



2024年1月22日

降准降息落空，债市低开高走

核心观点及策略

- 上周债市低开高走，各期限国债收益率普遍下行1-4BP，其中5Y及30Y期国债现券收益率下行幅度最大，达4BP左右。具体来看上周一早上MLF平价续作，市场降准降息预期落空，债市早盘便出现一定幅度调整，T2403随即创出全周低点，但从续作量上看对资金面仍然构成利多。周三权益市场再次大跌，股债跷跷板行情再现。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.36%、最低价102.625、最高价103.000、最终收于102.995、上涨0.225。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放15560亿元，对于非跨月及跨节来说投放力度不可谓不大。因此DR001、DR007加权成交价格均出现小幅下行。货币政策方面，依然没有更多官方表态，但巨量的公开市场操作存量资金则提升了春节前降准的概率。
- 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：房地产政策持续出台、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	102.9950	0.1500	-300	302273	176661
TF2403	102.5600	0.0650	-882	247725	113647
TS2403	101.2160	-0.0200	-3329	158338	68657
TL2403	102.9700	0.7400	2940	111528	46075
T2406	102.9100	0.1350	2286	26049	21715
TF2406	102.4800	0.0650	5692	22544	15030
TS2406	101.3100	0.0000	2027	10740	9765
TL2406	102.7700	0.6900	1,554	10394	10030

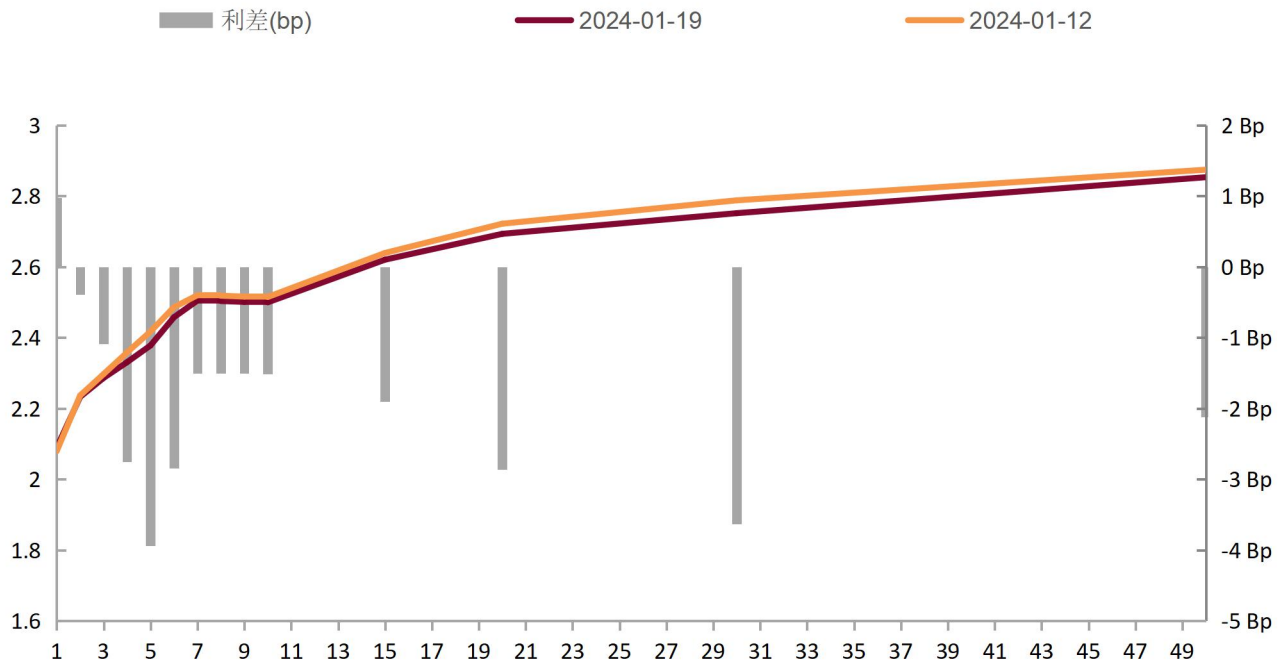
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					15560	
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/1/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	710	投放
2024/1/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	650	回笼
2024/1/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	270	回笼
2024/1/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1000	投放
2024/1/17	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	200	回笼
2024/1/17	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	5470	投放
2024/1/16	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	650	回笼
2024/1/16	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.75	7790	回笼
2024/1/16	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	7600	投放
2024/1/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	500	回笼
2024/1/15	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	9950	投放
2024/1/15	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	890	投放

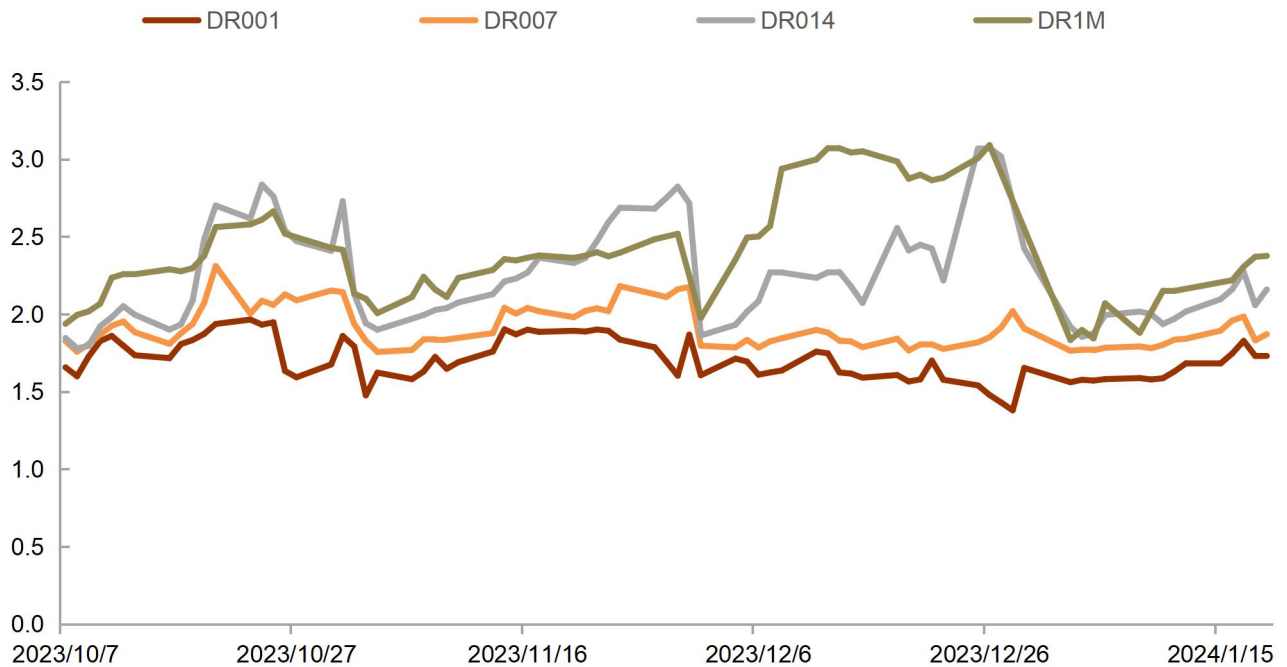
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



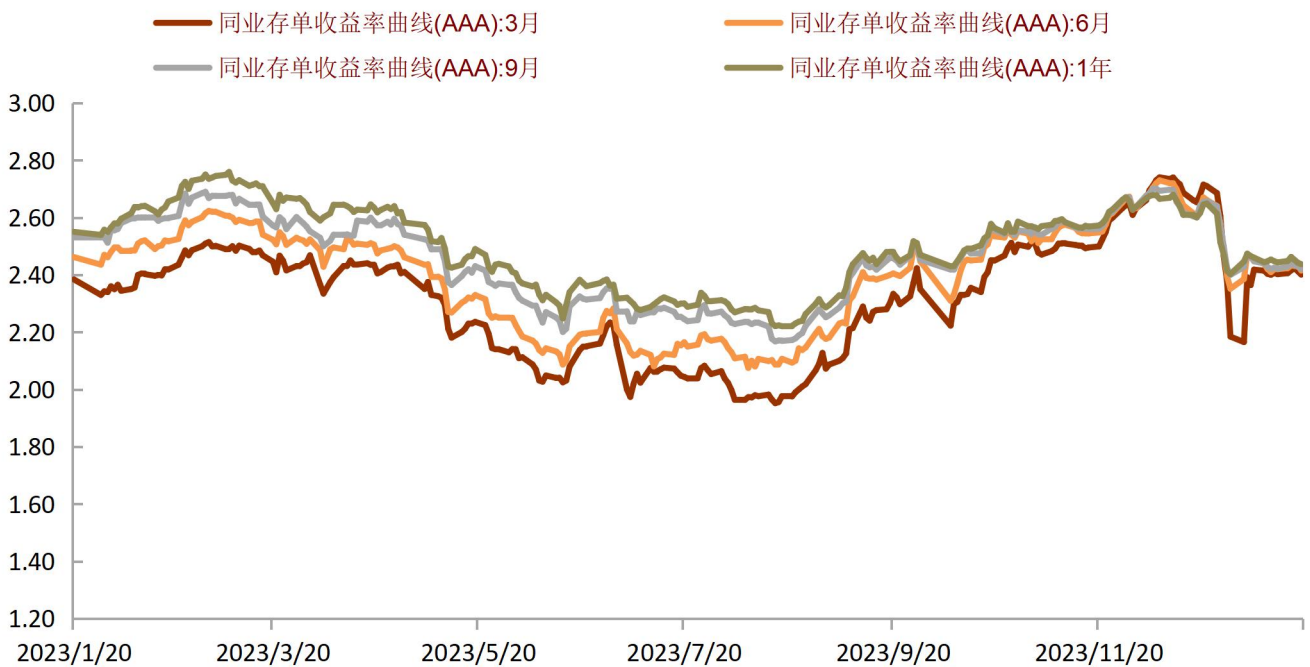
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市低开高走，各期限国债收益率普遍下行 1-4BP，其中 5Y 及 30Y 期国债现券收益率下行幅度最大，达 4BP 左右。具体来看上周一早上 MLF 平价续作，市场降准降息预期落空，债市早盘便出现一定幅度调整，T2403 随即创出全周低点，但从续作量上看对资金面仍然构成利多。周三权益市场再次大跌，股债跷跷板行情再现。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.36%、最低价 102.625、最高价 103.000、最终收于 102.995、上涨 0.225。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 15560 亿元，对于非跨月及跨节来说投放力度不可谓不大。因此 DR001、DR007 加权成交价格均出现小幅下行。货币政策方面，依然没有更多官方表态，但巨量的公开市场操作存量资金则提升了春节前降准的概率。

经济基本面方面：GDP、工业增加值、固定资产投资均表现良好，但社会消费品零售总额增长减弱、青年失业率偏高、地产数据偏弱以及 23 年全国人口开始下降仍引起市场担忧，因此对债市影响有限。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据周期性走弱，同比小幅下行。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，而波罗的海运费指数：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。

敬请参阅最后一页免责声明

行情上 15 号降准降息落空市场出现短暂回调，但权益市场弱势以及楼市不振导致资金无处可去，30Y 类的超长期国债依然是低票息时代机构投机重点，但我们认为在无降息利好刺激下，30Y 国债收益率难以进一步下行，而期间又面临较长久期带来的风险敞口，考虑到当前 30Y 国债 YTM2.8% 以下而 TL2403IRR 达 3.0%，单纯做多 30Y 性价比较低。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、初步核算，2023 年全年国内生产总值 1260582 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分产业看，第一产业增加值 89755 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 482589 亿元，增长 4.7%；第三产业增加值 688238 亿元，增长 5.8%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.5%，二季度增长 6.3%，三季度增长 4.9%，四季度增长 5.2%。从环比看，四季度国内生产总值增长 1.0%。

2、全年全国规模以上工业增加值比上年增长 4.6%。分三大门类看，采矿业增加值增长 2.3%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。装备制造业增加值增长 6.8%，增速比规模以上工业快 2.2 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长 5.0%；股份制企业增长 5.3%，外商及港澳台商投资企业增长 1.4%；私营企业增长 3.1%。分产品看，太阳能电池、新能源汽车、发电机组(发电设备)产品产量分别增长 54.0%、30.3%、28.5%。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，环比增长 0.52%。1—11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 69823 亿元，同比下降 4.4%；其中 11 月份增长 29.5%，连续 4 个月增长。

3、全年社会消费品零售总额 471495 亿元，比上年增长 7.2%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 407490 亿元，增长 7.1%；乡村消费品零售额 64005 亿元，增长 8.0%。按消费类型分，商品零售 418605 亿元，增长 5.8%；餐饮收入 52890 亿元，增长 20.4%。基本生活类商品销售稳定增长，限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类，粮油、食品类商品零售额分别增长 12.9%、5.2%。升级类商品销售较快增长，限额以上单位金银珠宝类，体育、娱乐用品类，通讯器材类商品零售额分别增长 13.3%、11.2%、7.0%。全国网上零售额 154264 亿元，比上年增长 11.0%。其中，实物商品网上零售额 130174 亿元，增长 8.4%，占社会消费品零售总额的比重为 27.6%。12 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.4%，环比增长 0.42%。全年服务零售额比上年增长 20.0%。

4、全年全国固定资产投资(不含农户)503036 亿元，比上年增长 3.0%；扣除价格因素影响，增长 6.4%。分领域看，基础设施投资增长 5.9%，制造业投资增长 6.5%，房地产开发投

资下降 9.6%。全国商品房销售面积 111735 万平方米，下降 8.5%；商品房销售额 116622 亿元，下降 6.5%。分产业看，第一产业投资下降 0.1%，第二产业投资增长 9.0%，第三产业投资增长 0.4%。民间投资下降 0.4%；扣除房地产开发投资，民间投资增长 9.2%。高技术产业投资增长 10.3%，快于全部投资 7.3 个百分点。其中，高技术制造业、高技术服务业投资分别增长 9.9%、11.4%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 18.4%、14.5%、11.1%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、电子商务服务业投资分别增长 31.8%、29.2%。12 月份，固定资产投资(不含农户)环比增长 0.09%。

5、全年货物进出口总额 417568 亿元，比上年增长 0.2%。其中，出口 237726 亿元，增长 0.6%；进口 179842 亿元，下降 0.3%。进出口相抵，贸易顺差 57884 亿元。民营企业进出口增长 6.3%，占进出口总额的比重为 53.5%，比上年提高 3.1 个百分点。对共建“一带一路”国家进出口增长 2.8%，占进出口总额的比重为 46.6%，比上年提高 1.2 个百分点。机电产品出口增长 2.9%，占出口总额的比重为 58.6%。12 月份，货物进出口总额 38098 亿元，同比增长 2.8%。其中，出口 21754 亿元，增长 3.8%；进口 16345 亿元，增长 1.6%。

6、全年居民消费价格(CPI)比上年上涨 0.2%。分类别看，食品烟酒价格上涨 0.3%，衣着价格上涨 1.0%，居住价格持平，生活用品及服务价格上涨 0.1%，交通通信价格下降 2.3%，教育文化娱乐价格上涨 2.0%，医疗保健价格上涨 1.1%，其他用品及服务价格上涨 3.2%。在食品烟酒价格中，猪肉价格下降 13.6%，鲜菜价格下降 2.6%，粮食价格上涨 1.0%，鲜果价格上涨 4.9%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 0.7%。12 月份，居民消费价格同比下降 0.3%，环比上涨 0.1%。全年工业生产者出厂价格比上年下降 3.0%；12 月份同比下降 2.7%，环比下降 0.3%。全年工业生产者购进价格比上年下降 3.6%；12 月份同比下降 3.8%，环比下降 0.2%。

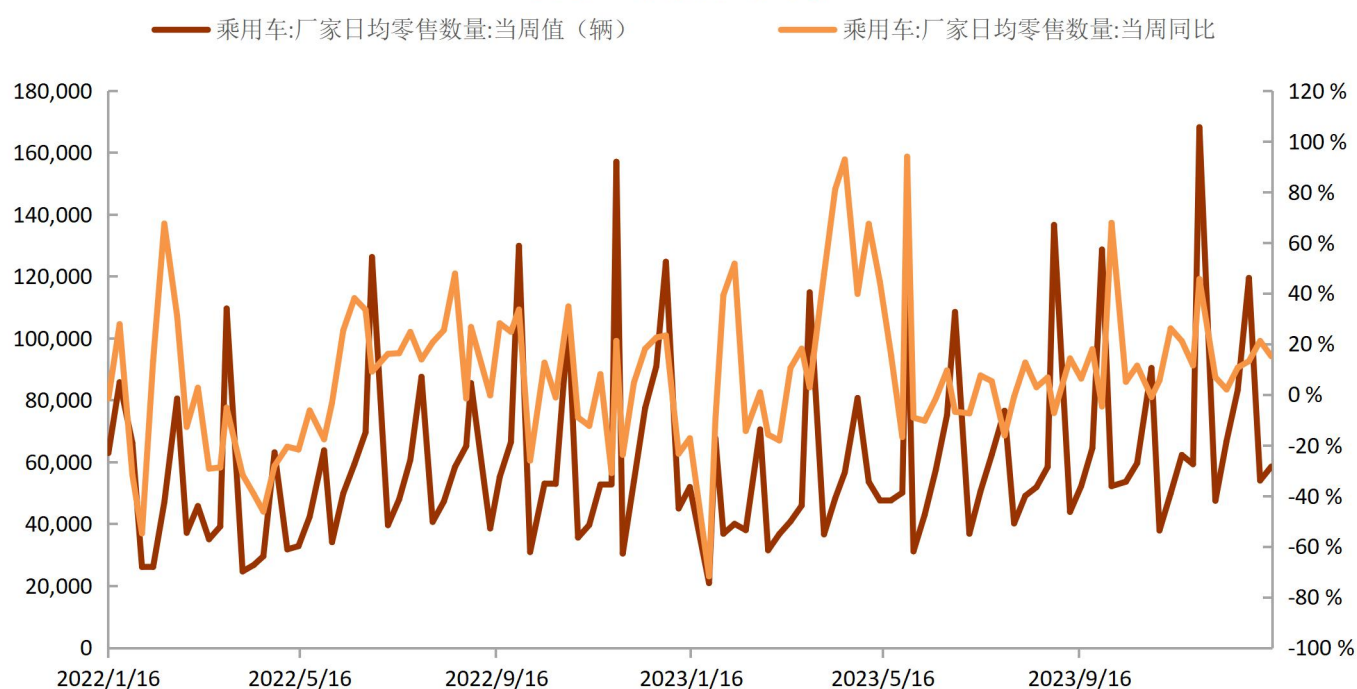
7、全年全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，比上年下降 0.4 个百分点。12 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%。本地户籍劳动力调查失业率为 5.2%；外来户籍劳动力调查失业率为 4.7%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.3%。不包含在校生的 16—24 岁、25—29 岁、30—59 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、6.1%、3.9%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%。全国企业就业人员周平均工作时间为 49.0 小时。全年农民工总量 29753 万人，比上年增加 191 万人，增长 0.6%。其中，本地农民工 12095 万人，下降 2.2%；外出农民工 17658 万人，增长 2.7%。农民工月均收入水平 4780 元，比上年增长 3.6%。

8、年末全国人口(包括 31 个省、自治区、直辖市和现役军人的人口，不包括居住在 31 个省、自治区、直辖市的港澳台居民和外籍人员)140967 万人，比上年末减少 208 万人。全年出生人口 902 万人，人口出生率为 6.39‰；死亡人口 1110 万人，人口死亡率为 7.87‰；人口自然增长率为-1.48‰。从性别构成看，男性人口 72032 万人，女性人口 68935 万人，总人口性别比为 104.49(以女性为 100)。从年龄构成看，16—59 岁的劳动年龄人口 86481 万人，占全国人口的比重为 61.3%；60 岁及以上人口 29697 万人，占全国人口的 21.1%，其

中 65 岁及以上人口 21676 万人，占全国人口的 15.4%。从城乡构成看，城镇常住人口 93267 万人，比上年末增加 1196 万人；乡村常住人口 47700 万人，减少 1404 万人；城镇人口占全国人口的比重(城镇化率)为 66.16%，比上年末提高 0.94 个百分点。

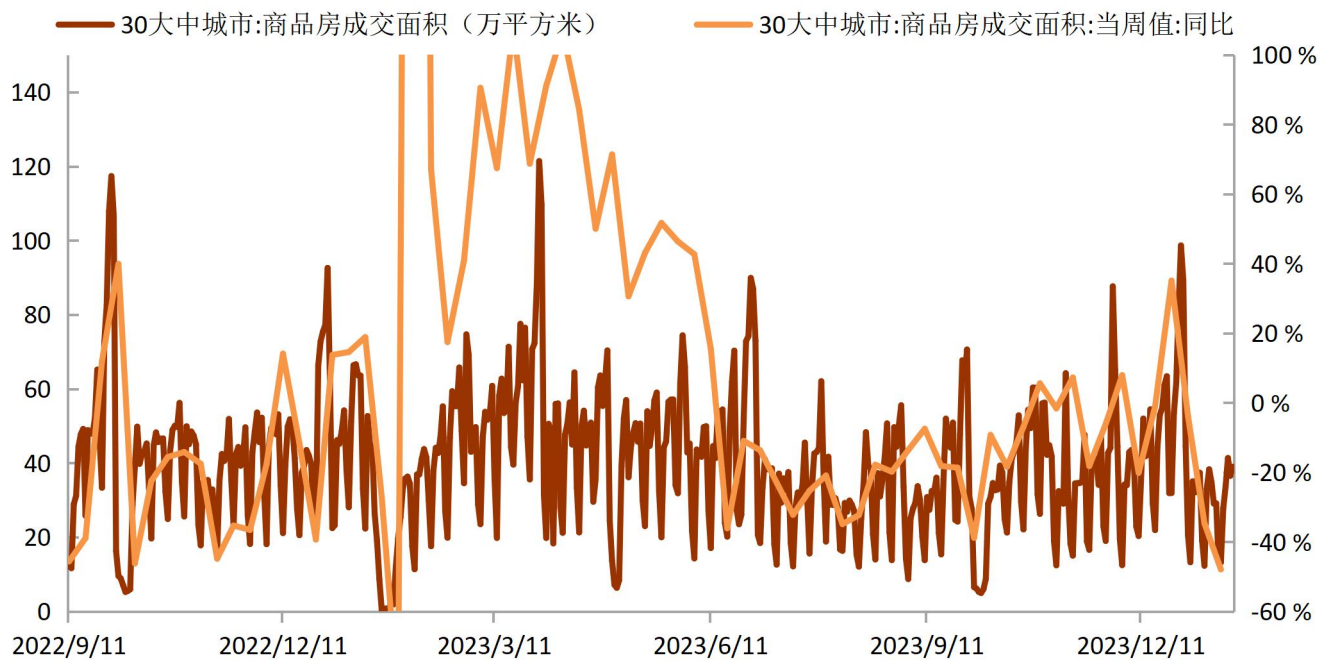
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



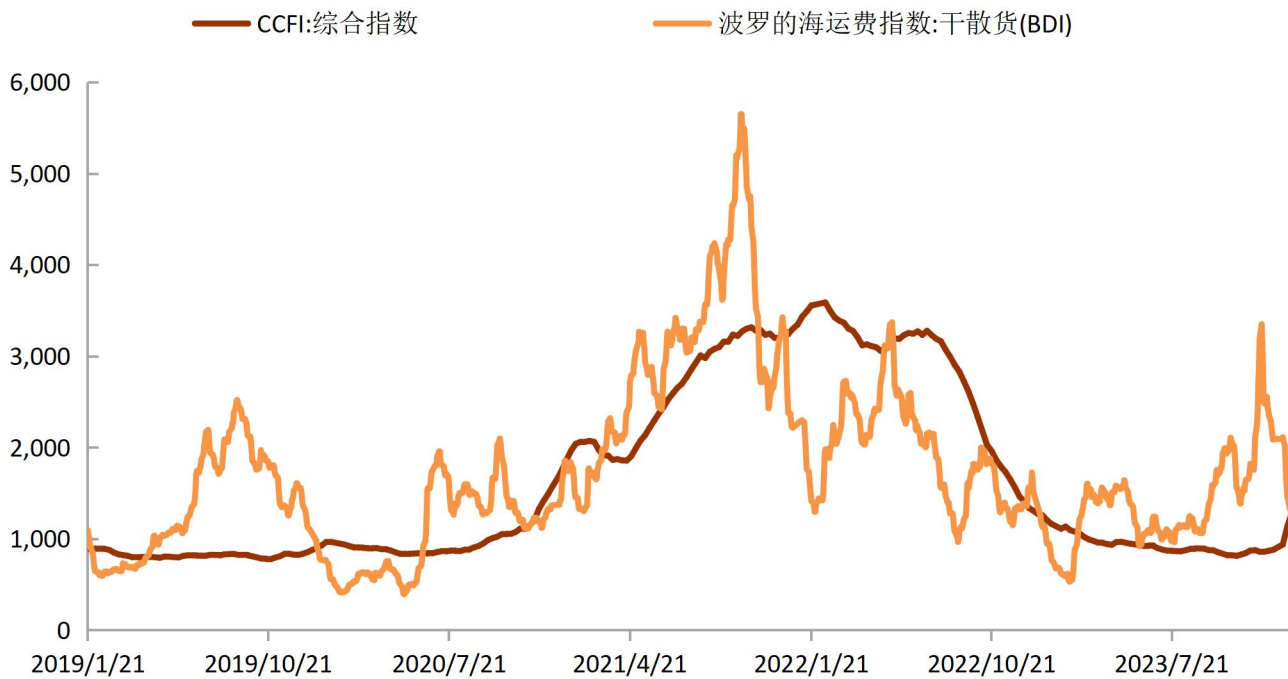
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



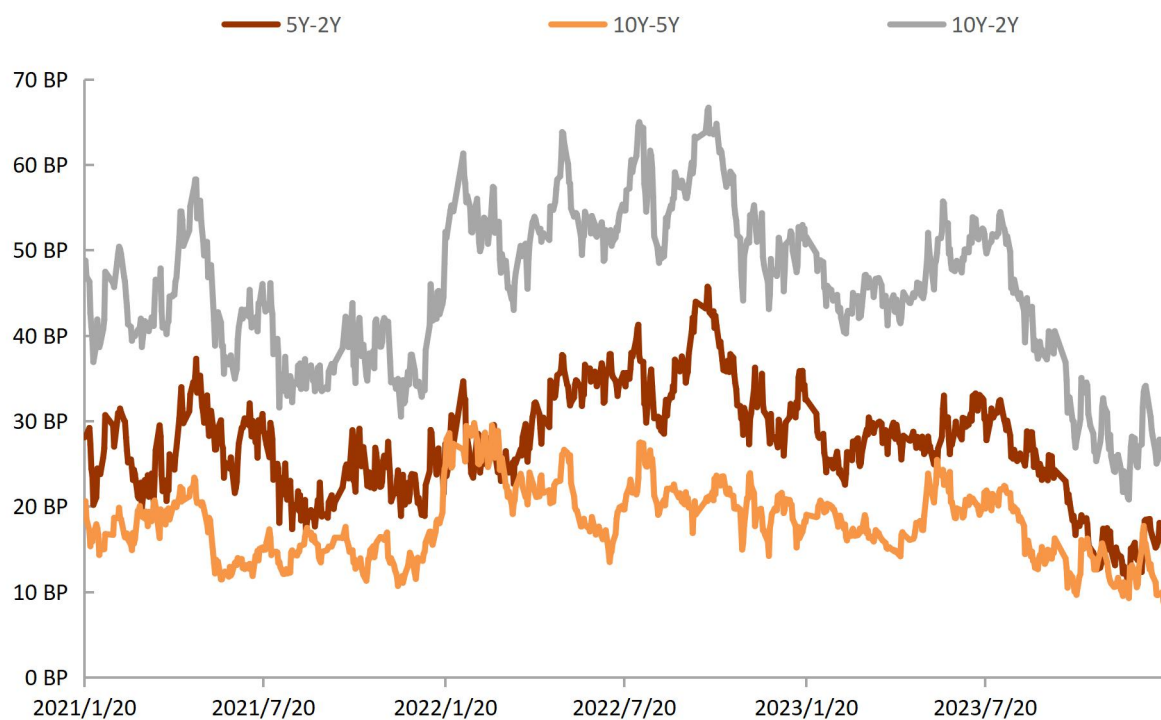
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



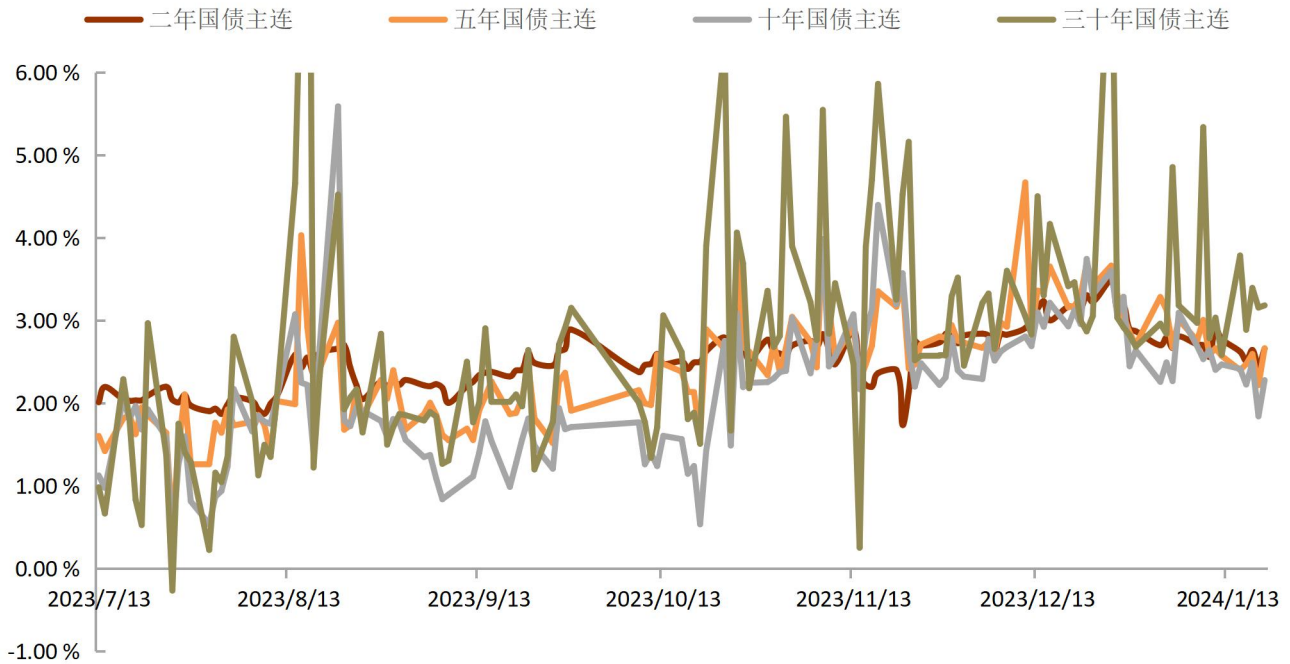
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



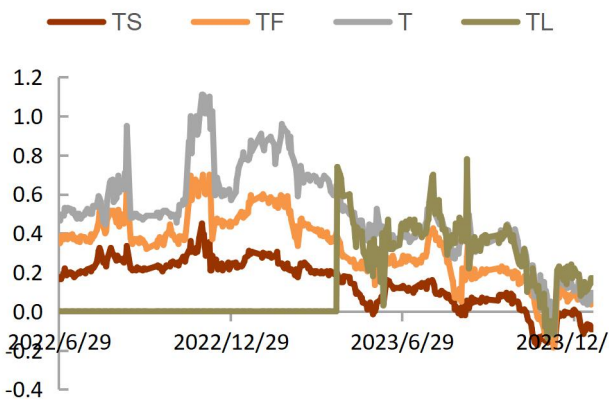
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

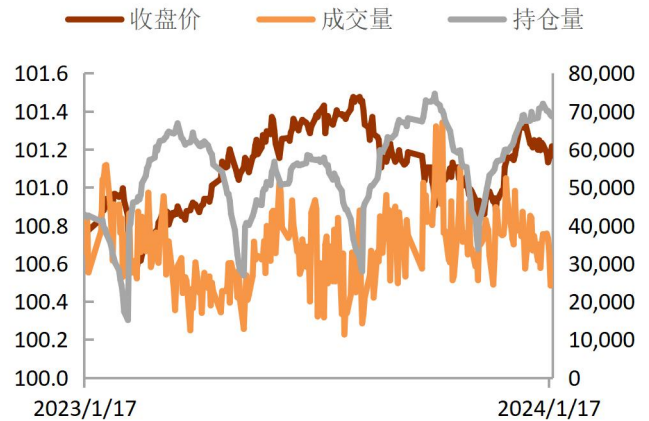


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

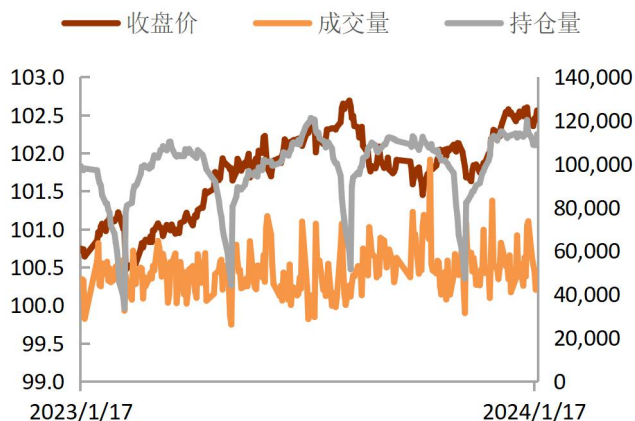


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

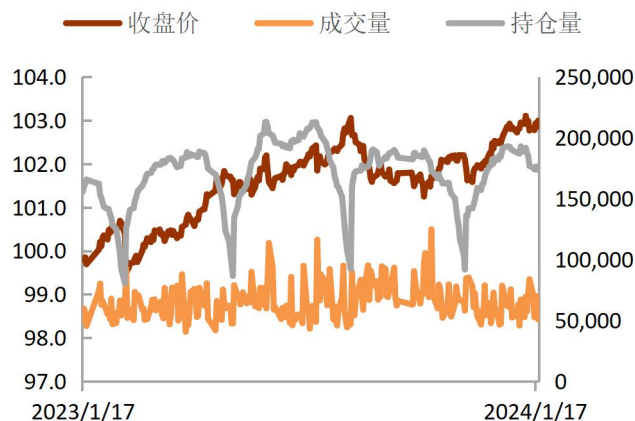


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

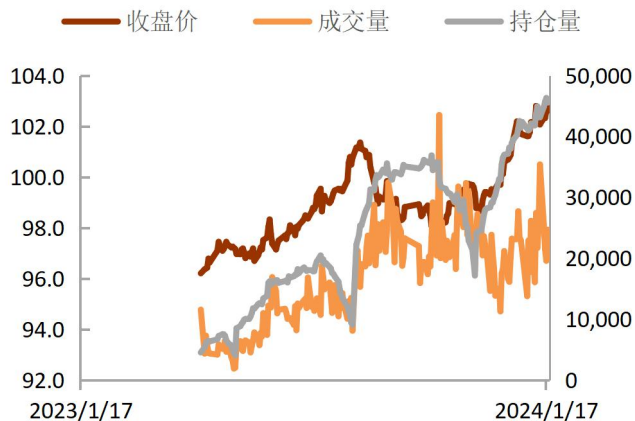


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

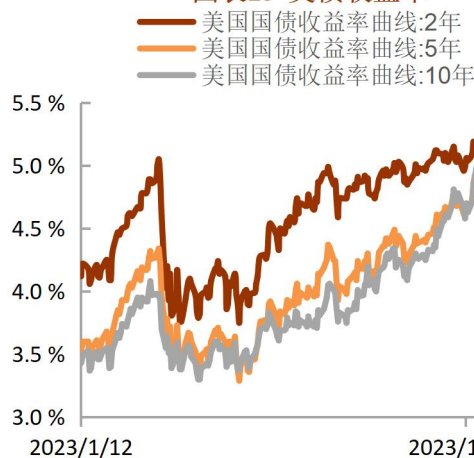


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

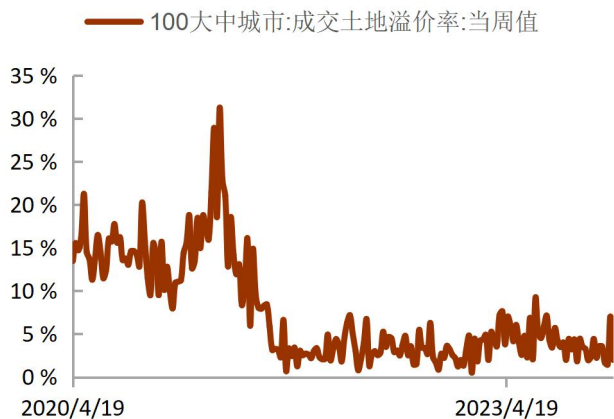


图表15 美债收益率

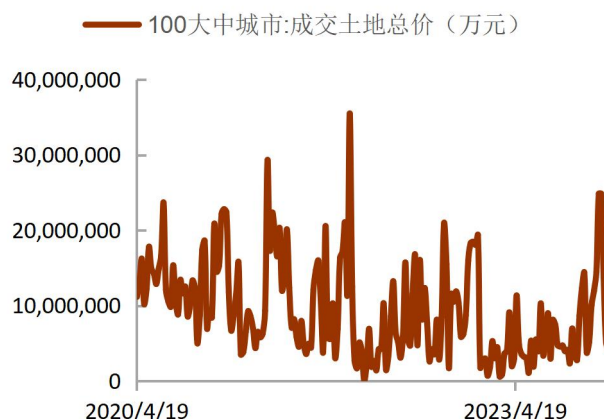


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

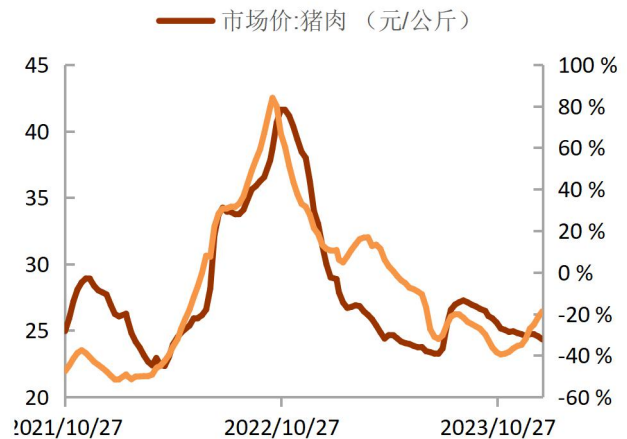


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

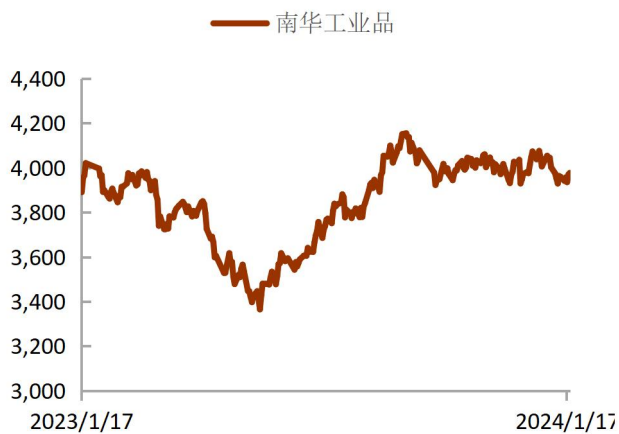


图表19 市场价：猪肉

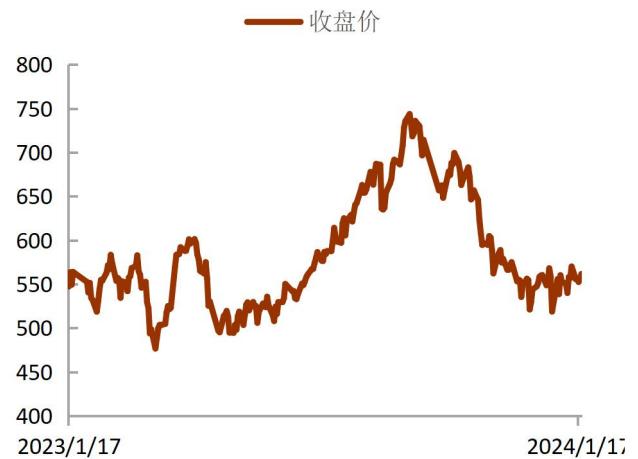


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。