

隔夜利率破 1%之后

2022 年 08 月 03 日

7 月初，央行逆回购投放量降至 30 亿，市场普遍将此理解为央行有意警示，提醒市场流动性趋紧。然而事实却相反。7 月以来流动性整体维持宽松，隔夜利率（银行间市场隔夜质押式回购，DR001）甚至一度跌破 1%。

➤ **历史上隔夜利率破 1%，背后都有央行积极主动投放的影子。**

2005 年、2009 年、2015 年、2019 年、2020 年上半年，这五段时期隔夜利率都曾下降至 1% 以下。期间中国或面临实体经济下行压力，或信用风险，或通缩风险，为应对挑战，央行均选择了积极的主动货币宽松。

➤ **本次超低利率是个例外，宽松原因不在央行主动投放。**

7 月央行 MLF 等量续作，OMO 大幅净回笼，7 月以来央行并没有主动放松的操作痕迹。之所以流动性超常宽松，答案仍在被动投放因素，即财政压过货币，金融供给大于需求，流动性被动宽松。

➤ **疫情之下中国流动性取决于财政，而非央行操作。**

全球疫情应对政策主要依赖财政。疫情同步抑制供需，需要财政撬动经济动能，货币扮演配合角色，中国也是如此。二季度疫情压制经济，而财政减收（增值税留抵退税 1.64 万亿），同时扩支（基建增速 8.6%），这种罕见组合造就了历史罕见的低利率。所以二季度流动性的定价逻辑不在于央行主动投放多少，而是财政投放压过央行货币投放，金融供给大于融资需求，银行间利率回落至低位。

➤ **财政投放流动性逻辑续至 7 月，可以解释 7 月隔夜利率破 1% 异象。**

7 月经济偏弱。地产销售、投资预期转弱和高温引发的停产，三重因素叠加，经济短暂承压，融资需求收缩，流动性被动宽松，这一点延续二季度逻辑。但 7 月财政支出力度仍然较高，减税降费和留抵退税等政策依然在继续，基建高频指标仍然偏强，说明 7 月财政支出力度延续强势，财政被动投放的逻辑延续。

稍不一样的是，7 月地方专项债净融资规模快速收敛，由 1.29 万亿（6 月）下滑至 -0.09 万亿（7 月），财政“筹钱”力度减弱，也就意味着财政对金融市场流动性的虹吸效果减弱。财政依然是 7 月不可忽视的流动性解释因素。

➤ **展望未来，1% 的隔夜利率并不会长久维系。**

7 月政治局会议提到“用足用好专项债务限额”，暗示下半年或发行 1.6 万亿专项债额度。上半年财政高融资，高支出，最终财政还是投放流动性。下半年减税降费目标完，财政支出将有退坡。下半年专项债发行压力仍在，财政对流动性影响可能由净投放，转变为净回笼。若下半年地产有所企稳，那么融资需求扩张，会进一步消耗流动性。由此推断，1% 的隔夜利率或许并非是常态。

➤ **下半年流动性最重要的考量因素是地产。**

财政松紧固然是今年流动性定价因素，然而实操层面，央行可以左右货币投放来影响最终的流动性情况。稳定地产风险过程中，最好的流动性环境是宽松。地产风险未稳，预计央行将持续维持流动性宽松。如果未来财政客观上转为流动性净回笼，那么央行大概率会主动投放。甚至不排除央行会开展总量货币宽松，主动投放流动性的同时，积极释放宽松信号。由此推断，未来流动性大面偏宽，比 2020 年下半年宽松，这一点比较明确。

风险提示：疫情发展超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 2022 年下半年流动性展望：被财政牵动的流动性 - 2022/06/30

2. 宏观专题研究：大财政下半场，由谁接力 - 2022/07/07

3. 宏观专题研究：政治局会议提及的增量工具是什么？ - 2022/08/01

目录

前言	3
1 当前流动性宽松程度超预期	4
2 7月流动性宽松原因之一，财政因素仍在	5
3 7月流动性宽松原因之二，实体融资较弱	6
4 下半年流动性格局：财政依然牵引下半年流动性	7
5 下半年流动性格局：地产风险是货币政策关心的要点	8
6 风险提示	10
插图目录	11

前言

7月初，央行逆回购投放量降至30亿，月中提升至120亿、70亿，而月末又压缩至每天20亿，市场普遍认为当前央行此举为“有意敲打债市加杠杆行为”，或为收紧流动性的前兆。

从7月整体来看，央行无论是公开市场操作还是MLF，并没有表现出较强的投放意愿。但7月开始，银行间市场流动性持续宽松，7月下旬，银行间市场隔夜质押式回购（DR001）加权平均利率一度跌破1%，创2021年1月8日以来新低。

1 当前流动性宽松程度超预期

历史上 DR001 跌破 1% 的时期并不多，共有五段时期，期间都是央行主动投放流动性。

2005 年为应对信贷增速下滑，央行保持流动性宽松；2009 年央行是为应对国际金融危机和国内经济下行压力；2015 年上半年经济面临较大的经济下行和通缩压力。

2019 年“包商银行”事件，央行为缓解流动性分层，监管层多管齐下补充流动性，银行间流动性持续宽松；2020 年上半年应对疫情对经济冲击，央行保持流动性宽松；2020 年下半年，永煤事件后央行加大流动性投放，银行间流动性一度跌破 1%。

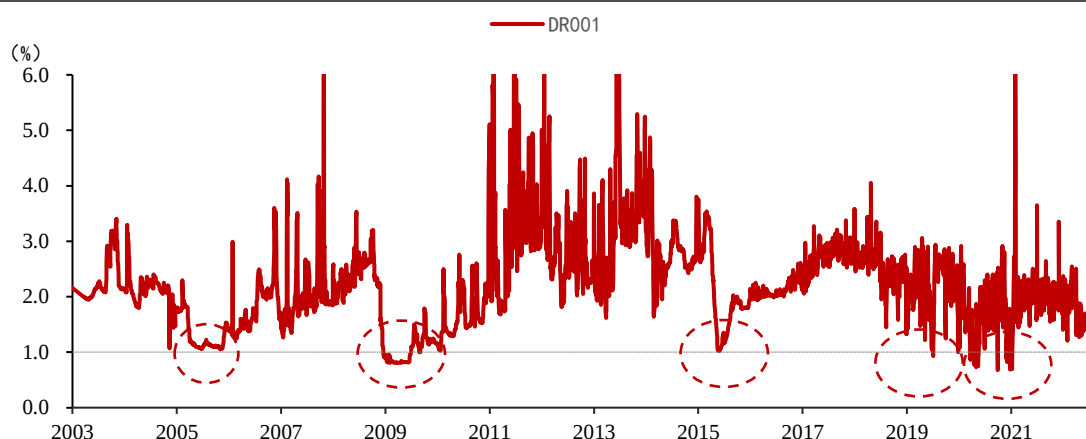
与历史经验不同，今年隔夜利率破 1%，央行并没有大幅度主动投放。

二季度银行间流动性偏松，主要因素积极财政带来的被动投放。二季度央行主动投放并不明显，三季度财政主动投放力度减退。

7 月央行 MLF 等量续作，OMO 大幅净回笼，同时月内投放节奏上也有所放缓。

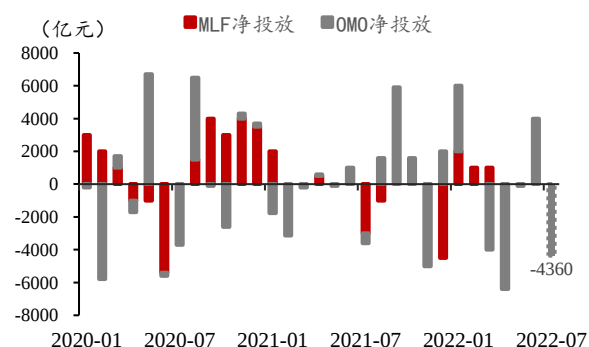
银行间市场的流动性反而在 7 月份相比于 6 月份更加宽松，资金面宽松程度出乎了市场参与者的预料。

图 1：银行间市场隔夜质押式回购利率



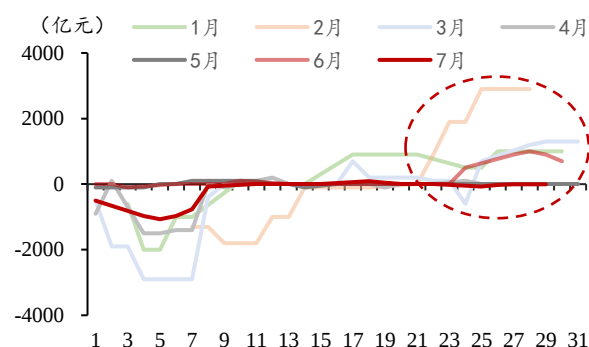
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：央行 MLF 和 OMO 净投放量



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：央行公开市场操作投放对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 7月流动性宽松原因之一，财政因素仍在

上半年流动性之所以宽松，主要在于财政大规模支出，金融供给大于需求。这一逻辑在7月仍在延续。

首先，财政仍在积极净投放资金，财政投放利好银行间流动性。

7月仍有近2000亿元增值税留抵退税。上半年增值税留抵退税1.64万亿元，7月财政部将对批发和零售业等7个行业企业实施全额退还存量 and 增量留抵税额政策。截至7月20日，已退到纳税人账户的增值税留抵退税款超2万亿元，7月前20天减税降费规模超1700亿元。

高频指标显示7月基建积极放量，财政支出并没有大幅走弱。沥青、铜杆、PE管材等开工率指标显示，7月基建动能环比6月并没有走弱，意味着基建相关的财政支出的力度也没有出现明显滑坡。

其次，与二季度最大不同，7月专项债融资规模大幅缩减。

地方政府专项债基本在上半年发行完毕，6月专项债净融资额1.29万亿，7月专项债净融资规模下滑至-0.09万亿，即使是2021年7月，专项债净融资规模也有0.27万亿。

最后，当前财政筹资工具尚未切换，债券供给压力有1-2个月的空窗期。

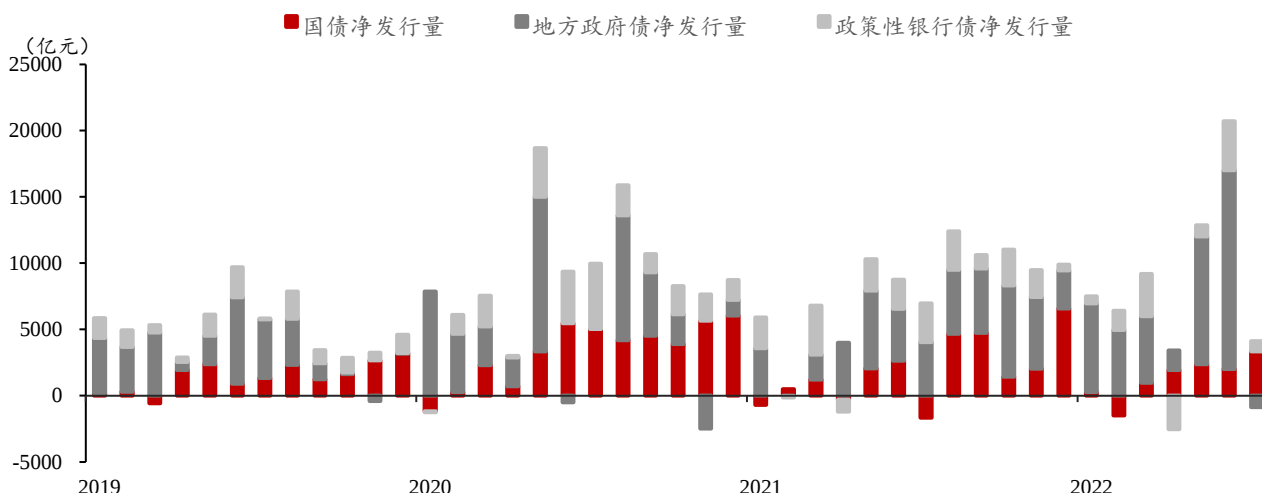
政金债确定是下半年财政筹资的重要增量工具。只不过目前政金债发行尚未放量，国债、地方政府债、政金债合计净融资规模由6月的2.07万亿下降至7月的0.32万亿，财政筹资对银行间流动性的压力骤降，是7月流动性宽松的重要原因。

图4：2022年留抵退税的进度

时间	留抵退税进程	留抵退税对象	留抵退税规模
截至2022年4月15日	4月1日到4月15日已有 4202亿元 留抵退税款退到52.7万户纳税人的账户。	小微企业51万户，占比96.8%；大中型企业1.7万户，占比3.2%。	4202亿元
截至2022年4月30日	4月1日到4月30日已有 8015亿元 增值税留抵退税款退到纳税人账户上，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。	小微企业139.5万户，占比96.1%，“制造业”等六个受益行业52.2万户（8015亿元）	8015亿元
截至2022年5月10日	4月1日到5月10日已有 9138亿元 留抵退税款退至纳税人账户，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。	中小微企业户数占比99.3%，退税金额占比72.7%（9138亿元）	9138亿元
截至2022年5月16日	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。	/	9796亿元
截至2022年5月31日	今年4月1日至5月31日，已退还留抵税额约1.34万亿元。	/	1.34万亿元
截至2022年6月25日	今年4月份开始至6月25日，已有 18266亿元 增值税留抵退税款退到纳税人账户		1.83万亿元
截至2022年7月20日	4月以来合计退税 18772亿元	批发和零售业等7个行业	2.0万亿元

资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：政府债券和政策性银行债净融资规模



资料来源：wind，民生证券研究院

3 7 月流动性宽松原因之二，实体融资较弱

7 月经济动能走弱，居民和企业部门需求并未大幅改善。

7 月制造业 PMI 下滑幅度超过市场预期，疫情对经济活动的压制仍在。另外，高温引发的限电和停产，同时海外大宗走弱叠加国内地产预期转差，中上游企业减产，经济生产活动大幅走弱。

居民信贷活动仍弱，地产销售数据重新回落。

6 月地产销售得益于疫情递延需求集中释放，居民信贷活动边际改善，但 7 月地产销售高频数据又明显回落，30 城地产销售数据显著低于历史同期。

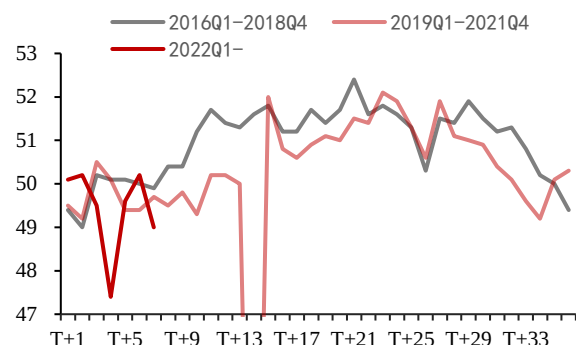
低迷的地产投资仍不见起色。

上半年房地产投资完成额同比-5.4%，是自有数据以来的历史最低值。即使在疫情对施工的影响降低后的 6 月，地产投资同比增速相比于 5 月仍在下滑。而 7 月地产相关负面舆情进一步发酵，在债务压力大、销售没有系统性改善的情况下，地产投资尚未大幅好转。

在经济动能偏弱的局面下，央行也没有主动收紧的相关表态或动作。

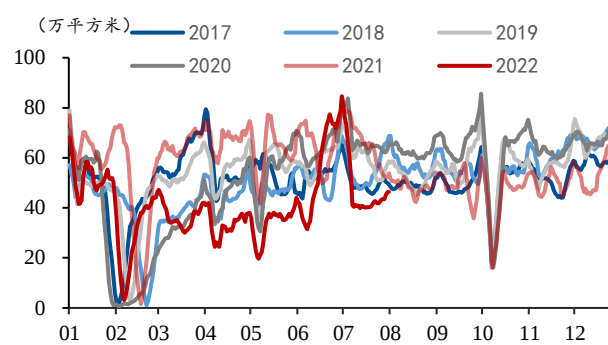
2020 年两次银行间市场流动性收紧，央行或政府都曾明确表态过资金效率过低：2020 年 5 月的两会上，政府工作报告和两会后的总理记者会均对资金“空转”提出警告；2021 年 1 月，央行货币政策委员会委员马骏表示，资产泡沫较大，货币政策要适度收紧去应对。在这些表态之后，资金利率中枢都明显上移，但当前央行方面并没有明显表态和收紧的动作。

图 6: PMI 在 7 月重新走弱



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 7 月 30 城地产销售数据大幅回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 下半年流动性格局：财政依然牵引下半年流动性

下半年流动性驱动力仍在财政，专项债发行压力或不弱，财政对流动性的虹吸压力较大。

大规模财政支出将在下半年走弱，财政投放流动性规模有望收缩。减税降费、留抵退税等财政工具在上半年已经接近完成全年目标，下半年力度较上半年（尤其二季度）大概率减弱。

但下半年财政融资对流动性的压力仍在。我们在《政治局会议提到的增量工具是什么？》中提到，7 月政治局会议“用足用好专项债务限额”的表述，可能意味着仍有 1.6 万亿专项债会在下半年发行。

所以，上半年财政融资和支出规模都很高，综合表现出财政被动投放流动性，而下半年财政支出退坡，专项债发行压力仍在，财政对流动性的影响可能由“投放”转为“回笼”。

此外，下半年流动性被动扰动加大，央行需加强主动管理。

下半年国债和地方债到期量为历年最高，MLF 到期量同样很大，再加上经济活动修复，税期对短期内流动性造成冲击加大，央行都需要加强主动管理和投放，以平抑资金面短期内的大幅波动。

预计 8 月及以后经济活跃度将有改善，流动性将从金融走向实体，在此过程中央行主动投

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_44758

