

对 1 年期央票发行利率上升的点评

何庆明

S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

央行流动性对冲压力仍大 但政策超预期可能性小

事项：

央行 15 日在公开市场发行了 100 亿元 1 年期央票，消息称发行利率上调了 20.2BP，达到 3.1992%，这一发行利率超出了目前的 1 年期定存利率 19.92BP。

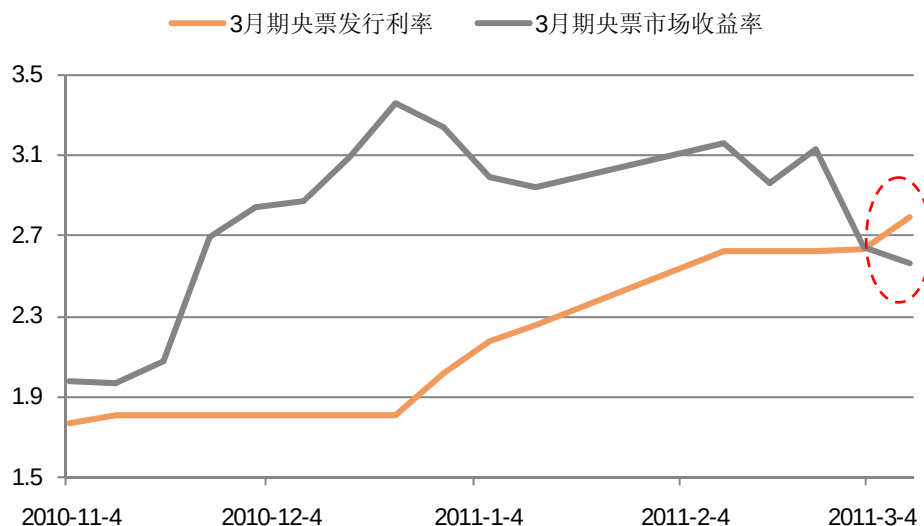
主要观点：

- 3 个月和 1 年期央票发行利率上升将改善央票对冲流动性的能力。近日，3 月期央票发行利率上升 16BP，1 年期央票发行利率上升 20BP，改变了自去年 11 月以来央票收益率在一、二级市场倒挂的局面，我们认为 3 月期和 1 年期央票发行利率将恢复央票对冲流动性的能力。
- 未来央行将加大公开市场操作对冲流动性的力度。随着央票对冲流动性能力的回复，在未来央行会加大公开市场操作回笼流动性的操作。上周央行通过公开市场操作实现资金净回笼 100 亿。参考上周央票发行和正回购操作的规模，我们估计本周也很有可能实现资金净回笼。
- 未来央行仍有流动性对冲需求。截止 4 月 30 日，大约有 7380 亿央票到期以及 2280 亿正回购到期。与此同时，外汇占款的对冲需要依然存在。因此，未来央行流动性对冲任务还难言轻松。
- 政策预期：央行对流动性的调控还将继续，但预期货币调控将更多聚焦于流动性对冲，而降低实质性资金收缩的力度，加息的迫切性亦有所降低。
 - 回顾 09 年至今 3 月期和 1 年期央票发行利率变化和加息的关系，我们认为两者并没有必然的联系，因此本次上调 1 年期央票期收益率更多地是为了改善央票对冲流动性的效用；
 - 由于目前货币供应量增速已达至调控目标，而且市场资金明显紧张，更紧的货币收缩的必要性大大降低，因此我们判断，在对冲压力仍然较大的情况下，公开市场操作和上调存款准备金率将主要以对冲为目的，而非货币数量的紧缩；
 - 由于国内经济增长和货币供给量增速都在放缓，刺激国内物价上涨的重要的内部因素正趋于衰减，目前对通胀影响的不确定因素主要是输入性的，在此情况下，尽管我们能不排除加息的可能性，但加息的迫切性是有所降低的，短期内政策上会维持一个观察状态。

■ 央票收益率在一、二级市场倒挂的局面得到改变

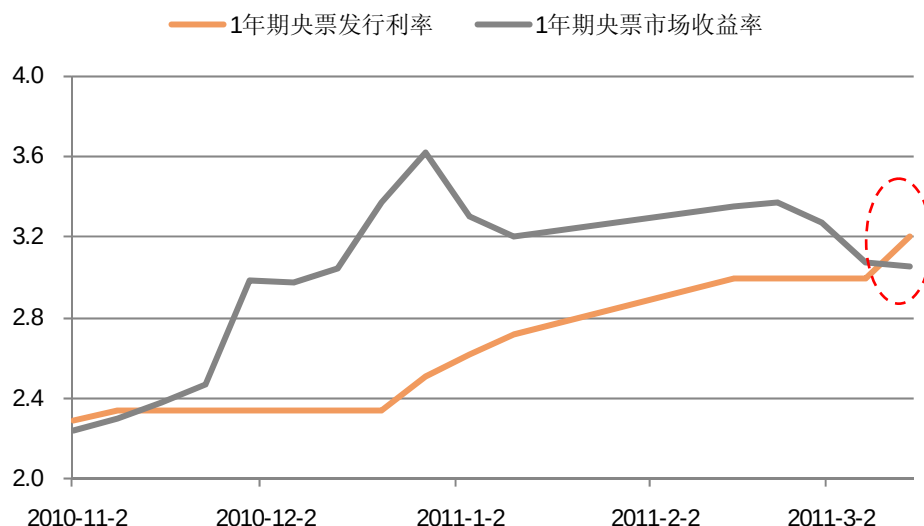
10日，3月期央票发行利率上升16BP；10日，1年期央票发行利率上升20BP，央票发行利率的上升改变了自去年11月以来央票收益率在一、二级市场倒挂的局面，我们认为3月期和1年期央票发行利率将会增加未来央票发行规模，从而增加央票对冲流动性的能力。

图表1 3月期央票收益率在一、二级市场上倒挂的情况得到改变



资料来源：CEIC

图表2 1年期央票收益率在一、二级市场上倒挂的情况也得到改变



资料来源：CEIC

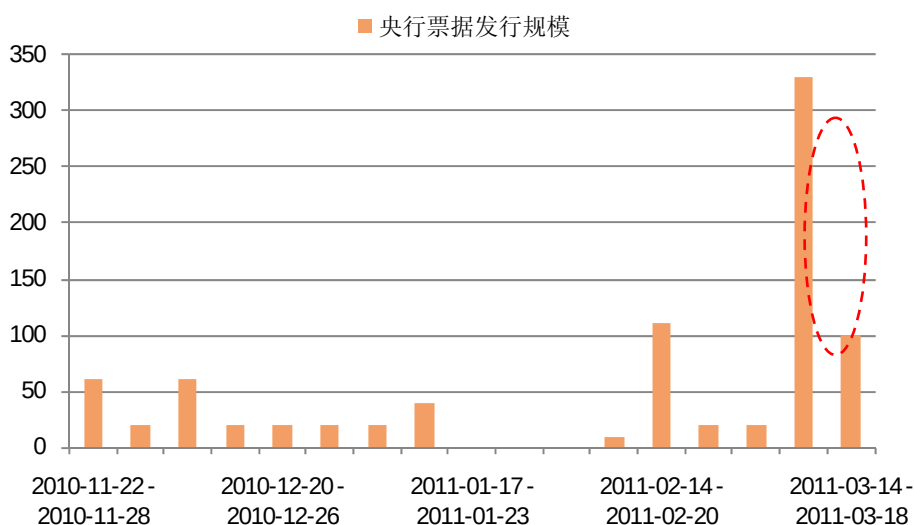
■ 央行将加大公开市场操作的力度

随着央票发行利率的上升，在未来央行会加大公开市场操作回笼流动性的操作。

上周（7日至11日），央行通过正回购和发行央票回笼流动性，其中正回购1820亿，3月期央票330亿，上周实现资金净回笼100亿。

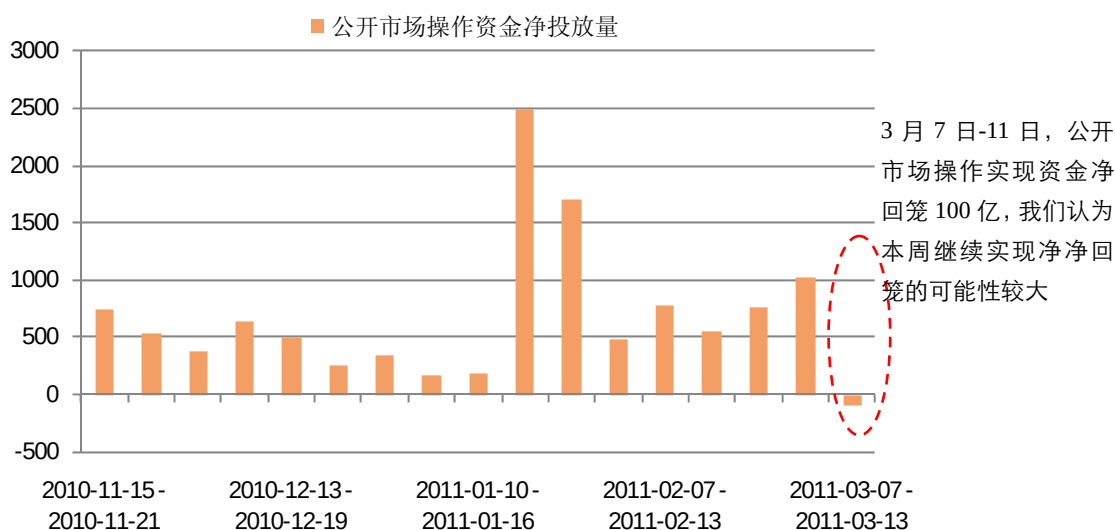
而本周央票到期规模1610亿、正回购到期规模200亿，合计1810亿，参考上周央票发行和正回购操作的规模，我们估计本周也很有可能实现资金净回笼。

图表3 近2周央票发行量增加明显



资料来源：CEIC

图表4 上周公开市场操作实现流动性净回笼

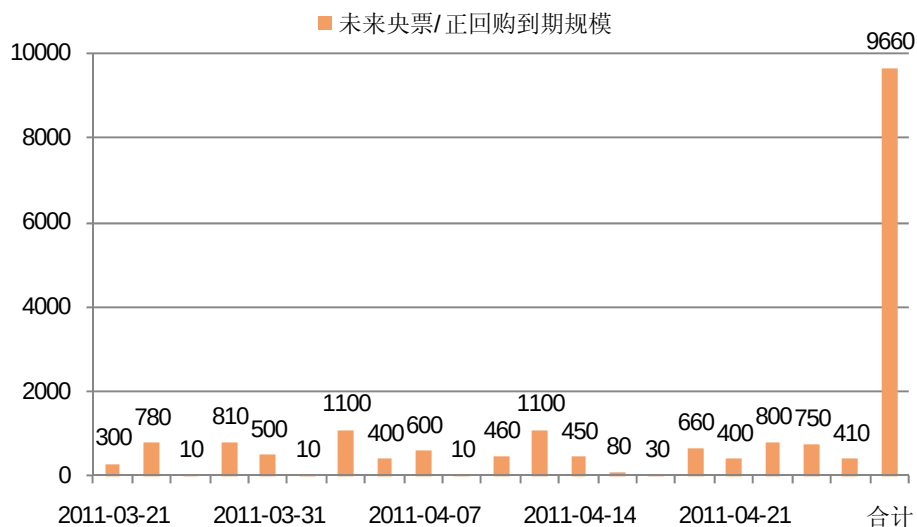


资料来源：CEIC

■ 未来央行仍有流动性对冲需求

央行仍将面临较大的流动性对冲压力。截止4月30日，大约有7380亿央票到期以及2280亿正回购到期。

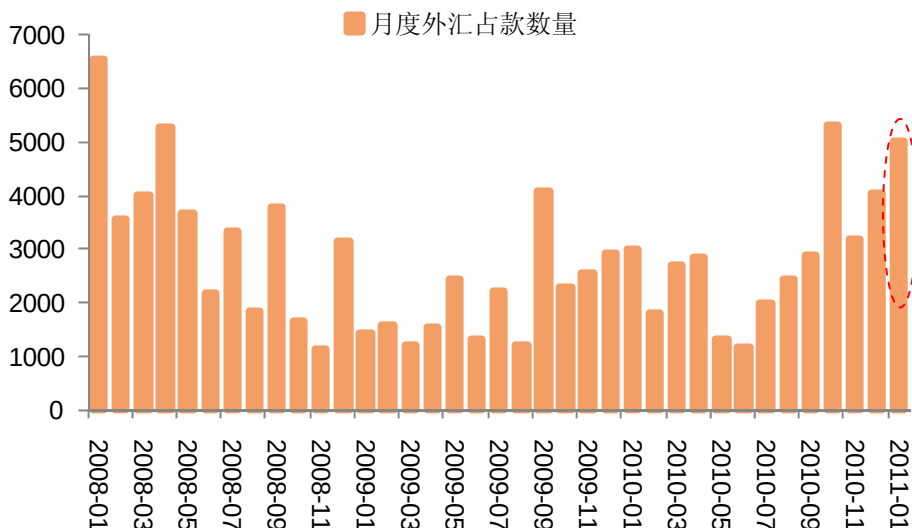
图表5 未来由央票和正回购到期所带来的流动性压力依旧不小



资料来源：CEIC

仍需要密切关注外汇占款的变化情况。2月外贸出现73亿美元逆差，我们相信贸易顺差的减少乃至个别月度出现贸易逆差，将在未来减少贸易项下的外汇占款增量。

图表6 1月外汇占款依旧在高位，当前央行还需要对冲大量流动性



资料来源：CEIC

■ 政策预期：

政策预期：央行对流动性的调控还将继续，但预期货币调控将更多聚焦于流动性对冲，而降低实质性资金

收缩的力度，加息的迫切性亦有所降低。

- 回顾 09 年至今 3 月期和 1 年期央票发行利率变化和加息的关系，我们认为两者并没有必然的联系，因此本次上调 1 年期央票期收益率更多地是为了改善央票对冲流动性的效用；
- 由于目前货币供应量增速已达至调控目标，而且市场资金明显紧张，更紧的货币收缩的必要性大大降低，因此我们判断，在对冲压力仍然较大的情况下，公开市场操作和上调存款准备金率将主要以对冲为目的，而非货币数量的紧缩；
- 由于国内经济增长和货币供给量增速都在放缓，刺激国内物价上涨的重要的内部因素正趋于衰减，目前对通胀影响的不确定因素主要是输入性的，在此情况下，尽管我们能不排除加息的可能性，但加息的迫切性是有所降低的，短期内政策上会维持一个观察状态。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257