

跨周期政策：稳货币，宽财政与定向宽信用

宏观资产负债表摘要：

【央行端】央行稳货币意图明显，市场宽松预期已现。7月央行缩表9395.75亿元，其中变动的主要分项有：资产端对其他存款性公司债权减少9288.65亿元，负债端其他存款性公司存款减少14199.7亿元。7月央行降准释放1万亿元长期资金以及7月OMO和MLF的3600亿元净回笼是央行缩表的主要原因。展望后市，我们认为在当前经济下行压力加大的背景下，三季度或四季度降息的可能仍然存在，但同时也要做好降息预期未能兑现对市场收益率和债市造成波动的准备。

【财政端】地方债发行量高峰将至，宽财政初现端倪。7月财政收入积极增长，同比涨11.06%，维持较快增速。而7月财政支出累计同比增3.3%，较上月同比下滑1.2%。观察财政支出额占年预算百分比可以发现，2021年上半年财政支出节奏整体偏慢，截止7月支出完成度约51.7%，为2018年以来最低值。从结构来看，财政支出中民生类支出仍是今年的支出重心，而基建类支出受到地方债发行节奏缓慢影响，整体呈现疲软态势。后续来看，根据财政预算规划和当前财政完成速度，财政支出在下半年仍保有巨大余力，下半年宽财政将有所作为。

【银行端】降准释放银行资金，紧信用影响信贷投放。7月商业银行资产负债表规模小幅缩减，资产端与负债端结构变化不大。其中总资产规模小幅缩减2.2万亿元，究其原因，主要受到7月降准以及紧信用对信贷投放的影响。但资产端和负债端结构较前几个月均无明显变化。后续来看，随着定向宽信用逐步启动，商业银行对实体部门的贷款投放同比走势将有所改善；同时若四季度货币宽松如期落地，将对实体部门的融资需求有所提振。

【企业端】7月紧信用生产端边际缓，四季度定向宽信用将发力。由于7月生产端价格仍在高位，对于工业企业中以开采业为主的企业利润提振明显。但在强融资监管下，企业资本开支边际放缓，融资需求减弱。后续来看，我们认为未来PPI价格持续向上动力不足，将维持短期高位震荡后回落的态势。而三季度企业端将持续承压，受紧信用与严监管影响资本开支持续下行，经营指标数据上将继续走弱。但走向四季度后，随着定向宽信用投放政策逐步浮出水面，叠加我们预期的宽财政与稳货币的政策组合，企业端将出现明显改善。

【居民端】疫情反复短端消费低迷，地产严监管长端消费承压。7月CPI同比+1%，较6月出现回落，但环比略强于季节性。食品烟酒中，猪肉价格持续低位对CPI造成负向拉动；而疫情扰动下服务业修复艰难，内需将维持低迷。同时，在房住不炒理念下的严地产监管政策在短期内难以减缓，地产下行周期确认开启。但是房地产的韧性仍在，预计短期不会出现大幅下跌。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[当前宏观关注点问答——美元反弹](#)

2021-03-31

[美元指数与中国利率](#)

2020-09-30

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美债危机的可能性展望](#)

2020-04-21

[三次危机中美联储政策措施比较](#)

2020-04-07

[COVID-19冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[定位·重塑·周期](#)

2020-01-10

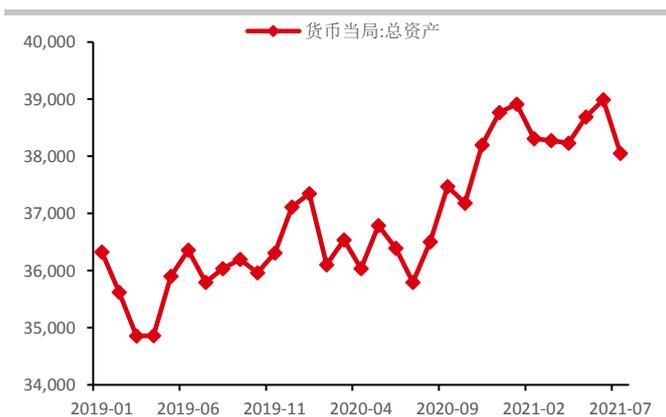
央行端：央行稳货币意图明显，市场宽松预期已现

7月央行资产负债表总规模小幅收缩，降准释放资金对冲缺口

从近期公布的最新央行资产负债表来看，7月央行缩表9395.75亿元，其中变动的主要分项有：资产端对其他存款性公司债权减少9288.65亿元，负债端其他存款性公司存款减少14199.7亿元，政府存款增加4395.31亿元。其中资产端的对其他存款性公司债权减少主要源于MLF和OMO分别净回笼3000亿元和600亿元，而剩余部分的减少可能源于再贷款再贴现政策。同时7月负债端存款性公司存款减少主要源于7月的降准。7月央行宣布降准释放1万亿元资金，指出“释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分资金被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口”。降准使得法定存款准备金减少约1万亿元，而剩余的4000亿元，则是超额存款准备金。

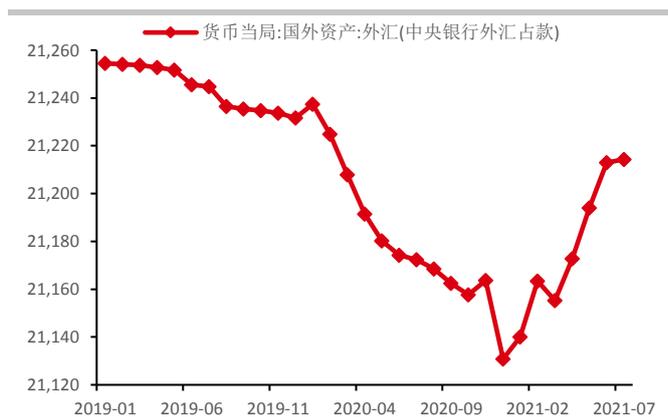
7月降准释放1万亿长期资金后，央行于7月和8月连续两个月对降准资金和MLF资金置换，体现出央行对流动性结构的优化。由于今年下半年MLF到期量巨大，采用长期资金替代中期流动性资金更有助于货币流动性的稳定，维持货币政策稳健中性。后续来看，9月仍有大额6000亿MLF到期，而在央行降准净投放资金仍有余量的情况下不排除央行继续置换的可能性。总体而言，当前超预期规模的MLF投放后，资金面总体压力不大，银行资金需求不强，但仍需关注后续地方债和专项债巨额资金需求叠加税期到来的短期扰动。

图1： 7月央行总资产小幅收缩（十亿元）



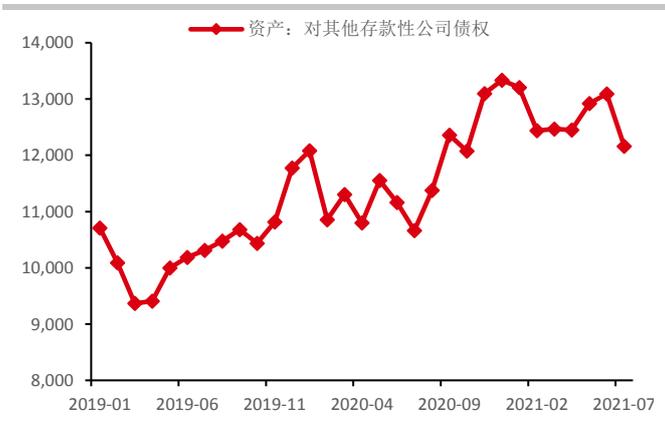
数据来源：wind 华泰期货研究院

图2： 外汇占款小幅增长,趋势较之前放缓(十亿元)



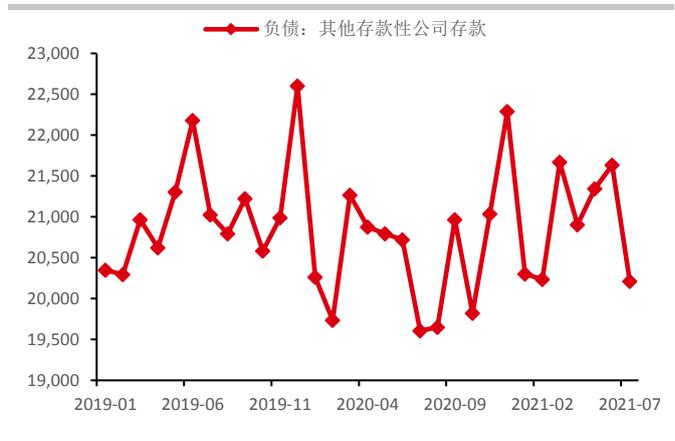
数据来源：wind 华泰期货研究院

图3: 7月MLF与OMO净回笼导致对存款性公司债权下跌(十亿元)



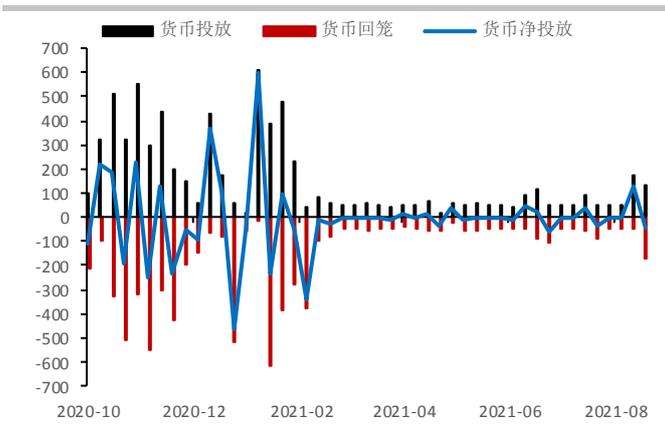
数据来源: wind 华泰期货研究院

图4: 7月降准导致商业银行存放在央行准备金下降(十亿元)



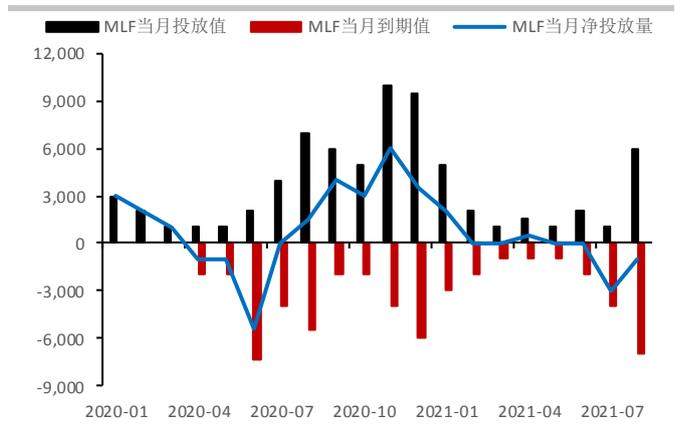
数据来源: wind 华泰期货研究院

图5: 4月后央行OMO货币投放波动较小(亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图6: MLF自降准后呈现小幅净回笼状态(亿元)

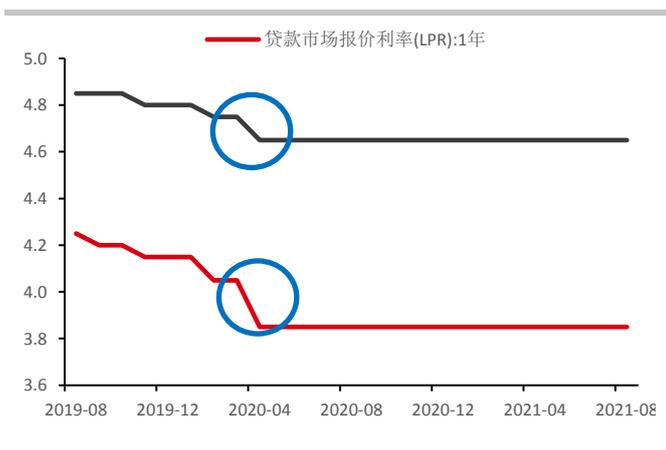


数据来源: wind 华泰期货研究院

9月降息预期能否兑现

当前LPR利率连续17个月不变，市场降息预期浓重。从历史上市场的实际运行情况看，自2016年初央行开始进行一年期MLF投放以来，一年期同业存单利率总体呈现出围绕MLF利率上下波动的特点，表现为政策利率向市场利率的传导。而根据历史经验，一般当同业存单大幅低于MLF利率时，市场有降息发生，如2019年底和2020年初。一年期同业存单自今年5月起，开始低于MLF利率且呈现持续走低趋势。而目前，LPR利率连续17个月不变，市场降息的预期尚未兑现。展望后市，我们认为在当前经济下行压力加大的背景下，三季度或四季度降息的可能仍然存在，但同时也要做好降息预期未能兑现对市场收益率和债市造成波动的准备。

图7: LPR利率连续17个月不变(%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图8: 同业存单利率走低, 市场降息预期明显(%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

财政端：地方债发行量高峰将至，宽财政初现端倪

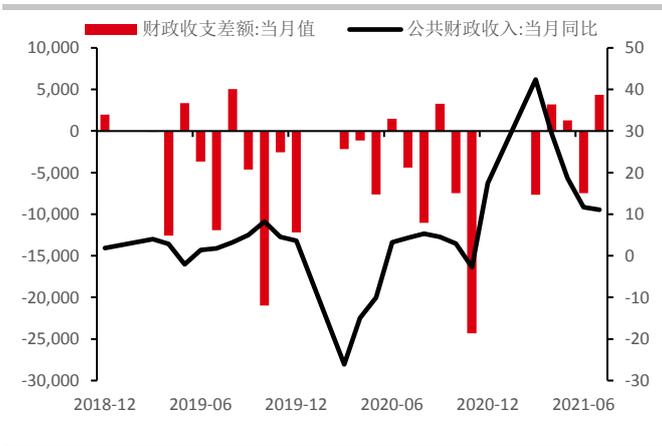
上半年财政支出增速缓，预计下半年财政将发力

7月财政收入积极增长。由于上年同期基数大幅抬高，7月财政收入增速与上月基本持平，同比涨11.06%，维持较快增速。从分项上来看，受近期PPI高涨、企业利润增速大幅上升，以及上年同期基数偏低等因素带动，7月企业所得税同比增长26.7%，增速较上月加快23.8个百分点。而消费税在上年同期基数大幅抬高的背景下，7月同比降幅较上月收窄3个百分点，仍具有一定韧性。

财政支出节奏较慢，基建支出占比有所下跌。从7月财政数据来看，受到去年财政支出低基数的影响，7月财政支出累计同比增3.3%，小幅超预期，较上月同比下滑1.2%。观察四年来每月财政支出额占当年预算百分比可以发现，2021年上半年财政支出节奏整体偏慢，截止7月支出完成度约51.7%，为2018年以来最低值。从结构来看，财政支出中民生类支出仍是今年的支出重心，而基建类支出整体呈现疲软态势。基建类支出主要包括城乡社区事务、农林水事务和交通运输，三项在近三个月累计同比均为负值，显示出对财政支出的拖累。从政府性基金支出来看，自2021年2月以来，政府性基金支出同比持续负值，7月同比下滑1.4%，较上月(-9.5%)有所好转，但仍未转正，主要受地方债专项债发行缓慢拖累导致。今年1至7月全国发行专项债约13546亿元，发行完成度仅为本年度37%，影响整体基建投资步伐。

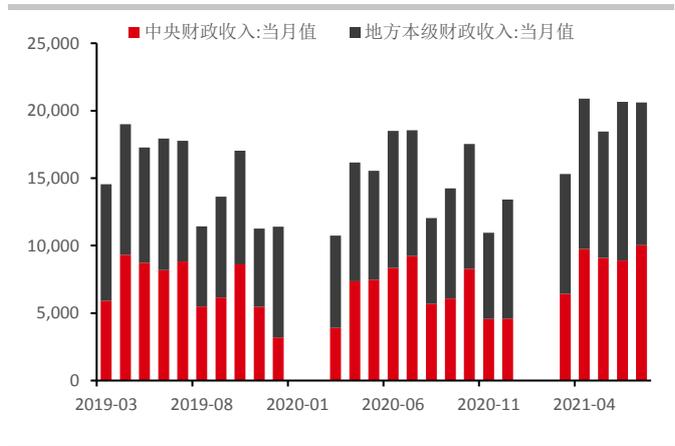
后续来看，根据财政预算规划和当前财政完成速度，我们认为财政支出在下半年仍保有巨大余力，下半年宽财政将有所作为。四季度在跨周期调节下，财政政策将聚焦支持实体经济和促进就业，推进重大工程、基本民生项目等重点建设，做好地方政府债务存量风险化解和增量风险防范工作。同时，根据8月27日发布的《上半年财政政策执行情况报告》的最新表述，专项债发行需“适度提速”，强化专项债券项目资金绩效管理，提升债券资金配置和使用效率仍是财政工作的重点。具体而言，8月地方债已发行8797亿元，高于7月的6568亿元，但仍低于计划的10173亿元。截至8月末，剩余20618亿元新增地方债未发，其中新增专项债18752亿元，新增一般债1867亿元。根据历史规律，8月、9月与12月为地方专项债发行高峰期，发行将适度提速，预计今年全年专项债发行完成度可以达到80%以上。

图 9: 7 月财政收入增速维持较高水平 (亿元, %)



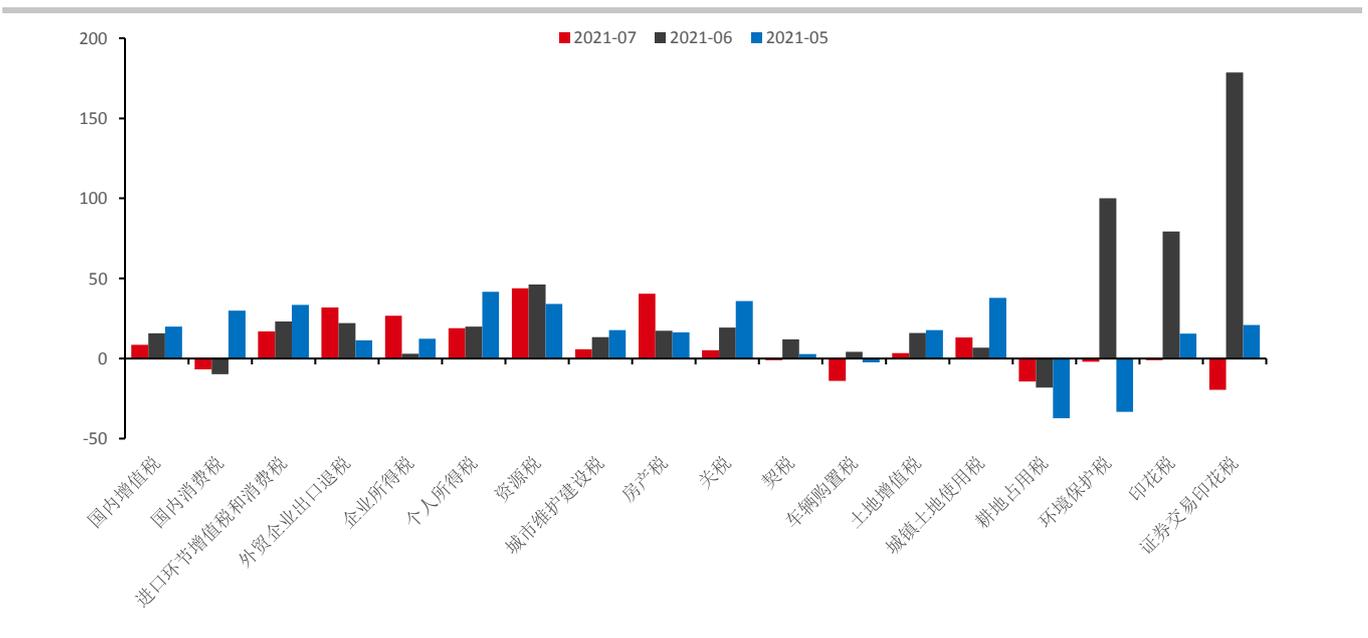
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 中央财政收入与地方财政收入占比 (亿元)



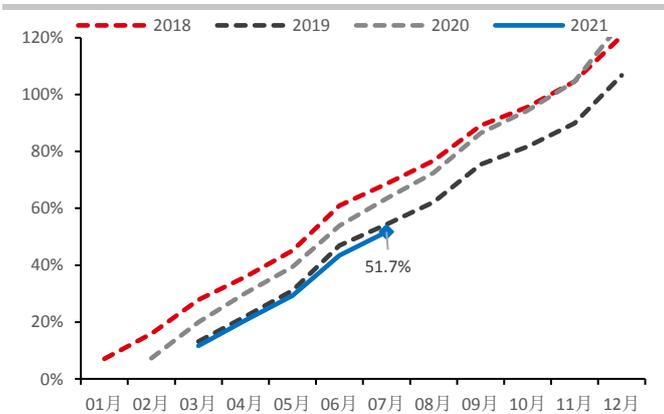
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 11: 民生类财政支出增长平稳, 基建类支出现疲软 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 上半年财政支出节奏较慢, 预算完成度低于往年 (%)



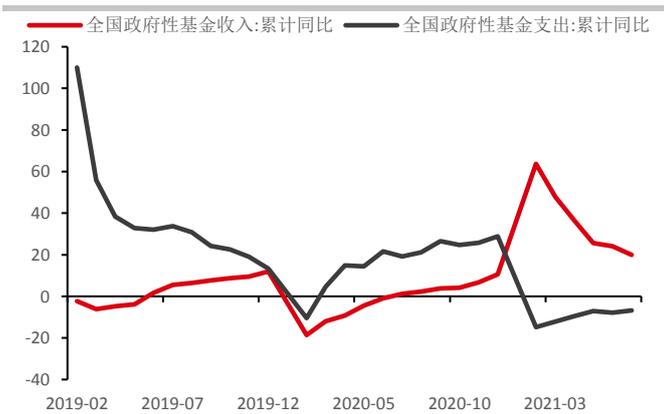
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 13: 受低基数影响 7 月财政支出同比为正, 但较上月出现下行 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 政府性基金支出同比持续负值 (%)



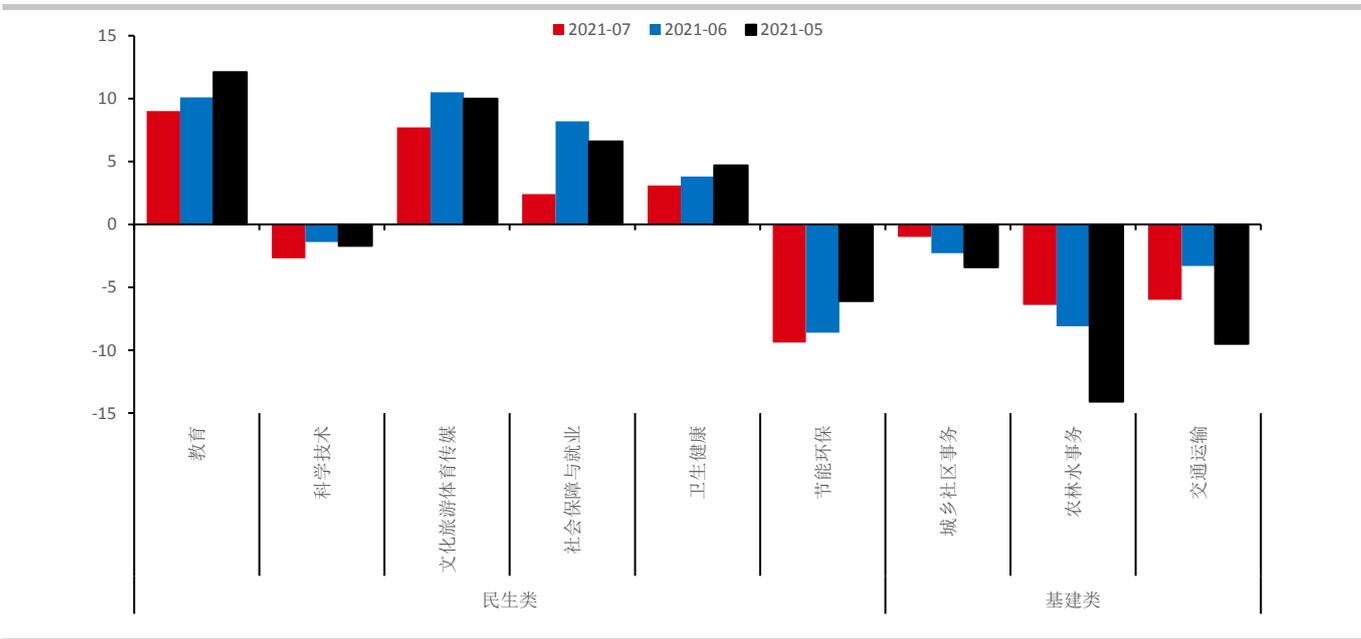
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 地方债发行量不及预期 (亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 16: 民生类财政支出增长平稳, 基建类支出现疲软 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

利率债走势展望: 短端存在胶着, 长端继续下行

2021 年以来利率整体下行趋势不改。今年以来十年期国债收益率从 3.2% 左右一路下跌至当前 2.8% 左右水平, 而 2 年期短期国债收益率虽波动较大, 但整体也呈现下行。主要由于当前经济基本面下行压力较大, 而资金面总体维持平稳导致。从收益率曲线角度观察, 近四个月收益率曲线整体呈现下行, 观察 6 月 2 日曲线与 8 月 2 日曲线可以发现, 收益率曲线整体向下平移约 0.2 个百分点。但是观察最近 9 月初的收益率曲线可以发现, 近期曲线有走平趋势, 短端利率上行较为明显, 而长端利率较 8 月而言, 变化不大。我们认为主要原因是由于 7 月释放降准预期后, 8 月短期利率持续下行至历史较低位置; 因此进入 9 月后, 短端利率逐步企稳, 呈现小幅波动状态。

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_26709



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn