



每周流动性观察

4 月流动性缺口有多大？

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。

- 根据我们对前文各分项科目的分析判断，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

《中银国际固定收益周刊：“货币、信用”在今年都经历了怎样的变化？》20181113

《中银国际固定收益周刊：央行资产负债表显示 9 月初流动性供给稍有下降；MLF 续作进一步印证超储率目标抬升，配置需求有望回归》20180917

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：4月流动性缺口有多大？	4
流动性展望：四月初资金面预计较为宽松	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：4月流动性缺口有多大？

3月份美元整体以震荡为主，美元指数高点触及 97.6064，低点在 96.01，截至目前（3月25日）美元指数较2月末小幅上升至 96.6066。整体来说人民币贬值压力不大，预计外汇占款在3月份的影响维持在0附近，对流动性影响保持偏弱。

货币发行科目此前由于春节因素，于2018年12月和2019年1月分别上升2720.29亿和16631.31亿，根据2月份的数据有现金回流8244.56亿。从历史经验来看，春节后的现金回流大多需要两个月左右的时间，同时该科目由于国内经济体量的增长基本每年维持3%-5%左右的增速。因此我们判断，3月份货币发行科目将下降4000亿-6000亿，对于流动性形成正向影响。

由于春节前的降准已经对一季度到期的MLF进行置换，同时总量流动性处于合理充裕的水平，因此央行3月份中操作相对真空，3月末逆回购余额归零，MLF到期为4315亿，二者合计构成对“其他存款性公司债权科目”向下拉动6415亿。其他工具如PSL、SLF和SLO等，合计预计形成1000亿-1500亿左右的投放规模。总体来说预计该科目下降5000亿左右。

政府存款方面，从前两个月的情况看，政府存款的上升速度快于季节性：2018年1月份政府存款增加9518.19亿，2月份下降6121.11亿，3月份下降5649.14亿；而今年前两个月则分别为增加了6886.07亿，和增加3405.82亿。可以理解为去年一季度财政支出当中，有部分支出从季末提前到了2月份，因此当时的3月中旬流动性压力不大。对于今年三月份，按照乐观假设，历史经验一季度末时政府存款科目通常持平或略低于去年年末，如果按此假设今年3月末政府存款将下降10000亿左右，对于流动性形成明显正面影响。在中性假设下，由于地方债发行提前，和考虑到发行与支出的滞后性，我们倾向于地方债发行时期将持续对流动性形成负面影响，因此这种情况下考虑到3月份新发行的地方债影响，我们预计3月末政府存款下降6000亿左右。

市场前期对于在去年12月中异常增加的“其他资产”科目较为关注，根据人民银行调查统计司的回复，“央行资产负债表中的‘其他资产’，是未单独列示的资产科目集合，主要是一些杂项资产项目和应收暂付项目。年底时，这些项目中会有不少会有季节性变动的特点。待年末时点过去后，这些季节性变动会减弱或消除”，这一说法在年初以来的资产负债表中已得到印证，目前2月末其他资产的规模已与去年11月末基本持平。因此预计3月份该科目较为平稳。支付机构备付金存款是在2018年对于流动性干扰较大的一项，由于时间序列数据较短，目前暂未出现明显季节性规律和趋势性规律。从今年前两个月看，该科目经历去年一年的增加目前已趋于平稳。债券发行科目体现人民银行央票的发行，央行在今年推出“CBS”央票互换工具，通过2月份央行资产负债表我们也能够看到2月“债券发行”增加了115亿，但由于该工具的置换是在资产方和负债方同步增加，因此对于流动性的影响为0。

根据我们对前文各分项科目的分析判断，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。

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	(1200)	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	--

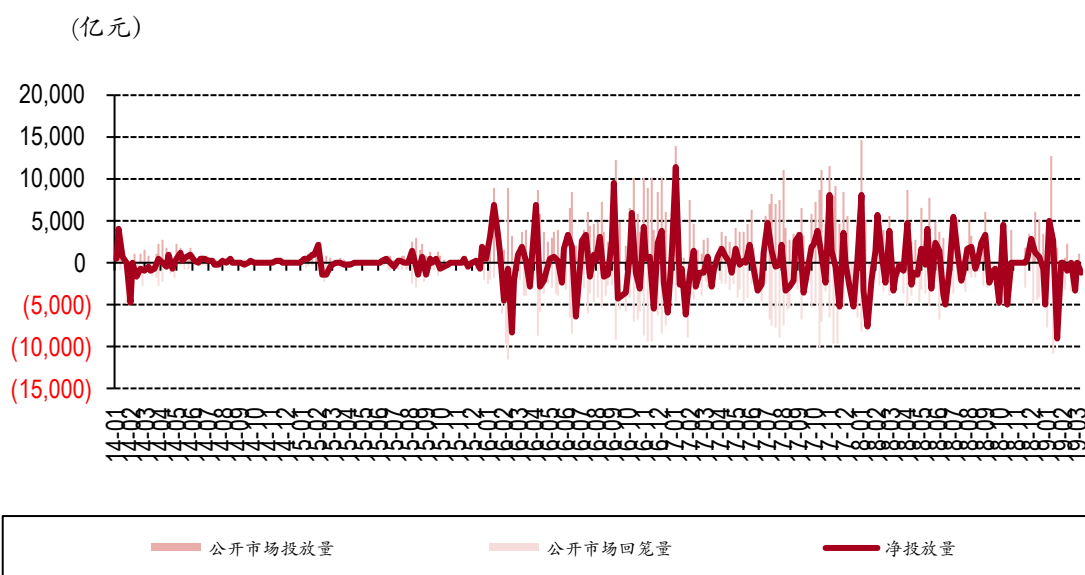
资料来源：万得，中银国际证券

流动性展望：四月初资金面预计较为宽松

上周公开市场有 1100 亿逆回购到期，央行未进行逆回购投放，净回笼流动性 1100 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 9774.48 亿，到期 8659.38 亿，净融资 1115.1 亿，下周有 2633.17 亿存单到期。

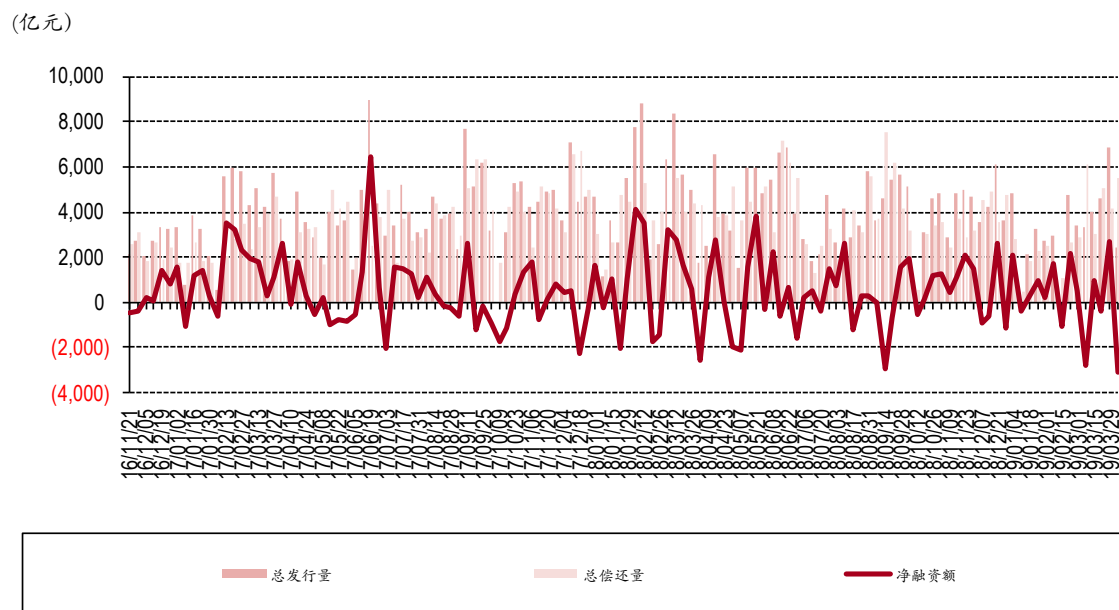
上周前四个交易日，由于季末财政支出，资金面相当宽松。最后一个交易日在跨季压力下，午后资金面显著收紧。下周待跨季压力度过，各家机构资金敞口维持低位，叠加总量流动性充裕，因此判断四月上旬资金面将非常宽松。四月本身是缴税大月，预计中下旬资金缺口较大，是货币政策重要观察窗口。

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

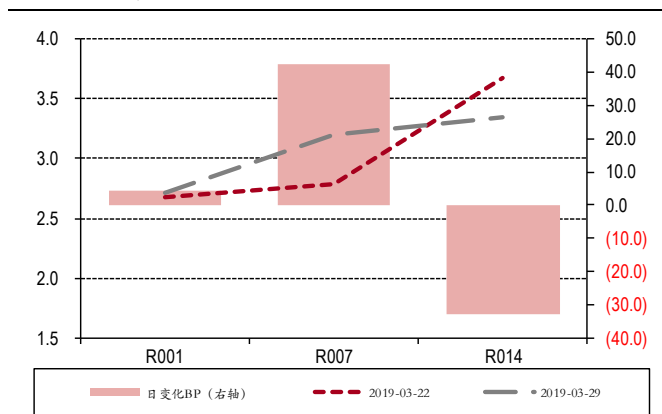


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

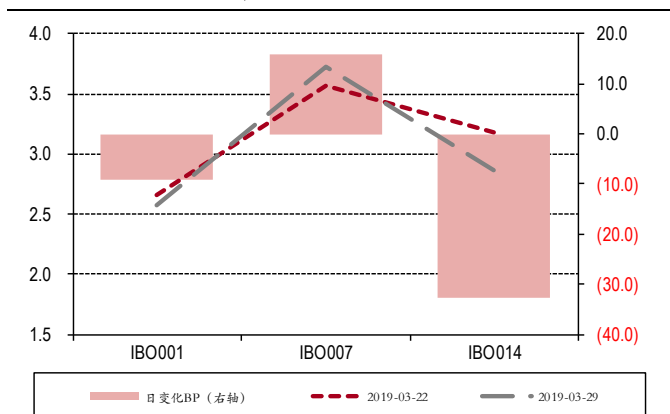
银行间市场隔夜回购利率收 2.72%，上行 4.42BP；7 天回购利率收 3.20%，上行 42.4BP；14 天回购利率收 3.35%，下行 33.01BP；shibor 利率 1M 期下行 6.5BP 在 2.82%，3M 期利率下行 3.6BP 在 2.80%；3 个月同业存单利率上行 0.23BP 在 2.89%，珠三角票据融资利率持平在 2.95%。

图表 5. 质押回购



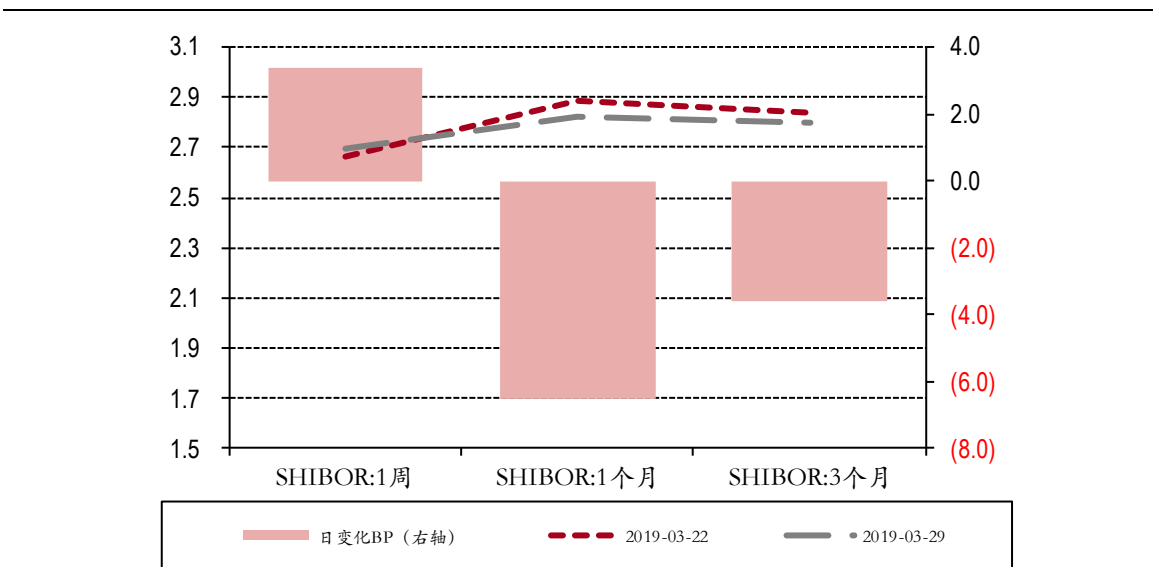
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



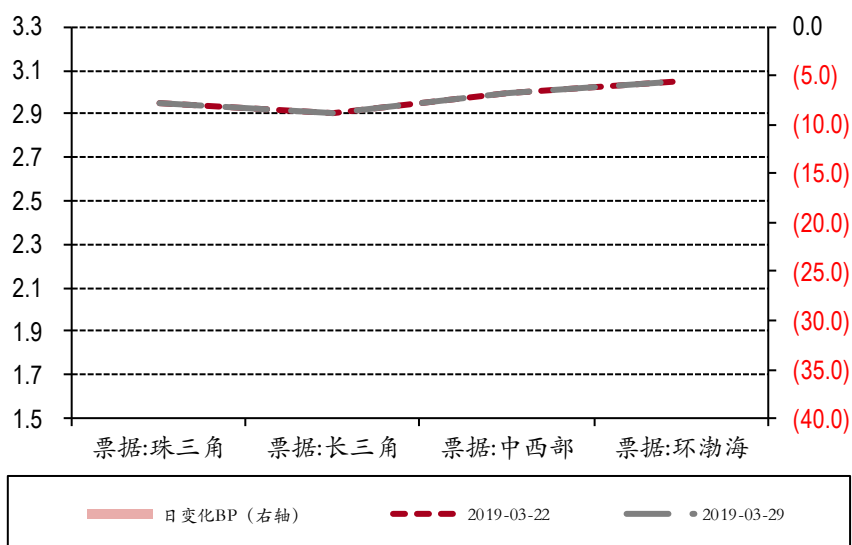
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



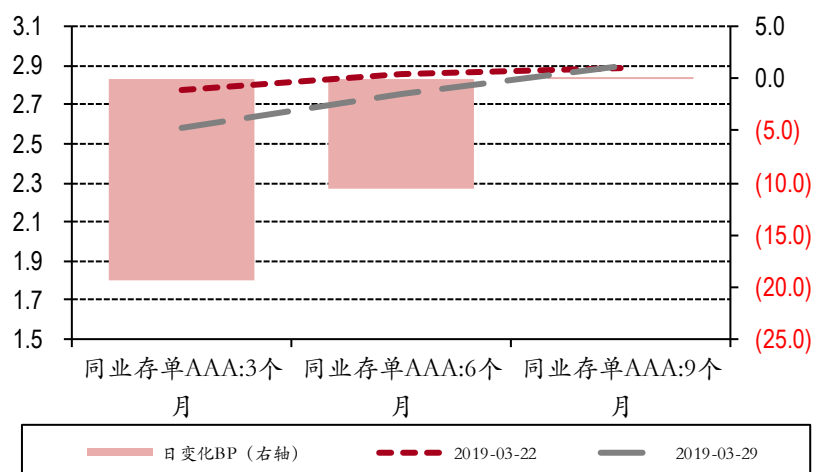
资料来源：万得，中银国际证券

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_13416

