

2024年3月18日



降息落空长债仍存调整风险

核心观点及策略

- 上周债市以大幅调整为开始，但周三随着股市走弱以及市场小作文的传播，叠加多日大幅下跌债市自身也存在修复需求，T2406开始企稳。此后几日由于金融数据迟迟未公布，叠加春节效应，市场开始担忧金融数据走弱，债市也因此持续小幅反弹。全周来看30Y国债收益率上行幅度达7BP，而2年期国债收益率上行幅度则相对较小为2.6BP。十年期国债期货主力合约T2406全周振幅为0.66%、最高价为104.225、最低价为103.535、终止价为103.855、下跌0.2。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼1050亿元，其中MLF缩量续作是近段时间所少有的，同时也是近几个税期少有的未净投放。不过DR001、DR007等关键期限加权成交价格并未出现明显上行。货币政策方面，政府工作报告提到货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，因此在通胀未确认持续走强前货币政策依然将以宽松为主。
- 策略建议：做多10-2Y利差走阔、国债期货跨月价差修复、国债期货正套。
- 风险因素：权益市场持续反弹、经济数据超预期

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
T2406	103.8550	-0.2250	2663	485837	174616
TF2406	102.8700	-0.1250	5109	326398	112598
TS2406	101.4180	-0.0380	5369	172806	62062
TL2406	105.9400	-0.8900	-6194	283231	51731
T2409	103.8100	-0.2600	3673	47757	13031
TF2409	102.8850	-0.0850	1418	17431	7214
TS2409	101.4820	-0.0180	398	11620	2825
TL2409	105.8900	-0.7800	4,260	50779	12409

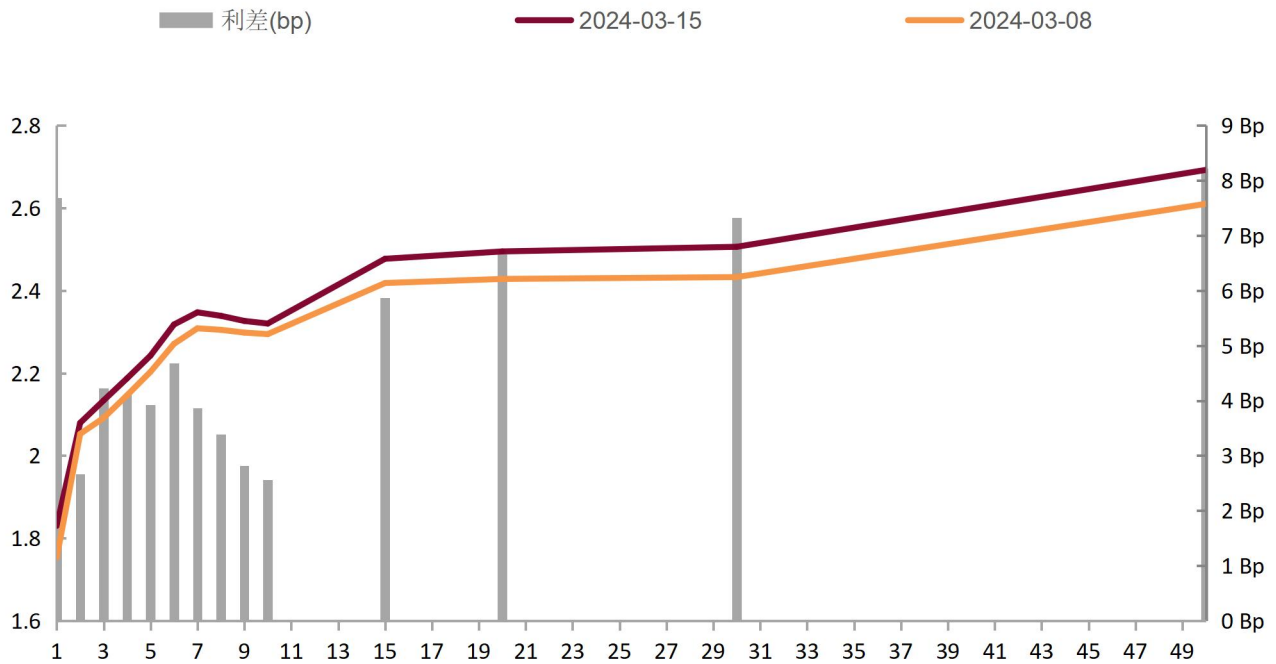
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)			-1050			
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/3/15	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/15	MLF 投放	1年 MLF	12月	2.50	3870	投放
2024/3/15	逆回购	7日回购	7天	1.80	130	投放
2024/3/15	MLF 回笼	1年 MLF	12月	2.75	4810	回笼
2024/3/14	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/14	逆回购	7日回购	7天	1.80	30	投放
2024/3/13	逆回购	7日回购	7天	1.80	30	投放
2024/3/13	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/12	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/12	逆回购	7日回购	7天	1.80	100	投放
2024/3/11	逆回购	7日回购	7天	1.80	100	投放
2024/3/11	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼

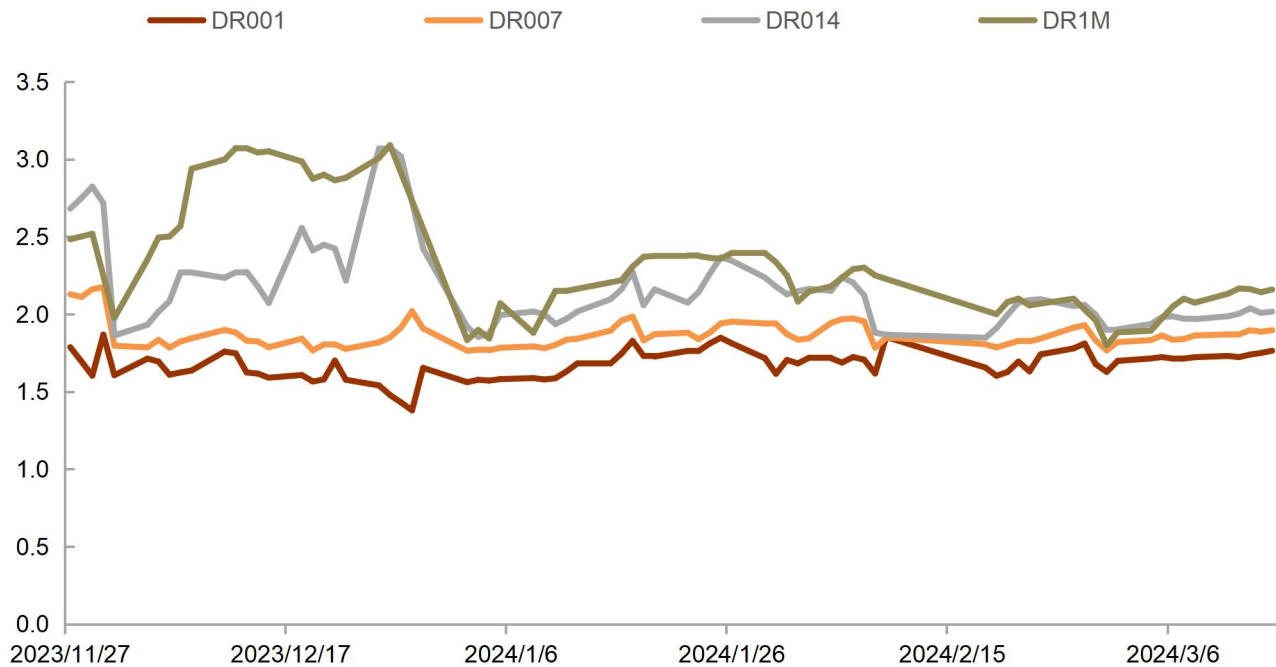
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



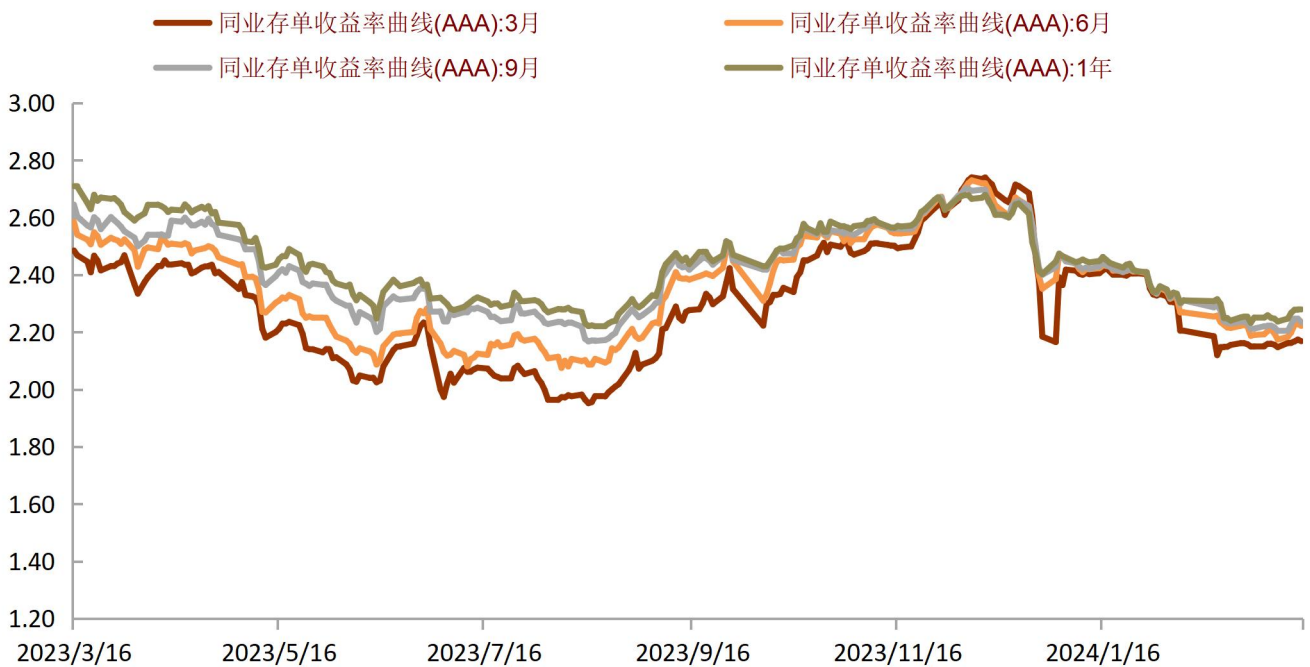
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市以大幅调整为开始，但周三随着股市走弱以及市场小作文的传播，叠加上多日大幅下跌债市自身也存在修复需求，T2406 开始企稳。此后几日由于金融数据迟迟未公布，叠加上春节效应，市场开始担忧金融数据走弱，债市也因此持续小幅反弹。全周来看 30Y 国债收益率上行幅度达 7BP，而 2 年期国债收益率上行幅度则相对较小为 2.6BP。十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅为 0.66%、最高价为 104.225、最低价为 103.535、终止价为 103.855、下跌 0.2。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 1050 亿元，其中 MLF 缩量续作是近段时间所少有的，同时也是近几个税期少有的未净投放。不过 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格并未出现明显上行。货币政策方面，政府工作报告提到货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，因此在通胀未确认持续走强前货币政策依然将以宽松为主。

经济基本面方面：上周金融数据公布，如此前市场预期较前月出现明显走弱，但由于春节错位影响如从 2 个月合并看则相对中性，因此并未对市场造成过多影响。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据方面，乘联会数据显示 3 月 1 日至 10 日日均销量同比增长 4%，中规中矩。二是 30 城商品房成交面积在经历短暂反弹后又开始掉头向下，叠加上去年高基数，同比依然有待改善。三是外贸方面，CCFI 小幅调整，而波罗的海干散货指数则持续上行。四是猪肉价格小幅回落，未来走势仍需观察。五是南华工业品指数高位震荡，但随着基数回落未来 PPI 有望转向。但即将公布的 2 月经济数据根据此前的高频数据则大概率向好。

行情上我们认为在 DR001、DR007 等资金成本标杆维持稳定的情况下，短久期债券收益率下行有阻力，而随着权益市场持续上涨，以及监管对部分机构过度博弈久期的关注，市场投机偏好有望得以扭转，虽然长久期在下半周出现了一波反弹行情但已不太可能重现此前疯狂，如超长久期策略赚钱效应消退，资金逐步撤离叠加上超长期特别国债供给，债市调整风险仍在。因此策略方面依然是做多长短端利差，博弈国债期货跨期价差修复以及国债现券与期货的正套交易。

三、一周要闻

1、2月末，广义货币(M2)余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%。狭义货币(M1)余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%。流通中货币(M0)余额 12.1 万亿元，同比增长 12.5%。前两个月净投放现金 7566 亿元。前两个月人民币贷款增加 6.37 万亿元。分部门看，住户贷款增加 3894 亿元，其中，短期贷款减少 1340 亿元，中长期贷款增加 5234 亿元；企（事）业单位贷款增加 5.43 万亿元，其中，短期贷款增加 1.99 万亿元，中长期贷款增加 4.6 万亿元，票据融资减少 1.25 万亿元；非银行业金融机构贷款增加 4294 亿元。前两个月人民币存款增加 6.44 万亿元。其中，住户存款增加 5.73 万亿元，非金融企业存款减少 1.85 万亿元，财政性存款增加 4806 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.71 万亿元。

2、初步统计，2024 年 2 月末社会融资规模存量为 385.72 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 241.29 万亿元，同比增长 9.7%；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 5.3%；委托贷款余额为 11.22 万亿元，同比下降 0.7%；信托贷款余额为 4.03 万亿元，同比增长 7.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.68 万亿元，同比下降 9.3%；企业债券余额为 31.53 万亿元，同比增长 0.7%；政府债券余额为 70.69 万亿元，同比增长 15.1%；非金融企业境内股票余额为 11.48 万亿元，同比增长 6.4%。从结构看，2 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 62.6%，同比高 0.4 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%，同比持平；委托贷款余额占比 2.9%，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 0.7%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 8.2%，同比低 0.6 个百分点；政府债券余额占比 18.3%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3%，同比持平。

3、“杭州住保房管”3月14日消息，为认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，落实城市主体责任，更好满足刚性和改善性住房需求，促进杭州房地产市场平稳健康发展，今天，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步优化房地产市场调控措施的通知》（以下简称《通知》），从加

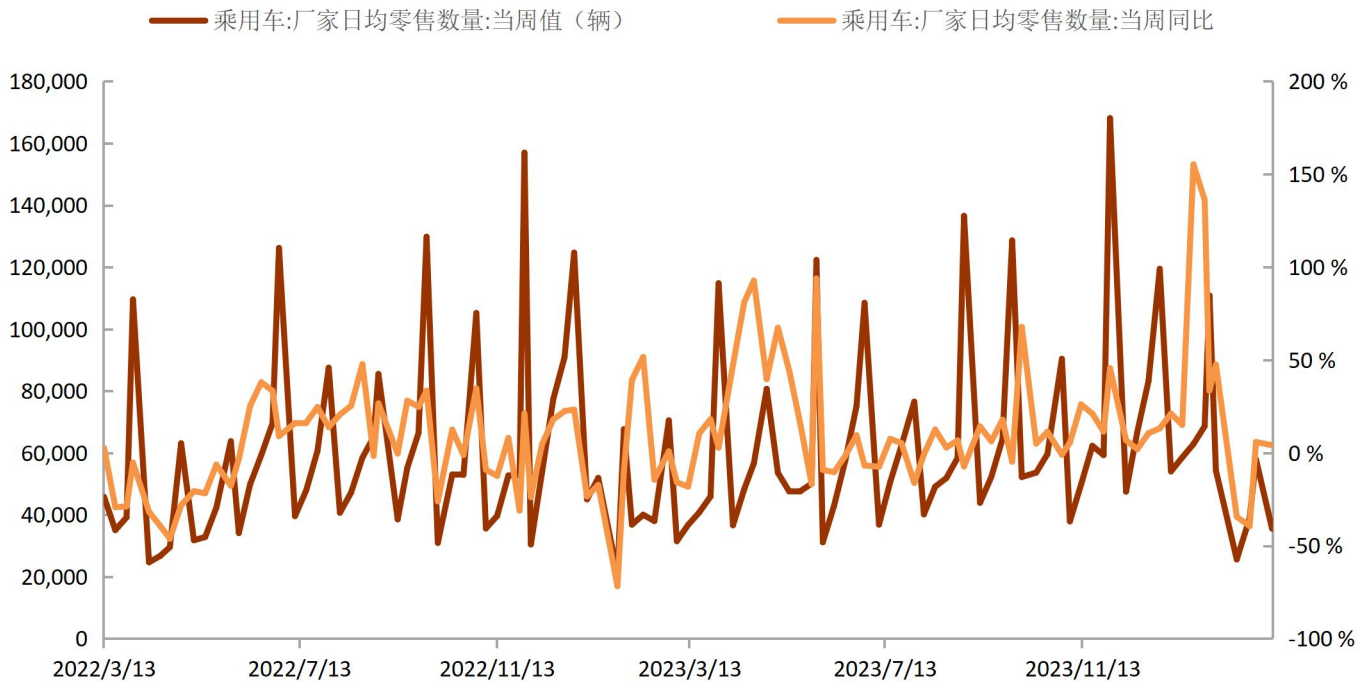
大住房保障力度、优化二手住房限购政策、优化增值税征免年限、加快城市有机更新、落实房地产融资协调机制等方面进一步完善房地产市场调控。要求加大规划建设保障性住房力度，加快房源筹建，2024年开工建设配售型保障性住房不少于6000套，着力解决工薪收入群体住房困难。明确优化二手住房限购政策，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年。要求继续加大推进城市有机更新力度，优化房屋征迁补偿安置方式，满足多样化安置需求。强调加快建立健全房地产融资协调机制，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，全力支持房地产在建项目融资和建设交付，保障购房人合法权益。

4、证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》等四项政策文件一、《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》。文件着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任，维护良好的发行秩序和生态，提出了8项政策措施。一是严把拟上市企业申报质量。二、《关于加强上市公司监管的意见(试行)》。文件着眼于推动上市公司提升投资价值和加强投资者保护，围绕打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等各方关注的重点问题，提出了4个方面18项政策措施。三、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见(试行)》。文件聚焦校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力和监管效能，提出了7个方面25项政策措施。四、《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》。文件突出严字当头、直面问题、刀刃向内，坚持以自我革命引领自身建设，推动证监会系统全面从严治党、党风廉政建设和反腐败斗争向纵深发展，明确了3个方面的措施。

5、3月16日，暂停转融通借入证券实时可用业务正式开启通关测试。3月18日，转融券“T+1”将正式落地。自2月6日证监会宣布暂停新增转融券规模以来，转融券余额在快速下降。数据显示，截至3月15日，转融券余额为601.46亿元，较2月6日下降31.36%。随着转融券存量逐步了结，融券余额亦大幅下降。截至3月15日，A股融券余额为427.57亿元，较2月6日的596.19亿元下降了168.62亿元，降幅为28%。

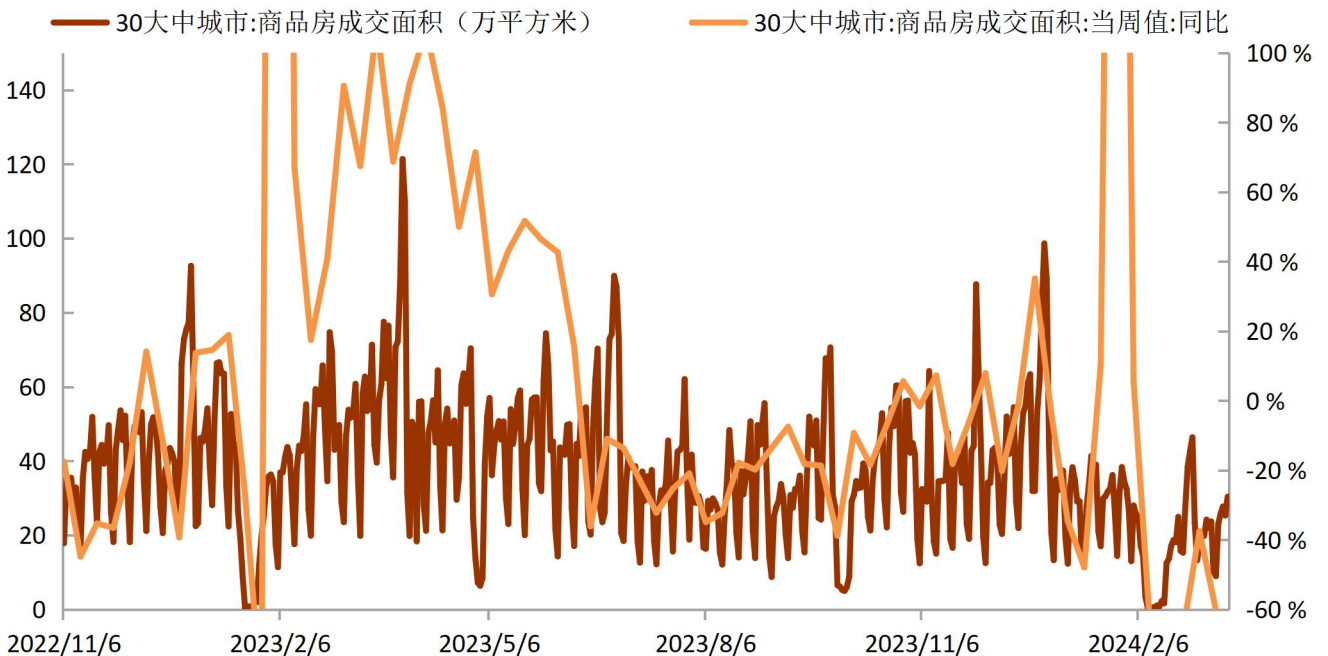
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



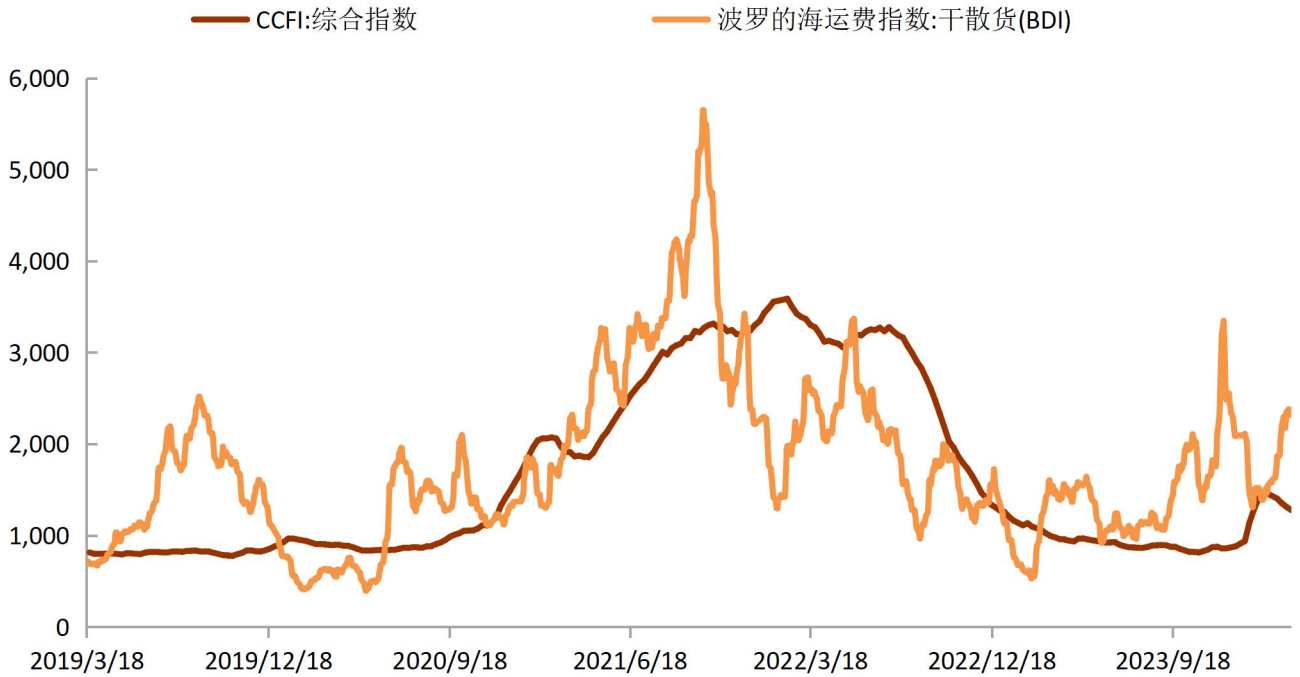
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



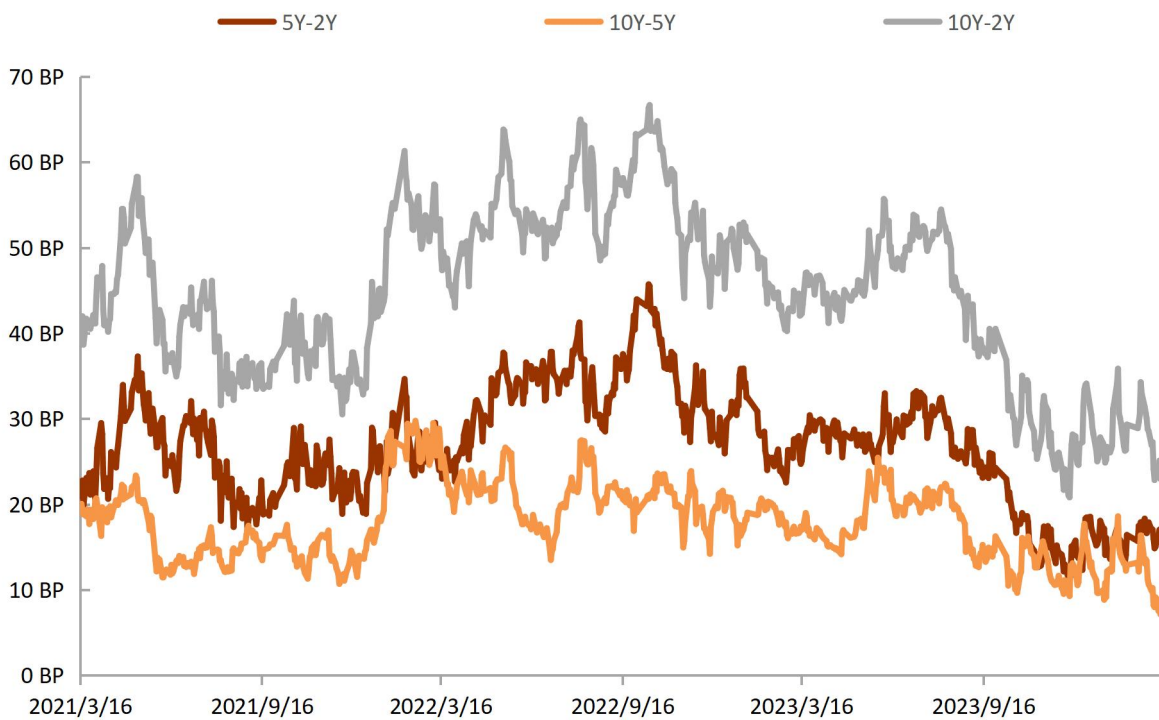
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



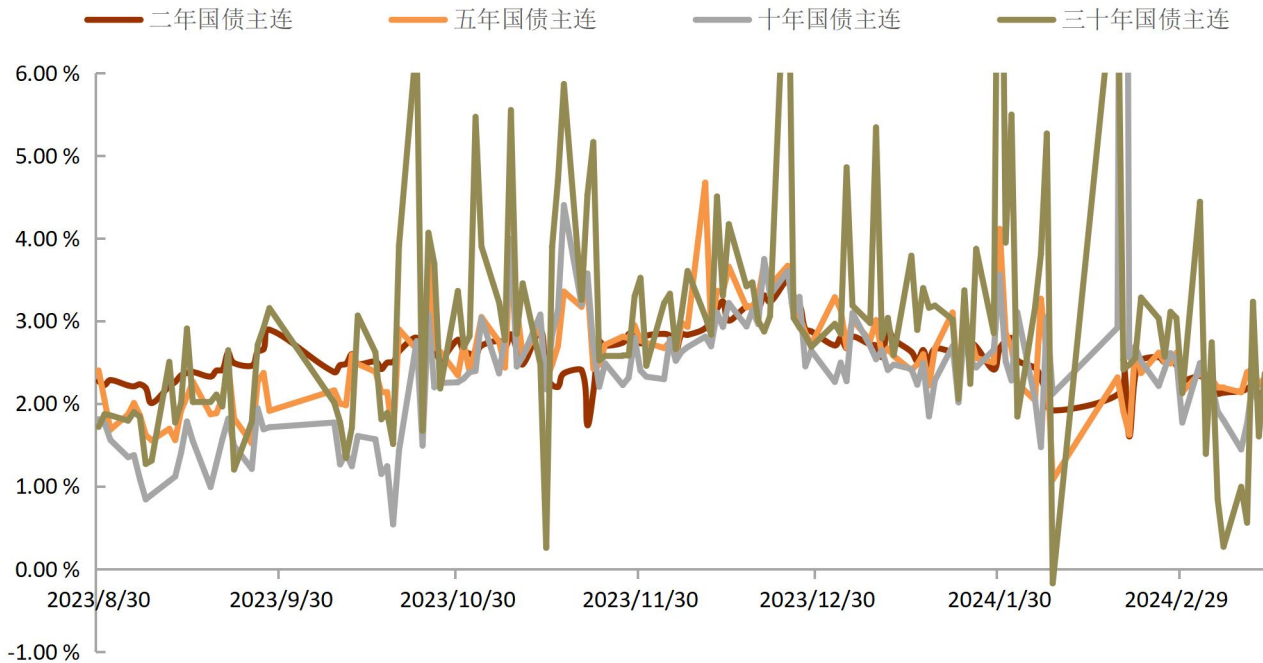
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



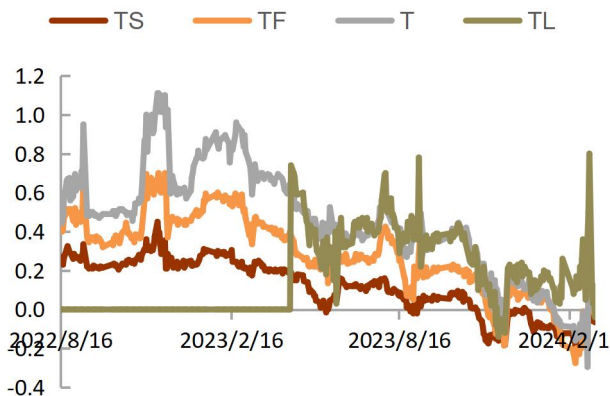
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

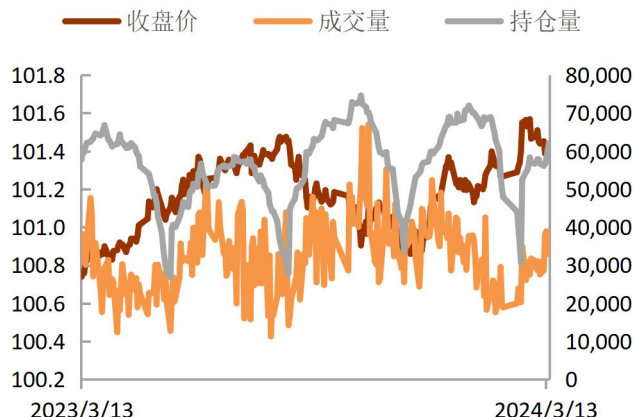


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

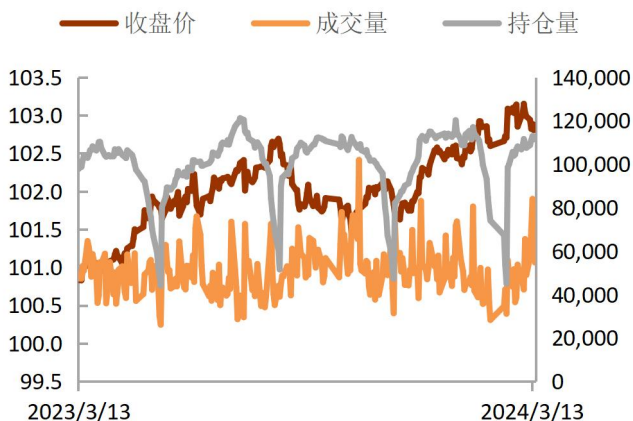


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

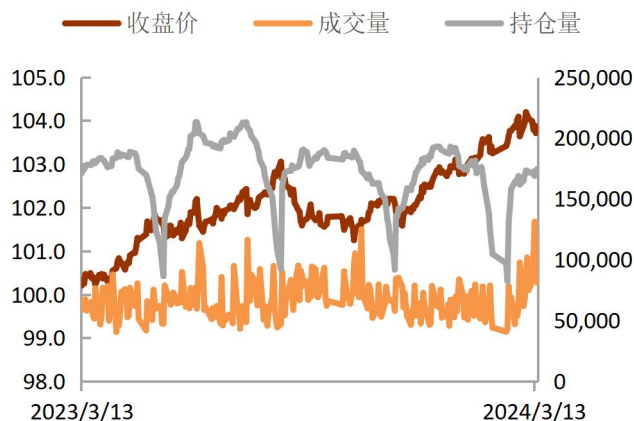


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

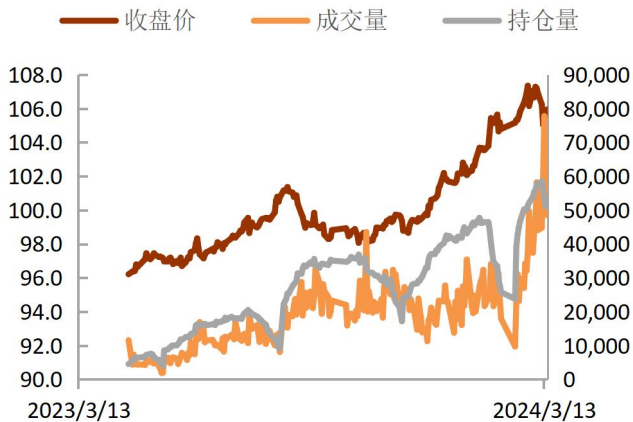


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

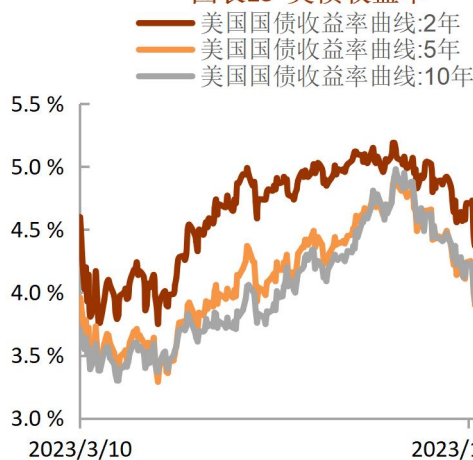


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

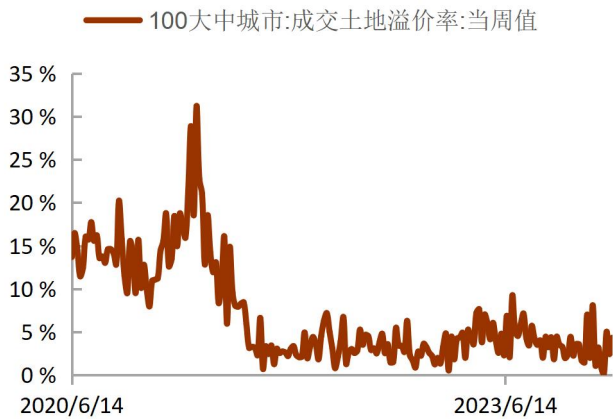


图表15 美债收益率

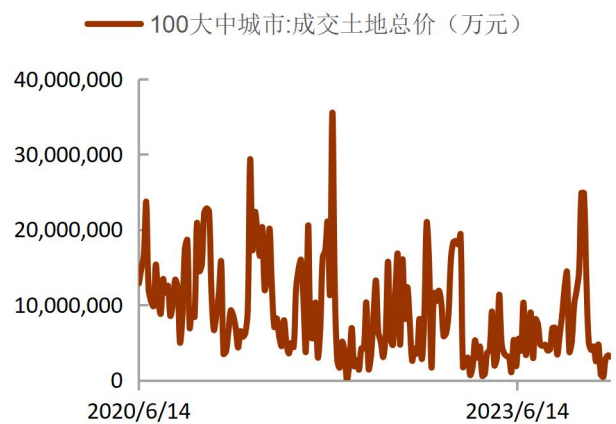


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

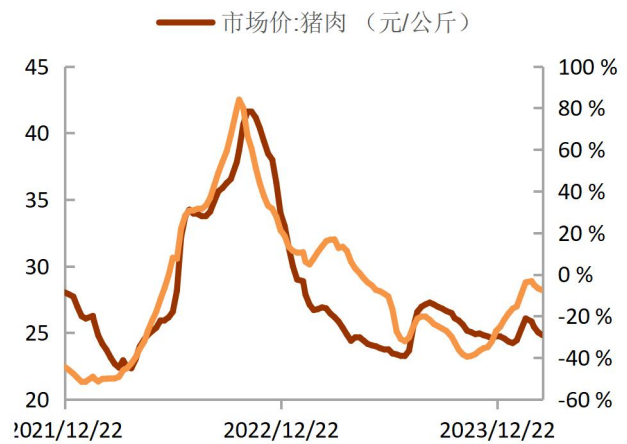


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

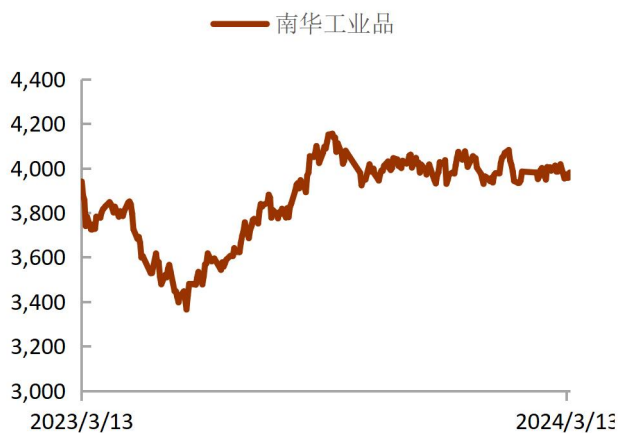


图表19 市场价:猪肉

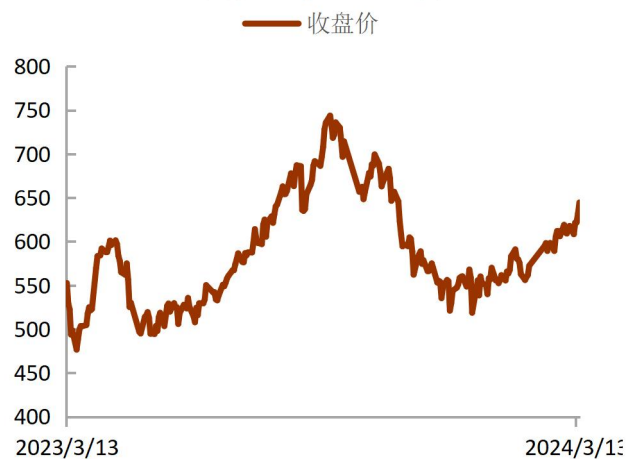


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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）
传真：021-68550055

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
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

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

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

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

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

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。