

流动性密集回收，二季度上调准备金概率降低

----央行三年期央票重启点评

报告要点

■ 央行将于4月8日重启三年期央票

央行将于本周四重启三年期央票发行，此举反映出货币政策调整以收紧流动性的行动升级，也将进一步引发市场加息预期的升温，与此同时我们预计三月期、一年期央票也将继续密集发行。从历史数据来看，07~08年恰恰就是三年期央票的密集发行期，于今年3月份的到期量最大，达到3310亿，由于3月15~19日当周有1300亿元的三年期央票到期，是到期量最大的一周，因此市场此前曾预期央行会于那时重启三年期央票。目前来看，4月份央票和正回购到期量合计为7010亿元，较3月的7760亿元减少约一成，流动性的压力其实有所减轻，但是在这时再次重启三年期发行其实是合乎预期的，他意味着央行对于流动性及通胀的忧虑有所升温。

■ 三年期央票是对存款准备金率的有效补充

我们认为，三年期央票的发行是对存款准备金率等其他调节工具的一种有效补充。从历史经验来看，回顾过去两次三年期央票重启的环境，今年的经济形势兼有前两次的特点：首先，CPI在未来不排除存在结构性上涨的可能，尤其是农产品和居住成本；其次，监管部门依然需要控制贷款的投放节奏和投放项目；最后，经济复苏依然面临相当规模的热钱流入的可能。三年期央票作为重要的货币政策调控数量化工具之一，在当前“数量先于价格”的经济环境中的确有重启的必要，他可以放缓未来一年期央票利率上行的压力，而且扩大政策工具本身就是作为存款准备金率的补充。同时，近期国债到期量远大于发行量，由此而释放的资金也需要新的投资渠道。这一切都使得三年期央票重归发行成为预期之内的必然。

■ 二季度再次上调存款准备金率的可能性不大

我们认为，在三年期央票重启、一年期央票上行趋势依然不变的背景下，央行可选的数量型调控工具是很多的，因此如果存款准备金率得到有效的补充及替代的话，那么我们预期二季度再次上调准备金率的可能性就不大了。

相关研究

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751636

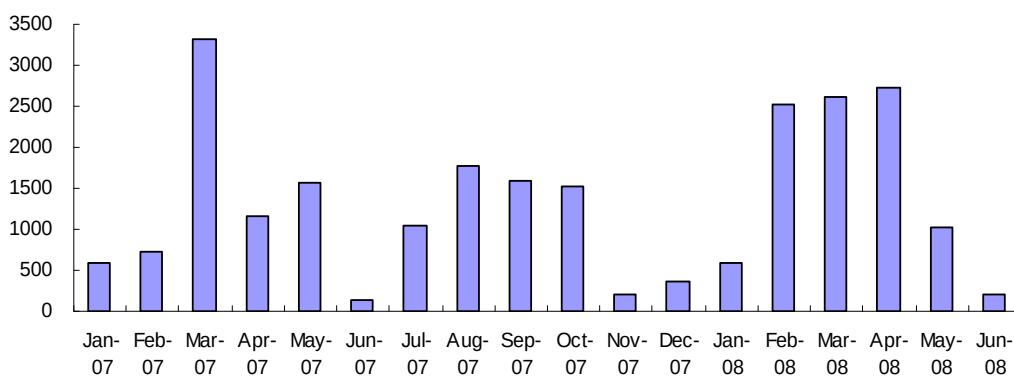
wangxr@cjsc.com.cn

事件：央行将于 4 月 8 日重启三年期央票

央行将于本周四重启三年期央票发行，此举反映出货币政策调整以收紧流动性的行动升级，也将进一步引发市场加息预期的升温，与此同时我们预计三月期、一年期央票也将继续密集发行。从历史数据来看，07~08 年恰恰就是三年期央票的密集发行期。

从下图来看，今年 3 月份的到期量最大，达到 3310 亿，由于 3 月 15~19 日当周有 1300 亿元的三年期央票到期，是到期量最大的一周，因此市场此前曾预期央行会于那时重启三年期央票。目前来看，4 月份央票和正回购到期量合计为 7010 亿元，较 3 月的 7760 亿元减少约一成，流动性的压力其实有所减轻，但是在这时再次重启三年期发行其实是合乎预期的，他意味着央行对于流动性及通胀的忧虑有所升温。

图 1：07~08 年三年期央票月度发行量（单位：亿）



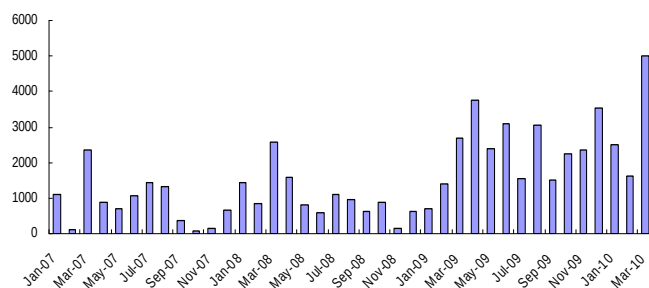
资料来源：中国人民银行网站，长江证券研究部

点评：流动性密集回收，二季度上调准备金概率降低

三年期央票是对存款准备金率的有效补充

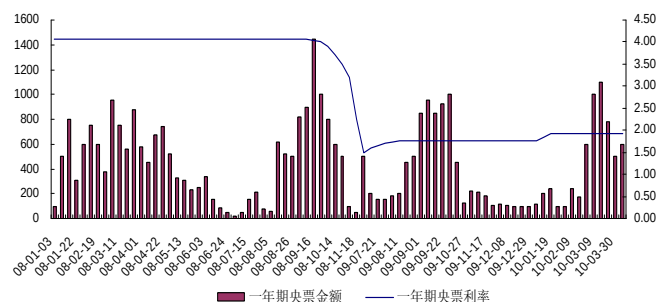
10 年一季度以来央行回收流动性的力度是非常之大的，各类票据轮番上阵，绵绵不绝，4 月份的三月期央票回收高达 5000 亿，而一年期央票也接近 4000 亿的规模。我们认为，这一方面与到期资金压力相关，另外一方面，还是在于对冲外汇占款及过量的信贷投放，从而最终可以缓解市场的通胀预期。与此同时，1~2 月份存款准备金率的连续两次上调，则成为货币政策正式转向的信号。

图 2: 07 年以来三月期央票发行量 (单位: 亿)



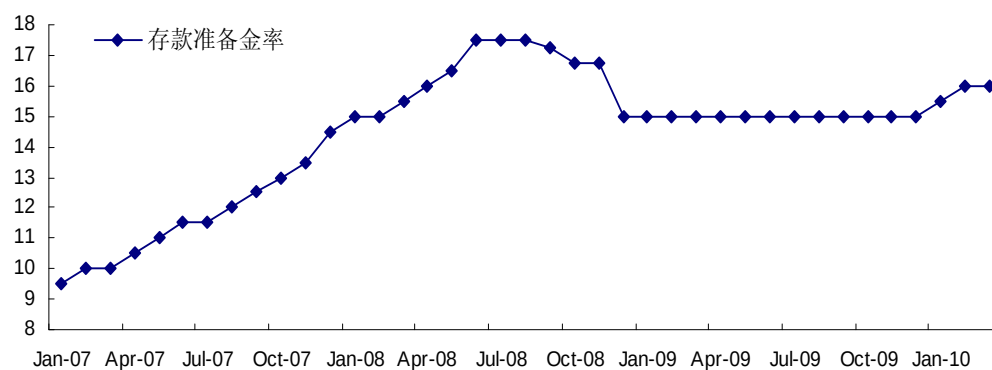
资料来源: 中国人民银行网站, 长江证券研究部

图 3: 一年期央票发行量与利率 (单位: 亿, %)



资料来源: 中国人民银行网站, 长江证券研究部

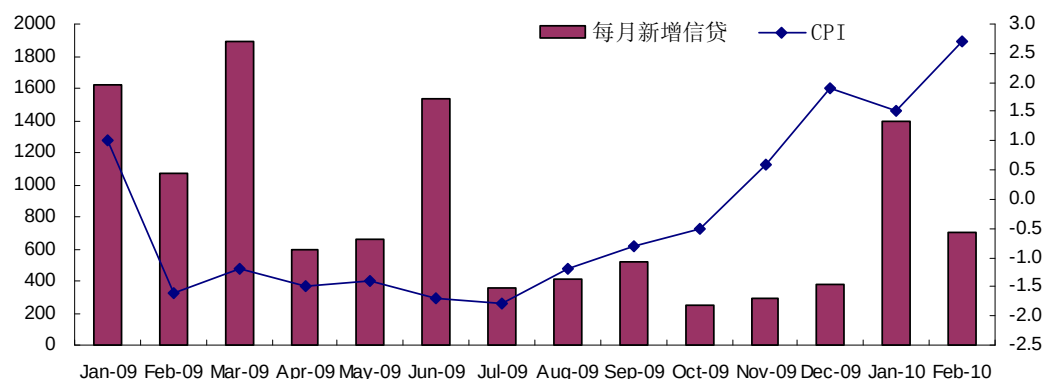
图 4: 1、2 月存款准备金率连续上调 0.5 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

我们认为，三年期央票的发行是对存款准备金率等其他调节工具的一种有效补充。从历史经验来看，回顾过去两次三年期央票重启的环境，今年的经济形势兼有前两次的特点：首先，CPI 在未来不排除存在结构性上涨的可能，尤其是农产品和居住成本；其次，监管部门依然需要控制贷款的投放节奏和投放项目；最后，经济复苏依然面临相当规模的热钱流入的可能。

图 5: 信贷及通胀压力依然存在 (单位: 十亿, %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

基于此，三年期央票作为重要的货币政策调控数量化工具之一，在当前“数量先于价格”的经济环境中的确有重启的必要，他可以放缓未来一年期央票利率上行的压力，而且扩大政策

工具本身就是作为存款准备金率的补充。同时，近期国债到期量远大于发行量，由此而释放的资金也需要新的投资渠道。这一切都使得三年期央票重归发行成为预期之内的必然。

二季度再次上调存款准备金率的可能性不大

结合前面的分析，我们认为，在三年期央票重启、一年期央票上行趋势依然不变的背景下，央行可选的数量型调控工具是很多的，因此如果存款准备金率得到有效的补充及替代的话，那么我们预期二季度再次上调准备金率的可能性就不大了。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。