



2011.11.08

政策不确定性已经彻底消除

策略团队:

钟华:

电话: 021-38674602

邮箱: zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔:

电话: 021-38674603

邮箱: shiweixiang007983@gtjas.com

张晗:

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

陈思翀:

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

江亚琴:

电话: 021-38674622

邮箱: jiangyaqin008083@gtjas.com

	陈思翀	张晗	钟华
	021-38674878	021-38676675	021-38674602
	chensichong010546@gtjas.com	zhanghan@gtjas.com	zhonghua008457@gtjas.com
编号	S0880511060001	S0880511010055	S0880511010056

本报告导读:

央行把一年期央票发行利率下调 1 个 bp, 彻底打消了货币政策的不确定性, 市场流动性的改善已经没有任何疑义。

摘要:

- 9 月初我们写了《政策已经露出一半的底牌》, 中期观点逐渐转为乐观。10 月初我们写了《政策已经露出了全部的底牌》, 认为政策继续收紧的概率已经非常小。上周写的《钱真的开始多了》明确表示目前资金面随着贷款的增加已经越来越宽松。
- 今天 1 年期央票发行利率下调 1 个 bp, 再一次证实了我们之前所有的判断。由于一年期央票具有标志性的指导意义, 我们认为所有关于货币政策的不确定性已经彻底消除, 市场受制于政策面和流动性收缩的时间段也彻底结束了。
- 明天将要公布的 CPI 数据低于 6 已经没有任何悬念, 我们之前判断的 CPI 拐点的出现将得到进一步的确认。
- 1 年期央票发行利率的下调, 把货币政策和流动性的不确定性都彻底消除了。接下来我们会确认 CPI 的逐月下行, 以及政策对于经济增长的再次支持。而这些基本面的变化, 都会支持市场走的更长和更远。

相关报告

《策略一周——大宗跌了, 何去何从》	2011. 05. 09
《业绩风险与市场博弈》	2011. 05. 08
《策略一周——“鸵鸟”策略》	2011. 05. 03
《定向增发投资的收益分布和组合构建》	2011. 05. 03
《寻找稳定性机会》	2011. 04. 25

事件：一年期央票发行利率下调 1 个 bp

今天一年期央票发行利率下调了 1 个 bp，从 3.58 下调为 3.57。为 1 年期央票在 09 年 7 月恢复发行以来首次下调。

点评：

我们在 9 月初的报告《政策已经露出一半的底牌》中指出，政策的底牌已经越来越清晰，但是其中的不确定性是，8 月份 1 年期央票发行利率上调了 8bp。当时我们认为虽然再次上调基准利率的概率较小，但是由于 1 年期央票发行利率的指导作用，政策仍然存在一定的不确定性。

在 10 月的报告《政策已经露出了全部的底牌》中，我们指出 3 年期央票发行利率的下调和温总理的讲话，都逐步消除了政策的不确定性，市场上涨的空间已经打开。

上周的报告《钱真的开始多了》，我们指出在政策对于信贷的放松，将会带来市场资金的增加，由于资金供给的增加，利率也会出现下降，整个资金供需面将会出现新的平衡，并且在价格和供应上出现正反馈的机制，社会的整体资金利率会下一个台阶。

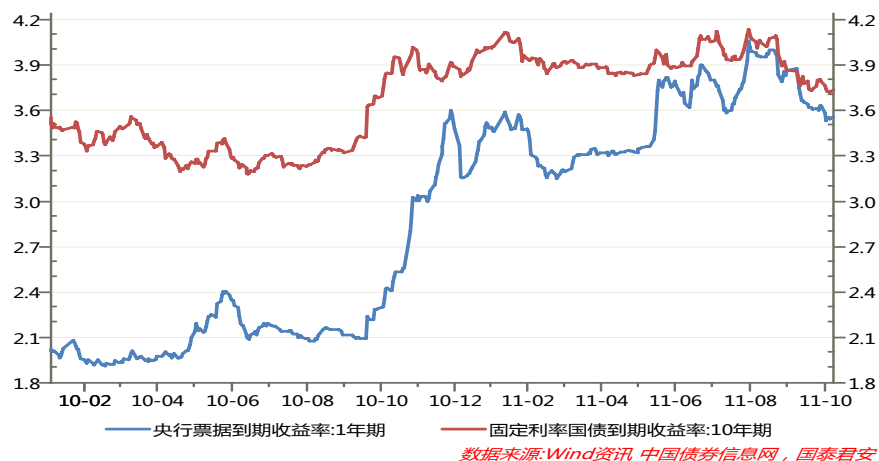
但是由于 3 年期央票的发行利率的指导作用不如 1 年期央票的发行利率对基准利率这么具有指导性，所以直到近期，市场上仍然有投资者对于央行的货币政策有怀疑。

这次一年期央票利率的下调，彻底消除了这样的不确定性。在银行间市场一年期央票的发行利率是最具有指导意义的。从 2010 年 4 月开始一直到 7 月三年期央票发行利率出现过为期 3 个月的下调，但是同年 5 月一年期央票发行利率却出现了上调。因此从过往的经验看，一年期央票更能反应货币政策的意图。

从这次央行下调 1 年期央票利率的事件看，我们认为央行货币政策工具的执行已经越来越清晰了。利率和准备金工具都不可能出现正面收紧的操作了。而反向放松的概率已经越来越大。

明天将要公布的 CPI 数据低于 6 已经没有任何悬念，我们之前判断的 CPI 拐点的出现将得到进一步的确认。

图 1： 1 年期央票到期收益率与 10 年期国债收益率



总结

在之前报告中我们指出，这次市场的反弹，不一定需要政策特别明确的全面放松。这次上涨的逻辑在于，市场对于未来多种不确定因素预期的改变，包括，对 CPI，政策，流动性等等在前期压制市场上涨的因素。而这次上涨由于需要反复不断地确认这些不确定性是否真的已经消除，时间和幅度上都将超出市场大多数人的预期。

1 年期央票发行利率的下调，把货币政策和流动性的不确定性已经彻底消除了。接下来我们会确认 CPI 的逐月下行，以及政策对于经济增长的再次支持。而这些基本面的变化，都会支持市场走的更长和更远。

作者简介:

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

张晗:

执业资格证书编号: S0880511010055

电话: 021-38676675

邮箱: zhanghan@gtjas.com

陈思翀:

执业资格证书编号: S0880511060001

电话: 021-38674878

邮箱: chensichong010546@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准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		