

2024 年 10 月 28 日



政策预期行情延续

等待一锤定音

核心观点及策略

- 上周债市收益率出现一定幅度上行，其中2Y及以下期限国债现券收益率上行幅度较小，而更长期限国债现券收益上行幅度则相对较大。具体看上周债市主要是小作文及股债跷跷板行情，而临近人大常委会召开市场对财政刺激预期持续走强，而股市吃上涨也带动市场风险偏好持续好转，资金从债市持续抽离，因此即使有此前经济数据疲软及央行持续投放流动性，十年期国债期货也连续走出4根阴线。全周来看十年期国债期货主力合约T2412振幅0.52%，最低价105.725，最高价106.275，终止价105.795，下跌0.365。
- 资金面方面：上周央行公开市场明显放量，全周共计净投放19571亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格小幅上行，但总体依然处于宽松区间并明显低于9月中枢。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，资金面将持续利多中短期限债券。
- 策略建议：关注调整后的中短期信用债
- 风险因素：政策刺激超预期、股市持续上涨

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	105.7950	-0.2900	-6366	303730	180431
TF2412	104.5900	-0.2450	2923	221187	120341
TS2412	102.3080	-0.0880	18	143181	53058
TL2412	111.2000	-1.1200	-1536	357779	75967
T2503	105.7200	-0.2850	800	33486	19428
TF2503	104.5600	-0.2550	409	10842	9415
TS2503	102.2740	-0.0580	137	9959	12788
TL2503	111.1500	-1.0800	771	38039	17229

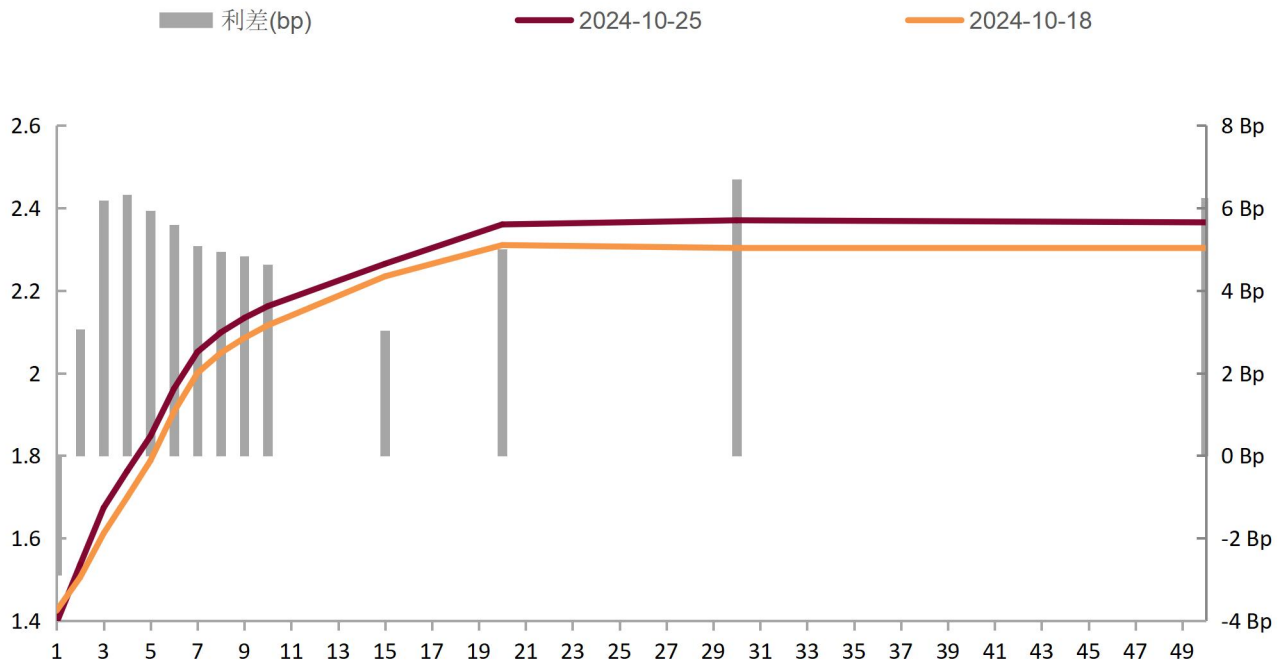
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				19571		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/10/25	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	2926	投放
2024/10/25	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	1084	回笼
2024/10/25	MLF 投放	1 年 MLF	12 月	2.00	7000	投放
2024/10/24	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	7989	投放
2024/10/24	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	1326	回笼
2024/10/23	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	7927	投放
2024/10/23	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	6424	回笼
2024/10/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	683	回笼
2024/10/22	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	1584	投放
2024/10/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	232	回笼
2024/10/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	2089	投放
2024/10/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	195	回笼

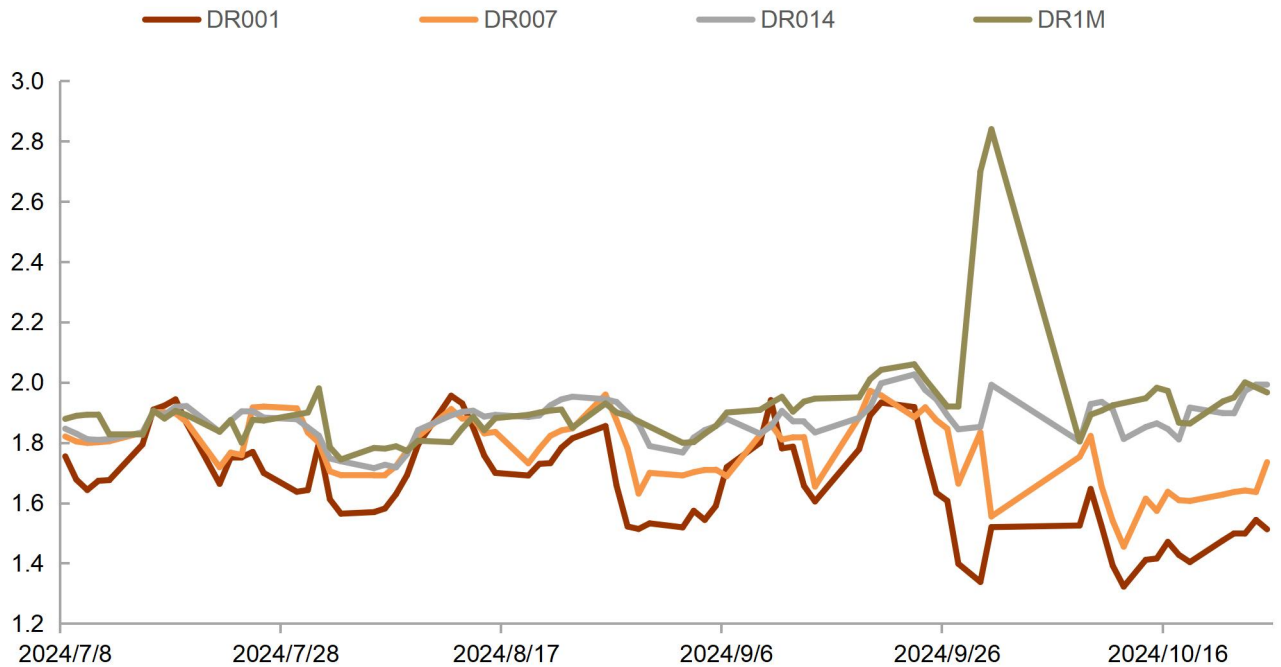
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



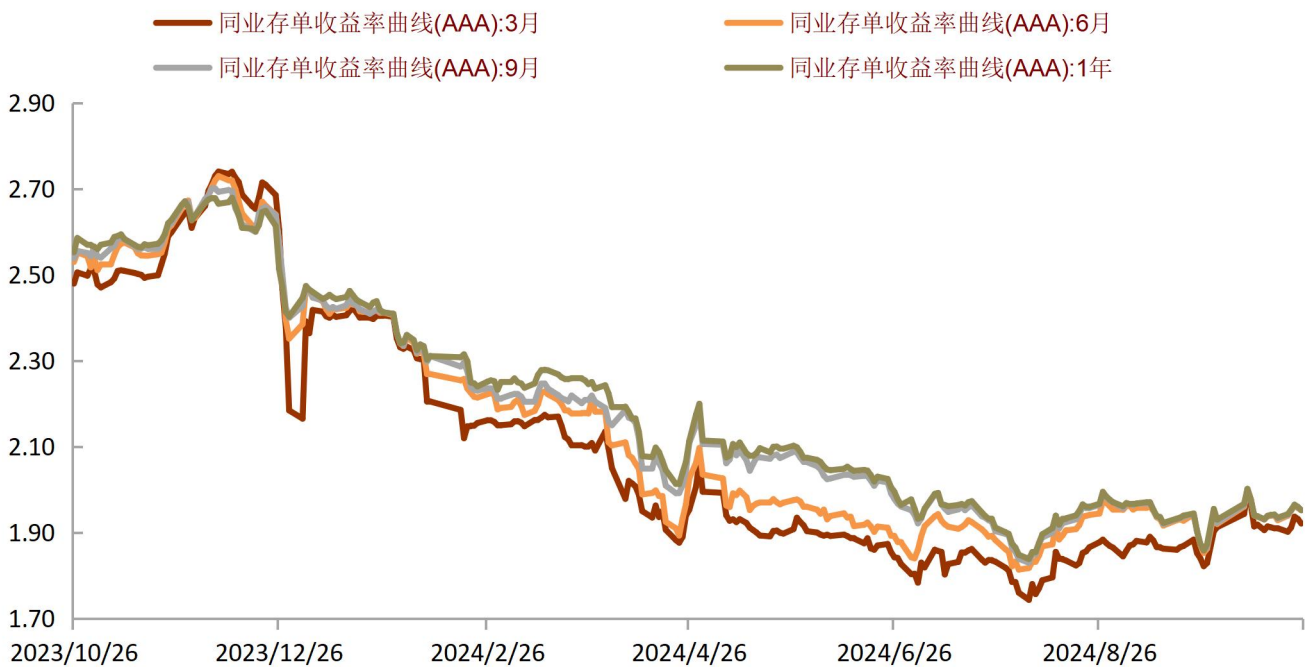
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市收益率出现一定幅度上行，其中 2Y 及以下期限国债现券收益率上行幅度较小，而更长期限国债现券收益上行幅度则相对较大。具体看上周债市主要是小作文及股债跷跷板行情，而临近人大常委会召开市场对财政刺激预期持续走强，而股市吃上涨也带动市场风险偏好持续好转，资金从债市持续抽离，因此即使有此前经济数据疲软及央行持续投放流动性，十年期国债期货也连续走出 4 根阴线。全周来看十年期国债期货主力合约 T2412 振幅 0.52%，最低价 105.725，最高价 106.275，终止价 105.795，下跌 0.365。

资金面方面：上周央行公开市场明显放量，全周共计净投放 19571 亿元。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金价格小幅上行，但总体依然处于宽松区间并明显低于 9 月中枢。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，资金面将持续利多中短期限债券。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，10 月前三周同比销量达 16%，如未来持续性较好则对社零数据有较好支撑。二是 30 城商品房成交面积同比虽然负增但较此前有明显改善迹象，成交面积绝对值亦尚可，预计未来伴随楼市刺激政策持续出台及生效，后续楼市数据持续改善概率较高。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。四是猪肉价格小幅下行，未来通胀数据依然需要等待刺激政策落地后逐步改善。五是南华工业品指数横盘震荡，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，但是当前市场更关注未来政策刺激力度，也正是因为如此市场小作文不断，虽然各版本差异较大，但从官方近期公布的消息尤其是有关官员在海外表态看，本来刺激政策必然规模巨大，而最终差异无非是速度上的差异，考虑到今年仅剩 2 个月，因此即使年内发债规模有限，也

敬请参阅最后一页免责声明

不影响总体规模及对未来经济的拉动效果。因此长债及超长债依然蕴含着相当大的调整风险，但中短债尤其是中短信用债由于资金面持续宽松，如能调整至10月8、9日水平，对比当前极低的政策利率及银行存款利率则有一定投资价值。因此策略方面我们建议等待债市第二轮调整后配置部分中短期高收益率信用债。

三、一周要闻

1、十四届全国人大常委会第三十二次委员长会议25日上午在北京人民大会堂举行。赵乐际委员长主持会议。会议决定，十四届全国人大常委会第十二次会议11月4日至8日在北京举行。委员长会议建议，十四届全国人大常委会第十二次会议审议学前教育法草案、文物保护法修订草案、矿产资源法修订草案、能源法草案、反洗钱法修订草案、各级人民代表大会常务委员会监督法修正草案；审议全国人大常委会委员长会议关于提请审议代表法修正草案的议案；审议国务院关于提请审议仲裁法修订草案的议案、关于提请审议海商法修订草案的议案、关于提请审议科学技术普及法修订草案的议案、关于提请审议关于延长授权国务院在营商环境创新试点城市暂时调整适用计量法有关规定的决定草案的议案；审议国务院关于提请审议批准《〈防止倾倒废物及其他物质污染海洋的公约〉1996年议定书》污水污泥修正案》的议案。委员长会议建议的常委会第十二次会议议程还有：审议国务院关于金融工作情况的报告，关于2023年度国有资产管理情况的综合报告和关于2023年度行政事业性国有资产管理情况的专项报告，关于建设中国特色、世界一流的大学和优势学科工作情况的报告，关于防沙治沙工作情况的报告；审议最高人民法院关于人民法院行政审判工作情况的报告；审议最高人民检察院关于人民检察院行政检察工作情况的报告；审议全国人大常委会执法检查组关于检查非物质文化遗产法实施情况的报告、关于检查社会保险法实施情况的报告；审议全国人大监察和司法委员会、环境与资源保护委员会、农业与农村委员会、社会建设委员会分别提出的关于十四届全国人大二次会议主席团交付审议的代表提出的议案审议结果的报告；审议全国人大常委会代表资格审查委员会关于个别代表的代表资格的报告；审议有关任免案等。

2、据美国联邦官方网站消息，美国商务部10月21日起启动变更情况审查(CCR)，考虑部分撤销中国晶硅光伏电池的反倾销税和反补贴税(AD/CVD)，并邀请相关各方发表意见，所涉产品为某些小型、低瓦数、离网晶硅光伏(CSPV)电池。

3、1—9月，全国一般公共预算收入163059亿元，同比下降2.2%。其中，全国税收收入131715亿元，同比下降5.3%；非税收入31344亿元，同比增长13.5%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入71710亿元，同比下降5.5%；地方一般公共预算本级收入91349亿元，同比增长0.6%。印花税2336亿元，同比下降22.9%。其中，证券交易印花税712亿元，同比下降54.2%。

4、从10月25日起，多家银行正式对存量房贷利率进行了批量下调。今日上午，包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行(601988)、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行以及浙商银行在内的多家银行，已完成了对房贷利率的调整工作。

5、记者从国家发展改革委最新了解到，截至目前，有将近一半增量政策已出台实施，其余增量政策也将加快出台。国家发展改革委将密切跟踪形势变化，及时研究新的增量政策。一揽子增量政策涉及5个方面，它们分别是：加强宏观政策逆周期调节进一步扩大国内需求加大助企帮扶力度推动房地产市场止跌回稳努力提振资本市场目前，有将近一半增量政策已出台实施，具体举措包括：提前下达2025年1000亿元中央预算内投资计划；1000亿元“两重”建设项目清单、降息降准、调整住房限购政策等。国家发展改革委表示，接下来，还将有一批增量政策继续出台实施，比如，提高学生资助补助标准并扩大政策覆盖面，提高本专

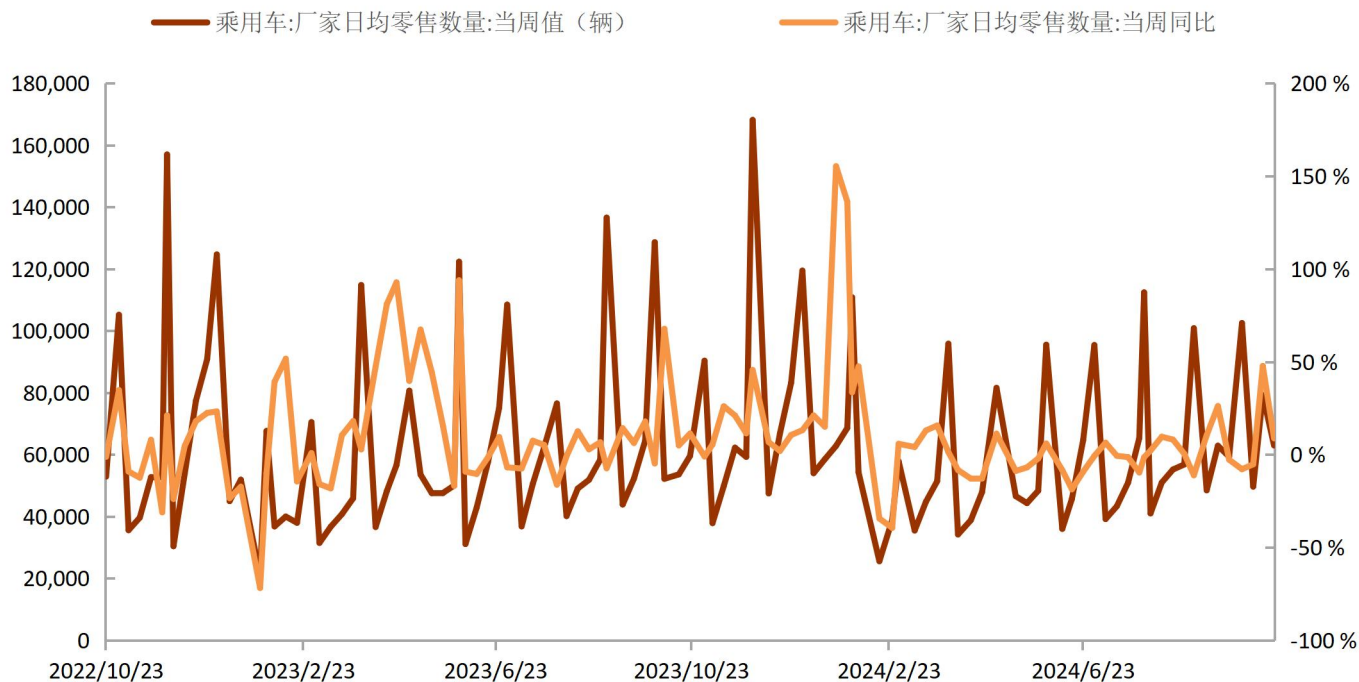
科生研究生国家助学贷款额度并推动降低贷款利率，最大限度扩大专项债券投向领域等。此外，一批改革举措在陆续推出。国家发展改革委将加快研究修订扩大鼓励外商投资产业目录、制定国有经济布局优化和结构调整指引目录，尽快出台全国统一大市场建设指引等。

6、国家统计局数据显示，1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 52281.6 亿元，同比下降 3.5%。

7、根据最新披露的基金三季报，今年三季度，中央汇金大举增持多只宽基 ETF，仅 4 只沪深 300ETF 和华夏上证 50ETF，就耗资高达 3000 亿元。根据华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF 披露的 2024 年三季报，今年三季度，中央汇金资产管理有限责任公司大手笔申购上述 ETF，总耗资额或高达 2600 亿元。此外，今年三季度，中央汇金还增持了华夏上证 50ETF，申购了 117.8 亿份，耗资接近 400 亿元。需要说明的是，从南方中证 500ETF、易方达创业板 ETF 等成长风格 ETF 的季报看，中央汇金今年三季度没有申购这些 ETF，表明中央汇金依然倾向于低估值的价值标的。

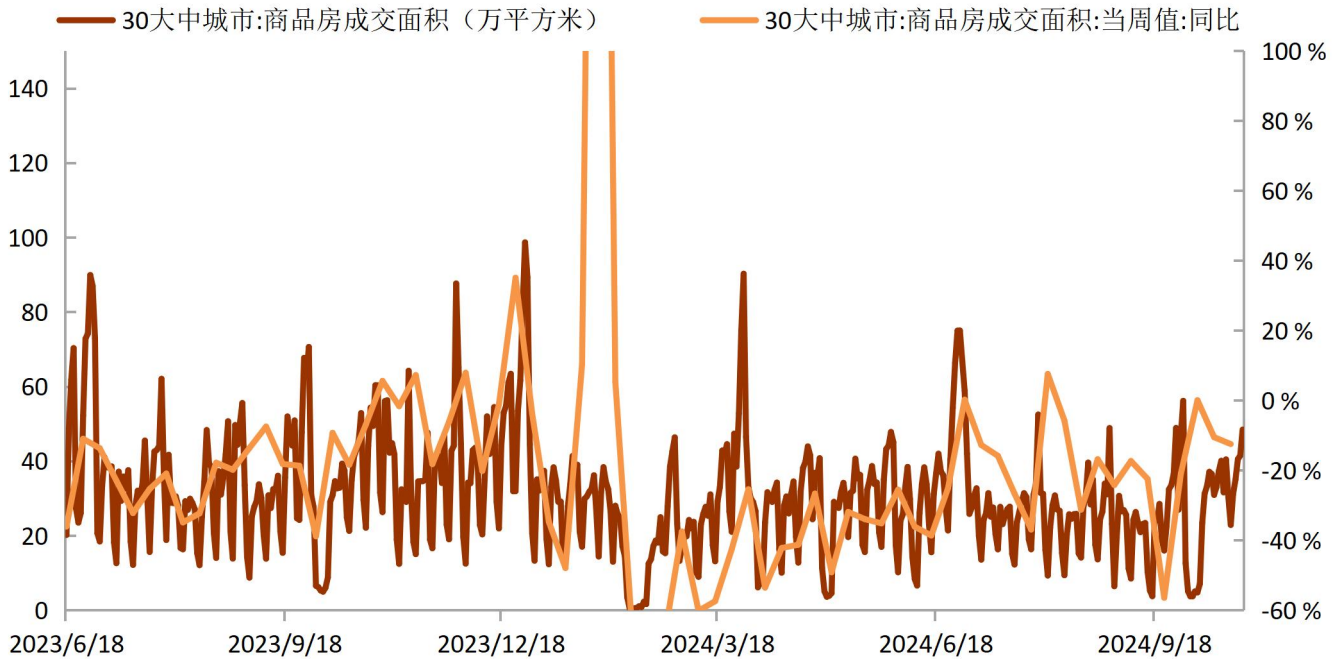
四、高频及相关数据跟踪

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



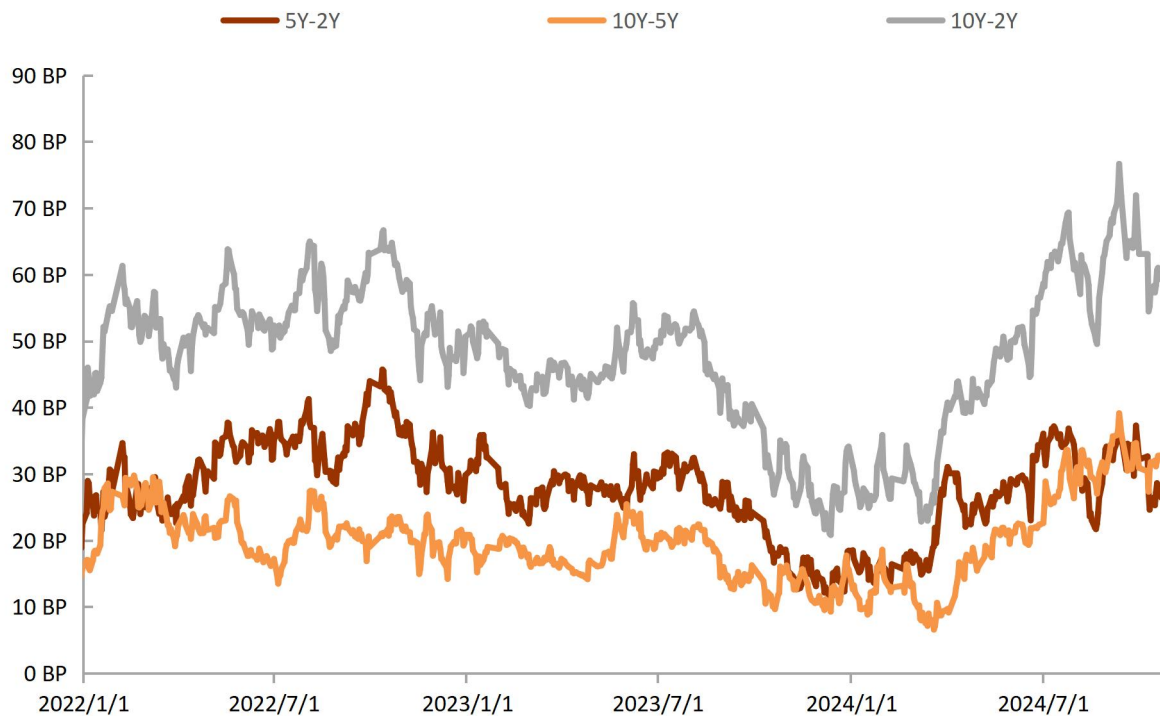
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



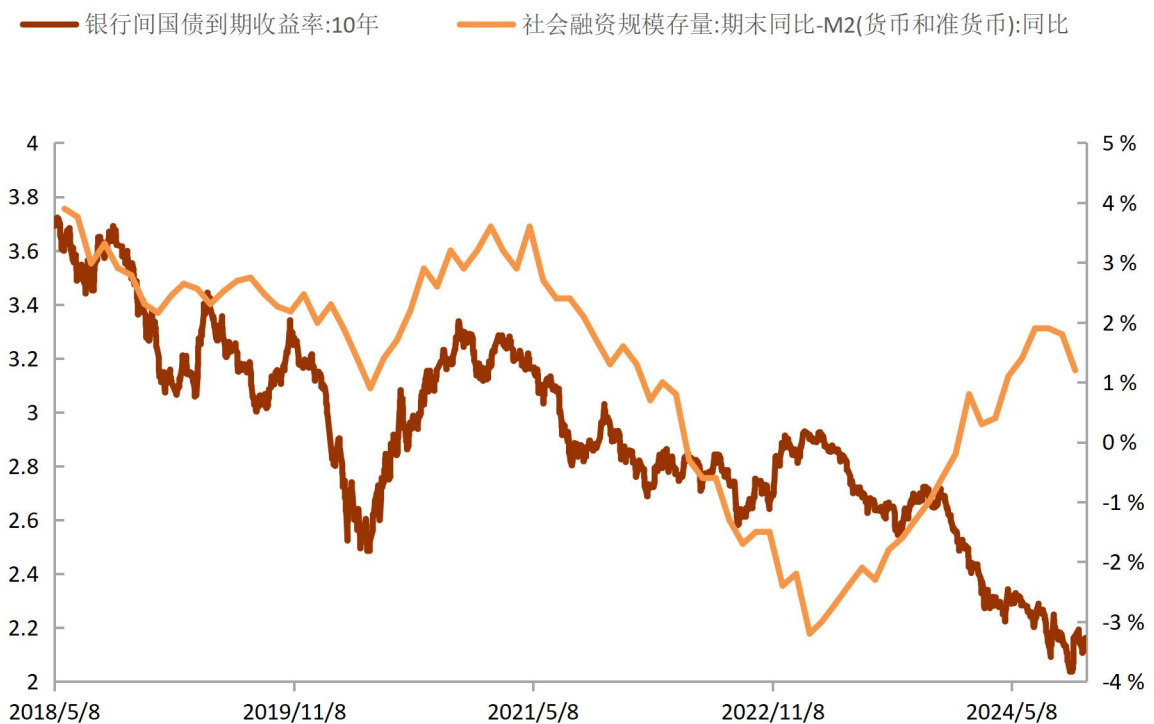
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



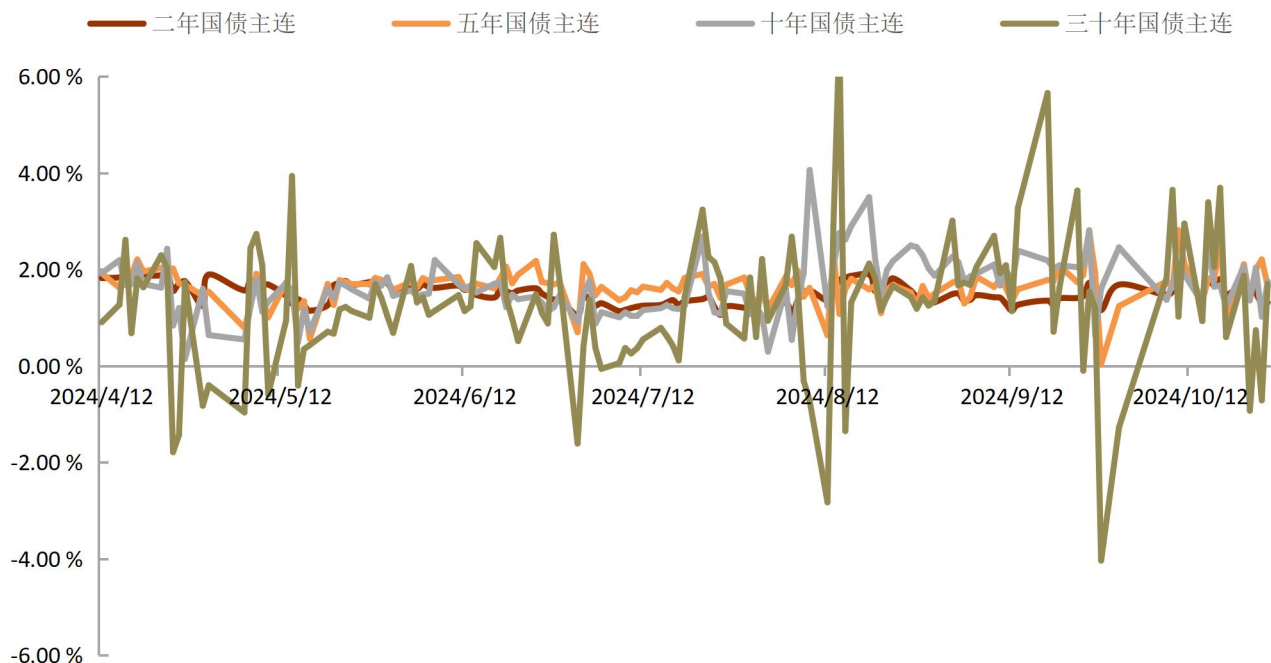
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



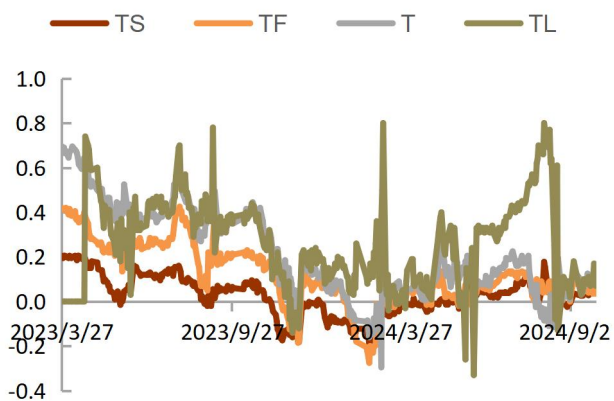
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

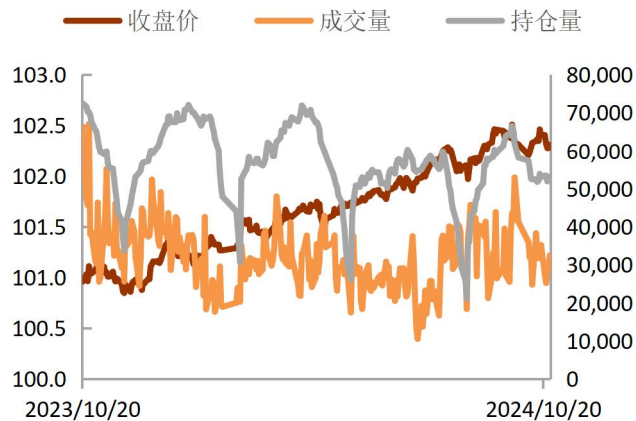


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

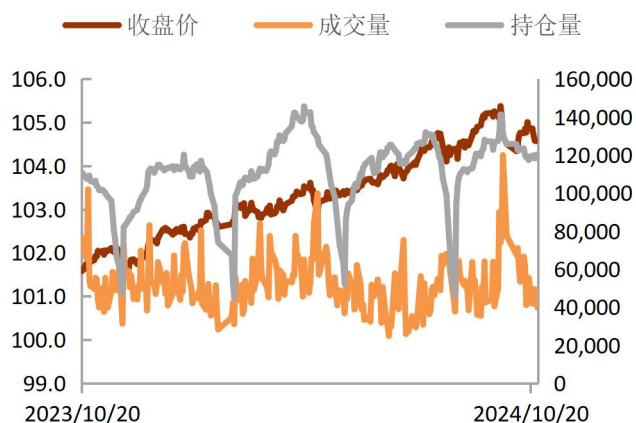


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

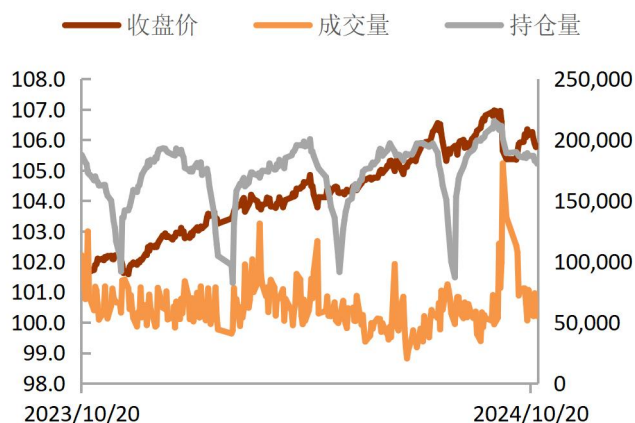


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

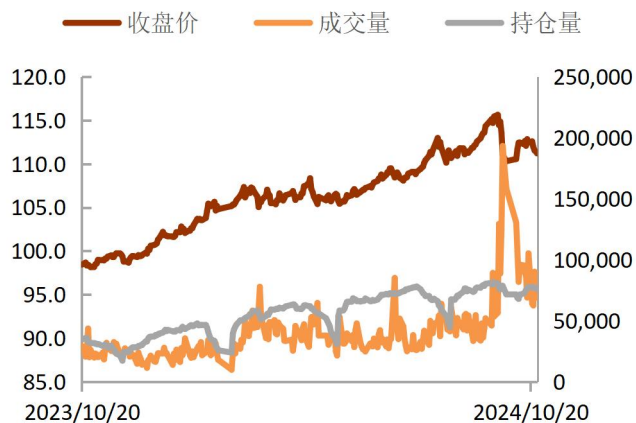


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

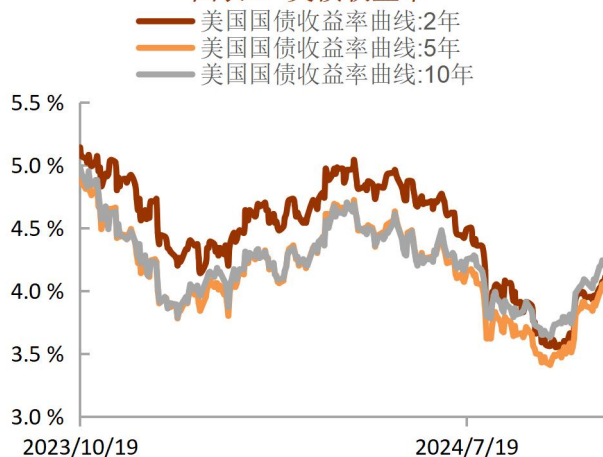


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

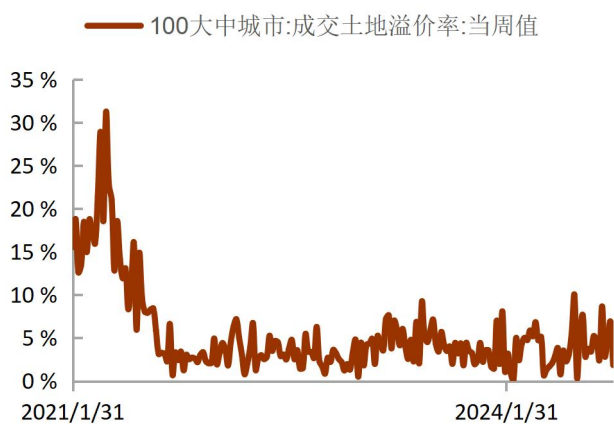


图表15 美债收益率

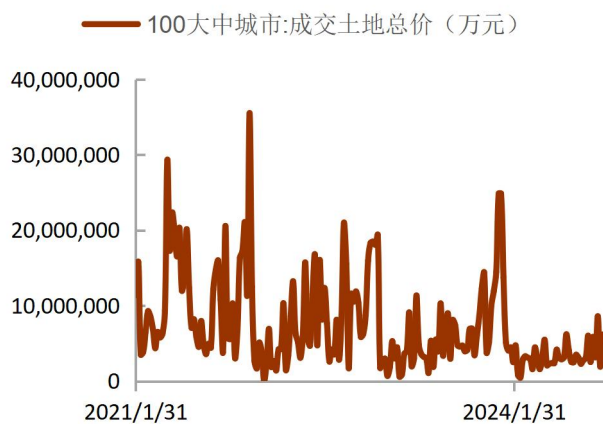


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

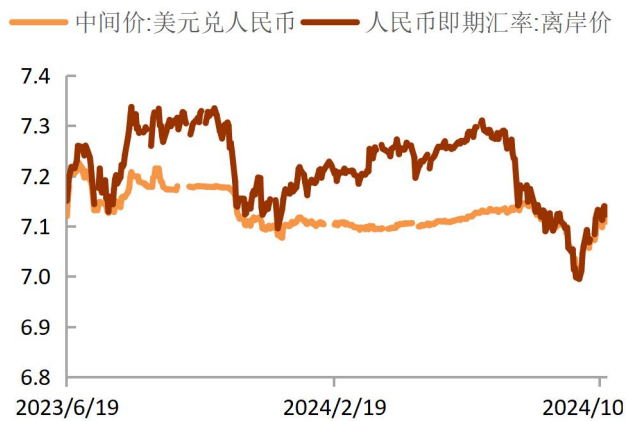


图表17 成交土地总价

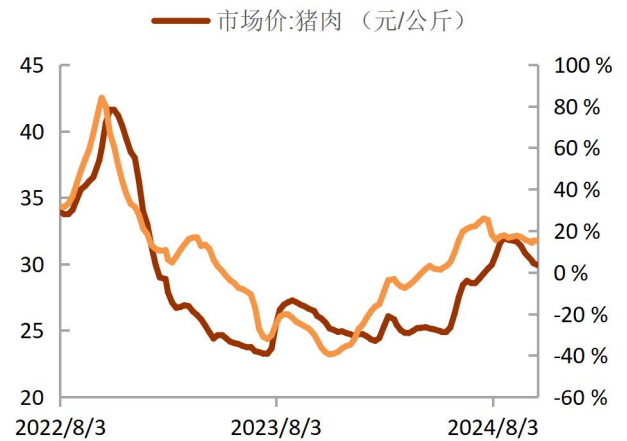


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

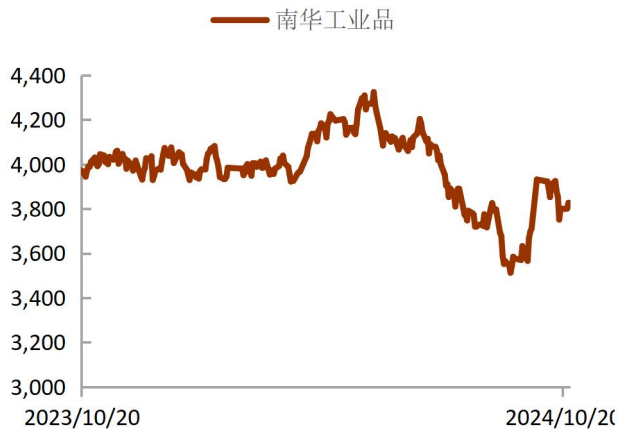


图表19 市场价：猪肉

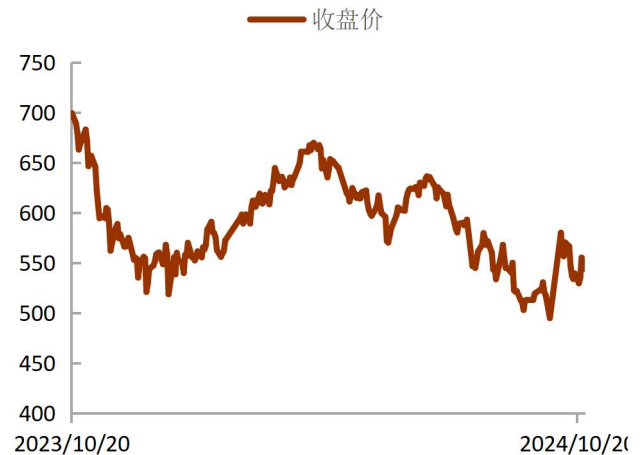


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。