

2012 年 10 月 10 日

节后资金大规模到期 央行逆回购应对

——宏观日报 2012.10.10

相关研究

假期旅游热潮彰显巨大消费成长空间——宏观日报 2012. 10. 09

9月全球综合 PMI 和中国制造业 PMI 回升——宏观日报 2012. 10. 08

收入下行是利润增速降幅扩大的主因——宏观日报 2012. 09. 28

9月数据预测：通胀温和和经济筑底——宏观日报 2012. 09. 27

央行：需密切关注欧美新刺激措施影响——宏观日报 2012. 09. 26

年内基建投资增速有望继续保持回升走势——宏观日报 2012. 09. 25

临近假日，银行间资金紧张——宏观日报 2012. 09. 24

汇丰 PMI 初值小幅回升制造业跌幅放缓——宏观日报 2012. 09. 21

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

- 当前，逆回购已经成为央行平滑资金的主要手段。节前两周，央行连续逆回购超过 7000 亿元，缓解了中秋国庆双节期间居民的资金需求，银行间同业拆借利率明显下行。但由于逆回购时间较短，最长的也不过是 28 天，因此节后就面临大量资金到期，导致银行间同业拆借利率再次上行，央行再次通过逆回购予以应对。
- 10 月 9 日，央行逆回购央行开展 2650 亿元逆回购操作，其中，7 天期交易量为 1650 亿元，28 天期交易量为 1000 亿元。两种期限的中标利率分别为 3.35% 和 3.60%。逆回购之后，本周净投放资金 1050 亿元，银行间资金紧张情况也略有缓解。
- 但下周以及下下周分别面临 3000 多亿元的资金净回笼，这将进一步加剧银行间资金紧张，加之 10 月份为财政净上缴月份，银行间资金压力较大，后期仍需要开展大规模逆回购操作或者通过降准予以应对。
- 其他关注：（1）铁路基建计划投资大幅提升，推进铁路投融资体制改革在即（2）ESM 增加欧元区救助火力，希腊救助仍有波折

1、节后资金大规模到期 央行逆回购应对

当前，逆回购已经成为央行平滑资金的主要手段。

节前两周，央行连续逆回购超过 7000 亿元，缓解了中秋国庆双节期间居民的资金需求，银行间同业拆借利率明显下行。但由于逆回购自身的缺陷，即时间较短，最长的也不过是 28 天，因此节后就面临大量资金到期，导致银行间同业拆借利率再次上行，央行再次通过逆回购予以应对。

10 月 9 日，央行逆回购央行开展 2650 亿元逆回购操作，其中，7 天期交易量为 1650 亿元，28 天期交易量为 1000 亿元。两种期限的中标利率分别为 3.35% 和 3.60%。逆回购之后，本周净投放资金 1050 亿元，银行间资金紧张情况也略有缓解。

但下周以及下下周分别面临 3000 多亿元的资金净回笼，这将进一步加剧银行间资金紧张，加之 10 月份为财政净上缴月份，银行间资金压力较大，后期仍需要开展大规模逆回购操作或者通过降准予以应对。

表 1：公开市场到期量（亿元）

现金流发生日期	投放量				回笼量				净投放量
	票据到期	正回购到期	逆回购	买入债券	合计	票据发行	正回购	逆回购到期	卖出债券
2012-10-06 - 2012-10-12	100		2650		2750			1700	
2012-10-13 - 2012-10-19	100				100			3250	
2012-10-20 - 2012-10-26	190				190			3200	
2012-10-27 - 2012-11-02	100				100				
合计	490		2650		3140			8150	

资料来源：CEIC，申万研究

2、铁路基建计划投资大幅提升，推进铁路投融资体制改革在即

根据国家“十二五”发展规划纲要，“十二五”期间我国共计安排铁路基建投资 2.3 万亿元，该数据高于“十一五”实际完成的 1.98 万亿元，比“十一五”期间多增 3200 亿元，提升了 16.2 个百分点。

按照“十二五”发展规划纲要，到 2015 年全国铁路营业里程达到 12 万公里左右，快速铁路网里程 4 万公里以上，复线率和电化率分别达到 50%、60%；今年铁路基建投资计划增加至 4960 亿元；计划年内投产新线 5510 公里，投产复线 5008 公里，投产电气化铁路 7125 公里。

2011 年相关数据显示，全国铁路营业里程达到 9.3 万多公里，2011 年完成铁路基建投资 4611 亿元。因此，在 2012 年至 2015 年间，将要用 1.83 万亿元才能完成 2.7 万公里铁路建设。按现在的投资状况，如果每年能够投资 4600 亿元，那么就可以顺利的实现“十二五”铁路基建投资的目标。

但是，我们也看到当前铁路建设项目的融资环境发现，“十二五”期间铁路建设项目的融资环境要比“十一五”差的多。且原材料和劳动力成本不断提升，土地拆迁费用也不断抬升。接下来如何解决资金问题将是落实“十二五”铁路基建投资 2.3 万亿元的关键。

当前铁路建设项目的融资方式主要仍是依靠银行贷款和发行债券。而铁道部及铁路基

建相关企业的负债率高企，使得银行对其风险防控增强，银行对铁路建设相关项目的放贷并不积极。因此，应该加快推进铁路建设的投融资体制改革，从根本上解决铁路建设资金难的问题。扩大直接融资比例，充分发挥并调动中央、地方和企业等多方积极性；强化吸引民间资本参与投资铁路建设和运营；推进铁路企业通过股改上市融资。

3、ESM 增加欧元区救助火力，希腊救助仍有波折

10 月 8 日召开的欧盟财长会议上，基于葡萄牙积极的增税和结构性改革措施，批准了葡萄牙 43 亿欧元的救助款；同日，ESM 正式生效，对市场释放了一个欧洲将加大救助火力的积极信号，能缓解近期的担忧情绪。但是，西班牙的援助和希腊的 135 亿欧元紧缩改革谈判仍无结果。我们仍维持前期观点——希腊第二笔救助款将获得通过，但不会新增贷款，延长希腊达标期限两年；而西班牙政府请求救助只是时间问题，由于西班牙政府内外交困，面临国家和地方的政府债务高企、银行整顿亟需资金、经济增长缺乏动力等问题。

ESM 此次正式生效，共 7000 亿欧元资本，其中，6200 亿欧元为欧元区成员国政府同意“通知即付”的资本，成员国政府直接注入 800 亿欧元，其中今年 10 月 23 日前将分两次各注入 160 亿欧元，2013 年将分两次各注入 160 亿欧元，2014 年初将注入最后 160 亿欧元。ESM 的有效放贷能力为 5000 亿欧元，未来很可能通过杠杆化扩大救助能力至 1 万亿以上。ESM 生效后，能同时在一、二级债券市场上进行干预，特别是对于那些融资成本上升的重债国，能有效加强对欧元区债务负担或财政问题严重的边缘国家的救助，维持欧元区的稳定发展，对于遏制债务危机的蔓延有一定效果，对欧元区各国是利好消息。今年 11 月开始，ESM 可能逐渐向西班牙银行体系贷款合计 1000 亿欧元，最高期限达 15 年，平均期限为 12.5 年，分为用于满足西班牙银行资本要求的资金 510 亿-620 亿欧元和额外的安全保证金。从前期西班牙银行测试结果来看，593 亿欧元的资金缺口基本符合预期，占资本缺口 86% 的银行已经开始讨论结构重组计划，将于 10 月底之前陆续提交重组计划。在 ESM 注资后，我们认为西班牙银行体系危机继续恶化的可能性将大大降低。

葡萄牙 43 亿欧元的救助款项得到批准。其中，8 亿欧元来自于 EFSF，20 亿由 EFSM 支付，15 亿欧元将由 IMF 发放。此次顺利取得救助款，可以缓解葡萄牙近期因全面增税而催生的不满情绪。

关于西班牙救助方面，财长会议认为还无需考虑。因为，西班牙经济体量远超过希腊、葡萄牙，所需救助资金庞大。若现在西班牙提出援助申请，会令欧盟的资金捉襟见肘。而且，ESM 后期对西班牙银行体系的注资能延缓西班牙危机的恶化。不过我们认为，由于西班牙地方政府相继向中央政府寻求救助，包括加泰罗尼亚（经济总量占比最大地区），紧缩政策造成的经济进一步衰退，终将成为压垮西班牙政府的最后一根稻草，未来申请救助的可能性较大。

而希腊的 135 亿欧元紧缩改革谈判仍在进行中，财政会议已发出最后时限为 10 月 18 日的通告。欧元集团主席容克在欧元区财长会议后的新闻发布会上说，希腊必须“最迟”在 10 月 18 日之前兑现今年 3 月份承诺的 89 项“前提行动”措施，其中包括改革劳动法和养老金制度，以便继续获得贷款救助。尽管希腊救助一波三折，但是我们认为，希腊获得救助款、延长达标期限两年是大概率事件。回顾前几次的希腊获得救助贷款的历程，也不乏艰难险阻，希腊不得不实施财政紧缩等改革措施，结果还是差强人意的，因此，对于希腊无法获得贷款而违约或退出欧元区的风险，不必过于担忧，但不能忽视西班牙和希腊局势不稳对金融市场的不良影响。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟, 谢伟玉: 经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有, 属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。