

5 月流动性观察与展望

宏观专题报告

2021 年 5 月 17 日

报告摘要:

● 预计5月份总体流动性缺口大约为1-1.1万亿元

我们预测 5 月新增财政存款介于 8520 亿元至 9520 亿元；现金走款补充流动性 1450 亿元；货币政策工具到期 2300 亿元；银行缴准增加 1200 亿元；外汇占款波动幅度较小，最后得到 5 月流动性缺口约为 1-1.1 万亿元。

● 后续央行或加大公开市场操作力度，流动性趋向平稳

《2021 年第一季度中国货币政策执行报告》强调了下一阶段稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，“保持流动性合理充裕”，叠加中共中央政治局会议的明确表态，我们认为二季度内货币政策将保持不急转弯、持续性和稳定性。后续央行或加大公开市场操作力度以对冲当前的流动性缺口。

● 风险提示:

通货膨胀超预期；全球疫情不确定性上行等。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610) 85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：陈柏卓

执业证号：S0100120110012

电话：010-85127665

邮箱：chenbaizhuo@mszq.com

相关研究

目录

1 5月流动性缺口预测	3
1.1 财政存款.....	3
1.2 银行缴准	5
1.3 现金走款.....	6
1.4 外汇占款.....	7
1.5 货币政策工具到期	8
2 未来展望：央行或加大公开市场操作力度.....	9
3 小结	10
风险提示：	10
插图目录	11

1 5月流动性缺口预测

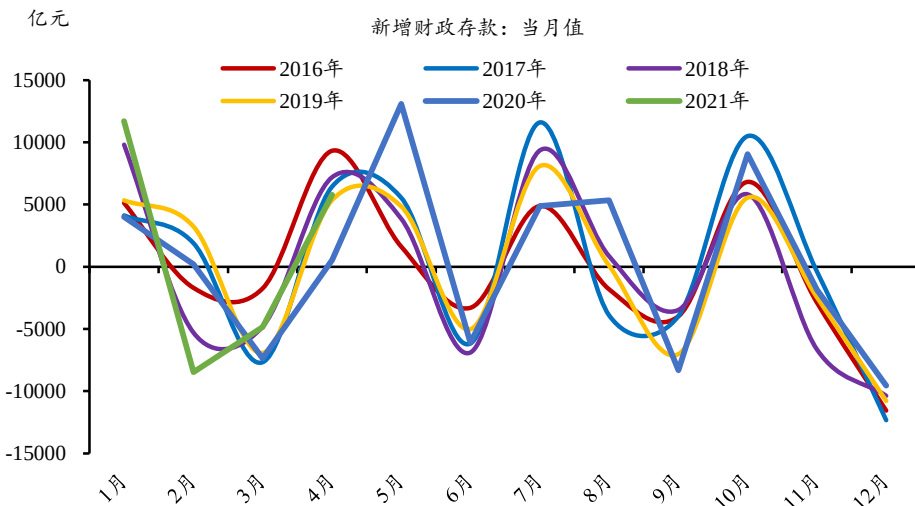
我们将从财政存款（包括财政收支&债券供给）、货币政策工具到期、外汇占款、现金走款、银行缴准五个因素来测算5月份流动性缺口。

我们预测5月新增财政存款介于8520亿元至9520亿元；现金走款补充流动性1450亿元；货币政策工具到期2300亿元；银行缴准增加1200亿元；外汇占款波动幅度较小，最后得到5月流动性缺口约为1-1.1万亿元。

1.1 财政存款

财政存款的变动主要受财政收支和政府债券发行偿还影响。从季节性特征来看，通常每年5月为财政支出小月和缴税大月（详见报告《公开市场操作手册》）。回顾历史数据发现，5月份新增财政存款通常为正值，其背后的原因主要来自于地方债的集中发行，另外一方面，5月份作为上年企业所得税的汇算清缴时点，一般呈现为补缴，缴税金额同样比较大，两因素共同表现为向银行间回笼流动性。具体来说，月中的缴税压力和月末的财政支出将对市场流动性产生错位影响，月中需要央行对冲释放流动性，而月末需回收多余的流动性。我们统计发现2016-2019年5月财政存款新增平均值为3969.3亿元，其中2020年同期增值为1.31万亿元。虽然财政存款规模每年环比上升，但是环比增量还是存在较大差异，因此我们认为不能单纯从过去的均值变化来预测今年5月的新增财政存款。我们将分别通过财政收支和政府债券供给两个角度进行预测。

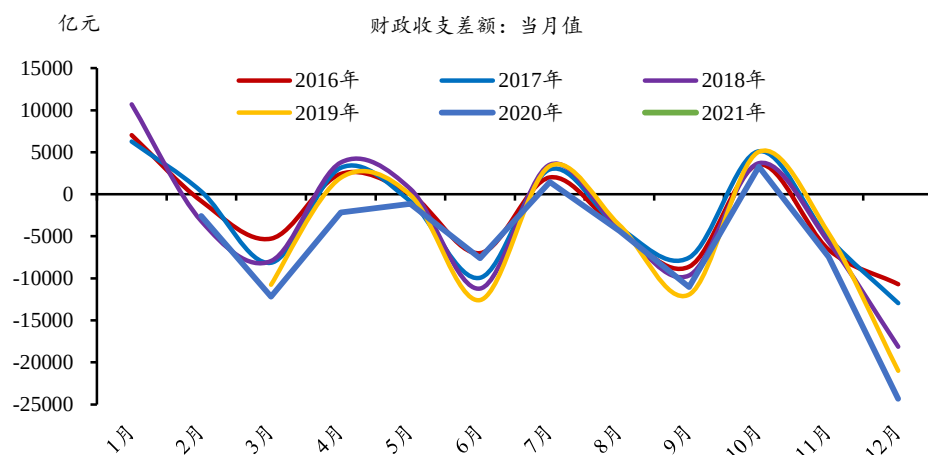
图1：新增财政存款具有极强的季节性走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

首先从财政收支来看，我们统计发现2016-2019年5月份平均财政收支差额仅为-75.2亿元，这意味着财政收支对银行间影响较小，5月财政存款环比变动主要由证券债券供给决定。受到大规模减税的影响，2020年同期财政收支差额达到-1146亿元，考虑到今年工业企业利润的大幅改善，同时财政支出和去年同期基本持平，我们预测今年5月份财政收支差额将较2020年同期有所好转，大概在-900亿左右。

图 2： 财政收支差额季节性走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

从政府债券供给角度来看，我们分别从国债和地方债两个维度进行讨论。2021 年第二季度国债发行计划显示，2021 年 5 月有 7 期记账式付息国债、5 期记账式贴现国债和 2 期储蓄国债计划发行。同历史同期的 2020 年 5 月发行计划相比，2021 年 5 月多了 3 年期和 5 年期储蓄国债，少了 10 年期和 50 年期付息国债，以及 182 天期贴现国债。同 2021 年 4 月相比，国债类别和期限完全相同。综合考虑去年同期以及上月的国债发行计划，我们预计 5 月份的国债发行量大约在 5000 亿元左右，而国债到期量仅有 1700 亿元左右，进而推算出国债带来的流动性缺口为 3300 亿元。

图 3： 国债发行计划对比：2020 年 5 月 VS 2021 年 5 月

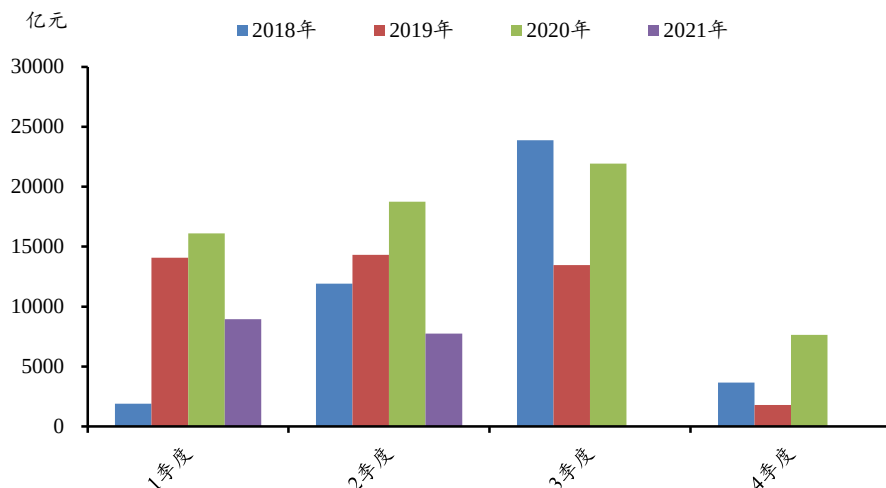
2021 年			2020 年		
5 月	付息国债	3 年期	5 月	付息国债	3 年期
		7 年期			7 年期
		30 年期			2 年期
		2 年期			5 年期
		5 年期			30 年期
		1 年期			1 年期
		10 年期			10 年期
					50 年期
	贴现国债	91 天期		贴现国债	91 天期
		182 天期			182 天期
		91 天期			91 天期
		91 天期			91 天期
		91 天期			182 天期
	储蓄国债	3 年期		储蓄国债	91 天期
		5 年期			

资料来源：财政部网站，民生证券研究院整理

接下来是地方债，2021 年地方专项债额度为 36500 亿，略低于 2020 年的 3.75 万亿元。根据财政部公布的《2021 年地方政府一般债务余额情况表》来看，2021 年地方财政赤字达 8200 亿，叠加专项债后合计达 44700 亿元。我们发现 2021 年 1-4 月地方债发行规模为

16709.3 亿元，而 2020 年 1-4 月地方债发行量为 18972.5 亿元，由此可见前四月地方政府债券发行节奏较历史同期有所放慢。综合考虑专项债额度小幅下降和发债节奏较为均衡的因素后，我们预计今年 5 月地方债发行规模大约在 9000-10000 亿，而当月到期规模仅为 2880 亿元，因此我们认为 5 月地方债将带来 6120 到 7120 亿元的流动性缺口。

图 4：地方债发行规模



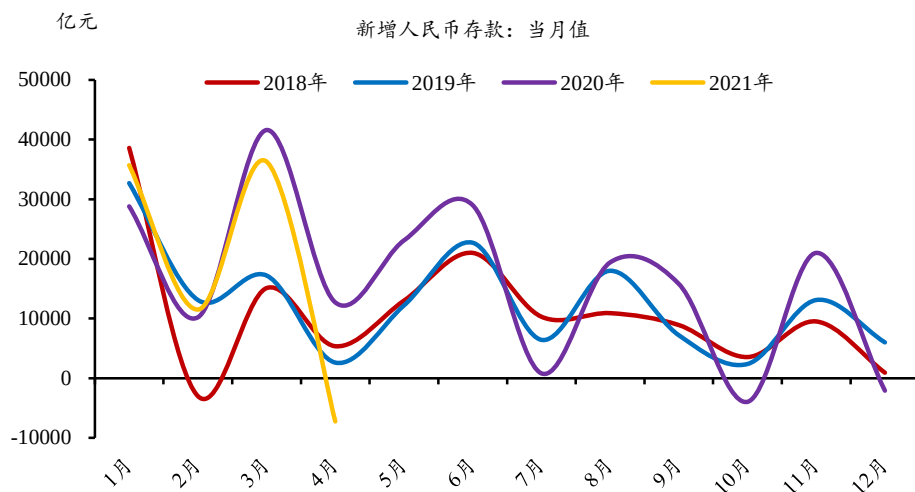
资料来源：Wind，民生证券研究院

综上所述，在考虑了国债、地方债供给影响和财政收支差额后，我们预计财政存款将产生 8520-9520 亿的流动性缺口。

1.2 银行缴准

我们曾在报告《公开市场操作手册》中阐述：受“早投放，早收益”的业务习惯影响，第一季度信贷投放通常占到全年信贷投放量的 30% 以上。回顾历史数据，我国金融机构的信贷投放有着明显的季节性特点，通常在 3 月份达到年内高点后，出现 4 月份新增存款快速回落，而 5 月份又季节性抬升的特点。我们统计发现，2016-2019 年间的 5 月份新增银行存款均值为 13650 亿元，2020 年同期新增存款 23100 亿元。考虑到今年信贷额度有所调控叠加房地产仍处于严监管状态，预计信贷投放节奏将有所回落，我们预测今年 5 月用于缴准的新增存款规模将接近 2016 年-2019 年的平均水平，即 13000 亿元左右，取 9.4% 的平均存款准备金率，可得到 5 月缴准规模为 1200 亿元左右，对市场流动性形成负面冲击。

图 5：近 3 年新增人民币存款

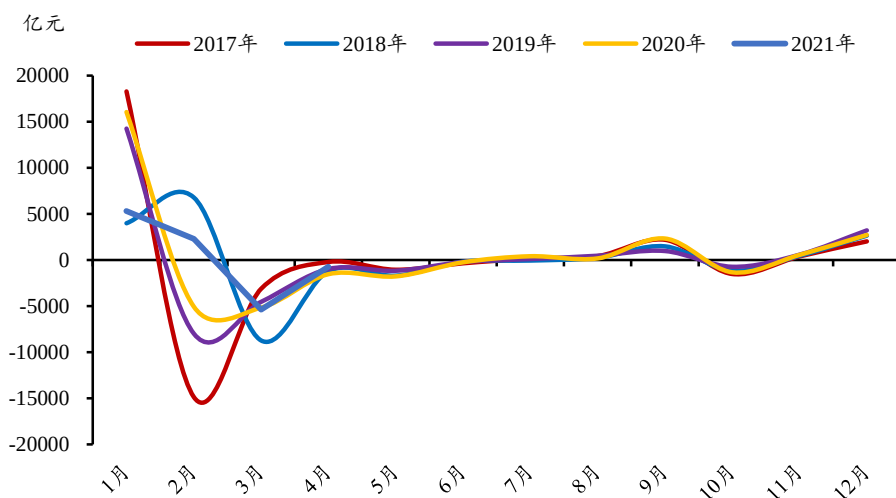


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 现金走款

与春节期间取现效应、M0 大幅增加有所不同的是，5 月份的季节性体现需求通常已经完全消化，通过回顾 M0 的季节性变化，5 月份 M0 环比变动通常为负值，即向银行间补充流动性。统计自 2016 年-2019 年的数据发现，5 月的 M0 环比增加规模分别为-1622、-1059、-1702、-1167 亿元。疫情前的 4 年间 5 月份 M0 环比变动量均较为接近，均值为-1388 亿元。2020 年同期环比为-1778 亿元，背后原因主要是受疫情影响，居民取现需求滞后所致。考虑到今年 1 季度 M0 环比变动值（2229 亿元）已高于疫情前 4 年的一季度平均值（1738 亿元），综合季度影响后我们认为 2021 年 5 月 M0 环比减少量略高于疫情前的平均水平，预计 5 月现金走款规模为 1450 亿元左右，对流动性形成补充。

图 6：现金走款的季节性走势

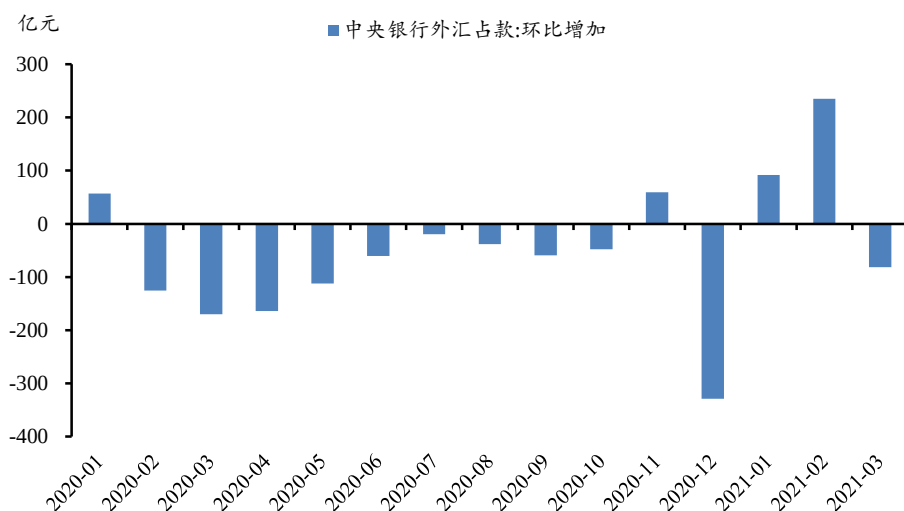


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4 外汇占款

预计 5 月外汇占款保持小幅增长，依然不是影响银行间市场流动性的主要因素。观察自 2021 年 1 月以来的数据发现，受益于年初时出口的优异表现，外汇占款实现连续两月的环比正增长，1 月、2 月分别增加 92 亿元、235 亿元。而到了 3 月，由于进口的快速增加，外汇占款环比再度转负，当月环比下降 82 亿元。在当前贸易活动热度不减的情况下，我们预计外汇占款在之后还有望继续保持小幅增长态势，但是由于增幅较小（通常在百亿元以内），我们认为依然难以对银行间流动性形成明显的趋势性影响。

图 7：外汇占款环比变动

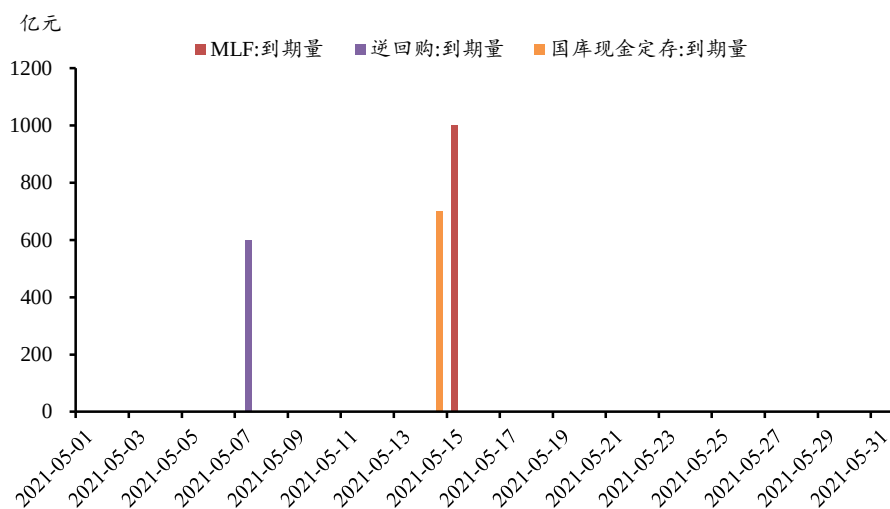


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.5 货币政策工具到期

5月货币政策工具到期对流动性造成冲击有限。5月流动性工具到期合计仅为2300亿元，到期量较小。具体来看：5月15日有1000亿元MLF到期，5月7日有600亿元逆回购到期，5月14日有700亿元国库现金定存到期。

图8：5月货币政策工具到期汇总



资料来源：Wind，民生证券研究院

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_19582

