

吴峰

证书编号: S0190209090154

张忆东

证书编号: S0190207040090

策略研究员

021-3856 5957

wufeng@xyzq.com.cn

## 国庆节后国内资金面压力将缓解

### ——兴业证券资金价格周报

2010年10月5日

#### 投资要点

#### 报告关键点

A股市场属于典型的资金推动型市场,故本系列报告从多个指标综合监控资金价格的变动,从流动性维度提示市场可能酝酿的“危”与“机”。

#### 相关报告

《长假及季末存贷比考核或引发短期扰动》——20100910

《大反弹格局未变,结构性机会精彩》——20100813

《资金价格平稳,震荡不改升势》——20100730

《资金价格平稳,反弹面扩散》——20100723

《资金面持续改善,股市孕育跌深反弹》——20100715

《资金环境略有改善》——20100702

《票据贴现率明显上升》——20100625

《资金价格上升趋势延续》——20100611

《资金紧张,股市偏弱》——20100603

《短端利率加速上升》——20100530

《贷款利率下浮占比回落,资本市场不乐观》——20100514

#### 节前最后一周(9.25—9.30)国内资金价格跟踪:短端受季末影响继续上升

- SHIBOR 利率,普遍上升。2周及以下利率受季末影响大幅上升,3个月及以上期限小幅上升。趋势上,我们维持近几期周报的观点,9月末的资金面偏紧主要是季节性而非趋势性的,十一长假过后,大概率会回到此前的均衡水平。
- 四个区域票据直贴利率均上升 30bp 至 4.5%,6个月票据转贴利率 9月30日已大降 50bp 至 3.5%。随着季末考核以及长假因素的扰动的结束,票据利率节后大概会重新回到 3%左右的均衡水平。
- 国债、央票到期收益率表现平稳;央票发行利率持平。

#### 近期(9.27—10.4)海外资金价格跟踪:欧元区资金面偏紧

- 受流动性供给回落的影响,欧元区 EONIA 及 EURIBOR 利率近期出现较大幅度的上升,截止 10月4日,3个月期限 EURIBOR 创 09年7月以来的最高值,达 0.953%,但仍低于 1%的欧元区再融资利率。
- 3个月 LIBOR 利率,加拿大、美国、澳大利亚、英国、日本等经济体走平,欧元区明显上升;隔夜拆借率与基准利率利差,欧元区明显上升,英国、美国小幅上升,其余经济体平稳。
- 同期,主要经济体 10年期国债收益率涨跌互现,澳大利亚上升,欧元区走平,其余经济体略降。

## 目 录

|                                     |      |
|-------------------------------------|------|
| A 股市场资金面兴业领先指标的构建与跟踪.....           | 4 -  |
| 资金面指标 1: 基于大类资产轮动规律的领先指标.....       | 4 -  |
| 资金面指标 2: 市场利率与政策利率的利差反映资金面松紧程度..... | 5 -  |
| 国内资金价格跟踪: 节后资金面压力将缓解.....           | 6 -  |
| SHIBOR.....                         | 6 -  |
| 票据直贴、转贴利率 .....                     | 7 -  |
| 固定利率国债到期收益率 .....                   | 9 -  |
| 央票到期收益率、央票发行利率 .....                | 10 - |
| 执行贷款利率占比 .....                      | 11 - |
| 海外资金价格跟踪: .....                     | 12 - |

|                                                                   |      |
|-------------------------------------------------------------------|------|
| 图 1 2007 年以来 A 股资金面领先指标领先上证指数的拐点 (资金面领先指标=上证指数/3 个月国债到期收益率) ..... | 4 -  |
| 图 2 2010 年以来 A 股资金面领先指标 (资金面领先指标=上证指数/3 个月国债到期收益率) .....          | 5 -  |
| 图 3 2002 年以来 A 股资金面领先指标领先上证指数的拐点 (资金面领先指标=上证指数/1 年期国债到期收益率) ..... | 5 -  |
| 图 4 3 个月 SHIBOR 与 3 个月央票发行利率的利差与股市 .....                          | 6 -  |
| 图 5 银行间同业拆借利率 .....                                               | 6 -  |
| 图 6 各期限 SHIBOR 利率周变化 .....                                        | 7 -  |
| 图 7 2007 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率 .....                             | 7 -  |
| 图 8 2010 年以来 3 个月以上期限 SHIBOR 利率 .....                             | 7 -  |
| 图 9 2007 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率 .....                             | 7 -  |
| 图 10 2010 年以来 3 个月以下期限 SHIBOR 利率 .....                            | 7 -  |
| 图 11 票据直贴转贴收益率周变化 .....                                           | 8 -  |
| 图 12 珠三角票据直贴利率 .....                                              | 8 -  |
| 图 13 长三角票据直贴利率 .....                                              | 8 -  |
| 图 14 中西部票据直贴利率 .....                                              | 8 -  |
| 图 15 环渤海票据直贴利率 .....                                              | 8 -  |
| 图 16 6 个月票据转贴利率 .....                                             | 8 -  |
| 图 17 2004 年以来中国票据网转贴利率 .....                                      | 9 -  |
| 图 18 2010 年以来中国票据网转贴利率 .....                                      | 9 -  |
| 图 19 各期限国债到期收益率周变化 .....                                          | 9 -  |
| 图 20 2007 年以来短期国债到期收益率 .....                                      | 9 -  |
| 图 21 2010 年以来短期国债到期收益率 .....                                      | 9 -  |
| 图 22 2007 年以来中长期国债到期收益率 .....                                     | 10 - |
| 图 23 2010 年以来中长期国债到期收益率 .....                                     | 10 - |
| 图 24 央票到期收益率周变化 .....                                             | 10 - |
| 图 25 2007 年以来央票到期收益率 .....                                        | 10 - |
| 图 26 2010 年以来央票到期收益率 .....                                        | 10 - |
| 图 27 央票发行利率 .....                                                 | 10 - |
| 图 28 一年期央票发行利率与一年期定存 .....                                        | 11 - |
| 图 29 贷款利率下浮占比与上证指数正相关 .....                                       | 11 - |
| 图 30 联邦基金目标利率与有效利率 .....                                          | 12 - |
| 图 31 2010 年以来联邦基金有效利率 .....                                       | 12 - |
| 图 32 美国资产担保 30 天商业票据收益率 .....                                     | 12 - |
| 图 33 美国资产担保 30 天商业票据收益率 10 年来 .....                               | 12 - |
| 图 34 欧元区再融资利率 .....                                               | 13 - |

|      |                                  |        |
|------|----------------------------------|--------|
| 图 35 | 欧洲央行 EONIA 利率 .....              | - 13 - |
| 图 36 | 2010 年以来欧洲央行 EONIA 利率 .....      | - 13 - |
| 图 37 | 2007 年以来 EURIBOR 各期限利率 .....     | - 13 - |
| 图 38 | 2010 年以来 EURIBOR3 个月以上利率 .....   | - 13 - |
| 图 39 | 2010 年以来 EURIBOR3 个月以下期限利率 ..... | - 13 - |
| 图 40 | 美国隔夜拆借与 3 个月 LIBOR .....         | - 14 - |
| 图 41 | 欧元区隔夜拆借与 3 个月 LIBOR .....        | - 14 - |
| 图 42 | 英国隔夜拆借与 3 个月 LIBOR .....         | - 14 - |
| 图 43 | 加拿大隔夜拆借与 3 个月 LIBOR .....        | - 14 - |
| 图 44 | 日元 SPOT NEXT 与 3 个月 LIBOR .....  | - 14 - |
| 图 45 | 澳大利亚 1 个月与 3 个月 LIBOR .....      | - 14 - |
| 图 46 | 主要经济体银行隔夜拆借利率与基准利率利差 .....       | - 15 - |
| 图 47 | 主要经济体 10 年期国债到期收益率 .....         | - 15 - |

## A股市场资金面兴业领先指标的构建与跟踪

### 资金面指标 1：基于大类资产轮动规律的领先指标

指标公式：上证指数 / 短债收益率

内在逻辑：

- 根据普林格经济周期对大类资产配置的经验总结，债券收益率高点通常领先股市低点，债券收益率低点领先股市高点。
- 在股市进入下跌趋势尾声阶段时，虽然指数仍可能出现恐慌性下跌，但以 3 个月国债到期收益率为代表的资金成本已下降并对估值产生正面影响，资本面领先指标通常情况下领先于股票指数见底。（如 2008 年 9 月）
- 在股市进入上升趋势尾声时，市场情绪亢奋，但资金价格的连续跳升预示着资金面的紧张已难以支持股市的继续上升，此时资金价格上升对估值产生负面影响，资金面领先指标会领先股指见顶。（如 2009 年 7 月，2007 年 9 月）

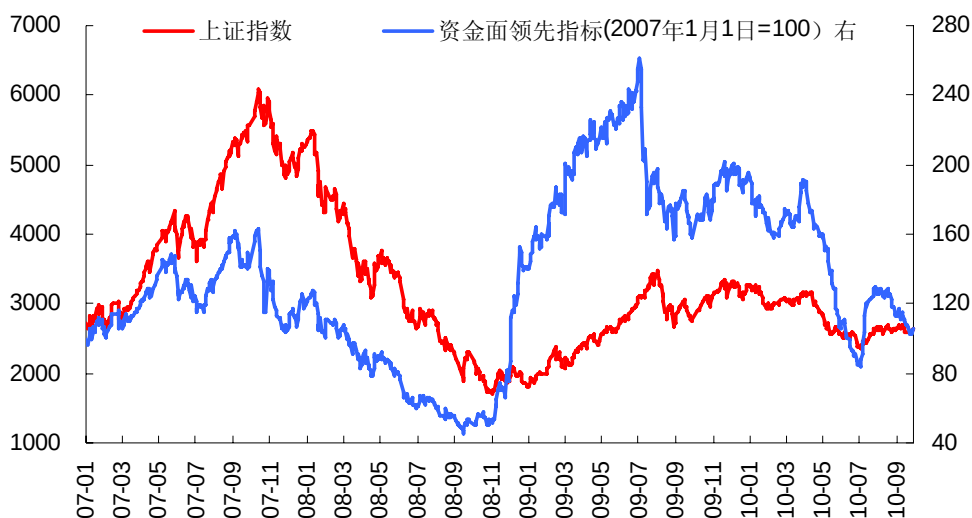
注意：

- 资金价格未出现异动时（明显跳升或下降），资金面领先指标与上证指数同步，预示着股市原趋势延续。
- 该指标方向上的意义远远大于数值高低，其判断大趋势拐点效果较好，对阶段性行情拐点的判断指导意义一般。
- 该指标在长期通缩的背景下可能失灵，需要结合宏观背景考虑。

当前判断：

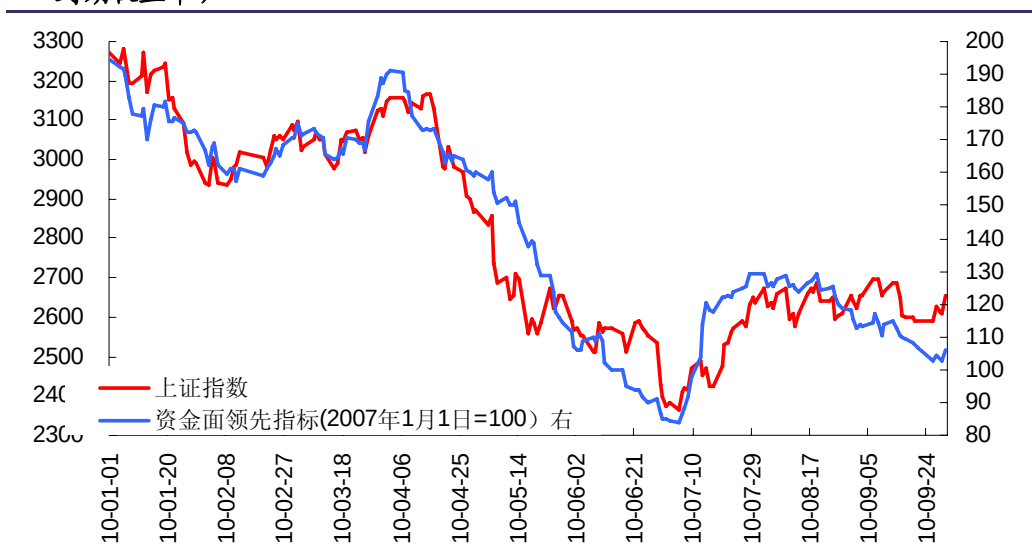
- 07 年以来，3 个月国债到期收益率为分母的领先指标都能对市场的重要拐点作出有效的提示。本轮反弹短债收益率的快速下行发生在 7 月 13 日，此后股市走出盘局，开始了反弹行情。
- 从更长时间段观察，用 1 年国债收益率为分母的领先指标，自 2004 年以来对资本市场的重要拐点作出有效的提示。
- 季末资金面偏紧导致资金价格上升，节后大概率将回落到此前的均衡水平。趋势上看，资金面环比改善最明显的阶段已经过去，但四季度流动性相对充裕，转型经济牛市在蓄势后有望延续。

图 1 2007 年以来 A 股资金面领先指标领先上证指数的拐点（资金面领先指标=上证指数/3 个月国债到期收益率）



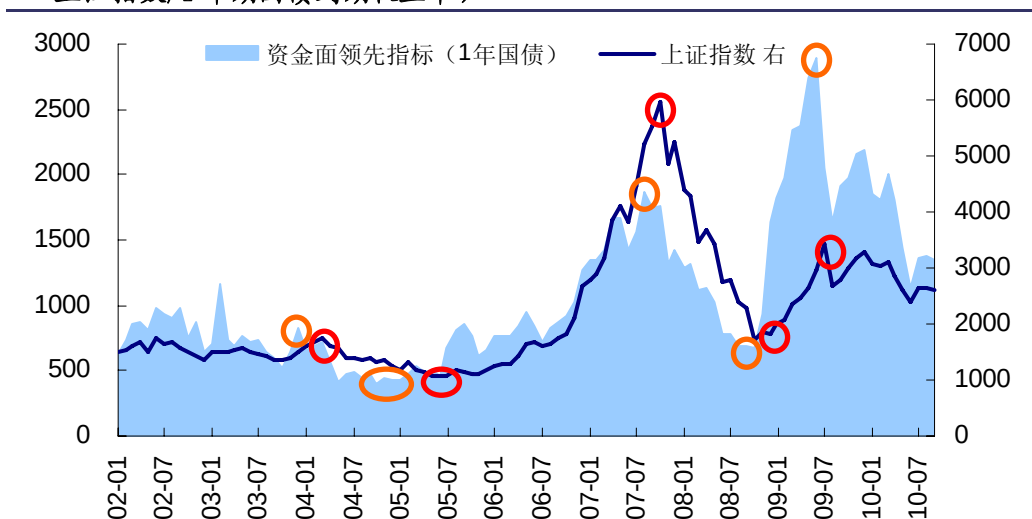
资料来源：WIND，兴业证券研发中心（指标基日为 2007 年 1 月 1 日，基日值为 100 点）

图2 2010年以来A股资金面领先指标（资金面领先指标=上证指数/3个月国债到期收益率）



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图3 2002年以来A股资金面领先指标领先上证指数的拐点（资金面领先指标=上证指数/1年期国债到期收益率）



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

## 资金面指标 2：市场利率与政策利率的利差反映资金面松紧程度

指标公式：3个月 SHIBOR 利率减去 3 个月央票发行利率

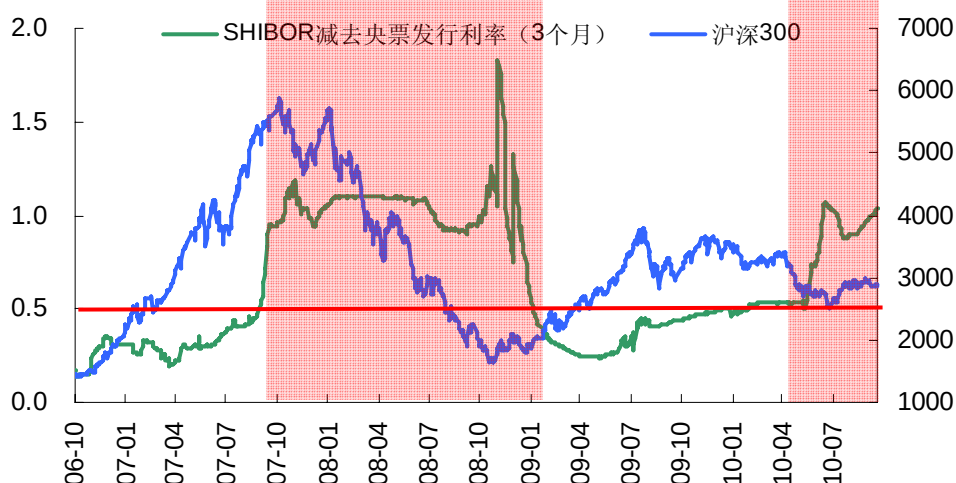
内在逻辑：

- SHIBOR 可以代表市场利率，央票发行利率可理解为官方利率，两者差值可反映资金面松紧程度，
- 历史显示，3 个月 SHIBOR 与 3 个月央票发行利率利差低于 50BP，显示流动性宽松，资本市场往往表现较好。

当前判断：

- 利差从 6 月末开始回落，9 月以来受季末资金面偏紧影响而上升，观察该指标的后续发展，同时结合基本面情况，判断指数趋势性上升的时机是否成熟。

图4 3个月SHIBOR与3个月央票发行利率的利差与股市



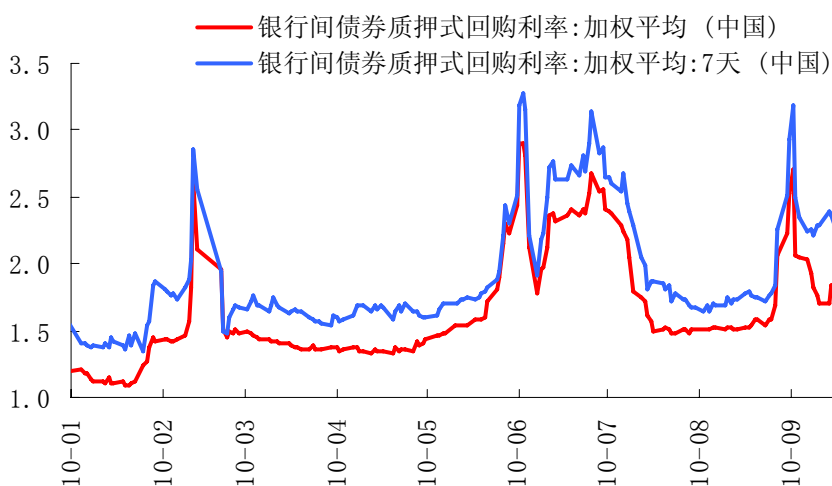
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

## 国内资金价格跟踪：节后资金面压力将缓解

### SHIBOR

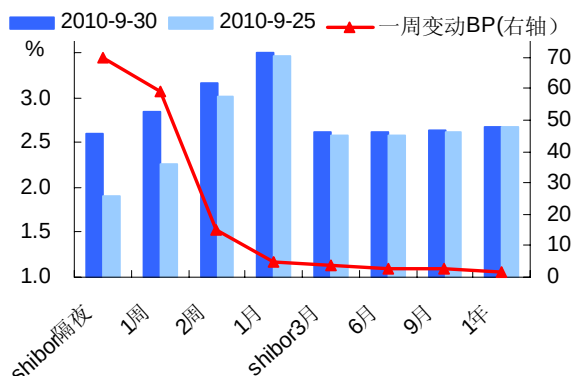
SHIBOR 利率，国庆前最后一周（9月25日-9月30日），普遍上升。2周及以下利率受季末影响大幅上升，3个月及以上期限小幅上升。趋势上，我们维持近几期周报的观点，9月末的资金面偏紧主要是季节性而非趋势性的，十一长假过后，大概率会回到此前的均衡水平。

图5 银行间债券质押式回购利率



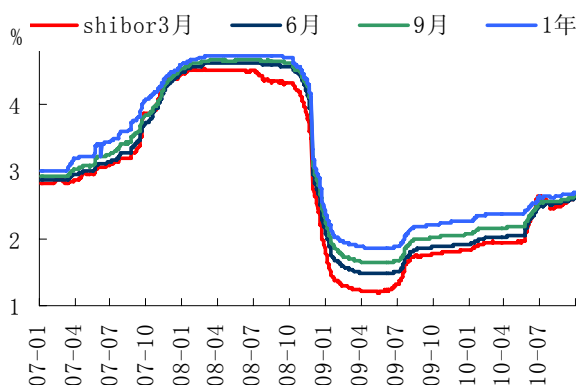
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图6 各期限 SHIBOR 利率周变化



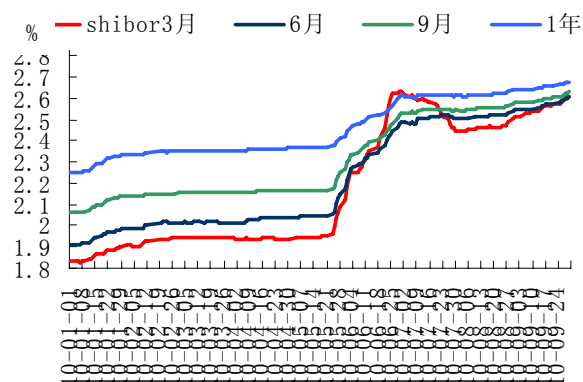
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图7 2007年以来3个月以上期限 SHIBOR 利率



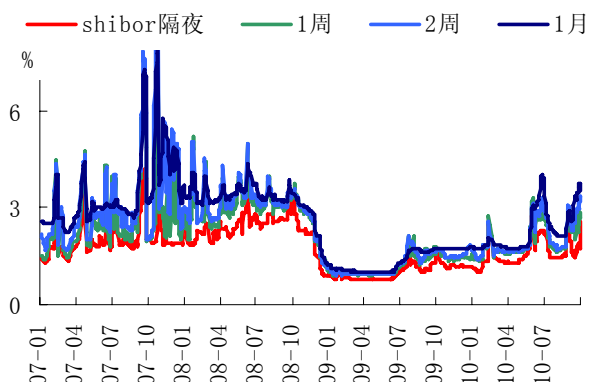
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图8 2010年以来3个月以上期限 SHIBOR 利率



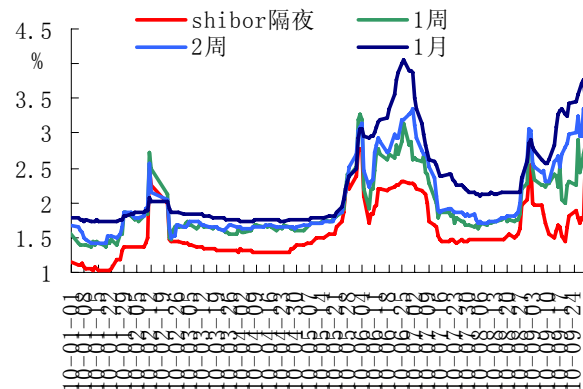
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图9 2007年以来3个月以下期限 SHIBOR 利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图10 2010年以来3个月以下期限 SHIBOR 利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

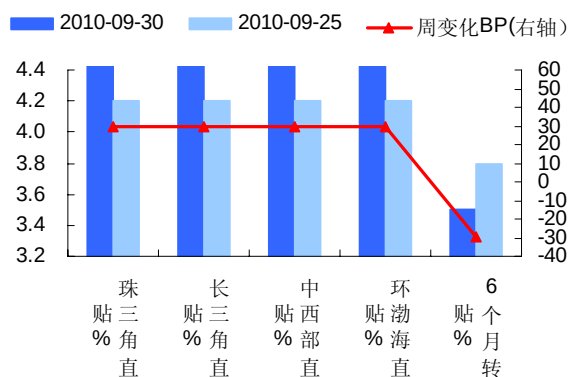
### 票据直贴、转贴利率

（9月25日-9月30日）四个区域票据直贴利率均上升30bp至4.5%，6个月票据转贴利率9月30日已大降50bp至3.5%。随着季末考核以及长假因素的扰动的结



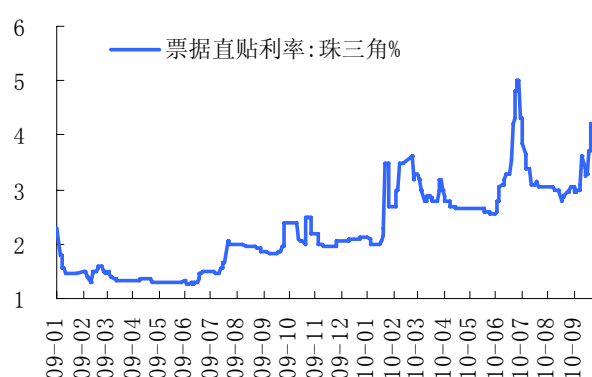
束，票据利率节后大概会重新回到 3% 左右的均衡水平。

图 11 票据直贴转贴收益率周变化



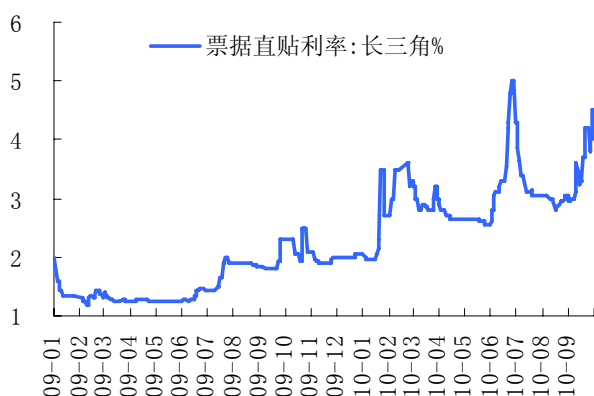
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 12 珠三角票据直贴利率



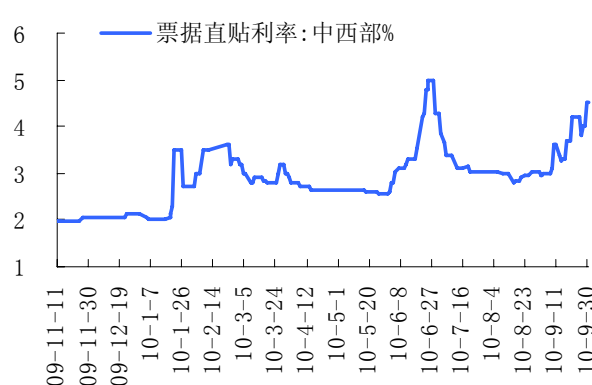
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 13 长三角票据直贴利率



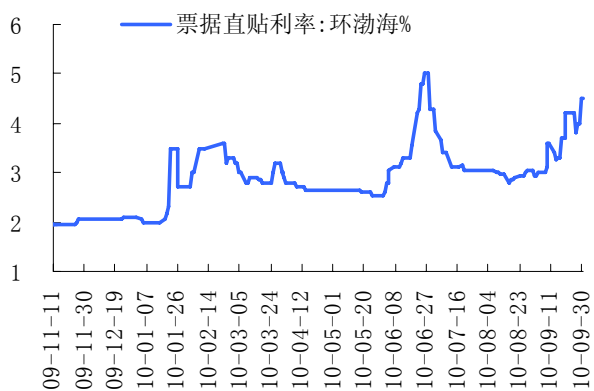
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 14 中西部票据直贴利率



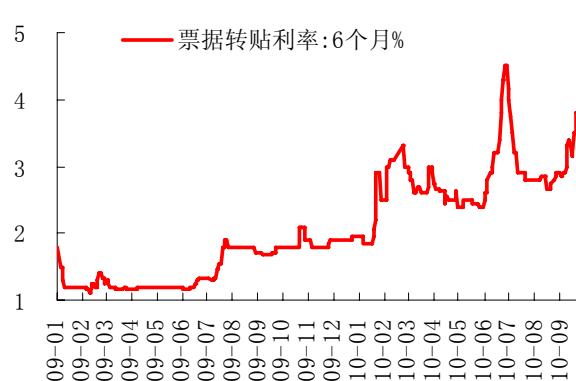
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 15 环渤海票据直贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

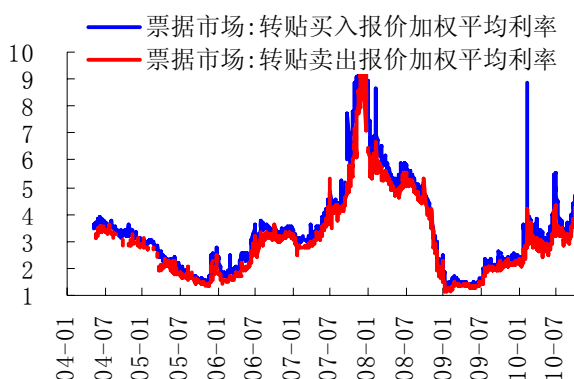
图 16 6 个月票据转贴利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

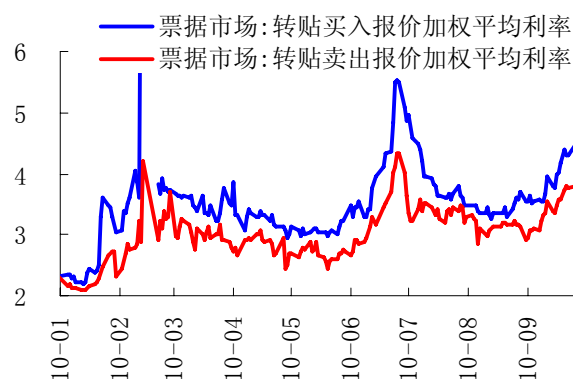


图 17 2004 年以来中国票据网转贴利率



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 18 2010 年以来中国票据网转贴利率

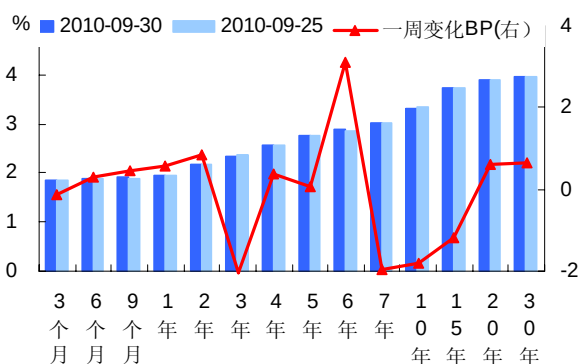


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

### 固定利率国债到期收益率

(9月25日-9月30日) 固定利率国债到期收益率涨跌互现, 总体表现平稳。

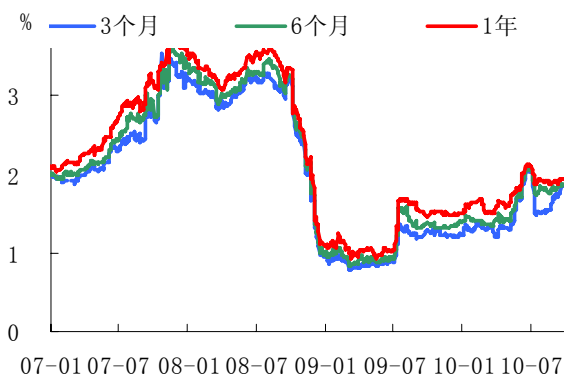
图 19 各期限国债到期收益率周变化



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

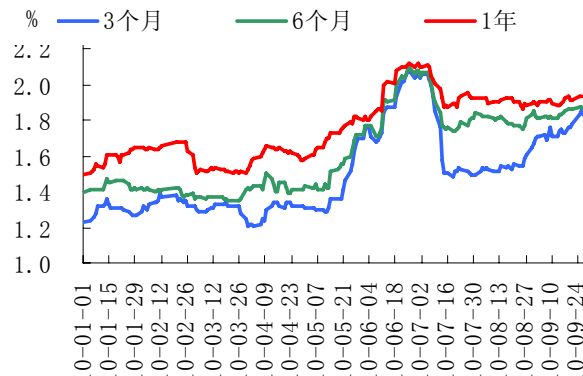
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 20 2007 年以来短期国债到期收益率



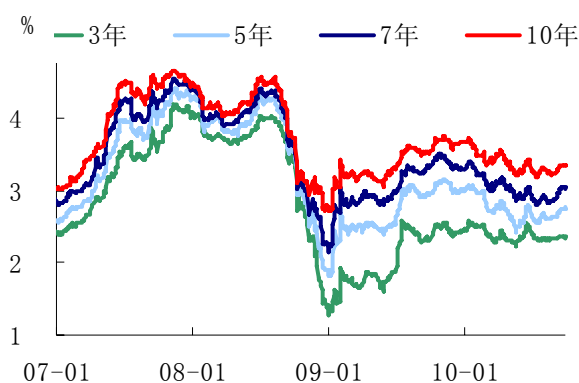
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 21 2010 年以来短期国债到期收益率



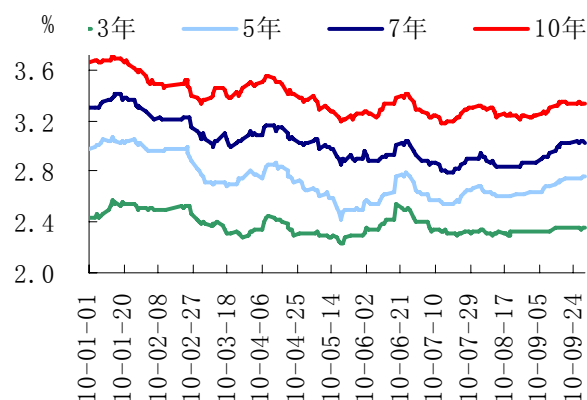
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 22 2007 年以来中长期国债到期收益率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 23 2010 年以来中长期国债到期收益率

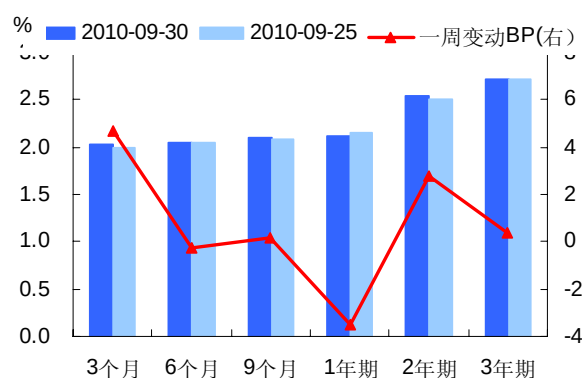


资料来源：WIND，兴业证券研发中心

### 央票到期收益率、央票发行利率

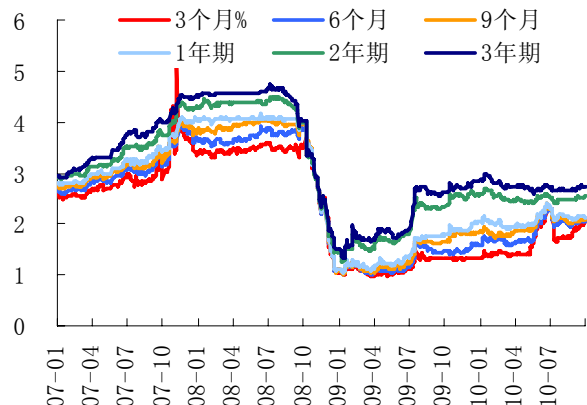
过去一周（9月25日-9月30日），央票到期收益率涨跌互现，总体表现平稳；央票发行利率维持不变。

图 24 央票到期收益率周变化



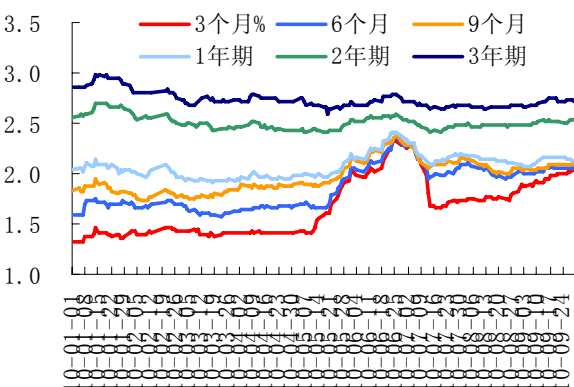
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 25 2007 年以来央票到期收益率



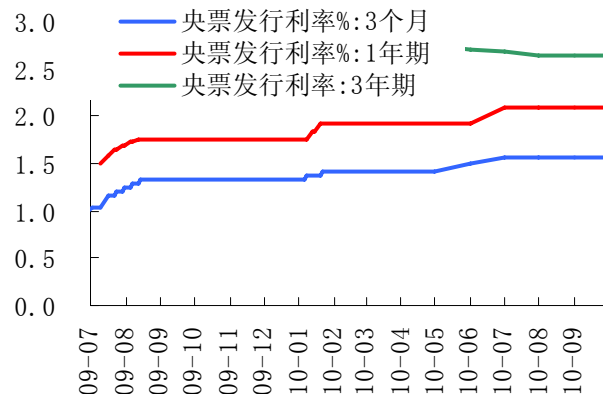
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 26 2010 年以来央票到期收益率



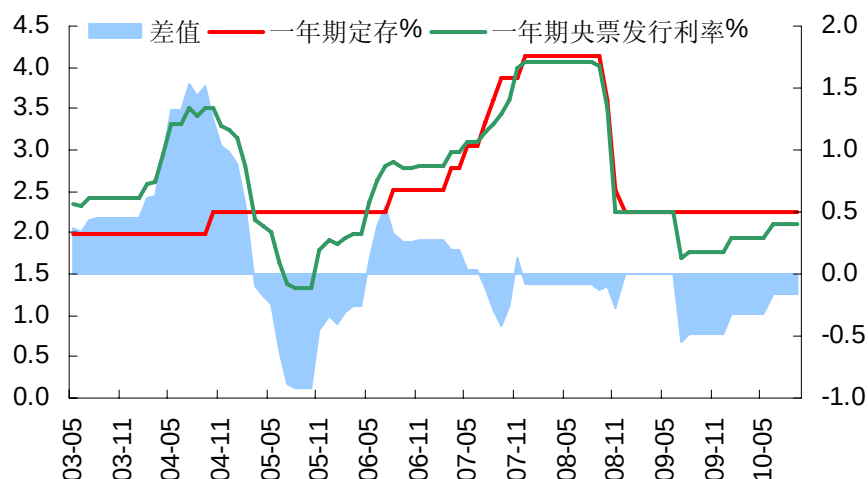
资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 27 央票发行利率



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

图 28 一年期央票发行利率与一年期定存

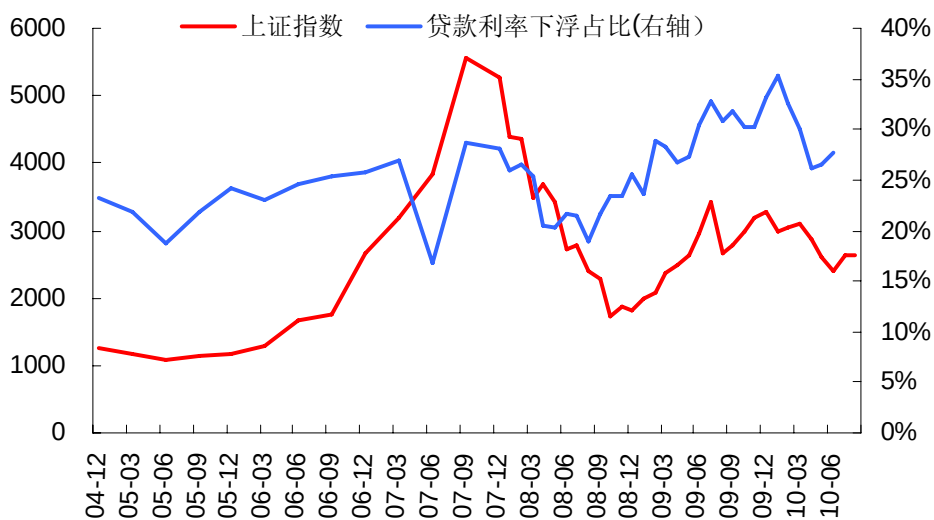


资料来源：CEIC，兴业证券研发中心

### 执行贷款利率占比

历史上看，上证指数与执行贷款基准利率下浮占比正相关。贷款利率下浮占比数据今年3-5月份期间大幅下降，资金面偏紧是导致二季度股市大幅调整的原因之一，6月份贷款下浮占比小幅回升，结合银行研究员的调研，年内资金面最紧张的阶段已经过去。

图 29 贷款利率下浮占比与上证指数正相关



资料来源：兴业证券研发中心

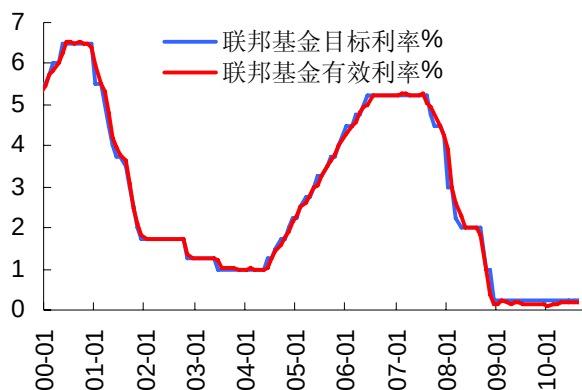
## 海外资金价格跟踪:

近期(9月27日-10月4日),美国联邦基金有效利率、30天资产担保商业票据收益率先降后升;受流动性供给回落的影响,欧元区 EONIA 及 EURIBOR 利率近期出现较大幅度升幅,截止10月4日,3个月期限 EURIBOR 创09年7月以来的最高值,达0.953%,但仍低于1%欧元区再融资利率。

3个月 LIBOR 利率,加拿大、美国、澳大利亚、英国、日本等经济体走平,欧元区明显上升;隔夜拆借率与基准利率利差,欧元区明显上升,英国、美国小幅上升,其余经济体平稳。

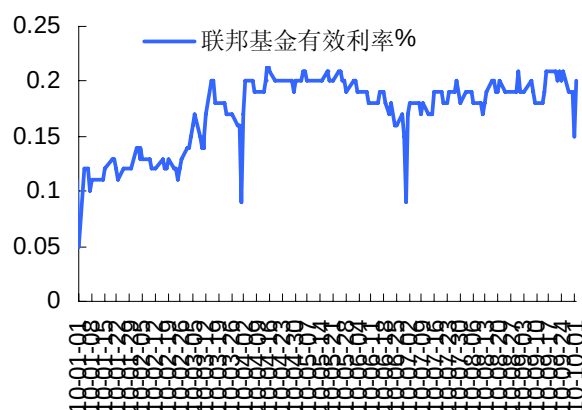
同期,主要经济体10年期国债收益率涨跌互现,澳大利亚上升,欧元区走平,其余经济体略降。

图 30 联邦基金目标利率与有效利率



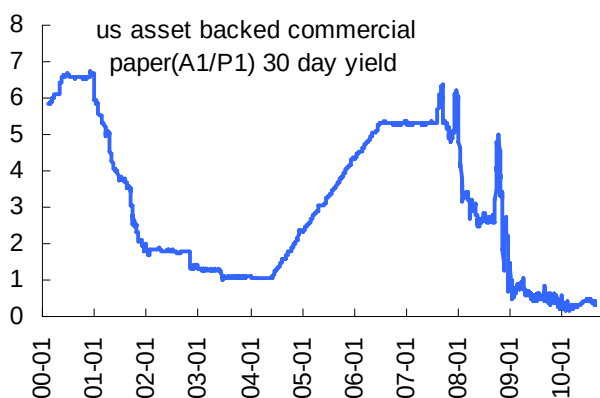
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 31 2010 年以来联邦基金有效利率



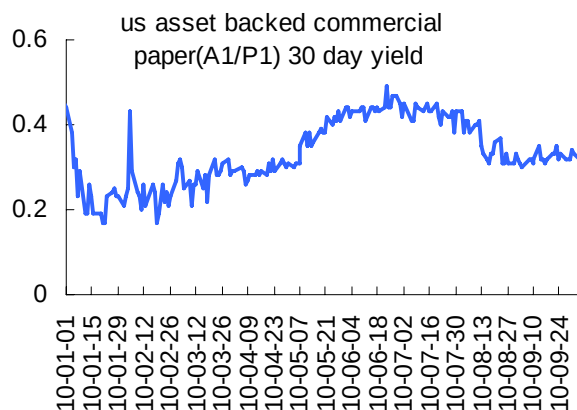
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 32 美国资产担保 30 天商业票据收益率



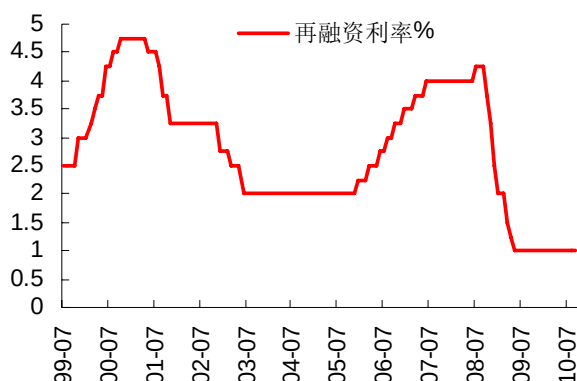
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 33 美国资产担保 30 天商业票据收益率 10 年来



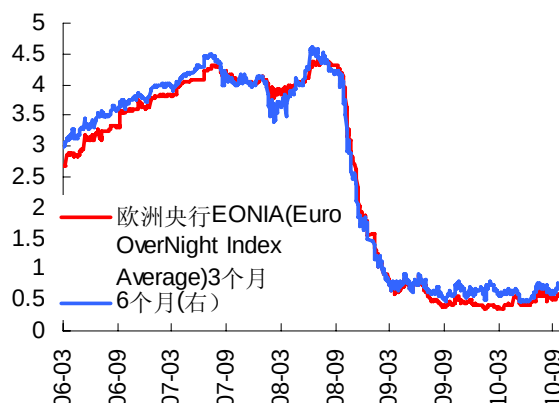
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 34 欧元区再融资利率



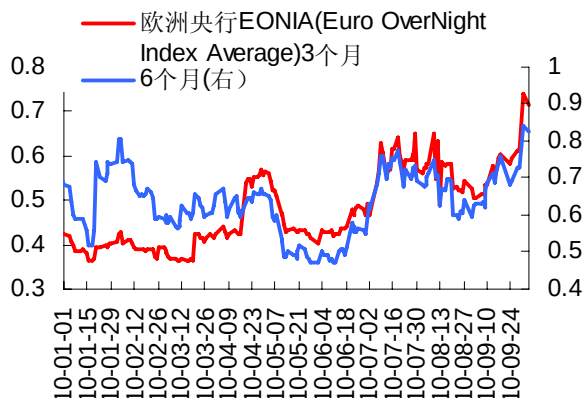
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 35 欧洲央行 EONIA 利率



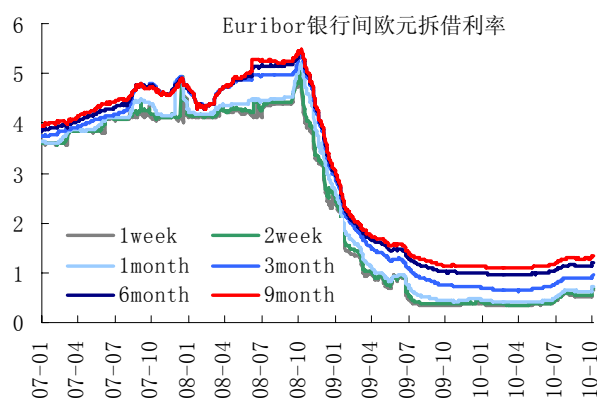
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 36 2010 年以来欧洲央行 EONIA 利率



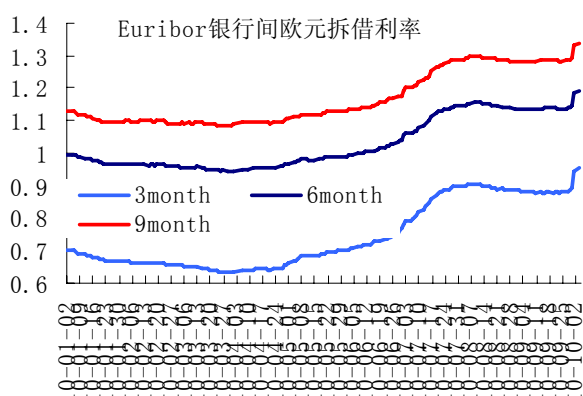
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 37 2007 年以来 EURIBOR 各期限利率



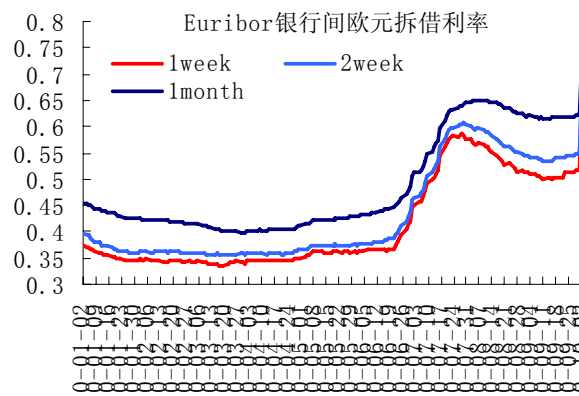
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 38 2010 年以来 EURIBOR3 个月以上利率



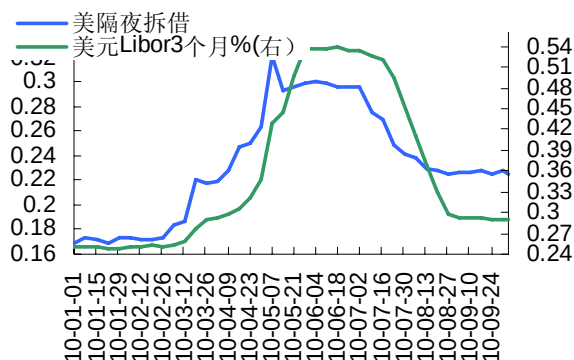
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 39 2010 年以来 EURIBOR3 个月以下期限利率



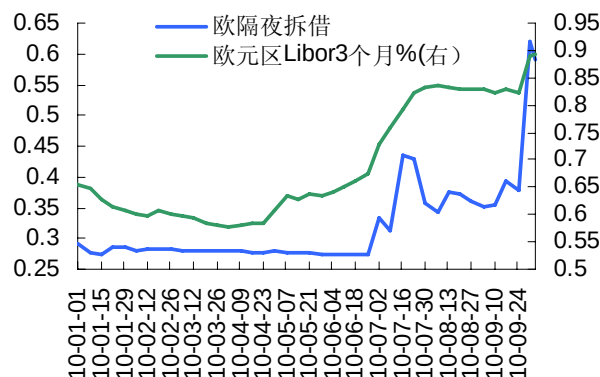
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 40 美国隔夜拆借与 3 个月 LIBOR



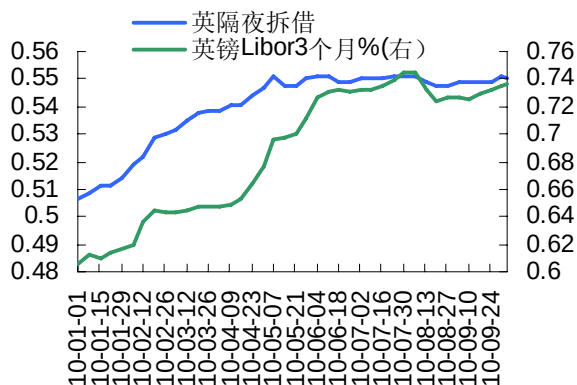
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 41 欧元区隔夜拆借与 3 个月 LIBOR



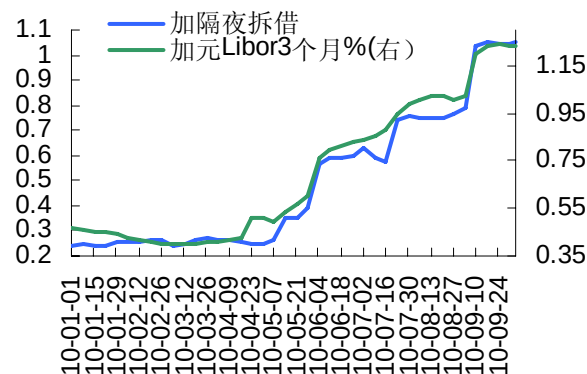
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 42 英国隔夜拆借与 3 个月 LIBOR



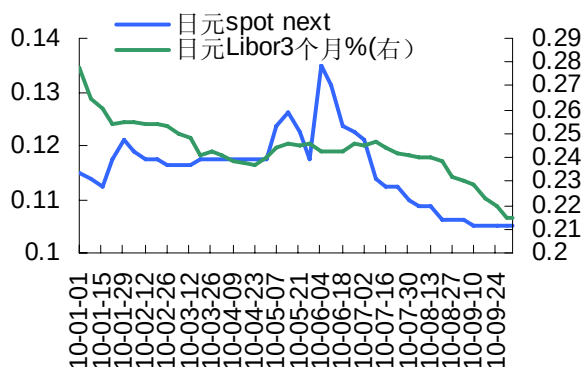
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 43 加拿大隔夜拆借与 3 个月 LIBOR



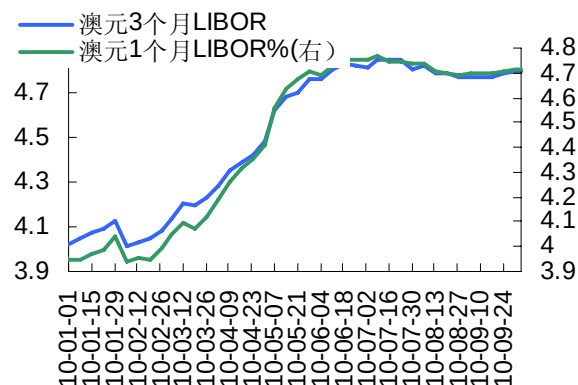
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 44 日元 SPOT NEXT 与 3 个月 LIBOR



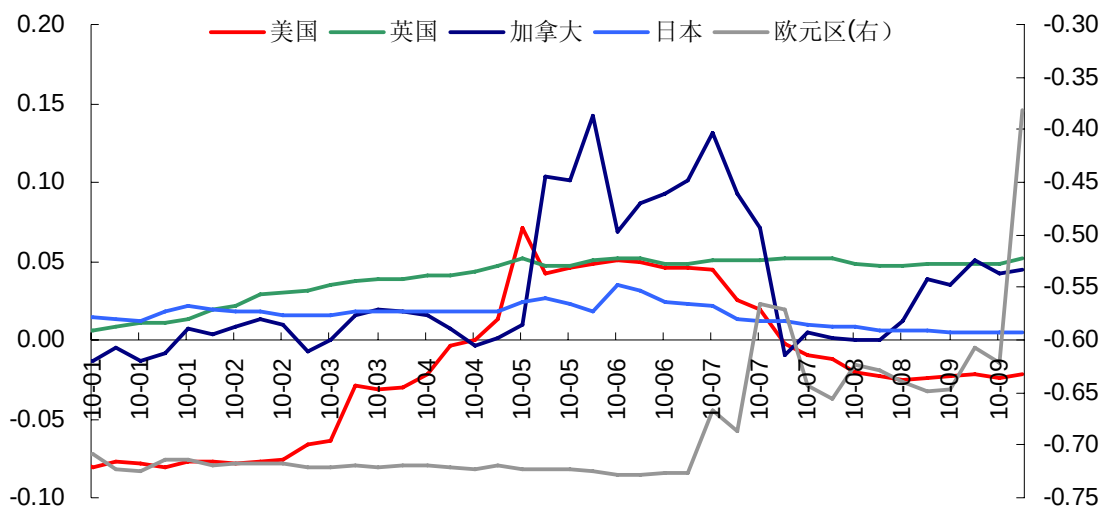
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 45 澳大利亚 1 个月与 3 个月 LIBOR



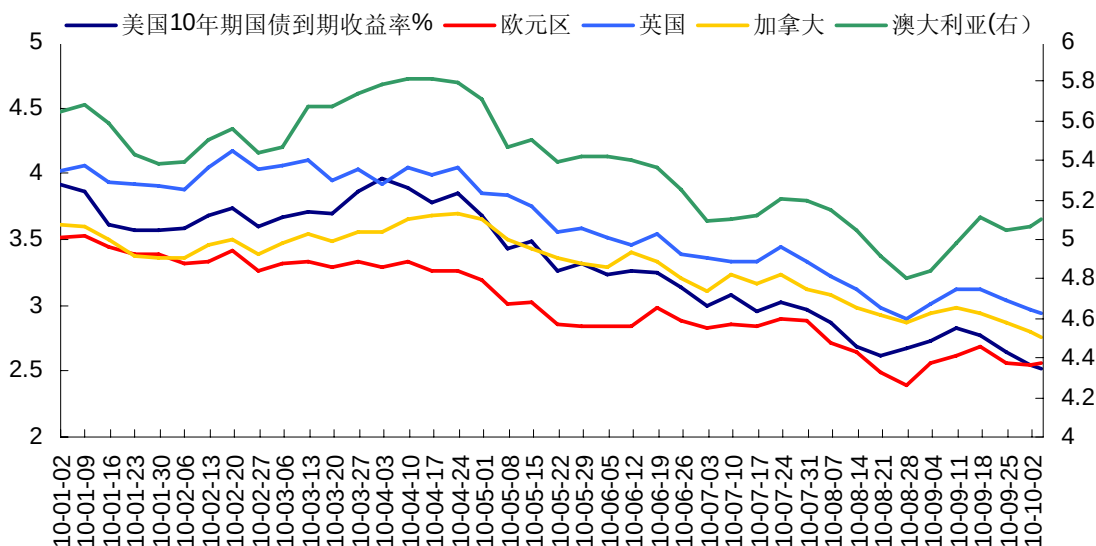
资料来源: Bloomberg、兴业证券研发中心

图 46 主要经济体银行隔夜拆借利率与基准利率利差



资料来源：Bloomberg，兴业证券研发中心

图 47 主要经济体 10 年期国债到期收益率



资料来源：Bloomberg，兴业证券研发中心



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 重要声明

兴业证券系列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。