



2024年8月12日

央行调控虽迟但到

核心观点及策略

- 上周债市收益率掉头向上，其中7Y期国债现券收益上行幅度最大达7.6BP左右。具体看，首先是周一尾盘央行开始下场指导国有大行卖出10年期国债现券240011，盘中屡次出现1亿整量GVN。但其余品种受此卖出影响带动收益率上行幅度较小。而在农商等机构的强大买盘下10年期国债期货甚至在周三基本收复跌幅。而本轮央行调控决心十足，周三传出公募基金投资久期受限同时尾盘交易商协会对苏南四家农商行启动自律调查，而现券卖出方面也从此前10Y国债现券转向10年期国债期货交割品种的7Y国债现券，多管齐下后债市收益率开始普遍上行。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放继续缩量配合收益率调控，甚至在周三出现了近期罕见的零续作，全周共计回笼7597.6亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所抬升但总体依然处于宽松之中。货币政策方面，央行二季度货币政策报告提到：“保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”而从目前情况看经济增长及通胀仍然存在不确定因素，因此短期货币政策依然不会出现过大反转。
- 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

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 | 105.9450 | -0.3250 | -32115 | 300226 | 162691 |
| TF2409 | 104.4500 | -0.1950 | -19122 | 285282 | 107858 |
| TS2409 | 102.1820 | -0.0580 | -14354 | 177826 | 44672 |
| TL2409 | 111.4500 | -0.3200 | -10472 | 255151 | 57452 |
| T2412 | 105.7700 | -0.3350 | 20074 | 84547 | 55186 |
| TF2412 | 104.3400 | -0.1800 | 15538 | 50812 | 34879 |
| TS2412 | 102.0840 | -0.0720 | 6493 | 21932 | 16750 |
| TL2412 | 111.0000 | -0.4100 | 14,750 | 105051 | 50170 |

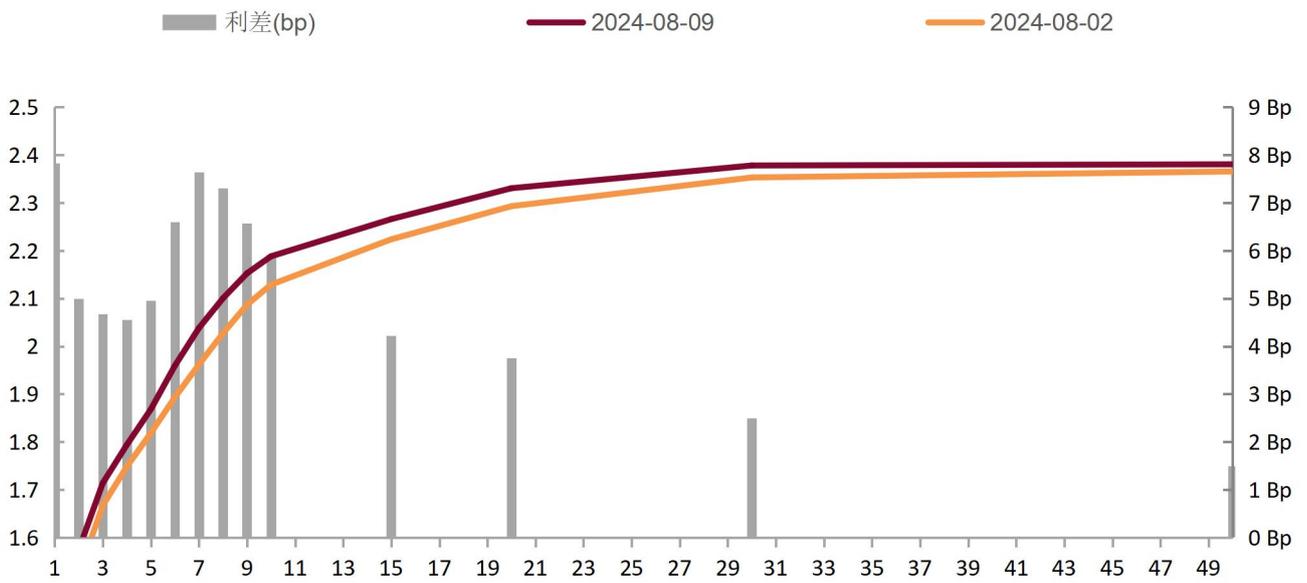
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

| 本周净投放(亿元) | | | | | -7597.6 | |
|-----------|-------|------|----|------------|---------|------|
| 日期 | 品种 | 名称 | 期限 | 票息/参考利率(%) | 金额 | 资金流向 |
| 2024/8/9 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 129 | 投放 |
| 2024/8/9 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 12 | 回笼 |
| 2024/8/8 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 71 | 投放 |
| 2024/8/8 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 104 | 回笼 |
| 2024/8/7 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 2517 | 回笼 |
| 2024/8/7 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 0 | 投放 |
| 2024/8/6 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 6 | 投放 |
| 2024/8/6 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 2163 | 回笼 |
| 2024/8/5 | 逆回购 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 7 | 投放 |
| 2024/8/5 | 逆回购到期 | 7日回购 | 7天 | 1.70 | 3016 | 回笼 |

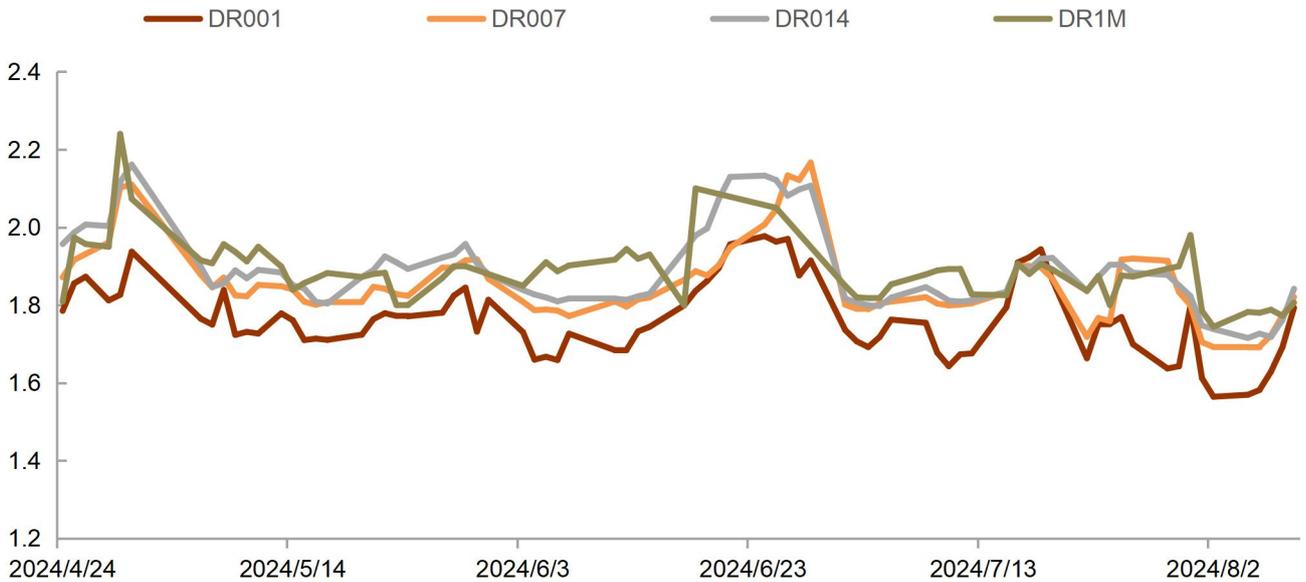
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



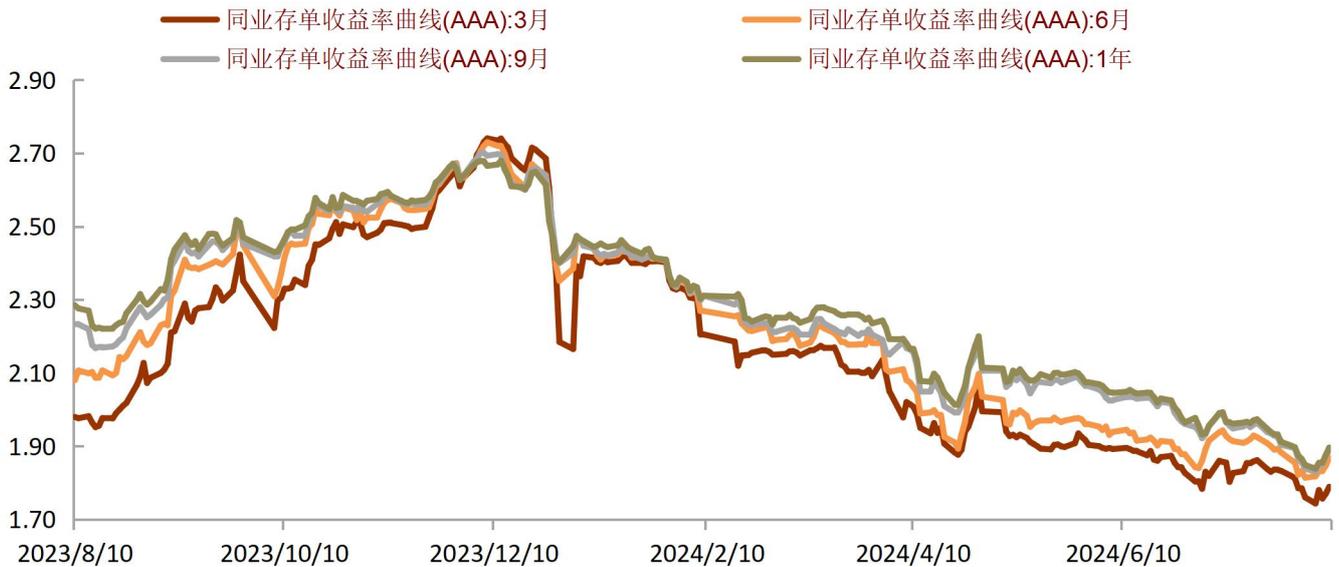
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率掉头向上，其中 7Y 期国债现券收益上行幅度最大达 7.6BP 左右。具体看，首先是周一尾盘央行开始下场指导国有大行卖出 10 年期国债现券 240011，盘中屡次出现 1 亿整量 GVN。但其余品种受此卖出影响带动收益率上行幅度较小。而在农商等机构的强大买盘下 10 年期国债期货甚至在周三基本收复跌幅。而本轮央行调控决心十足，周三传出公募基金投资久期受限同时尾盘交易商协会对苏南四家农商行启动自律调查，而现券卖出方面也从此前 10Y 国债现券转向 10 年期国债期货交割品种的 7Y 国债现券，多管齐下后债市收益率开始普遍上行。全周来看十年期国债期货主力合约 T2409 振幅 0.70%，最低价 105.805，最高价 106.214，终止价 105.945，下跌 0.365。

资金面方面：上周央行公开市场投放继续缩量配合收益率调控，甚至在周三出现了近期罕见的零续作，全周共计回笼 7597.6 亿元。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所抬升但总体依然处于宽松之中。货币政策方面，央行二季度货币政策报告提到：“保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”而从目前情况看经济增长及通胀仍然存在不确定因素，因此短期货币政策依然不会出现过大反转。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，7 月全月该数据同比增长-2%，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 8 月同比转正但更多的是因为基数较低，绝对成交面积依然疲软，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。四是猪肉价格继续上涨，但基数抬升同比有所回落，叠加上近期蔬果涨价 7 月 CPI 有所改善。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，而 7 月 PPI 疲软也印证了这点，未来 PPI 回暖需等待政策调整供需缺口。

展望未来债市，我们依然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，否则资金将长期驻留债券市场形成巨大的资金堰塞湖。当前即使央行调控债市

收益率走势，但不见得能将提升资金风险偏好，市场风险偏好的抬升仍需市场外部力量带来的上涨预期，就当前而言海外局势缓和和无望，只能是财政手段。因此决定未来债市走向的关键依然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。策略方面当前由于央行对收益率曲线开始调控，单纯做多债市面临较大政策风险，而财政刺激在当前依然缺席，因此市场风险偏好依然较弱，在央行达到调控目的后债市收益率也不见得能再度大幅上行，因此单方面做空或者做多均有较高不确定性。当前 10Y 与 2Y 国债较高的利差水平依然是未来较为确定的投资机会，可在央行本轮调控结束后进行相关利差交易，对于本轮央行调控何时结束我们认为 10Y 国债收益率 2.3-2.4% 或 30Y 国债收益率重回 2.5% 可作为参考。

三、一周要闻

1、8月9日，中国人民银行发布《2024年第二季度中国货币政策执行报告》（下称《报告》）。《报告》显示，今年以来，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，为经济社会发展营造了良好的货币金融环境。《报告》指出，下阶段，中国人民银行将坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设金融强国，推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境。

2、8月7日下午，上海市浦东新区房地大厦举行今年第四批次集中供地活动，徐汇区斜土街道 xh128D-07 地块最终被绿城以总价约 48 亿元夺得，楼板价 13.1 万元/平方米，溢价率触及最高限制，达到 30%。该地块即为徐汇滨江热门的原小米总部地块，吸引了 7 家房企组团报名竞拍，保利发展、华润置地、中海地产和西岸集团联合体、宸嘉发展、越秀地产和象屿地产联合体、招商蛇口和徐汇城投联合体、绿城等房企参与竞拍。该地块打破了 2016 年融信中国在上海拍出的国内最贵地王纪录。当时 17 家房企激烈竞争，经过 426 轮举牌，融信中国以 110.1 亿元总价、楼板价 10 万元/平方米、溢价率 139% 竞得，是当时国内土地成交史上单价最贵的地王项目。

3、2024年7月份，全国居民消费价格同比上涨 0.5%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.7%；食品价格持平，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 0.5%，服务价格上涨 0.6%。1—7 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.2%。7 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.5%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 0.4%，服务价格上涨 0.6%。

4、8月7日，交易商协会公告表示，近日监测发现，江苏常熟农村商业银行股份有限公司、江苏江南农村商业银行股份有限公司、江苏昆山农村商业银行股份有限公司、江苏苏州农村商业银行股份有限公司在国债二级市场交易中涉嫌操纵市场价格、利益输送。交易商协会对上述 4 家机构启动自律调查。

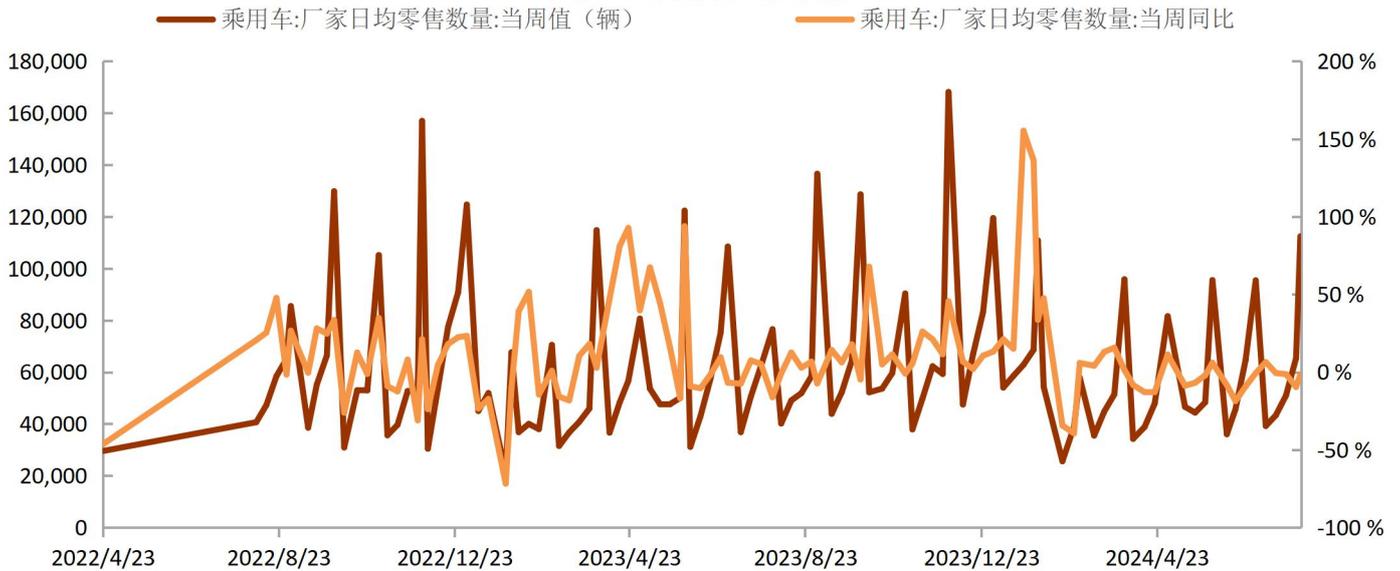
5、当地时间 8 月 7 日，日本央行副行长内田真一在日本北海道函馆市出席金融经济座谈会。内田在会上表示，在金融和资本市场不稳定的情况下，不会进行加息操作。近期日本国内外金融资本市场发生剧烈波动。对于剧烈波动对经济和物价产生的影响，将抱有极高的紧张感进行观察，并采取适当措施进行对应，持续目前水准的金融缓和政策是有必要的。

6、北京时间 8 月 8 日晚，美国最新一项就业数据“出炉”。美国劳工部数据显示，至 8 月 3 日的一周内，新申请失业金的人数比前一周减少了 1.7 万，降至 23.3 万。与此前市场预期的 24.1 万人比较，下降幅度超过预期，也创下了近一年来最大降幅。新申请失业金

人数下降，显示美国就业市场有所回暖，这一数据也部分缓解了这段时间市场对美国劳动力市场过快降温以及美国经济衰退的担忧。数据公布后，美元指数短线回升。当日美股三大股指也均收涨，数据显示，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别收涨 1.76%、2.87%、2.30%。

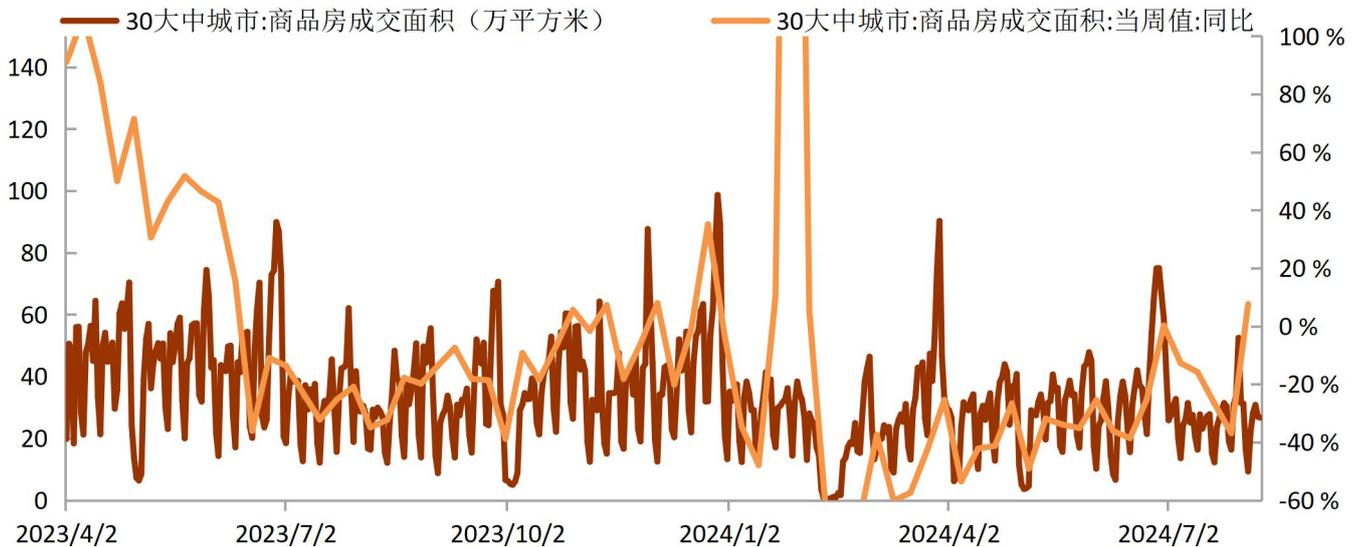
四、高频及相关数据跟踪

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



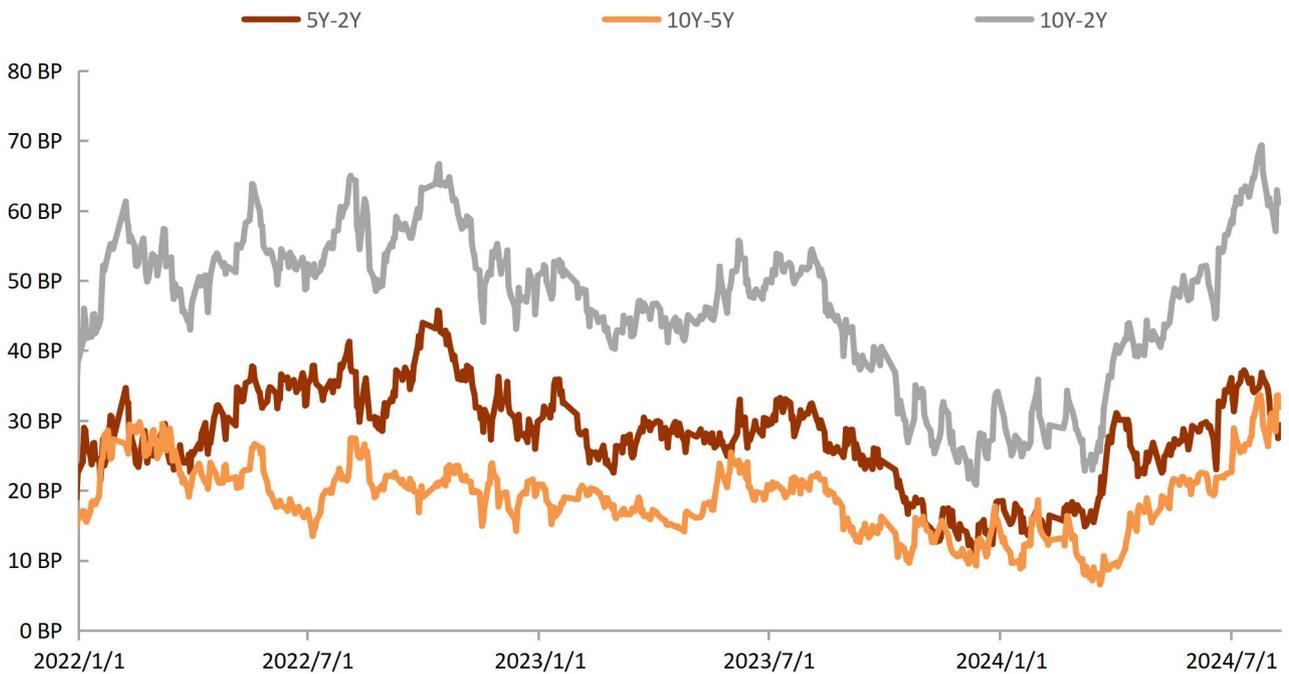
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



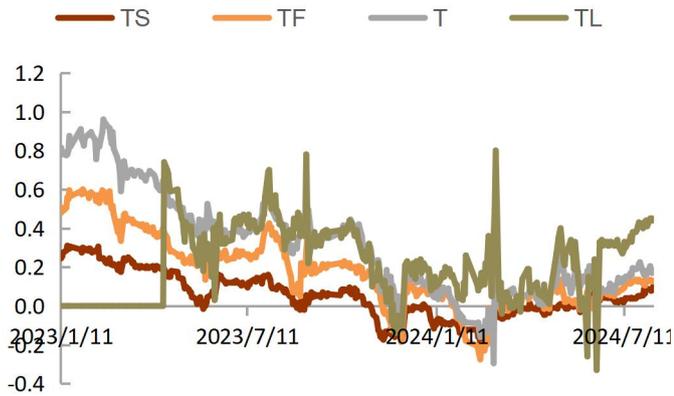
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

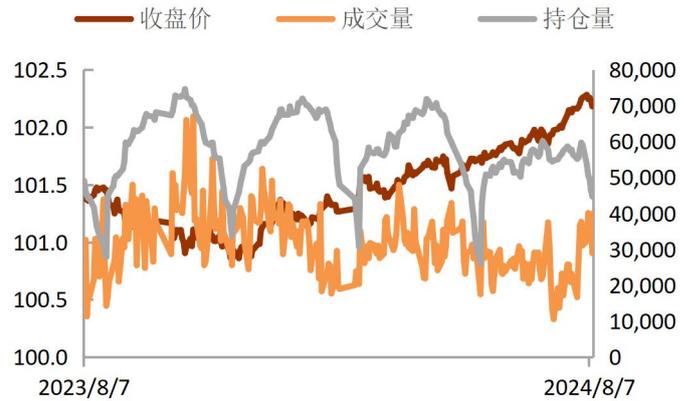


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

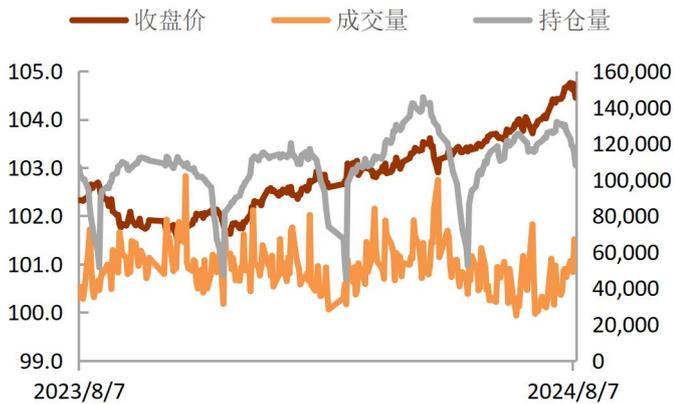


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

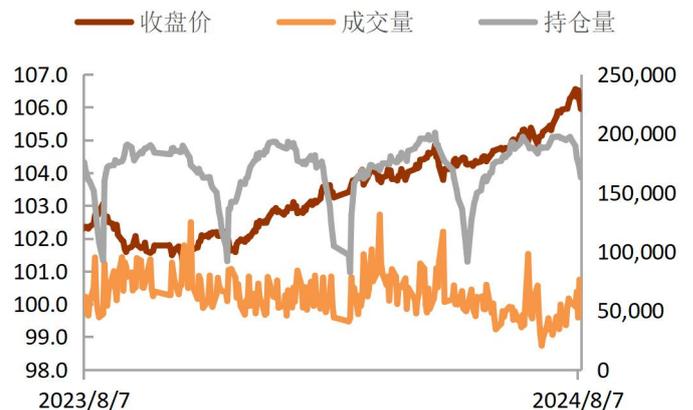


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

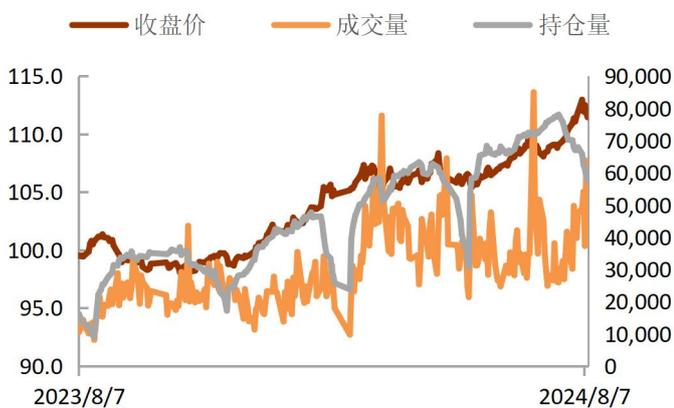


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

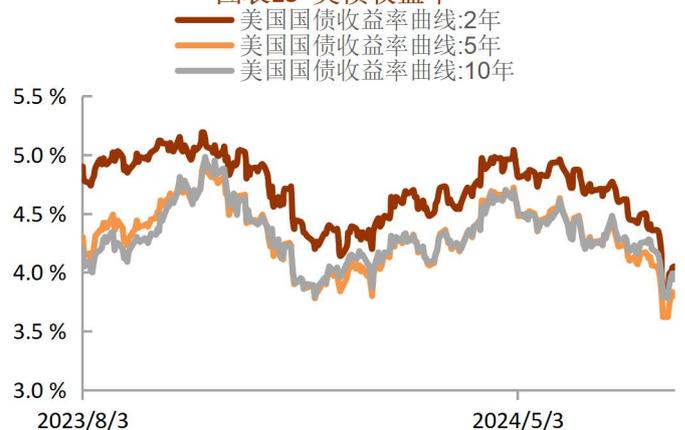


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

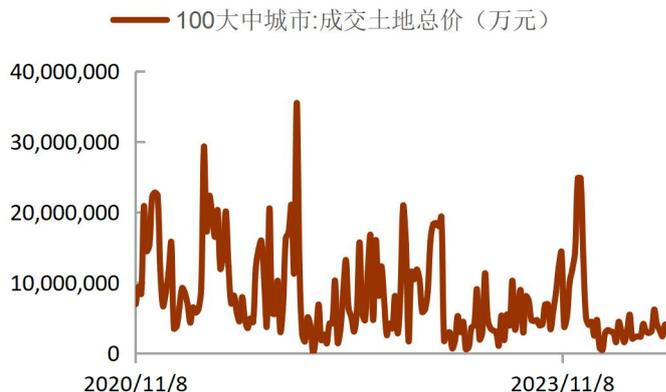


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

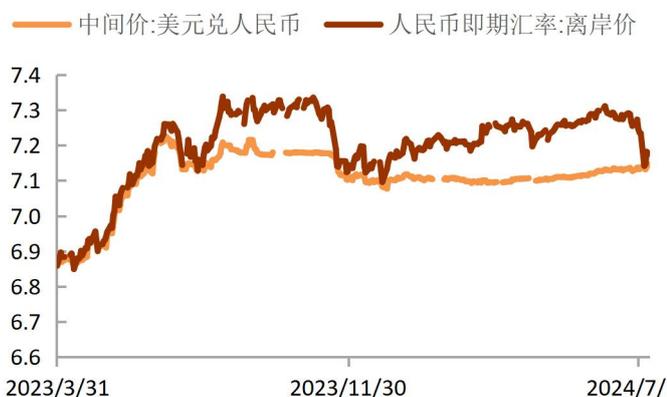


图表17 成交土地总价



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

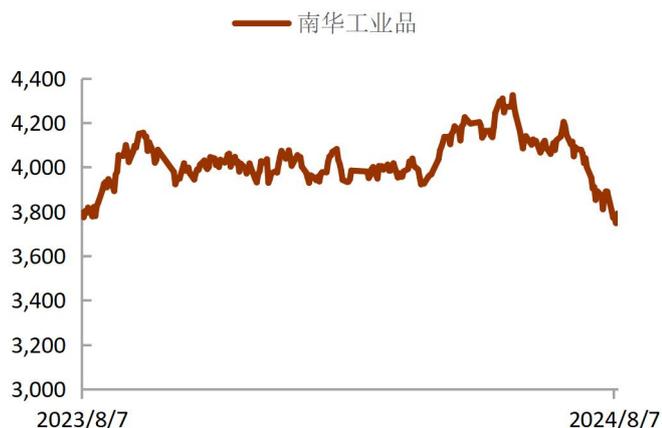


图表19 市场价:猪肉

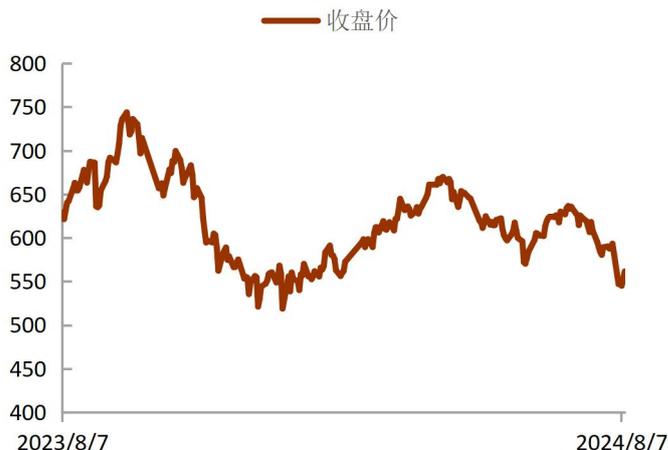


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。