

三年期央票重启的讨论



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

梁山
021 6849 8612
liangshan@lhq.com

回顾以往两次三年期央票重启的宏观环境，今年的宏观环境兼有前两次的特点：

- 1、CPI 未来不排除局部过热的可能；
- 2、货币当局需要控制贷款的快节奏发放；
- 3、面临相当规模热钱流入的可能。

三年期央票做为重要的货币政策调控的数量化工具之一，在当前“数量先于价格”的经济环境中重启的必要。理由如下：

- 1、本轮一年期央票利率调整并没有到位，未来仍有上行可能。而三年期央票的重启可以放缓未来一年期央票利率上行的压力；
- 2、做为调整存款准备金率的重要货币政策手段的补充；
- 3、配合其它货币政策工具完成三月份公开市场的资金回笼；
- 4、近期国债到期量远大于发行量，由此而释放的资金需要投资渠道。

关于如果重启，可能的方案。

- 1、三年期选择在比较集中到期的一周开启（如果在两会结束后对于完成回笼量似乎点晚）。采用的方式可能是三年期配合一年期、回购来共同完成对资金的回笼。在当前经济局势不明朗的情况下，三月份公开市场操作可能最后实现的是中性回笼（即不收回也不释放流动性）。
- 2、由于之后的 5、6、7、8 月到期资金压力并不大，另一种可能的情况是两会期间维稳，配合一个月回购实现回笼，压后重启时间至两会后，并分散三年期到期时间点，从而减轻 3、4 月份的回笼压力，并在 9、10 月份完成回笼后视情况选择退出时间。

按中国的国情，我们比较倾向于第二种方案。

我们认为对三年期央票发行利率的定位相当考虑如下因素：

- 1、三年期金融债的历史平均水平（02 年底至今均值在 3.15%）；
- 2、当前三年期金融债的二级市场水平（当前中债估值在 2.83%）；
- 3、以往三年期金融债与一年期央票的平均利差水平（60 个点）。

我们认为发行利率低于 3% 是合适的，发行利率将参照金融债二级的交易价格，当前 2.7 年的金融债成交在 2.73，扣除金融债信用利差 10 个点，可能的区间在 2.6-2.7 之间。考虑到债市仍有继续向下的可能，也有可能进一步落到 2.5-2.6 的水平。

三年期央票的重启对债市的影响更多的是心理层面而对价格的影响将取决于他的定位。回顾 04 年和 07 年的重启前后，三年期央票的启动对短期实际价格的影响不大，更多的是随着之后经济形势的演变而呈现出相反的走势。因此我们认为不能简单的认为三年期央票的重启一定会利空债市，仍取决于其一级市场的发行定位。

目 录

似曾相识燕归来.....	3
以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：CPI.....	3
以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：M2 增速.....	3
以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：外汇占款	3
重启路线图猜想.....	4
三年期有重启的内在要求	4
10 年公开市场到期资金分析	5
三月份公开市场到期资金分析	5
如果重启的定位分析.....	6
三年期金融债收益率的历史平均水平	6
三年期金融债与一年期央票的平均利差水平.....	6
当前三年期金融债的二级市场水平	6
重启后对市场影响的分析	6

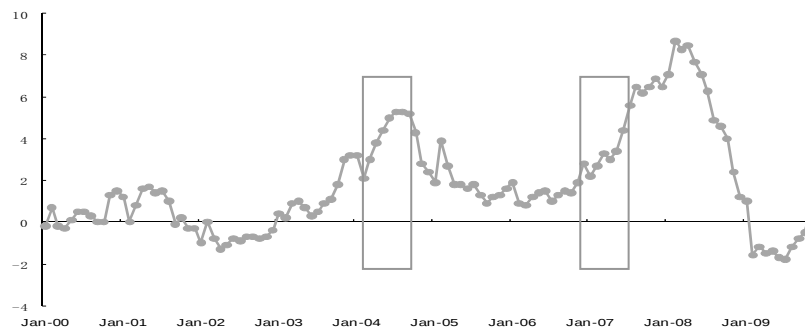
图表目录

图 1、 04 年受粮食价格的推动 CPI 局部过热；07 年受货币、PPI 的推动，物价全面上涨	3
图 2、 04 年、07 年贷款有局部上升较快的倾向	3
图 3、04 年底外汇占款曾高启，05 年第二次汇改；07 年外汇占款持续居高不下	3
图 4、二月份国债到期量远大于国债发行量	4
图 5、三年期占到期央票的 30%~50%，绝对数量单月在 1,000 亿以上，三月份 3,310 亿	5
图 6、07 年三年期重启后金融债走势.....	6
图 7、07 年三年期重启后国融债走势.....	6
图 8、04 年三年期重启后金融债走势.....	7

似曾相识燕归来

以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：CPI

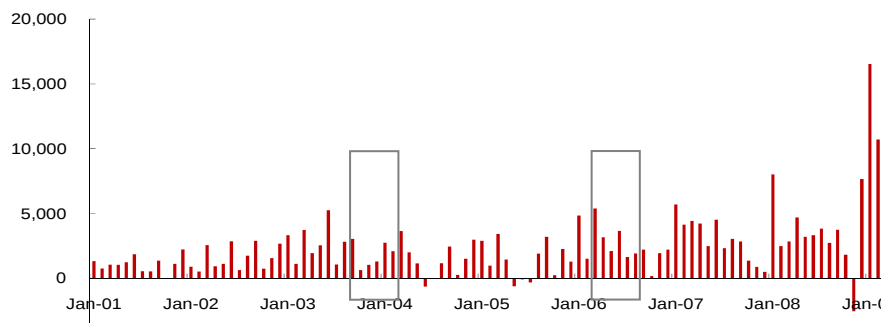
图 1、04 年受粮食价格的推动 CPI 局部过热；07 年受货币、PPI 的推动，物价全面上涨



资料来源：华泰联合证券研究 CEIC

以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：M2 增速

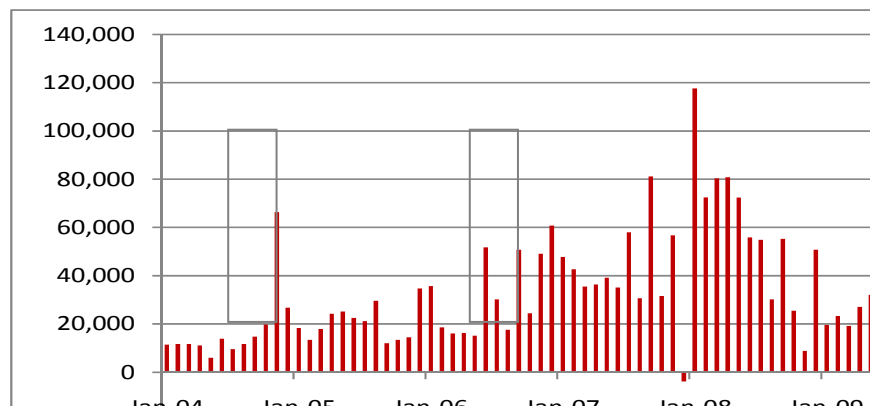
图 2、04 年、07 年贷款有局部上升较快的倾向



资料来源：华泰联合证券研究 CEIC

以往两次三年期央票重启的宏观环境回顾：外汇占款

图 3、04 年底外汇占款曾高启，05 年第二次汇改；07 年外汇占款持续居高不下



资料来源：华泰联合证券研究 CEIC

当前的宏观环境多少能够看到 04 年和 07 年的影子，即 CPI 有局部过热的可能、央行严控贷款规模、外汇占款有大幅攀升的可能。在货币当局宏观调控水平不断成熟的 2010 年，“对通货膨胀预期的管理”尤其提到了今年央行调控议程的前列。

重启路线图猜想

三年期有重启的内在要求

为了防止热钱的过度流入，“数量先于价格”的货币政策工具将是央行首先青睐的调控工具。

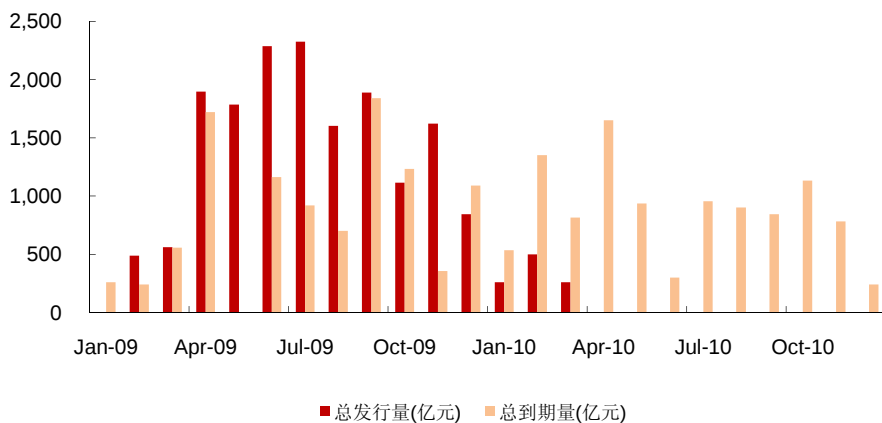
1、存款准备金已上调两次至 16.5% 的水平，并不排除继续上调的可能，但为增加调控手段、灵活调控方式，三年期央票将成为一种较好的补充。

本轮一年期央票利率调整并没有到位，未来仍有上行可能，而三年期央票的重启可以放缓未来一年期央票利率上行的压力。

2、三年期的重启可以避免存款准备金率过于频繁的调整（毕竟存款准备金冻结的是更为长期的资金）同时也可以完成三月份公开市场的回笼。频繁的存款准备金率调整容易释放误导信号，而三年期到期续发则在一定程度上对市场产生的影响减少到最小。

3、一、二月份国债到期资金量比较大，由此释放的资金需要寻求投资途径。

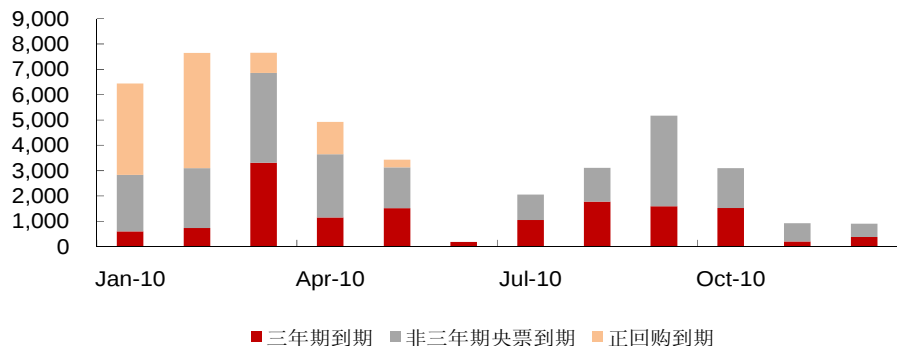
图 4、二月份国债到期量远大于国债发行量



资料来源：华泰联合证券研究 Wind

10 年公开市场到期资金分析

图 5、三年期占到期央票的 30%~50%，绝对数量单月在 1,000 亿以上，三月份 3,310 亿



资料来源：华泰联合证券研究 Wind

三月份公开市场到期资金分析

三、九月将是央票到期资金比较集中的月份，并且相当一部份是三年期的资金，而其它月份从回笼总量来看回笼压力并不是很大。

表 1 三月份三年期到期央票集中于三月份的第 2 周 (亿)

	三年期到期	其他
W1	400	700
W2	1,010	1,400
W3	900	800
W4	650	450

资料来源：华泰联合证券研究

加上两会召开的因素，可能的情况有二：

1、三年期选择在比较集中到期的一周开启（如果在两会结束后对于完成回笼量似乎点晚）。采用的方式可能是三年期配合一年期、回购来共同完成对资金的回笼。在当前经济局势不明朗的情况下，三月份公开市场操作可能最后实现的是中性回笼（即不收回也不释放流动性）。

2、由于之后的 5、6、7、8 月到期资金压力并不大，另一种可能的情况是两会期间维稳，配合一个月回购实现回笼，压后重启时间至两会后，并分散三年期到期时间点，从而减轻未来两个月的回笼压力，并在九月份完成回笼后视情况选择退出时间。

按中国的国情，我们比较倾向于第二种方案。

如果重启的定位分析

我们认为对三年期央票发行利率的定位相当考虑如下因素：

三年期金融债收益率的历史平均水平

02 年底至今，三年期金融债收益率平均在 3.15%；

分解其中的两个周期，

第一个周期（02 年底~05 年底），三年期金融债收益率平均在 2.97%，

第二个周期（05 年底~08 年底），三年期金融债收益率平均在 3.53%，

两个周期综合平均在 3.25%。

三年期金融债与一年期央票的平均利差水平

由于第一个利率周期数据的缺乏，我们分析了从 06 年 3 月以来三年期金融债和一年期央票利差的表现，平均在 60 个点左右之间。如果判断一年期央票将短期稳定在 1.92，那么三年期金融债为 2.52。

当前三年期金融债的二级市场水平

当前三年期金融债中债估值在 2.85%，2.7 年的金融债成交范围在 2.70~2.75 之间，在当前贷款严控、经济增长放缓的预期下，金融债仍有向下动力，虽然空间有限。

综合以上因素，我们认为发行利率低于 3%是合适的，发行利率将参照金融债二级的交易价格，扣除金融债信用利差 10 个点，可能的区间在 2.6-2.7。

重启后对市场影响的分析

图 6、07 年三年期重启后金融债走势

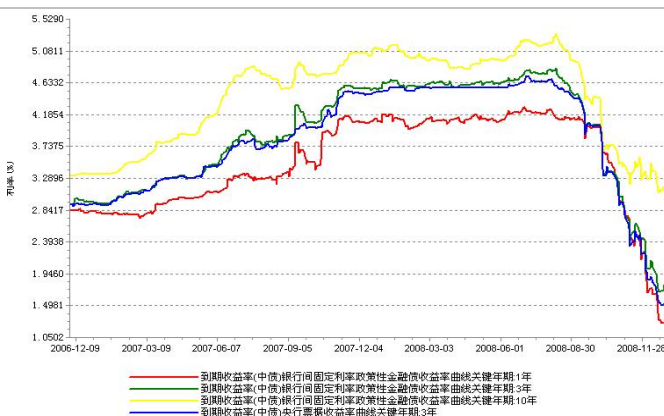


图 7、07 年三年期重启后国债走势

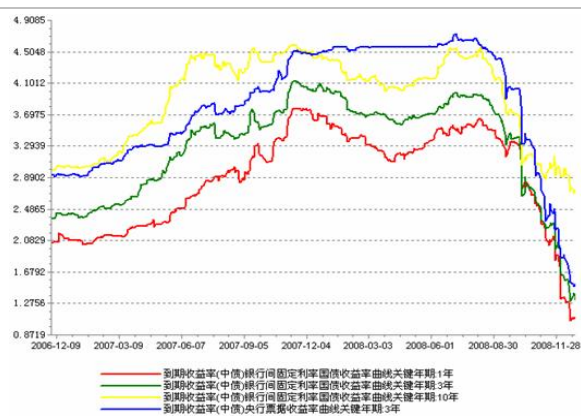
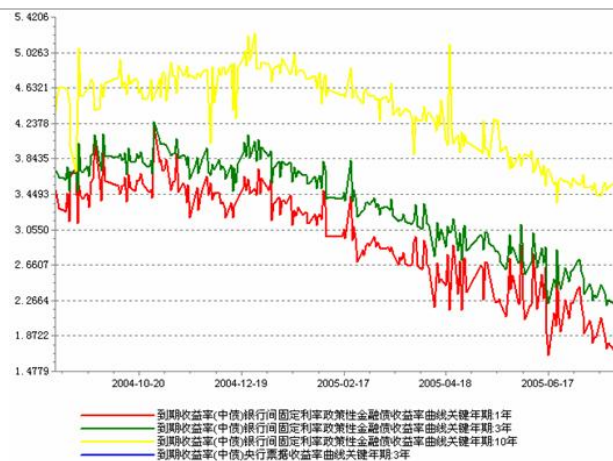


图 8、04 年三年期重启后金融债走势



资料来源: Wind

回顾 04 年和 07 年的重启前后，三年期央票的启动对短期实际价格的影响不大，更多的是心理层面。而其随后的走势更多的是随之后经济形势的演变而呈现出相反的走势。

因此我们认为不能简单的认为三年期央票的重启一定会利空债市。相反如果发行利率低于预期，则对债市将有正面影响。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com