

证券研究报告 / 宏观数据

料 4 月流动性中性偏松，货币政策重在宽信用

——3 月流动性观察及展望

报告摘要：

4 月银行间流动性展望：4 月流动性整体中性偏松。受 4 月中下旬企业集中缴纳所得税、MLF 及 TMLF 大量到期的影响，预计银行间流动性将较上月收紧，资金面也将走出 3 月下旬极度充裕的阶段。但由于 M0 和库存现金仍将陆续回流至银行体系，前期下发的 8000 亿元再贷款再贴现额度多数仍未使用，未来将持续向市场投放流动性。4 月新增财政存款预计为 1000 亿元、M0 及库存现金减少 3500 亿元、货币工具到期近 4700 亿元、银行上缴准备金约为 560 亿元，外汇占款继续小幅波动。

3 月 26 日央行召开一季度例会，后续宽信用将有望陆续兑现。相较于四季度例会，当前货币政策重心转向宽信用，着重支持疫情防控、复工复产和实体经济发展。货币政策未来更偏向于“量”的使用，社融信贷规模修复可期。同时，结构性工具的运用将更加频繁，定向支持以防止大水漫灌带来后续通胀上行风险。“价”方面，出于降低实体融资成本的需要，未来利率下调仍有空间，预计 4 月中旬左右降息降准落地的概率较大。

货币市场：3 月资金面充裕，整体表现为量升价平。同期 MLF 及 LPR 报价维持不变，后续 LPR 的下行仍需 MLF 或存款基准利率下调作为引导。3 月 R007、DR007 大幅下行，较 2 月末分别下行 44.16BP、64.42BP。

实体经济：3 月票据转贴现利率先降后升，季末大幅跳高。中票信用利差走势分化，1 年期信用利差收窄 5.47BP，3 年期、5 年期信用利差分别走阔 19.61BP、15.00BP。

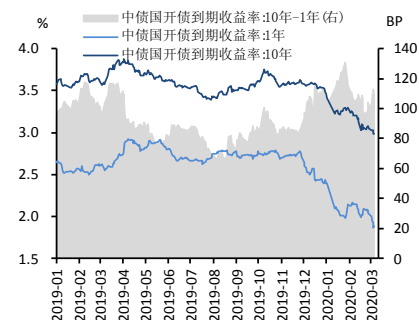
债券市场：3 月利率债净供给环比上升 2305.81 亿元，同业存单净供给环比下降 6800.89 亿元；国债利率震荡走低，对应 1 年期、10 年期品种分别下行 18.79BP、12.86BP。

股票市场：3 月机构资金持续发力，杠杆和北向资金大幅流出，资金供给趋紧，资金需求环比回落。

海外市场：3 月中旬，美元指数走高导致人民币汇率承压。后续由于美联储大规模救市的开启，市场信心得以修复，海外流动性紧张局面缓和，美元指数回落，美债避险需求重现。上周五 10 年期美债收益率收于 0.72%，3 月共下行 41BP；德国 10 年期国债持续上行，较上月末走高 36BP，日本 10 年期国债走高后回落，较上月末上升 17BP。

风险提示：外部冲击超预期，国内货币政策不及预期。

相关数据



相关报告

《债市恐慌情绪缓和，4 月降息预期升温——流动性周度观察（2020 年第 12 周）》

20200323

《全球流动性风险攀升，货币宽松加码在即——流动性周度观察（2020 年第 11 周）》

20200316

《全球降息持续加码，国内利率有望继续下探——流动性周度观察（2020 年第 10 周）》

20200309

《预计 3 月流动性仍充裕，短期债牛行情延续——2 月流动性观察及展望》

20200302

《央行收短放长，未来存款基准利率有望下调——流动性周度观察（2020 年第 8 周）》

20200224

证券分析师：沈新风

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. 4月银行间流动性展望.....	5
2. 央行一季度例会点评：后续宽信用有望兑现.....	7
3. 货币市场：3月资金面充裕，中长期资金利率大幅下行.....	8
3.1. 公开市场操作：量升价平，资金面整体充裕.....	8
3.2. 资金利率：3月整体大幅下行，短端利率季末跳升.....	8
4. 实体流动性：3月票据利率先降后升，信用利差走势分化.....	10
4.1. 票据利率：3月转贴现利率先降后升，最后一周上升明显.....	10
4.2. 信用利差：3月短端信用利差压缩，中长端信用利差走阔.....	10
5. 债市流动性：3月供给压力增加，长端国债收益率震荡下行.....	11
5.1. 一级市场：3月利率债净供给上升，同业存单发行回落.....	11
5.2. 二级市场：3月国债利率震荡走低，3个月理财收益率走势刚性.....	12
6. 股市流动性：3月资金供给整体趋紧，资金需求环比回落.....	13
6.1. 资金供给：3月机构资金继续流入，杠杆和北向资金大幅流出.....	13
6.2. 资金需求：3月股票市场整体资金需求环比回落.....	14
7. 海外：3月人民币汇率承压，美债避险需求回归.....	15
7.1. 汇率：3月美元指数走强导致人民币汇率承压.....	15
7.2. 债券：美债收益率恢复下行，德债收益率上行风险仍未缓解.....	16

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: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数	7
图 6: 2015 年以来外汇占款与人民币汇率走势	7
图 7: 3 月公开市场操作与到期情况	8
图 8: 3 月货币政策工具净投放情况	8
图 9: 3 月 SHIBOR 隔夜及 1 周利率整体保持回落	9
图 10: 3 月 SHIBOR1M 及 3M 利率持续下行	9
图 11: 3 月 7 天质押式回购利率整体大幅下行	9
图 12: 3 月同业存单到期收益率大幅下行	9
图 13: 3 月最后一周票据转贴现利率快速上升	10
图 14: 3 月中票利率走势分化	11
图 15: 3 月中票信用利差走势分化	11
图 16: 各品种利率债发行规模	11
图 17: 各品种利率债净供给规模	11
图 18: 3 月同业存单净供给规模大幅回落	12
图 19: 3 月同业存单发行利率继续下降	12
图 20: 3 月国债利率整体震荡下行	13
图 21: 3 月国开债利率震荡下行	13
图 22: 3 个月理财产品收益率表现刚性	13
图 23: 理财产品成本收益倒挂幅度加深	13
图 24: 3 月两融余额环比下降	14
图 25: 3 月融资买入额环比下降	14
图 26: 3 月北向资金大规模流出	14
图 27: 3 月机构资金发行规模延续 2 月行情	14
图 28: 3 月股票市场融资规模弱于往年同期	15
图 29: 3 月限售股解禁规模压力较小	15
图 30: 3 月重要股东净减持规模环比上升	15

图 31: 3月人民币汇率承压.....	16
图 32: 3月美元指数快速走高后回落.....	16
图 33: 3月10年期美债走势波动性加大.....	17
图 34: 3月中美利差高位震荡.....	17
图 35: 3月德国10年期国债收益率回升.....	17
图 36: 3月日本长短端国债走势分化.....	17

1. 4月银行间流动性展望

从财政存款、公开市场操作、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，4 月新增财政存款预计为 1000 亿元、M0 及库存现金减少 3500 亿元、4 月货币工具到期近 4700 亿元、银行退缴准备金约为 560 亿元，外汇占款继续小幅波动。受 4 月中下旬企业集中缴纳所得税、MLF 及 TMLF 大量到期的影响，预计银行间流动性将较上月收紧，资金面也将走出 3 月下旬极度充裕的阶段。但由于 M0 和库存现金仍将陆续回流至银行体系，前期下发的 8000 亿元再贷款再贴现额度多数仍未使用，未来将持续向市场投放流动性，4 月整体流动性偏中性。

一般来说，4 月份由于受企业集中缴纳所得税的影响，财政存款规模处于年内高位，过去 5 年新增财政存款均值为 4809 亿元。财政存款的变动可以从财政收支、政府债券净供给来看。2019 年 4 月，财政支出-财政收入为 2300 亿元，政府债券净供给为 2555 亿元，二者之和与当月新增财政存款 4653 亿元较为接近。与上年同期相比，今年受疫情影响，企业复工疲软带动财政收入走弱，减税降费则指向财政支出的扩大。乐观预计今年 4 月财政收支维持弱平衡的格局。从政府债券净供给来看，假设国债发行规模继续延续上年同期情况，地方债提前下发的 1.84 万亿额度于 4 月使用完毕，则 4 月政府债券净供给较上年同期增加近 1000 亿元。因此，预计 4 月新增财政存款规模为 1000 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，回流占比仅为 25%。我们预计 3 月份随着居民消费的恢复和主动存款的情况，3、4 月份现金回流比例分别设定为 80%、20%。则 4 月份由于春节提现因素所导致的 M0 和库存现金环比增量为-2728 亿元。再从 4 月份常规的现金流通情况来看，一般呈现出资金小幅回流至银行体系。从 2014-2019 年间春节时点较为接近的年份来看，M0 和库存现金环比增量平均为-883 亿元。因此，4 月份 M0 和库存现金环比增量预计为-3500 亿元左右。

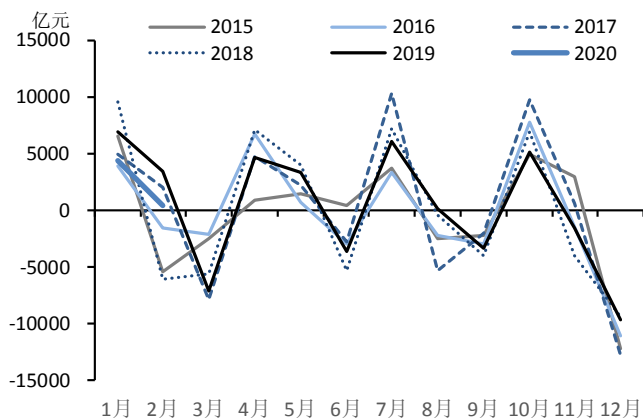
从货币政策工具到期情况来看，4 月 17 日及 4 月 24 日，分别有 2000 亿元 MLF 及 2674 亿元 TMLF 到期，4 月份到期量共计为 4674 亿元。

从个人、企业以及机关团体存款口径来看，4 月份银行存款往往处于流出阶段，银行缴准压力较小。由于季末银行理财资金到期出表转为活期存款，同时银行也普遍存在季末冲存款的现象，4 月份居民存款环比表现往往出现大幅回落。从 2015-2019 年历史均值来看，4 月份新增存款缴准基数为-5900 亿元左右，对应的退缴准备金规模接近 560 亿元。

2020 年 2 月，受人民币小幅贬值影响，当月外汇占款环比减少 125.34 亿元。3 月中上旬，受美元流动性收紧影响，美元指数走强以及境外资金的流出，导致人民币汇率被动承压，美元兑人民币汇率中间价最高上调至 7.1052。后续随着海外流动性的阶段性缓解，美元指数回流，人民币汇率贬值压力有所减弱。截至 3 月 27 日，美元兑人民币汇率中间价为 7.0427。展望后市，美元流动性风险虽阶段性缓和，但

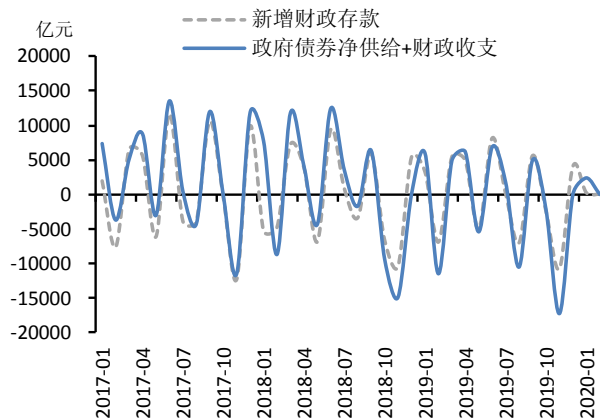
后续因海外经济衰退风险造成的二次冲击仍不容忽视，同时从近期政策信号来看，4月份国内降息的概率较大，人民币小幅贬值的压力仍存，但短期内资金外流的情况将有所缓和，总体来看，外汇占款流出的规模可控。对比2018年中美贸易战期间，8-10月份，外汇占款流出规模分别为1194亿元、916亿元、571亿元。因此，4月份外汇占款环比流出规模预计在500亿元以内，对流动性影响不大。

图 1: 财政存款季节性走势



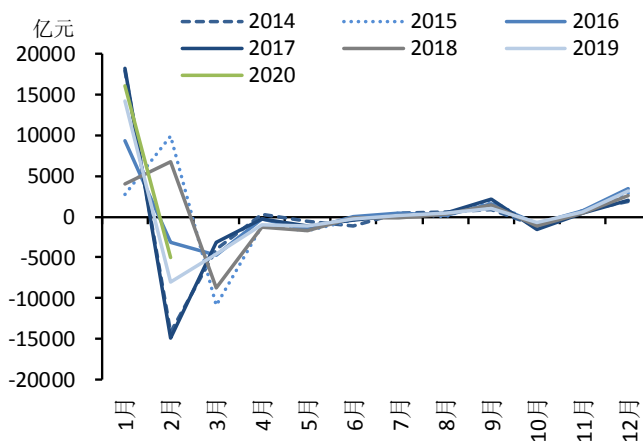
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 财政存款来源结构



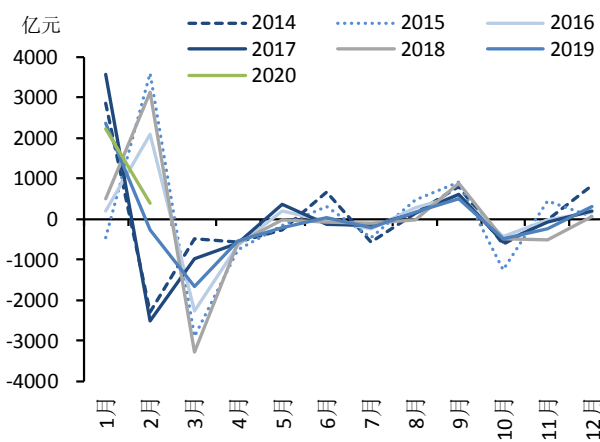
数据来源：东北证券，Wind

图 3: M0 环比变动值



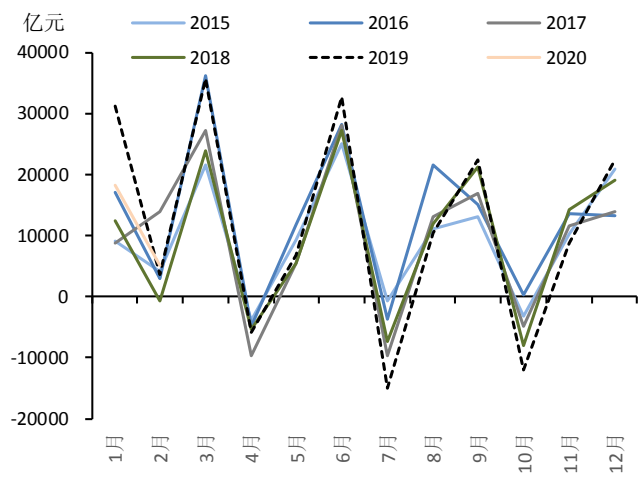
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 银行库存现金环比变动值



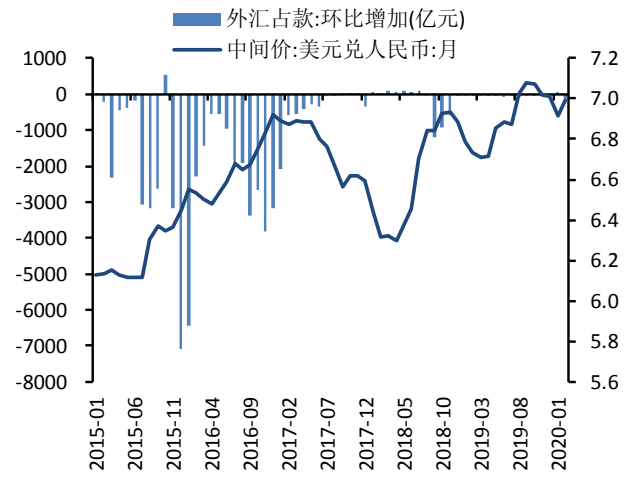
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 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 年以来外汇占款与人民币汇率走势



数据来源：东北证券，Wind

2. 央行一季度例会：后续宽信用有望兑现

3 月 26 日，央行一季度例会召开，相较于四季度例会而言，货币政策重心转向宽信用，着重支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，对冲疫情对于经济增长的影响，预计 4 月降息降准落地的概率较大。具体而言，重点释放以下几点信号：

一是，强调货币政策会继续加大宏观调控力度，重点支持疫情防控、复工复产和实体经济发展。一季度例会中指出，“稳健的货币政策要更加注重灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。”而四季度例会中表述为“稳健的货币政策要灵活适度”。

二是，货币政策后续重心将以宽信用为主。一季度例会中删除了前次表述，“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”以及“优化融资结构和信贷结构”。央行副行长陈雨露此前公开表述“M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相比可以略高一些”，这意味着未来社融信贷规模后续修复可期，全年信贷增速将高于 GDP 增速。

三是，未来结构性工具使用将更加频繁。本次例会增加“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，用好 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现专用额度和 3500 亿元政策性银行专项信贷额度，引导金融机构加大对抗疫保供、复工复产、脱贫攻坚、春耕备耕、畜禽养殖、外贸行业等的信贷支持。”

四是，未来利率仍有下调空间，降息引导 LPR 的下行可期。一季度例会中指出“继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力”，同时 3 月 27 日的政治局会议也提出“引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”。未来政策的重点是引导 LPR 利率的下行，降低实体融资成本，避免脱实向虚，导致大量流动性积压在银行体系。而 LPR 利率的下行，一方面通过银行让利，主动压降息差，从 3 月 LPR 未动的情况来看，这一点目前较难实现，强制实行将对银行补充资本金带来压力。另一方面通过降低银行融资成本，如降准、降息、调降存款基准利率，预计 4 月中旬出台的概率较大。

五是，新增“控通胀”表述，体现出在当前全球央行竞相宽松，同时国内积极财政政策持续发力的背景下，央行对于后续通胀上行的担忧。本次例会增加了“控通胀”的表述，政治局会议也指出“要抓好农业生产和重要副食品保供稳价”、“要继续抓好生猪产能恢复”。当前外部环境不确定性仍在持续加大，美联储进入无限量 QE 阶段，但国内货币政策仍将保持定力，不会“大会漫灌”，控制物价稳定仍是货币政策的主要目标。

总体上，我们维持此前判断，认为下一步货币政策仍将量价齐用，整体上数量工具应更优于价格工具使用，结构工具更优于总量工具使用。我们预计 4 月份将看到新一轮利率调降或降准等货币工具出台。

3. 货币市场：3 月资金面充裕，中长期资金利率大幅下行

3.1. 公开市场操作：量升价平，资金面整体充裕

3 月 16 日，央行展开一次 1000 亿元 MLF，当月无到期资金，净投放 1000 亿元。同日，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元。当月 MLF 及 LPR 报价均保持不变。一方面显示出央行的政策定力较强，在海外央行逐步进入无限量 QE 的背景下，我国货币政策空间虽然较为充足，但仍会留存至合适的时间使用，3 月正值前期政策效果的检验期，此时调降利率容易造成干扰。另一方面也说明，通过银行主动压降息差，让利实体的难度较大。

4 月公开市场操作净回笼资金 4674 亿元。4 月 17 日及 4 月 24 日，分别有 2000 亿元 MLF 及 2674 亿元 TMLF 到期，同时中下旬企业缴税高峰也将到来，届时资金面将明显收紧。预计央行将采取到期续作的方式，降息降准操作可期，从而继续带动 LPR 利率的下行。

图 7：3 月公开市场操作与到期情况

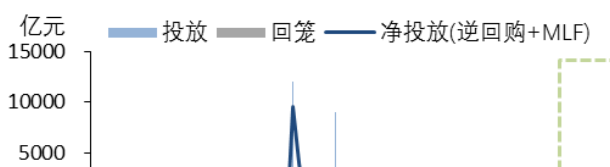


图 8：3 月货币政策工具净投放情况



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_6191

