

存准下调对冲大盘股发行冲击

固定收益事业部

魏明达 weimingda486@pingan.com.cn

石磊 shilei070@pingan.com.cn

◦流动性主观指标：+2

注：评分区间【-3,+3】，评分越高表示对债市越有利。

	上周	前周	变化
回购利率短期动量指数	100.8	-	-
回购融资利率预期指数	93.3	93.1	0.2
拆借回购相对强弱指数	-0.00	-0.71	0.71

注：相对强弱与融资利率预期指数采用邻周五 5 日移动均值比较，回购利率动量指数采用邻周五数据比较。

	上周	前周	变化
货币市场利率趋势指数	101.1	101.5	-0.4
货币市场利率预期指数	116.9	117.2	-0.3
大行 Shibor 报价排名 S	(11.2/16)	(8.2/16)	+3
大行 Shibor 报价排名 L	(9.4/16)	(6.8/16)	+2.6

注：预期指数是指市场预期；“S”表示短期利率排名，这里使用 7 天 Shibor 的排名结构，“L”表示长期利率排名，这里使用 3 个月 Shibor 排名结构

- 上周货币市场资金面明显好转，在月初资金面宽松和降准利好的刺激下，短期与中长期利率交替下行。隔夜回购利率大幅降至 2.98%，7 天回购利率回落至 3.70%，14 天、21 天利率下降幅度在 100-120bp 左右。
- 上周股市总体走弱，但周均成交量比前周放大接近 30%，这导致银行间与交易所回购利差进一步回落。由于上周新股申购解冻资金较少，后半周资金面主要受新股申购冻结资金的影响，交易所隔夜资金成本甚至高于银行间，而 7 天回购利差也低于前周同期水平，周均值在 44bp 左右，低于历史均值。
- 我们的货币市场利率趋势指数在上周回落至 101.1，回到了预警区间内，短期利率宽松的态势使得市场预期得以改善。而长期利率预期指数在央行宣布调降存准之后，也出现了趋势性下降，上周回落至 116.9，说明在降准之后，市场对长期利率的预期出现了明显的改善。预计本周我们的两指数随着资金面的进一步放松，仍将可能下行。
- 上周我们的回购融资预期指数稳定在 93.3，市场融资期限明显短期化，隔夜和 7 天的成交量占比全周都处于高位，基本稳定在 95%以上，由于到期时间处在年前的时间段，不利于继续融资，14 天占比总体处于低位。加权成交期限在后半周处于 2.7 以下，较前周明显回落。这说明机构对后期利率继续下行的预期较强。
- 上周我们的货币市场动量指标走势出现分化，隔夜动量指标在降低存准之后处于负值，同时带动了隔夜利率的大幅下行；而 7 天动量指数总体稳定在 0 附近，但周五则出现了异动。我们认为周五的 7 天动量指数的上升可能是下周大盘股发行的预期所致，但这可能被周一存准资金的释放消解。
- 上周央行在公开市场净回笼 240 亿，其中无回购到期，正回购 100 亿；央票到期 20 亿，发行央票 160 亿，央票规模略有上升。上周 11 月 30 日，央行决定下调存款准备金率 0.5%，预计将释放 3600-3800 亿的资金。本周公开市场到期量但仍为低位，预计公开市场操作规模不大。
- 海外市场流动性利差在上周仍然持续上升，Ted-3 个月利差上行 3.06bp 至 53.08bp，Libor-OIS 美元利差上行 1.45bp 至 42.97bp，而 Libor-OIS 欧元利差大幅上行 8.1bp 至 100.6bp。多国央行联手为向市场注入美元流动性，在 11 月 30 日降低了美元互换利率 0.5%，但至少从短期来看，市场似乎并未因此产生流动性好转的预期。
- 本周资金基本面主要受新股发行和存准下调影响，共有 3 只股票上市发行，包括发行量近 50 亿的新华保险，全周总申购资金预计逾 3000 亿。本周公开市场到期量保持低位，回购到期 300 亿，央票到期 50 亿，总计 350 亿。资金面在月初好转趋势仍然可期。

正文目录

一、资金面转向宽松，长期预期趋势性好转	3
1.1 资金利率在月初明显回落，交易所资金成本优势缩小	3
1.2 拆借与回购成交相对强弱指数反弹，银行拆借量保持稳定	4
1.3 短期利率趋势指数回落至区间内，长期利率预期指数趋势性下降	4
1.4 回购与拆借融资预期指数稳定，市场融资期限明显短期化	5
1.5 货币市场利率短期动量指标显示利率上行压力仍存	6
1.6 票据直贴和转贴利率和信托回报率有所回落	6
二、公开市场小幅回笼，离岸人民币维持弱势	7
三、国际流动性紧张未因联储决议而缓解	8
四、公开市场到期量较低，资金基本面稳定向好	8

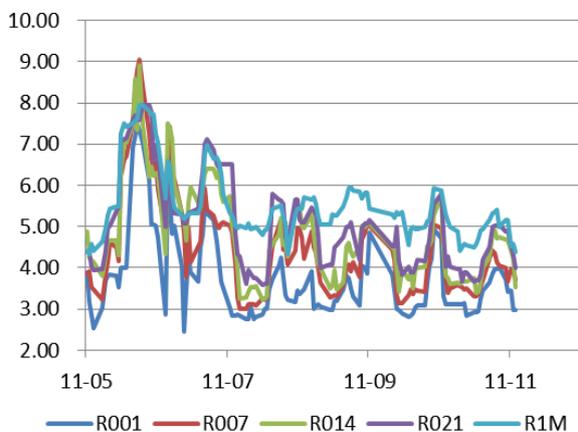
一、 资金面转向宽松，长期预期趋势性好转

1.1 资金利率在月初明显回落，交易所资金成本优势缩小

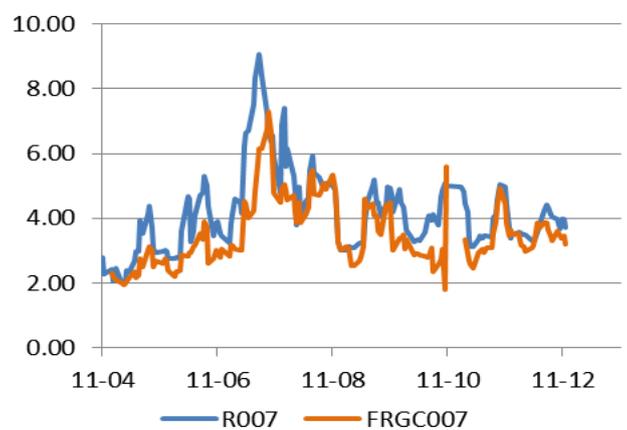
上周货币市场资金面明显好转，在月初资金面宽松和降准利好的刺激下，短期与中长期利率交替下行。隔夜回购利率大幅降至 2.98%，7 天回购利率回落至 3.70%，14 天、21 天利率下降幅度在 100-120bp 左右。

上周股市总体走弱，但周均成交量比前周放大接近 30%，这导致交易所利差进一步回落。由于上周新股申购解冻资金较少，后半周资金面主要受新股申购冻结资金的影响，交易所隔夜资金成本甚至高于银行间，而 7 天回购利差也低于前周同期水平，周均值在 44bp 左右，低于历史均值。

图表1 银行间市场回购利率变化(%)



图表2 银行间质押式回购与交易所回购利率



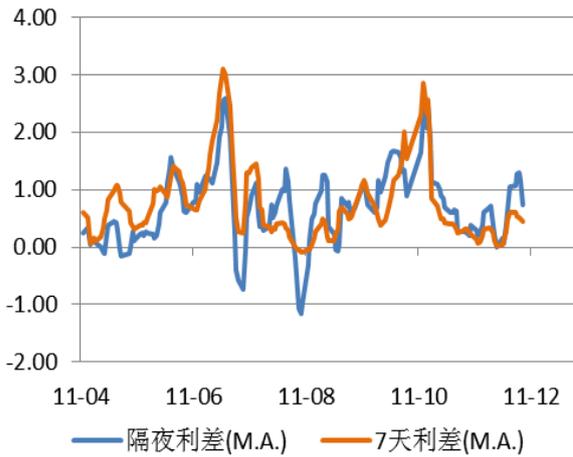
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

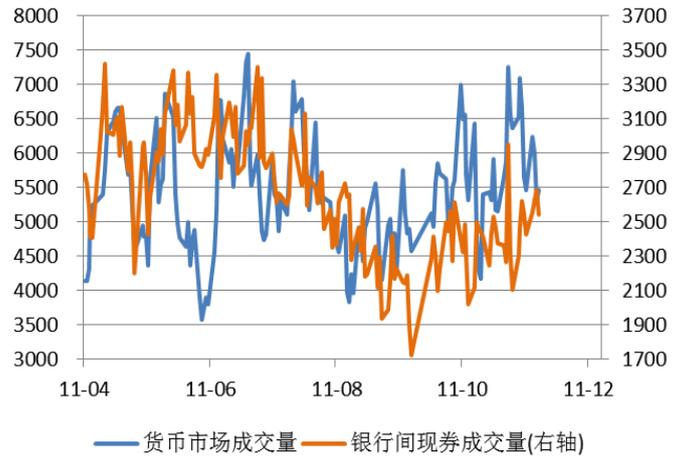
上周货币市场成交量较前周以来的高位有所回落，主要是回购的成交量降幅较大，拆借量也有所下降，总成交量波动幅度不大，在 1000 亿左右。货币市场日均成交量由 6461 亿下降至 5692 亿。二级市场现券交易量保持旺盛态势，日均成交量从前周的 2407 亿上升至 2569 亿，二级市场成交量从 11 月初的调整中回升表明牛市行情下半场已经拉开帷幕。

图表3 银行间质押式回购与交易所回购利差

图表4 银行间货币市场及债券市场成交量(亿)



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

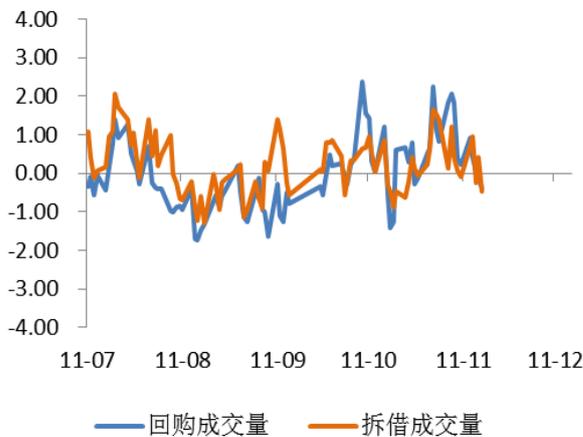


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

1.2 拆借与回购成交相对强弱指数反弹，银行拆借量保持稳定

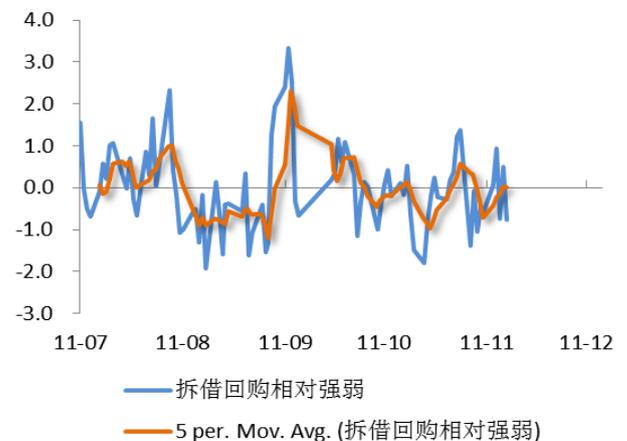
上周回购日均成交量明显回落，由 4580 亿降至 3938 亿，而拆借日均成交量由 1550 亿小幅下降至 1506 亿。我们的拆借与回购相对强弱指数出现了反弹，从前周的-0.71 升至-0.00。银行的资金融入量在月末仍然保持稳定，并没有出现月末大幅上升的情况，这印证了我们之前对于跨越资金冲击不大的判断。

图表5 回购成交量与拆借成交量（标准化后）



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表6 拆借与回购成交量相对强弱变化

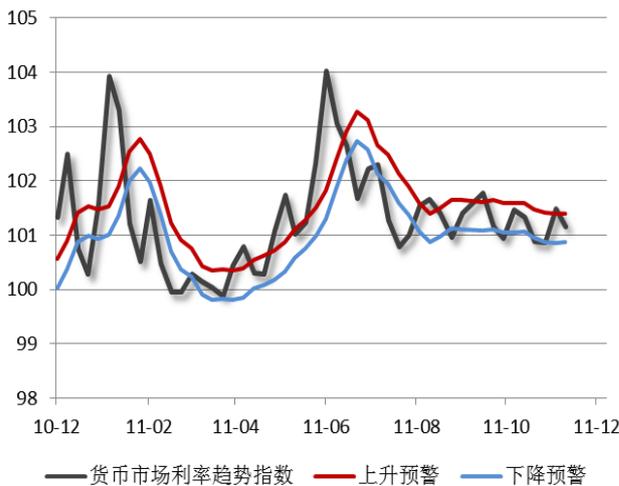


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

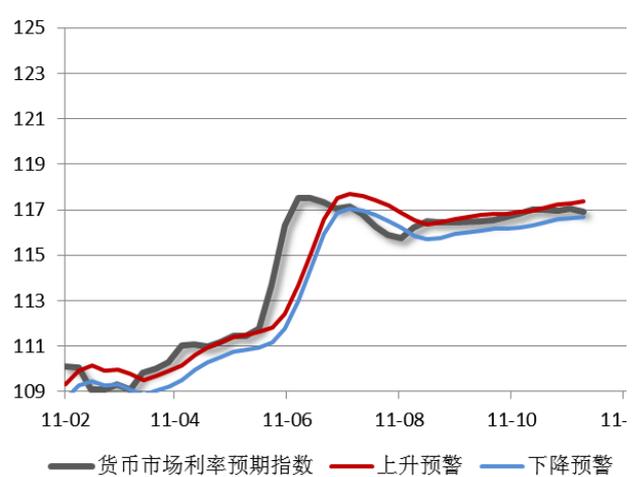
1.3 短期利率趋势指数回落至区间内，长期利率预期指数趋势性下降,3 个月 Shibor 利率将逐步下降

我们的货币市场利率趋势指数在上周回落至 101.1，回到了预警区间内，短期利率宽松的态势使得市场预期得以改善。而长期利率预期指数在将近 2 月稳定在较高位置之后，也出现了趋势性下降，上周回落至 116.9，说明在降存准之后，市场对长期利率的预期出现了明显的改善。预计本周我们的两指数随着资金面的进一步放松，仍将可能下行。

图表7 货币市场利率趋势指数



图表8 货币市场利率预期指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

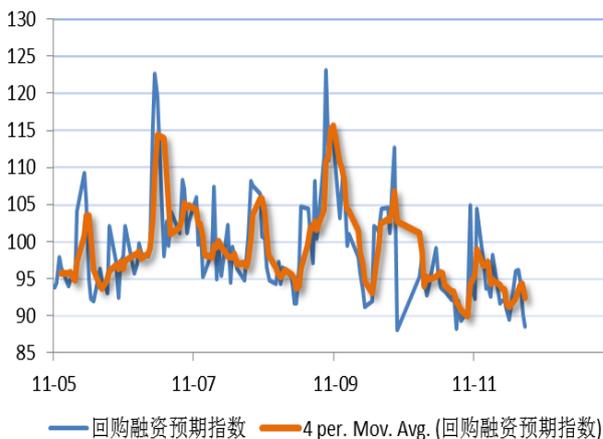
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

从各个期限 Shibor 报价的变异系数来看，中等期限的变异系数仍然在高位，1 个月以上的报价变异系数都在 0.03 以上，体现了报价商对中长期利率的分歧仍存。大行的利率报价排名较前周有所上升：隔夜品种排名由 (6/16) 升至 (9.6/16)，7 天品种排名由(8.2/16)升至(11.2/16)，三个月品种报价由(6.8/16)升至(9.4/16)，1 年期的品种排名调整至 (5.6/16)。3 个月 Shibor 利率回落 12bp 至 5.54%，为收益率曲线的高点，长端保持一定程度的倒挂。

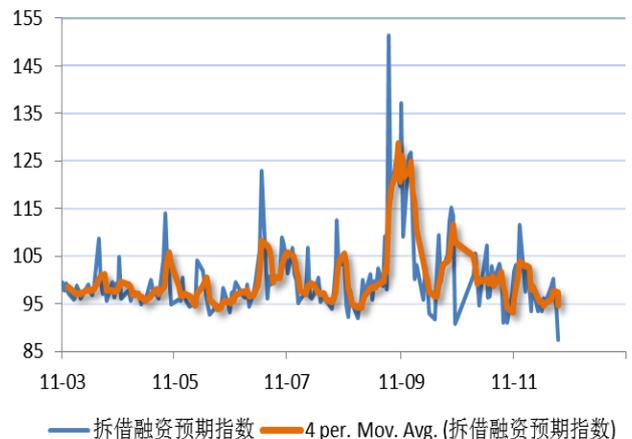
1.4 回购与拆借融资预期指数稳定，市场融资期限明显短期化

上周我们的回购融资预期指数稳定在 93.3，市场融资期限明显短期化，隔夜和 7 天的成交量占比全周都处于高位，基本稳定在 95%以上，由于到期时间处在年前的时间段，不利于继续融资，14 天占比总体处于低位。加权成交期限在后半周处于 2.7 以下，较前周明显回落,并跌破了 9 月以来的最低水平。这说明机构对后期利率继续下行的预期较强。

图表9 银行间市场回购融资预期指数



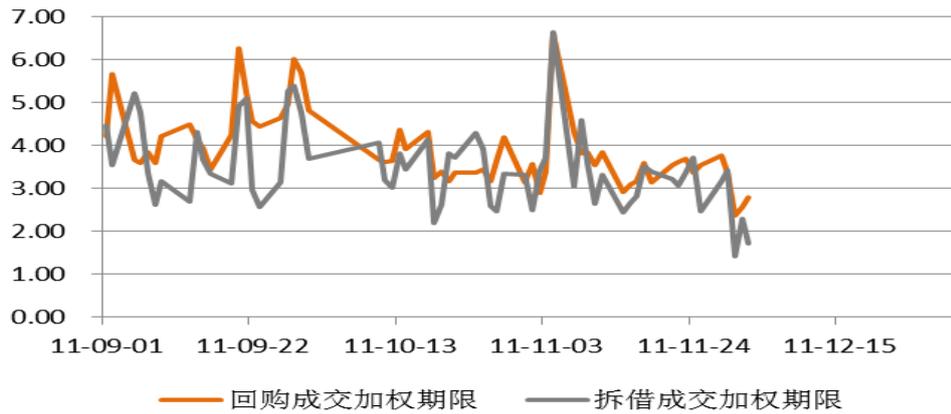
图表10 银行间市场拆借预期指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表11 加权成交期限

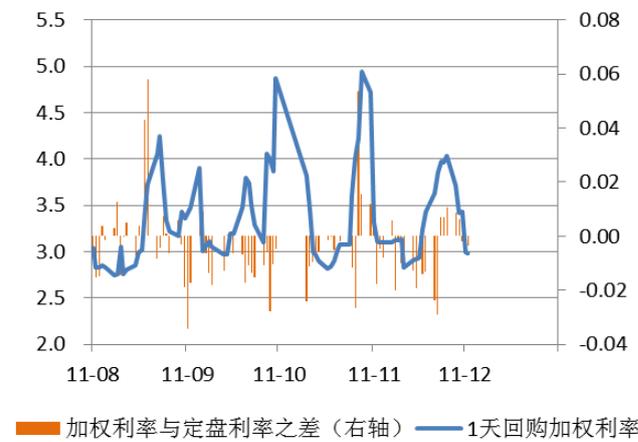


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

1.5 货币市场利率短期动量指标显示短期利率上行压力仍存

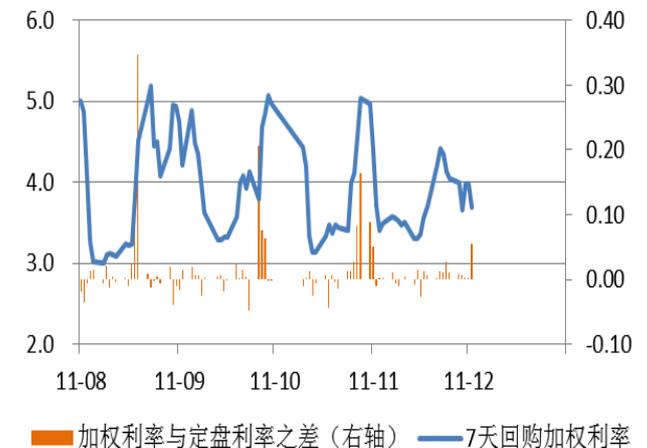
上周我们的货币市场动量指标走势出现分化,隔夜动量指标在降低准备金之后处于负值,同时带动了隔夜利率的大幅下行;而7天动量指数总体稳定在0附近,但周五则出现了异动。我们认为周五的融资利率出现上升可能与本周大盘股申购有关,但是我们预计周一准备金率的下调会消解新股申购资金冻结带来的大部分影响。

图表12 隔夜回购利率动量指标



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表13 7天回购利率动量指标



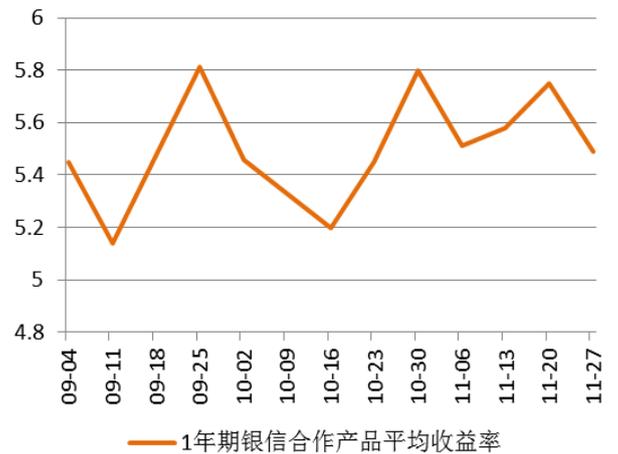
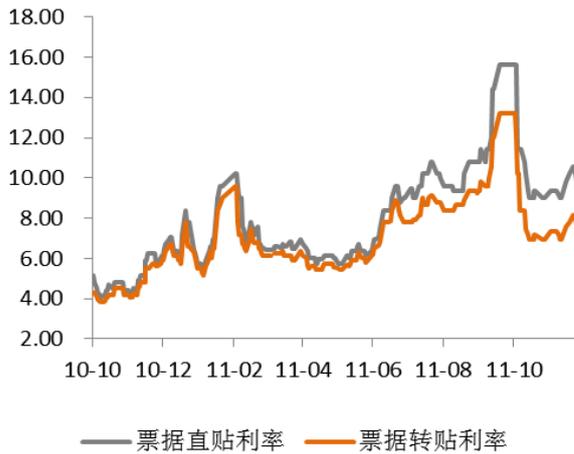
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

1.6 票据直贴和转贴利率和信托回报率有所回落

上周票据直贴和转贴利率小幅回落,11月整体利率基本走平。票据直贴利率下降0.6%至9.6%,而票据转贴利率先上后下,仍然保持在7.8%的水平。上周1年期银信理财产品平均收益率下行0.26%至5.49%。实体经济的资金面也出现了一定的放松迹象。

图表14 票据直贴和转贴利率

图表15 1年期银信合作产品平均收益率



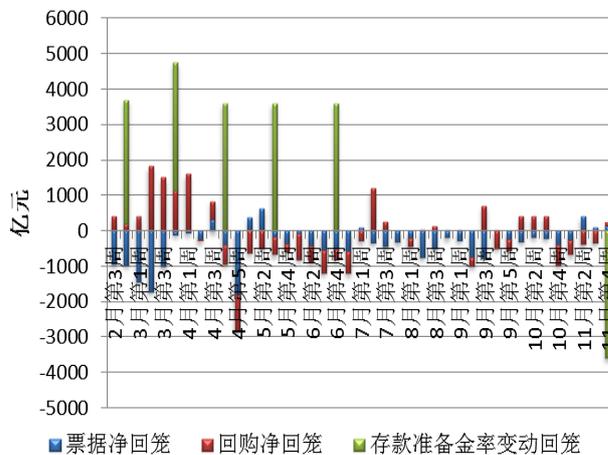
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

二、 公开市场小幅回笼，离岸人民币维持弱势

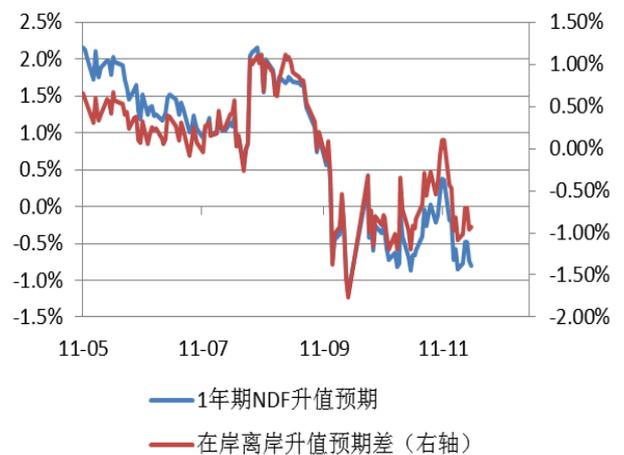
上周央行在公开市场净回笼 240 亿，其中无回购到期，正回购 100 亿；央票到期 20 亿，发行央票 160 亿，央票规模略有上升。上周 11 月 30 日，央行决定下调存款准备金率 0.5%，预计将释放 3600-3800 亿的资金。本周公开市场到期量为 350 亿，较上周有所回升，但仍为低位，预计公开市场操作规模不大。

图表16 央行货币政策工具回笼量周变化



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表17 人民币对美元升值预期的变化



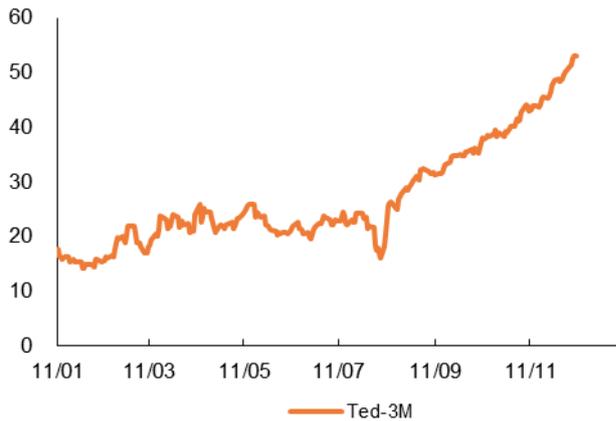
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

人民币兑美元在上周明显升值，美元兑人民币汇率中间价较前周下降 244bp，人民币对美元升值 0.39%。离岸市场人民币的价格也出现相应的上涨，1 年期美元兑人民币 NDF 下行 270bp，隐含升值预期仍然保持在-0.8%。近期离岸市场走势的大幅波动主要是外部流动性紧张冲击所致，对人民币走势的指向性并不明显。

三、国际流动性紧张未因央行联合行动而缓解

海外市场流动性利差在上周仍然持续上升，Ted-3 个月利差上行 3.06bp 至 53.08bp，Libor-OIS 美元利差上行 1.45bp 至 42.97bp，而 Libor-OIS 欧元利差大幅上行 8.1bp 至 100.6bp。多国央行联手为向市场注入美元流动性，在 11 月 30 日降低了美元互换利率 0.5%，但仅有短期 Libor 出现微幅下降，而信用流动性利差反而拉大，至少从短期来看，市场似乎并未因政策出台而产生流动性好转的预期。

图表18 Ted-3个月利差



图表19 Libor-OIS利差（美元和欧元）



资料来源：Bloomberg 平安证券固定收益事业部

资料来源：Bloomberg 平安证券固定收益事业部

四、公开市场到期量较低，资金基本面稳定向好，周三有大盘股发行冲击

本周资金基本面主要受股市影响，共有 3 只股票上市发行，包括发行量近 50 亿的新华保险，全周总申购资金预计逾 3000 亿。新债发行方面，主要为短融中票、次级债以及金融债，发行量保持平稳。本周公开市场到期量保持低位，回购到期 300 亿，央票到期 50 亿，总计 350 亿。资金面在月初好转趋势仍然可期。

图表20 本周股票及债券市场对银行体系资金面的影响

	12月5日	12月6日	12月7日	12月8日	12月9日
新股认购缴款			-2473.0	-600.0	
新股认购退款	1700.0	222.0	666.0		
新债缴款					
其中流入银行体系					
债券到期		340.0		10.0	40.0
债券付息	8.0	3.0			6.0
其中流入银行体系	8.0	343.0		10.0	46.0
资金迁移净值	1700.0	222.0	-1807.0	-600.0	0.0
银行体系资金净变化	8.0	343.0	0.0	10.0	46.0

现金流合计	1708.0	565.0	-1807.0	-590.0	46.0
--------------	--------	-------	---------	--------	------

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

法律声明

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券固定收益事业部

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8240 1562