

2023年12月18日



## “先立后破”初见端倪

### 核心观点及策略

- 上周债市再次走牛，各期限国债收益率均出现一定幅度下行，其中短端表现好于长端，长短端利差开始修复。2Y 国债收益下行幅度最大，达10BP左右。而以10年期为代表的中长期国债收益率则下行幅度在5BP左右。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.36%、最低价102.18、最高价102.545、最终收于102.530、上涨0.475。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放9990亿元，尤其是MLF续作量高达14500亿元，受此影响银行间资金价格开始回落。DR001为代表的月内资金价格出现明显下行。货币政策方面，中央经济工作会议：“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”货币政策表述并未作出过多改变，因此未来货币政策既不会贸然收紧也难以超市场预期。
- 策略建议：目前10Y-2Y利差依然处于近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，所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。
- 风险因素：房地产触底反弹、权益市场持续上涨

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
T2403	102.5300	0.4300	12034	306129	183455
TF2403	102.3050	0.4250	14613	285466	112912
TS2403	101.1580	0.2000	2374	215041	59407
TL2403	100.6000	0.9300	6593	83403	36988
T2406	102.3400	0.4600	717	18931	11811
TF2406	102.1900	0.4600	52	9236	3442
TS2406	101.1780	0.1900	505	14026	2772
TL2406	100.4100	0.9400	815	4784	4344

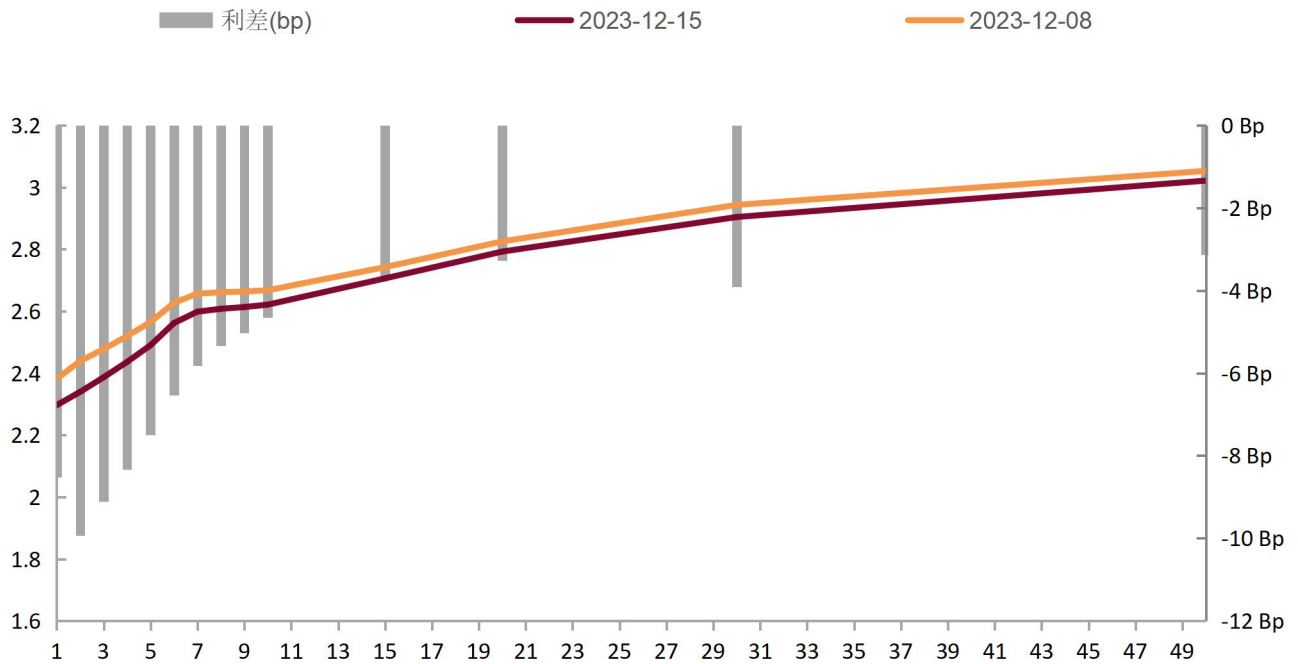
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)					9990	
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2023/12/15	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.75	6500	回笼
2023/12/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1970	回笼
2023/12/15	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	500	投放
2023/12/15	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	14500	投放
2023/12/14	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2620	投放
2023/12/14	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3630	回笼
2023/12/13	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2400	回笼
2023/12/13	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2650	投放
2023/12/12	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2100	回笼
2023/12/12	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	4140	投放
2023/12/11	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2850	投放
2023/12/11	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	670	回笼

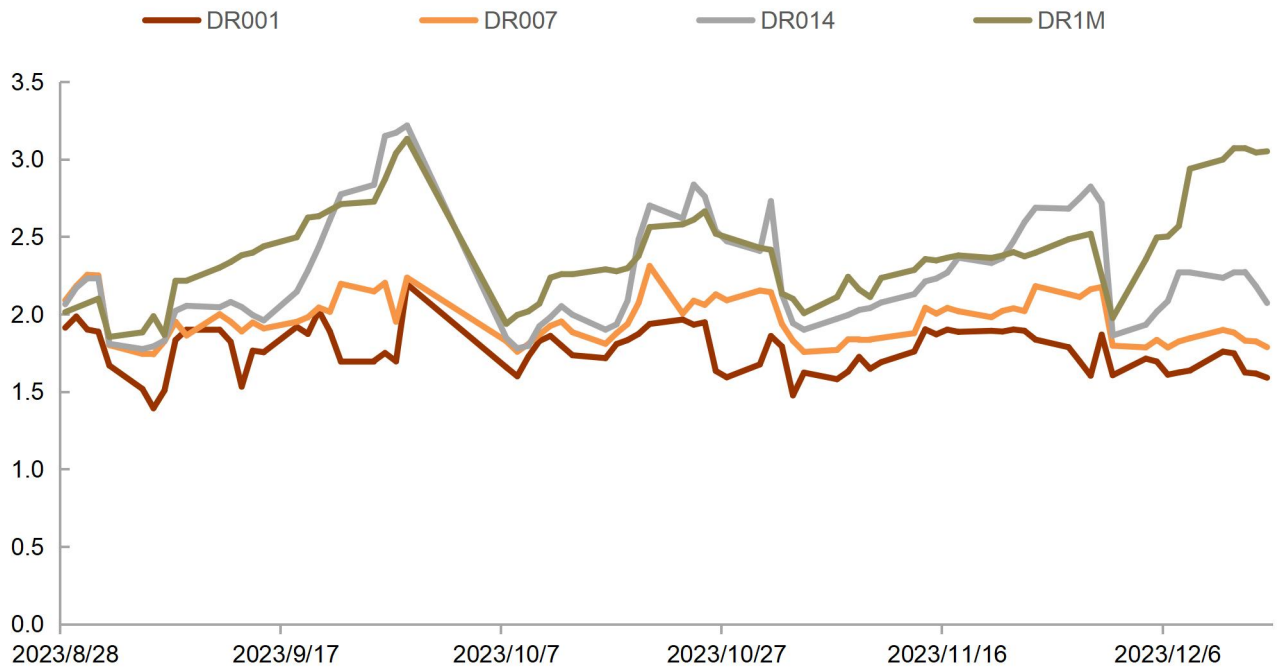
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



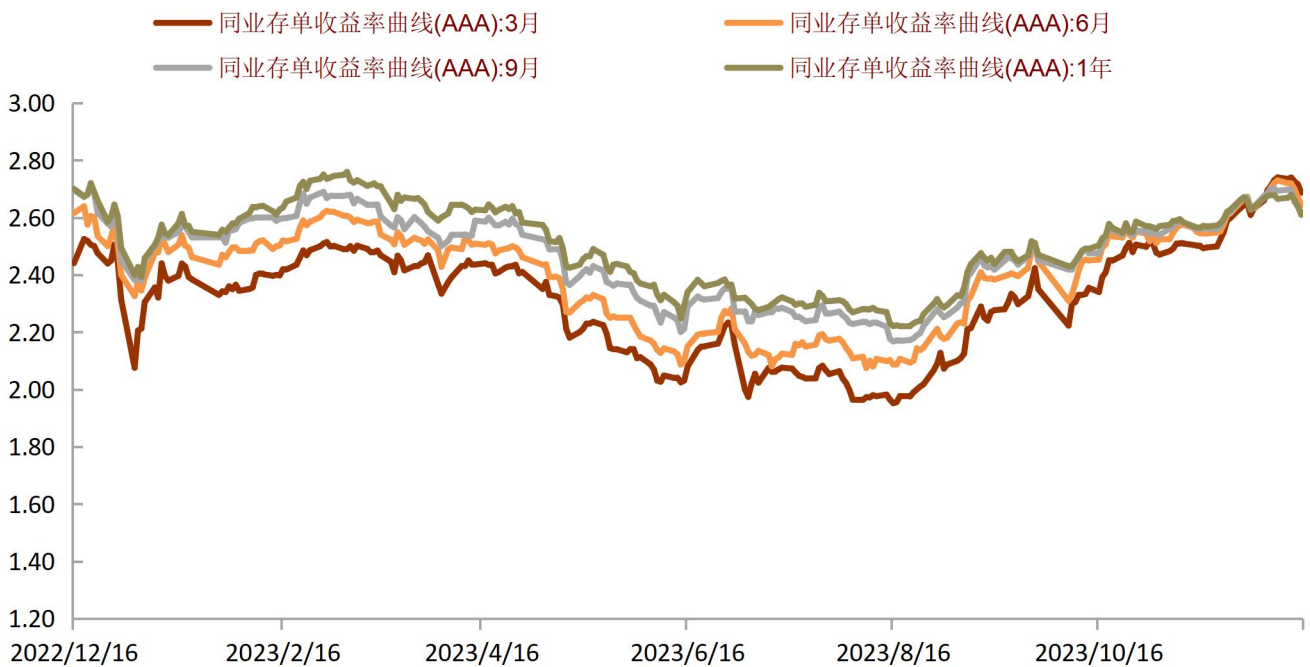
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市再次走牛，各期限国债收益率均出现一定幅度下行，其中短端表现好于长端，长短端利差开始修复。2Y 期国债收益下行幅度最大，达 10BP 左右。而以 10 年期为代表的中长期国债收益率则下行幅度在 5BP 左右。具体看 T2403 合约上涨主要集中在周一、周三及周五，其中周一是因为此前公布的 CPI、PPI 数据走弱市场悲观情绪再度升温，而周三则为中央经济工作会议落地，市场对其中财政政策表述依然偏保守，债市于第二天开盘冲高。而到了周五 MLF 巨量续作带动资金面全面走松，叠加上一份路透的小作文开始在市场传播，加上股票市场的持续下跌债市收回周四跌幅。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.36%、最低价 102.18、最高价 102.545、最终收于 102.530、上涨 0.475。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 9990 亿元，尤其是 MLF 续作量高达 14500 亿元，受此影响银行间资金价格开始回落。DR001 为代表的月内资金价格出现明显下行。货币政策方面，中央经济工作会议：“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”货币政策表述并未作出过多改变，因此未来货币政策既不会贸然收紧也难以超市场预期。

经济基本面方面：11 月数据陆续出炉，从同比看并没有市场预期的这么悲观，但考虑到低基数及市场惯性，对经济基本面预期仍需多次利好才能扭转。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据有所回落，但更多的是月初周期性回落。二是 30 城商品房成交面积开始稳步攀升，政策持续刺激下有企稳态势。三是外贸方面，CCFI 小幅上涨，同时波罗的海运

费指数:干散货(BDI)则继续维持近期高位。四是猪肉价格继续走稳,但基数回落带来同比数据持续反弹,预计未来CPI在此带动下回暖概率较大。最后是南华工业品指数高位震荡,未来PPI预计维持平稳。

行情上我们认为当前市场对经济预期过于悲观,同时猪肉价格见底叠加基数开始下行,未来通缩预期也将修正,而权益市场则再次来到2900底部位置附近,未来上涨概率较高。而此前市场预期较高的降准降息也仅以MLF超量续作给出答案,叠加上周末一线城市陆续出台刺激楼市消费的相关政策,预计未来债市调整概率较高。而资金面宽松则利好短端利率债,而目前10Y-2Y利差依然处于近3年极值附近,因此操作上做多10-2Y利差走阔交易胜率最高风险较小,所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。

### 三、一周要闻

1、据新华社,中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。会议指出,要深刻领会党中央对经济形势的科学判断,切实增强做好经济工作的责任感使命感,抓住一切有利时机,利用一切有利条件,看准了就抓紧干,能多干就多干一些,努力以自身工作的确定性应对形势变化的不确定性。要全面贯彻明年经济工作的总体要求,注意把握和处理速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全的关系,不断巩固和增强经济回升向好态势。要准确把握明年经济工作的政策取向,在政策实施上强化协同联动、放大组合效应,在政策储备上打好提前量、留出冗余度,在政策效果评价上注重有效性、增强获得感,着力提升宏观政策支持高质量发展的效果。要讲求工作推进的方式方法,抓住主要矛盾,突破瓶颈制约,注重前瞻布局,确保明年经济工作重点任务落地落实。要始终保持奋发有为的精神状态,胸怀“国之大者”,主动担当作为,加强协同配合,积极谋划用好牵引性、撬动性强的工作抓手,扎实推动高质量发展。

2、北京市发布进一步优化调整房地产政策:对普宅认定标准进行优化。《通知》明确,对普宅认定标准进行优化。本市现行普宅标准为2014年发布,与市场实际情况存在一定差距,群众反映比较集中。此次调整结合市场变化,对普宅的建筑面积、价格标准进行了适当上调。调整后,小区建筑容积率在1.0(含)以上,单套建筑面积在144平方米(含)以下,5环内成交价格在85000元/平方米(含)以下、5-6环成交价格在65000元/平方米(含)以下、6环外成交价格在45000元/平方米(含)以下的住房视为普宅;全市普宅占比提高至七成左右,将有更多家庭能够享受住房转让时的增值税优惠政策。

3、为更好满足居民刚性和改善性住房需求,上海自12月15日起调整普通住房标准和优化差别化住房信贷政策。其中提出,优化差别化住房信贷政策。首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减10个基点,最低首付款比例调整为不低于30%;二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市

场报价利率（LPR）加 30 个基点，最低首付款比例调整为不低于 50%。同时，为支持推进“五个新城”和南北转型重点区域高质量发展，促进产城融合、职住平衡，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策，二套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点，最低首付款比例调整为不低于 40%。

4、证监会：全力维护资本市场平稳运行 继续在增强信心、改善预期上下功夫。12 月 14 日，证监会党委书记、主席易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，研究部署证监会系统贯彻落实工作。会议认为，这次中央经济工作会议是在深入贯彻落实党的二十大精神、全面推进中国式现代化开局之年召开的一次重要会议。习近平总书记的重要讲话高屋建瓴、视野宏阔、思想深邃，全面总结 2023 年经济工作，深刻分析当前经济形势，系统部署 2024 年经济工作，具有很强的政治性、思想性和指导性，为做好明年和今后一个时期的经济工作提供了根本遵循和行动指南。李强总理对深入贯彻落实习近平总书记重要讲话精神、扎实做好明年经济工作提出要求。证监会系统要认真领会会议精神，切实把思想和行动统一到党中央对形势的科学判断和对经济工作的决策部署上来。会议指出，今年是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年，我国经济顶住外部压力、克服内部困难，总体回升向好，高质量发展扎实推进，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。这些成绩的取得，根本在于有以习近平总书记为核心的党中央坚强领导，有习近平新时代中国特色社会主义思想的科学指引。证监会系统要更加深刻领悟“两个确立”的决定性意义，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，坚持党对资本市场工作的全面领导特别是党中央集中统一领导，确保资本市场改革发展稳定各项工作始终沿着正确的方向前进。会议强调，明年是中华人民共和国成立 75 周年，是实施“十四五”规划的关键一年，做好经济工作意义重大。中央经济工作会议深刻总结了新时代做好经济工作“五个必须”的规律性认识，提出了明年经济工作的总体要求、政策取向和重点任务。证监会系统要把学习贯彻中央经济工作会议精神与学习贯彻中央金融工作会议精神贯通起来，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，围绕增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，认真谋划 2024 年重点工作举措，扎实推动建设中国特色现代资本市场政策框架落地实施，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，为经济持续回升向好和中国式现代化贡献更大力量。

5、12 月 13 日，央行发布 2023 年 11 月社会融资规模增量统计数据报告：初步统计，2023 年前十一个月社会融资规模增量累计为 33.65 万亿元，比上年同期多 2.79 万亿元。11 月份社会融资规模增量为 2.45 万亿元，比上年同期多 4556 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.11 万亿元，同比少增 447 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 357 亿元，同比少减 291 亿元；委托贷款减少 386 亿元，同比多减 298 亿元；信托贷款增加 197 亿元，同比多增 562 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 203 亿元，同比多增 12 亿元；企业债券净融资 1330 亿元，同比多 726 亿元；政府债券净融资 1.15 万亿元，同比多

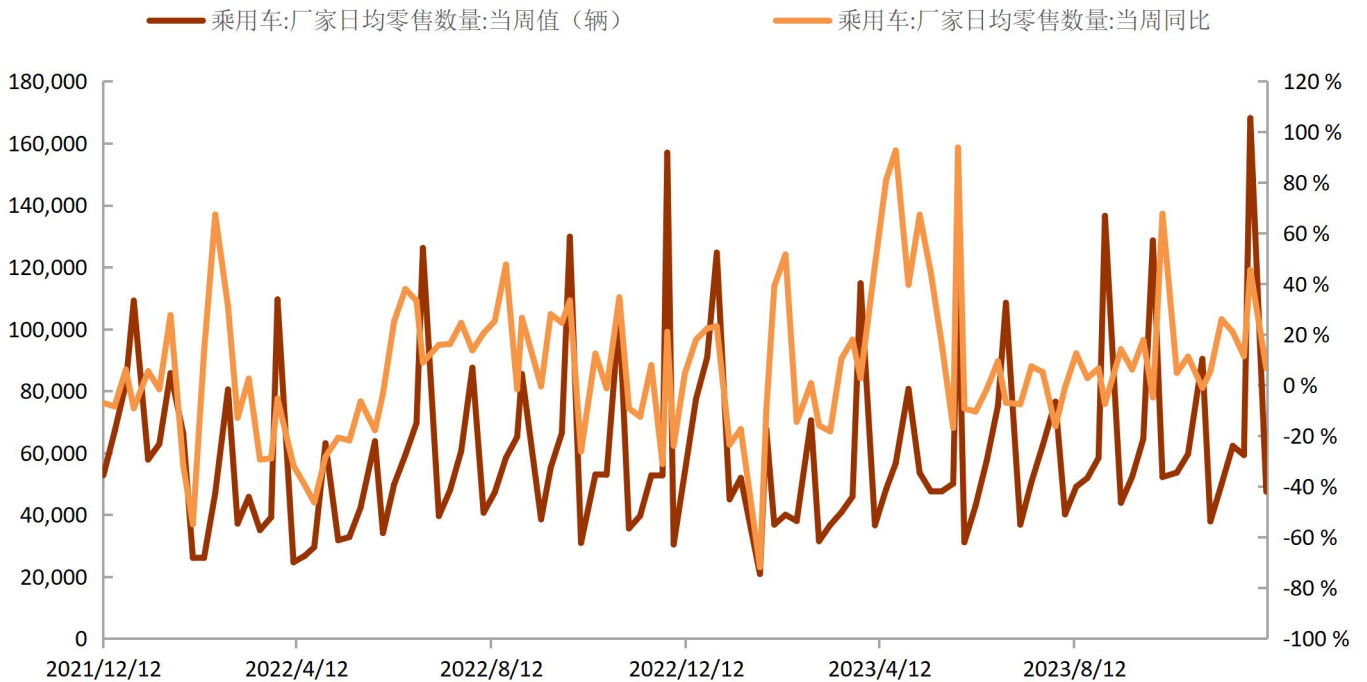
4992 亿元；非金融企业境内股票融资 359 亿元，同比少 429 亿元。

6、国家统计局：11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.87%。1—11 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.3%。分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 3.9%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%。分经济类型看，11 月份，国有控股企业增加值同比增长 7.3%；股份制企业增长 7.2%，外商及港澳台商投资企业增长 4.4%；私营企业增长 5.2%。分行业看，11 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 5.2%，石油和天然气开采业增长 1.8%，农副食品加工业下降 0.5%，酒、饮料和精制茶制造业增长 4.8%，纺织业增长 2.1%，化学原料和化学制品制造业增长 9.6%，非金属矿物制品业下降 0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 5.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 10.2%，通用设备制造业增长 0.8%，专用设备制造业增长 1.9%，汽车制造业增长 20.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 12.7%，电气机械和器材制造业增长 10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.6%，电力、热力生产和供应业增长 9.2%。分产品看，11 月份，620 种产品中有 367 种产品产量同比增长。其中，钢材 11044 万吨，同比增长 4.2%；水泥 18979 万吨，增长 1.6%；十种有色金属 650 万吨，增长 7.1%；乙烯 269 万吨，增长 4.8%；汽车 295.3 万辆，增长 23.6%，其中新能源汽车 100.6 万辆，增长 35.6%；发电量 7310 亿千瓦时，增长 8.4%；原油加工量 5953 万吨，增长 0.2%。

7、11 月份，社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%。其中，城镇消费品零售额和乡村消费品零售额同比分别增长 10.0% 和 10.4%。按消费类型分，商品零售 36925 亿元，增长 8.0%；餐饮收入 5580 亿元，增长 25.8%。在限额以上单位商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类，通讯器材类，体育、娱乐用品类，汽车类，金银珠宝类商品零售额分别增长 22.0%、16.8%、16.0%、14.7%、10.7%。

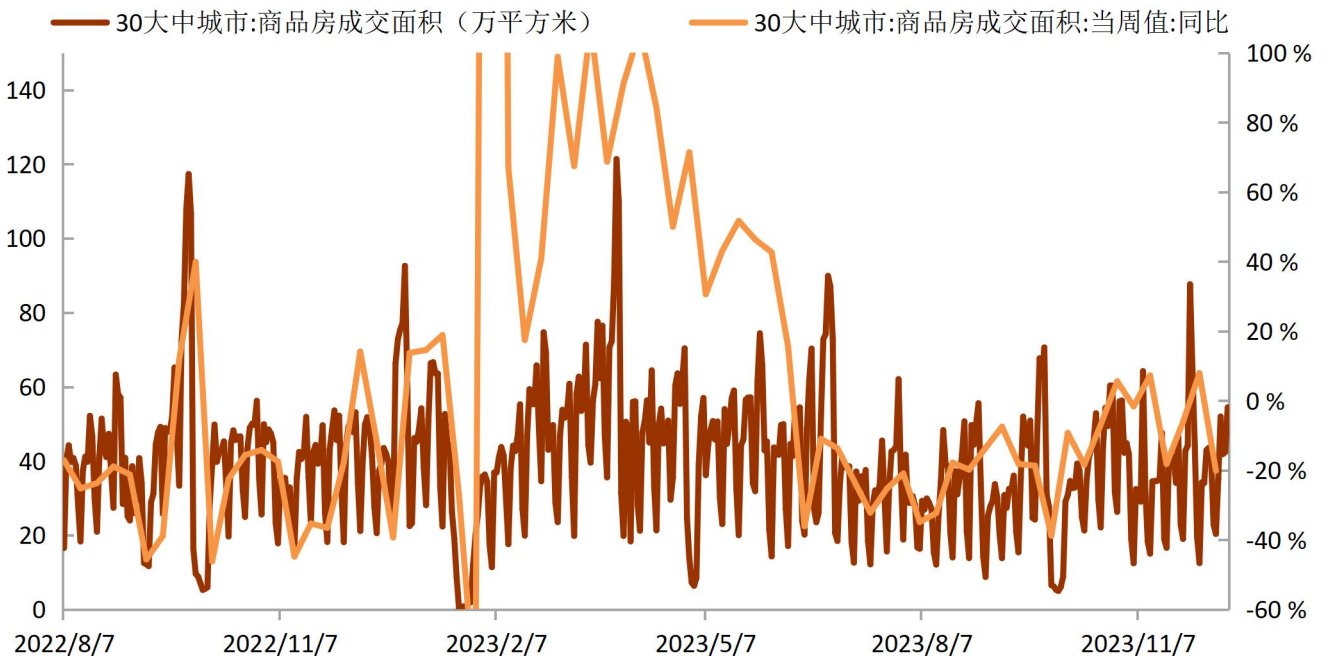
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



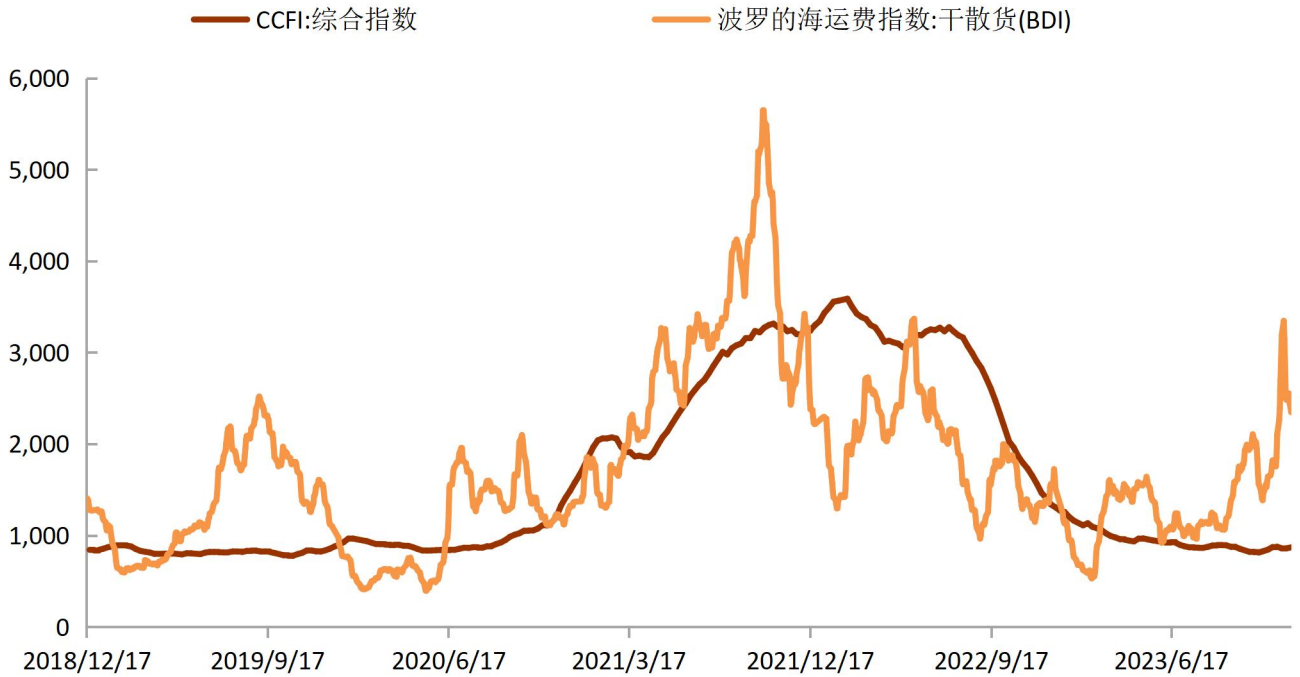
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



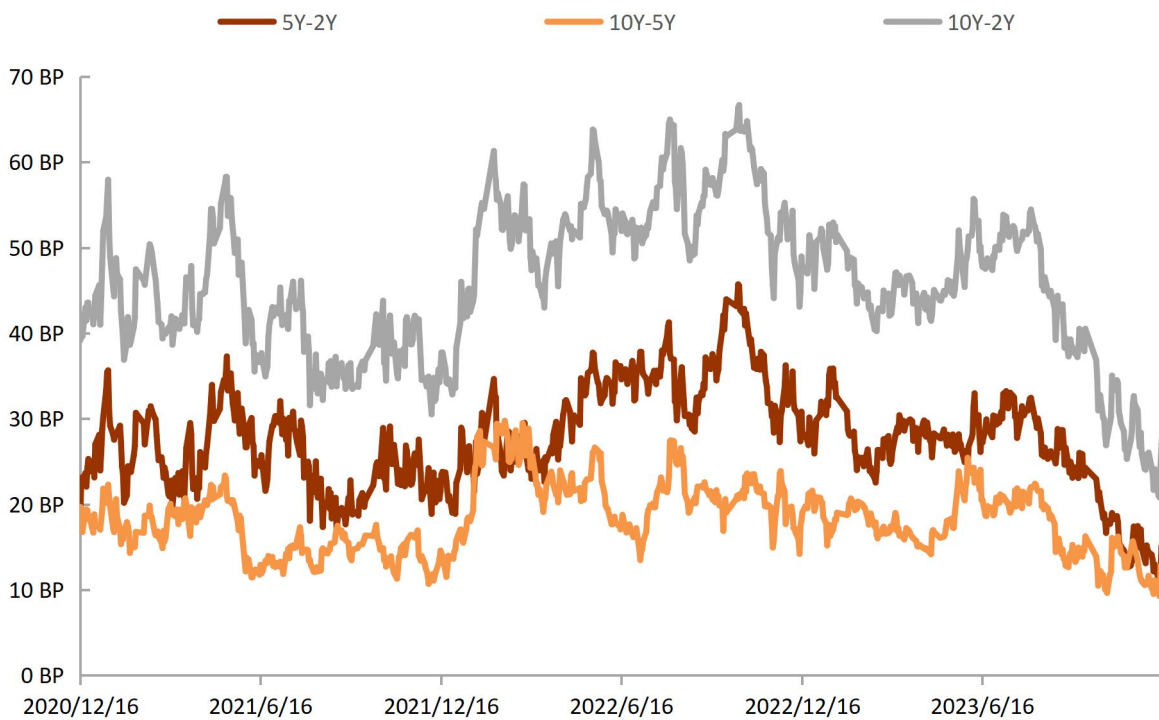
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

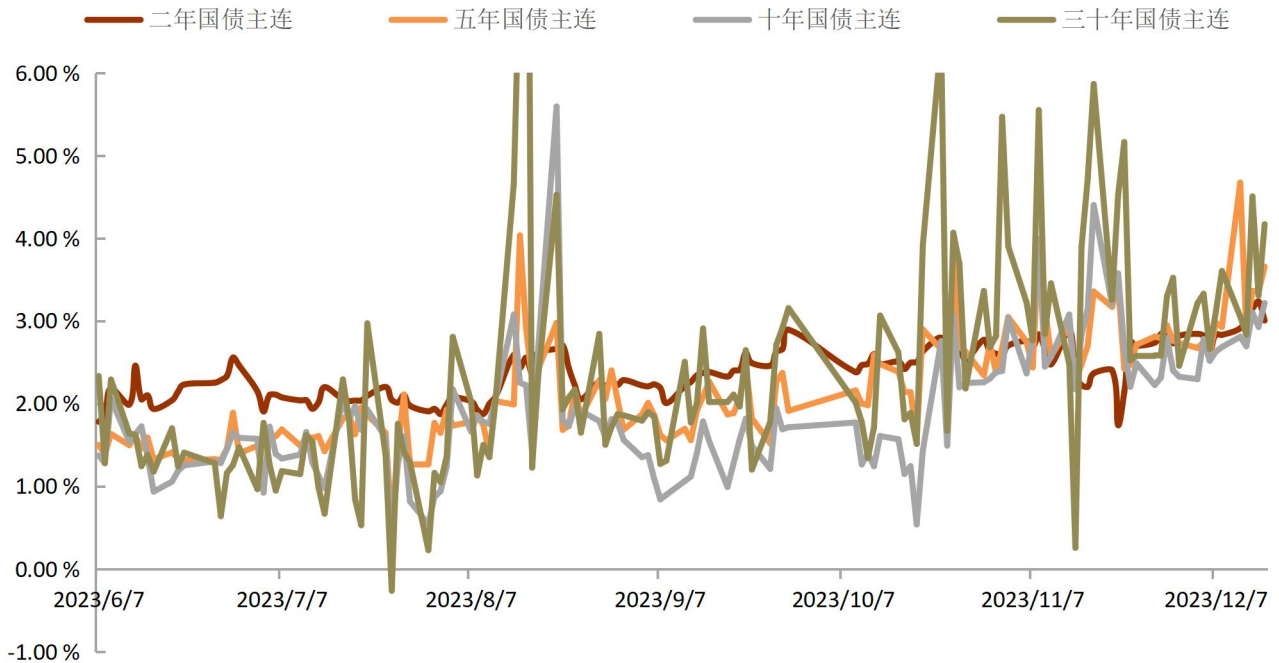


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

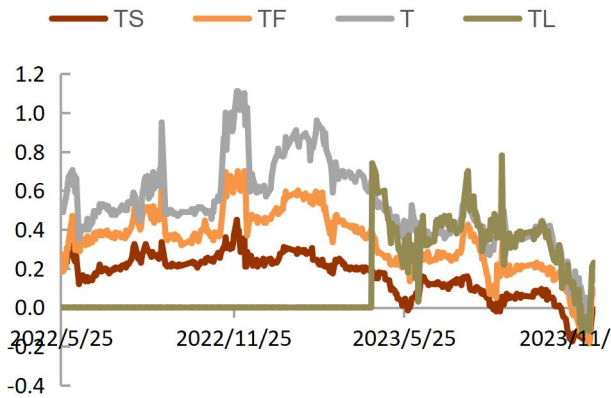
图表8 社融-M2



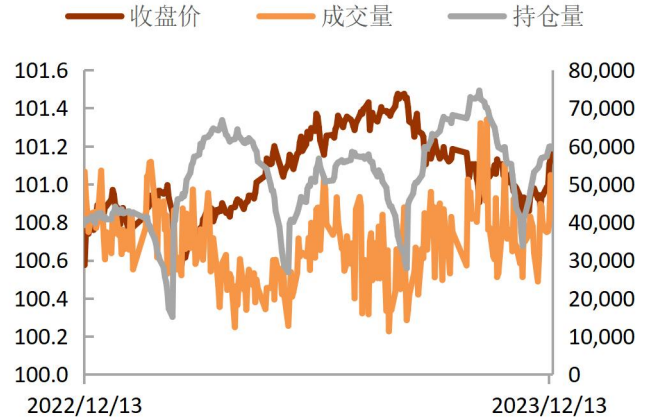
图表9 主力合约最廉IRR



图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

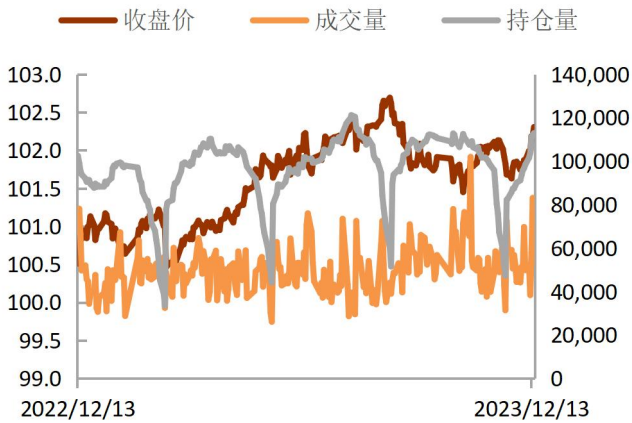


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

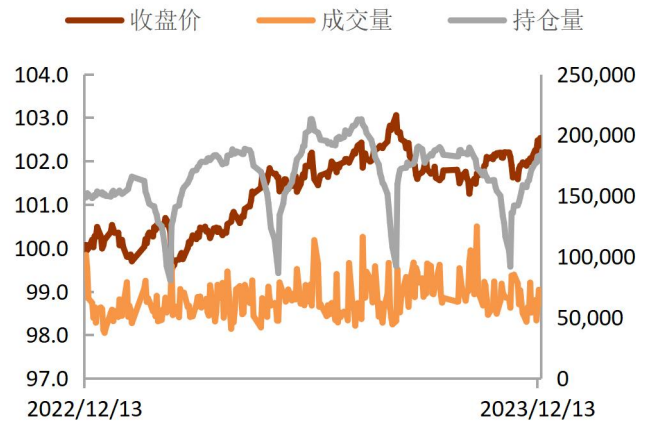


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

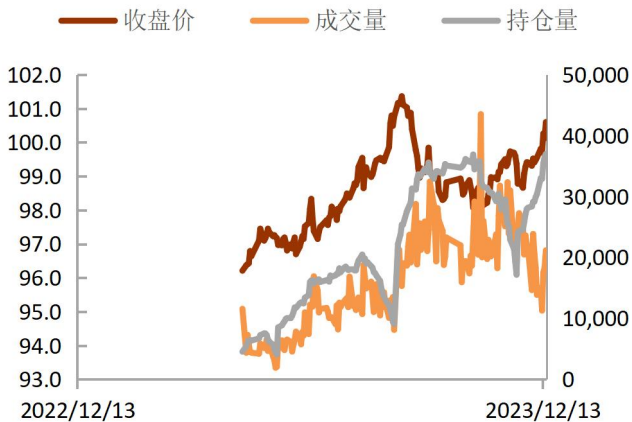


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

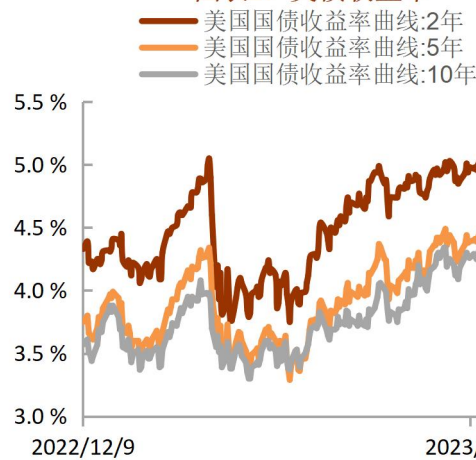


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

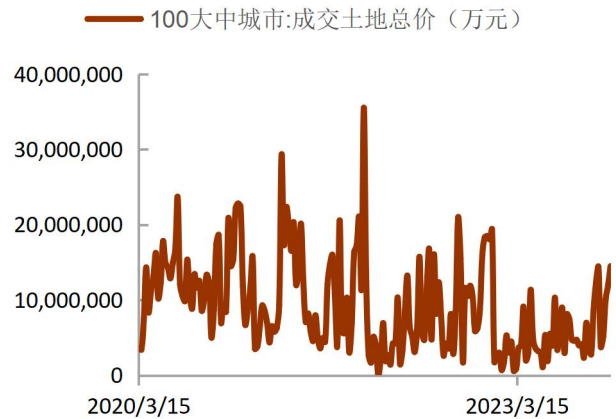


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

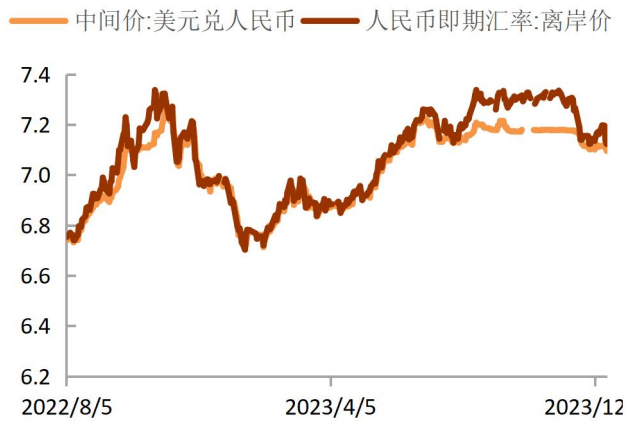


图表17 成交土地总价

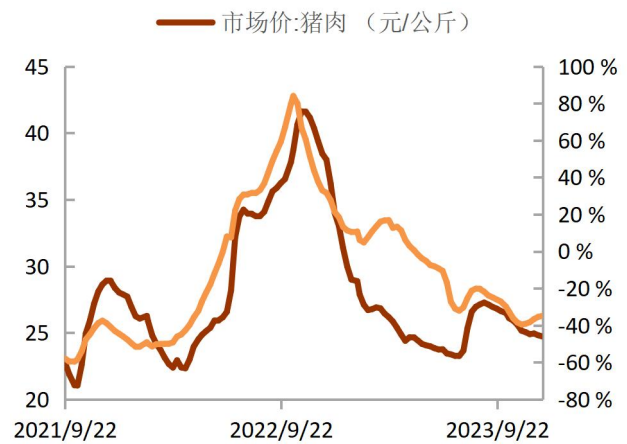


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

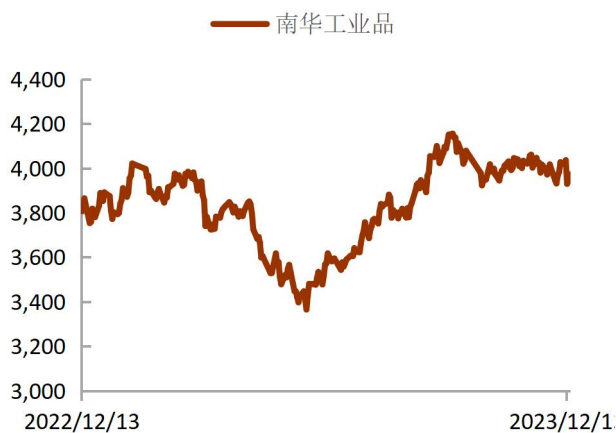


图表19 市场价:猪肉

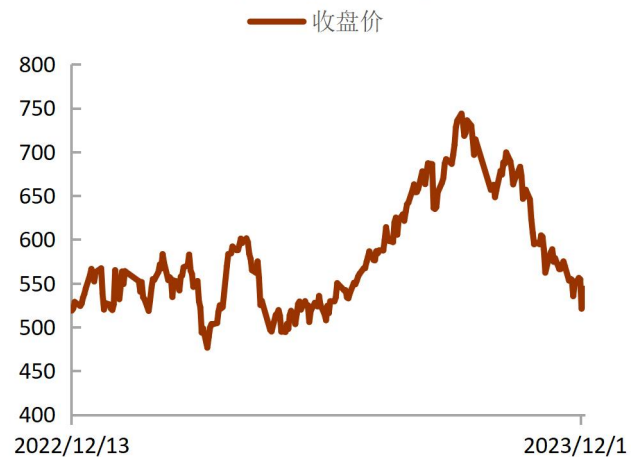


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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 A906 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。