

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

流动性继续宽松——四季度股债双牛的逻辑之三

2022年10月18日

- **流动性变化的前期影响因素：留抵退税。**留抵退税是造成4月-8月上旬流动性极松的主要原因。从机制上看，留抵退税使得银行负债端的企业存款增加，既能扩大银行存差，也能补充银行基础货币。截至9月20日，今年已累计完成22113亿元留抵退税，仅剩约651亿元。银行间流动性补充来源随留抵退税规模回落，一度面临紧平衡。国庆节前，资金利率阶段性反弹，同业存单利率自底部有所回升，超储率降至1%附近，均反映出银行间过剩的流动性趋于消耗殆尽。
- **新的影响因素：央行再贷款。**2020年以来，再贷款余额及其在央行政策工具中占比越来越高。尤其是2021年下半年至今，阶段性再贷款工具进入密集创新期，其作用更加凸显。根据央行披露的使用情况，尽管额度较高，但多项再贷款工具的使用进度偏慢，我们认为原因或与投放标准较高有关，市场也因此一度低估再贷款对于流动性的补充作用。9月28日央行重磅创新，设立设备更新改造专项再贷款。
- **设备更新改造专项再贷款的规模与落地速度可能双双超预期。**一是额度暂无明确限制，央行设定为“2000亿元以上”。二是财政贴息2.5%，实际贷款成本不高于0.7%，企业贷款意愿较强。截至10月16日，全国已有多个省市投放设备更新改造贷款。三是工具资金成本较低，央行提供100%激励资金，金融机构投放积极性较高。银行可通过设备更新改造再贷款获得超额流动性，同时还有PSL等渠道继续发挥补水作用。
- **投资含义：四季度股债双牛可期。**央行政策工具一方面投放基础货币，另一方面有利于推动信用扩张，对债市、股市均有利好。对债市而言，流动性宽松的利好不容忽视，十年期国债收益率在宽松环境下一般较低，极松环境下2.8%是上行阻力位。对股市而言，企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现，价值股的持续性可能更好。在多项政策的共同推动下，我们预计企业中长贷未来将继续上升。股债双牛是一种很难得的行情，需要具备一系列条件才能发生，比如外部风险不大、国内经济处于复苏初期、流动性环境保持宽松等等。我们综合看下来，认为所有这些条件有望在四季度具备，坚定看好股债双牛。
- **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、流动性变化的前期影响因素：留抵退税	3
二、新的影响因素：央行再贷款	5
三、投资含义：四季度股债双牛可期	8
风险因素	9

图目录

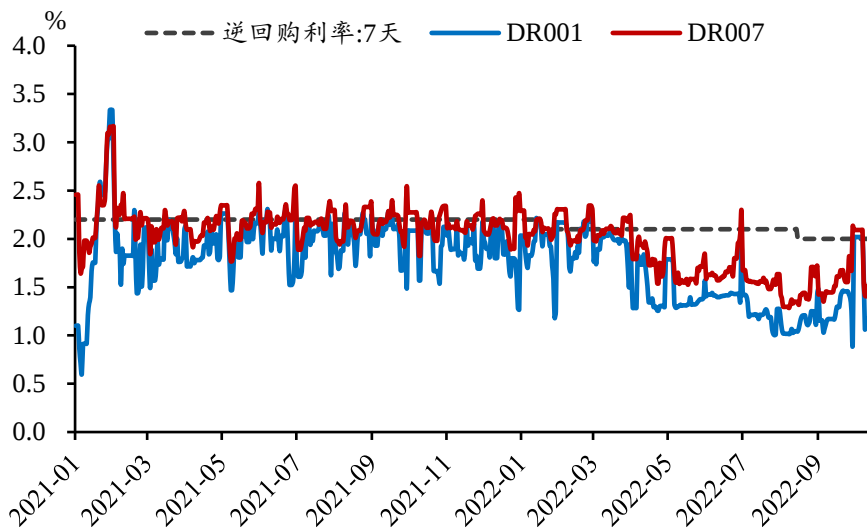
图 1：国庆节前资金利率出现阶段性反弹，节后重回低位	3
图 2：国庆节前同业存单利率出现回升，节后上行趋势放缓	3
图 3：8 月末超储率降至 1%附近	4
图 4：已退付留抵退税对于银行间流动性的影响	4
图 5：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元	4
图 6：再贷款、再贴现余额不断攀升，重要性也越来越高	5
图 7：央行《结构性货币政策工具介绍》中披露的详细工具情况	6
图 8：设备更新改造专项再贷款详情	7
图 9：设备更新改造贷款的实际投放情况（截至 10 月 16 日）	7
图 10：设备更新改造专项再贷款对于银行间流动性的影响	8
图 11：在极松流动性环境中，2.8%是上行阻力位	8
图 12：企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现	9

一、流动性变化的前期影响因素：留抵退税

国庆节前资金利率出现阶段性反弹。4月-8月上旬，资金利率持续处于较低水平，但8月15日央行降息后资金利率反而出现上升迹象。9月份资金利率持续上行，截至月末，DR007和DR001均达到2%上方。同业存单利率也自底部有所回升，9月末重回2%上方，当月净融资额达4974亿元，接近过去半年之和，反映出银行资金需求上升，进而增加了主动负债。

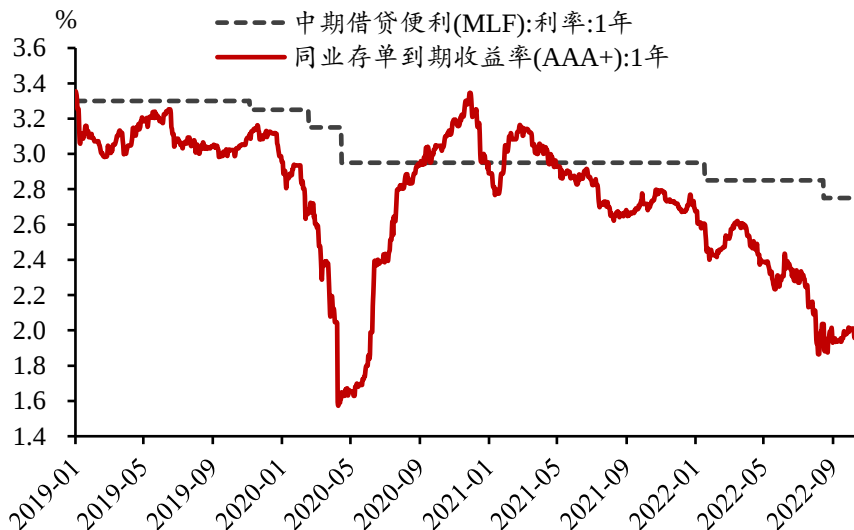
8月以来超储率偏低。过去几年，超储率一般维持在1.1%-2.4%的区间。今年一、二季度超储率分别为1.7%、1.5%，表现中规中矩，既不极松，也不极紧。截至8月末，超储率已降至1%左右，处于历史区间的下限。这一系列变化表明，银行间过剩的流动性趋于消耗殆尽。

图 1：国庆节前资金利率出现阶段性反弹，节后重回低位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

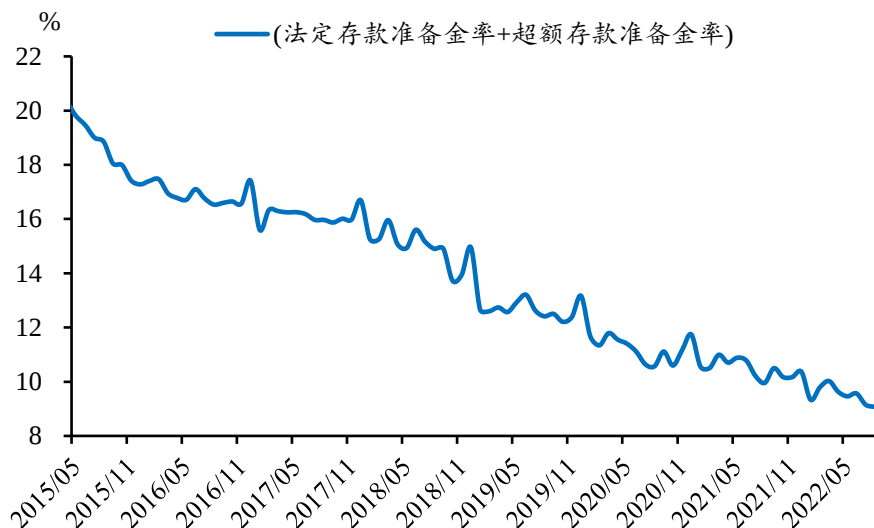
图 2：国庆节前同业存单利率出现回升，节后上行趋势放缓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 3：8 月末超储率降至 1%附近



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

前期影响流动性的核心因素是留抵退税。造成 4 月-8 月上旬流动性极松的原因有很多，发挥主导作用的是留抵退税。从商业银行资产负债表看，留抵税额退还到企业账户，将使银行负债端企业存款增加，资产端存放央行款项增加（贷款不变）。因此，既能扩大银行存差，也能补充银行基础货币。大规模留抵退税政策自今年 4 月 1 日开始实施，全年留抵退税计划额为 22764 亿元，较去年新增 1.64 万亿元，对流动性形成了有力补充。

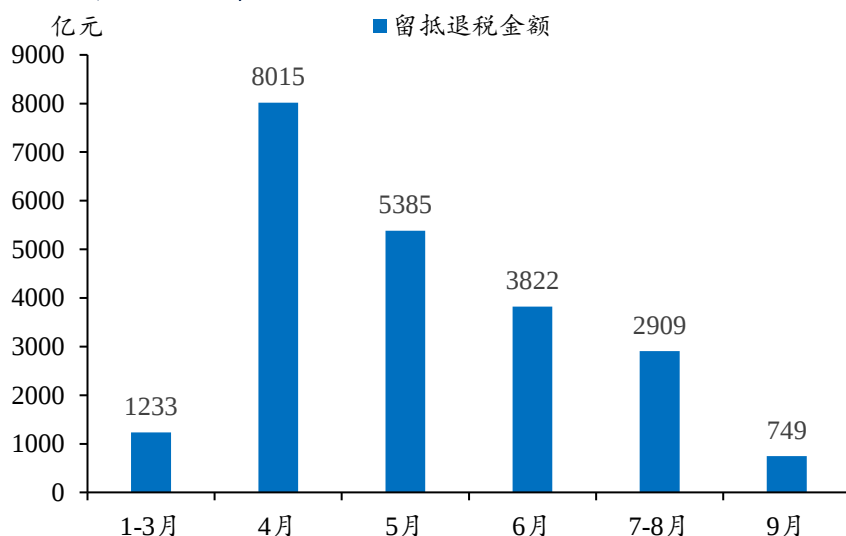
年内留抵退税已所剩无几。根据国税总局数据，截至 9 月 20 日，今年已累计有 22113 亿元留抵退税款退付到纳税人账户，年内仅剩约 651 亿元。**银行间流动性补充来源随着留抵退税规模回落，一度面临紧平衡。**

图 4：已退付留抵退税对于银行间流动性的影响

商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项+22113亿 贷款（不变）	企业存款+22113亿

资料来源: 信达证券研发中心

图 5：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元



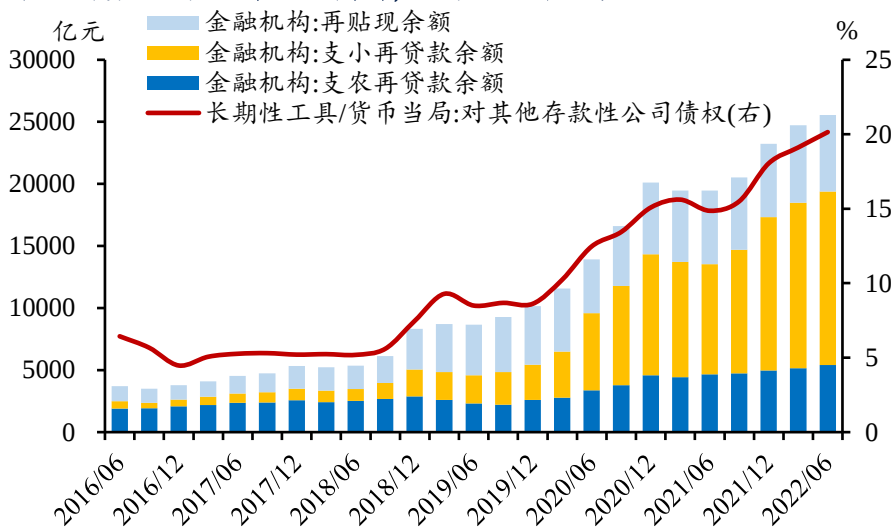
资料来源: 国税总局, 信达证券研发中心

二、新的影响因素：央行再贷款

十月份以来，资金利率再度回归低位。截至 10 月 14 日，DR001、DR007 分别降至 1.13%、1.48%。同业存单利率的上升趋势放缓，国庆节后大部分时间位于 2% 以下。10 月 1-14 日，同业存单净融资额-416 亿元，再度转负。种种迹象表明，银行间流动性重回宽松。

流动性的新的补充渠道——央行再贷款。再贷款属于结构性货币政策工具范畴，2020 年以来，再贷款的重要性越来越高。一是从规模上看，常规的再贷款、再贴现（央行在《结构性货币政策工具介绍》中将支农再贷款、支小再贷款和再贴现定义为长期性工具）余额不断攀升。2020 年余额攀升主要与疫情有关，2021 年上半年在当时“临时性宽松措施退出”思潮下，再贷款余额明显下降。2021 年下半年至今，由于经济下行压力凸显，央行再次加大再贷款投放力度。二是考察再贷款余额在货币当局对其他存款性公司债权中的占比，可以看到近年来再贷款工具的重要性不断提升，尤其是 2021 年下半年至今，再贷款作用更加凸显。

图 6：再贷款、再贴现余额不断攀升，重要性也越来越高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 此处长期性工具为支农再贷款、支小再贷款、再贴现余额加总而来。

在长期性工具余额增长的基础上，阶段性再贷款工具进入密集创新期。2021 年 11 月创设碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，12 月创设普惠小微贷款支持工具；2022 年 4 月创设科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款，5 月创设交通物流专项再贷款。

再贷款对于流动性的补充作用曾被低估。尽管工具额度较高，但根据央行披露的使用情况，多项再贷款工具的使用进度较慢。截至 6 月末，总额度 8000 亿的碳减排支持工具仅使用 1827 亿，总额度 3000 亿的煤炭清洁高效利用专项再贷款仅使用 357 亿，总额度 3400 亿的科创、普惠养老、交通物流再贷款于 7 月开始申请使用。我们认为原因或与部分工具投放标准较高有关。



图 7：央行《结构性货币政策工具介绍》中披露的详细工具情况
结构性货币政策工具情况表

(截至2022年6月末)

工具名称		支持领域	发放对象	利率（1年期） /激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、 农信社、村镇银行	2%	7600	5404
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、 村镇银行、民营银行	2%	16400	13997
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的 银行业金融机构	2%（6个月）	7000	6145
阶段性工具	普惠小微贷款 支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	400	44
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、 重点水利工程等	开发银行、农发行、 进出口银行	2.80%		26203
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、 碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	1827
	支持煤炭清洁高效 利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、 煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、 进出口银行	1.75%	3000	357
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
	普惠养老专项 再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江 西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、 进出口银行	1.75%	400	0
	交通物流专项 再贷款	道路货物运输经营者和中小微 物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	0
合计						53977

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

9月28日，央行重磅创新设备更新改造专项再贷款。当日央行官网公告，为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，设立设备更新改造专项再贷款。

设备更新改造专项再贷款的规模与落地速度有可能双双超预期。

一是额度暂无明确限制。央行对工具额度的设定为“2000亿元以上”，相关新闻显示，“确定的项目需求资金可能已经超过2000亿元，后期落地的如果不足2000亿元，可能还会再放开企业申报”。

二是财政贴息2.5%，企业贷款意愿较强。9月13日，国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，金融机构放贷利率不高于3.2%，中央财政为贷款主体贴息2.5%，实际贷款成本不高于0.7%。根据央行各大分支行的公开信息，国庆节前就有首笔设备更新改造贷款落地。截至10月16日，全国已有多个省市投放设备更新改造贷款。

三是央行提供100%激励资金，金融机构投放积极性较高。对于金融机构而言，再贷款的资金成本仅为1.75%，较2.75%的1年期MLF利率更低。对符合要求的贷款，央行按贷款本金的100%予以资金支持，期限1年，可展期2次。



图 8：设备更新改造专项再贷款详情

总体额度	2000亿元以上
参与银行	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构
支持领域	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造
期限	期限1年，可展期2次，每次展期期限1年
利率	金融机构放贷利率不高于3.2%（财政贴息2.5%），向央行支付利率1.75%
激励比例	100%
支持期	2022年9月1日至2022年12月31日期间发放的合格贷款

资料来源：中国人民银行，国常会，信达证券研发中心

图 9：设备更新改造贷款的实际投放情况（截至 10 月 16 日）

截止时间	省市	投放金额（万元）	领域
2022年9月30日	上海市	-	教育
2022年9月30日	深圳市	3,300	文旅领域
2022年10月3日	广东省	4,021	医疗、文旅、教育产业等领域
2022年10月3日	福建省	490	科技等领域
2022年10月3日	新疆	3,000	医疗等领域
2022年10月5日	安徽省	200	医疗等领域
2022年10月6日	青岛市	4,513	重点领域
2022年10月6日	大连市	212,000	体育等重点领域
2022年10月6日	重庆市	610,000	64个重点领域
2022年10月6日	辽宁省	464	医疗等领域
2022年10月7日	天津市	2,100	医疗、教育及文旅产业
2022年10月7日	贵州省	101,000	新能源电池等领域
2022年10月7日	海南省	1,766	教育等领域
2022年10月8日	青海省	96,000	教育、卫生医疗等重点领域
2022年10月9日	湖北省	18,000	医疗、制造业等领域
2022年10月9日	云南省	1,842	医疗等领域
2022年10月10日	山东省	5,280	教育等领域
2022年10月10日	河南省	19,100	医疗等领域
2022年10月10日	浙江省	227,000	制造业等领域
2022年10月14日	湖州市	6,783	产业数字化转型、文旅体育和卫生健康等领域
2022年10月14日	江西省	102,110	医疗、文旅和基建等领域

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_47361

