



2024年5月20日

地产政策终落地

债牛基础不再

核心观点及策略

- 上周债市总体上依然处于横盘震荡。具体看周一周二，一是由于金融数据走弱，引发市场降准降息预期升温。二是特别国债发行节奏偏慢（最迟至11月），进而可能延后财政刺激实施时点，债市出现一定幅度上涨行情。但周三降准降息预期落空，叠加上房地产刺激风声不断，债市开始持续调整。……全周来看十年期国债期货主力合约T2406振幅0.43%，最低价104.105，最高价104.379，终止价104.250，下跌0.045。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作继续维持底量续作，全周实现0投放回笼。更重要的是货币政策在金融数据最差的月份顶住压力，降准降息预期落空，因此未来降准降息概率在降低，而基础货币投放大概率将通过央行新设立的保障性住房再贷款，同时由于该工具具有较好的宽信用效果且利率极低，因此未来调降MLF利率的必要性也在降低。货币政策方面，保障性住房再贷款与当年PSL有异曲同工之效，虽然目前仅有3000亿规模，但未来继续加量概率较高，初期对资金面依然友好，但后期宽信用效果显现后恐对资金面产生负面扰动。
- 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、权益市场上涨

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	104.2500	-0.0550	-53619	271898	91428
TF2406	103.3250	0.0200	-32021	239182	72448
TS2406	101.7100	0.0560	-18045	145192	30287
TL2406	105.7100	-0.0100	-14763	115696	25928
T2409	104.0950	0.1050	56126	213802	111044
TF2409	103.2900	0.1050	24066	123609	66035
TS2409	101.7240	0.0960	18252	69389	36736
TL2409	105.4200	0.0700	17,778	164910	58257

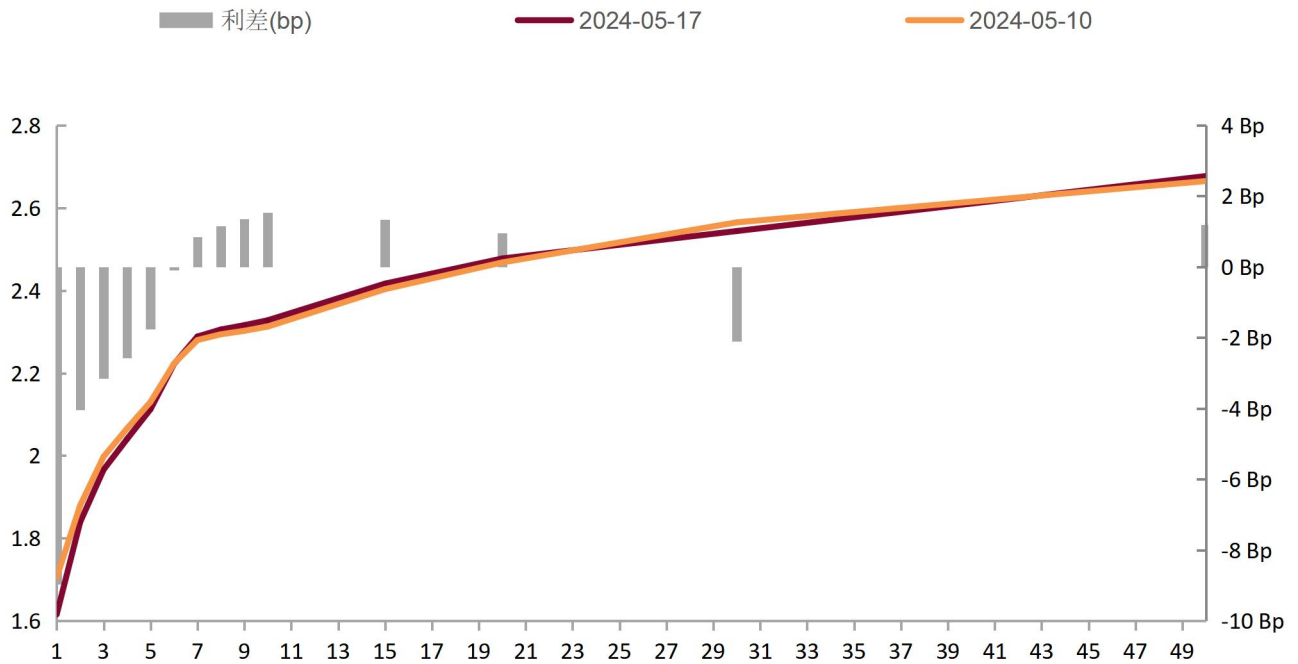
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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
2024/5/17	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/17	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/16	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/16	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/15	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	1250	投放
2024/5/15	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/15	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.75	1250	回笼
2024/5/15	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/14	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/14	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/13	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/13	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放

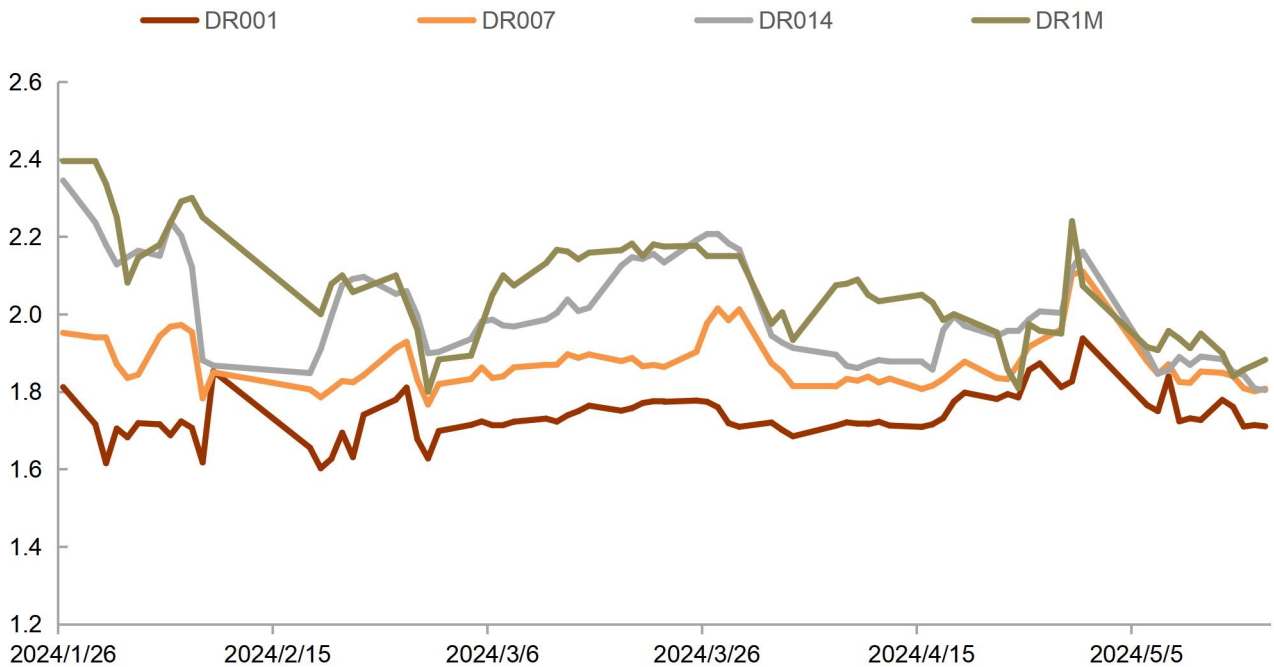
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



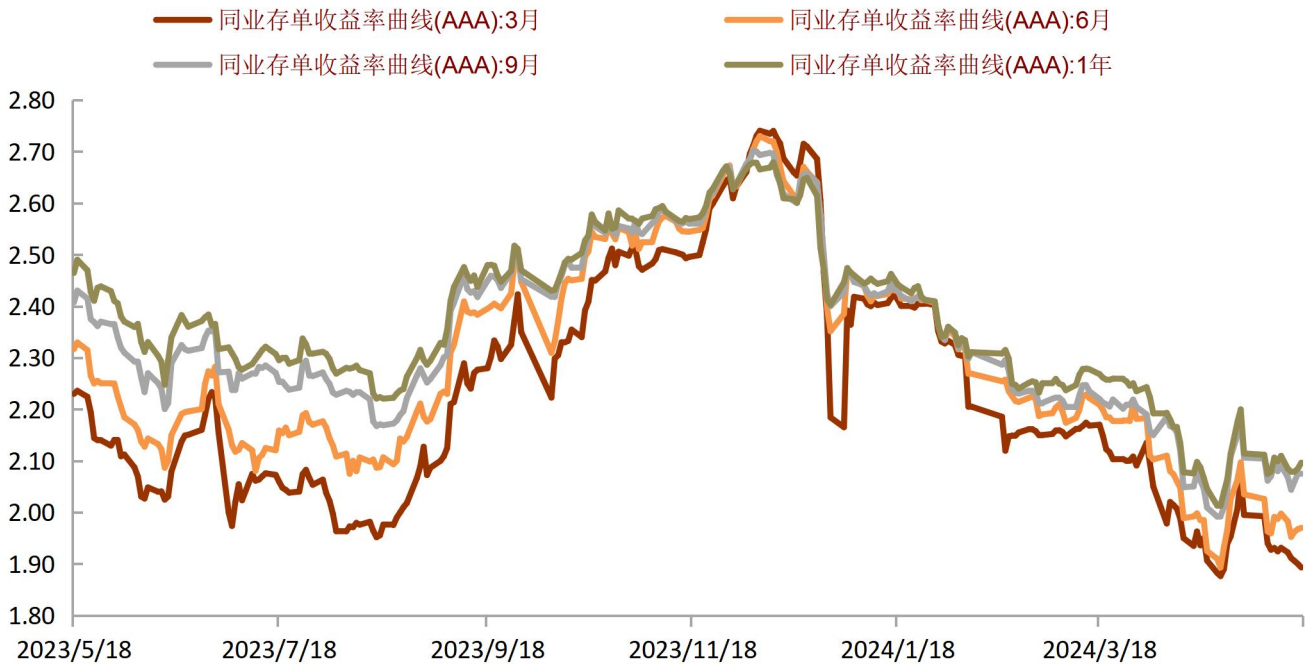
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市总体上依然处于横盘震荡。具体看周一周二，一是由于金融数据走弱，引发市场降准降息预期升温。二是特别国债发行节奏偏慢（最晚至11月），进而可能延后财政刺激实施时点，债市出现一定幅度上涨行情。但周三降准降息预期落空，叠加房地产刺激风声不断，债市开始持续调整。不过至周五下午政策全部落地，居民加杠杆的政策目的并未获得市场认同，债市再次出现一波反弹行情。全周来看十年期国债期货主力合约T2406振幅0.43%，最低价104.105，最高价104.379，终止价104.250，下跌0.045。

资金面方面：上周央行公开市场操作继续维持底量续作，全周实现0投放回笼。更重要的是货币政策在金融数据最差的月份顶住压力，降准降息预期落空，因此未来降准降息概率在降低，而基础货币投放大概率将通过央行新设立的保障性住房再贷款，同时由于该工具具有较好的宽信用效果且利率极低，因此未来调降MLF利率的必要性也在降低。货币政策方面，保障性住房再贷款与当年PSL有异曲同工之效，虽然目前仅有3000亿规模，但未来继续加量概率较高，初期对资金面依然友好，但后期宽信用效果显现后恐对资金面产生负面扰动。

经济基本面方面：4月消费数据同比走弱但环比尚可，而规模以上工业增加值则持续向好。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，5月第一周表现依然不太理想。二是30城商品房成交面积节后恢复较慢，未来需要观察政策刺激效果。三是外贸方面，CCFI开始出现加速上涨迹象，红海阻断航运已持续一段时间，因此近期上涨可能更多反应需求向好，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震荡，目前猪价同比已经转正，

敬请参阅最后一页免责声明

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再次上涨，随着基数回落未来 PPI 底部反转已无太大悬念。

当前政策方向已然明了，房地产刺激政策只是刚刚开始，我们认为即使短期有部分不及预期（初期规模仅 3000 亿，以及鼓励居民部门加杠杆），但未来仍有加码及调整空间，如出台进一步政策扭转居民部门收入预期，那么市场预期将继续修正。同时央行上周再次借金融时报之口给出长期国债收益率区间为 2.5%-3.0%（结合近期发文此处长期国债应特指 30Y），因此取中间值 2.75% 看，目前仍有调整空间。因此策略上我们建议继续维持此前给出的套保策略，短期以票息收入为重。

三、一周要闻

1、央行发布公告，为落实党中央、国务院决策部署，适应我国房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，促进房地产市场平稳健康发展，现就调整商业性个人住房贷款利率政策有关事项通知如下：一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。

2、中国人民银行 5 月 17 日宣布，拟设立保障性住房再贷款。再贷款规模 3000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。中国人民银行按照贷款本金 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。人民银行副行长陶玲 5 月 17 日在国务院政策例行吹风会上表示，此次决定不再设置全国层面首套房和二套房贷款利率政策下限，对于一线城市和部分热点城市，城市政府仍可因地施策，自主决定当地房贷利率政策下限。如未来房地产市场供求关系发生较大改变，人民银行将及时恢复执行政策下限或指导城市政府恢复政策下限，以调节供需。取消房贷利率政策下限后，商业银行可根据客户风险状况自主决定利率水平实现房贷利率市场化。

3、中国人民银行 5 月 17 日发布通知，5 月 18 日起下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。对此，多位业内人士向蓝鲸新闻确认，新的通知除适用于新购房且用公积金贷款购房者外，也同样适用于已购房且用公积金贷款的购房者，即在重新定价日，已购房且用公积金贷款的购房者的住房公积金贷款利率也会相应下调，至于具体的重新定价日期，还要

依据各地政策及贷款合同而定。蓝鲸注：5月17日，中国人民银行发布关于下调个人住房公积金贷款利率的通知，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。

4、财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，其中超长期特别国债涉及品种为20年、30年、50年。决定5月17日发行30年超长期特别国债，决定5月24日发行20年超长期特别国债，决定6月14日发行50年超长期特别国债。

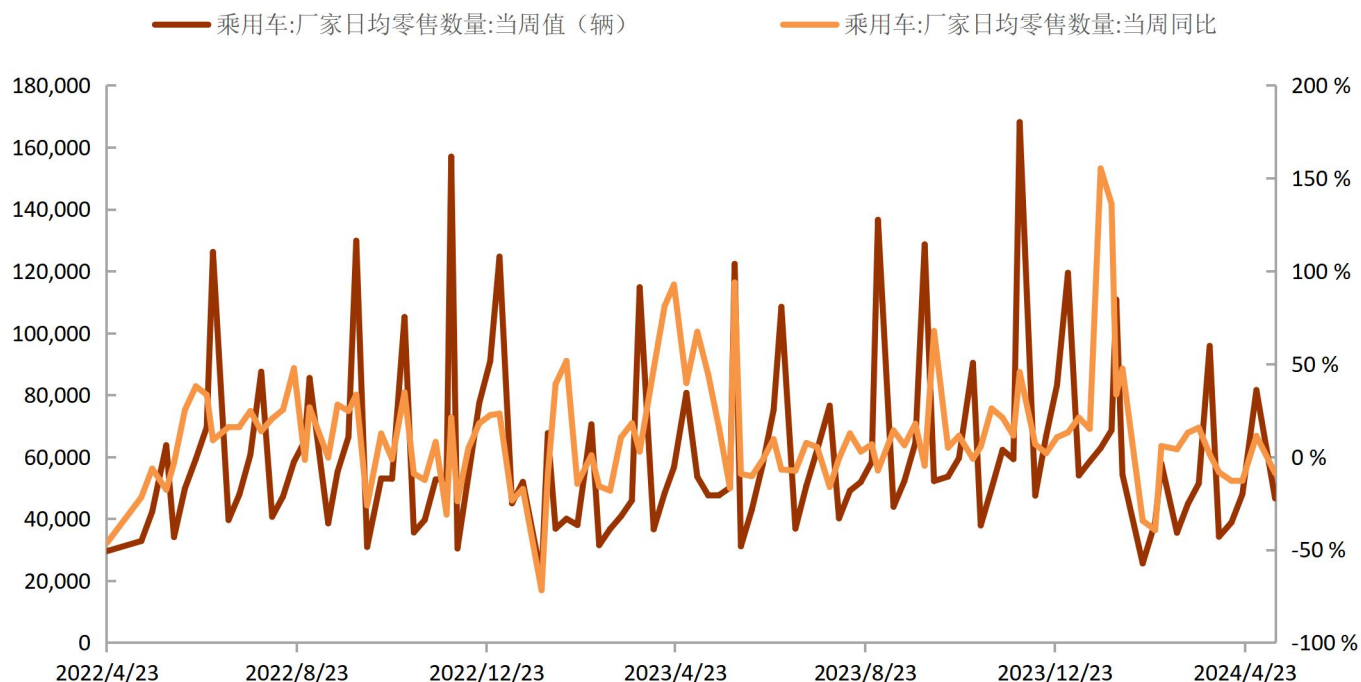
5、为落实《证券法》关于证券市场程序化交易监管的规定，贯彻《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平，证监会制定发布《证券市场程序化交易管理规定(试行)》(以下简称《管理规定》)，自2024年10月8日起正式实施。

6、据银行间市场消息，2024年超长期特别国债(一期)已招标结束，中标结果出炉。“24特别国债01”边际利率2.57%，边际382.6倍，全场3.9倍。根据发行安排，首发的30年期超长期特别国债，为固定利率付息债，总额400亿元。

7、在5月14日外交部记者会上，有记者提问称，美国总统拜登将在周二宣布对来自中国的产品加征关税，这些关税是针对中国的电动汽车，还有医疗用品以及太阳能产品的，请问中方对此有何回应？中国外交部发言人汪文斌对此表示，具体情况你可以向主管部门来了解。中方一贯反对违反世贸规则，单方面加征关税，中方将采取一切必要措施维护自身正当权益。

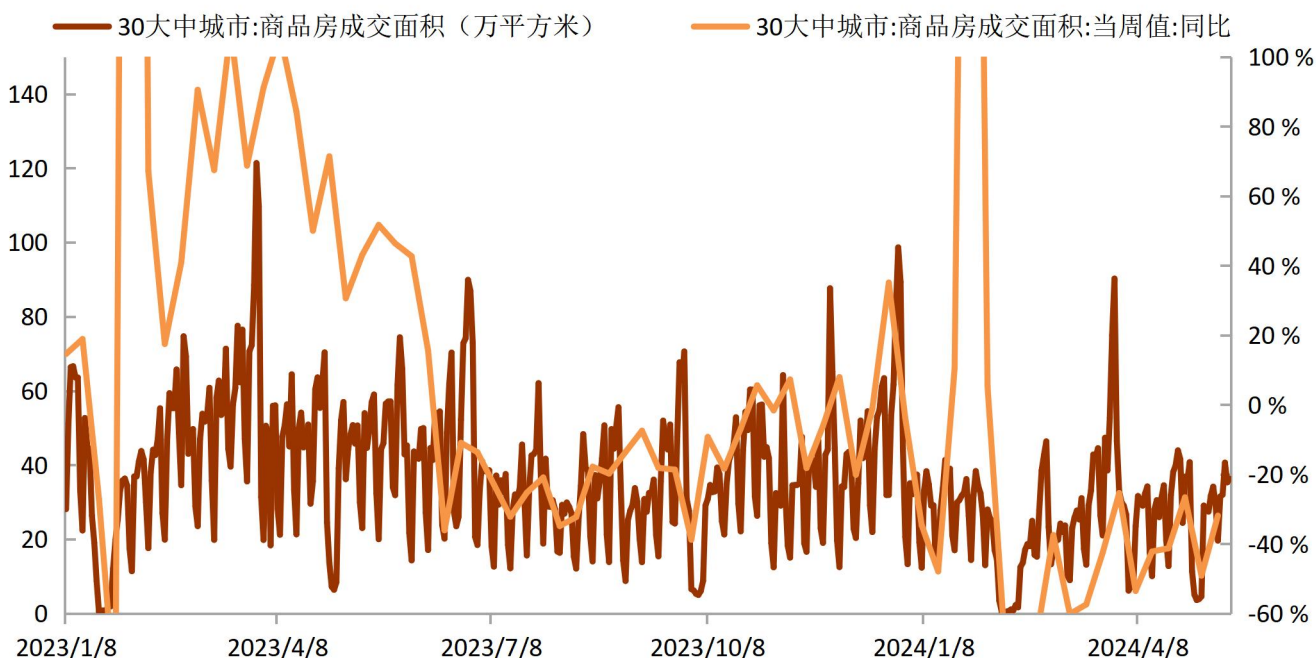
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



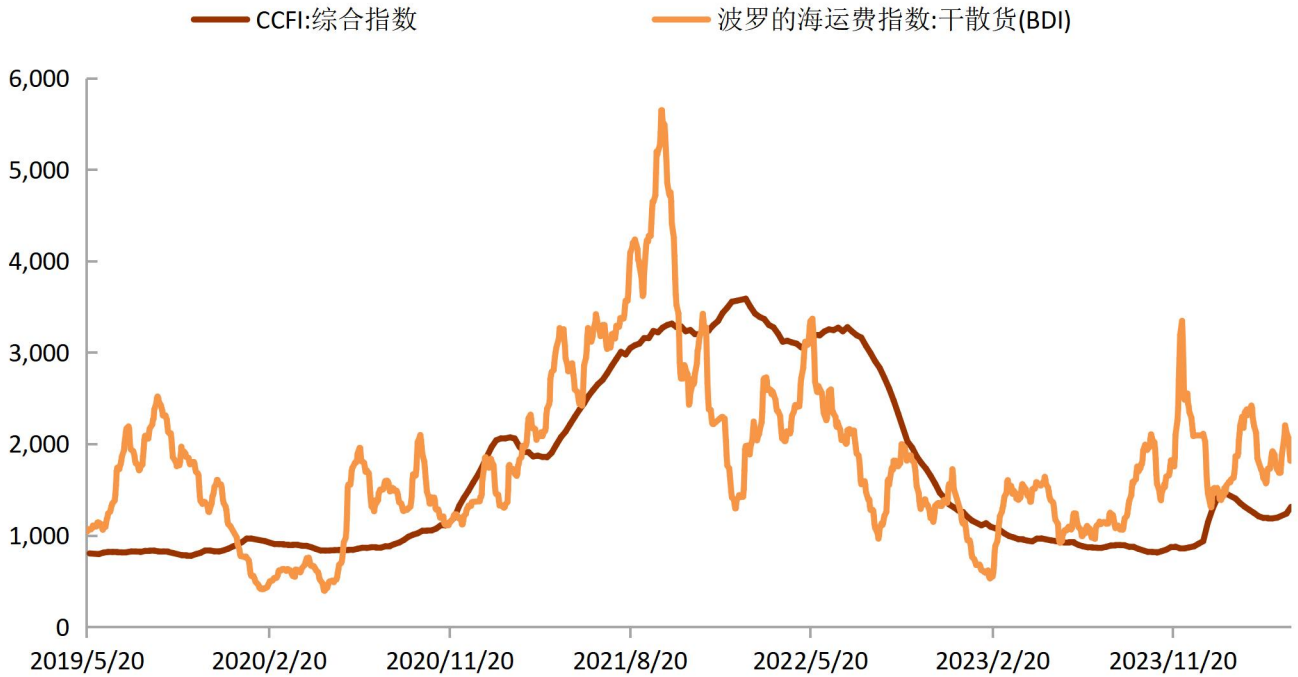
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



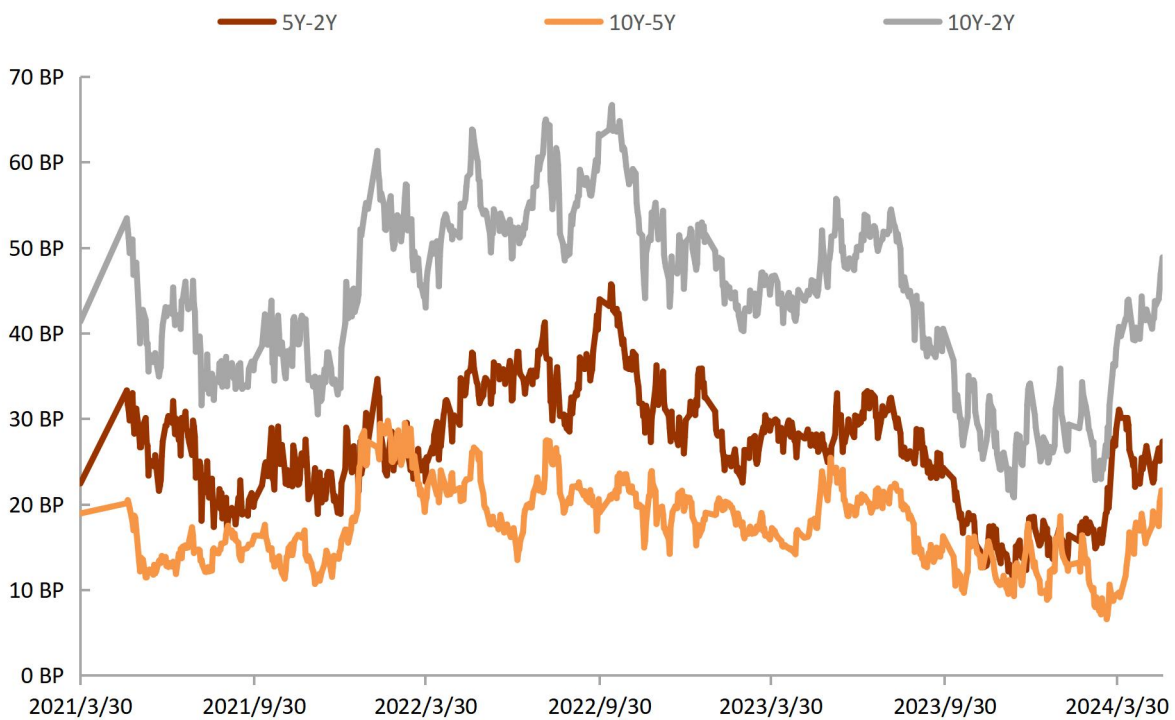
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



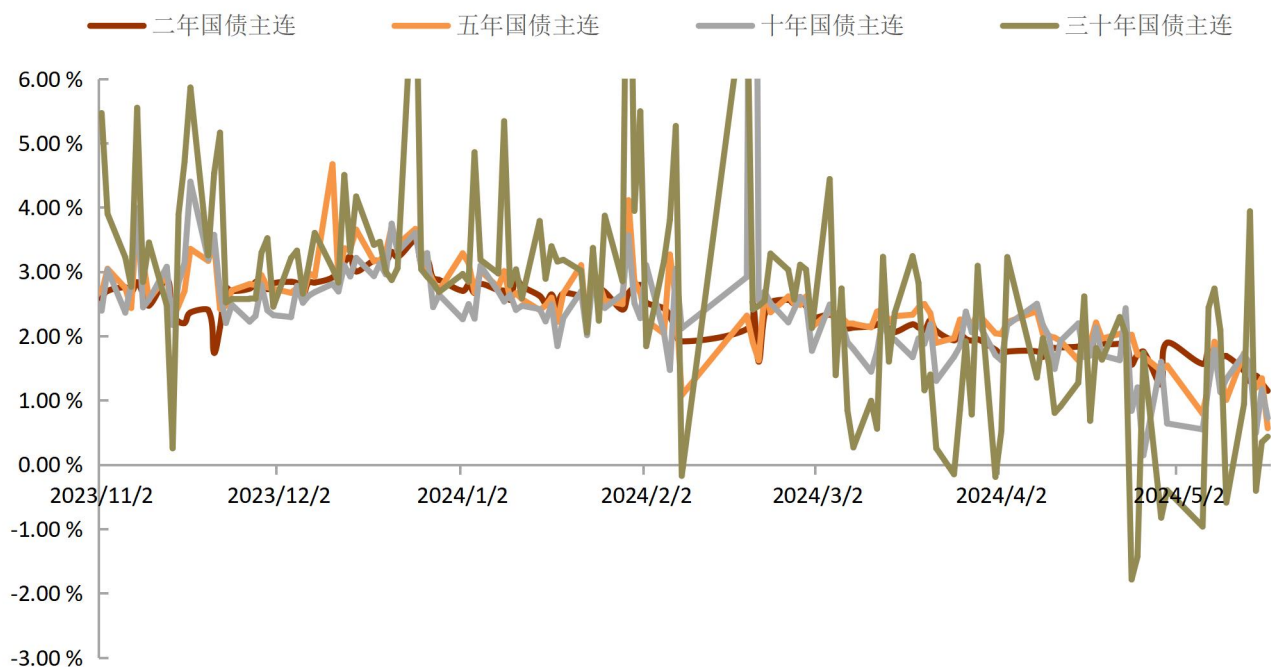
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



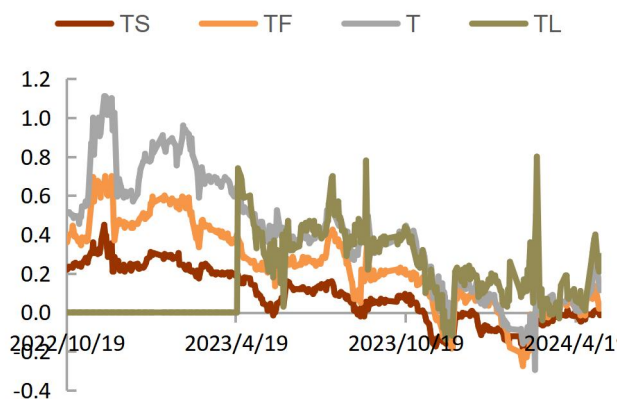
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

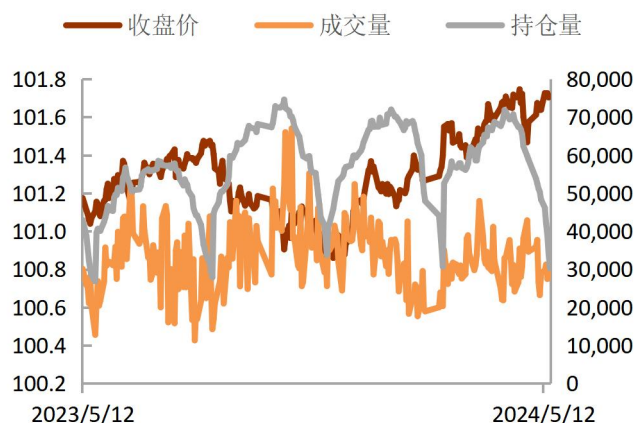


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

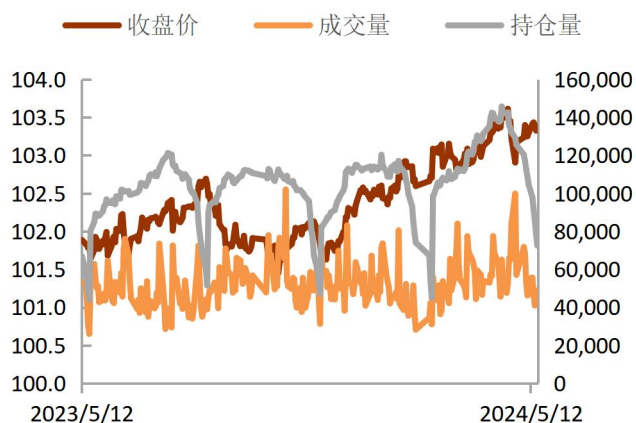


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

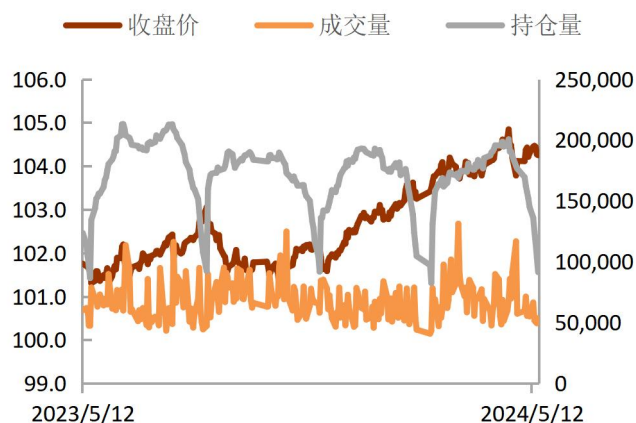


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

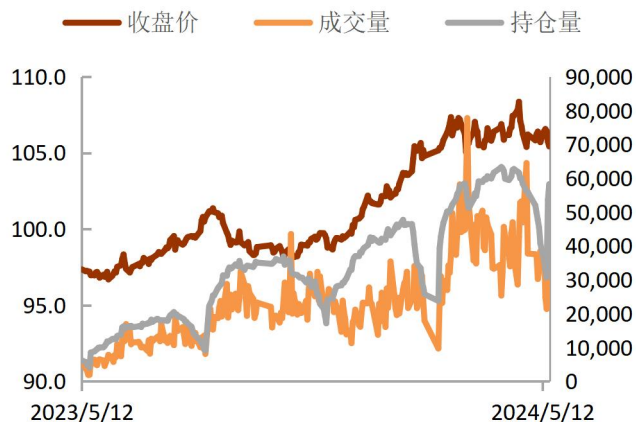


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

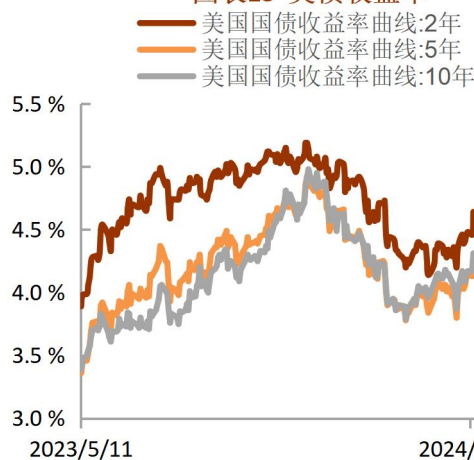


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

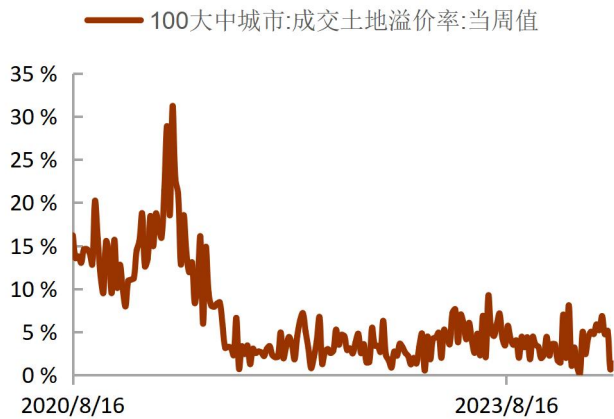


图表15 美债收益率

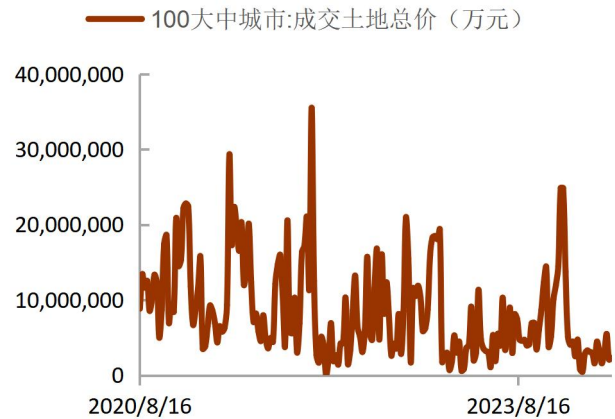


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

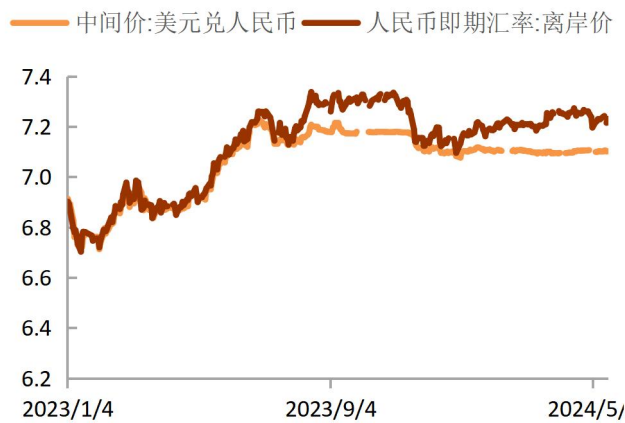


图表17 成交土地总价

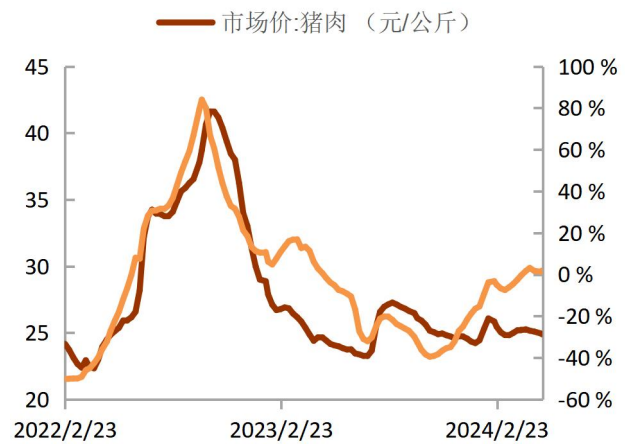


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

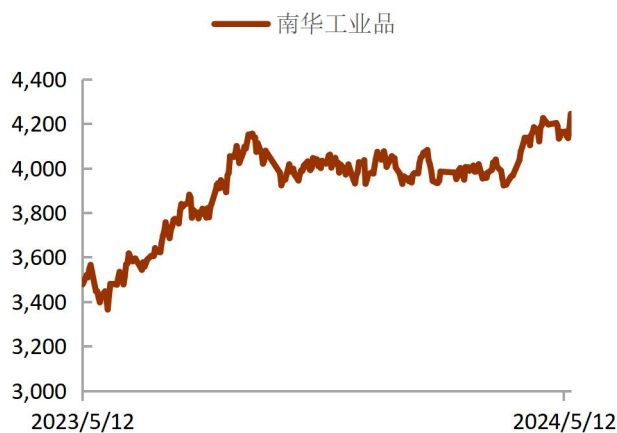


图表19 市场价:猪肉

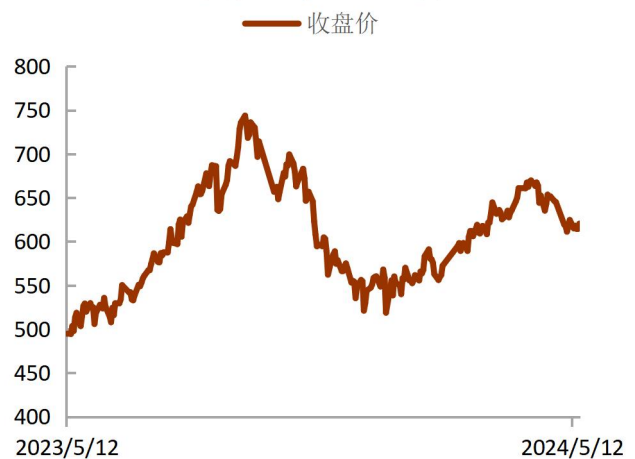


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。