



2024年6月24日

长债收益突破央行下限

谨防狼来了故事成真事

核心观点及策略

- 上周债市收益率再次走低，从表现来看2Y期的短端及10Y以上的超长端品种收益率下行幅度较大，具体看上半周由于股市走弱、经济数据疲软、央行通过7天逆回购超预期投放流动性以及陆家嘴论坛政策刺激预期落空等多因素共同作用，债市于上半周持续上涨。30Y国债收益率也突破央行此前给出的2.5%区间下限，但此后止盈盘开始发力，同时央行也再次喊话市场提示债券市场风险，市场也不断传出监管即将出手的相关消息，因此周四、周五超长债收益率又出现一定幅度上行。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.36%，最低价104.665，最高价105.04，终止价104.910，上涨0.15。
- 资金面方面：上周央行先是缩量等价续作MLF，但19号又突然开始超预期投放7天逆回购资金，全周共计净投放3350亿元。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看资金面较此前有所收紧，央行投放资金有平抑税期扰动意图，后续仍需观察本轮资金价格上行是否具有持续性。
- 策略建议：通过国债期货组合交易长短端利差
- 风险因素：监管窗口指导、资金面持续收紧

- 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	104.9100	0.1600	7142	249643	186914
TF2409	103.7400	0.1150	8376	234518	118854
TS2409	101.8700	0.0540	3351	135369	55073
TL2409	108.3200	0.4100	4643	176346	70933
T24012	0.0000	0.0000	0	0	0
TF2412	103.6600	0.0900	53	6688	4881
TS2412	101.8280	0.0460	171	4809	3009
TL2412	107.9900	0.3800	1,195	13052	10658

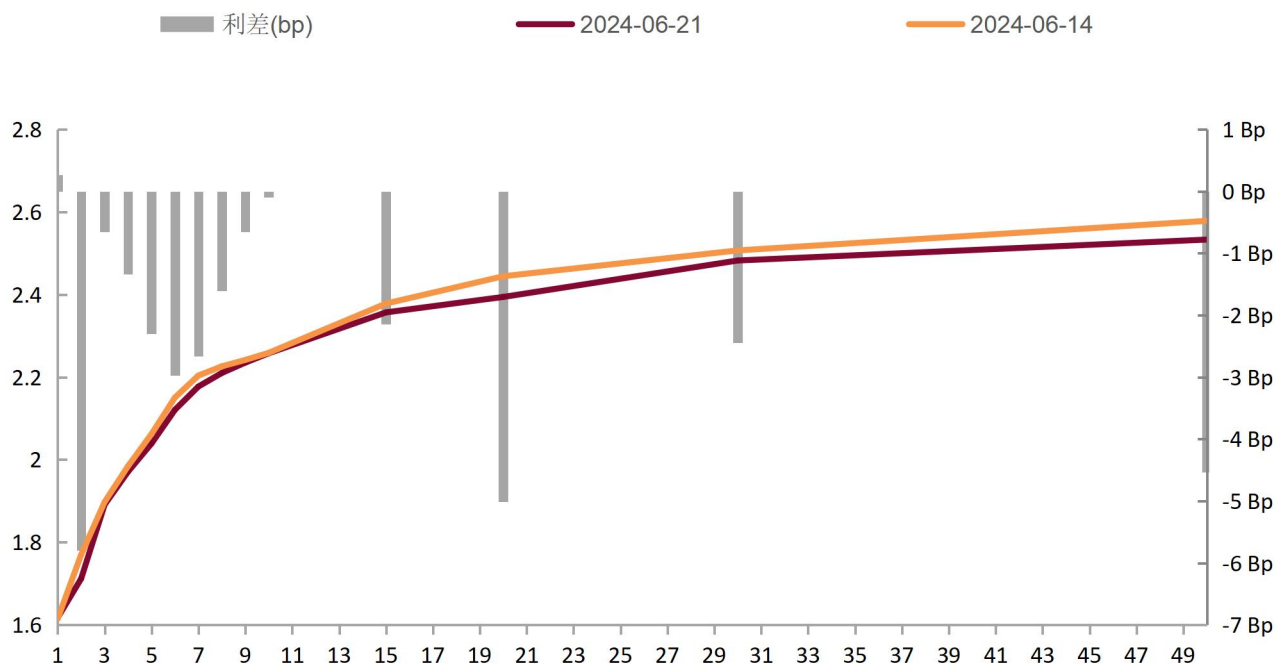
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				3350		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/6/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	100	投放
2024/6/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/6/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/6/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	200	投放
2024/6/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	2780	投放
2024/6/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/6/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	20	回笼
2024/6/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	860	投放
2024/6/17	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.50	1820	投放
2024/6/17	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.65	2370	回笼
2024/6/17	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	40	投放

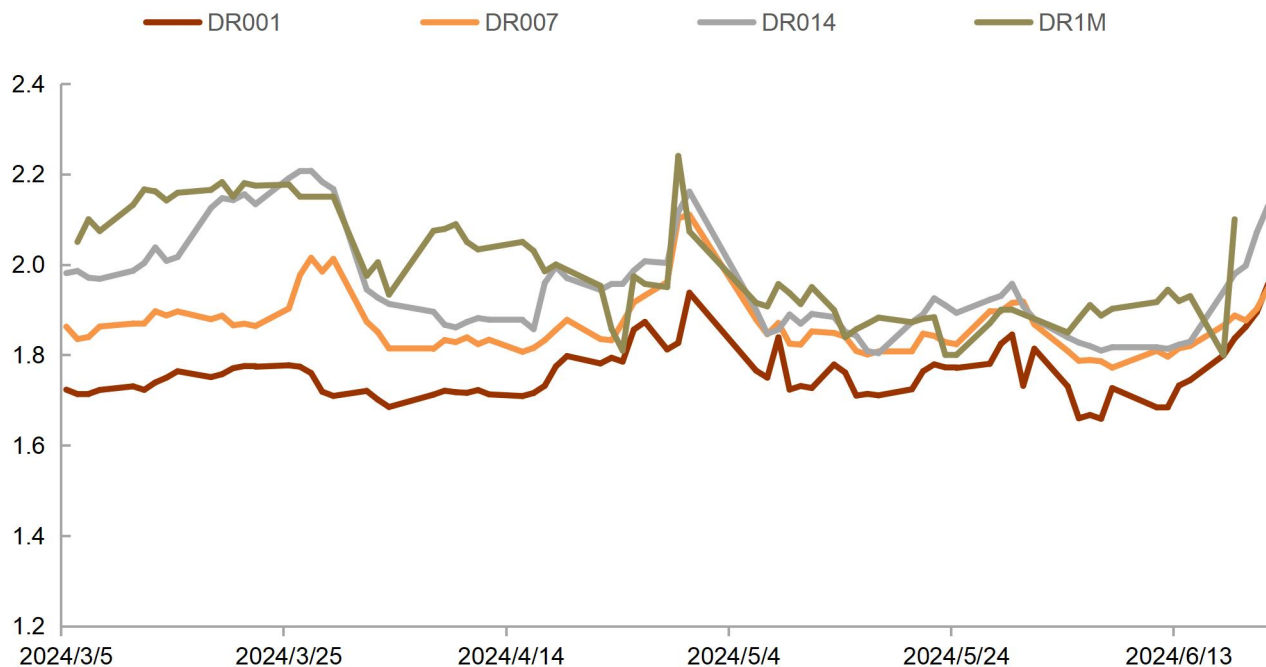
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



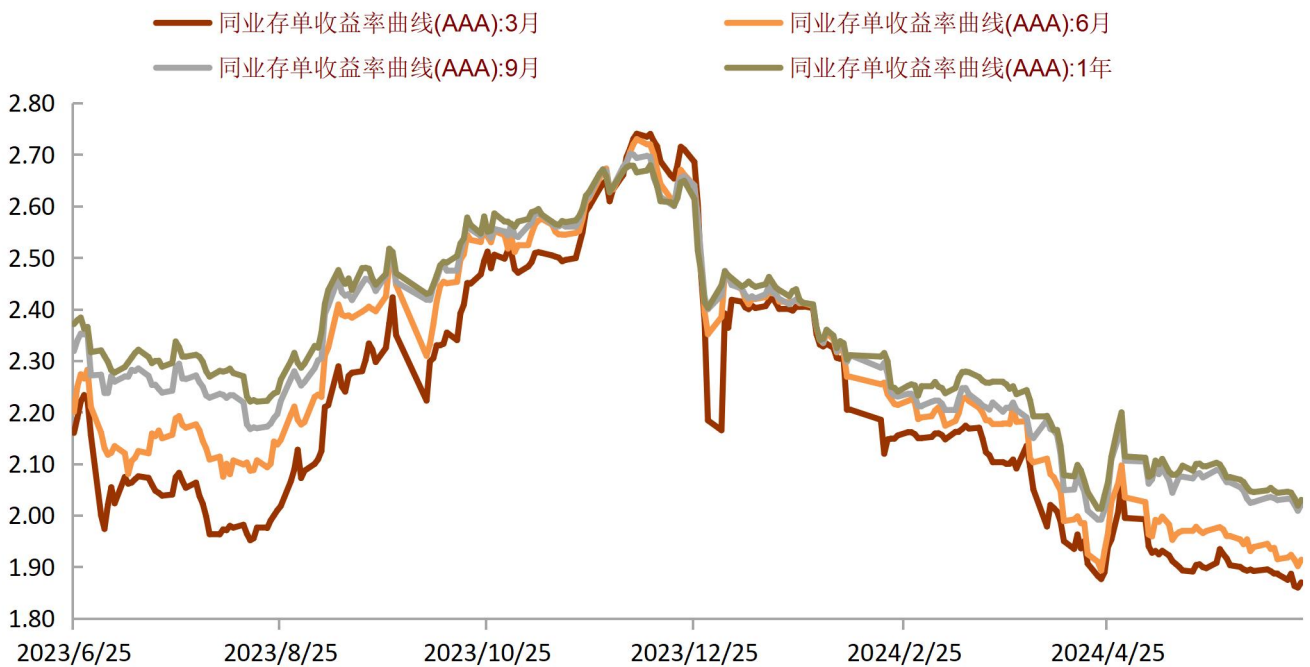
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率再次走低，从表现来看 2Y 期的短端及 10Y 以上的超长端品种收益率下行幅度较大，具体看上半周由于股市走弱、经济数据疲软、央行通过 7 天逆回购超预期投放流动性以及陆家嘴论坛政策刺激预期落空等多因素共同作用，债市于上半周持续上涨。30Y 国债收益率也突破央行此前给出的 2.5% 区间下限，但此后止盈盘开始发力，同时央行也再次喊话市场提示债券市场风险，市场也不断传出监管即将出手的相关消息，因此周四、周五超长债收益率又出现一定幅度上行。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.36%，最低价 104.665，最高价 105.04，终止价 104.910，上涨 0.15。

资金面方面：上周央行先是缩量等价续作 MLF，但 19 号又突然开始超预期投放 7 天逆回购资金，全周共计净投放 3350 亿元。不过从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看资金面较此前有所收紧，央行投放资金有平抑税期扰动意图，后续仍需观察本轮资金价格上行是否具有持续性。货币政策方面，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛上提到未来将以短期操作利率为主要政策利率以及关注非银持有长债风险等，因此未来货币政策时间窗口将更多，但就短期而言在长债投机情绪过热及汇率承压的背景下我们认为当前降息概率仍然较低。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，6 月前两周销量持续疲软，同比负增再次扩大，因此消费数据仍存隐忧，未来刺激内需的政策出台的必要性也在上升。二是 30 城商品房成交面积从绝对值上看有所好转，但高基数效应下同比数据依然难看，不过二手房成交面积则持续向好，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 19.71%，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长期国债收益率合理区间（2.5-3.0%），虽然当前已被突破但目前看不到继续大幅向下的明确利好，如监管未来对非银及理财做出相应指导重回 2.5% 以上概率较大，同时上周资金面出现一定幅度波动，但在税期掩护下市场并未给予太多定价，如本周税期扰动消退资金面仍维持相对紧张，不排除现券市场出现调整可能。因此我们依然认为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多关注期限价差机会，比如当前长短端价差已较此前明显走扩，并达到近 1 年高点位置，同时 TS2409 国债期货时常出现正套机会，可考虑通过相关组合获取长短端利差变动收益。

三、一周要闻

1、2024 陆家嘴论坛于 6 月 19 日至 20 日召开。中国人民银行行长潘功胜在论坛上表示，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱。潘功胜指出，近年来，随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟。去年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。人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。这个过程整体是渐进式的，国债发行节奏、期限结构、托管制度等也需同步研究优化。应当看到，把国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要搞量化宽松，而是将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，既有买也有卖，与其他工具综合搭配，共同营造适宜的流动性环境。潘功胜表示，金融市场的快速发展，也给中央银行带来新的挑战。美国硅谷银行的风险事件启示中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况，及时校正和阻断金融市场风险的累积，当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用。

2、科创板近日迎来开板五周年。证监会主席吴清在 6 月 19 日举行的陆家嘴论坛上宣布，证监会将推出“科创板八条”。这标志着科创板改革再出发。5 年来，科创板和注册制的改革效应不断放大。此次改革将进一步突出科创板“硬科技”特色，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，更好服务科技创新和新质生产力发展。

3、西部证券公告，正在筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司控股权事项，具体收购股份比例以最终签订的股份转让协议为准。近年来，西部证券一直关注着行业收购机会，谋求通过收购等方式整合行业资源。早在 2021 年 9 月，西部证券曾宣布与北京金控组成联合体，以自有资金参与收购新时代证券 98.24% 股权。彼时，西部证券表示，参与竞买是为了增强战略、业务、人员及区域等多方面协同优势，提升行业竞争力和盈利能力。不

过,最终由于双方组成的联合体无法于北京产权交易所要求时间内完成资料提交及保证金缴纳工作,西部证券终止了收购新时代证券的计划。

4、6月20日,住房和城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议。会上,住房和城乡建设部明确表示,各地要推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。住房和城乡建设部表示,市县根据本地区房地产市场情况,综合考虑保障性住房实际需求、商品房市场库存水平等因素,按照“政府主导、市场化运作”的思路,自主决策、自愿参与。要坚持以需定购,准确摸清需求,细致摸排本地区保障性住房需求底数和已建成存量商品房情况,合理确定可用作保障性住房的商品房房源,提前锁定保障性住房需求。

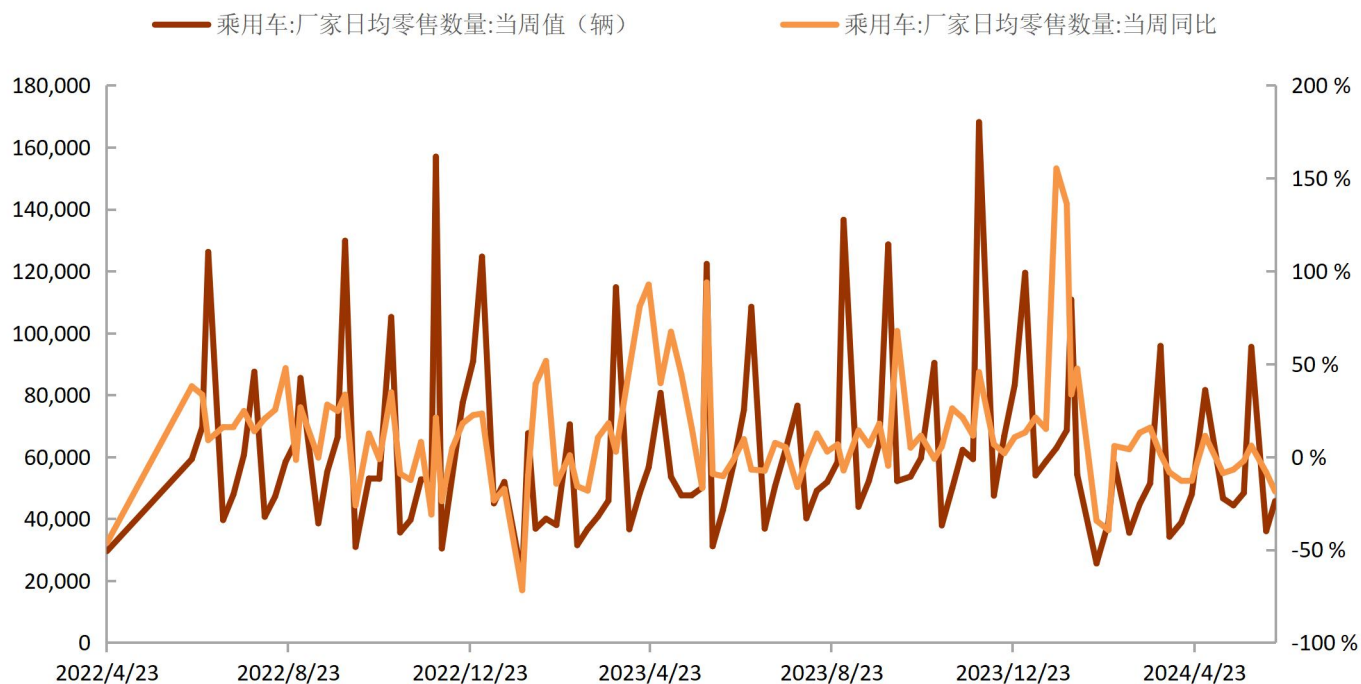
5、三大交易所IPO受理、上会已全部恢复。6月21日晚间,北交所受理了3家企业的IPO申请,这是北交所时隔3个月之后恢复IPO受理。6月20日晚间,沪深交易所各受理了1家IPO申请,这是沪深交易所时隔半年后再次受理IPO。这也意味着,三大交易所IPO受理全部恢复。

6、6月20日,6月贷款市场报价利率(LPR)报价出炉,1年期LPR报3.45%,上月为3.45%;5年期以上LPR报3.95%,上月为3.95%。

7、5月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.6%(增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率)。从环比看,5月份,规模以上工业增加值比上月增长0.30%。1—5月份,规模以上工业增加值同比增长6.2%。

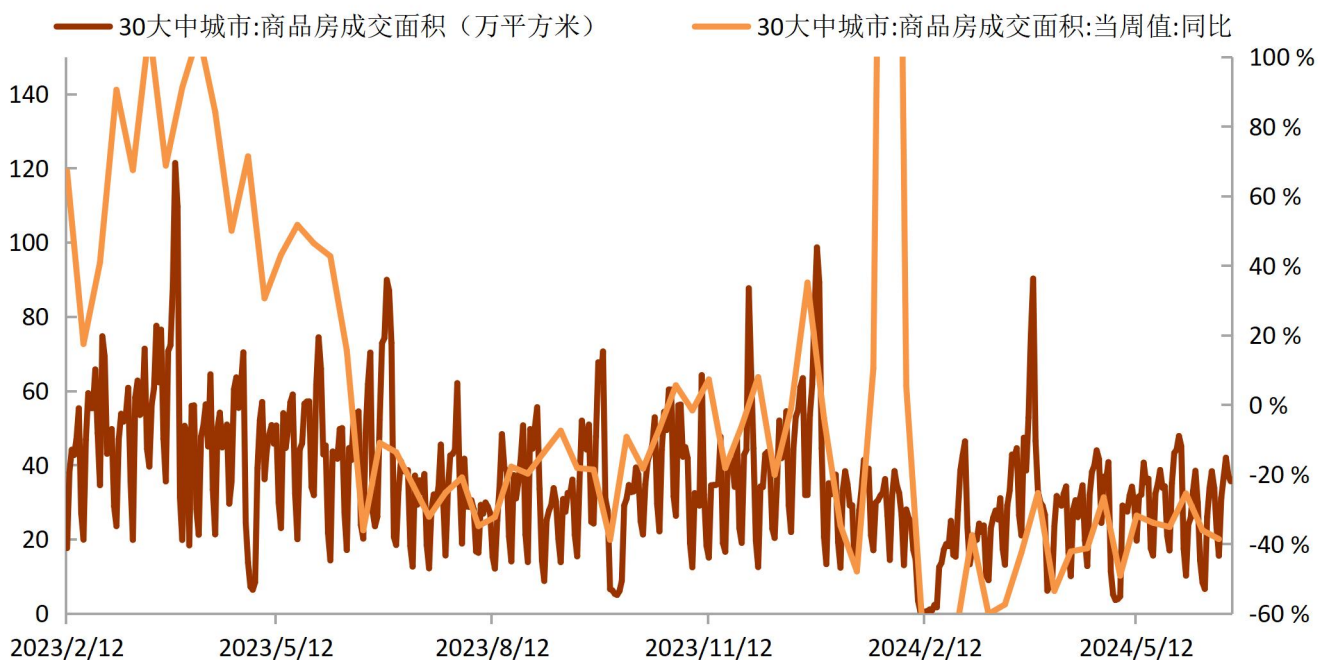
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



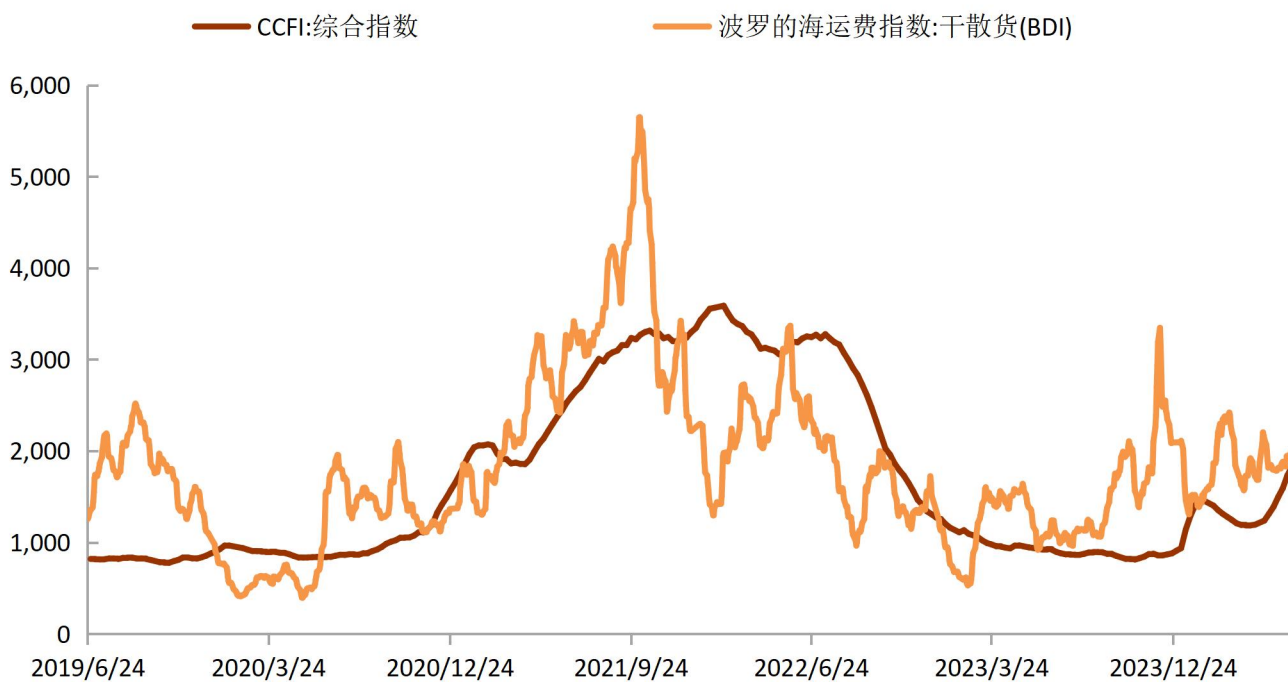
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



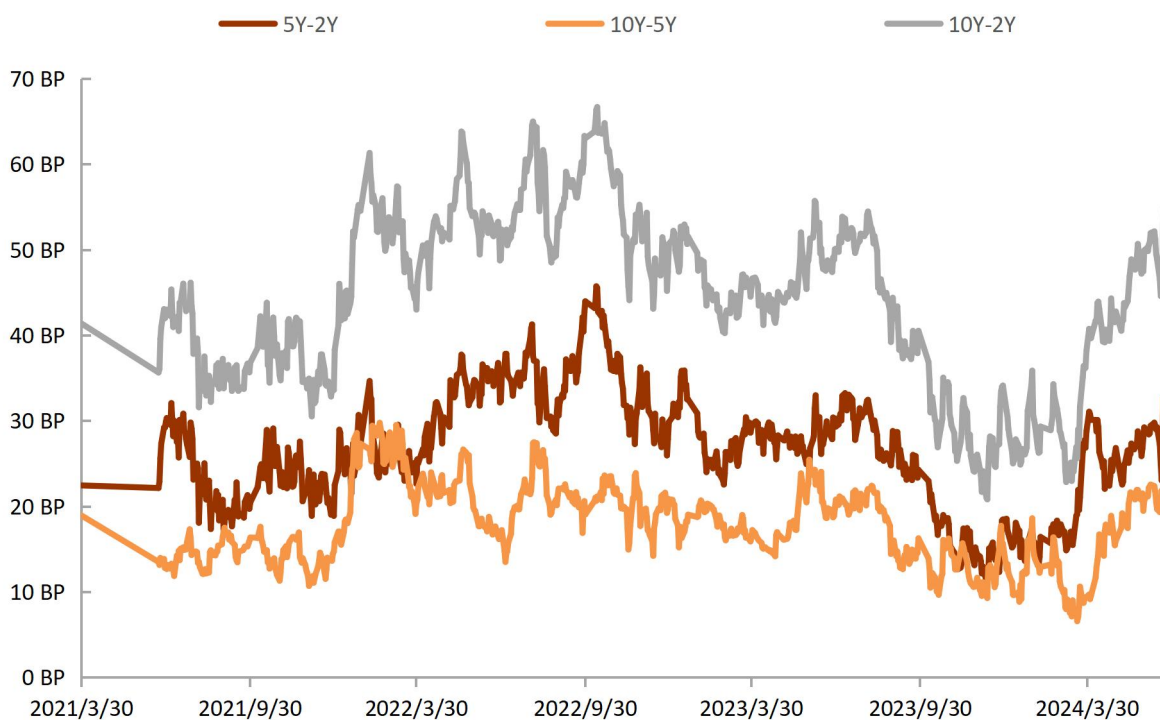
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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



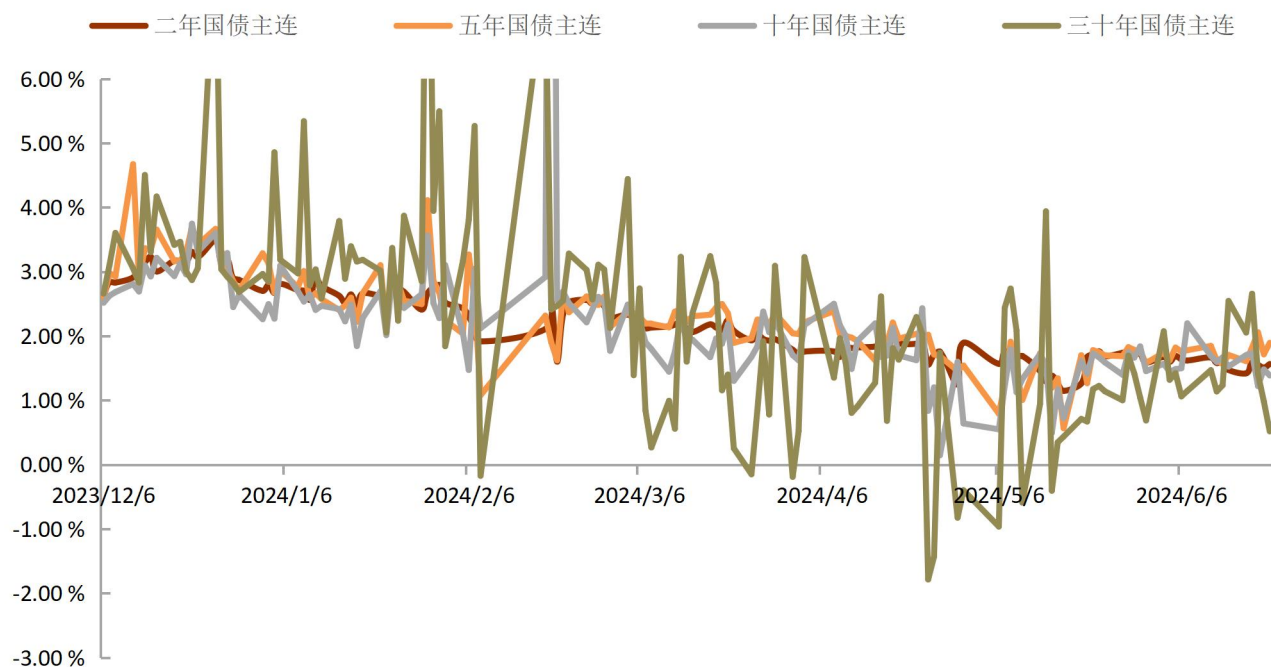
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



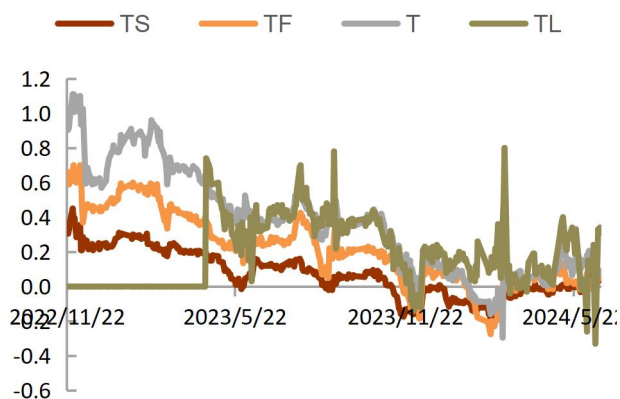
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

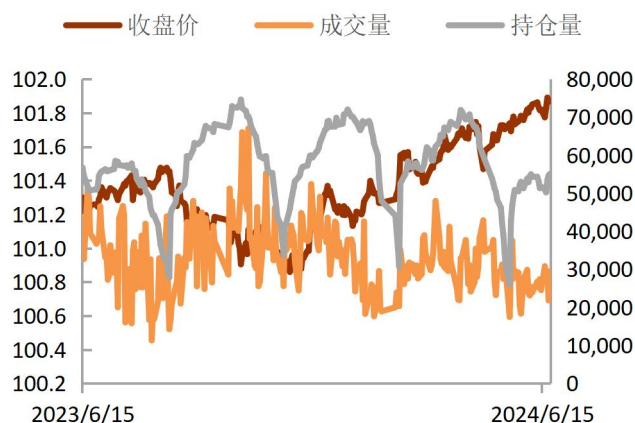


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

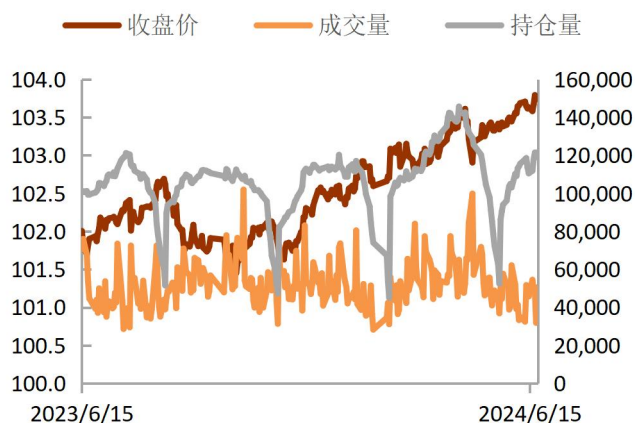


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

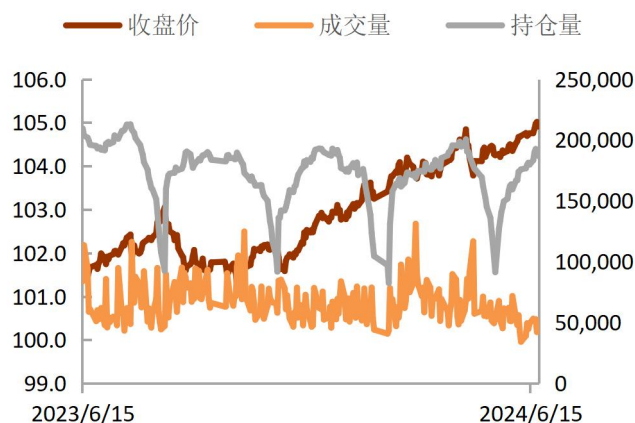


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

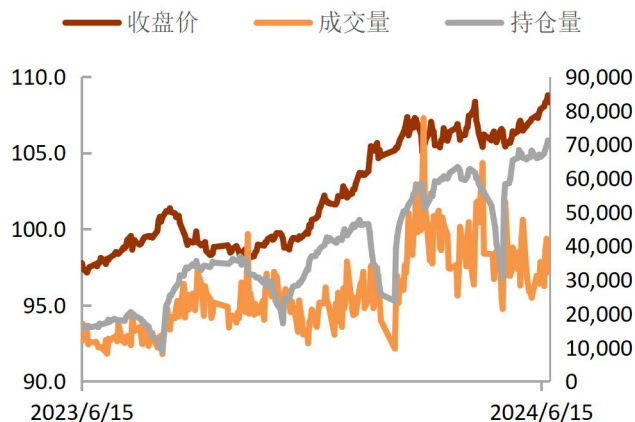


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

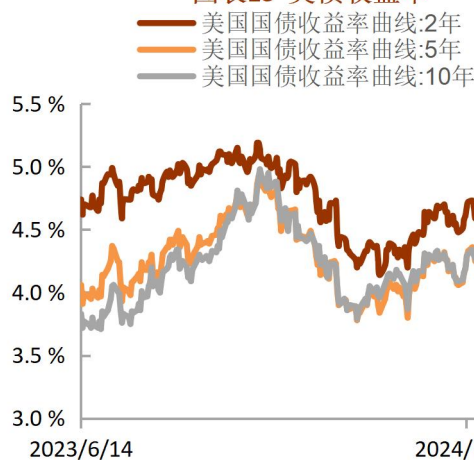


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

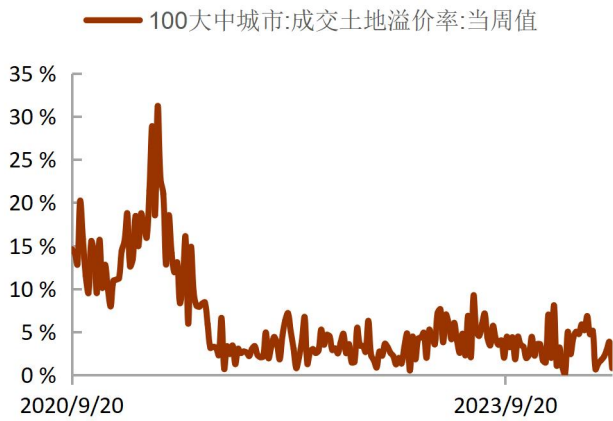


图表15 美债收益率

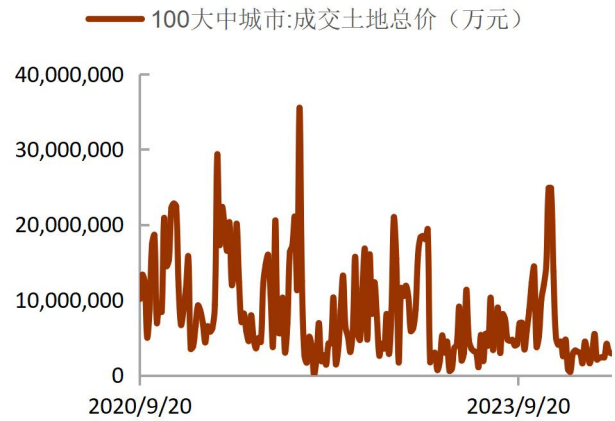


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

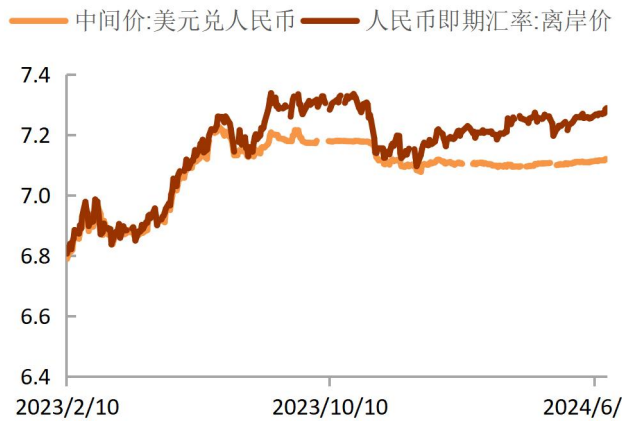


图表17 成交土地总价

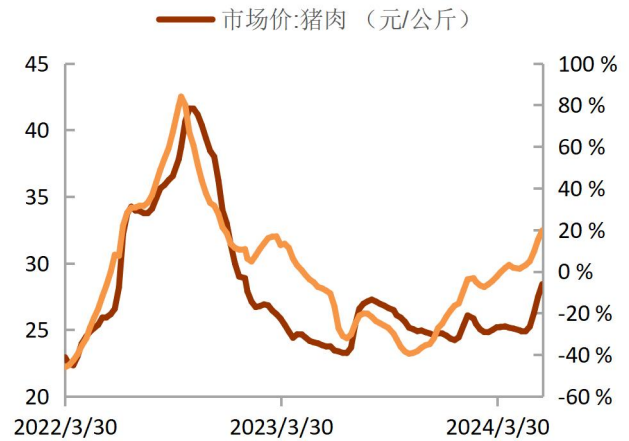


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

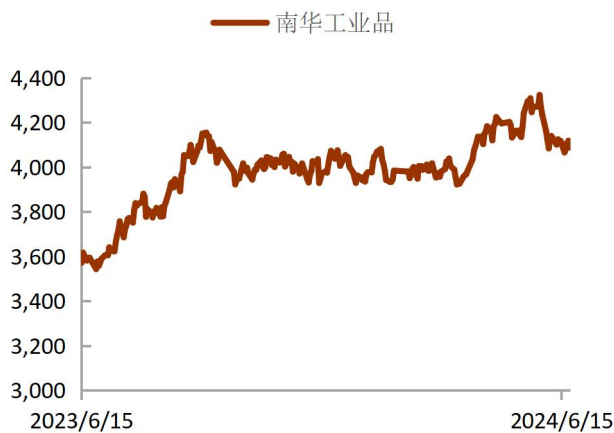


图表19 市场价：猪肉

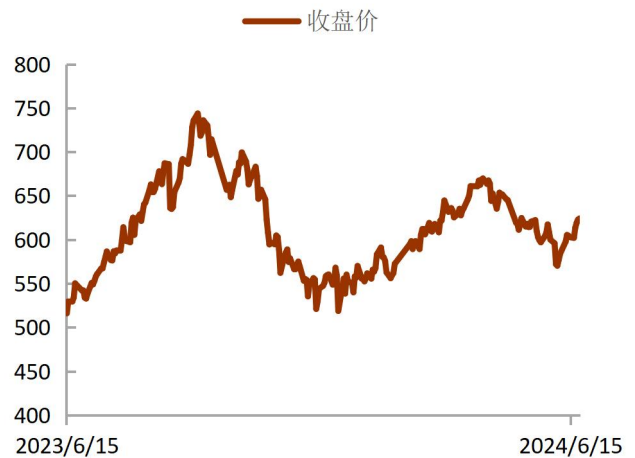


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。