



2024年10月14日

## 财政发力虽迟但到 长债仍有调整风险

### 核心观点及策略

- 前2周债市大幅波动，首先是央行在节前宣布了一系列刺激措施，其中虽有降准、降息等利多债市的刺激政策，但其余政策则大幅提升市场风险偏好，从而导致资金从债券类避险资产涌入股票、商品类风险资产，银行间现券收益率也在节前大幅上行。不过可能是出于抑制股市过快上涨风险节后发改委会议则相对平淡，导致此后股市出现一定幅度调整，而现券收益率也因此出现一定幅度下行。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅1.11%，最低价104.910，最高价106.085，终止价105.910，上涨0.545。
- 资金面方面：上周央行公开市场大幅回笼，全周共计净回笼13250亿元。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格大幅下行依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，在经济基本面确认回暖并出现过热迹象前，未来央行收紧货币政策可能性较低。
- 策略建议：短期以防守型策略为主
- 风险因素：股市持续上涨

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
T2412	105.9100	0.4700	-2873	369102	186199
TF2412	104.7600	0.2400	-2445	252647	123417
TS2412	102.3260	0.0480	-5765	125570	52463
TL2412	112.4500	1.9200	-149	415106	71366
T2503	105.8450	0.5800	3903	50036	16339
TF2503	104.7150	0.2750	107	20365	5604
TS2503	102.2740	0.0380	1617	20992	9404
TL2503	112.3500	1.9900	1,952	51629	14020

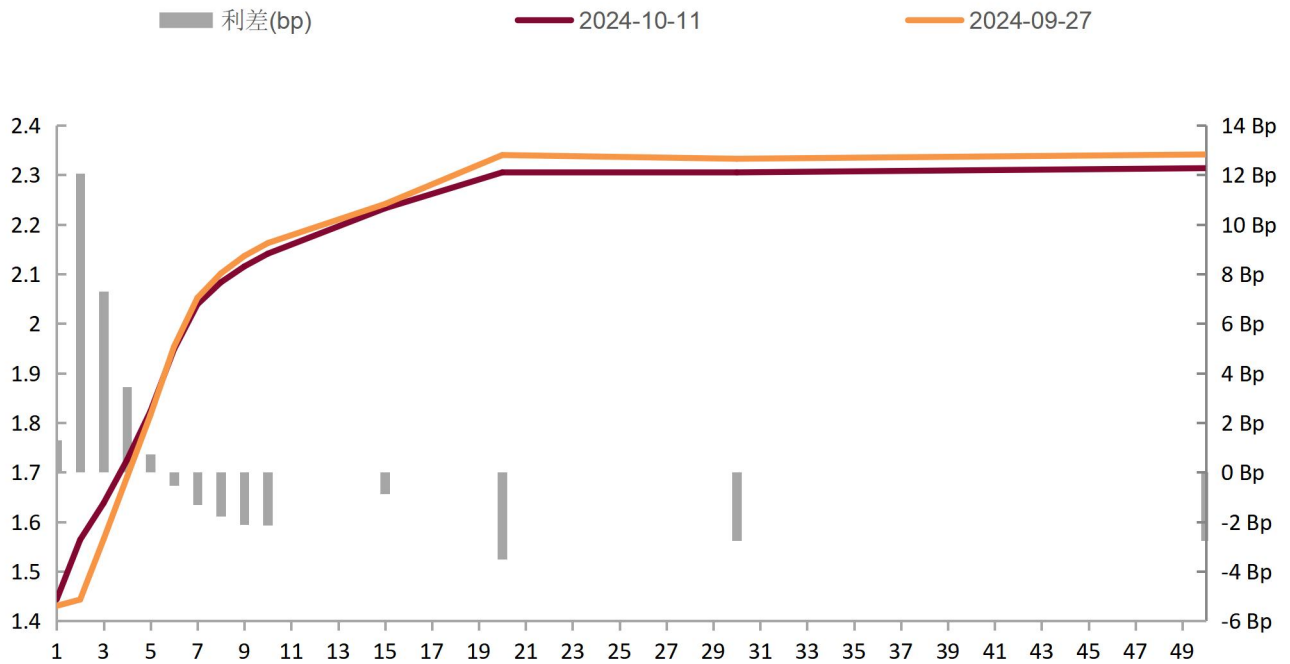
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)						-13250
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/10/12	逆回购	7日回购	7天	1.50	232	投放
2024/10/11	逆回购到期	14日回购	14天	1.65	2780	回笼
2024/10/11	逆回购	7日回购	7天	1.50	942	投放
2024/10/10	逆回购	7日回购	7天	1.50	1500	投放
2024/10/10	逆回购到期	14日回购	14天	1.85	2920	回笼
2024/10/9	逆回购	7日回购	7天	1.50	610	投放
2024/10/9	逆回购到期	14日回购	14天	1.85	1965	回笼
2024/10/8	逆回购到期	7日回购	7天	1.50	2121	回笼
2024/10/8	逆回购	7日回购	7天	1.50	417	投放
2024/10/8	逆回购到期	14日回购	14天	1.85	745	回笼
2024/10/8	逆回购到期	14日回购	14天	1.85	4600	回笼
2024/10/8	逆回购到期	7日回购	7天	1.50	1820	回笼

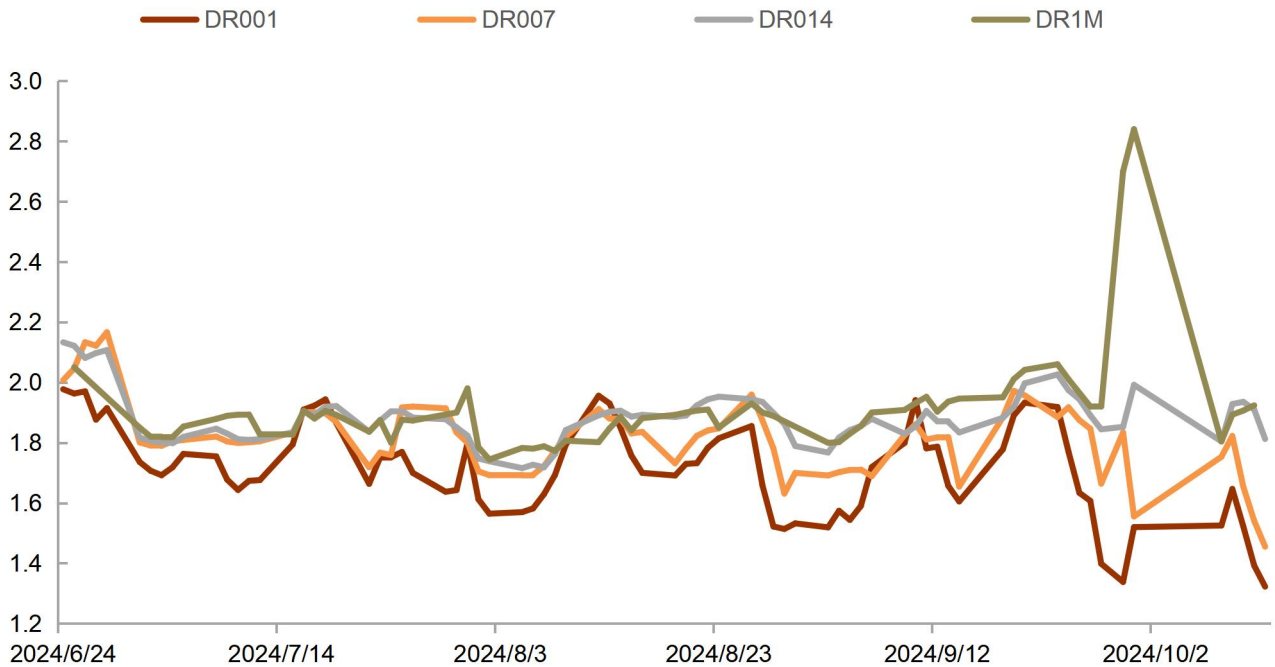
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



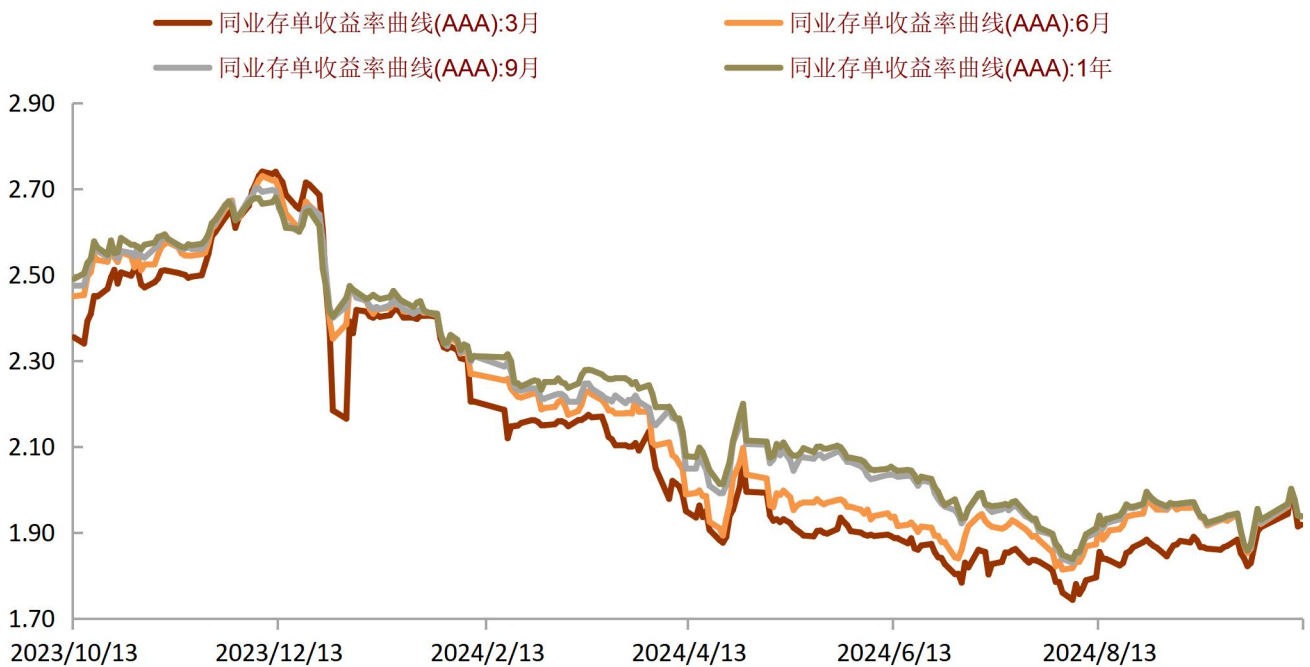
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

前2周债市大幅波动，首先是央行在节前宣布了一系列刺激措施，其中虽有降准、降息等利多债市的刺激政策，但其余政策则大幅提升市场风险偏好，从而导致资金从债券类避险资产涌入股票、商品类风险资产，银行间现券收益率也在节前大幅上行。不过可能是出于抑制股市过快上涨风险节后发改委会议则相对平淡，导致此后股市出现一定幅度调整，而现券收益率也因此出现一定幅度下行。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅1.11%，最低价104.910，最高价106.085，终止价105.910，上涨0.545。

资金面方面：上周央行公开市场大幅回笼，全周共计净回笼13250亿元。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格大幅下行依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，在经济基本面确认回暖并出现过热迹象前，未来央行收紧货币政策可能性较低。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，9月全月同比销量2%，较8月有所回暖，预计对社零数据有所支撑，未来随着政策发力可期待该数据进一步走高。二是30城商品房成交面积同比回升至去年同期水平附近，成交面积较前几月有所上升，随着房地产政策持续发力，地产企稳回暖可期。三是外贸方面，CCFI指数持续小幅回落，随着欧美贸易保护主义升温，海外局势恶化未来出口存在走弱风险。四是猪肉价格横盘震荡，通胀回暖依然需要等待。五是南华工业品指数在大幅下跌后快速反弹，但总体看依然处于低位，内需依然疲软、产能过剩仍然是当前经济最主要矛盾，近期官方一系列刺激政策陆续出台，未来该数据回暖同样值得期待。

展望未来债市，我们认为资金面宽松依然是短期债市主要利多因素，但政策持续加码即使短期加经济基本面相关数据依然疲软，市场也有可能选择忽略而关注未来回暖预期，就债券市场行情而言则与股票市场涨跌相关性更高，如股市在财政部会议结果反应较为积极则理财、债券基金赎回导致的收益率上行则有较大可能再次出现。同时就会议内容而言，我们认

为周末财政部新闻发布会十分积极，虽没有正面回答具体金额，但对未来政策描述的相关形容明显能表现出信心十足，目前虽然有人用男女恋爱中的问答类比本次新闻发布会，但毕竟是政府部门发布会，既然提到了就必然付出行动，即使短期未公布具体金额，但更多是出于流程上是否合规考虑，因此我们认为未来人大常委会后公布具体金额将再次给股票市场打一剂强心针，甚至不排除市场提前抢跑可能。对债市而言则意味着未来仍有调整风险，但考虑到当前较低的政策利率，及此前赎回潮带来的中短期信用债收益率大幅上行，届时对于求稳的大体量资金反而会给出一个较为诱人的加仓时点。

### 三、一周要闻

1、10月12日，财政部在新闻发布会上宣布：按照9月26日召开的中央政治局会议部署，财政部在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。主要包括以下几个方面：一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。四是加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。财政部强调，“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。”

2、2024年9月份，全国居民消费价格同比上涨0.4%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.6%；食品价格上涨3.3%，非食品价格下降0.2%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.2%。1—9月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。

3、2024年9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.8%，环比下降0.6%；工业生产者购进价格同比下降2.2%，环比下降0.8%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.1%。

4、国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，其中提到，严格监管期货交易行为，强化高频交易全过程监管。坚持从维护交易公平和市场稳定运行出发，加强高频交易监管。持续优化特定程序化交易报备制度。完善高频交易监管规则。根据市场发展变化，适时优化申报收费实施范围和收费标准。规范期货交易所和期货公司的手续费减收行为，取消对高频交易的手续费减收。加强期货公司席位和客户设备连接管理。规范期货公司使用期货交易所主机交易托管资源。

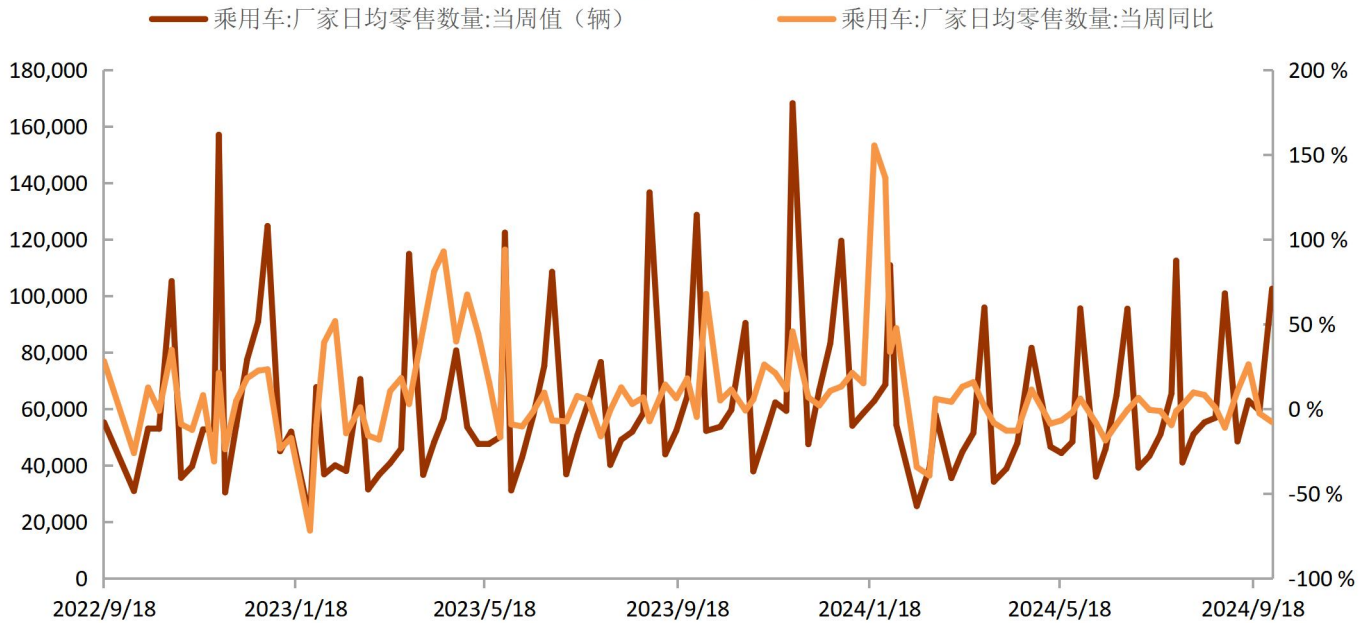
5、继央行行长潘功胜9月24日首次明确创设证券、基金、保险公司互换便利(以下简称“互换便利”)后，10月10日起，互换便利正式接受机构申报。记者了解到，目前，“券业一哥”中信证券已经拿下第一单，规模约100亿元。中金公司等头部券商也在积极申请中。值得注意的是，央行表示互换便利将通过特定的一级交易商开展操作，这意味着拥有一级交易商资格的机构互换便利方案更易获批。值得关注的是，中信证券与中金公司即是一级交易商。在受访人士看来，中金公司有望于中信证券之后拿下第二张“入场券”。华泰证券、国泰君安等业绩、净资产排名靠前，并且证券公司分类评价结果为AA级的头部券商，互换便利方案获批的可能性同样相对较大。

6、10月12日，中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行六大国有商业银行发布公告，将于10月25日批量调整存量房贷利率。根据公告，此次调整针对商业性个人住房贷款，将对存量房贷(包括首套、二套及以上)利率

实施批量调整。其中，北京、上海、深圳等地区利率高于 LPR（贷款市场报价利率）减 30 个基点的首套房贷和其他地区利率高于 LPR 减 30 个基点的全部存量房贷统一调整至 LPR 减 30 个基点。根据公告，对于可纳入本次批量调整的浮动利率贷款，无需借款人申请，银行将于 10 月 25 日统一进行批量调整。

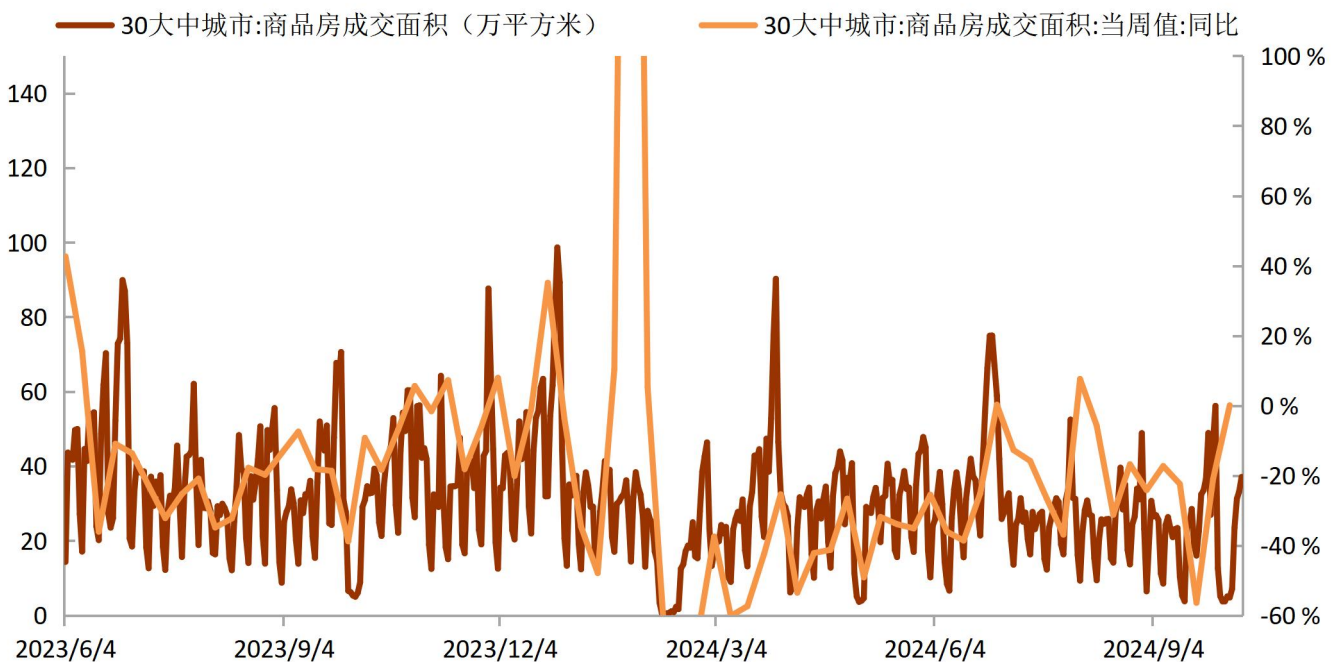
#### 四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

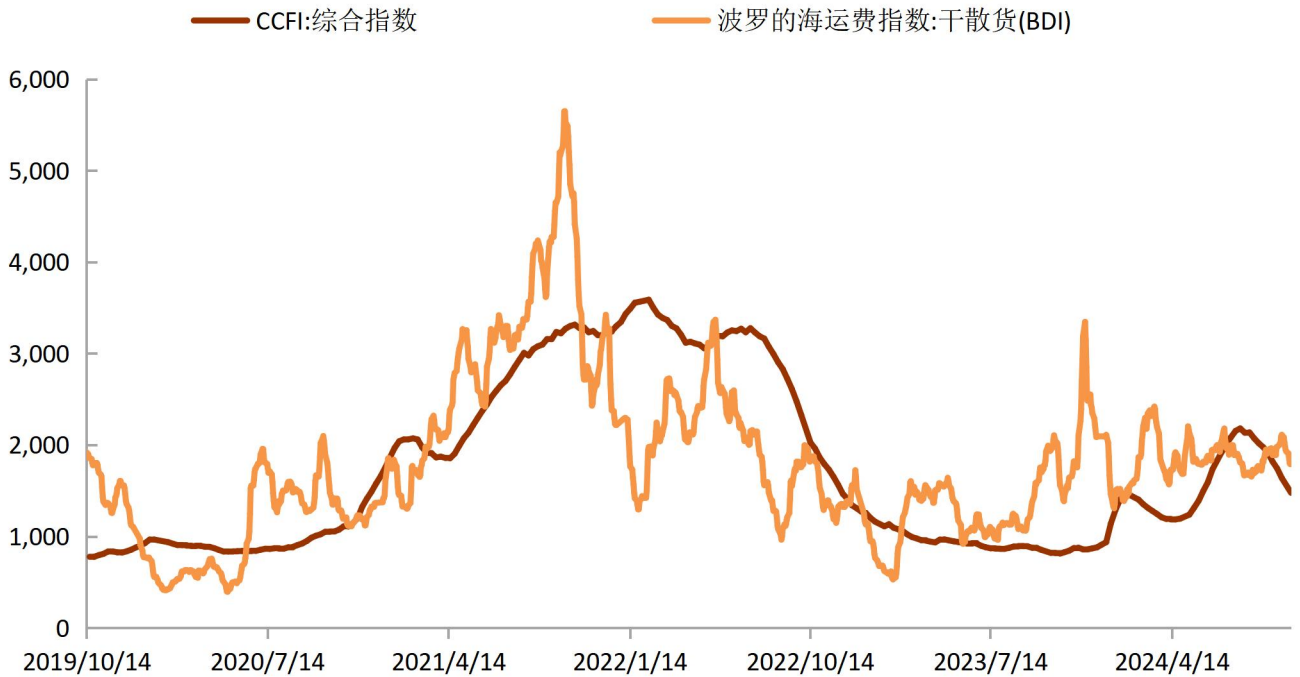
图表5 30大中城市:商品房成交面积



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

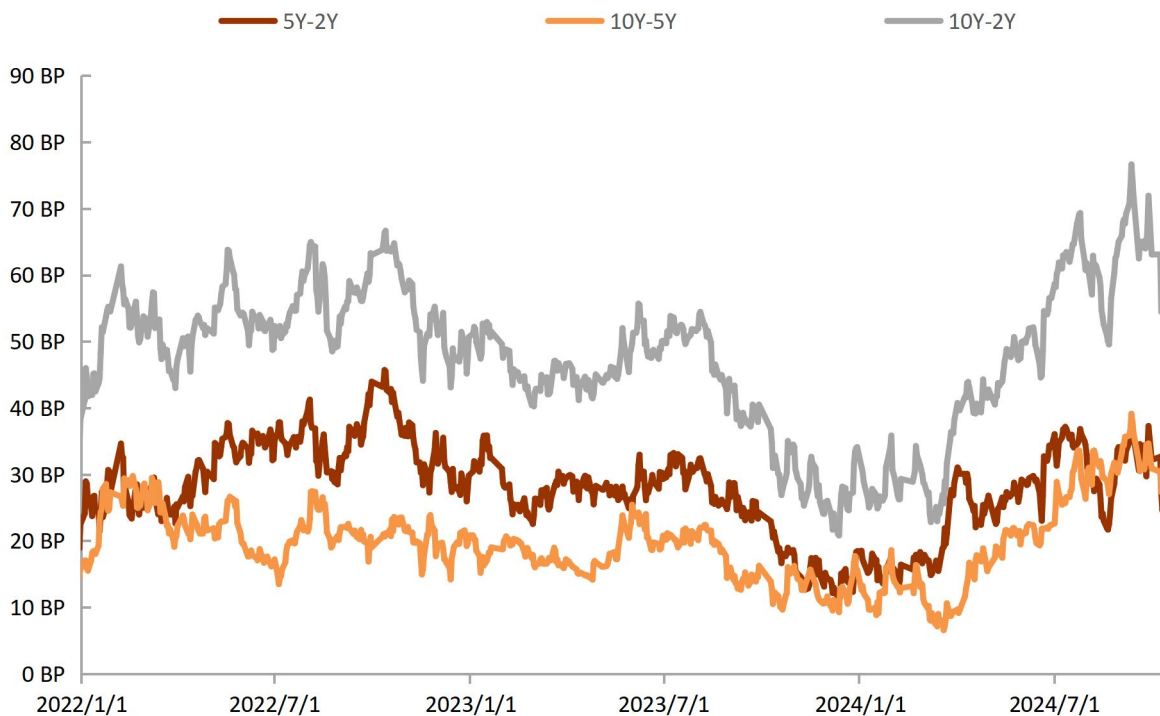
敬请参阅最后一页免责声明

图表6 航运指数



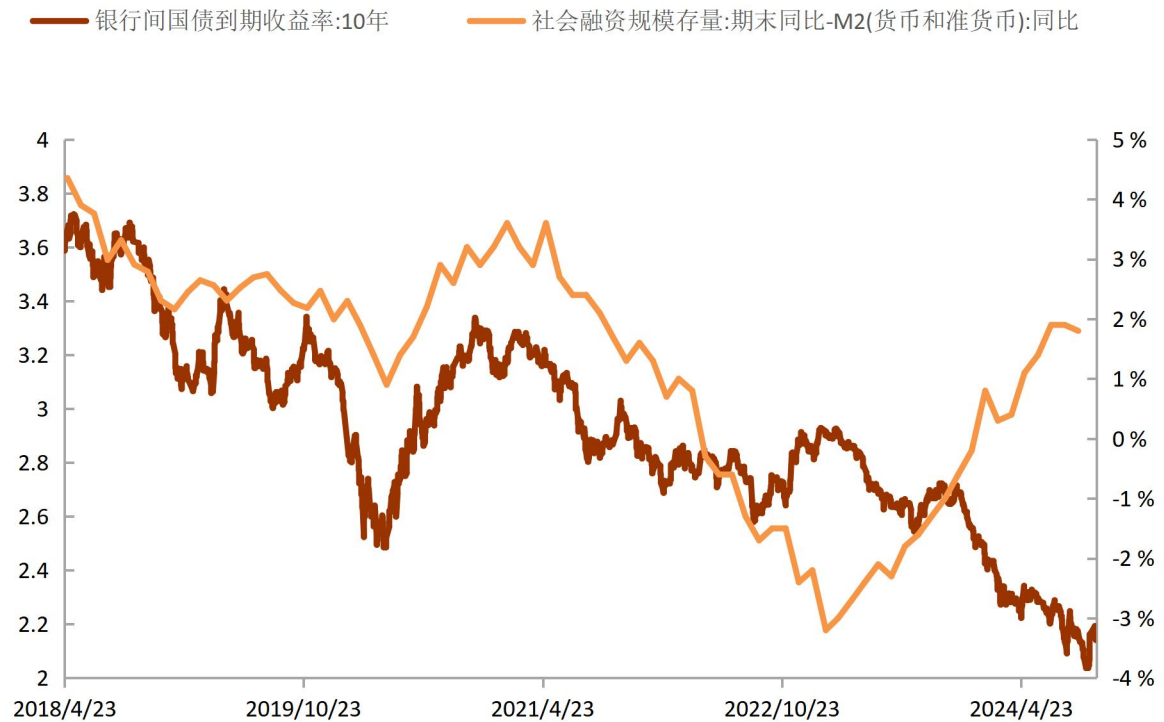
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



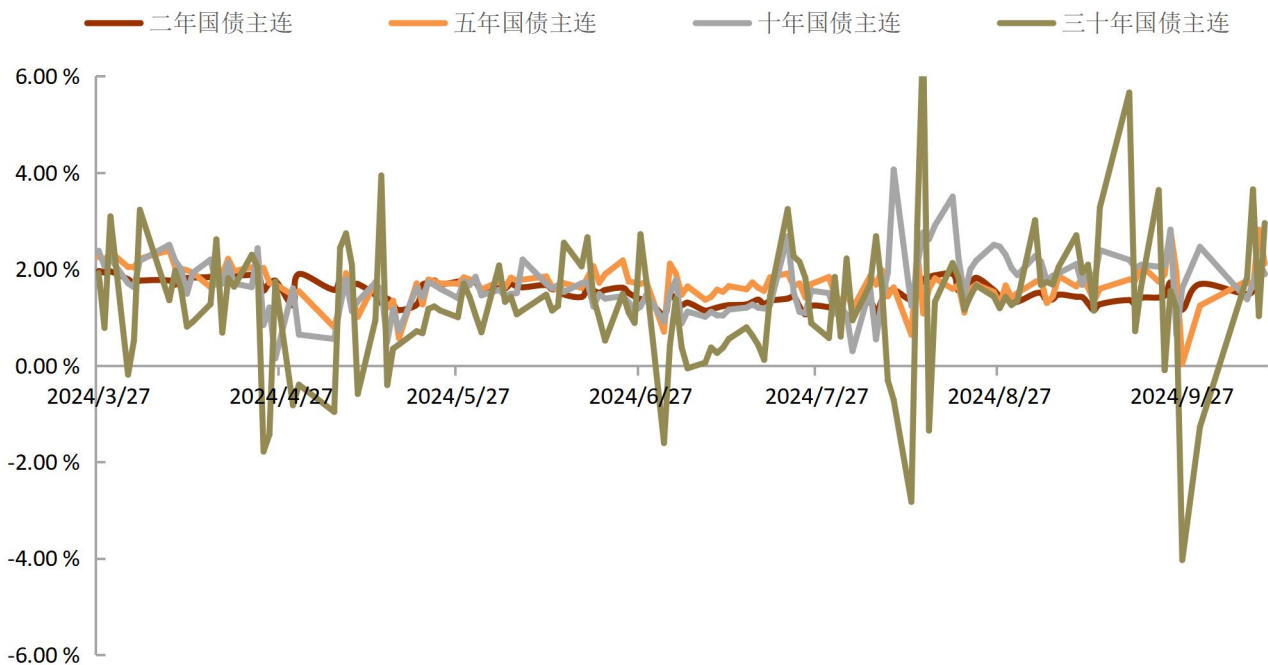
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



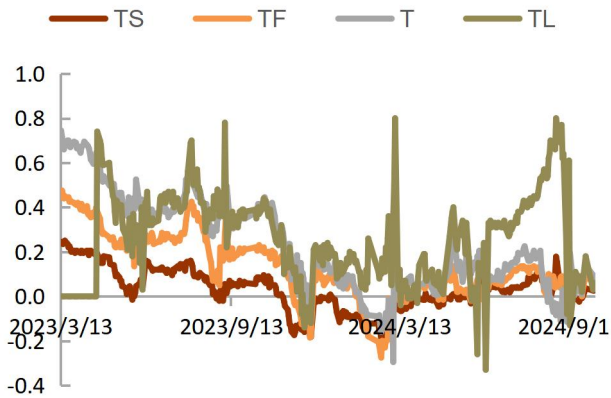
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

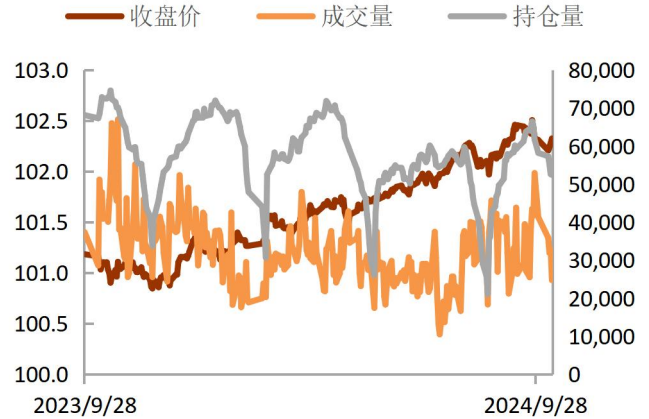


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

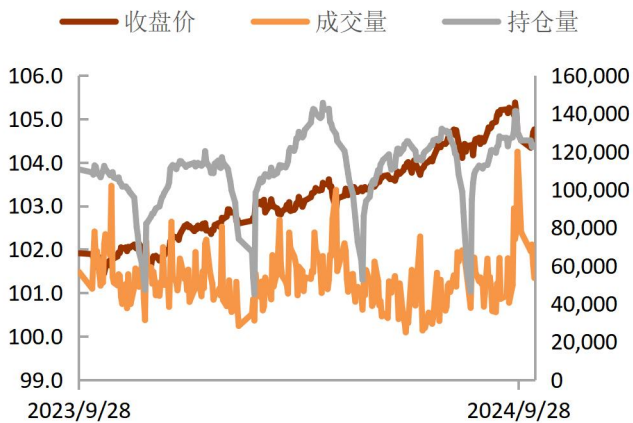


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

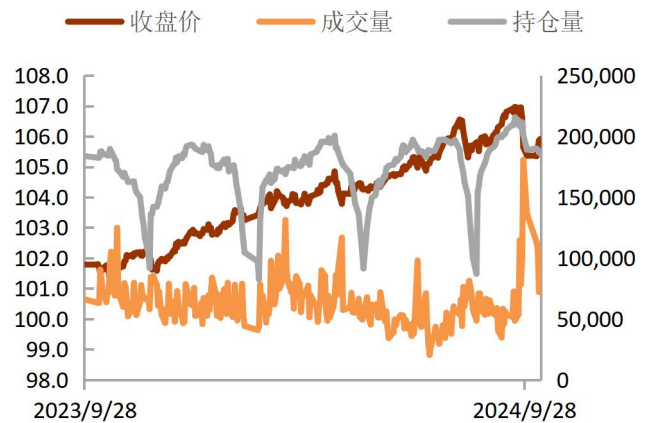


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

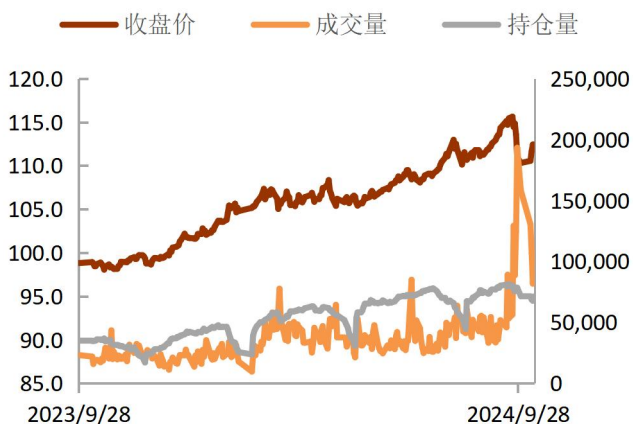


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

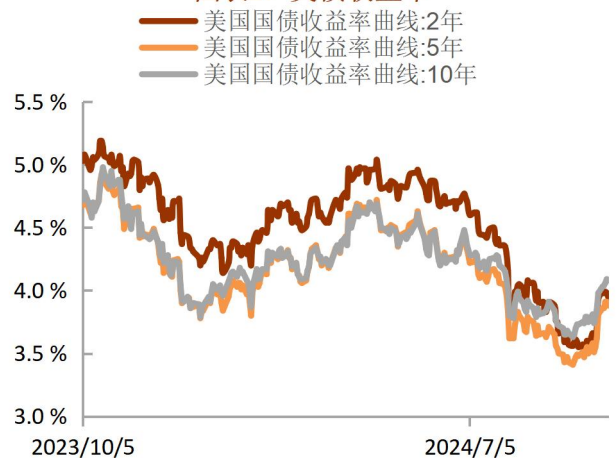


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

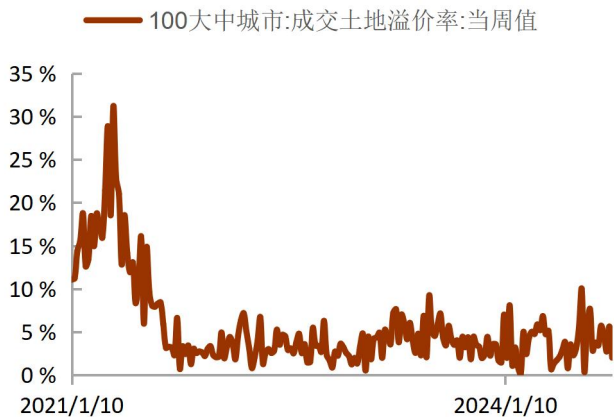


图表15 美债收益率

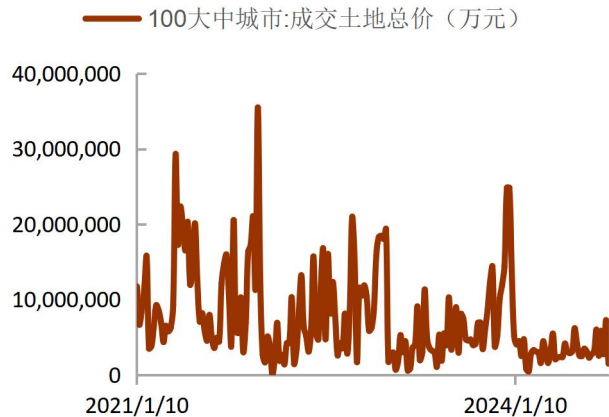


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

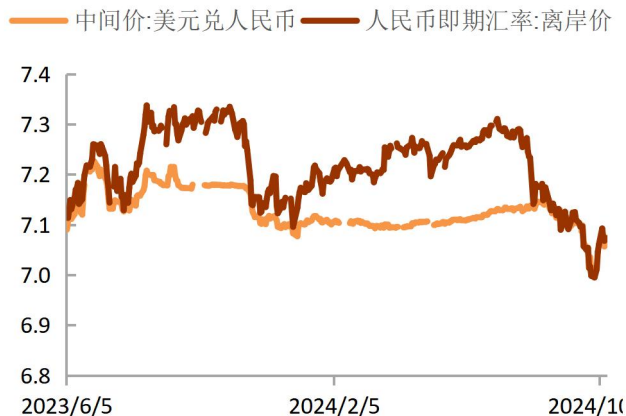


图表17 成交土地总价

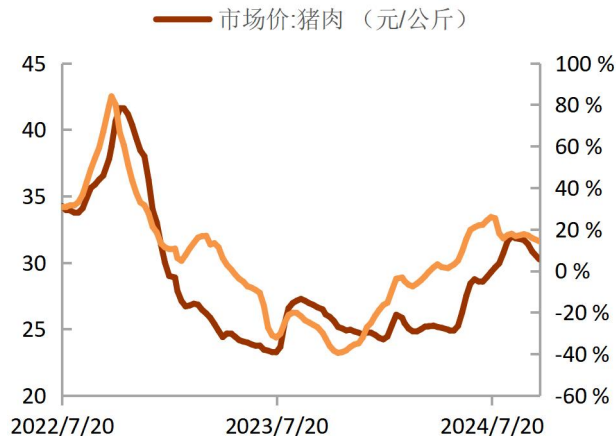


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

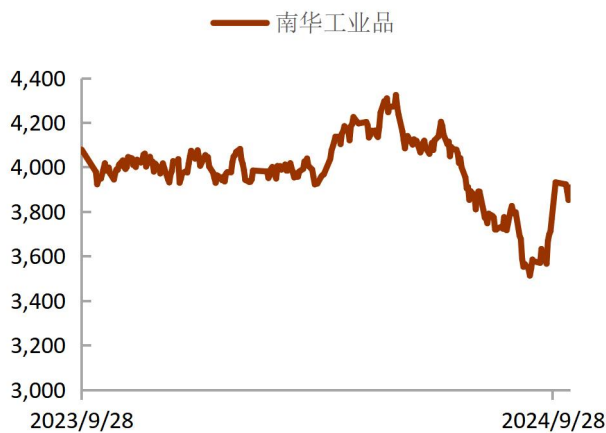


图表19 市场价:猪肉

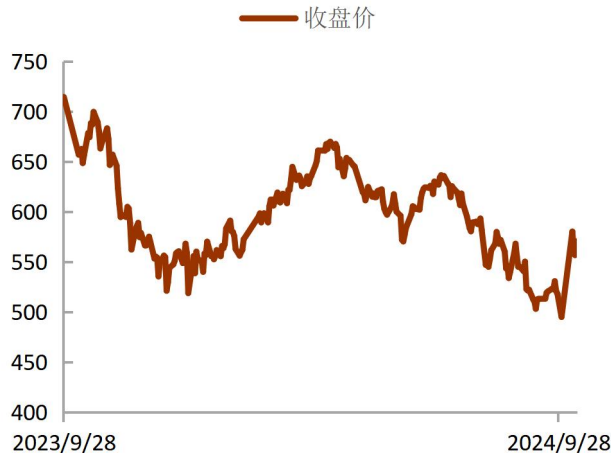


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。