



2024年9月23日

短期预期落空

但仍需警惕政策发力

核心观点及策略

- 上周债市涨跌不一，6Y及以上期限国债现券收益率不同程度下行，而5Y内为代表的中短端收益率则小幅上行。具体看则是18日财政刺激预期落空叠加国内降息预期升温，长债表现较好。19日美联储降息50BP但国内OMO利率并未下调，预期落空长债出现一定幅度调整。20日LPR未下调楼市刺激政策传闻暂时落空叠加未来LPR下调需配合OMO利率下调，长债再次走强。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.27%，最低价106.745，最高价107.030，终止价106.965，上涨0.16。
- 资金面方面：上周央行公开市场小幅放量，全周共计净投放1882亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格有所上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，虽然短期央行并未跟随美联储降息，但不排除为刺激房地产市场回暖定向调整可能性。
- 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	106.9650	0.1950	10004	172350	215439
TF2412	105.2550	0.0650	-570	148481	126629
TS2412	102.4280	-0.0200	4192	95976	63819
TL2412	115.4400	1.1800	1229	188590	81449
T2503	106.9300	0.1850	221	9656	12865
TF2503	105.2000	0.0500	-7	5081	4331
TS2503	102.4380	0.0020	626	4820	6325
TL2503	115.3400	1.2400	390	18523	11477

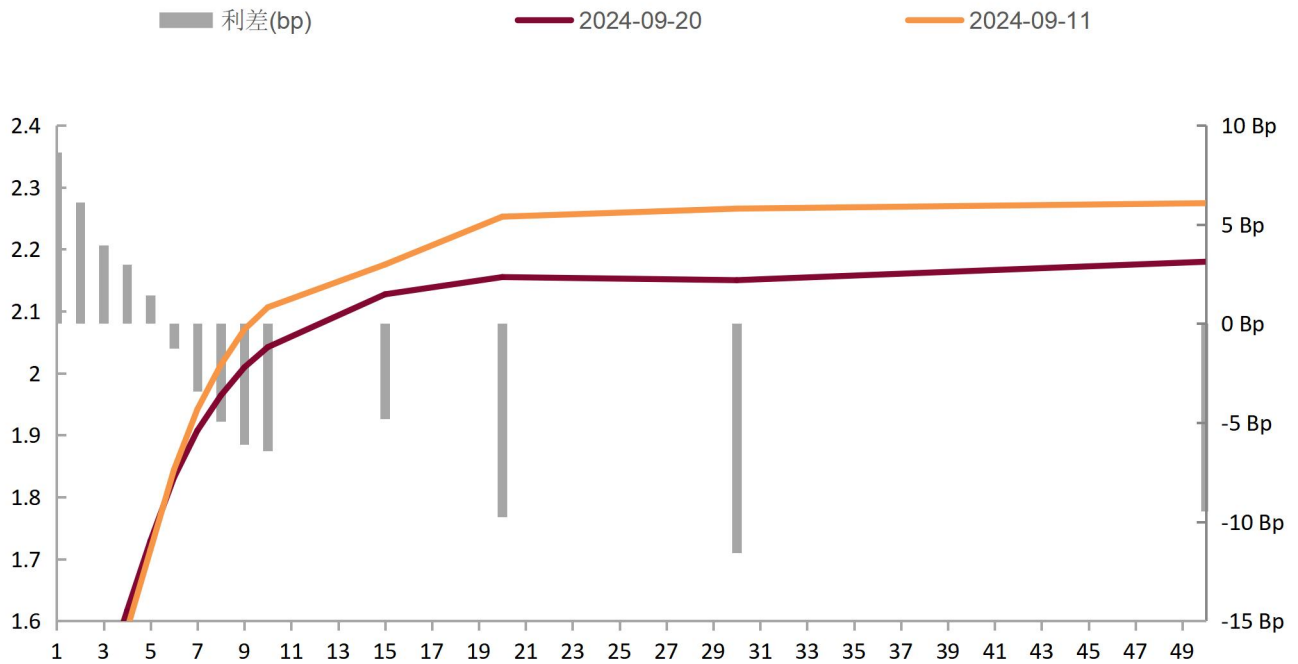
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				1882		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/9/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	5719	投放
2024/9/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	2362	回笼
2024/9/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	5236	投放
2024/9/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	1608	回笼
2024/9/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	2100	回笼
2024/9/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.70	5682	投放
2024/9/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	915	回笼
2024/9/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.70	1860	回笼
2024/9/18	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.50	5910	回笼

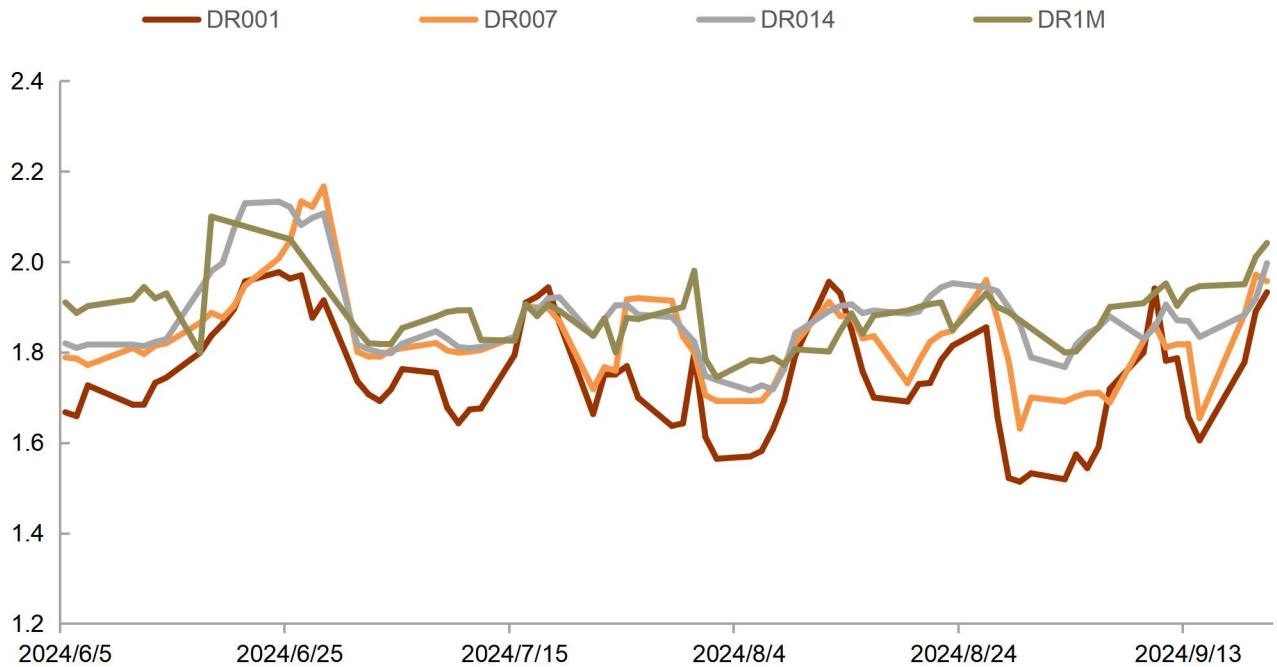
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



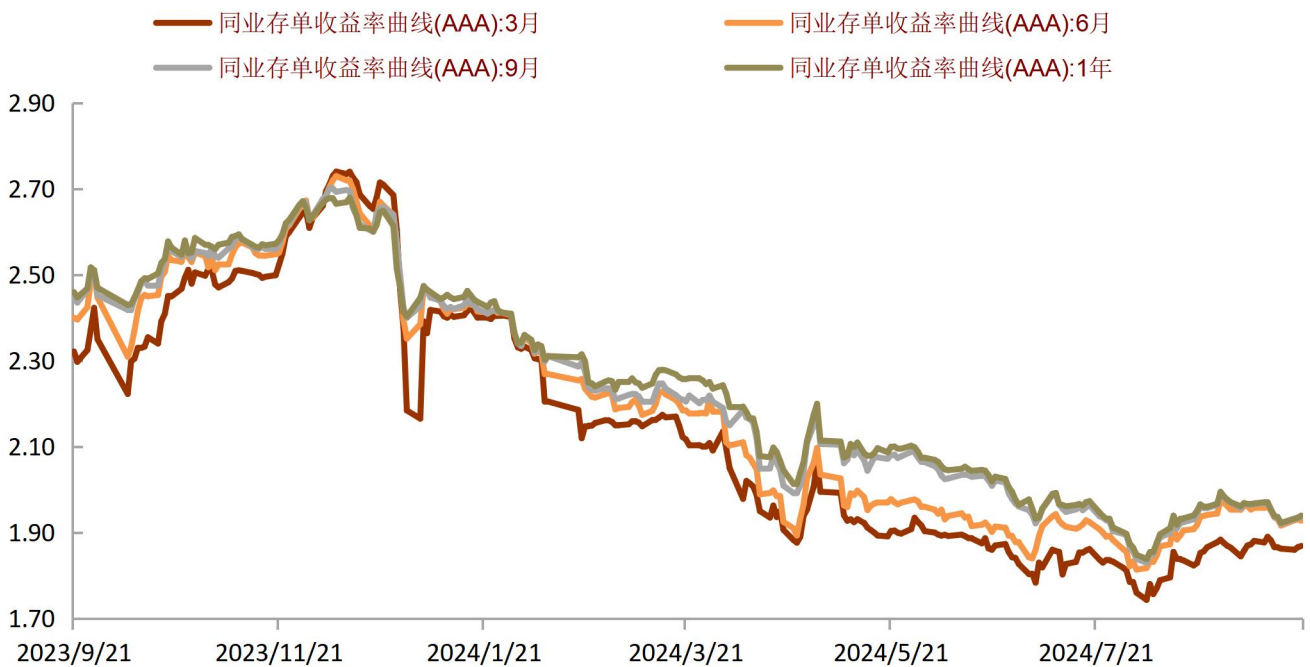
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市涨跌不一，6Y及以上期限国债现券收益率不同程度下行，而5Y内为代表的中短端收益率则小幅上行。具体看则是18日财政刺激预期落空叠加国内降息预期升温，长债表现较好。19日美联储降息50BP但国内OMO利率并未下调，预期落空长债出现一定幅度调整。20日LPR未下调楼市刺激政策传闻暂时落空叠加未来LPR下调需配合OMO利率下调，长债再次走强。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.27%，最低价106.745，最高价107.030，终止价106.965，上涨0.16。

资金面方面：上周央行公开市场小幅放量，全周共计净投放1882亿元。从DR001、DR007等关键期限加权重成交价格看上周资金价格有所上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，虽然短期央行并未跟随美联储降息，但不排除为刺激房地产市场回暖定向调整可能性。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，9月第二周同比销量26.16%，连续两周同比数据回暖，如未来持续性较好则对社零数据有所支撑。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小幅反弹，但总体看依然处于低位，内需依然疲软、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，虽然短期未见强有力的财政刺激措施出台，但可参考当年疫情放开情景，在公众普遍呼吁下即使此前采取严控措施，亦会在条件成熟时放开。我们预计财政刺

敬请参阅最后一页免责声明

激政策虽然短期内定力十足但在现实压力及学术界持续呼吁下出台相关政策可能市场预期之外突然出台。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、央行：中国9月1年期贷款市场报价利率(LPR)为3.35%，上月为3.35%；5年期以上LPR报3.85%，上月为3.85%。

2、9月20日，国家能源局发布8月份全社会用电量等数据。8月份，全社会用电量9649亿千瓦时，同比增长8.9%。从分产业用电看，第一产业用电量149亿千瓦时，同比增长4.6%；第二产业用电量5679亿千瓦时，同比增长4.0%；第三产业用电量1903亿千瓦时，同比增长11.2%；城乡居民生活用电量1918亿千瓦时，同比增长23.7%。1~8月，全社会用电量累计65619亿千瓦时，同比增长7.9%，其中规模以上工业发电量为62379亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量914亿千瓦时，同比增长7.0%；第二产业用电量42006亿千瓦时，同比增长6.3%；第三产业用电量12301亿千瓦时，同比增长11.0%；城乡居民生活用电量10398亿千瓦时，同比增长10.9%。

3、1—8月，全国一般公共预算收入147776亿元，同比下降2.6%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长1%左右。分中央和地方看，1—8月，中央一般公共预算收入65361亿元，同比下降6.2%；地方一般公共预算本级收入82415亿元，同比增长0.4%。分税收和非税收入看，1—8月，全国税收收入121059亿元，同比下降5.3%；非税收入26717亿元，同比增长11.7%。

4、据经济参考报发布文章《央地联动政策加力四季度稳增长有支撑》，文章提到，《经济参考报》记者获悉，为抓好三季度末和四季度经济工作、努力完成全年经济社会发展目标任务，多项政策将进一步加码发力，包括“两新”等政策将进一步落实落细，货币、财政等领域也将酝酿更多增量举措。货币政策方面，降准降息和结构性货币政策工具等仍有进一步运用的空间。

5、据财政部消息，党中央、国务院高度重视防范化解地方政府隐性债务（以下简称隐性债务）风险，党的二十届三中全会强调要统筹发展和安全，落实好防范化解地方政府债务风险的各项举措。财政部将隐性债务防范化解情况作为2023年财会监督专项行动检查的重要内容，严肃查处新增隐性债务和隐性债务化解不实（以下简称化债不实）等违法违规行为，推动有关地方和部门依法依规问责。为进一步严肃财经纪律，发挥警示教育作用，坚决遏制新增隐性债务，现将2023年财会监督专项行动查处的八起隐性债务问责典型案例。

6、国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰20日在京会见来华出席中美经济工作组第五次会议的美国财政部副部长尚博一行。何立峰表示，中美双方应落实好两国元首旧金山会晤和今年4月份通话重要共识，保持经济领域沟通交流，加强宏观经济政策协调，在平等和相互尊重基础上妥善处理彼此关切，推动中美经济关系稳定健康发展。尚博转达了中美经贸美方牵头人、美财长耶伦的口信，表示美方愿与中方保持经济领域沟通，发展健康的中美经济关系。

7、在市场热烈的期待和对经济“衰退”的担心中，美联储如期开启降息，这是2020年疫情以来的首次降息，也意味着2022年3月开启本轮加息周期、2023年7月停止加息后，本轮紧缩周期的结束。但降息幅度部分让市场“意外”，50bp的开局在历史上并不常见，上世纪90年代以来仅有2001年1月、2007年9月和2020年3月这三次。

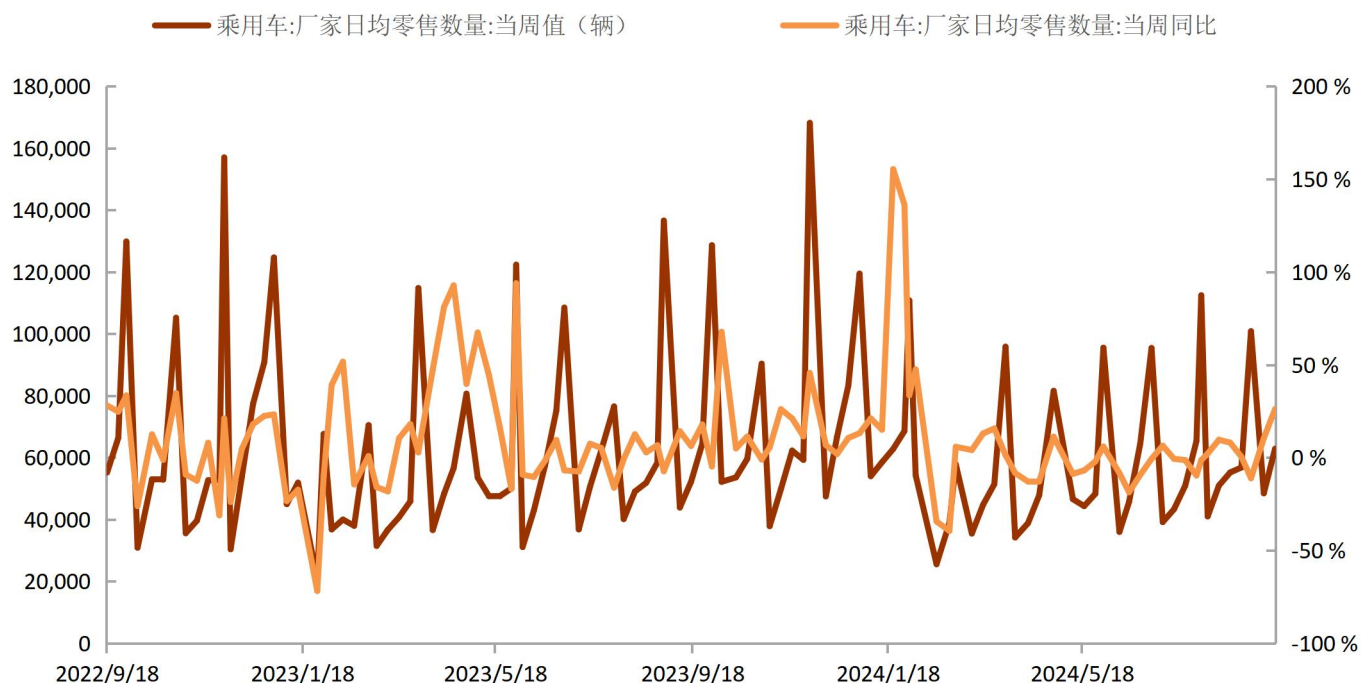
8、新华社北京9月19日电国务院召开实施渐进式延迟法定退休年龄工作动员部署视频会议，中共中央政治局常委、国务院总理李强在会上强调，要深入学习贯彻习近平总书记

重要指示精神，稳妥有序实施渐进式延迟法定退休年龄改革，为推进中国式现代化提供重要支撑。

9、国务院总理李强9月18日主持召开国务院常务会议，会议指出，创业投资事关科技创新、产业升级和高质量发展。要尽快疏通“募投管退”各环节存在的堵点卡点，支持符合条件的科技型企业境内外上市，大力发展股权转让、并购市场，推广实物分配股票试点，鼓励社会资本设立市场化并购母基金或创业投资二级市场基金，促进创投行业良性循环。要推动国资出资成为更有担当的长期资本、耐心资本，完善国有资金出资、考核、容错、退出相关政策措施。要夯实创业投资健康发展的制度基础，落实资本市场改革重点举措，健全资本市场功能，进一步激发创业投资市场活力。

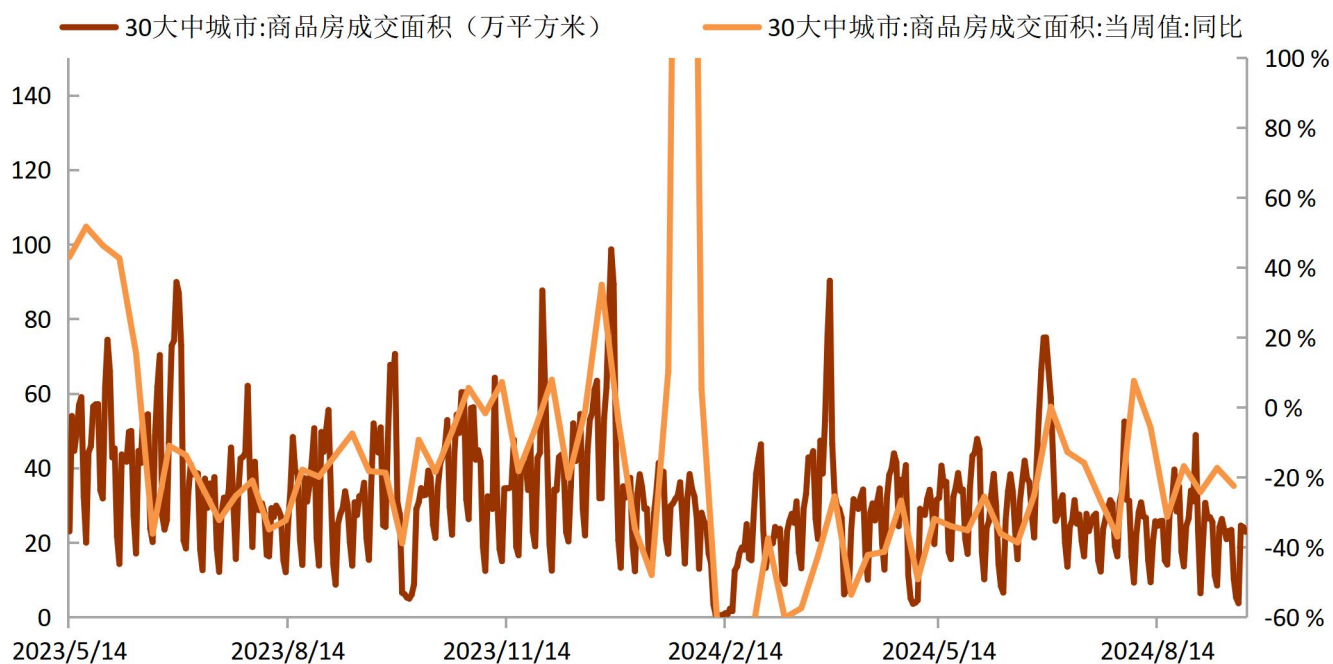
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

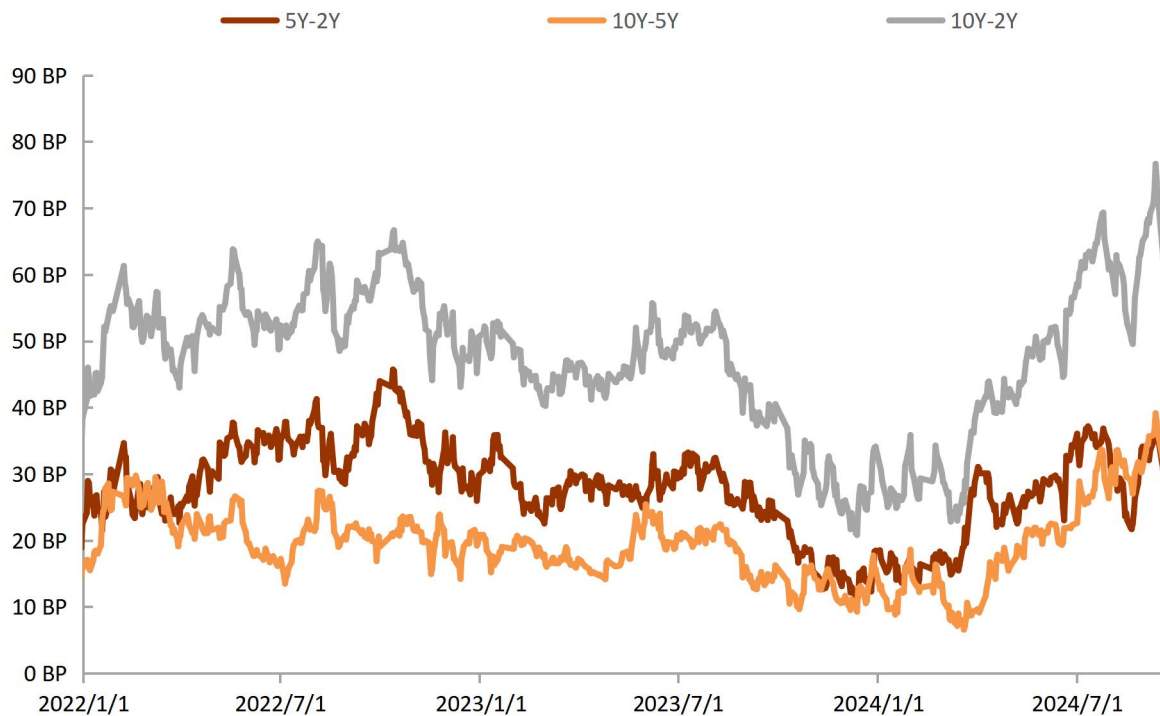
图表5 30大中城市:商品房成交面积



图表6 航运指数

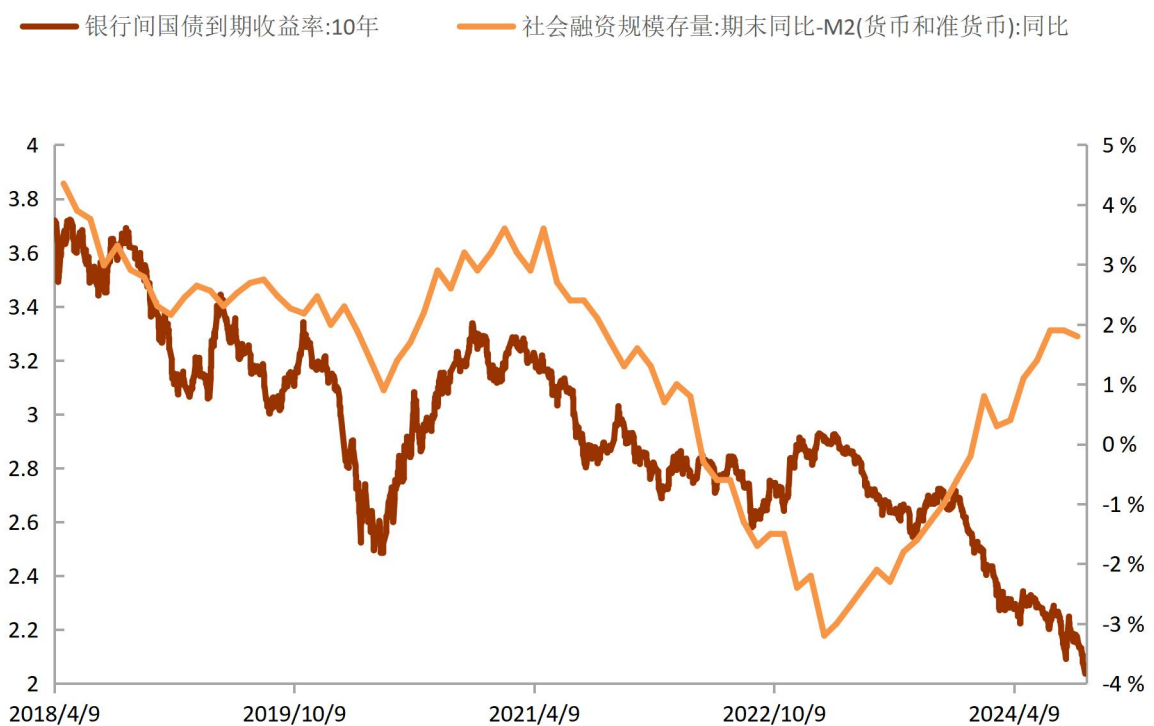


图表7 期限利差



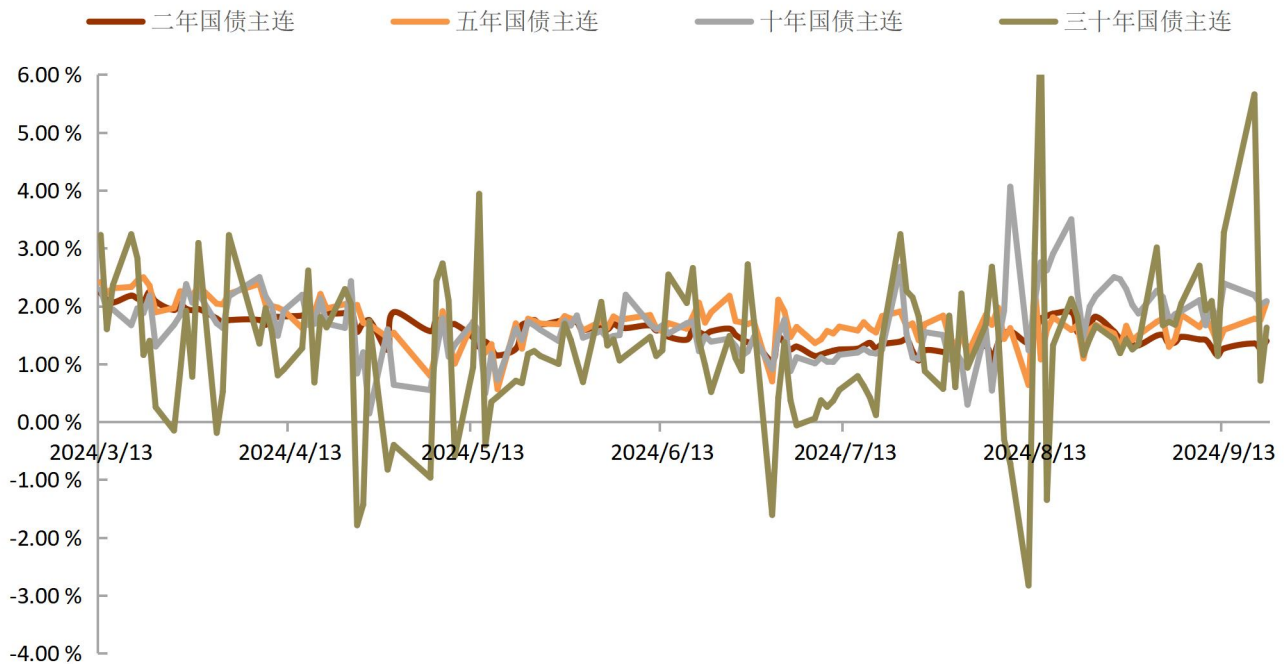
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



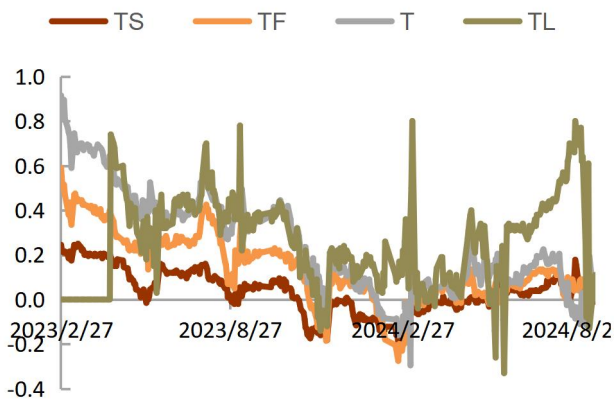
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

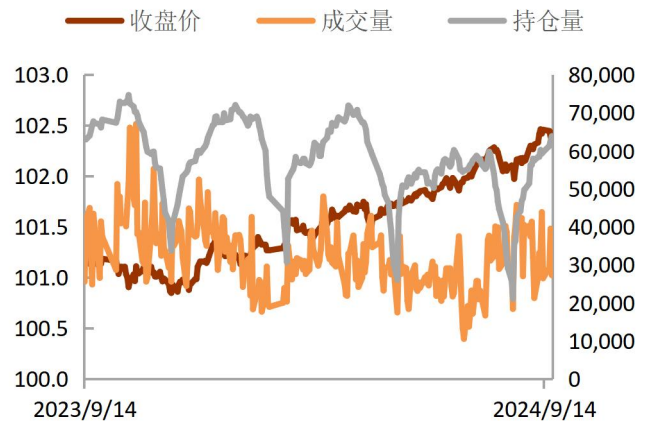


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

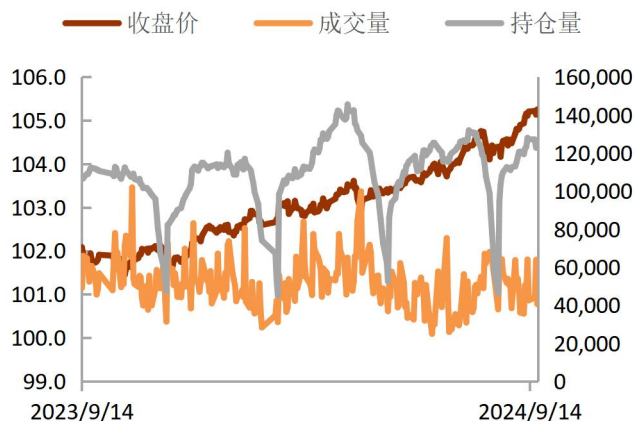


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

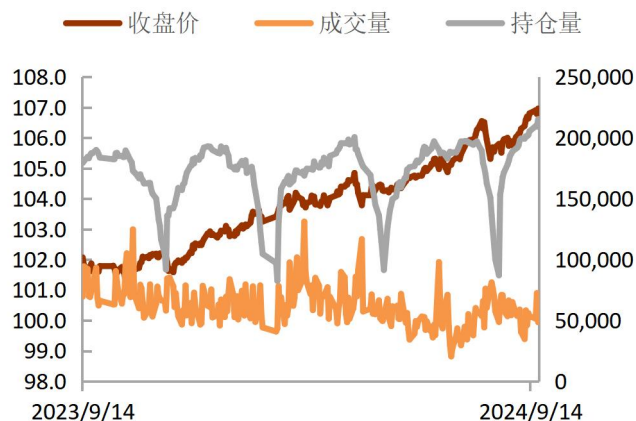


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

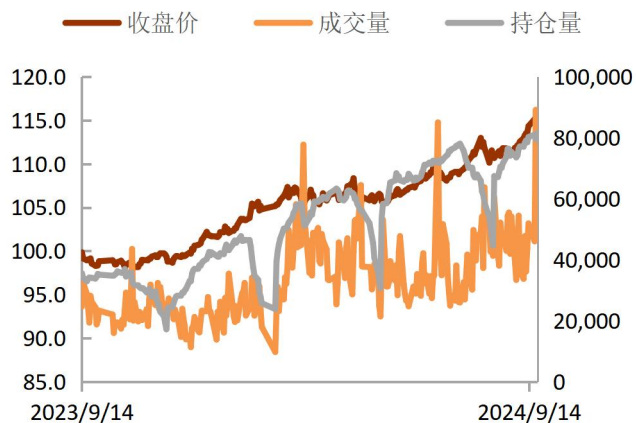


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

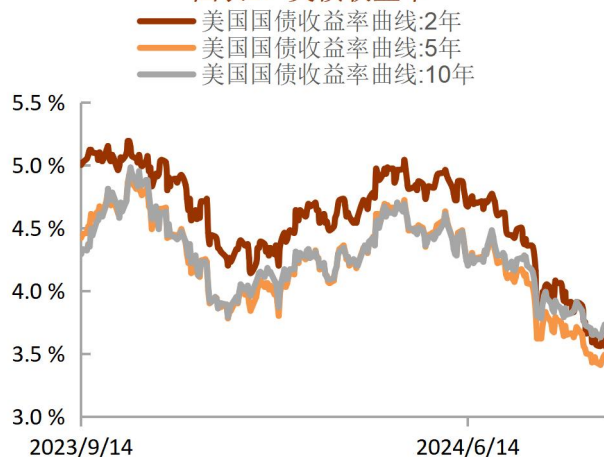


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

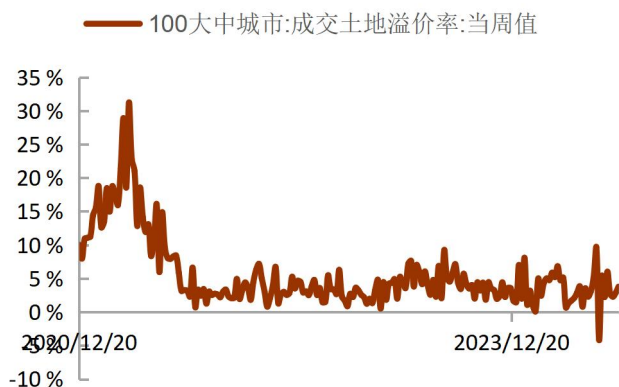


图表15 美债收益率

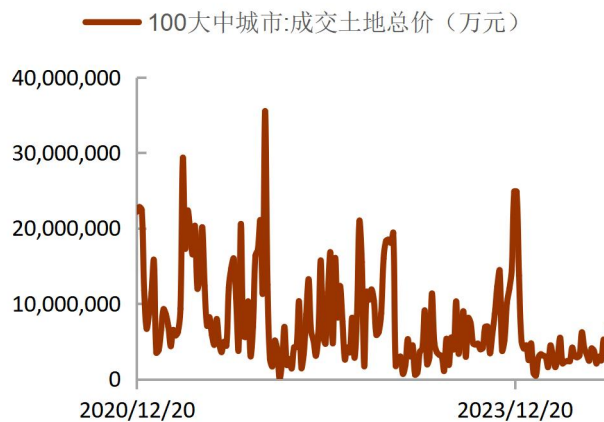


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

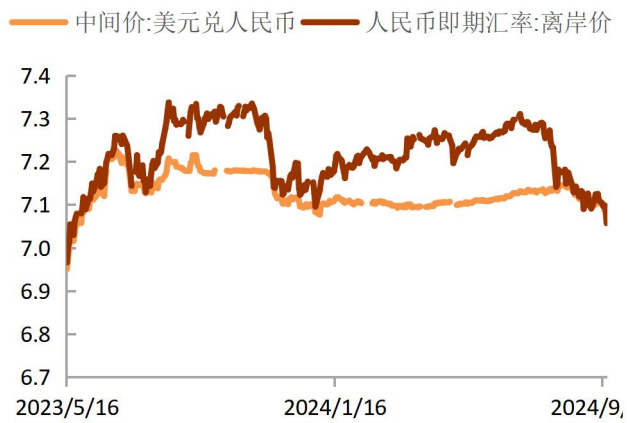


图表17 成交土地总价

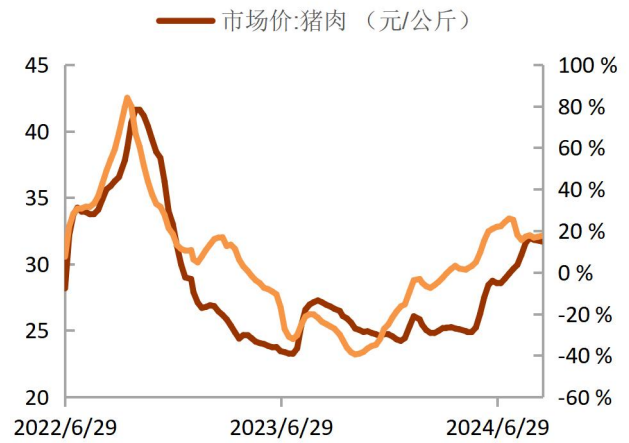


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

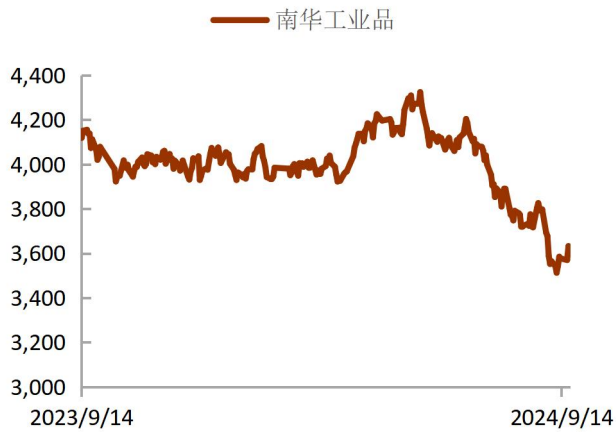


图表19 市场价：猪肉

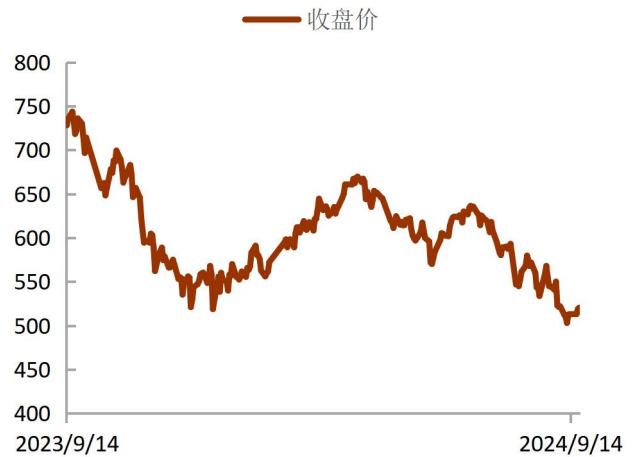


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。