



Research and
Development Center

3 月以来超储率大幅走高 资金面回归传统框架

—— 2023 年 5 月流动性展望

2023 年 5 月 7 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

3月以来超储率大幅走高 资金面回归传统框架

2023年5月7日

- 3月央行对其他存款性公司债权意外大幅增加,叠加外汇占款上升以及政府存款大幅下降,3月超储率相比2月大幅回升约0.6pct至1.8%,处于近年同期的最高水平。但这可能更多反映的是统计因素对2月数据的扰动,2月实际的超储水平可能已经走高。
- 4月政府债净融资压力下降,但在缴税因素影响下,我们预计政府存款仍将上升约4500亿,与往年大致相当,对流动性造成拖累;2-3月份现金回流进度偏缓,但4月或仍受五一假期前取现需求影响,货币发行或减少近1200亿元,继续对流动性起到补充;4月信贷投放节奏或趋缓,缴准基数可能小幅回落,而外汇占款对流动性影响或相对有限;公开市场方面,4月央行公开市场继续大规模净回笼逆回购,且MLF超额续作规模较小,但结构性货币工具在季初投放将起到一定对冲,我们预计央行对其他存款性公司债权或下降约2400亿元。综合来看,我们预计4月超储率环比回落0.2pct至1.6%,仍高于往年同期均值。
- 超储偏高推动4月银行净融出维持高位,资金面整体维持宽松状态,但税期等超储受外生因素扰动的时点,也出现了银行净融出下降导致资金面收紧的现象,这似乎意味着央行回归了传统的资金调控框架,我们预计未来资金利率大概率维持在政策利率附近。另一方面,偏高的超储率背景下银行隔夜资金融出偏多,导致了DR007在央行政策利率附近,隔夜利率反而相对较低。
- 展望5月,政府债净融资规模虽较4月有所提升,但明显低于往年同期水平,尽管广义财政赤字规模缩减,但我们仍然预计政府存款将上升1700亿元,漏出幅度较往年同期减弱;缴准季节性增加,或将回笼资金1600亿元左右;五一假期后现金回流将明显提速,我们预计货币发行减少2300亿元,对资金面起到支撑,而外汇占款影响有限。公开市场方面,考虑到当前央行逆回购余额相对往年同期仍然偏高,我们预计5月公开市场仍将维持净回笼,但回笼规模环比有所下降,而MLF或等额续作,我们预计5月央行对其他存款性公司债权或下降约1100亿元。我们预计5月超储率或略降至1.5%,但仍略高于往年同期均值。
- 由于央行回归传统的政策框架,在超储率维持中性偏高的状态下,我们预计5月资金面整体仍将延续宽松基调,DR007均值仍在2%左右,隔夜利率均值仍然相对偏低,但相较于4月可能边际收敛。考虑非银机构杠杆率仍然偏高,资金面在税期、跨月等一些重要时间节点可能波动仍存,很难出现类似于21Q2-22Q2那样的稳定宽松状态,央行目前仍然掌握着调控资金面的主动权。
- **风险因素:** 财政投放力度不及预期、货币政策不及预期。

目录

一、外生因素叠加统计扰动 3月超储率大幅升至1.8%	4
二、预计4月超储率维持在偏高位置 流动性回归传统分析框架	5
三、5月超储率略降但仍处高位 流动性宽松基调可能仍未改变	9
风险因素	12

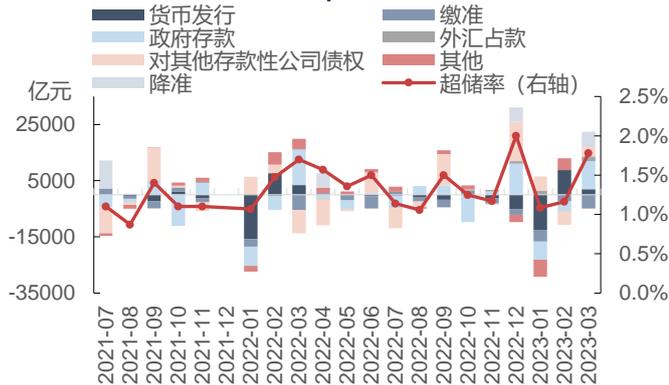
图目录

图 1: 3月超储率环比回升0.6pct至1.8%	4
图 2: 3月超储率高于往年同期均值约0.25pct	4
图 3: 3月央行对其他存款性公司债权有所增加	4
图 4: 3月外汇占款规模大幅增加	4
图 5: 4月政府债净融资规模仍高于近年同期	5
图 6: 4月关键期限付息国债、贴现国债单期发行规模环比有所下降	5
图 7: 3月人民币贷款信贷总量与结构均有所改善	6
图 8: 4月以来国股转贴现票据利率持续回落	6
图 9: 结构性货币政策工具情况表	7
图 10: 资金缺口指数仍处于偏低水平	8
图 11: 4月中下旬大行融出规模显著下滑	8
图 12: 银行净融出余额与超储规模的关系回归	8
图 13: 4月各机构资金跨月进度慢于2021年同期	8
图 14: 4月其他非银资金跨月进度慢于往年同期	8
图 15: 4月基金公司资金跨月进度与近两年同期接近	9
图 16: 4月证券公司跨月进度略慢于往年同期	9
图 17: 5月货币发行通常季节性下降	9
图 18: 4月以来人民币汇率企稳	9
图 19: 部分省市已公布二季度地方债发行计划	10
图 20: 近年5月政府债发行与到期情况	11
图 21: 预计5月广义财政收支差额季节性回落	11
图 22: 若5月央行逆回购净回笼1300亿元、MLF等额续作,超储率或回落至1.5%左右(单位:亿元)	11
图 23: 2023年5月资金日历	12

一、外生因素叠加统计扰动 3月超储率大幅升至1.8%

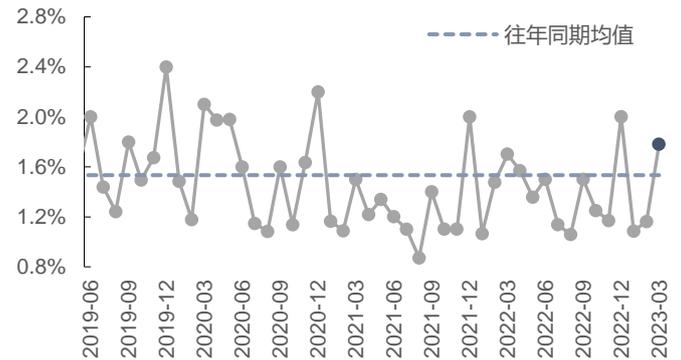
3月央行对其他存款性公司债权意外大幅增加，叠加外汇占款上升以及政府存款的降幅偏高，3月超储率相比2月大幅回升约0.6pct至1.8%，处于近年同期的最高水平。但这可能更多反映的是统计因素对2月数据的扰动，2月实际的超储水平可能已经走高。根据央行5月6日公布的3月资产负债表数据，2023年3月超储率环比回升0.6pct至1.8%，大幅高于我们在《2023年4月流动性展望》中预期的1.5%，也高于往年同期均值。超储率的上升主要来自于央行对其他存款性公司债权的意外增加，外汇占款再度增加以及政府存款降幅偏高也带来了一定的贡献。具体来看，3月央行通过逆回购、PSL、SLF、国库现金定存等工具回笼流动性4125亿元，但3月央行对其他存款性公司债权环比增加3238亿，二者出现了明显的背离，而后者也与其他存款性公司对央行负债减少的2539亿元方向相反。考虑到结构性货币工具的大规模投放主要集中在季初月份，一季度结构性货币政策整体扩张的幅度也仅约3300亿，因此再贷款再贴现可能并非二者偏离的主因。同时我们注意到，2月央行对其他存款性公司债权减少4777亿元，大幅低于其在公开市场回笼的882亿元，也低于其他存款性公司对央行负债增加的358亿元，而前者在3月的异常高增可能是对2月异常缩减的修正，这可能来自于跨月时点的扰动。此外，3月外汇占款大幅增加1712亿元，创下2014年4月以来的新高，由于3月人民币平均汇率较2月有所贬值，我们猜测商业银行置换以外汇形式缴纳的存款准备金的情况仍在持续；此外，3月政府性基金预算收入同比仍然大幅减少，使得政府存款降幅高于预期；但3月货币发行环比减少2915亿元，现金回流规模相比我们此前的预期偏低。总体来看，3月超储的异常高增受到了部分外生因素的影响，但更多可能还是由于统计因素对2月基数扰动的影响，2月实际的超储水平可能就已走高。

图 1：3月超储率环比回升0.6pct至1.8%



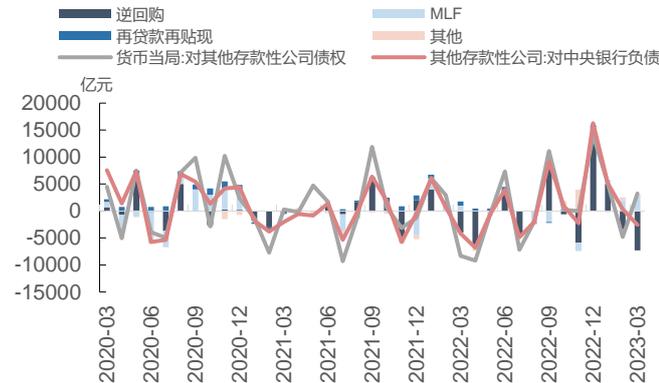
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：3月超储率高于往年同期均值约0.25pct



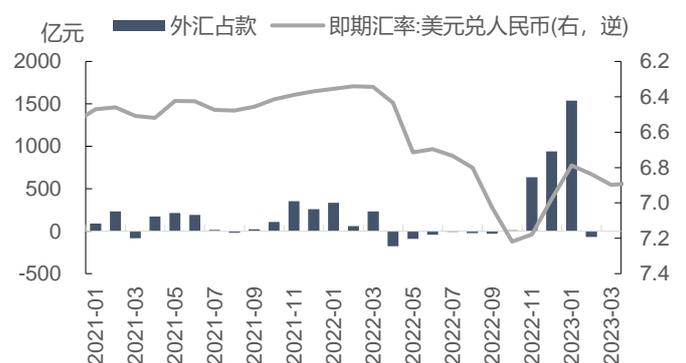
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：3月央行对其他存款性公司债权有所增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：3月外汇占款规模大幅增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、预计 4 月超储率维持在偏高位置 流动性回归传统分析框架

4 月政府债净融资压力下降，但在缴税因素影响下，我们预计政府存款仍将上升约 4500 亿，与往年大致相当，对流动性造成拖累；2-3 月份现金回流进度偏缓，但 4 月或仍受假期前取现需求影响，货币发行或减少近 1200 亿元，继续补充流动性；4 月信贷投放节奏预计趋缓，缴准基数可能小幅回落，而外汇占款对流动性影响或相对有限；公开市场方面，4 月央行公开市场继续大规模净回笼逆回购，且 MLF 超额续作规模较小，但结构性货币工具在季初投放或将起到一定对冲，我们预计央行对其他存款性公司债权或下降约 2400 亿元。综合来看，我们预计 4 月超储率环比回落 0.2pct 至 1.6%，仍高于往年同期均值。

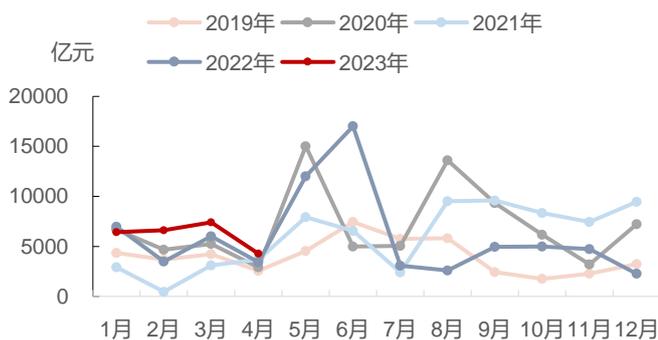
具体从影响超储率的几个因素来看：

4 月货币发行或减少近 1200 亿，对流动性带来一定补充。今年 2、3 月份现金回流进度偏慢，仅达到 1 月现金漏出规模的 93%，与春节时间相近的 2012 年、2014 年、2017 年存在一定差距，我们预计 4 月上旬现金回流进度将有所加快，但考虑五一假期前居民取现需求增加又会带来现金的漏出，4 月货币发行或将减少约 1200 亿元，仍为流动性带来一定补充。

4 月外汇占款增幅或大幅下降，对流动性影响相对有限。4 月人民币汇率总体稳定，人民币兑美元中间价在 6.87-6.92 之间窄幅波动，随着人民币贬值压力缓和，我们预计商业银行置换以外汇形式缴纳的存款准备金的规模将大幅下降，4 月外汇占款或增加 500 亿元左右，对流动性的影响相对有限。

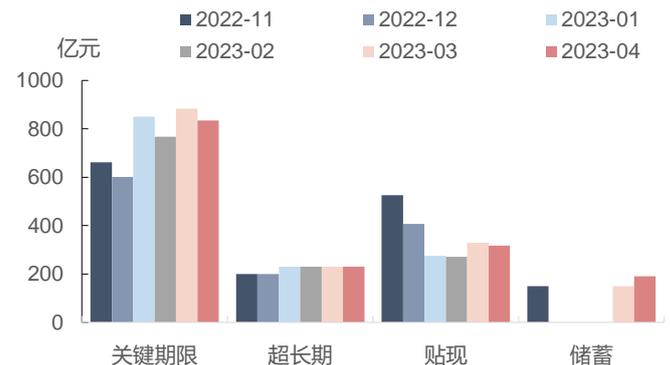
4 月国债和地方债发行规模双双回落，政府债净融资规模环比下降 3136 亿元至 4269 亿元，但仍是近年同期最高水平。4 月地方债累计发行 6728 亿元，较上月减少 2172 亿元，但仍处于往年同期较高水平，考虑到到期 4292 亿元后，净融资约 2436 亿元。4 月国债发行规模 7519 亿元，考虑到到期 5686 亿元后，净融资规模 1833 亿元，其中关键期限付息国债、贴现国债平均发行规模分别为 834 亿元/期、317 亿元/期，较 3 月分别下降 49 亿元、11 亿元，而超长期国债平均发行规模为 230 亿元/期，与 3 月持平，此外，还有 2 期储蓄国债发行，规模均为 190 亿元/期，较 3 月上升 40 亿元。整体来看，4 月政府债发行规模约 1.42 万亿，净融资规模约 4269 亿元，较 3 月减少约 3136 亿元，但仍处于近 5 年来最高水平。

图 5：4 月政府债净融资规模仍高于近年同期



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 6：4 月关键期限付息国债、贴现国债单期发行规模环比有所下降



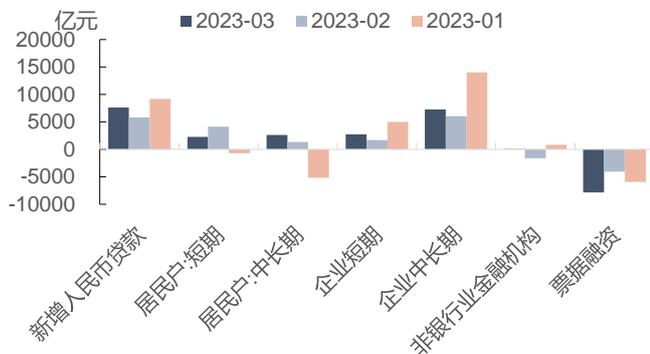
资料来源:万得, 信达证券研发中心

财政收入方面，3 月一般公共预算收入同比上升 5.5%，完成全年预算目标的 7.7%，与近两年同期均值接近，而去年 4 月在疫情散发与留抵退税政策影响下，一般财政收入同比大幅减少 41%，考虑今年 4 月制造业 PMI 指数重回荣枯线以下，显示当前经济修复斜率已经放缓，我们预计 4 月一般公共预算收入相比 2021 年同期增长 6.5%，增速较上月下降；而土地市场低迷导致 3 月政府性基金预算收入同比下降 18%，完成全年预算目标的 4.9%，进

度明显偏慢，而受到重点城市缩量提质供地策略的影响，4月土地市场成交规模仍在历史低位，全国主要地级市土地出让金同比下跌36.01%，降幅较3月份进一步扩大，我们预计政府性基金预算收入仍低于去年同期水平。综合来看，我们预计4月广义财政收入约2.58万亿。**财政支出方面**，3月一般公共预算支出完成全年进度的9.8%，创下2020年以来同期新高，显示财政支出韧性不减，但考虑3月卫生健康支出由正转负，我们预计支出结构逐步回归疫情前，4月一般公共预算财政支出进度或与疫情前年份接近；3月政府性基金预算支出也受到了收入下降带来的拖累，同比下降20%，但考虑专项债资金起到一定补充，我们预计4月政府性基金预算支出同比降幅有所收窄。综合来看，我们预计4月广义财政支出2.54万亿，则4月广义财政盈余约400亿。**考虑政府债融资后**，我们预计4月政府存款或环比增加约4500亿元，与近年同期均值水平接近，将造成流动性的漏出。

3月新增人民币贷款3.89万亿元，同比大幅多增7600亿元，再创历史同期新高。4月以来票据利率持续回落，我们预计信贷投放节奏放缓，4月新增信贷规模或降至约1.2万亿。但四月为季初月，前期银行表外资金回表的现象逆转，往往会导致缴准基数季节性下降。在考虑非银存款、境外存款和政府存款等因素变化后，我们估计4月缴准基数或环比减少约8100亿，而按照降准后7.6%的法定准备金率计算，我们预计4月法定准备金减少约600亿元，对流动性起到一定补充。

图7：3月人民币贷款信贷总量与结构均有所改善



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图8：4月以来国股转贴现票据利率持续回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

公开市场方面，4月央行超额续作MLF 200亿，净投放规模为近5月最低；4月以来逆回购操作规模明显缩量，全月仅3个工作日单日投放规模过千亿元，全月净回笼资金4340亿元；考虑碳减排支持工具、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款、保交楼贷款支持计划等工具均为按季购买，次月投放，因此4月结构性工具投放规模或相对较大，我们预计规模达到2700亿元左右。此外，再考虑3月央行对其他存款性公司债权意外增加的部分超过2月意外缩减的，这部分因素可能还会对4月数据有所扰动，我们预计4月央行对其他存款性公司债权环比下降约2400亿元。

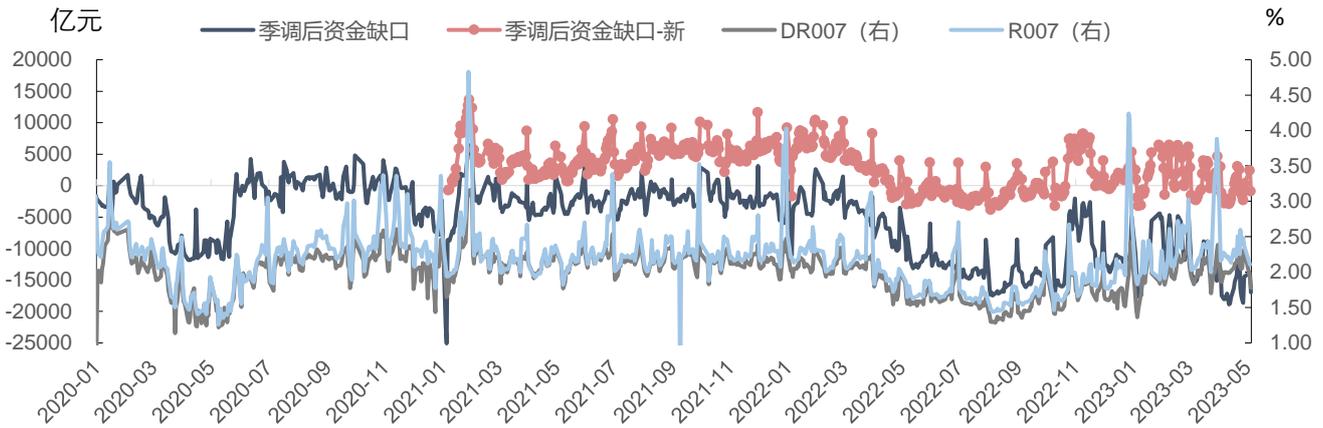
图 9：结构性货币政策工具情况表

工具名称	实施期	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例	央行支持比例	额度（亿元）	22年6月末余额（亿元）	22年9月末余额（亿元）	22年12月末余额（亿元）	23年3月末余额（亿元）	
长期性工具	支农再贷款	/	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	100%	7600	5404	5587	6004	5960
	支小再贷款	/	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	100%	16400	13997	13863	14171	14331
	再贴现	/	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）		7050	6145	5449	5583	6061
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	2022年到2023年6月末	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	/	400	44	127	213	275
	抵押补充贷款	/	棚户区改造、地下管廊、重点水利等重点工程	开发银行、农发行、进出口银行	2.80%	100%	/	26203	26481	31528	31291
	碳减排支持工具	2021年到2024年末	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	60%	8000	1827	2469	3097	3994
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021年到2023年末	煤炭清洁高效利用、煤炭开发和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	100%	3000	357	578	811	1365
	科技创新再贷款	2022年4月起	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	60%	4000	0	800	2000	3200
	普惠养老专项再贷款	2022年4月到2024年4月（暂定两年）	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	100%	400	0	4	7	10
	交通物流专项再贷款	2022年5月到2023年6月末	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	100%	1000	0	103	242	354
	设备更新改造专项再贷款	2022年四季度	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	100%	2000	0	0	809	1105
	普惠小微贷款减息支持工具	2022年四季度	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	100%	/	0	0	0	269
	收费公路贷款支持工具	2022年四季度	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	100%	/	0	0	0	0
	民企债券融资支持工具（II）	2022年11月到2025年10月末	民营企业	专业机构	1.75%	/	500	0	0	0	0
	保交楼贷款支持计划	2022年11月到2023年3月末	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	100%	2000	0	0	0	5
	房企纾困专项再贷款	2023年1月到2023年末	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	50%	800	0	0	0	0
	租赁住房贷款支持计划	2023年2月到2023年末	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	100%	1000	0	0	0	0
	合计							53977	55461	64465	68219

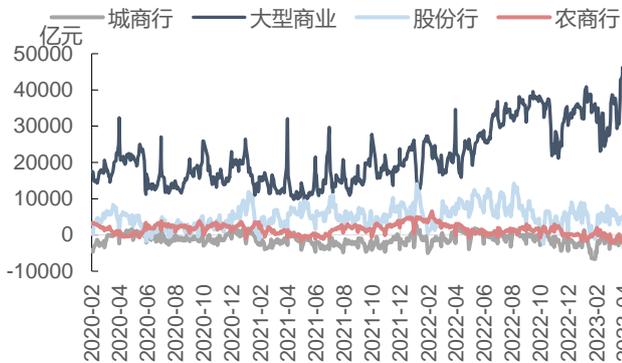
资料来源：央行，信达证券研发中心

综合这些因素判断，我们预计4月超储率较3月环比下降约0.2%至1.6%，仍高于往年同期均值0.2pct。

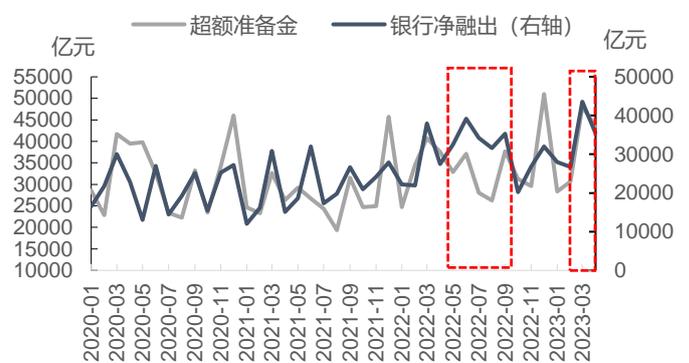
超储偏高推动4月银行净融出维持高位，资金面整体维持宽松状态，但税期等超储受外生因素扰动的时点，也出现了银行净融出下降导致资金面收紧的现象，这似乎意味着央行回归了传统的资金调控框架，未来资金利率大概率维持在政策利率附近。另一方面，偏高的超储率下银行隔夜资金融出偏多，导致了DR007在央行政策利率附近的状况下，隔夜利率反而相对较低。4月超储率处于偏高水平，资金面也整体呈现宽松状态，尽管在税期边际收敛，但全月R001、DR001、R007中枢环比3月均小幅回落，DR007中枢仍在2.06%，也在央行的合意范围内。从微观上看，银行净融出处于高位是资金面整体转松的重要原因。以商行、股份行、城商行为代表的银行刚性净融出在4月初甚至接近5万亿，尽管此后逐步回落，且在税期大幅回落，但随着月末央行加大跨月逆回购投放力度叠加月末财政集中支出，下半月银行净融出再度回到了4万亿以上。而银行净融出的变化与超储率以及月中外生因素对于超储的影响均十分吻合，这与去年4-10月资金面宽松时期银行净融出稳定维持高位的态势是不同的，这也印证了我们前期关于央行对资金面的调控回归了传统框架的说法。另一方面，偏高的超储率下，银行隔夜资金融出规模较大，在央行调控DR007在政策利率附近的要求下，隔夜利率的均值反而相对较低。

图 10: 资金缺口指数仍处于偏低水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

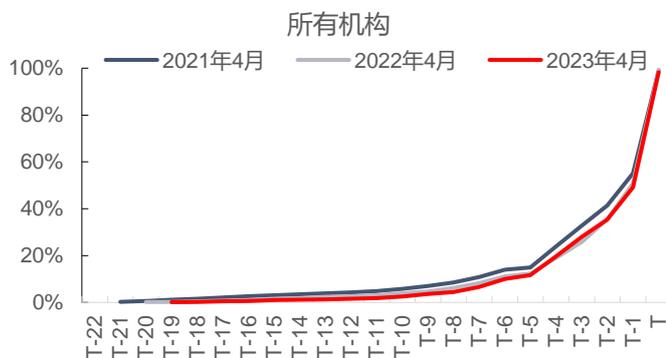
图 11: 4月中下旬大行融出规模显著下滑


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

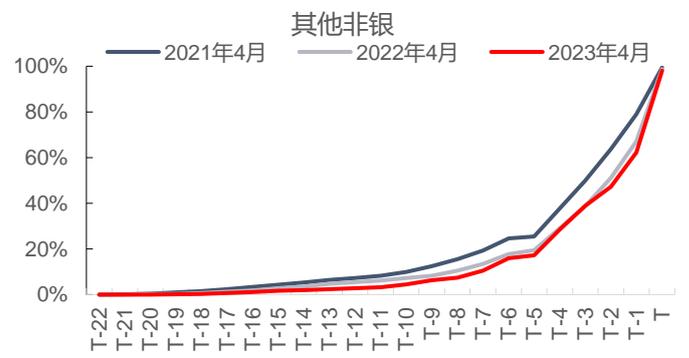
图 12: 银行净融出余额与超储规模的关系回归


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

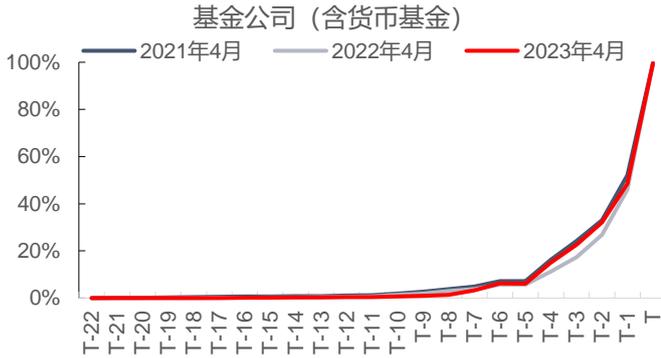
由于 4 月银行间超储水位较高, 尽管机构跨月进度偏缓, 但跨月当日资金面仍然维持宽松。4 月机构整体跨月进度与去年同期基本接近, 但略慢于 2021 年, 主要是其他非银、证券公司跨月进度较慢, 而基金公司跨月进度与近两年同期接近。尽管跨月当日银行刚性净融出规模大幅下降, 绝对规模仍在 3.5 万亿的高位水平, R001 上升 119BP 至 2.23%, 但整体仍维持宽松状态。

图 13: 4月各机构资金跨月进度慢于 2021 年同期


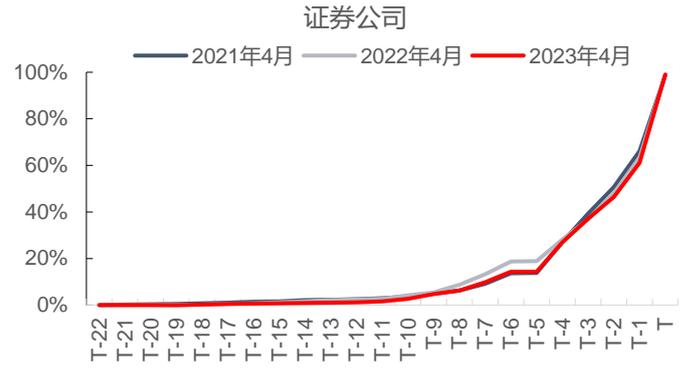
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 4月其他非银资金跨月进度慢于往年同期


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 4 月基金公司资金跨月进度与近两年同期接近


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

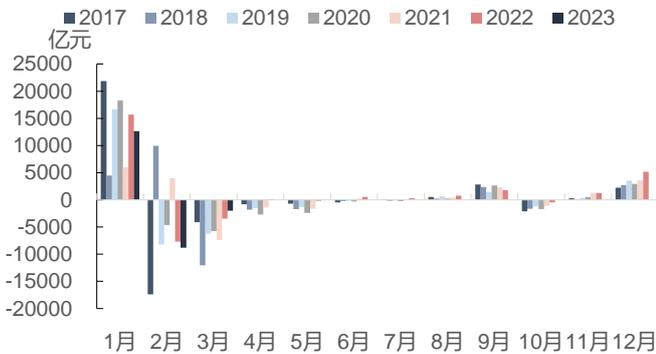
图 16: 4 月证券公司跨月进度略慢于往年同期


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

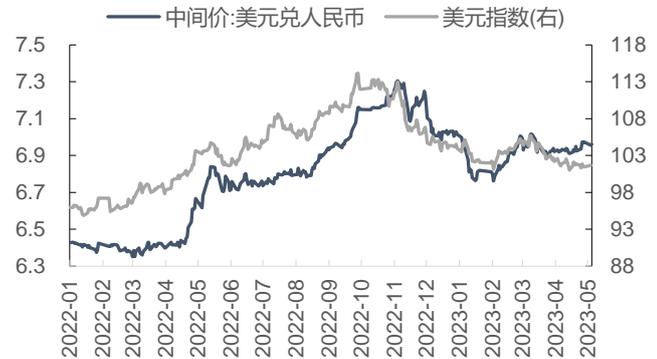
三、5 月超储率略降但仍处高位 流动性宽松基调可能仍未改变

展望 5 月, 政府债净融资规模虽较 4 月有所提升, 但明显低于往年同期水平, 尽管广义财政赤字规模缩减, 但我们仍然预计政府存款将上升 1700 亿元, 漏出幅度较往年同期减弱; 缴准季节性增加, 或将回笼资金 1600 亿元左右; 五一假期后现金回流将明显提速, 我们预计货币发行减少 2300 亿元, 对资金面起到支撑, 而外汇占款影响有限。公开市场方面, 考虑到当前央行逆回购余额相对往年同期仍然偏高, 我们预计 5 月公开市场仍将维持净回笼, 但回笼规模环比有所下降, 而 MLF 或等额续作, 我们预计 5 月央行对其他存款性公司债权或下降约 1100 亿元。我们预计 5 月超储率或略降至 1.5%, 但仍略高于往年同期均值。

5 月货币发行或减少约 2300 亿元, 对流动性仍有补充。从历史情况来看, 春节后现金回流通常持续至 5 月份, 而考虑到五一假期前漏出的现金都将回流银行体系, 我们预计 5 月货币发行减少约 2300 亿元, 仍对流动性起到一定补充。

图 17: 5 月货币发行通常季节性下降


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 4 月以来人民币汇率企稳


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

5 月 3 日美联储加息 25BP 落地, 其在会后的声明中删除关于“适宜进一步加息”的措辞, 市场预期美联储本轮加息或已至尾声, 这有助于缓解人民币贬值压力, 而商业银行置换以外汇形式缴纳人民币存款准备金的进程可能也接近尾声, 我们预计 5 月外汇占款规模将回归常态。

我们预计 5 月政府债净融资或约 4200 亿元。地方债方面, 4 月新增专项债发行规模 2648 亿元, 较各省市公布的地方债发行计划多 150 亿元左右, 我们假设 5 月新增专项债发行规模仍略超过当前计划, 在 2500 亿元左右, 同时假设 5 月新增一般债发行规模也较当前计划的 654 亿元有所提升, 约 700 亿元; 此外, 考虑近年 5 月再融资

债发行规模通常高于地方债到期量，因此我们预计 5 月再融资债发行 3500 亿元左右。综合来看，5 月地方债发行规模或约 6700 亿元，考虑到到期规模 2502 亿元，我们预计 5 月地方债净融资规模约为 4200 亿元，较 4 月增加约 1800 亿元。

图 19: 部分省市已公布二季度地方债发行计划

日期	2023-04				2023-05				2023-06			
	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)
北京				12					51	54	20	65
河北	75	187	113	69		296	215	45			308	45
吉林	7		85	28	20	20						
黑龙江												
江苏			152	272	447	111					447	111
浙江		100	287	124								
宁波						162	36	22				
安徽		27										
福建											105	
江西		90										
山东		200	207		100	100				200	145	204
青岛							32	34			42	23
湖北		50							206	861		
湖南		237	272				186	60		233	226	256
广东	49	554	363	162	22	773					172	100
广西		278				279						
海南		6		38		50						
重庆		327				133	106	67				
四川		315					196	140			153	63
贵州			89	80			145	33		135	162	130
云南							304	38				
陕西		100	106	102	50	200	181					
甘肃						115						
宁夏	14	30			14	1						
新疆												
合计	145	2500	1673	887	654	2240	1402	438	257	1484	1780	995

资料来源: 企业预警通, 信达证券研发中心

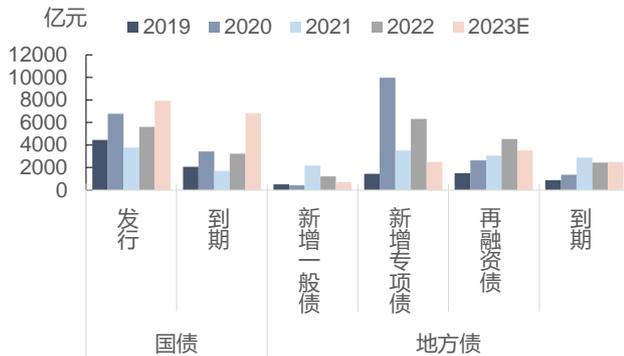
国债方面，根据财政部官网公布的二季度国债发行计划，5 月计划发行 6 期关键期限国债、1 期超长国债、7 期贴现国债和 2 期储蓄国债。从截至目前已公布实际发行规模的情况来看，我们预计 5 月各类国债单期发行规模大致与 4 月接近，我们预计 5 月国债发行规模或在 7900 亿元左右，考虑到到期 6786 亿元后，5 月国债或净融资约 1200 亿元。

整体来看，2023 年 5 月政府债发行规模或达到 1.46 万亿，考虑到到期 9287 亿后，5 月政府债或净融资约 5400 亿元，较 4 月增加约 1100 亿元，但仍远低于近年同期平均水平。

财政收入方面，考虑五一期间文旅消费热情释放，我们预计一般公共预算收入的增速有所修复，相对于 2021 年同期增长 8.5% 左右；此外，4 月房企在热点城市的拿地热情较高，这有可能提振市场信心，带动土地成交规模回升，我们预计 5 月政府性基金预算收入的进度将有所提速，则 5 月广义财政收入约 2.41 万亿。**财政支出方面**，我们预计 5 月一般公共预算支出仍然保持较高强度；而 4 月新增专项债发行量较去年同期大幅减少，对于政府性基金支出的支撑作用或将减弱，我们预计 5 月广义财政支出或达到 2.63 万亿。**综合来看**，我们预计 5 月广义财政赤字约 2200 亿元。但考虑到今年 5 月国债到期规模增加，且新增专项债发行规模回落导致政府债净供给规模较小，5 月政府存款或环比上升 1700 亿左右，增幅处于近年同期偏低水平，对流动性的拖累有所减弱。

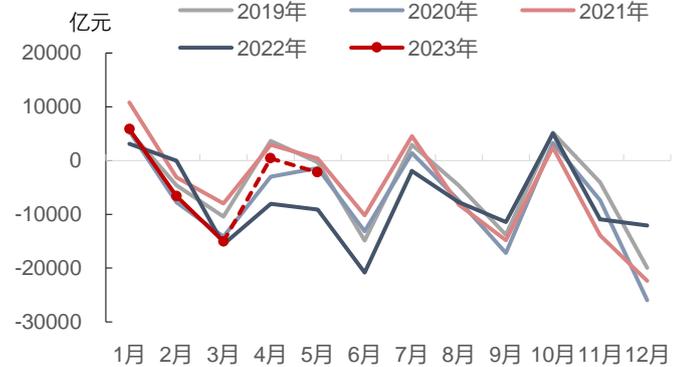
信贷方面，4月7日，央行2023年一季度例会提出“保持信贷合理增长”的同时，还强调要保持“节奏平稳”；4月28日政治局会议虽然指出了当前国内需求仍然不足，强调恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，但在具体措施上仍然更多强调激励市场主体而非替代市场主体进行支出，我们预计政策强刺激的概率相对有限，二季度信贷投放规模的节奏或回归常态，我们预计5月新增人民币信贷1.6万亿左右，与近年同期均值相当；扣除非银存款、境外存款、政府存款等因素影响后，对应2023年5月缴准基数环比上升约2.08万亿，而按照7.6%的法定准备金率计算，5月法定准备金将增加1600亿元左右，对流动性产生一定负面影响。

图 20: 近年 5 月政府债发行与到期情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 预计 5 月广义财政收支差额季节性回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公开市场方面，尽管历史上 5 月逆回购一般以净投放为主，但考虑 4 月份逆回购余额仍然高于往年同期水平，隔夜利率均值也相对较低，我们预计 5 月逆回购仍将延续净回笼态势，5 月末逆回购余额或降至 6000 亿左右，则预计全月净回笼逆回购约 1300 亿；5 月有 1000 亿 MLF 到期，考虑 5 月中长期流动性缺口不大，我们预计央行或等额续作 MLF，此外 5 月结构性工具投放规模通常较低，我们预计 5 月央行对其他存款性公司债权或将减少 1100 亿元左右。综合来看，5 月超储率或较 4 月小幅回落 0.1pct 至 1.5% 左右，仍高于往年同期均值。

图 22: 若 5 月央行逆回购净回笼 1300 亿元、MLF 等额续作，超储率或回落至 1.5% 左右 (单位: 亿元)

时间	负债端					资产端					其他	超储率估计值
	(-)		(+)			(+)						
	货币发行	其他存款性公司存款	政府存款	外汇	对其他存款性公司债权							
环比变化值估计值	MO与库存现金	法定准备金	政府存款	外汇占款	再贷款再贴现	逆回购净投放	MLF净投放	央行政策操作汇总	降准			
2021年11月	1294	1403	-4273	354				-3145		1406	1.1%	
2021年12月	3569	2040	-10032	258				-1283	12000	5395	2.0%	
2022年1月	15712	2744	6850	333				6055		-2078	1.1%	
2022年2月	-7694	538	4878	62				2938		4498	1.5%	
2022年3月	-3445	5455	-12657	232				-8290		3624	1.7%	
2022年4月	119	-626	1327	-176				-9188	5300	1759	1.6%	
2022年5月	-146	1981	3084	-90				-679		986	1.4%	
2022年6月	519	4361	-666	-41				7324		1125	1.5%	
2022年7月	284	-1077	4375	-8				-7170		1771	1.1%	
2022年8月	783	1603	-3076	-22				-1945		-555	1.1%	
2022年9月	1755	2605	-3310	-31				11121		1413	1.5%	
2022年10月	-476	-1121	9771	10				249		1434	1.2%	
2022年11月	1260	1904	-1146	636				-29		-200	1.2%	
2022年12月	5177	1948	-11090	939				14102	5000	-2626	2.0%	
2023年1月	12661	3990	6464	1537				5035		-6086	1.1%	
2023年2月	-8813	2320	3564	-67				-4777		4172	1.2%	
2023年3月	-2003	4846	-9982	1712				3238	5500	-109	1.8%	
2023年4月-E	-1200	-616	4483	500	2718	-4340	200	-2422			1.6%	
2023年5月-E	-2300	1584	1733	-50	185	-1300	0	-1115			1.5%	

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

由于央行回归传统的政策框架，在超储率维持偏高的状态下，我们预计 5 月资金面整体仍将延续宽松基调，DR007 均值将仍在 2% 左右，隔夜利率均值仍然相对偏低，但相较于 4 月可能边际收敛。考虑非银机构杠杆率仍然偏高，资金面在税期、跨月等一些重要时间节点可能波动仍存，很难出现类似于 21Q2-22Q2 那样的稳定宽松

状态，央行目前仍然掌握着调控资金面的主动权。

图 23：2023 年 5 月资金日历

周一	周二	周三	周四	周五
1 休	2 休	3 休	4 183亿地方债到期	5 缴准日 91D、182D国债发行
8 400亿国债到期 91D、182D国债缴款	9 67亿地方债到期	10 6亿地方债到期 5Y、28D、63D、3Y国债发行 150亿国债到期	11 401亿国债到期 5Y、28D、63D、3Y国债缴款	12 3Y、91D国债发行
15 缴准日 179亿地方债到期 1000亿国债到期 3Y、91D国债缴款	16 27亿地方债到期	17 58亿地方债到期 2Y、7Y国债发行	18 缴税截止日 333亿地方债到期 2Y、7Y国债缴款	19 银行走款日 8亿地方债到期 30Y、91D国债发行
22 LPR报价日 银行走款日 421亿地方债到期 3135亿国债到期 30Y、91D国债缴款	23 900亿国债到期 102亿地方债到期	24 1Y、10Y国债发行 61亿地方债到期	25 缴准日 61亿地方债到期 1Y、10Y国债缴款	26 3亿地方债到期 91D国债发行
29 财政集中支出 800亿国债到期 557亿地方债到期 91D国债缴款	30 财政集中支出 87亿地方债到期	31 财政集中支出 348亿地方债到期		

资料来源：万得，财政部，信达证券研发中心

风险因素

财政投放力度不及预期、货币政策不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。