

2011 年 5 月 9 日

资金流动周刊

本周话题：油价涨势扭转

李涛
(8610) 6622 9064
tao.li@bocigroup.com

叶春燕
(8610) 6622 9348
Chunyan.ye@bocigroup.com

央行 1 季度货币政策报告显示 3 月末银行间超储水平为 1.5%，略低于我们此前估计的 2% 或以下的水平。货币政策报告中同时指出，存准率的调整没有上限。存准率的调整是为了回笼公开市场到期资金和新增外汇占款带来的基础货币投放，是一个动态决策的过程。人民币当前利率仍要高于欧元、美元和日元利率，这限制了公开市场操作的空间。按照目前外汇占款的流入速度，我们估算年内仍有 2-3 次上调存准率的空间。根据公开市场到期资金的期限结构分析，我们预计在 5、6 月份将保持每月连续上调存准率的节奏，下半年上调节奏将会大大放缓。

年初以来因为地缘政治危机带来的油价暴涨在 5 月 2 日创出 115.11 美元的高点后发生扭转，3 日到 6 日四个交易日均跌幅分别为 1.69%、1.63%、8.64% 和 1.88%。从事件性因素上来看：4 月 30 日，卡扎菲部分家人死于空袭；5 月 2 日，美国击毙本拉登；5 月 5 日，新闻报道欧佩克组织可能在 6 月份的会议上宣布提高石油产量，当日油价跌幅达到 8.64%。

经济数据显示复苏步伐有所放缓，各国货币当局政策回归正常化对市场信心的压制增强，同时系列事件显示地缘政治风险因素已经逐渐缓和，油价开始追随今年 2 月份以来即进入盘整趋势的其他大宗商品的步伐，中短期石油价格不会再大幅攀升，短期有可能下探 85 美元附近，但此后预计维持在 100 美元左右震荡。

银行间市场：银行间流动性宽松，短期资金利率稳定。

图表 1. 本周关键指标 (2011.05.02 - 2011.05.08)

指标名称	本周数据	比上周变动
本周公开市场操作	投放 260 亿	少投放 1620 亿
人民币 7 天回购利率	2.78	-13 个基点
人民币 3 月期 IRS	3.38	-3 个基点
人民币 5 年国债利率	3.57	0 个基点
人民币对美元汇率	6.5003	+13 个基点
美元对欧元汇率	1.4316	-491 个基点
美元非商业投机头寸	空头 7,052	减少 1,306 合约
黄金价格	1,491.6 美元	-64.8 美元

注：美元非商业投资头寸为 CME 截至每周二数据，公布时间为每周五。时间滞后一周。

资料来源：中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

国内银行间市场流动性

公开市场操作

本周公开市场操作净投放资金 260 亿元。3 月期央票发行 60 亿元，1 年期央票发行 520 亿元，利率与上周持平在 2.9168% 和 3.3058%。本周同时进行 330 亿 28 天正回购，利率持平在 2.6%。

央行 1 季度货币政策报告显示 3 月末银行间超储水平为 1.5%，略低于我们此前估计的 2% 或以下的水平。货币政策报告中同时指出，存准率的调整没有上限。存准率的调整是为了回笼公开市场到期资金和新增外汇占款带来的基础货币投放，是一个动态决策的过程。人民币当前利率仍要高于欧元、美元和日元利率，这限制了公开市场操作的空间。按照目前外汇占款的流入速度，我们估算年内仍有 2-3 次上调存准率的空间。根据公开市场到期资金的期限结构分析，我们预计在 5、6 月份将保持每月连续上调存准率的节奏，而下半年上调节奏将会大大放缓。

银行间资金利率

银行间市场 1 周回购利率报收于 2.78%，比上一周减少 13 个基点，3 月期央票利率比上周减少 1 个点至 2.93%，3 月期 IRS 利率减少 3 个基点，报收于 3.38%，商业票据利率减少 33 个基点，报收于 5.40%。

银行间流动性较为宽松，短期资金利率稳定。

图表 2. 本周公开市场操作 (2011.05.02-2011.05.08)

央行票据发行	数量(亿)	利率(%)	比上周变动(亿, 基点)
3 月期	60	2.9168	(50) 0
1 年期	520	3.3058	490 0
3 年期	0	3.0000	0 0

回购操作	数量(亿)	利率(%)	比上周变动(亿, 基点)
7 天正回购	0	1.9000	0 0
28 天正回购	330	2.6000	330 0
3 月期正回购	0	2.8800	0 0

资料来源: 中国债券信息网、万得、中银国际研究

图表 3. 公开市场资金投放/回笼 (2010.4.25-2011.6.5)

(亿元)	正/逆回购到 期	正/逆回购 回笼/投放	央票到期 投放	央票发行 回笼	合计 投放+/回笼-
4.25-5.1	1,000	-	1,960	(140)	2,820
5.2-5.8	970	(330)	200	(580)	260
5.9-5.15	1,400	-	580	-	1,980
5.16-5.22	520	-	450	-	970
5.23-5.29	200	-	430	-	630
5.30-6.5	400	-	490	-	890

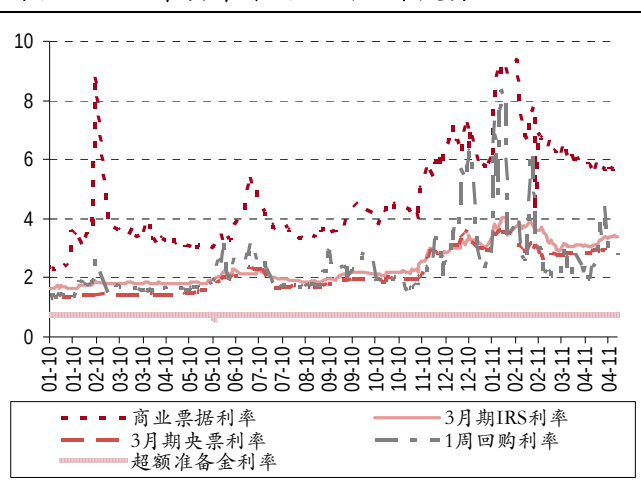
资料来源: 中国债券信息网、万得、中银国际研究

图表 4. 人民币货币市场利率指标变动

指标	人民币货币市场			
	1 周回购 利率	3 月央票 利率	3 月 IRS 利率	商业票 据利率
当期利率(%)	2.78	2.93	3.38	5.40
过去一周变动(基点)	(13)	(1)	(3)	(33)
自年初变动(基点)	178	189	233	345
250 天最大值	8.50	3.62	4.04	9.39
250 天最小值	1.61	1.45	1.85	2.98
250 天均值	2.73	2.39	2.66	5.05
250 天标准差	1.31	0.59	0.64	1.51
ZScore	0.04	0.92	1.13	0.23
250 周最大值	10.04	10.04	10.04	10.04
250 周最小值	0.88	0.88	0.88	0.88
250 周均值	2.33	2.33	2.33	2.33
250 周标准差	1.15	1.15	1.15	1.15
ZScore	0.40	0.53	0.92	2.67

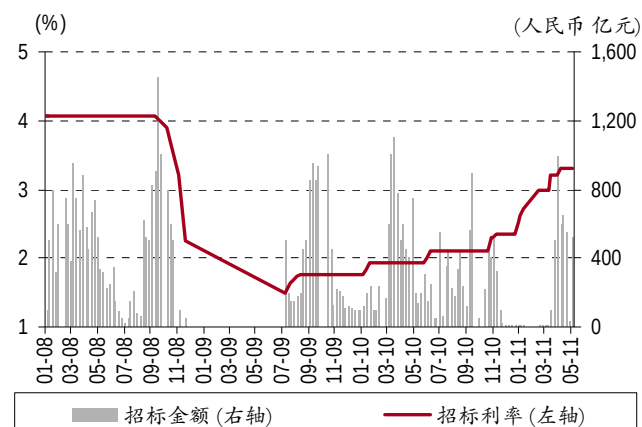
资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 5. 人民币货币市场短期利率走势



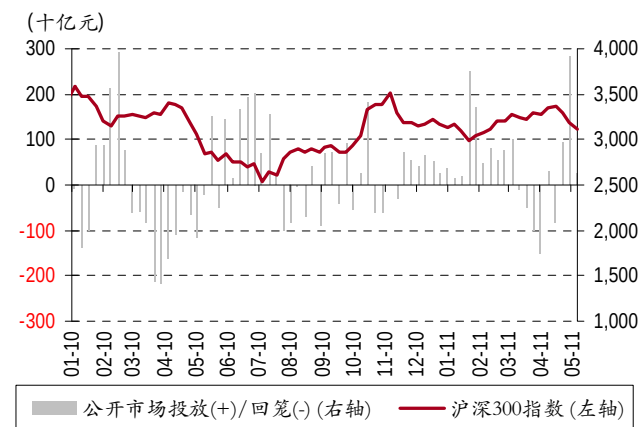
资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 6.1 年期央票发行



资料来源：彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 7. 公开市场操作与股指走势



资料来源：彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

国债收益率

中国 5 年期国债利率比上周下降 1 个基点，10-2 年期利差也比上周上升 12 个基点。美国 5 年期国债利率下降 11 个基点，10-2 年期利差下降 9 个基点。欧洲 5 年期国债利率下降 5 个基点，10-2 年期利差下降 6 个基点。

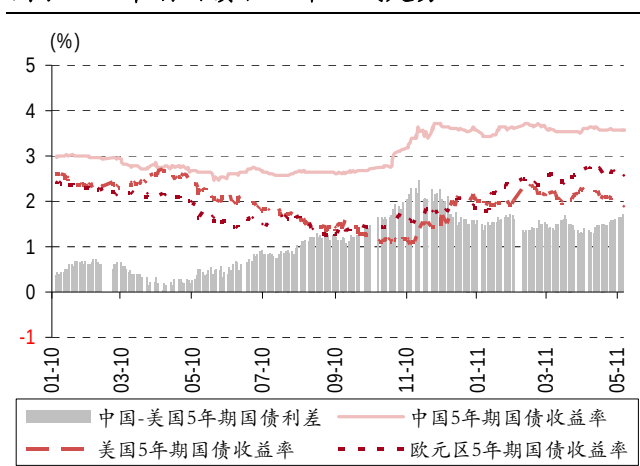
因为欧洲央行言论温和以及转弱的经济数据，欧元区和美国国债利率曲线下移，收益率曲线变得平坦。人民币短期国债利率跟随欧元和美元下降，中长期利率稳定，收益率曲线呈现牛市陡峭型变化。

图表 8. 国债收益率曲线指标

指标	人民币国债利率		美元国债利率		欧元国债利率		人民币对美元收益率曲线利差	
	5 年期国债	10-2 年利差	5 年期国债	10-2 年利差	5 年期国债	10-2 年利差	5 年期国债	10-2 年利差
当期利率(%)	3.57	0.83	1.86	2.60	2.55	1.41	1.71	(1.77)
过去一周变动(基点)	(1)	12	(11)	(9)	(5)	(6)	10	21
自年初变动(基点)	(1)	32	(15)	(10)	72	(69)	13	42
250 天最大值	3.73	1.42	2.39	2.86	2.81	2.18	2.45	(0.78)
250 天最小值	2.50	0.48	1.03	1.96	1.20	1.39	0.41	(2.27)
250 天均值	3.22	0.92	1.81	2.51	1.97	1.73	1.41	(1.59)
250 天标准差	0.45	0.25	0.35	0.25	0.51	0.22	0.40	0.47
ZScore	0.78	(0.36)	0.15	0.37	1.15	(1.45)	0.74	(0.38)
250 周最大值	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	4.27	2.30	2.30
250 周最小值	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	(1.46)	(1.46)
250 周均值	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	0.58	0.58
250 周标准差	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.66	0.66
ZScore	0.53	(3.70)	(2.11)	(0.97)	(1.04)	(2.80)	1.71	(3.58)

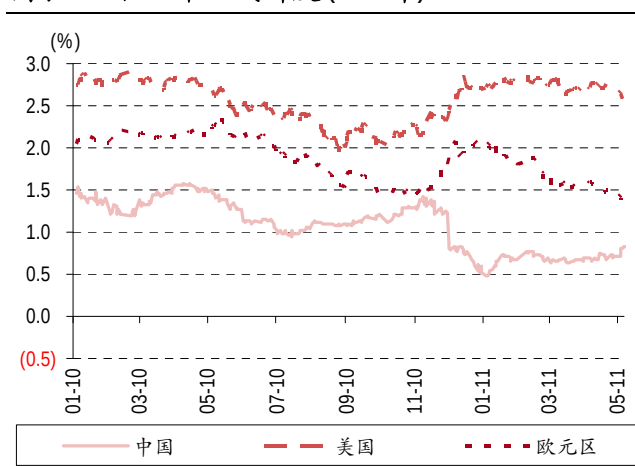
资料来源：万得、彭博资讯、中银国际研究

图表 9. 5 年期国债收益率曲线走势



资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 10. 收益率曲线斜度(10-2 年)



资料来源：彭博资讯、中银国际研究

汇率与商品价格

周五收盘：美元指数报收于 74.84，上升 2.62%；欧元对美元报收于 1.4316，比上周减少 491 个基点，大幅贬值 3.32%。上周二，芝加哥商品交易所美元指数期货非商业投机仓位仍为净空头，但空头仓位比上周减少 1,306 张合约。

黄金价格大幅回落，报收于 1,491.5 美元，比上周减少 64.8 美元；石油价格暴跌，创 3 月以来收盘新低，回落至 97.18 美元，比上周减少 16.75 美元。

人民币对美元汇率上升 13 个基点，贬值 0.02%；对欧元汇率减少 1,626 个基点，升值 1.69%；1 年期 NDF 报收于 6.3476，较上周上升 450 个基点，市场预期人民币未来 1 年升值幅度为 2.35%。港币银行间结余减少 0.02 亿港元，货币基础增加 24.58 亿港元，港币对美元汇率报收于 7.773，比上周增加 7 个基点。

年初以来因为地缘政治危机带来的油价暴涨在 5 月 2 日创出 115.11 美元的高点后发生扭转，3 日到 6 日四个交易日均跌幅分别为 1.69%、1.63%、8.64% 和 1.88%。从事件性因素上来看：4 月 30 日，卡扎菲部分家人死于空袭；5 月 2 日，美国击毙本拉登；5 月 5 日，新闻报道欧佩克组织可能在 6 月份的会议上宣布提高石油产量，当日油价跌幅达到 8.64%。

从经济政策和基本面因素来看：美联储在 4 月 27 日例行会议后公布经济数据展望，对 2011 年经济增长的预期从 1 月份公布的 3.4-3.9% 下调至 3.1-3.3%；周内，印度一次性调高基准利率 50 个基点，菲律宾、马来西亚、越南等亚洲国家也相继加息；澳大利亚虽然连续 6 个月维持基准利率不变，但市场认为下月有可能再度加息；5 月 5 日，欧洲央行会议传达出货币政策调整缓和信号，市场认为 6 月末前欧洲不太可能加息（不过 ECB 仍可能在下半年加息因其对通胀问题高度关注）；稍后，英国央行在一系列令人失望的经济数据公布后宣布将基准利率维持在历史低位 0.5% 不变。

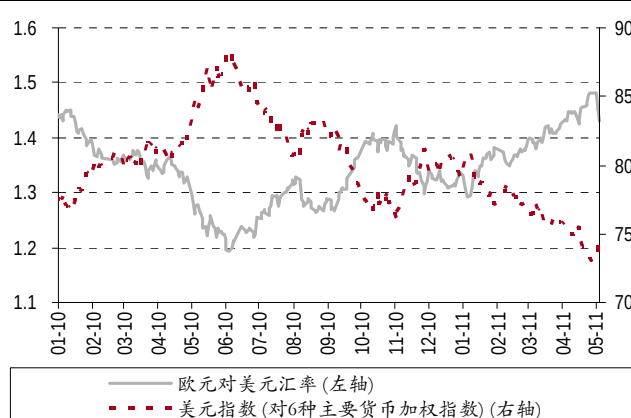
经济数据显示复苏步伐有所放缓，各国货币当局政策回归正常化对市场信心的压制增强，同时系列事件显示地缘政治风险因素已经逐渐缓和，油价开始追随今年 2 月份以来即进入盘整趋势的其他大宗商品的步伐，中短期石油价格不会再大幅攀升，短期有可能下探 85 美元附近，但此后预计维持在 100 美元左右震荡。

图表 11. 主要汇率、商品价格

指标	NDF1 年 远期汇率	人民币对 美元汇率	人民币对 欧元汇率	美元指数	欧元对 美元汇率	石油价格 (美元/桶)	黄金价格 (美元/盎司)
即期汇率	6.3476	6.5003	9.4722	74.84	1.4316	97.18	1,491.60
过去一周变动(基点/ 美元)	450	13	(1,626)	191	(491)	(16.75)	(64.80)
过去一周变动(%)	(0.71)	(0.02)	1.69	2.62	(3.32)	(14.70)	(4.16)
自年初变动(基点)	(912)	(1,224)	67	(419)	932	5.80	70.20
自年初变动(%)	1.42	(1.85)	7.56	(5.30)	6.96	6.35	4.94
250 天最大值	6.8015	6.8284	9.6445	88.41	1.4830	113.93	1557.10
250 天最小值	6.3006	6.4990	8.1301	72.93	1.1923	68.01	1158.00
250 天均值	6.5337	6.6870	8.8980	79.79	1.3384	86.06	1329.58
250 天标准差	0.13	0.10	0.34	3.57	0.07	11.77	95.20
ZScore	(1.43)	(1.80)	1.70	(1.39)	1.38	0.94	1.70
250 周最大值	7.7369	7.2672	11.1243	88.51	1.5938	145.29	1556.40
250 周最小值	6.2828	6.4990	8.2703	71.66	1.1967	33.87	572.40
250 周均值	6.8552	6.8183	9.5354	80.12	1.3816	78.69	948.15
250 周标准差	0.38	0.14	0.76	4.23	0.09	21.72	250.36
ZScore	(1.35)	(2.31)	(0.08)	(1.25)	0.56	0.85	2.17

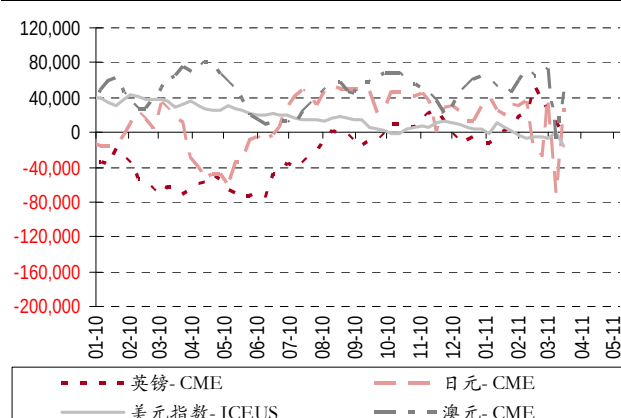
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 12. 美元指数和对欧元汇率



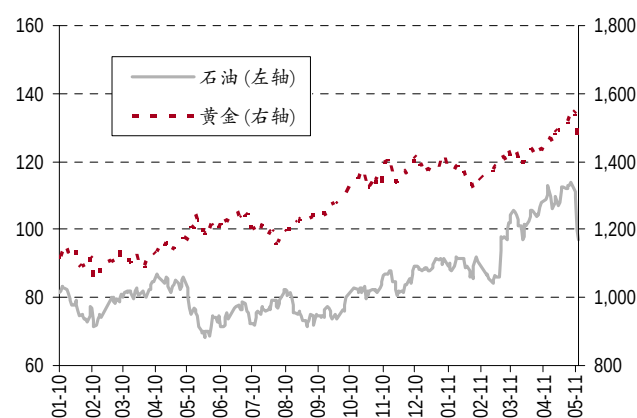
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 13. 汇率期货头寸



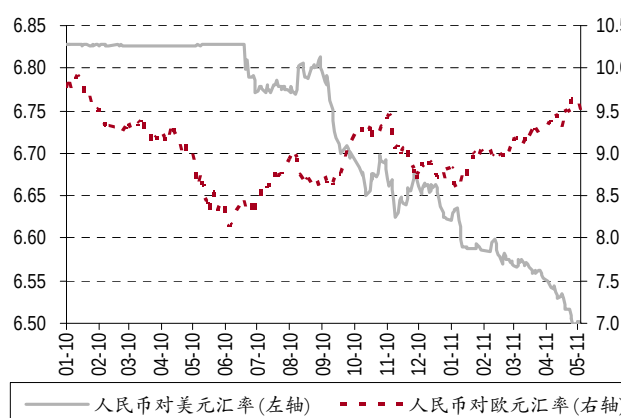
资料来源：CFTC、中银国际研究

图表 14. 黄金、石油价格



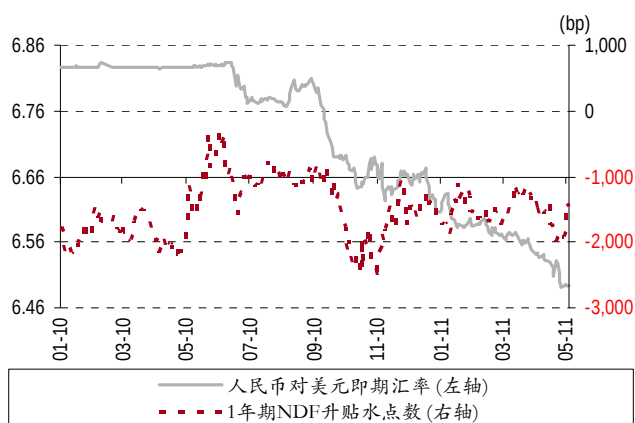
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 15. 人民币对美元和欧元汇率



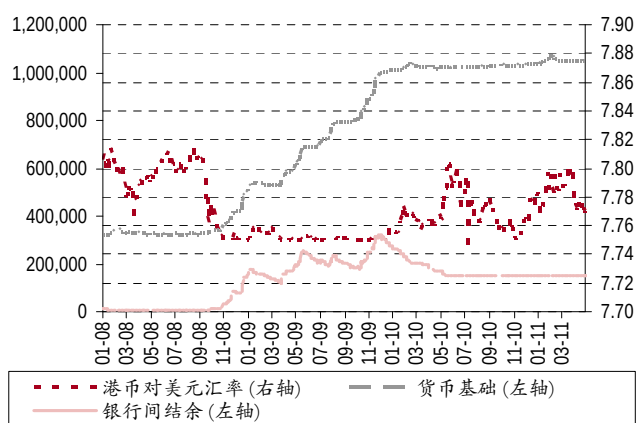
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 16. 人民币 NDF 点差



资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 17. 港币汇率和资金流入



资料来源：香港金管局、中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371