



2023年12月25日

下调存款利率，降息预期升温

核心观点及策略

- 上周债市超预期走牛，各期限国债收益率均出现一定幅度下行，尤其是长端及超长端收益率下行幅度明显，其中10Y、30Y、50Y国债收益率分别下行3BP、6.5BP以及9.5BP左右。具体看行情主要发生在周四下午，其起因为多家大行下调定期存款利率，盘中先有传闻流出，盘后见诸媒体公开报道。因此虽然国债期货仍在周五冲高，但现券行情在周四便已基本走完。全周来看十年期国债期货主力合约T2403全周振幅0.41%、最低价102.390、最高价102.805、最终收于102.670、上涨0.14。
- 资金面方面：上周央行公开市场操作净投放2160亿元，得益于央行持续净投放及存款利率降低，DR014、DR1M等跨年资金价格开始回落。货币政策方面，大行下调定期存款利率再次带动市场降息预期，但考虑到本次降低存款利率目的主要为保住商业银行净息差，如下月MLF操作窗口降息并带动LPR继续下行，商业银行净息差存在继续恶化可能，因此我们认为未来存在预期落空可能性。
- 策略建议：目前10Y-2Y利差依然处于近3年极值附近，因此做多10-2Y利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多10-2Y利差交易。
- 风险因素：房地产数据持续反弹、权益市场开启反弹行情

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
T2403	102.6700	0.2000	8561	298201	192016
TF2403	102.3950	0.1300	1889	275419	114801
TS2403	101.2120	0.0760	4752	198930	64159
TL2403	101.4700	1.0600	2436	99190	39424
T2406	102.5500	0.2350	893	17183	12704
TF2406	102.3450	0.1600	369	11024	3811
TS2406	101.2200	0.0740	704	16177	3476
TL2406	101.2400	1.0300	428	5913	4772

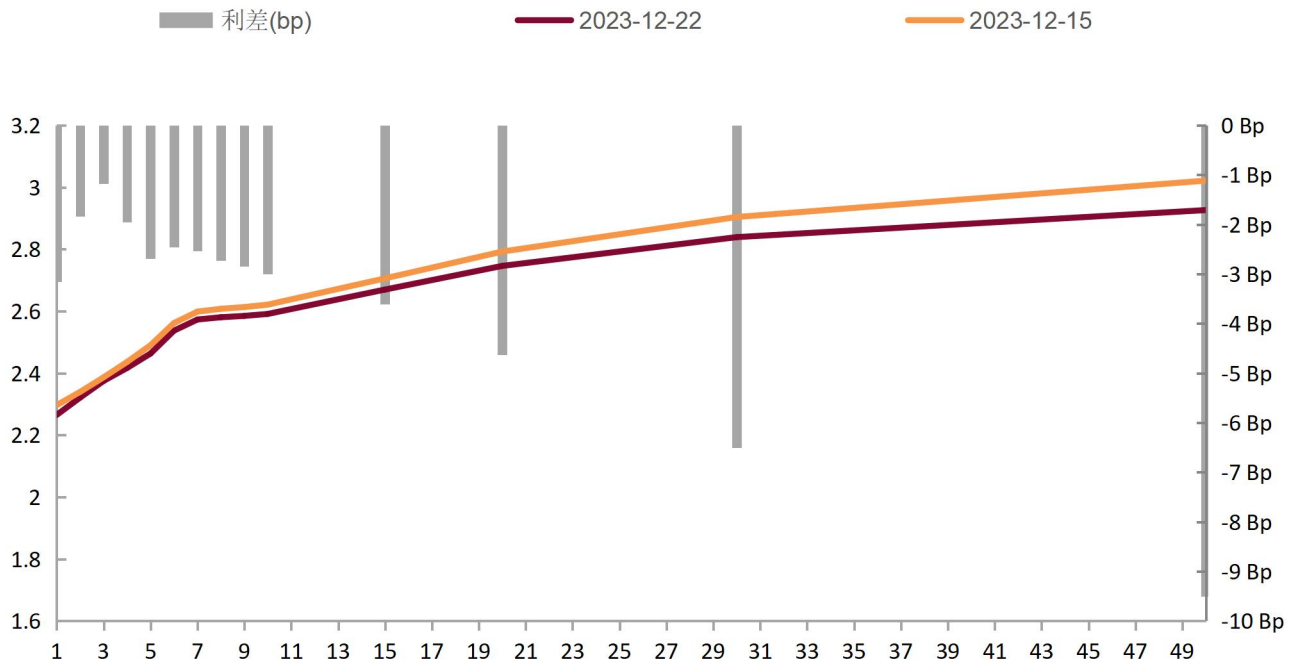
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

表 2 央行公开市场操作情况

本周净投放(亿元)					2160	
日期	品种	名称	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
2023/12/22	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	2910	投放
2023/12/22	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	500	回笼
2023/12/22	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	400	投放
2023/12/21	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1950	投放
2023/12/21	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2620	回笼
2023/12/21	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	2260	投放
2023/12/20	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1340	投放
2023 年中央国						
2023/12/20	国库现金定存到期	库现金管理商业银行定期存款(九期)	1 月	2.50	900	回笼
2023/12/20	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2650	回笼
2023/12/20	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	1510	投放
2023/12/19	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	1820	投放
2023/12/19	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1190	投放
2023/12/19	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	4140	回笼
2023/12/18	逆回购	7 日回购	7 天	1.80	1840	投放
2023/12/18	逆回购到期	7 日回购	7 天	1.80	2850	回笼
2023/12/18	逆回购	14 日回购	14 天	1.95	600	投放

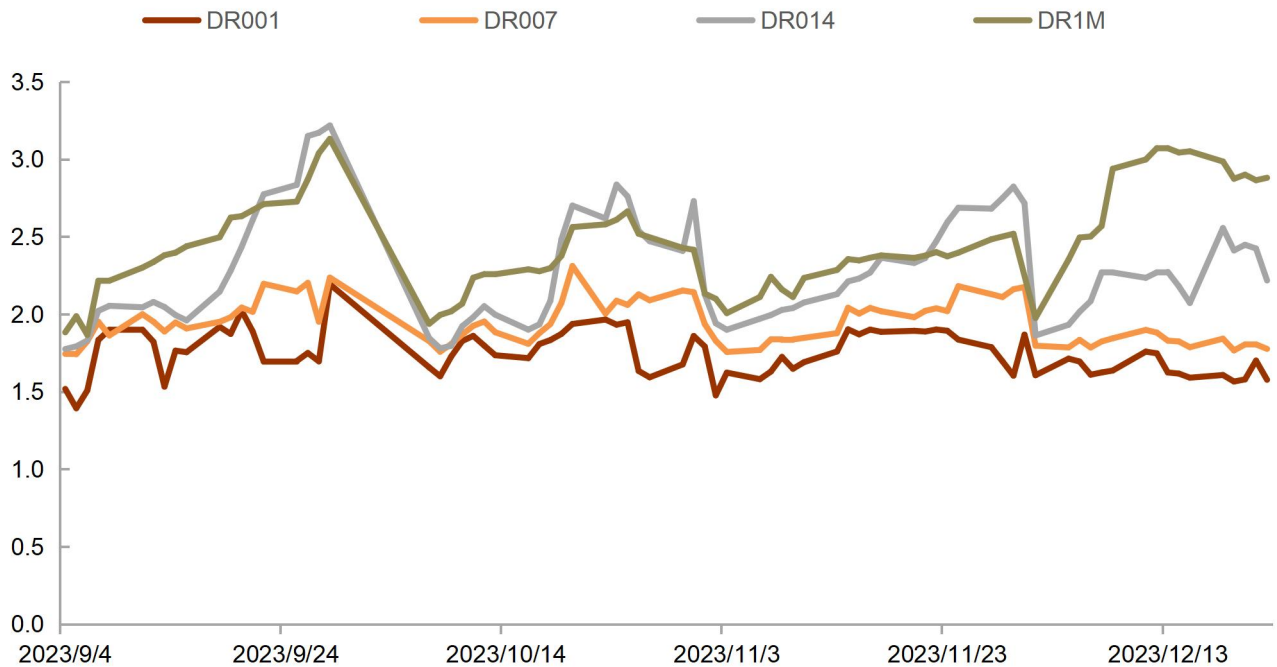
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表1 银行间国债收益率曲线(到期)



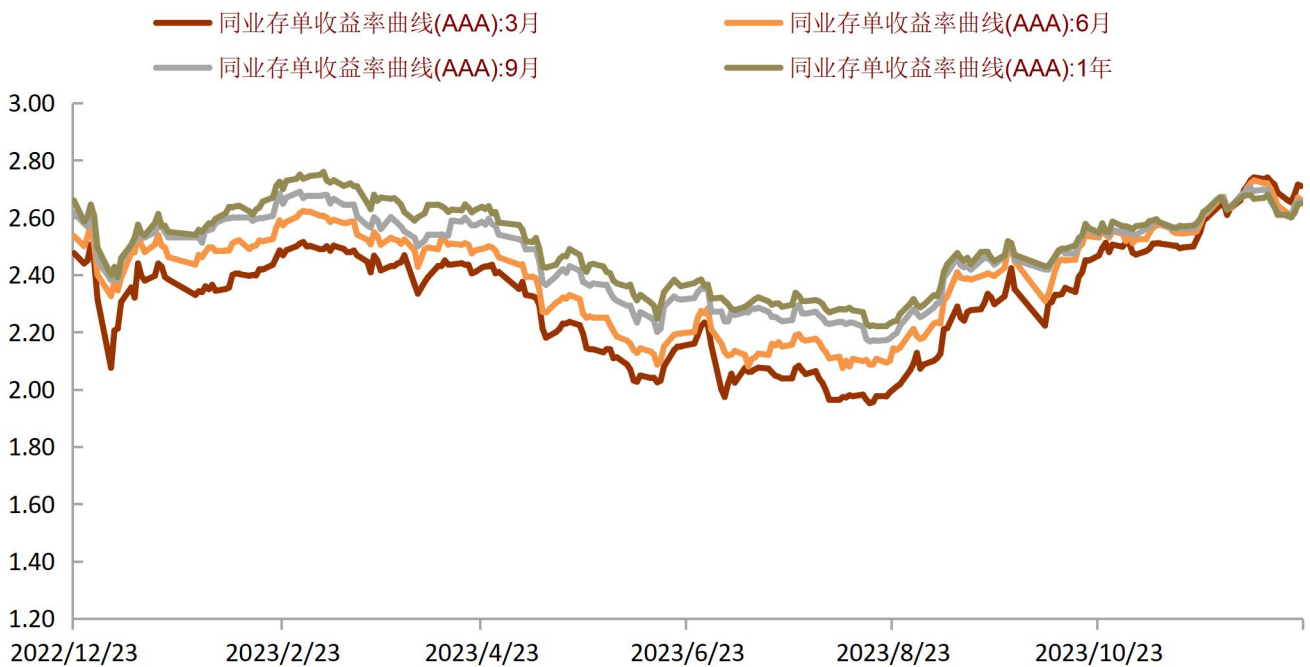
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

上周债市超预期走牛，各期限国债收益率均出现一定幅度下行，尤其是长端及超长端收益率下行幅度明显，其中 10Y、30Y、50Y 国债收益率分别下行 3BP、6.5BP 以及 9.5BP 左右。具体看行情主要发生在周四下午，其起因为多家大行下调定期存款利率，盘中先有传闻流出，盘后见诸媒体公开报道。因此虽然国债期货仍在周五冲高，但现券行情在周四便已基本走完。全周来看十年期国债期货主力合约 T2403 全周振幅 0.41%、最低价 102.390、最高价 102.805、最终收于 102.670、上涨 0.14。

资金面方面：上周央行公开市场操作净投放 2160 亿元，得益于央行持续净投放及存款利率降低，DR014、DR1M 等跨年资金价格开始回落。不过存单一级发行价格则在小幅回落后再次走高，表明银行负债端仍有不稳定因素。货币政策方面，大行下调定期存款利率再次带动市场降息预期，但考虑到本次降低存款利率目的主要为保住商业银行净息差，如下月 MLF 操作窗口降息并带动 LPR 继续下行，商业银行净息差存在继续恶化可能，因此我们认为未来存在预期落空可能性。

经济基本面方面：12 月战略性新兴产业采购经理人指数（EPMI）为 49.8，环比放缓 4.9 个点。从景气水平看，新能源景气环比下行 17.1 对指数拖累较大，不排除碳酸锂极端行情影响。高频数据方面：首先是乘用车厂家零售数据在有所回落，但更多的是月初周期性回落。二是 30 城商品房成交面积开始稳步攀升，并出现一定持续性迹象，需引起关注。三是外贸方面，CCFI 小幅上涨，同时波罗的海运费指数：干散货（BDI）则继续维持近期高位。四是猪

肉价格继续走稳，但基数回落带来同比数据持续反弹，预计未来 CPI 在此带动下回暖概率较大。五是南华工业品指数高位震荡，未来 PPI 预计维持平稳。最后尤为需要提醒的是 100 大中城市土地成交总价开始快速走高，如持续性得到后续验证，房地产对经济拖累有望改善。

行情上我们依然认为当前市场对经济预期过于悲观，虽然大行下调定期存款利率超出我们此前预期，但如本轮下调存款利率为保护银行净息差，那么未来 MLF 降息预期则存在落空可能，此时进行过度投机操作，追求长久期带来的高波动则性价比较低。叠加上当前一线城市仍在陆续出台刺激楼市消费的相关政策，以及部分房地产数据转暖则是未来债市未定价利空。而市场关注的资金面宽松则更加利好短端利率债，目前 10Y-2Y 利差依然处于近 3 年极值附近，因此操作上做多 10-2Y 利差走阔交易胜率最高风险较小，所以我们依然建议继续做多 10-2Y 利差交易。

三、一周要闻

1、时隔三个多月，国有大行存款利率再迎调降。12 月 22 日起，多家国有大行再次下调存款挂牌利率，不同期限的定期存款及大额存单利率下调幅度不等，存款期限涵盖一年期到五年期。12 月 21 日下午，工商银行发布《调整人民币储蓄存款利率相关说明》，称“自 2023 年 12 月 22 日起下调存款挂牌利率”。工行还宣布对通知存款、定期存款（含大额存单）的最优惠利率水平作了优化，以反映市场利率形势的变化。另一家大行人士对证券时报记者表示，该行 12 月 22 日起下调对公和个人存款利率，期限越长的定期存款或大额存单降幅越大，其中定期存款利率方面，一年期及以内下调 10 个基点，二年期下调 20 个基点，三年期、五年期下调 25 个基点；大额存单方面，一年期及以内最高利率下调 10 个基点，二年期最高利率下调 25 个基点，三年期、五年期最高利率下调 30 个基点。这是继今年 9 月初全国性商业银行下调存款挂牌利率后，时隔三个多月的再度下调；也是 2022 年 9 月以来，商业银行根据自身经营需要和市场形势，第四轮主动调整存款挂牌利率。此次多家国有大行再度下调存款挂牌利率，是在净息差不断收窄的背景下根据自身经营需要所作的市场化调整。金融监管总局数据显示，前三季度商业银行净息差为 1.73%，环比下降 0.01 个百分点，再创历史新低。

2、国家新闻出版署就《网络游戏管理办法(草案征求意见稿)》公开征求意见。意见稿拟规定，限制游戏过度使用和高额消费。网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励。网络游戏出版经营单位不得以炒作、拍卖等形式提供或纵容虚拟道具高价交易行为。所有网络游戏须设置用户充值限额，并在其服务规则中予以公示，对用户非理性消费行为，应进行弹窗警示提醒。（国家新闻出版署）

3、据证券时报，北京住建委就新修订的《商品房预售资金监督管理办法》向社会公开征求意见。修订后，预售资金将由过去的银行监管调整为政府监管，由市住房资金中心作为

具体监管业务承担部门，强化了住建部门对预售资金的监管责任。中指研究院市场研究总监陈文静表示，本次北京强化预售资金监管，将有助于防范项目风险，稳定购房者预期，对市场信心提振或将起到积极作用，未来预计将有更多城市跟进。

4、国务院关税税则委员会发布公告，根据《中华人民共和国进出口关税条例》及相关规定，2024年1月1日起，对部分商品的进出口关税进行调整。其中，继续对小麦等8类商品实施关税配额管理，税率不变。其中，对尿素、复合肥、磷酸氢铵3种化肥的配额税率继续实施1%的暂定税率。继续对配额外进口的一定数量棉花实施滑准税。

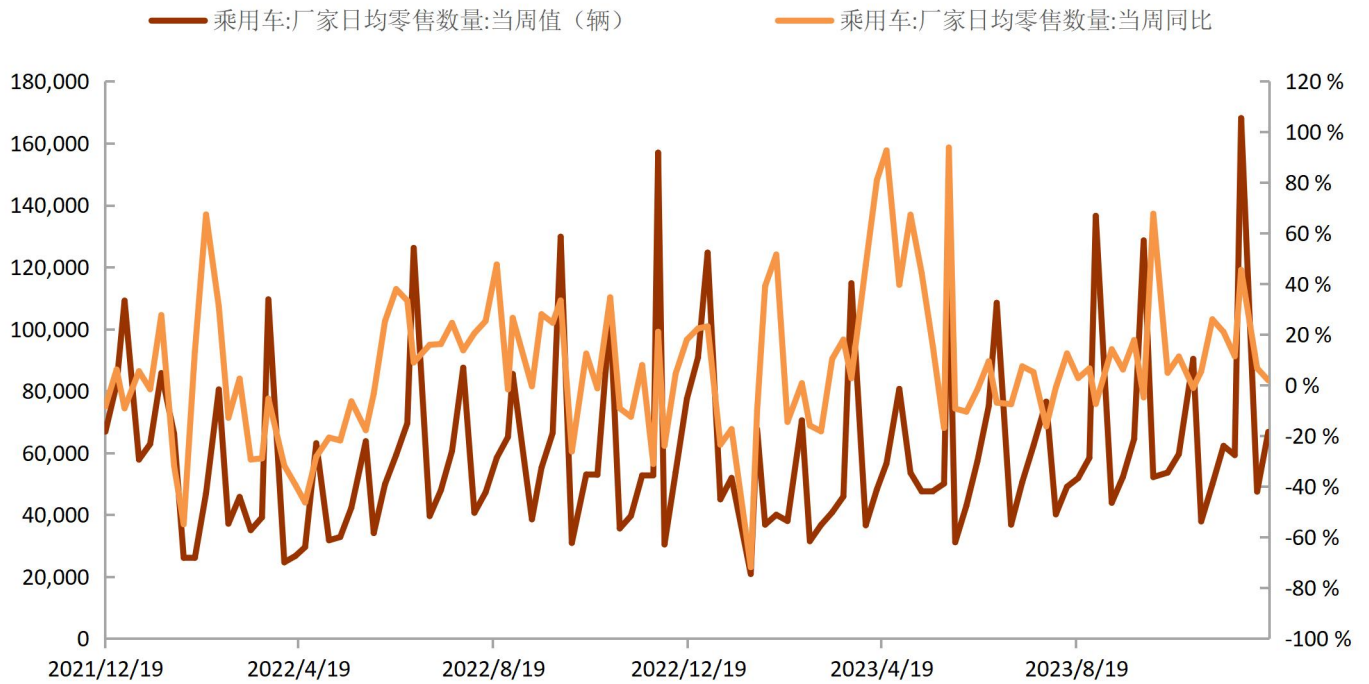
5、随着胡塞武装分子对商船的袭击升级，红海局势升温。胡塞武装发言人警告称，每12小时可能会在红海进行一次行动。作为应对，美国国防部长宣布采取多国行动保护红海贸易，并考虑将胡塞武装列为恐怖组织。全球最大的几家集装箱航运公司表示，将暂停通过该航道的货运。油轮船东也表示，坚持在租船合同中加入一项条款，以便在认为也门附近海域不安全时绕道航行。能源供应中断担忧持续发酵。

6、美国科罗拉多州最高法院本周决定取消特朗普再度竞选总统的资格，这是美国史上首次利用第十四修正案第三条禁止任何“参与叛乱”的人担任公职，目前至少还有其他16个州也在考虑采取类似的法律行动，其中亚利桑那州和密歇根州的案件最初被下级法院驳回，但已经提起上诉。

7、美国三季度GDP增长数据下修至4.9%，表明经济没有此前想象的那么火爆；同时，第三季度核心PCE折合成年率增长2%，为2020年底以来的最低水平。周五PCE数据显示，美国11月核心PCE物价指数年率录得3.2%，为2021年4月以来最小增幅；核心PCE物价指数月率录得0.1%，低于预期。数据强化了美联储明年将转向降息的观点，美国利率期货交易员继续定价美联储降息的起始时间为2024年3月。

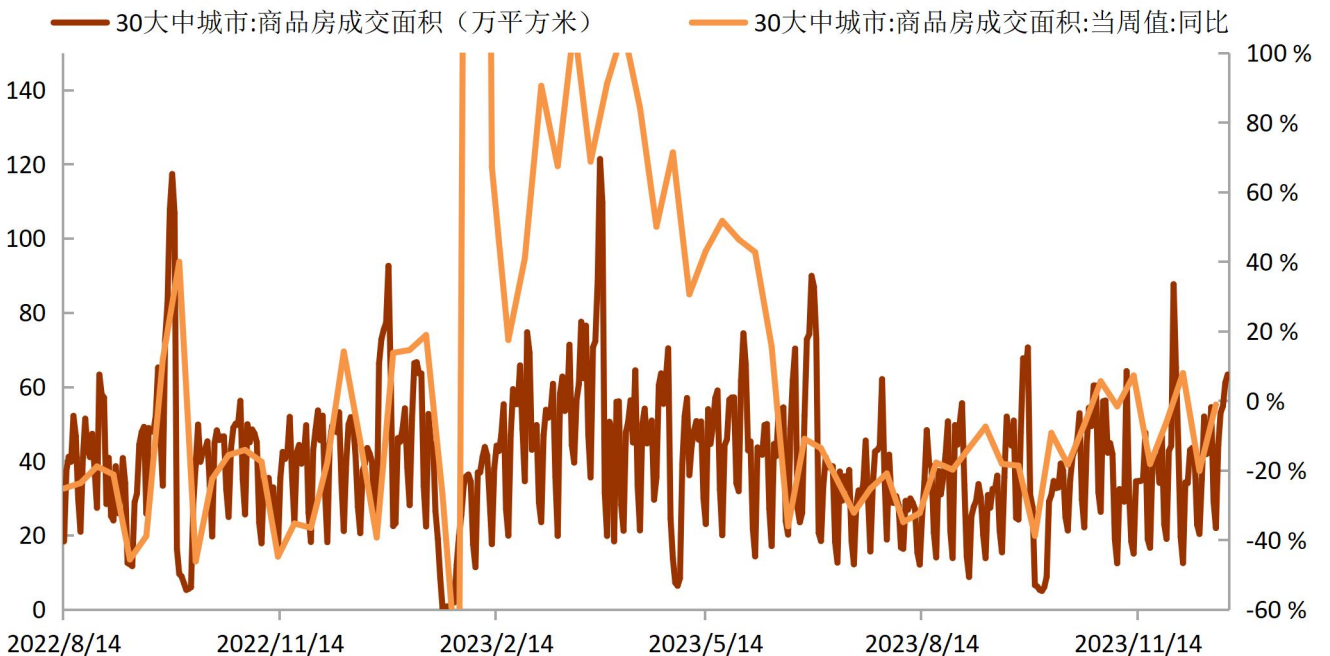
四、高频及相关数据跟踪

图表4 乘用车厂家零售



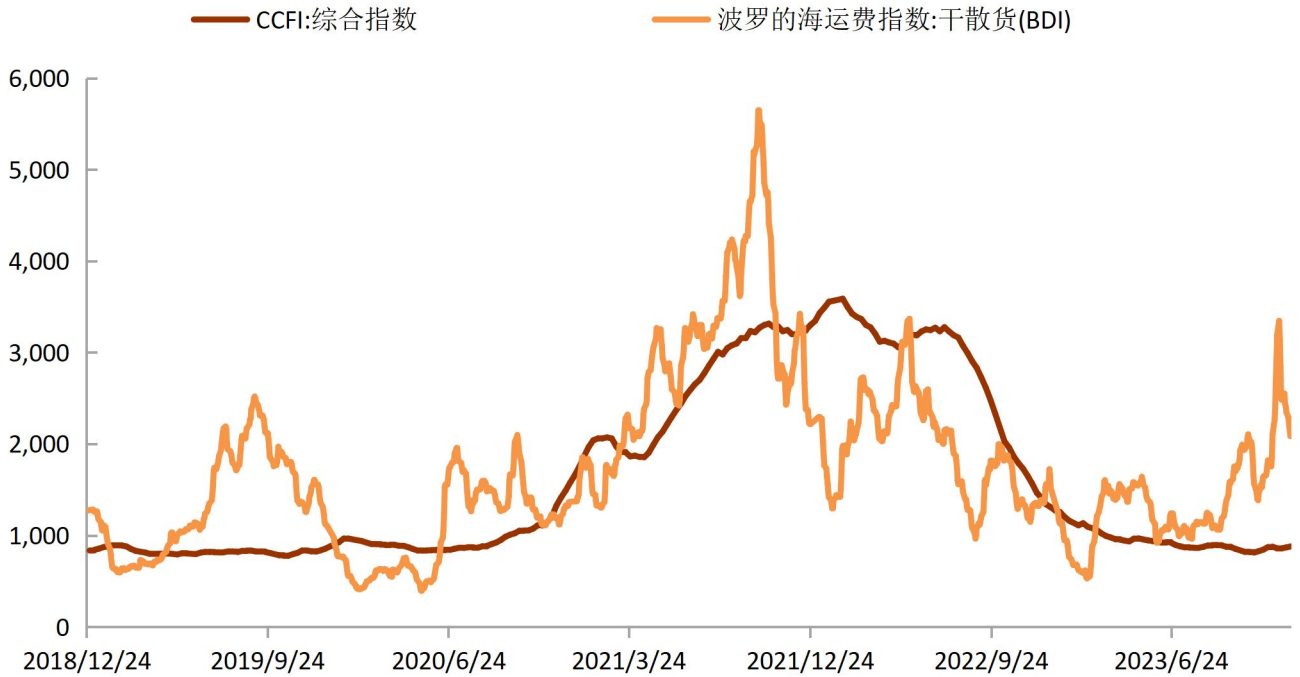
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 30大中城市:商品房成交面积



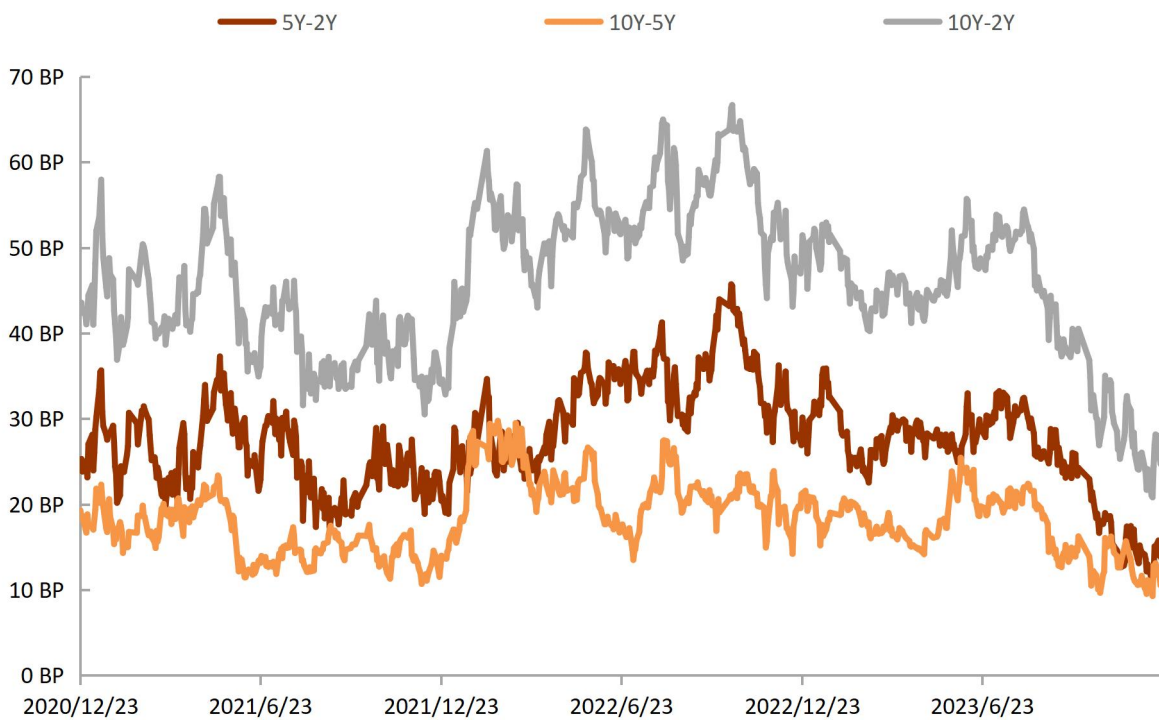
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 航运指数



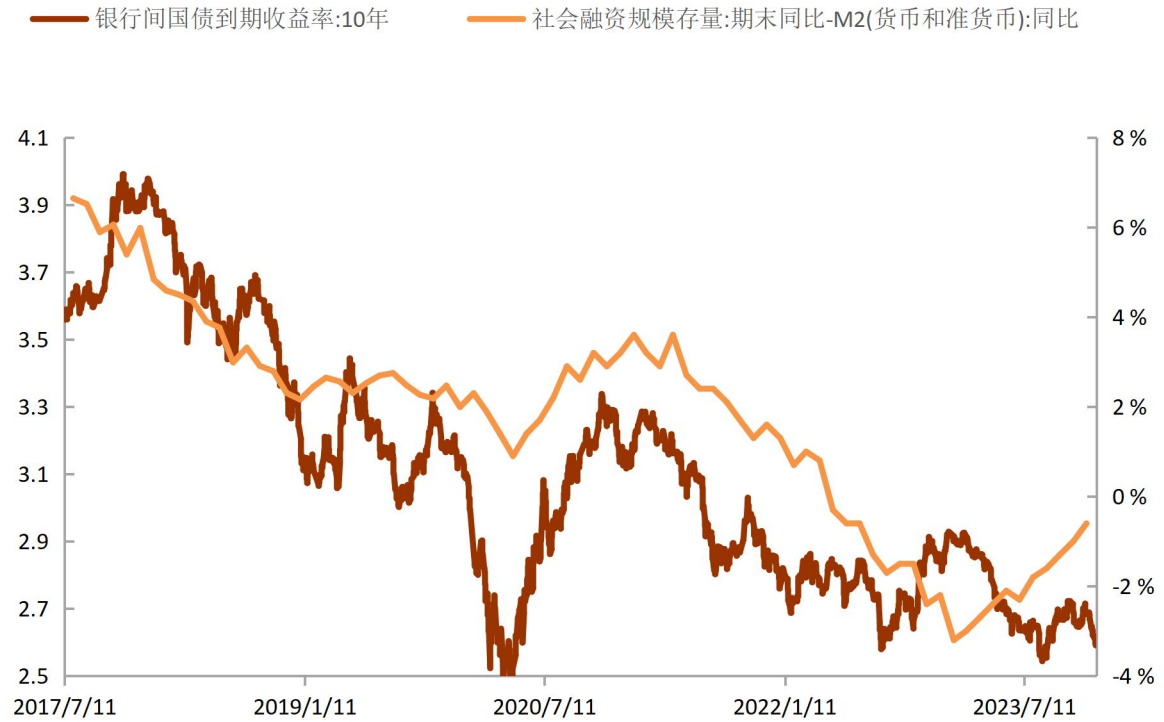
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表7 期限利差



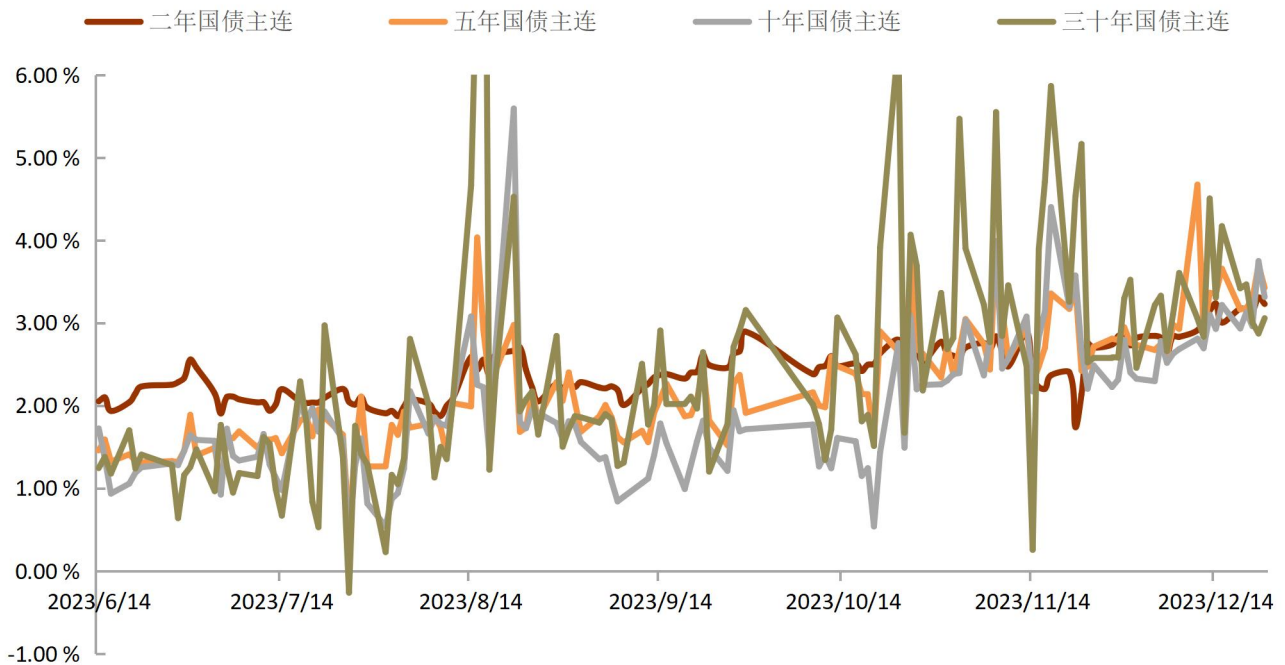
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 社融-M2



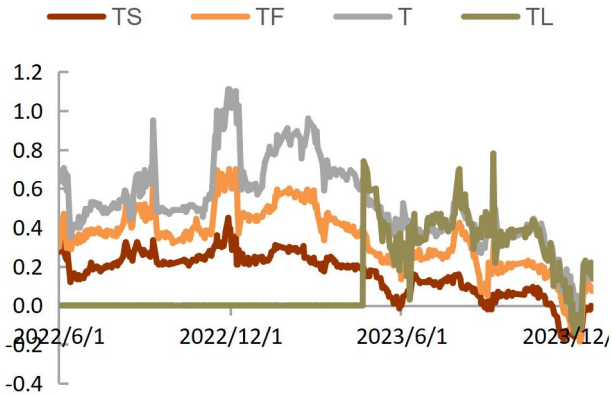
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表9 主力合约最廉IRR

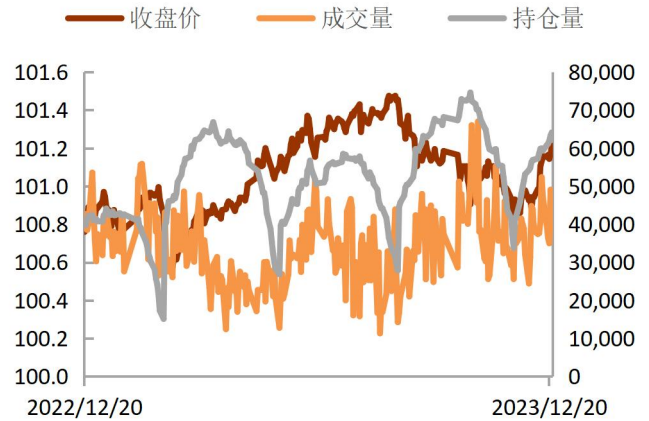


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表10 国债期货跨期价差（当季-下季）

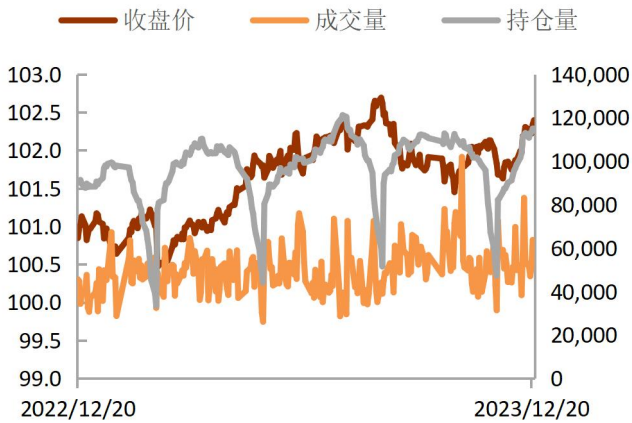


图表11 TS主连收盘价、成交量、持仓量

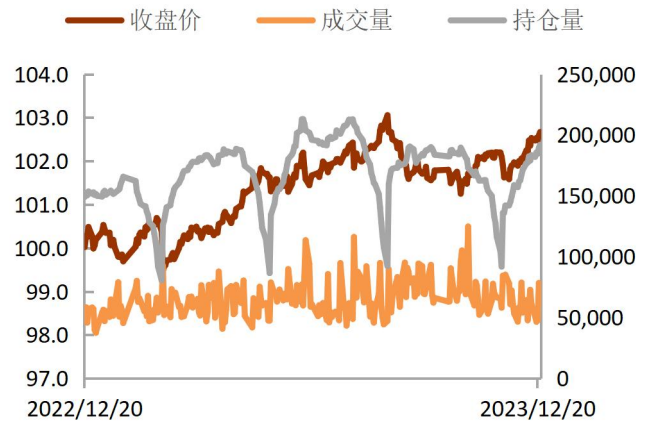


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表12 TF主连收盘价、成交量、持仓量

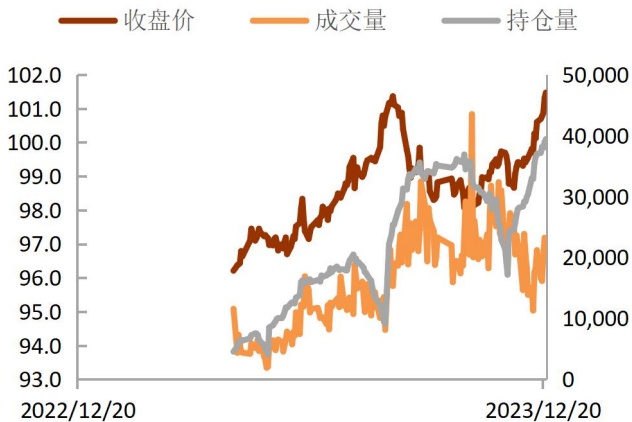


图表13 T主连收盘价、成交量、持仓量

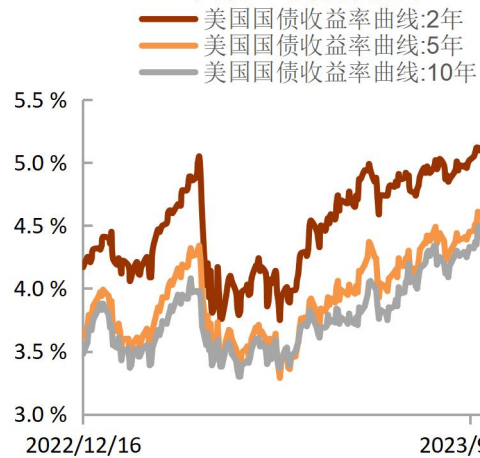


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表14 TL主连收盘价、成交量、持仓量



图表15 美债收益率

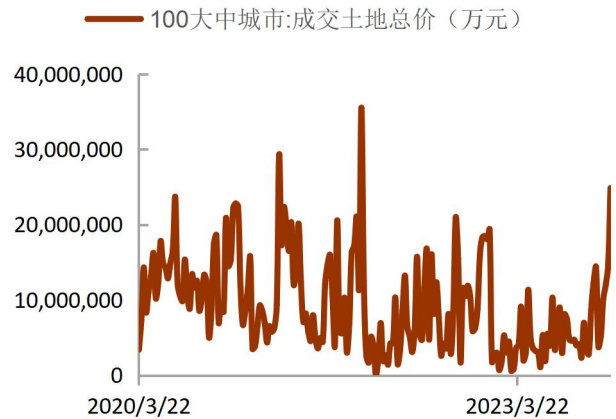


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表16 成交土地溢价率



图表17 成交土地总价

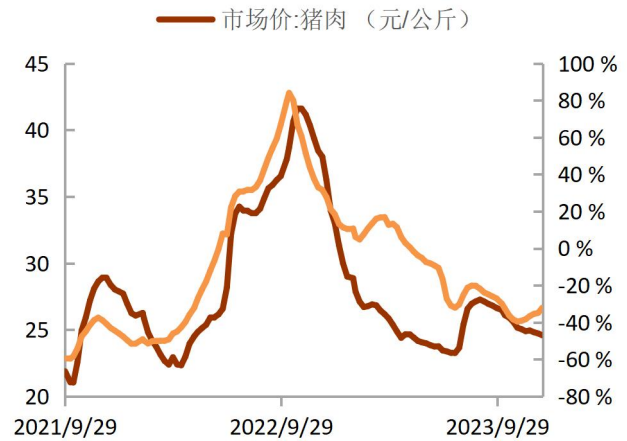


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表18 人民币汇率

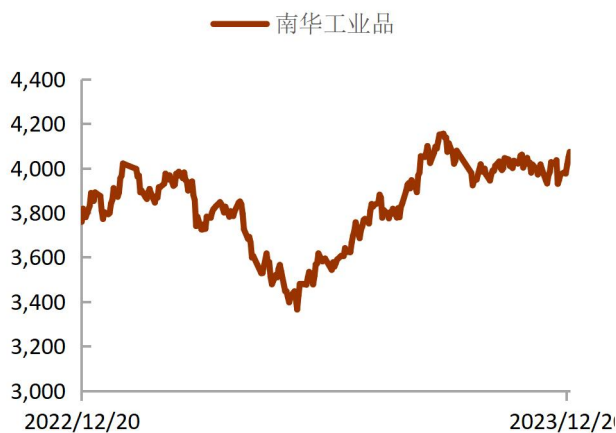


图表19 市场价:猪肉

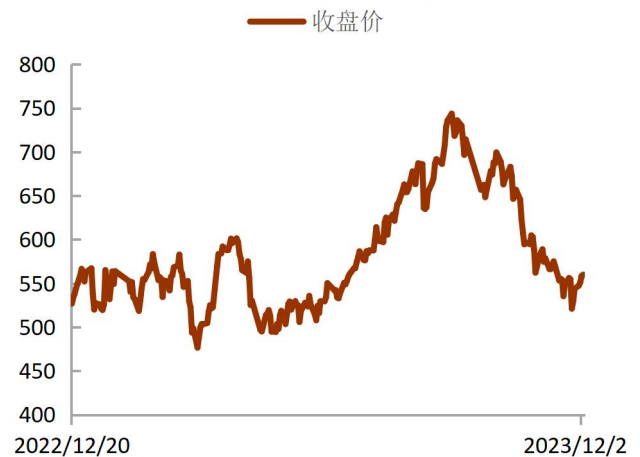


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

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

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



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

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

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。