



2024 年 12 月 23 日

央行再次喊话债市 但年内恐难有大幅调整

核心观点及策略

- 上周债市再度走强但周中波动剧烈，具体看首先是周一、周二债市延续此前上涨趋势并且以30Y为代表的超长期国债收益向下破2%创出历史。但周三盘中央行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，再次出面为债市降温，长债及超长债出现快速且剧烈调整。但此后以2年期为代表的中短债快速收复日内跌幅，而在短债带动下长债及超长债于下半年周再次上涨。全周来看十年期国债期货主力合约T2503振幅0.66%，最低价108.180，最高价108.900，终止价108.895，上涨0.405。
- 资金面方面：上周央行公开市场基本平量续作，但由于MLF到期与操作日期错位全周共计净回笼3102亿元。从DR001、DR007等关键期限加权成交价格看上周资金价格依然维持低位，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，政治局会议及中央经济会议均表现出了明显降准降息信号，再结合当下海外风险和国内需求疲软等背景，未来一段时间的货币政策依然将利多债市。
- 策略建议：降低账户久期及杠杆规避调整风险
- 风险因素：政策刺激超预期、股市再次上涨

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
T2503	108.8950	0.3200	-4271	410767	182563
TF2503	106.7050	0.2750	2564	343946	129061
TS2503	103.0660	0.1680	3186	200270	65054
TL2503	118.4000	0.4700	3274	427099	79665
T2506	108.8550	0.3900	2936	36018	17953
TF2506	106.7250	0.3150	2520	19570	7227
TS2506	103.1960	0.1680	927	7931	3929
TL2506	117.9700	0.4800	461	64320	23801

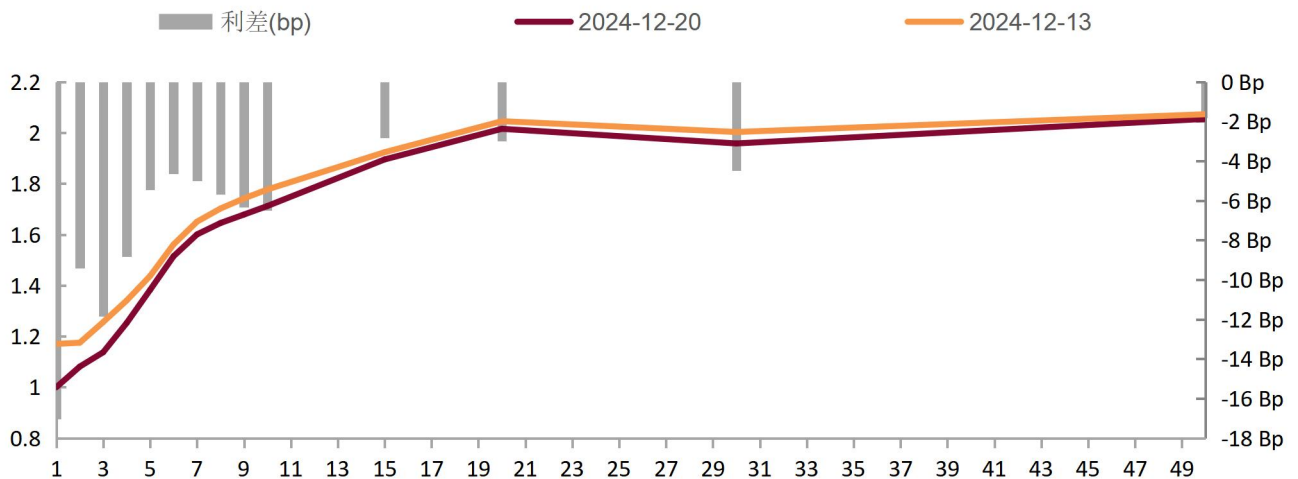
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)				-3102		
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2024/12/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	2051	回笼
2024/12/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	1016	投放
2024/12/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	806	投放
2024/12/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	661	回笼
2024/12/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	786	回笼
2024/12/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	3876	投放
2024/12/17	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	1416	回笼
2024/12/17	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	3554	投放
2024/12/16	逆回购	7 日回购	7 天	1.50	7531	投放
2024/12/16	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.50	471	回笼
2024/12/16	MLF 回笼	1 年 MLF	12 月	2.50	14500	回笼

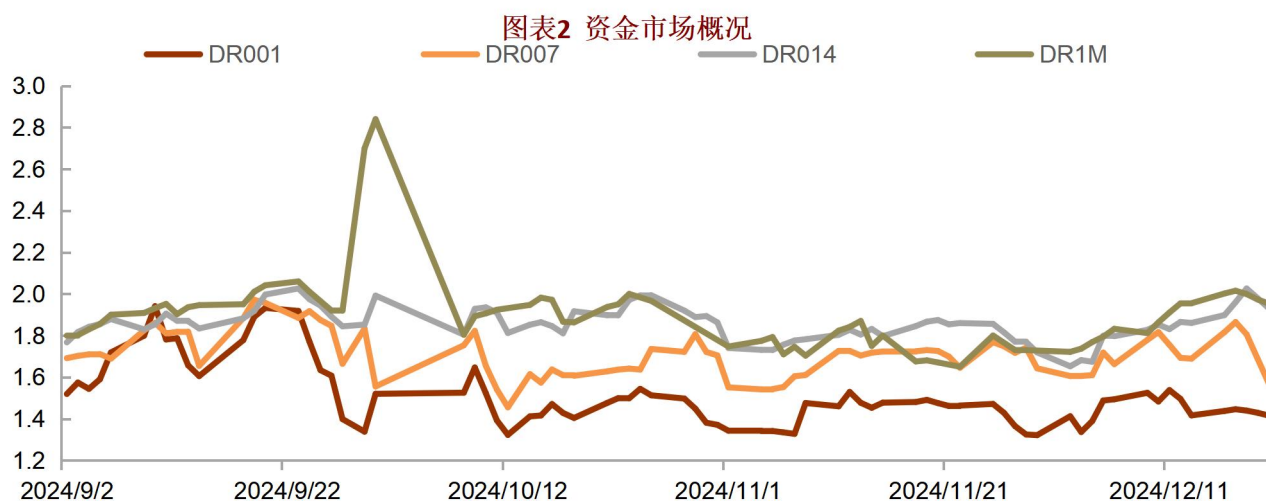
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



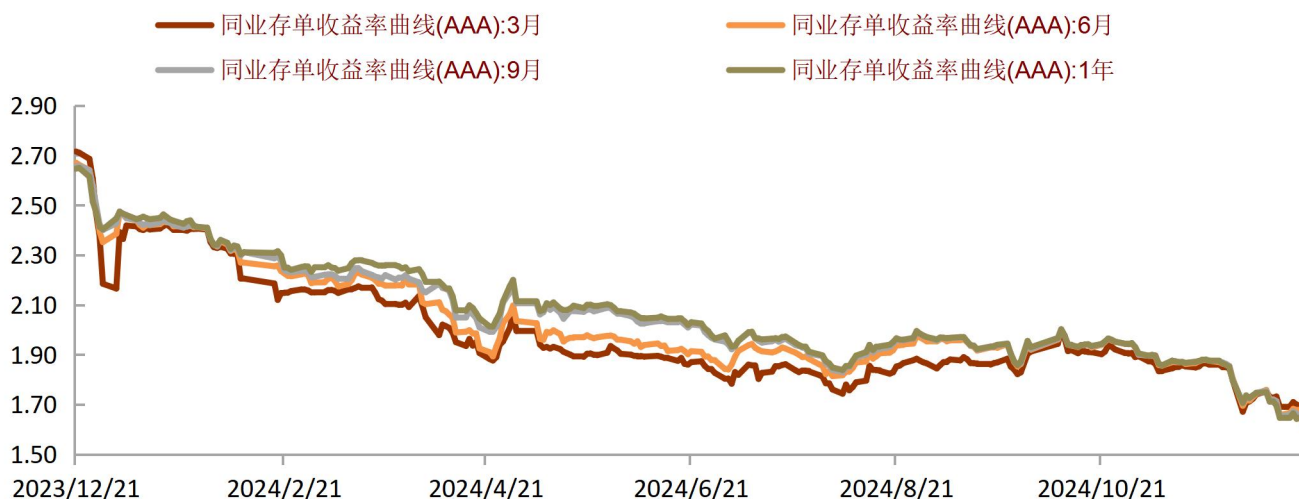
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明



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

上周债市再度走强但周中波动剧烈，具体看首先是周一、周二债市延续此前上涨趋势并且以 30Y 为代表的超长期国债收益向下破 2% 创出历史。但周三盘中央行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，再次出面为债市降温，长债及超长债出现快速且剧烈调整。但此后以 2 年期为代表的中短债快速收复日内跌幅，而在短债带动下长债及超长债于下半年周再次上涨。全周来看十年期国债期货主力合约 T2503 振幅 0.66%，最低价 108.180，最高价 108.900，终止价 108.895，上涨 0.405。

敬请参阅最后一页免责声明

资金面方面：上周央行公开市场基本平量续作，但由于 MLF 到期与操作日期错位全周共计净回笼 3102 亿元。从 DR001、DR007 等关键期限加权成交价格看上周资金价格依然维持低位，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，政治局会议及中央经济会议均表现出了明显降准降息信号，再结合当下海外风险和国内需求疲软等背景，未来一段时间的货币政策依然将利多债市。

高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据，12 月前 2 周销量同比增长均维持在 30% 附近，车市持续走强有望带动消费数据持续恢复。二是 30 城商品房成交面积同比 11、12 月前持续走强同比维持两位数正增长，并且在近期再次冲高并创出下半年高点，总体看楼市数据依然明显好于今年前三季度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 指数持续小幅反弹，随着特朗普当选，美加征关税预期升温海外零售商抢进口将持续利好年内出口。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。

展望未来债市，虽然传闻中的银行 25 年债基免税规模不得超 24 年底未有官方报道，但近期短债的持续爆买行情却在侧面印证传闻的可信度，上周 1Y 国债现券到期收益率甚至被买至 0.85% 附近，而央行政策利率仍维持在 1.5% 水平，DR001、GC001 也维持在 1.7% 附近，资产端与负债端已严重倒挂。因此如在冲规模需求下引起的债券配置刚需，则年内恐难有调整。但跨年后面面对规模上限限制及债券供给压力增大债市存在超涨后回调风险。因此策略方面我们依然建议降低久期及杠杆预防未来债市调整风险，跨年后如有必要可利用国债期货工具进行对冲，尤其是当前涨幅较大的 2Y 期国债期货。

三、一周要闻

1、国务院研究室：明年要实施更加积极的财政政策，其中“更加积极”主要体现在三个方面。体现在规模上。刘日红说，明年将提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券的发行使用，这些方面规模的扩大本身就体现了“更加积极”。体现在进度上。“加快速度体现一种力度，也是一种‘积极’。”刘日红表示，明年要加快各项财政资金的下达、拨付，尽早落实到项目上、形成实际工作的成果。体现在结构上。会议明确，“优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲”。刘日红认为，这一部署从一个侧面体现了明年财政政策更加积极发力的方向。

2、中央财办有关负责同志表示，关于大力提振消费，明年将实施提振消费专项行动，重点是把促消费和惠民生紧密结合起来。一方面，要在增强消费能力、提升消费意愿上下功夫。明年将通过加大财政对终端消费直接投入、提升社会保障水平等多种方式，推动居民收入稳定增长。比如，促进重点群体就业；完善劳动者工资正常增长机制，加快构建以技能为导向的薪酬分配制度；适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，制定促进生育政策，以及着力稳住楼市股市等，多渠道增加居民收入。同时，持续优化促消费政策、完善相关制度、改善消费环境。社会普遍反映，今年“两新”政策效果很好。明年将加力扩围，安排更多资金，把更多消费品纳入支持范围，优化补贴发放流程。另一方面，要在适应消费结构变化、增强供需适配性上做文章。要加快完善相关支持政策，鼓励各类经营主体提供多元化服务，着力满足居民在健康、养老、托幼、家政等方面的消费需求。要大力培育文化、旅游、体育、演出、数字等新型消费。要积极开发更加多样化的消费场景，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。要充分运用虚拟现实、人工智能等新技术，继续大力培育具有创新、跨界等特点的新型融合消费业态。

3、中国结算公告，为加大上市公司分红激励力度，推动增强投资者回报，自 2025 年 1

月 1 日起，对沪、深市场 A 股分红派息手续费实施减半收取的优惠措施，即按照派发现金总额的 0.5% 收取分红派息手续费，手续费金额超过 150 万元以上的部分予以免收。

4、美国当选总统特朗普 16 日说，美中两国联手可以解决世界上所有问题。特朗普当天在佛罗里达州海湖庄园举行记者会时作出上述表态。“中国和美国可以一起解决世界上所有问题，你想想，这很重要。” 特朗普说。

5、12 月 16 日，中国人民银行党委召开会议，传达学习中央经济工作会议精神，按照全国金融系统工作会议部署，研究明确贯彻落实举措。实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。引导银行充分满足有效信贷需求，增强信贷增长稳定性。强化利率政策执行和传导，促进社会综合融资成本稳中有降。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

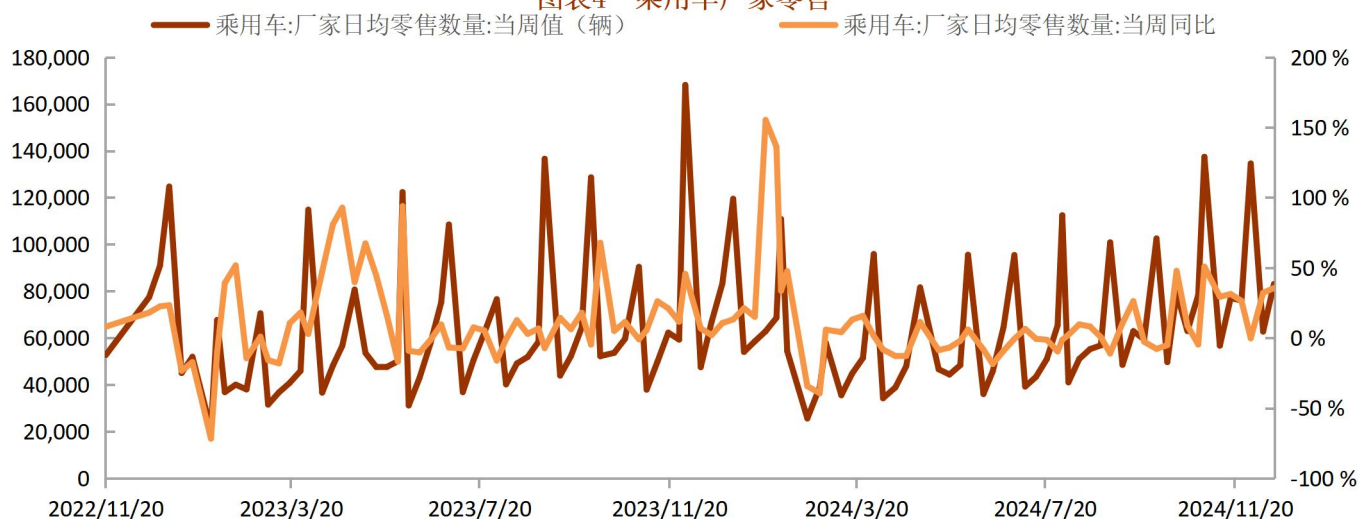
6、据 21 世纪经济报道，央行约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，提了一些要求，主要包括：要密切关注自身利率风险等风险状况，提高投研能力，加强债券投资稳健性；依法合规开展投资交易，央行近期已经严厉查处了一批涉嫌出借账户、扰乱市场价格、利益输送、内控缺失等违规行为的机构，同时正在全面摸排违规行为线索，后续将保持常态化的执法检查，对债券市场违法违规行为零容忍。

7、中国 11 月社会消费品零售总额同比增长 3%，前值 4.80%

8、1—11 月，全国一般公共预算收入 199010 亿元，同比下降 0.6%。其中，全国税收收入 161922 亿元，同比下降 3.9%；非税收入 37088 亿元，同比增长 17%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 89382 亿元，同比下降 2.5%；地方一般公共预算本级收入 109628 亿元，同比增长 1.1%。

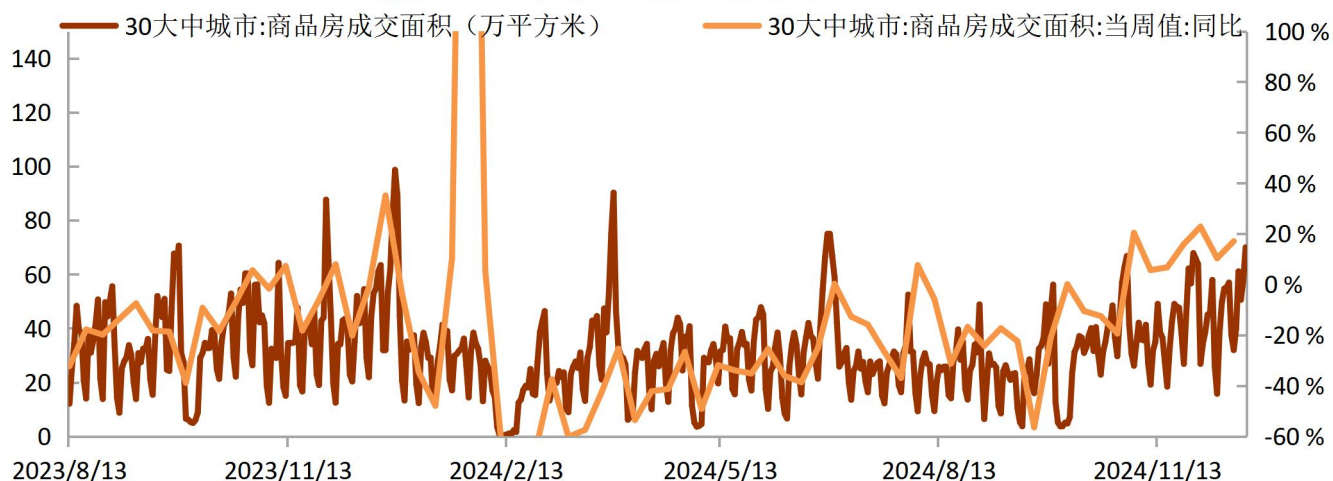
四、高频及相关数据跟踪

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



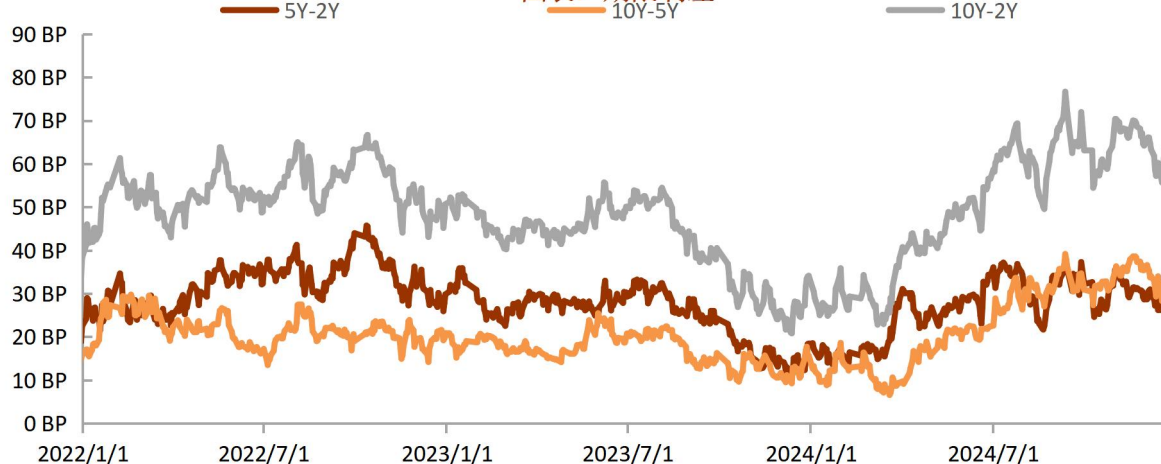
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



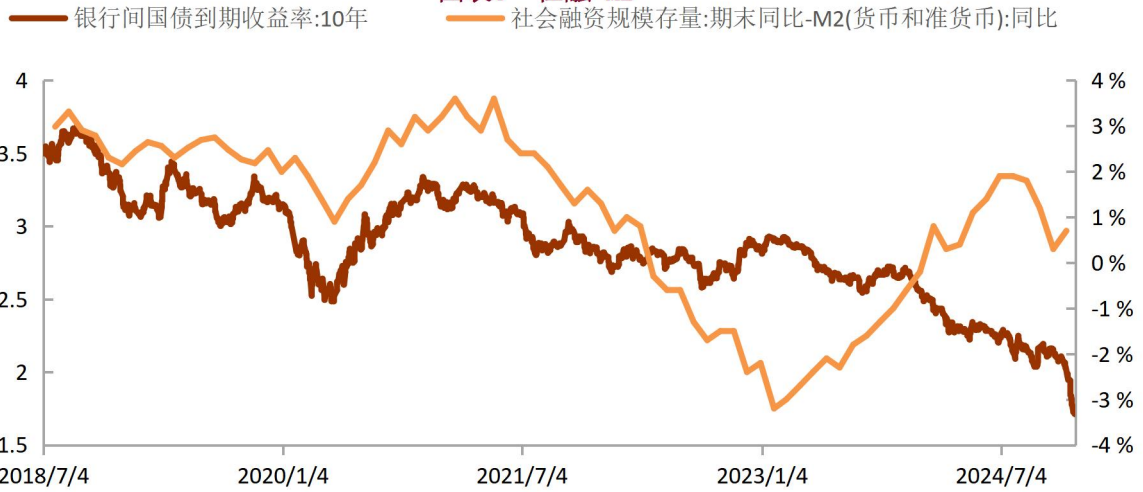
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



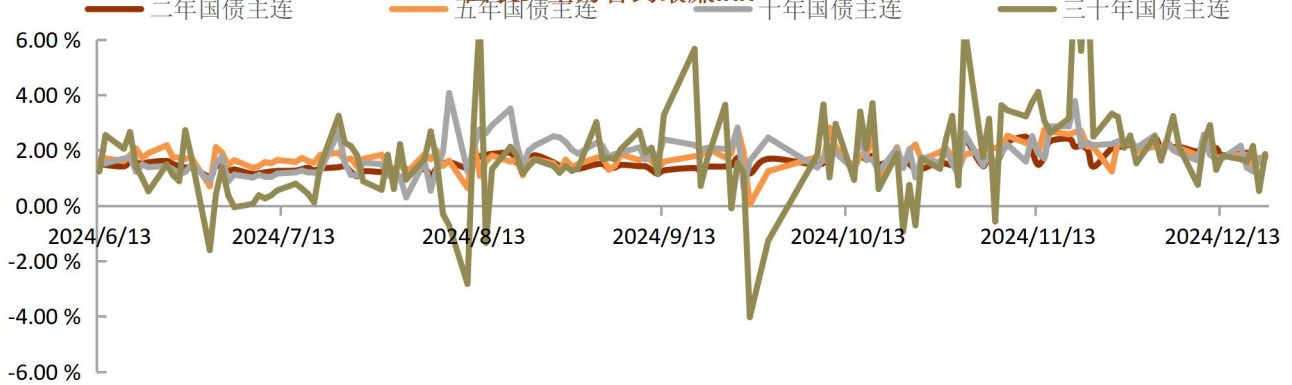
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



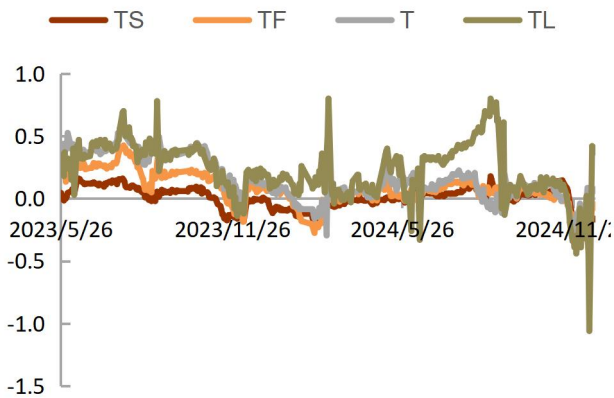
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

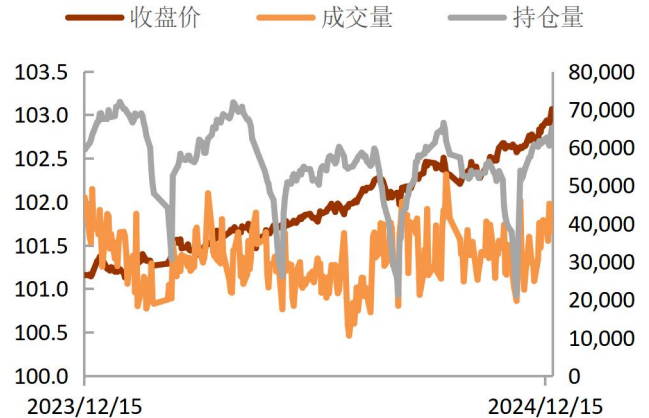


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差 (当季-下季)

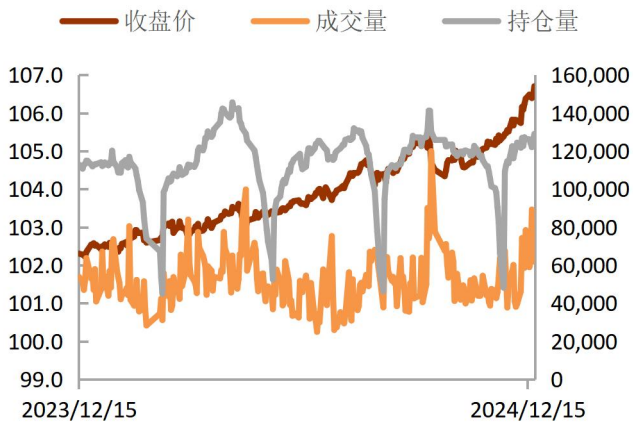


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

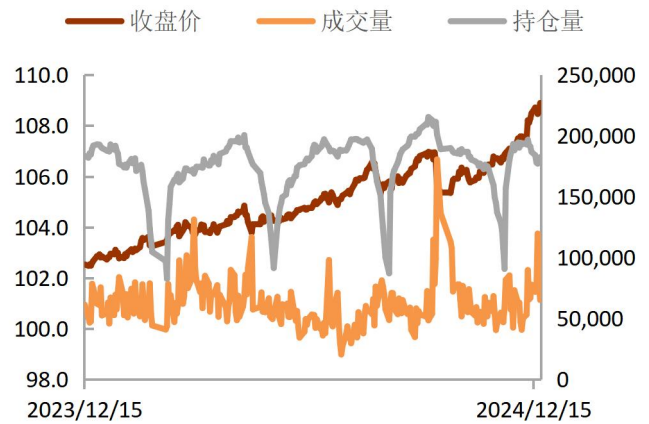


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

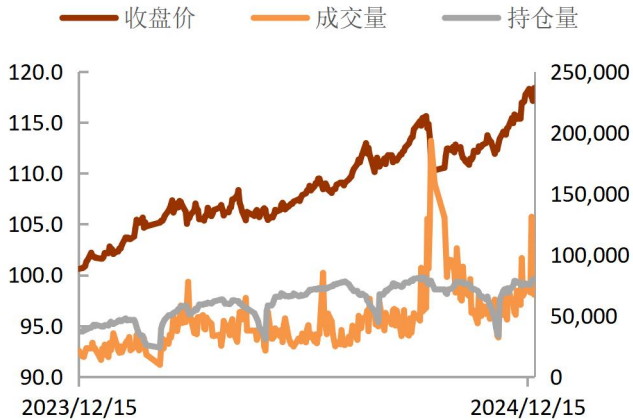


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

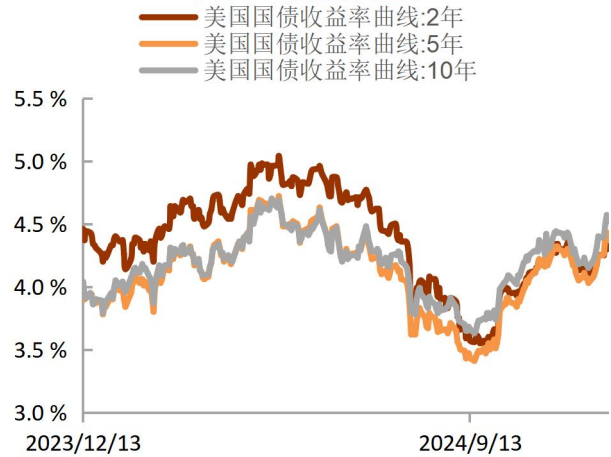


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量

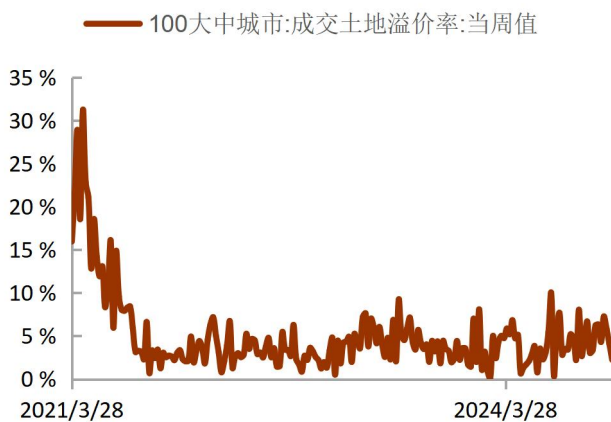


图表15 美债收益率

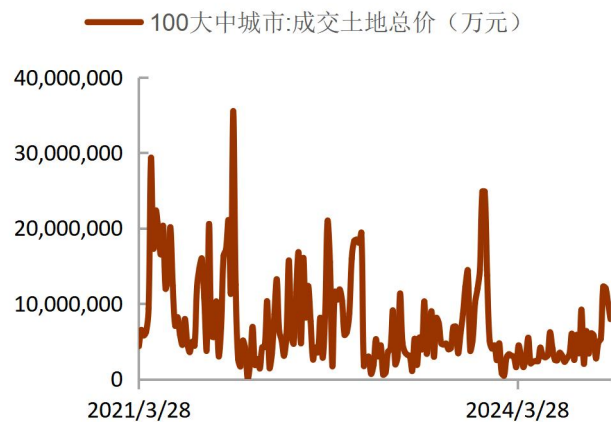


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率

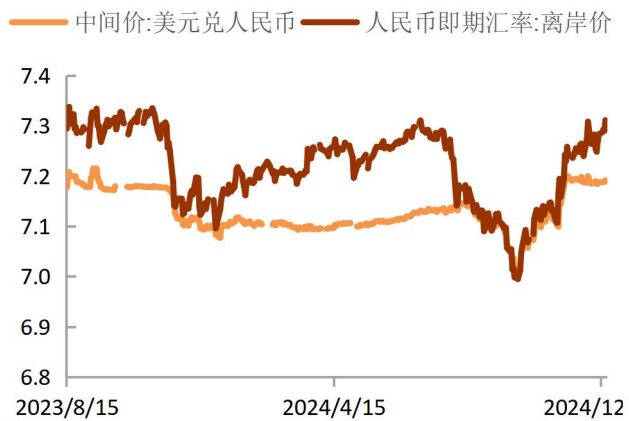


图表17 成交土地总价

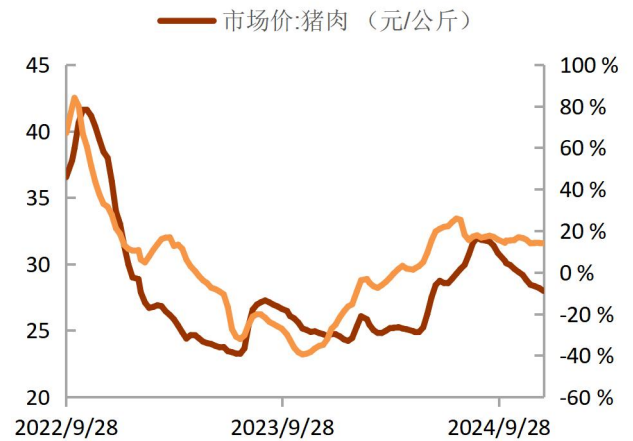


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

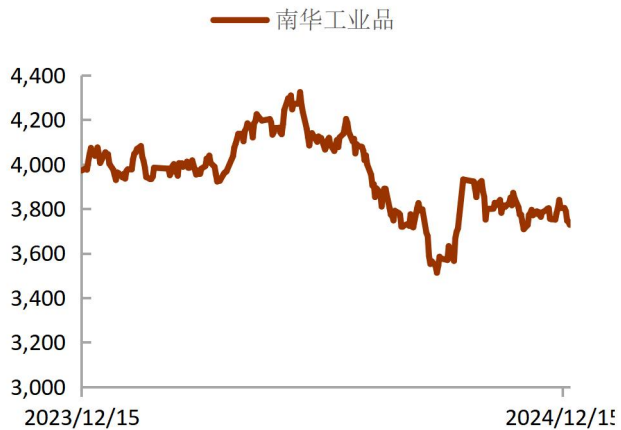


图表19 市场价：猪肉

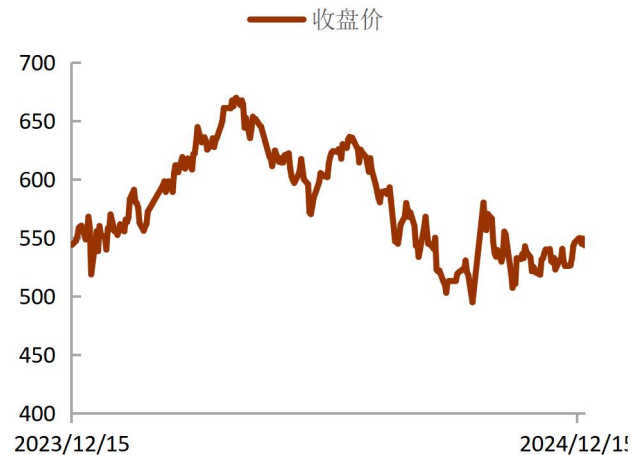


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。