

2023年10月9日



经济数据向好、债市预期反转

核心观点及策略

- 宏观方面，9月公布的大部分经济数据均出现好转，目前市场对经济基本面悲观预期已有所扭转，同时9月现行数据PMI也重返扩展区间，叠加双节期间消费数据大幅走高，市场对经济基本面预期好转仍有持续性。高频数据方面乘用车厂家零售同比继续维持走高。房地产方面，30城商品房成交面积于9月底创出了7月以来新高。
- 海外方面，美国9月新增非农就业人口33.6万人，远超外界预期的17万人，美债持续维持高息状态概率上升。以色列宣布进入“战争状态”。如未来冲突范围扩大，恐再次助涨国际原油价格，推升通胀水平。
- 整体来看，我们认为当前依然是基本面好转利空债市叠加资金面持续宽松对债市相对利多，因此目前债市仍难有趋势性行情，未来大概率维持横盘震荡。机会方面，我们依然认为更多的是结构性机会，一方面TS2312IRR维持高位存在正套机会，另一方面10Y-2Y国债现券利差依然较窄存在一定做多利差机会。
- 风险点：国债、地方债增发，地产刺激政策持续出台，中东冲突扩大加剧油价上涨。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】
84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2023年9月债市行情回顾.....	4
二、资金面分析.....	5
1、DR001.....	5
2、央行公开市场.....	6
3、存单.....	7
三、基本面分析.....	7
1、财政扩张带动社融反弹.....	7
2、CPI 环比涨幅略有扩大，同比由降转涨.....	9
3、PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄.....	11
4、社会消费品零售总额增速超预期.....	13
5、工业增加值稳中向好.....	14
6、固定资产投资.....	15
7、高基数消退出口同比企稳.....	16
8、工业企业利润.....	18
9、制造业 PMI 连续 4 个月回升.....	19
10、其他重点关注数据.....	21
四、行情展望.....	25

图表 1	国债期货及现券走势.....	4
图表 2	国债收益率曲线.....	5
图表 3	资金市场概况.....	5
图表 4	央行公开市场操作概况.....	6
图表 5	存单一级市场概况.....	7
图表 6	金融数据概览.....	8
图表 7	新增额同比变化（亿元）.....	8
图表 8	社融-M2.....	9
图表 9	全国居民消费价格涨跌幅.....	10
图表 10	CPI 分项同比及变化.....	11
图表 11	工业生产者出厂价格指数.....	12
图表 12	PPI 分类别同比及变化.....	13
图表 13	社会消费品零售总额同比.....	14
图表 14	规模以上工业增加值.....	15
图表 15	工业增加值分类型.....	16
图表 16	出口总值(人民币计价).....	17
图表 17	重点产品出口金额(人民币计价): 亿元.....	18
图表 18	规模以上工业企业:利润总额:当月同比.....	19
图表 19	制造业 PMI、综合 PMI.....	20
图表 20	制造业 PMI 分项.....	21
图表 21	乘用车厂家零售.....	21
图表 22	商品房成交面积（30 大中城市）.....	22
图表 23	航运指数.....	22
图表 24	期限利差.....	23
图表 25	主力合约最廉 IRR.....	23
图表 26	国债期货跨期价差（当季-下季）.....	24
图表 27	T 主连收盘价、成交量、持仓量.....	24
图表 28	美国国债收益率曲线.....	24
图表 29	人民币汇率.....	24
图表 30	市场价：猪肉.....	25
图表 31	南华工业品指数.....	25

一、2023年9月债市行情回顾

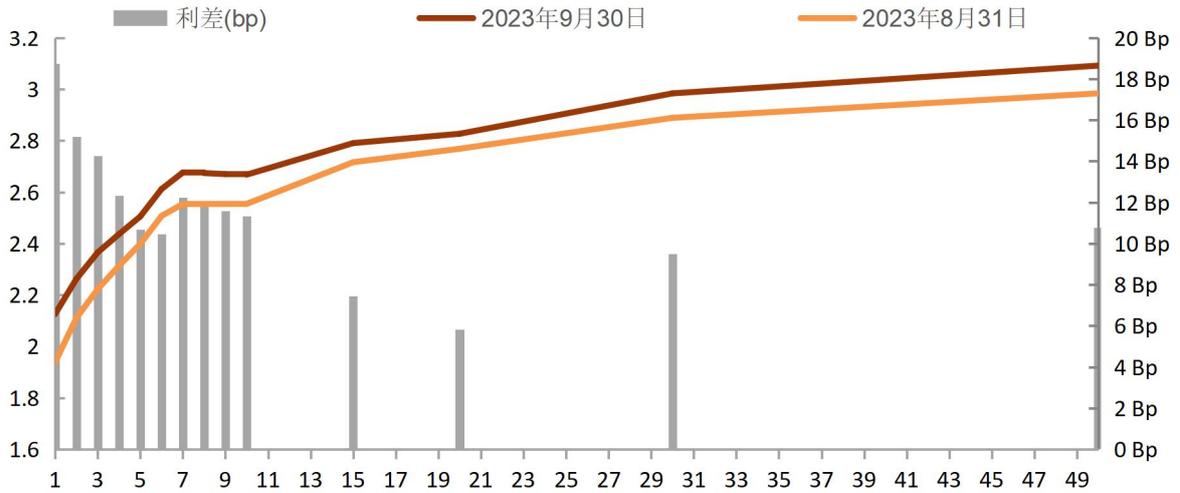
2023年9月，虽然央行货币政策持续加码宣布降准25BP，但受一线城市稳地产政策不断加码、经济数据改善、国债供给放量等“宽信用”扰动影响，叠加资金面偏紧，机构赎回演绎，10年期国债收益率曲线从2.5575%上行至2.6751%，活跃券盘中短暂突破2.7%，短端受资金和赎回的影响更甚，调整幅度超过长端。从MLF和10Y国债活跃券利差来看，9月10Y期国债收益率与同期MLF利差最高达20bp，已超过今年1月底债市调整的最大利差18bp。同时9月同业存单收益率快速上行，1Y期AAA同业存单最高上行至2.51%，较8月16日2.21%的低点上行30bp。9月10Y-2Y期限利差最低压至37.21bp（9月20日）。一方面当前债券收益率相比政策利率偏高，另一方面从期限利差上看当前债市情绪已明显降温，市场对经济基本面预期存在反转可能。

图表 1 国债期货及现券走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 国债收益率曲线



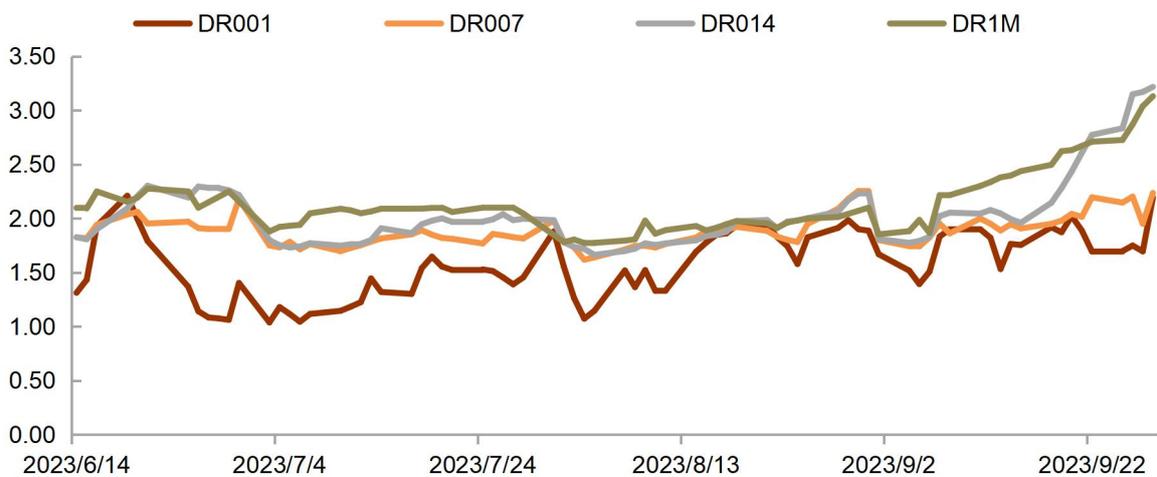
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

进入九月，央行投放力度依旧不减，当月运用逆回购与MLF等常规工具，净投放流动性1.1万亿，远超历史同期（平均4000亿）；结合降准释放的5000亿，合计供给规模至少1.6万亿。但从投放节奏来看，供给主要集中在九月下旬，23-28日期间，单周净投放1.2万亿，较上年同期增加3000亿。

二、资金面分析

1、DR001

图表 3 资金市场概况

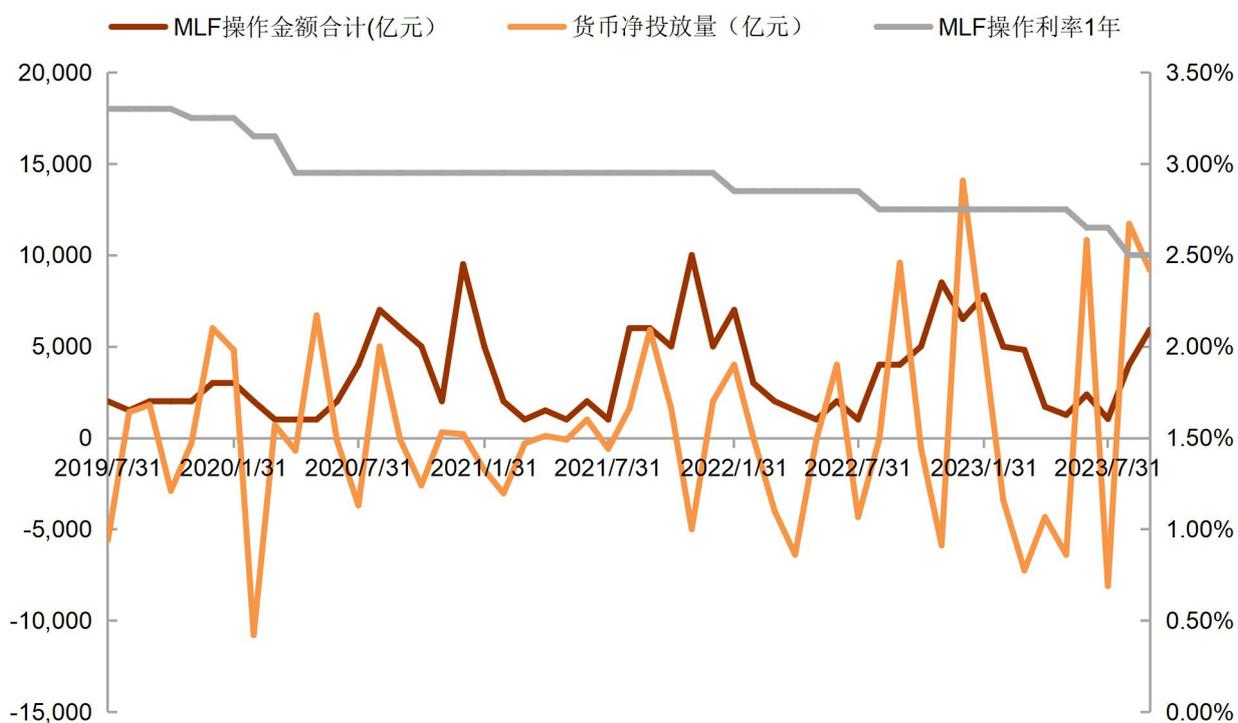


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9月面临跨季，资金面品种差异较大，月初DR014、DR1M为代表的跨季资金加权成交价格便开始持续走高。不过在央行持续呵护下R001、R007为代表的月内资金加权成交价格则相对平稳，中枢分别在1.9%、2.1%左右。9月央行25bp降准落地，公开市场净投放11090亿元(其中MLF净投放1910亿元，国库定存等量续作)。从资金利率的绝对水平看9月R001、R007月均值分别报收1.86%、2.12%，分别较8月上行9.27bp、15.73bp，从资金分层现象来看，伴随资金面收敛，9月资金分层现象小幅加剧。9月R007-DR007月均值升至14.83(8月为9.34bp)，这一水平明显低于6月(30.04bp)，和7月水平(17.72bp)接近。

2、央行公开市场

图表 4 央行公开市场操作概况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、存单

图表 5 存单一级市场概况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9月受跨季影响，存单一级发行收益率持续走高，9月1年AAA同业存单收益率最高触及2.51%，超越同期MLF利率。不过9月末随着赎回扰动减弱，跨季资金大幅收紧的隐忧有所缓解，存单一级、二级成交首先出现短暂企稳迹象，国股行1年期存单定价下行至2.4%附近，存单定价大幅下行空间相对有限。

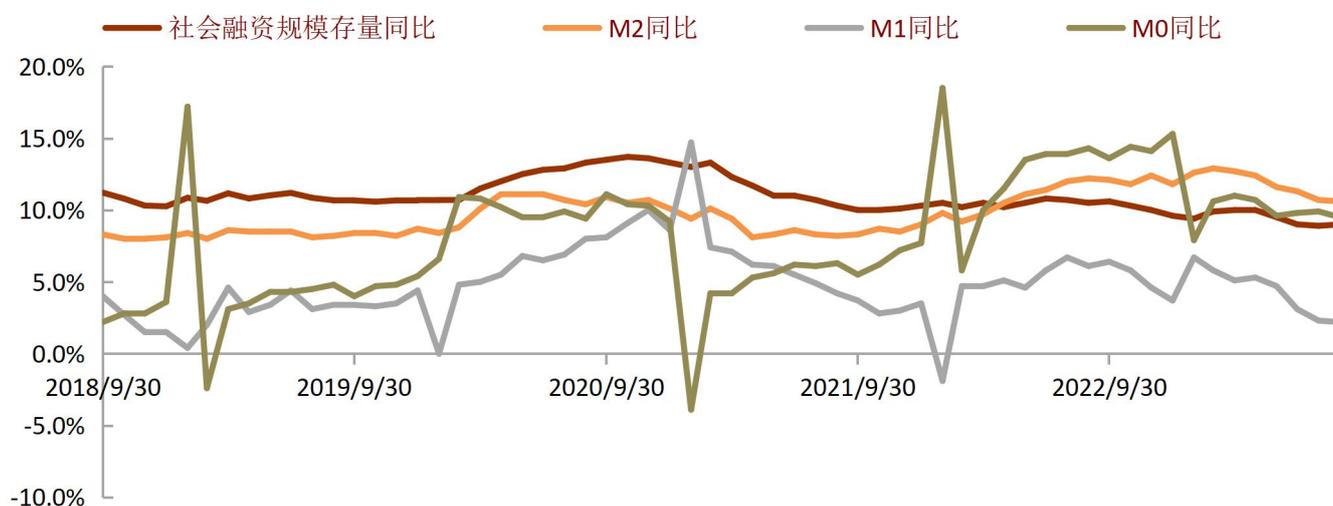
三、基本面分析

1、财政扩张带动社融反弹

根据中国人民银行9月11日发布的数据，8月末，广义货币(M2)余额286.93万亿元，同比增长10.6%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和1.6个百分点。狭义货币(M1)余额67.96万亿元，同比增长2.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和3.9个百分点。流通中货币(M0)余额10.65万亿元，同比增长9.5%。当月净投放现金386亿元。初步统计，2023年8月末社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为230.24万亿元，同比增长10.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.82万亿元，同比下降16.8%；委托贷款余额为11.33万亿元，同比增长2.4%；信托贷款余额为3.77万亿元，同比下降2.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.67万亿元，

同比下降 8.2%；企业债券余额为 31.46 万亿元，同比下降 0.2%；政府债券余额为 65.15 万亿元，同比增长 11.5%；非金融企业境内股票余额为 11.28 万亿元，同比增长 10.2%。

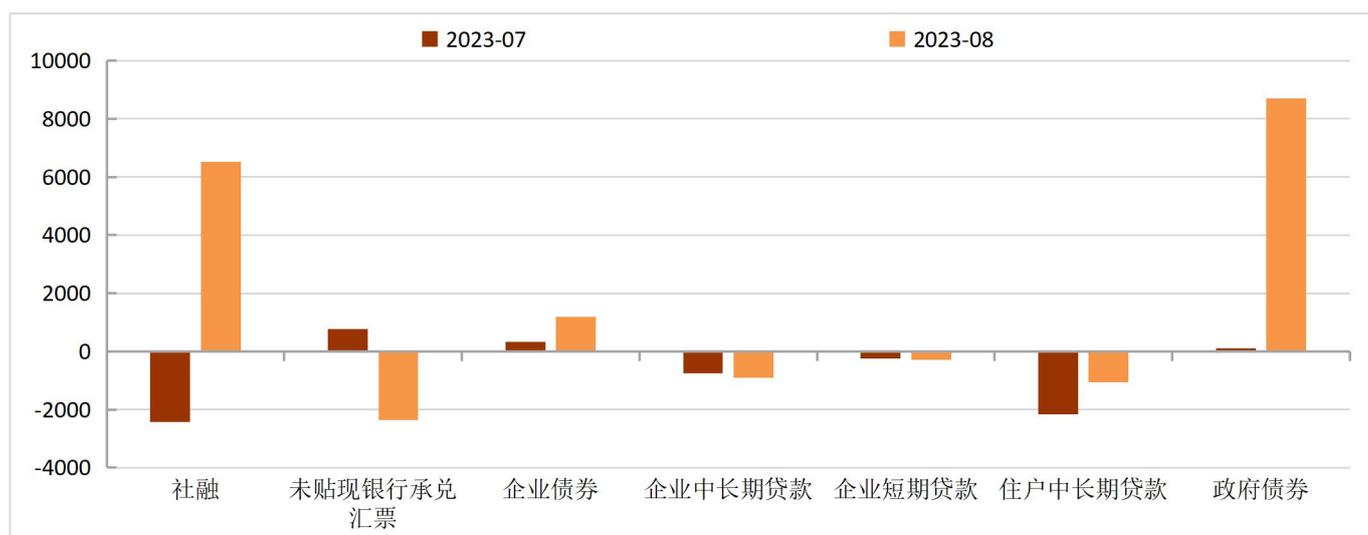
图表 6 金融数据概览



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

从结构看，8月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.5%，同比高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比低 0.1 个百分点；委托贷款余额占比 3.1%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.2 个百分点；企业债券余额占比 8.5%，同比低 0.8 个百分点；政府债券余额占比 17.7%，同比高 0.4 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.1%，同比高 0.1 个百分点。

图表 7 新增额同比变化 (亿元)



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分项来看住户中长期贷款和企业中长期贷款同比仍在萎缩，虽然8月地产政策频出，居民及企业部门的信心恢复及加杠杆行为仍然有待观察，财政扩张是本次社融反弹最重要的原因，相关融资拨付进度较快，政策发力再加速。同时8月非金融企业债券净融资2698亿元，同比多增1186亿元，这其中可能大部分是城投债融资，准财政融资可能也在加速。未来城中村改造有望成为财政发力稳增长的重要抓手，需重点关注并跟踪相关动态。

图表 8 社融-M2

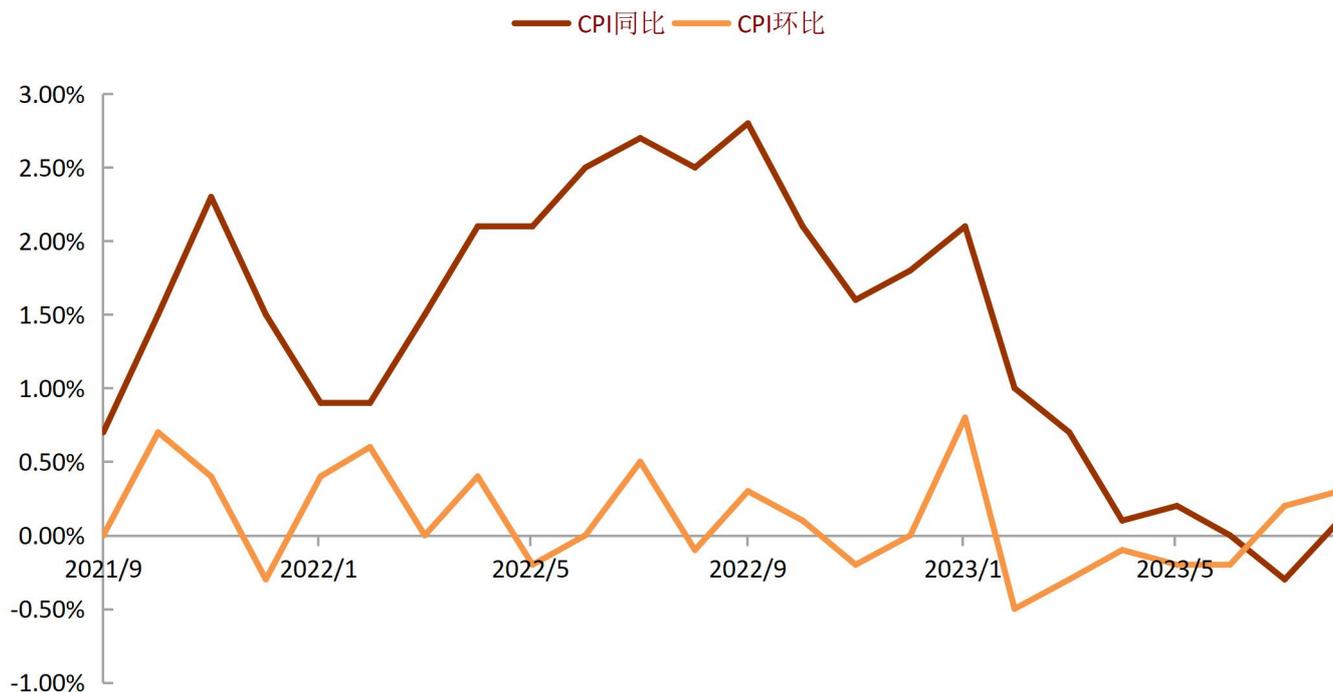


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、CPI 环比涨幅略有扩大，同比由降转涨

国家统计局9月9日发布了2023年8月份全国CPI（居民消费价格指数），CPI同比由上月下降0.3%转为上涨0.1%。CPI环比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。

图表 9 全国居民消费价格涨跌幅

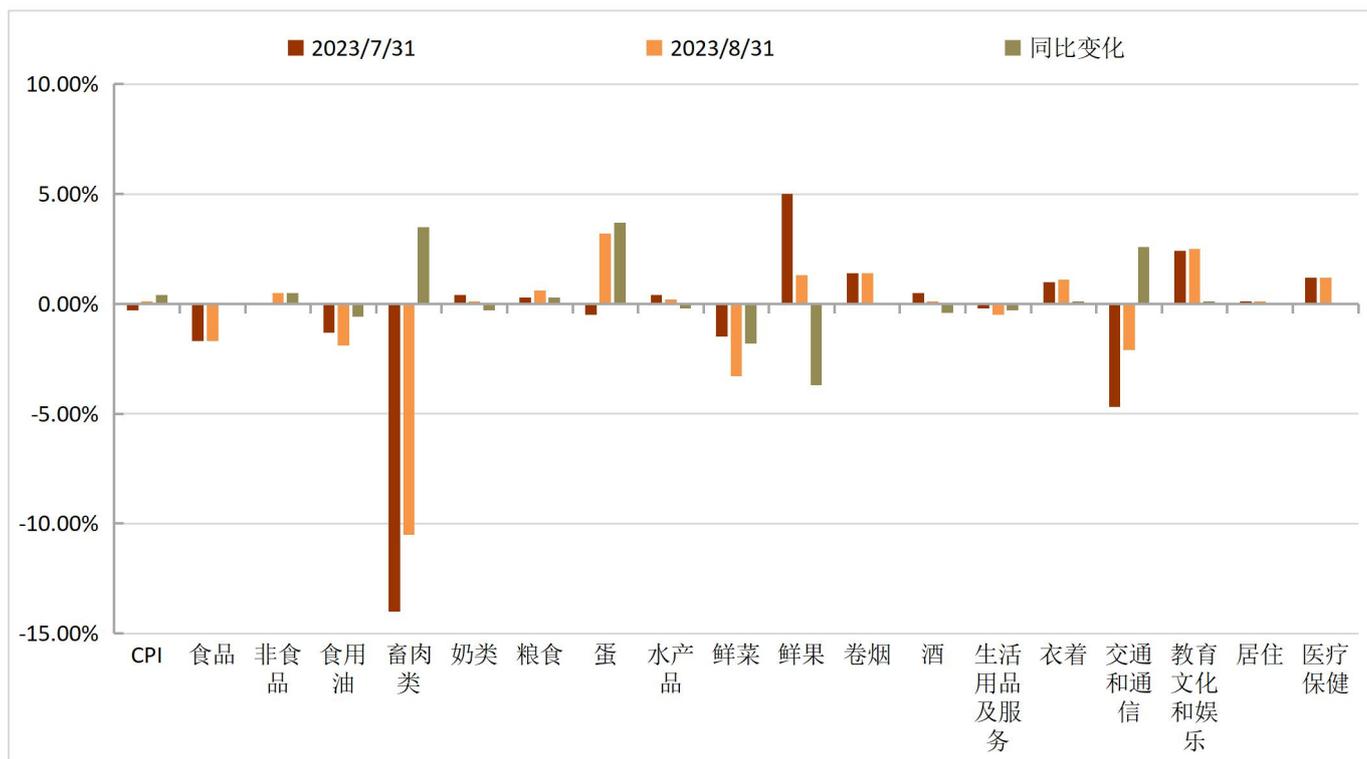


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

食品中，猪肉价格下降 17.9%，降幅比上月收窄 8.1 个百分点；鲜菜、牛肉和羊肉价格分别下降 3.3%、4.9%和 4.6%，降幅均有扩大；薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨 6.5%、3.0%和 1.3%。非食品价格由上月持平转为上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点。非食品中，服务价格上涨 1.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 17.6%、14.8%和 13.4%，涨幅均有扩大；工业消费品价格下降 0.8%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点，其中汽油价格下降 4.6%，降幅收窄 8.9 个百分点。

非食品中，服务价格上涨 1.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 17.6%、14.8%和 13.4%，涨幅均有扩大；工业消费品价格下降 0.8%，降幅比上月收窄 1.1 个百分点，其中汽油价格下降 4.6%，降幅收窄 8.9 个百分点。

图表 10 CPI 分项同比及变化

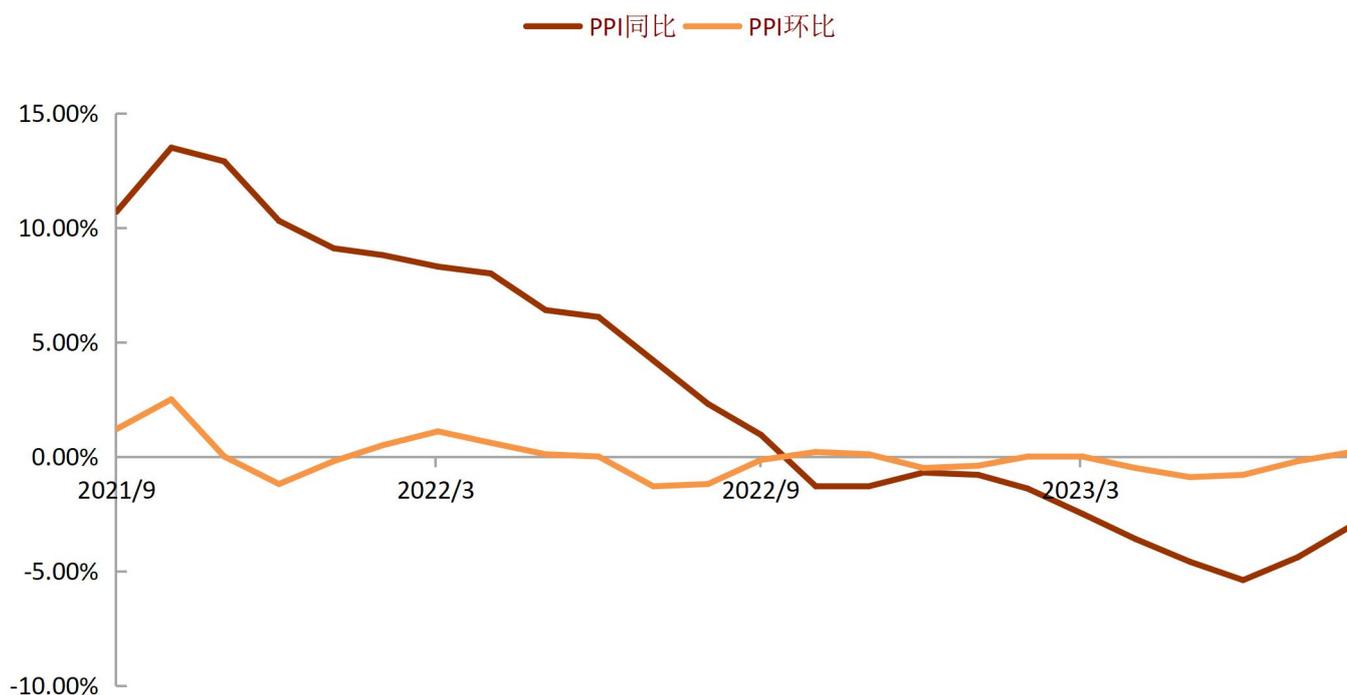


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、PPI 环比由降转涨，同比降幅收窄

从同比看，PPI 下降 3.0%，降幅比上月收窄 1.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.7%，降幅收窄 1.8 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点。从环比看，PPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%。其中，生产资料价格由上月下降 0.4% 转为上涨 0.3%；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。据测算，在 8 月份 3.0% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -0.3 个百分点，上月为 -1.6 个百分点；今年价格变动的新的影响约为 -2.7 个百分点，上月为 -2.8 个百分点。

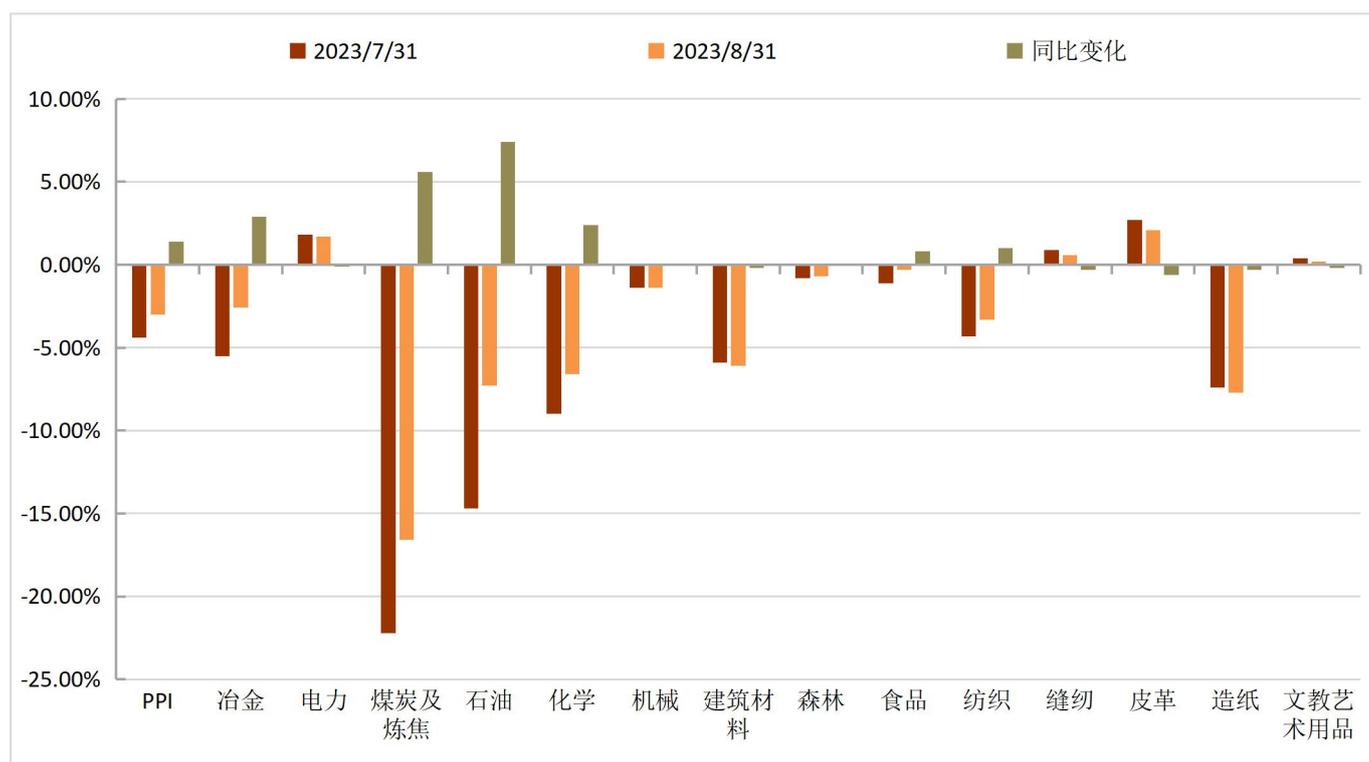
图表 11 工业生产者出厂价格指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

主要行业价格降幅收窄：煤炭开采和洗选业下降 16.2%，收窄 2.9 个百分点；石油和天然气开采业下降 10.6%，收窄 10.9 个百分点；化学原料和化学制品制造业下降 10.4%，收窄 3.8 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业下降 9.6%，收窄 8.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 6.6%，收窄 4.0 个百分点。上述 5 个行业合计影响 PPI 同比下降约 1.98 个百分点，占总降幅的六成多。计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 1.9%，降幅有所扩大。另外，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 5.4%，电力热力生产和供应业价格上涨 1.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.4%。

图表 12 PPI 分类别同比及变化



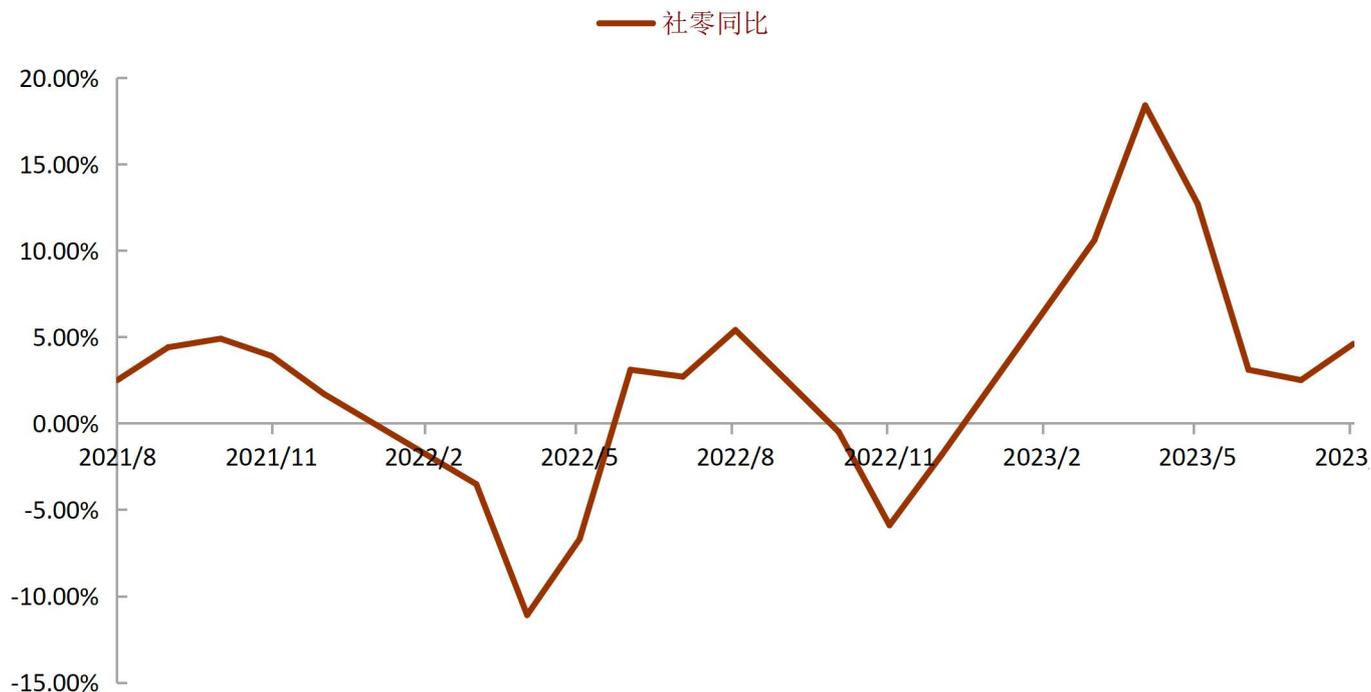
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、社会消费品零售总额增速超预期

8 月份，社会消费品零售总额 37933 亿元，同比增长 4.6%，超过市场预期（3.5%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 33820 亿元，增长 5.1%。1—8 月份，社会消费品零售总额 302281 亿元，同比增长 7.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 271888 亿元，增长 7.2%。

总体来看，8 月经济恢复有所加快，包括工业、服务业、消费、出口、就业等主要经济指标均出现边际改善，经济内生动能和生产端活跃度都在转好。在国新办举行的 8 月份国民经济运行情况发布会上，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖表示。“服务业发展在今年经济增长中是很重要的亮点，上半年服务业对经济增长的贡献达到 66.1%。”

图表 13 社会消费品零售总额同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、工业增加值稳中向好

8月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长0.50%。1—8月份，规模以上工业增加值同比增长3.9%。

分三大门类看，8月份，采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%。

分经济类型看，8月份，国有控股企业增加值同比增长5.2%；股份制企业增长5.7%，外商及港澳台商投资企业增长0.8%；私营企业增长3.4%。

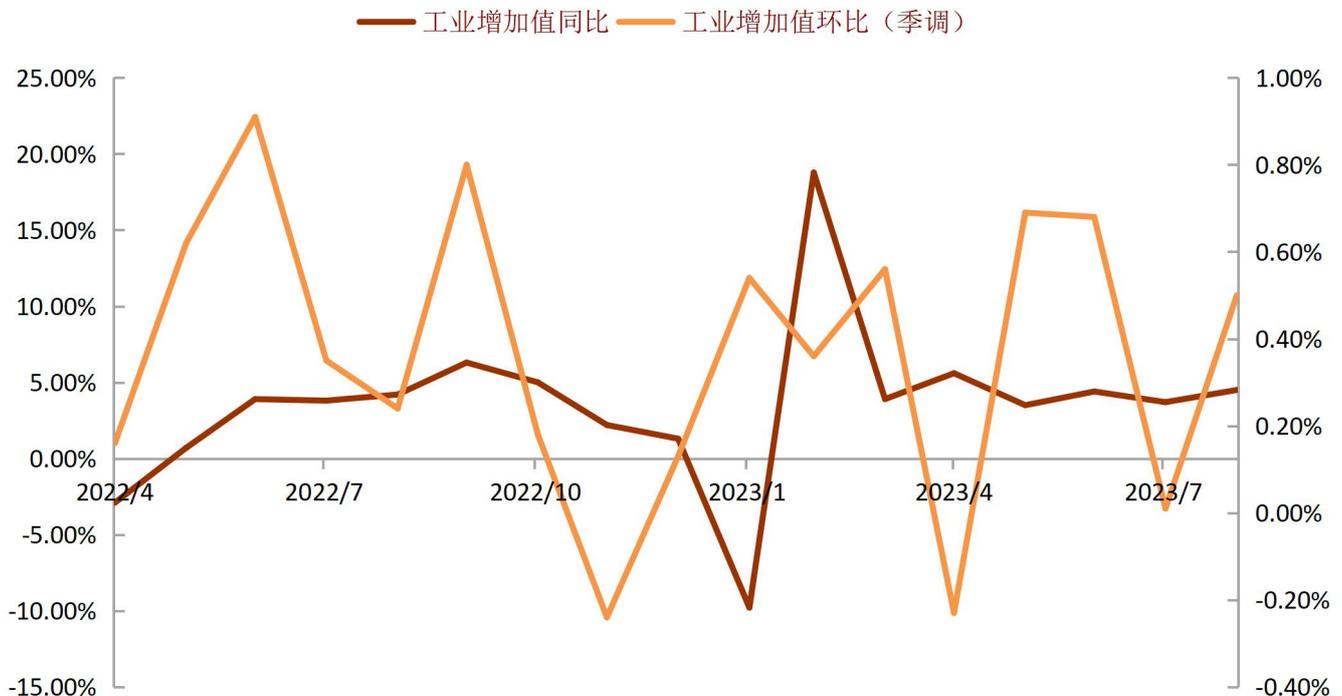
分行业看，8月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长。其中煤炭开采和洗选业增长1.6%，石油和天然气开采业增长7.2%，农副食品加工业增长3.1%，酒、饮料和精制茶制造业下降2.9%，纺织业增长1.4%，化学原料和化学制品制造业增长14.8%，非金属矿物制品业下降1.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长14.5%，有色金属冶炼和压延加工业增长8.8%，通用设备制造业下降0.8%，专用设备制造业下降0.5%，汽车制造业增长9.9%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长3.1%，电气机械和器材制造业增长10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长5.8%，电力、热力生产和供应业增长0.2%。

分产品看，8月份，620种产品中有356种产品产量同比增长。钢材11652万吨，同比增长11.4%；水泥17925万吨，下降2.0%；十种有色金属629万吨，增长6.1%；乙烯264

万吨，增长 16.8%；汽车 251.3 万辆，增长 4.5%，其中新能源汽车 80.0 万辆，增长 13.8%；发电量 8450 亿千瓦时，增长 1.1%；原油加工量 6469 万吨，增长 19.6%。

8 月份，工业企业产品销售率为 97.4%，同比下降 0.7 个百分点；工业企业实现出口交货值 12266 亿元，同比名义下降 4.5%。

图表 14 规模以上工业增加值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

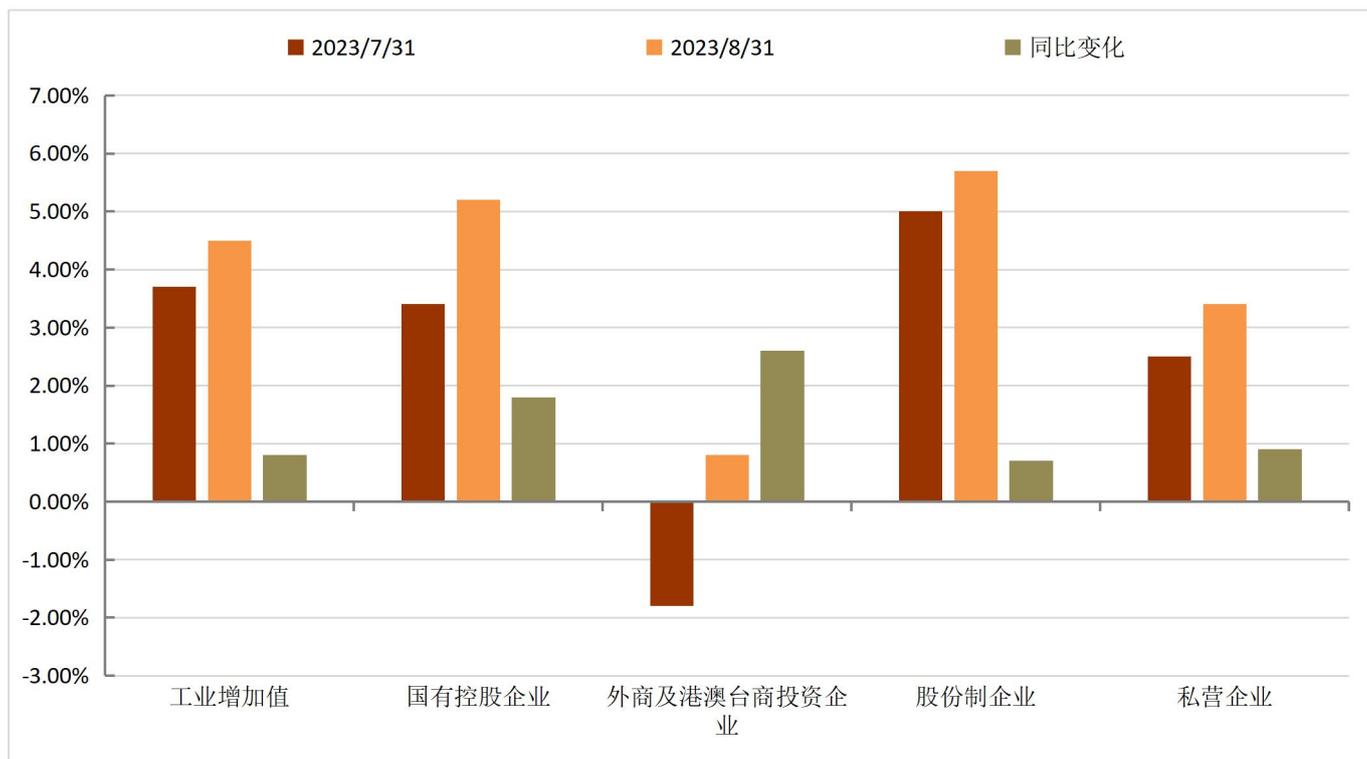
6、固定资产投资

1—8 月份，全国固定资产投资（不含农户）327042 亿元，同比增长 3.2%，增速比 1—7 月份回落 0.2 个百分点。

结构上表现出五大向好，一是制造业投资增速加快，1—8 月份，制造业投资同比增长 5.9%，增速比 1—7 月份加快 0.2 个百分点，比全部固定资产投资高 2.7 个百分点。其中，电气机械和器材制造业投资增长 38.6%，仪器仪表制造业投资增长 24.5%，汽车制造业投资增长 19.1%。二是基础设施投资持续增长，1—8 月份，基础设施投资同比增长 6.4%，增速比全部固定资产投资高 3.2 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 23.4%，水利管理业投资增长 4.8%，信息传输业投资增长 3.4%。三是高技术产业投资增势良好，1—8 月份，高技术产业投资同比增长 11.3%，增速比全部固定资产投资高 8.1 个百分点。高技术制造业投资同比增长 11.2%，增速比制造业投资高 5.3 个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 17.5%，电子及通信设备制造业投资增长 12.8%。高技术服务业投资同比增长 11.5%，增速比服务业投资高 10.6 个百分点。其中，科技成果转化服务业投资增长 42.1%，电子商务服务业投资增长 24.9%。四是民生补短板投资较快增长，1—8 月份，电力、热力

的生产和供应业投资同比增长 30.8%，增速比 1—7 月份加快 1.6 个百分点，其中清洁电力投资增长 40.4%；燃气生产和供应业投资增长 29.1%；农业投资增长 10.4%。五是大项目投资带动作用明显，1—8 月份，计划总投资亿元及以上项目（简称“大项目”）投资同比增长 9.9%，增速比全部固定资产投资高 6.7 个百分点；对全部固定资产投资增长的贡献率比 1—7 月份提高 5.4 个百分点。

图表 15 工业增加值分类型



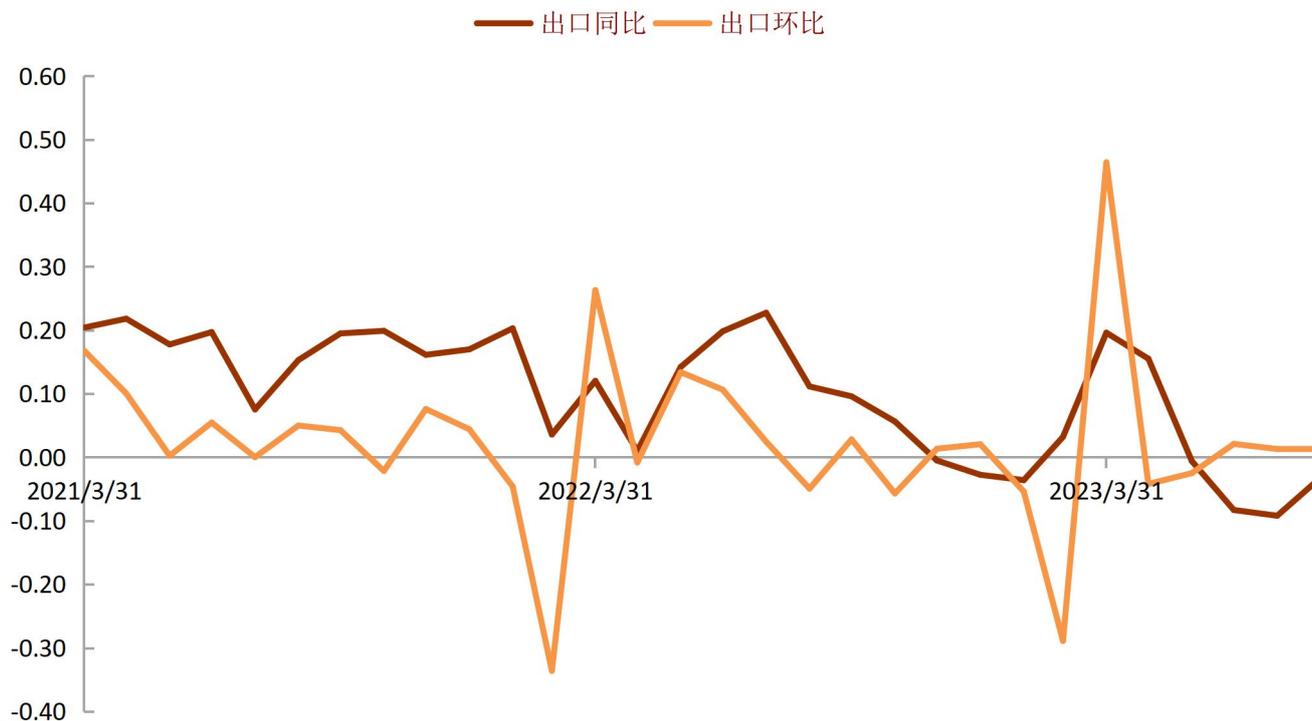
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7、高基数消退出口同比企稳

海关总署 9 月 7 日消息显示，今年前 8 个月，我国进出口总值 27.08 万亿元人民币，同比（下同）微降 0.1%。其中，出口 15.47 万亿元，增长 0.8%；进口 11.61 万亿元，下降 1.3%；贸易顺差 3.86 万亿元，扩大 7.3%。

具体到 8 月来看，进出口总值为 3.59 万亿元，同比下降 2.5%，环比增长 3.9%。其中，出口 2.04 万亿元，同比下降 3.2%，环比增长 1.2%；进口 1.55 万亿元，同比下降 1.6%，环比增长 7.6%；贸易顺差 4880 亿元，同比（下同）收窄 8.2%。

图表 16 出口总值(人民币计价)

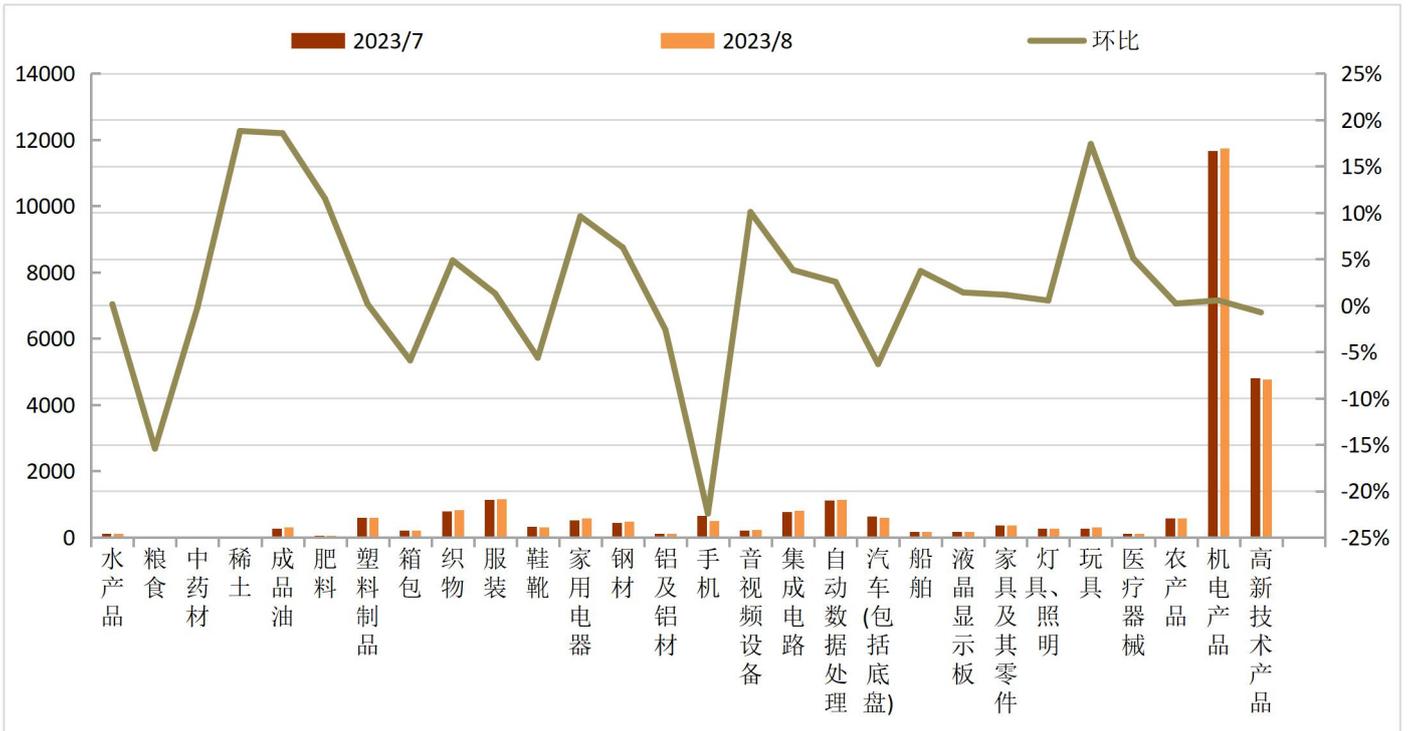


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

分产品来看，前 8 个月，我国出口机电产品 8.97 万亿元，增长 3.6%，占出口总值的 58%。其中，自动数据处理设备及其零部件 8492.7 亿元，下降 19%；手机 5135 亿元，下降 7.5%；汽车 4427 亿元，增长 104.4%。同期，出口劳密产品 2.71 万亿元，下降 2.4%，占 17.5%。其中，服装及衣着附件 7452.8 亿元，下降 2.9%；塑料制品 4612 亿元，增长 1.4%。

展望未来，在美元紧缩背景下外需疲软仍将持续，同时，西方国家产业链“去中国化”风险不断上升，可能会加快全球产业链重构，对我国出口贸易形成拖累，不利于我国出口份额的提升。但国内产品竞争力加强出口绝对值仍有较强韧性，随着高基数效应的消退出口数据下行斜率或偏缓。

图表 17 重点产品出口金额(人民币计价): 亿元



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

8、工业企业利润

8月份,随着一系列推动宏观经济回升向好政策效果不断显现,工业生产稳步回升,企业利润恢复明显加快。

工业企业营收改善,当月营收恢复增长。随着工业生产稳步回升,产销衔接状况好转,工业企业营收逐步改善。1—8月份,全国规模以上工业企业营业收入同比下降0.3%,降幅较1—7月份收窄0.2个百分点。其中,8月份企业营业收入在连续三个月下降后首次实现增长,由7月份同比下降1.4%转为增长0.8%,为利润由降转增创造了有利条件。

工业企业盈利加快恢复,当月利润由降转增。今年以来,工业企业利润降幅逐月收窄。1—8月份,规上工业企业利润同比下降11.7%,降幅较1—7月份收窄3.8个百分点,回升明显加快。其中,8月份规上工业企业利润同比增长17.2%,自去年下半年以来,工业企业当月利润首次实现正增长。工业品价格降幅连续两个月明显收窄,企业营收连续三个月下降后首次增长,带动工业企业利润由降转增,效益恢复向好态势明显。

三大门类利润均有改善,七成以上行业利润回升。1—8月份,采矿业利润同比下降20.5%,降幅较1—7月份收窄0.5个百分点;制造业利润下降13.7%,降幅收窄4.7个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长40.4%,增速加快2.4个百分点。分行业看,在41个工业大类行业中,有30个行业利润增速加快,或降幅收窄、由降转增,行业改善面超七成。

总体看,工业企业利润恢复明显加快,但累计利润降幅仍然较大。下阶段,要坚决贯

彻落实党中央、国务院决策部署，推动各项政策措施落实落细，持续推进新型工业化，不断提高供给质量，着力扩大有效需求，持续提振市场信心，激发经营主体活力，不断推动工业经济实现质的有效提升和量的合理增长。

图表 18 规模以上工业企业:利润总额:当月同比



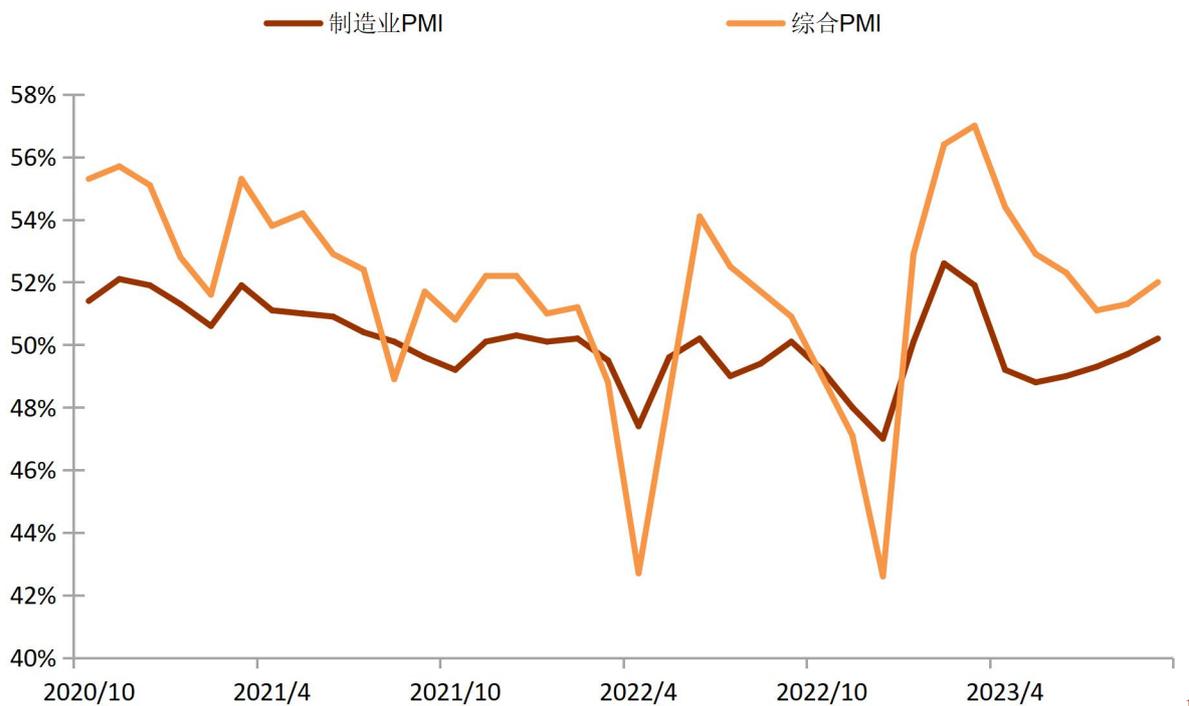
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

9、制造业 PMI 连续 4 个月回升

国家统计局 9 月 30 日发布数据显示，9 月，制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，比上月上升 0.5 个百分点，重返扩张区间。同月，非制造业商务活动指数为 51.7%，比上月上升 0.7 个百分点，非制造业扩张力度有所增强。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河表示，9 月，随着政策效应不断累积，经济运行中积极因素不断增多，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.2%、51.7%和 52.0%，比上月上升 0.5、0.7 和 0.7 个百分点，三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平有所回升。

图表 19 制造业 PMI、综合 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

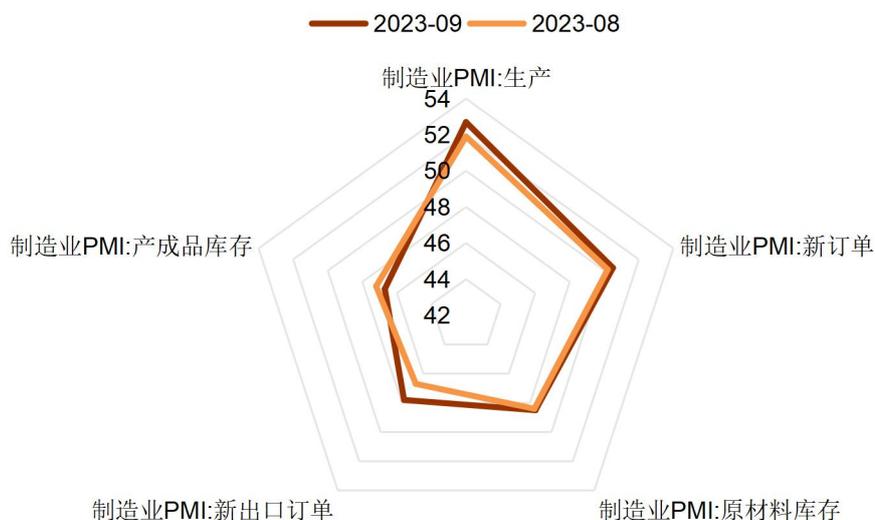
产需两端继续改善。数据显示，9月，生产指数和新订单指数分别为52.7%和50.5%，比上月上升0.8和0.3个百分点。从行业看，石油煤炭及其他燃料加工、汽车、电气机械器材等行业生产指数和新订单指数均高于53%，相关行业产需较快释放。“随着市场需求逐步恢复，制造业生产活动持续加快。”赵庆河表示，此外，为满足生产需要，企业加大采购力度，采购量指数为50.7%，比上月上升0.2个百分点，连续两个月保持扩张。

价格指数连续回升。赵庆河分析，近期部分大宗商品价格持续上涨，加之企业采购活动进一步活跃，制造业市场价格总体水平继续回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为59.4%和53.5%，比上月上升2.9和1.5个百分点，均为年内高点。

大型企业扩张加快。统计显示，大型企业PMI为51.6%，比上月上升0.8个百分点，为近6个月高点，大型企业景气水平继续上升；中型企业PMI为49.6%，与上月持平；小型企业PMI为48%，比上月上升0.3个百分点，景气水平连续三个月回升。“调查结果还显示，大型企业产能利用率超过八成的企业占比升至年内高点，产能释放有所加快。”赵庆河说。

各重点行业PMI均有回升。数据显示，装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为50.6%、50.1%和51.3%，比上月上升0.6、0.7和0.3个百分点，均位于扩张区间。高耗能行业PMI为49.7%，尽管低于临界点，但高于上月0.6个百分点，景气水平有所改善。

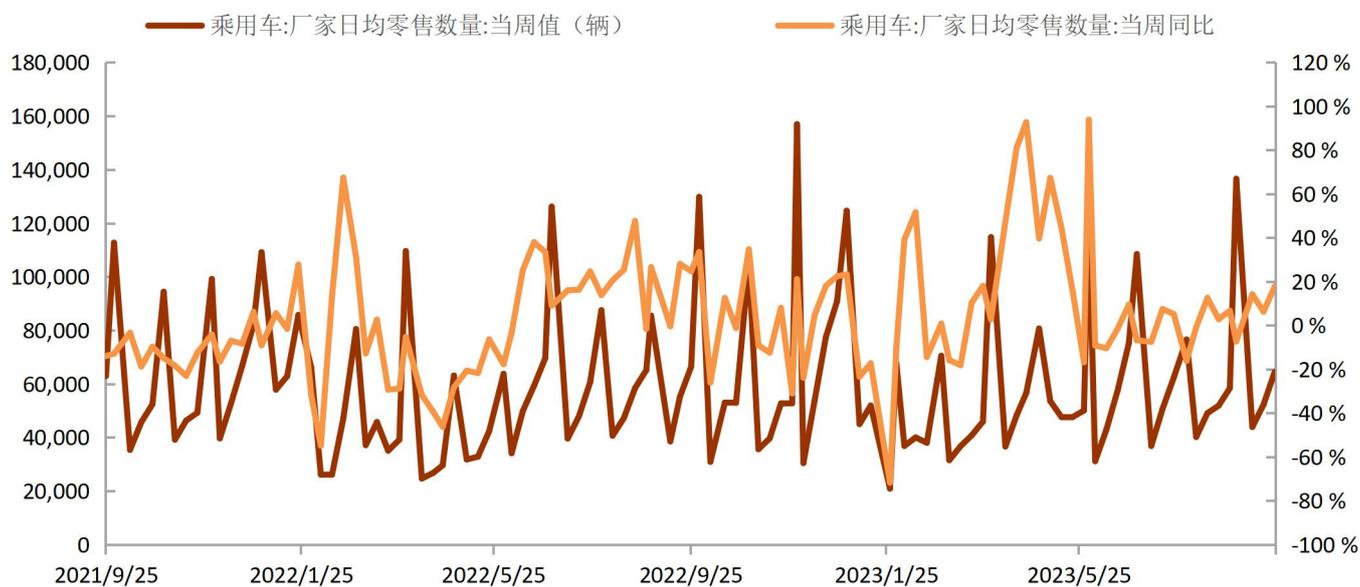
图表 20 制造业 PMI 分项



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

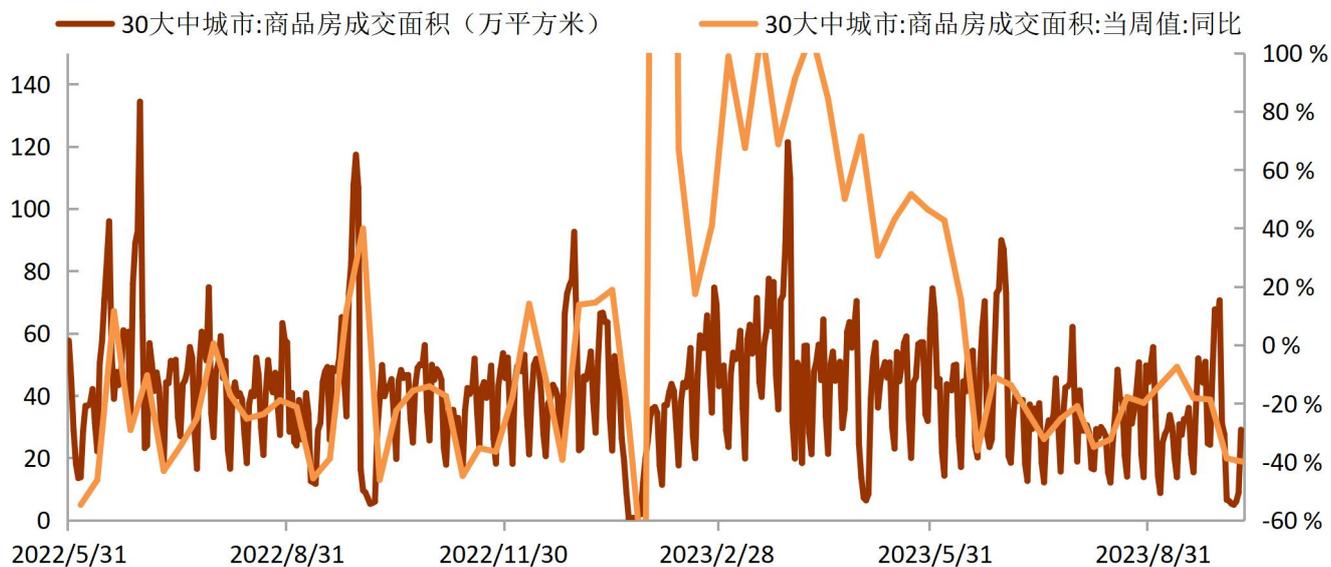
10、其他重点关注数据

图表 21 乘用车厂家零售



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 商品房成交面积（30 大中城市）



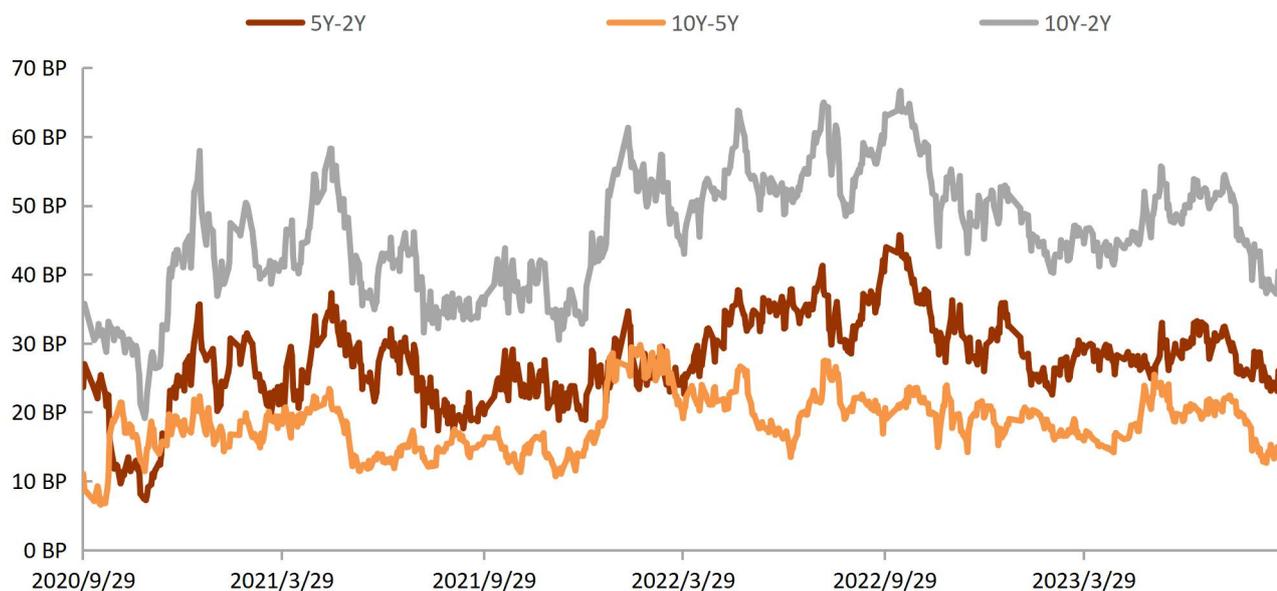
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 航运指数



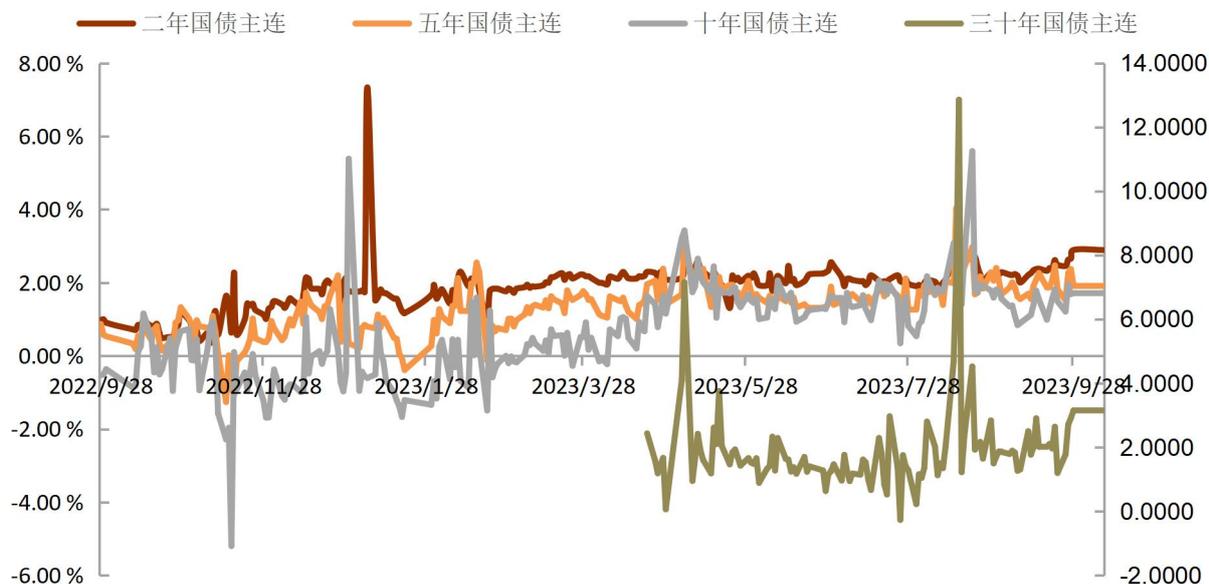
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

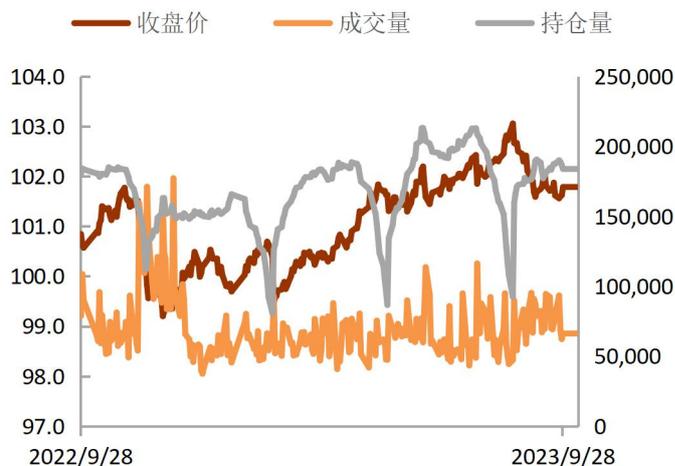
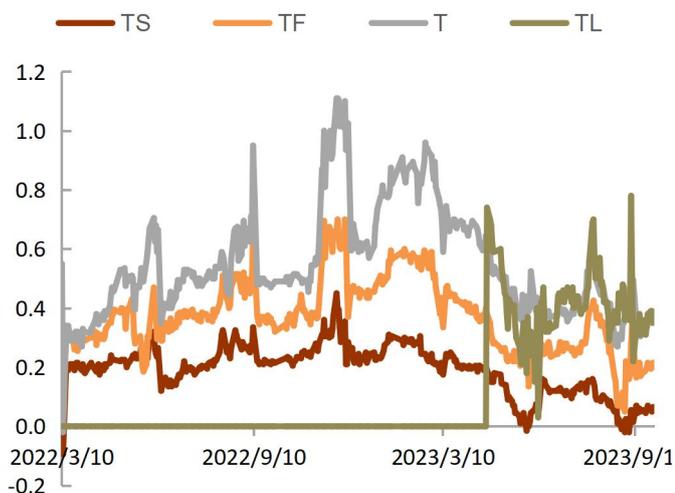
图表 25 主力合约最廉 IRR



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 国债期货跨期价差 (当季-下季)

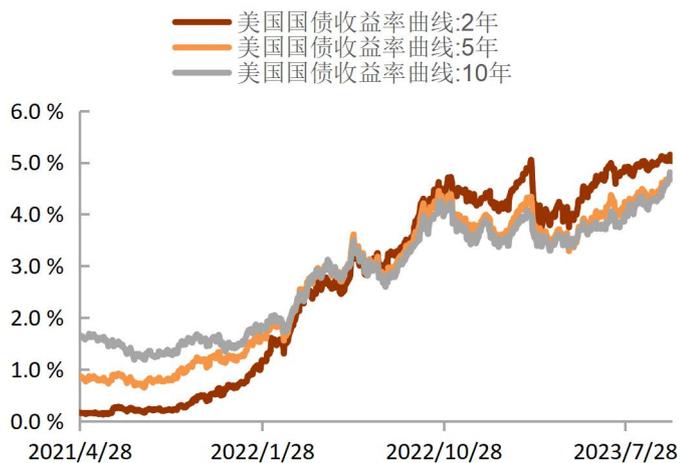
图表 27 T 主连收盘价、成交量、持仓量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 美国国债收益率曲线

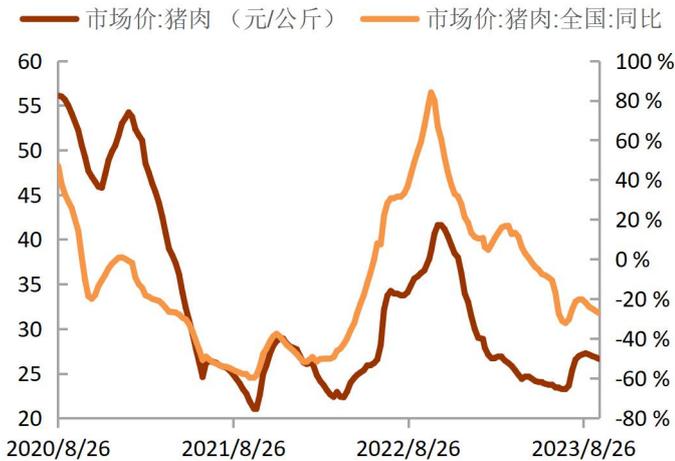
图表 29 人民币汇率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 30 市场价：猪肉

图表 31 南华工业品指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望

宏观方面，9月公布的大部分经济数据均出现好转，目前市场对经济基本面悲观预期已有所扭转，同时9月现行数据PMI也重返扩展区间，叠加双节期间消费数据大幅走高，市场对经济基本面预期好转仍有持续性。高频数据方面乘用车厂家零售同比继续维持走高。房地产方面，在政策持续刺激下30城商品房成交面积于9月底也创出了7月以来新高，如未来1线城市楼市刺激政策继续加码，该数据继续向好概率较大。通胀数据方面猪肉价格有所回落，南华工业品指数亦出现回调，未来CPI、PPI数据压力有所释放。

海外方面，一方面美国劳工统计局日前公布，9月该国新增非农就业人口33.6万人，远超外界预期的17万人，美债持续维持高息状态概率上升。另一方面，当地时间10月7日，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动组织哈马斯宣布对以色列采取军事行动，以色列宣布进入“战争状态”。如未来冲突范围扩大，恐再次助涨国际原油价格，推升通胀水平。

整体来看，我们认为当前依然是基本面好转利空债市叠加资金面持续宽松对债市相对利多，因此目前债市仍难有趋势性行情，未来大概率维持横盘震荡，但未来政策面不确定性较高，目前市场预期较高的有一线楼市刺激政策继续加码、国债增发、地方债增发置换隐性债务，及其他提拉权益市场措施。如未来在政策持续加码下市场风险偏好开始升温，债券市场依然存在调整风险。当前利多债市的依然仅有资金面相对宽松且稳定，因此机会方面，我们依然认为更多的是结构性机会，一方面TS2312IRR维持高位存在正套机会，另一方面10Y-2Y国债现券利差依然较窄存在一定做多利差机会。

风险点：国债、地方债增发，地产刺激政策持续出台，中东冲突扩大加剧油价上涨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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：021-68555105（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

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

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

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。