

2024年4月29日



债市调整进行时

核心观点及策略

- 上周债市先涨后跌，周一周二债市依然沉浸在此前的债牛情绪中，但转折来自于周二晚间，央行借金融时报之口再次表达对债市行情关注，债市在第二天如期出现了大幅下跌，此后随着部分银行受窗口指导压降债券投资以及房地产政策的持续出台，债市在周五走出了第二波大幅下跌行情。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作实现零投放，每日续作量继续维持在20亿底部位置，与到期量相等。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，但市场上周开始出现正回购操作的相关讨论需密切跟踪。同时从目前情况看，本次跨月已几乎可以肯定没有保跨月资金投放操作，因此不排除跨月期间资金面出现超预期紧张可能。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金面有边际收紧迹象，同时存单收益大幅上行需警惕。货币政策方面，人民银行受金融时报采访中的表态看短期恐以边际收紧为主要政策方向。
- 策略建议：继续持有套保策略
- 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	104.1950	-0.3700	-7933	375213	186730
TF2406	103.2100	-0.2500	-10391	315304	132036
TS2406	101.6000	-0.1040	-6756	158945	62332
TL2406	106.2600	-1.1800	-4347	224193	58375
T2409	104.1550	-0.3850	5278	48318	24277
TF2409	103.2000	-0.2200	5222	28697	16983
TS2409	101.6320	-0.0660	2611	15464	7695
TL2409	106.2300	-1.1900	4,503	46264	21924

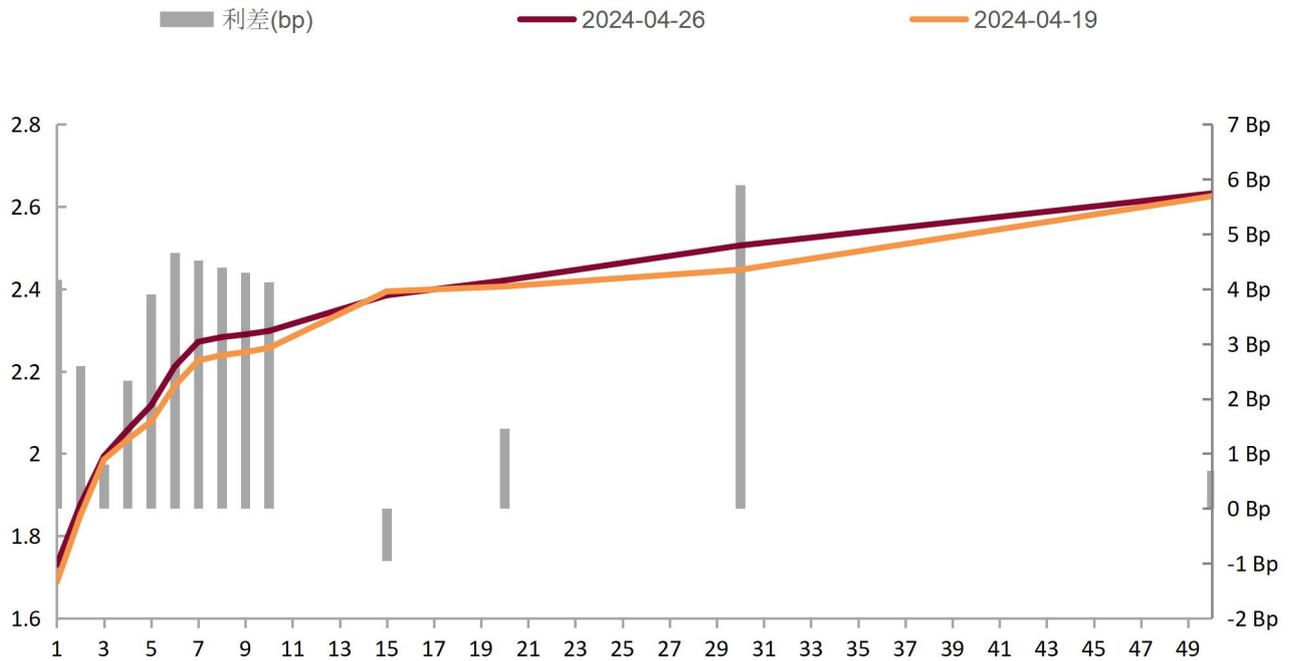
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)		0				
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/4/26	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/4/26	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/4/25	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/4/25	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/4/24	国库现金定存发行	2024年中央国库现金管理商业银行定期存款(四期)	3月	2.95	700	投放
2024/4/24	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/4/24	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/4/23	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(一期)	3月	2.75	700	回笼
2024/4/23	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/4/23	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/4/22	逆回购	7日回购	7天	1.80	20	投放
2024/4/22	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼

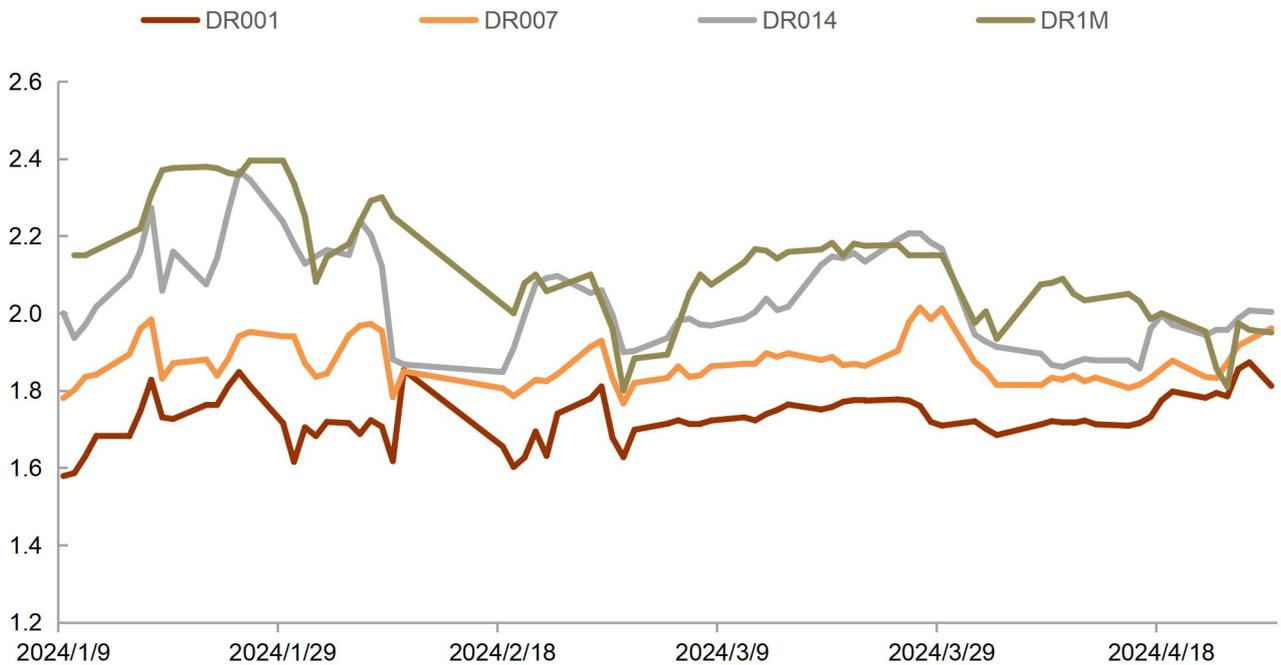
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市先涨后跌，周一周二债市依然沉浸在此前的债牛情绪中，但转折来自于周二晚间，央行借金融时报之口再次表达对债市行情关注，债市在第二天如期出现了大幅下跌，此后随着部分银行受窗口指导压降债券投资以及房地产政策的持续出台，债市在周五走出了第二波大幅下跌行情。全周来看十年期国债期货主力合约 T2406 全周振幅 0.70%，最低价 104.165，最高价 104.9，终止价 104.195，下跌 0.38。

资金面方面：上周央行公开市场操作实现零投放，每日续作量继续维持在 20 亿底部位置，与到期量相等。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，但市场上周开始出现正回购操作的相关讨论需密切跟踪。同时从目前情况看，本次跨月已几乎可以肯定没有保跨月资金投放操作，因此不排除跨月期间资金面出现超预期紧张可能。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金面有边际收紧迹象，同时存单收益大幅上行需警惕。货币政策方面，人民银行受金融时报采访中的表态看短期恐以边际收紧为主要政策方向。

经济基本面方面：一季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 15055.3 亿元，同比增长 4.3%，虽较此前数据有所下行但总体依然不错。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，4 月前三周车市表现依然不太理想，虽有爆款车型上市但并未在数据上所体现，后续如何仍需观察。二是 30 城商品房成交面积节后恢复较慢，未来同样需要观察政策刺激效果。三是外贸方面，CCFI 企稳后继续小幅反弹，波罗的海干散货指数则横盘震荡，临近巴黎奥

运出口有望继续带来惊喜。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。

行情上当前债市进入调整周期已然明确，但之前提到的潜在利空既国债供给加速仍未到来，同时债市大幅调整必然会带来债基赎回潮流动性冲击也仍未到来，并且从绝对位置看当前 10Y 国债与政策利率（MLF）仍存在近 20BP 倒挂。而从时间上来说，跨月资金面仍存较高不确定因素，市场亦有传闻五一期间的相关楼市刺激政策，因此当前债市仍未调整到位。策略上我们建议继续维持此前给出的套保策略，如有意博取超额收益可视账户情况增加空头仓位。

三、一周要闻

1、近段时间以来，长期国债收益率持续下行，其中 30 年期国债收益率降至 2.5% 以下。中国人民银行在一季度货币政策委员会例会新闻稿中提到“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。如何看待长期国债收益率走势，近日，《金融时报》记者采访了中国人民银行有关部门负责人。该负责人表示，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动。长期国债利率是作为金融市场定价基准的国债收益率曲线的重要组成部分。当前我国经济长期向好的基本面没有改变，我国经济基础好、韧性强、动能优、潜力大、活力足，央行对经济增长前景是长期看好的。但供求关系等因素也会对长期国债收益率带来短期扰动。部分发达经济体在经济增长预期较好的阶段，也曾由于市场供需的阶段失衡，出现国债收益率与长期经济增长预期背离的情形……该负责人还表示，央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。中央金融工作会议提出，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，我国国债市场规模已居全球第三，流动性明显提高，这为央行在二级市场开展国债现券买卖操作提供了可能。不少专家提出，央行公开市场操作可以配合财政进行赤字融但国债发行规模要相对足够大，同时发行节奏要相对稳定，才能有效实现政策传导，也能避免市场利率大幅波动；而且，未来央行开展国债操作也会是双向的。还要看到，一些发达经济体央行在常规货币政策工具用尽情况下，被迫大规模单向买入国债来实现货币政策目标，而我国坚持实施正常的货币政策，人民银行买卖国债与这些央行的量化宽松（QE）操作是截然不同的。

2、据 21 财经，记者从知情人士处了解，近日华东某省央行地方分行对部分农商行进行窗口指导，要求农商行聚焦主业，压降杠杆的同时，降低债券久期。此外，今年 3 月央行专门调研农商行参与债市情况的市场消息属实。今年以来，农商行大举买债。开源证券 4 月 1

日发布的报告显示,从现券交易数据来看,从年初至今农金机构为较大的净买入方,且现券期限涵盖了短债、中长债、超长债,一定程度上反映了存款增长较强、但贷款面临资产荒,“小行买债”的路径依赖变得更强

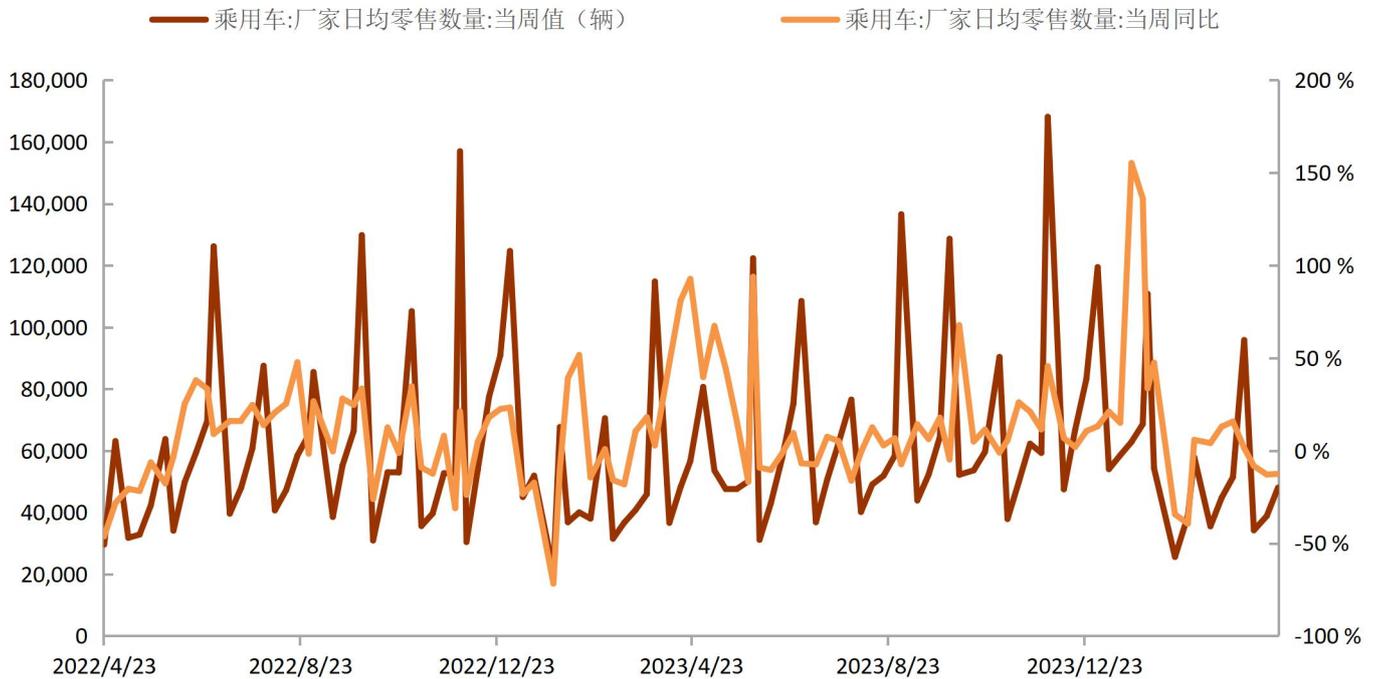
3、成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室今日发布《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》,其中明确,将系统推动供需平衡,科学精准编制住房发展规划和年度计划,完善“市场+保障”住房供应体系,全面推动建立“人、房、地、钱”联动新机制,着力构建房地产发展新模式。实施经营性建设用地供应“红、橙、绿”三色管理对住宅及商服类用地供销比偏高的区域,适当减少用地供应。鼓励市场主体将自有闲置和低效利用的商业办公等非居住存量房屋按相关要求改建为保障性租赁住房,鼓励市、区(市)县国有企业通过租购闲置商业办公用房作为办公、公共服务及产业使用,推动商业办公用房市场良性循环。同时,全市商品住房项目不再实施公证摇号选房,由企业自主销售。对社会关注度较高的热点项目,鼓励企业采取公证摇号选房销售。推动城市房地产融资协调机制走深走实,一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。支持车位与住宅同步销售;合理设置新出让住宅用地车位规划配比。此外,全市范围内住房交易不再审核购房资格。推广首层架空层用于公共服务空间设置,提高住宅阳台等半开敞空间比例,推动郊区(市)县开发低密度、高品质住宅产品,进一步加大高品质住宅供给。

4、一直以来,证监会从维护市场“三公”秩序、防范违法违规“造富”、从严监管队伍廉政建设的高度出发,坚持刀刃向内、靶向监管,对证监会系统离职人员(以下简称离职人员)入股拟上市企业实行穿透式监管。2021年5月,证监会专门出台《监管规则适用指引—发行类第2号》(以下简称《2号指引》),规定离职人员不当入股情形和中介机构把关责任,明确证监会对入股行为进行专项核查,安排内审部门实施独立复核,形成纵横交错的离职人员入股行为审核把关机制。

5、4月22日,国家能源局发布1-3月份全国电力工业统计数据。截至3月底,全国累计发电装机容量约29.9亿千瓦,同比增长14.5%。其中,太阳能发电装机容量约6.6亿千瓦,同比增长55.0%;风电装机容量约4.6亿千瓦,同比增长21.5%。1-3月份,全国发电设备累计平均利用844小时,比上年同期减少24小时。其中,核电1828小时,比上年同期减少36小时;太阳能发电279小时,比上年同期减少24小时;风电596小时,比上年同期减少19小时;火电1128小时,比上年同期增加31小时;水电555小时,比上年同期增加11小时。1-3月份,全国主要发电企业电源工程完成投资1365亿元,同比增长7.7%。电网工程完成投资766亿元,同比增长14.7%。

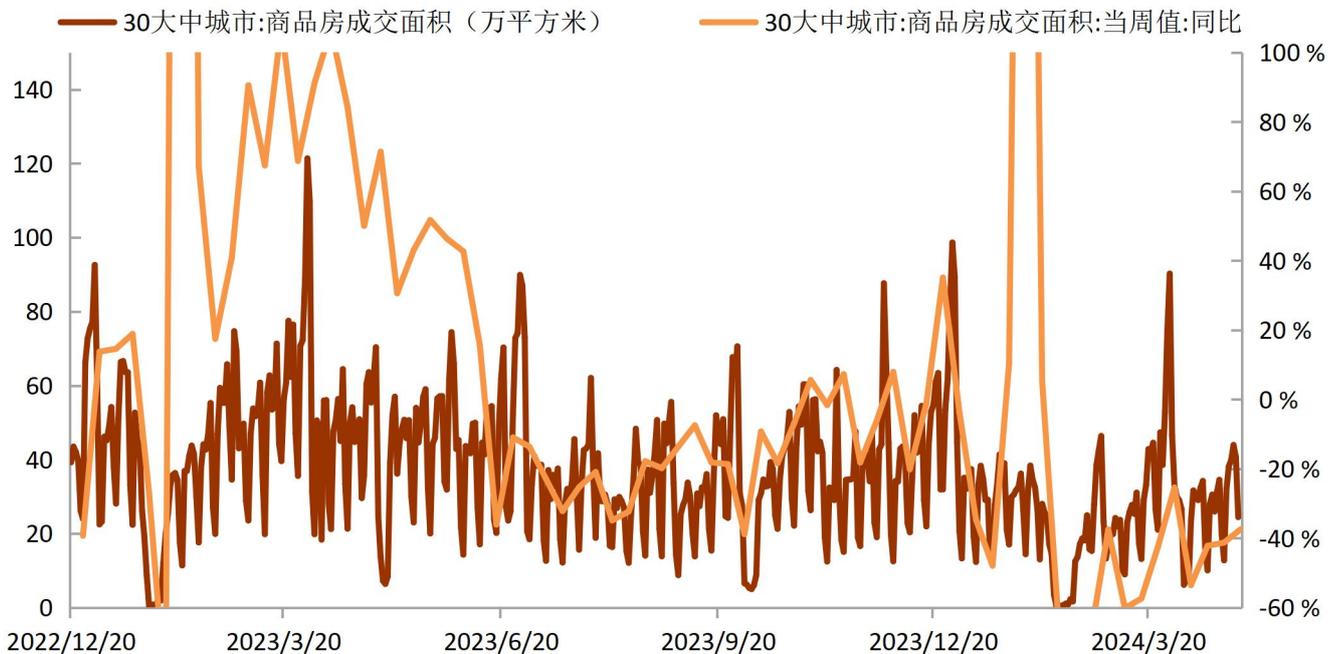
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



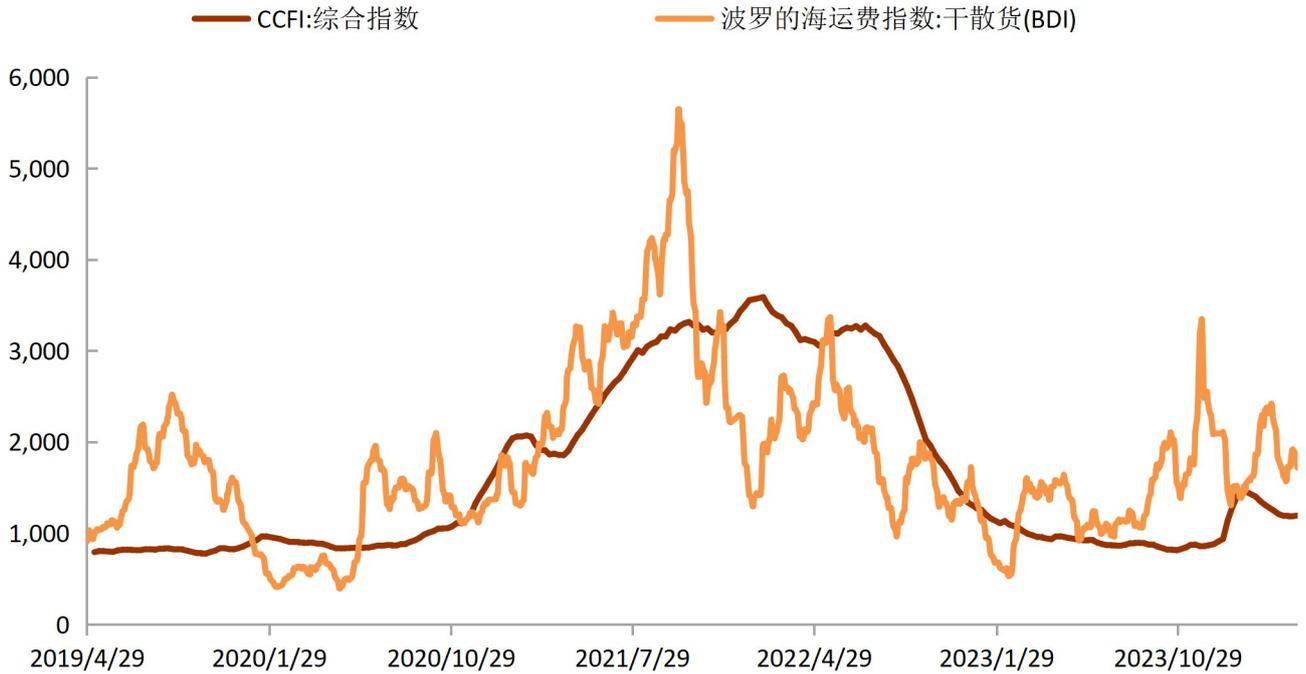
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



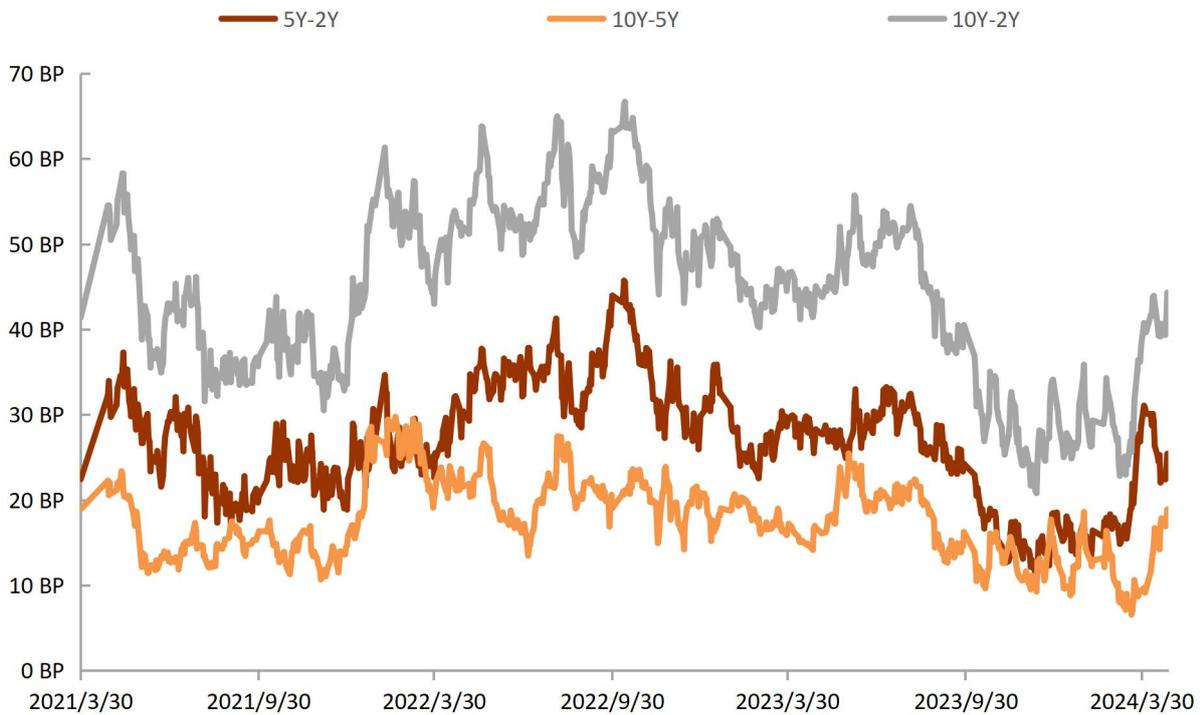
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



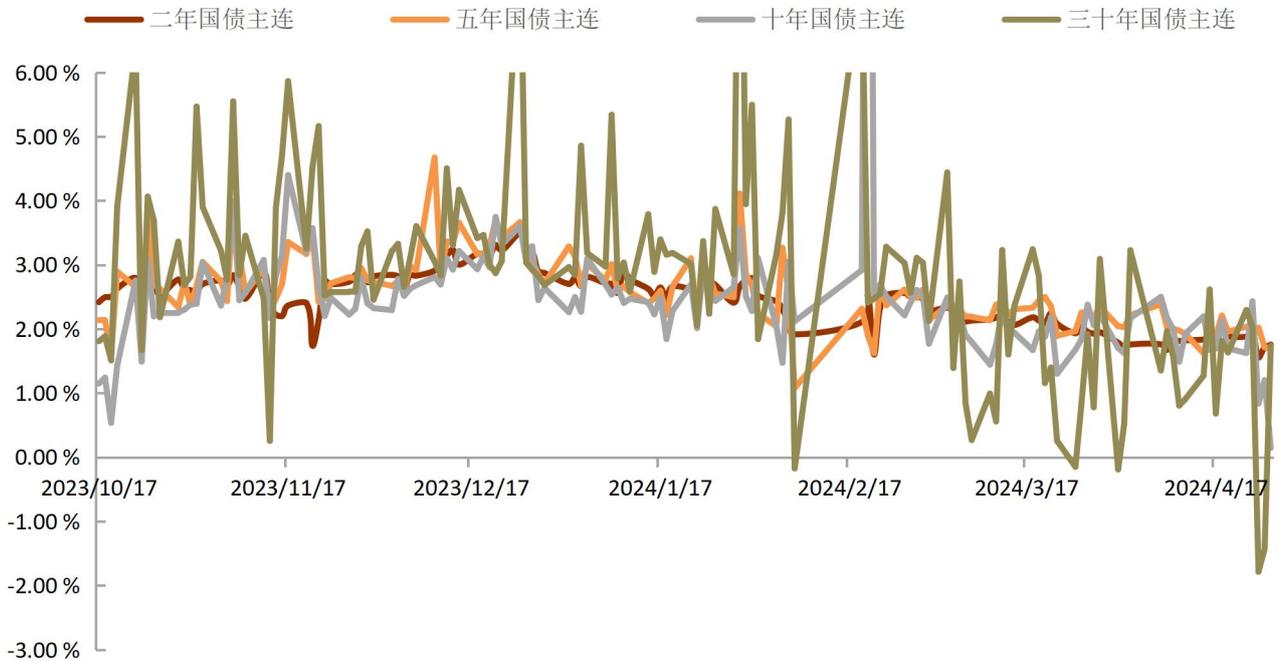
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



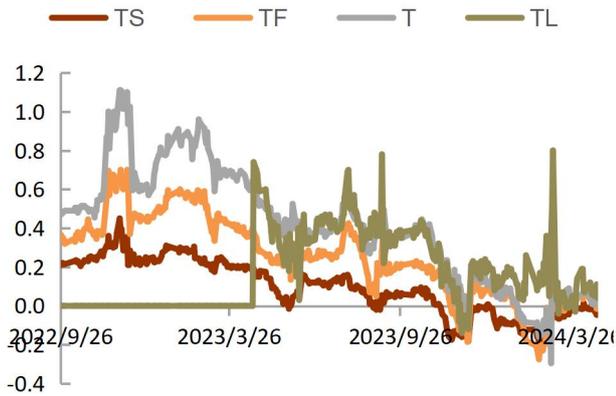
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

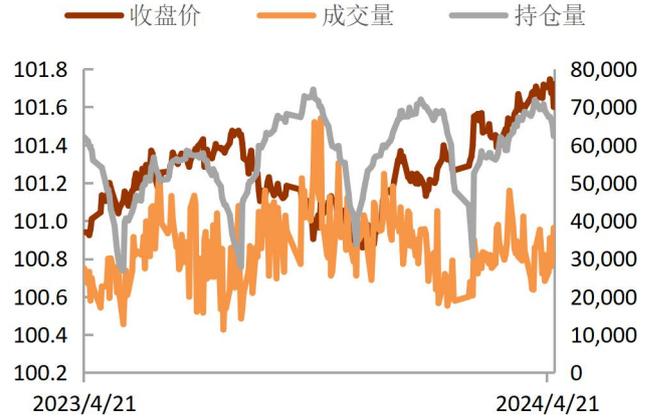


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

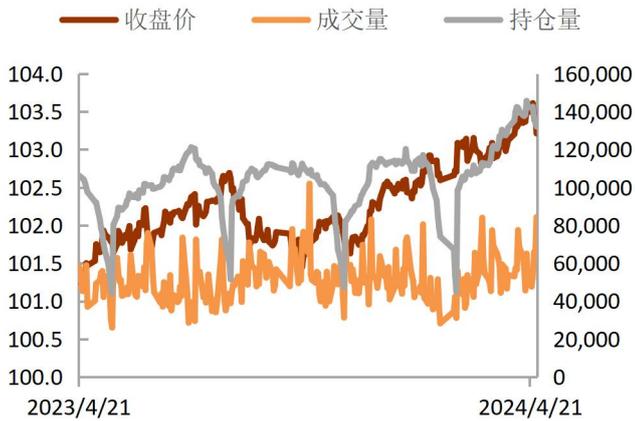


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

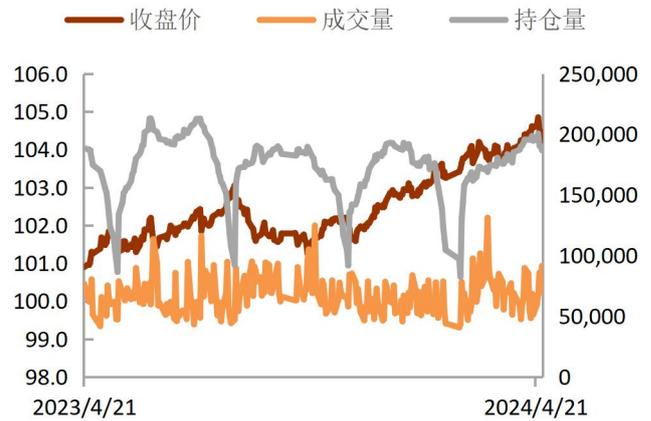


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

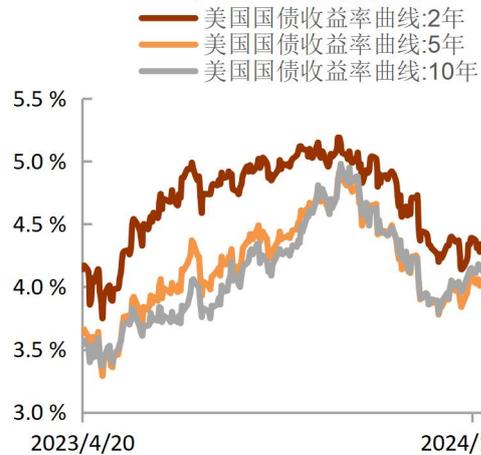


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

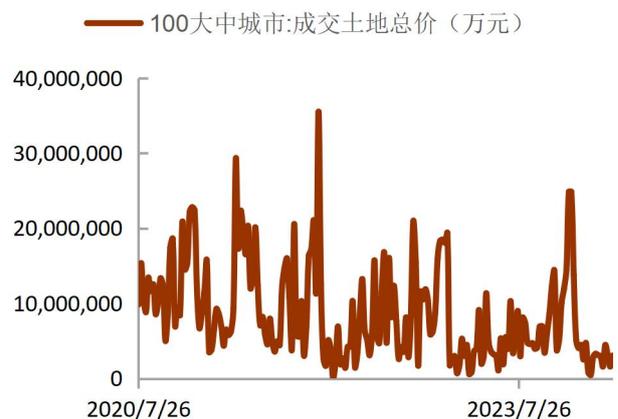


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

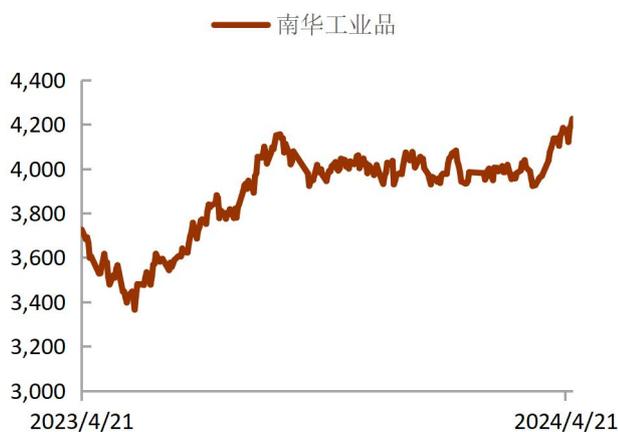


图表19 市场价:猪肉

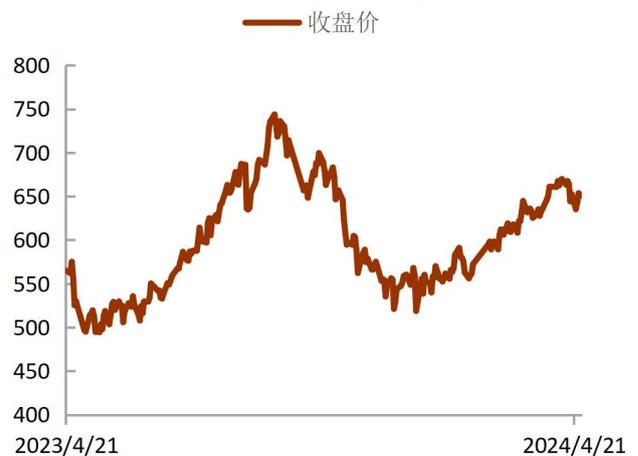


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。