



Research and
Development Center

流动性变局的逻辑 ——基于存差和同业存单的视角

2022年9月8日

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

证券研究报告

宏观研究

深度报告

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

流动性变局的逻辑——基于存差和同业存单的视角

2022年9月8日

- **当前流动性有四大怪现象。**一是资金利率的低点似乎已经过去。4月以来,资金利率持续处于极低水平,8月中旬后一度边际上升。跨月期间资金利率波幅加大,月初再度回归相对低位。二是同业存单利率似乎正在磨底,8月15日央行降息之后,同业存单收益率低位徘徊。三是超储率表现中规中矩,并没有呈现极松状态。今年上半年财政支出力度加大,补充了流动性,但没有使超储率明显上升。四是银行存款明显高于往年,各项存款增速连续6个月回升,1-7月存款增量已超过2019年全年。
- **从存差视角理解流动性宽松。**金融去杠杆后,2022年尤其是4月份以来,存差再次大幅上升。回顾历史可以发现,存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松。其作用机制在于,存差上升能够补充银行的基础货币,还可以全面改善银行流动性监管指标。本轮存差上升对银行的投融资行为产生了显著影响,一级市场上银行对同业负债的依赖减弱,同业存单净融资额较低。二级市场上银行拥有了开展同业投资的更大空间,同业投资增长较快。
- **多项政策工具仍能发挥“补水”作用。**本轮存款高增,企业和住户的贡献最大。住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结果,企业存款多增则主要与留抵退税有关。年内留抵退税剩余1400亿,仍能补充流动性。市场重点关注的调增政策性银行信贷额度、开发性金融工具,对银行体系流动性的影响偏中性,但对商业银行流动性有改善作用。此外,下半年央行结构性货币政策工具剩余额度约为1.26万亿,能够在信贷需求修复的过程中,源源不断补充流动性。
- **流动性宽松能够持续多久?**年内银行间流动性趋于向常态水平回归,但收敛斜率较为缓慢,资金面或持续偏松。短期来看,高达5000亿专项债结存限额将在10月底前发行完毕,剩余月份MLF到期量较高,流动性边际收敛斜率或有所上行。中期来看,留抵退税将继续补充流动性,财政支出具有回补效应,8月以来疫情反弹,宽信用回升时点或延后。而即便是信贷需求显著修复,结构货币工具也能够作为缓冲垫,流动性快速收紧的风险不高。
- **在极松流动性环境中,2.8%是上行阻力位。**在宽松流动性环境中,国债收益率一般较低。将宽松流动性环境进一步细分为偏松和极松,历史经验显示,偏松环境下,2.8%是下行阻力位;极松环境下,2.8%是上行阻力位。
- **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、当前流动性的四大怪现象.....	4
二、从存差视角理解流动性宽松.....	7
2.1 自金融去杠杆以来，存差大幅上升现象再次出现.....	7
2.2 存差影响银行流动性的作用机制.....	11
2.3 存差上升对同业投融资的影响.....	12
三、流动性宽松的持续性.....	14
3.1 存款增长较快的来源.....	14
3.2 增值税留抵退税历史变迁.....	17
3.3 流动性展望.....	19
四、资产配置含义.....	22
风险因素.....	23

图目录

图 1: 资金利率的低点似乎已经过去.....	4
图 2: 同业存单利率似乎正在磨底.....	5
图 3: 超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态.....	5
图 4: 今年 1-7 月财政支出力度加大.....	6
图 5: 今年 1-7 月新增存款明显高于往年.....	6
图 6: 7 月 M2 增速高达 12%，M1 增速也呈现上升势头.....	7
图 7: 存差大幅上升现象再次出现.....	7
图 8: 2001-2011 年外汇占款快速上升，央行发行央票回笼流动性.....	8
图 9: 外汇占款推升存差的实务过程.....	8
图 10: 2012-2016 年间金融同业业务迅速扩张.....	9
图 11: 金融同业业务和购买政府债推升存差的实务过程.....	10
图 12: 2021 年下半年以来对政府债权增长较快.....	10
图 13: 2021 年下半年以来专项债发行节奏明显加快.....	11
图 14: 存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松.....	11
图 15: 商业银行流动性监管指标.....	12
图 16: 流动性监管指标中一般性存款和同业负债的计量差异.....	12
图 17: 2021 年下半年以来，多数银行流动性覆盖率明显改善.....	12
图 18: 2022 年以来同业存单净融资额较低.....	13
图 19: 2022 年以来银行同业投资增长较快.....	13
图 20: 同业债权增速与 DR007 有较好拟合度.....	14
图 21: 同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度.....	14
图 22: 相比本轮疫情前，住户存款和企业存款表现较好.....	15
图 23: 近几个月，住户存款明显同比多增.....	15
图 24: 近几个月，企业存款同比多增更加明显.....	16
图 25: 居民储蓄意愿创历史新高.....	16
图 26: 截至 8 月 15 日，已退付留抵退税 21364 亿元.....	17
图 27: 增值税留抵退税历史变迁.....	17
图 28: 增值税留抵退税重要政策文件一览.....	18
图 29: 年内还有留抵退税 1400 亿元的影响.....	19
图 30: 政策性银行发放贷款 8000 亿的影响.....	19
图 31: 商业银行承销政策性金融债 1000 亿的影响.....	20
图 32: 央行运用结构性货币政策工具的影响.....	20
图 33: 结构性货币政策工具情况表（截至 2022 年 6 月末）.....	21
图 34: 2020 年以来央行不断强化对结构性货币政策工具的使用.....	21
图 35: 在宽松流动性环境中，国债收益率一般较低.....	22
图 36: 在极松流动性环境中，2.8%是上行阻力位.....	23

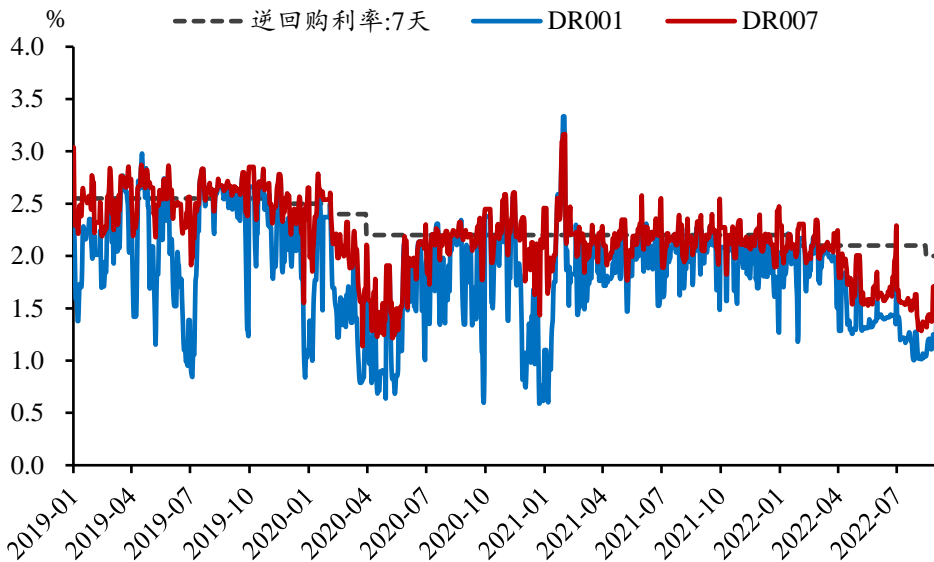
一、当前流动性的四大怪现象

怪现象之一：资金利率的低点似乎已经过去。

4月份以来，资金利率持续处于极低水平。今年1-3月，央行降息后国内政策进入一段酝酿期，期间DR007围绕7天逆回购利率波动，二者中枢基本持平。随后海外形势逐渐明朗，美联储确认开启紧缩周期，国内政策在两会定调的基础上开始落地，包括4月15日央行降准、推出4400亿元再贷款工具、上缴结存利润等。财政则是明确了全年专项债限额以及“靠前发力”的支出节奏，实施大规模留抵退税等举措。积极的财政与货币政策投放了足量基础货币，银行间流动性由偏松转为极松，进入4月份后，DR007持续低于7天逆回购利率。与此同时，DR001中枢也明显下降。

8月中旬之后，资金利率一度边际上升。7月下旬央行多次OMO缩量操作，8月以来连续采取20亿元的低额投放，均未引发资金利率上行。但8月15日央行降息后资金利率反而有所上行，尤其跨月期间资金利率波幅加大，7天逆回购利率较DR007差值一度收窄至28bp，较DR001差值一度收窄至52bp，双双创下7月初以来新低。9月初以来，资金利率再次回归相对低位。

图 1：资金利率的低点似乎已经过去

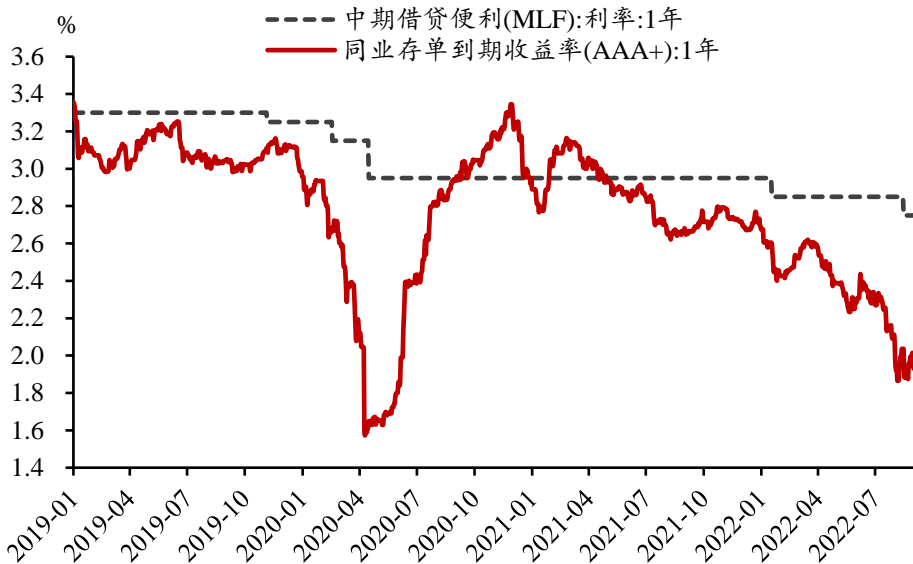


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

怪现象之二：同业存单利率似乎正在磨底。

同业存单利率前期持续低于MLF利率。按照央行一贯的调控框架，MLF利率为中期市场利率中枢，同业存单利率应围绕MLF利率波动，但过去一段时间，这一框架似乎已出现较长时间失灵。2021年5月至2022年3月，同业存单利率持续位于MLF利率下方，偏离幅度基本保持在30bp以内。4月份起同业存单利率开启一波下行，较MLF利率差值大幅走阔，8月初一度接近100bp。

同业存单利率似乎正在磨底。8月15日央行降息之后，同业存单收益率最低降至1.88%，随后回归至2%附近，仍然处在低位。

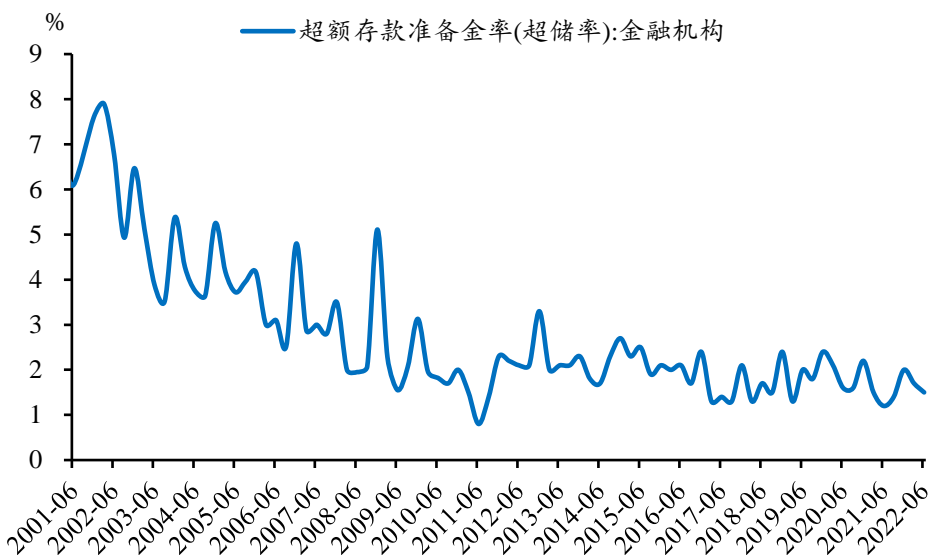
图 2：同业存单利率似乎正在磨底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

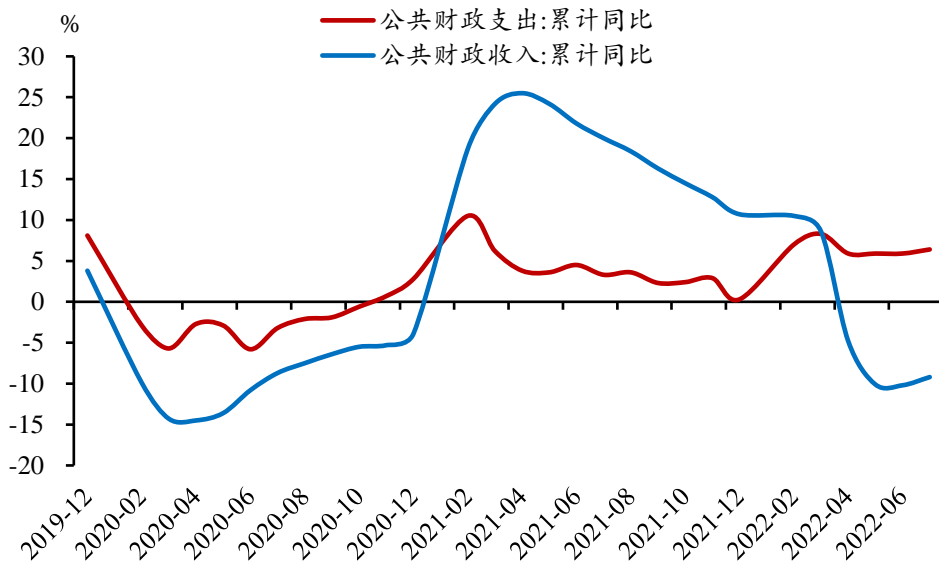
怪现象之三：超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态。

过去几年，超储率一般维持在 1.1%-2.4% 的区间。最紧时为 1.1%，最松时为 2.4%。今年一季度超储率为 1.7%，高于往年季节性，反映出流动性偏松。二季度为 1.5%，表现中规中矩，既不极松，也不极紧，与资金面所反映出的“流动性极松”相背离。

财政支出力度加大，有助于改善流动性，提高超储率。不仅是资金面，超储率对政策大规模投放基础货币的反映似乎也较为有限。今年 1-7 月，全国一般公共预算支出累计增速为 6.4%，收入累计增速为 -9.2%，财政存款同比少增 5483 亿元。从流动性补充机制上看，财政支出力度加大，存款向居民、企业部门转移，对于银行间流动性是净补充。但从结果上看，超储率并未明显上升。

图 3：超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

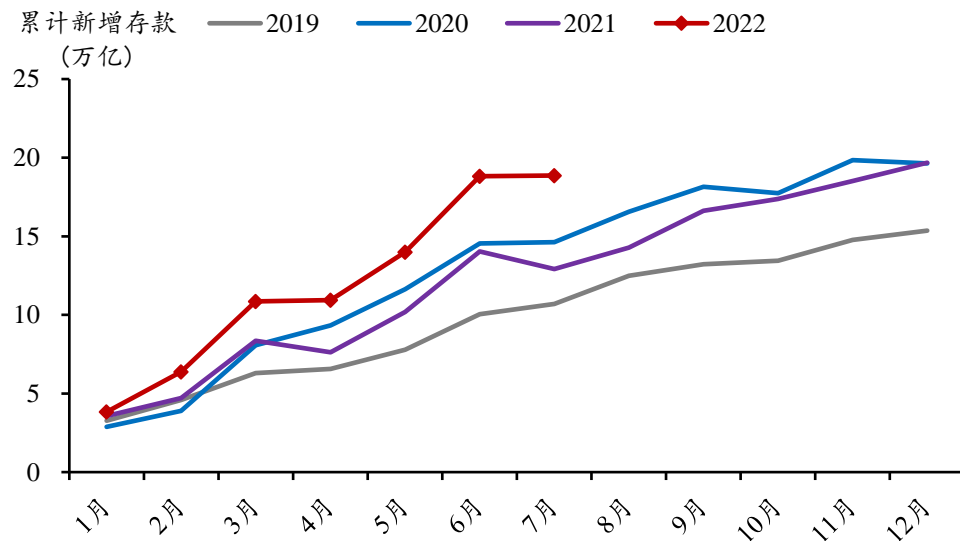
图 4：今年 1-7 月财政支出力度加大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

怪现象之四：银行存款明显高于往年。

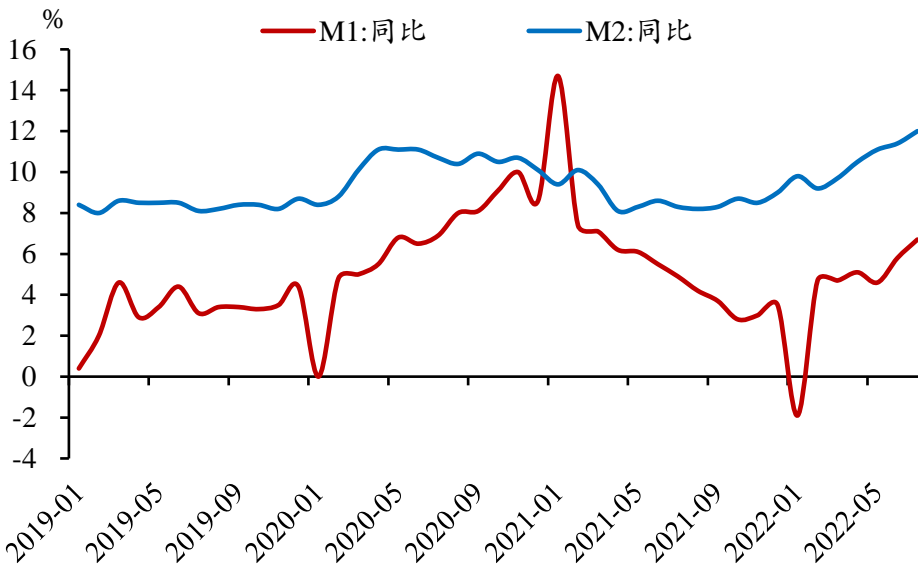
存款增速一路上升。截至 2022 年 7 月末，金融机构各项存款增速为 11.4%，连续 6 个月回升，比去年末提高 2.1 个百分点。7 月 M2 增速更是高达 12%，创下 2016 年以来最高。不仅如此，M1 也展现出上升势头，7 月增速录得 6.7%，连续 3 个月回升，似乎显示出资金活跃度有所回暖。

新增存款明显高于往年。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 6.0 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。

图 5：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

图 6：7 月 M2 增速高达 12%，M1 增速也呈现上升势头



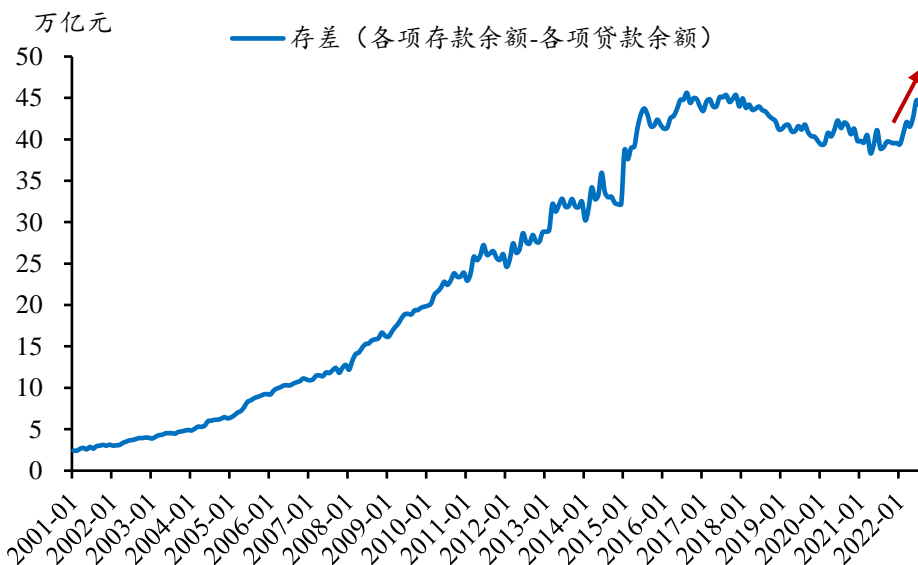
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、从存差视角理解流动性宽松

2.1 自金融去杠杆以来，存差大幅上升现象再次出现

存差一般是指金融机构存款余额减去贷款余额的差额。国际金融危机之前，存差经历过一个持续增长的阶段，2005Q4、2007Q1 货币政策执行报告均对存差做过专门论述。存差于 2016 年 8 月达到历史高点，金融去杠杆开启后，存差趋势性下降。然而，值得注意的是，2022 年以来尤其是 4 月份以来，存差再次大幅上升。

图 7：存差大幅上升现象再次出现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然存差的表达式中包含贷款余额，但存差变化与贷款数量的变化无关。根据贷款创造存款的原理，为客户提供贷款的同时也为其提供了相等数量的存款，银行资产方的贷款和负债方的存款同时增长，从而实现借贷相等。因此，贷款数量的多增与少增，会引起存款数量的相同变化，不影响存贷差额。

历史上存差走势分化背后的原因各不相同，分阶段来看：

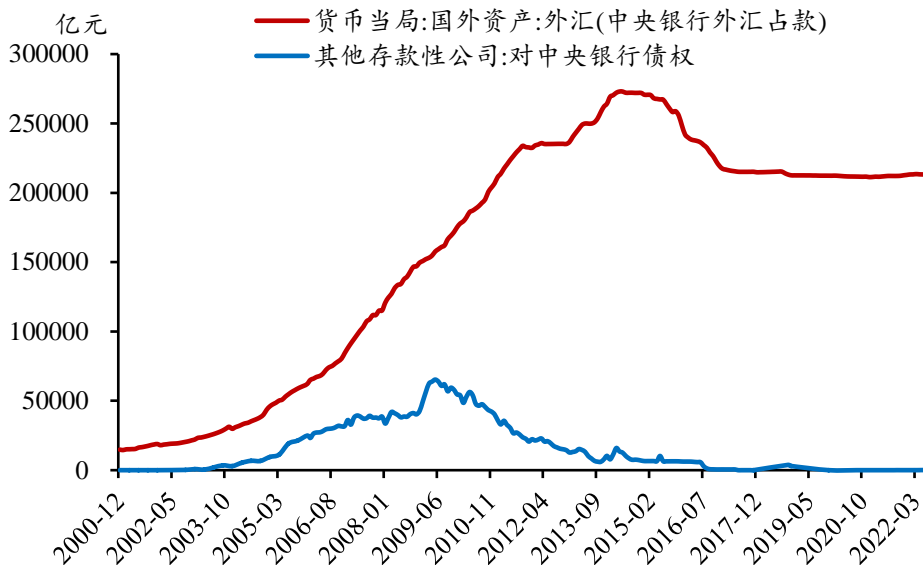
1、2001-2011年：外汇占款是存差形成的最主要原因

2001年中国加入世贸组织后，出口成为驱动经济增长的关键引擎，外汇占款开始快速上升。从银行的角度看，外汇占款是央行投放基础货币的重要渠道，出口企业取得外汇后向银行结汇换取人民币，银行资产方外汇增加、负债方存款增加；银行再向央行结汇时，仅资产方结构调整，外汇资产减少、存放央行款项增加，在这一过程中银行获得了本币流动性，形成了央行口径下的外汇占款。在外汇占款上升最快的时期，央行曾通过发行央票的方式来回笼流动性，对应银行资产方的“对央行债权”项，银行购买央票也仅调整资产结构（示例参见图9）。

整合上述环节，银行负债方存款增加，资产方贷款不变，存差上升。

2011年四季度起，随着中国经济增长动能向地产和基建转轨，外汇占款增长放缓。2015年下半年外汇占款开始回落，中途仅2013-2014年初对存差扩大有所贡献，2017年至今外汇占款基本保持稳定。

图 8：2001-2011年外汇占款快速上升，央行发行央票回笼流动性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：外汇占款推升存差的实务过程

商业银行资产负债表 (居民企业向银行结汇)	
资产	负债
外汇资产+1000亿 贷款(不变)	企业、居民存款+1000亿
商业银行资产负债表 (银行向央行结汇)	
资产	负债
外汇资产+500亿 存放央行款项+500亿 贷款(不变)	企业、居民存款+1000亿
商业银行资产负债表 (银行购买央行票据)	
资产	负债
外汇资产+500亿 存放央行款项+250亿 对央行债权+250亿 贷款(不变)	企业、居民存款+1000亿

资料来源: 信达证券研发中心

2、2012-2016 年：同业业务和非标融资推高存差

银行通过贷款以外渠道增配资产时，大多会推高存差。

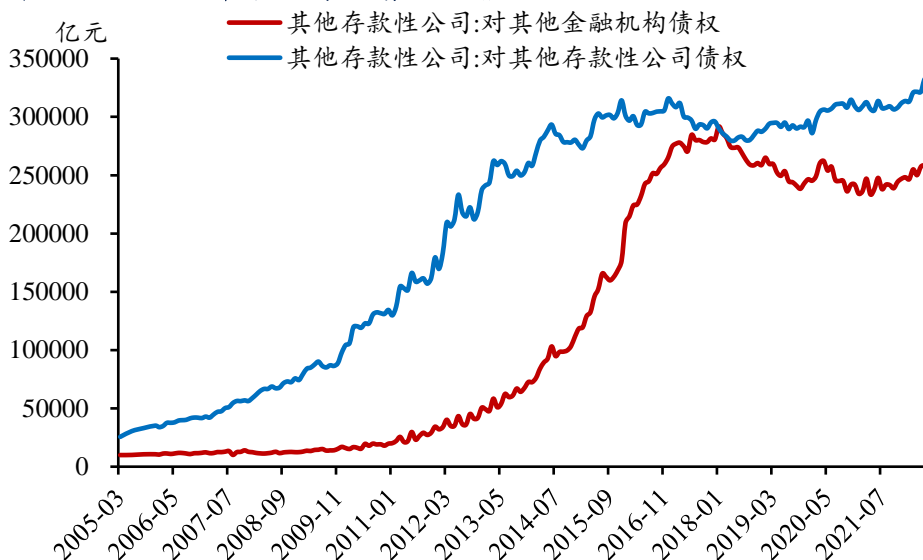
除贷款以外，银行资产端一是配置有对其他存款性公司债权，即银行同业业务，包括政策性金融债、同业存单、各类商业银行债等。该渠道不派生存款，不影响存差。

二是配置有对其他金融机构债权，即银行与非银金融机构（信托、保险、证券、基金、金融租赁、资产管理等）间的业务往来，包括债券投资、同业拆借、理财产品、资管计划等。2012-2016 年间非标融资兴起，银信合作、银证合作等快速发展，银行甚至可以通过购买信托计划、理财产品间接将资金配置贷款或投向城投、房地产等领域。该渠道中属于表内业务的部分派生非银存款，贷款不变，推高存差；属于表外业务的部分不引起银行资产负债表的变化，但实际上借由通道业务将金融体系资金投向实体，导致实体部门存款增多，推高存差。

三是配置有对政府债权，主要有国债和地方政府债。银行购买政府债时，资产端存放央行款项（超储）减少，对政府债权增加，负债端不变。政府发债筹得的资金直接进入中央国库，央行负债端政府存款增加、储备货币减少。政府存款体现在各项存款的统计口径中，上述过程贷款不变，推高存差。

2012-2016 年正是“影子银行”兴起的时期，金融同业业务和非标融资是推高存差最主要的原因。

图 10：2012-2016 年间金融同业业务迅速扩张



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：金融同业业务和购买政府债推升存差的实务过程
1、配置对其他金融机构债权

商业银行资产负债表	
资产	负债
对其他金融机构债权+1000亿 贷款（不变）	非银存款+1000亿

2、配置对政府债权

央行资产负债表	
资产	负债
	储备货币-1000亿 政府存款+1000亿

商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项-1000亿 对政府债权+1000亿 贷款（不变）	

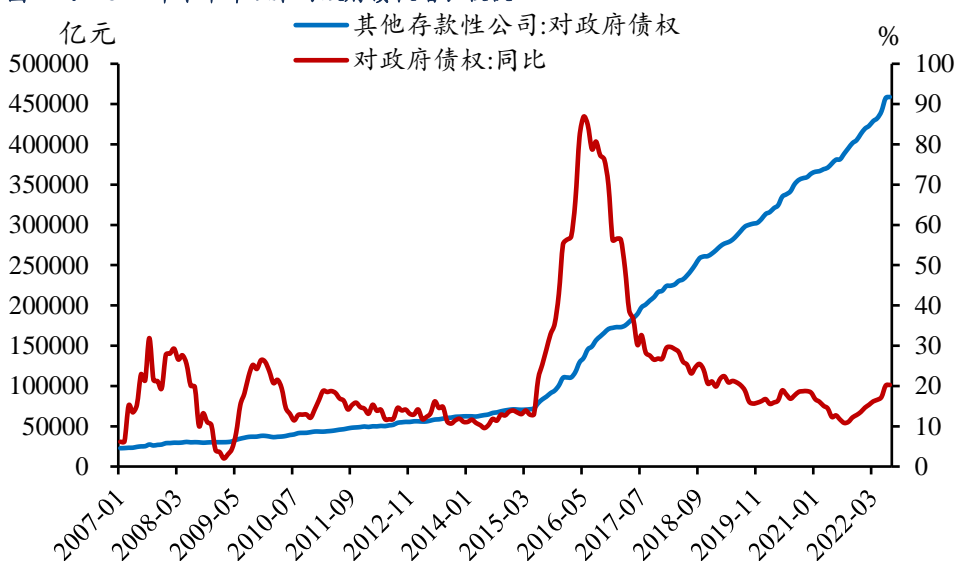
资料来源：信达证券研发中心

3、2017-2019 年：金融去杠杆开启，存差趋势性下降

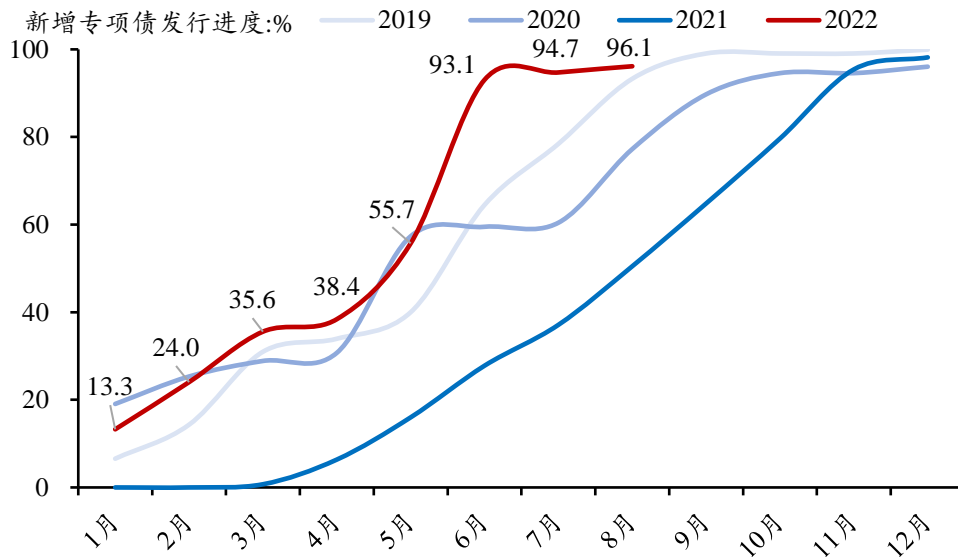
2017 年央行将表外理财纳入 MPA 考核，联合五部门发布资管新规及其配套细则，银监会发布银信 55 号文打击信托通道业务，金融去杠杆拉开大幕。除监管升级之外，央行同时还收紧了货币政策。参考图 10，2017 年开始“对其他金融机构债权”增长明显放缓，2018-2019 年规模收缩。受此影响，期间存差出现趋势性下降。

4、2020 年至今：政府债和同业投资增长较快，推高存差

2015 年起新《预算法》开始实施，地方政府债成为地方政府唯一合法合规的融资模式，地方债进入“自发自还”阶段，不再由财政部代替还本付息。地方债发行规模从此开始快速上升，2020 年新增专项债限额达 3.75 万亿，较 2019 年增加 1.6 万亿。2021 年下半年以来新增专项债发行进度明显加快，银行持有的对政府债权规模迎来了一波快速增长。此外同业投资有所扩张，对其他金融机构债权出现上升。

图 12：2021 年下半年以来对政府债权增长较快


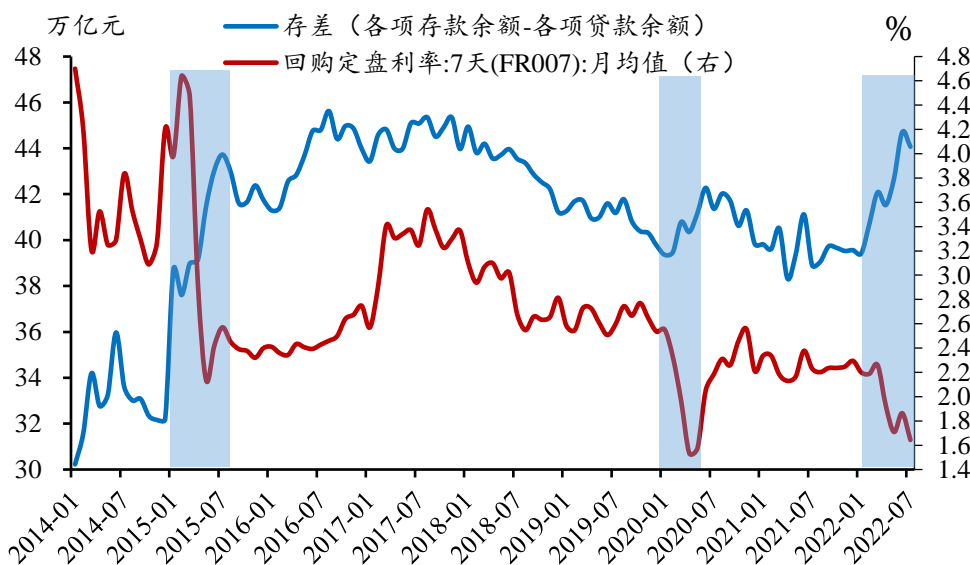
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：2021 下半年以来专项债发行节奏明显加快


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 存差影响银行流动性的作用机制

回顾历史可以发现，存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松。201412-201507，存差从 32.2 万亿扩大到 43.7 万亿，期间 FR007 从最高 4.6% 降至最低 2.1%。202002-202006，存差从 39.5 万亿扩大到 42.3 万亿，期间 FR007 从 2.3% 最低降至 1.5%。2022 年以来，存差从 39.4 万亿扩大到 44 万亿以上，期间 FR007 同样出现明显下降。

图 14：存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在经验规律背后，存差具有影响银行流动性的内在逻辑。

一是存款上升补充了银行的基础货币。如前文所述，存款上升增加银行负债，资产方存放央行款项增多，扣除一部分法定存款准备金后，剩余部分是超储，将直接补充银行体系流动性。

二是存差上升可以全面改善银行流动性风险监管指标。

流动性风险，是指商业银行无法以合理成本及时获得充足资金，用于偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正

常业务开展的其他资金需求的风险。《商业银行流动性风险管理办法》规定，流动性风险监管指标包括流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率。

分负债类型来看，一般存款增加改善流动性，同业负债增加恶化流动性。例如，流动性覆盖率中，零售和小企业客户的存款 30 天内现金流出折算率较低，仅为 3-10%。有业务关系的同业负债折算率为 3-25%，没有业务关系的同业负债比例直接提升至 100%，远高于一般性存款。根据上市银行披露的季度数据来看，2021 年下半年以来，多数银行的流动性覆盖率均有明显改善。

在存款增长较快（存差明显扩大）的背景下，一方面，银行拥有了更多稳定负债，对发行同业存单增加同业负债的依赖性减弱；另一方面，银行也拥有了开展同业投资业务的更大空间。

图 15：商业银行流动性监管指标

指标名称	适用范围	计算方法	最低监管标准
流动性覆盖率	资产规模2000亿及以上商业银行	合格优质流动性资产 ÷ 未来30天现金净流出量	不低于100%
净稳定资金比例	资产规模2000亿及以上商业银行	可用的稳定资金 ÷ 所需的稳定资金	不低于100%
流动性比例	所有商业银行	流动性资产余额 ÷ 流动性负债余额	不低于25%
流动性匹配率	所有商业银行	加权资金来源 ÷ 加权资金运用	不低于100%
优质流动性资产充足率	资产规模小于2000亿的商业银行	优质流动性资产 ÷ 短期现金净流出	不低于100%

资料来源：《商业银行流动性风险管理办法》，信达证券研发中心

图 16：流动性监管指标中一般性存款和同业负债的计量差异

指标名称	一般性存款计量	同业负债计量	同业负债替代一般性存款对指标的影响
流动性覆盖率 (LCR)	30天内现金流出折算率：零售存款3%-10%；小企业客户存款3%-10%	30天内现金流出折算率：业务关系存款3%-25%；非业务关系的同业存款100%	拉低
净稳定资金比例 (NSFR)	可用稳定资金系数：1年以内的零售和小企业客户存款90%-95%；非金融企业客户提供的剩余期限小于1年的有担保和无担保融资50%	可用稳定资金系数：业务关系存款50%；非业务关系同业存款：6个月-1年，50%；小于6个月，0%	拉低
流动性匹配率 (LMR)	加权资金来源折算率：1年以内的各项存款50%-100%	加权资金来源折算率：1年以内的同业存款0-30%	拉低
优质流动性资产充足率 (HQLAAR)	可能现金流出：一般性存款：零售与小企业8%；大中型企业存款和机构存款35%	可能现金流出：结算目的的同业存款25%；其他同业业务100%	拉低

资料来源：杨文勇等 (2021)，《商业银行流动性风险管理办法》，信达证券研发中心

图 17：2021 年下半年以来，多数银行流动性覆盖率明显改善

单位：%	工商银行	中国银行	建设银行	农业银行	招商银行	兴业银行	平安银行	中信银行	民生银行
2021-06	113.67	127.51	134.20	127.30	138.24	150.60	123.94	117.31	130.65
2021-09	111.24	124.62	134.87	127.90	144.11	182.61	111.24	133.21	129.75
2021-12	112.20	127.61	134.70	121.10	164.82	138.86	103.52	146.59	133.42
2022-03	110.68	132.30	136.06	125.60	175.32	125.58	113.61	124.14	139.78
2022-06	119.33	132.59	138.78	135.50	167.65	131.23	111.45	130.21	133.47
2022Q2同比	+5.66	+5.08	+4.58	+8.20	+29.41	-19.37	-12.49	+12.9	+2.82

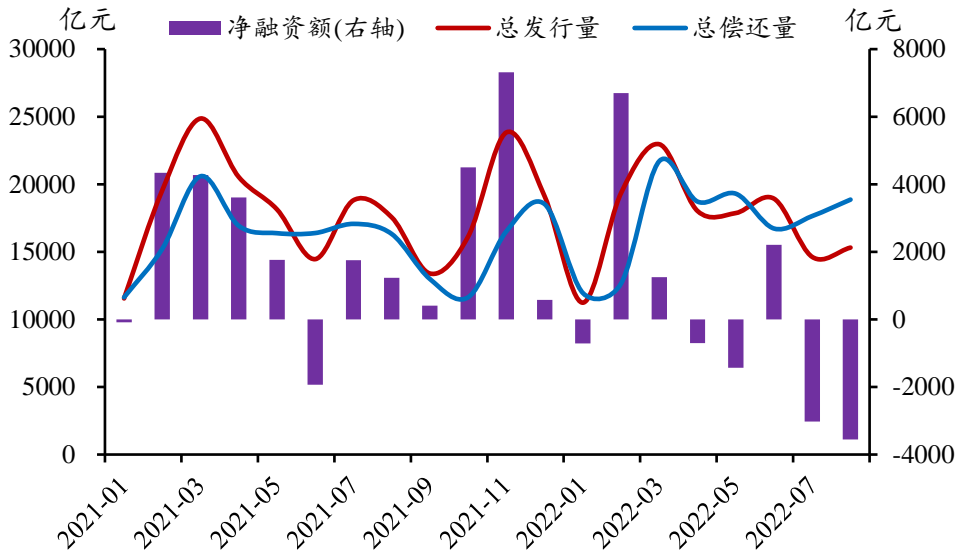
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3 存差上升对同业投融资的影响

存差上升对一级市场的影响——2022 年以来同业存单净融资额较低。在存差扩大背景下，银行拥有的稳定负债增加，因此对发行同业存单增加同业负债的依赖减弱。反映到一级市场上，2022 年以来同业存单净融资额较低。2022 年 1-8 月，同业存单总发行量为 13.83 万亿，总偿还量为 13.76 万亿，净融资额仅为 729.7 亿。去年同期净融资额为 1.5 万亿。

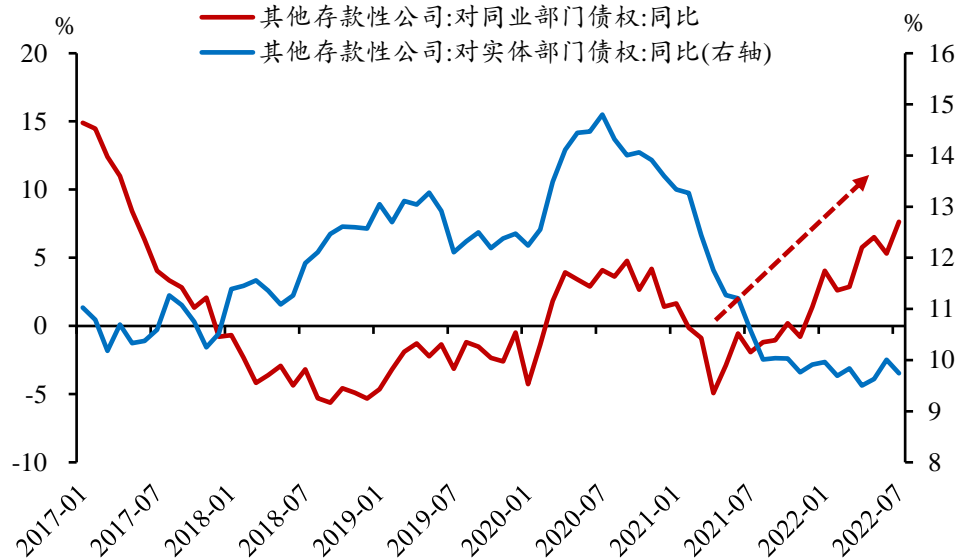
存差上升对二级市场的影响——2022 年以来银行同业投资增长较快。在存差扩大背景下，银行的流动性监管指标改善，从而拥有了开展同业投资业务的更大空间。反映到二级市场上，2022 年以来银行同业投资增长较快。截至 2022 年 7 月，其他存款性公司对同业债权同比增速为 7.6%，比去年全年增速回升 6.2 个百分点；对实体债权同比增速为 9.7%，比去年全年增速回落 0.2 个百分点。

图 18：2022 年以来同业存单净融资额较低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：2022 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

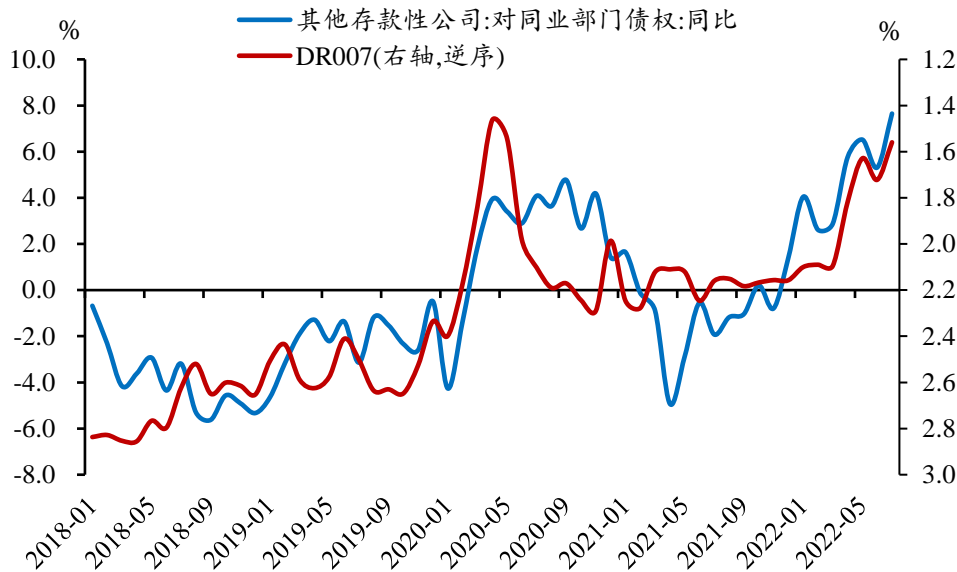
同业投资与市场利率有较好的相关关系。

一是同业债权增速与 DR007 有较好拟合度。当流动性宽松时，金融机构同业业务扩张面临流动性软约束；反之当

流动性紧张时，金融同业业务扩张则面临紧约束。复盘历史，银行同业债权增速与 DR007 具有较好拟合度，资金利率较低时，银行间流动性偏松，对应同业债权增速抬升。资金利率较高时，银行间流动性偏紧，对应同业债权增速下行。

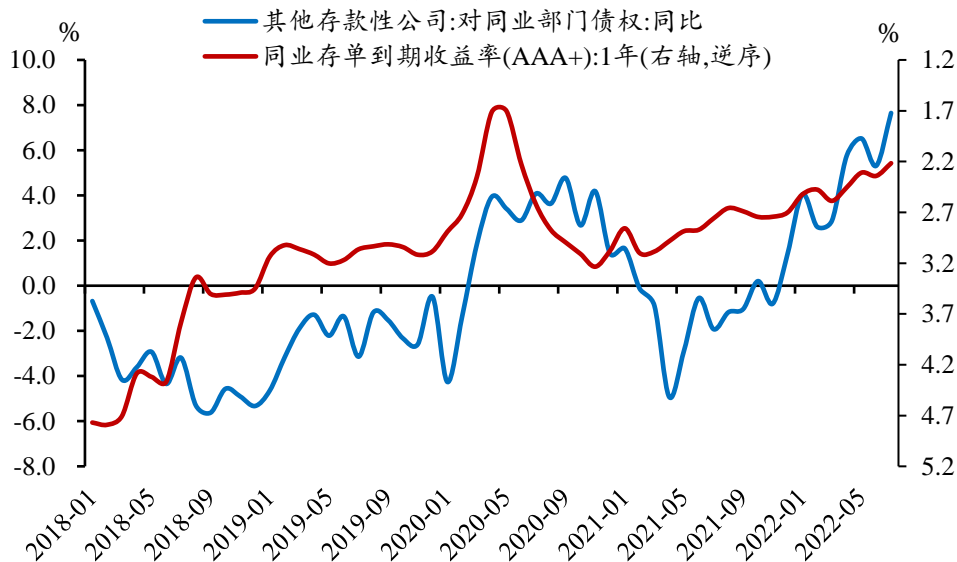
二是同业债权增速与同业存单收益率也有较好拟合度。银行同业业务扩张时，对同业存单配置需求增加，推动同业存单收益率下降。银行同业业务收缩时，对同业存单配置需求下降，推动同业存单收益率上升。复盘历史，银行同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度。本轮同业存单收益率与 MLF 利率的大幅背离，一方面是存差上升，银行降低了对同业负债的需求，同业存单供给减少。另一方面是基础货币供给充裕，流动性监管指标全面改善，银行增加了对同业存单等同业资产的配置需求。供需错配之下，今年 4 月份以来同业存单收益率持续走低。

图 20：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 21：同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度



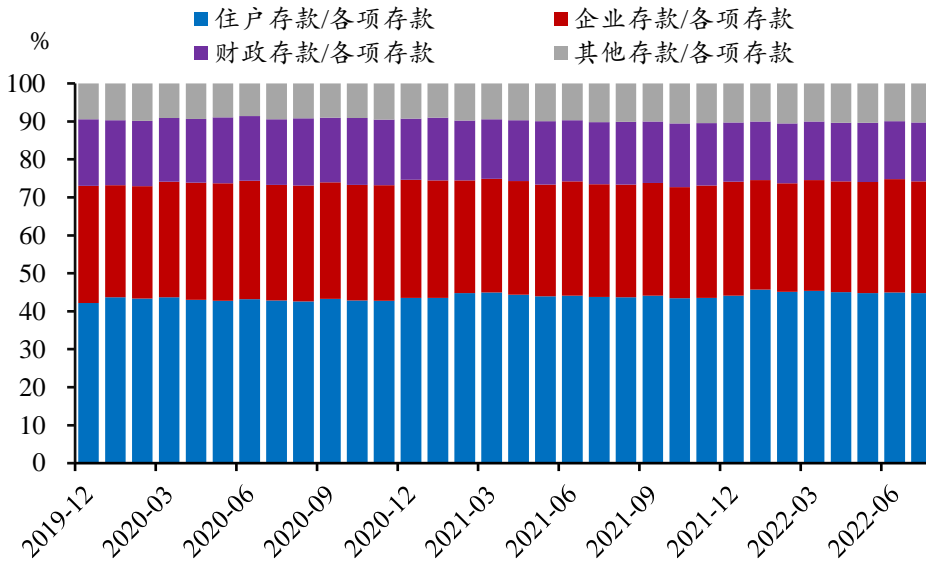
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、流动性宽松的持续性

3.1 存款增长较快的来源

从存款结构上看，企业和住户存款的占比最高。截至7月末，住户存款在各项存款中占比为44.80%，比本轮疫情前的2月末下降了0.31个百分点。企业存款占比为29.40%，比本轮疫情前的2月末提高了0.78个百分点。财政存款占比为15.49%，比本轮疫情前的2月末下降了0.23个百分点。其他存款占比为10.31%，比本轮疫情前的2月末下降了0.24个百分点。

图 22：相比本轮疫情前，住户存款和企业存款表现较好

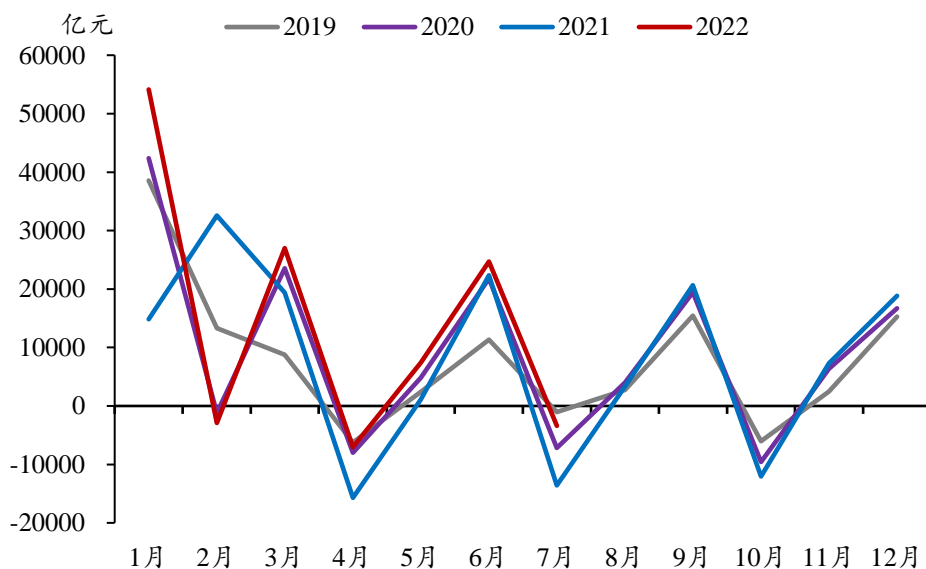


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

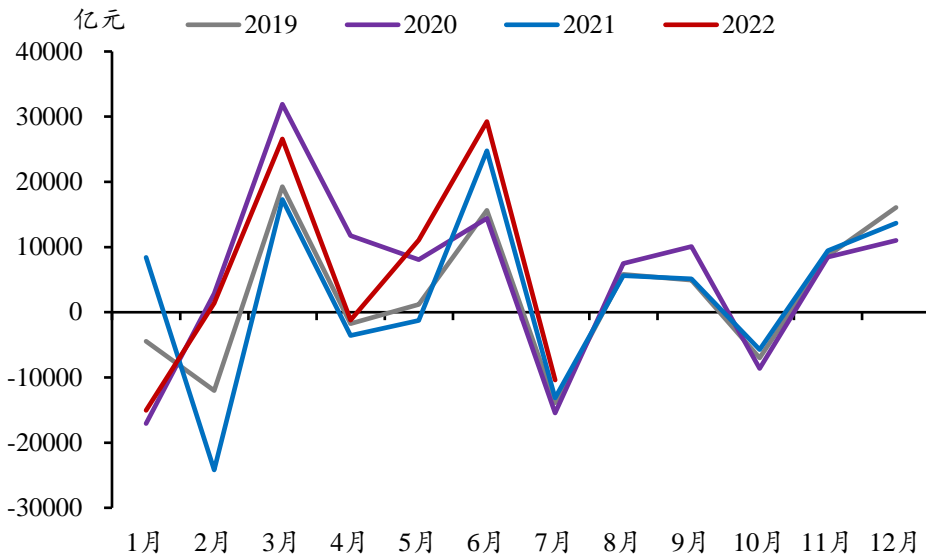
注: 本图中财政存款含机关团体存款和财政性存款; 其他存款含非银存款和境外存款。

从新增存款上看，企业和住户存款的贡献最大。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6.0万亿。其中住户存款累计新增10万亿，同比多增3.9万亿，多数月份的增幅都明显高于季节性。企业存款累计新增4.2万亿，同比多增3.3万亿，5-7月增幅显著高于季节性。

图 23：近几个月，住户存款明显同比多增



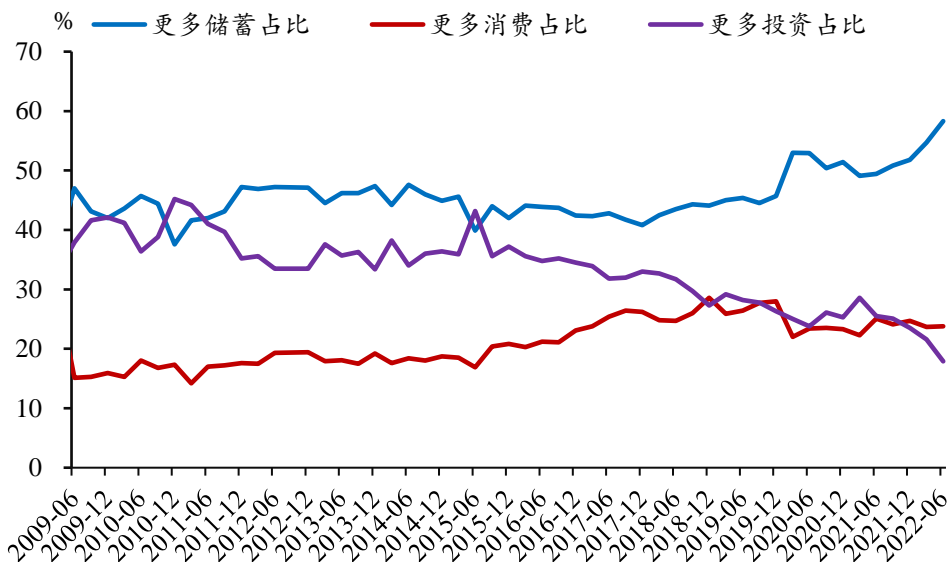
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：近几个月，企业存款同比多增更加明显


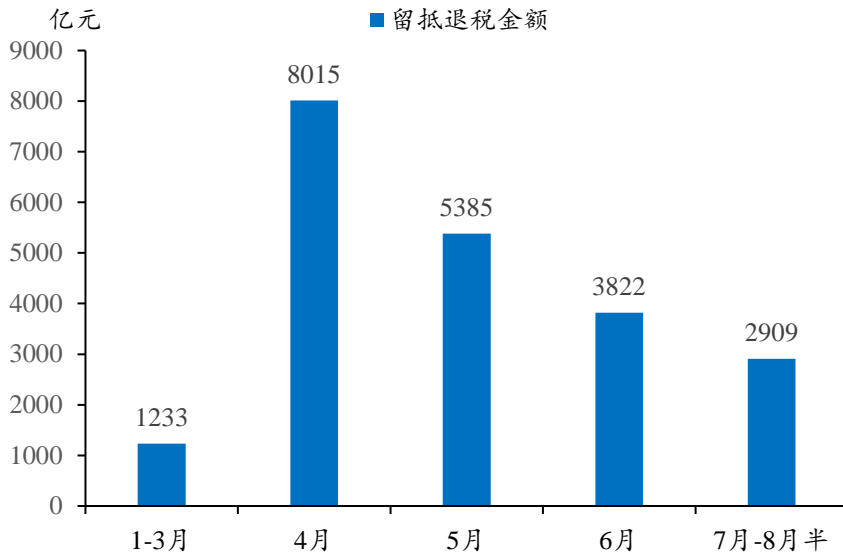
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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，更多消费占比也有一定程度下滑。疫情期间居民储蓄意愿上升已有先例可循，与居民避险情绪升温、增加预防性储蓄等因素有关。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。

留抵退税推动企业存款高增。据税务总局数据，截至 8 月 15 日，今年已累计有 21364 亿元留抵退税款退付到纳税人账户，已超去年全年退税规模（6364 亿元）的 3 倍。从退税机制上看，留抵退税能够直接增加企业银行账户的存款，有助于改善现金流。今年 5 月份开始 M1 增速触底回升，市场一度解读为企业预期好转、资金活跃度提升，实际上真正原因是留抵退税，大规模留抵退税政策自今年 4 月 1 日开始实施。

图 25：居民储蓄意愿创历史新高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：截至 8 月 15 日，已退付留抵退税 21364 亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 增值税留抵退税历史变迁

2018 年以前，我国对期末留抵税额主要采取结转下期抵扣的处理方式。我国实行增值税留抵制度，若企业增值税进项税额大于销项税额，则不对其进行增值税退税，而是将进项与销项的差额留到下一期继续抵扣，这一部分差额就是留抵税额。**2018 年 6 月**我国开始试行一次性退存量的留抵退税制度。主要涉及装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电网企业，退税上限为 2017 年底期末留抵税额。

2019 年以来留抵退税制度进一步建立。一大重大进展是开始试行退增量留抵税额，且后续将先进制造业的退税比例由 60% 提升至 100%。2019 年 10 月开始对民航相关企业退增量、一次性退存量。2020 年对防疫重点保障物资生产企业 100% 退增量。

2022 年大力改进增值税留抵退税制度，实行购进退税改革。购进退税是指，留抵税额不再等企业生产销售后再去抵扣，而是对购进环节产生的进项增值税就进行退办，这就是财政部、国税总局多次强调“提前退付”的由来。除此之外，2022 年大幅扩围退税行业，包括小微企业、制造业“1+4+1”行业、批零等 7 个行业等，力度空前。

图 27：增值税留抵退税历史变迁

2018 年前：增值税留抵税额结转下期抵扣

2019-2021 年：小范围试点增值税留抵退税

先进制造业增量：100% 退税

防疫重点保障物资生产企业增量：100% 退税

2022 年：大规模实施增值税留抵退税

小微企业（符合条件）增量：100% 退税（4 月 1 日起实施按月退还）

小微企业（符合条件）存量：一次性退还（6 月底前全部退还）

制造业等行业（“1+4+1”行业）增量：100% 退税（4 月 1 日起实施按月退还）

制造业等行业（“1+4+1”行业）存量：一次性退还（6 月底前集中退还）

批零等 7 个行业增量：100% 退税（7 月 1 日起实施按月退还）

批零等 7 个行业存量：一次性退还（7 月 1 日起申请）

 资料来源: 国务院、财政部、国税总局政策文件, 信达证券研发中心

注：“1+4+1”行业即制造业，科学研究和技术服务业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，软件和信息技术服务业，生态保护和环境治理业，交通运输、仓储和邮政业；批零等 7 行业即“批发和零售业”、“农、林、牧、渔业”、“住宿和餐饮业”、“居民服务、修理和其他服务业”、“教育”、“卫生和社会工作”和“文化、体育和娱乐业”。

图 28：增值税留抵退税重要政策文件一览

文件名称	时间	发布部门	主要内容
《关于2018年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知》	2018年6月27日	财政部 税务总局	2018年对部分行业增值税期末留抵税额予以退还 ，包括装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电网企业。 退还税额以纳税人2017年底期末留抵税额为上限 ，退还比例不固定，以具体测算方法为准。
《关于深化增值税改革有关政策的公告》	2019年3月20日	财政部 税务总局 海关总署	自2019年4月1日起， 试行增值税期末留抵税额退税制度 。符合条件的纳税人，可以向主管税务机关申请退还 增量留抵税额（可以向主管税务机关申请退还增量留抵税额） 。 退还比例：允许退还的增量留抵税额=增量留抵税额×进项构成比例×60% 。
《关于明确部分先进制造业增值税期末留抵退税政策的公告》	2019年8月31日	财政部 税务总局	公告所称 先进制造业 纳税人，是指生产并销售非金属矿物制品、通用设备、专用设备及计算机、通信和其他电子设备销售额占全部销售额的比重超过50%的纳税人。 退还比例：允许退还的增量留抵税额=增量留抵税额×进项构成比例 。
《关于民用航空发动机、新支线飞机和大型客机税收政策的公告》	2019年10月8日	财政部 税务总局	自2018年1月1日起至2023年12月31日止，对纳税人从事大型民用客机发动机、中大功率民用涡轴涡桨发动机研制项目而形成的增值税期末留抵税额予以退还。自2019年1月1日起至2020年12月31日止，对纳税人因生产销售新支线飞机而形成的增值税期末留抵税额予以退还，对从事大型客机研制项目而形成的增值税期末留抵税额予以退还。
《新冠肺炎疫情防控税收优惠政策指引》	2020年2月6日	财政部 税务总局	对疫情防控重点保障物资生产企业全额退还增值税增量留抵税额 。增量税额是指与2019年12月底相比。
《关于明确先进制造业增值税期末留抵退税政策的公告》	2021年4月23日	财政部 税务总局	自 2021年4月1日起 ，符合条件的纳税人可以自5月及以后申请退还 增量留抵税额 。 先进制造业范围扩充为：产并销售非金属矿物制品、通用设备、专用设备、计算机、通信和其他电子设备、医药、化学纤维、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电气机械和器材、仪器仪表销售额占全部销售额的比重超过50%的纳税人。增量留抵税额是指与2019年3月31日相比 。 退还比例：允许退还的增量留抵税额=增量留抵税额×进项构成比例 。
《关于进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度的公告》	2022年3月21日	财政部 税务总局	将先进制造业按月全额退还增值税增量留抵税额政策范围扩大至符合条件的小微企业（含个体工商户），并 一次性退还小微企业存量留抵税额 。将先进制造业退还增量留抵税额政策范围扩大至符合条件的 制造业等行业企业（含个体工商户） ，并 一次性退还制造业等行业企业存量留抵税额 。符合条件的制造业等行业企业，从2022年4月起申请退还增量；符合条件的制造业等行业中型企业，从2022年7月起申请退还存量；符合条件的制造业等行业大型企业，可以从2022年10月起申请退还存量。 存量退税上限为2019年3月底期末留抵税额。退还比例：存量、增量均为100% 。
增值税留抵退税国务院政策例行吹风会	2022年3月23日	国务院 财政部	财政部副部长许宏才“今年实施的留抵退税政策改为了购进退税，不再等企业产生销售之后再抵扣，就是购进设备的时候，购完了之后不等你销售，税务部门就把前面购进的进项增值税就办退税了。这叫提前退付，也就是说时间上提前了。”
《关于扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围的公告》	2022年6月7日	财政部 税务总局	制造业等行业按月全额退还增量、一次性退还存量留抵税额的政策范围， 扩大至：批发和零售业、农、林、牧、渔业、住宿和餐饮业、居民服务、修理和其他服务业、教育、卫生和社会工作和文化、体育和娱乐业（简称批发零售业）企业。2022年7月1日起执行 。

资料来源：国务院、财政部、国税总局政策文件，信达证券研发中心

3.3 流动性展望

1、年内留抵退税仍可补充流动性 1400 亿元

2022 年 3 月 23 日，国务院政策例行吹风会召开，明确全年增加约 1.5 万亿元留抵退税。6 月 1 日国常会进一步追加额度，新增 1400 多亿元留抵退税，要在 7 月份退到位。2021 年全年留抵退税规模约为 6364 亿元，今年预计增加 1.64 万亿元，故今年全年留抵退税预计为 22764 亿元，截至 8 月 15 日已退 21364 亿元，年内还有 1400 亿元。

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。

图 29：年内还有留抵退税 1400 亿元的影响

商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项+1400亿 贷款（不变）	企业存款+1400亿

资料来源：信达证券研发中心

2、调增政策性银行信贷额度可改善商业银行流动性

6 月初，国常会提出调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，重点支持基础设施建设。

政策性银行自身不吸收存款，其发放贷款所派生的存款主要被其他商业银行所吸收。政策性银行主要通过发放金融债的方式筹集信贷资金，投放贷款时同样需要消耗基础货币。对于商业银行而言，存款增加，又补充了基础货币。因此从整个银行体系来看，调整政策性银行信贷额度对整个银行体系流动性影响偏中性。但将政策性银行、商业银行分开来看，信贷风险等主要由政策性银行承担，但对后者具有一箭双雕的好处，一方面能够补充商业银行基础货币，另一方面将使商业银行存差扩大。

图 30：政策性银行发放贷款 8000 亿的影响

政策性银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项-8000亿 贷款+8000亿	

商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项+8000亿 贷款（不变）	企业存款+8000亿

资料来源：信达证券研发中心

3、商业银行承销政策性金融债影响中性

6 月底，国常会提出运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥。8 月下旬，国常会决定对政策性开发性金融工具再增加 3000 亿元以上额度。

商业银行参与承销政策性金融债，会增加政策性银行基础货币，但会消耗商业银行基础货币。总体看，商业银行承销政策性金融债，对银行间流动性影响为中性。

图 31：商业银行承销政策性金融债 1000 亿的影响

政策性银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项+1000亿	对商业银行负债+1000亿

商业银行资产负债表	
资产	负债
对政策性银行债权+1000亿 存放央行款项-1000亿 贷款（不变）	

资料来源：信达证券研发中心

4、结构性货币政策工具将继续兜底流动性

信贷需求修复的过程中，结构性货币政策工具能够源源不断补充流动性。2020 年以来，央行不断加强对于结构性货币政策工具的使用。从使用机制上看，大多数阶段性工具都采用“先贷后借”的方式，央行支持比例为 60%-100%不等。对于商业银行而言，投放贷款需要消耗基础货币，但只要符合投向要求，就可以向央行申请对应的再贷款或政策工具，再补充基础货币。且这一部分资金成本较低，碳减排支持工具工具和今年以来推出的新型再贷款工具的资金利率均为 1.75%，大幅低于 2.75%的 1 年期 MLF 利率。

下半年剩余的工具额度约为 1.26 万亿。8 月 19 日央行发布《结构性货币政策工具介绍》，详细披露了额度、余额、资金利率、名称分类等工具细节。数据显示，下半年结构工具剩余额度约为 1.26 万亿，包括 3400 亿的科创、普惠养老、交通物流再贷款（7 月 1 日开始申请使用），2643 亿煤炭专项再贷款，6173 亿碳减排支持工具，和 356 亿普惠小微贷款支持工具。除此之外，包括支农、支小再贷款和再贴现在内的长期性工具也将继续使用，2020 年以来，长期性工具的使用力度明显加大（如图 34）。

图 32：央行运用结构性货币政策工具的影响

央行资产负债表	
资产	负债
对商业银行债权+1000亿	储备货币+1000亿

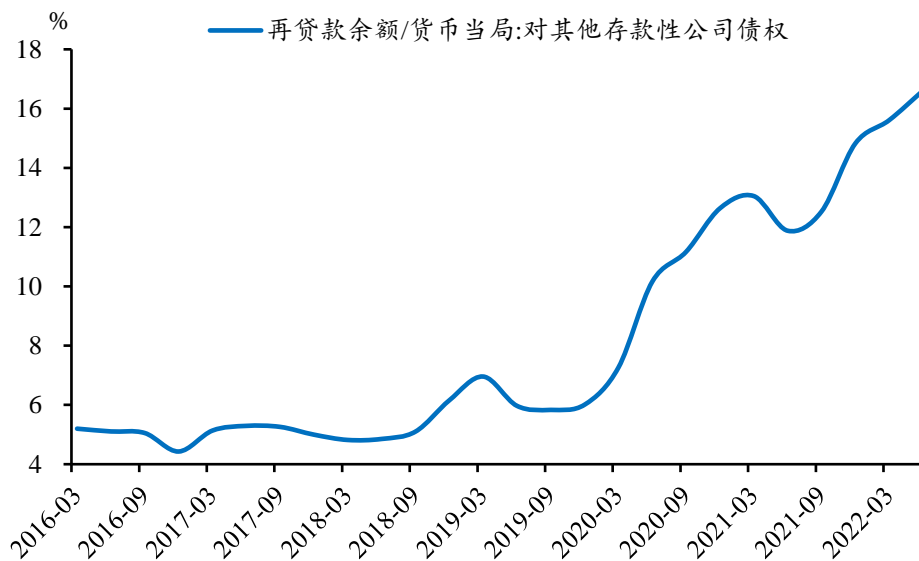
商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项不变 （贷款消耗与央行补充基础货币相抵消） 贷款+1000亿	企业存款+1000亿

资料来源：信达证券研发中心

图 33：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

图 34：2020 年以来央行不断强化对结构性货币政策工具的使用


资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：再贷款余额为支农、支小、扶贫、专项扶贫再贷款四项之和

总结，年内银行间流动性趋于向常态水平回归，但收敛斜率较为缓慢，资金面或持续偏松。

短期来看，流动性边际收敛斜率或有所上行。一是按照国常会最新要求，高达 5000 亿元的专项债地方结存限额将在 10 月底前发行完毕，或对资金面造成冲击。二是参考央行在 8 月份采取的 MLF 缩量操作，考虑到当前市场利率较政策利率偏离幅度较大、剩余月份 MLF 到期量较高，央行或继续采取缩量操作，对冲过剩的流动性。

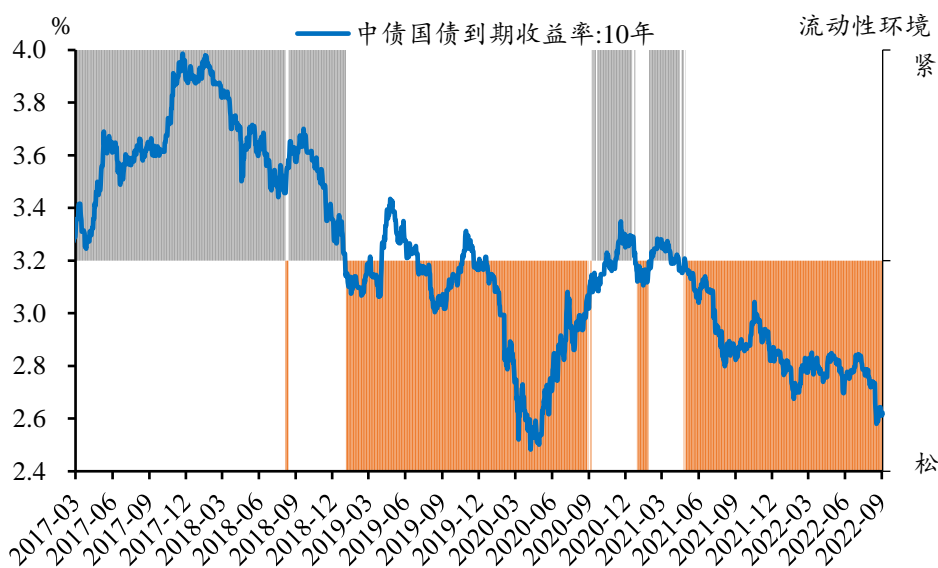
中期来看，流动性快速收紧的风险不高。一是 1400 亿留抵退税仍将对流动性形成补充。二是今年以来财政支出节奏积极且快速，增发的结存专项债有望在年内落成较多实物工作量，回补银行间流动性。三是 8 月以来境内疫情反弹，对经济的扰动明显高于 6 月、7 月，宽信用的回升时点或有所推后。而即便是信贷需求迎来显著修复，充裕的结构货币工具额度也能够为流动性消耗提供缓冲垫。

四、资产配置含义

在宽松流动性环境中，国债收益率一般较低。

我们用（同业存单利率-MLF 利率）来定义流动性环境，若该值 <0 ，则定义流动性环境偏松；若该值 >0 ，则定义流动性环境偏紧。债市与流动性环境关系密切。在偏紧流动性环境中，10 年期国债收益率往往较高（ $>3.2\%$ ）；在偏松流动性环境中，10 年期国债收益率往往较低（ $<3.2\%$ ）。

图 35：在宽松流动性环境中，国债收益率一般较低

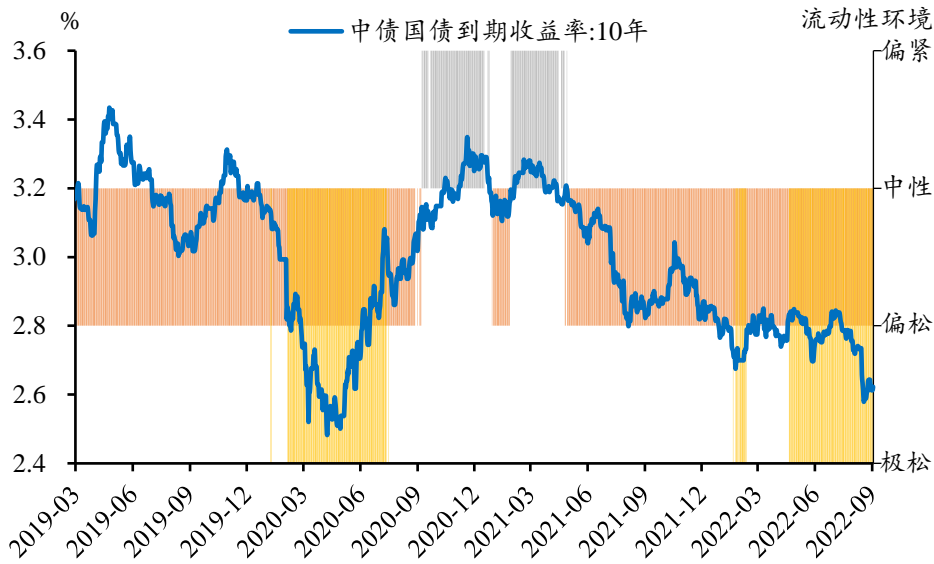


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在极松流动性环境中，2.8%是上行阻力位。

宽松流动性环境还可进一步分为偏松和极松。若（同业存单利率-MLF 利率） <40 ，则定义流动性环境极松；若 $40 <$ 该值 <0 ，则定义流动性环境偏松。基于历史经验可见，偏松环境下，2.8%是下行阻力位；极松环境下，2.8%是上行阻力位。

图 36: 在极松流动性环境中, 2.8%是上行阻力位



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

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。