



2023年11月27日

## 存单利率居高不下，债市大幅调整

### 核心观点及策略

- 上周债市开始回调，其中1-2Y国债收益率上行达10BP，3-10Y国债收益率也上行5-8BP不等。具体来看上周债市下跌始于周三（22日），而周二盘后最为重要的消息便是十四届全国人大常委会第六次会议审议了中国人民银行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告。报道中提到货币资金在银行间空转，叠加上此前市场高度预期的货币政策迟迟不至，市场对于货币政策预期开始调整，伴随存单一级发行价格不断向上突破，债市也开始了一轮快速调整。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.48%、最低价101.625、最高价102.115、最终收于101.695、下跌0.430。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放4460亿元，但临近跨月DR007及以上期限资金价格小幅上行，存单一级发行利率则再次向上突破。货币政策方面，官方表态较少，但人大对央行的建议中提到货币资金在银行间空转，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：做多10Y-2Y利差。
- 风险因素：房地产触底反弹、货币政策转向

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	101.8100	-0.4100	-53268	207709	63273
TF2312	101.6550	-0.4600	-30449	179277	36771
TS2312	100.7800	-0.1960	-13926	117284	29829
TL2312	98.9200	-0.7400	-9012	77201	13928
T2403	101.6950	-0.4150	50850	371981	142061
TF2403	101.7000	-0.3650	30908	261988	82808
TS2403	100.9120	-0.1980	9318	156898	42059
TL2403	98.8500	-0.6500	6,429	97807	24378

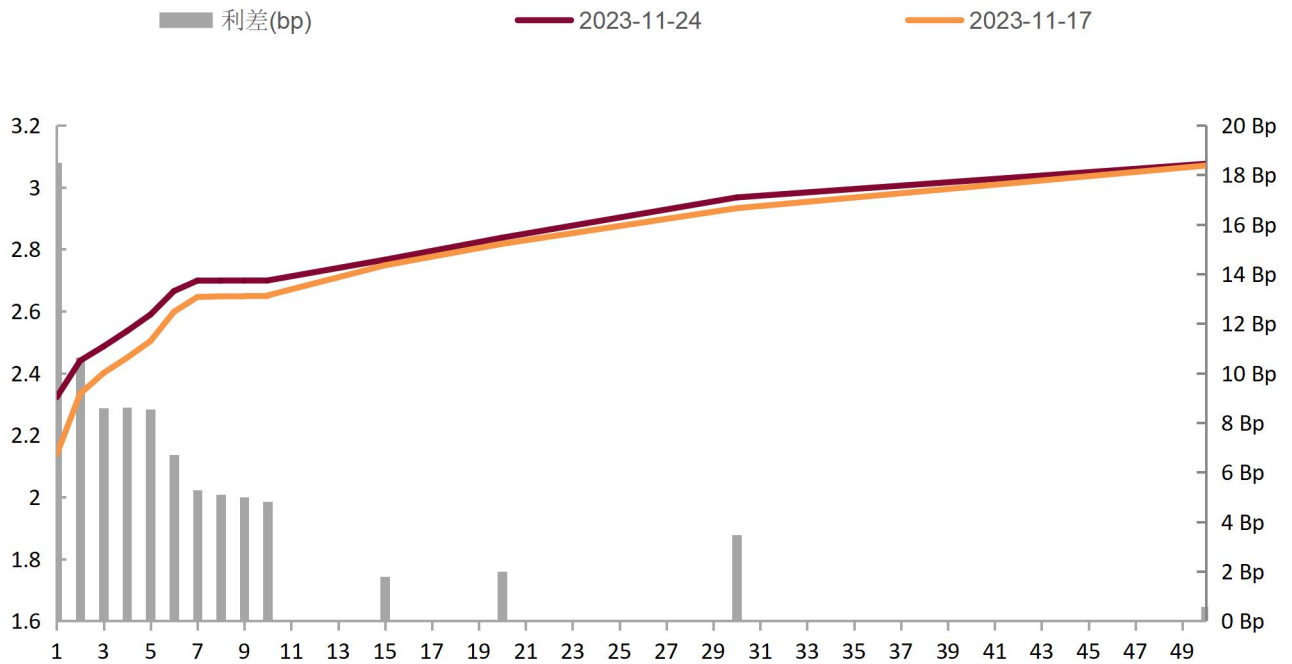
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)					4460	
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
2023/11/24	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3520	回笼
2023/11/24	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	6640	投放
2023/11/23	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	5190	投放
2023/11/23	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3770	回笼
2023/11/22	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	4600	投放
2023/11/22	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(九期)	1 月	2.50	900	投放
2023/11/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	4950	回笼
2023/11/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	4240	回笼
2023/11/21	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(八期)	1 月	2.50	500	回笼
2023/11/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	3190	投放
2023/11/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1130	回笼
2023/11/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2050	投放

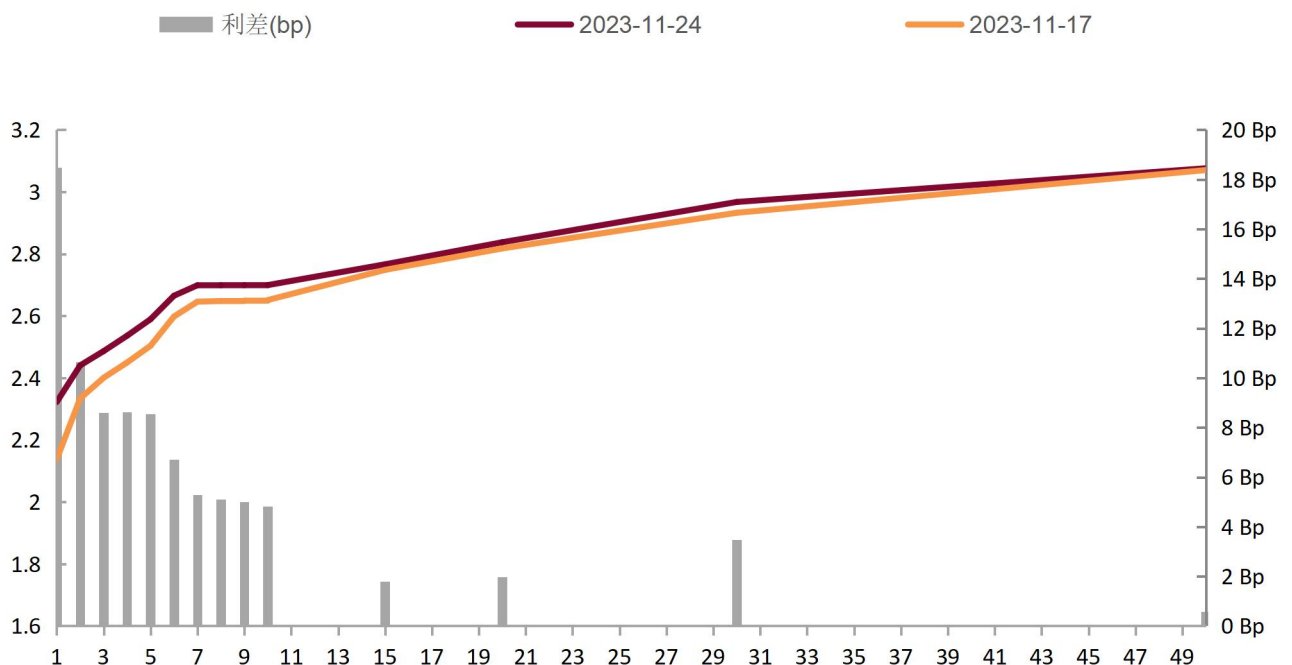
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



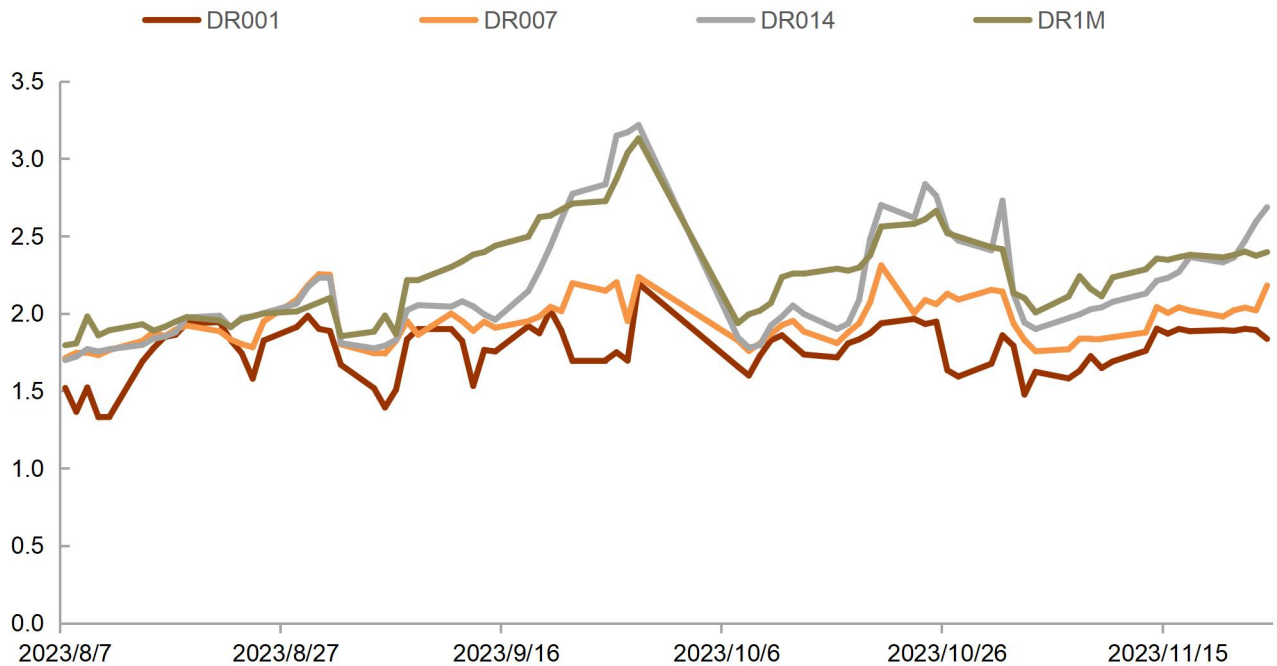
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

## 二、市场分析及展望

上周债市开始回调，其中 1-2Y 国债收益率上行达 10BP，3-10Y 国债收益率也上行 5-8BP 不等。具体来看上周债市下跌始于周三（22 日），而周二盘后最为重要的消息便是十四届全国人大常委会第六次会议审议了中国人民银行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告。报道中提到货币资金在银行间空转，叠加此前市场高度预期的货币政策迟迟不至，市场对于货币政策预期开始调整，伴随存单一级发行价格不断向上突破，债市也开始了一轮快速调整。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.48%、最低价 101.625、最高价 102.115、最终收于 101.695、下跌 0.430。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 4460 亿元，但临近跨月 DR007 及以上期限资金价格小幅上行，存单一级发行利率则再次向上突破。货币政策方面，官方表态较少，但人大对央行的建议中提到货币资金在银行间空转，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：首先是 11 月乘用车厂家零售数据依然不理想，但在低基数效应下同比表现反而尚可。二是 30 城商品房成交面积依然不理想，但地产政策在持续出台，实际效果如何仍需观察。三是外贸方面，CCFI 连续多周出现小幅反弹，虽反弹幅度有限，但中美会晤仅是起点，不排除未来出口数据出现超预期反弹。四是猪肉价格继续走低，但同比基数已开始回落，总体来说未来 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。

行情上我们认为当前债市债市的关注点并非目前的经济基本面，而是未来货币政策及财政政策走向。本轮债券牛市始于房地产调控措施，但目前房地产放松及刺激政策不断出台，同时市场在货币政策预期落空及存单收益率持续上行的背景下预期已开始转向，因此短期内难有 8 月狂热，未来横盘震荡概率较大。操作上，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较小。因此我们建议继续做多 10-2Y 利差交易。

### 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 11 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均与上期持平。业内专家表示，在 MLF（中期借贷便利）利率未变动、部分银行净息差持续承压等因素影响下，本月 LPR “按兵不动”。随着货币政策实施力度加大，后续 LPR 仍有下调空间。

2、OpenAI 任命 Emmett Shear 担任临时首席执行官 (CEO)，前首席执行官 Sam Altman 和辞职下台的董事长 Greg Brockman 将加入微软，领导一个新的先进人工智能 (AI) 研究团队。消息人士告诉路透，在董事会赶走 Sam Altman 并可能引发大批员工出走之后，OpenAI 的一些投资者正在研究可能对董事会采取法律途径，考虑提出诉讼。

3、11 月以来美元指数大幅调整，人民币也摆脱颓势，但消息人士对路透表示，中国国有大行本周在掉期市场继续卖出美元/人民币长端掉期，或借此收集更多的美元在即期市场上抛售，助力推高人民币兑美元即期汇价。也有市场人士猜测，监管层此举意在加速人民币升值，以鼓励出口商结汇；而近期人民币加速升值，中间价“强势拉升”，或为后续进一步宽松创造条件。人民币兑美元即期周二收盘续劲升 409 点，创 7 月 14 日以来新高；本周前两个交易日累计升幅超 1.5%。

4、据 21 世纪经济报道记者了解，从 11 月 23 日起，深圳将二套住房个人住房贷款最低首付比例由原来的普通住房 70%、非普通住房 80% 统一调整为 40%。此外，深圳住建局也发布通告，将深圳享受优惠政策的普通住房标准调整为住宅小区建筑容积率 1.0 以上(含 1.0)，且单套住房套内建筑面积 120 平方米以下(含 120 平方米)或者单套住房建筑面积 144 平方米以下(含 144 平方米)，取消了“总价 750 万”的限制。虽然深圳这两项调整没有触及核心的限购限贷政策，深圳也并非首座大幅松绑房地产政策的一线城市，但仍然让市场的情绪积极起来。这是由于深圳过去房地产市场交投特别活跃，所执行政策也是全国最严格之一，此番变化让市场对京沪的政策调整期待值增高。从客观来看，深圳楼市在长达数年的调控后已经回归理性克制的阶段，限制性政策的稳步退出是在预期之内。此前，深圳也已多次对楼市政策作出微调，通过观察，对楼市政策的松绑也并没有让楼市出现非理性行为。在平稳运行的市场环境下，房地产政策的适当调整也符合基调。利好改善型买家深圳本次政策的要点，

主要聚焦在两个方面，一是降二套房首付，二是降低交易税费。相关部门表示，这次调整旨在更好满足居民刚性和改善性住房需求。横向对比，深圳此次政策调整与9月8日广州的调整十分相似，但市场情绪却有微妙差异。广州作出调整后，市场聚焦于后市表现；而在深圳释放政策后，对政策本身的讨论盖过了效果的分析，市场参与方情绪表现较乐观。

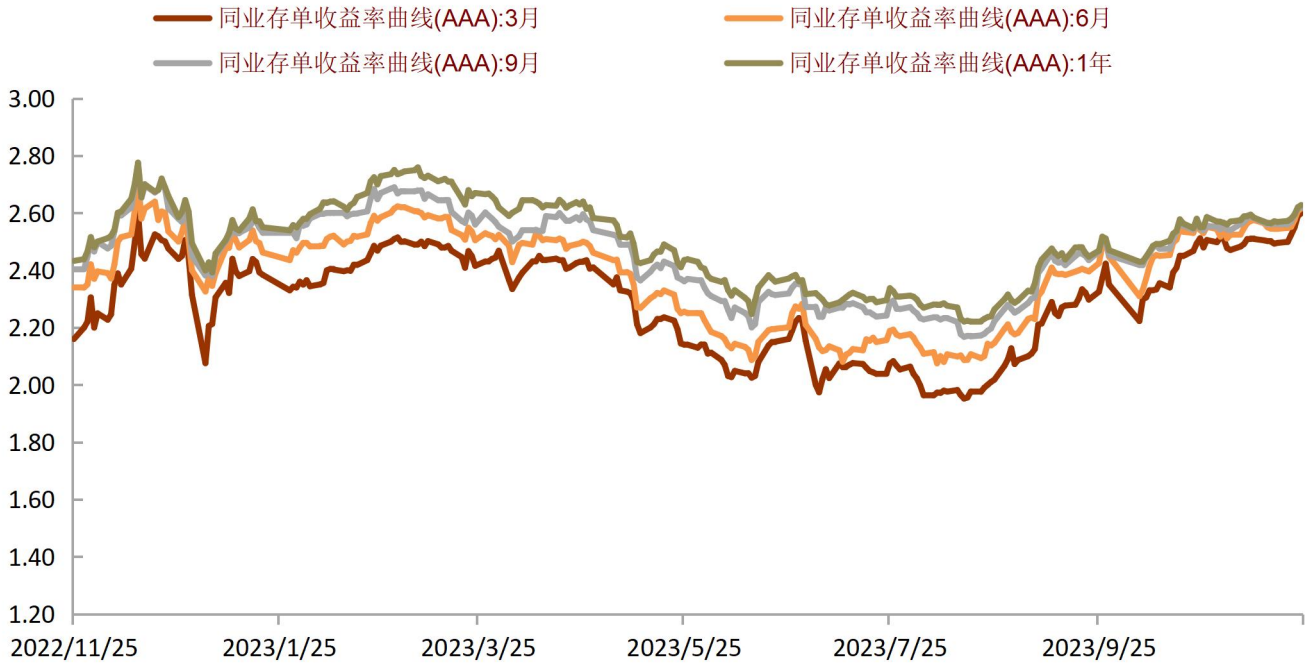
5、据证券时报，经深房中协统计，第46周(11月13日至11月19日)全市二手房(含自助)录得972套，环比增长3.8%，二手房录得量“高位”再增长。从近期走势看，市场已趋于平稳，在相对“高位”小幅波动运行。根据公开在售二手房源量数据统计，2023年11月20日，全市共有57966套有效二手房源在售，较上周减少231套，挂牌量继续回落。

6、外汇管理局网站消息，2023年11月24日下午，国家外汇管理局召开干部会议。中央组织部有关负责同志宣布了中央决定：朱鹤新同志任中国人民银行党委委员、国家外汇管理局党组书记。免去潘功胜同志的国家外汇管理局党组书记职务。

7、10月21日，十四届全国人大常委会第六次会议审议了中国人民银行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告。有些出席人员认为，应继续加大对普惠小微、制造业，绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持，特别是进一步完善征信体系、放贷容错等机制，缓解中小微企业“融资难”、“融资贵”问题。有些出席人员提出，我国金融业增加值占国内生产总值的比重接近8%，高于经济合作与发展组织成员国平均比重4.8%的水平，也高于欧盟成员国平均比重3.8%的水平，说明金融业向实体经济让利的空间还很大。近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。建议出台措施，强化银行与实体性企业特别是中小企业的实际联通，推动金融业特别是国有商业银行更加有效地服务实体经济。有的出席人员认为，金融支持民营企业政策落实不到位，有银行内部信贷管理的原因，也有民营企业自身存在生产营销方向不清楚、还贷预期不理想、贷款抵押物不明确等问题；小微企业中很多是直接面向民生、为民服务，但贷款能力不高，金融机构对其放贷存在成本高、收益低问题。建议人民银行认真研究民营中小微企业融资难问题，拿出有效破解这一难题的具体办法。

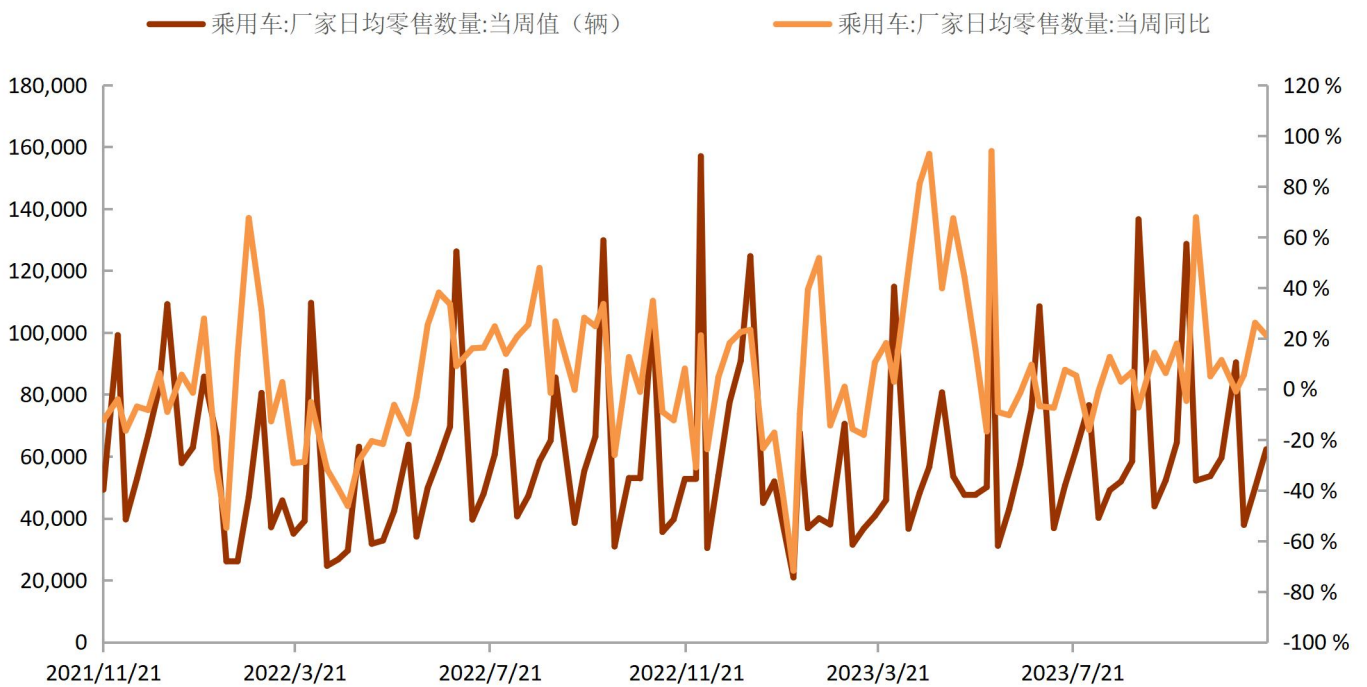
四、高频及相关数据跟踪

图表3 存单市场概况



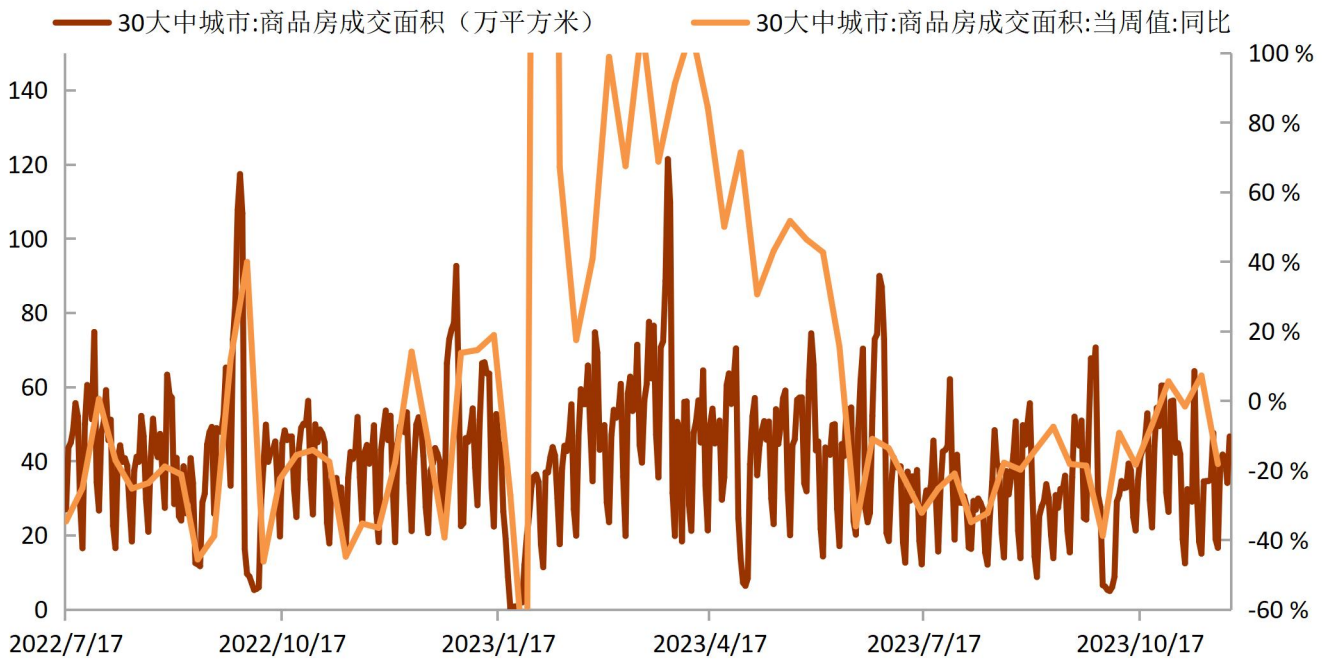
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表4 乘用车厂家零售



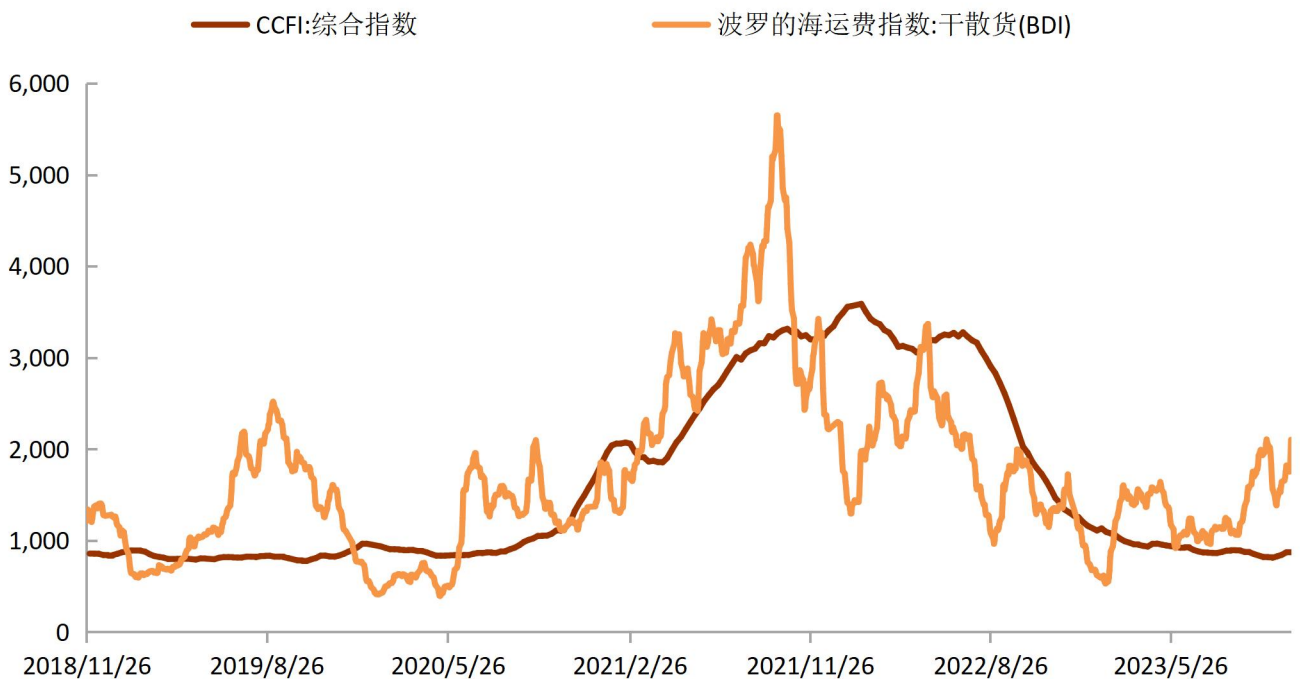
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



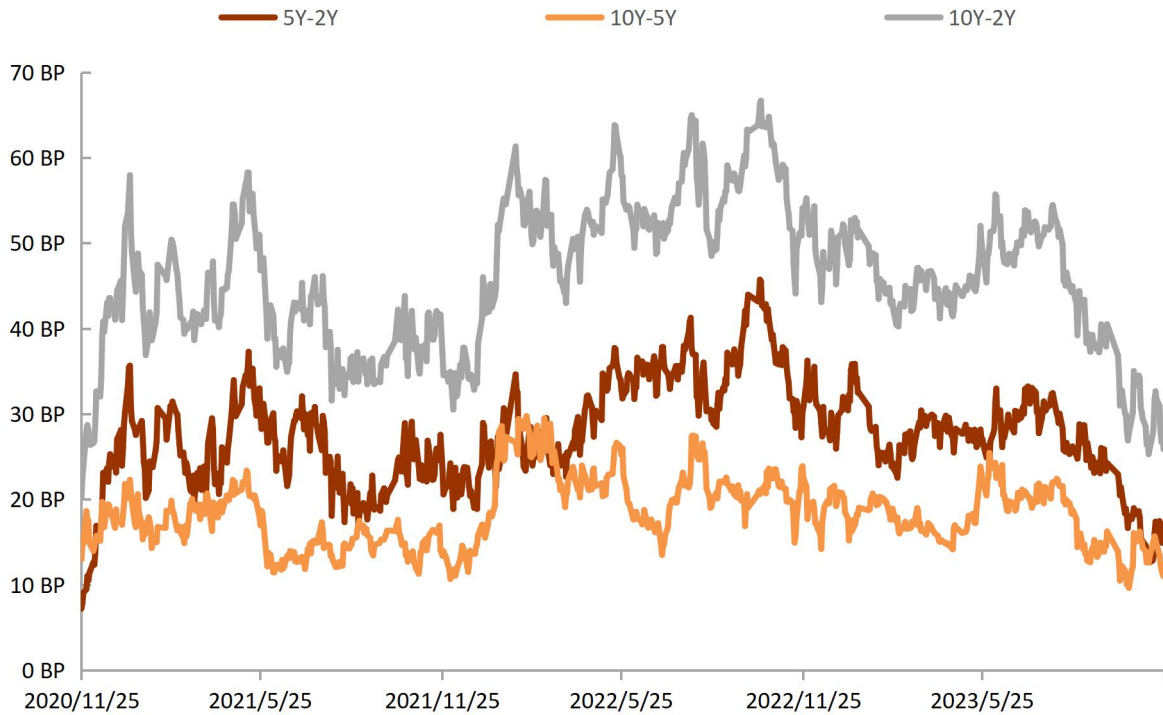
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



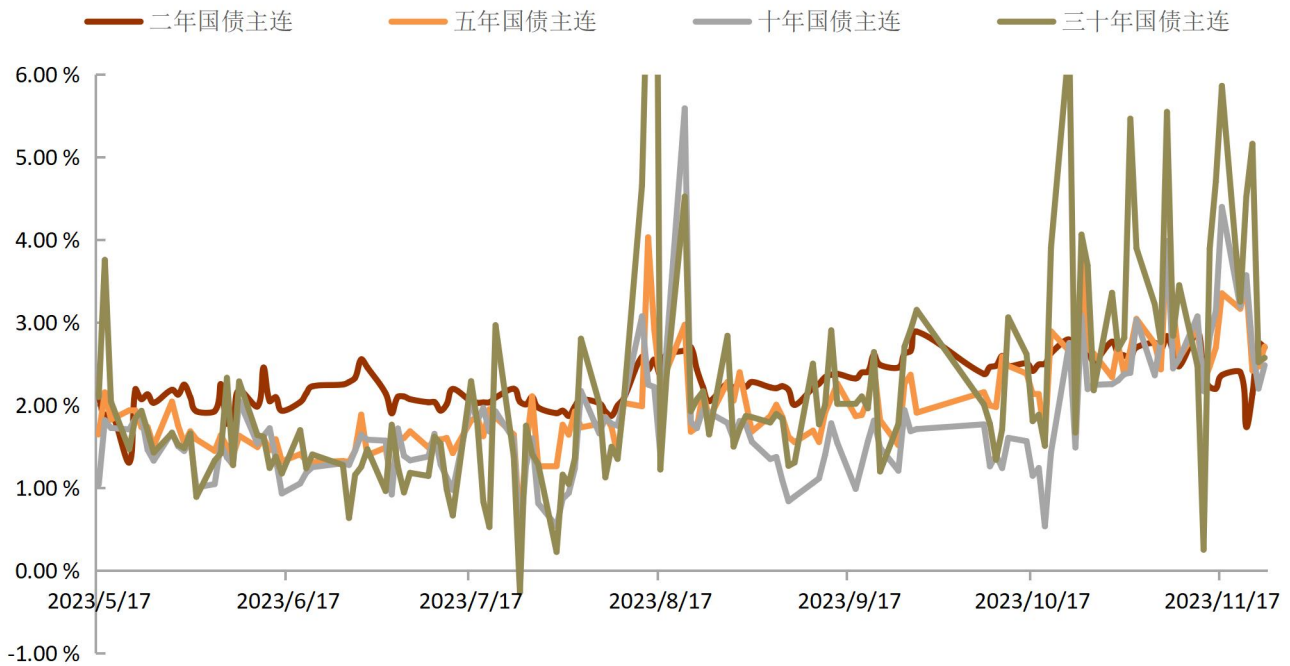
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



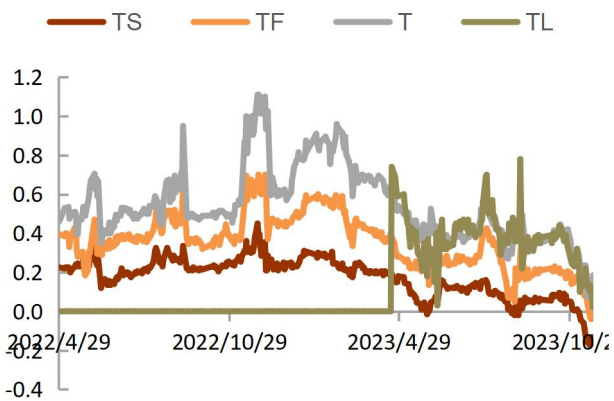
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

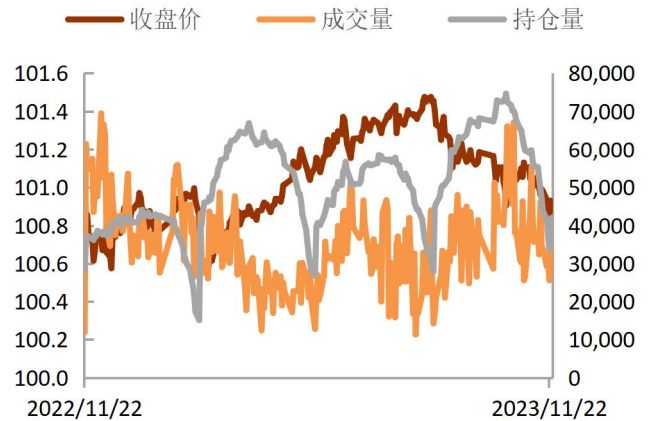


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

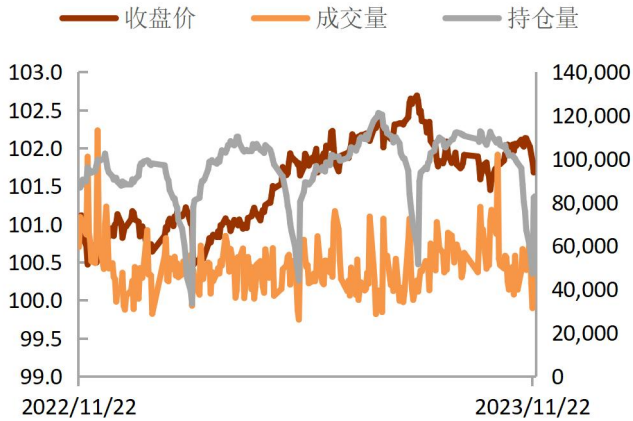


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

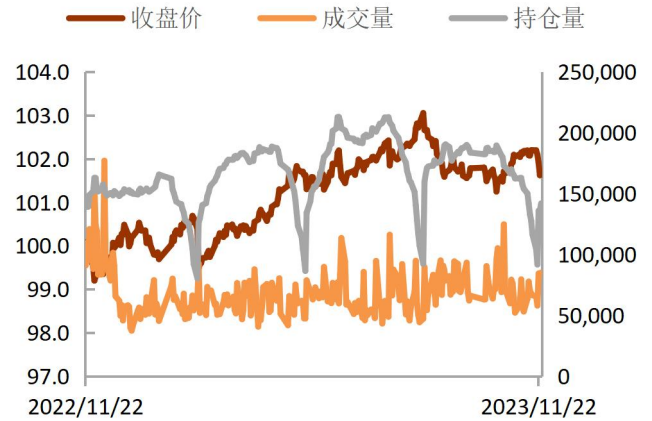


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

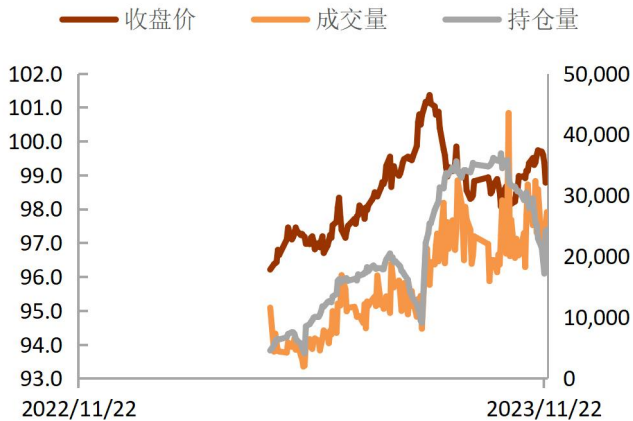


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

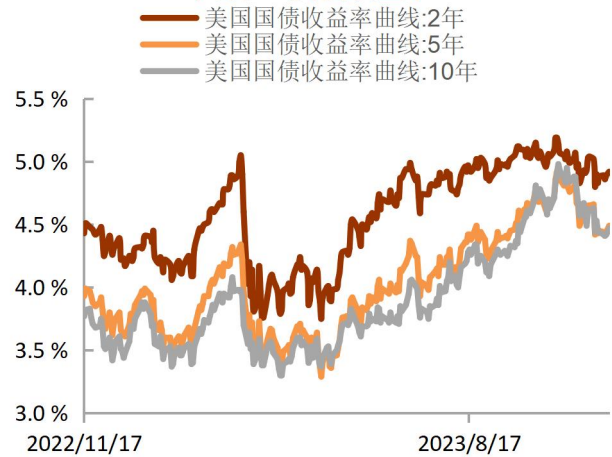


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

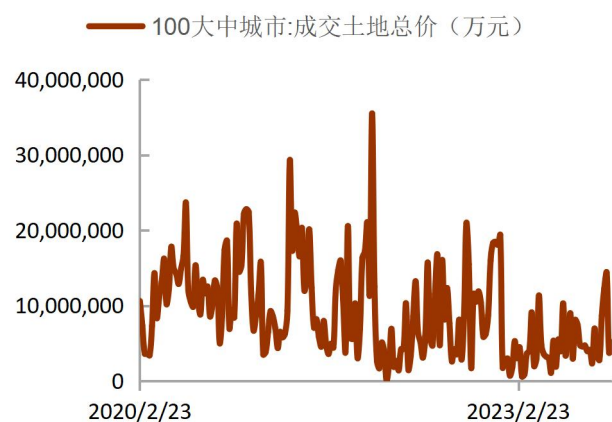


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

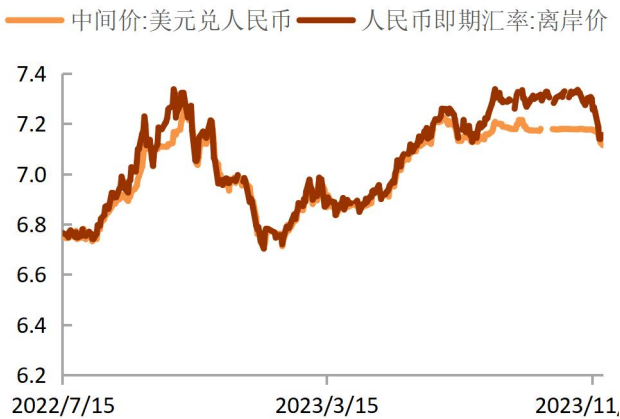


图表17 成交土地总价

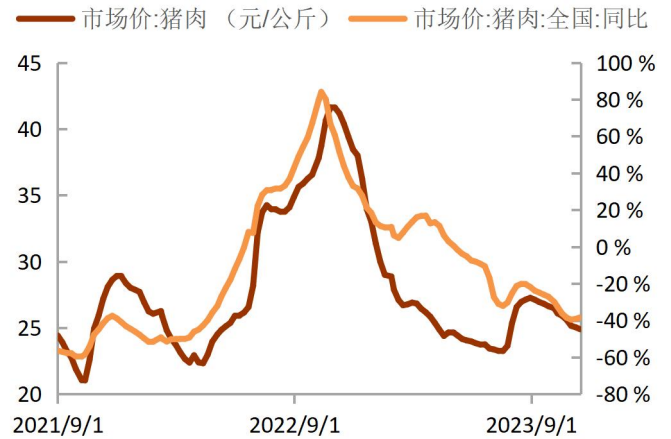


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

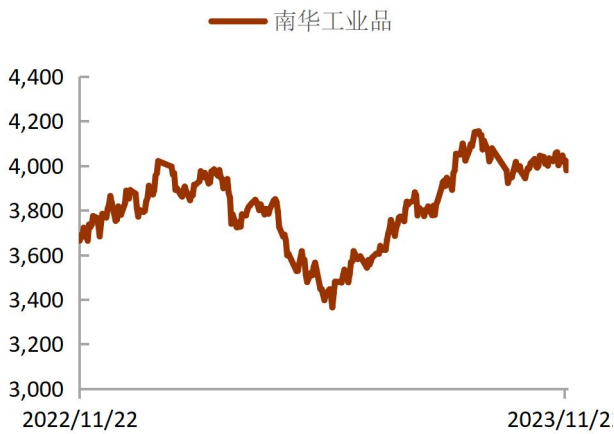


图表19 市场价：猪肉

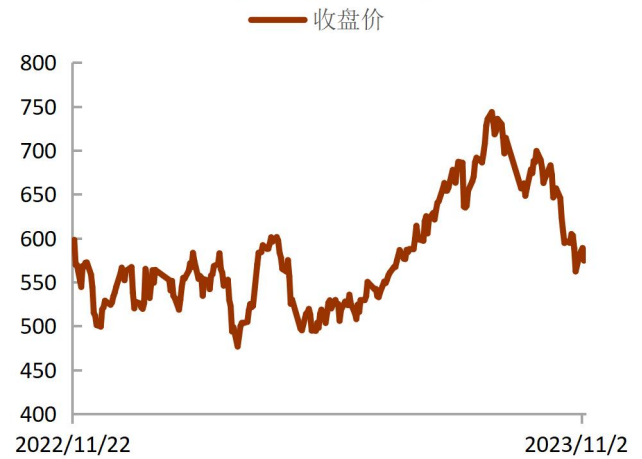


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。