

市场概述

Market Overview

“定向降准” 流动性注入有限

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2014/05/28

最近政府稳增长的预期有所抬头，李总理的内蒙古讲话及国务院常务会议都表达了稳增长的意愿。值得注意的是，上周市场传言央行对某政策性银行投放总额 3000 亿元的再贷款，用来支持棚户区建设；另外，财政部在 10 个省市做地方政府债自发自还的试点工作，总额约为 1100 亿元。乐观人士表示，这些完全是基础货币投放，如果加上货币创造效应，实际流动性投放恐超万亿。

市场利率继续下行，国债期货与现货均走暖。市场人士表示，国债期货多头情绪热烈，推动债券一二级市场继续走强，主要原因应与近期政策放松有关。近期包括定向降准在内的多项刺激措施频繁出台，货币政策放松迹象进一步明确，因此市场多头情绪释放，带动沉寂许久的国债品种有所表现。而利率互换因前期跌幅已大，因此今日未有太明显表现，回购基准一年期品种利率水平，

仍在近一年来低位。

但是，分析人士也提醒大家不要过分乐观。首先，政策可拉动的投资规模有限，3000 亿再贷款总额虽高，但仅是按月逐步发放，短期内数量有限；其次，地方债自发自还试点的金额有限，1100 亿总额相比地方融资平台 7 万亿及地方公共事业单位 2.8 万亿债务余额，实在是杯水车薪。分析人士也指出，准备金率调整是针对货币乘数，但由于以广义货币增速作为货币政策目标，那么准备金率调节和基础货币投放之间是可以相互替代的。比如，在当前 M2 目标增速 13%，货币乘数 4.1-4.2 背景下，0.5 个百分点的降准大致相当于一次 7000 亿左右的基础货币注入。总的流动性投放规模及集中程度都远超过定向降准，对市场参与者的心理及预期影响也是空前的。因此货币当局倾向于多领域的定向降准，采取渐进式定向放水。

在解决全年基础货币缺口的问题上，央行选择再贷款而非降准，主要因为再贷款是更优的提供长期流动性的政策选择。但这并不意味着降准绝无可能，而只是说降准时机未到，降准的触发条件有两个。一是基础货币缺口进一步扩大，对应着外汇占款的大幅萎缩；二是货币

乘数大幅下滑，对应着实体经济融资需求大幅回落或商业银行的全面惜贷。但是当前形势并不符合降准条件。外汇占款不低，货币乘数仍高，加之央行有从负债端操作向资产端操作转化的意图，决定了当前降准时机并不成熟。

如果您对本文有任何评论和见解

请发电邮至: shmarketing@cfets-icap.com.cn

更多信息，请登录网站: www.cfets-icap.com.cn

免责声明

文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。