

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。

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。

正文

## 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 2: 信贷需求尤其是房贷需求依然较差



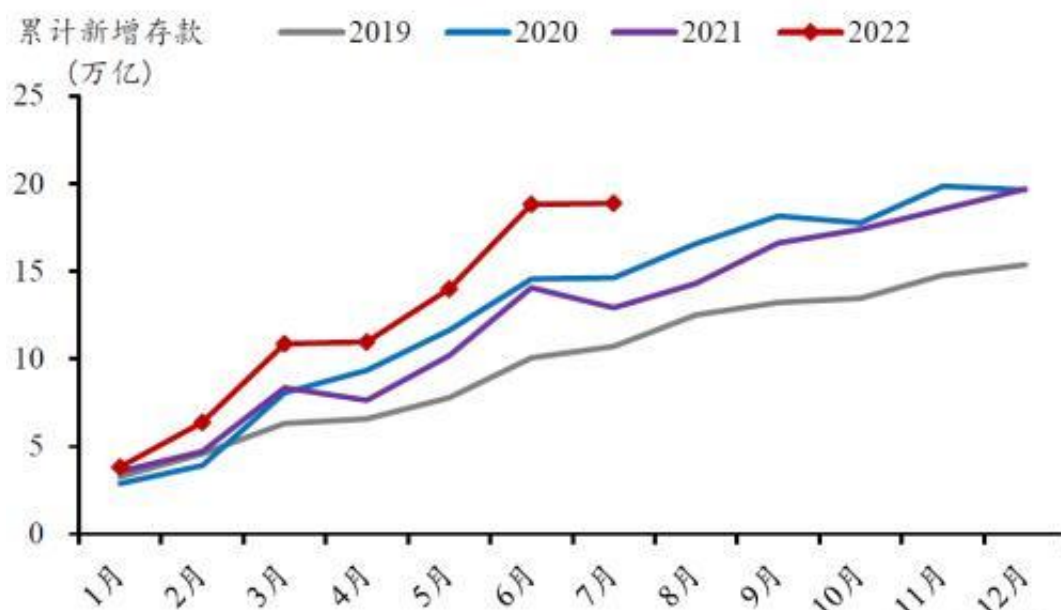
第四，MLF小幅缩量是对下半年留抵退税的合理应对，二者形成对冲，不会改变流动性合理充裕的格局。上半年留抵退税 1.8 万亿，补充了大量流动性，是今年以来流动性宽松的重要原因。下半年以来，中央和央行都强调继续保持流动性合理充裕，尚未表露引导政策转向的态度。从存量政策上看，留抵退税仍有约 4300 亿，央行有 3400 亿再贷款工具于 7 月首次申请，此外还包括普惠小微、绿色贷款、碳减排支持工具等，都将继续补充流动性。

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 6: 今年 1-7 月新增存款明显高于往年



资料来源: Wind, 信达证券研究中心

宏观亮语

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。

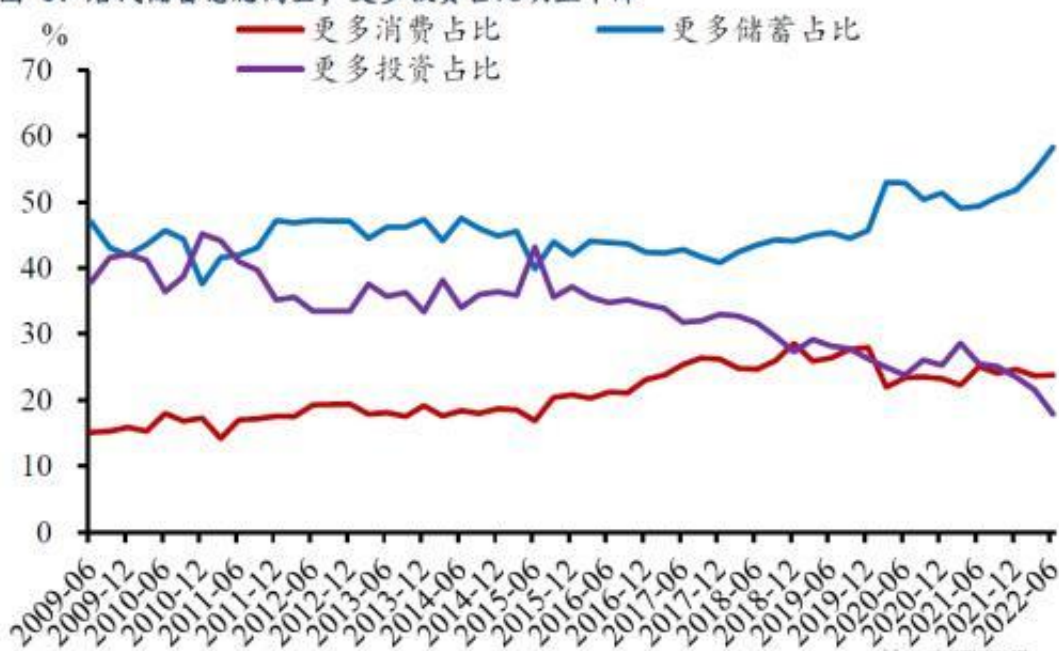
住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结

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 8: 居民储蓄意愿高企, 更多投资占比明显下降



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。

202

2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 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

宏观亮语



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。

本文源自报告：《如何理解“MLF缩量+降息”的政策组合？》

发布报告机构：信达证券研究开发中心

报告作者：解运亮，张云杰

本文源自金融界