



2024 年 3 月 4 日

债王 30Y 的滑铁卢

核心观点及策略

- 上周债市涨跌不一，其中中短端表现平平，而以30Y为代表的中长期国债则在周一至周四出尽了风头，俨然成了债券市场的拿破仑。但周四中国人民银行发布关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知，本是扩大现券需求的利好消息，但随之而来的还有未来长久期债券加大供给的猜想与传闻，因此在TL国债期货多头在歼灭了市场空头后开始遭遇近段时间少有的失败，TL2406单日跌幅达-1.16%。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放6320亿元，不过从操作上来看依然是常规的月末投放月初回笼，因此没有过多解读必要。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格来看央行公开市场操作也确实达到了平抑资金市场波动的效果。货币政策方面，中国人民银行召开工作座谈会，提到用好用足货币政策工具。因此未来货币政策依然将以宽松为主基调。
- 策略建议：做多10-2Y利差走阔、国债期货跨月价差修复、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
T2406	103.6400	-0.1850	3772	322073	161773
TF2406	102.8500	-0.2350	8320	224076	108114
TS2406	101.4660	-0.1020	4501	145843	57061
TL2406	106.1500	0.5100	5341	180406	52158
T2409	103.6650	-0.1500	3344	20049	7814
TF2409	102.8900	-0.2150	1202	10126	4975
TS2409	101.5600	-0.0240	772	3998	2018
TL2409	106.1400	0.5600	2,946	15944	5493

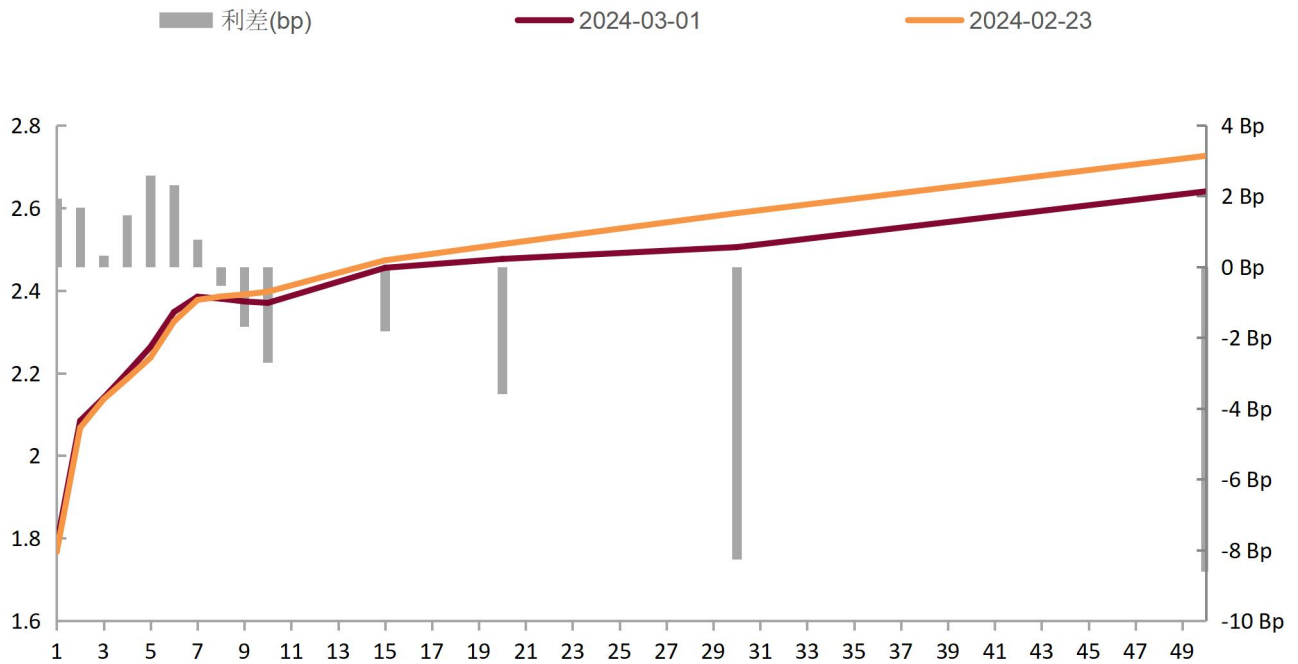
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)			6320			
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/3/1	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2470	回笼
2024/3/1	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	100	投放
2024/2/29	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1170	投放
2024/2/29	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	580	回笼
2024/2/28	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	490	回笼
2024/2/28	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	3240	投放
2024/2/27	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	410	回笼
2024/2/27	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	3840	投放
2024/2/26	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	320	回笼
2024/2/26	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	3290	投放
2024/2/26	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1050	回笼

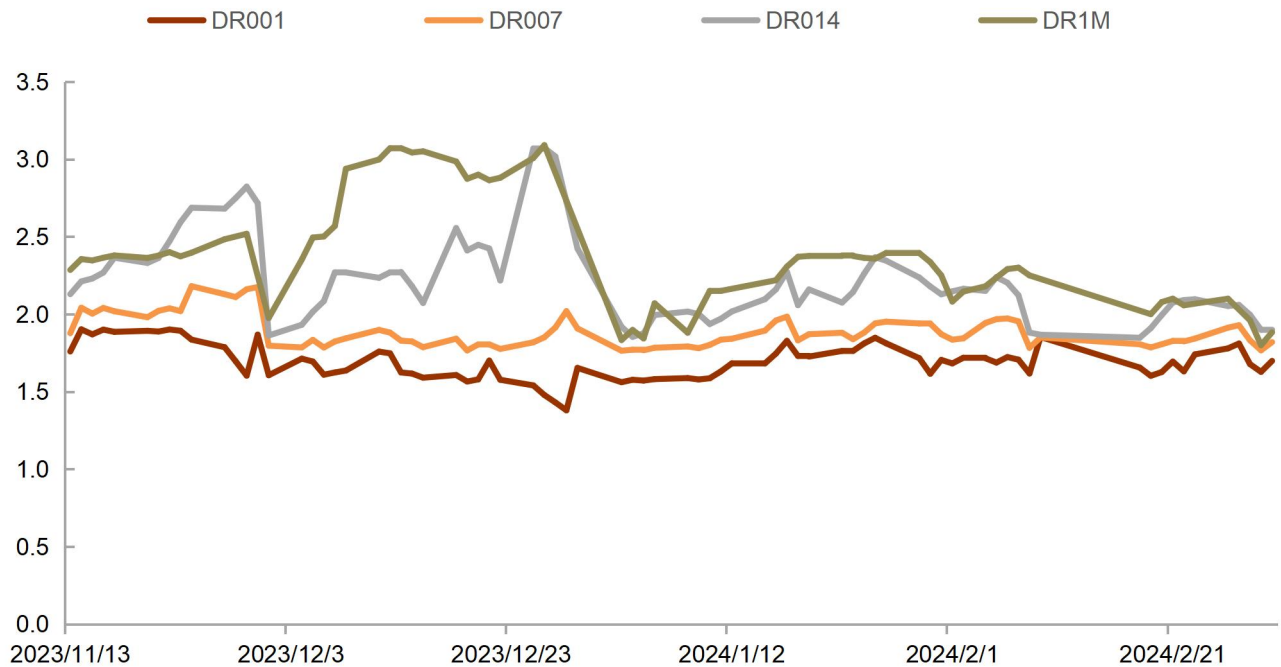
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



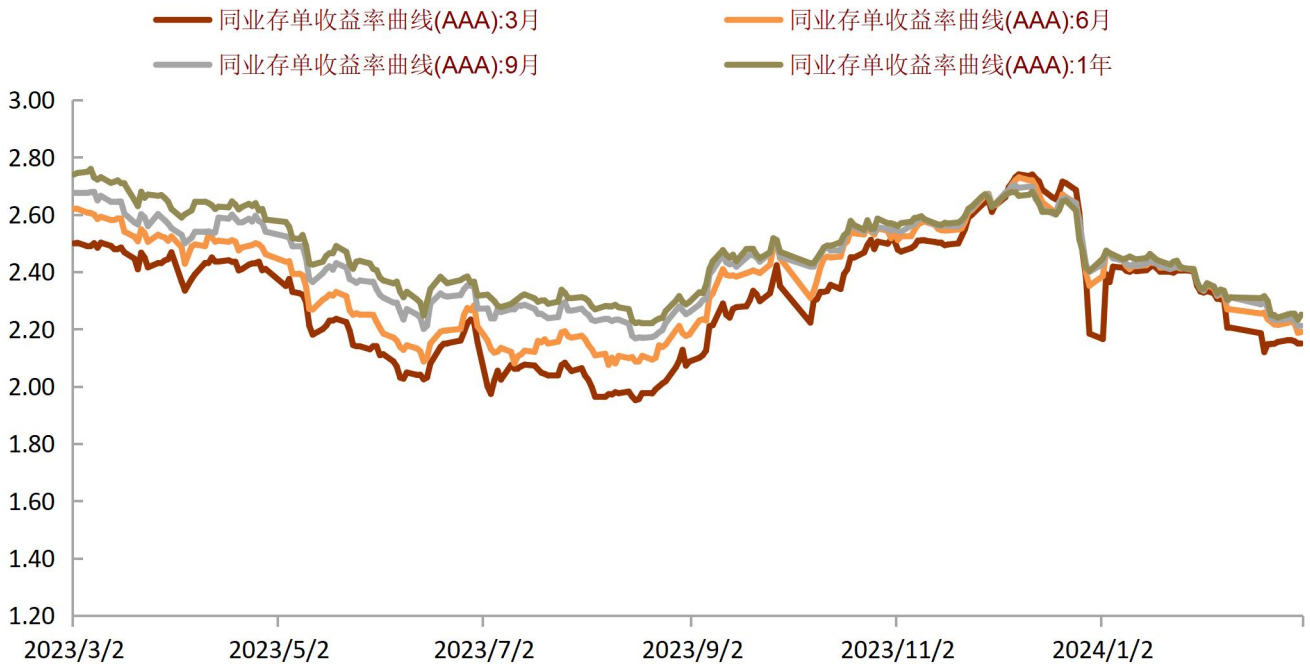
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市涨跌不一，其中中短端表现平平，而以 30Y 为代表的中长期国债则在周一至周四出尽了风头，俨然成了债券市场的拿破仑。但周四中国人民银行发布关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知，本是扩大现券需求的利好消息，但随之而来的还有未来长久期债券加大供给的猜想与传闻，因此在 TL 国债期货多头在歼灭了市场空头后开始遭遇近段时间少有的失败，TL2406 单日跌幅达-1.16%。全周来看十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅 0.54%、最低价 103.565、最高价 104.120、最终收于 103.640、下跌 0.13。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 6320 亿元，不过从操作上来看依然是常规的月末投放月初回笼，因此没有过多解读必要。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格来看央行公开市场操作也确实达到了平抑资金市场波动的效果。货币政策方面，中国人民银行召开工作座谈会，提到用好用足货币政策工具。因此未来货币政策依然将以宽松为主基调。

经济基本面方面：中国 2 月官方制造业 PMI49.1，前值 49.2；中国 2 月官方非制造业 PMI51.4，前值 50.7。中国 2 月官方综合 PMI50.9，前值 50.9。中国 2 月财新制造业 PMI50.9，前值 50.8。虽然官方制造业 PMI 依然走低但，但 2018-2019、2021-2022 年四个春节假期位于 2 月的月份，PMI 环比平均回落 0.47pct，因此剔除春节假期影响，2 月 PMI 则不乏亮点。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 22%。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（近期仍未出现明显反弹迹象）。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

敬请参阅最后一页免责声明

小幅反弹，叠加上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 DR001、DR007 等资金成本标杆维持稳定的情况下，短久期债券收益率下行有阻力，而随着权益市场持续上涨，以及两会期间可能带来的超预期政策，未来长短端利差的走阔仍将大概率由长端收益率上行完成。二是当前部分国债期货远近月价差仍然处于倒挂状态，未来市场对长端热情消退后存在较大修复可能。三是当前部分国债期货盘中仍维持 2.5%左右的 IRR，保持着一定正套空间。因此策略方面依然是做多长短端利差，博弈国债期货跨期价差修复以及国债现券与期货的正套交易。

三、一周要闻

1、国务院以“建立健全公平竞争制度，加快完善全国统一大市场基础制度规则”为主题，进行第六次专题学习。国务院总理李强在主持学习时强调，要深入学习贯彻习近平总书记关于建设全国统一大市场的重要指示精神，按照党中央决策部署，步步为营、系统推进，推动全国统一大市场建设不断取得新进展、实现新突破，为构建新发展格局、推动高质量发展提供有力支撑。中国国际经济交流中心副理事长王一鸣作讲解。国务院副总理何立峰、刘国中，国务委员吴政隆作交流发言。

2、2月26日，中国人民银行召开做好金融五篇大文章工作座谈会。会议强调，各金融机构要提高政治站位，强化组织保障，明确每篇大文章的牵头部门，统筹协调整体推进工作。优化内部资源配置，完善内部资金转移定价、绩效考核、尽职免责等政策安排，根据各重点领域特点加强产品服务创新，加大对五大重点领域的资金支持。用好用足货币政策工具，做好审贷放贷、资金申报和存续期管理，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域。提升专业服务能力，深入研究各重点领域产业政策、发展动态、经营模式、风险特征，加快构建可持续的业务模式。加强与金融管理部门的沟通，及时反映问题、提出建议、与同业交流经验。中国人民银行将通过加强政策指引、强化政策激励、明确目标要求、加强考核评估，做好支持引导和服务保障。

3、2月28日，香港证监会行政总裁梁凤仪女士表示，支持政府致力推动香港资本市场的长远稳健增长。将与香港交易所紧密合作，以改善市场的微观结构、降低股市交易成本及提升市场效率。在各项市场发展举措中，证监会非常认同政府对于直接和间接交易成本均须下调以改善市场流动性的看法。特别是，证监会将与香港交易所合作，检视股票交易的最低买卖差价。证监会亦欢迎其他降低成本的政策及激励措施，包括延长开放式基金型公司及房地产投资信托基金（房地产基金）的资助计划，以及豁免房地产基金的印花税。证监会将于稍后公布延长资助计划的更多细节。证监会亦将与政府及其他监管机构紧密合作，探索如何

利用香港的优势以保障金融稳定及支持本港和国家的经济发展。

4、美国四季度实际 GDP 年化季环比修正值 3.2%，低于初值 3.3%，前值 4.9%。四季度不含食品和能源的核心 PCE 价格指数年化季环比修正值 2.1%，高于初值 2%，前值 2%。美国 1 月批发库存环比初值为-0.1%，低于前值 0.4%。美国 1 月零售库存环比为 0.5%，低于修正前值 0.6%。

5、据新华社，中共中央政治局 2 月 29 日召开会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第二次会议审议的《政府工作报告》稿。中共中央总书记习近平主持会议：过去一年，面对异常复杂的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，顶住外部压力、克服内部困难，付出艰辛努力，新冠疫情防控实现平稳转段，经济实现回升向好，民生保障有力有效，全年经济社会发展主要目标任务圆满完成，高质量发展扎实推进，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。会议强调，今年是中华人民共和国成立 75 周年，是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。做好政府工作，要在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中全会精神，按照中央经济工作会议部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，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，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。

6、中国人民银行发布关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知提出，投资者可通过柜台业务开办机构投资国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等银行间债券市场债券品种，投资者适当性应当符合《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》的规定。本通知自 2024 年 5 月 1 日起实施。中国人民银行有关负责人就《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》答记者问。央行表示，目前，我国居民直接持有的政府债券规模较小，与成熟债券市场相比，还有很大提升空间。通过柜台渠道投资债券市场，可以将储蓄高效转化为债券投资，增加居民财产性收入。

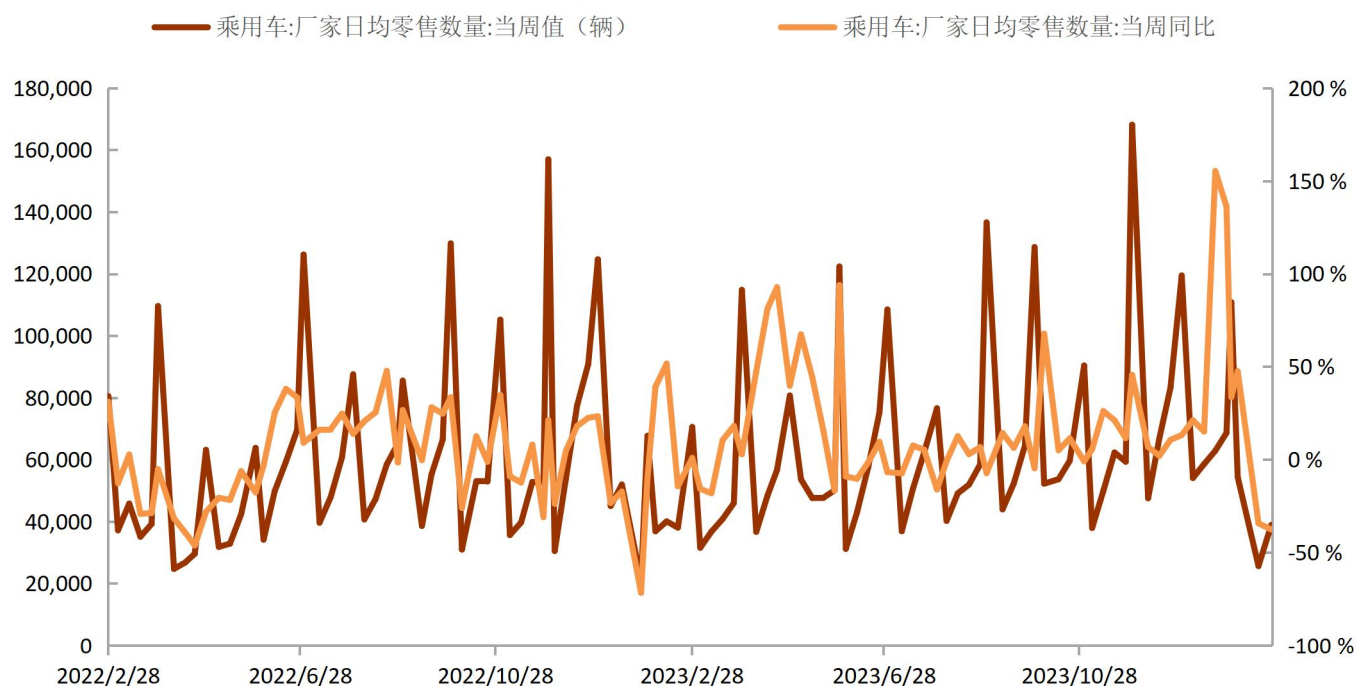
7、国务院常务会议：审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》会议指出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，是党中央着眼于我国高质量发展大局作出的重大决策。要按照党中央部署要求，坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持标准引领、有序提升，抓紧完善方案，精心组织实施，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，让这项工作更多惠及广大企业和消费者。要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换

新，形成更新换代规模效应。要落实全面节约战略，抓紧建立健全回收利用体系，促进废旧装备再制造，提升资源循环利用水平。

8、中国 2 月官方制造业 PMI49.1，前值 49.2；中国 2 月官方非制造业 PMI51.4，前值 50.7。中国 2 月官方综合 PMI50.9，前值 50.9。中国 2 月财新制造业 PMI50.9，前值 50.8。

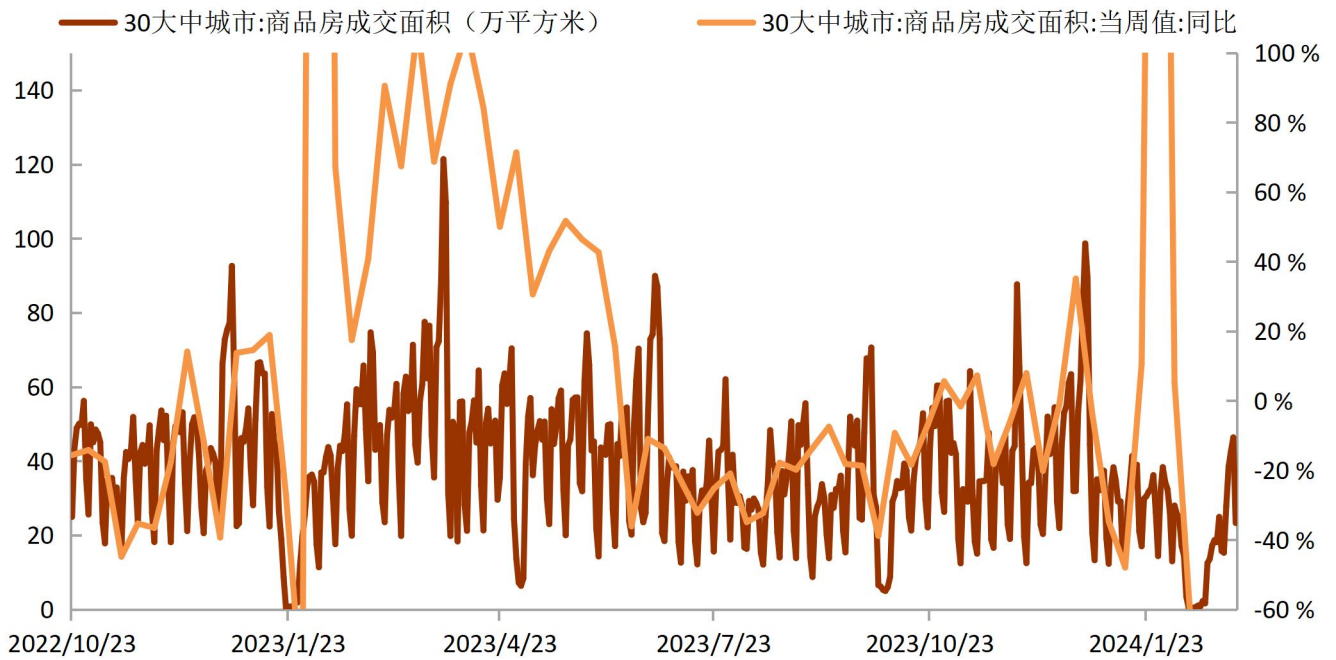
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



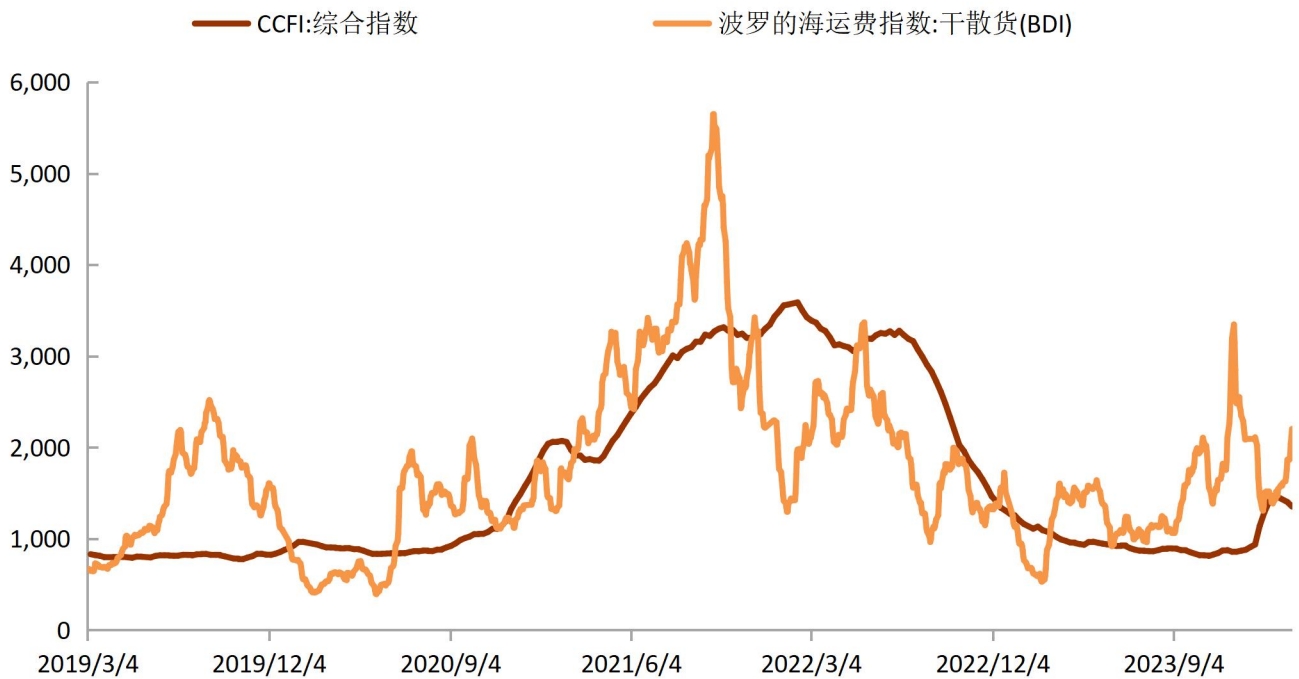
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



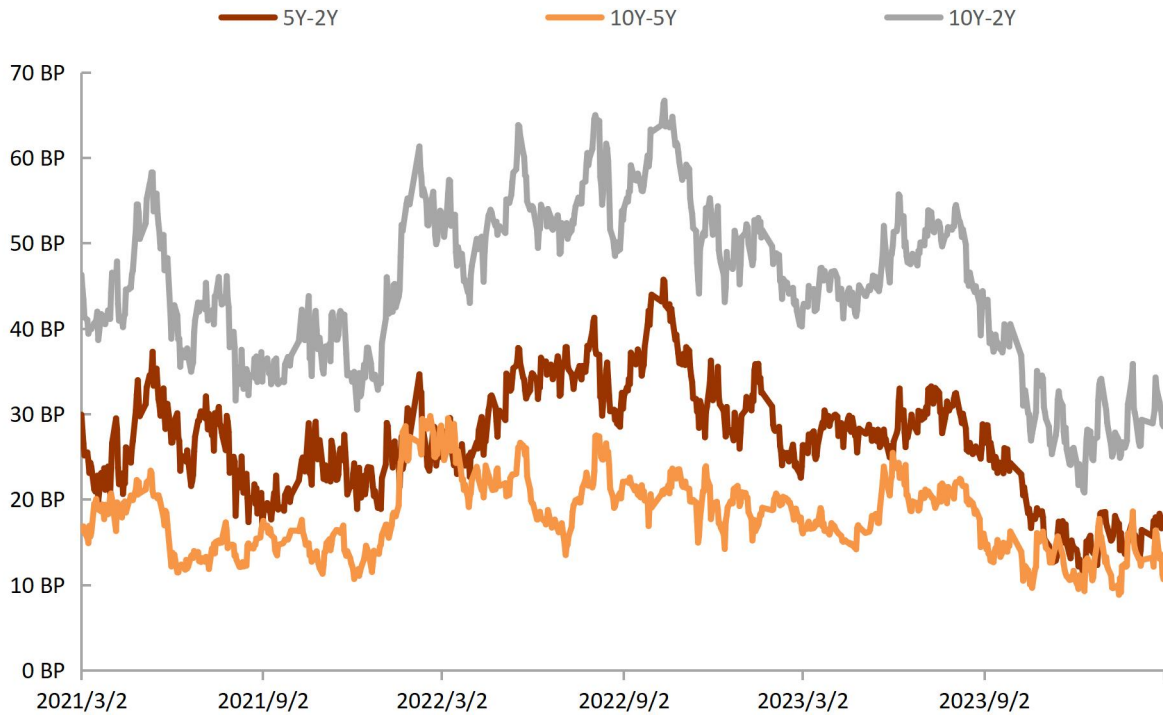
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



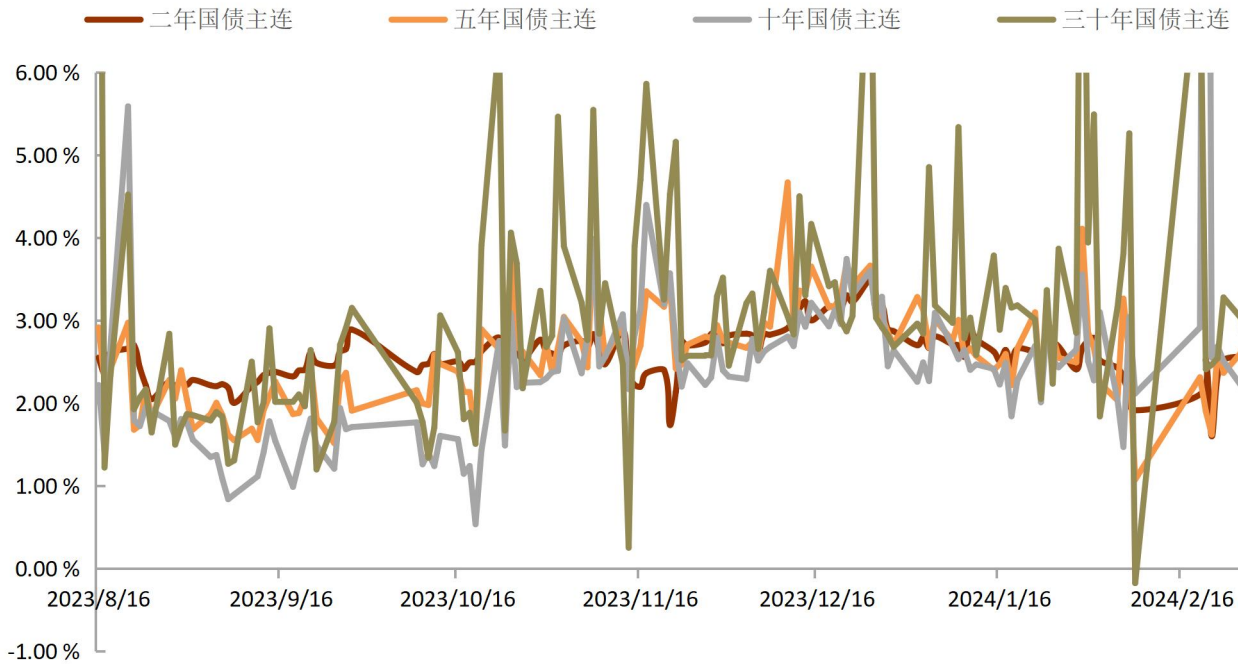
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



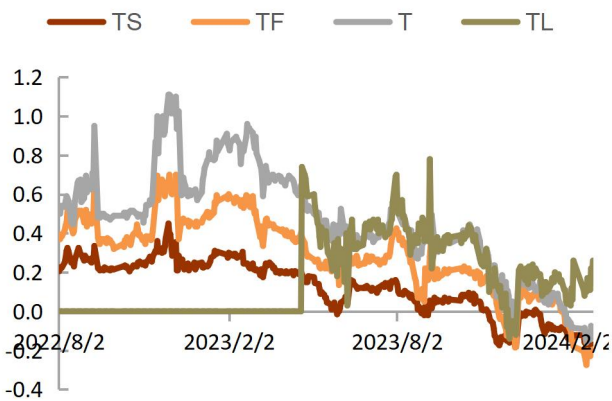
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

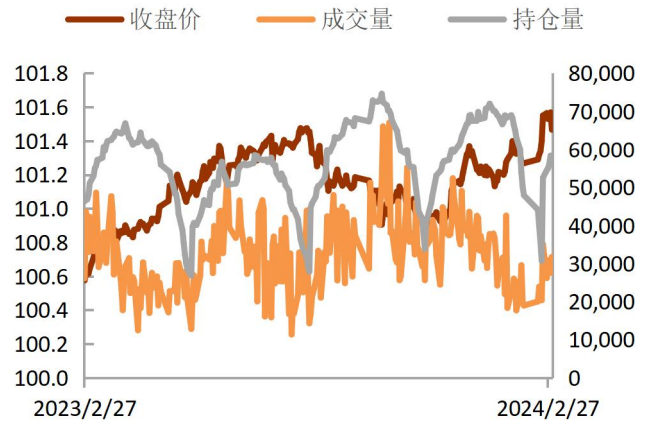


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

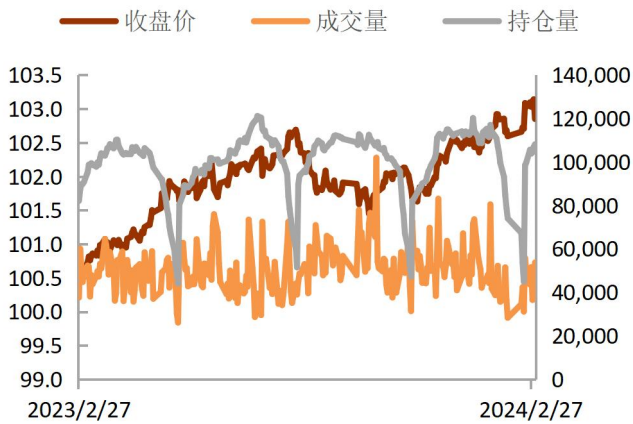


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

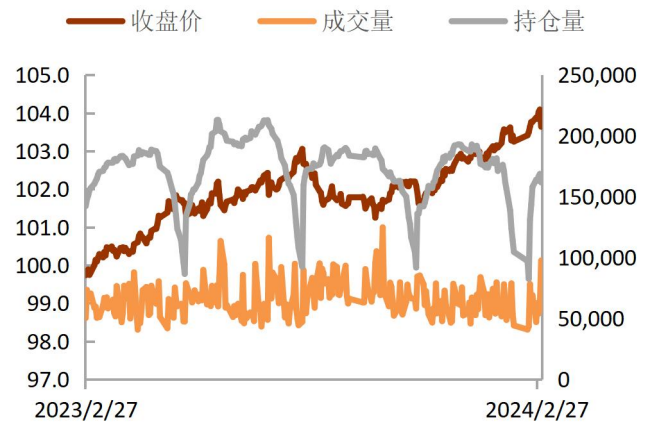


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

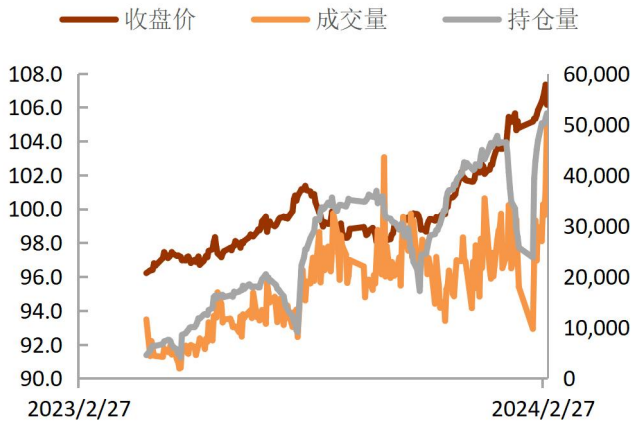


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

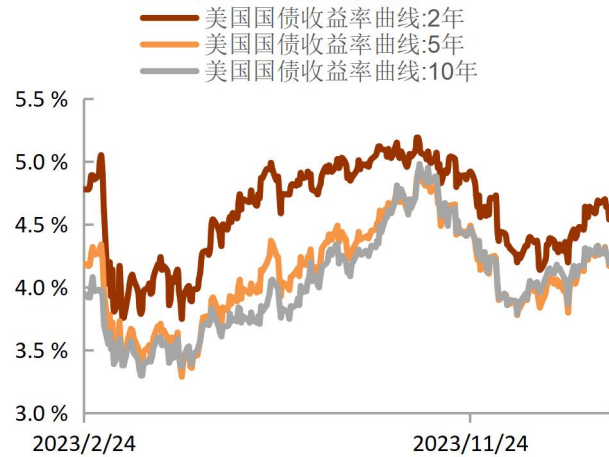


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

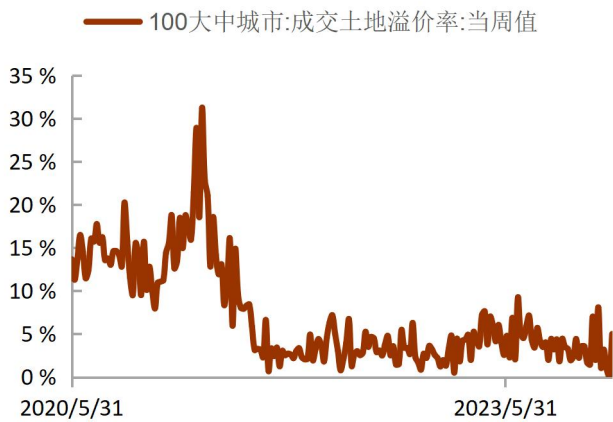


图表15 美债收益率

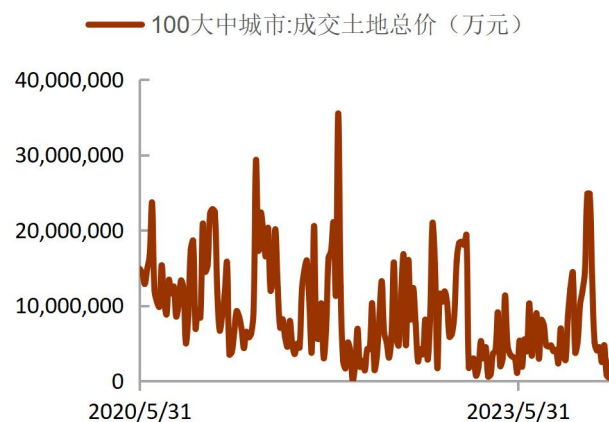


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

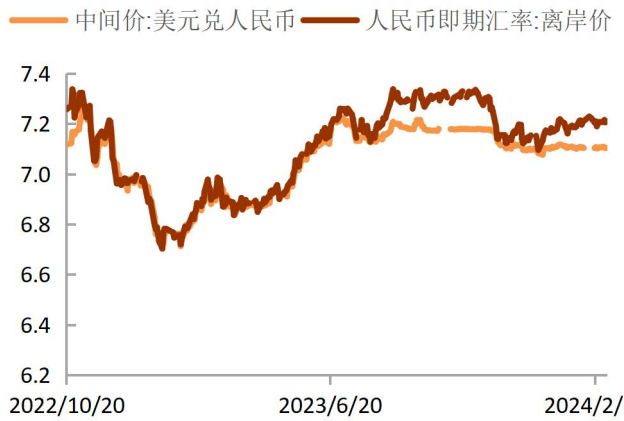


图表17 成交土地总价

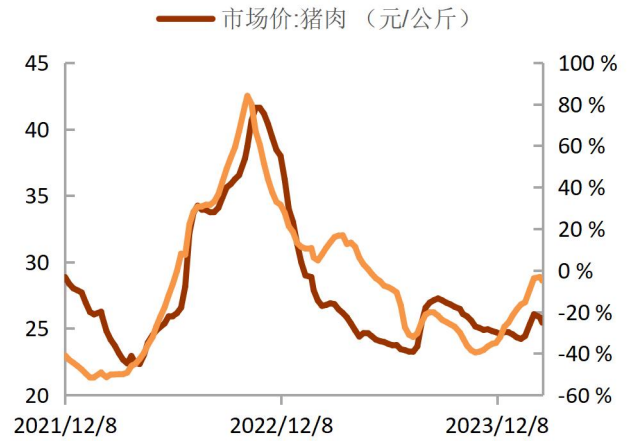


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

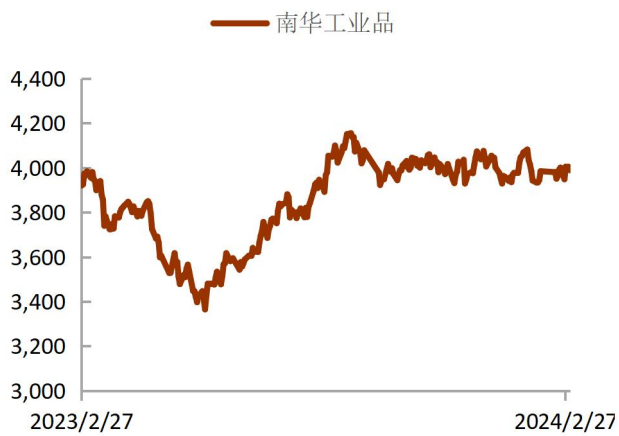


图表19 市场价：猪肉

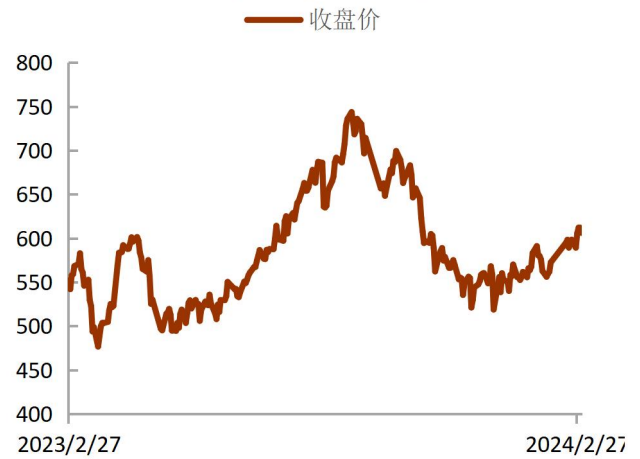


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。