

第一创业研究所
王皓宇 S1080209110061
联系人: 郑振源
电话: 0755-82485176
邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

从5月10号开始说起

——揭开资金紧张之谜

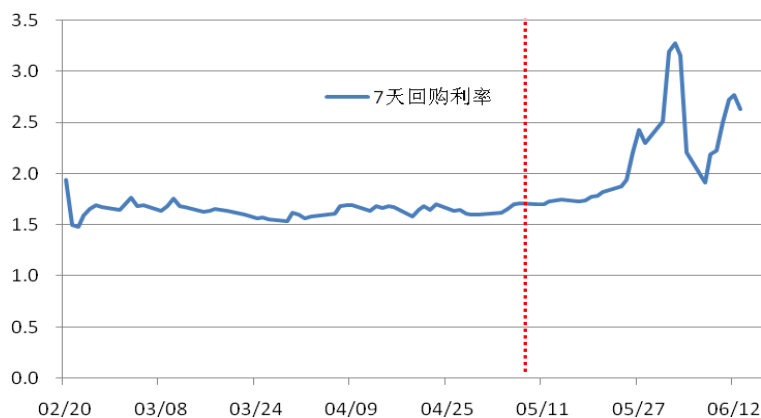
报告要点:

从5月中旬开始,银行间资金面就开始处于一种紧张的状况。而不管是紧张的缘由,还是紧张的程度都令市场一度摸不着头脑。通过梳理5月以来发生的情况,我们从中发现了资金面紧张的谜底所在。

- **5月NDF报价显示的人民币升值预期大幅放缓,暗示着5月外汇占款将出现明显的萎缩。**从5月10号之后,人民币NDF报价快速上行,显示人民币升值预期极大地减弱,并持续了将近一个月。这主要归结于中美人民币升值之争的淡化以及人民币对欧元的大幅升值。结合5月对欧洲债务危机担忧的加重,我们相信,在人民币升值预期明显减弱的情况下,5月短期资本出现了明显的外流。历史情况也说明,人民币升值预期与外汇占款不可解释部分之间存在明显的正相关关系。也因此,5月外汇占款增量很可能出现明显的萎缩。而我们知道,外汇占款的形成是银行资金最重要的外部来源。
- **资金压力的集中施加,促发了本轮回购利率的上扬走势。**本轮7天回购利率的明显上行,发端于5月10号。而我们知道,就在5月10号,央行今年以来再度上调存款准备金率,硬生生地从银行手中抽走超过3000亿的资金。而如上所述,5月10号以后人民币升值预期明显放缓,外汇占款出现明显的萎缩。这一切的发生并非仅仅是巧合。因为,在资金池里,外汇占款萎缩导致入水口缩窄,而央行上调存款准备金率则扩大了出水口。在这种情况下,不仅整个资金池的容量在缩小,而且压力的集中施加更使资金面容易出现异常的紧张状态。
- **资金面紧张短期或将持续,但不会成为常态。**由于为应对节日流动性支付需求的惯性作用,以及农行即将在7月6号进行申购,因此当前资金面紧张状态短期内或难以得到明显的缓解。但我们认为,资金面的紧张不会长久持续。一方面,由于美国方面重新施压人民币升值,以及央行19号表示将进一步推进人民币汇率形成机制改革,因此除非欧洲债务危机再次恶化,否则5月人民币升值预期大幅回落的势头不会延续。近期人民币NDF报价显示这种升值预期在重新抬头。这有利于减缓资本外流的势头。另一方面,对于资金面的过度紧张,央行既没有预料到也不愿看到。因此,央行公开市场上将继续向市场注入流动性。本周周四、周五公开市场分别有500亿和1600亿的到期资金,预计将进一步缓解当前资金面的紧张局势。综合以上两方面,我们看到,前期入水少、出水多的资金池状态,将转变为入水多、出水少的状态。这种转变有望持续,并推动资金面紧张局面得到缓解。

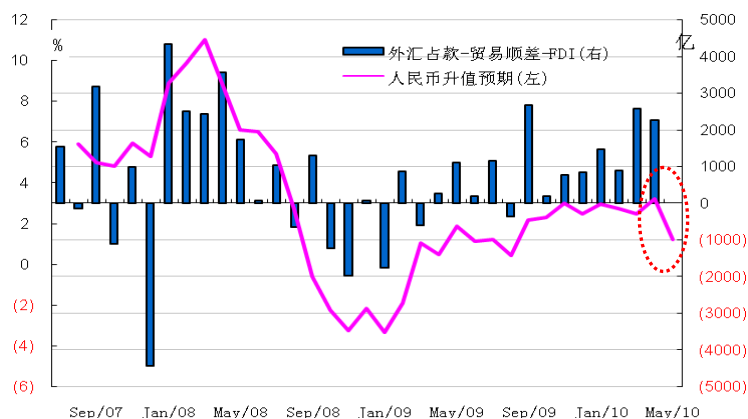


图 1: 本轮 7 天回购利率上行, 发端于 5 月 10 号



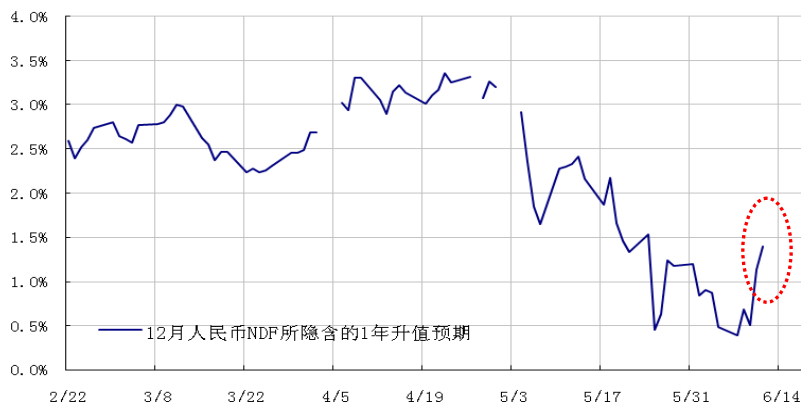
资料来源: wind 第一创业整理

图 2: 人民币升值预期与外汇占款不可解释部分之间的明显正相关关系



资料来源: 中国人民银行 Bloomberg 第一创业整理、

图 3: 自 5 月 10 号人民币升值预期大幅放缓后, 近期这种预期又重新抬头



资料来源: Bloomberg 第一创业整理



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120