

2011 年 11 月 7 日

资金流动周刊

本周话题：临近年末——外汇流出压力持续，信贷松动但不改货币政策基调

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

近期一些迹象表明，临近年末信贷规模有所松动。我们判断，年末信贷额度的松动主要出于两点考虑，一是近期外汇占款增速的回落导致整体货币供应量增速的下滑，适度放松信贷也有利于维持货币供应量的稳定增长；二是帮助企业在年末清欠应付帐款。但面对目前外围宽松的货币环境和国内通胀压力回落缓慢的情况，我们认为货币政策在 2012 年仍将保持中性，年末信贷规模的松动并不意味着货币政策基调的转变。

从外汇占款的角度来看，从 9 月份以来就出现了外汇占款增速放缓的现象。外汇市场上，境内人民币对美元即期汇率市场收盘价持续高于中间价，甚至收于日间交易区间的贬值下限，境外 NDF 市场也持续交易在预期贬值区间。同时根据我们银行研究员与部分商业银行贸易结算部门的交流，10 月份贸易结汇量同比增速也比前几个月的增幅出现了大幅回落。外汇流入放缓的主要原因是 9 月份以来欧债危机引发的金融市场动荡，资金回流美元。但从未来几个月来看，随着年末的临近，全球范围资金回流美元的压力将持续存在，预计外汇占款年内都将处于相对较低水平。但是，我们认为这是短期现象，在欧美经济低迷和低利率环境下，中期内资金仍将流入新兴市场国家，我们预计 2012 年外汇占款比 2011 年会有小幅回落，但有望达到月均 2,500 亿元水平。

银行间市场：年内流动性将处于中性略宽松水平，7 天资金利率将围绕 4% 波动。

图表 1. 本周关键指标 (2011.10.31-2011.11.06)

指标名称	本周数据	比上周变动
本周公开市场操作	投放 960 亿	多投放 1,150 亿
人民币 7 天回购利率	3.50	-138 个基点
人民币 3 月期 IRS	3.47	-32 个基点
人民币 5 年国债利率	3.50	-13 个基点
人民币对美元汇率	6.3165	-125 个基点
美元对欧元汇率	1.3792	-355 个基点
美元非商业投机头寸	多头 23,884 (注)	减少 8,277 张合约
黄金价格	1,756.1 美元	+8.9 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 960 亿元，各品种利率稳定。其中，3 月期票据发行 10 亿元，利率持平在 3.1618%；1 年期央票发行 100 亿元，利率持平在 3.584%。本周末进行正回购操作。

近期一些迹象表明，临近年末信贷规模有所松动。媒体报道铁道部年末将获得 2,000 亿元的信贷支持，银监会表示鼓励商业银行对发行专项金融债支持中小企业贷款并在债券额度内不计入存贷比考核，这都是短期内信贷规模松动的一些事件。根据我们与商业银行的交流，我们估计今年全年新增信贷投放规模将在 7.5 万亿左右，高于我们前期预期的 7.2 万亿，4 季度月均贷款规模将在 6,000 亿元附近。分配到各月来看，我们估计 10 月份在 5,500 亿左右，11 月份在 7,000 亿左右，12 月份在 5,500 亿左右。我们判断，年末信贷额度的松动主要出于两点考虑，一是近期外汇占款增速的回落导致整体货币供应量增速的下滑，适度放松信贷也有利于维持货币供应量的稳定增长；二是帮助企业在年末清欠应付帐款。但面对目前外围宽松的货币环境和国内通胀压力回落缓慢的情况，我们认为货币政策在 2012 年仍将保持中性，年末信贷规模的松动并不意味着货币政策基调的转变。

从外汇占款的角度来看，从 9 月份以来就出现了外汇占款增速放缓的现象。外汇市场上，境内人民币对美元即期汇率市场收盘价持续高于中间价，甚至收于日间交易区间的贬值下限，境外 NDF 市场也持续交易在预期贬值区间。同时根据我们银行研究员与部分商业银行贸易结算部门的交流，10 月份贸易结汇量同比增速也比前几个月增幅也出现了大幅回落。外汇流入放缓的主要原因是 9 月份以来欧债危机引发的金融市场动荡，资金回流美元。但从未来几个月来看，随着年末的临近，全球范围资金回流美元的压力将持续存在，预计外汇占款年内都将处于相对较低水平。但是，我们认为这是短期现象，在欧美经济低迷和低利率环境下，中期内资金仍将流入新兴市场国家，我们预计 2012 年外汇占款比 2011 年会有小幅回落，但有望达到月均 2,500 亿元水平。

银行间资金利率

银行间市场 1 周回购利率报收于 3.50%，比上一周下降 138 个基点。3 月期央票利率比上周上升 7 个基点至 3.23%，3 月期 IRS 利率下降 32 个基点，报收于 3.47%，商业票据利率稳定下降，周五报收于 9.29%，比上周下降 81 个基点。

央行通过多种手段补充市场流动性，年内资金市场流动性将处于中性略宽松水平，预计 7 天资金利率围绕 4% 波动。

图表 2. 本周公开市场操作 (2011.10.31-2011.11.04)

央行票据发行	数量(亿)	利率(%)	比上周变动 (亿, 基点)
3 月期	10	3.1618	0 0
1 年期	100	3.5840	(90) 0
3 年期	0	3.9700	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	2.7000	(550) 80
28 天正回购	0	2.8000	(450) 0
3 月期正回购	0	3.1600	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 (2011.10.31-2011.12.11)

(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-
10.31-11.6	550	-	520	(110)	960
11.7-11.13	700	-	390	-	1,090
11.14-11.20	390	-	170	-	560
11.21-11.27	480	-	50	-	530
11.28-12.4	0	-	20	-	20
12.5-12.11	0	-	50	-	50

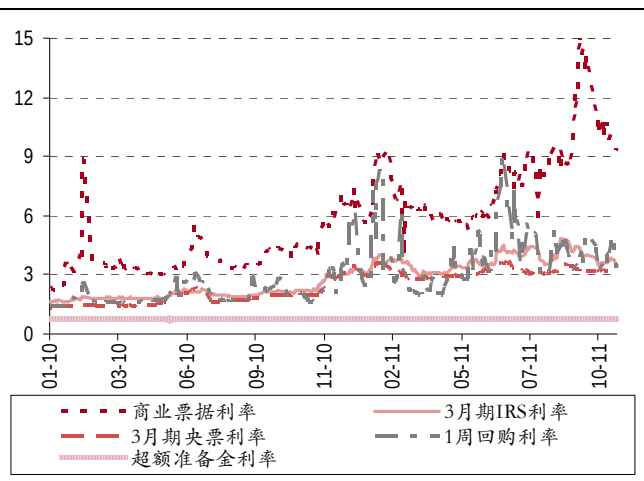
资料来源：中国债券信息网、万得、中银国际研究

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(%)	3.50	3.23	3.47	9.29
过去一周变动(基点)	(138)	7	(32)	(81)
自年初变动(基点)	250	219	242	733
250 天最大值	9.11	3.68	4.82	15.36
250 天最小值	1.61	1.96	2.17	3.86
250 天均值	3.91	3.07	3.60	7.56
250 天标准差	1.58	0.34	0.52	2.16
ZScore	(0.26)	0.49	(0.25)	0.80
250 周最大值	10.04	4.30	4.73	14.15
250 周最小值	0.88	0.99	0.82	1.40
250 周均值	2.54	2.44	2.57	4.78
250 周标准差	1.38	0.91	0.92	2.57
ZScore	0.70	0.87	0.98	1.75

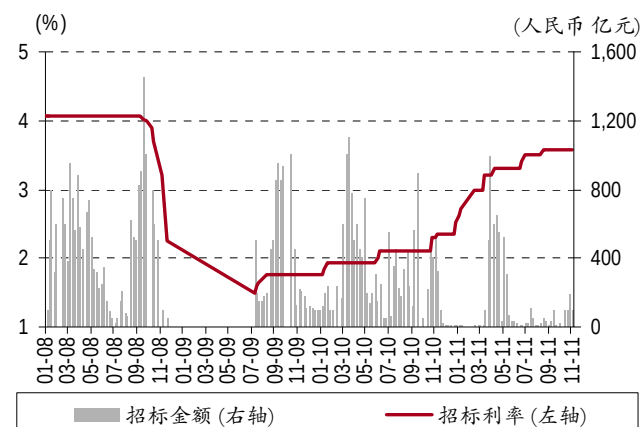
资料来源：彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 5. 人民币货币市场短期利率走势



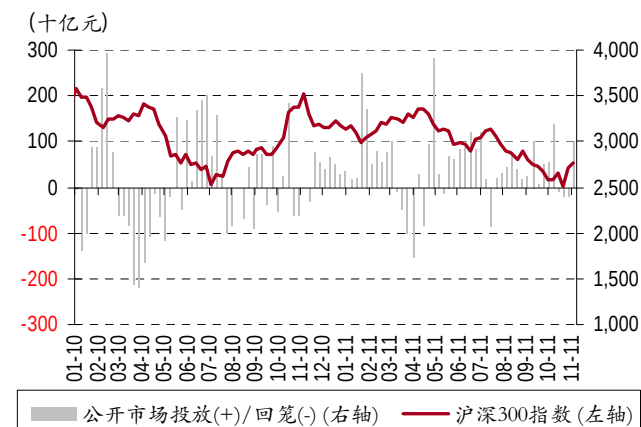
资料来源：彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

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 13 个基点，报收于 3.50%，10-2 年期利差上升 10 个基点到 44 个基点。美国 5 年期国债利率下降 26 个基点，报收于 0.88%，10-2 年期利差下降到 181 个基点。欧洲 5 年期国债利率下降 33 个基点，报收于 0.97%，10-2 年期利差下降到 142 个基点。

美国疲弱的制造业数据和略有减缓的通胀压力，以及欧洲希腊公投事件和意大利国债利率飙升都扰动市场，国债利率下行。

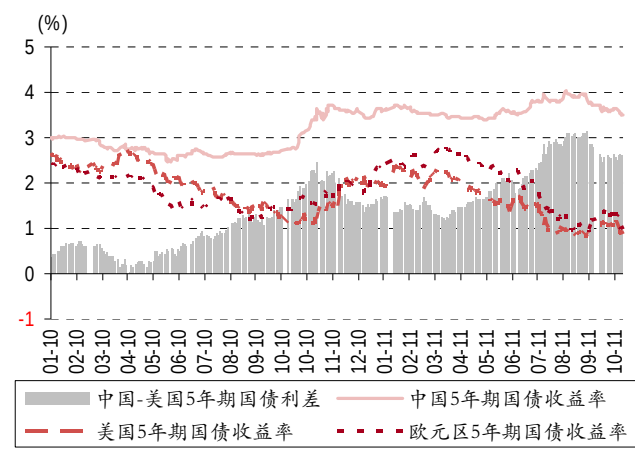
图表 8. 国债收益率曲线指标

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(%)	3.50	0.44	0.88	1.81	0.97	1.42	2.62	(1.37)
过去一周变动(基点)	(13)	10	(26)	(21)	(33)	(16)	12	32
自年初变动(基点)	(8)	(7)	(113)	(88)	(87)	(68)	105	82
250 天最大值	4.04	1.42	2.39	2.86	2.81	2.13	3.14	(0.78)
250 天最小值	3.38	0.08	0.78	1.52	0.87	1.27	1.19	(2.29)
250 天均值	3.61	0.59	1.63	2.45	1.95	1.58	1.99	(1.86)
250 天标准差	0.15	0.29	0.46	0.36	0.54	0.22	0.57	0.32
ZScore	(0.76)	(0.53)	(1.62)	(1.78)	(1.83)	(0.74)	1.12	1.50
250 周最大值	3.96	2.04	2.83	2.89	2.85	2.30	3.10	(0.46)
250 周最小值	1.78	0.09	0.80	1.25	0.87	1.20	(0.45)	(2.26)
250 周均值	2.99	1.23	1.92	2.41	2.06	1.81	1.08	(1.37)
250 周标准差	0.52	0.54	0.50	0.35	0.47	0.28	0.81	0.53
ZScore	0.96	(1.44)	(2.10)	(1.68)	(2.33)	(1.36)	1.90	(0.01)

资料来源：中国债券信息网、彭博资讯、中银国际研究

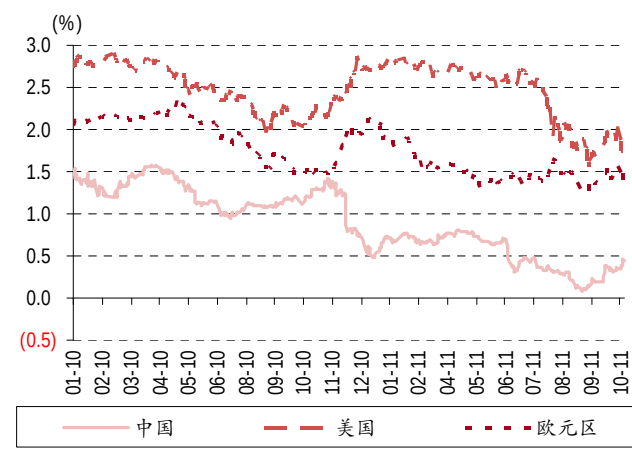
注：本周因为数据源调整，所以人民币利率历史数据也有所调整。

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 76.96，比前周上升 2.52%；欧元对美元报收于 1.3792，对美元贬值 2.51%。上周二，芝加哥商品交易所美元指数期货非商业投机正多头仓位继续回落，截至周二净多头仓位为 23,884 张合约，比上周减少 8,277 张合约。

黄金价格小幅上升，报收于 1,756.1 美元，比上周上升 8.9 美元；石油价格小幅上涨，报收于 94.26 美元，比上周上升 0.94 美元。

人民币对美元汇率下降 125 个基点，报收于 6.3165，升值 0.20%；对欧元汇率下降 2,553 个基点，报收于 8.7193，升值 2.82%；1 年期 NDF 报收于 6.3545，较前周下降 5 个基点，市场预期人民币未来 1 年贬值幅度为 0.60%。港币银行间结余稳定，货币基础比上周增加 36.95 亿港元，港币对美元汇率报收于 7.76775，比上周下降 12.5 个基点。

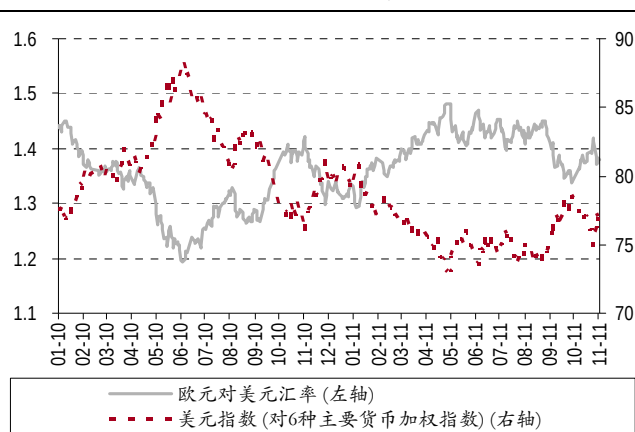
美国经济数据方面：10 月份 ISM 制造业指数下降到 50.8，低于市场预期值 52，其中价格分项仅为 41，远低于市场预期值 55 的水平，比上月 56 出现大幅滑落，显示美国通胀压力有所缓解；9 月非农就业增长 8 万人，略低于市场预期值 9.5 万，但其中制造业增长 5,000 人，高于市场预期值 2,000 人，整体失业率水平从前月的 9.1% 下降到 9%，U6 失业率统计也从 16.5% 下降到 16.2%。美联储会议维持政策不变，其中芝加哥主席埃文斯投票认为应该现在推出更大规模的宽松货币政策，而联储也表示将在需要的时候推出进一步的政策以支持经济增长。

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)
当期汇率	6.3545	6.3165	8.7193	76.96	1.3792	94.26	1,756.10
过去一周变动(基点/ 美元)	(5)	(125)	(2,533)	190	(355)	0.94	8.90
过去一周变动(%)	0.01	0.20	2.82	2.52	(2.51)	1.01	0.51
自年初变动(基点)	(843)	(3,062)	(9)	(207)	408	2.88	334.70
自年初变动(%)	1.31	(4.62)	(0.99)	(2.61)	3.05	3.15	23.55
250 天最大值	6.5655	6.6986	9.6445	81.20	1.4830	113.93	1888.70
250 天最小值	6.2605	6.3290	8.5345	72.93	1.2907	75.67	1318.40
250 天均值	6.4004	6.5218	9.0916	76.57	1.3938	93.33	1520.60
250 天标准差	0.06	0.10	0.26	2.14	0.05	8.52	147.35
ZScore	(0.73)	(1.95)	(0.46)	(0.70)	0.45	0.00	1.54
250 周最大值	7.4662	6.8649	10.8065	88.51	1.5938	145.29	1874.40
250 周最小值	6.2665	6.3549	8.2703	71.66	1.1967	33.87	636.10
250 周均值	6.7300	6.7304	9.2966	79.16	1.3943	81.48	1050.69
250 周标准差	0.30	0.15	0.56	4.10	0.08	21.36	301.06
ZScore	(1.24)	(2.69)	(0.58)	(1.00)	0.24	0.55	2.31

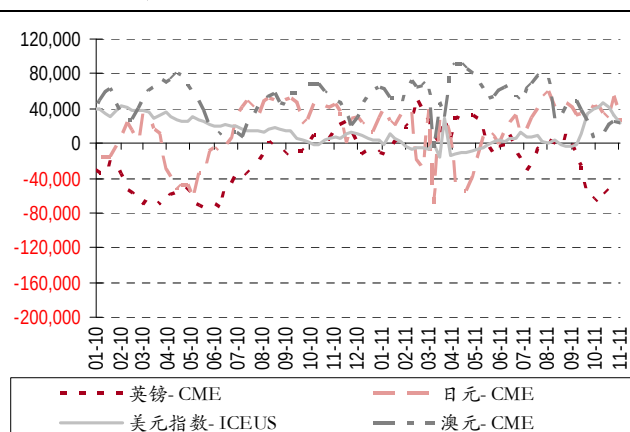
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 12. 美元指数和对欧元汇率



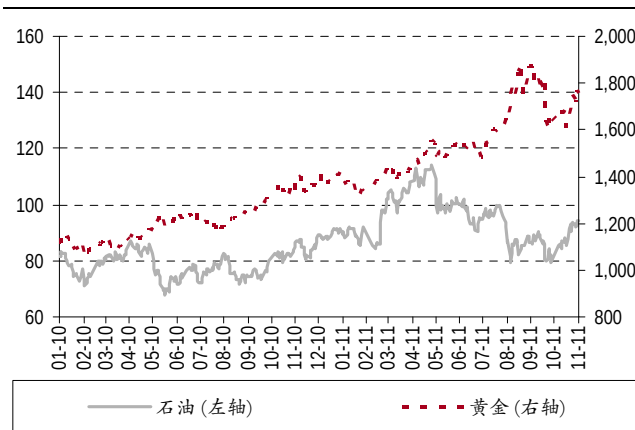
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 13. 汇率期货头寸



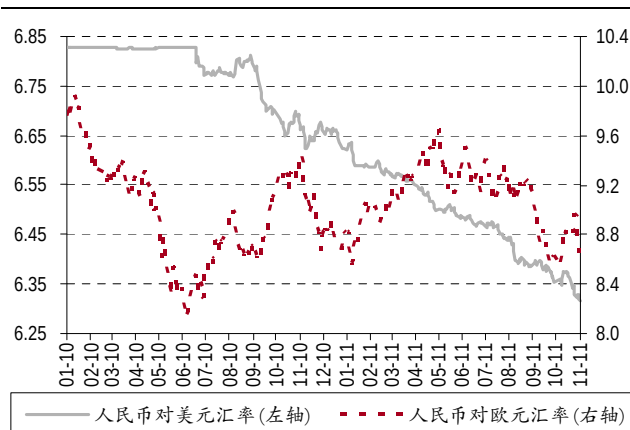
资料来源：CFTC、中银国际研究

图表 14. 黄金、石油价格



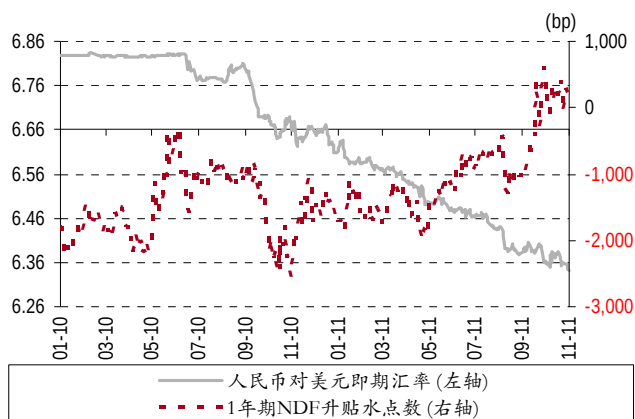
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 15. 人民币对美元和欧元汇率



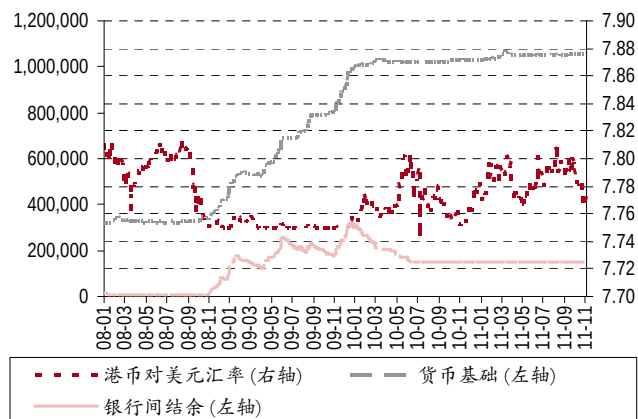
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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