

银行行业

流动性分析框架

—流动性系列报告之二

核心观点：

● 本篇报告尝试构建我国全市场流动性分析框架，回答以下几个问题

1、当前中国，银行及其他主体如何参与流动性的创造；2、基础货币与信用创造的关系，货币和信用的差异在哪里。3、货币政策、影子银行、流动性与实体经济如何相互影响。4、实体流动性、银行间流动性、股市流动性如何相互影响。5、如何观察各个市场流动性状况及表现。

● 基础货币：公开市场操作主导趋势，财政存款主导波动

2012 年以前，基础货币是外汇占款决定趋势，财政存款主导波动，而这背后的核心逻辑是这一阶段经济增长外需贡献较多。2012 年以后，财政依然主导波动，但财政和货币（信用）政策成为主导因素，外汇占款的趋势性影响下降，主要原因是外需贡献下降，货币和财政政策力度也不断提升。

● 信用创造：全口径融资视角下，影子银行与货币政策赛跑

广发证券银行组在社融基础上构建了全口径融资视角的信用创造指标，该指标显示，影子银行对货币政策的干扰明显。截至 2017 年底，全口径融资存量规模约 255 万亿，影子银行融资规模 109 万亿。2007-2008、2009-2010、2014-2015 是影子银行发展最快的年份，2017 年以来，随着监管趋严，影子银行融资增速快速下滑。未来，随着监管约束影子银行，货币政策有效性将增强。另外，实体经济对于货币政策的敏感度会受到宏观杠杆率的影响。当经济债务负担大时，实体对货币政策的敏感度将大幅提高。

● 银行间、实体、股市流动性的竞争与互补

银行间流动性由超储主导，受货币政策直接影响，同时受实体需求和银行信用派生负面影响，银行间流动性是实体流动性的冗余。股市流动性由存款转化而来，是实体流动性的一部分，也可以理解为实体经济流动性需求的冗余。基于这一框架，我们构建了货币政策、信用政策、实体经济现状的不同组合，去观察各类情景下各市场流动性的可能情况。详见报告正文。

● 货币政策的复杂性决定了流动性观察的必要性

我国央行货币政策呈现多目标，多工具，相机决策与预期管理并用的精细化调控特征，这一特征导致货币分析难度加大，会导致市场分析混淆货币政策长短期目标及效果。所以，需要对流动性波动特征进行充分的分析和预测，才能过滤出正确趋势性因素，这也是我们专题讨论全市场流动性分析框架和微观周期的原因。

● 风险提示

1、流动性冲击超预期；2、利率波动超预期；3、经济增长超预期下滑；4、政策调控力度超预期。5、财税周期发生超预期变化。

行业评级

买入

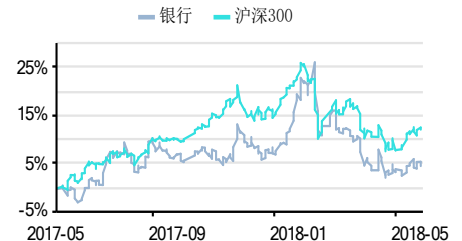
前次评级

买入

报告日期

2018-05-30

相对市场表现



分析师： 倪 军 S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

相关研究：

银行行业:监管约束呵护表内，存款竞争要拼内功	2018-05-15
2018 年 4 月金融数据点评：总体货币供应依然偏紧，贷款利率上行加速	2018-05-13
银行行业:刚兑、嵌套、非标、影子银行与无风险收益率—另眼看《资管新规》	2018-05-11
银行行业:银行债券投资全景图之债市投资者结构数据库	2018-04-25
银行行业:从存款创造、影子银行看当前政策权衡—影子银行系列报告之一	2018-04-18
央行降准点评报告：替换为表，降准是里	2018-04-17
银行行业:从金融统计看监管趋势—评《国务院办公厅关于全面推进金融业综合统计工作的意见》	2018-04-10
银行行业:2018 年财政存款怎么看？—流动性系列报告之一	2018-03-28

目录索引

一、引言：我们尝试回答的几个问题	4
二、中国市场流动性分析框架概览	4
三、流动性创造：基础货币趋势与周期特征	5
3.1 基础货币是不是货币？不全是。	6
3.2 基础货币影响因素：外汇占款、公开市场操作、财政存款	7
3.3 基础货币长期特征：公开市场操作取代外汇占款主导趋势	8
3.4 基础货币周期特征：财政存款主导基础货币年内波动	9
四、流动性创造：信用创造与全口径融资视角	10
4.1 信用创造与存款派生	10
4.2 全口径融资与影子银行	10
4.3 影子银行、宏观杠杆与货币政策	12
五、流动性分层：银行间、实体与股市	15
5.1 银行间、实体、股市流动性的关系	15
5.2 如何理解“货币政策”和“信用政策”的组合	16
5.3 流动性与银行间、实体、股市表现观测	16
5.3.1 银行间市场表现与流动性观测	16
5.3.2 实体融资成本与流动性观测	17
5.3.3 股市流动性与表现	18
六、结语：从货币政策框架看流动性观察的必要性	19

图表索引

图 1: 流动性分析框架: 所有部门都参与其中	5
图 2: 外汇占款对基础货币增长贡献大幅下滑, 央行公开市场操作对基础货币主动影响力度加大	8
图 3: 基础货币月度波动受财政存款变化主导, 并呈现出年内周期性特征	9
图 4: 财政存款年内周期性波动性明显	9
图 5: 银行体系资产负债表与存款派生示意图	10
图 6: 全口径融资视角下影子银行规模与增速	12
图 7: 长期看, 影子银行融资与非影子银行融资具有替代性	13
图 8: 货币政策与名义经济增速	13
图 9: 影子银行具有顺经济周期特征	14
图 10: 宏观杠杆率上升会提高经济对加息的敏感度	14
图 11: 从基础货币、存款创造与金融市场循环	15
图 12: 银行间市场与货币政策和实体流动性	17
图 13: 实体流动性供需与融资成本	17
图 14: 实体流动性供需与融资成本	18
 表 1: 基础货币与货币的关系	6
表 2: 央行资产负债表-完整版 (万亿)	7
表 3: 央行资产负债表-简化版 (万亿)	8
表 4: 全口径融资视角下信用派生与影子银行	11
表 5: 货币、信用、经济组合下不同市场流动性情况	16

一、引言：我们尝试回答的几个问题

现代经济源于市场交易，市场交易依托于现代金融，现代金融基于现代货币，现代货币核心为信用货币，而银行体系是信用货币创造的主体和核心。通常，我们将社会货币供应、信用总量等统称为流动性。

前期，我们广发证券银行组报告《从存款创造、影子银行看当前政策权衡》、《2018年财政存款怎么看》，介绍了银行体系存款创造机制和基础货币中财政存款的周期特征及机制。

本篇报告，我们尝试勾画一个全市场流动性创造、分流、影响机制图，主要回答以下几个问题：

- 1、当前中国，银行及其他主体如何参与流动性的创造。
- 2、基础货币与信用创造的关系，货币和信用的差异在哪里。
- 3、货币政策、影子银行、流动性与实体经济如何相互影响。
- 4、实体流动性、银行间流动性、股市流动性如何相互影响。
- 5、如何观察各个市场流动性状况及表现。

本篇为流动性系列报告的第二篇，逻辑框架阐述为主。

接下来第三篇中我们将描述本框架下流动性的微观周期特征，及特定微观周期下不同市场资产价格的表现。

二、中国市场流动性分析框架概览

从货币角度来看，央行提供信用基础，银行负责信用扩张，流动性呈现出基础货币和信用创造两个层次。

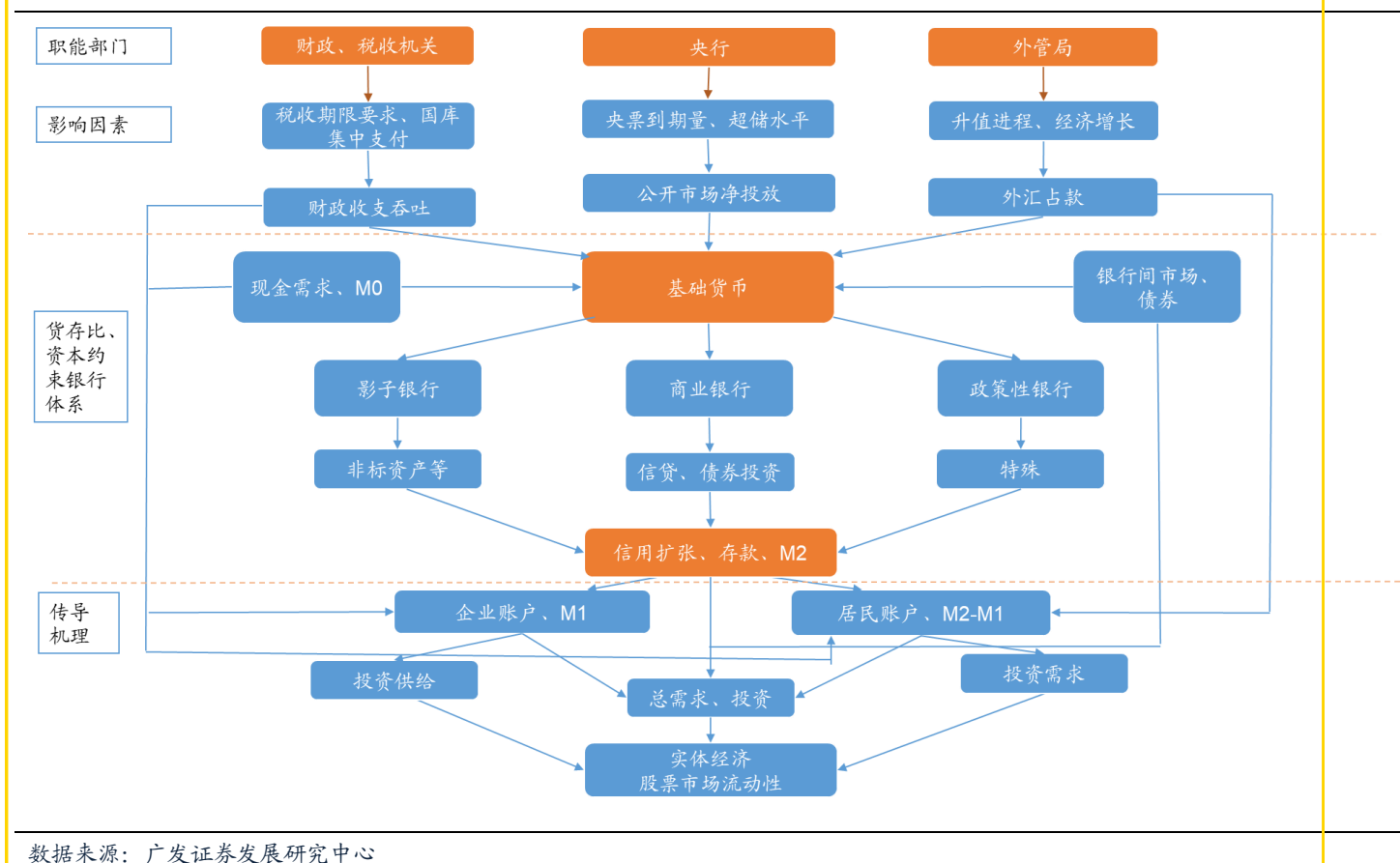
从主体角度来看，根据流动性直接作用市场不同，流动性呈现出银行间市场和实体流动性两个层次，而股市流动性源于存款转移，属于实体流动性一部分。

流动性创造和传导参与方众多，不同参与方在不同时点约束条件也各不相同，流动性参与各方的约束条件变化，会产生流动性微观周期和资产价格的周期变动。单用线性思维进行分析或有不足。

为了深入理解中国市场流动性，我们构建了一个全市场流动性分析框架。简化来看，该框架可以分为三个部分：第一部分是基础货币，第二部分是银行信用扩张，第三部分是实体经济和资本市场。

财政、央行、外管局等职能部门通过财政收支吞吐、公开市场净投放和外汇占款调整影响基础货币投放；商业银行、影子银行和政策性银行在基础货币基础上进行信用扩张；财政收支吞吐、信用扩张和外汇占款产生的流动性进入企业和居民账户，进一步影响经济供给和需求，最终作用于实体经济和股票市场。

图 1：流动性分析框架：所有部门都参与其中



三、流动性创造：基础货币趋势与周期特征

基于我们这十年来对货币环境的观察，2012年以前基础货币的趋势特征是：外汇占款决定趋势，财政存款决定波动，货币政策对冲且大部分情况下改变不了由以上两者主导的趋势和波动，而这背后的核心逻辑是这一阶段经济增长是相对内生的。

而2012年以后的基础货币特征是：财政依然主导波动，但财政和货币（信用）政策成为主导因素，外汇占款的趋势性影响下降，这背后的核心逻辑则是：随着经济潜在增速的进一步下台阶，政府为了长期承诺锁定了经济增长的下限，且随着杠杆率的逐步上升，稳定经济所需要的货币和财政政策力度也不断提升。以上逻辑框架的宏观经济视角在于，当外需不能成为经济增长的主要支撑，为了保证经济增长，财政和货币（信用）政策也必须成为主导性因素。

而宽松的财政政策和货币政策的代价是：要么进一步提升宏观杠杆率，要么牺牲汇率。由于货币分发机制的失衡以及对资产回报率缺乏抑制，同时也由于潜在增长率的下行，过高的经济增长目标也不可避免的会导致资产价格过快增长（如2014年货币政策宽松带来后续股市波动，2015年信用和财政宽松带来的房价快速上涨），因此一旦经济增长稍有恢复，货币（信用）和财政扩张就会立即受到约束。

在这一逻辑的中长期视角下，我们预计，货币（信用）和财政的影响将依然成为基础货币乃是全市场流动性供求关系的主导性因素。

3.1 基础货币是不是货币？不全是。

当前，央行对货币披露层次如下：

- 1、M0：流通中的现金，也为居民和非银行企业持有的现金，不包含银行库存现金。
- 2、M1：M0+企业活期存款。
- 3、M2：M1+储蓄存款和企业定期存款+非存款类金融机构存款（剔除货币基金存款和购买的存单）+非存款类机构持有的货基份额。

央行对基础货币披露口径如下：

- 1、基础货币即央行资产负债表中的储备货币；
- 2、基础货币=储备货币:货币发行（含银行库存现金）+储备货币:其他存款性公司存款+储备货币：非金融机构存款

总结来说：

基础货币=储备货币:其他存款性公司存款+储备货币：非金融机构存款+存款类机构库存现金+M0

其中，基础货币货币发行中流通中的现金部分和M0一致，但存款类金融机构的库存现金不属于货币概念。

储备货币中其他存款性公司在央行存款，是基础货币，但不属于货币概念。

储备货币中非金融公司存款为第三方支付公司的备付金，是由其托管行代缴，计入基础货币，但不属于货币概念。

表 1：基础货币与货币的关系

2018 年 4 月底，亿元	金额	备注
货币发行	77626	基础货币概念，部分为货币
其中：M0	71476	货币概念，也是基础货币
其中：其他存款性公司库存现金	6150	基础货币概念，非货币
储备货币:其他存款性公司存款	224662	基础货币概念，非货币
货币当局:储备货币:非金融机构存款	4995	基础货币概念，非货币
储备货币总额	307284	基础货币概念，部分为货币

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

另外，通常货币银行学将基础货币又称为高能货币，背后逻辑是，基础货币能通过货币乘数，派生出更多流动性。然而现实中，流通中现金和法定准备金部分难以发挥货币派生功能，真正的高能货币是银行的超额准备金。事实上，央行数量型货币政策最终落脚点都是调控超额准备金。

在M0、法定准备金率和一般存款（缴准基础）变化不大时，基础货币的数量变化会直接带来超额准备金的变化，从而引起市场（尤其是银行间市场）对货币政策松紧的感受。

3.2 基础货币影响因素：外汇占款、公开市场操作、财政存款

基础货币是中央银行的负债，并体现为储备货币，根据资产=负债，我们可以通过央行资产负债表的其他科目倒推出。

根据完整版的央行资产负债表，我们看到央行负债端主要科目有外汇占款、对其他存款性公司债权（公开市场操作的结果），储备货币（基础货币），政府存款（财政存款）。

为了更好地展示央行资产负债表其他科目对基础货币的影响，我们对央行资产负债表进行合并简化，并可以得到基础货币变化影响因素公式：

$$\Delta \text{基础货币} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{公开市场操作} + \Delta (-) \text{财政存款} + \Delta \text{其他。}$$

表 2：央行资产负债表-完整版（万亿）

项目名称	项目编号	2018-04	资产占比	2017	2016	2015	2014
国外资产	1=2+3+4	22.01	62.3%	22.12	22.98	25.38	27.86
国外资产:外汇(中央银行外汇占款)	2	21.50	60.9%	21.48	21.94	24.85	27.07
国外资产:黄金	3	0.25	0.7%	0.25	0.25	0.23	0.07
国外资产:其他	4	0.25	0.7%	0.38	0.78	0.30	0.73
对政府债权	5=6	1.53	4.3%	1.53	1.53	1.53	1.53
对政府债权:中央政府	6	1.53	4.3%	1.53	1.53	1.53	1.53
对其他存款性公司债权	7	9.38	26.6%	10.22	8.47	2.66	2.50
对其他金融性公司债权	8	0.59	1.7%	0.60	0.63	0.67	0.78
对非金融公司债权	9	0.01	0.0%	0.01	0.01	0.01	0.00
其他资产	10	1.80	5.1%	1.82	0.75	1.53	1.15
总资产	11	35.32	100.0%	36.29	34.37	31.78	33.82
储备货币	12=13+14+15	30.73	87.0%	32.19	30.90	27.64	29.41
储备货币:货币发行	13	7.76	22.0%	7.71	7.49	6.99	6.72
储备货币:非金融机构存款	14	0.50	1.4%	0.10	-	-	-
储备货币:其他存款性公司存款	15	22.47	63.6%	24.38	23.41	20.65	22.69
不计入储备货币的金融性公司存款	16	0.40	1.1%	0.50	0.65	0.28	0.16
债券发行	17	-	0.0%	-	0.05	0.66	0.65
国外负债	18	0.12	0.3%	0.09	0.32	0.18	0.18
政府存款	19	3.34	9.5%	2.86	2.51	2.72	3.13
自有资金	20	0.02	0.1%	0.02	0.02	0.02	0.02
其他负债	21	0.71	2.0%	0.63	-0.07	0.29	0.27
总负债	22	35.32	100.0%	36.29	34.37	31.78	33.82

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3: 央行资产负债表-简化版 (万亿)

项目名称	项目编号	2018-04	资产占比	2017	2016	2015	2014
总资产或总负债	A	35.32	100.00%	36.29	34.37	31.78	33.82
外汇占款	B	21.5	60.87%	21.48	21.94	24.85	27.07
公开市场操作余额	C	9.38	26.56%	10.22	8.47	2.66	2.5
其他(其他资产-其他负债)	D	3.18	9.00%	3.35	2.98	2.84	2.98
财政存款	E	3.34	9.46%	2.86	2.51	2.72	3.13
基础货币	F=B+C+D-E	30.73	87.00%	32.19	30.88	27.63	29.42

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 基础货币长期特征: 公开市场操作取代外汇占款主导趋势

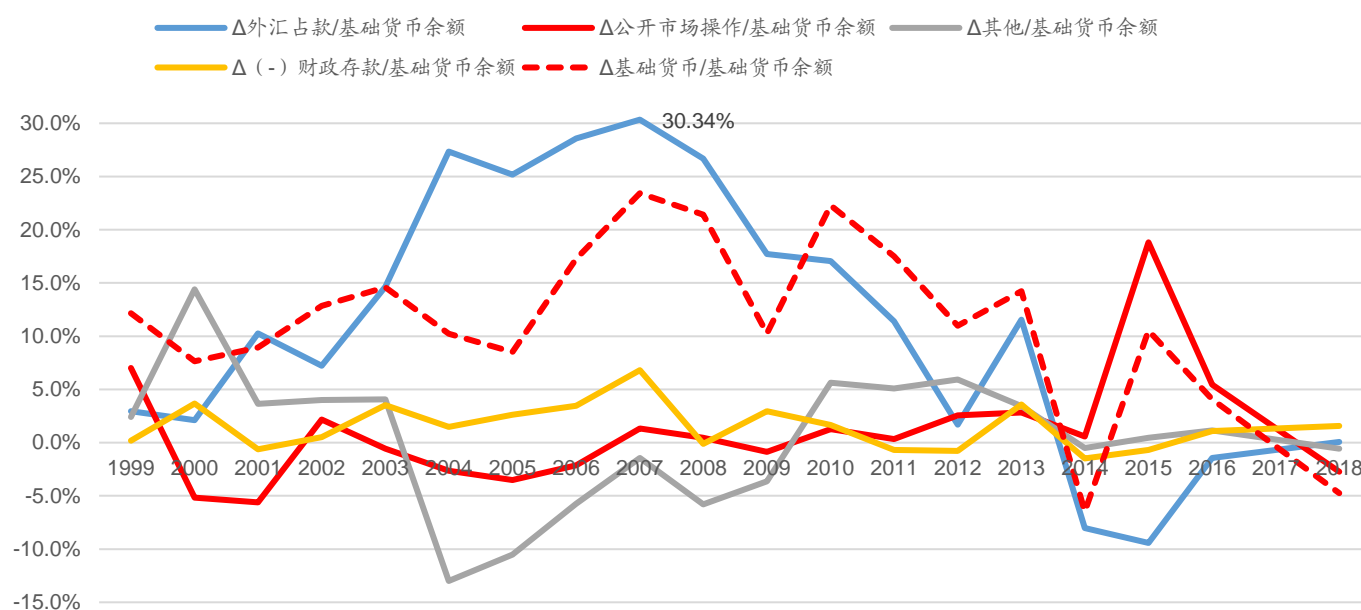
根据上文分析, 我们可以将基础货币变化分解为下面公式:

$$\Delta \text{基础货币} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{公开市场操作} + \Delta (-) \text{财政存款} + \Delta \text{其他}.$$

在上面公式基础上, 我们以年度基础货币余额为分母, 去观察每一个科目对基础货币的影响。

我们看到, 2007年之前, 伴随着我国加入WTO, 进入全球工业化体系, 净出口增长带动外汇占款对基础货币的影响快速上升。08年金融危机后, 随着净出口经济占比回落, 外汇占款对基础货币的影响也逐渐走弱, 2012年以来, 央行公开市场操作开始决定基础货币趋势变化。

图2: 外汇占款对基础货币增长贡献大幅下滑, 央行公开市场操作对基础货币主动影响力度加大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 2018年数据为2018年4月底-2017年底数据计算所得

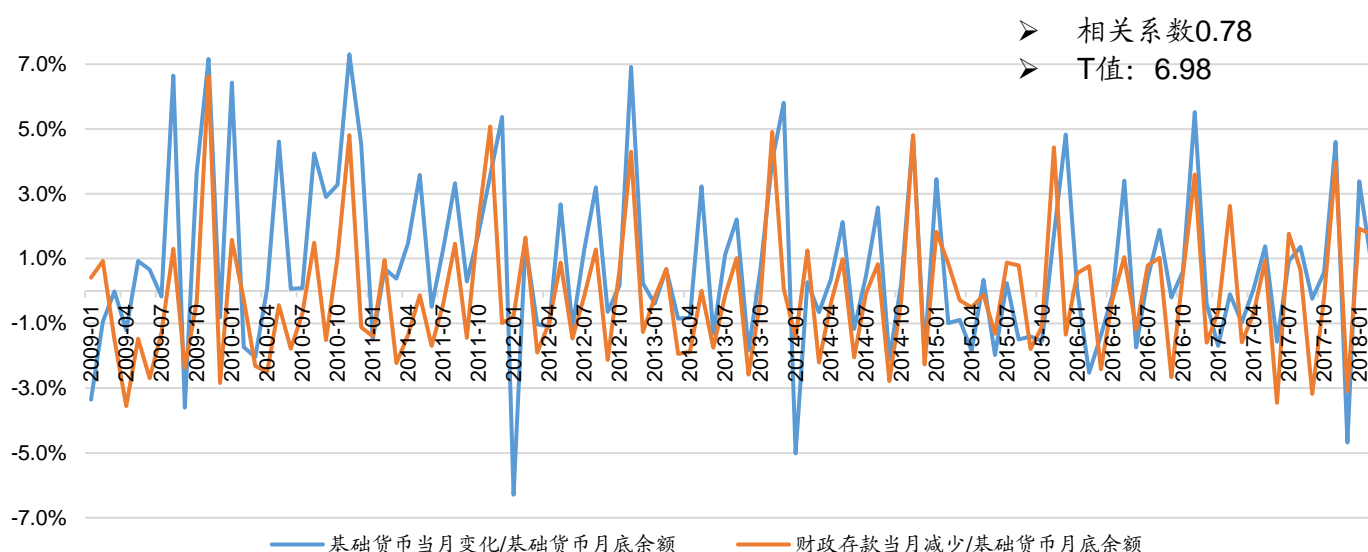
3.4 基础货币周期特征：财政存款主导基础货币波动

从月度视角来观察基础货币，我们会发现财政存款主导了基础货币波动，并呈现明显的年内周期性特征。

受税收和财政支出周期性的影响，财政存款也呈现出明显的季初月增加，季末月减少的周期性，其中1、4、5、7、10月份为典型的财政存款增加月，3、9、12为典型财政存款减少月，而2、6、8、11月周期性特征不明显。

详细逻辑和数据请参考我们前期报告《2018年财政存款怎么看？》

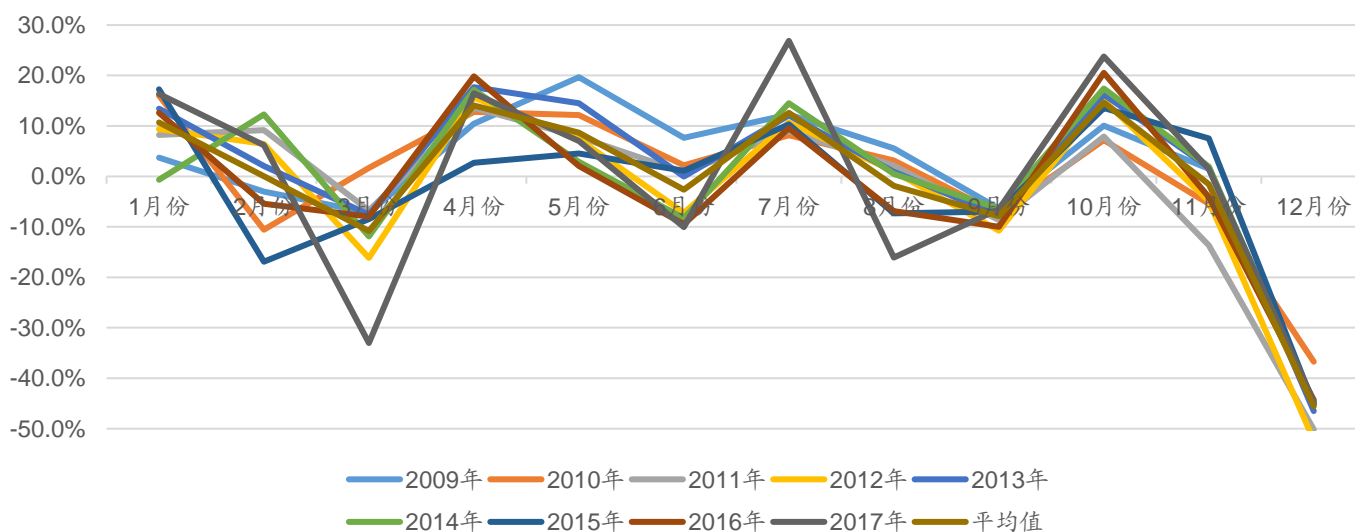
图3：基础货币月度波动受财政存款变化主导，并呈现出年内周期性特征



数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

图4：财政存款年内周期性波动性明显

货币当局：政府存款当月增加值/当月存量余额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、流动性创造：信用创造与全口径融资视角

4.1 信用创造与存款派生

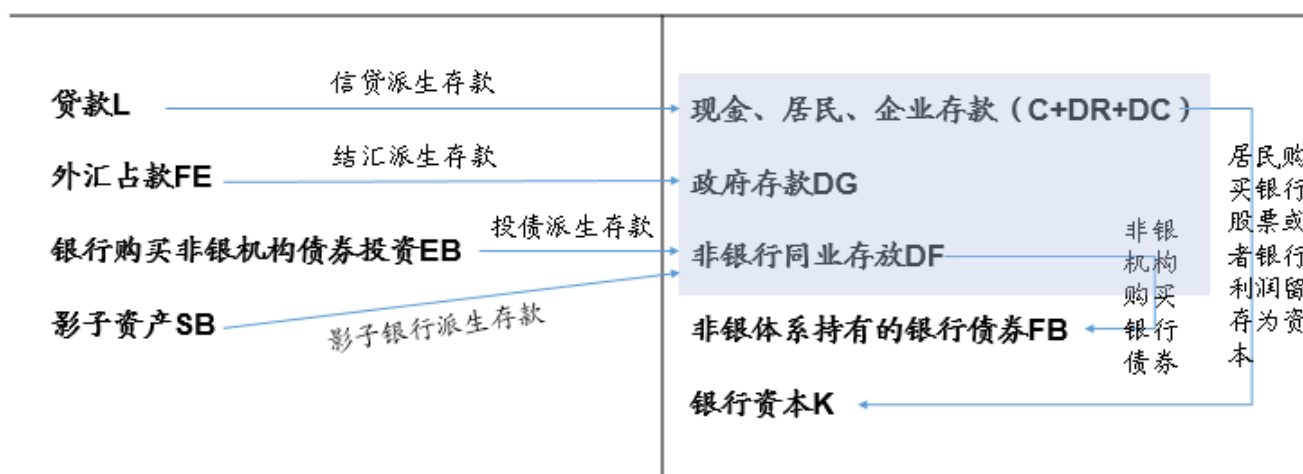
现代信用货币经济体系下，资金融通就是信用创造，即一个主体将自身的信用或自己拥有的信用（货币）转移给其他主体，实现经济体系的信用创造。但信用创造和存款创造（货币创造）有些差异。

1、存款是银行体系的负债，非银体系的资产，非银体系包含非银金融机构、非金融机构、居民部门、政府部门等。

2、部分信用创造过程部分是存款派生行为，部分存款转移行为（如民间借贷）。一般来说，间接融资行为（如信贷）对应存款创造，而直接融资（如股权融资）对应存款转移，并且间接融资的结果（存款）是直接融资的媒介。

3、存款派生是银行体系的特权，所有银行体系的资产端扩表行为（最常见的为信贷）都会带来存款派生，具体逻辑详见我们前期报告《从存款创造、影子银行看当前政策权衡》。

图5：银行体系资产负债表与存款派生示意图



数据来源：广发证券发展研究中心，详细逻辑请参考前期报告《从存款创造、影子银行看当前政策权衡》

4.2 全口径融资与影子银行

当前，市场对于流动性分析比较关注两个指标，M2和社会融资规模，两者主要特征如下：

1、M2体现在银行体系的负债端，主要是非银体系存款，代表了流动性最好的那部分信用，但只能表征能派生存款那部分信用创造过程（信贷和部分影子银行活动）。

2、社融主要体现在银行体系资产端，其表征的信用创造要比M2更全面，但也会遗漏一些存款派生和影子银行活动，如银行体系外汇占款形成的对实体的资金投放、

财政存款形成的资金抽离、一些银行与非银合作的信用创造过程。

为了更加全面的显示信用创造的结果，我们构建了一个全口径融资指标，以期更加全面的显示经济金融体系的信用创造。

全口径融资指标主要是在社会融资规模基础上，从实体部门资金来源角度，纳入以下几个考虑要素：

- 1、外汇占款形成的流动性投放；
- 2、财政存款形成的流动性回收；
- 3、银行与非银体系的合作形成的信用扩张，；
 - 1) 信托资产管理总规模表征银信合作（需要扣除社融里信托贷款部分）
 - 2) 以券商定向资管计划表征银证合作；
 - 3) 以基金管理公司及其子公司专户规模表征银基合作；
 - 4) 以小额贷款公司的实收资本表征民间借贷规模

值得说明的是，由于数据可得性原因，全口径融资数据仍存在遗漏和不足：

- 1) 民间借贷可能表征不足
- 2) 银保合作未纳入考虑
- 3) 银行与非银合作部分可能存在重叠和超算
- 4) 实体部门利息财务成本未纳入考虑

整体来看，全口径融资数据同比增速表征意义要大于绝对存量规模。我们可以按照监管约束难度将全口径融资分为影子银行融资和非影子银行融资。

1、影子银行融资口径包含：委托贷款、银信合作、银基合作、银证合作、银行承兑汇票、企业债融资、民间借贷；

2、在全口径融资中扣除影子银行融资规模，得到非影子银行融资规模。

截至2017年底，全口径融资存量规模约255万亿，影子银行融资规模109万亿，非影子银行融资规模145万亿。

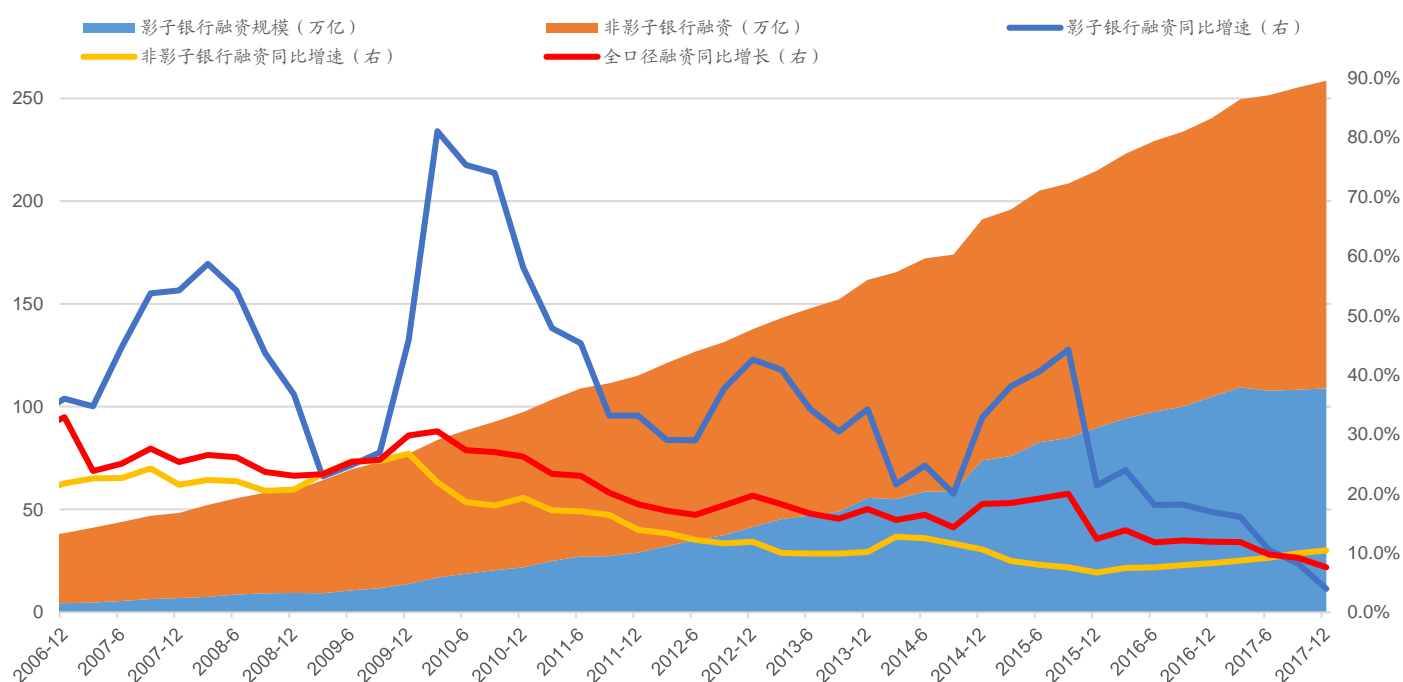
从增速来看，2007-2008、2009-2010、2014-2015是影子银行扩展最快的年份，2017年以来，随着监管趋严，影子银行融资增速快速下滑。

表 4：全口径融资视角下信用派生与影子银行

2017年底，万亿		社会融资规模							其他部分						
	加总	人民币 贷款	信托 贷款	外币 贷款	委托 贷款	银行承 兑汇票	企业债券 净融资	股票市 场融资	外汇 占款	银信 合作	银银 同业	银证 合作	银基 合作	民间 借贷	财政 存款
全口径融资	254.5	119.0	8.5	2.5	14.0	4.4	18.4	6.7	21.5	17.7	17.0	14.4	13.7	0.8	-4.1
非影子银行融资	145.6	119.0		2.5				6.7	21.5						-4.1
影子银行融资	108.9		8.5		14.0	4.4	18.4			17.7	17.0	14.4	13.7	0.8	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：全口径融资视角下影子银行规模与增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.3 影子银行、宏观杠杆与货币政策

本轮监管的目的之一是消除影子银行对宏观调控的干扰，那如何理解影子银行对于宏观调控的干扰？

1、宏观调控分总量调控和结构调控。一般货币政策为总量调控，产业政策为结构调控。

2、银行信贷投向约束政策属于产业结构调整，影子银行通过非标嵌套的方式继续对相关行业领域融资，直接干扰政府结构调整政策的落实。

3、除了货币政策，银行监管指标约束（如资本充足率、存贷比等）也会调控整个银行体系信用创造能力，具有宏观总量调控职能。

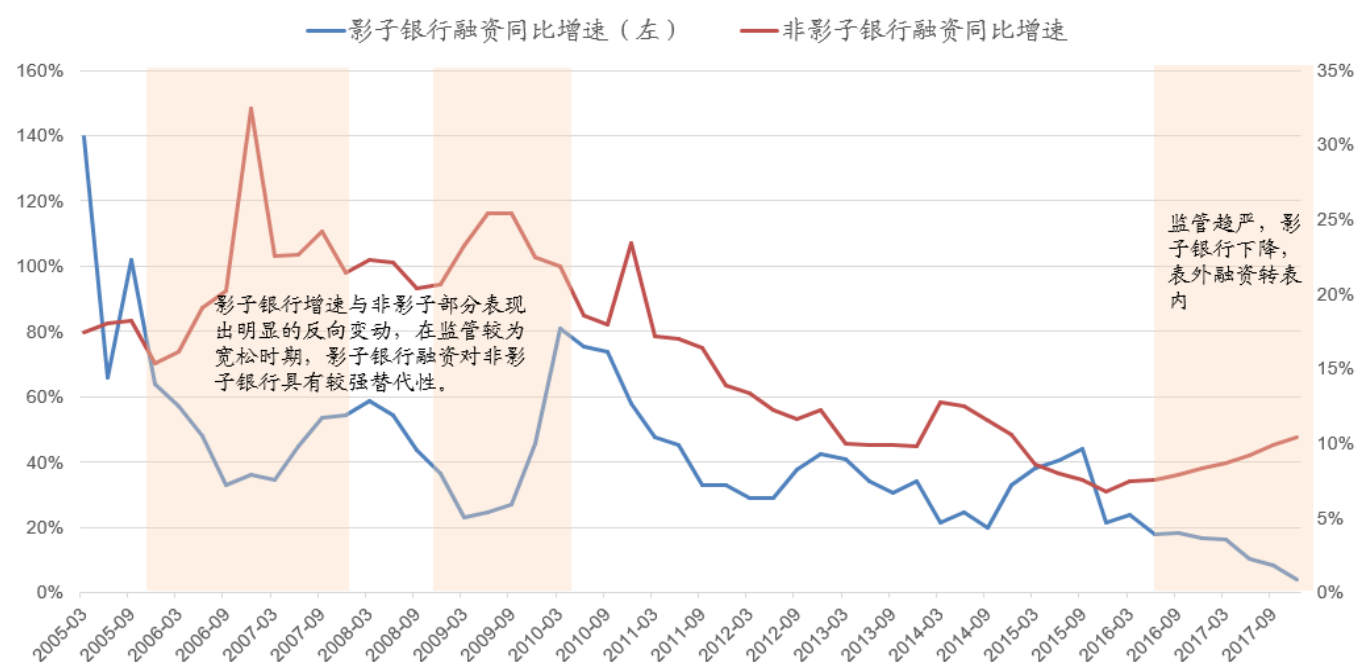
4、货币政策紧缩时，影子银行由于其规避监管和信用创造的功能，成为替代非影子部分的主要投资途径。

长期来看，影子银行融资与名义经济增长具有明显的正相关关系，与非影子银行融资（货币政策）具有明显的替代关系，从而导致货币政策效果减弱。未来，随着监管趋严，影子银行受限，货币政策宏观调控的有效性将增强。

另外，值得注意的是，货币政策对于实体经济作用的有效性（实体经济对于货币政策的敏感度）还会受到宏观杠杆率的影响。简单来说，当经济债务负担小时，其对货币政策（尤其是加息政策）敏感度较低，而当经济债务负担大时，其对加息政策的敏感度将大幅提高。

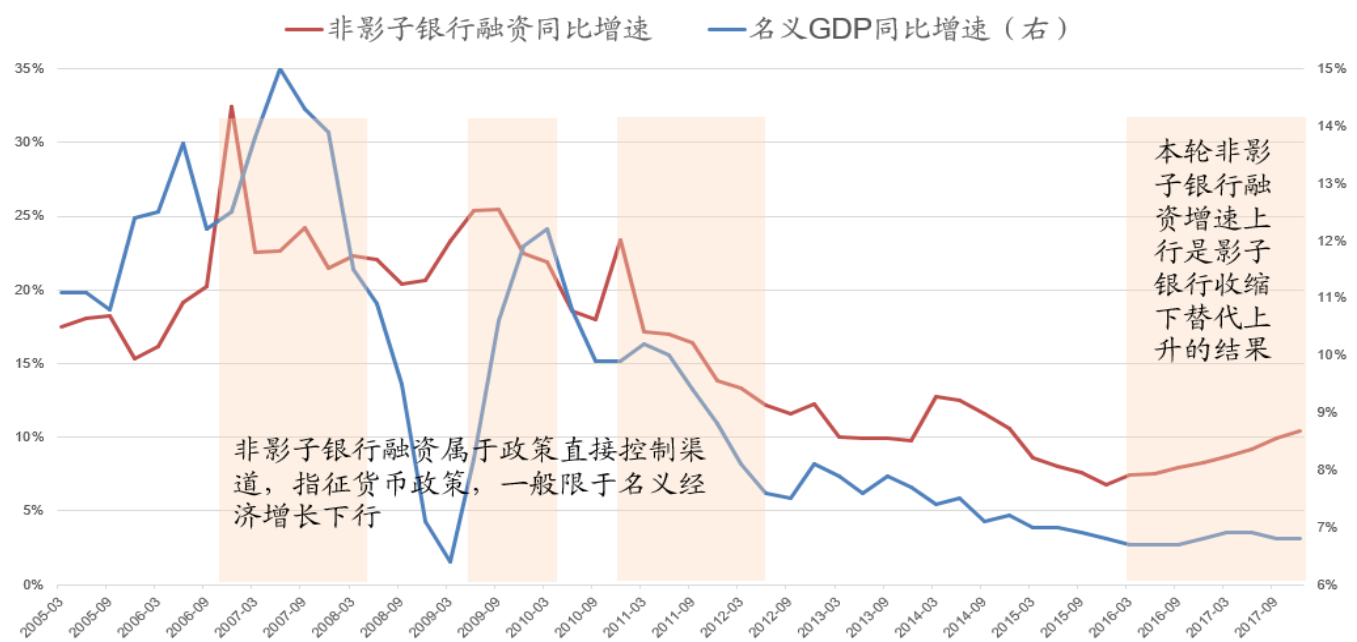
更多逻辑阐述欢迎参考我们前期报告《刚兑、嵌套、非标、影子银行与无风险收益率——另眼看资管新规》

图7：长期看，影子银行融资与非影子银行融资具有替代性



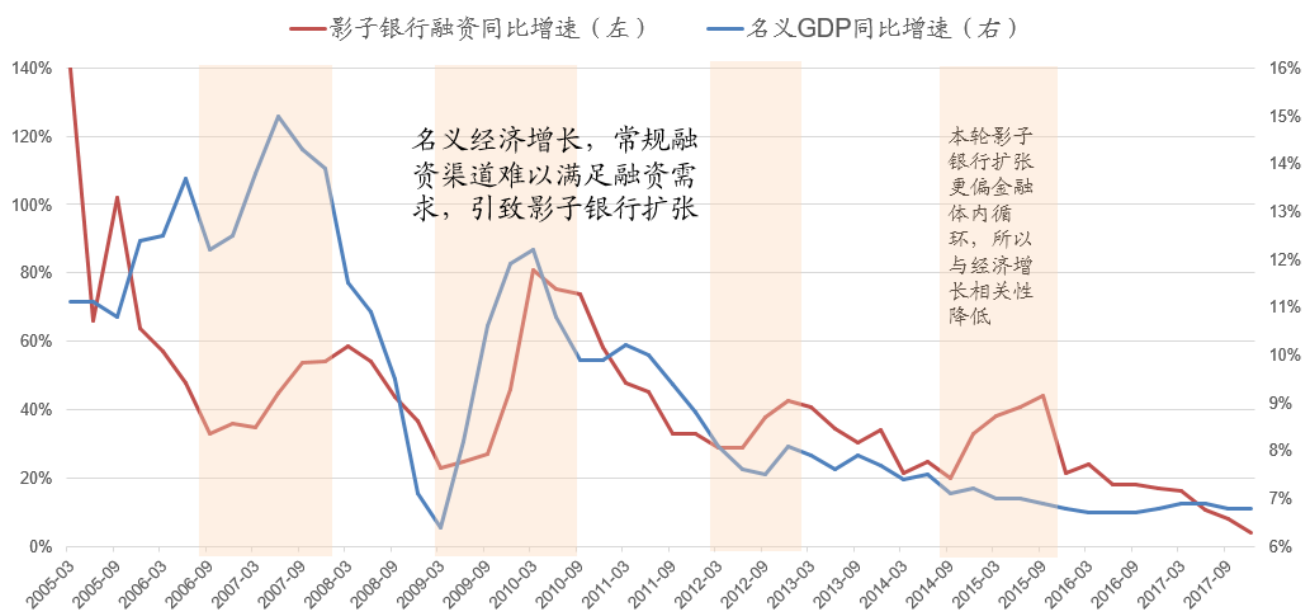
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：货币政策与名义经济增速



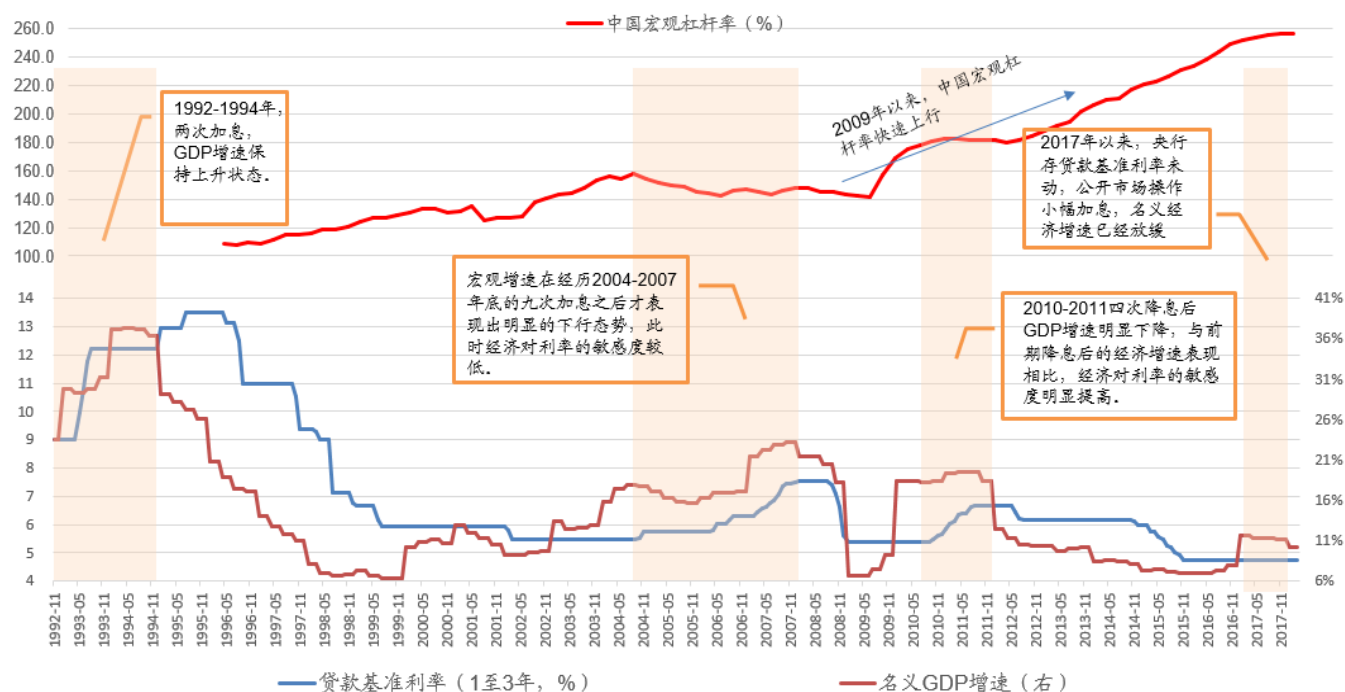
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：影子银行具有顺经济周期特征



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：宏观杠杆率上升会提高经济对加息的敏感度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、流动性分层：银行间、实体与股市

5.1 银行间、实体、股市流动性的关系

1、银行间市场的参与主体为银行，银行体系参与银行间市场的主要资金为超额准备金，超额准备金取决于央行基础货币投放（正向作用），法定准备金率（反向作用），和存款创造（反向作用，存款创造消耗超储）。

2、一定程度上,“银行体系准备金/法定准备金率”代表银行体系能够为实体提供存款创造的潜力上限,可以表征货币政策取向。

3、货币政策最先作用于银行间市场，数量型货币政策（基础货币和准备金率）作用于实体经济逻辑为（以宽松型货币政策为例），通过提高银行体系的超额准备金，以促进银行向实体投放信用，派生存款。

4、然而，银行体系信用扩张除了受准备金约束外，还会受到其他监管（如准备金率、存贷比、贷款投向）等约束，另外还取决于实体经济需求情况。

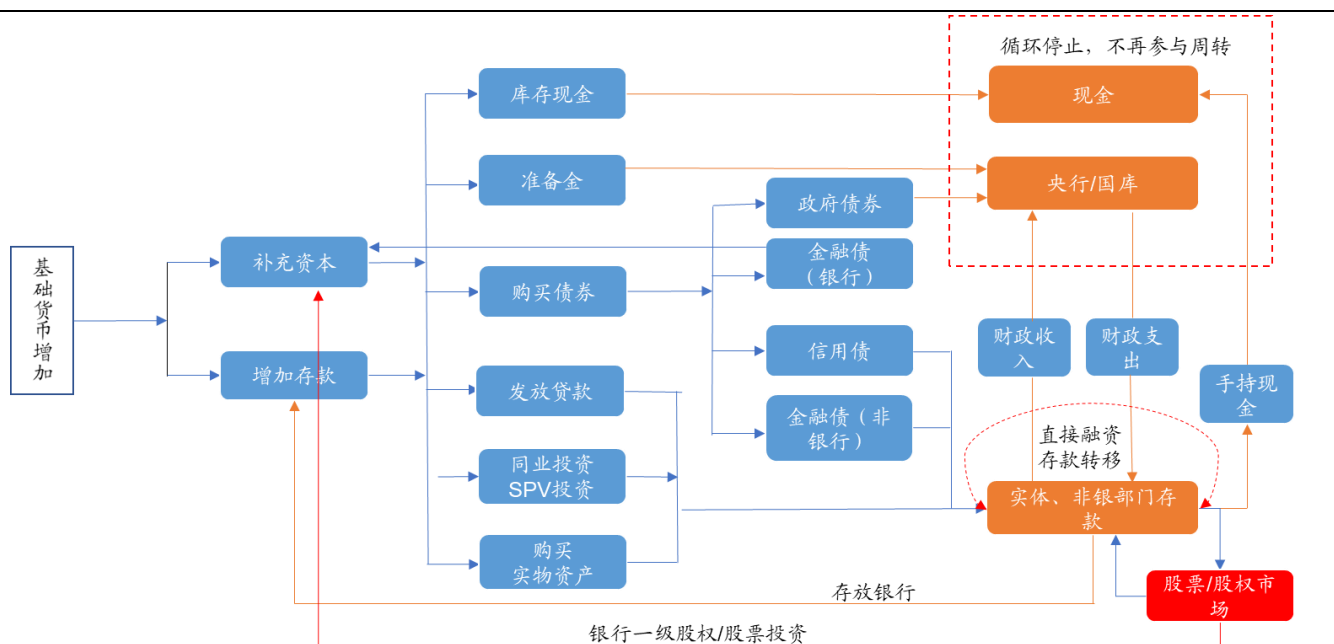
5、实体经济的流动性是供给和需求共同作用的结果，供给取决于金融体系信用创造潜力（取决于货币政策和金融监管），实体流动性需求主要源于实体经济（可以用名义GDP指代）。

6、股市流动性是由企业存款和居民存款转移而来，是实体流动性的一部分，一定程度上会于实体经济产生流动性竞争关系。

7、我们可以认为银行间市场的流动性是实体流动性派生不足的结果（存款创造不足导致超储提高），股市流动性也部分受实体流动性需求影响（实体投资收益率不足导致资金转移至资本市场）。

所以一定程度上，我们可以认为银行间、股市乃至整个资本市场的流动性是实体经济流动性的冗余项。

图11：从基础货币、存款创造与金融市场循环



数据来源：广发证券发展研究中心

5.2 如何理解“货币政策”和“信用政策”的组合

基于上节逻辑，我们会更容易理解“货币”和“信用”政策组合的讨论。

1、货币政策主要指央行基础货币和准备金率政策，其决定信用供给基础和潜力。

2、信用政策主要取决于金融监管（信贷政策，影子银行监管），其决定了货币政策提供的信用供给潜力能否释放，如果说货币政策提供了水源，信用政策便决定了水龙头松紧程度。

3、货币政策和信用政策最终决定了实体流动性的供给能力，其于实体经济状况（实体流动性需求）共同决定实体流动性松紧感受。

所以，最终各个市场流动性取决于货币政策、信用政策、实体经济状况的不同组合。我们做了一个大致的货币、信用、实体经济组合表，一级这些组合下不同市场流动性的感受。

表 5：货币、信用、经济组合下不同市场流动性情况

	政策与经济组合			不同市场流动性感受			可能的情景
	货币政策	信用政策	实体经济	银行间	实体	股市	
情况1	宽	紧	好	宽	紧	紧	严监管+经济有韧性
情况2	宽	紧	差	宽	中性	中性	严监管+经济放缓
情况3	紧	紧	好	紧	紧	紧	政策收紧前期：经济好+金融紧
情况4	紧	紧	差	中性	中性	中性	政策收紧后期：经济差+金融紧
情况5	宽	宽	差	宽	宽	宽	经济刺激前期：经济差+金融宽
情况6	宽	宽	好	中性	中性	中性	经济刺激后期：经济好+金融宽
情况7	紧	宽	好	紧	中性	中性	金融创新（影子银行）服务实体需求
情况8	紧	宽	差	中性	中性	宽	金融创新服务资本市场（金融空转）

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.3 流动性与银行间、实体、股市表现观测

5.3.1 银行间市场表现与流动性观测

1、通常我们用10年期国债收益率去表征债市表现。

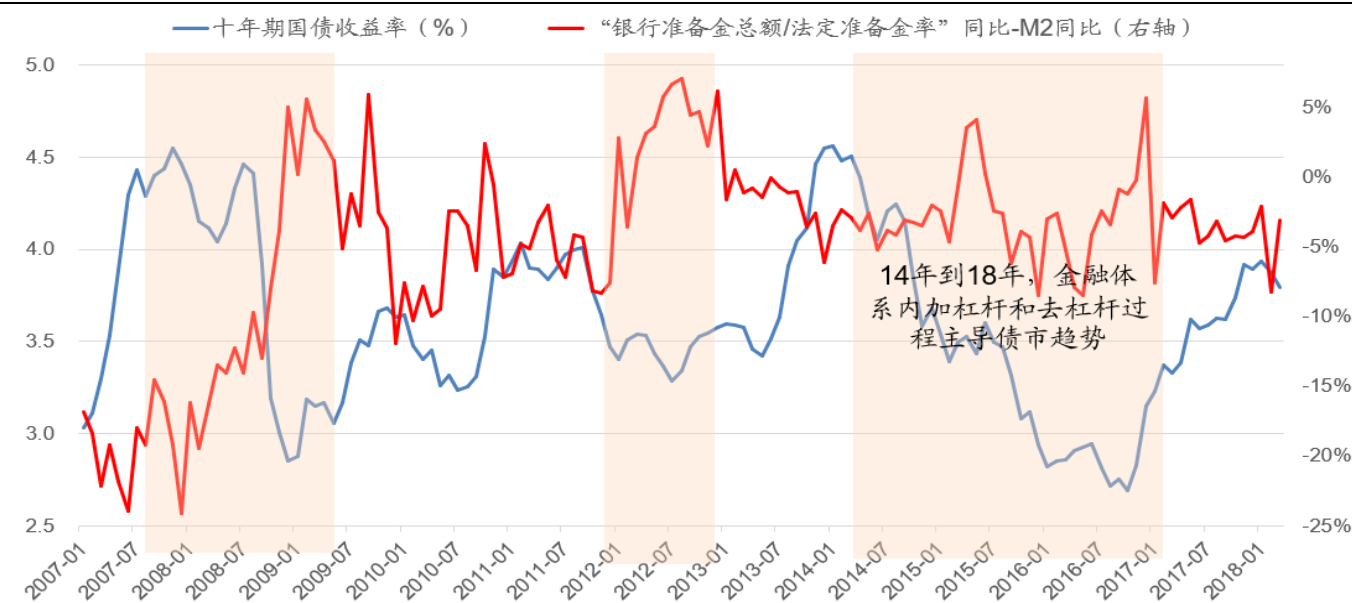
2、用“银行准备金总额/法定准备金率”增速去表征货币政策情况。银行准备金总额（基础货币）/法定准备金代表了央行允许的银行体系流动性创造的上限，上限增速上升，直接促进银行间流动性宽松。

3、用M2增速去表征实体信用供给和需求的结果。

4、银行间流动性供给与实体流动性需求一定程度上互相替代，“银行准备金总额/法定准备金率”与M2增速差可以显示银行间流动性的充裕程度。

整体来看，银行间市场表现与流动性充裕程度相关度较高。值得注意的是，由于货币政策的逆周期性，会导致市场会根据实体经济情况（与实体流动性相关）去预期政策取向，对价格形成预期干扰，导致显性流动性指标部分失灵。

图12：银行间市场与货币政策和实体流动性

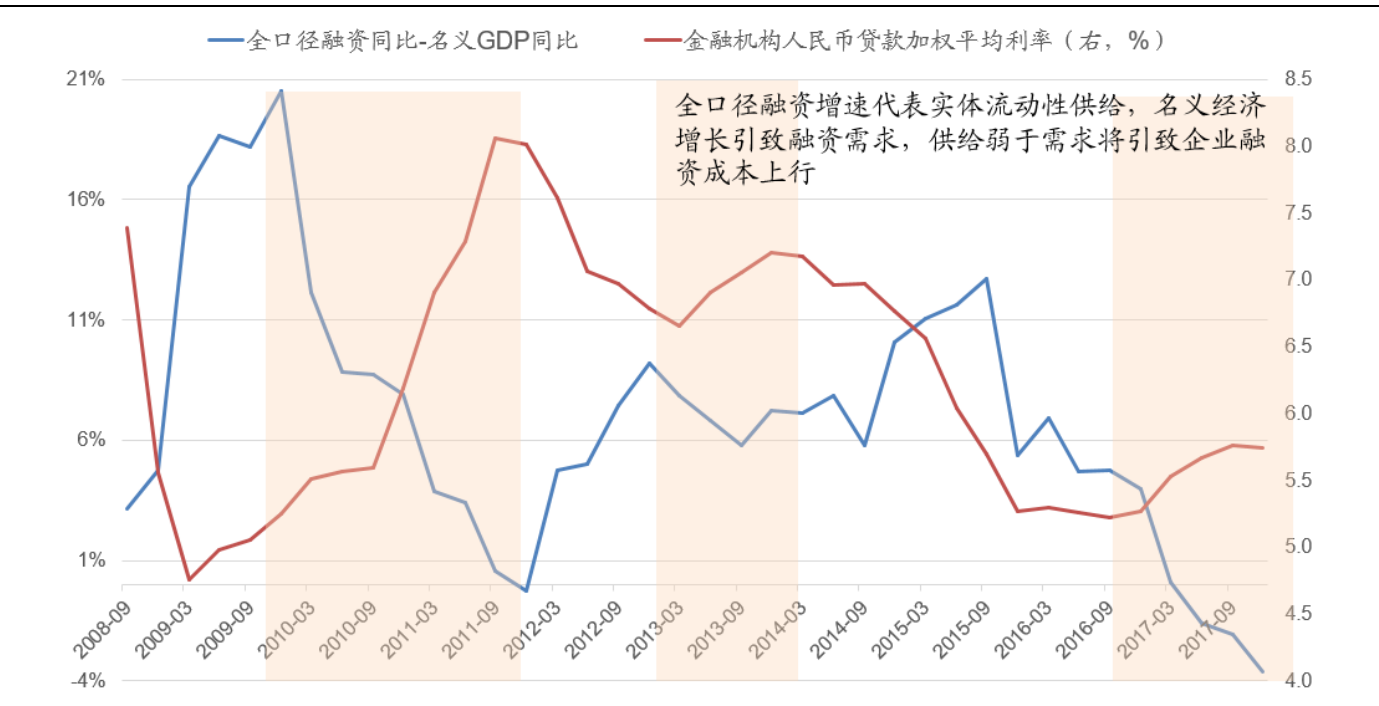


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.3.2 实体融资成本与流动性观测

- 1、我们用加权平均贷款利率去表征实体经济融资成本和流动性松紧程度
- 2、“全口径融资增速”与“名义经济同比增速”之差表征实体流动性供求关系。
- 3、实体经济流动性状况与我们流动性观察指标高度相关。

图13：实体流动性供需与融资成本

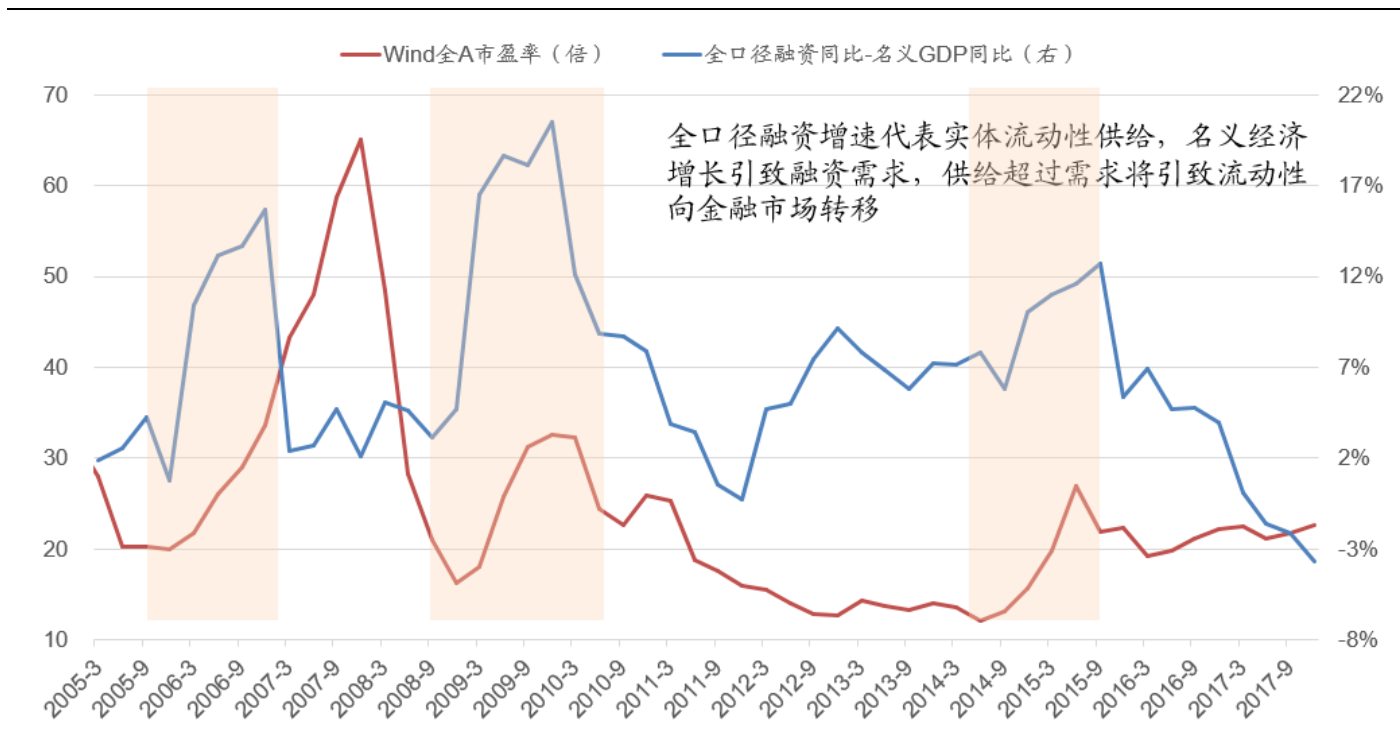


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.3.3 股市流动性与表现

- 1、我们用Wind全A市盈率去表征股市表现。
- 2、“全口径融资增速”与“名义经济同比增速”之差表征股市流动性供需。
- 3、我们看到A股市场估值与股市流动性变化趋势高度相关，实体经济流动性状况与我们流动性观察指标高度相关。

图14：实体流动性供需与融资成本



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、结语：从货币政策框架看流动性观察的必要性

央行货币政策操作主要考虑两个长期目标和一个短期目标，长期目标包括经济增长、通货膨胀、汇率稳定、金融稳定等，但考虑蒙代尔不可能三角，央行货币政策通常需要权衡。

央行短期目标主要是保证基础货币的稳定增长，因此会针对短期影响基础货币波动的因素进行对冲操作以实现稳定投放。另外央行还需要为一些政策目标做出货币安排，如扶贫、棚改等。

央行有准备金率、差别准备金、存贷款利率、公开市场操作、MPA考核、窗口指导等具体货币政策工具，这些工具为央行相机抉择、预期管理提供了操作空间。

央行也会通过观测一些中介变量去判断其政策目标的实现程度，如社融、M2增长等总量类指标，也有如银行间拆借利率、实体贷款利率、汇率等价格指标。

由于我国央行货币政策存在多目标和多工具现象，政策调控也相对精细化，导致市场货币分析经常会走进一些误区：

1、将短期操作和长期趋势混淆，或将对冲性操作视作长期方向，或误以为长期政策效果会立竿见影。

2、在货币波动过程中，常常出现短期波动性因素过强掩盖趋势性因素变化，投资者会认为趋势性因素已经被市场认识从而忽视趋势性变化，或者将波动当作趋势变化，预测失败之后又走进另一个误区“货币分析无用”。

因此，在一个有效的货币分析框架下，我们必须对流动性波动特征因素进行充分分析和预测，才可能从中过滤出正确的趋势性因素，这也是我们专题讨论波动性因素和微观周期的原因。

本篇为广发证券银行组的流动性分析框架，接下来报告我们将专题讨论流动性的微观周期，敬请关注，欢迎来信交流。

风险提示

1、流动性冲击超预期；2、利率波动超预期；3、经济增长超预期下滑；4、政策调控力度超预期。5、财税周期发生超预期变化。

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。