

# 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月超额率大约在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

<b>一、近期央行大规模开展 14 天逆回购，资金较为宽松</b> .....	<b>3</b>
(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
<b>二、预计四季度 M2 和社融增速剪刀差收窄</b> .....	<b>6</b>
(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
<b>三、欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响</b> .....	<b>9</b>
(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
<b>风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 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

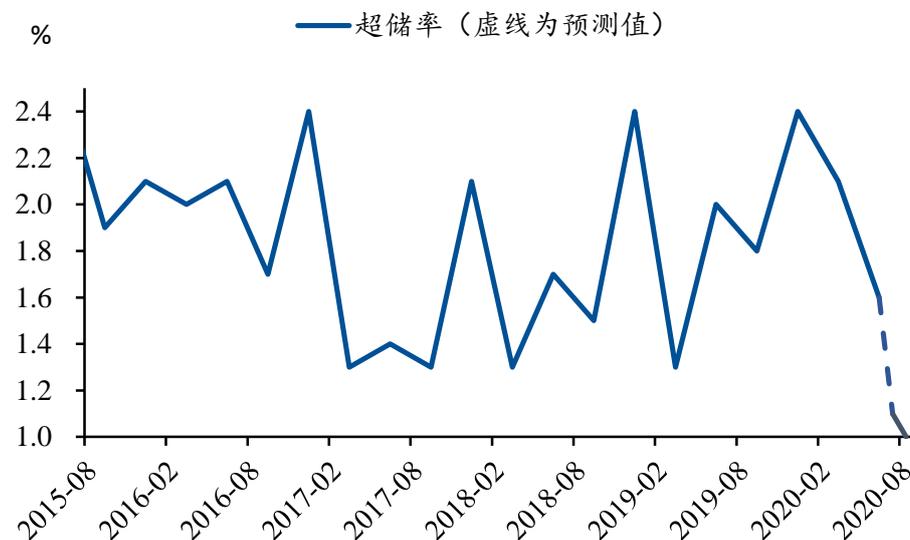
8 月超储率大约在 1.0%-1.1% 之间。总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算 8 月我国总准备金率大约 10.5% 左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露 5 月份之后大约为 9.4%（加权），因此 8 月我国超储率大约在 1.0%-1.1% 之间，处于近几年较低位置。同时也可以看到 8 月货币乘数上升至 7.17，创历史新高，证明超储率明显被压低。过低的超储率会使金融机构面临流动性偏紧的问题，对信贷投放产生制约，在跨季背景下央行有必要使超储率维持在合理水平，因此需要加大基础货币投放力度。

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

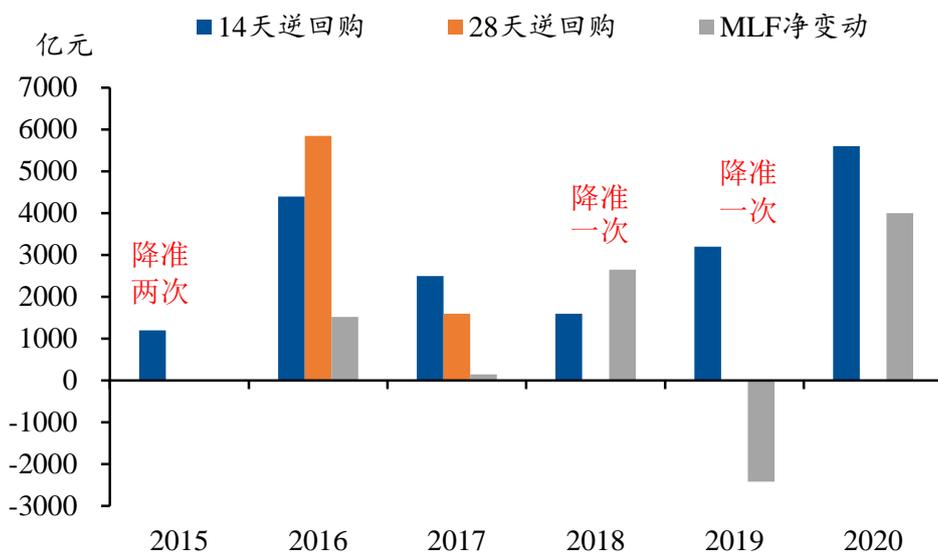
图 2：8 月超储率处于近几年低位



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熨平资金波动，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



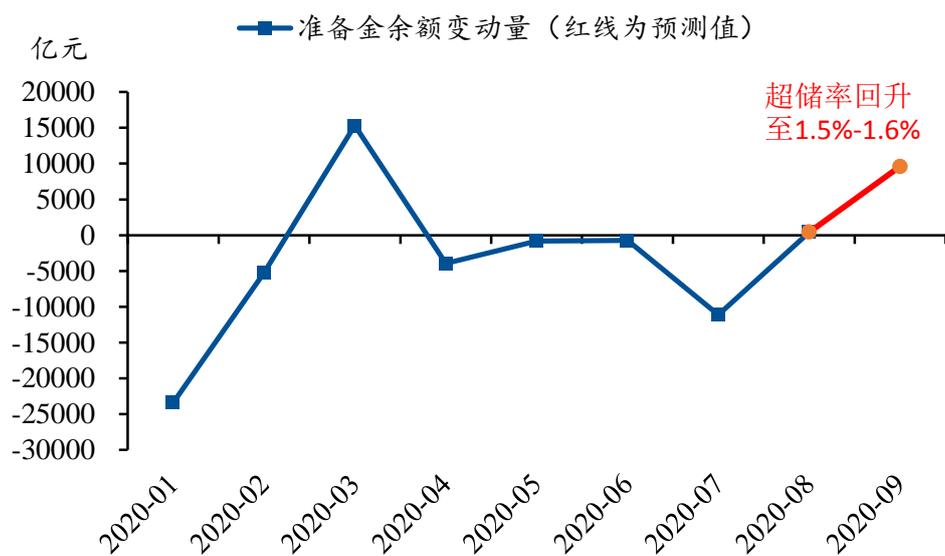
资料来源：Wind，民生证券研究院

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作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。

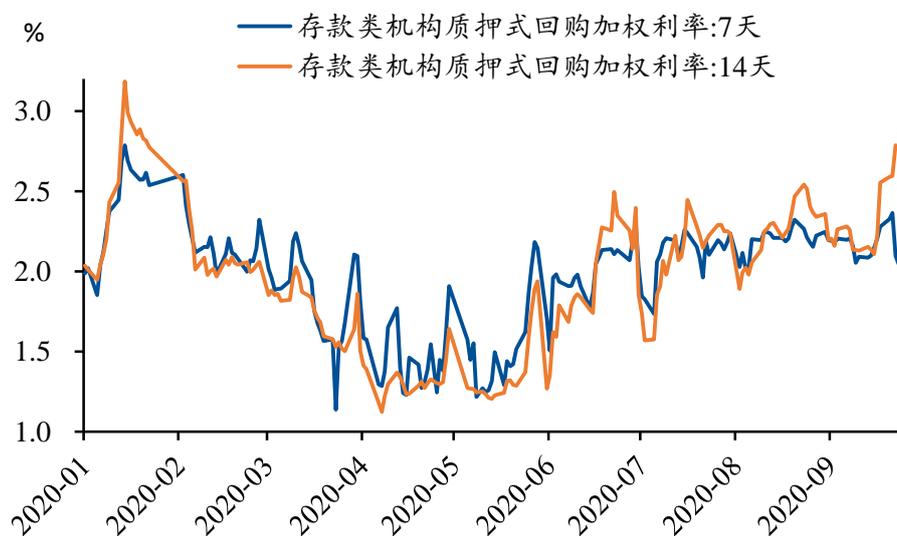
图 4：9 月份超储率预计回升至 1.5%-1.6%



资料来源：Wind，民生证券研究院

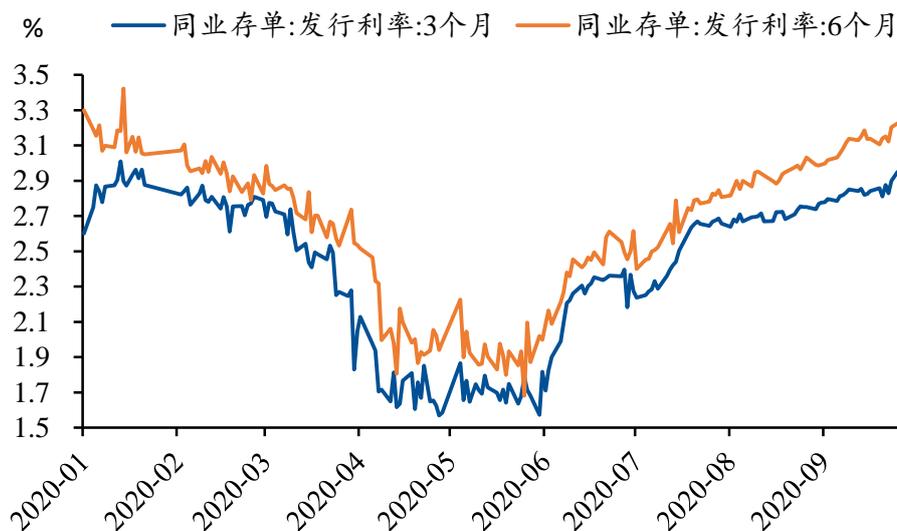
需关注节后央行如何对冲到期流动性。随着央行通过开展公开市场操作大量投放基础货币，超储率回升，银行间市场流动性有所改善，DR001 和 DR007 均有所下行。但截至 9 月 25 日，无论是跨季资金利率 DR014 还是反映中期资金利率的同业存单发行利率仍处于较高水平，这也是近几日债市涨幅有限的原因。未来来看，节后央行如何续接 14 天逆回购值得关注。

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



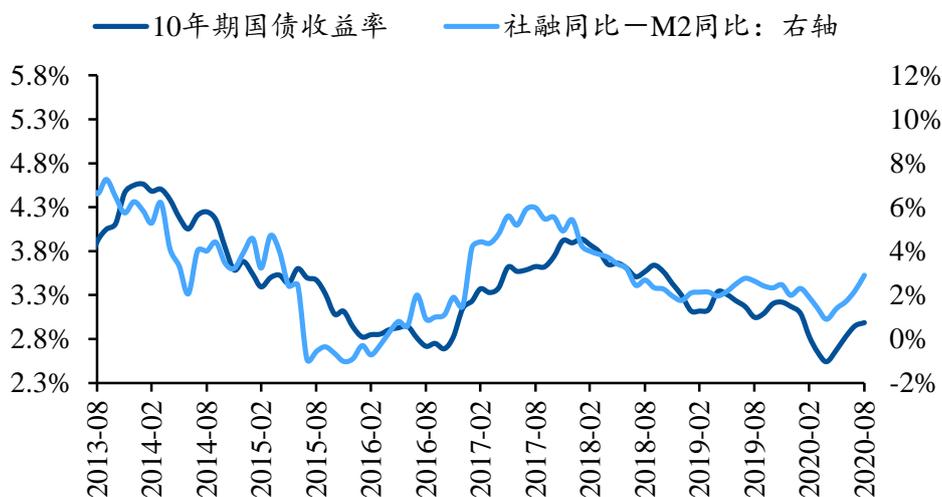
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 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

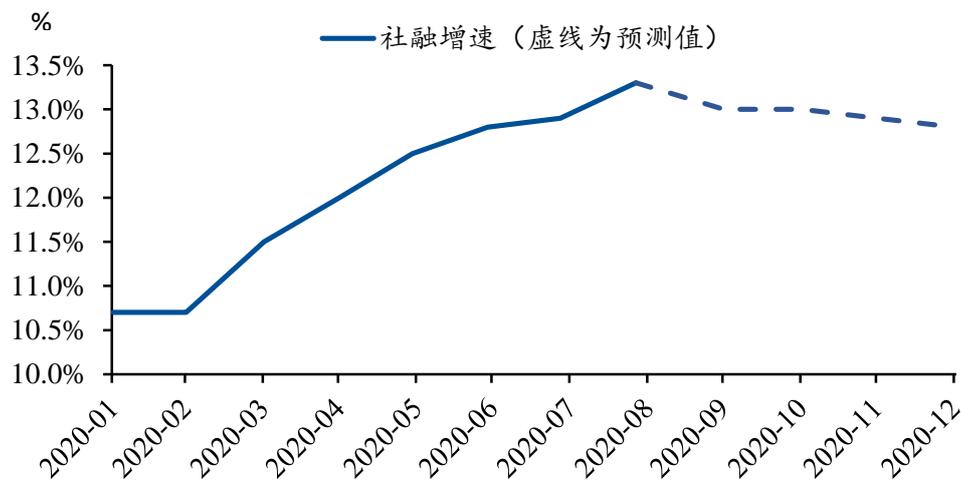


资料来源: wind, 民生证券研究院

## （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

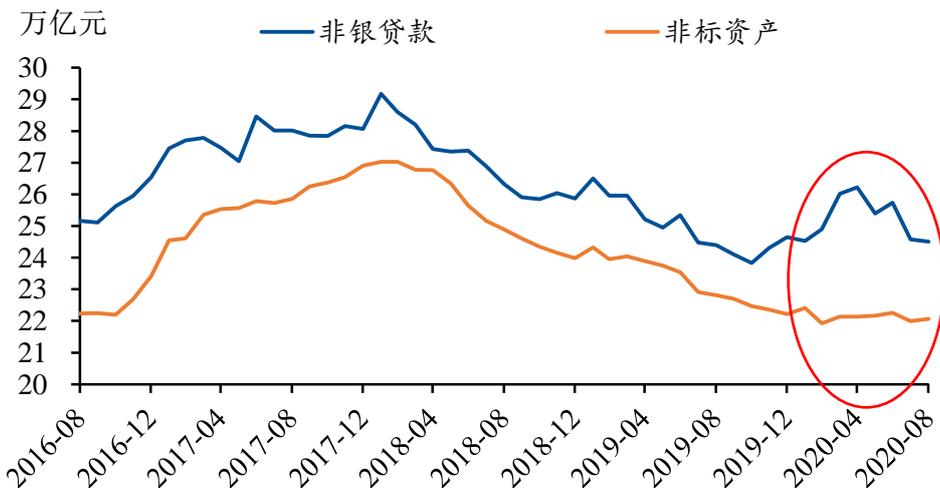


资料来源：wind，民生证券研究院

## （三）四季度 M2 增速回落空间有限

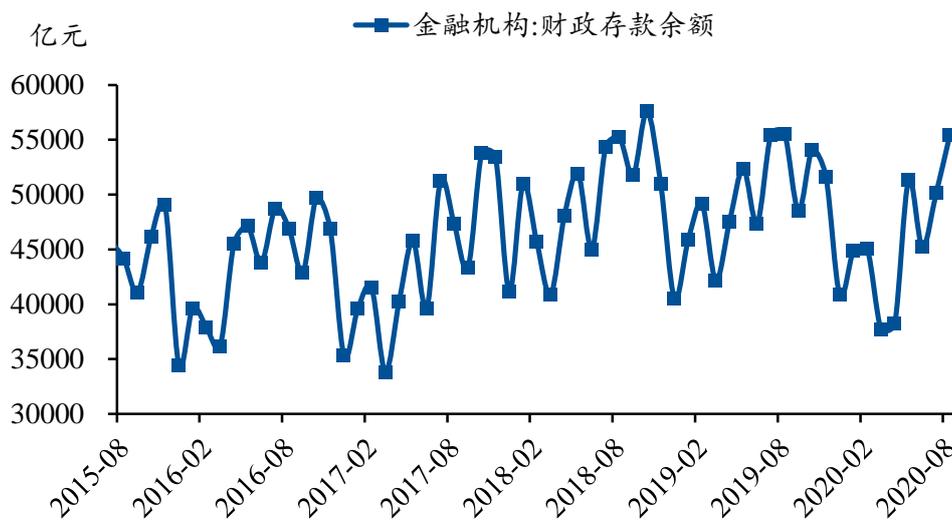
两大原因决定四季度 M2 增速回落空间有限。第一个原因是四季度非银贷款继续下压的空间有限，今年2月-4月期间，由于流动性宽松，非银机构加杠杆买债券套利，此阶段非银贷款增长明显高于非标资产总量；今年5月-8月期间，央行针对非银加杠杆的行为进行打击，资金面和同业存单发行利率被抬高，非银贷款有所去化，金融去杠杆取得明显成果。预计四季度金融去杠杆力度边际减弱，M2 增速下降的斜率有望降低。第二个原因三季度尽管发行了大量政府债券，但财政支出并未跟上，大量财政存款冗余在央行账户上。按往年经验，四季度财政开支力度有望走高，预计财政存款余额下降，银行间市场流动性得到改善。

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

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\\_2350](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2350)

