



2024年9月18日

## 关注期限利差及国债期货正套机会

### 核心观点及策略

- 上周债市收益率继续下行，其中1-2Y及20Y以上期限国债现券收益率下行幅度较大，具体看其中原因大概是两种不同的投资思维，一种是认为当前债市已处于高点，并且存在较大潜在风险，因此选择避险操作为主要思路，而负债端资金的持续流入下买入短债成了最佳选择。而第二种思路则是追求高风险高收益，在票息难以贡献收入的情况下向久期要收益，因此近期20Y、30Y甚至50Y品种格外受到追捧。同时国债期货市场也同样存在向久期向杠杆要收益的现象，表现在盘中10Y、30Y国债期货品种正套高IRR。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.49%，最低价106.290，最高价106.810，终止价106.805，上涨0.51。
- 资金面方面：上周央行公开市场投放重新放量，全周共计净投放8130亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所下行总体依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，同时美联储降息窗口临近，市场对国内跟随美联储降息预期较重。
- 策略建议：短期以防守型策略为主
- 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
T2412	106.8050	0.4550	6016	248388	205435
TF2412	105.2050	0.2550	6404	239765	127199
TS2412	102.4560	0.1200	2194	163227	59627
TL2412	114.3300	1.5200	3093	213066	80220
T2503	106.7750	0.4750	724	11672	12644
TF2503	105.1500	0.2750	298	5744	4338
TS2503	102.4500	0.1100	1260	7695	5699
TL2503	114.2200	1.5100	825	16040	11087

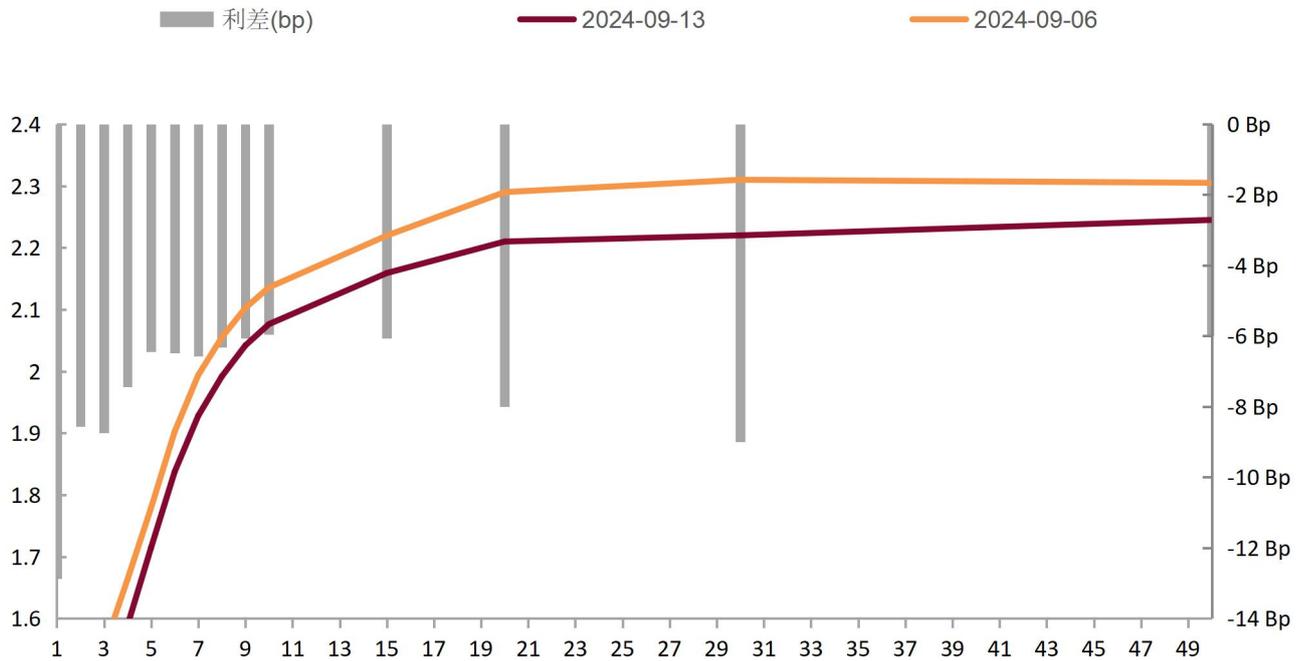
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

**表 2 央行公开市场操作情况**

本周净投放(亿元)		8130				
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/9/14	逆回购	7日回购	7天	1.70	1387	投放
2024/9/13	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	1415	回笼
2024/9/13	逆回购	7日回购	7天	1.70	2362	投放
2024/9/12	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	633	回笼
2024/9/12	逆回购	7日回购	7天	1.70	1608	投放
2024/9/11	逆回购	7日回购	7天	1.70	2100	投放
2024/9/11	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	7	回笼
2024/9/10	逆回购	7日回购	7天	1.70	1860	投放
2024/9/10	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	12	回笼
2024/9/9	逆回购到期	7日回购	7天	1.70	35	回笼
2024/9/9	逆回购	7日回购	7天	1.70	915	投放

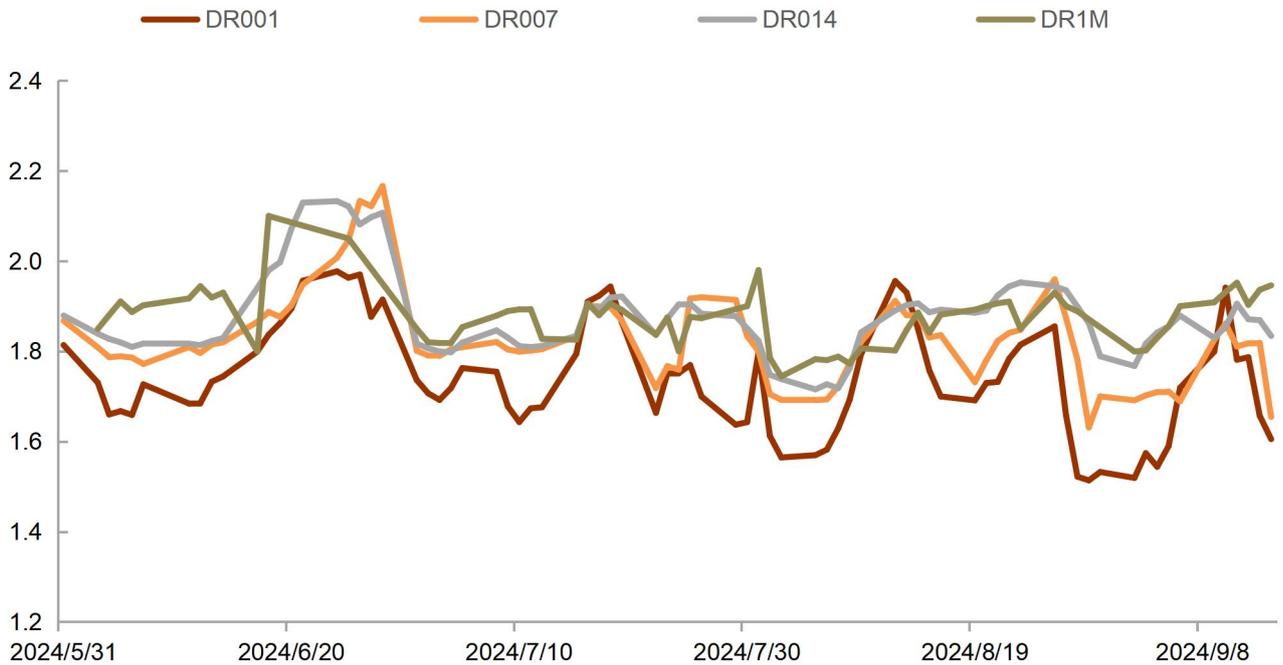
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



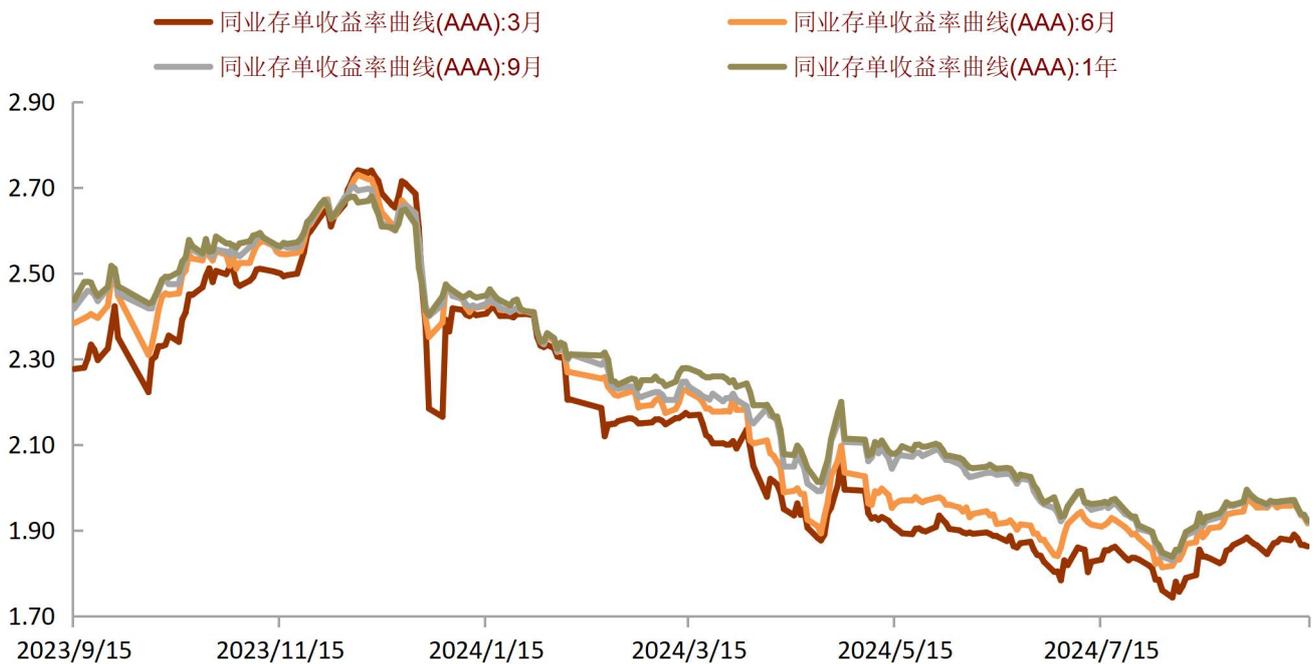
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率继续下行，其中1-2Y及20Y以上期限国债现券收益率下行幅度较大，具体看其中原因大概是两种不同的投资思维，一种是认为当前债市已处于高点，并且存在较大潜在风险，因此选择避险操作作为主要思路，而负债端资金的持续流入下买入短债成了最佳选择。而第二种思路则是追求高风险高收益，在票息难以贡献收入的情况下向久期要收益，因此近期20Y、30Y甚至50Y品种格外受到追捧。同时国债期货市场也同样存在向久期向杠杆要收益的现象，表现在盘中10Y、30Y国债期货品种正套高IRR。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.49%，最低价106.290，最高价106.810，终止价106.805，上涨0.51。

资金面方面：上周央行公开市场投放重新放量，全周共计净投放8130亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所下行总体依然处于宽松区间。货币政策方面，当前经济基本面疲软，通缩压力持续引发市场关注，因此未来货币政策依然将以宽松为主，同时美联储降息窗口临近，市场对国内跟随美联储降息预期较重。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，8月第一周同比销量10.46%，同比数据有所回暖，单转正主要原因为低基数效应，同时未来持续性仍需观察。二是30城商品房成交面积同比仍处于-20%附近，成交面积绝对值亦处于历史低位附近，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，随着欧美贸易保护主义升温，海外局势恶化未来出口存在走弱风险。四是猪肉价格横盘震荡，叠加上近期蔬果涨价9月CPI回暖已有所体现，预计未来将有一定持续。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

敬请参阅最后一页免责声明

强有力的财政手段扭转，虽然短期未见强有力的财政刺激措施出台，但不排除在现实压力及学术界持续呼吁下出台相关政策可能性。本周美联储降息交易来到关键时间窗口，同时市场对于国内跟随美国进一步降息押注较高(当前国内 30Y 国债收益率已接近日本 30Y 国债收益率水平，1-2Y 国债现券到期收益率与大行存单发行价格及 DR001 等负债端成本深度倒挂)，不排除后续利好落地或预期落空带来的调整可能性。因此策略方面我们更偏向于保守型交易，而近期久期及杠杆交易情绪浓重恰好又在盘中提供了较多国债期货正套机会，可在正套机会出现时及时建仓锁定收益。

### 三、一周要闻

1、 美国政府 13 日确定大幅度上调中国产品的进口关税，其中包括将电动汽车关税提高 100%，以加强对美国国内战略产业的保护。美国贸易代表办公室的新闻稿说，一些关税将于 9 月 27 日生效。除了对中国电动汽车加征 100%的关税以外，美国还将对中国太阳能电池加征 50%的关税，对中国钢铁、铝、电动汽车电池和关键矿物加征 25%的关税。同时，美国将中国半导体的进口关税提高 50%，此新税率将于 2025 年 1 月开始生效。半导体这一项里新增了太阳能电池板使用的多晶硅和硅晶圆两个类别。

2、 国家统计局：2024 年 8 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降、同比降幅总体略有扩大。8 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。其中，北京、广州和深圳分别下降 0.5%、0.5%和 0.8%，上海上涨 0.6%。二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降 0.7%和 0.8%，降幅均比上月扩大 0.1 个百分点。8 月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 0.9%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，其中北京、上海、广州和深圳分别下降 1.0%、0.6%、0.7%和 1.3%。二、三线城市二手住宅销售价格环比分别下降 1.0%和 0.9%，降幅比上月分别扩大 0.2 个和 0.1 个百分点。

3、 国家统计局数据显示，8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%；环比增长 0.32%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.7%，制造业增长 4.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%。装备制造业增加值同比增长 6.4%，高技术制造业增加值增长 8.6%，分别快于全部规模以上工业增加值 1.9 和 4.1 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 3.6%；股份制企业增长 5.0%，外商及港澳台投资企业增长 2.8%；私营企业增长 4.5%。分产品看，新能源汽车、服务机器人、集成电路产品产量同比分别增长 30.5%、20.1%、17.8%。1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%。8 月份，制造业采购经理指数为 49.1%，企业生产经营活动预期指数为 52.0%。1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 40992 亿元，同比增长 3.6%。

4、 国家统计局数据显示，8 月份，社会消费品零售总额 38726 亿元，同比增长 2.1%；环比下降 0.01%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 33575 亿元，同比增长 1.8%；乡村消费品零售额 5151 亿元，增长 3.9%。按消费类型分，商品零售额 34375 亿元，增长 1.9%；餐饮收入 4351 亿元，增长 3.3%。部分基本生活类和升级类商品销售较好，限额以上单位粮油、食品类，中西药品类商品零售额分别增长 10.1%、4.3%，通讯器材类、家用电器和音像器材类商品零售额分别增长 14.8%、3.4%。1-8 月份，社会消费品零售总额 312452 亿元，同比增长 3.4%。全国网上零售额 96352 亿元，同比增长 8.9%。其中，实物商品网上零售额 80143 亿元，增长 8.1%，占社会消费品零售总额的比重为 25.6%。1-8 月份，服务零售额同比增长 6.9%。

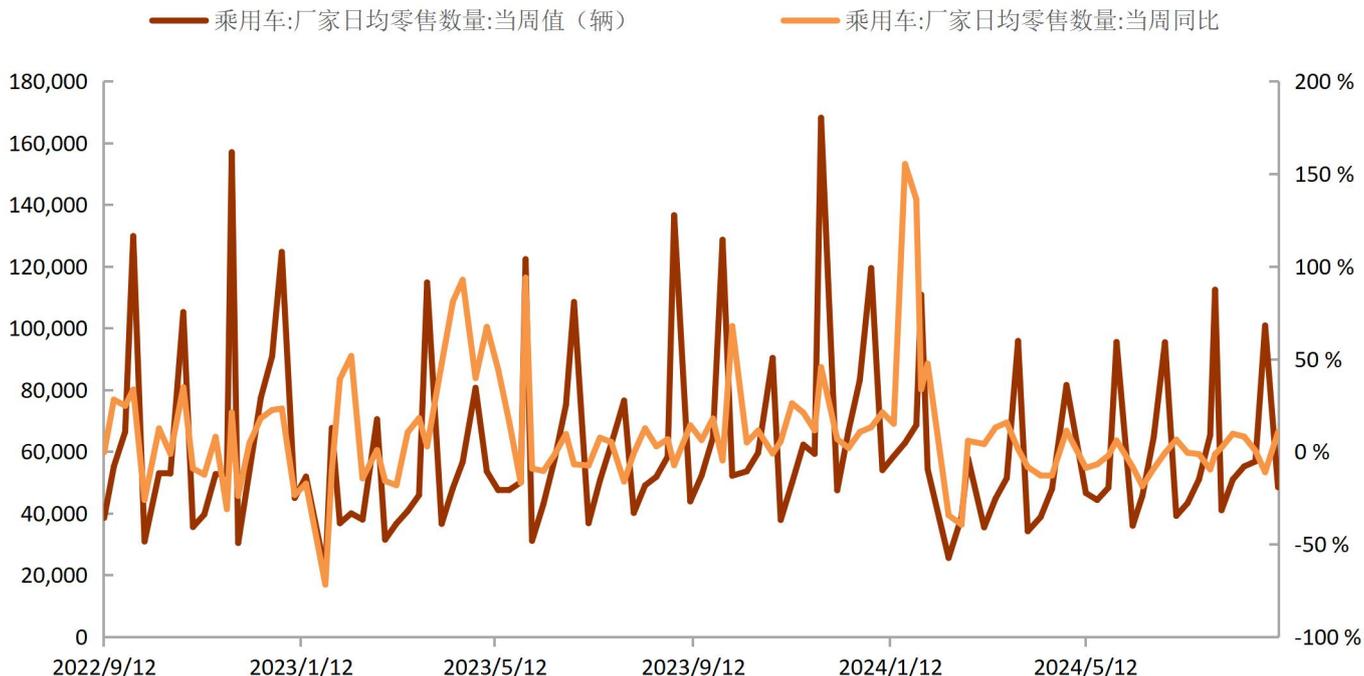
5、 《求是》杂志发表《在党的二十届三中全会第二次全体会议上的讲话》文章强调，要扎实做好下半年工作。第一，坚定不移实现全年经济社会发展目标。要落实好宏观政策，

积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展，切实保障和改善民生，巩固拓展脱贫攻坚成果。第二，统筹好发展和安全。要落实好防范化解重点领域风险的各项举措，严格落实安全生产责任，完善自然灾害特别是洪涝灾害监测、防控措施，织密社会安全风险防控网，切实维护社会稳定。要有效应对外部风险挑战，主动塑造有利外部环境。第三，搞好“五年规划”总结评估和谋划工作。要总结评估“十四五”规划落实情况，切实搞好“十五五”规划前期谋划工作。第四，纵深推进全面从严治党。要结合学习宣传贯彻全会精神，抓好党的创新理论武装，健全全面从严治党体系，切实改进作风，克服形式主义、官僚主义顽疾，深入推进党风廉政建设和反腐败斗争，巩固拓展主题教育成果，深化党纪学习教育，不断增强党的创造力、凝聚力、战斗力。

6、央行：初步统计，2024年前八个月社会融资规模增量累计为21.9万亿元，比上年同期少3.32万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加13.42万亿元，同比少增3.57万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少1583亿元，同比多减800亿元；委托贷款减少548亿元，同比多减1397亿元；信托贷款增加3556亿元，同比多增3319亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2788亿元，同比多减2808亿元；企业债券净融资1.78万亿元，同比多2031亿元；政府债券净融资5.64万亿元，同比多6798亿元；非金融企业境内股票融资1576亿元，同比少4842亿元。

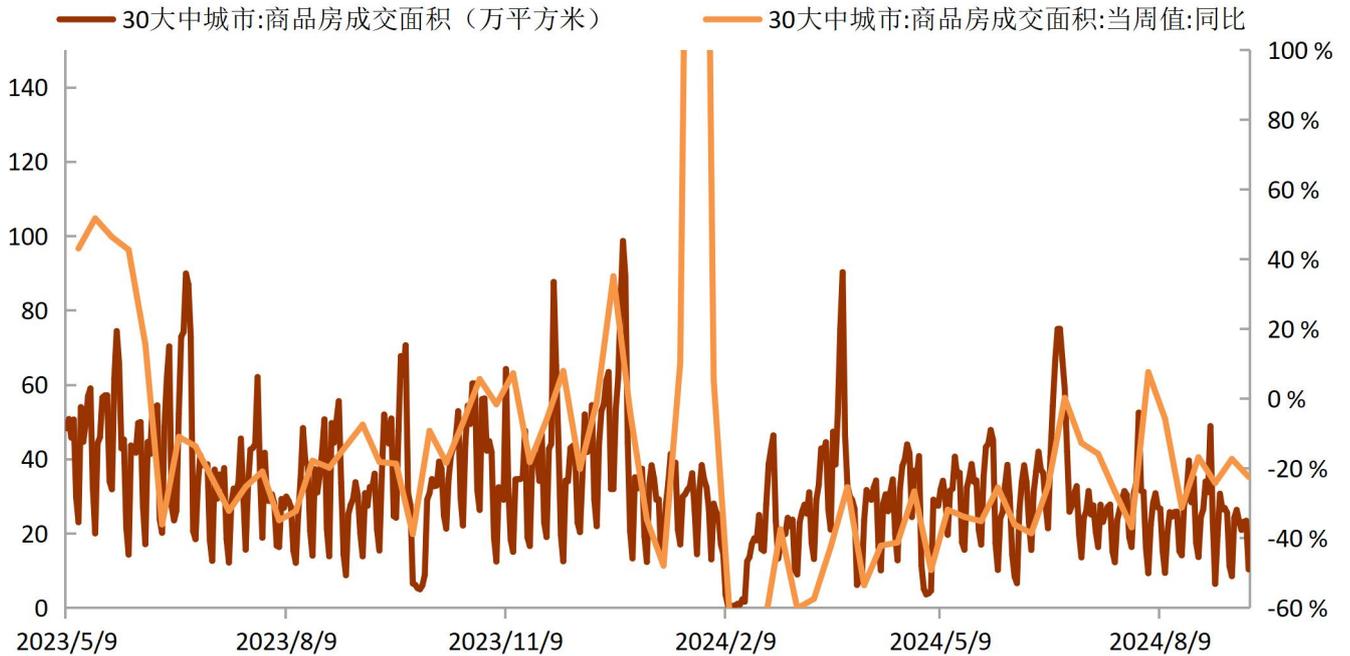
#### 四、高频及相关数据跟踪

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



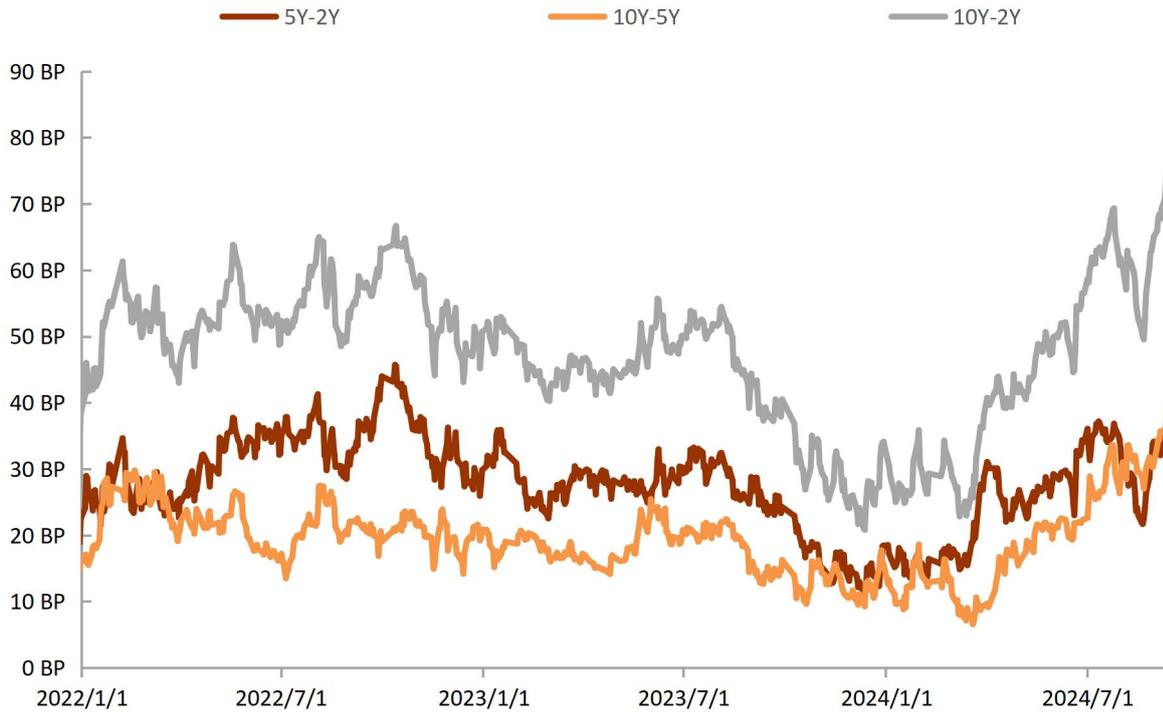
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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



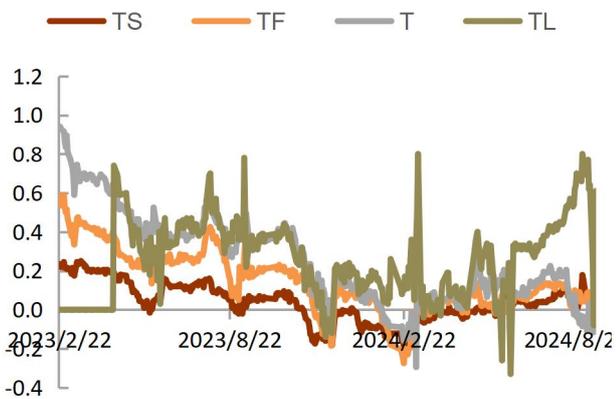
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

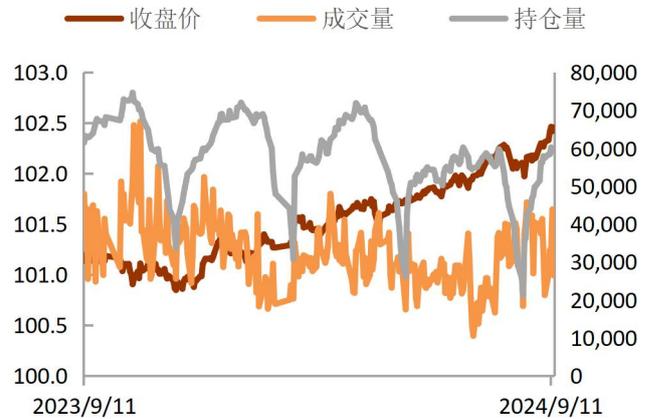


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

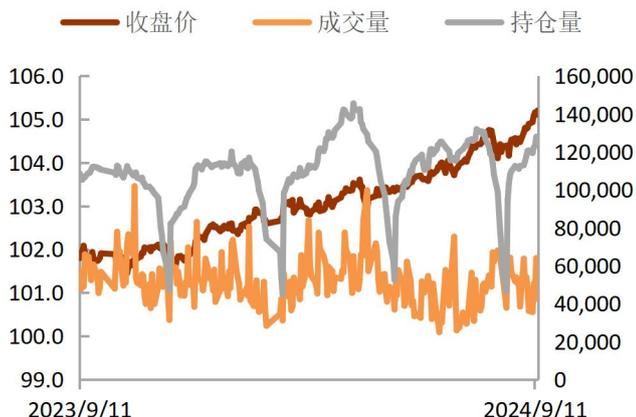


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

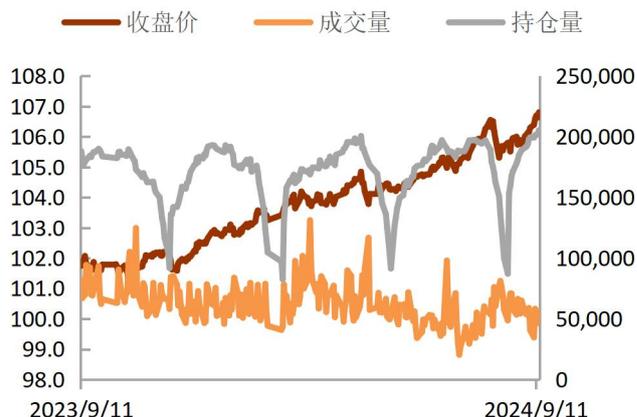


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

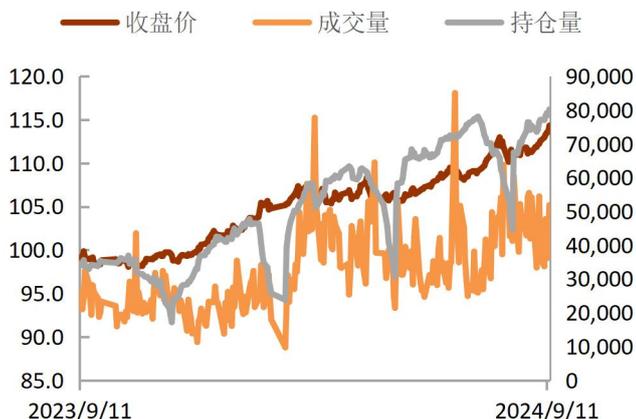


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

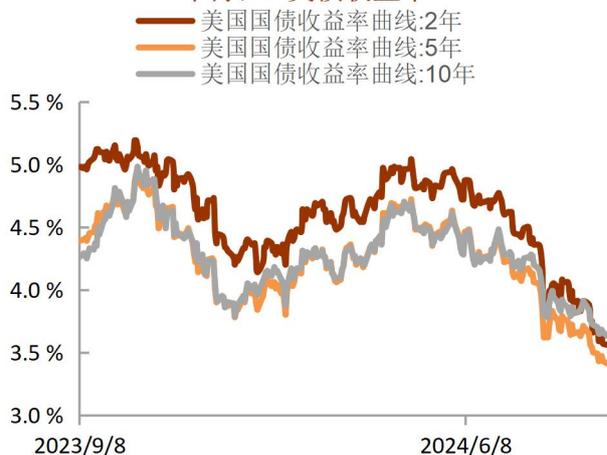


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

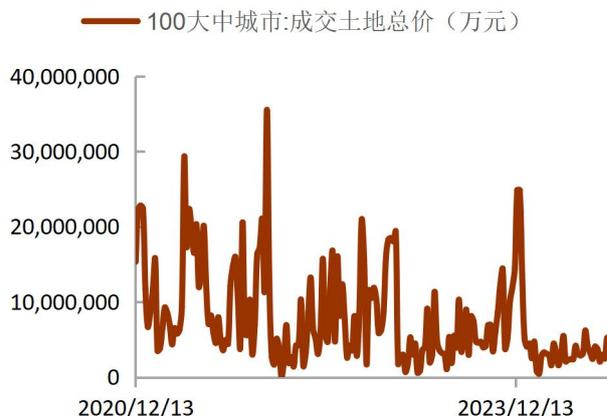


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

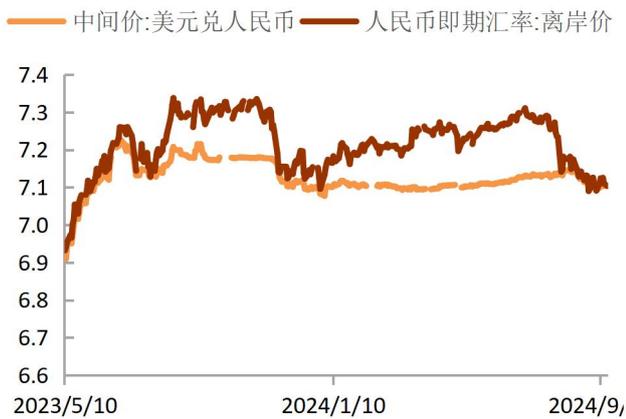


图表17 成交土地总价



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

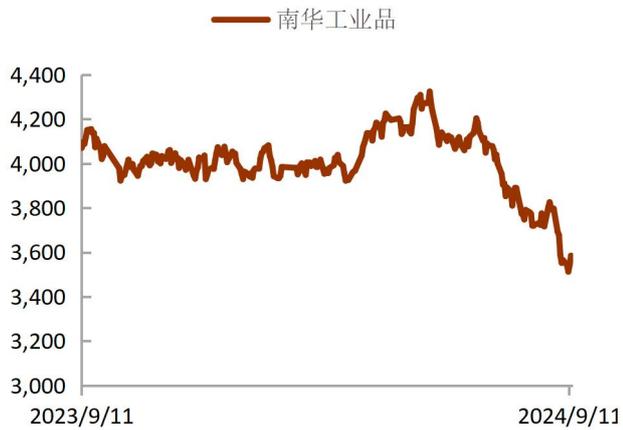


图表19 市场价：猪肉

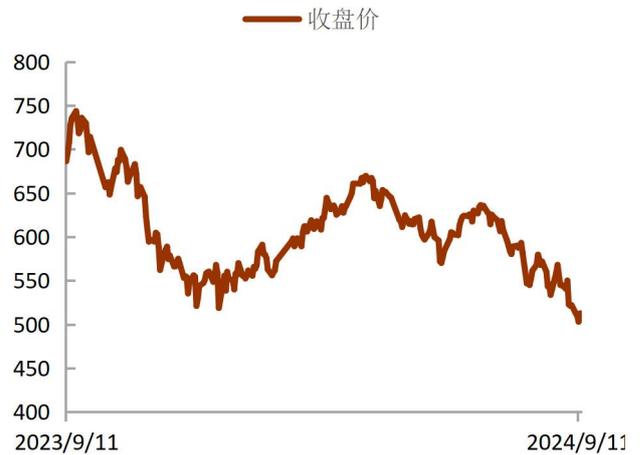


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。