



2011.08.17

加息预期升温，紧缩空间有限

——点评 1 年期央票发行利率超预期上行

	陈岚	姜超
	021-38676055	021-38676430
	chenlan7474@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511010021	S0880511010045

本报告导读：

对 8 月 16 日 1 年期央票发行利率超预期上行展开点评

摘要：

- 8 月 16 日发行的 50 亿 1 年央票中标利率意外上行至 3.5840%，再次超过 1 年定存利率 8.4bps，作为加息风向标，1 年央票发行利率上行将引发加息预期重新升温。
- 结合央行二季度货币政策报告“继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”的论述，以及 7 月通胀再创年内新高，我们认为央行此举表达的仍是管理层对通胀的关切。
- 此外，在本次央票发行利率上调后，目前 1 年期央票一二级市场利差已经接近消失，在央票一二级市场利差消失的情况下，公开市场回笼能力将大大增强，也便于央行更多的通过公开市场来灵活调节市场流动性。
- 尽管 1 年央票发行利率再次上行，但我们认为，近期加息可能性不大。首先，从经济方面看，目前工业增速仍在持续下降，而目前企业贷款实际利率已接近历史峰值，在此情况下，贷款利率上调的必要性不足；其次，从通胀方面看，我们认为 7 月物价或已然达到年内峰值，在通胀见顶即将回落的情况下，针对通胀加息的迫切性也不足；再次，从央行近期的操作看，7 月份未上调准备金，而且 6 月多缴的法定准备金还有退回，且同期公开市场和外汇市场合计投放货币应在 3000 亿元以上，显示央行总体操作已经明显缓和。
- 综上所述，从目前的经济通胀基本面和央行的操作来看，近期加息的可能性不大，后续紧缩空间有限，但此次央行引导央票发行利率上行仍然显示出在目前情况下政策仍将保持紧缩姿态，而不会立即转为放松。考虑到近期人民币升值有所加快，我们认为未来人民币升值或为央行应对通胀的主要政策工具，而利率和数量政策或均步入观察期。
- 近期债市明显回暖，此次央票发行利率上升及其引发的加息预期，短期内将对利率的持续下降构成制约，但经济通胀回落趋势的确定，及准备金率减少使用对债市流动性冲击的缓和，均将使得年内利率产品收益率的下降依然可期。

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

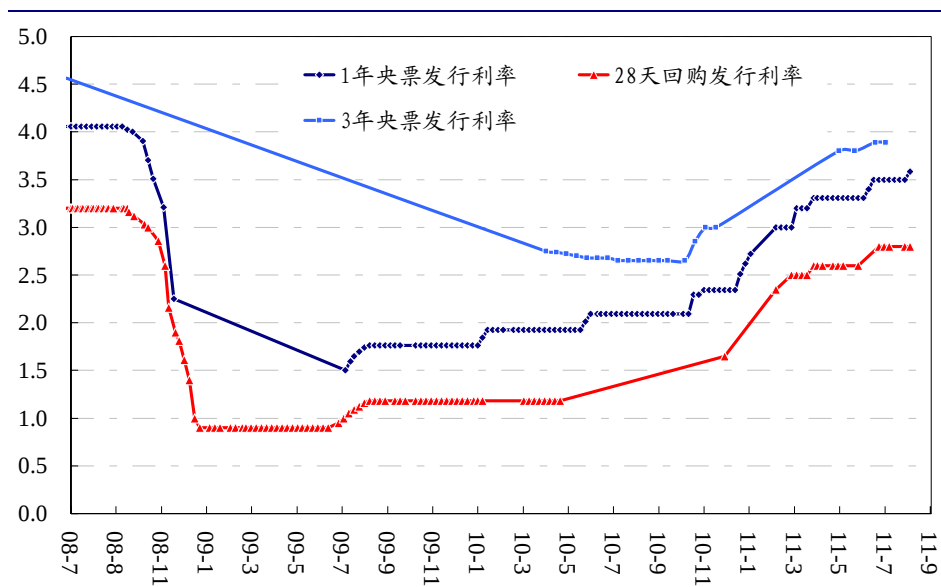
《企业资金极度紧张》	2011.08.13
《资金成本上升，政策或趋观望》	2011.08.13
《美国增长或将停滞，中国出口趋势向下》	2011.08.10
《超低利率长期维持，联储政策武器渐尽——对 8 月 9 日议息会议声明的点评》	2011.08.10
《工业回落趋势明确》	2011.08.10

1. 1 年央票发行利率意外上行

中国人民银行 2011 年 8 月 16 日发行了 50 亿 1 年央票，中标利率意外上行至 3.5840%，较上期上行 8.58bp；同日央行还发行了 290 亿元 28 天期正回购，中标利率为 2.8%，与上一期继续持平。

图 1 1 年、3 年央票发行利率、28 天正回购发行利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

2. 引发加息预期升温

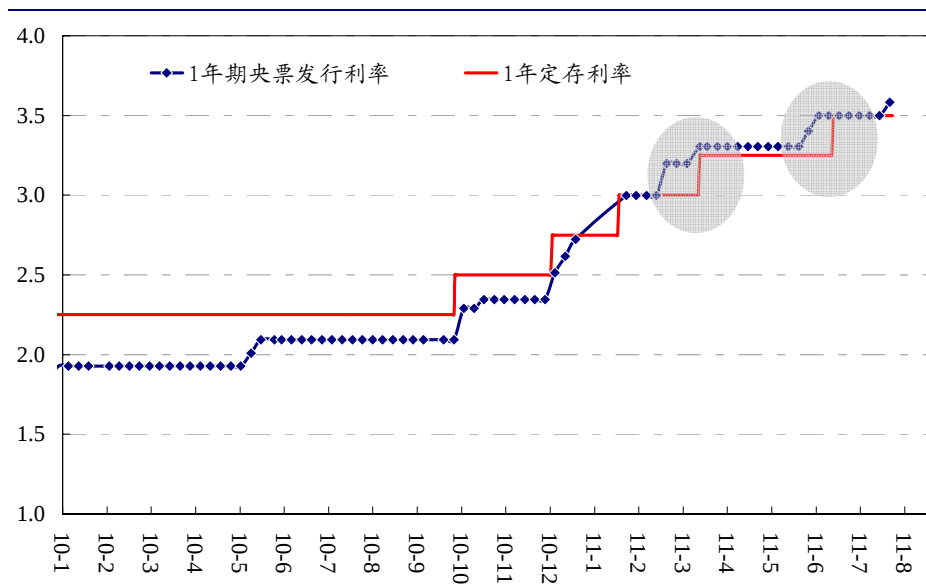
作为加息风向标，1 年央票发行利率上行将引发加息预期重新升温。

在 11 年 4 月和 6 月两次加息中，1 年央票发行利率已将加息风向标功能发挥得十分出色：在这两次加息 2-3 周之前，1 年央票发行利率均在与 1 年定存利率相似的水平上率先上行，待超过 1 年定存利率 20-30bps 左右后，央行随之加息。

此前连续 7 周，1 年央票发行利率均与 1 年定存利率基本持平，但经过此次 1 年期央票发行利率的意外上行，目前 1 年期央票发行利率为 3.5840%，再次超过 1 年定存利率 8.4bps，引发市场加息预期的重新升温。

图 2 1 年央票发行利率、1 年定存利率

单位：%



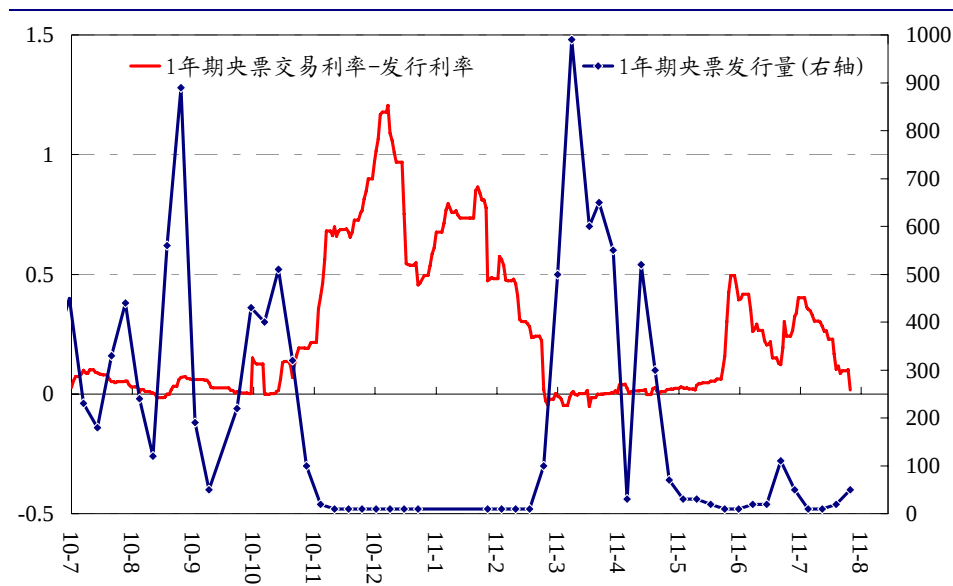
数据来源：国泰君安证券研究，Wind

3. 关注通胀恢复回笼

此次 1 年期央票仅发行 50 亿，而发行利率却再次上行，体现出央行主动引导 1 年期央票发行利率上行的意图。结合央行二季度货币政策报告“继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”的论述，以及 7 月通胀再创年内新高，此举表达的仍是管理层对通胀的关切。

此外，在本次央票发行利率上调后，目前 1 年期央票一二级市场利差已经接近消失，而本周四即将发行的 3 月央票发行利率也有上调的可能性。在央票一二级市场利差消失的情况下，公开市场回笼能力将大大增强，也便于央行更多的通过公开市场来灵活调节市场流动性。

图 3 1 年央票交易利率-发行利率、1 年央票发行量 单位：%(左轴)，亿元(右轴)



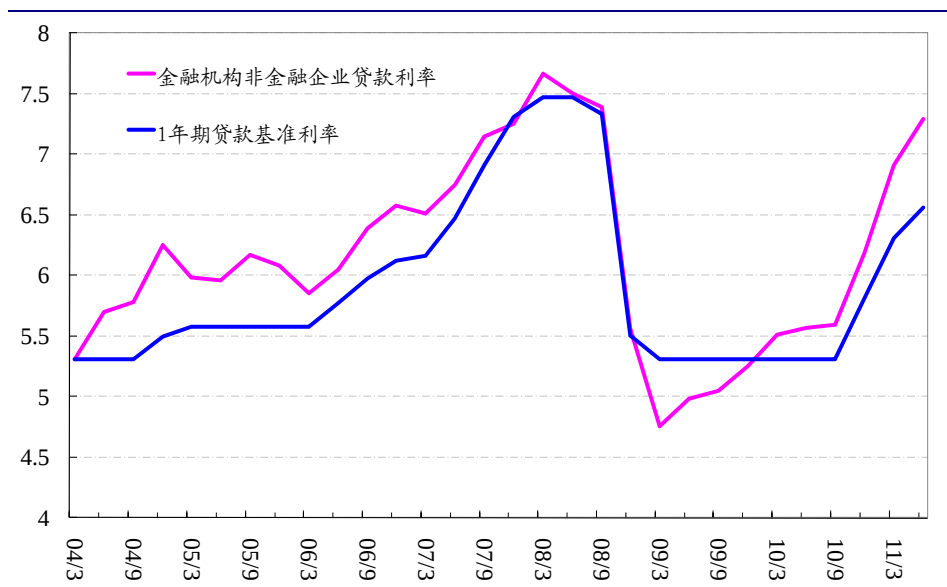
数据来源：国泰君安证券研究，Wind

4. 紧缩空间料应有限

尽管 1 年期央票发行利率再次上行，但我们认为，近期加息可能性不大。

首先，从经济方面看，目前工业增速仍在持续下降，且随着汽车地产销售旺季的到来，季调后的工业环比增速面临着继续下降的可能；而从央行公布的二季度货币政策报告看，目前企业贷款实际利率已经达到 7.29%，比 08 年 1 季度 7.67% 的峰值仅相差 38bp，在经济回落趋势确定、企业实际贷款利率接近历史峰值的情况下，贷款利率上调的必要性不足。

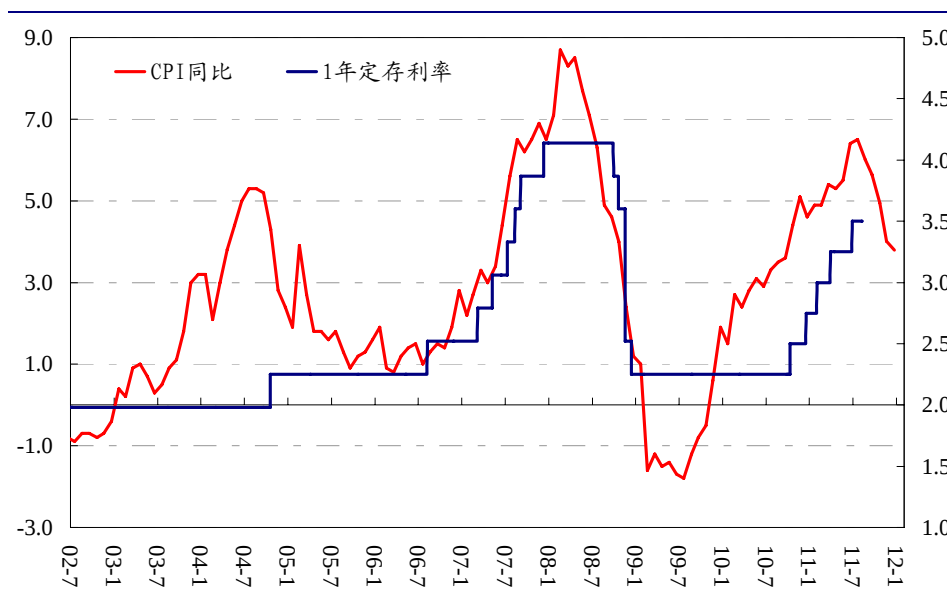
图 4 金融机构非金融企业贷款利率、1 年期贷款基准利率 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，PBOC

其次，从通胀方面看，尽管 7 月 CPI 和 PPI 再创年内新高，但从我们的预测来看，基于经济减速和风险偏好下降将抑制 PPI 和 CPI 非食品价格的上涨，以及猪肉价格涨幅将趋于回落，我们认为 7 月物价或已然达到年内峰值，维持全年物价前高后低走势的判断，在通胀见顶即将回落的情况下，针对通胀加息的迫切性也不足。

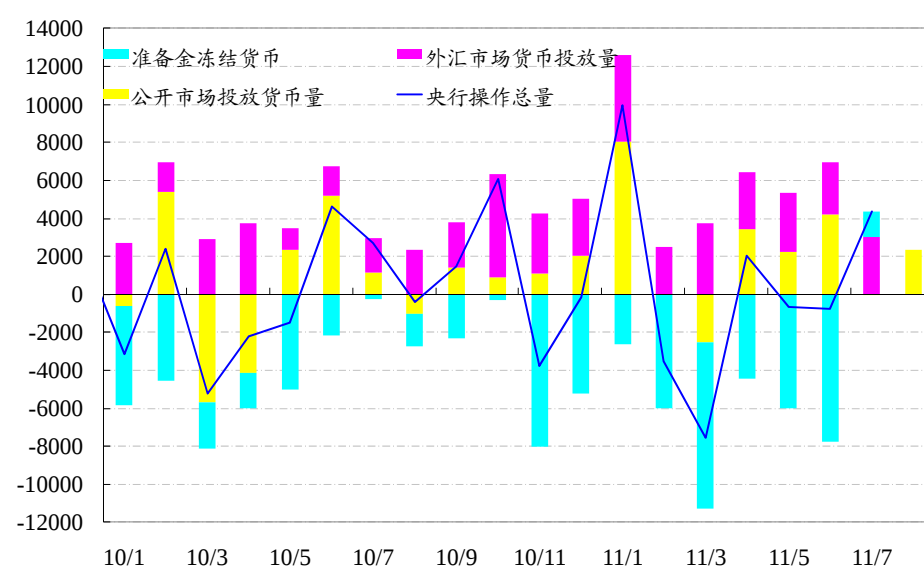
图 5 CPI 同比、1 年定存利率 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

再次，从央行近期的操作看，7 月份以来已经明显缓和：一方面，7 月份未上调准备金，而且考虑到 7 月存款的下降，6 月多缴的法定准备金还有退回；另一方面，公开市场和外汇市场合计投放货币应在 3000 亿以上。因而综合看来，央行总体操作已经明显缓和。

图 6 准备金冻结、外汇市场公开市场货币投放及央行操作总量 单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，PBOC，Wind

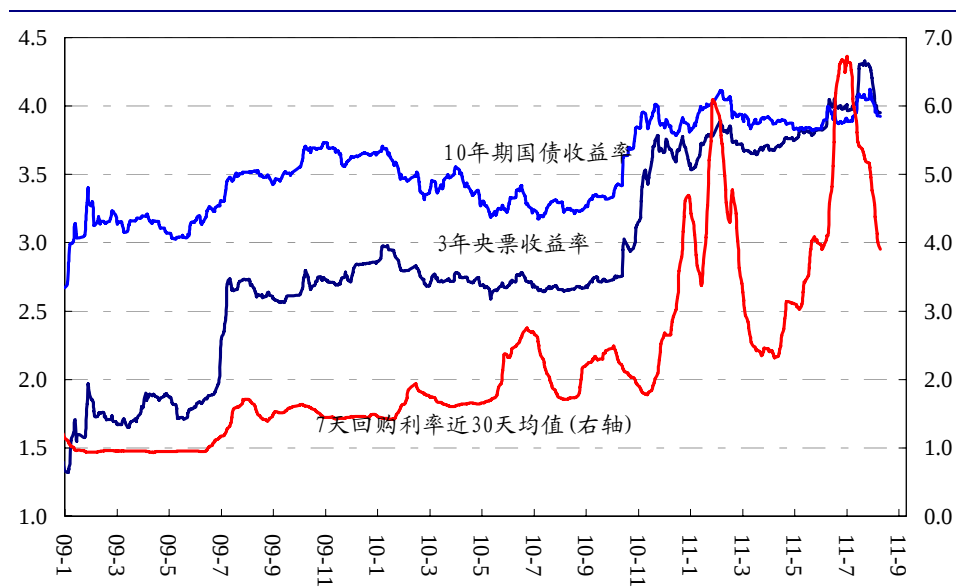
综上所述，在目前的经济通胀基本面和央行的操作来看，近期加息的可能性不大，后续紧缩空间有限，但此次央行引导央票发行利率上行仍然显示出在目前情况下政策仍将保持紧缩姿态，不会转为放松。考虑到近期人民币升值有所加快，我们认为未来人民币升值或为央行应对通胀的主要政策工具，而利率和数量政策或均步入观察期。

5. 利率短期或有震荡

近期债市在经济通胀回落确定、紧缩政策暂时缓和、资金面迅速好转的情况下，出现了明显的回暖，利率产品收益率全面回落。但是，此次央票发行利率上升及其引发的加息预期，短期内将对利率的持续下降构成制约。

但我们仍然认为经济通胀回落的趋势确定，而价格工具和公开市场操作等更加灵活的工具对准备金率等数量工具的替代，也使得债市受到流动性冲击的概率下降，年内利率产品收益率的下降依然可期。

图 7 3 年央票、10 年国债收益率、7 天回购利率近 30 天均值 单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

作者简介:**陈岚:**

执业资格证书编号: S0880511010021

电话: 021-38676055

邮箱: chenlan7474@gtjas.com

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, 10 年获第二名。09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		