

## 流动性视角下的降准逻辑

### 核心内容:

本文试图拆解影响银行体系流动性变化的因素，测算超额存款准备金变化，阐述流动性视角下的降准逻辑。

超额存款准备金是银行存放在央行超出法定存款准备金部分的资金，银行可以相对自由的支配，被认为是衡量狭义流动性的关键指标。本文运用五力模型测算： $\Delta$ 超额存款准备金= $\Delta$ 央行投放+ $\Delta$ 外汇占款- $\Delta$ 政府存款- $\Delta$ 法定存款准备金- $\Delta$ 货币发行

**因素 1 央行投放：**二季度货币执行报告强调“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，央行最新的表态并没有显示货币政策基调有任何转向，预计9月央行货币投放将延续8月操作思路，MLF续作数量是关键变量。

**因素 2 外汇占款：**贸易顺差季节性扩大，但人民币汇率面临压力下结汇意愿下降。综合考虑预计外汇占款环比变动较少对流动性边际变化不构成重要影响。

**因素 3 政府存款：**9月是财政支出大月，预计财政收支差额约-10000亿，政府债券净融资额约7000亿（国债4000亿、地方政府债3000亿），两者相抵带来政府存款减少约3000亿

**因素 4 法定存款准备金：**存款的变化具有季节性规律，9月缴准压力增加，根据过去5年历史数据，采用环比均值法估算，预计新增缴纳法定存款准备金约2500亿元

**因素 5 货币发行：**M0的变化具有季节性规律，根据过去5年历史数据，采用环比均值法估算，9月M0预计增加约2000亿元

综合以上五因素拆解分析，预计9月的流动性缺口约1500亿元，流动性压力存在但总体可控。

**超储率视角：**9月超储率通常季节性上升，历史上的9月通常流动性相对充裕，但2023年9月存在流动性缺口的主要原因，是政府存款比历史平均水平少减少约1700亿，与我们测算的流动性缺口大致吻合。

**我们的判断和政策预期：**9月仍存在降准的可能性9月前13日的银行间流动性再次紧张。本月15日的MLF是否会大幅超额续作是一个可能引起流动性变化的重要变量，如果大幅超额续作，将有利于弥补流动性缺口。但目前MLF余额保持在5.2万亿的历史较高水平，超量续作空间有限。因此9月仍存在降准可能，如果降准25BP，将释放约6000亿长期流动性；如果降准15BP，则释放约3700亿。

### 分析师

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

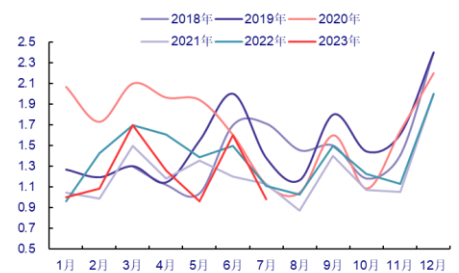
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

### 主要风险：

1. 贸易顺差超预期的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 国债发行节奏超预期的风险
4. 地方政府债务发行不及预期的风险
5. 美元指数上行超预期的风险
6. 财政收支超预期的风险

### 9月超储率通常季节性上升(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院测算

## 目录

一、因素 1 央行投放：预计央行将延续 8 月操作思路，MLF 续作数量是关键变量.....	3
二、因素 2 外汇占款：贸易顺差季节性扩大，但人民币汇率面临压力下结汇意愿下降.....	3
(一)资本和金融账户的顺差规模主要受国际资本流动影响.....	4
(二)经常账户的贸易顺差规模主要受进出口贸易的影响.....	5
(三)结售汇意愿主要受人民币汇率变动影响，9 月面临压力.....	5
三、因素 3 政府存款：财政支出大月叠加政府债券净融资额上升综合导致政府存款减少约 1000 亿，远低于历史平均减少幅度.....	6
(一)财政收支：9 月是财政支出大月，预计财政收支差额使政府存款减少约 6000 亿.....	7
(二)政府债券净融资额：地方政府专项债发行加速.....	7
四、因素 4 法定存款准备金：缴准压力上升，新增缴纳的法定准备金约 2500 亿.....	8
五、因素 5 货币发行：M0 季节性上升引起货币发行预计增加约 2000 亿.....	9
六、超储率的视角：9 月通常季节性上升，但 2023 年与以往不同.....	9
七、我们的判断和政策预期：9 月仍存在降准的可能.....	10

本文试图拆解影响银行体系流动性变化的因素，测算超额存款准备金变化，阐述流动性视角下的降准逻辑。

超额存款准备金是银行存放在央行超出法定存款准备金部分的资金，银行可以相对自由的支配，被认为是衡量狭义流动性的关键指标。本文运用五力模型测算其在9月的环比变化：

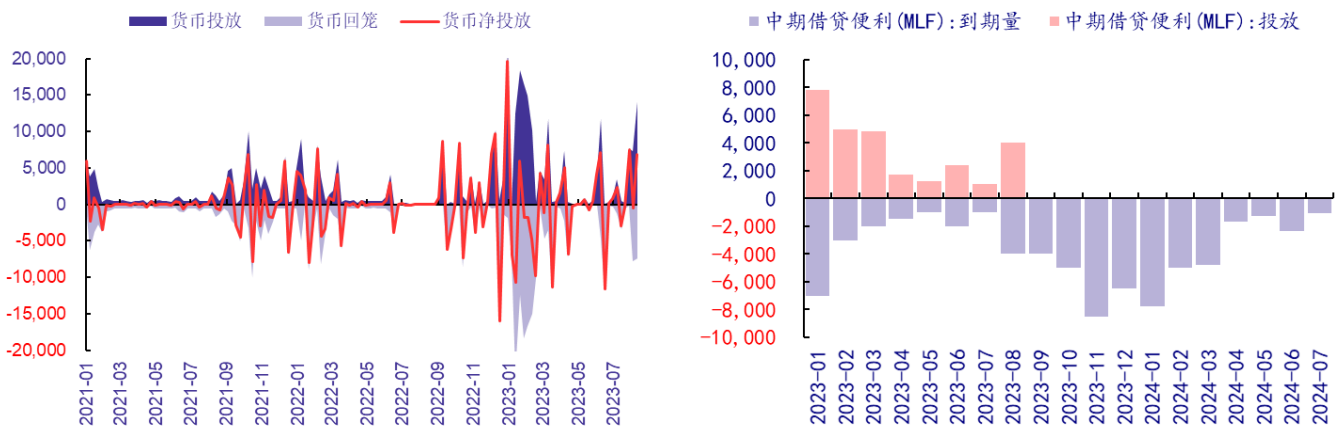
$$\Delta \text{超额存款准备金} = \Delta \text{央行投放} + \Delta \text{外汇占款} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{货币发行}$$

## 一、因素 1 央行投放：预计央行将延续 8 月操作思路，MLF 续作数量是关键变量

二季度货币执行报告强调“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，央行最新的表态并没有显示货币政策基调有任何转向，在此背景下预计 9 月央行货币投放将延续 8 月操作思路，逆回购操作将不会产生太多边际变化。

9 月 15 日的 MLF 操作是关键观察时点，央行是否会超量续作将决定央行投放在 9 月的边际变化方向。9 月 MLF 的到期量为 4000 亿元，与 8 月持平，8 月央行是降价小额超量续作 4010 亿元。如果央行在 9 月选择 MLF 超量续作，将增加长期流动性供给；反之，则为长期流动性带来更多缺口。

图 1: 8 月公开市场净投放(含库存现金) 11620 亿元(亿元) 图 2: 9 月 MLF 的到期量为 4000 亿元, 与 8 月持平(亿元)



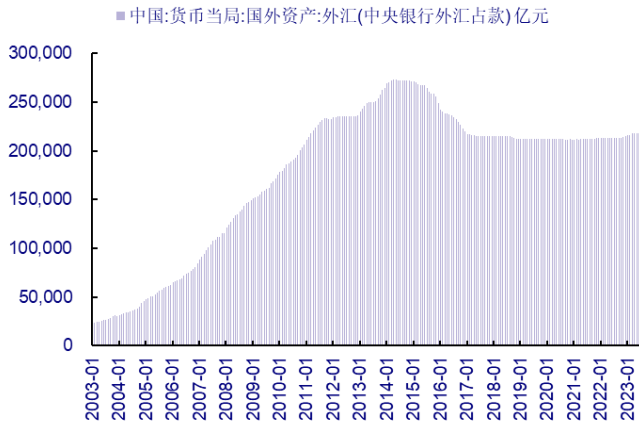
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、因素 2 外汇占款：贸易顺差季节性扩大，但人民币汇率面临压力下结汇意愿下降

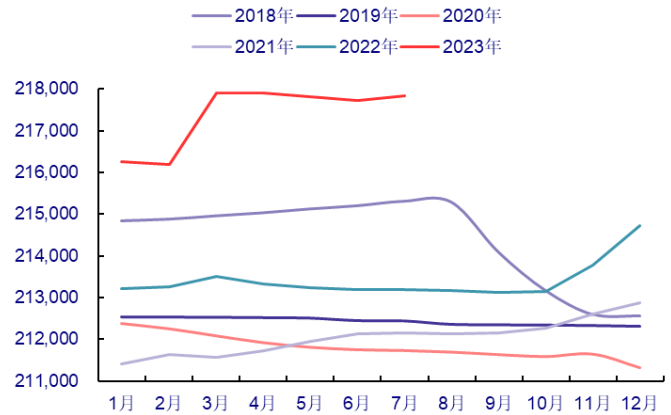
央行口径下的外汇占款主要受两方面因素影响，一方面是资本和金融账户、经常账户的顺差规模，主要受国际资本流动和进出口贸易的影响。另一方面是各方的结售汇意愿，包括企业、居民的结汇意愿，商业银行向央行的结汇意愿，以及央行自身的结汇意愿，结汇意愿主要受人民币汇率走势的影响。

图 3: 近年来央行口径的外汇占款的波动幅度很小 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 外汇占款在一年中的大多数月份变动幅度都较小 (亿元)

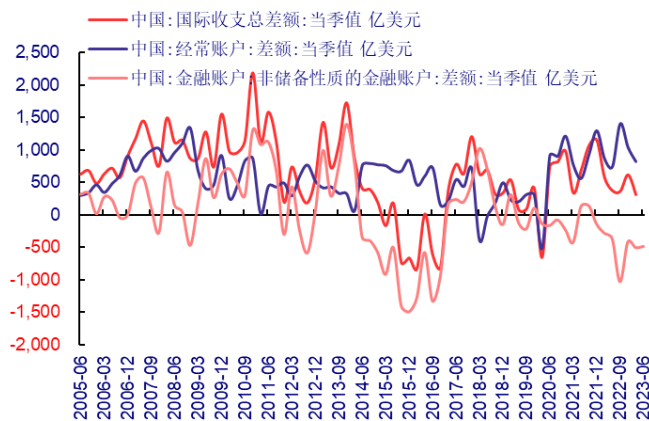


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**(一) 资本和金融账户的顺差规模主要受国际资本流动影响**

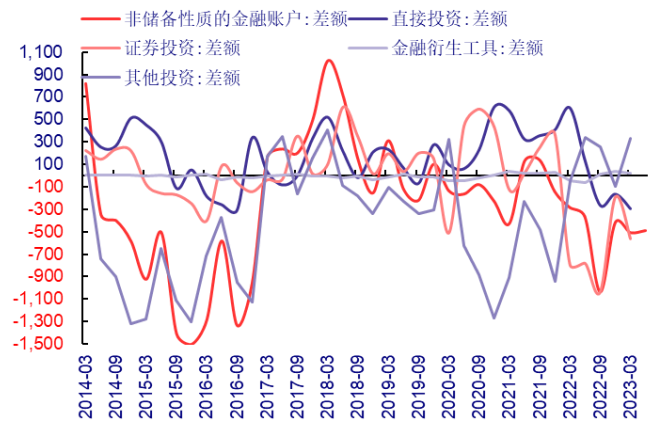
资本和金融账户的顺差规模,主要通过国际收支平衡表的非储备性质的金融账户差额变化进行观察,其波动幅度较大,自 2021 年四季度开始持续为逆差,预测难度较大。非储备性质的金融账户主要包括四项:直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资,其中除了金融衍生工具规模较小占比较低以外,其他三项均对国际资本流动有较大影响。

图 5: 国际资本流动波动幅度较大



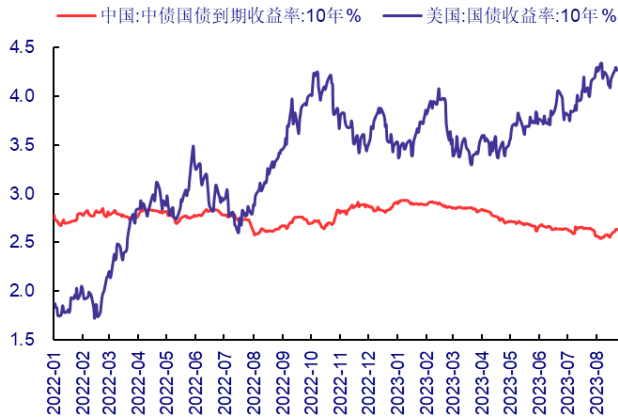
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 直接投资和证券投资差额自 22 年三季度开始持续为负 (亿美元)



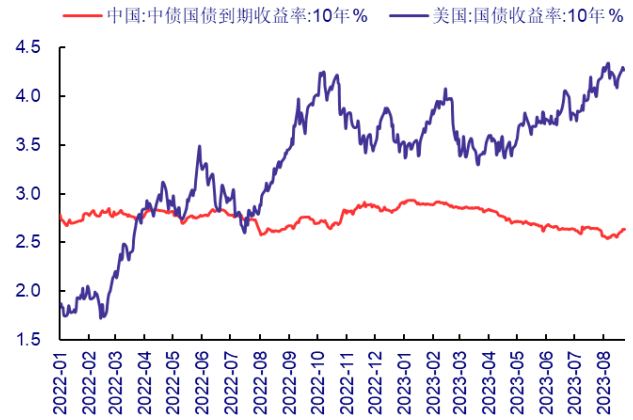
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 截止 9 月 7 日中美国债收益率倒挂利差扩张至 163BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 中美政策利率倒挂, 利差扩张至 183BP

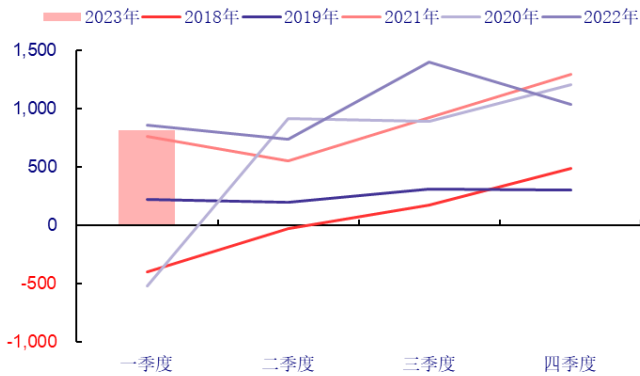


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**(二) 经常账户的贸易顺差规模主要受进出口贸易的影响**

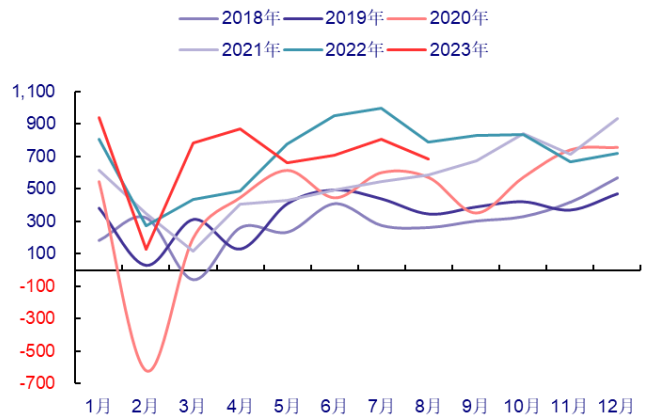
观测历史数据, 9 月贸易顺差通常季节性环比上升, 我们预测 9 月的贸易顺差为 740 亿美元。

图 9: 经常账户差额当季值 (亿美元)



资料来源: Wind, 国际收支平衡表, 中国银河证券研究院

图 10: 9 月贸易顺差通常季节性环比上升 (亿美元)



资料来源: Wind, 海关总署, 中国银河证券研究院

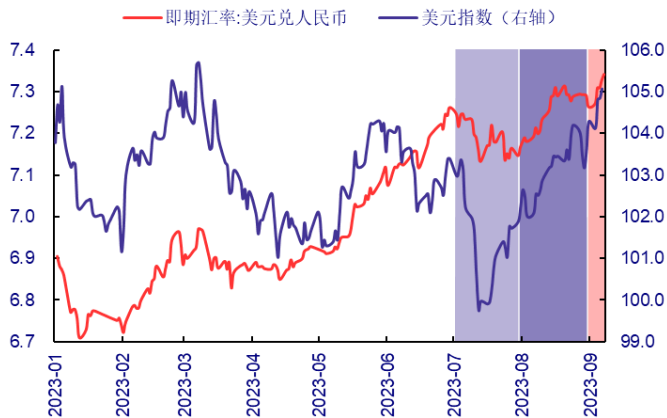
**(三) 结售汇意愿主要受人民币汇率变动影响, 9 月面临压力**

央行口径下的外汇占款另一个影响因素是各方的结售汇意愿, 包括企业、居民的结汇意愿, 商业银行向央行的结汇意愿, 以及央行自身的结汇意愿。结汇意愿主要受人民币汇率走势影响, 通常人民币贬值时期, 结汇率会下降, 从而导致央行口径的外汇占款少增。

8 月美元指数强势反弹, 人民币汇率面临压力。进入 9 月, 美元指数继续受到经济与金融双重支持走强, 9 月 7 日突破 105, 9 月 8 日人民币汇率突破前低, 收于 7.3415。美元指数的

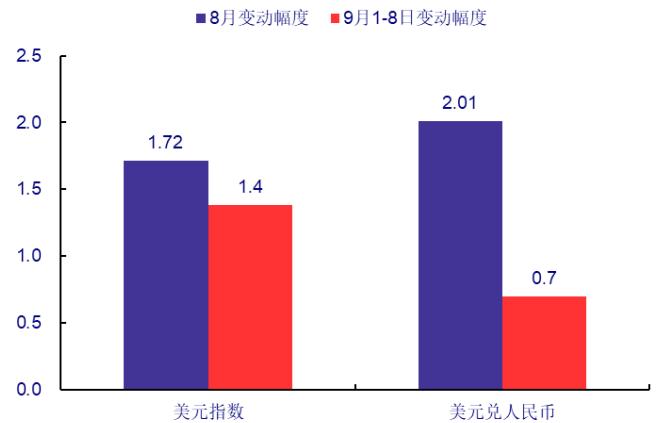
上行在8月、9月均给人民币汇率带来压力，压力的累积可能会促使9月的结汇率环比8月下降，结汇率的下行对外汇占款的增加是负面影响。

图 11: 9月人民币汇率突破 7.3



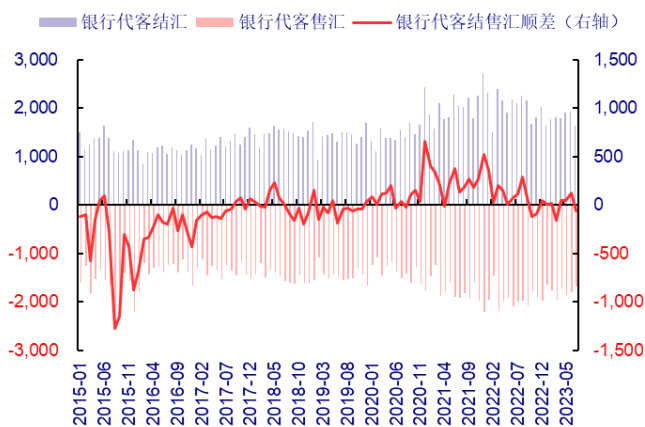
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 进入 9 月美元指数快速上行给人民币汇率带来压力 (%)



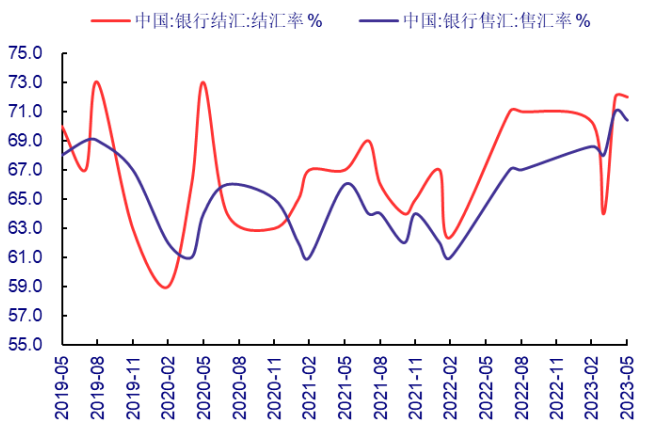
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 7 月银行代客结售汇逆差 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 5 月结汇率在历史高位 72%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综合来看，外汇占款在 9 月会保持环比相对稳定，季节性因素带来贸易顺差的扩大，而美元指数受经济与金融双重支持走强，将给人民币汇率带来压力，预计 9 月结汇率会下行。

### 三、因素 3 政府存款：财政支出大月叠加政府债券净融资额上升综合导致政府存款减少约 3000 亿，低于历史平均减少幅度

政府存款是由央行管理的中央和地方国库存款。政府存款在央行的负债端占比较高，波动会对央行资产负债表和市场流动性产生显著影响。政府存款作为超额存款准备金边际变化的扣

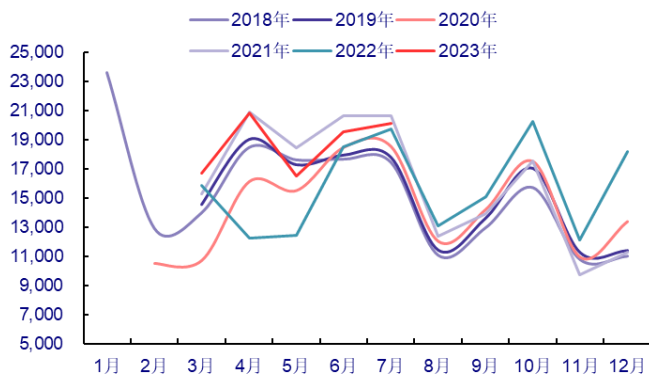
减项，如果政府存款增加将引起流动性的收缩，反之则引起流动性增加。政府存款的影响因素包括财政收支和政府债券的发行。

**(一) 财政收支：9月是财政支出大月，预计财政收支差额使政府存款减少约10000亿**

由于税收在财政收入中占比较高，因此考虑财政收入的变化主要考虑缴税的节奏，观察历史数据，一般季初是缴税高峰，除季初之外，5月是所得税汇缴清算也通常会引起流动性的紧张。因此，一般1月、4月、5月、7月、10月是财政收入的高峰期。

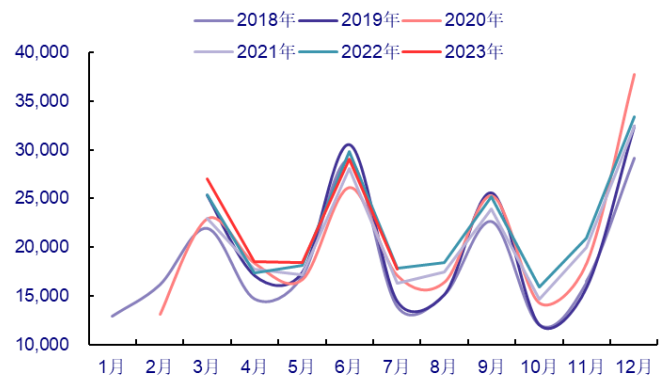
观察历史数据，财政支出也表现出比较明显的季节性规律，一般季初的月份财政支出较少，季末的月份，特别是四季度支出力度较大。一般3月、6月、9月、12月是财政支出的大月。根据过去5年历史平均值推算，结合今年的财政收支环境，我们测算2023年9月财政收支差额约-10000亿元，带来政府存款减少约10000亿元。

图 15: 财政收入季节性规律明显 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 9月通常是财政支出的大月 (亿元)

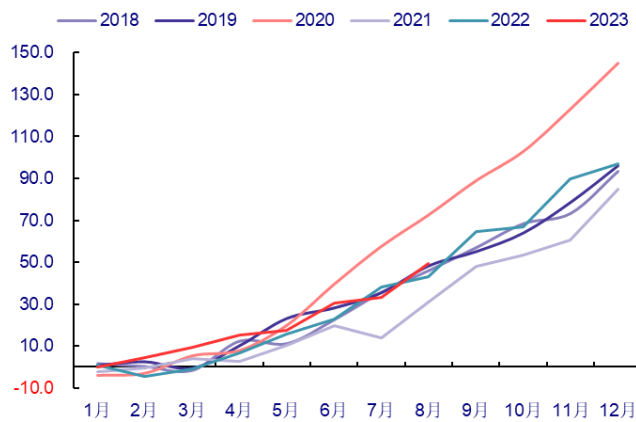


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**(二) 政府债券净融资额：地方政府专项债发行加速**

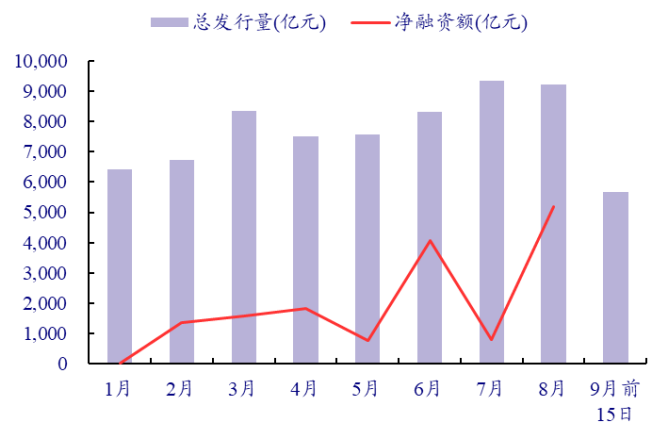
政府债券的净融资额包括国债和地方政府债。截止2023年8月，国债发行节奏与过去5年的平均水平基本一致，完成了年初预算的46%，所以我们预估9月的国债发行会相对平稳。根据公开披露的数据，9月1-15日国债预计发行5661亿元，9月到期量为3953亿元。8月国债发行9224亿元，到期量为4049亿元，净融资额5174亿元。如果假设9月的国债发行节奏达到过去5年的平均水平，预计9月国债发行净融资额约4000亿，带来政府存款增加4000亿。

图 17: 截止 8 月, 国债发行完成今年预算的 46% (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

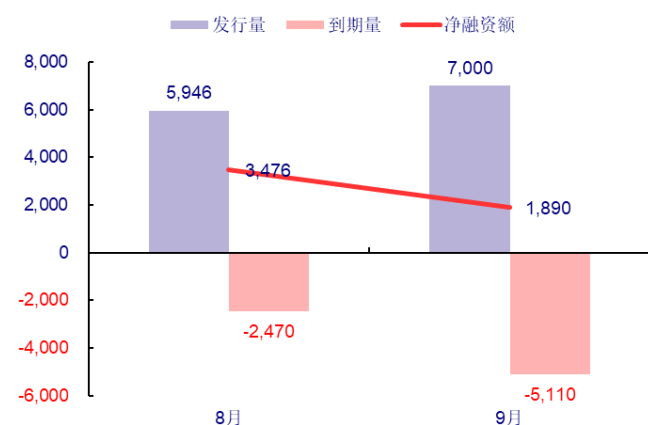
图 18: 8 月国债净融资额 5174 亿元 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

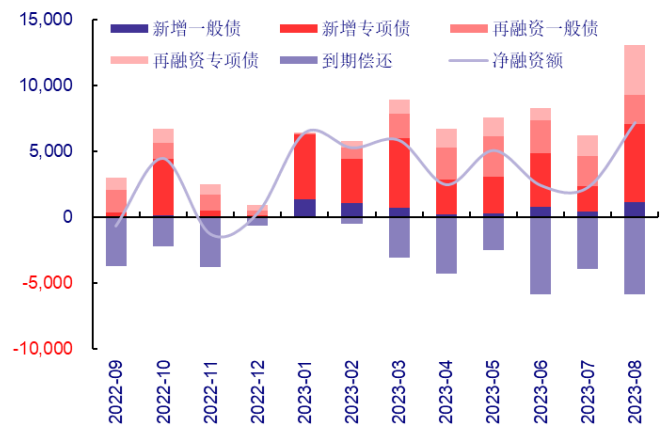
地方政府债的发行包括一般债和专项债。8月28日, 十四届全国人大常委会第五次会议在提到下一步财政重点工作安排时, 提及“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕”。2023年1-8月新增专项债总计发行3,091亿, 今年的专项债额度是3,800亿, 如果9月底基本发行完毕, 那9月地方政府新增专项债的发行量预计是约7,000亿, 推算9月地方政府债的发行规模约9,500亿, 而9月地方政府债的到期规模是6,226亿, 得到9月地方政府债券的净融资额约3,000亿, 带来政府存款增加3,000亿。

图 19: 地方政府新增专项债发行与到期 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 地方政府债券发行与净融资额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上所述, 预测9月财政收支差额约-10,000亿, 政府债券净融资额约7,000亿(国债4,000亿+地方政府债3,000亿), 综合带来政府存款减少约3,000亿。

#### 四、因素 4 法定存款准备金: 缴准压力上升, 新增缴纳的法定准备金约 2,500 亿

商业银行每 10 天根据自身存款规模计算应缴纳的存款准备金率, 当月需缴纳的准备金=平均法定存款准备金率\*存款当月增量。如果存款增加, 银行需再缴纳一部分法定存款准备金,



如果存款减少，则法定存款准备金将变为超储，释放流动性。存款变化具有季节性特征，因此根据过去5年历史数据，用环比均值法进行预估，9月存款当月增量预计为3.56万亿，新增缴纳的法定准备金约2500亿。

## 五、因素5货币发行：M0季节性上升引起货币发行预计增加约2000亿

货币发行包括M0和库存现金，其中M0占比高，货币发行的波动主要由M0的波动导致，因此我们主要计算M0的波动进行预估。M0的波动具有明显的季节性特征，根据过去5年历史数据，用环比均值法进行预估，9月M0预计上升约2000亿。

## 六、超储率的视角：9月通常季节性上升，但2023年与以往不同

综合上述五因素拆解分析，央行投放预计延续8月操作思路不变，外汇占款保持环比平稳，政府存款的减少约3000亿、法定存款准备金的新增缴纳约2500亿、货币发行增加约2000亿，五因素共同作用，预计9月的流动性缺口约1500亿元，流动性压力存在但总体可控。

上文是从超额存款准备金规模的变化角度来测算9月可能的面临的流动性环境，我们也可以结合超储率分析。超储率=超额存款准备金/存款。央行每个季度会公布季末的超储率，但是没有月度数据，这里根据央行资产负债表做月度测算。能看到超储率具有明显的季节性特征，季末的月份通常上升，代表流动性更加宽裕。观察过去5年的数据，9月超储率通常季节性上升，流动性环境较为宽松。但是2023年的9月与历史同期相比，流动性存在更大的缺口，主要是由于政府存款的减少低于历史同期，政府存款具有明显的季节性规律，我们预测9月的政府存款减少约3000亿，而过去五年9月的平均值是减少4740亿元，比历史同期少减少约1700亿。而政府债券净融资额在今年9月的净融资额高于历史同期是政府存款少减少的主要原因。

图 21：9月超储率通常季节性上升（亿元）

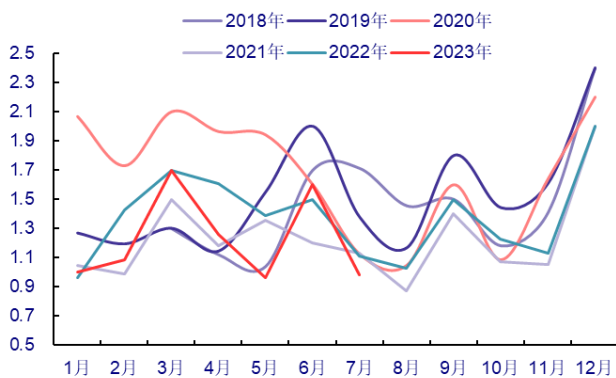
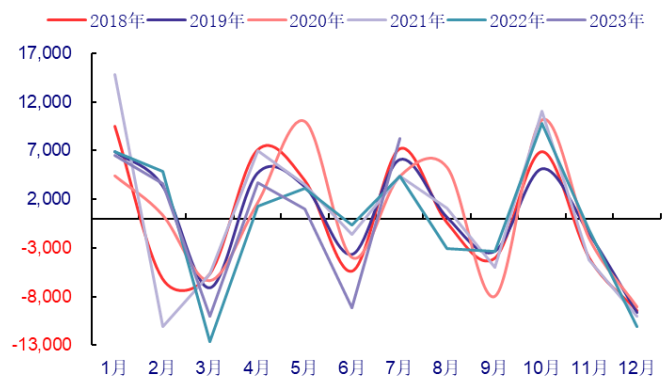


图 22：政府存款当月值（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院测算

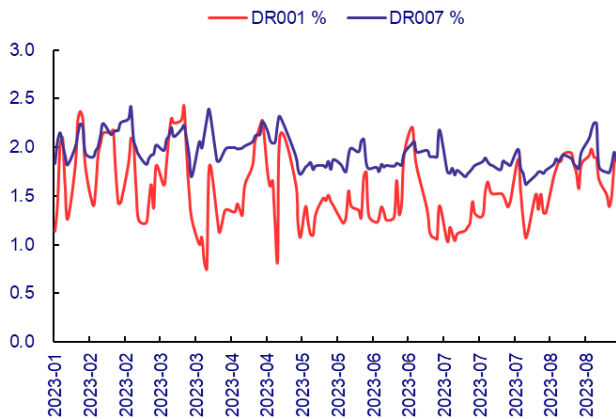
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 七、我们的判断和政策预期：9月仍存在降准的可能

根据测算，9月存在约3500亿的流动性缺口，流动性压力存在但总体可控。9月前13天的银行间流动性再次紧张，DR007上行至高于政策利率，9月8日DR001与DR007，以及Shibor隔夜与一周均再次出现倒挂，截止9月13日国有银行一年期同业存单发行利率快速上行至2.42%，9月4日-8日银行间质押式回购日均成交量快速上升至7.3万亿。

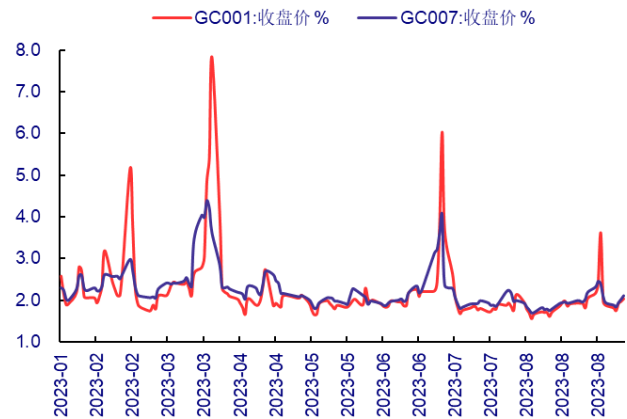
本月15日的MLF是否会大幅超额续作是一个可能引起流动性变化的重要变量，如果大幅超额续作，将有利于弥补流动性缺口。但目前MLF余额保持在5.2万亿，属于历史较高水平，超量续作的空间有限。因此9月仍存在降准可能，如果降准25BP，将释放约6000亿长期流动性；如果降准15BP，将释放3700亿长期流动性。

图 23: DR007 高于政策利率，与 DR001 利率倒挂 (%)



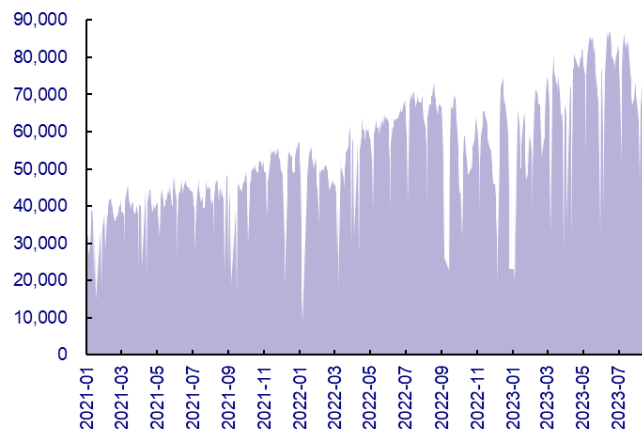
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院测算

图 24: 上证所国债回购利率上行至 2% 以上 (%)



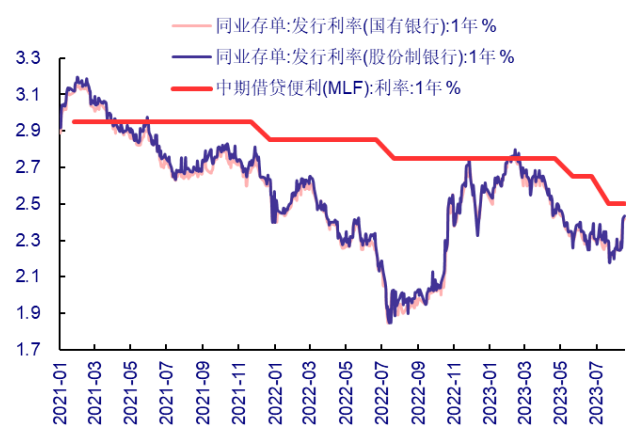
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 银行间质押式回购日均成交量上升至 7.3 万亿 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院测算

图 26: 同业存单发行利率快速上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn