

2024年7月15日



风已动而体不至

核心观点及策略

- 上周债市总体处于横盘震荡之中，各期限中以2Y期为代表的短端表现略好于长端及超长端。具体看首先是周一早间央行便公告新增公开市场操作时间窗口，而结合近期喊话市场对正回购敏感度更高，因此周一债市便以快速下跌为开端。但此后多日央行并未在尾盘进行正回购操作，同时银行间资金充裕叠加上通胀数据疲软，债市此后几日持续小幅上涨。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.52%，最低价104.750，最高价105.3，终止价105.245，上涨0.11。
- 资金面方面：上周央行公开市场继续维持缩量续作，全周共实现零投放与回笼，而这也与当前时点抑制长期国债过度炒作行为相吻合。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看近期资金面依然维持宽松。货币政策方面，央行上周公告称每日尾盘新增正逆回购窗口，并且操作价格分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp，结合当前背景看未来大概率以正回购为第一次操作。
- 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 | 105.2450 | 0.1350 | 867 | 193601 | 188079 |
| TF2409 | 103.9650 | 0.0600 | 4375 | 202754 | 119933 |
| TS2409 | 101.9740 | 0.0340 | -4890 | 112668 | 54742 |
| TL2409 | 108.8800 | 0.4800 | 3278 | 162466 | 76180 |
| T2412 | 105.0950 | 0.1150 | 1835 | 14582 | 15009 |
| TF2412 | 103.8550 | 0.0200 | 2842 | 10039 | 8788 |
| TS2412 | 101.9340 | 0.0160 | 519 | 5652 | 4261 |
| TL2412 | 108.5800 | 0.5000 | 2,580 | 18141 | 17400 |

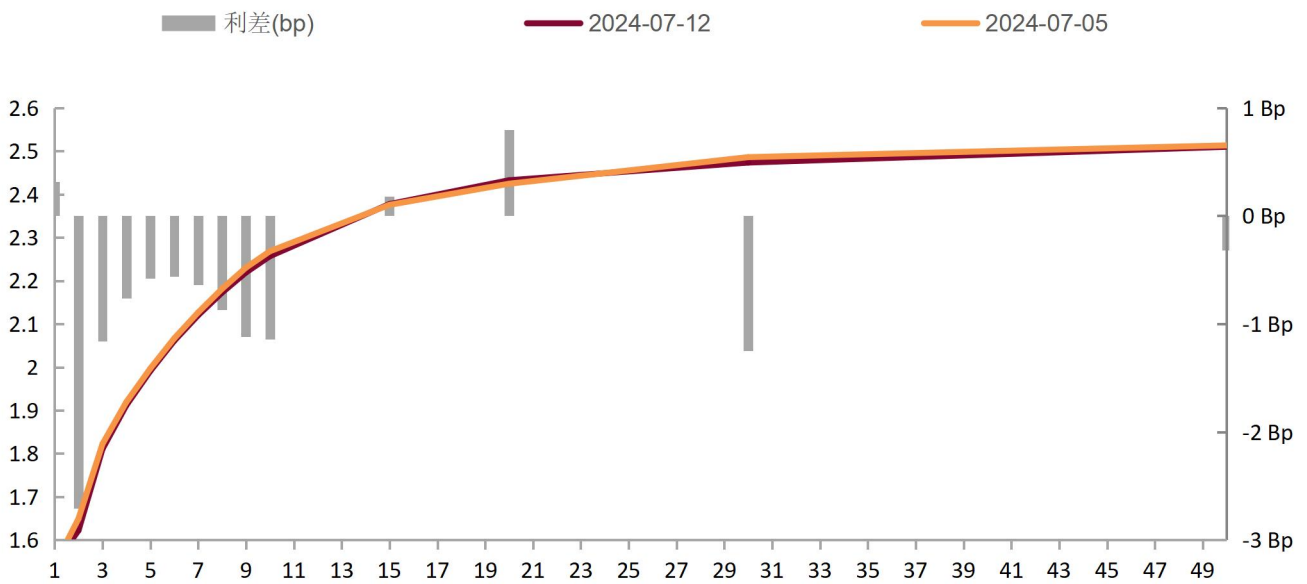
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

| 本周净投放(亿元) | | | | | 0 | |
|-----------|-------|------|----|------------|----|------|
| 日期 | 品种 | 名称 | 期限 | 票息/参考利率(%) | 金额 | 资金流向 |
| 2024/7/12 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 回笼 |
| 2024/7/12 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 投放 |
| 2024/7/11 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 回笼 |
| 2024/7/11 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 投放 |
| 2024/7/10 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 投放 |
| 2024/7/10 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 回笼 |
| 2024/7/9 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 回笼 |
| 2024/7/9 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 投放 |
| 2024/7/8 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 回笼 |
| 2024/7/8 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.80 | 20 | 投放 |

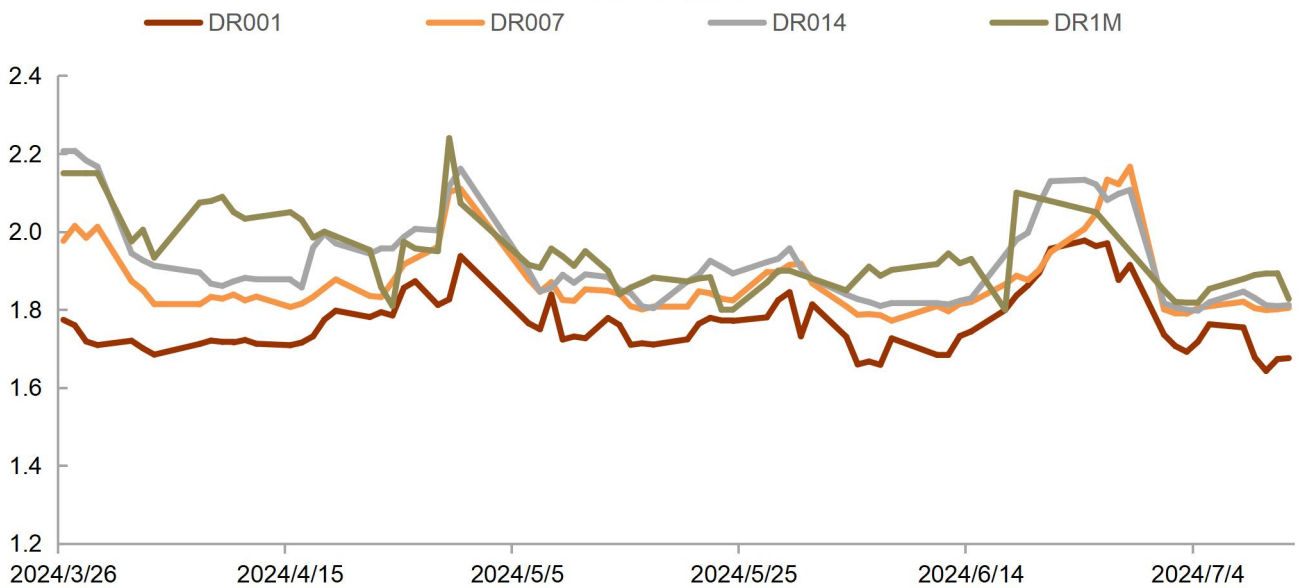
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



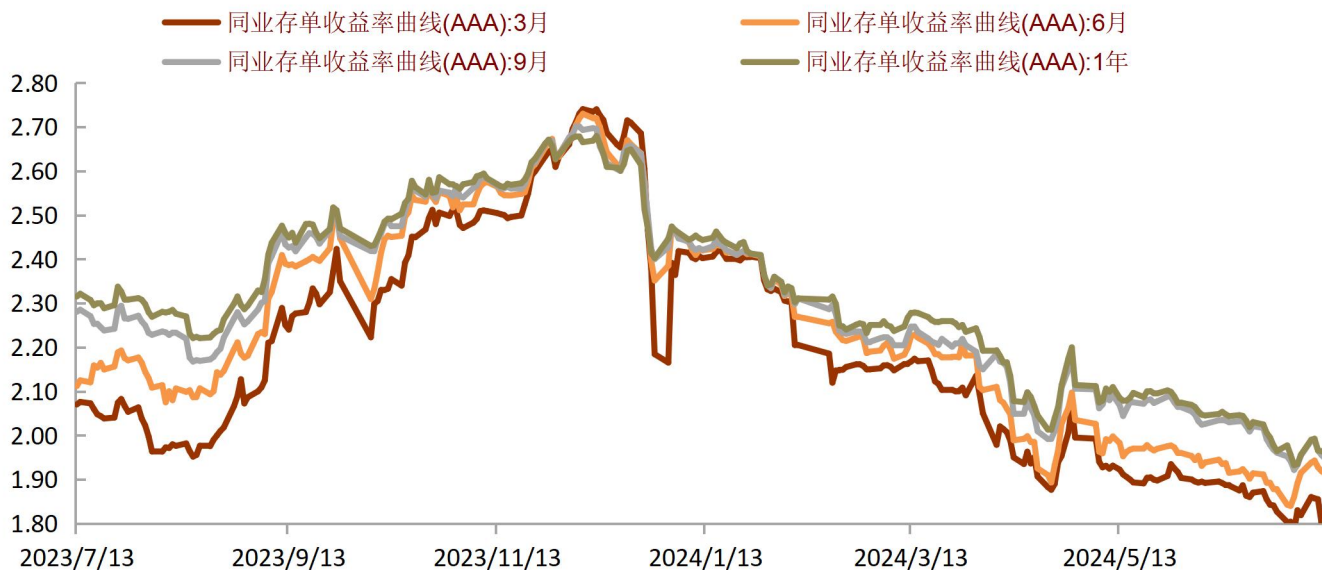
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市总体处于横盘震荡之中，各期限中以 2Y 期为代表的短端表现略好于长端及超长端。具体看首先是周一早间央行便公告新增公开市场操作时间窗口，而结合近期喊话市场对正回购敏感度更高，因此周一债市便以快速下跌为开端。但此后多日央行并未在尾盘进行正回购操作，同时银行间资金充裕叠加上通胀数据疲软，债市此后几日持续小幅上涨。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.52%，最低价 104.750，最高价 105.3，终止价 105.245，上涨 0.11。

资金面方面：上周央行公开市场继续维持底量续作，全周共实现零投放与回笼，而这也与当前时点抑制长期国债过度炒作行为相吻合。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看近期资金面依然维持宽松。货币政策方面，央行上周公告称每日尾盘新增正逆回购窗口，并且操作价格分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp，结合当前背景看未来大概率以正回购为第一次操作。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，7 月第一周同比转正但绝对值仍然不高，叠加上 6 月数据疲软，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 城商品房成交面积短暂转正后再次走弱，未来仍需持续跟踪。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，而这也在上周公布的外贸数据中得到印证。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 大幅下跌概率较低。五是南华工业品指数小幅回落，但随着低基数效应未来 PPI 仍有向好基础。

此前市场多次突破央行给出的长期国债收益率合理区间（2.5-3.0%），于是央行在前不久放出债券借贷与正回购相关信息以此引导债券市场回归合理区间，但债券借贷卖出及正回购相关信息出炉已有一段时间，但仍未开始第一次操作，甚至有市场消息称一级交易商已向央行申报正回购操作量但央行并未进行操作，因此债券市场在资金推动下收益再次向下突破此前央行给定合理区间。当前看市场风险偏好扭转需等到明确财政转向信号，同时由于今年大量资金涌入债基，但放任消极情绪蔓延并不符合政策意图，因此总体上未来债市仍将大概

率维持多日小涨叠加少数几日快速下跌的行情，因此现券方面并没有什么特别明显的机会。但是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，同时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、7月8日央行公告：从即日起，将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

2、国家统计局10日公布，6月份中国消费市场供应总体充足，居民消费价格指数(CPI)同比上涨0.2%。其中，猪肉价格上涨18.1%。国家统计局城市司首席统计师董莉娟表示，CPI环比季节性下降，同比继续上涨。6月份中国CPI同比涨幅比上月回落0.1个百分点。其中，食品价格下降2.1%，降幅比上月扩大0.1个百分点；非食品价格上涨0.8%，涨幅与上月相同。

3、2024年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.8%，降幅比上月收窄0.6个百分点，环比由上月上涨0.2%转为下降0.2%；工业生产者购进价格同比下降0.5%，环比上涨0.1%。上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.1%，工业生产者购进价格下降2.6%。

4、当地时间13日下午，美国前总统特朗普在宾夕法尼亚州举行竞选集会发表演讲时，现场响起枪声。据央视记者消息，宾州巴特勒当地检察官证实，嫌疑人已被击毙，另有集会参与者中枪身亡，具体伤亡人数尚不确定。

5、上半年最新金融数据出炉。7月12日央行公布的金融数据显示，6月末社会融资规模存量395.11万亿元，同比增长8.1%。6月末，M2余额305.02万亿元，同比增长6.2%；M1余额66.06万亿元，同比下降5%。业内人士认为，总体看上半年金融数据总体符合预期，金融对实体经济支持力度依然稳固。

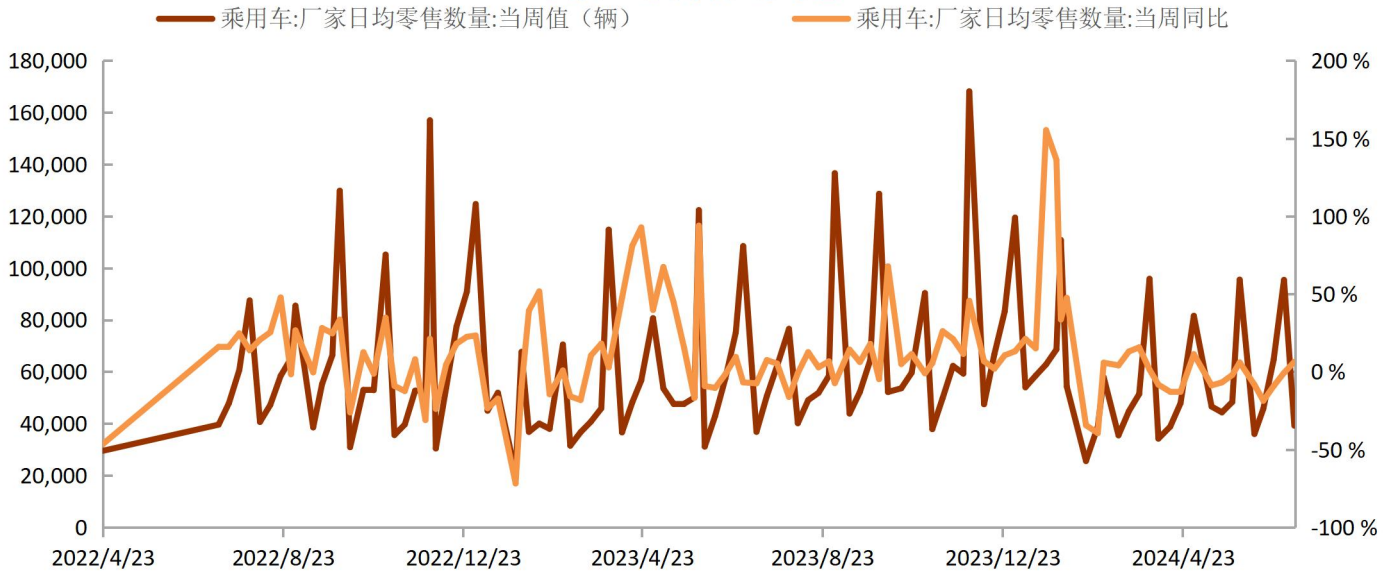
6、央行数据显示，上半年人民币贷款增加13.27万亿元。分部门看，住户贷款增加1.46万亿元，其中，短期贷款增加2764亿元，中长期贷款增加1.18万亿元；企(事)业单位贷款增加11万亿元，其中，短期贷款增加3.11万亿元，中长期贷款增加8.08万亿元，票据融资减少3440亿元；非银行业金融机构贷款增加3889亿元。

7、为切实回应投资者关切，维护市场稳定运行，经充分评估当前市场情况，证监会依法批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，自2024年7月11日起实施。存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。同时，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。

8、7月12日，海关总署公布了上半年我国货物贸易进出口“成绩单”。据海关统计，上半年，我国货物贸易进出口总值21.17万亿元人民币，同比(下同)增长6.1%。其中，出口12.13万亿元，增长6.9%；进口9.04万亿元，增长5.2%；贸易顺差3.09万亿元，扩大12%。按美元计价，上半年，我国进出口总值2.98万亿美元，增长2.9%。其中，出口1.71万亿美元，增长3.6%；进口1.27万亿美元，增长2%；贸易顺差4350亿美元，扩大8.6%。

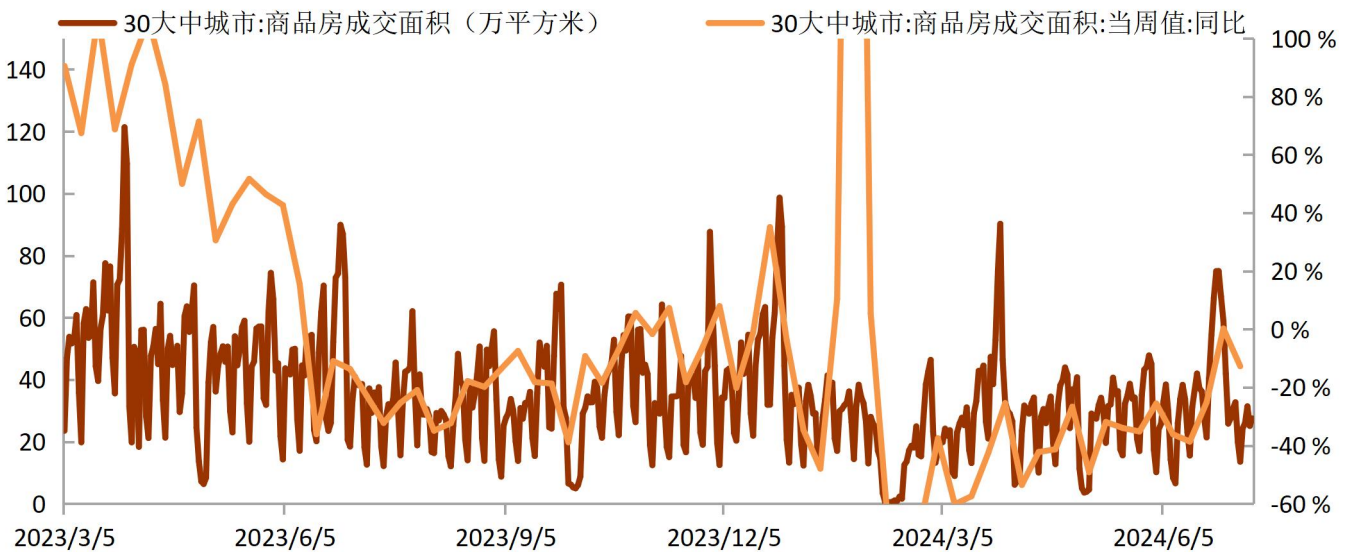
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



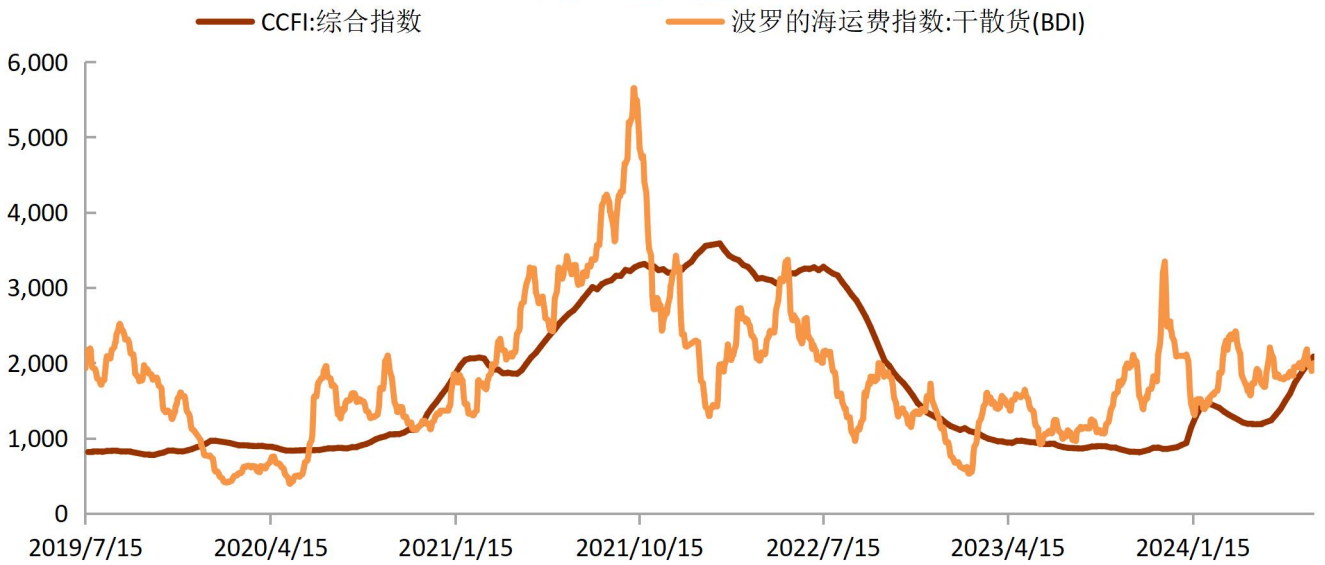
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



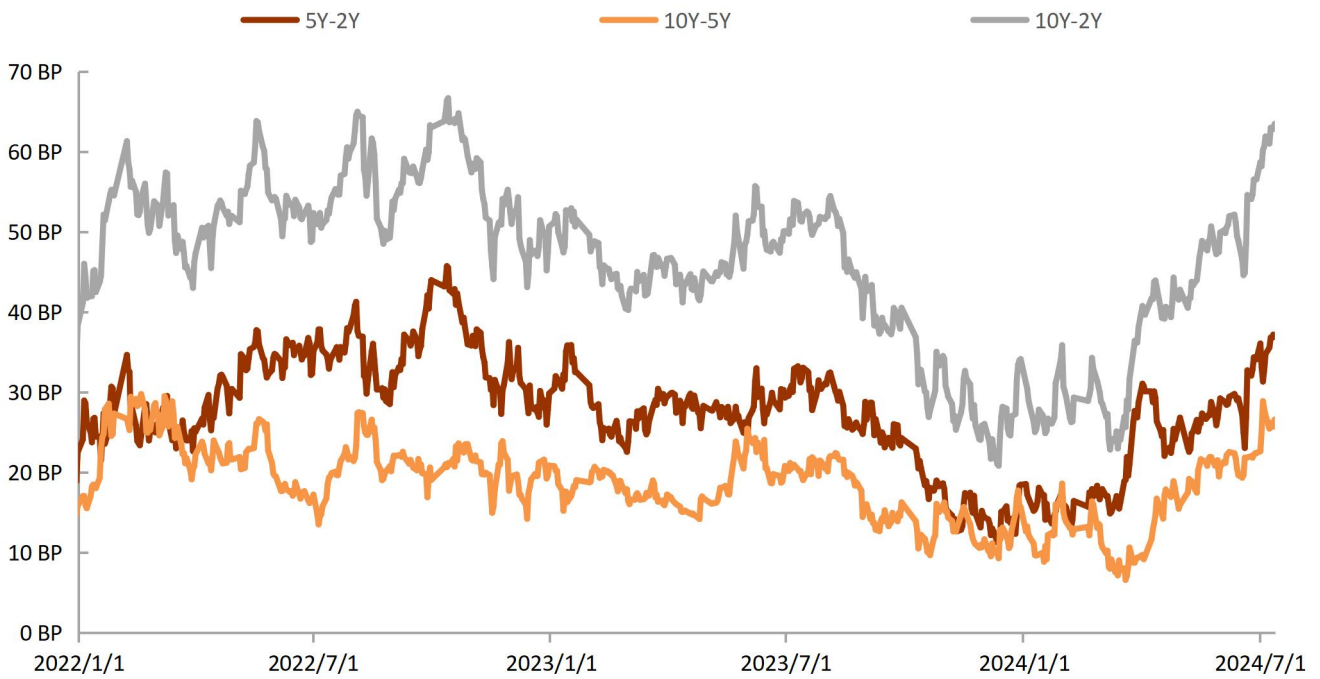
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



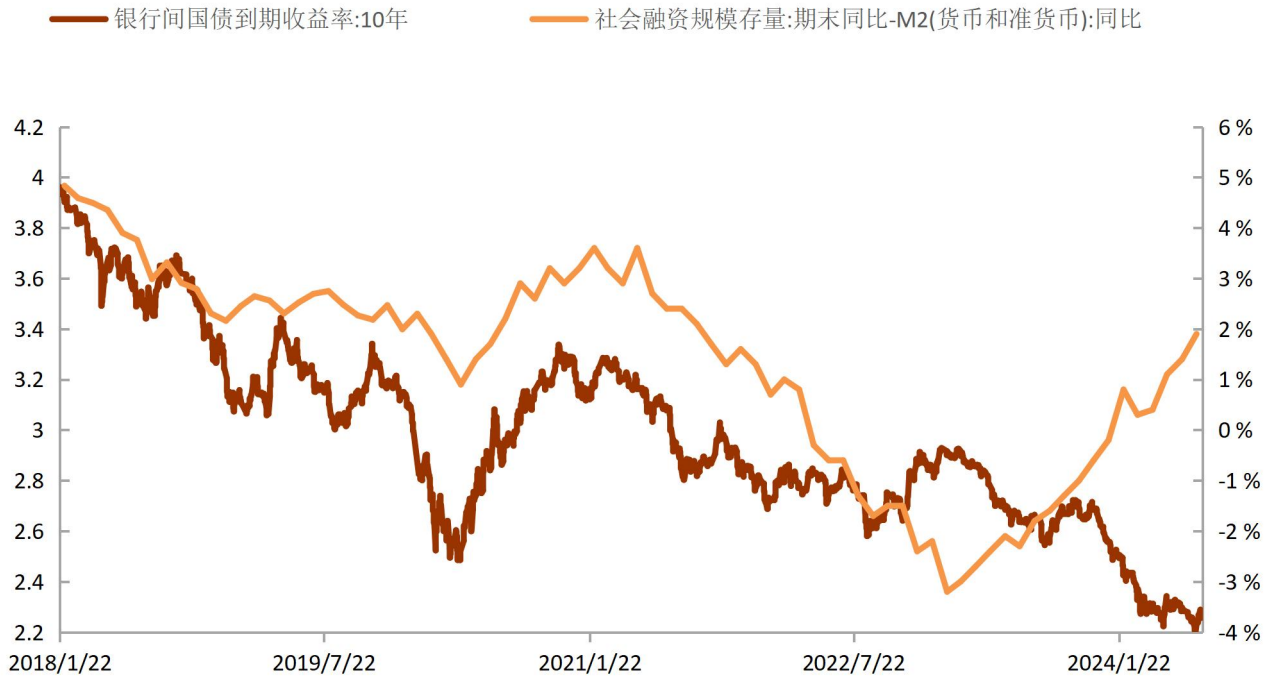
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



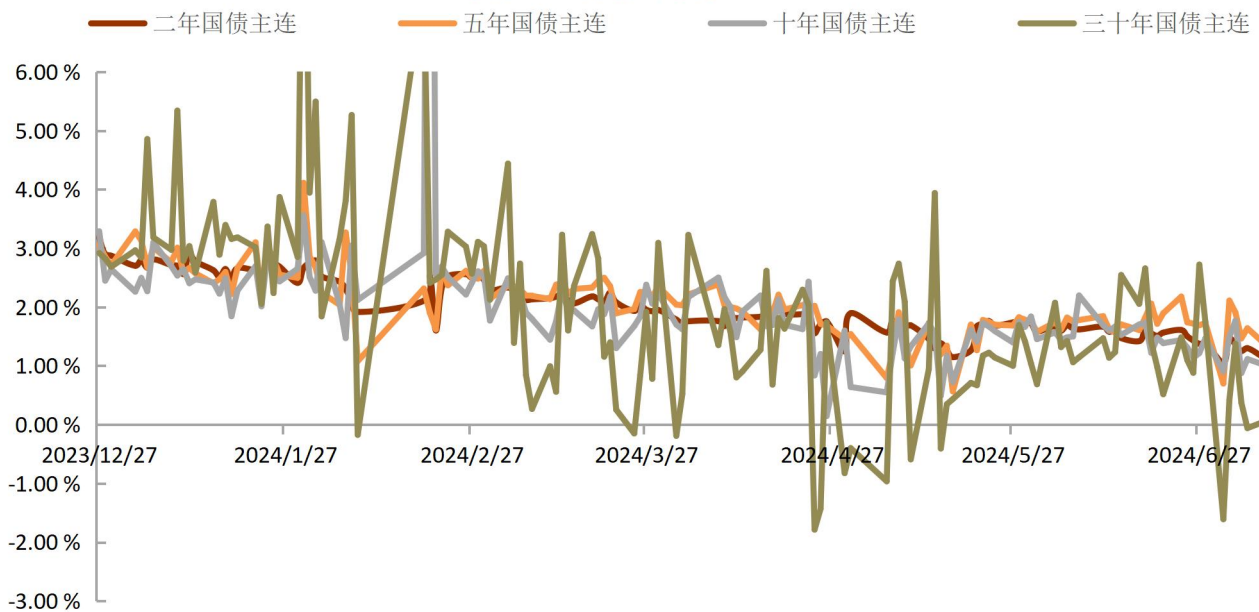
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



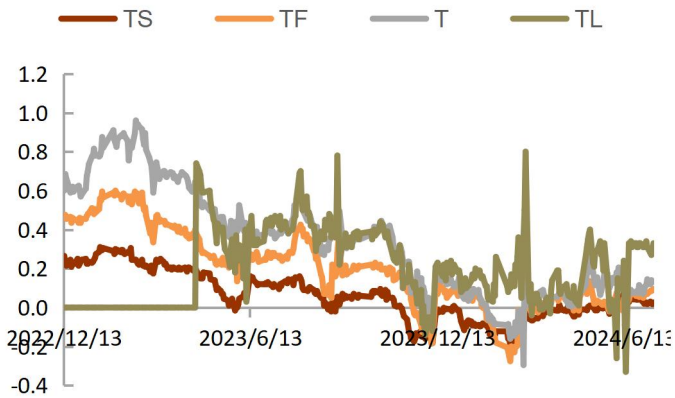
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

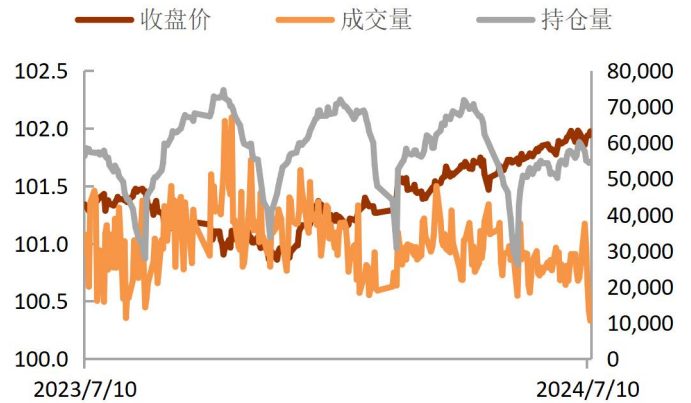


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

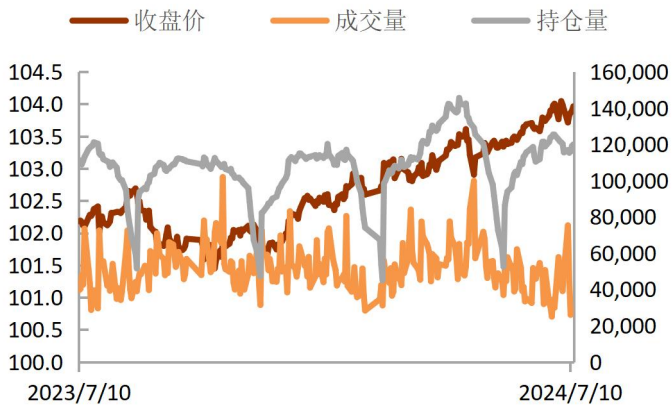


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

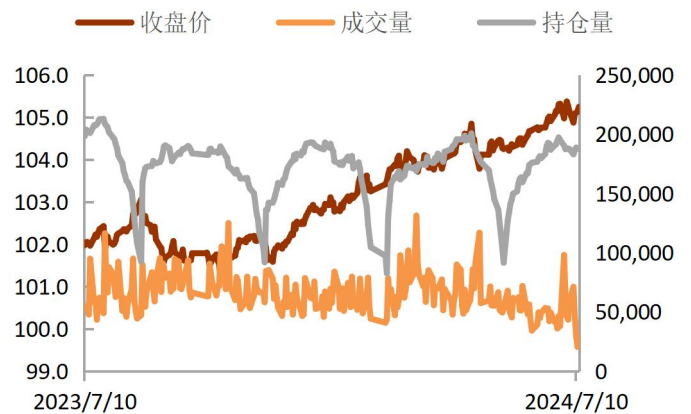


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

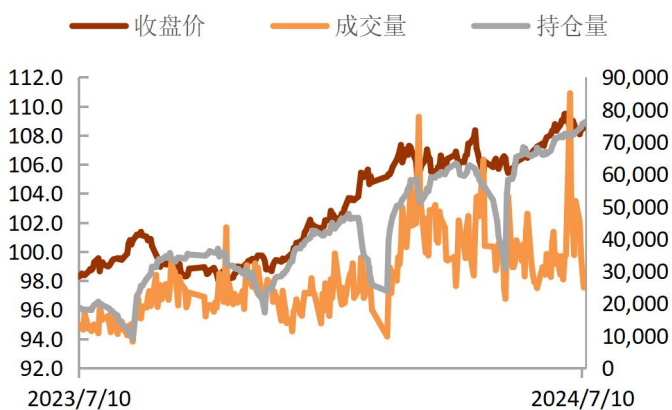


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

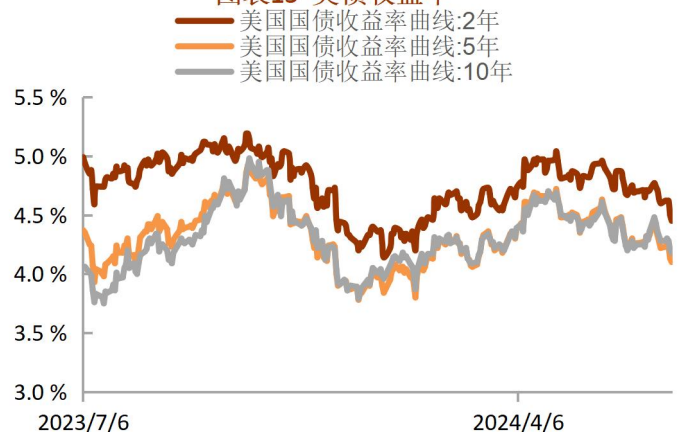


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

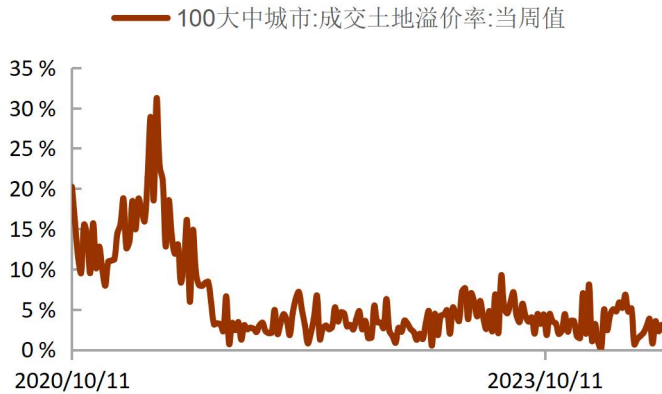


图表15 美债收益率

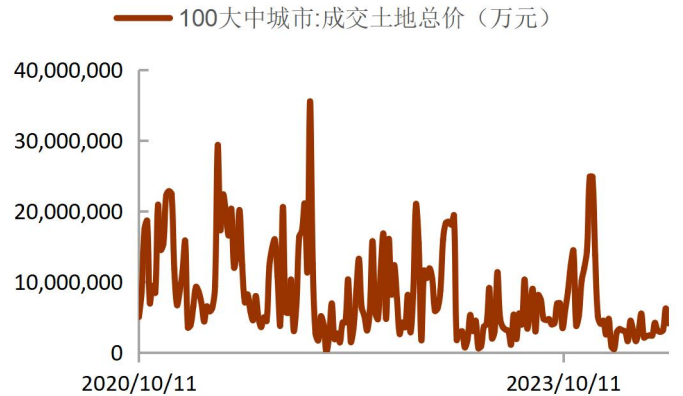


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

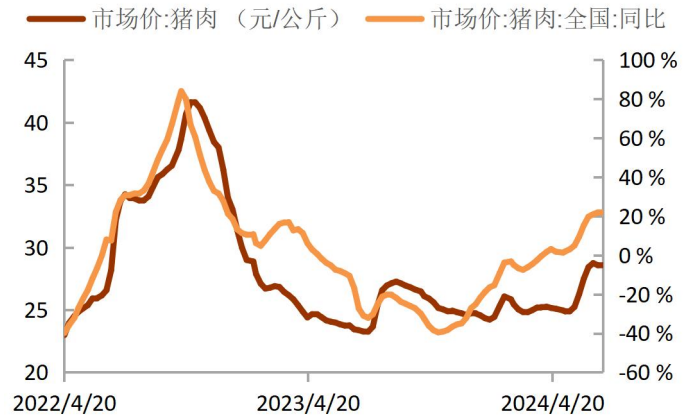


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

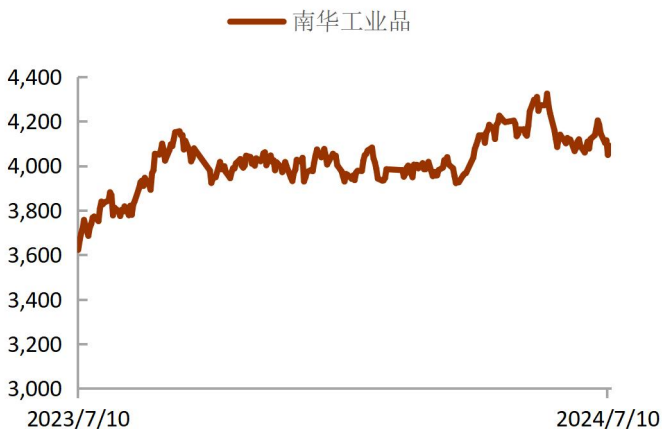


图表19 市场价:猪肉

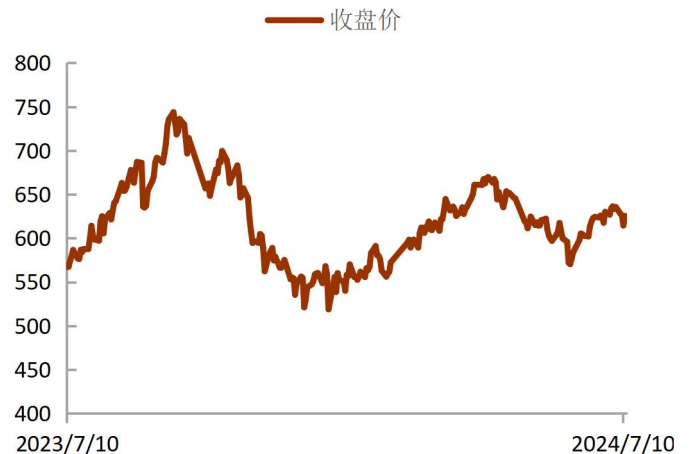


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。