

2024年3月25日



超长期国债市场化发行

长短利差开始走阔

核心观点及策略

- 上周债市先涨后跌，但短债表现明显好于长债，长短端利差明显走阔，其中2Y期国债表现最好收益率下行9BP左右，而此前的债王30Y国债收益则仅下行3.8BP左右，7Y国债表现则最差收益率与上周基本持平。具体看债市上涨主要体现在周一，主要是地产数据低迷，同时此前下跌债市存在反弹需求。到了周五一方面是50Y国债市场化发行，另一方面市场传闻监管窗口指导公募债基杠杆上限由40%调整至30%，两大利空相互作用债市迎来大幅下跌。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼170亿元，从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看资金面依然处于平稳宽松状态。货币政策方面，人民银行副行长宣昌能表示，法定存款准备金率仍有下降的空间。因此未来货币政策不存在彻底转向风险，但早盘公开市场操作底量逐步从100亿缩减至20亿，交易员大会提及杠杆风险及传闻监管窗口指导公募降杠杆都在预示未来敲打市场可能存在阶段性资金面紧张可能。
- 策略建议：做多30-2Y利差
- 风险因素：权益市场持续反弹、超长期特别国债供给放量

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	103.8100	0.0550	2993	370274	177609
TF2406	102.8850	0.1000	9287	293452	121885
TS2406	101.5120	0.1360	234	183521	62296
TL2406	105.4900	-0.1200	7350	213159	59081
T2409	103.7300	0.0200	1899	30921	14930
TF2409	102.8900	0.1050	1261	11482	8475
TS2409	101.5380	0.1040	230	8524	3055
TL2409	105.5000	-0.0800	343	25605	12752

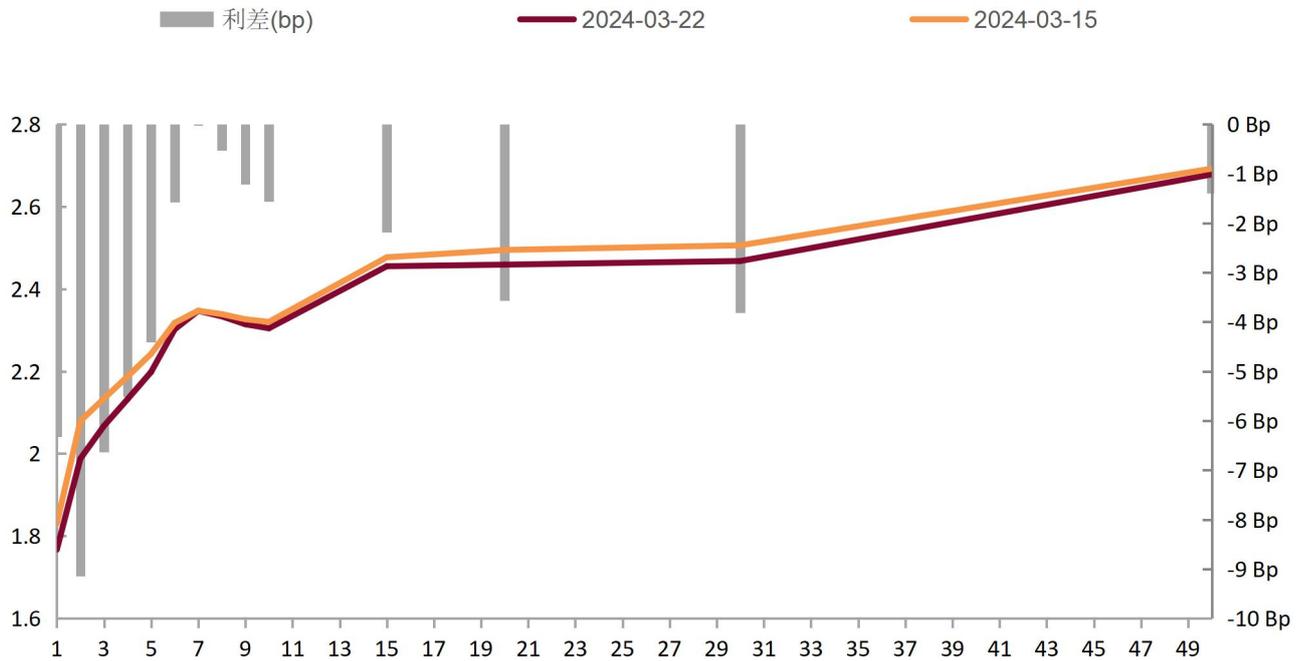
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)			-170			
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/3/22	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/3/22	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	130	回笼
2024/3/21	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/3/21	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	30	回笼
2024/3/20	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	30	回笼
2024/3/20	逆回购	7日回购	7天	1.80	30	投放
2024/3/19	逆回购	7日回购	7天	1.80	50	投放
2024/3/19	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/18	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	100	回笼
2024/3/18	逆回购	7日回购	7天	1.80	100	投放

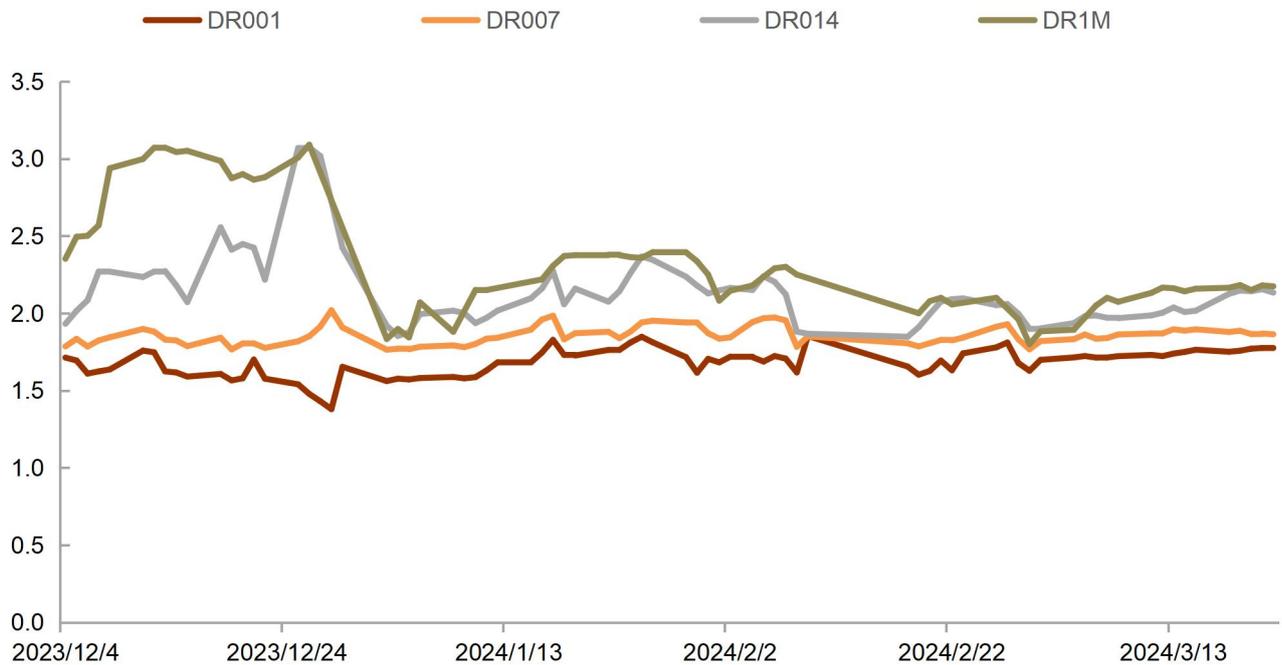
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



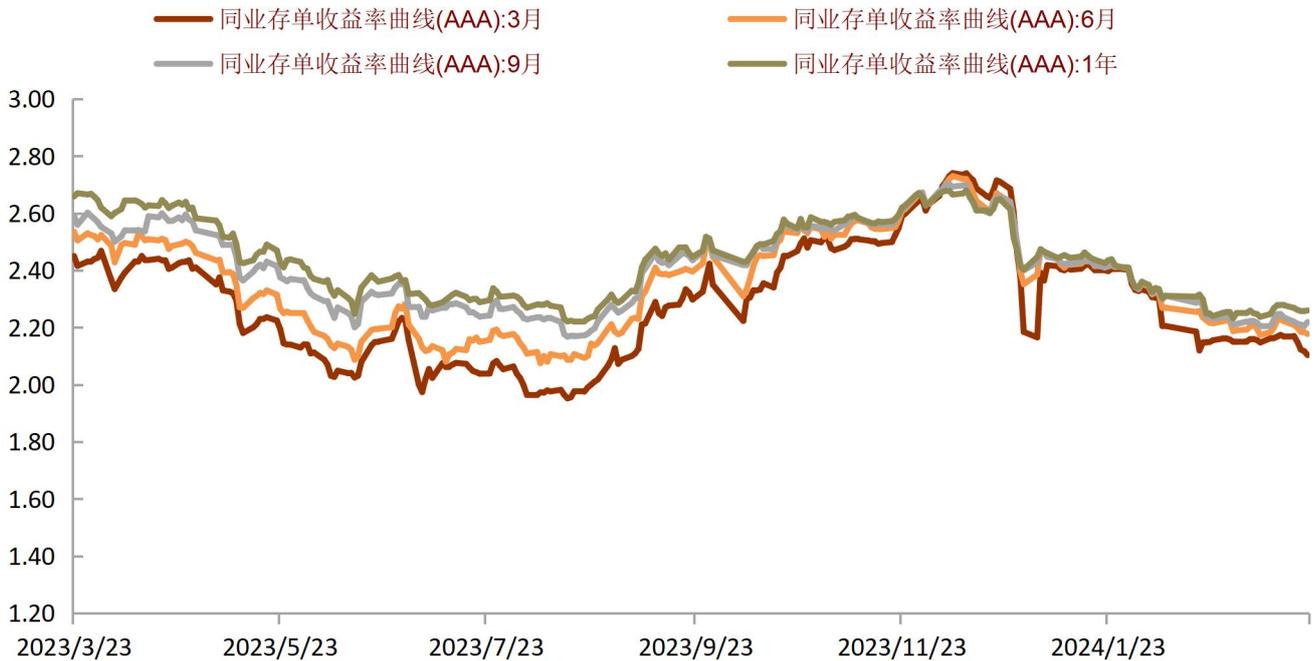
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市先涨后跌，但短债表现明显好于长债，长短端利差明显走阔，其中 2Y 期国债表现最好收益率下行 9BP 左右，而此前的债王 30Y 国债收益则仅下行 3.8BP 左右，7Y 国债表现则最差收益率与上周基本持平。具体看债市上涨主要体现在周一，主要是地产数据低迷，同时此前下跌债市存在反弹需求。而周中由于交易员大会原因市场现券成交热情明显下滑。到了周五一方面是 50Y 国债市场化发行，另一方面市场传闻监管窗口指导公募债基杠杆上限由 40% 调整至 30%，两大利空相互作用债市迎来大幅下跌。全周来看十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅为 0.43%、最高价为 104.15、最低价为 103.7、终止价为 103.81、下跌 0.045。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 170 亿元，从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看资金面依然处于平稳宽松状态。货币政策方面，人民银行副行长宣昌能表示，法定存款准备金率仍有下降的空间。因此未来货币政策不存在彻底转向风险，但早盘公开市场操作底量逐步从 100 亿缩减至 20 亿，交易员大会提及杠杆风险及传闻监管窗口指导公募降杠杆都在预示未来敲打市场可能存在阶段性资金面紧张可能。

经济基本面方面：上周固定资产投资、工业增加值及社零表现中上，但房地产相关数据走弱依然是债市多头抓手。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，乘联会数据显示 3 月 1 日至 17 日销量同比增长 13%，依然为消费数据向好打下良好基础。

二是 30 城商品房成交面积进入 3 月虽然小幅反弹，但高基数效应下同比依然有待改善。

三是外贸方面，CCFI 继续小幅调整，而波罗的海干散货指数则持续上行。四是猪肉价格继续维持低位，但生猪期货价格却持续上行，叠加上天邦重整未来生猪产能出清大概率带来通胀上行。五是南华工业品指数高位震荡，随着基数回落未来 PPI 有望转向。

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，而随着特别国债市场化发行落地，以及监管对部分机构过度博弈久期的关注，市场投机偏好有望得以扭转，尤其是周五 50Y 国债一级投标全场倍数达 3.81、边际利率 2.65%，未来加大超长久期国债供给力度搞了较高，超长端供给潜在利空较大，如超长久期策略赚钱效应消退，资金逐步撤离下超长期调整风险仍在。因此策略方面依然是做多超长与短端利差仍然是当前较优策略。

三、一周要闻

1、国家统计局数据显示，2024 年 1—2 月份，全国固定资产投资(不含农户)50847 亿元，同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点。其中，制造业投资增长 9.4%，增速加快 2.9 个百分点；基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增长 6.3%，增速加快 0.4 个百分点。从环比看，2 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.88%。2024 年 1—2 月份，民间固定资产投资 26753 亿元，同比增长 0.4%。

2、国家统计局数据显示，1-2 月份，规模以上工业(以下简称规上工业)原煤生产有所下降，原油、天然气、电力生产稳定增长。原煤生产有所下降，进口较快增长。1—2 月份，规上工业原煤产量 7.1 亿吨，同比下降 4.2%，上年 12 月份为增长 1.9%；日均产量 1175 万吨。进口煤炭 7452 万吨，同比增长 22.9%，继续保持较快增长。原油生产稳定增长，进口增速加快。1-2 月份，规上工业原油产量 3511 万吨，同比增长 2.9%，增速比上年 12 月份放缓 1.7 个百分点；日均产量 58.5 万吨。进口原油 8831 万吨，同比增长 5.1%，增速比上年 12 月份加快 4.5 个百分点。天然气生产增速加快，进口保持较快增长。1-2 月份，规上工业天然气产量 417 亿立方米，同比增长 5.9%，增速比上年 12 月份加快 3.0 个百分点；日均产量 6.9 亿立方米。进口天然气 2210 万吨，同比增长 23.6%，增速比上年 12 月份放缓 0.1 个百分点。

3、今年前两个月，全国房地产开发投资同比下降了 9%，降幅比上年全年收窄了 0.6 个百分点。从销售来看，1-2 月份，全国新建商品房销售面积同比下降 20.5%，销售额下降了 29.3%。从价格来看，2 月份，70 个大中城市各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体继续收窄，同比继续下降。

4、1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。1-2 月份，服务零售额同比增长 12.3%。从环比看，2 月份社会消费品零售总额比上月增长 0.03%。

5、3月21日，财政部数据显示，今年前两个月全国个人所得税收入3262亿元，同比下降15.9%。这一降幅大于前两个月税收收入降幅（-4%），也大于去年全年个税收入降幅（-1%）。从财政部公开的2009年以来十几年个税前两个月收入增速来看，这一增速波动较大。比如2011年前两个月个税收入增速高达54.6%，而2019年前两个月个税收入同比下降18.1%。个税前两个月收入波动较大的一个重要原因，跟每年春节假期时间不同，导致个人年终奖缴纳个税收入入库时间不同。今年春节假期在2024年2月10日至17日，这比去年春节假期的时间（1月下旬）要晚。按照目前个税申报时间，一般个人取得收入是在次月的十五日内缴入国库，这意味着今年前两个月的个人所得税收入，主要反映去年12月份和今年1月份个人收入，而不少单位习惯在春节假期左右发放年终奖，这也就使得今年不少个人年终奖个税收入将集中在3月份入库，而去年这一税收多在2月份入库，也就使得去年相对基数高，导致个税收入出现明显下滑。

6、3月21日，国务院新闻办公室举行新闻发布会。中国人民银行副行长宣昌能在会上表示，下一阶段，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间，存款成本下行和主要经济体货币政策的转向有利于拓宽利率政策的操作自主性。设立的科技创新和技术改造再贷款将助力高端制造业和数字经济加快发展。下一阶段，稳健的货币政策将继续灵活适度、精准有效，合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

7、3月19日电，日本央行将政策利率设定在0%-0.1%区间，符合市场预期，为2007年以来首次加息，长达8年的负利率时代正式终结。日本央行取消收益率曲线控制(YCC)政策。日本央行将继续购买日本国债，规模与以前基本持平。

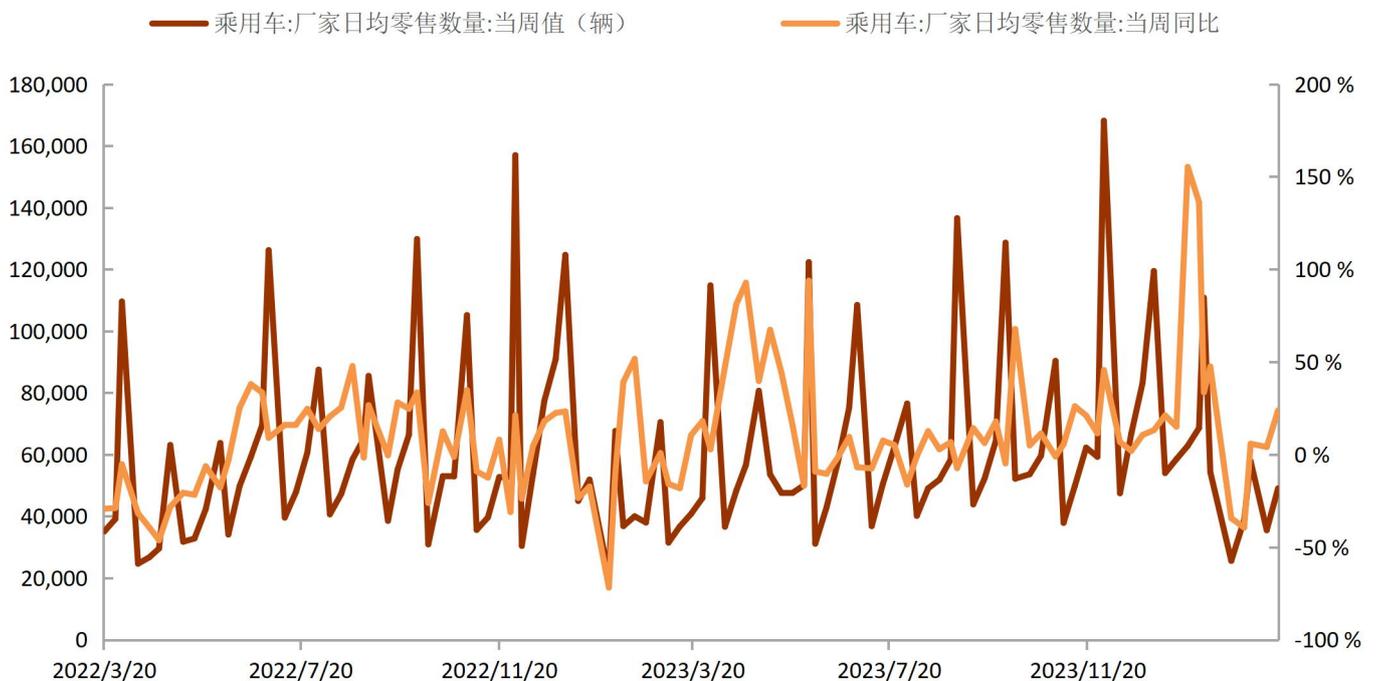
8、美联储在最新声明中宣布，将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间。这一决定符合市场预期。声明指出，美联储将继续关注就业和通胀目标的平衡，并重申将通货膨胀率恢复至2%的承诺。尽管美国经济增长稳健，通胀高于预期，但美联储官员并未大幅改变2024年降息的前景，预计今年将降息三次。此外，美联储上调了对2024年美国GDP增长的预测，预计增长率为2.1%，高于去年12月预测的1.4%。失业率预测也小幅下调至4%。美联储主席鲍威尔表示，政策利率可能已达到峰值，今年某个时候开始放松货币政策是合适的。他强调，首次降息具有重大影响，美联储将谨慎对待这个问题。在金融市场方面，美联储宣布维持利率不变后，美股三大指数快速拉升。截至发稿时，道琼斯指数涨超0.7%，纳斯达克指数涨超1%，标普500指数涨超0.6%。汇市方面，美元指数短线跳水，非美货币整体拉升。贵金属方面，伦敦金现涨超1%，报2182.48美元/盎司；伦敦银现涨超2%，报25.5美元/盎司。市场机构普遍认为，美联储6月降息的可能性较大。国金证券(600109)研报指出，2024年美联储政策的基准假设是适时降息，全年降息2-3次。招银国际预测，美联储可能在6月首次降息，全年降息幅度100个基点，年末联邦基金利率在4.3%左右。东兴证券(601198)也表示，最佳的降息窗口在二季度末三季度初。

9、21日下午，商务部举行例行新闻发布会。记者提问：有报道称美政府正考虑以“华

为供应商”为由，将数家中国芯片公司加入制裁名单。对此，新闻发言人何亚东表示，中方一贯反对将经贸科技问题政治化、武器化。最近几年，美方滥用出口管制措施，无理制裁打压中国企业，严重扰乱全球半导体产业链，全球产业链、供应链，损人害己。如果美方动用国家力量在持续打压华为基础上，以所谓存在关联为由，对中国更多企业实施制裁，这将是典型的经济霸凌做法，违反国际经贸规则，损害国际经贸持续，为国际经贸界所不齿。中方敦促美方不要采取错误做法，并将适情采取必要措施，维护中国企业合法权益。

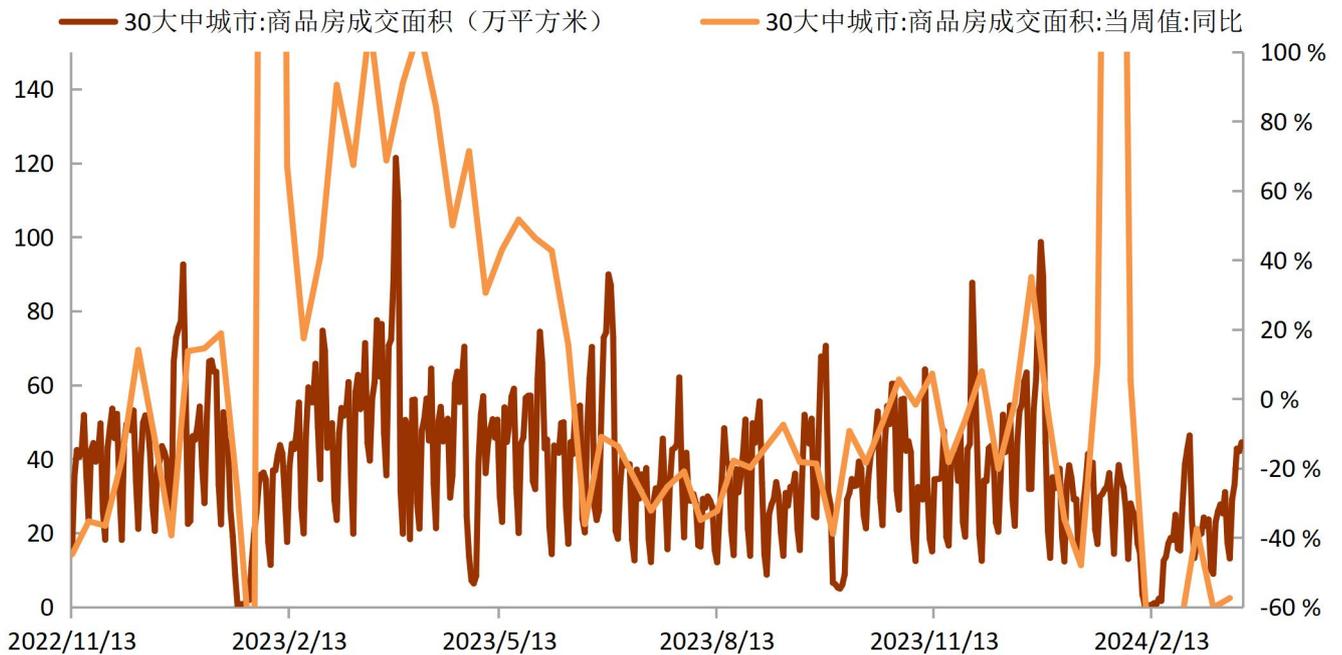
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



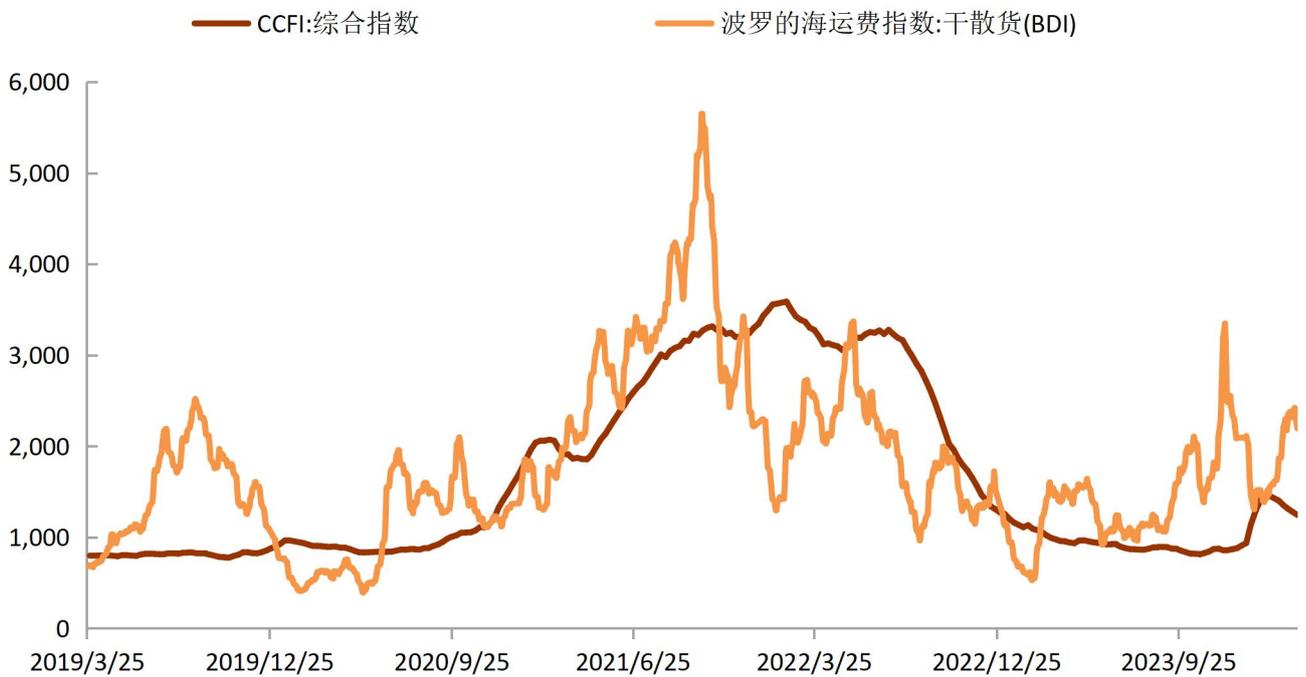
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



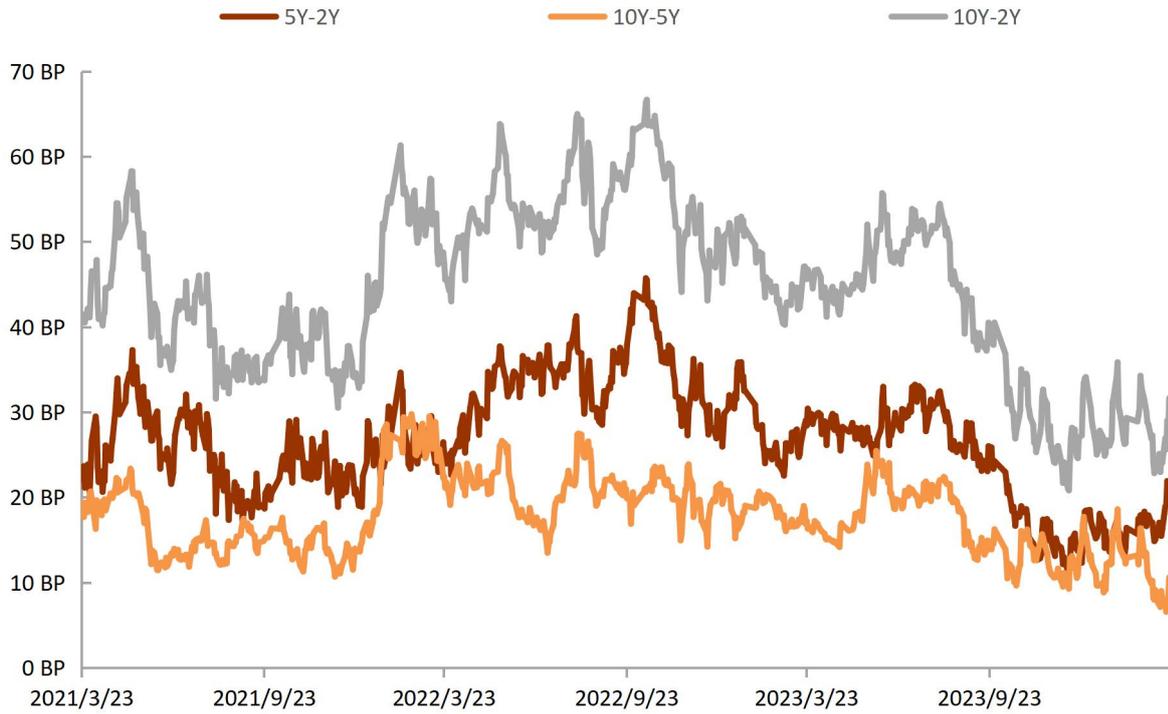
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



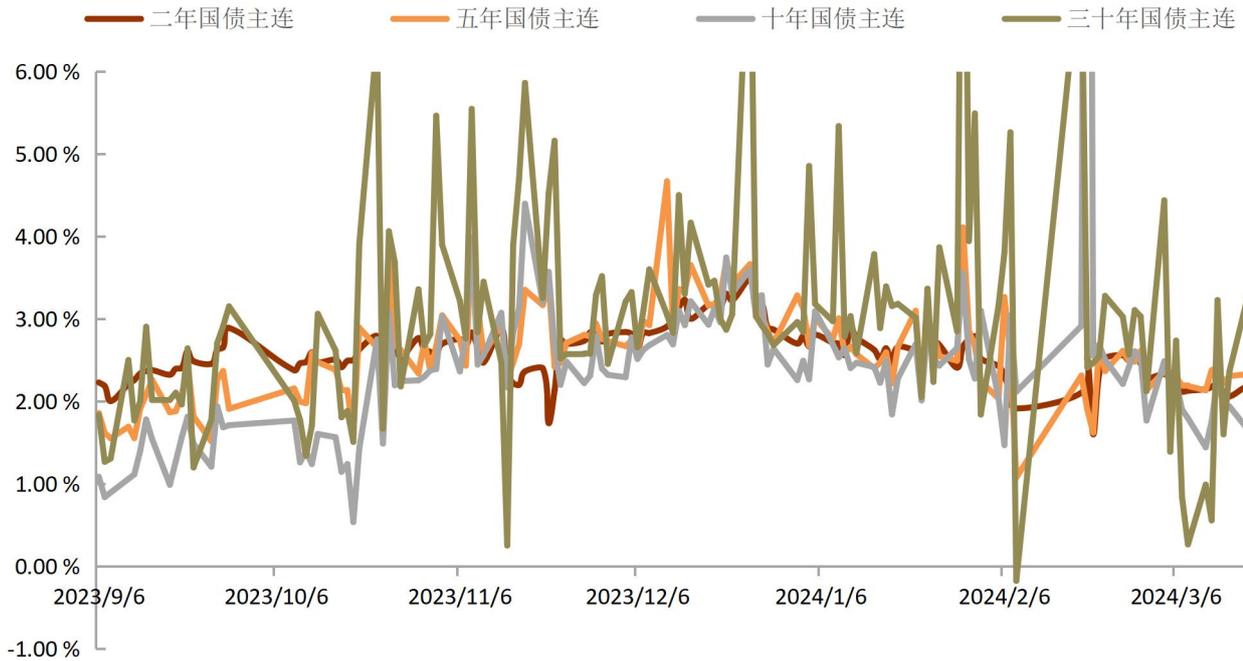
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



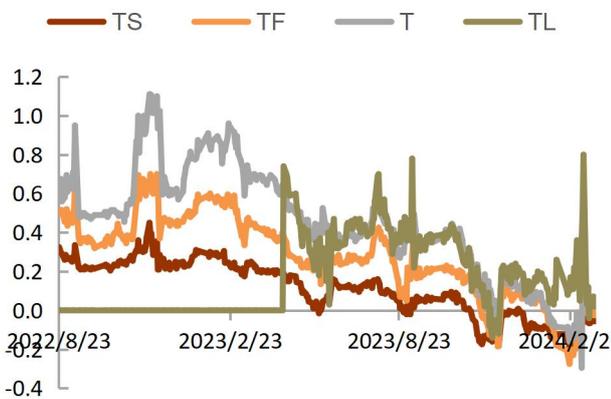
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

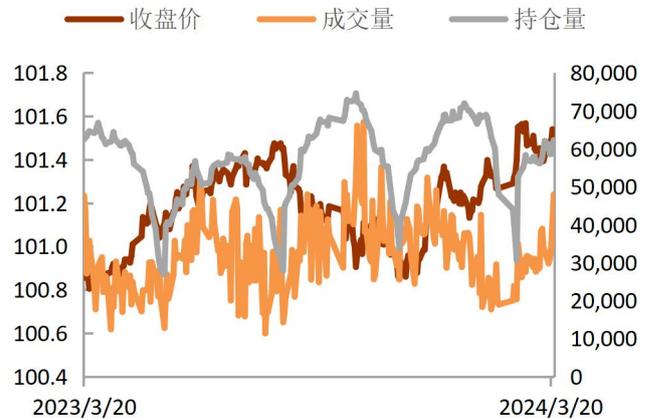


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

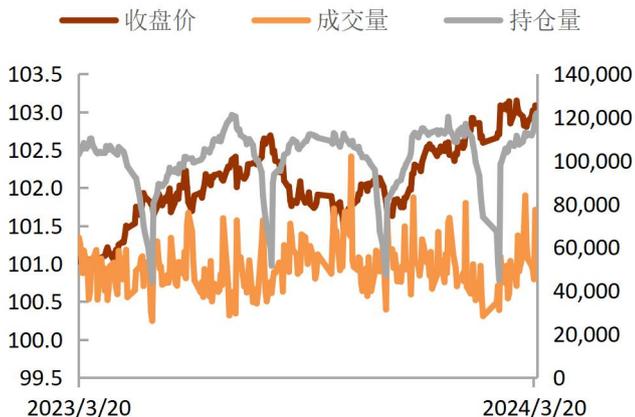


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

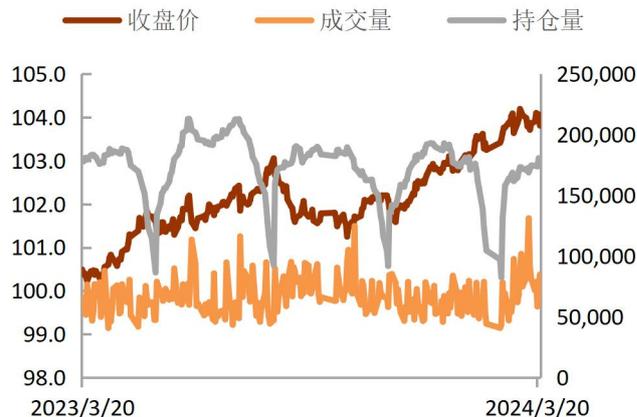


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

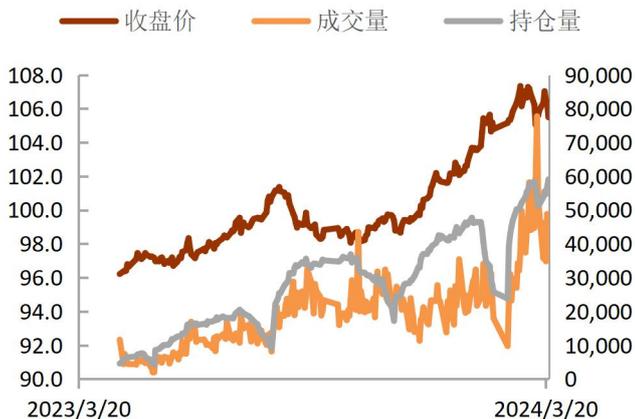


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

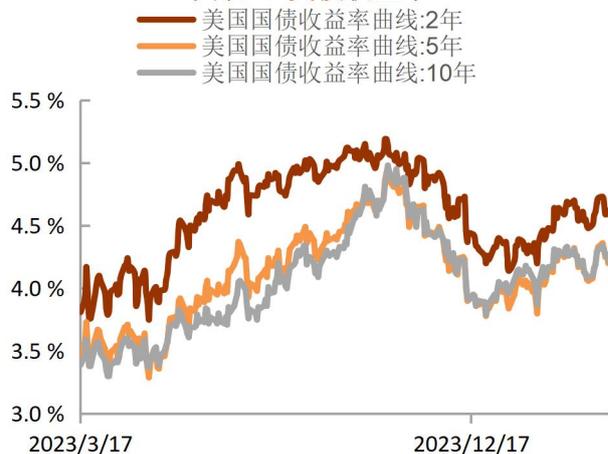


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

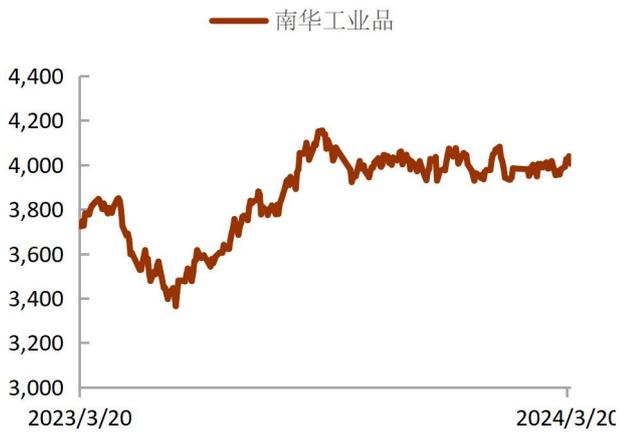


图表19 市场价：猪肉

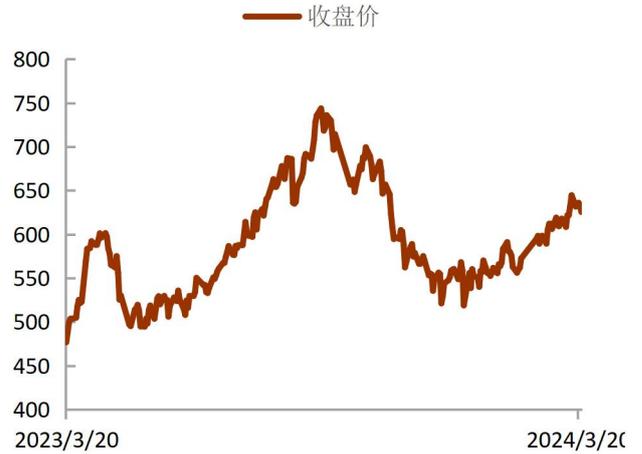


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。