



2024 年 1 月 8 日

低票息时代，市场压注久期机会

核心观点及策略

- 上周债市长端再次走牛，长短端国债收益率走势出现较大差异，尤其是以10Y国债为代表的长端及30Y为代表超长端收益率下行幅度明显，其中10Y、30Y国债收益率分别下行4BP、及2.5BP左右。同时由于交易盘的大量介入，10Y国债230026单日成交近200笔，30Y国债230009单日成交也升至900笔附近。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.42%、最低价102.630、最高价103.060、最终收于102.950、上涨0.105。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼24230亿元，因此虽然跨年后的DR014、DR1M等加权重成交价格快速下跌，但下半周便开始小幅反弹，同时DR001、DR007等则维持相对稳定。货币政策方面，2024年中国人民银行工作会议提到：稳健的货币政策灵活适度、精准有效。总体表态依然宽松，对债市相对友好。
- 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	102.9500	0.1500	2907	230303	192917
TF2403	102.5450	0.0400	799	216735	114000
TS2403	101.2480	-0.0520	525	155110	68018
TL2403	102.1600	0.5000	-251	80619	42120
T2406	102.8850	0.1850	2525	19237	16698
TF2406	102.4600	0.0350	848	7205	5423
TS2406	101.3200	0.0080	1875	12044	5513
TL2406	102.0800	0.5900	943	6585	6561

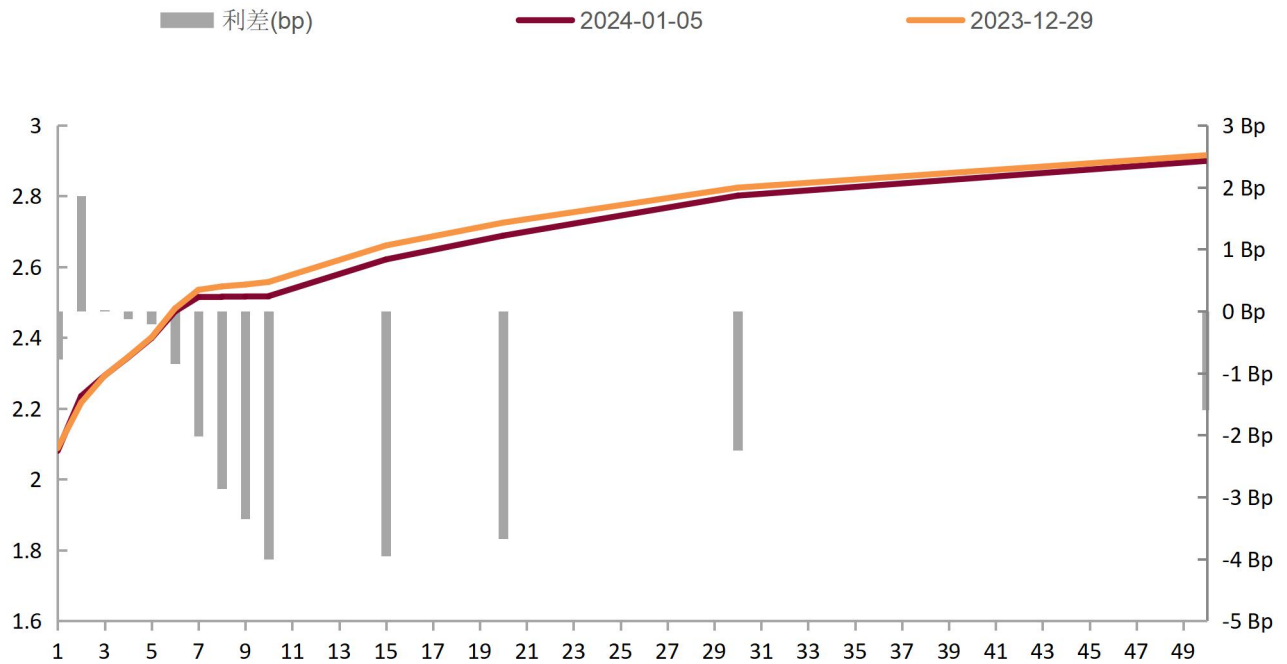
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					-24230	
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/1/5	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1950	回笼
2024/1/5	逆回购到期	14 日回购	14 天	1.95	2910	回笼
2024/1/5	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	750	投放
2024/1/4	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	150	投放
2024/1/4	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3740	回笼
2024/1/4	逆回购到期	14 日回购	14 天	1.95	2260	回笼
2024/1/3	逆回购到期	14 日回购	14 天	1.95	1510	回笼
2024/1/3	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	140	投放
2024/1/3	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	4210	回笼
2024/1/2	逆回购到期	14 日回购	14 天	1.95	1820	回笼
2024/1/2	逆回购到期	14 日回购	14 天	1.95	600	回笼
2024/1/2	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1370	投放
2024/1/2	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3830	回笼
2024/1/2	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	3810	回笼

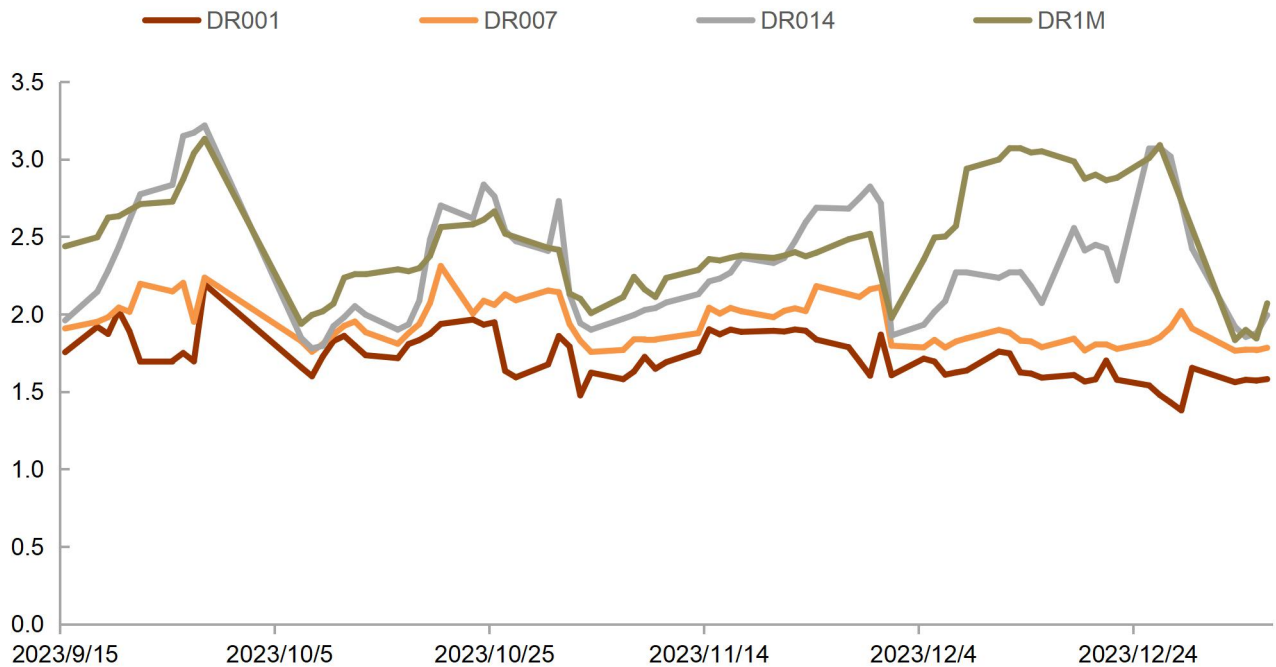
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



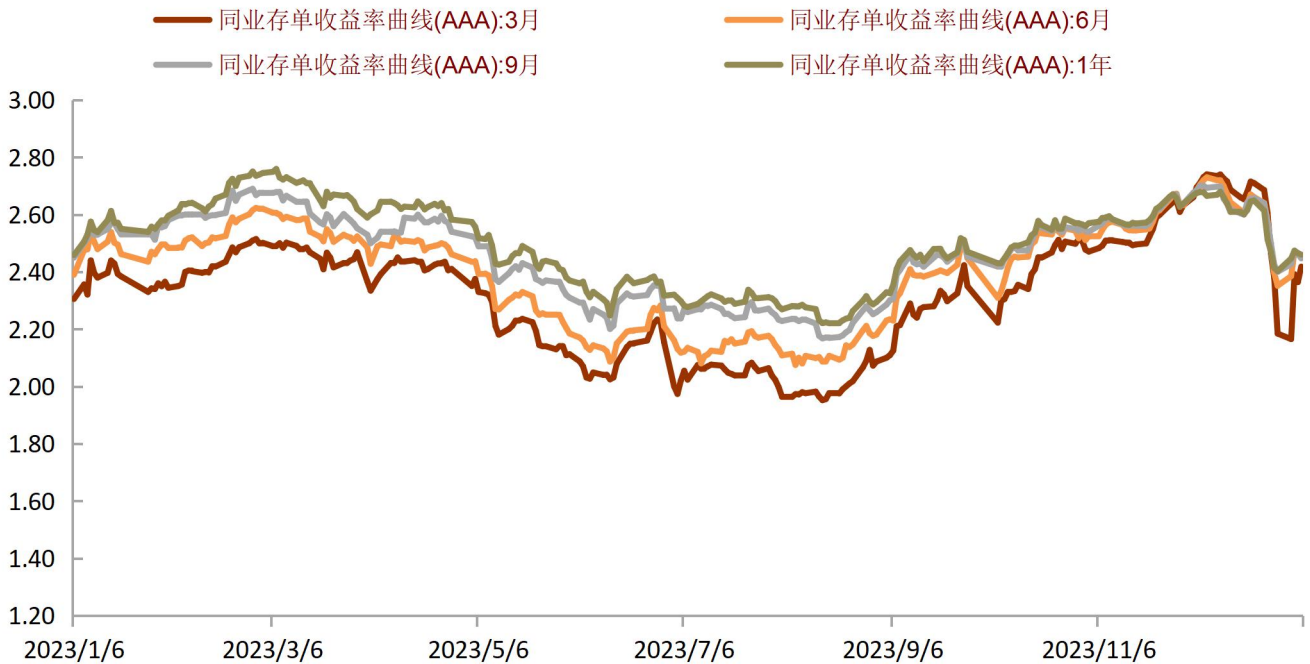
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市长端再次走牛，长短端国债收益率走势出现较大差异，尤其是以 10Y 国债为代表的长端及 30Y 为代表超长端收益率下行幅度明显，其中 10Y、30Y 国债收益率分别下行 4BP、及 2.5BP 左右。同时由于交易盘的大量介入，10Y 国债 230026 单日成交近 200 笔，30Y 国债 230009 单日成交也升至 900 笔附近。而究其原因，无非是城投红利退去后，市场近入低票息时代，固收产品为追求高收益只能选择出海（中资美元债）或增加账户久期博取收益率波动带来的资本利得收益。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.42%、最低价 102.630、最高价 103.060、最终收于 102.950、上涨 0.105。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 24230 亿元，因此虽然跨年后 DR014、DR1M 等加权成交价格快速下跌，但下半周便开始小幅反弹，同时 DR001、DR007 等则维持相对稳定。货币政策方面，2024 年中国人民银行工作会议提到：稳健的货币政策灵活适度、精准有效。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。价格上，兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。总体表态依然宽松，对债市相对友好。

经济基本面方面：财新中国 12 月财新服务业 PMI 录得 52.9，较上月上升 1.4 个百分点，为近五个月来最高。考虑到财新 PMI 相较于官方中小及沿海企业占较高，不排除未来出

口数据出现回暖迹象可能。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据在年底出现反弹，但就同比数据而言着相对平稳。二是 30 城商品房成交面积在元旦期间受假期影响大幅回落，后续走势仍需继续观察。三是外贸方面，CCFI 继续小幅上涨，同时波罗的海运费指数：干散货 (BDI) 则继续维持近期高位。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走弱，但较仍明显高于前期，房地产对经济拖累有望改善。

行情上我们依然认为当前市场对经济预期过于悲观，同时部分市场参与者试图通过拉长账户久期博取超额收益导致交易盘过于拥挤，叠加上市场对降准或降息定价已较为充分，因此当前继续做多债市性价比并不高，尤其是通过拉长账户久期的做法如未来降息落空则面临较大回调风险。因此考虑到目前 10Y-2Y 利差依然处于近 3 年极值附近，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正套机会，可适当参与。

三、一周要闻

1、据央行网站，2024 年中国人民银行工作会议 1 月 4 日-5 日在京召开。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。价格上，兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2、据央行网站，中国人民银行上海总部，各省、自治区、直辖市及计划单列市分行；国家金融监督管理总局各监管局；国家开发银行，各政策性银行、国有商业银行，中国邮政储蓄银行，各股份制商业银行：为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，支持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场，促进房地产市场平稳健康发展，根据《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39 号）、《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）等文件要求，现就金融支持住房租赁市场发展提出以下意见。一、基本原则和要求（一）支持住房租赁供给侧结构性改革。金融支持住房租赁市场发展应突出重点、瞄准短板，主要在大城市，围绕解决新市民、青年人等群体住房问题，支持各类主体新建、改建和运营长期租赁住房，盘活存量房屋，有效增加保障性和商业性租赁住房供应。（二）重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展。金融支持住房租赁市场发展应坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，重点支持以独立法人运营、业务边界清晰、具备房地产专业投资和管理能力的自持物业型住房租赁企业，促进其规模化、集约化经营，提升长期租赁住房的供给能

力和运营水平。(三)建立健全住房租赁金融支持体系。金融支持住房租赁市场发展应以市场配置为主,按市场化原则自主决策,为租赁住房的投资、开发、建设、运营提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系,市场功能完备、结构均衡、竞争有序。金融机构分工合理。商业性金融机构要按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则,满足各类住房租赁主体合理融资需求。政策性开发性金融机构限于在符合自身职能定位和业务范围的前提下,为保障性租赁住房建设运营提供融资。

3、据东莞发布,自2024年1月1日起,东莞市实施阶段性取消辖区首套住房商业性个人住房贷款利率下限,具体的房贷利率由各商业银行根据市场化、法制化原则自主确定。这意味着东莞现有首套房贷利率下限LPR-20BP将突破20BP的限定,不设下限。此前,东莞大部分银行首套利率下限为LPR-20BP,即4.1%,现在取消首套房利率下限,有利于减少居民利息支出,更好地支持刚性住房需求。

4、2024年1月2日晚间,上海市公积金管理中心发布《关于调整本市住房公积金个人住房贷款政策的通知》,主要对第二套改善型住房的认定标准和最低首付款比例进行调整。通知指出,缴存职工家庭名下在上海市已有一套住房,在全国未使用过住房公积金个人住房贷款或首次住房公积金个人住房贷款已经结清的,认定为第二套改善型住房。最低首付款比例方面,对于认定为第二套改善型住房的,最低首付款比例为50%。对于认定为第二套改善型住房,且贷款所购住房位于中国(上海)自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区全域的,最低首付款比例为40%。上述通知自2024年1月3日起施行。2024年1月3日前受理的公积金贷款按原政策执行,2024年1月3日(含)后受理的公积金贷款按上述通知执行。

5、据央行网站数据,2023年12月,国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款3500亿元。期末抵押补充贷款余额为32522亿元。此前已有数据显示,上述三家银行2023年10月、11月的抵押补充贷款余额均与上月持平,为29022亿元。注:上一次抵押补充贷款出现净新增是在2023年2月,此外,抵押补充贷款新增3500亿是有史以来第三高。

6、1月5日,深圳市规自局发布了《关于积极稳步推进城中村改造实现高质量发展的实施意见》(征求意见稿)(以下简称《征求意见稿》),于2月4日前向社会征求意见。

《意见稿》指出,改造对象是以深圳市域内原农村集体经济组织继受单位及原村民实际占有的现状居住用地为主的区域(以下简称“城中村”),并明确了拆除新建、整治提升、拆整结合三类空间。而据中国(深圳)综合开发研究院2023年9月《深圳城中村楼栋字典2022》数据显示,截至2022年年底,深圳全市以自然村为单位的城中村单元总建筑面积约2.2亿平方米,占全市建筑总量比重超过40%,居住人口占全市实有人口约60%。

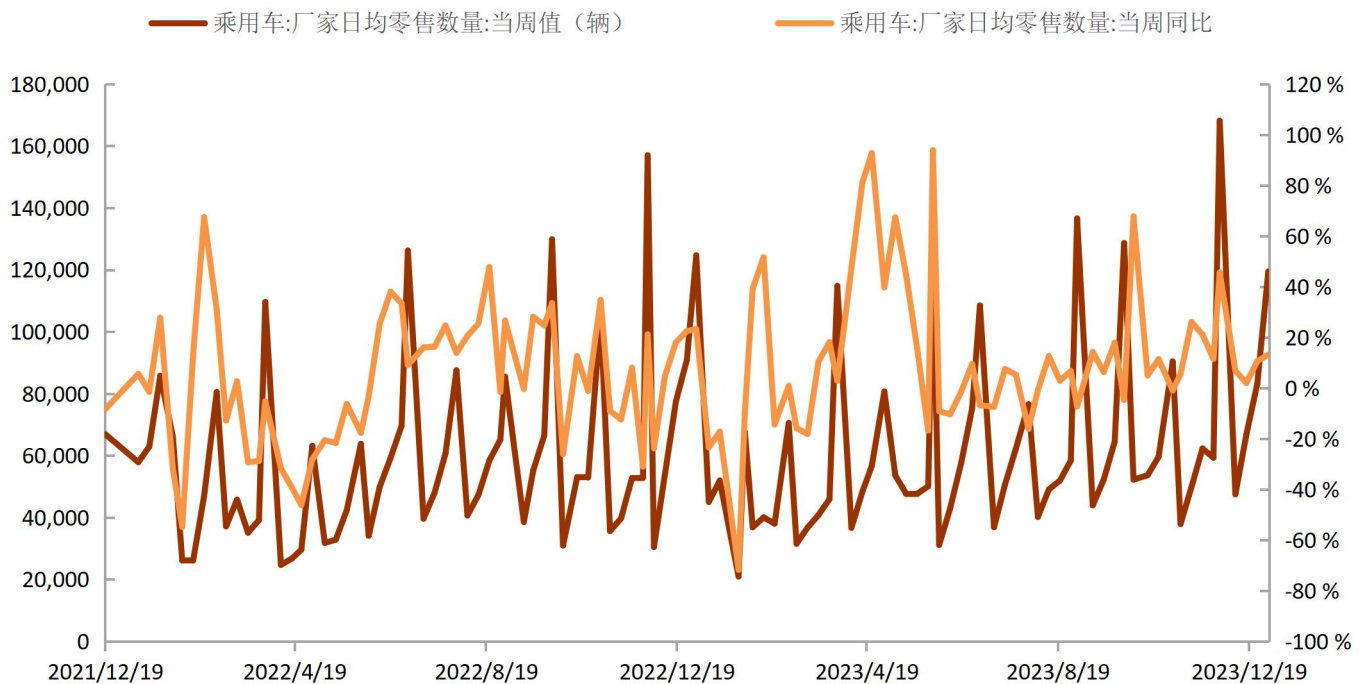
7、截至12月30日当周,美国初请失业金人数减少1.8万人,经季节调整后为20.2万人,为10月中旬以来的最低水平,路透调查预估为21.6万人。数据暗示尽管对工人的需求有所放缓,劳动力市场基本面依然强劲。职业介绍公司Challenger发布的数据显示,12月

企业宣布的裁员总数为 3.4817 万人，减少 24%。不过，2023 年企业宣布裁员人数猛增 98%，至 72.1677 万人，为 2020 年以来最高年度裁员人数。另一份报告显示，12 月民间就业岗位增加 16.4 万个，为四个月最大增幅。

8、丹麦马士基及其德国竞争对手赫伯罗特周二均表示，其集装箱船将继续避开经行苏伊士运河的红海航线，此前马士基的一艘船只在周末遭袭。周一发布的公告显示，马士基此前计划让 30 多艘集装箱船经行红海苏伊士运河，另有 17 个航次被搁置。赫伯罗特表示，其船只将继续避开红海，绕道经行非洲南端，至少直到 1 月 9 日，届时将决定是否继续调整船只航线。

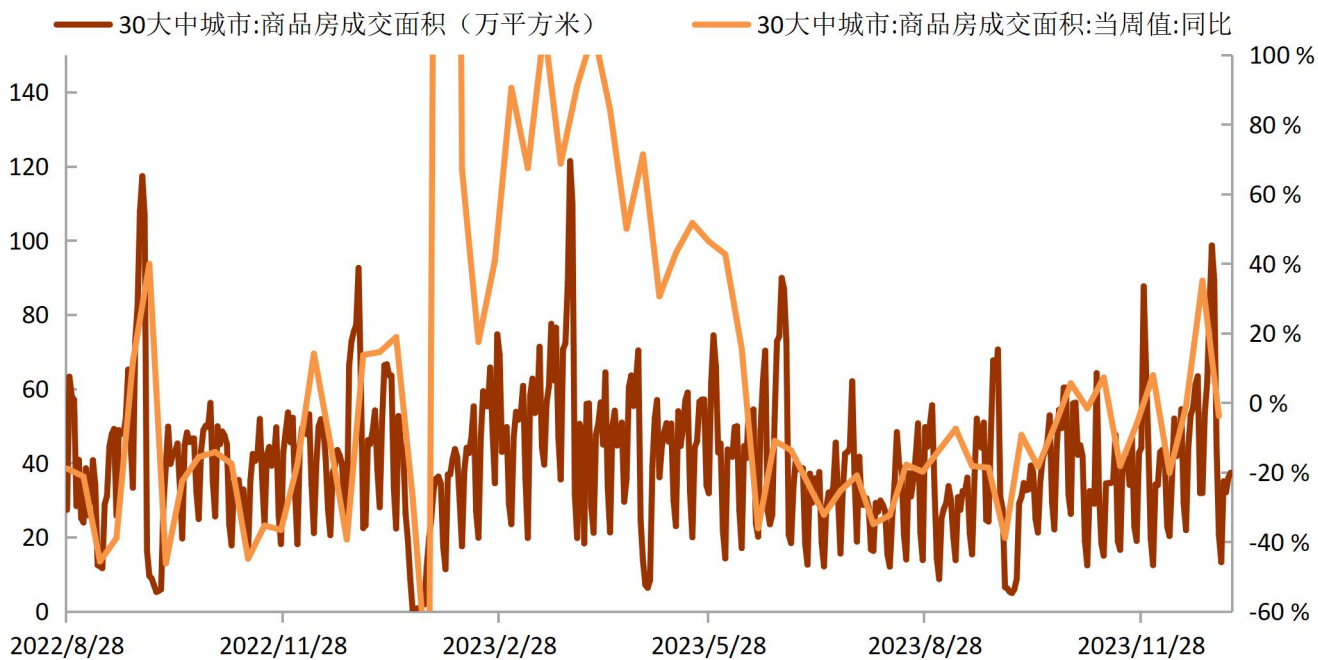
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



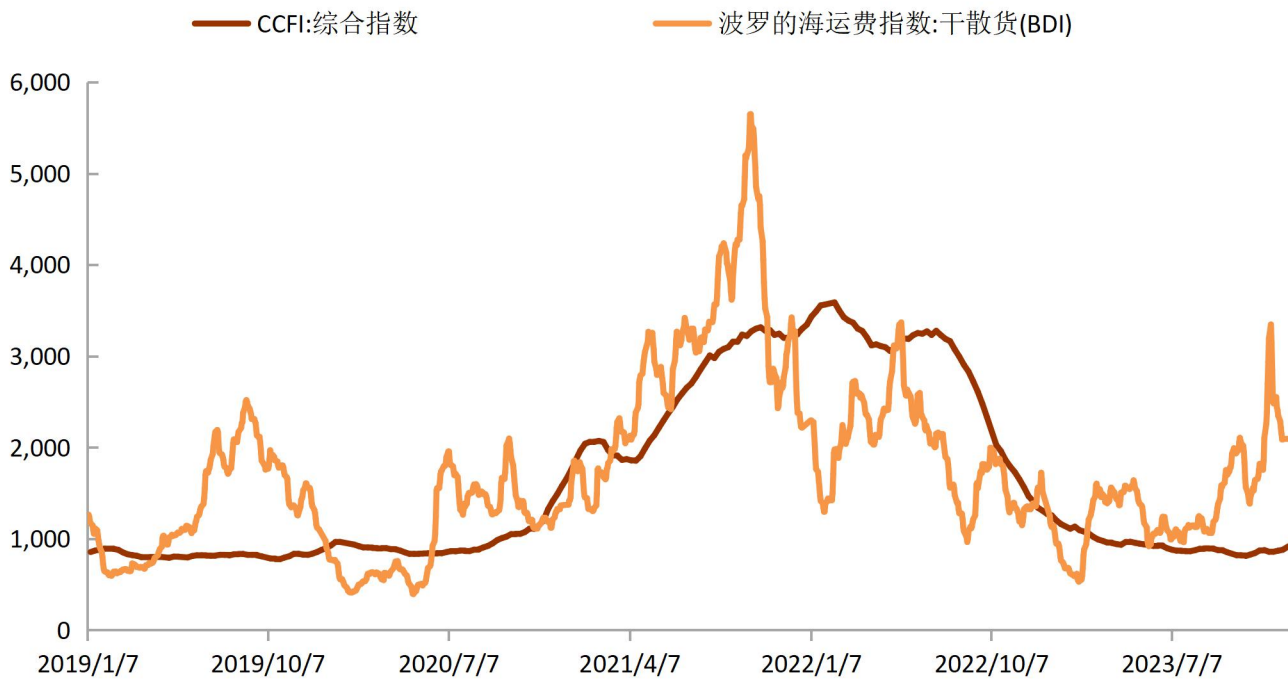
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



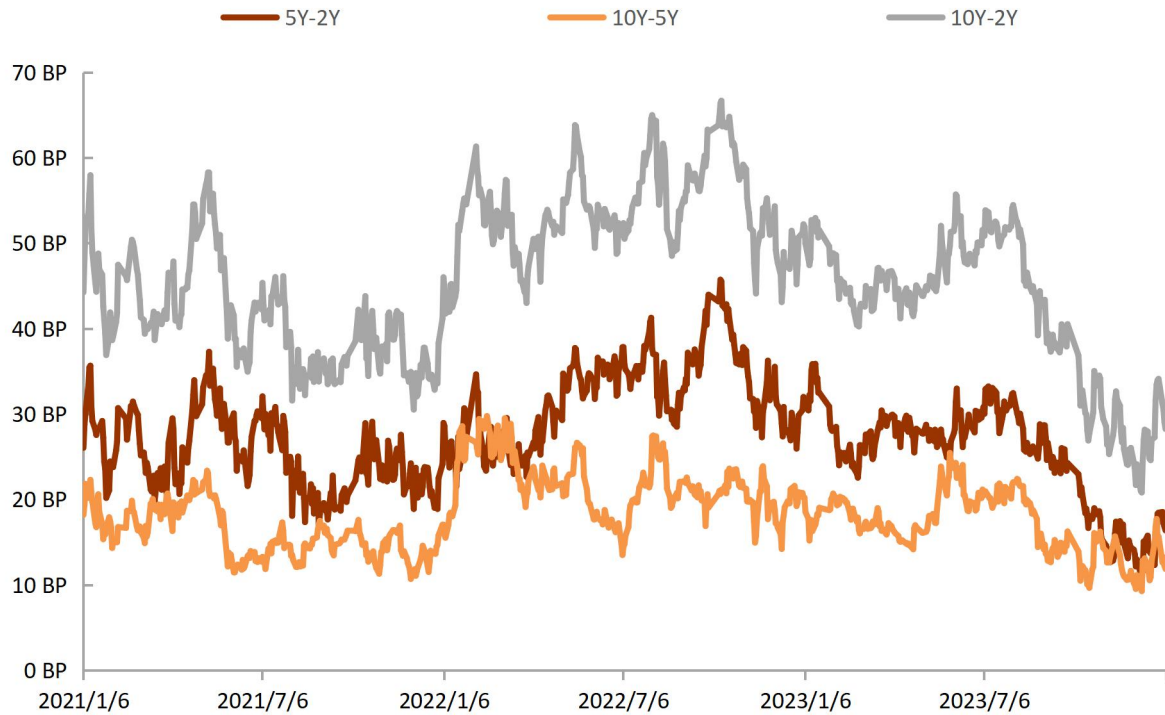
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



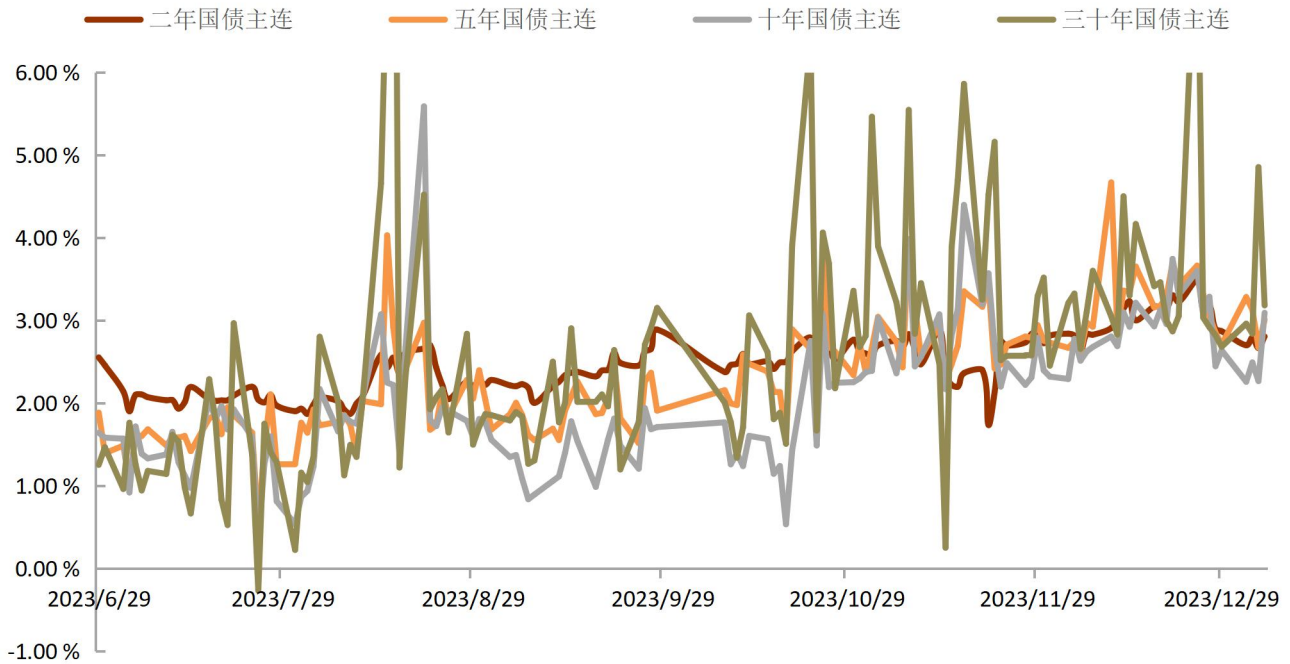
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



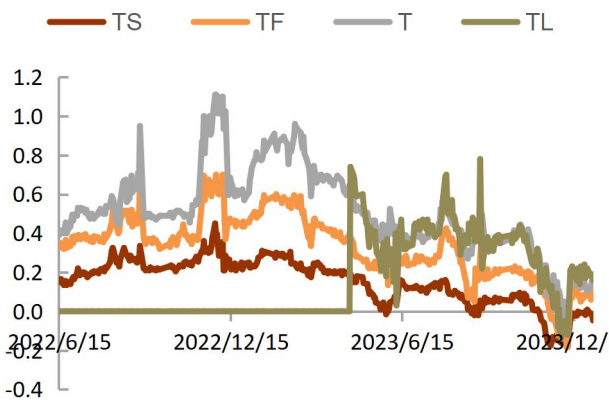
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

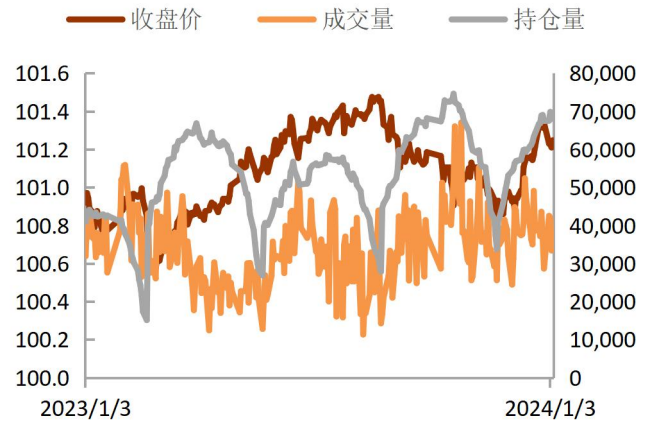


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

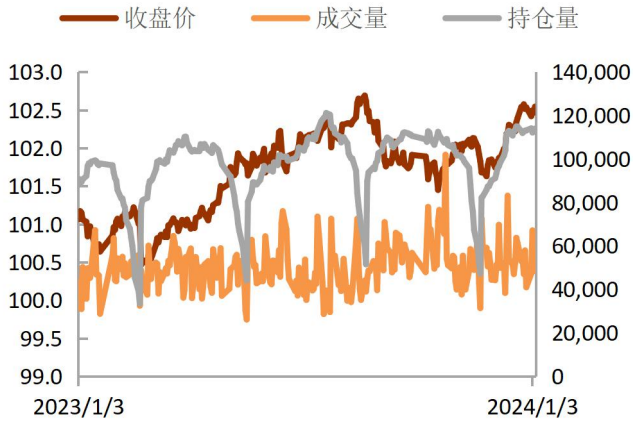


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

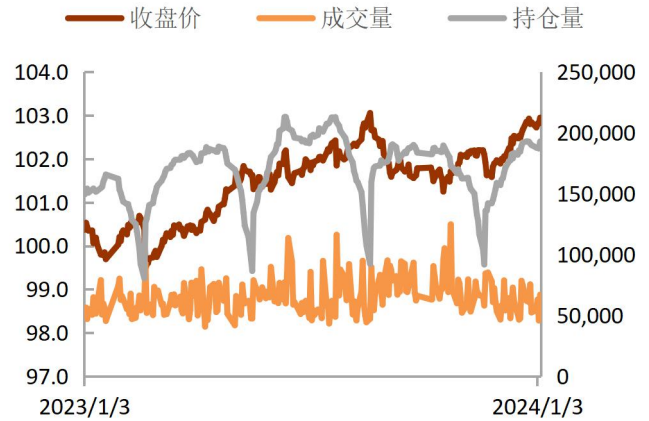


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

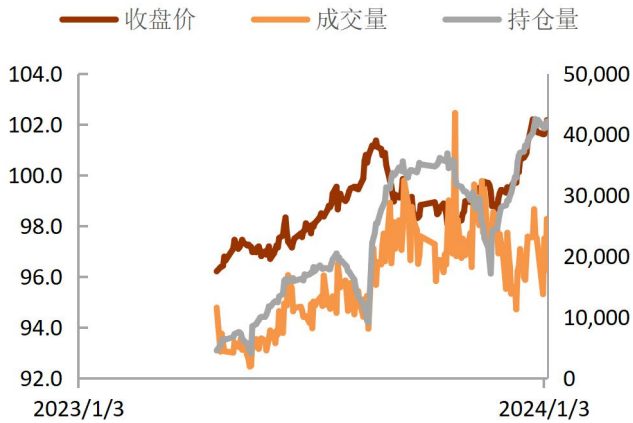


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

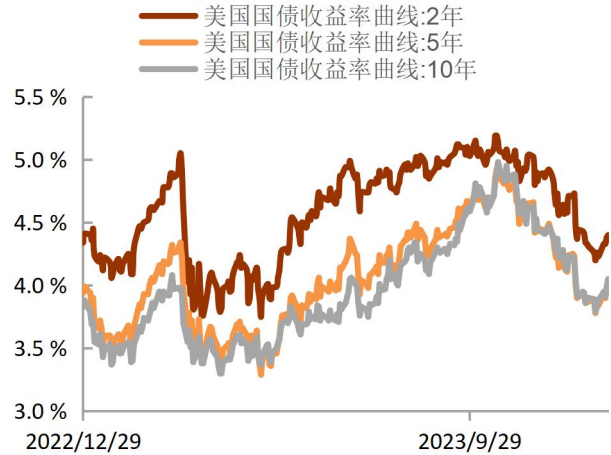


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

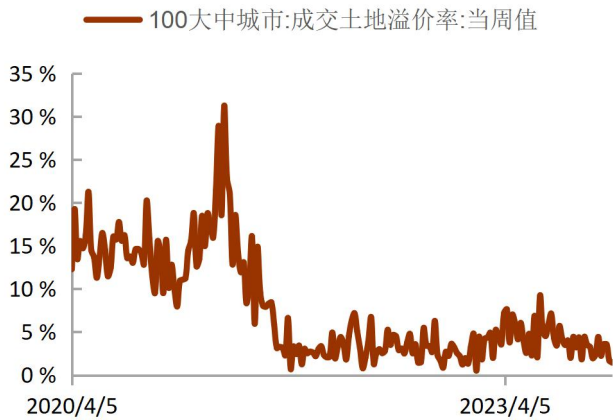


图表15 美债收益率

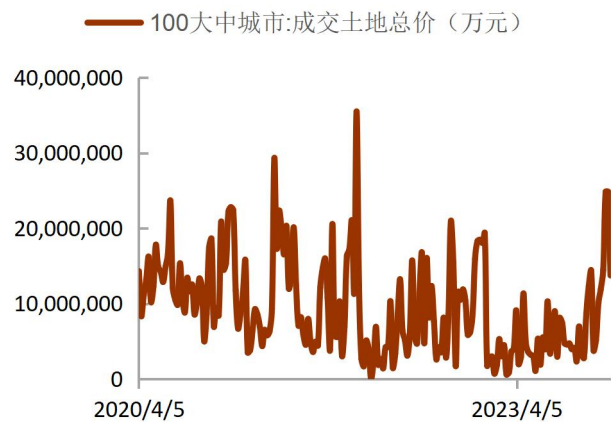


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

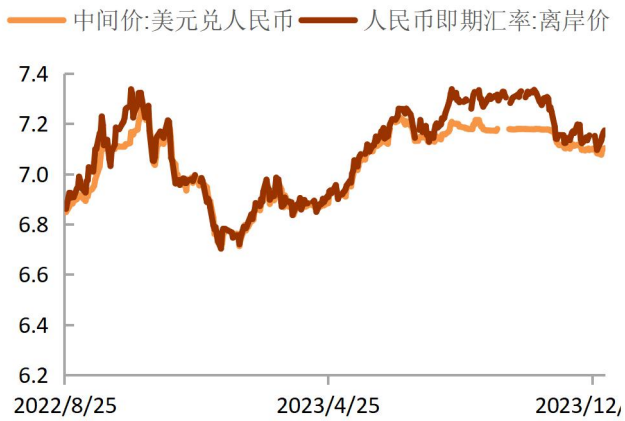


图表17 成交土地总价

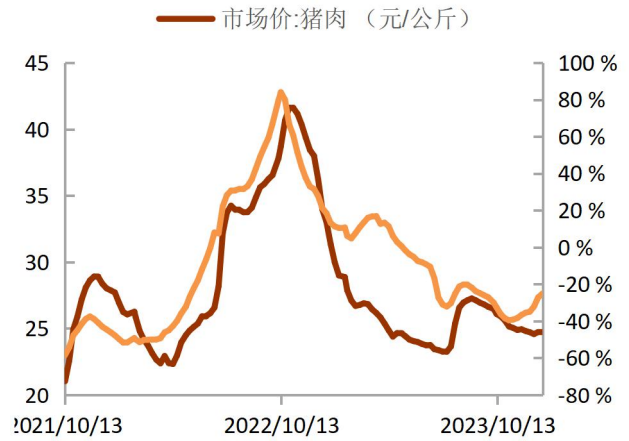


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

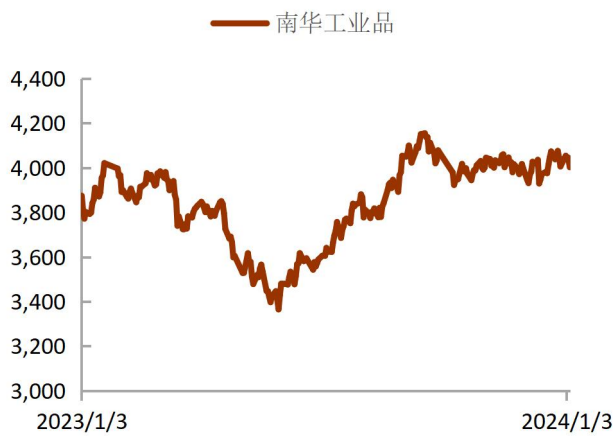


图表19 市场价：猪肉

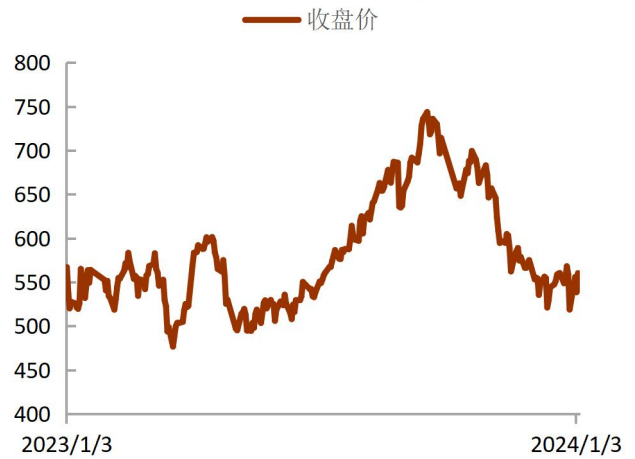


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。