

光期宏观：充裕的资金面能否延续？

摘要：

光大期货研究所

为应对疫情冲击带来的经济下行压力，央行降准叠加上缴结转利润助力财政加快留抵退税，同时实体融资需求偏弱，共同导致银行间市场资金充裕，4-7 月份资金利率持续明显低于政策利率。

回溯历史，2020 年资金利率偏离政策利率的情形与当下最为相似，均是受到疫情影响央行采取宽松政策来对冲经济下行。作为参考，在实体融资大幅好转之前，短期资金利率大幅收紧的可能性较低。考虑到 8 月专项债资金基本使用到位的要求，财政支出发力将继续对流动性提供支撑，预计 8 月份资金利率继续维持低位概率较大。

报告撰写人：朱金涛

从业资格号：F3060829

投资咨询号：Z0015271

期市有风险

入市需谨慎

针对 7 月央行逆回购缩量，市场分歧较大。短期重点关注 8 月 MLF 续作，若央行意外缩量续作，将是央行向市场发出收紧资金面的明确信号。

一、4月初以来资金面持续充裕

图表 1：DR007 利率持续偏离政策利率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

为更真实、精确反映银行体系流动性松紧变化，降低交易参与者信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，中国人民银行指导交易中心自 2014 年 12 月开始专门编制 DR，即银行业存款类金融机构间以利率债为质押形成的回购加权平均利率。目前，DR 已经成为反映银行体系流动性松紧变化的“晴雨表”，最能充分体现银行体系流动性状况和融资利率水平。

央行一直引导 DR007 以 7 天 OMO 利率为中枢波动，但 4 月份以来，DR007 利率持续大幅低于 2.1% 的逆回购利率，5 到 6 月份，连续两个月的天量专项债供给压力并没有改变资金面宽松的局面。7 月份央行缩减逆回购投放量引发市场关注，但是在重“价”不重“量”的基调下，央行货币政策并未转向，逆回购投放缩量并不代表央行收紧意图。能够看到 7 月份以来资金利率依然维持低位，甚至再创 4 月以来新低。

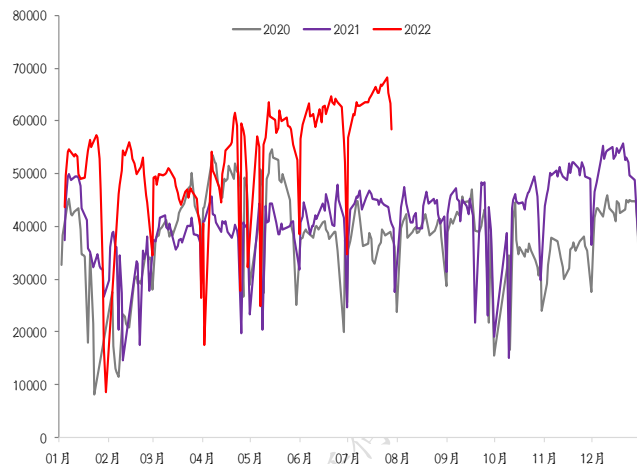
2022 年 4-7 月间，DR007-7 天 OMO 平均利差为 -41.6%，最大利差达到 -61.7BP，反映出资金面处于极度充裕状态。

图表 2：1 年期同业存单发行利率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 3：质押式回购规模（单位：亿元）



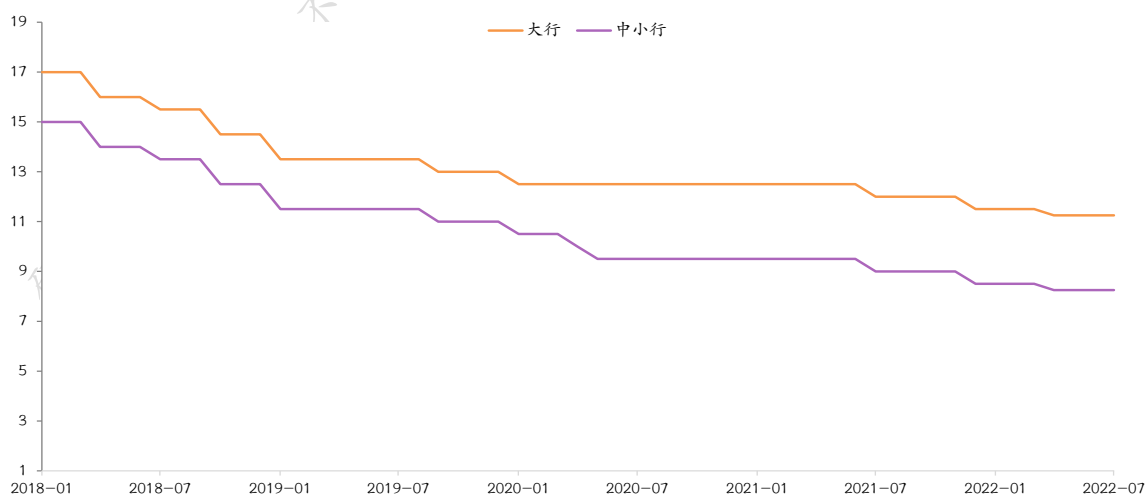
资料来源：Wind、光大期货研究所

资金充裕情况下存单发行利率持续下行,截止7月底,1年期股份行同业存单发新利率2.47%,低于1年期MLF利率38BP。银行间质押式回购规模屡创新高,7月下旬单日最高规模达6.68万亿元,反映出资金利率低位情况下市场加杠杆热情较高。

二、财政发力是资金面宽松的主要原因

1、央行全面+定向降准

图表 4：法定存款准备金率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

央行在 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。在此基础上，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，再额外多降 0.25 个百分点。

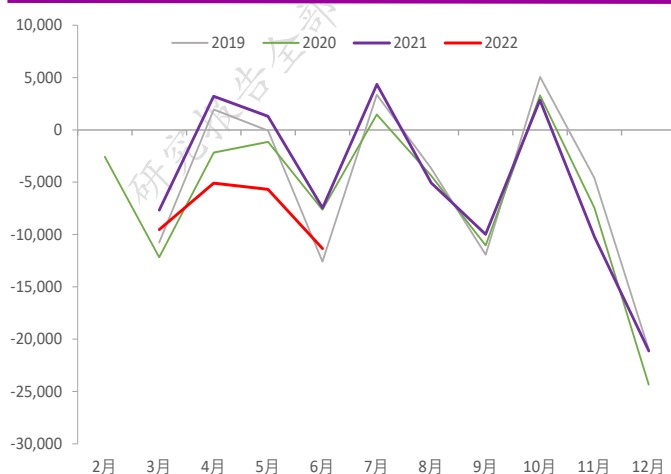
此次降准是本轮货币宽松周期内第三次降准，共计释放长期资金约 5300 亿元，对基础货币形成有效补充。

2、央行上缴结转利润助力财政加速退税

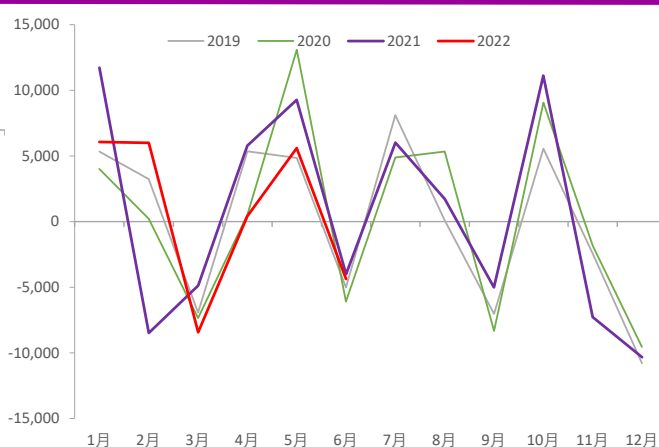
今年的政府工作报告提到特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润，央行随后在 3 月 8 日宣布为增强可用财力，今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过 1.1 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

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，加快向中央财政上缴利润的节奏，5 月 10 日，中国人民银行国库局局长董化杰在留抵退税新闻发布会上表示，已累计上缴结存利润 8000 亿元，相当于降准 0.4 个百分点，直接增强财政可用财力。7 月 13 日在 2022 年上半年金融统计数据发布会上，人民银行新闻发言人阮健弘表示，上半年上缴结存利润 9000 亿元。

图表 5：财政收支差额（单位：亿元）



图表 6：财政存款变动（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

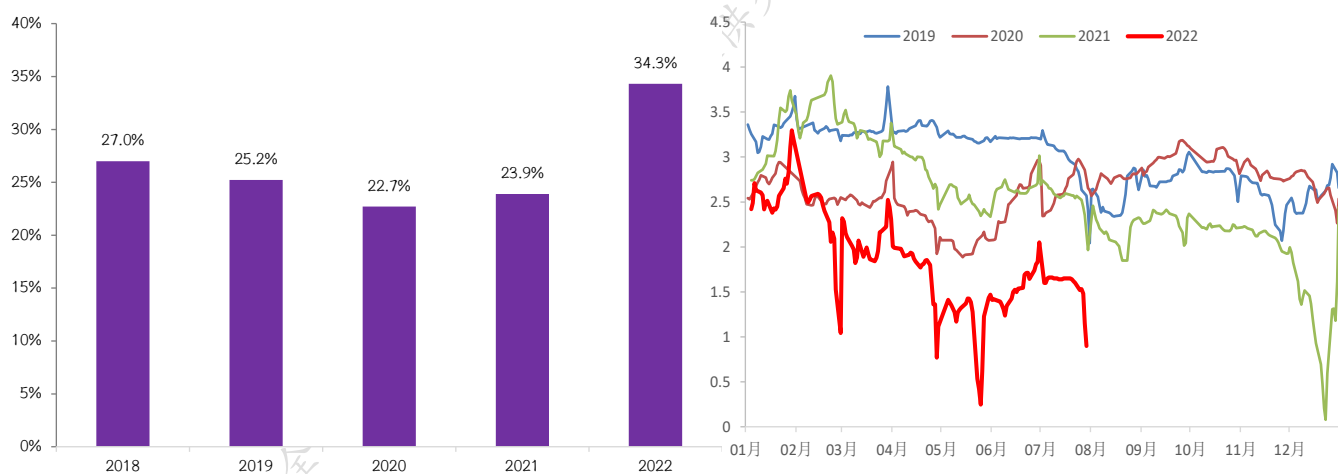
资料来源：Wind、光大期货研究所

今年新增增值税留抵退税 1.5 万亿元，6 月 2 日在财政部召开的新闻发布会上，财政部有关负责人表示，为进一步加大增值税留抵退税政策力度，新增留抵退税 1420 亿元，总体看，今年出台的新增留抵退税总额将达到 1.64 万亿元。得益于央行提前上缴结转利润，4 月份起留抵退税加快落地，截至 6 月底新增存量留抵退税资金下达完毕。

财政部数据显示，上半年全国一般公共预算收入 105221 亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%，可见退税规模之大。全国一般公共预算支出 128887 亿元，比上年同期增长 5.9%。而财政支出的加快，导致即使政府债融资连续大幅放量的背景下，二季度财政存款环比变化远低于季节性。

3、实体融资偏弱导致资金淤积

图表 7：二季度社融：政府债融资占比（单位：%） 图表 8：6M 票据贴现利率（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

疫情多点闪发情况下，经济修复进程偏缓。政府债融资成为社融最大支撑项目。受专项债大幅提前发行带动，2022 年二季度政府债融资 3.07 万亿元，占同期新增社融比例 34.3%，明显高于往年同期。

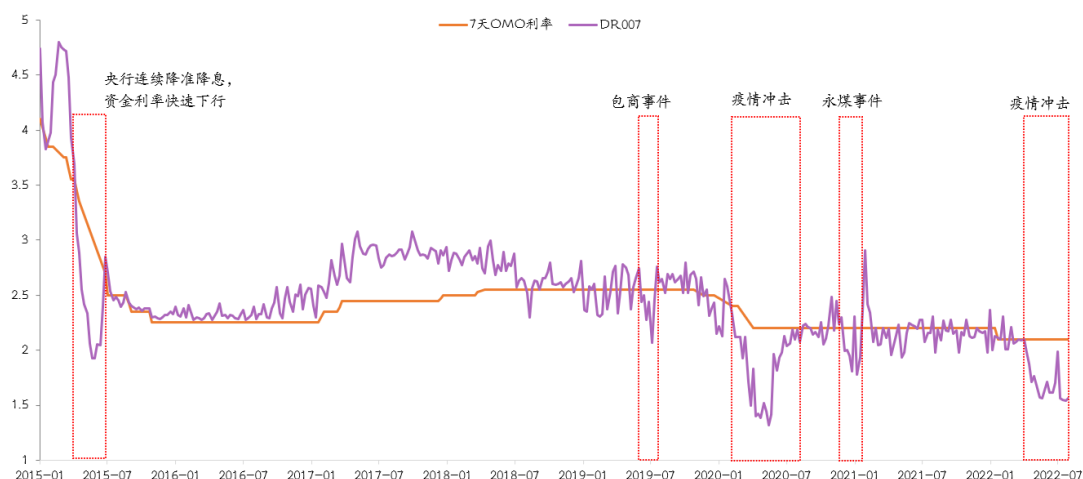
实体融资需求偏弱，7 月末票据贴现利率再度大幅下滑，反映出实体融资需求在 6 月份出现改善迹象之后再度走弱，信用扩张不及预期导致资金淤积在银行间市场。

整体上，4-7 月份资金持续宽松的主要原因在于，央行降准叠加上交结转利润助力财政加快留抵退税，同时实体融资需求偏弱，共同导致银行间市场资金充裕，资金利率持续明显低于政策利率。

三、回溯资金利率偏离政策利率的四个时期

自 2014 年底 DR 利率成立以来，在央行调控下市场资金利率 DR007 基本围绕政策利率水平波动。回溯过往，曾经有四段时期 DR007 持续低于政策利率的情况。

图表 9：DR007、7 天期逆回购利率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

1、2015.04.02-2015.06.09

针对经济下行压力加大、外汇占款变化对流动性影响较大等复杂情况，此阶段央行连续降准降息，推动资金利率快速下行。DR007 利率从最高的 6.2%最低下行至 1.9%，持续低于政策利率 2 个月时间。而随着 6 月份政府债发行大幅放量，资金利率快速向政策利率回归。

2、2019.06.03-2019.07.12、2020.12.01-2021.01.18

2019 年“包商事件”、2020 年“永煤违约事件”属于突发事件冲击。针对包商事件，央行表示讲通过提供流动性支持、及时调拨充足现金、确保支付系统运行通畅等措施，保持包商银行

正常运行。从 2019 年 5 月 27 日开始，央行开始增加逆回购投放，稳定市场情绪，资金利率随即下行。随着事件冲击结束，央行回收临时投放的逆回购，资金利率回归正常。2020 年的永煤事件类似，央行加大逆回购投放，同时超量 2000 亿元续作当月到期 MLF，并于月底再度投放 MLF2000 亿元，进而推动银行间市场利率大幅下行。可以看到，单一事件造成的冲击影响时间较短，资金利率偏离政策利率的持续时间较短。

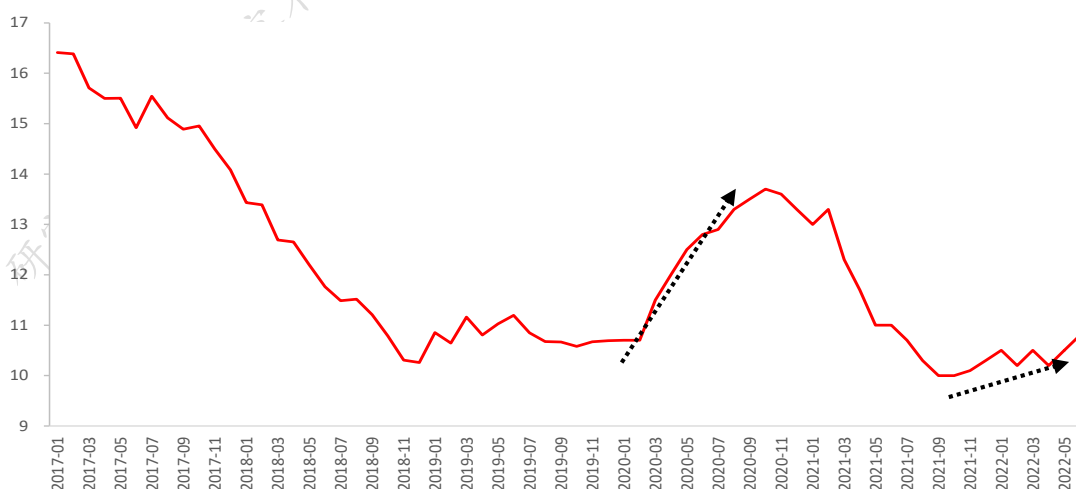
3、2020.02.05-202.06.29

疫情冲击下，国内外经济轮番受到冲击。为对冲疫情影响，各国纷纷大幅加大宽松力度，中国央行在此期间连续降准降息，资金利率大幅下行。4 月份以后随着国内疫情快速得到控制，复工复产持续推进，经济得到快速修复。再此背景下，央行操作开始趋于谨慎，4 月 1 日-5 月 25 日央行暂停逆回购投放，同时 4-6 月连续缩量续作 MLF，特别是 6 月针对到期的 7400 亿元 MLF 仅续作 2000 亿元，资金利率低位回升，6 月底回归常态。

四、短期资金利率大幅收紧的可能性较低

1、经济修复偏慢，保持资金充裕必要性仍在

图表 10：社融同比增幅（单位：%）



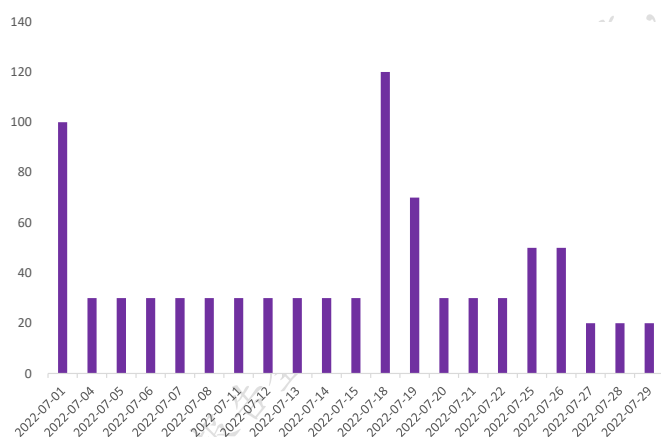
资料来源：Wind、光大期货研究所

对当前资金面的看法，在今年上半年金融数据发布会上，央行表示，“DR007 目前在 1.6% 左右，低于公开市场操作利率，流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上。后续要合理搭配货币政策工具，保持流动性合理充裕，进一步推动金融机构降低企业融资成本，为巩固经济恢复创造适宜的货币金融环境。” 可见当前经济修复相对偏缓情况下，保持资金充裕的必要性仍在。

2020 年资金利率偏离政策利率的情形，与当下最为相似，均是受到疫情影响央行采取宽松政策来对冲经济下行。在连续两个月社融同比大幅上行之后，资金利率开始低位回升。作为参考，在实体融资大幅好转之前，短期资金利率大幅收紧的可能性较低。考虑到 8 月专项债资金基本使用到位的要求，财政支出发力将继续对流动性提供支撑，预计 8 月份资金利率继续维持低位概率较大。

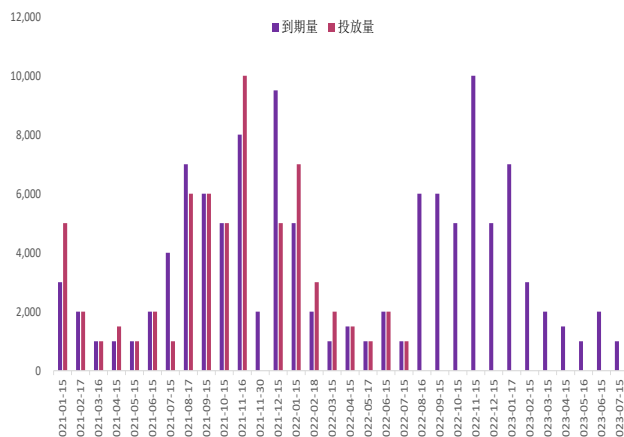
2、短期重点关注 8 月 MLF 续作

图表 11：7 月逆回购投放（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 12：MLF 到期及续作量（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

进入 7 月份，央行一改前期每天 100 亿元的常规投放量，每天投放量灵活变动。市场对央行此举的解读分歧较大，部分投资者认为在央行重价不重量的前提下，缩量投放逆回购无需过度解读。部分认为虽然缩量投放对市场流动性影响不大，但此举是央行传达收紧资金面信号。值得注意的是，7 月 28 日证券时报发表评论文章《短期资金利率走低难持续，“滚隔夜”加杠杆需悠着

点》，对逆回购规模持续创新高提出警示。后期来看，由于8月MLF到期量较大，如果央行意外缩量续作，我们认识此举是央行向市场发出收紧资金面的明确信号。

五、总结

为应对疫情冲击带来的经济下行压力，央行降准叠加上缴结转利润助力财政加快留抵退税，同时实体融资需求偏弱，共同导致银行间市场资金充裕，4-7月份资金利率持续明显低于政策利率。

回溯历史，2020年资金利率偏离政策利率的情形与当下最为相似，均是受到疫情影响央行采取宽松政策来对冲经济下行。作为参考，在实体融资大幅好转之前，短期资金利率大幅收紧的可能性较低。考虑到8月专项债资金基本使用到位的要求，财政支出发力将继续对流动性提供支撑，预计8月份资金利率继续维持低位概率较大。

针对7月央行逆回购缩量，市场分歧较大。短期重点关注8月MLF续作，若央行意外缩量续作，将是央行向市场发出收紧资金面的明确信号。

研究员简介：

朱金涛，现任光大期货研究所国债分析师，吉林大学经济学硕士。从业资格号：F3060829；
投资咨询号：Z0015271。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。