



2024年4月8日

## 充实货币政策工具箱 与关注长期收益率变化

### 核心观点及策略

- 上周由于假期影响，债市仅有3个交易日，总体看上周债市处于横盘震荡，其中1-2Y期限表现明显好于其他期限，其中2Y期国债现券收益率下行1.25BP左右，而30Y国债收益率则小幅上行0.8BP。具体看债市周一大幅低开，其原因为PMI超市场预期，市场对经济悲观预期遭扭转，而周三则为中采回应PMI季调因子异常，再次激起市场做多国债热情，但国债期货收盘后，央行货币政策委员会2024年第一季度例会通讯稿发布，其中首次提及关注长期收益率变化，在当前超长债异常火爆的背景下不免让市场做出对债市利空解读，因此尾盘现券收益率又出现一定幅度上行。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼5240亿元，不过得益于跨季结束，DR001、DR007等关键期限加权成交价格依然出现一定幅度下行，从长期看当前资金面依然处于相对宽松状态。
- 策略建议：降低账户久期、高IRR时建立正套仓位
- 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	104.0250	0.0050	1579	197970	185140
TF2406	103.1200	-0.0200	1069	157576	131410
TS2406	101.5960	-0.0280	1493	102913	68746
TL2406	106.3900	0.1200	1055	110177	61641
T2409	103.9700	-0.0200	294	13765	15917
TF2409	103.0700	-0.0350	312	4402	8885
TS2409	101.6080	-0.0340	95	3658	3363
TL2409	106.2500	-0.0600	1,306	12160	13517

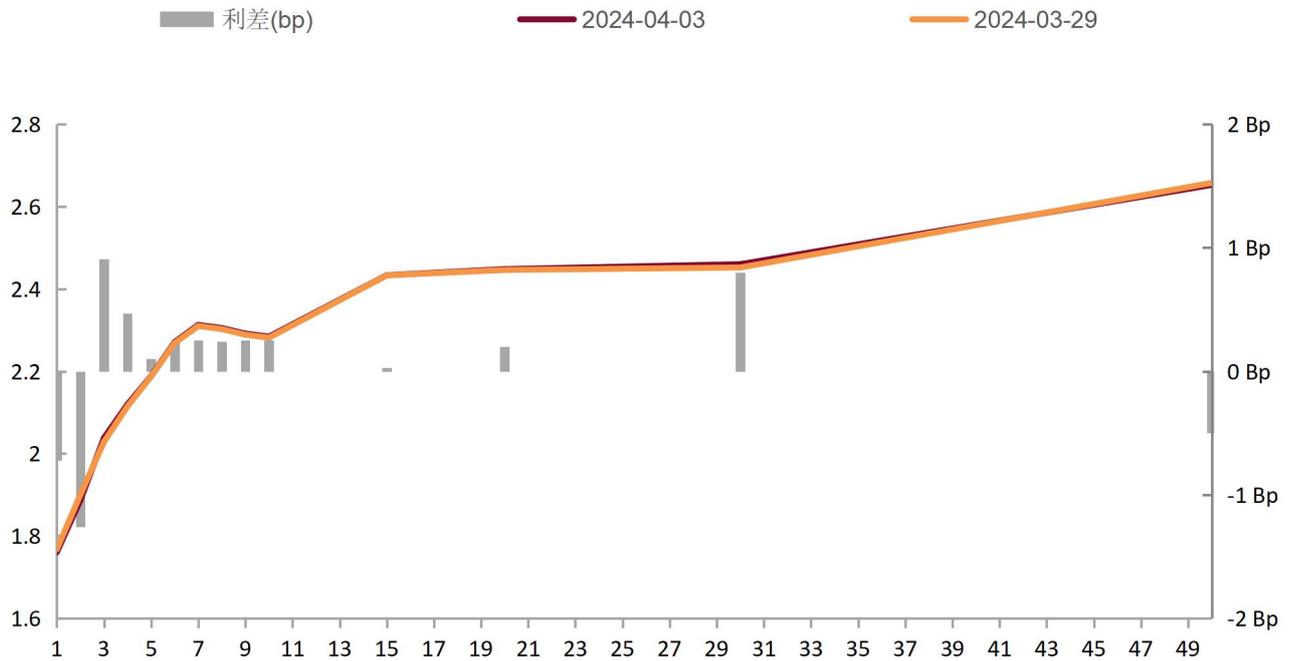
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)							-5240
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向	
2024/4/3	国库现金定 存到期	2024 年中央国库 现金管理商业银 行定期存款(三期)	1 月	2.91	800	回笼	
2024/4/3	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2500	回笼	
2024/4/3	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放	
2024/4/2	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	1500	回笼	
2024/4/2	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放	
2024/4/1	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放	
2024/4/1	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	500	回笼	

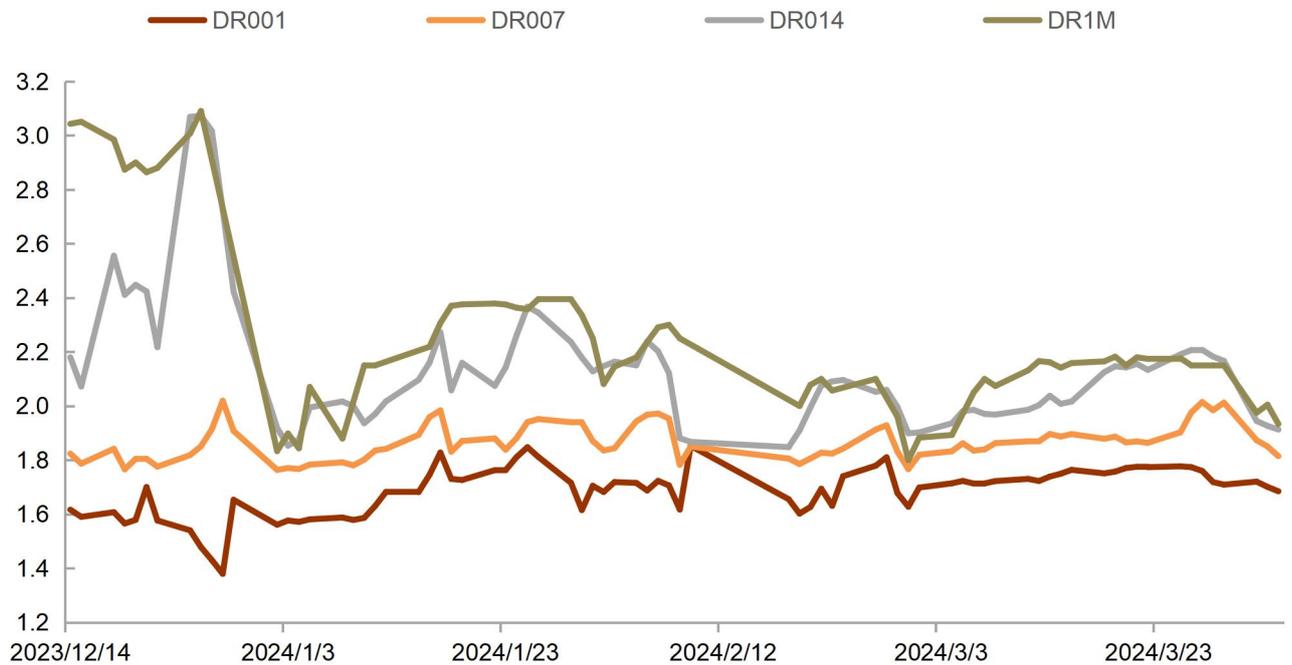
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周由于假期影响，债市仅有 3 个交易日，总体看上周债市处于横盘震荡，其中 1-2Y 期限表现明显好于其他期限，其中 2Y 期国债现券收益率下行 1.25BP 左右，而 30Y 国债收益率则小幅上行 0.8BP。具体看债市周一大幅低开，其原因为 PMI 超市场预期，市场对经济悲观预期遭扭转，而周三则为中采回应 PMI 季调因子异常，再次激起市场做多国债热情，但国债期货收盘后，央行货币政策委员会 2024 年第一季度例会通讯稿发布，其中首次提及关注长期收益率变化，在当前超长债异常火爆的背景下不免让市场做出对债市利空解读，因此尾盘现券收益率又出现一定幅度上行。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 5240 亿元，不过得益于跨季结束，DR001、DR007 等关键期限加权成交价格依然出现一定幅度下行，从长期看当前资金面依然处于相对宽松状态。货币政策方面，央行货币政策委员会 2024 年第一季度例会通讯稿发布，其中一是提及充实货币政策工具箱（已在节后第一个工作日给出了相对应的再贷款工具），二是关注长期收益率的变化，结合上节后公开市场操作持续维持 20 亿续作，未来市场预期的宽松落空概率较高。

经济基本面方面：上周公布的财新 PMI 数据均表现依然亮眼，因此即使中采出面说明季调因子异常，也不能就此断定经济回暖进程终止。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 1-31 日，乘用车市场零售 169.9 万辆，同比增长 7%，环比增长 54%，今年以来累计零售 484.1 万辆，同比增长 13%，依然为消费数据向好打下良好基础，

未来随着爆款车型上市该数据有望持续维持高位。二是 30 城商品房成交面积在 3 月末快速上行，同时土地成交溢价率开始出现回升，未来如能保持较好持续性则利空债市。三是外贸方面，CCFI 小幅调整后出现企稳迹象，而波罗的海干散货指数则出现快速下跌，但值得注意的是 PMI 分项中的新出口订单大幅回升，出口有望维持高位。四是猪肉价格小幅反弹，目前猪价同比转正在即，叠加上生猪产能出清以及基数下降未来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。

行情上我们认为央行短期缺乏有效回笼资金手段，即使央行有心收紧资金也缺乏抓手（更何况目前仍然是以宽松刺激通胀及经济为主要目标），因此中短端债券品种持续性大幅调整的风险较小。而在长端及超长端受追捧的背景下，收益率曲线趋于平缓则给市场带来了经济基本面悲观预期，这也是当前监管机构所不乐见的，因此未来结合超长期特别国债市场化发行及更多的定向货币工具带来的宽信用效果，长端及超长端出现调整的风险则相对较高。因此策略方面我们建议降低账户久期风险敞口暴露，同时如 T、TL 国债期货盘中出现较高 IRR 时可适量卖空建立套保仓位。

### 三、一周要闻

1、为贯彻中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，做好金融“五篇大文章”，落实国务院常务会议关于推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新的决策部署，中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。科技创新和技术改造再贷款是对原有科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款的政策接续，在总结两项工具经验的基础上进行改革完善，支持金融机构提升金融服务质效，更好满足科技创新、技术改造和设备更新领域的融资需求。科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构。科技创新和技术改造再贷款的设立将有利于引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持。金融机构根据企业申请，参考行业主管部门提供的备选企业名单和项目清单，按照风险自担的原则，自主决策是否发放贷款及发放贷款条件。金融机构向中国人民银行申请再贷款，中国人民银行对贷款台账进行审核，对于在备选企业名单或项目清单内符合要求的贷款，按贷款本金的 60%向金融机构发放再贷款。

2、近日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》（以下简称《通知》），明确金融机构在依法合规、风险可控前提下，根据借款人

信用状况、还款能力等自主确定自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例。鼓励金融机构结合汽车以旧换新等细分场景，加强金融产品和服务创新，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。

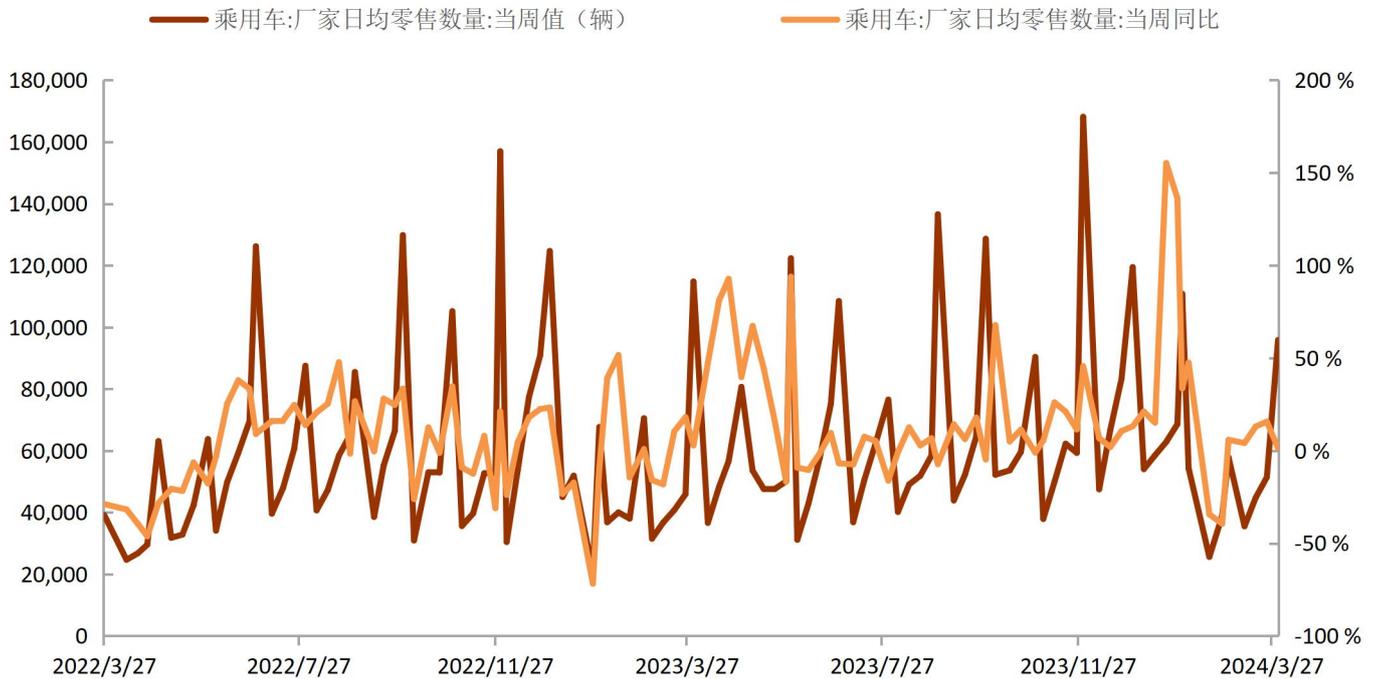
3、据汇丰控股最新的数据显示，超过 90%的新兴市场基金开始增持中国股市，同时减少对印度的投资。就市场表现而言，MSCI 中国指数自 2 月以来的涨幅是印度股指的两倍多，这被市场视为“卖出印度，买入中国”开始成为共识。当前，海外部分大规模中国股票基金正积极加仓中国。其中，太平洋投资管理公司(PIMCO)旗下的一只量化基金正转向中概科技股，其买入的理由是“大跌之后估值诱人”；此外，部分海外上市的中国股票 ETF 今年也获得资金净流入。外资分析人士指出，今年 3 月是中概股业绩披露期，按现有业绩披露测算基本符合市场预期，在当前时点，中概互联网的稳增长、低估值、合理股息等特征已经显现，可能是最好的投资时间点。

4、4 月 5 日下午 3 点，国务院副总理何立峰与美国财长耶伦举行会谈。何立峰表示：“我们这次会面，主要任务就是要落实两国元首会晤和通话达成的重要共识，进一步深入讨论中美以及全球经济金融领域的重要问题，并且就中美经济关系中的一些重点关切做出妥善的回应。”耶伦表示：“在过去的几个月当中，我们建立的中美经济和金融工作组持续会晤，并已在一些重要且困难的议题上取得进展。”

5、中国地震台网正式测定：2024 年 4 月 3 日 7 时 58 分，在中国台湾花莲县海域（北纬 23.81 度，东经 121.74 度）发生 7.3 级地震，震源深度 12 千米。震中 5 公里范围内平均海拔约-3560 米。这起强震是台湾 1999 年“921”地震发生 25 年后的最大规模地震。截至 4 月 5 日 20 时，台湾已发生 535 次余震，其中规模 6 到 7 级的余震有 2 次，规模 5 到 6 级的有 20 次，规模 4 到 5 级的有 178 次。

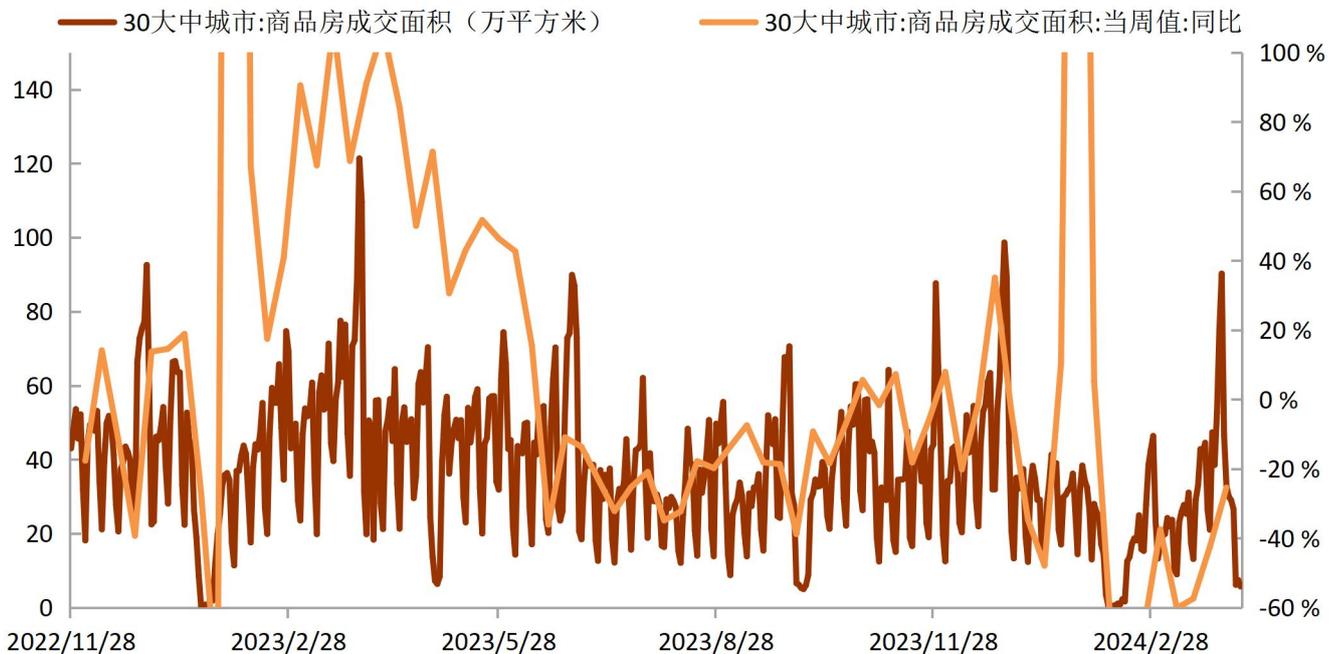
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



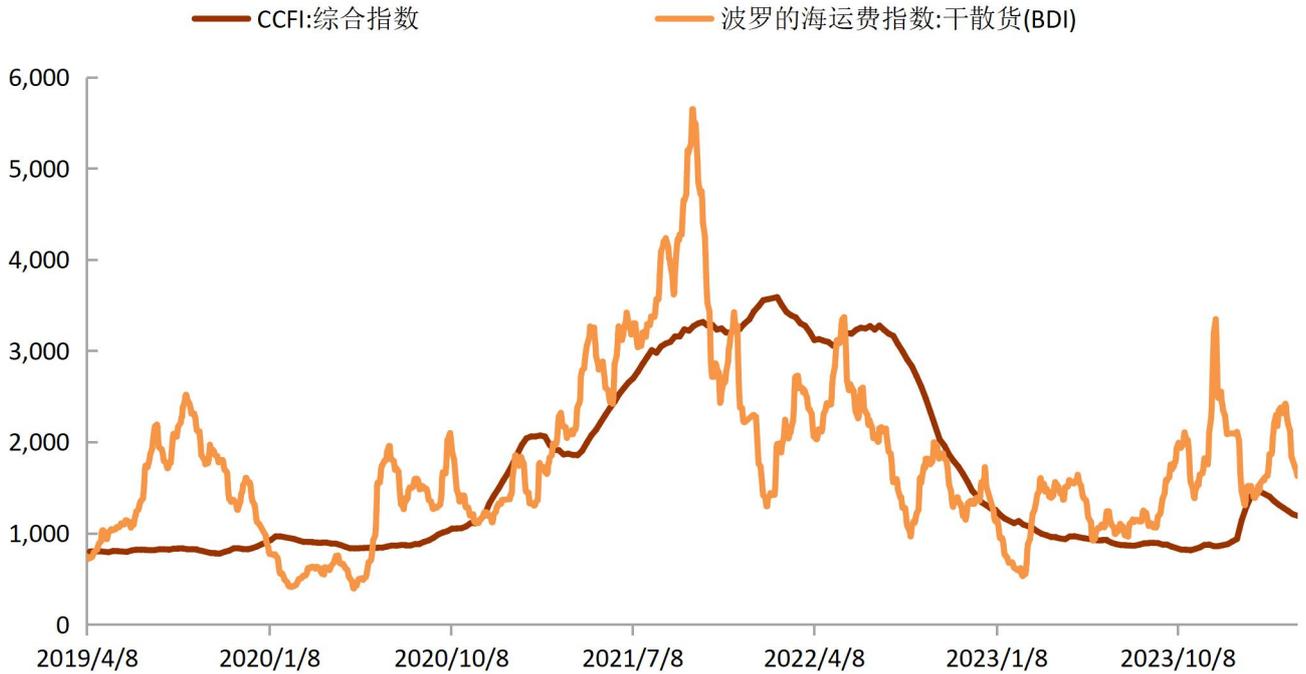
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



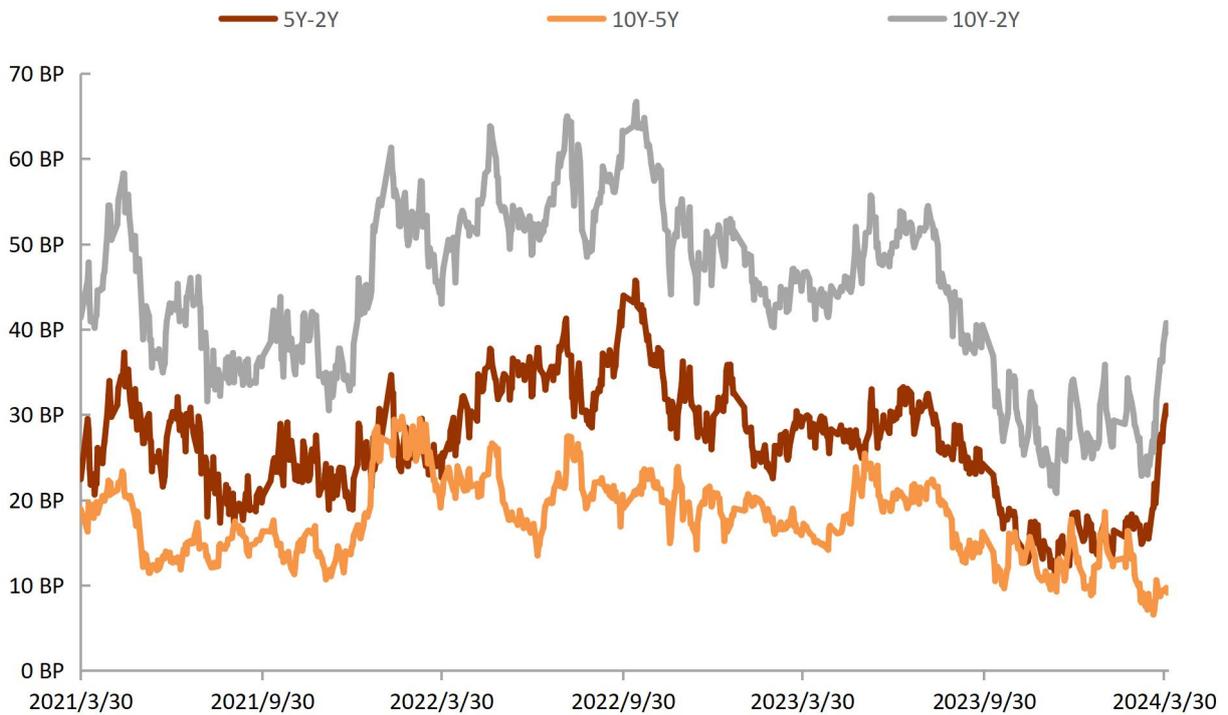
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



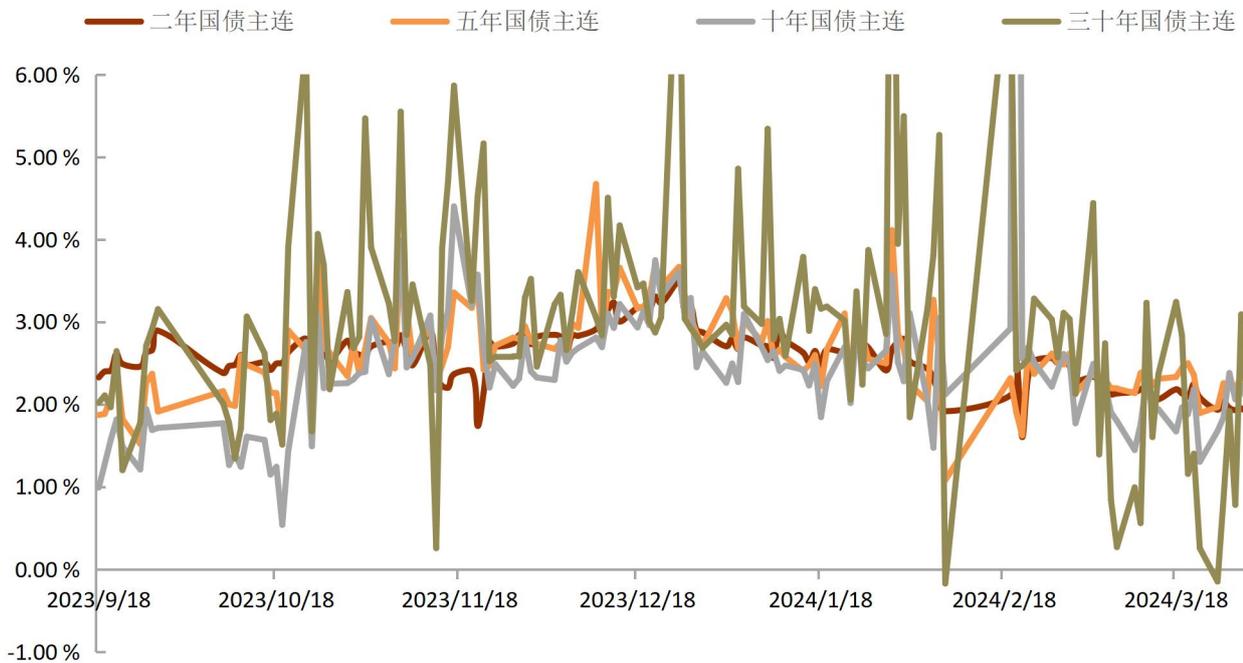
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



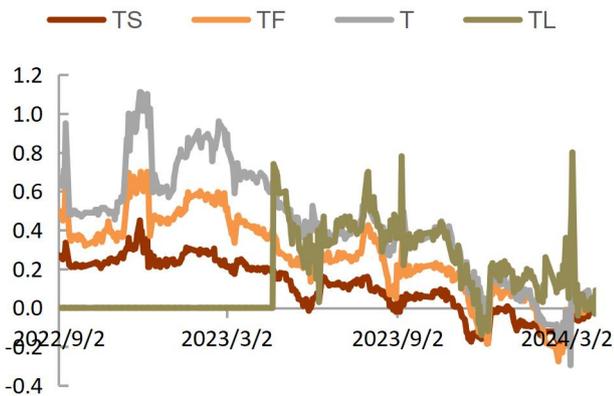
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

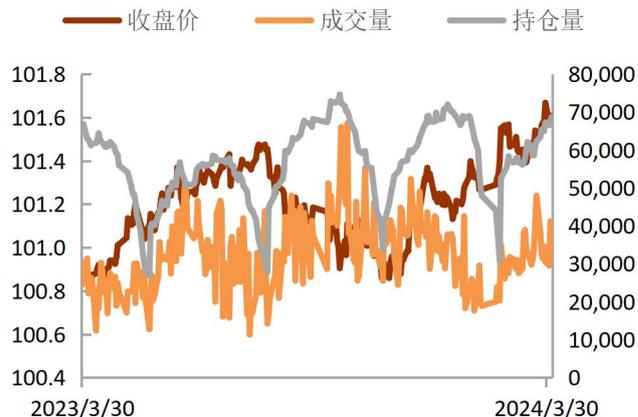


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

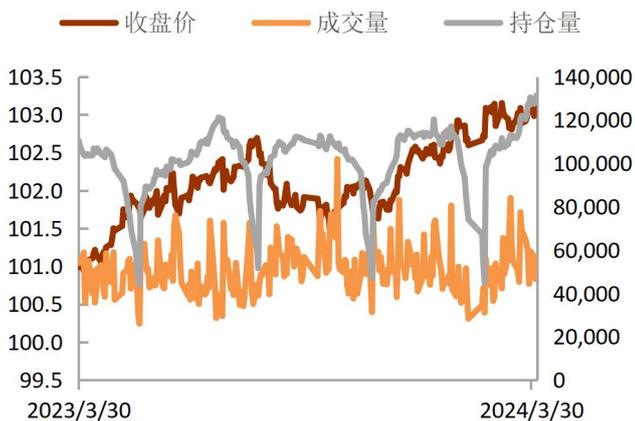


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

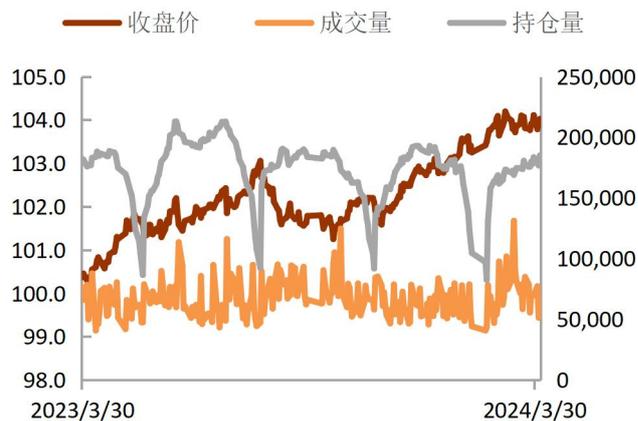


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

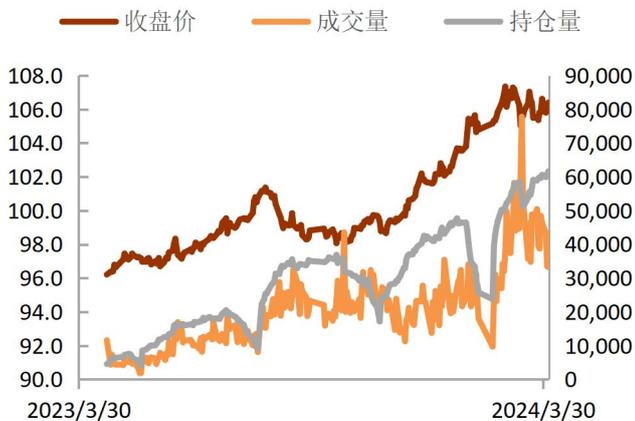


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

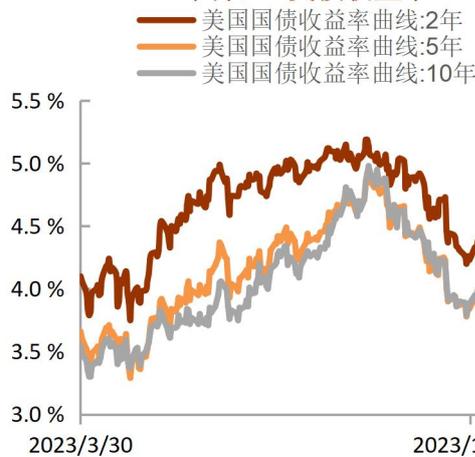


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

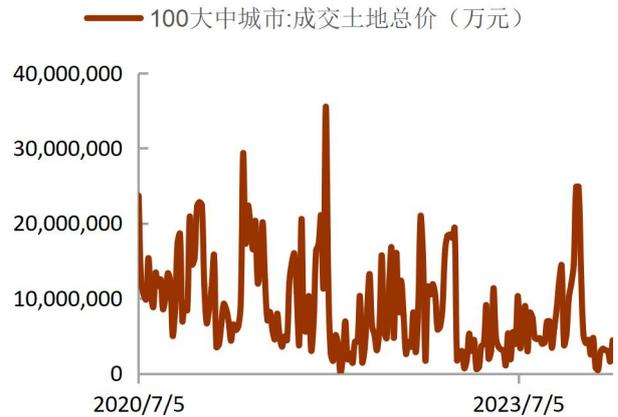


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

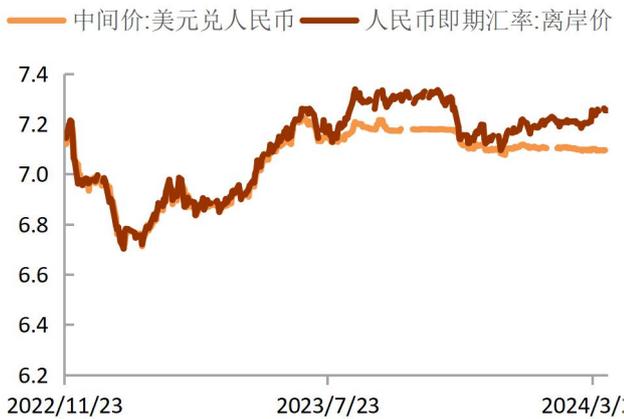


图表17 成交土地总价

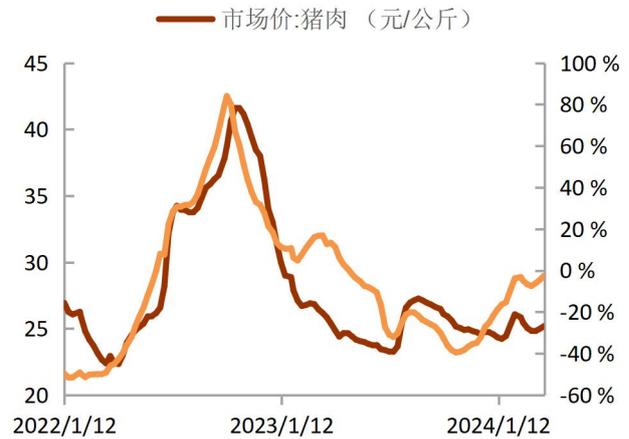


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

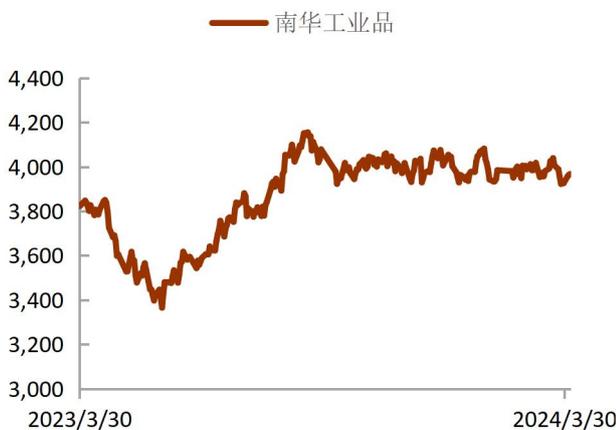


图表19 市场价:猪肉

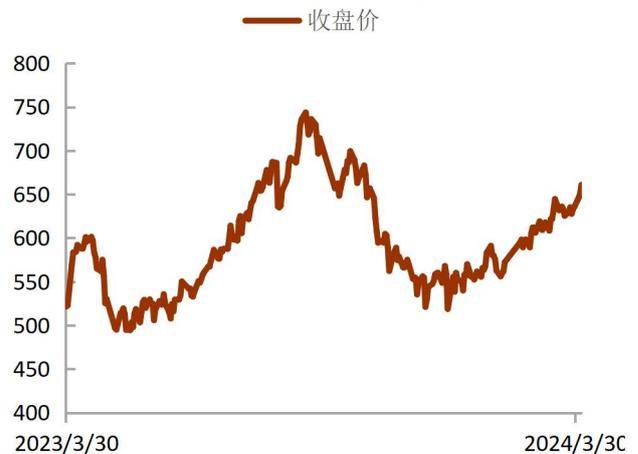


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
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。