



2024年6月17日

## 长债再触央行下限

## 降息预期再次落空

### 核心观点及策略

- 上周债市在短端收益率见底的背景下，资金如我们预期再次向长端移动向久期要收益，10年及30年期限国债也再次成为领跑品种，收益率分别下行2.5、3.7BP左右。具体看上周债市行情主要集中在周四周五，先是金融数据迟迟不出引发市场担忧及相关小作文，后是周五上证报再次提及降准降息有空间点燃市场做多债市情绪，但到了周五尾盘社融数据正式出炉后并未超市场预期走弱。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.14%，最低价104.645，最高价104.795，终止价104.755，上涨0.06。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作继续以缩量续作为基调，由于端午假期影响上周工作日较正常少一天，所以全周央行公开市场操作共回笼20亿元。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，因此短期内央行开启降准降息的必要性不高，同时如开启降准降息操作与央行三番五次向市场传达的抑制债券投机信号相违背。
- 策略建议：继续持有套保策略
- 风险因素：股市触底反弹、央行公开市场卖出债券

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   |
|--------|----------|----------|-------|--------|--------|
| T2409  | 104.7550 | 0.0550   | 3870  | 182657 | 179772 |
| TF2409 | 103.6300 | -0.0400  | -5066 | 179847 | 110478 |
| TS2409 | 101.8200 | -0.0320  | -2615 | 104008 | 51722  |
| TL2409 | 107.8600 | 0.7500   | -1861 | 125122 | 66290  |
| T24012 | 0.0000   | 0.0000   | 0     | 0      | 0      |
| TF2412 | 103.5750 | -0.0250  | 197   | 4671   | 4828   |
| TS2412 | 101.7800 | -0.0360  | 140   | 3164   | 2838   |
| TL2412 | 107.5500 | 0.7300   | 1,391 | 13103  | 9463   |

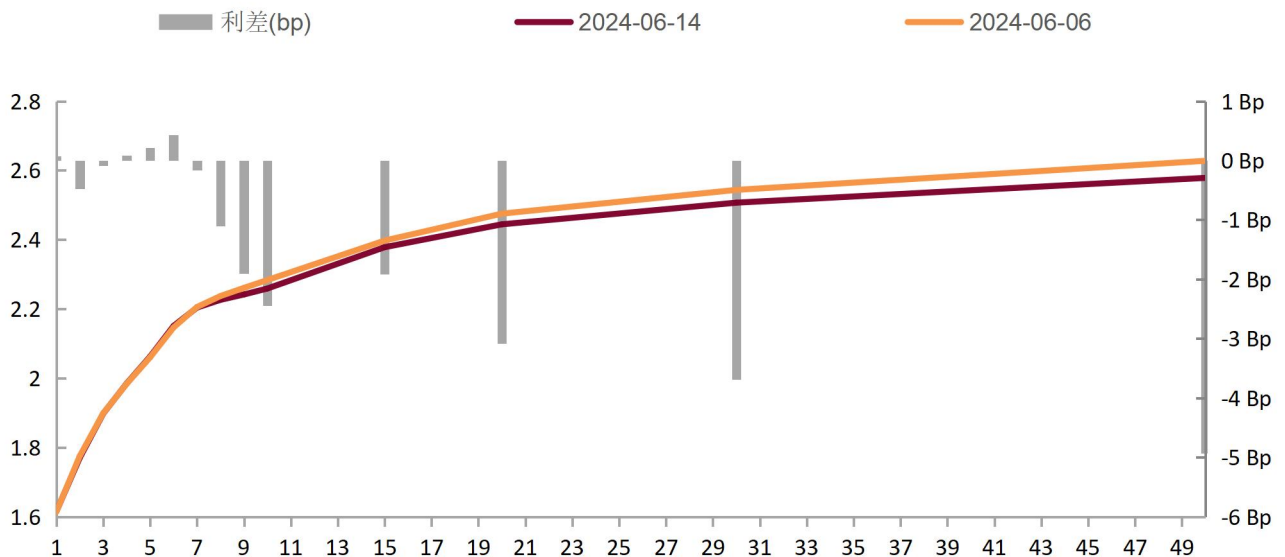
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

| 本周净投放(亿元) |       |       |     | -20        |    |      |
|-----------|-------|-------|-----|------------|----|------|
| 日期        | 品种    | 名称    | 期限  | 票息/参考利率(%) | 金额 | 资金流向 |
| 2024/6/14 | 逆回购到期 | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 回笼   |
| 2024/6/14 | 逆回购   | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 投放   |
| 2024/6/13 | 逆回购到期 | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 回笼   |
| 2024/6/13 | 逆回购   | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 投放   |
| 2024/6/12 | 逆回购到期 | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 回笼   |
| 2024/6/12 | 逆回购   | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 投放   |
| 2024/6/11 | 逆回购到期 | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 回笼   |
| 2024/6/11 | 逆回购   | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 投放   |
| 2024/6/11 | 逆回购到期 | 7 日回购 | 7 天 | 1.80       | 20 | 回笼   |

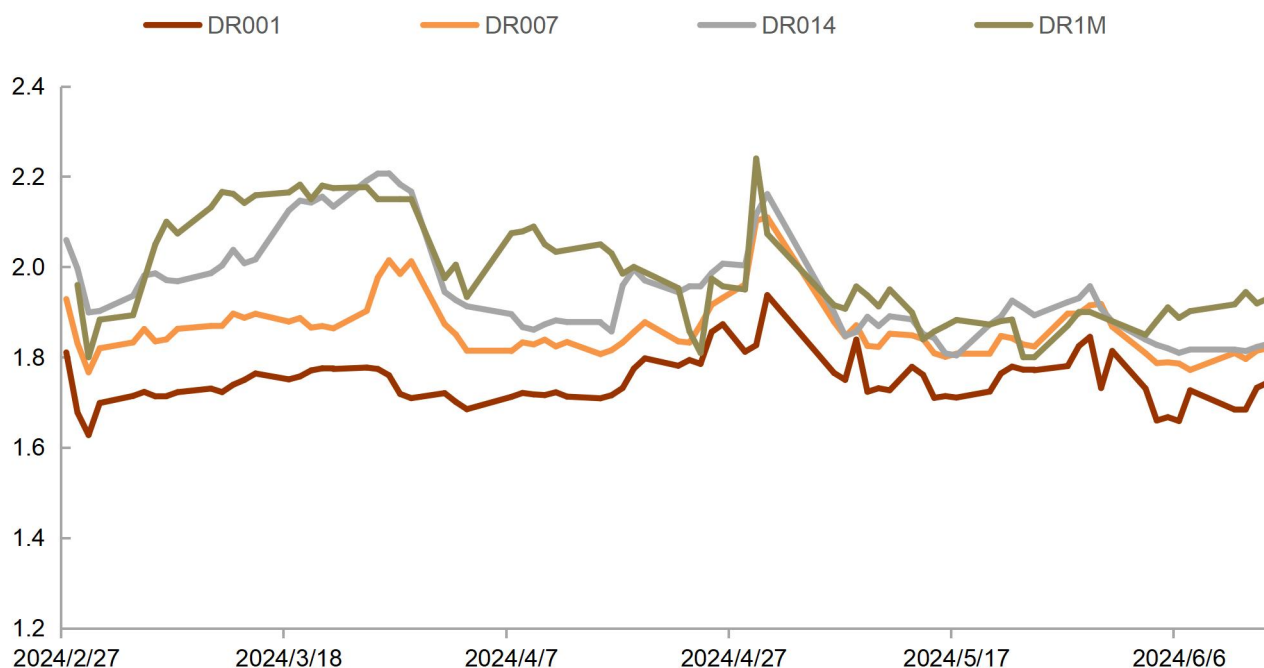
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



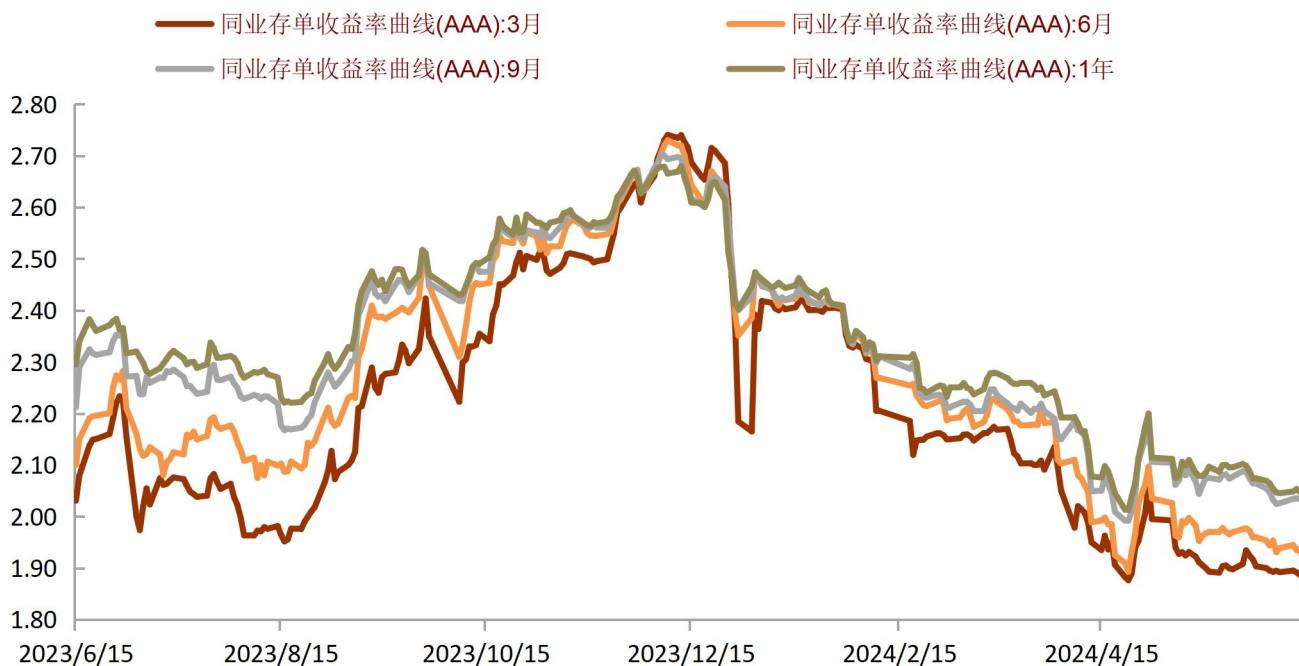
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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

上周债市在短端收益率见底的背景下，资金如我们预期再次向长端移动向久期要收益，10 年及 30 年期限国债也再次成为领跑品种，收益率分别下行 2.5、3.7BP 左右。具体看上周债市行情主要集中在周四周五，先是金融数据迟迟不出引发市场担忧及相关小作文，后是周五证报再次提及降准降息有空间点燃市场做多债市情绪，但到了周五尾盘社融数据正式出炉后并未超市场预期走弱。同时也正如我们此前提到的当收益率再次接近央行区间下限 2.5% 时，金融时报也再次发文喊话，因此现券收益率出现一定幅度的快速上行。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.14%，最低价 104.645，最高价 104.795，终止价 104.755，上涨 0.06。

资金面方面：上周央行公开市场操作继续以底量续作为基调，由于端午假期影响上周工作日较正常少一天，所以全周央行公开市场操作共回笼 20 亿元。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，因此短期内央行开启降准降息的必要性不高，同时如开启降准降息操作与央行三番五次向市场传达的抑制债券投机信号相违背。货币政策方面，17 日央行公开市场操作再次维持平价续作，同时在金融时报也在周五再次喊话债市，因此短期内难见降准降息，同时央行公开市场操作买卖现券已提出一段时间，结合此前判断未来可能随时进入实操阶段，需密切关注。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，6 月第一周销量再次回落，同比数据亦再次转负数，因此消费数据仍存隐忧，而未来刺激内需的政策出台的必要性也在上升。二是 30 城商品房成交面积依然疲软，不过上海二手房成交面积则再上周明显走高，未来情绪传导至新房市场概率较高。三是外贸方面，CCFI 指数再次加速上涨并创出年内新高，波罗的海干散货指数则横盘，因此出口向好态势仍将持续。四是猪肉价格加速上行，并且同比上涨达 15%，未来 CPI 大概率继续改善。五是南华工业品指数小幅回落，但随着低基数效应到来未来 PPI 仍将持续改善。

此前央行连续多次给出国债收益率合理区间（2.5-3.0%），此次长债利率再次下行央行主管媒体《金融时报》亦再次发文警告，同时周一早盘央行公开市场操作平价续作使得降息预期再次落空，亦符合我们此前推测，因此我们维持此前判断不变，即从当前短端收益率水平看，短端收益率进一步大幅下行难度较高，同时 30Y 长债收益率再次来到央行区间下限附近，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、5 月末，广义货币 (M2) 余额 301.85 万亿元，同比增长 7%。狭义货币 (M1) 余额 64.68

万亿元，同比下降 4.2%。流通中货币(M0)余额 11.71 万亿元，同比增长 11.7%。前五个月净投放现金 3618 亿元。

2、初步统计，2024 年前五个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，比上年同期少 2.52 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 10.26 万亿元，同比少增 2.1 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 727 亿元，同比多增 778 亿元；委托贷款减少 915 亿元，同比多减 1714 亿元；信托贷款增加 2350 亿元，同比多增 1968 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 318 亿元，同比多减 1863 亿元；企业债券净融资 1.2 万亿元，同比多 2519 亿元；政府债券净融资 2.49 万亿元，同比少 3497 亿元；非金融企业境内股票融资 1060 亿元，同比少 2835 亿元。

3、央行主管金融时报头版刊文，学术界基于不同的假设条件对我国中性利率进行估算，主流观点认为，当前中性利率水平在 2% 左右。今年以来，央行公开市场操作 7 天期逆回购利率保持在 1.8% 的较低水平，考虑通胀因素后的实际政策利率不到 2%，仍低于中性利率，这意味着货币政策继续保持对实体经济的稳固支持力度。业内人士普遍认为，利率下调仍有空间，但也面临内外部约束。今年以来，央行已多次公开发声表示货币政策仍有空间，但前期政策效果还在显现，未来也会结合形势变化继续做好逆周期调节。

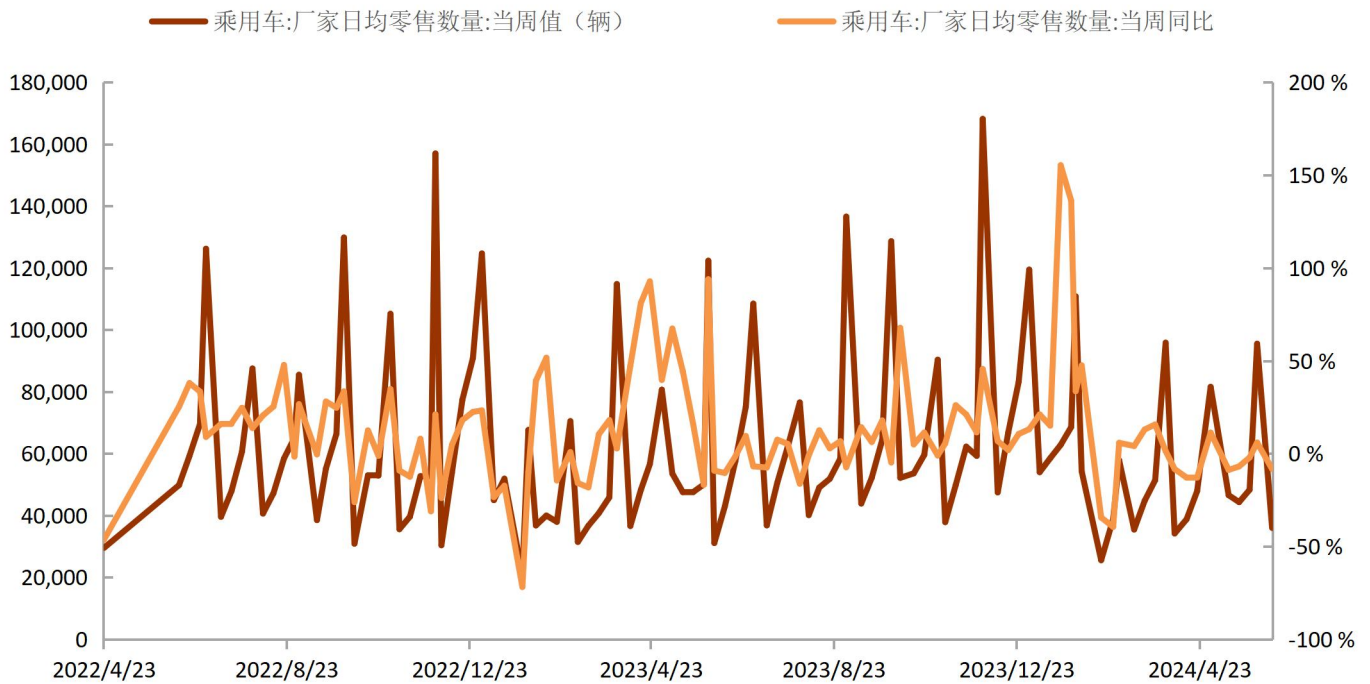
4、6 月 14 日，财政部首次发行 50 年期超长期特别国债，发行总额 350 亿元，票面利率由承销团进行竞争性招标后确定为 2.53%。本息兑付日期方面，从 2024 年 6 月 15 日开始计息，每半年支付一次利息，付息日为每年 6 月 15 日（节假日顺延，下同）和 12 月 15 日，2074 年 6 月 15 日偿还本金并支付最后一次利息。根据财政部通知，这次发行的 50 年期国债招标结束到 6 月 17 日进行分销，6 月 19 日起上市交易。

5、据央行网站，为深入贯彻落实中共中央政治局会议精神，按照国务院常务会议和全国切实做好保交房工作视频会议部署，6 月 12 日，中国人民银行在山东省济南市召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作。中国人民银行党委书记、行长潘功胜出席会议并讲话。山东省省委常委、济南市委书记刘强出席会议并致辞。中国人民银行党委委员、副行长陶玲主持会议。会议指出，房地产业发展关系人民群众切实利益，关系经济运行和金融稳定大局。设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，是金融部门落实中共中央政治局关于统筹消化存量房产和优化增量住房、推动构建房地产新发展模式的重要举措，有利于通过市场化方式加快推动存量商品房去库存，加大保障性住房供给，助力保交房及“白名单”机制。会议强调，金融机构和有关单位要深入贯彻落实中共中央政治局和国务院常务会议部署，深刻认识房地产工作的人民性、政治性，既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。按照“政府指导、市场化运作”的思路，借鉴前期试点经验，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。加强制度保障和内外部监督，坚持自愿参与、以需定购、合理定价，确保商业可持续，严格避免新增地方隐性债务，切实防范道德风险。

6、据文化和旅游部数据中心测算，端午节假期全国国内旅游出游合计 1.1 亿人次，同比增长 6.3%；国内游客出游总花费 403.5 亿元，同比增长 8.1%。

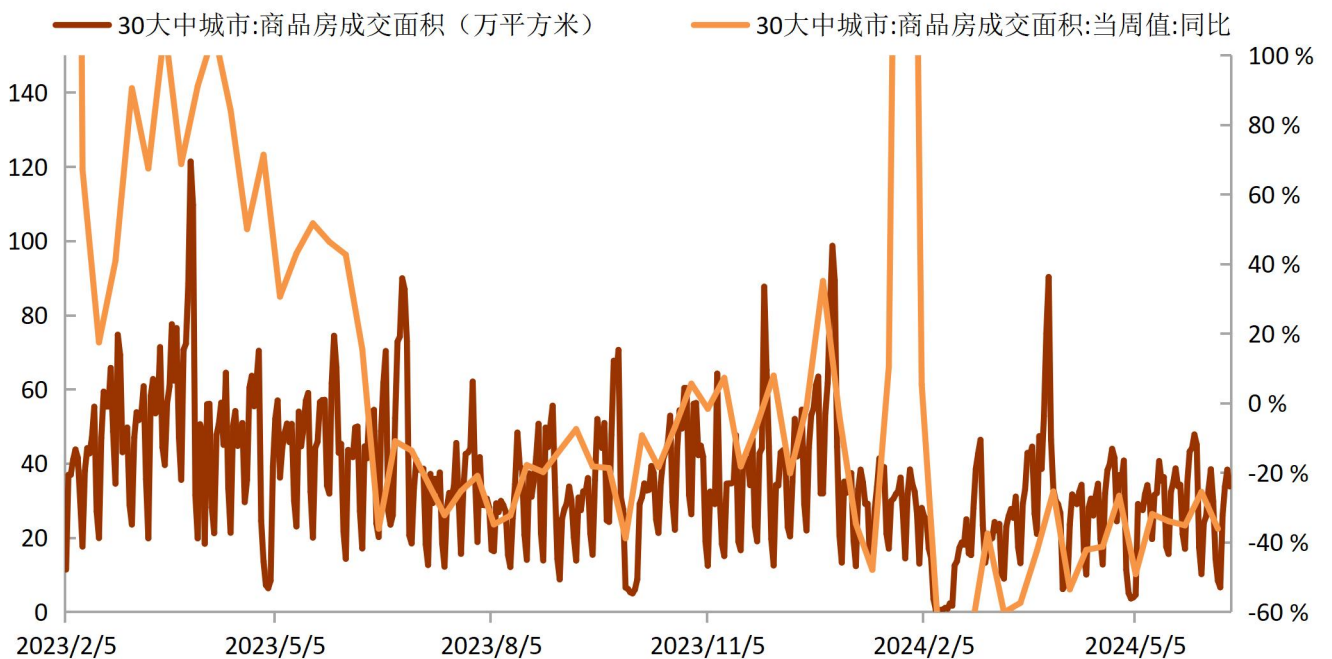
#### 四、高频及相关数据跟踪

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



敬请参阅最后一页免责声明

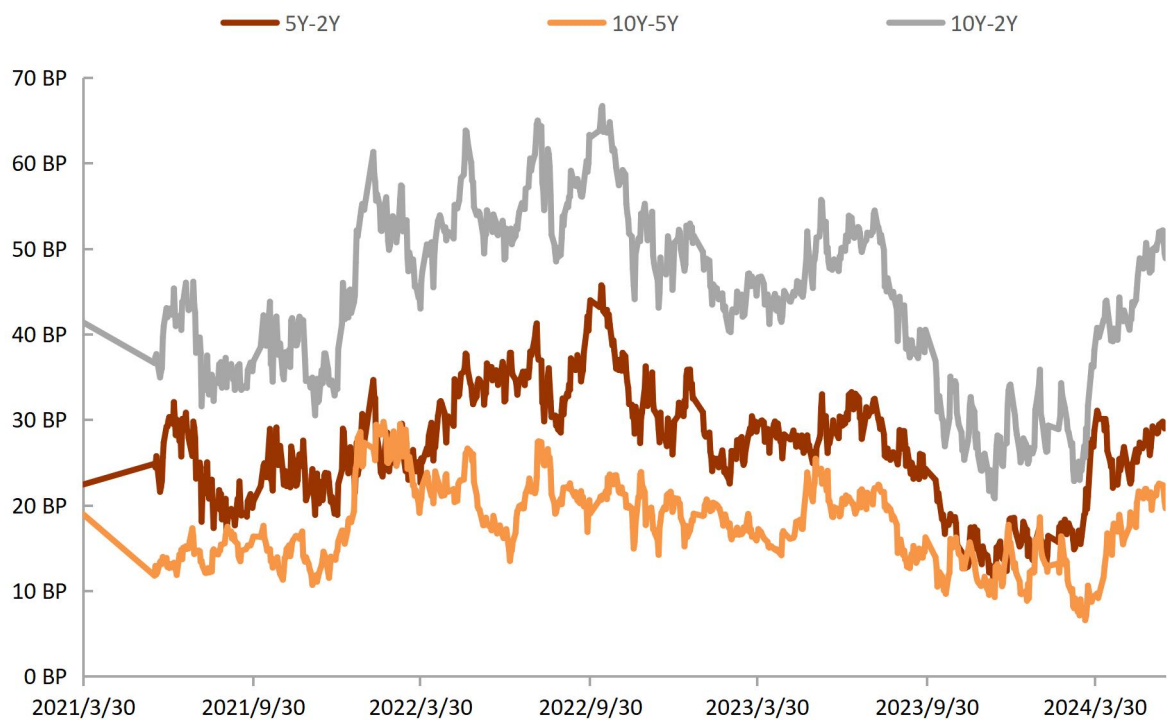
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表6 航运指数



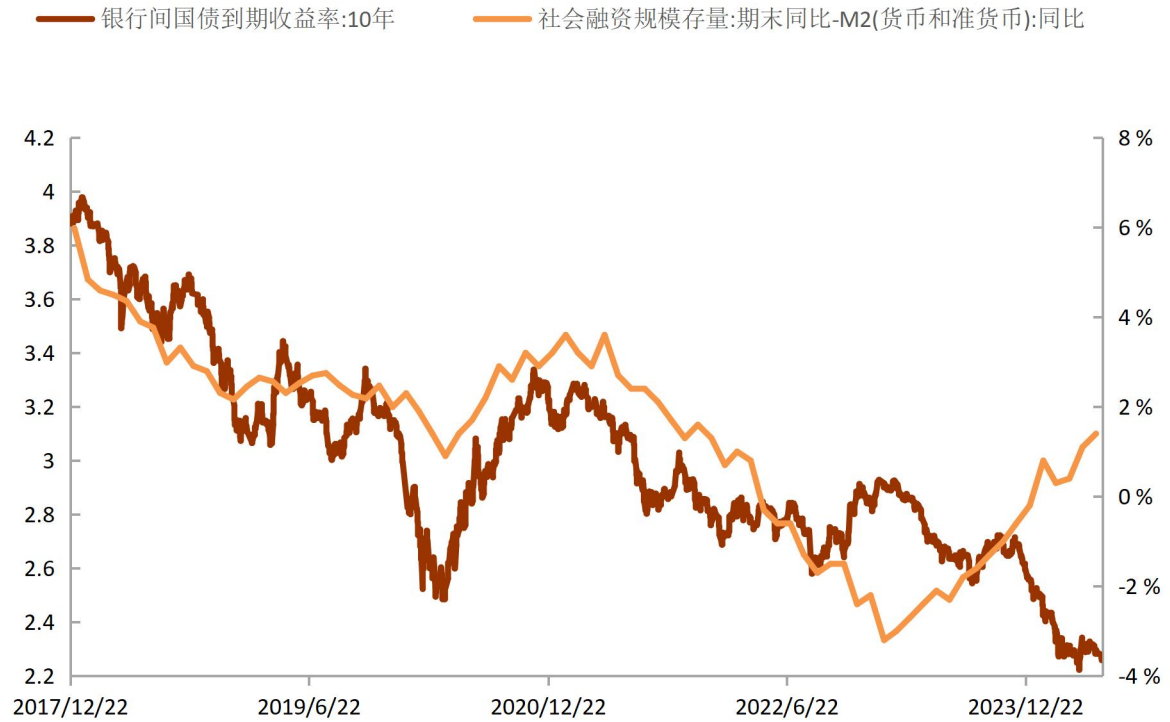
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表7 期限利差

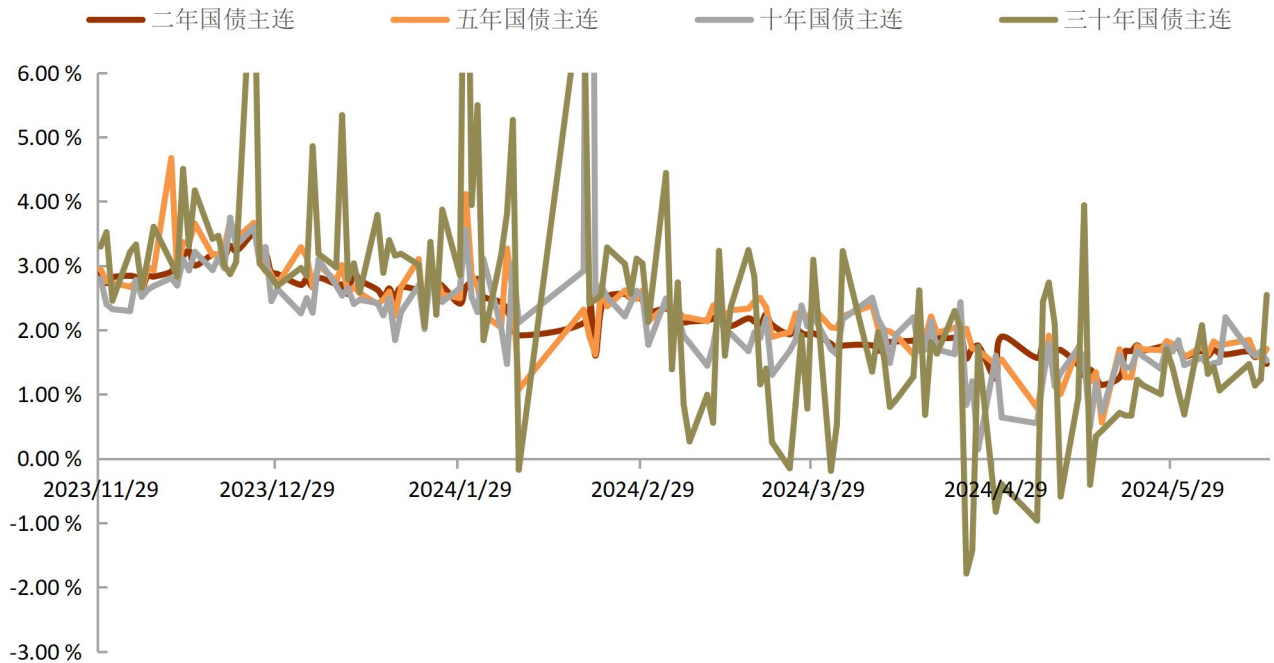


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

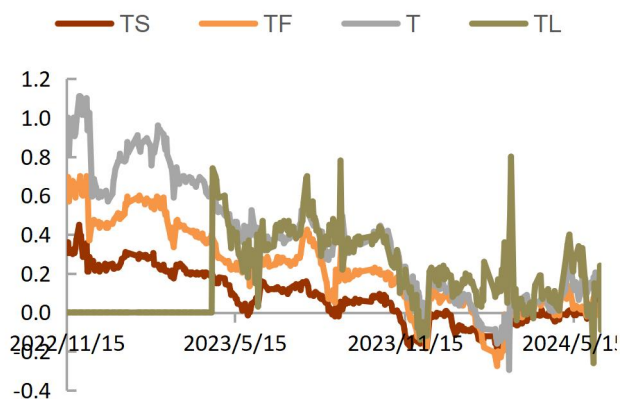
图表8 社融-M2



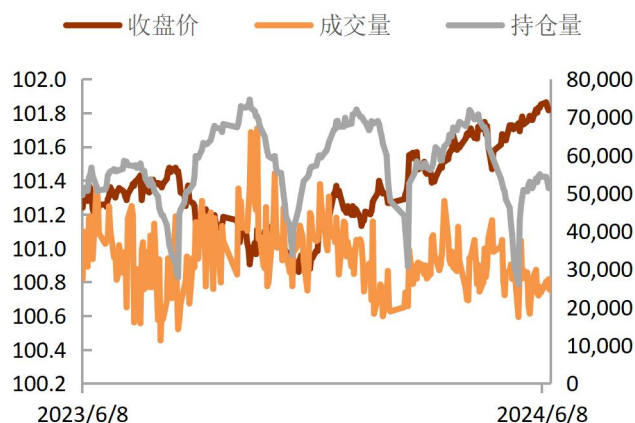
图表9 主力合约最廉IRR



图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

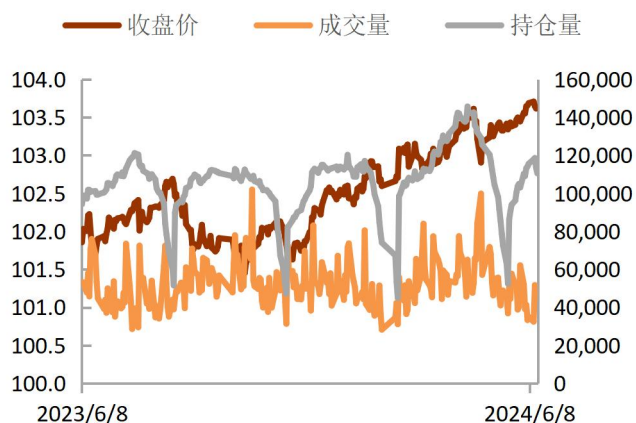


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

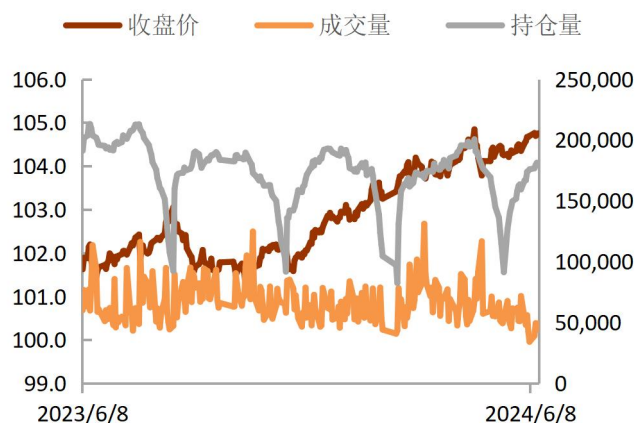


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

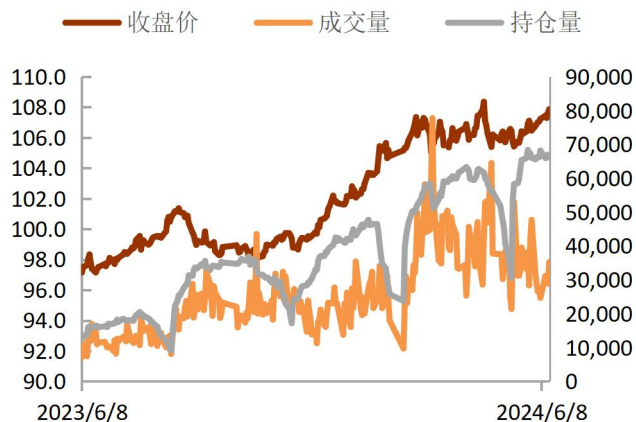


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

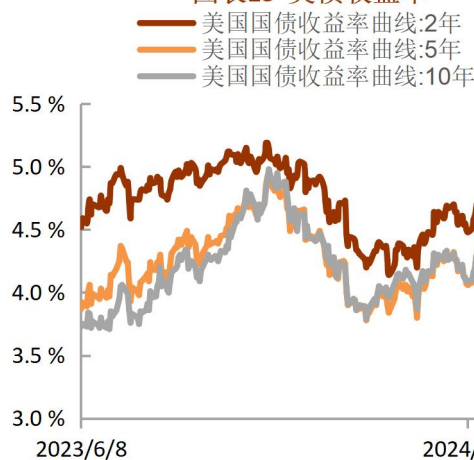


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

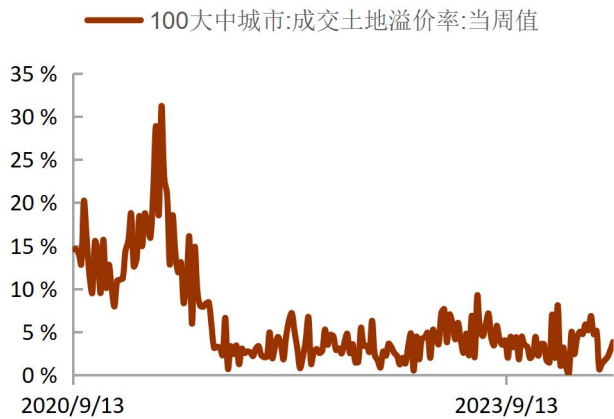


图表15 美债收益率

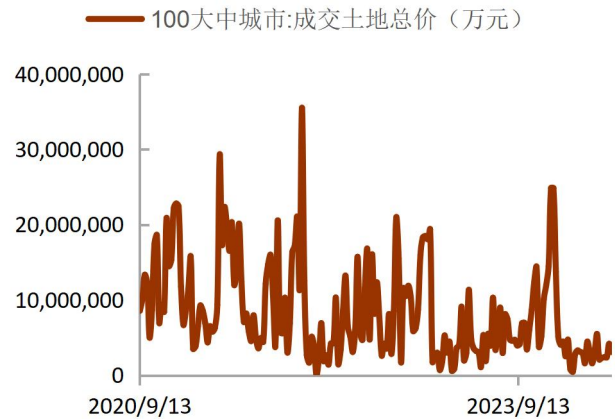


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

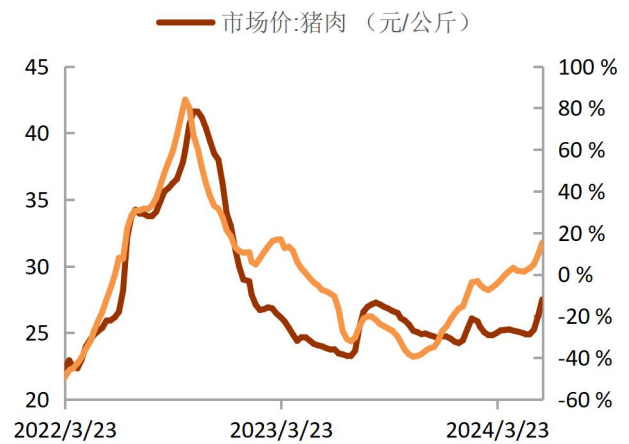


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

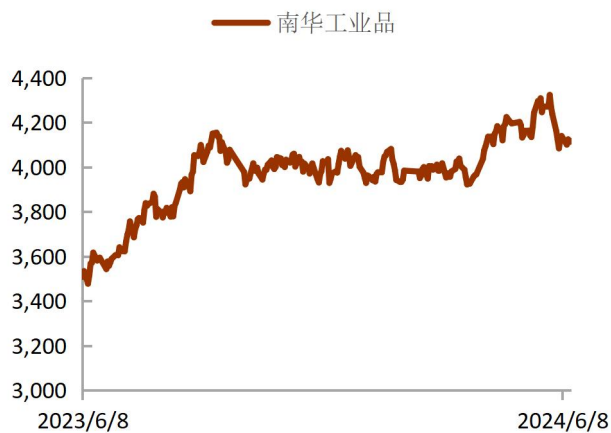


图表19 市场价:猪肉

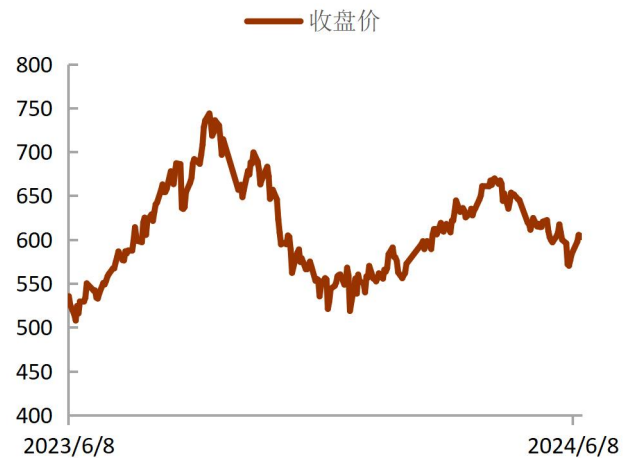


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。