

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

## 2015 年第八期流动性周报

### 公开市场操作

上周（2.25-3.1），央行在公开市场只进行了一次 14 天的逆回购，规模 380 亿元，中标利率持平于 4.10%。而当期公开市场共有四笔 1800 亿元的逆回购到期。因此，央行当期通过公开市场净回笼 1420 亿元资金。

我们曾在上期的周报中指出“当期的银行间市场的进出资金保持相对平衡的状态，这种状态决定了央行不太会轻易继续地通过逆回购向市场提供大剂量的流动性，而仅会在非常时期提供额外的逆回购资金”。而上周的逆回购规模和期限印证了我们的判断，只是年初上班资金回流的速度慢于预期以及防止逆回购突然中断给市场造成冲击，央行提供了少量（规模）的过渡性（14 天）的资金。

我们认为，央行的公开市场操作正在往央行年初既定的货币政策——松紧适度——的方向前进。这个“松紧适度”我们的理解就是维持货币市场总量安全情况下的适度高价以防止货币市场的资金空转和加杠杆行为，并在实体方面加快信贷投放或者说疏通信贷投放渠道以使资金更多地流向实体部门。

事实上，春节前的全面降准和定向降准相结合的宽松政策以及上周的降息并扩大存款上浮的比例至 1.3 倍，都是央行前述“松紧适度”货币政策在实践当中两手抓的具体体现。

因此，我们认为，随着春节过后的现金回流逐渐上轨道，现金补充到线上资金将使得银行间的流动性呈现逐步缓和的趋势，维持相对高价的货币市场资金利率、前期降准的资金继续留存在市场当中以及年初项目落地、政策支持加码等将使资金流向实体。

从这个角度来看，虽然上周降息和资金逐步回流，但银行间市场的流动性回到去年下半年那种极度宽松的可能性较小。

本周（3.2-3.8），公开市场将有 2200 亿元逆回购到期，其中，3 月 3 日到期 1100 亿元，3 月 5 日到期 1100 亿元。同时，3 月 5 日（周四）市场将面临着存款准备金补缴。

从公开市场来看，2200 亿元的逆回购到期对于市场继续造成一定的冲击，而且现金回流与市场对资金的需求存在一定的冲击，使得这种冲击在短期继续压迫着市场流动性的神经。

从存款准备金补缴来看，年初存款开门红活动应该是各个银行竞相启动的业务，特别是在利率市场化脱媒趋势不断加强的大背景下，提高前期存款至少能减缓年内后续时间的压力。再加之现金回流必然会提高 2 月底相对于春节前的存款规模，因此，我们认为，此次存款准备金补缴应该呈现净上缴的状态，规模可能会超过 500 亿元。

因此，从公开市场和存款准备补缴来看，资金对于当周的流动性相对利空，虽然从更长期限来看（比如，到 3 月底，春节的现金取现规模基本上会全部回流到银行体现）流动性总量相对平衡，但就当前来看，资金供

求之间的不对应仍将使市场流动性形势呈现偏紧趋向。

另一方面，本周两会将开启（政协 3.3，人大 3.5），基本于央行自身货币政策的松紧适度考虑和基本政治稳定层面的考虑以及基于上周逆回购相对延续的考虑，本周央行继续祭出小规模、短期限的逆回购来被安抚市场情绪的可能性较大。

但是，正如我们上周以及前述的分析，不要太多地期望央行的逆回购，当前的宏观大环境下，如何引导资金流向实体经济可能在央行的货币政策调控任务上排在第一位，而货币市场只会保持总量上的相对安全。

上周（2.25-3.1），银行间货币市场资金价格呈现相对平稳态势，以 7 天品种的加权回购利率为例，节后的四个交易日基本在 4.60%-4.80% 一线波动，但是，逐日小幅度上涨的格局仍然显法着资金面相对偏紧的现实。

我们认为，这个局面的出现主要是节后现金回流的速度慢于逆回购到期的规模，两者之间存在一定的脱节，同时，1、2 月份的信贷投放相对较大直导致商业银行特别是大型商业银行在出线上资金方面的空间有限。

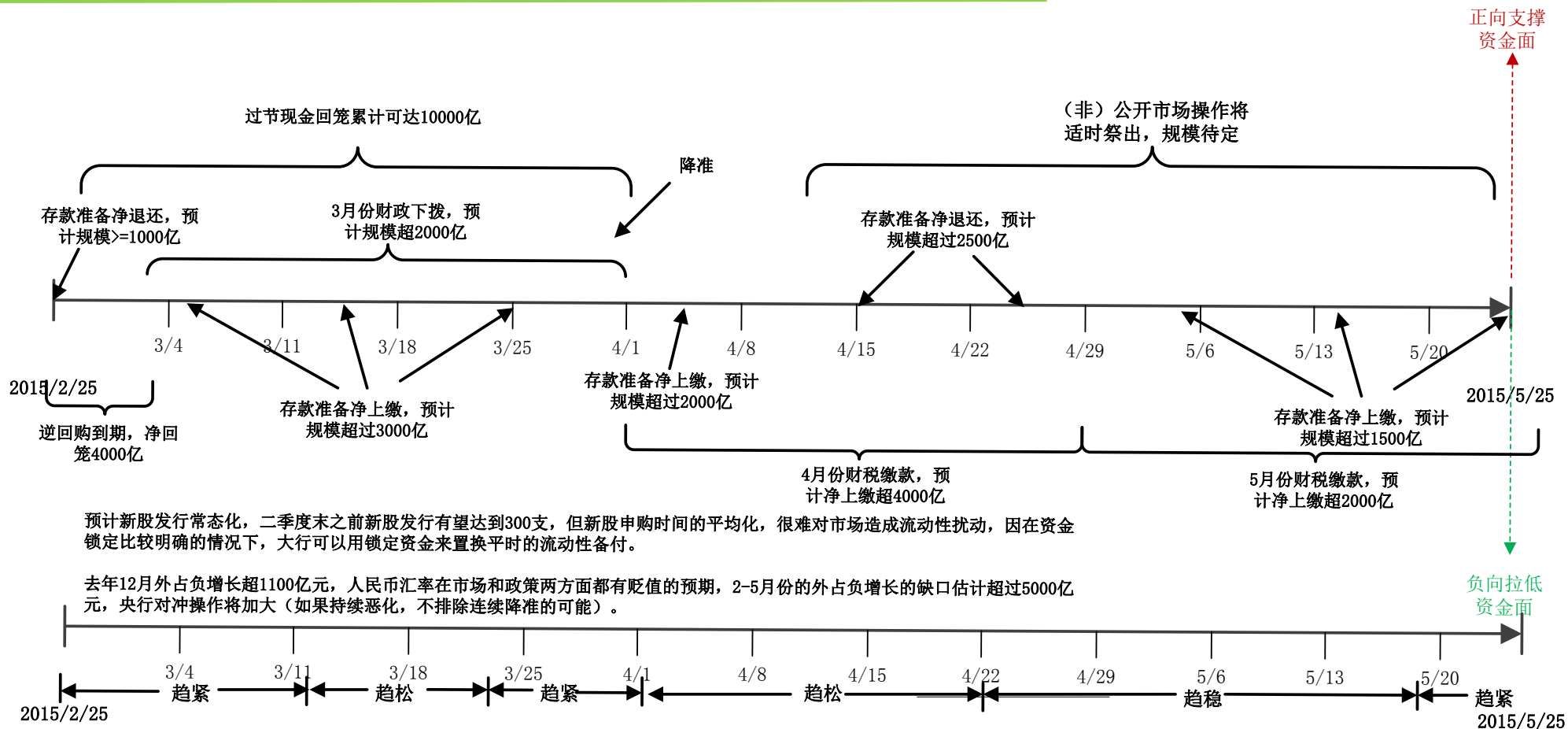
回到本周，由于本周的逆回购到期量仍然较大，而现金回流继续滞后于市场需求，因此，银行间市场的资金继续呈现紧张的可能性较大。具体来看，我们认为，7 天回购的价格向上突破并维持在 5.0% 以上的可能性较大，而隔夜回购则在 3.5% 上下徘徊。

另外，需要提请注意的是降息后对市场资金价格的影响。

我们认为，降息对于货币市场的资金价格相对利空。首先，降息降准

周期的打开意味着后续的贷款价格继续有向下的倾向，商业银行本着贷款投放收益考虑会加快信贷投放的速度，对于线上资金的支持力度相下降；其次，降息并提高存款上浮比例，实际上整体拉高了商业银行的资金成本，考虑到存款的基准成本、商业银行的经济资本、存款准备金上缴以及部门考核等方面的因素，实际同业资金价格上升的幅度应该超过 20%（实际存款只是从 1.2 倍上浮到 1.3 倍）；第三，限制商业银行资金流向非实体的房地产和股市将是监管层在降息降准之后的配套动作。

因此，降息之后银行间的资金价格可能更紧而不是更松，这对于本周的资金价格来说继续利空。同时，随着节后开工回归正常，证监会的新股发行上市工作也将延续，新股申购锁定资金对短期市场流动性的冲击将可能继续扰动着市场的资金价格。



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，不构成相关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经授权行为和有悖报告信息的引用行为进行追究的权利。