



孙彬彬：央行上缴利润即将结束，资金面怎么看？





摘要

静态分析，当前资金面在于央行上缴利润行为完成情况、留抵退税支付进度和政府债净融资变化。

今年新增增值税留抵退税 1.5 万亿元，近日国常会又追加 1400 亿元，整体新增 1.64 万亿元，资金主要来源于特定国有金融机构和专营机构依法上缴利润 1.65 万亿元。其中央行上缴利润达 1.1 万亿元。

4 月 1 日到 5 月 16 日之间，已完成 9796 亿元新增留抵退税，平均节奏是每天约 200 亿元。最新政策要求存量留抵退税在 2022 年 6 月 30 日前集中退还，按照前期节奏，剩余的 6500 亿元直达资金预计在 30-40 天

内下达完毕，时间点对应 6 月下旬。

我们观察央行利润上缴情况，截至 5 月 10 日已上缴 8000 亿，4 月 18 日到 5 月 10 日上缴利润约 2000 亿元，平均节奏是每天约 100 亿元，照此推算，我们预计剩余的 3000 亿元基本在 6 月 10 号前后上缴完毕。

5 月政府债净融资并未超预期，6 月要关注专项债是否进一步加速发行及其影响。

基于上述判断，我们认为需要着重关注两个重要时间节点前后资金面变化：第一，6 月 10 日前后央行上缴利润完毕；第二，6 月下旬财政留抵退税资金下达完毕。

在此之前，资金面仍然会维持充裕状态。在此之后，早则 6 月中旬，晚则 6 月末，又稳又低的资金面可能有所改变。至于改变幅度多大，是否有再度趋紧的可能，还是要基于动态分析，关键在于后续货币对财政的配合情况。

参照历史，货币一般都会对财政有效配合，但是配合的结果，也就是从资金利率观察，取决于社融修复情况，或者说斜率。

近期国股票据利率又有较大幅度下行，意味着实体融资需求仍然低迷，央行银保监再度召开信贷形势分析会，宽信用诉求溢于言表，但如果没有财政进一步加码，宽信用只能是水中望月。

我们预计 6 月底以前是存量政策加速推进的阶段。而 6 月可能会进一

步公布增量政策，特别是财政政策（可能包括特别国债或者其他增加债券收入的行为，以支持进一步财政支出扩大）。预计在基本面数据还无法获得有力支持的背景下，财政政策和货币政策会继续协调联动，在社融斜率有效修复之前，预计总体资金面会保持稳定，随后中枢可能持平或略高于 4-5 月的水平。

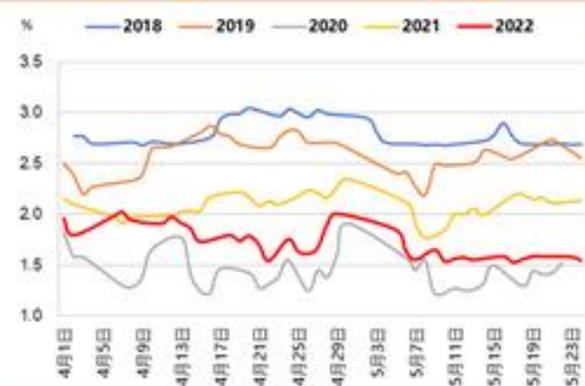
风险提示：货币政策回归正常化，基建力度退坡，疫情大幅好转

内容目录

1. 央行上缴利润带来什么直接影响？	3
2. 财政留抵退税有何影响？	4
3. 政府债净融资表现未超预期	4
4. 上缴利润、留抵退税和政府债发行有何新变化？	5
5. 后续货币财政会如何有机配合？	7
5.1. 货币财政配合方式今年为何发生转变？	7
5.2. 后续财政进一步加码，货币政策会如何配合？	8
5.3. 小结	11

4-5 月流动性维持宽松，其央行上缴利润、财政加速退税是关键技术性原因。未来会如何？我们首先从央行上缴利润入手。

图1: 4-5月资金面维持宽松(DR007)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图2: 4月以来资金面维持宽松



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1. 央行上缴利润带来什么直接影响?

3月5日政府工作报告提到“特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润”，3月8日央行和财政部分别对此进行回应，4月18日央行公布23条的同时，首次公开说明了利润上缴财政的效果。

在5月10日三部门联合举行的留抵退税新闻发布会上，央行作如下阐释：

为保障财政支出强度，支持税务部门加快办理留抵退税，人民银行靠前发力，根据退税进度，加快向中央财政上缴利润的节奏，2022年以来，已累计上缴结存利润8000亿元，全年上缴利润将超1.1万亿元，为退税资金保障打下坚实基础，直接增强财政可用财力，进一步激发微观主体活力。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

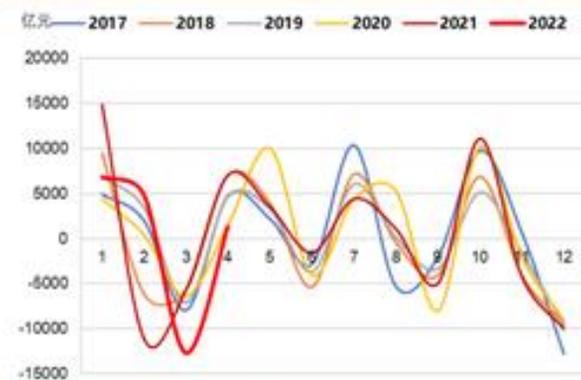
合。

这是前期资金面超预期宽松的主因。

过往财政发力往往直接借助于赤字扩张，或者说国债和专项债发行带动财政支出。这个过程中涉及到超储与政府存款账户之间的腾挪，往往会挤出银行间流动性，央行的配合主要在于对冲以及平滑政府债券发行、缴税和财政支出等冲击。

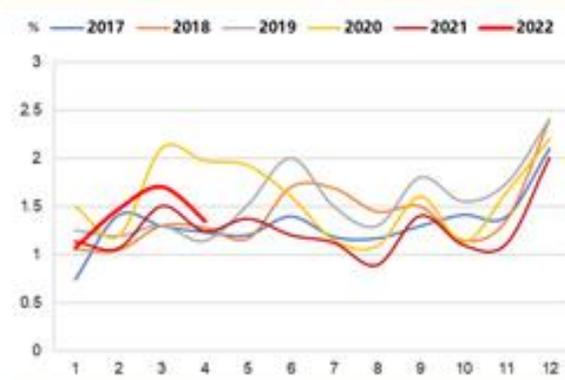
而央行上缴利润相当于降准，直接投放基础货币。央行上缴利润助力财政，整个过程中不仅不涉及到银行间流动性挤出，反而对资金面是补充，这是与过往最大的不同。

图 3：3-4 月财政存款环比增量低于季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2 月以来银行超储率超季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 财政留抵退税有何影响？

从已公布的数据观察：4 月是缴税大月，通常财政支出较低而收入较高，2015 年以来财政收支差额一般在 2500 亿元以上。在稳增长诉求较高的年份，4 月财政收支差额较小，例如 2015 年的 968 亿元、2019 年的

1957 亿元、2020 年的-2163 亿元。

当前，疫情冲击放大经济压力，财政政策进一步提质增效、扩大支出规模，结合财政部相关公告，留抵退税和中央转移支付等加速带来财政资金加速落地。

1-4 月累计，中央一般公共预算收入 34571 亿元，扣除留抵退税因素后增长 4.5%，按自然口径计算下降 5.7%；地方一般公共预算本级收入 39722 亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.4%，按自然口径计算下降 3.9%。与 1-3 月相比，财政收入增幅明显回落。

由此带来 4 月财政收支差额再度出现异常变化。

4 月 1 日起，我国大规模留抵退税政策正式实施。留抵退税加速落地，既得益于财税部门加快政策实施，也离不开中国人民银行靠前发力，加快向中央财政上缴结存利润。

上述举措直接带来 4 月财政收支变化，可能存在类似于 2020 年 4 月的情况，对流动性造成积极影响。因为财政存款较少，直接改善银行超储从而改善银行间流动性。

5 月的情况可能类似与 4 月。

图 5：历年 4 月财政收支差额（收入减去支出）



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：标红指稳增长诉求较高的年份

图 6：历年 5 月财政收支差额（收入减去支出）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 政府债净融资表现未超预期

直观来看，今年 4-5 月政府债净融资规模并不低，尤其 5 月政府债净融资规模达到 1.1 万亿（按照发行截止日计算），仅次于 2020 年同期。

但在政策要求 6 月底之前基本发完新增专项债的诉求下，5 月新增专项债发行并未超预期，结合最新数据，全年仍有约 1.6 万亿新增专项债待发行。这也是资金利率维持稳定的重要原因之一。

此外，观察政府债发行与资金利率变化，4-5 月政府债发行并非左右资金面的主要原因，重点还是在于央行上缴利润助力财政资金加速落地。

图 7：4-5 月政府债净融资规模季节性

图 8：政府债净融资规模与资金利率对比

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_42329

