

市场概述

Market Overview

下调正回购利率与 SLF 组成政策组合拳

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2014/09/18

继 5000 亿元 SLF 操作之后，今日央行突然下调正回购利率，令市场参与人员措手不及。14 天正回购利率稳定在 3.7% 的位置已有一个半月有余，今日突然下调至 3.50%，降幅达 20 个 bp。14 天正回购在 7 月 31 日重启，并把利率定在 3.70% 位置，直到本周才做出调整。虽然中间偶遇关键时点，为了舒缓流动性紧张，正回购亦有暂停操作，但正回购利率一直维持未变。

分析人士指出，回购市场 14 天品种一直维持 3.50%-3.60% 区间，低于同期限正回购利率。资金“批发价”长期高于“零售价”，本身就不合理，市场也一直关注这个问题，本次正回购利率随行就市下调在情理之中。其次，就在一天前央行进行 SLF 操作，定向投放资金达 5000 亿元，类同于基础货币投放。为构成政策组合拳，调降基准利率已成为大家预期范围之内的事件。央行选择下调

正回购利率，有益引导市场利率中枢下行，达到真正降息的政策意图。

值得一提的是，无论是 SLF 操作还是下调正回购利率，政策目标更多倾向还是扶持经济。8 月份金融与经济数据表现欠佳，令大家对政策宽松的预期升温，一时间关于降准降息的呼声高涨。考虑到 9 月份是最关键的一个月，也是考验政策“定力”的重要时期。业内人士认为，9 月份将会有更多刺激政策出台，来扶持经济转暖。如果 9 月份都未采取宽松措施，那么年内恐怕都无望宽松，经济基本面和资金面都将蒙上一层阴影，也意味着决策层对经济下滑忍耐度再升，并对紧缩货币的决心更加坚定。

不过专家认为，央行此次操作效果可能不及预期，经济可能得不到相应改善。一方面，投放的基础货币很难流进实体领域，很可能仍在银行体系内部空转，虚拟领域流动性过剩终将吹大资产

泡沫，而企业“融资难”的问题依旧得不到缓解；另外，下调商业银行融资成本并非能压低全社会的融资成本，只能导致金融机构利润增加，而中小企业“融资贵”的难题仍得不到解决。资金进不了实体领域，要想经济改善岂不是在作白日梦，央行政策措施与目标有背离的风险。

市场对此反映敏感，现券收益率及 IRS 今日大幅走低，跌幅逾 10 个 bp。若算上昨日 SLF 的冲击，市场利率下降幅度超过 20 个 bp，超过以往降息或降准的

影响。交易员表示，市场总是很感性，昨日一开始对 SLF 反映过度，收益率下的过猛，导致后来回调，预计今日也会出现这一情况。该交易员指出，央行呵护流动性的态度应该不会改变，宽资金或能得以延续，未来收益率曲线有走陡的可能。不过短期因收益率下的太深，并面对季末时点来袭，短期调整可能不可避免。交易策略方面，建议降低仓位、缩短组合久期，选择一些流动性好的券种交易。

以上供参考，谢谢！

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。