



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

央行在4月份的操作比较“微妙”，即传递了货币政策边际变化的信号，改变了市场单边宽松的预期，同时留下7000亿左右的中期缺口恰好与一次降准相接近。整体来说，我们判断降准工具目前可能仍在央行备选工具之内，但是否会继续使用暂时依赖对基本面改善的持续性进一步观察，暂时判断超储率中枢水平下行至1.5%附近。

- 整体来说，根据央行资产负债表所显示的情况，存款准备金于3月末上升6717.43亿，我们判断3月末超储率水平在1.7%-1.8%之间，较2月末时有小幅上升。4月初流动性供给处在一个相对较高的位置上，因此尽管税期压力偏大，且央行本月对冲力度相对偏低，市场流动性多数情况下仍然能够保持均衡。
- 但央行在4月份的操作较前期变化略大。由于4月份本身为缴税大月，即便考虑到减税落地后的影响，加上4月份地方债、国债发行规模略大，全月财政方面对于流动性的负面影响至少将也在5000亿以上。除此之外，MLF缩量1665亿，所以4月末超额存款准备金规模将下降7000亿左右，超储率可能将于4月末时重新回到1.3%-1.5%的中性偏低区间。这一流动性供给水平参照历史情况，将对应导致7天回购利率市场中枢水平上行至3.0%附近。

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：货币政策不再宽松了吗？》20190324

《中银国际每周流动性观察：4月流动性缺口有多大？》20190331

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

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：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	4
央行态度已经发生边际变化：	4
5月份货币政策工具是否还会缩量操作？	5
流动性展望：税期央行投放不及预期	6
资金利率	7
海外市场	9



图表目录

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



本周焦点：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

本周人民银行公布3月末资产负债表，显示3月末央行总资产为34.86万亿元，单月环比下降7656.76亿。一月份降准并置换MLF的操作，将持续对央行资产负债表造成收缩的影响。

3月份资产端主要的变动科目为：（1）外汇占款科目小幅下降4.6亿，对于流动性保持极低的影响；（2）对其他存款性公司债权科目下降7240.25亿，是央行资产负债表收缩的主要因素，当中逆回购余额下降2600亿，MLF下降4325亿，PSL当月新增586亿；（3）其他资产小幅增加111.95亿。

负债方的主要变动为：（1）政府存款在3月份下降7109.48亿，是当月对流动性形成正向影响的最主要因素，规模与我们此前的中性假设基本吻合，但值得注意的是在三月份季末财政支出后，该科目在4月、5月将持续对流动性造成较大负面影响；（2）货币发行科目下降6221.57亿，当中包括了4500亿的M0回流和1700亿左右的库存现金回流，现金回流对流动性形成较大正向影响，落在我们前期的“乐观情况”之下；（3）支付机构备付金下降354.08亿，在经过了去年一年的大幅增长后，2019年这一科目连续三个月负增长，对流动性形成正向影响；（4）基础货币增加141.77亿，主要由于本月正面影响的政府存款与负面影响的货币政策工具使用基本相对冲，而现金回流不对基础货币产生影响，因此全月看基础货币维持平稳；（5）准备金存款科目本月增加6717.43亿，政府存款与货币政策工具基本对冲，现金回流进一步带动准备金存款上升。

整体来说，根据央行资产负债表所显示的情况，存款准备金于3月末上升6717.43亿，我们判断3月末超储率水平在1.7%-1.8%之间，较2月末时有小幅上升。4月初流动性供给处在一个相对较高的位置上，因此尽管税期压力偏大，且央行本月对冲力度相对偏低，市场流动性多数情况下仍然能够保持均衡。

但央行在4月份的操作较前期变化略大。由于4月份本身为缴税大月，即便考虑到减税落地后的影响，加上4月份地方债、国债发行规模略大，全月财政方面对于流动性的负面影响至少将也在5000亿以上。除此之外，MLF缩量1665亿，所以4月末超额存款准备金规模将下降7000亿左右，超储率可能将于4月末时重新回到1.3%-1.5%的中性偏低区间。这一流动性供给水平参照历史情况，将对应导致7天回购利率市场中枢水平上行至3.0%附近。

央行态度已经发生边际变化：

在中央政治局会议和货币委员会例会中的表述为“稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌，同时保持流动性合理充裕”。不再提“保持流动性合理充裕”以及重提“把好总闸门”这两点是在措辞上与此前发生的变化。而根据会议中的重申和之前货币政策执行报告中的定义，流动性合理充裕为“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”，从一季度数据来看，M2和社融增速均已经高于名义GDP增速。

央行在4月份对于降准的辟谣也另市场对货币政策的宽松预期产生动摇，我们认为央行的“辟谣”属于预期管理范畴，而预期管理大多数是体现在“宽松时期防止市场出现大水漫灌的预期，收紧时期防止市场有所恐慌，根本目的是在于防止市场形成单边预期”，仅就辟谣一事就由此判断央行传递货币信号恐怕不太充分，从市场的反馈来看，可以说预期管理的效果已经见到成效。另一方面，央行的预期管理也确实能够反映货币政策的边际变化，从去年下半年以单边传递宽松信号为主，到现在防止市场形成过度宽松的预期，货币政策对于流动性的影响已经不再有利。

我们此前在流动性分析框架中曾经提到，货币政策引导流动性供给提升的操作，通常为以长周期的流动性来对冲时点性的流动性缺口，但结合人民银行在4月份是以短周期且缩量的操作对冲流动性缺口，基本可以判断央行超储率目标有所下调。



5 月份货币政策工具是否还会缩量操作？

根据我们在前文中的分析，在现在的货币政策操作下，4 月末预计超储率水平可能重新回到 1.3%-1.5% 的偏低区间，预计与去年同期将基本持平。而 5 月份由于有企业所得税的汇算清缴，因此仍然属于缴税大月，5 月份本身有 1560 亿的 MLF 到期，两者合计流动性缺口仍然不低。在央行等量续作 MLF 的情况下，5 月份超储率水平很可能低于去年同期，流动性环境接近 17 年的水平。

超储率出现大幅且快速的下行，恐怕意味着货币政策不仅仅是从“偏松”向“中性”转变，而是直接完成从“宽松”向“收紧”的切换。我们认为尽管一季度经济数据确实超预期，社融的增速也保持在较高水平，但经济内生动力恐怕尚且不能够支持货币政策在短时间内完成从“松”向“紧”的变化。

因此相对乐观一点的是，央行在 4 月份的操作比较“微妙”，即传递了货币政策边际变化的信号，改变了市场单边宽松的预期，同时留下 7000 亿左右的中期缺口恰好与一次降准相接近。整体来说，我们判断降准工具目前可能仍在央行备选工具之内，但是否会继续使用暂时依赖对基本面改善的持续性进一步观察，暂时判断超储率中枢水平下行至 1.5% 附近。

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	3000	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	(1325)	3.30	--

资料来源：万得，中银国际证券

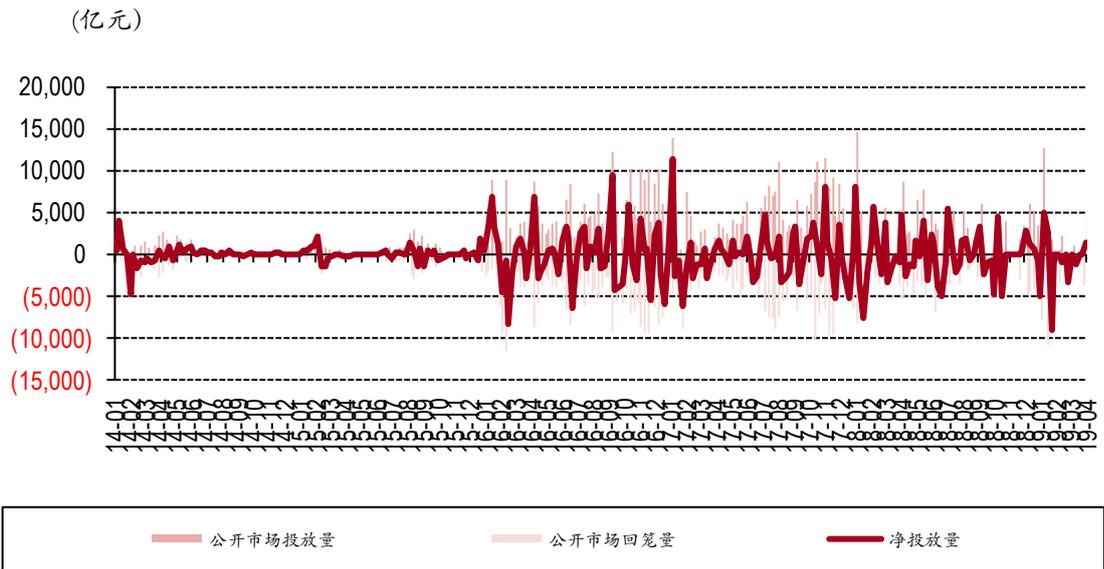


流动性展望：税期央行投放不及预期

上周公开市场没有逆回购到期，央行进行逆回购投放 3000 亿，净投放流动性 3000 亿；MLF 到期 3665 亿，央行缩量续作 2000 亿；下周公开市场有 3000 亿逆回购将到期。同业存单方面，上周发行 5415.8 亿，到期 4139.1 亿，净融资 1276 亿，下周有 3255.7 亿存单到期。

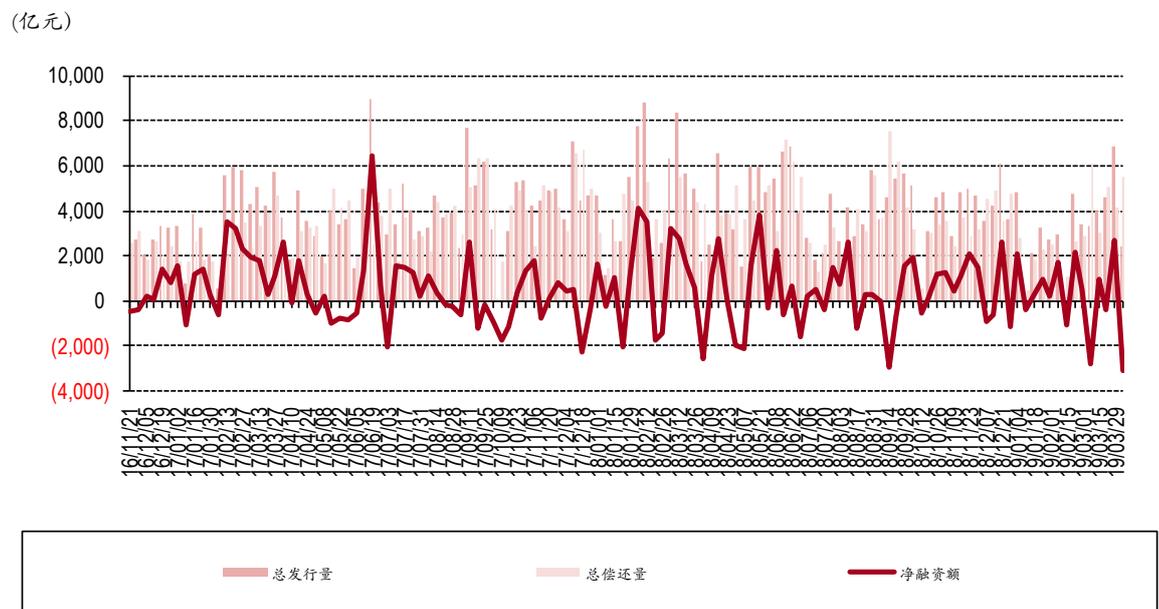
上周在税期下，央行投放相对较为保守，但资金面尚能保持在均衡水平之下。主要由于 3 月末财政支出力度大，四月初超储率保持在较高水平。

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

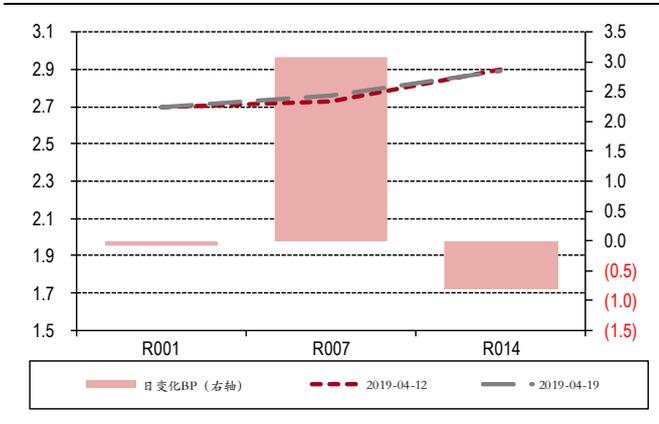


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

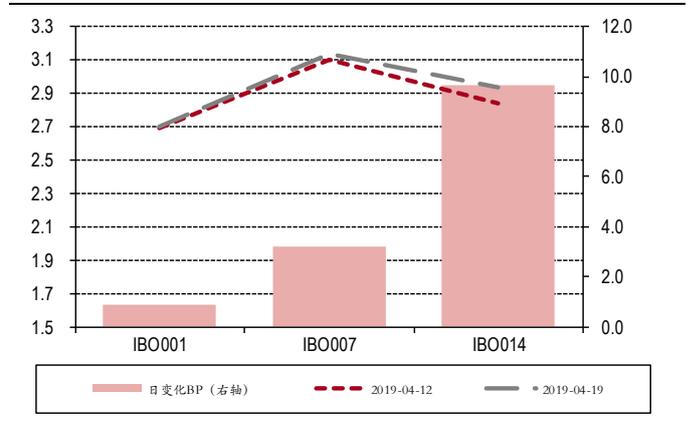
银行间市场隔夜回购利率收 2.69%，下行 0.09BP；7 天回购利率收 2.76%，上行 3.08BP；14 天回购利率收 2.89%，下行 0.81BP；shibor 利率 1M 期上行 10.4BP 在 2.77%，3M 期利率上行 5.6BP 在 2.82%；3 个月同业存单利率上行 17.18BP 在 2.83%，珠三角票据融资利率上行 15BP 在 3.00%。

图表 5. 质押回购



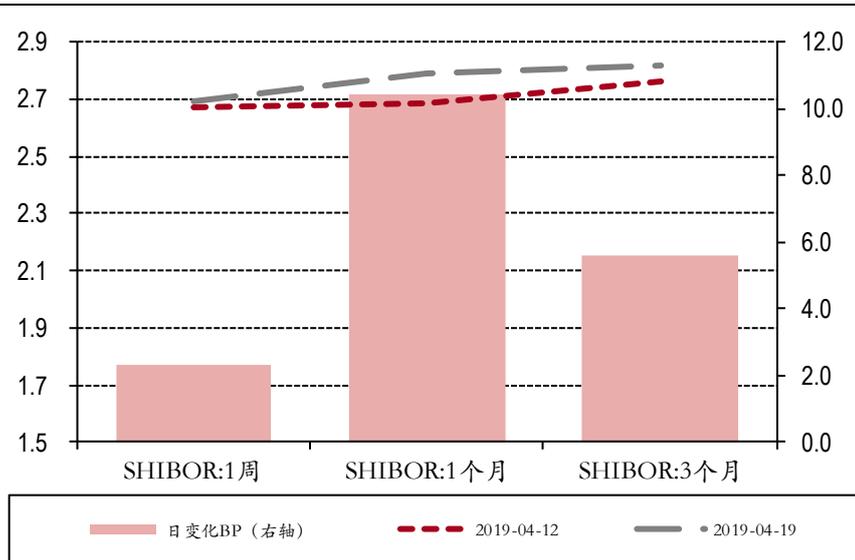
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



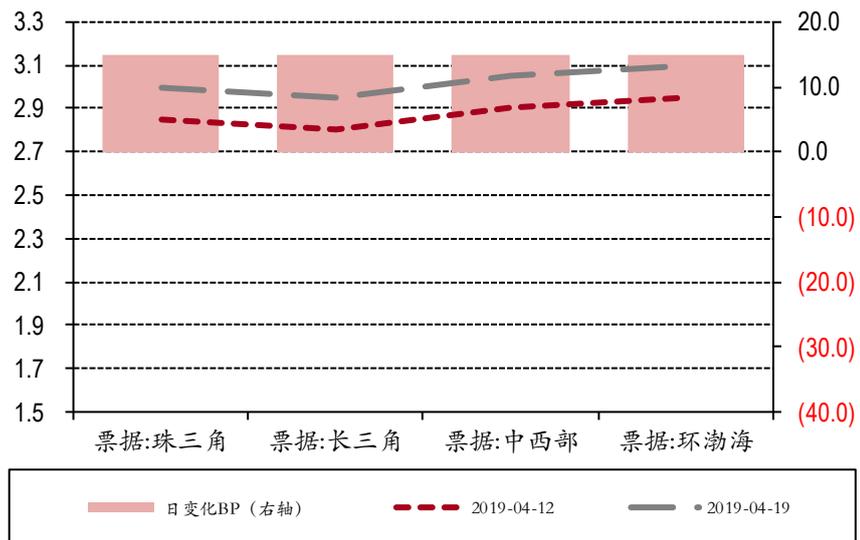
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



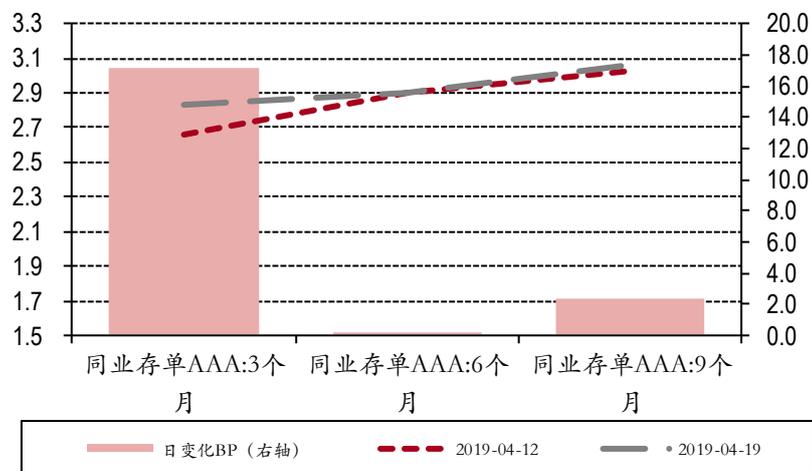
资料来源：万得，中银国际证券

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_13012



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>