颜 岩 021-23297003
yanyan@cgbchina.com.cn

利率市场周报（6.23-6.26）

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

史浩翔 021-23157218
shihaoxiang@cgbchina.com.cn

张蕙显 021-23157067
zhanghuixian@cgbchina.com.cn

章 成 021-23157226
Zhangcheng01@cgbchina.com.cn

朱靖宇 021-23297081
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。

资金面主导了近期的市场，新股+季度末的威力还是不小。这一局面本周开始缓解。新股退款将大大对冲月底前的资金需求，我们预计月末前资金不会太紧张。现在市场担忧的主要问题是基本面好转，带来政策放松力度下降，以及由此衍生出的各种情绪波动。我们的看法如下：首先，经济企稳是年内必然要看到的，毕竟这么多政策已经落地，经济指标必须要好转一下。货币政策的放水力度确实会因此下降，这从央行停止续作 MLF 就可以看出。至于定向正回购，不论是主动还是央行要求，都是政策的边际改变。而且实际情况是，资金的确非常充裕。第二，情绪上，面对季节性资金收紧，加上 MLF 没有续作，市场开始预期降准。同时“央行打算压低长端利率”的消息也感染了市场，资金纷纷杀入中长端。不过要考虑的是，如果不降准，则情绪上的失望会带来更多抛盘，推动利率上涨。总之目前的债券还是持有中短端为主，安全第一，不宜加仓。IRS 继续保持支付固定利率仓位，如果新股退款或降准落地后，IRS 明显回落，则可以更大大胆的支付固定。

资金面在新股和季度末需求的共同作用下迅速收紧，资金利率更是水涨船高。尤其是能够跨月的 21 天资金利率涨幅最大。可见在新股冲击下，市场还是很担心季度末的资金状况。其实我们认为，最紧张的时期已经过去，IPO 结束后，季度末反而不会明显收紧。R007 在目前 2.8%的位置已经到达阶段顶部，本周将开始回落。但长远一些看，目前货币政策放松程度有所收敛，而市场已经适应了过于宽松的资金状况。未来，贷款增加持续消耗超储，外汇占款增量不大，资金面实际是在不断收紧的。当遇到 IPO 集中发布时，市场所承受的压力会更大，所以要警惕政策收敛后资金面的边际收紧。

债市表现相比之前更加低迷，利率宽幅震荡，但成交量却不太可观。当然这与股市上周大跌有关，也与目前市场缺乏方向有关。最近市场盛传，央行要压低长端利率，带动债券曲线长端下降。其实这主要是通过 PSL 利率下降，降低部分定向贷款的成本，至于债券利率长端，主要与企业债券融资相关，这一部分占社会融资的比重不大，所谓长端债券的利率即使压低了，也没有太大意义。从另一方面概率，即使 PSL 利率低至 3.1%，也不能指望银行会拿来买债。现在利率市场化进展迅猛，大额存单发行，理财利率高企，股市的资金分流效果长期存在，银行必然追求更高收益的资产配置，所以普通利率债的吸引力有限，只是近期交易盘参与多，把长端利率重新压低。而资金方面是的的确确有利于债券利率下降的，即使货币政策进入观望期，资金利率短期内也不会立刻回升，与债券利率的点差依然不小。**总之，债券利率目前还是没有明确方向，但现在需要更加警惕资金面收紧，基本面好转带来的利率上行风险。所以债券还是持有中短端为主，安全第一，不宜加仓。如果长端利率继续扁平，则继续减持长端。**

IRS 利率因为资金收紧而快速上行，不过后劲不足。我们还是之前的观点，

如果 R007 不能未定在高位，那么 IRS 利率必然上不去。最近，R007 已经突破了 2.8%，位于 repo 1y 上方，不过对于精明的 repo IRS 来说，其中必有诈，所以即使 FR007 高高在上，repo 1y 从 2.60%就快速回落至 2.53%。其实这也正常，没人知道 R007 能稳定在哪里，如果真奔着 3.0%去了，那么再追高买入也是值得的，毕竟现在 IRS 利率处于历史低位。说到底，IRS 利率也是没有方向，市场仍处于群殴状态，打一下就跑，没有分成明显的多空双方。**但大趋势已定，那就是我们反复强调的“底部”，在地球底面前，如果本周 IRS 利率因为新股资金解冻而大幅下降，则是很好的买入机会。**

2、上周市场回顾：

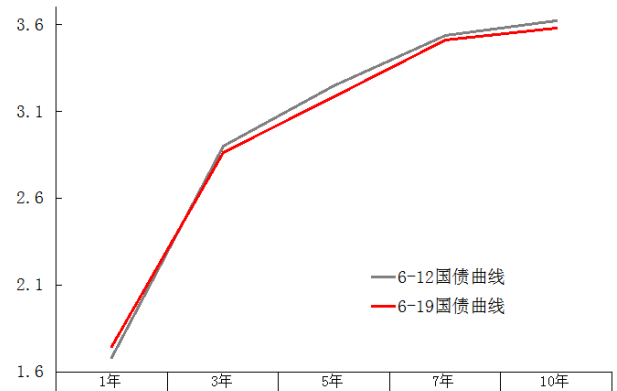
上周资金面逐步收紧，打新和跨季度资金需求较多，回购利率也因此快速上涨。R007 从上上周的 2.2%升至 2.9%，达到近期的高点。资金开盘利率的稳定作用较弱，完全止不住融资利率上涨。另外，中长期资金利率涨幅很大，跨季度的 21 天资金利率大幅走高。不过面对股市的火爆，资金紧张并未引起太多人的注意，本周新股退款后，资金会大大好转，其实到了月末之前，资金倒不会特别紧张。

债券市场依然波动不大，资金的影响已经被市场消化，或者说股市的火爆已经令债市人去楼空。周一开始，市场上弥漫着降准落空的悲观，收益率普遍上行 5bp，抛盘一片。当然背后的根本原因还是市场对资金的担忧，毕竟冻结 7 万亿资金不是闹着玩的。随后市场开始流传关于“央行压低长端利率”，重新吸引资金进入，长端利率完全不跟随资金面的情况波动，反而是短端利率继续小幅攀升。期间市场重点关注 MLF 续作情况，当得知没有续作后，端午节降准预期再起，即使资金利率继续走高，债券利率也稳如泰山。这样的情况总给人不安的感觉，毕竟靠预期左右收益率的情况，往往很危险。

IRS 冲高回落，市场普遍认为资金紧张接近尾声。周初开始，降准预期落空带动 IRS 大幅反弹 10bp，买方之前压抑的情绪，借助资金收紧的预期完全发泄出来。Repo 1y 最高推升至 2.60%，比上上周走高 20bp。随后两天资金面持续收紧，IRS 高位震荡。但随着 IPO 接近尾声，IRS 上升乏力，股市惨绿也大大打击了 IRS 交易员的情绪。至周五，买方力量已经大大减弱，卖方只等本周新股退款，资金利率回落。说到底，上周 IRS 市场没有什么重大事件发生，更多是情绪左右，利率最终上行 12bp。

综上所述，上周没有数据影响，资金面成为主导，媒体关于央行言论的一举一动影响力不小。不过还是看不到趋势，债券和 IRS 都在震荡，等待预期中的政策落地。

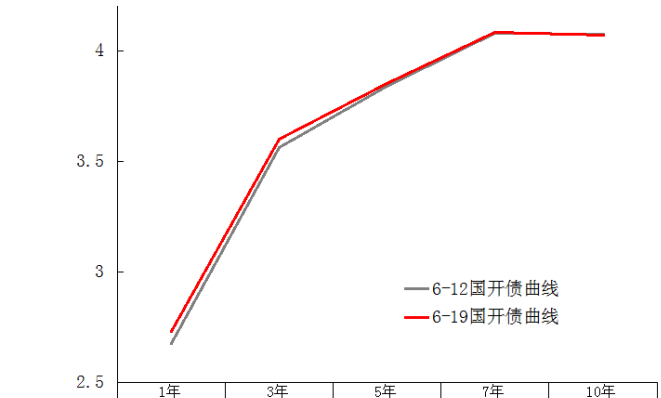
国债收益率变动很小



	1年	3年	5年	7年	10年
6-12国债曲线	1.687	2.9018	3.2518	3.5404	3.6226
6-19国债曲线	1.7494	2.8662	3.1853	3.5115	3.5825

数据来源：Wind 广发银行

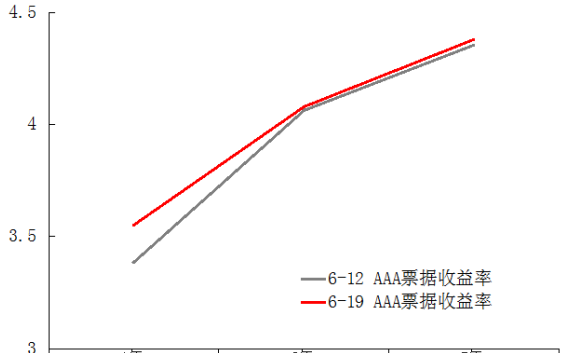
国开债收益率曲线同样变动很小



	1年	3年	5年	7年	10年
6-12国开债曲线	2.6773	3.562	3.8403	4.0802	4.0759
6-19国开债曲线	2.7282	3.5979	3.8507	4.0807	4.071

数据来源：Wind 广发银行

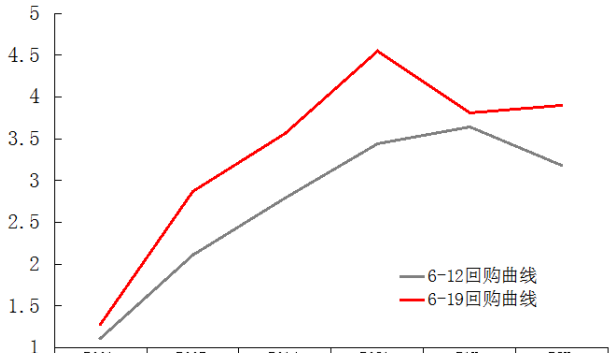
银行间 AAA 票据收益率短端小幅上涨



	1年	3年	5年
6-12 AAA票据收益率	3.3856	4.0639	4.3544
6-19 AAA票据收益率	3.5505	4.0806	4.3794

数据来源：Wind 广发银行

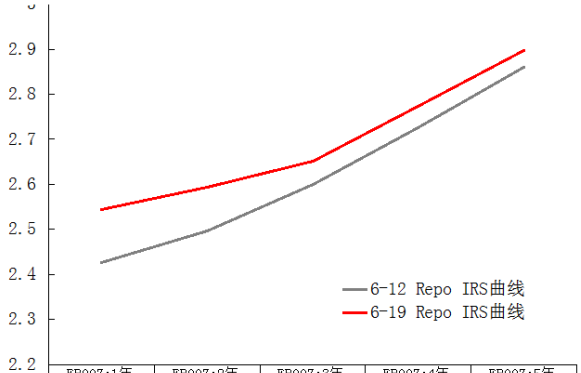
中长期限资金利率明显上涨



	R001	R007	R014	R021	R1M	R3M
6-12回购曲线	1.1105	2.1098	2.792	3.442	3.6428	3.1828
6-19回购曲线	1.2833	2.8655	3.5595	4.5507	3.8115	3.8973

数据来源：Wind 广发银行

Repo IRS 利率曲线明显上行



	FR007:1年	FR007:2年	FR007:3年	FR007:4年	FR007:5年
6-12 Repo IRS曲线	2.4267	2.4974	2.6008	2.7256	2.8588
6-19 Repo IRS曲线	2.5439	2.5927	2.6516	2.7723	2.8973

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。