

2024年4月9日



30Y国债见顶

收益率曲线走陡

核心观点及策略

- 宏观方面,3月公布的多大部分经济基本面数据都表现出向好态势,尽管市场仍对经济复苏的持续性保持部分谨慎态度,但经济持续下行的悲观预期已经得到一部分扭转,未来如数据持续向好,经济企稳回升的观点将有可能形成共识。
- 海外方面,4月5日,美国劳工局发布了超强的非农就业报告。美国3月新增就业人数大幅超过预期,创下去年5月以来的最大增幅。在超强非农就业报告发布后,CME美联储观察工具显示,市场对于美联储6月份首次降息的预期可能性已经从一周前的55.2%降至50.8%。
- 整体来看,3月债市已出现见顶迹象,同时央行货币政策委员会2024年第一季度例会通讯稿中首次提及关注长期收益率变化的相关表述,长端及超长端存在中期调整风险,因此策略方面我们建议降低账户久期风险敞口暴露,同时如T、TL国债期货盘中出现较高IRR时可适量卖空建立套保仓位。
- 风险点:国债发行节奏超预期、房地产数据持续反弹、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

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号: F0297587

投资咨询号: Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号: F0307990

投资咨询号: Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号: F03099478

投资咨询号: Z0017785

目录

一、2024年3月债市行情回顾	4
二、资金面分析	5
1、DR001、DR007等加权成交利率	5
2、央行公开市场操作	6
3、存单一级发行利率	6
三、基本面分析	7
1、社融同比小幅回落	7
2、CPI大幅反弹	9
3、PPI表现疲软	11
4、社会消费品零售总额小幅回落	12
5、工业增加值继续向好	13
6、固定资产投资小幅回升	14
7、出口数据远超预期	14
8、制造业PMI大幅反弹	15
9、其他重点关注数据	17
四、行情展望	21

图表目录

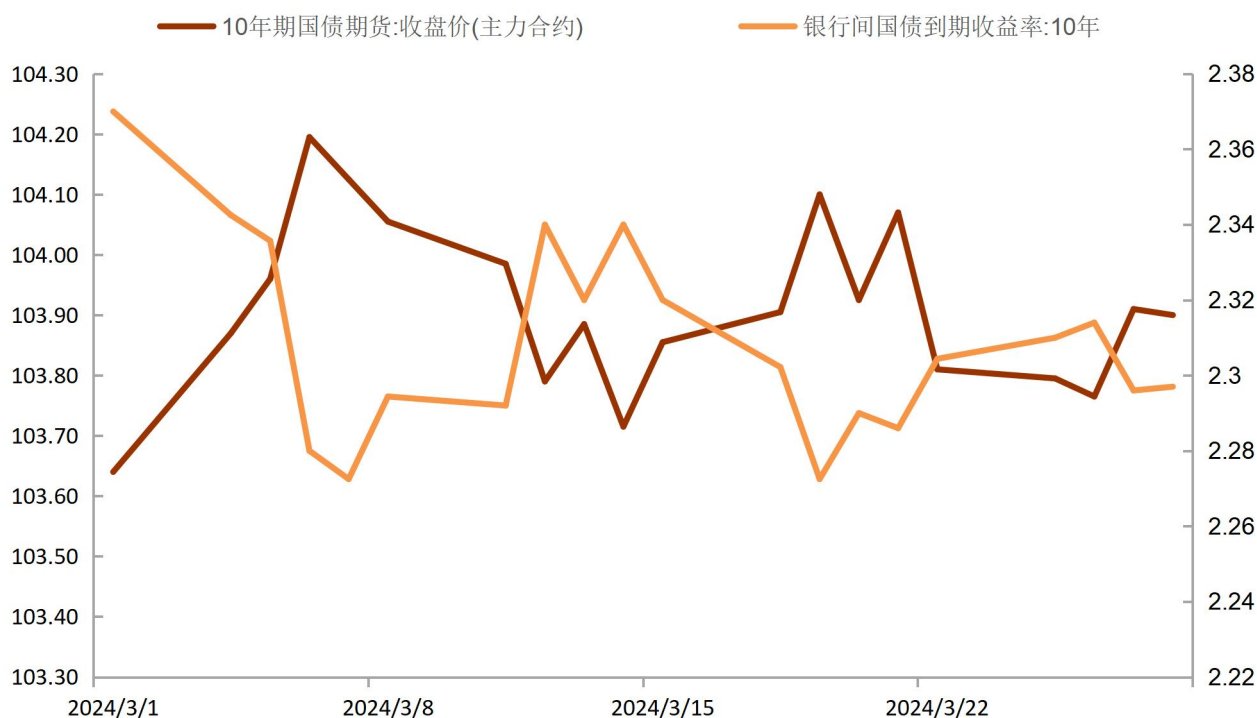
图表 1	国债期货及现券走势	4
图表 2	国债收益率曲线	5
图表 3	资金市场概况	5
图表 4	央行公开市场操作概况	6
图表 5	存单一级市场概况	7
图表 6	金融数据概览	7
图表 7	新增额同比变化（亿元）	8
图表 8	社融-M2	9
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅	10
图表 10	CPI 分项同比及变化	10
图表 11	工业生产者出厂价格指数	11
图表 12	PPI 分类别同比及变化	12
图表 13	社会消费品零售总额同比	12
图表 14	规模以上工业增加值	13
图表 16	固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比	14
图表 17	出口总值(人民币计价)	15
图表 20	制造业 PMI、综合 PMI	16
图表 21	制造业 PMI 分项	17
图表 22	乘用车厂家零售	17
图表 23	商品房成交面积（30 大中城市）	18
图表 24	航运指数	18
图表 25	期限利差	19
图表 26	主力合约最廉 IRR	19
图表 27	国债期货跨期价差（当季-下季）	20
图表 28	T 主连收盘价、成交量、持仓量	20
图表 29	美国国债收益率曲线	20
图表 30	人民币汇率	20
图表 31	市场价：猪肉	21
图表 32	南华工业品指数	21

一、2024年3月债市行情回顾

2024年3月，债市面临多方利空压制，一是1万亿超长期特别国债年内即将发行，债市供给冲击担忧加剧；二是3月底人民币汇率开始向上突破7.20，同时美联储降息路径仍不确定，国内货币政策受制约3月降息预期落空；三是3月上旬30Y国债收益率的大幅波动，引发监管对机构交易行为的关注，叠加上交易员大会提及杠杆过高问题，市场投机情绪有所降温。四是3月公布的1-2月经济数据整体表现较强，经济基本面对债市利多支撑有所松动。多重利空作用下债市出现见顶迹象。

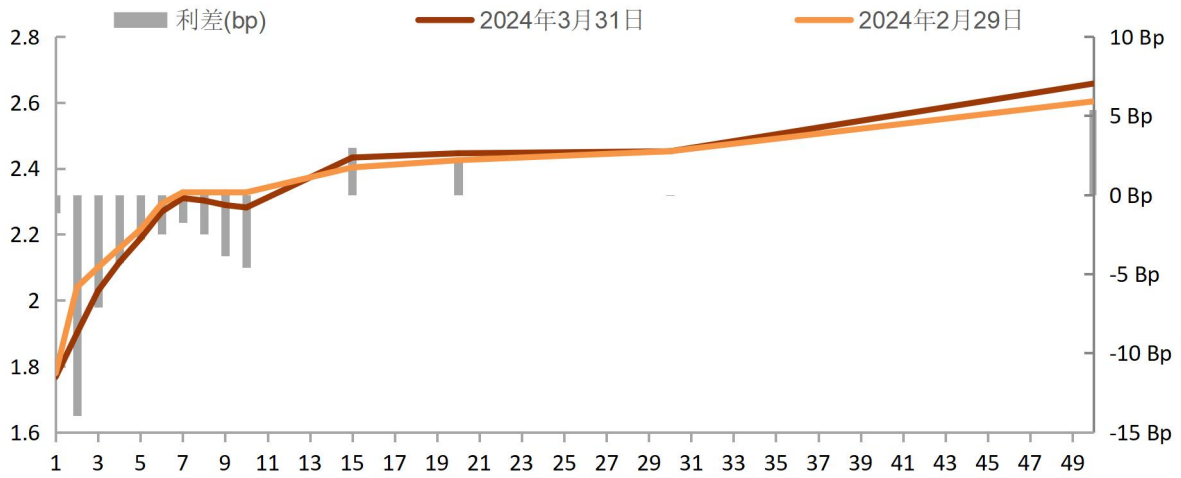
全月来看十年期国债期货主力合约T2406，全月振幅0.87%，最高价104.440，最低价103.535，终止价104.110，全月上涨0.020。十年期国债活跃券240004收益率收于2.2925%较2月29日下行4.75BP。

图表 1 国债期货及现券走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 国债收益率曲线



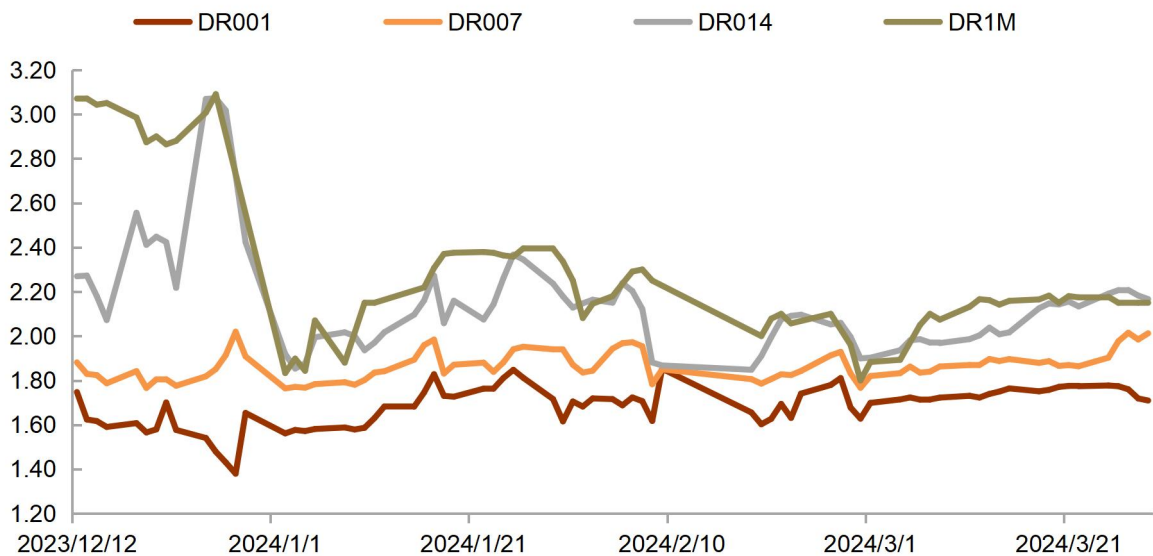
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、资金面分析

1、DR001、DR007 等加权成交利率

3月虽有跨季扰动但得益于央行精准投放与回笼，资金面总体平稳，DR001 加权成交价格波动幅度明显收窄。3月29日 DR001、DR007、DR014、DR1M 加权成交价格分别收于 1.7093%、2.0124%、2.1667%、2.15%，全月来看完美符合央行提出的保持流动性合理充裕目标。

图表 3 资金市场概况

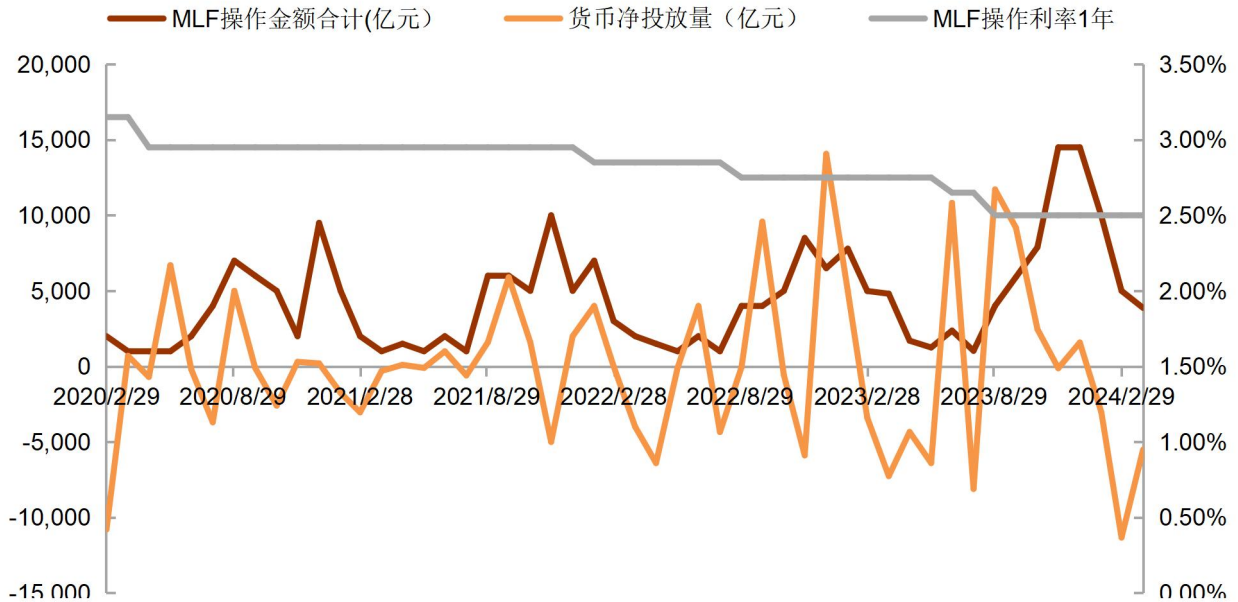


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、央行公开市场操作

3月央行资金投放节奏张弛有度，有效对冲了特殊时间节点资金价格波动，因此从DR001等关键期限加权成交价格看，3月资金面波动幅度明显收敛。央行公开市场净回笼6150亿元，其中逆回购净回笼5510亿元，MLF净回笼940亿元。资金利率中枢上行，R001和R007月均值分别报收1.88%、2.11%。受到2月春节假期低基数的影响，3月机构杠杆环比明显抬升，质押式成交量月均值升至6.91万亿元，较上月环比上行17.91%，其中隔夜质押式成交量月均值升至6.01万亿元，环比上行30.79%。

图表 4 央行公开市场操作概况

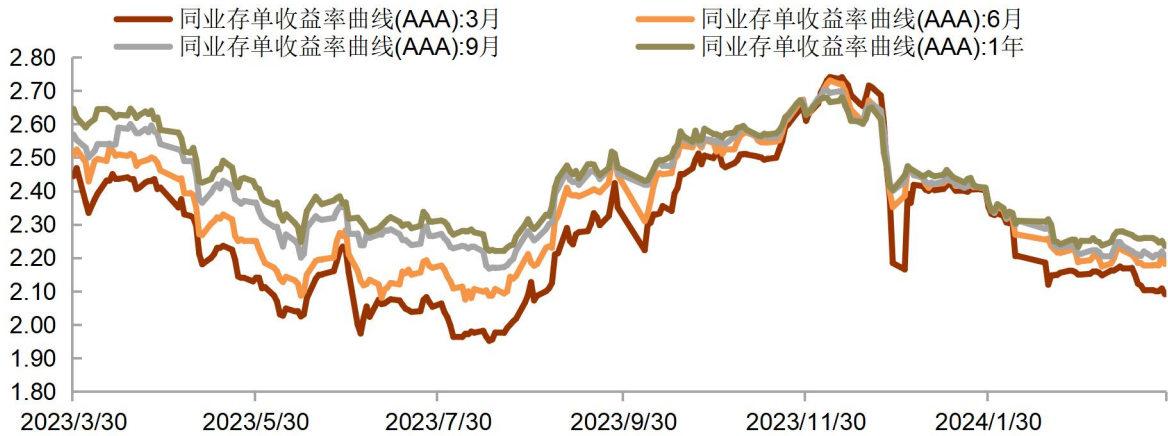


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、存单一级发行利率

3月虽然是存单的到期大月，但是从供给的角度来看，除去第3周，其他时间区间存单净融资均为负值，且总量明显弱于1月和2月，因此3月存单整体募集情绪较为清淡，同业存单发行规模明显回落，净融资继续转负。但二级市场同业存单交投活跃，月底大行持续净买入，驱动存单收益率下行明显。存单一级发行利率在二级市场情绪带动下，整体呈现回落态势。截止3月29日，3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率分别为2.0910%、2.1814%、2.2047%、2.2351%。

图表 5 存单一级市场概况



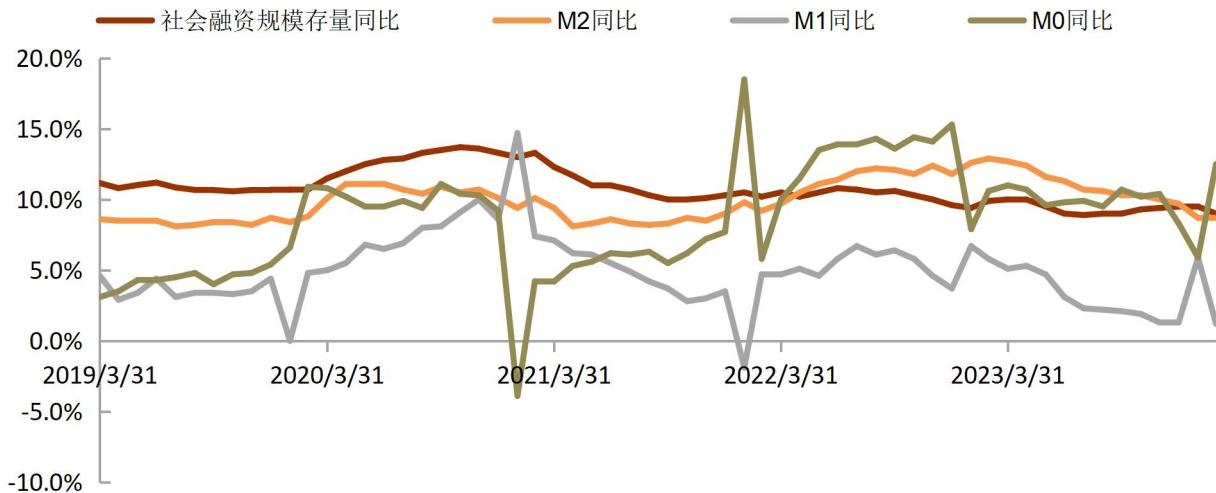
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、社融同比小幅回落

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%。

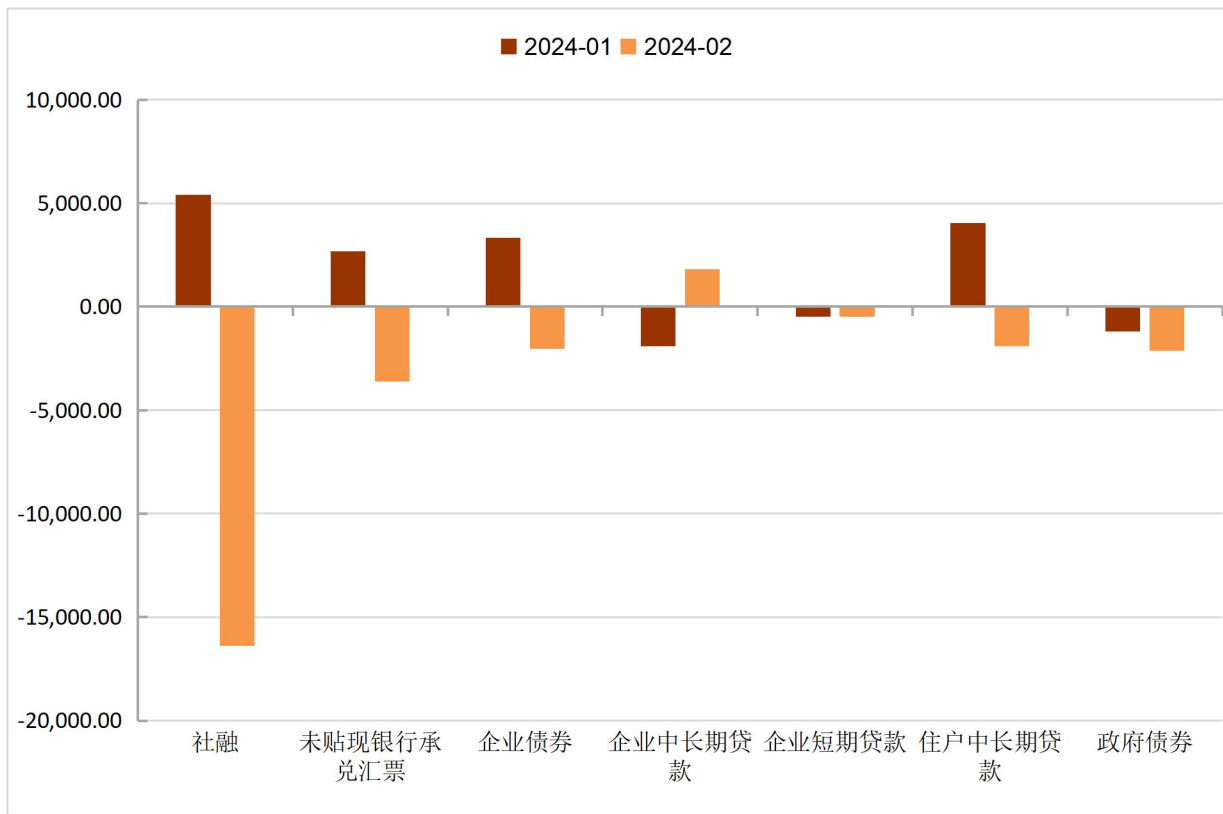
图表 6 金融数据概览



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。

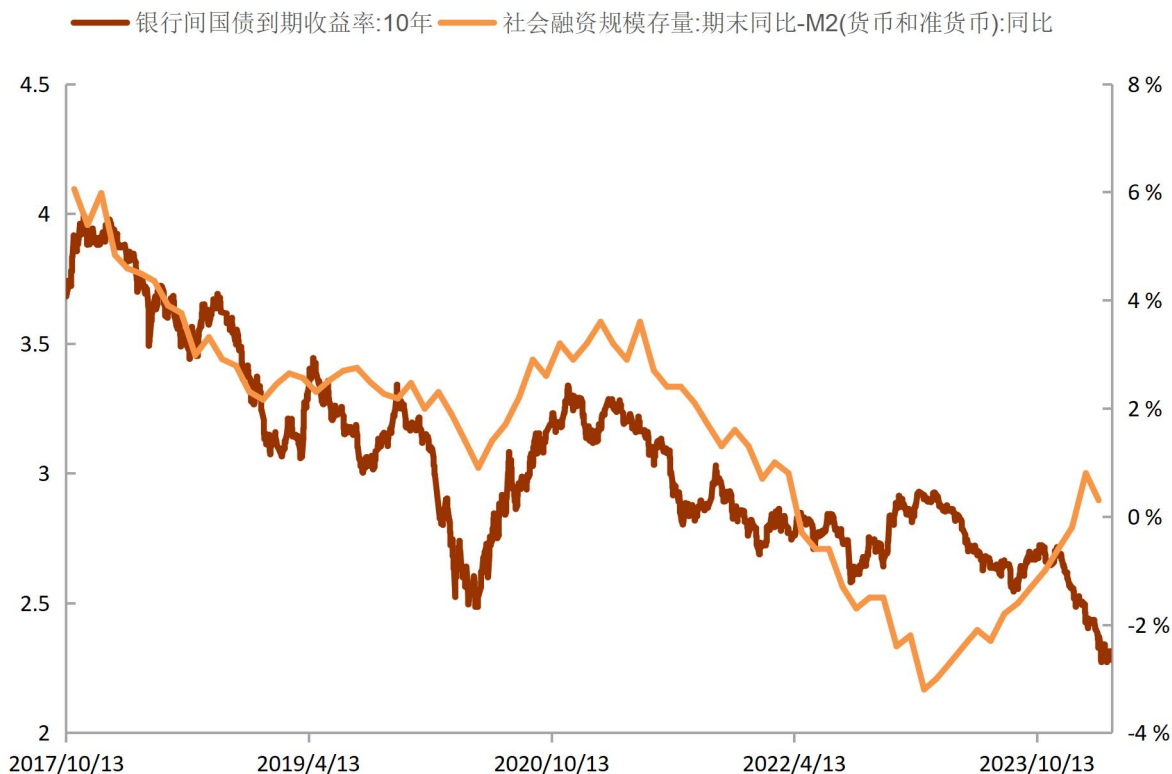
图表 7 新增额同比变化（亿元）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2月社融增量中企业中长期贷款表现亮眼，同时票据冲量现象有所消退，因此结构上有所改善，但由于住户部门中长期贷款及春节错位导致总量表现上有所欠缺，因此对债市影响有限，未来仍需关注春节错位后金融数据表象尤其是以往对债市影响较大的社融-M2剪刀差走势。

图表 8 社融-M2



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

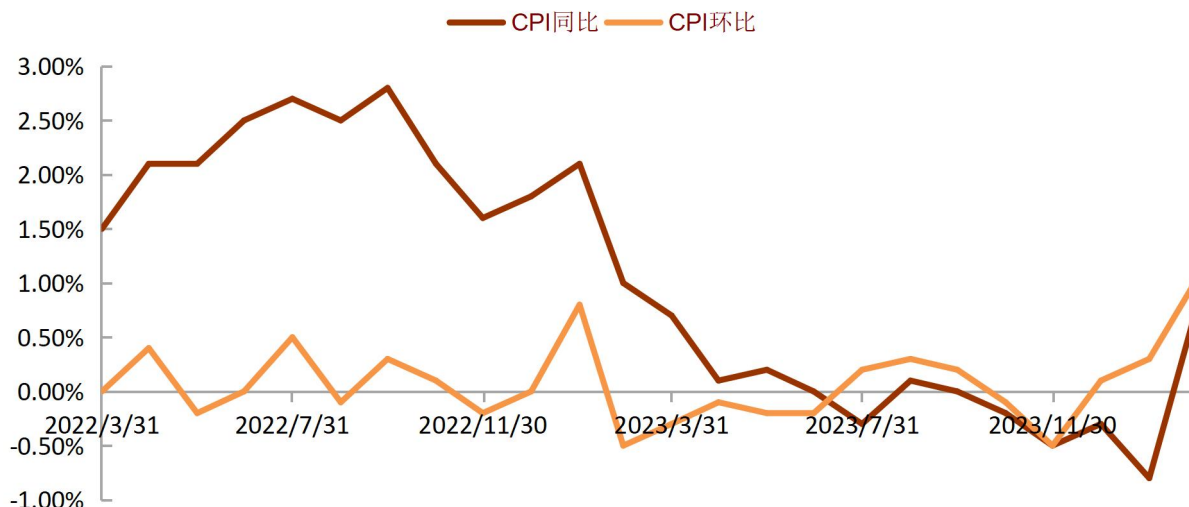
2、CPI 大幅反弹

2 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比由上月下降 0.8% 转为上涨 0.7%；环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。

CPI 重回正增长，除了春节错月导致的低基数效应，也显示出内需恢复、消费复苏的势头在加强。今年政府工作报告对就业和居民收入增长更加重视，明确从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。

今年春节期间，多项消费指标创历史新高。比如，春节假期 8 天全国国内旅游出游 4.74 亿人次，总花费 6326.87 亿元，同比 2023 年、2019 年均大幅增长。2024 年春节档电影票房为 80.16 亿元，观影人次为 1.63 亿，相比 2023 年同期分别增长了 18.47% 和 26.36%，均创同档期新纪录。

图表 9 全国居民消费价格涨跌幅



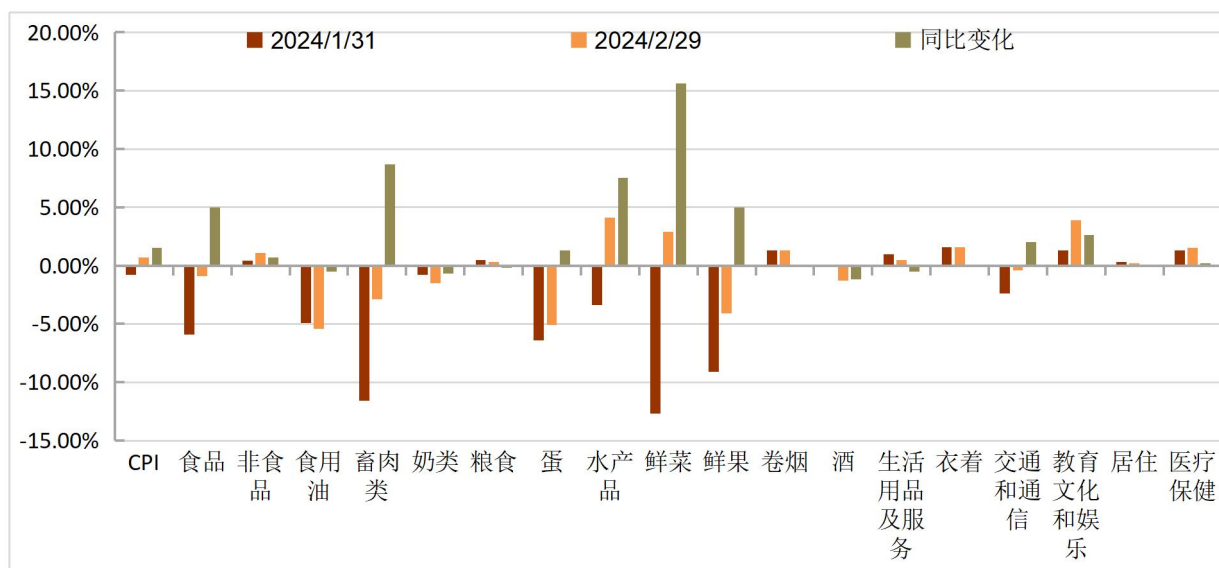
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

统计数据显示，2 月份，食品价格同比下降 0.9%，降幅比上月收窄 5.0 个百分点。食品中，猪肉价格在连续下降 9 个月后首次转涨，上涨 0.2%；鲜菜和水产品价格分别由上月下降 12.7%和 3.4%转为上涨 2.9%和 4.1%；薯类、鸡蛋、食用油、牛羊肉和鲜果价格降幅在 4.1%至 12.2%之间。

2 月份，非食品价格同比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。非食品中，服务价格上涨 1.9%，涨幅扩大 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.76 个百分点，其中旅游、飞机票和交通工具租赁费价格分别上涨 23.1%、20.8%和 17.4%。

据测算，2 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅。

图表 10 CPI 分项同比及变化



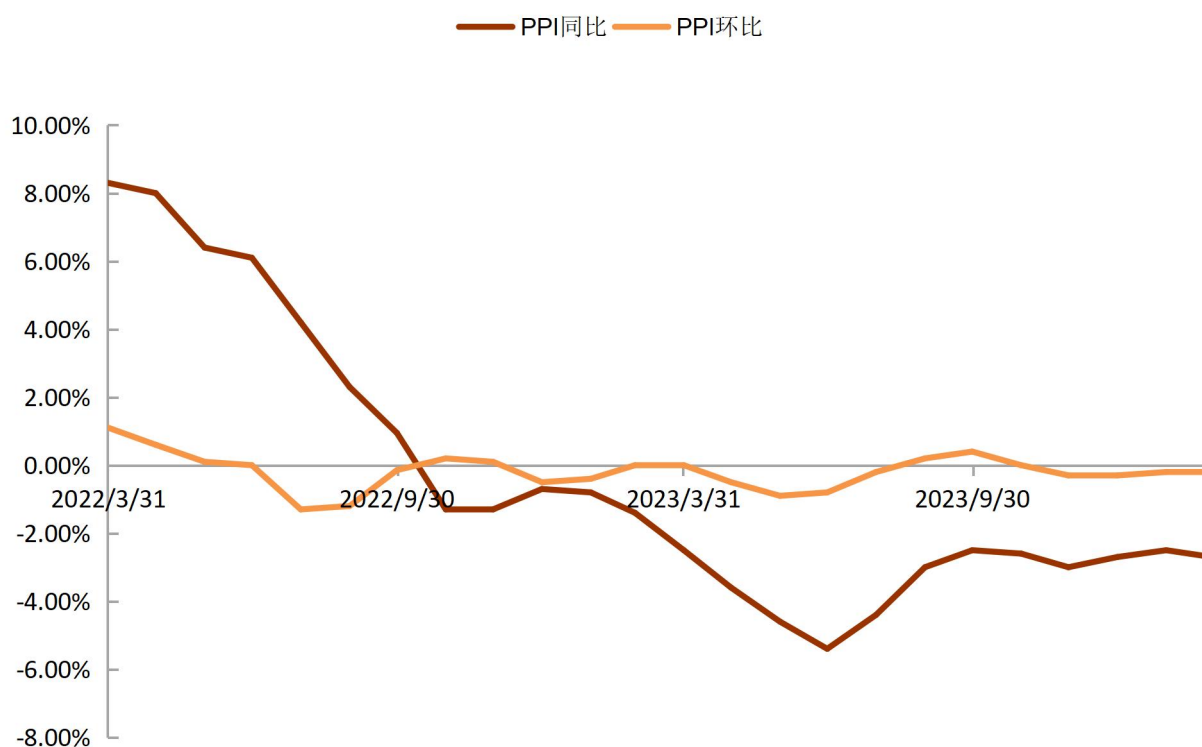
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 表现疲软

数据显示，2月，PPI 同比下降 2.7%，环比下降 0.2%。1-2 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.6%。

从环比看，PPI 下降 0.2%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。“国际原油价格上涨，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 2.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 0.2%。

图表 11 工业生产者出厂价格指数

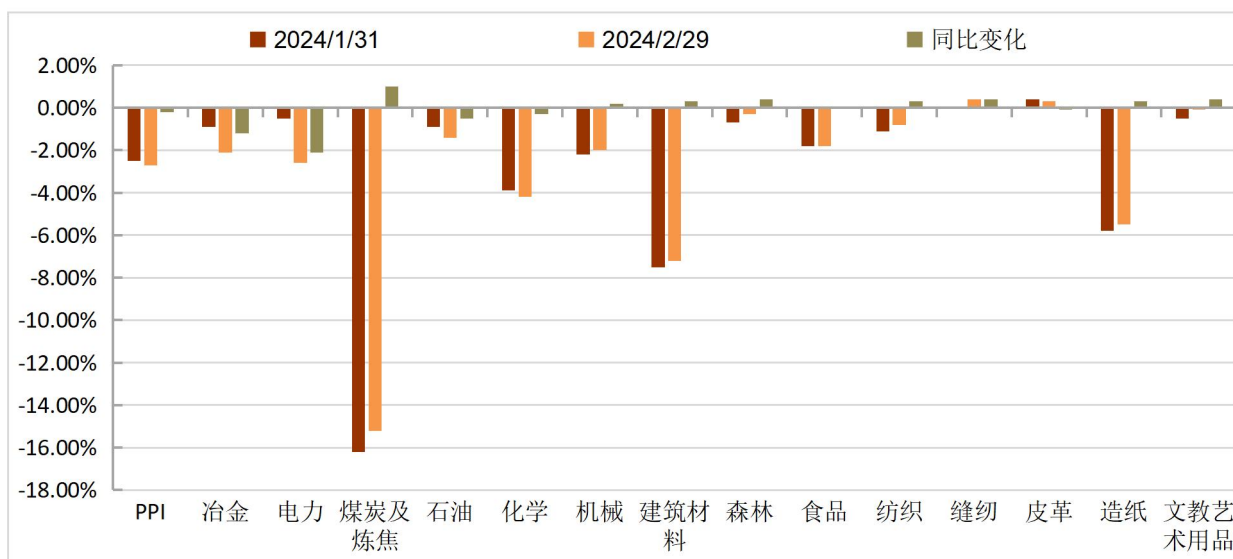


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，PPI 下降 2.7%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.4%，降幅扩大 0.4 个百分点；生活资料价格下降 0.9%，降幅收窄 0.2 个百分点。主要行业中，化学原料和化学制品制造业价格下降 6.6%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.9%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.8%，电气机械和器材制造业价格下降 4.5%，上述 4 个行业降幅比上月均扩大，合计影响 PPI 同比下降约 1.17 个百分点，对 PPI 的下拉作用比上月增加 0.19 个百分点。

据国家统计局测算，在 2 月-2.7%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-2.3 个百分点，今年价格变动的新的影响约为-0.4 个百分点。

图表 12 PPI 分类别同比及变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

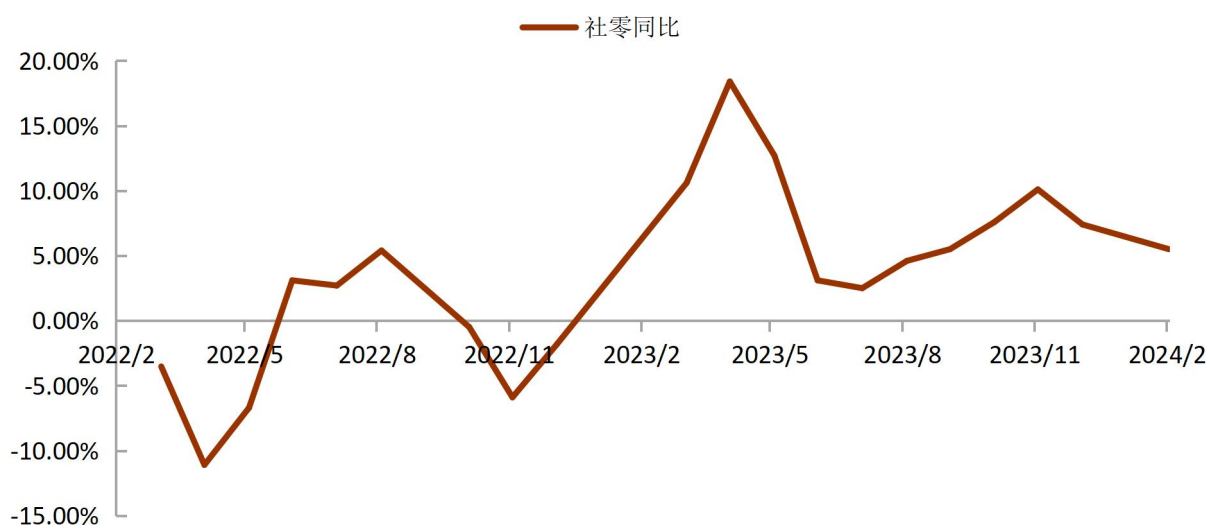
4、社会消费品零售总额小幅回落

1—2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 74194 亿元，增长 5.2%。

按经营单位所在地分，1—2 月份，城镇消费品零售额 70437 亿元，同比增长 5.5%；乡村消费品零售额 10870 亿元，增长 5.8%。

按消费类型分，1—2 月份，商品零售 71826 亿元，同比增长 4.6%；餐饮收入 9481 亿元，增长 12.5%。

图表 13 社会消费品零售总额同比

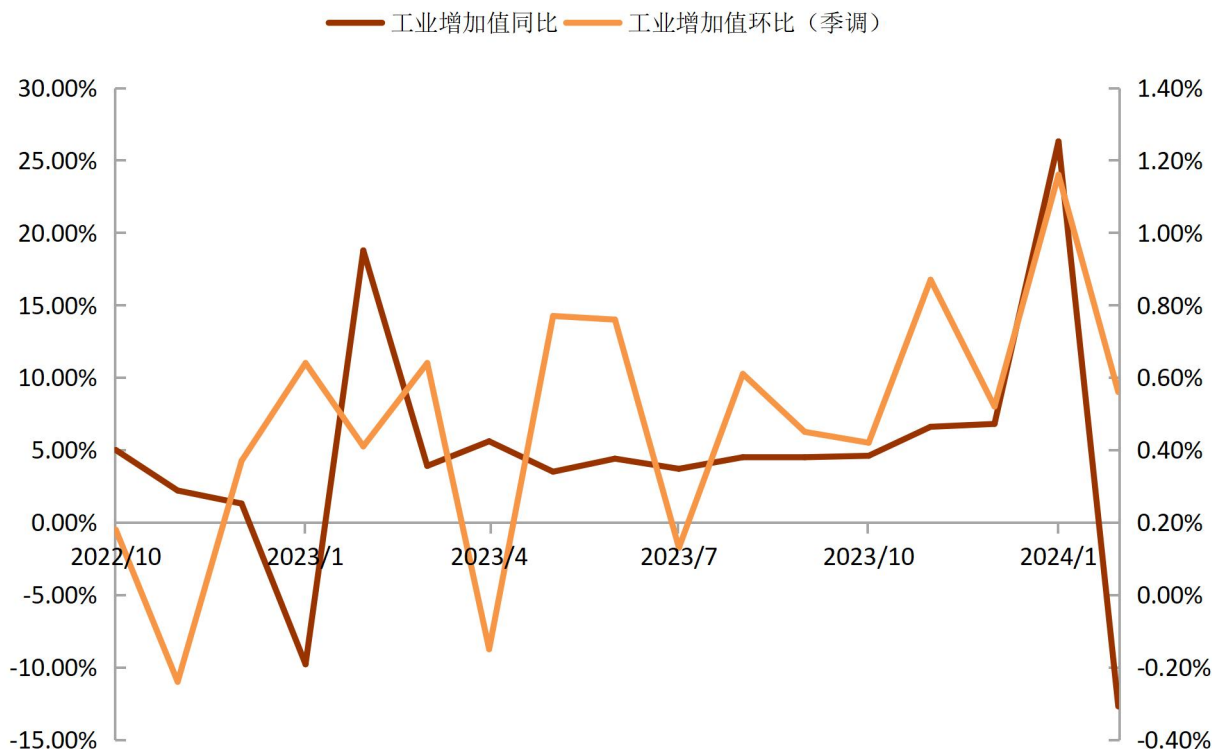


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、工业增加值继续向好

1—2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。

图表 14 规模以上工业增加值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分行业看，1—2 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 1.4%，石油和天然气开采业增长 3.0%，农副食品加工业增长 2.3%，酒、饮料和精制茶制造业增长 8.1%，纺织业增长 6.6%，化学原料和化学制品制造业增长 10.0%，非金属矿物制品业增长 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 8.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 12.5%，通用设备制造业增长 4.1%，专用设备制造业增长 2.0%，汽车制造业增长 9.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 11.0%，电气机械和器材制造业增长 4.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.6%，电力、热力生产和供应业增长 7.8%。

6、固定资产投资小幅回升

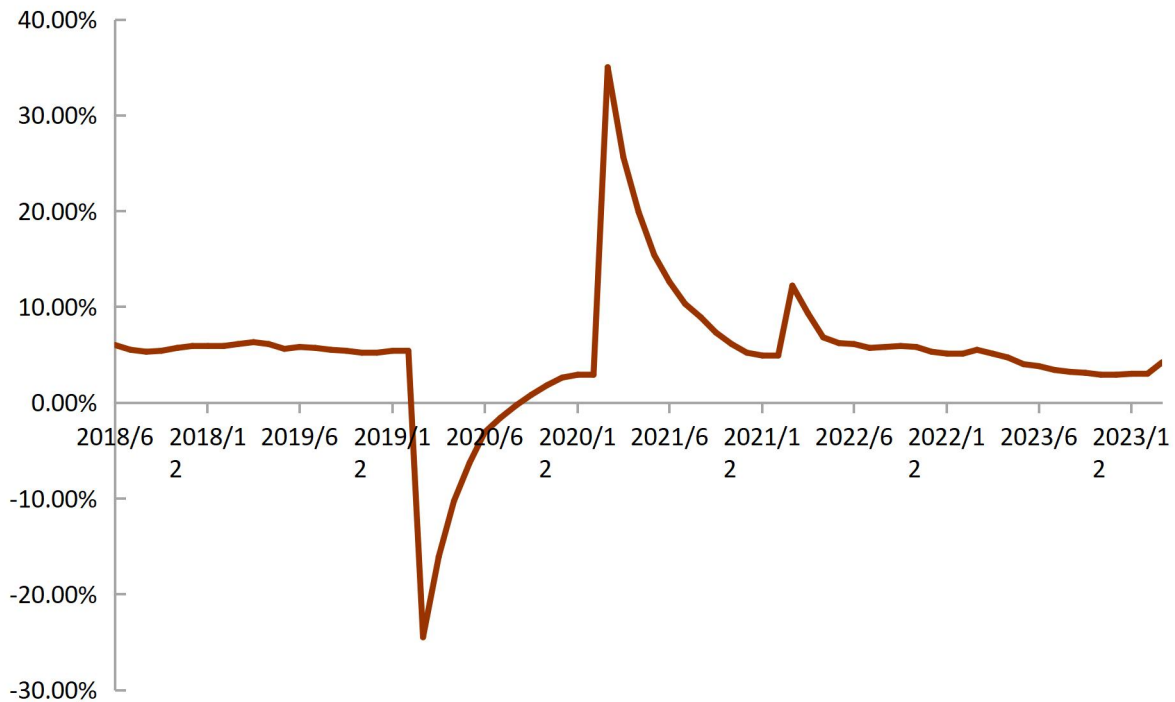
2024年1—2月份，全国完成固定资产投资（不含农户）50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2个百分点。

1—2月份，高技术产业投资同比增长9.4%，增速比全部固定资产投资高5.2个百分点；占全部投资的比重比去年同期提高0.4个百分点。

1—2月份，高技术制造业投资同比增长10.0%，增速比制造业投资高0.6个百分点；占制造业投资的比重比去年同期提高0.2个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长33.1%，计算机及办公设备制造业投资增长13.1%，电子及通信设备制造业投资增长11.6%。

1—2月份，高技术服务业投资同比增长7.8%，增速比服务业投资高6.6个百分点；占服务业投资的比重比去年同期提高0.3个百分点。其中，专业技术服务业投资增长36.2%，信息服务业投资增长16.1%，研发与设计服务业投资增长12.3%。

图表 16 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

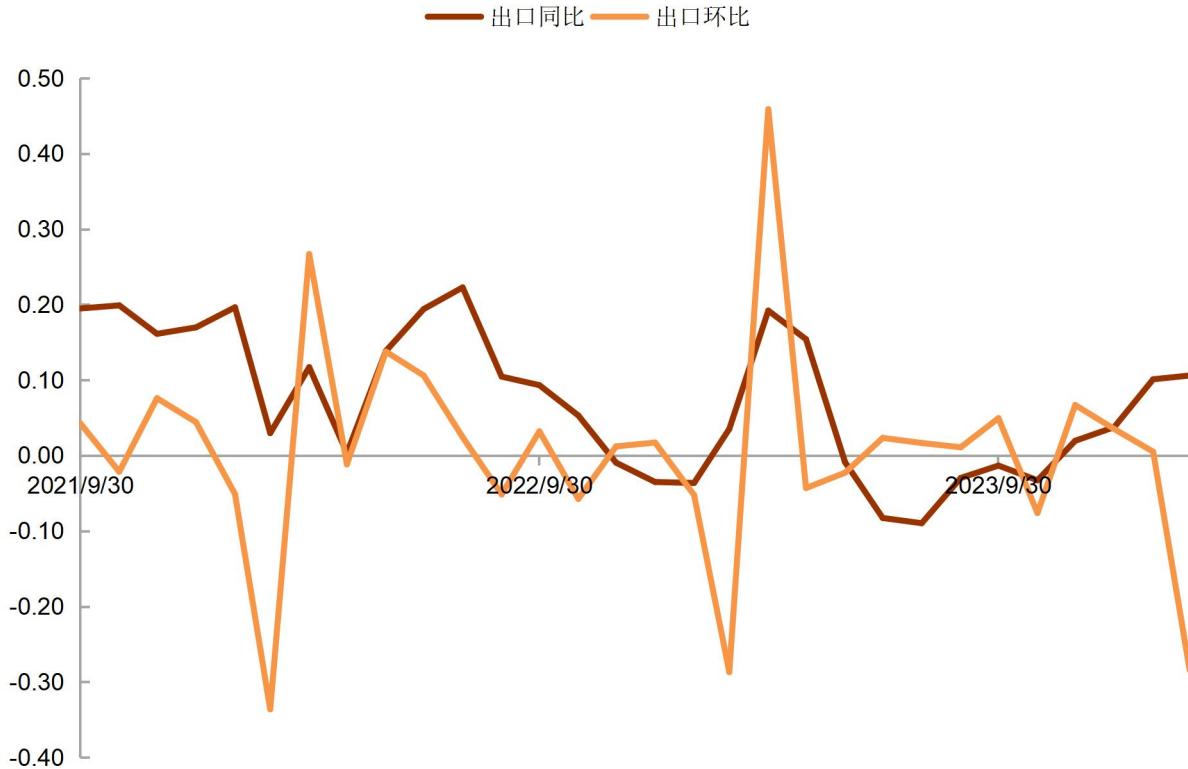
7、出口数据远超预期

海关总署2024年3月7日发布的数据显示，按美元计价（下同），2024年1-2月份我国进出口总值9308亿美元，达到有数据公布以来的最高值，远超过去十年同期均值3746亿美元。其中，出口5280.1亿美元，同比上升7.1%，前值为2.3%；进口4028.5亿美元，同比上升3.5%，前值为0.2%；1-2月贸易顺差1251.6亿美元，同比上升20.5%。出口实现

四连增，进口实现三连增，反映内外需持续转暖，可基本确认进出口走出底部区间，步入上行通道。

从国别看，对美出口增速转正，对欧盟出口降幅收窄，高基数下对日韩出口下跌，对非洲、拉美、俄罗斯出口保持较高增速；自发达国家进口降幅扩大，自发展中国家进口增速提升。

图表 17 出口总值(人民币计价)



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从产品看，机电产品出口全线上涨，劳动密集型产品出口延续增长，价格因素对出口增速继续形成拖累；初级产品进口延续高增长，高新技术产品进口提速。

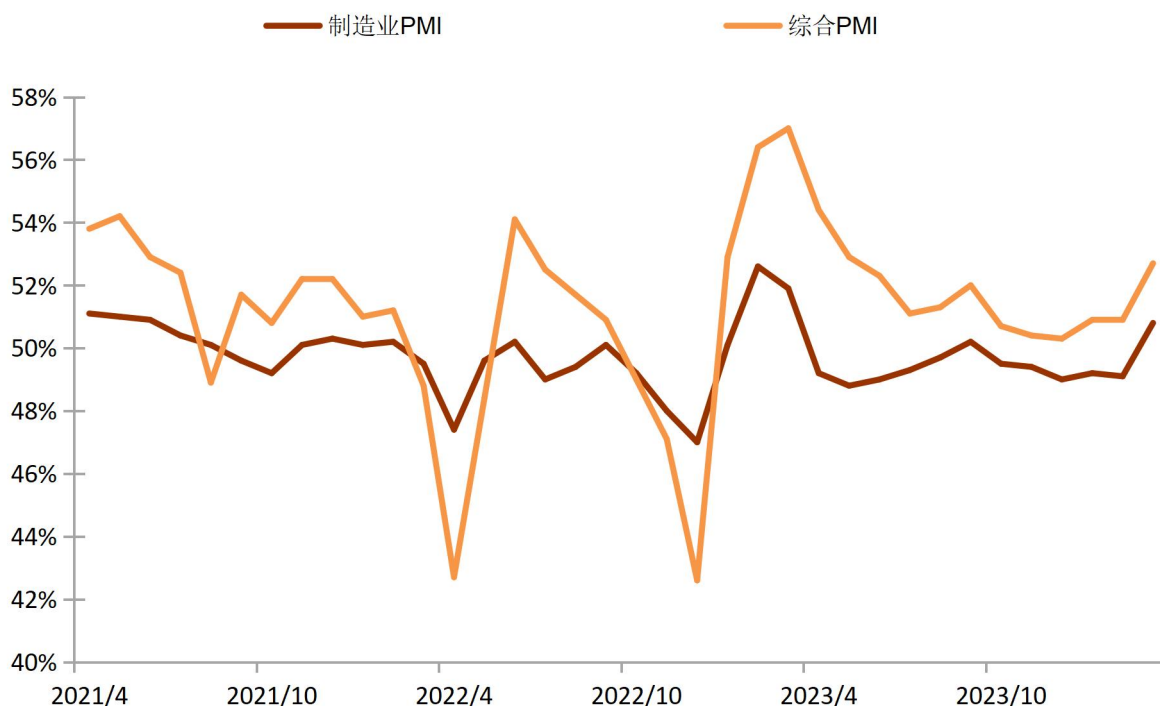
8、制造业 PMI 大幅反弹

据统计局，3月制造业 PMI 50.8%，环比回升 1.7pct，时隔 5 个月重回扩张区间；非制造业商务活动指数为 53%，环比回升 1.6pct，连续四个月回升。

从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 51.1%、50.6%和 50.3%，比上月上升 0.7、1.5 和 3.9 个百分点，均高于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 52.2%，比上月上升 2.4 个百分点，表明制造业企业生产活动加快。新订单指数为 53.0%，比上月上升 4.0 个百分点，表明制造业市场需求景气水平回升。原材料库存指数为 48.1%，比上月上升 0.7 个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅收

窄。从业人员指数为 48.1%，比上月上升 0.6 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所改善。供应商配送时间指数为 50.6%，比上月上升 1.8 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

图表 20 制造业 PMI、综合 PMI

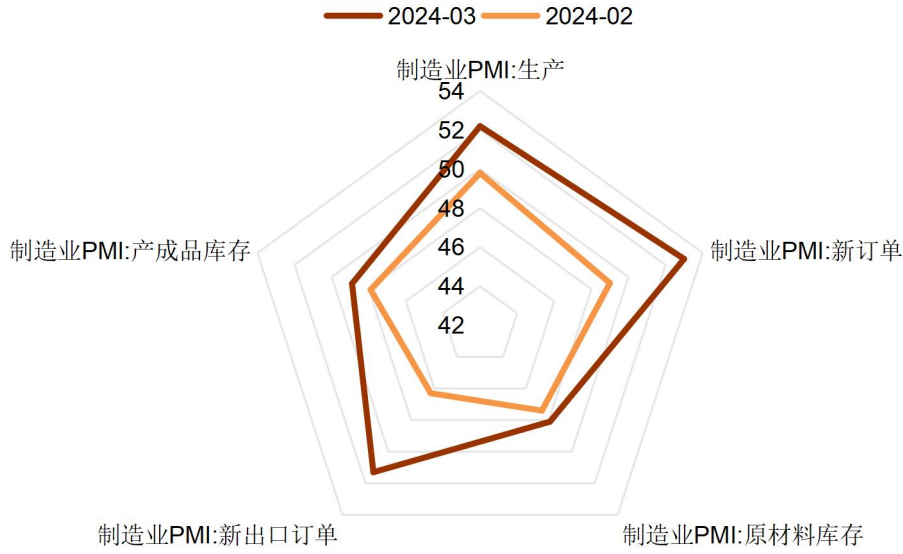


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

产需指数双双回升。生产指数和新订单指数分别为 52.2%和 53.0%，比上月上升 2.4 和 4.0 个百分点，制造业产需景气水平明显回升。从行业看，木材加工及家具、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业两个指数均位于 55.0%以上较高景气区间，产需释放较快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数低于临界点，景气水平偏低。在生产和市场需求回升的带动下，制造业企业采购活动明显增加，采购量指数为 52.7%，比上月上升 4.7 个百分点。

春节过后制造业进出口景气度回升，新出口订单指数和进口指数分别为 51.3%和 50.4%，比上月上升 5.0 和 4.0 个百分点，均升至扩张区间。从行业看，化学纤维及橡胶塑料制品、汽车、计算机通信电子设备等行业两个指数均高于临界点，相关行业外贸业务较上月增加。

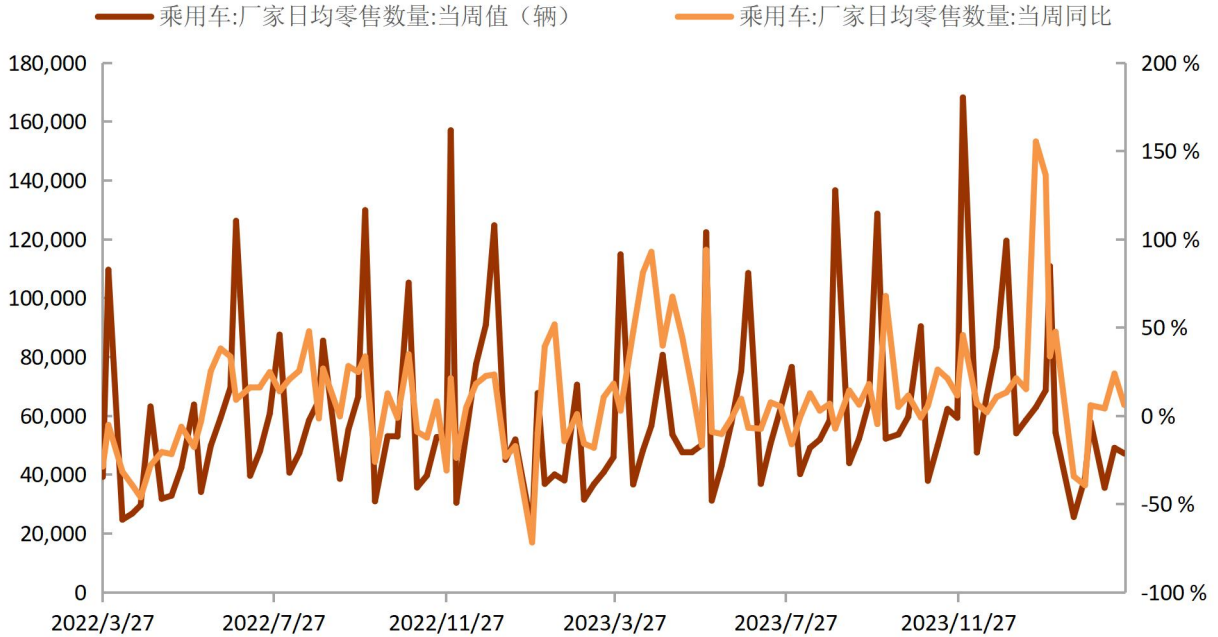
图表 21 制造业 PMI 分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

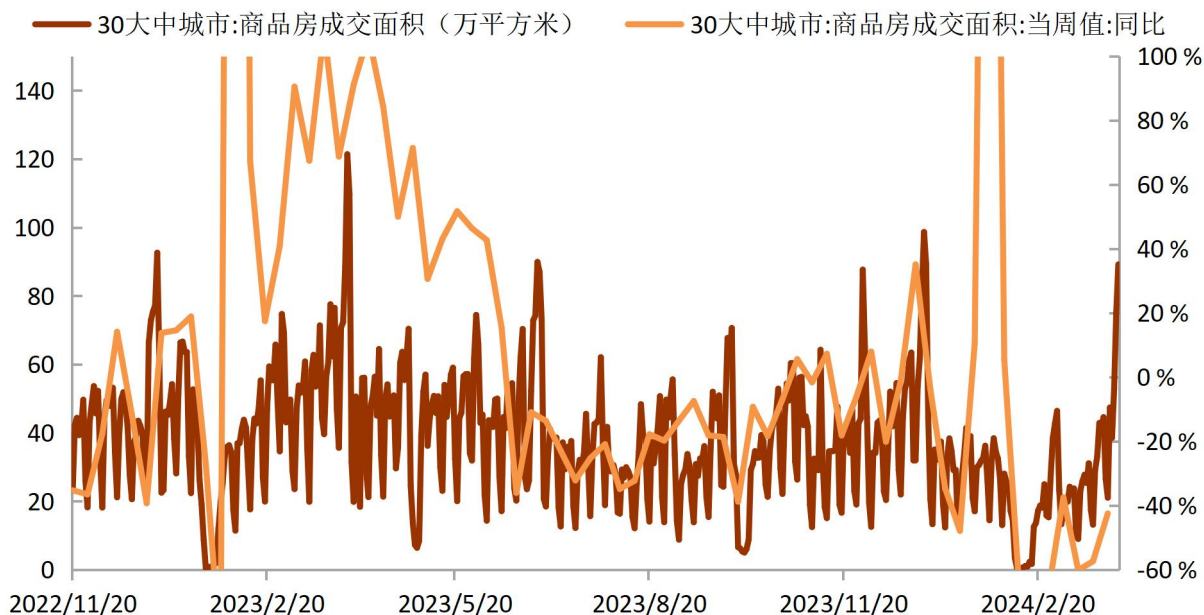
9、其他重点关注数据

图表 22 乘用车厂家零售



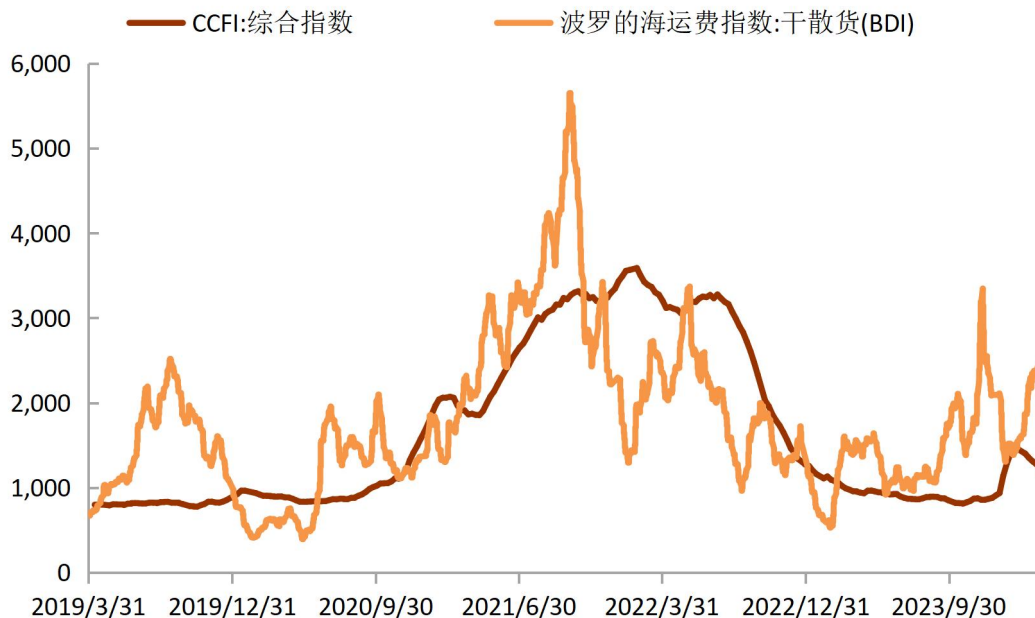
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 商品房成交面积 (30 大中城市)



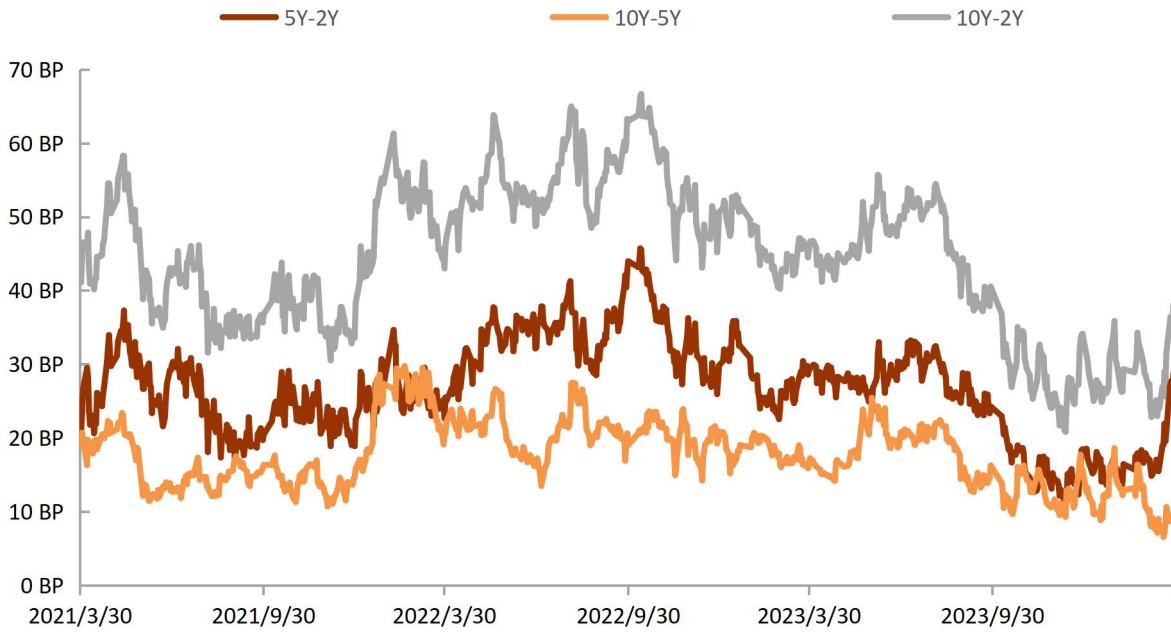
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 航运指数



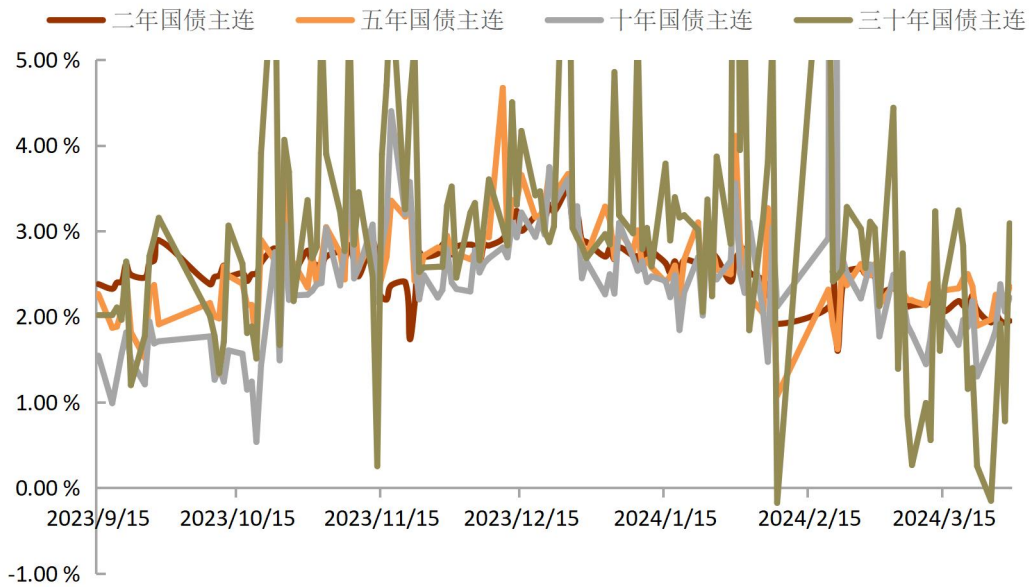
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 期限利差



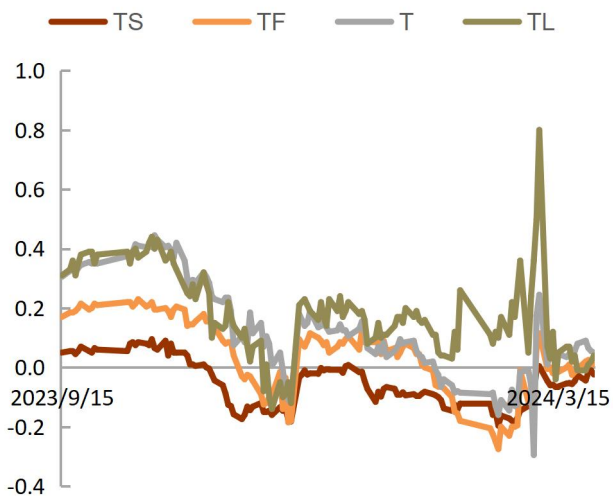
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 主力合约最廉 IRR

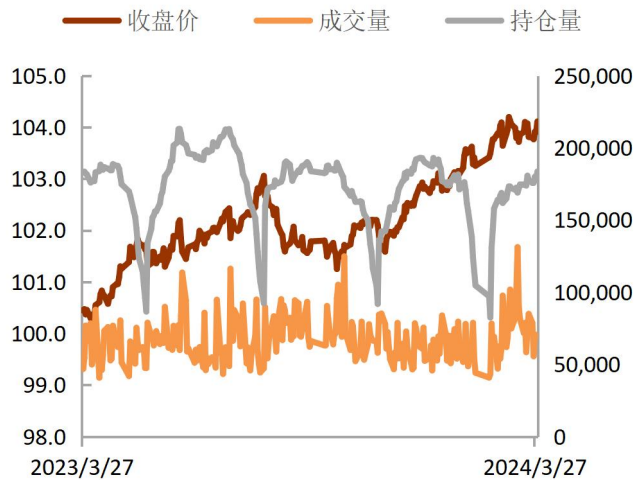


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国债期货跨期价差 (当季-下季)

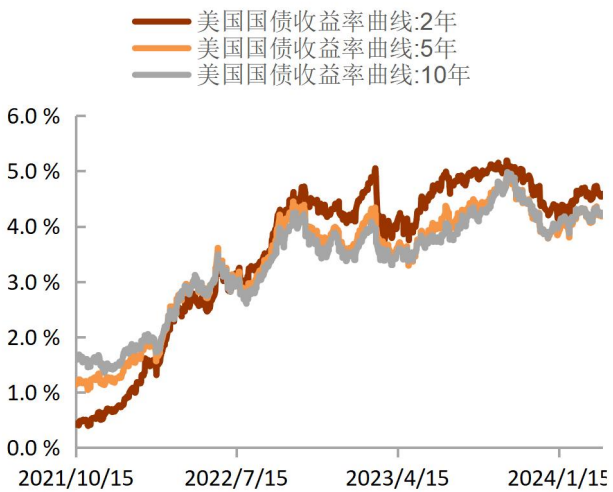


图表 28 T 主连收盘价、成交量、持仓量

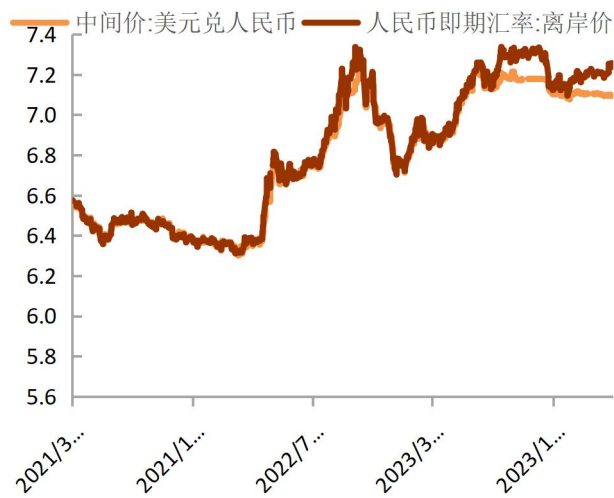


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 美国国债收益率曲线

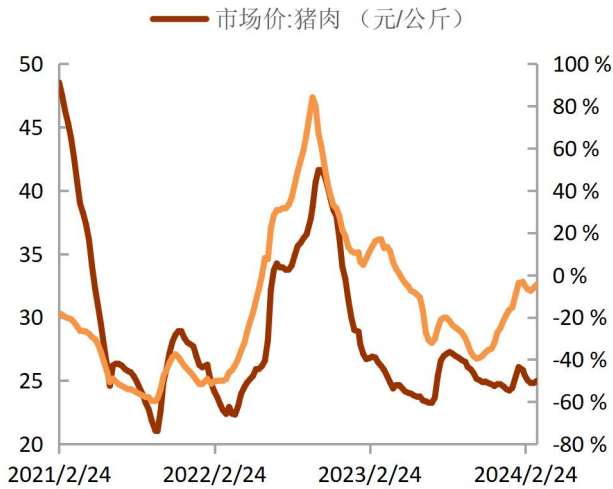


图表 30 人民币汇率

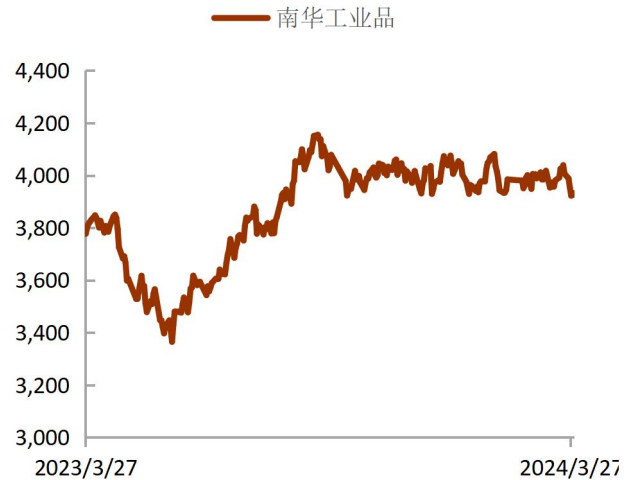


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 市场价：猪肉



图表 32 南华工业品指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，3月公布的多大部分经济基本面数据都表现出向好态势，尽管市场仍对经济复苏的持续性保持部分谨慎态度，但经济持续下行的悲观预期已经得到一部分扭转，未来如数据持续向好，经济企稳回升的观点将有可能形成共识。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，乘联会数据显示3月1-31日，乘用车市场零售169.9万辆，同比增长7%，环比增长54%，今年以来累计零售484.1万辆，同比增长13%，依然为消费数据向好打下良好基础，未来随着爆款车型上市该数据有望持续维持高位。二是30城商品房成交面积在3月末快速上行，同时土地成交溢价率开始出现回升，未来如能保持较好持续性则利空债市。三是外贸方面，CCFI小幅调整后出现企稳迹象，而波罗的海干散货指数则出现快速下跌，但值得注意的是PMI分项中的新出口订单大幅回升，出口有望维持高位。四是猪肉价格小幅反弹，目前猪价同比转正在即，叠加生猪产能出清以及基数下降未来大概率带来通胀上行。五是南华工业品指数高位震荡，随着基数回落未来PPI有望转向。

海外方面，4月5日，美国劳工局发布了超强的非农就业报告。美国3月新增就业人数大幅超过预期，创下去年5月以来的最大增幅。美国GDP数据修正值显示，第四季度季调后实际GDP环比折年率3.4%，较此前上调了0.2个百分点，第四季度实际个人消费支出环比增长3.3%，上调0.3个百分点，消费继续为经济扩张提供动力。最新公布的2月份消费者支出上涨0.8%，剔除通胀的实际支出上涨0.4%，也都超出市场预期。企业部门表现稳健，第四季度非金融企业利润创下历史新高，同比增速高达10.6%。今年以来非农就业人数持续超预期增长，表明企业仍在创造更多就业岗位。房地产市场呈现回暖迹象，1-2月份成屋销

售、新屋开工、营建许可、NAHB 建筑商景气指数都超预期上行。制造业释放积极信号，3 月份 ISM 制造业 PMI 升至 50.3，为 2022 年 9 月份以来首次回到 50 的枯荣线以上。在超强非农就业报告发布后，CME 美联储观察工具显示，市场对于美联储 6 月份首次降息的预期可能性已经从一周前的 55.2% 降至 50.8%。

整体来看，3 月债市已出现见顶迹象，同时此前被严重压缩的长短端利差也出现修复态势，从历史数据看，长短端利差走扩亦是债市见顶信号之一，同时在美国联储降息多次推迟和人民币兑美元疲软的背景下，国内货币政策大概率难以在短期大幅下调政策利率，10Y 国债与 MLF 利差倒挂也难以通过非市场因素得到修复，叠加上央行货币政策委员会 2024 年第一季度例会通讯稿中首次提及关注长期收益率变化的相关表述，长端及超长端存在中期调整风险，因此策略方面我们建议降低账户久期风险敞口暴露，同时如 T、TL 国债期货盘中出现较高 IRR 时可适量卖空建立套保仓位。

风险点：国债发行节奏超预期、房地产数据持续反弹，权益市场持续上涨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
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。