



每周流动性观察

二季度流动性压力仍存

5 月初超储率水平预计较 4 月初再有所下降，也就是说在五月份流动性环境的“底子”其实偏弱。由于本月有企业所得税的汇算清缴，因此仍然属于缴税大月，2,800 亿左右的定向降准加上 MLF 净投放 440 亿尚不足以完全对冲缺口。另一方面，参照往年的央行公开市场操作公告，5 月份的汇算清缴影响将持续至月底，因此对于 5 月份的流动性环境仍需保持谨慎。

- 整体来说，根据央行资产负债表所显示的情况，存款准备金较 3 月末下降 3,446.37 亿，预计也将导致 4 月末 5 月初的超储率水平较一季度末略低。根据央行发布的一季度货币政策执行报告，3 月末超额存款准备金率为 1.3%，低于我们此前的计算。主要应由于目前较为灵活的“存款准备金率新框架”将导致我们对于平均法定存款准备金率的计算更加困难，应当更加关注于超额存款准备金数量上的环比变化及市场利率所反映的流动性环境。
- 4 月、5 月两个月连续的缴税压力，将产生较为大额的季节性流动性缺口。如果此时央行以长久期流动性进行足量或过量的对冲，那么之后随着季节性影响逆转，超储率中枢水平将随之上升。以当前的操作来看，央行此次对于流动性缺口的对冲方式仍然是以长久期工具为主，但与一季度的区别在于并非全额对冲。这种操作会导致在二季度超储率水平将有小幅下降，而下半年仍将保持在相对充裕的位置上，其实对于流动性的影响仍然好于“以足量的逆回购进行全额对冲”。
- 关于市场此前一致预期的二季度降准。目前央行的做法是两次辟谣，加上一次仅为 2,800 亿左右的定向降准，与市场预期相比无疑是低于预期的，也另市场对于宽松的一致预期发生了重大变化。我们认为货币政策从去年的单边强调“稳增长与宽信用”信号，暂时进入到观望阶段，流动性环境虽然维持均衡，但宽松信号的释放已经减弱。
- 5 月初超储率水平预计较 4 月初再有所下降，也就是说在五月份流动性环境的“底子”其实偏弱。由于本月有企业所得税的汇算清缴，因此仍然属于缴税大月，2,800 亿左右的定向降准加上 MLF 净投放 440 亿尚不足以完全对冲缺口。另一方面，参照往年的央行公开市场操作公告，5 月份的汇算清缴影响将持续至月底，因此对于 5 月份的流动性环境仍需保持谨慎。

相关研究报告

《固定收益 2019 年年度策略：数量宽松，策略拥挤；资产价格从低估迈向合理高估*崔灼驹 朱启兵》20190105

《中银国际每周流动性观察：3 月末央行资产负债表简评；从超储率看货币政策的微妙变化》20190422

《中银国际 3 月金融数据简评：融资延续改善，静观货币政策指引方向》20190415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

本周焦点：二季度流动性压力仍存	4
流动性展望：对 5 月末资金面适当保持谨慎	5
资金利率.....	6
海外市场.....	8

图表目录

图表 1. 上周公开市场操作.....	4
图表 2. 上周 MLF 操作.....	4
图表 3. 公开市场操作.....	5
图表 4. 同业存单发行量.....	5
图表 5. 质押回购.....	6
图表 6. 银行间同业拆借.....	6
图表 7. SHIBOR.....	6
图表 8. 票据融资.....	7
图表 9. 同业存单.....	7
图表 10. NDF 点差.....	8
图表 11. 美债收益率.....	8
图表 12. 德国国债利率.....	9
图表 13. 通胀指数国债.....	9

本周焦点：二季度流动性压力仍存

本周人民银行公布4月末资产负债表，显示4月末央行总资产为34.86万亿元，单月环比下上升39.79亿。

4月份资产端主要的变动科目为：（1）外汇占款科目小幅下降8.6亿，对于流动性保持极低的影响，5月份以来人民币贬值幅度有所扩大，但预计资本流出压力仍然可控；（2）对其他存款性公司债权科目小幅上升428.46亿，当中逆回购余额为0，PSL余额持平，MLF与TMLF合计净投放999亿，SLF余额下降186.7亿；（3）其他资产小幅下降495.65亿。

负债方的主要变动为：（1）政府存款在4月份上升4,653.38亿，回笼流动性略低于季节性，去年同期为单月增加7,059.52亿，5月份由于有企业所得税汇算清缴，因此预计该科目仍将对流动性形成负面影响；（2）货币发行科目下降1,528.11亿，对流动性形成小幅正向影响；（3）支付机构备付金小幅上升34.39亿，该科目在今年对于流动性的影响已经趋于稳定；（4）基础货币本月下降4,939.98亿，主要来自于4月份作为缴税大月所带来的季节性回笼资金；（5）准备金存款科目本月下降3,446.37亿，政府存款与货币政策工具及现金回流对冲后，全月流动性供给水平仍有所下降。

整体来说，根据央行资产负债表所显示的情况，存款准备金较3月末下降3,446.37亿，预计也将导致4月末5月初的超储率水平较一季度末略低。根据央行发布的一季度货币政策执行报告，3月末超额存款准备金率为1.3%，低于我们此前的计算。主要应由于目前较为灵活的“存款准备金率新框架”将导致我们对于平均法定存款准备金率的计算更加困难，应当更加关注于超额存款准备金数量上的环比变化及市场利率所反映的流动性环境。

4月、5月两个月连续的缴税压力，将产生较为大额的季节性流动性缺口。如果此时央行以长久期流动性进行足量或过量的对冲，那么之后随着季节性影响逆转，超储率中枢水平将随之上升。以当前的操作来看，央行此次对于流动性缺口的对冲方式仍然是以长久期工具为主，但与一季度的区别在于并非全额对冲。这种操作会导致在二季度超储率水平将有小幅下降，而下半年仍将保持在相对充裕的位置上，其实对于流动性的影响仍然好于“以足量的逆回购进行全额对冲”。

关于市场此前一致预期的二季度降准。目前央行的做法是两次辟谣，加上一次仅为2,800亿左右的定向降准，与市场预期相比无疑是低于预期的，也另市场对于宽松的一致预期发生了重大变化。我们认为货币政策从去年的单边强调“稳增长与宽信用”信号，暂时进入到观望阶段，流动性环境虽然维持均衡，但宽松信号的释放已经减弱。

5月初超储率水平预计较4月初再有所下降，也就是说在五月份流动性环境的“底子”其实偏弱。由于本月有企业所得税的汇算清缴，因此仍然属于缴税大月，2,800亿左右的定向降准加上MLF净投放440亿尚不足以完全对冲缺口。另一方面，参照往年的央行公开市场操作公告，5月份的汇算清缴影响将持续至月底，因此对于5月份的流动性环境仍需保持谨慎。

图表 1. 上周公开市场操作

(亿元)	回购净投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
7天逆回购	500	2.55	0
14天逆回购	--	2.70	0
28天逆回购	--	2.80	0
63天逆回购	--	2.95	0

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 上周 MLF 操作

期限	MLF 投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
半年	--	3.05	-
1年	440	3.30	--

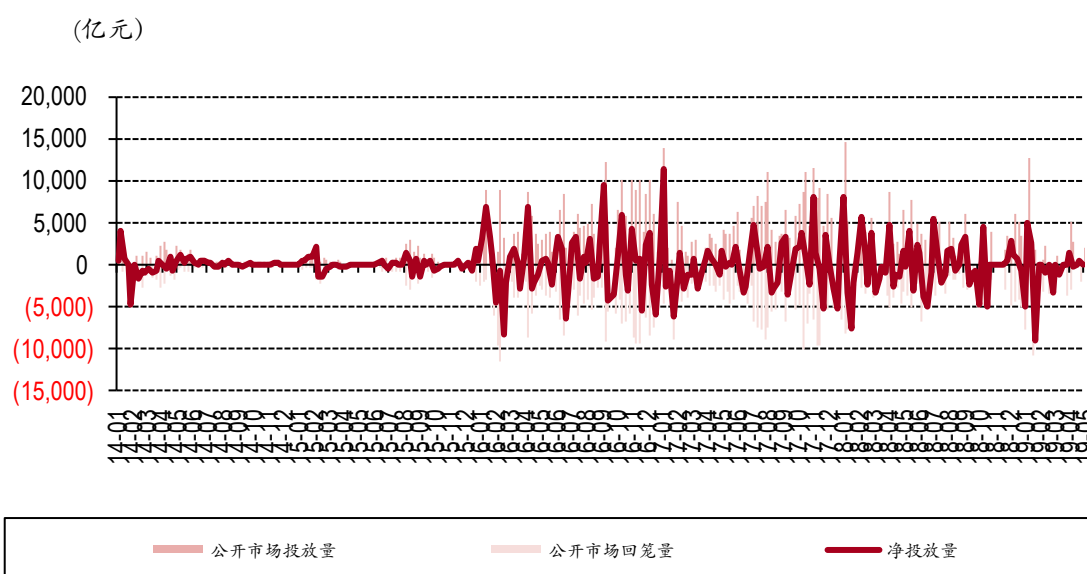
资料来源：万得，中银国际证券

流动性展望：对 5 月末资金面适当保持谨慎

上周公开市场没有逆回购到期，央行进行 500 亿逆回购投放；下周公开市场 500 亿逆回购和 1,560 亿 MLF 到期。同业存单方面，上周发行 5478.2 亿，到期 3184.5 亿，净融资 2,293.7 亿，下周有 4,108.2 亿存单到期。除此之外，央行上周宣布对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率，释放流动性 2,800 亿左右。

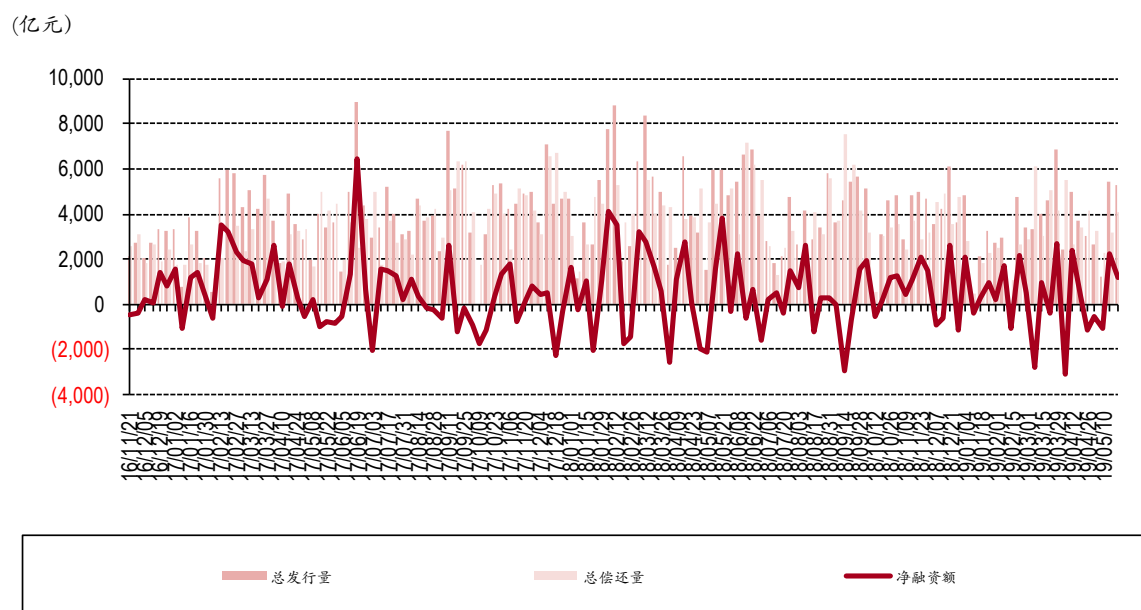
上周进入到 5 月份税期，资金面较前周小幅收敛，但整体仍然维持在较为宽松的局面。5 月份的企业所得税汇算清缴截止在月底，因此税期影响较长，月末时与财政支出形成一部分对冲，对 5 月份的流动性环境仍需保持一分谨慎。

图表 3. 公开市场操作



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 同业存单发行量

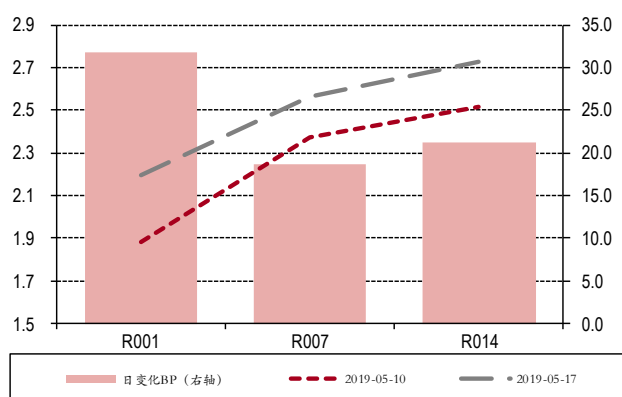


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

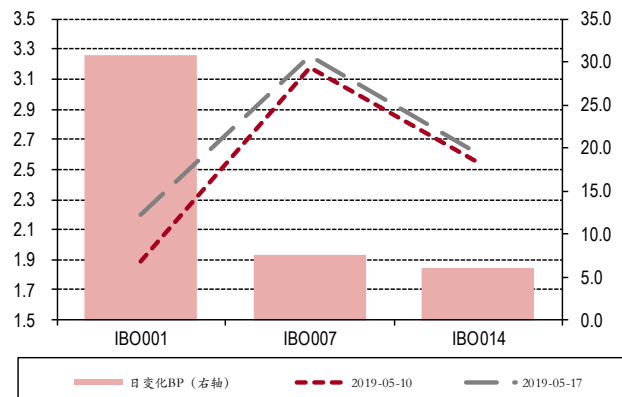
银行间市场隔夜回购利率收 2.20%，上行 31.80BP；7 天回购利率收 2.56%，上行 17.75BP；14 天回购利率收 2.73%，上行 21.26BP；shibor 利率 1M 期下行 1.50BP 在 2.71，3M 期利率上行 0.5BP 在 2.90%；3 个月同业存单利率上行 9.89BP 在 2.90%，珠三角票据融资利率持平在 2.90%。

图表 5. 质押回购



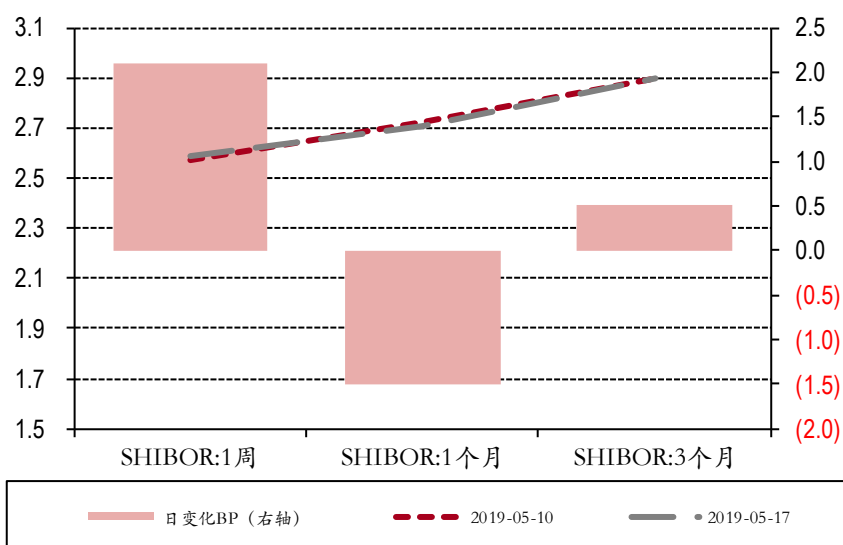
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



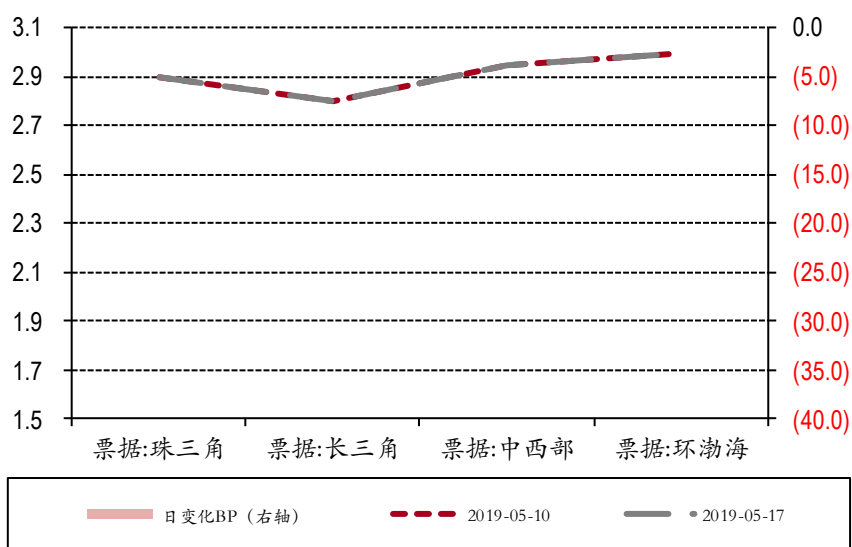
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



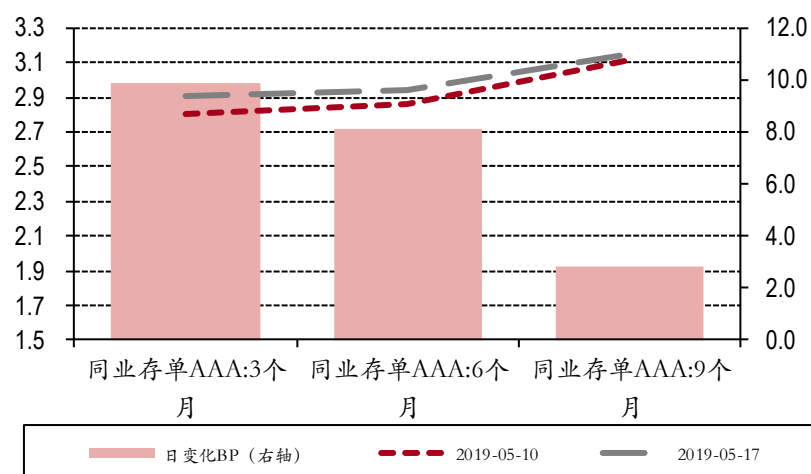
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 票据融资



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 同业存单



资料来源: 万得, 中银国际证券

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12438

