

宽松效果渐显 企业融资成本微降

业内人士认为实际利率仍偏高，货币政策待加码

□本报记者 任晓

央行去年11月降息至今已两月有余，由于存量贷款从1月起将参考降息后基准利率进行调整，这部分贷款的利息支出将有小幅下降。但业内人士指出，当前实际利率仍偏高，货币政策仍需要继续宽松，引导利率下行。

流动性延续 整体宽裕格局

□本报记者 王辉 上海报道

在春节长假点日益临近、市场宽松预期继续高涨的背景下，近期央行在货币调控上的动作更加引人关注。就1月份以来流动性调控的举措来看，央行仍在不紧不慢地、结构性的定向定量投放流动性。分析人士指出，从现阶段经济基本面、市场资金面、春节长假、外围金融环境最新变化等因素来看，在市场流动性总量整体充裕的背景下，短期内央行或仍不采取全面降准、降息的重磅宽松举措。

结构性宽松动作不断

在自2014年11月27日起连续15次交出白卷后，上周四央行一举打破了在公开市场操作上的沉默。当日的操作情况显示，当日在公开市场推出了500亿元7天期逆回购操作，这是自2014年1月28日起央行时隔一年之后再次重启逆回购操作工具。而在本周二，公开市场继续迎来了600亿元的逆回购操作，其中7天及28天期各半，28天期限逆回购操作则为近两年来首现。

值得注意的是，在本次央行恢复常规公开市场操作之前，央行已经通过定向和相对常规的手段，向市场注入了流动性。1月21日晚间，央行发布消息表示，近日对到期的2695亿元中期借贷便利(MLF)进行了到期续做，同时新增了500亿元的额度。

结合央行确认近期加量续做中期借贷便利操作(MLF)来看，央行现阶段仍然延续了在流动性投放上“小火慢炖”般适时定量微调的基调，频频推出结构性流动性宽松的举措。市场人士普遍预期，从现阶段市场资金面和春节长假等因素来看，春节之前央行预计仍会对逆回购进行滚动操作，以保障节前商业银行资金备付和银行间资金面的平稳。

定向定量微调或成常态

对于上周以来央行以逆回购的方式重新恢复常规公开市场操作，市场人士普遍认为，结合春节长假的时点性因素来看，在不进行全面降准的情况下，逆回购的推出完全顺理成章。此外，相较于银行间市场主要期限品种质押式回购利率，合计三次逆回购操作利率定位相对偏高，这也在很大程度上显示出央行“放水”随行就市的中性姿态。一方面央行通过此次公开市场操作释放出确保春节期间资金总量宽松的信号，另一方面也防止市场各方对货币宽松做出过于乐观的解读。

综合本周央行在流动性调控上的新动作，主流分析机构普遍认为，未来一段时间内，央行预计仍会以SLO、SLF、MLF、公开市场操作等相对常规的方式，对流动性进行常态性的定向、定量微调。

申银万国等机构指出，目前，央行的基础货币投放工具更为丰富，降准、公开市场操作和MLF都是可选项。具体选用何种方式对冲，则将综合考虑不同工具的可投放货币规模、定向能力、期限灵活性、信号意义等多种因素。

另一方面，近阶段全球多国或地区央行纷纷进行降息或推出量化宽松政策，而美联储加息的迫近和美元的强势也似乎愈发明显。有分析人士指出，综合外部金融环境和人民币币值平稳、中国经济基本面等因素，央行可能在降息、降准等后续政策上或暂时保持观望。整体而言，在结构性宽松动作频出的情况下，短期内央行进行全面降准、降息的概率料有所降低。

存量贷款利率现下降趋势

为引导融资成本下降，自去年11月22日起，央行对存贷款基准利率实施不对称降息，1年期贷款基准利率下调0.4个百分点、存款基准利率下调0.25个百分点，同时，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。

降息有效刺激了贷款需求，去年最后两个月新增人民币贷款15500亿元，比上年同期多增4430亿元，其中中长期贷款占75%，比上年同期上升38个百分点。12月27日，央行宣布对纳入一般存款的同业存款暂时不缴法定存款准备金，提高了银行放贷能力。此外，根据国务院43

“降息对基准利率变动的指示作用是非常直接的，降息效果将在今年陆续显现。”业内人士表示。

“从今年1月1日起，80多万亿元的存量贷款要根据新的利率重新定价，在基准利率有较大调降的前提下，相信加权平均利率会略有下降。”民生银行首席研究员温彬表示。

同时，贷款基础利率定价也有所下行。贷款基础利率(Loan Prime Rate，简称LPR)是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。贷款基础利率的集中报价和发布机制是在报价行自主报出本行贷款基础利率的基础上，指定发布人对报价进行加权平均计算，形成报价行的贷款基础利率报价平均利率并对外予以公布。运

行初期向社会公布1年期贷款基础利率。

尽管在银行业肩负降低“实体融资成本”的重任下，贷款利率有所下降，但宏观经济仍然面临实际利率偏高难题。

中金固定收益研究认为，在经济疲软、通胀下滑、海外经济体竞相放松货币政策的情况下，松紧适度的货币政策意味着央行需要继续放松，引导实际利率回落。上

80万亿存量贷款大调整

LPR报价银行团现由9家商业银行组成(中国农业银行作为报价行之一)。根据全国同业拆借中心的数据，1月28日的1年期贷款基础利率报价为5.51%，较同期基准利率下浮1.6%。值得注意的是，降息前则下浮了4%，下浮空间收窄主要是因为非对称降息所致。这次1年期存款利率虽然只下降0.25个百分点，但各银行为了争夺存款纷纷将存款利率上浮20%，提高了银行负债成本，缩小了银行利差，导致贷款基础利率较同期基准利率折价幅度反而收窄。

“今年以来，贷款利率整体在下降，因总体有效需求也在下降。”一家股份制银行支行信贷经理表示，“不过，今年以来贷款还没怎么放出去，主要是延续去年的项目。”上述人士表示，存量中长期贷款受

实际利率仍存下调空间

周央行重启了7天逆回购，开启了新年放松的第一枪。发行利率虽然比2014年下调了25bp，但仍高达3.85%，比2012年的3.35%还高出50bp。而目前无论经济增速还是通胀都低于2012年，实际利率仍偏高。

中金报告认为，未来央行仍需要继续放松货币政策，逆回购利率仍有下调空间。在货币政策趋于放松的环境中，逆回购利率可以作为二级市场利率的顶而不是底。随着证监会规范和

限、额度、地区、行业和企业规模等多方面的数据，又可以根据分析研究的需要，对这些数据予以灵活组合，进行深度挖掘。

据抽样统计数据显示，2014年12月末，企业贷款利率比2014年初下降5个基点，比三季度末下降14个基点。其中，小型企业贷款利率和年初基本持平，比三季度末下降9个基点；小微企业贷款利率比年初下降17个基点，比三季度末下降9个基点。同时，小微企业信贷结构进一步优化，更多投向涉农和制造业小微企业，并逐步收缩房地产类小微企业的信贷资金。从数据来看，融资成本出现了微降。

降息影响，实际利息支出会显著下降；新增的贷款利率浮动比例基本上变化不大，受基准利率变动影响，整体上也出现了下行态势。

业内人士指出，资产负债率偏高的行业在此次降息中受益最大，如建材、钢铁行业。钢铁行业上市公司平均资产负债率在50%以上，此次降息使得行业长期负债的利息下降。而建材行业属于资金密集型产业，平均资产负债率高于50%。降息将直接减少建材公司的利息支出。

“去年以来，民间资金利率回落的比较多，可能主要是需求下降。当然央行降息也有一定影响。”一家三线城市民营房地产企业财务人员表示，民间资金是该企业资金周转的重要融资来源，此前融资利率一度在20%以上，去年有较大幅度回落。

限制券商两融，通过杠杆炒股会有所收敛，抑制货币政策放松的条件也将被消除。目前阻碍收益率下行的主要原因是短端利率偏高，未来货币政策放松将逐步纠正这一点。

温彬认为，融资相关的其他费用，除了合同利率外，企业综合融资成本还包括息改费、财务顾问费、中介佣金、搭桥贷款费用等，去年政府采取了一系列降低企业融资成本的举措，这些举措初显成效，但仍需进一步完善。

无风险利率下行利好A股

□本报记者 赵静扬

分析人士认为，实体经济资金需求稳中趋弱，未来无风险利率稳中略降是大概率事件，A股估值水平依然有提升空间。

无风险利率趋于下行

重阳投资认为，无风险利率稳中略降是大概率事件。在经济增速下行趋缓并逐步筑底的背景下，实体经济资金需求稳中趋弱，无风险利率趋于下行；但受利率市场化影响及存量债务滚动融资需求支撑，从短期看，无风险利率大幅下降的空间也不大。如果金融改革速度超预期，资本市场发展推动直接融资占比提升，同时刚性兑付有序打破、政府平台债务有效缓解，无风险利率则有望超预期下行。

2015年被认为是深化改革的关键之年，经济转型也将逐步深化。海通证券认为，随着经济去杠杆的深入，不确定性会继续上升，国债利率必然会继续下降。政府的核心理念是共同富裕，未来收入将取代GDP成为核心目标。随着人口老龄化，劳动力稀缺意味着其居民收入分配占比上升，而资本过剩意味着资本回报率长期趋降。

光大证券预计，2015年银行间利率仍然继续下行，大概率降至3%以内，另一方面存款利率仍将扩大上浮区间一到两次，存款利率可能升至2.5%。银行间利率与存款利率的差异将缩小，改革条件趋于成熟。这也意味着现金管理产品的套利空间趋于消失，在可预见的未来，各类现金管理产品规模将收缩，无风险利率将回落。因此，为创造利率市场化改革所需要的低银行间利率环境，央行仍将引导银行间利率下行。银行间市场与存款的利差缩小后，现金管理产品规模将收缩，无风险利率将下行。

推动股市慢牛行情

部分机构认为，无风险利率下行将助推A股市场慢牛行情，并带来阶段性投资机会。大成基金基金经理王文祥认为，目前盈利因素对A股股价影响的边际效应正在递减，而利率水平将起到关键作用。利率走低意味企业的再投资冲动上升，进而可能提升企业未来的盈利。更重要的是，在目前的市场环境下，无风险利率的下降将是一个整体趋势。2014年被称为“债务违约元年”，未来随着企业利润的进一步下调，债务违约可能会频繁出现，股票在大类资产配置中的相对吸引力将上升。总体来说，A股市场中长期来看，将受益于无风险利率的回调，短期波动或是投资时机。

私募人士指出，自2014年以来，房地产市场出现调整导致信托类贷款的需求下降，加上信托产品违约不断出现，信托类贷款的增量出现缩减，信托产品收益率开始下降，意味着以信托产品为代表的无风险利率降低。从银行间拆借利率、货币基金收益率、理财产品预期收益率等能够看出，无风险利率处于下降态势，这为A股市场引来更多的“源头活水”，更多资金有望加入日益升温的股票市场。预期解决产能过剩和经济结构调整会是一个长期的过程，无风险利率下降也将缓慢进行，未来更可能呈现慢牛行情。

有分析指出，当前的市场格局大方向并没有发生改变，即管理层加大防风险、去杠杆、去产能的主动出清和结构改革、转型升级的主动调整大方向并没有改变，支持资本市场向上的信心动能并没有改变；而宏观上的产业调整鼓励性政策和盘活存量资产、降低融资成本的目标也没有改变，这将支撑着股票市场持续走牛。

■ 上交所投资者教育专栏

股票期权交易100问(七)

92.什么是期权交易的熔断机制？

在连续竞价交易期间，当期权价格出现快速大幅波动时，类似保险丝一样，自动暂停连续交易，进入短期集合竞价阶段，这就是期权交易的熔断机制。这种机制的好处是不仅可以给市场一个冷却和反应的时间，也可以有效防范错单交易导致价格的剧烈波动。

93.在连续竞价交易期间，什么样的情形可能触发期权交易熔断机制？

连续竞价交易期间，期权盘中交易价格较最近参考价格上涨、下跌达到或者超过50%，且价格涨跌绝对值达到或者超过该合约最小报价单位5倍的，该合约进入3分钟的集合竞价交易阶段。集合竞价交易结束后，合约继续进行连续竞价交易。根据市场需要，上交所可以调整期权交易的熔断标准。

94.什么是最近参考价格？

上述提到的最近参考价值，是指合约在最近一次集合竞价阶段产生的成交价格。开盘集合竞价阶段未产生成交价格的，以期权合约前结算价格作为最近参考价格。盘中集合竞价阶段未产生成交价格的，以进入该集合竞价阶段前的最后一笔成交价格作为最近参考价格。

95.期权交易在11:27-11:30之间或者14:54-14:57之间达到熔断标准的，那么期权交易会受到何种影响？

期权交易在11:27至11:30之间达到熔断标准进

入盘中集合竞价阶段的，在11:30前未完成的集合竞价阶段，延续至13:00后的交易时段继续进行。期权交易在14:54至14:57之间达到熔断标准的，直接进入收盘集合竞价阶段。

96.期权交易达到熔断标准时合约标的停牌的如何处理？

期权交易达到熔断标准进入集合竞价阶段时，合约标的停牌的，期权交易相应停牌；合约复牌时，已接受的申报按照集合竞价成交价格的确定原则进行撮合，此后合约进入连续竞价交易。

97.期权交易中可能发生的异常情况都有哪些？

期权交易异常情况包括以下情形：因不可抗力、意外事件、技术故障、重大差错或者市场操纵等原因，导致或者可能导致部分或者全部期权交易不能正常进行，或者因合约标的连续涨跌停等原因导致或者可能导致期权市场出现重大风险。

98.上交所可以对期权异常交易采取哪些风险控制措施？

期权交易发生异常情形的，上交所可以按照规定的权限与程序采取下列风险控制措施：

(1)暂时停止交易；

(2)临时停市；

(3)调整保证金标准，一般会提高保证金水平；

(4)调整合约涨跌停价格；

(5)调整合约结算价格；

(6)调整合约到期日及行权交割方式；

(7)更正合约条款；

(8)调整期权经营机构或者投资者的持仓限额；

(9)限制期权经营机构或者投资者的期权交易；

(10)要求期权经营机构或者投资者自行平仓；

(11)强行平仓；

(12)取消交易；

(13)其他风险控制措施。

期权交易出现前款规定的异常情况，以及上交所采取相应风险控制措施的，将及时向市场公告，并立即报告中国证监会。

99.期权合约交易可能被实施暂时停止交易的情形有哪些？

发生下列情形之一的，上交所可以对期权合约交易实施暂时停止交易：

(1)期权合约交易价格出现重大异常波动；

(2)期权合约交易或者合约标的交易涉嫌违法违规行为，对期权交易秩序可能产生严重影响；

(3)上交所认定的其他异常情形。

暂停及恢复交易的时间由上交所决定，并予以公告。

100.哪些情形发生时，上交所可能调整期权合约条款或者数据？

根据市场需要，上交所可以对期权合约条款进行调整。常见的为除权除息调整，即合约标的的发生除权

除息的，上交所在除权除息当日，对该合约标的所有未到期合约的合约单位、行权价格进行调整，调整后，合约代码最后会增加A(第2次调整则为B)，同时，对除权除息后的合约标的重新挂牌新的期权合约，合约代码后无字母。

特殊情况下的调整为：因不可抗力、意外事件、技术故障或者重大差错等原因，导致期权合约条款、结算价格、涨跌停价格、行权现金结算价格、开仓保证金标准以及与期权交易相关的其他重要数据发生错误时，上交所可以决定对相关条款或者数据进行调整，并向市场公告。

免责声明：本栏目刊载的信息仅作为投资者了解股票期权业务的参考资料，关于股票期权业务的具体规定请以上交所官方网站(www.sse.com.cn)发布的相关业务规则为准。同时，上述内容仅为投资者教育之目的而发布，不构成任何投资建议，投资者不应该以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。

华夏上证50ETF 交易代码:510050

华夏上证50ETF
首只期权标的