

证券研究报告 / 债券研究报告

4月流动性前瞻：流动性整体中性偏松

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：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，4 月财政存款将收紧流动性约 3000 亿元，缴税影响约 10000 亿元，缴准环比减少 2100 亿元，M0 环比减少 1000 亿元，商业银行库存现金环比减少 600 亿元。降准释放的资金是重要的利好流动性分项。**综合来看，对流动性整体是偏正面的，需要注意的是税期在 24 日，这意味着最后一周将受到缴税收紧流动性影响，较往常会日子偏靠后。**

外汇占款上，我们认为 4 月的外汇占款环比变动可能继续为小幅负值，主要受疫情对外贸领域的冲击影响。但目前中美利差水平偏高，且中国疫情控制为各国相对较好的，会有相应的资本流入。

公开市场操作方面，央行 4 月 3 日宣布继续定向降准和下调超额存款准备金利率，显示了央行宽松货币的态度。如今面临着稳增长、稳就业压力，央行不会将流动性收紧。

金融监管和重大经济政策方面：（1）央行继续实施宽松货币政策，包括 3 月 16 日定向降准释放 5500 亿，4 月 3 日宣布将在 4 月和 5 月定向降准 4000 亿，同时下调超额存款准备金利率；（2）国常会提出抓紧按程序再提前下达一定规模的专项债，增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿；（3）新闻发布会上，央行认为存款基准利率下调需要考虑通胀、经济发展多种因素。

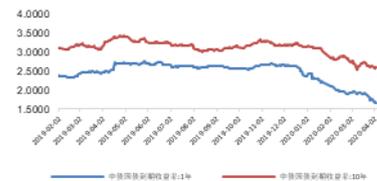
债券供给方面：国债方面，预计 4 月国债发行量为 4550 亿左右，净融资额 900 亿左右。地方债方面，根据发行预告统计，预计 4 月地方政府债发行量略微下降，在 2800 亿左右。预计证金债发行量约 4000 亿元，净融资额-160.1 亿元。预计同业存单发行会有上升，约为 12000 亿，净融资为正，约 1200 亿。

整体观点：《3 月流动性前瞻》中指出：全球央行齐步宽松，对比美联储降息 50bp，人行此前应对疫情的降息幅度仅有 10bp，预计未来仍有不低的降息和降准空间。建议杠杆上维持高杠杆。目前来看上述观点基本得到了验证。

4 月流动性展望：流动性继续宽松平稳。（1）从五因素模型来看，4 月有 M0 和库存现金继续回流银行体系，以及降准释放资金，财政存款预计也与往年比少增。（2）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，要么微增要么大降。（3）央行目前维持短端利率低位意图非常明显。（4）4 月主要利率债供给整体是低于上月的，主要是地方债的提前下达额度剩余额量不大。（5）资金节奏上看，4 月资金面尤其需要关注税期延后放在了 24 号，24 号前后资金是相对偏紧的时期。

风险提示：新增确诊高峰拐点显现；财政和宽信用政策落实

历史收益率曲线



涨跌幅 (bp)	1M	12M
1Y 国债	-30	-81
10Y 国债	-15	-64

相关报告

《东北证券 3 月流动性前瞻：全球央行齐步向宽松》

2020-03-05

《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》

2019-11-11

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1. 4月流动性影响因素预测概览	3
2. 4月财政存款、缴税缴准及M0压力整体偏正面	3
2.1. 预计4月财政存款将会增加	3
2.2. 缴税压力放缓，缴准下调释放资金	5
2.3. M0和商业银行库存现金对流动性影响呈正面	7
2.4. 小结	7
3. 预计4月外汇占款环比继续减少，人民币汇率小幅波动	7
3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾	7
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	9
3.3. 小结	10
4. 公开市场操作：降准可能要和公开市场操作结合起来看	10
4.1. 3月公开市场操作回顾	10
4.2. 4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	12
5. 金融监管与重大经济政策	13
5.1. 概述	13
5.2. 国务院办公厅关于进一步精简审批优化服务，精准稳妥推进企业复工复产的通知	15
5.3. 中国人民银行决定于2020年3月16日定向降准，释放长期资金5500亿元	17
5.4. 人行电视电话会议进一步部署运用再贷款再贴现支持复工复产工作	17
5.5. 国常会增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿，对中小银行定向降准	17
5.6. 央行召开2020年第一季度例会	18
5.7. 人行对中小银行定向降准，并下调超额存款准备金利率	19
5.8. 增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持发布会	19
6. 债券供给	20
6.1. 国债：3月发行量上升，预计4月发行量继续回升	20
6.2. 地方政府债：预计4月发行量略微下行	21
6.3. 政策性金融债：预计净融资额继续下降	23
6.4. 同业存单：发行规模可能略有下降	25
6.5. 小结：国债发行量回升，地方政府债额度受限发行量下降	27
7. 流动性前瞻：流动性整体中性偏松	27

1. 4月流动性影响因素预测概览

表 1: 4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	负面	收紧流动性约 3000 亿元
M0 和库存现金	正面	M0 减少 1000 亿元，商业银行库存现金减少 600 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	正面	缴准环比减少 2100 亿元
缴税	负面	缴税影响约 10000 亿元
债券供给	正面	地方债专项额度提前下达剩余不多
金融监管	正面	定向降准，下调银行超额准备金，有下调 LPR 空间

整体观点：整体观点：《3月流动性前瞻》中指出：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；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，预计未来仍有不低的降息和降准空间。建议杠杆上维持高杠杆。目前来看上述观点基本得到了验证。

4月流动性展望：流动性继续宽松平稳

(1) 从五因素模型来看，4月有M0和库存现金继续回流银行体系，以及降准释放资金，财政存款预计也与往年比少增。

(2) 从季节性角度来看，4月为跨季后首月，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，要么微增要么大降。

(3) 央行目前维持短端利率低位意图非常明显。

(4) 4月主要利率债供给整体是低于上月的，主要是地方债的提前下达额度剩余量不大。

(5) 资金节奏上看，4月资金面尤其需要关注税期延后放在了24号，24号前后资金是相对偏紧的时期。

数据来源：东北证券固收组整理

2. 4月财政存款、缴税缴准及M0压力整体偏正面

2.1. 预计4月财政存款将会增加

最近一期政府存款状况：2月份政府存款为37,167.01亿元，比上月增加378.73亿元，小于我们在流动性前瞻中的预计值（2000亿）。2019年2月政府存款环比增加3405.82亿元，相比之下，今年2月环比增幅有所减少（2015-2018年2月政府存款环比变动分别为-5,458.22亿、-1,595.09亿、1,990.89亿、-6,121.11亿元）。

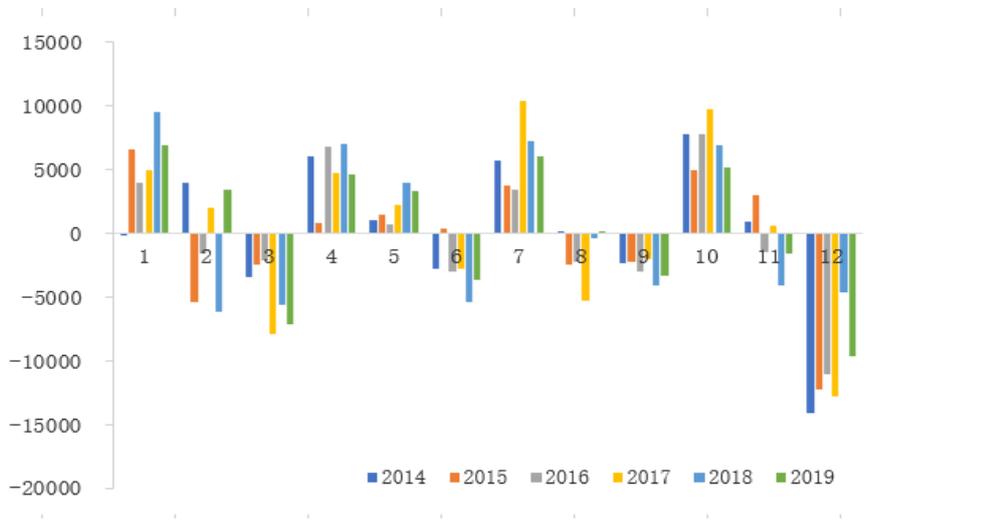
财政存款的变动主要受财政收支差额（包括公共财政收支和政府性基金收支、还有发债情况）的影响，呈现出明显的周期性。财政存款一般呈现“季初增加，季末减少”的特点，1月、4月、7月、10月处于相对高点，3月、6月、9月、12月

处于相对低点。

4月通常是财政存款净增加的月份。2015-2019年4月财政存款环比变动额分别为838.71亿、6754.71亿、4738.48亿、7059.52亿元、4653.38亿元，2015-2019年整体变动较为平稳，整体呈现相同的变化方向，即比上月大幅增加，主要是财政缴税导致财政收入增加等季节性因素影响。

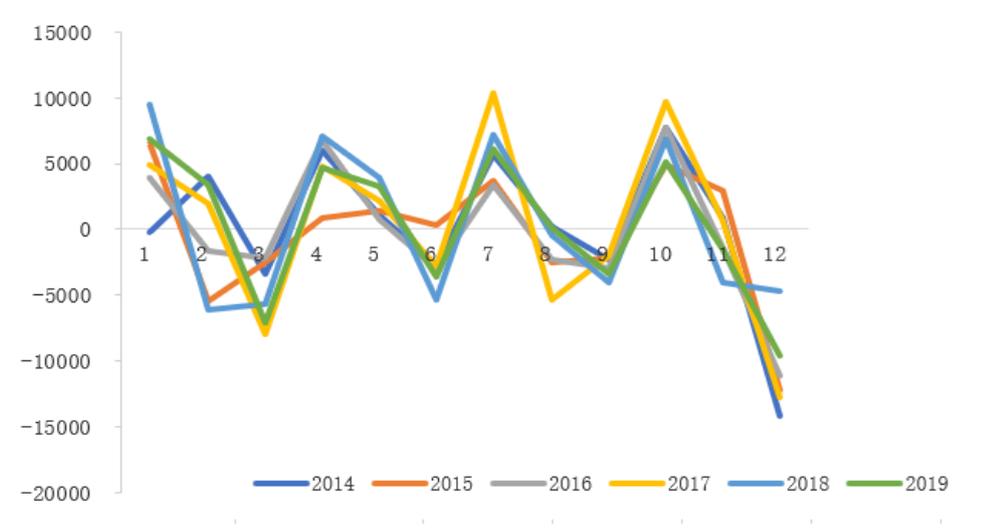
在此基础上考虑到今年财政收入和支出增速状态与之前年度年类似，同时考虑过往10年，春节在1月的有，2012年1月23日(当年4月财政存款环比增加4275.48亿元)，2014年1月31日(当年4月财政存款环比增加6014亿元)，2017年1月28日(当年4月财政存款环比增加4738.48亿元)，今年为1月25日春节；结合去年7、10月和过去10年春节在1月末的财政存款数据，今年4月也是逐步复工加大财政支出的日子，我们预计4月份财政存款将环比增加3000亿元。(较往年要少主要是预计财政收支中收入项增长不及预期)

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 (2014-2019)



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 3 月，为应对疫情冲击，财政部出台了一系列税收减免政策，为助力企业复工复产，减税降费政策或将继续出台。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：

3 月 17 日，财政部、国家税务总局发布《关于提高部分产品出口退税率的公告》称，自 2020 年 3 月 20 日起将瓷制卫生器具等 1084 项产品出口退税率提高至 13%；将植物生长调节剂等 380 项产品出口退税率提高至 9%。

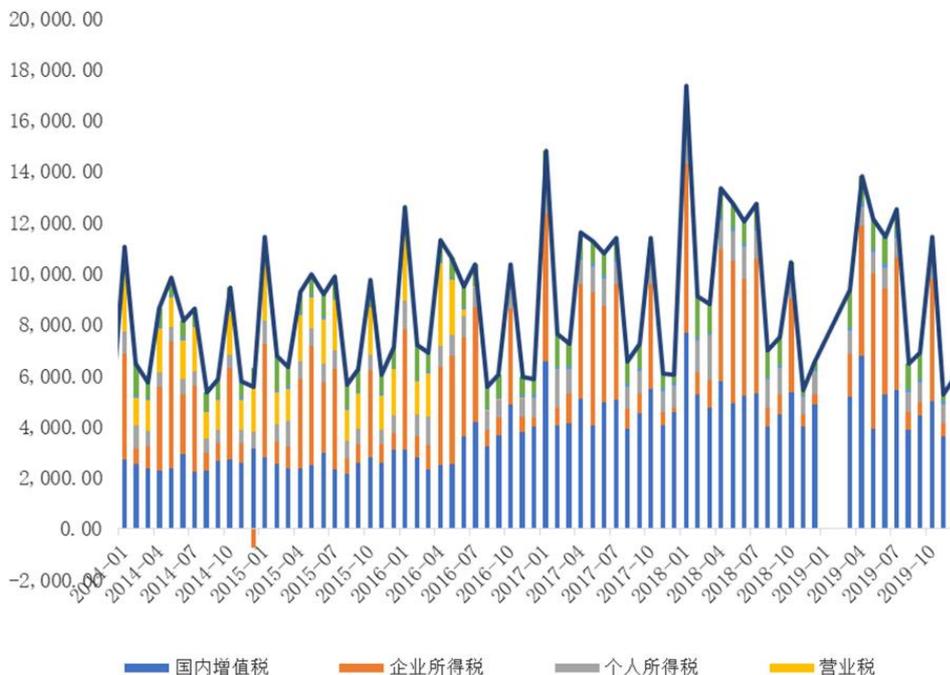
综合来看，上述税收政策将对出口环节税收有一定的负面影响。但我们认为对税收影响更大的其实是疫情冲击导致的税收减收。

根据国税总局发文，4 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等。税期为 4 月 24 日，较以往预估的 20 号有所延后。

回顾 2014-2019 年 4 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 8620.32 亿元、9289.96 亿元、11291.53 亿、11606.43 亿、13331.02 亿元、13822.00 亿元。环比变动额分别为 2892.85 亿元、2929.69 亿元、4403.34 亿元、4345.77 亿元、4546.48 亿元、4438.00 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，以及今年应对疫情的减税操作）影响后，我们预估 4 月以上五大类税种需缴纳的金额合计为 10000 亿元左右，较 2019 年 4 月有所回落。

图 3：按月申报税种合计月度变动（2014.1-2019.12，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，4月缴准基数在2017-2019年环比变动额分别为-2718.24亿元、1775.29亿元、-499.96亿元。

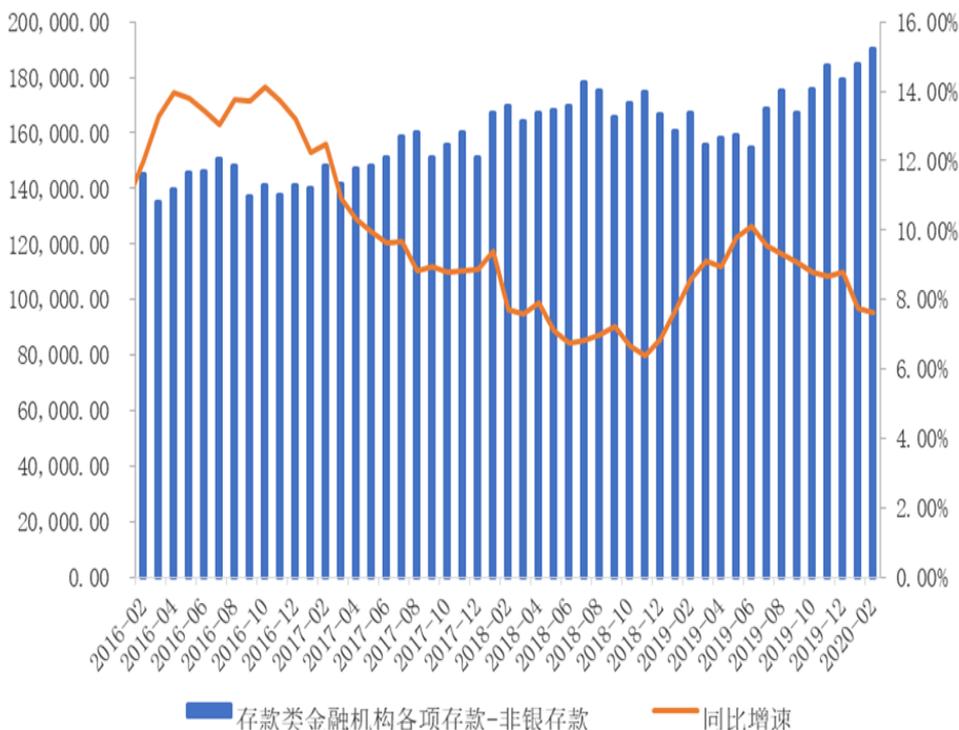
如下图所示，自2019年以来，各项存款同比增速维持放缓趋势。考虑到境外存款自2018年5月起不再缴纳法定准备金，2019年2月-2020年2月，缴准基数同比增速分别为8.61%、9.13%、8.97%、9.79%、10.13%、9.55%、9.33%、9.06%、8.80%、8.68%、8.80%、7.74%、7.62%。

假设不考虑降准影响，且预计4月社融增速略有上升，货币派生速度上行，故我们预计3、4月份缴准基数同比增速为7.70%，7.65%。**预计4月缴准基数环比将减少约1300亿元。**

我们测算4月的加权法定准备金率在8%的水平，主因2月加权法定准备金率在8.46%（我们根据2019年底超额准备金2.4%测算得知），央行决定于3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款，共释放长期资金5500亿元。4月3日，中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。预计4月还将多释放2000亿准备金。

预计2020年4月缴准环比将减少约2100亿元（1300*8%+2000=2100）。

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

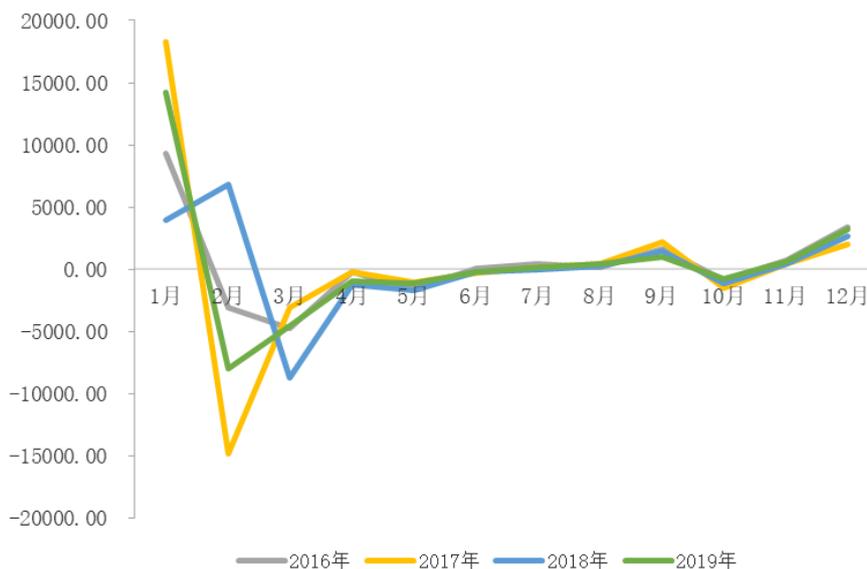
2.3. M0 和商业银行库存现金对流动性影响呈正面

根据历年 M0 变动数据，每年 4 月的 M0 较 3 月会有小幅的下降。2016-2019 年 4 月 M0 的环比变动额分为-248.04 亿、-212.45 亿、-1216.17 亿、-975.82 亿元。可以参考近三年的 M0 波动趋势及平均情况，我们预计 4 月 M0 环比减少 1000 亿元，对银行间流动性有正面影响。

商业银行库存现金的波动，2016-2019 年 4 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-648.54 亿、-600.05 亿、-610.18 亿、-552.29 亿元，整体环比变动为减少，参考近三年内的库存现金波动，我们预计 4 月商业银行库存现金约有 600 亿的减少，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 1600 亿左右。

图 5: M0 环比波动情况



数据来源：东北证券，Wind

2.4. 小结

根据测算，4 月财政存款将收紧流动性约 3000 亿元，缴税影响约 10000 亿元，缴准环比减少 2100 亿元，M0 环比减少 1000 亿元，商业银行库存现金环比减少 600 亿元。降准释放的资金是重要的利好流动性分项。综合来看，对流动性整体是偏正面的，需要注意的是税期在 24 日，这意味着最后一周将受到缴税收紧流动性影响，较往常会日子偏靠后。

3. 预计 4 月外汇占款环比继续减少，人民币汇率小幅波动

3.1. 外汇占款及结售汇数据回顾

2020 年 2 月份外汇占款为 212249.09 亿元，环比减少 125.34 亿元。截至 2019 年 12 月，外汇占款已连续十七个月下降，尽管 2020 年 1 月份外汇占款出现回升，环比增加 57.17 亿元，但 2 月再度走低，总体较去年仍是明显缩窄。

外汇储备方面，截至 2020 年 2 月末，我国外汇储备规模为 31067.18 亿美元，环比减少 87.79 亿美元，降幅为 0.28%。2 月我国外汇市场运行总体平稳。国际金

融市场方面，受新冠肺炎疫情、主要国家经济形势及货币政策预期等因素影响，美元指数、主要国家债券价格有所上涨。汇率折算和资产价格变化等估值因素，是导致当月外汇储备规模变动的主要原因。

外汇占款环比变动 2019 年以来持续为负值，但幅度不大，十二个月环比变动分别为-12.14 亿、-3.30 亿、-4.59 亿、-8.61 亿、-10.92 亿、-61.92 亿、-7.08 亿、-83.72 亿、-10.45 亿、-5.97 亿、-11.81 亿、-18.90 亿。外汇占款对流动性的负面影响较小。

从 2 月银行结售汇数据来看，主要信息如下：

(1) 从银行代客结售汇角度来看，银行代客结汇 7,546.14 亿元人民币，售汇 7,495.45 亿元人民币，结售汇顺差 50.69 亿元人民币，代客结售汇顺差规模缩小(前值 573.05 亿)；

从银行自身结售汇角度来看，银行自身结汇 2,653.51 亿元人民币，售汇 1,712.83 亿元人民币，结售汇顺差 940.68 亿元人民币，银行自身结售汇由逆差转为顺差(前值-131.34 亿元)。

2 月银行结售汇顺差共计 991.37 亿元，较上月增加 549.66 亿元。银行结售汇已连续三个月呈现顺差，说明当前市场主体结汇意愿上升、购汇意愿下降。顺差增幅不大，外汇市场总体基本稳定。

(2) 从渠道上看，2 月银行代客结售汇顺差规模缩小，主要是由于结汇中的经常项目和资本与金融项目规模较上月缩小。

银行代客经常项目结售汇逆差 7.78 亿人民币，结售汇规模环比减少 225.80 亿元，其中货物贸易结售汇顺差 559.45 亿人民币，环比减少 669.91 亿元；服务贸易结售汇逆差 619.89 亿人民币，环比增加 424.67 亿元；收益和经常转移结售汇顺差 52.66 亿人民币，环比增加 19.44 亿元。银行代客资本与金融项目结售汇顺差 58.47 亿人民币，环比减少 296.57 亿元。除服务贸易结售汇为逆差外，其余项目均为顺差，总体而言，银行代客结售汇为顺差。

(3) 2 月，银行代客远期结汇签约 1,585.95 亿元人民币，远期售汇签约 485.04 亿元人民币，远期净结汇 1,100.91 亿元人民币。截至 2020 年 2 月末，远期累计未到期结汇 5,492.79 亿元人民币，未到期售汇 4,213.47 亿元人民币，未到期净结汇 1,279.32 亿元人民币。远期未到期净结汇为顺差，表明未来人民币结汇需求增加，从这一角度看未来人民币币值有所修复。

图 6：外汇占款变化

218,000.00

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_6023

