



## 宏观深度报告

# 用一个指标衡量实体流动性 ——德邦 ELI 指数发布

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

### 投资要点:

- **核心观点: ELI 指数可以有效的对当下实体经济的流动性进行追踪。**本文构建的实体经济流动性指数 (real Economy Liquidity Index, ELI) 是反映企业融资难易程度的同步指标, 能够对当下实体经济流动性起到及时跟踪的作用, 对制造业、服务业资金的松紧程度进行及时的了解。二季度以来 ELI 指数显示实体经济流动性呈现波动收紧的趋势, 三季度货币政策委员会例会公报重申“增强信贷总量增长的稳定性”同时 9 月社融和信贷增速延续筑底, 意味着当前信贷、社融增速基本触底。10 月起边际宽信用进程有望开展, 不排除四季度再次实施降准的可能性。
- **为了更全面地反映实体经济流动性松紧程度的整体脉络, 我们需要从“量”和“价”两个维度全面考量企业的融资成本、融资条件和融资可得性。**其中“量”的方面, 我们选取的指标分别为货币供给量 M2、社会融资规模、央行公开市场操作净投放和工业企业利润总额; “价”的方面, 我们选取的指标为金融机构人民币贷款加权平均利率、全国地区性民间借贷综合利率指数、7 天银行间同业拆放利率、7 天银行间质押式回购加权利率、十年期国债收益率、首套房贷平均利率和 BCI 企业融资环境指数。
- **ELI 指数对 PMI 指数有较好的前瞻性。**首先, 我们构建的 ELI 指数与 PPI 的同步性较高, 可以对实体经济中企业面临的生产成本有较为准确的刻画, 说明实体经济流动性指数一定程度上是观测企业生产意愿的有效指标; 其次, 我们构建的 ELI 指数与十年期国债收益率以及 PMI 有着较高的相关性, 表明 ELI 指数对于衡量实体经济景气程度也有一定的指示作用, 而市场上对于 PMI 具有前瞻性的指数较少。而十年期国债收益率也意味着社会融资成本的锚, 对实体经济的借贷利率都有直接的影响, 因此实体经济流动性指数能够指导我们有效地对实体经济融资的难易程度以及资金的松紧程度作出判断; 最后, 我们构建的实体经济流动性指数与社融存量增速具有高度的一致性, 说明实体经济流动性指数可以较好的观测实体经济从金融体系获得资金的情况, 对实体经济中资金的供给和需求有较为准确的刻画。
- **从 ELI 指数判断当前实体经济流动性的走势和后续进展。**疫情爆发后, 央行采用了降准、降低 MLF 利率和 LPR、降低逆回购利率等多种方式支持实体经济修复, M2、社融等显著提升, 实体经济流动性大大提高, 企业得以在疫情时期继续维持发展。而今年二季度以来, 货币政策的表述和动作始终围绕“以稳为主”, 实体经济流动性呈现出波动收紧的趋势。短期来看, 9 月份 PPI 同比创历史新高, 高通胀下中小微企业和民营企业经营压力仍较大, 实体经济流动性预计将保持稳中偏松; 中长期来看, 10 月 15 日, 央行发布公告称, 为维护银行体系流动性合理充裕, 当日开展 5000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作 (含对 10 月 15 日 MLF 到期的续做) 和 100 亿元逆回购操作, 这是央行连续第二个月高额等量续做, 表明政策面支持中长期流动性适度宽松, 强调货币政策支持实体经济的精准性。
- **风险提示: Delta 等变异毒株超预期扩散; 美联储 Taper 节奏悬而未决; 四季度经济超预期下行。**

## 内容目录

1. 实体经济流动性指数（real Economy Liquidity Index） .....	4
2. ELI 指数指标体系及构建方式.....	5
2.1. “量”的维度相关指标.....	5
2.2. “价”的相关指标.....	7
2.3. ELI 指数构建方式.....	9
3. ELI 指数结果分析.....	10
4. 从 ELI 指数判断当前实体经济流动性走势和后续进展 .....	13
5. 风险提示 .....	14

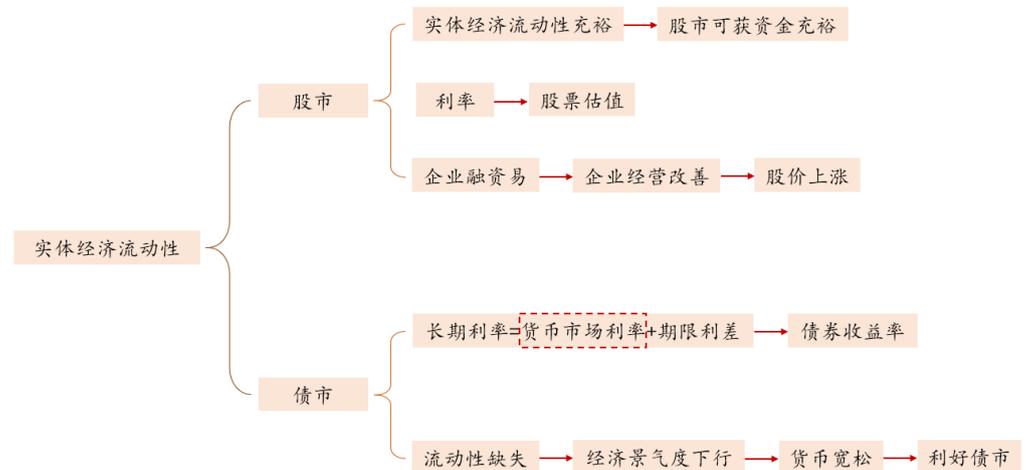
## 图表目录

图 1: 实体经济流动性对股债市场有重要影响 .....	4
图 2: 社融增速对经济增速有一定领先性 .....	6
图 3: 银行贷款审批指数与贷款利率反向变动 .....	7
图 4: SHIBOR 与非金融企业贷款利率具有高度相关性 .....	8
图 5: R007 和 DR007 利差反映非银行机构融资溢价 .....	8
图 6: 房贷利率与社融存量增速呈反向变动 .....	9
图 7: 疫情以来对中小企业支持力度较大 .....	9
图 8: PMI 与 BCI 指数走势高度一致 .....	9
图 9: ELI 指数与 PPI 在今年上半年有所背离 .....	10
图 10: ELI 指数领先 PMI1~2 个月 .....	11
图 11: 新冠疫情期间 ELI 对固定投资增速有很好的表征 .....	11
图 12: 疫情期间 ELI 与十年期国债收益率走势趋于一致 .....	12
图 13: 国债收益率能较好的反映企业经营状况 .....	12
图 14: ELI 指数对社融增速有 3~6 个月的滞后性 .....	12
图 15: 历次降准 ELI 指数走势 .....	13
表 1: ELI 指数指标体系 .....	5
表 2: M2 统计口径经历了 5 次调整 .....	6
表 3: 主成分分析最终保留前五主成分 .....	10

## 1. 实体经济流动性指数 (real Economy Liquidity Index)

实体经济流动性作为经济和货币政策的领先指标，对于未来股债等资产的走势具有重要影响。对股票市场而言：一方面，企业获得资金的松紧程度将直接影响股票市场可获得投资资金的松紧程度；另一方面，企业的融资成本对于企业的经营有直接的影响，进而通过影响企业的经营利润影响其在股市的表现。而对于债券市场而言：一方面，货币市场利率的变动会一定程度上传导至债市，货币市场利率与金融市场加杠杆的力度呈现反向变动，进而对债券市场的流动性和收益率造成影响；另一方面，实体经济流动性是经济和货币政策的领先指标，流动性缺失可能预示着经济增长动能的衰减，迫使央行采取宽松的货币政策，进而利好债市。尽管目前市场上衡量实体经济流动性的指标较多，但通过不同指标判断实体经济流动性的结果有所差异，因此有必要构建实体经济流动性指数，以对实体经济的流动性进行准确、及时的追踪。

图 1：实体经济流动性对股债市场有重要影响



资料来源：德邦研究所

本文构建的实体经济流动性指数 (real Economy Liquidity Index, ELI) 是反映企业融资难易程度的同步指标，能够对当下实体经济流动性起到及时跟踪的作用，对制造业、服务业资金的松紧程度进行及时的了解。本文构建实体经济流动性指数 ELI 的意义在于以下几点：

(1) 衡量实体经济流动性状况的维度较多且指标较为繁琐，实体经济流动性指数可通过简化指标对实体经济资金松紧的程度做出很好的刻画。实体经济流动性指标体系涵盖多个层面的多个维度，从宏观国家经济增长层面到中观企业经营层面，再到微观居民收入层面的数据有着全面和精准的刻画。在日常的数据分析追踪中，如果我们对多个不同维度的指标进行单独的分析，得出的结论可能会有所不同，难以对当下实体经济流动性的松紧程度有一个准确的刻画与认知。而实体经济流动性指数可以有效的对这些指标进行汇总简化，使我们可以较为清晰的洞察实体经济流动性松紧程度的动态变化与特征。

(2) 衡量实体经济流动性情况的指标频率跨度较大，较为关键的指标涵盖日度、周度和月度的数据，对不同频率的数据进行追踪会造成结果的差异性。衡量实体经济流动性的指标涵盖了从日度到年度的多频次数据。经济指标虽多，但不

同频率指标的变化特征差异较大，我们通过一定的处理将较为高频的数据处理成月度数据，并由此构建基于月度数据的实体经济流动性指数，以帮助我们判断实体经济流动性的松紧，为投资者作出投资决策提供有价值的信息判断。

**(3) 实体经济流动性指数能够较好的预测未来经济增长和货币政策的走向。**企业融资的难易程度直接体现了实体经济流动性的松紧程度。当企业融资环境向好时，企业用于经营和投资的资金较为充裕，经济景气度预期将会提升，进而引起央行货币政策的变化。此外，实体经济流动性指数也作为金融市场预期走势的先行指标，当企业融资环境向好时，企业经营条件改善，盈利上行带动股市表现向好；当企业融资环境恶化时，表明实体经济流动性过紧，会引起央行货币政策宽松，利好债券市场。

因此，我们建立实体经济流动性指数一方面可以对当下实体经济流动性的松紧程度进行简洁的刻画，另一方面可以对未来经济增长和货币政策的大体走势进行预判。需要指出的是，实体经济流动性指数是衡量当下实体经济流动性松紧程度的同步指数，即通过对多维度数据的合成反映当期的实体经济流动性情况，不同于用于 Forecasting 的领先指标。

## 2. ELI 指数指标体系及构建方式

为了更全面地反映实体经济流动性松紧程度的整体脉络，我们需要从“量”和“价”两个维度全面考量企业的融资成本、融资条件和融资可得性，具体的数据处理和指标构建方法见附录，正文部分我们仅对选取指标进行详细介绍。具体的指标体系选取如下：

表 1: ELI 指数指标体系

指标范畴	具体指标
“量”的指标	M2:同比, 社融规模存量:同比, 公开市场操作净投放:同比, 工业企业利润总额:同比
“价”的指标	金融机构人民币贷款加权平均利率:同比, 全国地区性民间借贷综合利率指数:同比, 7 天银行间同业拆放利率:同比, 7 天银行间质押式回购加权利率:同比, 十年期国债收益率:同比, 首套房贷平均利率:同比, BCI 企业融资环境指数:同比

资料来源：德邦研究所

### 2.1. “量”的维度相关指标

#### (1) 货币供给量 M2 (月度)

M2 又称为“广义货币供应量”，由流通于银行体系之外的现钞加上活期存款 (M1)，再加上定期存款、储蓄存款等构成，即由 M1 和准货币构成。M2 在流动性方面低于 M1 和 M0，但是包含了一切可能成为现实购买力的货币形式，因此可以较好的衡量经济中货币供给的情况。M2 反映现实和潜在购买力，是我国货币政策重点关注的中介目标。而随着我国金融市场的不断发展完善，M2 的统计口径自 2001 年以来经历了 5 次调整，能更加准确的刻画当下货币的供给情况。

表 2: M2 统计口径经历了 5 次调整

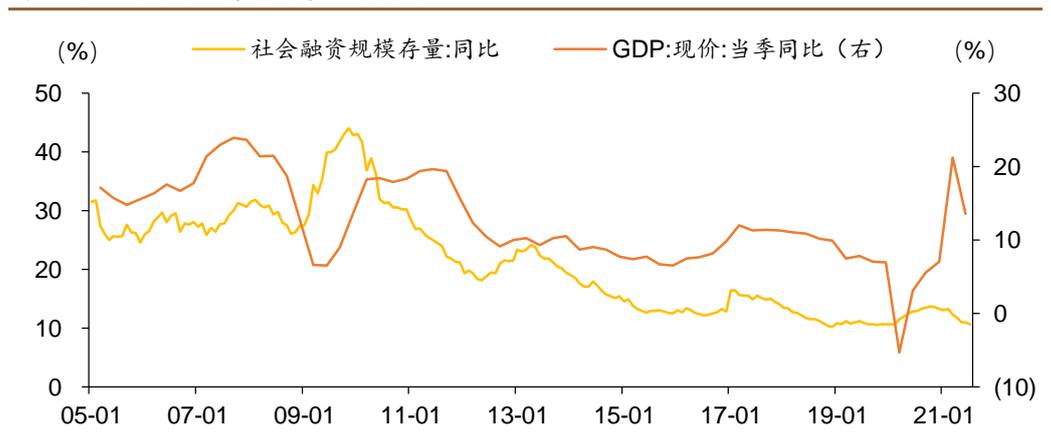
调整日期	调整内容	调整缘由
2001 年 7 月	证券公司客户保证金	主要源于对股票市场高速发展的反应
2002 年 3 月	在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务	央行将其分别计入不同层次的货币供应中。主要源于 2001 年 11 月我国被批准加入 WTO, 国内外资、合资机构资金规模开始逐渐增加
2006 年	信托投资公司、金融租赁公司的存款	不计入相应层次的货币供应量, 主要为了与国际接轨。央行根据 IMF 的《货币与金融统计手册》, 对货币金融统计制度进行了修订, 确定了存款类金融机构概览清单。
2011 年 10 月	住房公积金存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款	考虑到非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款规模已较大, 对货币供应量的影响较大。
2018 年 1 月	用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款 (含存单)	货币基金规模已经较大, 且在 T+0/T+1 的申赎制度下, 具有较高的流动性, 一定程度上具备了“准货币”的特征。

资料来源: 央行, 德邦研究所

## (2) 社会融资规模 (月度)

社会融资规模是指金融对实体经济的总融资。自 2011 年的政府工作报告开始, 社会融资规模开始成为中国货币政策的中介变量, 且地位在不断提升。社会融资规模反应的是整个金融体系的资产方, 侧重表现货币的需求, 对于判断实体经济的信用扩张情况具有重要的指导意义。社会融资规模对于预判经济增长同样具有重要意义, 信用扩张本身就是经济增长的领先指标, 当企业融得足够的资金时, 将有意愿进行扩大生产, 经济复苏的可能性提高。因此, 对于社融数据的分析, 有助于投资者对未来的经济形势进行预判, 指导债市和股市的投资。

图 2: 社融增速对经济增速有一定领先性



资料来源: Wind, 德邦研究所

## (3) 公开市场操作货币净投放 (周度)

公开市场操作是短期吞吐基础货币、调节市场流动性的主要货币政策工具。中央银行以 7 日逆回购为主灵活调控银行间市场流动性, 同时也提供了短期利率的定价基础, 可以对短期内货币供给情况有较好的追踪。而货币市场流动性是实体经济流动性扩张的基础, 因此一定程度上可以决定实体经济流动性的边界。

#### (4) 工业企业利润总额（月度）

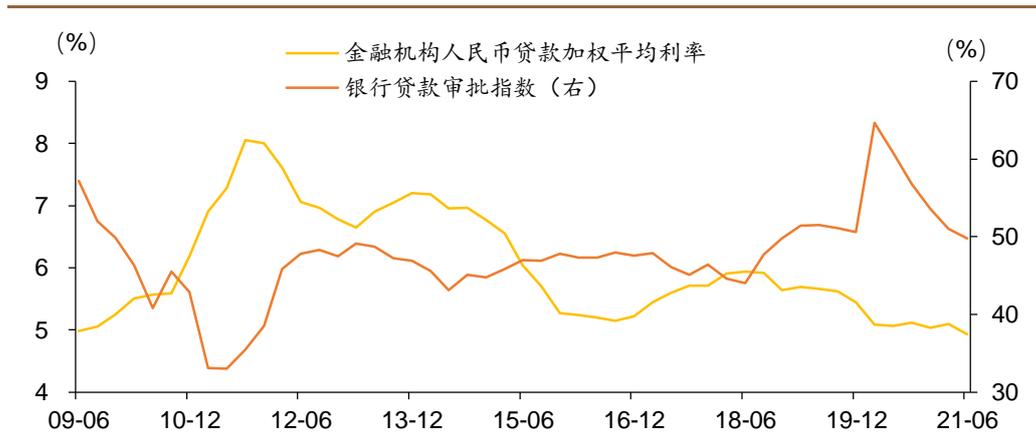
工业企业利润总额指企业在一定会计期间的经营成果，是生产经营过程中各种收入扣除各种耗费后的盈余，反映企业在报告期内实现的盈亏总额。工业企业利润总额可以衡量企业的经营状况，反映市场的需求，一定程度上可以反映信用端货币政策的实际效果，体现央行的流动性传导到实体经济流动性的效果。

### 2.2. “价”的相关指标

#### (1) 金融机构人民币贷款加权平均利率（季度）

金融机构人民币贷款加权平均利率指剔除同业存放在内的对非金融企业和其他部门的贷款，包括短期贷款、中长期贷款、票据融资、融资租赁及其他垫款等。在 2019 年一季度引入个人住房贷款加权平均利率后，能更为全面地反映实体经济部门从银行获得贷款融资的成本。2020 年以来，央行通过 LPR 引导商业银行降低贷款利率，2020 年全年贷款利率较 2019 年下降 0.5 个百分点让利 5600 亿元，后续 LPR 及贷款利率的调整对于实体经济流动性的变动具有重要作用。银行贷款审批指数与金融机构人民币贷款加权平均利率有显著的负向关系，且通常公布时间早于金融机构人民币贷款加权平均利率一个月，可以作为金融机构人民币贷款加权平均利率有效的前瞻指数。

图 3：银行贷款审批指数与贷款利率反向变动



资料来源：Wind，德邦研究所

#### (2) 全国地区性民间借贷综合利率指数（周度）

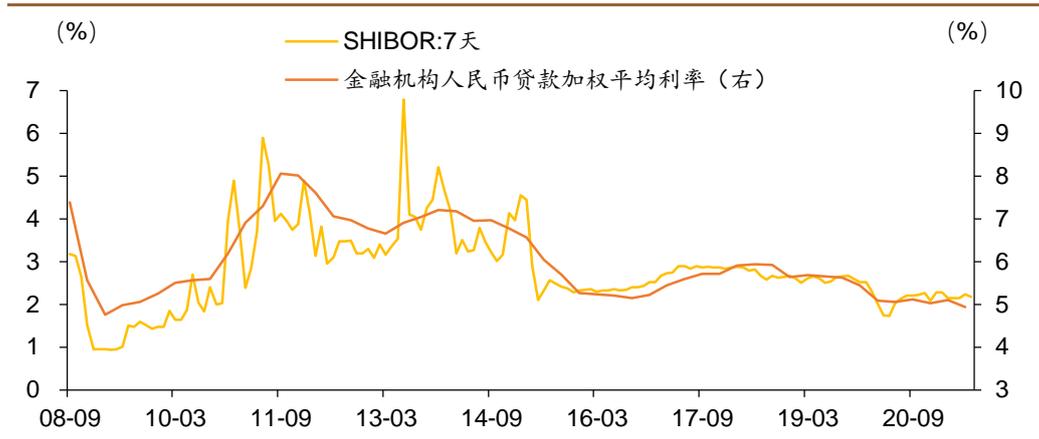
温州指数是对不同融资主体、不同融资产品在不同融资期限内的利率进行综合统计的结果，它是反映一定时期内民间融资价格变动情况及趋势的一套指数体系。2013 年温州指数发布了全国地区性指数，为全国民间融资市场提供了“风向标”，能够有效的反映民间借贷的成本。

#### (3) 银行间同业拆放利率：7 天（日度）

银行间隔夜拆放利率可以衡量银行间市场短期流动性的变化，当社会融资需求旺盛时，商业银行大量放贷，准备金可能出现不足，同业拆借利率会有所上升，同时 M2 也大幅扩张，可以较好的衡量银行间市场短期的流动性情况。而从历史经验来看，当 SHIBOR 利率上行时，商业银行资金成本提升，此时商业银行倾向于出于提升非金融企业贷款利率以弥补利润的缺失，进而对实体经济的流

动性产生影响。

图 4: SHIBOR 与非金融企业贷款利率具有高度相关性

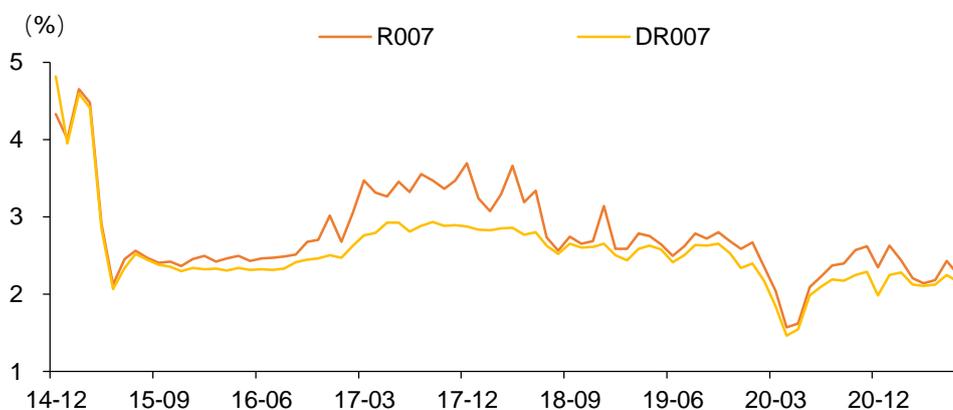


资料来源: Wind, 德邦研究所

#### (4) 银行间质押式回购加权利率:7 天 (日度)

银行间质押式回购主要以国债为抵押, 其抵押品缩水的风险几乎为零, 同时约定了定期回购, 持有资产未来变现的流动性能够得以保证, 所以该利率几乎接近于社会平均利率, 能够很好的反映整个社会经济对资金的需求和时间配置状况。R007 是目前最具有市场均衡意义的利率, 涉及交易的机构广, 交易量大, 并且对市场变动反应灵敏, 能及时的反映短端流动性的松紧情况。

图 5: R007 和 DR007 利差反映非银行机构融资溢价



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\\_28036](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28036)

