

货币政策

2022 年 06 月 15 日



为什么 8 月之前银行间流动性都将相当充裕？

——MLF 操作、央行资产负债表解读（2022.6）

相关研究

证券分析师
秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人
秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

主要内容：

- 事件：6月15日，央行进行2000亿MLF等额续作，利率维持2.85%不变，7天逆回购连续数月每日操作100亿地量，利率维持2.1%不变。同日公布央行5月资产负债表。
- **一、MLF等额续作符合预期，专项债发行集中未造成流动性压力，侧面凸显上半年流动性投放相当集中，银行间流动性相当充裕。**稳增长措施加速落地，年内已下达专项债新增额度要求在6月前基本发行完毕，6月政府债券融资大概率将超万亿，市场一度出现可能引发6月流动性紧张、导致短端利率大幅抬升的担忧。但通过梳理央行年初以来五批流动性投放，并结合财政融资格局的分析，我们早前已经发现并明确指出今年货币政策靠前发力在流动性投放方面已经基本完成，当前流动性相当充裕，此前数月间我们均维持全年MLF等额续作的判断不变，今日央行进行2000亿MLF等额续作完全符合我们预期。加之6月前半个月在逆回购操作连续维持100亿滚动“报价地量”操作的背景下，各类短端利率并未上行，反而较5月底并不高的水平再度有所回落，侧面验证了我们的上述判断。
- **二、财政跨年调用存款，形成增量基础货币投放：前5个月政府存款少增5000亿，全年或少增超万亿。**央行负债端政府存款增加时，直接冻结减少基础货币规模，反之政府存款减少时也对应增加基础货币投放，这是央行的被动投放渠道之一，在央行和财政部协调配合密切无间阶段，对这一项往往不会形成误判，甚至可相互加成。今年疫情冲击和房地产市场迅速转冷背景下，财政融资格局需进一步打开，年初以来已开始进行跨年资金调配使用——前五个月政府存款仅新增3482亿，为2016年以来同期新增最少，直接带来基础货币净投放效果。预计全年政府存款同比少增将超过1万亿，持续带动全年基础货币高增。
- **三、货币财政的深度配合：央行上缴利润用于留抵退税逐步形成额外的增量基础货币投放。**财政实施存量增值税留抵退税超万亿带来额外融资压力，由央行一次性上缴1.1万亿利润给财政所弥补。由于这部分利润此前未结汇，从而未形成基础货币，当财政部进行增量支出时，会形成新增基础货币投放。这一原因导致的基础货币投放并不影响央行资产端结构，而在负债端表现为其他负债减少和基础货币增加。测算结果显示，4-5月这部分亦额外新增基础货币4000-5000亿左右，预计下半年仍将逐步增加，全年新增投放10000亿左右。
- **四、5月新增再贷款额度近4000亿，加之去年底的绿色再贷款等的持续投放。**5月初央行落地新增三项再贷款额度合计3400亿，加上33项稳增长措施新增400亿普惠金融再贷款额度，今年新增的再贷款额度达到3800亿。此外去年四季度创设的绿色再贷款、以及煤炭清洁高效利用再贷款亦未投放完毕，今年我们预计仍可新增再贷款6500亿以上。
- **五、5月M2同比高达11.1%情况下，估算超储率仍达1.5%。高于去年同期0.1个百分点，从而月末R007仅小幅抬升后即再度回落，凸显流动性充裕格局。**我们测算结果显示，8月底前，在央行上缴利润逐步成为基础货币投放、再贷款增量逐步形成、财政存款不断超支等三大因素推动下，银行间流动性仍将相当充裕，无需逆回购实质性投放、也不需要增量投放MLF，即可保证在宽信用不断见效的假设下，商业银行超储率仍可高于去年同期0.2个百分点甚至更多。而9月-12月，流动性缺口季节性扩大，或需要月末逆回购给予2000亿-6000亿不等的投放支持，这一力度仍显著低于过去两年同期的投放量。综合来看，8月底之前即使可见专项债发行按计划放量、企业中长期贷款新增规模稳步提升，也无R007迅速反弹之忧，只有在9月之后，才有一定的可能性能看到R007重回2.0%附近。预计全年M2同比10.0%，亦维持年内无需再进一步降准、新增投放基础货币安排、或降息的必要性的判断不变。下半年货币政策的主要目标是疏通传导机制，有效宽信用。



申万宏源研究微信服务号

事件：6月15日，央行进行2000亿MLF等额续作，利率维持2.85%不变，7天逆回购连续数月每日操作100亿地量，利率维持2.1%不变。同日公布央行5月资产负债表。

一、MLF等额续作符合预期，专项债发行集中未造成流动性压力，侧面凸显上半年流动性投放相当集中，银行间流动性相当充裕。

稳增长措施加速落地，年内已经下达的专项债新增额度要求在6月之前基本发行完毕，这意味着6月政府债券融资大概率将超过万亿，市场一度出现可能引发6月流动性紧张、导致短端利率大幅抬升的担忧。但通过梳理央行年初以来五批流动性投放，并结合财政融资格局的分析，我们早前已经发现并明确指出今年货币政策靠前发力在流动性投放方面已经基本完成，当前流动性相当充裕，此前数月间我们均维持全年MLF等额续作的判断不变，今日央行进行2000亿MLF等额续作完全符合我们预期。加之6月前半个月在逆回购操作连续维持100亿滚动“报价地量”操作的背景下，R007为代表的各类短端利率并未上行，反而较5月底并不高的水平再度有所回落，侧面验证了我们的上述判断。

那么如何从正面分析当前流动性供给和需求匹配的情况？从央行资产负债表的最新变化中可以梳理出非常清晰的线索。

图1：短端银行间利率和政策利率（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、财政跨年调用存款，形成增量基础货币投放：前5个月政府存款少增5000亿，全年或少增超万亿。

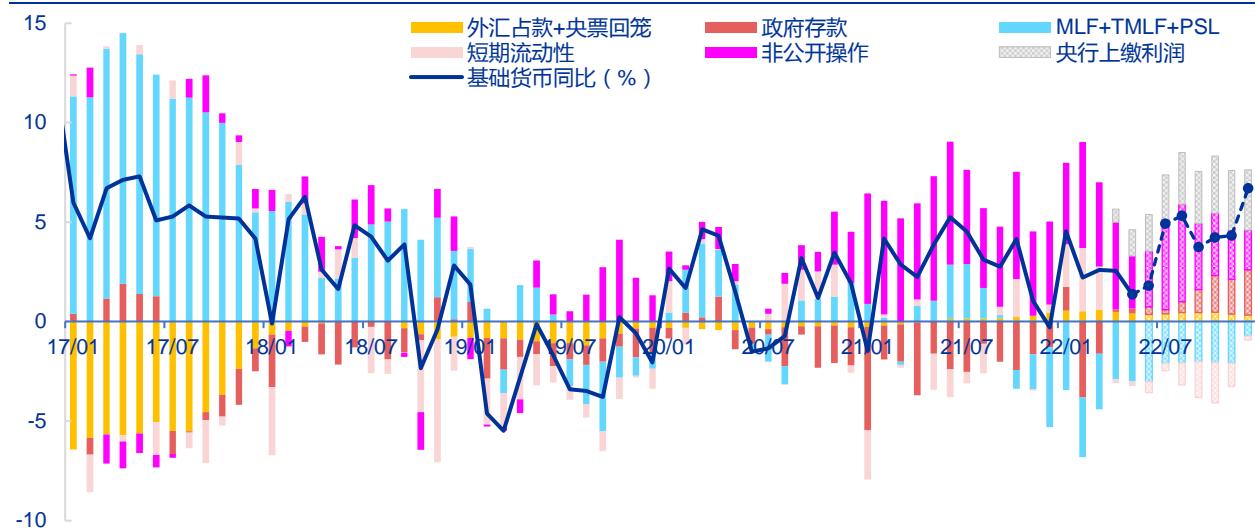
在分析央行主动投放操作之前，不可忽视财政扩张在货币政策方面所形成的配合效应。央行负债端政府存款增加时，直接冻结减少基础货币规模，反之政府存款减少时也对应增加基础货币投放，这是央行的被动投放渠道之一，在央行和财政部协调配合密切无间的阶段，对这一项往往不会形成误判，甚至可以相互加成。今年疫情冲击和房地产市场迅速转冷的背景下，财政融资格局需进一步打开，年初以来已经开始积

极进行跨年资金调配使用——据央行资产负债表，前五个月政府存款仅新增 3482 亿，为 2016 年以来同期新增最少，同比少增超 5000 亿，直接带来基础货币净投放的效果。预计全年政府存款同比少增将超过 1 万亿，持续带动全年基础货币高增。

三、货币财政的深度配合：央行上缴利润用于留抵退税逐步形成额外的增量基础货币投放。

今年财政实施存量增值税留抵退税超万亿，带来的额外财政融资压力，决定由央行一次性上缴 1.1 万亿利润给财政所弥补。由于这部分利润此前并未结汇，从而并未形成基础货币，当财政部动用这部分利润进行增量支出时，会形成新增基础货币投放。在央行资产负债表上，这一原因导致的基础货币投放并不影响资产端结构，而将在负债端直接表现为其他负债的减少和基础货币的增加。我们测算结果显示，4-5 月这部分亦额外新增基础货币 4000-5000 亿左右，预计下半年仍将逐步增加，全年新增投放 10000 亿左右。

图 2：基础货币同比增速、结构分解与预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

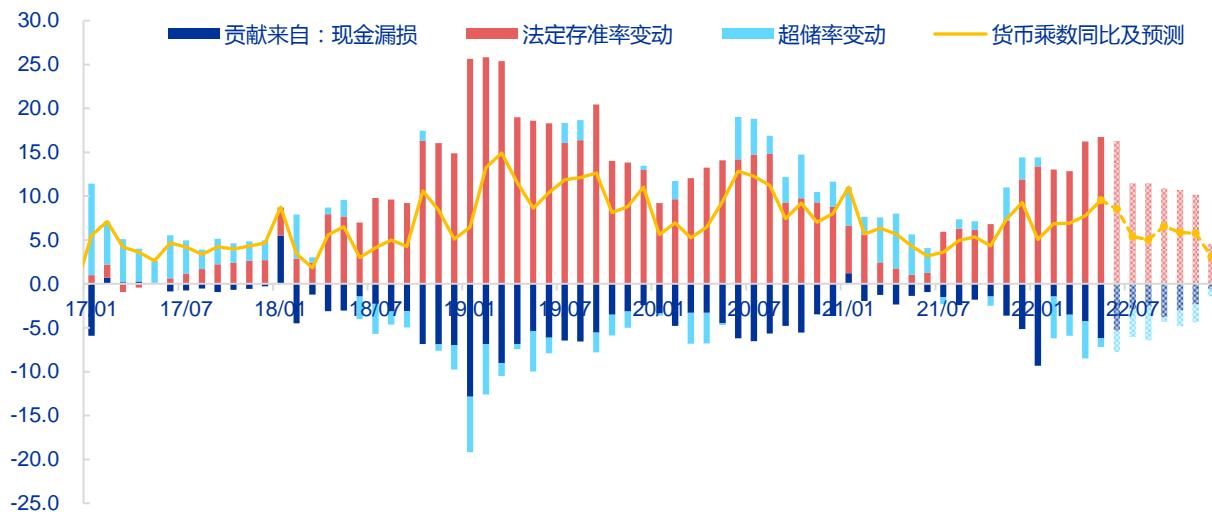
四、5 月新增再贷款额度近 4000 亿，加之去年底的绿色再贷款等的持续投放。

5 月初央行落地新增三项再贷款额度合计 3400 亿，加上 33 项稳增长措施新增 400 亿普惠金融再贷款额度，今年新增的再贷款额度达到 3800 亿。此外去年四季度创设的绿色再贷款、以及煤炭清洁高效利用再贷款亦未投放完毕，今年我们预计仍可新增再贷款 6500 亿以上。

五、5 月 M2 同比高达 11.1% 的情况下，估算超储率仍达到 1.5%。高于去年同期 0.1 个百分点，从而月末 R007 仅小幅抬升后即再度回落，凸显流动性充裕的格局。
 我们测算的结果显示，8 月底之前，在央行上缴利润逐步成为基础货币投放、再贷款增量的逐步形成、财政存款的不断超支等三大主要因素的推动下，银行间流动性仍将相当充裕，无需逆回购实质性投放、也不需要增量投放 MLF，即可保证在宽信用不断见效的假设下，商业银行超储率仍可高于去年同期 0.2 个百分点甚至更多。而 9

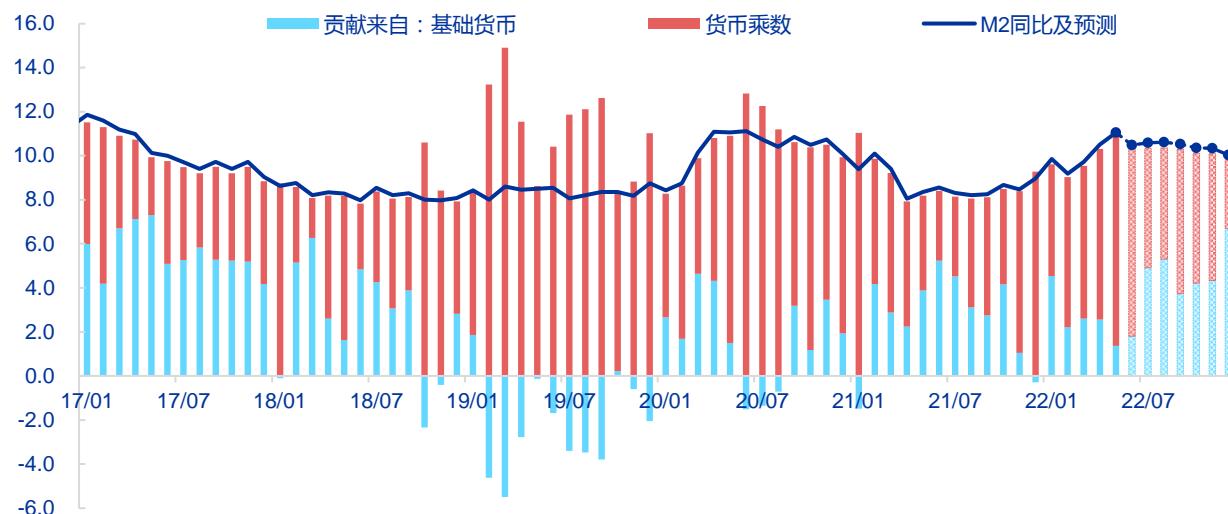
月-12月，流动性缺口季节性扩大，或需要月末逆回购给予2000亿-6000亿不等的投放支持，这一力度仍显著低于过去两年同期的投放量。综合来看，8月底之前即使可见专项债发行按计划放量、企业中长期贷款新增规模稳步提升，也无R007迅速反弹之忧，只有在9月之后，才有一定的可能性能看到R007重回2.0%附近。预计全年M2同比10.0%，亦维持年内无需再进一步降准、新增投放基础货币安排、或降息的必要性的判断不变。下半年货币政策的主要目标是疏通传导机制，有效宽信用。

图3：货币乘数同比增速、结构分解与预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图4：M2同比增速及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露**证券分析师承诺**

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。