

2023年11月20日



## MLF落地，谨防财政加码

### 核心观点及策略

- 上周债市总体处于横盘震荡状态，但短端国债品种表现稍好于长端10Y-2Y国债收益率利差有所修复。数据上虽然社融数据较上月走弱，但同比依然较好，且社融-M2剪刀差持续修复，同时工业增加值、消费数据也好于市场预期。而市场关注的货币政策方面，虽然降准、降息预期落空，但巨量MLF续作也弥补了市场心理落差，因此上周债市并未走出明显趋势行情。全周来看十年期国债期货主力合约T2312全周振幅0.27%、最低价101.965、最高价102.245、最终收于102.200、上涨0.020。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放11110亿元，不过受税期影响DR001、DR007等代表品种上周的加权成交价格并未走低反而继续小幅走高，但存单一级发行利率则表现出企稳态势。货币政策方面，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会提到：要优化资金供给结构，盘活存量金融资源，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，增强金融支持实体经济的可持续性。未来货币政策恐难有进一步放水，宽信用将成为下一阶段主要基调。
- 策略建议：T2312正套、做多10Y-2Y利差。
- 风险因素：中美关系改善、房地产触底反弹

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  | 102.2000 | 0.0450   | -37606 | 346299 | 116541 |
| TF2312 | 102.1250 | 0.0450   | -30902 | 266445 | 67220  |
| TS2312 | 100.9800 | -0.0360  | -11796 | 184802 | 43755  |
| TL2312 | 99.7300  | 0.3700   | -4974  | 137756 | 22940  |
| T2403  | 102.1250 | 0.1850   | 49264  | 172492 | 91211  |
| TF2403 | 102.0850 | 0.1400   | 26413  | 107031 | 51900  |
| TS2403 | 101.1380 | 0.0720   | 14205  | 98050  | 32741  |
| TL2403 | 99.5900  | 0.3500   | 5,942  | 43688  | 17949  |

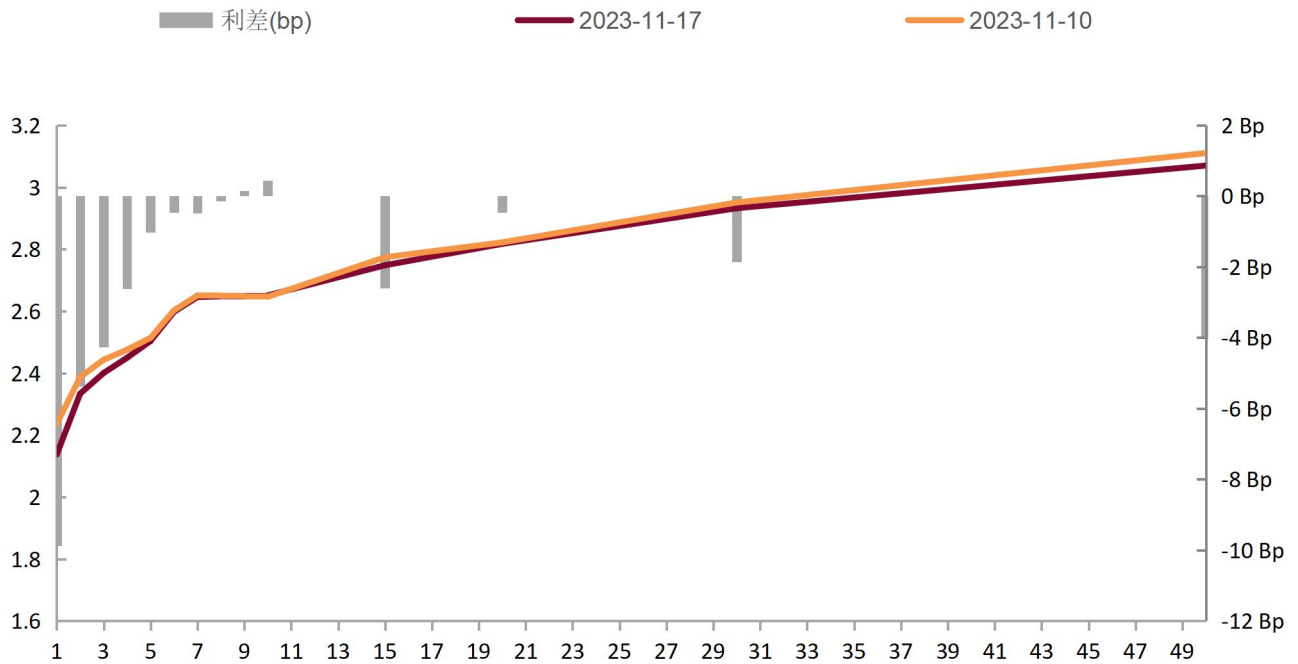
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

| 本周净投放(亿元)  |        |        |     |            |       | 11110 |
|------------|--------|--------|-----|------------|-------|-------|
| 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  |
| 2023/11/17 | 逆回购到期  | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 2030  | 回笼    |
| 2023/11/17 | 逆回购    | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 3520  | 投放    |
| 2023/11/16 | 逆回购    | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 3770  | 投放    |
| 2023/11/16 | 逆回购到期  | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 2020  | 回笼    |
| 2023/11/15 | MLF 投放 | 1年 MLF | 12月 | 2.50       | 14500 | 投放    |
| 2023/11/15 | 逆回购到期  | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 4740  | 回笼    |
| 2023/11/15 | MLF 回笼 | 1年 MLF | 12月 | 2.75       | 8500  | 回笼    |
| 2023/11/15 | 逆回购    | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 4950  | 投放    |
| 2023/11/14 | 逆回购到期  | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 3530  | 回笼    |
| 2023/11/14 | 逆回购    | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 4240  | 投放    |
| 2023/11/13 | 逆回购    | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 1130  | 投放    |
| 2023/11/13 | 逆回购到期  | 7日回购   | 7天  | 1.80       | 180   | 回笼    |

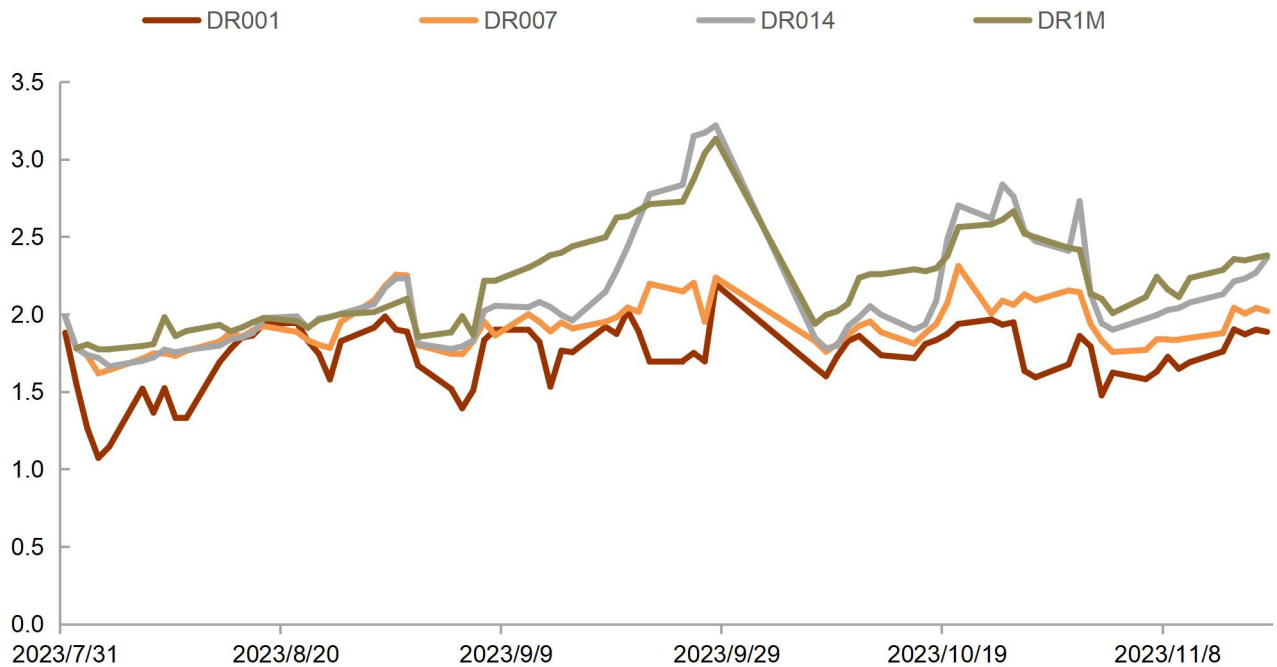
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



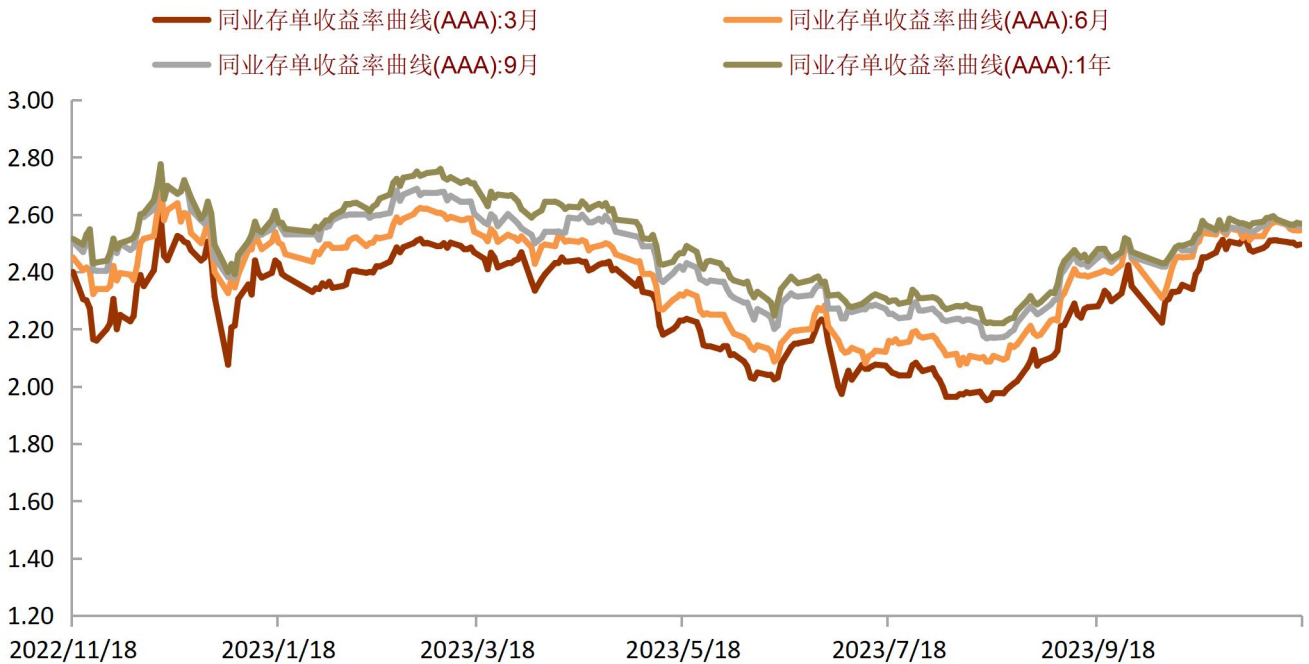
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市总体处于横盘震荡状态，但短端国债品种表现稍好于长端 10Y-2Y 国债收益率利差有所修复。数据上虽然社融数据较上月走弱，但同比依然较好，且社融-M2 剪刀差持续修复。同时工业增加值、消费数据也好于市场预期。而市场关注的货币政策方面，虽然降准、降息预期落空，但巨量 MLF 续作也弥补了市场心理落差，因此上周债市并未走出明显趋势行情。全周来看十年期国债期货主力合约 T2312 全周振幅 0.27%、最低价 101.965、最高价 102.245、最终收于 102.200、上涨 0.020。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 11110 亿元，不过受税期影响 DR001、DR007 等代表品种上周的加权成交价格并未走低反而继续小幅走高，但存单一级发行利率则表现出企稳态势。货币政策方面，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会提到：要优化资金供给结构，盘活存量金融资源，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，增强金融支持实体经济的可持续性。未来货币政策恐难有进一步放水，宽信用将成为下一阶段主要基调。

经济基本面方面：社融、M2 剪刀差持续修复，同时消费、工业增加值等均好于预期，而这与我们此前根据高频数据给出的判断有所出入，市场对复苏走弱的预期需要纠正。高频数据方面，首先是 11 月乘用车厂家零售数据依然不理想，但双十一快递包裹数量同比高增，叠加上今年手机爆款频出，目前不能断言 11 月消费数据走弱。二是 30 城商品房成交面积虽然绝对值依然不理想，但同比开始转正地产对数据拖累开始减弱，同时土地出让金额在近几

期数据罕见冲高，不排除地产触底反弹可能。三是外贸方面，CCFI 连续多周出现小幅反弹，并在最新一期数据出现加速迹象，叠加中美关系缓和背景，不排除未来出口数据出现超预期反弹。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。

操作上我们认为当前债市已对货币政策抱有较高期待，但仅 MLF 超量续作其实并未达到市场预期，而周末房地产融资要求放宽以及未来 1 万亿国债增发等宽信用措施则将持续利空债市，叠加存单利率维持高位，未来长债补跌概率较高。同时目前 10Y-2Y 利差虽有所修复但依然处于近 3 年极值附近，因此做多 10-2Y 利差走阔交易胜率最高风险最小。因此我们建议继续做多 10-2Y 利差交易，同时套利方面 T2312 等国债期货 IRR 继续维持高位存在正套机会。

### 三、一周要闻

1、据中国证监会消息，11 月 17 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。会议强调，过去一段时间，金融部门积极配合行业主管部门和地方政府，从房地产市场的供需两端综合施策，保持信贷、债券、股权等重点融资渠道稳定，支持改善行业经营，优化调整个人住房贷款政策，着力稳定房地产市场，取得了良好的效果。近日金融部门和行业主管部门联合召开代表性房地产企业座谈会，调研了解行业风险化解和高质量发展的主要金融需求。各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。要继续配合地方政府和相关部门，坚持法治化、市场化原则，加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。要积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。会议要求，金融部门要认真贯彻落实中央关于防范化解地方债务风险的精神，按照市场化、法治化原则，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增。金融机构要完善工作机制，突出重点、分类施策，与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构，确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。

2、11 月 14 日北京华软新动力私募基金管理有限公司(简称“华软新动力”)官方微信号 14 日发布声明，截至目前，公司管理的最终实际投资至深圳汇盛私募证券投资基金管理有限公司(简称“汇盛私募”)的部分私募基金产品，因汇盛私募发生违约行为导致兑付困难。华软新动力表示，为维护投资人的合法权益，针对汇盛私募的重大违约行为，公司将持续向相关基金产品的投资人进行信息披露，并针对汇盛私募以及相关环节采取法律手段，尽最大努

力实现投资人的合法权益。

3、央视新闻消息，11月15日，中美双方发表关于加强合作应对气候危机的阳光之乡声明。声明提出，两国支持二十国集团领导人宣言所述努力争取到2030年全球可再生能源装机增至三倍，并计划从现在到2030年在2020年水平上充分加快两国可再生能源部署，以加快煤油气发电替代。两国争取到2030年各自推进至少5个工业和能源等领域碳捕集利用和封存（CCUS）大规模合作项目。同时，中美两国将支持省、州和城市在电力、交通、建筑和废弃物等领域开展气候合作。

4、11月15日财政部：1-10月累计，全国一般公共预算收入187494亿元，同比增长8.1%。其中，税收收入157841亿元，同比增长10.7%；非税收入29653亿元，同比下降3.8%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入85870亿元，同比增长7.3%；地方一般公共预算本级收入101624亿元，同比增长8.8%。

5、11月13日，据央行网站，初步统计，2023年前十个月社会融资规模增量累计为31.19万亿元，比上年同期多2.33万亿元。10月份社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期多9108亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4837亿元，同比多增232亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加152亿元，同比多增876亿元；委托贷款减少429亿元，同比多减899亿元；信托贷款增加393亿元，同比多增454亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2536亿元，同比多减380亿元；企业债券净融资1144亿元，同比少1269亿元；政府债券净融资1.56万亿元，同比多1.28万亿元；非金融企业境内股票融资321亿元，同比少467亿元。

6、从各线城市情况看，除一线城市外，目前已有至少17城新挂牌地块取消地价上限，土拍实行“价高者得”。从已经落地“价高者得”模式的城市来看，供求关系较好的城市的核心区土地市场热度已经开始回温，比如合肥最近一轮土拍，滨湖区的地块很明显热度高于其他区域，且也普遍出现了溢价率提升。根据土拍结果，合肥滨科城BK202305号地块溢价率44.89%；包河区BH202310号的溢价率也超过30%。可以看到的是，目前一线城市对于限制性政策的松绑仍然较为谨慎。和深圳一样，北京、上海亦维持地价、房价“双限”政策。诸葛数据研究中心高级分析师关荣雪指出，一线城市作为房地产市场的核心区域，其市场表现对于整个楼市的发展具有决定性作用，因此政策动向至关重要，边际放松将持续作为一线城市政策调整的主要方式，短期内全面取消此前限购限价类政策的可能性不大。

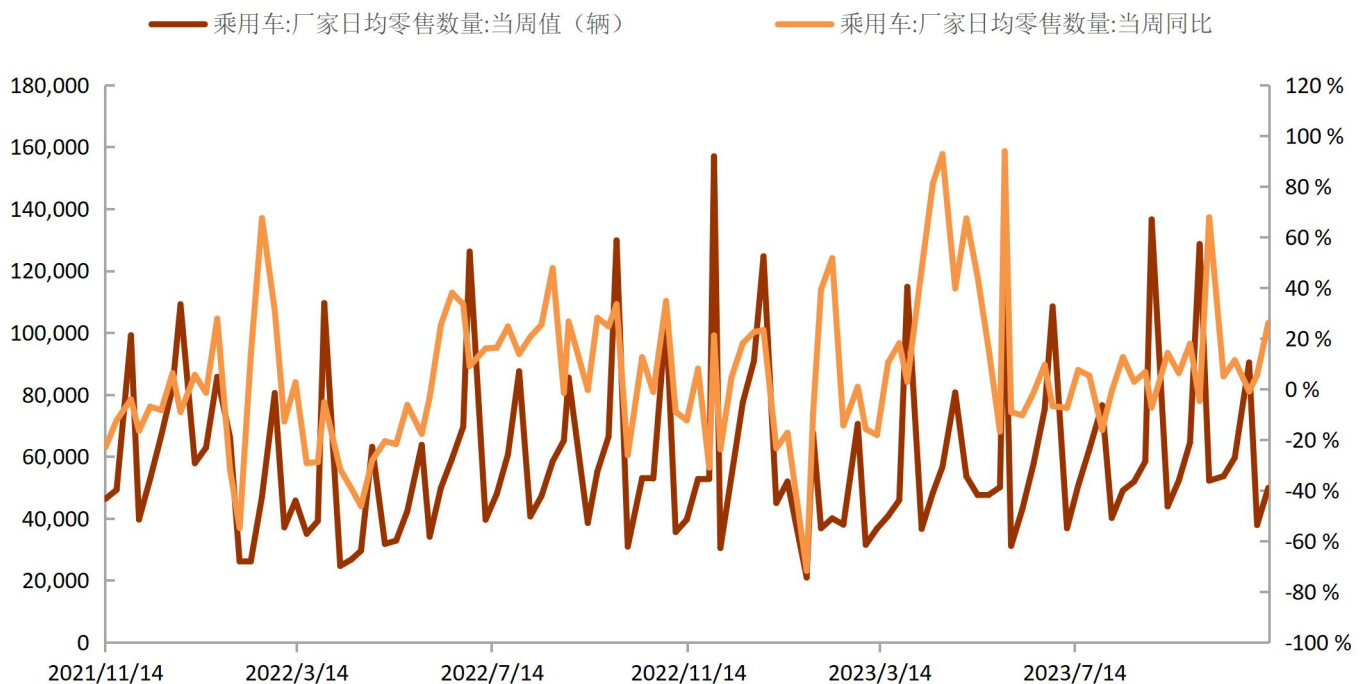
7、10月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.39%。1—10月份，规模以上工业增加值同比增长4.1%。分三大门类看，10月份，采矿业增加值同比增长2.9%，制造业增长5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%。分经济类型看，10月份，国有控股企业增加值同比增长4.9%；股份制企业增长5.6%，外商及港澳台商投资企业增长0.9%；私营企业增长3.9%。分行业看，10月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中煤炭开采和洗选业增长3.3%，石油和天然气开采业增长0.4%，农副食品加工业增长0.7%，酒、饮料和精制茶制造业增长3.4%，纺织业增长2.0%，化学原料和化学制

品制造业增长 12.1%，非金属矿物制品业下降 1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 7.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.5%，通用设备制造业下降 0.1%，专用设备制造业增长 2.7%，汽车制造业增长 10.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.6%，电气机械和器材制造业增长 9.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 4.8%，电力、热力生产和供应业增长 0.9%。分产品看，10 月份，620 种产品中有 371 种产品产量同比增长。钢材 11371 万吨，同比增长 3.0%；水泥 19121 万吨，下降 4.0%；十种有色金属 655 万吨，增长 8.2%；乙烯 282 万吨，增长 5.6%；汽车 277.9 万辆，增长 8.5%，其中新能源汽车 92.7 万辆，增长 27.9%；发电量 7044 亿千瓦时，增长 5.2%；原油加工量 6393 万吨，增长 9.1%。

8、10 月份，社会消费品零售总额 43333 亿元，同比增长 7.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 39198 亿元，增长 7.2%。1—10 月份，社会消费品零售总额 385440 亿元，同比增长 6.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 346472 亿元，增长 7.0%。按经营单位所在地分，10 月份，城镇消费品零售额 37479 亿元，同比增长 7.4%；乡村消费品零售额 5854 亿元，增长 8.9%。1—10 月份，城镇消费品零售额 333889 亿元，同比增长 6.8%；乡村消费品零售额 51551 亿元，增长 7.6%。按消费类型分，10 月份，商品零售 38533 亿元，同比增长 6.5%；餐饮收入 4800 亿元，增长 17.1%。1—10 月份，商品零售 343535 亿元，同比增长 5.6%；餐饮收入 41905 亿元，增长 18.5%。

#### 四、高频及相关数据跟踪

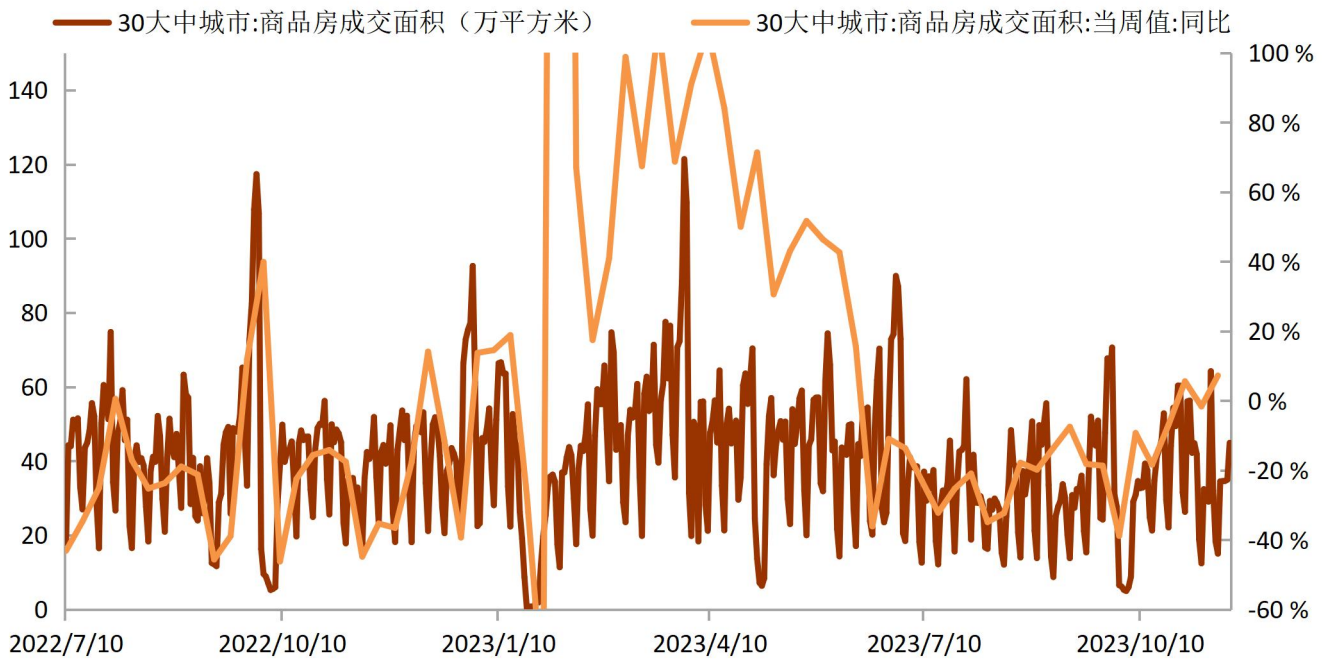
图表4 乘用车厂家零售



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

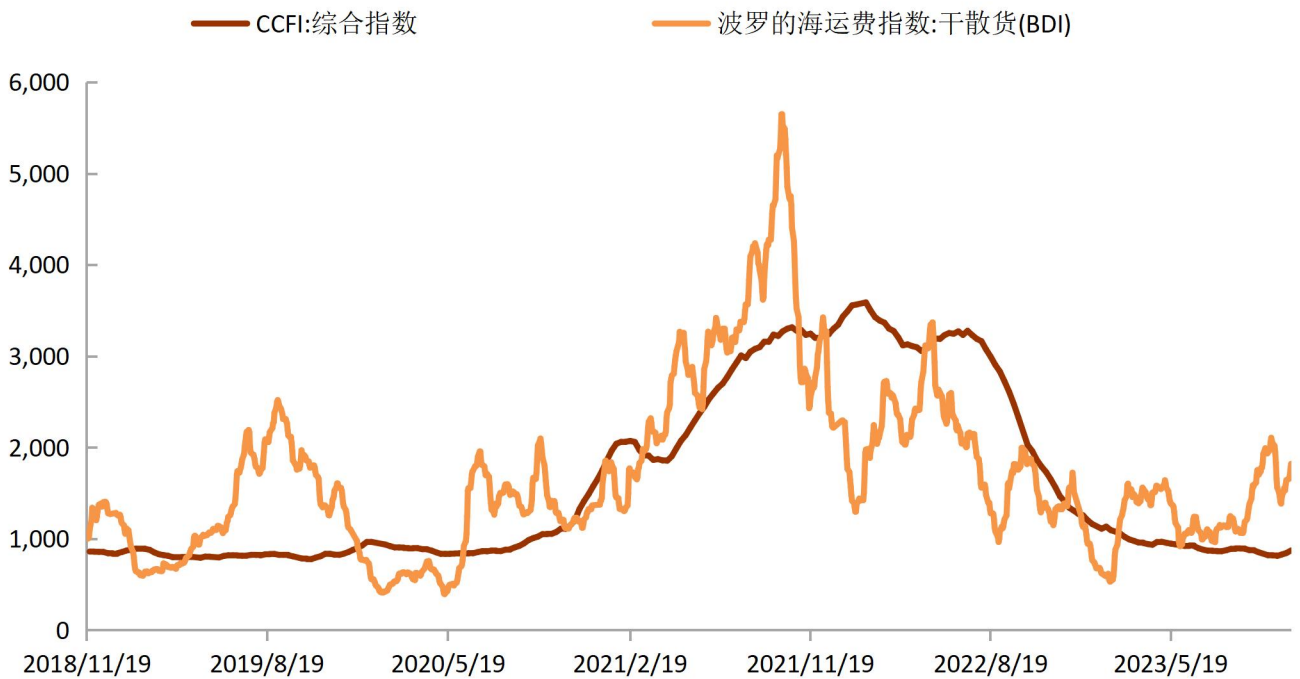
敬请参阅最后一页免责声明

图表5 30大中城市:商品房成交面积



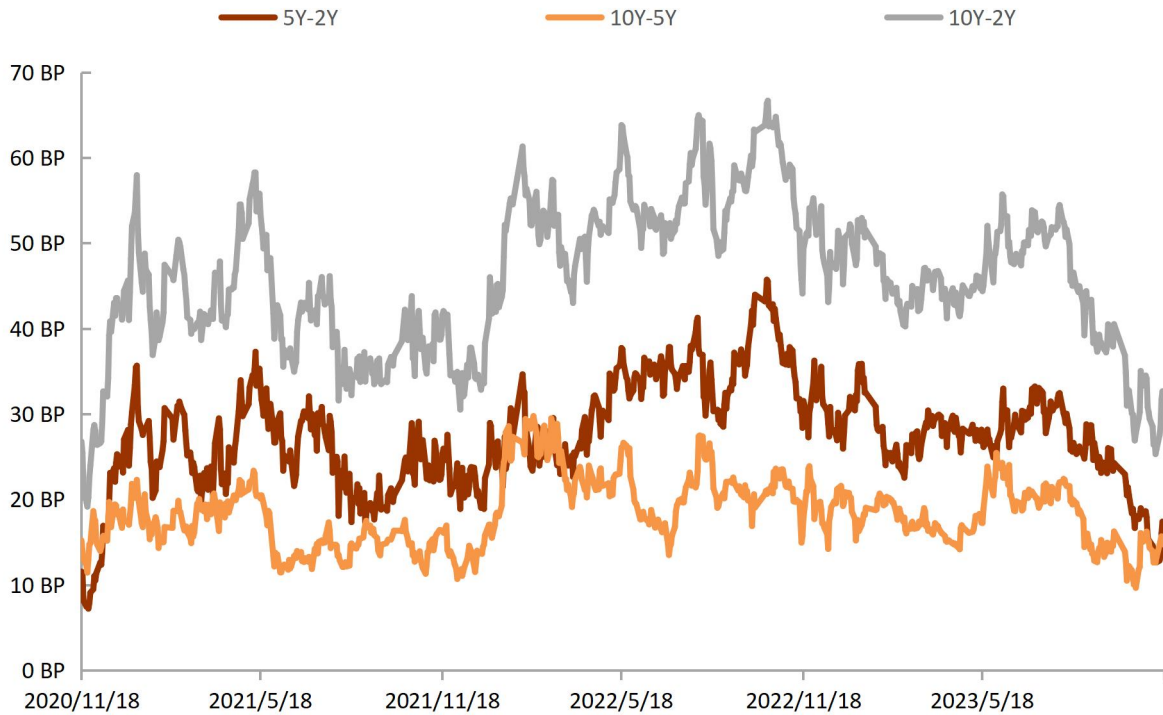
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



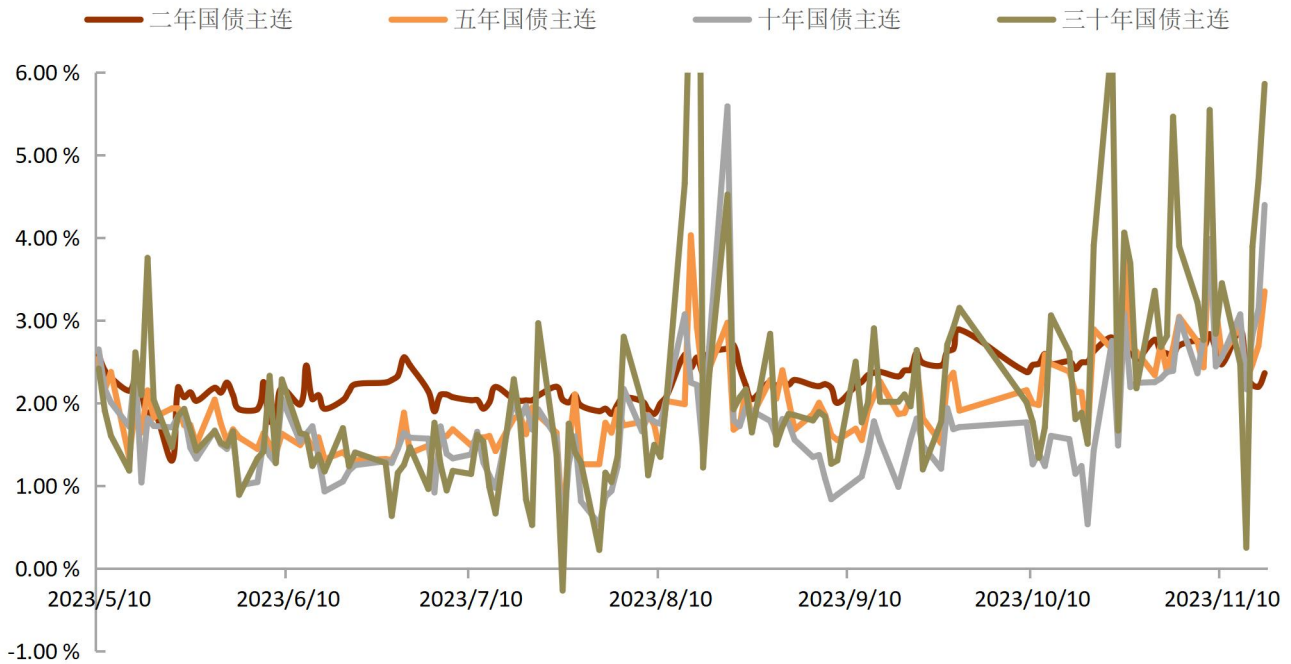
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



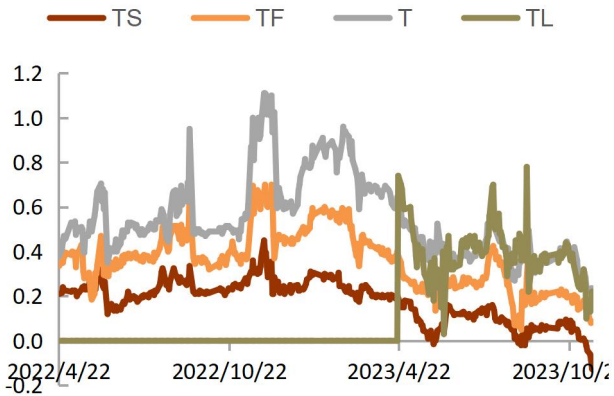
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

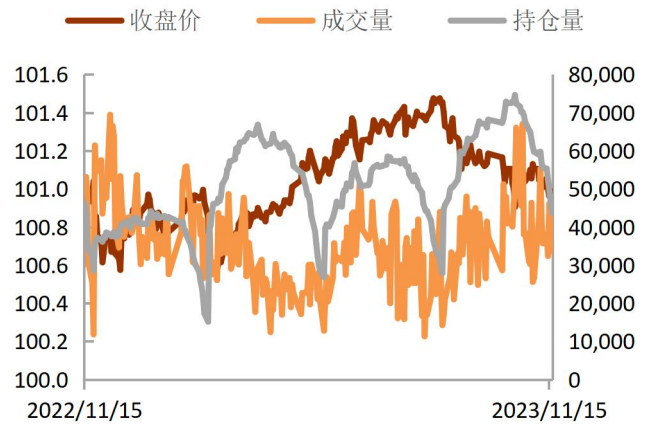


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

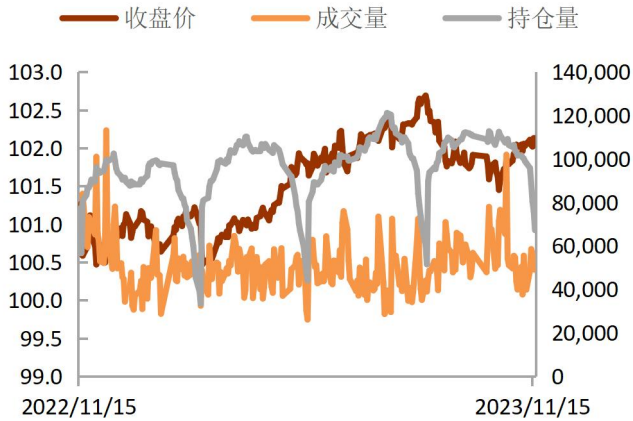


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

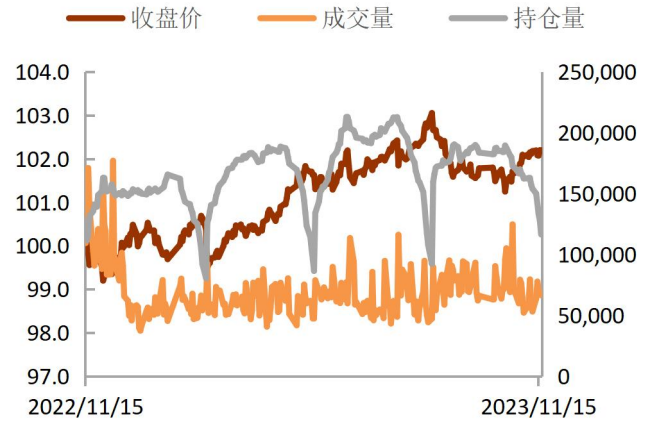


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

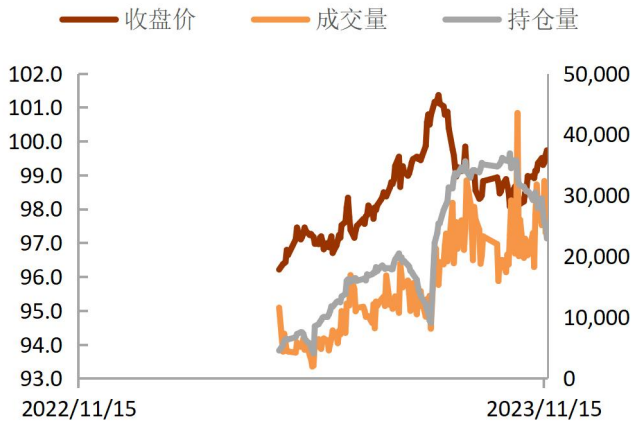


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

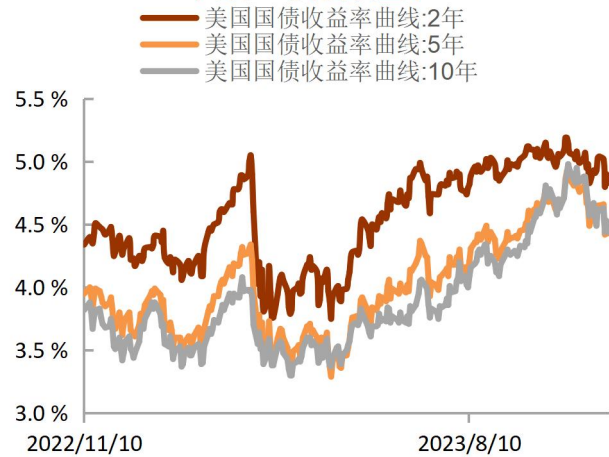


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

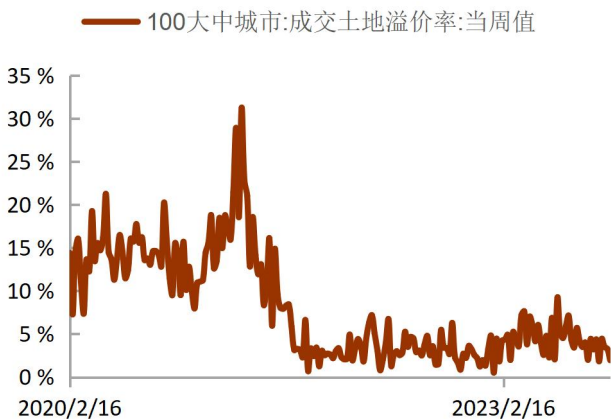


图表15 美债收益率

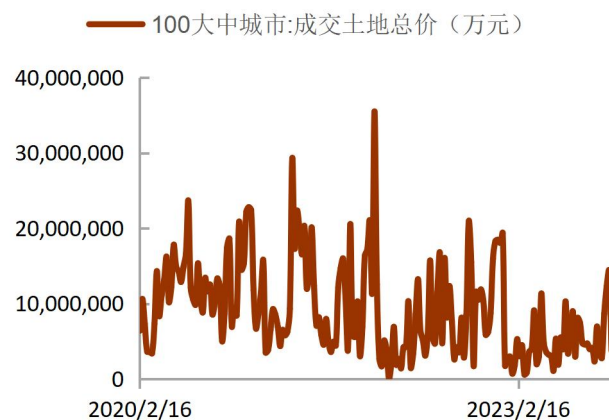


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

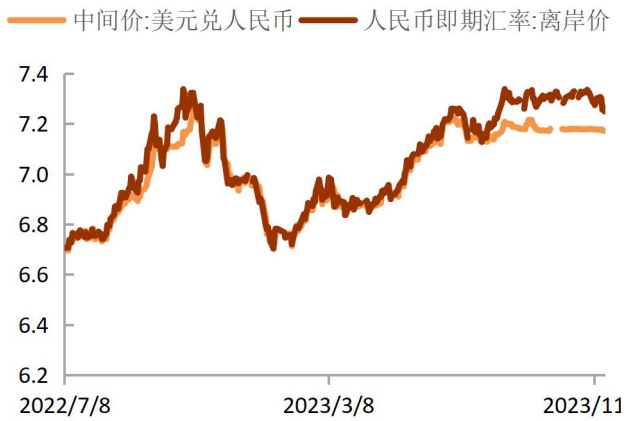


图表17 成交土地总价

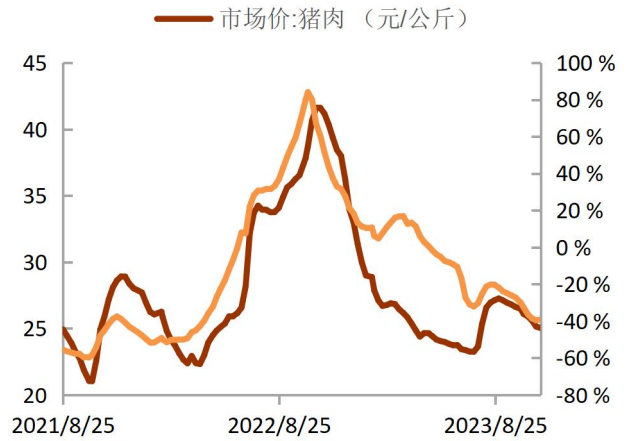


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

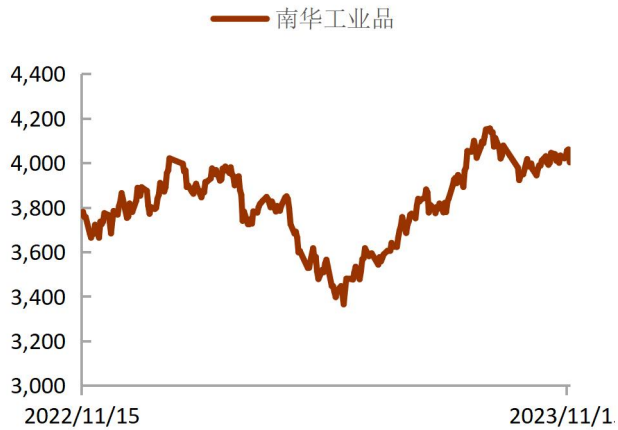


图表19 市场价：猪肉

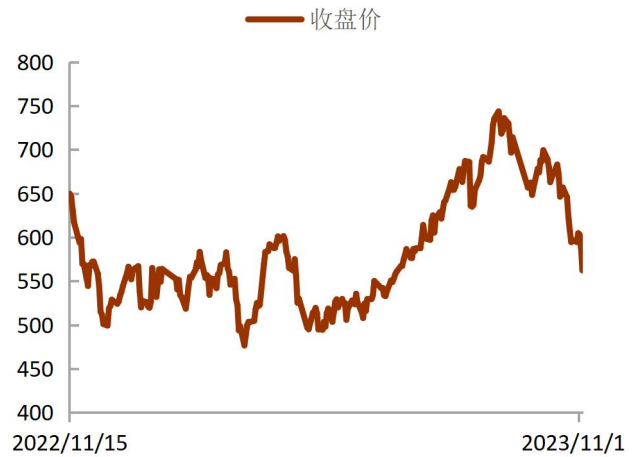


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。