

2024年8月5日



## 债市未来走势看财政

### 核心观点及策略

- 上周债市收益率继续下行，各期限收益率普遍下行6-8BP，而从期限上看此前受资金追捧较多的2Y期表现则明显偏弱，而5Y及以上期限则表现较好。而这也正印证了我们此前提到的央行预期调控失效后资金将向长端转移的设想。具体看上周债市上涨行情主要集中在下半周，而PMI疲软、海外降息预期升温以及国内股市持续疲软均是原因之一。全周来看十年期国债期货主力合约T2409振幅0.55%，最低价105.855，最高价106.44，终止价106.310，上涨0.385。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放量明显缩小，但数量招标新模式下早盘公开市场操作灵活性更高，成交额也脱离此前整数金额，预计未来央行早盘公开市场操作量将持续维持有求必应状态。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金面依然处于宽松之中。货币政策方面，海外即将进入降息周期汇率压力骤减同时国内经济基本面依然疲软因此未来货币政策依然将处于宽松之中，但由于近期已有过一轮降息短期预计不会有进一步降息操作。
- 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、财政刺激超预期

- 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	106.3100	0.3700	-1010	264071	194806
TF2409	104.6650	0.2400	-4985	221335	126980
TS2409	102.2580	0.0940	2591	148870	59026
TL2409	111.9000	1.3400	-2266	208912	67924
T2412	106.1450	0.4100	9958	41828	35112
TF2412	104.5400	0.2450	5774	20531	19341
TS2412	102.1720	0.0660	2756	9959	10257
TL2412	111.4900	1.4000	8,495	55424	35420

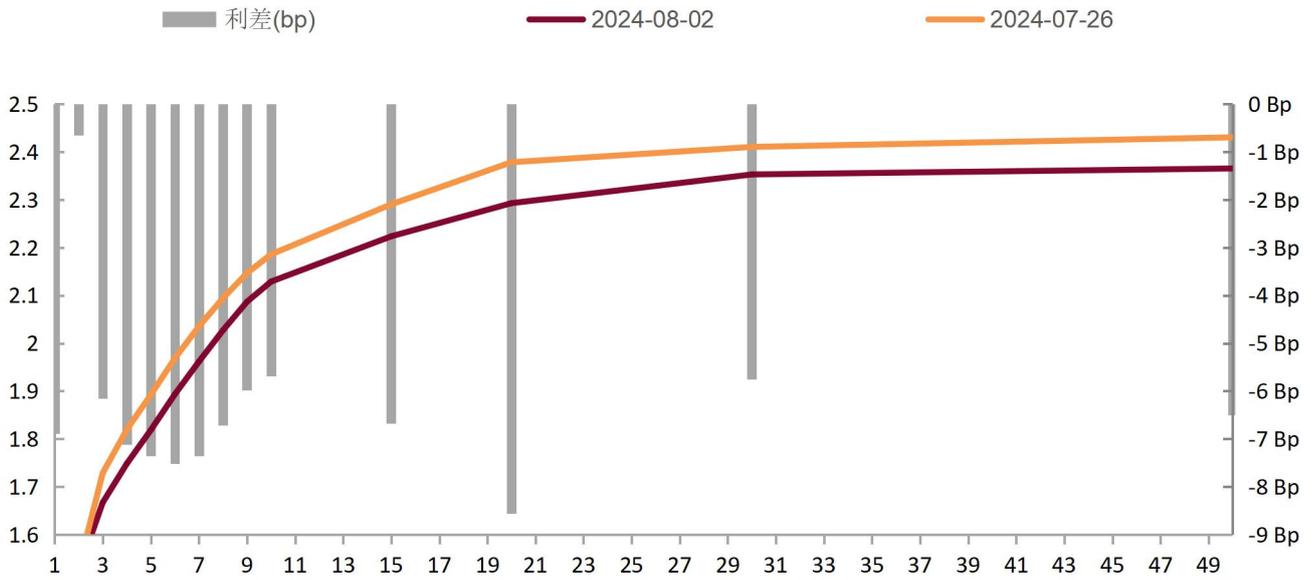
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)				-2037		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/8/2	逆回购	7日回购	7天	1.70	12	投放
2024/8/2	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	3581	回笼
2024/8/1	逆回购	7日回购	7天	1.70	104	投放
2024/8/1	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	2351	回笼
2024/7/31	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	661	回笼
2024/7/31	逆回购	7日回购	7天	1.70	2517	投放
2024/7/30	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	2673	回笼
2024/7/30	逆回购	7日回购	7天	1.70	2163	投放
2024/7/29	逆回购	7日回购	7天	1.70	3016	投放
2024/7/29	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	582	回笼

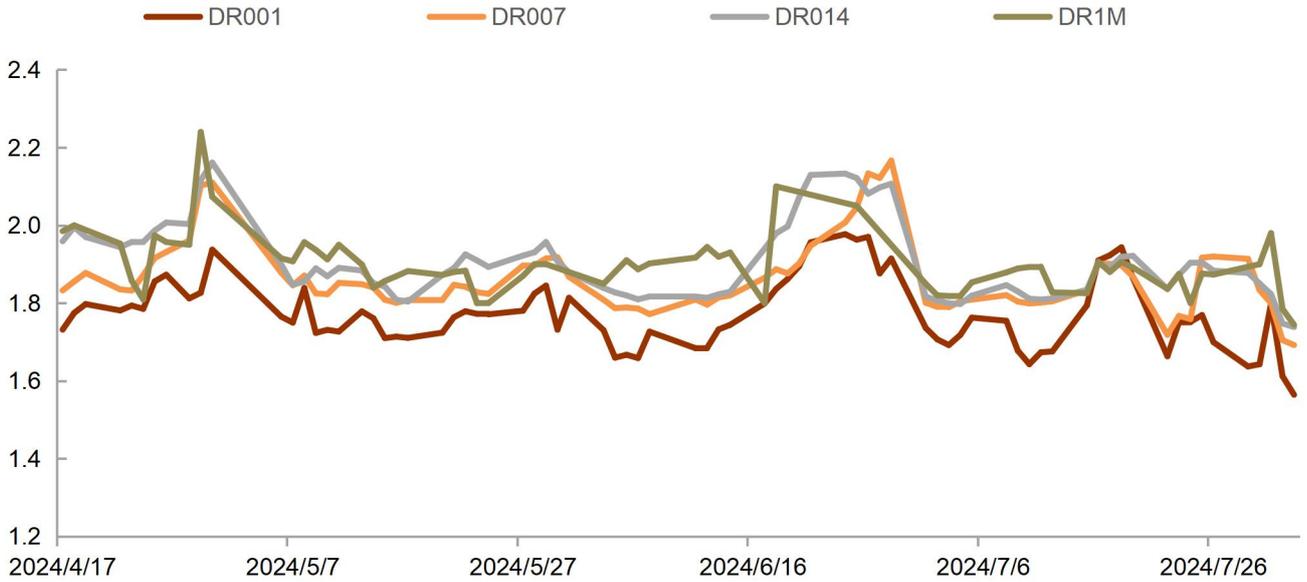
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



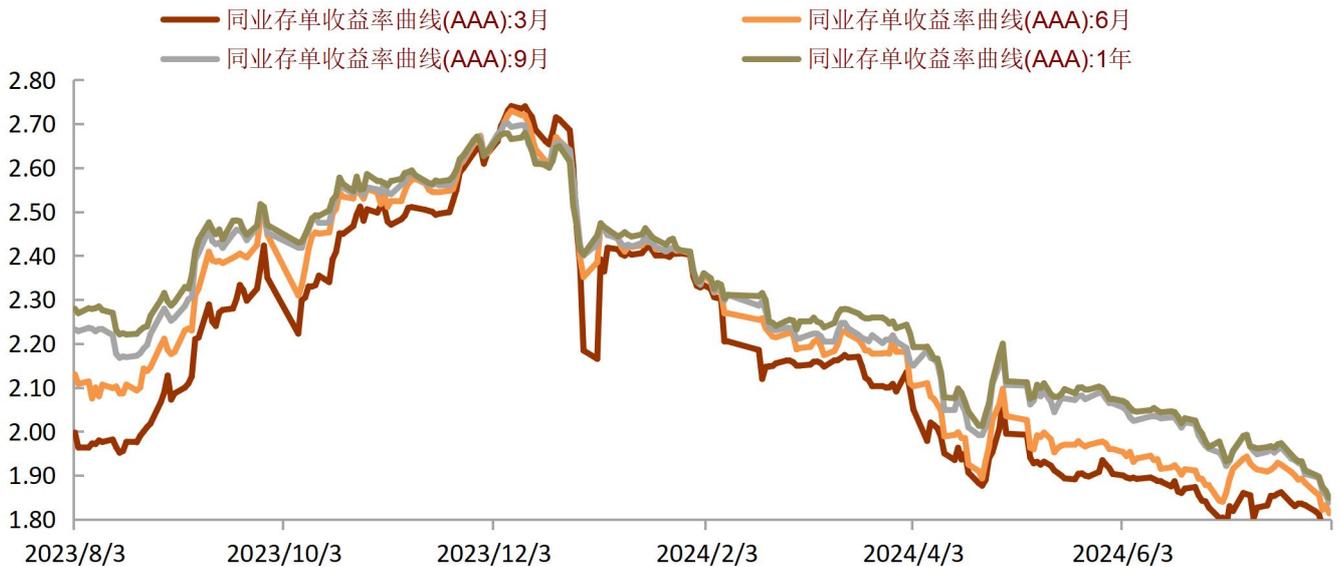
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率继续下行，各期限收益率普遍下行 6-8BP，而从期限上看此前受资金追捧较多的 2Y 期表现则明显偏弱，而 5Y 及以上期限则表现较好。而这也正印证了我们此前提到的央行预期调控失效后资金将向长端转移的设想。具体看上周债市上涨行情主要集中在下半周，而 PMI 疲软、海外降息预期升温以及国内股市持续疲软均是原因之一。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.55%，最低价 105.855，最高价 106.44，终止价 106.310，上涨 0.385。

资金面方面：上周央行公开市场投放量明显缩小，但数量招标新模式下早盘公开市场操作灵活性更高，成交额也脱离此前整数金额，预计未来央行早盘公开市场操作量将持续维持有求必应状态。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金面依然处于宽松之中。货币政策方面，海外即将进入降息周期汇率压力骤减同时国内经济基本面依然疲软因此未来货币政策依然将处于宽松之中，但由于近期已有过一轮降息短期预计不会有进一步降息操作。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，7 月最后一周该数据同比负增扩大至 -9.6%，但《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》文件的出台有望在未来起到一定正向作用，短期看 7 月消费数据大概率继续疲软。二是 30 城商品房成交面积在 7 月最后一周同比负增亦扩大至 -36.9%，此前楼市刺激效果欠佳后续急需政策继续加码。三是外贸方面，CCFI 指数在持续上涨后小幅回落，随着海外局势恶化未来出口存在走弱风险，不过 7 月出口数据大概继续维持强势。四是猪肉价格再次上涨，同比也上涨至 26% 附近，叠加近期蔬果涨价未来 CPI 仍存在持续改善空间。五是南华工业品指数快速回落，财政刺激预期落空对市场预期影响较大，未来 PPI 回暖需等待政策调整供需缺口。

展望未来债市，我们认为当前资本市场并不缺资金，缺的是将资金引向企业及居民部门的途径，否则资金将长期滞留债券市场形成巨大的资金堰塞湖。“天雨虽宽，不润无根之草”当前股市、楼市、大宗商品便恰如无根之草，即使央行持续放水也未有半点起色。因此决定未来债市走向的关键便是财政政策的方式及力度，如能将资金有效引入企业尤其是居民部门则债市将出现趋势反转。策略方面当前 1-2Y 期国债收益率已跌至 1.5% 左右，从部分主动管

理基金费率及运作成本角度看能给投资者回报已十分有限,因此在央行收益率曲线调控持续缺席的背景下,同时信用利差亦被压缩至前所未有之低位,资金向资本利得和期限利差索取收益已是必然,因此虽然上周 10Y-2Y 期为代表的期限利差已出现一定幅度回落但从长期看依然处于相对高位,具有较高交易价值。因此策略上可以考虑买入 10Y 期现券同时在 2 年期国债期货正套成本较低时卖出相应数量国债期货合约(接近久期中性),可在获取相对较高票息的同时抓住潜在利差收窄的交易机会。

### 三、一周要闻

1、据新华社,国务院日前印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》。《意见》提出 6 方面 20 项重点任务。一是挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力。二是激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。三是培育壮大数字、绿色、健康等新型消费。四是增强服务消费动能,创新服务消费场景,加强服务消费品牌培育,放宽服务业市场准入,持续深化电信等领域开放。五是优化服务消费环境,加强服务消费监管,引导诚信合规经营,完善服务消费标准。六是强化政策保障,加强财税金融支持,夯实人才队伍支撑,提升统计监测水平。相关部门和各地共同开展服务消费提质惠民行动和服务消费季系列促消费活动,持续打造服务消费热点、推动服务质量提升。

2、继招商银行、平安银行之后,7月29日,中信银行、光大银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行、广发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行 10 家股份行下调存款挂牌利率。其中,浙商银行、渤海银行、恒丰银行五年期整存整取年利率由 2.30% 降至 2.10%,其他 7 家银行五年期整存整取年利率由 2.05% 下调至 1.85%,均下调 20BP。记者发现,这 8 家银行的存款挂牌利率中,活期存款普遍降至 0.15%。定期存款中,3 年整存整取利率恒丰银行、渤海银行为 2.10%,浙商银行为 2.05%,民生银行为 2.0%,其余银行普遍调降至 1.80%。而 5 年整存整取利率中,浙商银行、恒丰银行、渤海银行的挂牌利率均为 2.10%,民生银行为 2.05%,其余银行普遍调降至 1.85%。

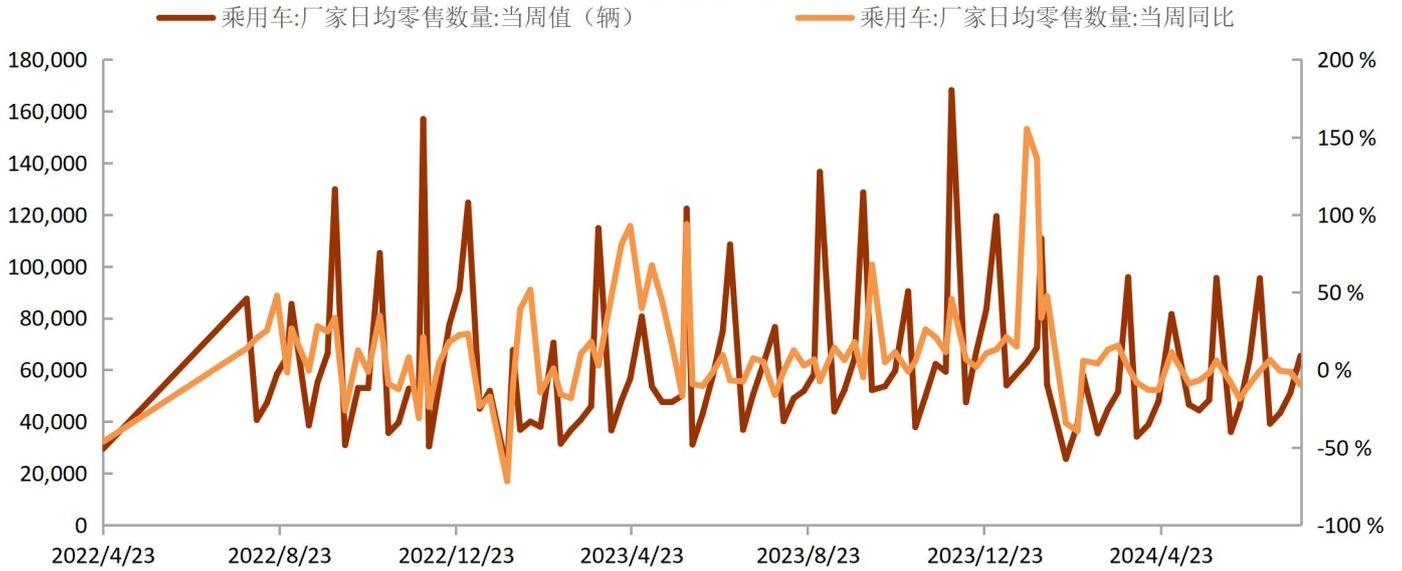
3、交通运输部、财政部印发《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》,其中提到,对城市公交企业更新新能源城市公交车及更换动力电池,给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况,合理选择更换的新能源城市公交车车辆长类型。每辆车平均补贴 6 万元,其中,对更新新能源城市公交车的,每辆车平均补贴 8 万元;对更换动力电池的,每辆车补贴 4.2 万元。各地根据财政部、交通运输部安排的补贴资金和下达的绩效目标,制定本地补贴标准。

4、当地时间 8 月 2 日,美国劳工统计局发布数据显示,7 月非农就业人数新增 11.4 万人,前值 20.6 万人;失业率反弹至 4.3%,前值 4.1%,此数据显著不及市场预期。由于非农数据全面降温,市场对美联储利率路径预期整体大幅下移,市场定价的美联储降息次数回升,9 月降息幅度从 25bp 走扩至 50bp,年内降息幅度从 75bp 走扩至 100bp,9 月降息 50bp 概率上升至 60%,11 月降息 50bp 概率升至 50%。

5、北京时间 8 月 2 日晚间,老牌芯片巨头英特尔股价下跌 26% 至 21.48 美元/股,市值蒸发约 320 亿美元,创下至少自 1982 年以来的最大单日跌幅。开盘前,英特尔公布了 2024 年第二季度业绩:收入 128 亿美元,同比下降 1%;净亏损 16 亿美元,预测第三季度营收将低于预期。为应对眼下危机,英特尔计划加大节流力度,宣布裁员 15%,并从第四财季起暂停向股东派息。

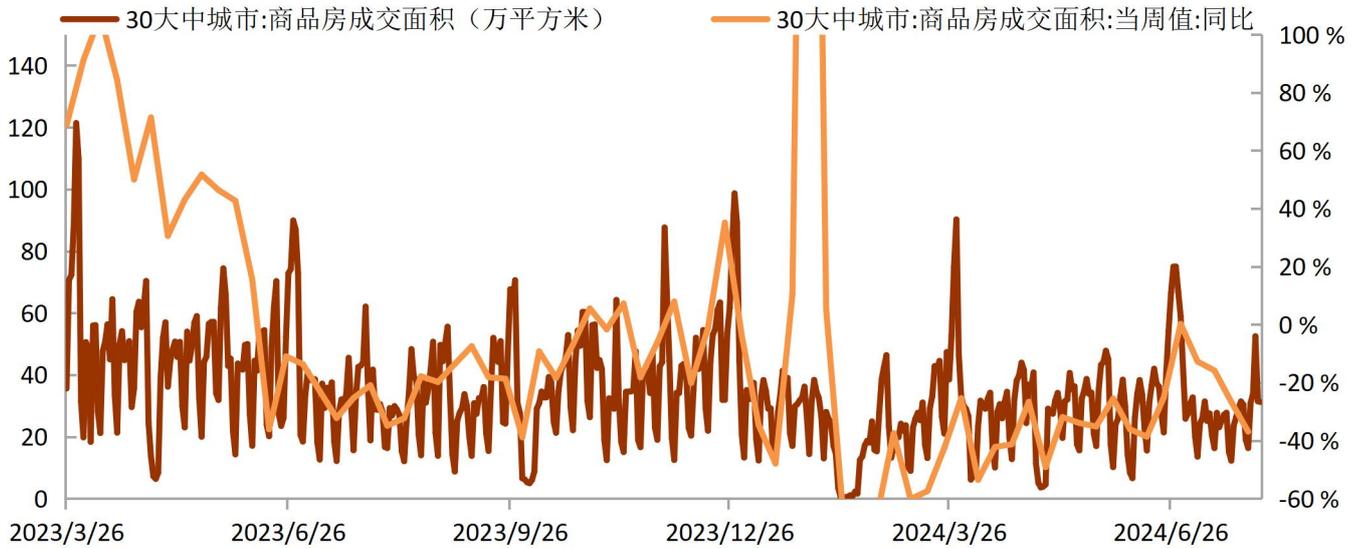
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



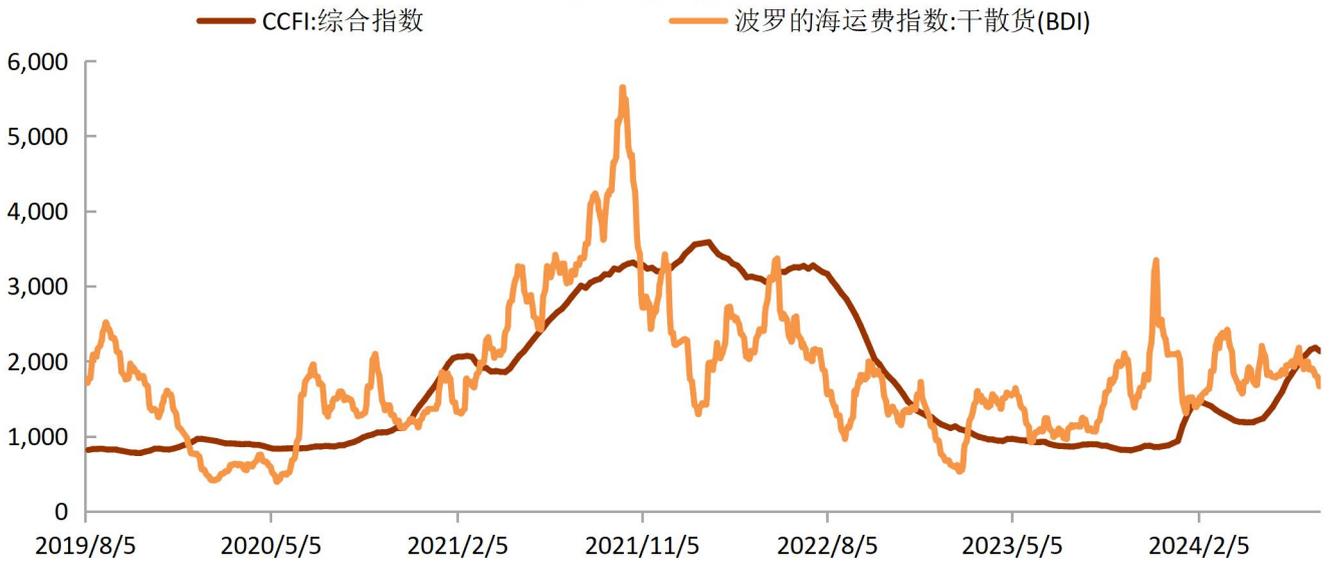
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



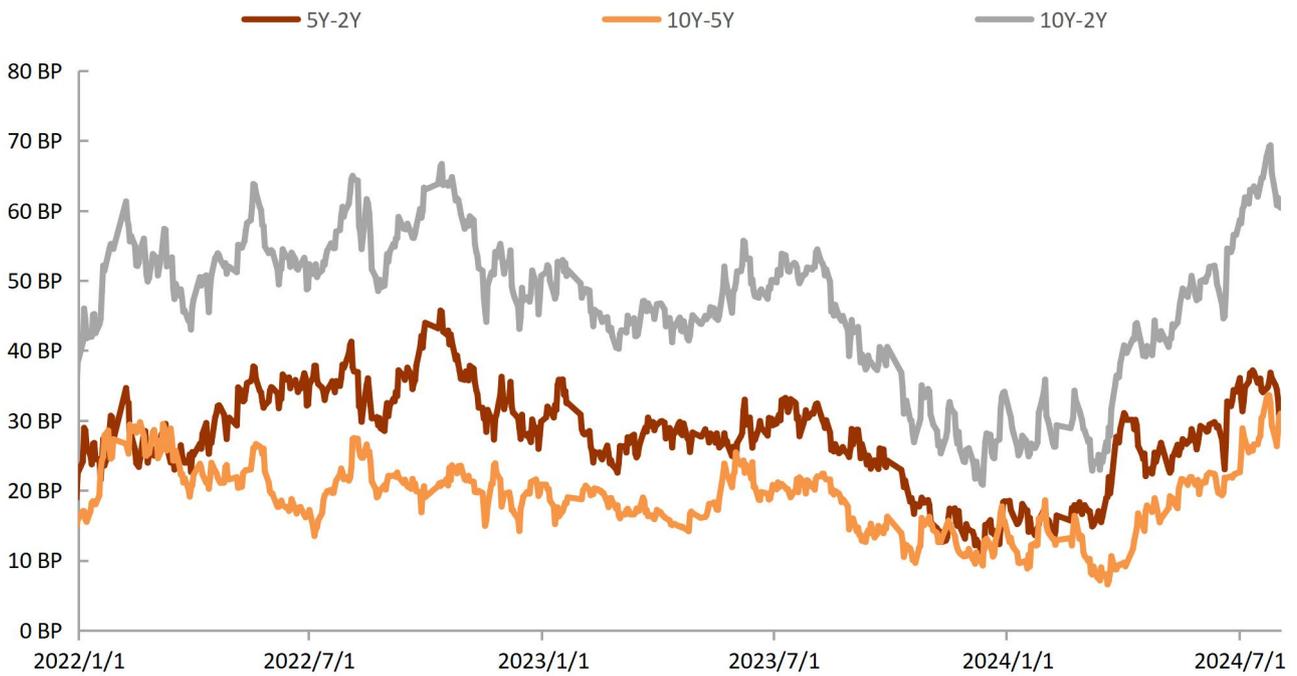
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



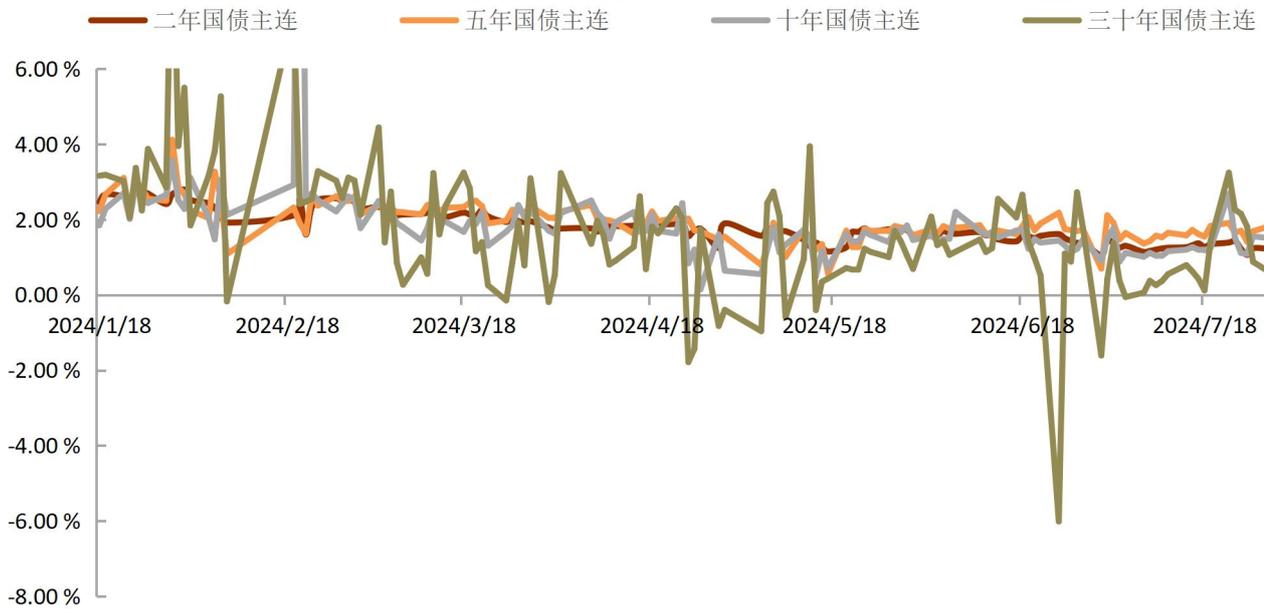
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



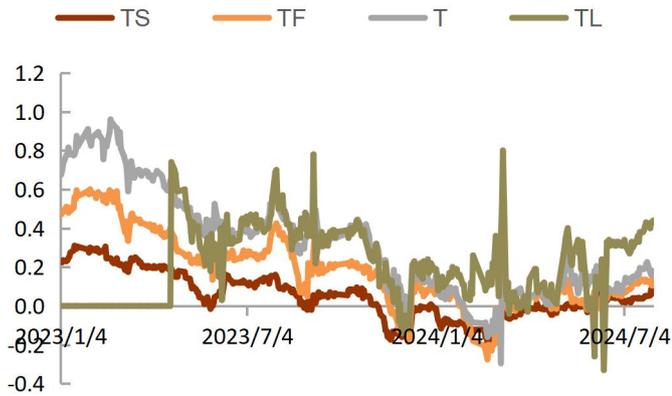
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

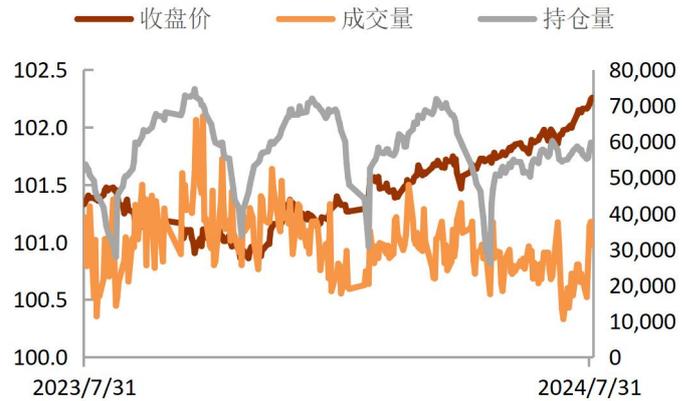


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

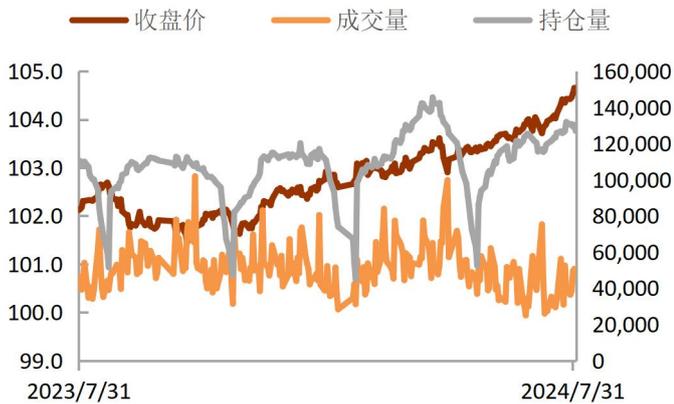


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

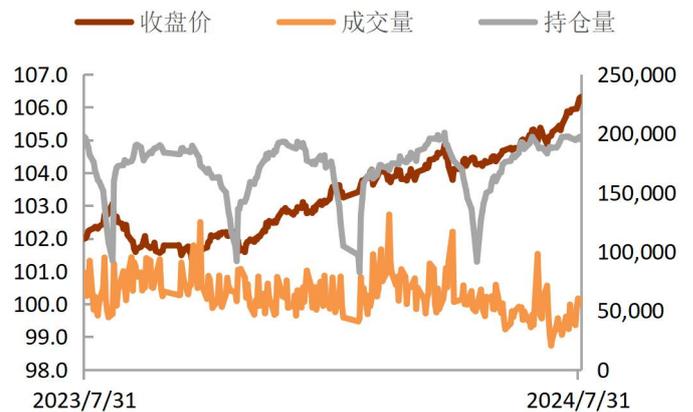


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

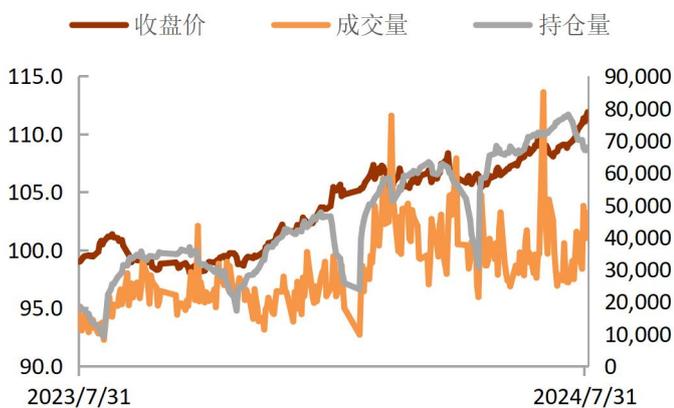


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量



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

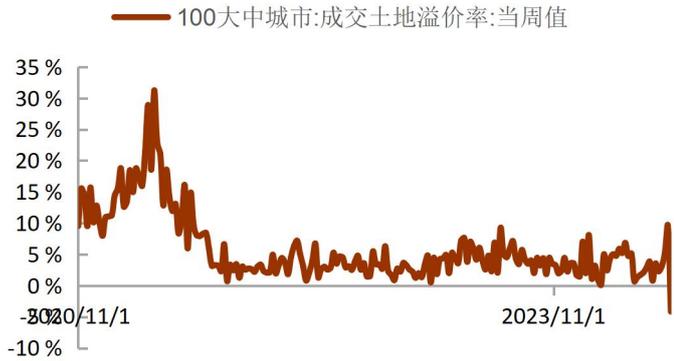


图表15 美债收益率

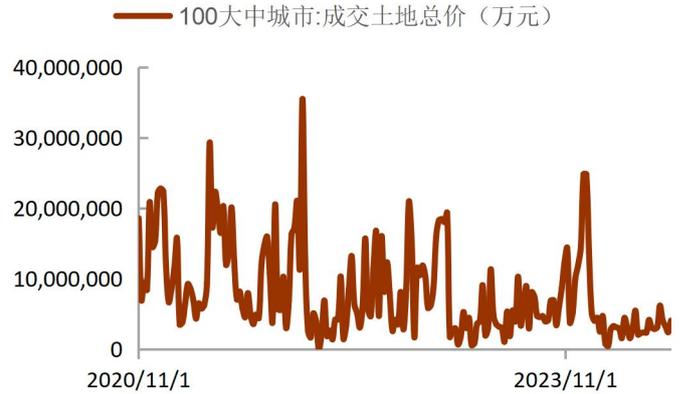


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

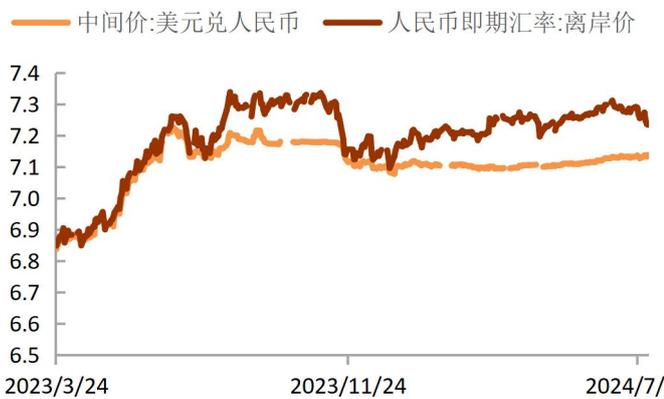


图表17 成交土地总价

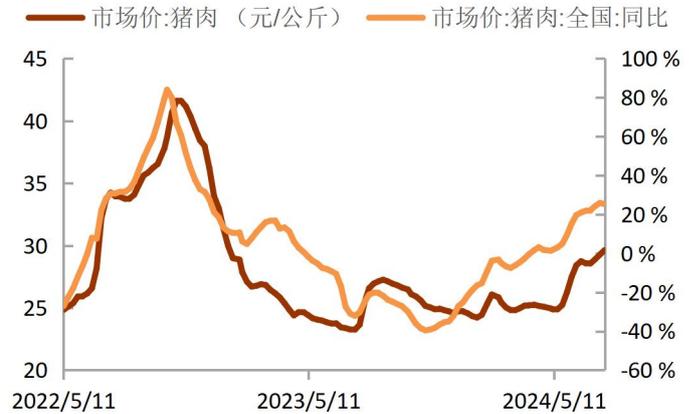


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

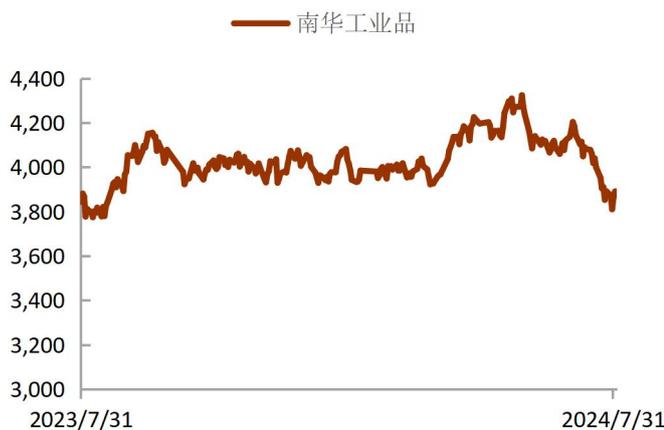


图表19 市场价:猪肉

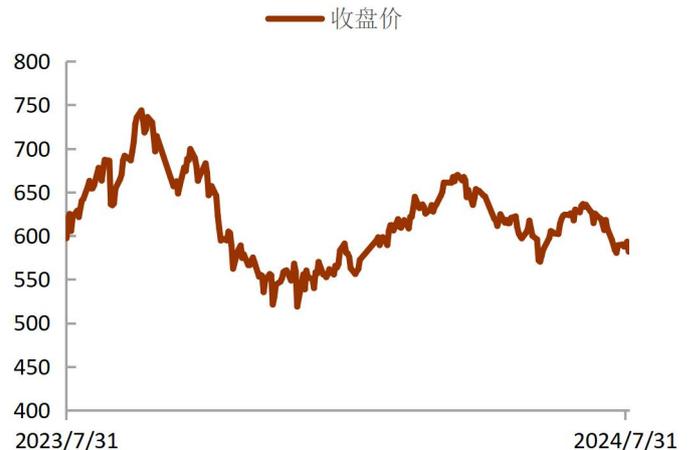


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。