



2023年10月16日

社融走高，债市抢跑反弹

核心观点及策略

- 节后债市收益率先上后下，首先是节后调休两天中资金面转松，债市整体走强，长债利率边际下行。但伴随央行公开市场操作资金持续回笼，资金面并未如预期宽松，同时地方政府再融资债券供给增加，国债增发及上调赤字率预期也在升温，债市开始转跌并与走势创出一周低点。但此后由于中东局势升温，避险情绪升温，同时周五金融数据落地（利空落地逻辑）以及央行官员表态红包政策还有充足空间和储备，债市开始反弹。国债期货主力合约T2312全周振幅0.52%、最低价101.360、最高价101.890、最终收于101.660、下跌0.125。
- 资金面方面：节后一周央行公开市场操作净回笼17810亿元，从市场成交看跨季后DR001加权成交价格虽有所回落但仍小幅高于节前水平。货币政策方面，央行货币政策司长邹澜表示，货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备。因此未来一段时间货币政策仍将大概率维持宽松。
- 策略建议：TS2312、TL2312正套、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、国债或地方债增发

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	101.6600	-0.0900	1386	373043	185161
TF2312	101.7700	-0.1250	-1327	321320	109296
TS2312	101.1050	-0.0850	4352	212652	72516
TL2312	98.7100	-0.0200	1059	95658	36143
T2403	101.2500	-0.1450	239	13692	11078
TF2403	101.5400	-0.1250	1054	10243	7042
TS2403	101.0200	-0.1000	1422	9808	3289
TL2403	98.3400	-0.0500	251	4463	5120

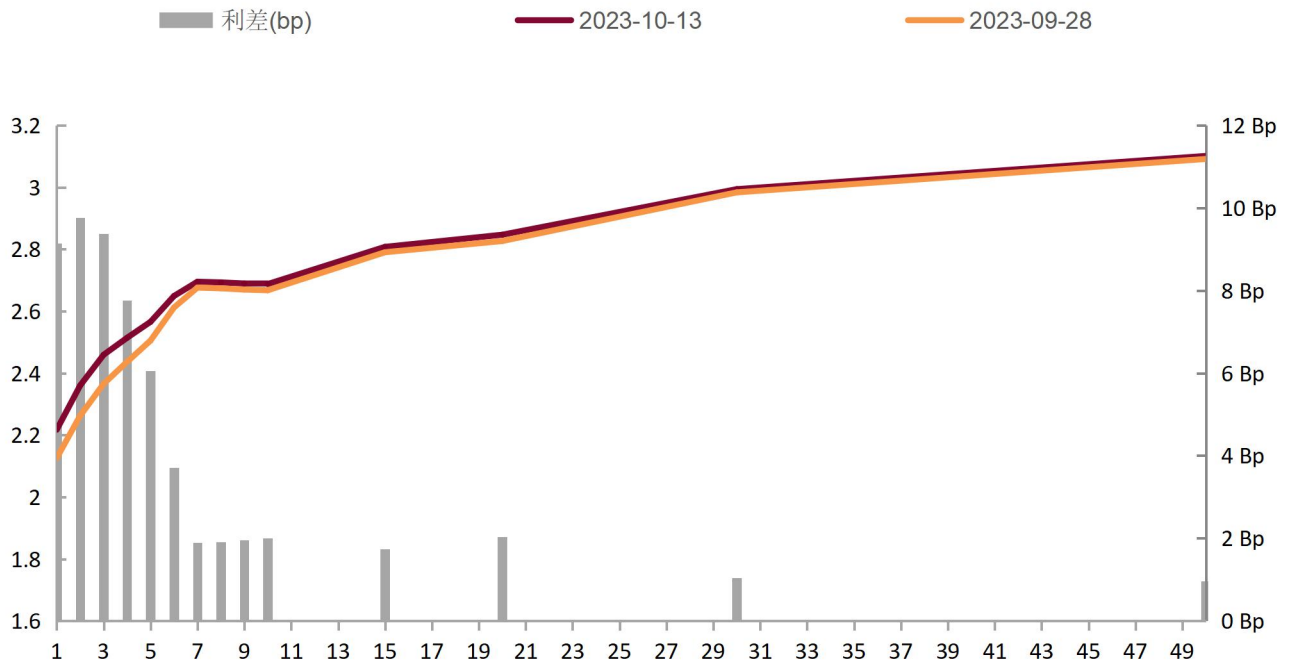
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)						-17810
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
2023/10/13	逆回购	7日回购	7天	1.80	950	投放
2023/10/12	逆回购	7日回购	7天	1.80	1620	投放
2023/10/12	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	5080	回笼
2023/10/11	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	4170	回笼
2023/10/11	逆回购	7日回购	7天	1.80	1020	投放
2023/10/10	逆回购	7日回购	7天	1.80	670	投放
2023/10/10	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	3780	回笼
2023/10/9	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	3190	回笼
2023/10/9	逆回购	7日回购	7天	1.80	200	投放
2023/10/8	逆回购	7日回购	7天	1.80	200	投放
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	2020	回笼
2023/10/7	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2000	回笼
2023/10/7	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1010	回笼
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	340	回笼
2023/10/7	逆回购	7日回购	7天	1.80	2000	投放
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	600	回笼
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	600	回笼
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	860	回笼
2023/10/7	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	820	回笼

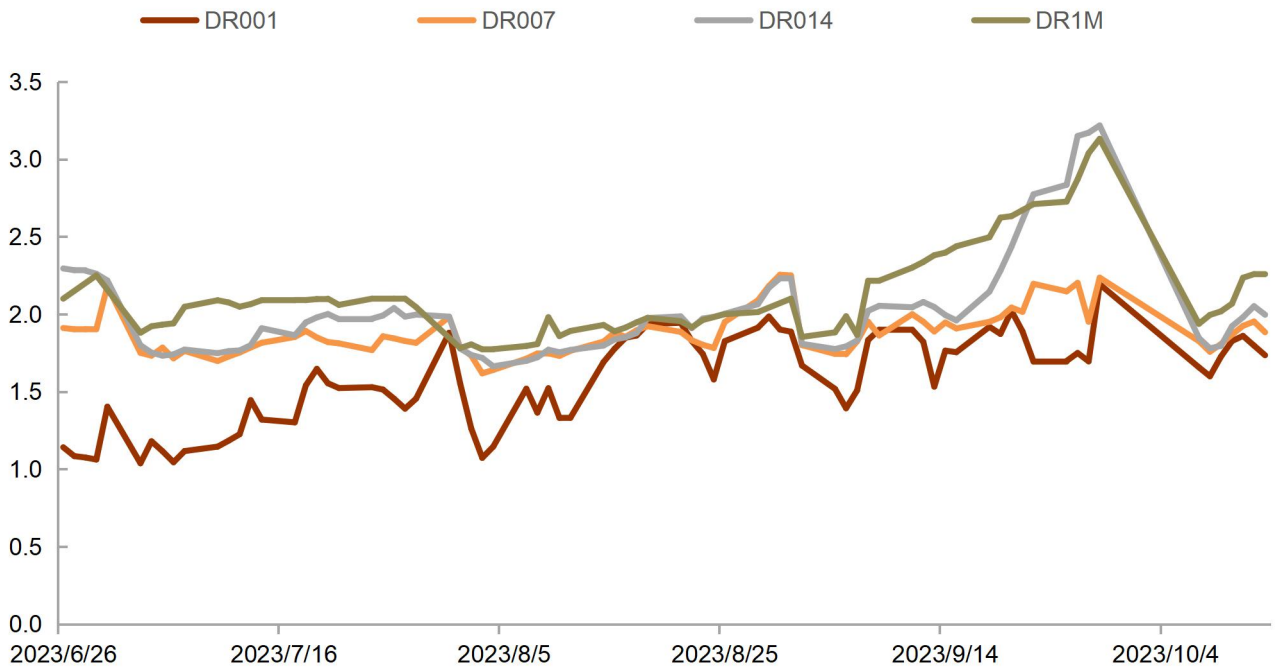
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



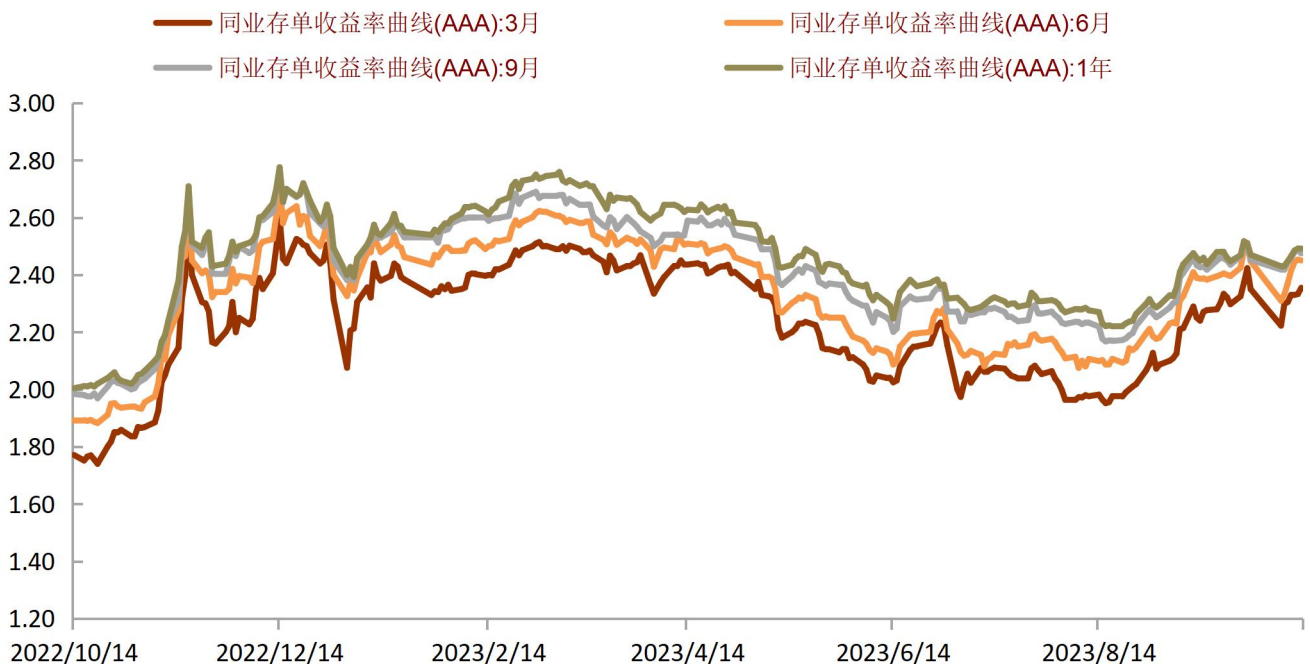
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

节后债市收益率先上后下，首先是节后调休两天中资金面转松，债市整体走强，长债利率边际下行。但伴随央行公开市场操作资金持续回笼，节后资金面并未如预期宽松，同时地方政府再融资债券供给增加，国债增发及上调赤字率预期也在升温，债市开始转跌并与走势创出一周低点。但此后由于中东局势升温，避险情绪升温，同时周五金融数据落地（利空落地逻辑）以及央行官员表态红包政策还有充足空间和储备，债市开始反弹。从收益率曲线看，节后一周现券收益率曲线继续走平，其中2年国债活跃券收益率上行幅度接近10BP，而10年、30年国债活跃券收益率仅上行2BP左右。国债期货主力合约T2312全周振幅0.52%、最低价101.360、最高价101.890、最终收于101.660、下跌0.125。

资金面方面：节后一周央行公开市场操作净回笼17810亿元，从市场成交看跨季后DR001加权成交价格虽有所回落但仍小幅高于节前水平。货币政策方面，央行货币政策司司长邹澜表示，总的看，中国经济持续向好的基本面依然坚实，在全球大型经济体中继续保持领先。下阶段，人民银行将进一步实施好稳健的货币政策，密切观察前期政策效果，加快推动政策生效。货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备，将继续做好逆周期调节，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。因此未来一段时间货币政策仍将大概率维持宽松。

经济基本面方面：9月PMI及金融数据依然向好，乘用车厂家零售也持续维持向好态势，但通胀相关的猪肉价格、南华工业品指数、原油价格开始走弱，有助于缓解通胀压力，房地

产方面虽然 9 月底出现一波冲高行情，但节后成交恢复速度不及预期，未来能否持续反弹仍需观察，对债市而言有一定边际利好作用。

操作上我们认为当前基本面好转大趋势并未改变，但经济基本面反弹斜率较 9 月有所放缓，因此对债市不太可能再次走出 9 月那样的大幅下跌行情。同时资金面并不会超预期收紧，债市当前位置相对安全。但从当前市场政策预期看，未来对于股市、楼市的刺激政策仍将不定时出台（直至达到预期效果），因此债市仍然存在政策冲击风险。因此机会方面，我们更倾向于结构性机会，一方面 TS2312、TL2312 的 IRR 维持高位存在正套机会，另一方面 10Y-2Y 国债现券利差过窄，存在一定做多利差机会。

三、一周要闻

1、据中国机构编制网 12 日消息，中共中央办公厅、国务院办公厅发布关于调整中国人民银行职责机构编制的通知。通知显示，一是不再保留国务院金融稳定发展委员会及其办公室。将国务院金融稳定发展委员会办公室职责，划入中央金融委员会办公室。二是将对金融控股公司等金融集团的日常监管职责，划入国家金融监督管理总局。三是将建立健全金融消费者保护基本制度职责，划入国家金融监督管理总局。

2、10 月 11 日晚间，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行集体发布公告，接到控股股东中央汇金投资有限责任公司（简称“汇金公司”）的通知，汇金公司于 10 月 11 日通过上海证券交易所交易系统增持其 A 股股份。汇金公司拟在未来 6 个月内（自本次增持之日起算），以自身名义继续在二级市场增持四大行股份。具体看，汇金公司增持工商银行约 2761.20 万股，增持后持有工商银行 A 股股份约 1237.45 亿股，持股比例 34.72%；汇金公司增持农业银行 3727.22 万股，增持后持有农业银行 A 股股份约 1401.25 亿股，持股比例 40.04%；汇金公司增持中国银行 2488.79 万股，增持后持有中国银行 A 股股份约 1884.86 亿股，持股比例 64.03%；汇金公司增持建设银行约 1838 万股，增持后约持有建设银行约 1428.05 亿股，持股比例 57.12%。以 10 月 11 日四大行收盘价估算，汇金公司增持工商银行（4.72 元）、农业银行（3.65 元）、中国银行（3.77 元）、建设银行（6.34 元）的金额分别约为 1.30 亿元、1.36 亿元、0.94 亿元、1.17 亿元，合计约 4.77 亿元。汇金公司上一次集体增持四大行可以回溯到 2015 年。2015 年 8 月 19 日晚间，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行集体公告，接到控股股东汇金公司通知，汇金公司通过协议转让方式受让其 A 股股份。汇金公司受让上述四大行的股份分别约 10.14 亿股、12.55 亿股、18.10 亿股、4.97 亿股，如果以当日收盘价计，耗资近 200 亿元。

3、为进一步加强融券业务逆周期调节，证监会经充分论证评估，根据当前市场情况，对融券及战略投资者出借配售股份的制度进行针对性调整优化，在保持制度相对稳定的前提下，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借。融券端，将融券保证金比例由不得低于

50%上调至80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%，发挥制度的逆周期调节作用。同时督促证券公司建立健全融券券源分配机制、穿透核查机制和准入机制，加强融券交易行为管理。出借端，根据有关法规规定可以对战略投资者配售股份出借予以调整，为突出上市公司高管专注主业，取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。同时，证监会将加大对各种不当套利行为的监管，扎紧扎牢制度篱笆，进一步加强监管执法，对各种违规行为，发现一起，查处一起，从严从重处罚。证监会将持续强化融券业务监管，及时总结评估融券机制运行效果，并根据市场情况适时调节，更好发挥融券机制的积极作用。

4、10月12日据中国建设新闻网报道近日从住房城乡建设部了解到，超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。城中村普遍存在公共卫生安全风险大、房屋安全和消防安全隐患多、配套设施落后、环境脏乱差等突出问题，亟须实施改造。今年7月，国务院办公厅印发《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，并召开电视电话会议进行部署。各地正按照部署，扎实开展配套政策制定、摸清城中村底数、编制改造项目方案等工作，住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目162个。超大特大城市在城中村改造中，拆除新建的将按照城市标准规划建设管理，整治提升的将按照文明城市标准整治提升和实施管理。通过改造，可切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生态环境，促进产业转型升级，推动超大特大城市加快转变发展方式，建设宜居、韧性、智慧的现代化城市。

5、国家统计局13日发布的数据显示，9月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比由涨转平；环比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点。统计数据显示，9月份，食品价格同比下降3.2%，降幅比上月扩大1.5个百分点。食品中，猪肉和鲜菜价格同比分别下降22%和6.4%，降幅分别扩大4.1和3.1个百分点；羊肉和食用油价格分别下降5.1%和3.1%，降幅均有扩大；水产品 and 鲜果价格由涨转降，降幅分别为1.5%和0.3%。9月份，非食品价格同比上涨0.7%，涨幅扩大0.2个百分点。非食品中，工业消费品价格同比下降0.3%，降幅收窄0.5个百分点，其中汽油价格下降1.2%，降幅收窄3.4个百分点。服务价格上涨1.3%，涨幅与上月相同，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨14%、12.3%和10.4%，涨幅均有回落；教育服务价格上涨1.8%，涨幅有所扩大。据测算，9月份，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅与上月相同。9月份，受工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等因素影响，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅收窄，环比涨幅扩大。PPI同比下降2.5%，降幅比上月收窄0.5个百分点；环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。

6、2023年9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，环比上涨0.4%；工业生产者购进价格同比下降3.6%，环比上涨0.6%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降3.1%，工业生产者购进价格下降3.6%。

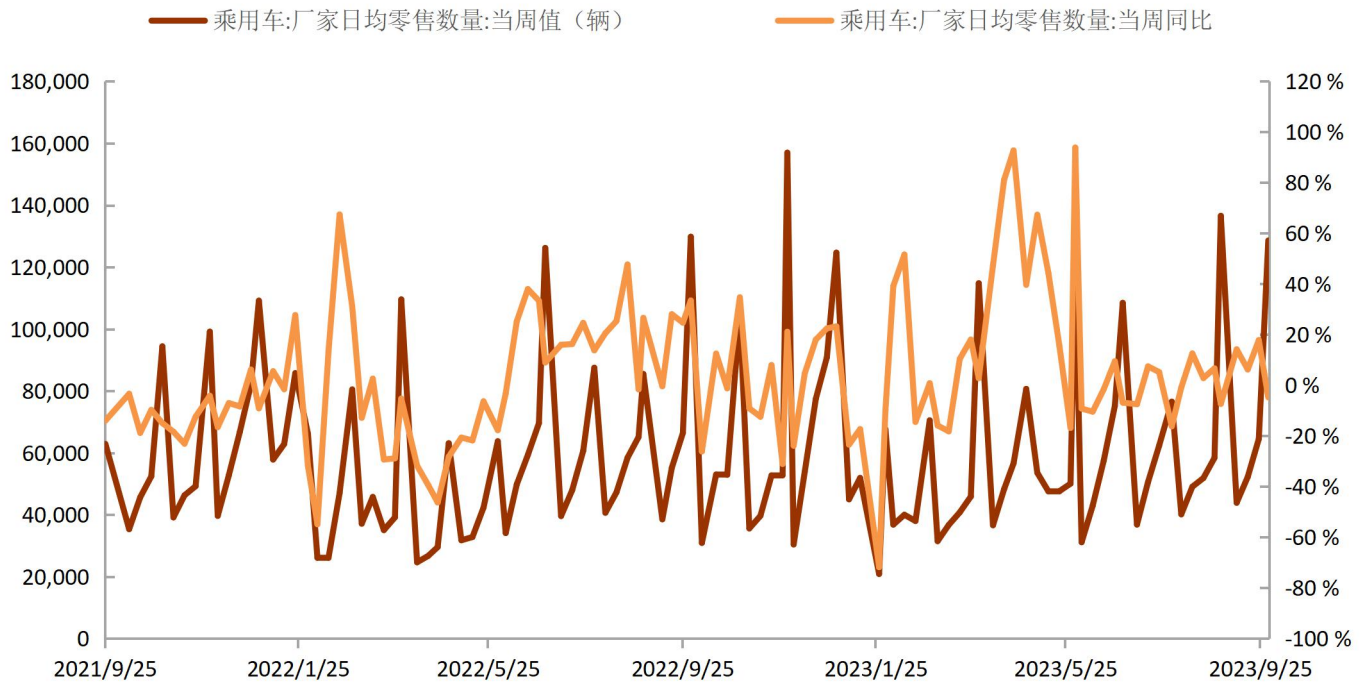
7、初步统计，9月末社会融资规模存量为372.5万亿元，同比增长9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为232.78万亿元，同比增长10.7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.76万亿元，同比下降19.3%；委托贷款余额为11.36万亿元，同比增长1.3%；信托贷款余额为3.81万亿元，同比下降1.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.91万亿元，同比下降0.3%；企业债券余额为31.39万亿元，同比下降0.3%；政府债券余额为66.14万亿元，同比增长12.2%；非金融企业境内股票余额为11.31万亿元，同比增长9.4%。从结构看，9月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.5%，同比高1个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.5%，同比低0.1个百分点；委托贷款余额占比3%，同比低0.3个百分点；信托贷款余额占比1%，同比低0.1个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比0.8%，同比低0.1个百分点；企业债券余额占比8.4%，同比低0.8个百分点；政府债券余额占比17.8%，同比高0.5个百分点；非金融企业境内股票余额占比3%，同比持平。

8、9月末，广义货币(M2)余额289.67万亿元，同比增长10.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和1.8个百分点；狭义货币(M1)余额67.84万亿元，同比增长2.1%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和4.3个百分点；流通中货币(M0)余额10.93万亿元，同比增长10.7%。前三季度净投放现金4623亿元。

9、9月末，本外币贷款余额239.52万亿元，同比增长10.2%。人民币贷款余额234.59万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.2个和0.4个百分点。前三季度人民币贷款增加19.75万亿元，同比多增1.58万亿元。分部门看，住户贷款增加3.85万亿元，其中，短期贷款增加1.75万亿元，中长期贷款增加2.1万亿元；企（事）业单位贷款增加15.68万亿元，其中，短期贷款增加3.99万亿元，中长期贷款增加11.88万亿元，票据融资减少3355亿元；非银行业金融机构贷款减少47亿元。9月份，人民币贷款增加2.31万亿元，同比少增1764亿元。9月末，外币贷款余额6857亿美元，同比下降16%。前三季度外币贷款减少559亿美元，同比少减409亿美元。9月份，外币贷款减少33亿美元，同比少减77亿美元。

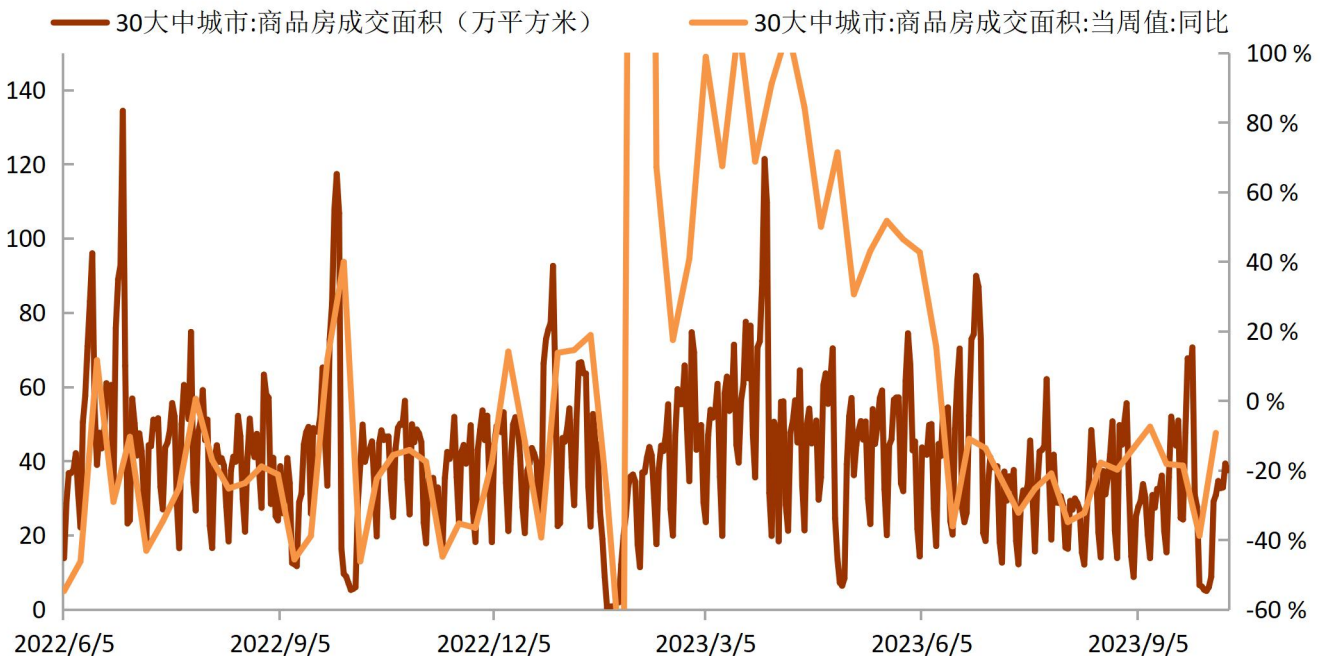
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



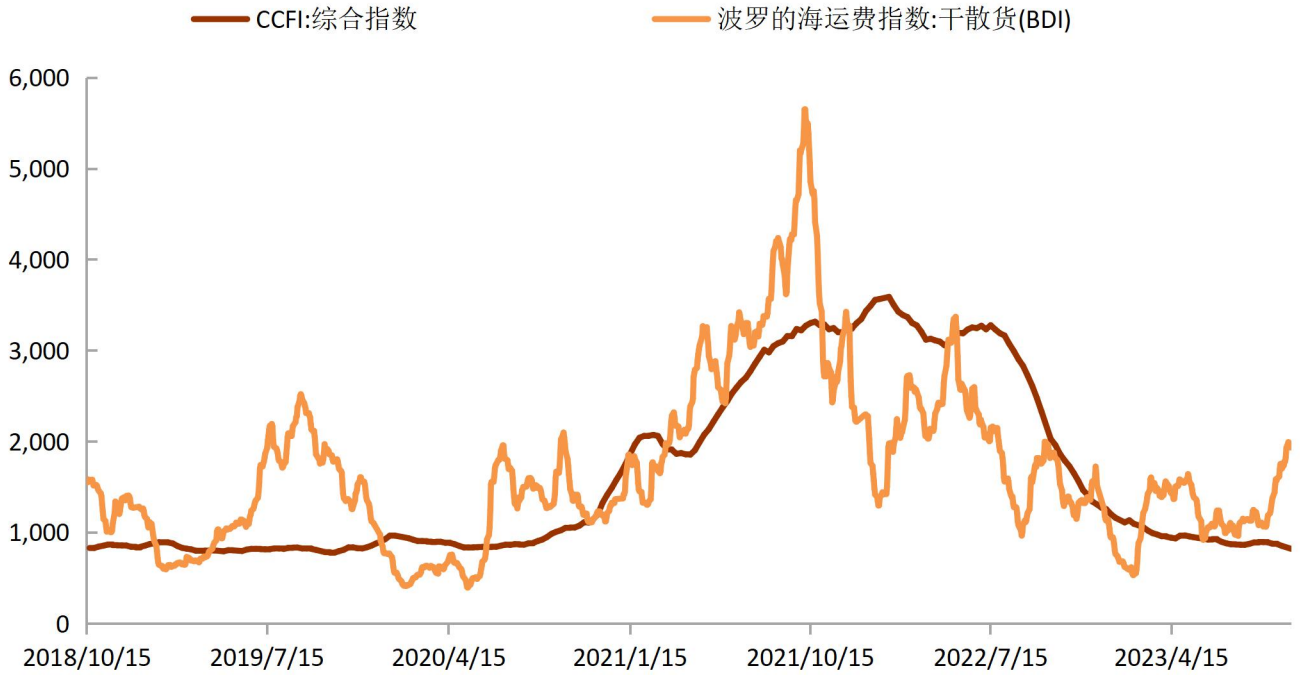
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



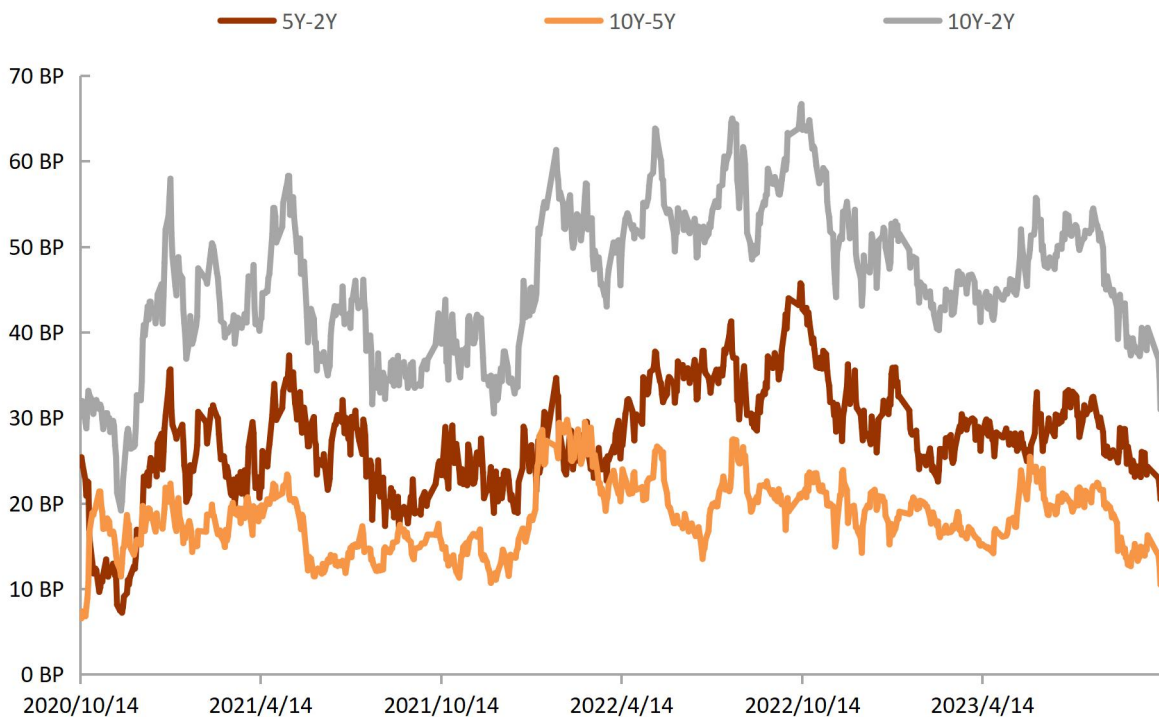
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



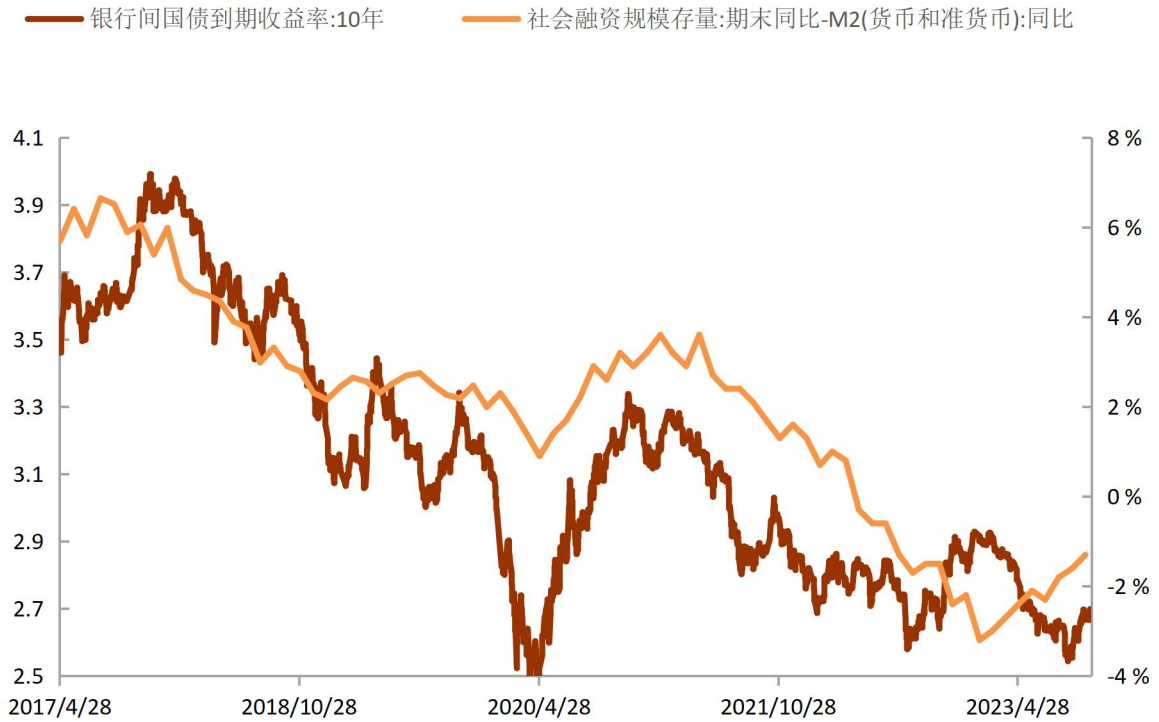
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



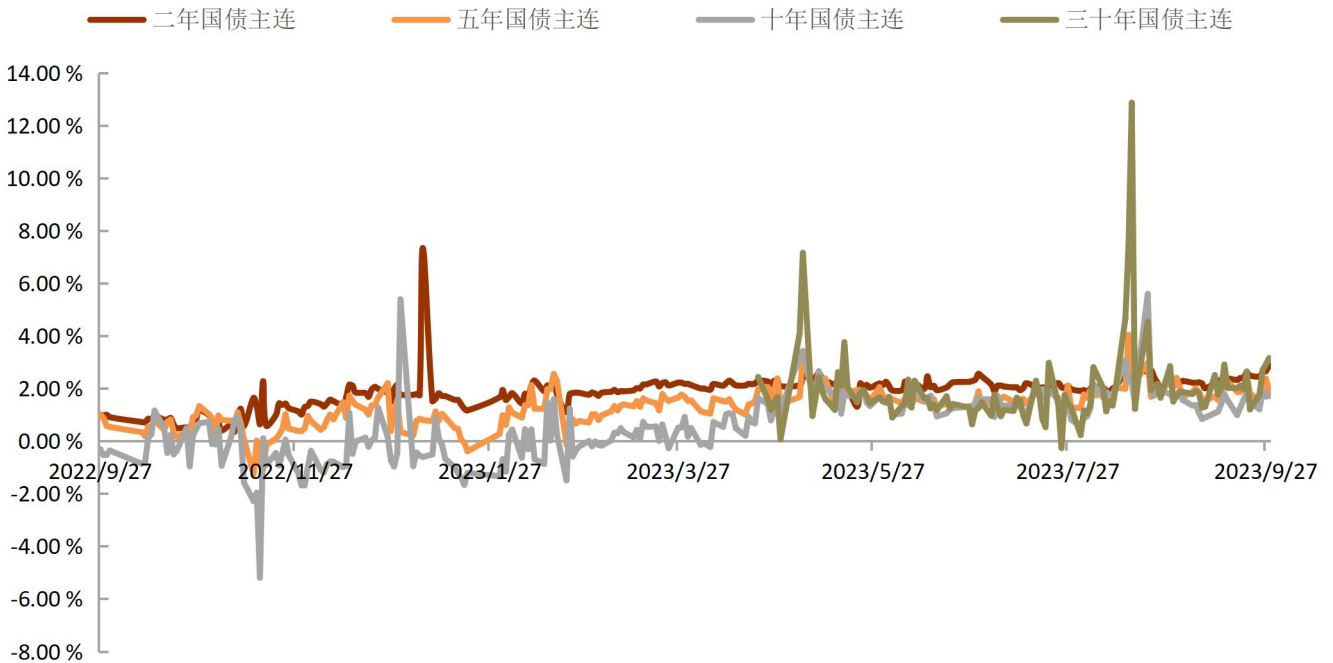
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



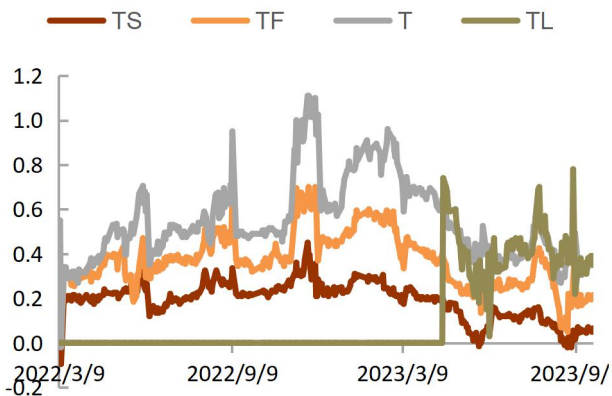
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

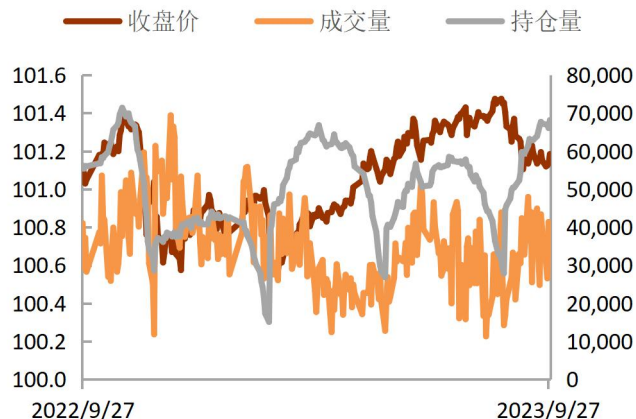


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

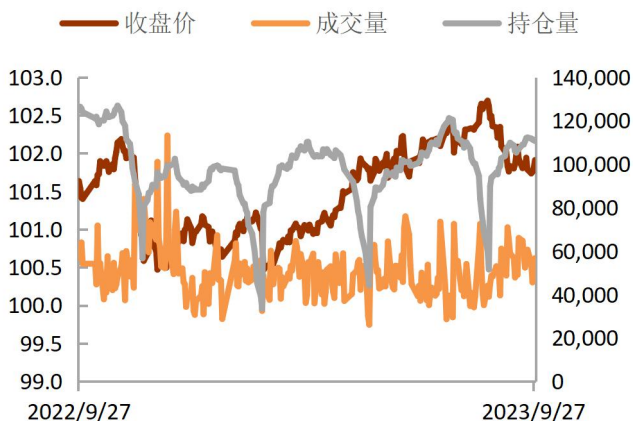


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

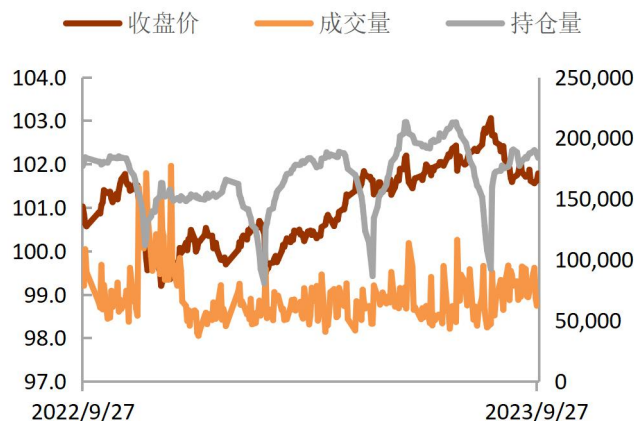


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

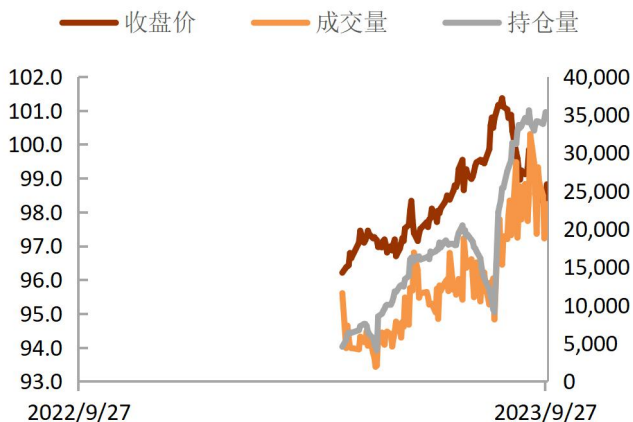


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

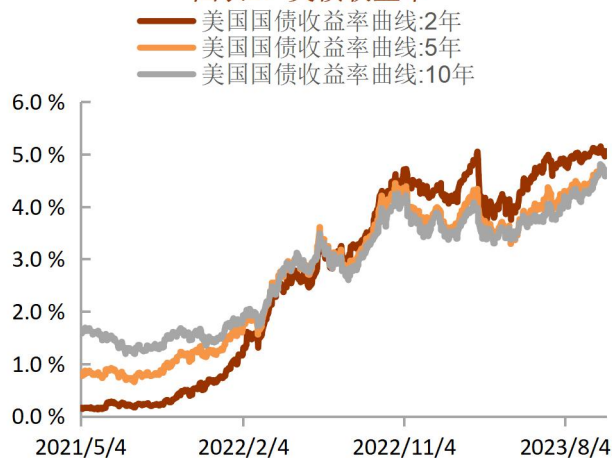


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

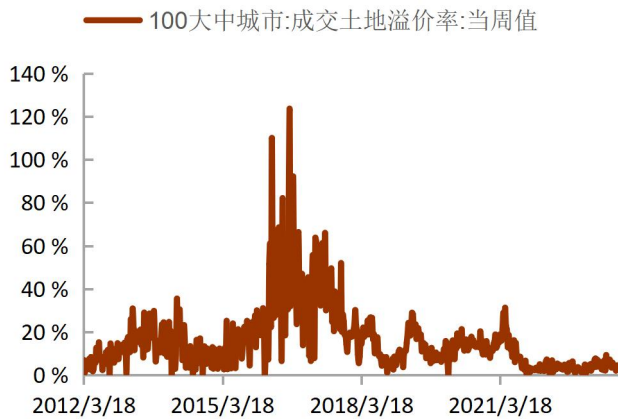


图表15 美债收益率

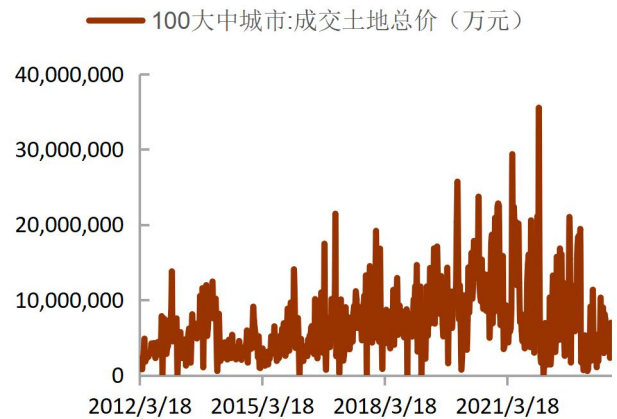


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

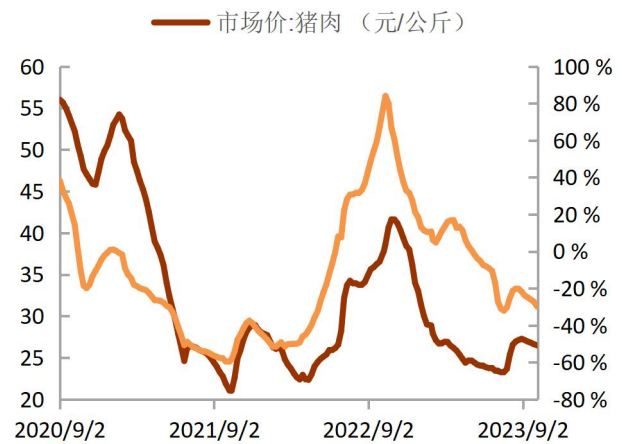


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

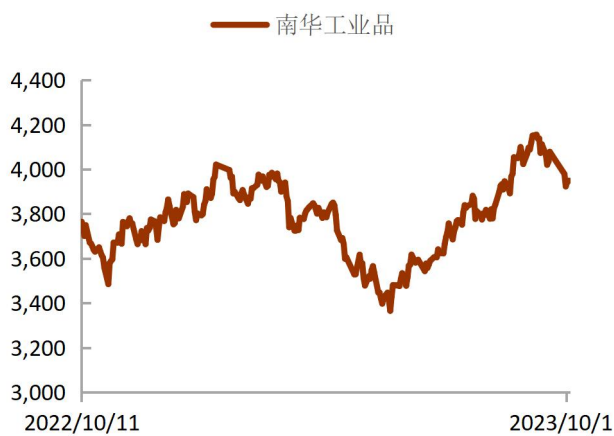


图表19 市场价:猪肉

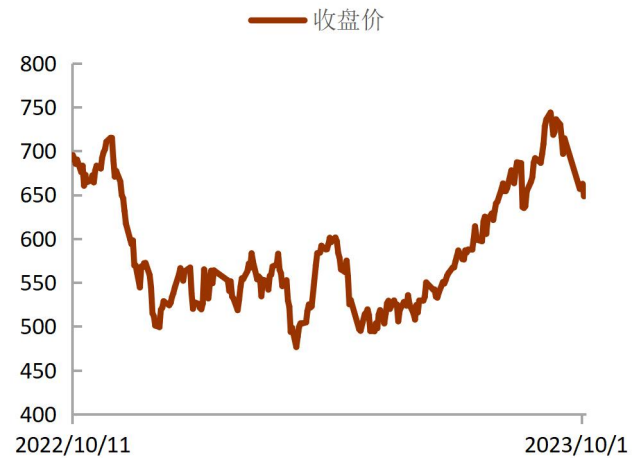


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。