

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。**

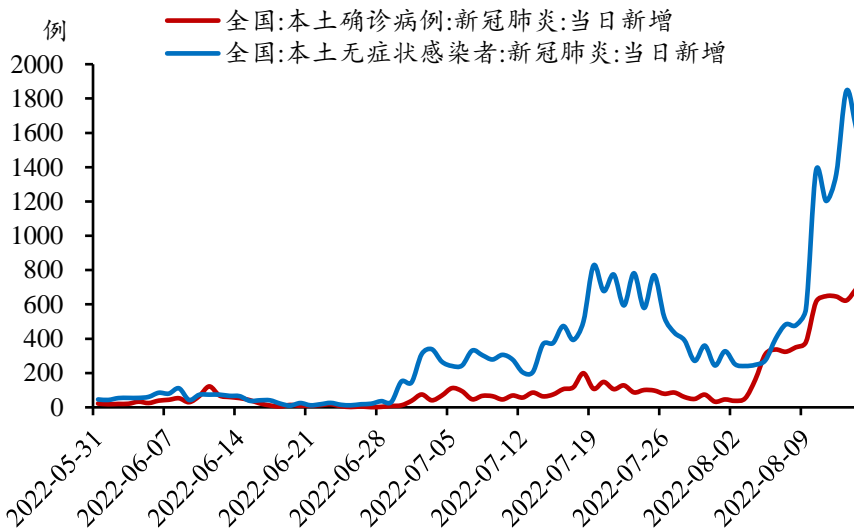
**一是疫情反弹。**7 月以来各省多点散发疫情，受影响较大的海南省多个市县实施全域静态管理，8 月份新增确诊病例进一步上升，对经济的扰动明显大于 6 月。

**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。

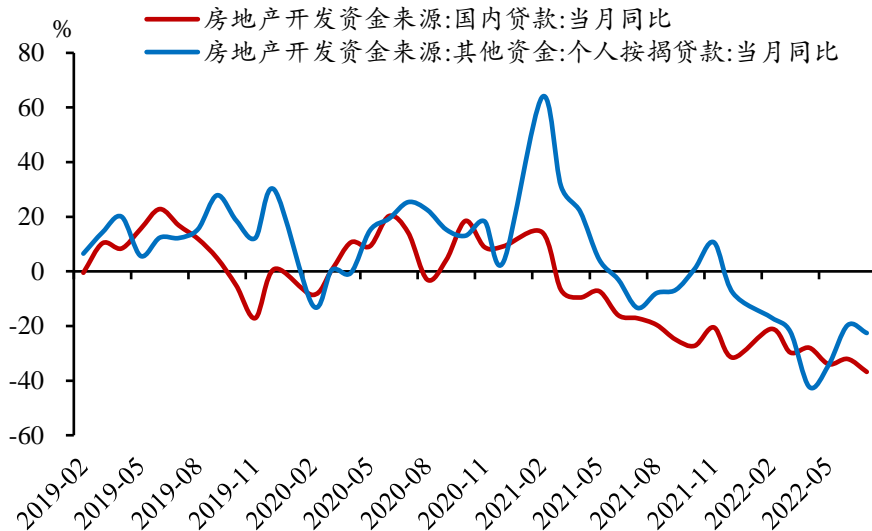
**三是经济主体预期仍弱。**7 月制造业 PMI 为 49%，重回荣枯线以下，产需指数均下滑，新订单指数和生产订单指数分别降至 48.5% 和 49.8%。7 月金融数据也出现了明显回调，新增信贷同比少增 4010 亿元，票据融资为唯一正增项，信贷结构仍较差。新增社融同比少增 3191 亿元，社融增速小幅回落 0.1 个百分点至 10.7%。

**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。

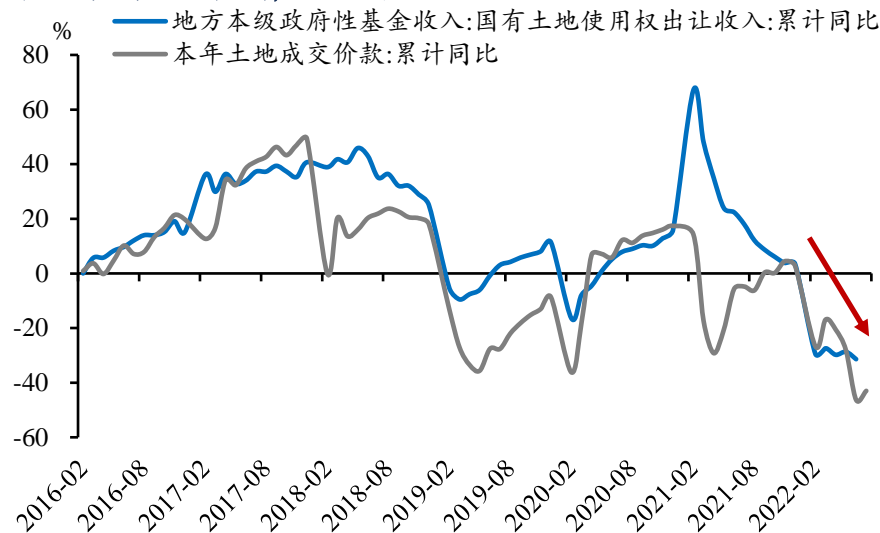
图 1：7 月以来各省多点散发疫情



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

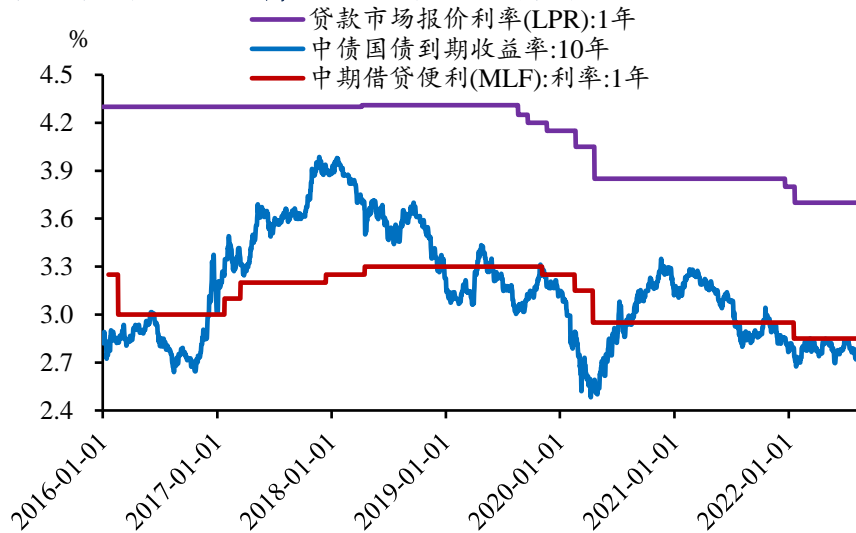
**图 2：信贷需求尤其是房贷需求依然较差**


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

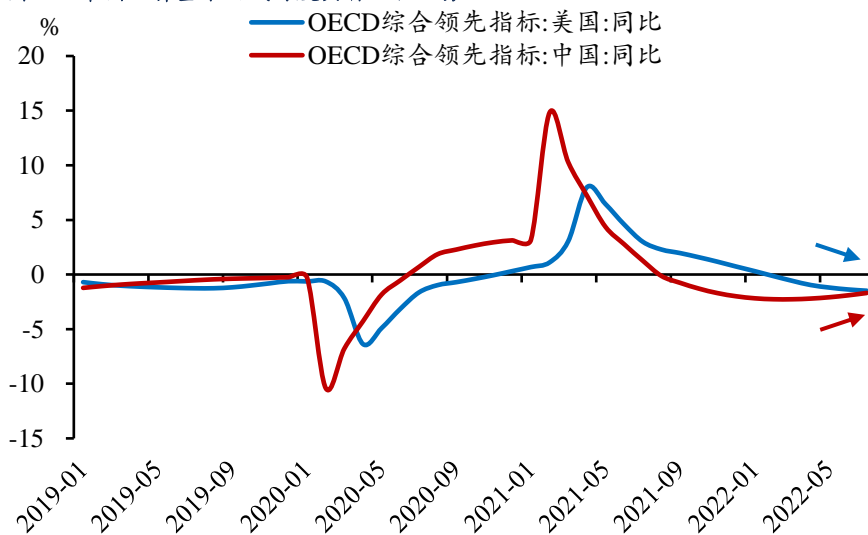
第三，本次政策利率下调后，LPR 相应下行将水到渠成。从“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的传导机制来看，央行为引导融资成本下行付出了大量努力，包括推行存款利率改革，引导银行降低利率高于 LPR 的贷款占比等。6 月份以来，市场对于再降 LPR 的预期持续落空，一大原因是银行面临息差压力较大，贷款利率较负债成本下降更快，难以推动 LPR 下调报价达到最低步长。本次下调 MLF 利率，将推动 LPR 下行一步到位，提振实体经济融资需求和稳住房地产市场。

**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

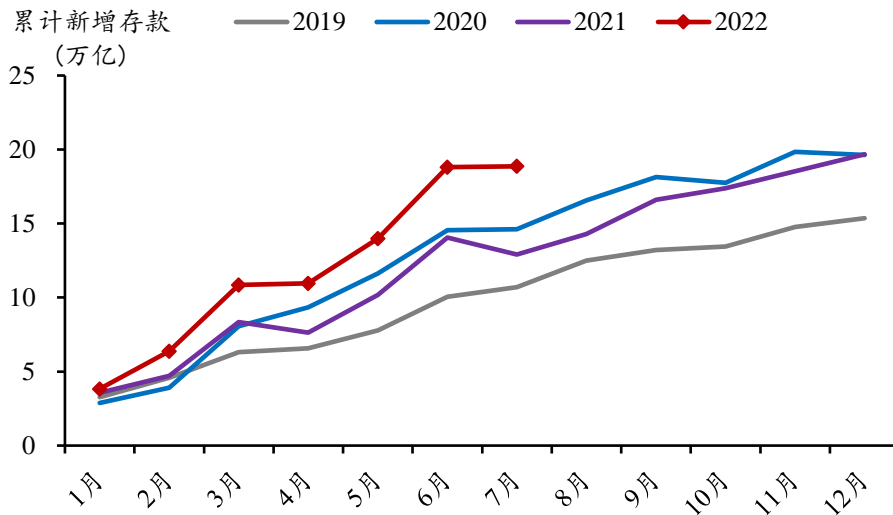
## 二、流动性宽松的故事仍将继续

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。

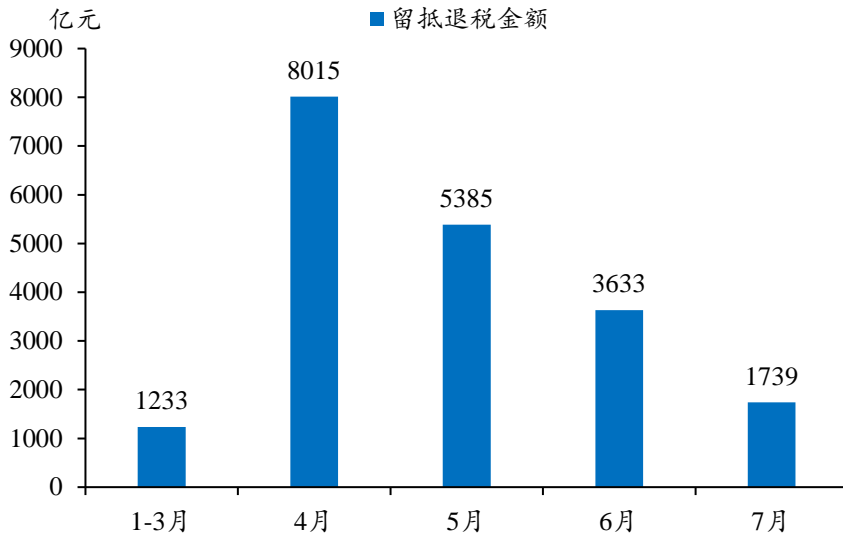
图6：今年1-7月新增存款明显高于往年



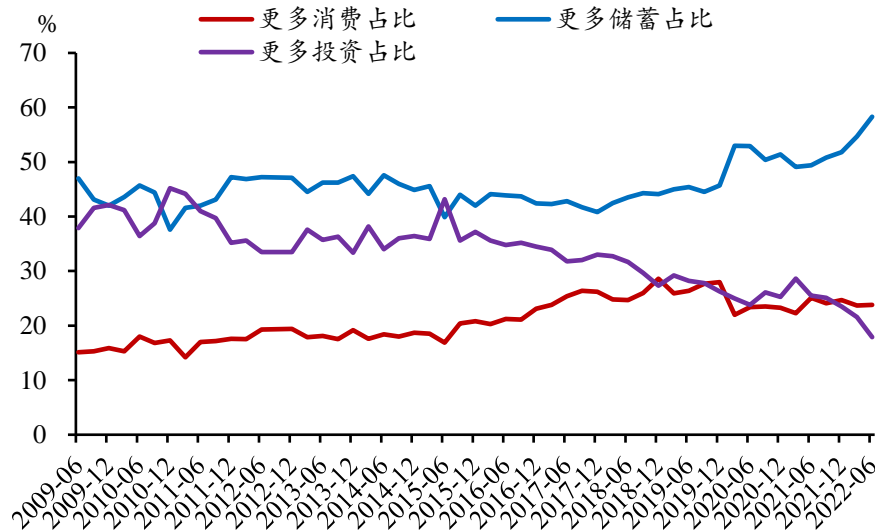
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**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

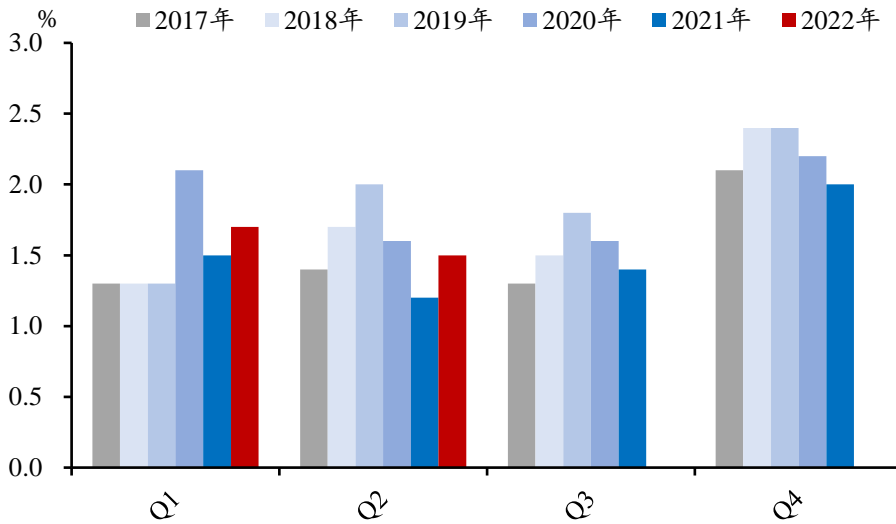
**图 8：居民储蓄意愿高企，更多投资占比明显下降**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

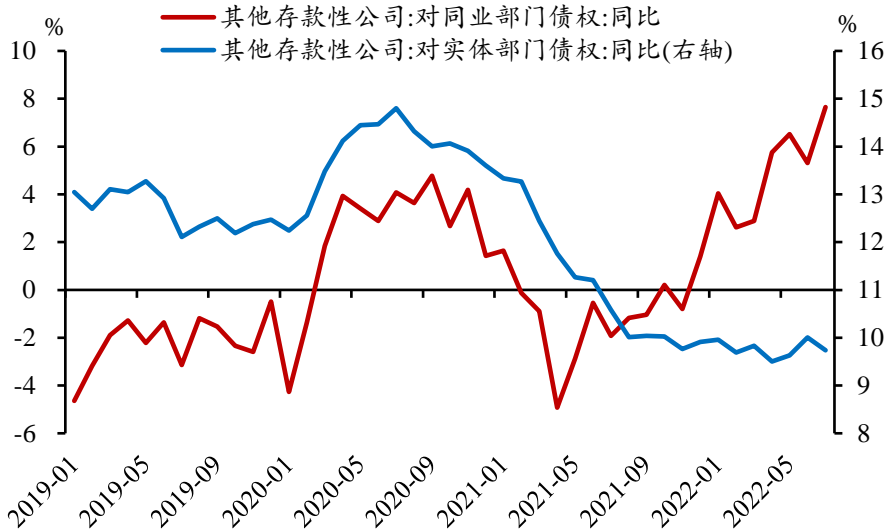
**存款上行能够全面改善银行流动性。**从量上看，企业、居民存款上升能够增加银行的主动负债，资产端存放央行款项增多，进而对超储形成补充。从监管指标上看，一般存款增加能够改善流动性相关指标，进一步解绑银行流动性约束，为开展同业投资业务创造空间。

**2022 年以来银行同业投资增长较快，是造成流动性量价指标背离的关键原因。**2022Q2 超储率为 1.5%，低于往年均值水平，没有呈现极松状态，说明银行并未将资金闲置。从资金投向上看，2022 年以来银行同业投资增长较快，截至 7 月末，其他存款性公司对同业债权同比增速为 7.7%，比去年全年增速回升 6.2 个百分点；对实体债权同比增速为 9.7%，比去年全年增速下降 0.2 个百分点。银行同业业务扩张时，对同业资产配置需求增加，推动货币市场资金利率下降（同业存单收益率、DR007 等），进一步造成了与政策利率的大幅偏离。

**下半年来看，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。

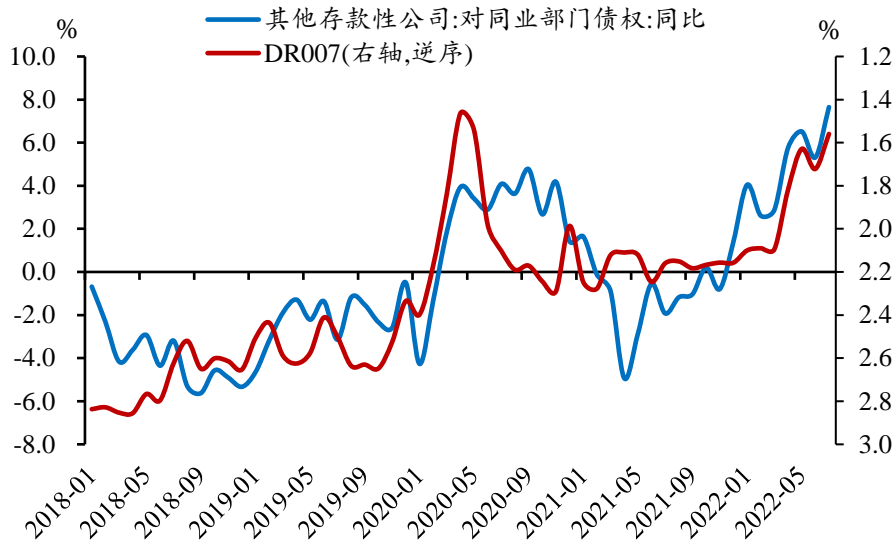
**图 9：2022Q2 超储率表现中规中矩**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

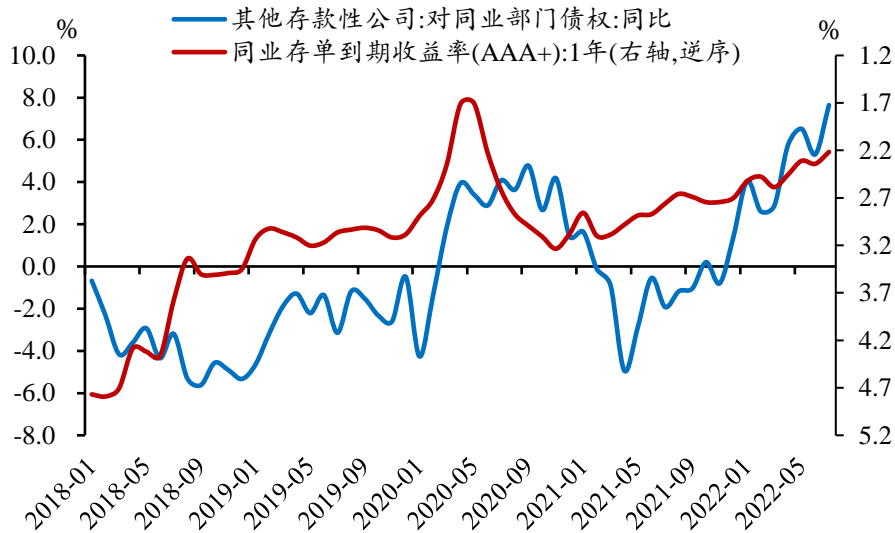
**图 10：2022 年以来银行同业投资增长较快**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



**图 11: 同业债权增速与 DR007 有较好拟合度**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 同业债权增速与同业存单利率有较好拟合度**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 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。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。