



2011.10.21

政策回归中性信号，利率下降空间打开

——点评 3 年期央票发行利率下降

**陈岚**

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880511010021

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

本报告导读：

对 3 年期央票发行利率下降展开点评

摘要：

- 央行 20 日发行了 200 亿元 3 年期央票，发行利率较此前期下降 1bps，至 3.96%。
- 3 年期央票发行利率的下降，符合我们在利率产品中期策略报告中的判断，当时我们认为，“随着未来经济增速持续回落，不排除 3 季度以后 3 年期央票利率再次下行的可能”，而 11 年 3 季度 GDP 同比增长 9.1%，较 2 季度的 9.5% 加速下降，且预计 4 季度和明年 1 季度 GDP 增速将进一步回落至 8.3% 和 8% 以下，因此，3 年期央票发行利率的下降表达了管理层对经济减速的关切，且未来仍有下降空间。
- 由于 3 年期央票与 1 年期央票同样具有政策风向标的作用，其发行利率的下降，标志着货币政策逐步由偏紧向中性回归；并且，在 4 季度经济加速下降、10 月 CPI 或将出现显著回落的背景下，预计政策逐步转向中性的步伐有望持续：在利率政策方面，我们预计 3 年期央票发行利率仍有下降的空间；在数量政策方面，随着 11 月份到期资金量将小于存准范围调整带来的新增存款准备金，我们预计到 11 月份央行或将下调金融机构存款准备金率。
- 随着 3 年期央票发行利率的下降和货币政策逐步回归中性，二级市场利率产品收益率加速下降的空间也进一步被打开。尽管目前 10 年期国债收益率低于 3 年期央票的收益率，但从 08 年经验看，在经济面临大幅下降的预期下，10 年期国债和 3 年期央票利率倒挂的情况一直持续到 08 年 10 月降息之前。由于我们预计未来 3 年期央票发行利率或将继续下行，因此，10 年期国债收益率仍有下降空间，继续建议超配利率产品，采取长久期的利率产品组合。
- 在利率产品收益率下降的趋势支撑下，近期高等级信用债收益率也出现了加速下降，由于高等级信用债受到经济减速带来的信用风险冲击较小，且从历史上看与利率产品联动性较强，因此，利率产品收益率进一步下降趋势确定的情况下，高等级信用债和超 AAA 的准利率债的收益率下降空间也被进一步打开。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

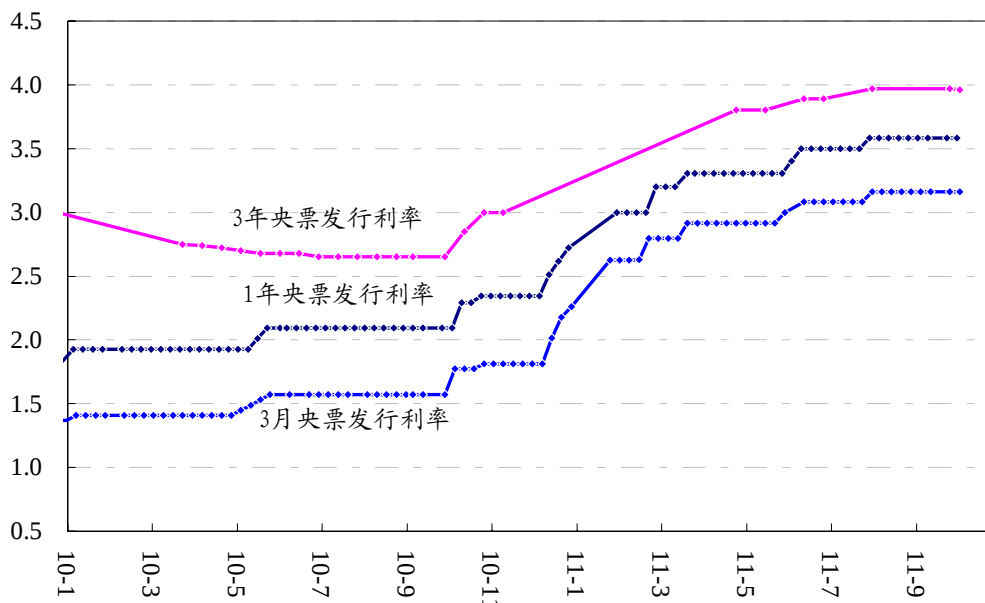
相关报告

- 《资金面将暂受冲击，超调增加债市机会——点评央行将保证金纳入存准范围》
2011.08.29
- 《3 年央票地量重启，公开市场将更受倚重——点评 3 年期央票重启》
2011.08.18
- 《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》
2011.08.16
- 《加剧硬着陆风险，长债价值可期——点评央行年内第 3 次加息》
2011.07.06

一、3 年央票发行利率下行

央行 20 日在公开市场发行了 10 亿元 3 月期央票和 200 亿元 3 年期央票，其中 3 月期央票发行利率继续持平于 3.1618%；而 3 年期央票发行利率此前一期下降 1bps 至 3.96%。

图 1:
3 月、1 年、3 年央票发行利率
单位: %

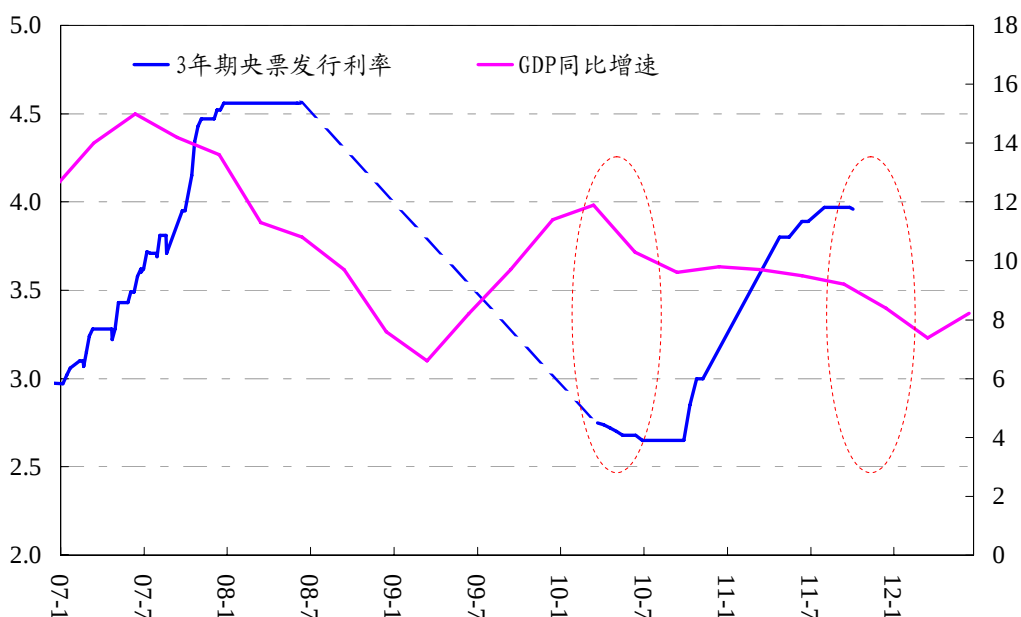


二、符合中期策略观点

3 年期央票发行利率的下降，符合我们在利率产品中期策略报告《经济回落降通胀，利率步入收获期》中的判断，当时我们认为，“随着未来经济增速持续回落，不排除 3 季度以后 3 年期央票利率再次下行的可能，以表达管理层对经济减速的适度关切。”

11 年 3 季度 GDP 同比增长 9.1%，较 2 季度的 9.5% 加速下降，且考虑到下游汽车地产旺季不旺，预计 4 季度 GDP 同比增速将加速回落至 8.3%，明年 1 季度将回落至 8% 以下，因此，3 年期央票发行利率仍有下降的空间。

图 2:
3 年期央票发行利率、GDP 同比增速
单位: %

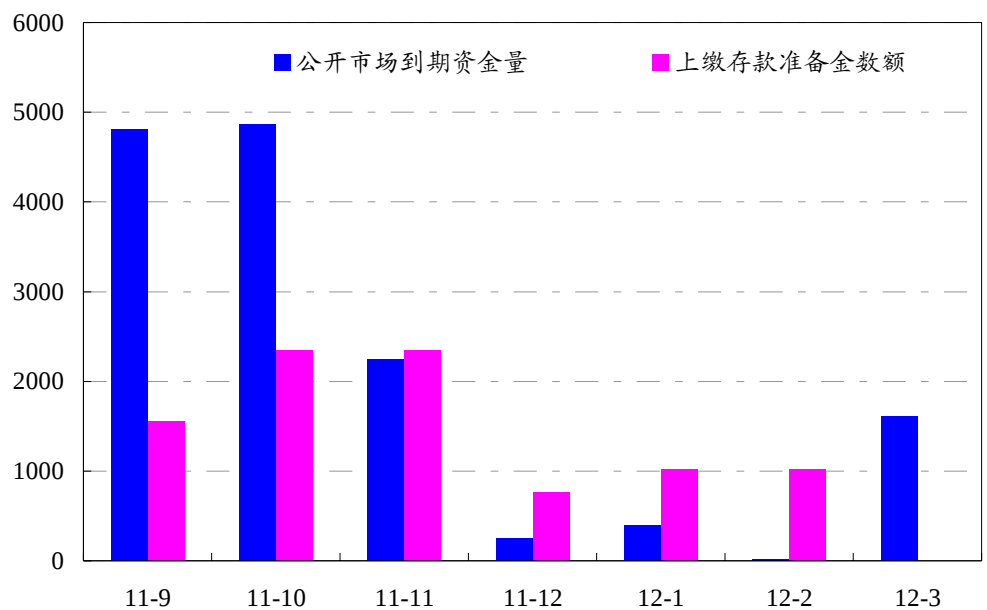


三、标志政策逐步转向中性

3 年期央票与 1 年期央票同样具有政策风向标的作用，其发行利率的下降，标志着货币政策逐步由偏紧向中性回归。

并且，在 4 季度经济加速下降、10 月 CPI 或将出现显著回落的背景下，预计政策逐步转向中性的步伐有望持续。一方面，在利率政策方面，我们预计 3 年期央票发行利率仍有下降的空间；另一方面，在数量政策方面，随着 11 月份到期资金量将小于存准范围调整带来的新增存款准备金，加上届时经济数据仍将持续恶化、通胀也将下降到 5% 以下，我们预计到 11 月份央行或将下调金融机构存款准备金率。

图 3:
公开市场到期资金量、上
缴存款准备金数额
 单位: 亿元



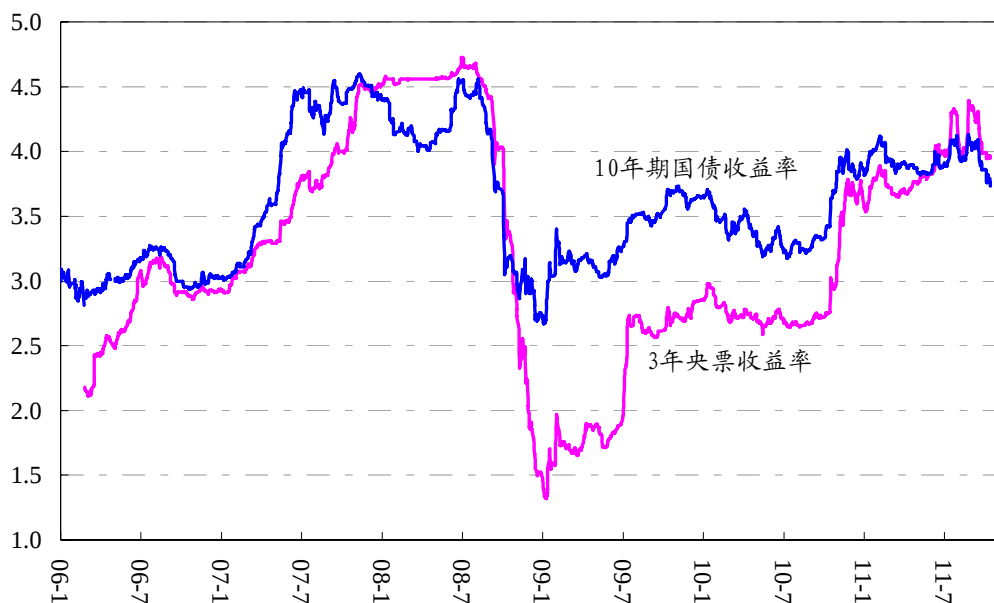
四、利率加速下降空间打开

随着 3 年期央票发行利率的下降和货币政策逐步回归中性，二级市场利率产品收益率加速下降的空间也进一步被打开。

尽管目前 10 年期国债收益率已经下降至 3.7% 附近，低于 3 年期央票的收益率，但从 08 年的经验看，在经济面临大幅下降的预期下，10 年期国债和 3 年期央票利率倒挂的情况一直持续到 08 年 10 月的降息之前。

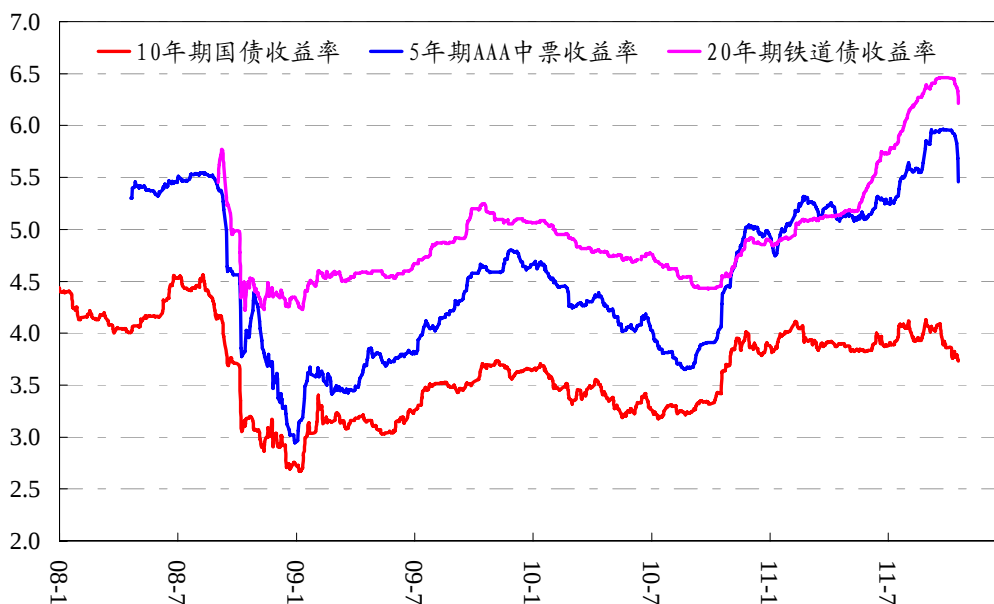
由于我们预计未来 3 年期央票发行利率或将继续下行，因此，我们认为 10 年期国债收益率仍有下降的空间，继续建议超配利率产品，并采取长久期的利率产品组合。

图 4:
 3 年期央票、10 年期国债
 收益率
 单位: %



而在利率产品收益率下降的趋势支撑下，近期高等级信用债收益率也出现了加速下降，尽管我们预计 4 季度经济增速会出现加速下降，但由于高等级信用债受到经济减速带来的信用风险冲击较小，且从历史上看与利率产品联动性较强，因此，利率产品收益率进一步下降趋势确定的情况下，高等级信用债和超 AAA 的准利率债的收益率下降空间也被进一步打开。

图 5:
 10 年期国债收益率、5 年
 期 AAA 中票收益率
 单位: %



附注：文中涉及数据源于 Wind，CEIC，央行，统计局，商务部，国泰君安。

作者简介：

陈岚：

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：

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。

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		