

一年期央票重启点评

报告摘要：

一、央行货币政策的时间窗口

- 站在时间窗口的角度来探讨货币政策，调整的逻辑次序应当是：首先，在商业银行主动信贷创造延续的背景下，央行为了保证回笼量将逐渐弱化对公开市场操作利率的控制，在需求减小的过程中此利率将上行；其次，在宏观经济企稳后央行将重启1年期央票结束短期回笼操作；最后，从更长一段时间来看（最早可能也要到明年），央行可能渐次进入加息周期。
- 但继上周包括正回购和3月期央票的发行利率上行后，本周央行又进一步重启了1年期央票，操作的力度和速度超过我们以及市场参与者的普遍预期。
- 对于公开市场操作利率的上行，我们认为它传递出的是央行明显的弱化对发行利率控制的信号。而对于此次的1年期央票重启，我们的判断集中于以下两个方面。
- 第一，这是对过快信贷投放的反应。第二，我们仍将其定位为货币政策的微调，市场担心的货币政策全面转向在今年下半年应当不会发生。

二、1年期央票发行利率的中枢

- 在二、三季度的宏观经济假设下，前瞻性泰勒规则显示央行希望保持的1年期央票发行利率中枢位于1.8%的水平，这较一季度的1.66%上升了20bp。
- 基于此，我们认为在需求不足的背景下，1年期央票1.50%的招标水平仍将存在一定程度的上行空间。

三、1年期央票的发行对债券市场的影响

- 总体来看，我们认为1年期央票重启的最大影响应当集中于由于加速短端重定价进程从而引发收益率曲线短端的更快上行；而对于中长债的收益率，则要从资金面的角度考虑，这涉及到央行公开市场操作数量回笼情况。并且在快速去泡沫化的过程中，收益率曲线将呈现平坦化变动。
- 具体而言，对于货币市场。由于今天1年期央票的发行利率位于1.50%，它将进一步引发两个方面的调整：一是1年期国债的收益率，根据税收利差，1.6%的央票利率指示的1年期国债收益率位于1.28%左右水平，而昨日中债网给出的1年期国债二级市场收益率为1.10%；二是大幅提高之前公开市场操作利率每次5bp的上行所引起的短端收益率去泡沫化的速度。
- 对于债券市场，从资金面的角度来看，1年期央票的重启只是从期限上加大了流动性回笼的力度，对于是否会加速资金面恶化的速度还需要结合央行公开市场在数量方面的回笼力度，以及主动信贷创造等因素进行分析。
- 我们维持在利率产品中期策略报告中的判断，债券市场将宽幅震荡、重心上移；并在显著加息预期出现前，下半年利率产品收益率的上行存在顶部约束。

研究员

刘海东	固定收益分析师
010-66581631	liuhd@essence.com.cn
景晓达	助理固定收益分析师
010-66581622	jingxd@essence.com.cn
王笑冬	助理固定收益分析师
010-66581710	wangxd2@essence.com.cn

前期研究成果

货币市场去泡沫化即将开始	2009-07-06
资金趋紧 熊皮已现	2009-07-06
资本又开始流入？	2009-06-29

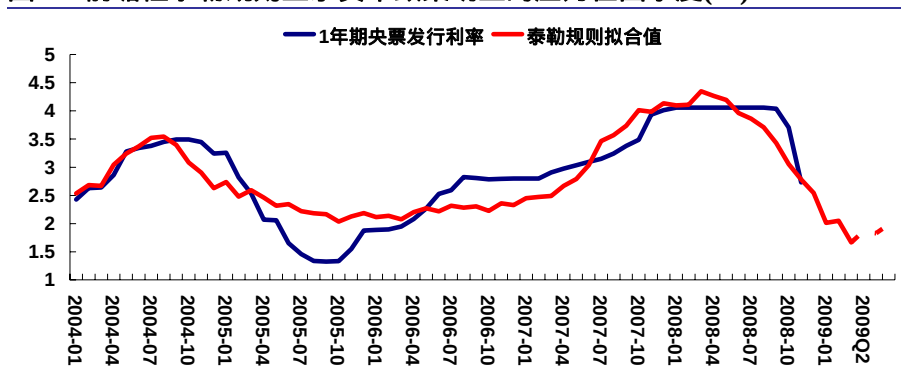
1. 央行货币政策的时间窗口

对于 2009 年下半年央行货币政策的问题，我们在利率产品中期策略报告中已经讨论的比较详细，基本结论是：在 2009 年下半年宏观经济很可能呈现 V 型调整加去通胀化的背景下，货币政策的特征可以归结为“适度宽松的取向中更加注重适度，政策工具的采用以数量型为主”。从表述来看，这意味着下半年货币政策将较 2008 年四季度的非常宽松以及目前部分市场参与者的预期出现明显调整。

站在时间窗口的角度来探讨这个问题，我们当时的判断是：首先，在商业银行主动信贷创造延续的背景下，央行为了保证回笼量将逐渐弱化对公开市场操作利率的控制，在需求减小的过程中此利率将上行；其次，在宏观经济企稳后央行将重启 1 年期央票结束短期回笼操作；最后，从更长一段时间来看（最早可能也要到明年），央行可能渐次进入加息周期。

而根据前瞻性泰勒规则所显示的央行调整路径，明显的压力可能要到今年四季度才会出现。但继上周包括正回购和 3 月期央票的发行利率上行后，本周央行又进一步重启了 1 年期央票，操作的力度和速度超过我们以及市场参与者的普遍预期。

图 1：前瞻性泰勒规则显示货币政策明显的压力在四季度(%)



数据来源：Wind 资讯、固定收益研究小组

关于如何看待公开市场操作利率的上行，我们在之前的点评中已经有所讨论。在货币政策这个层面探讨此问题，它传递出的是央行明显的弱化对发行利率控制的信号。对于此次的 1 年期央票重启，我们的判断集中于以下两个方面。

第一，这是对过快信贷投放的反应。从央行首次提前预告信贷数据也可以验证这点，并且目前市场基本就这个问题形成共识。

第二，我们仍将其定位为货币政策的微调，市场担心的货币政策全面转向在今年下半年应当不会发生。沿着这个思路有两个引申的结论，一是换个角度理解，在信贷经历了半年的持续放量以及宏观经济反弹迹象较为明确的背景下，这是央行已经在二季度进行的隐形回笼操作的公开化；二是在私人部门投资需求回暖尚不稳定的情况下，这应当是央行可以动用的政策的临界位置，加息以及针对信贷的行政控制过快到来的可能性很小。

综上所述，在形成了对未来宏观经济的判断后，央行货币政策调整的时间窗口具有明确的逻辑可循。虽然 1 年期央票重启的时间超过了预期，但基于目前的信息，在今年下半年这样的调整窗口已经关闭。

2. 1 年期央票发行利率的中枢

对于 1 年期央票发行利率的绝对值，我们通常采用前瞻性泰勒规则进行预测。当然，这是站在央行对此利率的调整是基于其宏观经济调整意图的假设前提下。

在二、三季度的宏观经济假设下，历史规律显示央行希望保持的 1 年期央票发行利率中枢位于 1.8% 的水平，这较一季度的 1.66% 上行了约 20bp。如果进一步对四季度的情况进行回答的话，由于 GDP 明显上升以及 CPI 转向正值，这一利率水平可能上升

至 1.98% 的水平，并与目前的一年期定存趋向靠拢。

基于此，并考虑最新得到的关于 1 年期央票招标利率的信息，我们认为在需求不足的背景下，1 年期央票 1.50% 的收益率水平仍将存在一定程度的上行空间。

表 1：未来宏观经济指标的假设情况

指标名称	第二季度	第三季度	第四季度
GDP 当季同比	7%	8%	9.5%
CPI	-1.2%	-0.5%	0.6%

数据来源：安信证券固定收益研究小组

3. 1 年期央票的发行对债券市场的影响

总体来看，我们认为 1 年期央票重启的最大影响应当集中于由于加速短端重定价进程从而引发收益率曲线短端的更快上行；而对于中长债的收益率，则要从资金面的角度考虑，这涉及到央行公开市场操作数量回笼情况。

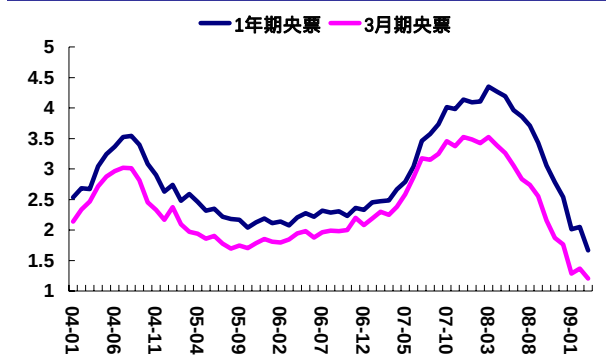
3.1. 对 1 年期收益率的重定位将导致货币市场去泡沫化进程加速

在之前的《货币市场去泡沫化即将开始》的报告中，我们指出不论是以前瞻性泰勒规则的角度分析，还是以一年期定存的角度分析，货币市场都表现出明显的泡沫成分。比如，在一季度宏观经济情境下，泰勒规则显示 1 年期央票利率中枢位于 1.66% 的水平，而 3 月期央票利率中枢位于 1.21% 的水平；同时，在可得数据区间内，1 年期国债与 1 年期定存平均利差为 -8bp，而 6 月底此利差为 -126bp，1 年期央票与 1 年期定存平均利差为 -10bp，而 6 月底此利差为 -95bp。

而这其中的主要决定力量来自于央票的发行利率。我们曾经担心由于利率政策的敏感性以及迫于政治上的压力，即使在需求不足的背景下央行可能也不会让公开市场操作利率上行，但 3 个月央票发行利率上升的现实做法使这样的担心减弱许多。那么，在商业银行资金面趋紧的大背景下，货币市场去泡沫化的过程即将开始。

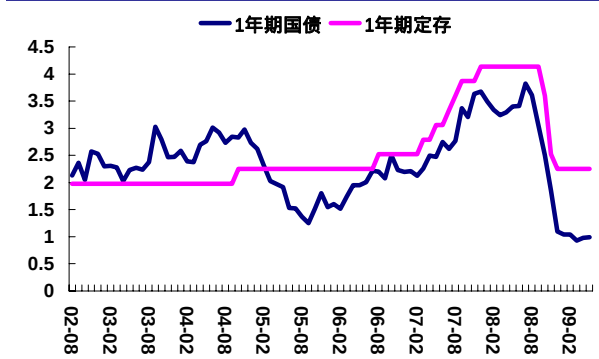
而 1 年期央票的重启将加速短端收益率的重定位过程。由于今天 1 年期央票的发行利率位于 1.50%，它将进一步引发两个方面的调整：一是 1 年期国债的收益率，根据税收利差，1.6% 的央票利率指示的 1 年期国债收益率位于 1.28% 左右水平，而昨日中债网给出的 1 年期国债二级市场收益率为 1.10%；二是大幅提高之前公开市场操作利率每次 5bp 的上行所引起的短端收益率去泡沫化的速度。

图 2：前瞻性泰勒规则显示的央票利率水平(%)



数据来源：Wind 资讯、固定收益研究小组

图 3：1 年期国债和 1 年期定存(%)



数据来源：Wind 资讯、固定收益研究小组

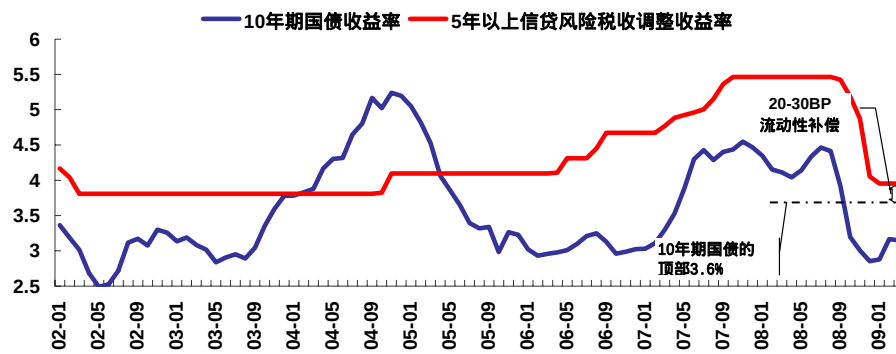
3.2. 中长期债券市场

关于此次重启发行对中长端收益率的影响，从资金面的角度来看，1 年期央票的重启只是从期限上加大了流动性回笼的力度，对于是否会加速资金面恶化的速度还需要结合央行公开市场在数量方面的回笼力度，以及主动信贷创造等因素进行分析。

根据在利率产品中期策略报告中的判断，我们依然维持宽幅震荡、重心上移的结论；并在显著加息预期出现前，我们维持下半年利率产品收益率的上行存在顶部约束的判断。这不仅是因为之前讨论多次的商业银行信贷资产收益率的约束，也是因为从更宏观的背景考虑，产能过剩、CPI 上行幅度有限等都会形成约束。以 10 年期国债为例，这个顶部很可能位于 3.6% 的水平。

因此综合上述对于货币市场和债券市场的判断，我们认为近期由于货币市场的去泡沫化进程，收益率曲线将呈现平坦化变动。

图 4：加息不会出现背景下的 10 年国债顶部(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

作者简介

刘海东，固定收益证券分析师，北京大学光华管理学院金融学博士，已通过 CFA 三级考试，2007 年 1 月份加入安信证券。

景晓达，助理固定收益分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，2008 年 4 月加入安信证券研究中心

王笑冬，助理固定收益证券分析师，北京大学金融数学硕士，2008 年 7 月份加入安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司固定收益研究小组撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司固定收益研究小组将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司固定收益研究小组所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券固定收益研究小组，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司固定收益研究小组对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034