

2020年08月18日

流动性“新知”系列之一：

宏观研究团队

流动性框架之二十年大变迁

——宏观深度报告

赵伟（首席经济学家）

邮箱：zhaoweil@kysec.cn

徐骥（研究员）

xuji@kysec.cn

杨飞（研究员）

yangfeil@kysec.cn

张蓉蓉（研究员）

zhangrongrong@kysec.cn

代小笛（研究员）

daixiaodi@kysec.cn

段玉柱（研究员）

duanyuzhu@kysec.cn

曹金丘（研究员）

caojinqiu@kysec.cn

马浩莹（研究员）

majieying@kysec.cn

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

随着银行表外、非银等业务发展，传统流动性分析框架已不能完全适用当前流动性变化。我们将全面梳理过去二十年流动性变化，尝试建立新的流动性分析框架。

● **流动性分析的核心在于把握资金供需变化，不同维度流动性相互影响在增强**。流动性可分为五个维度，分析的核心在于把握资金供需变化。从供需角度，我们将流动性分为央行、银行、非银、金融市场和实体五个维度。银行位于核心，既从各渠道获得资金，也是除央行外主要资金供给方；非银的资金获取渠道相对单一、供给灵活，金融市场供需相对多样；实体企业融资逐渐丰富，个人较为单一。随着银行表外、非银等业务发展，不同维度流动性之间的割裂逐步被打破、相互影响增强。传统周期下，资金供需较为单一、基本依靠银行，资金定价和流动市场化程度不高。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，推动资金供需多元化，不同维度流动性互动更加市场化。

● **大历史观看，二十年流动性框架变迁，与银行表外、非银等业务扩张紧密相关**。流动性框架变化突出表现为，实体流动性多元化，及银行表外、非银等行为的增强。2000年至2010年，实体融资渠道相对单一、主要依靠贷款；2011年之后，银行表内资金通过非银等出表增多，带动非标、债券等实体融资多元化，使得传统货币供应和信贷指标已不能完全反映流动性变化。同时，银行表外和同业、非银等流动性互动增多、规模迅速扩张，对实体、金融市场等流动性影响增强。流动性框架变化，在机构报表上也已有明显体现，央行和同业往来增多。流动性变化在央行报表主要体现为货币供应方式的变化，外汇占款大幅下降、央行对银行债权持续抬升。反映在银行报表上，金融债券发行、对央行和非银负债增长加快；银行表外业务相关科目规模一度大幅扩张，银行与银行、非银同业往来增多。

● **流动性变化带来的融资和交易结构变化，容易间接抬升成本、加大市场波动**。流动性变化带来的融资多元化、市场化，有利于资源分配，但容易出现监管缺位、间接抬升融资成本等问题。随着多维度流动性互动增加，银行信贷等行为市场化程度提高；同时，企业更容易通过债券、非标等渠道融资。然而资金流通环节增多的过程中，部分资金绕开监管等行为，可能导致一些风险的监管和定价不够充分；资金刚兑等行为带来的金融机构负债刚性，也容易间接抬升实体融资成本。资金与监管博弈的过程中，流动性和交易行为，对市场的影响增强。随着非银和市场等扩容，资金与监管博弈增多，监管、风险事件等对流动性的影响增强；同时，市场交易结构明显变化，非银等机构的市场参与度大幅提升。相较于银行，非银负债稳定性较弱、杠杆交易较多，更容易受流动性影响，进而加大市场波动。

● **风险提示：**金融风险暴露，及监管政策变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-地产的“韧性”》- 2020.8.16

《宏观经济专题-专项债“花钱”的节奏》-2020.8.16

《宏观经济专题-拜登拉响美国大选冲刺号角》-2020.8.16

目 录

1、 从金融到实体，如何理解流动性框架	4
1.1、 当我们谈论流动性时，我们在谈论什么？	4
1.2、 货币政策框架演变，对流动性框架的影响	6
2、 流动性框架大变迁，二十年扩张之路	8
2.1、 大历史观看，金融发展对流动性框架影响	8
2.2、 流动性框架变化，在央行和银行报表体现	11
3、 流动性框架变化，对经济和市场影响	13
3.1、 中间商赚差价？资金多层嵌套对实体影响	13
3.2、 资金与监管博弈增多，对市场的影响增强	16
4、 研究结论	18
5、 风险提示	19

图表目录

图 1: 按照资金供需对象，我们将流动性划分为五个维度	4
图 2: 央行向银行提供基础货币，银行准备金存放央行	5
图 3: 银行表外业务一度增长较快	5
图 4: 基金子公司专户资金主要来自银行	5
图 5: 信托资金流向金融市场、非银和实体等	5
图 6: 贷款利率与增速存在一定反向关系，但并不绝对	6
图 7: 2011 年之前，M2 与贷款走势较为类似	6
图 8: 贷款利率与基准利率走势较为类似	6
图 9: 2011 年后，银行资产与贷款增速走势差异增大	7
图 10: 资金通过券商通道进入实体、金融市场	7
图 11: 信托规模一度快速增长，流向实体占比快速上升	7
图 12: 银行、私募基金与信托合作明显增多	7
图 13: 2014 年之后，基础货币供应缺口扩大	8
图 14: 利率走廊轮廓逐渐清晰	8
图 15: 利率市场化加快下，LPR 改为锚定 MLF 利率	8
图 16: 2014 年之后，M2、信贷与社融增速走势差异增大	9
图 17: 2010 年之后，非标融资开始明显增多	9
图 18: 2011 年开始，信托资产规模大幅增长	10
图 19: 银行对非银债权、同业存单先后经历大幅扩张	10
图 20: 2014 年以来，股份行和城商行同业存单快速扩张	10
图 21: 2014 年开始，资管产品规模大幅扩张	10
图 22: 2014 年以来，质押回购成交规模持续扩大	11
图 23: 2015 年之后，基金参与质押回购交易占比提升	11
图 24: 央行对其他存款性公司债权持续抬升	11
图 25: 银行存放央行准备金收缩、央票规模大幅下降	11
图 26: 银行主要资产中，对居民和政府债权增长较快	12
图 27: 银行负债中，对央行、非银债权，及债券增长较快	12
图 28: 资金来源中，金融债券和非银存款增长较快	13

图 29: 资金运用中, 股权及其他投资 2011-2017 年扩张	13
图 30: 企业贷款中, 中小企业占比不低	14
图 31: 信用债融资以国企为主	14
图 32: 非标融资成本明显高于贷款和债券	14
图 33: 多层嵌套下中间环节成本上升	14
图 34: 部分资管业务先后开始收缩	15
图 35: 2018 年以来, 委托贷款和信托贷款规模逐步收缩	15
图 36: LPR 机制下, 贷款利率逐步与基准利率脱钩	16
图 37: 非标加速转标	16
图 38: 金融去杠杆下, 货币市场利率波动加大	16
图 39: 2019 年包商银行被托管后, 同业流动性明显分层	16
图 40: 国债持有人中, 广义基金和外资持仓占比上升	17
图 41: 广义基金对信用债的影响在增强	17
图 42: 最近两轮债牛, 机构“滚隔夜”加杠杆行为较多	17
图 43: 2016 年央行抬升资金成本引导去杠杆	17
图 44: 传统思维下, M2 和 GDP 差用来表示流动性过剩	18
图 45: 2011 年之前, M1、M2 剪刀差与股市走势类似	18
表 1: 部分常用数量和价格指标	6
表 2: 2013 年以来, 央行货币政策工具创新增多	8
表 3: M2 口径调整	9
表 4: 其他存款性公司资产负债表(2020 年 7 月)	12
表 5: 金融机构信贷收支表(2020 年 7 月)	13
表 6: 2017 年以来, 资管业务相关监管政策逐步完善	15

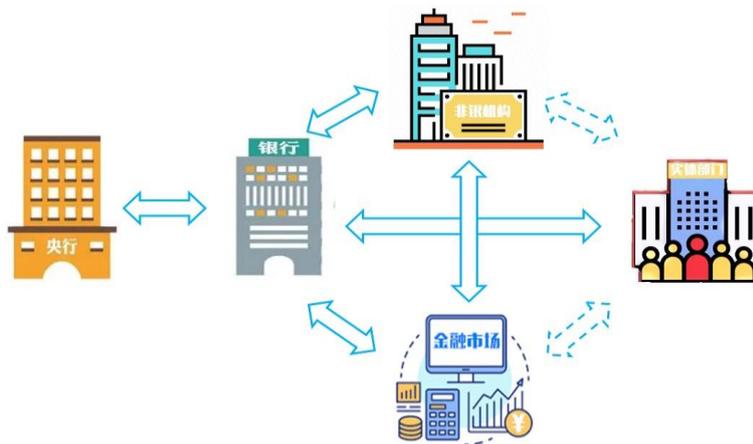
随着银行表外、非银等业务发展，传统流动性分析框架已不能完全适用当前流动性变化。我们将全面梳理过去二十年流动性变化，尝试建立新的流动性分析框架。

1、从金融到实体，如何理解流动性框架

1.1、当我们谈论流动性时，我们在谈论什么？

按资金供需对象，我们将流动性划分成五个维度，其中银行是连接各维度的核心。流动性是经济和市场研究中非常重要的概念，当我们讨论流动性时，不同场合讨论的流动性可能千差万别。从资金供需角度化繁为简，我们将流动性分为央行、银行、非银、金融市场和实体五个维度；央行通过银行实现吞吐基础货币，银行与非银、金融市场、实体相互之间形成资金供需。其中，银行是直接或间接连接各维度流动性的核心，也是我们流动性框架搭建中的重要环节。

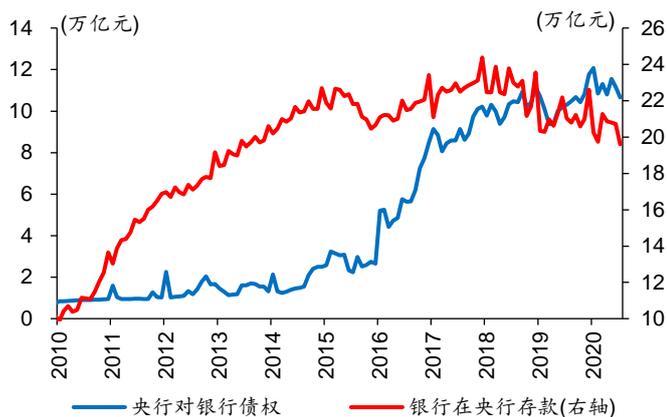
图1：按照资金供需对象，我们将流动性划分为五个维度



资料来源：百度图片、开源证券研究所

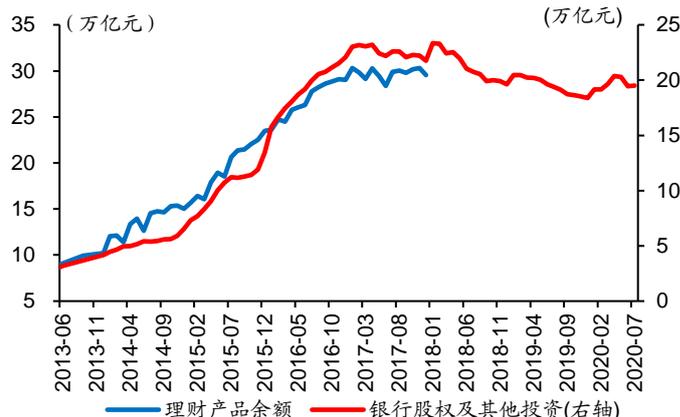
流动性分析的核心，在于把握资金的供需变化。央行主要与银行进行资金往来，央行向银行提供基础货币，银行将存款准备金存放在央行。银行处于资金供需中心，连接央行、非银、金融市场和实体，既从各渠道获得资金，也是央行以外主要资金提供方。相较银行，非银获取资金较为依赖银行和非银同业，而资金供给灵活多变。金融市场资金供需相对多样，反馈机制市场化。实体部门包括政府、企业和个人，政府和个人融资渠道相对单一、分别依靠债券和贷款，企业的融资渠道逐渐丰富多样。

图2: 央行向银行提供基础货币, 银行准备金存放央行



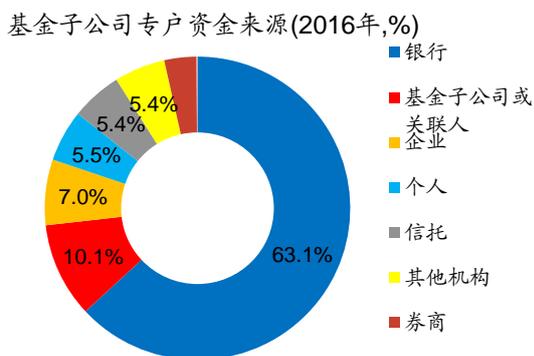
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 银行表外业务一度增长较快



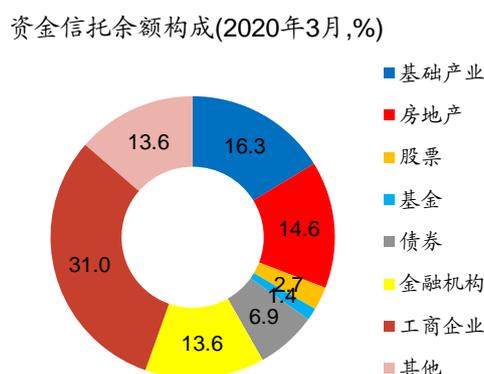
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 基金公司专户资金主要来自银行



数据来源: 资产管理业务 2016 年统计年报、开源证券研究所

图5: 信托资金流向金融市场、非银和实体等



数据来源: Wind、开源证券研究所

资金供需变化, 会体现在量、价两个层面; 传导渠道不畅等, 导致流动性量、价变化指示意义不完全一致。流动性衡量指标可分为“量”和“价”两类, 理想状态下“量价统一”, 单独数量或价格指标即可反映流动性变化。但不同维度之间的传导渠道和效率等不同, 导致流动性量、价变化指示意义不完全一致、甚至出现“量价分离”的情况。因而分析不同维度流动性时, 需注意数量和价格变动的的原因及指示意义。

图6: 贷款利率与增速存在一定反向关系, 但并不绝对


数据来源: Wind、开源证券研究所

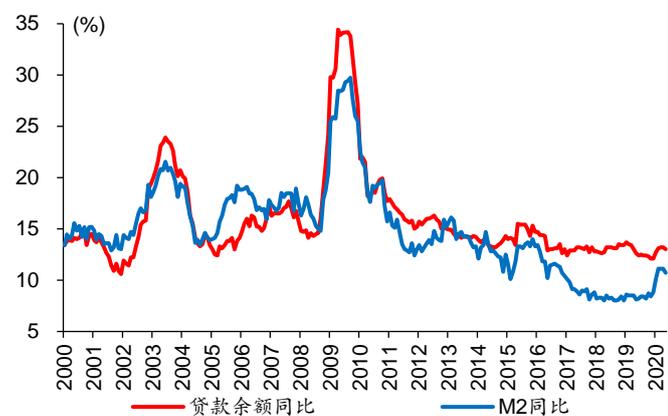
表1: 部分常用数量和价格指标

对象	数量指标	价格指标
央行	逆回购、MLF、SLF、准备金率、M2、基础货币等	逆回购利率、MLF利率、存款基准利率、超额准备金利率等
银行	超额准备金、存款、同业负债占比、资本充足率、拨备覆盖率等	存款机构质押回购利率、同业拆借利率、同业存单发行利率等
非银机构	资本金、管理资产规模、非银质押回购等	信托产品预期收益率、非银拆借利率等
金融市场	股票换手率、债券成交规模、两融余额、沪港通资金流入流出等	银行间质押回购利率、互换利率、股指、债券收益率等
实体部门	存款、贷款、社融、票据融资、债券融资、信托融资、委托贷款等	存贷款利率、债券发行利率、信托融资利率等

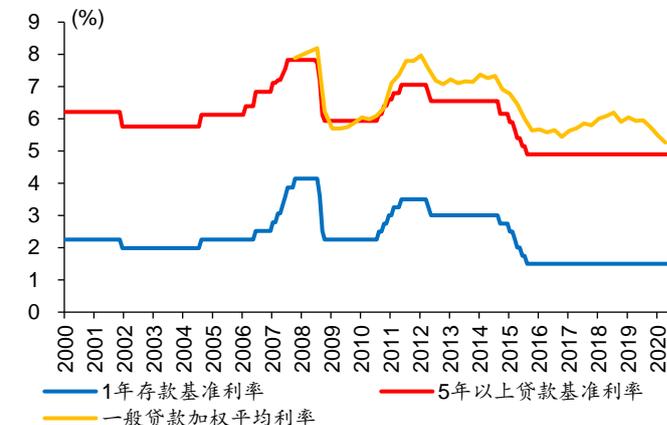
资料来源: 开源证券研究所

1.2、货币政策框架演变, 对流动性框架的影响

传统周期下, 金融市场与实体流动性存在一定割裂, 货币政策逆周期调节通常需同时对“数量”和“价格”进行调控。2011年之前, 实体资金供需渠道较为单一, 基本依靠银行, 而银行信贷行为市场化程度较低, 使得金融市场利率变化对贷款定价影响较弱。货币政策逆周期调节时, 通常需要同时调控“数量”和“价格”, 增强货币政策在“量”和“价”层面的传导效果。

图7: 2011年之前, M2与贷款走势较为类似


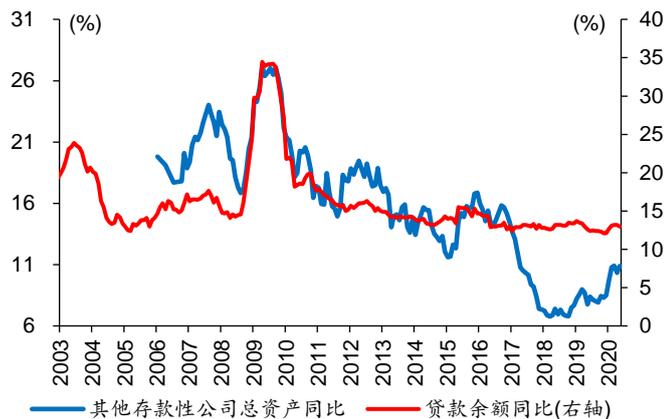
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 贷款利率与基准利率走势较为类似


数据来源: Wind、开源证券研究所

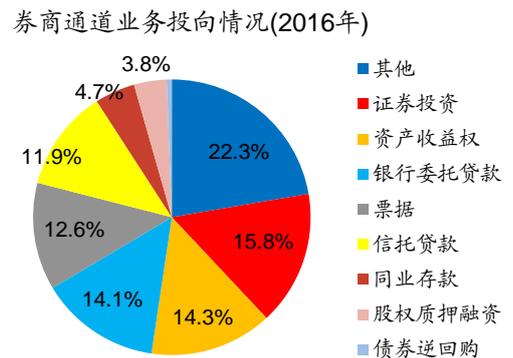
随着银行表外、非银等互动增多, 不同维度流动性的割裂逐步被打破。2011年之后, 银行表外业务增长加快, 资金通过券商、信托等流入实体部门和金融市场明显增多, 不同维度的资金供需关系更加多元化。例如, 对实体而言, 除传统银行信贷外, 通过非银和金融市场等获得的流动性增多; 券商资管、银行理财等同业扩张, 也加强了各类金融机构和市场的流动性互动, 进而推动资金定价的市场化。

图9: 2011年后, 银行资产与贷款增速走势差异增大



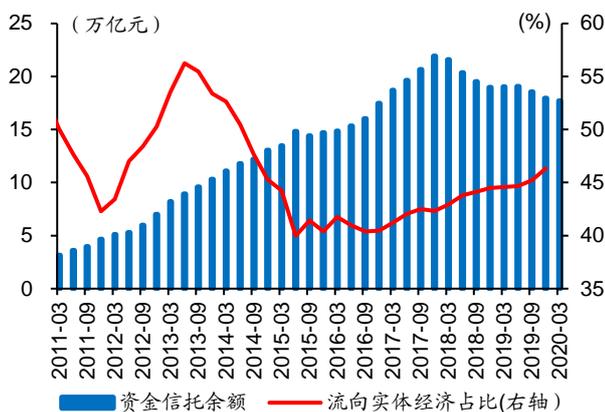
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 资金通过券商通道进入实体、金融市场



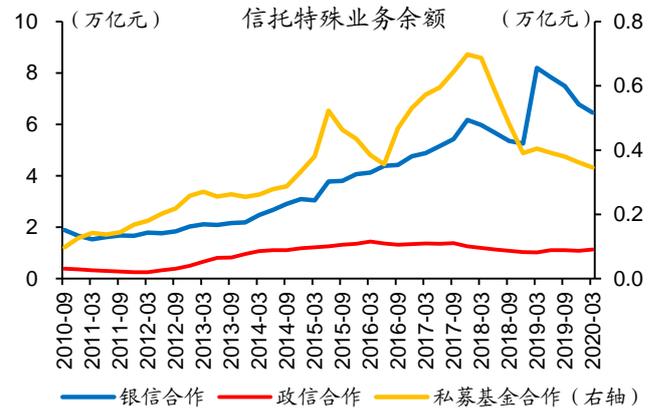
数据来源: 资产管理业务 2016 年统计年报、开源证券研究所

图11: 信托规模一度快速增长, 流向实体占比快速上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

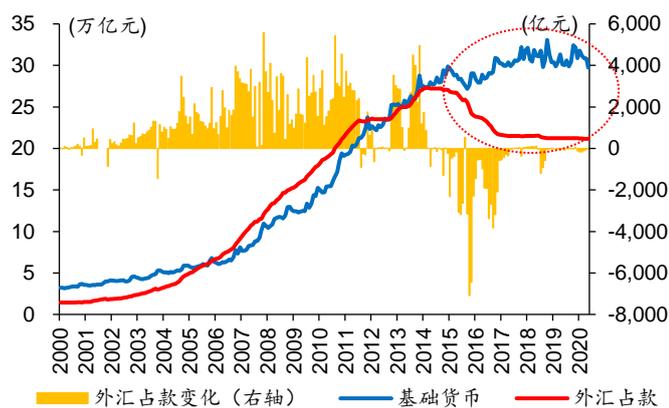
图12: 银行、私募基金与信托合作明显增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

货币传导机制逐渐多元化和通畅, 使得利率对资金供需变化的反应更加市场化。随着不同维度流动性互动增多, 货币从央行到实体的传导机制逐渐多元化; 同时, 央行逐步放松对存贷款利率的直接管控, 加强市场化传导渠道的建设。货币供应方式由被动转向主动后, 央行通过增设 MLF、PSL 等工具、加大公开市场操作等, 逐步转向价格调控模式。LPR 制度改革, 进一步加强货币市场利率向贷款利率的传导。

图13: 2014年之后, 基础货币供应缺口扩大



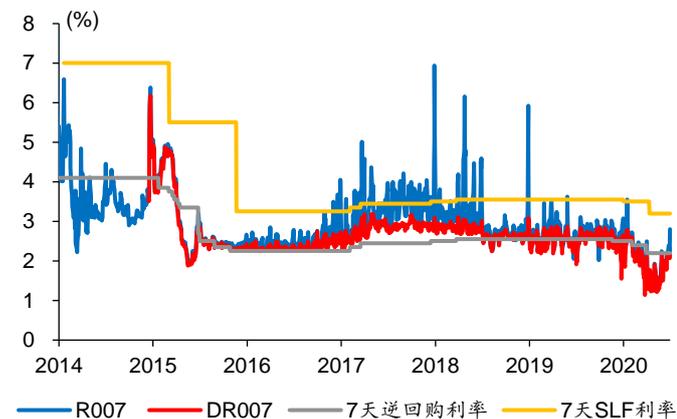
数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 2013年以来, 央行货币政策工具创新增多

年份	创新工具
2013年	常备借贷便利(SLF), 短期流动性调节工具(SLO)
2014年	中期借贷便利(MLF), 补充抵押贷款(PSL),
2015年	资产抵押再贷款, MPA考核
2017年	临时流动性便利(TLF)
2018年	民企融资支持工具, 扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围, 临时准备金动用安排(CRA)
2019年	定向中期借贷便利(TMLF), 央票互换(CBS)
2020年	普惠小微企业贷款延期支持工具, 普惠小微企业信用贷款支持计划

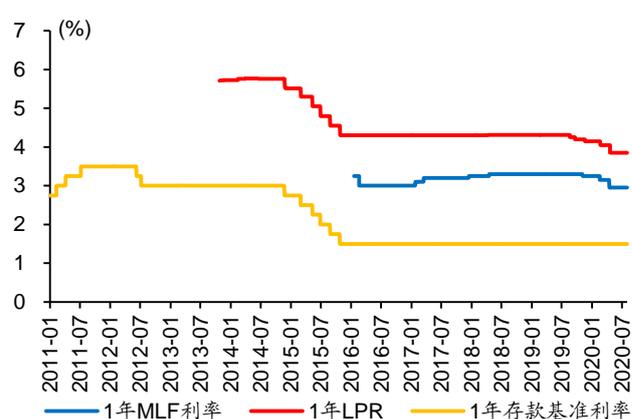
资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

图14: 利率走廊轮廓逐渐清晰



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 利率市场化加快下, LPR 改为锚定 MLF 利率



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、流动性框架大变迁, 二十年扩张之路

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_3047



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn