

理性看待 1 年期央票发行利率下调



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 11 月 15 日 星期二

证券分析师

冯玉明

021-63325888×6110

fym@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010045

联系人

高子惠

021-63325888×6106

gaozihui@orientsec.com.cn

事件：

今日中国人民银行放量发行 1 年期央票 520 亿元，中标利率为 3.4875%，较上期发行利率下降 8.58bp。自上周 1 年期央票发行利率下降 1.07bp 后，本周再次下降。

研究结论：

- **理性看待 1 年期央票发行利率下调所隐含的政策“放松”之意。**上周 1 年期央票发行利率下降，我们就阐述过我们的观点“1 年期央票发行利率回归至 3.50% 以内属正常现象”，本周下调至 3.4875% 符合我们的预期。07 年以来 1 年期央票的发行利率一般都低于 1 年定存，8 月中旬 1 年期央票发行利率上行至 3.584% 的水平，高于 1 年期定存 8.4bp，当时市场还在讨论是否会再加息一次。9 月随着海外局势的震荡、国内经济下滑风险加剧以及 CPI 拐点的确立，加息已无可能，因此 1 年期央票发行利率下调至 3.50% 以下属于正常现象。而 1 年期央票发行规模增加至 520 亿，我们认为央行主要为了防止发行利率过快下降，央行不希望被市场理解为“降息预期增强”。年内 CPI 仍将在 4% 以上（11 月 CPI 可能在 4.4% 左右，12 月将略有上行），我们认为短期内看不到降息这种明显的政策放松信号。实际上，昨日 1 年期央票到期收益率为 3.3925%，已经低于 3.5733% 近 20bp，市场需求较为旺盛，而 520 亿的发行规模能够覆盖大部分的需求。
- **我们维持“短期资金面趋于偏紧”的判断。**从 11 月初开始我们一直强调在 11 月中下旬资金面可能偏紧，如果外汇占款延续目前较低的增长趋势，则年末资金面可能更紧，准备金率需要作出调整。假设 11 月 M2 增长 12.3（季调后环比增长 1.2%），10 月、11 月外汇占款增长都为 1500 亿，11 月财政存款减少 1000 亿，公开市场到期资金全部投放的情形下，我们预测月末商业银行体系的超额准备金率为 1.1%。本周 1 年期央票发行规模超预期，并且市场传言有定向央票的操作，那么 11 月底超储率可能在 0.9% 附近，从趋势上看仅高于 6 月底水平。在其他政策变量不变的情况下，资金面将会偏紧。12 月份财政存款若提前释放（如在 20 日左右），那么对年底资金面将构成利好。
- **短期债市可能小幅调整，但资金面偏紧不改变债市中期向好之势。**近期 10 年期国债已经回落至 3.55-3.60% 附近，10 年期金融债已经回落至 4.21% 附近，年内收益率继续下降的空间较为有限。在资金面偏紧预期下，利率债可能会有所调整，但波动幅度不大。在谨慎假设下（非食品季调后环比增长 0.1%，食品环比增长 0.6%），我们预计到明年年中 CPI 可能回落至 2.6% 左右，那么明年 10 年期国债收益率有回落至 3.30% 附近的可能。信用债方面，虽然 10 月份以来高评级信用债大幅上涨，低评级信用债也有一定的回暖，但从信用利差的角度考虑，高评级短融、企业债的信用利差仍高于 07-08 年信用利差的最高点，或者和当时的高点持平，因此未来在国债收益率继续下降的情况下，高评级信用债仍会有较好的表现。目前政策微调、信贷适当放松对低评级债构成利好，市场对信用风险的担心已经有所缓解，未来中低评级城投债可能是最大的受益方。对于部分投资者担心信贷放松对银行投资债券受到挤压的问题，我们认为这种可能性不大，目前制约信贷规模主要是存款增速过慢、存贷比考核等因素，在信贷规模没有大幅增加的情况下，债市受到影响不大。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn