

债券研究报告

4月流动性前瞻：不论降不降准，资金可能都不松

报告摘要：

1、**财政存款变动、缴税缴准和M0变动对流动性的影响**：根据测算，4月财政存款回笼流动性约7500亿元，缴税影响约14500亿元，缴准环比增加300亿元，M0减少300亿元，商业银行库存现金减少630亿。整体来看，M0以及商业银行库存现金助力流动性，但无法抵过财政存款回笼流动性的量，4月税期有所后移。

2、**外汇占款上，趋势看4月的外汇占款极有转正可能**。外汇占款对流动性影响中性。

3、**公开市场操作方面，4月到期逆回购、MLF共计3675亿，集中于4月第三周**。MLF方面，4月17日有3675亿元MLF到期，扣除定向降准置换MLF10亿元后，MLF实际到期量为3665亿元。

4、**政策方面，主要的新增经济金融和监管政策为**：3-4月主要事件为央行辟谣“降准”，2019年两会召开提出的经济目标与要求以及各部门答记者问中提到的具体措施。主要有更大力度的减税降费、金融供给侧改革，更加突出强调解决小微企业融资难融资贵问题，提出量化目标。

5、**重点债券的供给角度来看**，预计2019年4月份国债发行量为4000亿元左右，净融资额为1300亿元。4月地方政府债发行量在5000亿元左右，到期1666.38亿，净融资约3300亿。同比去年3249.09亿发行量增长约1.6%，增幅较1季度有所下降。预计2019年3月证金债发行量约3630亿元，净融资额110亿元。预计2019年4月同业存单发行规模为13000亿，净融资约1000亿。

6、**3月走势资金面趋紧，除了R6M、R1Y利率中枢下行，其他全部上升10-40bp**。其中7天平均值上行20bp，与我们预期一致。

流动性展望：（1）从五因素模型来看，4月是财政存款大幅增加的一个月，M0、商业银行库存现金、外汇占款方面虽然预期会支持流动性，但是量级极小；（2）而从季节性角度来看，跨季后首月，资金面往往回归宽松，从近5年的经验来看，4月资金面一般较3月略宽松；（3）对资金面影响冲击最大的是央行用何种方式来对冲4月到期的MLF和政府存款增加；如果没有降准，而是置换MLF，预计资金面冲击相对小，如果MLF不续作也不降准，则4月资金面紧张度将超过3月。（4）央行对于“降准”给予了坚决的辟谣态度，央行可能有所意识到经济的企稳，所以不愿意市场形成降准预期。而通胀数据可预期的高企，也可能导致央行不愿意再继续之前的偏宽松操作，**不论降不降准，资金也都难松**。

综合来看，4月的资金利率月初较为宽松，但税期和MLF即将到期的阶段，我们预计会面临资金利率的抬升，全月资金平均利率水平可能不低于3月。杠杆操作上，可以适度降低杠杆，货币基金税期前后出钱可以获得较高收益。

相关报告

《东北证券3月流动性前瞻：月末资金利率抬升可能性大》

2018-03-11

《东北证券2月流动性前瞻：春节平稳度过，资金中枢将小幅抬升》

2018-02-13

《东北证券1月流动性前瞻：资金利率小幅下行，春节前资金仍有缺口》

2019-01-08

《东北证券12月流动性前瞻：资金利率中枢抬升，波动加大》

2018-12-06

《东北证券11月流动性前瞻：流动性的顶和底都有限》

2018-11-07

《东北证券10月流动性前瞻：资金利率水平走平，仍在宽松区间》

2018-10-09

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550518010025

010-58034578 zoukun@nesc.cn

目 录

1. 4 月流动性影响因素预测概览	3
2. 4 月财政存款、缴税缴准及 M0 压力整体偏负面	3
2.1. 4 月财政存款回升回抽流动性	3
2.2. 缴税压力加大，减税政策影响在 5 月	5
2.3. 缴准增加量较少	6
2.4. M0 环比上升，商业银行库存现金小幅抬升，对流动性影响正面	7
2.5. 小结	8
3. 外汇占款下降放缓，人民币汇率压力减轻	8
3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾	8
3.2. 汇率回顾及预判：汇率企稳，预计 4 月将会继续保持相对平稳	10
3.3. 美联储决议不加息，“鸽派”倾向日益明显	10
3.4. 小结	11
4. 公开市场操作：降准可能要和公开市场操作结合起来看	11
4.1. 三月公开市场操作回顾：央行顺势回笼流动性	11
4.2. 四月公开市场操作展望	12
4.3. 准备金降还是不降，央行可能有哪些选择？	13
5. 金融监管与重大经济政策	14
5.1. 十三届全国人大二次会议在北京召开，总理代表国务院作政府工作报告	15
5.2. 十三届全国人大二次会议新闻中心举行记者会，财政部就“财税改革和财政工作”答记者问	15
5.3. 财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	17
5.4. 银保监会发布《关于做好 2019 年银行业保险业服务乡村振兴和助力脱贫攻坚工作的通知》	17
5.5. 十三届全国人大二次会议新闻中心举行记者会，中国人民银行行长等就“金融改革与发展”相关问题答记者问	18
5.6. 银保监会发布《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》	19
5.7. 十三届全国人大二次会议闭幕后，国务院总理回答中外记者提问	20
5.8. 易纲中国发展高层论坛讲话：继续扩大金融业开放，推动经济高质量发展	21
6. 债券供给：	21
6.1. 国债：预计 4 月国债发行量在 4000 亿左右	21
6.2. 地方政府债：发行加速，以新增专项债为主	23
6.3. 政策性金融债：预计发行量持平 17-18 年同期	25
6.4. 同业存单：发行规模稳定	27
6.5. 小结	29
7. 流动性前瞻：资金面紧张程度预计持平 3 月	29

1. 4月流动性影响因素预测概览

表 1: 4月流动性影响因素概览

项目	对流动性影响（正面、负面、中性）	预测影响程度及评价
财政存款	正面	5800 亿
M0 和库存现金	正面	M0 释放支持流动性 5000 亿， 库存现金支持流动性 2500 亿
外汇占款	偏正面	预计 0 上下浮动，转正可能性大
公开市场操作	负面	MLF 不续作，预计 3 月为净回笼
缴准	负面	2500 亿，影响中等
缴税	负面	税期为 15 日，9680 亿规模
债券供给		国债发行量为 2200 亿元左右，净融资额为-156.8 亿元。 地方政府债发行量在 4700 亿左右，到期 1472.06 亿， 净融资约 3230 亿。 3 月证金债发行量约 4200 亿元，净融资额 1100 亿元。 3 月同业存单发行规模为 19000 亿，净融资约 2000 亿。
金融监管	偏严厉，辟谣降准	/

整体观点: 3 月走势资金面趋紧，除了 R6M、R1Y 利率中枢下行，其他全部上升 10-40bp。其中 7 天平均值上行 20bp，与我们预期季末资金面趋紧的预判一致。

流动性展望: （1）从五因素模型来看，4 月是财政存款大幅增加的一个月，M0、商业银行库存现金、外汇占款方面虽然预期会支持流动性，但是量级极小；

（2）而从季节性角度来看，跨季后首月，资金面往往回归宽松，从近 5 年的经验来看，4 月资金面一般较 3 月略宽松；（除了 2018 年例外，由于宣布降准后，市场普遍预期未来债市看好纷纷加杠杆买债，导致降准资金未释放之前资金利率抬升较大）

（3）对资金面影响冲击最大的是央行用何种方式来对冲 4 月到期的 MLF 和政府存款增加；如果没有降准，而是置换 MLF，预计资金面冲击相对小，如果 MLF 不续作也不降准，则 4 月资金面紧张度将超过 3 月。

（4）央行对于“降准”给予了坚决的辟谣态度，央行可能有所意识到经济的企稳，所以不愿意市场形成降准预期。而通胀数据可预期的高企，也可能导致央行不愿意再继续之前的偏宽松操作。

综合来看，4 月的资金利率月初较为宽松，但税期和 MLF 即将到期的阶段，我们预计会面临资金利率的抬升，全月资金平均利率水平可能不低于 3 月。杠杆操作上，可以适度降低杠杆，货币基金税期前后出钱可以获得较高收益。

数据来源：东北证券固收组整理

2. 4月财政存款、缴税缴准及 M0 压力整体偏负面

2.1. 4月财政存款回升回抽流动性

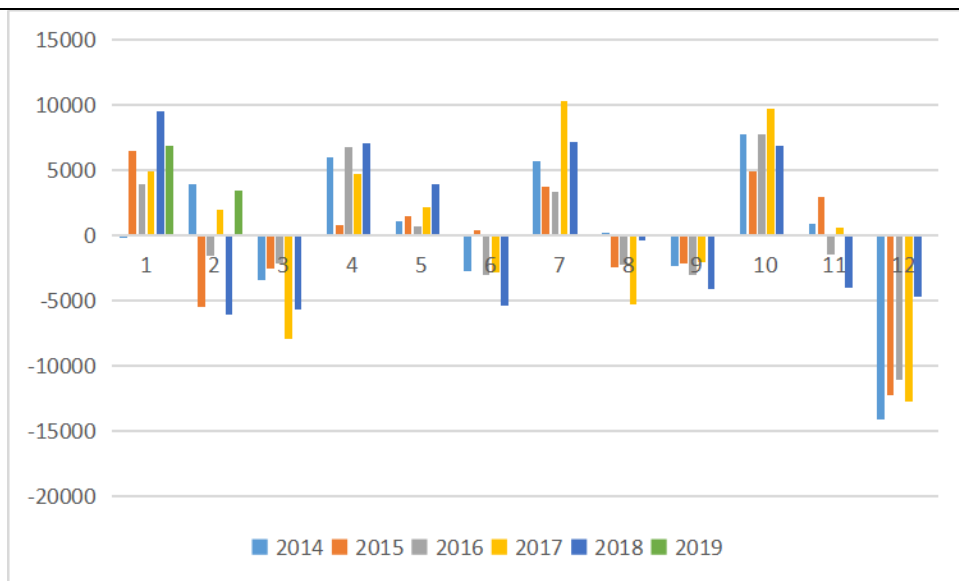
最近一期政府存款状况: 2 月份政府存款为 38,516.63 亿元，比上月增加 3405.82 亿元。较 18、17、16、15 年的 2 月相比，本月的财政存款呈现出了 2 月份财政存款变动不稳定的态势（因 2 月处于季度中月政府存款变动趋势不固定），与 18 年 2 月相比环比变动由负转正（15-18 年 2 月政府存款环比变动分别为-5458 亿、-1595 亿、1991 亿、-6121 亿），2019 年 2 月政府存款对流动性产生负面影响，这一规模比我们预期

的要更大一些（2月流动性前瞻中我们预判政府存款增加2500亿）。

财政存款呈现“季初增加，季末减少”的特点，1月、4月、7月、10月处于相对高点，3月、6月、9月、12月处于相对低点。从往年情况看，在季度末的支出增速很高，但季度初的支出增速回落，导致季度末月份财政存款增量低于季节性，但季度初月份财政存款增量大幅高于季节性。

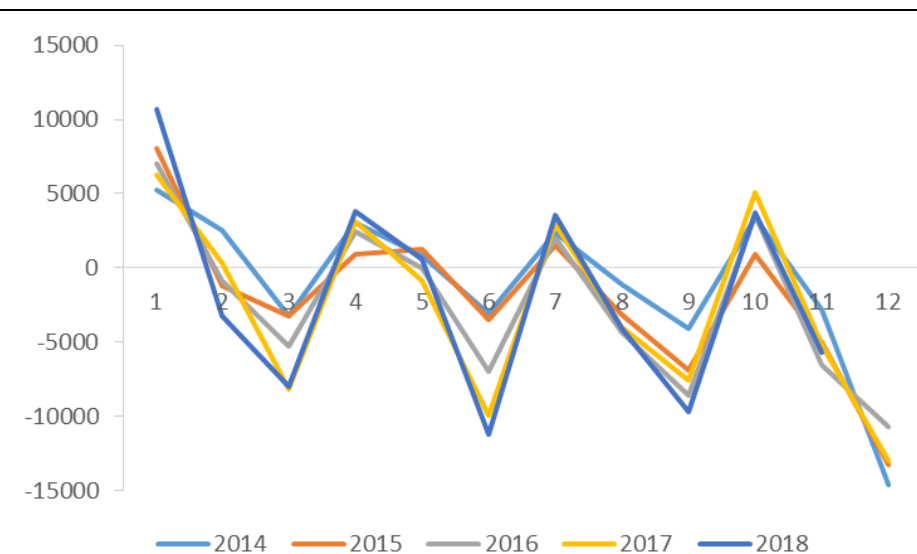
4月通常是财政存款净增长的月份。财政存款的变动主要受财政收支差额（包括公共财政收支和政府性基金收支、还有发债情况）的影响。2014-2018年4月财政存款环比变动额分别为6014、839、6755、4738、7060，总体来说为政府存款稳定上升的趋势。在此基础上考虑到今年财政收入和支出增速状态与18年类似，同时考虑2018年4月1日期，增值税减税开始执行，我们预计4月份财政存款将回笼流动性约7500亿元。

图 1：财政存款季节性变动（2014-2019）



数据来源：东北证券，Wind

图 2：公共财政收支差额变化



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 缴税压力加大，减税政策影响在 5 月

缴税：

2019 年，财政部将在全面落实已出台的减税降费政策的同时，抓紧研究更大规模的减税、更为明显的降费。到 4 月目前比较重要的减税措施包括：

3 月 1 日，《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税〔2019〕16 号），规定了经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起五年内免征企业所得税。2018 年 12 月 31 日之前已完成转制的企业，自 2019 年 1 月 1 日起可继续免征五年企业所得税；以及由财政部门拨付事业经费的文化单位转制为企业，自转制注册之日起五年内对其自用房产免征房产税。2018 年 12 月 31 日之前已完成转制的企业，自 2019 年 1 月 1 日起对其自用房产可继续免征五年房产税。

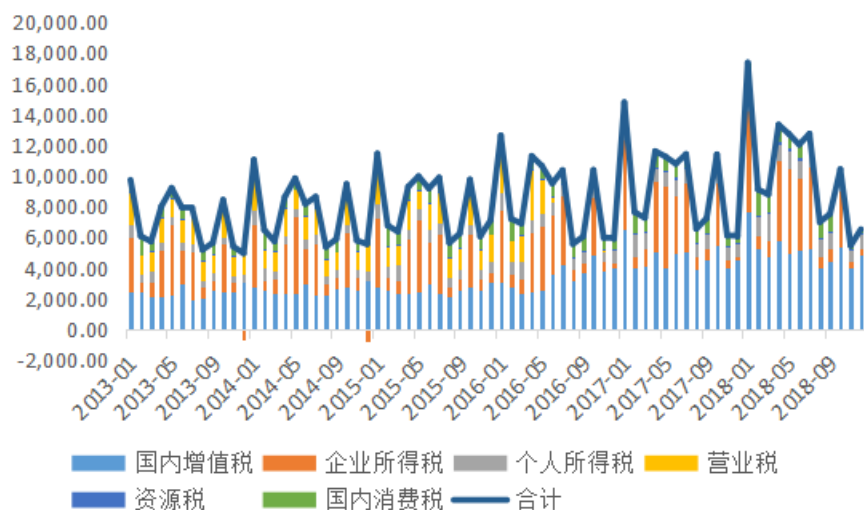
3 月 18 日，《关于粤港澳大湾区个人所得税优惠政策的通知》（财税〔2019〕31 号），主要内容为广东省、深圳市按内地与香港个人所得税税负差额，对在大湾区工作的境外（含港澳台，下同）高端人才和紧缺人才给予补贴，该补贴免征个人所得税。

3 月 12 日税总发〔2019〕32 号《关于做好 2019 年深化增值税改革工作的通知》中提出了深化增值税改革是 2019 年实施更大规模减税降费的“重头戏”，是减轻企业负担、激发市场活力的重大举措，是完善税制、优化收入分配格局的重要改革，是宏观政策支持稳增长、保就业、调结构的重大抉择。

2019 年 3 月 20 日，关于进一步减税的政策发布，《财政部 税务总局 海关总署公告 2019 年第 39 号文》中包括如下内容：（1）降低增值税税率水平。将适用 16%税率的项目改按 13%税率征税，主要涉及制造业等行业；将适用 10%税率的项目改按 9%税率征税，主要涉及交通运输业、邮政业、建筑业、房地产业、基础电信服务和农产品等货物；保持 6%一档税率不变，主要涉及现代服务业、金融业、生活服务业和增值电信服务。（2）扩大进项税抵扣范围。将购进国内旅客运输服务纳入抵扣范围。将取得不动产支付的进项税由分两年抵扣改为一次性全额抵扣。这两项措施可增加纳税人的可抵扣进项税，让减税惠及所有纳税人。（3）试行期末留抵退税制度。对降低税率水平后纳税人的增量留抵税额按条件予以退还，有效增加企业现金流。（4）对生产、生活性服务业进项税额加计抵减。对主营业务为邮政、电信、现代服务和生活服务业的纳税人，按进项税额加计 10%抵减应纳税额。根据财政部税政司司长王建凡解释，增值税改革减税降负规模应该超过 1 万亿元。

根据国税总局发文，4 月需要按月缴纳的税种包括增值税、消费税、企业所得税、个人所得税和资源税，税期为 4 月 18 日截止（清明假期导致顺延）。回顾 2014-2018 年 4 月按月申报缴税合计数（仅汇总增值税、消费税、企业所得税、个人所得税和资源税，2017 年之前加总营业税），分别 8620.32 亿、9289.96 亿、11291.53 亿、11606.43 亿、13331.02 亿，环比变动值分别为 2892.85 亿、2929.69 亿、4403.34 亿、4345.77 亿、4546.48 亿。综上，参照往年数据，并考虑减税（特别是个税起征点、专项附加扣除的变动）影响后，我们预估 4 月以上六大类税种需缴纳的金额合计为 14500 亿元左右（一般而言，4 月六大税种的量是 1-2 月累计量的 50%），同比增速 8.77%，同比增速较 2019 年 1-2 月略降。

图 3：按月申报税种合计月度变动（2013.1-2018.12）



数据来源：东北证券，Wind

2.3. 缴准增加量较少

测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数=各项存款-非银机构存款-境外存款。历史数据显示，4月缴准基数在2016-2018年环比变动额分别为4,480.70亿、-2,718.24亿、1,775.29亿。如下图所示，自2018年以来，各项存款同比增速维持放缓趋势。考虑到境外存款自2018年5月起不再缴纳法定准备金，2018年9月-2019年2月缴准基数同比增速分别为7.25%、6.67%、6.38%、6.88%、7.73%、8.61%，我们上调货币派生增速的中枢，预计2019年4月份缴准基数环比3月增加约2800亿元。

根据我们的测算，12月金融机构加权平均法定准备金率为12.02%，2019年1月进行了降准置换1个百分点约15000亿和2018年度普惠金融定向降准动态考核调整，新考核下与上年相比，更多金融机构达到普惠金融定向降准标准，可分别享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠，净释放长期资金约2500亿元。测算4月的加权法定准备金率与2月一致稳定在11%的水平。（如果不降准）

根据2018年四季度货币政策执行报告也可以得知：

目前6家大型商业银行均至少达到普惠金融定向降准第一档标准，实际执行存款准备金率为12%和13%；

中小型商业银行实际执行存款准备金率为10%、11%和11.5%；

县域农村金融机构实际执行存款准备金率为7%和8%。

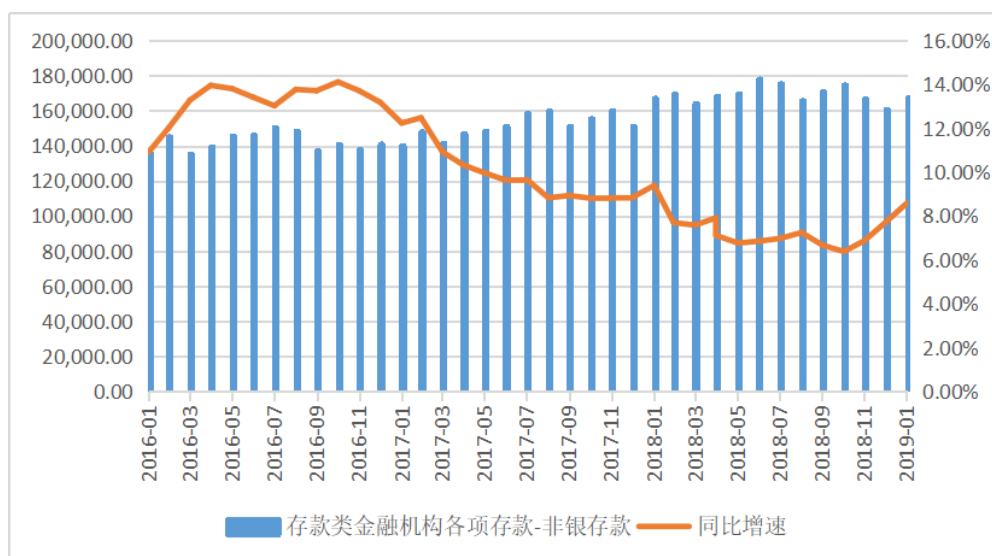
绝大部分金融机构都适用优惠的存款准备金率。

目前政策性银行执行7.5%的存款准备金率，财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司执行6%的存款准备金率。

全部金融机构加权平均存款准备金率约为11%。

综上，预计2019年3月缴准环比将增加约300亿元，缴准分三次进行，压力相对较小。

图 4：存款类金融机构各项存款规模及增速



数据来源：东北证券，Wind

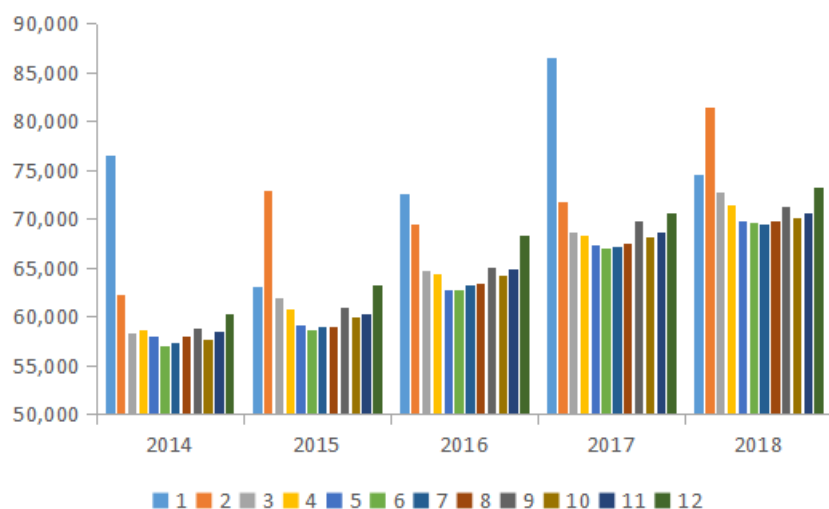
2.4. M0 环比上升，商业银行库存现金小幅抬升，对流动性影响正面

根据历年 M0 变动数据，每年 4 月的 M0 较年初两个月会出现明显的回落，相比 3 月数值波动不大。2015-2018 年 4 月 M0 的环比变动额分为-1177.35 亿、-248.04 亿、-212.45 亿、-1216.17 亿。可以参考近三年的 M0 波动趋势，今年春节在 2 月初，16 年的情况更有参考意义，预计 4 月 M0 环比减少 300 亿元，对银行间流动性影响利好。

商业银行库存现金的波动，2015-2018 年 4 月商业银行库存现金环比变动（取自其他存款性公司资产负债表）为-773.39 亿、-648.54 亿、-600.05 亿、-610.18 亿，参考近三年内的库存现金波动，约有 630 亿的减少，这对流动性同样利好。

合并来看，M0 和商业银行库存现金整体对流动性预计仍是利好的，规模在 930 亿左右。

图 5：M0 供给情况



数据来源：东北证券，Wind

2.5. 小结

根据测算，4月财政存款回笼流动性约7500亿元，缴税影响约14500亿元，缴准环比增加300亿元，M0减少300亿元，商业银行库存现金减少630亿。整体来看，M0以及商业银行库存现金助力流动性，但无法抵过财政存款回笼流动性的量，4月税期有所后移。

3. 外汇占款下降放缓，人民币汇率压力减轻

3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾

2018年2月份外汇占款为212,541.24亿元，环比减少3.3亿元，外汇占款保持下降趋势，但降幅相较前5个月明显缩窄。同时，2月份央行外汇储备为30,901.80亿美元，环比增加22.56亿美元，外汇储备在近四个月内持续上涨，但2月相较前三个月涨幅减弱。根据1月央行资产负债表点评的相关回顾，外汇占款从10月降幅915.76亿元缩至571.3亿元，至12月降幅空间持续缩小仅减少了40.41亿元，到今年1月环比变动上升仅为12.14亿元，2月当且仅有3.3亿元的环比减少，确有明显会转正的回落趋势。外汇占款对流动性的负面影响较小。外汇储备和汇率的企稳效应下，我们认为外汇占款不是影响流动性的主要因素，对未来的流动性仍可持积极的态度，外汇占款转正可能性也存在。

从2月银行结售汇数据来看，结售汇状况略显劣势，不利于未来汇率和外汇占款平稳，但2月本身一般是净流入月份，所以略显劣势也不意外。

主要信息如下：

(1) 从银行自身结售汇与代客结售汇角度来看，银行代客结汇6315亿元人民币，售汇7338亿元人民币，结售汇逆差1023亿元人民币，相比1月代客结售汇规模由顺转逆；银行自身结汇682亿元人民币，售汇673亿元人民币，结售汇顺差9亿元人民币，银行自身结售汇规模由逆转顺。2月银行结售汇逆差共计1013亿元，说明市场主体结汇意愿下降、购汇意愿上升，预计有春节旅游出行导致售汇需求增加。

(2) 从渠道上看，2月银行代客结售汇由顺转逆，主要受经常项目结售汇从1月顺差转2月逆差的影响，银行代客经常项目结售汇逆差1,026.64亿人民币，1月经常项目顺差636.07亿人民币；银行代客货物贸易结售汇顺差82.17亿人民币，环比减少96%；银行代客服务贸易结售汇逆差1057.19亿元，逆差环比增加258.39亿元。环比变化也与海关进出口数据相符，即货物贸易顺差大幅下滑，与结售汇情况基本相符。金融项目则是继续流入，显示国内资本市场仍有不低的吸引力。

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_13342

