

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

## 银行间市场周报 (4.21-4.25)

利率与衍生交易团队:

欧阳健 021-23297021  
[ouyangjian@cgbchina.com.cn](mailto:ouyangjian@cgbchina.com.cn)

颜岩 021-23297003  
[yanyan@cgbchina.com.cn](mailto:yanyan@cgbchina.com.cn)

吴思捷 021-23297022  
[wusijie@cgbchina.com.cn](mailto:wusijie@cgbchina.com.cn)

李海涛 021-23297026  
[lihaitao@cgbchina.com.cn](mailto:lihaitao@cgbchina.com.cn)

潘鎬宝 021-23157219  
[panqibao@cgbchina.com.cn](mailto:panqibao@cgbchina.com.cn)

史浩翔 021-23157218  
[shihaoxiang@cgbchina.com.cn](mailto: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。

由于月中缴税已过以及 4 月下旬按照最新的准备金政策施行降准的影响,本周市场对资金的需求较上周相比会略有减小。本周正回购到期量 1410 亿,规模较前几周略减,央行为平抑资金面宽松、保证流动性利率的相对稳定会继续正回购操作施行单周净回笼操作。5 月初资金面季节性因素影响微小,外汇市场央行目前继续干预贬值的可能性较低,反向干预平抑过快贬值反倒有较大可能,所以央行对流动性大幅回笼的可能性不大。目前市场对长期资金状况的谨慎心理依然比较强,曲线陡峭的现象并没有得到显著改善,我们坚持认为未来曲线变平的过程是通过谨慎预期消解、长端利率下降来完成。资金利率在本周会继续保持平稳在 3.5% 附近,但对债券市场影响偏多,资金在 5 月初难有大的波动。

分别来看,目前市场对二季度基本面反弹程度的认知存在较大分歧,央行公开市场操作的前瞻性和平滑性令资金面保持着持续适度的宽松,因此市场倾向于持续短久期债券,控制长期资产的风险仓位。在资金面目前较为宽松的背景下,如果二季度的数据证明基本面反弹力度不够,则市场谨慎的预期很有可能被打破,继而形成对央行长期施行目前流动性政策的预期,长端因此也会存在较大下行的空间。但如果反弹的强度适中,那么只会维持目前的曲线陡峭化形态。本周将公布 4 月份的 PMI 数据,由于其具有一定的先导性,因此对现在市场方向尤为重要,目前的市场水平体现的预期应是央行短期的宽松会促使基本面得到快速的改善。对于短端,资金面本周波动不大,央行暂定 14 天正回购用意在于将 4 月下半月的流动性递延至 5 月下半月,而彼时正好是 5 月缴税较为集中的时点,所以短端整体波动也不会太大。本周 R007 我们认为会维持在上周水平,大幅波动的可能性不大。一级市场影响很难带领市场走向空头。

IRS 市场上,本周将以波动市为主。目前 FR007 稳定在 3.5% 的水平左右,repo IRS 1Y 基本上与 fixing 打平,说明暂时市场也没有明确方向,虽然 fixing 可能由于开盘利率的影响存在波动,但是 repo 大幅上下的可能性不大。由于 Shibor 3M fixing 上周五出现下降,因此未来可能会持续下跌,但是幅度短期应该不会低于目前市场 Shibor 3M 1Y 4.83 的水平,但 fixing 的下跌会令市场预期加强打压 IRS shibor 的下行。我们建议目前开始建仓支付 Repo IRS 短期限固定利率,以对冲现券长端持仓风险,整体 Dv01 看空利率。暂时避免 IRS Shibor 品种的 payside 仓位。

#### 2、上周市场回顾。

上周资金面由松到紧,主要是因为缴税的影响,但是紧的程度非常有限。央行回收力度较小,单周净回笼的操作并没有令市场对资金面显著担忧。债券和 repo IRS 整体上都是以小幅波动为主,不过 IRS Shibor 的下行幅度较大,债券一级市场发行对二级的影响多空都有,整体表现中性。

上周资金面因为缴税使流动性略紧,但是机构借钱难度并没有显著增加,

FR007 从 2.7% 抬高到 3.5%，已经稳定止跌。暂停了 14 天正回购，体现了央行预测、微调，刻意维持资金面宽松的政策导向，保持公开市场操作的前瞻性和针对性。

本周，资金面将继续宽松，并且宽松程度较上周只会降不会紧，央行正回购仍将保持净回笼的状态，并将到期资金继续投放至 5 月底。本周将迎来 1410 亿正回购到期，规模一般，因此央行的正回购量也不会太大，央行在外汇市场上倾向于打压人民币过快贬值的操作。市场在这种政策环境下情绪稳定，IRS 更多会是受 fixing 走势影响而小幅波动。

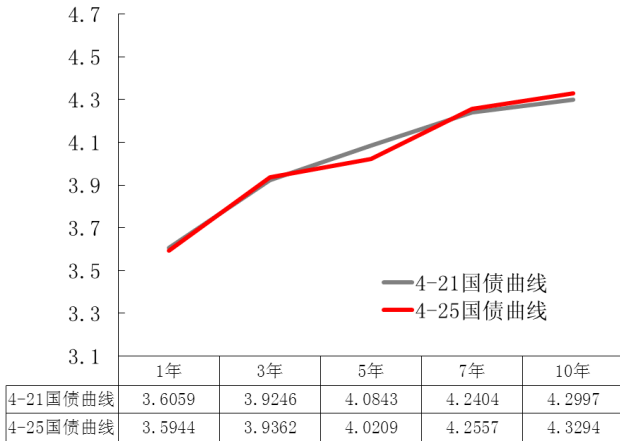
上周债券市场以波动为主，曲线继续陡峭。资金紧张时令债券收益率中短端反弹了 2-3bp，但随后买盘涌现再次压低利率。五年国债一级发行在 4.04-09 的水平高于二级市场令其收益率大幅跳升，但金融债发行利率又显著低于二级市场，市场在目前的状态下局部波动，尚无明确的系统性方向。一级市场的影响对曲线局部作用十分明显，但是并无法带动整条曲线出现趋势性上行。

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暂时也难令债券收益率继续下行，未来的下行需要市场对未来谨慎预期的打破或者新的政策出台。但我们认为债券趋势逆转尚不可能，慢牛的行情很难打破，长端机会更大，我们建议可以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。长端债券收益率和 IRS 的 spd 已经很大，无论从对冲资金成本还是对冲风险的角度，都值得持有这一组合结构。

上周 IRS 市场整体以波动为主，品种之间出现分化，由于资金面宽松的持续另市场开始调低 Shibor 3M fixing 的预期，导致 IRS Shibor 大幅下降，从 5.00% 一路最低下跌到 4.83% 的水平，曲线形态结构保持不变。Repo 品种在 FR007 保持平稳的支撑下变动不大。

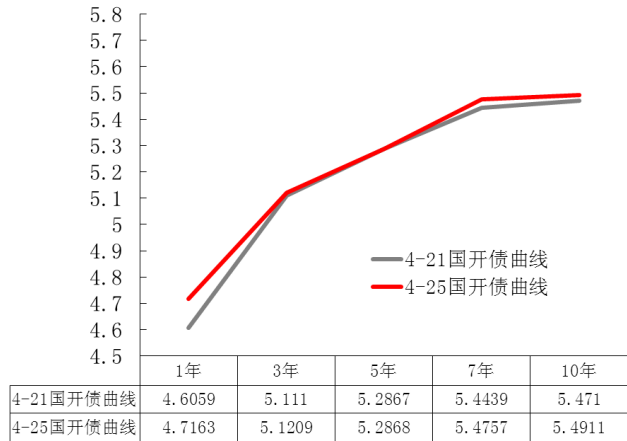
本周，资金面表现将继续乐观，但 FR007 会保持目前的水平，我们认为即使有变动幅度也不会太大，关键看央行两次公开市场操作的规模。在回购利率整体抬升了之后，央行被动正回购回收流动性的规模会有所减小，所以 IRS Repo 在本周的波动性不会太大，但 Shibor 品种可能会继续下跌，虽然其预期的未来 9 个月 fixing 已经很低，但是市场预期可能会令其存在超调。我们建议目前不要加仓收取固定利率看空 IRS Repo 的仓位。Shibor 品种的超调下跌后存在反弹需求，可以考虑适量支付其固定端利率仓位对冲长端利率债的仓位。

国债收益率曲线变动不大



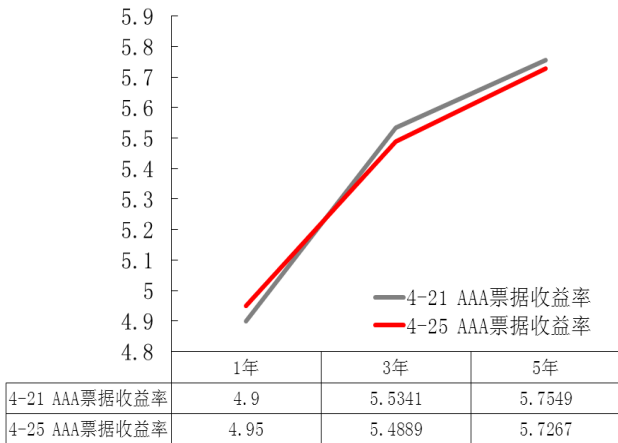
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率变动较小



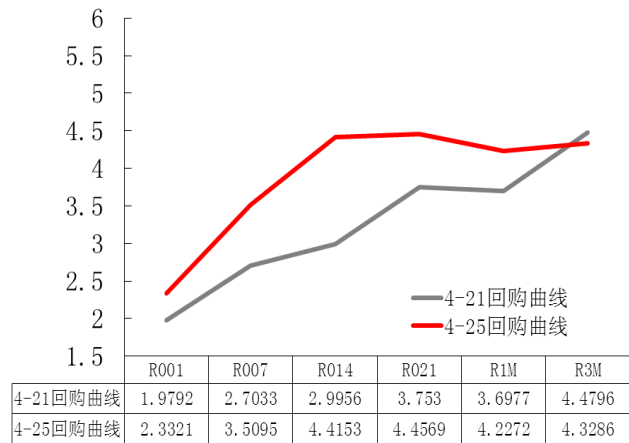
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率



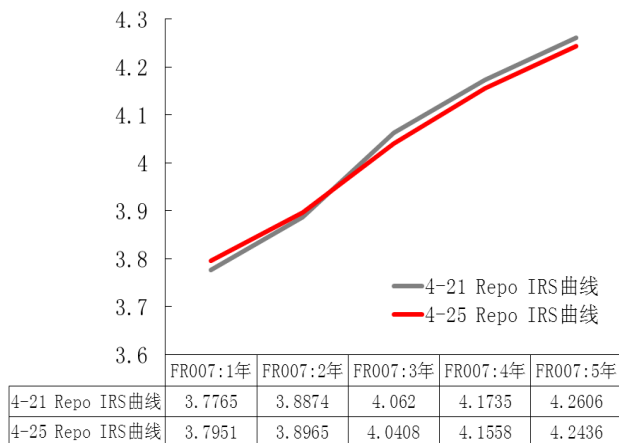
数据来源: Wind 广发银行

回购利率中端抬升



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线整体变动不大



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。