2024 年 5 月 27 日

地缘风险上行

对冲国债供给压力

核心观点及策略

- 上周债市总体上依然处于横盘震荡，除30Y外各期限国债现券收益率小幅下行，但总体下行幅度有限。具体看首先是地产政策短期内基本落地，但地产相关高频数据仍未见趋势逆转迹象，同时24特国01上市第一天便创出惊人涨幅，带动债市做多情绪走强。最后地缘冲突风险上升也带动国内资金避险情绪。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.31%，最低价104.11，最高价104.430，终止价104.305，上涨0.21。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作继续底量续作，全周共投放资金680亿元，但不考虑国库现金定存的700亿则为净回笼20亿元，因此央行仍未表现出再度刺激资金面的态度。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看资金面依然处于宽松并维持低波动状态。货币政策方面，上周市场新增消息较少，考虑到此前央行给出的2.5-3%区间，结合目前30Y国债现券收益率依然处于区间下沿，短期货币政策预计维持稳定。

- 策略建议：继续持有套保策略
- 风险因素：房地产政策继续出台、避险情绪消退

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	104.4800	0.2950	-36954	100358	54474
TF2406	103.4100	0.1100	-33862	119232	38586
TS2406	101.7480	0.0400	-12727	48760	17560
TL2406	106.5700	0.8700	-5633	34547	20295
T2409	104.3050	0.2800	38614	275940	149658
TF2409	103.3800	0.1350	27945	233290	93980
TS2409	101.7320	0.0140	14112	162434	50848
TL2409	106.2400	0.9600	7,257	172764	65514

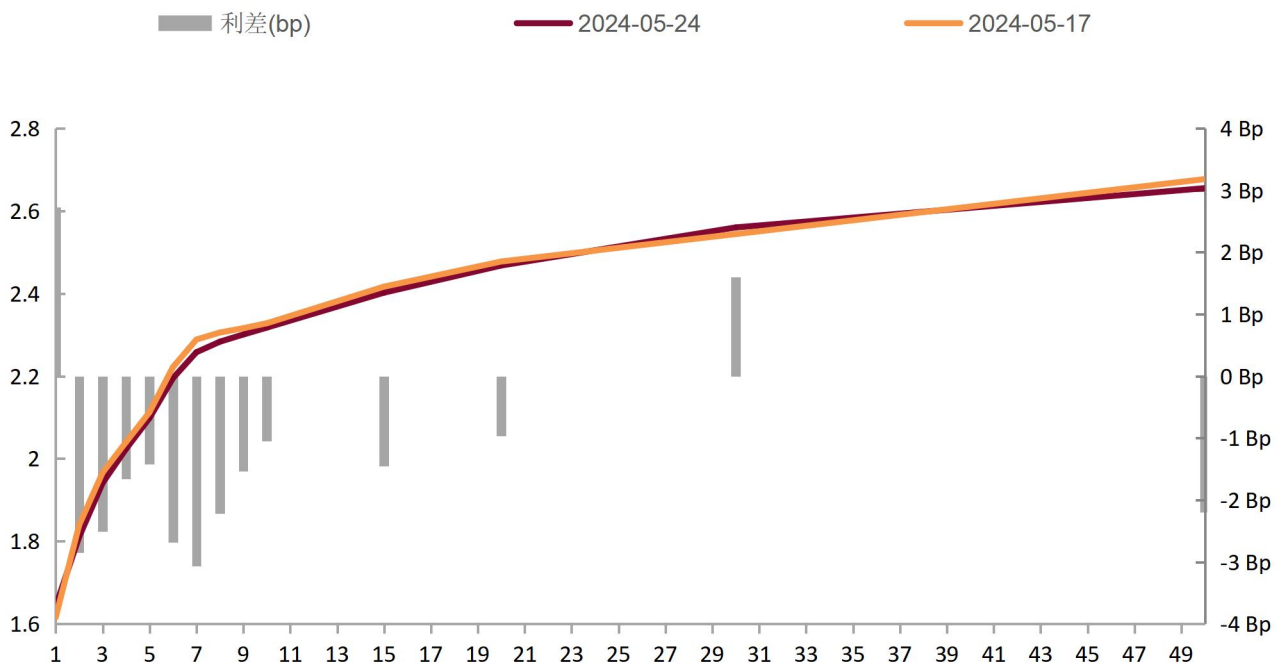
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				680		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/5/24	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/24	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/23	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/23	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/22	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(五期)	1 月	2.28	700	投放
2024/5/22	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	20	投放
2024/5/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/5/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼

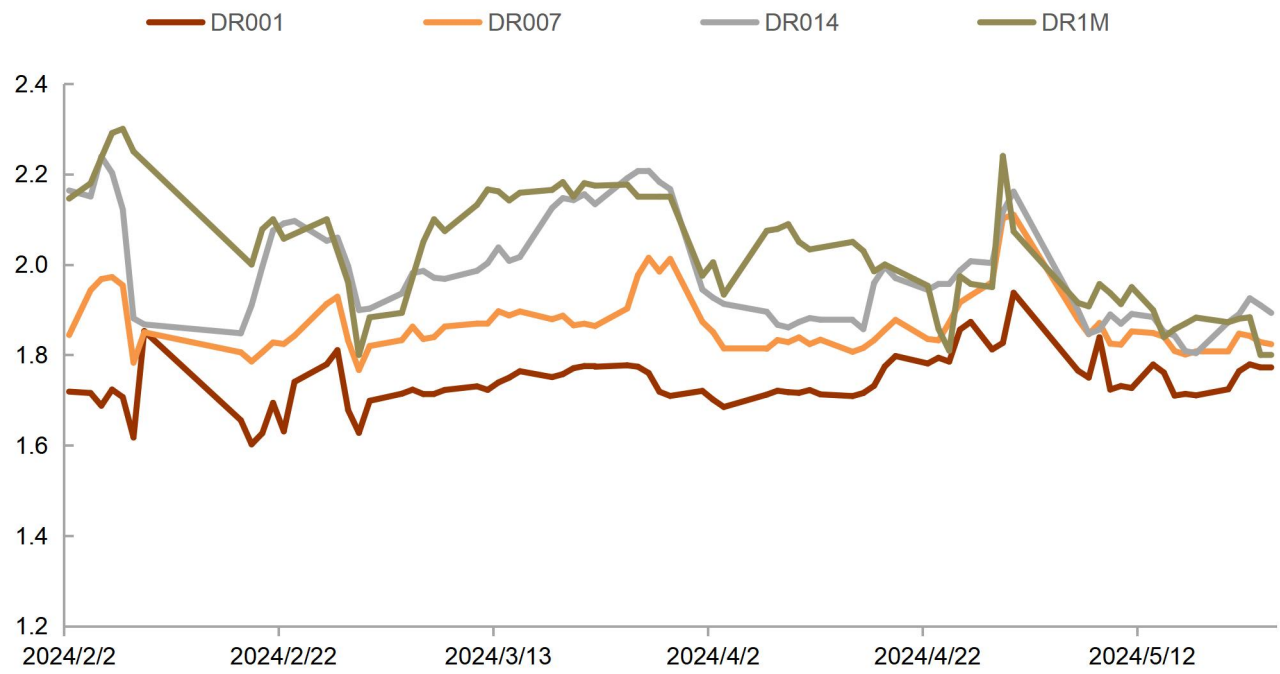
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



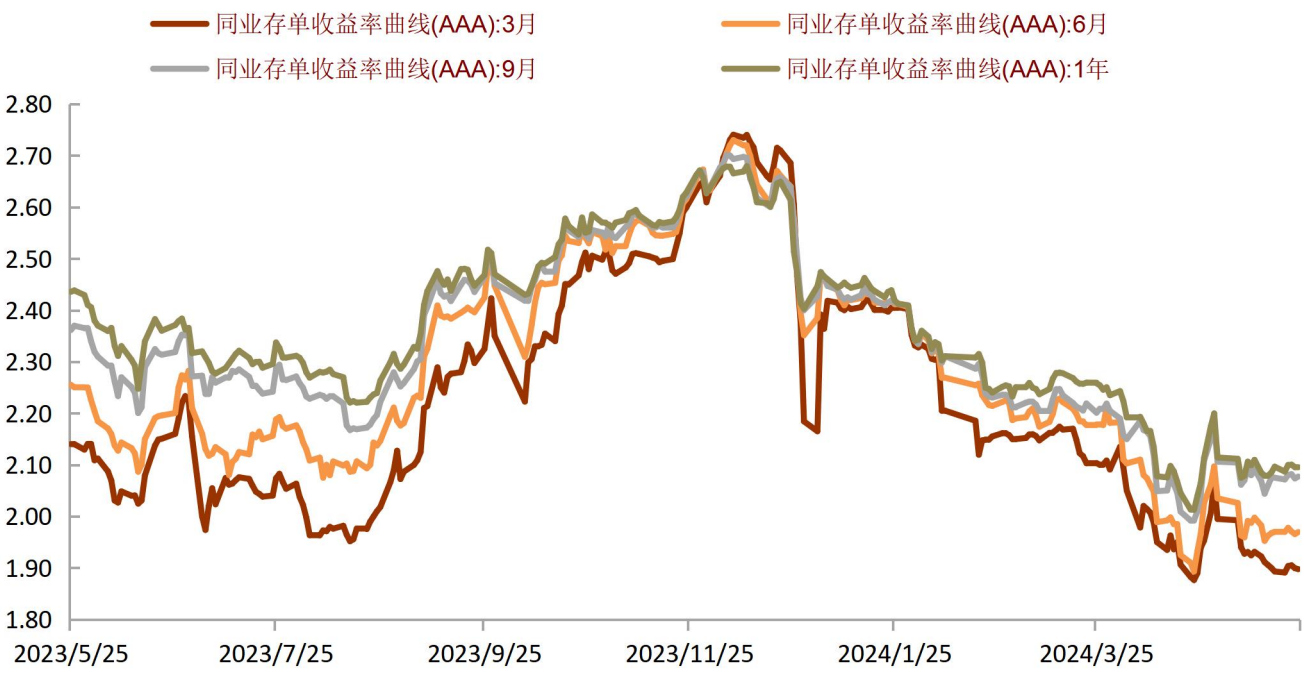
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

上周债市总体上依然处于横盘震荡，除 30Y 外各期限国债现券收益率小幅下行，但总体下行幅度有限。具体看首先是地产政策短期内基本落地，但地产相关高频数据仍未见趋势逆转迹象，同时 24 特国 01 上市第一天便创出惊人涨幅，带动债市做多情绪走强。最后地缘冲突风险上升也带动国内资金避险情绪。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.31%，最低价 104.11，最高价 104.430，终止价 104.305，上涨 0.21。

资金面方面：上周央行公开市场操作继续底量续作，全周共投放资金 680 亿元，但不考虑国库现金定存的 700 亿则为净回笼 20 亿元，因此央行仍未表现出再度刺激资金面的态度。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看资金面依然处于宽松并维持低波动状态。货币政策方面，上周市场新增消息较少，考虑到此前央行给出的 2.5-3%区间，结合目前 30Y 国债现券收益率依然处于区间下沿，短期货币政策预计维持稳定。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，5 月第二周销量反弹明显，并且同比数据开始转正，消费数据持续走弱担忧有所消退。二是 30 城商品房成交面积表现依然疲软，虽有政策上的强力刺激但见效仍需等待，但从另一面看如数据持续疲软追加进一步的刺激政策必要性则在上升。三是外贸方面，CCFI 持续反弹，波罗的海干散货指数则小幅下行，临近巴黎奥运出口有望继续带来惊喜。四是猪肉价格处于磨底阶段，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突破后继续冲高，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，即使短期内地产数据仍然疲软，但疲软的数据大概率将引发楼市刺激政策的进一步加码，同时此轮上海地产刺激政策仍未落地，债市仍存在潜在利空。同时央行此前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，而目前30Y国债现券收益率仍在2.57%附近，接近区间下沿，因此当前拉久期策略无论是胜率还是赔率都不理想。所以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、为贯彻落实《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》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，证监会今日发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，自发布之日起施行。《减持管理办法》共三十一条，总体保持了《减持规定》的基本框架和核心内容，将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容：一是严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。二是有效防范绕道减持。要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。三是细化违规责任条款。明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。

2、东部战区新闻发言人李熹海军大校表示，5月23日至24日，中国人民解放军东部战区组织战区陆军、海军、空军、火箭军等兵力，位台岛周边开展“联合利剑-2024A”演习，重点演练联合海空战备警巡、联合夺取战场综合控制权、联合精打要害目标等科目，舰机抵近台岛周边战巡，岛链内外一体联动，检验战区部队联合作战实战能力。这也是对“台独”分裂势力谋“独”行径的有力惩戒，对外部势力干涉挑衅的严重警告。

3、美联储决策者周二表示，目前的谨慎做法是在降息前再等待几个月，确保通胀真正处于回归2%目标的轨道上。美联储理事沃勒表示，“在劳动力市场没有明显趋弱的情况下，我需要再看到几个月的良好通胀数据，然后才能放心地支持放松货币政策立场。”亚特兰大联储总裁博斯蒂克则指出美联储在批准首次降息时需要谨慎行事，确保不会触发企业和家庭此前被压抑的支出，导致通胀开始“反弹”。

4、美国贸易代表办公室表示，对电动汽车电池、计算机芯片和医疗产品等一系列中国商品大幅加征关税的部分措施将在 30 天公示期结束后，于 8 月 1 日生效。美国总统拜登将保留前总统特朗普实施的关税措施，同时提高其他关税，包括将电动汽车关税提高三倍至100%以上，将半导体关税提高一倍至 50%。

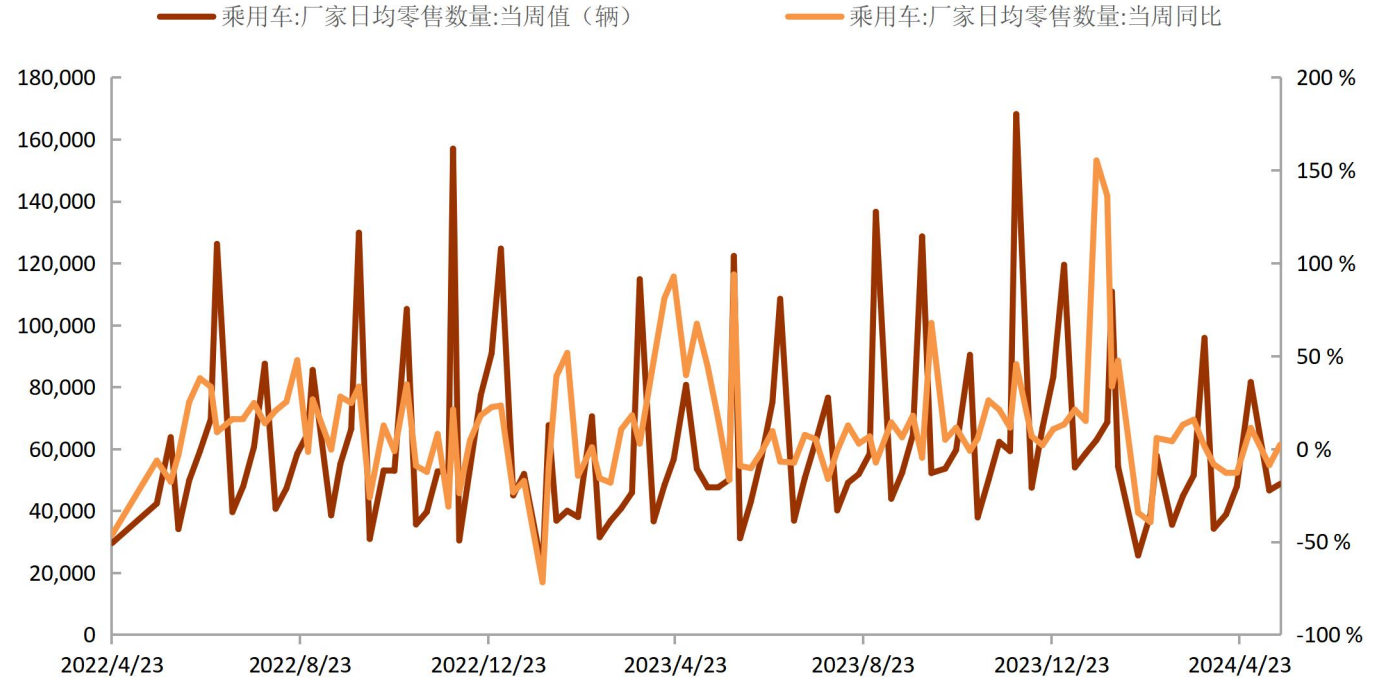
5、中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平 5 月 23 日下午在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会并发表重要讲话。他强调，党的二十大擘画了全面建设社会主义现代化国家的宏伟蓝图，确立了以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业的中心任务。进一步全面深化改革，要紧扣推进中国式现代化这个主题，突出改革重点，把牢价值取向，讲求方式方法，为完成中心任务、实现战略目标增添动力。

6、财联社 5 月 23 日电，今年首个超长特别国债“24 特国 01”经过昨天日间暴涨两次触发临停后，今天开始大幅回调，今日开盘即下跌 0.8%左右，开盘收益率为 2.5457%较上市首日收盘价上行约 3.87bp。截至上午 11 点，“24 特国 01”最低触及 100.305（对应收益率上行 4.3bp）。实际上昨天尾盘该券颓势已现，债券价格在临近收盘时间快速从 125 元左右下行至 100.1 元附近合乎常理的范围。而且从交易量来看，昨天单日的成交量仅有 7.5 万，今天一上午成交量就突破了 40 万，成交密度显著增强，这也加强了“24 特国 01”的稳定性，目前波动范围控制在 1%以下，行情回归正常区间。截至中午 11 点“24 特国 01”收益率为 2.5498%，较 30 年国债活跃券 230023 收益率低 0.92bp。

7、20 年期特别国债（二期）5 月 24 日正式首发。中标结果已出炉，本期特别国债中标利率 2.49%，全场倍数 4.34，边际倍数 1.05。而上周 30 年期特别国债（一期）的发行结果显示，中标利率 2.57%，全场倍数 3.90，边际倍数 382.60。将一期与二期的发行结果对比来看，全场倍数方面，二期略高于一期；而边际倍数方面，二期远低于一期。一般而言，全场倍数是指在债券招标过程中，实际投标总量与计划发行总量的比值，反映的是一级市场的配债热情。边际倍数则反映的是市场对于边际价格的认可度，不过业内很多观点认为，边际倍数在荷兰式招标中并无太大参考价值。据悉，这两期超长期特别国债的招标方式均是荷兰式。另外，全场倍数虽然在一定程度上反映了市场的投资热情，但也有观点认为，全场倍数越高，至少反映机构的资金面较为充裕，愿意参与利率债的认购，但并不足以说明机构配置热情高，因为多数投资者可能只愿意以相对较低的安全成本进行认购。

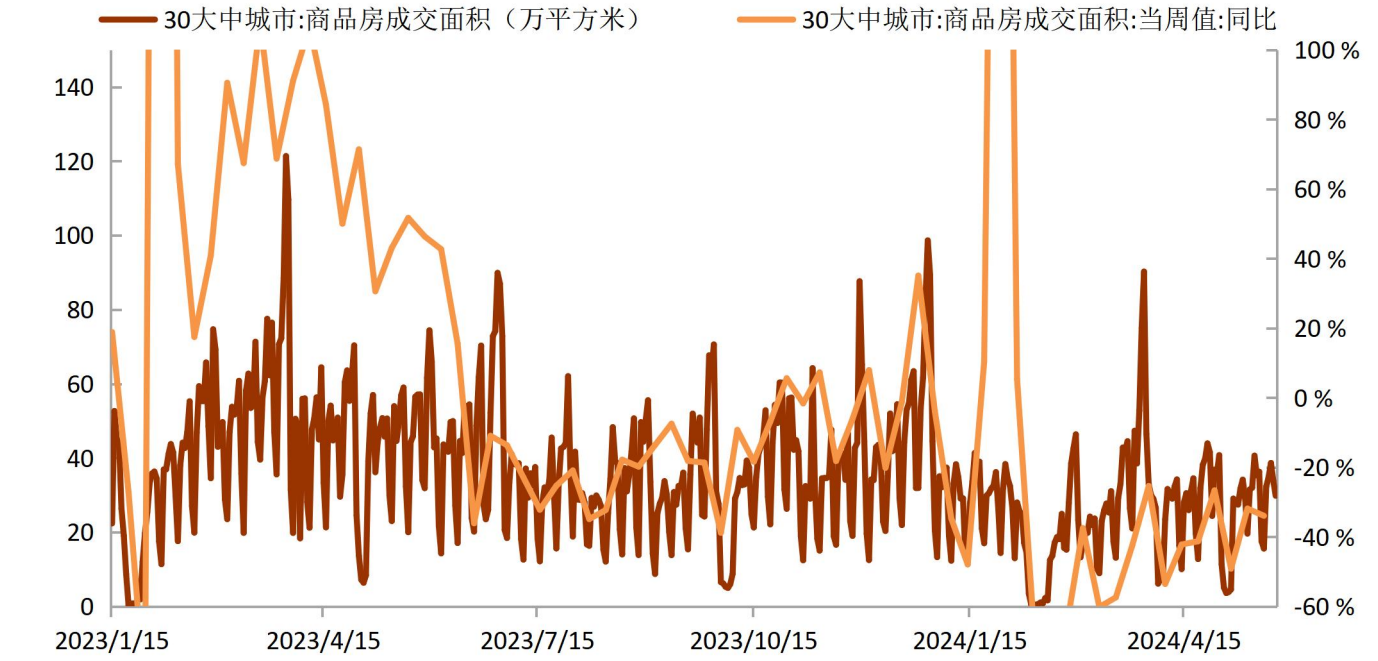
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



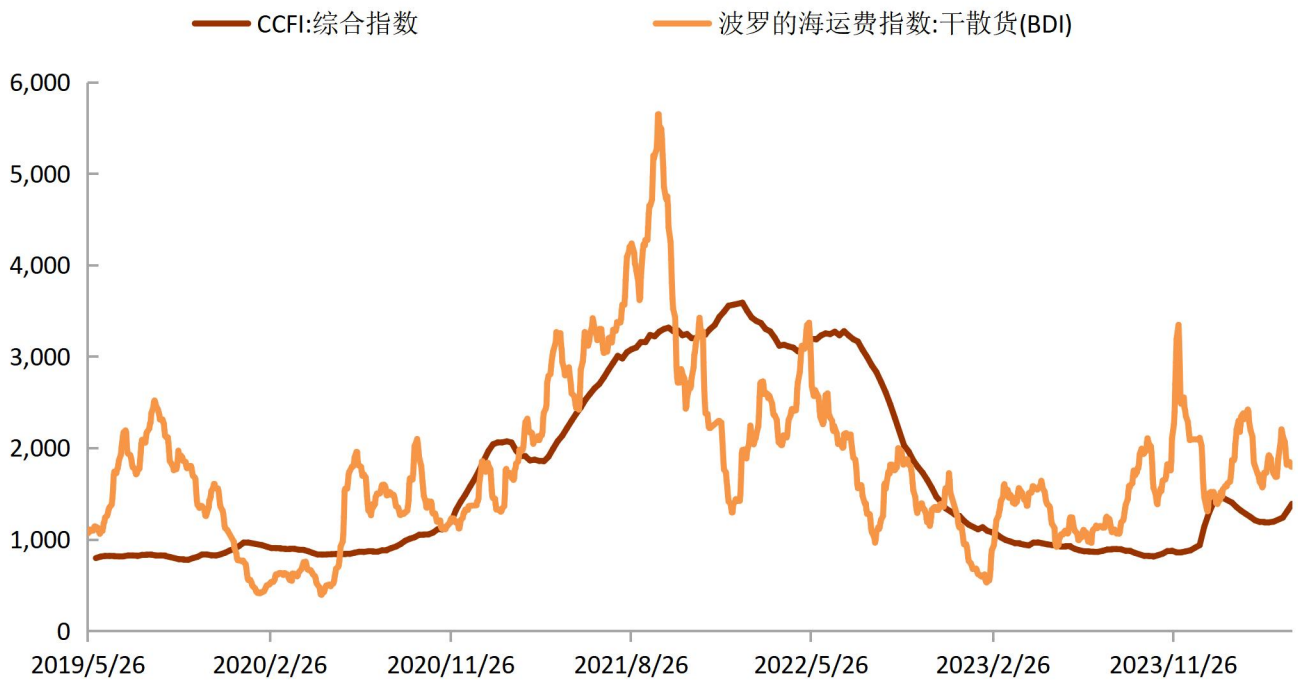
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



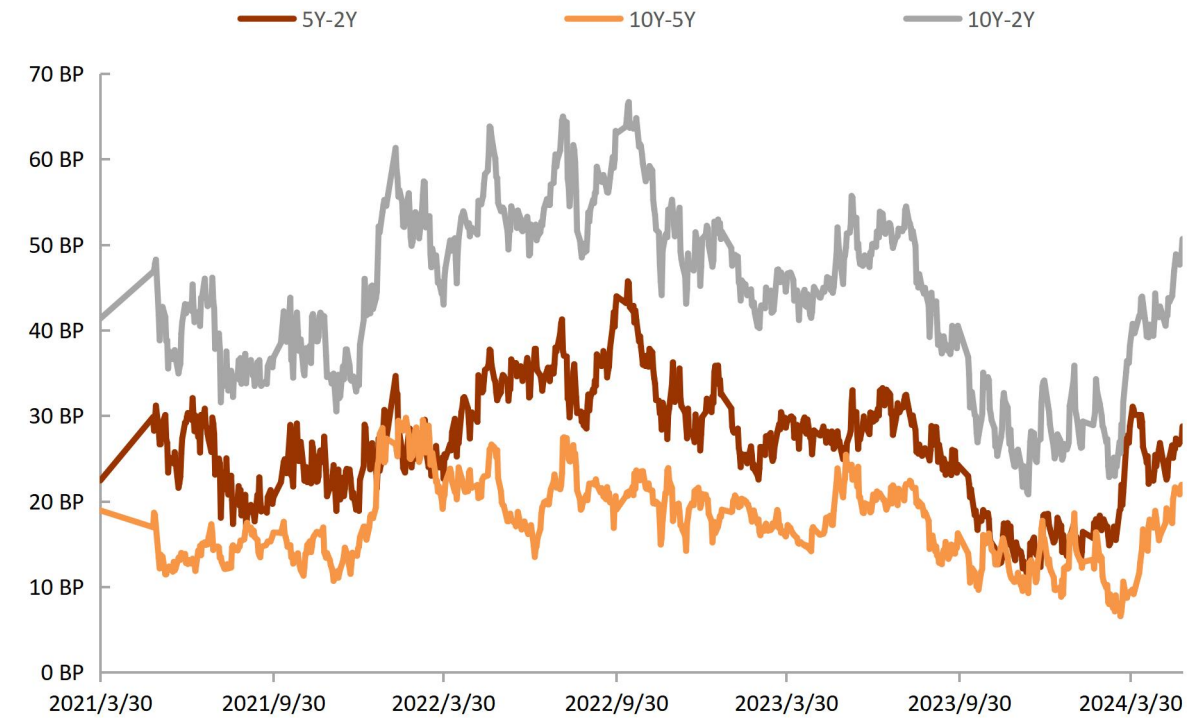
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表6 航运指数



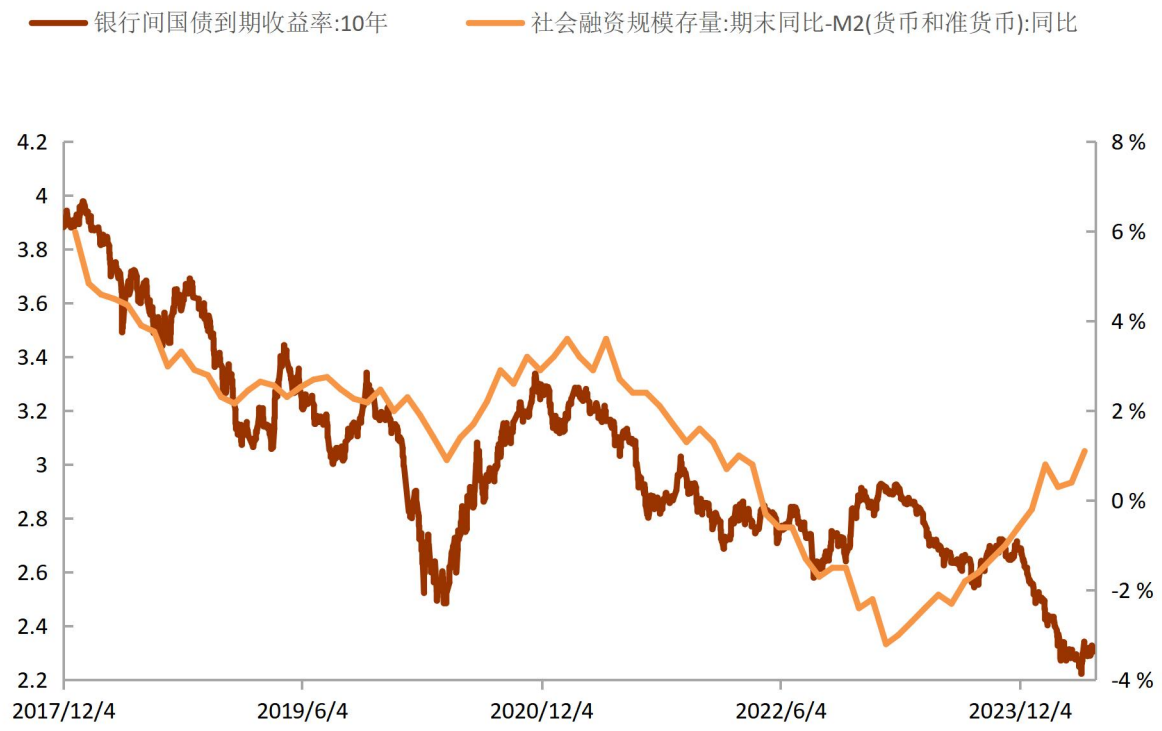
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表7 期限利差



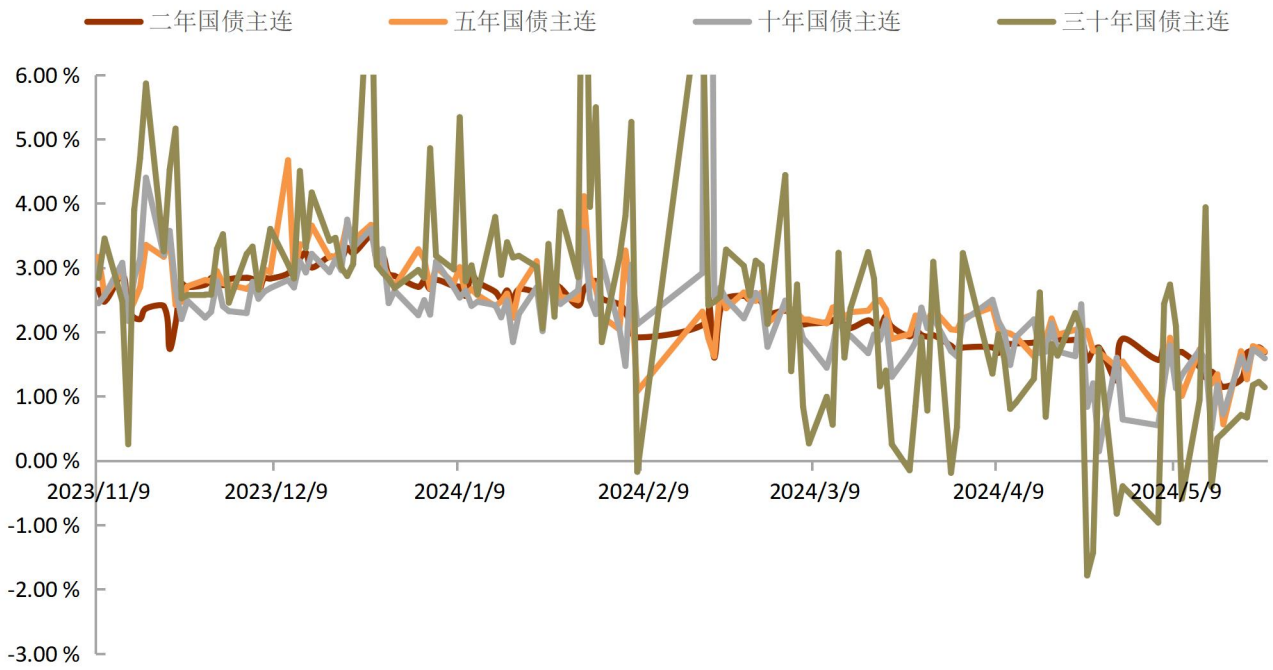
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表8 社融-M2



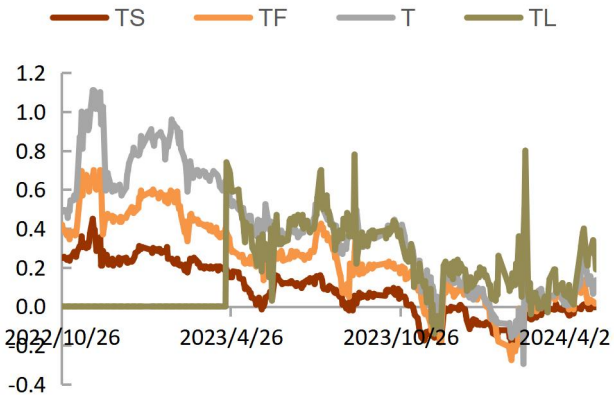
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

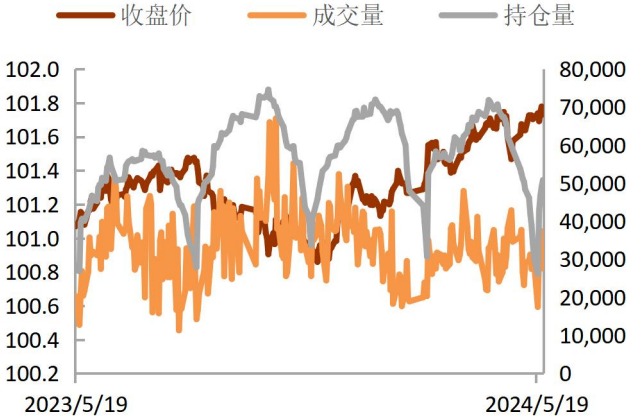


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

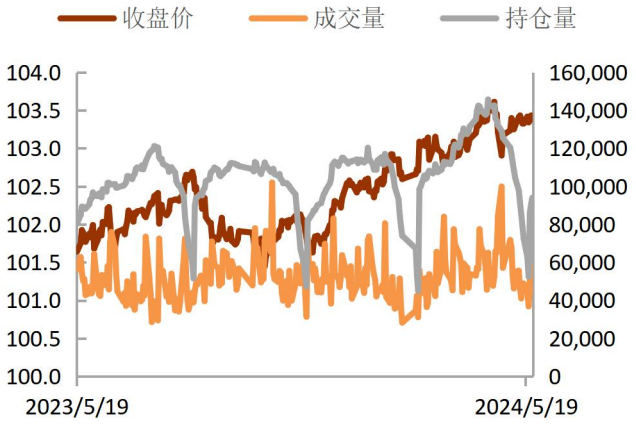


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

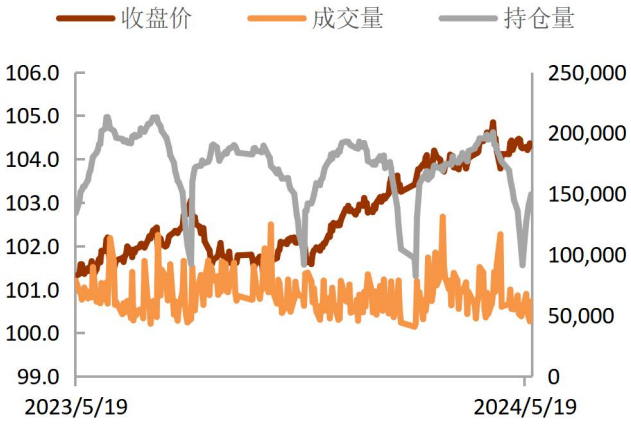


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

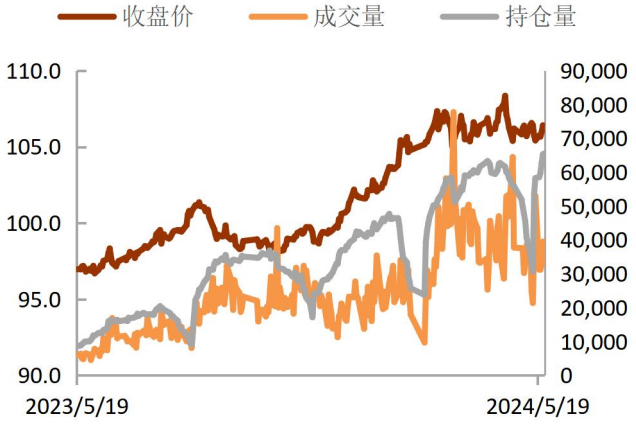


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

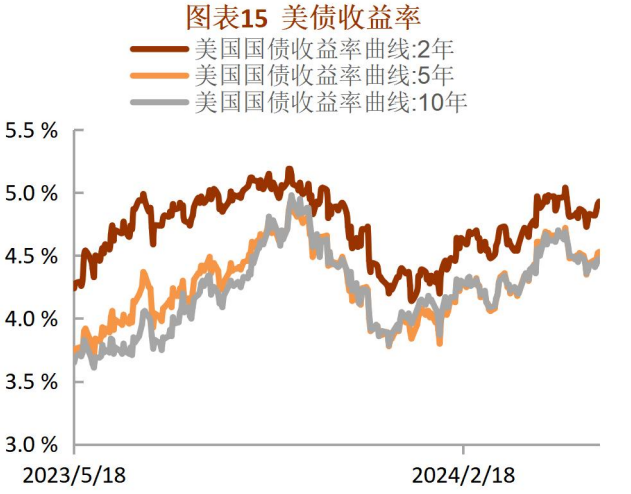


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

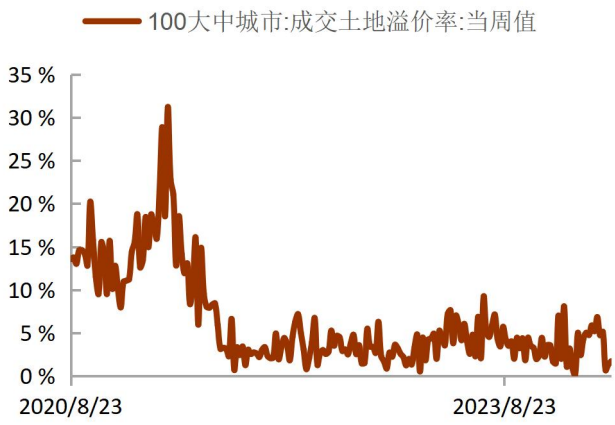


图表15 美债收益率

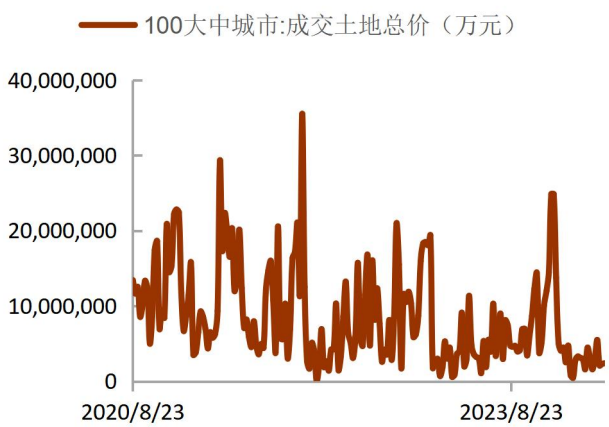


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



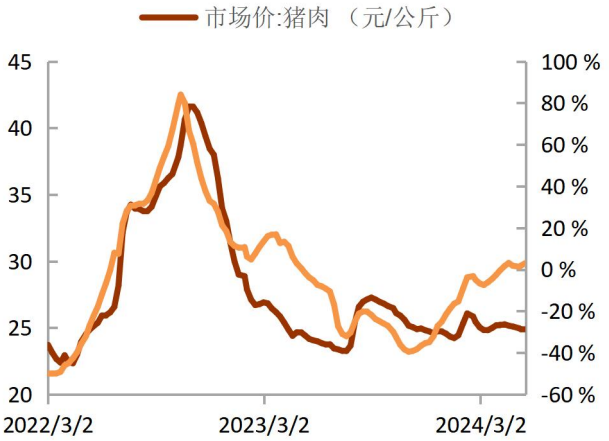
图表17 成交土地总价



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

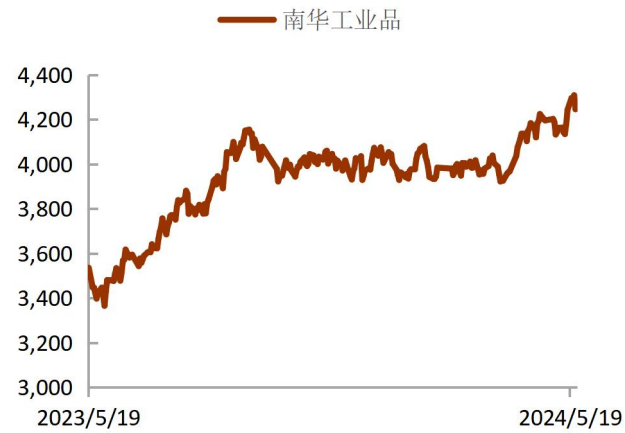
图表18 人民币汇率

图表19 市场价：猪肉

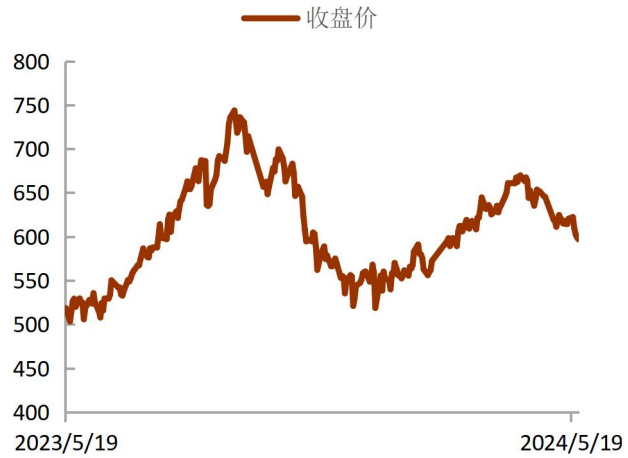


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

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。