2012.01.07

央票停发符合历史、节前降准仍有可能

——点评央行公告春节前央票停发及或将逆回购

	汪进	姜超
	021-38674624	021-38676430
	wangjin008085@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511080005	S0880511010045

本报告导读:

本报告对 1 月 6 日央行公告春节前央票停发，并根据实际需求开展短期逆回购操作。

摘要:

- 央行 1 月 6 日下午公告，为促进春节前银行体系流动性平稳运行，决定春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作。
- 自 2005 年春节以来，除 09 年、10 年外，央行在春节前均公告暂停央票发行，而 09 年央行也采取央票隔周发行的方式减少发行规模。
- 为满足春节期间资金需求，一般春节前 3 周央行在公开市场持续投放资金，而春节后将持续回笼资金。10 年春节前央行虽未暂停央票回笼，则主要源于到期资金巨大，央票回笼并未影响到资金投放。考虑到今年春节前央行净投放明显不足，因此节前央票的停发符合历史规律。
- 此次央行明确公告节前或将逆回购则是 06 年以来首次，其主要背景是节前公开市场到期资金仅剩 740 亿，如考虑国库定存到期回笼 300 亿资金，央票停发仍难以满足春节期间资金需求，因此需要通过逆回购来保证流动性的平稳供应。
- 外汇占款的下降是央行下调存准率的主要原因之一，而 10 月以来的热钱的大幅流出则是外汇占款下降的主要原因。
- 中国热钱流出主要是受全球避险情绪的影响。以美国 VIX 为代表的风险指数是影响中国热钱流动的重要因素，在风险高位时，资金将回流美国，中国热钱存流出的风险。
- 热钱大幅流出导致外汇占款下降会减少基础货币投放，因而必需下调存款准备金率增加货币乘数来对冲其影响。
- 央行春节前逆回购虽能部分缓解货币市场资金需求，但在目前热钱持续流出及货币政策宽松的背景下，仍不能排除春节前下调存准率的可能，预计未来存准率或将连续下调。

宏观研究团队

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

薛鹤翔
021-38674809
xuehexiang008730@gtjas.com

王喆
021－38676049
wangzhe@gtjas.com

相关报

《产品库存见顶！生产环比见底？》 2012.01.02
《毛利到底利润未到，产品库存加速赶顶》 2011.12.27
《企业储户信心继降，货币政策已经转向》 2011.12.22
《外汇占款连续流出、准备金率或再下调》 2011.12.20
《政策转向稳增长，货币增速未必低》 2011.12.14

目 录

1. 央行节前央票停发.....3
2. 回笼放缓符合规律.....3
3. 逆回购因到期不足.....3
4. 风险高位热钱外流.....4
5. 节前降准仍有可能.....5

1. 央行节前央票停发

央行 1 月 6 日下午公告，为促进春节前银行体系流动性平稳运行，决定春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作。

自 2005 年春节以来，除 09 年、10 年外，央行在春节前均公告暂停央票发行，而 09 年央行也采取央票隔周发行的方式减少发行规模。

表 1 历年春节前央行公开市场业务公告

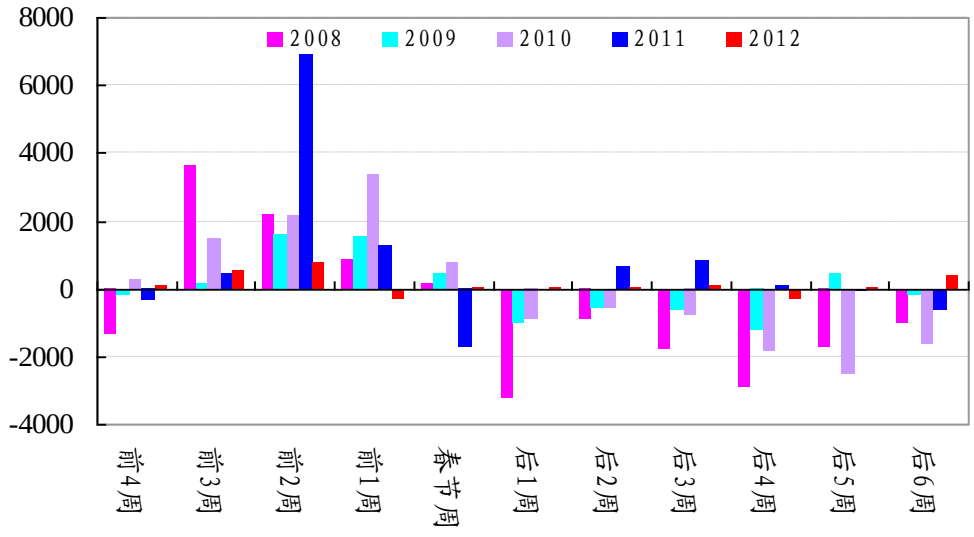
春节日期	公告日期	事件
2012-01-23	01-06	公告春节前暂停央票发行，并根据实际需求开展短期逆回购
2011-02-03	01-17，01-24	连续两周公告暂停央票发行
2010-02-14	无	无业务公告，仅在春节当周停发央票
2009-01-26	无	无业务公告，节前央票隔周发行
2008-02-07	02-04	公告 2 月 5 日暂停中央银行票据发行
2007-02-18	02-12	公告春节前一周暂停央票发行
2006-01-29	01-23，01-26	24 日开展 14 天逆回购，暂停 24 日、26 日央票发行
2005-02-09	01-28	公告 2 月 1 日、3 日、6 日展开逆回购

数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 回笼放缓符合规律

为满足春节期间资金需求，一般春节前 3 周央行在公开市场持持续放资金，而春节后将持续回笼资金。10 年春节前央行虽未暂停央票回笼，则主要源于到期资金巨大，央票回笼并未影响到资金投放。考虑到今年春节前央行净投放明显不足，因此节前央票的停发符合历史规律。

图 1 历年春节前后央行公开市场净投放额 单位：亿元

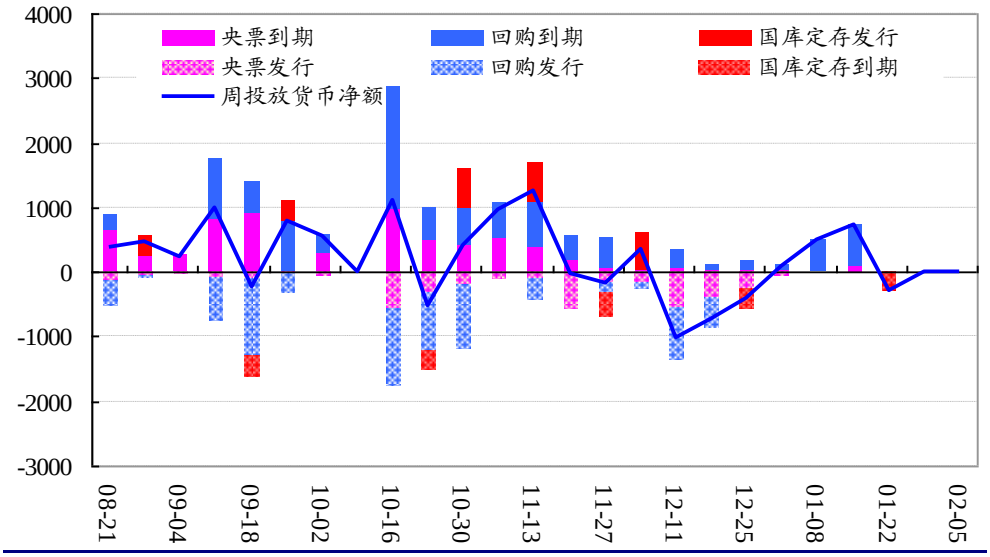


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 逆回购因到期不足

此次央行明确公告节前或将逆回购则是 06 年以来首次，其主要背景是节前公开市场到期资金仅剩 740 亿，如考虑国库定存到期回笼 300 亿资金，央票停发仍难以满足春节期间资金需求，因此需要通过逆回购来保证流动性的平稳供应。

图 2 考虑国库定存后的公开市场操作量 单位：亿元

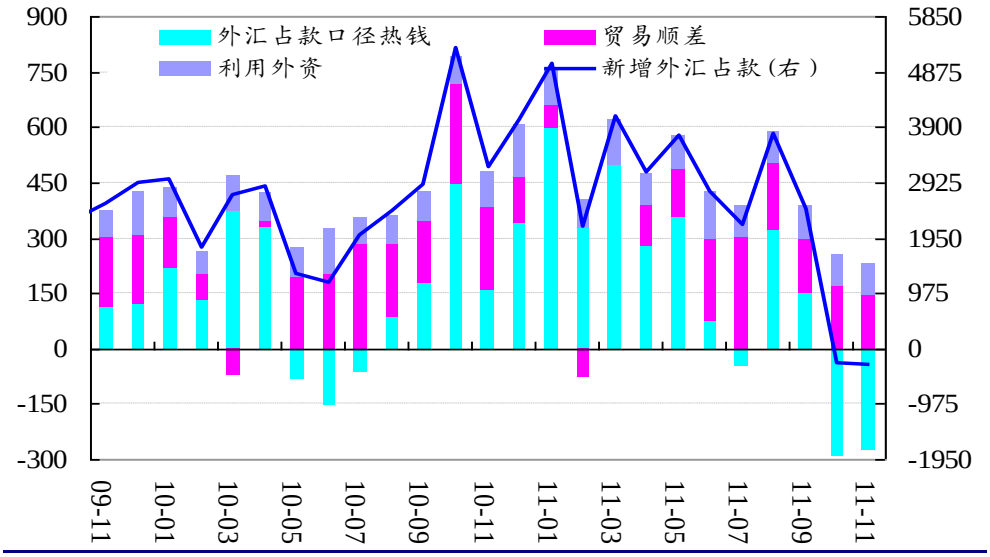


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2011.08.21-2012.02.05）

4. 风险高位热钱外流

外汇占款的下降是央行下调存款准备金率的主要原因之一，而 10 月以来的热钱的大幅流出则是外汇占款下降的主要原因。

图 3 利用外资、顺差、外汇占款口径热钱、新增外汇占款 左：亿美元 右：亿元

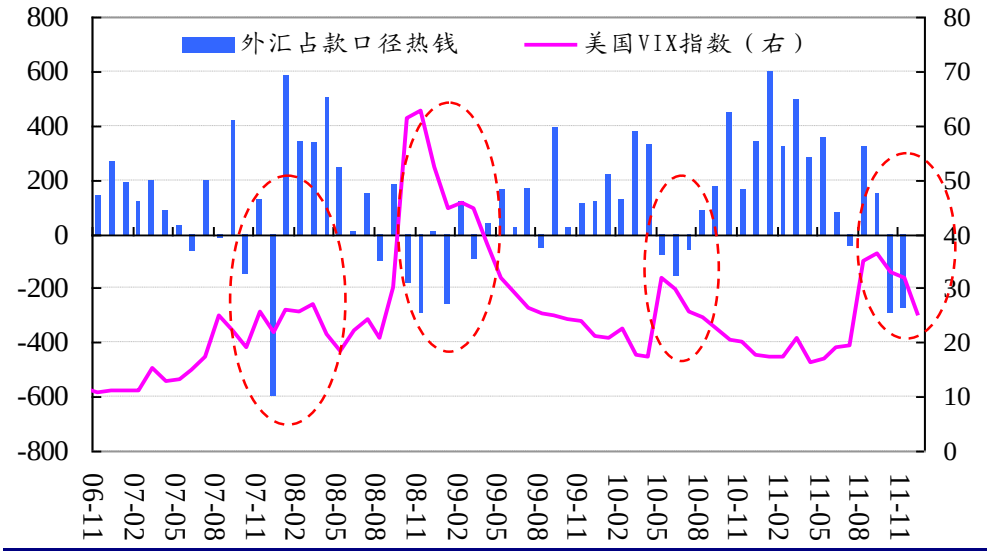


数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

中国热钱流出主要是受全球避险情绪的影响。以美国 VIX 为代表的风险指数是影响中国热钱流动的重要因素，在风险高位时，资金将回流美国，中国热钱存流出的风险。

目前，美国风险指数虽有回落，但仍在高位，中国的热钱流出短期或将持续，热钱的回升有待与全球风险偏好的修复。

图 4 外汇占款口径热钱、美国 VIX 指数 左轴：亿美元



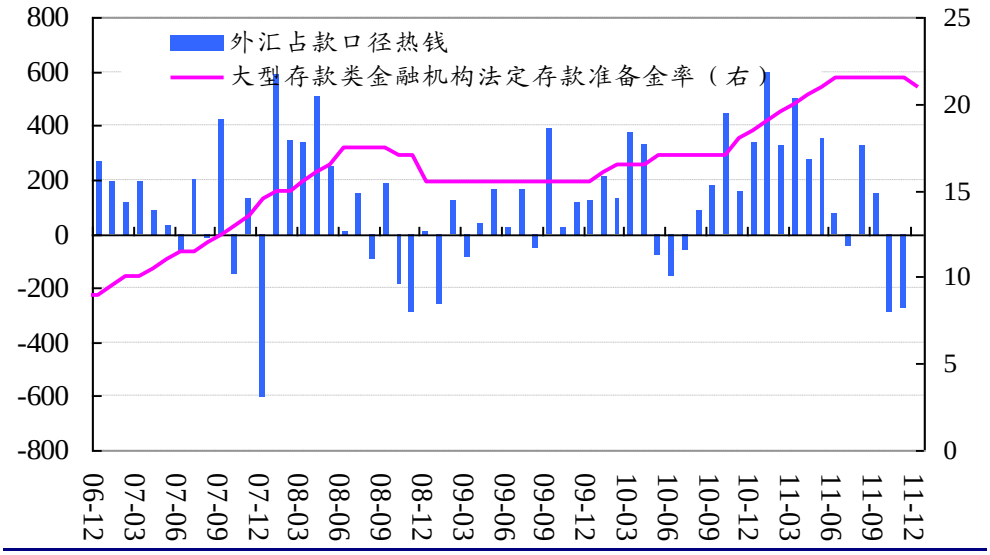
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 节前降准仍有可能

热钱大幅流出导致外汇占款下降会减少基础货币投放，因而必需下调存款准备金率增加货币乘数来对冲其影响。

央行春节前逆回购虽能部分缓解货币市场资金需求，但在目前热钱持续流出及货币政策宽松的背景下，仍不能排除春节前下调存准率的可能，预计未来存准率或将连续下调。

图 5 外汇占款口径热钱、大型金融机构存准率 左轴：亿美元 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究， 人民银行

作者简介:

汪进:

执业资格证书编号：S0880511080005

电话：021-38674624

邮箱：wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。2011 年“金牛分析师”、“水晶球最佳分析师”、“新财富最佳分析师”宏观方向第二名。

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。11 年获新财富、水晶球及金牛奖宏观最佳分析师第二名。08 至 11 年获新财富、水晶球债券最佳分析师前三名。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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