

金融市场部 2011-4-5

颜 岩

021-23297003

msn:gdbyy@hotmail.com

2011 年一季度利率市场回顾

要点：1、一季度利率变化总体呈现“倒 U 型”走势，市场心态从悲观转向乐观，资金面的持续宽松是情绪转变中的关键因素。

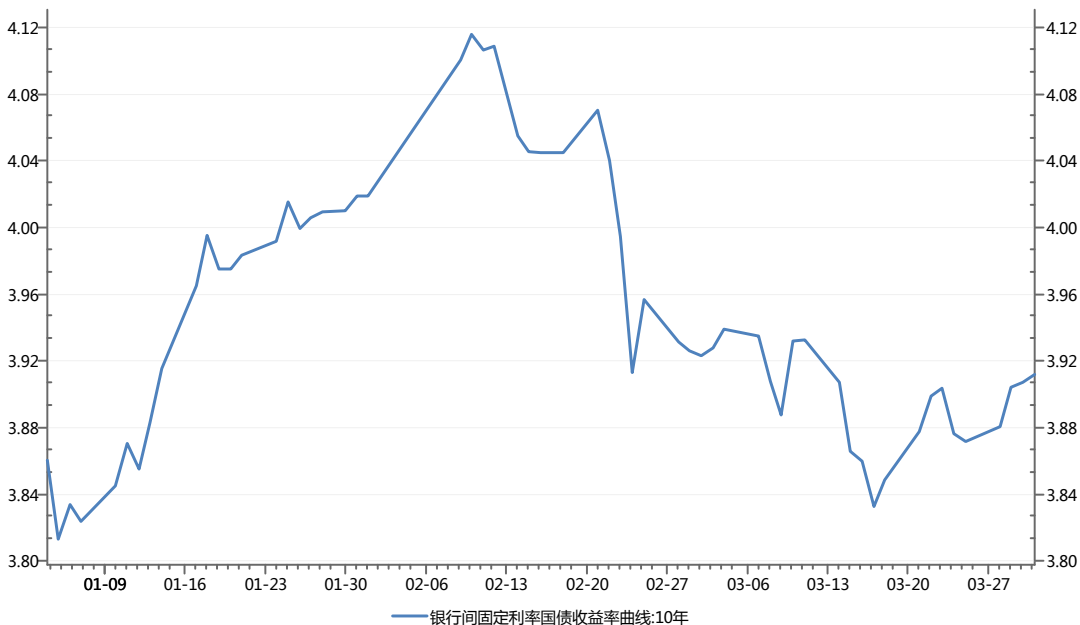
2、短债和 3 年央票、10 年国债是利率波动中的活跃品种，也是幅度最大的品种。从收益率曲线来看，国债和金融债都呈现陡峭化，短期受资金宽松的影响更加明显。

3、4 月是观察全年利率走势的重要月份，关键在于资金面的变化。

回顾今年一季度，银行间利率市场经历了 3 次法定准备金率上调（1 月 20 日、2 月 24 日、3 月 25 日）和 1 次加息（2 月 9 日），政策出台可谓非常密集。债券和资金利率走出了快速上升和下降的“倒 U 型”走势，政策冲击力度不断减弱。从中也可以看出市场心态从悲观到乐观的转变过程。

一、关键期限利率变化与分析。

1、10 年国债为代表的长期利率波动明显。



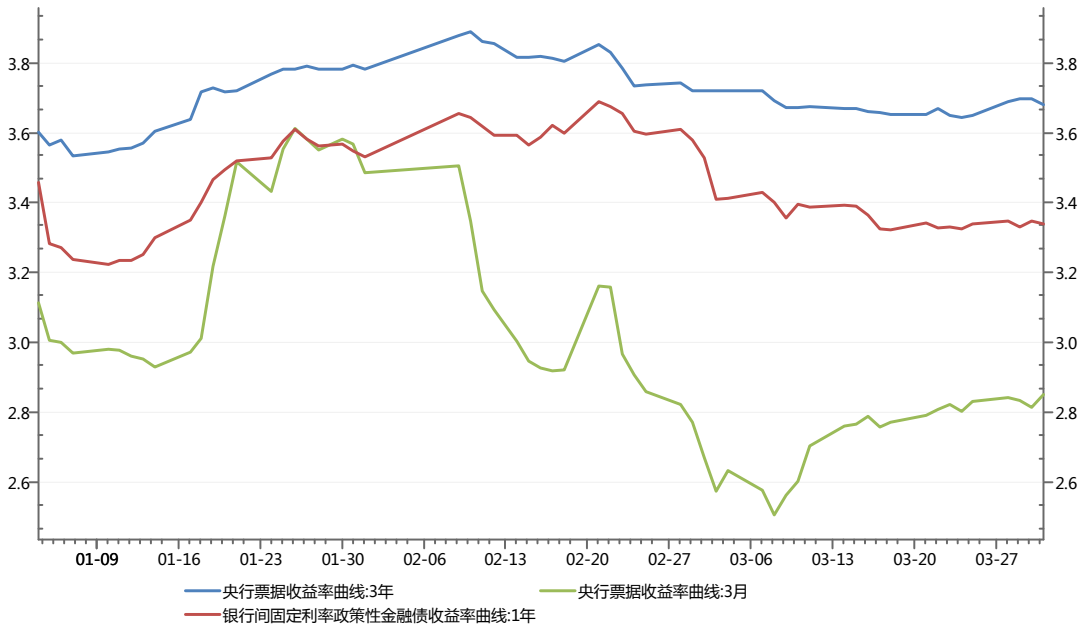
数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

2011 年元旦刚过，10 年国债收益率受经济数据预期、提高准备金率和加息的预期以及去年 12 月一波行情的获利盘影响，收益率大幅走高。2 月 9 日的加息推升收益率达到一季度高点。这一轮利率上升从 1 月初的 3.81% 升至 2 月初的 4.12%，期间在 4.0% 这一关键心理关口出现反复。但此时恰好冻结存准金，回购利率大幅飙升，10 年国债缓慢突破 4.0%，并在 2 月 10 日加息的推动下到达高点 4.12%。随后 2 月 18 日

的准备金率调整被看作利空出尽，配合资金面宽松、2月 cpi 较低的传言、北非、中东的动乱局面导致国际石油价格飙升，为国际经济复苏蒙上了阴影，收益率快速下跌至 3.92%附近。

3月上旬，10年国债利率在 3.90%附近开始犹豫，仅有资金宽松是正面因素，利率继续下跌受阻。市场受到 2 月经济数据和央行提高 1 年央票利率的影响，看空情绪开始增多。不过日本地震和核泄漏带来的避险情绪导致股市和大宗商品暴跌，给国内债市都来利好，收益率快速下跌，随后小幅反弹。

### 2、中短期利率均有下行，短期更加明显。

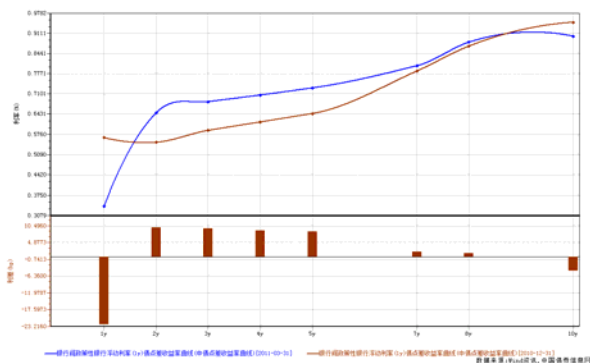


数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

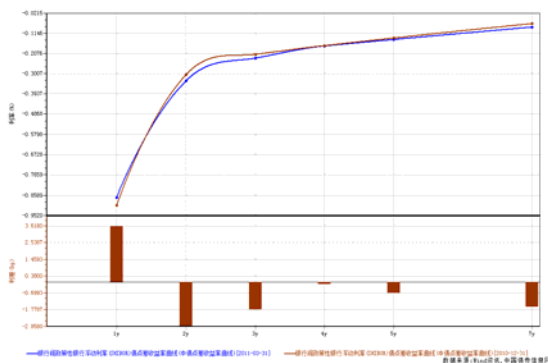
从图中可以看出，虽然 3 年央票是最为活跃的品种，但 3M 央票和 1 年期金融债的利率波动幅度要大于 3 年央票。因为中短期债券除受政策影响外，很大程度受到资金面的影响。与 10 年国债利率变化分析的原因类似，中短期品种 1 月份呈现上行走势，2 月下旬开始受到资金面宽松的影响利率开始走低，尤其是 3M 央票这类短期品种，利率走势与央行的货币政策出台时间非常吻合，利率波幅达 100bp 以上。

3 年央票作为市场的风向标，综合反映了市场心态、资金面和政策预期等因素。整个一季度，在经历了多次政策调整和地震这一突发事件后，3 年央票收益率又回到年初的水平。2006 年以来，3 年和 1 年央票利差平均为 48bp，目前 1 年央票一级市场利率 3.20%，使 3 年品种利率难以继续下跌。

### 3、浮动债点差变化出现分化



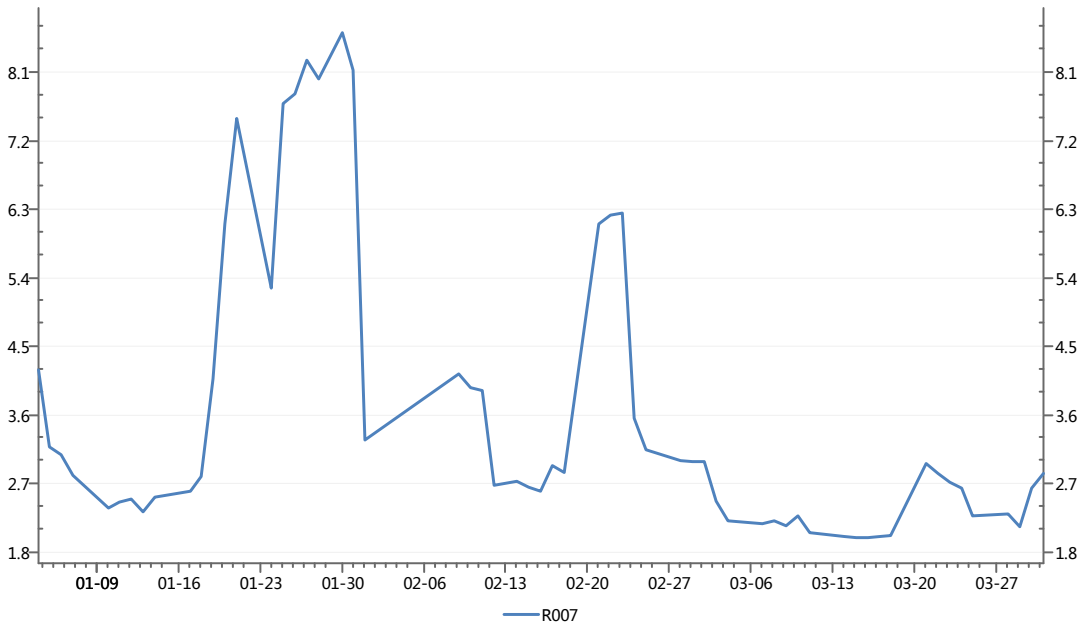
Depo 基准点差收益率曲线



Shibor 基准点差收益率曲线

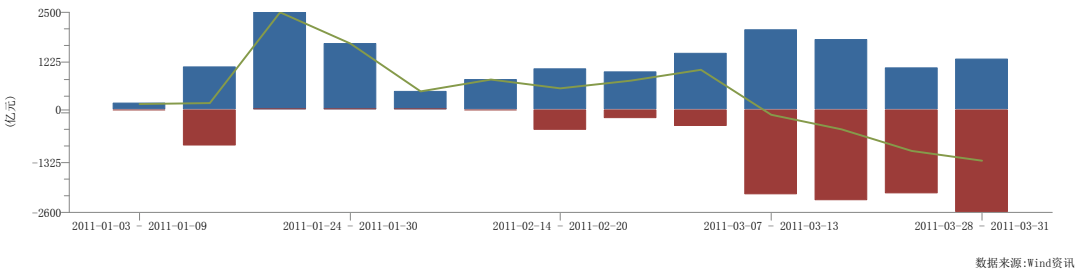
3M\_Shibor 为基准的政策性浮动债，得益于基准高，票息高，成为今年一季度债券市场的一个亮点。二级市场溢价明显，点差稳定在-15 到-20bp，3 个月来没有大幅波动。不过后期来看，资金面持续宽松，除非央行连续出台紧缩政策，否则 Shibor 稳定在高位的压力很大。5 年期 Shibor 债在 3 月下旬开始出现一波抛盘，点差出现上行。而 depo 浮动债的点差出现明显上移，接近历史高点。从曲线来看，2 到 3 年明显凸出，点差大概在 70bp 左右，接近同期固息金融债。

4、货币市场利率先涨后跌，波动之大历史罕见。



数据来源:Wind资讯

一季度7天回购利率走势



数据来源:Wind资讯

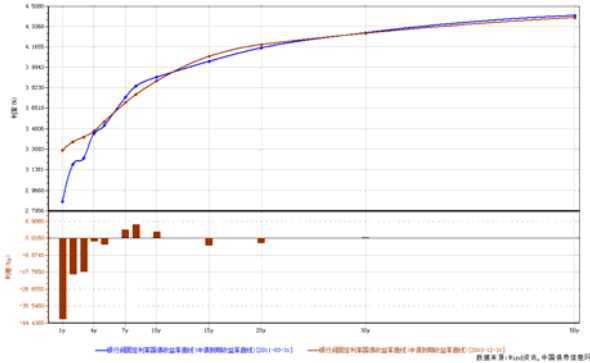
一季度公开市场操作状况

央行于 1 月 20 日上调存款准备金率，彻底打垮了脆弱的资金市场。临近春节，大量现金流出到银行系统外，各机构备付金率明显降低。7D 回购利率从 2.5%附近飙升至 8.0%以上，并稳定在这一位置。期间央行罕见的给少数国有大行采取逆回购操作放出资金解决燃眉之急。而 1 月份央行通过公开市场净投放的 4540 亿元完全没有效果，春节后继续净投放 3600 亿元，前后合计 9 周净投放 8140 亿元。可以看出此次央行的准备金政策由于选取时点不当，导致效果相反。

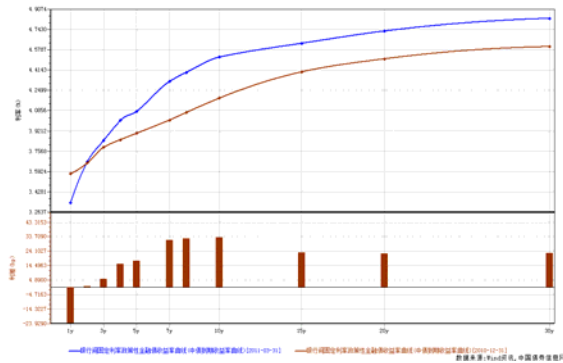
由于前期净投放过多，加上春节后现金回流到银行体系和到期的差别准备金，资金供给从 2 月中旬开始增多并逐渐泛滥。3 月 R007 均值仅有 2.39%，期间还有一次准备金率上调，利率只是短时间冲高到 2.96% 便直线回落。此时，一级和二级市场收益率均出现明显下行。

综上所述，一季度利率变化总体呈现“倒 U 型”走势，市场心态从悲观转向乐观，资金面的持续宽松

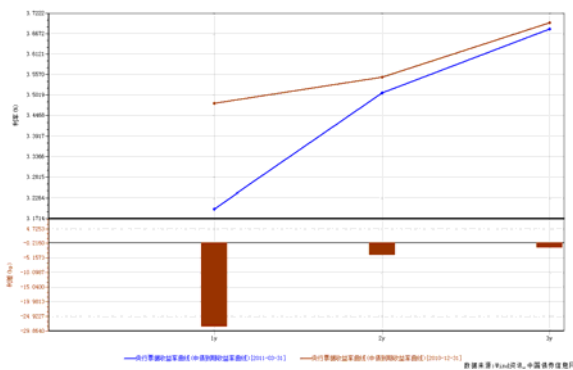
是情绪转变中的关键因素。因为整个一季度，利率市场同时受到通胀上升、油价上涨、经济下滑、自然灾害等因素的左右，每次市场做出方向选择的时候，资金面的变化起到重要作用的。短债和3年央票、10年国债是利率波动中的活跃品种，也是幅度最大的品种。从收益率曲线来看，国债和金融债都呈现陡峭化，短期受资金宽松的影响更加明显。



国债收益率曲线变动 (1-1 至 3-31)



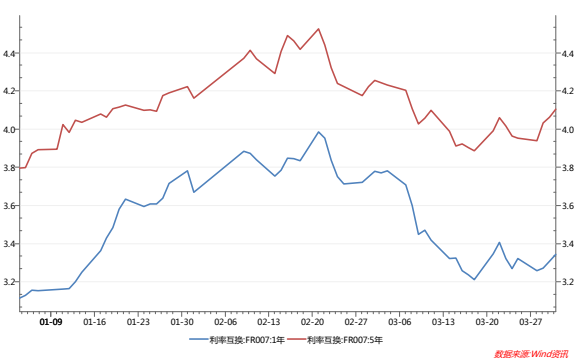
金融债收益率曲线变动 (1-1 至 3-31)



央票收益率曲线变动 (1-1 至 3-31)

如上图所示，国债的收益率曲线涨跌幅度相当，短期品种受资金宽松影响而明显下行；金融债则是除短端外全面上行，央票则全面下行，短端幅度更大。因为银行账户对国债的免税效应更加看重，配置上优先考虑国债。而且在市场没有明显的趋势转变的时候，交易盘为了把握短期交易机会，必然选择流动性更好的国债和央票，从而带动收益率下行。而金融债在流动性方面存在明显不足，没有免税价值，所以收益率易上难下。

## 二、利率互换价格走势分析



FR007 基准互换的 1 年期和 5 年期

Shibor 基准互换的 1 年期和 3M\_Shibor

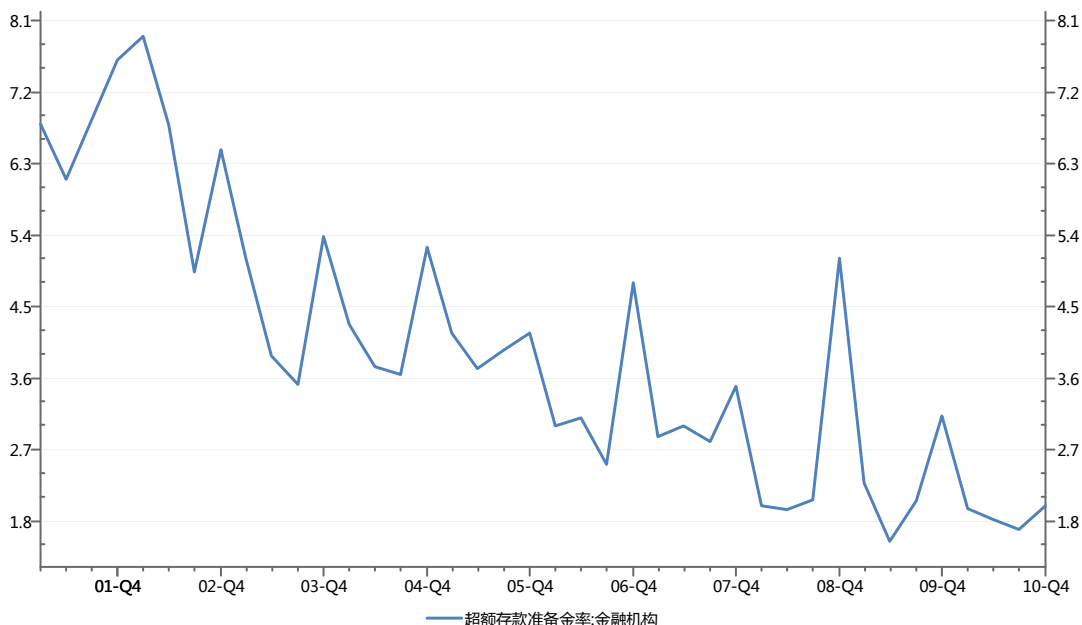
一季度，IRS 市场同样呈现“倒 U 型”的走势，从图上可以看出，1 月份开始的震荡上行走势，在 2 月 9 号加息和 2 月 20 号准备金冻结的“最后一推”下，利率升至一季度最高点。随后 FR007 互换利率呈现陡峭化下移，幅度超过现券，利率水平回落到同期限政策性金融债以下。除了基准利率 FR007 的大幅回落带来巨大的正 Carry 之外，还有大宗商品涨价、2 月份 cpi 传闻和地震等因素，尤其是日本地震导致全球避险情绪上升，美国国债收益率大幅回落，海外 IRS 市场普遍看跌利率，带动国内互换利率快速下行。

Shibor 为基准的利率互换更多受到 3M\_Shibor 基准的影响，repo 互换活跃。在去年 12 月 29 日创下新高 4.6236%后，1 月份 3M\_Shibor 小幅回落后再次飙升，1 月 31 日创下 5.7464%的高点。同期 Shibor 基准互换也随着快速上涨。春节后 3M\_Shibor 回落，互换利率也震荡走低。

三、未来利率市场展望，谨慎中蕴含机会

我们认为，4 月利率走势关键在于资金面的变化。虽然有加息，但资金才是机构配置力量强弱的根本。一季度资金供给呈现不断宽松的状态，数量型调控的威力逐次递减，公开市场持续投放、春节后现金回流和外汇占款大量增加是主要原因。银行超储率较高。4 月份公开市场到期量高达 8850 亿，虽然公开市场功能恢复，但 1 年期央票发行量有限，资金的回笼力度不会太强。3M 期限大量发行则有可能使资金供给减少。

而且，通过观察金融机构超储率的走势，可以看出历年四季度都是超储率较高的时期，随后便开始降低，具有明显的季节性。目前一季度已经过去，超储率依然较高，未来可能因为财政存款和外汇占款变动等因素，超储率出现季节性调整。根据历史经验，2 季度财政存款会上升。尤其是 2010 年 5 月份，准备金率和财政存款同时上升导致了长达 2 个月的流动性危机。总之，流动性的变化快，幅度大，不过 4 月份的资金情况还是偏乐观。



金融机构超储率变动

3 月的 cpi，对市场的影响将是中性偏乐观。根据测算，3 月 cpi 环比为零的话，同比在 5.5%左右，此

数据已经完全被市场消化。目前市场普遍余期 3 月 cpi 环比为负，如果同比能在 5% 以下，那么市场会更加乐观。而且不少机构认为 3 月 cpi 可能是全年高点，随着紧缩政策发挥作用，6 月 cpi 同比可能不会超过 3 月。

根据近期财政部公布的 2 季度国债发行计划，共发行 11 期付息国债，金额大概 3300 亿元，5 期贴现式国债，金额 500—1000 亿，明显超过 1 季度国债发行量 2700 亿。央票方面，2 季度央票到期 9530 亿，其中 4 月份 4980 亿，超过一半。按照目前央票每周 1000 亿左右的发行力度，4 月份央票到期基本对冲。4 月份国债和政策性金融债到期仅 950 亿，短融和中票预计会维持较高的发行量，因此银行配置压力明显缩小，不过加息可能给机构带来一次配置机会，预计债券供给过剩影响较小。

总之，4 月是观察全年利率走势的重要月份，4 月 5 号加息可能是上半年乃至全年的最后一次，准备金率的调整也会逐步减少。那么债市的趋势性机会来临，利率在冲高后必然下行而不是高位震荡或持续上涨，同时收益率曲线向下平移。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。