

2015 年 11 月 25 日

## 宏觀經濟

### 利率走廊，通向何方？——利率走廊模式的探索和國際經驗

早在 14 年 5 月，周小川行長曾表示，在我國貨幣政策框架從數量型向價格型轉變過程中，未來短期利率的調控方式將採取“利率走廊”模式。我們從國內實際情況和國際經驗出發，一探利率走廊的究竟。

調控貨幣利率的自動穩定器。“利率走廊”中的“走廊”是一個利率操作區間，其上限為央行對商行的貸款便利利率，當流動性不足時，商行可以此利率向央行申請抵押貸款；其下限是超額存款準備金利率，商行可將清算餘額或超額儲備以此利率存在央行，貨幣市場利率從而控制在“走廊”以內。

利率走廊符國情，優點多。利率走廊將徹底消除對出現流動性危機的預期，降低銀行擠兌可能性，緩解市場對流動性的“預防性需求”。另外如果建立了可信的利率走廊，即使有很大的超預期衝擊，利率的波幅也會被限制在走廊之內，減少了公開市場操作的需求和調控成本。

利率走廊成形，13 年錢荒難再現。利率市場化完成後，正逆回購招標利率將成為基準利率，加上 SLF、SLO、MLF 和 PSL 利率，構成了從短期到長期的利率走廊。13 年曾出現錢荒，同年 12 月央行推出常備借貸便利 SLF，探索 SLF 發揮貨幣市場利率走廊上限的功能。15 年 11 月，央行宣佈下調隔夜、7 天 SLF 利率至 2.75%、3.25%，順應低利率環境，為利率走廊封頂。

利率走廊的國際經驗借鑒。自上世紀 90 年代起，加拿大、歐元區等國家和經濟體率先採用“利率走廊”調控模式以來，在實踐中逐步形成了對稱“利率走廊”和非對稱“利率走廊”（如歐洲央行）兩種不同的操作模式。同時，還有一些央行的“利率走廊”調控，如美聯儲的準備金利率與聯邦基金利率倒掛的“畸形”利率下限模式，在傳導方式、基準和目標利率、走廊區間設定等方面提供了更多選項。

打造利率走廊，還需要做什麼？我國利率市場化逐步推進，亟需建立引導調控市場利率的政策操作框架，通過宣佈和調節政策利率和利率走廊，並運用公開市場操作等使市場利率圍繞政策利率變化，來穩定預期，並向其他品種和期限的利率傳導。未來央行將完善利率走廊機制，繼續疏通利率傳導機制。

完善利率走廊下限設定。將超額準備金利率作為利率走廊下限，將導致實際市場利率與下限之間的寬度過大，不利於約束利率波動，因此並不十分理想，利率走廊下限的設定有待完善。未來商業銀行的超額存款準備金規模可能下降，超額準備金利率也有望更加市場化。

疏通政策利率傳導。在價格型貨幣政策框架下，資產證券化市場是政策利率向信貸市場傳導的重要管道。除完成存貸款利率市場化外，針對存量貸款市場，將繼續推動信貸資產證券化，緩解金融機構的資本壓力，提高信貸價格發現能力，促進貨幣利率與貸款利率的聯動。

推進價格型貨幣政策的配套改革。貨幣政策以“價”作為主要調節手段和傳導機制，需要有利率敏感的微觀主體和充分彈性的匯率機制，配套改革為必選項。一方面，需改善國企財務約束，提高國企的風險意識和利率敏感度，堵上資金黑洞，疏通利率傳導。另一方面，“811”匯改解放了央行手腳，未來應該加快匯率市場化，同時使得利率政策獲得更強獨立性。

## 大市導航

### 有色金屬：有色軍需大解碼

土戰機空中交火，地緣政治環境驟緊。敘利亞戰局動盪，巴黎恐襲硝煙未散，反恐形勢急迫。軍工行業是保衛領土，捍衛和平的關鍵支柱。強大的軍工體系，在緊張的國際局勢下，是國民安居樂業的保障。有色金屬在軍工領域應用廣泛，多種小金屬軍備需求高。按照下游需求彈性占比分別為鎳（雲南鎳業），鈦（關注西部材料、寶鈦股份），稀土（關注五礦稀土），碳碳複合材料（博雲新材）。此外，緊張局勢推高避險需求，貴金屬關注：山東黃金和西部黃金。

風險提示：下游需求波動。

### 軍工：俄羅斯飛機被土耳其擊落事件點評

我們判斷利好軍工板塊，短期對金融市場風險偏好形成一定負面影響。根據近幾十年來主要戰爭和衝突事件的經驗，短期雖然對資本市場造成一定的衝擊，但是利好軍工板塊，軍工板塊一般都會出現短期快速上漲，結合目前國內軍改預期，強烈看好軍工板塊，重點推薦：中直股份、航太晨光、成發科技、達剛路機。關注航太動力、中國衛星。

風險提示。改革的不確定性，軍品訂單大幅波動，系統性風險。

## 強生控股（600662）：國企改革箭在弦上

1) 24 日晚公告兩名董事和一名監事辭職。此前總經理和董秘已先後於今年 10 月 12 日和 6 月 1 日公告離任。高層接連變動釋放公司國企改革進度加快信號；2) 傳統計程車業務改革有望加快推進。已公告與法巴安諾共同投資設立中外合資汽車租賃公司，預計公司未來在租賃、出租等方向有進一步深化的趨勢。3) 大股東資產注入預期強。久事集團作為上海市國資委下屬關鍵的國有投資經營控股公司，實施重大改革的概率高，我們預計在改革速度、力度上較為突出。而強生作為集團旗下唯一上市平臺，在文體等方面大概率受益于集團的國企改革。

風險提示：國企改革不達預期。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必

一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。