



2024 年 4 月 22 日

央行重磅发声

谨防债市调整风险

核心观点及策略

- 上周债市小幅走牛，除2-3年期国债品种外，各期限国债现券收益率均出现一定幅度下行，其中10Y以上品种再次受到市场青睐，长短端利差出现一定幅度回落。具体看主要有三个方面带动债市收益率下行，一是国九条发布导致小微盘股票出现大幅波动带动避险情绪升温。二是上周公布的经济数据冷热不均，尤其是公布的部分月度经济数据表现较弱。三是伊朗与以色列关系紧张再次助推市场避险情绪。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼720亿元，首先是每日续作量均维持在20亿底部位置，其次是MLF也开始缩量续作，但也正如我们此前所提到的，目前央行回收流动性手段有限，仅依靠底量续作资金回笼量有限，即使叠加税期也并未引起资金面大幅波动。货币政策方面，人民银行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示，防止利率过低导致内卷式竞争加剧和资金空转，这会造成物价进一步降低，相互形成不良循环。因此未来货币政策大概率无降准降息。
- 策略建议：高IRR时建立正套仓位
- 风险因素：房地产政策持续出台、超长期国债供给放量

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	104.5750	0.1750	-932	309286	194663
TF2406	103.4950	0.0750	2130	281013	142427
TS2406	101.7040	0.0120	-2357	151925	69088
TL2406	107.4400	1.2900	2887	197960	62722
T2409	104.5650	0.2650	2399	30960	18999
TF2409	103.4650	0.1100	2003	16306	11761
TS2409	101.6960	0.0020	554	10575	5084
TL2409	107.3800	1.3300	2,701	31569	17421

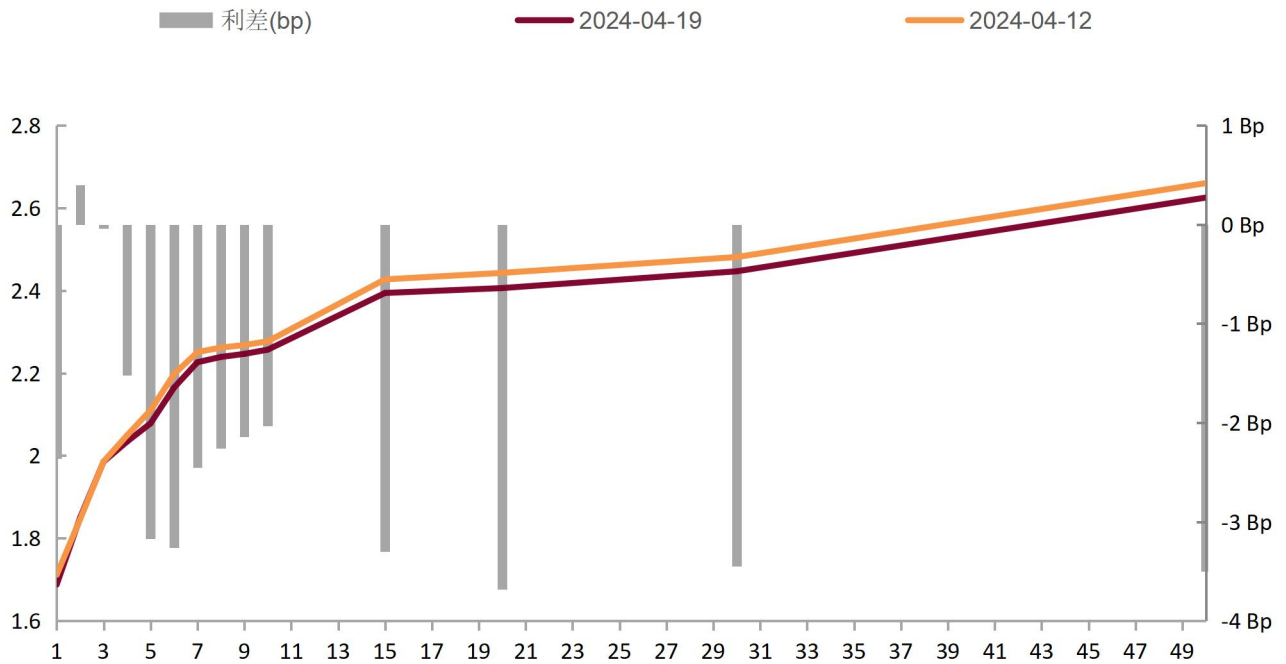
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				-720		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/4/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/4/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/4/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/4/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/4/17	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/4/17	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/4/17	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.75	1700	回笼
2024/4/16	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/4/16	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/4/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/4/15	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	1000	投放
2024/4/15	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/4/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼

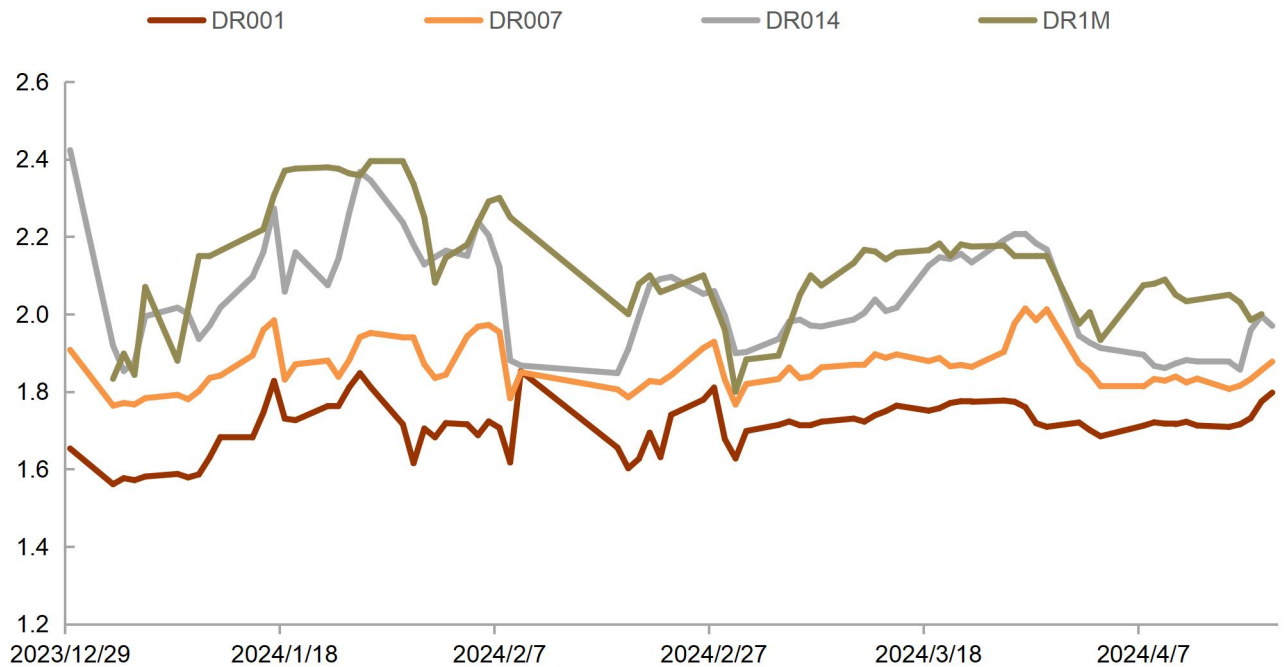
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



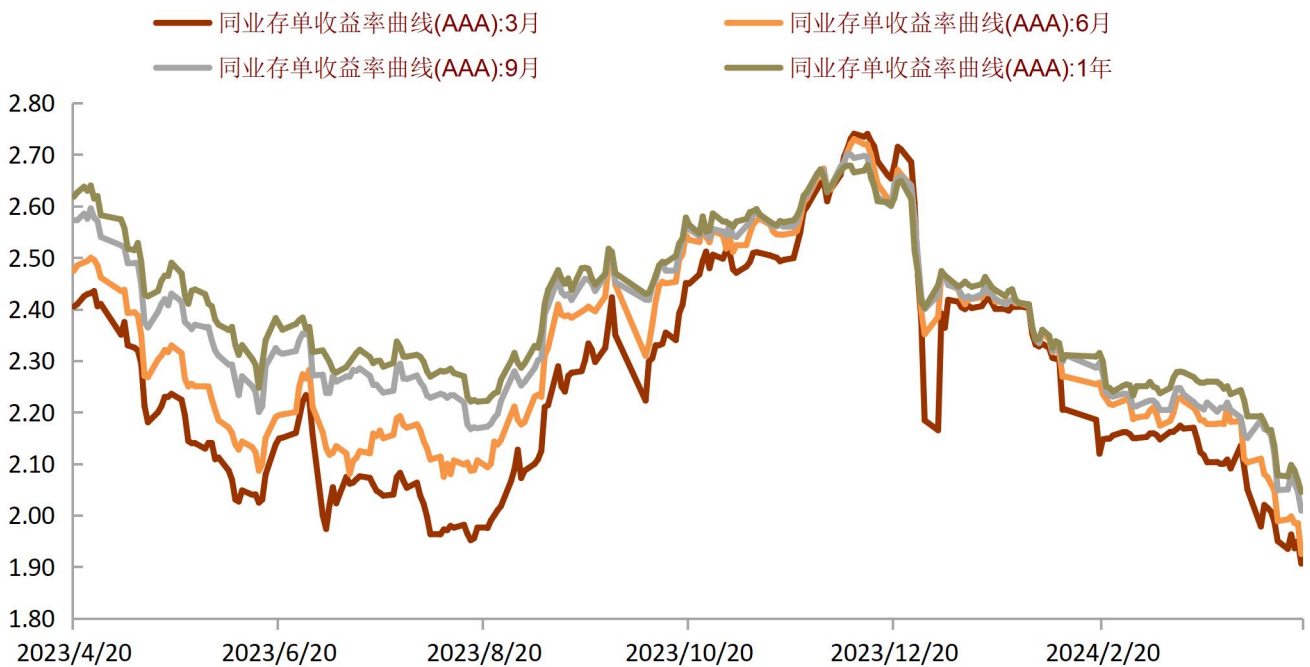
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市小幅走牛，除 2-3 年期国债品种外，各期限国债现券收益率均出现一定幅度下行，其中 10Y 以上品种再次受到市场青睐，长短端利差出现一定幅度回落。具体看主要有三个方面带动债市收益率下行，一是国九条发布导致小微盘股票出现大幅波动带动避险情绪升温。二是上周公布的经济数据冷热不均，尤其是公布的部分月度经济数据表现较弱。三是伊朗与以色列关系紧张再次助推市场避险情绪。全周来看十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅 0.28%，最低价 104.37，最高价 104.66，终止价 104.575，上涨 0.18。

资金面方面：上周央行公开市场操作净回笼 720 亿元，首先是每日续作量均维持在 20 亿底部位置，其次是 MLF 也开始缩量续作，但也正如我们此前所提到的，目前央行回收流动性手段有限，仅依靠底量续作资金回笼量有限，即使叠加税期也并未引起资金面大幅波动。DR001、DR007 等关键期限加权成交价格上周确实有所走高，但长期来看仍不至于引起债市恐慌。货币政策方面，人民银行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示，防止利率过低导致内卷式竞争加剧和资金空转，这会造成物价进一步降低，相互形成不良循环。因此未来货币政策大概率无降准降息。

经济基本面方面：上周公布的一季度 GDP 数据表现亮眼，但同时公布的规模以上工业增加值及消费数据则表现较弱，而这种差异叠加上当前债市行情与经济基本面脱敏相叠加，导致债市并未因此出现大幅波动。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，4 月第二周车市表现依然不太理想，但不排除爆款车型上市对车市节奏影响较大，因此还需观察 4 月后续

敬请参阅最后一页免责声明

数据表现。二是 30 城商品房成交面积节后开始稳步爬升，但速度仍然偏慢，后续如何还需观察。需要注意的是土地成交溢价率近期出现小幅回升，未来需要重点关注。三是外贸方面，CCFI 企稳后出现小幅反弹，波罗的海干散货指数亦出现小幅上行。四是猪肉价格维持底部反弹趋势，目前猪价同比已经转正，叠加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向上突破，随着基数回落未来 PPI 底部反转已无太大悬念。

行情上我们认为当前各期限国债收益率均已处在极值附近，同时由于人民银行货币政策司司长邹澜在国新办上的发言可以明显看出，央行对当前债市狂热行情持负面态度，因此未来债市存在较大潜在利空。而短期由于央行缺乏资金回笼手段及国债发行节奏偏慢仍在支撑债市，所以债市极有可能在中短期内维持高位横盘，但就交易来说已无太大价值。当前应把防范风险放在更高位置而非通过加杠杆与久期获取超额收益。因此在当前节点国债和国债期货正套交易是较优选择。

三、一周要闻

1、人民银行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示，目前广义货币(M2)超过 300 万亿元，是过去多年金融支持实体经济发展的反映。总体看，当前存量货币确实已经不低了，当前我国经济结构调整在加快推进，经济更为轻型化，信贷需求跟以前相比有所转弱，信贷结构优化升级。不过，各方面对(这种)变化有认识和适应过程，一些银行在内部考核上还有“规模情结”，超过了实体经济的有效融资需求；部分企业借助自己优势地位，用低成本贷款融资买理财或转贷给别的企业，主业不赚钱金融反而成为主要业务，这就容易形成空转和资金沉淀，降低资金使用效率。相关部门将加强对资金空转的监测，完善管理考核机制。未来随着经济转型升级，有效融资需求恢复，社会预期改善，资金沉淀空转的现象也会缓解。当前庞大的货币总量增长可能会放缓，数据上会有扰动，不宜做简单同期比较。

2、央行回应实际利率是否过高：人民银行货币政策司司长邹澜表示，对物价和实际利率情况还需要综合研判，当前物价处于低位是结构性、阶段性的。从物价的结构性情况看，CPI、PPI、贷款平均利率等都是平均数概念，不同行业和企业贷款利率存在差异、产品价格涨跌幅度不同，感受到的实际利率不一样。央行会结合经济回升态势和经济转型形势继续密切观察，既要名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展的需要，避免削弱结构调整的动能，防止利率过低导致内卷式竞争加剧和资金空转，这会造成物价进一步降低，相互形成不良循环。

3、国家统计局 16 日发布的数据显示，初步核算，一季度国内生产总值(GDP) 296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，比上年四季度环比增长 1.6%。

4、一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%。分三大门类看，采矿业增加值增

长 1.6%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.9%。高技术制造业增加值增长 7.5%，比上年四季度加快 2.6 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长 5.2%；股份制企业增长 6.5%，外商及港澳台投资企业增长 4.8%；私营企业增长 5.4%。分产品看，充电桩、3D 打印设备、电子元件产品产量同比分别增长 41.7%、40.6%、39.5%。3 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，环比下降 0.08%。3 月份，制造业采购经理指数为 50.8%，比上月上升 1.7 个百分点；企业生产经营活动预期指数为 55.6%，上升 1.4 个百分点。1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9141 亿元，同比增长 10.2%。

5、一季度，社会消费品零售总额 120327 亿元，同比增长 4.7%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 104280 亿元，增长 4.6%；乡村消费品零售额 16047 亿元，增长 5.2%。按消费类型分，商品零售 106882 亿元，增长 4.0%；餐饮收入 13445 亿元，增长 10.8%。基本生活类商品销售良好，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长 9.6%、6.5%。部分升级类商品销售较快增长，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长 14.2%、13.2%。全国网上零售额 33082 亿元，同比增长 12.4%。其中，实物商品网上零售额 28053 亿元，增长 11.6%，占社会消费品零售总额的比重为 23.3%。3 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，环比增长 0.26%。一季度，服务零售额同比增长 10.0%。

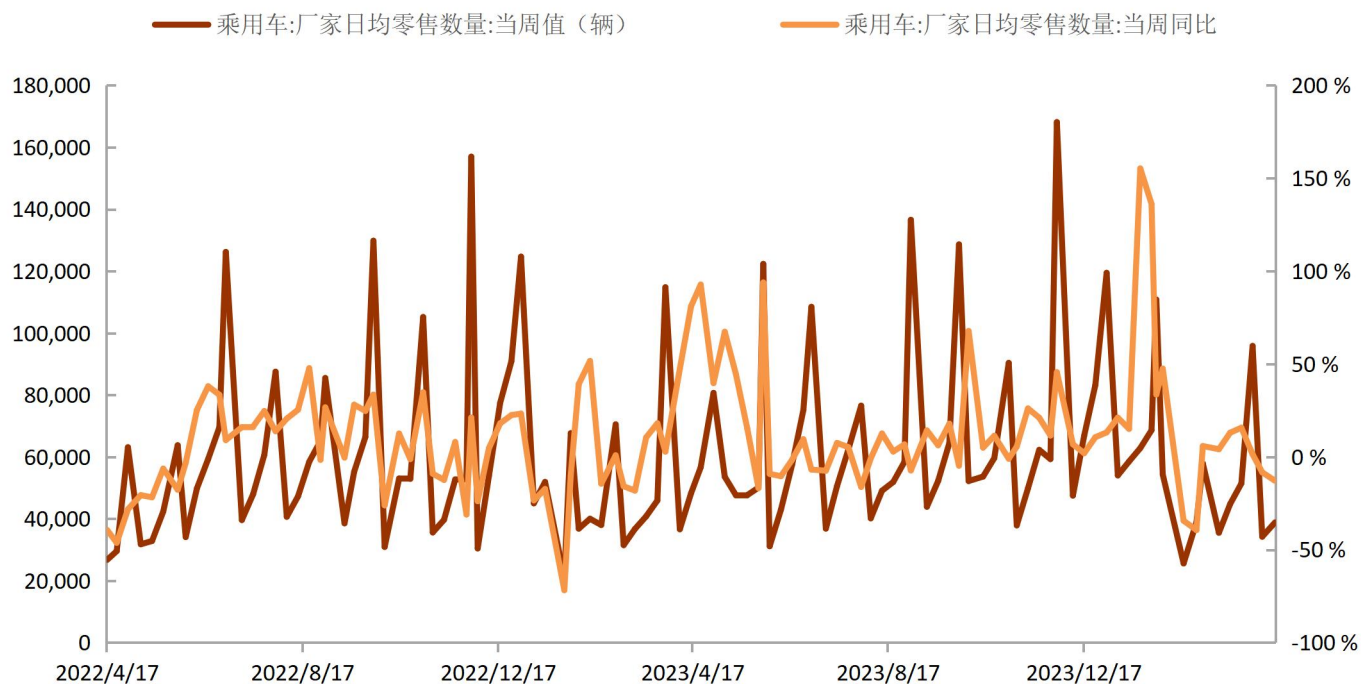
6、一季度，货物进出口总额 101693 亿元，同比增长 5.0%。其中，出口 57378 亿元，增长 4.9%；进口 44315 亿元，增长 5.0%。进出口相抵，贸易顺差 13063 亿元。民营企业进出口增长 10.7%，占进出口总额的比重为 54.3%。对共建“一带一路”国家进出口增长 5.5%，占进出口总额的比重为 47.4%。机电产品出口增长 6.8%，占出口总额的比重为 59.2%。3 月份，进出口总额 35580 亿元，同比下降 1.3%。其中，出口 19869 亿元，下降 3.8%；进口 15710 亿元，增长 2.0%。

7、一季度，全国居民消费价格 (CPI) 同比持平。分类别看，食品烟酒价格下降 1.7%，衣着价格上涨 1.6%，居住价格上涨 0.2%，生活用品及服务价格上涨 0.8%，交通通信价格下降 1.4%，教育文化娱乐价格上涨 2.3%，医疗保健价格上涨 1.4%，其他用品及服务价格上涨 2.9%。在食品烟酒价格中，鲜果价格下降 7.3%，猪肉价格下降 7.0%，鲜菜价格下降 3.9%，粮食价格上涨 0.4%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.7%。3 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%，环比下降 1.0%。

8、一季度，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%。其中，3 月份同比下降 2.8%，环比下降 0.1%。一季度，工业生产者购进价格同比下降 3.4%。其中，3 月份同比下降 3.5%，环比下降 0.1%。

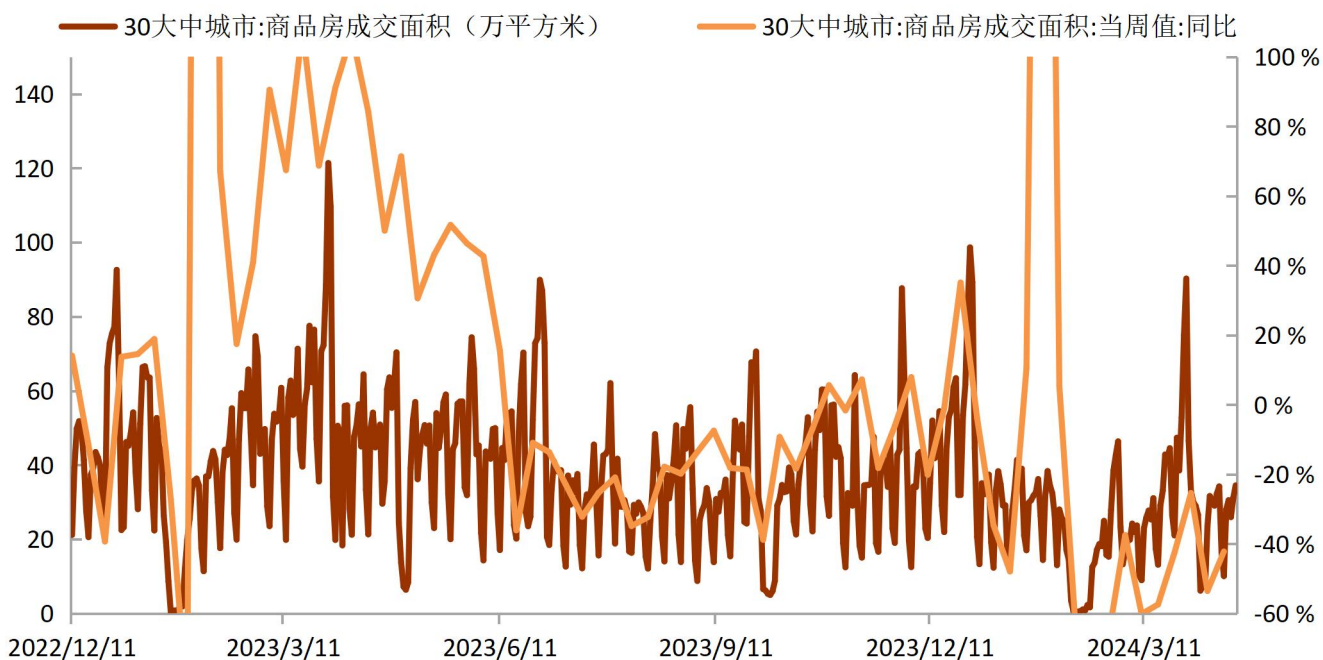
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



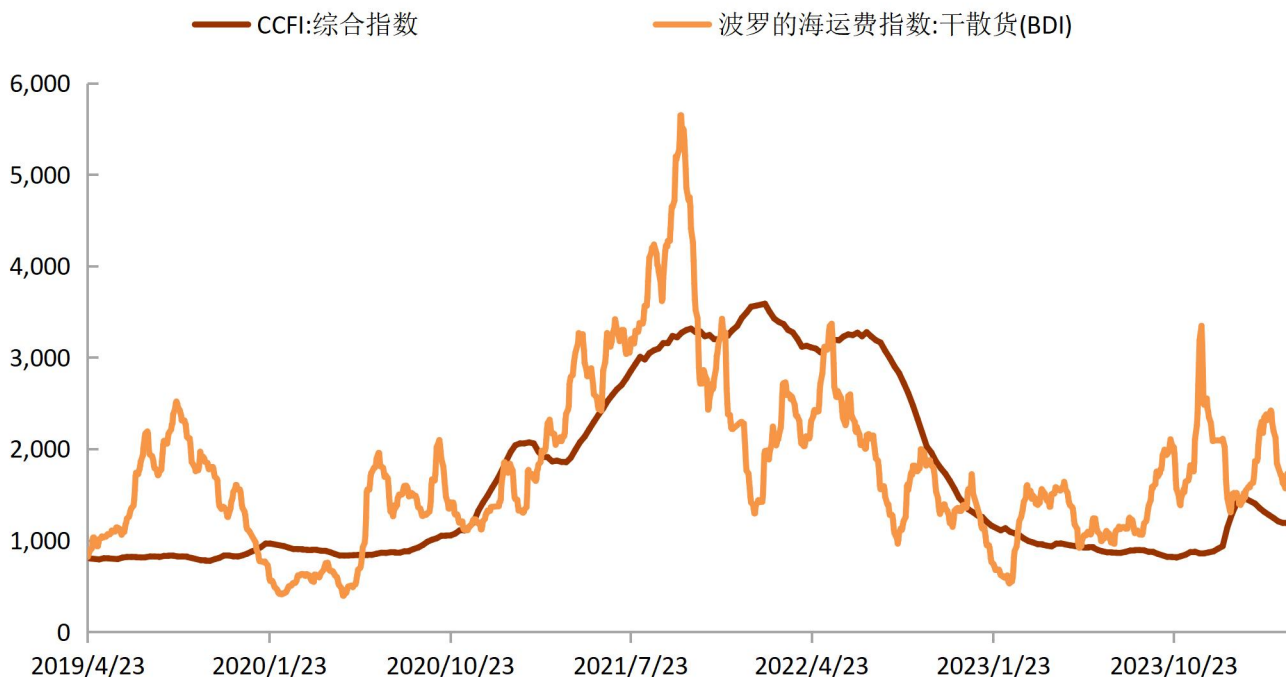
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



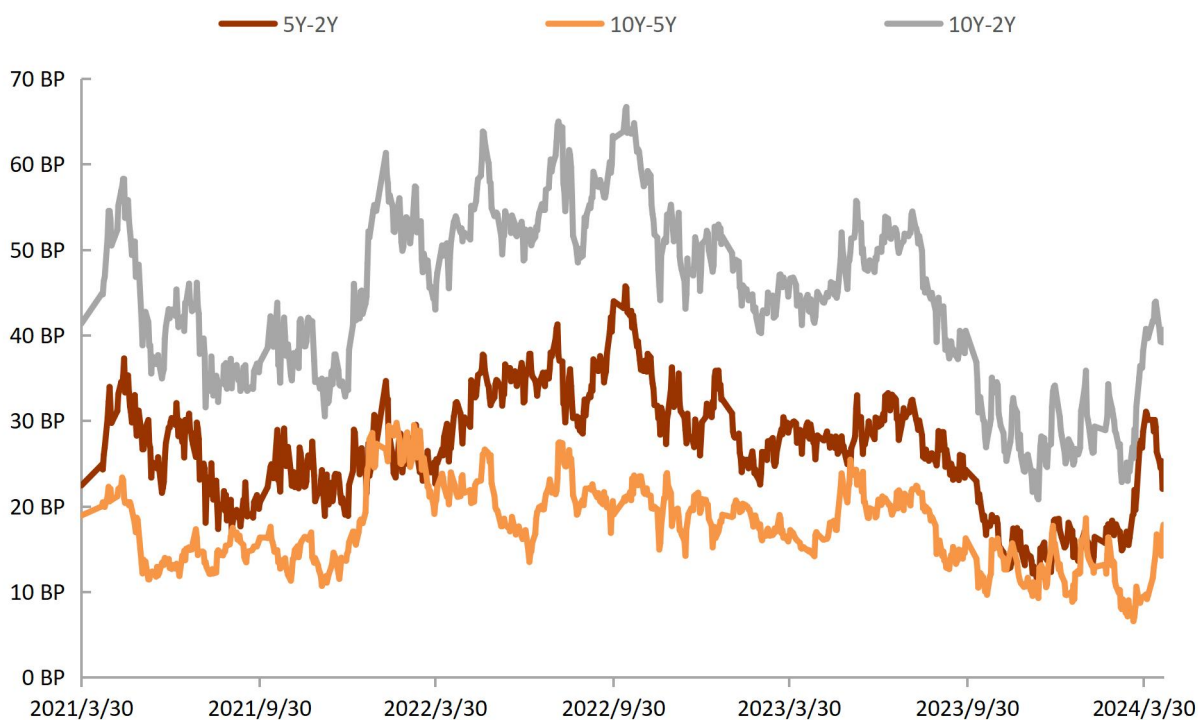
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表6 航运指数



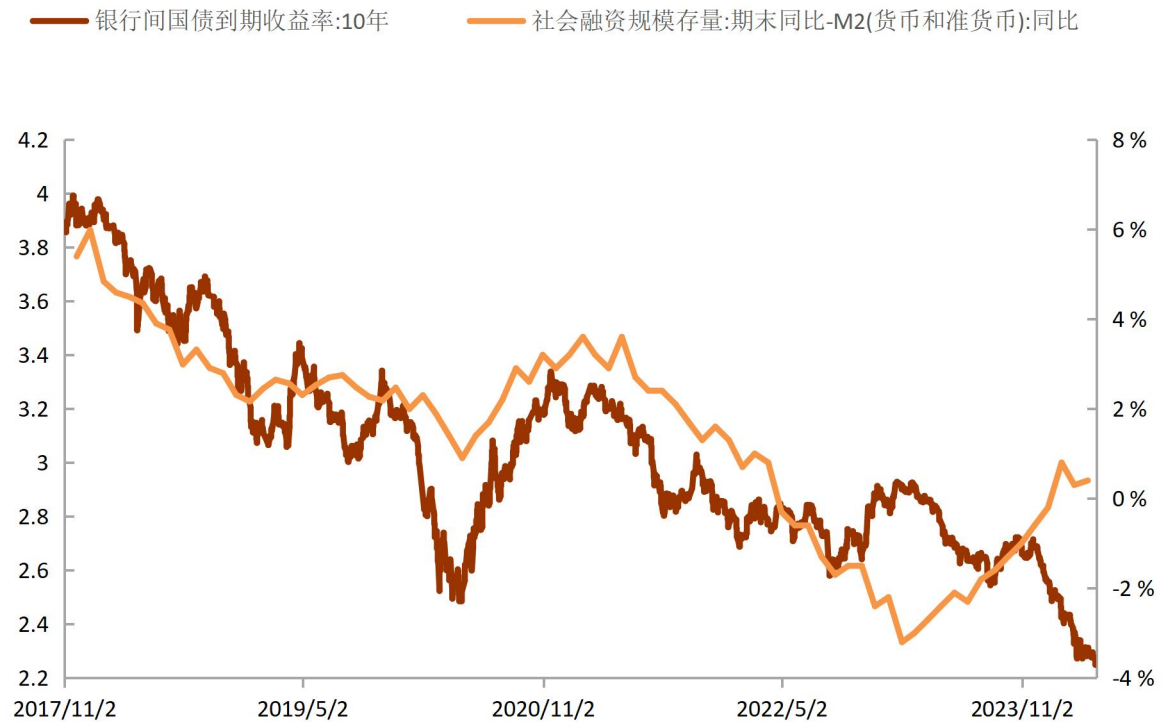
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



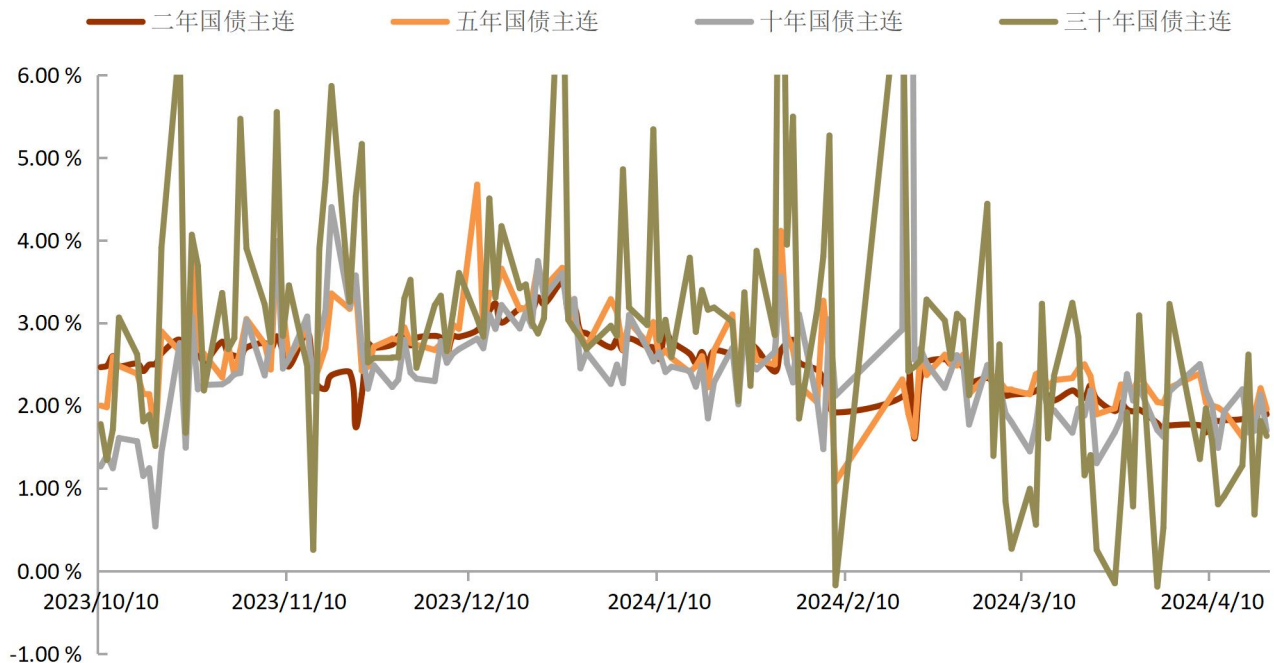
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



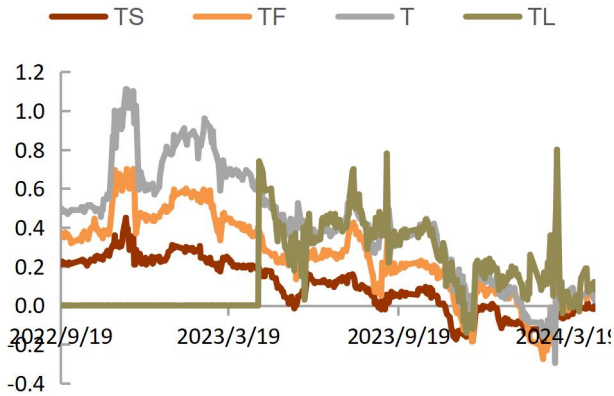
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

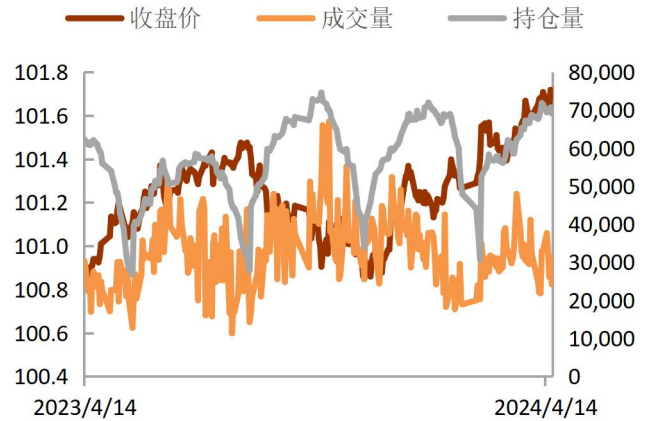


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

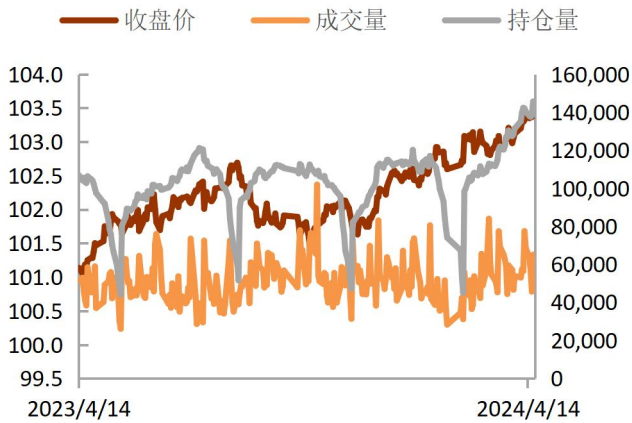


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

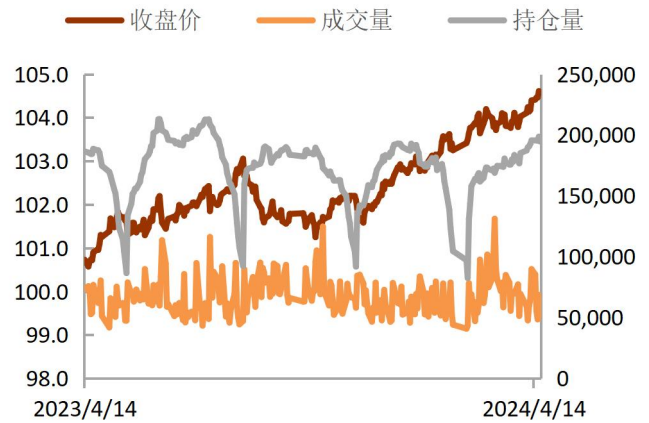


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

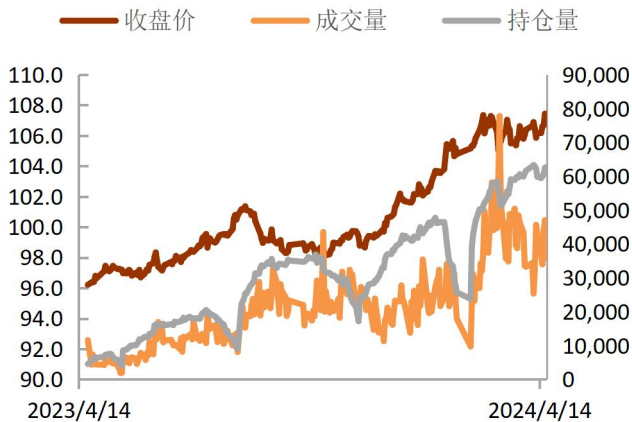


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

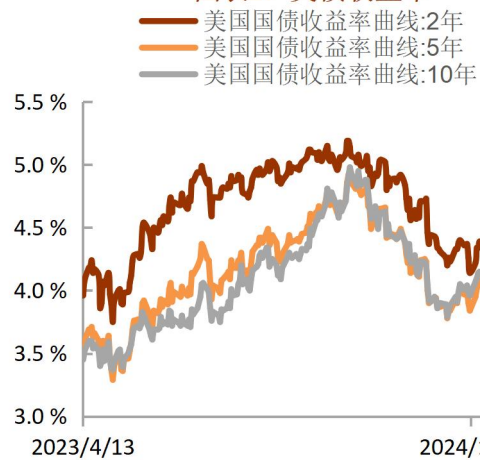


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

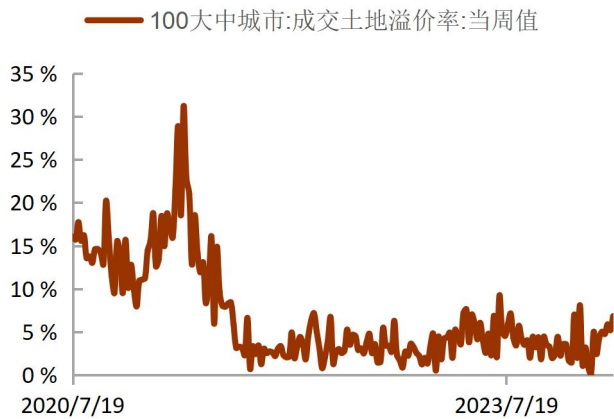


图表15 美债收益率

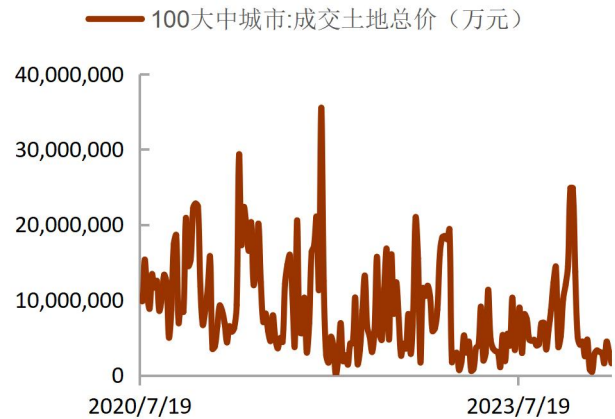


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

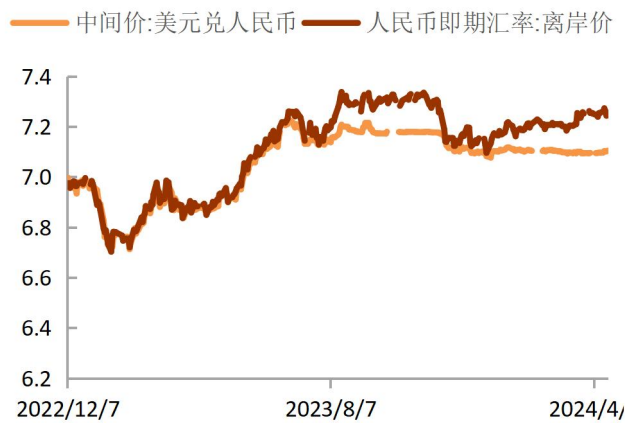


图表17 成交土地总价

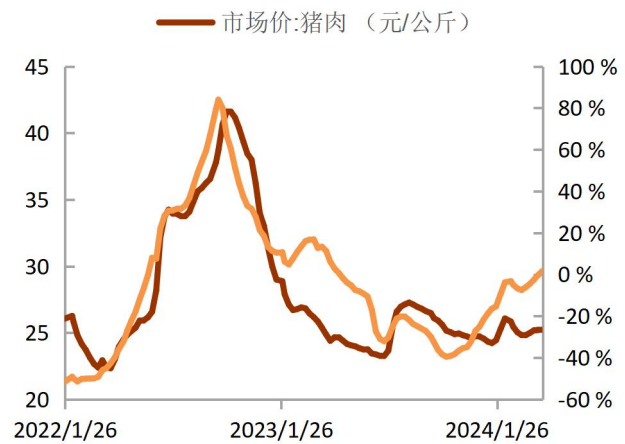


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

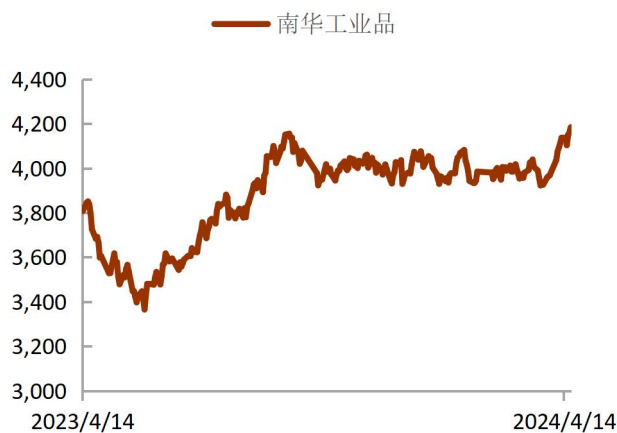


图表19 市场价:猪肉

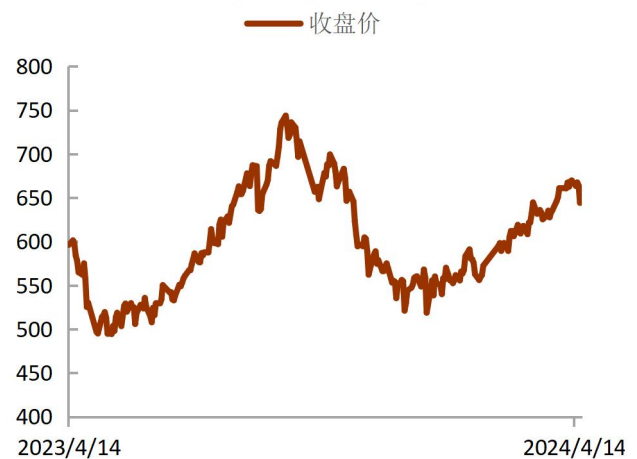


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。