

2024年7月8日



上半年债牛收场 央行开始入场调控

核心观点及策略

- 海外方面，当前美国经济有所放缓，但短期内美国经济失速的概率相对较低。因此在就业市场明显恶化之前美联储降息或再度推迟。
- 策略方面，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%），但市场对此置若罔闻，直至上周央行开始向实质性动作迈出一大步，从央行发布公开市场交易公告看，当前已是开弓没有回头箭，因此2.5%大概率将成为未来一段时间长债收益率的铁底，而当前长债收益率依然没有回到2.5%以上，因此单纯持有并做多长债是不明智的，而由于其它资产缺乏赚钱效应，导致今年以来大量资金流入债券市场，因此在配置压力及央行调控之间形成了长短端利差大幅走阔的扭曲行情，而这也是未来较为确定的投资机会。可以考虑在本轮央行调控效果充分体现后，通过国债期货不同久期合约相互多空组合实现久期中性，以抓住未来长短利差潜在压缩的交易机会。
- 风险点：房地产数据持续反弹、央行公开市场卖出国债现券

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2024年6月债市行情回顾	4
二、资金面分析	5
1、DR001、DR007 等加权成交利率	5
2、央行公开市场操作	5
3、存单一级发行利率	6
三、基本面分析	6
1、政府债融资助力社融边际改善	6
2、CPI 同比持平	8
3、PPI 环比转正	9
4、社会消费品零售总额有所好转	10
5、工业增加值小幅回落	11
6、固定资产投资维持小幅滑落	12
7、出口一枝独秀	12
8、规模以上工业企业利润同比走弱	14
9、制造业 PMI 与上月持平	14
10、其他重点关注数据	16
四、行情展望	19

图表目录

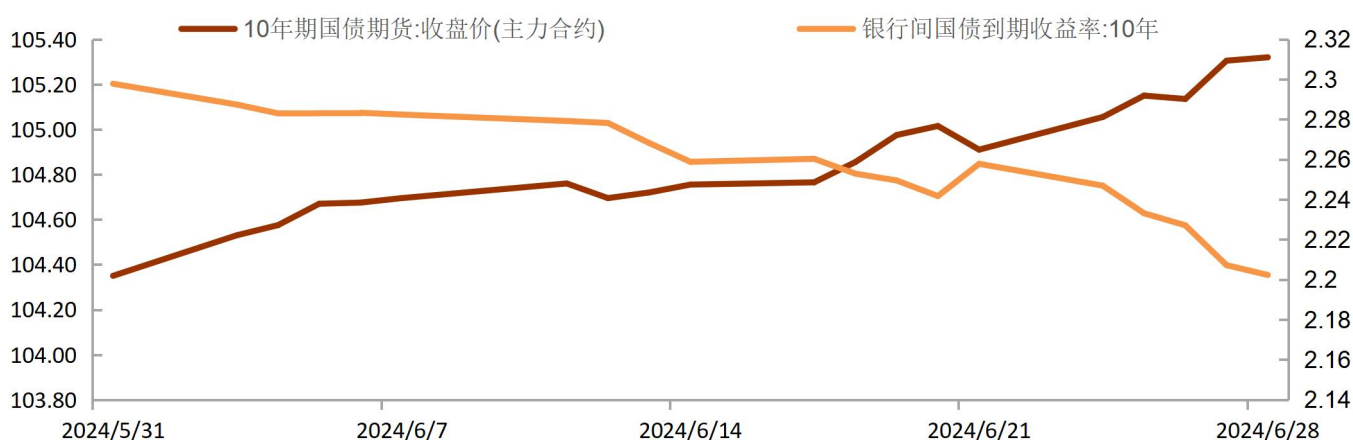
图表 1	国债期货及现券走势	4
图表 2	国债收益率曲线	4
图表 3	资金市场概况	5
图表 4	央行公开市场操作概况	5
图表 5	存单一级市场概况	6
图表 6	金融数据概览	6
图表 7	新增额同比变化（亿元）	7
图表 8	社融-M2	7
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅	8
图表 10	CPI 分项同比及变化	8
图表 11	工业生产者出厂价格指数	9
图表 12	PPI 分类别同比及变化	10
图表 13	社会消费品零售总额同比	10
图表 14	规模以上工业增加值	11
图表 15	工业增加值分类型	11
图表 16	固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比	12
图表 17	出口总值(人民币计价)	13
图表 18	重点产品出口金额(人民币计价): 亿元	13
图表 19	规模以上工业企业:利润总额:当月同比	14
图表 20	制造业 PMI、综合 PMI	15
图表 21	制造业 PMI 分项	15
图表 22	乘用车厂家零售	16
图表 23	商品房成交面积（30 大中城市）	16
图表 24	航运指数	17
图表 25	期限利差	17
图表 26	主力合约最廉 IRR	18
图表 27	国债期货跨期价差（当季-下季）	18
图表 28	T 主连收盘价、成交量、持仓量	18
图表 29	美国国债收益率曲线	19
图表 30	人民币汇率	19
图表 31	市场价：猪肉	19
图表 32	南华工业品指数	19

一、2024 年 6 月债市行情回顾

2024 年 6 月，债市持续走强，一方面是因为经济金融数据疲软、权益市场持续下跌、月底央行超预期投放资金等基本面对利好。另一方面期间央行虽然多次喊话，但在 6 月缺乏实质性动作，市场甚至开始与“烽火戏诸侯”、“狼来了”相类比，在二级市场上便形成了“每调买机”这种逆政策方向的操作思路。30Y 期国债现券收益率也在月末快速突破此前央行给出的 2.5% 区间下限，而这也直接导致了进入 7 月央行开始由喊话向借券卖出的转变。

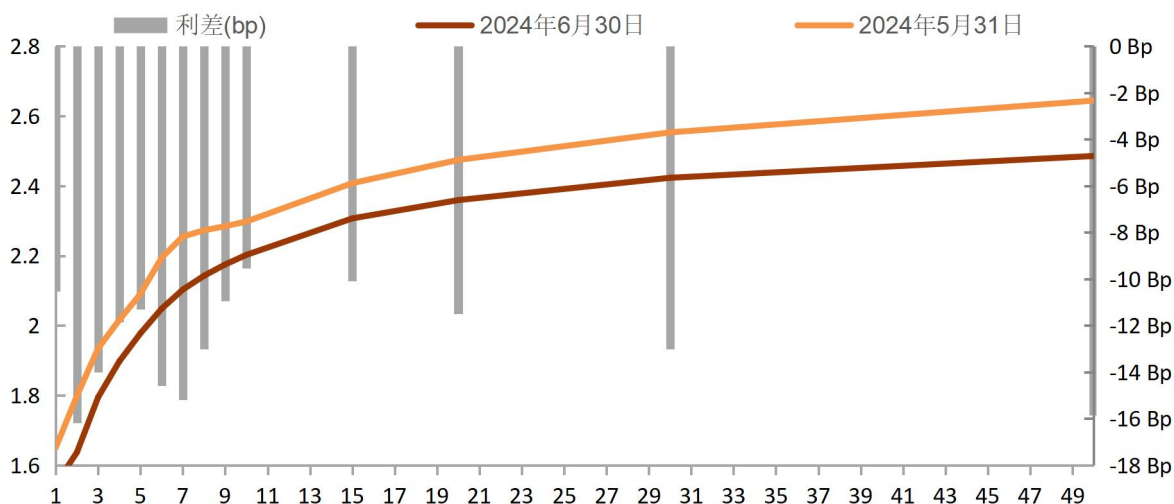
全月来看十年期国债期货主力合约 T2409，全月振幅 0.96%，最高价 105.4，最低价 104.4，终止价 105.32，全月上涨 0.97。十年期国债活跃券 240004 收益率收于 2.233% 较 5 月 31 日下行 8.3BP。

图表 1 国债期货及现券走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 国债收益率曲线



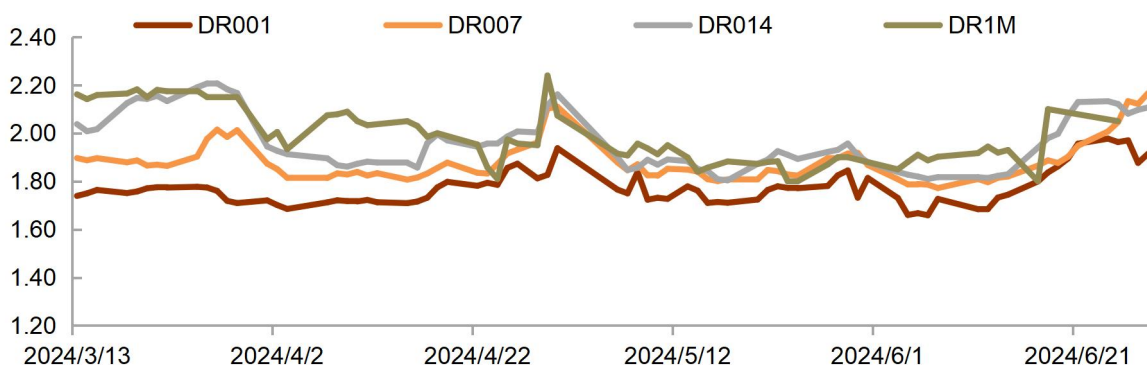
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、资金面分析

1、DR001、DR007 等加权成交利率

6 月央行公开市场操作依然以底量续作为开始，但到了月底央行超预期投放流动性，但由于跨半年影响银行间资金面依然有所收紧，因此 DR001、DR007 等月内资金加权成交价格 6 月底出现了一定幅度波动，但总体而已依然相当宽松，同时跨半年结束后资金价格便快速回落到此前水平。

图表 3 资金市场概况

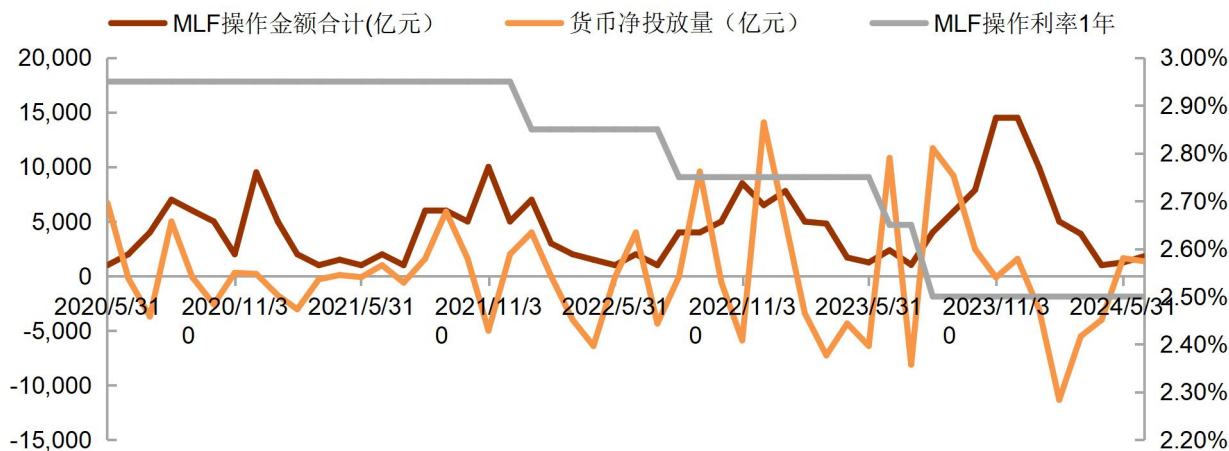


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、央行公开市场操作

6 月央行公开市场共净投放 1360 亿元，投放主要还是集中在月底保跨月时间段，但 MLF 这类长周期资金投放则保持在净回笼 550 亿元。同时市场此前期待的降息再次落空，继续体现出央行对于当前债市收益率过低的担忧。而在 30 年国债现券收益率突破此前区间下限的背景下，央行公开市场卖券的脚步也越来越近。

图表 4 央行公开市场操作概况

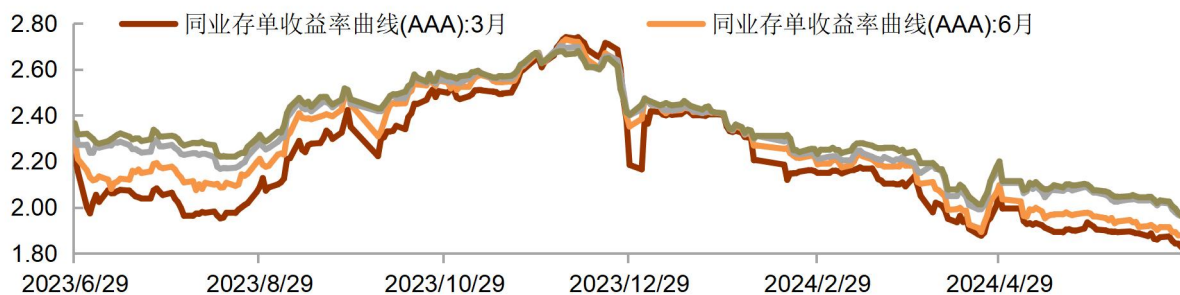


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、存单一级发行利率

6月存单一级发行利率继续走低，6月3个月、6个月、9个月和1年AAA存单利率最高分别收于1.8267%、1.8767%、1.9606%、1.9646%附近。一方面从固收类基金规模看资金持续流入，另一方面央行在6月已经开始警示长债收益率过低，因此在上述两大因素共同作用下6月存单类短久期资产受到追捧。目前央行对长债投资的打压依然没有停止，但7月8日突然公布正回购相关信息，不排除未来资金面边际回笼带动存单利率上行可能。

图表 5 存单一级市场概况



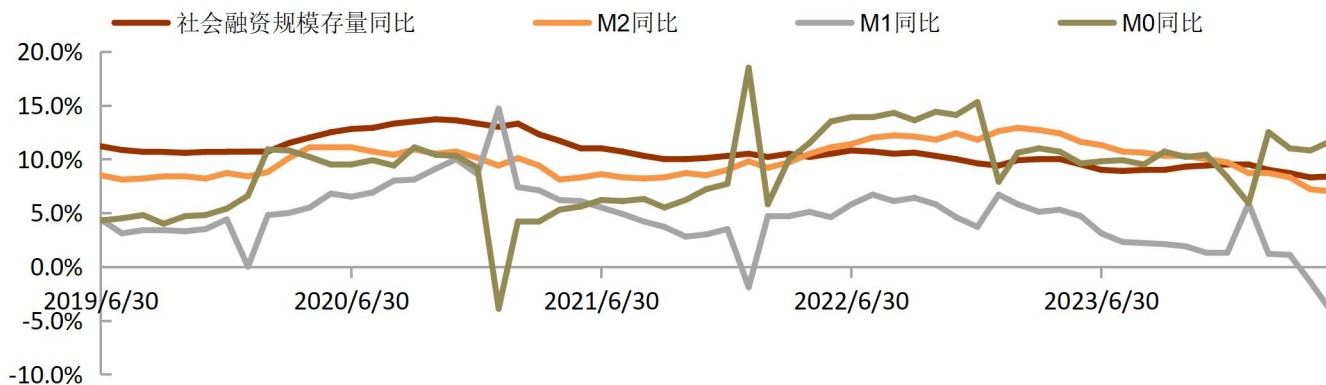
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、政府债融资助力社融边际改善

初步统计，2024年5月末社会融资规模存量为391.93万亿元，同比增长8.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为245.74万亿元，同比增长8.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.73万亿元，同比下降7.2%；委托贷款余额为11.18万亿元，同比下降1.3%；信托贷款余额为4.14万亿元，同比增长9.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.45万亿元，同比下降13%；企业债券余额为31.84万亿元，同比增长1.9%；政府债券余额为72.28万亿元，同比增长14.7%；非金融企业境内股票余额为11.54万亿元，同比增长4.6%。

图表 6 金融数据概览

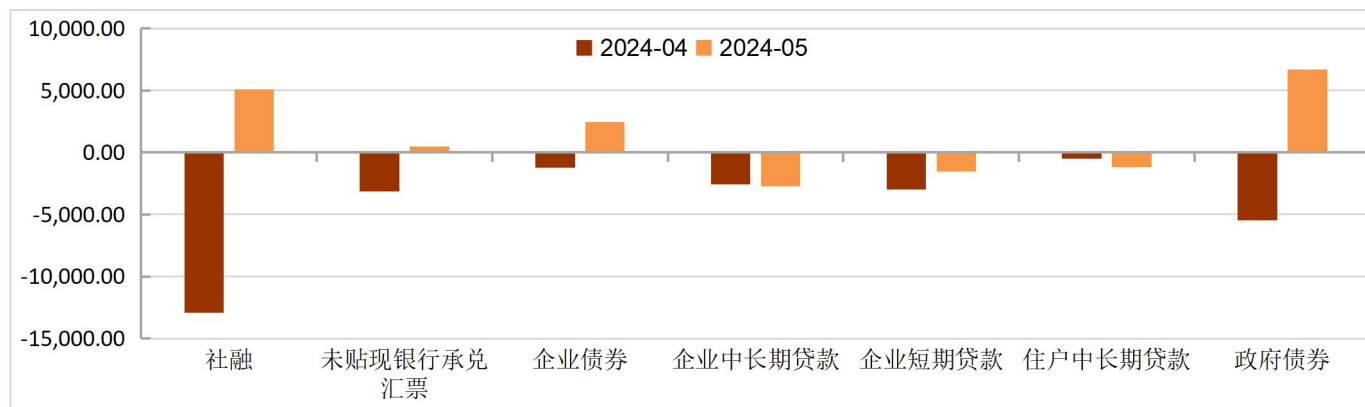


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从结构看,5月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.7%,同比高0.3个百分点;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.4%,同比低0.1个百分点;委托贷款余额占比2.9%,同比低0.2个百分点;信托贷款余额占比1.1%,同比高0.1个百分点;未贴现的银行承兑汇票余额占比0.6%,同比低0.2个百分点;企业债券余额占比8.1%,同比低0.5个百分点;政府债券余额占比18.4%,同比高1个百分点;非金融企业境内股票余额占比2.9%,同比低0.2个百分点。

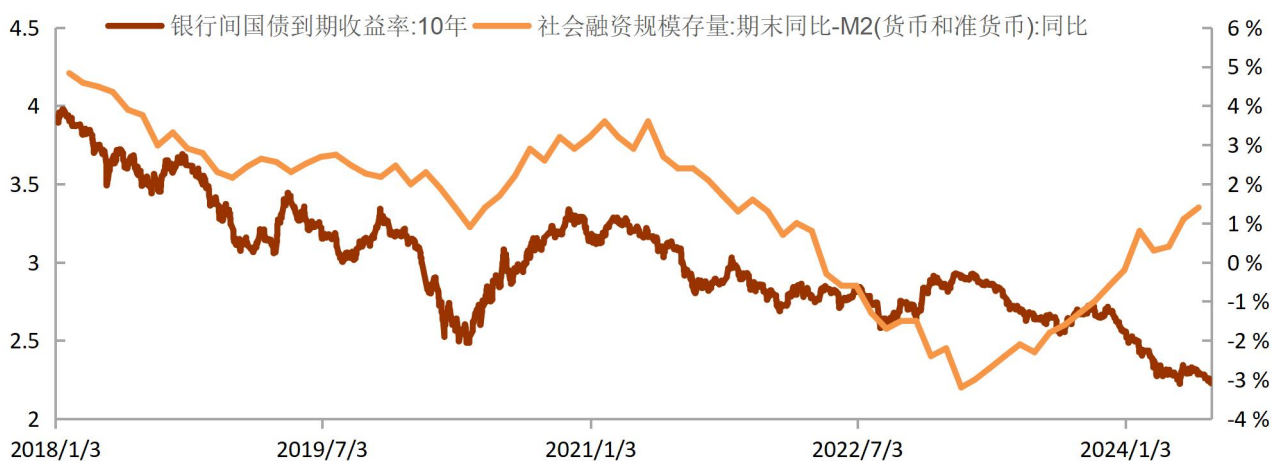
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 新增额同比变化(亿元)



总体看5月金融数据依然没有走出“叫停手工补息”事件影响,存款持续流向货币基金、理财等替代品中,而这也导致M1、M2继续走低。但5月开始政府债券发行开始放量,对社融数据起到了有力支撑。同时5月房地产政策频出,虽然并未在5月社融数据上体现,但政策方向是明确的,未来住户中长期有好转可能,需持续观察。从货币供给与需求关系看,以往对债市影响较大的社融-M2剪刀差继续修复,但如此前所提,存款搬家但并未消失,非银系统资金供给依然较多,因此短期看该指标对债市走势预判效果较差。

图表 8 社融-M2



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、CPI 同比持平

5 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.3%，环比下降 0.1%；1-5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.1%。

从环比看，CPI 下降 0.1%，降幅略小于近十年同期平均下降 0.2%的水平。其中，食品价格由上月下降 1.0%转为持平。食品中，受南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鲜果、鸡蛋和猪肉价格分别上涨 3.0%、2.7%和 1.1%；市场供应较为充足，虾蟹类、牛肉和鲜菜价格分别下降 4.3%、3.6%和 2.5%。非食品价格由上月上涨 0.3%转为下降 0.2%，影响 CPI 环比下降约 0.14 个百分点。非食品中，小长假后出行热度季节性减退，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别下降 9.4%、7.9%和 2.7%；受国际油价变动影响，国内汽油价格下降 0.8%；夏装换季上新，服装价格上涨 0.4%。

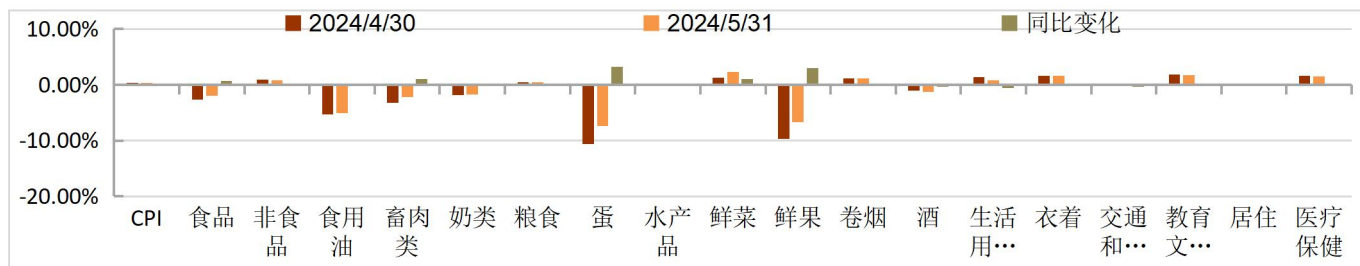
图表 9 全国居民消费价格涨跌幅



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，CPI 上涨 0.3%，涨幅与上月相同。其中，食品价格下降 2.0%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.37 个百分点。食品中，猪肉、淡水鱼和鲜菜价格分别上涨 4.6%、3.3%和 2.3%，涨幅均有扩大；鸡蛋、鲜果和食用油价格分别下降 8.5%、6.7%和 5.1%，降幅均有收窄；牛肉、羊肉和禽肉类价格分别下降 12.9%、7.5%和 2.9%，降幅继续扩大。非食品价格上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.68 个百分点。非食品中，能源价格上涨 3.4%，涨幅回落 0.2 个百分点；扣除能源的工业消费品价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.3 个百分点，其中新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降 6.9%和 5.2%，降幅均有扩大；服务价格上涨 0.8%，涨幅与上月相同，其中家庭服务和教育服务价格均上涨 1.8%，涨幅略有扩大。

图表 10 CPI 分项同比及变化



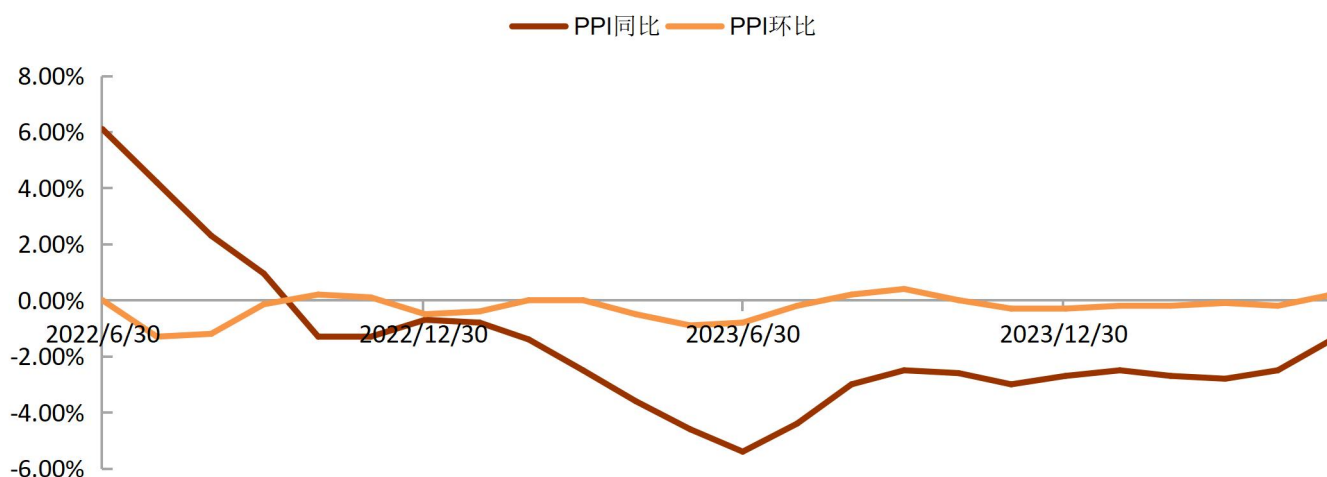
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 环比转正

2024 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.4%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。

从环比看，PPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%，改变了前 6 个月连续下降趋势。其中，生产资料价格由上月下降 0.2% 转为上涨 0.4%；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。受国际市场有色金属价格上行影响，国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.9%，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格分别上涨 7.0%、3.4%、2.8%。煤炭主产地供应偏紧，“迎峰度夏”补库需求陆续释放，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.5%。大规模设备更新等政策逐步落地见效，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%。国际油价下行带动石油和天然气开采业价格下降 2.1%。建材价格继续下降，玻璃制造、水泥制造价格分别下降 1.2%、0.8%。装备制造业中，电气机械和器材制造业、计算机制造价格分别上涨 0.7%、0.1%；锂离子电池制造、新能源车整车制造价格分别下降 0.5%、0.2%。消费品制造业中，文教工美体育和娱乐用品制造业、家具制造业价格分别上涨 0.6%、0.2%；农副食品加工业价格下降 0.5%。

图表 11 工业生产者出厂价格指数

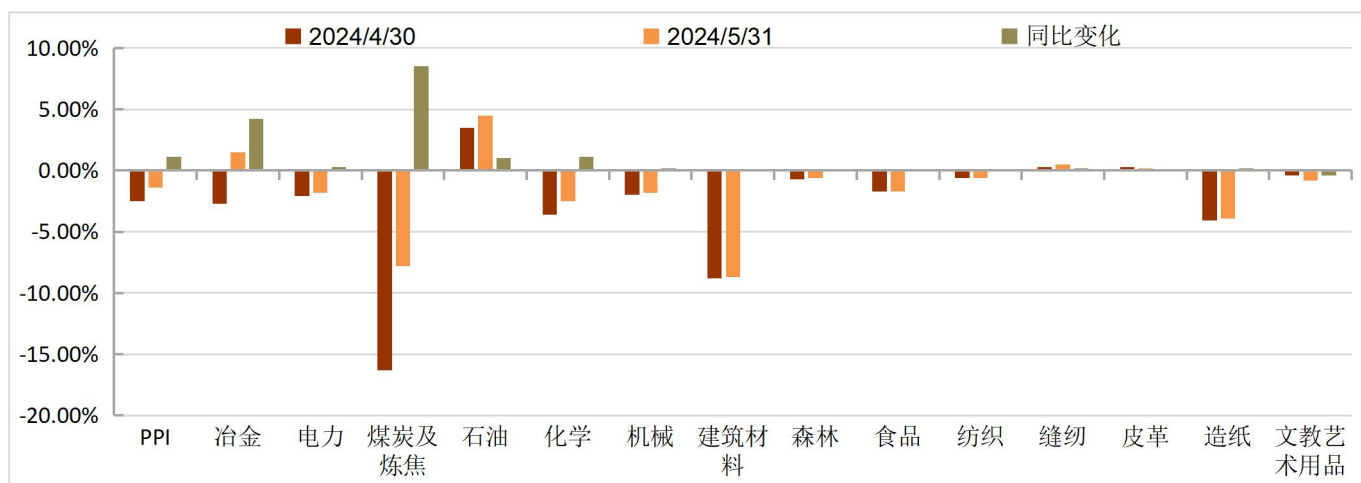


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从同比看，PPI 下降 1.4%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.6%，降幅收窄 1.5 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅收窄 0.1 个百分点。主要行业中，煤炭开采和洗选业价格下降 9.0%，非金属矿物制品业价格下降 8.8%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.7%，化学原料和化学制品制造业价格下降 3.4%，农副食品加工业价格下降 3.4%，电气机械和器材制造业价格下降 3.0%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 1.9%，降幅均收窄。汽车制造业价格下降 2.0%，降幅与上月相同；石油煤炭及其他燃料加工业价格由上月下降 1.0% 转为上涨 3.4%；石油和天然气开采业价格上涨 9.4%，涨幅与上月相同；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 8.9%，涨幅扩大 5.3 个百分点。

据测算，在 5 月份-1.4% 的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.9 个百分点，今年价格变动的新影响约为-0.5 个百分点。

图表 12 PPI 分类别同比及变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、社会消费品零售总额有所好转

5 月份，社会消费品零售总额 39211 亿元，同比增长 3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 35336 亿元，增长 4.7%。1—5 月份，社会消费品零售总额 195237 亿元，同比增长 4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 176707 亿元，增长 4.4%。

按经营单位所在地分，5 月份，城镇消费品零售额 34111 亿元，同比增长 3.7%；乡村消费品零售额 5100 亿元，增长 4.1%。1—5 月份，城镇消费品零售额 169418 亿元，增长 4.0%；乡村消费品零售额 25819 亿元，增长 4.7%。

按消费类型分，5 月份，商品零售额 34937 亿元，同比增长 3.6%；餐饮收入 4274 亿元，增长 5.0%。1—5 月份，商品零售额 173603 亿元，增长 3.5%；餐饮收入 21634 亿元，增长 8.4%。

进入 6 月乘用车高频销量数据疲软，叠加上 618 电商销售额同比降幅接近 7%，预计未来消费数据仍存在较大压力。

图表 13 社会消费品零售总额同比



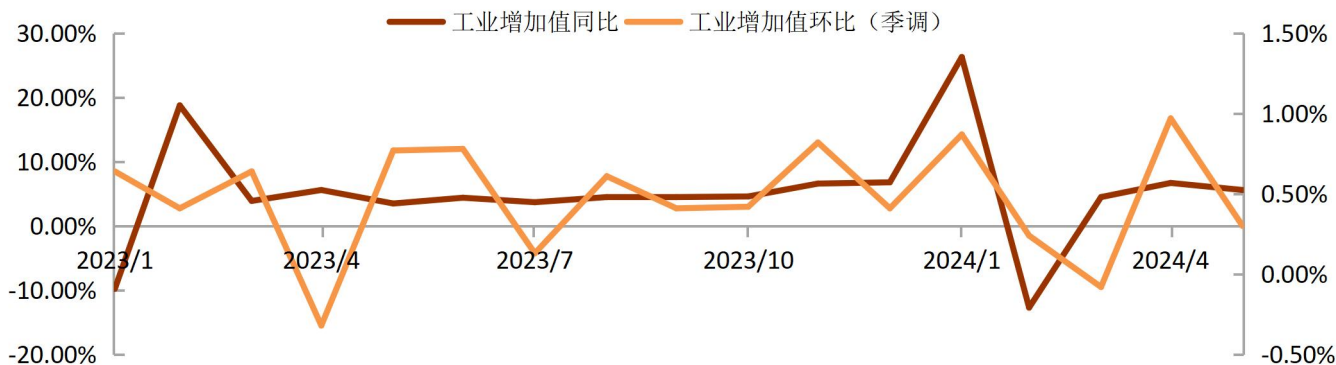
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

5、工业增加值小幅回落

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%。

图表 14 规模以上工业增加值

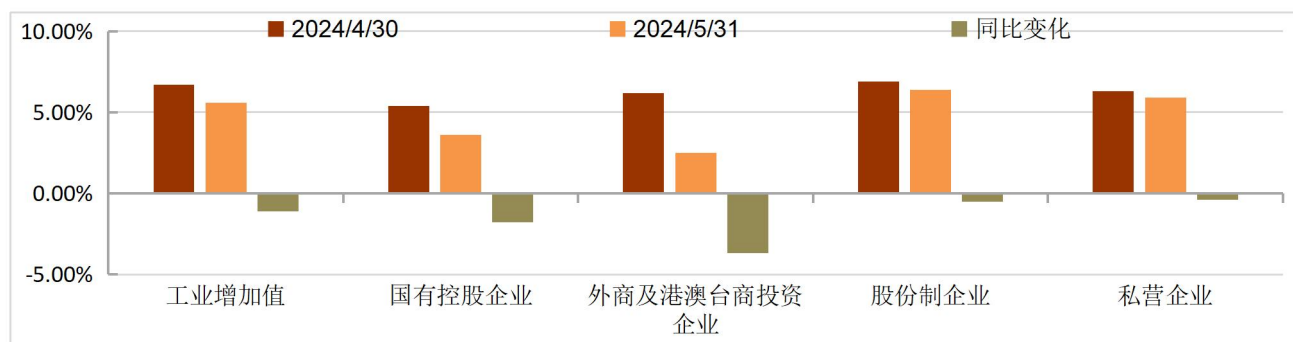


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分行业看，5 月份，41 个大类行业中有 33 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 4.4%，石油和天然气开采业增长 1.6%，农副食品加工业下降 0.9%，酒、饮料和精制茶制造业增长 5.1%，纺织业增长 5.3%，化学原料和化学制品制造业增长 12.7%，非金属矿物制品业下降 0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.3%，通用设备制造业增长 2.4%，专用设备制造业增长 2.1%，汽车制造业增长 7.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 11.8%，电气机械和器材制造业增长 3.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.5%，电力、热力生产和供应业增长 4.0%。

分产品看，5 月份，619 种产品中有 352 种产品产量同比增长。其中，钢材 12270 万吨，同比增长 3.4%；水泥 17953 万吨，下降 8.2%；十种有色金属 661 万吨，增长 7.4%；乙烯 257 万吨，下降 6.8%；汽车 235.3 万辆，增长 1.3%，其中新能源汽车 92.2 万辆，增长 33.6%；发电量 7179 亿千瓦时，增长 2.3%；原油加工量 6052 万吨，下降 1.8%。

图表 15 工业增加值分类型



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

6、固定资产投资维持小幅滑落

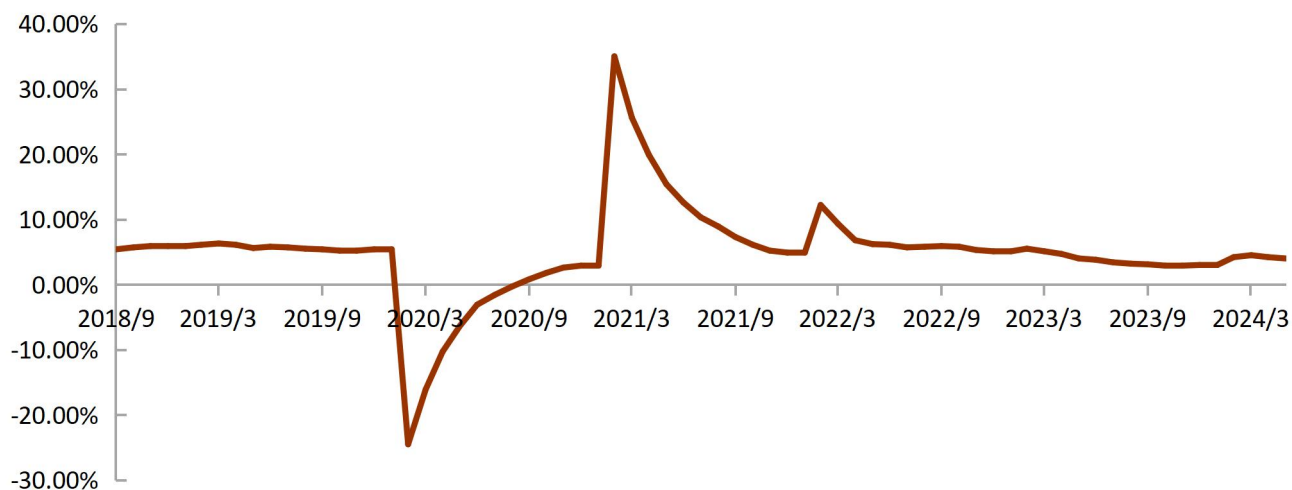
2024 年 1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188006 亿元，同比增长 4.0%（，其中，民间固定资产投资 97810 亿元，同比增长 0.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.04%。

分产业看，第一产业投资 3565 亿元，同比增长 3.0%；第二产业投资 62881 亿元，增长 12.5%；第三产业投资 121560 亿元，与去年同期持平。

第二产业中，工业投资同比增长 12.6%。其中，采矿业投资增长 17.7%，制造业投资增长 9.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 23.7%。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.7%。其中，铁路运输业投资增长 21.6%，航空运输业投资增长 20.1%，水利管理业投资增长 18.5%。

图表 16 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

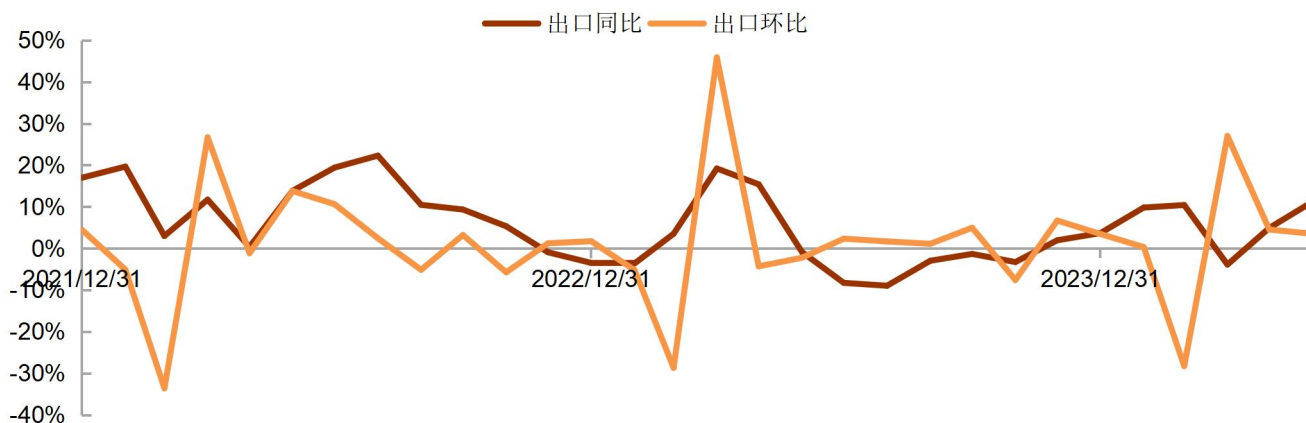
7、出口一枝独秀

据海关统计，2024 年前 5 个月，我国货物贸易（下同）进出口总值 17.5 万亿元人民币，同比（下同）增长 6.3%。其中，出口 9.95 万亿元，增长 6.1%；进口 7.55 万亿元，增长 6.4%；贸易顺差 2.4 万亿元，扩大 5.2%。按美元计价，前 5 个月，我国进出口总值 2.46 万亿美元，增长 2.8%。其中，出口 1.4 万亿美元，增长 2.7%；进口 1.06 万亿美元，增长 2.9%；贸易顺差 3372 亿美元，扩大 1.8%。

前 5 个月，东盟为我第一大贸易伙伴，我与东盟贸易总值为 2.77 万亿元，增长 10.8%，占我外贸总值的 15.8%。其中，对东盟出口 1.67 万亿元，增长 13.5%；自东盟进口 1.1 万亿元，增长 7%；对东盟贸易顺差 5791.9 亿元，扩大 28.1%。欧盟为我第二大贸易伙伴，我与欧盟贸易总值为 2.23 万亿元，下降 1.3%，占 12.7%。其中，对欧盟出口 1.45 万亿元，下降 0.7%；自欧盟进口 7743.7 亿元，下降 2.5%；对欧盟贸易顺差 6780.2 亿元，扩大 1.5%。美国为我第三大贸易伙伴，我与美国贸易总值为 1.87 万亿元，增长 2%，占 10.7%。其中，对美国出口 1.39 万亿元，增长 3.6%；自美国进口 4804.5 亿元，下降 2.6%；对美贸易顺差 9111.8

亿元，扩大 7.2%。韩国为我第四大贸易伙伴，我与韩国贸易总值为 9274.3 亿元，增长 7.4%，占 5.3%。其中，对韩国出口 4238 亿元，下降 2%；自韩国进口 5036.3 亿元，增长 16.8%；对韩贸易逆差 798.3 亿元，去年同期为贸易顺差 15.4 亿元。

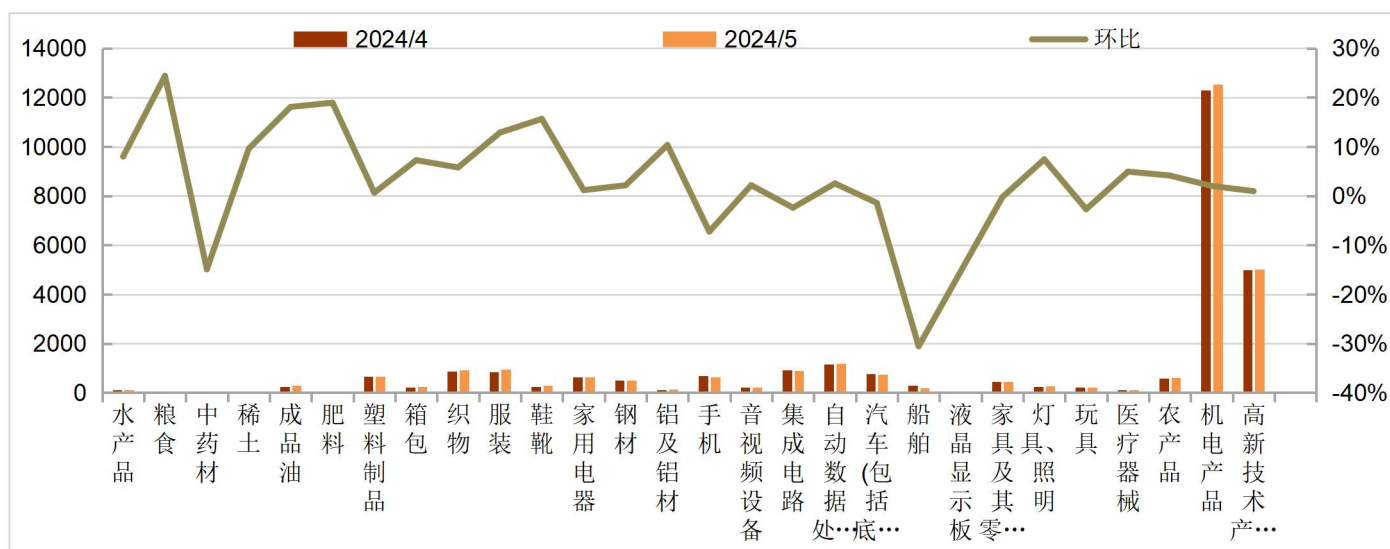
图表 17 出口总值(人民币计价)



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从出口产品看，前 5 个月，我国出口机电产品 5.87 万亿元，增长 7.9%，占出口总值的 59%。其中，自动数据处理设备及其零部件 5544.6 亿元，增长 9.9%；集成电路 4447.3 亿元，增长 25.5%；汽车 3297 亿元，增长 23.8%；手机 3296.8 亿元，下降 2.8%。同期，出口劳密产品 1.69 万亿元，增长 7.1%，占 17%。其中，服装及衣着附件 4170.9 亿元，增长 3.5%；纺织品 4058.2 亿元，增长 6.1%；塑料制品 3116.7 亿元，增长 12.1%。出口农产品 2831.1 亿元，增长 3.9%。出口钢材 4465.5 万吨，增加 24.7%；成品油 2472.4 万吨，减少 7.7%；肥料 964.8 万吨，减少 2.3%。

图表 18 重点产品出口金额(人民币计价)：亿元



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

8、规模以上工业企业利润同比走弱

5 月份，规模以上工业企业实现利润同比增长 0.7%。规模以上工业企业资产总计 171.26 万亿元，同比增长 6.0%；负债合计 98.44 万亿元，增长 5.7%；所有者权益合计 72.81 万亿元，增长 6.2%；资产负债率为 57.5%，同比下降 0.1 个百分点。

1—5 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 9438.4 亿元，同比下降 2.4%；股份制企业实现利润总额 20510.5 亿元，增长 1.0%；外商及港澳台投资企业实现利润总额 6827.8 亿元，增长 12.6%；私营企业实现利润总额 7329.3 亿元，增长 7.6%。

1—5 月份，主要行业利润情况如下：有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 80.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 56.8%，电力、热力生产和供应业增长 35.0%，纺织业增长 23.2%，汽车制造业增长 17.9%，农副食品加工业增长 17.1%，石油和天然气开采业增长 5.3%，通用设备制造业增长 1.8%，化学原料和化学制品制造业下降 2.7%，电气机械和器材制造业下降 6.0%，专用设备制造业下降 8.8%，煤炭开采和洗选业下降 31.8%，非金属矿物制品业下降 52.9%，石油煤炭及其他燃料加工业由盈转亏，黑色金属冶炼和压延加工业亏损增加。

图表 19 规模以上工业企业:利润总额:当月同比

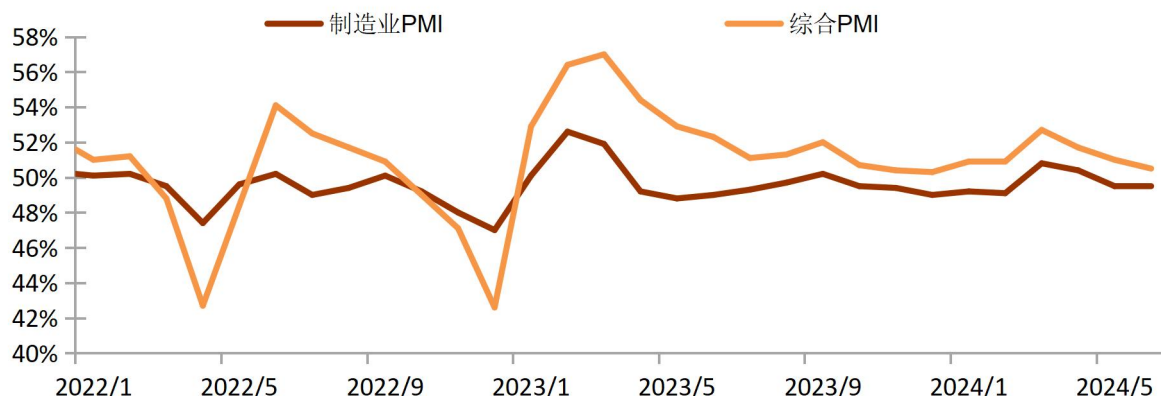


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9、制造业 PMI 与上月持平

6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，与上月持平，制造业景气度基本稳定。6 月份，综合 PMI 产出指数为 50.5%，比上月下降 0.5 个百分点，高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张。

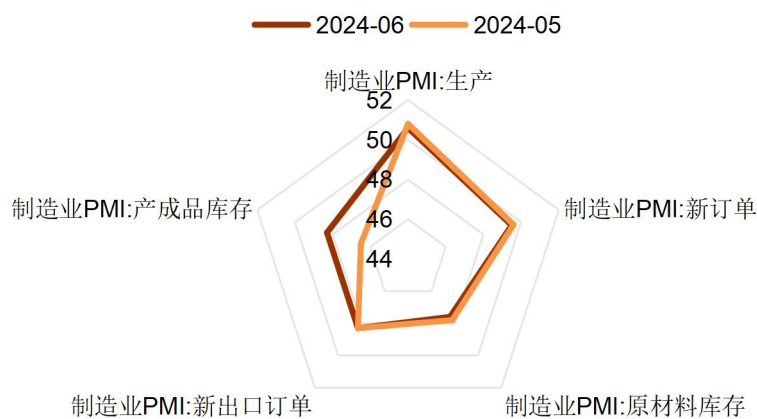
图表 20 制造业 PMI、综合 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.1%，比上月下降 0.6 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.8%和 47.4%，比上月上升 0.4 和 0.7 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。生产指数为 50.6%，比上月下降 0.2 个百分点，高于临界点，表明制造业企业生产保持扩张。新订单指数为 49.5%，比上月下降 0.1 个百分点，表明制造业市场需求景气度略有下降。原材料库存指数为 47.6%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从业人员指数为 48.1%，与上月持平，表明制造业企业用工景气度总体稳定。供应商配送时间指数为 49.5%，比上月下降 0.6 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月有所延长。

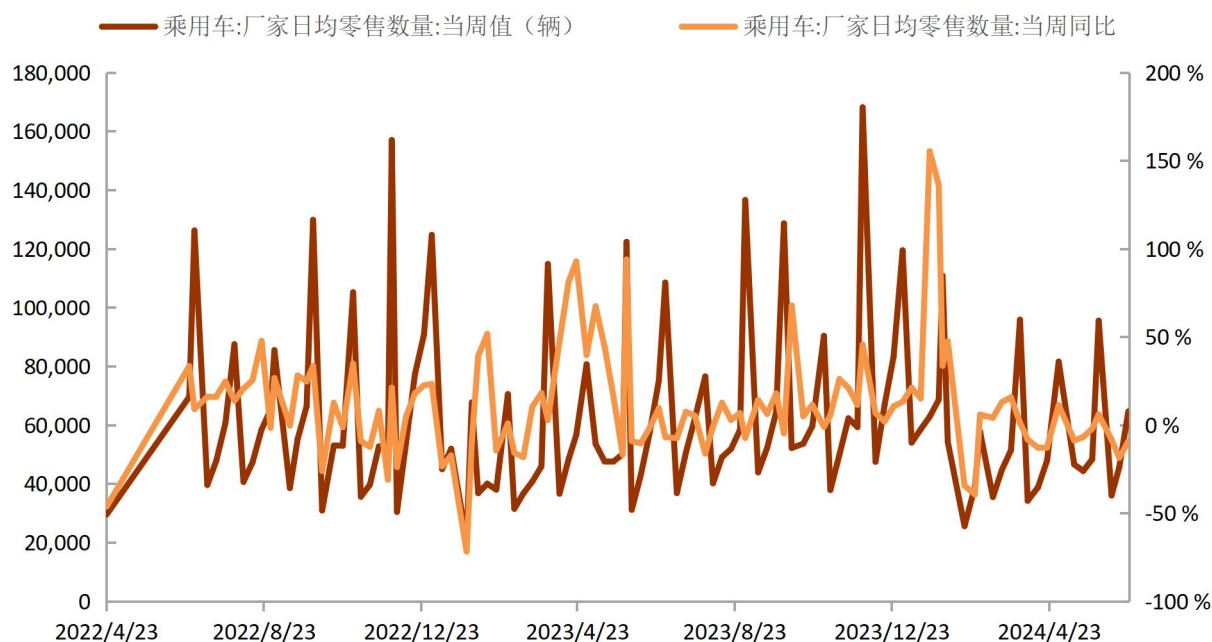
图表 21 制造业 PMI 分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

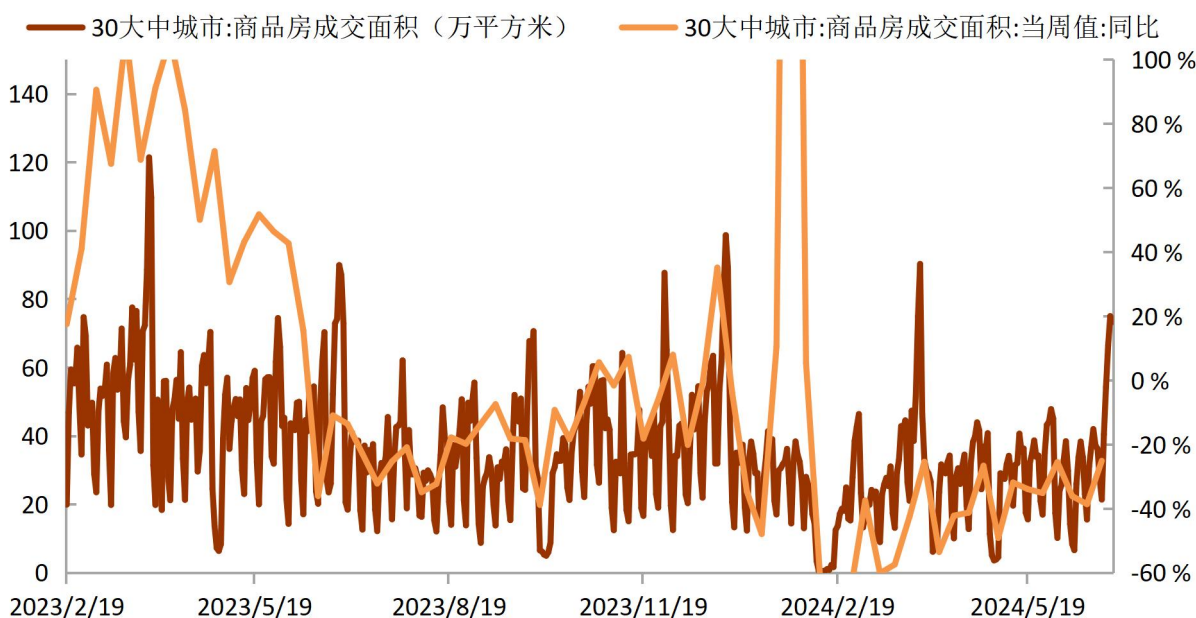
10、其他重点关注数据

图表 22 乘用车厂家零售



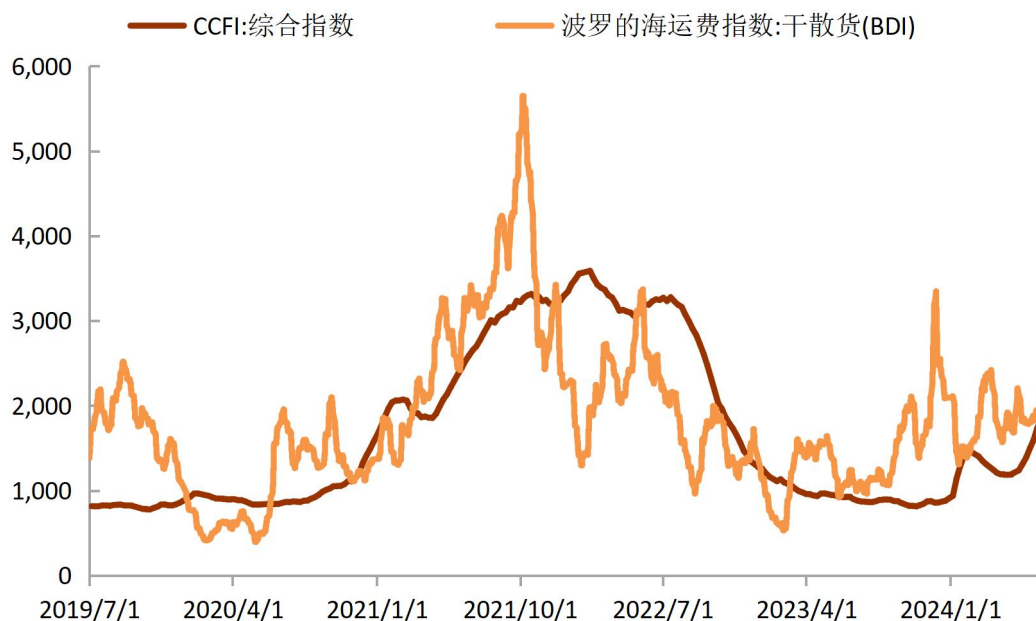
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 商品房成交面积（30大中城市）



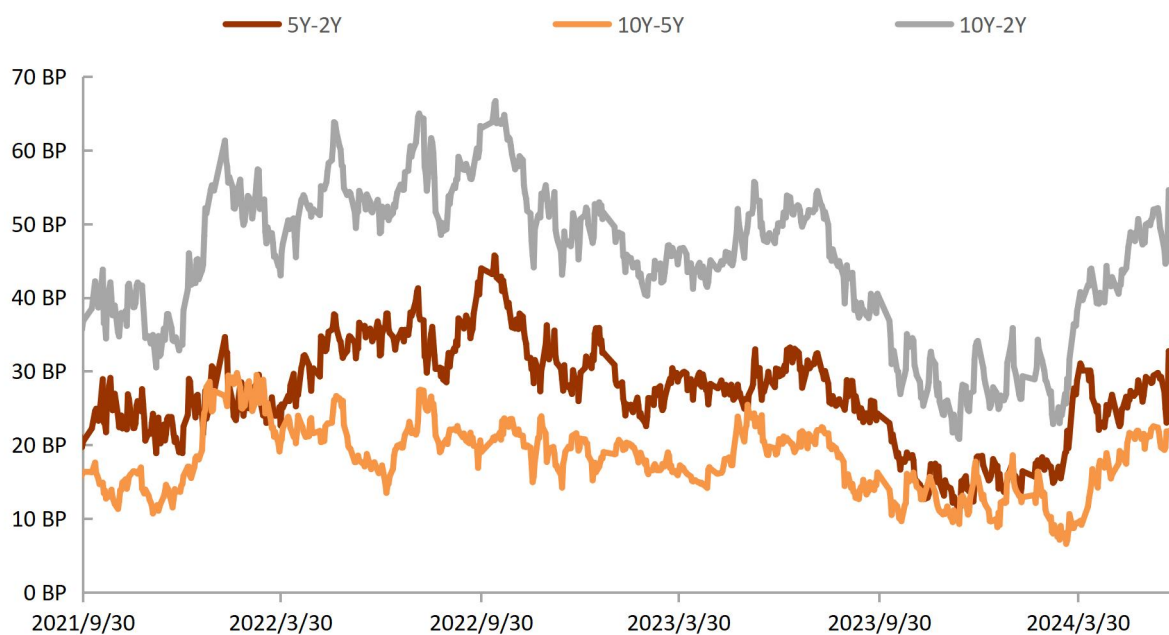
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 航运指数



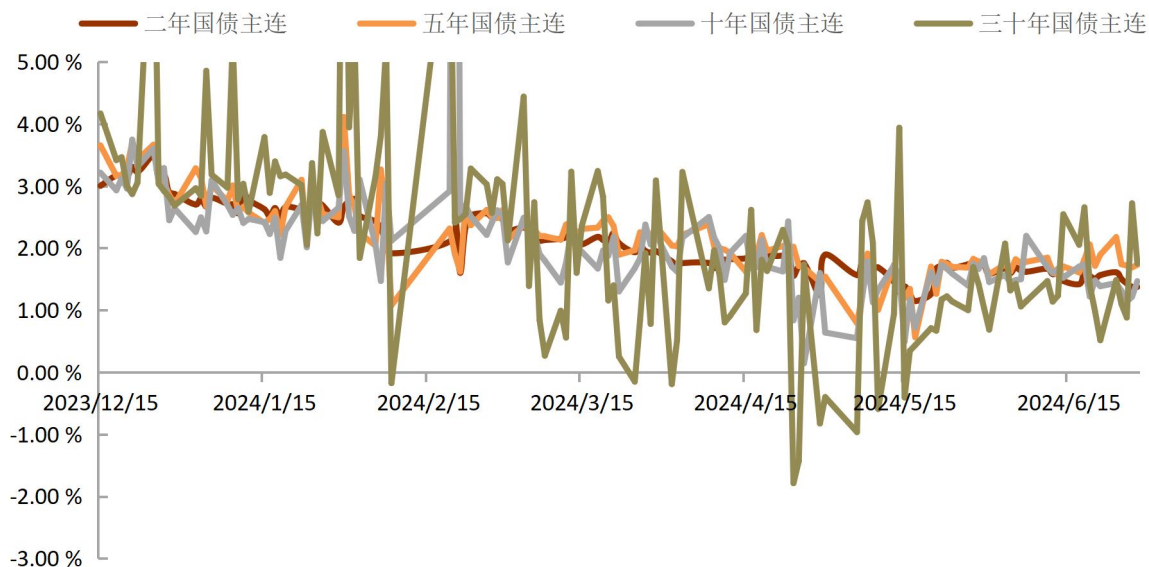
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 期限利差



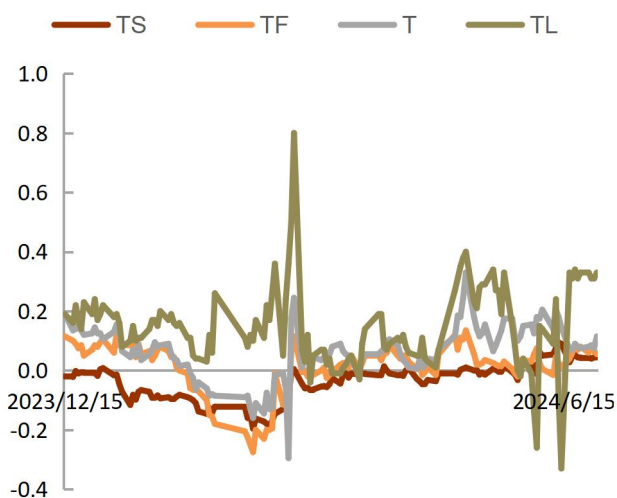
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 主力合约最廉 IRR

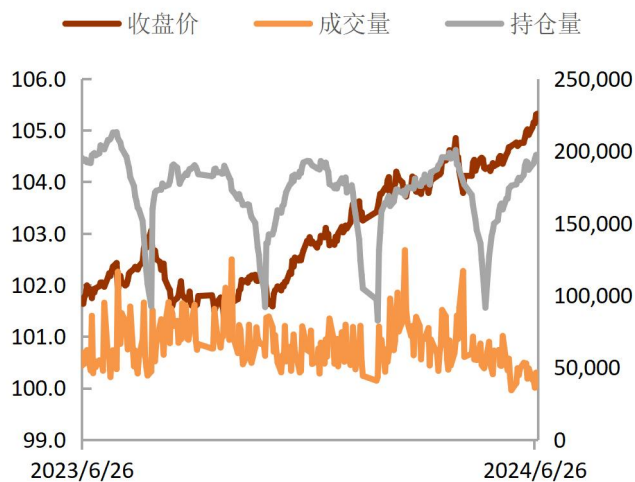


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 27 国债期货跨期价差（当季-下季）

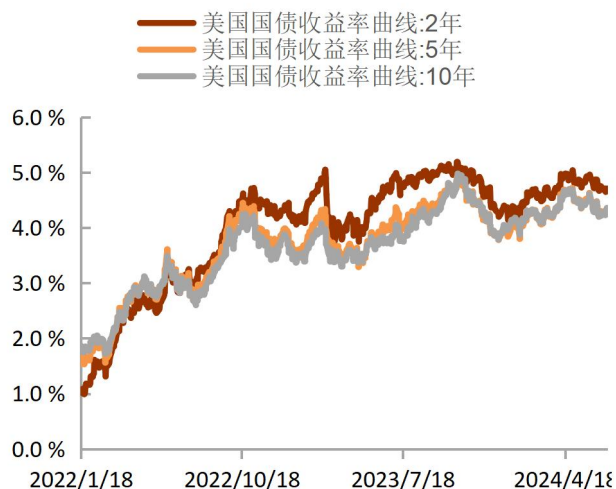


图表 28 T 主连收盘价、成交量、持仓量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 美国国债收益率曲线

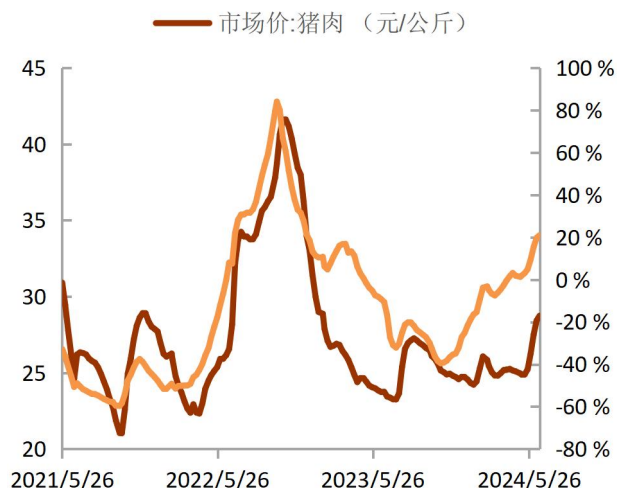


图表 30 人民币汇率

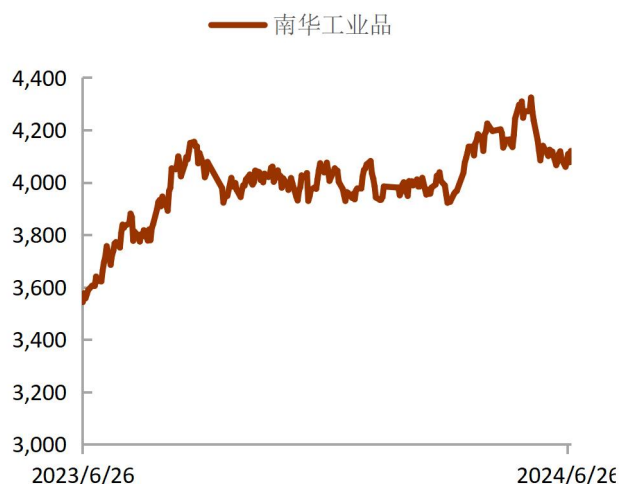


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 市场价：猪肉



图表 32 南华工业品指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，6月销量持续疲软，同比持续负增，因此消费数据仍存隐忧，未来刺激内需的实质性政策出台的必要性也在上升。二是30城商品房成交面积则出现好转极限，甚至在低基数效应下最新一周的同比数据已经开始转正，但收入预期偏弱背景下该数据持续性仍需观察。三是外贸方面，出口一直是近几年经济数据的亮眼项目CCFI指数也在近期持续上涨并再次创出今年新高，波罗的海干散货指数则继续横盘，因此出口向好态势仍将持续。四是猪肉价格上涨有所放缓，但同比上涨依然接近22%，未来CPI大概率继续改善。五是南华工业品指数小幅反弹，随着低基数效应到来未来PPI

敬请参阅最后一页免责声明

仍将持续改善。

海外方面，6月美国新增非农就业20.6万人，与5月数据接近，不过4月和5月数据共大幅下修了近11万人。当前，连续3个月平均新增就业人数下降至17.7万人。但高于鲍威尔认为的合意新增就业人数，即每个月10万人左右。6月美国ISM制造业PMI较5月回落0.2至48.5，低于市场预期的49.1，已连续3个月回落。非制造业PMI跌至荣枯线之下，较5月明显回落5.0至48.8，同样低于市场预期（52.6）。整体来看，当前美国经济有所放缓，但短期内美国经济失速的概率相对较低。因此在就业市场明显恶化之前美联储降息或再度推迟。

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%），但市场对此置若罔闻，直至上周央行开始向实质性动作迈出一大步，从央行发布公开市场交易公告看，当前已是开弓没有回头箭，因此2.5%大概率将成为未来一段时间长债收益率的铁底，而当前长债收益率依然没有回到2.5%以上，因此单纯持有并做多长债是不明智的，而由于其它资产缺乏赚钱效应，导致今年以来大量资金流入债券市场，因此在配置压力及央行调控之间形成了长短端利差大幅走阔的扭曲行情，而这也是未来较为确定的投资机会。一方面短债天然具有规避久期风险的特性，而持有长债规避久期风险则需要通过做空国债期货进行对冲，因此TS国债期货正套成本经常性低于T及TL国债期货。另一方面近期长短端利差走阔主要受政策调控影响，如未来调控目的达成则高利差下有修复动力，即使债券市场转熊从海内外经验看利差也存在收窄甚至倒挂现象。因此策略上可以考虑在本轮央行调控效果充分体现后，通过国债期货不同久期合约相互多空组合实现久期中性，以抓住未来长短利差潜在压缩的交易机会。

风险点：房地产数据反弹，央行公开市场卖出债券。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。