



2024年2月26日

## 曲线走陡，谨防久期风险

### 核心观点及策略

- 节后债市持续走强，各期限国债收益率普遍下行，其中5Y及以下期限国债收益率下行幅度更大，国债曲线利差开始走陡。具体来看上周一早上MLF平价续作，市场降准降息预期落空，10年期国债期货T2406小幅低开，但此后市场LPR调降传闻开始传播，债市无视权益市场反弹走出股债双牛行情。周二5Y期LPR如期下调，但持续压降的银行净息差再度推动市场关于降息的预期。而到了下半周部分银行调整存款利率及保险资管存款调整共同推动下债市持续走强。全周来看十年期国债期货主力合约T2406全周振幅0.65%、最低价103.280、最高价103.955、最终收于103.770、上涨0.435。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼8400亿元，但得益与跨节结束DR001、DR007等关键期限加权成交价格并未出现明显波动，而同业存单发行利率则在节后快速下行。货币政策方面，5年期LPR报价的大幅下调再次带动市场对基准利率下调预期，降社会融资成本的大背景下预计未来依然以宽松为主。
- 策略建议：做多10-2Y利差走阔、国债期货正套。
- 风险因素：房地产政策持续出台、权益市场开启反弹行情、两会财政政策超预期

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  | 103.6600 | 0.3800   | -66569 | 180457 | 38058  |
| TF2403 | 102.8300 | 0.2600   | -42947 | 146451 | 31082  |
| TS2403 | 101.3880 | 0.1040   | -22881 | 102219 | 25050  |
| TL2403 | 106.0000 | 1.1100   | -11667 | 39608  | 14061  |
| T2406  | 103.7700 | 0.4500   | 75743  | 290735 | 158001 |
| TF2406 | 103.0300 | 0.2800   | 41499  | 206773 | 99794  |
| TS2406 | 101.5500 | 0.1800   | 26816  | 117782 | 52560  |
| TL2406 | 105.8300 | 1.0800   | 13,980 | 125007 | 46817  |

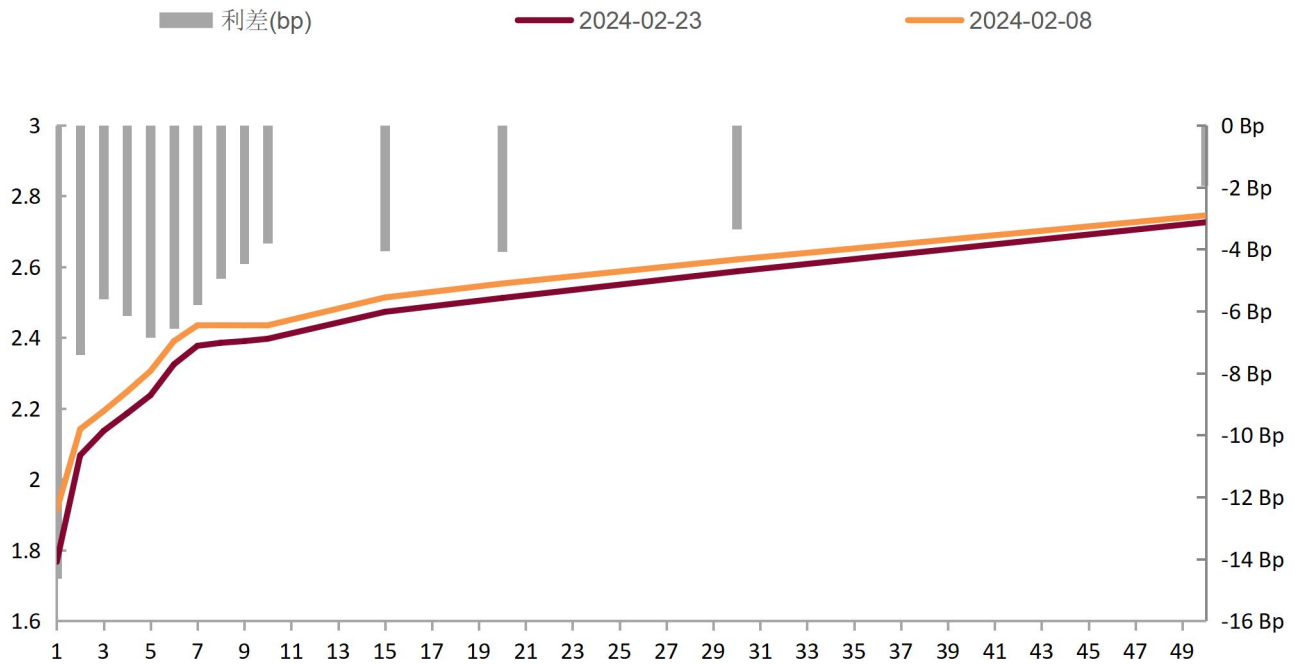
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

| 本周净投放(亿元) |        |         |      | -8400      |      |      |
|-----------|--------|---------|------|------------|------|------|
| 日期        | 品种     | 名称      | 期限   | 票息/参考利率(%) | 金额   | 资金流向 |
| 2024/2/23 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 2470 | 投放   |
| 2024/2/23 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 920  | 回笼   |
| 2024/2/22 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 2550 | 回笼   |
| 2024/2/22 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 580  | 投放   |
| 2024/2/21 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 3960 | 回笼   |
| 2024/2/21 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 490  | 投放   |
| 2024/2/20 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 410  | 投放   |
| 2024/2/20 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 3390 | 回笼   |
| 2024/2/19 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 320  | 投放   |
| 2024/2/19 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 1000 | 回笼   |
| 2024/2/18 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 430  | 回笼   |
| 2024/2/18 | 逆回购到期  | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 440  | 回笼   |
| 2024/2/18 | 逆回购    | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 1050 | 投放   |
| 2024/2/18 | MLF 投放 | 1 年 MLF | 12 月 | 2.50       | 5000 | 投放   |
| 2024/2/18 | MLF 回笼 | 1 年 MLF | 12 月 | 2.75       | 4990 | 回笼   |
| 2024/2/18 | 逆回购到期  | 14 日回购  | 14 天 | 1.95       | 140  | 回笼   |
| 2024/2/18 | 逆回购到期  | 7 日回购   | 7 天  | 1.80       | 900  | 回笼   |

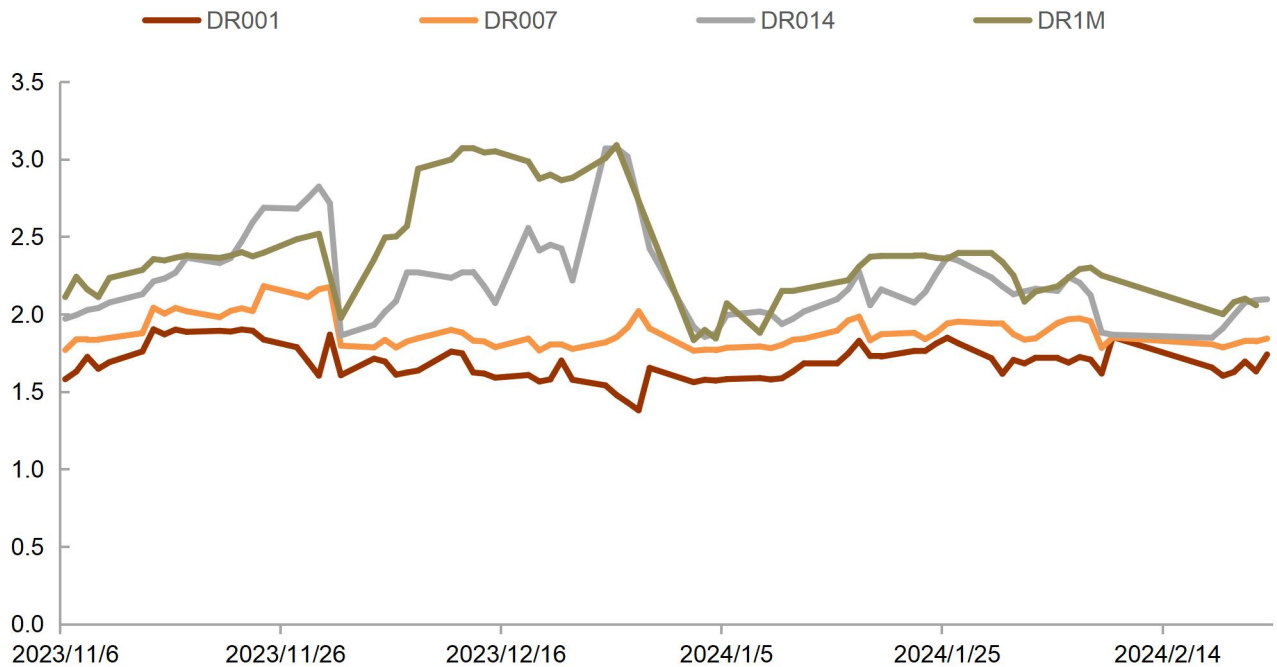
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



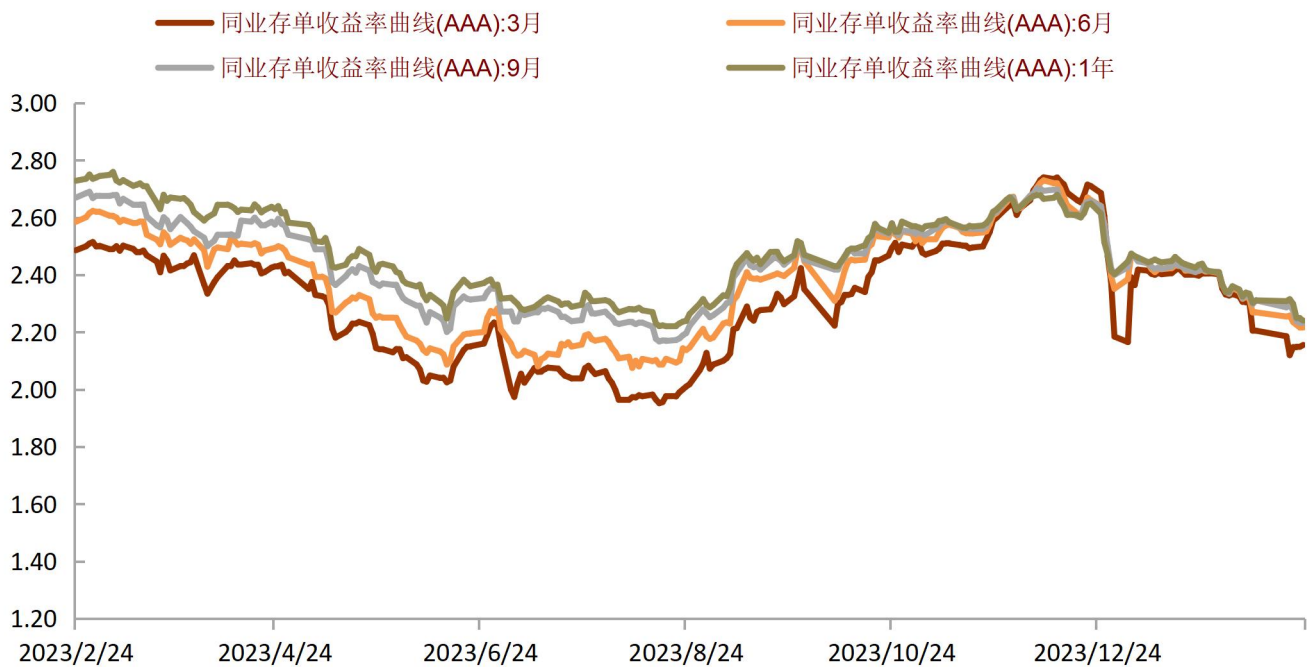
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

节后债市持续走强，各期限国债收益率普遍下行，其中 5Y 及以下期限国债收益率下行幅度更大，国债曲线利差开始走陡。具体来看上周一早上 MLF 平价续作，市场降准降息预期落空，10 年期国债期货 T2406 小幅低开，但此后市场 LPR 调降传闻开始传播，债市无视权益市场反弹走出股债双牛行情。周二 5Y 期 LPR 如期下调，但持续压降的银行净息差再度推动市场关于降息的预期。而到了下半周部分银行调整存款利率及保险资管存款调整共同推动下债市持续走强。全周来看十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅 0.65%、最低价 103.280、最高价 103.955、最终收于 103.770、上涨 0.435。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 8400 亿元，但得益于跨节结束 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格并未出现明显波动，而同业存单发行利率则在节后快速下行。货币政策方面，5 年期 LPR 报价的大幅下调再次带动市场对基准利率下调预期，降社会融资成本的大背景下预计未来依然以宽松为主。

经济基本面方面：CPI 环比连续 2 月转正并走高，金融数据无论是总量还是结构都出现明显改善，同时春节假期出行及消费数据亦表现喜人。而高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据在春节期间（农历对齐）同比增长 26%。二是 30 城商品房成交面积则在春节期间表现不佳农历对齐后大幅走弱。三是外贸方面，CCFI 小幅调整，而波罗的海干散货指数则持续上行。四是猪肉价格小幅反弹，叠加基数走弱同比即将转正未来对 CPI 拖累将大幅减弱。五是南华工业品指数高位震荡，未来 PPI 预计维持平稳。

行情上我们认为在财政投资（基建）未出现重大超预期事件的情况下，债市仍将维持高位，而随着 10Y 国债-MLF 利率的倒挂形成（目前-10BP），10Y 长债收益率进一步下行阻力在持续增大，而存单价格的下行则将市场关注重点转向 1Y、2Y 等中短端收益率下行机会，预计我们此一直推荐的做多 10-2Y 利差走阔交易行情将持续 1-2 周。但我们仍需提醒，当前银行间资金价格（DR001 等）并未随存单发行收益率明显下行，因此短端收益率下行受阻后不排除长端出现小幅调整可能。同时当前部分国债期货合约均存在一定正套收益，可通过正套交易增厚持有期收益并规避未来久期风险。

### 三、一周要闻

1、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 2 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，上月为 3.45%；5 年期以上 LPR 为 3.95%，上月为 4.2%，下调 25 个基点。

2、初步统计，2024 年 1 月末社会融资规模存量为 384.29 万亿元，同比增长 9.5%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 240.32 万亿元，同比增长 10.1%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.76 万亿元，同比下降 0.9%；委托贷款余额为 11.23 万亿元，同比下降 0.7%；信托贷款余额为 3.98 万亿元，同比增长 6.3%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.05 万亿元，同比增长 3%；企业债券余额为 31.41 万亿元，同比增长 1.3%；政府债券余额为 70.09 万亿元，同比增长 15.7%；非金融企业境内股票余额为 11.47 万亿元，同比增长 6.9%。从结构看，1 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.5%，同比高 0.3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比持平；委托贷款余额占比 2.9%，同比低 0.3 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.8%，同比持平；企业债券余额占比 8.2%，同比低 0.6 个百分点；政府债券余额占比 18.2%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3%，同比低 0.1 个百分点。

3、1 月末，广义货币（M2）余额 297.63 万亿元，同比增长 8.7%。狭义货币（M1）余额 69.42 万亿元，同比增长 5.9%。流通中货币（M0）余额 12.14 万亿元，同比增长 5.9%。当月净投放现金 7954 亿元。

4、1 月份人民币贷款增加 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元。分部门看，住户贷款增加 9801 亿元，其中，短期贷款增加 3528 亿元，中长期贷款增加 6272 亿元；企（事）业单位贷款增加 3.86 万亿元，其中，短期贷款增加 1.46 万亿元，中长期贷款增加 3.31 万亿元，票据融资减少 9733 亿元；非银行业金融机构贷款增加 249 亿元。

5、上交所官微消息，2 月 19 日，上交所在交易监控中发现，9:30:00 至 9:31:00，宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称宁波灵均）管理的多个产品大量卖出沪市

股票合计 11.95 亿元，期间上证指数短时快速下挫。经查明，宁波灵均上述交易违反了《上海证券交易所交易规则》（以下简称《交易规则》）第 7.2 条第（六）项“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易，影响上交所系统安全或者正常交易秩序”规定。

6、中国共产党党员，全国劳动模范，全国五一劳动奖章获得者，优秀中国特色社会主义事业建设者，改革开放 40 年百名杰出民营企业家，第十、十一、十二届全国人大代表，中国共产党浙江省第十二、十三、十四届代表大会代表，娃哈哈集团创始人、董事长宗庆后同志，因病医治无效，于 2024 年 2 月 25 日 10 时 30 分逝世，享年 79 岁。

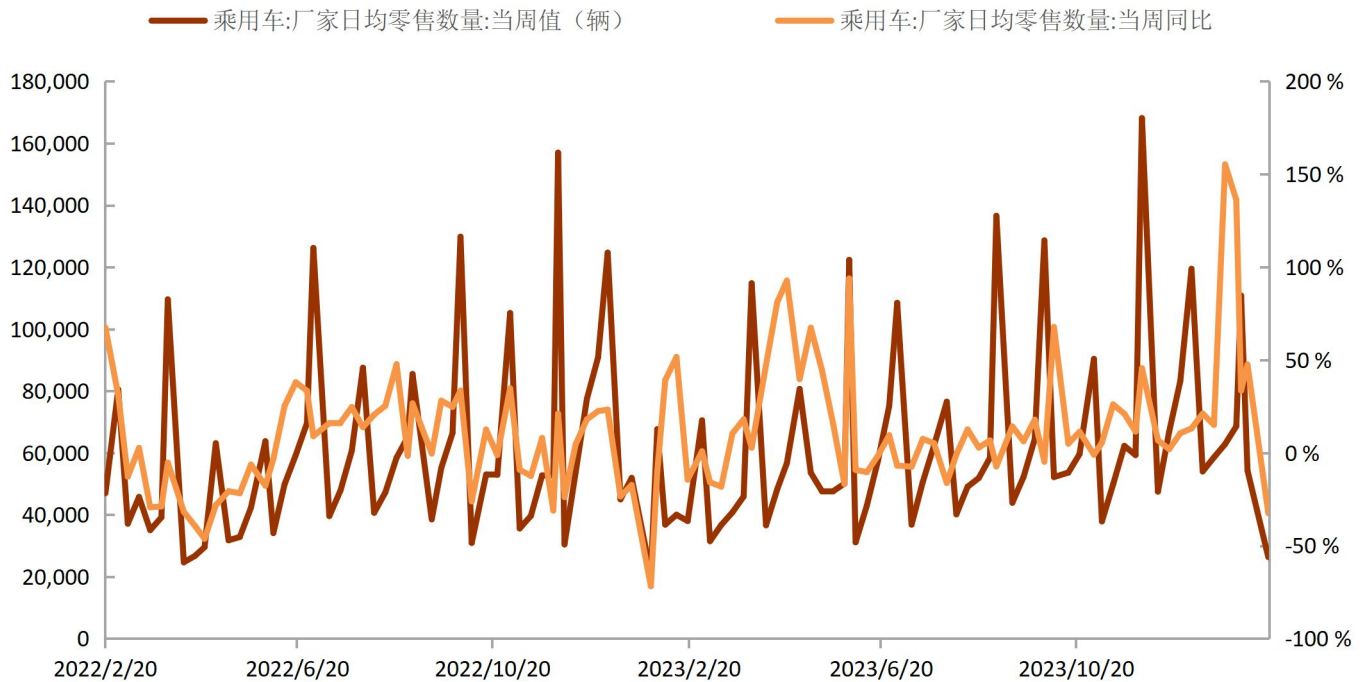
7、证监会官网消息，2 月 18 日至 19 日，新春上班伊始，证监会召开系列座谈会，就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展广泛听取各方面意见建议。座谈会由证监会党委书记、主席吴清和领导班子成员分别主持。专家学者、中小投资者、上市公司、拟上市企业、证券基金经营机构、会计师事务所、私募机构、外资机构等方面代表参与座谈。

8、据中证报，在银行存款利率普降的背景下，部分中小银行的存款利率调整策略出现分化。近日，多家中小银行宣布调整存款挂牌利率，整体来看，期限越长，下调幅度越大。不过，也有部分银行阶段性上调存款产品利率。业内人士表示，在利率市场化改革背景下，银行根据自身经营情况，对存款利率进行灵活调整较为正常。展望后市，考虑到银行面临的净息差压力，存款利率仍有进一步调降空间。

9、据国资委官网，2 月 19 日，国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会。国务院国资委党委书记、主任张玉卓在会上讲话强调，要深入学习贯彻习近平总书记关于发展人工智能的重要指示精神，推动中央企业在人工智能领域实现更好发展、发挥更大作用。中国科学院院士鄂维南应邀介绍人工智能创新发展情况。国务院国资委党委委员、副主任谭作钧、袁野、王宏志通过视频形式出席会议，国务院国资委党委委员、副主任苟坪主持会议。

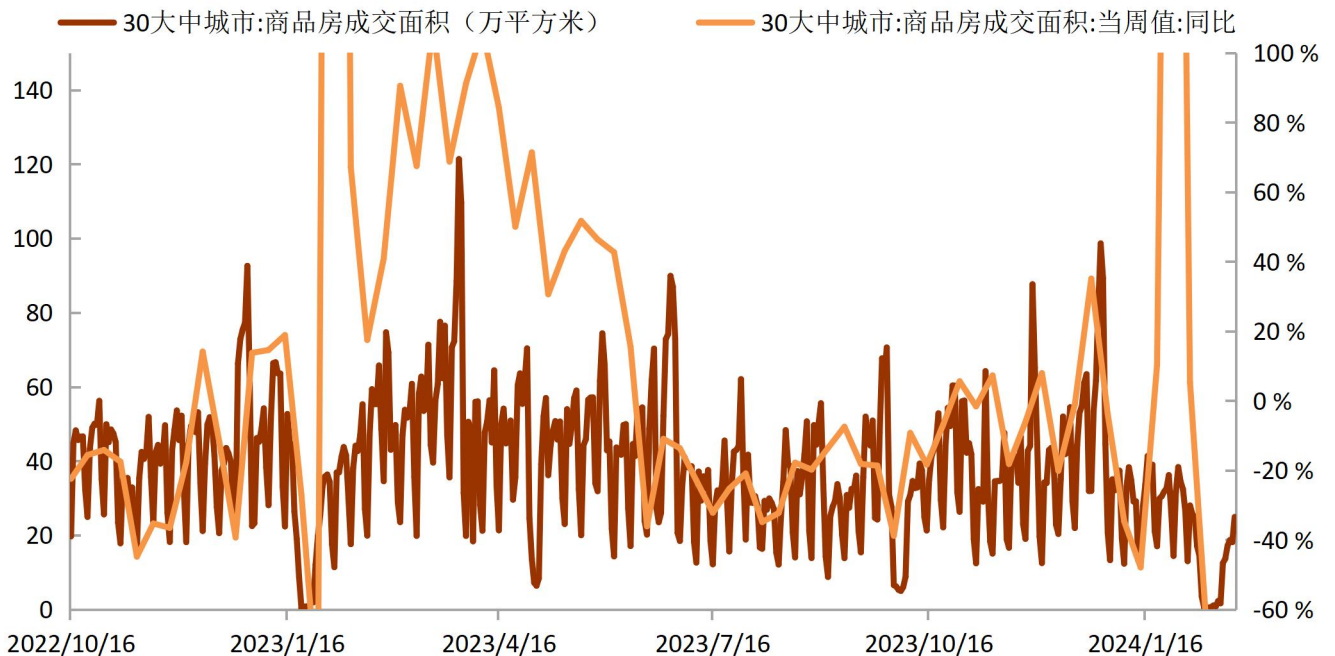
#### 四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



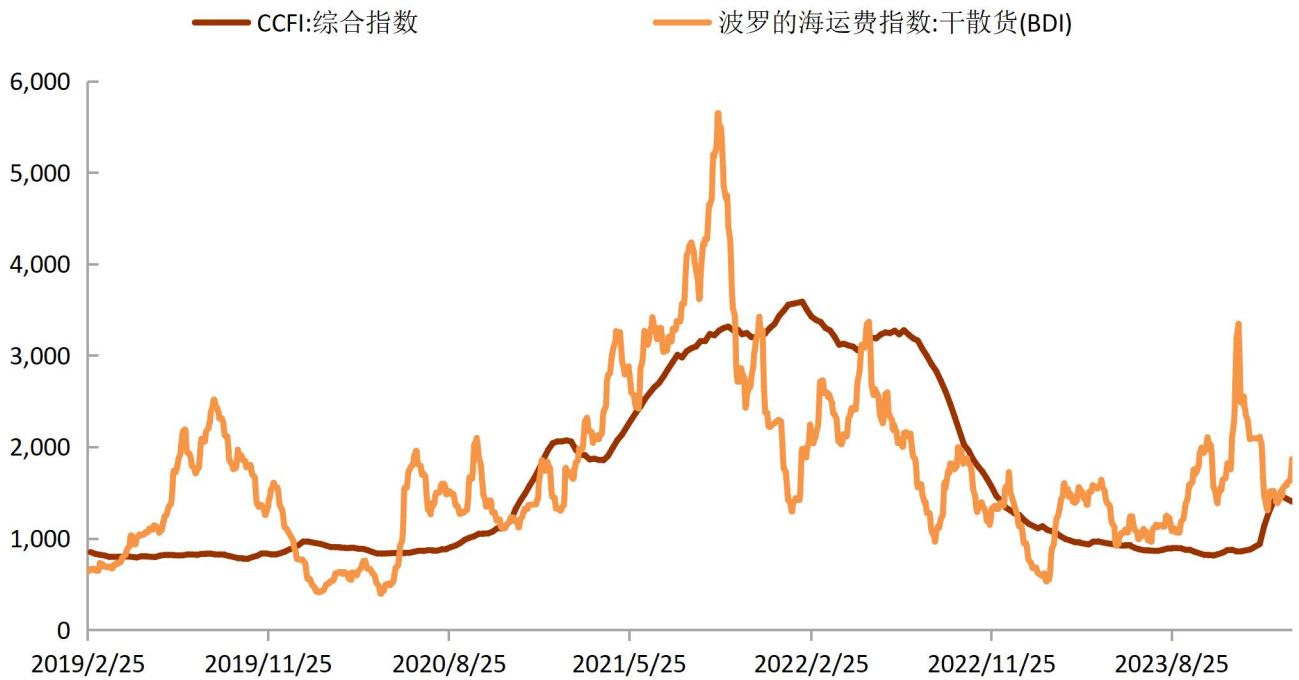
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



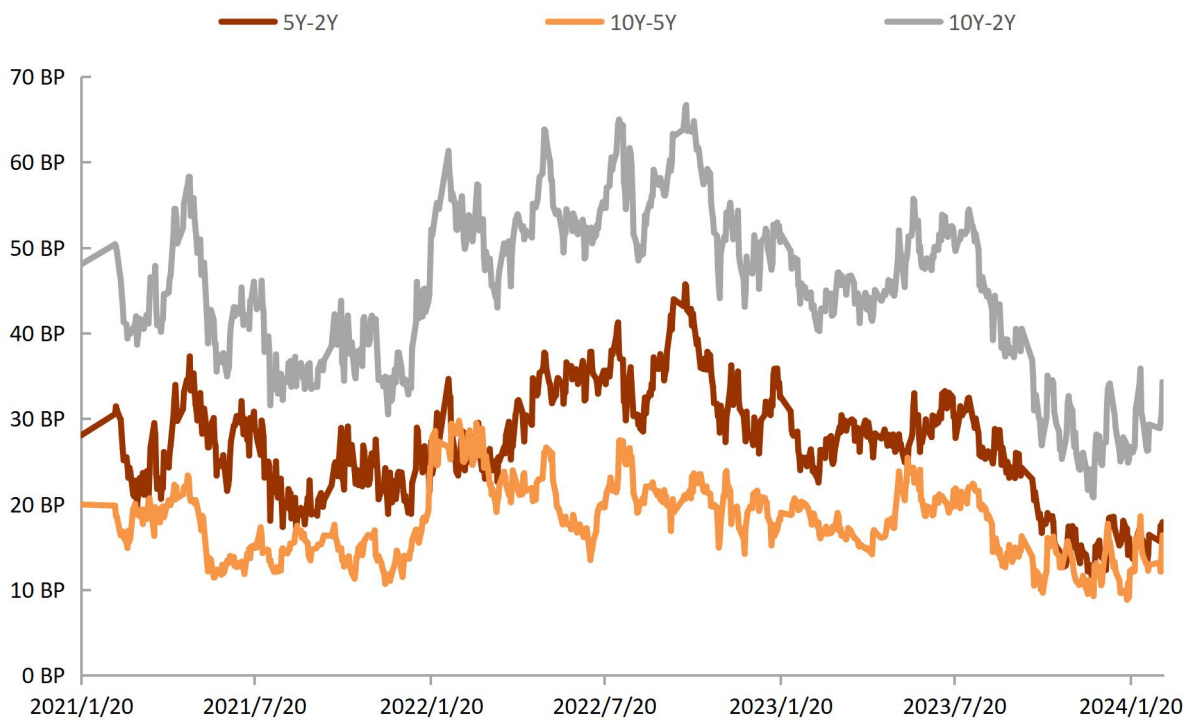
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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



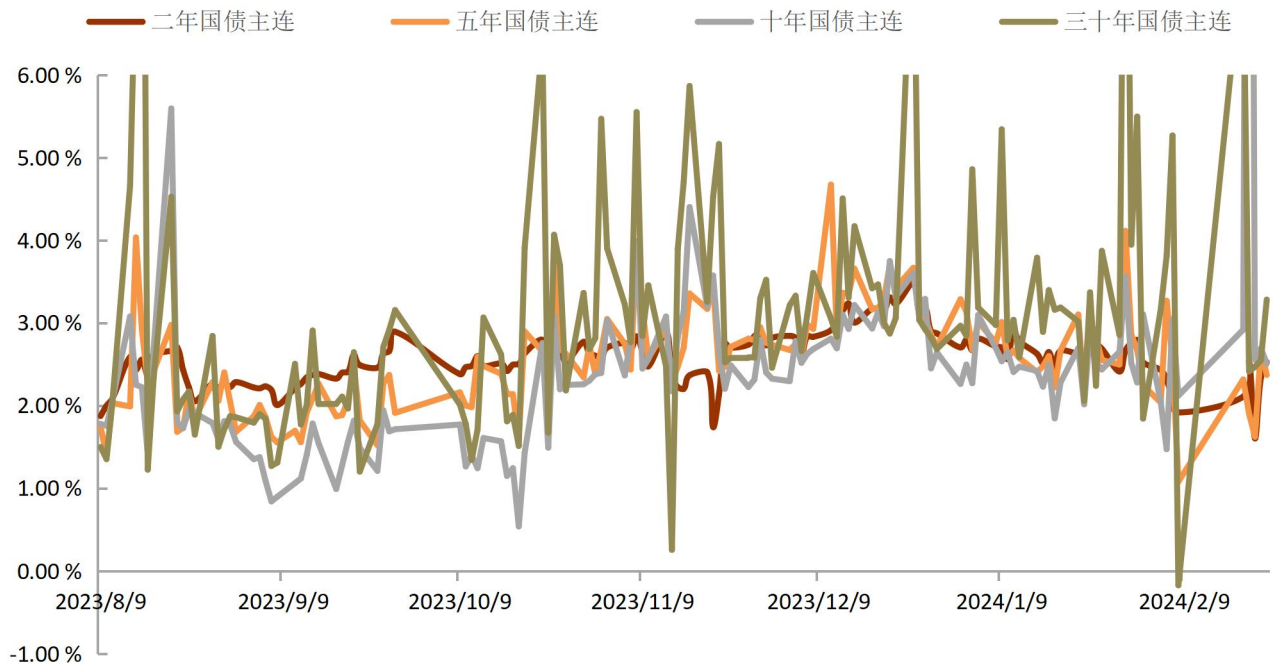
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



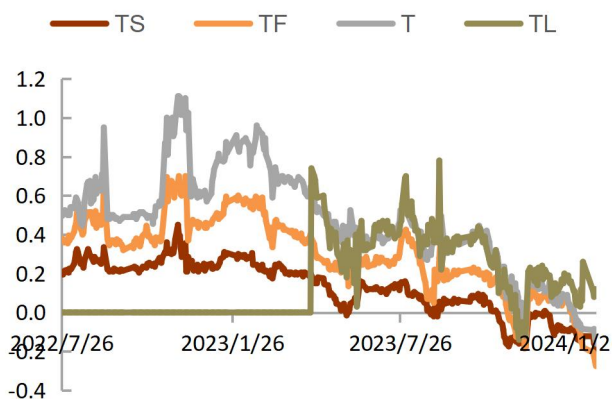
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

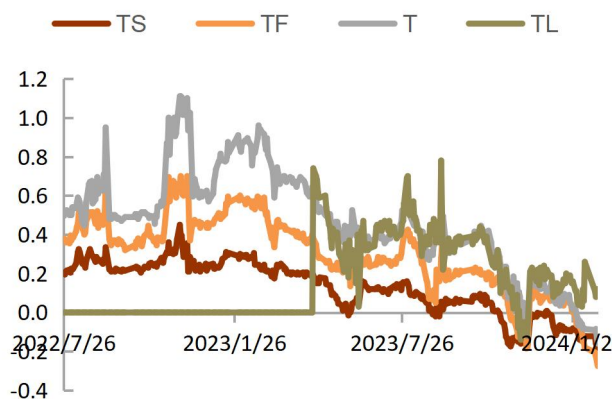


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

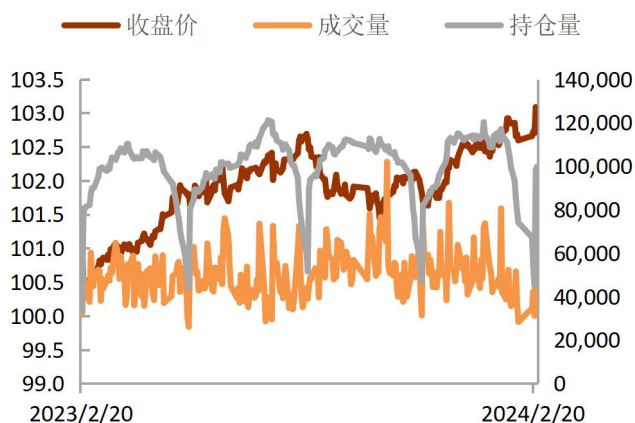


图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

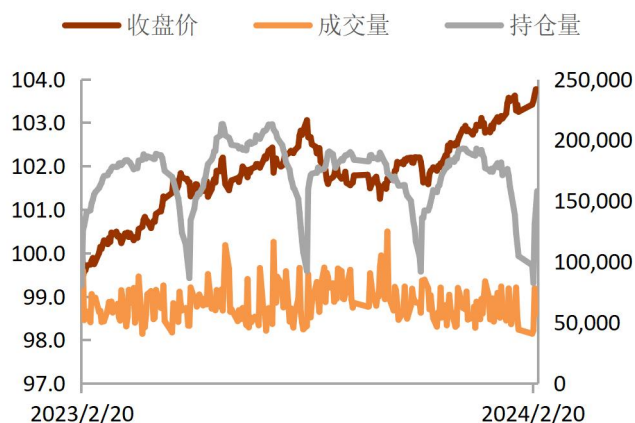


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

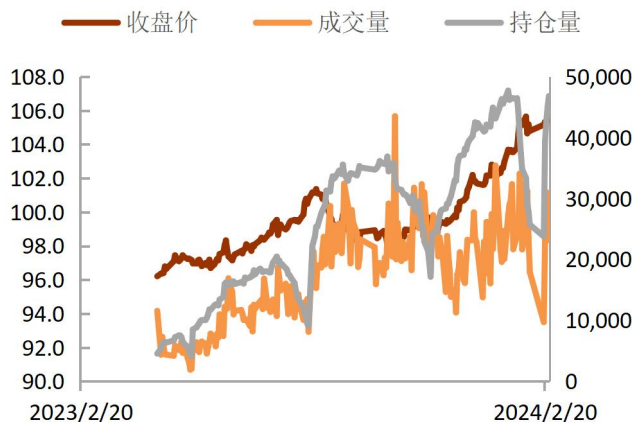


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

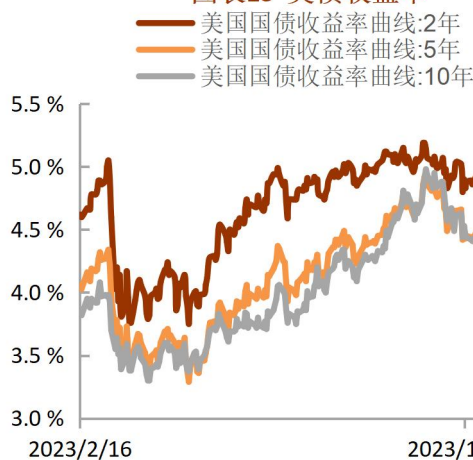


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

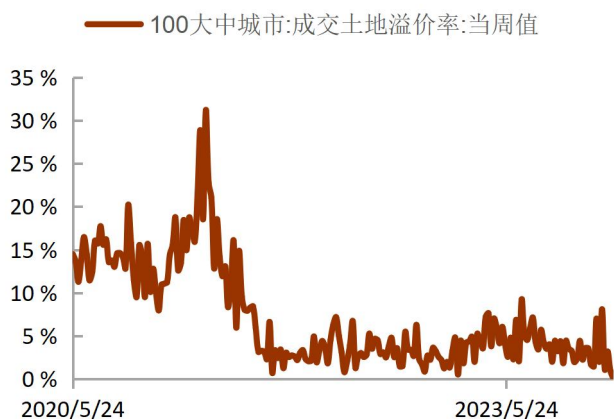


图表15 美债收益率

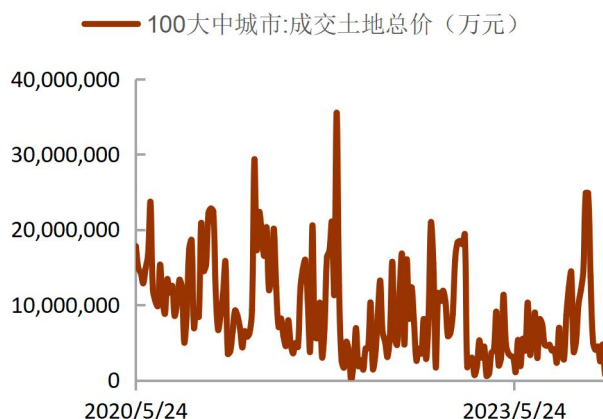


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

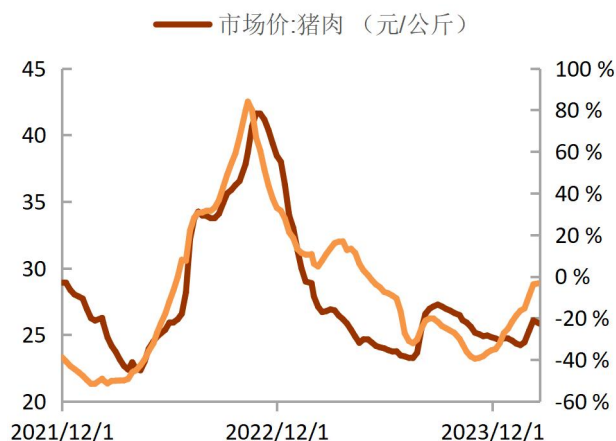


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

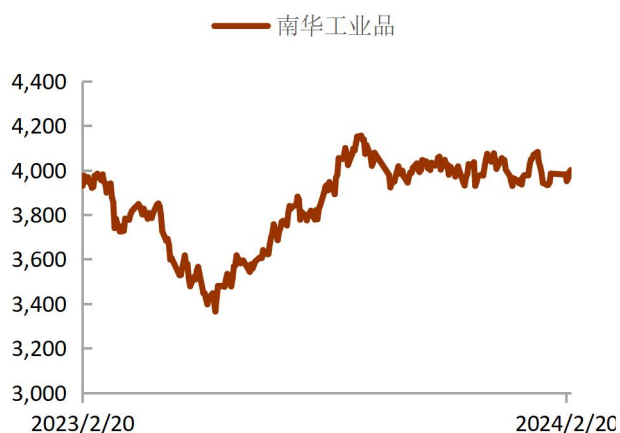


图表19 市场价:猪肉

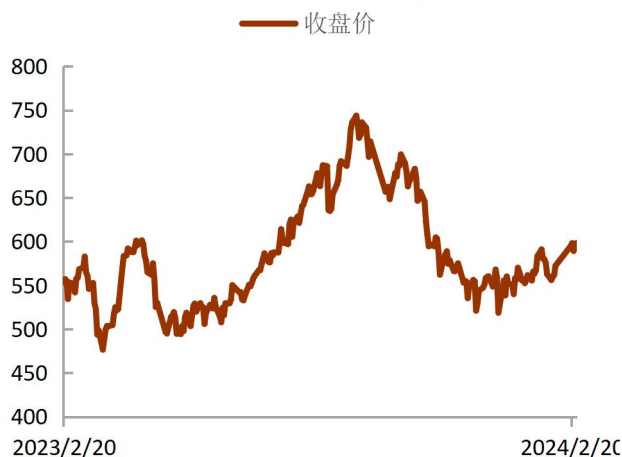


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。