

## 年底相对平稳度过

### 核心要点:

- **利率走势一览：年底相对平稳度过。银行间市场短期资金价格涨跌互现。**14天、21天期限回购利率分别上升70、41bp；21天、1月期限回购利率分别下跌3、16bp，**回购利率曲线整体向上凸出。**年底资金面虽然持续紧张，但与过去两年相比处在相对平稳位置。实体经济面，上周**珠三角票据直贴利率走平**，6个月期限票据月息维持在4.75%。受年底资金紧张影响，12月以来珠三角票据直贴利率从4.55%升至4.75%，从略长一些的区间观察，11月以来票据融资成本自底部缓慢上升，但目前依然处在历史中间水平。政策层面，上周**7天、14天、21天逆回购中标利率均未发生变化**，公开市场操作利率继续体现政策稳定资金价格意图。基本面，**10年国债收益率一周下降3.08bp**，收3.5779%。上周并未出现超市场预期基本面信息，年底资金端也相对平稳的度过，且年底机构交投热情不高。目前长债表现仍受基本面压制，通胀反弹的速度与幅度将是左右市场的关键。
- **货币政策：2013年一季度流动性继续保持中性。**央行上周进行50亿7天、1530亿14天、1100亿28天逆回购。上周逆回购到期1550亿，经过2680亿新逆回购、40亿到期央票对冲后，净投放1170亿元。目前1月公开市场净到期量-4980亿，由于**一季度缺乏到期央票对冲，公开市场后市资金压力较大。**13年一季度货币政策仍以稳健为主，逆回购依然是最主要的流动性投放方式。**流动性总体中性，在月末、季末、年底、缴准等时点上面临冲击，但整体不会特别紧张。**上周央行货币政策委员会四季度例会强调密切关注国际资本流动变化，综合运用多种工具，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长。优化金融资源配置，防范金融风险，改进对实体经济的金融服务，推动市场规范发展。稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
- **宏观流动性：12月财政存款下降仍然向市场投放接近1万亿资金，但四季度整体投放力度弱于去年。**四季度随着经济复苏，同时受去年低基数影响，财政收入增速回升，并超过财政支出增速。11月财政收入增速升至21.89%，财政支出增速下滑至6.7%，增速差达15.19%，去年同期仅3.04%。12月财政收支增速变化将延续这一趋势，当月投放的流动性弱于去年。同时考虑今年10、11月金融机构新增财政存款分别为4806、-1149亿，均高于去年及过去三年均值，四季度财政整体释放资金同样低于去年。另外财政投放资金的另一途径中央国库现金定存招标在12月并未进行。
- **A股流动性观察：市场活跃度持续回升，产业资本可能逢高减持。**资金需求方面，上周产业资本减持253次、28.44亿，创新高。本周解禁市值超600亿。12月再融资23起、407.8亿。资金供给方面，上周产业资本增持56次、11.27亿。A股市场活跃度连续四周上升。综合观察，本周A股资金需求依然强烈，解禁压力较大，产业资本可能继续逢高减持；资金供给面虽未现明显改善，但市场活跃度预计将持续改善。

### 分析师

孙建波 博士

首席策略分析师

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌

策略分析师 总监

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511030001

王维诚 博士

策略分析师

☎: (8621) 2025 7809

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090002

### 特此鸣谢

姚珺 策略研究员

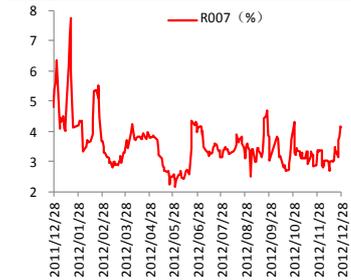
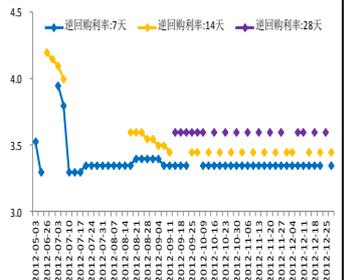
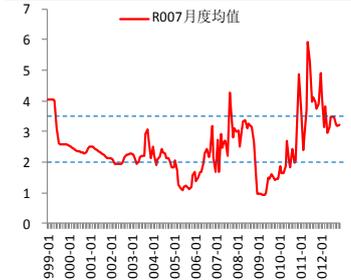
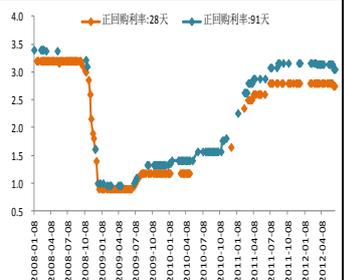
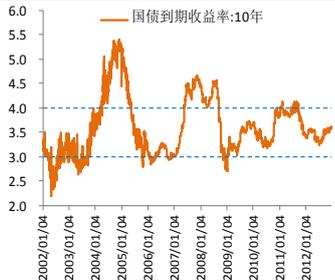
☎: (8621) 2025 2607

✉: yaopin@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

## 利率走势一览：年底相对平稳度过

表 1：最新不同期限利率变化

| 银行间资金面   | 实体资金面  | 政策面   | 基本面  |
|--|--|---|--|
| <b>7 天回购利率</b>   | <b>票据直贴利率：珠三角<sup>1</sup></b>  | <b>公开市场操作利率</b>   | <b>10 年国债收益率</b>   |
| 4.12 (2012-12-28) <br>3.42 (2012-12-21) | 4.75 (2012-12-28) <br>4.75 (2012-12-21)  | <b>逆回购</b> <br><b>正回购</b> × | 3.5779 (2012-12-28) <br>3.6087 (2012-12-21) |
|    |   |                             |   |
|   |    |                            |    |

数据来源：iFind, 中国银河证券研究部

银行间市场层面，短期资金价格涨跌互现。14 天、21 天跨年期限回购利率继续出现较大升幅，分别上升 70、41bp；21 天、1 月较长期限的回购利率结束了此前两周上涨重现跌势，分别下跌 3、16bp，回购利率曲线整体向上凸出。总体观察，年底资金面虽然持续紧张，但与过去两年相比依然处在一个相对平稳的位置，这从隔夜回购利率基本维持在 2.2%-2.5%也可以看出。明年 1 月预计央行将继续以逆回购为主向市场投放流动性，短期资金价格维持今年下半年的中性平衡状态，在一季度季初缴准时点及月末面临阶段性压力。

实体资金面，上周珠三角票据直贴利率走平，6 个月期限票据月息维持在 4.75%。受年底资金紧张影响，12 月以来珠三角票据直贴利率从 4.55%升至 4.75%，最高达到 4.8%。从略大一些的区间观察，11 月以来票据融资成本自底部缓慢上升，但目前依然处在历史中间水平。

政策操作层面，央行上周继续混搭 7 天、14 天、21 天逆回购，中标利率均未发生变化，公开市场操作利率继续体现货币政策稳定资金价格的意图。

基本面，10 年国债收益率略微下降，一周下降 3.08bp，收于 3.5779%。上周并未出现超出市场预期的基本面信息，年底资金端也以相对平稳的方式度过，且年底机构交投热情不高。目前长债的表现仍受基本面压制，收益率下行空间有限。通胀因素的反弹速度与幅度将是左右市场走势的关键。

<sup>1</sup> 票据直贴利率分为珠三角、长三角、中西部、环渤海四个区域。四者走势保持一致，其中珠三角数据时间序列最长，因此取做代表样本。

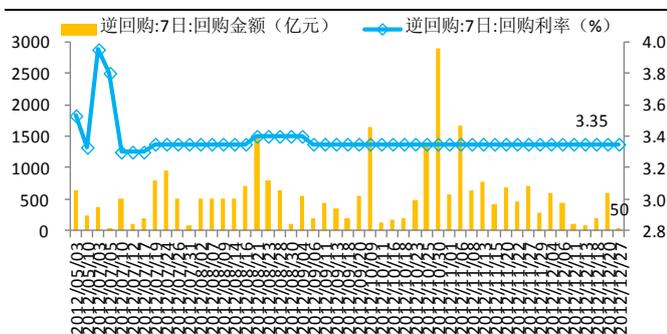
## 货币政策：2013年一季度流动性继续保持中性

央行上周继续混搭各期限逆回购，12月25日进行1100亿28天逆回购，利率3.6%；12月27日进行50亿7天逆回购，利率3.35%，同日进行1530亿14天逆回购，利率3.35%；中标利率均与此前持平。上周公开市场逆回购到期1550亿，经过2680亿新逆回购、40亿到期央票对冲后，最终净投放1170亿元，为八周以来单周最大规模净投放。经过上周逆回购平滑后，1月公开市场净到期量为-4980亿。由于一季度没有到期央票对冲，公开市场后市资金压力较大。

12年下半年以来央行合理搭配7天、14天、28天逆回购，积极应对阶段性资金紧张，持续向市场传递其增强资金稳定性的信号，有效引导市场预期，促进货币市场利率平稳运行。13年一季度货币政策仍以稳健为主，逆回购依然是最主要的流动性投放方式。流动性总体中性，在月末、季末、年底、缴准等时点上面临冲击，但整体不会特别紧张。

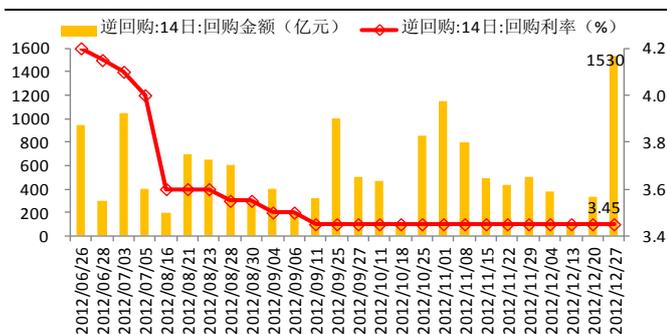
另外，上周央行货币政策委员会四季度例会强调密切关注国际资本流动变化，综合运用多种工具，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长。优化金融资源配置，防范金融风险，改进对实体经济的金融服务，推动市场规范发展。稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

图 1：央行上周进行 50 亿 7 日逆回购



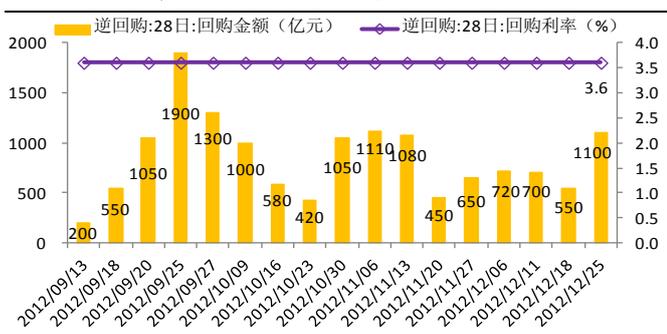
数据来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

图 2：央行上周进行 1530 亿 14 日逆回购



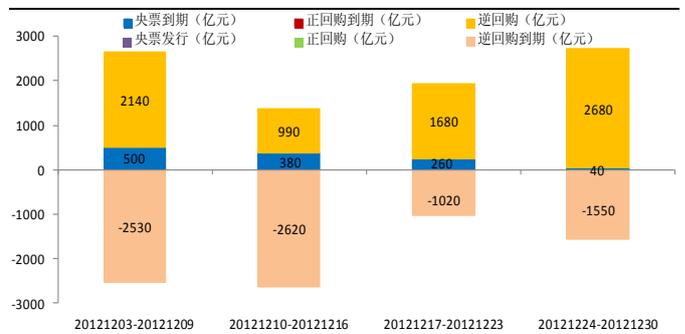
数据来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

图 3：央行上周进行 1100 亿 28 日逆回购



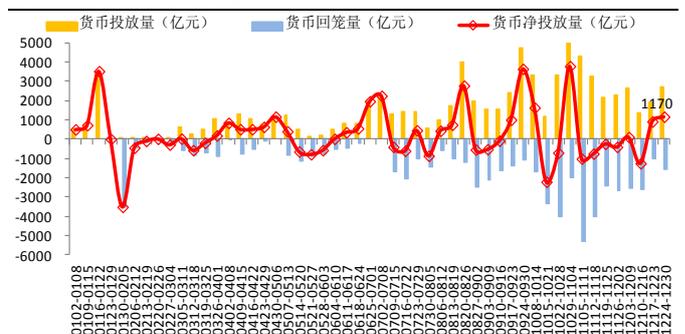
数据来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

图 4：12 月公开市场净投放 950 亿元



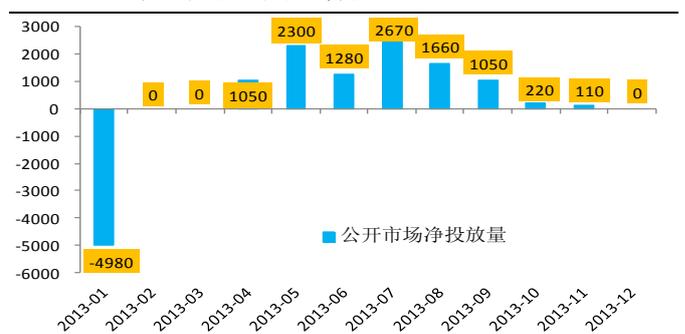
数据来源：iFinD，中国银河证券研究部

图 5：上周公开市场净投放 1170 亿元



数据来源：iFinD，中国银河证券研究部

图 6：2013 年一季度公开市场资金压力较大



数据来源：iFinD，中国银河证券研究部

## 宏观流动性：12月财政存款投放力度弱于去年

结合财政存款、财政收支及中央国库现金定存招标的情况，今年12月财政存款的下降仍然向市场投放接近1万亿资金，但四季度整体投放的流动性弱于去年。

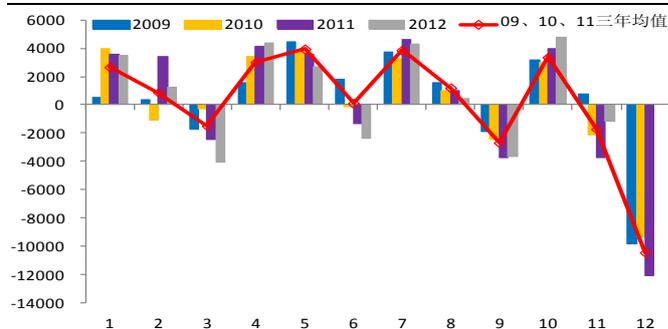
年终为完成全年预算存在“突击花钱”现象，导致财政支出大增，使得12月往往是全年财政存款下降幅度最大的月份。过去三年12月财政平均向市场投放1.05万亿资金。

财政存款的变动取决于财政收入及财政支出差额的变动。今年前三季度经济持续下滑，财政收入增速在持续降低，同时政策稳增长力度不断增强、项目不断出台，财政支出越来越高，出现财政收入增速持续低于财政支出增速的情况。但在四季度随着经济复苏，同时受去年低基数影响，财政收入增速开始回升，并超过财政支出增速。11月当月财政收入增速已经升至21.89%，财政支出增速则下滑至6.7%，增速差达到15.19%，而去年同期仅3.04%。预计12月财政收支增速的变化将延续这一趋势，当月向市场投放的流动性将弱于去年。

同时考虑到今年10、11月金融机构新增财政存款分别为4806、-1149亿元均高于去年及过去三年均值，因此今年四季度财政存款下降释放的资金同样低于去年。

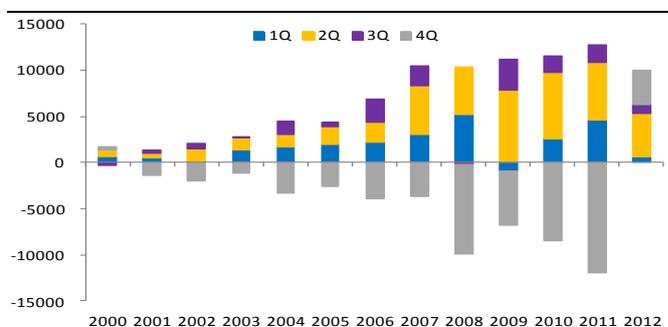
另外，财政投放资金的另一途径中央国库现金定存招标在12月并未进行。2012年全年共进行14次招标，9、10、11月更是以每月两次的频率向市场释放资金。但12月这一招标停止。

图7：金融机构月度新增财政存款（亿元）



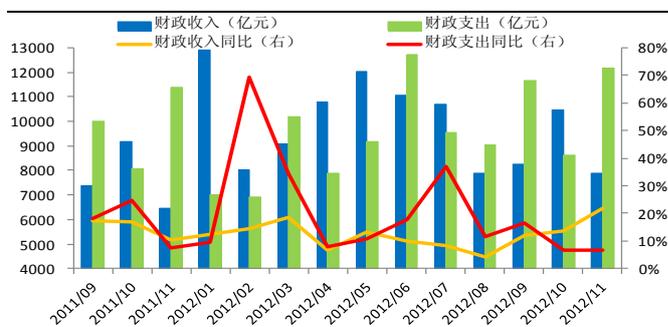
数据来源：iFinD，中国银河证券研究部

图8：11月金融机构财政存款减少1149亿元



数据来源：iFinD，中国银河证券研究部

图9：受低基数影响，11月财政收入增速升至21.89%



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

图10：12月并未进行中央国库现金定存招标

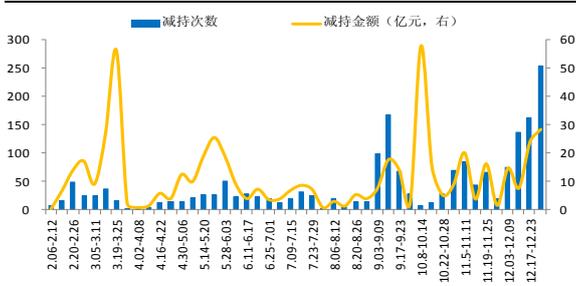


数据来源：Wind，中国银河证券研究部

## A股流动性观察：市场活跃度持续回升，产业资本可能逢高减持

### 资金需求

图 11: 产业资本减持



数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

图 12: 下周解禁市值超 600 亿元



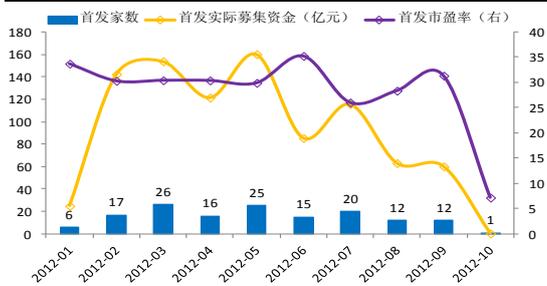
数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

图 13: 12月再融资（增发+配股）407.74 亿元



数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

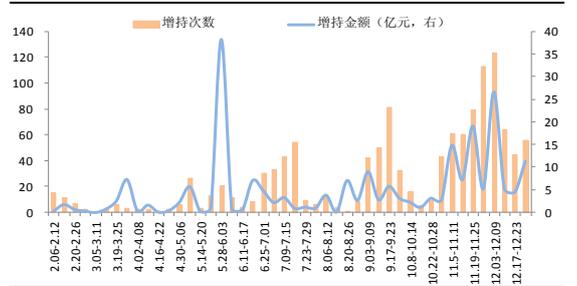
图 14: IPO



数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

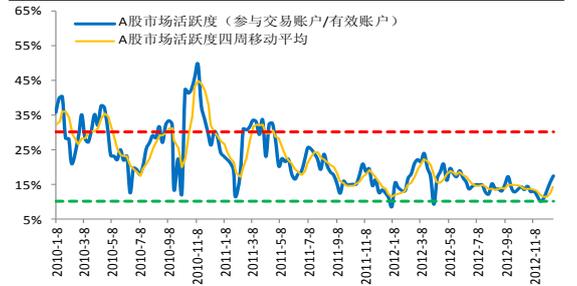
### 资金供给

图 15: 产业资本增持



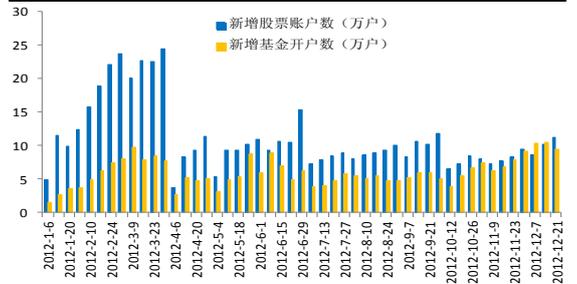
数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

图 16: A股市场活跃度上升



数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

图 17: 新增股票、基金账户数



数据来源: 中登, 中国银河证券研究部

图 18: 每周可申购基金数目



数据来源: iFinD, 中国银河证券研究部

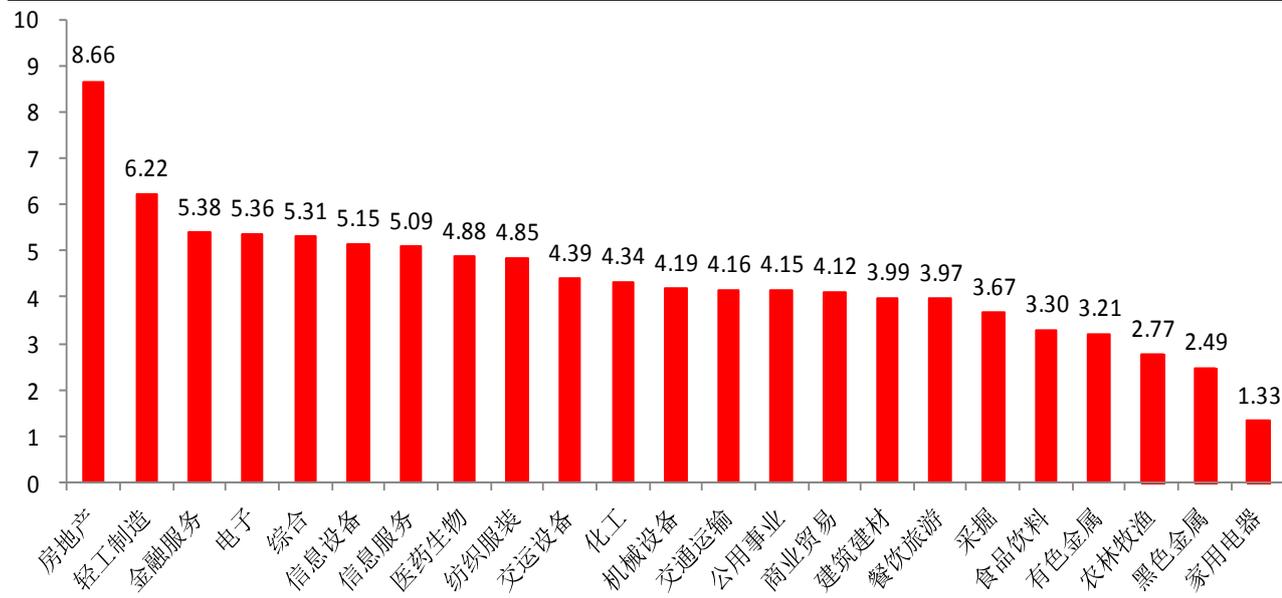
市场资金需求方面, 上周产业资本减持 253 次、28.44 亿, 创新高。本周解禁市值超过 600 亿。12 月再融资 23 起、407.8 亿元。

市场资金供给方面, 上周产业资本增持 56 次、11.27 亿。A 股市场活跃度连续四周上升。

综合观察, 本周 A 股资金需求依然强烈, 解禁压力较大, 产业资本可能继续逢高减持, 资金供给面虽然未现明显改善, 但市场活跃度预计将持续改善。

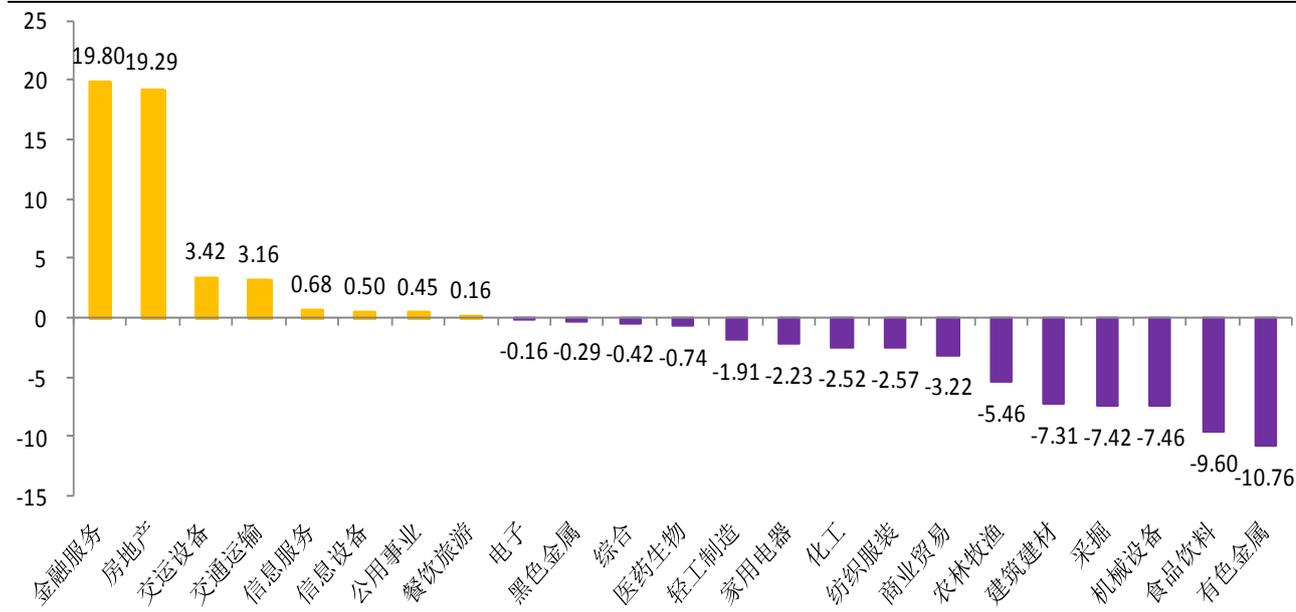
## 一周行业涨跌与资金流向：金融地产涨幅居前、资金大幅净流入

图 19：行业一周涨跌幅（%）



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

图 20：行业一周资金流向（亿元）



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

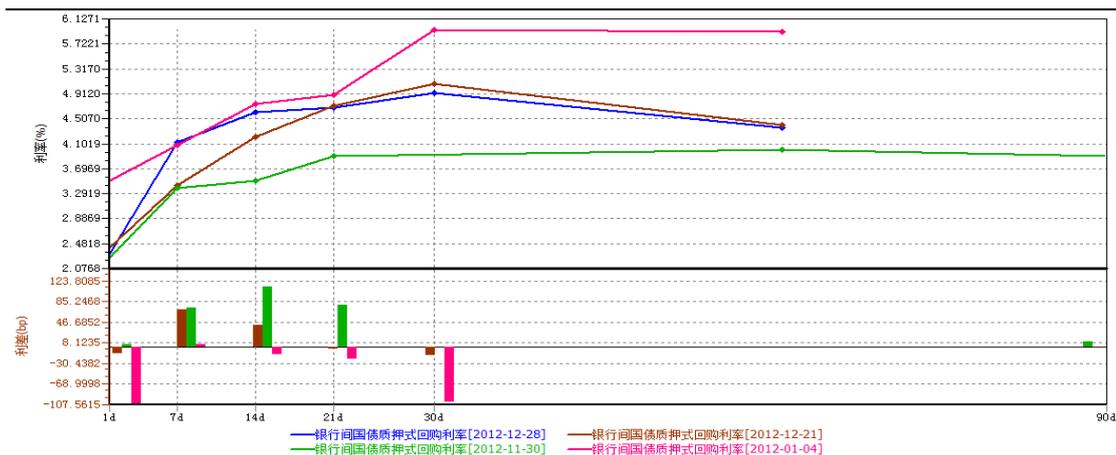
## 附录：长短端资金价格变动明细

表 2: 不同期限资金价格变动明细

| 品种    | 期限  | 2012-12-28 (%) | 周变化 (bp) | 月变化 (bp) | 年初至今变化 (bp) |
|-------|-----|----------------|----------|----------|-------------|
| 回购利率  | 1D  | 2.31           | -11      | -2       | -119        |
|       | 7D  | 4.12           | 70       | 76       | 62          |
|       | 14D | 4.62           | 41       | 126      | 112         |
|       | 21D | 4.69           | -3       | 76       | 118         |
|       | 1M  | 4.92           | -16      | 69       | 142         |
| 国债收益率 | 1Y  | 2.90           | -2       | 7        | 17          |
|       | 2Y  | 3.07           | -8       | 5        | 23          |
|       | 5Y  | 3.24           | -6       | 0        | 19          |
|       | 10Y | 3.58           | -3       | 2        | 14          |
|       | 30Y | 4.20           | 0        | 1        | 12          |

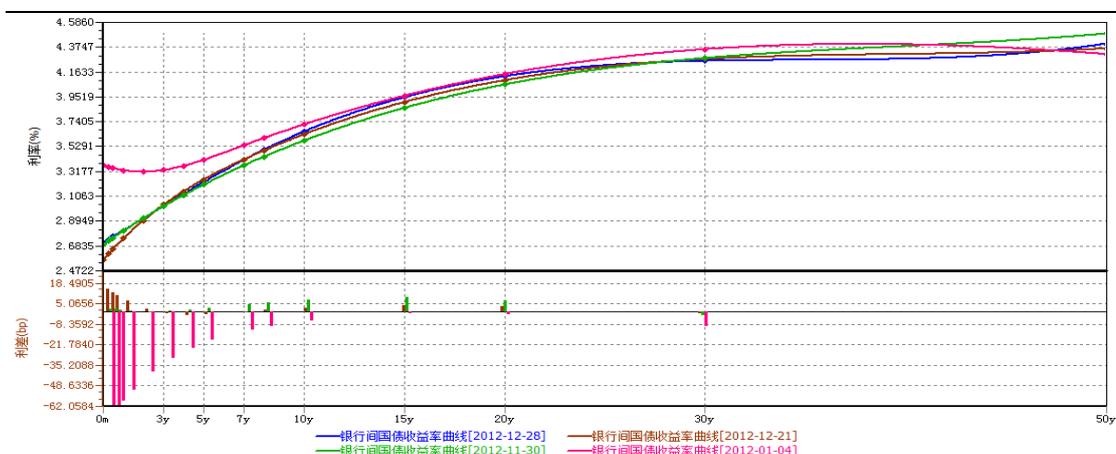
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 21: 银行间市场质押式回购利率曲线 (2012-12-28 VS. 2012-12-21 VS. 2012-11-30 VS. 2012-01-04)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 22: 银行间国债收益率曲线 (2012-12-28 VS. 2012-12-21 VS. 2012-11-30 VS. 2012-01-04)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**孙建波、秦晓斌、王维诚，策略证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)