2020 年 08 月 18 日

流动性“新知”系列之一:

流动性框架之二十年大变迁

——宏观深度报告

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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、非银等行为的影响增强。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。

宏观研究团队

赵　伟（首席经济学家）
邮箱：zhaowei1@kysec.cn
徐　骥（研究员）
xuji@kysec.cn
杨　飞（研究员）
yangfei1@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
马洁莹（研究员）
majieying@kysec.cn

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

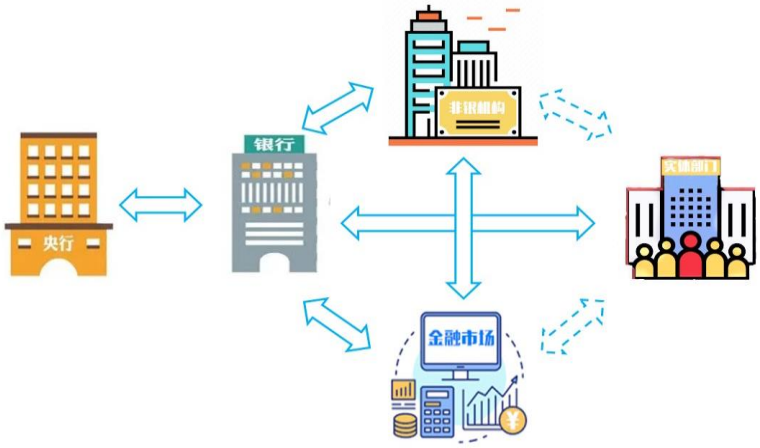
随着银行表外、非银等业务发展，传统流动性分析框架已不能完全适用当前流动性变化。我们将全面梳理过去二十年流动性变化，尝试建立新的流动性分析框架。

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。

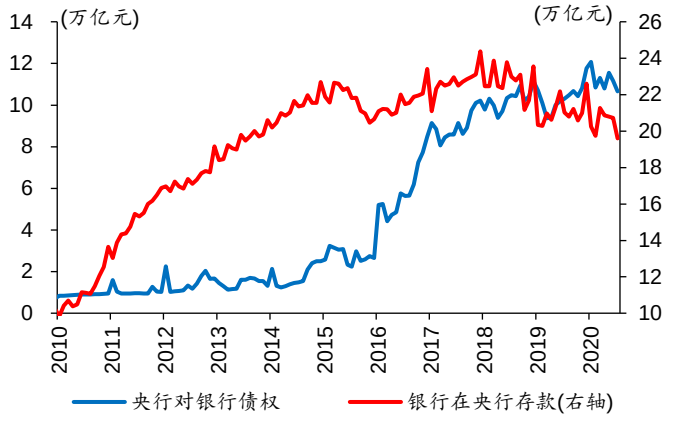
图1：按照资金供需对象，我们将流动性划分为五个维度



资料来源：百度图片、开源证券研究所

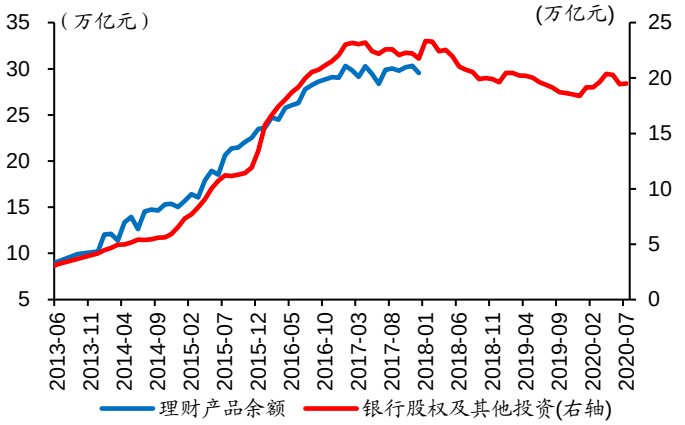
流动性分析的核心，在于把握资金的供需变化。央行主要与银行进行资金往来，央行向银行提供基础货币，银行将存款准备金存放在央行。银行处于资金供需中心，连接央行、非银、金融市场和实体，既从各渠道获得资金，也是央行以外主要资金提供方。相较银行，非银获取资金较为依赖银行和非银同业，而资金供给灵活多变。金融市场资金供需相对多样，反馈机制市场化。实体部门包括政府、企业和个人，政府和个人融资渠道相对单一、分别依靠债券和贷款，企业的融资渠道逐渐丰富多样。

图2：央行向银行提供基础货币，银行准备金存放央行



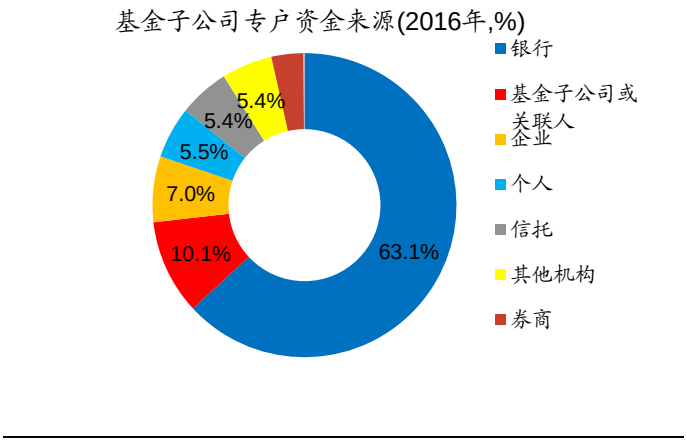
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：银行表外业务一度增长较快



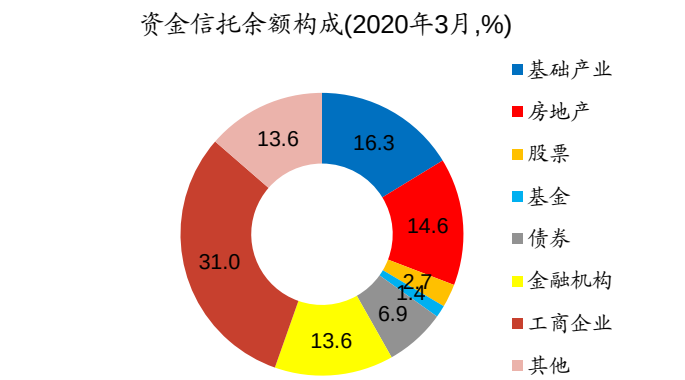
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：基金子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

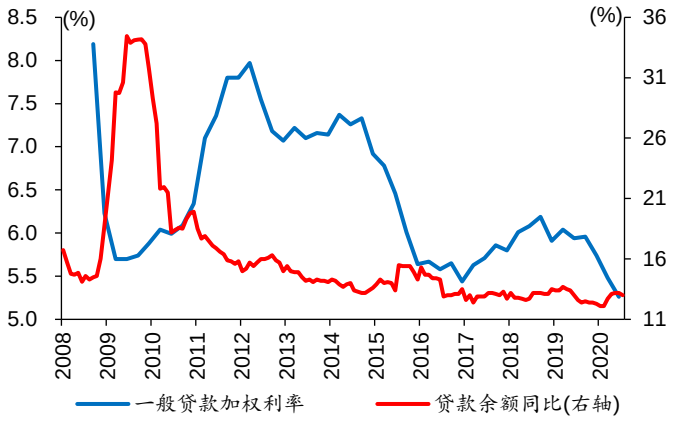
图5：信托资金流向金融市场、非银和实体等



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

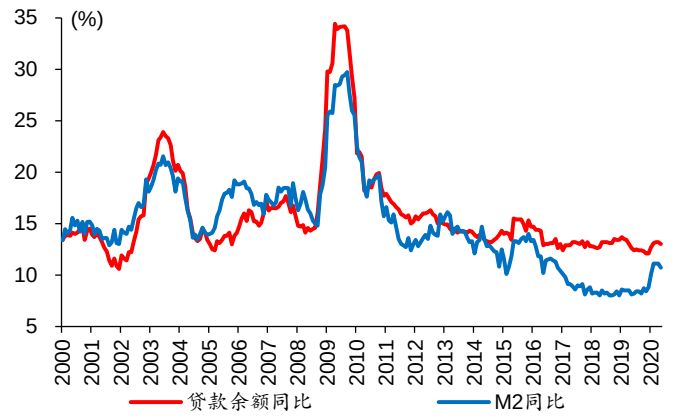
对象	数量指标	价格指标
央行	逆回购、MLF、SLF、准备金率、M2、基础货币等	逆回购利率、MLF利率、存款基准利率、超额准备金利率等
银行	超额准备金、存款、同业负债占比、资本充足率、拨备覆盖率等	存款机构质押回购利率、同业拆借利率、同业存单发行利率等
非银机构	资本金、管理资产规模、非银质押回购等	信托产品预期收益率、非银拆借利率等
金融市场	股票换手率、债券成交规模、两融余额、沪港通资金流入流出等	银行间质押回购利率、互换利率、股指、债券收益率等
实体部门	存款、贷款、社融、票据融资、债券融资、信托融资、委托贷款等	存贷款利率、债券发行利率、信托融资利率等

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

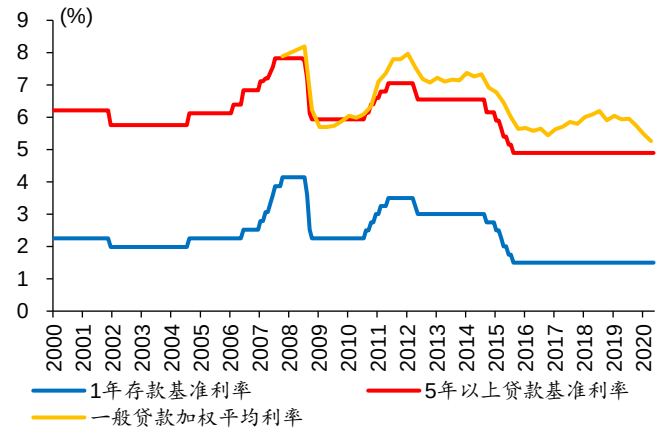
传统周期下，金融市场与实体流动性存在一定割裂，货币政策逆周期调节通常需同时对“数量”和“价格”进行调控。2011 年之前，实体资金供需渠道较为单一、基本依靠银行，而银行信贷行为市场化程度较低，使得金融市场利率变化对贷款定价影响较弱。货币政策逆周期调节时，通常需要同时调控“数量”和“价格”，增强货币政策在“量”和“价”层面的传导效果。

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

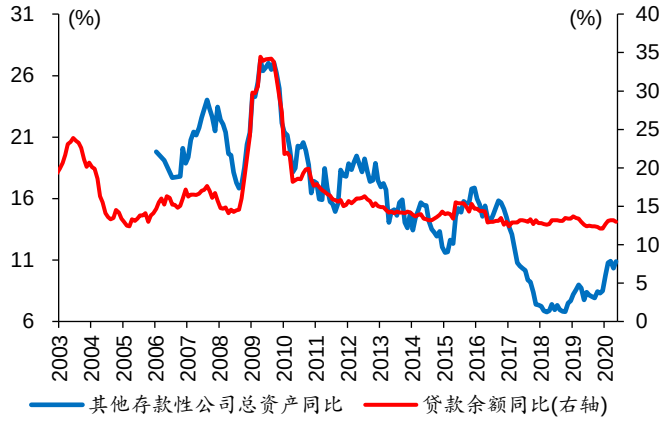
图8：贷款利率与基准利率走势较为类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

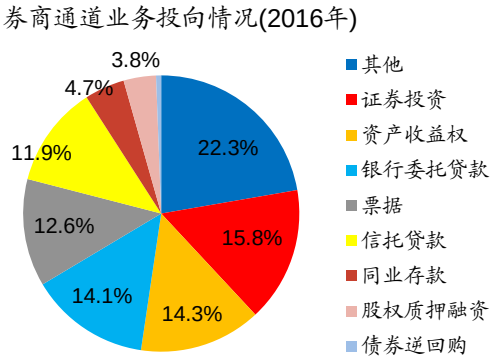
随着银行表外、非银等互动增多，不同维度流动性的割裂逐步被打破。2011 年之后，银行表外业务增长加快，资金通过券商、信托等流入实体部门和金融市场明显增多，不同维度的资金供需关系更加多元化。例如，对实体而言，除传统银行信贷外，通过非银和金融市场等获得的流动性增多；券商资管、银行理财等同业扩张，也加强了各类金融机构和市场的流动性互动，进而推动资金定价的市场化。

图9：2011 年后，银行资产与贷款增速走势差异增大



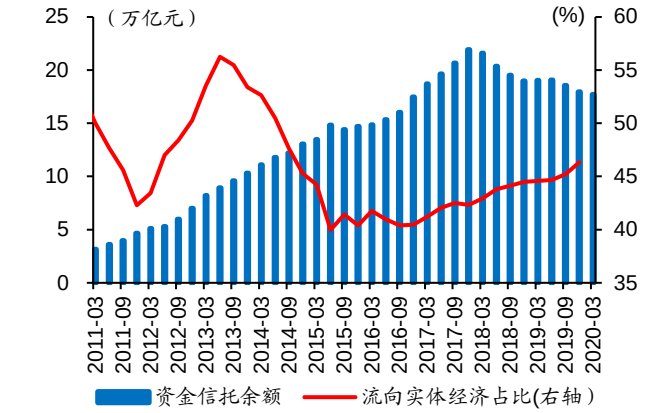
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：资金通过券商通道进入实体、金融市场



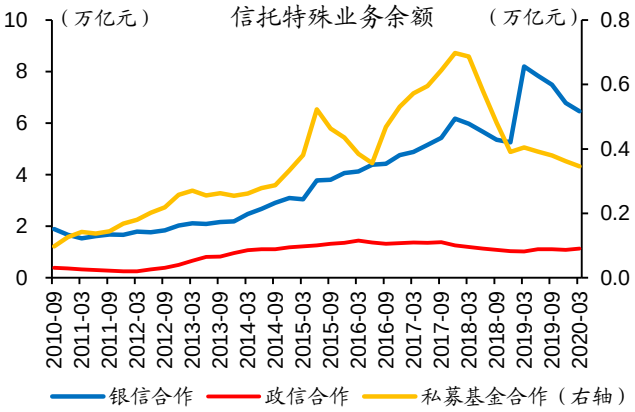
数据来源：资产管理业务 2016 年统计年报、开源证券研究所

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

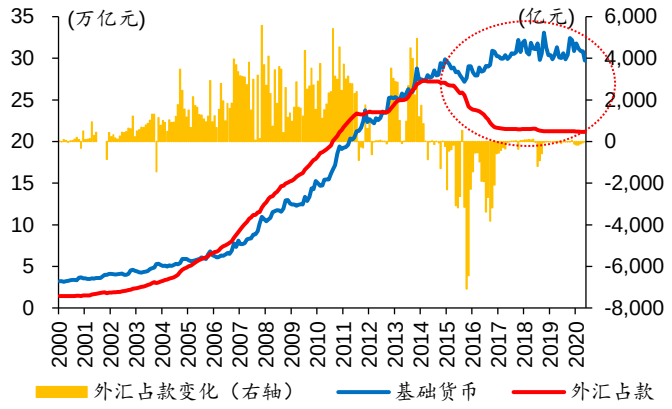
图12：银行、私募基金与信托合作明显增多



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



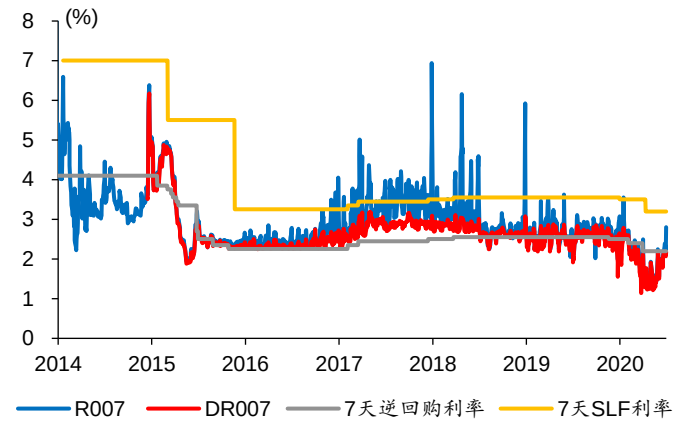
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

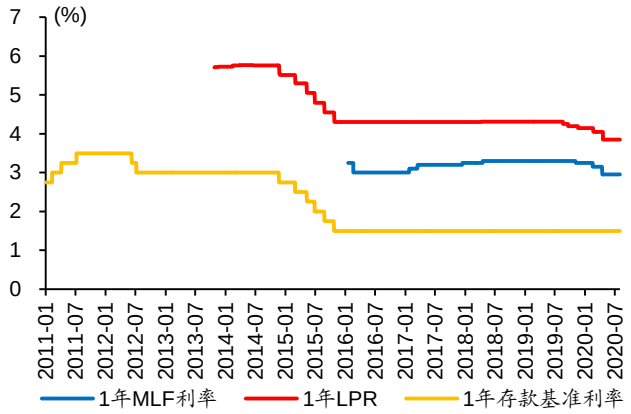
资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

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



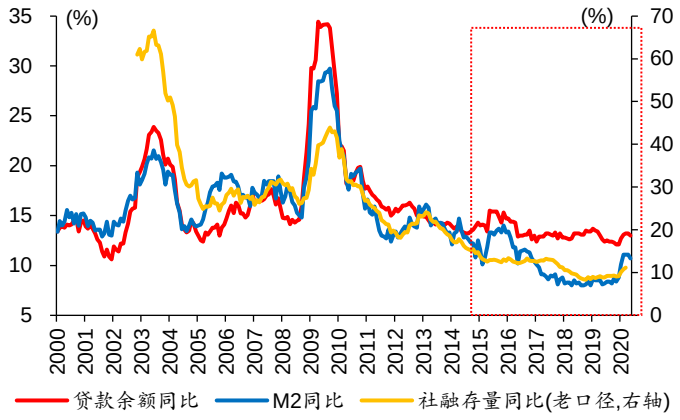
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 流动性框架大变迁，二十年扩张之路

2.1、 大历史观看，金融发展对流动性框架影响

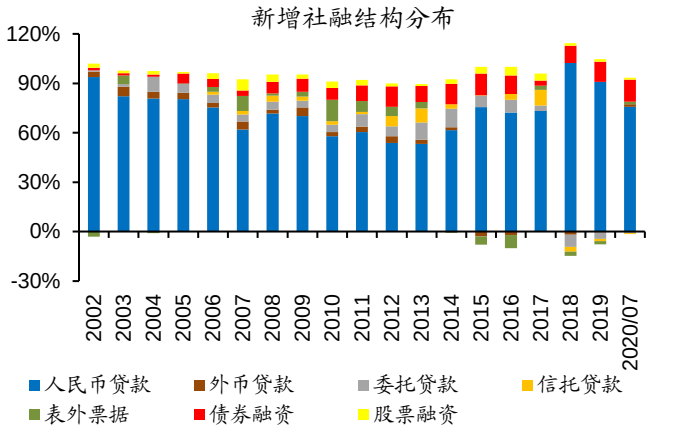
回溯历史，过去二十年流动性框架变化，在实体上体现为流动性多元化。2000 年至 2010 年，实体融资渠道相对单一、主要依靠贷款，M2 与贷款增速走势基本一致。2010 年信贷收紧后，银行资金绕道出表，委托贷款、信托贷款和债券等大幅增长，实体流动性供给渠道更加多元化，导致反映银行派生渠道的信贷与 M2 出现背离。为此，央行创设包含信贷、非标、债券和股票等融资渠道在内的社融指标来衡量实体总量流动性，将实体与非银的货币派生行为等纳入货币供应统计范畴。

图16：2014 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17：2010 年之后，非标融资开始明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

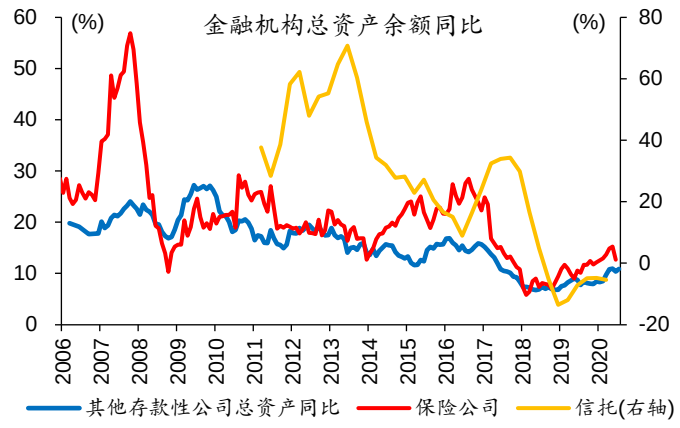
表3：M2 口径调整

时间	口径调整	原因
2001/06	将证券公司保证金存款纳入 M2 统计范围	股票市场大发展，证券公司客户保证金规模增加
2002/03	将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务，分别计入到不同层次的货币供应量中	加入 WTO 后，外资、合资金融机构规模将持续增加
2011/10	货币供应量已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款	非银机构快速发展之后，在商业银行的存款规模增加
2015/01	将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的款项纳入各项存款统计口径,将存款类金融机构的存款拆放在非存款类金融机构的款项纳入各项贷款统计口径	非存款类金融机构的存款已经成为商业银行存款的重要来源,如果不计入各项存款,就无法准确反映存款类金融机构资金的来源
2018/01	人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，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）	金融去杠杆背景下，为反映表外信用派生

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

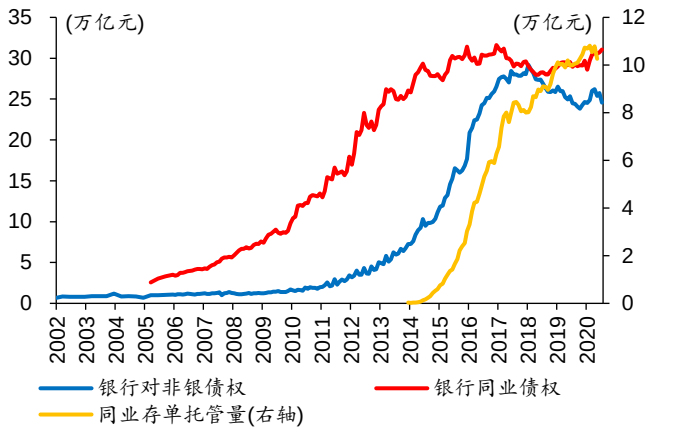
实体流动性的多元化，与银行表外、非银等业务发展紧密相关。2010 年之后，资金加速从银行流向非银机构，银行对非银债权由 2010 年底 2 万亿元增长至 2018 年 1 月最高 29.2 万亿元；同时，非银机构规模快速扩张，信托资产规模增速 2013 年年中高达 71%。2013 年底推出的同业存单，迅速成为银行与银行、非银、金融市场资金供需重要载体，进一步加强银行与银行，及银行与非银之间资金流动。

图18：2011 年开始，信托资产规模大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

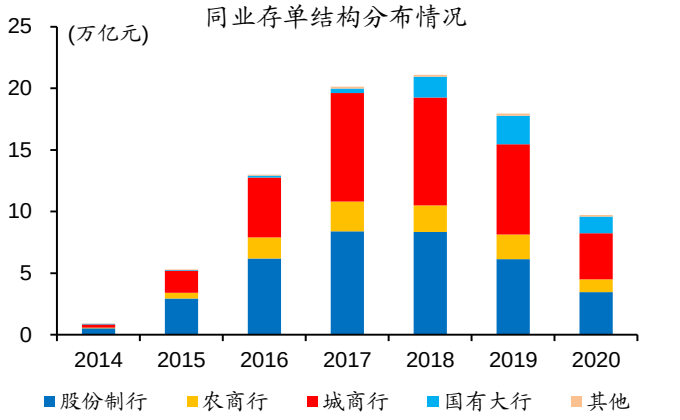
图19：银行对非银债权、同业存单先后经历大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

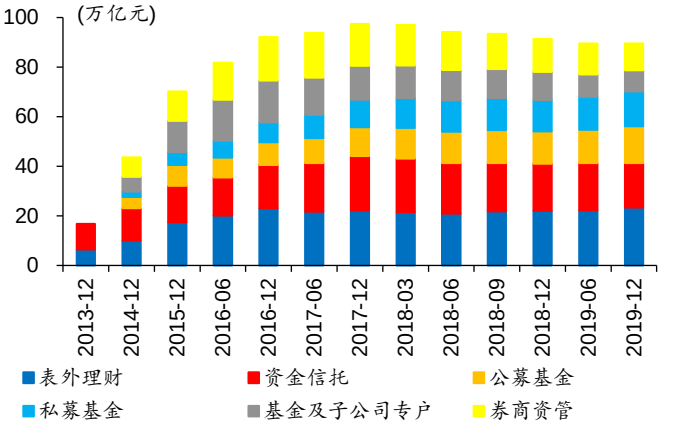
相应的，非银、金融市场规模大幅扩张，流动性相互影响增强。随着银行与非银资金供需渠道扩张，券商资管、表外理财等资管产品规模大幅增长，从 2013 年底不到 20 万亿元，增长至 2017 年底 100 万亿元左右。随着资管产品扩张，非银机构对金融市场的影响明显增加。例如，银行间质押回购规模大幅增长，隔夜质押回购成交规模，从 2013 年 12 月的 14 万亿元增长至 2020 年 4 月的 103 万亿元，其中基金参与质押回购规模2016 年以来明显扩大，2017 年至 2019 年占全部比重均在 40%以上。

图20：2014 年以来，股份行和城商行同业存单快速扩张



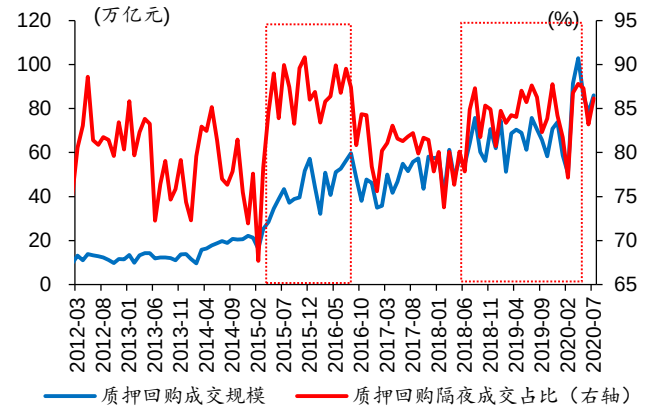
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2014 年开始，资管产品规模大幅扩张



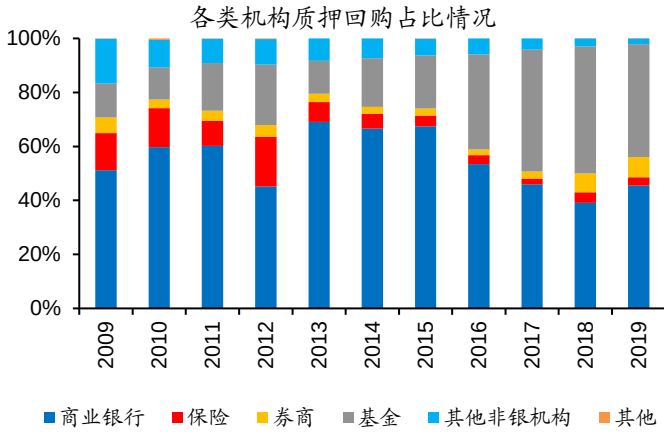
数据来源：Wind、中国理财网、开源证券研究所

图22：2014 年以来，质押回购成交规模持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2015 年之后，基金参与质押回购交易占比提升

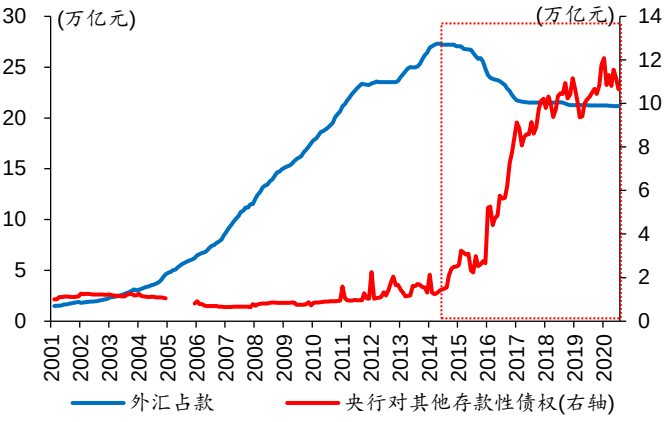


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 流动性框架变化，在央行和银行报表体现

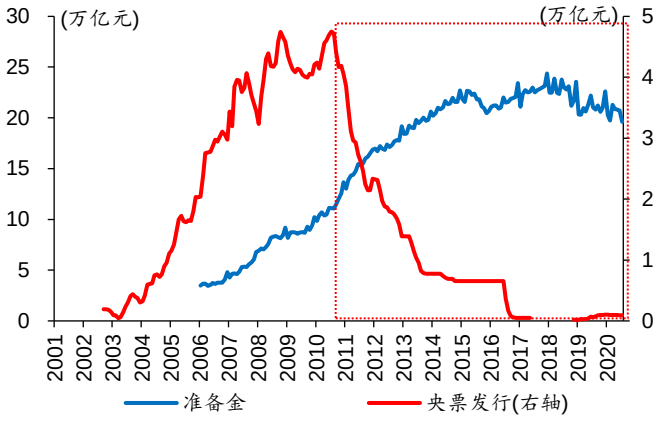
流动性框架变化，在央行报表主要体现为主动向银行投放货币的增多。2014 年之前，基础货币供应主要由外汇占款被动提供，央行借助央票和准备金等工具进行货币收放和对冲。随着外汇占款持续下降，央行通过 MLF、逆回购和降准等，加大对银行的流动性支持。体现在央行报表上，MLF、逆回购等操作，对应资产端对其他存款性公司债权持续抬升；降准对应负债端法定准备金变为超额准备金，及超额准备金消耗带来的规模收缩；央票暂停发行、到期不续对应央票规模大幅收缩。

图24：央行对其他存款性公司债权持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：银行存放央行准备金收缩、央票规模大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

流动性框架变化，在银行资产负债表中也有明显体现；负债结构受货币供应方式变化等影响，资产端更多受实体流动性内部结构变化影响。以其他存款性公司资产负债表为例，负债端主要来实体部门存款、债券发行，及对央行、银行和非银负债，其中债券发行、对非银和央行负债增长较快，与金融同业发展、货币供应方式变化紧密相关。相较之下，资产端最大变化来自对政府债权的明显增加，主要缘于地方债的

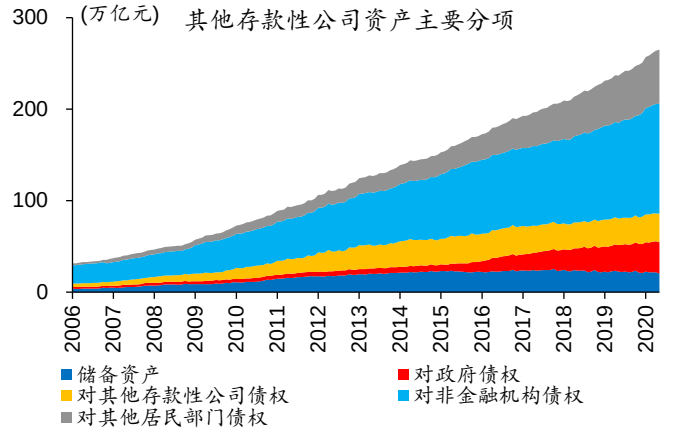
扩容；其次是银行对居民债权增长较快，与这些年居民持续加杠杆买房紧密相关。

表4：其他存款性公司资产负债表(2020 年 7 月)

总资产	占比(%)	总负债	占比(%)
国外资产	2.2	对非金融机构及住户负债	62.6
储备资产	6.7	纳入广义货币的存款	58.5
准备金存款	6.5	不纳入广义货币的存款	1.6
库存现金	0.2	其他负债	2.5
对政府债权	11.1	对中央银行负债	3.5
对中央银行债权	0.0	对其他存款性公司负债	3.8
对其他存款性公司债权	10.1	对其他金融性公司负债	6.8
对其他金融机构债权	8.0	国外负债	0.6
对非金融机构债权	38.9	债券发行	9.6
对其他居民部门债权	19.1	实收资本	2.2
其他资产	4.0	其他负债	10.9

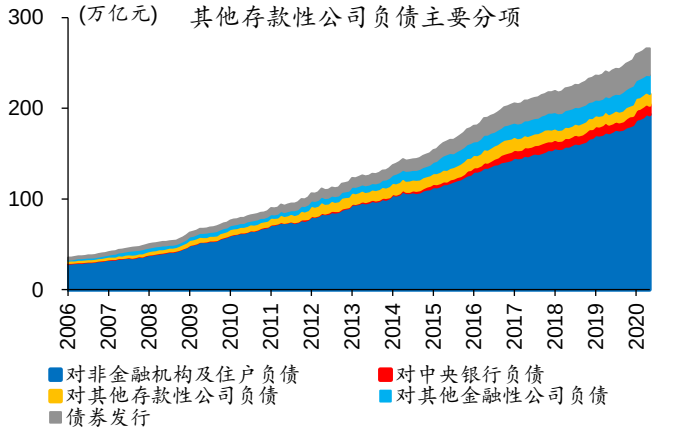
数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

图26：银行主要资产中，对居民和政府债权增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：银行负债中，对央行、非银债权，及债券增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

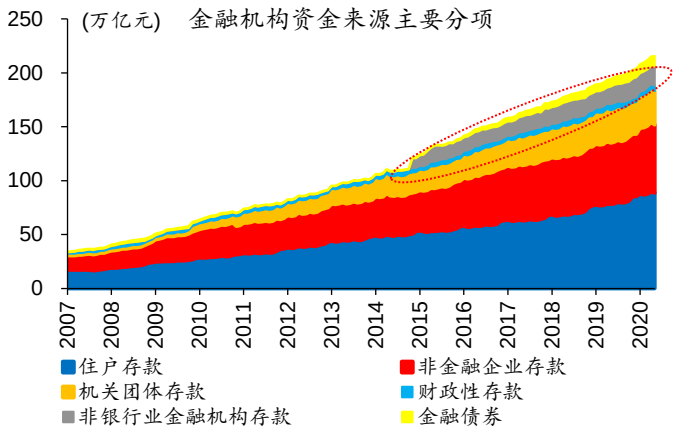
在反映资金往来的信贷收支表上，银行、非银同业往来和表外业务增多。以金融机构信贷收支表为例，资金来源主要包括实体部门存款、非银存款和金融债券等，其中非银存款和金融债券近几年增长较快，与银行和非银往来增多、同业存单大规模发行紧密相关。与此同时，资金运用方主要包括各项贷款、债券投资、股权及其他投资等，其中股权及其他投资主要包含银行表外业务。随着表外业务的快速扩张，股权及其他投资从 2011 年初不到 1 万亿元增长至 2018 年 1 月最高超过 23 万亿元。

表5：金融机构信贷收支表(2020 年 7 月)

资金来源方项目	占比(%)	资金运用方项目	占比(%)
各项存款	83.1	各项贷款	66.5
境内存款	82.5	境内贷款	66.3
住户存款	35.6	住户贷款	23.9
非金融企业存款	12.2	企（事）业单位贷款	5.8
机关团体存款	23.4	非银行业金融机构贷款	3.3
财政性存款	25.3	境外贷款	2.5
非银行业金融机构存款	9.4	债券投资	18.1
境外存款	15.8	股权及其他投资	15.5
金融债券	12.4	黄金占款	2.6
流通中货币	2.0	中央银行外汇占款	42.1
对国际金融机构负债	7.3	在国际金融机构资产	12.9
其他	0.5		

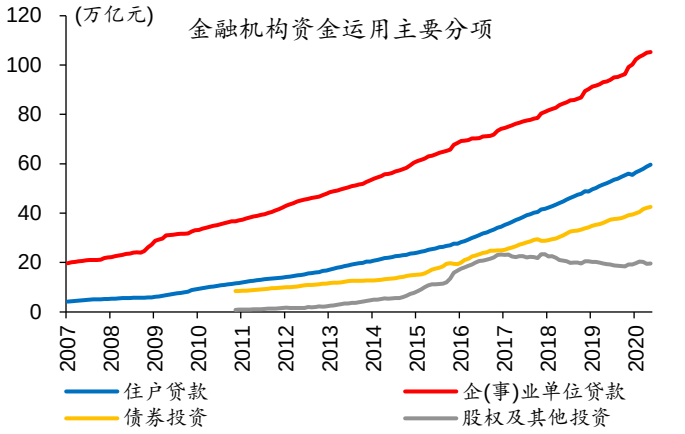
数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

图28：资金来源中，金融债券和非银存款增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：资金运用中，股权及其他投资 2011-2017 年扩张



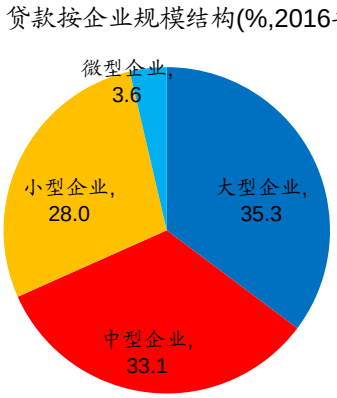
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 流动性框架变化，对经济和市场影响

3.1、 中间商赚差价？资金多层嵌套对实体影响

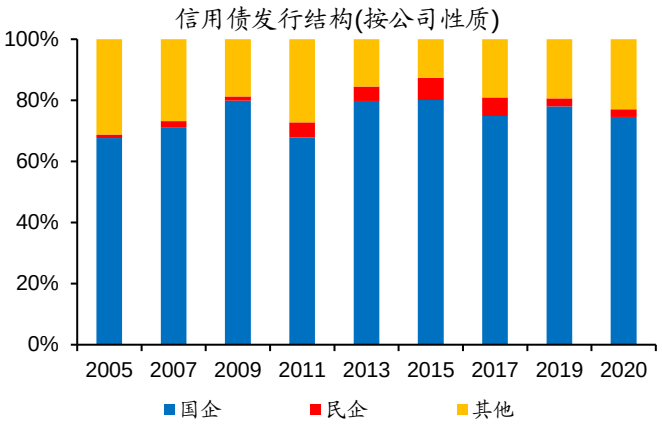
流动性框架的变化，有利于金融资源在实体的分配。传统框架下，实体部门不同主体对应的融资方式较为单一，尤其是中小企业，主要靠银行贷款；大企业和国企不仅容易获得贷款，进入资本市场也相对容易。随着不同层次流动性互动增加，企业融资渠道不断丰富，越来越多中小企业和民企，可以通过股票、债券及一些非标融资等方式获取资金，实现方式也更为市场化。

图30：企业贷款中，中小企业占比不低



数据来源：Wind、开源证券研究所

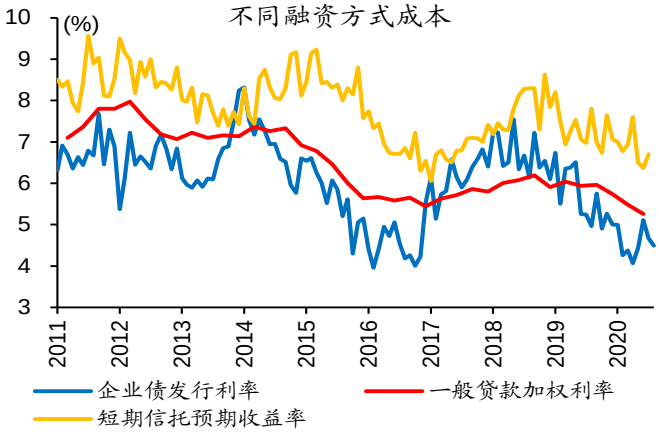
图31：信用债融资以国企为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

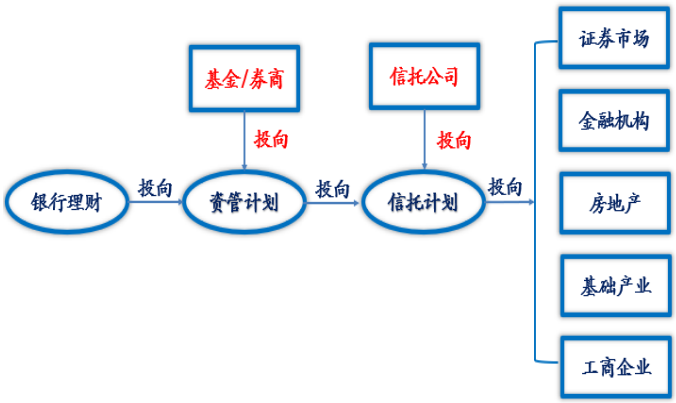
然而资金流通环节增多，容易出现监管缺位、加大金融风险，及间接抬升实体融资成本等。银行、非银等互动增多，为实体提供了更加多元的融资渠道；但是，随着中间流通环节的增多，部分资金通过多层嵌套等方式逃避监管，导致一些金融风险的监管和定价不够充分，加大金融风险的累积。同时，资金刚兑等行为带来的金融机构负债刚性，也容易间接抬升实体融资成本。

图32：非标融资成本明显高于贷款和债券



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：多层嵌套下中间环节成本上升



资料来源：开源证券研究所

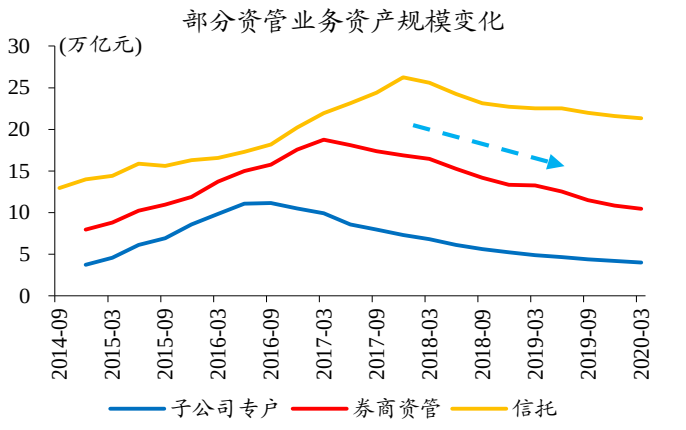
为适应流动性框架变化的监管需要，以资管新规为核心的统一监管框架逐步完善，反过来也对流动性框架产生一定影响。随着金融同业乱象增多，2017 年开始，监管当局加强对银行理财、券商资管等资管业务违法违规行为的监管和查处力度，陆续出台一些列政策措施，逐步建立以资管新规为核心的监管框架，防范化解刚兑、资金池、期限错配、多层嵌套等问题。资管新规等约束下，不符合要求的资管产品逐步压缩等，逐渐影响部分资管业务扩张带来的流动性变化。

表6：2017 年以来，资管业务相关监管政策逐步完善

时间	政策
2017-03-29	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》
2017-03-29	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》
2017-04-06	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》
2017-04-07	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》
2017-04-07	《关于银行业风险防控工作的指导意见》
2017-04-07	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》
2017-08-31	《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》
2018-01-13	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》
2018-04-27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018-07-20	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
2018-09-26	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018-10-31	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》
2018-12-02	《商业银行理财子公司管理办法》
2019-08-07	《保险资产负债管理监管暂行办法》
2019-10-18	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》
2019-11-29	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》
2020-03-25	《保险资产管理产品管理暂行办法》
2020-07-03	《标准化债权类资产认定规则》

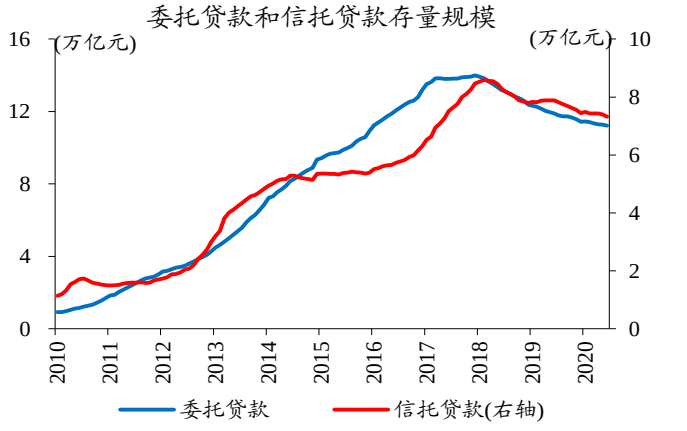
资料来源：中国人民银行，中国银保监会，中国证监会、开源证券研究所

图34：部分资管业务先后开始收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

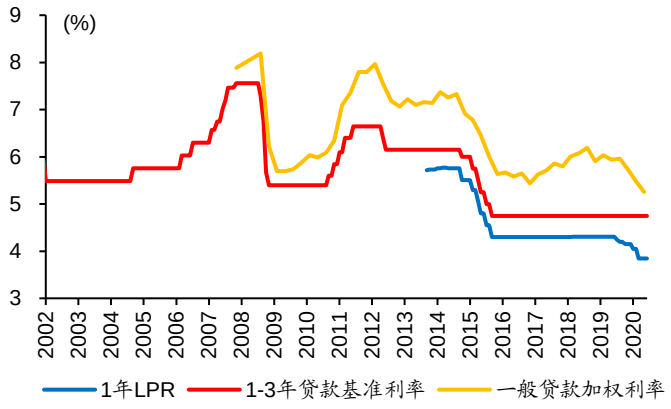
图35：2018 年以来，委托贷款和信托贷款规模逐步收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

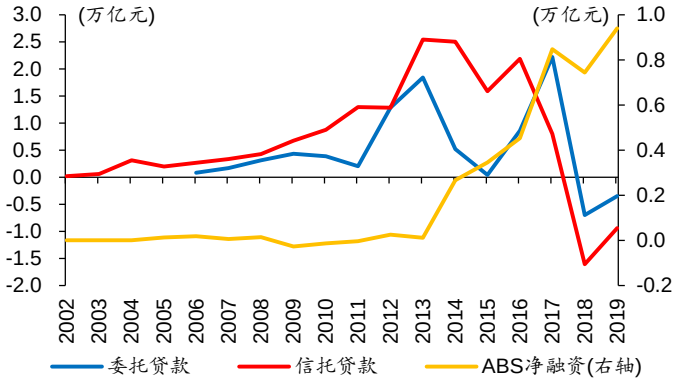
同时，央行加快疏通货币传导机制，逐步转向价格调控。不同维度流动性互动的加强，帮助推动货币传导机制的市场化，为货币政策从数量调控转向价格调控创造有利环境。同时，央行也在加快推进银行贷款定价的市场化，以 2019 年改革 LPR 机制为标志性事件，推动存量贷款转锚 LPR，加快引导贷款利率与基准利率脱钩。此外，非标转标、直接融资扩容等，也有利于价格传导。

图36：LPR 机制下，贷款利率逐步与基准利率脱钩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：非标加速转标

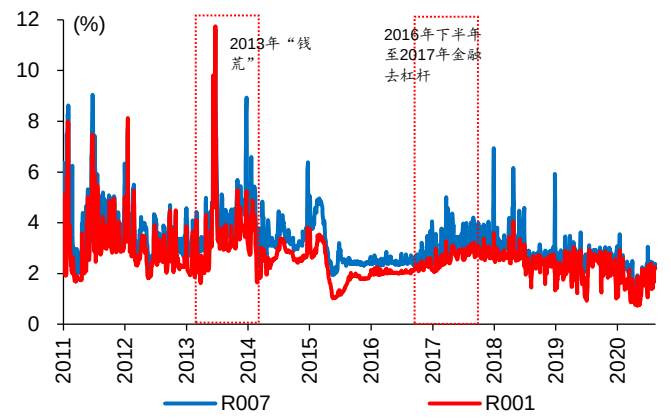


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 资金与监管博弈增多，对市场的影响增强

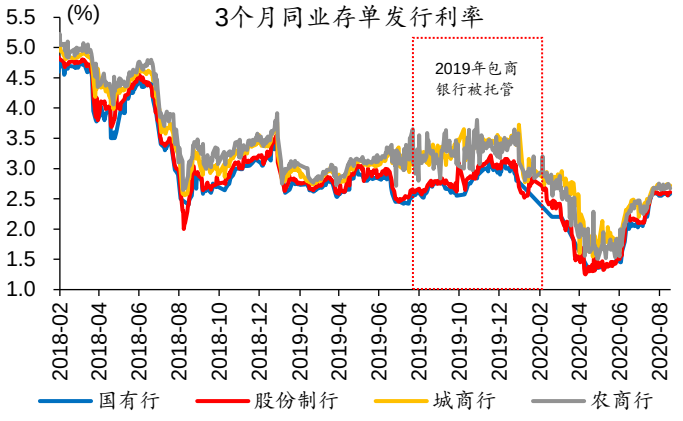
随着银行表外、非银等扩容，金融监管、风险事件等对流动性的影响明显增强。银行表外业务和券商资管等为代表的资管业务快速扩张，带动金融市场扩容。然而部分监管套利、杠杆行为等带来的风险积累，引发金融监管的加强。例如，2016 年下半年央行“收短放长”抬升资金成本，引导金融机构主动去杠杆，货币市场利率一度明显上升。此外，风险事件也会影响流动性，例如包商银行被托管，同业市场出现流动性分层，城商行同业融资难度明显上升。

图38：金融去杠杆下，货币市场利率波动加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

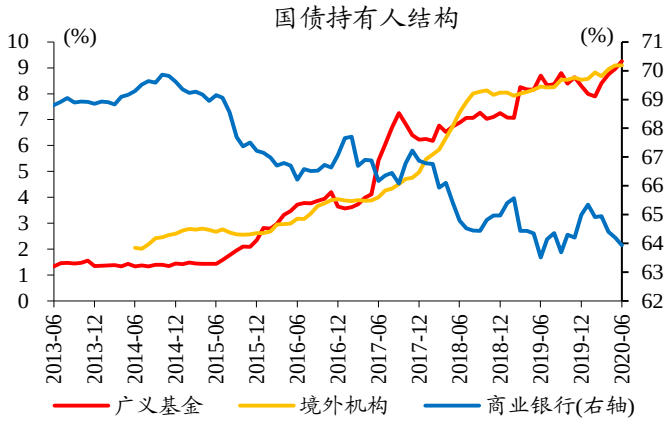
图39：2019 年包商银行被托管后，同业流动性明显分层



数据来源：Wind、开源证券研究所

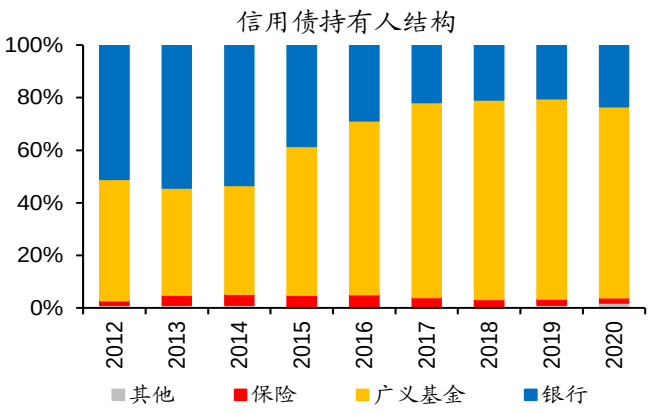
资金和监管博弈的过程中，市场交易结构也发生明显变化。以国债持有人结构为例，2014 年底以来，银行持有国债占比趋势下降、由最高接近 70%下降至 2020 年中的不到 64%，而基金、券商等机构合计占比提升接近 7 个百分点；信用债持有人结构有类似变化，基金、券商等广义基金占比大幅提升至 70%以上。此外，股票市场交易结构也发生变化，散户持仓占比下降、机构持仓占比上升。

图40：国债持有人中，广义基金和外资持仓占比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

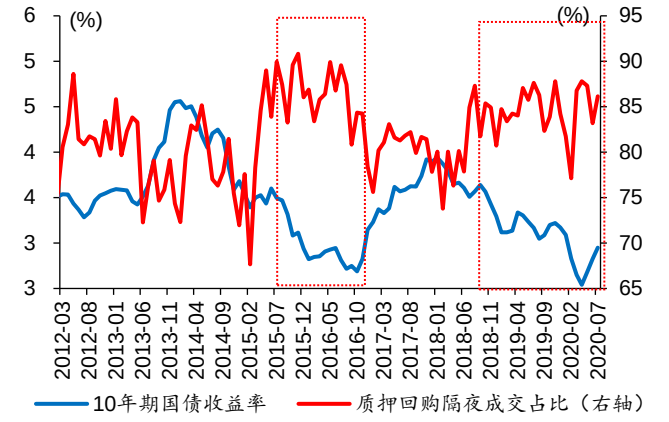
图41：广义基金对信用债的影响在增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

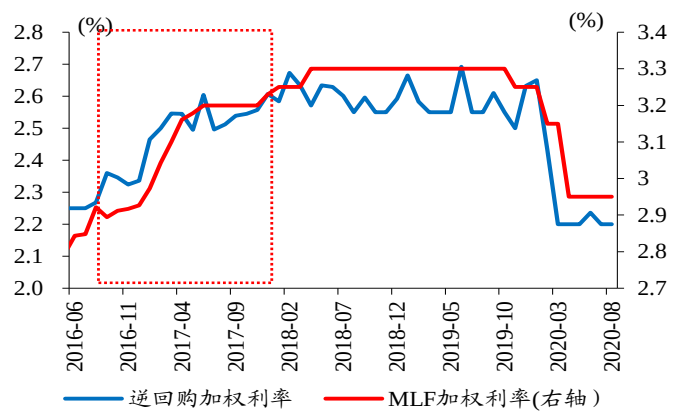
流动性、机构行为等变化，对债市影响显著增强。相较于银行等配置型机构，基金、券商资管等交易型机构行为更容易受流动性影响，导致债市波动明显大于基本面变化。最近两轮债券牛市尤为明显，流动性持续宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆等现象凸显，推动长端收益率持续下行；一旦流动性收紧，收益率快速、大幅上行，市场短期波动加大，长端收益率单日变化幅度超过 5BP 现象明显增多。

图42：最近两轮债牛，机构“滚隔夜”加杠杆行为较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

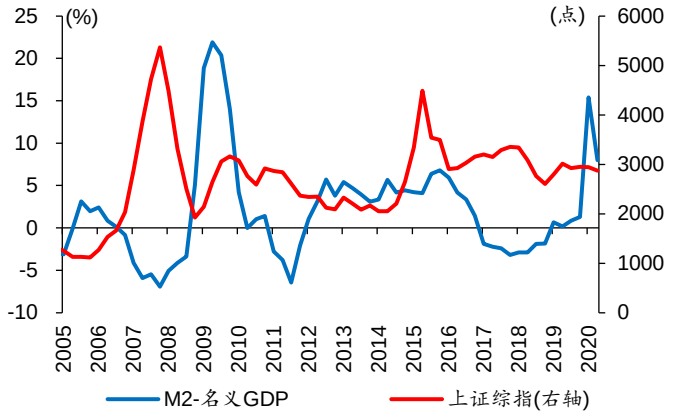
图43：2016 年央行抬升资金成本引导去杠杆



数据来源：Wind、开源证券研究所

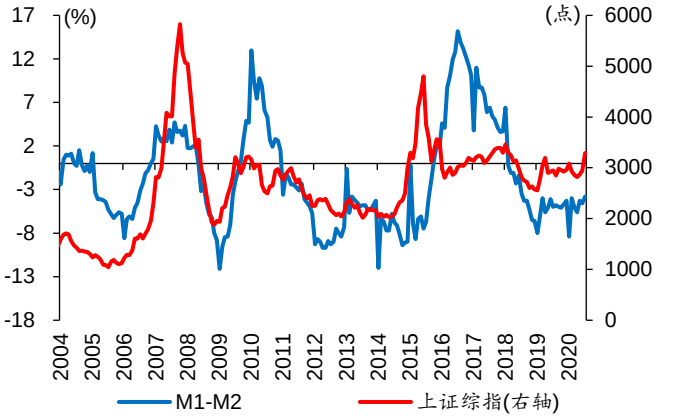
随着流动性和市场结构变化，传统流动性分析框架对股市研判的指示意义下降。传统周期下，货币和信用派生主要依靠银行体系，货币供应可以较好的刻画流动性从金融到实体的过程。随着流动性和经济结构变化，货币供应与经济、金融市场表现的周期性特征减弱、整体关联度下降，沿用传统“M2-名义 GDP”、M1、“M1、M2 剪刀差”等传统分析思路，可能容易产生偏误。

图44：传统思维下，M2 和 GDP 差用来表示流动性过剩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2011 年之前，M1、M2 剪刀差与股市走势类似



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）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。

（2）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。

（3）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、非银等行为的影响增强。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。

（4）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。

（5）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。

（6）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。

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

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

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

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