

2024年7月22日



曲线牛陡凸显利差交易机会

核心观点及策略

- 上周债市依然总体处于横盘震荡之中，但各期限表现差异较大，其中5年期国债现券收益率下行幅度最大达3.8BP左右，而10年期国债现券收益率则小幅上行0.25BP左右，而造成这种行情的主要原因可能与央行一份对辖区内银行的调研有关，其中明确提到并限制5Y以上期限债券投资，因此部分银行投资久期限制由此前10Y缩短至5Y，而从上周市场运行的结果看也正与此相符。同时上周虽然有部分经济数据不理想影响，但经过央行此前多次干预，在超过长期国债难以通过久期获取资本利得后，市场投机热度有所下降（TL主力合约日成交量）。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.24%，最低价105.21，最高价105.465，终止价105.46，上涨0.215。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放量相对较大，全周共实现净投放11700亿元，但此前市场流传的降准、降息均未出现。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周受税期影响资金价格有所走高，因此央行大量投放资金主要为对冲税期资金波动而非主动刺激资金市场宽松。
- 策略建议：通过国债期货组合交易长短端利差
- 风险因素：权益市场反弹、楼市数据企稳

- 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	105.4600	0.1650	8965	181239	197044
TF2409	104.1200	0.1250	5987	160131	125920
TS2409	102.0320	0.0480	2684	90662	57426
TL2409	109.0900	0.2100	1862	145012	78042
T2412	105.2650	0.1500	2692	11740	17701
TF2412	103.9950	0.1100	2083	8131	10871
TS2412	101.9940	0.0480	1093	3530	5354
TL2412	108.7100	0.1400	5,180	22489	22580

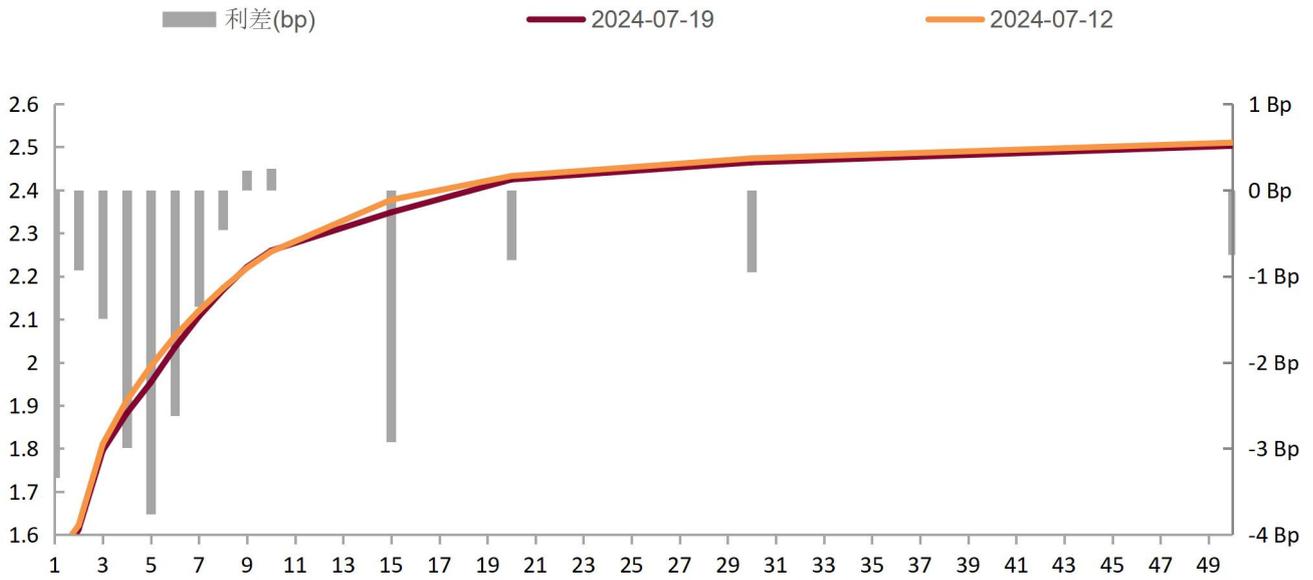
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)		11700				
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/7/19	逆回购	7日回购	7天	1.80	590	投放
2024/7/19	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/7/18	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/7/18	逆回购	7日回购	7天	1.80	490	投放
2024/7/17	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/7/17	MLF 回笼	1年 MLF	12月	2.65	1030	回笼
2024/7/17	逆回购	7日回购	7天	1.80	2700	投放
2024/7/16	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/7/16	逆回购	7日回购	7天	1.80	6760	投放
2024/7/15	MLF 投放	1年 MLF	12月	2.50	1000	投放
2024/7/15	逆回购到期	7日回购	7天	1.80	20	回笼
2024/7/15	逆回购	7日回购	7天	1.80	1290	投放

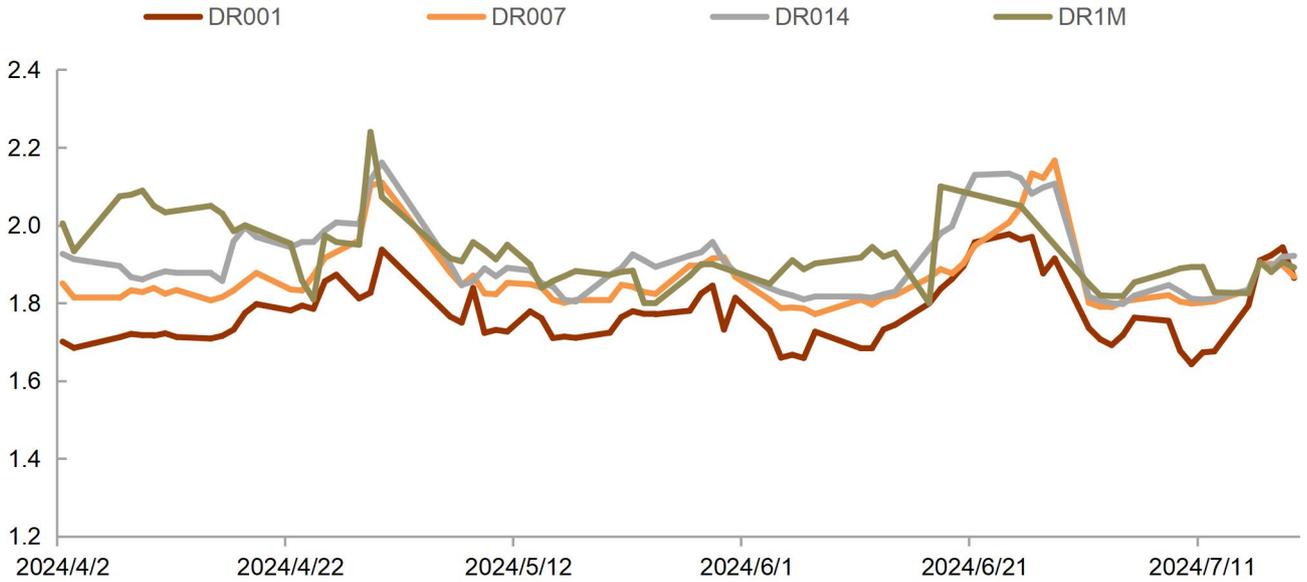
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



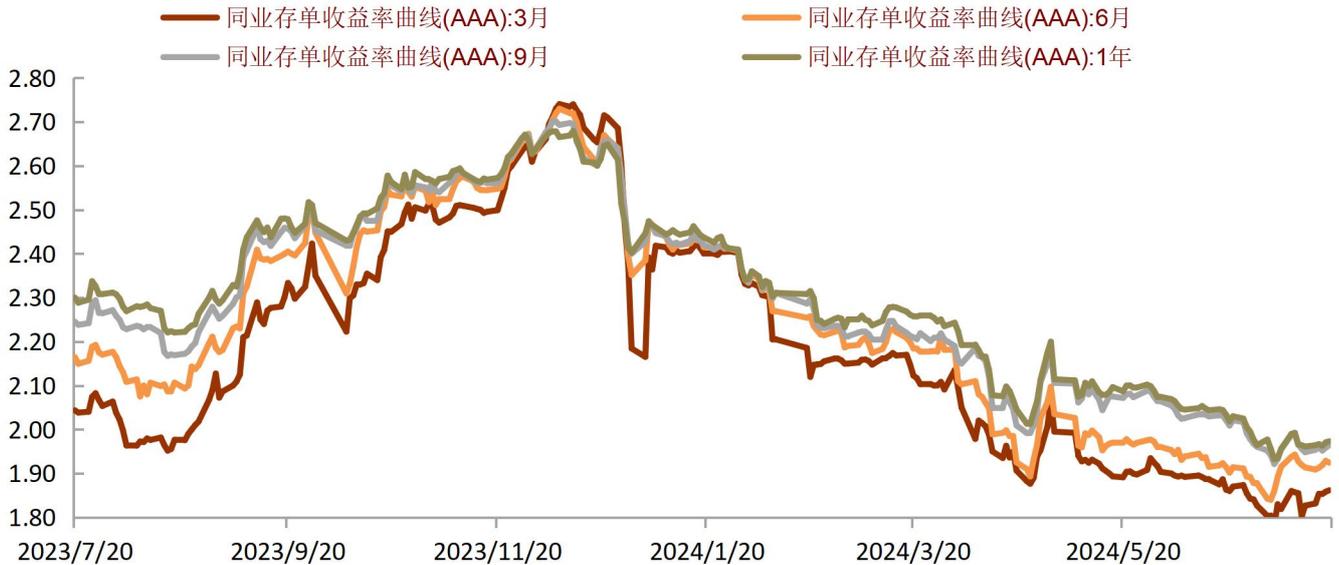
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市依然总体处于横盘震荡之中，但各期限表现差异较大，其中5年期国债现券收益率下行幅度最大达3.8BP左右，而10年期国债现券收益率则小幅上行0.25BP左右，而造成这种行情的主要原因可能与央行一份对辖区内银行的调研有关，其中明确提到并限制5Y以上期限债券投资，因此部分银行投资久期限制由此前10Y缩短至5Y，而从上周市场运行的结果看也正与此相符。同时上周虽然有部分经济数据不理想影响，但经过央行此前多次干预，在超过长期国债难以通过久期获取资本利得后，市场投机热度有所下降（TL主力合约日成交量）。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.24%，最低价105.21，最高价105.465，终止价105.46，上涨0.215。

资金面方面：上周央行公开市场投放量相对较大，全周共实现净投放11700亿元，但此前市场流传的降准、降息均未出现。不过从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周受税期影响资金价格有所走高，因此央行大量投放资金主要为对冲税期资金波动而非主动刺激资金市场宽松。货币政策方面，上周《金融时报》发表了一篇题为对大幅降息政策建议的思考文章，文中详细分析了当前中国经济面临的问题能否通过降息解决，文中认为主动大幅降低政策利率可能并非目前中国经济问题的解决之道。当然，如果经济未能向好，央行会视经济和金融市场情况继续调低利率。而央行周一公开市场操作降息10BP则与本文内容相符。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，7月第二周同比再次转负，并且此前该数据疲软已在6月社零的到印证，因此未来消费数据仍存隐忧。二是30城商品房成交面积在短暂转正后于7月再度快速走弱，后续观察进一步政策刺激效果。三是外贸方面，CCFI指数继续上涨并创出年内新高，波罗的海干散货指数则继续横盘，因此出口向好态势仍将在近期持续，而这也上周公布的外贸数据中得到印证。四是猪肉价格再次上涨，同比也上涨至24%，未来CPI仍存在持续改善空间。五是南华工业品指数小幅回落，未来PPI回暖需等待政策调整供需缺口。

上周30Y国债现券收益率依然低于此前央行给出的区间下限，但从现券成交可以明显感受到市场参与者以较此前明显谨慎。同时上周央行再次对相关银行债券投资进行调研，因此

市场部分参与者对5Y以上期限投资受限，而这就造就了长短端利差非市场化拉大。比如10Y与2Y国债现券利差以扩大至65BP左右，从历史数据看16年以来仅有20年新冠疫情期间该利差大幅高于当前水平，并且持续时间仅有5个月左右，因此当前该利差高位水平已然具备较高交易价值。而当前看首先是资金面仍看不到央行回笼信号，二是权益及房地产市场仍然低迷，因此资金仍将持续留存固收市场，而央行又对长久期投机不定时调控，因此但方面多空都具有较高不确定性。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。

三、一周要闻

1、初步核算，上半年国内生产总值616836亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%。分产业看，第一产业增加值30660亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值236530亿元，增长5.8%；第三产业增加值349646亿元，增长4.6%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%。从环比看，二季度国内生产总值增长0.7%。

2、上半年，全国规模以上工业增加值同比增长6.0%。分三大门类看，采矿业增加值增长2.4%，制造业增长6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.0%。装备制造业增加值增长7.8%，高技术制造业增加值增长8.7%，增速分别快于全部规模以上工业1.8和2.7个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长4.6%；股份制企业增长6.5%，外商及港澳台投资企业增长4.3%；私营企业增长5.7%。分产品看，3D打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长51.6%、34.3%、28.9%。6月份，规模以上工业增加值同比增长5.3%，环比增长0.42%。6月份，制造业采购经理指数为49.5%，与上月持平；企业生产经营活动预期指数为54.4%，比上月上升0.1个百分点。1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27544亿元，同比增长3.4%。

3、上半年，社会消费品零售总额235969亿元，同比增长3.7%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额204559亿元，增长3.6%；乡村消费品零售额31410亿元，增长4.5%。按消费类型分，商品零售209726亿元，增长3.2%；餐饮收入26243亿元，增长7.9%。部分基本生活类和升级类商品销售良好，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长9.6%、5.6%；通讯器材类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长11.3%、11.2%。全国网上零售额70991亿元，同比增长9.8%。其中，实物商品网上零售额59596亿元，增长8.8%，占社会消费品零售总额的比重为25.3%。6月份，社会消费品零售总额同比增长2.0%，环比下降0.12%。上半年，服务零售额同比增长7.5%。

4、全国固定资产投资(不含农户)245391亿元，同比增长3.9%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.5%。分领域看，基础设施投资增长5.4%，制造业投资增长9.5%，房地产开发投资下降10.1%。全国新建商品房销售面积47916万平方米，同比下降19.0%；新建商品房销售额47133亿元，下降25.0%。分产业看，第一产业投资增长3.1%，第二产业投资增长12.6%，第三产业投资下降0.2%。民间投资增长0.1%；扣除房地产开发投资，民间投资增长6.6%。高技术产业投资同比增长10.6%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.1%、11.7%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长38.3%、12.1%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长24.1%、17.4%。6月份，固定资产投资(不含农户)环比增长0.21%。

5、上半年，货物进出口总额211688亿元，同比增长6.1%。其中，出口121298亿元，增长6.9%；进口90390亿元，增长5.2%。进出口相抵，贸易顺差30909亿元。一般贸易进出口增长5.2%，占进出口总额的比重为65.0%。民营企业进出口增长11.2%，占进出口总额的比重为55.0%，比上年同期提高2.5个百分点。机电产品出口增长8.2%，占出口总额的比

重为 58.9%。6 月份，进出口总额 36705 亿元，同比增长 5.8%。其中，出口 21871 亿元，增长 10.7%；进口 14834 亿元，下降 0.6%。

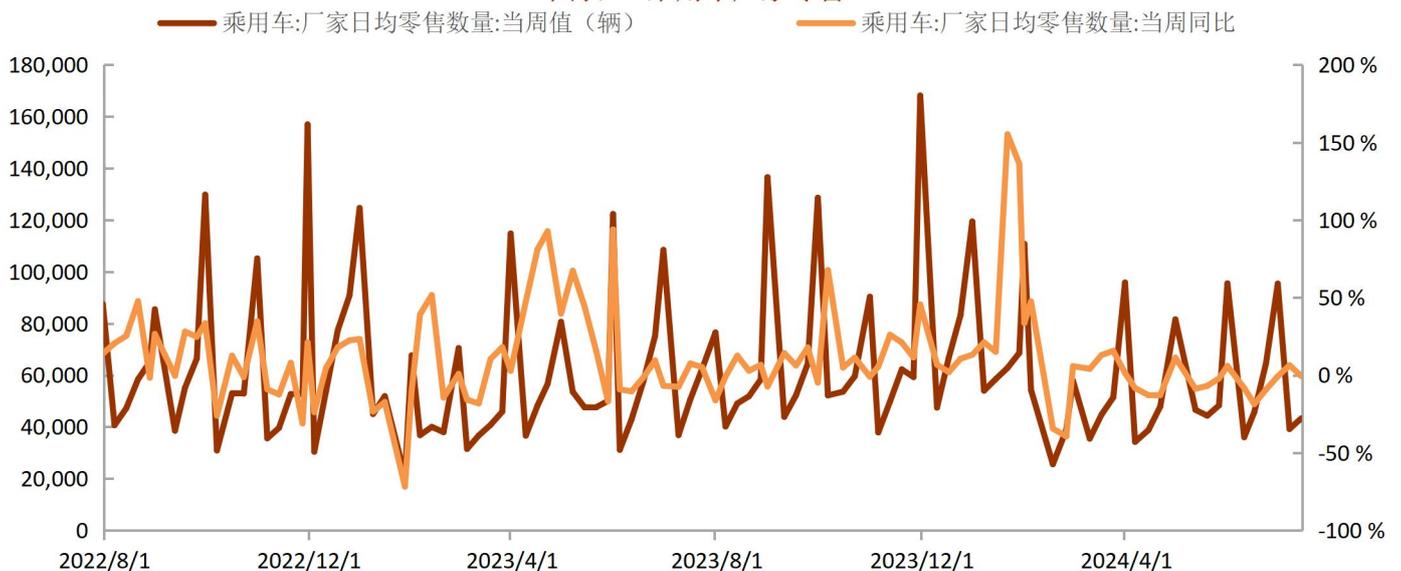
6、上半年，全国居民消费价格 (CPI) 同比上涨 0.1%，一季度为同比持平。分类别看，食品烟酒价格下降 1.4%，衣着价格上涨 1.6%，居住价格上涨 0.2%，生活用品及服务价格上涨 0.9%，交通通信价格下降 0.7%，教育文化娱乐价格上涨 2.0%，医疗保健价格上涨 1.4%，其他用品及服务价格上涨 3.3%。在食品烟酒价格中，鲜果价格下降 7.8%，鲜菜价格下降 2.7%，猪肉价格持平，粮食价格上涨 0.5%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.7%。6 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%。

7、全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，降幅比一季度收窄 0.6 个百分点。其中，6 月份同比下降 0.8%，环比下降 0.2%。上半年，工业生产者购进价格同比下降 2.6%。其中，6 月份同比下降 0.5%，环比上涨 0.1%。

8、7 月 19 日，微软蓝屏登上热搜。以用户身份咨询时，微软支持中心客服人员表示，对于电脑出现批量蓝屏的情况，目前了解到大部分蓝屏都是公司电脑安装了三方杀毒软件之后出现的，目前确认到是相关的杀毒软件更新导致的蓝屏，这种情况如果修改驱动文件名称无效，只能建议联系公司 IT 进一步处理。

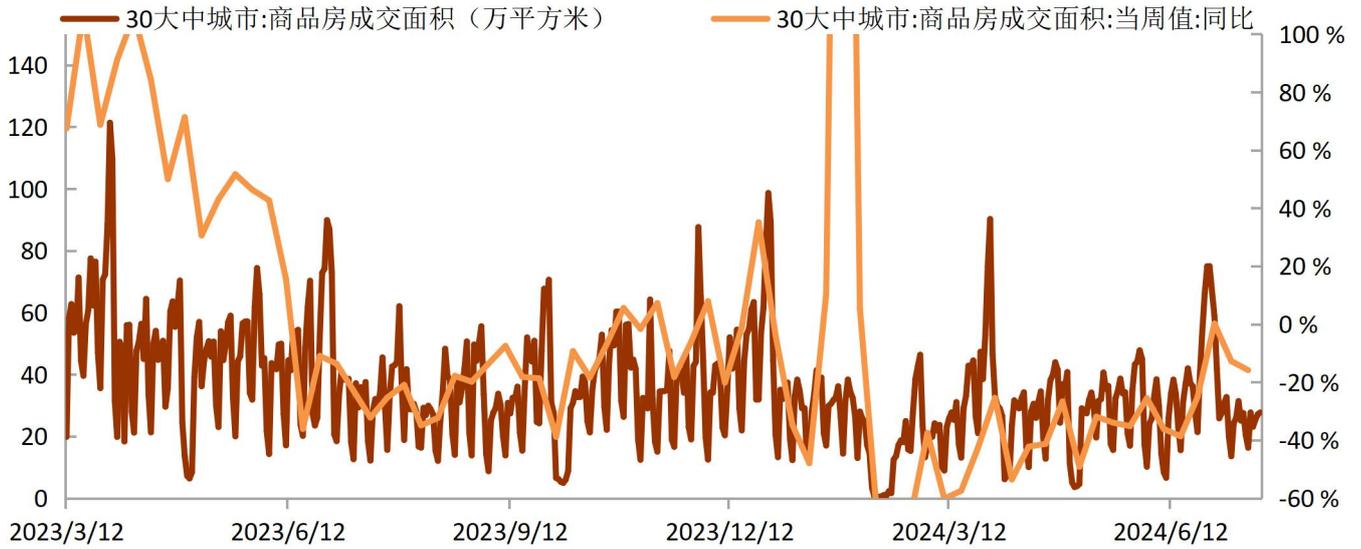
四、高频及相关数据跟踪

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



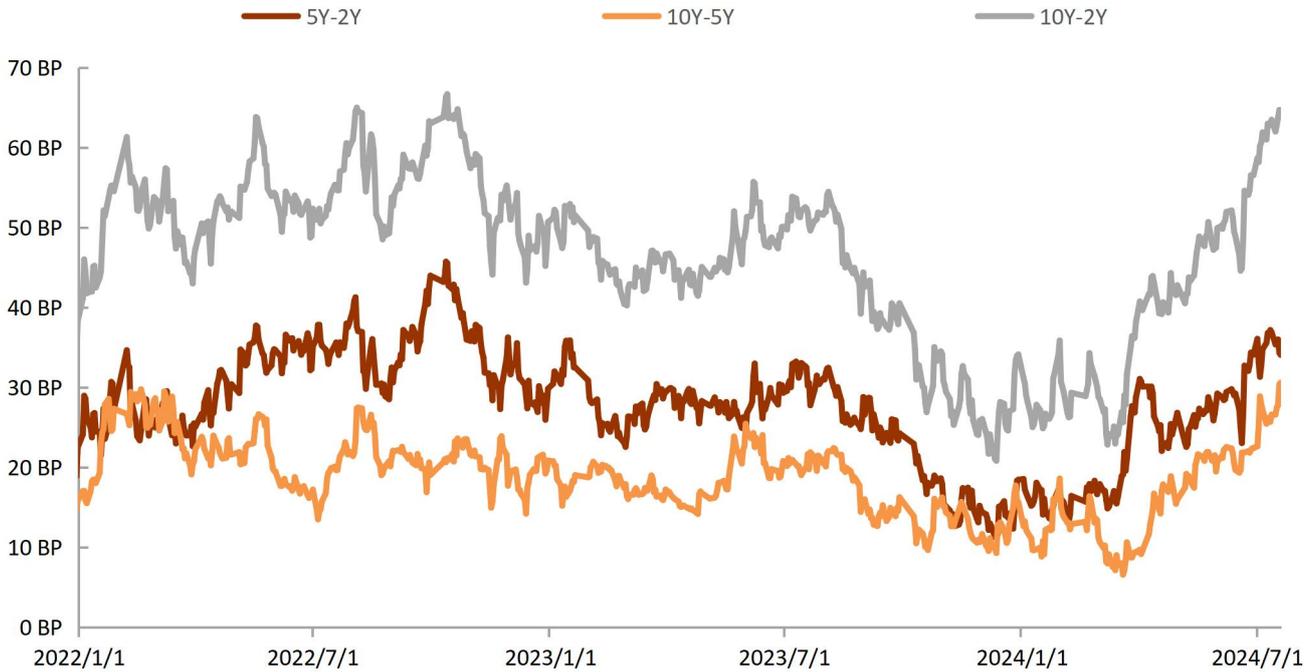
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



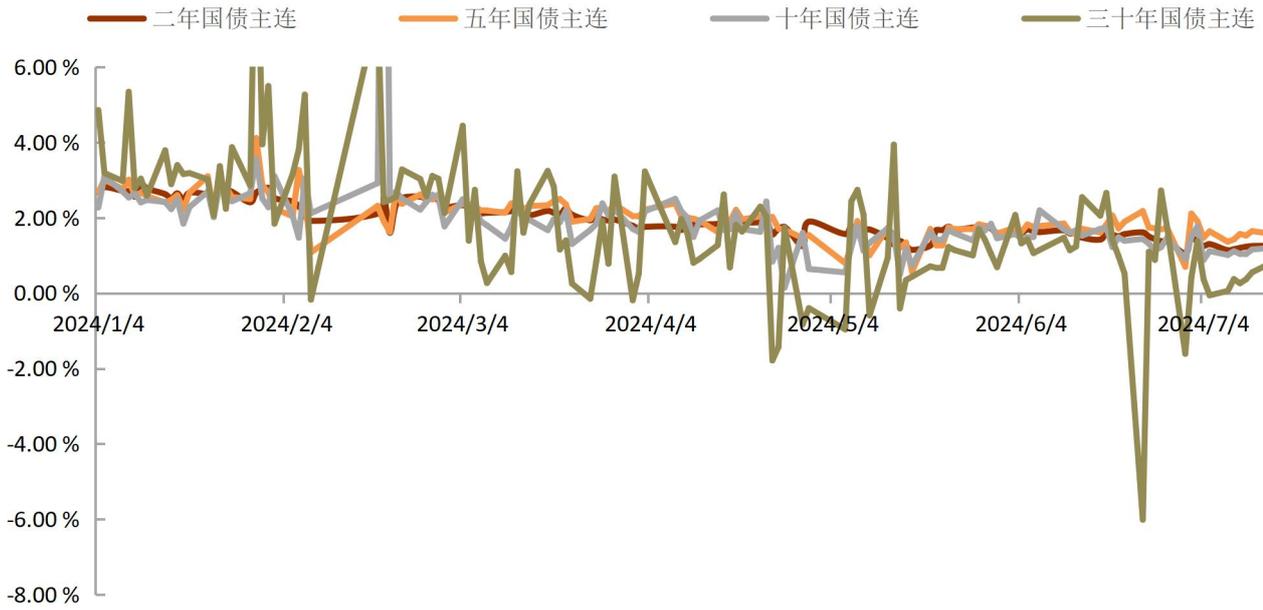
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



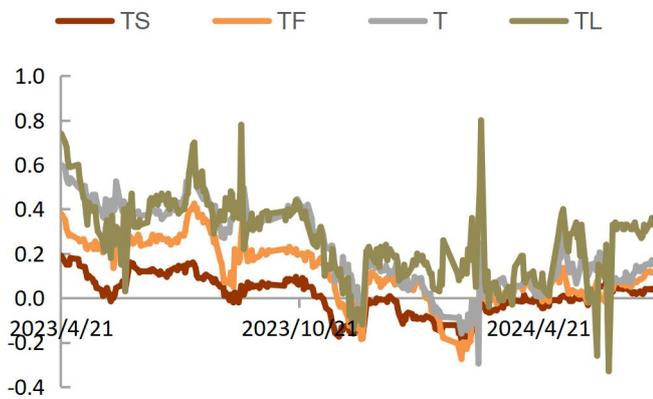
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

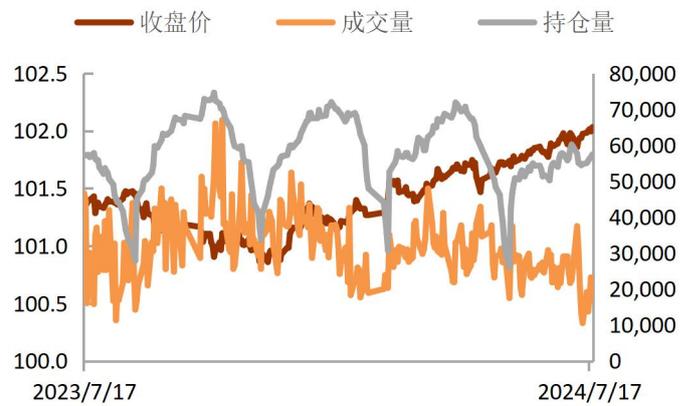


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

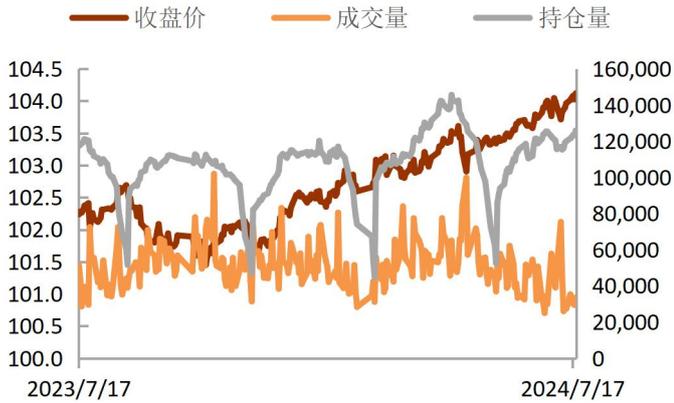


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

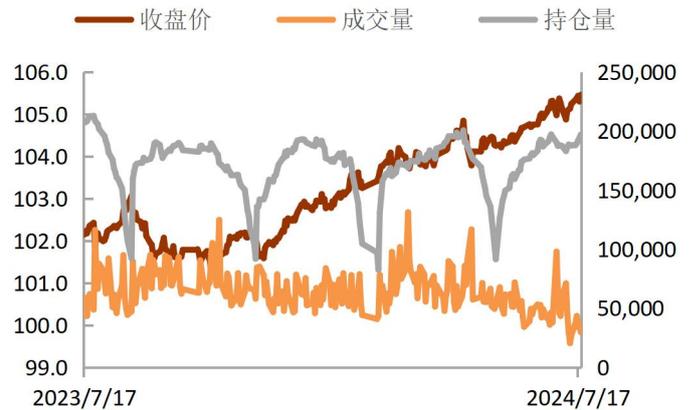


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

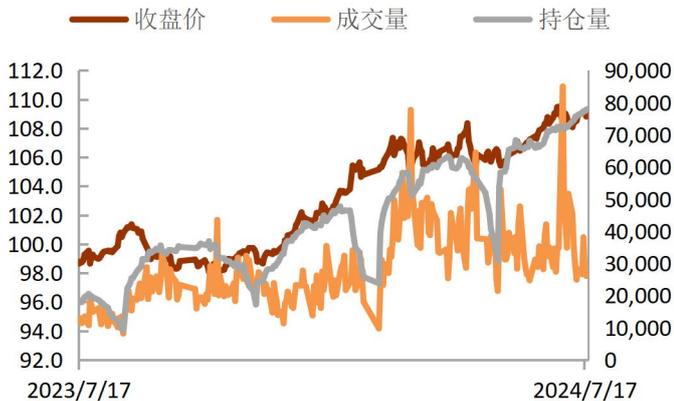


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

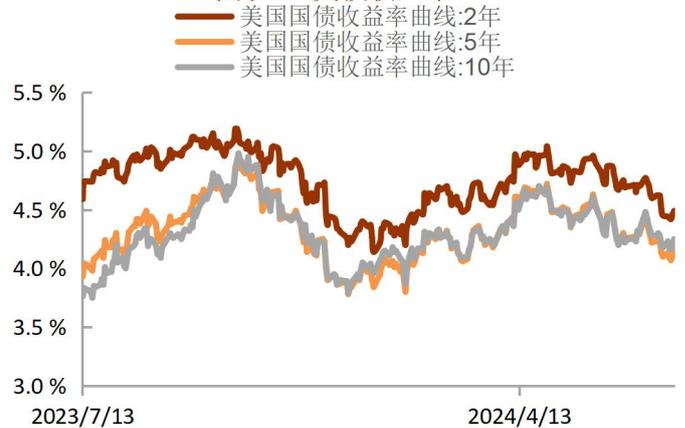


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

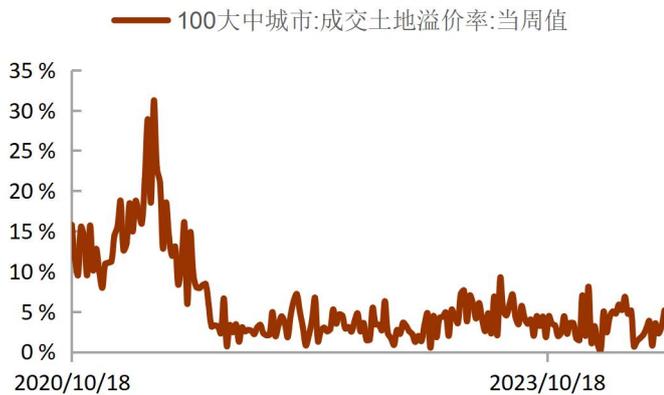


图表15 美债收益率

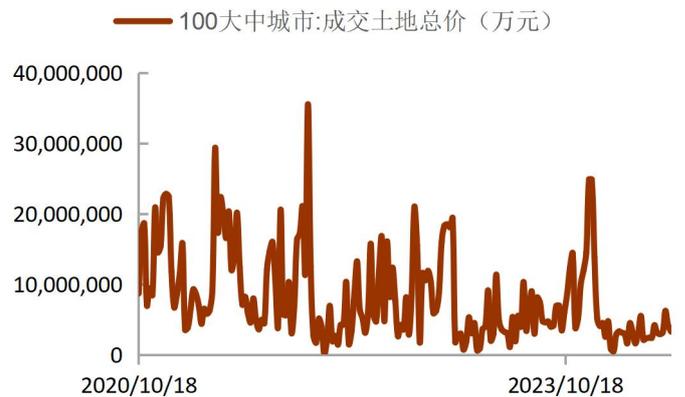


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

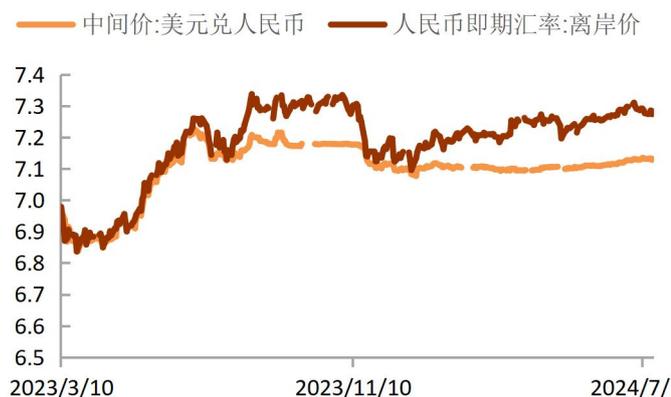


图表17 成交土地总价



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

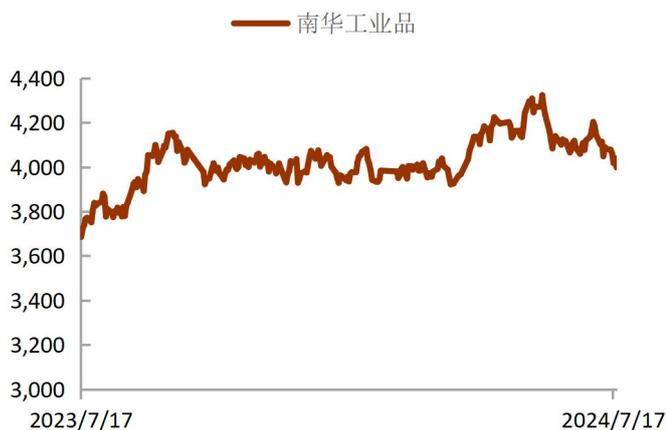


图表19 市场价:猪肉

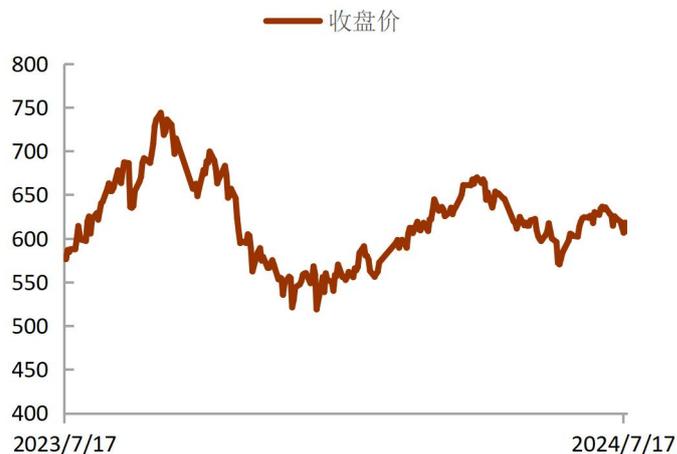


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。