



2010.11.10

10月通胀或超预期，加息预期再次升温 ——点评1年央票发行利率再次上行

**陈岚**

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880209040440

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

本报告导读：

对11月9日1年央票发行利率上行展开点评。

摘要：

- 中国人民银行11月9日在银行间发行了320亿元的1年期央票，发行利率2.34%，较上周上升了5bps。央行10月20日启动加息以来，1年期央票发行利率在过去的3周内有2周上行，发行利率累计升幅达到了25bps。
- 1年期央票发行利率再次上行主要原因在于10月11日即将公布10月份的通胀数据或将超预期。我们之前预计10月CPI同比为3.9%，但从10月中下旬的数据看，10月份的CPI同比很可能突破4%，将再创年内新高。考虑到加息后，1年期央票招标利率对通胀上升的敏感度重新得到恢复，因此，我们认为此次1年期央票利率上行，主要是针对10月通胀数据的超预期。
- 从过去的经验看，1年期央票发行利率对1年期定存利率具有一定的指示作用，因此，1年期央票利率的再度上行并不断逼近1年期定存利率，将引发加息预期的再度升温。
- 我们认为目前升值和加息同时进行的策略，实际上表明管理层在面对“蒙代尔三角”的困境时，选择了独立的货币政策、有限的资本流动和有管理的浮动汇率的有机结合，即采用加息的方式应对国内经济的过热问题，而采用浮动汇率应对国际收支顺差问题，同时辅以外汇热钱的适当控制，从而达到内外部均衡。从这个意义上讲，加息和升值是并行不悖的。
- 对于未来的政策方向，我们认为加息和升值的政策都有可能仍将持续。首先，对于加息，我们认为，目前国内经济和通胀的环比趋势仍然向上，特别是进入11月以来，商务部食品和生产品价格指数仍在上涨，使得管理层鉴于通胀压力再次加息的可能性越来越大。但是，由于目前中国货币政策的基调仍是适度宽松，因而年内是否会再度加息仍有待于12月初举行的中央经济工作会议对货币政策的再次定调。
- 其次，对于升值，我们注意到，本次人民币汇改重新启动以来，人民币波动区间明显加大，表明更加灵活和富有弹性的汇率政策将是未来中国外汇制度的改革方向，而这也有利于中国货币政策的独立性的进一步增强。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《美联储11月3日议息会议快评》

2010.11.04

《利率仍处低位，升值压力未减——
点评10年3季货币政策报告》

2010.11.03

《PMI超预期，印证经济回升》

2010.11.02

《美国货币政策展望：量化宽松或将常态化》

2010.10.24

《9月CPI符合预期，预计10月CPI
为3.9%——点评10年9月物价数据》

2010.10.22

《工业回升超预期，投资下滑不足虑》

2010.10.22

《收入向上与负利率共促消费》

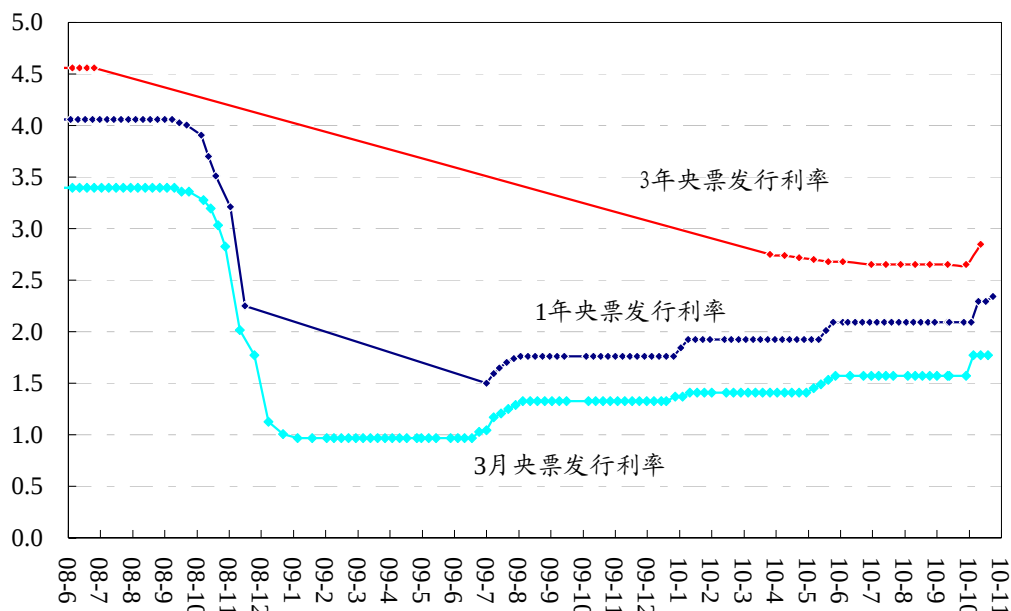
2010.10.22

一、1 年央票发行利率上行

中国人民银行 11 月 9 日在银行间发行了 320 亿元的 1 年期央票，发行利率 2.34%，较上周上升了 5bps。

截至央行 10 月 20 日加息以来，1 年期央票发行利率在过去的 3 周内，有 2 周上行，累计升幅达到了 25bps，3 年期和 3 个月央票发行利率也累计上升了 20bps。

图 1:
3 月、1 年、3 年央票发行利率
(08 - 10 年)
单位: %



二、源于 10 月通胀或超预期

我们认为，1 年期央票发行利率再次上行主要原因在于 11 日即将公布 10 月份的通胀数据或超预期。我们之前预计 10 月 CPI 同比为 3.9%，但从 10 月中下旬的数据看，10 月份 CPI 同比很可能突破 4%，将再创年内新高。

而考虑到加息后，1 年期央票发行利率的上行空间已经被打开，其对通胀上升的敏感度也重新得到恢复，因此，我们认为此次 1 年期央票利率上行，主要是针对 10 月通胀数据的超预期。

图 2:
1 年央票招标利率、CPI
(02 - 10 年)
单位: %

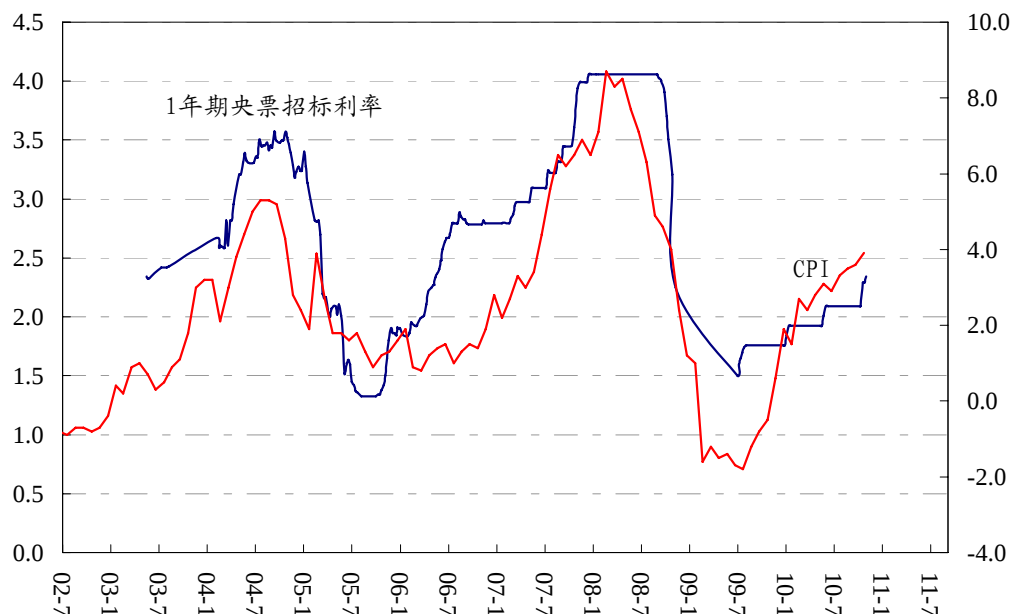
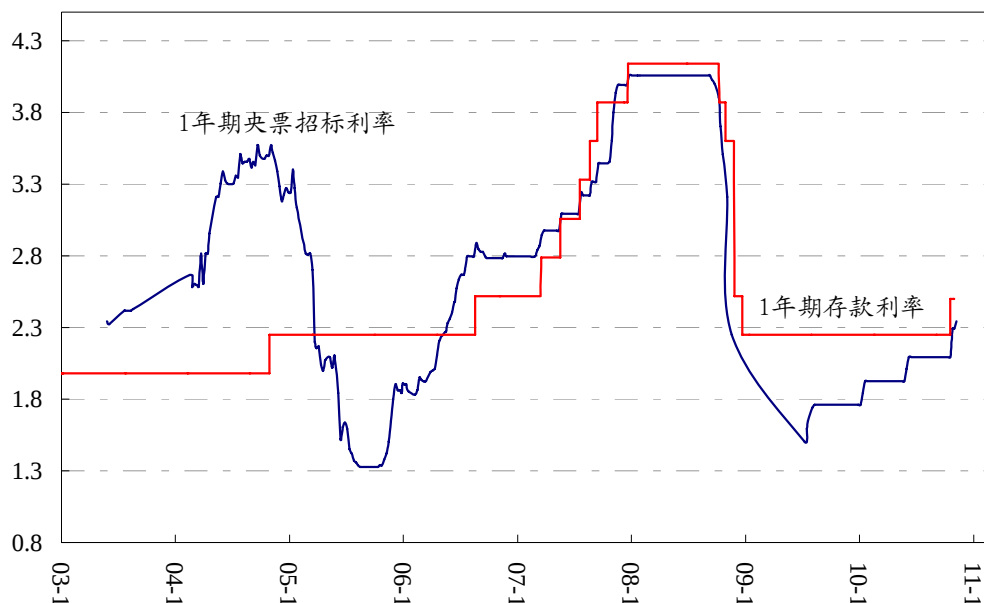


图 3:
1 年央票招标利率、1 年定
存利率
 (03 - 10 年)
 单位: %

三、加息预期再度升温

从过去的经验看，1 年期央票发行利率对 1 年期定存利率具有一定的指示作用，因此，1 年期央票利率的再度上行并不断逼近 1 年期定存利率，将引发加息预期的再度升温。



四、利率汇率并行不悖

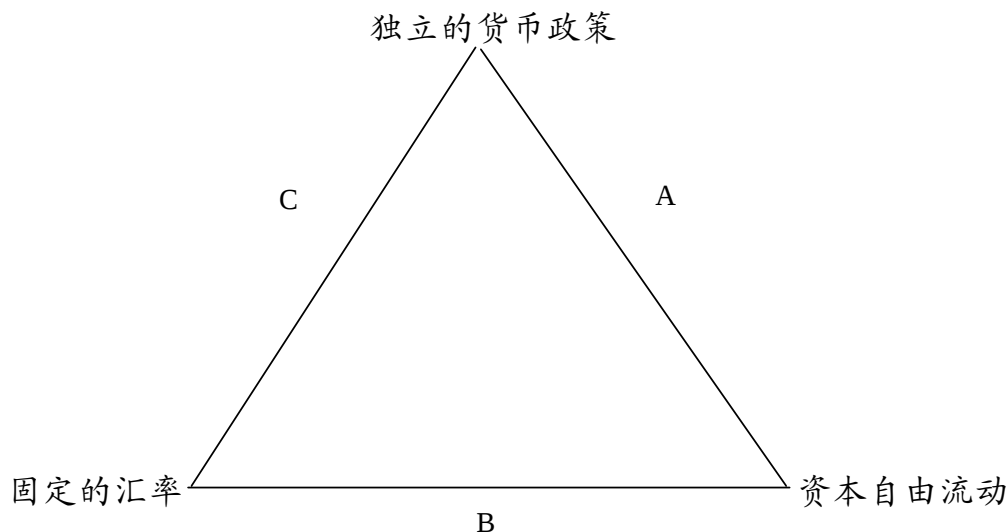
在本次加息之前，有一种流行的论点认为在有升值预期的背景下，加息会引发更大规模的热钱流入，引发国内流动性过剩。

但从国际经济学的经典理论看，这种观点并未考虑加息和升值在开放经济体中的动态效果，也未考虑目前中国的特殊政策组合。

根据国际经济学中“蒙代尔三角”的基本原理，政策独立性、资本自由流动和固定汇率三个目标不可调和，最多只能实现其中的两个。

下图中，A 表示选择货币政策独立性和资本自由流动，B 表示选择固定汇率和资本自由流动，C 表示选择货币政策的独立性和固定汇率，“蒙代尔三角”表明，一国的政策必须在这三个目标中有所取舍。

图 4:
蒙代尔三角演示图



以 B 组合为例，蒙代尔模型的原理表明，在固定汇率和资本完全流动

的情况下，货币政策是无效的。这是由于，假设货币当局由于国内经济过热而采取收缩性的货币政策，会使得国内需求减少，产生国际收支盈余，从而使得货币有升值的压力，而由于实行固定汇率，因此，中央银行必须通过抛售本币买进外币来维持固定利率，结果使得国内的货币供应量被动上升，从而引起货币政策的失效。

实际上，B 组合代表的困境也是之前中国的货币当局一直面临的困境。特别是在目前人民币经常项目可兑换情况下，资本流动的管制效率变得愈来愈低，因此，中国若想保持独立的货币政策，应对国内的经济过热，继续实行固定汇率制度显然将不可避免的遇到上述的难题。

因此，我们认为目前升值和加息同时进行的策略，实际上表明管理层在面对“蒙代尔三角”时，选择了独立的货币政策、有限的资本流动和有管理的浮动汇率的有机结合，即采用加息的方式应对国内经济的过热问题，而采用浮动汇率应对国际收支顺差问题，同时辅以外汇热钱的适当控制，从而达到内外部均衡。从这个意义上讲，加息和升值是并行不悖的。

五、未来货币政策展望

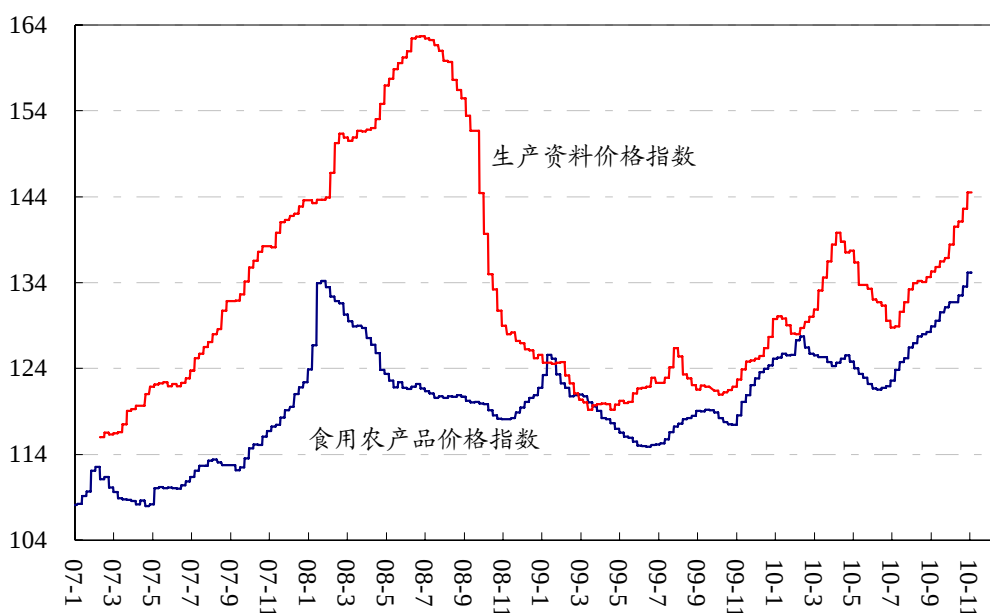
由于加息和升值是并行不悖的，因此，对于未来的政策方向，我们认为加息和升值的政策都有可能仍将持续。

首先，对于加息，我们认为，目前国内经济和通胀的环比趋势仍然向上，特别是进入 11 月以来，商务部食品和生产资料价格指数仍在上涨，使得管理层鉴于通胀压力再次加息的可能性越来越大。但是，由于目前中国货币政策的基调仍是适度宽松，因而年内是否会再度加息仍有待于 12 月初举行的中央经济工作会议对货币政策的再次定调。

图 5:
商务部食用农产品价格指数
和生产资料价格指数

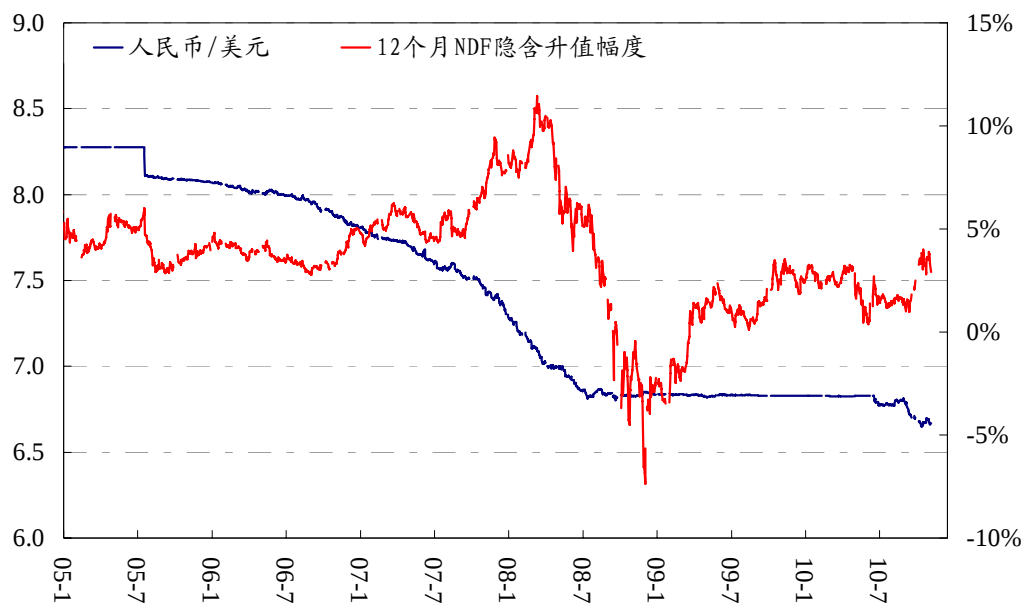
(07 - 10 年)

单位: 1



其次，对于升值，我们注意到，本次人民币汇改重新启动以来，人民币兑美元有升有贬，且波动区间也明显加大，表明更加灵活和富有弹性的汇率政策将是未来中国外汇制度的改革方向，而这也有利于中国货币政策的独立性的进一步增强。

图 6:
人民币兑美元汇率、12 个月 NDF 隐含升值幅度
 (05 - 10 年)
 左轴单位: %
 右轴单位: 1



前日本财务省次官黑田东彦在总结日本在广场协议之后泡沫滋生并破灭的经验时指出,“汇率政策本质上是国际协调机制下的政策,应当受到国际监督,而财政和货币政策是一国政府内部政策。因此充分理解前者的国际性,进行国际协调,而对于后者,则不应受到过多的国外压力。日本政府在这两次经历中都正好把这两种态度摆错了。”

而我们认为,目前中国不因为升值影响国内的加息决策、使汇率和利率政策各司其能的思路,充分反映出当年日本的经验教训不但已被学习,而且正在被用于指导实践。

附注：文中涉及数据源于 Wind，CEIC，央行，统计局，商务部，国泰君安

作者简介：

陈岚：

陈岚：复旦大学经济学硕士，08 年加入国泰君安证券，09 年获新财富债券最佳分析师第二名。

姜超：

清华大学经济学学士/数量经济学博士；

06 至 09 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		