

# 技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？

2022年05月29日

## ➤ 五月资金面为何平稳宽松？

央行上缴结存利润增加基础货币投放是重要因素，同时5月公开市场操作力度整体平稳、结构性货币政策精准滴灌，也均有助于维护流动性合理充裕。此外，留抵退税加速为流动性提供支撑；而5月地方债发行虽提速但整体并未超预期，因而对资金面扰动不大；实体融资需求仍不足，一定程度上造成流动性淤积。

## ➤ 六月银行体系资金缺口静态预估

不考虑央行操作，预计今年6月银行体系资金增加13140亿元。

## ➤ 政策会如何发力？

**第一，稳增长、稳就业是当前政策迫切需求**，这从近期政策表述中可看到。目前疫情已逐步受控，经济下行压力加大之下稳增长政策发力刻不容缓。

**第二，财政政策最为关键。**今年年初经济图景是国内三重压力叠加外部不确定性增加，因此中央经济工作会议提出积极的财政政策要提升效能、适度超前开展基建投资，对应可以看到今年财政持续靠前发力下基建投资对经济形成重要托举。而4月以来财政发力包括基建投资均有所放缓，主因疫情冲击下，财政收支呈现紧平衡，因而财政亟需进一步加码，而财政后续力度主要取决于能有多大规模的增量资金，预算调整、特别国债以及专项债增发都是可选项，其中特别国债或更值得期待，根据我们此前测算，规模或在1-1.5万亿，或于7-8月集中发行。

**第三，货币政策予以配合。”组合拳”之下货币政策预计不会缺位**，当下而言，宽信用诉求下政策形成合力需有宽松的货币环境。

**是否会降准？**6月中旬，资金面将面临央行上缴结存利润结束、留抵退税下达完毕的情境，再考虑到专项债、转移支付等存量政策加大靠前发力，叠加宽信用进程的推进，特别是如果6月便有财政增量工具出台，届时资金面趋紧的可能性较大，在当前经济信用状态下，不排除降准可能。

**是否会降息？**从目前经济运行状态和国股票据利率所反映的宽信用情形来观察，降息可能性仍存，包括政策利率在内，也不排除出现类似于5月单边调降LPR的情况。对于资金面来说，若无进一步宽松货币政策，则难以继续向下突破。

**还有哪些增量工具？**结合5月5年期LPR单边下调、首套房贷利率下限下调来看，政策宽信用重心在于扭转企业和居民中长期贷款的颓势，而当中最值得关注的是政策对于地产的态度，毕竟这是当下最大的症结。对应可能会有PSL或房地产专项再贷款等工具的出台。

## ➤ 对债市有何影响？

展望6月，随着央行上缴利润以及财政留抵退税两大技术性利好因素的消退，叠加存量政策工具加速推进下宽信用进程逐步确认，6月中下旬资金面或出现一些变化，资金利率中枢可能会有所抬升。**从操作上来看，还需观察政策的效果以及增量政策的出台**：密切观察国股票据利率的走势以判断宽信用进程，近期可以关注即将公布的5月PMI数据，总体不及预期之下，短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认之前，处于货币财政联动的窗口期，长端或仍维持区间震荡局面。

## ➤ 风险提示：政策不确定性；基本面超预期；地缘政治冲突。



分析师 **谭逸鸣**

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

## 相关研究

- 1.利率专题 20220521：超预期的5年期LPR单边调降
- 2.利率专题 20220519：财政收入承压，会发特别国债吗？
- 3.利率专题 20220517：经济触底，央行未动，债市仍纠结
- 4.金融数据点评 20220513：宽松或已在途，关注政策合力
- 5.利率专题：货币政策的稳中求进：宽松仍在路上

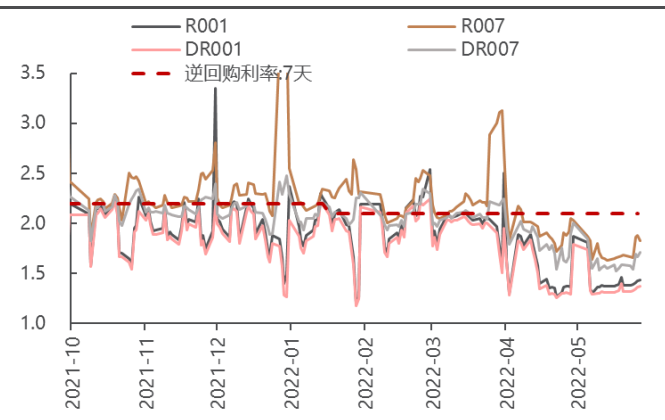
# 目录

<b>1 五月资金面延续宽松 .....</b>	<b>3</b>
1.1 央行加快上缴结存利润是关键 .....	4
1.2 留抵退税加速为流动性提供支撑 .....	5
1.3 实体融资需求不足，流动性淤积 .....	7
<b>2 六月资金面会有哪些变化？ .....</b>	<b>9</b>
2.1 银行体系资金缺口静态预估 .....	9
2.2 政策会如何发力？ .....	13
<b>3 对债市有何影响？ .....</b>	<b>20</b>
<b>4 小结 .....</b>	<b>21</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>23</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>24</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>25</b>

## 1 五月资金面延续宽松

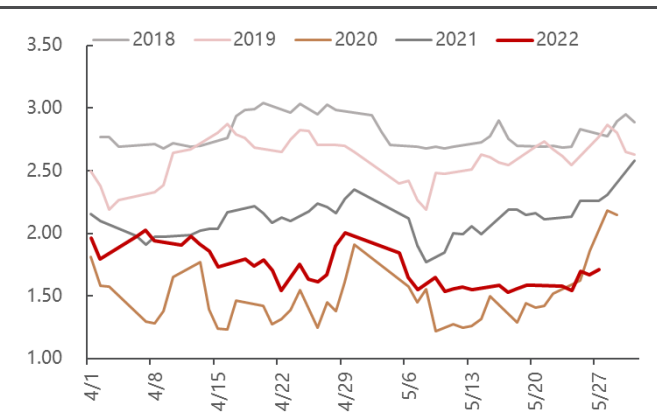
5月资金面延续4月的宽松状态，资金利率持续低于7天期逆回购利率，中枢仍整体下移，在地方债发行加速财政发力、政策加码助力宽信用之下的5月资金面仍维持平稳宽松，原因有哪些，未来会如何演绎？

图1：资金利率与政策利率（%）



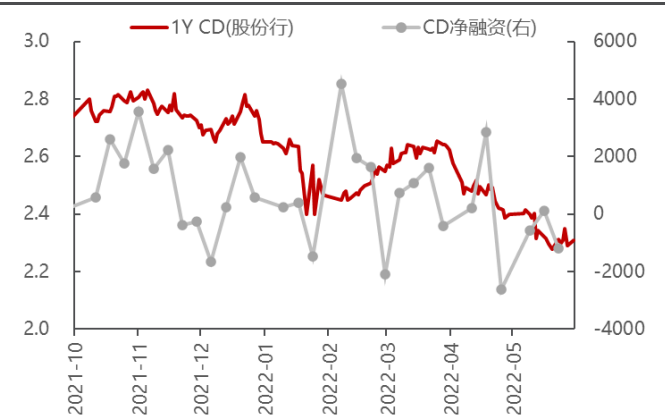
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：历年4-5月DR007（%）



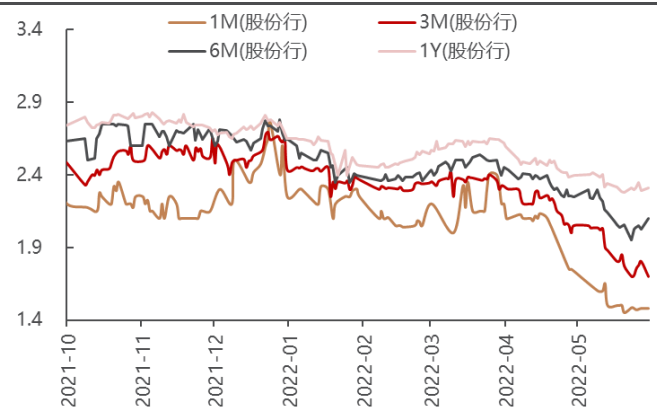
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：CD利率与净融资额（%，亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：不同期限CD发行利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.1 央行加快上缴结存利润是关键

首先，央行上缴结存利润增加基础货币投放是重要因素。通常而言，在财政发力助力稳增长、地方债发行加速的情形下，通常会对狭义流动性产生挤出效应，毕竟其涉及了政府存款与超储之间的转换，而央行也会对此进行相关的投放配合以稳定流动性环境，而央行上缴利润则是直接投放基础货币，作用类似于降准，这一点在今年4月公布的“央行23条”以及5月10日的留抵退税新闻发布会都有提到。

**央行23条：**“人民银行加大流动性投放力度，为支持小微企业留抵退税加速落地，人民银行靠前发力加快向中央财政上缴结存利润，截至4月中旬已上缴6000亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付，相当于投放基础货币6000亿元，和全面降准0.25个百分点基本相当。”

**三部门留抵退税新闻发布会：**“同时，已上缴结存利润8000亿元相当于降准0.4个百分点，与其他货币政策操作相互配合，保持流动性合理充裕。央行上缴利润也将通过财政支出下沉基层、直达市场主体，预计上缴超万亿元结存利润将拉动全年广义货币（M2）增速约0.5个百分点，很好体现了货币政策与财政政策的协同配合。”

由此来看，截至5月10日，央行已上缴结存利润8000亿元，相当于降准0.4个百分点<sup>1</sup>。为保障疫情冲击下的财政支出强度，支持税务部门加快办理留抵退税，央行加快了向中央财政上缴利润的节奏，这是4-5月流动性持续宽松的重要原因。

5月公开市场操作力度并不算大，整体平稳，维护流动性处于合理充裕水平。截至5月27日，5月逆回购净投放为-100亿元（全月净投放-300亿元），MLF等量续做1000亿元。

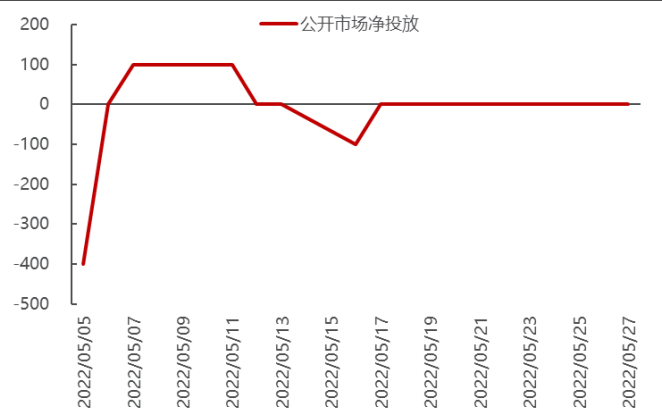
此外，结构性货币政策的精准滴灌，有助于维护流动性平稳。4月以来，央行先后推出4400亿元再贷款额度，包括科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流领域再贷款等，央行5月最近研究指出：“2020年以来，结构性货币政策工具累计投放基础货币2.3万亿元，有助于保持银行体系流动性的合理充裕，支持信贷总体平稳增长。”<sup>2</sup>

综合看来，5月在地方债发行加速、财政发力的情况下资金面超预期宽松，得益于央行多种货币政策操作相互配合，5月综合投放力度仍不小，有力保持流动性合理充裕，而中央加速上缴利润是关键因素，也是和往常不一样的地方，相当于直接投放了基础货币。

<sup>1</sup> <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810724/c5175195/content.html>

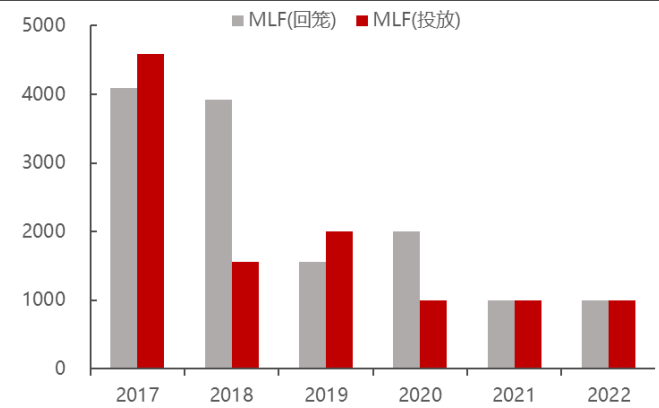
<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/redianzhuanti/118742/4122386/4122510/4545984/index.html>

图 5：5 月公开市场净投放（亿元）



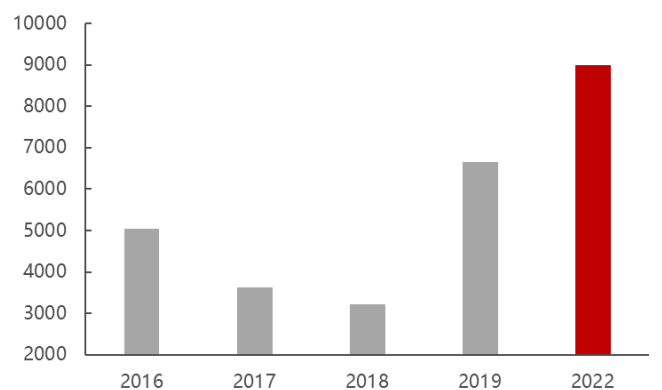
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：历年 5 月 MLF 投放与到期（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

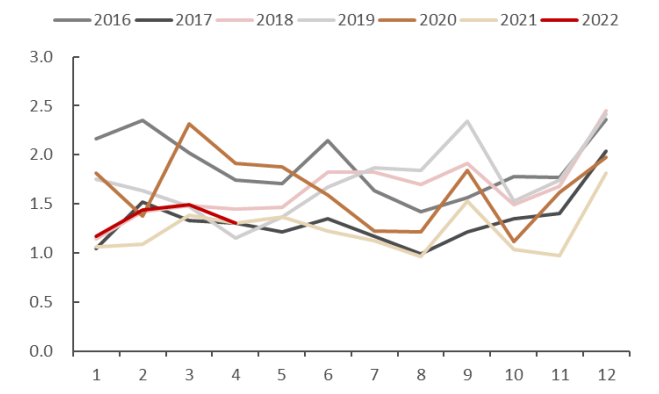
图 7：中央一般公共预算收入中包含“特定金融机构和央企上缴利润”的规模（亿元）



资料来源：财政部，民生证券研究院

注：2020-2021 年上缴规模为零，图中略去

图 8：超储率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 留抵退税加速为流动性提供支撑

疫情冲击之下，留抵退税是应对经济下行压力、稳定宏观经济大盘的关键举措，2022 年新增留抵退税约 1.5 万亿元，近期国常会进一步增加退税 1400 亿至 1.64 万亿元。相对于减税和增加政府投资，留抵退税政策效果更直接、更及时，有助于提升企业发展信心，激发市场主体活力，促进消费投资，支持实体经济高质量发展，推动产业转型升级和结构优化。

从财政存款看，4 月财政存款 1327 亿元，明显弱于季节性水平，与 2020 年基本持平：从历史上来看，4 月是缴税大月且财政支出力度通常较小，对应财政收支差额以及财政存款环比增幅通常不会太小。但在稳增长诉求下，今年财政存款变动却常常出现异于季节性的变化。



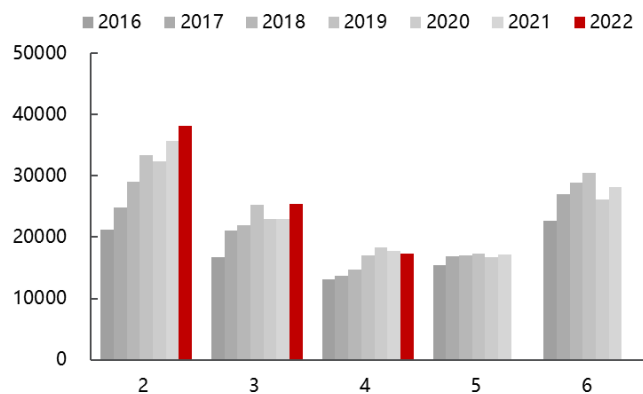
具体从财政收支情况来看，4月财政收入大幅下滑，主因留抵退税规模高达8000亿元，冲减财政收入，同时疫情冲击导致税收下滑，土地出让收入也持续下降。而财政支出力度虽然一定程度上受到疫情以及专项债发行放缓影响，但在财政政策进一步提质增效以及中央转移支付加速之下，财政支出规模还属在季节性范围内。这使得今年4月财政收支出现了与2020年相似的变化，对银行流动性环境有所支撑。

从财政收支的变化情况来看，5月或将延续4月的状态，加速留抵退税支出的因素仍存。

国家税务总局副局长王道树表示：“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，今年共有11029亿元退税款退到了纳税人账户。”而此前5.10留抵退税新闻发布会提到：“全国已有8015亿元增值税留抵退税款退到145.2万户纳税人账户上，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。”

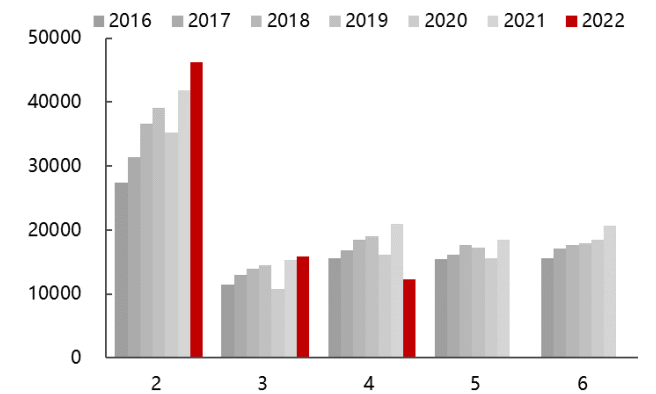
与4月相比，不同之处在于：5月地方债发行进一步提速，仅次于2020年同期，但整体并未超预期，一方面央行加速上缴利润助力财政资金落地投放了基础货币，另一方面6月仍有不小的地方债供给压力存在，故而总体来看，5月资金面维持平稳。

图9：历年各月一般预算支出（亿元）



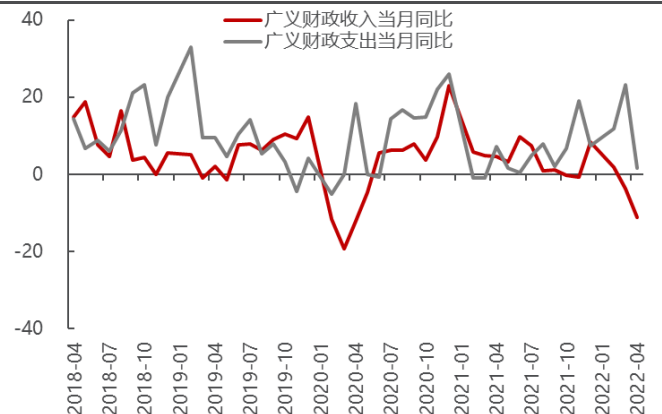
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：历年各月一般预算收入（亿元）



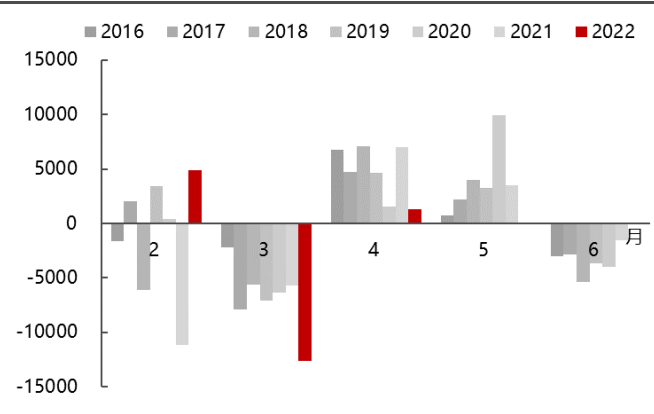
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：广义财政收支同比增速（%）



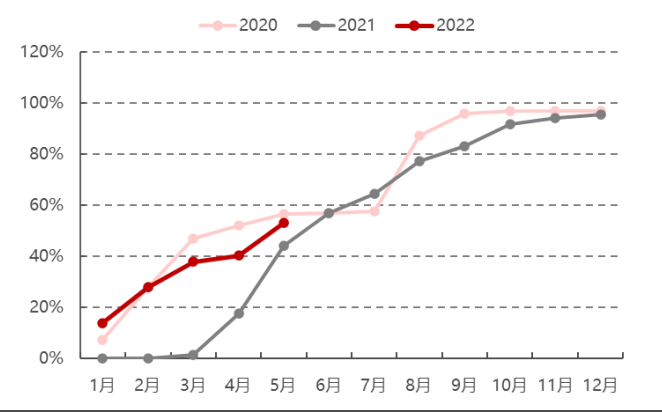
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：历年各月财政存款环比变动（亿元）



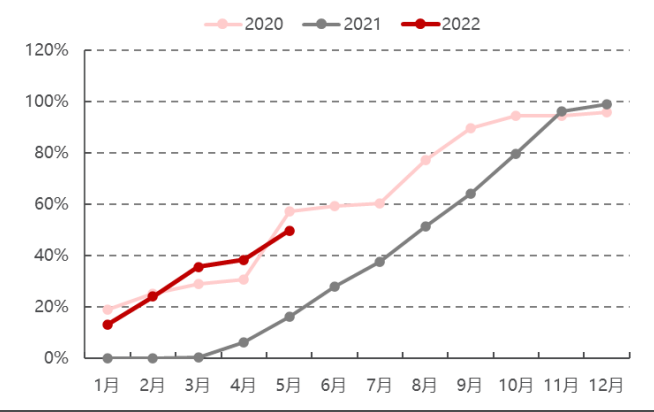
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：一般债发行进度（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：专项债发行进度（%）



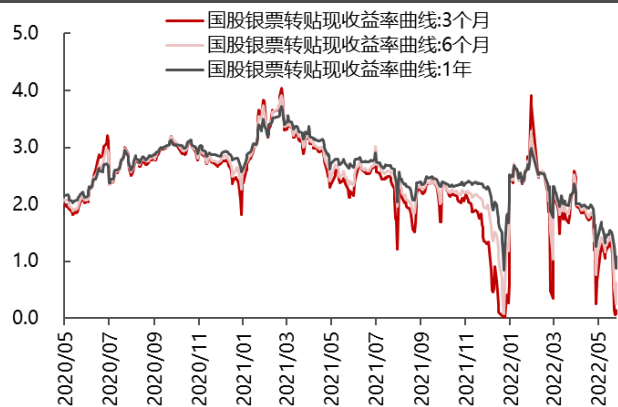
资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3 实体融资需求不足，流动性淤积

从 4 月金融数据来看，M2 增速上行，明显与 4 月“坍塌”的社融信贷增速走向背离，这一方面反映当前财政支出力度加大，另一方面也反映出银行资金更多地投向了非银，4 月新增非银贷款超过历史同期平均水平，而并未能投向实体经济，始终淤积在银行间市场，宽信用仍然受阻。

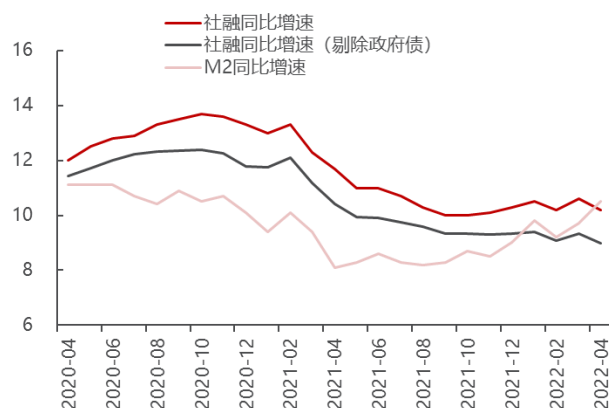
5 月而言，票据利率持续下行，反映出了目前宽信用传导仍然不畅。5 月在疫情冲击下，无论是经济运行活力还是主体预期，预计均延续偏弱，实体融资需求不足，造成一定程度流动性淤积。

图 15：票据利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：社融增速及 M2 增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院



## 2 六月资金面会有哪些变化？

### 2.1 银行体系资金缺口静态预估

1、货币发行方面，历史观察，近年（2016-2021年，下同）6月货币发行环比变动平均在-160亿元，**预计今年6月现金回笼160亿元左右。**

2、财政存款方面，**预计6月财政存款环比下降16400亿元，具体而言：**

**（1）一般公共预算收支：**4月一般公共预算收入大幅下滑，5月税收仍旧承压，故5月一般公共预算收入环比变动取历年同期最小值约为-1800亿元，考虑6月陆续复工复产，一般公共预算收入环比变动取历年同期均值为1179亿元，预估6月一般公共预算收入为1.16万亿元左右。**从一般公共预算支出看，**历年6月财政支出力度较高，4月一般公共预算财政支出1.73万亿元，近年5、6月环比变动均值为1015亿元、10457亿元，预计6月一般公共预算支出为3万亿元左右。**综上6月一般公共预算收支差额约为-1.84万亿元。**

**（2）留抵退税和转移支付因素：**5月17日之前，财政部原定全年退税减税降费约2.5万亿元，其中增值税留底退税1.5万亿元。5月23日召开的国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，颁布措施称在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年留底退税1.64万亿元。

4月1日至5月16日办理退税9796亿元，其中8015亿元是4月已完成，1781亿元是五月上旬完成，合理预计五月底全月将完成留抵退税5000亿元。

政策要求6月30日前将退还小微企业、中型企业、大型企业的存量留抵税额，预计6月完成留底退税3385亿元。此前3月23日，财政部副部长许宏才表示<sup>3</sup>，在留抵退税的总减收中，地方承担50%，其中中央补助地方的82%，据此计算，预计6月中央转移支付用于地方留抵退税的金额为1388亿元，用于民生的转移支付2612亿元。此外，中央财政今年专门安排支持基层落实减税降费和重点民生转移支付1.2万亿元，5月27日已下达剩余4000亿元额度。

**综合来看，上述留抵退税和转移支付因素对今年6月财政存款的影响或在-6000亿元左右。**

**（3）政府债净融资：**国债方面，根据第二季度发行计划，剔除凭证式储蓄国债后，6月计划发行11只国债，结合年初以来国债（剔除储备国债）平均发行规模为497亿元测算，预计6月国债发行规模为5467亿元；6月国债到期额（剔除储备国债）为2601亿元，对应净融资约为2866亿元，处于历史较高水平。

地方债方面，截至5月25日，已披露的各地方政府计划在6月发行地方债共计8283亿元。其中新增专项债4720亿元，再融资专项债1058亿元，新增一般

<sup>3</sup> <http://www.scio.gov.cn/32344/32345/47674/48049/tw48051/Document/1722019/1722019.htm>

债 693 亿元，再融资一般债 1812 亿元。6 月到期地方债共计 4461 亿元，预计净融资为 3822 亿元。结合 5 月地方债实际发行超计划的情况，预计 6 月新增专项债、新增一般债、再融资债实际发行或将比计划高出 3000 亿元、300 亿元、1000 亿元，综合预计 6 月地方债净融资为 8122 亿元，**政府债净融资合计为 11000 亿元左右。**

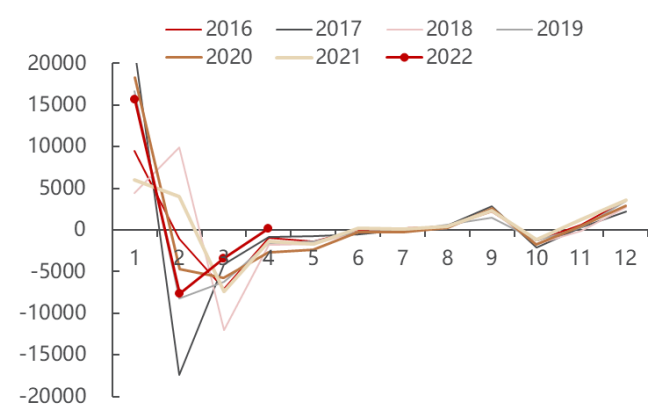
**(4) 政府性基金预算收支：**由于年初至今土地出让收入持续下滑，土地购置价价延续走弱，又因历年 6 月的政府基金性收支差额缺口都较大，近年 6 月政府基金收支差额在[-5518,-1086]亿元波动，预计今年 6 月政府性基金收支差额处于历史较低位，为-3000 亿元。

**3、外汇占款方面，**5 月人民币对美元持续贬值，截至 5 月 24 日美元兑人民币中间价为 6.65，汇率走贬，叠加国内疫情、外部地缘政治风险，出口存在下滑风险，由于近年（剔除极端值）外汇占款环比变动范围为[-350, 200]亿元，**预计 6 月外汇占款环比减少 100 亿元左右。**

**4、银行缴准方面，**由于 5 月流动性相对充裕，近年历年 6 月银行缴准额度均值为 3536 亿元，**预计今年 6 月缴准规模在 3000 亿元左右。**

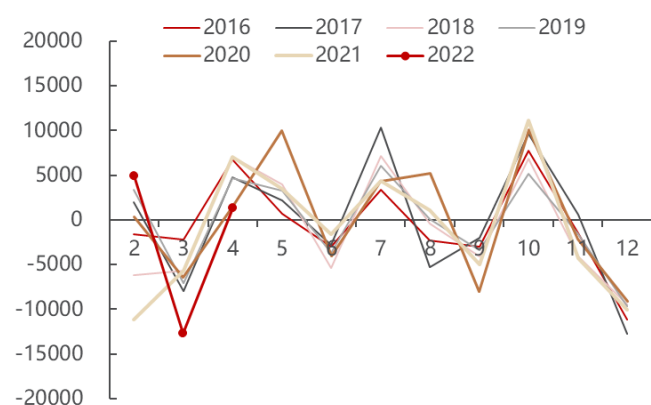
**综上所述，不考虑央行操作，**预计今年 6 月现金回笼 160 亿元左右，财政存款环比下降 16400 亿元，外汇占款环比减少 100 亿元左右，缴准规模在 3000 亿元左右，**合计银行体系资金增加 13140 亿元。**

图 17：货币发行环比变动季节性（亿元）



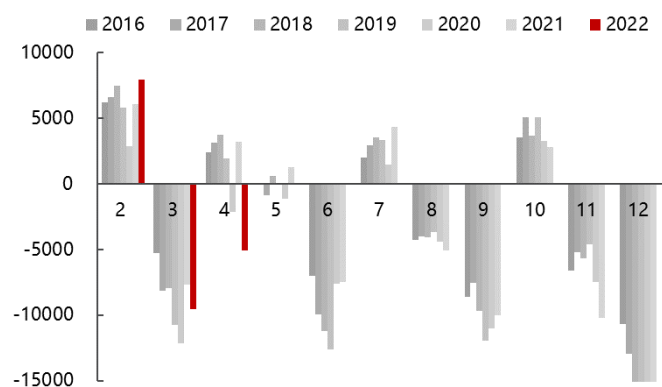
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：财政存款环比变动季节性（亿元）



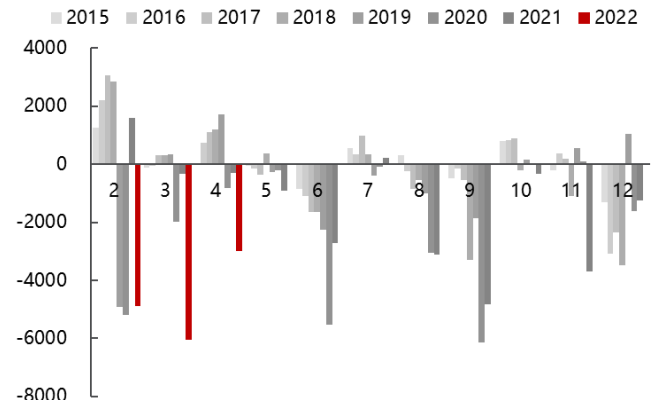
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：财政收支差额季节性（亿元）



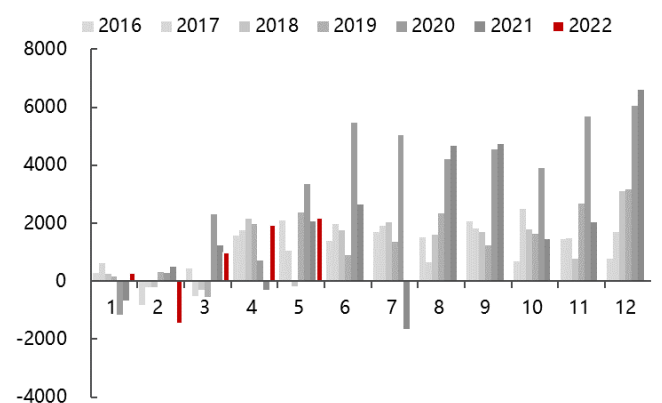
资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：政府性基金收支差额季节性（亿元）



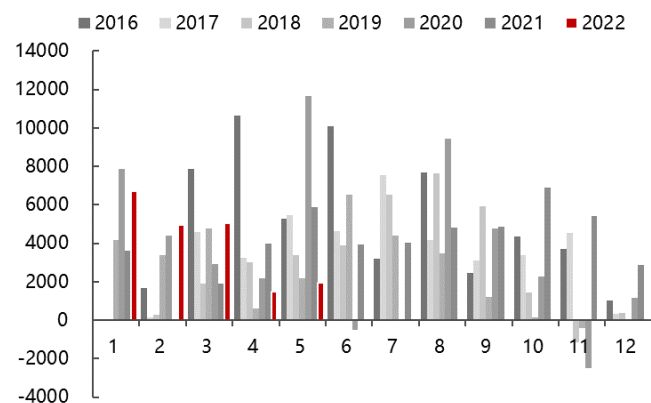
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：国债净融资季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：地方债净融资季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：央行外汇占款变动与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）



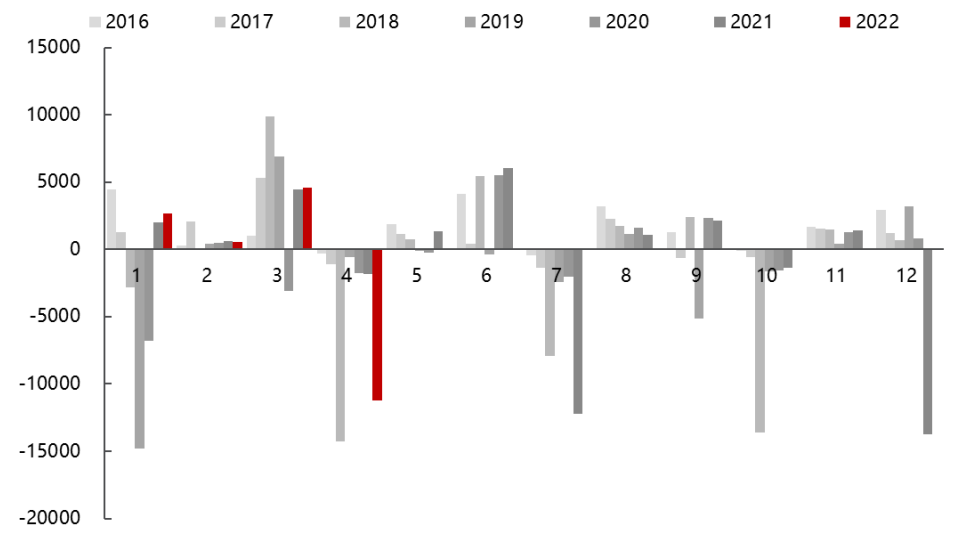
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：银行结售汇差额与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：银行缴准季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 政策会如何发力？

### 2.2.1 稳增长、稳就业是政策迫切需求

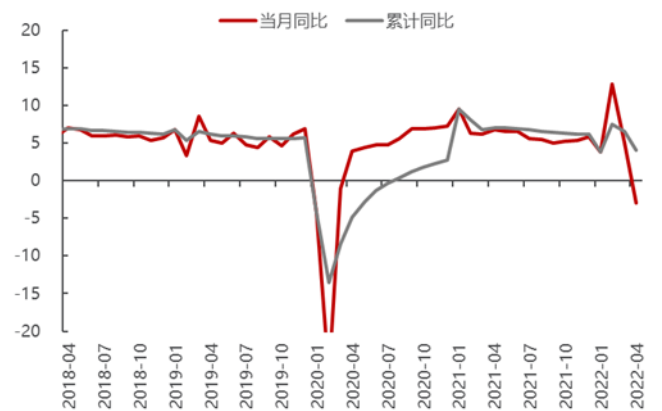
从已公布的 4 月经济数据看，在疫情反复、部分地区封控停工停产之下，无论是总量还是结构上，**经济全面走弱**，特别是工业生产大幅放缓、各项投资增速均有下滑、失业率大幅上升。

**当前而言，稳增长、稳就业是政策端的迫切需求。**

5 月 23 日，国常会指出：“当前经济下行压力持续加大，**许多市场主体十分困难。发展是解决我国一切问题的基础和关键。**”

5 月 25 日，全国稳住经济大盘电视电话会议指出：“3 月份尤其是 4 月份以来，就业、工业生产、用电货运等指标明显走低，**困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲击时还大。**当前正处于决定全年经济走势的关键节点，必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道。”同时还强调：“**把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。**”

图 26：工业增加值当月及累计同比增速（%）



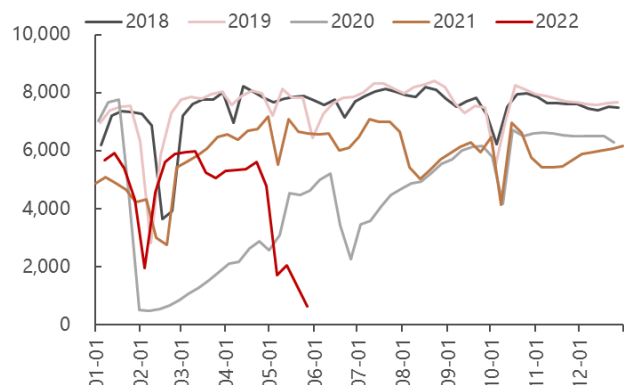
资料来源：wind，民生证券研究院  
注：2021 年增速为两年复合增速。

图 27：城镇调查失业率（%）



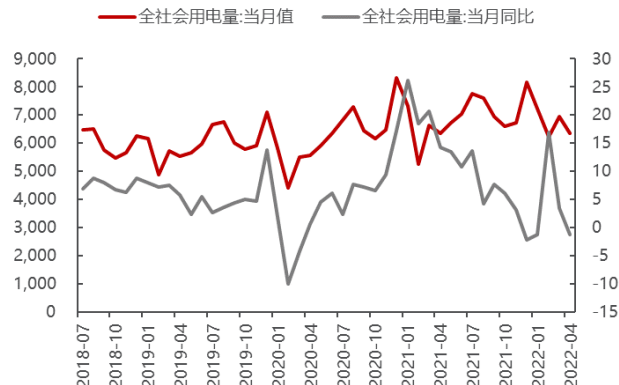
资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：中国公路物流运价指数（点）



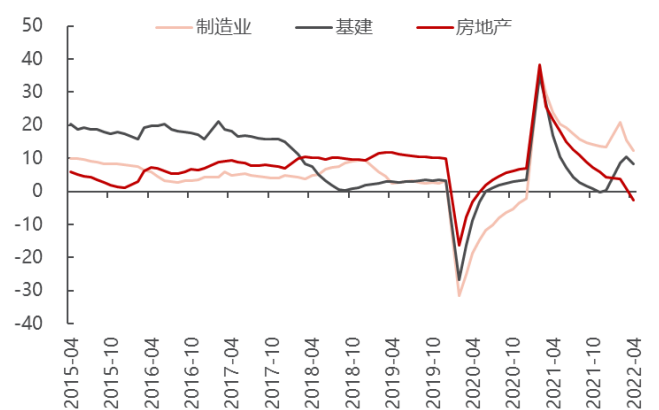
资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：用电量（亿千瓦时，%）



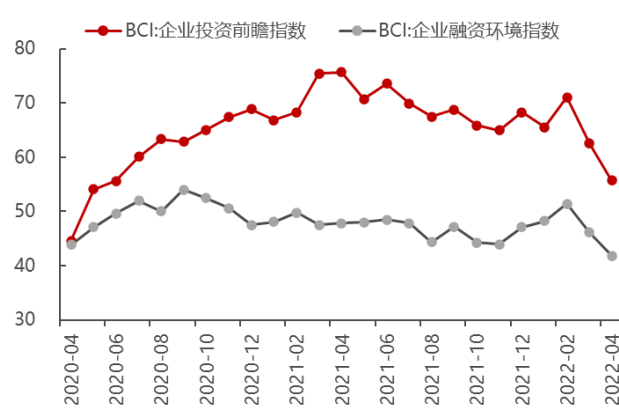
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：固定资产投资累计同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：企业投资前瞻和融资环境指数（点）



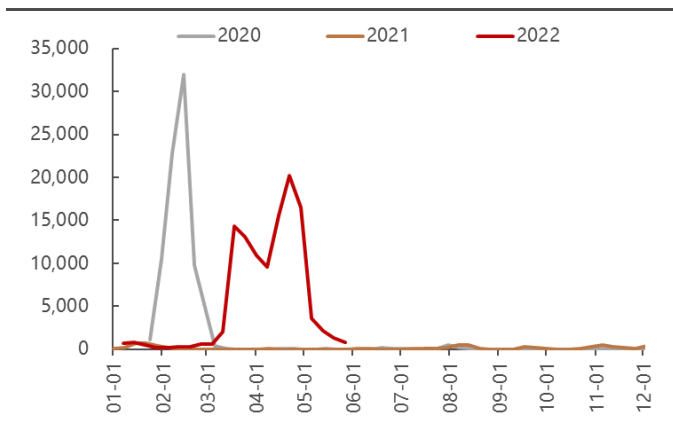
资料来源：wind，民生证券研究院

如何看待当前疫情形势？毕竟这是政策稳增长的起点。

当前疫情已经逐步得到控制，经济下行压力加大之下稳增长政策发力刻不容缓，疫情得到有效控制前提之下政策致力于宽信用。5月25日稳住经济大盘会议指出：“要在做好疫情防控的同时完成经济社会发展任务，全面把握，防止单打一、一刀切。”

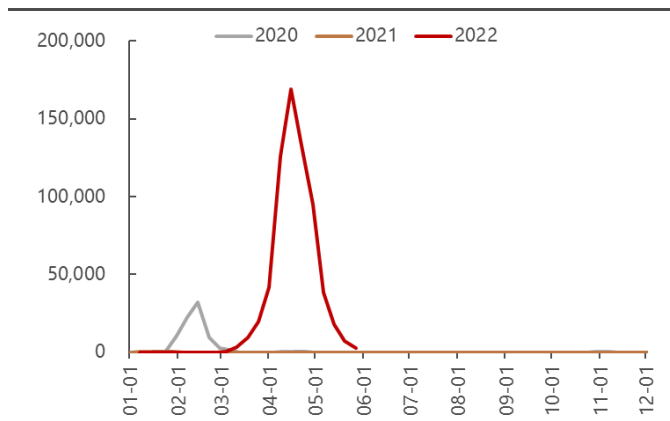


图 32：本土确诊病例（人数）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：本土无症状病例（人数）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2.2 财政政策最为关键

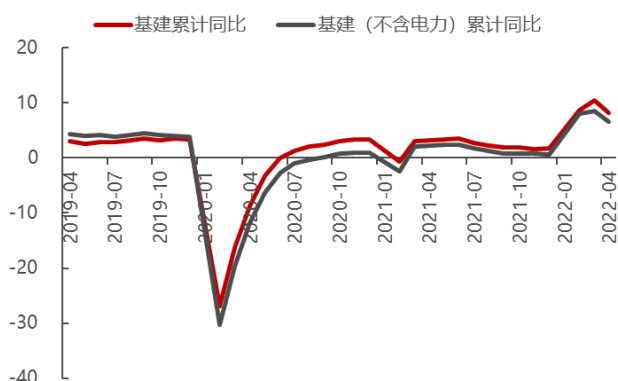
回顾今年年初经济图景，是国内三重压力叠加外部不确定性加大，2021 年底中央经济工作会议提出：“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。”对应看到今年一季度以来基建投资对经济形成重要托举，这背后是财政持续靠前发力的作用是主要原因。

而 4 月以来，疫情冲击之下国内经济下行压力在进一步加大，财政发力包括基建投资均有所放缓，主因疫情冲击下，财政收入承压，收支呈现紧平衡：一方面财政收入下滑、部分地区停工停产，财政支出力度受到较大制约，另一方面从财政支出结构来看，基建相关支出一定程度上被卫生健康支出所挤出，这与 2020 年疫情时期也具有一定相似性。此外市场主体运行及信心均受到较大冲击。

在此图景下，财政亟需进一步加码，以此提振市场主体信心从而撬动杠杆宽信用稳增长，其中无论减收还是扩支，关键还是在于财政政策的力度的节奏。

而在既有的存量政策下，财政收支愈发紧平衡，短期内难言乐观，因此财政后续力度主要取决于能有多大规模的增量资金。方式上而言，预算调整、特别国债以及专项债增发都是可选项，而其中特别国债或更值得期待，根据我们此前测算，规模或在 1-1.5 万亿，节奏上来看，7-8 月存在集中发行特别国债的可能性。

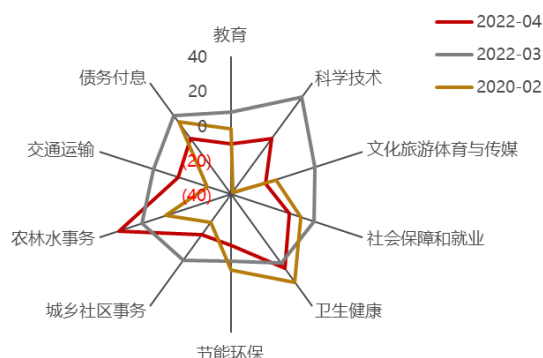
图 34：基建投资累计增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2021 年采用两年复合增速

图 35：各税种支出当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：5 月 23 日国常会提及的财政及相关政策

政策维度	内容
退税减税	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税 1400 多亿元，全年退减税总量 2.64 万亿元。
缓缴社保费	将中小微企业、个体工商户和 5 个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴 3200 亿元。
失业保险	将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业。
扩岗补助	对中小微企业吸纳高校毕业生的，加大扩岗补助等支持。
房租水电	各地要加大中小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持
专项债	今年专项债 8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。
国家融资担保	国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上。

资料来源：国务院，民生证券研究院

## 2.2.3 货币政策予以配合

无论从政策表述还是政策本身必要性来看，**财政政策需要进一步加码，但政策总是会寻求均衡，“组合拳”之下货币政策预计不会缺位，回顾历史来看，发行特别国债或专项债集中发行时，央行往往会加大投放予以对冲，以维护流动性平稳。**

**但 2020 年发行特别国债后，资金面和债市受到明显冲击，主要原因在于：**

- (1) 当时特别国债发行量较大(且全部为市场化公开发行)、大量专项债尚未发行(虽然错峰发行平滑节奏)，市场配债压力较大，但这是次要扰动，并不影响中枢；
- (2) **主因仍是基本面的确认：**当时疫情防控态势向好、社融信贷企稳回升、经济复苏现象已现的宏观图景来看，**宽信用已经在一定程度上得到确认，因而货币政策逐步回归正常化，**央行方面仅以逆回购、MLF 等公开市场操作维护流动性合理充裕，市场开启调整。

而当前来看,疫情已经逐步得到控制,政策进一步发力已然在途,一方面是加快使用落实存量政策工具,另一方面则是期待 6 月底增量工具的出台(或主要是财政的加码),而这期间便面临一个政策推进和观察效果的窗口期,央行维持流动性平稳概率较大,那么货币进一步宽松是否可以期待?

表 2: 特别国债发行背景梳理

指标	1998 年 8 月	2007 年 6 月	2017 年 8 月	2020 年 6 月
发行背景	亚洲金融危机爆发,国内四大行遭受冲击不满足《巴塞尔协议》资本充足率 8% 的要求	我国外汇储备规模快速上升,亟需成立专门的投资平台对超额外汇储备进行投资管理	部分 2007 年发行的特别国债到期	应对新冠肺炎疫情冲击
资金用途	补充四大行资本金	成立中国投资有限责任公司	对接到期特别国债	用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出,统筹推进疫情防控和经济社会发展
发行规模	2700 亿元	15500 亿元	6964 亿元	10000 亿元
发行方式	一次性发行,面向四大行定向发行	发行共分 8 期,其中第 1、7 期合计 1.35 万亿元面向商业银行定向发行,由央行最终持有;其余 6 期共计 2000 亿元公开发行	滚动续发,发行共分 4 期,其中面向商业银行定向发行 6000 亿元,由央行在二级市场承接;公开发行 964 亿元	发行共分 4 期,公开招标发行
发行期限	30 年	10 年、15 年	7 年、10 年	10 年为主、5 年、7 年
对市场的影响	定向发行+央行降准,对银行间流动性影响不大	定向发行由央行借道认购,影响不大;公开发行对银行间流动性及债市形成扰动	央行以买断方式从二级市场进行回购,对银行间流动性影响不大	此次特别国债的发行对银行间流动性及债市产生较大影响

资料来源:《特别国债前瞻:将怎么发行?规模多大?资金怎么用?》,民生证券研究院

**当下而言,宽信用诉求下政策形成合力需有宽松的货币环境:**无论从 2022Q1 货币政策执行报告、5 年期 LPR 单边调降、首套房贷利率下限下调、还是近期货币信贷形势分析会上的表述,均更加明晰致力于宽信用,对应到具体操作上,便是加大信贷投放力度,稳主体以稳就业,同时配合好财政政策与地产政策。

### 第一,是否会降准?

**结存利润上缴方面,按照当前速度,预计在 6 月中旬完成全部上缴:**3 月 8 日央行宣布向中央财政上缴结存利润,截至 4 月中旬已上缴 6000 亿元,截至 5 月 10 日已上缴 8000 亿元,上缴速度在每天 80 亿元左右水平,据此预计 5 月上缴规模在 2500 亿元左右,对应 6 月上缴规模约在 1300 亿元,按上缴速度不变的情况下推演,将在 6 月 15 日前后完成全部上缴。

**留抵退税方面,5 月 23 日国常会追加 1400 亿元,全年留抵退税规模为 1.64 亿元。**4 月以来,截至 5 月 16 日,全国已有 9796 亿元留抵退税款退到企业账户,下达速度在每天 215 亿元左右的水平。按此节奏,剩余 6600 亿元完成下达还需 20 天左右,对应 6 月 15 日前后完成全部留抵退税。

总体来看,6 月中旬,资金面将面临央行上缴结存利润结束、留抵退税下达完毕的情境,此前的技术性利好因素将缺失,再考虑到专项债在 6 月底前完成今年

大部分发行工作、第三批转移支付已下达等存量政策加大靠前发力，叠加宽信用进程的推进，特别是如果 6 月便有财政增量工具出台，届时资金面趋紧的可能性较大，在当前经济信用状态下，不排除降准投放流动性的可能。

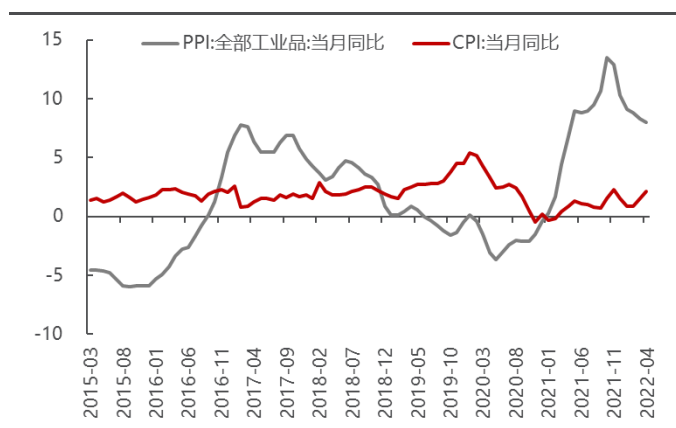
### 第二，是否会降息，政策利率还是 LPR 单边调整？

4-5 月政策利率始终未有调降，这其中外围因素扰动或确实形成掣肘，因而面对国内经济下行压力时，更多还是采取了多种货币政策进行结构性应对。

当下而言，疫情得到控制后政策发力，宽信用进程或有所起色，但从目前的经济运行状态和国股票据利率反映的宽信用情形来观察，降息的可能性仍然存在，包括政策利率在内，但也不排除仍出现类似于 5 月仅单边调降 LPR 的情况，同时叠加更大力度的结构性货币政策，这也是当前窗口期之下市场纠结之所在。

而对于资金面来说，若无进一步宽松的货币政策带动，也难以进一步向下突破。

图 36：CPI、PPI (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 37：十年期国债、美债及二者利差 (%，BP)



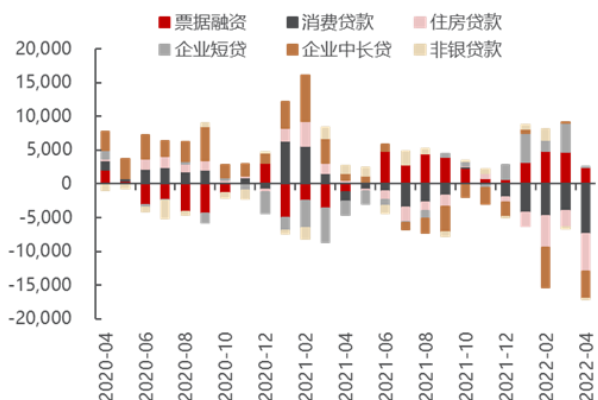
资料来源：wind，民生证券研究院

### 第三，还有哪些货币增量工具？

**结构性货币政策力度在不断提升。**4 月以来，央行先后推出 4400 亿元再贷款额度，包括科技创新再贷款 2000 亿元、普惠养老专项再贷款 400 亿元、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款 1000 亿元、交通物流领域再贷款 1000 亿元。

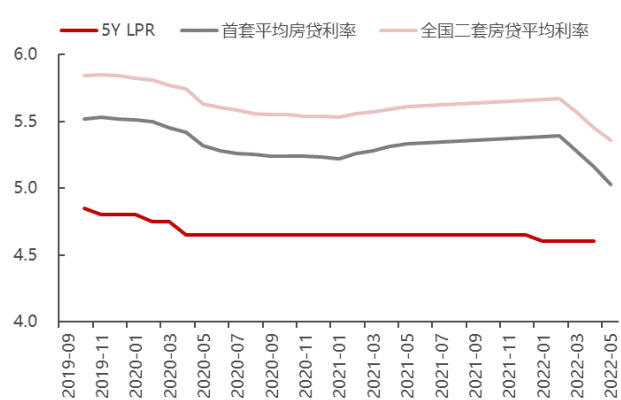
此外，还有可能会有哪些增量工具？从 5 月 5 年期 LPR 单边下调、首套房贷款利率下限下调来看，政策宽信用重心在于扭转企业和居民中长期贷款在 4 月的颓势，囊括居民和企业两大部门，基建、地产和制造业投资几个方面，而当中最值得关注的是政策对于地产的态度，毕竟这是当下最大的症结。而当前居民购房意愿不足，疫情冲击之下购房能力受到影响，加杠杆能力有限，后续的增量政策或更需要着眼于提升居民的加杠杆能力，对应可能会有 PSL 或房地产专项再贷款等工具的出台。

图 38：新增信贷结构同比变化（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 39：LPR 及房贷利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 对债市有何影响？

4-5 月资金面维持超预期的宽松，其央行上缴结存利润以及财政留抵退税等技术性因素很关键，而进入 6 月，资金面面临着这两大技术性利好因素消褪的扰动：按当前央行上缴速度推演，6 月中上旬央行便可完成利润上缴；而留抵退税基本也将在 6 月中下旬完成。再考虑到 6 月专项债加速发行等存量政策的加速推进，整体或会对资金面产生一定的扰动，但通常而言，财政发力之下，货币政策会作出配合。

基于以上两方面，在 6 月中上旬这一阶段，一方面技术性利好因素仍存，对流动性有所支撑；另一方面，此时仍属存量政策加速推进阶段，但随着技术性因素的消褪、宽信用进程的逐步确认、月底增量财政工具的进一步出台，资金面或将出现一些变数，整体中枢相较 4-5 月会有所抬升。

于债市而言，当前经济下行压力仍大，国股票据利率反映出的宽信用进程仍受阻，这一程度支撑着债市，货币宽松窗口仍未关闭。

总结而言，展望 6 月，随着央行上缴利润以及财政留抵退税两大技术性利好因素的消褪，叠加存量政策工具加速推进下宽信用进程逐步确认，6 月中下旬资金面或出现一些变化，资金利率中枢可能会有所抬升。从操作上来看，还需观察政策的效果以及增量政策的出台：密切观察国股票据利率的走势以判断宽信用进程，近期可以关注即将公布的 5 月 PMI 数据，总体不及预期之下，短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认之前，处于货币财政联动的窗口期，长端或仍维持区间震荡局面。



## 4 小结

### 1、五月资金面为何平稳宽松？

**5月在地方债发行加速、财政发力的情况下资金面超预期宽松，得益于央行多种货币政策操作相互配合：**央行上缴结存利润增加基础货币投放是重要因素，同时5月公开市场操作力度整体平稳、结构性货币政策精准滴灌，也均有助于维护流动性合理充裕。此外，留抵退税加速为流动性提供支撑；而5月地方债发行虽提速但整体并未超预期，因而对资金面扰动不大；实体融资需求仍不足，一定程度上造成流动性淤积。

### 2、六月银行体系资金缺口静态预估

**不考虑央行操作，**预计今年6月现金回笼160亿元左右，财政存款环比下降16400亿元，外汇占款环比减少100亿元左右，缴准规模在3000亿元左右，合计银行体系资金增加13140亿元。

### 3、政策会如何发力？

**第一，稳增长、稳就业是当前政策迫切需求，**这从近期政策表述中可看到。目前疫情已逐步受控，经济下行压力加大之下稳增长政策发力刻不容缓，致力宽信用。

**第二，财政政策最为关键。**回顾今年年初经济图景，是国内三重压力叠加外部不确定性增加，中央经济工作会议提出积极的财政政策要提升效能、适度超前开展基建投资，对应看到今年财政持续靠前发力下基建投资对经济形成重要托举。而4月以来财政发力包括基建投资均有所放缓，主因疫情冲击下，财政收支呈现紧平衡。

**在此图景下，财政亟需进一步加码，**以此提振市场主体信心从而撬动杠杆宽信用稳增长。而财政后续力度主要取决于能有多大规模的增量资金，预算调整、特别国债以及专项债增发都是可选项，其中特别国债或更值得期待，根据我们此前测算，规模或在1-1.5万亿，或于7-8月集中发行。

**第三，货币政策予以配合。”**组合拳”之下货币政策预计不会缺位，历史观察，发行特别国债或专项债集中发行时，央行往往会加大投放予以对冲，以维护流动性平稳。当下而言，宽信用诉求下政策形成合力需有宽松的货币环境。

**是否会降准？**6月中旬，资金面将面临央行上缴结存利润结束、留抵退税下达完毕的情境，再考虑到专项债在6月底前完成今年大部分发行工作、第三批转移支付已下达等存量政策加大靠前发力，叠加宽信用进程的推进，特别是如果6月便有财政增量工具出台，届时资金面趋紧的可能性较大，在当前经济信用状态下，不排除降准可能。

**是否会降息？政策利率还是LPR单边调整？**从目前经济运行状态和国股票据利率所反映的宽信用情形来观察，降息可能性仍存，包括政策利率在内，也不排除出现类似于5月单边调降LPR的情况。**对于资金面来说，若无进一步宽松的货币**

政策带动，则难以进一步向下突破。

**还有哪些增量工具？**结合 5 月 5 年期 LPR 单边下调、首套房贷利率下限下调来看，政策宽信用重心在于扭转企业和居民中长期贷款的 4 月颓势，而当中最值得关注的是政策对于地产的态度，毕竟这是当下最大的症结。对应可能会有 PSL 或房地产专项再贷款等工具的出台。

#### 4、对债市有何影响？

展望 6 月，随着央行上缴利润以及财政留抵退税两大技术性利好因素的消褪，叠加存量政策工具加速推进下宽信用进程逐步确认，6 月中下旬资金面或出现一些变化，资金利率中枢可能会有所抬升。**从操作上来看，还需观察政策的效果以及增量政策的出台**：密切观察国股票据利率的走势以判断宽信用进程，近期可以关注即将公布的 5 月 PMI 数据，总体不及预期之下，短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认之前，处于货币财政联动的窗口期，长端或仍维持区间震荡局面。

## 5 风险提示

- 1、政策不确定性：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、基本面超预期：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、地缘政治冲突：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

## 插图目录

图 1：资金利率与政策利率（%）	3
图 2：历年 4-5 月 DR007（%）	3
图 3：CD 利率与净融资额（%，亿元）	3
图 4：不同期限 CD 发行利率（%）	3
图 5：5 月公开市场净投放（亿元）	5
图 6：历年 5 月 MLF 投放与到期（亿元）	5
图 7：中央一般公共预算收入中包含“特定金融机构和央企上缴利润”的规模（亿元）	5
图 8：超储率（%）	5
图 9：历年各月一般预算支出（亿元）	6
图 10：历年各月一般预算收入（亿元）	6
图 11：广义财政收支同比增速（%）	7
图 12：历年各月财政存款环比变动（亿元）	7
图 13：一般债发行进度（%）	7
图 14：专项债发行进度（%）	7
图 15：票据利率（%）	8
图 16：社融增速及 M2 增速（%）	8
图 17：货币发行环比变动季节性（亿元）	10
图 18：财政存款环比变动季节性（亿元）	10
图 19：财政收支差额季节性（亿元）	11
图 20：政府性基金收支差额季节性（亿元）	11
图 21：国债净融资季节性（亿元）	11
图 22：地方债净融资季节性（亿元）	11
图 23：央行外汇占款变动与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）	11
图 24：银行结售汇差额与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）	11
图 25：银行缴准季节性（亿元）	12
图 26：工业增加值当月及累计同比增速（%）	13
图 27：城镇调查失业率（%）	13
图 28：中国公路物流运价指数（点）	14
图 29：用电量（亿千瓦时，%）	14
图 30：固定资产投资累计同比增速（%）	14
图 31：企业投资前瞻和融资环境指数（点）	14
图 32：本土确诊病例（人数）	15
图 33：本土无症状病例（人数）	15
图 34：基建投资累计增速（%）	16
图 35：各税种支出当月同比（%）	16
图 36：CPI、PPI（%）	18
图 37：十年期国债、美债及二者利差（%，BP）	18
图 38：新增信贷结构同比变化（亿元）	19
图 39：LPR 及房贷利率（%）	19

## 表格目录

表 1：5 月 23 日国常会提及的财政及相关政策.....	16
表 2：特别国债发行背景梳理 .....	17

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001