



每周流动性观察

月初资金面宽松；外汇储备持续增加

即便4月份流动性缺口可能不会导致资金面有明显趋紧，但在央行未进行降准操作的情况下，二季度整体超储率中枢水平还将会有季节性下降的趋势，因此我们认为4月是观察货币政策动向的重要窗口。在央行进行一次降准操作的假设下，降准+TMLF能够基本抹平4月份的流动性缺口，超储率中枢将稳定在目前的高水平上。

- 中性假设下预计3月末存款准备金规模增长6400亿，基础货币增长1400亿，对应超储率水平小幅回升至1.7%-1.8%。
- 对于4月份来说，月初资金面将大概率维持宽松，但由于4月是缴税大月，月中时点的缴税压力是关注焦点。从往年数据推测，4月份月中缴税压力大约在1.5万亿以上，考虑到地方债发行，两者合计影响规模应在2万亿左右。但考虑到如下两点因素：1、财政支出在时点上可能有所分散，由于地方债在今年发行有所提前，我们认为财政支出的特征在今年可能转变为“月末为主，但向月中、月初分散有所加大”，这种影响将使全月资金面的波动更平滑；2、增值税下调可能导致月中缴税压力有所减弱，进一步平滑全月流动性的分布。
- 所以我们判断月中缴税时点下，实际流动性缺口可能是1.3万亿左右，由于目前逆回购余额已经归零，因此央行在税期如果进行3000亿-5000亿左右的逆回购投放，流动性缺口就将下降至万亿之下，以4月初的超储率水平应能够基本消化。从数据上看，我们预计4月初超储规模在3万亿左右，扣减月中缴税后流动性缺口1万亿，两万亿的规模应仍能够大体满足市场流动性需求，较去年同期改善依然较为明显。除此之外，预计4月下旬还将有一次TMLF的操作。
- 即便4月份流动性缺口可能不会导致资金面有明显趋紧，但在央行未进行降准操作的情况下，二季度整体超储率中枢水平还将会有季节性下降的趋势，因此我们认为4月是观察货币政策动向的重要窗口。在央行进行一次降准操作的假设下，降准+TMLF能够基本抹平4月份的流动性缺口，超储率中枢将稳定在目前的高水平上。

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：月初资金面宽松；外汇储备持续增加	4
流动性展望：四月初资金面预计较为宽松	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：月初资金面宽松；外汇储备持续增加

中性假设下预计3月末存款准备金规模增长6400亿，基础货币增长1400亿，对应超储率水平小幅回升至1.7%-1.8%。

对于4月份来说，月初资金面将大概率维持宽松，但由于4月是缴税大月，月中时点的缴税压力是关注焦点。从往年数据推测，4月份月中缴税压力大约在1.5万亿以上，考虑到地方债发行，两者合计影响规模应在2万亿左右。但考虑到如下两点因素：1、财政支出在时点上可能有所分散，由于地方债在今年发行有所提前，我们认为财政支出的特征在今年可能转变为“月末为主，但向月中、月初分散有所加大”，这种影响将使全月资金面的波动更平滑；2、增值税下调可能导致月中缴税压力有所减弱，进一步平滑全月流动性的分布。

所以我们判断月中缴税时点下，实际流动性缺口可能是1.3万亿左右，由于目前逆回购余额已经归零，因此央行在税期如果进行3000亿-5000亿左右的逆回购投放，流动性缺口就将下降至万亿之下，以4月初的超储率水平应能够基本消化。从数据上看，我们预计4月初超储规模在3万亿左右，扣减月中缴税后流动性缺口1万亿，两万亿的规模应仍能够大体满足市场流动性需求，较去年同期改善依然较为明显。除此之外，预计4月下旬还将有一次TMLF的操作。

即便4月份流动性缺口可能不会导致资金面有明显趋紧，但在央行未进行降准操作的情况下，二季度整体超储率中枢水平还将会有季节性下降的趋势，因此我们认为4月是观察货币政策动向的重要窗口。在央行进行一次降准操作的假设下，降准+TMLF能够基本抹平4月份的流动性缺口，超储率中枢将稳定在目前的高水平上。

4月7日，央行网站显示，中国3月外汇储备30987.61亿美元，环比增85.81亿美元，上月为30901.8亿美元，为连续五个月上升。SDR口径3月官方外汇储备22321.33亿SDR，较前月增加216.66亿SDR。

估值方面，美元指数在3月份以上行为主，从月初的96.21上涨至月底的97.24，汇兑损益方面非美资产受小幅负向影响。欧元兑美元从月初的1.1366贬至1.1218；美元兑日元贬至110.8550。利率方面，全球债券市场利率大幅下行，美国十年期国债大幅下行35BP，欧洲十年期公债下行24BP重回负区间，德国十年期国债下行22BP回到0以下，资产价格在3月份对外汇储备正向共享较为明显。整体来说汇兑损益和资产价格综合影响在3月份应为正向。

19年在全球外需回落和18年抢出口的滞后影响，预计经常账户顺差将继续收窄，甚至在个别季度转负，对于汇率形成负面影响。但资本和金融账户并不悲观，19年在美国经济出现分歧的情况下，中美周期的分化将有所收窄，人民币资产仍然具备吸引力，中美短端利差收窄后，人民币兑美元掉期点转负，对冲汇率敞口的成本降低，因此汇率和金融账户并不悲观，外汇占款压力并不大。

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

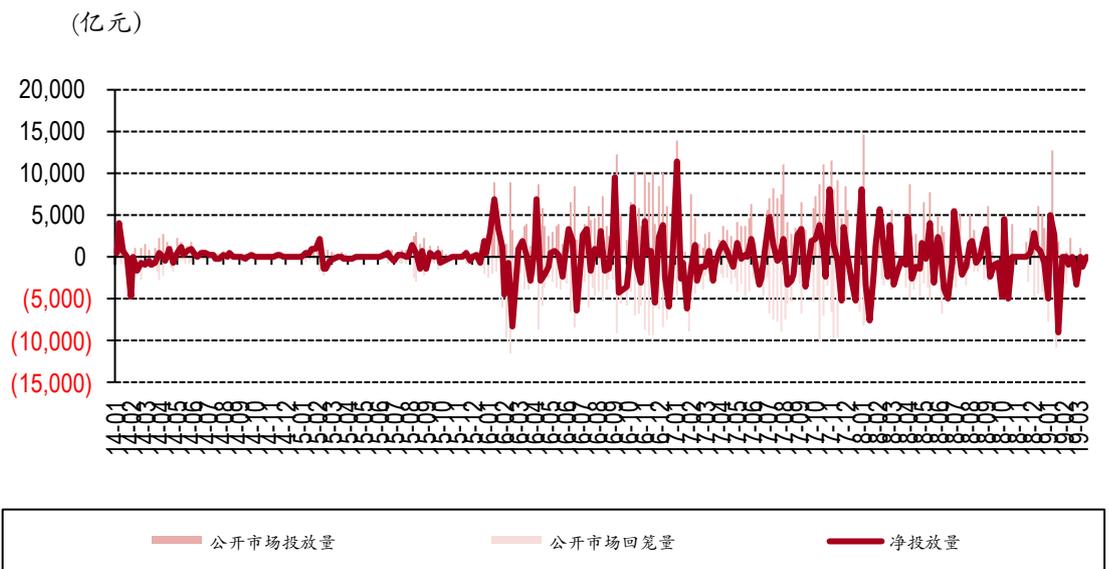


流动性展望：四月初资金面预计较为宽松

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，逆回购余额回到 0；下周公开市场没有货币政策工具到期。同业存单方面，上周发行 1430.2 亿，到期 840.8 亿，净融资 589.4 亿，下周有 3368.9 亿存单到期。

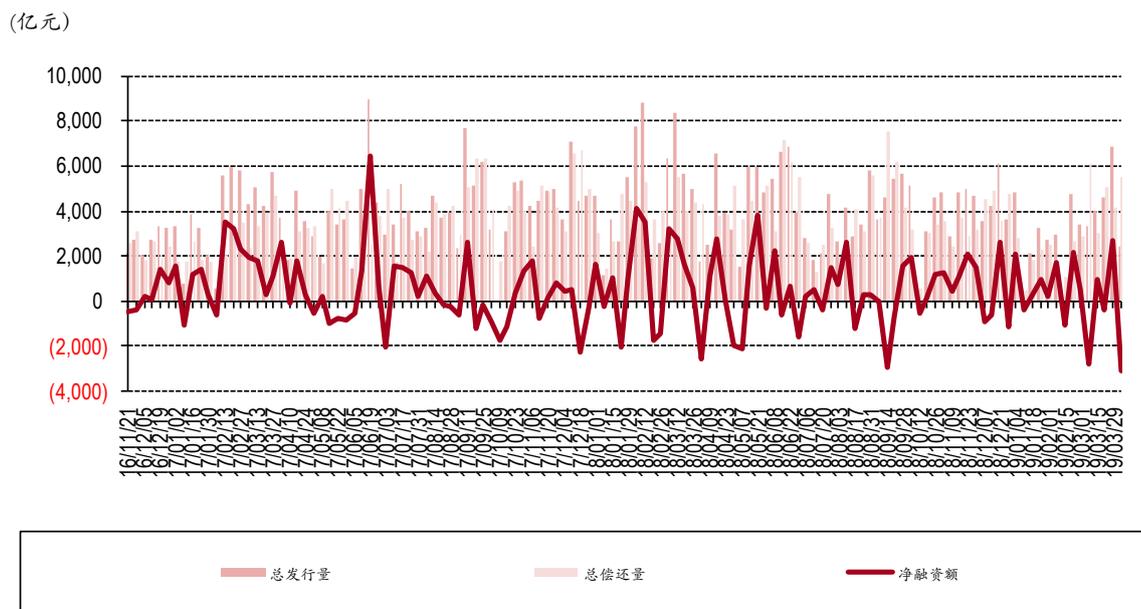
上周四月初超储率处于高位，同时市场机构资金敞口偏低，跨季时点度过后资金面异常充裕，由于清明假期，四月缴税截止日顺延至 4 月 18 日，下周资金面预计仍将以维持宽松态势为主。

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

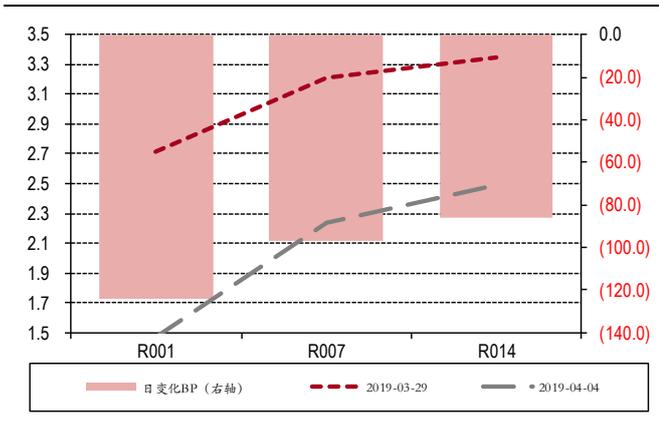


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

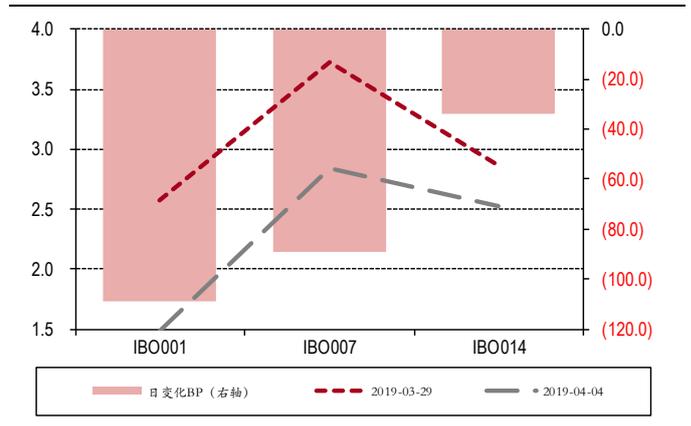
银行间市场隔夜回购利率收 1.47%，下行 124.41BP；7 天回购利率收 2.24%，下行 96.77BP；14 天回购利率收 2.49%，下行 86.06BP；shibor 利率 1M 期下行 15.5BP 在 2.66%，3M 期利率下行 4.3BP 在 2.76%；3 个月同业存单利率上行 4.27BP 在 2.63%，珠三角票据融资利率下行 5BP 在 2.90%。

图表 5. 质押回购



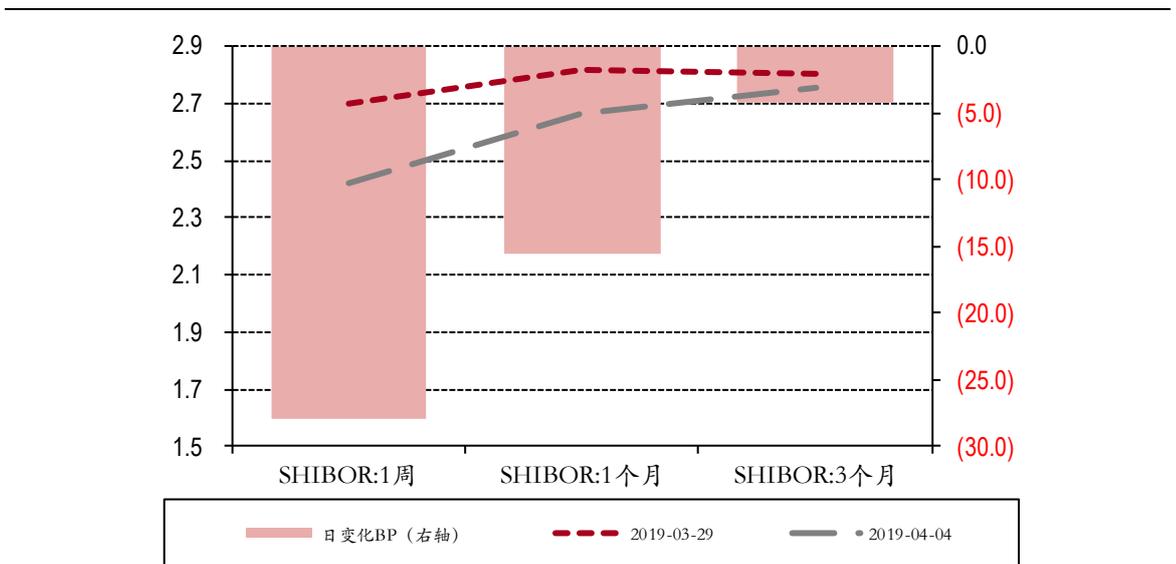
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



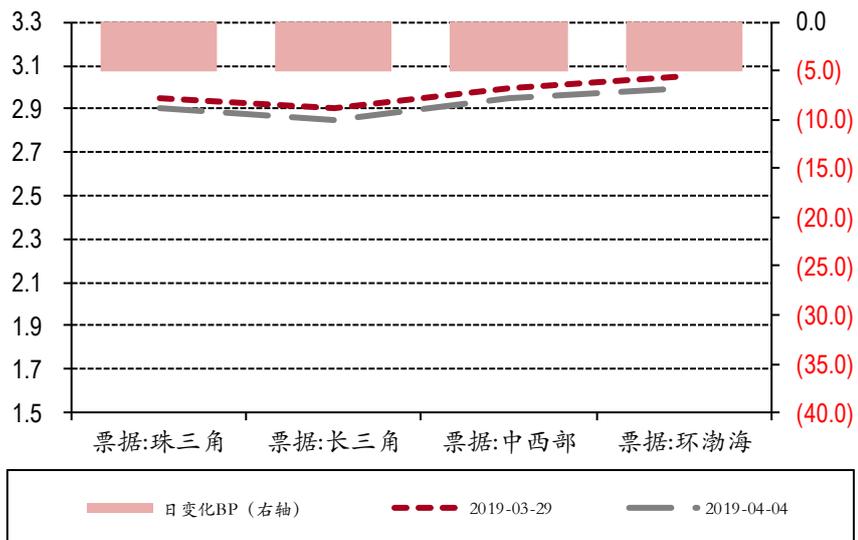
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



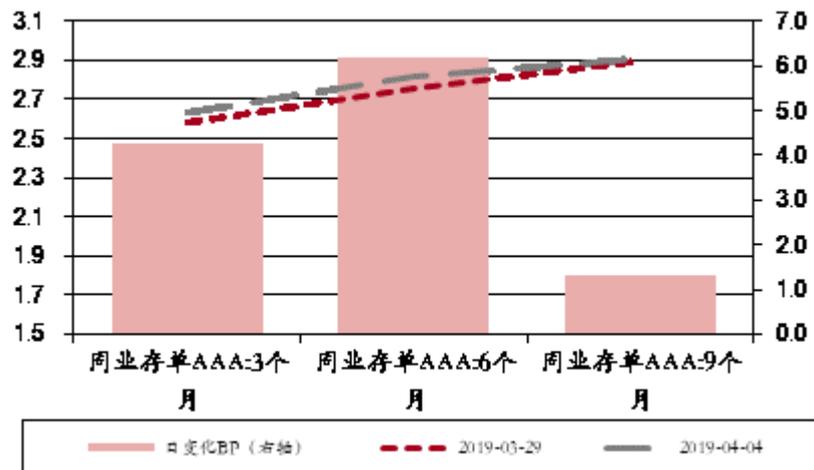
资料来源：万得，中银国际证券

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_13322



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>