宏观研究

9月央行大规模净投放可期

——流动性系列专题报告

宏观专题报告 | 2020年8月24日

报告摘要：

9月是传统的信贷和存款大月，流动性需求较高，央行大规模净投放可以期待，对资产配置构成潜在的利好。

- **数据特征：7月超储率已降至历史低位。**央行官方披露，6月超储率为1.6%，比去年同期低0.4个百分点。我们采取两种测算方法交叉验证发现，7月超储率已降至1.1-1.2%，为历史次低，仅高于2011年6月（0.8%）。

- **测算方法：基于央行资产负债表的匡算。**超储率=总准备金率-法定准备金率。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。基础货币包括三部分，准备金仅为其中之一。准备金缴存范围与M2、各项存款余额均存在差异。

- **相关影响：9月央行大规模净投放可期。**预计8月超储率变动不大。9月是一个关键时点，若要超储率保持在1.1-1.2%，则央行需净投放约2600亿元基础货币；若要超储率持平于6月的1.6%，则央行需净投放约11000亿元基础货币或降准。无论怎样，央行加大投放力度是可以期待的，这对资产配置构成潜在的利好。

- **风险提示：**逆周期调节不及预期、流动性持续收紧等。

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

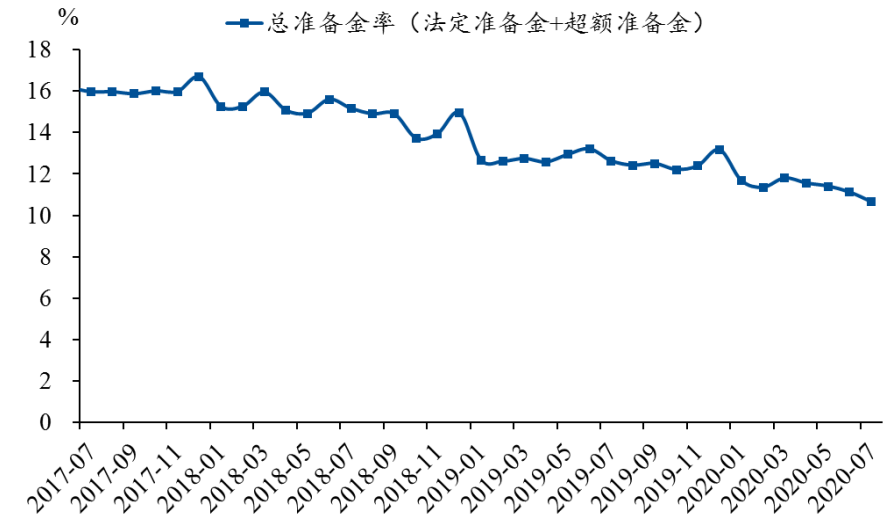
相关研究

1. 7 月超储率已降至历史低位

央行 2020Q2 货币政策执行报告披露，6 月末，金融机构超额准备金为 1.6%，比上年同期下降 0.4 个百分点。我们研究发现，7 月超储率进一步降至 1.1-1.2%，处于历史低位。

第一，7 月总准备金率（法定准备金和超额准备金率之和）约为 10.6%。现行存款准备金制度的基本框架可以追溯到 1998 年。当年 3 月，中国人民银行发布《关于改革存款准备金制度的通知》（银发[1998]118 号），将金融机构在央行的“缴来一般存款”和“备付金存款”两个账户合并，称为“准备金存款”账户，并对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核，改革后的制度延续至今。“准备金存款”账户的全部准备金，包括法定准备金和超额准备金，在央行资产负债表中反映。过去几年，金融机构总准备金率呈不断下降态势，2020 年 7 月末，总准备金率约为 10.6%，较上月下降 0.5 个百分点，较去年同期下降 2.0 个百分点（图 1）。

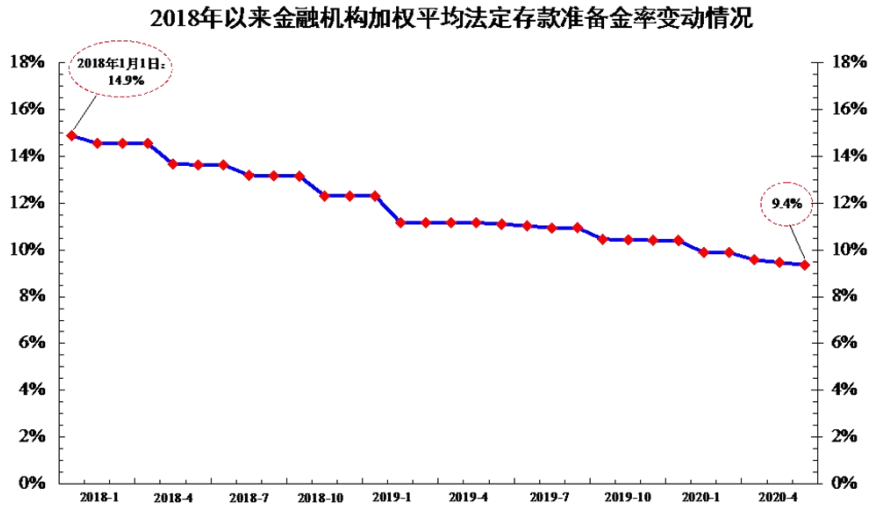
图 1：金融机构总准备金率呈不断下降态势



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

第二，当前加权平均法定存款准备金率约为 9.4%。2018 年以来，央行 10 次下调存款准备金率，共释放长期资金约 8 万亿元。其中，2018 年 4 次降准释放资金 3.65 万亿元，2019 年 3 次降准释放资金 2.7 万亿元，2020 年初至 5 月 3 次降准释放资金 1.75 万亿元。目前，基准情形下，大型银行、中型银行、小型银行的存款准备金率分别为 11.0%、9.0%和 6.0%。此外，符合条件的大、中型银行可享受普惠金融定向降准政策优惠，符合条件的小型银行可享受新增存款一定比例用于当地贷款考核政策的优惠。据央行官方披露，2020 年 5 月末，享受优惠政策后，金融机构加权平均法定准备金率为 9.4%（图 2）。此后至今央行未再降准，加权平均法定存款准备金率应基本不变。

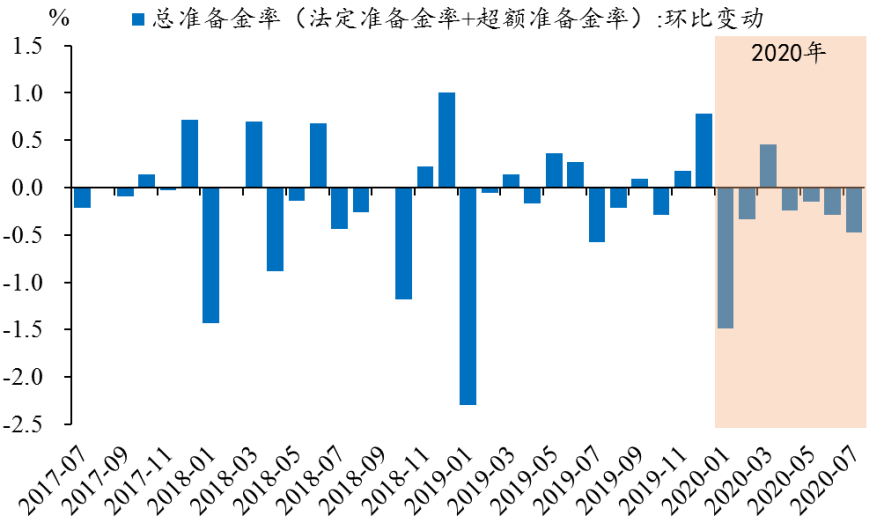
图 2：当前加权平均法定存款准备金率约为 9.4%



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

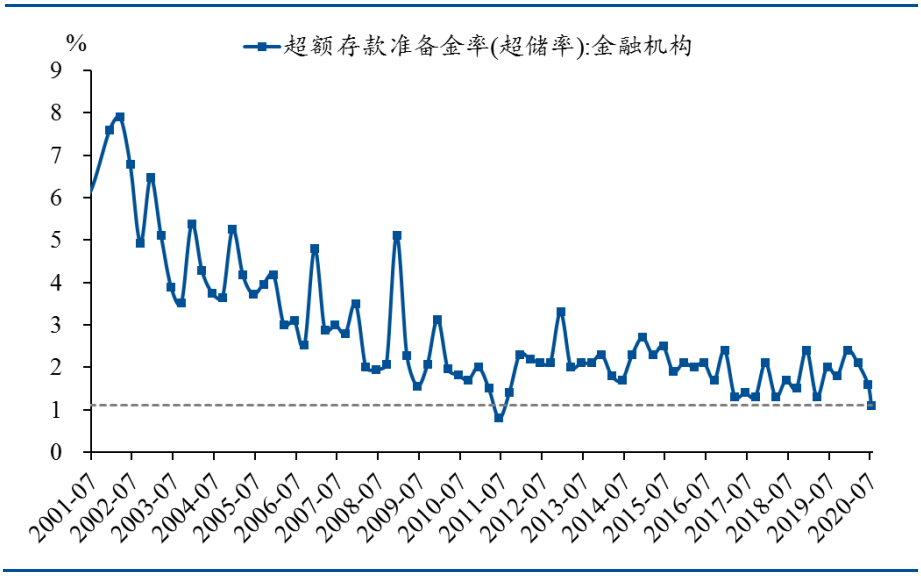
第三，采取两种测算方法交叉验证发现，7 月超储率已降至 1.1-1.2%，为历史次低。我们采用两种方法测算 7 月超储率，通过交叉验证力求得到准确可靠的结果。第一种算法，我们已知 7 月总准备金率环比下降了 0.5 个百分点（图 3），在法定准备金率保持不变的条件下，总准备金率的变动等于超额准备金率的变动，可知 7 月超储率环比下降 0.5 个百分点，结合央行官方披露的 6 月超储率为 1.6%，得到 7 月超储率约为 1.1%；第二种算法，我们已知 7 月总准备金率为 10.6%，当前加权平均法定准备金率为 9.4%，二者相减，得到 7 月超储率约为 1.2%。两种算法差异很小，可以认为，7 月超储率已降至 1.1-1.2%，为历史次低，仅高于 2011 年 6 月（0.8%）（图 4）。

图 3：今年前 7 个月中，有 6 个月总准备金率环比下降



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

图 4：7 月超储率已降至 1.1-1.2%，为历史次低



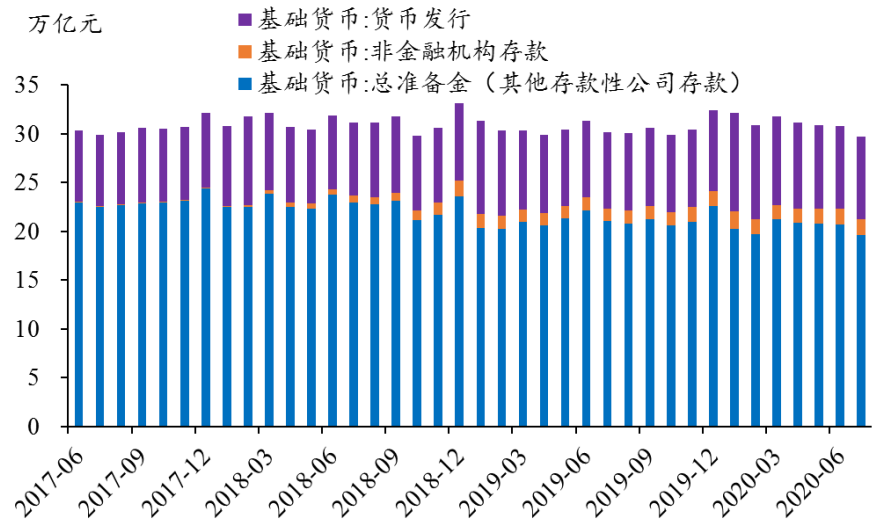
资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

2. 超储率测算的基础是央行资产负债表

超储率=总准备金率-法定准备金率。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。超储率测算的核心是得到总准备金率，这需要基于央行资产负债表和金融机构信贷收支表中的相关数据展开。

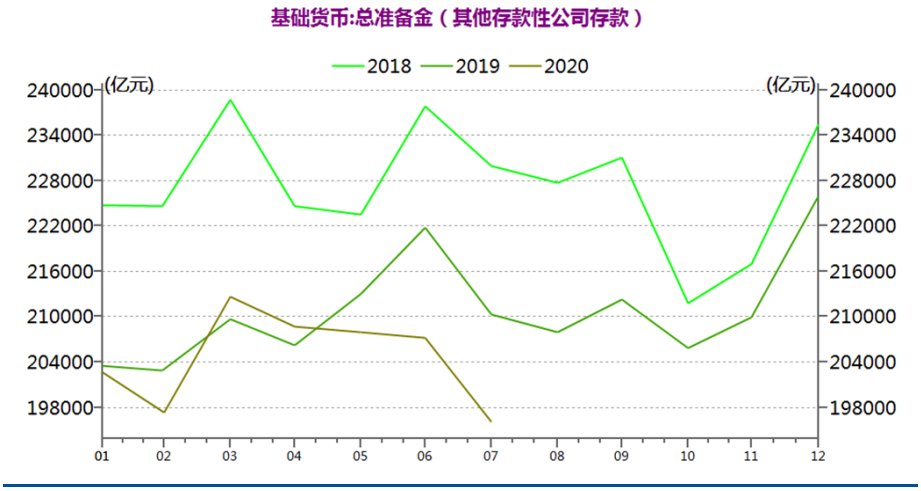
准备金仅为基础货币中的一部分，且是最大的一部分。准备金和基础货币是一对很容易混淆的概念。实际上，基础货币包括三部分，分别是货币发行（即金融机构库存现金和流通中现金之和）、非金融机构存款、全部准备金（即其他存款性公司存款）。准备金是基础货币三大构成中最大的一部分，但长期看占比呈小幅降低之势，这主要是由于非金融机构存款的规模越来越大。2020 年 7 月末，金融机构全部准备金余额为 19.6 万亿元，在基础货币中占比为 66%（图 5）。由于全部准备金中既包括法定准备金，也包括超额准备金，因此全部准备金的变动，也会受到法储变动和超储变动两方面的影响。例如，准备金余额季末月常出现冲高现象，体现了超额准备金的季节性特征；2018 年以来，准备金余额呈不断下降态势，体现了持续降准的影响（图 6）。

图 5：基础货币包括三部分，准备金仅为其中之一



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

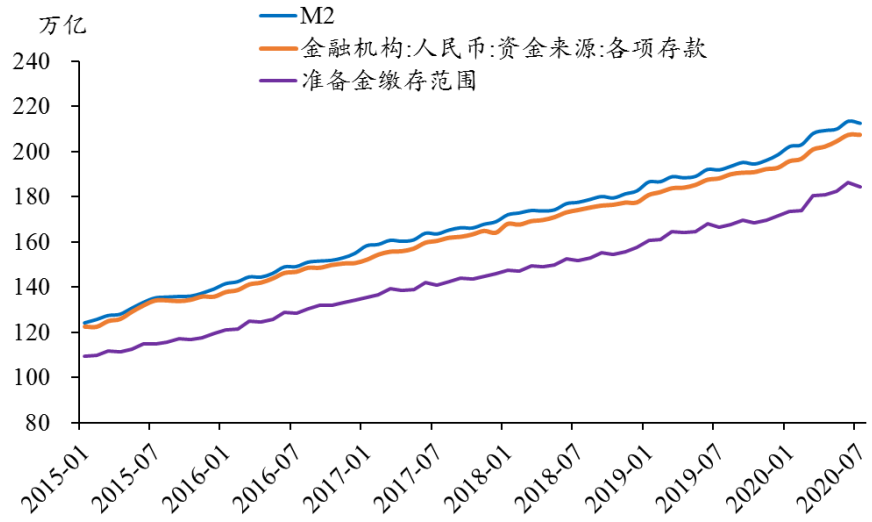
图 6：全部准备金的变动受到法储变动和超储变动两方面的影响



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

准备金缴存范围与 M2、各项存款余额均存在差异。M2 与各项存款余额采用不同方法统计，既有交叉也有不同，一个重要差异在于 M2 包括流通中现金，而各项存款中不包括。从数据表现看，金融机构人民币各项存款余额一般小于 M2 余额。更容易混淆的概念是各项存款和准备金缴存范围，实际上，一般意义上的后者严格小于前者（图 7）。2015 年起，央行将非银机构存款纳入各项存款统计口径，适用的存款准备金率暂定为零；此外，政府存款中机关团体存款适用一般存款准备金率，财政性存款则需要全额缴存。换言之，非银机构存款和财政性存款都不属于一般意义上的准备金缴存范围。我们测算，2017 年 7 月末，一般存款准备金缴存范围约为 184.24 万亿元。

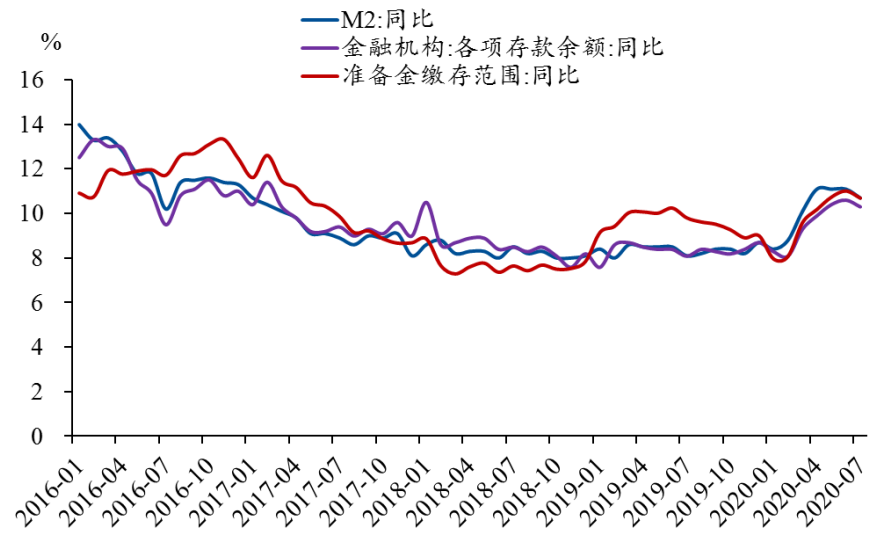
图 7：准备金缴存范围与 M2、各项存款余额均存在差异



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

准备金缴存范围增速与 M2 增速、各项存款增速高度正相关。尽管三者统计口径存在差异，但它们的共性仍是主要的。历史数据显示，准备金缴存范围增速与 M2 增速、各项存款增速的相关系数分别为 0.77、0.74。今年疫情发生以来，准备金缴存范围增速始终处于 M2 增速和各项存款增速之间（图 8）。2020 年 7 月末，准备金缴存范围同比 10.7%，M2 和各项存款同比分别为 10.7%、10.3%。按照易纲行长 6 月中旬在陆家嘴论坛的讲话，今年全年人民币贷款增量将近 20 万亿，全年人民币贷款增速约为 13%。根据“贷款派生存款”理论，这意味着全年 M2、各项存款余额、准备金缴存范围都会保持两位数以上的增速。在其他条件不变的情况下，这又会进一步产生准备金相应增长的需求。

图 8：准备金缴存范围增速与 M2 增速、各项存款增速高度正相关



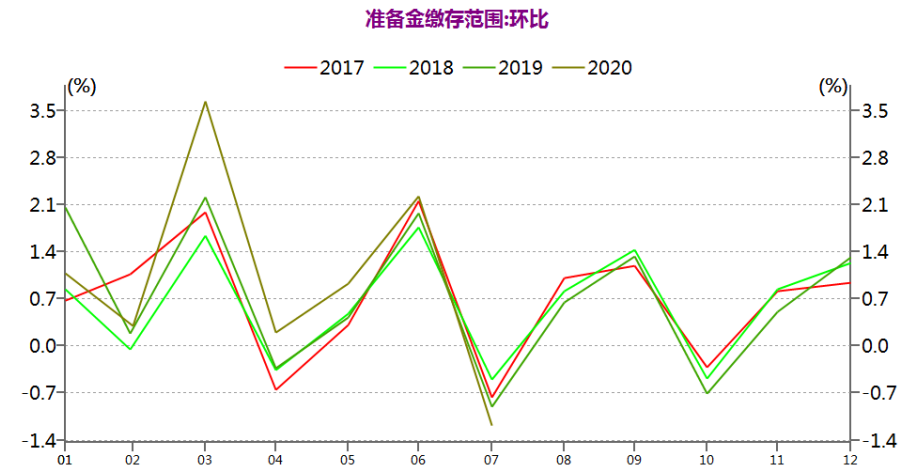
资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

全部准备金余额和准备金缴存范围得到后，根据总准备金率计算公式，即可方便地得到总准备金率。再结合法定准备金率变化情况，即可得到超储率。

3. 9 月央行大规模净投放可期

9 月是一个关键时点。8 月，央行 MLF 净投放 1500 亿元，这是继 3 月以来 MLF 净投放力度最大的一次。若全月基础货币净投放保持这一水平，预计 8 月超储率将变动不大。9 月是一个关键时点，9 月是传统的信贷和存款大月，准备金缴存范围也会季节性冲高，例如，2019 年 9 月准备金缴存范围环比增长 1.3%，近三年均值也为 1.3%（图 9）。这意味着，9 月金融机构的流动性需求也会走高。

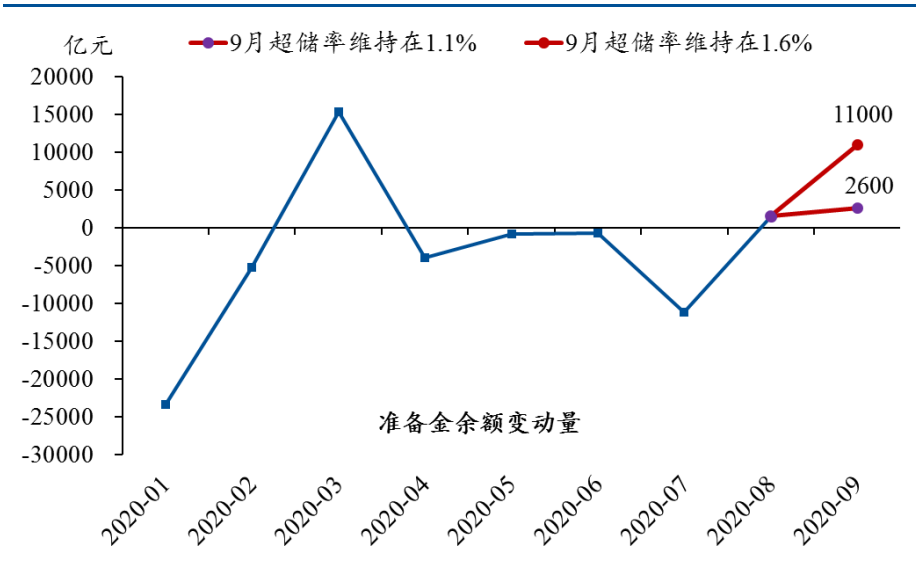
图 9：季末月准备金缴存范围一般会季节性冲高



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

央行大规模净投放或降准可期。我们测算，9 月若要超储率保持在 1.1-1.2%，则央行需为金融机构补充约 2600 亿元准备金，这要求流动性净投放力度比 8 月更大；事实上，在季末时点上，相比平时金融机构往往有更高的超额准备金需求，若要超储率持平于 6 月的 1.6%，则央行需为金融机构补充约 11000 亿元准备金，这要求的流动性净投放力度就更大了（图 10）。无论怎样，9 月央行加大投放力度是可以期待的，这对资产配置构成潜在的利好。

图 10：9 月是一个关键时点，央行大规模净投放或降准可期



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

风险提示

逆周期调节不及预期、流动性持续收紧等。

插图目录

图 1：金融机构总准备金率呈不断下降态势 2
图 2：当前加权平均法定存款准备金率约为 9.4% 3
图 3：今年前 7 个月中，有 6 个月总准备金率环比下降 3
图 4：7 月超储率已降至 1.1-1.2%，为历史次低 4
图 5：基础货币包括三部分，准备金仅为其中之一 5
图 6：全部准备金的变动受到法储变动和超储变动两方面的影响 5
图 7：准备金缴存范围与 M2、各项存款余额均存在差异 6
图 8：准备金缴存范围增速与 M2 增速、各项存款增速高度正相关 6
图 9：季末月准备金缴存范围一般会季节性冲高 7
图 10：9 月是一个关键时点，央行大规模净投放或降准可期 7

分析师简介

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，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点课题一等奖。

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。