

证券研究报告 / 宏观数据

1 月是合适的降准窗口

报告摘要:

为判断降准的合理性以及合适的降准窗口，我们需要首先测算流动性情况。我们主要从财政存款、M0 和银行库存现金、缴准、货币工具到期、外汇占款五个方面来分析。主因地方专项债提前发行、春节前移以及缴税等因素，我们判断 1 月份流动性压力要显著高于往年。

具体到 2020 年一季度来看，一月份主要受企业所得税的集中缴税，以及地方专项债提前发行缴款的影响，将会造成财政存款的增加，形成资金回流；二月份企业所得税集中缴税因素消除，税收收入对财政存款的贡献虽有所减弱，但由于地方债发行缴款的影响，仍将形成资金回流，但规模将较一月份有所减弱；三月份由于政府支出力度增加，表现为财政存款的减少，形成资金投放。我们估计 2020 年 1-3 月份的财政存款分别为 6000 亿元、4000 亿元、-7000 亿元左右。

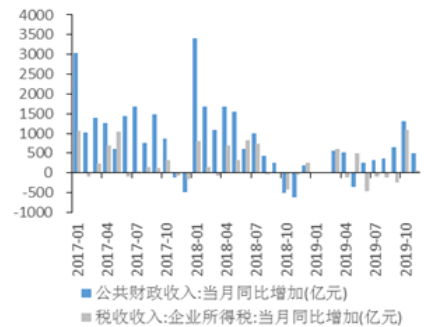
受 2020 年春节提前至 1 月份的影响，居民的大量提现需求也将前移，将会导致 M0 和库存现金在一月份环比大幅增加，导致银行间流动性趋紧，而春节过后的二月份，其环比则会出现明显回落。我们估测 1-3 月份的 M0 环比增量分别为 18104 亿元、-14519 亿元、-3557 亿元，库存现金环比增量分别为 3221 亿元、-2407 亿元、-743 亿元。

一季度银行存在缴准的压力，我们估算 1-3 月缴准规模分别为 1760 亿元、486 亿元、3188 亿元。从一季度货币工具到期情况来看，资金到期集中在 1 月份，1 月份资金到期量为 8575 亿元。

人民币贬值压力不大，且外汇占款的波动率明显降低，2019 年以来，月度环比保持在 100 亿元以内的波动范围，对流动性影响不大。

综上分析，我们认为明年一季度中 1 月份流动性缺口较大，预计超过 3.5 万亿元，压力显著高于往年同期，因此降低准备金率释放流动性是比较合理的选择，也符合 2019 年 12 月召开的中央经济工作会议精神。12 月 23 日，李克强总理发言进一步肯定了降准的合理性。

风险提示：本文均为估算结果，和实际值可能存在偏差。



相关报告

《11 月经济如期修复，四季度企稳概率进一步提升——11 月经济数据点评》（20191217）

《稳住，我们能赢——2019 年底中央经济工作会议点评》（20191213）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 2020 年一季度流动性情况测算.....	3
1.1. 财政存款.....	3
1.2. M0 和库存现金	4
1.3. 缴准.....	5
1.4. 货币工具到期.....	6
1.5. 外汇占款.....	6
2. 我们判断 1 月是合适的降准窗口	6
图 1: 2015-2019 年财政存款走势	3
图 2: 公共财政收入与企业所得税同比变动值	4
图 3: 2015-2019 年地方债发行统计	4
图 4: M0 环比变动值.....	5
图 5: 银行库存现金环比变动值	5
图 6: 2015-2019 新增人民币存款缴准基数	5
图 7: 银行外汇占款波动性逐步走弱	6
表 1: 2020 年一季度流动性缺口测算.....	3
表 2: 货币工具到期情况.....	6

1. 2020 年一季度流动性情况测算

为判断降准的合理性以及合适的降准窗口，我们需要首先测算流动性情况。针对 2020 年一季度银行间流动性情况，我们主要从财政存款（受企业缴税、政府债券发行缴款等影响）、M0 和银行库存现金、缴准、货币工具到期、外汇占款五个方面来分析。总体来看，2020 年 1 月份流动性压力较大（流动性缺口预计达 3.5 万亿以上），2 月份及 3 月份流动性则相对宽松。主因地方专项债提前发行、春节前移以及缴税等因素，我们判断 1 月份流动性压力要显著高于往年。

表 1：2020 年一季度流动性缺口测算

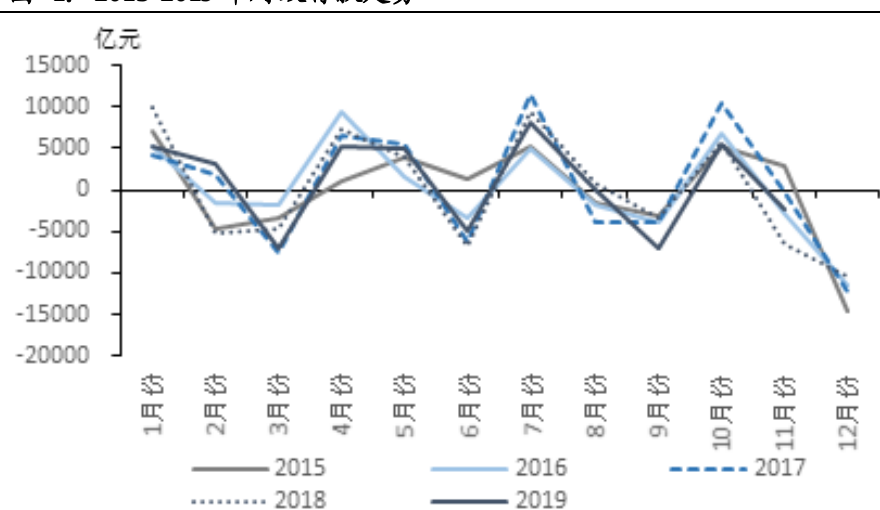
	财政存款 (亿元)	M0 和库存现金 (亿元)	货币工具到期 (亿元)	缴准 (亿元)
2020 年 1 月	-6000	-21000	-8575	-1700
2020 年 2 月	-4000	+17000	0	-490
2020 年 3 月	7000	+4300	0	-3200

数据来源：东北证券整理

1.1. 财政存款

财政存款的变化，代表着资金在商业银行体系与央行国库账户间的流入流出方向，近几年对流动性的影响愈加凸显。从收入端来看，主要受企业缴税（一般集中在每年的 1、4、5、7、10 月）以及政府债券发行缴款的影响，资金从商业银行体系流向央行，造成财政存款的增加，减少商业银行的存款准备金额度，从而形成基础货币的回笼。从支出端来看，一般在 3 月份两会之后经预算审批进入拨款程序，11、12 月有集中下放的情况。因此，财政存款具有较为明显的季初走高、季末走低的特点。从 2015-2019 年历史均值来看，1-3 月份财政存款的均值分别为 6278 亿元、-1307 亿元、-4889 亿元。

图 1：2015-2019 年财政存款走势



数据来源：东北证券，Wind

具体到 2020 年一季度来看，一月份主要受企业所得税的集中缴税，以及地方专项

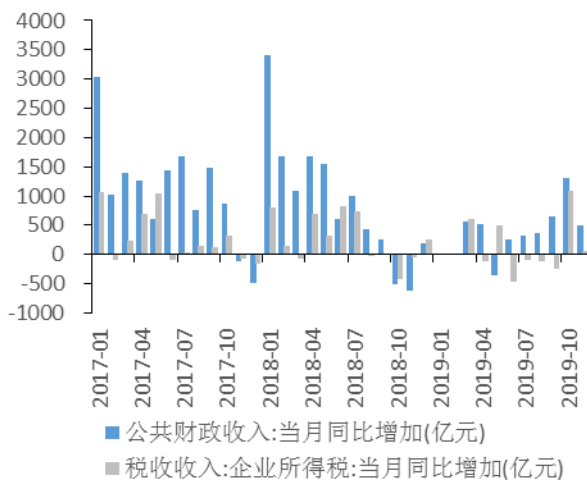
债提前发行缴款的影响，将会造成财政存款的增加，形成资金回流；二月份企业所得税集中缴税因素消除，税收收入对财政存款的贡献虽有所减弱，但由于地方债发行缴款的影响，仍将形成资金回流，但规模将较一月份有所减弱；三月份由于政府支出力度增加，表现为财政存款的减少，形成资金投放。

从同比角度来看，一月份企业缴税对财政存款的贡献程度将较上年有所减弱，一是受减税降费的影响，二是由于 2019 年以来工业企业利润同比增速仍位于负区间，缴税基数较同期也有所下降。从财政收入来看，今年整体上维持弱增长的情况，我们假设明年 1-3 月份每月同比增幅在 500 亿元以下。

同时，地方债发行缴款对财政存款的影响主要看其额度与使用情况。由于地方政府债需要在 3 月份人大两会公布财政预算之后才能确定限额，因此一季度主要依靠提前下发额度。2020 年地方专项债提前下发额度为 1 万亿，略低于 2019 年地方债提前下发额度 1.39 万亿（包括一般债 5800 亿元、专项债 8100 亿元）。2019 年 1-3 月份新增地方债发行额度分别为 3688 亿元、3274 亿元、4886 亿元，占当年提前下发额度的 27%、24%、35%。若假设根据专项债额度尽快使用的原则，1、2 月新增发行量分别提至 5000 亿元，3 月份依据后续增发额度而定，则 1、2 月较 2019 年同期资金流出增加 1000 亿元左右。

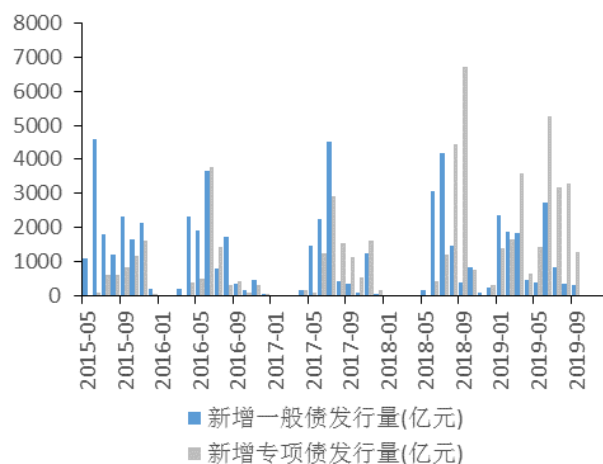
因此，综合历史均值及上年同比口径来看，2019 年 1-3 月份财政存款分别为 5337 亿元、3242 亿元、-6928 亿元，估计 2020 年 1-3 月份的财政存款分别为 6000 亿元、4000 亿元、-7000 亿元左右。

图 2：公共财政收入与企业所得税同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 3：2015-2019 年地方债发行统计



数据来源：东北证券，Wind

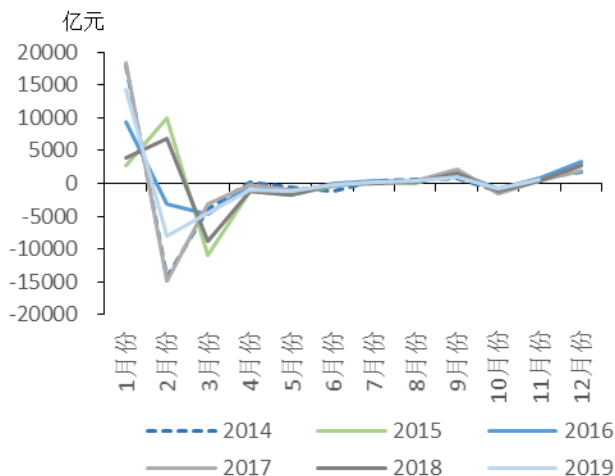
1.2. M0 和库存现金

受 2020 年春节提前至 1 月份的影响，居民的大量提现需求也将前移，将会导致 M0 和库存现金在一月份环比大幅增加，导致银行间流动性趋紧，而春节过后的二月份，其环比则会出现明显回落。

考虑到春节时点的特殊性，我们选取与本次春节时点（大年初一为 1 月 25 日）较

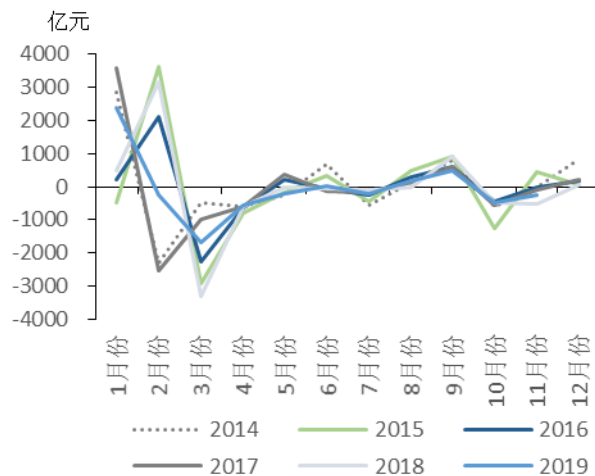
为接近的两年，2014（大年初一为1月31日）与2017年（大年初一为1月28）的历史均值作为估计值。则1-3月份的M0环比增量分别为18104亿元、-14519亿元、-3557亿元，库存现金环比增量分别为3221亿元、-2407亿元、-743亿元。其中，估计2020年1月份M0和库存现金共计将导致银行间资金流动性减少2.1万亿左右，较2019年收紧4700亿元。

图 4: M0 环比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 银行库存现金环比变动值

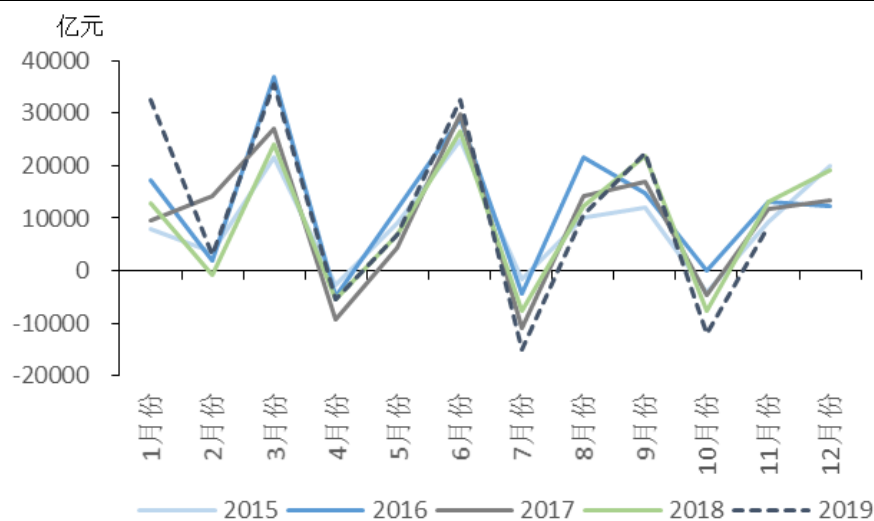


数据来源：东北证券，Wind

1.3. 缴准

一季度的信贷额度一般为年内最高，银行存在缴准的压力。从新增人民币存款口径中扣除非银行业金融机构存款以及财政存款，将2015-2019年的历史均值作为1-3月份缴准基数，分别为16003亿元、4416亿元、28985亿元，再根据11%的存款准备金率计算出相应的缴准规模，分别为1760亿元、486亿元、3188亿元。1月份和3月份银行缴准压力较大。

图 6: 2015-2019 新增人民币存款缴准基数



数据来源：东北证券，Wind

1.4. 货币工具到期

从一季度货币工具到期情况来看,资金到期集中在1月份,1月份资金到期量为8575亿元。主要体现在1月初时有四笔共计6000亿元的14天逆回购到期,1月下旬有一笔2575亿元TMLF到期。

表 2: 货币工具到期情况

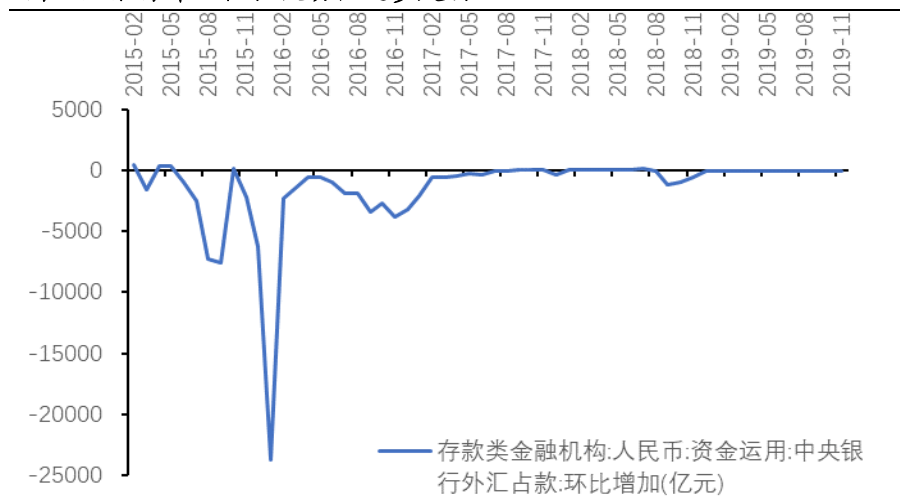
货币工具类型	到期时间	到期量(亿元)
逆回购 14D	2020-01-01	1500
逆回购 14D	2020-01-02	2500
逆回购 14D	2020-01-03	1500
逆回购 14D	2020-01-06	500
TMLF 365D	2020-01-23	2575

数据来源: 东北证券整理

1.5. 外汇占款

人民币贬值压力不大,且外汇占款的波动率明显降低,2019年以来,月度环比保持在100亿元以内的波动范围,对流动性影响不大。

图 7: 银行外汇占款波动性逐步走弱



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_8176

