2021 年 04 月 26 日

流动性演绎的三大猜想

——宏观经济专题

赵伟（分析师）	杨飞（分析师）	马洁莹（联系人）
zhaowei1@kysec.cn	yangfei1@kysec.cn	majieying@kysec.cn
证书编号：S0790520060002	证书编号：S0790520070004	证书编号：S0790120080081

在财政缴税干扰、公开市场投放偏少下，近期流动性仍相对宽松，引发市场讨论。关于流动性偏松的原因，本文提出三种可能的猜想，并展望未来流动性，供参考。

● **流动性偏松的三种猜想：财政支出加快与减税、银行资产欠配、同业往来加强**

猜想一：财政支出加快，同时减税降低集中缴税压力，可能使得税期的影响弱于以往同期。一季度，财政收入较快、而支出偏慢，财政支出占预算比重为 23.5%、较 2019 年同期低 1.5 个百分点，或意味着后续支出节奏或快于以往。同时，3 月中旬以来，当局陆续公布多项减税措施、新增减税规模至少超 5500 亿元，效果可能已有所体现，3 月企业所得税明显低于 2019 年同期、而 1-2 月略高于同期。

猜想二：信贷额度约束增强、债券供给偏弱下，部分银行可能存在资产欠配，进而增加资金融出。年初银行“抢放贷”行为突出，即使假设全年信贷较 2020 年多增 1 万亿元，一季度信贷占比达 37.2%、高于近年同期，或透支后续信贷空间，同时政府债券供给偏低，或使部分银行资产欠配。超储率基本回到正常水平，而城商行和农商行质押回购成交占比明显上升，或意味着部分银行资金融出增多。

猜想三：以货币基金为代表的同业派生增多，也可能强化流动性的宽松。伴随规模扩张，货币基金成为影响银行和非银资金的重要渠道，也是流动性变化的“加速器”；资金偏松时，机构购买货币基金增多，货币基金购买存单、加大资金融出，进一步推动资金宽松，反之亦然，因而货币基金规模与 R007 存在较为明显的正向变化关系。流动性宽松下，近月来货币基金持续扩大，进一步强化宽松。

● **5 月流动性无须过虑，政策“呵护”下，受地方债供给放量等冲击或相对有限**

展望 5 月，流动性环境或将受到地方债供给放量、财政缴税等因素干扰。截至 4 月 24 日，17 个省市公布的二季度地方债发行计划显示，5 月地方债新券计划发行规模达 4934 亿元、高于 4 月的 2745 亿元，或意味着 5 月地方债总体供给将较 4 月明显放量。同时，5 月为年度企业所得税汇算清缴集中的时间，过去四年同期企业所得税规模在 5300 亿元至 6100 亿元附近变化、平均在 5500 亿元左右。

结合过往经验和近期政策表态，货币流动性主动收紧难现，逆回购、MLF 等“呵护”可期。经验显示，当地方债供给或财政缴税对流动性冲击较大时，央行会通过逆回购、MLF 等加大货币投放、缓解资金紧张。近期，央行相关领导明确表示，“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”。较少的逆回购、MLF 等到期，给央行操作预留空间。此外，再融资券的错峰发行也一定程度缓解地方债供给冲击。

政策“呵护”下，地方债供给等对流动性的冲击或相对有限，但杠杆行为可能阶段性放大资金波动。流动性持续宽松下，杠杆交易行为逐步恢复，隔夜质押回购成交占比接近 90%、与 1 月中旬水平大体相当，日均成交规模在 3.5 万亿元左右、仍低于 1 月高位。伴随地方债供给放量、财政缴税临近等影响显现，资金面压力可能阶段性上升，机构杠杆交易行为或进一步放大波动，但不宜过度解读。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

宏观研究团队

相关研究报告

《宏观经济专题-从就业市场，看美联储退出 QE 的时点》-2021.4.25

《宏观经济专题-政策跟踪第 1 期：从地方债务说起》-2021.4.20

《宏观经济点评-经济的动能》-2021.4.16

目 录

1、 流动性演绎的三大猜想 3
2、 研究结论：流动性无须过虑 8
3、 风险提示 8

图表目录

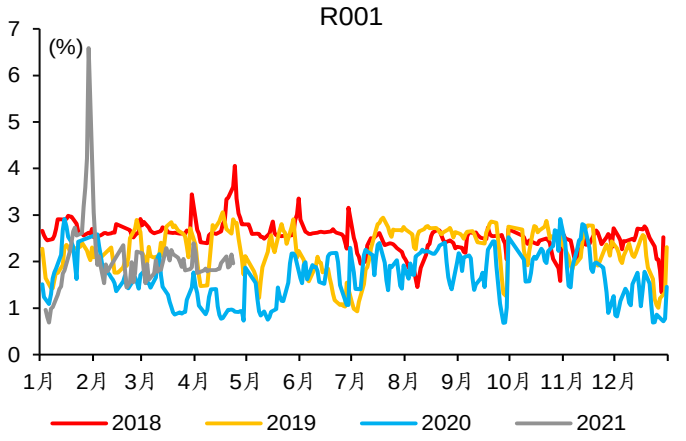
图 1： 4 月流动性延续宽松 3
图 2： 近期，公开市场操作持续“低量” 3
图 3： 一季度财政支出占预算比重相对偏低 3
图 4： 3 月企业所得税要低于往年同期 3
图 5： 一季度信贷投放节奏相对较快 4
图 6： 年初以来，政府债券供给节奏偏慢 4
图 7： 城农商行质押回购规模明显抬升 5
图 8： 成农商行同业存单净融资相对偏少 5
图 9： 货币基金规模与 R007 变化较为类似 5
图 10： 货币基金持仓中，同业存单占比超 65% 5
图 11： 据部分省市发行计划，5 月地方债新券规模较大 6
图 12： 5 月是传统的财政缴税大月 6
图 13： 地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合 6
图 14： 近期，政策明确表示要配合政府债券发行 7
图 15： 5 月 MLF 到期规模处于历史低位 7
图 16： 前 4 个月再融资券发行占全年地方债到期的 46% 7
图 17： 再融资券发行与偿还地方债到期存在一定错位 7
图 18： 政策“呵护”下，地方债放量时，流动性多较宽松 8
图 19： 近期，“滚隔夜”杠杆行为逐步恢复 8

表 1： 3 月以来，多项减税政策落地 4
表 2： 金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持 6

1、 流动性演绎的三大猜想

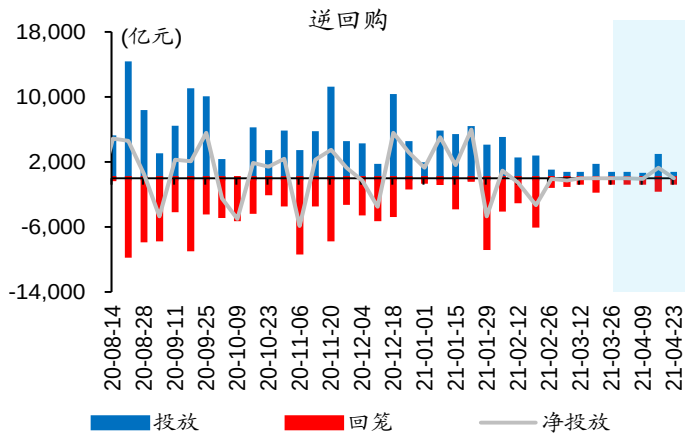
在财政缴税干扰、公开市场投放偏少下，近期流动性仍相对宽松，引发市场讨论。4 月流动性宽松超预期，货币市场利率低位小幅波动，即使遇到税期，也没有出现明显紧张的阶段。尽管地方债发行偏少，4 月地方债和国债净供给规模与以往同期规模大体相当；同时，公开市场操作持续“低量”，使得大家对流动性偏松的原因较为困惑。为此，本文提出三种可能的猜想，并展望未来流动性。

图1：4 月流动性延续宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

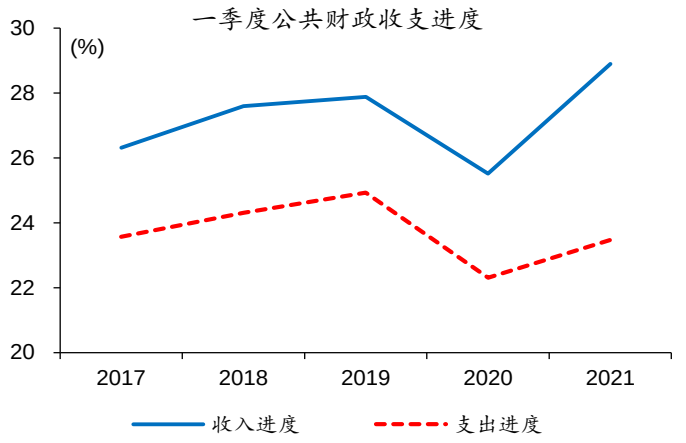
图2：近期，公开市场操作持续“低量”



数据来源：Wind、开源证券研究所

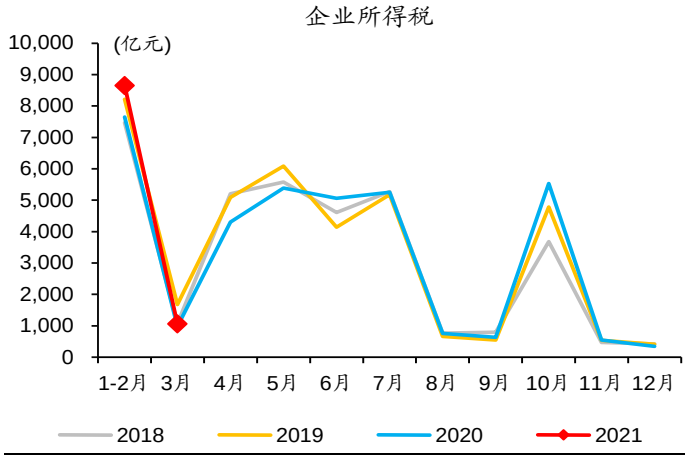
猜想一：财政支出加快，同时减税降低集中缴税压力，可能使得税期的影响弱于以往同期。一季度，财政收入较快、而支出偏慢，财政支出占预算比重为 23.5%、较 2019 年同期低 1.5 个百分点，或意味着后续支出节奏或快于以往。同时，3 月中旬以来，当局陆续公布多项减税措施、新增减税规模至少超 5500 亿元，效果可能已有所体现，3 月企业所得税明显低于 2019 年同期、而 1-2 月略高于同期。

图3：一季度财政支出占预算比重相对偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 月企业所得税要低于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

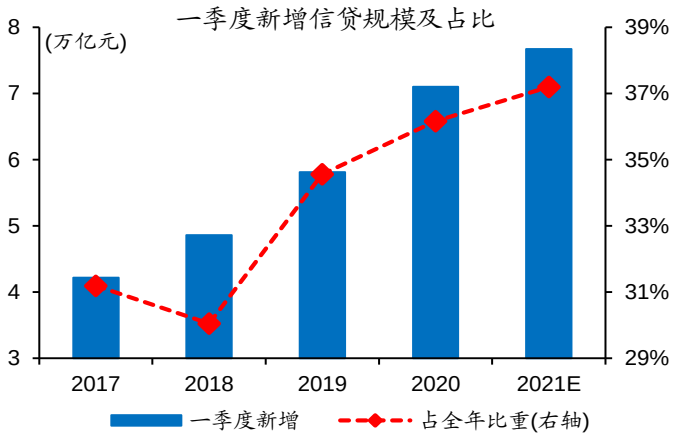
表1：3 月以来，多项减税政策落地

时间	文件/会议	主要内容
3 月 15 日	关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告	《关于设备器具扣除有关企业所得税政策的通知》等 16 个文件规定的税收优惠政策凡已经到期的，执行期限延长至 2023 年 12 月 31 日。
3 月 17 日	财政部 税务总局关于延续实施应对疫情部分税费优惠政策的公告	《关于支持个体工商户复工复业增值税政策的公告》、《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》、关于电影等行业税费支持政策的公告》规定的税费优惠政策凡已经到期的，执行期限延长至 2021 年 12 月 31 日。
3 月 24 日	国务院常务会议	1 月 1 日起，将制造业企业研发费用加计扣除比例由 75%提高至 100%，相当于企业每投入 100 万元研发费用，可在应纳税所得额中扣除 200 万元。
3 月 31 日	关于明确增值税小规模纳税人免征增值税政策的公告	(1)1 月 1 日起至 2022 年底，对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税，进一步降低实际税负。 (2)4 月 1 日起至 2022 年底，将小微企业、个体工商户等小规模纳税人增值税起征点，由现行月销售额 10 万元提高到 15 万元。 (3)4 月 1 日起，将运输设备、电气机械、仪器仪表、医药、化学纤维等制造业企业纳入先进制造业企业增值税留抵退税政策范围，实行按月全额退还增量留抵税额。上述政策加上已出台税收优惠政策，预计全年新增减税超过 5500 亿元。
4 月 2 日	关于实施小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告	对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。
4 月 7 日	国新办发布会	继续执行制度性减税政策，比如降低增值税税率、增值税留抵退税、个人所得税专项附加扣除等以前出台的制度性减税降费政策继续实施；对 2020 年出台应对疫情的阶段性减税降费政策分类调整、有序退出。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

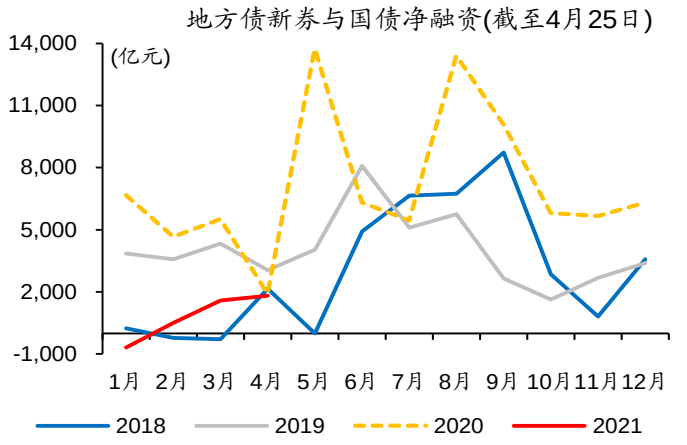
猜想二：信贷额度约束增强、债券供给偏弱下，部分银行可能存在资产欠配，进而增加资金融出。年初银行“抢放贷”行为突出（详情参见《信用“收缩”再论》），即使假设全年信贷较 2020 年多增 1 万亿元，一季度信贷占比达 37.2%、高于近年同期，或透支后续信贷空间，同时政府债券供给偏低，或使部分银行资产欠配。银行负债端相对稳定、超储率已基本回升至正常水平，城商行和农商行存单融资并未明显增加、而质押回购成交占比明显上升，或意味着部分银行资金融出增多。

图5：一季度信贷投放节奏相对较快



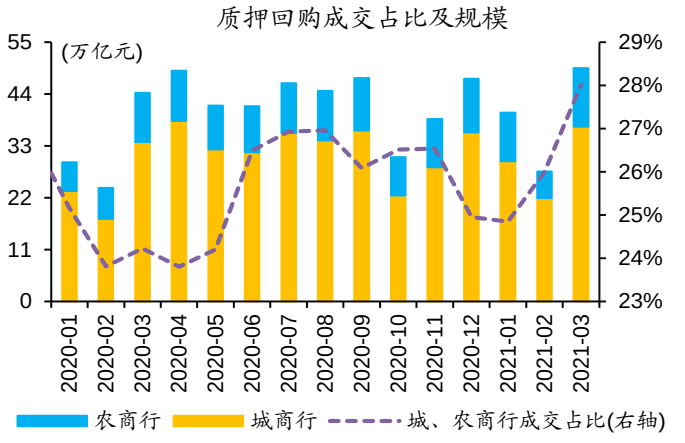
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：年初以来，政府债券供给节奏偏慢



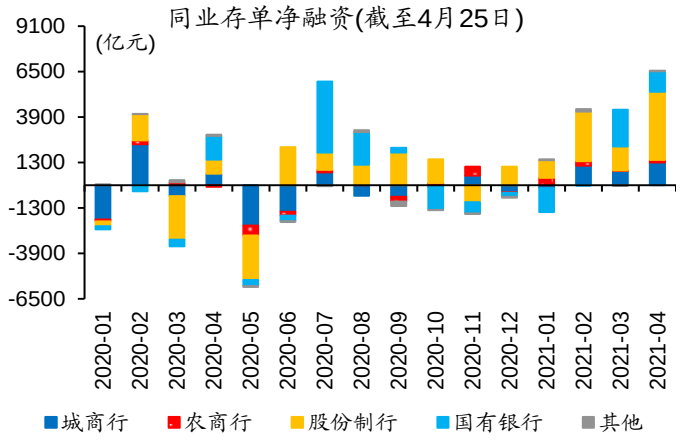
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：城农商行质押回购规模明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

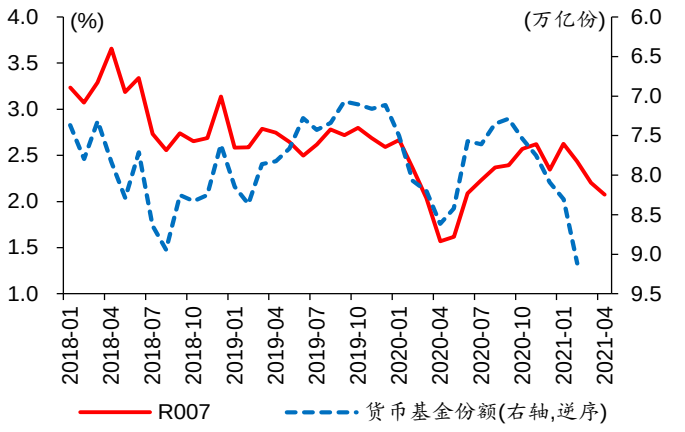
图8：成农商行同业存单净融资相对偏少



数据来源：Wind、开源证券研究所

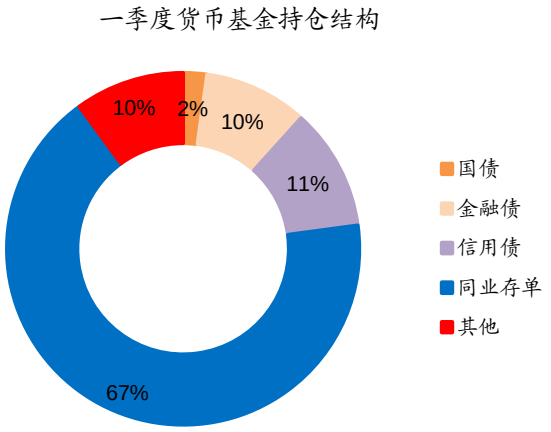
猜想三：以货币基金为代表的同业派生增多，也可能强化流动性的宽松。伴随规模扩张，货币基金成为影响银行和非银资金的重要渠道，也是流动性变化的“加速器”；资金偏松时，机构购买货币基金增多，货币基金购买存单、加大资金融出，进一步推动资金宽松，反之亦然，因而货币基金规模与 R007 存在较为明显的正向变化关系。流动性宽松下，近月来货币基金持续扩大，进一步强化宽松。

图9：货币基金规模与 R007 变化较为类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：货币基金持仓中，同业存单占比超 65%

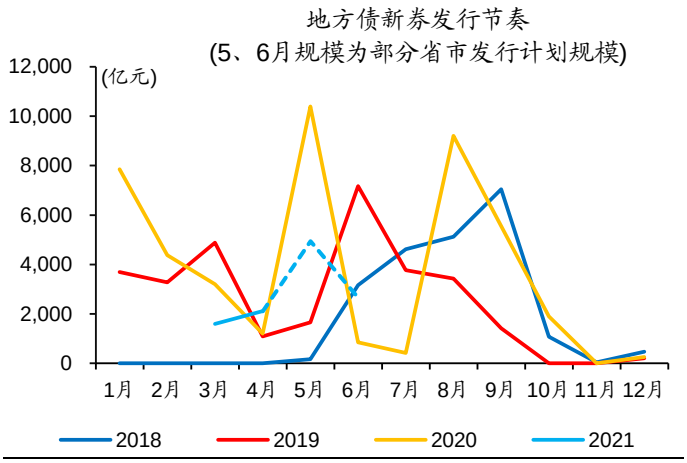


数据来源：Wind、开源证券研究所

展望 5 月，流动性环境或将受到地方债供给放量、财政缴税等因素干扰。截至 4 月 24 日，17 个省市[1]公布的二季度地方债发行计划显示，5 月地方债新券计划发行规模达 4934 亿元、高于 4 月的 2745 亿元，或意味着 5 月地方债总体供给将较 4 月明显放量。同时，5 月为年度企业所得税汇算清缴集中的时间，过去 4 年同期企业所得税规模在 5300 亿元至 6100 亿元附近变化、平均在 5500 亿元左右。

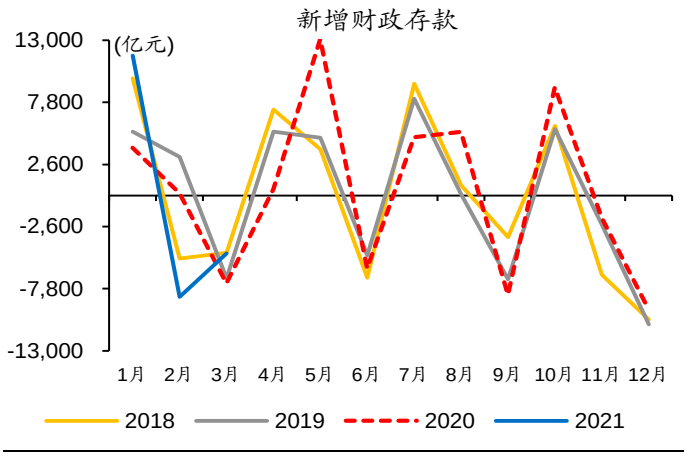
[1] 截至 4 月 25 日，山东、广东、北京等 17 个省市公布的地方债发行计划中，5 月地方债新券发行规模达 4934 亿元。

图11：据部分省市发行计划，5月地方债新券规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

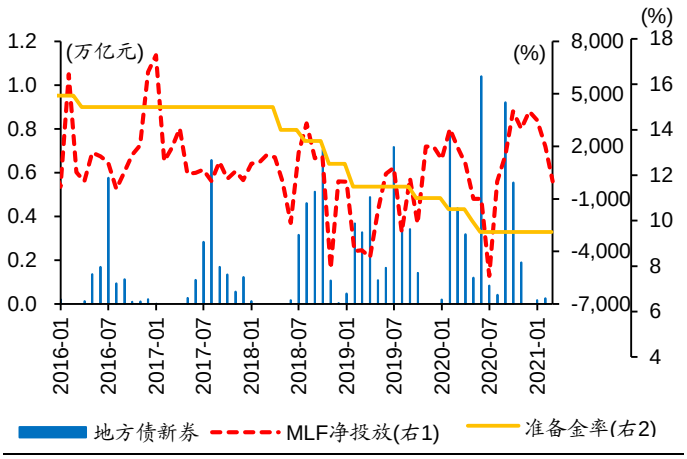
图12：5月是传统的财政缴税大月



数据来源：Wind、开源证券研究所

经验显示，地方债供给等带来流动性冲击，央行多会加大货币支持。地方债供给放量时，资金面压力容易上升；过往经验来看，政策多会加大货币支持力度，尤其是地方债集中发行的阶段。不同环境下，政策支持的方式有所不同，2016 年以逆回购和 MLF 为主，2018 年和 2019 年降准、逆回购等相结合，2017 年和 2020 年以逆回购为主（详情参见《地方债放量，对流动性环境的影响》）。

图13：地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持

年	日期	操作	原因
2017	7月17日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购400亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	7月18日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购700亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购、MLF到期等
	7月24日	7天逆回购2000亿元，14天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款和逆回购、MLF到期等
	9月14日	7天逆回购600亿元，14天逆回购300亿元，28天逆回购100亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月18日	7天逆回购2800亿元，28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和MLF到期等
	9月19日	7天逆回购1300亿元，28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月25日	14天逆回购1600亿元，28天逆回购400亿元	对冲央行逆回购到期、政府债券发行缴款等
	10月19日	7天逆回购800亿元，14天逆回购600亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	10月23日	7天逆回购1100亿元，14天逆回购900亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	10月24日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购1200亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	11月14日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购1200亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	11月15日	7天逆回购1600亿元，14天逆回购1400亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	11月16日	7天逆回购1600亿元，14天逆回购1400亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
	12月18日	7天逆回购1200亿元，14天逆回购1100亿元，28天逆回购700亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
.....			
2020	1月17日	14天逆回购2000亿元	为对冲现金投放高峰、政府债券发行缴款等
	5月27日	7天逆回购1200亿元	为对冲政府债券发行等
	5月28日	7天逆回购2400亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	5月29日	7天逆回购3000亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	6月4日	7天逆回购700亿元	为对冲公开市场逆回购到期和政府债券发行缴款等
	6月11日	7天逆回购800亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月13日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月14日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	9月21日	7天逆回购1000亿元，14天逆回购400亿元	为对冲政府债券发行缴款等

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

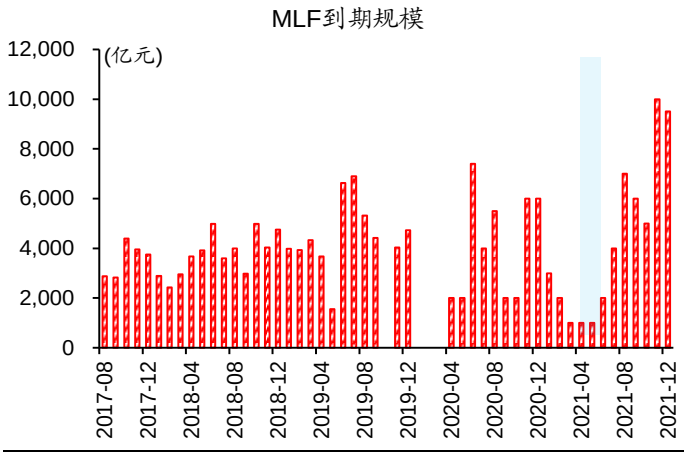
结合过往经验和近期政策表态，货币流动性主动收紧难现，逆回购、MLF 等“呵护”可期。在《地方债供给放量，对流动性的影响》、《四月流动性展望》报告中，我们反复强调， 调结构、防风险下，货币流动性不具备趋势收紧的基础，地方债供给等影响无需过虑。近期，央行相关领导明确表示，“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”。较少的逆回购、MLF 等到期，给央行操作预留空间。截至 4 月 25 日，5 月逆回购到期仅 100 亿元，MLF 也只有 1000 亿元、处于近年来低位。

图14：近期，政策明确表示要配合政府债券发行

时间	文件/会议	主要内容
2020年12月	中央经济工作会议	要继续实施积极的财政政策和**稳健的货币政策**，保持对经济恢复的必要支持力度…稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**。
2021年1月	2020年金融统计数据新闻发布会	稳健的货币政策会更加**灵活精准、合理适度**，继续保持对经济恢复必要的支持力度…巩固贷款实际利率下降成果，**推动企业综合融资成本稳中有降**。
2021年2月	四季度货币政策执行报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，坚持稳字当头，不急转弯…综合运用多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**…巩固贷款实际利率下降成果，**促进企业综合融资成本稳中有降**。
2021年3月	政府工作报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**。把服务实体经济放到更加突出的位置…优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021年3月	货币政策委员会例会	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，把握好政策时度效，**保持流动性合理充裕**…保持对经济恢复的必要支持力度…健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**。
2021年4月	一季度金融统计数据新闻发布会	综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，**为政府债券发行提供适宜的流动性环境**。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图15：5月MLF到期规模处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，再融资券的错峰发行，也可能一定程度缓解地方债供给冲击。年初以来，地方债新券发行偏慢、但再融资券发行较多，前4个月再融资券发行超1.2万亿元、而地方债到期只有0.7万亿元。经验显示，地方债再融资券年度发行规模，一般少于全年地方债到期规模；2021年前4个月再融资券发行规模，已占全年地方债到期的46%，意味着后续地方债到期，或可一定程度释放财政资金，帮助缓解流动性压力。

图16：前4个月再融资券发行占全年地方债到期的46%

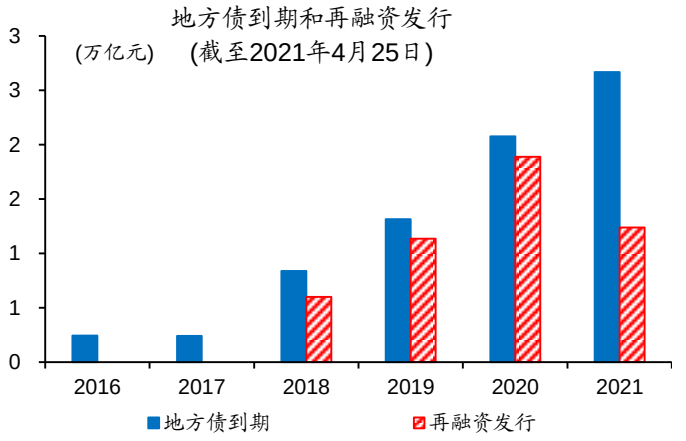
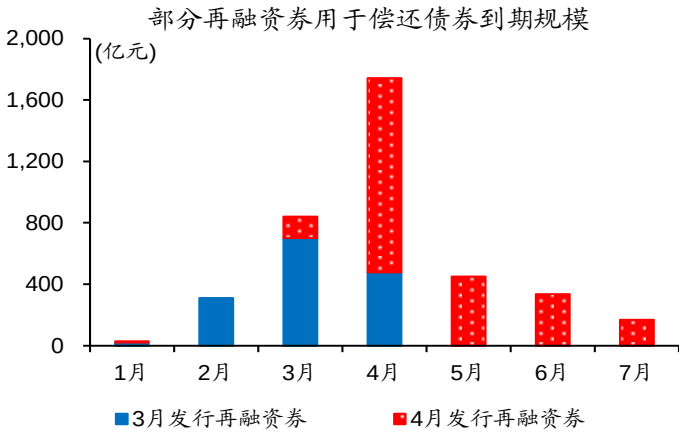


图17：再融资券发行与偿还地方债到期存在一定错位



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_19391