

## 为什么说超储率的重要性在下降？

### 人民银行货币政策框架研究之二

证券研究报告

2021年09月27日

#### ● 核心结论

**超储率作为流动性观测指标的意义有所下降。**根据人民币行的定义，超储（超额存款准备金）是金融机构存放在中央银行、超出法定存款准备金的资金，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。从2001年起，金融机构的超储率中枢不断下移。但这并不代表金融体系内流动性的系统性下降。近期人民银行货币政策司司长孙国峰认为“在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。这种情况下，市场不宜简单根据银行体系流动性或者超额准备金率判断流动性松紧程度，判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是DR007。”换言之，超额准备金率并不能反映流动性的松紧程度，超储率作为流动性观测指标的意义有所下降。

而超储率意义的变化又与两因素有关：

**(1) 货币发行机制变化导致银行获得准备金成本陡增进而降低超储需求。**在2014年之前，银行体系通过人民银行结汇操作获取准备金。对于整个银行体系来说，其实是发生了资产端的置换——外汇占款到准备金，相当于零成本。而在2014年之后，银行体系获取准备金的方式变成了对人民银行负债，即准备金其实是向人民银行借来的。而“借”来的准备金意味着银行体系需要支付成本，对于商业银行来说，我们可以用MLF利率来衡量这一成本。因此，2014年后为节约成本，银行降低了超储需求。

**(2) 人民银行货币政策操作更加精确，商业银行易于获得流动性缓冲进而降低了预防性超储需求。**作为银行体系的监管者，人民银行近年来也不断完善货币政策操作框架，释放出制度红利，也使得银行体系超额存款准备金需求明显降低，如对准备金的双平均法考核。法定存款准备金率是存款准备金与存款的比率，双平均法实际上是将分子、分母由时点值调整为期间平均值，给予商业银行在考核期内更加灵活摆布流动性的空间；常备借贷便利工具和自动质押融资工具使得商业银行在短期流动性不足的时候可以合格资产为抵押从央行获得流动性支持；而公开市场操作频率从每周两次提高到每日操作，从制度上保障央行能够及时应对多种因素可能对流动性造成的冲击，及时释放政策信号引导和稳定市场预期，这些都有效降低了商业银行超额存款准备金预防性需求。

风险提示：对人民银行货币政策框架理解不到位；人民银行货币政策变化超预期。

#### 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

#### 相关研究

《人民银行货币政策框架之一：人民银行货币政策重心转向结构性问题》

## 索引

## 内容目录

一、超储率作为流动性观测指标的意义有所下降 .....	3
二、货币发行机制变化导致银行获得准备金成本陡增 .....	4
三、人民银行货币政策操作更加精确 .....	5
四、风险提示 .....	6

## 图表目录

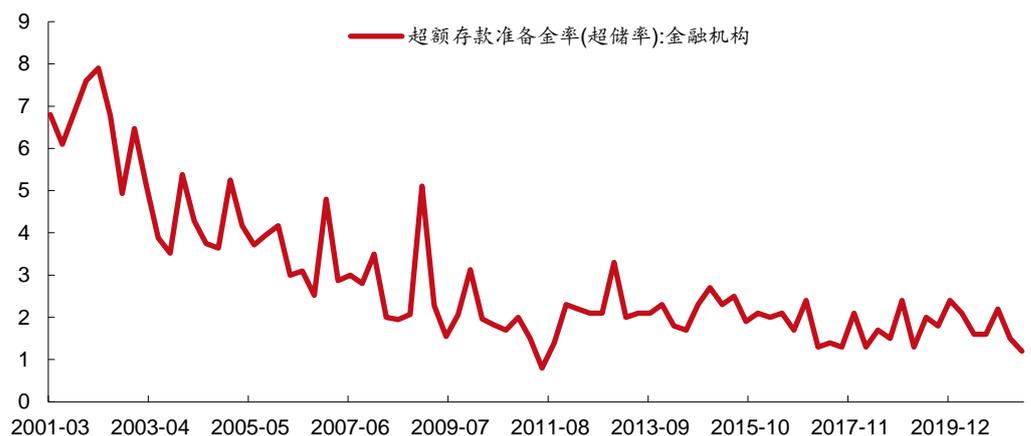
图 1：金融机构超储率（%） .....	3
图 2：银行体系获得准备金方式的改变 .....	4
图 3：银行体系扩张的过程 .....	5
图 4：准备金占央行负债比例（%） .....	6

## 一、超储率作为流动性观测指标的意义有所下降

根据人民币银行的定义，超储（超额存款准备金）是金融机构存放在中央银行、超出法定存款准备金资金，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。对于其重要作用，人民银行曾在《2017年第二季度货币政策执行报告》专栏一中有过介绍：“金融机构保有的超额存款准备金占一般存款的比例称为超额存款准备金率。超额存款准备金是基础货币的重要组成部分，也是金融机构流动性最强的资产，其数额和比率一定程度上可以反映金融机构流动性状况，对金融机构至关重要：一是在有法定存款准备金率的要求下，随着存款增加，银行需要把更多的流动性（超额准备金）转缴为法定准备金，若流动性不足则无法再进行资产扩张；二是从个体看，银行都有资金跨行流动、支付清算的需要，也需要保留必要的流动性。”

总结下来，超储的作用有两点。首先，可以在未来转化为法定准备金以支持银行的资产负债表扩张需求。其次，个体银行需要保留一定的超额准备金为支付清算做准备，而支付清算的规模其实是由客户主导的，银行并不能提前掌握需求。

图1：金融机构超储率（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

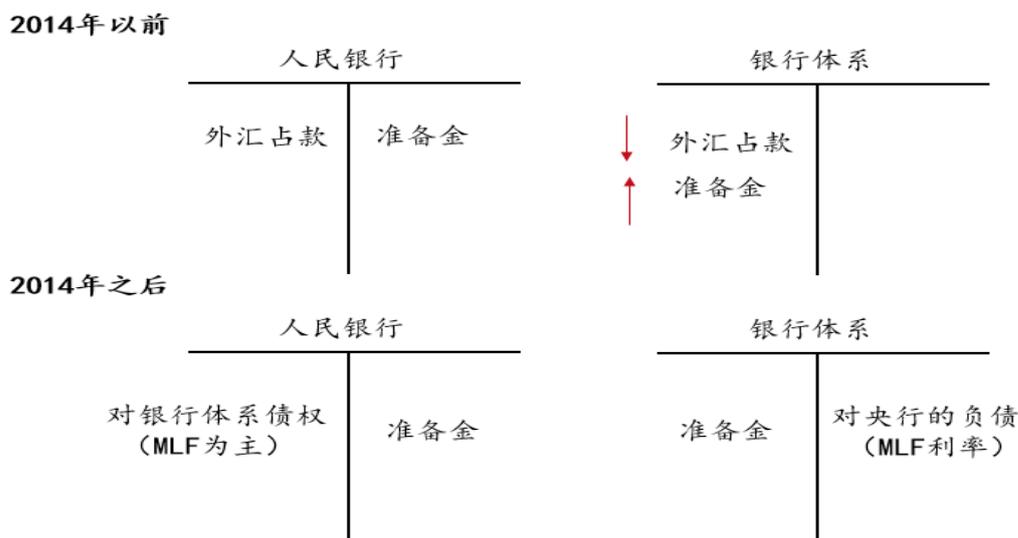
如图1，自2001年起金融机构的超储率中枢不断下移，但这并不代表金融体系内流动性系统性下降。对于超储率的变化，人民银行在专栏中提到了三个方面的因素：一是支付体系现代化大大缩短了资金清算占用时间，基本消除了途资金摩擦，降低了其他资产转换为超额存款准备金的资金汇划时间成本和交易成本。二是金融市场快速发展使得商业银行有更方便的融资渠道，在需要资金时可以随时从市场融入资金，从而降低预防性需求。三是商业银行流动性管理水平和精细化程度不断提高，可以更加准确地预测流动性影响因素，降低了不确定性冲击的影响。

近期，人民银行货币政策司司长孙国峰在国务院政策例行吹风会上对于超储率有了新的解读，他认为“在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。这种情况下，市场不宜简单根据银行体系流动性或者超额准备金率判断流动性松紧程度，判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是DR007。”也就是说，孙国峰司长认为超额准备金率其实并不能反映流动性的松紧程度。理解这个结论，我们需要更加准确地理解目前人民币银行的货币发行机制及货币政策操作框架。

## 二、货币发行机制变化导致银行获得准备金成本陡增

在《人民银行货币政策重心转向结构性问题》这篇报告中，我们曾写过人民银行货币发行机制在 2014 年的变化。简单来说可以概况如下：2014 年以前，由于当时我国经济运行中的一个显著特征是国际收支持续大额双顺差和外汇储备的积累。人民银行主要通过市场上买入外汇相应投放基础货币；2014 年以后我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币。不论是公开市场操作、MLF 还是 PSL，它们都是央行对其他存款类公司（银行体系）的债权。人民银行货币发行机制的变化令银行体系获得准备金的方式也发生了深刻的变化。

图 2：银行体系获得准备金方式的改变



资料来源：西部证券研发中心

如图 2 所示，在 2014 年之前，银行体系获取准备金的方式是人民银行的结汇操作。对于整个银行体系来说，其实是发生了资产端的置换——从外汇占款到准备金，相当于零成本。而在 2014 年之后，银行体系获取准备金的方式变成了对人民银行负债，即准备金其实是向人民银行借来的。而“借”来的准备金意味着银行体系需要支付成本，对于商业银行来说，我们可以用 MLF 利率来表示这个成本。

在这个框架体系下，我们便不难理解人民银行“降准置换 MLF”操作的真实意义。例如，人民银行曾解读过 2018 年 4 月降准时整个货币体系的变化。分步骤看：下调存款准备金率 1 个百分点，并不改变基础货币总量，只是一部分法定准备金转换成超额准备金，由此会增加约 1.3 万亿元的超额准备金；而降准后商业银行用降准资金来偿还 9000 亿元 MLF，会使基础货币和超额准备金同步减少 9000 亿元。上述操作完成后，虽然基础货币减少了 9000 亿元（法定准备金减少约 1.3 万亿元，超额准备金增加约 4000 亿元），但银行体系流动性实际上净增加约 4000 亿元。

图3：银行体系扩张的过程

人民银行		银行体系	
外汇占款	准备金	准备金	存款
对银行体系债权 (MLF为主)	新增准备金	新增准备金	新增存款 新增对人民银行负债 (MLF利率)

资料来源：西部证券研发中心

如果我们把上述过程总结成一般规律：当银行体系发生资产负债表扩张时，在给定的存款准备金率下，银行体系需要向人民银行借来相应的准备金，对应负债中的MLF，因此银行需要向央行支付MLF利率。如果人民银行进行降准操作，那么新增准备金的需求会下降，同时在原有的准备金资产中会有一部分变为超额准备金，使得整个银行体系需要向人民银行“借”的准备金数量减少，那么对于银行来讲，理性的选择是偿还MLF负债以降低成本。

因此，我们也可以用持有成本的角度也解释银行体系内超储率的下降：在2014年以后，银行获得准备金的成本变成了MLF利率，银行为节约成本而降低了超储需求。

### 三、人民银行货币政策操作更加精确

作为银行体系的监管者，人民银行近年来也不断完善货币政策操作框架，释放出制度红利，也使得银行体系超额存款准备金需求明显降低。比如，对于准备金的考核采取了双平均法考核。根据定义，法定存款准备金率是存款准备金与存款的比率，双平均法实际上是将计算法定存款准备金率的分子、分母的计算由时点数调整为平均数，给予商业银行在考核期内更加灵活摆布流动性的空间；常备借贷便利工具和自动质押融资工具使得商业银行在短期流动性紧张的时候可以及时获得流动性支持，从而降低流动性成本。

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\\_27141](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27141)

