

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

潘镒宝 021-23157219
panqibao@cgbchina.com.cn

史浩翔 021-23157218
shihaoxiang@cgbchina.com.cn

更多报告请访问我行网站:
<http://www.cgbchina.com.cn/Channel/18100459>

本期摘要:

1、本周操作观点。

由于月中缴税出现在本周,所以本周市场对资金的需求较上周相比会有所增加。由于到期量比较大以及资金面前期较为宽松的原因,央行正回购操作仍会坚持,预计仍会像上周一样施行单周净投放,用以对冲资金面可能会遭受的短暂波动。但由于缴税量较大,这种资金需求的冲击与央行的对冲可能无法完全匹配,并且由于市场对长期资金状况的谨慎心理,我们认为资金利率在本周很可能出现小幅度的反弹,从而引起 IRS 的局部反弹以及曲线变平,但对债券市场影响有限,资金在 4 月份整体平稳的格局不变。

分别来看,在市场对一季度基本面预期较差的背景下,央行公开市场操作的前瞻性和平滑性令资金面保持了持续的宽松,流动性状况并未受到一季度末以及 4 月初补准的影响。本周将公布一季度的宏观经济数据,目前的市场水平应该已经蕴含了基本面疲弱的事实。在市场对二季度基本面改善尚不确定的影响下,债券收益率的中长端本周会保持目前的水平,表现为一种箱体震荡的现象,对应的是货币市场的流动性在长期保持一个相对宽松格局的预期。而短端则容易受到一些即期流动性波动的影响,资金面在缴税因素冲击下可能出现波动,R007 可能会反弹至 4.0%,短端出现反弹同时曲线将进一步变平。一级市场的持续发行给债券的供给带来巨大压力,但是负面影响不大,一级发行一般在市场中性时空头作用才会比较明显,决定市场走势的仍是市场对基本面和资金面认知的多头情绪。我们认为利率债中长端目前可以继续持有,宏观数据疲弱落地后市场并不会急于反弹,未来如果资金面持续宽松或仍有进一步下行的空间。

IRS 在资金面面临较大不确定性的情况下,本周将会以波动市为主。目前 FR007 稳定在 3.7%的水平左右,由于对后市的谨慎预期,repo IRS 的仍然高于 fixing。本周在缴税因素冲击下可能会令资金面出现暂时性波动,目前 repo IRS 1Y 50bp carry 已经比较合理定价了市场谨慎的预期,因此未来 IRS 在资金波动的影响下易上难下,即使下行空间也比较有限。我们建议目前开始左侧建仓支付 IRS 短期限固定利率,以对冲现券长端持仓风险,建仓时机则取决于央行本周公开市场的规模和期限组合情况。

2、上周市场回顾。

上周资金面继续宽松,央行回收力度较小,单周净投放的操作令市场情绪稳定。债券和 IRS 以整体性下跌为主,不过 IRS 的下行幅度较大,债券主要是受到一级市场发行量较大的影响,下行幅度比较小,速度较慢,但一级发行结果基本上持平于二级,一级半收益率保持下行。上周末央行两次净投放操作和 fixing 的低位缓解了市场对月中资金面的谨慎预期,令债券收益率和 IRS 出现一波缓慢下行,repo IRS 1Y 快速下跌 15bp 左右,曲线长端也出现类似幅度下跌,目前基本面预期疲弱下,资金宽松成为主导 IRS 下跌的主导因素。

上周资金面继续保持宽松,目前的 FR007 已经稳定止跌,从上上周 4.2%降至

3.7%，体现了央行预调、微调，刻意维持资金面宽松的政策导向。我们认为月中 R007 可能将出现反弹，但是幅度不会太大，repo IRS 1Y 支付固定端的价值已经逐渐显露。

本周，资金面将继续宽松，但是宽松程度较上周会有所降低，央行正回购仍将继续并保持净投放的状态。本周将迎来 2260 亿正回购到期，规模较大，预计央行会保持每次几百亿正回购的规模以净投放货币，但这种净投放能否平滑对冲资金需求仍存有一定的不确定性，短暂出现的波动可能会导致 IRS 的率先反弹。

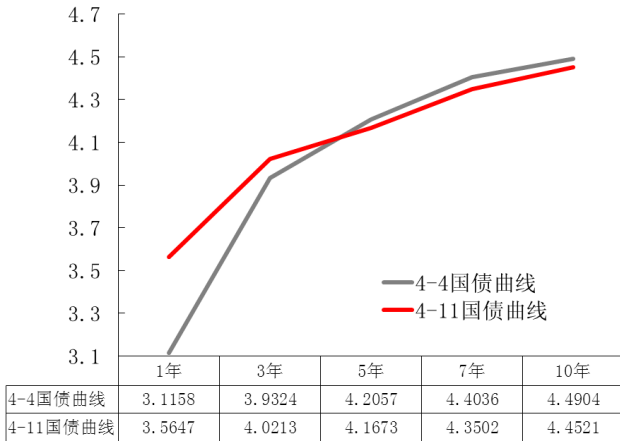
上周债券市场以小幅慢速下行为主，最显著的特点就是中长端在前期比较较为有限，而三年国债一级续发令其收益率大幅跳升，随后整条曲线缓慢下行。金融债中长端下行约 5bp 左右，7 年国债下行约 6bp 在 4.34%，一级市场的影响对曲线局部作用十分明显，但是并无法带动整条曲线出现趋势项上行。

本周，资金面会继续较为宽松，但是对收益率下行的边际作用会显著下降，一级市场发行量仍然较为稳定，持续的金融债和国债的发行也难令债券收益率继续下行，未来的下行需要资金面状态的进一步明朗。虽然短期内资金面有月中波动的可能，但我们认为债券慢牛的行情很难打破，最多只是短端暂时上行带动曲线变平。因此，我们建议可以适当考虑配置部分中长端品种，目前资金面的情况长期仍将是偏乐观的，而一级发行的影响在目前情况下影响不大，交易盘可以积极参与博取边际。

上周 IRS 市场匀速下跌，资金面宽松和 fixing 较低的因素，令 repo 1Y 从 4.34% 一路最低下跌到 4.19% 的水平，spd 结构保持不变，市场主要是受到资金面影响，前期认为资金在月初会紧张的机构开始慢慢矫正预期，转换仓位。可以看出目前多方力量不断缩小，如果资金面本周持续保持 3.7% 的水平，那么 repo IRS 1Y 仍将进入持续下跌的过程。

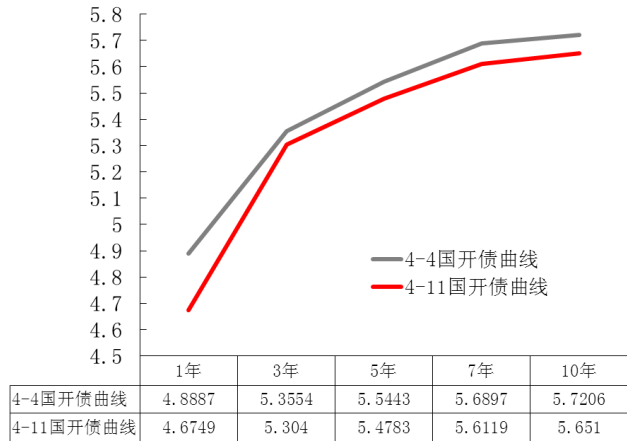
本周，资金面表现将继续乐观，但 R007 有反弹的需求，我们认为幅度不会太大，关键看央行两次公开市场操作的规模，如果央行对冲资金需求的规模小于市场的预期，那么 R007 可能会反弹至 4.0% 之上，所以 IRS 在本周的波动性会比较大，未来资金收紧的边际效益会逐步增加，前期收取固定端的敞口可以考虑适时平仓。我们建议目前不要加仓收取固定利率看空 IRS 的仓位，以观察央行对冲流动性需求的操作，但考虑到由此带来的市场风险，可以适量收取固定端利率平掉前期仓位。

国债收益率曲线变平



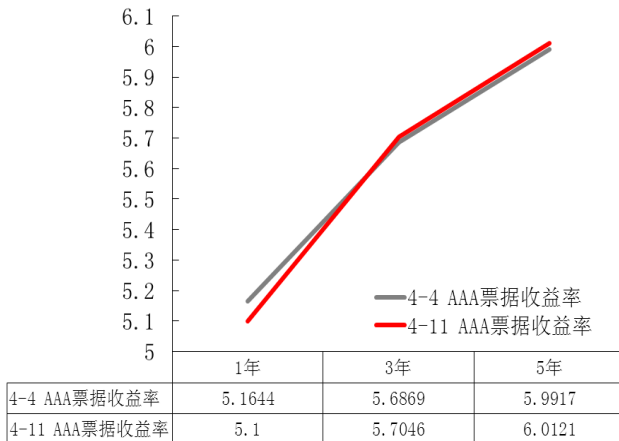
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率小幅下行



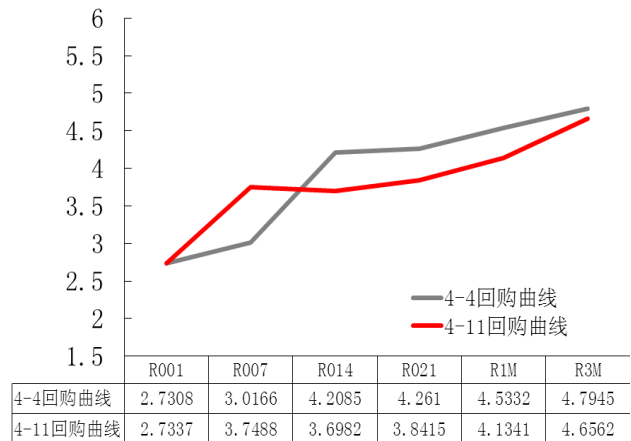
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率平稳



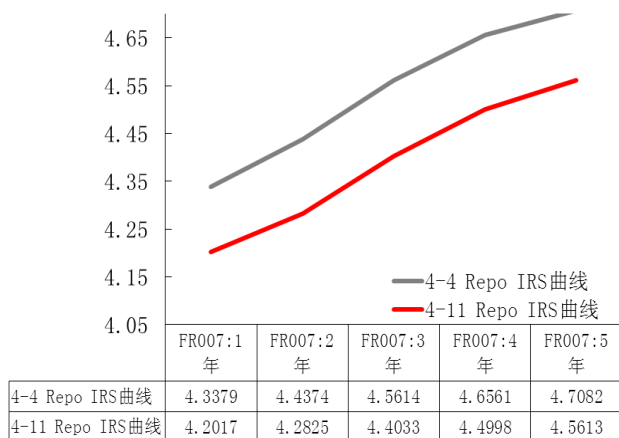
数据来源: Wind 广发银行

回购利率中长端下行



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线整体下移



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。