

缴税月资金收紧 基本面决定降准时点

——4月流动性展望

⑤ 一季度流动性整体较为宽松，带动利率债收益率曲线整体下行

一季度银行间流动性整体较为充裕，货币市场利率中枢较2018年四季度有所下降。央行在1月中下旬降准1个百分点对冲了一季度到期的1.2万亿元的中期借贷便利(MLF)，在此影响下，1月份存款机构质押式回购利率7天(DR007)中枢较2018年12月下降了约14个基点，银行间质押式回购加权利率7天(R007)中枢下降了约56个基点，上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)3个月大约下降了20个基点。尽管3月下旬货币市场利率季末小幅抬升，依然低于2018年四季度的平均水平。

在资金面充裕的影响下，利率债收益率曲线多数下行。1年期国债收益率2019年2月最低触及2.3%，5年期国债收益率最低下行至2.86%，10年期国债收益率分别在2月和3月下探到3.06%附近。一季度国开债收益率曲线较2018年年末平均下行30个基点。但由于传导依然较为缓慢，AA+及以下评级的信用债收益率曲线变动不明显。

⑤ 4月流动性展望

由于缴税、缴准和MLF到期的因素影响，4月资金面较为紧张，历年来4月下旬货币市场利率均呈现显著上升的现象。然而今年受到减税因素影响，对信贷派生的影响或会有所减轻。

由于当前实体需求依旧疲软，降准依然是央行保证资金面宽松的重要工具。况且存款准备金率依然显著高于1999年-2007年的水平，具有足够的降准空间，叠加二季度到期的MLF合计约为1.2万亿元，年度缴税带来约5000亿元的财政存款增加，所以降准在二季度是大概率事件。

今年以来央行没有开展MLF续作业务，公开市场操作频率也显著降低，体现出更为稳健的操作风格，注重市场预期的管理和引导。因此二季度降准是否会如2018年一样发生在4月下旬，取决于4月上旬开始公布的3月和一季度经济数据，以及4月中旬的资金压力。

综合来看，4月货币市场下旬存在压力，但海外因素利好我国利率债市场。

⑤ 风险提示

- 1、宏观数据超预期；
- 2、海外冲击

分析师：安静
执业证书号：S1490514120001
电话：010-85556197
邮箱：anjing@hrsec.com.cn

联系人：亢悦
电话：010-85556182
邮箱：kangyue@hrsec.com.cn

目 录

一、一季度流动性整体充裕，利率债收益率曲线整体下行.....	4
二、4月流动性展望.....	5
1、季节性原因导致资金缺口较高.....	5
2、二季度降准是大概率事件，具体时点需依据经济走势.....	6
3、货币市场短期趋紧，利率债市场长期看好.....	7
三、风险提示.....	7

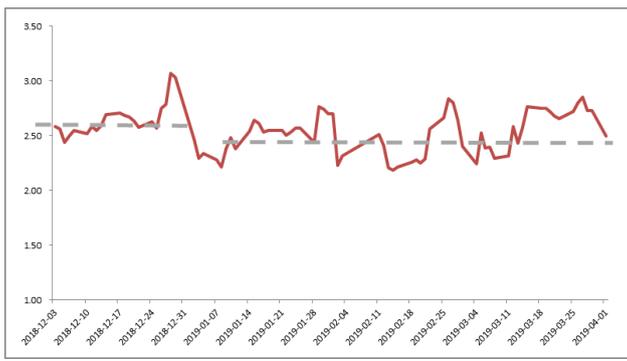
图表目录

图表 1: 存款机构质押式回购利率 7 天 (DR007)	4
图表 2: 银行间质押式回购利率 7 天 (R007)	4
图表 3: 10 年期国债收益率.....	4
图表 4: 10 年期国开债收益率.....	4
图表 5: MLF 到期量.....	5
图表 6: 地方债发行节奏.....	5
图表 7: 逆回购数量 (亿元)	6
图表 8: MLF 净融资额 (亿元)	6
图表 9: 我国大型存款机构法定存款准备金率 (%)	7
图表 10: PMI 数据.....	7

一、一季度流动性整体充裕，利率债收益率曲线整体下行

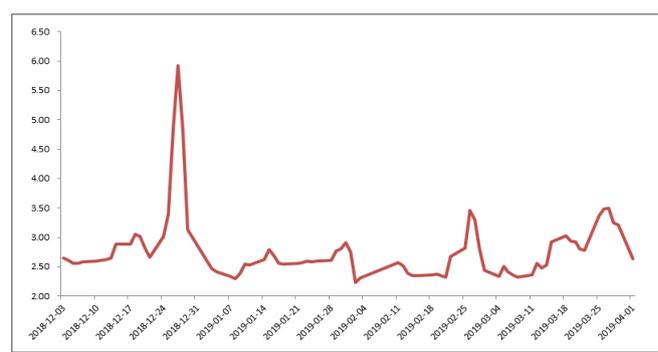
一季度银行间流动性整体较为充裕，货币市场利率中枢较 2018 年四季度有所下降。央行在 1 月中下旬降准 1 个百分点对冲了一季度到期的 1.2 万亿元的中期借贷便利 (MLF)，在此影响下，1 月份存款机构质押式回购利率 7 天 (DR007) 中枢较 2018 年 12 月下降了约 14 个基点，银行间质押式回购加权利率 7 天 (R007) 中枢下降了约 56 个基点，上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 3 个月大约下降了 20 个基点。尽管 3 月下旬货币市场利率季末小幅抬升，依然低于 2018 年四季度的平均水平。

图表 1: 存款机构质押式回购利率 7 天 (DR007)



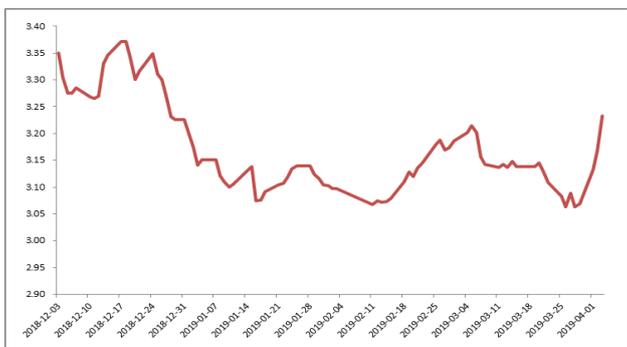
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 2: 银行间质押式回购利率 7 天 (R007)



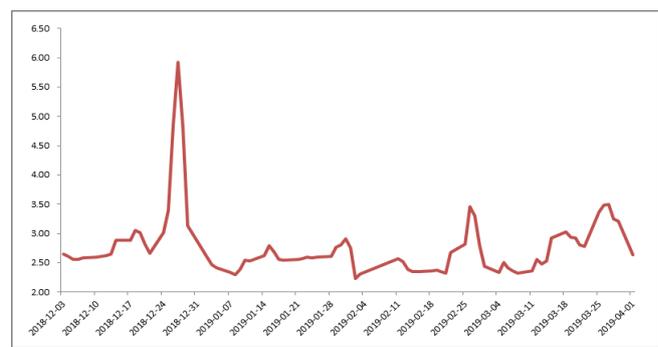
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 3: 10 年期国债收益率



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 4: 10 年期国开债收益率



数据来源: wind, 华融证券整理

在资金面充裕的影响下，利率债收益率曲线多数下行。1 年期国债收益率 2019 年 2 月最低触及 2.3%，5 年期国债收益率最低下行至 2.86%，10 年期国债收益率分别在 2 月和 3 月下探到 3.06% 附近。一季度国开债收益率曲线较

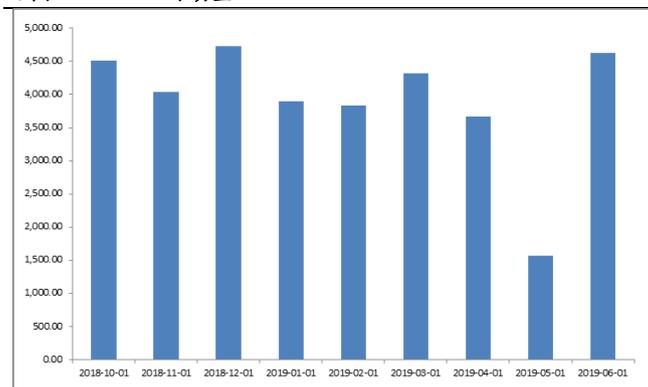
2018 年年末平均下行 30 个基点。但由于传导依然较为缓慢，AA+及以下评级的信用债收益率曲线变动不明显。

二、4 月流动性展望

1、季节性原因导致资金缺口较高

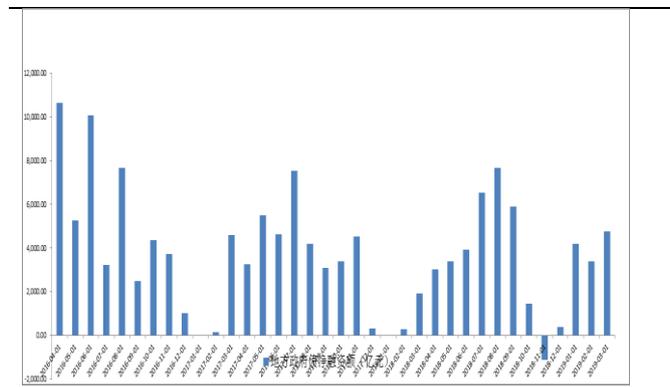
4 月份有 MLF 到期，但数量并非年内高点。1 月到 3 月到期的 MLF 分别为 3900 亿元，3835 亿元和 4315 亿元，受到降准的影响，央行没有进行 MLF 续作。4 月 17 日，又将有 3665 亿元的 MLF 到期，金额上不仅略低于前三个月的单月数量，也显著低于 6 月份到期的 6630 亿元。

图表 5: MLF 到期量



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 6: 地方债发行节奏



数据来源: wind, 华融证券整理

财政存款变动是影响 4 月资金面的最显著因素，今年的财政存款增加带给资金的压力或较往年有所减弱。首先是减税政策削弱了缴税带来的财政存款增加。每季度第一个月份都是缴税月份，历年 4 月的财政存款增加均处于年内高位：2016 年-2018 年每年 4 月的财政存款较上月增长分别为 6755 亿元，4738 亿元和 7060 亿元。今年由于经济下行趋势仍在，叠加 4 月 1 日开始实施的减税政策，缴税额度较往年应当有所减少，粗略估计缴税因素带给 4 月的财政存款增加约 5000 亿元。

其次地方债发行拉升财政存款，第二季度的冲击时点要看发行节奏。虽然 2019 年全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿元，较 2018 年的 2.38 万亿元增加了 7000 亿元。但一季度已经发行了 1.4 万亿元，根据财政部的安排剩余的 1.6 万亿元将在二、三季度完成。如果平均计算，二季度大约仅有 8000 亿元，少于一季度，也少于过去三年同期的平均值。

4 月份地方债能给资金面多大冲击，取决于二季度地方债的发行节奏。从 2016 年到 2018 年的发放节奏来看，地方债更趋向于年中放量，但由于今年地方债发行整体提前，因此 4、5、6 月的额度分配也会影响央行流动性操作。2018 年的 8、9 月份和 2019 年的一季度，地方债大量发行都伴随着央行开展流动性投放进行对冲。

2、二季度降准是大概率事件，具体时点需依据经济走势

今年以来，央行的货币政策操作风格更为稳健，多次强调降准发挥的长期作用。可以观察到操作上一些细微的变化：一是公开市场操作的频率显著减弱。除 1 月份跨年流动性呵护进行了大量的逆回购操作以外，2 月和 3 月的逆回购操作分别为 3500 亿元和 1300 亿元，并且特别是 3 月份，央行仅在 15、18 和 19 日开展了 3 次逆回购，单次金额均少于 1000 亿元，显示出央行更为稳健的作风。

二是降准对冲中短期投放。2019 年一季度央行降准了 1 个百分点，市场估算大约释放了 1.5 万亿元的流动性。除了应对跨年资金的紧张，也有对冲 MLF 到期的因素。相对于 MLF 和逆回购，降准带来的流动性宽松更为长效，央行在 2 月和 3 月也没有开展 MLF 续作。特别是 3 月下旬跨季度资金面略显紧张的时候，货币市场利率冲高开年以来的最高点，但央行不仅当月没有 MLF 续作，也多日没有进行公开市场操作。这和 2017 年频繁使用“逆回购+SLF”、2018 年更为侧重“逆回购+MLF”有了明显区别。结合央行今年以来的各种表态，我们相信降准是今年货币政策操作的重要工具。

图表 7：逆回购数量（亿元）



图表 8：MLF 净融资额（亿元）



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_13153

