

证券研究报告 / 宏观数据

5月流动性缺口走高，二季度再降准可期

——4月流动性观察及5月展望

报告摘要：

5月银行间流动性展望：预计5月份流动性缺口约为1.1万亿。其中，新增财政存款10000亿元、M0及库存现金减少2000亿元、MLF到期2000亿元、银行缴准1100亿元，外汇占款流出规模预计200亿元以内。预计本月央行将继续通过MLF-LPR轨道进行降息。从流动性缺口和特别国债发行情况来看，二季度还有降准机会，但由于特别国债发行时点不确定，因此5、6月份均有降准的可能性。

货币市场：4月央行整体操作体现出量价双降的特点，公开市场操作净回笼3813亿元，MLF、TMLF利率及1年期LPR报价均调降20BP。由于前期结构性货币政策的发力，银行间流动性较为宽裕，利率中枢较上月继续下移，4月R007、DR007分别较上月下行56.55BP、18.64BP。但受跨节因素影响，月末资金大幅跳升。

实体经济：4月票据转贴现利率较上月末大幅下行84.88BP至2.0526%。4月1年期、3年期、5年期中票利率分别下行65.67BP、56.32BP、43.03BP。1年期中票利率的快速下行带动信用利差收窄11.62BP，而3年期、5年期利差分别被动走阔0.59BP、11.83BP。

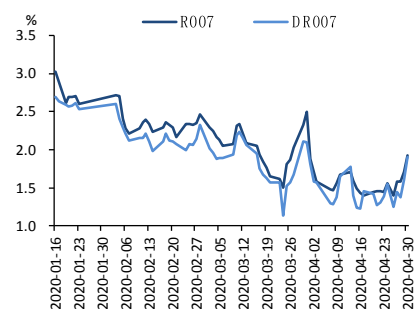
债券市场：4月利率债净供给环比下降4549亿元，成交量环比增加33621亿元；4月同业存单净供给环比增加6126亿元，成交量环比增加5282亿元。4月国债利率震荡走低，短端利率月初快速下行，逐步带动中短端品种下行。4月1年期、10年期品种分别下行54.05BP、5.19BP，期限利差走阔49BP至139BP。

股票市场：4月资金供给增加，其中北向资金净流入533亿元（环比+1211亿元），机构资金流入499亿元（环比-955亿元），杠杆资金净流出209亿元（环比-100亿元）；4月资金需求整体回落，其中重要股东净减持180亿元（环比-227亿元）、股市募资983亿元（环比+24亿元）、限售股解禁2388亿元（环比-108亿元）。

海外市场：4月美元指数走高后震荡回落，人民币汇率短期承压。美元兑人民币中间价较3月末调贬280点至7.0571；美元指数小幅上升0.05至99.0167。4月10年期美债利率共计下行6BP至0.64%。德国10年期国债收益率先升后降；日本10年期国债收益率下行4.7BP。

风险提示：国内货币宽松幅度不及预期，外部冲击再度升级。

相关数据



相关报告

《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

《流动性回归充裕，长端国债利率低位震荡——流动性周度观察（2020年第16周）》

20200419

《国债期限利差走阔，关注存款利率的市场化改革——流动性周度观察（2020年第15周）》

20200412

《降息降准落地，4月流动性继续向好——流动性周度观察（2020年第14周）》

20200405

《料4月流动性中性偏松，货币政策重在信用——3月流动性观察及展望》

20200330

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. 5月银行间流动性展望.....	5
1.1. 财政存款：预计增加 10000 亿元.....	5
1.2. M0、库存现金：预计减少 2000 亿元.....	5
1.3. 货币政策工具：到期 2000 亿元.....	6
1.4. 银行缴准：预计增加 1100 亿元.....	6
1.5. 外汇占款：继续小幅波动.....	6
2. 货币市场：4月资金面保持充裕，利率中枢继续下移.....	7
2.1. 公开市场操作：量价双降，资金面整体充裕.....	7
2.2. 资金利率：4月利率中枢继续下移，月末利率整体跳升.....	8
3. 实体流动性：4月票据利率大幅下行，信用利差走势分化.....	9
3.1. 票据利率：4月转贴现利率大幅下行.....	9
3.2. 信用利差：4月短端信用利差持续压缩，中长端信用利差走阔.....	10
4. 债市流动性：4月利率债净供给回落，国债收益率继续下行.....	11
4.1. 一级市场：4月利率债净供给回落，同业存单净供给回升.....	11
4.2. 二级市场：4月中短端国债利率大幅走低，3个月理财收益率表现刚性.....	12
5. 股市流动性：4月资金供给增加，资金需求环比回落.....	13
5.1. 资金供给：4月北向资金和机构资金是流入主力.....	13
5.2. 资金需求：4月资金需求整体回落.....	14
6. 海外：4月人民币汇率继续承压，美债利率低位震荡.....	16
6.1. 汇率：4月美元指数高位震荡，人民币汇率承压.....	16
6.2. 债券：美债利率低位震荡，德日国债利率逐步走低.....	17

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 环比变动值	6
图 4: 银行库存现金环比变动值	6
图 5: 新增人民币存款缴准基数	7
图 6: 外汇占款与人民币汇率走势	7
图 7: 4 月公开市场操作与到期情况	8
图 8: 4 月货币政策工具净投放情况	8
图 9: 4 月隔夜利率先降后升	9
图 10: 4 月中长端资金利率快速下行后低位运行	9
图 11: 4 月 7 天质押式回购利率先降后升	9
图 12: 4 月同业存单到期收益率先降后升	9
图 13: 4 月票据转贴现利率大幅下行	10
图 14: 4 月中票利率继续下行	10
图 15: 4 月中票信用利差走势分化	10
图 16: 4 月利率债发行规模环比上升	11
图 17: 4 月利率债净供给规模环比回落	11
图 18: 4 月同业存单净供给规模回升	12
图 19: 4 月同业存单发行利率继续下行	12
图 20: 利率债成交额环比上升	12
图 21: 同业存单成交量环比上升	12
图 22: 4 月国债利率整体下行	13
图 23: 4 月国开债利率整体下行	13
图 24: 4 月国债收益率曲线	13
图 25: 理财产品成本收益倒挂幅度加深	13
图 26: 4 月两融余额环比下降	14
图 27: 4 月融资买入额环比下降	14
图 28: 4 月北向资金恢复净流入	14
图 29: 4 月机构资金规模环比大幅收窄	14
图 30: 4 月股票市场融资规模小幅上升	15

图 31: 4月限售股解禁规模压力较小.....	15
图 32: 4月重要股东净减持规模环比大幅下降.....	15
图 33: 4月人民币汇率继续承压.....	17
图 34: 4月美元指数高位震荡.....	17
图 35: 4月 10 年期美债收益率小幅下行.....	18
图 36: 4月中美利差高位震荡.....	18
图 37: 4月德国 10 年期国债收益率先升后降.....	18
图 38: 4月日本国债收益率下行.....	18
表 1: 4月国内货币政策事件回顾.....	7
表 2: 4月海外货币政策事件回顾.....	16

1. 5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，5月预计新增财政存款 10000 亿元、M0 及库存现金减少 2000 亿元、MLF 到期 2000 亿元、银行缴准 1100 亿元，外汇占款流出规模预计在 200 亿元以内。整体来看，5月份流动性缺口约为 1.1 万亿。

1.1. 财政存款：预计增加 10000 亿元

一般来说，5月新增财政存款规模处于年内小高峰，过去 5 年新增财政存款均值为 3946 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。2019 年 5 月新增财政存款为 4849 亿元，而今年 5 月面临大量地方债发行以及财政收支差额的小幅收窄，预计今年 5 月新增财政存款为 10000 亿元，将对资金面带来不小的压力。

从财政收支来看，5月受企业所得税汇算清缴影响，一般是财政收支两端相对平衡的月份，过去 5 年财政收入-财政支出的均值为 98 亿元，2019 年为-343 亿元。据税务局披露，从企业增值税口径来看，截止 4 月底全国企业销售收入已经接近去年可比水平的 95%，预计 5 月企业销售收入能恢复至上年同期水平。同时，3 月下旬以来土地成交市场快速升温，3 月本年土地成交价款同比增速回正至 6.7%，对政府性基金收入形成有力支撑。因此，财政收入端预计 5 月恢复至正常水平，财政支出将继续发力为企业和居民部门纾困，响应 4 月 17 日政治局会议中提及的“适当增加公共消费”，预计 5 月财政收入-财政支出的差值约为-500 亿元至-1000 亿元。

预计 5 月政府债券净供给约 11000 亿元，较上年同期增加 5650 亿元。今年 1-4 月地方政府新增债券共计发行约 16780 亿元。由于目前新增地方债提前下达额度共计 28480 亿元，且 5 月底前需使用完毕。则 5 月份新增地方债供给约为 11700 亿元，结合 1352 亿元的到期量，则 5 月地方债净供给约为 10000 亿元。地方债发行将迎来年内高峰，超过今年 1 月 7850 亿元的净供给规模。国债发行节奏相对平稳，假设与上年同期发行规模相同，则 5 月国债净供给约 1000 亿元。

1.2. M0、库存现金：预计减少 2000 亿元

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，假设随着居民消费的修复，4 月份银行体系外的资金基本回流完毕，5 月份更多是受到季节性的影响。根据过去 5 年的均值表现，5 月 M0 和库存现金环比小幅流出，均值为-1400 亿元，预计今年 5 月 M0 和库存现金能为银行体系带来 2000 亿元左右的资金增量。

1.3. 货币政策工具：到期 2000 亿元

从货币政策工具到期情况来看，5 月份仅有一笔 2000 亿元的 MLF 到期，发生于 5 月 14 日，预计届时又将迎来一轮降息窗口。

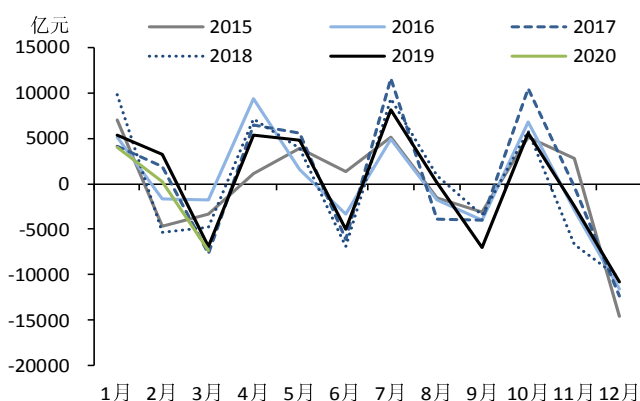
1.4. 银行缴准：预计增加 1100 亿元

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，5 月份新增银行存款平均为 11754 亿元，假设今年在信贷继续放量的情况下，今年新增存款小幅增加。根据 3 月末公布的 2.1% 的超储率倒推 3 月末的平均存款准备金率为 9.33%。预计 5 月因缴准需要收回流动性约为 1100 亿元。

1.5. 外汇占款：继续小幅波动

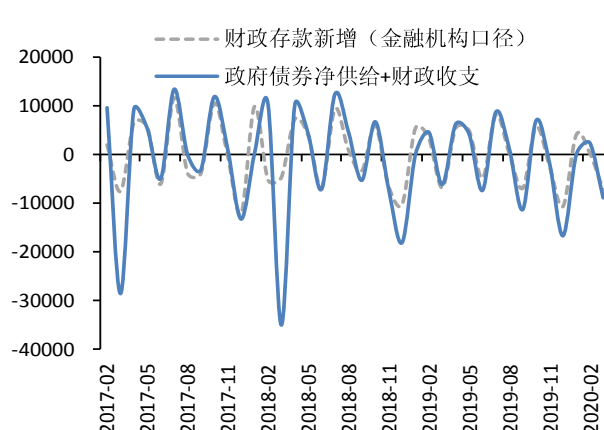
今年 2-3 月，受人民币贬值压力影响，外汇占款环比分别减少 125 亿元、170 亿元。但自 4 月下旬以来，美元流动性紧张情况有所缓解，美元指数逐步回落至 100 以下，人民币贬值压力相应缓和。但考虑到进出口贸易依然承压，5 月外汇占款预计继续呈现小幅流出态势，流出规模预计在 200 亿元以内，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



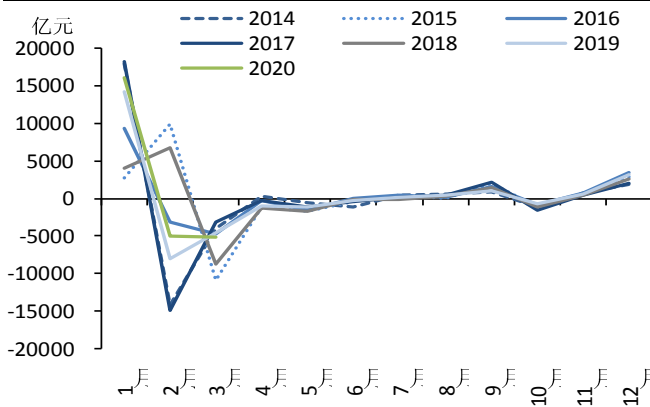
数据来源：东北证券，Wind

图 2：财政存款来源结构



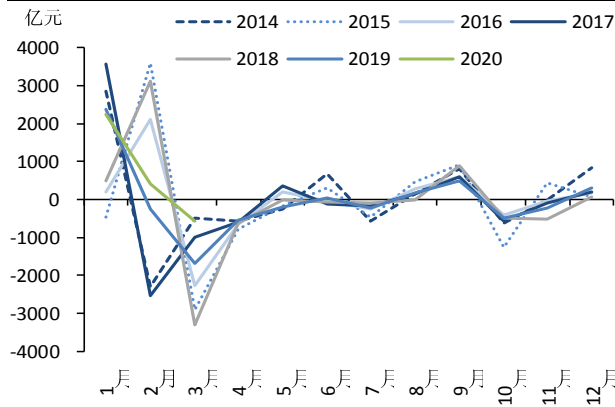
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 环比变动值



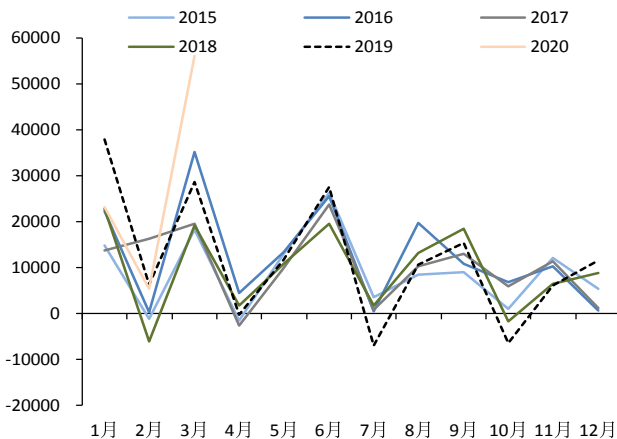
数据来源：东北证券，Wind

图 4：银行库存现金环比变动值



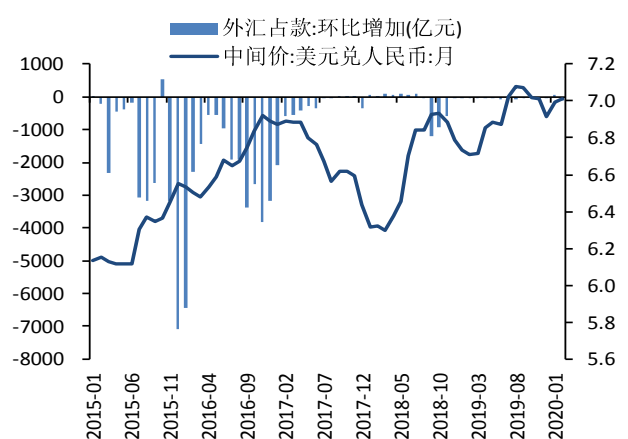
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 新增人民币存款缴准基数



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 外汇占款与人民币汇率走势



数据来源: 东北证券, Wind

2. 货币市场: 4月资金面保持充裕, 利率中枢继续下移

2.1. 公开市场操作: 量价双降, 资金面整体充裕

公开市场操作方面, 4月央行共投放资金 1561 亿元, 到期 5374 亿元, 净回笼 3813 亿元。4月15日、4月24日分别对 MLF、TMLF 缩量续作 1000 亿元、561 亿元, 利率均跟随 OMO 利率下调 20BP。4月15日, 对中小金融机构实施的定向降准落地, 释放长期资金约 2000 亿元。4月20日, LPR 如期下调, 1年期、5年期品种分别下调 20BP、10BP。由于当前同业存单利率远低于 MLF/TMLF 利率, 伴随前期结构性货币政策发力, 如再贷款再贴现、定向降准等均向中小银行提供低成本的资金支持, 导致银行对 MLF/TMLF 资金需求下降, 4月虽有税期扰动, 但银行间流动性整体保持充裕, 利率中枢较上月继续下移。

5月14日有 2000 亿元 MLF 到期, 为央行继续提供降息窗口。降准方面, 从流动性缺口以及特别国债的发行情况来看, 预计二季度还有全面降准的机会。据前述测算, 受天量的地方债发行冲击, 5月份整体流动性缺口达 1 万亿以上, 针对中小银行的再贷款再贴现以及定向降准难以完全弥补流动性缺口, 5月份存在降准的可能性。但考虑到特别国债的发行时点尚不确定, 5月两会将明确特别国债的发行额度, 特别国债可能将于 6 月发行, 因此降准也可能会移至 6 月实施。

表 1: 4月国内货币政策事件回顾

时间	内容
4月3日	中国人民银行决定对农村信用社、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 1 个百分点, 于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位, 每次下调 0.5 个百分点, 共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。
4月9日	中央首份要素市场化配置文件中提出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”。
4月10日	截至 4 月 8 号相关银行对重点企业发放了优惠贷款 2379 亿元, 加权平均利率为 2.51%, 财政贴息后实际融资利率为 1.26%; 5000 亿元再贷款再贴现支持中小企业有序复工, 截至 4 月 8 号支持地方人民银行累计发放优惠利率贷款 3453 亿元; 新出台的 1 万亿再贷款再贴现政策更具有普

惠性，可覆盖全国 7%-10% 的中小微企业，帮助其渡过难关。

4月10日 央行货币政策司司长孙国峰表示，“存款基准利率是我国利率体系的压舱石，要长期保留。实际上存款利率的上下限都已经放开了，银行可以自主的浮动定价，近期已经有部分银行存款实际执行利率下降”。

4月15日 央行提前两日缩量续作 MLF，1 年期 MLF 操作利率调降 20BP 至 2.95%。

4月16日 央行发文称，“将通过定向降准、再贷款等政策措施，继续引导信贷资金支持实体经济特别是小微企业的发展，预计小微贷款的规模和覆盖面将持续较快增长。”

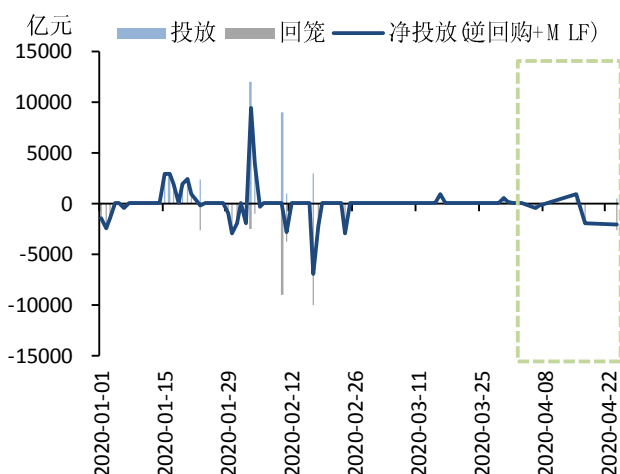
4月17日 政治局会议表示，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”。

4月20日 1 年期 LPR 报价下调 20BP 至 2.85%，5 年期 LPR 报价下调 10BP 至 4.65%。

4月24日 央行缩量续做 561 亿元中期借贷便利（TMLF），中标利率 2.95%，上次 3.15%。

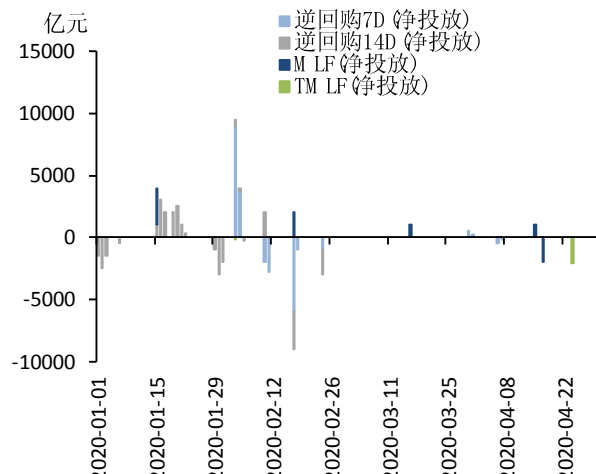
数据来源：东北证券，公开资料整理

图 7：4 月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8：4 月货币政策工具净投放情况



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：4 月利率中枢继续下移，月末利率整体跳升

4 月隔夜利率整体下移，但受跨节因素影响，月末资金大幅跳升。4 月 30 日，SHIBOR 隔夜、DR001 较前一日大幅上行 120BP 左右至 1.8880%、1.8450%。在不考虑 4 月 30 日单日大幅上升的情况下，截至 4 月 29 日，SHIBOR 隔夜、DR001 分别较上月

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_5471

