

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

2014 年第四十期流动性周报

金融市场部

主要观点

上周 (10.20 -10.26), 公开市场有 400 亿元资金到期, 其中, 正回购到期 200 亿元, 央票到期 200 亿元, 无逆回购到期, 而央行在此期间进行了两次总共 400 亿元的正回购操作同时, 因此, 上周央行在公开市场继续保持平衡操作。

与前期的操作类似, 上周央行也没有对到期的 200 亿元央票续做。原因很简单, 上周到期的央票是三年期限, 续作既没有合适的期限去对应它, 也可能给市场传达出不利的信息, 而让央票自然到期既可以补充当期的流动性使滚动操作的正回购不至于枯竭, 也传递出宽松的政策信号。

同时, 央行连续两周公开市场平衡操作也与我们前期的预期有所出入, 其背后的原因则与我们前期的观点一致, 即央行一方面需要一致的公开市场行为给市场传递稳健宽松的信号, 另一方面在非公开市场加大定向投放的力度。而维持公开市场平衡, 可以稳定市场对后市流动性的预期, 避免过多的幻想和扰动, 也可以提高非公开市场工具使用的效率。

因此, 央行过去两周在公开市场保持平衡而在非公开市场加大投放的力度, 以从货币政策上加大稳增长的支持力度。而随着市场对于后市宽松预期的形成, 货币市场稳定将促使央行在非公开市场上加大政策工具的使用

用。我们认为，SLF 工具可能会是未来非公开市场常态化使用的工具，原因在于，SLF 对于货币市场来说属于中期工具，有利于在中期上形成利率引导力量，也有利于形成中期稳定的预期，它可以成为引导融资成本降低的重要价格中介工具，使短期货币价格与中长期的债券收益率之间形成良性联动机制。

本周（10.27-11.2），公开市场有 400 亿元正回购资金到期，无逆回购和央票到期。其中，本周二（10.28）和本周四（10.30）分别到期 200 亿元。同时，本周一（10.27）将是存款准备金补缴的时点（10.25 延后），本周一（10.27）将有两支新股申购，本周二（10.28）有三支新股申购的资金触解冻，本周三（10.29）有六支新股申购的资金解冻，本周五（10.31）有两支新股申购的资金解冻。另外，本周是 10 月份财税缴款的最后一周。

从存款准备金补缴来看，从 9 月底的情况可以看出，存款波动远低于去年同期和今年一季末和二季末，表明银监会的存款偏离度监管指标发挥了作用。因此，如果仅从存款增长幅度而导致的存款准备金补缴来看流动性情况，其对当周的资金面影响可能是微乎其微的。

从 10 月份的财税缴款来看，经历了 4、5、7 月份的大幅度增长之后，年内的财政收支虽然仍低于目标值，但是从近两个月的财政收支情况来看，“宽财政”的执行力度在加大。以 9 月份为例，全国财政收入 9953 亿元，全国财政支出 14026 亿元。因此，即使 10 月份是传统的财税净上缴月份，

当月的财政上收规模可能会远低于历年同期平均值，从而落到本周的上缴规模也不会很大，对当周的流动性影响有限。

从新股申购锁定与释放的资金来看，周一两支新股在网上申购筹集的资金不到 1.5 亿，以过往的中签率计算，其锁定的资金规模在 300-500 亿元，而且该锁定的资金将在周五释放出来，对流动性影响有限。而周二和周三将迎来上周新股申购锁定的资金将解锁，释放出来的资金将超过 2000 亿元。

而从资金供给来看，节前的 5000 亿元 3 个月 SLF 仍留存在市场当中，而上周传闻中的对股份行和中小行的 2000-3000 亿元的 SLF 也陆续到位。因此，本周的资金进出来看，流动性供给远大于流动性抽水，整体来看，流动性宽松形势将远高于上周的情形。

因此，综合前两周的央行公开市场操作、本周的资金供求情况和央行在货币市场的政策意图，我们认为，央行继续保持公开市场平衡的可能性较大。而从价格和期限来看，维持公开市场正回购中标利率不变和期限不变有利于继续保持无为（公开市场）以稳定预期的基础。

资金价格方面。上周的资金价格由于新申购的影响，呈现出一定的结构性紧张格局，银行间市场宽松而交易所市场小紧，特别是银行间市场，低位宽松并稳定的格局主导了全周的资金面，7 天回购价格维持在 3.0%±5BP 之内波动，隔夜回购价格则下压至 2.40%-2.45%一线的水平，而 1 个月以内品种的价格全部落入了 4.0% 以下。

本周来说，由于资金供给明显大于资金需求，央行在非公开市场又不断加大定向投放的力度。因此，整体流动性趋势向宽松。但是，预期管理的有效，我们认为，本周的资金价格将继续走向平稳，短期限品种（7 天和隔夜）的价格可能继续冲击低位，7 天回购利率处于 3.0% 以下的可能性较大，而中长期品种而可能继续向低位回归，14 天回购利率则将继续在 3.40% 以下。

较长期的流动性方面。

上周，央行继续 9 月中下旬对 5 月行做了 5000 亿元 3 个月的 SLF 之后，又对股份行和中小银行做了 2000-3000 亿元的 SLF（传闻 2000 亿已经下发）。因此，在近一个月的时间里，央行通过非公开的 SLF 工具，向市场提供了超过 7000 亿元的中期（3 个月的流动性资金），这将确保年底之前的流动性安全。

上周二（10.21），国家统计局公布了三季度的宏观经济数据，其中，投资累计同比增长 16.1%，消费当月同比增长 11.6%，GDP 当月同比增长 7.3%。结合前期公布的价格指数，我们认为当前的宏观经济正处于危机的边缘。

这个现实与宏观上转型升级所需要的稳定基础不符，必将促使管理层出台稳增长的政策，宽货币和宽财政将是两个主要的手段。

就“宽财政”来看，传闻 10 月对铁路投资的 2500 亿元已经下发，而根据上周五（10.24）的国务院常务会议精神，国务院将在创新领域和

转型升级的主导方向上，加大民间资本的放开。因此，因民间资本进入而加大转型升级产业方向上的财政支持力度也将加大。

再来看，历年的财政投放规律，一般来说，每年的 11、12 月是财政集中、大规模净投放的时点，以去年为例，12 月份的财政净投放超过了 1.3 万亿。因此，我们认为，在当前稳增长任务需要财政支持的背景下，今年四季度的财政投放力度将加大，我们预期超过 1.5 万亿的可能性较大。

就“宽货币”来看，春节以来，央行的货币政策一直是稳健宽松的大背景下执行的，前期的定向降准、到 8 月份的定向降息，再到二季度末以来的 PSL、再贴现和 SLF 等非公开工具，“宽货币”逐渐向滴灌的行为转向，目的是降低融资成本。而到目前为止，降低的融资成本的效果并不明显。

因此，我们认为，随着风险底线与风险缓释效果的显现，未来央行将在降低融资成本的效果方向上做文章，通过培育中期货币政策的价格工具（如 SLF）使短期宽松的货币市场形势能够传导到长期的资本市场当中，首先是债券市场，接着就是股票、贷款，再后促使中小微企业和三农企业的融资成本下降。

基于这个目标，继续保持货币市场适度的宽松是一切改革目标实现的基础。因此，央行必将继续维持公开市场预期管理的有效性和实际货币市场价格的低位平稳，而加大中期价格工具的使用来引导更长期价格的下行。如此逻辑，我们认为，未来的流动性宽松有保障。

另一方面，从宏观基本面来看，经济弱势和价格通缩，使得央行的货币政策有充足的发挥空间。但是，基于对风险化解和风险防范的目标，以及国际上美元流动性收缩的预期，央行不可能大幅度执行宽松的货币政策。

也就是说，即使是宽松，央行也必须将宽松的资金牢牢地控制在自己的手中，以使能够有效地控制金融杠杆和金融风险，并逐步使资金流向转型升级的方向并降低融资成本。

因此，我们认为，央行应该会维持适度宽松和预期平衡的货币政策，幻想全面降准和全面降息的大剂量的货币政策工具的使用，几乎是不可能的。在宽松政策的大背景下，央行和监管层会继续加强非标同业理财等“影子银行”业务的监管，包括对创新的限制，从而使金融杠杆控制在有限和安全的范围内。

从这一点来看，我们认为，宽松的流动性将继续利好标准化的现券市场和资产证券化等盘活存量的创新，而对于非标同业理财市场，宽松反而增加了资产配置的压力。

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。