

证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

如何理解“MLF 缩量+降息”的政策组合？

2022 年 8 月 15 日

- **第一，Q2 货政报告未提三项表述，已释放政策基调小幅修正的信号。**在主张“下半年需防范经济过热”思潮下，7 月会议的政策基调淡化稳增长，强调保持定力。8 月 10 日央行发布 Q2 货政报告，对政策基调做出调整，稳增长权重再次上升。表现在没讲管好货币总闸门，没讲稳住宏观杠杆率，没讲引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行。也表现在央行今天给出降息大礼包，MLF 和 7 天 OMO 利率均下降 10 个基点。
- **第二，近期形势表明，“经济过热”观点存在误判。**一是 7 月以来各省多点散发疫情，对经济的扰动明显大于 6 月。二是地产走弱，房价仍在筑底，销售、投资、拿地数据同步回落。三是经济主体预期仍弱，7 月 PMI 重回荣枯线以下，金融数据出现明显回调。四是 7 月经济数据全面不及预期，尤其需要关注青年人群失业率再创新高，稳就业形势严峻。
- **第三，本次政策利率下调后，LPR 相应下行将水到渠成。**6 月份以来，市场对于降 LPR 的预期持续落空，一大原因是银行面临息差压力较大，负债成本较贷款利率下降更慢，难以推动 LPR 下调。本次下调 MLF 利率，将推动 LPR 下行一步到位，提振实体经济融资需求和稳住房地产市场。
- **第四，MLF 小幅缩量是对下半年留抵退税的合理应对。**上半年留抵退税 1.8 万亿，补充了大量流动性，是今年以来流动性宽松的重要原因。下半年留抵退税仍有约 4300 亿，仍将继续补充流动性。中央和央行都强调继续保持流动性合理充裕，MLF 小幅缩量将与下半年流动性投放形成对冲，不会改变流动性合理充裕的格局。
- **第五，央行逆势降息，人民币汇率怎么办？**短期内中国经济主要面临疫情扰动，大方向上企稳复苏。美国经济受高通胀和激进加息影响，已出现放缓迹象，暗藏衰退风险。对比之下，中国经济基本面或再度具备比较优势，缓解汇率贬值压力。此外，央行储备有较多稳汇率政策工具，有应对余地。
- **理解这一轮流动性宽松的关键在于存款。**今年 1-7 月新增存款明显高于往年，主要来自企业和住户存款的贡献，前者高增的核心原因是留抵退税，后者则受居民储蓄意愿高企的影响。一般存款增加能够全面改善银行流动性，同时也为同业投资业务创造了空间。今年以来银行同业投资增长较快，进一步加剧了资金面宽松。
- **下半年流动性宽松的故事仍将继续。**一方面，央行降息，资金利率定价中枢同步降低。另一方面，下半年存量工具将继续补充流动性，包括 4300 亿留抵退税，3400 亿央行再贷款工具等。央行通过 MLF 小幅缩量缓慢收水是对下半年流动性投放的合理对冲，不会改变流动性合理充裕的格局。
- **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、如何理解“MLF 缩量+降息”的政策组合？	3
二、流动性宽松的故事仍将继续	5
风险因素	9

图 目 录

图 1: 7 月以来各省多点散发疫情	3
图 2: 信贷需求尤其是房贷需求依然较差	4
图 3: 房企拿地热情不高，拖累政府土地出让收入	4
图 4: 本次下调 MLF 利率，LPR 相应下行将水到渠成	5
图 5: 中国经济基本面或再度具备比较优势	5
图 6: 今年 1-7 月新增存款明显高于往年	6
图 7: 今年 1-7 月财政大规模留抵退税	7
图 8: 居民储蓄意愿高企，更多投资占比明显下降	7
图 9: 2022Q2 超储率表现中规中矩	8
图 10: 2022 年以来银行同业投资增长较快	8
图 11: 同业债权增速与 DR007 有较好拟合度	9
图 12: 同业债权增速与同业存单利率有较好拟合度	9



一、如何理解“MLF 缩量+降息”的政策组合？

第一，Q2 货政报告未提三项表述，释放了政策基调小幅修正的信号。前段时间一派观点主张下半年需防范经济过热，在此思潮下 7 月会议的政策基调淡化稳增长，强调保持定力。8 月 10 日央行发布 Q2 货政报告，对政策基调做出调整，稳增长权重再次上升。表现在没讲管好货币政策总闸门，没讲稳住宏观杠杆率，没讲引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行。也表现在央行今天给出降息大礼包，MLF 和 7 天 OMO 利率均下降 10 个基点。

第二，近期形势表明，“经济过热”观点存在误判。

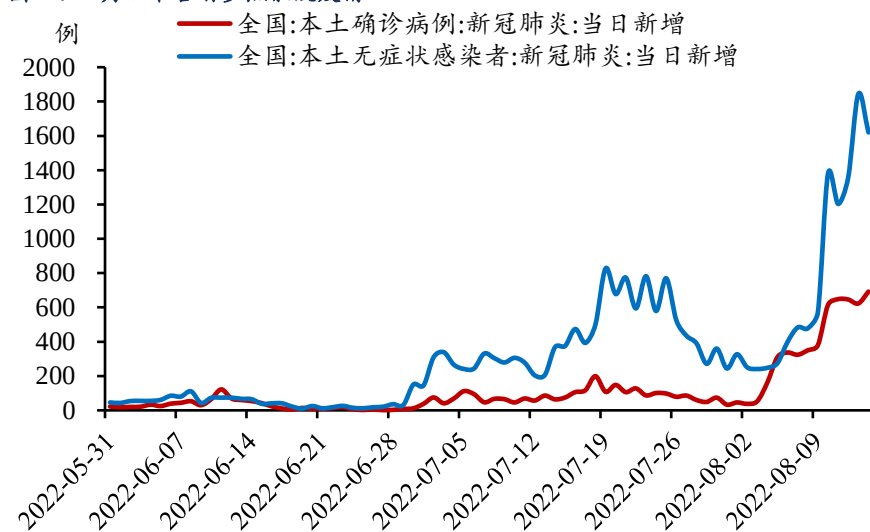
一是疫情反弹。7 月以来各省多点散发疫情，受影响较大的海南省多个市县实施全域静态管理，8 月份新增确诊病例进一步上升，对经济的扰动明显大于 6 月。

二是房地产走弱。房价仍处于筑底阶段，7 月商品住宅销售价格下降城市个数增多，一线城市环比微涨，二三线城市环比整体下降。受房价预期疲弱的影响，30 城销售数据再次回落，房企拿地热情不高，7 月土地成交价款累计同比-43%，仍呈现为深度负增长。地产下行一方面拖累经济复苏，7 月房地产投资累计同比下降 6.4%，较上月再降 1 个百分点。另一方面影响财政收入，1-6 月土地出让金收入同比下降 31.4%，对财政支出形成制约。

三是经济主体预期仍弱。7 月制造业 PMI 为 49%，重回荣枯线以下，产需指数均下滑，新订单指数和生产订单指数分别降至 48.5% 和 49.8%。7 月金融数据也出现了明显回调，新增信贷同比少增 4010 亿元，票据融资为唯一正增项，信贷结构仍较差。新增社融同比少增 3191 亿元，社融增速小幅回落 0.1 个百分点至 10.7%。

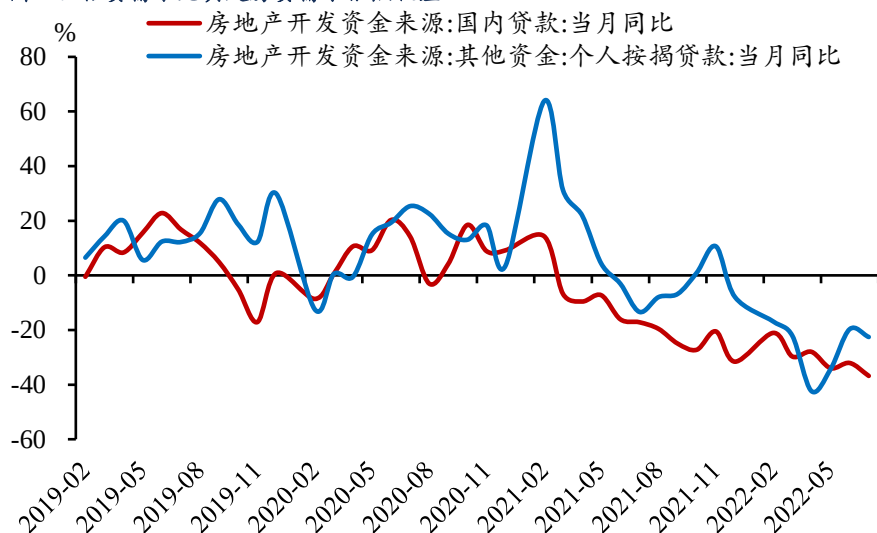
四是最新发布的 7 月经济数据全面不及预期。央行宣布降息后仅半个小时，国家统计局公布 7 月经济数据。工业增加值当月同比小幅回落至 3.8%，固定资产投资累计同比下降 0.4 个百分点至 2.7%，消费未能延续回暖势头，社零当月同比降至 2.7%。值得注意的是，7 月 16-24 岁失业率升至 19.9%，再创新高，稳就业形势严峻。

图 1：7 月以来各省多点散发疫情



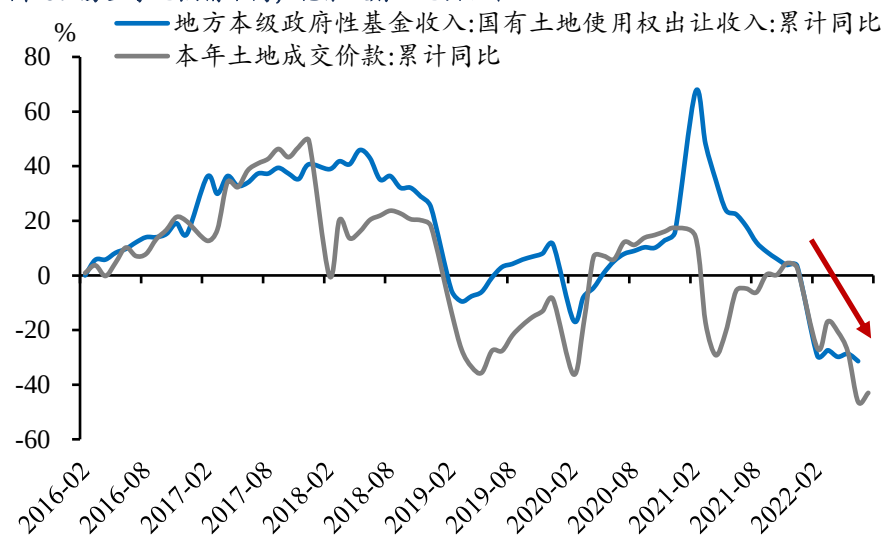
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：信贷需求尤其是房贷需求依然较差



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

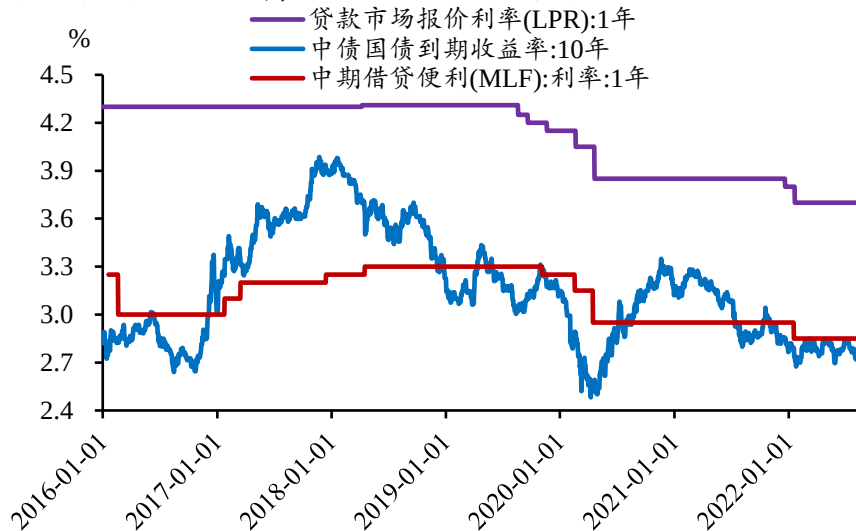
图 3：房企拿地热情不高，拖累政府土地出让收入



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，本次政策利率下调后，LPR 相应下行将水到渠成。从“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的传导机制来看，央行为引导融资成本下行付出了大量努力，包括推行存款利率改革，引导银行降低利率高于 LPR 的贷款占比等。6 月份以来，市场对于再降 LPR 的预期持续落空，一大原因是银行面临息差压力较大，贷款利率较负债成本下降更快，难以推动 LPR 下调报价达到最低步长。本次下调 MLF 利率，将推动 LPR 下行一步到位，提振实体经济融资需求和稳住房地产市场。

图 4：本次下调 MLF 利率，LPR 相应下行将水到渠成

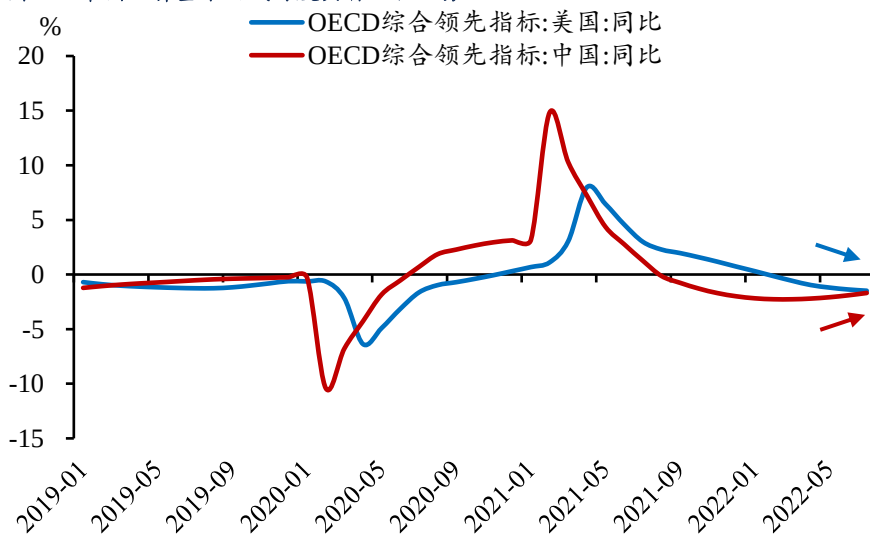


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第四，MLF 小幅缩量是对下半年留抵退税的合理应对，二者形成对冲，不会改变流动性合理充裕的格局。上半年留抵退税 1.8 万亿，补充了大量流动性，是今年以来流动性宽松的重要原因。下半年以来，中央和央行都强调继续保持流动性合理充裕，尚未表露引导政策转向的态度。从存量政策上看，留抵退税仍有约 4300 亿，央行有 3400 亿再贷款工具于 7 月首次申请，此外还包括普惠小微、绿色贷款、碳减排支持工具等，都将继续补充流动性。

第五，央行逆势降息，人民币汇率怎么办？短期内中国经济主要面临疫情扰动，大方向上企稳复苏。美国经济受高通胀和激进加息影响，已出现放缓迹象，并伴随衰退风险。对比之下，中国经济基本面或再度具备比较优势，缓解汇率贬值压力。此外，央行可动用的稳汇率工具包括调整外汇存款准备金率、启动逆周期因子、加强资本项目管制等等，留有较为充分的后手余地。

图 5：中国经济基本面或再度具备比较优势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

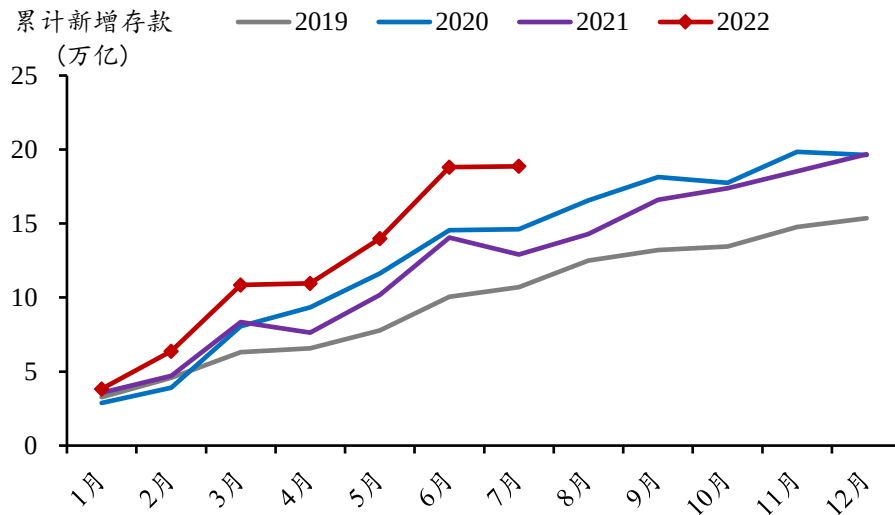
二、流动性宽松的故事仍将继续

针对上半年流动性极松的现象，市场上不少观点将其归因于贷款需求偏弱。在我们看来，理解这一轮流动性宽松的关键在于存款。

存款增速一路上升，新增存款明显高于往年。7月末金融机构各项存款增速为11.4%，追平2016年10月以来的最高值，连续6个月回升，较去年末提高2.1个百分点。从增量上看，今年1-7月，金融机构累计新增人民币存款18.9万亿，同比多增近6万亿。疫情前的2019年，全年新增存款为15.4万亿，今年上半年增量已超过2019年全年增量。

从结构上看，这一轮存款高增主要来自于企业和住户存款的贡献。截至7月末，新增存款中53.0%为住户存款，22.6%为企业存款，9.3%是非银存款，5.3%是财政存款，剩下的9.9%主要是机关团体存款和境外存款。

图6：今年1-7月新增存款明显高于往年



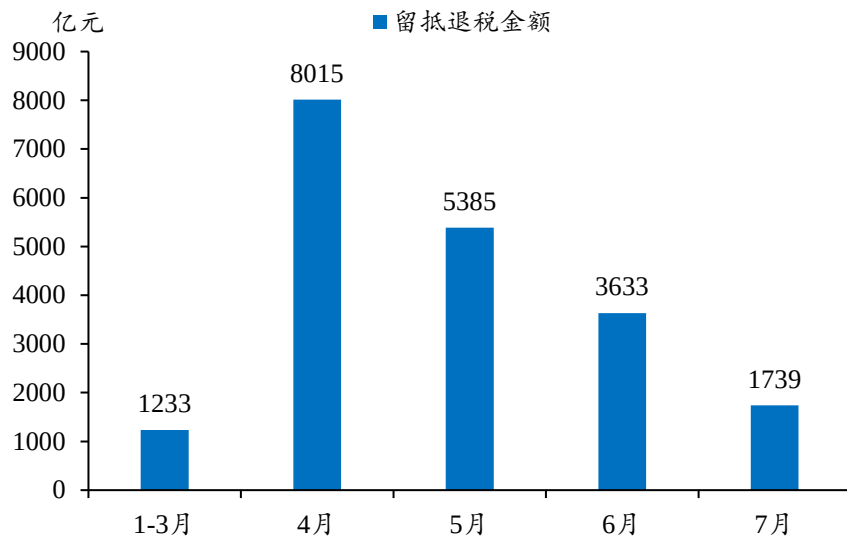
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

企业存款高增的核心原因是留抵退税。按照财政部数据，上半年共有18455亿元留抵退税款退付到纳税人账户，达去年全年税务部门办理退税规模的2.9倍。此外，还有出口退税比上年同期多退1913亿元，增长21.2%。7月份以来留抵退税政策红利继续释放，根据国家税务总局7月新闻发布会的最新数据，当月执行留抵退税金额约1739亿。留抵退税的过程中，国库资金拨付至纳税人账户，将直接增加企业的银行存款，改善企业生产经营活动现金流。

住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结果。据央行调查问卷显示，今年二季度居民更多储蓄占比为58.3%，较上季大幅上升3.6个百分点，创历史新高。与此同时，更多投资占比下降明显。疫情期间居民储蓄意愿上升已有先例可循，2020年疫情爆发后，当年一季度更多储蓄占比为53%，较上季大幅上升7.3个百分点。

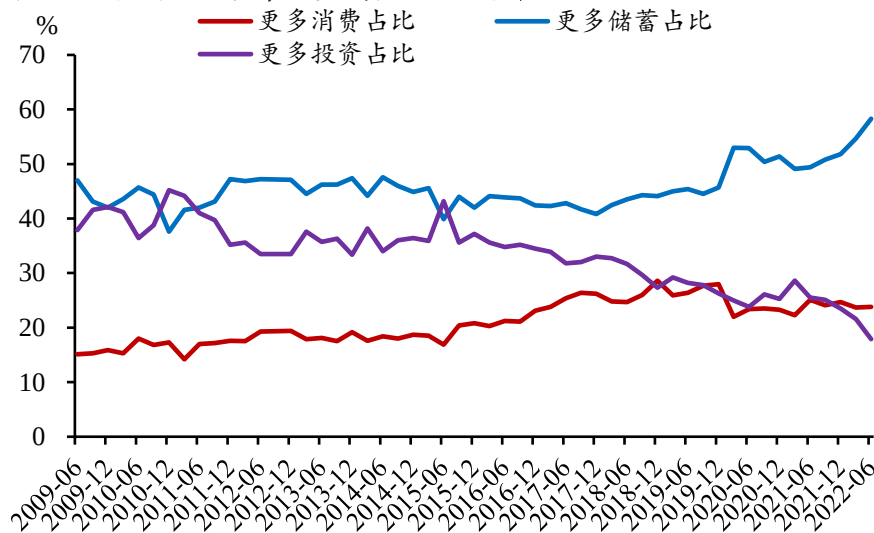


图 7：今年 1-7 月财政大规模留抵退税



资料来源：国家税务总局，信达证券研发中心

图 8：居民储蓄意愿高企，更多投资占比明显下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

存款上行能够全面改善银行流动性。从量上看，企业、居民存款上升能够增加银行的主动负债，资产端存放央行款项增多，进而对超储形成补充。从监管指标上看，一般存款增加能够改善流动性相关指标，进一步解绑银行流

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_45237

