

技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？

2022年05月29日

➤ 五月资金面为何平稳宽松？

央行上缴结存利润增加基础货币投放是重要因素，同时5月公开市场操作力度整体平稳、结构性货币政策精准滴灌，也均有助于维护流动性合理充裕。此外，留抵退税加速为流动性提供支撑；而5月地方债发行虽提速但整体并未超预期，因而对资金面扰动不大；实体融资需求仍不足，一定程度上造成流动性淤积。

➤ 六月银行体系资金缺口静态预估

不考虑央行操作，预计今年6月银行体系资金增加13140亿元。

➤ 政策会如何发力？

第一，稳增长、稳就业是当前政策迫切需求，这从近期政策表述中可看到。目前疫情已逐步受控，经济下行压力加大之下稳增长政策发力刻不容缓。

第二，财政政策最为关键。今年年初经济图景是国内三重压力叠加外部不确定性增加，因此中央经济工作会议提出积极的财政政策要提升效能、适度超前开展基建投资，对应可以看到今年财政持续靠前发力下基建投资对经济形成重要托举。而4月以来财政发力包括基建投资均有所放缓，主因疫情冲击下，财政收支呈现紧平衡，因而财政亟需进一步加码，而财政后续力度主要取决于能有多大规模的增量资金，预算调整、特别国债以及专项债增发都是可选项，其中特别国债或更值得期待，根据我们此前测算，规模或在1-1.5万亿，或于7-8月集中发行。

第三，货币政策予以配合。”组合拳”之下货币政策预计不会缺位，当下而言，宽信用诉求下政策形成合力需有宽松的货币环境。

是否会降准？6月中旬，资金面将面临央行上缴结存利润结束、留抵退税下达完毕的情境，再考虑到专项债、转移支付等存量政策加大靠前发力，叠加宽信用进程的推进，特别是如果6月便有财政增量工具出台，届时资金面趋紧的可能性较大，在当前经济信用状态下，不排除降准可能。

是否会降息？从目前经济运行状态和国股票据利率所反映的宽信用情形来观察，降息可能性仍存，包括政策利率在内，也不排除出现类似于5月单边调降LPR的情况。对于资金面来说，若无进一步宽松货币政策，则难以继续向下突破。

还有哪些增量工具？结合5月5年期LPR单边下调、首套房贷利率下限下调来看，政策宽信用重心在于扭转企业和居民中长期贷款的颓势，而当中最值得关注的是政策对于地产的态度，毕竟这是当下最大的症结。对应可能会有PSL或房地产专项再贷款等工具的出台。

➤ 对债市有何影响？

展望6月，随着央行上缴利润以及财政留抵退税两大技术性利好因素的消退，叠加存量政策工具加速推进下宽信用进程逐步确认，6月中下旬资金面或出现一些变化，资金利率中枢可能会有所抬升。**从操作上来看，还需观察政策的效果以及增量政策的出台**：密切观察国股票据利率的走势以判断宽信用进程，近期可以关注即将公布的5月PMI数据，总体不及预期之下，短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认之前，处于货币财政联动的窗口期，长端或仍维持区间震荡局面。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面超预期；地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题 20220521：超预期的5年期LPR单边调降
- 2.利率专题 20220519：财政收入承压，会发特别国债吗？
- 3.利率专题 20220517：经济触底，央行未动，债市仍纠结
- 4.金融数据点评 20220513：宽松或已在途，关注政策合力
- 5.利率专题：货币政策的稳中求进：宽松仍在路上

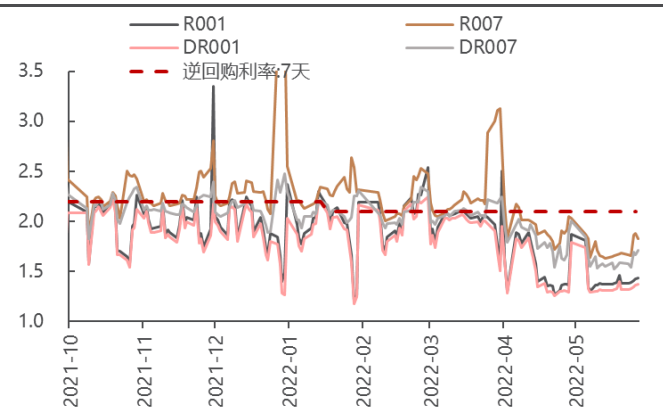
目 录

1 五月资金面延续宽松	3
1.1 央行加快上缴结存利润是关键	4
1.2 留抵退税加速为流动性提供支撑	5
1.3 实体融资需求不足，流动性淤积	7
2 六月资金面会有哪些变化？	9
2.1 银行体系资金缺口静态预估	9
2.2 政策会如何发力？	13
3 对债市有何影响？	20
4 小结	21
5 风险提示	23
插图目录	24
表格目录	25

1 五月资金面延续宽松

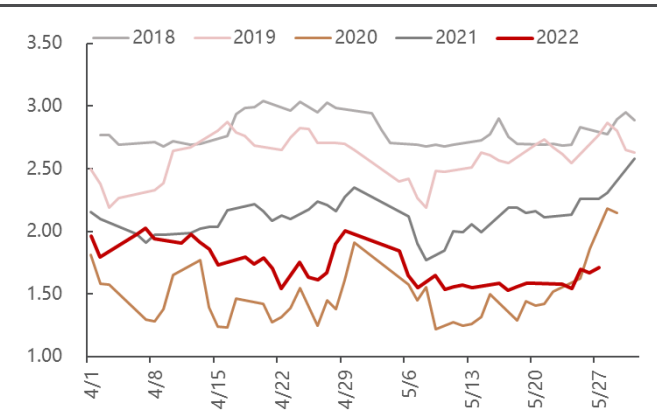
5月资金面延续4月的宽松状态，资金利率持续低于7天期逆回购利率，中枢仍整体下移，在地方债发行加速财政发力、政策加码助力宽信用之下的5月资金面仍维持平稳宽松，原因有哪些，未来会如何演绎？

图1：资金利率与政策利率（%）



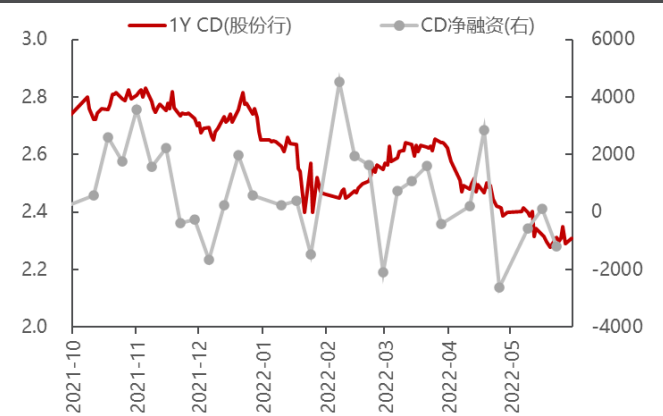
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：历年4-5月DR007（%）



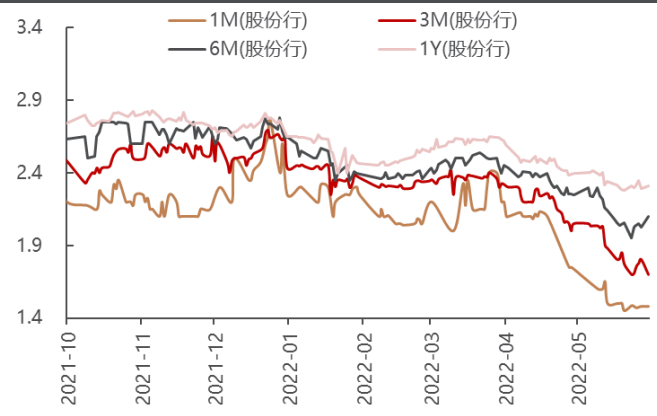
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：CD利率与净融资额（%，亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：不同期限CD发行利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 央行加快上缴结存利润是关键

首先,央行上缴结存利润增加基础货币投放是重要因素。通常而言,在财政发力助力稳增长、地方债发行加速的情形下,通常会对狭义流动性产生挤出效应,毕竟其涉及了政府存款与超储之间的转换,而央行也会对此进行相关的投放配合以稳定流动性环境,而央行上缴利润则是直接投放基础货币,作用类似于降准,这一点在今年4月公布的“央行23条”以及5月10日的留抵退税新闻发布会都有提到。

央行23条:“人民银行加大流动性投放力度,为支持小微企业留抵退税加速落地,人民银行靠前发力加快向中央财政上缴结存利润,截至4月中旬已上缴6000亿元,主要用于留抵退税和向地方政府转移支付,相当于投放基础货币6000亿元,和全面降准0.25个百分点基本相当。”

三部门留抵退税新闻发布会:“同时,已上缴结存利润8000亿元相当于降准0.4个百分点,与其他货币政策操作相互配合,保持流动性合理充裕。央行上缴利润也将通过财政支出下沉基层、直达市场主体,预计上缴超万亿元结存利润将拉动全年广义货币(M2)增速约0.5个百分点,很好体现了货币政策与财政政策的协同配合。”

由此来看,截至5月10日,央行已上缴结存利润8000亿元,相当于降准0.4个百分点¹。为保障疫情冲击下的财政支出强度,支持税务部门加快办理留抵退税,央行加快了向中央财政上缴利润的节奏,这是4-5月流动性持续宽松的重要原因。

5月公开市场操作力度并不算大,整体平稳,维护流动性处于合理充裕水平。截至5月27日,5月逆回购净投放为-100亿元(全月净投放-300亿元),MLF等量续做1000亿元。

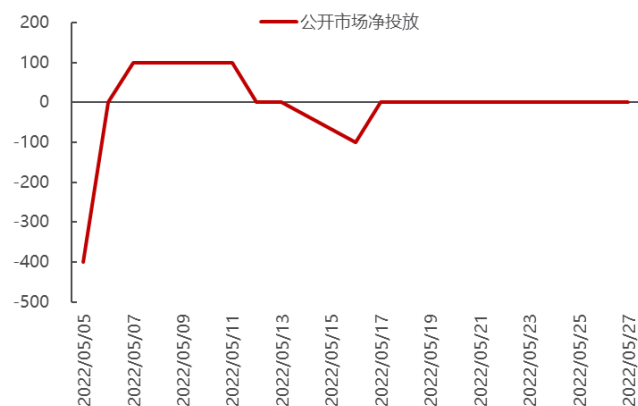
此外,结构性货币政策的精准滴灌,有助于维护流动性平稳。4月以来,央行先后推出4400亿元再贷款额度,包括科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流领域再贷款等,央行5月最近研究指出:“2020年以来,结构性货币政策工具累计投放基础货币2.3万亿元,有助于保持银行体系流动性的合理充裕,支持信贷总体平稳增长。”²

综合看来,5月在地方债发行加速、财政发力的情况下资金面超预期宽松,得益于央行多种货币政策操作相互配合,5月综合投放力度仍不小,有力保持流动性合理充裕,而中央加速上缴利润是关键因素,也是和往常不一样的地方,相当于直接投放了基础货币。

¹ <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810724/c5175195/content.html>

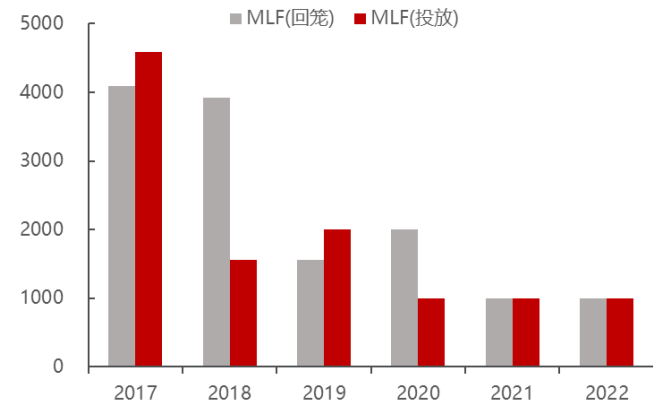
² <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122510/4545984/index.html>

图 5：5 月公开市场净投放（亿元）



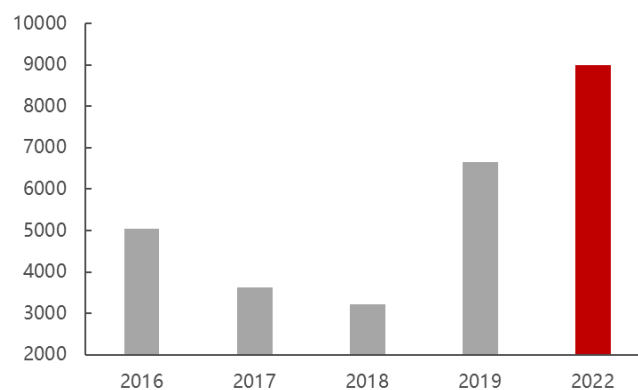
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：历年 5 月 MLF 投放与到期（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

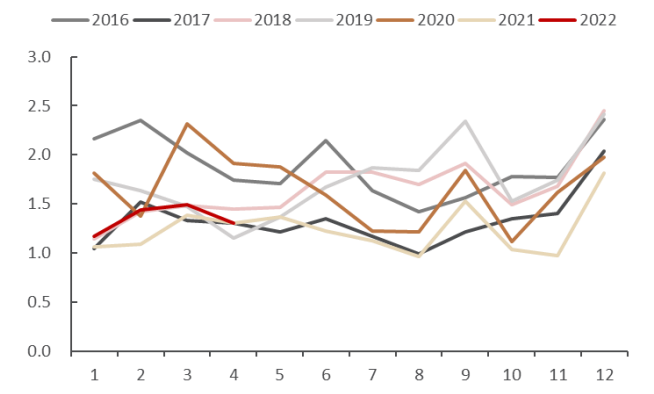
图 7：中央一般公共预算收入中包含“特定金融机构和央企上缴利润”的规模（亿元）



资料来源：财政部，民生证券研究院

注：2020-2021 年上缴规模为零，图中略去

图 8：超储率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 留抵退税加速为流动性提供支撑

疫情冲击之下，留抵退税是应对经济下行压力、稳定宏观经济大盘的关键举措，2022 年新增留抵退税约 1.5 万亿元，近期国常会进一步增加退税 1400 亿至 1.64 万亿元。相对于减税和增加政府投资，留抵退税政策效果更直接、更及时，有助于提升企业发展信心，激发市场主体活力，促进消费投资，支持实体经济高质量发展，推动产业转型升级和结构优化。

从财政存款看，4 月财政存款 1327 亿元，明显弱于季节性水平，与 2020 年基本持平：从历史上来看，4 月是缴税大月且财政支出力度通常较小，对应财政收支差额以及财政存款环比增幅通常不会太小。但在稳增长诉求下，今年财政存款变动却常常出现异于季节性的变化。

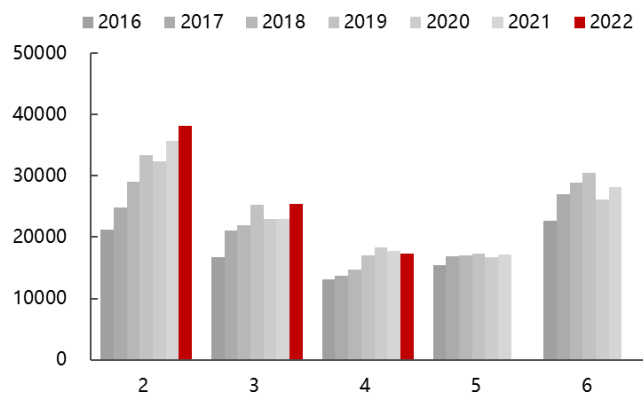
具体从财政收支情况来看，4月财政收入大幅下滑，主因留抵退税规模高达8000亿元，冲减财政收入，同时疫情冲击导致税收下滑，土地出让收入也持续下降。而财政支出力度虽然一定程度上受到疫情以及专项债发行放缓影响，但在财政政策进一步提质增效以及中央转移支付加速之下，财政支出规模还属在季节性范围内。这使得今年4月财政收支出现了与2020年相似的变化，对银行流动性环境有所支撑。

从财政收支的变化情况来看，5月或将延续4月的状态，加速留抵退税支出的因素仍存。

国家税务总局副局长王道树表示：“4月1日至5月16日，共有9796亿元留抵退税款退到企业账户，再加上一季度继续实施此前已经出台的增值税留抵退税老政策1233亿元，今年共有11029亿元退税款退到了纳税人账户。”而此前5.10留抵退税新闻发布会提到：“全国已有8015亿元增值税留抵退税款退到145.2万户纳税人账户上，再加上一季度继续实施的此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。”

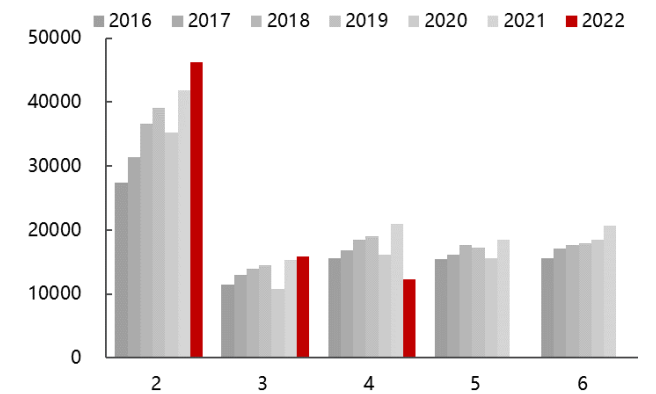
与4月相比，不同之处在于：5月地方债发行进一步提速，仅次于2020年同期，但整体并未超预期，一方面央行加速上缴利润助力财政资金落地投放了基础货币，另一方面6月仍有不小的地方债供给压力存在，故而总体来看，5月资金面维持平稳。

图9：历年各月一般预算支出（亿元）



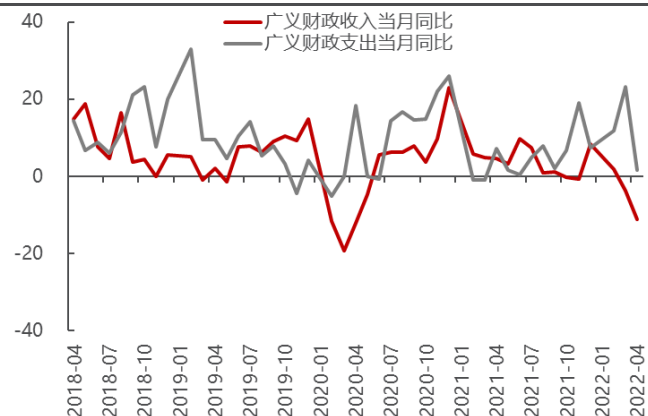
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：历年各月一般预算收入（亿元）



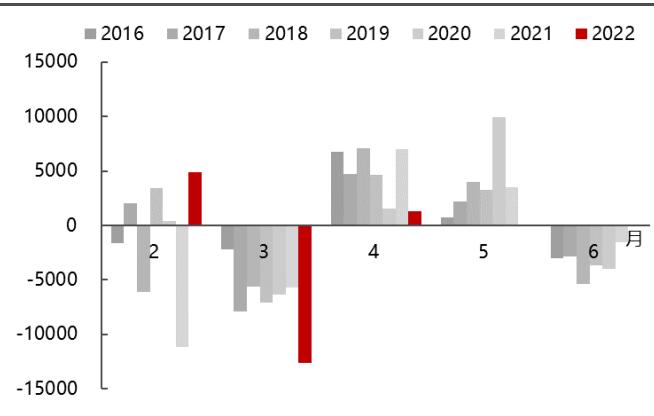
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：广义财政收支同比增速（%）



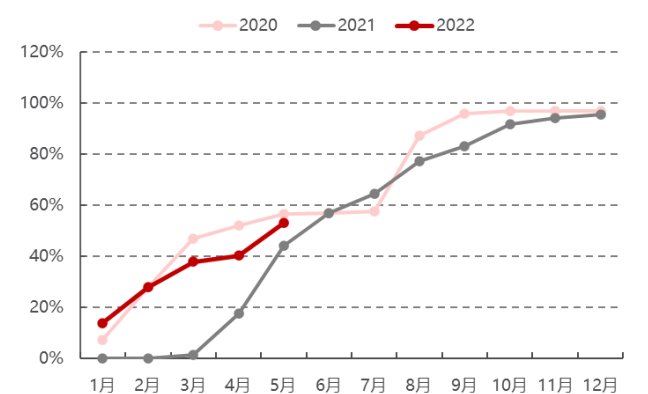
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：历年各月财政存款环比变动（亿元）



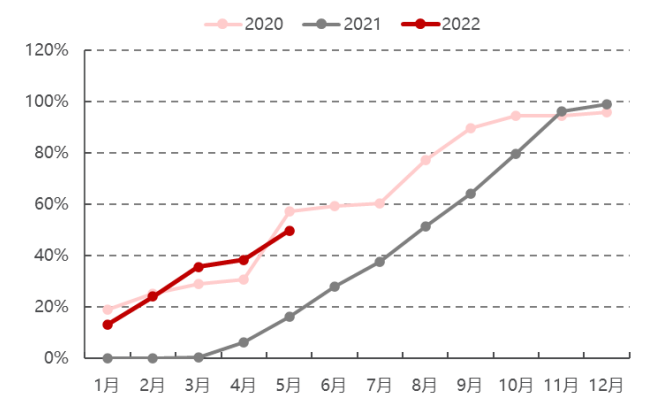
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：一般债发行进度（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：专项债发行进度（%）



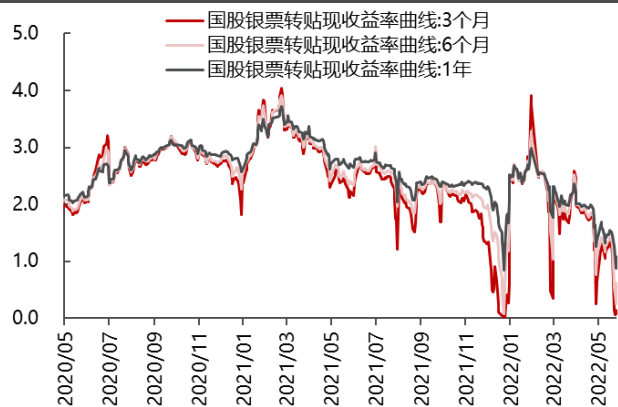
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 实体融资需求不足，流动性淤积

从 4 月金融数据来看，M2 增速上行，明显与 4 月“坍塌”的社融信贷增速走向背离，这一方面反映当前财政支出力度加大，另一方面也反映出银行资金更多地投向了非银，4 月新增非银贷款超过历史同期平均水平，而并未能投向实体经济，始终淤积在银行间市场，宽信用仍然受阻。

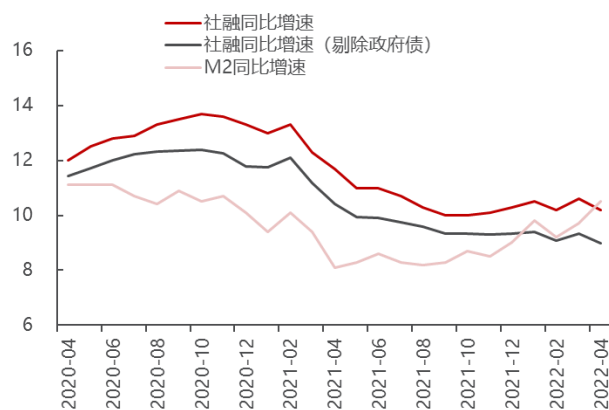
5 月而言，票据利率持续下行，反映出了目前宽信用传导仍然不畅。5 月在疫情冲击下，无论是经济运行活力还是主体预期，预计均延续偏弱，实体融资需求不足，造成一定程度流动性淤积。

图 15：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：社融增速及 M2 增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

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_42406



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>