

3月流动性前瞻：全球央行齐步向宽松

报告摘要：

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，3 月财政存款将投放流动 8000 亿元，缴税影响约 6000 亿元，缴准环比增加 3100 亿元，M0 环比减少 3000 亿元，商业银行库存现金减少 500 亿元。春节后 M0 回流银行体系成为利好流动性的重要分项，综合来看，对流动性整体是正面的。

外汇占款上，3 月的外汇占款环比变动可能继续为小幅负值，疫情的出现导致外出消费减少，从而减少了对流动性产生的负面影响。

公开市场操作方面，我们认为在疫情尚未得到完全控制的时候，央行不会将流动性收紧，预计未来 3 月整体的公开市场操作，还是偏宽松的。这不仅仅对防控疫情有所助力，也将有利于银行间流动性。

金融监管和重大经济政策方面：主要围绕以下几个方面 1、应对疫情的政府措施，包括防控疫情方面；2、超预期提供流动性支持稳定金融市场，设立 3000 亿元专项再贷款。3、货币政策降成本。2 月 20 日，LPR 利率 1 年期下降 10 个基点至 4.05%，5 年期以上下降 5 个基点至 4.75%。4、财政政策进一步对受疫情冲击的行业减税降费。

债券供给方面：国债方面，预计 3 月国债发行量为 2500 亿左右，净融资额 1200 亿左右。地方债方面，根据发行预告统计，预计 3 月地方政府债发行量上升，在 5000 亿左右。预计证金债发行量约 4300 亿元，净融资额 1760 亿元。预计同业存单发行会有上升，约为 20000 亿，净融资为正，约 100 亿。

整体观点：《2 月流动性前瞻》中指出：2 月将是 M0 大量回流银行体系，利好流动性的月份，外汇占款和财政存款虽然为负面影响但是幅度很小；疫情控制持久战，央行维持宽松货币政策，加大流动性投放去维持短端利率处在低位。建议杠杆上维持高杠杆。

3 月流动性展望：全球央行共同宽松，流动性充足可期。（1）从五因素模型来看，3 月将是 M0 和库存现金回流银行体系，利好流动性的月份，财政存款转向负值利好流动性，但缴准量不低，整体对流动性利好。（2）从季节性角度来看，3 月处于年初，历史信息显示，3 年均值和 5 年均值比较，R007 的变动方向略有不同，所以其趋向季节性不大。（3）从人行态度看，疫情在海外的蔓延，已经影响到了美联储、日本央行等各国央行的货币政策（或选择扩表，或选择降息），人行所做可能不仅仅要加大流动性投放去维持短端利率处在低位，对比美联储降息 50bp，人行降息的幅度仅有 10bp，所以预计未来仍有不低的降息空间。（4）3 月主要利率债供给仍然不高。

（5）资金节奏上看，3 月资金面会较 2 月有所波动，但是预计较往年 3 月会平缓，主要是税期冲击较小。

风险提示：疫情海外发展超预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (bp)	1M	12M
1Y 国债	-37	-26
10Y 国债	-36	-27

相关报告

《东北证券 2 月流动性前瞻：流动性充足资金面平稳》

2020-02-11

《东北证券固收 1 月流动性前瞻：春节前降准如期而至，资金利率宽松跨节》

2020-01-14

《东北证券固收 12 月流动性前瞻：资金利率小幅高于前月，但预计跨年无需担忧》

2019-12-12

《东北证券 11 月流动性前瞻：资金利率下行空间不大，预计继续高位运行》

2019-10-08

《东北证券 10 月流动性前瞻：资金利率小幅下行，前松后紧》

2019-10-08

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1. 3月流动性影响因素预测概览	4
2. 3月财政存款、缴税缴准及 M0 压力整体偏正面	4
2.1. 预计 3 月财政存款仍将下降	4
2.2. 缴税压力放缓，缴准下调释放资金	6
2.3. M0 和商业银行库存现金对流动性影响呈正面	8
2.4. 小结	9
3. 预计 3 月外汇占款环比继续减少，人民币汇率小幅波动	9
3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾	9
3.2. 汇率回顾及预判：人民币币值维持低位，后续走势关注新冠肺炎疫情	11
3.3. 小结	12
4. 公开市场操作：降准可能要和公开市场操作结合起来看	12
4.1. 2 月公开市场操作回顾	12
4.2. 3 月公开市场操作展望：疫情好转公开市场操作投放力度减小	14
5. 金融监管与重大经济政策	14
5.1. 概述	14
5.2. 国务院应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情联防联控机制的货币和财政政策	16
5.3. 人民银行召开电视电话会议部署专项再贷款支持疫情防控工作	18
5.4. 总理主持召开国务院常务会议 要求切实做好疫情防控重点医疗物资和生活必需品保供工作等	18
5.5. 总理主持召开国务院常务会议 进一步部署在全力以赴抓好疫情防控同时加强经济运行调度和调节更好保障供给	19
5.6. 总理主持召开国务院常务会议 决定阶段性减免企业社保费和实施企业缓缴住房公积金政策 多措并举稳企业稳就业	19
5.7. 中共中央政治局会议 研究新冠肺炎疫情防控工作 部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作	20
6. 债券供给	21
6.1. 国债：2 月发行量上升，预计 3 月发行量继续回升	21
6.2. 地方政府债：预计 3 月发行量上行	22

6.3. 政策性金融债：预计净融资额下降.....	23
6.4. 同业存单：发行规模可能上升.....	26
6.5. 小结：国债地方政府发行量下降.....	27
7. 流动性前瞻：流动性继续宽松平稳.....	28

1. 3月流动性影响因素预测概览

表 1: 3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	投放流动 8000 亿元
M0 和库存现金	正面	M0 环比减少 3000 亿元，商业银行库存现金减少 500 亿元。
外汇占款	中性	负值不超过 100 亿
公开市场操作	正面	预计流动性投放较为平衡
缴准	负面	缴准环比增加 3100 亿
缴税	负面	缴税影响约 6000 亿元
债券供给	正面	发行量属于偏小
金融监管	积极	无，预计 LPR 仍有下行可能。

整体观点：我们曾在《2月流动性前瞻》中指出：2月将是M0大量回流银行体系，利好流动性的月份，外汇占款和财政存款虽然为负面影响但是幅度很小；目前疫情很难说得到了控制，所以央行仍会维持宽松的货币政策，即加大流动性投放去维持短端利率处在低位。建议杠杆上维持高杠杆。目前来看基本得到了验证。

3月流动性展望：全球央行共同宽松，流动性充足可期

（1）从五因素模型来看，3月将是M0和库存现金回流银行体系，利好流动性的月份，财政存款转向负值利好流动性，但缴准量不低，整体对流动性利好。

（2）从季节性角度来看，3月处于年初，历史信息显示，3年均值和5年均值比较，R007的变动方向略有不同，所以其趋向季节性不大。

（3）从人行态度看，疫情在海外的蔓延，已经影响到了美联储、日本央行等各国央行的货币政策（或选择扩表，或选择降息），人行所做可能不仅仅要加大流动性投放去维持短端利率处在低位，**对比美联储降息 50bp，人行此前应对疫情的降息幅度仅有 10bp，所以预计未来仍有不低的降息和降准空间。**

（4）3月主要利率债供给仍然不高。

（5）资金节奏上看，3月资金面会较2月有所波动，但是预计较往年3月会平缓，主要是税期冲击较小。

数据来源：东北证券固收组整理

2. 3月财政存款、缴税缴准及M0压力整体偏正面

2.1. 预计3月财政存款仍将下降

最近一期政府存款状况：12月份政府存款为 32,415.13 亿元，比上月减少 9648.44 亿元。较 18、17、16、15 年的 12 月相比，本月的财政存款释放力度比往年平均有所减少，与 18 年 11 月相比环比变动下降有所增加（15-18 年 12 月政府存款环比变动分别为 -12264 亿、-11104 亿、-12784 亿、-9422 亿元）。

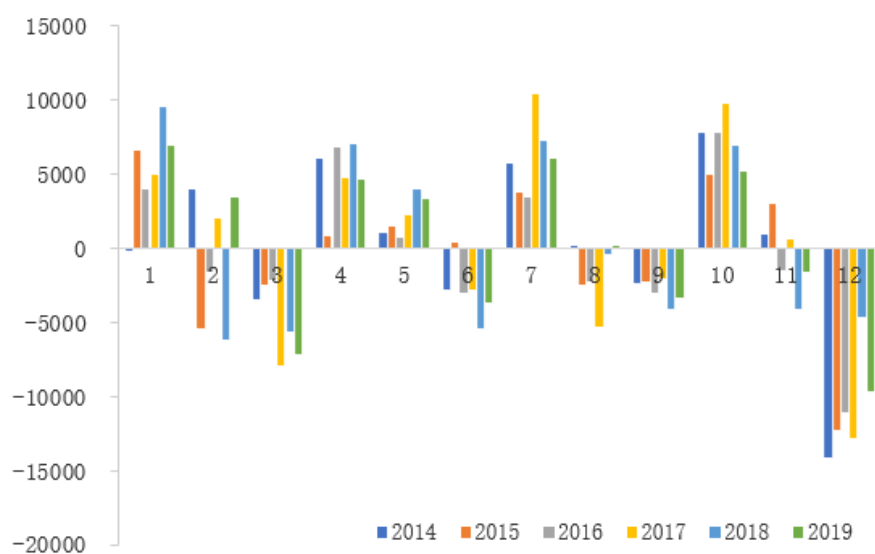
财政存款的变动主要受财政收支差额（包括公共财政收支和政府性基金收支，还有发债情况）的影响，呈现出明显的周期性。财政存款一般呈现“季初增加，季末减少”的特点，1月、4月、7月、10月处于相对高点，3月、6月、9月、12月处于相对低点。

3月通常是财政存款净减少的月份。2015-2019 年 3 月财政存款环比变动额分

别为-2516 亿、-2166 亿、-7936 亿、-5649 亿元、-7109 亿元，2015-2019 年整体变动较为平稳，整体呈现相同的变化方向，即比上月大幅减少，主要是受财政支出季末加快支出等季节性因素影响。

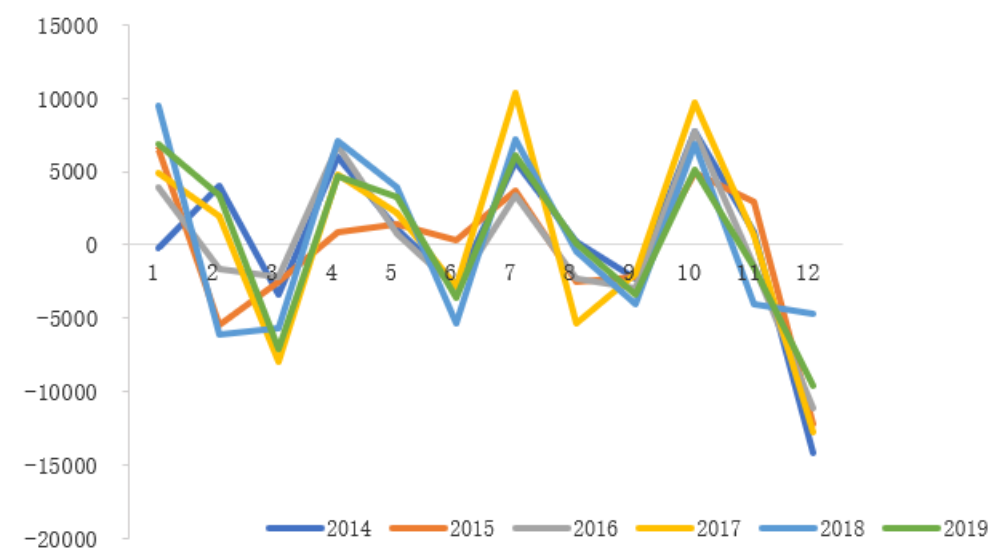
在此基础上考虑到今年财政收入和支出增速状态与之前年度类似，同时考虑过往 10 年，春节在 1 月的有，2012 年 1 月 23 日（当年 3 月财政存款环比减少 3726 亿），2014 年 1 月 31 日（当年 3 月财政存款环比减少 3439 亿），2017 年 1 月 28 日（当年 3 月财政存款环比减少 7936 亿），今年为 1 月 25 日春节；结合去年 6、9、12 月和过去 10 年春节在 3 月末的财政存款数据，今年 3 月预计也是逐步复工加大财政支出的日子，预计 3 月份财政存款将环比减少 8000 亿元。

图 1：财政存款季节性变动（2014-2019）



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. 缴税压力放缓，缴准下调释放资金

缴税：

截止 2020 年 2 月，财政部减税政策主要围绕着应对疫情，但更令人担忧的是，经济活动下行带来的减收可能比减税带来的冲击要大得多，目前比较重要的减税措施包括：

(1) 为应对疫情，财政部于 2 月 1 日发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》《关于防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策的公告》，2 月 2 日发布《关于支持金融强化服务 做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，2 月 7 日发布《财政部 发展改革委 工业和信息化部 人民银行 审计署关于打赢疫情防控阻击战强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关个人所得税政策的公告》《关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控期间免征部分行政事业性收费和政府性基金的公告》

(2) 2 月 6 日，财政部发布了《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的部分进口商品加征关税措施的公告》，为促进中美经贸关系健康稳定发展，根据《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》、《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会按程序决定，自 2020 年 2 月 14 日 13 时 01 分起，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品（第三批）加征关税的公告》（税委会公告〔2019〕4 号）规定的加征税率。该公告附件 1 第一、二部分所列 270 个、646 个税目商品的加征税率，由 10% 调整为 5%；第三、四部分所列 64 个、737 个税目商品的加征税率，由 5% 调整为 2.5%。

(3) 2 月 29 日，财政部发布《关于支持个体工商户复工复产增值税政策的公告》。自 2020 年 3 月 1 日至 5 月 31 日，对湖北省增值税小规模纳税人，适用 3% 征收率的应税销售收入，免征增值税；适用 3% 预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。除湖北省外，其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用 3% 征收率的应税销售收入，减按 1% 征收率征收增值税；适用 3% 预征率的预缴增值税项目，减按 1% 预征率预缴增值税。

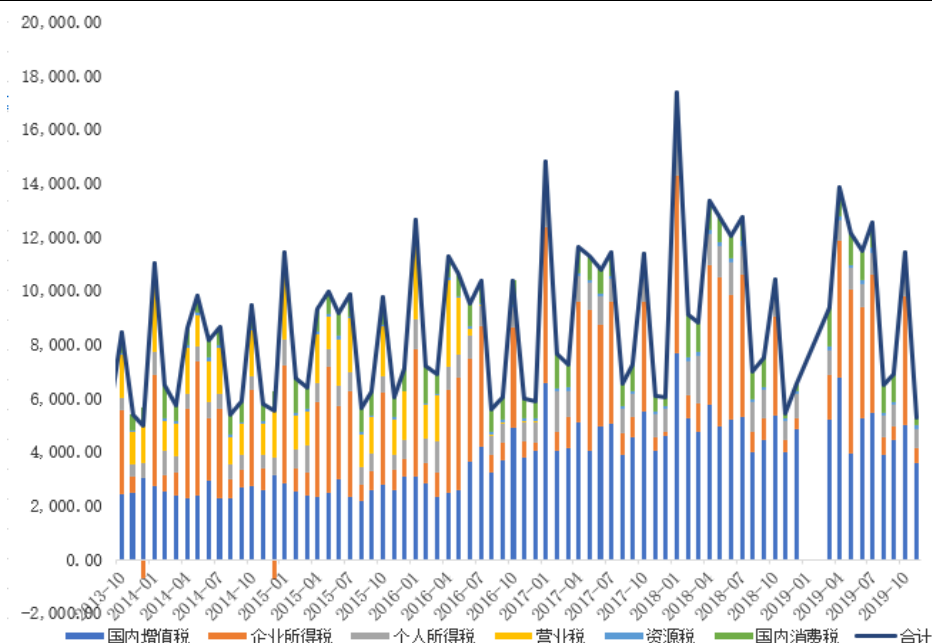
综合来看，以上税收政策将对增值税、所得税、进口环节税收有一定负面影响，但我们认为对税收影响更大的其实是疫情冲击导致的税收减收。

根据国税总局发文，3 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 15 日。

回顾 2014-2018 年 3 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，不含 2019 年 1、2 月），分别为 5727.47 亿元、6360.27 亿、6888.19 亿、7260.66 亿、8784.54 亿元。环比变动额分别为 -745.94 亿、-399.53 亿、-305.78 亿、-370.98 亿、-324.47 亿元。

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 3 月以上五大类税种需缴纳的金额合计为 6000 亿元左右，较 2019 年 3 月有所回落。

图 3: 按月申报税种合计月度变动 (2013.9-2019.12, 不含 2019 年 1-2 月)



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, 3 月缴准基数在 2017-2019 年环比变动额分别为 19373.98 亿、19201.15 亿、28746.54 亿元。

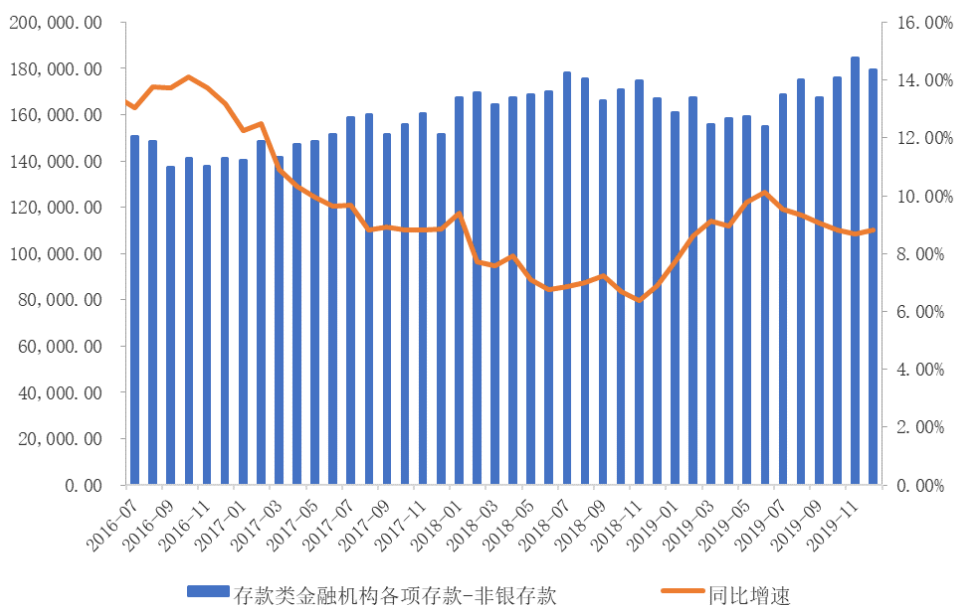
如下图所示, 自 2019 年以来, 各项存款同比增速维持放缓趋势。考虑到境外存款自 2018 年 5 月起不再缴纳法定准备金, 2019 年 7 月-2020 年 12 月, 缴准基数同比增速分别为 9.55%、9.33%、9.06%、8.80%、8.68%、8.80%, 7.74%。

假设不考虑降准影响, 且预计 3 月社融增速略有上升, 货币派生速度上行, 故我们预计 2、3 月份缴准基数同比增速为 8.5%, 8.6%。预计 3 月缴准基数环比将增加约 32000 亿元。

我们测算 3 月的加权法定准备金率在 9.8% 的水平, 主因 2019 年 12 月加权法定准备金率在 10.3% (我们根据 2019 年底超额准备金 2.4% 测算得知), 2020 年 1 月降准 0.5%, (2020 年 1 月 6 日下调 0.5 个百分点。2020 年 1 月 6 日下调 0.5 个百分点, 释放资金 8000 亿。)

预计 2019 年 3 月缴准环比将增加约 2600 亿元 (32000*9.8%=约 3100 亿)。分三个时点上缴, 每一时点大约 1000 亿。

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 和商业银行库存现金对流动性影响呈正面

根据历年 M0 变动数据，每年 3 月的 M0 较 2 月会有明显的下降。2016-2019 年 3 月 M0 的环比变动额分为 -4770.29 亿、-3122.64 亿、-8731.61 亿、-4543.14 亿元。可以参考近三年的 M0 波动趋势及平均情况，同时，M0 的环比变动趋势基本为 1 月的环比增加差不多等于 2 月和 3 月的环比减少，2020 年 1 月 M0 环比增加了约 16000 亿，我们预计 3 月 M0 环比减少 3000 亿元，对银行间流动性正面影响。

商业银行库存现金的波动，2016-2019 年 3 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 -2271.62 亿、-993.51 亿、-3293.60 亿、-1678.43 亿元，整体环比变动为减少，参考近三年内的库存现金波动并参考春节节点类似的 2012 年、2014 年、2017 年，我们预计 3 月商业银行库存现金约有 500 亿减少，对流动性呈偏正面影响。

合并来看，M0 和商业银行库存现金整体上对流动性的影响预计是正面的，规模在 3500 亿左右。

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_6794

