

颜岩 021-23297003
yanyan@cgbchina.com.cn

银行间市场周报 (6.17—6.21)

利率与衍生交易团队:

欧阳健 021-23297021
ouyangjian@cgbchina.com.cn

颜岩 021-23297003
yanyan@cgbchina.com.cn

吴思捷 021-23297022
wusijie@cgbchina.com.cn

李海涛 021-23297026
lihaitao@cgbchina.com.cn

上周的银行间资金市场创造了历史, 我们有幸见证了离奇的融资利率。对于这一现象, 我认为更多是机构情绪恐慌造成的。其实从整个上周来看, 资金面并未见到明显的影响因素, 不少机构已经适应了“紧平衡”的节奏。但周二和周四连续发行央票给了市场很大的心理打击, 令机构继续主动提高备付, 资金面紧张的状况在 6 月 20 日达到极致。R001、R007 等分别创下历史最高利率。

债券和 IRS 利率也如资金面一般疯狂上涨, 以国债为例, 收益率曲线严重倒挂, 长端由于汇丰 PMI 初值的影响上行幅度很小, 不到 20bp。而中短端上行超过 40bp。Repo IRS 1y 一度上行超过 100bp, 5y 也有 50bp。各种投机盘夹杂着止损盘蜂拥而出, 类似“踩踏事件”, 收益率便一路上行。

极端过后, 市场归于平静。下一轮波动还需要我们去发现。对现在的债券来说, 收益率已经得到市场认可, 但我们发现卖盘已经没有什么好价格, 买盘也不愿主动出击, 买卖分歧拉大。本周, 资金面依然是主要的影响因素, 我们预计难以明显宽松。受此限制, 短债收益率难以明显下行。IRS 短端也可能保持相对高位。值得注意的是长端利率。不论债券还是 IRS, 长端品种都在相对低位。这主要是受到 PMI 初值的影响。如果央行没有实质的政策性放松落地, 那么长端是比较危险的。债券曲线倒挂的情况很罕见, 现在长端利率没有上行, 那么未来资金宽松后, 其大幅下行的可能性就很小。对于交易资金来说, 我们认为长端并不适合大量参与, 而且长端对经济悲观的预期已经充分消化, 一旦基本面企稳, 收益率上行风险较大。

上周资金面异常紧张, 创下了市场有史以来的最高回购利率。R001、R007 加权超过 11%。市场对上周的资金情况已经分析的足够多, 不外乎基础货币投放减少, 半年末考核压力等。不过我们认为, 上周的这一波紧张, 主要是市场机构开始恐慌和绝望的表现, 并主动提高备付。其实整个市场资金供给并没有减少的理由, 这从每天下午四点后不少机构融出隔夜资金就可以看出。本周是 6 月的最后一周, 机构还需要为月末的头寸加把劲, 资金面难以明显宽松。本周公开市场共到期 250 亿, 预计央行会继续保持央票的地量发行节奏。财政存款投放是个可以期待的因素。总之我们认为月末前资金难以明显宽松, 回购利率将处于较高位置。

上周债券二级市场抛盘一片, 收益率呈现加速上涨的态势。3 年国债从 3.25% 升至 3.80%, 5 年升至 3.60%, 7 年 3.60%, 10 年 3.62%, 整条国债曲线已经倒挂。从上周五的情况来看, 在资金面开始好转时, 短端买卖双方价差明显拉大, 反映出买盘对高资金成本的顾忌和卖盘对未来资金面好转的美好预期。长端则直接开始成交, 对未来经济继续变衰的预期非常强烈。

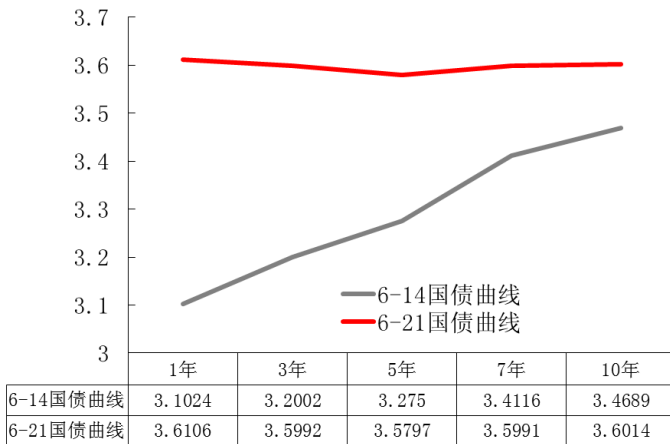
上周 IRS 跟回购利率一样, 创造了新的历史。Repo 1y 最高上行达 80bp, 5y 最高上行 40bp。不断收紧的资金面、不断丧失的信心、carry 压力, 令机构 payside 一方完全疯狂, 上周四 repo 1y 最高见到 5.10% 成交, 相比上周五上涨达 130bp, 期间未遇到任何抵抗, 疯狂程度可见一斑。Repo 1*5 spread 最大拉大到 60bp 左右, 创历史最低点。本周, IRS 仍然受到资金面左右, 在资金利率无法快速回落

的情况下，巨大的 carry 压力将是抵抗 IRS 下行的主要原因。曲线倒挂的现象仍然存在，但继续扩大的可能性很小。总之，IRS 经过了上周的疯狂后，将不会再有如此剧烈的波动，利率会在一个相对高位保持短暂均衡。

至于市场一直期待的央行救急，我们认为可能性不大。近期关于这方面的传闻不少，但实际看央行的公开市场操作，表现出的还是维持之前货币政策基调的态度。目前的银行间流动性状况或许是央行需要解决的多个问题之一，但并不是首要问题，方法上则不会通过公开的宽松操作来实现。在不出现系统性风险的情况下，我们看不到央行大规模宽松的理由。如果外汇占款大量流出导致基础货币投放严重受损，则央行可能会出手降准等政策，但目前看还没到时候。

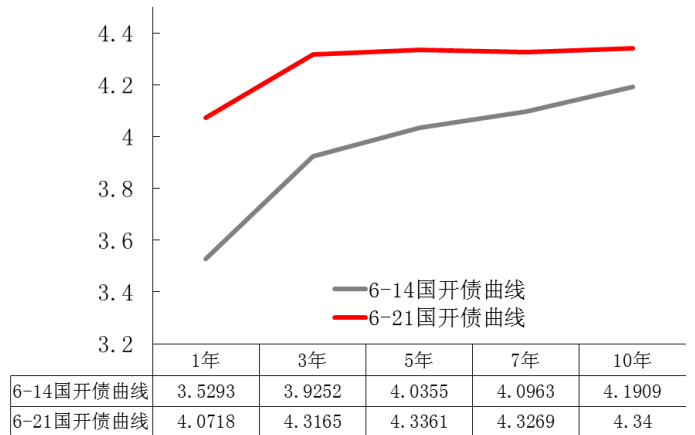
综上所述，我们对本周的判断如下：资金面依然偏紧，R007 会小幅回落；预计公开市场将实现净投放。债券收益率曲线保持倒挂形态，不会继续上行。Repo IRS 曲线有望整体回落，但由于资金利率较高，预计回落幅度有限。我们建议交易资金可重点买入中短端债券，少量长端品种。并适当止盈之前的支付固定利率 IRS。

国债收益率曲线完全平坦



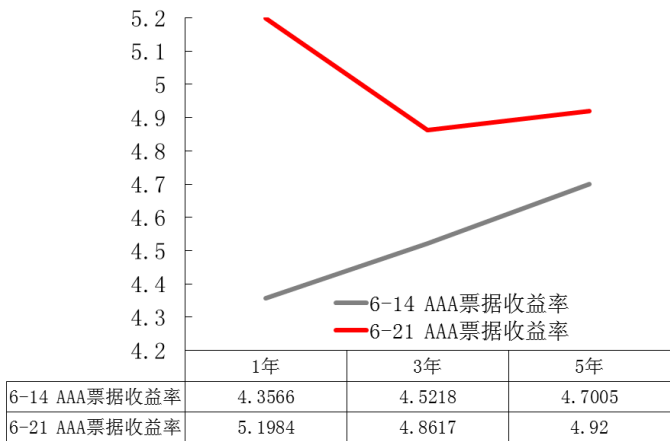
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率曲线平坦化上移



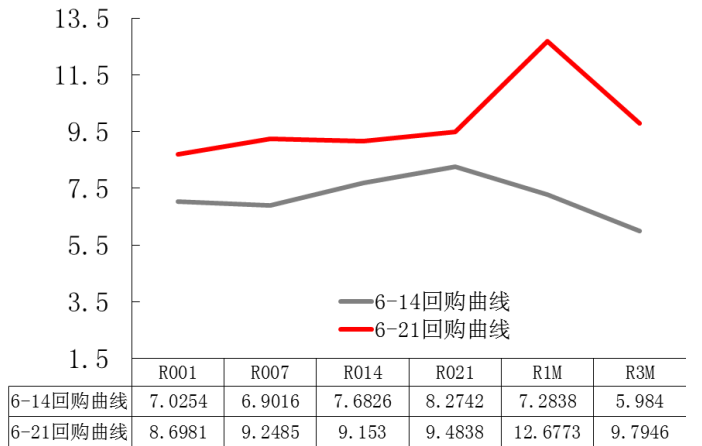
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率明显倒挂



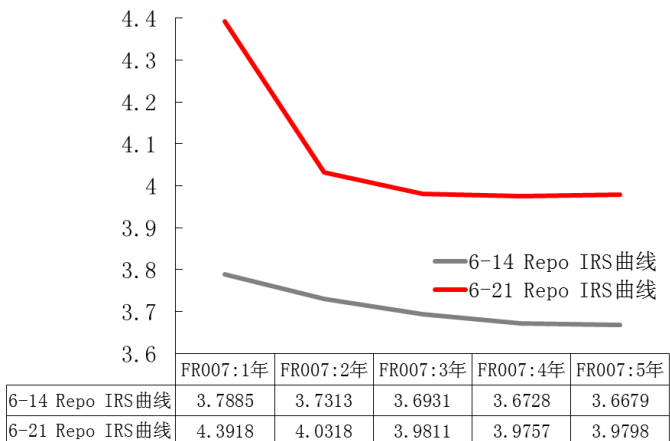
数据来源: Wind 广发银行

回购利率长端明显凸起



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率反应过度, 明显倒挂



数据来源: Wind 广发银行

免责声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行投资所造成的一切后果，本银行概不负责。

本报告版权仅为本银行所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为广发银行，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。