



靳毅：9月资金面怎么看？



意见领袖 | 靳毅

核心观点

根据国常会要求，专项债应在 8 月底前基本使用完毕。随着时间进入 9 月份，专项债资金下拨对流动性的补充可能已经基本结束。我们认为，本轮资金利率的中期拐点已经到来，9 月份资金利率中枢将有所上移，理由有如下三点：

(1) 留抵退税与财政前置发力后，9 月份财政支出或小于季节性，对流动性的补充不足；(2) 9 月份同样为信贷大月，信贷投放以及派生存款的增长，将消耗流动性。同时，不能忽视季末考核的因素，将降低大行释放拆借资金的意愿，季末流动性存在阶段性收紧的可能。(3) 随着就业数据进一步好转，不能排除央行在 9 月份继续回笼 MLF 的可能性。

对于 1 年及以下的债市品种来说，资金利率的拐点，多数意味着行情的拐点。特别是当前 1 年及以下品种“杠杆套息”交易演绎的较为极致，1 年 AAA 同业存单-资金利差仅在 33BP 左右，缺乏利差保护。因此需关注 9 月后资金利率上行，可能推动 1 年及以下品种利率的上行。

风险提示：央行货币政策超预期、“新冠”疫情超预期、金融数据超预期、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。



报告正文

1、9月资金面怎么看？

在6月26日报告《三季度资金面怎么看？》中，我们成功预判到，由于7、8月份专项债资金的大量下拨，本轮资金面宽松还有“下半场”。

根据国常会要求，专项债应在8月底前基本使用完毕。随着时间进入9月份，专项债资金下拨对流动性的补充，可能已经基本结束。那么，9月份资金面还会延续8月份的宽松态势么？

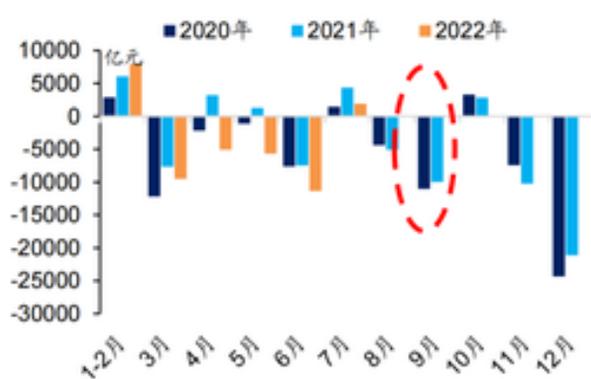
我们认为，本轮资金利率的中期拐点已经到来，9月份资金利率中枢将有所上移，理由有如下三点：

(1) 留抵退税与财政前置发力后，9月份财政支出或小于季节性。部

分观点认为，9 月份为季末财政支出大月，往年一般预算“支出-收入”规模都在 1 万亿左右。如此大规模财政资金下拨将会对流动性（超储）形成补充，使得资金面延续宽松态势。

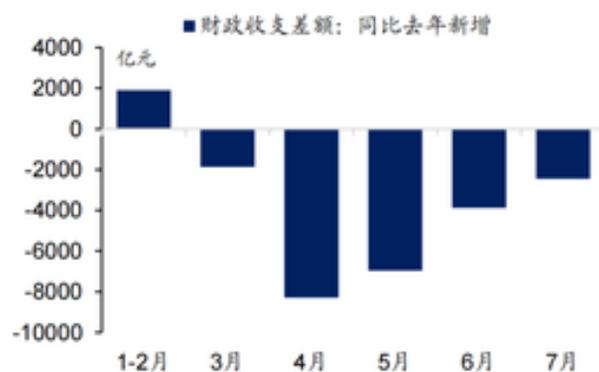
但我们认为，今年 9 月份财政支出规模或小于季节性，对流动性的补充不足。一方面，受到二季度大规模留抵退税的影响，预算内收入大幅下降，并限制了后续财政开支。另一方面，由于今年要求财政提前发力，三季度末乃至四季度的资金，可能已经前置支出，造成 9 月份财政超支规模较小。

图 1：往年公共财政收支差额



资料来源：Wind、国海证券研究所

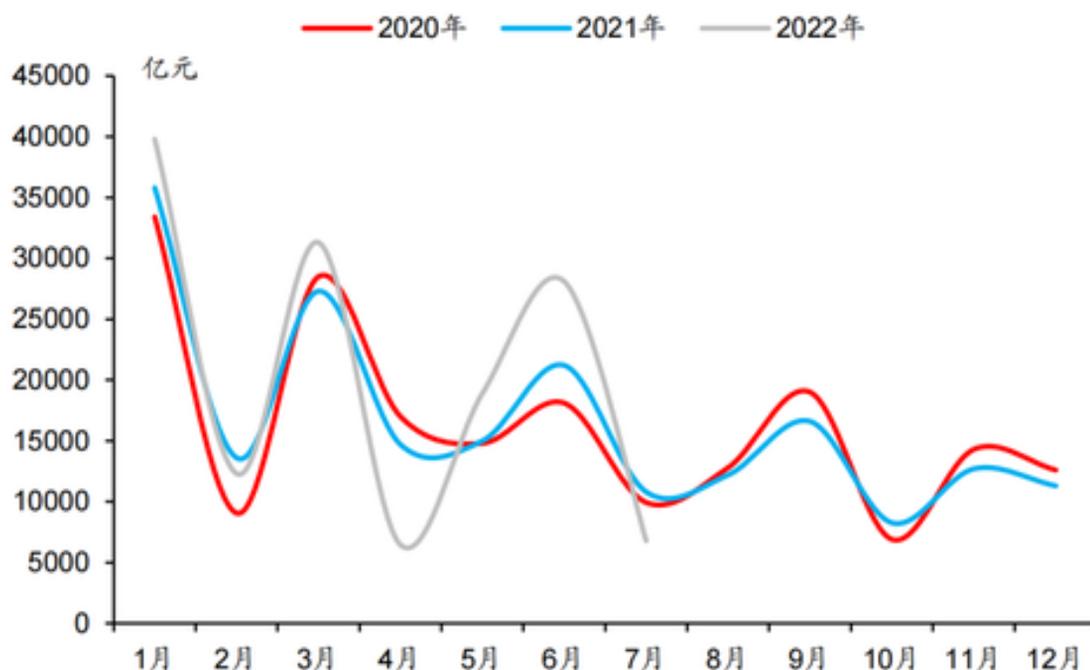
图 2：2022 年上半年公共财政有所透支



资料来源：Wind、国海证券研究所

(2) 9 月份同样为信贷大月，信贷投放以及派生存款的增长，将消耗流动性。在财政资金超支补充 9 月份流动性的同时，信贷投放引起的派生存款增长，也在消耗超储。从绝对值的角度，9 月份为信贷派生大月（3 月、6 月也是如此），对超储的消耗量较高。因此，不能单纯从“财政净支出”的角度，就判定 9 月份的资金面将延续宽松。

图 3：季末新增信贷量季节性走高



资料来源：Wind、国海证券研究所

与此同时，我们还不能忽视季末考核的因素，将降低大行释放拆借资金的意愿，季末流动性存在阶段性收紧的可能。

从历史统计上来看，过去 10 年中，9 月份资金利率环比 8 月份，5 次上行、5 次下行——反映出由于“信贷投放”以及“季末考核”因素的存在，9 月份资金利率并没有单纯因为“财政超支”，就呈现明显的季节性

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_45866

