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

流动性继续宽松——四季度股债双牛的逻辑之三

2022 年 10 月 18 日

- **流动性变化的前期影响因素：留抵退税。**留抵退税是造成 4 月-8 月上旬流动性极松的主要原因。从机制上看，留抵退税使得银行负债端的企业存款增加，既能扩大银行存差，也能补充银行基础货币。截至 9 月 20 日，今年已累计完成 22113 亿元留抵退税，仅剩约 651 亿元。银行间流动性补充来源随留抵退税规模回落，一度面临紧平衡。国庆节前，资金利率阶段性反弹，同业存单利率自底部有所回升，超储率降至 1%附近，均反映出银行间过剩的流动性趋于消耗殆尽。

- **新的影响因素：央行再贷款。**2020 年以来，再贷款余额及其在央行政策工具中占比越来越高。尤其是 2021 年下半年至今，阶段性再贷款工具进入密集创新期，其作用更加凸显。根据央行披露的使用情况，尽管额度较高，但多项再贷款工具的使用进度偏慢，我们认为原因或与投放标准较高有关，市场也因此一度低估再贷款对于流动性的补充作用。9 月 28 日央行重磅创新，设立设备更新改造专项再贷款。

- **设备更新改造专项再贷款的规模与落地速度可能双双超预期。**一是额度暂无明确限制，央行设定为“2000 亿元以上”。二是财政贴息 2.5%，实际贷款成本不高于 0.7%，企业贷款意愿较强。截至 10 月 16 日，全国已有多个省市投放设备更新改造贷款。三是工具资金成本较低，央行提供 100%激励资金，金融机构投放积极性较高。**银行可通过设备更新改造再贷款获得超额流动性，同时还有 PSL 等渠道继续发挥补水作用。**

- **投资含义：四季度股债双牛可期。**央行政策工具一方面投放基础货币，另一方面有利于推动信用扩张，对债市、股市均有利好。对债市而言，流动性宽松的利好不容忽视，十年期国债收益率在宽松环境下一般较低，极松环境下 2.8%是上行阻力位。对股市而言，企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现，价值股的持续性可能更好。在多项政策的共同推动下，我们预计企业中长贷未来将继续上升。**股债双牛是一种很难得的行情，需要具备一系列条件才能发生，比如外部风险不大、国内经济处于复苏初期、流动性环境保持宽松等等。我们综合看下来，认为所有这些条件有望在四季度具备，坚定看好股债双牛。**

- **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、流动性变化的前期影响因素：留抵退税 3
二、新的影响因素：央行再贷款 5
三、投资含义：四季度股债双牛可期 8
风险因素 9

图 目 录

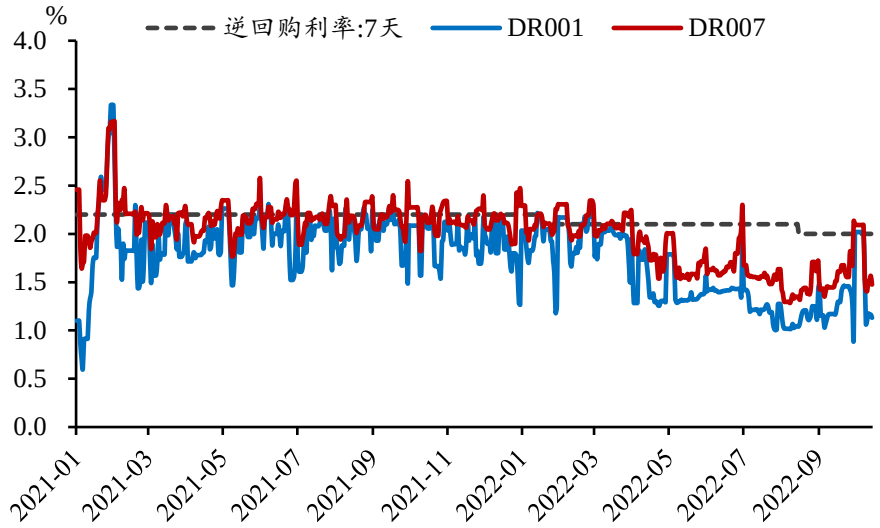
图 1：国庆节前资金利率出现阶段性反弹，节后重回低位 3
图 2：国庆节前同业存单利率出现回升，节后上行趋势放缓 3
图 3：8 月末超储率降至 1%附近 4
图 4：已退付留抵退税对于银行间流动性的影响 4
图 5：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元 4
图 6：再贷款、再贴现余额不断攀升，重要性也越来越高 5
图 7：央行《结构性货币政策工具介绍》中披露的详细工具情况 6
图 8：设备更新改造专项再贷款详情 7
图 9：设备更新改造贷款的实际投放情况（截至 10 月 16 日） 7
图 10：设备更新改造专项再贷款对于银行间流动性的影响 8
图 11：在极松流动性环境中，2.8%是上行阻力位 8
图 12：企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现 9

一、流动性变化的前期影响因素：留抵退税

国庆节前资金利率出现阶段性反弹。4 月-8 月上旬，资金利率持续处于较低水平，但 8 月 15 日央行降息后资金利率反而出现上升迹象。9 月份资金利率持续上行，截至月末，DR007 和 DR001 均达到 2%上方。同业存单利率也自底部有所回升，9 月末重回 2%上方，当月净融资额达 4974 亿元，接近过去半年之和，反映出银行资金需求上升，进而增加了主动负债。

8 月以来超储率偏低。过去几年，超储率一般维持在 1.1%-2.4%的区间。今年一、二季度超储率分别为 1.7%、1.5%，表现中规中矩，既不极松，也不极紧。截至 8 月末，超储率已降至 1%左右，处于历史区间的下限。**这一系列变化表明，银行间过剩的流动性趋于消耗殆尽。**

图 1：国庆节前资金利率出现阶段性反弹，节后重回低位

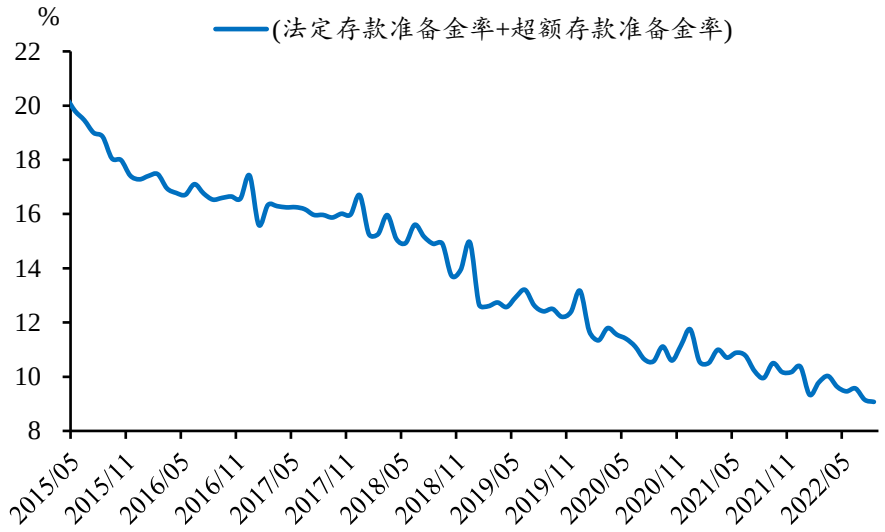


资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2：国庆节前同业存单利率出现回升，节后上行趋势放缓

资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：8 月末超储率降至 1%附近



资料来源：Wind，信达证券研发中心

前期影响流动性的核心因素是留抵退税。造成 4 月-8 月上旬流动性极松的原因有很多，发挥主导作用的是留抵退税。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。大规模留抵退税政策自今年 4 月 1 日开始实施，全年留抵退税计划额为 22764 亿元，较去年新增 1.64 万亿元，对流动性形成了有力补充。

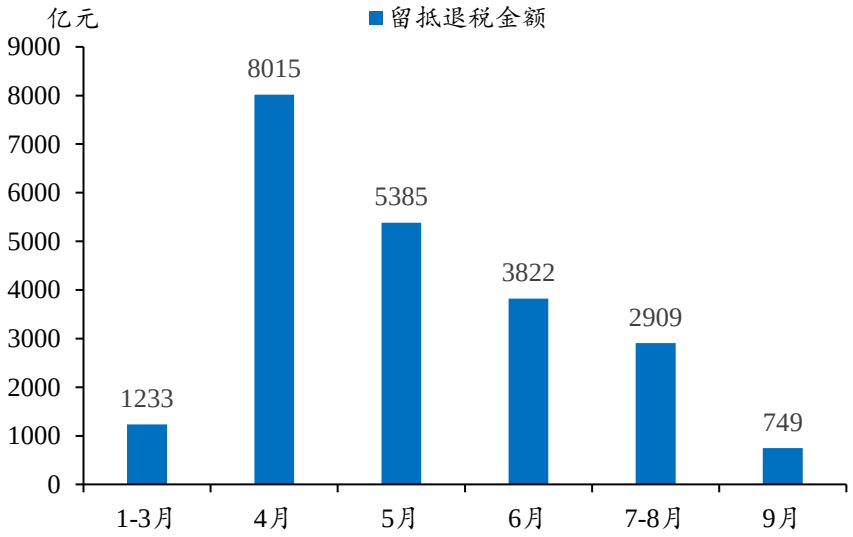
年内留抵退税已所剩无几。根据国税总局数据，截至 9 月 20 日，今年已累计有 22113 亿元留抵退税款退付到纳税人账户，年内仅剩约 651 亿元。**银行间流动性补充来源随着留抵退税规模回落，一度面临紧平衡。**

图 4：已退付留抵退税对于银行间流动性的影响

商业银行资产负债表	
资产	负债
存放央行款项+22113亿 贷款（不变）	企业存款+22113亿

资料来源：信达证券研发中心

图 5：截至 9 月 20 日，已退付留抵退税 22113 亿元



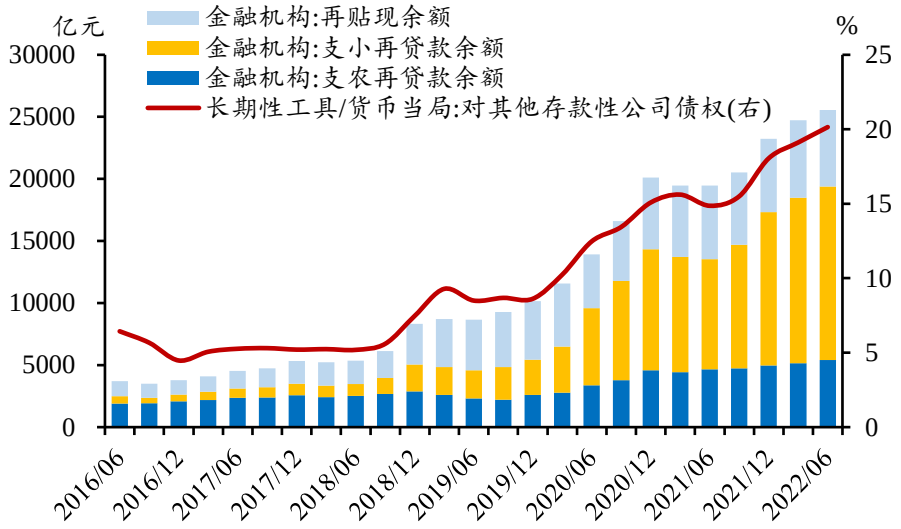
资料来源：国税总局，信达证券研发中心

二、新的影响因素：央行再贷款

十月份以来，资金利率再度回归低位。截至 10 月 14 日，DR001、DR007 分别降至 1.13%、1.48%。同业存单利率的上升趋势放缓，国庆节后大部分时间位于 2%以下。10 月 1-14 日，同业存单净融资额-416 亿元，再度转负。**种种迹象表明，银行间流动性重回宽松。**

流动性的新的补充渠道——央行再贷款。再贷款属于结构性货币政策工具范畴，2020 年以来，再贷款的重要性越来越高。一是从规模上看，常规的再贷款、再贴现（央行在《结构性货币政策工具介绍》中将支农再贷款、支小再贷款和再贴现定义为长期性工具）余额不断攀升。2020 年余额攀升主要与疫情有关，2021 年上半年在当时“临时性宽松措施退出”思潮下，再贷款余额明显下降。2021 年下半年至今，由于经济下行压力凸显，央行再次加大再贷款投放力度。二是考察再贷款余额在货币当局对其他存款性公司债权中的占比，可以看到近年来再贷款工具的重要性不断提升，尤其是 2021 年下半年至今，再贷款作用更加凸显。

图 6：再贷款、再贴现余额不断攀升，重要性也越来越高



资料来源: Wind，信达证券研发中心
注: 此处长期性工具为支农再贷款、支小再贷款、再贴现余额加总而来。

在长期性工具余额增长的基础上，阶段性再贷款工具进入密集创新期。2021 年 11 月创设碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，12 月创设普惠小微贷款支持工具；2022 年 4 月创设科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款，5 月创设交通物流专项再贷款。

再贷款对于流动性的补充作用曾被低估。尽管工具额度较高，但根据央行披露的使用情况，多项再贷款工具的使用进度较慢。截至 6 月末，总额度 8000 亿的碳减排支持工具仅使用 1827 亿，总额度 3000 亿的煤炭清洁高效利用专项再贷款仅使用 357 亿，总额度 3400 亿的科创、普惠养老、交通物流再贷款于 7 月开始申请使用。**我们认为原因或与部分工具投放标准较高有关。**

图 7：央行《结构性货币政策工具介绍》中披露的详细工具情况

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

9 月 28 日，央行重磅创新设备更新改造专项再贷款。当日央行官网公告，为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，设立设备更新改造专项再贷款。

设备更新改造专项再贷款的规模与落地速度有可能双双超预期。

一是额度暂无明确限制。央行对工具额度的设定为“2000 亿元以上”，相关新闻显示，“确定的项目需求资金可能已经超过 2000 亿元，后期落地的如果不足 2000 亿元，可能还会再放开企业申报”。

二是财政贴息 2.5%，企业贷款意愿较强。9 月 13 日，国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，金融机构放贷利率不高于 3.2%，中央财政为贷款主体贴息 2.5%，实际贷款成本不高于 0.7%。根据央行各大分支行的公开信息，国庆节前就有首笔设备更新改造贷款落地。截至 10 月 16 日，全国已有多个省市投放设备更新改造贷款。

三是央行提供 100%激励资金，金融机构投放积极性较高。对于金融机构而言，再贷款的资金成本仅为 1.75%，较 2.75%的 1 年期 MLF 利率更低。对符合要求的贷款，央行按贷款本金的 100%予以资金支持，期限 1 年，可展期 2 次。

图 8：设备更新改造专项再贷款详情

总体额度	2000亿元以上
参与银行	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构
支持领域	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造
期限	期限1年，可展期2次，每次展期期限1年
利率	金融机构放贷利率不高于3.2%（财政贴息2.5%），向央行支付利率1.75%
激励比例	100%
支持期	2022年9月1日至2022年12月31日期间发放的合格贷款

资料来源：中国人民银行，国常会，信达证券研发中心

图 9：设备更新改造贷款的实际投放情况（截至 10 月 16 日）

截止时间	省市	投放金额（万元）	领域
2022年9月30日	上海市	-	教育
2022年9月30日	深圳市	3,300	文旅领域
2022年10月3日	广东省	4,021	医疗、文旅、教育产业等领域
2022年10月3日	福建省	490	科技等领域
2022年10月3日	新疆	3,000	医疗等领域
2022年10月5日	安徽省	200	医疗等领域
2022年10月6日	青岛市	4,513	重点领域
2022年10月6日	大连市	212,000	体育等重点领域
2022年10月6日	重庆市	610,000	64个重点领域
2022年10月6日	辽宁省	464	医疗等领域
2022年10月7日	天津市	2,100	医疗、教育及文旅产业
2022年10月7日	贵州省	101,000	新能源电池等领域
2022年10月7日	海南省	1,766	教育等领域
2022年10月8日	青海省	96,000	教育、卫生医疗等重点领域
2022年10月9日	湖北省	18,000	医疗、制造业等领域
2022年10月9日	云南省	1,842	医疗等领域
2022年10月10日	山东省	5,280	教育等领域
2022年10月10日	河南省	19,100	医疗等领域
2022年10月10日	浙江省	227,000	制造业等领域
2022年10月14日	湖州市	6,783	产业数字化转型、文旅体育和卫生健康等领域
2022年10月14日	江西省	102,110	医疗、文旅和基建等领域

资料来源：央行各大分支行官网等，信达证券研发中心

银行通过设备更新改造专项再贷款可获得超额流动性。参考图 10，假设法定存款准备金率为 10%，银行投放 2000 亿设备更新贷款将消耗 200 亿超储。在再贷款工具的支持下，银行可获得与贷款规模相当的基础货币，即 2000 亿元。如此以来，银行便能获得 1800 亿元的超额基础货币，对流动性形成进一步补充。

除此之外，9 月末抵押补充贷款（PSL）余额明显增加也引发了市场高度关注。结合央行、三大政策行和 21 财经报道披露的信息，PSL 是开发性金融工具的重要资金来源（详见《四季度股债双牛的逻辑之二：需求边际回暖》），未来一段时期内或持续投入使用，**其“补水”作用不容忽视。**

图 10：设备更新改造专项再贷款对于银行间流动性的影响

央行资产负债表	
资产	负债
对其他存款性公司债权+2000亿	其他存款性公司存款（基础货币）+2000亿
商业银行资产负债表	
资产	负债
设备更新贷款+2000亿 准备金存款（基础货币）+2000亿	存款+2000亿 对中央银行负债（再贷款）+2000亿

资料来源：信达证券研发中心

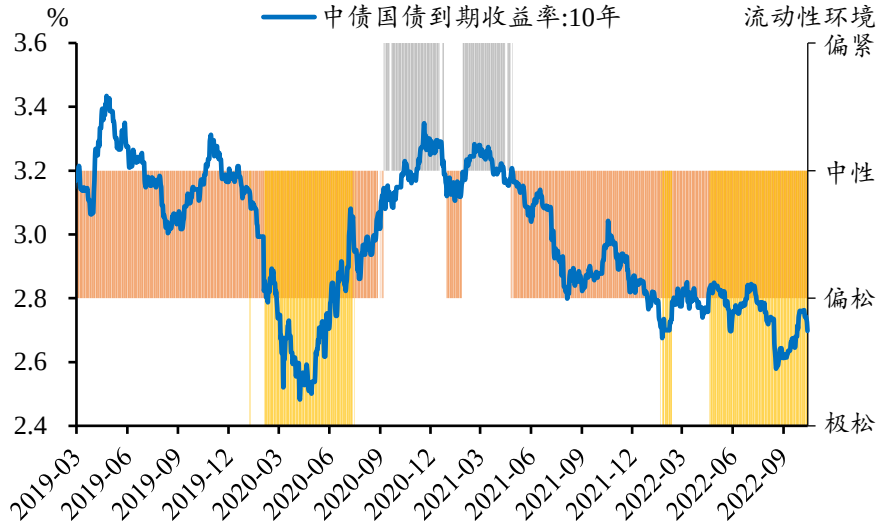
三、投资含义：四季度股债双牛可期

设备更新改造专项再贷款一方面投放基础货币，另一方面有利于推动信用扩张，分别对债市、股市形成利好。

在宽松流动性环境中，国债收益率一般较低。进一步地，根据同业存单利率较 MLF 利率的偏离程度，将流动性环境划分为偏松和极松。参考图 11，2020 年 2 至 6 月、2022 年 1 月、2022 年 4 月至今，流动性极松环境下，2.8%是 10 年期国债收益率的上行阻力位。

初期价值和成长普涨，价值股的持续性可能更好。信用周期领先于经济周期，是股市的晴雨表。今年上半年，在政府债融资的拉动下，社融总量增速先行抬升，后续应重点聚焦于结构改善。我们将企业中长贷增速作为参照指标，历史经验显示，企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现，价值股的持续性可能更好。我们预计企业中长贷未来将继续上升，一是留抵退税对企业贷款的抑制趋于结束；二是设备更新改造贷款、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升（详见《四季度，我们看股债双牛》）。

图 11：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

图 12：企业中长贷回升初期，价值股和成长股都有不错表现

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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	jiali@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。