

资金价格飙升将倒逼央行加息



报告发布日期 2011 年 01 月 24 日 星期一

上周最值得关注的流动性数据及相关事件：

- 1、 央行上周停发央票，银行间质押式回购利率以及 shibor 利率都出现大幅飙升
- 2、 上周五银行间市场 7 天回购加权平均利率更是再创三年新纪录，收报 7.50%，隔夜回购加权平均利率报 5.81%。
- 3、 尽管上周公开市场净投放资金达 2490 亿元人民币，但 20 日是最近一次准备金率上调缴款日，部分商业银行拿不出足够资金缴款，央行启动约 500 亿元定向逆回购操作，向市场投放资金。

东方证券研究所策略团队

王明旭（执业证书编号：S0860209100201）
刘 俊（执业证书编号：S0860208110153）
王晓李（执业证书编号：S0860108081123）
郑文琦（执业证书编号：S0860210030005）

联系人： 王鹏 wangpeng@orientsec.com.cn
樊磊 fanlei@orientsec.com.cn

一周数据重要变化	东方策略评论
受准备金缴款和春节假期双重因素影响，加上央行逆回购对市场心理层面冲击，20 日市场资金利率在前一交易日大涨的基础上再度飙升。7 天回购加权平均利率再创三年新高。	货币政策快速连续紧缩的主基调已经确立，春节前资金利率高位运行基本已成定局，短期内市场资金面紧张状况难以缓解。
1 年期和 3 个月期央票利率虽然已连续 3 周上行，但当前 2.7221%和 2.2588%的发行利率，仍大大低于二级市场收益率 50 和 60 个基点以上。央行上周暂停央票发行。	央票一二级市场利差倒挂严重并且幅度不断扩大，已经对央票发行造成了巨大的负面影响，最终的结果只能由加息来解决。

一周流动性观测：

- 紧缩货币政策累积效应初步显现，货币市场流动性紧张状况不断恶化，资金价格上涨速度已经超过去年年末加息前夕。央行上周停发央票之后，银行间质押式回购利率以及 shibor 利率都出现大幅飙升。上周五，21 天和 1 月期品种加权平均利率收盘均超过 7%，14 天和 3 月期品种加权平均利率分别报收 6.92%和 6.94%。7 天回购加权平均利率更是再创三年新纪录，收报 7.50%。多数机构不论期限品种，直接报价在 7%甚至 8%，因此各期限品种普遍都成交在高位。事实上，存款准备金缴款时点 1 月 20 日已过，但资金面紧张局面仍在恶化，仅用春节备付的理由难以完全解释。其背后更加深刻的原因在于，三个月内四度上调存款准备金率、两次加息的“历史超水平”紧缩货币政策，其累积效应已经初步显现。货币市场流动性紧张状况不断恶化，资金价格上涨速度已经超过去年年末加息前夕。
- 央票一二级市场利差严重倒挂状况最终只能由加息解决。1 年期和 3 个月期央票利率虽然已连续 3 周上行，但当前 2.7221%和 2.2588%的发行利率，仍大大低于二级市场收益率 50 和 60 个基点以上。自去年 6 月以来，央票一二级市场收益率开始出现倒挂之后，机构在一级市场认购央票的热情逐步下降，去年 11 月央票发行量演绎高台跳水，从月初的 510 亿直落至月末的 10 亿，此后一直维持低迷的发行状态，直至上周央行暂停央票发行。作为央行进行货币投放和回笼、提供市场基准利率的重要手段，央票一二级市场利差严重倒挂已经影响到了央行正常的公开市场操作。毋庸置疑，尽快加息将是舒缓这一困境的唯一解决方式。
- 春节前后将会成为下一次加息的重要时间节点。我们在近期报告中已经多次重申：从目前情况来看，2011 年央行有望再度以 25 个基点的幅度加息 3—5 次。如果通胀超预期攀升，不排除央行会提高单次加息幅度 50 个基点的可能。央行下一次加息的重要时间节点有望落在春节前后。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

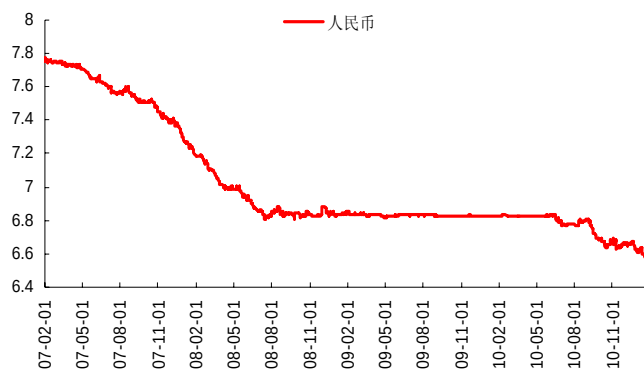
图表目录

图 1：人民币兑美元.....	4
图 2：复旦汇率.....	4
图 3：美元持仓量多空差和美元指数.....	4
图 4：欧元兑美元	5
图 5：日元兑美元	5
图 6：英镑兑美元	5
图 7：澳元兑美元	5
图 8：加元兑美元	5
图 9：港元兑美元	5
图 10：黄金持仓量多空差和 COMEX 黄金指数.....	6
图 11：美国联邦基金利率	7
图 12：欧盟央行.....	7
图 13：英国利率.....	7
图 14：加拿大	7
图 15：澳大利亚.....	7
图 16：日本	7
图 17：中国一年期存款利率	8
图 18：印度	8
图 19：巴西	8
图 20：俄罗斯	8
图 21：美元隔夜以及 3 个月 Libor	8
图 22：欧元隔夜以及 3 个月 Libor	8
图 23：日元 spot next 以及 3 个月 Libor	9
图 24：隔夜以及 3 个月 Libor	9
图 25：美元 Libor OIS 息差 1M 3M	9
图 26：TED 息差	9
图 27：欧元 Libor OIS 息差 1M 3M	9
图 28：英镑 Libor OIS 息差 1M 3M	9
图 29：美国国债收益率曲线	10
图 30：国债利差变化.....	10
图 31：1M,3M,6M,1Y 收益率变化	10
图 32：3Y, 5Y, 7Y, 10Y 收益率变化	10
图 33：外汇储备中不可解释部分	11
图 34：央行票据发行利率	11

图 35：一年期存款利率	11
图 36：大型金融机构准备金率	11
图 37：央行操作净投放量（亿元）	11
图 38：A 股流通市值与 M2 比值（创历史新高）	11
图 39：隔夜、7 日、14 日 Shibor	12
图 40：1 月、1 年 Shibor	12
图 41：银行质押式回购利率	12
图 42：国债收益率曲线	13
图 43：国债期限利差	13
图 44：国债收益率变化 6M、1Y、2Y、3Y	13
图 45：国债收益率变化 5Y、6Y、7Y、8Y	13

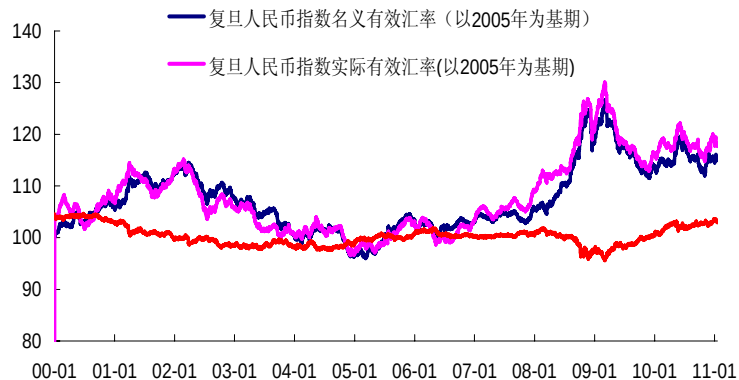
一、国际汇率

图 1：人民币兑美元



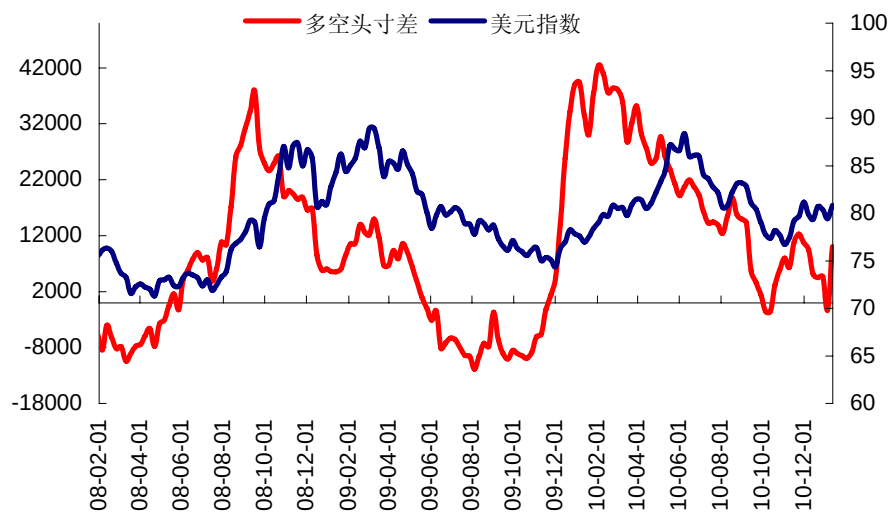
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：复旦汇率



数据来源：复旦金融研究院项目组，东方证券研究所

图 3：美元持仓量多空差和美元指数

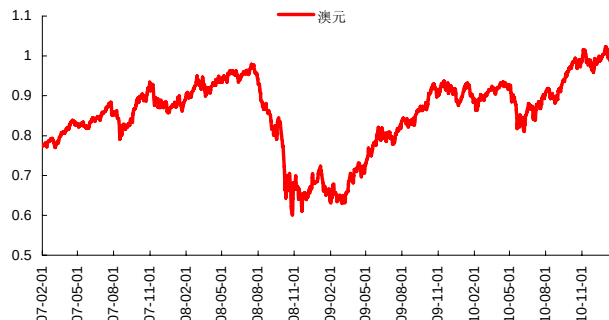
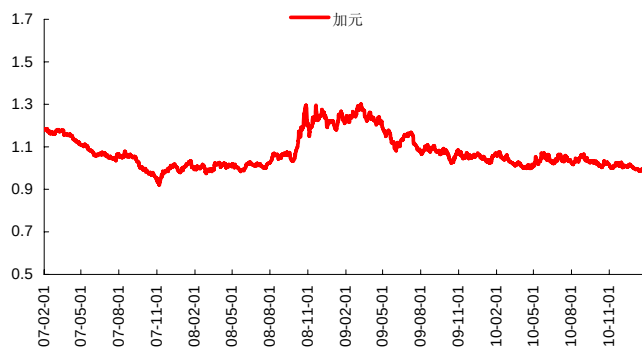
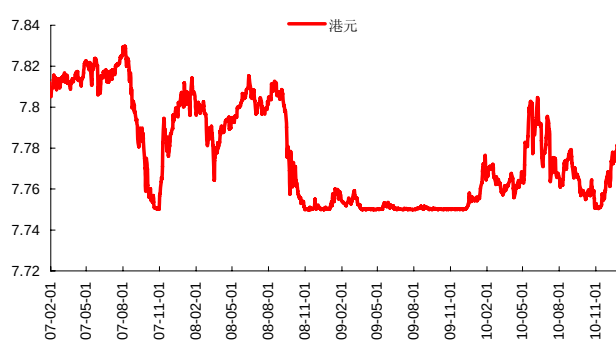


数据来源：CFTC，东方证券研究所收集整理

图 4：欧元兑美元

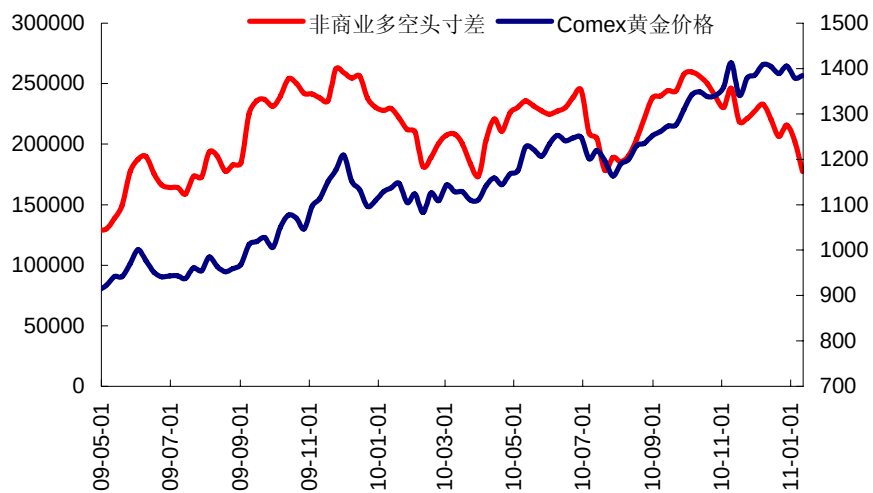
图 5：日元兑美元

图 6：英镑兑美元

图 7：澳元兑美元

图 8：加元兑美元

图 9：港元兑美元


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：黄金持仓量多空差和 COMEX 黄金指数

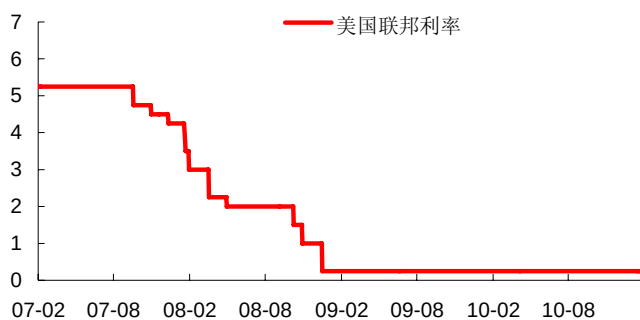


数据来源：CFTC，东方证券研究所收集整理

二、国际资本流动性

1、主要发达国家利率

图 11：美国联邦基金利率



2、金砖四国利率

图 17：中国一年期存款利率

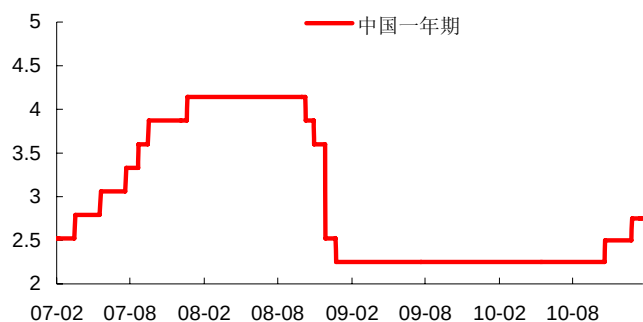


图 18：印度

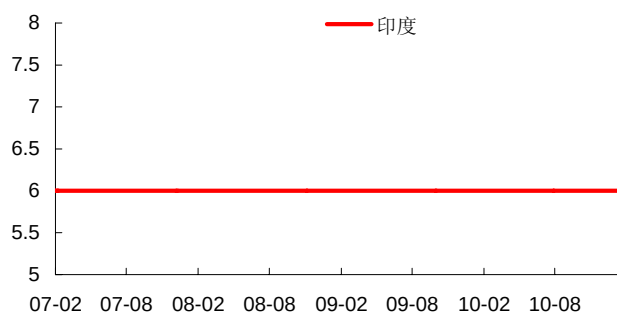


图 19：巴西

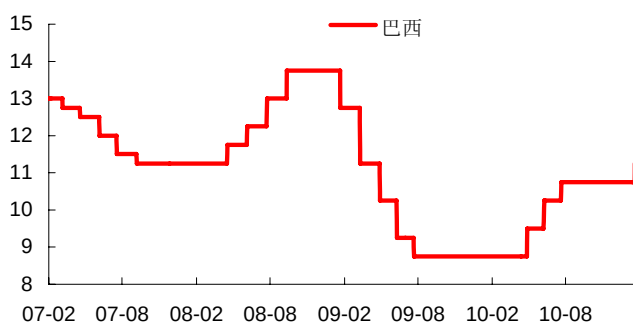
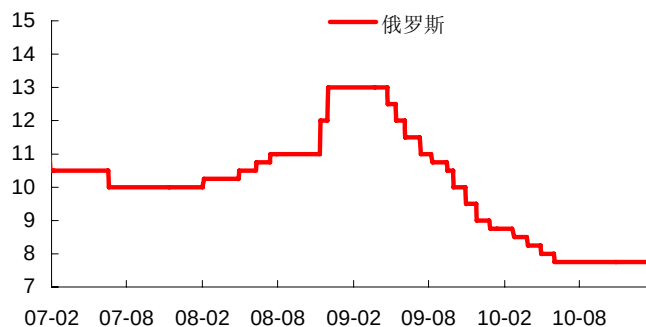


图 20：俄罗斯



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3、国际拆借利率

图 21：美元隔夜以及 3 个月 Libor

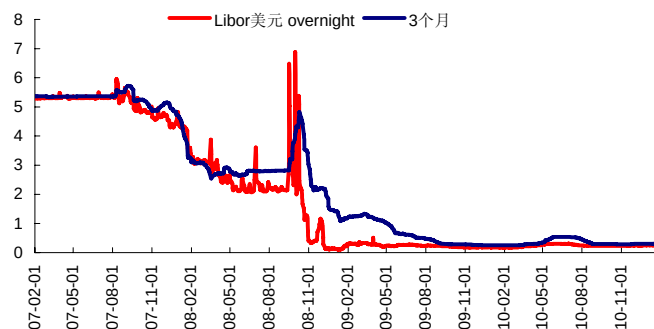


图 22：欧元隔夜以及 3 个月 Libor

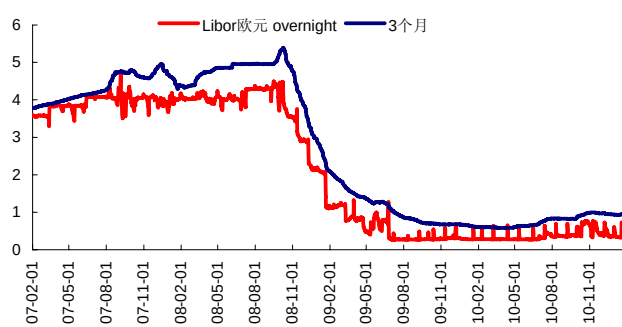
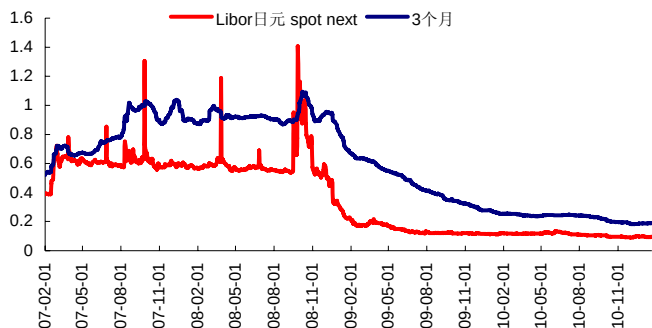
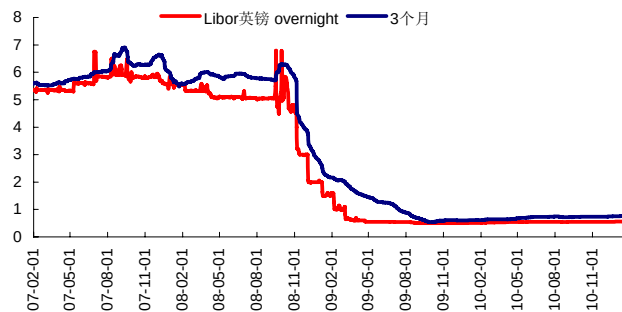
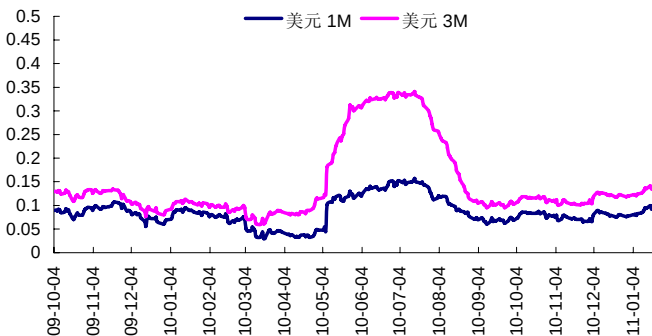
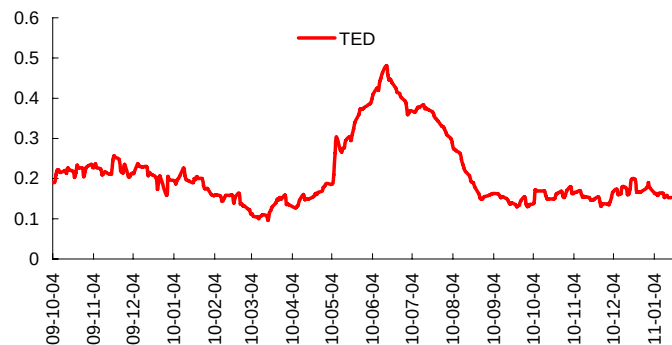
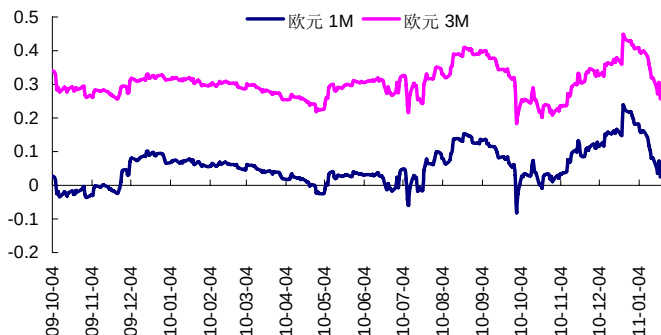
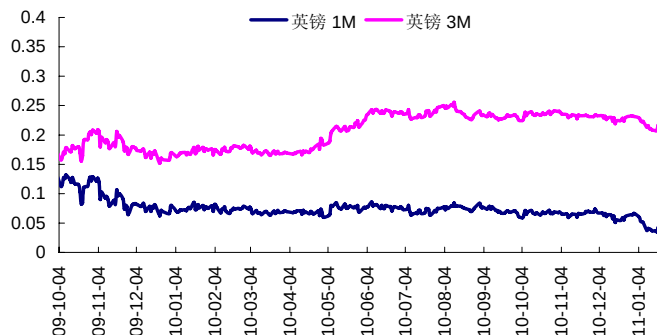


图 23: 日圆 spot next 以及 3 个月 Libor


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 24: 隔夜以及 3 个月 Libor


3、息差指标

图 25: 美元 Libor OIS 息差 1M 3M

图 26: TED 息差

图 27: 欧元 Libor OIS 息差 1M 3M

图 28: 英镑 Libor OIS 息差 1M 3M


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

4、美国国债收益率

图 29：美国国债收益率曲线

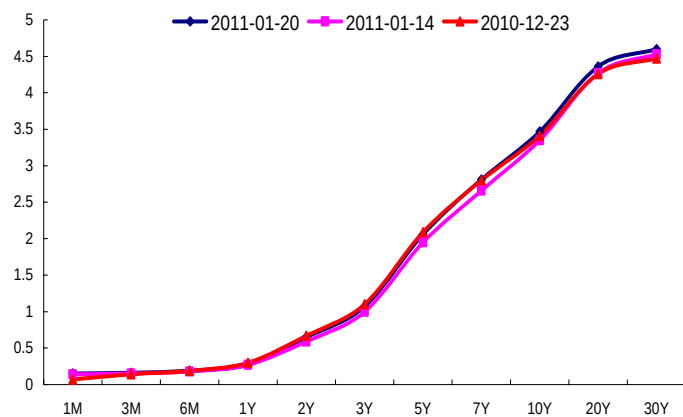


图 30：国债利差变化

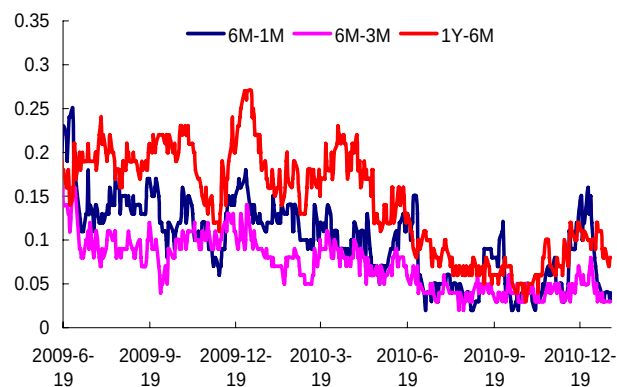


图 31：1M,3M,6M,1Y 收益率变化

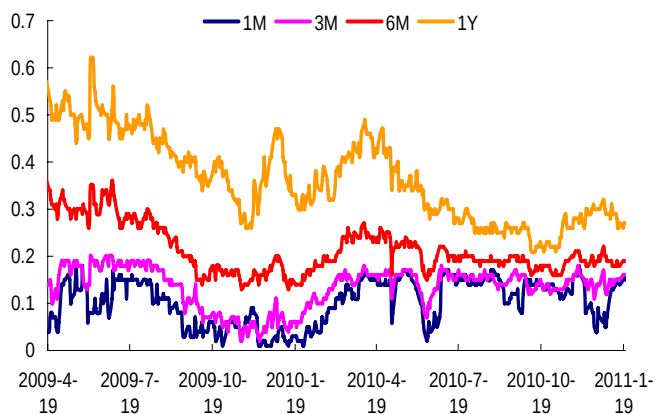
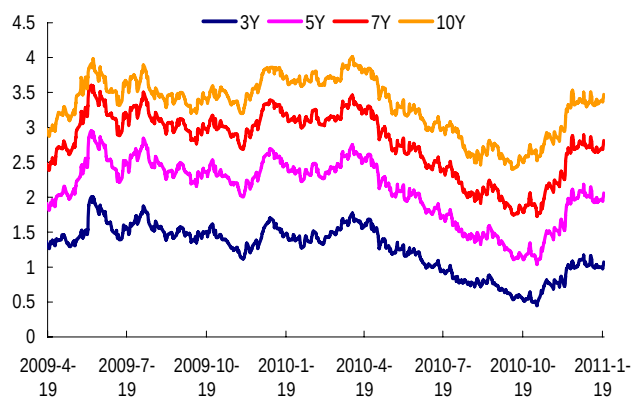


图 32：3Y, 5Y, 7Y, 10Y 收益率变化



数据来源：WIND，东方证券研究所

三、中国资本市场流动性

1、海外热钱和央行操作

图 33：外汇储备中不可解释部分

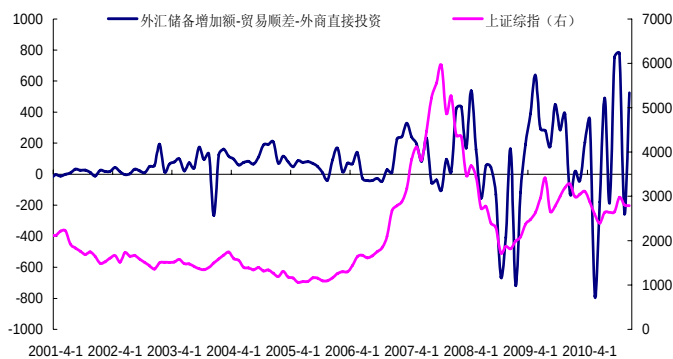


图 34：央行票据发行利率

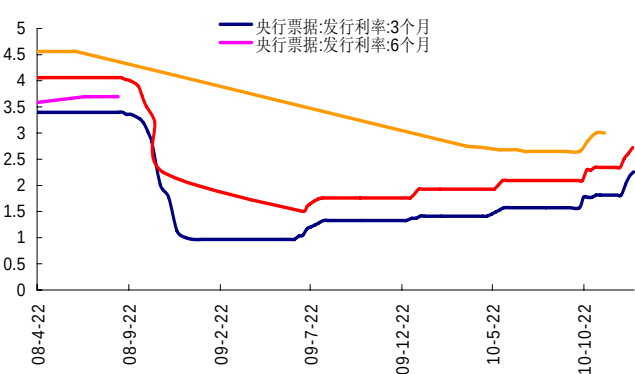


图 35：一年期存款利率

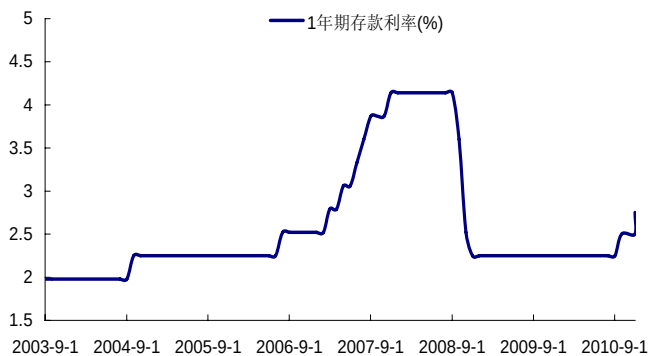


图 36：大型金融机构准备金率

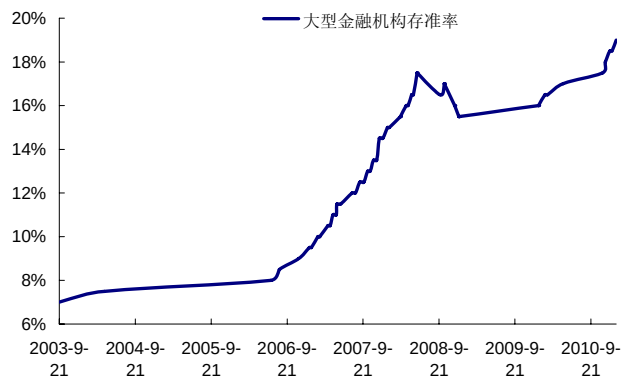


图 37：央行操作净投放量（亿元）

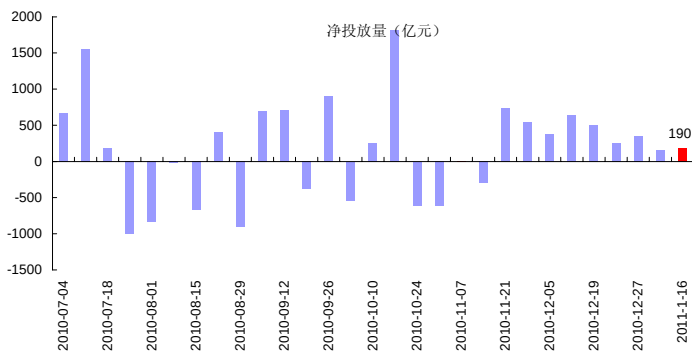
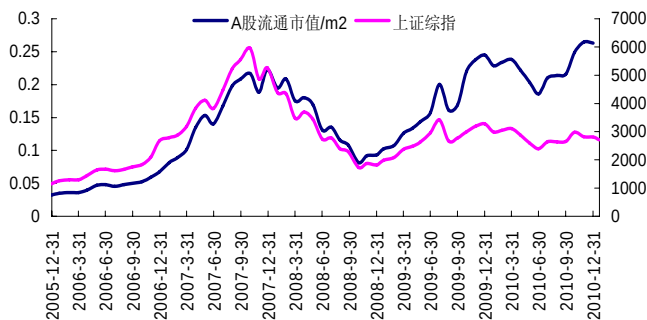


图 38：A 股流通市值与 M2 比值（创历史新高）



数据来源：WIND，东方证券研究所

2、资本市场利率

图 39：隔夜、7 日、14 日 Shibor

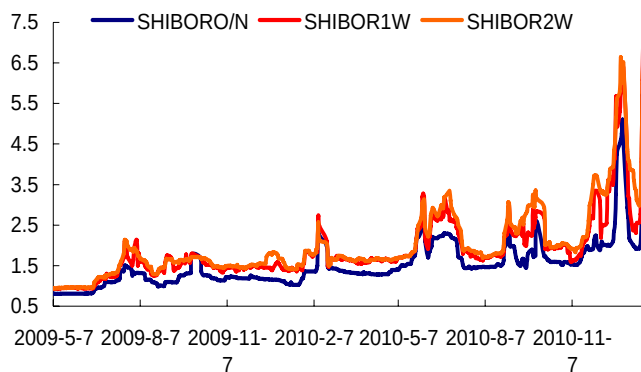
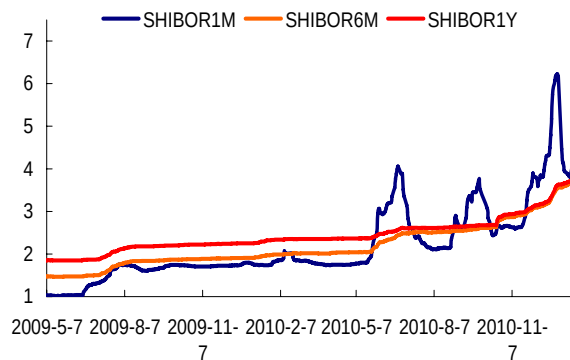
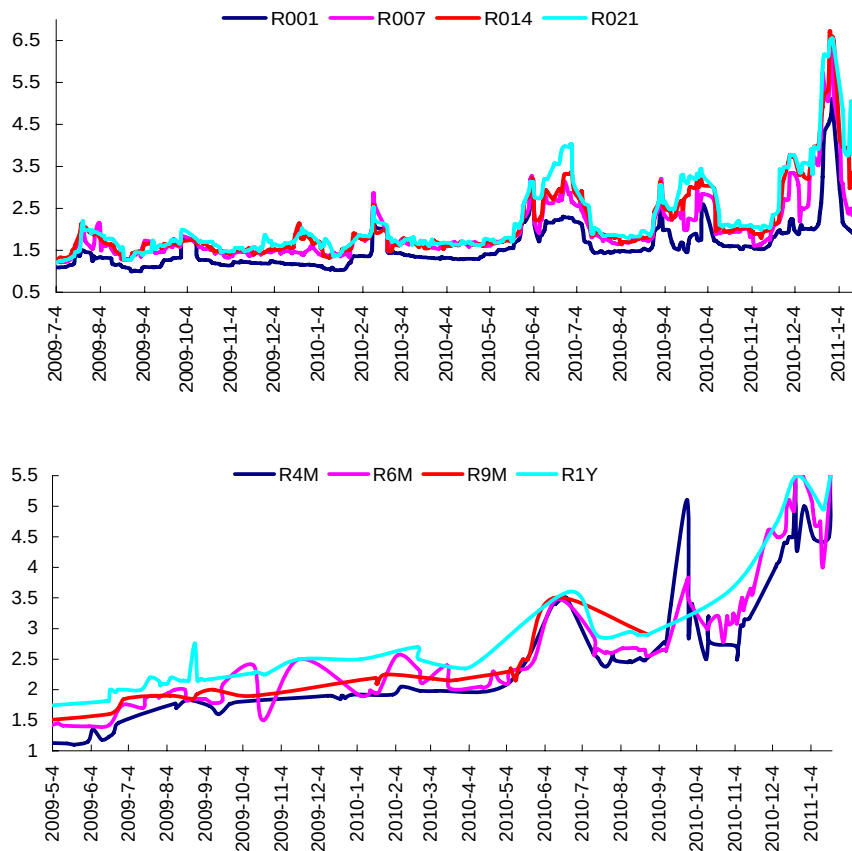


图 40：1 月、1 年 Shibor



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 41：银行质押式回购利率



数据来源：WIND，东方证券研究所

3、国债利率

图 42：国债收益率曲线

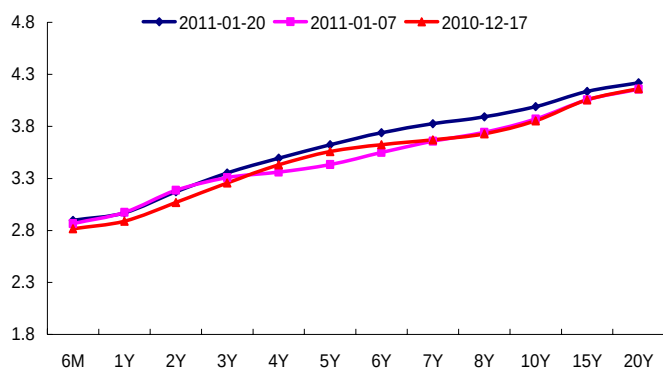


图 43：国债期限利差

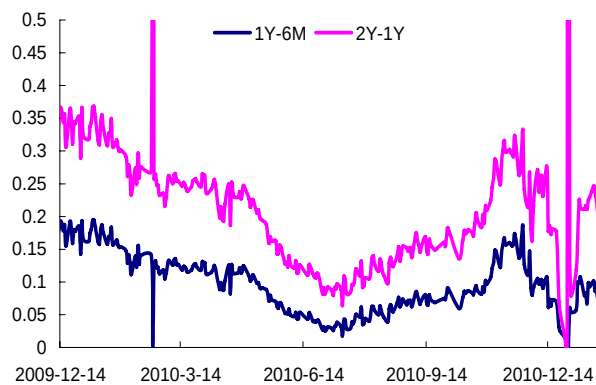


图 44：国债收益率变化 6M、1Y、2Y、3Y

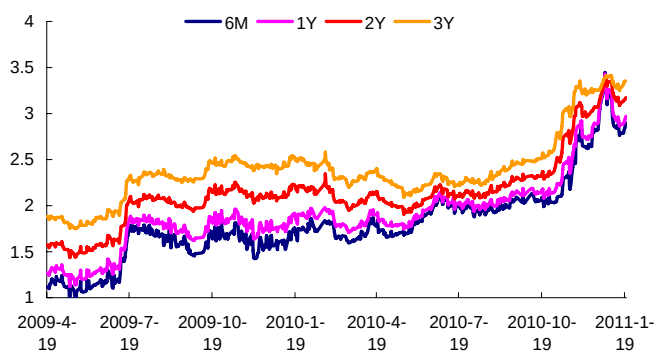
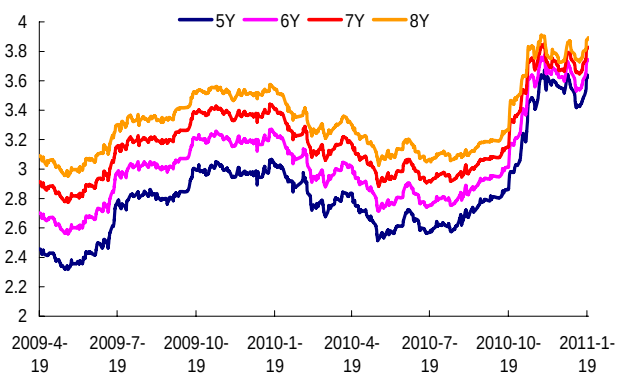


图 45：国债收益率变化 5Y、6Y、7Y、8Y



数据来源：WIND，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn