

颜岩 021-23297003  
yanyan@cgbchina.com.cn

## 利率市场周报 (1.26-1.30)

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。

上周资金面因为缴税的影响一度收紧，但央行各种政策不断，资金面很快缓解，债券和 IRS 利率也随之下行，但幅度不大。本周我们认为市场的方向并不明确，各种宽松预期开始兑现，效果却有些打折。资金会继续宽松，但临近月末和春节，R007 未必能明显走低；公开市场操作值得关注，如果利率下降，那行情会持续，否则对市场多头信心打击不小。基本面暂时安静，PMI 会吸引更多注意。现在的行情比之前又复杂了些，一方面市场的宽松预期得到部分兑现，推动利率走低；另一方面逆回购利率偏高，R007 回落不确定性很大，而且逆回购的出现很可能令降准延后，导致目前收益率下降幅度有限，止盈盘纷纷抛售。所以在这种复杂的局面下，保持仓位稳定，留足子弹，多看少动，或许是更好的选择。我们建议支付 IRS 固定利率的比例不要超过债券敞口，因为目前 R007 很难快速走低。

资金面因为缴税短暂收紧后，央行出台加料版的 MLF、7 天逆回购等措施加以对冲，效果明显。不过 R007 没有明显下降，加权利率在 4% 左右。市场的预期虽然兑现，但效果打了折扣。对于此次 MLF 和逆回购，我们有些简单的看法：首先对于 MLF 来说，续作是符合预期的，钱都给出去了怎能突然收回来。而加量代表了大方向的宽松，维持 3.5% 的利率说明央行仍有继续引导融资成本下降的目的，但过去的一年表明这种方式效果一般，所以没有必要继续下调 MLF 利率，否则只会继续刺激银行间机构提高杠杆。逆回购的消息早在上周三下午就开始传播，市场消化时间较长。不过 500 亿资金不多，利率却远超市场 3.5% 的预期，达到 3.85%，令这一预期已久的操作效果打了折扣。现在猜测下次逆回购是否下调利率意义不大，意义在于 R007 重新有了参考基准。而且央行的主要目的是提供流动性支持，而不是压低银行间融资利率，此次定价 3.85% 很贴近市场。所以 R007 现在能否降至 3.5% 都值得怀疑，更不用说 3.0%，当然还要看未来逆回购操作的利率如何调整。总之，未来资金将保持充裕，量上有保证，但回购利率很难因为宽松而大幅下降。

债券交易近两周都非常活跃，但利率并未下降太多。可以看出市场普遍比较谨慎，止盈盘居多。上周逆回购重启，但利率偏高，本来预期兑现的市场又开始纠结。我们认为大方向依然不明朗，目前最好保持仓位多看少动。一方面，宽松政策频频，MLF 加量，逆回购重启，春节前资金面有了保障，宽松的环境令做多情绪继续发酵；但另一方面，逆回购利率贴近市场，未来下调充满不确定性，而且延后了降准的时间窗口。目前 R007 加权在 4% 左右，10 年国开在 3.8%-3.9%，国债利率更低，这非常不利于债券利率下降。而且现在曲线平坦，也限制利率下降空间。短端利率需要进一步的政策刺激来打开，仅靠预期是无法突破的。总之，现在宽松政策开始兑现，但偏高的利率成为阻碍，各因素指向存在分歧，方向并不明朗。我们建议现在交易类资金持有流动性好的品种，依然重点持有 5 年以下，除非头寸紧张建议买入 10 年。仓位不宜过高，因为谨慎的情绪一直没有消散，

逆回购利率如果稳在这里，则不利于未来行情发展。

IRS 市场的谨慎情绪甚于债市，R007 高位盘整是主要原因。虽然全市场都在预期降准降息，R007 一夜回到 3.0%，但现实终究是现实。逆回购和 MLF 落地后，R007 依然居高不下，逆回购利率甚至高于预期。接下来，市场对降准的预期会有所弱化，但大方向上宽松的预期还是很强。所以 IRS 利率很可能上不来，也下不去。上方有强大的预期压住，一切消息都被解读为利好，比如偏高的逆回购利率是为了今后逐步调低；再者现在的政策操作可以看出央行大方向上是宽松的态度。但正如我们在上文说过的，虽然量上保证了，但利率方面，央行未必会引导其大幅下降。我们要关注逆回购利率最终会降到多少，如果定在 3.85%，对 IRS 来说不是什么好消息。总之此时的 IRS 我们认为开始简单起来，手里持债就果断支付固定利率，控制敞口不要超过债券，利率稳定且 carry 收益不错；不愿买债可收取固定利率，赌政策进一步放松，一季度降准落地，当然这风险较大，并要承担负 carry。我们更推荐第一种组合，因为我们看不太清后面的方向，所以要多看少动，留足子弹。

## 2、上周市场回顾：

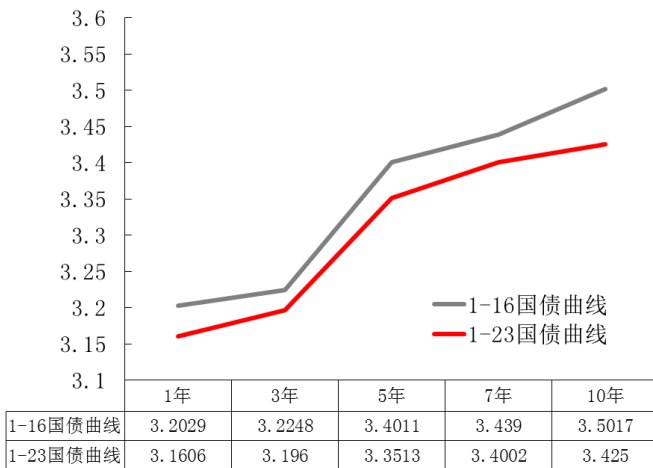
上周各种利好消息落地，但债券利率下降幅度并不大，一是因为当前利率水平已经包含较多预期，二是因为 R007 和逆回购利率较高。第一个因素我们已经讨论很多，现在利率就是靠预期压住，债券曲线特别平坦。如果降准总是这么悬着，经济不好，那么曲线会一直平坦。而当其中任何一个因素变动时，曲线形态就很可能变化。目前 10 年国开已经触及前低点 3.80%，下方阻力越来越大，3 年国开也接近 3.70%。此时因为逆回购重启，利率偏高，市场的降准预期已经消磨大半。所以 ofr 较多。全周代表性的国开债下降幅度在 5-10bp，曲线继续平坦。

资金面前紧后松，缴税的影响逐步被 MLF 和逆回购消除。不过虽然资金量有了起色，但利率并不理想。逆回购 3.85% 的利率即使有下调空间到 3.6% 附近，也不算低。当然，资金开盘利率也很关键，可能预示了逆回购利率的最终水平。总之，单纯就资金来说，紧张的时期已经过去，只是利率略偏高。

IRS 走势更加反映了预期非常充分，MLF 和逆回购落地后，IRS 利率小幅下探后即开始回升。而且资金利率在 3.9% 以上，IRS 反弹的动力更大。不过大环境并未改变，市场的目光依旧盯住降准、降息，所以 IRS 自低点反弹幅度约 10bp 就遇到阻力。另外，IRS 与金融债的点差已经收窄，如 repo 1y 和 3 年国开点差只有 40-50bp，去年则普遍在 80bp，甚至 110bp。这说明其利率反应的乐观预期更加充分，一旦有些变动点差就容易拉开。所以上周在一堆利好兑现的环境下，IRS 利率先降再升，可以看出其下方的支撑力量很强。

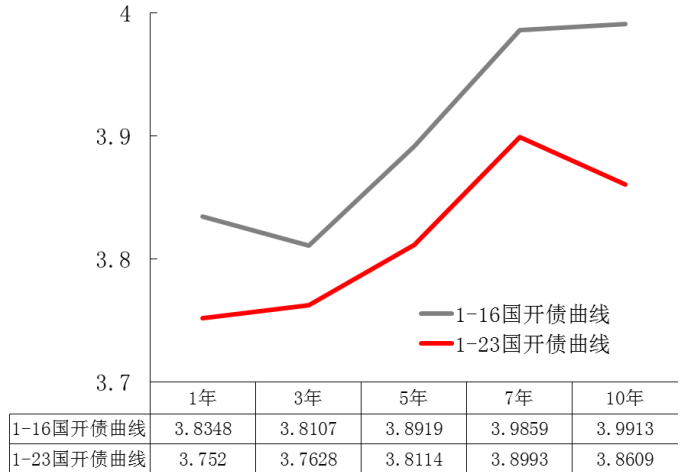
综上所述，上周资金由紧转松，利好政策频频落地，但利率降幅不大，政策刺激效果递减。未来仍需进一步降准、降息等重磅宽松落地，才能支撑利率下降。

国债收益率小幅下降



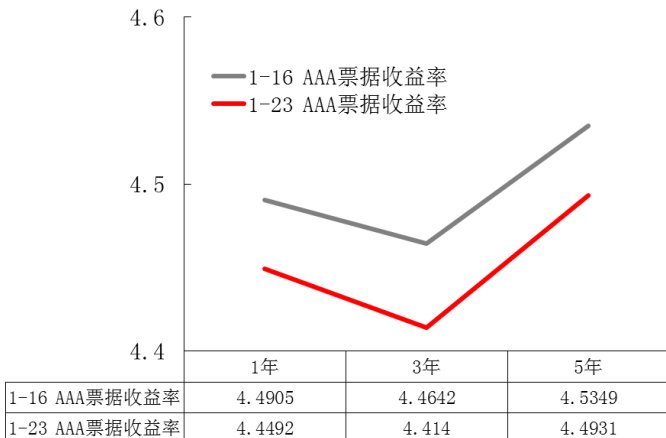
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率曲线明显下降



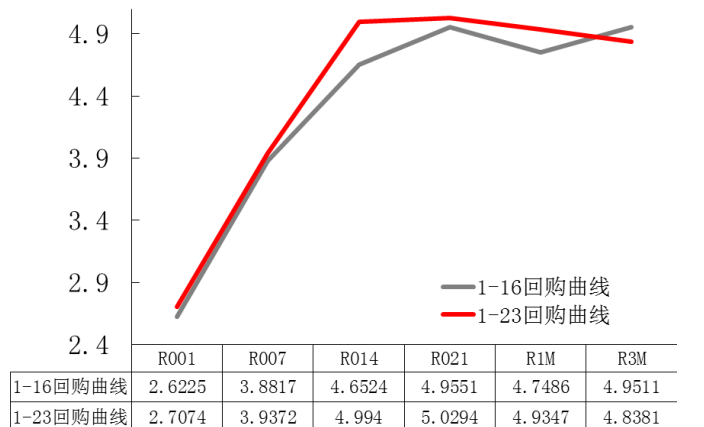
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率明显下行



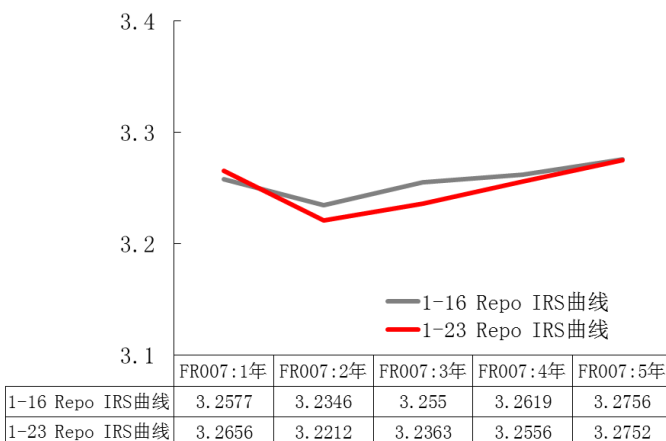
数据来源: Wind 广发银行

各期限资金利率保持平稳



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线略有下行



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。