

颜岩 021-23297003  
yanyan@cgbchina.com.cn

## 利率市场周报 (1.19-1.23)

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)

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

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

张蕙显 021-23157067  
[zhanghuixian@cgbchina.com.cn](mailto:zhanghuixian@cgbchina.com.cn)

章成 021-23157226  
[Zhangcheng01@cgbchina.com.cn](mailto:Zhangcheng01@cgbchina.com.cn)

朱靖宇 021-23297081  
[zhujingyu@cgbchina.com.cn](mailto:zhujingyu@cgbchina.com.cn)

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

请关注 CGB 交易视点公众号



### ● 人民币利率市场

#### 1、本周操作观点。

上周的资金面好于我们预期，债券和 IRS 利率也明显下行。主要原因是本来谨慎的预期并未兑现，市场心态放松，利空变成利好。站在当前的市场，本周我们认为可以继续持有债券，IRS 支付固定的敞口不要超过债券敞口，可适当降低至债券的 70% 至一半，我们仍然建议保持支付固定的头寸，因为作为整体的投资组合，要时刻保证自己的生命够长。资金方面，本周新股接近尾声，缴税接踵而至，资金将维持平衡，R007 开盘偶然性很大，近期一直维持在 3.80%，并不利于 IRS 继续走低。之前金融数据、三农小微贷款支持政策出台的影响已经消化，利率继续下降，接下来就是经济数据了。市场的乐观预期已经发酵充分，经济数据如果符合预期，则难以推动利率继续下降。未来一段时间还是得看资金面。

资金并未如我们预期出现收紧，而是一直比较宽松，本周 IPO 结束，我们认为资金会维持平衡状态，不会继续宽松，因为缴税已经到来。新股过后，资金从大行、股份制银行分流，资金面难以继续宽松。近期 R007 的开盘利率一直维持在 3.80%，而 FR007 总要高过开盘价，日终加权利率也高于 3.80%，说明融出方低价融出的意愿并不强。现在的资金宽松有望延续，但不要预期更加宽松。对于 IRS 短端来说，持续的负 carry 会持续消磨卖盘的力量。

债券走势则没有 IRS 气势如虹的状态，金融债比国债略强，债券保持震荡的概率最大，而利率持续下降却很难。上周金融债大约下降 13bp，国债则在 10bp 降幅，这纯粹是资金面改善的推动。就债券本身的特点来说，未来想走出 2014 年牛市的行情很难。一是债券自身绝对水平不高，2014 年金融债下降 200bp，2015 年继续大幅下降的难度太大。二是资金成本也限制了债券下方的空间。R007 在 3.8%，金融债曲线在 3.8%-3.9%，点差已经很小。另外，股市走牛对资金的分流是持续的。现在的走势说明大部分机构认为近期降息或降准必然落地，因为各种创新工具经过去年的验证表明效果并不好。我们也认为央行的政策会适当走回老路，全面降准，但降准效果和之后的配套政策还有很大不确定性。此时，我们建议可以继续持有 5 年内流动性最好的品种，如果头寸紧张，可以持有 7、10 年品种。但要时刻注意曲线陡峭上行的风险，并控制整体仓位不要超过 8 成。

IRS 见到 IPO 资金并未紧张后，快速走低 20bp，曲线明显平坦，小微企业贷款支持政策加剧了 IRS 利率下降幅度。本周我们认为下降趋势会停止，IRS 进入震荡，如果缴税导致资金有所波动，那么 IRS 利率很可能反弹。大环境上，经济不佳，各项数据都在低位震荡，但刺激政策尚未落地。市场看到了政策落地的可能性，但对于经济大环境的变动已经有些遗忘。其实令市场波动的因素总是市场所不知道的。所以基本面变动要时刻盯紧。另一方面，考虑降准一次，R007 能否稳定在 3.0%？其实变数很大，repo 1y 2.83% 的前低点依然不易达到。而此时手中的短债必然能弥补 IRS 的亏损。如果 R007 持续在 3.80% 左右，那么现在 3.2% 左右的 repo 1y 很难压住，时间会慢慢拖跨卖盘。说到底，还是看未来资金状况

会如何。降准虽很有可能，但不能赌上全部。所以作为一个成熟的投资组合，风险对冲工具要时刻准备好，对冲比例可大可小。我们认为现在低位可以继续保持支付固定利率头寸，敞口规模最好在现券的50%-70%，激进着可以更高。

## 2、上周市场回顾：

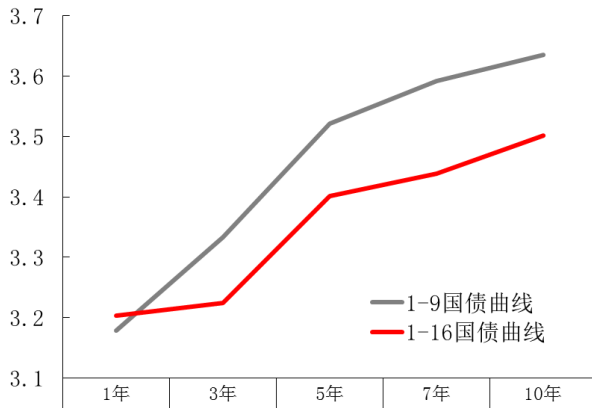
上周债券利率有所下降，幅度明显。主要是宽松的资金和乐观预期。IPO带来的资金紧张预期并未兑现，市场情绪开始乐观。上周二R007开盘只有3.6%，刺激市场买盘发力。后续几天，市场资金持续宽松，即使缴税开始，短期资金供给依然充足。周五消息称央行继续支持三农和小微企业贷款500亿，进一步刺激乐观情绪，买盘非常踊跃，曲线继续平坦。全周来看金融债曲线整体下降13-15bp，国债下降幅度略小，大约12bp。不过下降幅度较大的品种都是流动性好的品种，部分老债降幅只有几个bp而已。市场参与机构多是交易盘，投资盘多在一级市场。上周三发行的1年国债只有3.14%，显示资金确实非常宽松。

资金虽然宽松，但R007开盘利率却居高不下。隔夜资金与R007的差距已经120bp，有收窄的可能。也反映出市场对资金的谨慎态度，不愿融出太多的7天及以上资金。

IRS利率跟随乐观预期一路下降，幅度在13-20bp，repo 1\*5迅速从7bp缩窄至0。强烈的放松预期首先把长端利率压低，IRS市场吃定了央行要在近期实行降准或降息的政策，同期国外的repo曲线已经倒挂10bp以上。现在IRS市场已经不再关注R007，基本面等数据，所有力量都集中在央行近期的宽松政策上。我们认为，即使真的降息降准了，IRS还能下降多少？

综上所述，上周资金持续宽松，并未受到IPO的影响，市场情绪非常乐观，债券和IRS利率大幅下降，曲线平坦。各品种前期利率低点近在眼前。

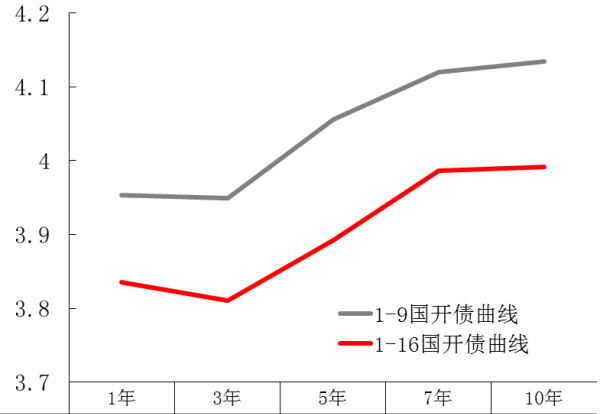
国债收益率明显下降



1-9国债曲线	3.1787	3.3337	3.5212	3.5915	3.6348
1-16国债曲线	3.2029	3.2248	3.4011	3.439	3.5017

数据来源: Wind 广发银行

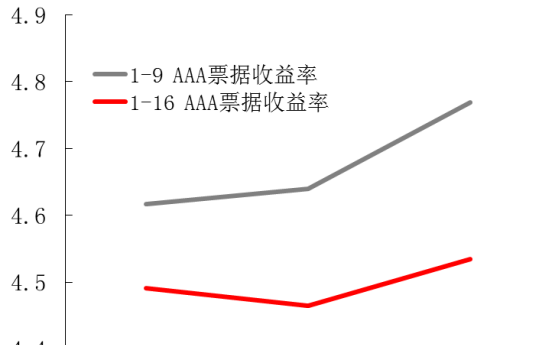
国开债收益率曲线大幅下降



1-9国开债曲线	3.9536	3.9496	4.0559	4.1203	4.1341
1-16国开债曲线	3.8348	3.8107	3.8919	3.9859	3.9913

数据来源: Wind 广发银行

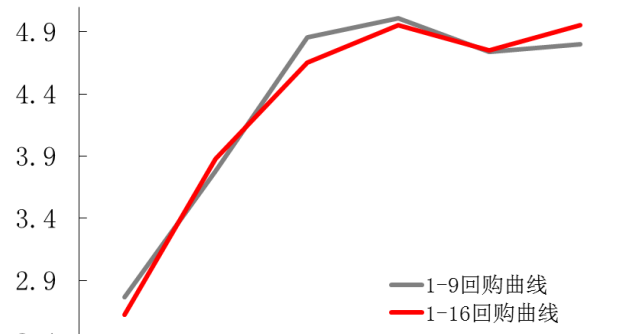
银行间 AAA 票据收益率大幅平坦下行



1-9 AAA票据收益率	4.617	4.6395	4.7692
1-16 AAA票据收益率	4.4905	4.4642	4.5349

数据来源: Wind 广发银行

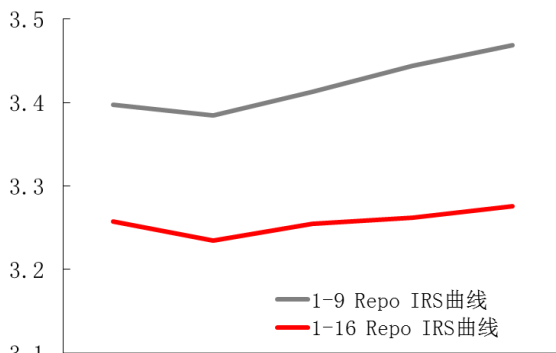
各期限资金利率保持平稳



1-9回购曲线	2.7695	3.7821	4.8579	5.0121	4.7378	4.8004
1-16回购曲线	2.6225	3.8817	4.6524	4.9551	4.7486	4.9511

数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线大幅下移



1-9 Repo IRS曲线	3.3974	3.3843	3.4132	3.4437	3.4686
1-16 Repo IRS曲线	3.2577	3.2346	3.255	3.2619	3.2756

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。