

月末冲击来自于需求波动，流动性好转趋势未改

固定收益事业部

石磊 shilei070@pingan.com.cn

魏明达 weimingda486@pingan.com.cn

◦流动性主观指标：2

注：流动性乐观指标综合我们所有的监测数据，以-3到3为范围，越高的值表示流动性基本面对债市影响越积极，反之亦然。

| | 上周 | 前周 | 变化 |
|------------|-------|-------|-------|
| 回购利率短期量指数 | 102.1 | - | - |
| 回购融资利率预期指数 | 91.0 | 95.1 | -4.1 |
| 拆借回购相对强弱指数 | -0.57 | -0.01 | -0.56 |

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 | 101.5 | 101.0 | +0.5 |
| 货币市场利率预期指数 | 117.5 | 117.4 | +0.1 |
| 大行 Shibor 报价排名 S | (7.4/16) | (6.6/16) | +0.8 |
| 大行 Shibor 报价排名 L | (7.8/16) | (10.4/16) | -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

- 为给出直观而准确的流动性对债市影响的判断，方便投资者做出决策，自本期始，我们推出流动性主观指标。本指标综合我们对所有监测指标的主观判断，以-3到3为范围，越高的值表示流动性基本面对债市影响越积极，反之亦然。
- 上周货币市场中短期利率出现大幅飙升。隔夜回购利率回升至4.94%，7天回购利率回升至5.04%，14天以上回购利率上行幅度都在100bp左右。上周交易所市场受新股申购冻结资金以及月末影响，隔夜资金成本在后半周高于银行间市场；7天回购利差均值在70bp左右。
- 上周回购日均成交量放大至4460亿，拆借日均成交量也由1420亿上升至1630亿。我们的拆借与回购相对强弱指数连续三周回落。这一次月末资金面的紧张并未伴随着拆借成交量的大幅上升，说明银行的资金面并不那么紧张，资金面的紧张可能是机构杠杆增加与月末效应叠加的效果。我们对资金的供给方保持乐观的估计，预计在下月初资金面的供给增加将显著拉低资金利率。
- 上周短期利率上行的态势使货币市场利率趋势指数上升0.5，但仍在预警区间内。从历史上看，这次月末效应对于指数的影响较为显著，但我们预计这一上行的趋势不会在下个月持续。利率预期指数仍保持在117.5，仍处于预警区间内，市场对长期利率的预期仍然保持稳定。
- 上周我们的回购融资预期指数回落至91，为10月份最低值，显示市场融资偏好严重短期化。全周隔夜和7天的成交量占比在90-93%。
- 上周前半段我们的货币市场动量指数保持低位，从周三开始出现飙升。隔夜利率动量指标和利率同步上行，而7天利率动量指标在一定程度上引领了利率的上行。从利率动量上升的幅度来看，这次的月末因素在历史上属于正常的范围。
- 上周央行在公开市场净回笼190亿。下周公开市场到期量只有1070亿，预计公开市场通过短期回购实现滚动到期量的操作将继续。
- 上周票据直贴和转贴利率基本保持稳定，直贴利率小幅探底回升仍然稳定在9.36%，转贴利率也仍为7.2%。实体经济的资金面仍然保持温和缓解的状态。上周1年期银信理财产品平均收益率增至5.45%，较前周上升0.25%。资金供给的要求回报率基本稳定。
- 本周新股发行量有所降低，共有4只股票上市发行，都为中小盘股，全周总申购资金约2000亿。由于上周申购回款量较大，市场将有少量资金净释放。新债发行方面，由于近两周发行量较大，进行中的发行有所回落，总发行规模仅300多亿，以信用债和政策性金融债为主。本周公开市场到期量仍然保持低位，回购到期550亿，央票到期520亿，总计1070亿。资金面没有明显的流入和流出，基本面仍然稳定。随着月末的过去，预计本周资金面将逐渐转好。

正文目录

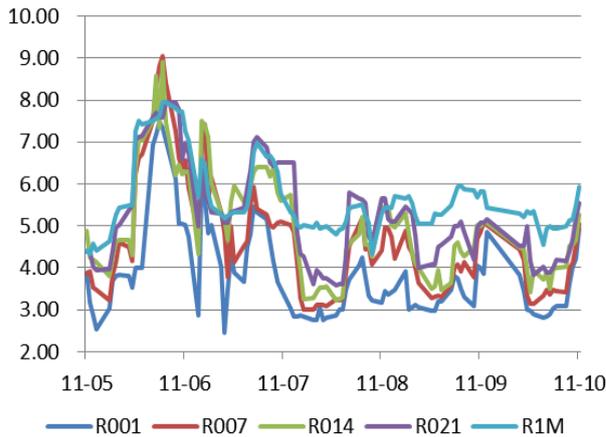
| | |
|--|----------|
| 一、资金需求显著放大，短期利率飙升 | 3 |
| 1.1 资金利率月末再飙升，交易所资金成本优势收窄..... | 3 |
| 1.2 拆借与回购成交相对强弱指数连续回落，银行对资金需求保持低位..... | 4 |
| 1.3 流动性短期预期转谨慎，长期利率预期稳定..... | 4 |
| 1.4 回购与拆借融资预期指数回落，市场融资期限偏重短期化..... | 5 |
| 1.5 货币市场利率短期动量指数后半周出现飙升..... | 6 |
| 1.6 票据直贴和转贴利率走平，信托回报率小幅回升..... | 6 |
| 二、公开市场逐渐转向净回笼，人民币升值预期回落 | 6 |
| 三、公开市场到期量依然不高，资金基本面稳定 | 8 |

一、 资金需求显著放大，短期利率飙升

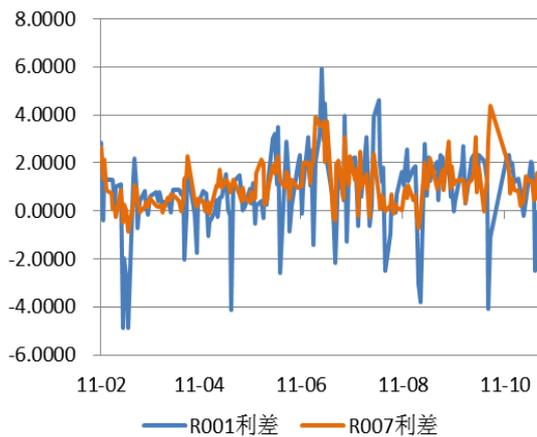
1.1 资金利率月末再飙升，交易所资金成本优势收窄

上周货币市场自周二开始，中短期利率出现大幅飙升。隔夜回购利率回升至 4.94%，7 天回购利率回升至 5.04%，14 天以上回购利率上行幅度都在 100bp 左右。不同期限之间的利率差别显著缩小。上周交易所市场受新股申购冻结资金以及月末影响，隔夜资金成本在后半周高于银行间市场；7 天回购利差均值在 70bp 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差

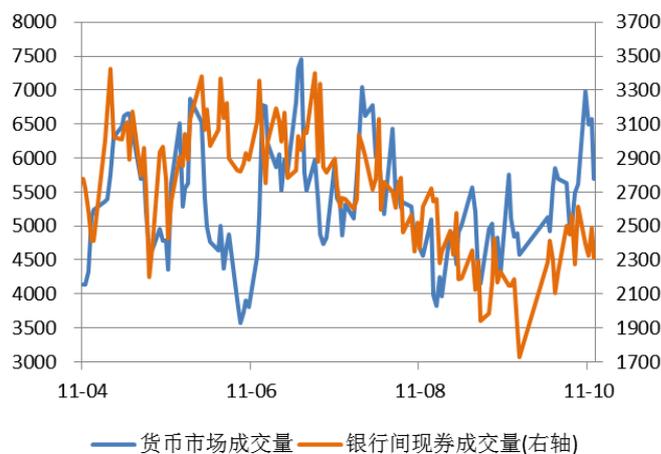


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周货币市场交投十分活跃，成交量明显放大，一方面原因是月末融资需求，另一方面是投资者对后市预期较乐观，在资金成本抬升的趋势下仍然增加杠杆。货币市场日均成交量由 5350 亿升至 6273 亿。二级市场收益率下行速度趋缓，但现券成交量仍然保持高位，日均成交量从 2400 亿升至 2420 亿，市场交易活跃。

图表3 银行间货币市场及债券市场成交量(亿)

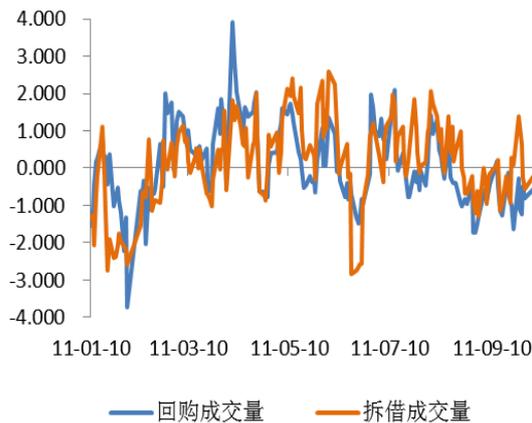


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

1.2 拆借与回购成交相对强弱指数连续回落，银行对资金需求保持低位

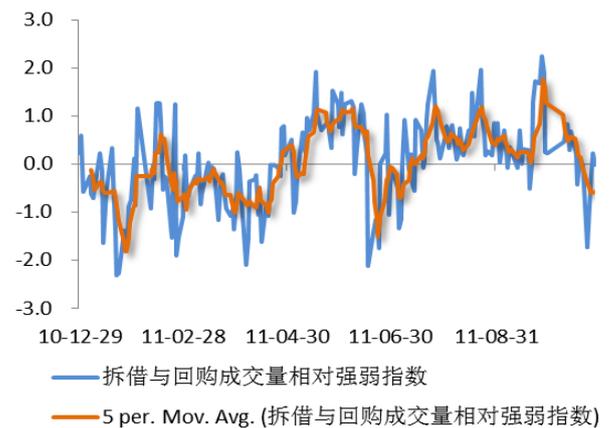
上周回购日均成交量放大至 4460 亿，上升 640 亿，拆借日均成交量也由 1420 亿上升至 1630 亿。我们的拆借与回购相对强弱指数连续三周回落，从前周的-0.01 降至-0.57。这一次月末资金面的紧张并未伴随着拆借成交量的大幅上升，说明银行的资金面并不那么紧张，中期来看，我们对资金的供给方保持乐观的估计，预计在下月初资金面的供给增加将显著拉低资金利率。而在银行资金充裕的前提下，我们的拆借-回购强弱指数未来将保持低位。

图表4 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5 拆借与回购成交量相对强弱变化

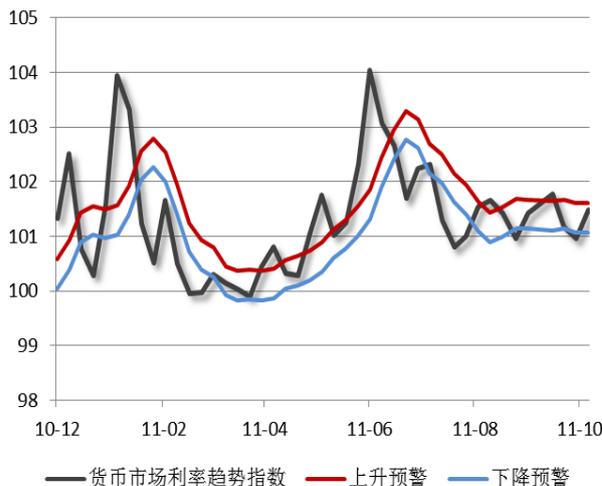


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

1.3 流动性短期预期转谨慎，长期利率预期稳定

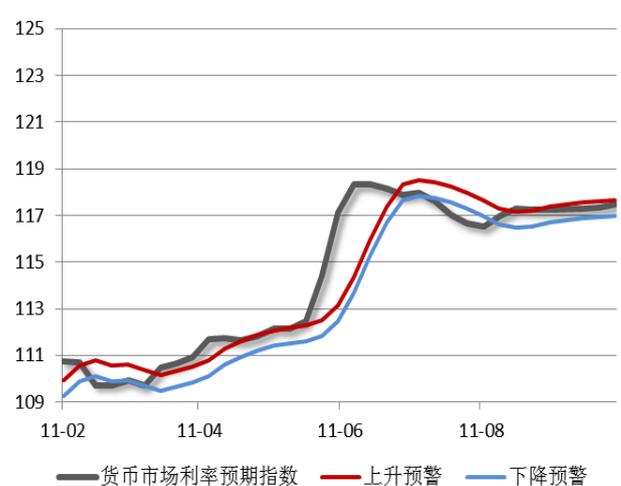
上周短期利率上行的态势对我们的货币市场利率趋势指数影响明显，上升 0.5，但仍在趋势区间内。从历史上看，月末效应对于指数的影响是较为显著的，但我们预计这一上行的趋势不会在下个月持续。利率预期指数仍保持在 117.5，较前周基本走平并处于趋势区间内，市场对长期利率的预期仍然保持稳定。

图表6 货币市场利率趋势指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表7 货币市场利率预期指数



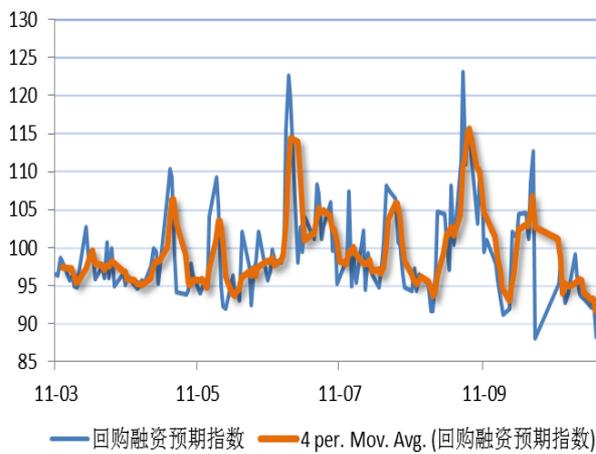
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

从各个期限 Shibor 报价的变异系数来看，中短期期限的变异系数出现小幅上升；1 个月期限的变异系数明显上行，表明报价商对中短期利率预期出现了分化。从利率报价看，大行的中长期 Shibor 报价转向谨慎，隔夜品种排名从(5/16)上升至 (5.4/16)，7 天品种排名由(6.6/16)回升至 (7.4/16)，三个月品种报价由 (10.4/16) 回落至 (7.8/16)，1 年期的品种排名调整至 (7.2/16)。这表明大行对中短端的预期仍然高于均值，而对长端的预期有所好转。3 个月 Shibor 利率稳定在 5.6%附近，为收益率曲线的高点，长端保持一定程度的倒挂。

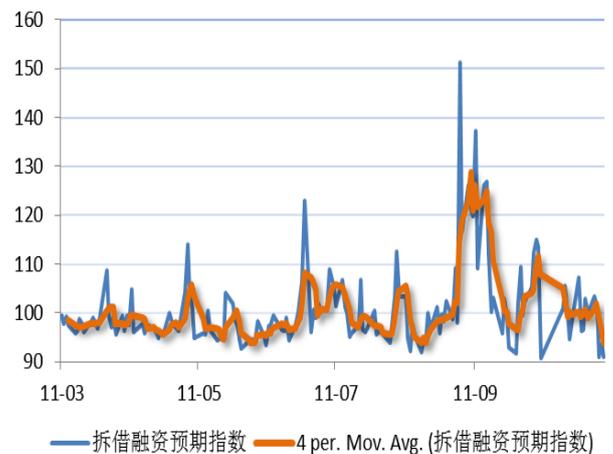
1.4 回购与拆借融资预期指数回落，市场融资期限偏重短期化

上周我们的回购融资预期指数回落至 91，创下 10 月份最低值，显示市场融资偏好仍然偏好短期融资。全周隔夜和 7 天的成交量占比基本在 90-93%，回购与拆借的成交期限指标小幅上行，但仍处于低位。

图表8 银行间市场回购融资预期指数



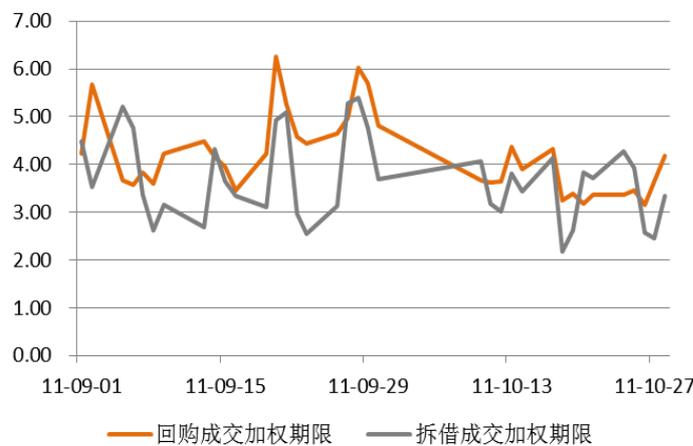
图表9 银行间市场拆借预期指数



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10 加权成交期限

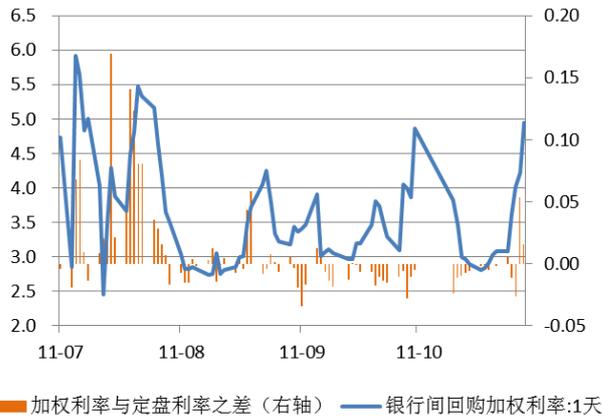


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

1.5 货币市场利率短期动量指数后半周出现飙升

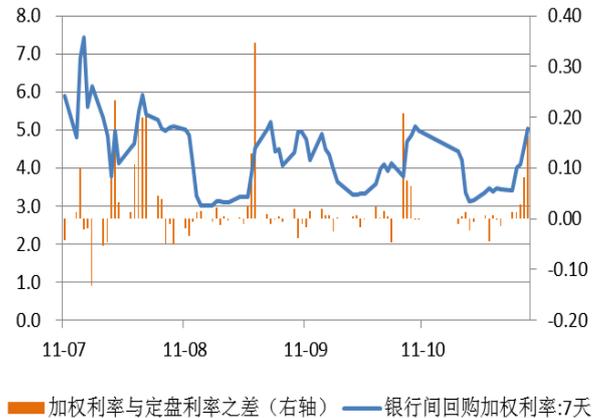
上周前半段我们的货币市场动量指数保持低位，从周三开始出现飙升。隔夜利率动量指标和利率同步上行，而 7 天利率动量指标在一定程度上引领了利率的上行。从利率动量上升的幅度来看，这次的月末因素在历史上属于正常的范围。

图表11 隔夜回购利率动量指标



■ 加权利率与定盘利率之差 (右轴) — 银行间回购加权利率:1天

图表12 7天回购利率动量指标



■ 加权利率与定盘利率之差 (右轴) — 银行间回购加权利率:7天

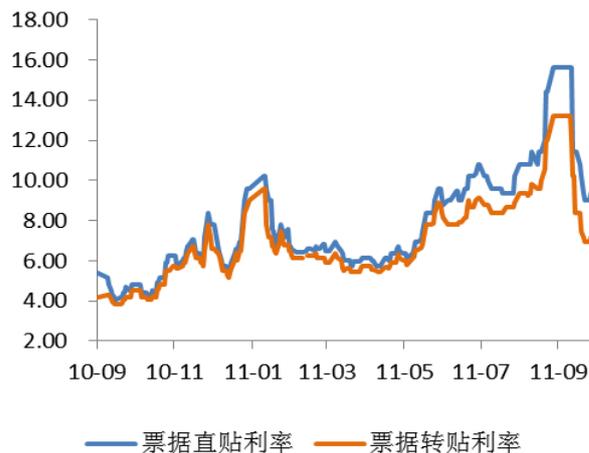
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

1.6 票据直贴和转贴利率走平，银信合作回报率小幅回升

上周票据直贴和转贴利率基本保持稳定，直贴利率小幅探底回升仍然稳定在 9.36%，转贴利率也仍为 7.2%。实体经济的资金面仍然保持缓解的状态。上周 1 年期银信理财产品平均收益率增至 5.45%，较前周上升 0.25%。资金供给的要求回报率出现了小幅抬升。

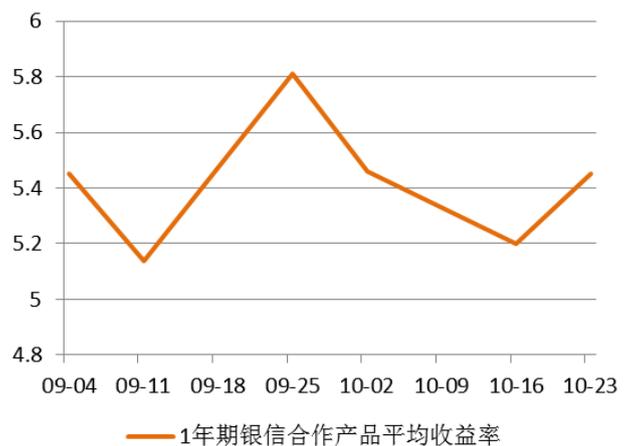
图表13 票据直贴和转贴利率



— 票据直贴利率 — 票据转贴利率

资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表14 1年期银信合作产品平均收益率



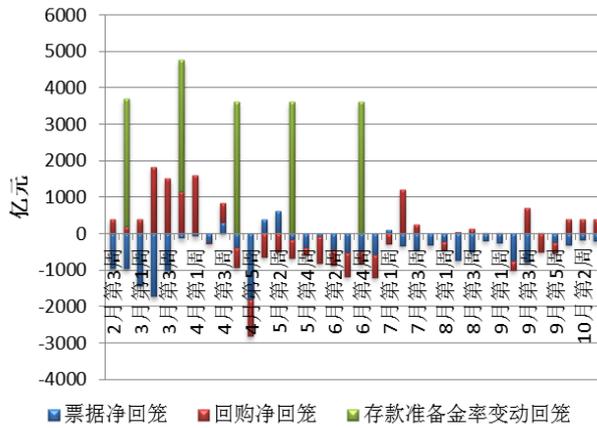
— 1年期银信合作产品平均收益率

资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

二、公开市场逐渐转向净回笼，人民币升值预期回落

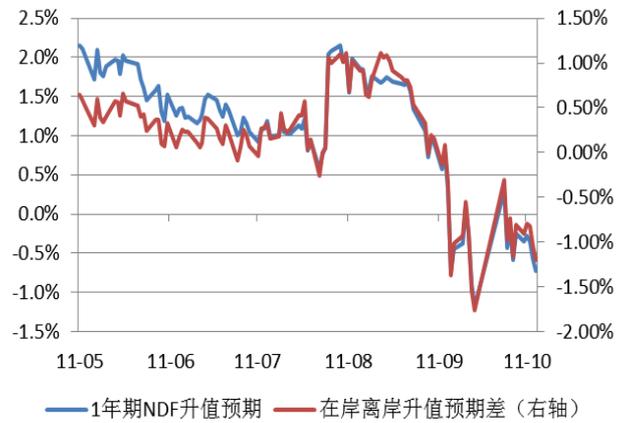
上周央行在公开市场净回笼 190 亿，其中回购到期 600 亿，进行正回购 1000 亿；央票到期 410 亿，发行央票 200 亿，央票规模继续降低。在月末资金面紧张的背景下，公开市场连续第三周出现了净回笼，这印证了我们关于公开市场操作逐渐转向中性至收紧的判断。下周公开市场到期量只有 1070 亿，预计公开市场通过短期回购实现滚动到期量的操作将继续。

图表15 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16 人民币对美元升值预期的变化

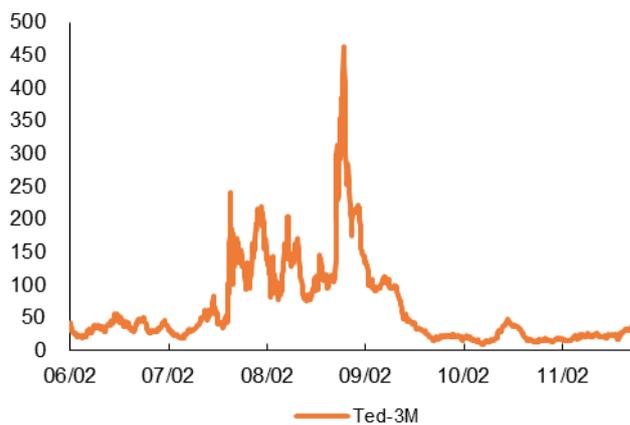


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周人民币兑美元汇率保持回升势头，汇率中间价较前周下降 338bp，人民币升值 0.53%。全周人民币保持强势，周五上行近 200bp。欧债危机的初步方案出台，对美元造成打击。市场对人民币贬值预期有所回落，1 年期美元兑人民币 NDF 上行 541bp，隐含升值预期由-0.7%回升至-0.4%。在岸与离岸升值预期差缩小至 0.73%。

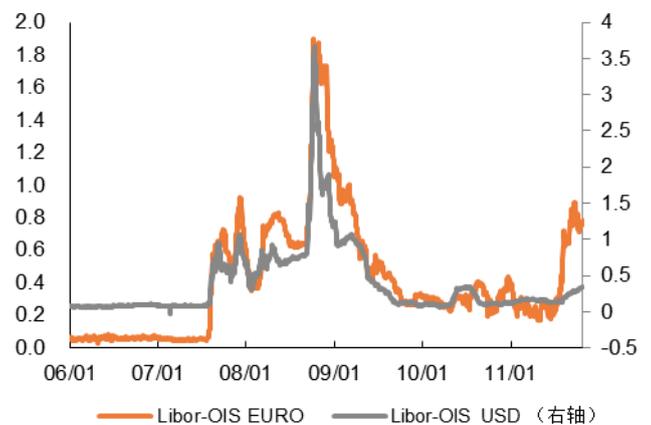
海外市场流动性本周继续收紧，Ted-3 个月利差为 42.7bp，较前周再次上行，为 10 月高点。Libor-OIS 美元利差较 9 月底上行超过 6bp，而 Libor-OIS 欧元利差在周五再次走高至 78.2bp。

图表17 Ted-3个月利差



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表18 Libor-OIS利差 (美元和欧元)



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

三、 公开市场到期量依然不高，资金基本面稳定

本周新股发行量有所降低，共有 4 只股票上市发行，都为中小盘股，全周总申购资金约 2000 亿。由于上周申购回款量较大，市场将有少量资金净释放。新债发行方面，由于近两周发行量较大，进行中的发行有所回落，总发行规模仅 300 多亿，以信用债和政策性金融债为主。本周公开市场到期量仍然保持低位，回购到期 550 亿，央票到期 520 亿，总计 1070 亿。资金面没有明显的流入和流出，基本面仍然稳定。随着月末的过去，预计本周资金面将逐渐转好。

图表19 本周股票及债券市场对银行体系资金面的影响

| | 10月31日 | 11月1日 | 11月2日 | 11月3日 | 11月4日 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新股认购缴款 | -259.0 | | -576.0 | -348.0 | -604.0 |
| 新股认购退款 | 1246.0 | 457.0 | | 259.0 | 0.0 |
| 新债缴款 | | | -38.0 | -205.0 | -92.0 |
| <i>其中流入银行体系</i> | | | | | |
| <i>债券到期</i> | 37.0 | 553.0 | 25.0 | 521.0 | 271.0 |
| <i>其中流入银行体系</i> | | 550.0 | | 510.0 | 10.0 |
| <i>债券付息</i> | | | | | |
| 资金迁移净值 | 1024.0 | 460.0 | -589.0 | -283.0 | -435.0 |
| 银行体系资金净变化 | 0.0 | 550.0 | 0.0 | 510.0 | 10.0 |
| 现金流合计 | 1024.0 | 1010.0 | -589.0 | 227.0 | -425.0 |

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