

颜岩 021-23297003  
yanyan@cgbchina.com.cn

## 利率市场周报 (7.13-7.17)

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)

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/Chanet/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。

上周债市随着股市一起坐了一趟过山车，这源于市场对流动性枯竭的恐慌情绪。好在恐慌势头很快稳住，债市重回自身逻辑。接下来，我们认为债市会重新回到之前的状态，即震荡的概率很大，单边大幅波动可能性很小。因为影响债券的根本因素——资金面和基本面，并未发生重大变化，资金依然宽松，但回购利率无法下降；基本面可能受到股灾冲击，但走弱的程度尚不确定，且基本面因素已多多少少被预期，所以后续走势还要观察。IRS 在当前资金面下，继续下降的空间不大，上周股市大跌、债市利率大幅走低时，IRS 利率降幅不过 10bp，未来指望超预期的宽松政策压低 IRS 更不现实。所以债券方面，重仓的交易者可以在此位置适当减仓，并缩短久期。最好以观望为主，不要着急买入。IRS 在目前的位置，这么便宜的利率保险真的值得拥有，所以还是以支付固定为主。

资金面在跨过 6 月末后一直比较宽松，不过 7 天资金利率却被定在了 2.50%。我们相信，这就是未来一段时间资金利率的中枢，不会再有明显下降。随着股市资金逐步撤出，回流银行的资金持续增多，这是债券利率保持稳定的必要保障，但绝对不是行情发展的推进器。毕竟地方债，资金缓慢回流股市等长期因素的影响并未改变，资金面是稳定债券利率的重要因素。未来债券想要继续牛市可能的话，资金一定不能出问题。好在现在来看，未来资金保持稳定的概率较大，本来经济运行疲弱，加上股灾冲击，保持适度宽松流动性很有必要。

债券收益率上周 2 天下降 30bp 后，又在 2 天内反弹 25bp，这种幅度的波动未曾见过。当然，多个市场暴跌导致流动性危机也是未曾见过。在这几天的暴涨暴跌过程中，我们发现逻辑的变化如此之快，收益率并没有在某个位置遇到抵抗。所以债市本质上还是没有大方向，还是需要震荡。短期来看，股市回流资金持续流入债市，银行理财利率有所回落，一些中短端信用品种利率明显回落，而利率债则遭到抛售，收益率距离之前的高点已经不远。所以资金回流并不能带动整体收益率下降，利率债需求仍然被地方债挤压。说到地方债，这是个长期因素，上周有传言说第三批地方债即将来袭，紧张的投资额度又将被挤占。未来仍需降准等政策为机构提供资金支持。从收益率本身来说，已经有经济弱勢的预期在里面，近期即将公布的经济数据，即使弱于预期，也很难压低利率，即使能压低，也是卖出的机会。所以总体上，我们继续看利率震荡，在此位置不宜大幅加仓，可以缩短久期，观望为主。如果利率有所下降，可以适当减仓。

IRS 走势倒不如债券凶猛，因为 IRS 面对当前的资金利率，完全没有大幅波动的理由。而现货市场——债市的影响难以感染衍生品的情绪。之前债券利率大幅走低 30bp 时，repo 1y 只是从 2.46% 跌至 2.37%，反弹起来也毫不含糊，从 2.37% 至 2.46% 眨眼间就完成。从此可以看出目前 IRS 地基是越筑越稳。看未来，R007 稳定在 2.5% 的概率很大，再回到 2.0% 以下的概率很小。降准降息刚刚落地不久，再出台超预期宽松政策的概率也不大。退一步说，即使降息，IRS 也容易回落后

反弹,除非全面降准,带动 R007 回落,IRS 利率才有下降的空间。从基本面来看,IRS 长端已经在担心经济企稳后的冲击,而不是对经济进一步恶化的期待,也就是说利率回落行情进入下半场,随时准备迎接反弹。所以 IRS 在目前的位置,这么便宜的利率保险真是值得拥有,所以还是以支付固定为主。

## 2、上周市场回顾:

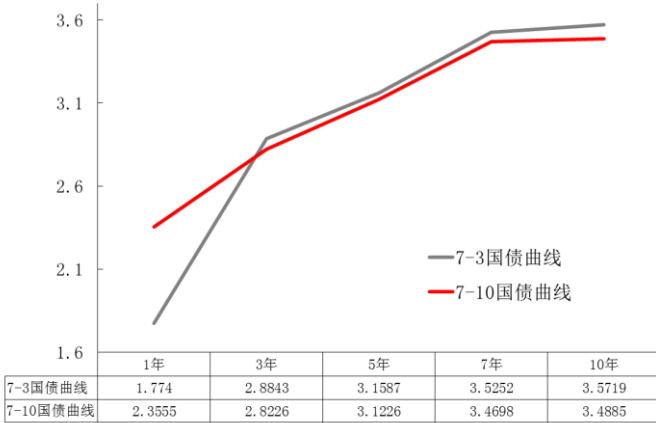
上周资金面保持宽松,R007 稳定在 2.5%,这将是后面一段时间 R007 的中枢。刚刚降息降准,再出政策的概率不大,所以资金面没有更多期待,能稳定在当前位置,已经很不错。

债券市场迎来难得的大幅波动,幅度惊人达到 30bp。但随着股市企稳,很快一切都打回原形。150210 从 4.10%降至 3.78%,接着就快速反弹到 4.0%,很多在高位买入,想考股市发一笔的机构被套在山顶。不但长债如此,短债也是如此,150207 从 3.56%一路降至 3.37%,又快速反弹至 3.53%。期间故事传言甚多,大概就是机构抛债应对流动性枯竭,或抛债抄底股票等等,最终债市都是受害者。其实部分机构在利率快速下行时,就趁机减持债券,成功逃顶。不过机构比散户理性的多,考虑到资金不会很快重新回流股市,所以债市仍能获得一些资金支持,但只是微薄的支持,无法改变债市震荡这个大方向。

IRS 上周比债券安静了好多,波动幅度也就 10bp 左右。Repo 1y 在 2.46%至 2.36%之间反复震荡,脱离不了资金利率的牵制。不过从具体盘面看,IRS 买方的动力更强,在上周四,债券利率下降最大的时候,IRS 却有反弹。从 IRS 对债券现货的一贯领先来看,债券也是没有明确方向。

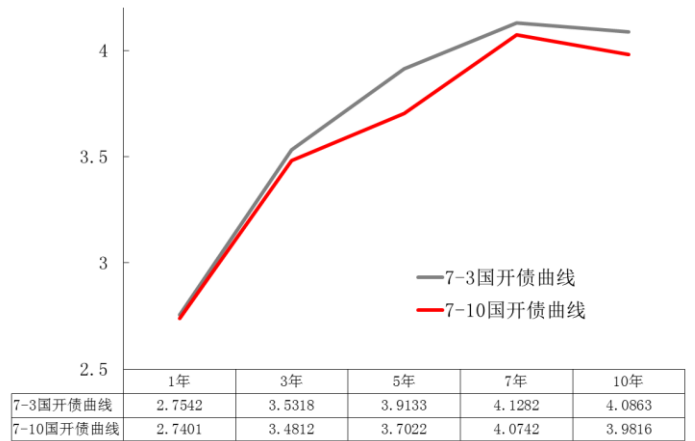
综上所述,上周市场受到股市影响较大,流动性枯竭导致各类资产遭到抛售,但救市及时,很快好转。债市说到底还是没有明确方向,震荡为主。

国债收益率变动很小



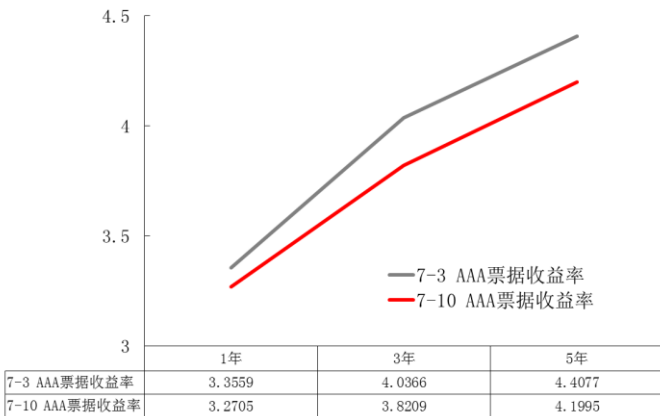
数据来源: Wind 广发银行

国开债收益率曲线小幅下降



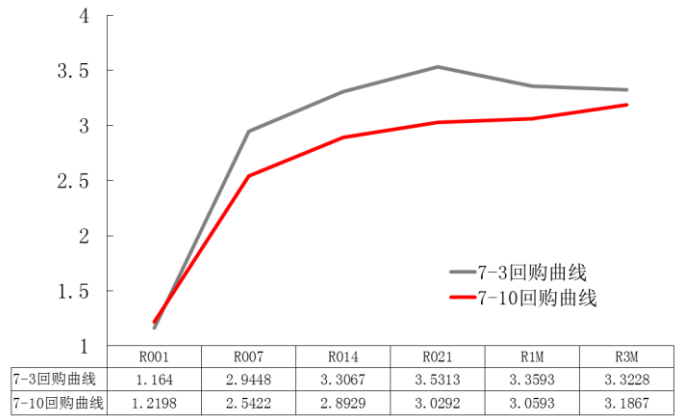
数据来源: Wind 广发银行

银行间 AAA 票据收益率整体回落



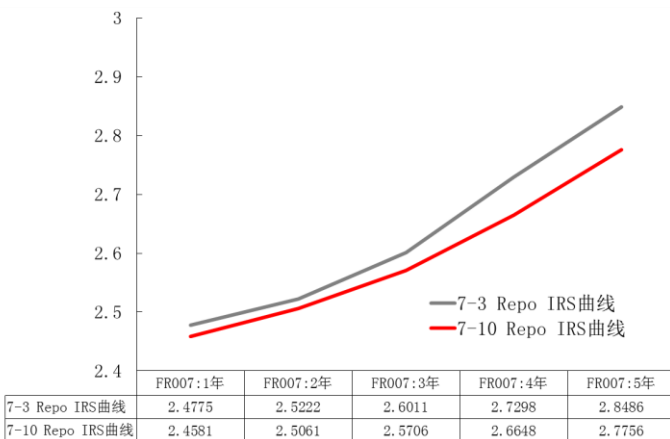
数据来源: Wind 广发银行

各期限资金均有下降



数据来源: Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线小幅下行



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。