



年内流动性环境如何演绎



【财新网】（专栏作家 陈雳）上半年国内财政节奏明显后置，地方政府债务发行相对缓慢，上半年流动性环境呈现出罕见的“狭义偏松、广义偏紧”的特点。

下半年以来，国内流动性环境被添加了一些新要素，7月超预期降准、下半年地方债放量及美联储 TaperQE 进程等新要素将如何影响年内流动性环境？“资产荒”年内是否延续？不一样的流动性环境下，资本市场又将如何演绎？

一、复盘上半年流动性环境

1. 上半年广义流动性何以偏紧？

广义流动性主要指实体经济的流动性环境，上半年国内经济稳健修复，增长压力较小，叠加政策端融资环境整体趋严，实体经济融资以结构性改善为主，总量增长明显回落。

截至7月，国内社融存量同比增速回落至10.7%，各分项增速均有回落。首先，1-7月房地产行业融资趋势性收紧，在房地产开发企业到位资金中，国内贷款规模同比下降4.5%，销售端个人短期、中长期贷款增速也随政策回落。

其次，疫情对实体企业，特别是大中型企业的影响逐步消退，企业融资结构由去年的短期为主转向中长期，侧面印证企业固定资产投资意愿回升，银行资产结构随之改变。

直接融资方面，今年以来，财政纪律持续强化，地方政府债发行后置。上半年监管先后 8 次提及化解地方政府债务风险，逐步规范的监管环境或使地方政府在债券发行、资金使用等方面更加审慎，周期拉长。

今年地方债“提前批”下达时间较前两年明显后移，一季度新增地方政府债发行空白，今年 1-7 月地方政府债发行进度明显弱于前两年。据川财宏观团队测算，前 7 月国内地方政府专项债发行规模仅占 2021 年全年度度的 58.62%，较 2019、2020 年同期分别下行 31.86 和 7.2 个百分点。

非标融资压降仍为中长期趋势。在房地产监管收紧的大背景下，前 7 月信托融资规模持续同比减少。未贴现的银行承兑汇票方面，受制于当前实体经济较弱的融资需求，银行票据融资规模较大，承兑汇票贴现率较低，7 月末贴现承兑汇票减量明显；值得注意的是，未贴现承兑汇票中建筑业占比相对较高，数据也间接说明 7 月建筑业景气度相对较弱，对表内表外融资均有影响。

2.上半年狭义流动性为何偏宽？

从负债端看，7 月 15 日降准以前，国内货币政策维持稳健，央行持续以“地量”逆回购操作补充狭义流动性，月中 MLF 操作也以缩量、等量续作为主，可见上半年狭义流动性偏宽的动力并非来自融资端。

资产端方面，实体经济贷款、政府债都是资产端的重要组成部分，是超额储备金的主要投向。一如我们上文对广义流动性的分析，前 7 个月实

体企业融资需求、政府债券供应均较此前走弱，财政后置使得银行体系中出现流动性“盈余”，银行呈现优质资产欠配模式，也就是“资产荒”。

从具体表现看，一方面，银行体系为完成年内信贷指标，加大票据融资配置，或将资金以拆借回购的方式拆借给非银机构，前 7 月非银金融机构贷款规模持续增加印证这一观点。另一方面，银行体系优质资产欠配也造成政府债券招标倍数升高，银行体系对新增利率债的配置需求较为旺盛。

在我们此前的报告中，我们已通过观测 M2、社融增速的剪刀差来探究机构的配置力量，这主要是考虑到 M2、社融分别对应金融体系的负债端和资产端，具有较为具体的结构性差异。前 7 月我国社融、M2 剪刀差持续走窄说明银行资产端增速弱于负债端，流动性在银行体系中有所滞留，银行配置动力自然上升。

二、年内流动性环境将如何演变

1. 年内流动性变化的新要素

资金投放方面，下半年以来，央行态度偏暖。7 月降准落地共释放 1 万亿长期资金，在对冲 7 月 MLF 到期后，仍向市场净投放余额 7000 亿。及至 8 月，央行对当月到期的 MLF 缩量操作，但到期的 7000 亿元中，有 6000 亿元得到续做，略超银行间市场预期，MLF 续作后，隔夜和 7 天回购利率有所回落，狭义流动性保持合理充裕。

从功能上看，MLF 超预期续作，或与 8、9 月地方债的加速发行相关，

旨在弥补资金缺口，对冲地方债发行引发的资金面波动。

债券供给方面，上半年利率债供给明显走弱，三季度基建融资需求放量、单季地方债到期规模较大，7、8月地方债发行量随之有所增加，8月第三周地方债计划发行量已超过3700亿元，为年内单周发行新高，8、9月将是地方债供给高峰。

在具体发行进度上，当前部分省份财政人士表示，已留存一部分专项债额度至12月单月发行，剩余规模将在9月份发行完毕，年内新增专项债发行计划存在发不完的可能性，若按年内能够完成发行计划额度的90%计算，粗略估计8、9月地方政府专项债发行规模将超1.1万亿元，12月发行额度在4000亿元左右，10-11月或将成为新增专项债券发行的“空窗期”，叠加今年四季度地方债到期规模相对较小，仅为3502.80亿元，10、11月债券供给压力较低。

海外因素方面，7月FOMC会议纪要显示，美联储大部分委员倾向年内开启“Taper QE”，美联储流动性投放将迎来拐点。但我们认为，美联储短期操作对国内流动性环境的掣肘有限。其一，“Taper QE”不等于加息，当前美联储多数委员认为加息需要具备更加完备的经济条件，“Taper QE”到加息之间仍将有较长时间的间隔。其二，央行发布的二季度货币政策执行报告强调，人民币汇率双向波动反映国内外经济周期和货币政策的差异，“未来人民币汇率双向波动也将是常态，人民币既可能升值，也可能贬值，没有任何人可以准确预测汇率走势”，疫情以来，我国经济率先修

复，较强的经济基本面在中长期支撑人民币汇率，为我国货币政策创造了较强的独立自主能力。

2. “宽货币、窄信用”的异样流动性环境有望延续

整体来看，年内“宽货币、窄信用”的异样流动性环境有望延续。简要阐述原因：

首先，尽管下半年专项债发行将有加速，但经过我们在前文中的论证，年初下达的专项债额度有发不完的可能性，部分债项发行窗口或后移至明年一季度，年内特别是第四季度的利率债供给压力有望缓解，对狭义流动性的压力或将低于预期。

其次，尽管下半年 MLF 的到期规模压力较大，但 7 月央行超预期降准彻底改变了市场预期，为保留银行体系的优质抵押物储备，降低银行资金成本，央行年内仍有“降准置换 MLF”的可能性，叠加政策端反复提及的“减排”货币政策工具，狭义流动性有望短期延续偏宽。

第三，经济基本面方面，流动性“狭义宽松、广义收紧”的异常形态

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34787

