

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

## 2014年第三十二期流动性周报

金融市场部

### 主要观点

上周（8.18-8.24），公开市场有 510 亿元正回购资金到期，其中，正回购到期 500 亿元，央票到期 10 亿元，无逆回购到期，而央行在此期间进行了两次总共 400 亿元的正回购操作。因此，当周公开市场净投放资金 110 亿元。

央行前半周的操作基本上符合我们的预期，央票没有续作，正回购维持平衡，而后半周由我们预期的小幅度净回笼转为小幅度净投放。这说明了，在临近月末时点和新股申购锁定资金较大，央行有意提前引导市场心态。

首先，上周汇丰 PMI 公布仅为 50.3，不仅大幅度低于市场预期，也 7 月份的 51.7 相去甚远。从央行角度来说，近期宏观数据连续不给力，使其稳增长的压力不断上升，通过公开市场连续小幅度的净投放可以有效引导市场预期。

其次，上周有消息称四大行在 8 月份的前半月信贷投放不理想，某些大行甚至出现了负增长的情况。我们相信，由于国办发[2014]39 号文以及宏观金融数据的不理想，央行层面的刺激政策可能已经在酝酿，市场连续小幅度的净投放既是安抚市场的一种方式，也是避免未来刺激政策给市场太大的跳跃性。

最后，时点因素使得央行必须有对冲的操作。由于前期财政上缴的不给力，本月的财政上缴压力上升，月末因素临近、十几支新股申购锁定的资金量较大，使得央行有必要做好对冲的准备。

我们认为，由于多因素合力施压，央行保持公开市场连续小幅度的净投放符合其稳定货币市场预期的前提下开展非公开的数量与价格刺激政策。在不触及银行间市场流动性平衡的背景下，通过非公开的价格工具（通过数据传达但更偏重价格）达到降低融资成本的目的。

本周（8.25-8.31），公开市场有 650 亿元资金到期，其中，周二（8.12）到期 350 亿元正回购，周四（8.14）到期 300 亿元正回购，无逆回购和央票到期。同时，本周一（8.25）市场还将面临着存款准备金的补缴，根据存款变动的规律，预期将面临净退还，周四（8.28）市场还将有 600 亿元 3 个月的国库定存招标。

从基础货币资金的供给来看，本周的正回购到期、国库定存招标以及存款准备金的净退还，将使市场的基础货币净投放有望达到 1500-2000 亿元。如果没有其他扰动因素，那么本周的流动性充裕是可期的。但是，本周股票市场将有 15 支新股开展网上网下申购，预期锁定的资金将超过 8000 亿元。

虽然，根据当前的货币乘数，1500-2000 亿元的基础货币有望产生 6000-8000 亿元的货币总量，基本上可以满足新股申购的锁定资金。但是，由于基础货币投放到产生货币总量的货币乘数放大过程需要一定的时间，而且基础货币投放基本上在全周公布较为均匀，与新股申购锁定资金之间有一定的时间差。

同时，由于本周已经是 8 月份的最后一周，月末拉存款动作（考核时点）、信贷投放动作（前半段不理想）、理财资金到期等因素将使资金需求上升。我们认为，本周流动性宽松的情况将延续。

因此，我们认为，虽然本周基础货币供给较大，但市场仍将感受到实实在在的流动性偏紧，基于前述的分析，央行仍将有必要进行适当的对冲操作以缓解流动性紧张。预计本周央行祭出短期小幅度的逆回购或者保持公开市场不作为的前提下通过其他非公开市场操作向市场提供流动性支持。

资金价格方面。上周，货币市场略微偏紧，市场资金价格在盘整中走高，但仍在预期的范围内，7 天回购价格在 3.20%-3.40% 一线活动，隔夜回购价格在 2.08%-2.90% 一线活动，而跨月的 14 天回购价格则迅速上升至 4.0% 一线的水平。不过，由于周四央行在公开市场小幅净投放一定程度上缓解了市场对后市的预期，使得周五的资金价格有所回缓和并小幅度回落，7 天下跌 5BP 至 3.39%，14 天下跌 10BP 至 3.92%，隔夜也小幅下跌了 0.5BP 至 3.845%。

根据前述的分析，我们认为，本周的资金价格将呈现不断上行的态势。其中新股申购锁定资金是最大的扰动因素，而且，由于本周新股集中申购，中签率很难估计，但不管怎么样，由于预期偏紧的影响，上半周的资金价格肯定是不断走高，而下半周则需要看央行公开市场操作、新股申购的中签情况以及月末因素影响的持续性等，我们倾向于会小幅向下。

较长期流动性方面。

8 月 13 日，央行公布了 7 月份的金融统计数据。从金融统计数据来看，新增信贷、社会融资总量、存款、M2 等都大幅度低于市场一致预期，而金融机构人民币贷款数据则放缓了外汇占款大幅下降的预期。对此，我们结合最新的统计数据，对影响银行间市场流动性的超储率的五因素进行分别分析，以期可以更新未来一个季度的流

动性趋向。

1. 外汇占款。根据7月份的金融统计数据，7月份金融机构人民币贷款的外汇占款增加了378.35亿元，而面行的调查统计司司长盛松成预计7月份央行口径的外汇占款下降2亿元。金融机构的外汇占款虽然与央行的外汇占款有一定的出入，但它们变化方向是一致，盛司长预计的下降2亿元与我们之前的预期的0亿相差无几。对此，我们坚持前期对8-10月份外汇占款的预期，从第三季度的后半段开始，外汇占款将逐渐得到改善，特别是在三季度圣诞和新年贸易行情的支撑下，8-10月的外汇占款增量有望达到1500-2000亿。

2. 财政存款增减。根据财政部7月的财政收支情况来看，7月份财政净收入2406亿元，虽然财政收支情况与央行国库的政府存款之间有一定的出入（财下收支是财政部口径而国库的政府存款是央行口径，两者因缴存时间差而有所出入），但是两者基本上处于同一幅度范围内变化。因此，我们预计7月份的政府存款增加规模在2000-2500亿元之间，也因此坚定了8-10月份政府存款增减变化的预期，8月份净投放约500亿，9月份净投放约4000亿，10月份净回笼约2000亿。

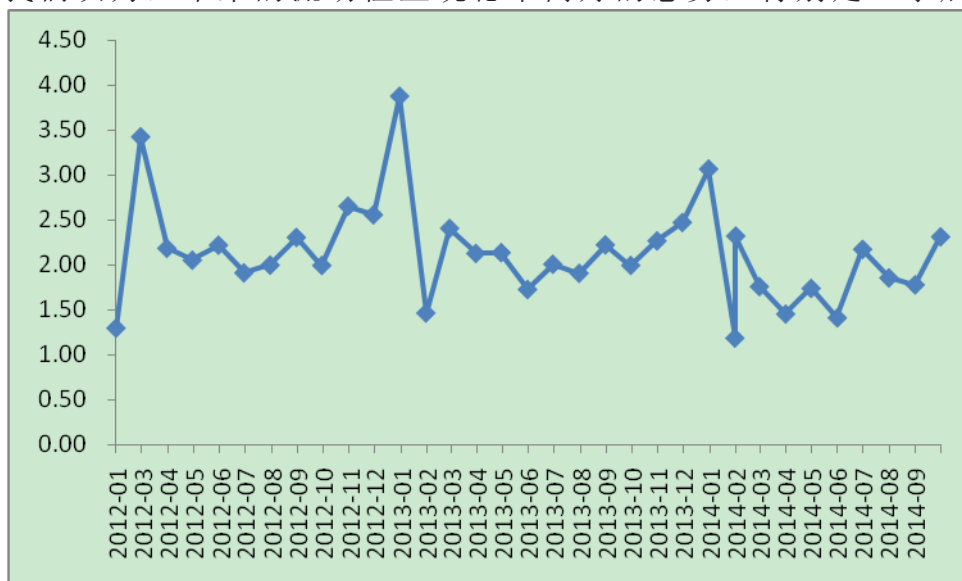
3. 存款准备金变动。根据7月份的金融统计数据，7月商业银行存款净减少1.98万亿，而理财增加1.6万亿，存款与理财之间的搬家与3、4月份如出一辙，因此，我们完全可以参照二季度的变化规律，并在9月底参照3月底的变化，以预测第三季度的存款准备金变动，只是幅度有所下降。另外，根据7月份M2较6月份下降了1.53万亿，据此我们重新估算了8-10月份的M2，并以此修改当月存款准备金的变化，分别为-4500亿、1100亿、4600亿和-2300亿。

4. 由于年初以来的同业非标资产的治理不断出台新政策并有加强的趋势（近期央行对127号文执行的调查），同业资产与债券货币资产之间的翘翘板效应明显。事实上，虽然年初以来的资金价格由于季节性因素、短期扰动因素、央行公开市场操作以及外生流动性扰动等因素的影响而出现波动，但同业票据的利率则呈现一路下行的态势，已经表明同业萎缩的现实。这种翘翘板效应直接促成了当前银行间市场总量宽松的局面。当然，由于三季度末揽存和国庆长假现金需求的影响，从现在开始，现金与存款准备金补缴的影响将使流动性有趋紧的倾向。

5. 公开市场操作。我们前期的周报已经指出，公开市场操作的作用将逐渐降低，央行未来将更多依重非公开的价格工具，而连续两周的净回笼已经表明央行参照总量指标平衡市场流动性的意图。因此，预计8-10月虽然仍将维持净投放（对冲短期流动性的干扰），但总规模应该会有所下降，预期在2000亿上下。

根据上述的分析，我们测算得银行间超储率的变化如下图所示（%）。根据超储

率的变化，我们认为，未来的流动性呈现稳中向好的态势，特别是三季后半段以后。



## 市场数据情况

### 1. 公开市场方面：延续小幅净投放

8.18-8.24，公开市场无逆回购到期，有 500 亿元正回购到期和 10 亿元央票到期，在此期间，央行进行了两次正回购操作：

8.19，央行进行了 14 天 300 亿元正回购操作，中标利率 3.7%；

8.21，央行进行了 14 天 100 亿元正回购操作，中标利率 3.7%；

因此，上周市场净投放资金 110 亿元，连续两净投放动作。我们认为，央行可能是希望通过连续的净投放达到两个目标，一是稳定市场的心理，二是稳定市场价格，以此达到稳定整个货币市场并推进后续的货币政策。

### 2. 一级市场方面：供给继续井喷，但净融资有所缩小

8.18-8.24，一级市场发行各类债券共 162 支，共融资 3527.64 亿元；二级市场共到期各类债券共 59 支，共到期资金 2107.36 亿元；净融资 1420.28 亿元。

8.18-8.24，一级市场共发行 58 支利率产品，发行总额 2077 亿元，2 支国债（430 亿元），9 支地方政府债（267 亿元），0 支央票，24 支同业存单（169.50 亿元），9 支政策性银行债（420 亿元），1 支商业银行债（20 亿元），3 支商业银行次级债（663.50 亿元），0 支保险公司债，0 支证券公司债券，10 支证券公司短

期融资券（107 亿元），0 支其他金融机构债。

8.18-8.24，一级市场共发行 42 支短融，发行总额 544.20 亿元，26 支一般短融（257.20 亿元），16 支超短融（287 亿元）。

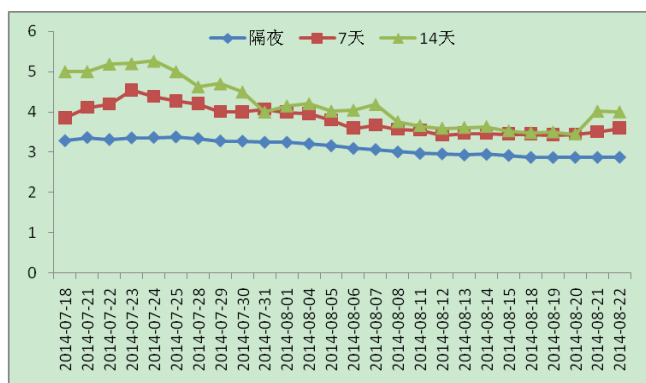
8.18-8.24，一级市场共发行 16 支中票，发行总额 236 亿元，其中，16 支一般中票（236 亿元），0 支集合票据。

8.18-8.24，一级市场共发行 19 支企业债，发行总额 302 亿元，其中，19 支一般企业债（302 亿元），0 支集合企业债。

8.18-8.24，一级市场共发行 2 支公司债，发行总额 20 亿元；共发行 17 支定向工具，发行总额 97 亿元；发行 1 支政府支持机构证券，发行总额 150 亿元；共发行 7 支资产支持证券，发行总额 101.44 亿元；共发行 0 支可转债，发行总额 0 亿元。

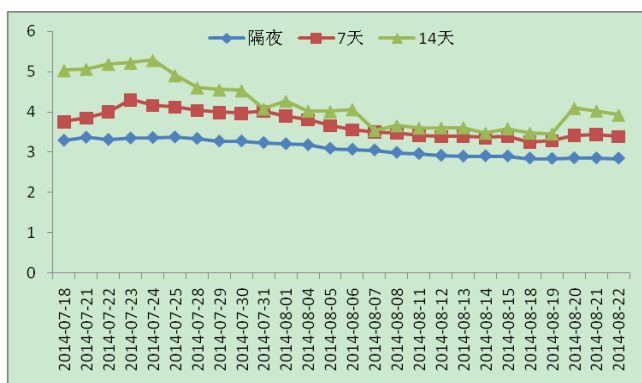
### 3. 货币市场方面：资金价格略有上行

**图 1 近 4 周银行间同业拆借加权平均利率**



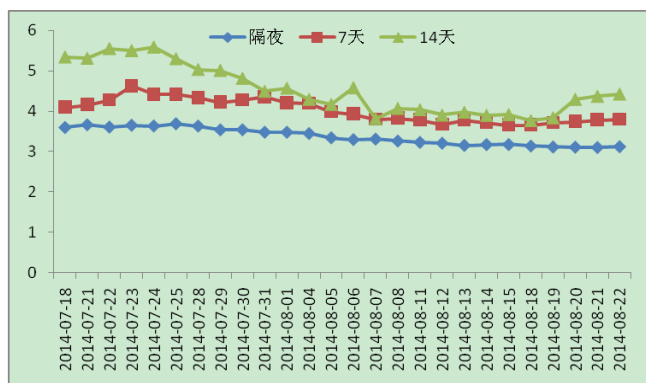
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

**图 2 近 4 周银行间质押式回购加权平均利率**



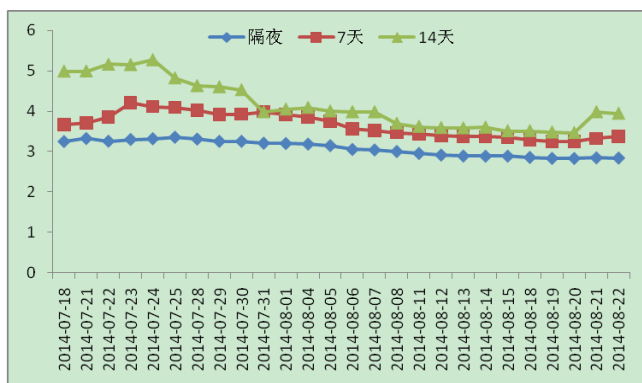
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

**图 3 近 4 周银行间买断式加购加权平均利率**



资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

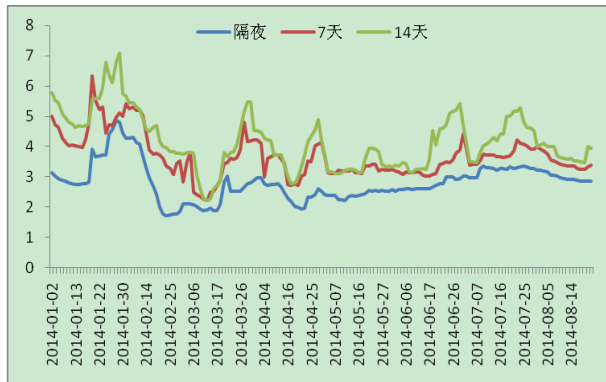
**图 4 近 4 周 SHIBOR 利率**



资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

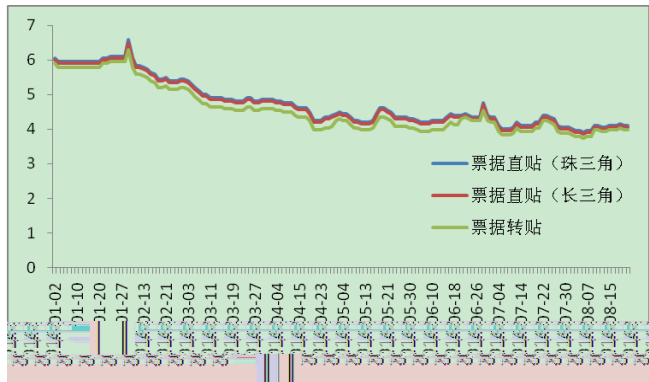
4. 二级市场方面：资金紧，政策无，供给大，收益率上行

图 5 SHIBOR 历史波动 (%)



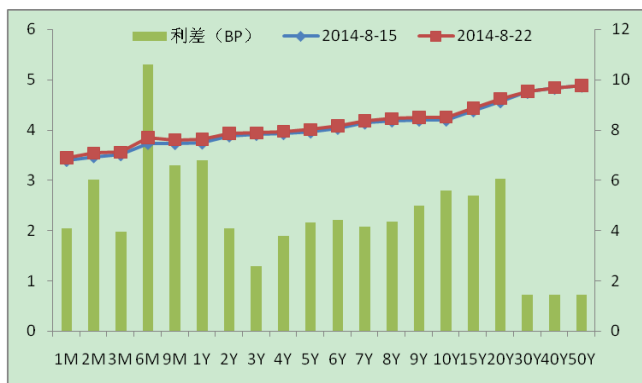
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 6 票据直贴及转贴利率波动 (%)



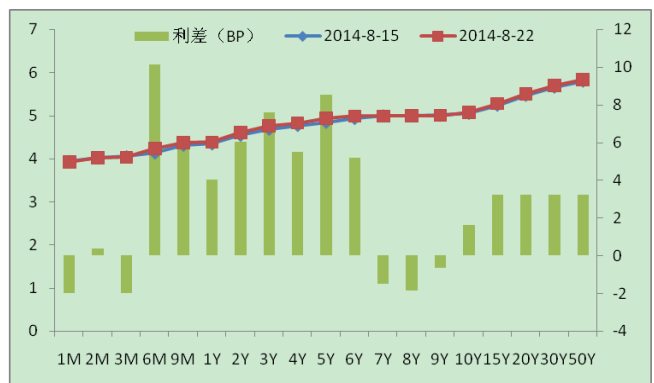
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 7 银行间国债收益率曲线变动



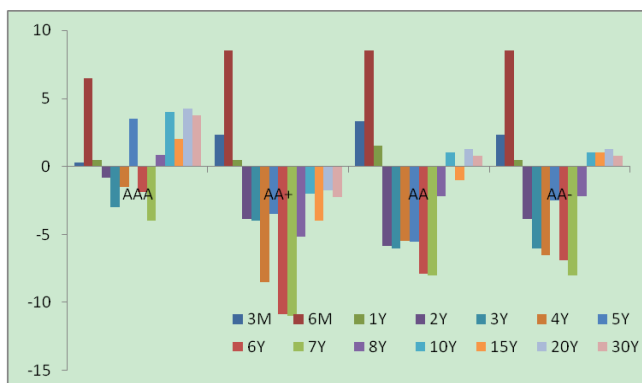
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 8 银行间金融债 (国开) 收益率曲线变动



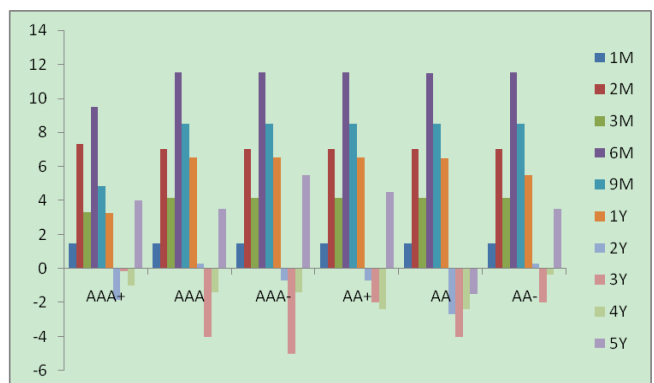
资源来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 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 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。