



Research and
Development Center

宽松的延续：下半年流动性和货币政策展望

2022 年 8 月 8 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

宽松的延续：下半年流动性与货币政策展望

2022 年 8 月 8 日

- **上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善。**从资金面来看，1-3 月狭义流动性稳中偏松，4 月至今表现为极度宽松。究其原因，一是财政、货币政策双积极，基础货币供给充裕；二是疫情冲击下实体融资需求承压，资金滞留在银行间市场；三是同业渠道信用扩张推升资金价格，加剧市场利率和政策利率的分化；四是出口维持韧性，外汇占款、外汇存款、非银存款等渠道对流动性形成补充。广义流动性改善的核心原因是财政发力，政府债前置发行、大规模减退税支持下，社融与 M2 增速显著回升。
- **下半年流动性展望：1) 狭义流动性宽松延续。**下半年广义财政有超过一半的支出空间（上半年支出进度 45.2%），货币政策以稳增长为优先，提前收水的风险不大。伴随需求修复、信用结构优化，资金利率或逐步向政策利率收敛，但在流动性宽松的支撑下，资金价格背离或久于市场预期。**2) 广义流动性三季度承压，四季度改善。**为剔除通胀影响，我们将“社融增速-平减指数”定义为广义流动性指数。下半年社融增速有望达到 11% 以上，由于 CPI 升温、PPI 持续下行，预计平减指数可能前高后低。反映在指数上，三季度或小幅下行，四季度再次上升。
- **货币政策是否有转向风险？**从政治局会议和央行下半年工作会议的定调来看，稳增长的权重依然最高。无论是稳就业，应对地产和疫情扰动风险，还是更好配合财政发力，下半年“收水”都为时尚早。至于通胀升温 and 汇率贬值风险，我们研判认为，这两大因素对货币政策的约束都相对有限。一方面下半年 CPI 同比大概率破 3%，但预计破 4% 的风险较小，历史上同一通胀率但经济承压时，稳物价会暂时让位稳增长。另一方面，下半年人民币汇率贬值空间相对有限，当前已靠近 6.80 的阻力位，中美经济基本面有可能再度扭转，将减轻汇率贬值压力。
- **货币政策工具有哪些选择？**1) 降准不是必要选项。上半年财政和货币政策投放充足基础货币，已超量填补全年流动性缺口，下半年在考虑增量财政工具的情形下，银行间流动性也足以进行匹配。2) 受美联储加息约束，MLF 利率再难下调。3) 货币政策将继续从总量上发力，或以降 LPR 为抓手。存款利率改革是 LPR 下调的主要推动力，未来再降 5 年期 LPR 的可能性更大。4) 用好存量工具，包括政策性开发工具、再贷款、碳减排支持工具等，重点发力宽信用。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。



目录

一、2022 上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善.....	4
1.1 狭义流动性：供给充裕，需求滞后	4
1.2 广义流动性：财政支撑下，社融与 M2 持续改善	10
二、下半年流动性展望.....	11
2.1 狭义流动性：维持整体宽松的特征	11
2.2 广义流动性：三季度承压，四季度改善	18
三、货币政策展望.....	20
3.1 还会有降准吗？	20
3.2 价格工具是否可以期待？	21
3.3 用好存量工具，重点发力宽信用	23
风险因素	23

图目录

图 1：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离	4
图 2：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔	5
图 3：7 月份以来央行多次缩量续做 7 天逆回购	5
图 4：上半年财政支出力度明显提升	6
图 5：年初至今减税降费政策一览	6
图 6：2022 年再贷款工具——4400 亿增量工具和存量碳减排支持工具	7
图 7：实体部门债权增速退坡，同业部门债权增速扩张	7
图 8：票据利率和同业存单收益率明显背离	8
图 9：同业债权增速与 DR007 有较好拟合度	8
图 10：同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度	9
图 11：2017 年以来超储率季节性对比	9
图 12：外汇占款与外汇存款均已出现拐点	10
图 13：非银存款高增与货币基金多发直接相关，与出口高景气也有一定联系	10
图 14：今年以来社融与 M2 增速均有明显回升	11
图 15：居民储蓄意愿处于高位	11
图 16：广义财政收支存在明显背离	12
图 17：年轻群体就业压力突出	13
图 18：城镇新增就业人数不及往年水平	14
图 19：房价预期领先于房地产销售	14
图 20：下半年 CPI 当月同比预测	15
图 21：2000 年以来有四个时期 CPI 同比明显高于 3%	16
图 22：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值	17
图 23：中美利差返回零值附近	17
图 24：7 月中下旬以来房地产销售初步企稳	18
图 25：2022 年社融增速有望达 11% 以上	19
图 26：预计下半年 PPI 继续下行	19
图 27：下半年平减指数可能先高后低	20
图 28：广义流动性指数三季度承压，四季度改善	20
图 29：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额	21
图 30：准备金基数增速与 M2、各项存款增速接近	21
图 31：市场对于全年加息预期为 3.25-3.50%	22
图 32：存款利率改革是 LPR 下调的主要推动力	22
图 33：预计本轮信用扩张将持续至三季度末	23



一、2022 上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善

1.1 狭义流动性：供给充裕，需求滞后

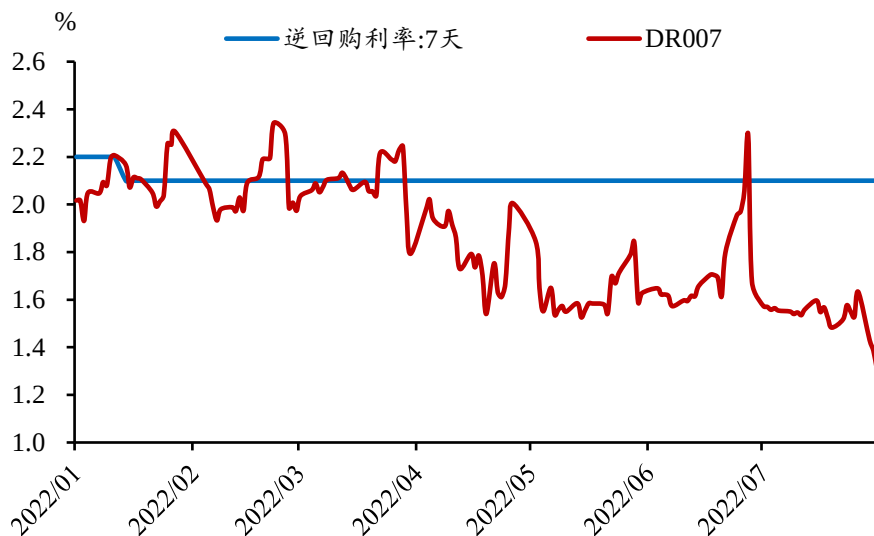
从资金面来看，上半年狭义流动性可划分为两个阶段。

1-3 月，狭义流动性稳中偏松。2021 年 12 月、2022 年 1 月央行先后降准降息，加码货币政策以应对“三重压力”。随后在海外央行紧缩步伐悬而未决、等待两会进一步定调、疫情形势基本稳定的背景下，国内政策进入一段酝酿期。期间 DR007 围绕 7 天逆回购利率双向波动，中枢基本持平。同业存单收益率则略低于中期政策利率，2021 年 7 月央行全面降准 0.5 个百分点后同业存单收益率明显下行，此后持续位于 MLF 利率下方。2022 年 1-3 月 MLF 利率较同业存单收益率利差均值约为 33bp，较 2021 年下半年进一步走阔。

4 月至今，狭义流动性呈现极度宽松的状态。海内外形势进一步明确后，国内政策先后落地，3 月 8 日央行宣布向中央财政上缴结存利润 1.1 万亿元，4 月 15 日央行全面降准 0.25 个百分点，4 月份央行先后推出 4400 亿元再贷款工具，上半年财政留抵退税总额达 1.85 万亿，截至 6 月末新增专项债发行 3.41 万亿，全年额度基本使用完毕。货币、财政双积极为流动性宽松奠定了基础，4 月份以来，DR007 较 7 天逆回购利率明显下行，MLF 利率较同业存单收益率利差进一步扩大。

6 月末至 7 月初，资金面一度出现大幅波动。6 月 24 日起，为维护半年末流动性平稳，对冲政府债发行缴款（6 月新增专项债大规模发行 1.36 万亿）、季末财政支出等因素，央行连续超量续做逆回购。期间资金面出现大幅波动，DR007 快速走趺至 7 天逆回购利率上方。7 月初市场利率再度回落，7 月 4 日起央行连续开展 30 亿元逆回购回笼资金，流动性依然呈现供大于求的宽松局面。

图 1：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离



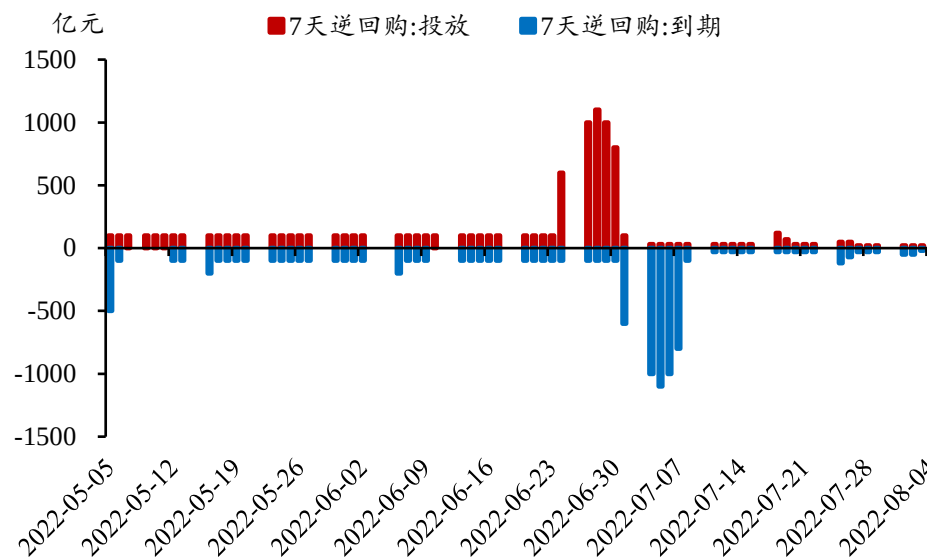
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：7 月份以来央行多次缩量续做 7 天逆回购



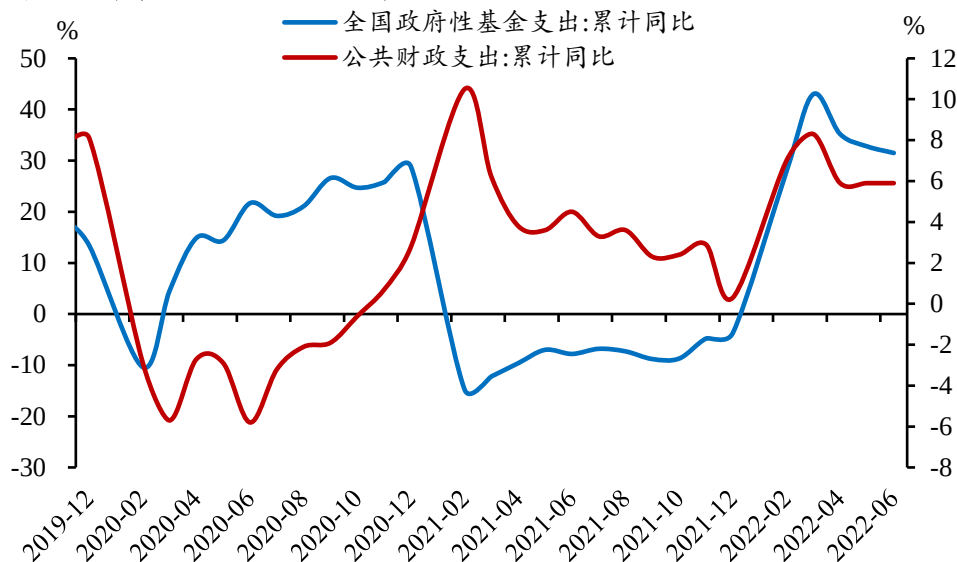
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上半年狭义流动性稳中偏松主要有四大成因：

一是财政、货币政策双积极，基础货币供给充裕。

财政政策方面，财政支出节奏靠前、力度明显提升，上半年大规模落实以留抵退税为主体的减税降费措施。1-6 月全国一般公共预算支出累计同比 5.9%，全国政府性基金支出累计同比 31.5%，增速较去年末明显抬升。减税降费方面，我们在近期报告《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》中有详解，1-6 月实现留抵退税 1.85 万亿元，截至 6 月 25 日，退减税降费及缓税费总量约 2.58 万亿元，上半年预计将实现 2.86 万亿元。上半年财政“减收增支”，政府存款放量，同时补充了狭义和广义流动性。

图 4：上半年财政支出力度明显提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：年初至今减税降费政策一览

时间	政策/会议/通知文件	内容
2022年3月21日	国务院常务会议	今年增值税留抵退税规模约1.5万亿元： 重点支持小微企业和制造业，增量留抵税额4月1日起按月全额退还，存量留抵税额方面，对小微企业，6月底前一次性予以全额退还，7月1日开始对六大行业的企业办理全额退还，在年底前完成；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的1.2万亿转移支付，平均补助地方负担部分（50%）的82%。
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在时间上提前退税，二是不只退增量也退存量留抵税额，三是 扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且提高小微企业退税比例 ，四是 中央提供财力保障 ，财政部于3月21日下达了首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元。
2022年5月23日	国务院常务会议	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税， 增加退税1400多亿元，全年退税总量2.64万亿元。
2022年5月30日	全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议	进一步加大增值税留抵退税政策力度， 总额达到1.64万亿 ；加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。
2022年6月30日	国家税务总局新闻发布会	4月1日至6月25日，增值税留抵退税已有17033亿元退到纳税人账户，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策1233亿元， 已退到纳税人账户的退税款达18266亿元 ，是去年全年退税规模的2.8倍。 截至6月25日，新的组合式税费支持政策累计新增退税减税降费及缓税缓费约2.58万亿元。预计上半年新的组合式税费支持政策将新增退税减税降费及缓税缓费约2.86万亿元。
2022年7月14日	财政收支半年报	上半年退付到纳税人账户的留抵退税款总额为18455亿元 ，已达去年全年税务部门办理退税规模的2.9倍。

资料来源: 国务院、财政部官网, 信达证券研发中心

货币政策方面，央行降准、上缴结存利润、推出 4400 亿再贷款工具、运用政策开发性金融工具，总量与结构双重发力。总量政策包括：4 月 15 日央行全面降准 0.25 个百分点，上半年向中央财政上缴结存利润 9000 亿元，接近完成 1.1 万亿的全年目标。结构政策包括：4 月以来央行先后推出 4400 亿增量再贷款工具，5 月 31 日国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》将普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1%提高至 2%、继续新增支农支小再贷款额度、加大再贴现支持力度、加大金融机构对基建和重大项目的支持力度，6 月 1 日和 30 日国常会调增政策性银行 8000 亿元信贷额度、设立 3000 亿元开发性金融工具，重点支持基建领域。

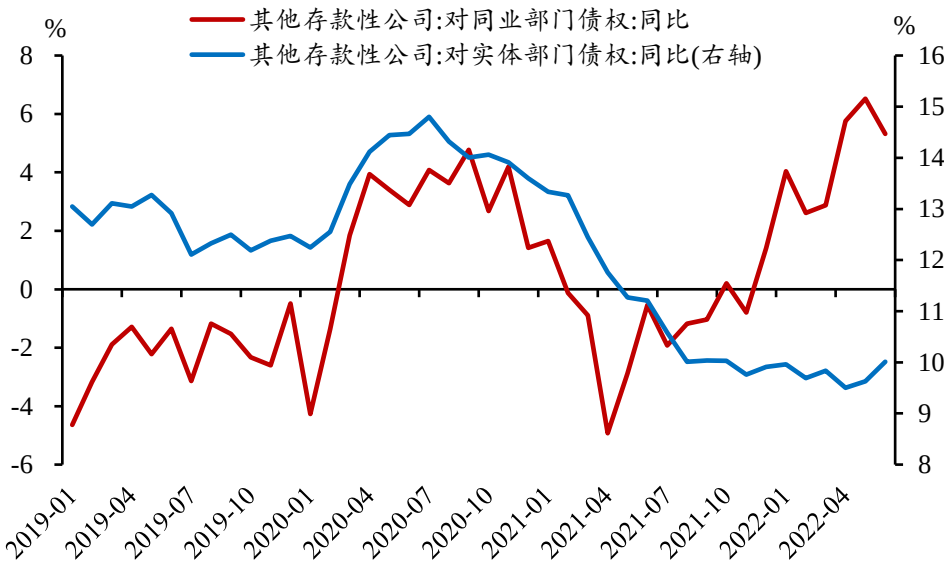
图 6：2022 年再贷款工具——4400 亿增量工具和存量碳减排支持工具

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款
额度	暂无限制	3000 亿元（2021 年 11 月 2000 亿元 + 2022 年 5 月 1000 亿元）	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元
适用金融机构	全国性金融机构		政策性银行、国有行、股份行等共 21 家金融机构	试点机构：中农工建交、国开行、进出口银行共 7 家全国性大型银行。 试点地区：浙江、江苏、河南、河北、江西五个省份。	7 家银行：农业发展银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行
央行支持比例	贷款本金 60%	贷款本金 100%	贷款本金 60%	贷款本金 100%	-
申请机制	先贷后借		先贷后借，按季发放		先贷后借，合格银行每季度次月 10 日前（首次报送 7 月 10 日前）向央行申请专项再贷款
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货物运输企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机
资金利率	1.75%				
期限	1 年（最长可展期 2 次至 3 年）				1 年（可展期 1 次至 2 年）
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中 1-5 年期贷款利率不高于 5 年期 LPR		-	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

二是疫情冲击下实体融资需求承压，资金滞留在银行间市场。

从商业银行资产负债表出发，用“对其他存款性公司债权+对其他金融机构债权”表征同业渠道，用“对非金融机构债权+对其他居民部分债权（即银行投放给居民、企业的贷款）”表征实体部门渠道。如图 8 所示，2021 年下半年以来，实体部门债权增速从 11.2% 一度降至 10% 以下，如果从中剔除票据融资的增量贡献（今年以来银行连续做多票据以填充信贷规模，票据利率和同业存单收益率明显背离），退坡迹象会更加明显。相反，同业渠道债权增速在 2021 年负增长，今年以来增速转正，6 月末增幅扩张至 5.3%，反映出信贷需求疲弱下流动性供过于求，银行在资产荒局面下增加了对同业金融资产的配置。

图 7：实体部门债权增速退坡，同业部门债权增速扩张


资料来源：Wind，信达证券研发中心



图 8：票据利率和同业存单收益率明显背离



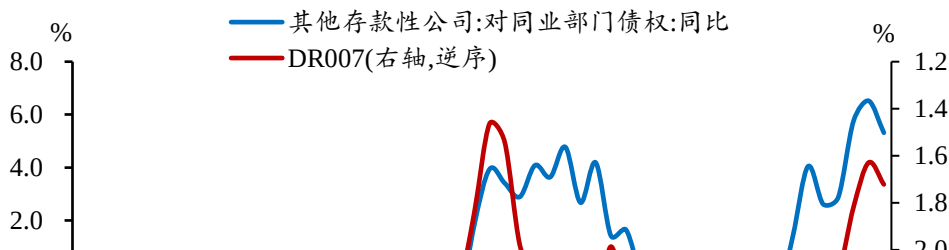
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三是同业渠道信用扩张会推升货币市场资金价格，加剧了市场利率和政策利率的分化。

同业渠道债权包含了商业银行之间的资金往来，比如购买同业存单、质押式回购等银行间业务等，也包含商业银行对其他金融机构的债权，比如各类拆放、存放资金。因此当同业渠道信用扩张时，意味着银行对同业资产的配置需求提升，从而推升货币市场的资金价格，如图 10、11 所示，同业渠道债权增速与 DR007、同业存单收益率走势存在较高相关性。

二季度流动性量价指标的背离可以进一步佐证上述观点。今年一季度，流动性量价指标是相对统一的，超储率录得 1.7%，高于往年季节性（仅次于 2020Q1），反映出流动性偏松。二季度在资金面明显呈现宽松的局面下，我们测算得到的超储率约为 1.45%，低于往年均值水平，说明银行在努力增配资产以响应“宽信用”的政策号召，但在经济活力明显提升之前，银行更多依靠政府债、同业渠道等扩张信用。

图 9：同业债权增速与 DR007 有较好拟合度



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_44859

