

2011 年 9 月 19 日

资金流动周刊

本周话题：保证金新规不会直接限制票据承兑等表外担保业务规模

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

本周票据贴现利率出现大幅上涨，与银行间市场资金利率下行趋势相左。票据贴现利率为二级市场转让利率，银行贴现票据买入规模被计入当期贷款规模，因此更多的是反映了信贷额度的紧张程度，而非完全反映银行间市场的流动性状况。今年 5 月份以来，随着监管当局对票据转贴和回购业务中违规操作的关注，通过票据回购隐藏贷款的行为逐渐减弱，新增贷款中票据贴现融资的规模逐渐增长，7 月份新增票据融资 646 亿元，8 月份新增 917 亿元，在新增贷款中占比快速提高。由此造成票据贴现利率的持续攀升。

从直接效果来说，央行新规不会对票据承兑规模产生抑制作用。但是，由于保证金存款计入了一般存款范围之后，整体货币乘数下降。对应同样的基础货币供应，货币扩张受到限制，假定一般贷款增长因素不变，可用于支撑承兑汇票的保证金存款规模下降，因此会限制汇票承兑规模。在实际操作中，首先基础货币的控制无法紧缩到极限，其次目前全系统票据保证金比例在 50% 左右，距离 20% 的政策下限仍有很大空间。因此，只要稍微下调保证金比例，同样的存款就可以支撑较大的承兑规模。银行承兑汇票作为表外担保业务的一种，需要占用银行的风险资本，纳入银行的统一授信管理，因此其规模主要受制于银行的风险偏好和资本充足率水平。

银行间市场：央行通过多种手段保持流动性在中性水平，预计短期资金利率多数时间在 4%-5% 之间波动。

图表 1. 本周关键指标 (2011.09.12-2011.09.18)

指标名称	本周数据	比上周变动
本周公开市场操作	投放 70 亿	少投放 930 亿
人民币 7 天回购利率	3.32	-31 个基点
人民币 3 月期 IRS	4.41	-27 个基点
人民币 5 年国债利率	3.95	+4 个基点
人民币对美元汇率	6.3797	-125 个基点
美元对欧元汇率	1.3796	+140 个基点
美元非商业投机头寸	多头 11,784 (注)	减少 13,644 张合约
黄金价格	1,812.5 美元	-44.6 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 70 亿元，利率稳定。其中，3 月期票据发行 20 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%。本周同时进行 7 天正回购 800 亿元，利率为 2.70%；进行 28 天正回购 300 亿元，利率持平在 2.80%；进行 3 月期正回购 100 亿元，利率持平在 3.16%。

9 月份内公开市场投放资金已经达到 1,330 亿元，未来两周到期资金仍然达到 1,090 亿元，而估算准备金基数调整带来的上缴规模 9 月份在 1,500 亿左右。考虑到大盘股的发行和国庆长假期间现金需求的增加，央行在 9 月份没有通过主动操作来回笼基础货币。在外汇占款持续流入的情况下，银行间市场流动性相对宽松，我们估算 9 月末超储水平在 1.2%-1.5% 之间。

本周票据贴现利率出现大幅上涨，与银行间市场资金利率下行趋势相左。中国票据网统计的日平均成交利率在周四一度高达 12.45% 的高位，创出本轮紧缩以来的新高。票据贴现利率为二级市场转让利率，银行贴现票据买入规模被计入当期贷款规模，因此更多的是反映了信贷额度的紧张程度，而非完全反映银行间市场的流动性状况。今年 5 月份以来，随着监管当局对票据转贴和回购业务中违规操作的关注，通过票据回购隐藏贷款的行为逐渐减弱，新增贷款中票据贴现融资的规模逐渐增长，7 月份新增票据融资 646 亿元，8 月份新增 917 亿元，在新增贷款中占比快速提高。由此造成票据贴现利率的持续攀升。

信贷资金收紧之后，作为贸易融通过程中货币替代的金融工具，银行承兑汇票的规模保持在较高水平，上半年承兑汇票新增规模达到 1.33 万亿，比去年同期下降 3.2%，远低于同期新增贷款 10% 的降幅。新增票据承兑规模约占同期新增贷款的三分之一，在全部社会融资规模中占比达到 17.1%，比 2010 年的 16.3% 进一步上涨。央行曾规定票据承兑的保证金比例不低于 20%，而在目前银行的实际操作中，保证金收取比例在 50% 附近，在实际操作中起到了放大银行免交存款准备金的存款基数的效果。2011 年以来，银行系统的保证金存款规模从 1 月份的 3.62 万亿增长到 7 月份的 4.42 万亿，其中 70% 以上是来自于承兑汇票的保证金存款。增速在 20% 以上，远超过其他存款增速水平。

为此，央行在8月份推出将保证金存款纳入存款准备金征收范围的政策，其主要目的是为了完善存款准备金制度，这是在存准率上调空间不大的情况下回笼基础货币的一种替代工具。从直接效果来说，央行新规不会对票据承兑规模产生抑制作用，因为虽然都是信用扩张，但银行承兑汇票作为表外业务，并不需要基础货币的支撑。但是，由于保证金存款计入了一般存款范围之后，整体货币乘数下降。对应同样的基础货币供应，货币扩张受到限制，假定其他条件不变，可用于支撑承兑汇票的保证金存款规模下降，因此会限制汇票承兑规模。

而在实际操作中，首先基础货币的控制无法紧缩到极限，其次，目前全系统票据保证金比例在50%左右，距离20%的政策下限仍有很大空间，因此，只要稍微下调保证金比例，同样的存款就可以支撑较大的承兑规模。银行承兑汇票作为表外担保业务的一种，需要占用银行的风险资本，纳入银行的统一企业授信管理，因此其规模主要受制于银行的风险偏好和资本充足率水平。

银行间资金利率

银行间市场1周回购利率报收于3.32%，比上一周下降31个基点。3月期央票利率比上周下降21个基点，报收3.26%，3月期IRS利率下降27个基点，报收于4.41%，商业票据利率大幅攀升264个基点，周四一度达到12.45%的高位，创出历史新高，周五报收于11.32%。

央行通过各种手段保持流动性在中性水平，短期资金利率多数时间估计将在4%-5%之间波动。

图表2. 本周公开市场操作 (2011.09.12-2011.09.18)

央行票据发行	数量(亿)	利率(%)	比上周变动 (亿, 基点)	
3月期	20	3.1618%	(20)	0
1年期	100	3.5840%	70	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	800	2.7000%	600	80
28天正回购	300	2.8000%	(190)	0
3月期正回购	100	3.1600%	100	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 (2011.09.05-2011.10.16)

(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-
9.5-9.11	930	(690)	830	(70)	1,000
9.12-9.18	490	(1,200)	900	(120)	70
9.19-9.25	0	800	0	-	800
9.26-10.2	290	-	0	-	290
10.3-10.9	300	1,090	0	-	1,390
10.10-10.16	680	800	0	-	1,480

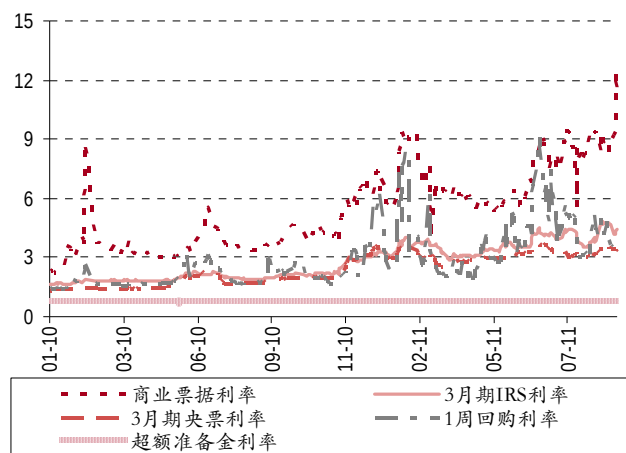
资料来源: 中国债券信息网、万得、中银国际研究

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(%)	3.32	3.26	4.41	11.32
过去一周变动(基点)	(31)	(21)	(27)	264
自年初变动(基点)	232	221	336	937
250 天最大值	9.11	3.68	4.82	12.45
250 天最小值	1.61	1.87	2.07	3.78
250 天均值	3.67	2.91	3.40	6.63
250 天标准差	1.67	0.49	0.68	1.66
ZScore	(0.21)	0.71	1.49	2.83
250 周最大值	10.04	4.30	4.73	11.32
250 周最小值	0.88	0.99	0.82	1.40
250 周均值	2.49	2.43	2.54	4.55
250 周标准差	1.35	0.90	0.90	2.26
ZScore	0.61	0.92	2.08	3.00

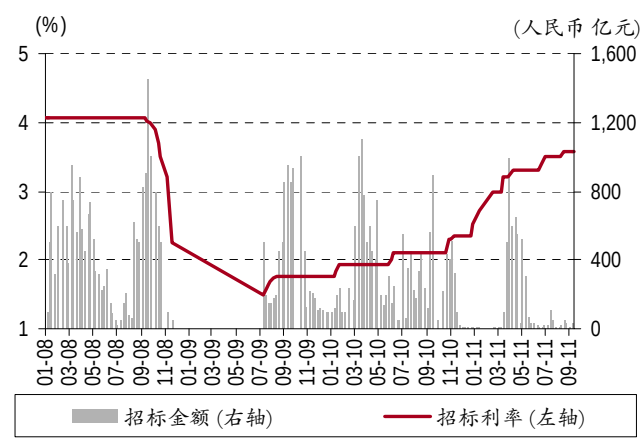
资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

图表 5. 人民币货币市场短期利率走势



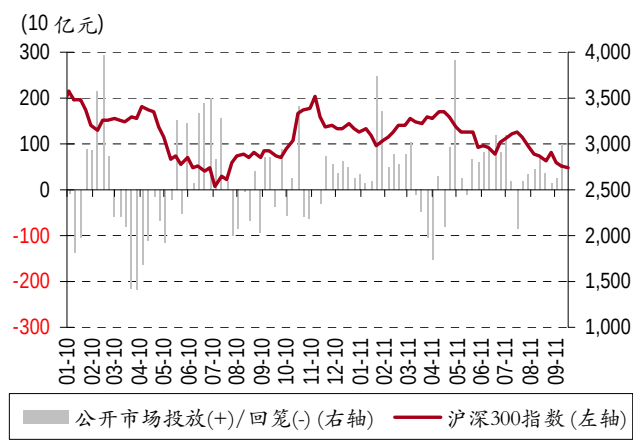
资料来源: 彭博资讯、中国票据网、中银国际研究

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上升 4 个基点,报收于 3.95%,10-2 年期利差比上周进一步下降到 11 个基点。美国 5 年期国债利率上升 11 个基点,报收于 0.91%, 10-2 年期利差上升到 188 个基点。欧洲 5 年期国债利率上升 15 个基点,报收于 1.01%, 10-2 年期利差下降到 135 个基点。

欧洲央行联合美、英、瑞士和日本央行联手注入流动性,市场紧张气氛稍有缓解,国债利率回升。

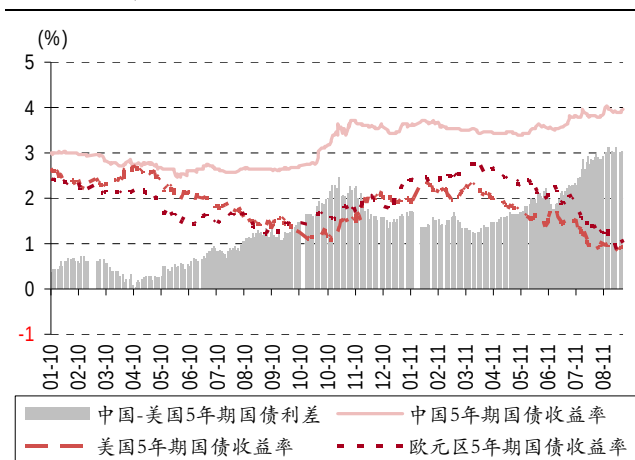
图表 8.国债收益率曲线指标

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(%)	3.95	0.11	0.91	1.88	1.01	1.35	3.04	(1.77)
过去一周变动(基点)	4	(3)	11	13	15	(3)	(7)	(17)
自年初变动(基点)	37	(40)	(110)	(82)	(83)	(75)	147	41
250 天最大值	4.04	1.42	2.39	2.86	2.81	2.13	3.11	(0.78)
250 天最小值	2.66	0.08	0.80	1.75	0.87	1.28	1.19	(2.29)
250 天均值	3.51	0.71	1.65	2.49	2.00	1.59	1.86	(1.78)
250 天标准差	0.29	0.32	0.43	0.29	0.48	0.21	0.51	0.44
ZScore	1.49	(1.87)	(1.72)	(2.10)	(2.06)	(1.13)	2.32	0.01
250 周最大值	3.96	2.04	2.83	2.89	2.95	2.30	3.10	(0.46)
250 周最小值	1.78	0.09	0.80	1.25	0.87	0.98	(0.45)	(2.26)
250 周均值	2.96	1.24	1.96	2.41	2.13	1.79	0.99	(1.32)
250 周标准差	0.51	0.53	0.46	0.35	0.44	0.31	0.76	0.55
ZScore	1.95	(2.15)	(2.27)	(1.52)	(2.52)	(1.44)	2.70	(0.81)

资料来源: 中国债券信息网、彭博资讯、中银国际研究

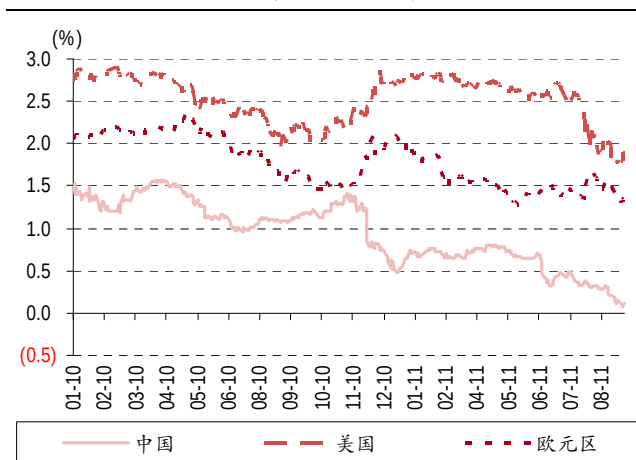
注: 本周因为数据源调整, 所以人民币利率历史数据也有所调整。

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 76.6，比上周下降 0.77%；欧元对美元报收于 1.3796，对美元升值 1.03%。上周二，芝加哥商品交易所美元指数期货非商业投机多头仓位大幅上升，截至周三净多头仓位为 11,784 张合约，比上周增加 13,644 张合约。

黄金价格小幅下跌，报收于 1,812.5 美元，比上周下降 44.6 美元；石油价格小幅上涨，报收于 87.96 美元，比上周上升 0.72 美元。

人民币对美元汇率下降 125 个基点，报收于 6.3797，升值 0.2%；对欧元汇率下降 624 个基点，报收于 8.8362，升值 0.7%；1 年期 NDF 报收于 6.3225，较上周上升 149 个基点，市场预期人民币未来 1 年升值幅度为 0.9%。港币银行间结余稳定，货币基础增长，比上周增加 2.52 亿港币，港币对美元汇率报收于 7.80，比上周上升 60 个基点。

美国经济数据方面，各项通胀指标在周内公布，显示虽然大宗商品价格有所回落，稳定了生产资料价格，但终端消费者面临的通胀压力持续攀升。8 月份，进口物价指数同比增长 13.0%，高于预期值 12.5%，比 7 月份的 13.8% 有所回落；生产者物价指数同比增长 6.5%，与预期一致，也低于 7 月份 7.2% 的涨幅；消费者物价指数同比增长 3.8%，高于预期值和上月值 3.6%，核心消费者价格指数同比增长 2.0%，高于预期值 1.9%，也高于上月值 1.8%。设备利用率从 7 月份的 77.3% 进一步攀升到 77.4%，工业生产增长 0.2%，比 7 月份增长 0.9% 有所回落，但高于预期值增长 0.0%。

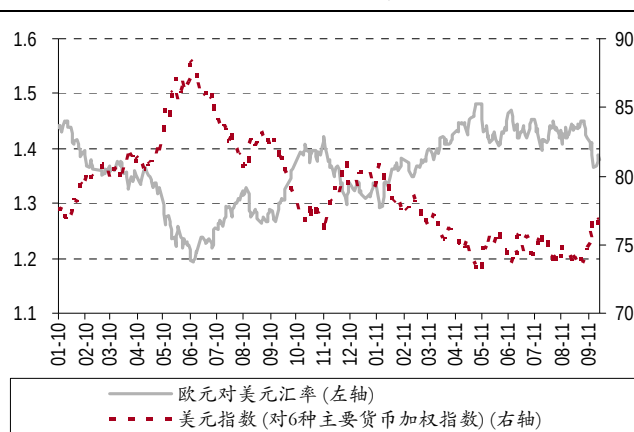
欧洲央行联合美、英、瑞士和日本央行联手注入流动性，在 2011 年年底之前，将接受合格抵押品作为担保，分三次通过固定利率回购协议为商业银行注入流动性资金，以缓解因为法国三大商业银行被降级带来的市场恐慌。美元指数涨势稍缓，但欧债问题仍未得到实质性解决，对希腊的援助被推迟到 10 月份。

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	6.3225	6.3797	8.8362	76.60	1.3796	87.96	1,812.50
过去一周变动(基点/ 美元)	149	(125)	(624)	(59)	140	0.72	(44.60)
过去一周变动(%)	(0.24)	0.20	0.70	(0.77)	1.03	0.83	(2.40)
自年初变动(基点)	(1,163)	(2,430)	3	(243)	412	(3.42)	391.10
自年初变动(%)	1.81	(3.67)	0.34	(3.07)	3.08	(3.74)	27.52
250 天最大值	6.5655	6.7907	9.6445	81.20	1.4830	113.93	1888.70
250 天最小值	6.2605	6.3797	8.5567	72.93	1.2907	74.71	1290.50
250 天均值	6.4080	6.5558	9.1181	76.56	1.3967	92.84	1479.84
250 天标准差	0.06	0.10	0.24	2.11	0.04	8.99	145.29
ZScore	(1.34)	(1.78)	(1.15)	0.02	(0.38)	(0.54)	2.29
250 周最大值	7.4905	6.9498	10.9261	88.51	1.5938	145.29	1874.40
250 周最小值	6.2665	6.3896	8.2703	71.66	1.1967	33.87	606.90
250 周均值	6.7553	6.7466	9.3565	79.33	1.3928	80.88	1025.79
250 周标准差	0.32	0.14	0.60	4.15	0.09	21.61	292.35
ZScore	(1.37)	(2.65)	(0.87)	(0.66)	(0.15)	0.33	2.69

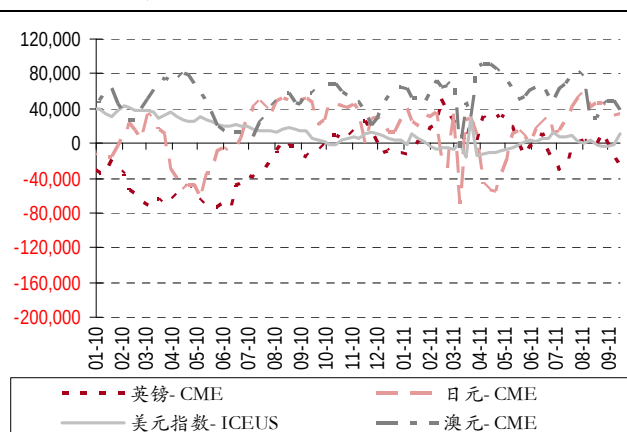
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 12. 美元指数和对欧元汇率



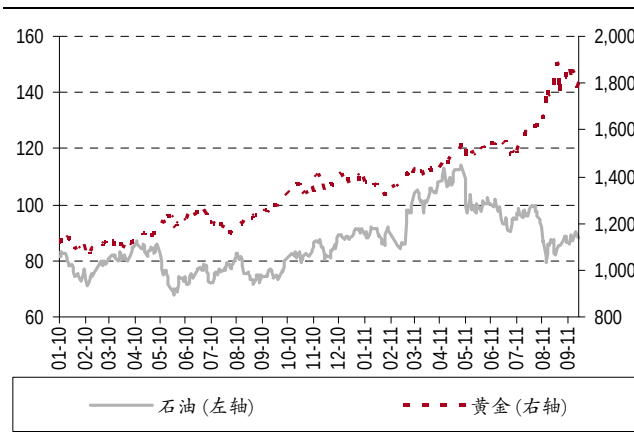
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 13. 汇率期货头寸



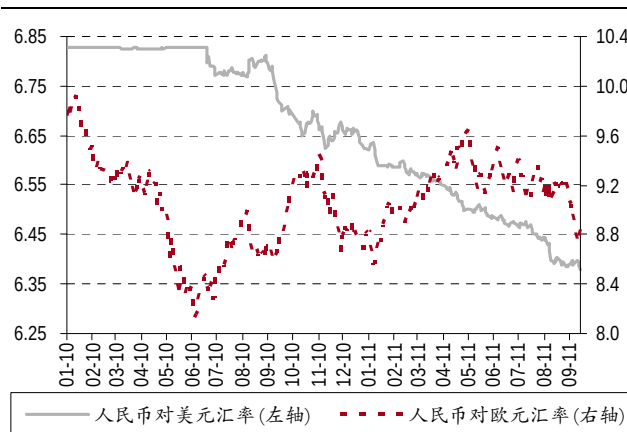
资料来源：CFTC、中银国际研究

图表 14. 黄金、石油价格



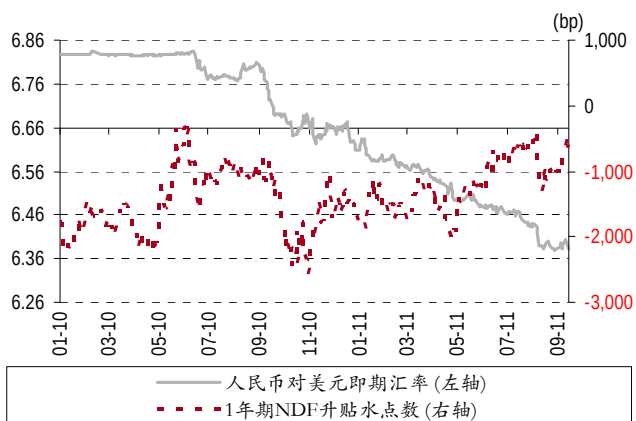
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

图表 15. 人民币对美元和欧元汇率



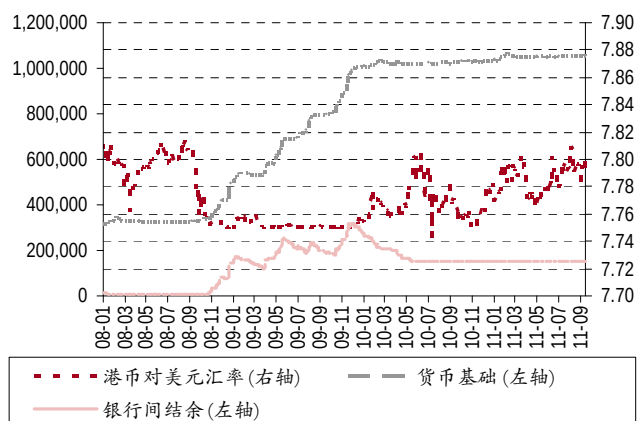
资料来源：彭博资讯、中银国际研究

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