



2024年7月8日

央行警告走向现实

顺周期行为被扭转

核心观点及策略

- 上周债市收益率全线上行，其中8Y及以上品种收益率上行幅度较大，具体看则主要将原因归于央行由此前喊话向实质性调控迈出的的一大步。首先周一长期国债收益率大有向下创出新低态势，央行于周一下午1点突然发布公开市场业务公告，公告内容为央行决定于近期开展国债借入操作，而与之对应的必然是借入后的卖出操作。此后几日国内外媒体开始对借券及卖出的具体操作细节做进一步披露，因此此前市场对央行喊话的怀疑态度开始出现彻底反转。
- 资金面方面：上周央行公开市场持续缩量续作，全周共计净回笼7400亿元，而这也于当前时点抑制长期国债过度操作行为相吻合。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看跨半年后资金价格快速回落，但随着资金持续回笼上周下半周资金价格有所反弹。货币政策方面，上周新增消息较少，但是从央行坚决对顺周期行为予以纠偏的短期目标看，近期难有对债市构成重大利好的货币政策出台，等待长债收益率回归央行合意区间后再做进一步判断。
- 策略建议：通过国债期货组合交易长短端利差
- 风险因素：权益市场反弹、楼市数据企稳

- 风险因素：股市触底反弹、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
T2409	105.1350	-0.2300	-7884	311108	187212
TF2409	103.9150	-0.1000	-9638	241033	115558
TS2409	101.9420	-0.0200	2088	123924	59632
TL2409	108.4100	-1.2400	948	260162	72902
T2412	104.9900	-0.2700	1428	21395	13174
TF2412	103.8450	-0.1100	549	7435	5946
TS2412	101.9240	-0.0040	85	5293	3742
TL2412	108.1000	-1.2000	2,341	28476	14820

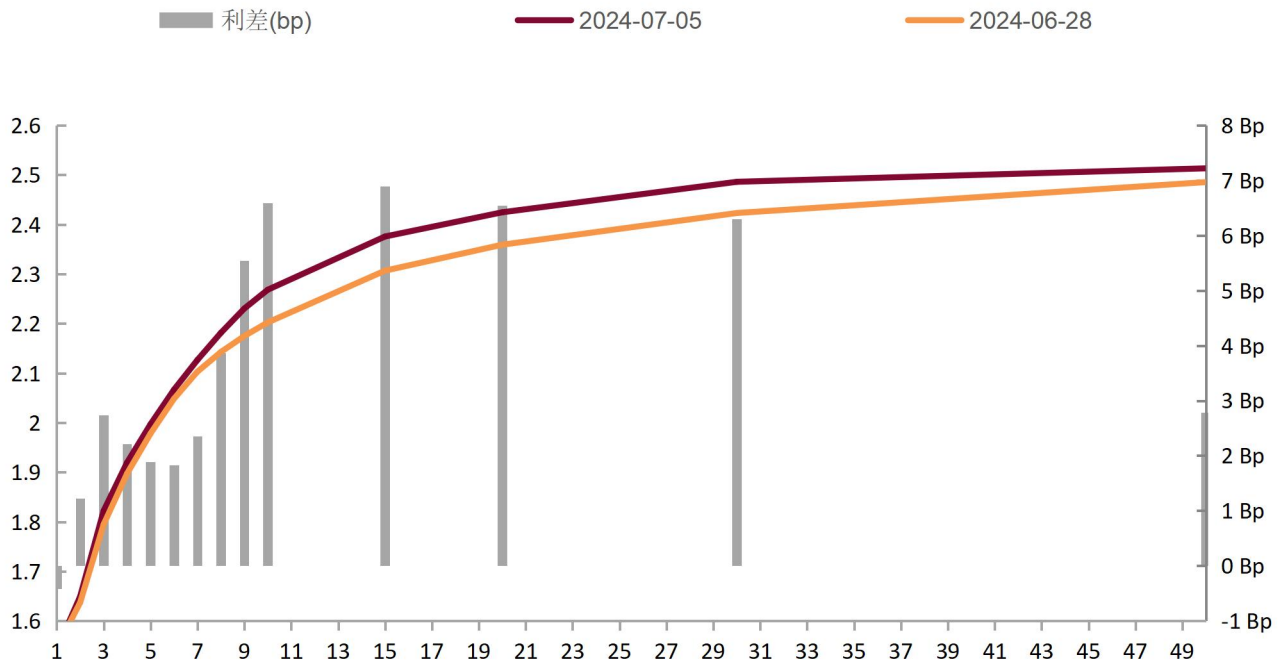
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)		-7400				
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/7/5	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/7/5	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	500	回笼
2024/7/4	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/7/4	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1000	回笼
2024/7/3	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/7/3	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	2500	回笼
2024/7/2	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/7/2	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	3000	回笼
2024/7/1	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	500	回笼
2024/7/1	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放

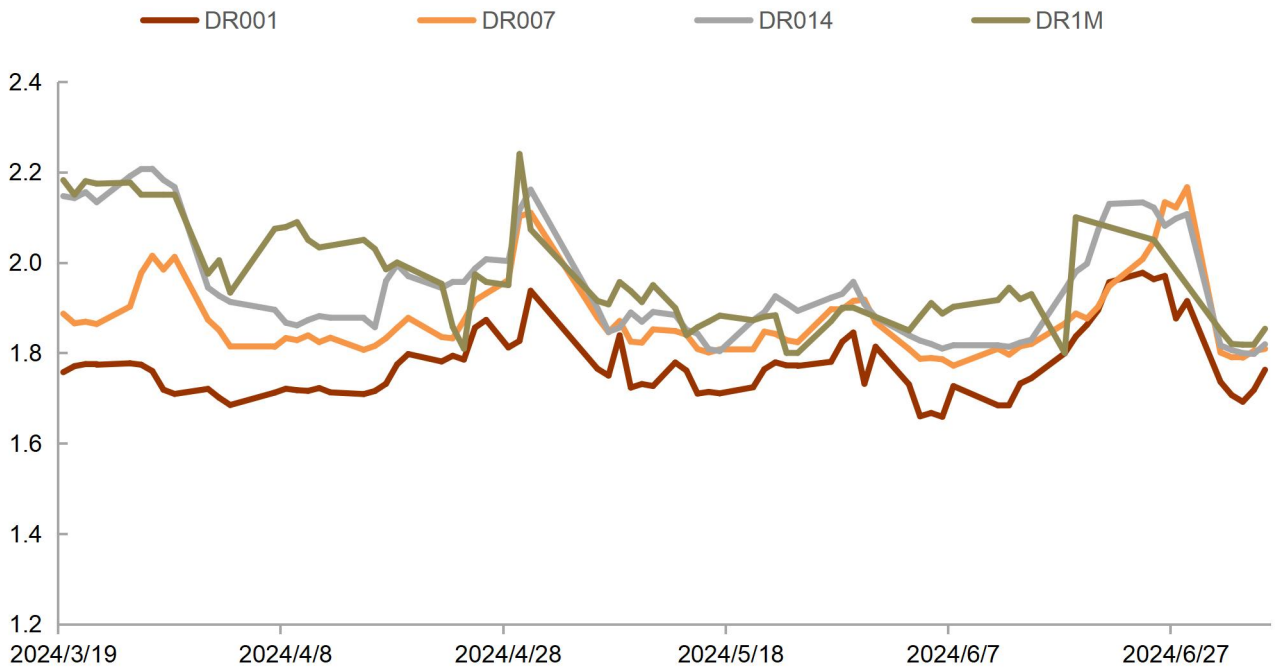
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



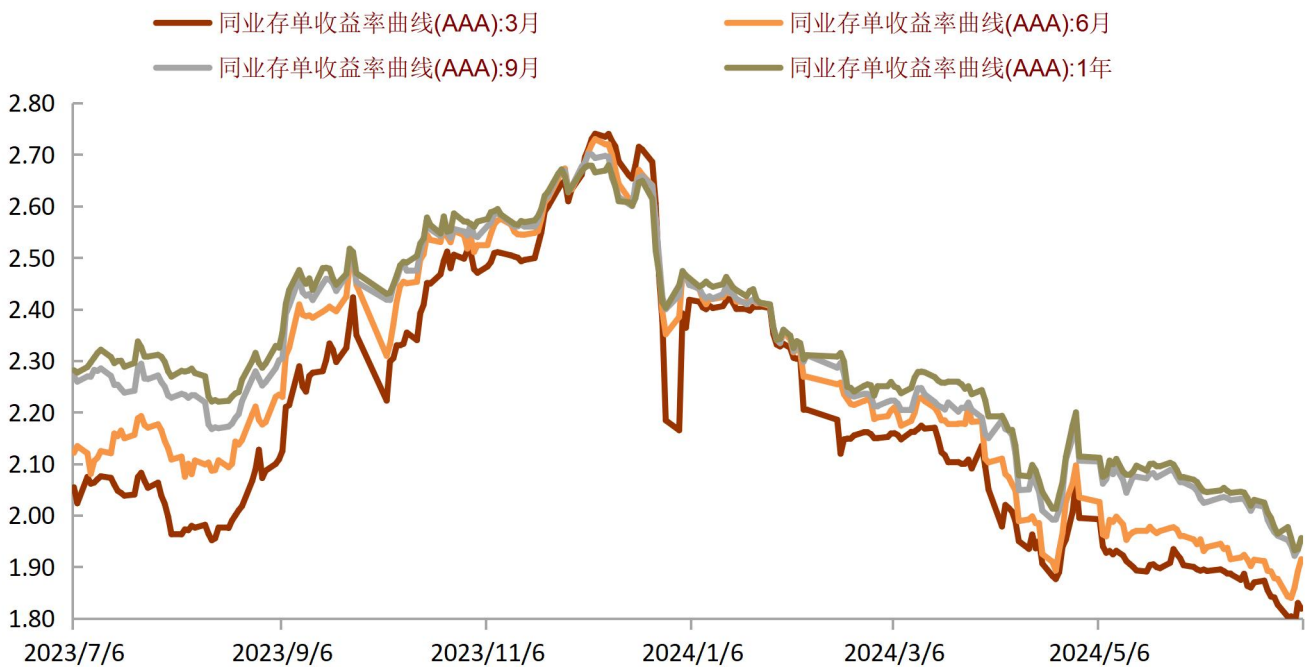
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率全线上行，其中 8Y 及以上品种收益率上行幅度较大，具体看则主要将原因归于央行由此前喊话向实质性调控迈出的一大步。首先周一长期国债收益率大有向下创出新低态势，央行于周一下午 1 点突然发布公开市场业务公告，公告内容为央行决定于近期开展国债借入操作，而与之对应的必然是借入后的卖出操作。此后几日国内外媒体开始对借券及卖出的具体操作细节做进一步披露，因此此前市场对央行喊话的怀疑态度开始出现彻底反转。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.57%，最低价 104.895，最高价 105.495，终止价 105.135，下跌 0.185。

资金面方面：上周央行公开市场持续缩量续作，全周共计净回笼 7400 亿元，而这也于当前时点抑制长期国债过度操作行为相吻合。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看跨半年后资金价格快速回落，但随着资金持续回笼上周下半周资金价格有所反弹。货币政策方面，上周新增消息较少，但是从央行坚决对顺周期行为予以纠偏的短期目标看，近期难有对债市构成重大利好的货币政策出台，等待长债收益率回归央行合意区间后再做进一步判断。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，6 月销量持续疲软，同比持续负增，因此消费数据仍存隐忧，未来刺激内需的实质性政策出台的必要性也在上升。二是 30 城商品房成交面积则出现好转极限，甚至在低基数效应下最新一周的同比数据已经开始转正，但收入预期偏弱背景下该数据持续性仍需观察。三是外贸方面，出口一直是近几年经济数据的亮眼项目 CCFI 指数也在近期持续上涨并再次创出今年新高，波罗的海干散货指数则继续横盘，

因此出口向好态势仍将持续。四是猪肉价格上涨有所放缓，但同比上涨依然接近 22%，未来 CPI 大概率继续改善。五是南华工业品指数小幅反弹，随着低基数效应到来未来 PPI 仍将持续改善。

此前央行连续多次给出长期国债收益率合理区间（2.5-3.0%），但市场对此置若罔闻，直至上周央行开始向实质性动作迈出一大步，从央行发布公开市场交易公告看，当前已是开弓没有回头箭，因此 2.5% 大概率将成为未来一段时间长债收益率的铁底，而当前长债收益率依然没有回到 2.5% 以上，因此单纯持有并做多长债是不明智的，而由于其它资产缺乏赚钱效应，导致今年以来大量资金流入债券市场，因此在配置压力及央行调控之间形成了长短端利差大幅走阔的扭曲行情，而这也是未来较为确定的投资机会。一方面短债天然具有规避久期风险的特性，而持有长债规避久期风险则需要通过做空国债期货进行对冲，因此 TS 国债期货正套成本经常性低于 T 及 TL 国债期货。另一方面近期长短端利差走阔主要受政策调控影响，如未来调控目的达成则高利差下有修复动力，即使债券市场转熊从海内外经验看利差也存在收窄甚至倒挂显现。因此策略上可以考虑在本轮央行调控效果充分体现后，通过国债期货不同久期合约相互多空组合实现久期中性，以抓住未来长短利差潜在压缩的交易机会。

三、一周要闻

1、央行官网 7 月 7 日更新数据显示，截至 2024 年 6 月末，我国央行黄金储备报 7280 万盎司，与 5 月末持平。而今年 5 月，在国际金价突破 2400 美元/盎司、不断刷新历史纪录之际，我国央行终结了 2022 年 11 月以来的“十八连增”，暂停增持黄金储备。尽管我国央行对于黄金储备的增持暂时止步，但业内认为，后续黄金依然是多国央行优化国际储备结构的重要选择。

2、7 月 1 日，央行发布公告，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。7 月 5 日，又有消息称，央行已与几家主要金融机构签订了债券借入协议。对此，央行确认该信息，目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。

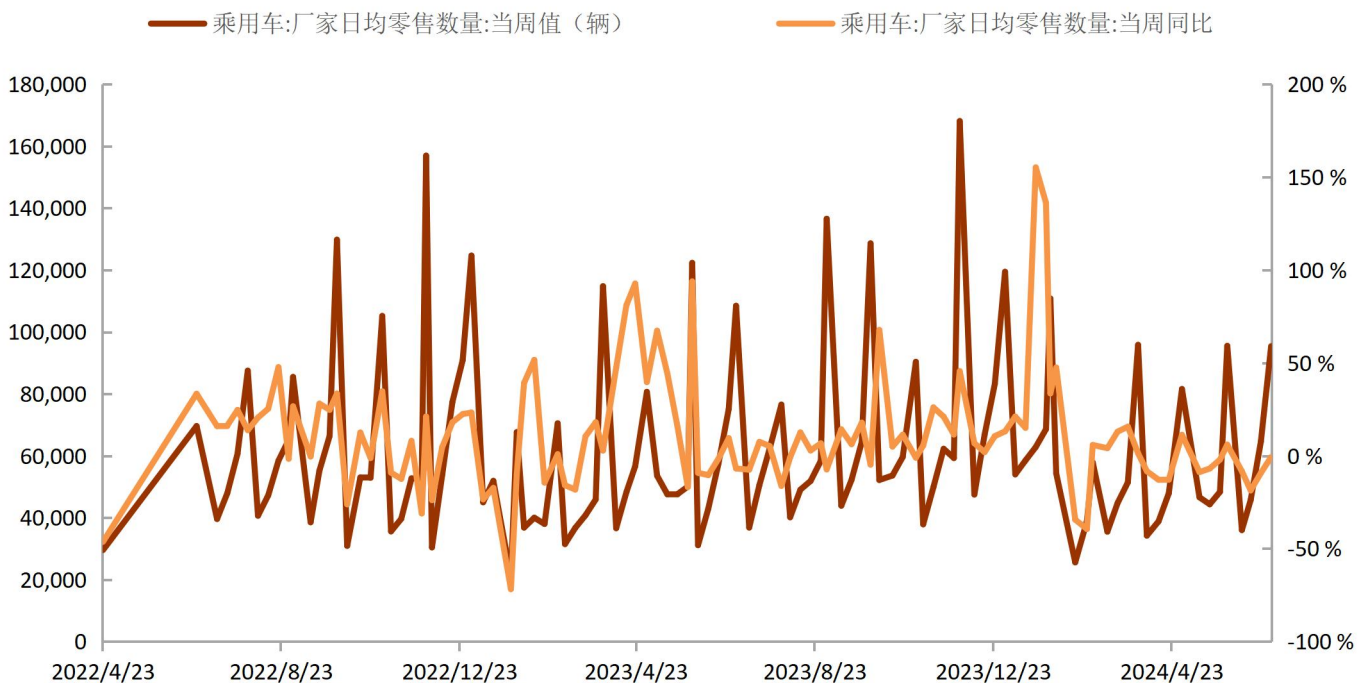
3、日前，国务院办公厅转发中国证监会、公安部、财政部、中国人民银行、金融监管总局、国务院国资委《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》（以下简称《意见》）。《意见》明确 5 方面重点举措。一是坚决打击和遏制重点领域财务造假。严肃惩治欺诈发行股票债券行为，严厉打击系统性造假和配合造假，加强对滥用会计政策实施造假的监管，强化对特定领域财务造假的打击。二是优化证券监管执法体制机制。健全线索发现机制，提升行政执法效能，深化行刑衔接协作。三是加大全方位立体化追责力度。强化行

政追责威慑力，推动加大刑事追责力度，推动完善民事追责支持机制。四是加强部际协调和央地协同。国有资产出资人加强监督管理，金融监管部门提升协同打击力度，压实地方政府责任。五是常态化长效化防治财务造假。增强公司治理内生约束，压实中介机构“看门人”责任，完善财务信息相关制度，加强联合惩戒与社会监督。

4、中国证监会高度重视提升财务造假违法违规成本和涉及的投资者保护工作，积极推动构建行政执法、民事追责、刑事打击“三位一体”的立体化追责体系。一是在立法层面上，推动修订《证券法》，对违规信披公司和责任人的罚款上限由60万元、30万元大幅提升至1000万元、500万元，对欺诈发行的罚款上限由募集资金的5%提高到1倍；《刑法修正案(十一)》将违规披露的刑期上限由3年提高至10年；中介机构及从业人员出具虚假证明文件最高可判10年有期徒刑。二是在立体化追责上，行政处罚是立体化追责的一环，刑事追责和民事赔偿也是立体化追责的重要组成部分。刑事追责方面，今年以来已依法将40余起财务造假、资金占用、违规担保等案件移送公安机关。民事追责方面，中国证监会指导投资者服务中心，积极支持投资者发起民事追偿诉讼，综合运用先行赔付、支持诉讼、代位诉讼等，强化投资者赔偿救济。目前正在对上市公司(包括部分退市公司)重大违法案件支持投资者向人民法院申请发起普通代表人诉讼10起，在审支持诉讼22起。

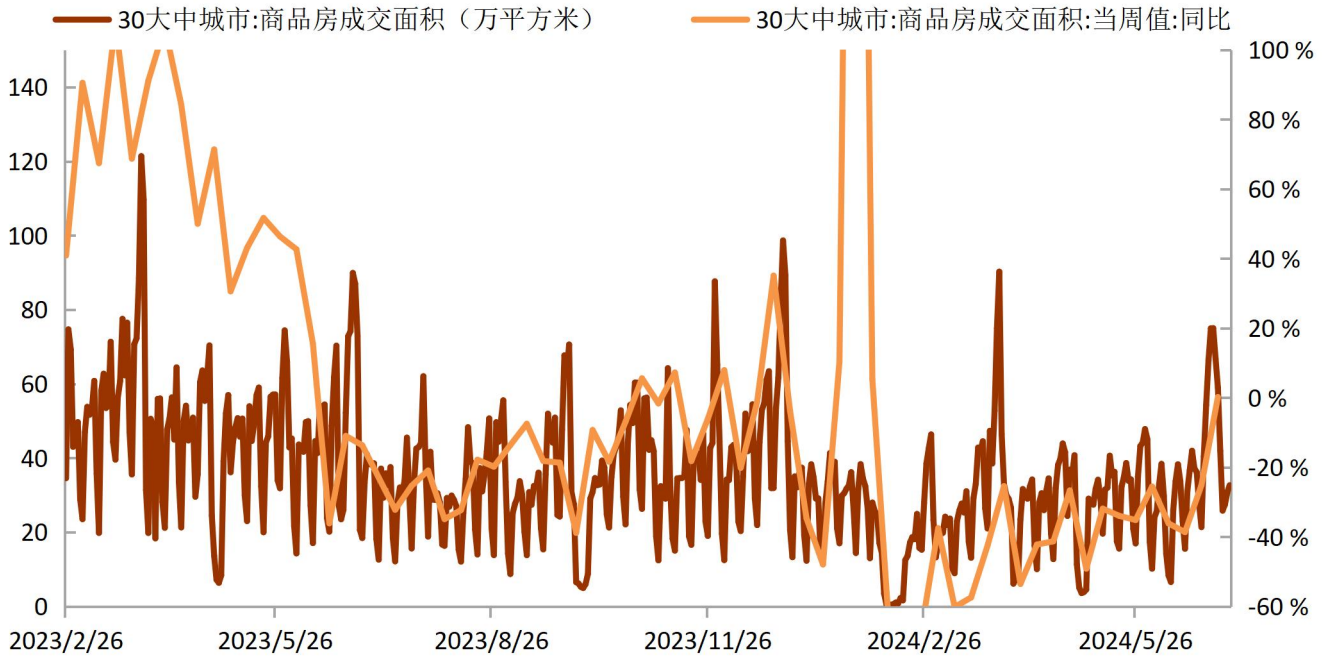
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



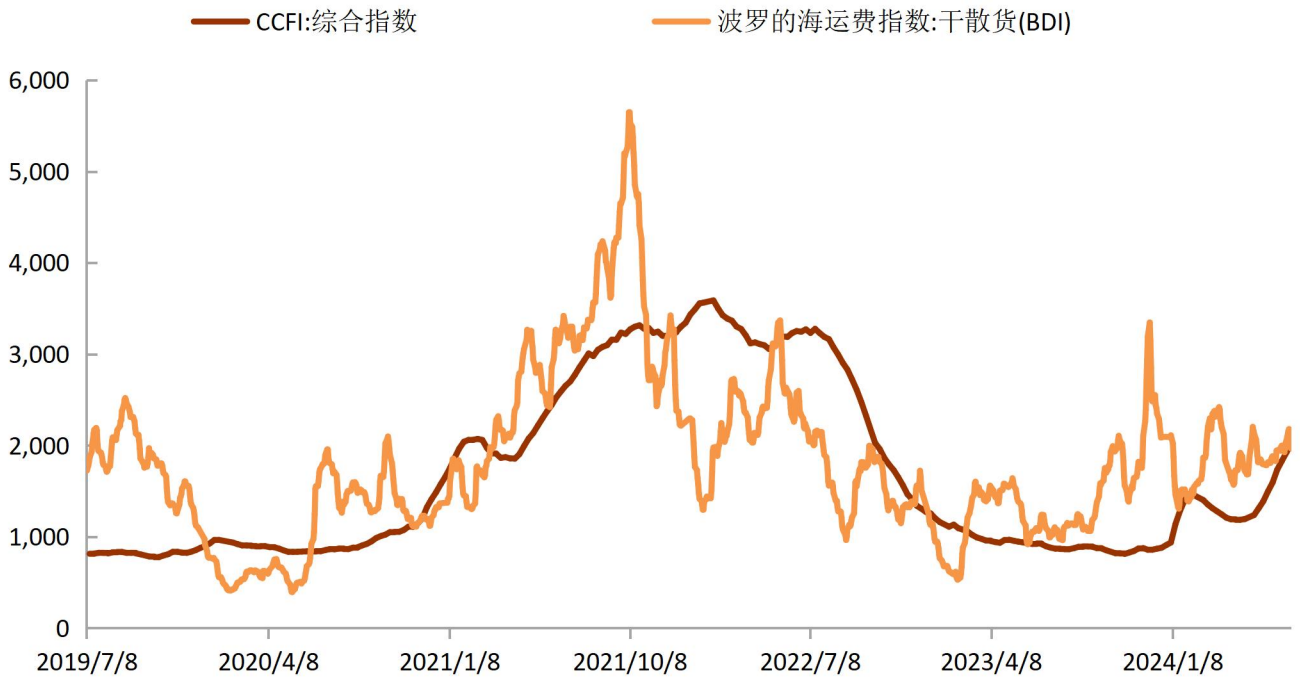
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



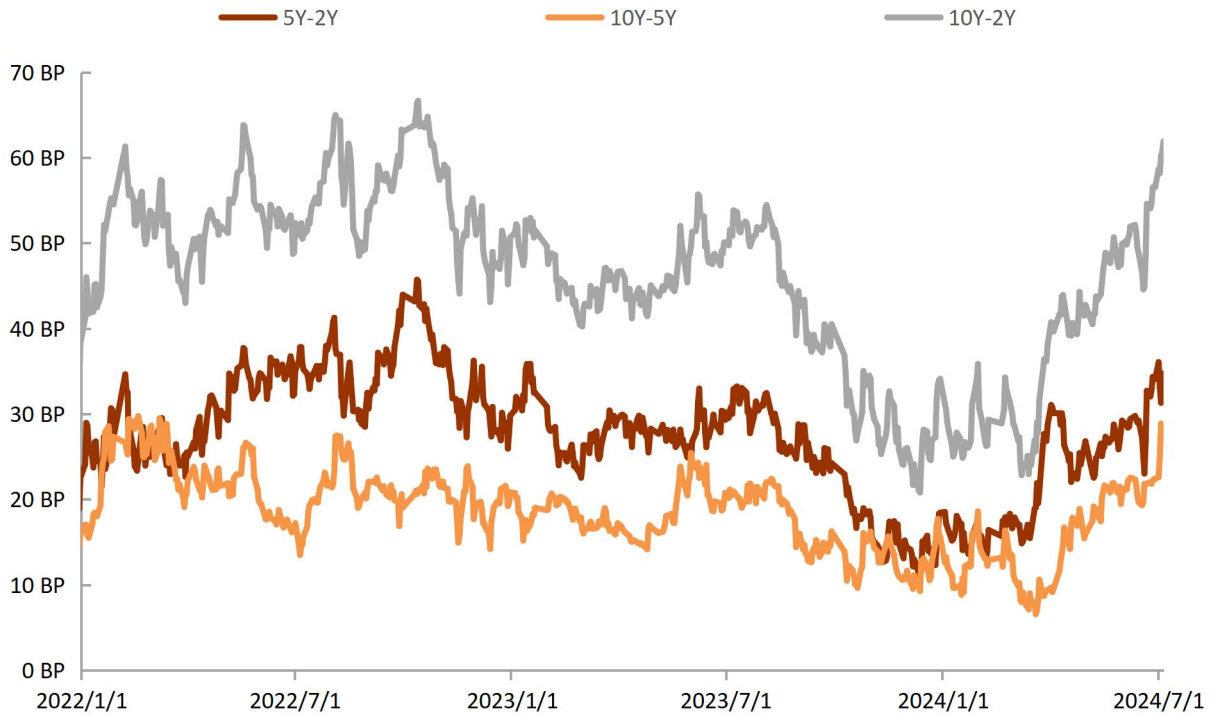
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



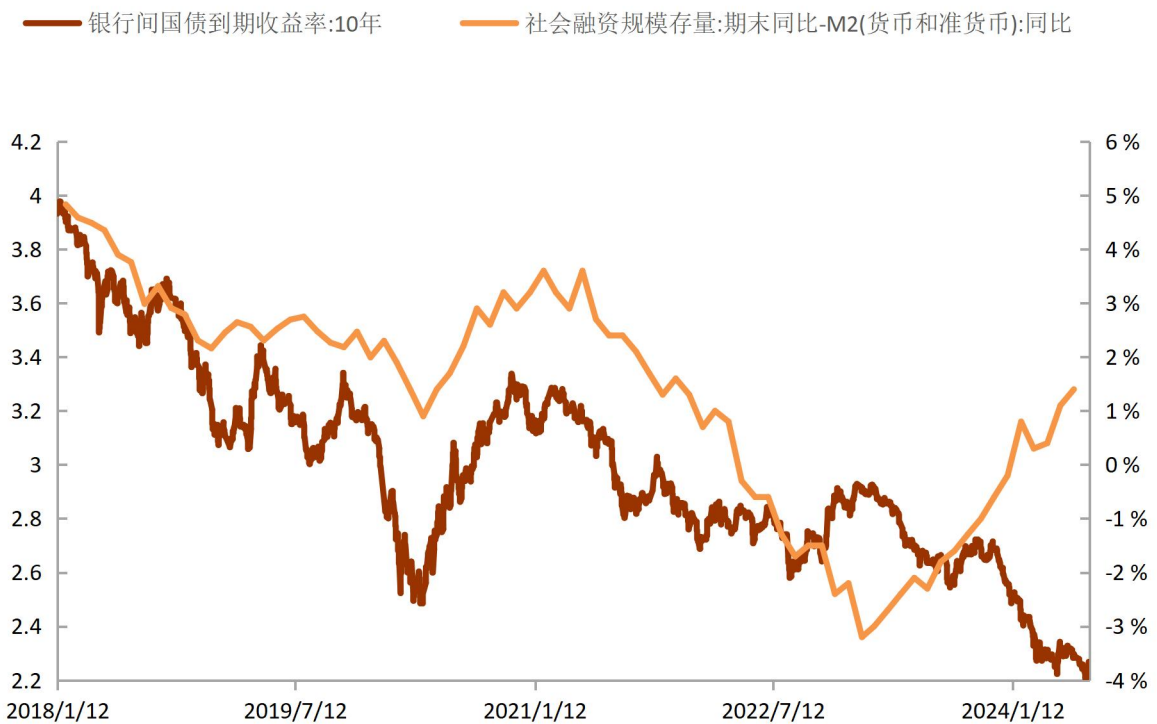
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



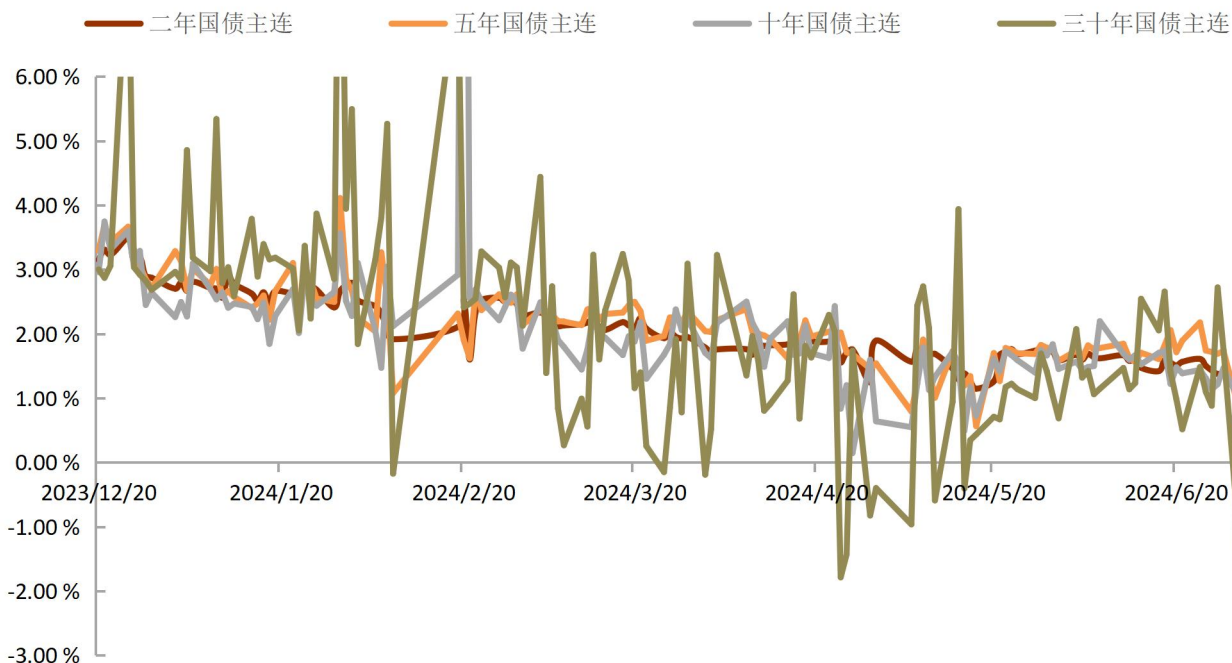
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



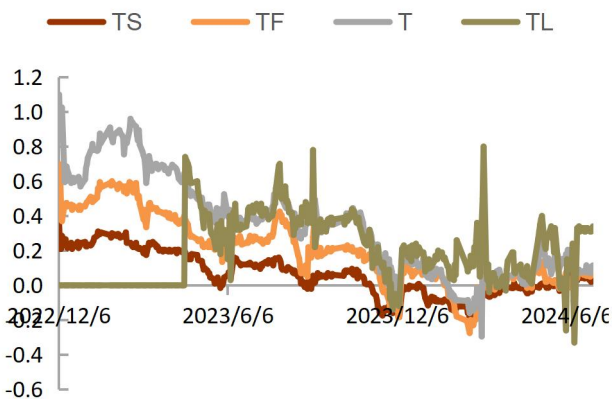
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

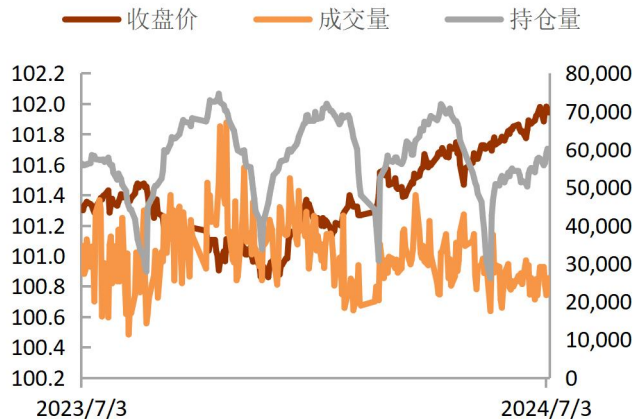


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

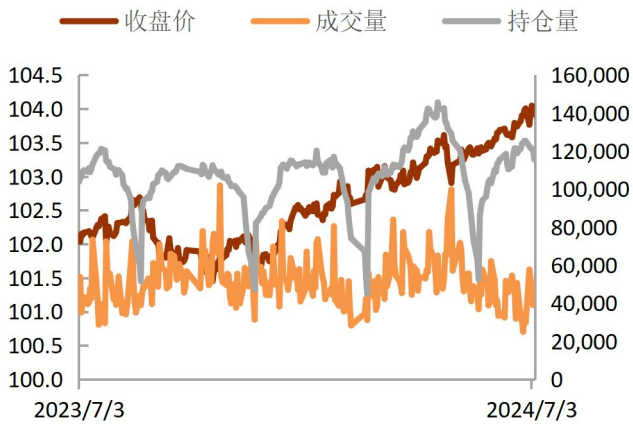


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

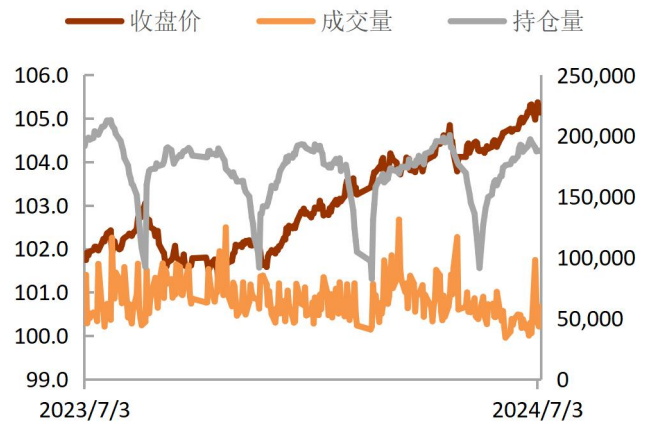


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

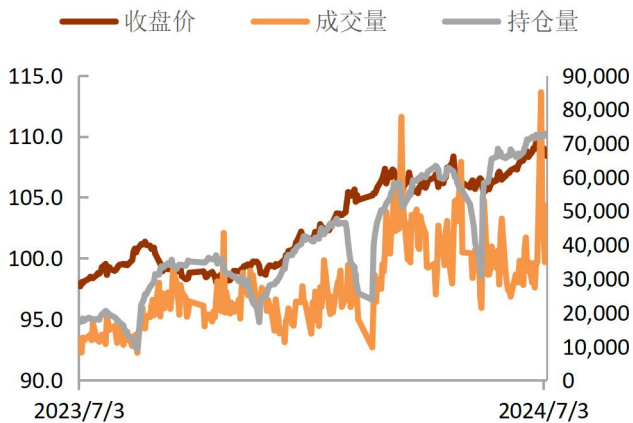


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

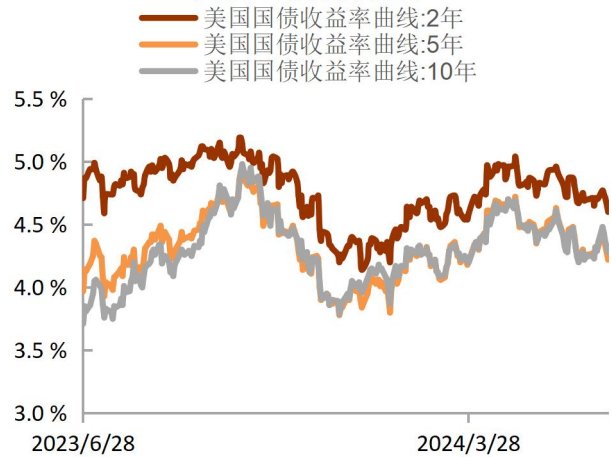


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

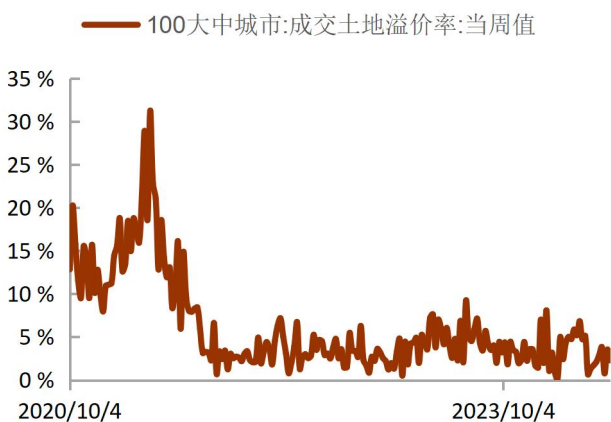


图表15 美债收益率

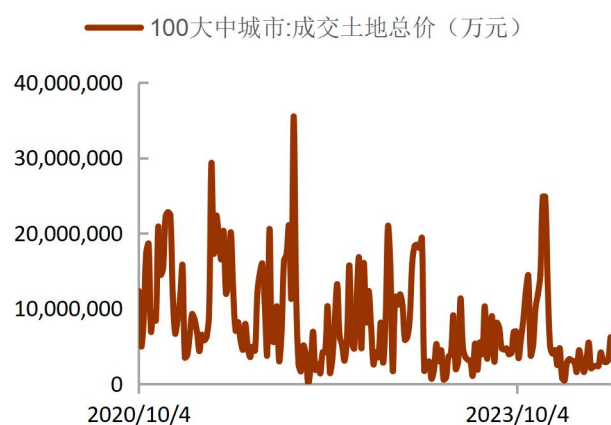


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

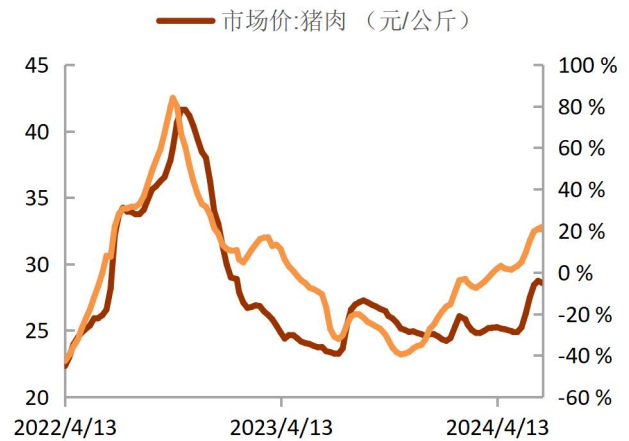


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

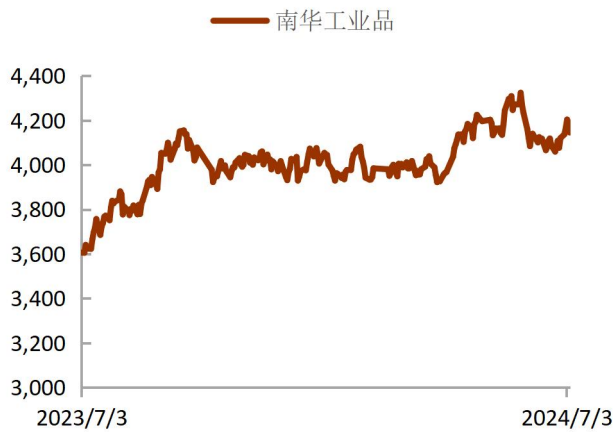


图表19 市场价:猪肉

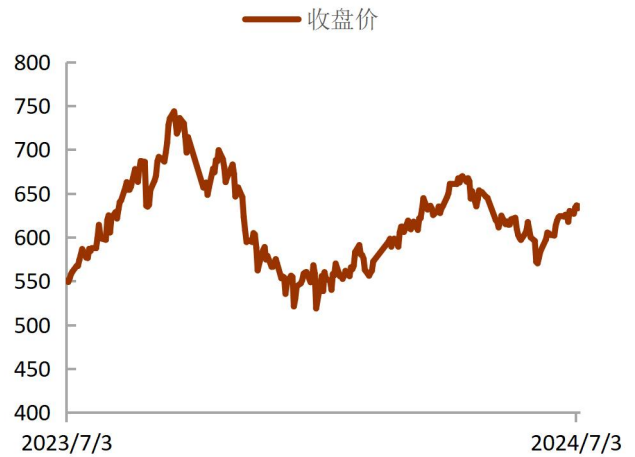


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。