



2024年1月15日

货币政策窗口临近，债市抢跑预期

核心观点及策略

- 上周债市先涨后跌，交易盘集中度较高的10Y及30Y国债表现明显优于其它品种，而5Y附近配置盘品种则表现稍差，收益率小幅上行。具体来看，上周伊始债市依然沉浸在对双降的预期之中，叠加上权益市场跌跌不休，10年期国债期货主力合约T2403于周二创出9月以来新高103.115。但随着经济数据的逐渐公布及房地产刺激政策的陆续出台，前期多头开始担忧债市利多出尽，进入下半周抢跑止盈盘开始占据市场主导地位。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.34%、最低价102.770、最高价103.115、最终收于102.770、下跌0.18。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼1890亿元，因此资金市场价格并未随着强烈货币政策预期而下行，各期限品种加权成交价均相对稳定，部分品种加权成交价格甚至出现小幅走高。货币政策方面，暂时没有更多官方表态更新，但是市场对于15号双降预期已然打的十分充足，需警惕预期落空风险。
- 策略建议：目前10Y-2Y利差依然处于近3年极值附近，因此做多10-2Y利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。
- 风险因素：房地产数据持续反弹、权益市场开启反弹行情

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
T2403	102.7700	-0.1800	-15956	334923	176961
TF2403	102.4350	-0.1100	529	294306	114529
TS2403	101.2240	-0.0420	3968	167401	71986
TL2403	102.0700	-0.0200	1015	126011	43135
T2406	102.7350	-0.1600	2731	30790	19429
TF2406	102.3800	-0.0800	3915	18534	9338
TS2406	101.2900	-0.0360	2225	13511	7738
TL2406	101.9600	-0.0300	1,915	12607	8476

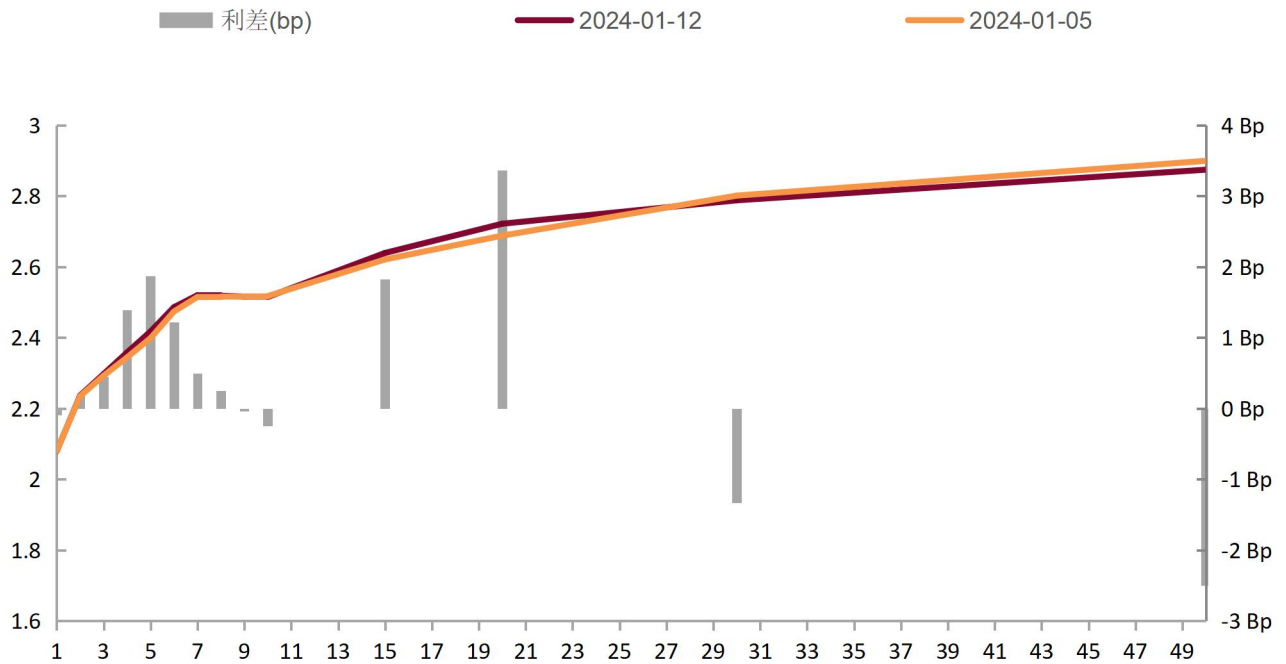
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)						-1890
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/1/12	逆回购	7日回购	7天	1.80	650	投放
2024/1/12	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	750	回笼
2024/1/11	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	150	回笼
2024/1/11	逆回购	7日回购	7天	1.80	270	投放
2024/1/10	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	140	回笼
2024/1/10	逆回购	7日回购	7天	1.80	200	投放
2024/1/9	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	850	回笼
2024/1/9	逆回购	7日回购	7天	1.80	650	投放
2024/1/9	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	1370	回笼
2024/1/8	逆回购	7日回购	7天	1.80	500	投放
2024/1/8	逆回购到期	14日回购	14天	1.95	900	回笼

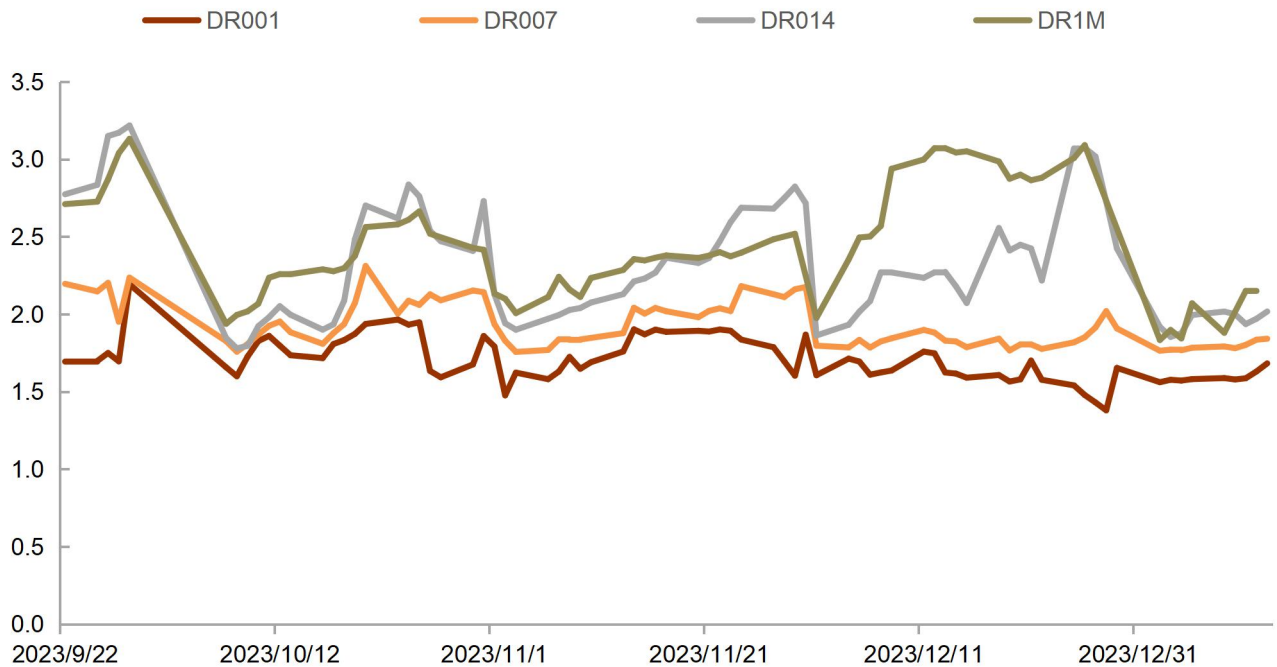
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



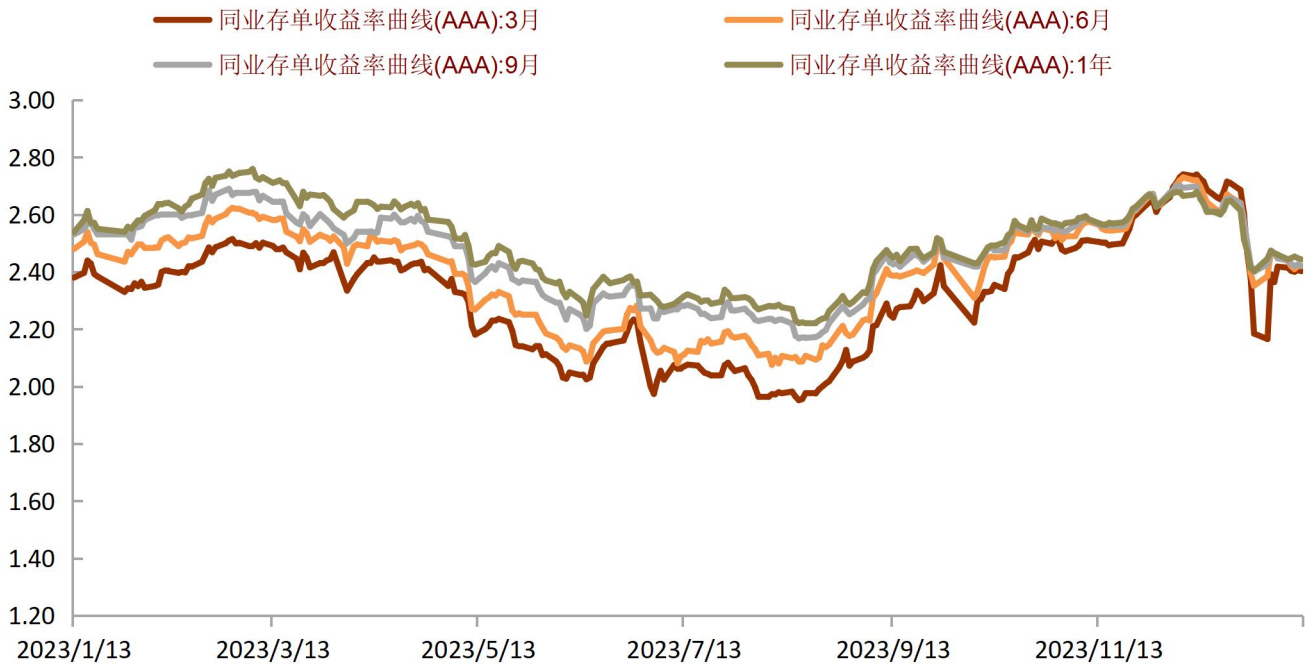
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市先涨后跌，交易盘集中度较高的 10Y 及 30Y 国债表现明显优于其它品种，而 5Y 附近配置盘品种则表现稍差，收益率小幅上行。在此影响下 10Y-2Y、10Y-5Y 利差再次收窄。具体来看，上周伊始债市依然沉浸在对双降的预期之中，叠加上权益市场跌跌不休，10 年期国债期货主力合约 T2403 于周二创出 9 月以来新高 103.115。但随着经济数据的逐渐公布及房地产刺激政策的陆续出台，前期多头开始担忧债市利多出尽，进入下半周抢跑止盈盘开始占据市场主导地位。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.34%、最低价 102.770、最高价 103.115、最终收于 102.770、下跌 0.18。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 1890 亿元，因此资金市场价格并未随着强烈货币政策预期而下行，各期限品种加权成交价均相对稳定，部分品种加权成交价格甚至出现小幅走高。货币政策方面，暂时没有更多官方表态更新，但是市场对于 15 号双降预期已然打的十分充足，需警惕预期落空风险。

经济基本面方面：金融数据靠准时出炉，社融-M2 剪刀差持续修复。CPI 同比跌幅开始缩小，出口数据超预期同比增长 2.3%。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据周期性走弱但同比继续上行。二是 30 城商品房成交面积在元旦大幅回落后并未出现明显反弹，后续走势仍需继续观察。三是外贸方面，CCFI 继续加速上涨，但考虑到红海局势不排除与未来出口数据背离可能。波罗的海运费指数：干散货 (BDI) 则持续回落。四是猪肉价格继续走稳，但基数回落带来同比数据持续反弹，预计未来 CPI 在此带动下回暖概率较大。五是南华工业

品指数高位震荡，未来 PPI 预计维持平稳。100 大中城市土地成交总价较上期继续走弱，但土地成交溢价率开始上行，出现回暖信号。

行情上 15 号是行情重要节点已然是市场共识，而货币政策的走向无非是 A 降准、B 降息、C 双降、D 预期落空。如果从当前市场预期看仅有降准+降息能推动行情进一步大幅走高，而如果预期落空，15 号极有可能成为债市中期行情转折点。而考虑到目前 10Y-2Y 利差依然处于近 3 年极值附近，因此操作上做多 10-2Y 利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多 10-2Y 利差交易。同时各品种国债期货均存在一定正套机会，可适当参与。

三、一周要闻

1、初步统计，2023 年全年社会融资规模增量累计为 35.59 万亿元，比上年多 3.41 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 22.22 万亿元，同比多增 1.18 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 2206 亿元，同比少减 3048 亿元；委托贷款增加 199 亿元，同比少增 3380 亿元；信托贷款增加 1576 亿元，同比多增 7579 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1784 亿元，同比少减 1627 亿元；企业债券净融资 1.63 万亿元，同比少 4254 亿元；政府债券净融资 9.6 万亿元，同比多 2.48 万亿元；非金融企业境内股票融资 7931 亿元，同比少 3826 亿元。12 月份，社会融资规模增量为 1.94 万亿元，比上年同期多 6169 亿元。从结构看，全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 62.4%，同比低 3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币占比-0.6%，同比高 1 个百分点；委托贷款占比 0.1%，同比低 1 个百分点；信托贷款占比 0.4%，同比高 2.3 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比-0.5%，同比高 0.6 个百分点；企业债券占比 4.6%，同比低 1.8 个百分点；政府债券占比 27%，同比高 4.9 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 2.2%，同比低 1.5 个百分点。

2、据中国人民银行官网，12 月末，本外币存款余额 289.91 万亿元，同比增长 9.6%。人民币存款余额 284.26 万亿元，同比增长 10%。全年人民币存款增加 25.74 万亿元，同比少增 5101 亿元。其中，住户存款增加 16.67 万亿元，非金融企业存款增加 4.22 万亿元，财政性存款增加 7924 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.64 万亿元。12 月份，人民币存款增加 868 亿元，同比少增 6402 亿元。

3、中国汽车工业协会 11 日发布的数据显示，2023 年，我国汽车产销量首次双双突破 3000 万辆，创历史新高，其中，出口 491 万辆，有望成为世界第一汽车出口国。2023 年，我国汽车产销分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6%和 12%，其中汽车出口 491 万辆，同比增长 58%。2022 年，中国成为世界第二大汽车出口国。

4、国家统计局 1 月 12 日发布数据显示，2023 年 12 月份，全国居民消费价格指数 (CPI) 同比下降 0.3%，环比上涨 0.1%。2023 年全年 CPI 比上年上涨 0.2%。全国工业生产者出厂价

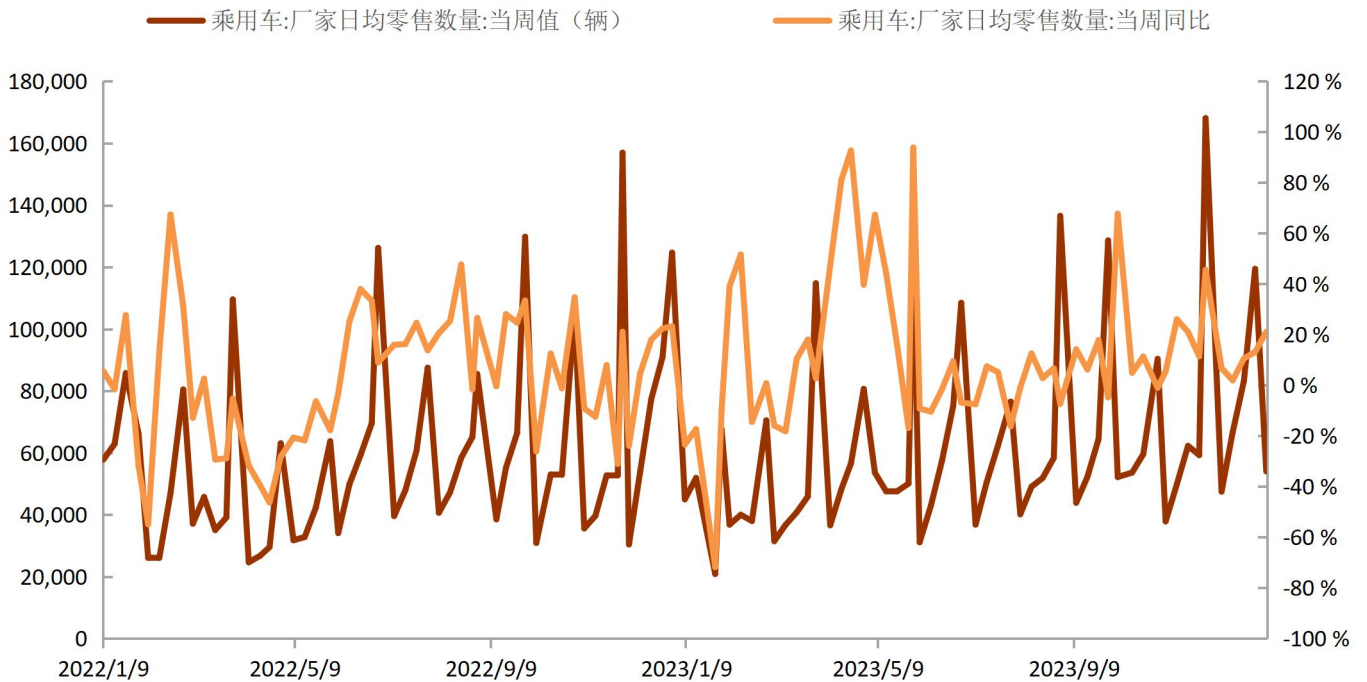
格指数（PPI）同比下降 2.7%，环比下降 0.3%。2023 年全年 PPI 比上年下降 3.0%。

5、1 月 12 日，海关总署发布 2023 年货物贸易进出口总值显示，2023 年 1 至 12 月，全国进出口总值为 41.76 万亿元，同比增加 0.2%。其中，出口总值为 23.77 万亿元，同比增加 0.6%；进口总值为 17.99 万亿元，同比下降 0.3%。12 月我国对非洲出口同比上升 4.0%，连续两月正增长，1-12 月累计同比上升 5.0%，涨幅较 1-11 月回落 0.4 个百分点。12 月对拉美出口同比上升 6.9%，涨幅较上月扩大 2.0 个百分点，1-12 月累计同比下降 3.1%，跌幅较 1-11 月缩小 0.8 个百分点。12 月我国对俄罗斯出口同比上升 21.6%，涨幅较上月回落 12.0 个百分点，1-12 月累计同比上升 45.8%，涨幅较 1-11 月回落 3.2 个百分点。

6、据 21 世纪经济记者从多位地方投融资人士处了解到，近期地方正谋划储备超长期特别国债项目，支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。上述领域也是 2024 年经济工作的重点方向。2023 年底召开的中央经济工作会议提出，2024 年要做好“三个统筹”，即统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全。历史上，中国曾多次发行特别国债：第一次用于补充四大行资本金。1998 年 8 月，财政部宣布发行期限为 30 年的 2700 亿元特别国债，向四大国有商业银行定向发行，所筹资金专项用于补充四大银行资本金，以达到《巴塞尔协议》的要求。第二次用于购买外汇注资中投。2007 年 6 月，财政部经授权，宣布将发行 2000 亿美元的特别国债，用于购买外汇注资中投公司。第三次用于抗疫等相关支出。2020 年发行了 1 万亿抗疫特别国债，其中 7000 亿元主要投向基建项目，3000 亿元主要用于保就业、保基本民生、保市场主体。

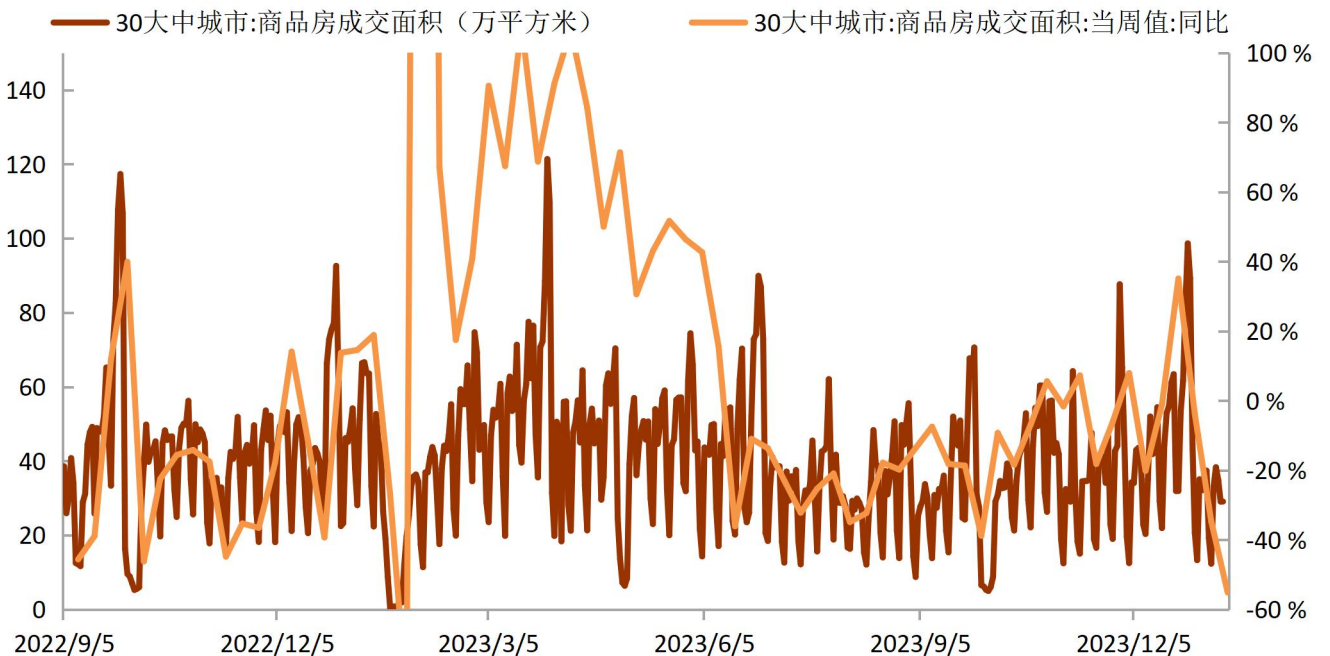
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



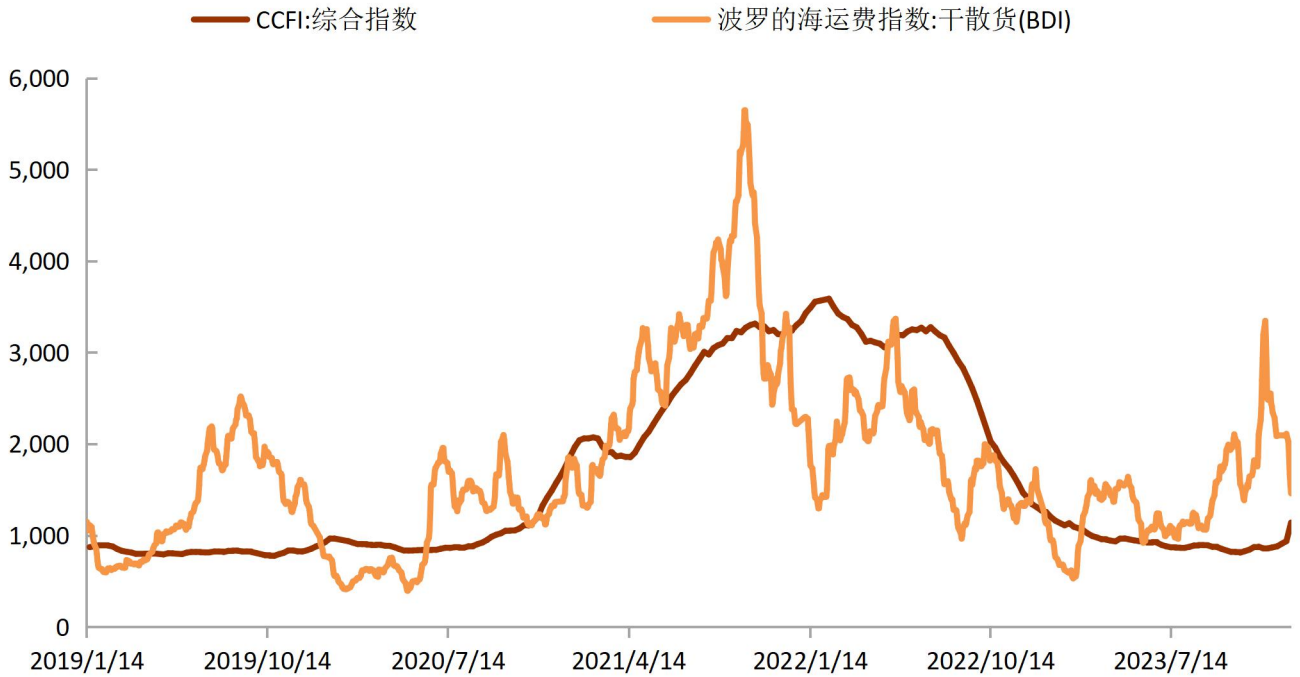
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



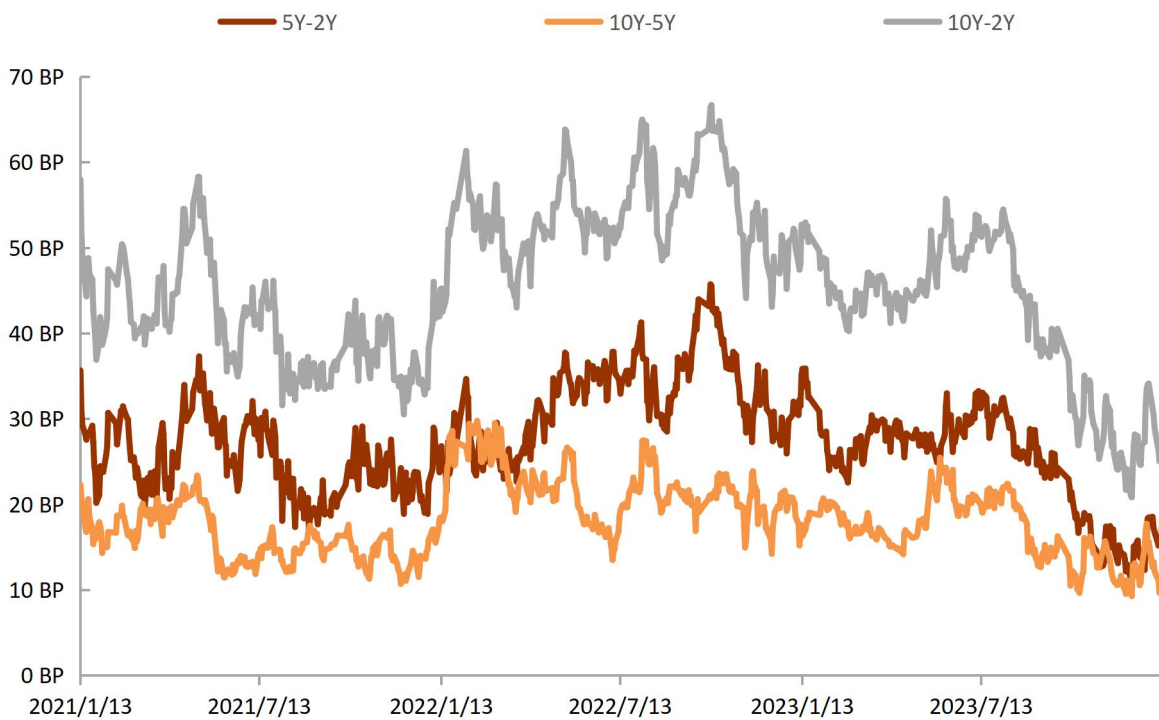
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

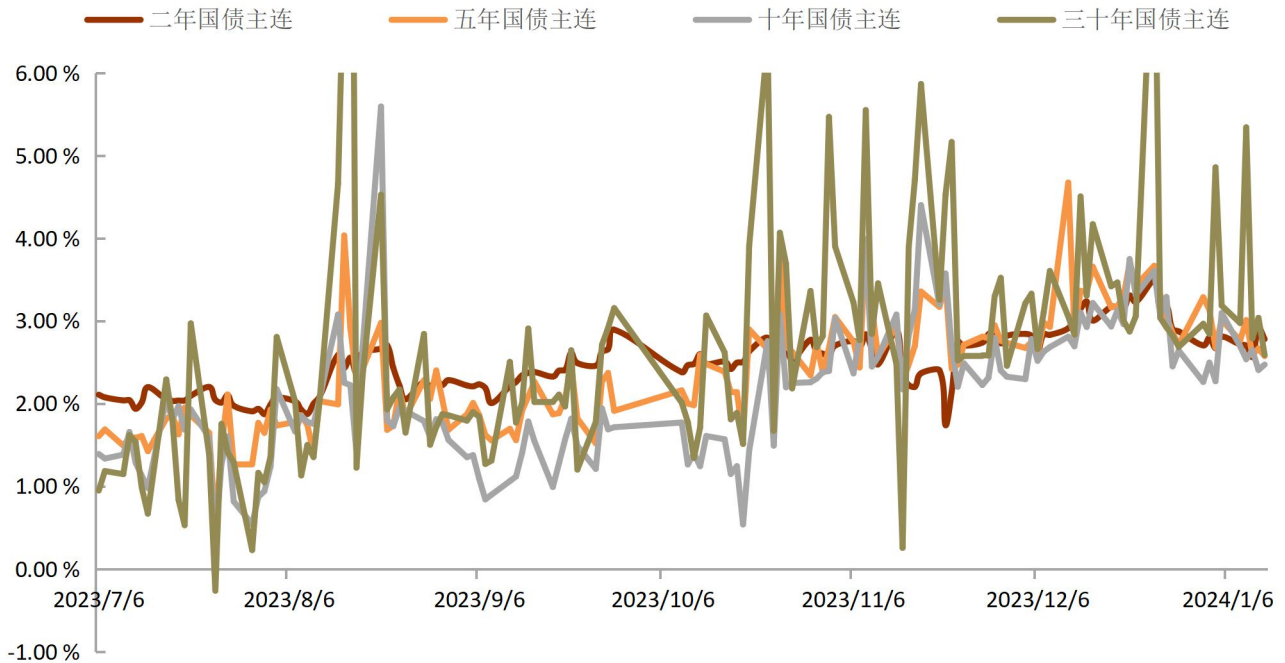


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

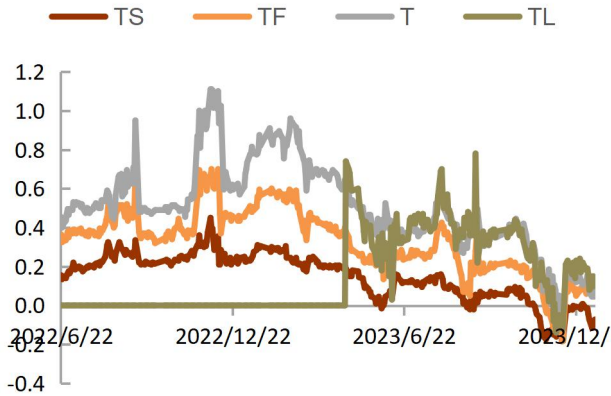
图表8 社融-M2



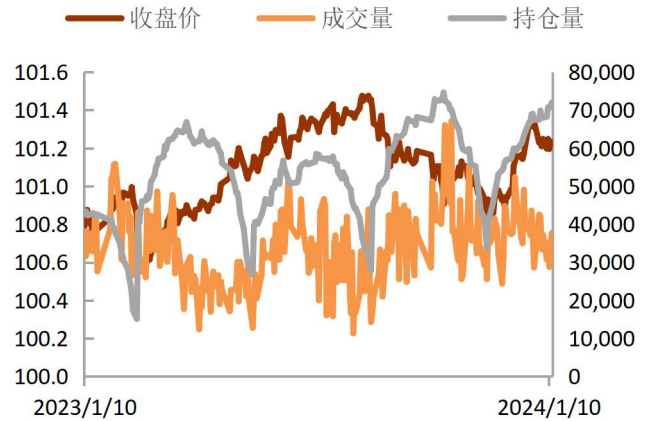
图表9 主力合约最廉IRR



图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

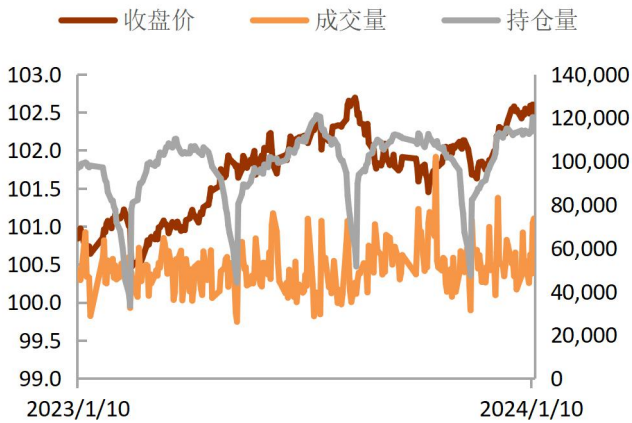


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

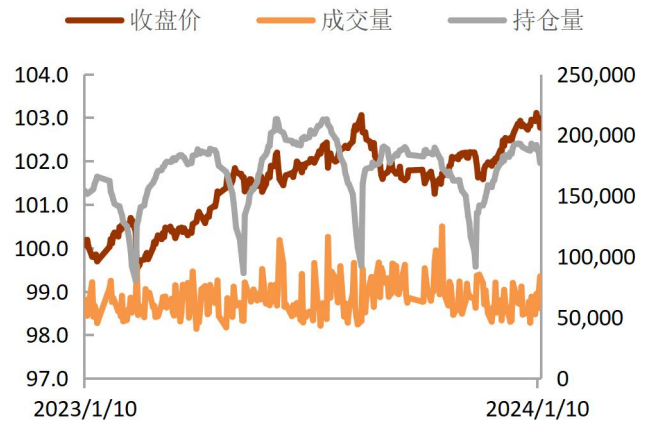


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

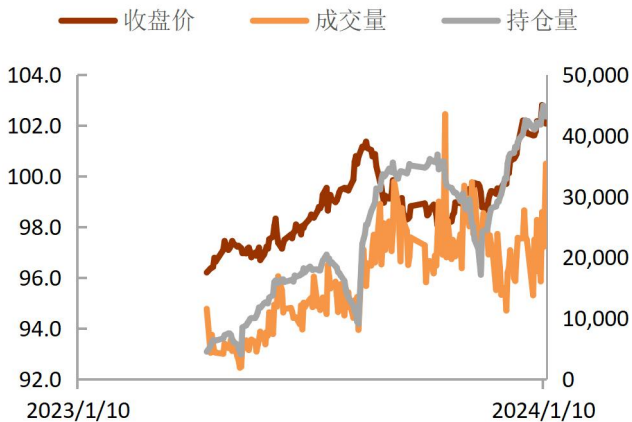


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

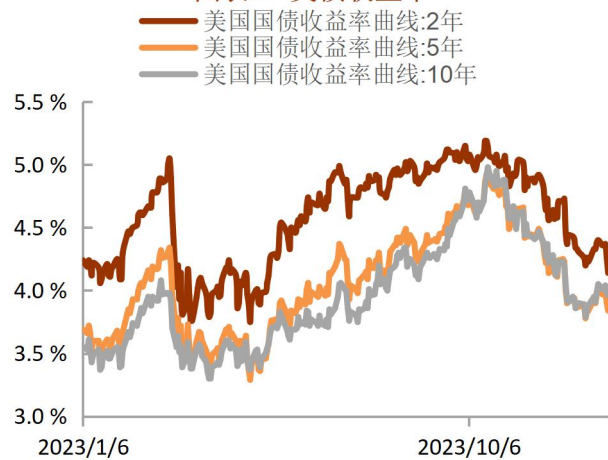


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

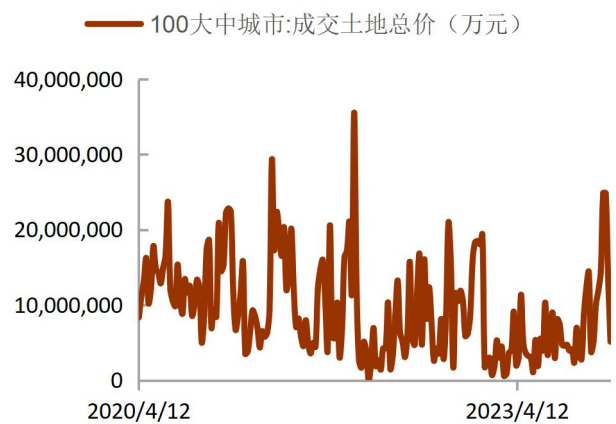


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

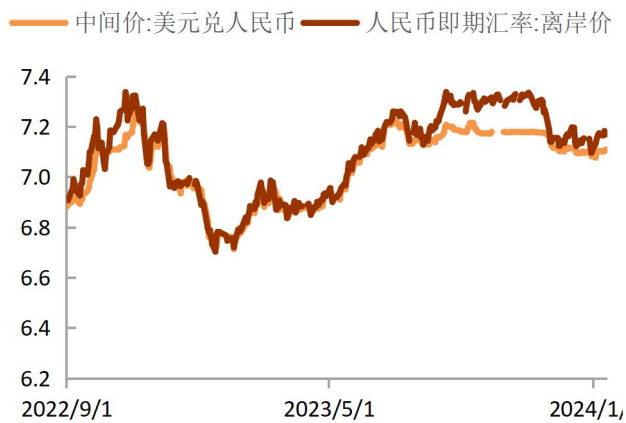


图表17 成交土地总价

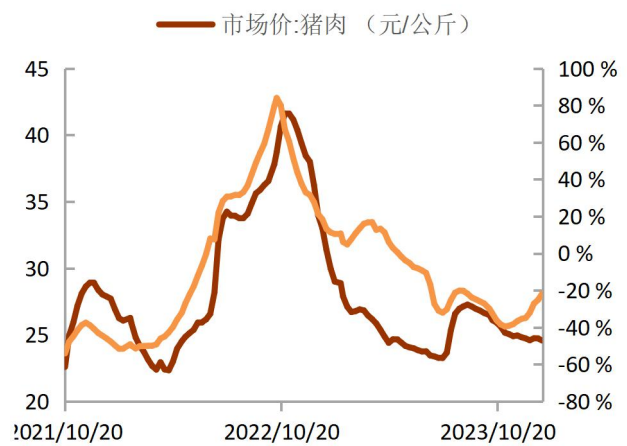


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

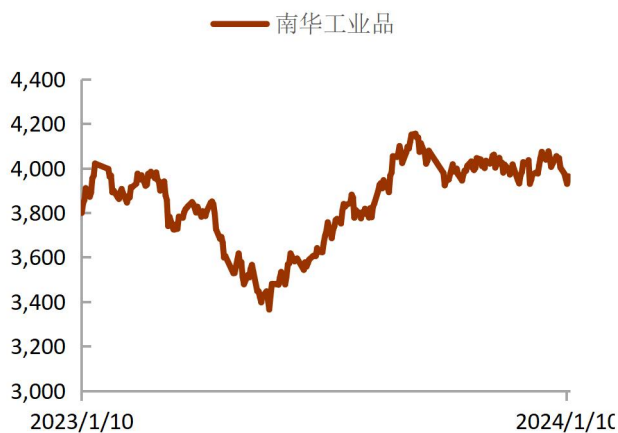


图表19 市场价:猪肉

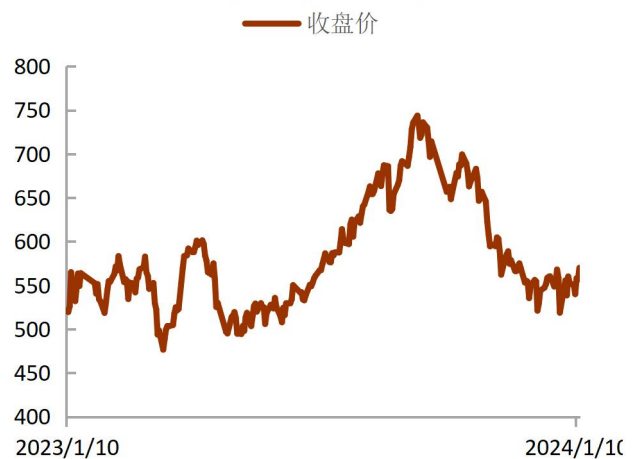


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
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。