

对三季度政策面和流动性环境的讨论

证券研究报告

2020 年 08 月 19 日

超储率的视角

作者

超储率是衡量货币政策传导效率和银行体系流动性的关键指标，对银行资产扩张速度有一定领先性，与货币市场流动性的相关性近年逐渐增强。由于官方数据更新频率偏低且比较滞后，需要我们主动估算并前瞻超储率的边际变化。

6 月超储率超季节性下降至 1.6%，估计 7 月进一步降至 1.1%，我们给出后续三种情景下的估算结果：

情景一：9 月等量续作 MLF 且不降准，则 3 季度末超储率大致在 1.14%-1.36%之间，较 2 季度末的 1.6%进一步回落。

情景二：9 月超额续作 MLF 2000 亿且不降准，则 3 季度末超储率大致在 1.25%-1.46%；如果适时辅以 2000-3000 亿的逆回购操作，3 季度末超储率可能维持在 1.5%左右。

情景三：9 月进行一次 50BP 降准，释放长期资金约 9500 亿，且仅续作 MLF 1000 亿，则 3 季度末超储率大致在 1.59%-1.80%。

概率上可能是情景二>情景三≈情景一，情景二对应流动性环境保持紧平衡，流动性价格保持震荡；情景三对应流动性处于合理充裕水平，流动性价格可能震荡或稍有回落，但幅度有限；情景一对应流动性较当前水平进一步趋紧，流动性价格可能有一定上行。

风险提示：国内外经济复苏强度超预期；疫苗研发取得突破性进展

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003

zhaohonghe@tfzq.com

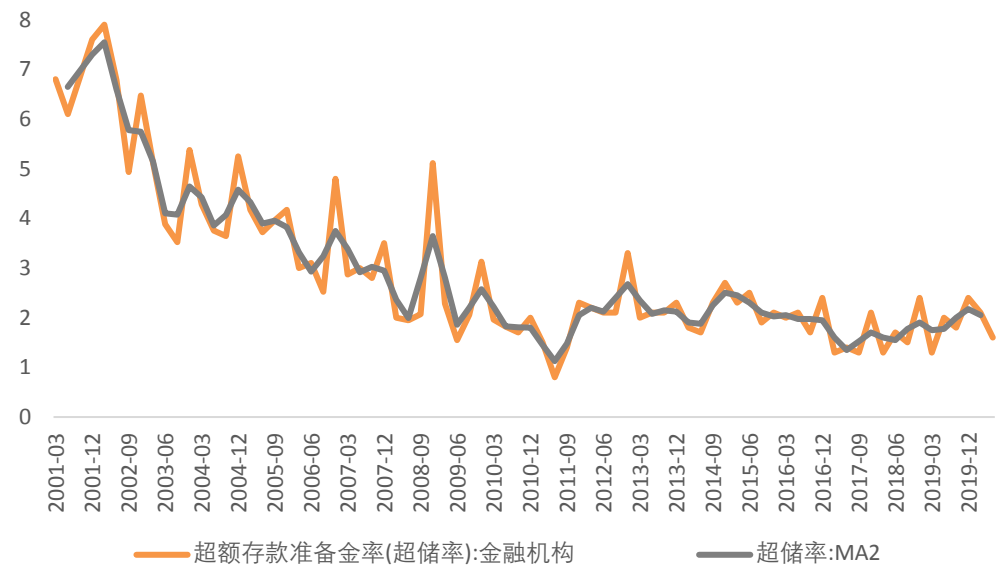
相关报告

一、超储率的观测意义

超储率是超额准备金与各项存款余额之比，是衡量货币政策传导效率和银行体系流动性的关键指标。一方面，商业银行在资产扩张过程中，如发放贷款、购买外汇、购买债券等，会在负债端派生出等额存款，此时超额准备金将划转为法定准备金，因此超储起到支持银行资产扩张的作用；另一方面，超储也有满足银行支付清算的功能，对银行至关重要。

随着银行资产的扩张和支付技术的发展，2001年以来国内金融机构超储率整体呈回落趋势，2016年之后超储率降至2%左右，随后进入相对平稳的阶段。如果将超储率进行2期中心移动平均以消除季节性，可见2017年以来超储率呈小幅上升趋势。

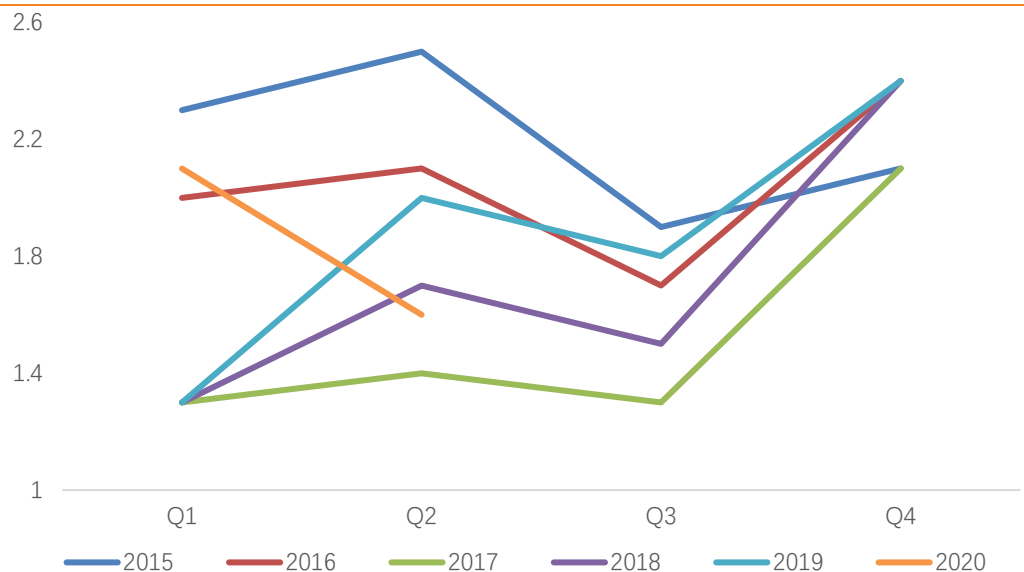
图 1：超储率整体呈回落趋势但近年小幅上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

国内金融机构超储率的变化有一定季节性，一般是 1 季度环比回落、2 季度环比升高、3 季度环比回落、4 季度环比升高。今年 2 季度末金融机构超储率为 1.6%，较 1 季度末的 2.1% 大幅回落，这与季节性规律明显背离，主要原因是央行在 4 月初下调了超额准备金利率，推动银行将更多超储用于信贷投放、债券配置等资产扩张行为，这体现了超储率反映货币政策传导效率的特点，央行在 2 季度货币政策执行报告中对此有详细阐述。

图 2：超储率变化的季节性规律较强（%）

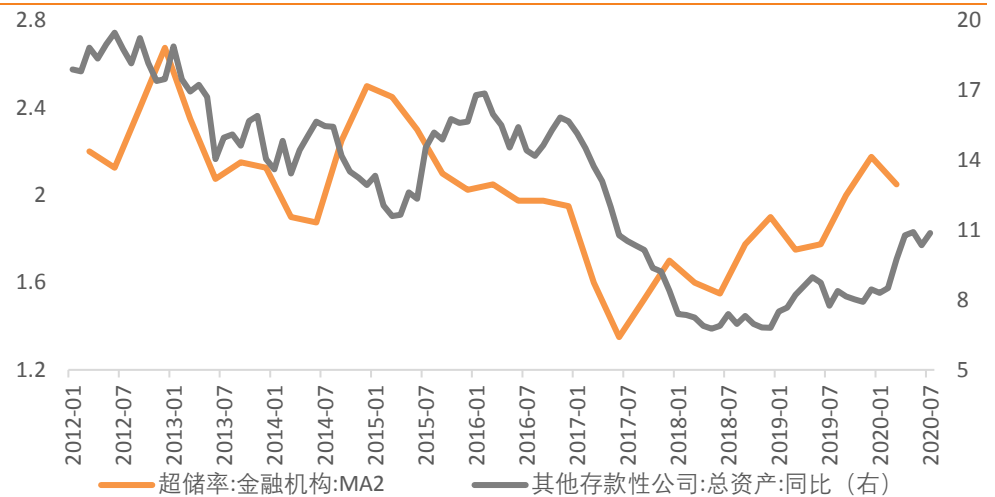


资料来源：WIND，天风证券研究所

但超储率并非越低越好。如前所述，超储率过高意味着流动性淤积在银行体系内部，对实体经济的支持力度有待提高；超储率过低则有可能造成银行体系流动性紧张，也会抑制银行的信贷投放、债券配置等资产扩张行为。

2012 年以来，金融机构超储率对银行资产扩张速度有一定领先性。原理上，随着近年外汇占款波动逐渐降低，央行 OMO 净投放和法定准备金率调整成为银行准备金的主要变化来源。央行加大净投放力度和降准会提高超储，进而提高银行资产扩张的能力和意愿，加大银行信贷投放、债券配置以及同业业务的力度。

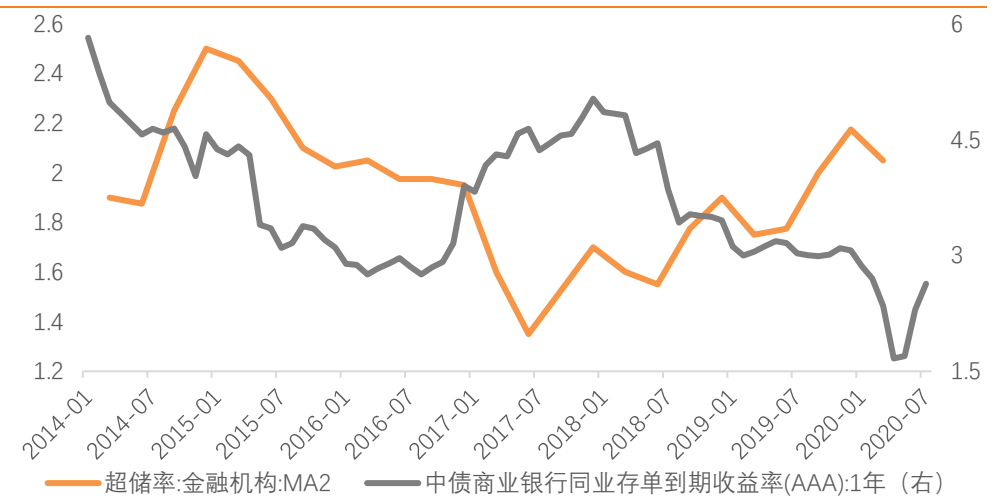
图 3：超储率领先银行资产扩张速度（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

超储率与货币市场流动性没有必然联系，但近年相关性逐渐增强。2015-2017 年间超储率下降的同时流动性价格也在降低；2017 年以来超储率与流动性价格主要是负相关关系。因此从概率上讲，如果超储率持续处于较低水平，则货币市场流动性环境可能也将处于偏紧状态。

图 4：超储率与流动性的相关性近年增强（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、超储率的估算方法

央行公布一般在每季度的第 2 个月中旬公布上季度末的超储率，因此官方数据更新频率偏低且比较滞后，需要我们主动估算并前瞻超储率的边际变化。

关于超储率的计算，根据央行资产负债表：

总资产 = 国外资产 + 对政府债权 + 对其他存款性公司债权 + 对其他金融性公司债权 + 对非金

融公司债权+其他资产；

总负债=货币发行+非金融机构存款+其他存款性公司存款+不计入储备货币的金融性公司存款+债券发行+国外负债+政府存款+自有资金+其他负债；

根据“总资产=总负债”，并略去今年以来占比较低和波动较小的项目，可得：

Δ 其他存款性公司存款 $\approx \Delta$ 法定准备金 + Δ 超额准备金 = Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 货币发行 - Δ 政府存款；

$\Rightarrow \Delta$ 超额准备金 $\approx \Delta$ 对其他存款性公司债权 - Δ 货币发行 - Δ 政府存款 - Δ 法定准备金 = Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 货币发行 - Δ 政府存款 - Δ （法定存款准备金率*需要缴准的一般性存款）。

由此可见，金融机构超储变化主要取决于：央行公开市场操作、现金走款、财政收支、存款准备金率、存款性公司存款规模；更进一步，央行OMO净投放、降准会提高超储率，现金走款增加、政府存款增加、银行存款扩张会降低超储率。

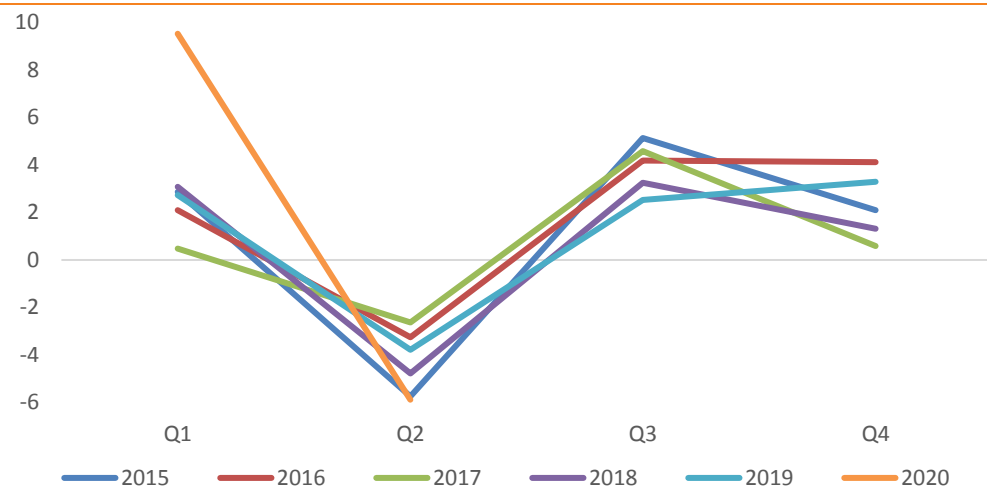
三、3季度超储率的情景估算

根据2季度末的数据，我们估算加权法定存款准备金率为9.38%，超储余额为3.02万亿。

Δ 超额准备金 $\approx -\Delta$ 货币发行 - Δ 政府存款 - Δ （法定存款准备金率*需要缴准的一般性存款） + Δ 对其他存款性公司债权

（1） Δ 货币发行：包括M0和商业银行库存现金，具有明显的季节性：环比增速1季度升高、2季度回落、3季度升高、4季度回落，这与超储率的变化是一致的。如果没有特殊情况，则3季度货币发行项将继续降低超储率。

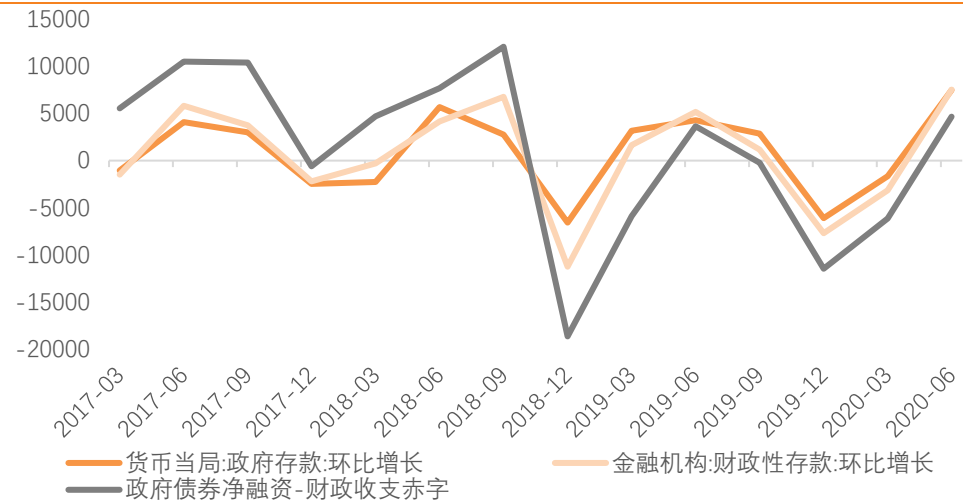
图5：现金走款变化的季节性规律较强（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

（2） Δ 政府存款：环比变化受财政收支和政府债券融资的综合影响，当政府债券净融资大于财政收支赤字时，财政资金有所盈余，反映为央行政府存款/商业银行财政性存款的环比上升。近几年3季度的政府存款一般会较2季度有所上升，主要原因是近年来3季度政府债券（尤其是专项债）发行量较大，从债券发行到财政支出有一定时滞。

图 6：政府存款受财政收支和政府债券融资的综合影响（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

下半年政府债券发行量较大，尤其是 3 季度大概率仍然是年内净融资规模最高的季度，因此 3 季度末政府存款规模环比继续上升的概率较大，这将降低超储率。

表 1：3 季度政府债券净融资规模大概率是年内最高

单位：万亿	地方专项债	国债+地方一般债	特别国债	合计
2020	3.75	3.76	1.00	8.51
20H1	2.26	1.25	0.29	3.80
20H2	1.49	2.52	0.71	4.72
20Q3	1	1	0.71	2.71
20Q4	0.49	1.52	0	2.01

资料来源：WIND，天风证券研究所

（3）需要缴准的一般性存款：近期流动性收紧后，银行存款扩张速度大概率逐渐放缓，但 3 季度末余额高于 2 季度末的概率较大，需要消耗超储。

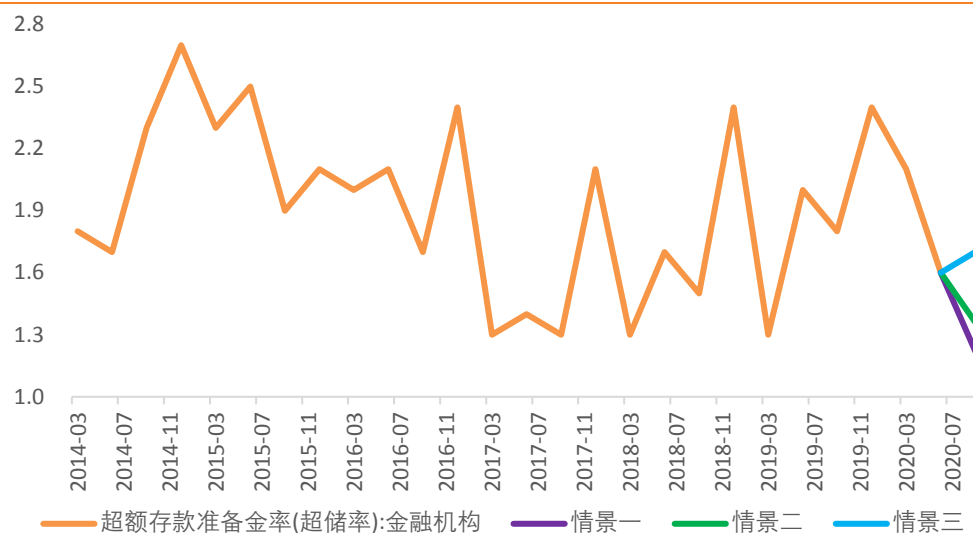
8 月 MLF 已经净投放 500 亿，9 月 MLF 到期量 2000 亿，综合以上三项因素，我们给出三种情景下的估算结果：

情景一：如果央行 9 月等量续作 MLF 且不降准，则 3 季度末超储率大致在 1.14%-1.36% 之间，较 2 季度末的 1.6% 进一步回落。

情景二：如果央行 9 月超额续作 MLF 2000 亿且不降准，则 3 季度末超储率大致在 1.25%-1.46%；如果央行再适时辅以 2000-3000 亿的逆回购操作，3 季度末超储率可能维持在 1.5% 左右。

情景三：如果央行 9 月进行一次 50BP 降准，释放长期资金约 9500 亿，且仅续作 MLF 1000 亿（减额 1000 亿，续作保持以后每个月都有 MLF 到期），则 3 季度末超储率大致在 1.59%-1.80%。

图 7：不同情景下的超储率估算结果（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

四、不同情景下的基本面和流动性讨论

关于超储率的合理水平，虽然官方没有进行明确规定，但是有资料可循。央行曾在 2018 年 3 季度货币政策执行报告中提到“我国银行体系的超储率并不高，在 1.5%左右，央行投放的资金基本上全部传导到了实体经济”，在 2020 年 2 季度货币政策执行报告中提到“中国人民银行灵活开展公开市场操作，始终保持银行体系流动性合理充裕，既未放松，也未收紧，银行体系超额准备金率一直维持在约 1.5~2%”。

因此，央行可能将 1.5%-2%的超储率视为保持“流动性合理充裕”的水平。由于 7 月 OMO 净减少 5000 亿，我们测算 7 月底的超储率降至 1.1%，因此 7 月流动性也较 6 月进一步收紧。截止 8 月中旬，逆回购净投放 3700 亿、MLF 净投放 500 亿，因此流动性随超储率稍有改善，整体处于紧平衡状态。再往后看：

情景一：超储率曾在 2012 年 2 季度末触及历史最低点 0.8%，其次是 2017 年 1 季度末、2017 年 3 季度末、2019 年 1 季度末的 1.3%，因此如果 3 季度超储率降至 1.14%-1.36%，将继续处于历史极低水平。如我们在此前一系列报告中所述，下半年大概率出现信用扩张的顶点，信贷增速将在年中见顶 3 季度开始回落，社融增速在大概在 10 月震荡见顶后回落到明年年中。如果超储率持续处于历史极低水平，则预期后续流动性环境可能较当前进一步趋紧，信用扩张见顶后的回落速度也将更快，全年新增信贷可能接近 19 万亿，这将抑制经济复苏的创举。

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_3044

