

发布时间：2019-02-13

债券研究报告

## 2月流动性前瞻：春节平稳度过，资金中枢将小幅抬升

### 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，2月财政存款释放流动性约 2500 亿元，缴税影响约 9900 亿元，缴准环比增加 220 亿元，M0 减少 3000 亿元，商业银行库存现金增加 2000 亿。整体来看，财政存款、M0 基本都是助力流动性的。

**2、外汇占款上，**我们认为受益于美联储加息预期放缓，所以汇率压力将会有所收窄。趋势看 2 月的外汇占款可能在 0 上下波动，也有转正可能。外汇占款对流动性影响中性。

**3、公开市场操作方面，**截止 2 月 12 日，2 月到期逆回购、MLF、国库现金 10835 亿，均集中于 2 月第二周。MLF 方面，2 月 13 日有 3930 亿元 MLF 到期，扣除定向降准置换 MLF95 亿元后，MLF 实际到期量为 3835 亿元。该 MLF 不续作，预计对资金面有一定影响。

**4、监管政策方面，**主要的新增经济金融和监管政策为：（1）1 月 24 日，央行决定创设央行票据互换工具提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本。（2）1 月 29 日，中国降低了地方债招标下限，从此前一直执行的在国债五日均值上浮 40 个基点的投标区间下限调整为 25-40 个基点。**1 月政策整体来看聚焦宏观经济和“宽信用”，涉及流动性方面较少。**

**5、重点债券的供给角度来看，**我们预计，2019 年 2 月份国债发行量为 1290 亿元左右，净融资额为 0，占全年发行量为 3.35%，压力较小。2 月地方政府债发行量在 3019 亿左右，到期 262.5 亿，净融资 2756.5 亿。同比去年 285.61 亿发行量有大幅增长。预计 2019 年 2 月证金债发行量约 2010 亿元，净融资额 300 亿元。发行量基本与 2018 年 2 月 2027.6 亿持平。预计 2 月国开债发行量 1200 亿，净融资 600 亿。农发债 2 月发行量也在 510 亿，净融资为 0。预计口行债 2 月发行量在 300 亿，净融资为-300。预计 2019 年 2 月同业存单发行规模为 15000 亿，净融资约 1000 亿。

**6、1 月走势验证了我们此前预判：**资金面整体宽松，中枢较 12 月下行，1 月末由于临近春节，资金预计有小幅收紧，2019 年 1 月的 R007 利率较 2018 年 12 月低 56bp，为 2.58%，比 10 月和 11 月的水位还要低。大部分投资者也都选择了加杠杆。

**从流动性看债券策略：**（1）通过对流动性各影响因素的分析，我们认为财政存款减少、M0 回流银行体系等流动性利好虽然在，但力度相对有限，外汇占款暂不会对流动性起到影响，但在公开市场操作上，1 月降准释放的流动性仍需 2 月逆回购和 MLF 到期回笼，从历史平均走势看，春节后资金中枢也更倾向于走高。所以我们认为 2 月的资金利率中枢将较 1 月有所回升，但幅度不大。（2）维持高杠杆的策略仍可操作，需注意税期在 2 月为 22 日前后。

### 相关报告

《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

《9 月流动性前瞻：资金利率难上难下，底部徘徊》

2018-09-05

### 证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

### 证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@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. 2月流动性影响因素预测概览 .....                            | 3  |
| 2. 2月财政存款、缴税缴准及 M0 压力 .....                       | 3  |
| 2.1. 2月财政存款面临下降 .....                             | 3  |
| 2.2. 缴税压力相对增大，降准置换后缴准无压力 .....                    | 5  |
| 2.3. 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  |
| 2.4. 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总结 .....                           | 8  |
| 3.2. 汇率回顾及预判：汇率企稳，预计 2 月将会继续保持相对平稳 .....          | 10 |
| 3.3. 美联储加息预期调整，美元指数压力减弱 .....                     | 10 |
| 3.4. 小结 .....                                     | 11 |
| 4. 公开市场操作：预计 2 月公开市场回笼流动性 .....                   | 11 |
| 4.1. 一月公开市场操作回顾：央行仍继续补水 .....                     | 11 |
| 4.2. 二月公开市场操作展望 .....                             | 13 |
| 5. 金融监管与重大经济政策 .....                              | 13 |
| 5.1. 国务院常务会议召开，决定再推出一批针对小微企业的普惠性减税措施 .....        | 14 |
| 5.2. 央行将进一步强化逆周期调节，保持稳健货币政策松紧适度 .....             | 15 |
| 5.3. 保监会发布《关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》 ..... | 15 |
| 5.4. 央行创设票据互换工具，为银行发行永续债提供流动性支持 .....             | 16 |
| 5.5. 将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券 .....       | 17 |
| 5.6. 鼓励保险资金增持上市公司股票，拓宽专项产品投资范围，维护资本市场稳定 .....     | 17 |
| 5.7. 1 月 29 日多只地方政府债利率下限从 40bp 下调至 25bp .....     | 18 |
| 6. 债券供给：发行节奏前移，2 月发行压力同比增加 .....                  | 18 |
| 6.1. 国债：2 月为发行小月 .....                            | 18 |
| 6.2. 地方政府债：预计同比去年增加 .....                         | 20 |
| 6.3. 政策性金融债：预计发行量持平 17-18 年同期 .....               | 22 |
| 6.4. 同业存单：发行规模稳定 .....                            | 24 |
| 6.5. 小结 .....                                     | 25 |
| 7. 流动性前瞻：资金利率中枢小幅抬升 .....                         | 26 |

## 1. 2月流动性影响因素预测概览

表 1: 2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               | 2500 亿                                                                                                                                                          |
| M0 和库存现金 | 正面               | M0 释放流动性 3000 亿，<br>库存现金回笼 2000 亿                                                                                                                               |
| 外汇占款     | 中性               | 预计 0 上下浮动                                                                                                                                                       |
| 公开市场操作   | 负面               | MLF 不续作，预计 2 月为净回笼                                                                                                                                              |
| 缴准       | 负面               | 220 亿，影响较小                                                                                                                                                      |
| 缴税       | 负面               | 税期为 22 日，9900 亿规模                                                                                                                                               |
| 债券供给     |                  | 国债发行量为 1290 亿元左右，净融资额为 0；<br>地方政府债发行量 3019 亿左右，到期 262.5 亿，净融资 2756.5 亿。同比去年 285.61 亿发行量有大幅增长。<br>证金债发行量约 2010 亿元，净融资额 300 亿元。<br>同业存单发行规模为 15000 亿，净融资约 1000 亿。 |
| 金融监管     | 中性               | /                                                                                                                                                               |

**整体观点：**1 月走势验证了我们此前预判：资金面整体宽松，中枢较 12 月下行，1 月末由于临近春节，资金预计有小幅收紧，2019 年 1 月的 R007 利率较 2018 年 12 月低 56bp，为 2.58%，比 10 月和 11 月的水位还要低。大部分投资者也都选择了加杠杆。

**2 月流动性整体观点：**（1）通过对流动性各影响因素的分析，我们认为财政存款减少、M0 回流银行体系等流动性利好虽然在，但力度相对有限，外汇占款暂不会对流动性起到影响，但在公开市场操作上，1 月降准释放的流动性仍需 2 月逆回购和 MLF 到期回笼，从历史平均走势看，春节后资金中枢也更倾向于走高。所以我们认为 2 月的资金利率中枢将较 1 月有所回升，但幅度不大。（2）维持高杠杆的策略仍可操作，需注意税期在 2 月为 22 日前后。

数据来源：东北证券固收组整理

## 2. 2月财政存款、缴税缴准及 M0 压力

### 2.1. 2月财政存款面临下降

财政存款回顾（2018 年 12 月）：从财政收入进度看，12 月份财政收入同比增速继续下降，主要是因为税收收入增速大幅下降，其中关税下降趋势最为明显。12 月份政府存款为 28224.74 亿元，比上月减少 9421.56 亿元。较 17、16、15、14 年的 12 月相比，12 月的财政存款和往年一样保持净减少，但是为近年来为环比降幅最小年份（14-17 年 12 月政府存款环比变动分别为 -14147 亿、-12264 亿、-11104 亿、-12784 亿），我们认为这主要是 11 月财政存款即开始大幅下降，12 月末财政存款整体水位并不高。（2015-2017 年 12 月财政存款值为 27179.03 亿、25062.70 亿、28626.03 亿）。

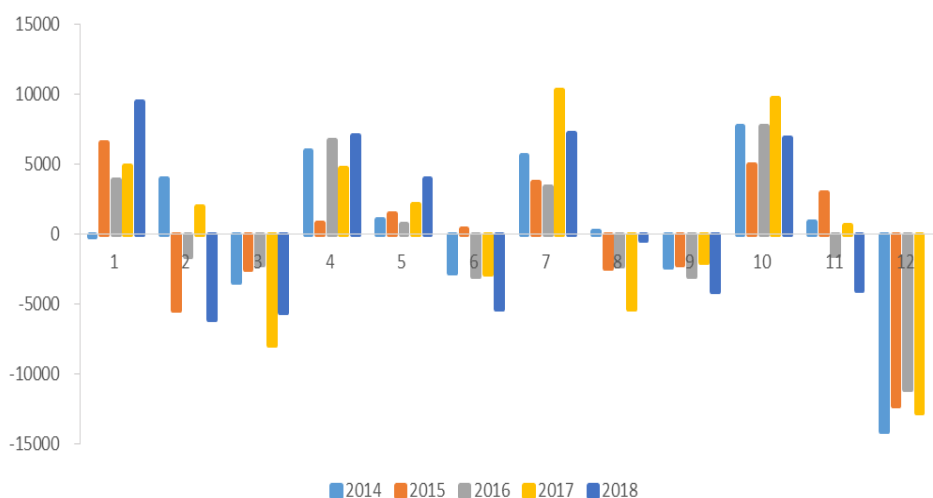
**2018 年 1-12 月财政收支回顾：**1-12 月累计，全国一般公共预算收入 183352 亿元，同比增长 6.2%。12 月份当月，全国一般公共预算收入 11019 亿元。支出端，1-12 月累计，全国一般公共预算支出 220906 亿元，同比增长 8.7%。12 月份当月，全国一般公共预算支出 23755 亿元。2018 年 12 月公共财政收支差额 -18095.81 亿，与 2014 年以来同月的数据相比差额偏大（2014-2017 年 12 月的财政收支差额分别为 -14599.01 亿、-13262.57 亿、-10700.61 亿、-12950.43 亿）。2018 年 12 月政府性基金收支差额 -3483 亿

元，与此前相比（2015-2017 年 12 月政府性基金收支差额为-1305 亿、-3089 亿、-2357 亿）也出现了一定程度的升幅，表明政府性基金在 12 月加大了支出力度。财政存款的变动主要受一般公共预算财政收支差额和政府性基金预算收支差额影响，共同推动 12 月财政存款呈现负值（虽然与过去年份相比环比变动缩小）。根据 2018 年财政部支出预算，全国一般公共预算支出 209830 亿元（含中央预备费 500 亿元），扣除上年地方使用结转结余及调入资金后增长 7.6%。

受缴税和财政支出季节性的影响，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。

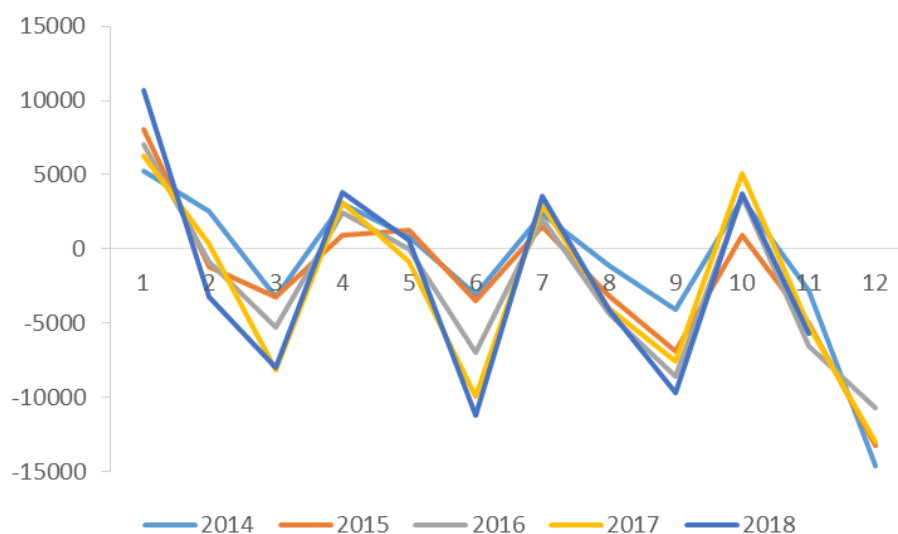
2 月是财政存款波动性较大的月份，方向和数量的估计难度较高。财政存款的变动主要受财政收支差额（包括公共财政收支和政府性基金收支、还有发债情况）的影响。2014-2018 年 2 月财政存款环比变动额分别为 3976（春节 1 月 31 日）、-5458（春节 2 月 19 日）、-1595（春节 2 月 8 日）、1991（春节 1 月 28 日）、-6121（春节 2 月 16 日），总体来说波动较大，且方向有很大不确定性，在此基础上考虑到今年财政收入和支出增速状态与 18 年类似，结合 2019 年春节为 2 月 5 日，同时 1 月地方政府债发行量较大 2 月有望加速支出，我们预计 2 月份财政存款将释放流动性约 2500 亿元。

图 1：财政存款季节性变动（2014-2018）



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. 缴税压力相对增大, 降准置换后缴准无压力

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。1-2 月目前比较重要的减税措施包括:

1 月 9 日国务院常务会议决定再推出一批小微企业普惠性税收减免措施, 包括放宽小型微利企业标准并加大所得税优惠力度、提高增值税小规模纳税人起征点、对部分地方税种可以实行减半征收、扩展初创科技型企业优惠政策适用范围。

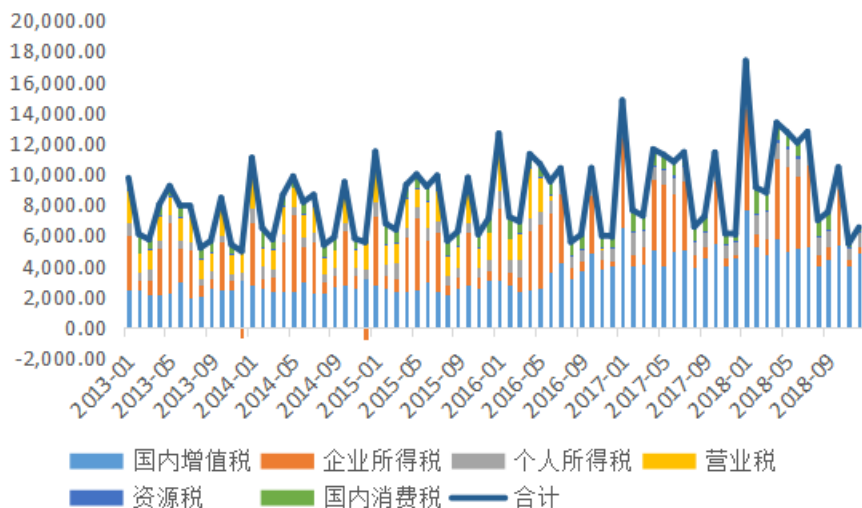
1 月 21 日《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》(财税〔2019〕13 号), 具体内容规定对月销售额 10 万元以下 (含本数) 的增值税小规模纳税人, 免征增值税; 以及对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分, 减按 25% 计入应纳税所得额, 按 20% 的税率缴纳企业所得税; 对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分, 减按 50% 计入应纳税所得额, 按 20% 的税率缴纳企业所得税。

2 月 2 日, 《关于明确养老机构免征增值税等政策的通知》(财税〔2019〕20 号), 主要是给养老机构免征增值税。

根据国税总局发文, 2 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 2 月 22 日截止。回顾 2014-2018 年 2 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), 分别为 6473.41 亿、6759.8 亿、7193.97 亿、7631.64 亿、9108.81 亿, 均低于 1 月缴税金额, 环比变动值分别为 -4574.43 亿、-4685.88 亿、-5431.47 亿、-7159.19 亿、-8266.82 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 2 月以上六大类税种需缴纳的金额合计为 9900 亿元左右, 同比增速 8.6%, 增速下滑。

图 3: 按月申报税种合计月度变动 (2013.1-2018.12)





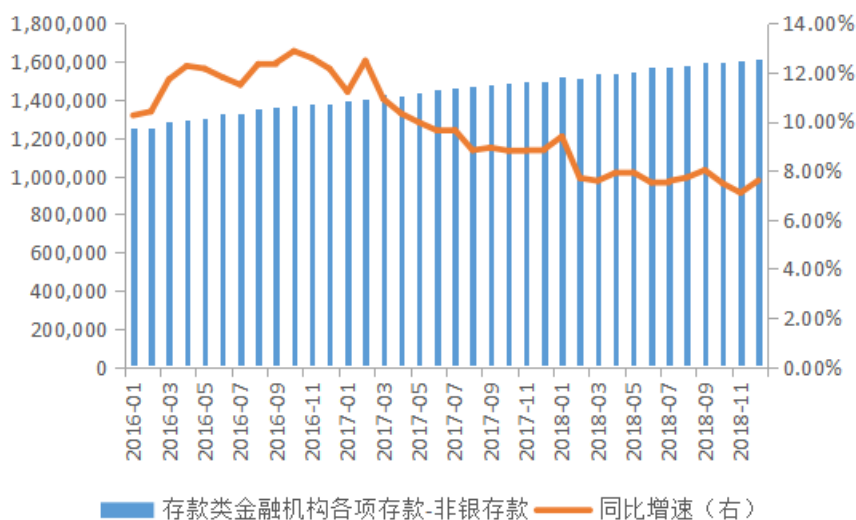
数据来源：东北证券，Wind

**缴准：**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，2月缴准基数在2016-2018年环比变动额分别为11,762.81亿、16,221.53亿、-6,097.94亿。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，7-12月缴准基数同比增速分别为6.85%、6.98%、7.25%、6.67%、6.38%、6.88%，我们对未来货币派生持中性态度，预计2019年2月份缴准基数环比1月增加约2000亿元。

根据我们的测算（具体测算方法欢迎关注我们此前发布的《如何理解流动性专题报告之三：论超储率（超额存款准备金率）的测算—关于五因素模型的思考》《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》，9月金融机构加权平均法定准备金率为12.87%，10月央行实施降准置换，释放增量资金8000亿，加权平均法定准备金率回落至12.05%，2019年1月又进行了降准置换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。我们测算2月的加权法定准备金率已在11%的水平。

综上，预计2019年2月缴准环比将增加约220亿元，缴准分三次进行，几乎没有压力。

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

### 2.3. 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

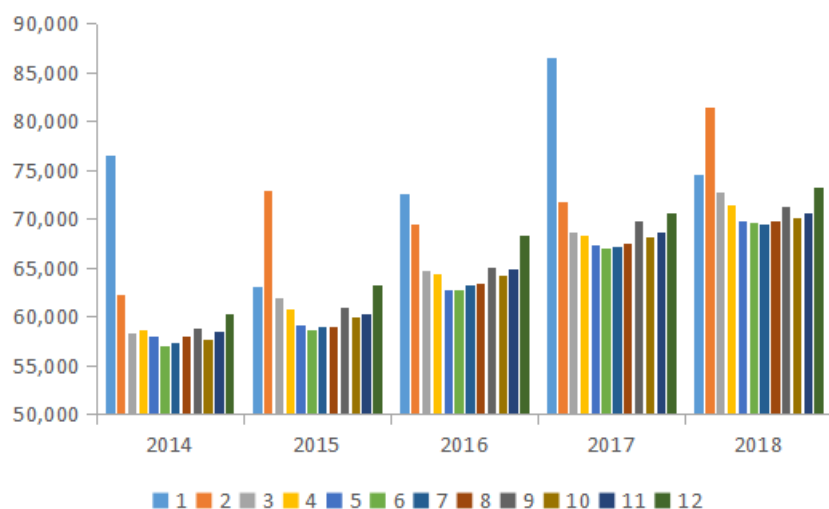
根据历年 M0 变动数据，春节前 1-2 月处于全年 M0 最高位，出现季节性增加。2015-2018 年 2 月 M0 的环比变动额分为 9855.68 亿（春节 2 月 19 日）、-3105.01 亿（春节 2 月 8 日）、-14870.92 亿（春节 1 月 28 日）、6787.95 亿（春节 2 月 16 日）。

2019 年春节为 2 月 5 日，可以参考 2016 年的 M0 波动，预计 2 月 M0 环比减少 3000 亿元，对流动性影响利好。

但同时不容忽视的还有商业银行库存现金的波动，2015-2018 年 2 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 3605.16 亿、2103.99 亿、-2528.89 亿、3132.66 亿，参考 2016 年的库存现金波动，约有 2000 亿的增加，这对流动性不利。

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 1000 亿左右。

图 5: M0 供给情况



数据来源：东北证券，Wind

## 2.4. 小结

根据测算，2月财政存款释放流动性约2500亿元，缴税影响约9900亿元，缴准环比增加220亿元，M0减少3000亿元，商业银行库存现金增加2000亿。整体来看，财政存款、M0基本都是助力流动性的。

## 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总结

2018年12月份外汇占款为212,556.68亿元，环比减少40.41亿元，外汇占款连续五个月下降，但降幅相较前三个月明显降低。同时，12月份央行外汇储备为30,727.12亿美元，环比增加110.15亿美元，自11月开始的外汇储备回升延续至1月。回顾2018年外汇占款趋势，1-7月的外汇占款分别环比增加44.82亿元、40.51亿元、78.39亿元、74.21亿元、91.44亿元、76.08亿元、108.17亿元，均属于较低规模的正增长，8月转入小幅负值，9月降幅扩大，减少1193.95亿元，11月外汇占款虽延续了下降趋势，但降幅明显缩窄，由10月降幅915.76亿元缩至571.3亿元，至12月，外汇占款降幅空间持续缩小仅减少了40.41亿元的外汇占款。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12月银行结售汇数据来看，可概括主要信息如下：（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10614亿元人民币，售汇11174亿元人民币，结售汇逆差560亿元人民币，但代客结售汇逆差规模缩窄；银行自身结汇792亿元人民币，售汇720亿元人民币，结售汇顺差72亿元人民币，银行自身结售汇顺差缩小。12月银行结售汇逆差共计488亿元，与11月份逆差规模相比降低约2.5倍（11月逆差1241亿元），说明市场结汇意愿开始增强，购汇意愿出现恶化，给人民币升值带来可塑的空间。

（2）从渠道上看，12月银行代客结售汇逆差缩窄受经常项目结售汇和资本金融项目结售汇逆差的规模双向降低的综合影响：银行代客资本与金融项目结售汇由11月份的逆差496.64亿元减少为12月逆差239.73亿元，银行代客经常项目结售汇逆差319.89亿元人民币，逆差较上月降低577.21亿元人民币；银行代客货物贸易结售汇顺差998.72亿元人民币，环比增加197%；银行代客服务贸易结售汇逆差1290.54亿元，逆差环比增加256.65亿元。环比变化也与海关进出口数据相符，即货物贸易顺差对结售汇状况有所改善。

12月，银行代客远期结汇签约1023亿元人民币，远期售汇签约360亿元人民币，远期净结汇663亿元人民币。截至12月末，远期累计未到期结汇3391亿元人民币，未

**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\\_14287](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14287)

