

颜岩 021-23297003
潘錡宝 021-23157219

利率市场周报 (7.28-8.1)

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

潘錡宝 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>

● 人民币利率市场

1、本周操作观点。

本周资金将继续保持平衡偏松状态,市场的目光将聚集在周二的正回购操作上。操作量、期限、利率等都会给市场带来重大影响,相比上周,本周市场将有更明确的方向。一旦 28 天正回购操作利率下降,那么将明显压低债券和 IRS 利率。不过这是市场短期反应,正回购到底影响如何还需综合其他因素分析。总之,资金面保持平稳偏松,债券和 IRS 利率受正回购影响,利率下降概率较大,但幅度有限。手上的债券可以持有,看能否跌破之前低点。IRS 可以少量收取固定利率,或直接等在低位支付固定。

资金方面,本周会继续保持平衡至宽松的状态。所有焦点都集中在周二的正回购操作上。继上周 14 天正回购中标利率较之前下调 10bp 后,市场对 28 天正回购利率的下降充满期待,并将此理解为央行稳定回购利率的手段。首先,我们看短期影响,如果 28 天正回购真的降至 3.9%,那无疑符合市场预期,收益率回落。如果持平,则没有什么影响,R007 的高低更关键。如果停发 28 天,也算利好,毕竟资金冻结期限短了。总体来说略微利好市场。第二,简单分析央行的想法。之前 R014 太高,资金供给充足,央行意图通过正回购利率进行指导,而不是通过开盘做价。但量上又做了好久不见的净回笼。说明央行既想压力融资利率,又不想资金太宽松。目标是好的,不过要实现貌似有难度。我们认为,正回购利率可以看做二级市场融资利率的底部,降了是底部下移,而更关键的是顶部,也就是逆回购利率。目前逆回购还看不到影子,所以正回购利率能否真能合理引导回购利率,效果尚需观察。毕竟在数量调控上,央行不想放松。我们对本周资金面的判断是平衡偏松,正回购利率一旦下降,会帮助资金面保持宽松。R007 有望回落。

债券方面,利率债受资金宽松的印象,继续小幅下降。当然背后有正回购“利好”的推动。不过我们认为,上周的利率下降已经预期到本周正回购利率下降,当兑现时,利率未必有更大降幅。7 月上旬的一波快熊,把收益率曲线打得很陡,目前 3 年短端利率已经接近前低点,需求仍然旺盛,根源就在于对资金面的宽松预期。显然现在的希望都寄托在调低 28 天正回购利率上。实际资金面并没有什么利好。并且在调低利率的同时,总量控制上很可能继续净回笼。所以上周五的行情已经部分反映了利好预期,对净回笼的量尚无过多考虑,这或许是本周的一个利空点,要提防。总之,目前的利率水平,接近前低点,需要更多利好刺激,我们建议持有手上的债券头寸,一旦预期落地,可以考虑卖出。即使没有调低利率,宽松的资金面能缓解利率上涨压力。

IRS 目前受到 R007 较高的影响,回落幅度较小,不过市场依然保持利率下行的大方向。现在 repo IRS 的利率相对均衡,并已经预期到资金利率会有下降。Repo 1y 在 3.8% 的位置盘整许久,一直不能有效突破。而且看 repo 1*5 的点差,目前已经 45bp,也说明资金宽松的预期已经大部分得到反应。之前我们预测 R007 能下降至 3.7%,现在看来还有距离,那么 IRS 短端的下降看起来就更加没有基础。

当然，只看下周的话，大概率的 28 天正回购利率下降会刺激 IRS 下降，当然幅度有限。我们更看重央行在总量上的控制，资金如果不宽松，靠公开市场的干预，很难将 R007 压在低位。本周我们认为可以小量收取固定利率，以应对正回购和 R007 回落的影响，不过随后一旦情绪有变，则立刻转为支付固定，因为我们一直认为目前 IRS 利率易上难下。

2、上周市场回顾：

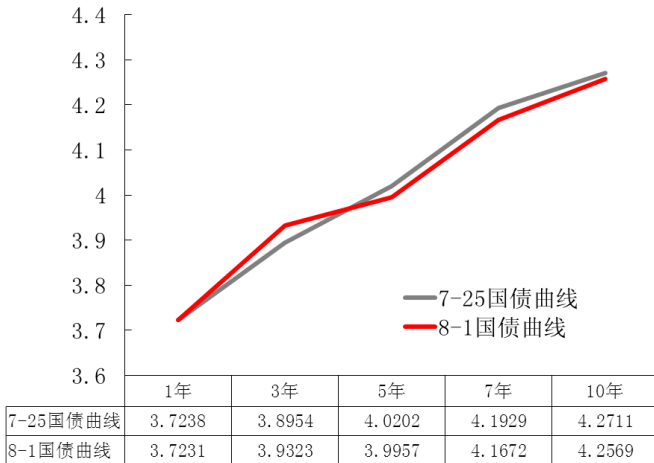
上周的市场起起伏伏，没什么方向。在资金宽松的背景下，公开市场操作的一些变动造成收益率快速波动，不过幅度不大。资金虽然宽松，而且有 R007 开盘做价，但后续成交总会逐渐推高利率，可见供需结构性的失衡，导致机构对短期资金需求旺盛，而长期资金由于利率较高，供给充足。由此，也引出央行通过 14 天逆回购进行调整

债券方面，上周波动为主，降幅不大。资金和基本面等没有什么消息，主要冲击来自公开市场操作变动。总体上，债券利率在下降至接近之前低点的位置时，开始反复震荡，继续下降需要进一步的政策刺激。另一方面，由于市场对基本面好转的预期趋于一致，所以金融债、国债等曲线都比之前陡峭。我们认为现在利率下降空间还没打开，正回购操作或许是打开下方无风险利率空间的第一步，接下来看下周 28 天正回购是否操作和中标利率吧。

IRS repo 上周波动幅度较大，但最终利率基本持平，repo 1*5 继续拉宽至 45bp 左右。其实上文说过，资金面是比较宽的，但 R007 总是低开高走，阻碍了 IRS 下降空间。当然，repo 1y 在 3.8%，R007 在 4.0% 附近，已经倒挂。过去两次资金宽松时（5 月、6 月），repo 1y 都高于 R007 约 30bp，这也是历史均值。所以即使 R007 下降，IRS 下降空间也有限。如上文所述，下周的正回购操作很关键。

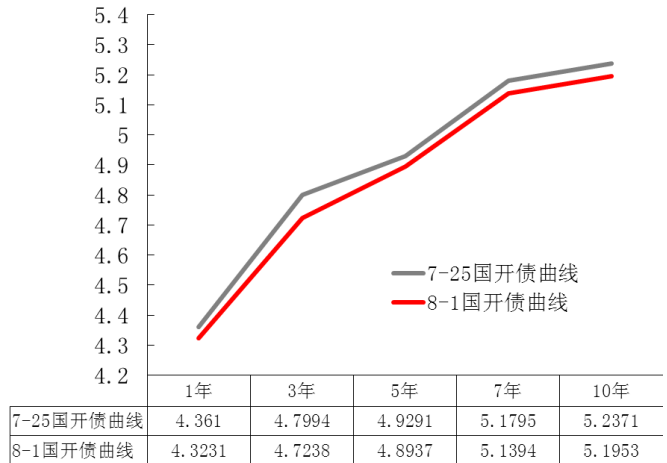
总体来看，上周资金保持平衡，正回购变动造成市场波动，回购利率偏高阻碍了债券和 IRS 下降空间。利率波动幅度不大，市场缺乏方向。

长端国债收益率小幅下降



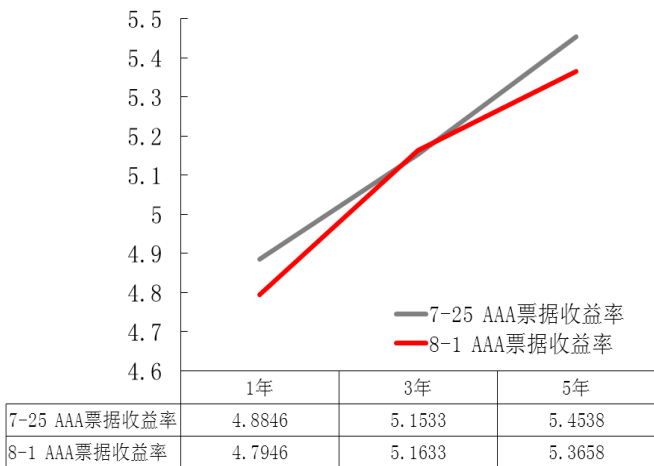
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率曲线整体小幅下降



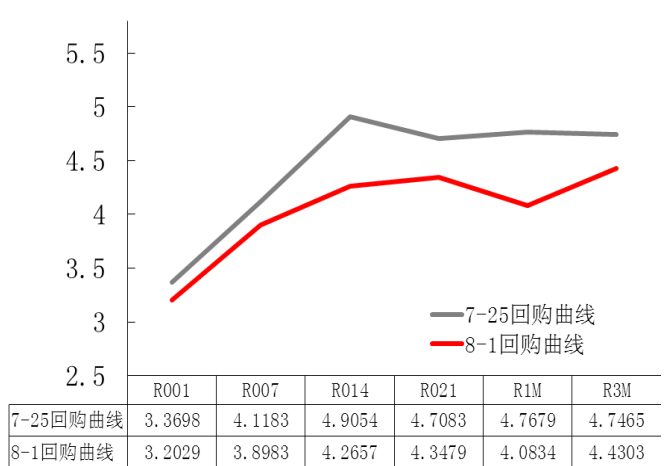
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率变动不大



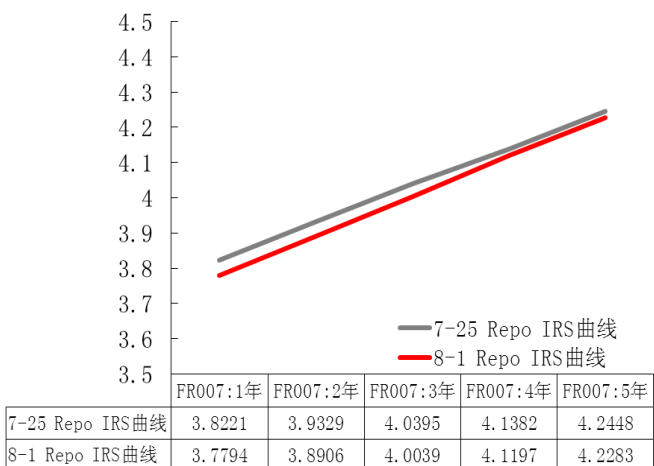
数据来源: Wind 广发银行

长端期限资金利率相对下移



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线小幅向下平移



数据来源: Wind 广发银行

● 美元利率互换市场

1、本周操作观点:

2 年期互换利率在上周仍旧没有持续突破 0.70 的高位, 由于非农数据不佳, 目前已经下跌到 0.6810。虽然下周并没有非常重要的经济数据公布, 但是我们认为目前的利率水平还是偏低的, 上涨的概率更大, 建议在此处支付固定收取浮动, 等再上升 1.5BP 后可继续加仓, 预计本周应该能突破 0.70, 如到 0.75 可以建议止盈操作, 收取固定支付浮动。

2、上周市场回顾:

上周互换曲线各期限利率先上后下, 最终互换曲线略微变陡: 短端有小幅下跌, 长端则有一定的上涨, 1Y+其中 0.11BP, 2Y-1.06BP, 3Y-0.67BP, 5Y+0.82BP, 7Y+2.70BP, 10Y+4.45BP, 30Y+5.55BP。周三二季度 GDP 环比 4.0%, 远超预期 3.0% 导致市场利率迅速攀高, 随后美联储发表 7 月 FOMC 声明, 基本符合市场预期, 言论也偏中性, 利率出现一定的回调。周四晚上公布的当周首次申请失业金人数不及预期, 导致很多机构在非农数据发布之前止盈, 利率又进一步的回落。周五非农就业人口为 20.9 万不及预期 23 万, 利率又开始暴跌。总体来说, 上周的各期限利率犹如过山车, 最终整周的变化幅度不大。二季度 GDP 由于一季度的 GDP 基数较低, 所以数据看起来很好, 不过非农数据的公布却不理想, 表明目前劳动力市场并不如市场所预期的那么强劲。

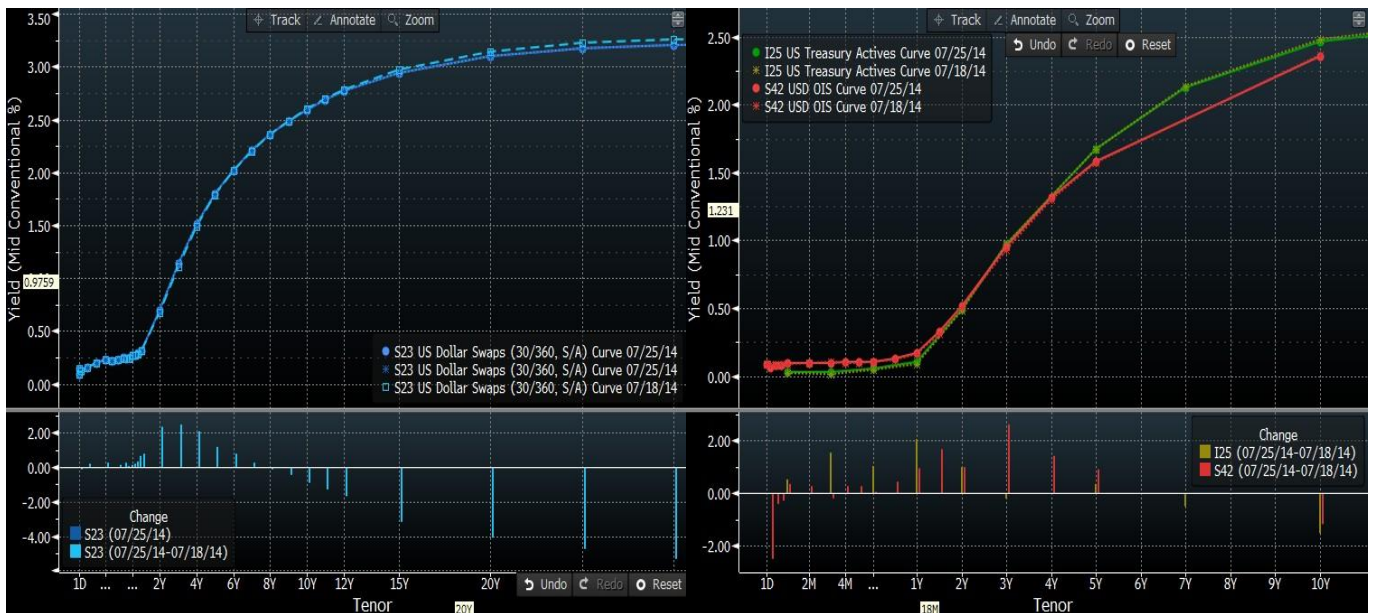
从经济基本面来看, 经济数据好坏参半: 二季度的 GDP 初值环比、核心 PCE 物价指数和 Markit 服务业 PMI 都是要好于预期, 但是 7 月的就业数据, 无论是非农就业人口、ADP 就业人数还是当周首次申请失业金人数和续请失业金人数均不及预期。具体数据如下: 二季度实际 GDP 初值环比+4.0%, 远超预期的 3%, 其中库存变化贡献了 1.66 个百分点; 二季度 GDP 平减指数初值+2.0%, 预期+1.8%; 二季度核心 PCE 物价指数初值环比+2.0%, 为 2012 年一季度来最高, 预期+1.9%; 二季度个人消费支出 (PCE) 初值环比+2.5%, 预期+1.9%; 7 月 Markit 服务业 PMI 初值 60.9, 预期 59.8; 7 月 ISM 制造业指数为 57.1, 创 2011 年 4 月以来最高, 预期为 56.0; 7 月谘商会消费者信心指数 90.9, 创近七年新高, 远超预期的 85.4, 为三月连涨; 虽然非农就业人口连续 6 个月增幅在 20 万人以上, 但是 7 月非农就业人口+20.9 万人不及预期+23.0 万; 7 月 ADP 就业人数+21.8 万, 预期+23.0 万; 7 月劳动力参与率为 62.9%, 前值 62.8%, 依然很疲软; 7 月失业率 6.2%, 预期 6.1%; 7 月私营部门就业人口+19.8 万人, 预期+22.7 万人; 7 月 26 日当周首次申请失业金人数 30.2 万人, 预期 30.0 万人, 四周均值 29.7 万人, 创 2006 年 4 月份以来新低; 7 月 19 日当周续请失业金人数 253.9 万人, 预期 249.2 万人; 7 月平均每小时工资环比+0.0%, 预期+0.2%; 美国 7 月平均每小时工资同比+2.0%, 预期+2.2%; 7 月密歇根大学消费者信心指数终值 81.8, 创 3 月份以来新低, 预期 82.0; 6 月成屋签约销售指数环比-1.1%, 预期+0.5%; 7 月芝加哥 PMI 52.6, 创 2013 年 6 月以来新低, 预期 63.0。

美联储 7 月 FOMC 声明:

维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%，保持不变；缩减每月购债规模至 250 亿美元；将从 8 月开始，每月购买 100 亿美元 MBS 和 150 亿美元美国国债。此次政策决定的投票结果是 9: 1，费城联储主席普罗索特异议。

通胀持续处于 2% 下方的几率有些下降；失业率下降，但劳工市场一系列指数表明劳工资源未充分利用；利率将在 QE 结束后的“相当一段时间内”保持在低位；重申预计经济将保持温和扩张趋势，就业市场逐步改善，前景风险大致平衡。重申在 QE 结束后的一段时间内保持高度宽松货币政策仍是合适的；通胀已经向“接近于”长期目标的水平发展（6 月声明称其“低于”目标水平）；如果经济前景稳定，将继续以慎重的步伐削减 QE；即使就业和通胀接近目标水平，仍可能长期维持联邦基金利率低于正常水准；住房市场复苏依旧缓慢，个人消费有所上升。

外围因素方面，欧洲经济处于缓慢复苏中，中国经济目前逐步触底回升，英国经济则逐渐回顾正常水平，地缘政治事件仍不断发生。欧元区 7 月 Markit 制造业 PMI 终值 51.8，预期 51.9；7 月 CPI 初值年率+0.4%，为 2009 年以来最低；欧元区 6 月失业率 11.5%，创 2012 年 9 月份以来新低。中国 7 月汇丰制造业 PMI 终值 51.7，预期 52.0，创 18 个月新高；2014 年上半年社会融资规模为 10.57 万亿元，比上年同期多 4146 亿元，为历史同期最高水平。英国 6 月 M4 货币供应同比增速加快，信贷投放疲软。地缘政治方面，以色列军队重启在加沙的军事行动，以色列军袭击了加沙地带 70 个目标，加沙南部地带至少 25 人因以色列炮击死亡；美欧宣布对俄最严厉制裁，瞄准最核心的金融、军事和能源业领域；俄罗斯经济增长预期降至近乎零，制裁将使俄罗斯经济更加疲软；俄罗斯正与国际社会逐渐隔离，这将影响其长期建立起来的经济。



数据来源: Bloomberg 广发银行

数据来源: Bloomberg 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。