

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%。

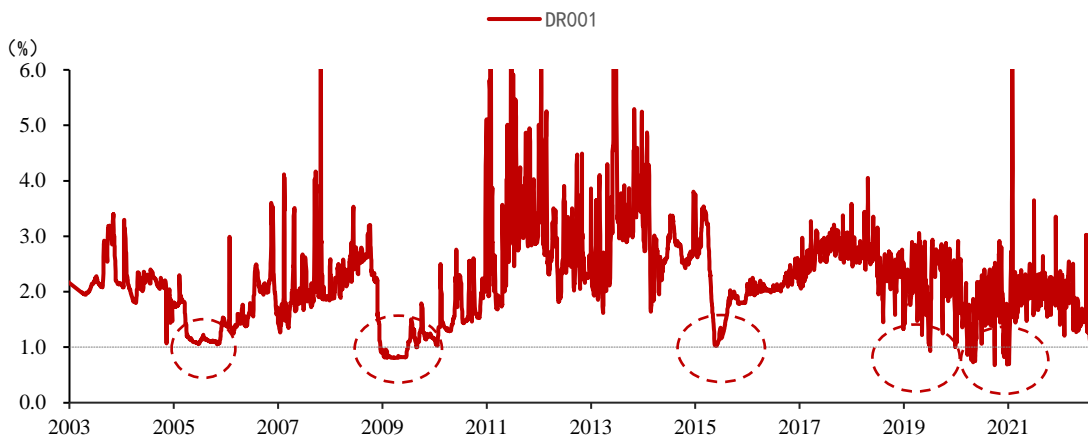
与历史经验不同，今年隔夜利率破 1%，央行并没有大幅度主动投放。

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。

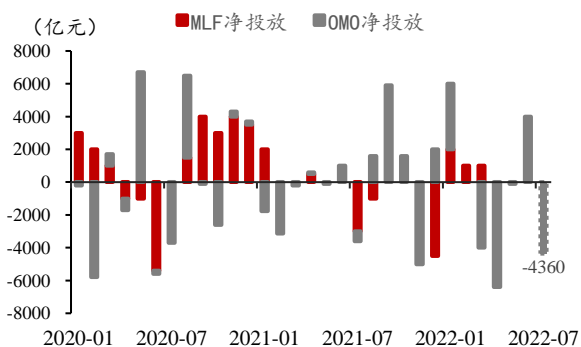
银行间市场的流动性反而在 7 月份相比于 6 月份更加宽松，资金面宽松程度出乎了市场参与者的预料。

图 1：银行间市场隔夜质押式回购利率



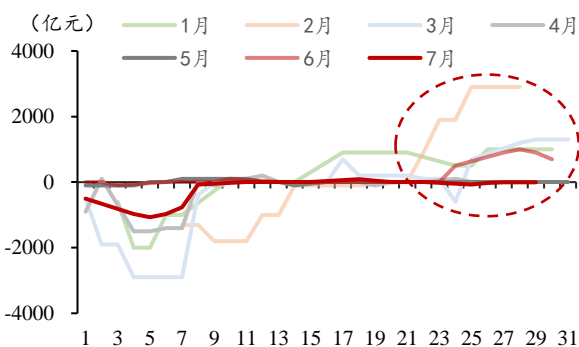
资料来源：wind，民生证券研究院

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和增量留抵税额政策。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。

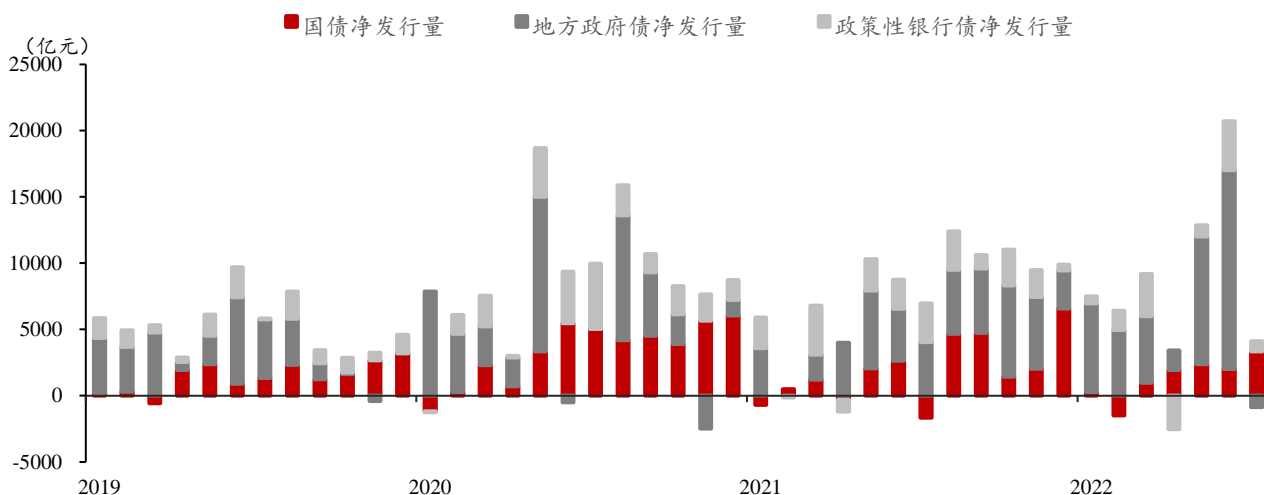
政金债确定是下半年财政筹资的重要增量工具。只不过目前政金债发行尚未放量，国债、地方政府债、政金债合计净融资规模由6月的2.07万亿下降至7月的0.32万亿，财政筹资对银行间流动性的压力骤降，是7月流动性宽松的重要原因。

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。

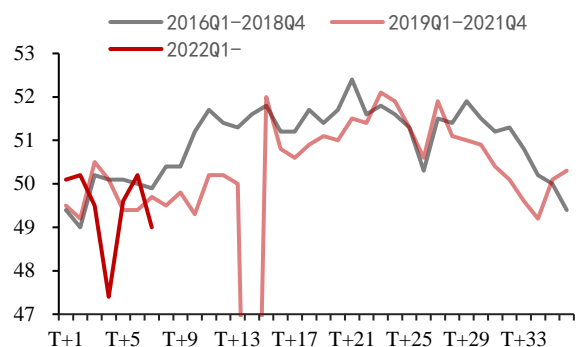
低迷的地产投资仍不见起色。

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。

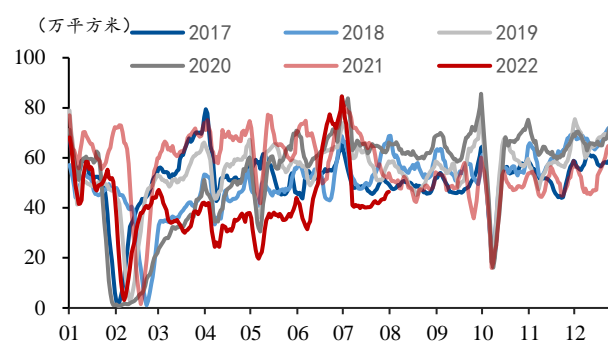
2020年两次银行间市场流动性收紧，央行或政府都曾明确表态过资金效率过低：2020年5月的两会上，政府工作报告和两会后的总理记者会均对资金“空转”提出警告；2021年1月，央行货币政策委员会委员马骏表示，资产泡沫较大，货币政策要适度收紧去应对。在这些表态之后，资金利率中枢都明显上移，但当前央行方面并没有明显表态和收紧的动作。

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。

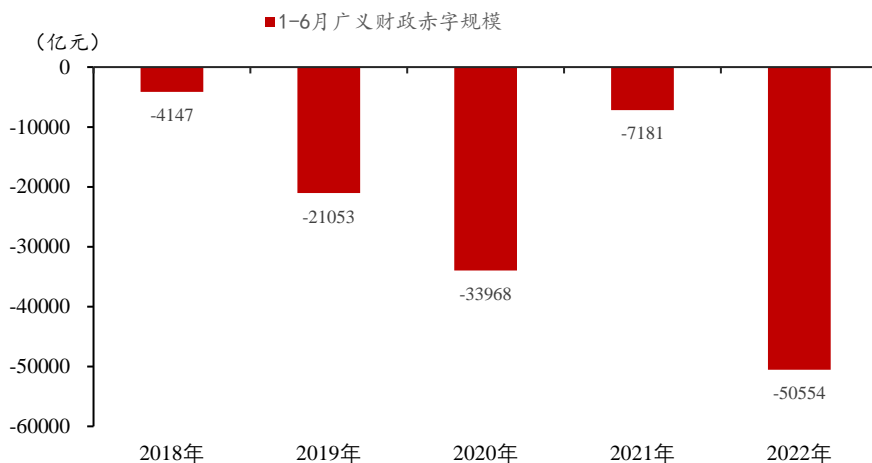
所以，上半年财政融资和支出规模都很高，综合表现出财政被动投放流动性，而下半年财政支出退坡，专项债发行压力仍在，财政对流动性的影响可能由“投放”转为“回笼”。

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放流动性的积极性将会提高。

当前政策性银行信贷和专项建设基金还需要为下半年基建筹资，所以可能会刺激实体信贷需求回暖，若叠加地产销售等实体活动有效修复，不排除央行进一步加大主动投放力度的可能。

图 8：2022 年上半年广义财政赤字规模大幅扩大


资料来源：wind，民生证券研究院

5 下半年流动性格局：地产风险是货币政策关心的

要点

市场当前担心流动性可能出现类似于 2020 年下半年快速收紧的情况，但当前宏观环境与 2020 年存在显著不同：

当前地产问题尚未完成解决，流动性过紧不利于解决地产问题。

尽管地产风险可控，但当前地产行业并没有系统性改善迹象，一旦地产风险涉及到金融端，流动性过紧不利于解决地产困境。另外，地产景气度一方面牵动地方政府财政收入，另一方面锚定居民信贷扩张，在地产未出现明显好转的情况下，无论是财政减收还是信贷乏力，都意味着流动性不能在短时间内过紧。

地产问题决定了下半年经济复苏的斜率和强度或不如 2020 年同期。

2020 年下半年，国内处于大规模政策刺激的初期，无论是消费、地产、基建还是出口，都处于明确的复苏或扩张态势。而当前经济，尤其是地产已经处于历史罕见的低迷区间，出口下半年则面临海外需求逐步退坡带来的增速“回摆”，经济即使继续修复，其斜率也很难超过 2020 年。

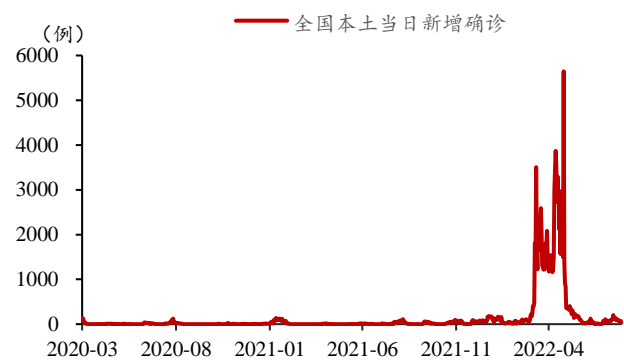
此外，当前疫情局部仍有反复可能，对经济形成牵制的时间或更长。

相比于 2020 年，当前新冠病毒已发生多轮变异，传染性更强，疫情防控的难度提升，局部疫情散发更为频繁，对经济活动的扰动也更为频繁。

预计下半年流动性仍将保持中性偏宽，地产风险解除是流动性转紧的必要条件。

地产部门在中国经济中的重要性不言而喻，不论最终如何化解地产风险，都需要金融层面的支持，这也意味着收紧流动性的可能性不大。另外在疫情反复牵制经济活动，经济弱修复的背景下，流动性收紧的必要性也不强。下半年流动性在地产风险没有得到解决之前，收紧概率不大。

图 9：当前确诊病例高于 2020 年下半年



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：地产投资增速处于历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对下半年财政和央行的行为判断。

3) **地产政策超预期或不及预期。**若由于地产政策超预期，会导致销售和信贷偏离大幅历史数据和经验，从而影响对全年的判断和测算。

插图目录

图 1: 银行间市场隔夜质押式回购利率.....	4
图 2: 央行 MLF 和 OMO 净投放量.....	4
图 3: 央行公开市场操作投放对比.....	4
图 4: 2022 年留抵退税的进度.....	5
图 5: 政府债券和政策性银行债净融资规模.....	6
图 6: PMI 在 7 月重新走弱.....	7
图 7: 7 月 30 城地产销售数据大幅回落.....	7
图 8: 2022 年上半年广义财政赤字规模大幅扩大.....	8
图 9: 当前确诊病例高于 2020 年下半年.....	9
图 10: 地产投资增速处于历史低位.....	9

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026