



# 每周流动性观察

## 下周需关注4月份税期央行的对冲方式

目前市场对于基本面及货币政策的判断分歧仍大。认为基本面企稳信号已现的投资者更愿意相信出口大增、CPI上行、PMI反弹以及宽信用初见成效；而仍对基本面存在质疑的投资者更倾向于关注进口回落、PPI仍低、社融存在季节性因素及海外的衰退等。从目前各类资产的走势来看，市场对于基本面向好的预期体现的要更强，我们认为在这两者之中最为关键的因素在于内生增长的动力是否已经足够。从目前公布的基本面数据看，3月出口数据虽超预期，但一季度美元计价的出口累计同比仅增长1.4%，仍处于较低水平，而近期IMF再度下调2019年全年经济增速，外需难有改善，对未来出口构成压制；融资数据如前所述，融资虽有明显好转，但实体经济中长期贷款增长依然较慢，局部的融资困境依然需要进一步改善，对货币政策宽松仍存一定依赖。由此看，对内生增长动力仍需谨慎判断。同时，4月份和5月份由于是连续的缴税大月，也将产生规模较大的流动性缺口，不妨静待货币政策在重要窗口中所给出的信号。

- 从数据当中看到，M0下降4584.72亿，财政存款下降6928亿，这两项分别位于我们此前预期当中的中性预期和中性乐观预期上，在央行3月资产负债表尚未公布的情况下，以金融数据来看二者合计对流动性正向影响在1.1万亿左右。但下周由于四月份缴税压力偏大，以及有MLF到期，仍然面临较大的流动性缺口，人民银行的对冲操作是观察货币政策方向的重要窗口。
- 市场当前对于宽松的预期已经有明显减弱。而市场产生预期上变化的原因主要为两点，一是结合基本面企稳信号的初现，央行持续操作的真空导致市场担忧上升；二是此前央行对于“降准”的辟谣。我们在每周流动性观察中分析过，央行操作真空更主要的原因是流动性尚且处于季节性宽松的阶段，货币政策是否收紧要在4月下旬-5月份的窗口去观察。另一点上，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紧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比较成功。

### 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：关注 4 月份税期央行的对冲方式 .....	4
流动性展望：下周将步入税期，资金面预计趋紧 .....	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：关注4月份税期央行的对冲方式

央行4月12日公布一季度金融统计数据报告显示，3月人民币贷款增加1.69万亿元（预期1.25万亿元，前值8858亿元）；一季度人民币贷款增加5.81万亿元，同比多增9526亿元。中国3月社会融资规模增量为2.86万亿元，预期1.85万亿元，前值7030亿元；一季度社会融资规模增量累计为8.18万亿元，比上年同期多2.34万亿元。中国3月M2同比增长8.6%，预期8.2%，前值8%。

社融数据在本月高增的主要贡献来自表内贷款、地方债和表外票据，而贷款当中短期贷款较去年同期的改善要更加明显。在这其中地方债的贡献较大主要由于发行时点的提前，而表外票据的增长对实体经济改善有限且依赖于宽松的货币环境和监管政策，非标压缩的幅度尽管持续减小但仍尚未逆转。因此综合来说，我们认为融资的改善的确较为明显，但实体经济中局部的融资困境依然需要进一步改善，同时对货币政策宽松仍存一定依赖。存量社融增速上行至10.70%，年初至今符合我们对全年的判断社融增速在10.0%-11.0%之间波动，在这一区间内尚且处于“宽货币，宽信用”的正常波动。

从数据当中看到，M0下降4584.72亿，财政存款下降6928亿，这两项分别位于我们此前预期当中的中性预期和中性偏乐观预期上，在央行3月资产负债表尚未公布的情况下，以金融数据来看二者合计对流动性正向影响在1.1万亿左右。但下周由于四月份缴税压力偏大，以及有MLF到期，仍然面临较大的流动性缺口，人民银行的对冲操作是观察货币政策方向的重要窗口。

市场当前对于宽松的预期已经有明显减弱。而市场产生预期上变化的原因主要为两点，一是结合基本面企稳信号的初现，央行持续操作的真空导致市场担忧上升；二是此前央行对于“降准”的辟谣。我们在每周流动性观察中分析过，央行操作真空更主要的原因是流动性尚且处于季节性宽松的阶段，货币政策是否收紧要在4月下旬-5月份的窗口去观察。另一点上，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紧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比较成功。

目前市场对于基本面及货币政策的判断分歧仍大。认为基本面企稳信号已现的投资者更愿意相信出口大增、CPI上行、PMI反弹以及宽信用初见成效；而仍对基本面存在质疑的投资者更倾向于关注进口回落、PPI仍低、社融存在季节性因素及海外的衰退等。从目前各类资产的走势来看，市场对于基本面向好的预期体现的要更强，我们认为在这两者之中最为关键的因素在于内生增长的动力是否已经足够。从目前公布的基本面数据看，3月出口数据虽超预期，但一季度美元计价的出口累计同比仅增长1.4%，仍处于较低水平，而近期IMF再度下调2019年全年经济增速，外需难有改善，对未来出口构成压制；融资数据如前所述，融资虽有明显好转，但实体经济中长期贷款增长依然较慢，局部的融资困境依然需要进一步改善，对货币政策宽松仍存一定依赖。由此看，对内生增长动力仍需谨慎判断。同时，4月份和5月份由于是连续的缴税大月，也将产生规模较大的流动性缺口，不妨静待货币政策在重要窗口中所给出的信号。

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	--	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	--	3.30	--

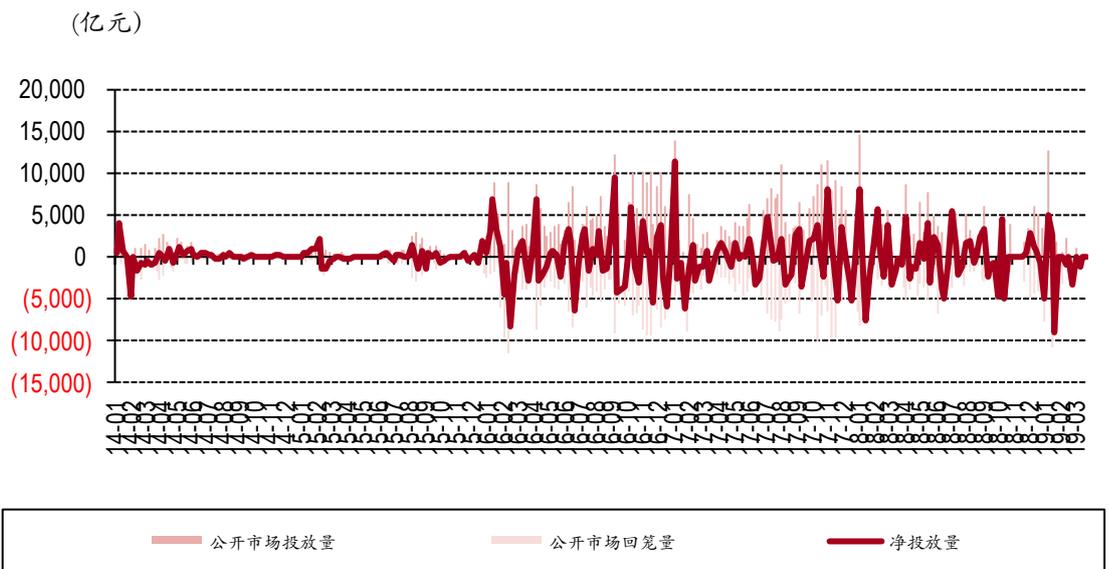
资料来源：万得，中银国际证券

## 流动性展望：下周将步入税期，资金面预计趋紧

上周公开市场没有逆回购到期，央行未进行逆回购投放，净回笼流动性 0 亿，逆回购余额维持在 0；下周公开市场有 3665 亿 MLF 将到期。同业存单方面，上周发行 3697.2 亿，到期 3368.9 亿，净融资 328.3 亿，下周有 4139.1 亿存单到期。

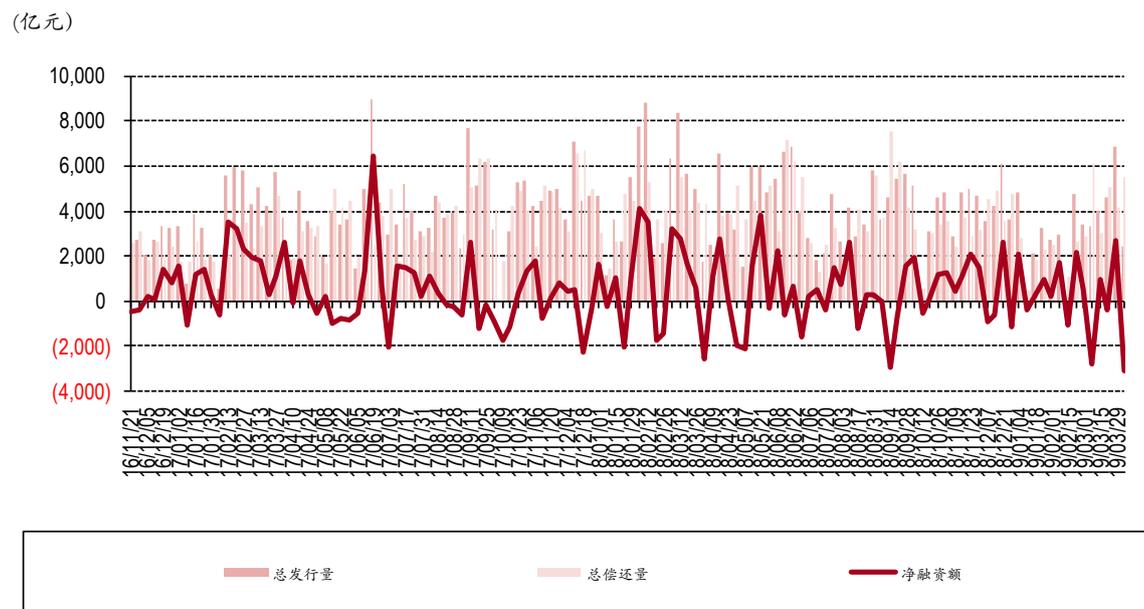
上周资金面有小幅收紧，但整体仍维持在均衡。下周市场将步入税期，资金面将脱离舒适区出现较大缺口，重点关注人民银行届时的对冲操作，预计下周资金面有进一步收紧。

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

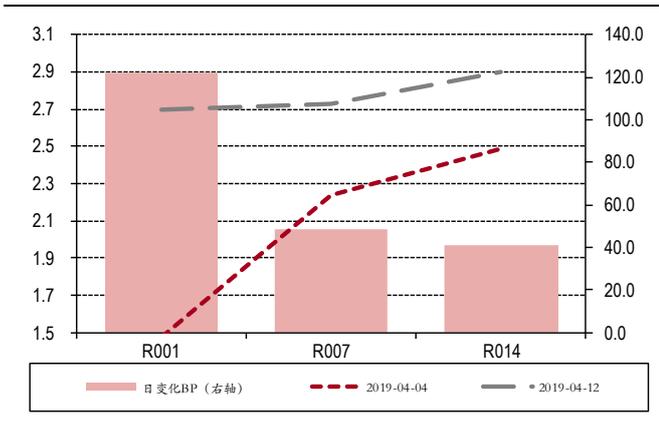


资料来源：万得，中银国际证券

## 资金利率

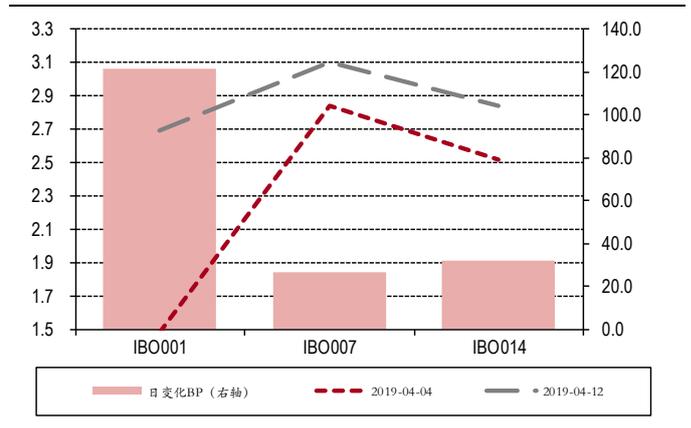
银行间市场隔夜回购利率收 2.69%，上行 122.3BP；7 天回购利率收 2.73%，上行 48.8BP；14 天回购利率收 2.90%，上行 41.17BP；shibor 利率 1M 期上行 25.1BP 在 2.67%，3M 期利率上行 0.3BP 在 2.76%；3 个月同业存单利率上行 3.34BP 在 2.66%，珠三角票据融资利率下行 5BP 在 2.85%。

图表 5. 质押回购



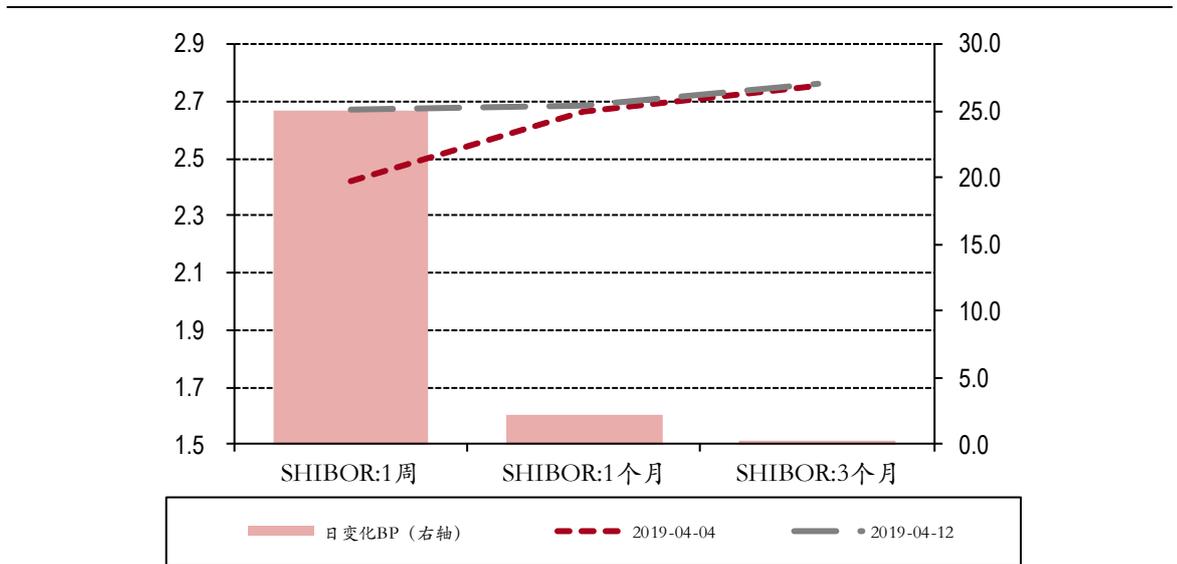
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



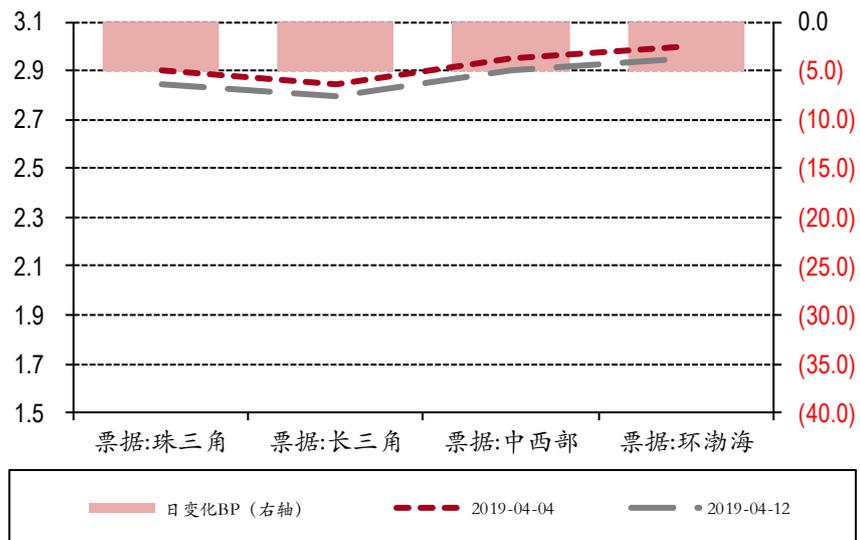
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



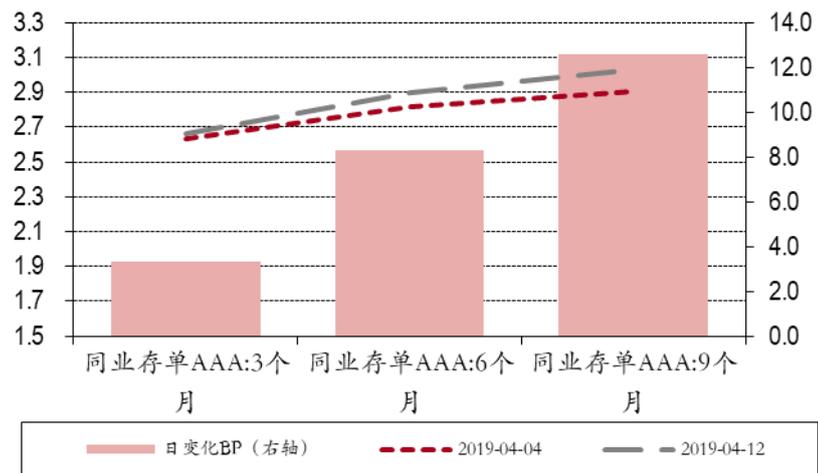
资料来源：万得，中银国际证券

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\\_13164](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13164)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>