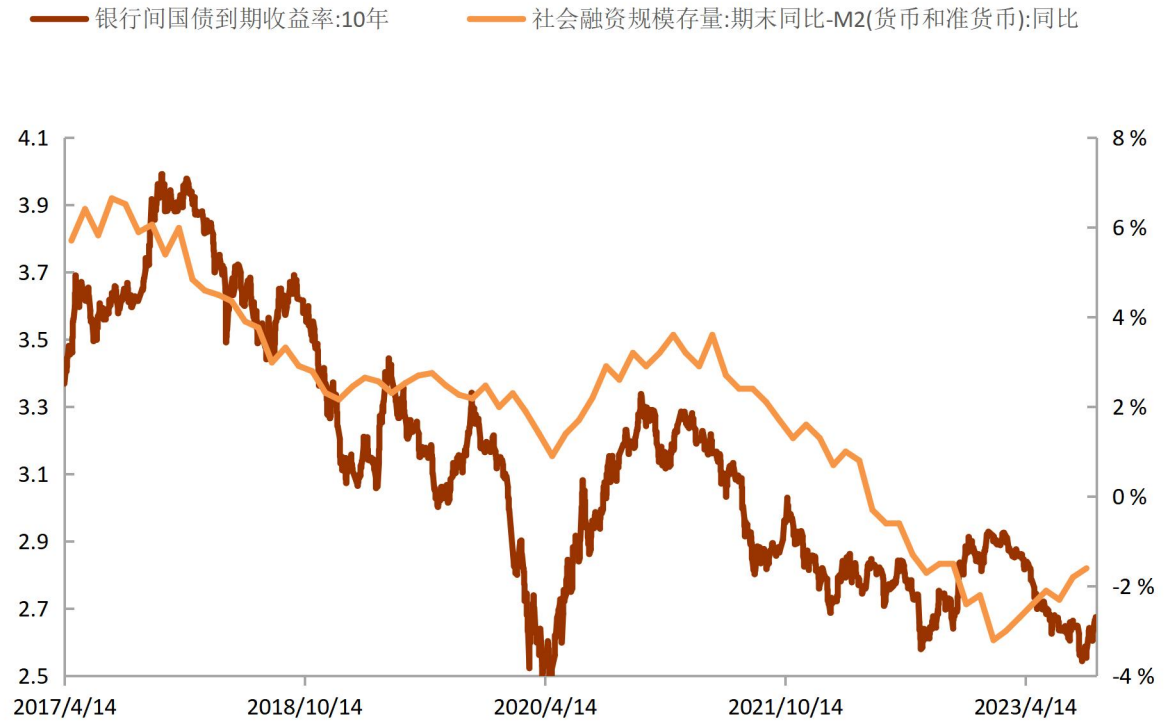
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



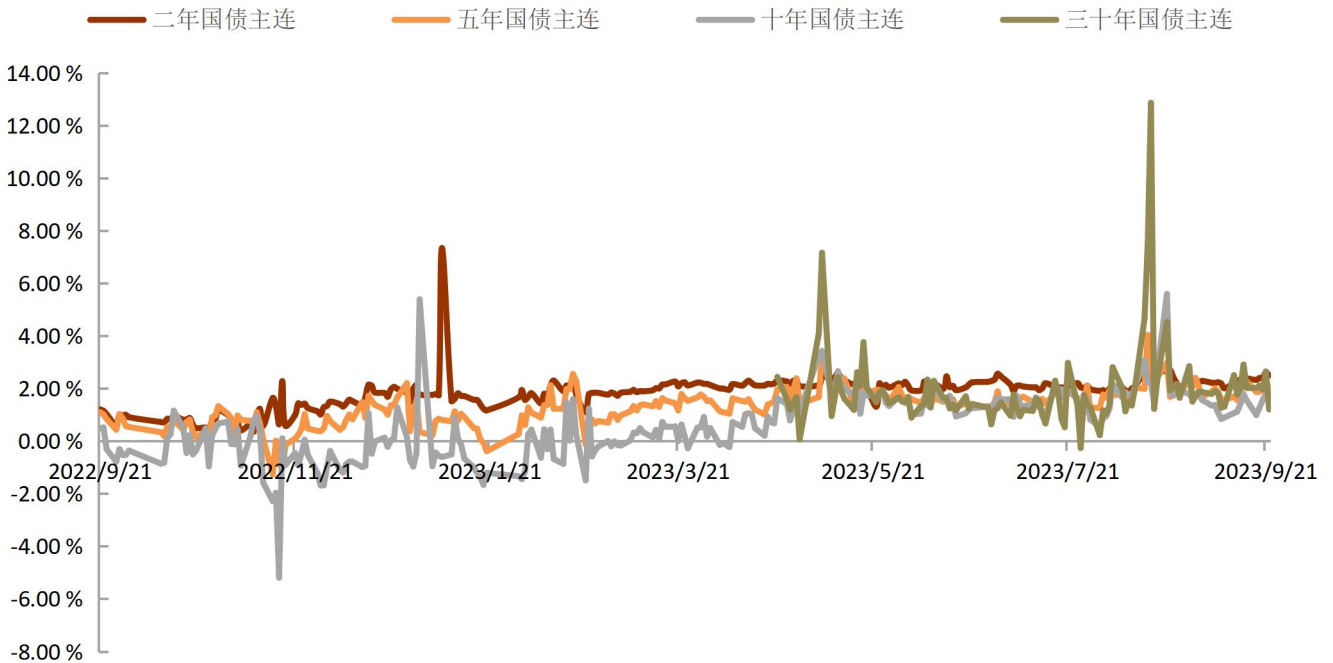
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



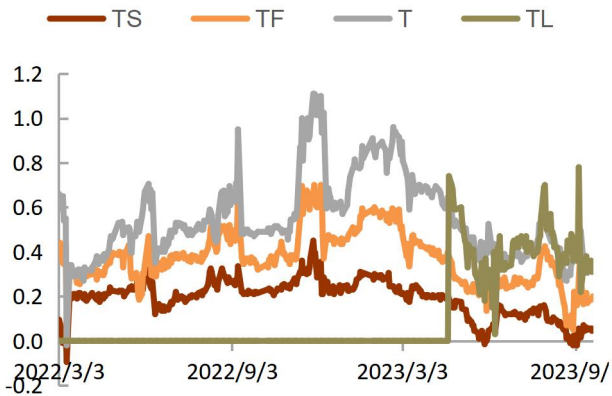
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

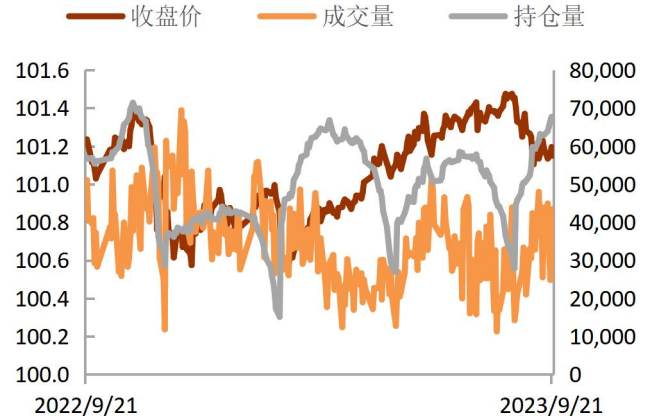


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

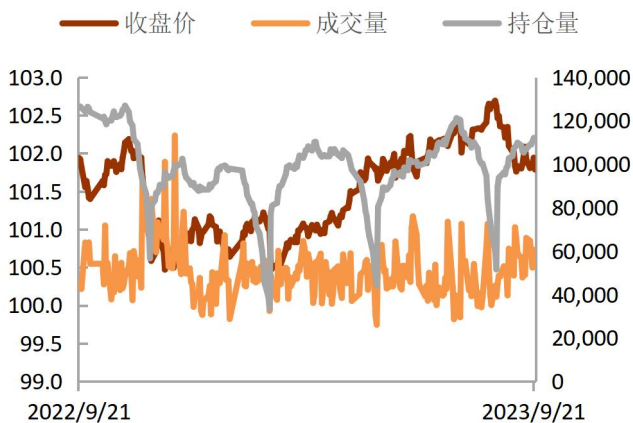


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

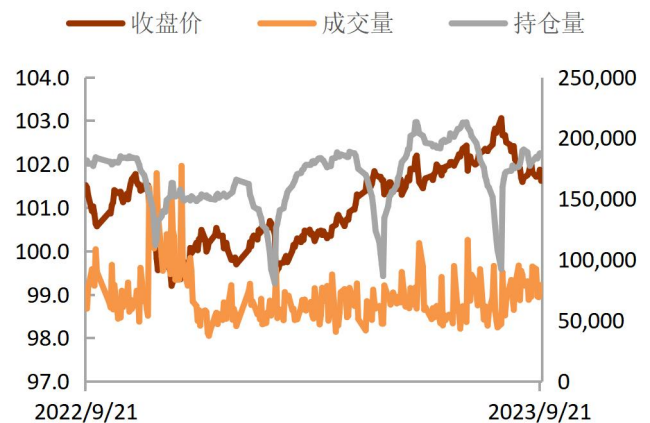


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

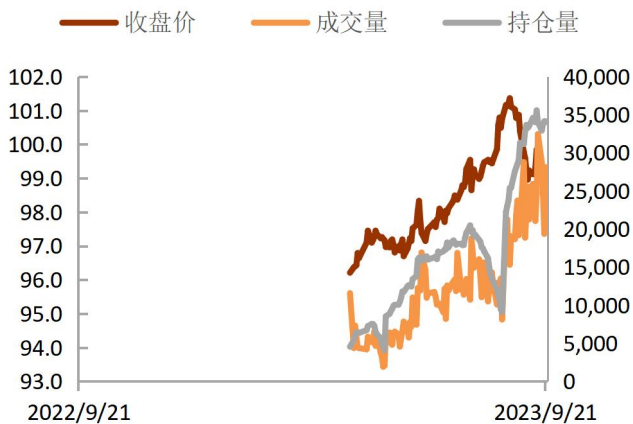


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

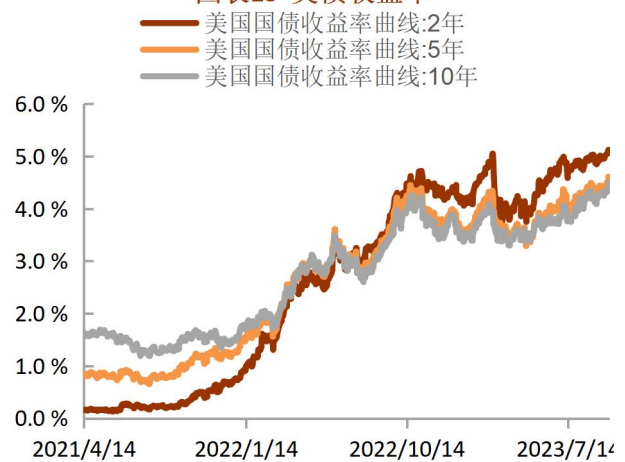


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

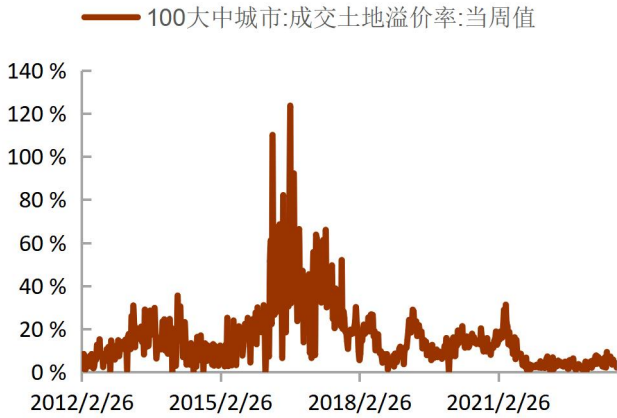


图表15 美债收益率

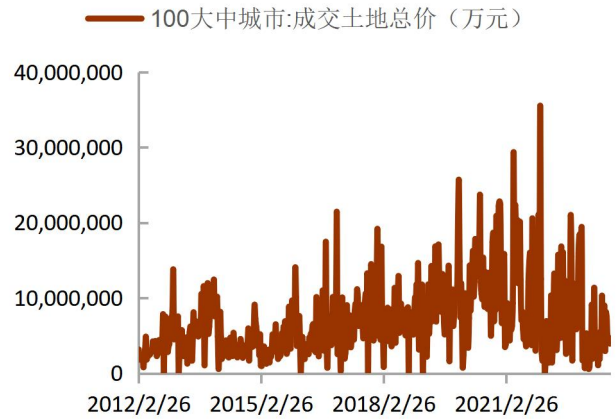


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

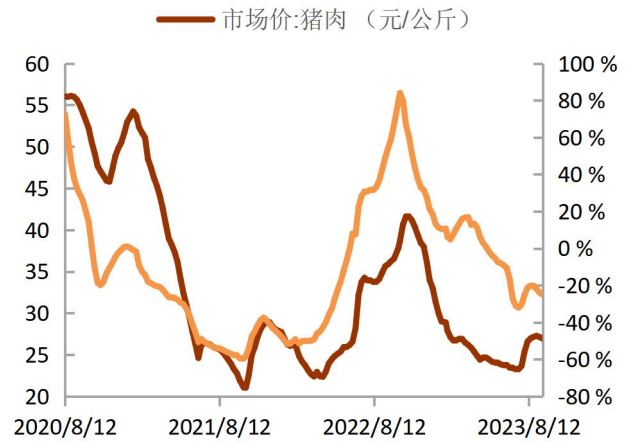


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

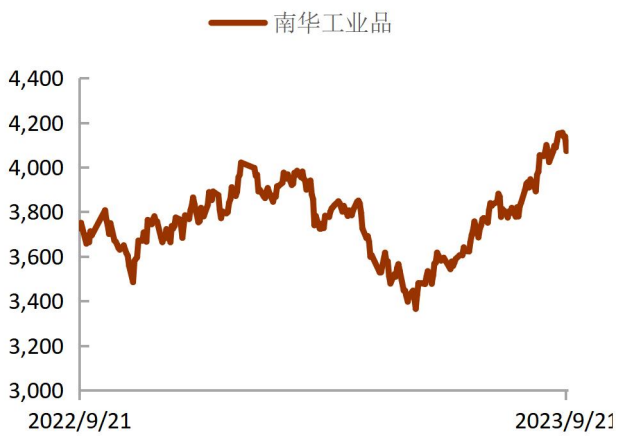


图表19 市场价:猪肉

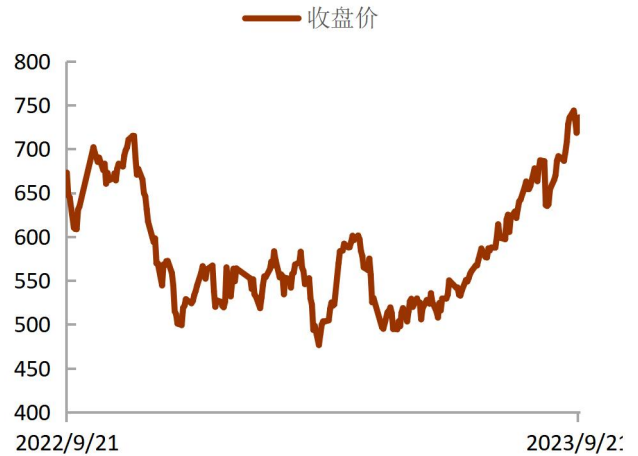


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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）

### 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。