



2024年8月26日

国债收益率重回低位

仍需警惕央行调控

核心观点及策略

- 上周债市收益率重新下行，其中2-3Y短端表现略好于7Y及以上期限国债，具体看上周现券收益率下行主要始于周三尾盘，起因为交易商协会副秘书长徐忠在接受专访相关内容，其中“一刀切”描述抨击了近期相关机构暂停长债交易的做法，因此市场部分观点认为央行调控接近结束债市情绪有所恢复。周四、周五央行公开市场持续放量，流动性宽松使得债市收益率延续小幅下行。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.45%，最低价105.510，最高价105.985，终止价105.950，上涨0.295。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放总体缩量，但随着银行间资金价格小幅走高同时到期量减少周五重回净投放，全周共计回笼3471亿元。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，央行近期表示将研究储备增量政策，叠加经济基本面弱势背景，短期货币政策仍将维持宽松。
- 策略建议：止盈此前做窄长短端利差国债期货持仓
- 风险因素：财政政策转向、央行调控

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	0.2950	-49938	138671	50013
TF2409	104.5800	0.2100	-31033	94486	25646
TS2409	102.1540	0.0720	-15713	70924	13380
TL2409	112.4900	1.2100	-13403	59171	26225
T2412	105.9500	0.3600	53278	314590	171331
TF2412	104.5300	0.2100	32564	282064	109875
TS2412	102.1620	0.1260	16087	161813	42653
TL2412	111.7900	1.0400	4,124	228694	71546

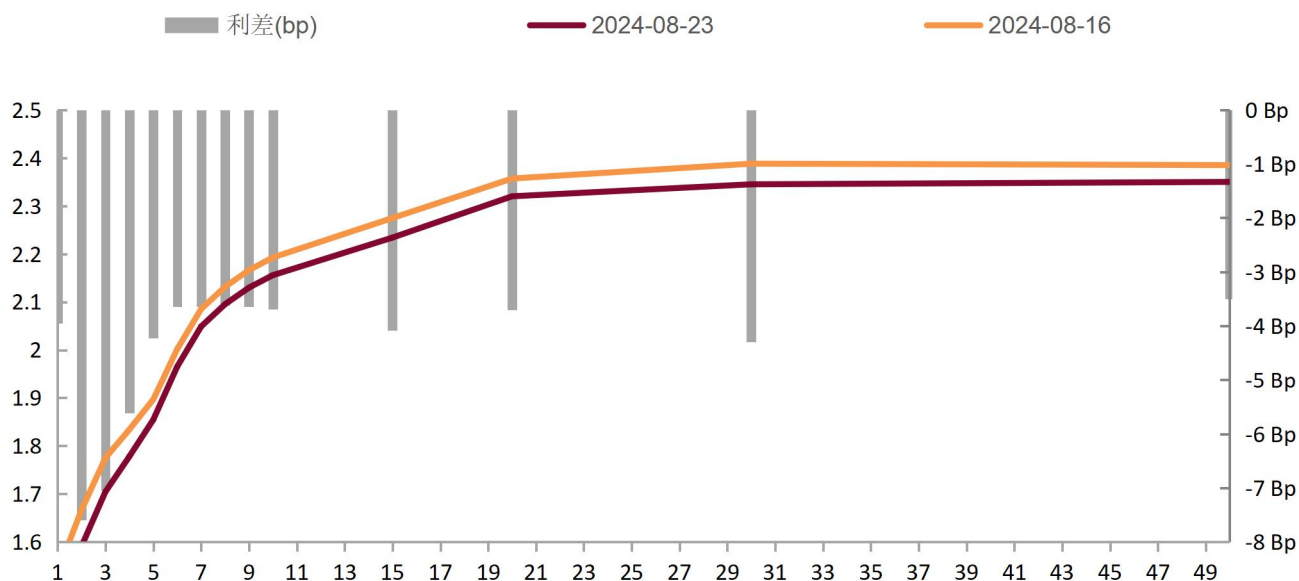
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				-3471		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/8/23	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	3793	投放
2024/8/23	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	1378	回笼
2024/8/22	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	3593	投放
2024/8/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	5777	回笼
2024/8/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	2580	投放
2024/8/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	3692	回笼
2024/8/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	1491	投放
2024/8/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	3857	回笼
2024/8/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	521	投放
2024/8/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	745	回笼

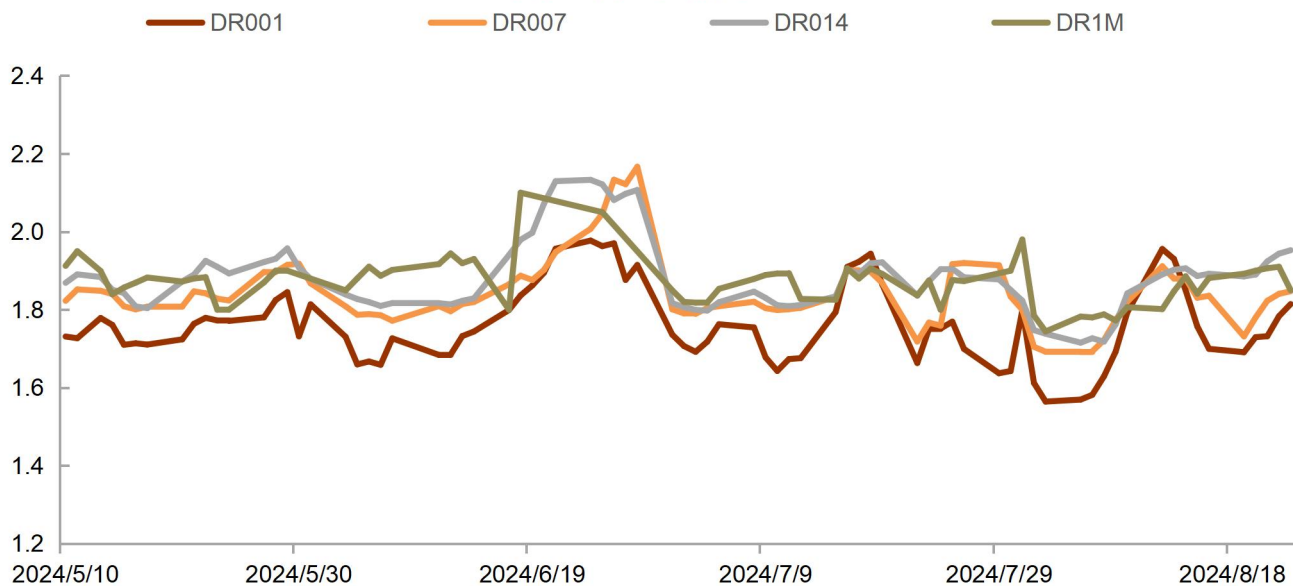
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



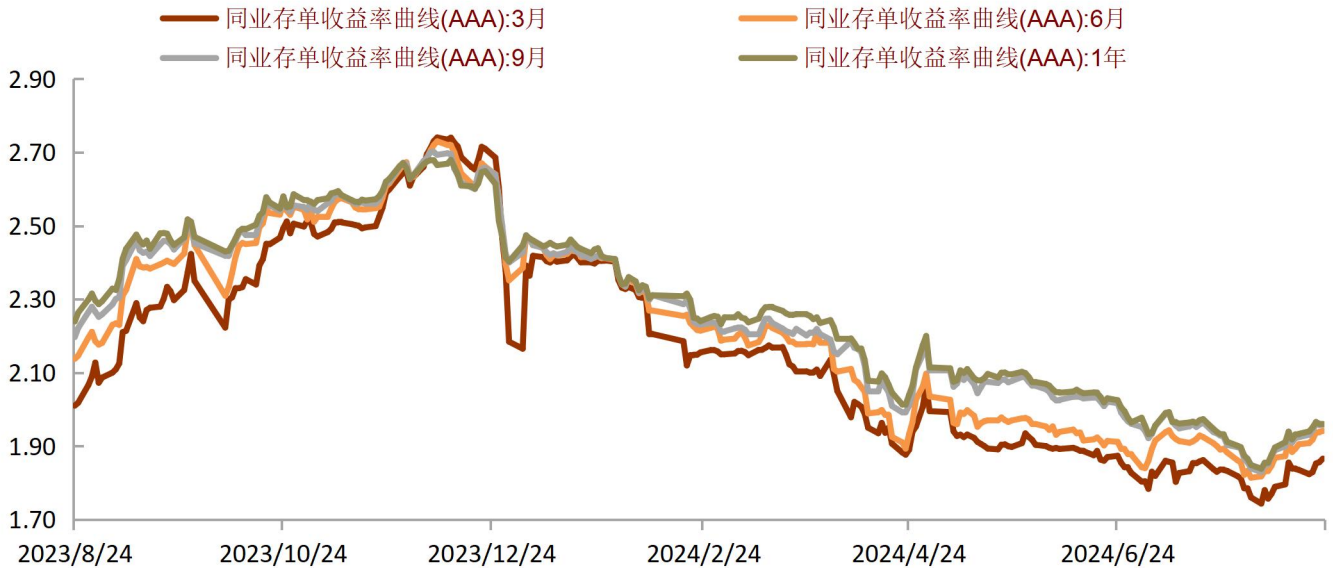
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率重新下行，其中 2-3Y 短端表现略好于 7Y 及以上期限国债，具体看上周现券收益率下行主要始于周三尾盘，起因为交易商协会副秘书长徐忠在接受专访相关内容，其中“一刀切”描述抨击了近期相关机构暂停长债交易的做法，因此市场部分观点认为央行调控接近结束债市情绪有所恢复。周四、周五央行公开市场持续放量，流动性宽松使得债市收益率延续小幅下行。全周来看十年期国债期货主力合约 T2412 振幅 0.45%，最低价 105.510，最高价 105.985，终止价 105.950，上涨 0.295。

资金面方面：上周央行公开市场投放总体缩量，但随着银行间资金价格小幅走高同时到期量减少周五重回净投放，全周共计回笼 3471 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，央行近期表示将研究储备增量政策，叠加经济基本面弱势背景，短期货币政策仍将维持宽松。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，8 月前三周该数据同比增长重回 8% 附近，但低基数为主要原因之一，短期看 8 月消费数据可能存在亮点。二是 30 城商品房成交面积在 8 月同比重回 -30% 区间，绝对成交面积也依然疲软，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 指数持续小幅回落，随着欧洲贸易保护主义升温，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，叠加近期蔬果涨价未来 CPI 仍有回暖空间。五是南华工业品指数继续回落，内需疲软、产能过剩仍然是当前经济最主要矛盾，近期官方表态对财政描述较此前有所变化，期待后续实质性措施出台。

展望未来债市，我们认为资金面宽松加经济基本面疲软依然是短期债市主要利多因素，但是当前债市收益率已定价较为充分，而要解决内需不足与产能过剩的现实矛盾则需要通过强有力的财政手段扭转。同时央行二季度货币政策报告明确提及 10 年国债现券收益率 2.2% 已明显偏离合理中枢因此央行未来仍有可能不定时调控长债走势。综上我们对未来债市的判断为短期收益率仍然处于低位并不定时受央行调控出现上行，如财政政策出现重大转向则债市出现趋势性反转可能性才会上升。策略方面，我们此前提到的按久期中性原则多 30Y 国债

期货空 2Y 国债期货策略已获利颇丰，当前可及时止盈，短期以国债逆回购和持有货基为主要交易策略，等待下一次交易机会出现时建仓。

三、一周要闻

1、中国人民银行行长潘功胜表示，将继续坚持支持性的货币政策立场，引导货币信贷合理增长，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。引导金融机构加大对重点领域、薄弱环节的信贷支持力度，更有针对性地满足合理的消费融资需求。同时，研究储备增量政策举措，增强宏观政策协调配合。

2、近日，交易商协会副秘书长徐忠在接受专访时表示，针对央行多次的风险提示及相应的防范债券风险举措，目前市场有三类观点存在误读：一是认为短期和超长期国债利率影响因素是一样的；二是认为央行近期虽然提示长期国债利率风险，但今年以来却实施了降准降息，两个行为存在矛盾；三是认为央行要控制和决定国债市场利率水平。

3、美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上释放了明确的降息信号，9 月降息已成定局。鲍威尔强调就业的下行风险有所增加，政策调整时机已至，美联储会竭尽全力托举劳动力市场。但他对降息的幅度和速度没有发表任何观点，这为后续的操作留下余地。基准情形仍是美联储将在 9 月降息 25 个基点，如果非农数据再次意外疲软，也可能降息 50 个基点。市场对鲍威尔提前宣告降息反应积极，因为它回应了人们对于美联储“落后于曲线”的担忧。华尔街相信如果劳动力市场继续疲软，美联储会毫不犹豫地采取行动。

4、2024 年 8 月 15-16 日，中美金融工作组在上海举行第五次会议。双方就中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议关于进一步全面深化改革的总体部署、中美经济金融形势与货币政策、金融稳定与监管、证券与资本市场、跨境支付和数据、国际金融治理、金融科技、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资以及其他双方关心的金融政策议题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。会议听取了技术专家组的汇报，包括各自全球系统重要性银行 (G-SIBs) 处置机制、金融机构运营韧性、气候风险压力测试以及跨境交付金融服务监管等。双方还举行了中美金融工作组框架下首次金融机构圆桌会，与会中美金融机构聚焦可持续金融，分享了各自的经验与做法，并就潜在的合作机遇交流了看法。

5、在 8 月 23 日上午国新办举行的“推动高质量发展”系列主题新闻发布会上，住房城乡建设部表示，研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度，构建全生命周期房屋安全管理长效机制。目前，上海等 22 个城市正在试点，试点的重点是政府把公共账户建立起来。中央财经大学教授、法学院院长尹飞表示，这次建立的房屋养老金制度，主要是使用公共资金、建立房屋养老金公共账户。目前，房屋养老金公共账户的款项来自于公共资金，按照“不增加个人负担，不减损个人权益”的原则，由地方政府探索资金筹集渠道。因此，此次建立的房屋养老金公共账户不会加重业主负担。

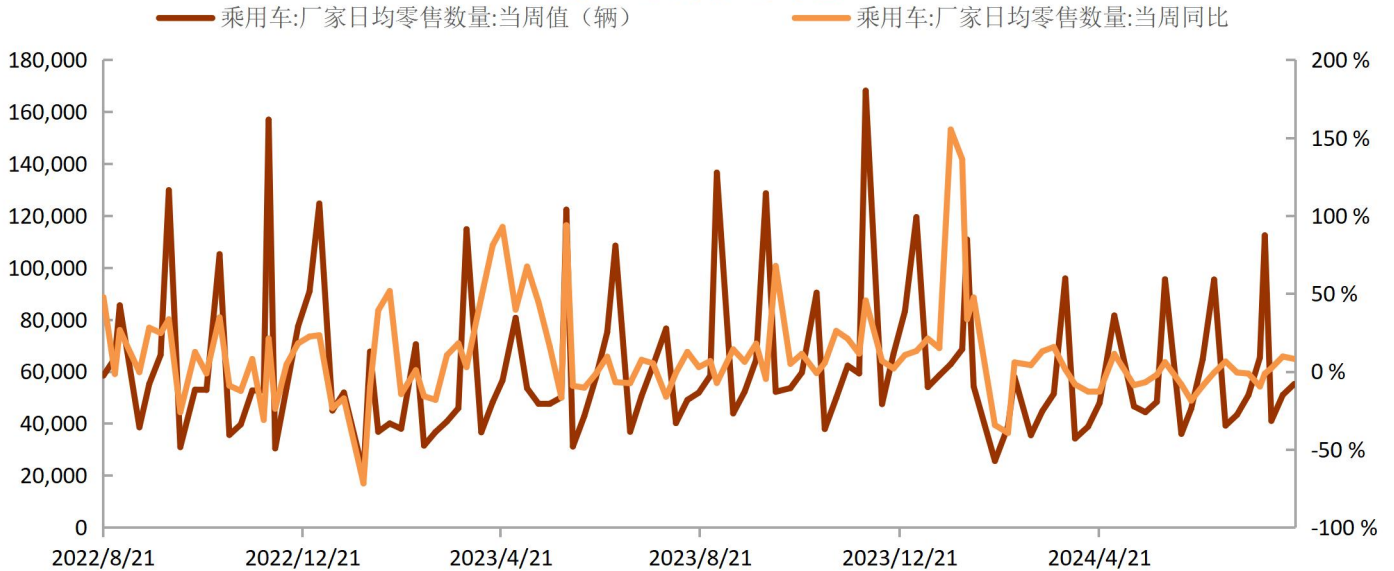
6、为深入学习贯彻党的二十届三中全会精神，进一步全面深化资本市场改革，近日证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会。吴清指出，近年来资本市场机构投资者队伍不断发展壮大，交易占比明显提高，已逐步成为理性投资、价值投资、长期投资的标杆性力量，对促进资本市场健康稳定发展发挥了重要作用。希望机构投资者继续坚定信心，保持定力，坚持长期主义、专业主义，不断提升专业投研能力，更好发挥示范引领作用，持续壮大买方力量，帮助投资者获得合理回报，增强投资者的信心和信任，更加成为市场运行的“稳定器”和经济发展的“助推器”。

7、央行主管金融时报：警惕单边一致行为造成债市“踩踏”风险。今年以来，债市走势被市场高度关注，长债收益率一度持续下行。不过，随着央行多次提示债市风险，债市多空博弈加剧，市场上短期博弈炒作的行为开始减少，债券市场供求有望进一步趋于均衡。围

绕债市的一些热点问题，记者采访了有关业内人士。“总体来看，我国债券市场持续健康发展，是实体经济的重要融资渠道。”业内专家告诉记者。对于今年的“债牛”行情，央行从宏观审慎角度出发多次提示风险，旨在阻断单边行情放大风险。我们应更重视投资者教育，提醒债券市场是有涨有跌、投资是存在风险的。

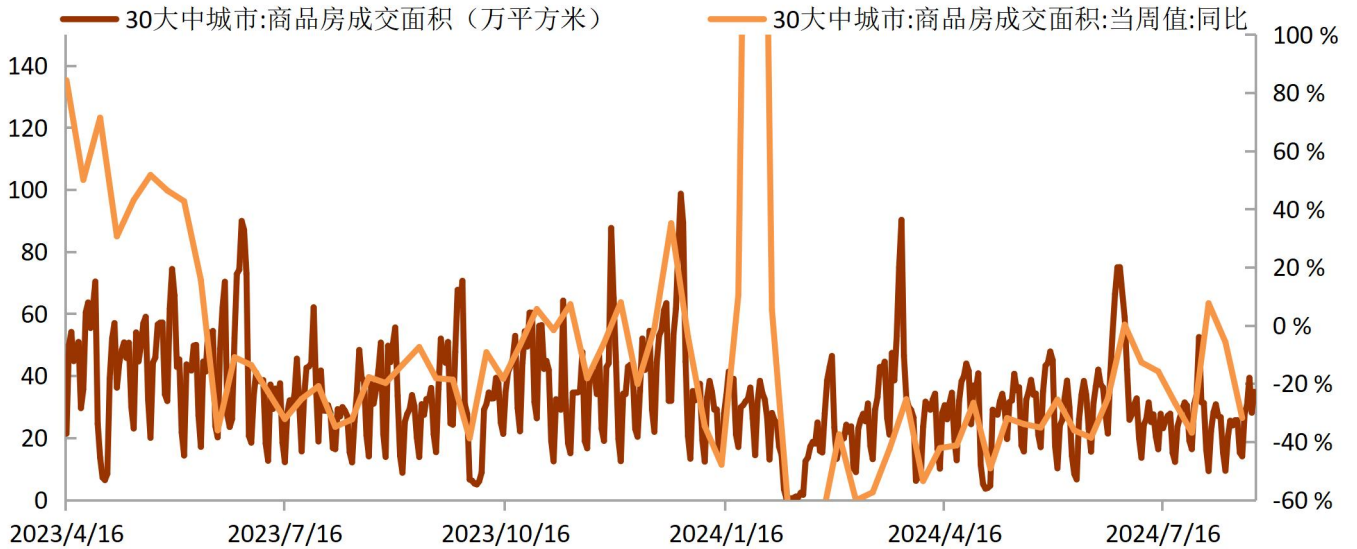
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



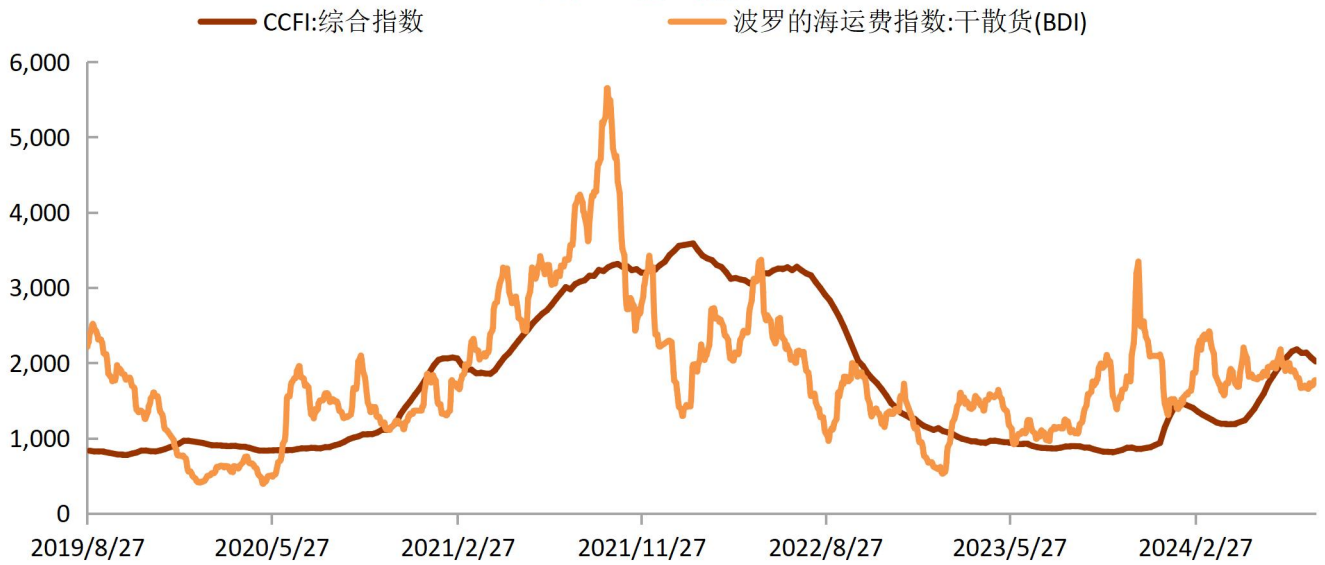
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 30大中城市：商品房成交面积



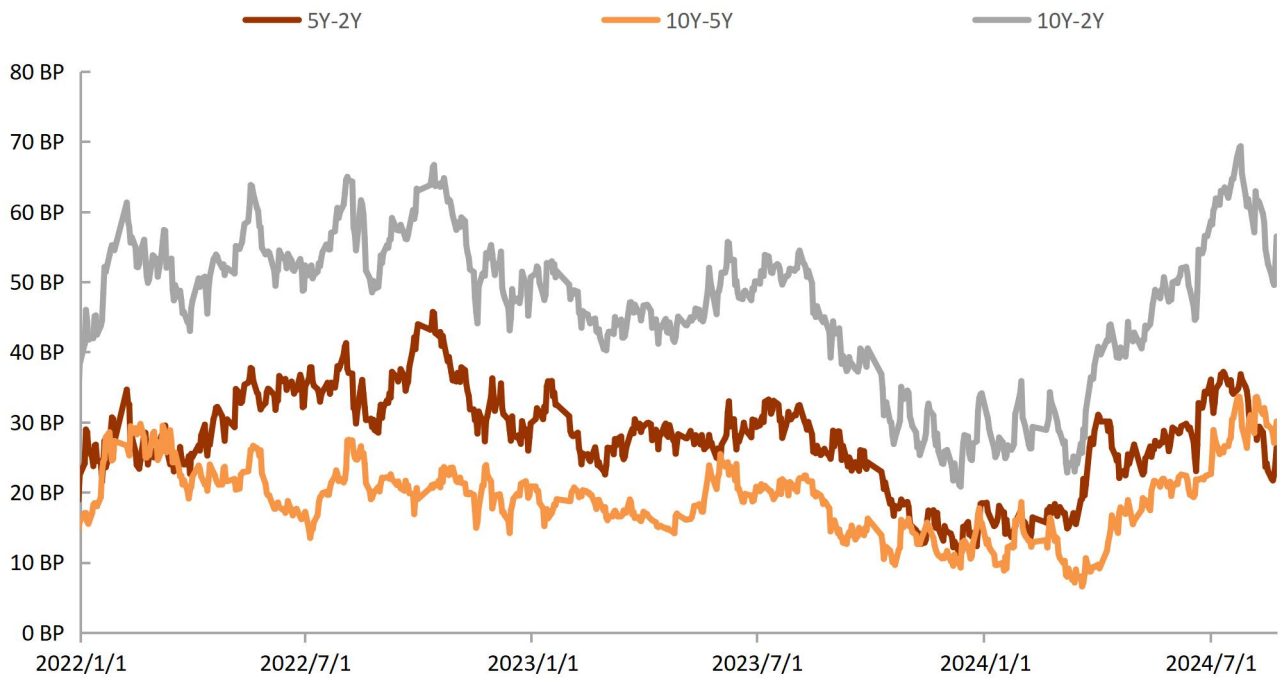
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表6 航运指数



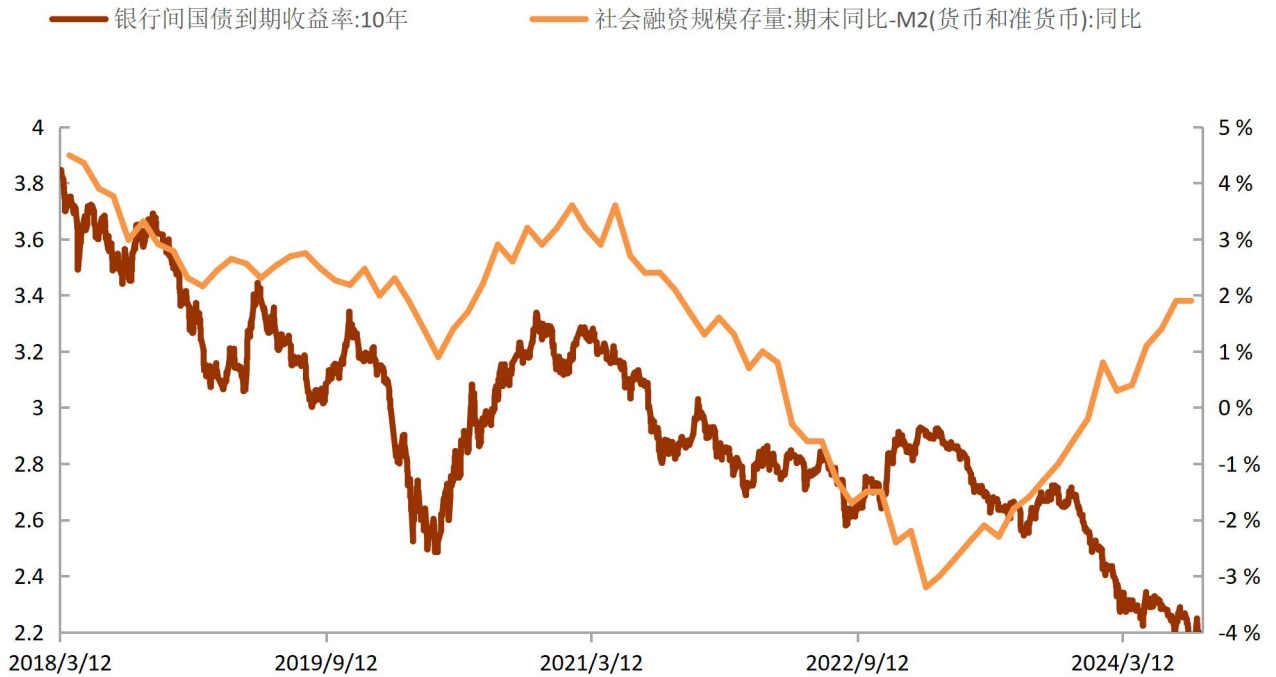
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表7 期限利差



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表8 社融-M2



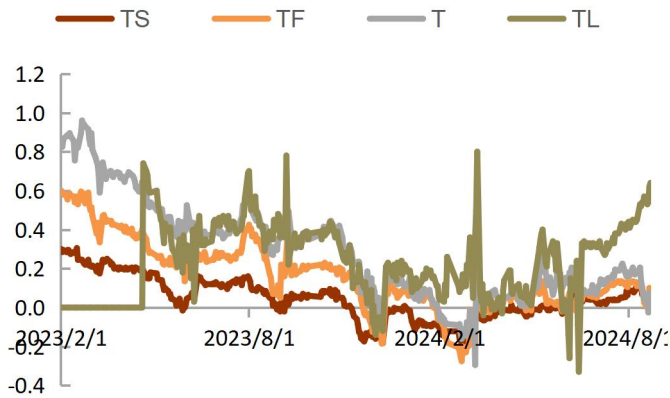
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

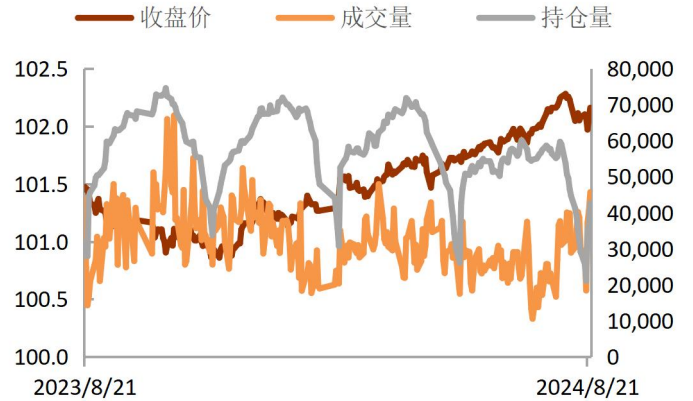


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

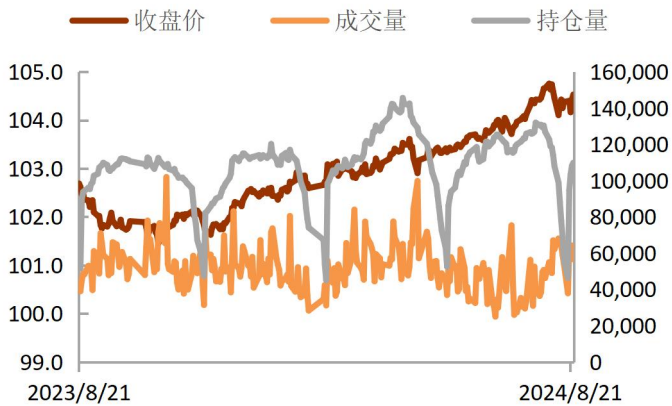


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

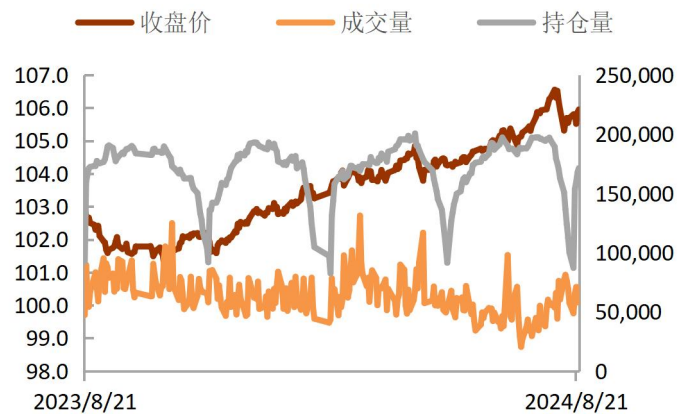


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

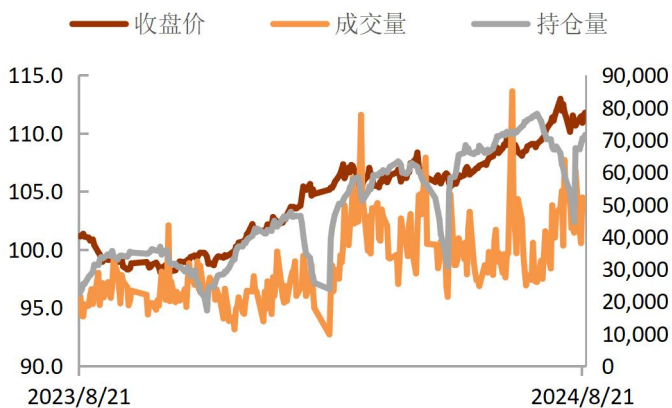


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

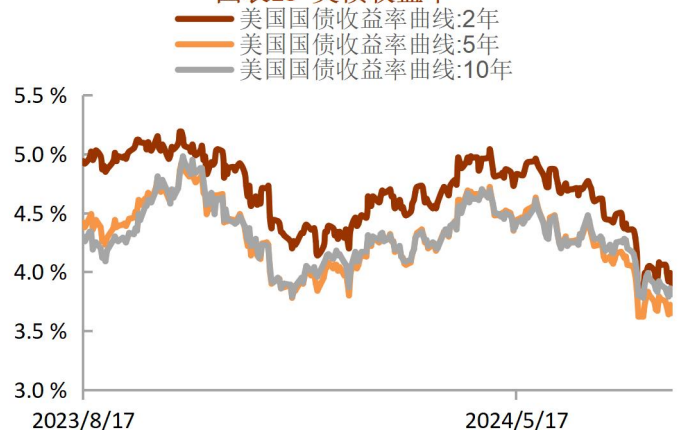


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

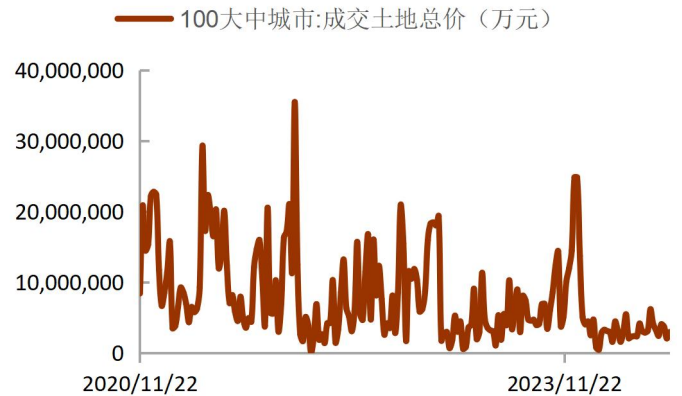


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

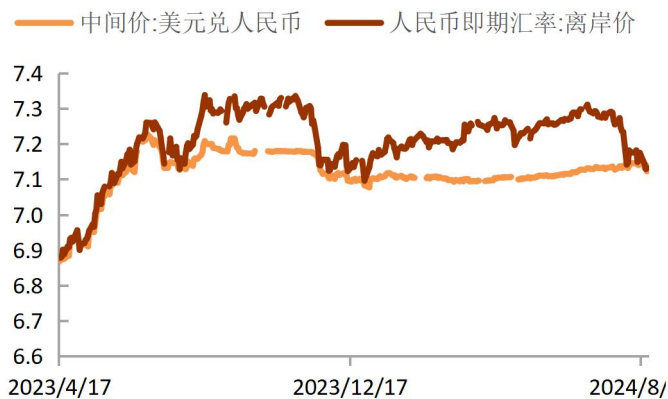


图表17 成交土地总价

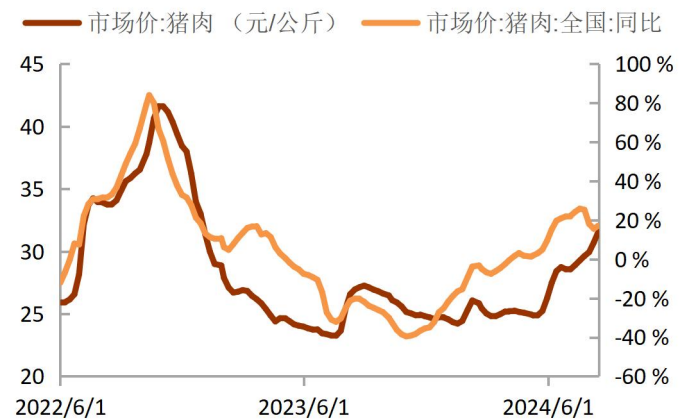


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

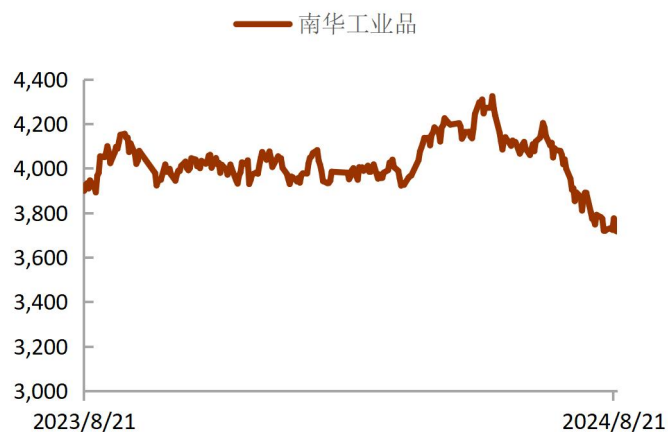


图表19 市场价:猪肉

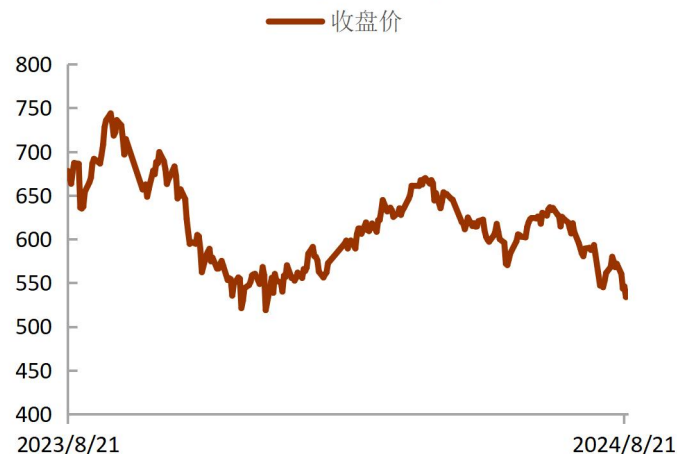


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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。