宏观研究

连续开展 14 天逆回购的起因和影响

宏观专题报告 | 2020 年 09 月 28 日

报告摘要：

- **近期央行大规模开展14天逆回购，资金较为宽松**

  8月超储率大约在1.0%-1.1%左右，处于历史较低位置。9月下半月以来，央行多次开展14天逆回购操作，截至9月25日累计投放了5600亿元。与往年对比，今年9月下半月央行通过14天逆回购投放的数量和频率明显较高。反映银行间流动性的DR001和DR007中枢值均有所下降，资金面较为宽松。需关注节后央行如何对冲到期流动性。

- **M2和社融增速剪刀差是国债利率领先指标，预计四季度二者剪刀差收窄**

  M2反映银行体系资金供给，社融反映实体经济资金需求，二者增速剪刀差与利率走势方向一致。四季度来看，随着国债发行缩量，且房地产融资有所收紧，社融增速将回落至13%以下，全年净增32万亿元左右。另一方面，随着金融去杠杆边际弱化，非银贷款继续压缩空间有限，且四季度财政开支力度有望上升，M2增速继续大幅回落的可能性有限。

- **欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响**

  9 月以来，可以看到欧美疫情有反弹趋势，欧洲日均新增确诊病例从 2 万例反弹至 6 万例，美国从 3 万例反弹至 5 万例。根据医学专家预测，随着气候转凉秋冬季北半球可能迎来第二波疫情，欧美有再度封锁经济的可能，这会对全球经济复苏进程造成冲击。

- **风险提示：**

  欧美疫情二次爆发、金融去杠杆深化、疫苗提前问世等。

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

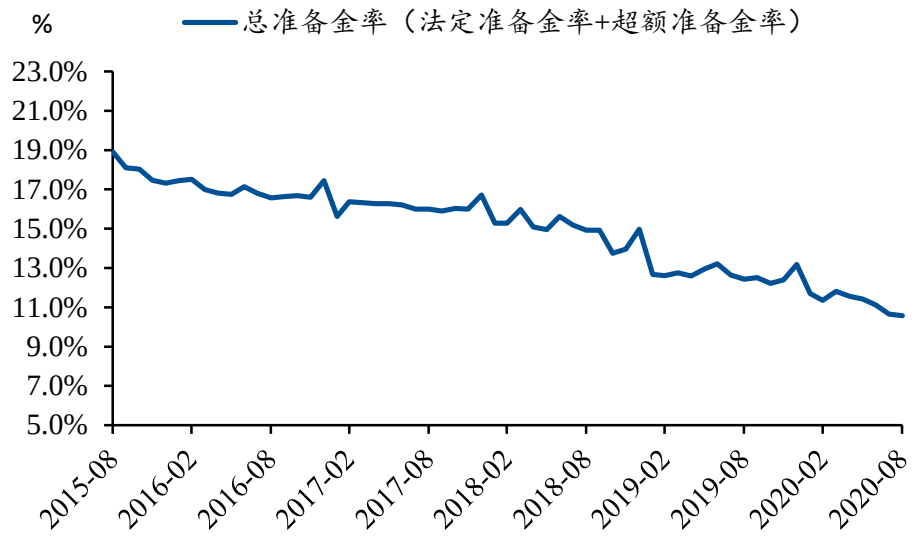
一、近期央行大规模开展 14 天逆回购，资金较为宽松 3
（一）8 月超储率处于低位，9 月大规模净投放很有必要 3
（二）9 月底超储率有所回升，需关注节后央行操作 4
二、预计四季度 M2 和社融增速剪刀差收窄 6
（一）M2 与社融增速差是利率债领先指标 6
（二）社融增速拐点即将到来 7
（三）四季度 M2 增速回落空间有限 7
（四）四季度 M2 和社融增速差有望收窄 8
三、欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响 9
（一）秋冬季北半球疫情可能迎来第二波，欧美或再度封锁经济 9
（二）国债纳入 WGBI，将迎来被动资金配置 10
风险提示 10

一、近期央行大规模开展 14 天逆回购，资金较为宽松

（一）8 月超储率处于低位，9 月大规模净投放很有必要

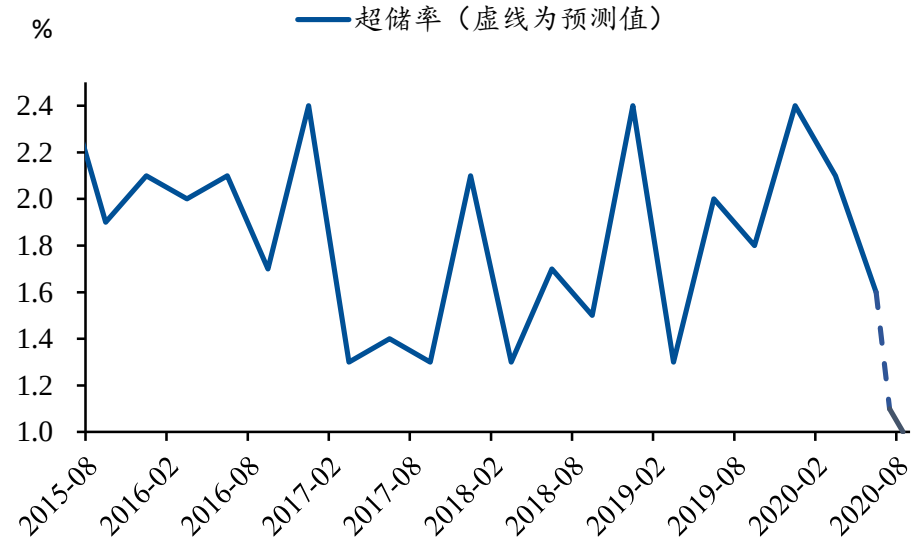
8 月超储率大约在 1.0%-1.1%之间。总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算 8 月我国总准备金率大约 10.5%左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露 5 月份之后大约为 9.4%（加权），因此 8 月我国超储率大约在 1.0%-1.1%之间，处于近几年较低位置。同时也可以看到 8 月货币乘数上升至 7.17，创历史新高，证明超储率明显被压低。过低的超储率会使金融机构面临流动性偏紧的问题，对信贷投放产生制约，在跨季背景下央行有必要使超储率维持在合理水平，因此需要加大基础货币投放力度。

图 1：近几年来我国总准备金率持续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

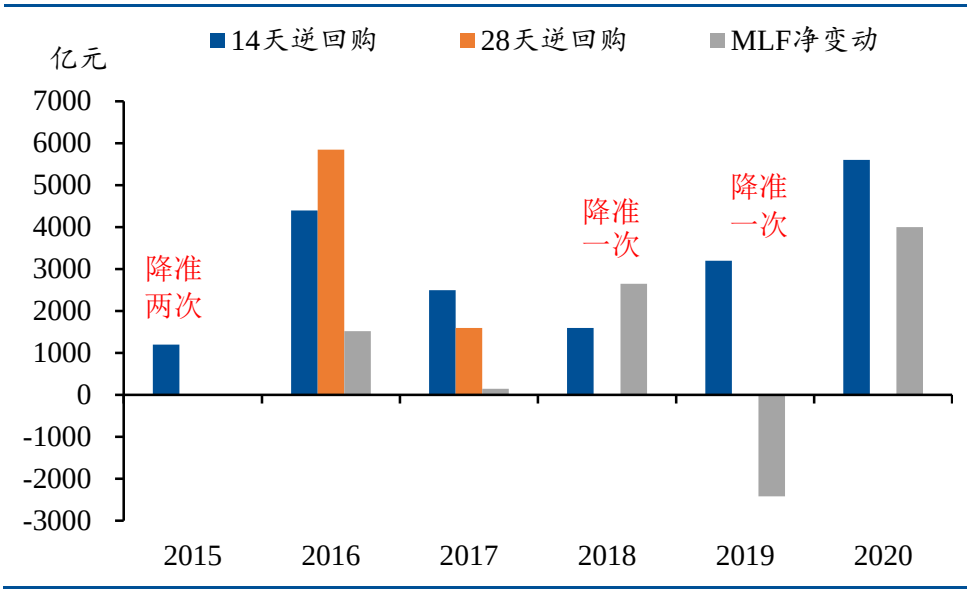
图 2：8 月超储率处于近几年低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

近期央行大规模开展 14 天逆回购，资金较为宽松。9 月下半月以来，央行多次开展 14 天逆回购操作，截至 9 月 25 日累计投放了 5600 亿元。与往年对比，今年 9 月下半月央行通过 14 天逆回购投放的数量和频率明显较高。由于 9 月底银行面临跨季考核压力，同时面临国庆节跨节资金需求，流动性要求较高，在这种背景下央行开展 14 天逆回购本质上是想烫平资金波动，但为什么今年 9 月下半月投放量较往年均值明显偏高呢？

图 3：9 月下半月以来央行公开市场投放量创近几年新高



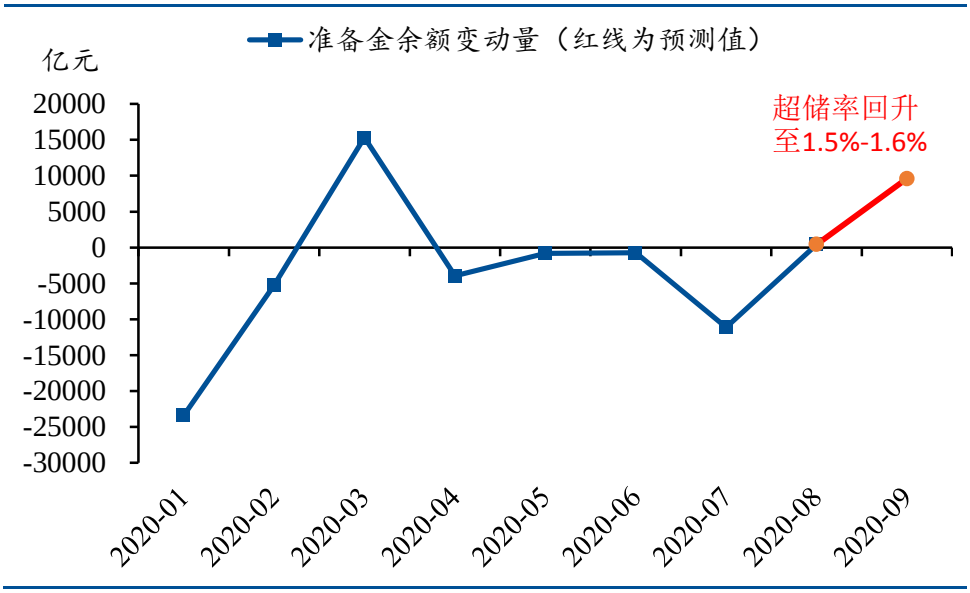
资料来源：Wind，民生证券研究院

9 月是一个关键时间窗口，货币政策操作往往较多。观察发现，2015 年、2018 年、2019 年虽然央行公开市场投放量较小，但 9 月前后（8 月-10 月）都有降准行为，降准释放了大量流动性，在这种背景下没必要开展大规模逆回购操作。而 2016 年 9 月前后央行并无降准操作，跨季导致当年 9 月下旬流动性偏紧，因此央行累计开展了 4400 亿 14 天逆回购操作和 5850 亿逆回购操作。而 2017 年央行之所以既没有降准也没有在公开市场大量投放流动性，主要是因为那一时期我国处于金融去杠杆阶段，央行有意抬高利率中枢以倒逼金融机构去杠杆，十年期国债也一度接近 4%关口。综合来看，今年的情况更类似 2016 年，在没有降准的情况下，央行通过公开市场操场来为银行间市场补充流动性。

（二）9 月底超储率有所回升，需关注节后央行操作

9 月超储率预计回升至 1.5%-1.6%之间。根据计算，截至 9 月 25 日，央行累计投放 14 天逆回购 5600 亿元，MLF 净投放 4000 亿元。根据高频数据显示，9 月利率债净融资 9500 亿元左右，但由于 9 月财政开支较大，可以形成一定对冲。综合来看，9 月基础货币预计多增 9000 多亿元，带动超储率回升至 1.5%-1.6%之间，流动性偏紧问题有所改善。

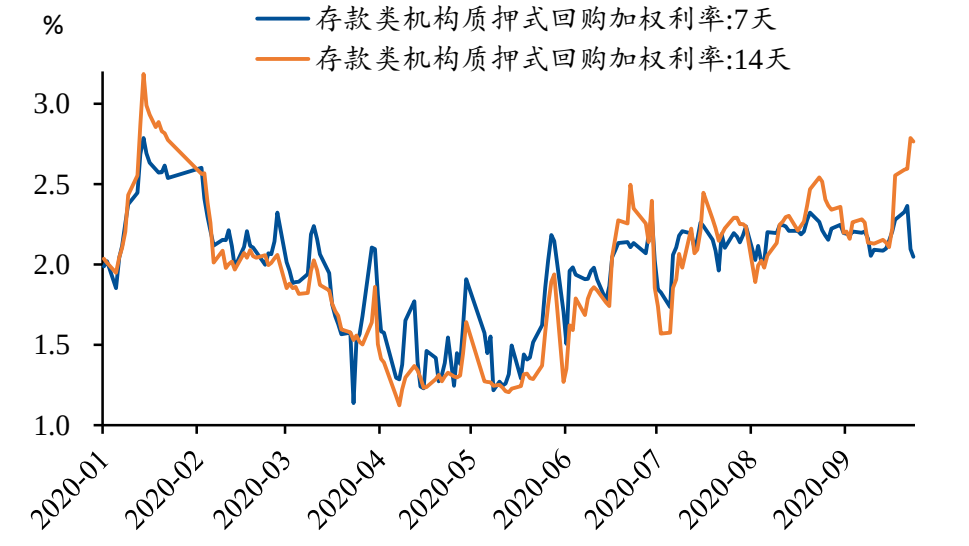
图 4：9 月份超储率预计回升至 1.5%-1.6%



资料来源：Wind，民生证券研究院

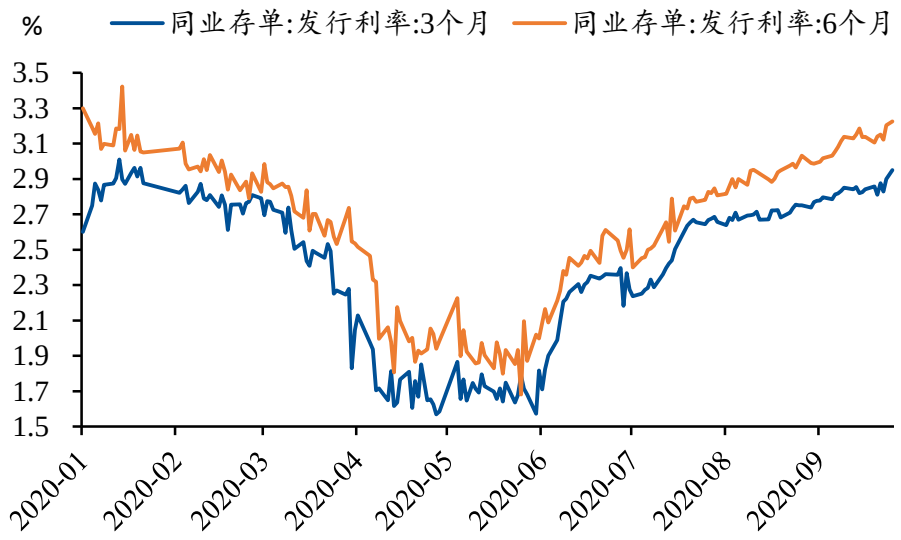
需关注节后央行如何对冲到期流动性。随着央行通过开展公开市场操作大量投放基础货币，超储率回升，银行间市场流动性有所改善，DR001 和 DR007 均有所下行。但截至 9 月 25 日，无论是跨季资金利率 DR014 还是反映中期资金利率的同业存单发行利率仍处于较高水平，这也是近几日债市涨幅有限的原因。未来来看，节后央行如何续接 14 天逆回购值得关注。

图 5：DR007 回落至政策利率以下，但 DR014 仍处于较高位置



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：同业存单发行利率处于较高位置



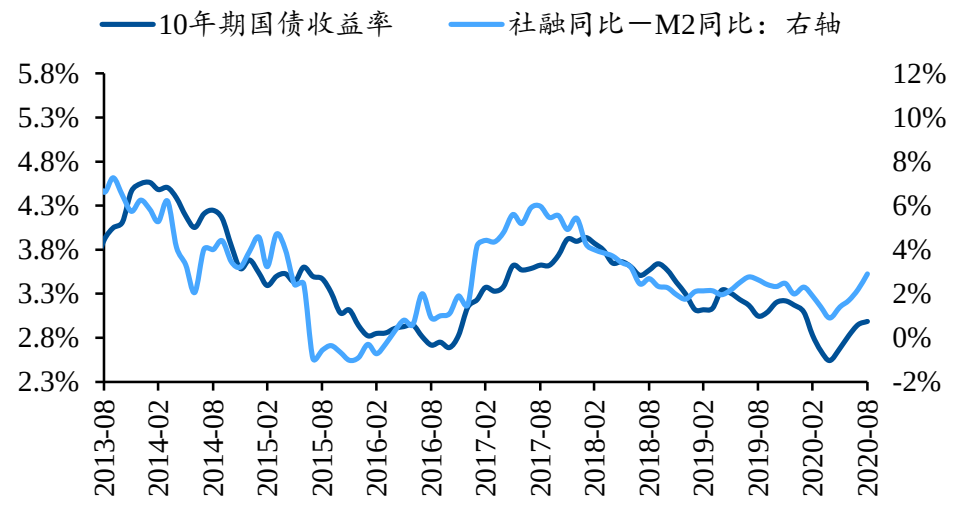
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、预计四季度 M2 和社融增速剪刀差收窄

（一）M2 与社融增速差是利率债领先指标

社融反映资金需求，M2 反映资金供给。社融主要反映实体经济融资需求，当实体融资需求旺盛时，社融增速走高；M2 反映存款类机构资金供给，M2 增速是金融市场流动性充裕与否的体现之一。二者的增速差与国债利率走势的方向大体一致。因此要判断未来利率走势，不妨判断未来 M2 和社融增速差走势。

图 7：M2 与社融增速差是利率债领先指标

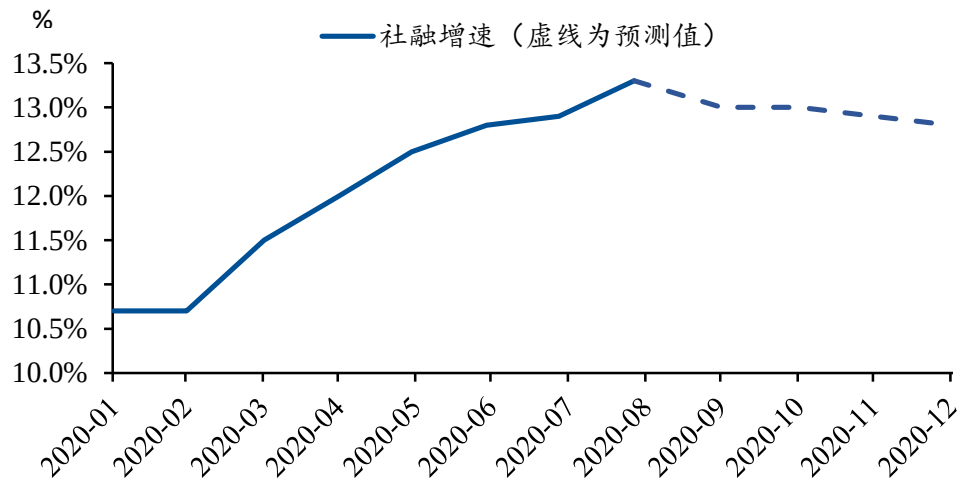


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）社融增速拐点即将到来

四季度新增政府债券预计明显回落，带动社融增速走低。今年 5 月以来利率债走了一波熊市。主要原因有两个，一个是货币政策边际收紧，另一个是利率债供给放量。从社融的角度来说，5 月以来尽管人民币贷款增速有所回落，但由于政府债券新增规模较多，5 月以来政府债券占社融比重达到 30%左右，拉高了社融增速。利率债高供给的原因在于特别国债和地方政府专项债发行较多所致。未来来看，随着特别国债发行完毕，地方政府专项债发行也接近尾声，预计未来利率债供给将逐渐回落。根据估算，截止今年 9 月底政府债券净融资大约 6.7 万亿元左右，占今年计划发行利率债总规模 8.51 万亿的 79%左右。未来三个月利率债剩余供给量大约 1.8 万亿元，月均 6000 亿元，明显少于 5 月-9 月均值 9500 亿元。贷款方面，按照易行长陆家嘴发言，今年全年新增贷款 20 万亿元左右，截至 8 月新增 14.4 万亿，由于 9 月是传统信贷大月，且受房地产融资收紧政策影响中长期贷款增速受限，照此估计，四季度新增贷款规模有限，贷款增速很难超预期。总体来看，由于四季度新增政府债券明显回落，叠加信贷增速难有大幅上升空间，社融增速也将迎来拐点。今年全年社融增速预计回落至 13%以下，相比去年多增 32 万亿元左右。

图 8：四季度社融增速预计回落至 13%以下

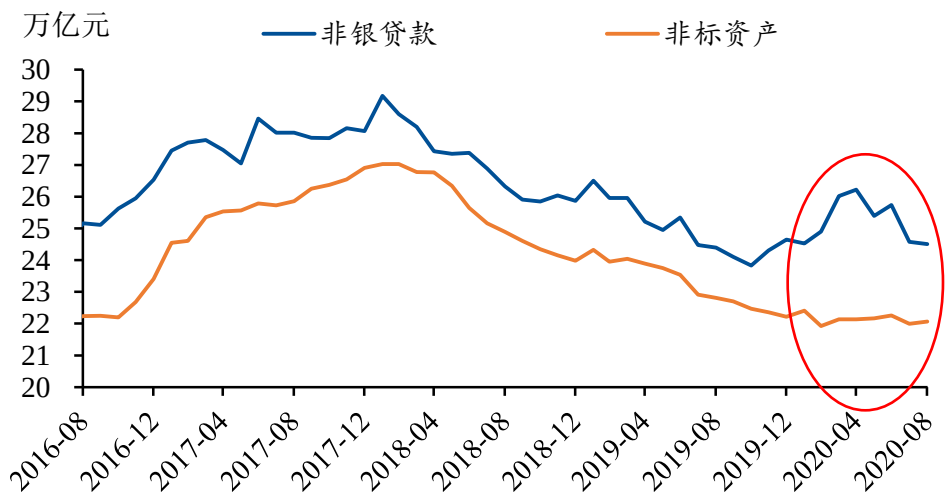


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）四季度 M2 增速回落空间有限

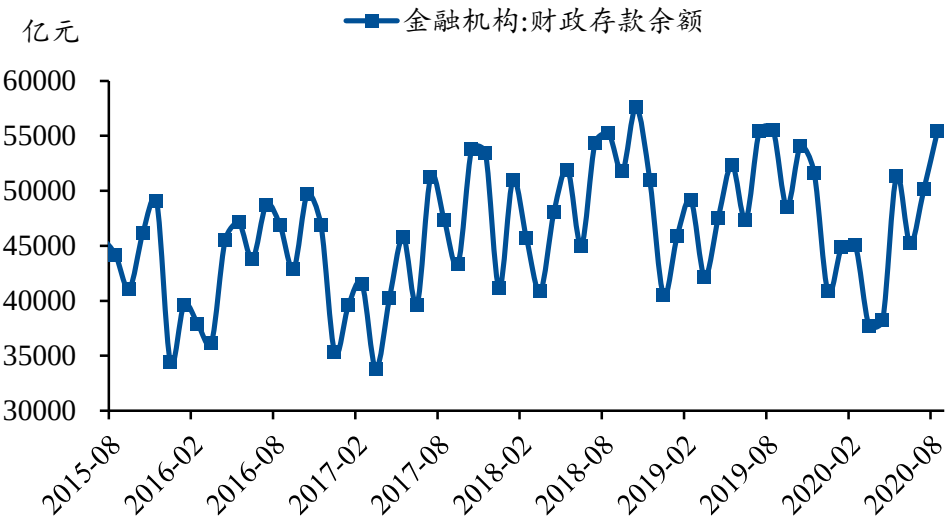
两大原因决定四季度 M2 增速回落空间有限。第一个原因是四季度非银贷款继续下压的空间有限，今年 2 月-4 月期间，由于流动性宽松，非银机构加杠杆买债券套利，此阶段非银贷款增长明显高于非标资产总量；今年 5 月-8 月期间，央行针对非银加杠杆的行为进行打击，资金面和同业存单发行利率被抬高，非银贷款有所去化，金融去杠杆取得明显成果。预计四季度金融去杠杆力度边际减弱，M2 增速下降的斜率有望降低。第二个原因三季度尽管发行了大量政府债券，但财政支出并未跟上，大量财政存款冗余在央行账户上。按往年经验，四季度财政开支力度有望走高，预计财政存款余额下降，银行间市场流动性得到改善。

图 9：今年疫情以来非银贷款和非标资产走势出现分化



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：财政存款余额通常三季度冲高，四季度回落



资料来源：wind，民生证券研究院

（四）四季度 M2 和社融增速差有望收窄

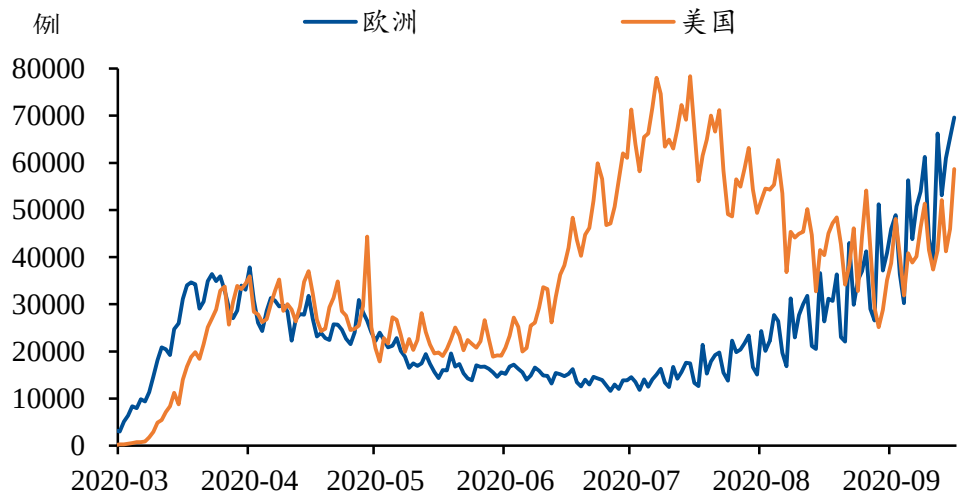
四季度 M2 和社融增速差有望收窄。综合来看，四季度受政府债券发行规模减小、房地产融资新政影响，社融增速有望回落至 13%下方。对于 M2 而言，由于金融去杠杆边际弱化，非银贷款继续压降空间有限，且四季度财政支出发力为银行体系注入流动性，M2 增速降幅可能会低于社融增速，二者剪刀差收窄。

三、欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响

（一）秋冬季北半球疫情可能迎来第二波，欧美或再度封锁经济

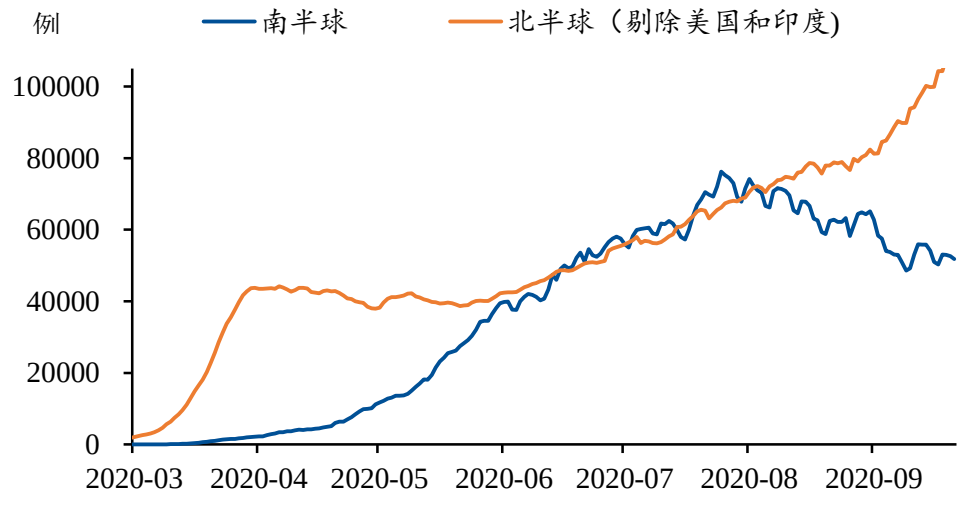
秋冬季北半球疫情可能二次爆发。根据张文宏和钟南山的预测，受气温转凉影响，今年秋冬季北半球疫情可能再度爆发。9 月以来，可以看到欧美疫情有反弹趋势，欧洲日均新增确诊病例从 2 万例反弹至 6 万例，美国从 3 万例反弹至 5 万例。从南北半球疫情数据对比来看（北半球剔除因制度问题导致抗疫不力的美国和印度），在 3 月-4 月期间，气候寒冷的北半球疫情比气候温暖的南半球严重；在 5-7 月期间，气候较热的北半球疫情比气候寒冷的南半球严重；但 8 月底以后，随着北半球进入秋季，南半球进入春季，北半球疫情又开始严重起来。因此可以预测，未来随着北半球气候逐渐变冷，北半球疫情不容乐观。

图 11：受气温转凉影响，欧美每日新增确诊病例再度反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：气温差异导致南北半球疫情走势截然不同



资料来源：wind，民生证券研究院

弱疫情持续恶化，欧美或二次封锁经济。根据医学专家预测，如果未来欧美疫情持续恶化，其势必会出台封锁政策。有如下两种场景，第一种场景是新增确诊病例持续上升，但并未导致医疗资源挤兑，这种场景下可能会出台一些限制性政策，比如关闭酒吧、电影院，限制餐饮、旅游等聚集性活动等，这种情况下会对消费造成冲击，加剧通缩问题。第二种场景是新增确诊病例大幅上升，并导致医疗资源挤兑，这种场景下欧美或再度封锁经济，届时大类资产势必出现较大调整。无论是哪种场景，作为避险资产的利率债都将迎来较大机会。

（二）国债纳入 WGBI，将迎来被动资金配置

中国国债将被纳入 WGBI。富时罗素公司 9 月 25 日北京时间清晨宣布，中国国债将于 2021 年 10 月份被纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI），纳入的生效日期将在 2021 年 3 月份最终确认。中国国债纳入后规模可达 6.4%，而目前跟踪 WGBI 的平均资产规模约为 2.5 万亿美元，因此纳入后或可带来总量近 1600 亿美元的资金流入。

风险提示

欧美疫情二次爆发、金融去杠杆深化、疫苗提前问世等。

插图目录

图 1：近几年来我国总准备金率持续下降 3
图 2：8 月超储率处于近几年低位 3
图 3：9 月下半月以来央行公开市场投放量创近几年新高 4
图 4：9 月份超储率预计回升至 1.5%-1.6% 5
图 5：DR007 回落至政策利率以下，但 DR014 仍处于较高位置 5
图 6：同业存单发行利率处于较高位置 6
图 7：M2 与社融增速差是利率债领先指标 6
图 8：四季度社融增速预计回落至 13%以下 7
图 9：今年疫情以来非银贷款和非标资产走势出现分化 8
图 10：财政存款余额通常三季度冲高，四季度回落 8
图 11：受气温转凉影响，欧美每日新增确诊病例再度反弹 9
图 12：气温差异导致南北半球疫情走势截然不同 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。