

陈龙  
金融市场部，分析师  
86-769-22110291  
[chenmxlong@163.com](mailto:chenmxlong@163.com)

## 4月22-28日流动性周报

## 金融市场部

## 主要观点

关注五一过后银行间债券市场监管风潮的后续进展以及它对于银行间债券市场的持续性影响，但五一过后的当周仅有2个工作日，影响面可能很小。

当周，虽然央行及财政部共同向市场注入1340亿元的流动性，但由于银行间债券市场的核查风波和月末因素的双叠加，使得市场流动性仍呈现结构性紧张的格局，市场上各期限品种的回购利率都呈现不同程度的上涨，其中，7天质押式回购利率在周四达到了5.4505%的高位，而在周末，随着月末影响的消退，注入的流动性逐渐显现出来，回购利率重回相对均衡的位置。

本周，央行公开市场无正逆回购到期，也没有央票到期。由于本周仅有两个工作日，需要钱的机构已经在节前备好的资金，料央行在公开市场不会有所动作。

我们认为，当前债券市场可能出现一定的分化，即信用市场与利率市场可能会呈现相反的走势，由于宏观经济处于低位而且疲弱复苏，通胀短期内仍处于较低位置，利率市场盘整概率较大，而信用市场收益率因债券市场的核查风波上行的可能性较大。

策略上，我们认为，在当前收益率下行较多而市场政策面占相对主导的情况下，防守操作可能是机构一致预期。因此，我们认为，有两种操作思路可供选择，一是顺势而为，将前期浮盈较多的信用品种卖出，并转投利率品种的中长期限，这样做的基础是，宏观面仍有支撑而政策面对于信用短期打压较大；二是相对激进的操作，在信用利率转换的过程中并不是一味地防守，可在防守的同时适当配置较高等级的信用品种和政策性金融债，同时缩短这些品种的久期，因这些品种是中低级别和利率品种的过渡品种，兼具防守和进攻的角色。

当然，对银行机构来说，由于风险承受较低，受政策监管的力度和意愿更为强烈，防守的思路也更强，操作上降低杠杆、缩短久期、回归利率和高等级的信用可能是操作上必须贯彻的基本原则。另外，在浮盈较多的情况下，机构可能有空间和时间静观其变，以不变应万变也许是另一种防守的操作。

**短期资金面**
**1. 公开市场方面：继续小幅回笼，但正回购规模不断放大**

4.23，央行以利率招标方式开展 28 天正回购，交易量 100 亿元，中标利率 2.75%；

4.25，央行以利率招标方式开展 28 天正回购，交易量 180 亿元，中票利率 2.75%；

4.22-4.28，公开市场有 900 亿元央票到期，无逆回购到期，有 620 亿元正回购到期，因此，当周公开市场净投放资金 1240 亿元。

另外，当周有 500 亿元国库定存现金到期，财政部进行了 400 亿元的国库定存招标，故当周国库净投放 100 亿元。

从春节过后开始，央行首次改变此前连续 9 周的公开市场净回笼状态，合并财政部净投放的 100 亿元，当周净投放合计达 1340 亿元。

**2. 货币市场方面：月末和财政缴款叠加，资金面紧张**

4.28，各期限的银行间同业拆借加权平均利率较 4.19 的涨跌情况如下：

期限代码	4.28 加权利率 (%)	4.19 加权利率 (%)	涨跌情况 (BP)
IBO001	2.8449	2.5361	30.88
IBO007	3.0923	3.1133	-2.1
IBO014	3.1687	3.5032	-33.45
IBO021	-	-	-
IBO1M	3.4411	3.6215	-18.04
IBO2M			-
IBO3M	4.6000	3.8953	70.47

4.28，各期限的银行间质押式回购加权平均利率较 4.19 的涨跌情况如下：

期限代码	4.28 加权利率 (%)	4.19 加权利率 (%)	涨跌情况 (BP)
R001	2.8027	2.5281	27.46
R007	2.9850	3.1076	-12.26
R014	3.0904	3.5267	-43.63
R021	-	3.7803	-
R1M	3.3719	3.8194	-44.75
R2M	-	3.3500	-
R3M	-	3.6500	-

4.28，各期限的银行间买断式回购加权平均利率较 4.12 的涨跌情况如下：

期限代码	4.28 加权利率 (%)	4.19 加权利率 (%)	涨跌情况 (BP)
OR001	3.0426	2.8975	14.51
OR007	3.4267	3.5220	-9.53
OR014	-	3.9098	-
OR021	-	4.1668	-
OR1M	-	4.2846	-
OR2M	-	4.3235	-

### 3. 一级市场方面：到期量较大，净融资大幅下降

4.22-4.28，一级市场发行各类债券共 117 支，共融资 2163.70 亿元；二级市场共到期各类债券共 53 支，共到期资金 2149.60 亿元；当周，净融资 14.10 亿元。

4.22-4.28，一级市场共发行 13 支利率产品，发行总额 890.90 亿元，1 支国债，7 支政策性银行债，4 支商业银行债，1 支其他金融机构债，一级市场配置力量持续，但金融债更优。

4.22-4.28，一级市场共发行 43 支短融，发行总额 493.10 亿元，35 支一般短融，4 支超短融，4 支证券公司短融。

4.22-4.28，一级市场共发行 33 支中票，发行总额 473.20 亿元，其中，32 支一般中票，1 支集合票据。

4.22-4.28，一级市场共发行 22 支企业债，发行总额 272.50 亿元；发行 6 支公司债，发行总额 34.0 亿元。

### 4. 二级市场方面：收益率上升，债市走软

利率品种方面，4.27 银行间国债收益率较 4.19 短端上行中长期下行：

品种期限	3 个月	6 个月	9 个月	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
涨跌 (BP)	4.49	14.21	7.57	-7.58	-2.19	-8.08	-3.77	-1.92

政策性金融债方面，4.27 农发和进出口行的收益率较 4.19 短长端中端下：

品种期限	3 个月	6 个月	9 个月	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
涨跌 (BP)	5.35	1.38	2.81	1.09	-6.1	-6.76	-0.27	1.87

4.27，国开行的收益率较 4.19 短端上行中长端下行：

品种期限	3 个月	6 个月	9 个月	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
涨跌 (BP)	5.68	1.71	2.27	6.73	-6.31	-6.94	-4.18	-1.02

信用品种方面，当周各信用级别企业债较 4.19 扁平化上涨：

期限		3 个月	6 个月	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
涨跌 (BP)	AAA	15.93	11.19	15.79	0.85	-0.55	2.62	0.15
	AA+	15.93	11.19	17.79	4.85	7.45	2.62	0.15
	AA	18.93	14.19	18.79	8.85	11.45	2.62	0.15
	AA-	16.93	14.19	17.79	10.85	9.45	2.62	0.15

当周，短融中票收益率较 4.19 整体扁平化上涨：

期限		1 个月	3 个月	6 个月	9 个月	1 年	3 年	5 年
涨跌 (BP)	AAA+	23.56	12.14	10.22	9.64	14.29	2.27	-0.68
	AAA	23.17	14.65	11.54	11.57	14.79	1.83	0.45
	AAA-	23.18	14.65	11.54	11.57	14.79	6.83	3.45
	AA+	23.18	14.65	11.54	11.57	14.79	12.83	10.45
	AA	26.18	17.65	14.54	16.57	17.79	16.83	17.45
	AA-	26.18	17.65	14.54	14.57	19.79	14.83	13.45
	A+	21.18	12.65	9.54	9.57	12.79	1.83	3.45

## 中长期资金面

截止 4 月 18 日，公开市场累计未到期正回购共有 8 笔，规模 2790 亿元，累计未到期央票共有 23 笔，规模 11430 亿元。

4 月 10 日，中国央行公布金融机构人民币信贷收支表显示，中国 2 月末金融机构外汇占款余额为 26.832 万亿元人民币，高于 1 月底的 25.537 万亿元，据此计算，当月外汇占款增加 2954.26 亿元，为连续第三个月增加。

中国网报道，中国央行近日出版的《中国农村金融服务报告（2012）》显示，近年来，我国金融机构涉农贷款明显增加。截至 2012 年底，全部金融机构本外币农村（县及县以下）贷款余额为 14.5 万亿元，同比增长 19.7%，占各项贷款余额比重 21.6%，较 2007 年末增长 188.6%，5 年间平均年增速为 24.4%。报告显示，农村融资环境也得到有效改善，融资豆芽由间接融资向直接融资发展。

一季度，社会融资规模达 6.16 万亿元，同比多增 2.27 万亿元；人民币新增贷款 2.76 万亿元，同比多增 2949 亿元；新增外币贷款折合人民币 4453 亿元，同比多增 3126 亿元；委托贷

款增加 5235 亿元，同比多增 2426 亿元；信托贷款增加 8230 亿元，同比多增 6443 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 6704 亿元，同比多增 4381 亿元；企业债券净融资 7520 亿元，同比多融资 3560 亿元；非金融企业境内股票融资 617 亿元，同比少 258 亿元。3 月份，社会融资规模为 2.54 万亿元，分别比上月和上年同期多 1.48 万亿元和 6739 亿元。

从结构看，当季人民币贷款占同期社会融资规模的 44.7%，同比低 18.6 个百分点；外币贷款占比 7.2%，同比高 3.8 个百分点；委托贷款占比 8.5%，同比高 1.3 个百分点；信托贷款占比 13.4%，同比高 8.8 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比 10.9%，同比高 4.9 个百分点；企业债券占比 12.2%，同比高 2.0 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 1.0%，同比低 1.2 个百分点。

## 市场分析

当周，央行在公开市场继续维持流动性回笼的态势，公开市场操作周二和周四分别进行了 100 亿元和 180 亿元规模的正回购，而当周有 620 亿元正回购到期，900 亿元央票到期，因此，当周央行在公开市场净投放资金 1240 亿元。另外，财政部当周有 500 亿元国库定存到期，进行了 400 亿元国库定存招标，故当周财政部净投放 100 亿元。

虽然当周央行公开市场继续小幅回笼的操作，其操作的规模和幅度对于市场的资金面没有太大的影响，但是，由于周一银监会对于金融机构审慎持有融资平台债券的警示——《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（10 号文），以及传闻央行对于银行间债券市场暴露的问题进行专项部署和证监会对于券商基金机构的代持债券进行核查等，使得银行间货币市场的流动性瞬间由松转紧。以具有风向标的银行间质押式回购利率为例，当周的利率较上周呈全面上行的态势，多数上行超过了 50BP。

但是，我们认为，在当前经济低迷和货币政策相对宽松的环境下，这种政策上监管对于流动性影响可能是阶段性，虽然本周（4.22-4.26）回购利率仍可能呈现上行的态势，但继续上行的速度和幅度可能都不会太大，并仍需要看周三（4.24）央行对问题的专项部署力度及后续的监管细则等。同时，由于本周将的正回购和央票到期量较大，使得市场对于资金面宽松预期较为乐观，给予市场一定的操作空间。

本周（4.22-4.26）公开市场将有 620 亿元正回购到期，分别为 4.23 有 320 亿元到期和 4.25 有 300 亿元到期，此外，本周二（4.23）将有 900 亿元央票到期，没有逆回购到期，因此，如果央行没有什么动作的话，市场将净投放 1520 亿元，规模较上周放大近一倍。我们认为，仅就市场资金面来说，本周应该还会保持相对宽松的局面。

我们认为，如果市场没有出现突发变故，那么 4 月份下旬的货币市场可能呈现资金面不紧但回购利率上行的态势，主要是受到政策面的影响，但作为风向标的 7 天质押式回购利率可能仍不

不会呈现太大的上行幅度，因其反映了资金面的基本松紧格局也反映了央行对于货币政策执行的目标。我们坚持年初以来的观点，7天回购利率在3.0%-3.30%之间是央行认为合理的货币政策利率目标，当前基本处于这个区间波动。

债券市场方面，由于央行、银监和证监等机构对于银行间债券市场暴露问题的清查，当周市场收益率呈现掉头上行的态势，无论是利率品种还是信用品种，市场的收益率都呈现不同程度的上涨。利率品种来看，由于宏观经济复苏不及预期和通胀的阶段性回落，对于长期品种的收益率有一定支撑，受影响的主要是短期品种，而信用品种来看，由于前期市场行为主要集中在中短久期和中等级别的品种上，在前期浮盈较大的情况下，本轮受到政策面的影响也较大，收益率上行最大的品种都集中在3年期和5年期的中票和企业债上。

我们认为，当前债券市场可能出现一定的分化，即信用市场与利率市场可能会呈现相反的走势。虽然一季度的数据对于债券市场整体有一定的支撑，但宏观数据是反映了一季度的宏观面，这种宏观面基本上已经反映在一季度的债券市场上，而通胀的趋势性和GDP的弱势复苏虽然仍利好债券市场，但也仅就利率品种而言，10年期的国债收益率可能在3.45%上下波动。

但是，对于信用品种而言，宏观面的利好可能基本出尽，盘整向上的宏观经济对于未来的信用市场可能相对利空，因为市场的违约风险可能占据估值相对主要的位置；资金面可能仍有一定的余地，但对于收益率已经下行较大的信用品种而言，这种资金面的宽松可能影响偏中性，也即在没有政策面利空的情况下，信用市场可能仍面盘整向下；而本次政策面对于信用市场来说却是实实在在的一大利空。因此，我们认为，信用品市场的收益率仍会延续上周的上行态势，即我们前期所担心市场获利吐在政策面的引导向可能会提前到来，但是，这种回调的幅度可能需要看下周三的会议，我们持相对悲观的心态。

策略上，我们认为，在当前收益率下行较多而市场政策面占相对主导的情况下，防守操作可能是机构一致预期。因此，根据前面的分析，我们认为，有两种操作思路可供选择，一是顺势而为，将前期浮盈较多的信用品种卖出，并转投利率品种的中长期限，这样做的基础是，宏观面仍有支撑而政策面对于信用短期打压较大；二是相对激进的操作，在信用利率转换的过程中并不是一味地防守，可在防守的同时适当配置较高等级的信用品种和政策性金融债，同时缩短这些品种的久期，因这些品种是中低级别和利率品种的过渡品种，兼具防守和进攻的角色。

当然，对银行机构来说，由于风险承受较低，受政策监管的力度和意愿更为强烈，防守的思路也更强，操作上降低杠杆、缩短久期、回归利率和高等级的信用可能是操作上必须贯彻的基本原则。另外，在浮盈较多的情况下，机构可能有空间和时间静观其变，以不变应万变也许是另一种防守的操作。

图 1 SHIBOR 一周变动

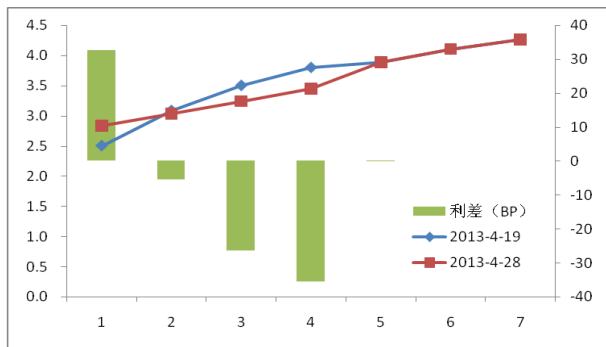
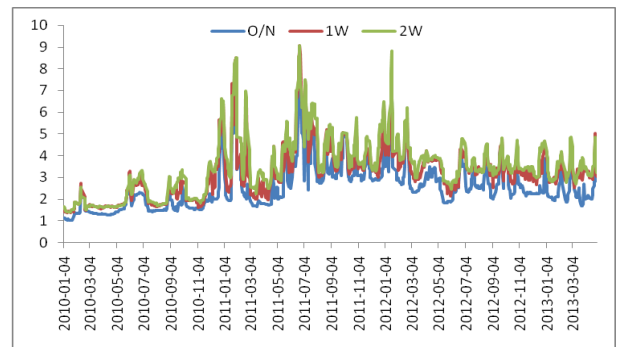


图 2 SHIBOR 历史波动

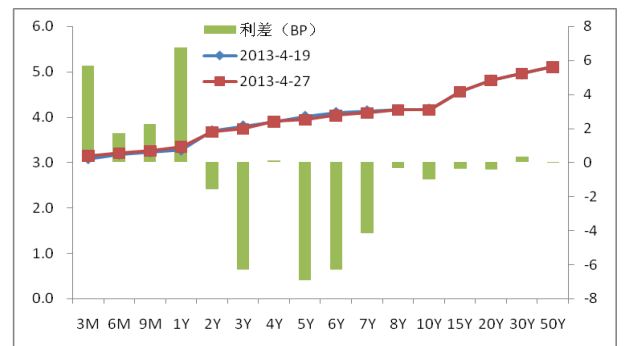
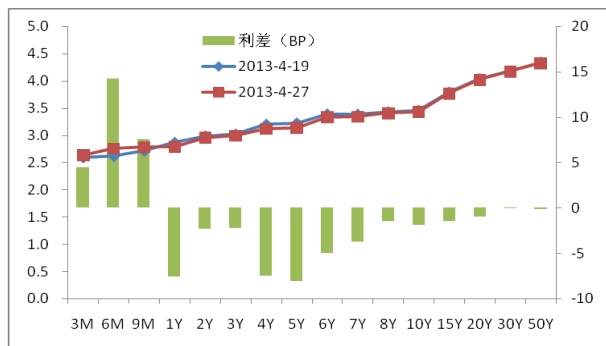


资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 3 银行间固定利率国债收益率曲线变动

图 4 银行间固定利率金融债（国开）收益率曲线变动

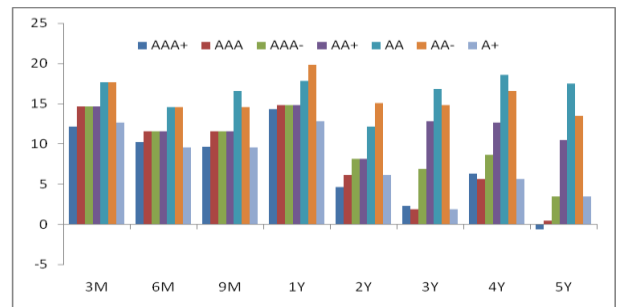
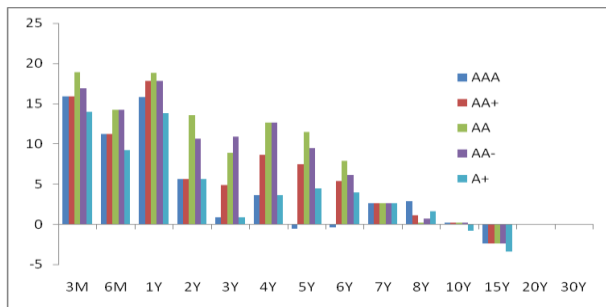


资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 5 银行间各等级企业债收益率曲线变动

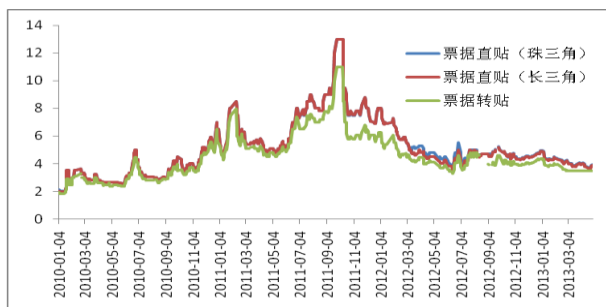
图 6 银行间各等级中票短融收益率曲线变动



资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 8 珠三角及长三角票据直贴利率



资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 法律声明

本报告由东莞银行股份有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但东莞银行股份有限公司及其关联机构（以下统称“东莞银行”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，东莞银行及其相关人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改，过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，东莞银行可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

东莞银行的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会根据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见、评估及建议不一致的市场评论和（或）交易观点。东莞银行没有将此意见、评估及建议向所有接收者进行更新的义务。东莞银行的资产管理部门、自营部门以及其他投资部门可能独立做出与本报告中的意见、评估或建议不一致的投资决策。

需要进一步提出的是，本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

### 版权所有 东莞银行

本报告版权归东莞银行股份有限公司所有，未经东莞银行事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发、翻版、发表、引用或公开传播。如欲引用或转载本报告内容，请务必联络东莞银行汇票并注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。

东莞银行保留对任何未授权行为和有悖报告信息的引用行为进行追究的权利。