



2024年6月3日

## 央行区间下限再发声

### 核心观点及策略

- 上周债市总体上依然处于横盘震荡，具体看首先是上半周上海地产政策落地，但由于楼市高频数据仍然欠佳，同时权益市场持续疲软，债市一度走出一波利空落地行情，国债期货甚至从技术形态上走出一波向上突破的行情。但随着市场传出央行在必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作，30日晚间的金融时报也再次补刀强调2.5%-3.0%区间，因此债市下半周即使有PMI走弱，也开始回调。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.36%，最低价104.240，最高价104.615，终止价104.350，上涨0.045。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作继续以底量续作为开始，不过从29号意外投放2500亿保跨月流动性超市场预期，也是在这一刺激下当日T2409创出全周高点。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看即使跨月资金面依然处于宽松并维持低波动状态。货币政策方面，当前国债收益率接近央行给出的区间下限，因此MLF等政策利率调整概率较低，但基本面又仍需刺激，因此未来大概率通过扩大定向政策工具操作规模达到宽信用目的。
- 策略建议：继续持有套保策略
- 风险因素：央行公开市场卖出债券

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	104.5000	0.0200	-53651	68336	823
TF2406	103.4800	0.0800	-33969	43427	4617
TS2406	101.7880	0.0300	-15540	22446	2020
TL2406	106.5000	0.0200	-19264	29147	1031
T2409	104.3500	0.0350	9791	295934	159449
TF2409	103.4450	0.0550	9090	245645	103070
TS2409	101.7580	0.0200	478	118380	51326
TL2409	106.4600	0.2000	536	189844	66050

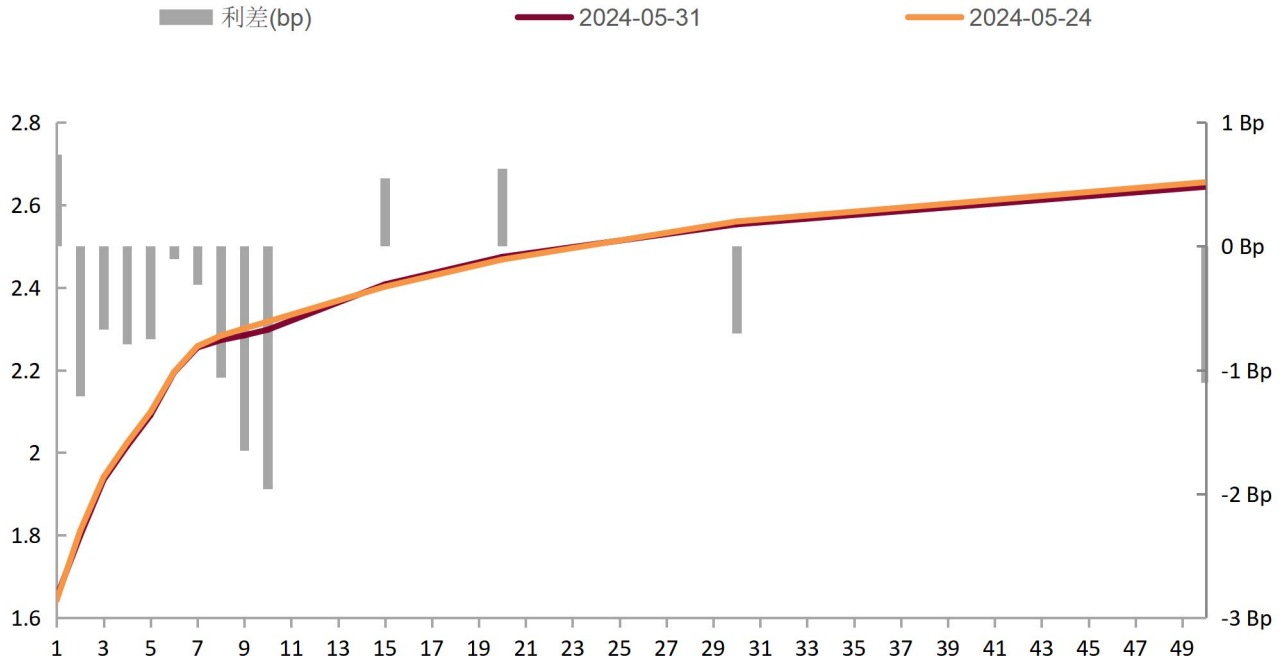
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)				6040		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/5/31	逆回购	7日回购	7天	1.80	1000	投放
2024/5/31	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/5/30	逆回购	7日回购	7天	1.80	2600	投放
2024/5/30	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/5/29	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/5/29	逆回购	7日回购	7天	1.80	2500	投放
2024/5/28	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/5/28	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/5/27	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/5/27	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼

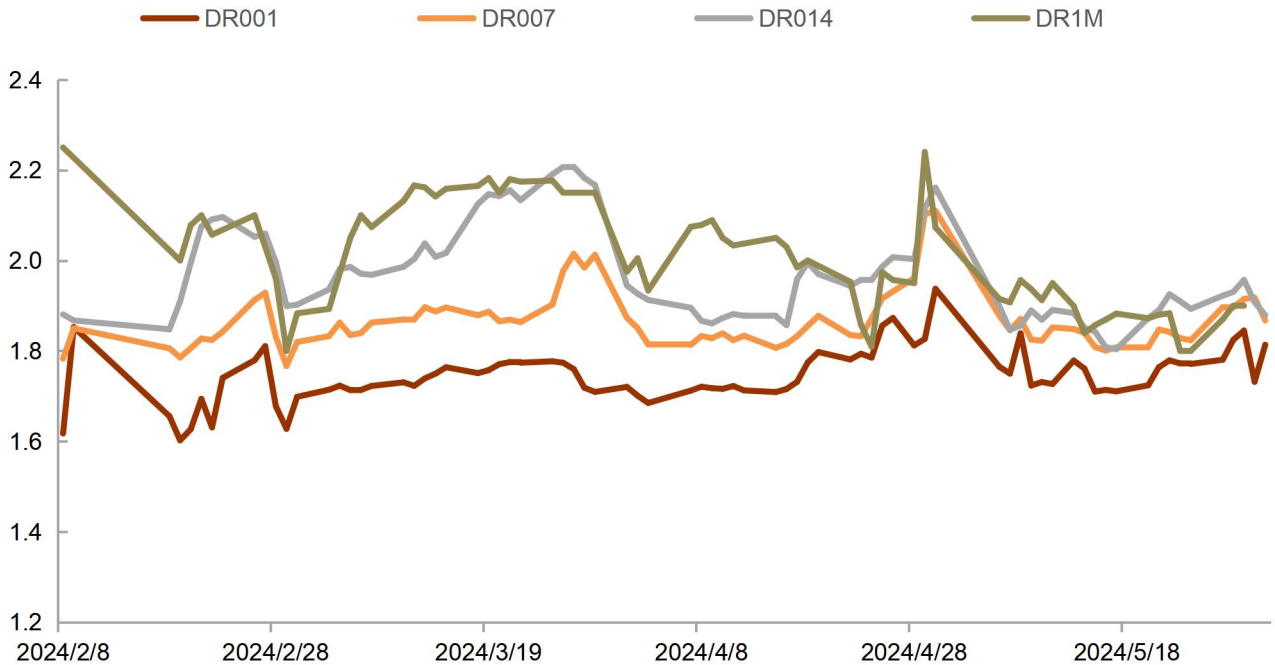
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



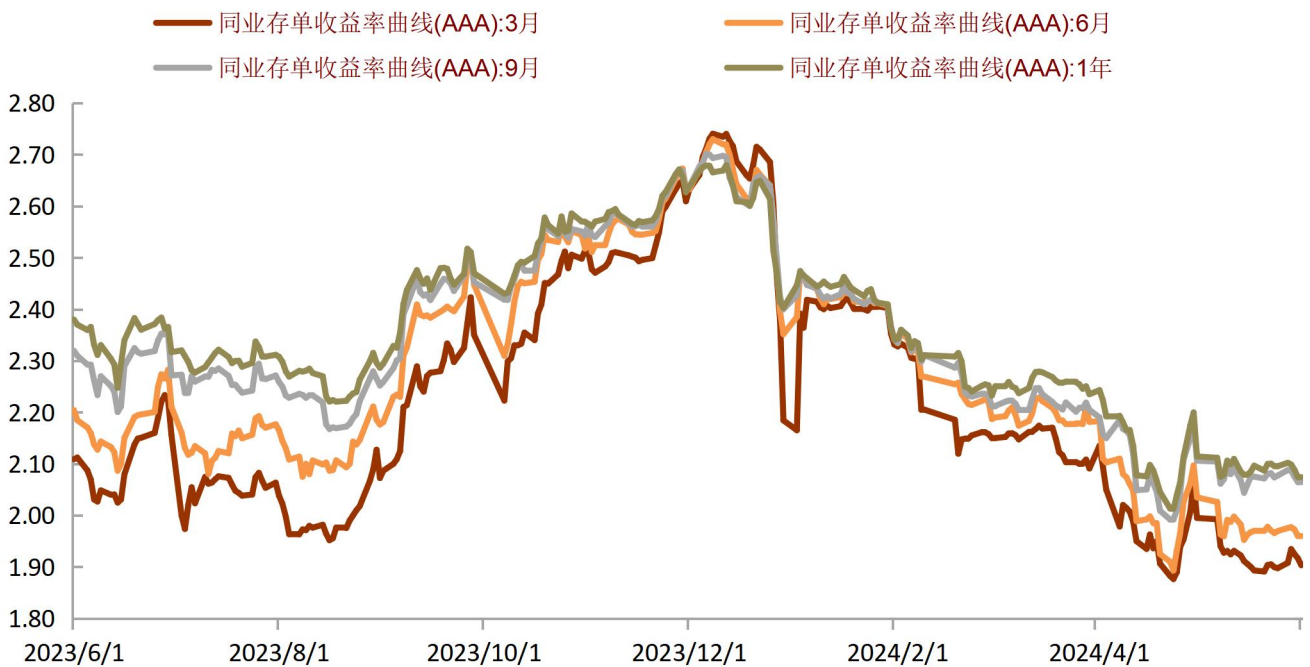
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市总体上依然处于横盘震荡，具体看首先是上半周上海地产政策落地，但由于楼市高频数据仍然欠佳，同时权益市场持续疲软，债市一度走出一波利空落地行情，国债期货甚至从技术形态上走出一波向上突破的行情。但随着10年期国债现券收益率向下突破2.3%，30年期国债现券收益率临近2.5%，央行此前给出的区间下限再次受到挑战，也正在此时市场传出央行在必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作，30日晚间的金融时报也再次补刀强调2.5%-3.0%区间，甚至这次更是给出了对于品种为10年期国债，因此债市下半周即使有PMI走弱，也开始回调。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.36%，最低价104.240，最高价104.615，终止价104.350，上涨0.045。

资金面方面：上周央行公开市场操作继续以缩量续作作为开始，不过从29号意外投放2500亿保跨月流动性超市场预期，也是在这一刺激下当日T2409创出全周高点。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看即使跨月资金面依然处于宽松并维持低波动状态。货币政策方面，当前国债收益率接近央行给出的区间下限，因此MLF等政策利率调整概率较低，但基本面又仍需刺激，因此未来大概率通过扩大定向政策工具操作规模达到宽信用目的。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，5月第三周销量继续反弹，但同比数据依然偏弱，考虑到去年5月该数据基数较高，消费数据仍存隐忧。二是30城商品房成交面积虽然表现依然相对疲软，但随着各地政策的陆续出台，该数据有底部企稳回升态势，未来该数据同比大幅改善值得期待。三是外贸方面，CCFI加速上涨并突破今年2月高点，波罗的

海干散货指数则横盘，临近巴黎奥运出口有望继续带来惊喜。四是猪肉价格小幅上行，并且同比上涨达 5%，未来大概率带来通胀上行。五是南华工业品指数冲高后小幅回落，随着基数回落未来 PPI 底部反转已无太大悬念。

当前央行连续多次给出国债收益率合理区间（2.5-3.0%），即使是最乐观的 30 年期限假设，当前收益率也处于区间下限附近，因此当前继续拉长久期，企图通过资本利得获取投机收益赔率已相当有限。而本轮债牛的根基（房地产疲软）则在政策刺激下开始动摇，因此未来只要数据开始好转，债市依然存在大幅调整风险。而短期看央行可能的公开市场卖券及国债供给持续放量也在考验市场的承受能力。因此当前拉久期策略无论是胜率还是赔率都不理想，所以策略上我们建议继续维持此前给出的套保策略，短期以票息收入为重。

### 三、一周要闻

1、5月31日电 国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会 5月31日发布的数据显示，5月份，中国制造业采购经理指数（PMI）、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.5%、51.1%和 51.0%，虽然比上月分别下降 0.9、0.1 和 0.7 个百分点，但我国经济总体产出仍在继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势。

2、据上海市房管局，为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，本市坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，完善“市场+保障”的住房供应体系，构建房地产发展新模式，更好满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，5月27日，市住房城乡建设管理委、市房屋管理局、市规划资源局、市税务局等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》（以下简称《通知》），提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条政策措施。《通知》自 2024 年 5 月 28 日起施行。

3、近日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立，法定代表人为张新，注册资本 3440 亿人民币，经营范围为私募股权投资基金管理、创业投资基金管理服务，以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动，企业管理咨询。股东信息显示，该公司由财政部、国开金融有限责任公司、上海国盛（集团）有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司等 19 位股东共同持股。

4、国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，方案要求，优化有色金属产能布局。严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。大力发展再生金属产业。到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24%以上，铝水直接合金化比例提高到 90%以上。新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保

绩效 A 级水平，新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值。新建多晶硅、锂电池正负极项目能效须达到行业先进水平。

5、据广州市人民政府，广州市调整优化差别化住房信贷政策。一、对于贷款购买首套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，取消利率下限。二、对于贷款购买第二套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，取消利率下限。三、在广州市非限购区域内，对于拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构可根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平；对于拥有 2 套及以上住房且有未结清购房贷款的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。四、在广州市限购区域内，对于拥有 2 套及以上住房的居民家庭暂停发放商业性个人住房贷款。

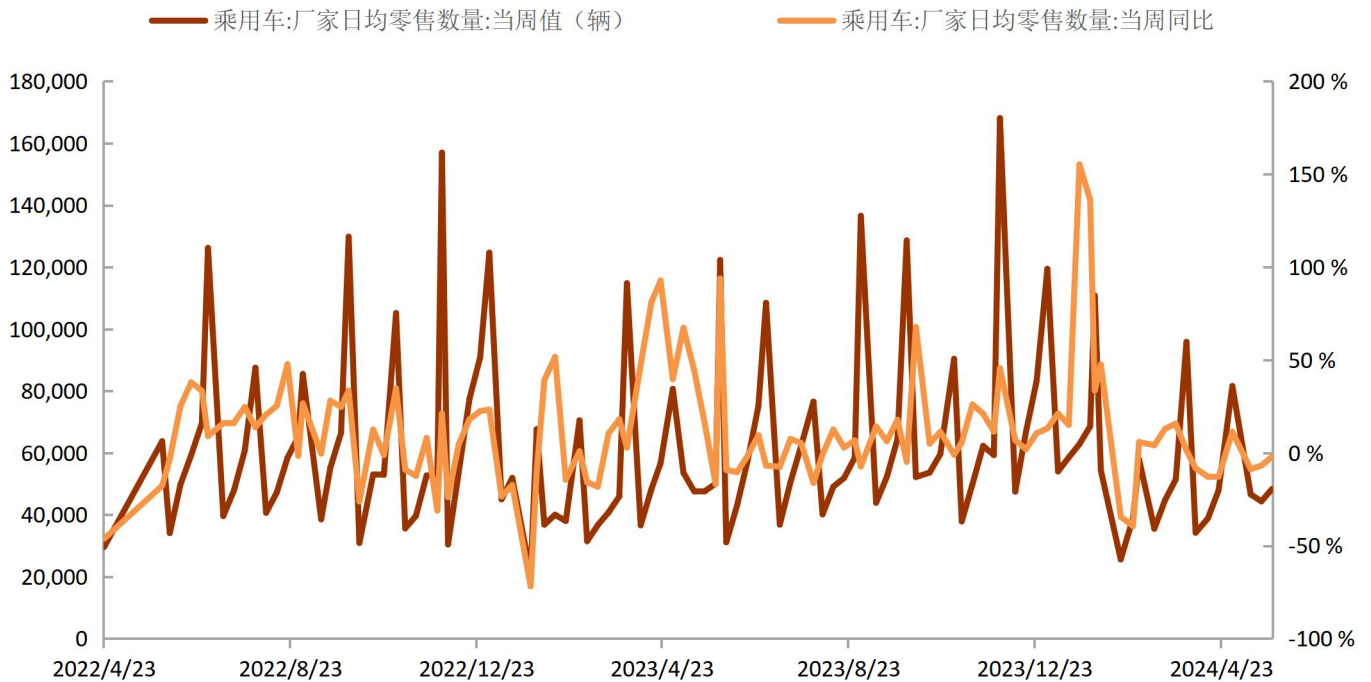
6、苏州市房地产长效机制试点工作领导小组 6 月 2 日出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展若干政策措施的通知》（简称《通知》）。《关于调整住房公积金使用政策的通知》也于同日发布。《通知》显示，苏州市即日起实施推动商品住房去库存、切实做好保交房工作、全市范围内不再审核购房资格等 16 条措施，加快构建房地产发展新模式，进一步满足居民刚性和多样化改善性住房需求。16 条措施分为“改善供给，提供多样化优质住宅”“优化服务，促进房地产行业健康发展”“降低成本，满足合理住房需求”三部分。

《通知》的内容显示，苏州全市范围内不再审核购房资格；实施换购住房个税退税优惠（执行至 2025 年 12 月 31 日）；实施购房契税补贴（执行至 2024 年 12 月 31 日），对购买新建商品住房的给予 50% 契税补贴（最高不超过房屋契税计税依据的 1%），对“卖旧买新”的实施分层次购房契税补贴。此外，在苏州市购买或拥有合法产权住房且实际居住的非苏州户籍人员，可以申请办理落户。首套房和二套房个人住房贷款利率下限也被取消。《通知》同时提出，苏州市将科学编制住房发展规划和年度计划、切实做好保交房工作、推动商品住房去库存、完善住宅小区 15 分钟生活圈内多种配套设施、合理确定入市地块产品类型、赋予开发企业更多自主权。

7、当地时间 6 月 1 日晚间，也门胡塞武装发言人叶海亚·萨雷亚发表讲话，称胡塞武装近期针对多个目标发动了系列军事行动。讲话称，其中一次行动针对目前处于红海北部的美军“艾森豪威尔”号航母，胡塞武装对其发起了导弹和无人机袭击，这是过去 24 小时内胡塞武装对美军航母的第二次袭击。此外，另一次行动针对一艘美军驱逐舰。其余四次行动针对违反胡塞武装航行禁令前往以色列的其他船只。

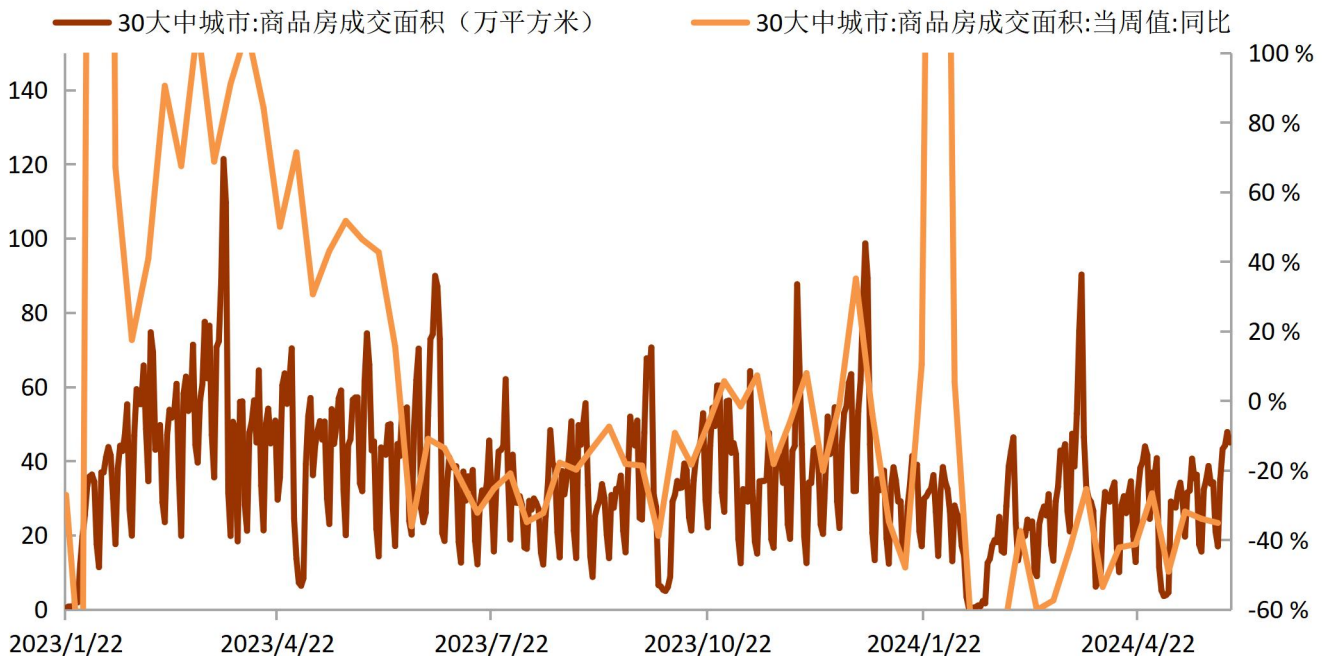
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



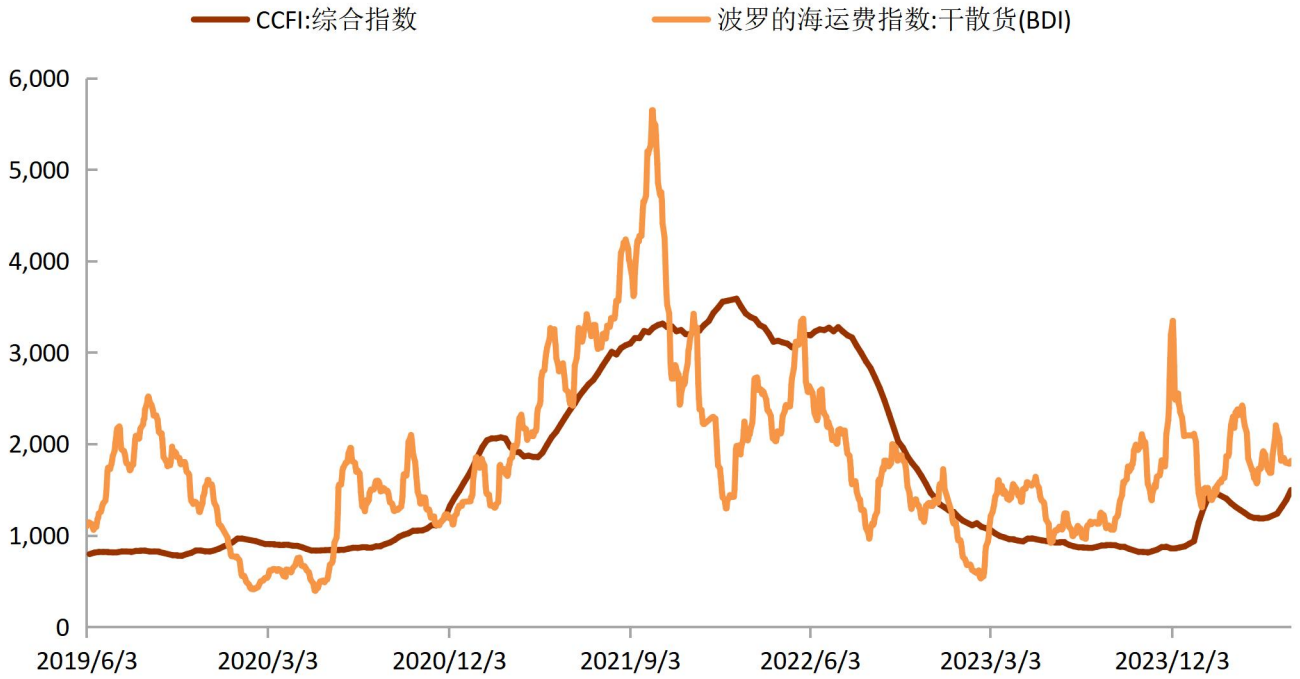
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



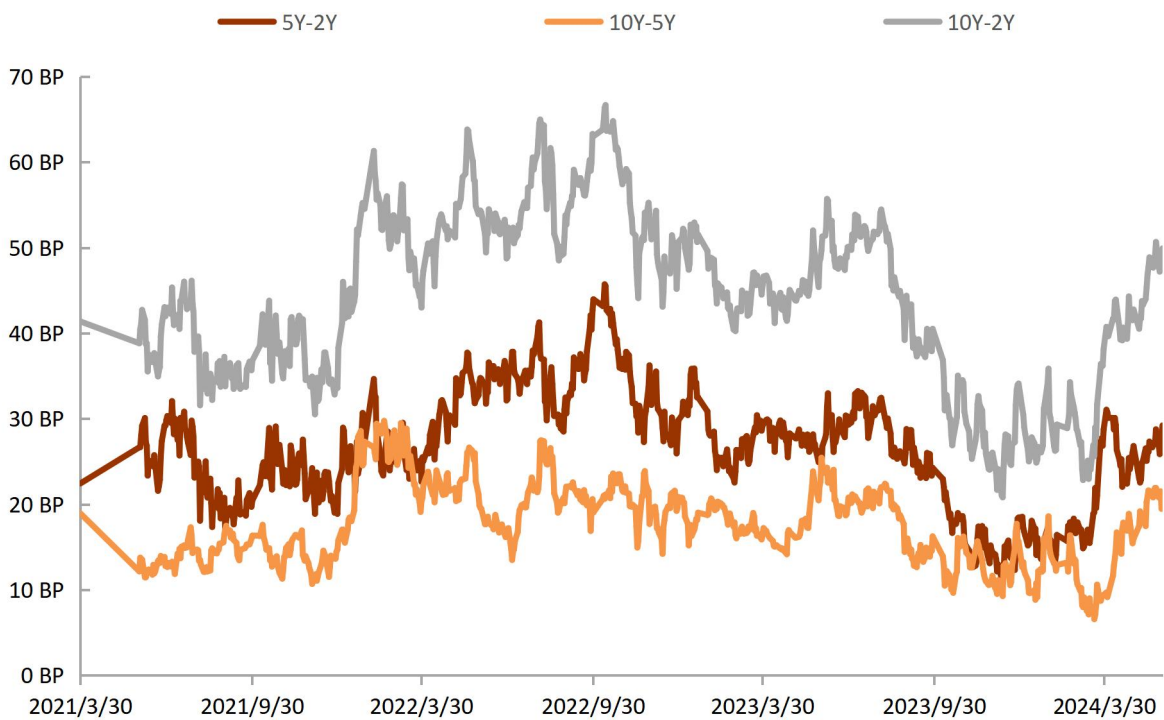
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



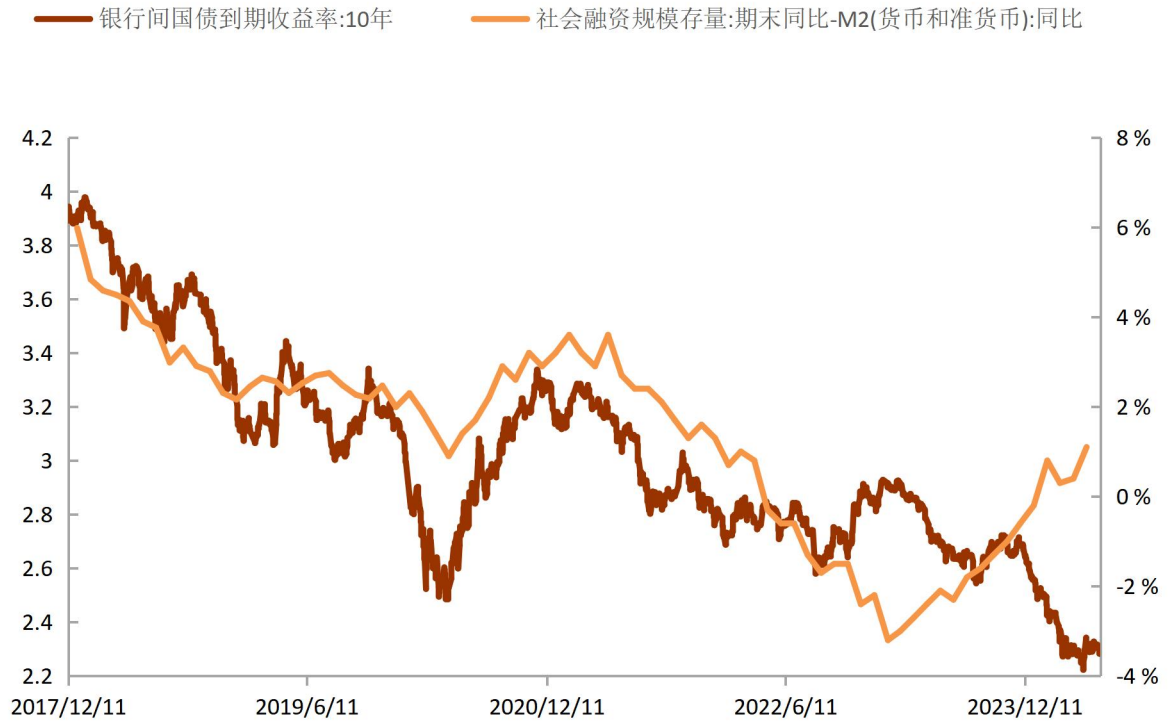
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



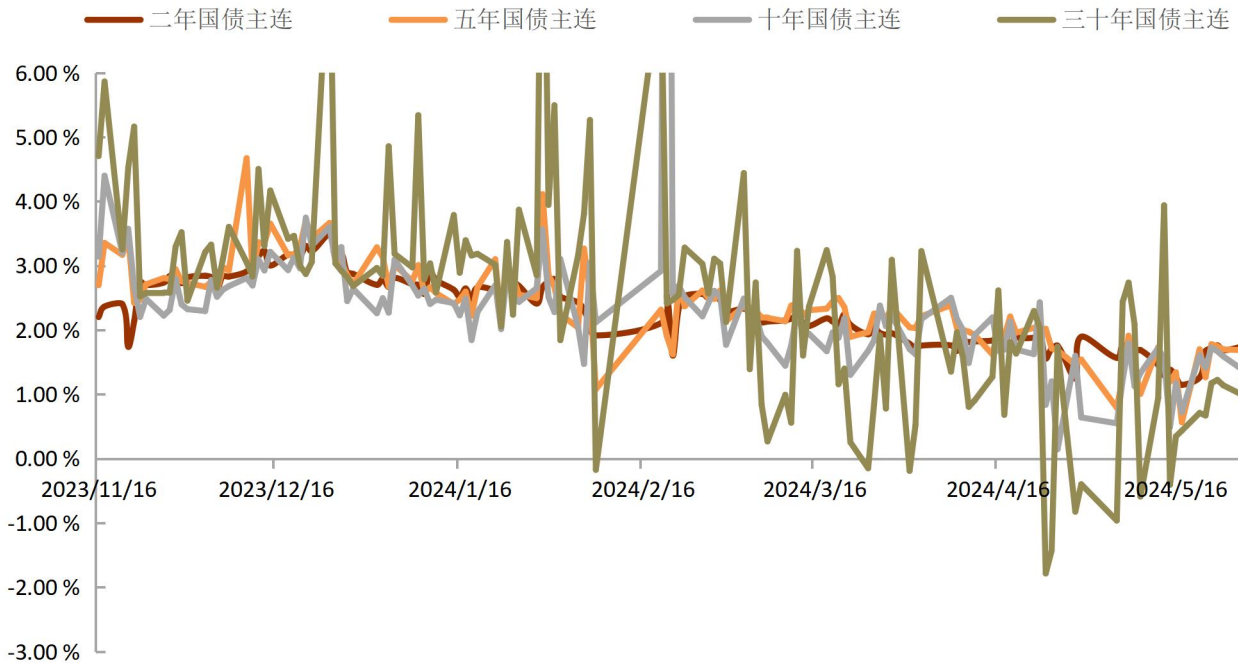
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



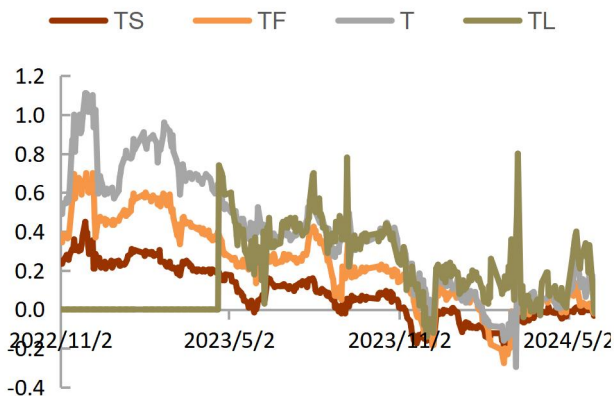
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

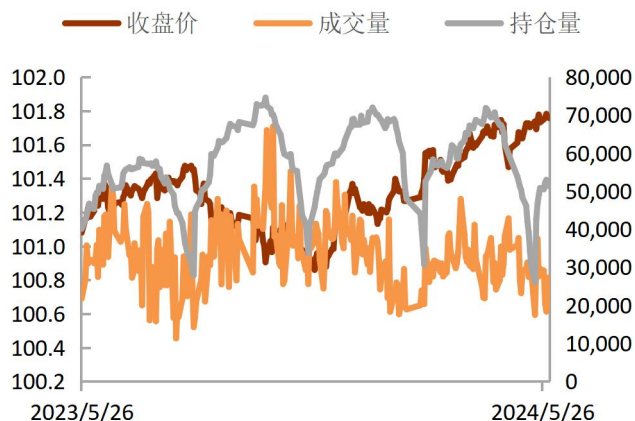


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

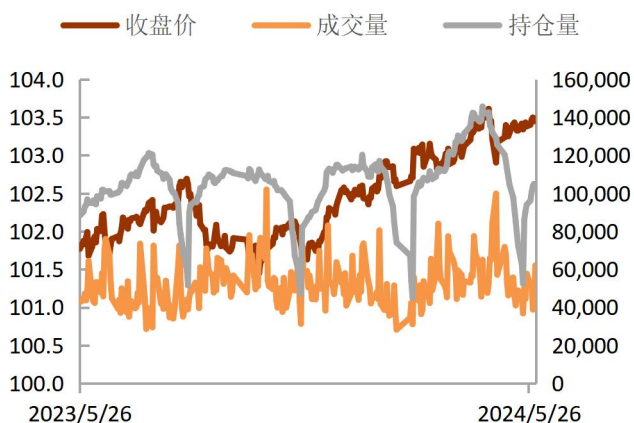


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

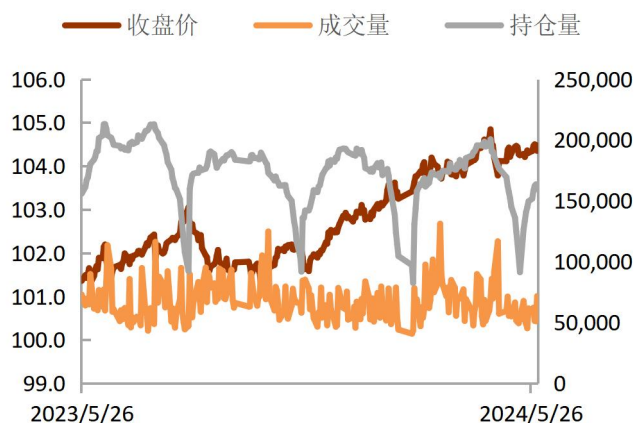


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

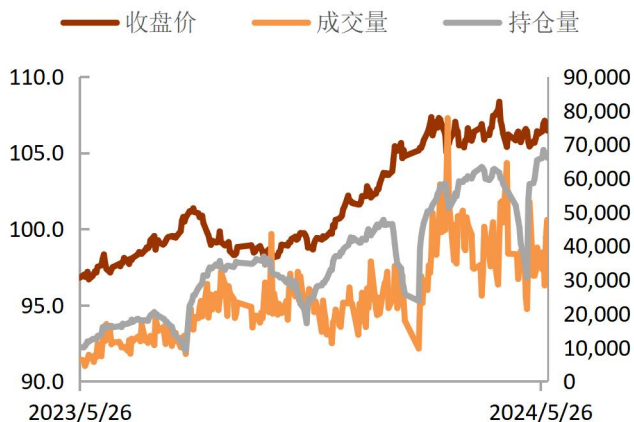


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

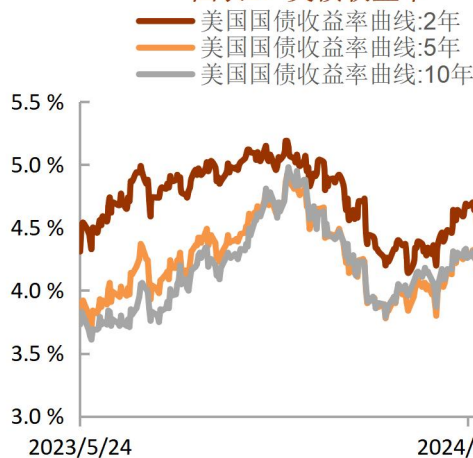


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

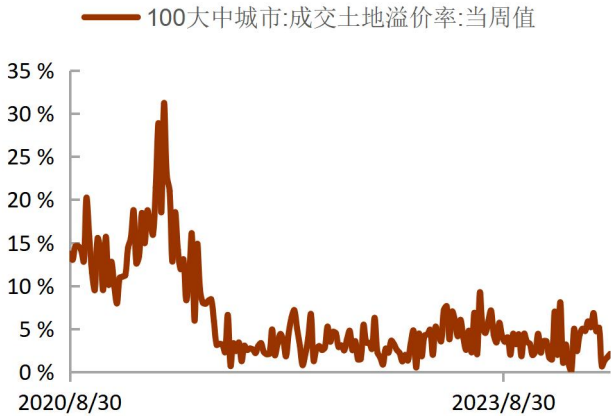


图表15 美债收益率

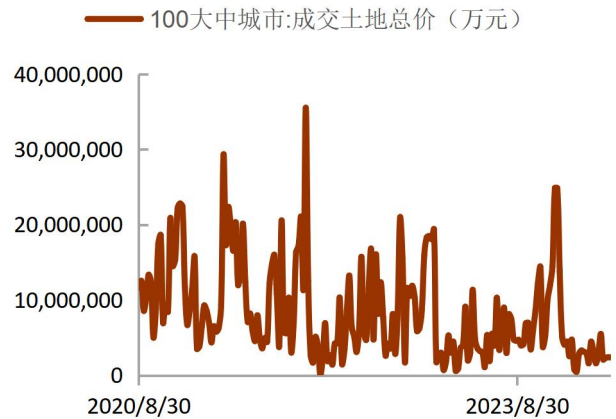


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

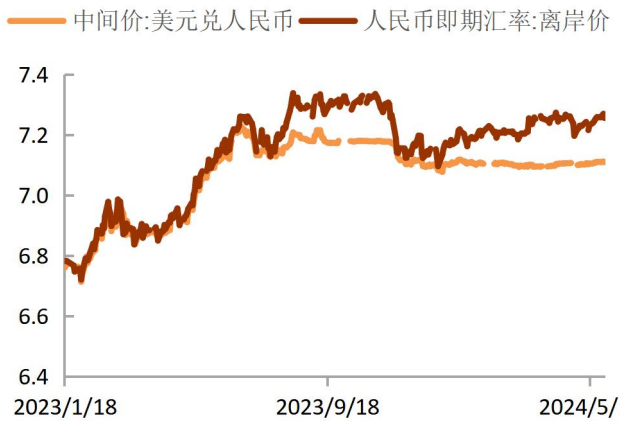


图表17 成交土地总价

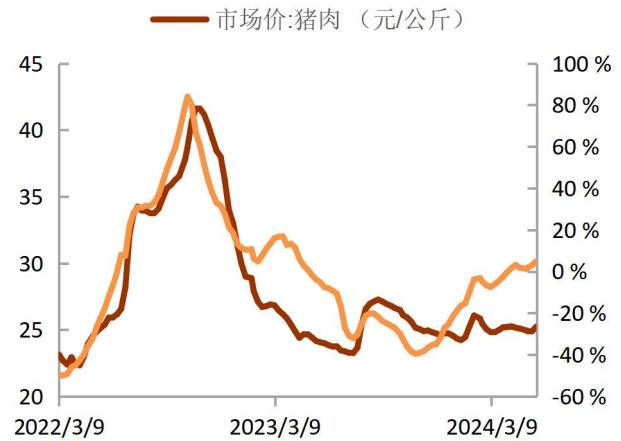


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

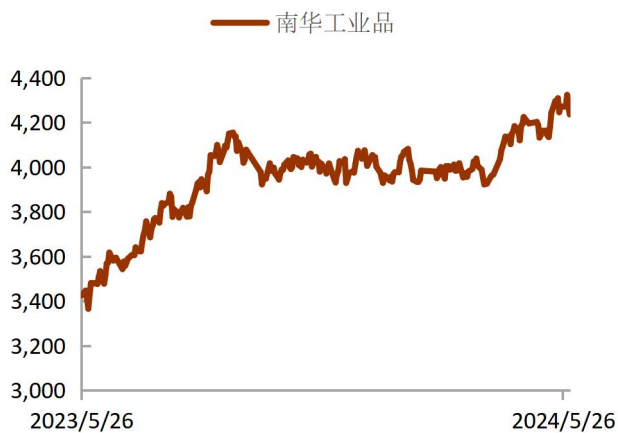


图表19 市场价:猪肉

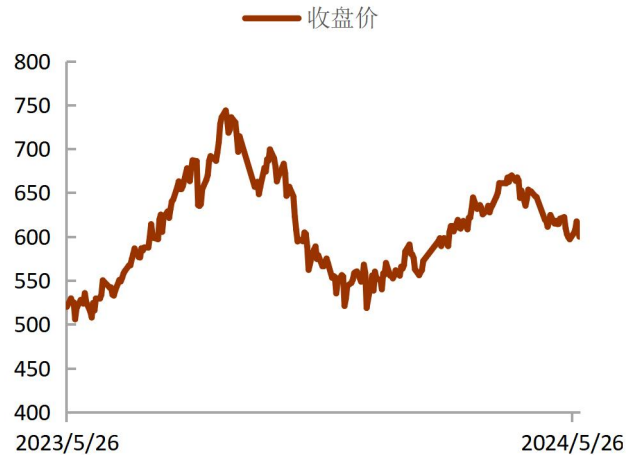


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。