

发布时间：2019-06-09

债券研究报告

6月流动性前瞻：不必担忧年中资金紧张

报告摘要：

1、**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，6月财政存款释放流动性约4000亿元，缴税影响约12500亿元，缴准环比增加936亿元，M0减少160亿元，商业银行库存现金减少80亿元。整体来看，6月作为公共财政净支出月份，财政存款集中投放利好流动性，流动性宽松格局有望延续。

2、**外汇占款上**，我们认为6月的外汇占款可能为小幅负值，外汇占款对流动性影响小幅负面。

3、**公开市场操作方面**，6月还有2000亿元MLF面临到期，并且跨季流动性需求上升也会对资金面带来收紧效应，预计央行大概率将进行流动性投放对冲。包商托管后，同业存单的发行受到了较大的打击。发行量和认购率都大幅的回落，城商行、农商行跌落明显。在这样的背景下，央行的态度又倾向于解决其对于同业存单的冲击，维稳中小银行流动性，央行公开市场操作应会较为支持流动性。

4、**5月比较重要的监管政策包括**：1、从2019年5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率，将分步释放长期资金2800亿；2、央行相关领导关于汇率问题的表态；3、央行、银保监会托管包商银行及后续答记者问；4、财政政策方面积极，给予集成电路设计和软件企业税收优惠；

5、**重点债券的供给角度来看**，预计2019年6月份国债发行量为3400亿元左右，净融资额约500亿元，规模环比5月减少1000亿左右。预计6月地方政府债发行量在6500亿左右，净融资约4000亿，融资规模环比5月增幅较大。预计2019年6月证金债发行量约2500亿元，净融资额250亿元。由于包商托管后，同业存单认购率大减，预计6月同业存单发行量可能会有所减少，预计2019年6月同业存单发行规模为15000亿，净融资约-2500亿。供给压力基本持平5月。

6、**流动性展望**：（1）从五因素模型来看，6月是财政存款、M0、商业库存现金方面都预期会支持流动性的一个月，财政存款释放对流动性支持力度尚可；（2）从缴准来看，6月本应有近2000亿缴准，但由于对部分中小银行执行较低存款准备金率，可以少缴资金，故缴准冲击也大大减少；（3）从季节性角度来看，6月由于跨季，资金面一般都会有所紧张，观察近5年来6月的资金利率走势，一般6月底资金利率会比月初高20-80个bp；（4）从央行态度看，包商托管后，如果从恢复中小银行同业负债角度来看，资金面不宜过紧，从5月底6月初情况来看，央行也给予不低的流动性支持，我们认为6月的公开市场操作也会较为宽松。整体来看，6月资金面不会紧，较往年6月会比较为宽松，不必担忧。

相关报告

《东北证券5月流动性前瞻：资金利率中枢小幅下行助力5月债市》

2019-05-30

《东北证券4月流动性前瞻：不论降不降准，资金可能都不松》

2019-04-05

《东北证券3月流动性前瞻：月末资金利率抬升可能性大》

2018-03-11

《东北证券2月流动性前瞻：春节平稳度过，资金中枢将小幅抬升》

2018-02-13

《东北证券1月流动性前瞻：资金利率小幅下行，春节前资金仍有缺口》

2019-01-08

《东北证券12月流动性前瞻：资金利率中枢抬升，波动加大》

2018-12-06

《东北证券11月流动性前瞻：流动性的顶和底都有限》

2018-11-07

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001
010-58034582 liuchenh@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550518010025
010-58034578 zoukun@nesc.cn

目 录

1. 6 月流动性影响因素预测概览	3
2. 6 月财政存款、缴税缴准及 M0 压力整体偏正面	3
2.1.6 月财政存款小幅减少	3
2.2. 缴税压力放缓但仍局高位，降准置换后缴准无压力	5
2.3.M0 和商业银行库存现金均小幅减少，对流动性影响偏正面	7
2.4. 小结	8
3. 外汇占款下降放缓，人民币汇率稳定	8
3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾	8
3.2. 汇率回顾及预判：汇率再波动，又临关口	10
3.3. 人行领导的态度模糊汇率预期	10
3.4. 小结	11
4. 公开市场操作：降准可能要和公开市场操作结合起来看	11
4.1. 五月公开市场操作回顾：央行进一步释放流动性	11
4.2. 六月公开市场操作展望：预计续作 MLF	13
5. 金融监管与重大经济政策	14
5.1. 概述	14
5.2. 中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始对中小银行实行较低存款准备金率 15	
5.3. 中国证监会主席易会满：出席中国上市公司协会 2019 年年会并作题为《聚焦提高上市公司质量 夯实有活力、有韧性资本市场的基础》讲话	15
5.4. 中共中央政治局会议：审议《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	16
5.5. 中国人民银行：印发《关于切实做好 2019 年-2020 年金融精准扶贫工作的指导意见》 16	
5.6. 国务院常务会议：确定深入推进市场化法治化债转股的措施 支持企业纾困化险增强发展后劲	17
5.7. 财政部、国家税务总局：明确集成电路设计企业和软件企业税收优惠政策	18
5.8. 国务院：进一步实施更大规模的减税降税措施	18
5.9. 央行、银保监会对包商银行实行接管及答记者问相关	19
5.10. 央行相关领导对于汇率政策的表态	20
6. 债券供给：	21
6.1. 国债：5 月净融资仍处高位，6 月国债发行量将有所下行	21
6.2. 地方政府债：发行加速	22
6.3. 政策性金融债：预计发行量环比 5 月下降	24
6.4. 同业存单：发行规模稳定	26
6.5. 小结：供给压力基本持平 5 月	28
7. 流动性前瞻：6 月资金利率中枢不会收紧	28

1. 6月流动性影响因素预测概览

表 1: 6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	释放流动性 4000 亿
M0 和库存现金	偏正面	M0 释放支持流动性 160 亿， 库存现金回笼流动性 80 亿
外汇占款	负面	预计小幅负值，有汇率压力
公开市场操作	偏正面	MLF 超额续作，预计投放力度较 4-5 月好
缴准	负面	936 亿，影响中等
缴税	负面	税期为 19 日，12500 亿规模
债券供给	中性	预计 2019 年 6 月份国债发行量为 3400 亿元左右，净融资额约 500 亿元，规模环比 5 月减少 1000 亿左右。预计 6 月地方政府债发行量在 6500 亿左右，净融资约 4000 亿，融资规模环比 5 月增幅较大。预计 2019 年 6 月证金债发行量约 2500 亿元，净融资额 250 亿元。由于包商托管后，同业存单认购率大减，预计 6 月同业存单发行量可能会有所减少，预计 2019 年 6 月同业存单发行规模为 15000 亿，净融资约-2500 亿。
金融监管	分化（整体偏正面）	包商托管对金融市场冲击较大，央行后续操作必须尽力减少其冲击。

整体观点：整体来看，6月资金面不会紧，较往年6月比会较为宽松，不必担忧。

流动性展望：（1）从五因素模型来看，6月是财政存款、M0、商业库存现金方面都预期会支持流动性的一个月，财政存款释放对流动性支持力度尚可；（2）从缴准来看，6月本应有近 2000 亿缴准，但由于对部分中小银行执行较低存款准备金率，可以少缴资金，故缴准冲击也大大减少；（3）从季节性角度来看，6月由于跨季，资金面一般都会有所紧张，观察近 5 年来 6 月的资金利率走势，一般 6 月底资金利率会比月初高 20-80 个 bp；（4）从央行态度看，包商托管后，如果从恢复中小银行同业负债角度来看，资金面不宜过紧，从 5 月底 6 月初情况来看，央行也给予不低的流动性支持，我们认为 6 月的公开市场操作也会较为宽松。

数据来源：东北证券固收组整理

2. 6月财政存款、缴税缴准及 M0 压力整体偏正面

2.1. 6月财政存款小幅减少

最近一期政府存款状况：4 月份政府存款为 36,060.52 亿元，比上月增加 4653 亿元。较 18、17、16、15 年的 3 月相比，本月的财政存款呈现出了 4 月份财政存款净增加的特点（因 4 月处于季初政府存款一般会增加），与 18 年 4 月相比环比变动下降（15-18 年 4 月政府存款环比变动分别为 839 亿、6755 亿、4738 亿、7060 亿元），2019 年 4 月政府存款对流动性产生负面影响，这一规模比我们预期的要更小一些（4 月流动性前瞻中我们预判政府存款将释放流动性约 7500 亿元）。

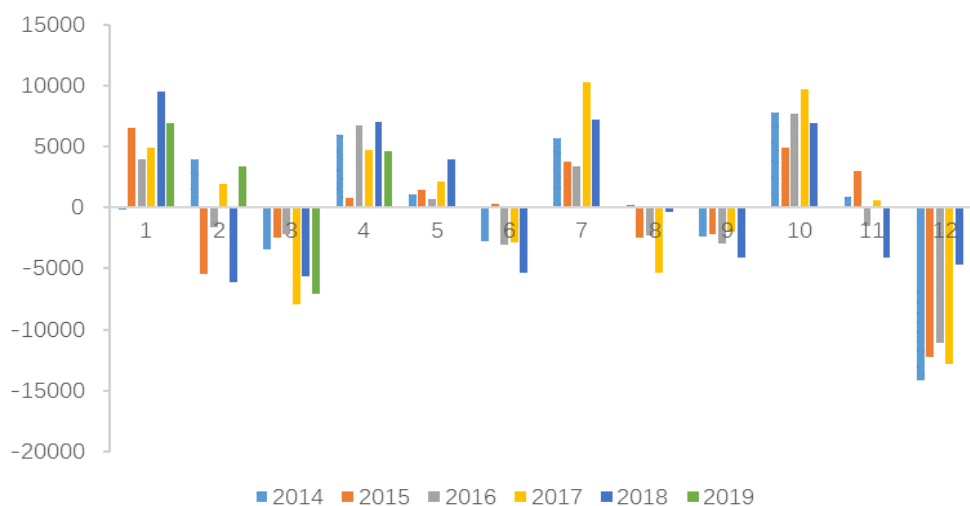
财政存款一般呈现“季初增加，季末减少”的特点，1 月、4 月、7 月、10 月处于相对高点，3 月、6 月、9 月、12 月处于相对低点。从往年情况看，在季度末的支出增速很高，但季度初的支出增速回落，导致季度末月份财政存款增量低于季节性，但季度

初月份财政存款增量大幅高于季节性。

6月通常是财政存款小幅净减少的月份。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。2014-2018年6月财政存款环比变动额分别为-2746亿、359亿、-3012亿、-2831亿、-5352亿元，除2015年略微正增长以外，其余年份均出现一定程度下降，原因在于季末为财政存款集中释放期，财政支出明显增多。

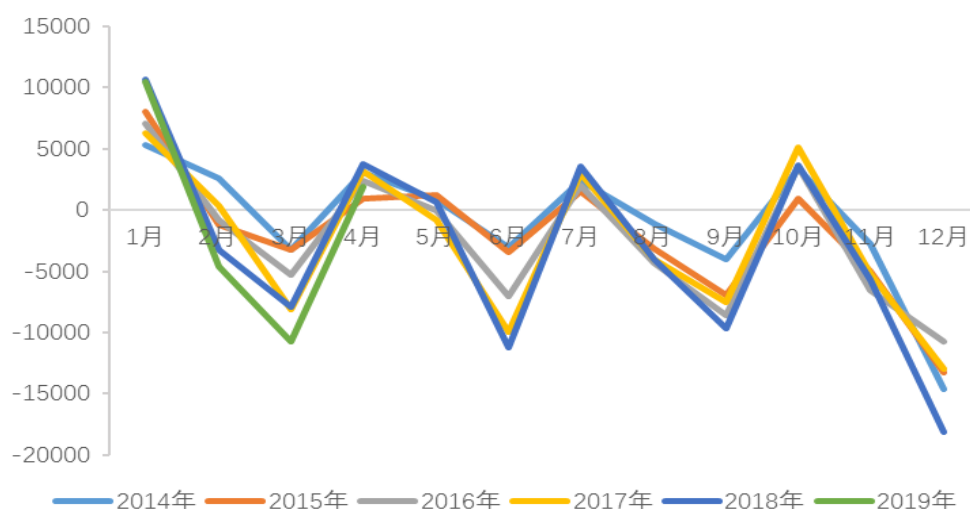
在此基础上考虑到今年财政收入和支出增速状态与18年类似，同时考虑：（1）2019年4月1日起，增值税减税开始执行，收入端可能增速持续下行；（2）2018年工业企业利润增速10.3%，增速较2017年下行但增速仍不低，企业所得税增速仍在。（6月会有部分企业补缴年度所得税）（3）一季度财政收支差额不低，财政支出进度较快，在1季度向好情况下有望小幅收束。我们预计6月份财政存款将释放流动性约4000亿元。

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. 缴税压力放缓但仍局高位，降准置换后缴准无压力

缴税：

2019 年，财政部将在全面落实已出台的减税降费政策的同时，抓紧研究更大规模的减税、更为明显的降费。截止 5 月目前比较重要的减税措施包括：

5 月 17 日，《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2019 年第 68 号），主要内容为依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。

5 月 23 日，《关于车辆购置税有关具体政策的公告》（财政部 税务总局公告 2019 年第 71 号），主要是针对不同类型车辆的应征购置税设置不同规定，比如地铁、轻轨等城市轨道交通车辆，装载机、平地机、挖掘机、推土机等轮式专用机械车，以及起重机（吊车）、叉车、电动摩托车，不属于应税车辆；纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款；等等。

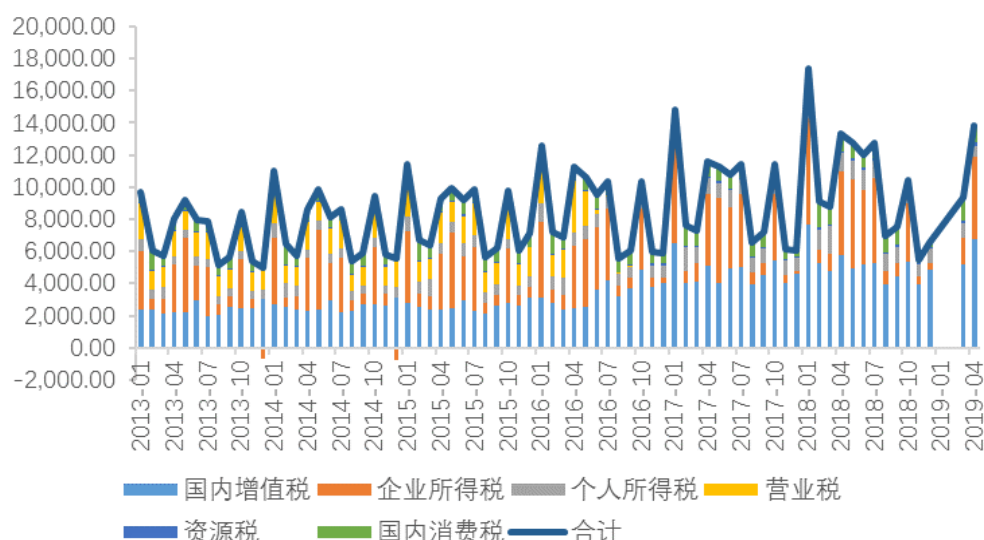
5 月 28 日，《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》（财政部 税务总局公告 2019 年第 72 号），主要内容为自 2019 年 1 月 1 日起，保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。

根据国税总局发文，6 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，因端午节放假，税期顺延至 6 月 19 日。

回顾 2014-2018 年 6 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），分别 8163.52 亿、9173.76 亿、9504.9 亿、10781.91 亿、12032.51 亿元，环比变动额分别为-1673.47 亿、-795.31 亿、-1136.09 亿、-471.56 亿、-697.05 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 6 月以上六大类税种需缴纳的金额合计为 12500 亿元左右，同比增速 3.9%，同比增速较 2019 年 4 月略升，但增速水平仍然不高，量级上看，小于 19 年 4 月的 13822 亿。

图 2：按月申报税种合计月度变动（2013.1-2019.4，不含 2019 年 1-2 月）



数据来源：东北证券，Wind

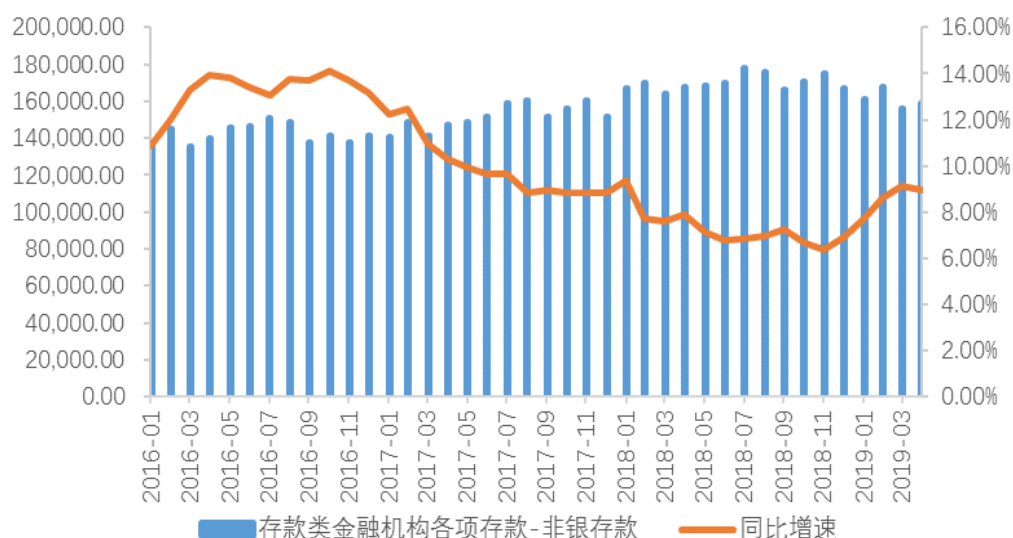
缴准：

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，6 月缴准基数在 2016-2018 年环比变动额分别为 25516.43 亿、23719.22 亿、20407.92 亿元。如下图所示，自 2018 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，2018 年 11 月-2019 年 4 月，缴准基数同比增速分别为 6.38%、6.88%、7.73%、8.61%、9.13%、8.97%，我们略下调货币派生增速，预计 2019 年月份缴准基数环比增加约 17600 亿元。

我们测算 6 月的加权法定准备金率与 5 月一致，稳定在 11% 的水平。由于 5 月宣布了从 2019 年 5 月 15 日开始对中小银行实行较低存款准备金率。对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为 8%。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。为稳妥有序释放资金，确保用于扩大普惠信贷投放，此次存款准备金率调整将于 5 月 15 日、6 月 17 日和 7 月 15 日分三次实施到位。6 月预计释放资金 1000 亿，但预计 6 月加权法定准备金率相应波动不大。

综上，预计 2019 年 6 月缴准环比将增加约 $1936 (17600 \times 11\%) - 1000 = 936$ 亿元，对流动性有一定的负面影响，但影响较小。

图 3：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

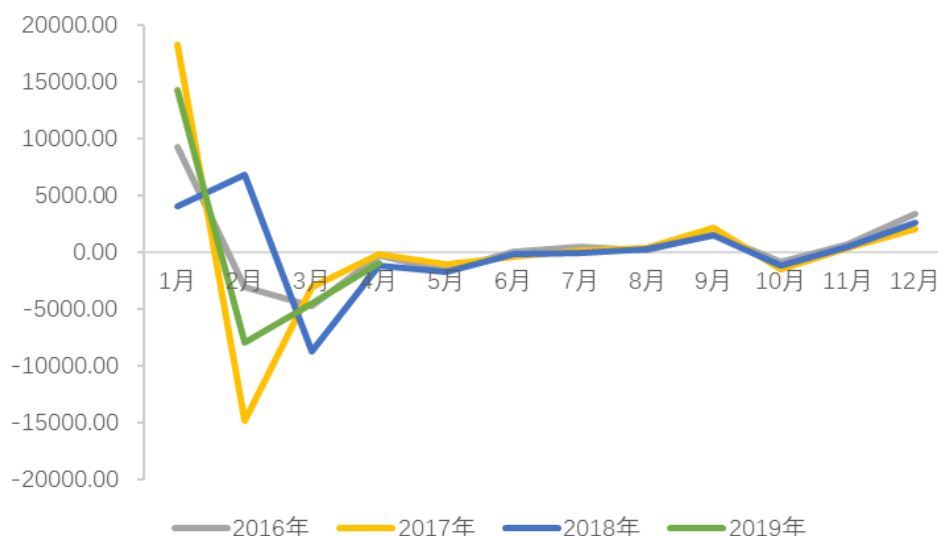
2.3. M0 和商业银行库存现金均小幅减少，对流动性影响偏正面

根据历年 M0 变动数据，每年 6 月的 M0 较年初两个月会出现明显的回落，相比 4、5 月数值波动不大。2015-2018 年 6 月 M0 的环比变动额分为 -471.71 亿、38.18 亿、-355.53 亿、-185.48 亿元。可以参考近三年的 M0 波动趋势，今年春节在 2 月初，16 年的情况更有参考意义，预计 6 月 M0 环比减少 160 亿元，对银行间流动性影响偏正面。

商业银行库存现金的波动，2015-2018 年 6 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 318.50 亿、-45.58 亿、-121.98 亿、-69.38 亿元，参考近三年内的库存现金波动，约有 80 亿的小幅减少，对流动性也偏正面影响。

合并来看，M0 和商业银行库存现金均对流动性预计是利好的，规模在 240 亿左右。这块影响相对不大。

图 4：M0 环比波动情况



数据来源：东北证券，Wind

2.4. 小结

根据测算, 6 月财政存款释放流动性约 4000 亿元, 缴税影响约 12500 亿元, 缴准环比增加 936 亿元, M0 减少 160 亿元, 商业银行库存现金减少 80 亿元。整体来看, 6 月作为公共财政净支出月份, 财政存款集中投放利好流动性, 流动性宽松格局有望延续。

3. 外汇占款下降放缓, 人民币汇率稳定

3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾

2019 年 4 月份外汇占款为 212,528.04 亿元, 环比减少 8.61 亿元, 外汇占款连续九个月下降, 但降幅相较今年 1、2 月有所上升, 总体较前六个月明显缩窄。同时, 4 月份央行外汇储备为 30,949.53 亿美元, 环比减少 38.08 美元, 外汇储备在近五个月持续上涨后首次微降。根据 4 月央行资产负债表点评的相关回顾, 降幅由 2018 年 10 月份的 915.76 亿美元缩至 11 月的 571.3 亿元, 12 月持续缩小至 40.41 亿美元, 进入今年明显有转正的回落趋势, 前四个月环比变动分别为-12.14、-3.30、-4.59、-8.61 亿美元。外汇占款对流动性的负面影响较小。外汇储备和汇率的企稳效应下, 我们认为外汇占款不是影响流动性的主要因素, 对未来的流动性仍可持积极的态度, 外汇占款转正可能性也存在。

从 4 月银行结售汇数据来看, 4 月结汇率仍低于售汇率, 且结售汇逆差较 3 月有所扩大。

主要信息如下:

(1) 从银行自身结售汇与代客结售汇角度来看, 银行代客结汇 9,727.41 亿元人民币, 售汇 10,258.85 亿元人民币, 结售汇逆差-531.44 亿元人民币, 代客结售汇规模持续逆差, 环比 3 月有所扩大; 银行自身结汇 454.41 亿元人民币, 售汇 660.27 亿元人民币, 结售汇逆差-205.85 亿元人民币, 银行自身结售汇规模持续逆差, 但较前值有所收窄。4 月银行结售汇逆差共计 737.29 亿元, 说明当前市场主体结汇意愿下降、购汇意愿下降, 资本渠道下的跨境资金流动影响力在逐步扩大。

(2) 从渠道上看, 4 月银行代客结售汇逆差环比上月有所扩大, 主要受经常项目结售汇和资本与金融项目结售汇规模的综合影响。银行代客经常项目结售汇逆差 635.12 亿人民币, 环比减少 672.69 亿元, 其中货物贸易结售汇顺差 694.17 亿人民币, 环比减少 520.02 亿元; 服务贸易结售汇逆差 1,196.26 亿人民币, 环比减少 122.83 亿元; 收益和经常转移结售汇逆差 133.03 亿人民币, 环比减少 29.85 亿元。银行代客资本与金融项目结售汇顺差 103.68 亿人民币, 环比增加 306.99 亿元。货物贸易和资本与

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_12164

