



目前至少包含了一次降息预期

国海固定收益证券研究
中心

李杰明
0755-83716830
lijma@hotmail.com

地址：
深圳市竹子林四路紫竹
七道18号光大银行大厦
32层

邮编：518040

主要观点：

- 目前，在我国主要存在两套利率，一套是存贷款基准利率，另一套是比较市场化的银行间市场债券利率；
- 数据显示，近两年1年期央票利率与1年期贷款基准利率利差水平维持在3.5%左右；
- 3.5%的收益率溢价水平应该反映了新增贷款的不良贷款率以及贷款流动性差、需要扣减风险权重等因素。只有使得1年期央票利率与1年期贷款实际收益率维持在一个合适的利差水平，才能使得银行资金不至于过度倾向于某一投资方向——信贷投放或债券投资。
- 最新调整后的1年期贷款基准利率为7.2%，若按照上述的3.5%的利差水平，1年期央票利率未来有望逐步下降至3.7%；
- 近年23次招标中（不含最新招标的08进出08），5年期金融债与1年期央票基本保持0.6%以上的利差水平；
- 历史分析显示，5.6%可能是央行比较认可的1年期贷款基准利率“合适的”利率水平；
- 根据1年期央票利率与1年期贷款基准利率利差水平约3.5%来推断，最新招标的5年期金融债3.9%的利率包含了至少一次的降息预期。

第一部分：1年期央票利率与1年期贷款基准利率

关系分析

在以前的报告里曾指出3年期央票存在“养券”之嫌，也就是央行通过持有特别国债的利息来补贴3年期央票的发行成本。但具体到1年期央票，利息成本应不是央行主要考虑的问题。目前，购买央票的主体是银行，银行主体是几大国有商业银行。从银行的角度来看，新增存款用途主要有两个：信贷投放和债券投资。今年前8个月1年期贷款基准利率为7.47%，而上市公司中三大国有银行的不良贷款率分别为：工商银行2.41%、建设银行2.21%、中国银行2.58%，则按照贷款基准利率扣除不良贷款率后1年期贷款实际收益率约5%。考虑到贷款的预期不良贷款率将提高、流动性差以及需要计提风险权重等，前期1年期央票利率4.06%作为贷款的替代品种而言是有吸引力的。

目前1年期央票利率已经开始出现松动，最新一期央票发行利率4.03%，比上周下降了3BP，如果经济增长乏力，央行主要任务从防通胀转到保增长时，央票利率将会有更大的下降空间。在经历了前几次经济下滑均导致大量不良贷款产生后，在目前经济下滑预期大体一致的情况下，出现了“想放贷的不需要，需要的不敢放”的情况，央行《引导货币信贷合理增长，优化信贷结构，加大对“三农”、小企业、灾后重建的信贷支持》从侧面反映银行目前对中小企业放贷的谨慎，而大幅降低中小银行的法定存款准备金率则暗示了中小企业实际困难要比目前数据反映的要大得多。当保增长成了央行的主要任务，增加贷款是必要的，此时为了“逼”银行放贷，最有效的办法是降低债券收益率水平，使得贷款利率扣减不良贷款率后相对债券收益率有明显的溢价，运用利率手段使银行自觉放贷。作为整条收益率曲线的参考基准，1年期央票利率目前的下降趋势将带动其它品种收益率的整体下移。

1年期央票利率下降已经是毫无争议的事情，本月连续三周820亿元、900亿元以及1450亿元的发行量显示了在1年期央票利率只有下降可能，没有上涨可能的无风险套利情况下巨大的市场需求。现在大家关心的是，1年期央票下降空间将有多少？

如前所述，央票最大的需求主体是银行，而银行投资途径主要有两条：信贷投放和债券投资。目前，在我国主要存在两套利率，一套是存贷款基准利率，这个由央行控制，并根据经济形势变化进行调整；另一套是比较市场化的银行间市场债券利率，而由于1年期央票发行量大，而且2004年至今基本上每周二定期发行，因此1年期央票利率成为了整条收益率曲线的基准利率。而实际情况是，1年期央票利率近两年一直带有较为明显的央行引导意味，数据分析也显示1年期央票利率与1年期贷款基准利率之间带有较强的相关性。

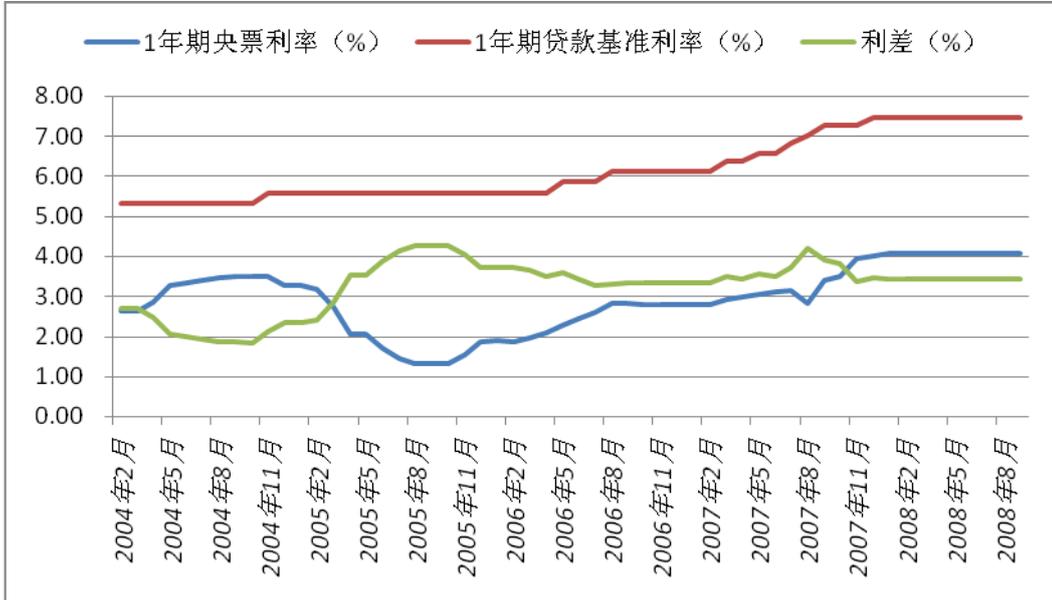
图一是2004年至今1年期央票利率与1年期贷款基准利率的关系，图二是1年期央票利率与1年期贷款基准利率利差走势图。在图二可以清楚地看到，在2004年1年期央票开始定期发行后，在债市的暴跌中1年期央票利率大幅快速攀升，使得其与1年期贷款基准利率之间的利差大幅减小，利差一度缩减至2%水平；在2004年10月29日宣布加息后，二者利差有所扩大，加上2005年3月16日央行宣布超额存款准备金率从1.62%下调到0.99%，并在人民币升值背景下外汇占款大量增加，债市走出一波大牛市，收益率大幅下降，二者利差进一步扩大至最高4%水平。然而，我们注意到，2004年和2005年央行仅进行过一次贷款利率加息，而债市经历了一波熊牛更替，因此二者的利差关系看不出任何端倪。

进入2006年，贷款利率进入了加息通道，利率市场化程度大幅提高，利率调整也非常频繁，而央行对1年期央票的引导也明显加强（甚至出现今年大半年时间1年期央票利率始终维持4.06%水平的情况）。自2006年4月27日贷款利率开始进入频繁上升通道后，1年期央票利率与1年期贷款基准利率进入到一个稳定的利差水平——约3.5%，相信这不仅仅是巧合，这个收益率溢价水平应该反映了新增贷款的不良贷款率以及贷款流动性差、需要扣减风险权重等因素。只有使得1年期央票利率与1年期贷款实际收益率维持在一个合适的利差水平，才能使得银行资金不至于过度倾向于某一投资方向——信贷投放或债券投资。

最新调整后的1年期贷款基准利率为7.2%，若按照上述的3.5%利差水平，1年期央票利率未来有望逐步下降至3.7%水平。若利率低于此水平，

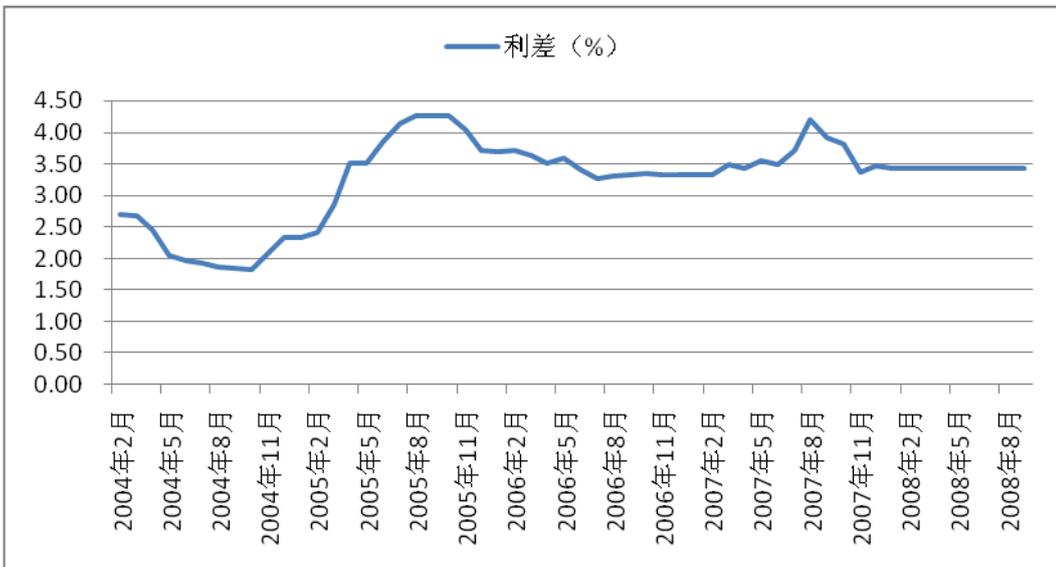
则很可能包含了再一次降息预期。

图一：1年期央票利率与1年期贷款基准利率关系图



数据来源：国海证券整理

图二：1年期央票利率与1年期贷款基准利率利差走势图



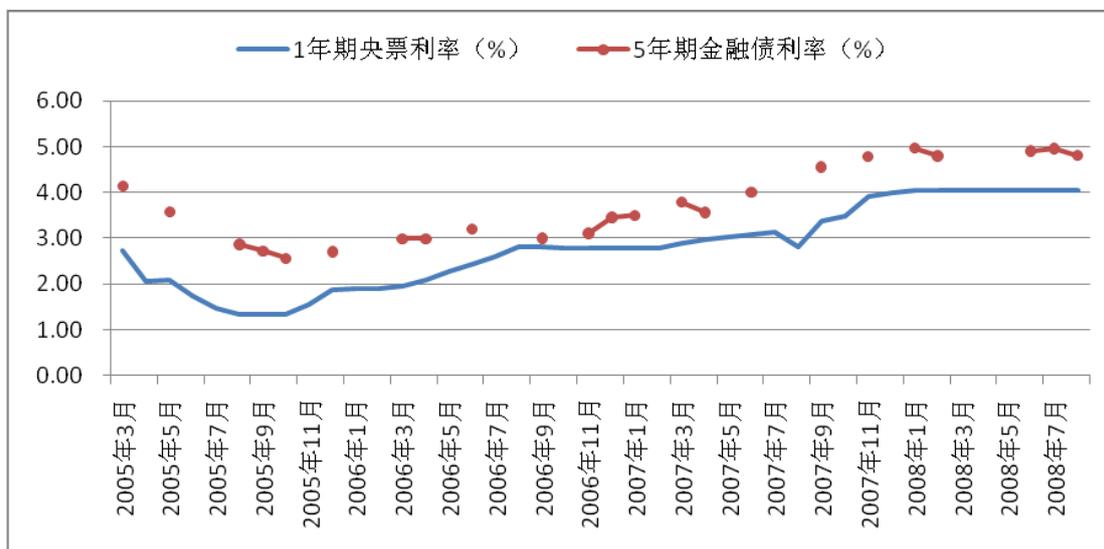
数据来源：国海证券整理

第一部分：5年期金融债收益率历史分析

上周三发行的5年期金融债08进出08招标利率仅3.90%。认购倍数更是高达4.8倍！认购额汇总表显示，前期踏空的大行和新近降低法定存款准备金率的股份制商业银行、城市商业银行成为本期债券的绝对买入主力。5年期金融债3.90%的收益率合理吗？

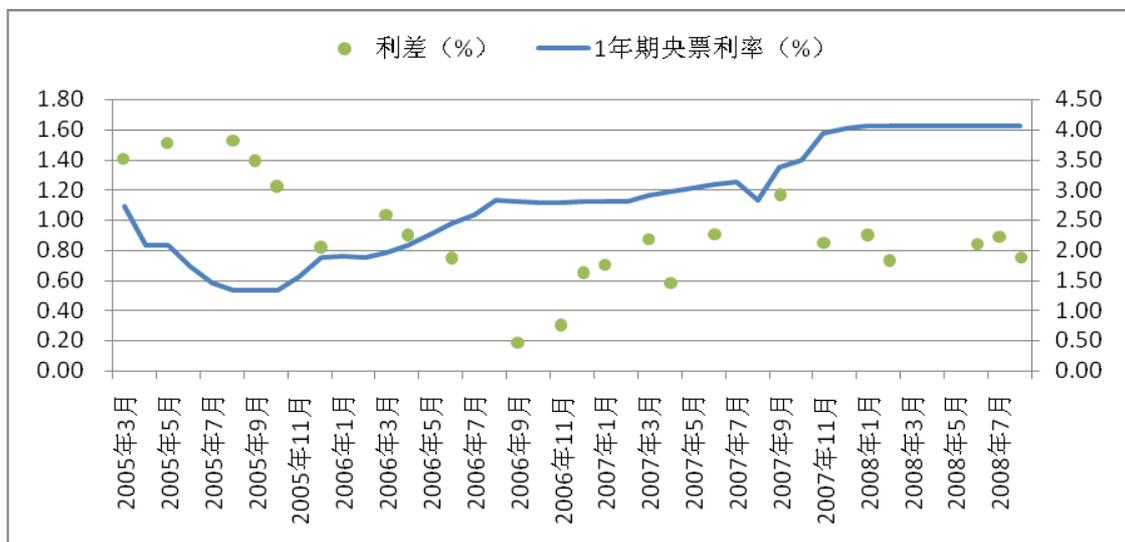
图三为2005年3月以来，23次招标中（不含最新招标的08进出08）1年期央票利率与5年期金融债招标利率关系图，图四为（金融债-央票）利差与1年期央票利率关系图，图五为（金融债-央票）利差与CPI关系图。直观上看，得出如下经验性结论：（1）利差大小与CPI联系不大，见图五；（2）随着1年期央票利率的增加，利差反而缩小，见图四；（3）利差大部分时间在0.80%附近，在所统计23次5年期金融债招标中，利差小于0.6%的仅2次，持续时间约在半年左右，其余21次利差均在0.65%以上；（4）5年期金融债收益率在4%以下时，1年期央票收益率基本上在3%以下，见图三。

图三：1年期央票利率与5年期金融债利率关系图



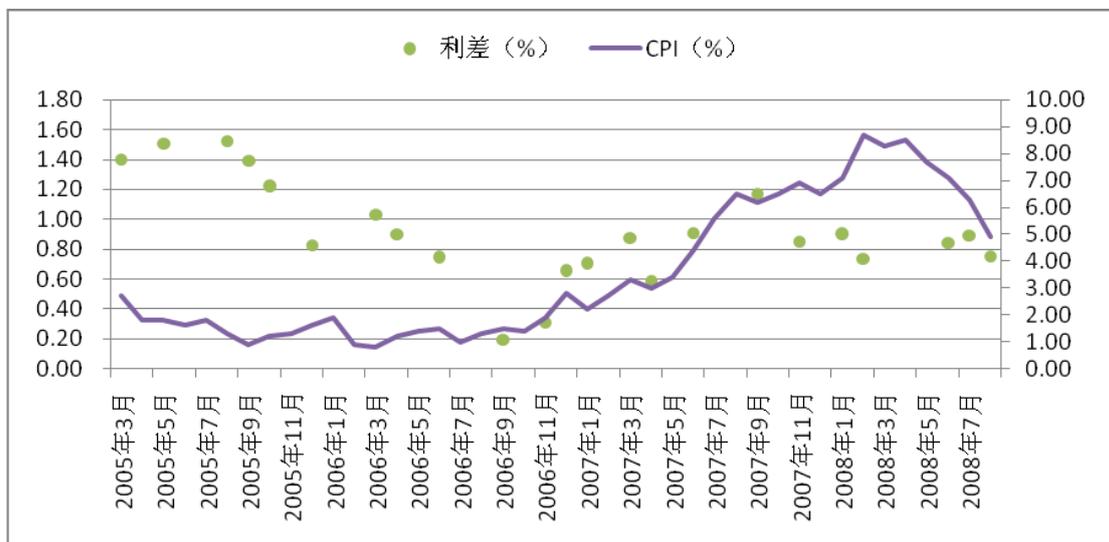
数据来源：国海证券整理

图四：（金融债-央票）利差与1年期央票利率关系图



数据来源：国海证券整理

图五：（金融债-央票）利差与CPI关系图



数据来源：国海证券整理

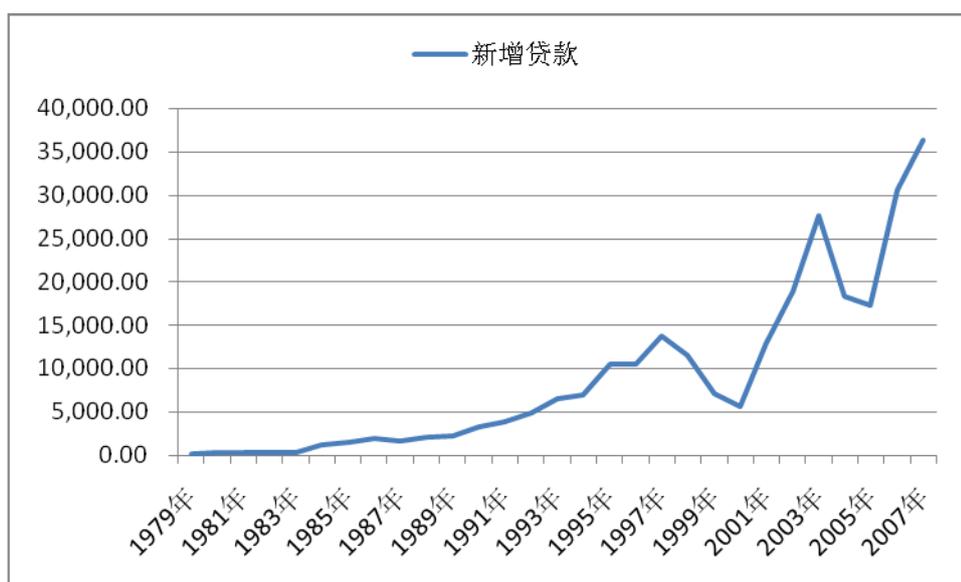
第三部分：现在的收益率曲线包含了几次降息预期？

1年期央票收益率的下降尚未到位，这已是市场共识；而5年期金融债是基本到位、过火、抑或尚未到位，目前是很难得出结论的，毕竟中国债券市场近几年是在加息周期中高速发展的，现在市场预期的是降息周期，大家也在摸着石头过河，积累经验。现在的收益率曲线包含了几次降息预期？下面将尝试性地进行预测。

一、历史分析显示，5.6%可能是央行比较认可的1年期贷款基准利率“合适的”利率水平

每年的新增贷款可以反映国民经济运行情况：当经济持续走好，企业贷款需求增加，银行在经济向好的预期下也愿意多放贷款，这反映在数字上是新增贷款的增长甚至快速增长；反之，当经济开始走坏，企业贷款需求下降，银行处于防范风险的考虑也会减少信贷投放，这反映在数字上是新增贷款的减少。图六是改革开放以来，近30年每年新增贷款情况。在图中可以清楚地看到，1998年~2000年和2004年~2005年出现了当年新增贷款明显下降情况。前者是亚洲金融危机期间，后者是在CPI持续走低下市场出现普遍的通缩预期。在它们之后新增贷款均出现了更快速度的上涨，足以反映中国经济发展的潜力。

图六：近30年新增贷款情况



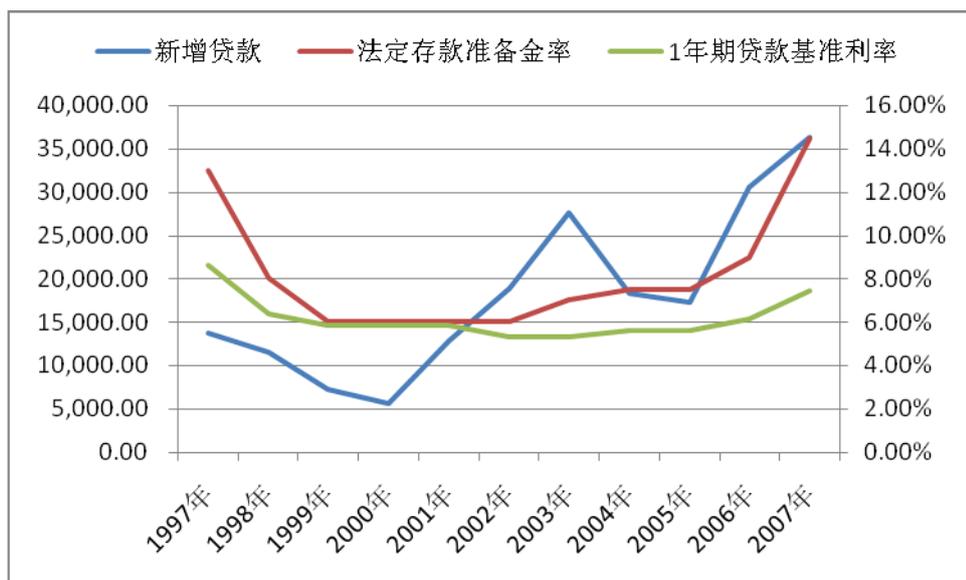
数据来源：wind 资讯

现在让我们回顾一下在当时央行的货币政策。图七是近 10 年新增贷款、法定存款准备金率和 1 年期贷款基准利率的变化情况图。

在亚洲金融危机期间，1998 年~2000 年新增贷款出现了明显的下降，央行把法定存款准备金率从 1997 年的 13%大幅降低到 2000 年的 6%，降低了 7 个百分点；1 年期贷款基准利率则从 8.64%降低到 5.85%，降低了 2.79 个百分点。显而易见，与传统西方经济学认为法定存款准备金率比利率更为重手相反，央行在法定存款准备金率方面显得比较大方，而在利率方面则小气得多。而回顾最近从 2006 年开始的加息周期，1 年期贷款基准利率从 5.58%上升到最高 7.47%，累计加息 1.89%，而法定存款准备金率却从 7.5%上升到 17.5%，上升了足足 10 个百分点。

在 2004 年~2005 年，由于当时 CPI 持续走低，市场普遍出现通缩预期，新增贷款也出现了明显下降。与上一次的利率调整大手笔不同，期间央行只是上调了 0.5 个百分点的法定存款准备金率和 0.27 个百分点的 1 年期贷款基准利率。出现这种情况，原因在于 2003 年 9 月 21 日央行罕见地上调了法定存款准备金率，从 6%一下子上调到 7%，长期习惯于法定存款准备金率下调的银行一时变得手足无措，在极度不确定性下大幅减弱了信贷投放力度。而央行 2003 年开始上调法定存款准备金率及后来的 1 年期贷款基准利率，原因在于 CPI 持续走高，这和近两年有异曲同工之妙。

图七：新增贷款、法定存款准备金率和 1 年期贷款基准利率的变化情况图



数据来源：wind 资讯、北方之星

通过对近 30 年来 2 次明显新增贷款减少时央行的利率行为，以及近两年控制贷款过快增长的利率行为，可以发现在利率工具运用上，央行更倾向于使用法定存款准备金率，而且调整幅度非常大，相反，贷款利率的调整则显得“吝啬”得多——这是基于中国国情的具有中国特色的利率调控方法。另外，近 10 年来 1 年期贷款基准利率在 5.6% 附近波动（见表一，5.6% 的计算为 1999 年到 2005 年利率水平的简单平均，这段时期经济走势平稳，利率也比较稳定），5.6% 可能是央行比较认可的 1 年期贷款基准利率“合适的”利率水平。

表一：1 年期贷款基准利率变化表

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
利率	8.64	6.39	5.85	5.85	5.85	5.31	5.31	5.58	5.58	6.12	7.20

数据来源：国海证券整理

现在，我们面临的是美国次贷危机可能带来的全球性衰退。目前央行已有紧缩政策松动迹象，在进行预测时，以亚洲金融危机期间央行的货币政策来作参考是比较有说服力的。

假如央行自 7.47% 起进行连续降息，降到 5.6% 的利率水平，则将累计降息 1.87%。亚洲金融危机前我国利率绝对水平较高，本来处于降息周期，这使得期间利率下降了 2.79 个百分点。而在本轮加息周期中，央行也没有让 1 年期贷款基准利率偏离太远，最高也就加到 7.47% 便停止了加息步伐，尽管后面 CPI 出现了更为迅猛的上涨，央行也只是在保持利率不变的基础上大幅上调法定存款准备金率。倘若经济真的向着预期那么差发展，那么未来按照每次 0.27% 的降息幅度，将有 6 次的利率下降以到达 5.6% 的利率水平。

即使真的进入降息周期，中国经济并不是次贷危机中心，不至于如美国般短期内大幅下降利息，更大的可能是分步慢慢把利率降下来。若假设过程是 2 年，那么对应每年 3 次，4 个月一次。在未来半年内，估计降息不会超过一次。

1 年期央票利率与 1 年期贷款基准利率约 3.5% 的利差水平估计短期内不会有太大变化。若考虑再一次 1 年期贷款基准利率降息 0.27 个百分点

至 6.93%，对应 1 年期央票的合理收益率为 3.43%。在透支了一次降息预期后，最新招标 5 年期金融债 3.9% 的利率与 3.43% 的利差仅 0.47%，低于 0.6% 的水平。尽管近几年曾经出现过 2 次仅 0.2%、0.3% 的利差，但那时并非处于通缩预期，而是收益率上涨到一定程度后趋于扁平化，而且半年后利差迅速恢复到 0.6% 以上。因此，若按照 1 年期央票利率与 1 年期贷款基准利率约 3.5% 的利差水平，1 年期央票利率与 5 年期金融债利率 0.6% 以上的利差水平（正常情况下），那么最新 5 年期金融债 3.9% 的利率包含了至少一次的降息预期。

重要提示：本报告所有权归国海固定收益证券研究中心所有。未获得本研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于本中心及其研究员认为可信的公开资料，本中心对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在本中心及其研究员知情的范围内，本中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我们的研究报告主要以电子版的形式分发，有时也会以印刷品的形式分发。所有客户均可同时获得电子版的研究报告。