

2020 年 09 月 15 日

宏观研究团队

流动性“新知”系列之二：

读懂流动性，从央行视角谈起

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

作为流动性“新知”系列第二篇，我们重点从央行的角度重新审视流动性框架。

● **从总量到结构、从宏观到金融，央行逐步建立货币政策和宏观审慎双支柱框架**从总量到结构，货币政策多目标动态平衡，工具运用和新工具创新增多，传导渠道多元化。传统周期下，货币政策以稳定物价、经济增长等总量目标为主；进入转型阶段后，政策注重总量目标、调结构和防风险等平衡。货币工具运用方式和思路随之变化，准备金、逆回购等成为补充流动性常规工具，MLF、民企融资支持工具等创新增多。货币传导，从单一银行体系，逐步拓展至非银和金融市场。从宏观调控到防风险，央行对金融稳定重视度提升，逐步建立宏观审慎管理框架。宏观审慎管理框架包括 MPA、跨境资本、住房金融、金融基础设施四个方面内容，其中 MPA 是核心，从资本与杠杆、流动性等方面进行考核。随着金融稳定影响因素增多，表外理财、同业存单、跨境资本流动等先后纳入审慎管理框架。

● **政策框架变化，与经济金融市场发展相适应；后者也推动政策框架转型和完善**货币政策框架变化，与经济所处发展阶段相适应；进入转型阶段后，央行托底经济的同时，更加注重结构引导。有别于传统周期，转型阶段经济波动下降、结构性矛盾凸显，货币政策帮助托底经济、为转型创造适宜货币环境的同时，引导机构加快传统过剩产能、房地产等融资出清，加速资金流向新兴产业等。为缓解出清过程的“负溢出”效应，央行运用定向工具加大对中小微企业和民企等的支持。转型过程中，金融市场的快速发展，也推动货币政策框架转型和金融监管升级完善。2011 年之后，银行表外、非银业务快速增长，带动实体融资多元化、金融市场扩容，为货币政策从数量调控转向价格调控，提供市场化的传导渠道；金融发展过程中的资金监管套利、违规流向等乱象，也推动当局加快完善金融监管体系。

● **随着流动性分层凸显，传统分析框架容易产生偏误，客观认知货币政策框架**伴随货币派生、市场结构等变化，流动性已出现明显分层，沿用传统货币政策分析框架容易产生偏误。随着外汇占款下降，央行通过向大行投放基础货币，大行再向中小行和非银机构提供流动性，然而后者对同业依赖度相对较高，更容易受到流动性冲击。流动性分层下，不同渠道货币传导效率不同、对实体影响不同；过于宽松的货币环境，容易出现资金空转等问题，使得货币政策注重精细化管理。客观认知货币政策，有助于厘清多目标平衡下的流动性演绎。货币政策主要维护银行流动性，但流动性分层下，非银机构“负债荒”容易放大整体流动性波动。多目标平衡过程中，货币政策对实体和金融流动性调控也不尽相同。例如，2017 年金融去杠杆，货币市场流动性较为紧张、实体融资保持较高增长。不同流动性组合，对市场的影响不同；机构交易增多，使得流动性变化对市场的影响增强。

风险提示：金融风险暴露，及监管政策变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-外资行为，与市场逻辑》-2020.9.13

《宏观经济专题-美国疫情，至暗时刻或已过》-2020.9.13

《宏观经济点评-信贷平稳，结构改善延续》-2020.9.12

目 录

1、从宏观调控到防风险，双支柱框架逐步建立	4
1.1、从总量到结构，政策多目标平衡、工具创新增多	4
1.2、从宏观经济到审慎管理，金融防风险重视度提升	7
2、货币政策框架变化，与经济金融发展相适应	10
2.1、伴随经济转型，政策托底的同时更注重结构引导	10
2.2、金融体系的发展，促进宏观微观调控和金融监管完善	12
3、转型阶段，客观认知流动性、货币政策变化	14
3.1、随着流动性分层凸显，沿用传统框架容易产生偏误	14
3.2、客观认知货币政策，帮助厘清多目标下流动性演绎	16
4、研究结论	18
5、风险提示	19

图表目录

图 1：2002 年以来，货币政策在稳定物价、调结构、去杠杆等目标之间动态平衡	4
图 2：2014 年后基础货币缺口增大	5
图 3：2014 年以来，逆回购、MLF 等用于补充基础货币	5
图 4：2014 年后央行对银行、银行对非银债权明显扩张	6
图 5：质押回购规模稳步上升，银行参与比例有所下降	6
图 6：利率走廊逐渐形成	7
图 7：利率市场化改革稳步推进，2012 年后进程加快	7
图 8：从传统准备金制度到宏观审慎评估体系	7
图 9：宏观审慎管理框架包括 MPA 等四个方面	8
图 10：宏观审慎管理框架逐步完善	8
图 11：传统周期下，CPI 升至 3% 以上时，政策容易收紧	10
图 12：企业利润增速跌至 0 以下，政策往往转向宽松	10
图 13：高杠杆压制下，经济中枢下移、波动降低	10
图 14：高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息	10
图 15：2012 年后，贷款按基准利率定价的占比持续回落	11
图 16：直接融资占比趋势性抬升	11
图 17：高技术制造业贷款持续保持较高增速	11
图 18：央行创新工具助力民企融资	12
图 19：2018 年底以来，小微企业贷款明显增多	12
图 20：2010 年后，非标融资开始明显增多	12
图 21：资金通过券商通道进入实体、金融市场	12
图 22：2014 年之后，M2、信贷与社融增速走势差异增大	13
图 23：2014 年后，非银参与质押回购占比明显上升	13
图 24：2014 年开始，资管产品规模大幅扩张	13
图 25：国有大行存款占比明显高于城商行	14
图 26：同业存单主要由股份制行和城商行发行	14
图 27：信用债主要由基金持有	14
图 28：货币市场利率与债券融资成本走势较为一致	14
图 29：银行负债以存款为主	15

图 30: 新 LPR 机制下, MLF 下降引导贷款利率下降	15
图 31: 过于宽松的环境, 可能导致资金套利等	15
图 32: 2020 年前 4 月, 结构性存款明显抬升	15
图 33: 地产资金来源中贷款增速相对较高	16
图 34: 资金信托投向地产规模从扩张到收缩	16
图 35: 公开市场操作主要平抑银行资金波动	16
图 36: 6 月以来, 国有大行质押回购成交占比明显下降	16
图 37: 资金承压下, 货基和债基规模收缩	17
图 38: 6 月以来, 非银机构持有同业存单占比有所下降	17
图 39: 不同阶段, 宏、微观流动性组合不同	17
图 40: 非标和债券融资增速变化较大, 贷款增长平稳	17
图 41: 国债持有人结构中, 广义基金占比上升	18
图 42: 杠杆行为对债市影响增强	18
 表 1: 结构性与非常规货币政策工具创新增多	5
表 2: 宏观审慎评估体系(MPA)考核指标	8
表 3: 央行与银保监会在影子银行、房地产等领域协同监管	9
表 4: 央行注重结构引导、培育新经济	11
表 5: 资管新规聚防范化解刚兑、解决多层嵌套等问题	13

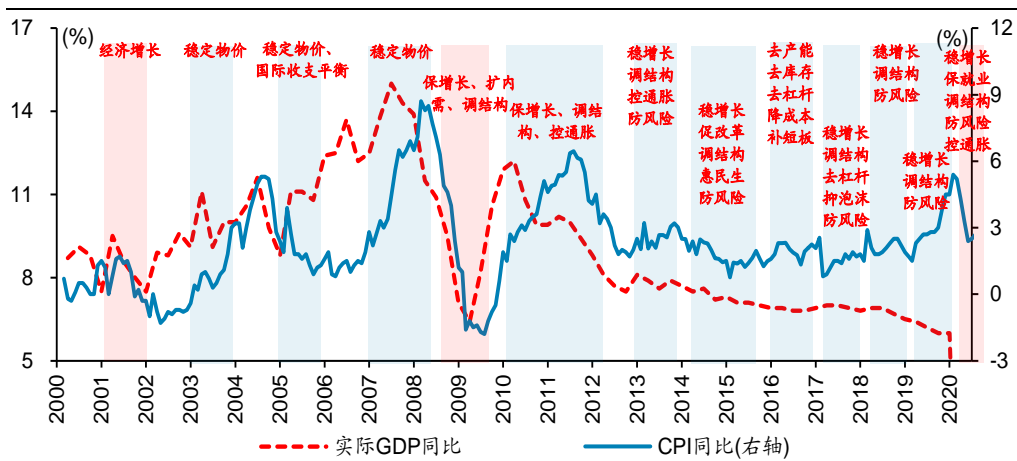
作为流动性“新知”系列第二篇，我们重点从央行角度的重新审视流动性框架。

1、从宏观调控到防风险，双支柱框架逐步建立

1.1、从总量到结构，政策多目标平衡、工具创新增多

传统周期下，货币政策以稳定物价、经济增长等总量目标为主；随着经济进入转型阶段，政策注重总量目标、调结构和防风险等的动态平衡。我国货币政策采取多目标制、不同时期侧重目标有所不同，例如，2010 年之前，货币政策以稳定物价为主，经济承压时侧重经济增长目标；2011 年进入转型阶段后，调结构、防风险、去杠杆等，成为货币政策重点关注的目标，央行在多目标之间寻求平衡。2020 年疫情冲击下，保就业亦成为货币政策重要目标之一。

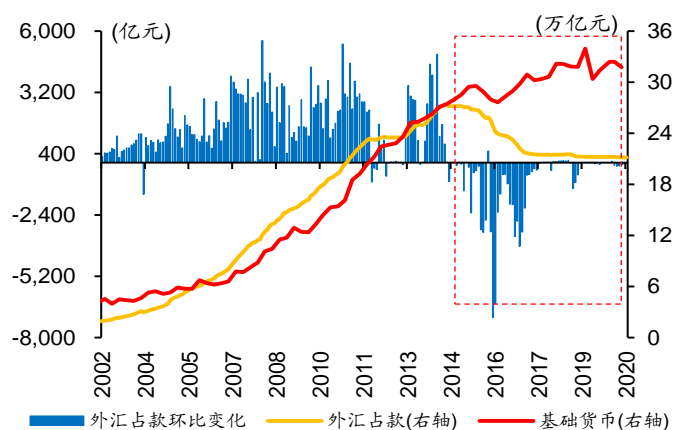
图1：2002 年以来，货币政策在稳定物价、调结构、去杠杆等目标之间动态平衡



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

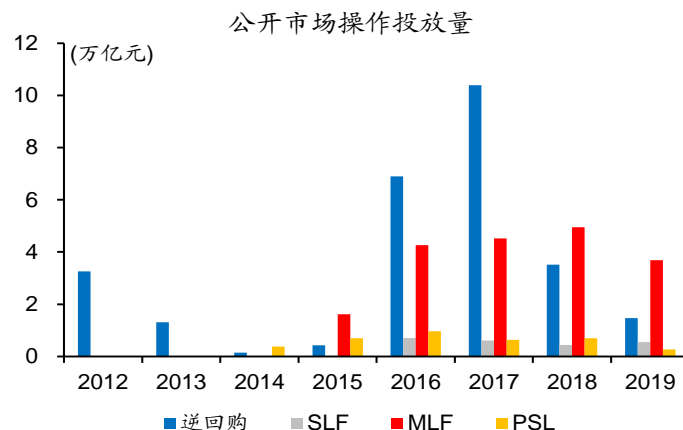
传统工具运用方式和思路随之变化，常规和非常规政策工具创新逐渐增多。传统阶段，央行主要运用基准利率、存款准备金等工具，稳定物价和经济增长。随着外汇占款增长放缓，降准成为补充银行流动性的重要操作，并逐步兼顾调结构、防风险等功能；逆回购逐渐常态化操作、代替央票成为公开市场的主要工具，MLF、PSL 等创新工具也成为补充基础货币的重要渠道。此外，民企融资支持工具、MPA 信贷考核参数调整等，非常规工具创新逐渐增多，帮助化解经济结构性矛盾和金融风险等。

图2：2014年后基础货币缺口增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2014年以来，逆回购、MLF等用于补充基础货币



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：结构性与非常规货币政策工具创新增多

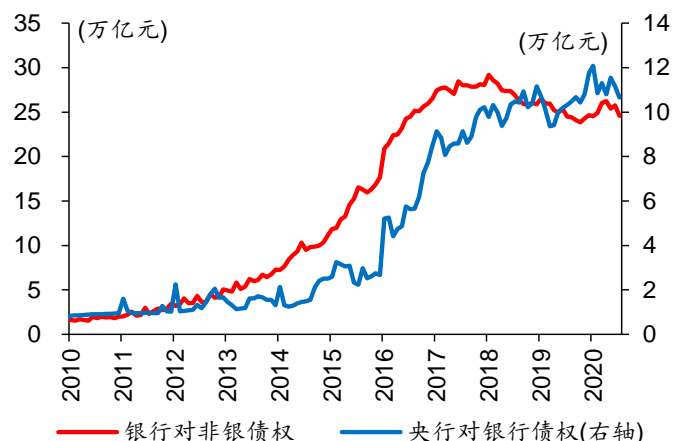
分类	时间	货币工具	主要内容
常规操作	2013.1	SLO	作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。
	2013.1	SLF	央行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。
	2014.9	MLF	提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行等。
	2014.4	PSL	主要功能是支持重点领域、薄弱环节和社会事业而提供的期限较长大额融资。
	2017.1	TLF	对金融机构提高临时流动性支持，类似临时降准，有期限和成本。
	2018.2	CRA	在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金。
服务实体经济	2014.3	支小再贷款	专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放。
	2014.4	定向降准	定向降低法定存款准备金率，鼓励金融机构将资金配置到实体经济中需要支持的行业和领域。
	2015.1	资产抵押再贷款	将评级结果符合标准的信贷资产纳入央行发放再贷款可接受的合格抵押品范围。
	2016.3	扶贫再贷款	专门用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大贫困地区涉农信贷投放。
	2018.6	MLF担保品扩容	将不低于AA级小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款纳入MLF担保品范围。
	2018.6	SLF担保品扩容	将不低于AA级的小微、绿色和“三农”金融债，AA+、AA级公司信用类债券纳入信贷政策支持再贷款和SLF担保品范围。
	2018.1	民企融资支持工具	由央行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难的优质民营企业债券融资。
	2018.12	TMLF	支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。TMLF可使用三年，操作利率比MLF利率优惠15个基点。
	2019.1	调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准	自2019年起，决定将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。
	2019.1	CBS	为银行发行无固定期限资本债即永续债补充资本提供流动性支持。
	2019.8	专项扶贫再贷款	支持扩大“三区三州”信贷投放，降低“三区三州”融资成本，促进实现精准扶贫、精准脱贫目标。
	2019年四季度	MPA参数调整	将定向降准农商行、城商行使用降准资金发放小微、民营企业贷款情况纳入考核，对民企融资、小微企业融资、制造业中长期贷款和信用贷款进行专项考核等。
	2020.6	普惠小微企业贷款延期支持工具	提供400亿元再贷款资金，通过SPV与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向其提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%，切实缓解小微企业还本付息压力。

	2020.6	普惠小微企业信用贷款支持计划	提供 4000 亿元再贷款资金，通过 SPV 与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，向地方法人银行提供优惠资金支持。
稳定外汇市场	2015.1	离岸央票	在港发行人民币央票的常态化，将为央行提供调节离岸市场流动性的有效工具。
	2015.8	外汇风险准备金	对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金。
	2017.5	逆周期因子	由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定，用于调整人民币中间价。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

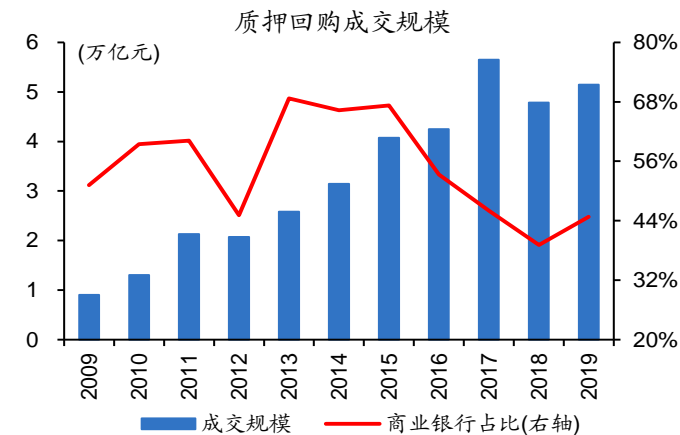
货币政策传导渠道，从单一银行体系，逐步拓展至非银机构和金融市场。传统周期下，资金供需以银行为主，货币政策传导主要依靠银行；2011 年之后，银行表外业务快速增长，资金通过券商等流向金融市场和实体明显增多，推动传导渠道更加多元化。随着外汇占款的下降，央行向大行主动投放基础货币，大行再通过货币市场向中小行和非银提供流动性，对应央行对银行、银行对非银债权的明显扩张。银行与非银互动增多、金融市场扩容等，使得货币政策传导更加依赖市场化渠道。

图4：2014 年后央行对银行、银行对非银债权明显扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

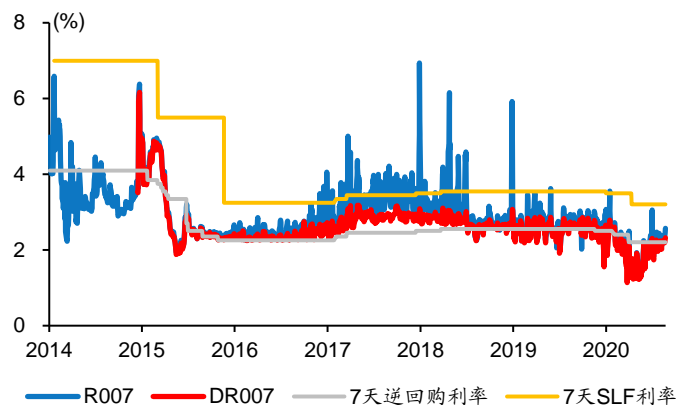
图5：质押回购规模稳步上升，银行参与比例有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

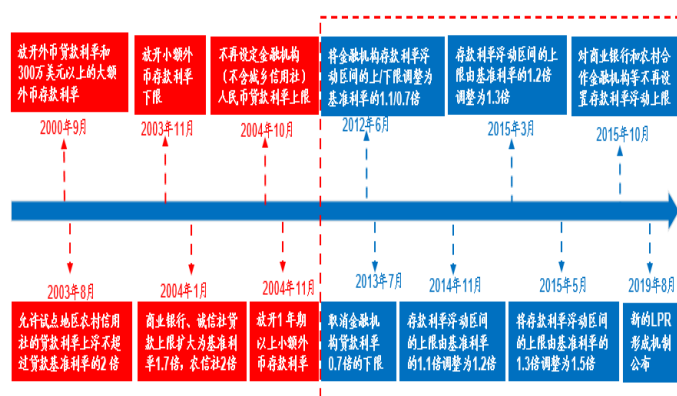
传导渠道不断拓宽的过程中，货币政策也在加快转型，逐渐由数量调控转向价格调控。传统周期下，金融市场与实体流动性存在一定割裂，使得央行通常需同时对货币供应量和存贷款利率进行直接调控。随着银行表外、非银等互动增多，不同维度流动性的割裂逐步被打破，货币政策传导途径不断丰富和拓宽。央行逐步放松存贷款利率管制，建立和培育利率走廊机制，加快 LPR 改革，提高货币政策传导效率。

图6：利率走廊逐渐形成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：利率市场化改革稳步推进，2012年后进程加快

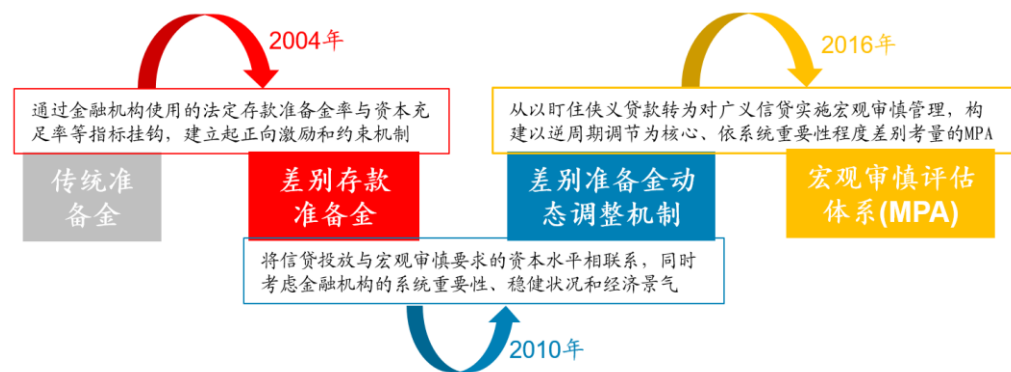


资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

1.2、从宏观经济到审慎管理，金融防风险重视度提升

从宏观调控到防风险，央行对金融稳定重视度提升，逐步建立宏观审慎管理框架。传统框架下，货币政策主要关注经济增长、物价等宏观经济问题；经历2008年金融危机后，央行对金融稳定的重视度上升，在传统存款准备金制度基础上，引入差别准备金动态调整机制，将存款准备金率与资本充足率、资产质量等指标挂钩，2016年进一步升级为宏观审慎评估体系（MPA），将更多机构行为和监测指标纳入考核。

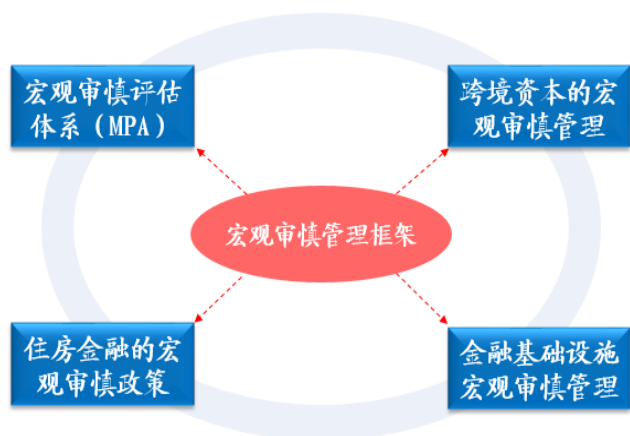
图8：从传统准备金制度到宏观审慎评估体系



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

宏观审慎管理框架包括MPA、跨境资本、住房金融、金融基础设施四个方面内容，其中MPA是核心、重点评估银行等机构行为。MPA作为宏观审慎管理的核心，从资本与杠杆情况等七个方面对商业银行进行评估考核，引导机构加强自我约束和管理、必要时进行窗口指导，并实施相应的激励约束措施，主要包括实施差别准备金率、金融市场准入等。其他方面审慎管理各有侧重，跨境资本管理从外汇市场和跨境融资两个维度进行逆周期调节；住房金融管理实施差别住房信贷调控等；金融基础设施管理将清算、支付等环节基础设施潜在风险纳入监管。

图9：宏观审慎管理框架包括 MPA 等四个方面



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

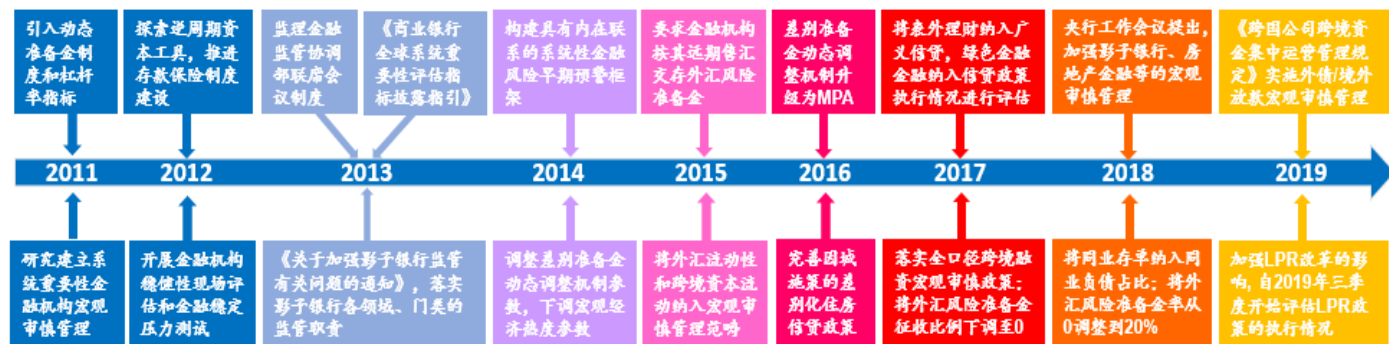
表2：宏观审慎评估体系(MPA)考核指标

一级指标	二级指标（分值）
资本与杠杆情况	资本充足率（80）；杠杆率（20）； 总损失吸收能力（暂不纳入）
资产负债情况	广义信贷（60）；委托信贷（15）；同业负债（25）
流动性	流动性覆盖率（40）；净稳定资金比率（40）；遵守 准备金制度情况（20）
定价行为	利率定价（100）
资产质量	不良贷款率（50）；拨备覆盖率（50）
跨境融资风险	跨境融资风险加权资产余额（100）
信贷政策执行情况	信贷政策评估结果（40）；信贷政策执行情况 （30）；央行资金运用情况（30）

资料来源：中国人民银行、路透社、开源证券研究所

随着影响金融稳定因素不断凸显，央行逐步完善宏观审慎管理框架，将表外理财、跨境资本流动等纳入审慎管理。随着银行表外和同业业务等增长，央行先后将表外理财、同业存单分别纳入 MPA 广义信贷和同业负债占比指标考核。为规范跨境资本流动、稳定汇率，央行从外汇市场和跨境融资两个维度，对外汇市场杠杆融资、短期炒作等进行逆周期调节。伴随房地产定位和政策思路明晰，央行强化了以“因城施策”差别化住房信贷政策为主要内容的住房金融宏观审慎政策框架。

图10：宏观审慎管理框架逐步完善



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

除完善自身审慎管理框架外，央行也加强与银保监会等部门协作，在资管业务、房地产等领域加强协同监管。随着银行表外、非银等业务往来增多，资金供需渠道更加丰富，影子银行规模迅速扩张，资金空转套利、违规流向房地产等现象增多。完善自身监管体系的同时，央行也积极与银保监会、证监会等合作，加强在房地产金融、地方政府债务化解、资管业务统一监管等方面的合作。

表3：央行与银保监会在影子银行、房地产等领域协同监管

领域	央行	银保监会
影子银行	人民银行 2019 年金融稳定工作会议 稳妥化解影子银行风险 ，推动金融机构资产管理业务有序整改和平稳转型。	2019 年 2 月 国新办发布会 紧盯 进行监管套利、加通道、加杠杆的 影子银行活动 ，包括同业投资、同业理财、委托贷款、通道类信托贷款等业务。
房地产领域	2020 年二季度货币政策执行报告 保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好 房地产金融审慎管理制度 。	2019 年 2 月 国新办发布会 紧盯房地产金融风险 ，要对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准， 严格控制带有投机性的开发和个人贷款 。
中小银行	2019 年四季度货币政策执行报告 建立再贴现、SLF、动用存款准备金、流动性再贷款等防范 流动性风险 的“ 四道防线 ”。	2019 年 2 月 国新办发布会 时刻注意 防范中小银行保险机构的流动性风险 。
地方政府债务	2020 年金融市场工作电视电话会议 加大对制造业、科技创新、乡村振兴、区域协调发展等 重点领域和薄弱环节金融支持 ， 防范化解地方政府债务风险 。	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》 做好地方政府隐性债务风险化解 ，依法明确存量债务偿债责任， 规范支持地方政府债券发行和配套融资 ，严禁违法违规提供新增融资。
系统性重要机构监管	央行、银保监会、证监会 《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》 科学评估 ，合理认定对金融体系稳健性具有系统性影响的金融机构。 加强监管 ，降低系统重要性金融机构发生重大风险的可能性。 建立特别处置机制 ，确保系统重要性金融机构发生重大风险时，安全、快速、有效处置，关键业务和服务不中断。	

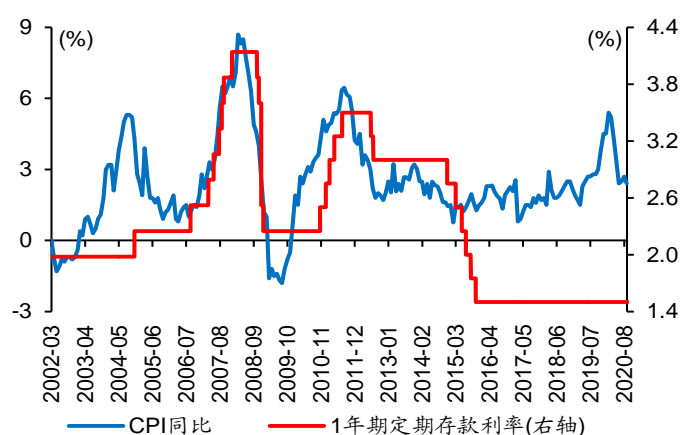
资料来源：中国人民银行、新华网、银保监会、开源证券研究所

2、货币政策框架变化，与经济金融发展相适应

2.1、伴随经济转型，政策托底的同时更注重结构引导

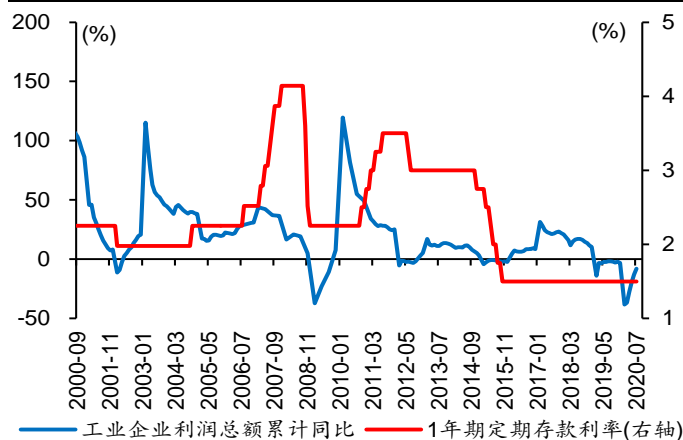
货币政策变化，与经济所处发展阶段相适应。传统周期下，经济和物价的周期性特征较为明显，央行利用基准利率、准备金等进行逆周期调节。进入转型阶段后，不断抬升的杠杆和债务压力，对企业现金流自由度、及经济行为空间都已形成明显压制，经济周期性波动下降、结构性矛盾凸显。货币政策目标和操作方式也相应调整，帮助托底经济的同时注重结构引导，推动融资成本下降、缓解债务付息压力。

图11：传统周期下，CPI升至3%以上时，政策容易收紧



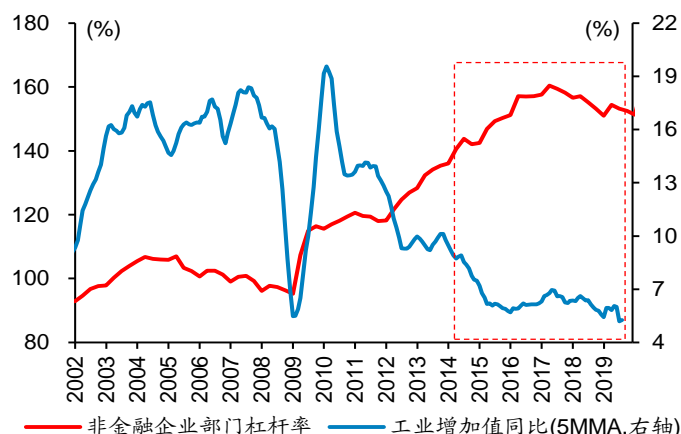
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：企业利润增速跌至0以下，政策往往转向宽松



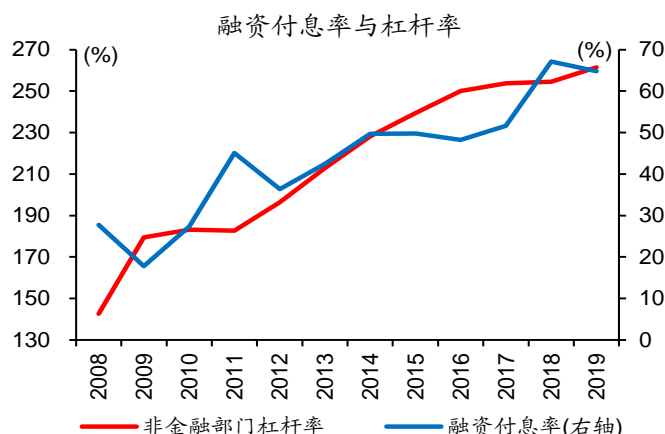
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：高杠杆压制下，经济中枢下移、波动降低



数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

图14：高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息

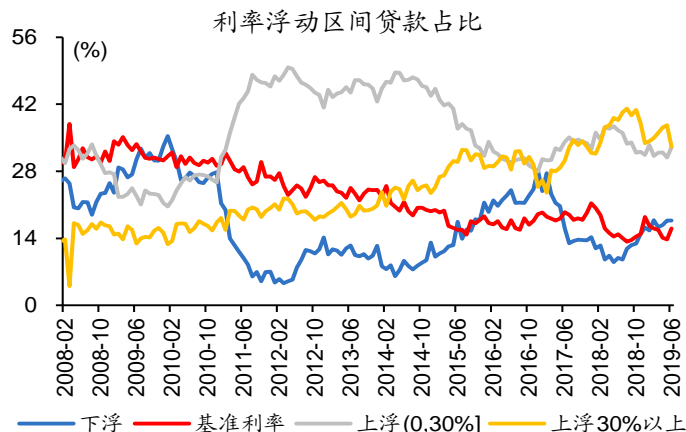


数据来源：Wind、BIS、开源证券研究所

随着经济进入转型阶段，央行加快货币政策改革，推动资金的市场化配置。2012年以来，央行加快利率市场化改革，逐步放开对存款利率的管制、完全放开对贷款利率的管制，贷款按基准利率定价的占比持续回落、由2011年底27%下降至2019年中的16%。同时，央行大力推动多层次融资建设，直接融资明显扩容，股票和债券

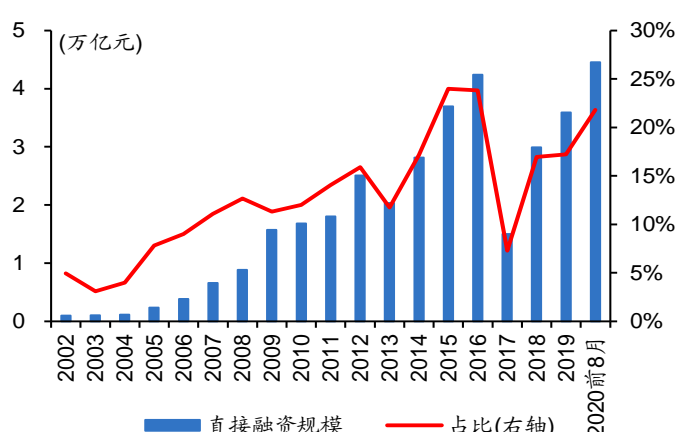
融资增量占社融比重由 2010 年之前 10% 以下上升至 2020 年前 8 个月的 22% 左右。

图15: 2012 年后, 贷款按基准利率定价的占比持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 直接融资占比趋势性抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

为经济转型创造适宜货币环境的同时, 央行注重引导资金流向、助力“调结构”。

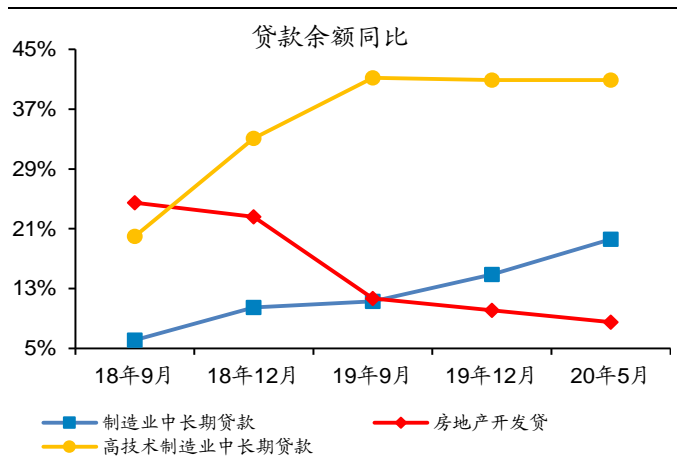
进入转型阶段后, 当经济下行压力较大时, 央行加码宽松, 保护企业报表、配合稳增长。但不同于传统周期, 央行更加注重结构引导, 压降传统过剩产能、房地产等领域融资的同时, 积极支持产业结构升级和经济结构调整, 支持战略性新兴产业等高新技术企业发展。近年来, 房地产开发贷增速回落、高技术制造业贷款快速增长。

表4: 央行注重结构引导、培育新经济

时间	主要内容
2004	加强对商业银行的“窗口指导”和信贷政策引导, 配合产业政策, 限制对过热行业等的信贷投放。
2005	落实“区别对待、有保有压”的方针, 加大经济薄弱环节的信贷支持。加强商业银行存贷期限错配、信贷资金结构和流向预警监测分析。
2006	严格控制对过度投资行业的贷款, 加强对房地产信贷的管理, 加大对中小企业等的信贷支持。
2007-2008	坚持“区别对待、有保有压”, 严格限制对“两高一剩”贷款投放; 加大对中小企业等领域的信贷支持。
2010	支持经济结构调整和经济发展方式转变的力度; 按照区别对待、有保有压的原则, 引导对重点领域和重点地区的金融支持与信贷; 严格控制对“两高一剩”行业贷款。
2011	坚持“有保有压”的信贷政策, 完善对实体经济、民生领域的金融服务; 积极支持产业结构升级和经济结构调整, 支持战略性新兴产业企业等高新技术企业发展, 加大对环保产业等方面信贷支持。
2012	引导金融机构继续加大对小微企业等的支持力度; 加强对科技创新、战略性新兴产业等经济社会发展重要领域的金融支持, 加大对就业、扶贫等“民生”领域的金融支持和服务。
2013	严格实施差别化住房信贷政策; 严格控制对“两高一剩”行业的贷款。
2014	加大对先进制造业、战略性新兴产业等金融支持力度; 改进和落实好差别化住房信贷政策。
2015	将更多信贷资金配置到重点领域和薄弱环节, 大力支持稳增长、调结构、惠民生。
2016	加强窗口指导和信贷政策的信号和结构引导作用, 探索货币政策在支持经济结构调整和转型升级方面发挥积极作用, 引导金融机构围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。
2017-2018	推进经济结构优化、产业结构升级、能源结构转型、民生领域普惠等的金融服务, 引导金融资源配置到经济社会发展重点领域、重点地区和薄弱环节, 满足实体经济领域有效融资需求。
2019	持续加大乡村振兴金融服务投入; 不断提升小微、民营企业金融服务水平; 继续加强产业转型升级的金融支持, 加强对生产、运输和销售重要物资等信贷支持力度。
2020	扎实推进金融精准扶贫; 不断加强乡村振兴金融服务投入; 积极做好中小微企业复工复产金融服务; 持续推动金融支持制造业高质量发展; 强化金融支持就业创业。

资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

图17: 高技术制造业贷款持续保持较高增速

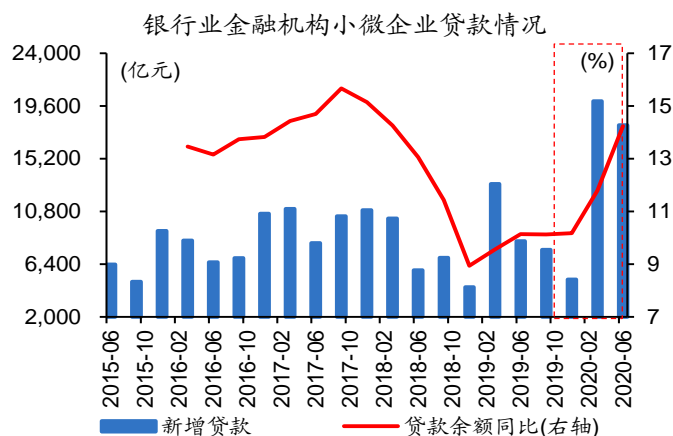


数据来源: Wind、中国人民银行、开源证券研究所

为缓解出清过程的“负溢出”效应, 央行也积极采取相应措施, 加大对中小微企业和民企等的支持。政策助力“旧经济”加速出清过程中, 债务违约等风险暴露, 使得资金风险偏好下降、信用分层现象加剧, 中小微企业和民企融资难度上升。为此, 央行运用普惠金融定向降准、扩大 MLF 抵押品扩容、创设民企融资支出工具等, 引导机构加大对中小微企业和民企的融资支持, 小微企业贷款保持较高增速。

图18: 央行创新工具助力民企融资

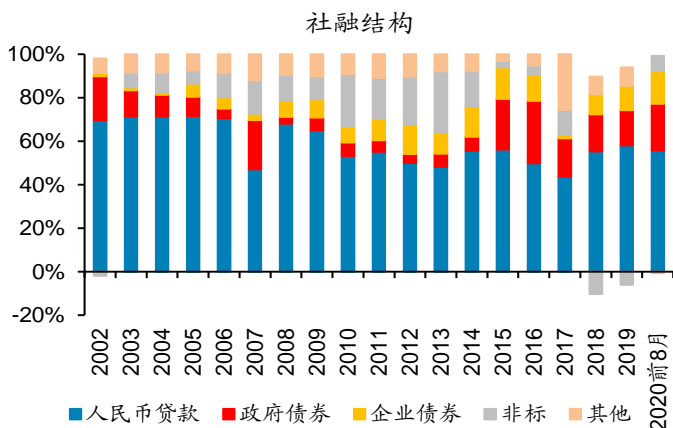

资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

图19: 2018 年底以来, 小微企业贷款明显增多


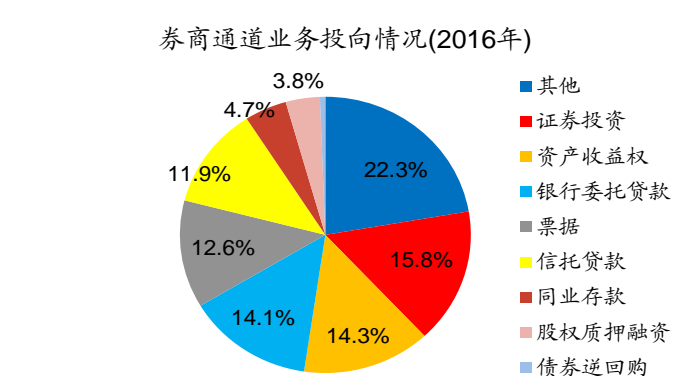
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、金融体系的发展, 促进宏观调控和金融监管完善

经济转型过程中, 金融体系也在不断发展, 银行表外、非银等业务发展, 带动实体融资多元化、金融市场扩张。2011 年之前, 实体融资渠道相对单一, 主要依靠贷款; 2011 年之后, 银行表外、非银业务快速增长, 带动非标扩容, 委托贷款、信托贷款和表外票据融资占新增社融的比重, 合计一度超过 29%。随着金融市场发展, 股票、债券等标准融资工具规模持续扩张, 成为实体重要融资来源之一。

图20: 2010 年后, 非标融资开始明显增多


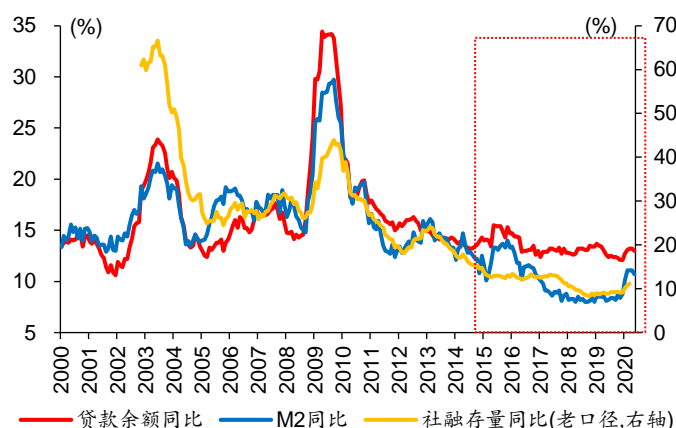
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 资金通过券商通道进入实体、金融市场


数据来源: 资管业务 2016 年统计年报、开源证券研究所

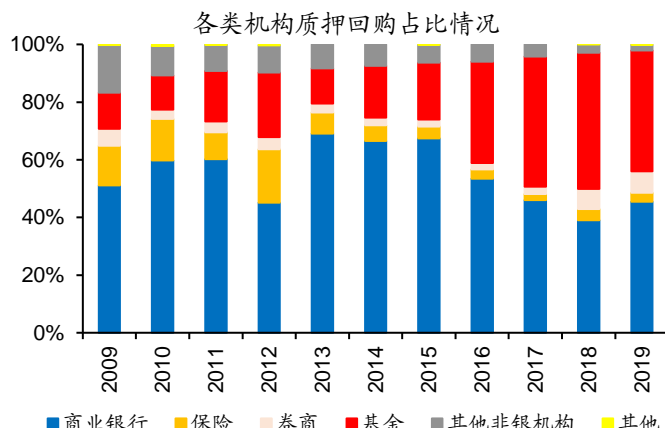
金融体系发展, 为货币政策转型、疏通货币传导机制提供了良好的金融基础。随着实体融资多元化, 信贷并不能完全反映实体信用派生过程, 央行于 2011 年引入社融指标, 与 M2 一起, 成为货币政策常用的中介目标。微观层面, 金融市场, 尤其是货币市场和债券市场的发展, 为货币政策从数量调控转向价格调整, 提供了市场化的传导渠道; 非银金融机构市场参与度的提升, 也帮助拓宽了货币政策传导渠道。

图22: 2014年之后, M2、信贷与社融增速走势差异增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2014年后, 非银参与质押回购占比明显上升

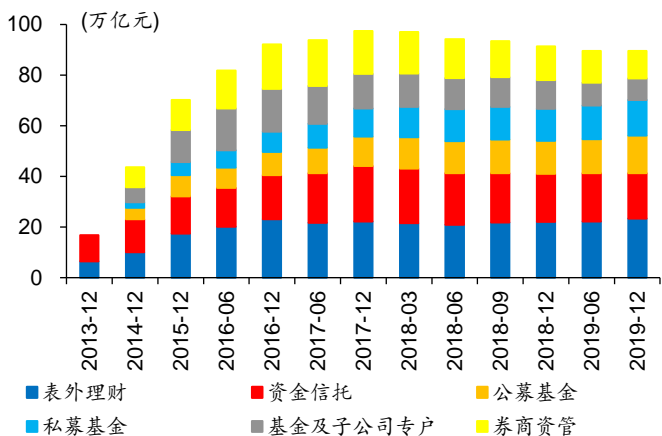


数据来源: Wind、开源证券研究所

金融发展过程中出现的监管套利等乱象，也推动当局加快完善金融监管体系。

随着银行表外和非银业务发展，监管套利、资金违规流向股市和房地产等乱象增多，当局针对相关问题陆续出台相应监管措施，监管升级较为典型的时期包括2013年、2017年至2018年等。例如，2018年央行联合银保监会等发布资管新规，加强对资管业务开展过程中的刚兑、多层嵌套、资金池、过度杠杆等行为的统一监管。金融与监管动态博弈的过程，促进金融体系健康发展，及监管制度的不断完善。

图24: 2014年开始, 资管产品规模大幅扩张



数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 资管新规聚防范化解刚兑、解决多层嵌套等问题

分类	主要内容
刚性兑付	①应当向投资者传递“卖者尽责、买者自负”理念，打破刚性兑付。 ②对刚兑行为给出认定标准，包括对产品进行保本保收益等。 ③存在刚兑行为的，按照存款业务予以规范，足额补缴存款准备金和存款保险保费并予以行政处罚。
杠杆不清	①鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型，降低企业杠杆率。 ②金融机构应当向投资者主动、真实、准确、完整、及时披露资产管理产品杠杆水平。 ③金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。 ④金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。
套利严重	①同一类型的资产管理产品适用同一监管标准，减少监管真空和套利。 ②金融机构不得以资产管理产品的资金与关联方进行不正当交易、利益输送、内幕交易和操纵市场等。
多层嵌套	实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。

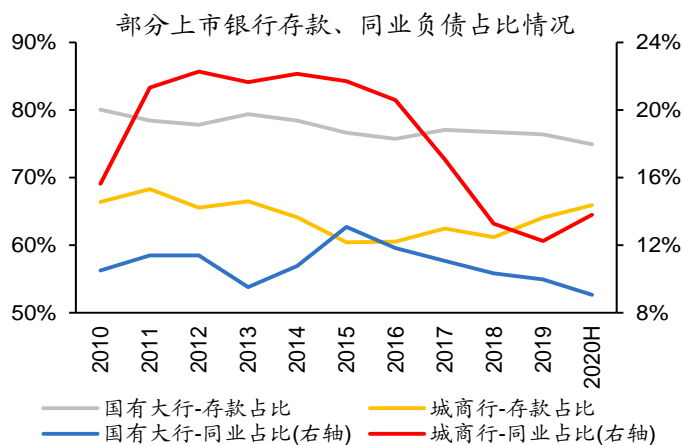
资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

3、转型阶段，客观认知流动性、货币政策变化

3.1、随着流动性分层凸显，沿用传统框架容易产生偏差

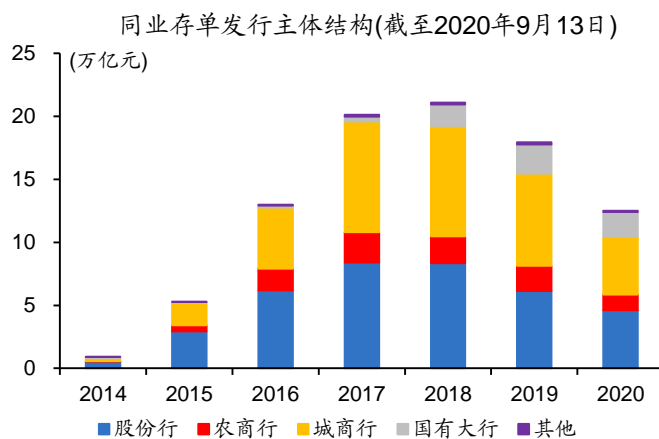
随着货币派生渠道、市场结构等变化，流动性已出现明显分层。传统周期下，基础货币供应主要由外汇占款被动提供，然后通过银行体系进行存贷款派生；随着非银、金融市场发展，2011 年开始同业派生增多。相较于大行，中小行揽储优势较弱、同业扩张意愿较强；尤其是 2014 年之后，基础货币供应方式变化，及同业存单的推出，使得中小银行更多借助同业负债“弯道超车”，也推动了大行和中小行流动性逐步分层。随着非银扩张、资金需求的上升，非银对银行流动性的依赖上升。

图25：国有大行存款占比明显高于城商行



数据来源：Wind、开源证券研究所

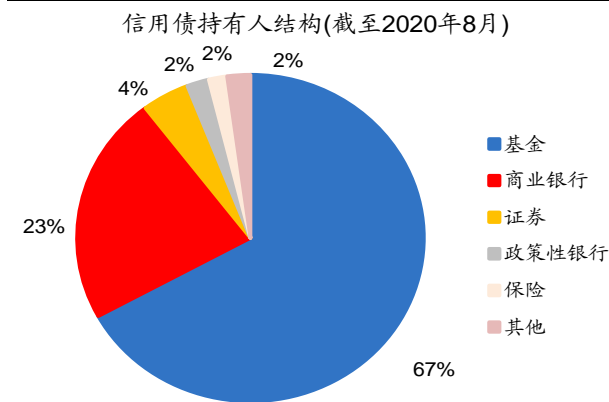
图26：同业存单主要由股份制行和城商行发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

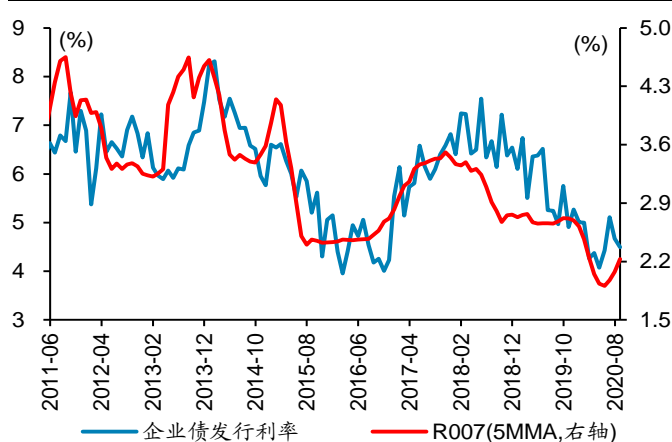
流动性分层下，不同渠道货币传导的效率不同，对应实体流动性的影响也不同。随着货币政策逐步转向价格调控，对同业负债依赖度较高的中小银行和非银机构，更容易受到货币市场流动性影响，进而影响债券、贷款等定价。信用债大部分由基金持有，对货币市场利率反应更为直接；而贷款由银行主导，定价受基准利率和负债成本影响较大。随着贷款利率转锚 LPR，货币市场变化向贷款传导效率有所提升。

图27：信用债主要由基金持有

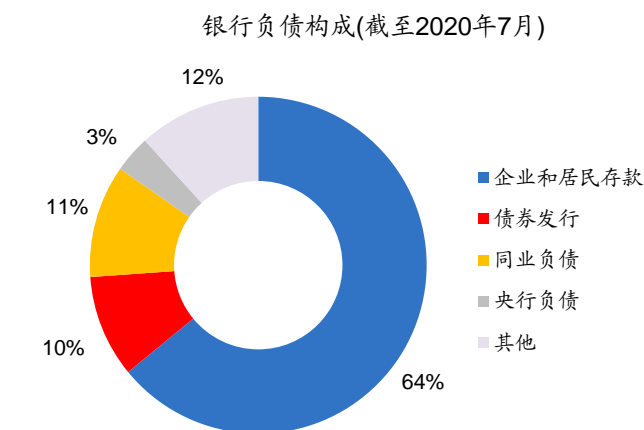


数据来源：中债登、上清所、开源证券研究所

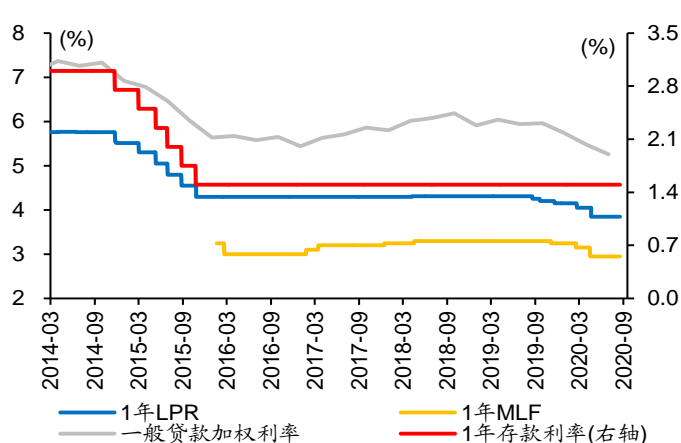
图28：货币市场利率与债券融资成本走势较为一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

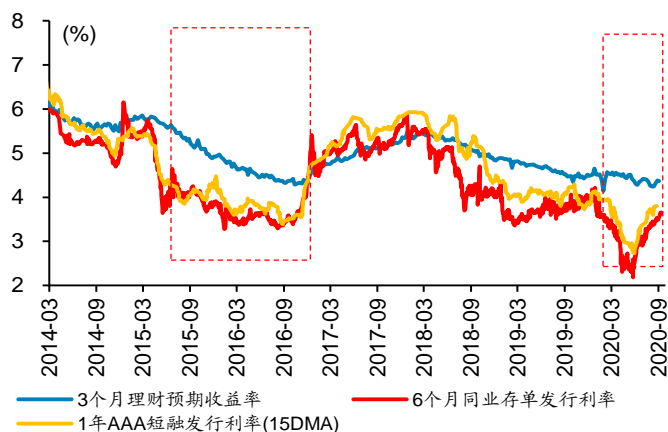
图29：银行负债以存款为主


数据来源：Wind、开源证券研究所

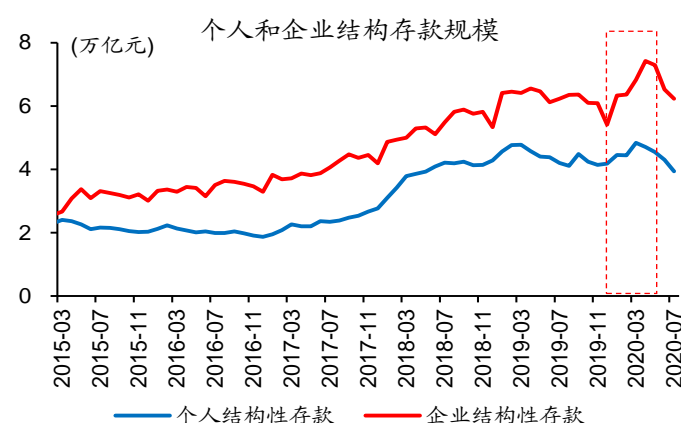
图30：新 LPR 机制下，MLF 下降引导贷款利率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

过于宽松的货币环境，容易出现资金空转套利、违规流向等问题，使得货币政策调控注重“精准导向”。不同于传统单一信贷渠道，货币传导的市场和非银等渠道，并非政策直接调控，容易出现资金流向和政策导向不一致。例如，2015 年流动性极为宽松，但实体回报过低，导致资金更多在金融同业空转套利；2020 年企业债券和短贷融资成本大幅下降，部分企业用低成本债务性融资购买高利率的结构性存款，实现实体到金融套利。此外，资金违规流向房地产等领域的现象也屡禁不止。

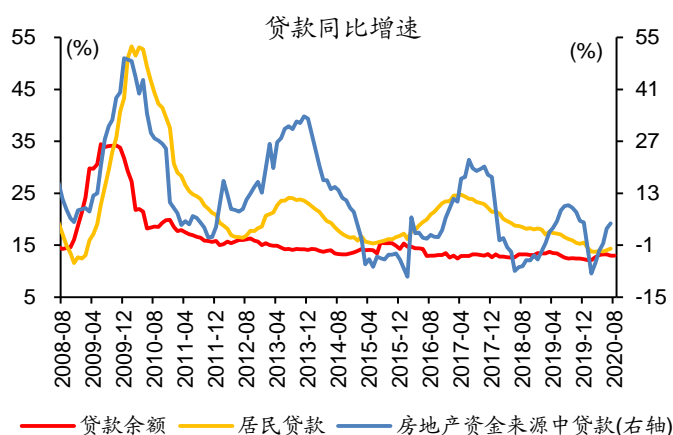
图31：过于宽松的环境，可能导致资金套利等


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2020 年前 4 月，结构性存款明显抬升


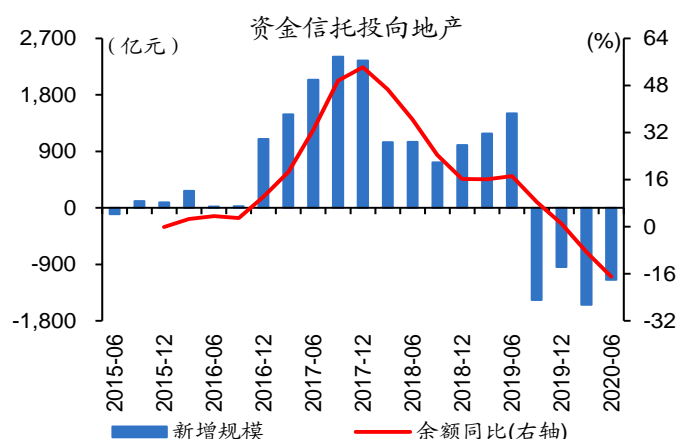
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 地产资金来源中贷款增速相对较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 资金信托投向地产规模从扩张到收缩

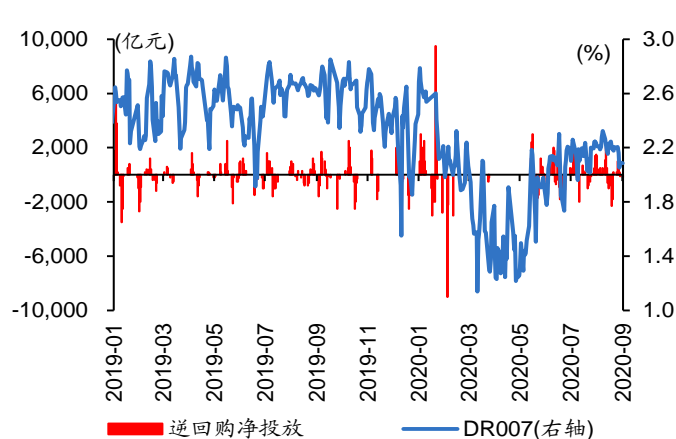


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、客观认知货币政策，帮助厘清多目标下流动性演绎

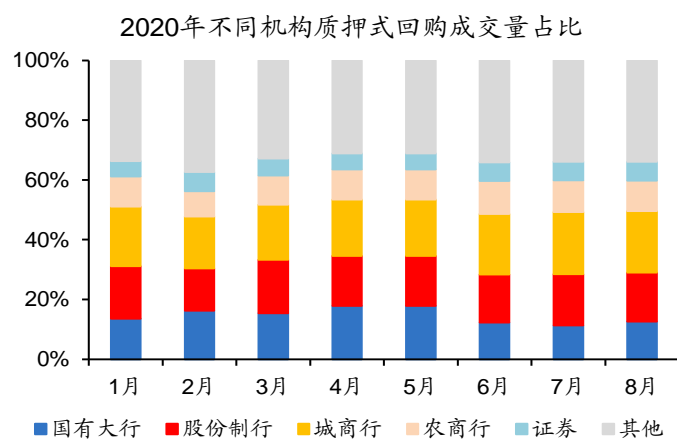
价格调控框架下，货币政策主要维护银行流动性；但流动性分层下，非银机构“负债荒”容易放大整体流动性波动。2015年7月以来，央行主要通过公开市场操作，平抑银行资金波动，使得银行短端资金利率在利率走廊附近变化。但负债承压时，银行对非银金融机构资金融出意愿下降、甚至赎回资金，导致非银机构“负债荒”。作为同业存单主要持有人，非银机构可能通过减持同业存单等缓解负债压力，进而影响银行负债端稳定性，如此反复，可能导致同业持续、螺旋式收缩。

图35: 公开市场操作主要平抑银行资金波动



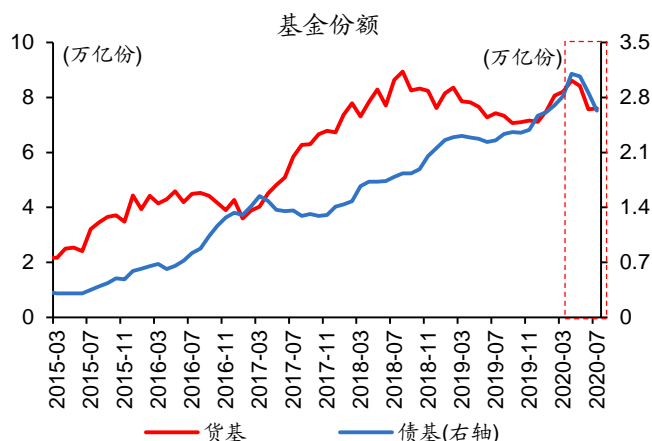
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 6月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降



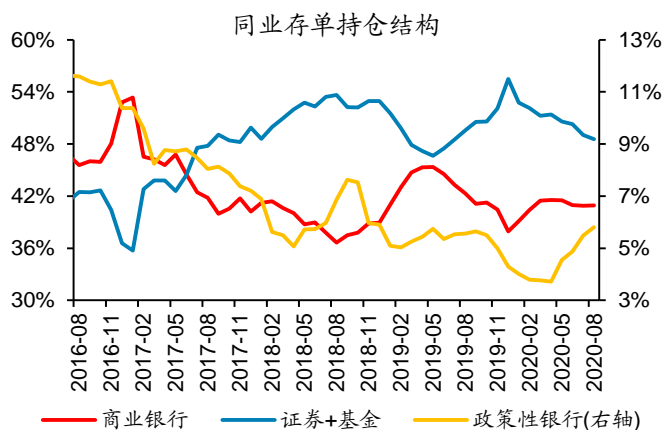
数据来源: 中国货币网、开源证券研究所

图37: 资金承压下, 货基和债基规模收缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

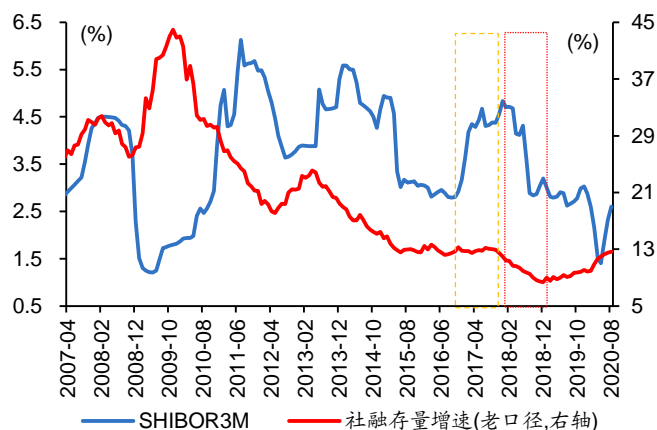
图38: 6月以来, 非银机构持有同业存单占比有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

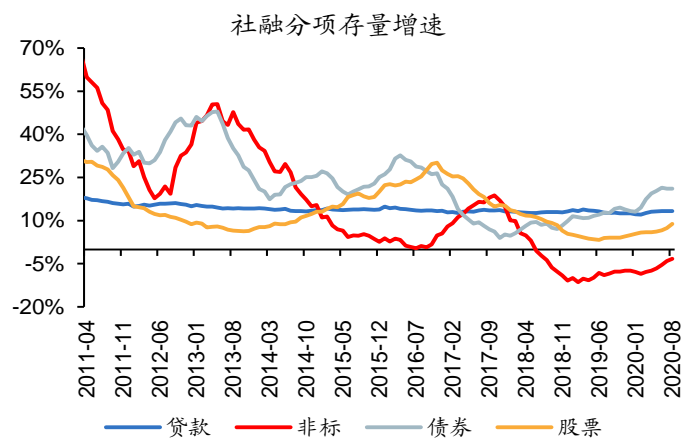
货币政策多目标动态平衡过程中，宏、微观流动性变化不尽相同。银行负债刚性、机构刚兑行为等，导致货币传导仍存在滞阻，进而使得实体流动性和金融市场流动性并不完全同步变化、甚至可能出现完全相反的状态。例如，2016年下半年至2017年，央行抬升资金成本引导金融去杠杆，货币流动性较为紧张，但实体融资仍保持较高增长；2018年实体去杠杆，对应货币流动性宽松、实体融资收缩，后者主要受非标收缩、直接融资增长放缓拖累，而信贷保持平稳增长。

图39: 不同阶段, 宏、微观流动性组合不同



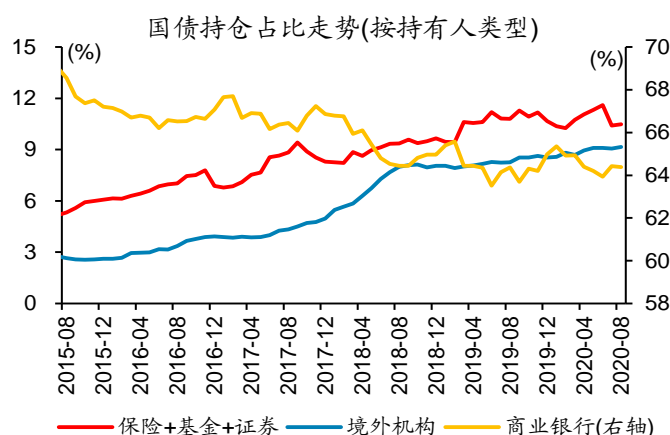
数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 非标和债券融资增速变化较大, 贷款增长平稳

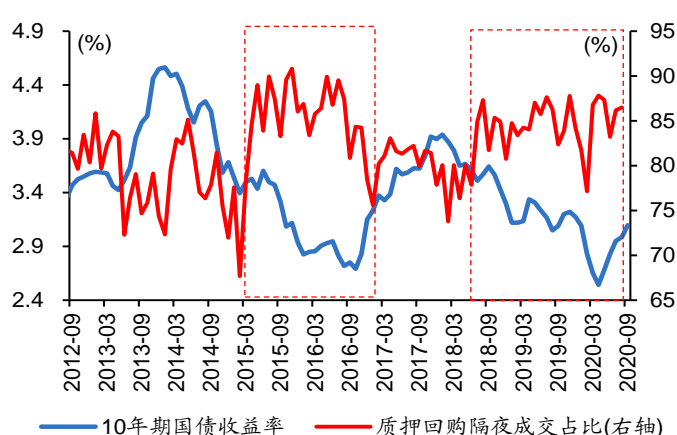


数据来源: Wind、开源证券研究所

不同流动性组合，对应市场影响不同；市场交易结构变化，使得流动性变化对市场的影响增强。实体融资增长较快，有利于股票市场；而实体融资收缩、货币流动性宽松，有利于债券市场。股市机构参与度的上升，及债市交易型机构持仓占比的上升，使得流动性变化对市场的影响增强。以债市为例，国债、信用债持有人中，广义基金持仓占比明显上升。相较于银行等配置型机构，基金等交易型机构行为更容易受流动性影响，导致债市波动明显大于基本面变化。最近两轮债券牛市尤为明显，流动性持续宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆等现象凸显，推动长端收益率持续下行。

图41: 国债持有人结构中, 广义基金占比上升


数据来源: 中债登、上清所、开源证券研究所

图42: 杠杆行为对债市影响增强


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、研究结论

(1) 从总量到结构, 货币政策多目标动态平衡, 工具运用和新工具创新增多, 传导渠道多元化。传统周期下, 货币政策以稳定物价、经济增长等总量目标为主; 进入转型阶段后, 政策注重总量目标、调结构和防风险等平衡。货币工具运用方式和思路随之变化, 准备金、逆回购等成为补充流动性常规工具, MLF、民企融资支持工具等创新增多。货币传导, 从单一银行体系, 逐步拓展至非银和金融市场。

(2) 从宏观调控到防风险, 央行对金融稳定重视度提升, 逐步建立宏观审慎管理框架。宏观审慎管理框架包括 MPA、跨境资本、住房金融、金融基础设施四个方面内容, 其中 MPA 是核心, 从资本与杠杆、流动性等方面进行考核。随着金融稳定影响因素增多, 表外理财、同业存单、跨境资本流动等先后纳入审慎管理框架。

(3) 货币政策框架变化, 与经济所处发展阶段相适应; 进入转型阶段后, 央行托底经济的同时, 更加注重结构引导。有别于传统周期, 转型阶段经济波动下降、结构性矛盾凸显, 货币政策帮助托底经济、为转型创造适宜货币环境的同时, 引导机构加快传统过剩产能、房地产等融资出清, 加速资金流向新兴产业等。为缓解出清过程的“负溢出”效应, 央行运用定向工具加大对中小微企业和民企等的支持。

(4) 转型过程中, 金融市场的快速发展, 也推动货币政策框架转型和金融监管升级完善。2011 年之后, 银行表外、非银业务快速增长, 带动实体融资多元化、金融市场扩容, 为货币政策从数量调控转向价格调控, 提供市场化的传导渠道; 金融发展过程中的资金监管套利、违规流向等乱象, 也推动当局加快完善金融监管体系。

(5) 伴随货币派生、市场结构等变化, 流动性已出现明显分层, 沿用传统货币政策分析框架容易产生偏误。随着外汇占款下降, 央行通过向大行投放基础货币, 大行再向中小行和非银机构提供流动性, 然而后者对同业依赖度相对较高, 更容易受到流动性冲击。流动性分层下, 不同渠道货币传导效率不同、对实体影响不同; 过于宽松的货币环境, 容易出现资金空转等问题, 使得货币政策注重精细化管理。

(6) 客观认知货币政策, 有助于厘清多目标平衡下的流动性演绎。货币政策主要维护银行流动性, 但流动性分层下, 非银机构“负债荒”容易放大整体流动性波动。

多目标平衡过程中, 货币政策对实体和金融流动性调控也不尽相同。例如, 2017 年

金融去杠杆，货币市场流动性较为紧张、实体融资保持较高增长。不同流动性组合，对市场的影响不同；机构交易增多，使得流动性变化对市场的影响增强。

5、风险提示

金融风险暴露，及监管政策变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn