



Research and
Development Center

降准后超储率不升反降 9月央行或继续缩MLF 增逆回购

—— 9月流动性展望

2021年09月03日

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人
联系电话: +86 13636449361
邮箱: zhoulizun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

降准后超储率不升反降 9月央行或继续缩MLF 增逆回购

2021年09月03日

摘要:

- **7月央行对其他存款性公司债权下降近万亿，降准后超储率或降至1.1%左右。**尽管7月央行部分续做MLF叠加降准释放万亿资金，但央行对其他存款性公司债权环比减少近万亿，显示央行仍对银行进行了大额净回笼，根据测算7月超储率较6月1.2%进一步下降至1.1%左右，创年内新低。而考虑去年投放的三批次再贷款再贴现额度中，于今年7月到期的规模可能在千亿以下，且其他存款性公司对中央银行负债降幅也明显低于央行口径，因此我们猜测7月央行对其他存款性公司债权的大额回笼可能与再贷款再贴现集中到期的关系不大，可能仍与该科目下的其他资产变化有关。
- **8月央行投放规模的增大似乎难以完全对此缴准基数和财政存款增加的影响，预计8月超储率或进一步下降至1%左右。**8月外汇占款与货币发行对于超储影响有限，但缴准基数的回升可能消耗超储1000亿左右。8月尽管政府债净融资接近万亿水平，但政府债发行提速一方面为财政支出提供支持，另一方面，考虑年中政治局会议提及“积极的财政政策要提升政策效能……推动今年底明年初形成实物工作量”，下半年财政支出进度也可能加快，因此预计8月财政支出规模接近去年水平，在8000亿左右，则8月财政存款或仅小幅增加700亿元。公开市场方面，央行缩量1000亿续做MLF，且进行700国库定存招标，并于月末将逆回购投放增至500亿，但全月央行净投放或约1200亿元，仍难完全对冲缴准基数与财政存款增加的影响，预计8月超储率或进一步下降至1%左右。而8月资金利率中枢大约与7月持平，但资金波动率有所放大，央行月末投放力度的增大也反映了资金面内生的脆弱性增强。
- **季末财政支出或将对冲政府债净供给高峰，9月跨季或仍需央行呵护，考虑当前存单利率仍大幅偏离MLF利率，央行可能继续缩量MLF而增大逆回购投放。**9月临近假日现金漏出规模季节性上升，尽管多地疫情防控措施仍较严格或影响假日取现需求，预计9月现金漏出约1700亿左右。当前政策对外汇干预仍不多，预计9月外汇占款小幅减少，但规模较小对流动性影响不大。考虑季末月往往存在较大冲存款需求，缴准基数季节性回升，而在政策指向稳信贷的背景下，我们估计9月社融增速可能触底，缴准基数可能增加2.4万亿，对应法定准备金或增加约2100亿左右。
- **9月在地方债继续放量，叠加政府债到期规模大幅下降的背景下，政府债净供给规模或较8月进一步增加。**其中，根据9月国债发行计划及第一周发行规模估计，全月国债发行规模或在6950亿元，考虑到期规模为年内最低，9月国债净融资或上升至5800亿元。考虑此前政策要求地方预留部分专项债额度于12月发行，且剩余专项债额度在9月底前发完，

预计剩余月份地方债发行或将集中于9月、12月。若8月计划发行但未发部分后置至9月，叠加近期末公布计划的省份实际发行规模有所回升，预计9月地方债发行规模可能仍能达到近万亿水平。考虑到期后，9月地方债净融资或在7400亿左右。但另一方面，8、9月财政支出进度或将边际改善，而在灾害、疫情等影响下，财政收入进度或将有所下滑。预计9月政府存款仍环比减少3600亿左右，对流动性形成一定支撑。

- 货币政策工具方面，9月分别有6000亿元MLF、700亿元国库定存及500亿元央票到期；另一方面，去年的再贷款再贴现到期规模或在千亿以内，而9月1日国常会提出今年再新增3000亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款，预计可对冲前期再贷款到期的影响。考虑目前存单利率仍大幅低于政策利率，估计9月央行仍然有少量缩量续做MLF的可能；但考虑季末流动性需求增大，央行或采取缩量续做MLF但增加逆回购投放的工具组合。考虑去年9月央行净投放资金约3900亿元，假设今年跨季央行仍净投放流动性3000亿元左右，则对应9月超储率或小幅回升至1.2%。尽管1.2%的超储率接近于今年6月跨半年时的水平，但这仍然为近年历史同期最低，而在降准后非银机构的杠杆需求已有所放大的背景下，持续较低的超储环境仍将增加资金波动的概率。
- **风险因素：**政府债发行不及预期。

目录

一、七月央行对其他存款性公司债权下降近万亿，降准后超储率或降至 1.1%.....	5
二、8月政府债供给放量，但考虑财政支出季节性增加，超储率或仍在 1%附近.....	5
三、季末财政支出或将对冲政府债净供给高峰，9月跨季或仍需央行呵护.....	7
风险因素.....	11

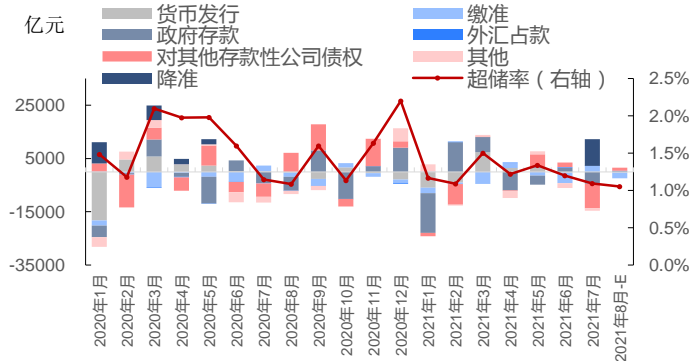
图目录

图 1: 7月超储率或降至 1.1%左右.....	5
图 2: 7月其他存款性公司对央行负债下行幅度相对较小.....	5
图 3: 8月政府债净供给放量符合此前预期.....	6
图 4: 往年8月财政支出规模较大，财政收支为负值.....	6
图 5: 7-8月资金利率中枢仅较二季度略有抬升.....	6
图 6: 但8月资金波动率较3、4月明显提升.....	6
图 7: 从历年货币发行变动来看，9月现金漏出将小规模增加.....	7
图 8: 7月人民币窄幅震荡外汇占款仅略微增加.....	7
图 9: 9月缴准基数将季节性回升.....	7
图 10: 9月已公布付息国债规模下滑，贴现国债规模上升.....	8
图 11: 9月政府债到期规模为今年以来最低水平.....	8
图 12: 8月新增专项债实际发行规模大幅低于计划发行规模.....	8
图 13: 8月末公布计划省份发行规模上升.....	8
图 14: 根据政策要求剩余月份地方债发行或集中于9月、12月.....	9
图 15: 9月或迎来政府债净供给高峰.....	9
图 16: 7月广义财政收支进度差相比往年均值仍在走扩.....	9
图 17: 2021年1-7月各项收支累计占比与2017-2019年均值比较.....	9
图 18: 8月、9月财政收入进度季节性回落.....	10
图 19: 7月财政支出进度边际改善，8月、9月或略有发力.....	10
图 20: 若9月超储回升至 1.2%，仍处近年同期最低水平.....	10
图 21: 存单利率大幅低于 MLF 利率.....	10
图 22: 9月若央行维持中性操作，超储率或将维持在 1%左右.....	11

一、七月央行对其他存款性公司债权下降近万亿，降准后超储率或降至 1.1%

央行对其他存款性公司债权下降近万亿，7月超储率在降准后不升反降。7月7日国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”，7月15日央行宣布全面降准1个百分点，共释放万亿资金。考虑央行7月仍续做1000亿元MLF，叠加降准释放资金部分偿还到期MLF后，总体仍净释放资金7000亿元，在此背景下，我们此前估计7月超储率或小幅回升至接近1.4%左右。而根据8月23日更新的央行资产负债表数据来看，央行资产端对其他存款性公司债权环比减少9289亿元，显示央行仍然对银行回笼了近万亿资金，结合存款性公司资产负债表数据计算，7月超储率较6月1.2%进一步下降至1.1%左右，创年内新低。

图1：7月超储率或降至1.1%左右



资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：7月其他存款性公司对央行负债下行幅度相对较小



资料来源：万得，信达证券研发中心

而央行对其他存款性公司债权大额回笼与再贷款、再贴现到期相关性或不大。事实上，剔除已知的7月央行逆回购、MLF、国库定存等政策工具净回笼的3600亿资金外，央行对其他存款性公司债权仍然环比多减约5700亿元。但我们猜测央行对其他存款性公司债权多减的部分可能仍主要是其他资产，与再贷款、再贴现到期相关性或不大。

一方面，2020年为应对疫情分三批次投放的3000亿元、5000亿元及万亿再贷款再贴现额度，其中前两批额度于6月底前基本投放完毕，考虑贷款为1年期，则该部分也将集中于今年6月底前到期。因此，尽管二季度央行货币政策执行报告中提及“对10个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度2000亿元”，截至6月末这部分再贷款已完成1600亿元投放，但6月末再贷款、再贴现余额仍较3月末有所减少。

而去年第三批万亿再贷款再贴现在2020年7月7日累计发放3747亿元；在7月27日发放4573亿元，因此去年7月再贷款投放的规模可能也就在千亿左右。由于第三批万亿额度中贷款期限存在多个分档，并不完全是1年期，因此今年7月的到期规模可能在千亿以下。此外，虽然其他存款性公司对中央银行负债减少5333亿元，但剔除公开市场操作的净回笼后仅剩余1733亿，降幅明显低于央行口径。因此，我们猜测7月央行对其他存款性公司债权大额回笼与再贷款再贴现集中到期关系或不大，可能仍与该科目项下的其他资产变化有关，或类似于今年5月央行对其他存款性公司债权多增近4700亿元的情况。

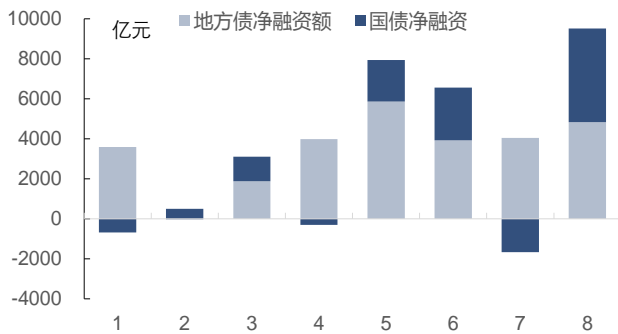
二、8月政府债供给放量，但考虑财政支出季节性增加，超储率或仍在1%附近

8月外汇占款与货币发行对于超储影响有限，缴准基数回升可能消耗超储1000亿左右。在货币发行方面，往年8月为货币小规模漏出，对流动性影响较小；外汇占款方面，自6月下旬以来人民币汇率持续维持在6.48附近窄幅震荡，整体较为稳定，而央行近期也并没有主动干预汇率的迹象，因此8月外汇占款增幅可能仍不大，对流动性影响可以忽略。此外，8月缴准基数将季节性回升，8月法准变化或导致消耗超储1000亿左右，对流动性影响偏负面。

8月政府债券净融资近万亿，但财政支出进度提升，政府存款可能仅上升不足千亿，对流动性影响不大。政府

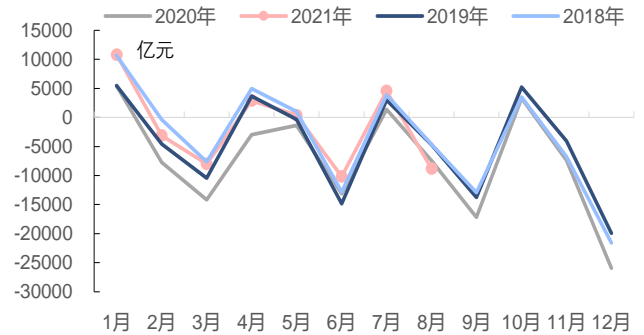
存款方面，8月国债发行规模较上月小幅增加，但在到期规模明显下滑的背景下，国债净融资规模大幅上升至4681亿元，为今年以来的最高水平；地方债发行放量近9000亿，但由于地方债8月到期规模较高，因而8月地方债净融资规模约为4834亿元，仅略高于6、7月水平。整体来看，8月政府债净供给规模接近万亿水平，政府债发行提速一方面为财政支出提供支持，另一方面考虑年中政治局会议提及“积极的财政政策要提升政策效能……推动今年底明年初形成实物工作量”，下半年财政支出进度可能加快。因此预计今年8月财政支出规模或接近去年水平，在8000亿元左右，则8月政府存款或仅小幅增加700亿元左右，对流动性的负面影响相对较小。

图3：8月政府债净供给放量符合此前预期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图4：往年8月财政支出规模较大，财政收支为负值

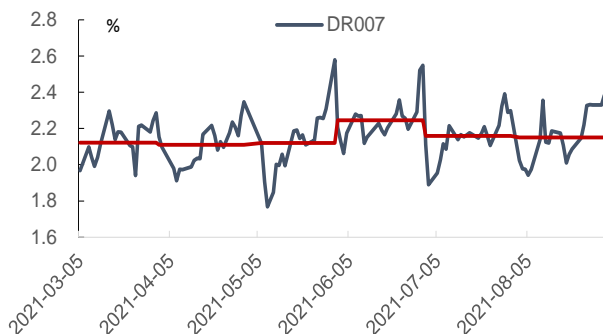


资料来源：万得，信达证券研发中心

公开市场方面，降准后存单利率持续低于MLF利率，因此央行缩量续作1000亿MLF，8月央行仍维持每日100亿逆回购操作，但进行了700亿国库定存招标，且自8月末以来，央行连续开展每日500亿逆回购以维护月末流动性平稳，考虑新增的区域支持再贷款投放或将部分对冲去年到期，预计8月央行对其他存款性公司债权仍将环比多增约1200亿。但央行投放规模的增大似乎难以完全对冲财政存款与缴准基数增加的影响，因此预计8月超储率或进一步下降至1%左右。

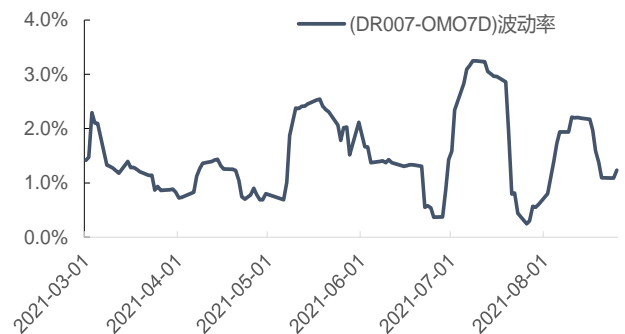
8月资金利率中枢大约与7月持平，DR007均值为2.15%，但资金波动率有所放大，央行月末投放力度的增大可能也反映了资金面内生的脆弱性增强。尽管8月超储率可能较7月再度小幅回落，但资金利率中枢大致与7月持平，DR007中枢维持在2.15%，但较4-5月资金利率中枢仍有小幅抬升，显示降准后并未造成资金利率中枢的显著下降。而另一方面，7-8月资金价格的波动率却较4-5月明显抬升。整体来看，资金利率仍然处在偏低的状态，但降准后非银机构的杠杆需求已经有所放大，正回购规模抬升，导致我们计算的资金缺口指数均值仍在走高。尽管尚未达到极端的状态，但这也反映了资金面脆弱性的增加，而这可能也是央行在月末增大逆回购投放的主要原因。

图5：7-8月资金利率中枢仅较二季度略有抬升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图6：但8月资金波动率较3、4月明显提升



资料来源：万得，信达证券研发中心

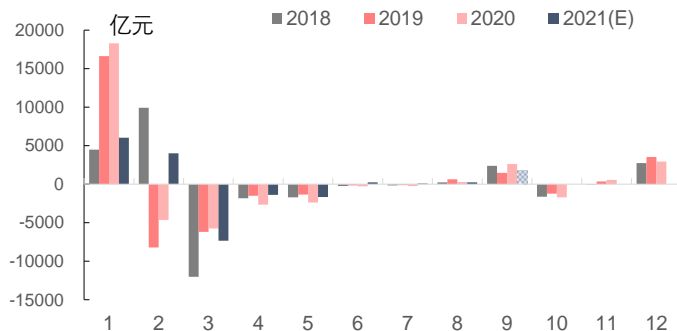
三、季末财政支出或将对冲政府债净供给高峰，9月跨季或仍需央行呵护

3.1 临近假日9月现金漏出规模上升对流动性影响偏负面，外汇占款变动或仍较小

从近年历史数据来看，9月货币发行往往环比有所增加，规模约在2000亿上下，或与临近中秋、国庆假日私人部门取现需求有所上升有关。而进入8月后尽管国内疫情扩散速度放缓，但多地疫情防控措施仍然较为严格，或一定程度影响假日取现需求，预计9月货币发行规模或增加1700亿左右，低于近年平均值2300亿元，对流动性形成负面影响。

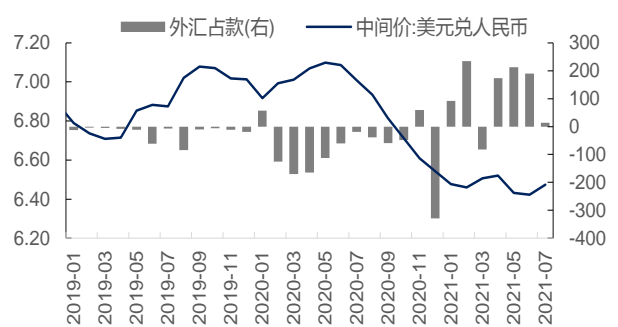
而外汇占款方面，事实上，当前政策对外汇仍不过多干预，自2019年以来外汇占款变动基本保持在400亿以内，对流动性影响较小。而近期美联储缩减QE的预期已经使得美元指数有所走强，结售汇顺差有所回落，因此我们预计9月外汇占款或小幅减少50亿左右，对流动性影响仍然较小。

图7：从历年货币发行变动来看，9月现金漏出将小规模增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

图8：7月人民币窄幅震荡外汇占款仅略微增加

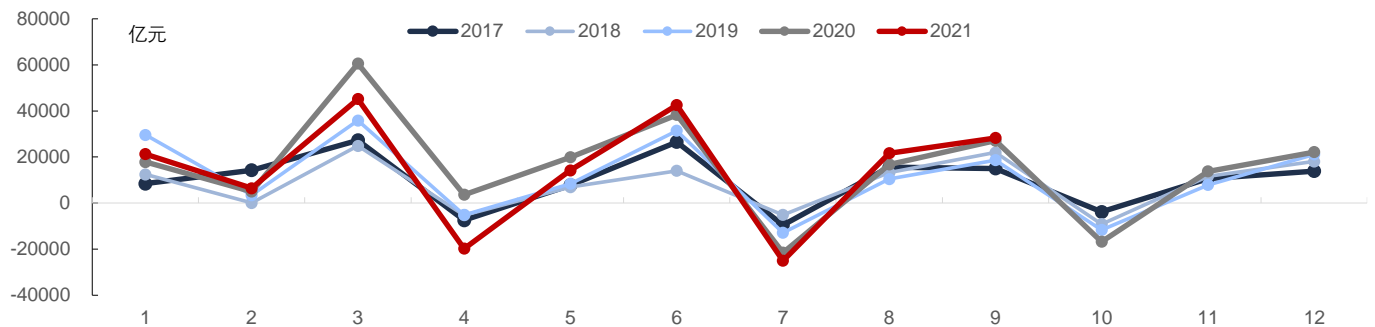


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 9月缴准基数季节性回升，对流动性影响偏负面

季末银行往往存在较大冲存款需求，通常为缴准大月。在当前跨周期调节的背景下，防止信用收缩是政策的主要诉求，政策提出要统筹今年下半年和明年的经济增长，这可能会导致下半年信贷支持的力度有所加大。我们估计9月社融增速可能触底，信贷投放规模可能也将有所放大；若假设9月一般性存款为近三年均值水平，则对应缴准基数增加约2.4万亿，考虑7月降准后法定准备金率已降至8.9%，则预计9月法定准备金增加约2100亿左右，对流动性影响偏负面。

图9：9月缴准基数将季节性回升



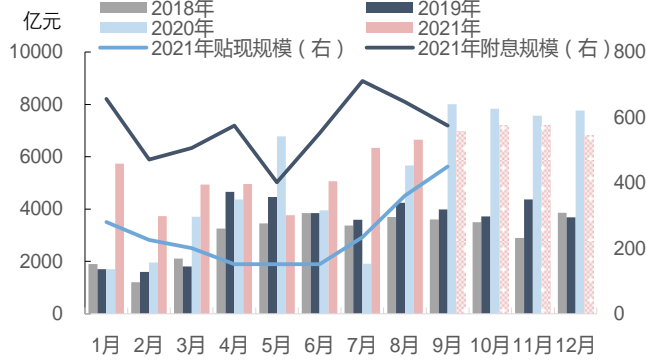
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 9月政府债净供给或达年内高峰，但季末财政投放增加或将对冲供给冲击

9月在地方债继续放量，叠加政府债到期规模大幅下降的背景下，政府债净供给规模或较8月进一步增加。具体来看，国债方面，9月计划发行6期关键期限国债、5期贴现、2期超长期和2期储蓄国债。根据当前已公布

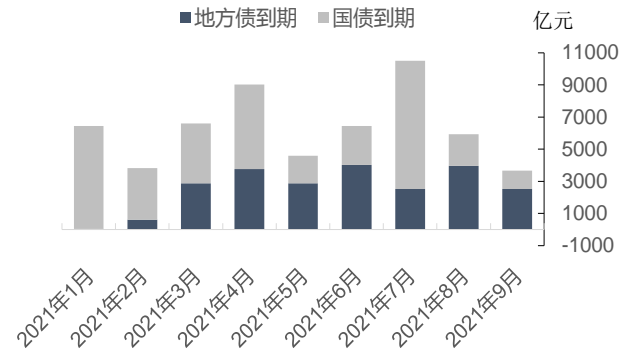
的9月第一周国债拟招标规模来看，关键期限国债平均发行规模由上月的650亿元进一步降至575亿元，但贴现国债单期发行规模则上升至450亿元，达到今年以来最高水平。据此假设9月关键期限国债发行规模在600亿左右、贴现国债450亿，超长期国债和储蓄国债分别维持在350亿、200亿左右，则预计9月国债发行规模或在6950亿左右。而9月国债到期规模为年内最低，仅约1133亿元，因此9月国债净融资规模或上升至5800亿，为今年以来最高水平。

图 10: 9月已公布付息国债规模下滑, 贴现国债规模上升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 9月政府债到期规模为今年以来最低水平



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

地方债方面，9月地方债或继续放量。事实上，尽管8月地方债发行规模仍然上升至近9000亿元，而从公布发行计划的省份来看，8月计划发行规模超万亿，但实际仅发行6651亿元，其中主要仍是新增专项债发行不及预期，但8月末公布计划的省份发行规模则明显上升。考虑此前政策要求地方预留部分专项债额度于12月发行，且剩余专项债额度在9月底前发完，以推动实现今年年底和明年初形成实物投资量，因此我们预计剩余月份地方债发行或将集中于9月、12月。而这从目前公布发行计划的省份中也可以得到一定印证。一方面，8月部分省份如广西，存在实际发行规模大于当月计划发行规模的情况，而多发部分则与7月计划但未发部分相当。因此，尽管当前所公布的9月地方债计划发行规模为三季度内最低，近6000亿元，但可能存在部分省份将8月计划发行但未发的部分后置至9月。另一方面，近期还有部分省份调整原9月发行计划，尤其是调降新增专项债的计划发行规模，如大连、河北、宁波等，这可能与地方政府预留部分专项债额度至12月有关。

而若8月计划发行但未发部分后置至9月，叠加近期末公布计划的省份实际发行规模有所回升，预计9月地方债发行规模可能仍能达到近万亿水平，考虑到到期2526亿后，9月地方债净融资或在7400亿左右。

图 12: 8月新增专项债实际发行规模大幅低于计划发行规模

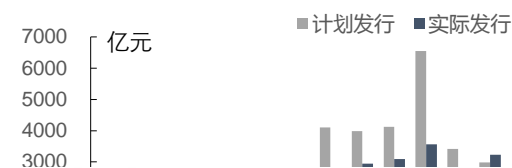
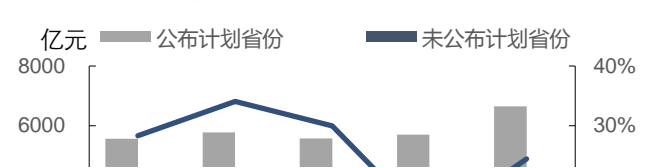


图 13: 8月末公布计划省份发行规模上升



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_26272



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>