宏观研究

10 月流动性观察

宏观专题报告 2020 年 10 月 26 日

报告摘要：

- **9月超储率大约在1.5%-1.6%之间**

  总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算9月我国总准备金率大约11.1%左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露5月份之后大约为9.4%（加权），因此9月我国超储率大约在1.5%-1.6%之间，相较8月有所改善，流动性偏紧的问题有所缓解。

- **四季度结构性存款仍需压降2.5万亿元**

  根据监管要求，银行体系内结构性存款要在2020年9月30日前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二。5个月以来结构性存款被压降了3万亿元左右，据此测算，预计四季度结构性存款仍要压降2.5万亿元。未来几个月银行体系内存款可能继续存在分流现象，中小银行可能继续面临存款荒问题。

- **易行长金融街论坛讲话释放了四点信号**

  一、 货币政策应更多考虑与潜在产出相匹配；
  二、 四季度银行将为实体让利 4000 亿元左右；
  三、 要保持正常的、向上倾斜的债券收益率曲线；
  四、 随着名义 GDP 增速逐渐恢复，明年宏观杠杆率将会更稳一些；

- **风险提示：**

  经济恢复不及预期、实体去杠杆超预期、财政支出不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮
执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺
执业证号： S0100119110016
电话： 010-85127665
邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

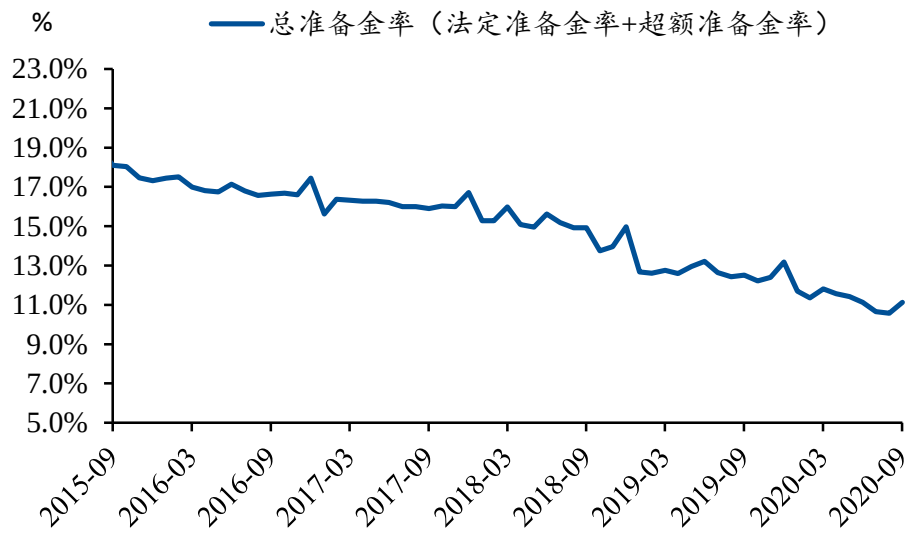
目录

一、9 月以来超储率有所回升 3
二、央行压降结构性存款，同业存单利率上升 4
三、易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号？ 6
风险提示 9

一、9 月以来超储率有所回升

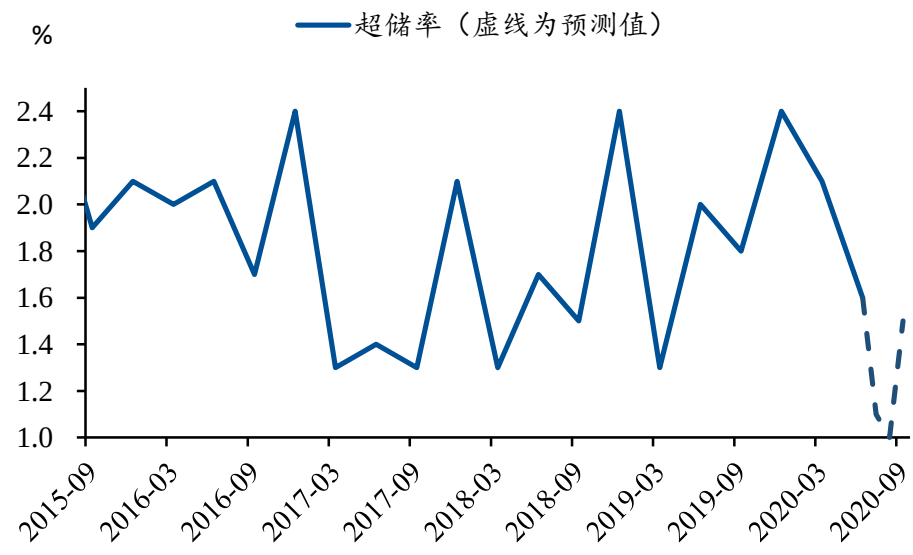
9 月超储率大约在 1.5%-1.6%之间。总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算 9 月我国总准备金率大约 11.1%左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露 5 月份之后大约为 9.4%（加权），因此 9 月我国超储率大约在 1.5%-1.6%之间，相较 8 月有所改善，流动性偏紧的问题有所缓解。

图 1：9 月总准备金率有所改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：9 月超储率有所回升

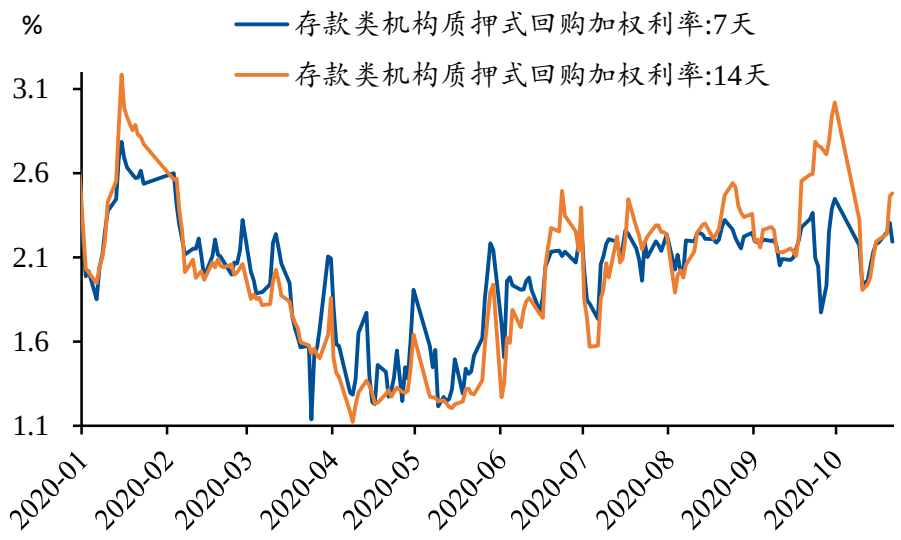


资料来源：Wind，民生证券研究院

10 月超储率预计与 9 月持平。根据计算，截至 10 月 23 日，央行累计净投放 MLF 3000 亿元。由于 10 月政府债券净融资规模依然保持高位，且 10 月财政存款余额通常会冲高，叠加 10 月是传统缴税大月，因此在央行开展 3000 亿元 MLF 后银行体系仍缺长钱。短钱

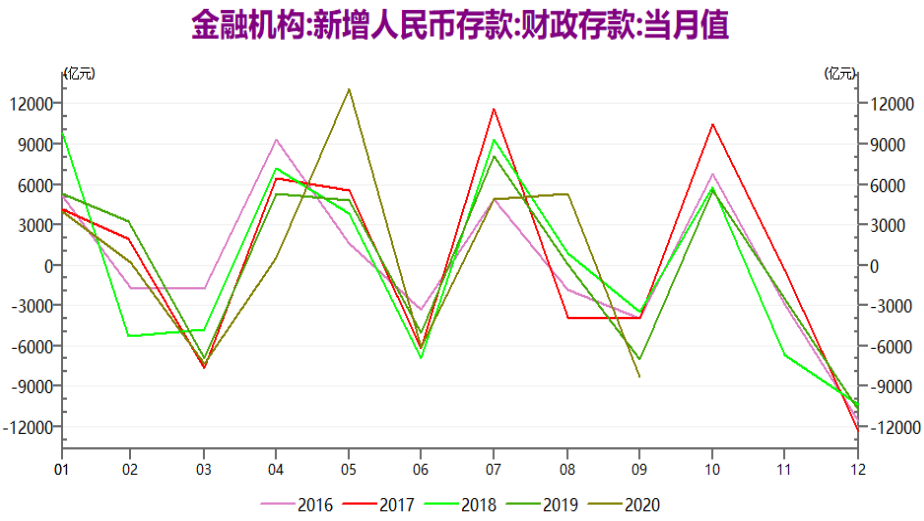
方面，10 月 DR007 围绕 2.2%政策利率中枢上下波动，资金面维持合理充裕水平。未来来看，根据往年经验 11 月下旬以后财政支出才会发力，在此之前预计央行会通过开展公开市场操作来调节银行间流动性。

图 3：DR007 围绕政策利率上下波动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：财政存款通常季初冲高吸收流动性，季末回落释放流动性

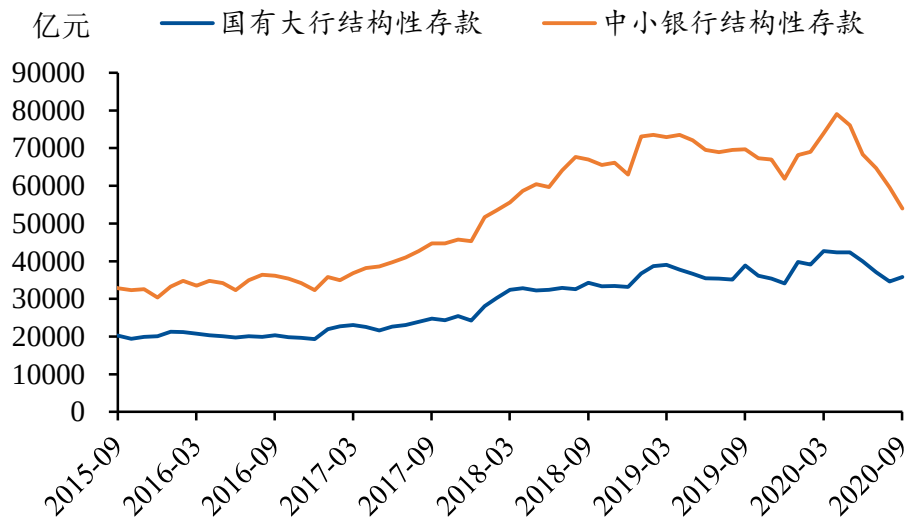


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、央行压降结构性存款，同业存单利率上升

四季度结构性存款仍需压降 2.5 万亿元。根据监管要求，银行体系内结构性存款要在 2020 年 9 月 30 日前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二。5 个月以来结构性存款被压降了 3 万亿元左右，据此测算，预计四季度结构性存款仍要压降 2.5 万亿元。未来几个月银行体系内存款可能继续存在分流现象，中小银行可能继续面临存款荒问题。

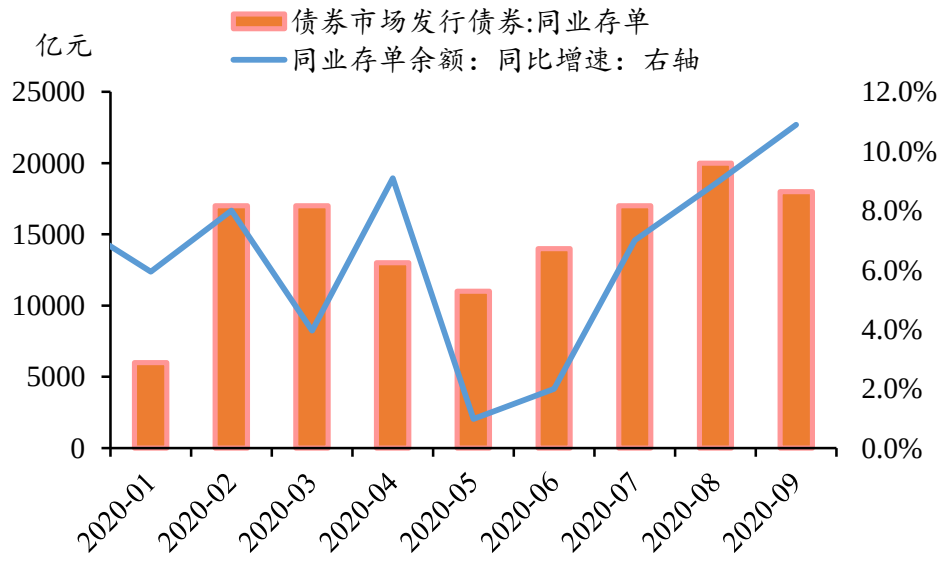
图 5：5 月以来结构性存款累计压降了 3 万亿元左右



资料来源：Wind，民生证券研究院

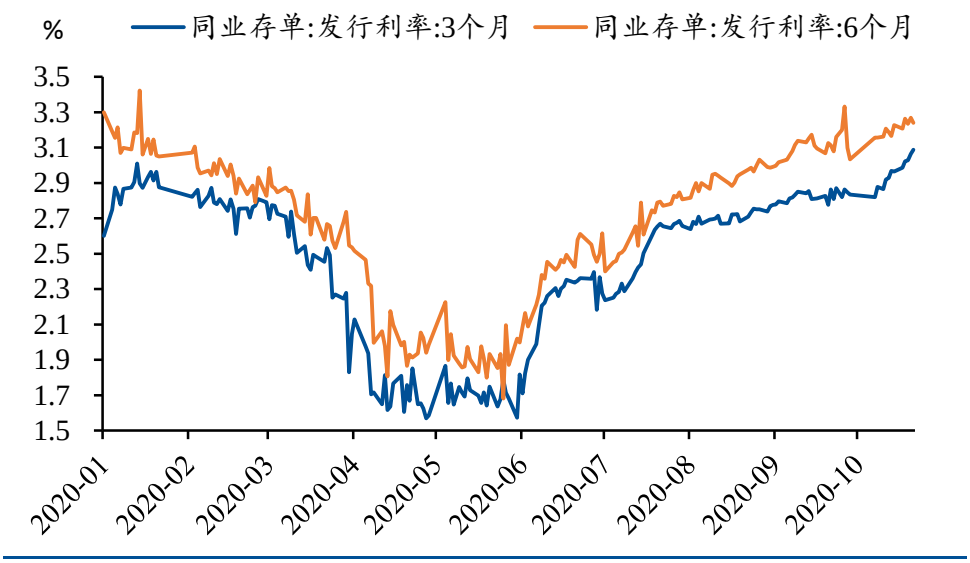
存款荒背景下中小银行更依赖同业存单补充资金。由于打压结构性存款造成中小银行面临存款荒问题，6 月以来银行同业存单发行明显加速，当前同业存单发行利率已恢复至往年同期正常水平，由于同业存单与利率债在银行配置方面存在一定替代效应，因此同业存单发行利率走高对利率债产生一定利空影响。未来来看，在结构性存款仍将被压降的情况下，同业存单高发行趋势难以改变，同业存单发行利率或继续维持高位。

图 6：6 月以来同业存单发行加速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：6 月以来同业存单发行利率不断走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

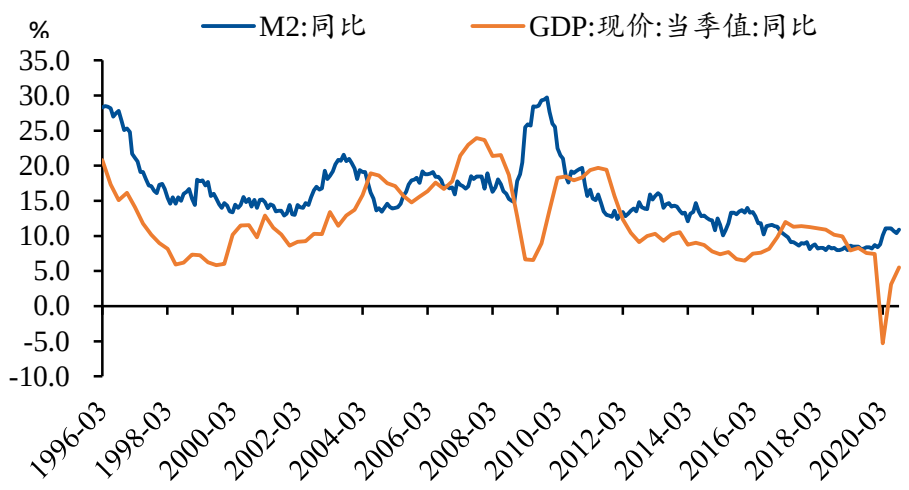
三、易行长金融街论坛讲话释放了哪些信号？

信号一、货币政策应更多考虑与潜在产出相匹配。易纲表示：“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。”在此之前易行长已经多次表达过货币政策要与潜在产出匹配的观点，可以看出央行对潜在产出的关注度在提高。

潜在产出对货币政策影响在提升。以往央行货币政策主要关注四个目标：经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡。当前来看，物价方面，未来一段时间 CPI 和 PPI 都将处于低位；汇率方面，近几个月以来人民币呈现稳中有升的态势；就业方面，1-9 月新增城镇就业 898 万人，预计全年新增 1100 万人，超额完成政府工作报告目标。因此，未来一段时间通胀、汇率和就业对货币政策均不构成制约，经济增长特别是潜在产出对货币政策影响可能更大一些。

随着经济恢复至潜在产出水平，宽松政策将退出。参考历史经验，2000 年以来我国货币政策与名义 GDP 增速大幅偏离的时候只有两次，第一次是 2009 年，为了应对全球金融危机，我国推出四万亿刺激政策，M2 增速明显高于名义 GDP 增速，但在经济增速逐渐恢复后，货币宽松及时推出。第二次是今年，为了应对新冠疫情造成的经济增速大幅下滑，货币政策有所放松，M2 增速重回两位数。根据我们测算，四季度实际 GDP 增速有望恢复至潜在产出 6%左右，货币宽松的目的已然达到，预计未来宽松政策将退出，四季度将迎来社融拐点。

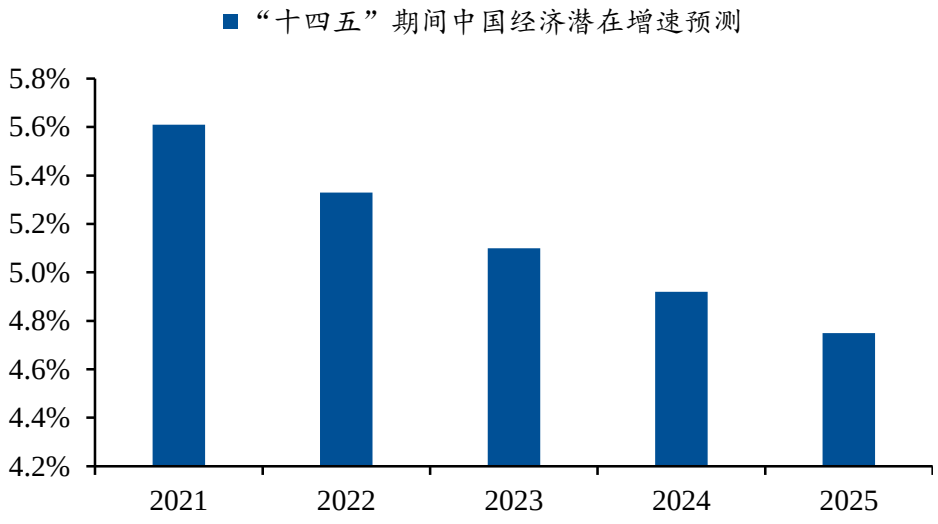
图 8：M2 增速要与名义 GDP 增速相匹配



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年 M2 合理增速或在 8%-9%的区间。根据对外经济贸易大学的刘哲希教授和中国人民大学的陈彦斌教授预测：“十四五”期间中国经济年均潜在增速在 5.1%左右，其中 2021 年潜在增速 5.6%左右，因此明年名义 GDP 增速或在 8%-9%的区间，因此明年央行货币供应量增速或设定在 8%-9%的范围内。

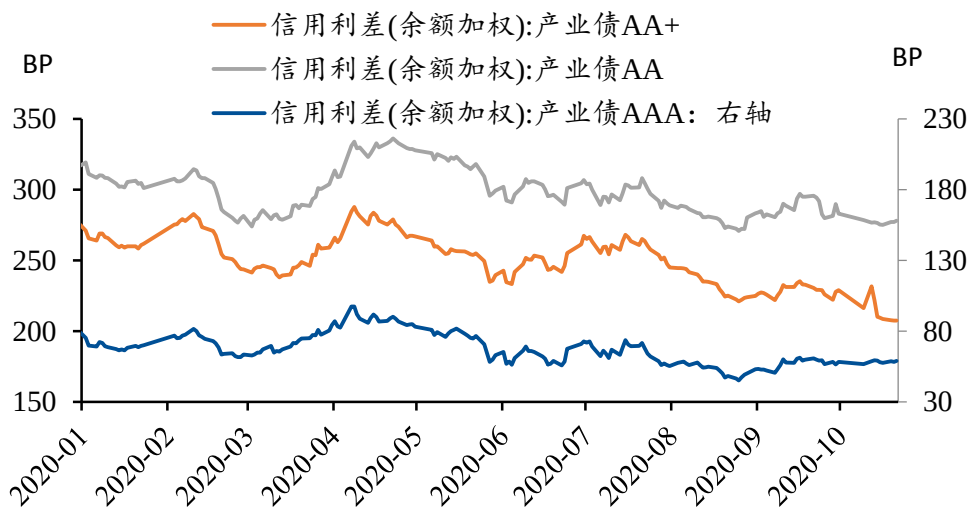
图 9：随着潜在产出增速下行，未来货币信贷增速也将下行



资料来源：REFORM，民生证券研究院

信号二，四季度银行将为实体让利 4000 亿元左右。易行长在论坛指出：“据估算，截至 9 月末，（银行）已实现让利超过 1.1 万亿元。预计随着各项政策措施效果进一步体现，全年可实现让利 1.5 万亿元目标。”据此可以看出，四季度银行将继续为实体让利 4000 亿元左右。由于今年以来的银行让利大部分是通过贷款利率下行来实现，因此四季度如欲满足让利 4000 亿，则贷款利率需继续保持当前低位，这在一定程度上打消了市场关于四季度央行会加息的担忧。

图 10：今年疫情以来信用利差有所收窄，企业降成本取得一定效果



资料来源：wind，民生证券研究院

信号三，易行长首提保持向上倾斜的收益率曲线。易行长指出：“要尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励，总体上有利于经济社会的可持续发展。”这可能是针对之前美国国债收益曲线倒挂而提出的，由于担忧未来经济衰退，过去几年美国国债收益曲线多次出现倒挂现象，短端利率高于长端利率。对我国而言，国债收益曲线处于正常范围，并未出现倒挂现象。但央行此番表态意味着未来货币政策可能会和财政政策更加协同，充分考虑期限匹配的问题，并在公开市场操作中更加注重不同期限的投放。

图 11：保持正常收益率曲线，避免收益率期限倒挂

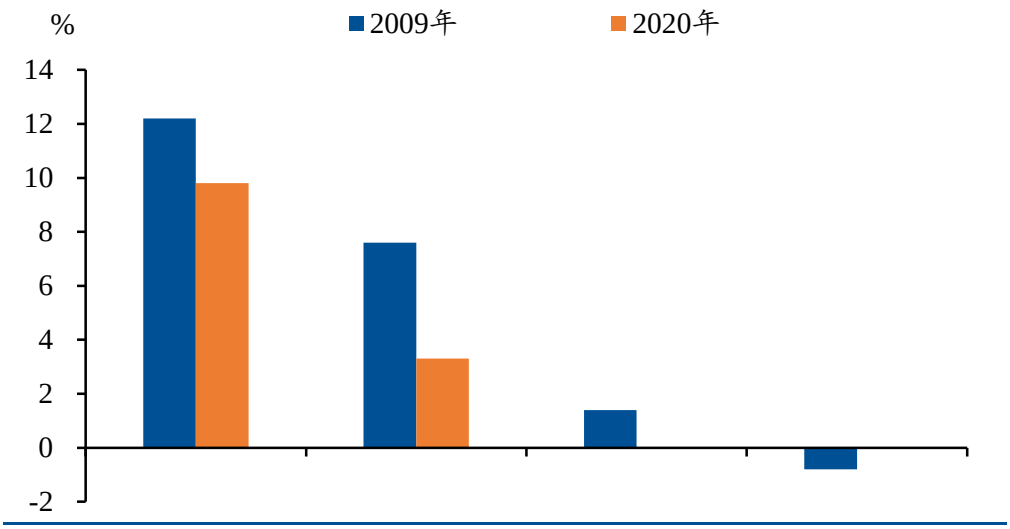


资料来源：wind，民生证券研究院

信号四，明年宏观杠杆率将会更稳一些。易行长指出：“在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。”参

考 09 年“四万亿”政策，为了应对全球金融危机，中国果断出台宽松政策，在经济增速逐渐修复至潜在产出后，宽松政策逐步退出。可以看出，2009 年宏观杠杆率呈现先大幅上升、后小幅下降乃至稳定的状态。预计今年货币和信用环境与 09 年类似，宏观杠杆率也呈现先上升后稳定的趋势。预计明年宏观杠杆率趋于稳定，一方面是信贷社融增速将边际收紧，降低分子的增速；另一方面是名义 GDP 增速上升，通过做大分母来实现稳杠杆。

图 12：09 年宏观杠杆率先大幅上升后小幅下降



资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

经济恢复不及预期、实体去杠杆超预期、财政支出不及预期等。

插图目录

图 1：9 月总准备金率有所改善 3
图 2：9 月超储率有所回升 3
图 3：DR007 围绕政策利率上下波动 4
图 4：财政存款通常季初冲高吸收流动性，季末回落释放流动性 4
图 5：5 月以来结构性存款累计压降了 3 万亿元左右 5
图 6：6 月以来同业存单发行加速 5
图 7：6 月以来同业存单发行利率不断走高 6
图 8：M2 增速要与名义 GDP 增速相匹配 7
图 9：随着潜在产出增速下行，未来货币信贷增速也将下行 7
图 10：今年疫情以来信用利差有所收窄，企业降成本取得一定效果 8
图 11：保持正常收益率曲线，避免收益率期限倒挂 8
图 12：09 年宏观杠杆率先大幅上升后小幅下降 9

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。