

证券研究报告 / 宏观数据

6月降准降息可期，短期债市维持牛平格局

——5月流动性观察及6月展望

报告摘要:

6月银行间流动性展望：从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0和库存现金、银行缴准五方面来看，6月预计新增财政存款-7000亿元、M0及库存现金小幅流出、公开市场操作到期14100亿元、银行缴准3500亿元，外汇占款小幅波动。整体来看，6月份流动性缺口达到1万亿以上。我们预计6月份将同时迎来降准降息，一是承接特别国债发行带来的流动性缺口，二是通过MLF利率的适度调降继续推动LPR报价下行。

货币市场：上周央行时隔2个月之后重启逆回购，同时单周投放6700亿元的大量资金。主要有两方面原因：其一，受5月末企业所得税汇算清缴以及跨月因素影响，流动性缺口季节性走阔。2018年及2019年5月最后一周内，央行当周均净投放3000-4000亿元；其二，5月最后一周地方债发行7700亿元，迎来年内发行高峰。从量的角度来看，央行对于资金面的呵护态度显现，货币政策延续宽松基调。但从期限和价格角度来看，央行仅投放7天短期逆回购资金，同时操作利率维持不变，其实是有意引导市场利率向政策利率靠拢，防止资金利率过低营造“空转”套利环境。未来隔夜利率持续位于1%以下的概率较小。上周DR007逐步上行至接近2.2%的7天逆回购利率水平，随着跨月结束资金利率将出现回落，但未来较难恢复至5月中旬的宽松程度，预计DR007的中枢将回升至1.5%左右。

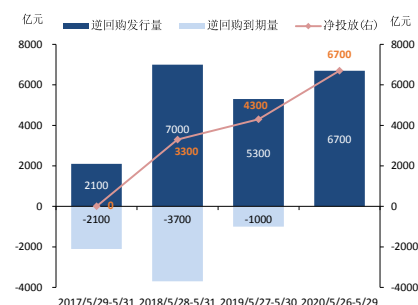
债券市场：5月1年期、10年期国债分别上行45BP、17BP，主要源于流动性边际收紧，货币环境由持续充裕转为适度呵护。5月末央行频繁进行逆回购操作，缓和前期对于货币政策转向的担忧，中长端国债利率在快速走高后随之下行。展望后市，我们认为货币政策对债市的利多贡献将逐步减弱，未来债市走势将主要取决于经济基本面修复的预期差，同时外部风险的不确定性也可能导致债市回归避险需求。

股票市场：5月资金供给大幅增加，其中杠杆资金净流入375亿(环比+486亿)，北向资金净流入301亿(环比-231亿)，机构资金流入1275(环比+607亿)；5月资金需求整体回落，其中重要股东净减持539亿元(环比+344亿)，股市募资733亿(环比-250亿)，限售股解禁1782亿元(环比-607亿)。

海外市场：5月美元指数高位震荡，较4月末下降0.75至98.26。人民币持续贬值，5月美元兑人民币中间价调贬745点至7.1316。5月10年期美国、德国、日本国债利率分别上行1BP、10BP、4.1BP至0.65%、-0.40%、-0.005%。

风险提示：外部风险加剧，内需修复不及预期。

相关数据



相关报告

《债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶

——流动性周度观察（2020年第21周）

20200524

《债市维持震荡，收益率曲线将进一步陡峭化

——流动性周度观察（2020年第20周）

20200517

《债市迎来大幅调整，短期步入震荡格局

——流动性周度观察（2020年第19周）

20200510

《5月流动性缺口走高，二季度再将降准可期

——4月流动性观察及5月展望》

20200505

《期限利差高企，收益率曲线有所走平——流动性周度观察（2020年第17周）》

20200426

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 6月银行间流动性展望.....	5
1.1. 财政存款：预计减少 7000 亿元.....	5
1.2. M0、库存现金：预计小幅流出	5
1.3. 货币政策工具：到期 14100 亿元.....	6
1.4. 银行缴准：预计增加 3500 亿元.....	6
1.5. 外汇占款：继续小幅波动.....	6
2. 货币市场：资金面边际收紧，利率中枢持续抬升.....	7
2.1. 公开市场操作：5月未降息，月末重启逆回购操作.....	7
2.2. 资金利率：5月下旬资金面明显收紧，中长端利率同步上行.....	9
3. 实体流动性：5月票据利率小幅下行，信用利差大幅压缩.....	10
3.1. 票据利率：5月转贴现利率小幅下行.....	10
3.2. 信用利差：5月短期信用利差大幅压缩至历史低位.....	11
4. 债市流动性：5月债券供给大幅增加，国债利率大幅上行.....	12
4.1. 一级市场：5月利率债净供给大幅增加，同业存单净供给减少.....	12
4.2. 二级市场：5月利率债成交降温，国债利率大幅上行.....	13
5. 股市流动性：5月资金供给大幅增加，资金需求环比回落.....	14
5.1. 资金供给：5月杠杆资金恢复流入，机构资金加速流入.....	14
5.2. 资金需求：5月股票市场资金需求环比回落.....	15
6. 海外：5月人民币持续调贬，美日德国债收益率恢复上行.....	17
6.1. 汇率：5月美元指数震荡下行，人民币持续调贬.....	18
6.2. 债券：中美利差高位震荡，美德日国债收益率恢复上行.....	18

图表目录

图 1: 财政存款季节性走势	6
图 2: 财政存款来源结构	6
图 3: M0 及库存现金环比变动值	7
图 4: 公开市场操作到期情况	7
图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数	7
图 6: 2015 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	7
图 7: 5 月公开市场操作与到期情况	8
图 8: 5 月货币政策工具净投放情况	8
图 9: MLF 利率与同业存单利率	9
图 10: 历年 5 月最后一周逆回购操作	9
图 11: 隔夜利率大幅上行	10
图 12: 5 月 1M 及 3M SHIBOR 利率开启上行	10
图 13: 5 月 7 天质押式回购利率大幅上行	10
图 14: 5 月同业存单到期收益率大幅上行	10
图 15: 5 月票据转贴现利率小幅下行	11
图 16: 5 月中票利率大幅上行	11
图 17: 5 月中票信用利差大幅压缩	11
图 18: 各品种利率债发行规模	12
图 19: 各品种利率债净供给规模	12
图 20: 5 月同业存单净供给规模下行	13
图 21: 5 月同业存单发行利率整体上行	13
图 22: 利率债成交额环比下降	13
图 23: 同业存单成交量环比下降	13
图 24: 5 月国债利率上行	14
图 25: 5 月国开债利率上行	14
图 26: 5 月国债收益率曲线	14
图 27: 3 个月理财产品成本收益率下行	14
图 28: 5 月两融余额环比上升	15
图 29: 5 月融资买入额环比回落	15
图 30: 5 月北向资金继续大规模流入	15
图 31: 5 月机构资金规模环比大幅增加	15

图 32: 5 月股票市场融资规模下降	16
图 33: 5 月限售股解禁规模压力较小	16
图 34: 5 月重要股东净减持规模环比上升	16
图 35: 5 月人民币汇率持续贬值	18
图 36: 5 月美元指数震荡下行	18
图 37: 5 月 10 年期美债收益率小幅上行	19
图 38: 5 月中美利差震荡上行	19
图 39: 5 月德国 10 年期国债收益率上行	19
图 40: 5 月日本 10 年期国债收益率上行	19
表 1: 上月国内货币政策回顾	8
表 2: 上月海外货币政策回顾	17

1. 6月银行间流动性展望

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，6月预计新增财政存款-7000亿元、M0及库存现金小幅流出、逆回购及MLF到期14100亿元、银行缴准3500亿元，外汇占款小幅波动。整体来看，6月份流动性缺口将超过1万亿。值得注意的是，由于特别国债发行安排暂未确定，这里我们假设将于6-8月份平稳发行，如果特别国债选择集中发行，则流动性缺口将明显放大。我们预计央行或将通过降准的方式承接这部分流动性。

1.1. 财政存款：预计减少7000亿元

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。一般来说，6月财政支出集中发力，新增财政存款处于年内低位，过去5年新增财政存款均值为-4013亿元，2019年6月新增财政存款为-5020亿元。而今年6月面临财政收支差额的走阔以及政府债券的大量供给，预计今年6月新增财政存款为-7000亿元，将向市场释放大量资金。

从财政收支来看，过去5年内，6月财政收入-财政支出的均值为-10339亿元，2019年6月为-14844亿元。今年的财政收入端继续受到减税降费的制约。政府工作报告提出，要继续执行去年的减税降费安排，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元，超过2019年的2.36亿元。同时财政支出随着赤字率的增加也会相应加大，两会召开后，保就业、保民生、保市场主体等任务急需财政发力。整体来看，预计今年财政收支差额将较去年有所走阔，初步预计6月财政收支为-20000亿元。

今年专项债的供给高点虽过，但由于今年整体赤字规模扩大，如国债及一般债较上年增加1万亿，专项债增加1.6万亿，特别国债新增1万亿元，后续政府债券供给将超过去年同期水平。考虑到1-5月债券供给情况，目前剩余约4.8万亿政府债券净供给额度。根据往年债券发行节奏，同时假设特别国债将于6-8月平稳发行，则预计6月政府债券净供给将超过10000亿元，较上年同期增加近3000亿元。

1.2. M0、库存现金：预计小幅流出

从M0和库存现金来看，受疫情因素影响，现金回流至银行的速度较往年明显减弱。2020年1月，由于春节居民提现因素所致，M0和库存现金环比分别增加16060亿元、2238亿元。按往年现金回流的节奏来看，2月份回流规模约占80%，3月份约占20%。然而2月份M0和库存现金实际回流4660亿元，3月份回流5746亿元，4月回流2677亿元。考虑到3-4月份居民消费已经出现回补迹象，同时五一期间各地通过各类优惠促销等活动刺激消费，预计5月份现金回流至银行体系的情况将基本结束。6月M0及库存现金更多是符合季节性表现。从过去5年情况来看，6月M0及库存现金主要表现为小幅流出，环比减少-214亿元。预计今年6月将延续小幅流出态势。

1.3. 货币政策工具：到期 14100 亿元

从货币政策工具到期情况来看，6月2日-6月5日共有6700亿元逆回购到期，6月6日及6月19日分别有5000亿元、2400亿元的MLF到期。届时央行的续作情况又将成为市场的关注点。我们预计6月上旬MLF降息的概率较大，以带动LPR报价的继续下行。

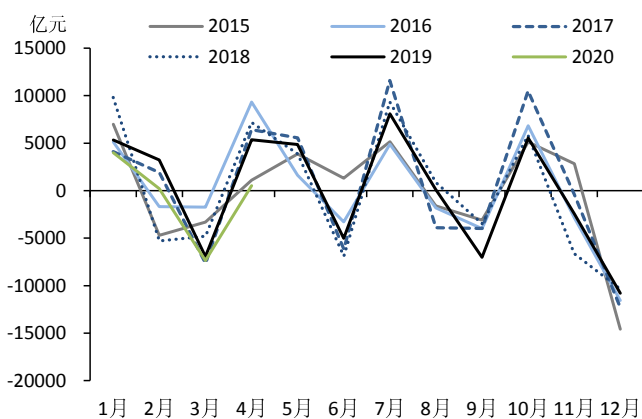
1.4. 银行缴准：预计增加 3500 亿元

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去5年间，6月份新增银行存款平均为24514亿元，为年内次高点。今年以来信贷、发债等各类融资工具持续发力，着重稳住经济基本盘，使得银行新增存款规模要超过往年水平。二季度作为经济重要的修复期，我们预计将延续前期趋势。同时，央行称，5月15日，金融机构平均法定存款准备金率为9.4%。预计6月因缴准需要收回流动性约为3500亿元左右。

1.5. 外汇占款：继续小幅波动

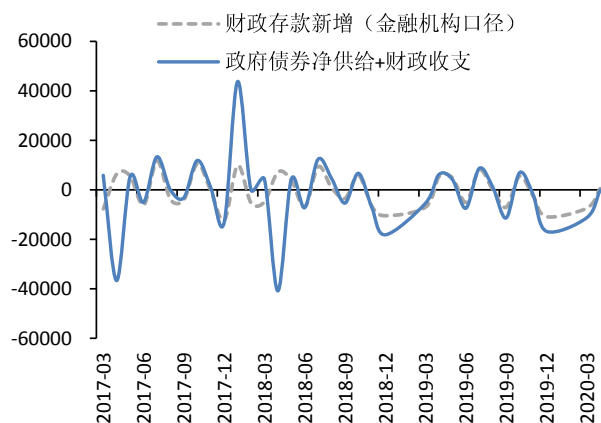
今年2月以来，我国外汇占款规模持续走低，但整体规模可控。2-4月外汇占款环比分别减少125亿元、170亿元、164亿元。虽然近期受中美紧张关系影响，人民币短期内出现明显贬值，但从长期来看，人民币并不具备持续贬值的基础。同时从近期跨境资本流动情况来看，外汇市场供求基本平衡，并不存在资本持续外流的情况。4月银行结售汇继续呈现顺差，且非银行部门涉外收支在海外流动性风险解除后重现净流入。我们预计6月外汇占款预计继续呈现小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



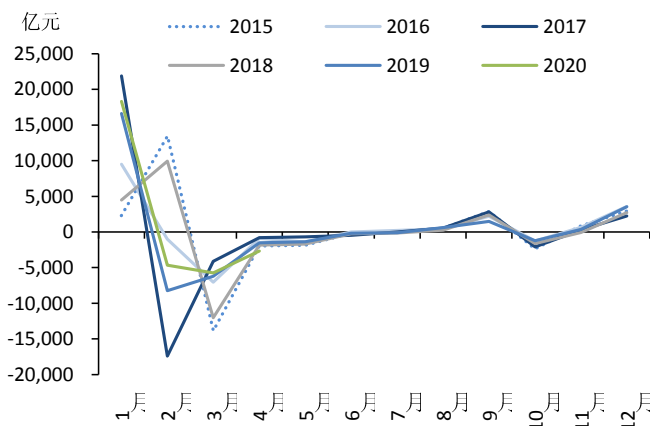
数据来源：东北证券，Wind

图 2：财政存款来源结构



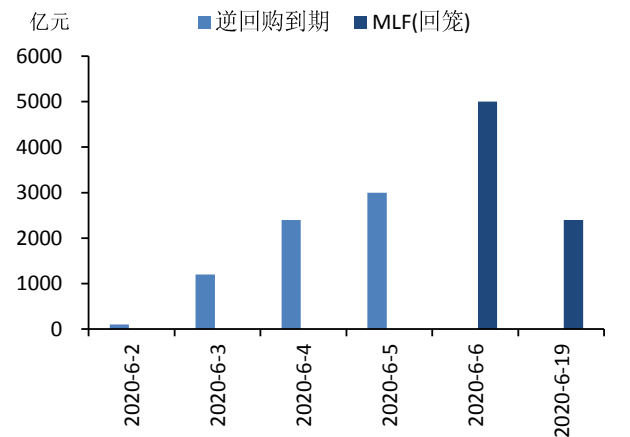
数据来源：东北证券，Wind

图 3: M0 及库存现金环比变动值



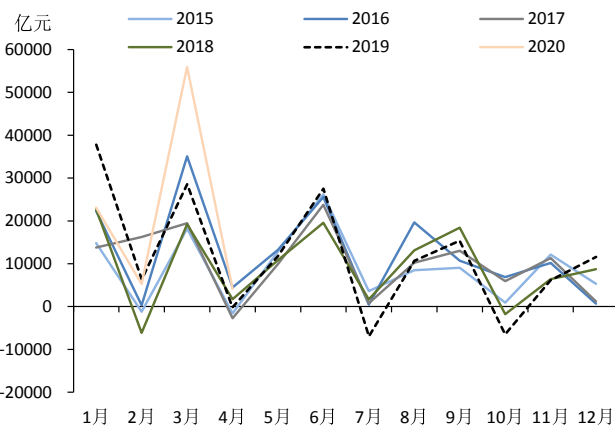
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 公开市场操作到期情况



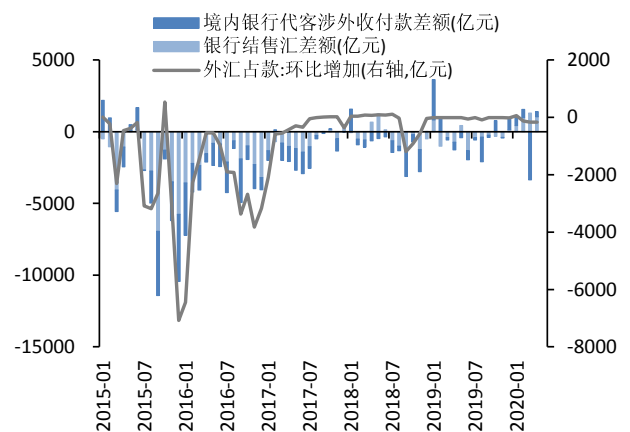
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 2015 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源：东北证券，Wind

2. 货币市场：资金面边际收紧，利率中枢持续抬升

2.1. 公开市场操作：5 月末降息，月末重启逆回购操作

公开市场操作方面，5 月央行共投放资金 7700 亿元，到期 2000 亿元，净投放 5700 亿元。5 月 14 日 MLF 缩量续作 1000 亿元，5 月 26 日-5 月 29 日进行四次 7 天逆回购投放共 6700 亿元，MLF 利率、7 天逆回购利率、LPR 利率均未作调降。上周央行时隔 2 个月之后重启逆回购，同时单周投放 6700 亿元的大量资金。主要有两方面原因：其一，5 月末正值企业所得税汇算清缴，资金面存在季节性流动性缺口，从过去两年经验来看，央行均选择在 5 月最后一周频繁进行公开市场操作，净投放 3000-4000 亿元的资金来维持流动性合理充裕；其二，由于 5 月国债和地方债供给大幅增加，尤其是最后一周地方债发行 7700 亿元，导致资金面明显收紧。

从量的角度来看，上周的公开市场操作显示出央行对于资金面的呵护态度，意味着货币政策继续延续宽松基调。但从期限和价格角度来看，央行仅投放 7 天短期逆回购资金，同时操作利率维持不变，其实是有意引导市场利率向政策利率靠拢，防止资金利率过低营造“空转”套利环境。未来隔夜利率持续位于 1% 以下的概率较小。

上周 DR007 逐步上行至接近 2.2% 的 7 天逆回购利率水平，随着跨月结束，资金利率将出现回落，但未来较难恢复至 5 月中旬的宽松程度，预计 DR007 的中枢将回升至 1.5% 左右。

表 1: 上月国内货币政策回顾

时间	内容
5 月 6 日	央行上海总部: 加大对中小微企业复工复产信贷支持, 继续用好国家 5000 亿元再贷款再贴现政策, 推动银行业金融机构将到期的普惠项下存量贷款转换成再贷款支持的优惠贷款; 落实好国家新增 1 万亿元普惠性再贷款再贴现政策。
5 月 14 日	央行缩量续作 1000 亿元 MLF, 1 年期 MLF 操作利率维持不变为 2.95%。
5 月 15 日	中国人民银行对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点, 释放长期资金约 2000 亿元。
5 月 20 日	5 月 LPR 报价: 1 年期品种报 3.85%, 5 年期以上品种报 4.65%, 均与上次持平。
5 月 22 日	政府工作报告提出, 稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段, 引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具, 务必推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。
5 月 25 日	国家开发银行宣布, 2020 年将向粤港澳大湾区提供融资总量 3600 亿元, 加大对粤港澳大湾区金融支持力度; 其中包括贷款发放 2900 亿元, 科技创新及战略性新兴产业领域融资总量 1100 亿元。
5 月 26 日至 29 日	5 月最后一周累计进行 7 天逆回购操作共 6700 亿元, 7 天逆回购利率维持不变为 2.20%。

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 7: 5 月公开市场操作与到期情况

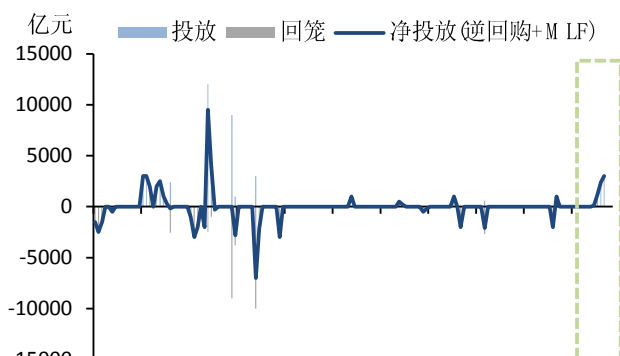
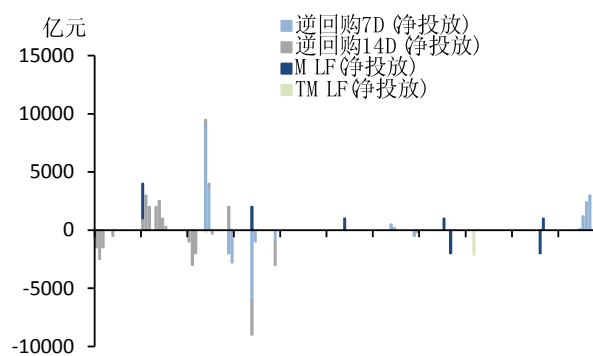


图 8: 5 月货币政策工具净投放情况



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_4853

