



2023年11月6日

## 货币政策预期持续走强，债市仍可做多

### 核心观点及策略

- 上周债市延续反弹行情，各期限国债收益率普遍下行4-6BP。总体看，资金面宽松及经济数据走弱是本周债市延续反弹的主要利多。而从10Y国债期货走势看涨幅最大的为周二及周四，具体看，周二10月官方制造业PMI出炉，49.5的数值不仅低于50荣枯线并且的较9月下降0.7的降幅超往年季节性回落幅度。当然虽然有非银隔夜价格触及50%的历史性时刻，但DR001加权成交价格则明显低于9月跨季水平，因此对国债利空有限。而周四市场资金价格彻底转松，叠加降准预期持续走高。全周来看国债期货主力合约T2312全周振幅0.39%、最低价101.695、最高价102.095、最终收于102.055、上涨0.37。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼9260亿元，但得益于跨月结束，DR001、DR007等代表品种的加权成交价格大幅走低，同时存单一级发行利率也出现下行态势，资金面担忧消退。货币政策方面，中央金融工作会议强调更加注重和做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具，未见收紧信号。
- 策略建议：短端做多、TS2312正套、做多10Y-2Y利差。
- 风险因素：中美关系改善、地产刺激政策持续出台、货币政策预期落空

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	102.0550	0.3700	-8355	332403	162552
TF2312	102.0150	0.2250	-4769	243379	101607
TS2312	101.1050	0.0450	-7921	159810	59720
TL2312	98.9400	0.8100	-1112	105613	30500
T2403	101.7700	0.4450	9115	42524	24495
TF2403	101.8600	0.2550	5545	22417	14745
TS2403	101.1000	0.0950	3848	17142	10128
TL2403	98.7100	0.9000	1,520	12984	7684

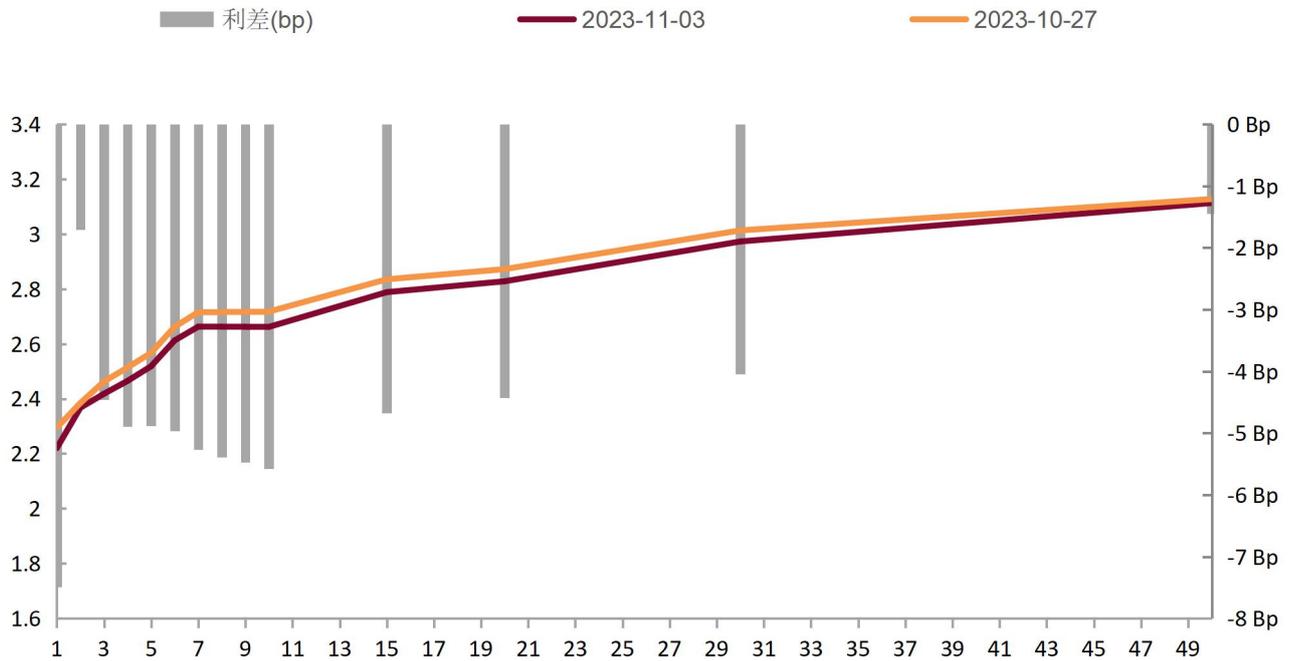
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)						-9260
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
2023/11/3	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	4990	回笼
2023/11/3	逆回购	7日回购	7天	1.80	430	投放
2023/11/2	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	4240	回笼
2023/11/2	逆回购	7日回购	7天	1.80	1940	投放
2023/11/1	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	5000	回笼
2023/11/1	逆回购	7日回购	7天	1.80	3910	投放
2023/10/31	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	5930	回笼
2023/10/31	逆回购	7日回购	7天	1.80	6120	投放
2023/10/30	逆回购	7日回购	7天	1.80	6580	投放
2023/10/30	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	8080	回笼

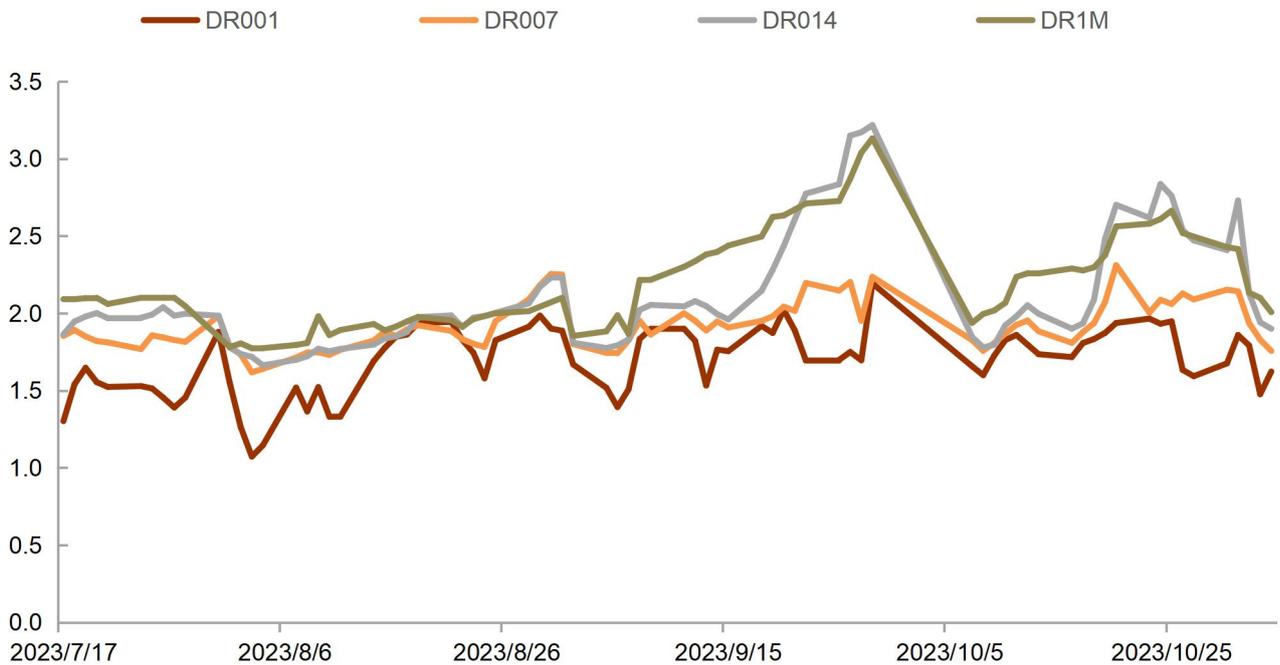
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



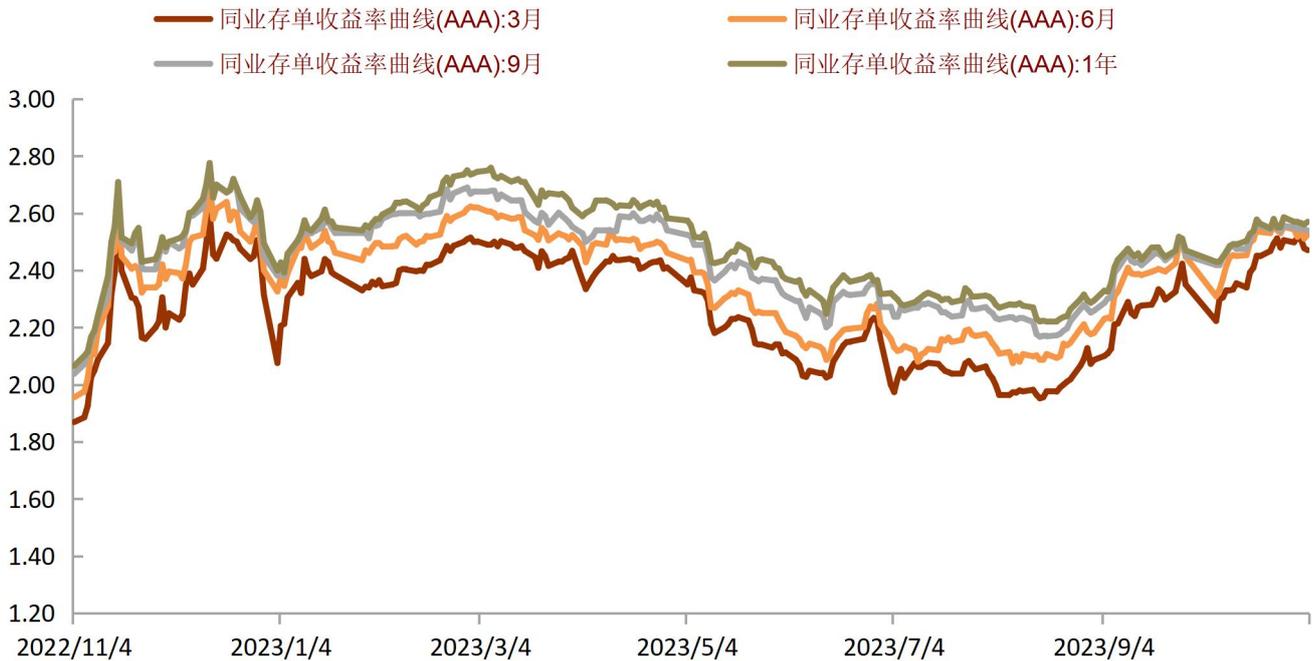
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市延续反弹行情，各期限国债收益率普遍下行 4-6BP。总体看，资金面宽松及经济数据走弱是本周债市延续反弹的主要利多。而从 10Y 国债期货走势看涨幅最大的为周二及周四，具体看，周二 10 月官方制造业 PMI 出炉，49.5 的数值不仅低于 50 荣枯线并且的较 9 月下降 0.7 的降幅超往年季节性回落幅度。当然虽然有非银隔夜价格触及 50% 的历史性时刻，但 DR001 加权成交价格则明显低于 9 月跨季水平，因此对国债利空有限。而周四市场资金价格彻底转松，叠加降准预期持续走高。全周来看国债期货主力合约 T2312 全周振幅 0.39%、最低价 101.695、最高价 102.095、最终收于 102.055、上涨 0.37。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 9260 亿元，但得益于跨月结束，DR001、DR007 等代表品种的加权成交价格大幅走低，同时存单一级发行利率也出现下行态势，资金面担忧消退。货币政策方面，中央金融工作会议强调更加注重和做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具，会议强调要保持流动性合理充裕，融资成本持续下降，以及更好支持扩大内需等。总体基调依然是降低融资成本，未见收紧信号。

经济基本面方面：10 月官方制造业 PMI 超预期下跌，一改此前市场对经济回暖乐观预期，而作为 10 月先行数据，不排除后期公布经济数据走弱可能。高频数据方面，一是已公布的 10 月乘用车厂家零售数据依然平稳。二是 30 城商品房成交面积在 10 月底小幅冲高后再现回落迹象，楼市复苏力度及持续度均不足。三是进出口方面，CCFI 出现小幅反弹但幅度较小，持续性仍需观察，波罗的海干散货指数则延续下行，预计出口仍难见明显改善。四

是猪肉价格依然小幅走低，未来 CPI 数据压力不大。最后是南华工业品指数横盘震荡，PPI 预计维持平稳。

操作上我们认为 15 号前债市仍将以上涨为主，一方面是 10 月经济数据将陆续发布，而根据我们跟踪的高频数据看，经济数据走弱的概率较大，另一方面随着 1 万亿国债增发的临近，市场降准预期也在持续，因此 15 号前市场均有炒作货币政策动力。同时目前 10Y-2Y 利差在小幅上行后又回到前期低点附近，因此当前债市尤其是短端做多性价比最高。我们建议趁机建立短端多头头寸，同时套利方面 TS2312 的 IRR 维持高位存在正套机会。

### 三、一周要闻

1、11 月 1 日起，有商业贷款记录、无公积金贷款记录，且在北京市无房的公积金缴存职工家庭，可执行首套住房公积金贷款政策。10 月 31 日，北京住房公积金管理中心发布通知，优化住房公积金“认房认贷”政策，宣布住房套数认定将不再考虑商业贷款情况。9 月 1 日，北京宣布落实“认房不认贷”政策。但该政策针对的是银行业金融机构的商业性个人住房贷款，北京住房公积金贷款政策仍执行“认房认贷”政策，其中“贷”指的是，在人行征信系统中全国范围内的个人住房贷款记录，包括商业性住房贷款记录、住房公积金个人住房贷款记录。为了进一步支持居民刚性和改善性住房需求，北京住房公积金管理中心发布《关于优化住房公积金个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，对“认贷”进行优化，即认“公积金贷款记录”，不认“商业贷款记录”。根据《通知》，借款人（含共同申请人，下同）在北京市无住房且全国范围内无公积金贷款（含住房公积金政策性贴息贷款，下同）记录的，执行首套住房公积金贷款政策。如果借款申请人在北京市有 1 套住房，或在北京市无住房但全国范围内有 1 笔公积金贷款记录，或在北京市有 1 套住房且全国范围内有 1 笔公积金贷款记录的，执行二套住房公积金贷款政策。通俗来说，就是不论该家庭此前是否使用过商业贷款购房，有没有过商业贷款记录，只要在购买时借款申请人和共同申请人在京无住房并且没有住房公积金贷款记录，可按首套住房申请公积金贷款。但只要有一笔公积金贷款记录，无论是否在京有 1 套住房，住房记录与公积金贷款记录不论是否为同一套，均要按二套住房申请公积金贷款。另外，借款申请人在北京市有 2 套及以上住房的或全国范围内已使用过 2 次公积金贷款的，则不予公积金贷款。

2、中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行。会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。及时处置中小金融机构风险。建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房

地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

3、央行发布《2023年三季度金融机构贷款投向统计报告》。报告显示，2023年三季度末，本外币住户贷款余额79.63万亿元，同比增长5.7%，增速比上年末高0.3个百分点；前三季度增加3.85万亿元，同比多增4370亿元。2023年三季度末，本外币住户消费性贷款(不含个人住房贷款)余额19.31万亿元，同比增长13%，增速比上年末高8.9个百分点；前三季度增加1.28万亿元，同比多增7655亿元。住户经营性贷款余额21.89万亿元，同比增长18.2%，比上年末高1.7个百分点；前三季度增加2.97万亿元，同比多增6581亿元。

4、国家统计局10月31日发布数据显示，受“十一”节日休假、节前部分需求提前释放等因素影响，10月制造业PMI为49.5%。专家分析，主要是受季节性影响，制造业的市场需求有所波动，但生产经营活动预期指数显示，企业对后市保持乐观，近期增发一万亿元特别国债政策有望逐步形成实物工作量，四季度经济运行向好具备基础。农副食品加工、汽车等行业生产保持扩张国家统计局数据显示，10月制造业PMI中，生产指数为50.9%，比9月下降1.8个百分点，仍高于临界点，制造业企业生产景气水平保持扩张。分行业看，农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于55%，相关行业生产继续保持较快增长。从需求端看，受季节性因素影响，国内外市场需求均有波动。10月制造业新订单指数为49.5%，新出口订单指数为46.8%，均较9月下降1个百分点。“长假过后，前期较快增长的消费品需求季节性放缓，增速从高位正常回落。此外化工产品市场需求逐步从旺季向淡季过渡，同时石油消费也偏紧运行，带动整个基础原材料行业市场需求有所收缩。”中国物流信息中心文韬分析。从重点行业看，10月装备制造业和消费品行业新订单指数分别为52.2%和51.8%，继续保持在扩张区间，市场需求持续恢复。受近期部分大宗商品价格下降、市场需求回落等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为52.6%和47.7%，比9月下降6.8和5.8个百分点。中国物流与采购联合会特约分析师张立群表示：“综合研判，是需求不足导致供大于求，使价格指数回落和生产指数回落。需求收缩对企业生产恢复的制约要高度重视。”国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河认为，制造业景气水平有所回落，持续恢复基础仍需进一步巩固。

5、美联储利率制定小组一致同意将关键联邦基金利率维持在5.25%-5.5%的目标区间，这是自7月以来一直在的水平，这是人们普遍预期的举动。这是联邦公开市场委员会继11次加息(其中2023年加息4次)之后连续第二次选择召开会议。在美联储决议公布之后，现货金价短线小幅拉升，整体波动幅度不大。其他市场上，股市依然乐观，标准普尔500指数上涨0.4%，纳斯达克综合指数上涨0.7%，道指上涨0.3%。美国国债收益率下滑，10年期国债收益率下滑约8个基点至4.795%。

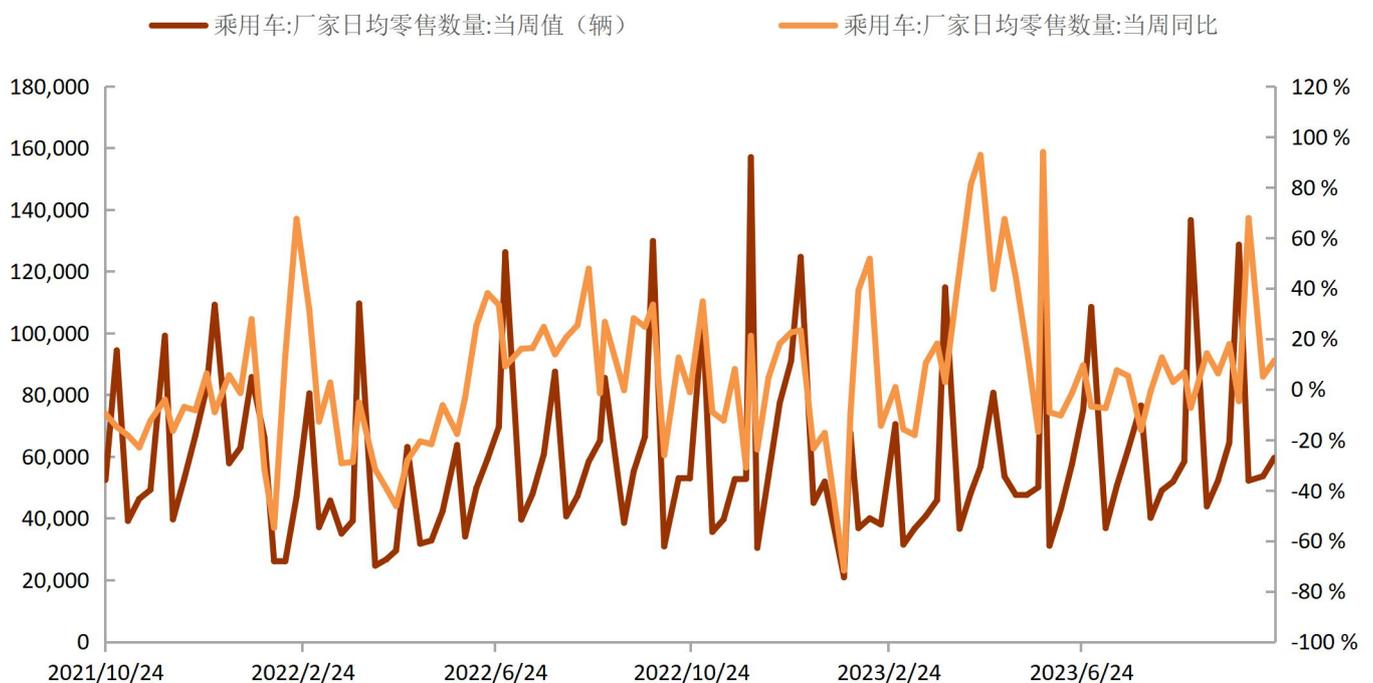
6、11月1日，国家金融监管总局发布《商业银行资本管理办法》，明确构建差异化资本监管体系，全面修订风险加权资产计量规则，提升资本计量的风险敏感性，同时要求银行

制定有效的政策、流程、制度和措施，确保风险权重的适用性和审慎性，相关定性和定量信息披露标准进一步强化，增强市场约束。监管部门将进一步强化监督检查，提升监管有效性。

《办法》将自 2024 年 1 月 1 日起实施，并设置过渡期。2012 年 6 月，原中国银监会公布《商业银行资本管理办法(试行)》，金融监管总局有关部门负责人指出，原规定实施十余年来，资本监管制度强化了银行资本约束机制，增强了银行经营稳健性和服务实体经济的能力，也为我国金融业扩大对外开放创造了有利条件。近年来，随着我国经济金融形势和商业银行风险特征的发展变化，资本监管面临一些新问题，有必要根据新情况进行调整。

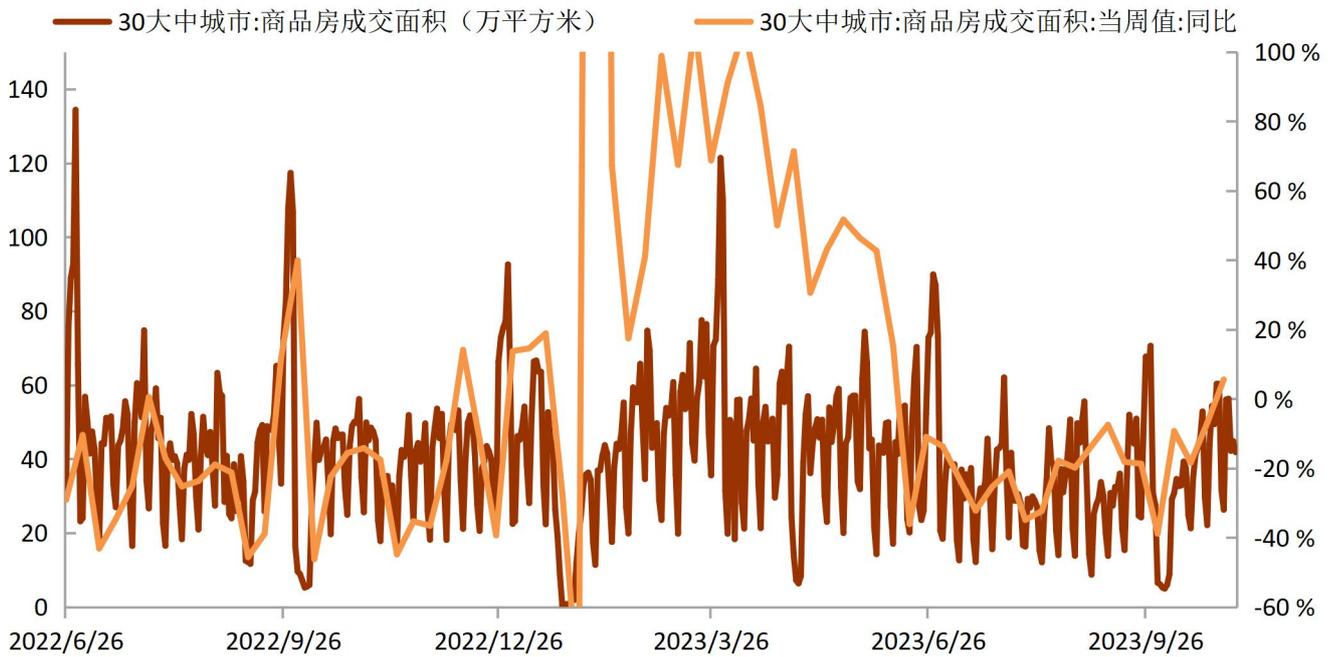
#### 四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



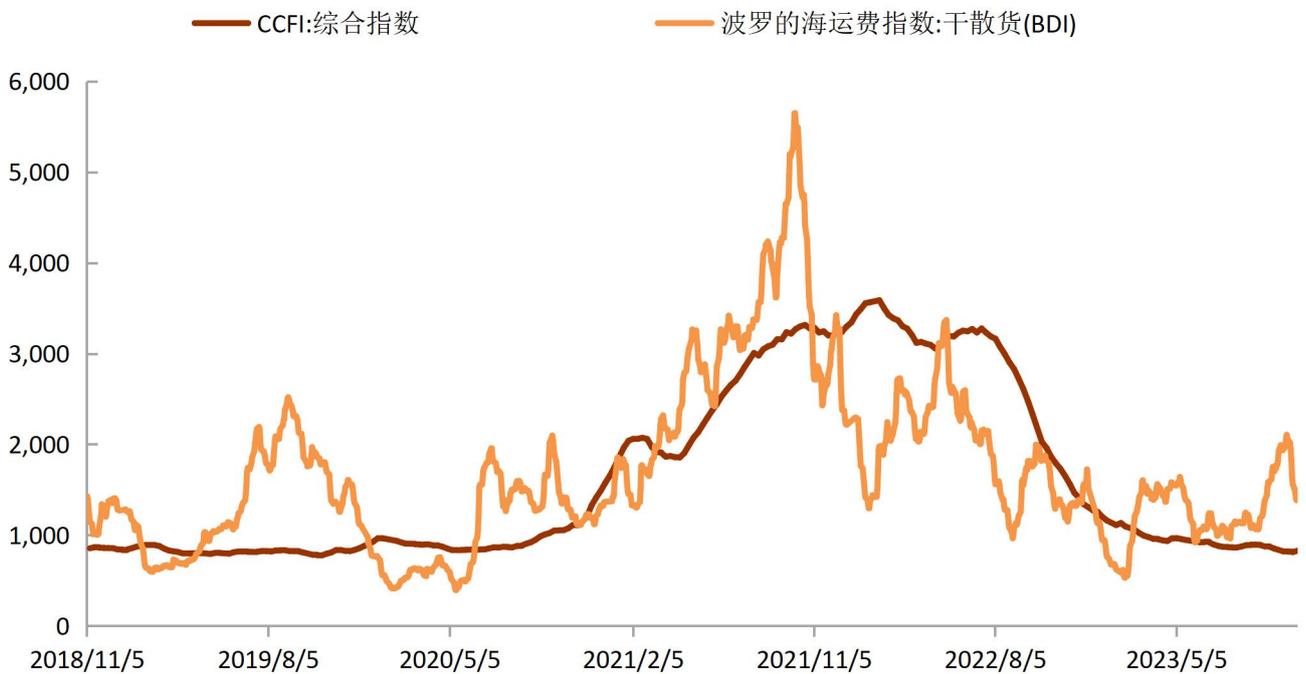
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



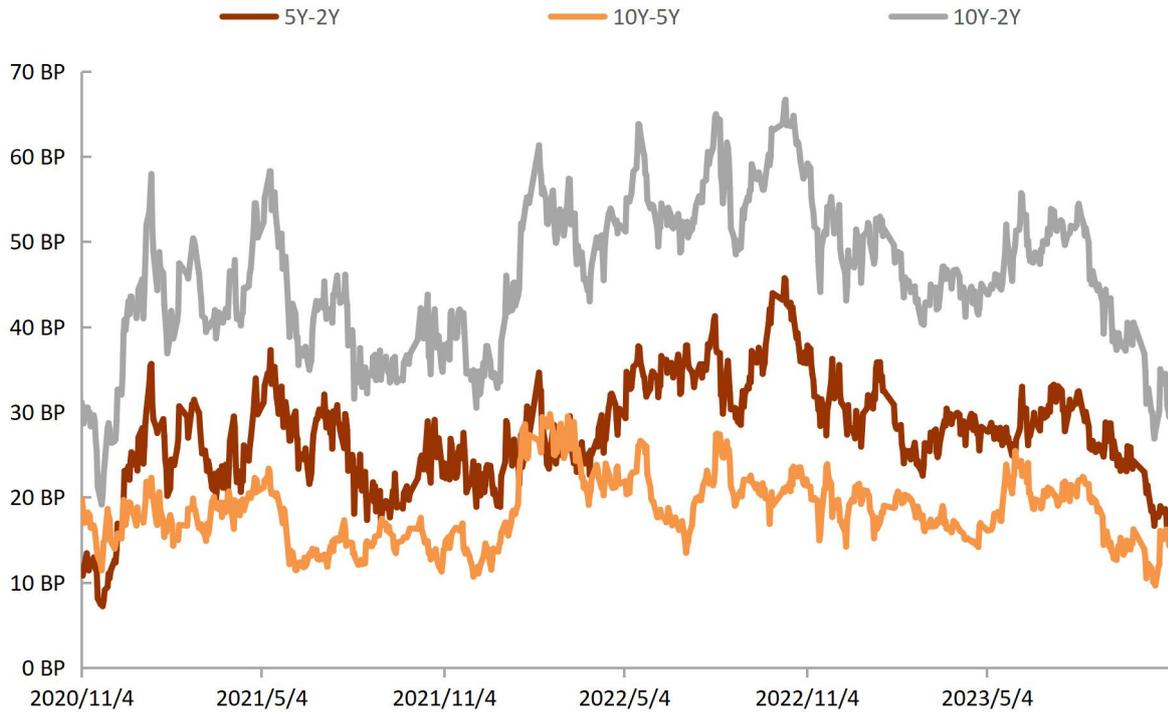
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



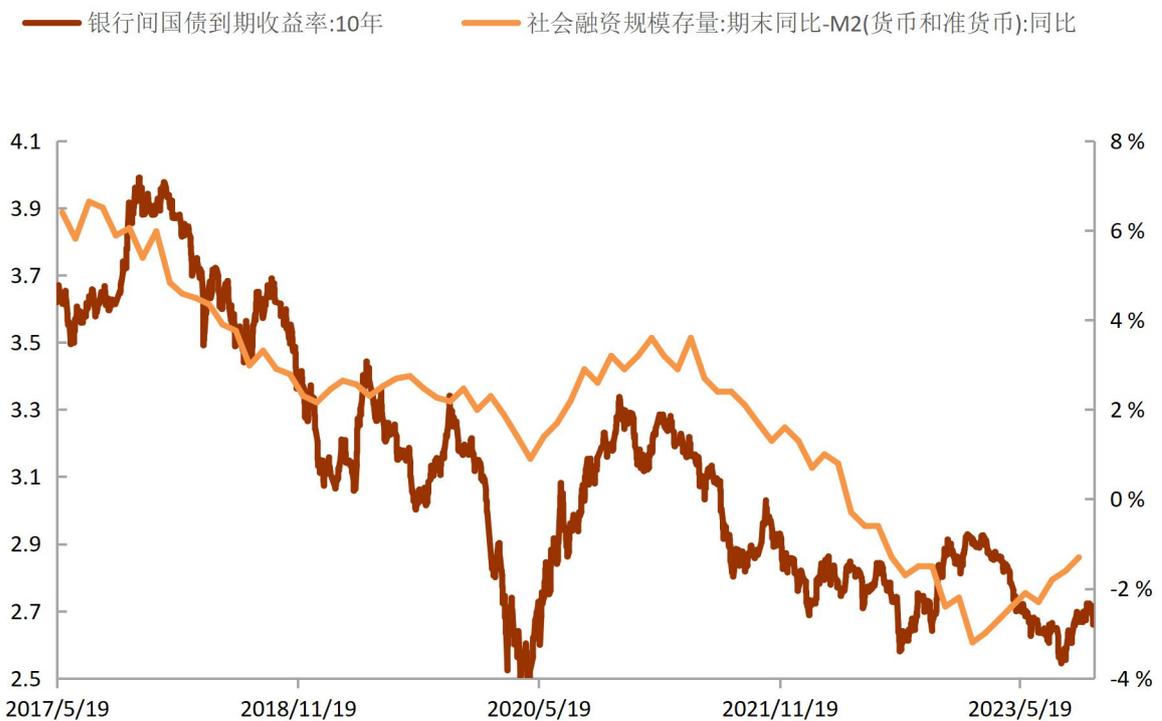
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



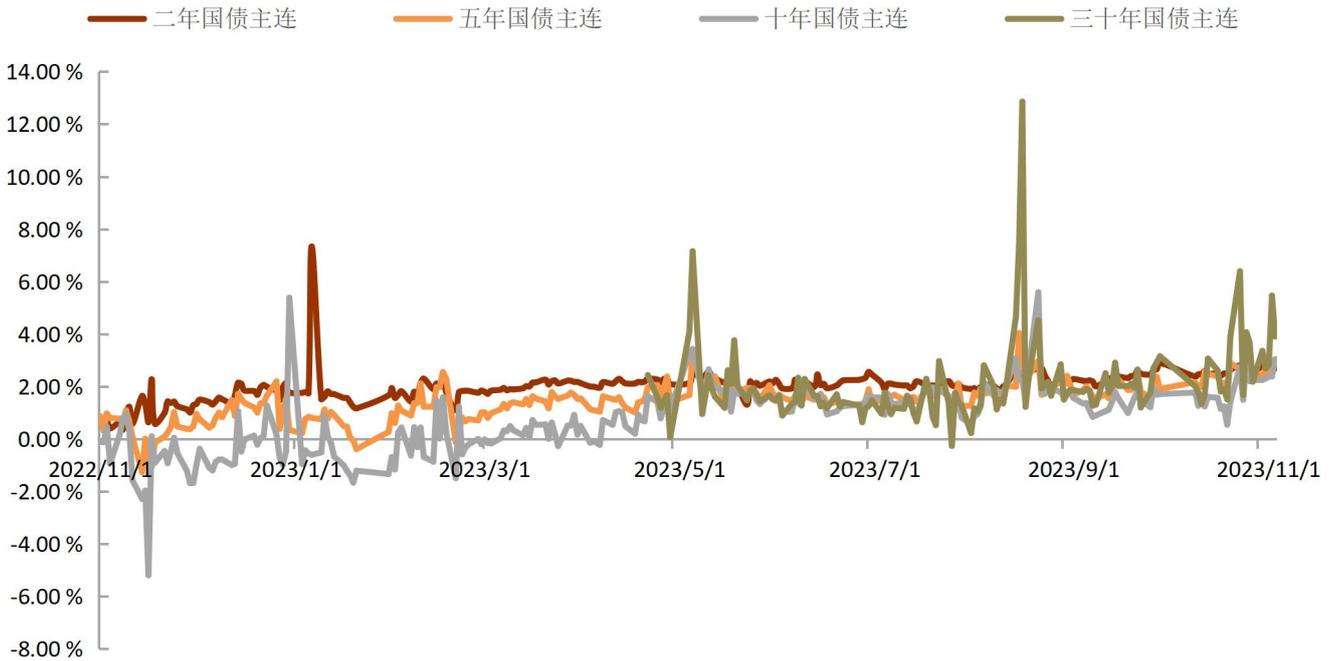
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



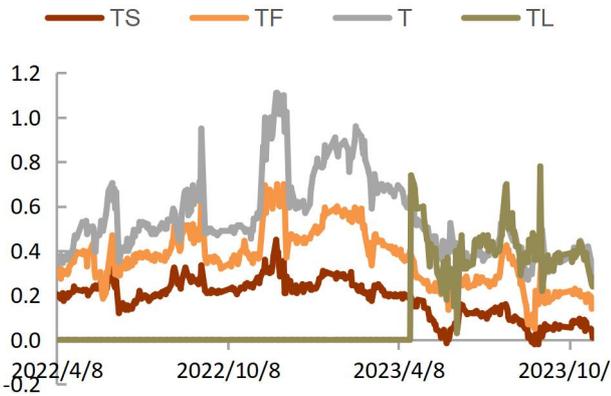
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

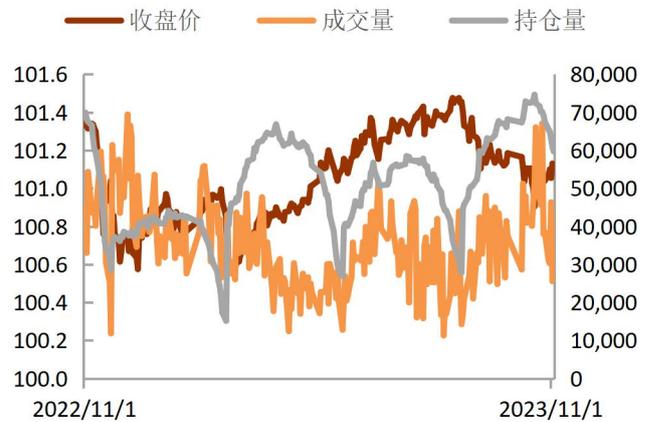


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

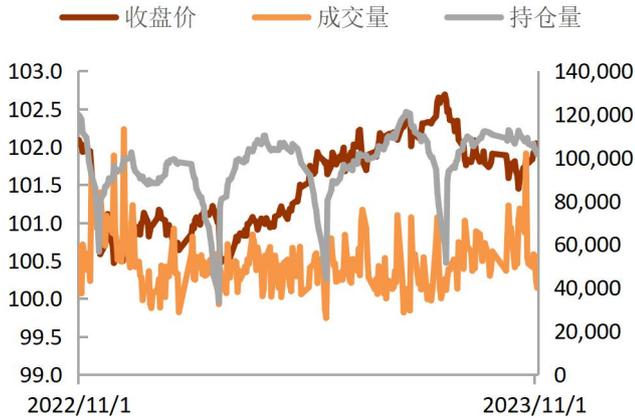


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

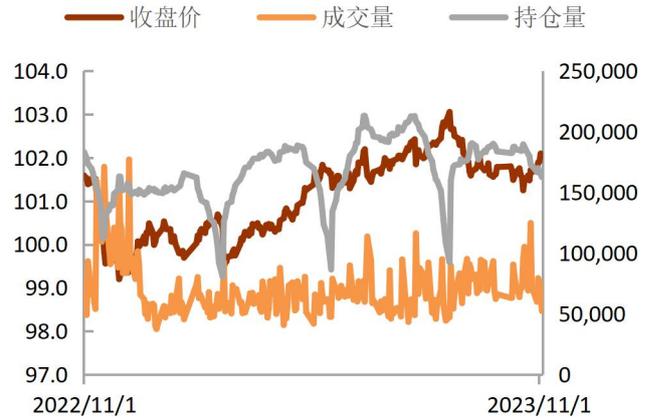


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

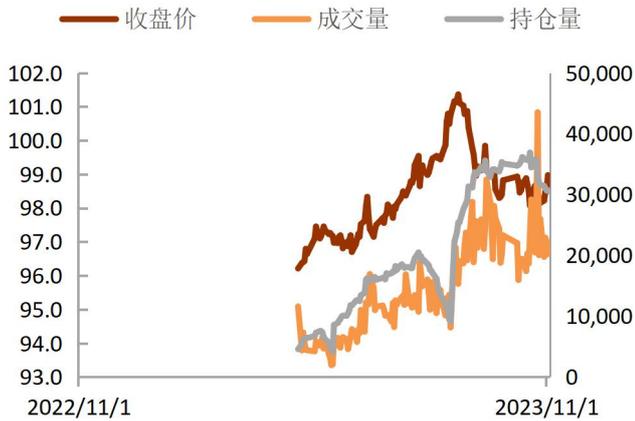


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量



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

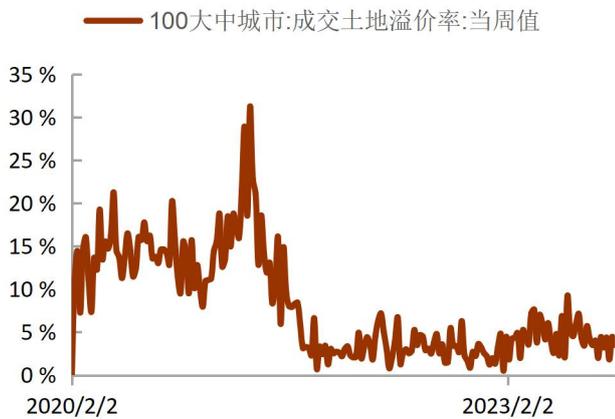


图表15 美债收益率

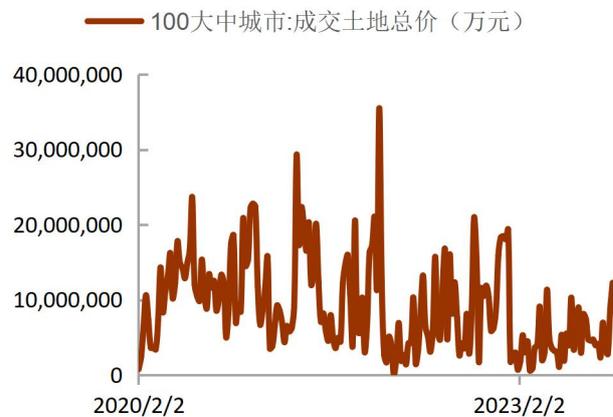


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

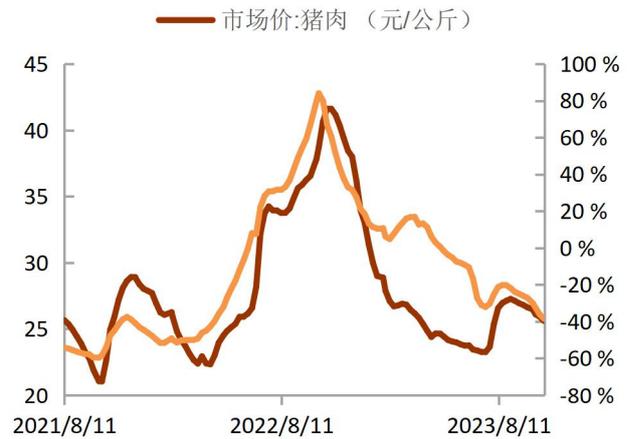


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率



图表19 市场价：猪肉

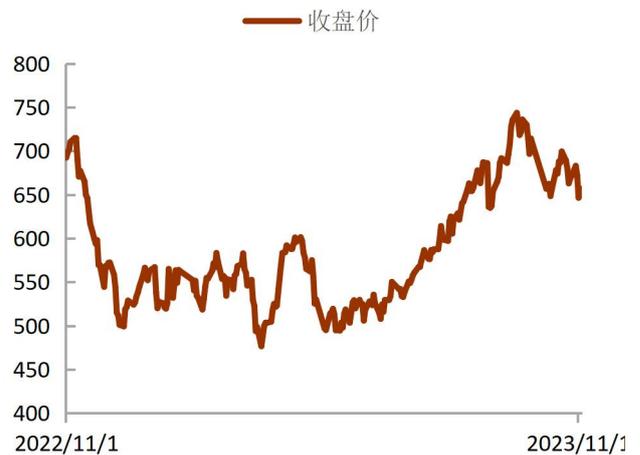


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。