

陈龙，金融市场部，分析师
电话：0769-22865831
邮箱：chenmxlong@163.com
QQ：18898592

2014年第二十二期流动性周报

金融市场部

主要观点

上周（6.9-6.15），公开市场有 1840 亿元正回购资金到期，无逆回购和央票到期，而央行在此期间进行了两次 28 天正回购操作，总规模 800 亿元。因此，当周市场净投放 1040 亿元。

过去五周，央行连续在公开市场实施净投放，总规模达到了 3610 亿元，且呈现提前放大的趋势。这表明，基于市场普遍担忧 6 月底的流动性，央行已经提前了向市场投放资金。

虽然，我们对于 6 月底的流动性保持相对乐观的态度，但是由于春节以来银行间流动性持续宽松，加剧了机构放大杠杆和投资操作的心态，而 6 月底又是每年例行的资金需求的关键点，而且又受到多重资金抽走的影响。因此，即使在当前相对乐观的市场环境下，我们也不得不对月底的流动性稍稍有些担忧，即在下周的某些时候市场资金的回购价格可能会有所上跳。

当然，我们相信央行和管理层对于 6 月底可能出现的紧张情况以及去年恐慌性的紧张局面已经有所预备，并结合前期的公开市场净投放情况以及连续的定向再贷款和定向降准等，我们有理由相信，即使会出现流动性紧张情况也仅是稍纵即逝和小幅波动的情形。

因此，我们认为，在接下来的两周，央行可能会继续实施公开市场净投放的节奏，并且投放的规模不会太小，以对冲市场需求和市场的心理预期。

本周（6.16-6.22），公开市场将有 650 亿元资金到期，无央票和逆回购到期。其中，周二（6.17）到期 300 亿元，周四（6.19）到期 350 亿元。同时，周一（6.16）市场将面临着存款准备金补缴，并且商业银行年度分红和资本金缺口、股票市场 IPO、理财到期和银行季末冲存等行为的叠加，将共同影响着银行间市场的流动性预期。

我们认为，周一的存款准备金补缴将面临着净退还的情况，因为周一开始第二轮的定向降准将生效。因此，周一的货币市场资金价格走势将决定了全周的资金价格走向，同时，也决定着央行随后的公开市场是正回购还是逆回购。而商业银行分红与股票 IPO 等将锁定部分资金，特别是大行商业银行分红，使得大型商业银行在银行间资金

市场上角色短暂停顿，也将扰动资金市场价格。

基于上述的分析，我们倾向于认为央行继续在公开市场进行正回购操作的可能性较小。一方面，继续进行正回购操作可能会给市场脆弱的心理再次打上阴影，而这种阴影一旦影响到市场的一致行为，就可能引发市场操作的多米诺骨牌；另一方面，基于对冲外部流动性收紧和资金需求的可能，央行必须保持持续、规模适度的净投放量。

因此，我们认为，本周央行可能会保持公开市场不作为（这个可能性更大）或者小幅度的逆回购操作，以维持公开市场 500-1000 亿元左右（考虑定向降准的效果）的净投放量，而期限品种方面，继续进行 28 天品种的操作仍是相对肯定的。

另外，对于公开市场操作来说，我们更关注前期定向再贷款和定向降准后的市场效果，即定向货币投放是否真的进入了实体经济和宏观经济转型升级的产业方面，是否真的降低了实体经济的融资成本。如果上述的效果达到了，那么，央行的政策动作可能会先告一段落，进而转向推进资产证券化、提高直接融资等盘活存量资产业务和化解金融风险方面；如果上述的效果难以达成，那么，后续的降息或者定向降息则是势在必行的。

资金价格方面。上周银行间货币市场的资金价格继续保持着低位稳定的格局。以银行间债券回购加权利率为例，7 天品种的加权平均价格全周保持在 3.13%-3.16% 之间的水平，并在周五降至 3.10% 以下，其他隔夜和 14 天品种也有类似的走势。值得注意的是，因为对跨年中资金面的担忧，较长期限品种的价格出现倒挂，21 天高于 1 个月。

回到本周，我们认为，货币资金价格可能会有小幅度的上行，关键的看点在于周一存款准备金补缴的情况。如果周一的补缴情况相对乐观，市场的资金价格继续保持相对低位并存在继续走低的可能，那么，周二央行就可会会操持公开市场不作为，并且全周都会保持不作为的状态；但如果周一的市场波动较大，那么央行重启逆回购的可能性增加。

总之，在当前的市场环境下，央行有保持货币市场资金价格低位稳定的意愿和工具，通过各种工具的组合，维持货币市场的低位稳定的可能性是有保障的。

较长期流动性方面。上周国家统计局和央行都发布了相应的统计数据，结合这些数据以及央行的两次再贷款和两次降准，我们对“银行间超储的五因素”进行了相应的调整：

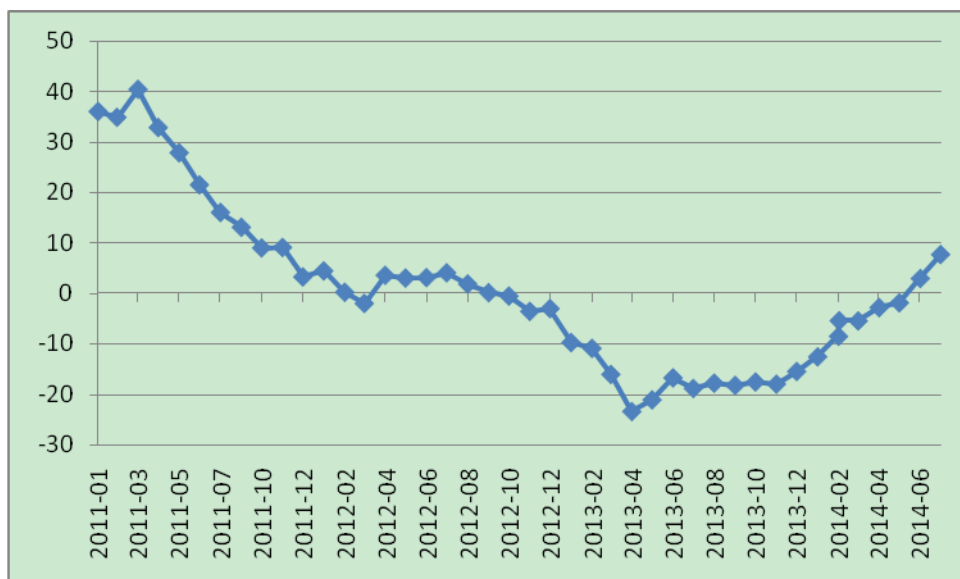
1. 外汇占款。根据海关总署公布的数据，5 月份，贸易顺差 359.2 亿美元，较市场预期的 224.5 亿美元提高了 134.7，也与我们预期的 300 亿美元提高了近 60

亿美元。这背后是内需下滑而外需回暖造成的，随着美国经济复苏、欧洲刺激持续，外部需求将呈现小幅度的持续回暖，而内需在短时间还难以改善。因此，我们认为在贸易顺差的支撑下，未来的外汇占款有望呈现稳定的格局。我们认为，5月份的外占增量有望达到1500亿，而6、7月份也有望达到这一水平。端午期间，央行公布的货币当局的资产负债表显示，4月份外汇占款增加845.89亿元，较金融机构的外汇占款增量减少了323.11。我们认为，随着人民币国际化趋势加强以及人民币汇率市场化加强，外汇占款增量将呈现趋势性减少，反映到5-7月份的外汇占款，其增量可能小于3000亿元。

2. 公开市场操作。6月份到目前为止的公开市场净投放量为1770亿元，而5月份和4月份的前半月分别为750亿元和140亿元，可以说，到了6月份，央行明显加大了公开市场净投放。据此，我们预计，公开市场净回笼500亿元，5月份公开市场净投放2150亿元。随着稳增长力度的上升，央行在公开市场的净投放动作也将加大，预计6、7月份的净投放规模分别3600亿和1500亿元。

3. 存款准备金补缴。根据央行公布的金融统计，5月份，M2余额118.23万亿元，M0余额5.81万亿元，假设其他影响到存款准金的项目与我们预期的相同，据此，我们可以测算出5月份的存款准备金补缴量超过2000亿元；同时，基于当前的情况及历年存款准备金补缴的规律，我们预计6、7月份的补缴量分别为3000亿和-2000亿元。

根据上述的分析，我们有如下的银行间超储变动（BP）：



从超储变动的趋势来看，未来流动性正向变动的趋势在加大，虽然过程有些波动，但整体的流动性有保障。我们对跨年中的流动性保持相对乐观的态势。

短期资金面

1. 公开市场方面：净投放持续加大

6.9-6.15，公开市场无逆回购和央票到期，有 1840 亿元正回购到期，而在此期间，央行进行了两次正回购操作：

6.10，央行进行了 28 天 400 亿元的正回购操作，中标利率 4.00%；

6.12，央行进行了 28 天 400 亿元的正回购操作，中标利率 4.00%；

因此，上周市场净投放资金 1040 亿元，较上上周净投放的 730 亿元进一步放大。在前期末央行宣布进行第二轮定向降准之后，央行仍进行了大幅度的公开市场净投放，显然央行在加大跨年中资金的对冲操作。

2. 一级市场方面：信用债供给阶段性下降

6.9-6.15，一级市场发行各类债券共 88 支，共融资 2751.50 亿元；二级市场共到期各类债券共 41 支，共到期资金 952.83 亿元；净融资 1798.67 亿元。

6.9-6.15，一级市场共发行 22 支利率产品，发行总额 1716.50 亿元，3 支国债（658.50 亿元），2 支地方政府债（516 亿元），0 支央票，11 支同业存单（140 亿元），5 支政策性银行债（240 亿元），0 支商业银行债，1 支商业银行次级债券（162 亿元），0 支保险公司债，0 支证券公司债券，0 支其他金融机构债。

6.9-6.15，一级市场共发行 30 支短融，发行总额 468 亿元，19 支一般短融（213 亿元），6 支超短融（174 亿元），5 支证券公司短融（81 亿元）。

6.9-6.15，一级市场共发行 14 支中票，发行总额 486 亿元，其中，14 支一般中票（486 亿元），0 支集合票据。

6.9-6.15，一级市场共发行 3 支企业债，发行总额 40 亿元，其中，3 支一般企业债（40 亿元），0 支集合企业债。

6.9-6.15，一级市场共发行 2 支公司债，发行总额 10.5 亿元；共发行 10 支定向工具，发行总额 20 亿元；共发行 0 支政府支持机构证券，发行总额 0 亿元；共发行 7 支资产支持证券，发行总额 10.5 亿元；共发行 0 支可转债，发行总额 0 亿元。

3. 货币市场方面：价格继续低位

图 1 近 4 周银行间同业拆借加权平均利率

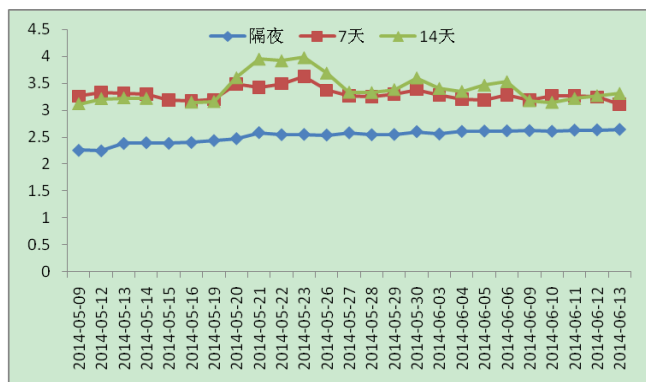
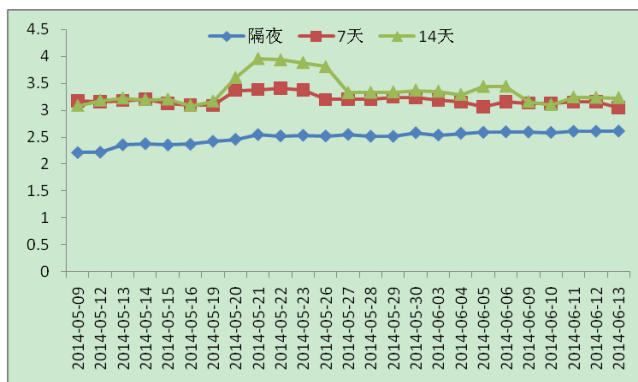


图 2 近 4 周银行间质押式回购加权平均利率



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 近 4 周银行间买断式加购加权平均利率

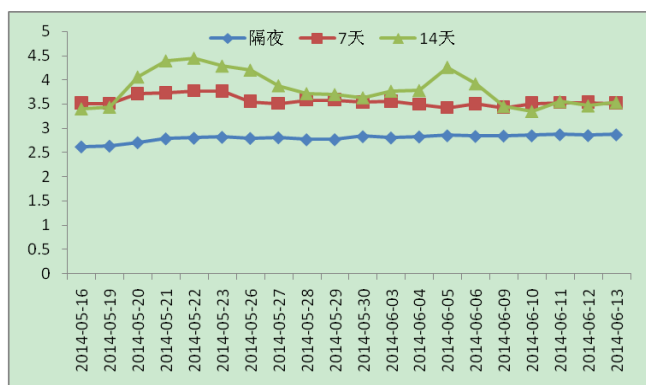
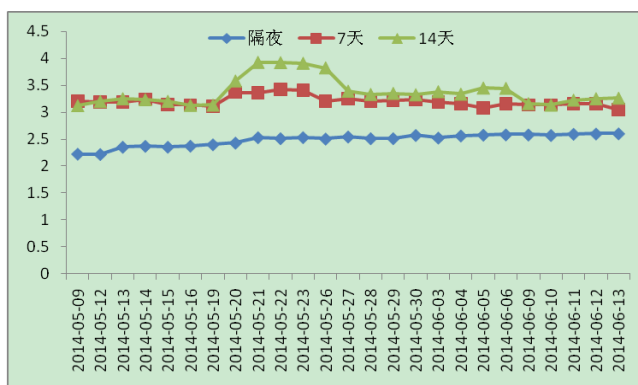


图 4 近 4 周 SHIBOR 利率



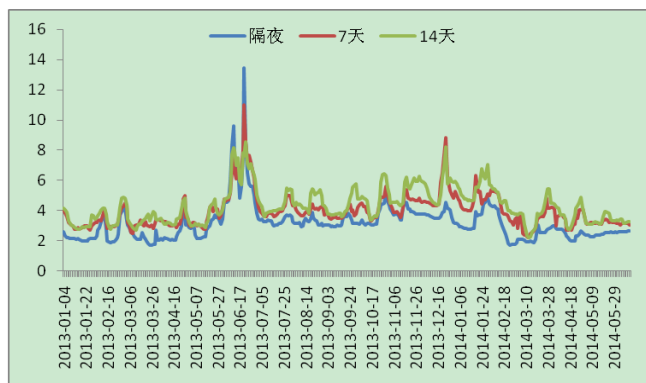
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

4. 二级市场方面：收益率继续向牛

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 5 SHIBOR 历史波动 (%)



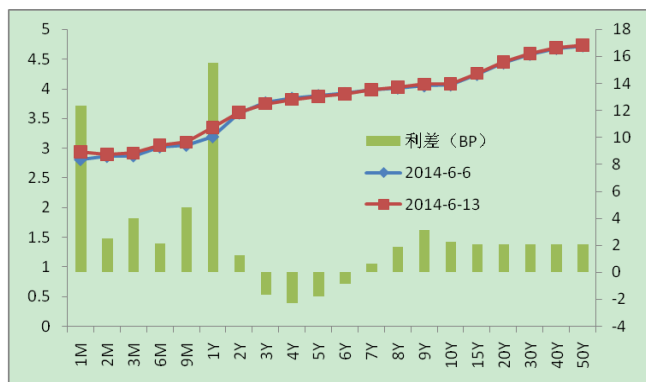
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 6 票据直贴及转贴利率波动 (%)

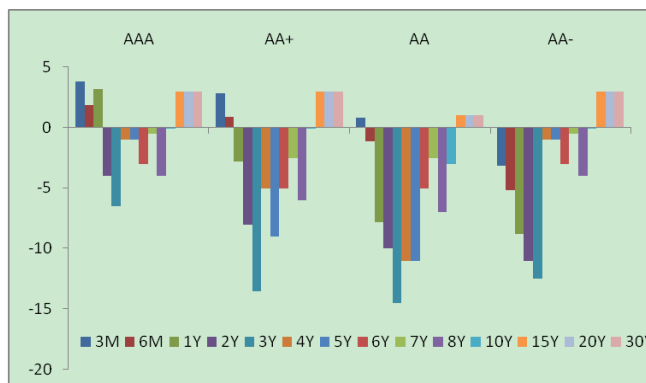


资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 7 银行间国债收益率曲线变动

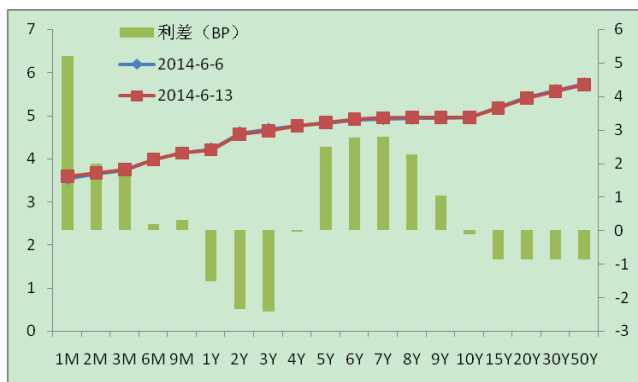


资源来源：WIND 东莞银行金融市场部
图 9 银行间各等级城投债收益率曲线变动

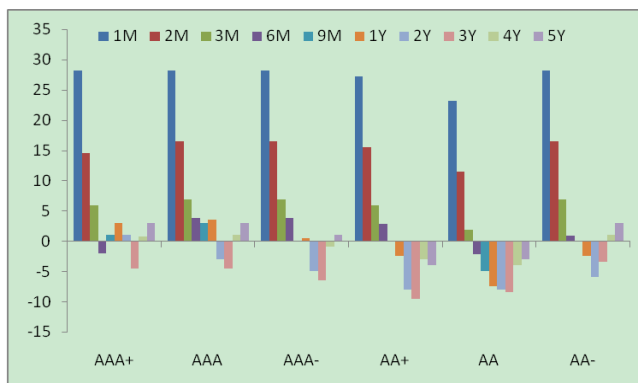


资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 8 银行间金融债 (国开) 收益率曲线变动



资源来源：WIND 东莞银行金融市场部
图 10 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

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询价。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，并应同时参考各自的投资目的、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。