

第一创业固定收益研究组

王皓宇 S1080510120005

联系人: 宋启超

电话: 0755-25832167

邮件: songqichao@fcsc.cn

暂时难言加息将至

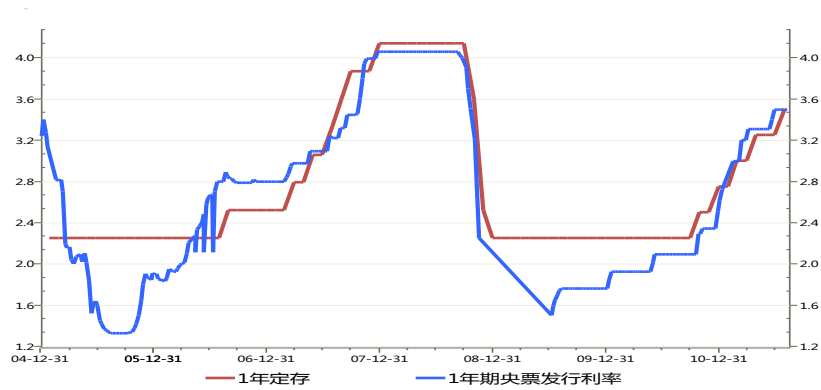
----对央票发行利率提高的点评

报告要点:

- 8月16日, 央行招标发行了50亿元1年期央票, 中标利率为3.5840%, 较上次提高8.58bp。
- **央票利率上升, 暂时不能解读为加息信号。**对于央票利率上行, 我们认为主要目的是提升公开市场回笼功能, 暂时不能解读为加息信号。在4月和7月的加息前, 1年期央票利率分别超过定存20bp和25bp, 而且7月前1年央票利率持续3个月超过定存。因此, 此次央票利率上行难以判定加息临近, 后续是否继续提高是关键。7月以来, 准备金率工具暂停使用, 先是要缓和6月底受到重创的资金面, 再是由于欧债加剧、美国评级下调, 海外风险令货币政策需要观望。但是, 流动性回收仍要进行, 央票因利率倒挂回笼受限, 最近四周连续净投放超过1500亿。此次1年期央票利率提高后, 与二级市场3.60%水平接近, 3个月或也追随提高, 而3年期央票利差已经很小, 后续发行量有望明显扩大。当然提准与否, 仍要看外部资本流入的情况。短期内央行需要关注外围风险, 政策执行或以稳为主。
- **货币政策短期陷入观望, 汇率作用明显提升。**在二季度货币政策执行报告中, 央行强调控通胀的基本取向不变, 而利率、汇率的顺序放在公开市场和存款准备金率之前。本轮货币紧缩中, 数量调控的弊端显著, 央行在汇率管制下陷入被动的货币冲销, 前期准备金率的频繁使用, 负面冲击越来越大。因此, 在下一阶段的政策选择中, 价格工具或优先于数量工具。我们认为, 准备金率使用频率将明显降低, 基准利率还有上调空间, 汇率的作用会明显增强。
- **7月经济温和回落, 信贷或已过最紧时期。**7月尽管信贷偏紧, 但经济仍表现出强劲增长动能, 当月房地产投资、进出口反弹, 工业产出等回落幅度温和。我们预计, 8月份M2增速和信贷都会回升, 信贷控制最紧的时候正在过去。库存调整的影响有限, 本季内经济会继续温和筑底。而通胀难有实质性的回落, 8、9月CPI或维持在6%以上, 并不支持紧缩放松。
- **对于权益市场而言, 国内经济回调幅度仍然温和, 货币紧缩短期处于观望状态, 信贷将从底部回升, 指数有望继续修复前期缺口。对于债券市场, 资金面改善的行情将延续。**



图 1: 1 年期央票发行利率提高



资料来源：中国人民银行、Wind 第一创业整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120