

如何理解流动性的“水”和“渠”——从流动性变量看债之基础篇

■ 对于债券市场而言，如何理解和把握银行体系流动性变化是债券研究中至关重要的一环。本篇报告通过拆解流动性的层次，来分析其运作模式以及对债券市场的影响。此外，结合央行货币政策的目标和操作方式的分析，希望能够解答市场对当前阶段流动性的疑问。

柏禹含，资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

■ **理解我国流动性：“水龙头”和“水”是如何产生的？** 本文讨论的流动性是指在经济体系中有多少货币，例如社会流动性总量。在现代信用货币体制下，货币创造包含两个环节：基础货币创造和广义货币创造，基础货币和广义货币之和便是货币总量。央行采用存款准备金制度，建立了基础货币和广义货币之间的联系，也确定了货币创造能力的上限。实际上，流动性影响债市可以经由两个途径：一是从总量上理解，超额存款准备金越多，则银行间市场可以用来购买资产（主要是在银行间发行的债券）的钱越多。二是从价格上理解，资金利率的下行会引导债券利率下行。

刘东亮，资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

■ **理解货币政策：如何控制“水龙头”和建立“水渠”。** 货币传导机制可以看作“水渠”，即货币流通的渠道，分为信贷渠道（量的调控）和利率渠道（价的调控）。在货币传导过程中，利率渠道和信贷渠道传导互相之间存在连续，信贷渠道可以放大利率渠道的传导效应。现阶段，我国货币政策以间接调控为主，主要采用的方式有公开市场操作和存款准备金利率调节等。

■ **进一步理解当前流动性环境和对债市的影响。从量的角度解读五大疑问：**（1）如何理解央行稳健的货币政策取向，精准滴灌而非大水漫灌？（2）如何理解央行对货币工具的选择？（3）下一次降准会发生在什么时候？（4）“水”是否停留在银行间“水槽”中——理解央行释放的流动性是否大量淤积在银行体系内；（5）“水”越多，购买债券的资金一定越多吗？——理解影响超额准备金的其他因素。**从价的角度解读三大疑问：**（1）引导债券利率下行一定要下调政策利率吗？——理解政策利率和债券利率的倒挂（2）说的政策利率下调还有多久才来？（3）目前资金利率还有进一步下降的空间吗？



目录

1. 理解我国流动性：“水龙头”和“水”是如何产生的？	1
1.1 什么是流动性？	1
1.2 基础货币和广义货币的创造	1
1.3 基础货币和广义货币的联系：存款准备金制度	3
1.4 理解流动性如何影响债市	4
2. 理解货币政策：如何控制“水龙头”和建立“水渠”	4
2.1 货币政策目标：为何要调控“水龙头”？	4
2.2 货币政策的传导：纵向理解“水渠”的运作	4
2.3 央行的货币工具：调控“水龙头”的方式	6
3. 进一步理解当前流动性环境和对债市的影响	8
3.1 从量的角度解读五大疑问	8
3.2 从价的角度解读三大疑问	10



图目录

图 1 基础货币和广义货币产生的过程.....	2
图 2 货币发行过程中（无准备金制度下），中央银行和商业银行资产负债表变化（简化版）.....	2
图 3 货币发行过程中，中央银行和商业银行资产负债表变化（简化版）.....	3
图 4 货币政策传导机制体系一览.....	5
图 5 利率走廊结构一览.....	7
图 6 央行货币工具特点一览（按期限为主线划分）.....	7

对于债券市场而言，银行体系流动性多少决定了债券的需求，同时资金价格的高低决定了购买债券的成本，因此，如何理解和把握银行体系流动性变化是债券研究中至关重要的一环。

央行大量放“水”意味着大水漫灌吗？会导致买债的资金迅速增长、债券利率持续下行吗……为解答这些问题，我们首先需要了解关于流动性的基本概念和结构。本篇报告通过拆解流动性的层次，来分析其运作模式以及对债券市场的影响。此外，结合央行货币政策的目标和操作方式的分析，希望能够解答市场对当前阶段流动性的疑问。

同时，本篇报告是“从流动性变量看债系列”的基础篇，后续，我们将继续推出进阶篇，希望通过解读货币、金融数据和金融机构资产负债表来深入理解流动性，并更进一步拆解数据指标来建立和完善流动性的观察体系，以便在债券研究中更好地捕捉流动性变量的边际变化。

1. 理解我国流动性：“水龙头”和“水”是如何产生的？

1.1 什么是流动性？

本文讨论的流动性是指在经济体系中有多少货币，例如社会流动性总量。通常来说，市场对流动性还有另外两种理解：一是指资产在多大程度上能够在短时间内以全部或接近市场的价值出售，例如银行资产的流动性；二是指某个主体持有的现金多少或融资能力，例如银行负债的流动性。由于以上两种定义也经常使用，所以需要明确本文主要讨论的是某一经济体系中的货币量。

同时，需要进一步明确的是，本文中的货币是指一国体系下的信用货币，是货币持有人对发行人的债权，是货币发行人的负债。明确两个基本概念之后，我们可以进一步理解货币是如何产生和流动的。

1.2 基础货币和广义货币的创造

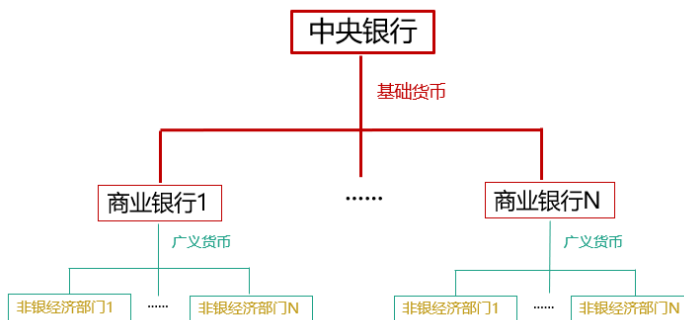
在现代信用货币体制下，货币创造包含两个环节：基础货币创造和广义货币创造，基础货币和广义货币之和便是货币总量。

1. 基础货币：最原始的货币

第一层是由货币当局来完成的，即中央银行，发行的货币称为“基础货币”（又称“高能货币”），发行对象主要为存款类金融机构。在这一过程中，可以把央行视作“注水龙头”，基础货币视作“初水”，银行间市场视作第一层“蓄水池”。

基础货币是中央银行的货币性负债，是中央银行通过自身的资产业务供给出来的，也可以理解为中央银行为广义货币和信贷扩张提供支持的各种负债。同时，央行可以采用各类货币工具，在银行间市场释放基础货币给存款类金融机构。

图 1 基础货币和广义货币产生的过程



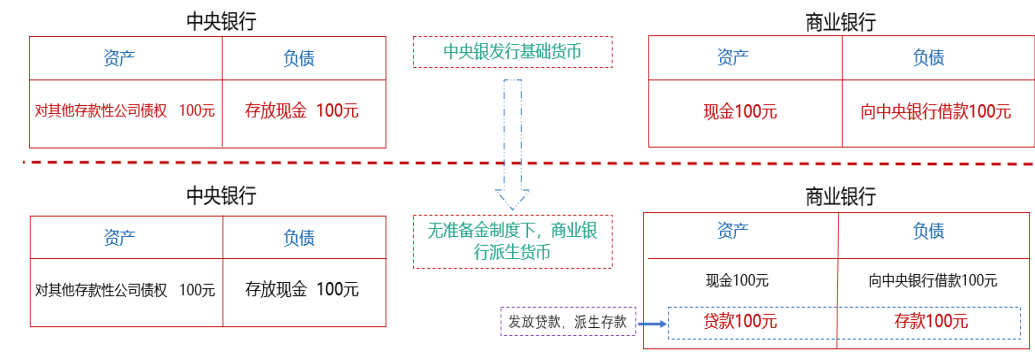
资料来源: Wind, 招商银行研究院

2. 广义货币：信用派生出来的货币

第二层，是由存款类金融机构来完成的，通过信用创造出来的货币称为“广义货币”。在这一过程中，可以把存款类机构（主要指商业银行）视作是“出水管道”，通过“加工再创造”的水（广义货币）视作投向实体经济的流动性。

拥有基础货币以后，商业银行可以进行信用创造，通过贷款的形式将现金释放给社会各部门和居民，持有货币者再将现金存回银行，形成存款，而这一过程中创造出来的货币便是广义货币。

图 2 货币发行过程中（无准备金制度下），中央银行和商业银行资产负债表变化（简化版）



资料来源: Wind, 招商银行研究院

(注: 对其他存款性公司债权包含央行对商业银行的再贴现、再贷款、逆回购、MLF、SLF、PSL 等, 是目前较为主要的基础货币投放方式。)

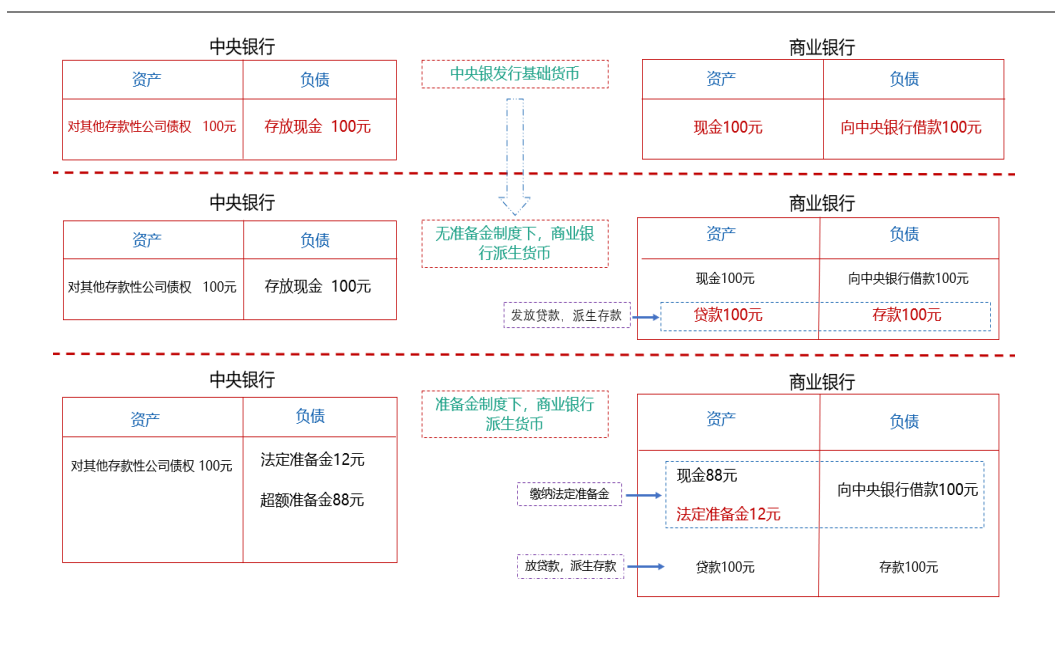
为方便理解其中的过程，我们将情景进行简化处理。如图 2 所示，先不考虑央行参与的条件下，假设目前全社会只有 1 家商业银行，该银行放贷 100 元以后，贷款者（企业或居民）将钱存回银行，产生存款 100 元。此时，银行资产方和负债方同时扩大 100 元，全社会多出 100 元广义货币。

1.3 基础货币和广义货币的联系：存款准备金制度

由于上述信用创造的方式无任何限制，商业银行可以随意创造广义货币，可能会造成流动性风险。为限制银行的无限扩张，央行采用存款准备金制度，建立了基础货币和广义货币之间的联系，也确定了货币创造能力的上限。

如图 2 最下方所示，假设商业银行每放贷 100 元，产生存款 100 元，需要缴纳 12 元存款准备金。那么商业银行持有的基础货币则会减少 12 元。当银行再无基础货币来缴纳存款准备金时，便会停止信用创造。在此例子中，商业银行最高创造 833 (100/12*100) 元广义货币。

图 3 货币发行过程中，中央银行和商业银行资产负债表变化（简化版）



资料来源: Wind, 招商银行研究院

进一步理解 2 个结论:

(1) 央行可以通过调节存款准备金率和基础货币多少来控制广义货币总量。一方面，释放基础货币的多少决定银行可以有多少派生广义货币的基础；另一

方面，下调或上调存款准备金率可以使得货币乘数（货币总量/基础货币）扩大或收窄。

(2) **超额准备金的多少决定了银行间流动性的充裕程度。**银行拥有的基础货币需要去缴纳存款准备金，而真正拥有可以动用的则是超额准备金部分。导致超额准备金变动的变量来自于，一是银行拥有的基础货币数量，二是缴纳存款准备金制度（包括存款准备金率和应缴存款科目），和存款余额。

1.4 理解流动性如何影响债市

实际上，流动性影响债市可以经由两个途径：一是从总量上理解，银行可以选择将超额准备金用于购买债券来获取收益。换言之，超额存款准备金越多，则银行间市场可以用来购买资产（主要是在银行间发行的债券）的钱越多。二是从价格上理解，流动性的价格决定了购买债券的成本，换言之，资金利率的下行会引导债券利率下行。

由此，想要进一步判断债券利率走势，必须要了解流动性的量和价是如何变动的。

2. 理解货币政策：如何控制“水龙头”和建立“水渠”

2.1 货币政策目标：为何要调控“水龙头”？

传统央行货币政策框架以货币政策为核心，主要关注的是经济周期和货币政策，目的是通过逆周期调节来平抑经济周期波动，维护物价稳定，主要是因为传统宏观经济学侧重考虑资本、劳动等实际经济变量对经济周期波动的影响，认为在市场竞争环境下价格有足够的灵活性来实现资源有效配置，因此物价稳定可以较大程度上代表宏观经济稳定。在此背景下，我国央行主要有四大货币政策目标，即经济增长、价格稳定、充分就业和国际收支。

货币政策目标逐渐转变。实际上，以CPI为锚的货币政策框架存在缺陷，特别是金融危机以后，各国更加关注金融周期变化，针对日益重要的金融稳定问题，央行引入宏观审慎政策加以应对，弥补原有调控框架存在的弱点和不足。

总体而言，可以理解为货币政策目标发生转变，即过去稳增长、防通胀、稳就业和国际收支的政策目标以外，现在新增金融稳定、防风险的目标。

2.2 货币政策的传导：纵向理解“水渠”的运作

货币传导机制可以看作“水渠”，即货币流通的渠道，分为信贷渠道（量的调控）和利率渠道（价的调控）。

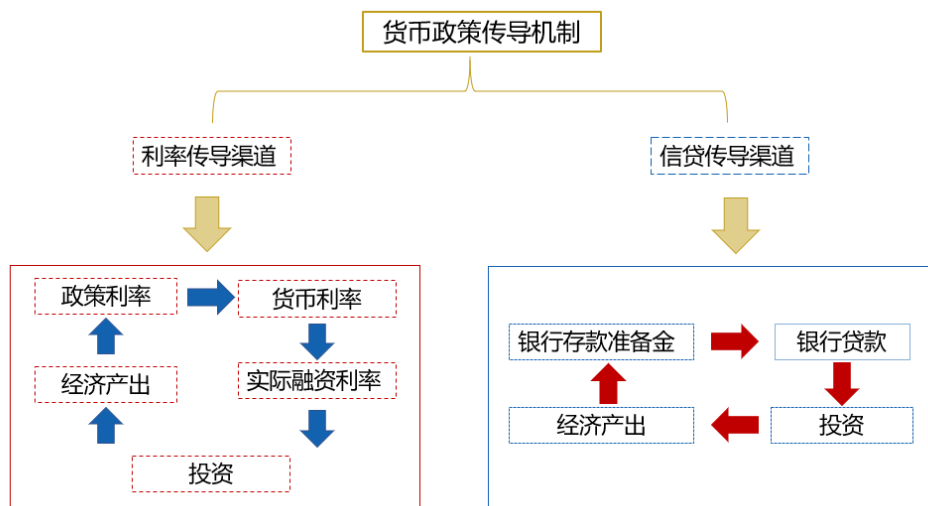
1. 量的调控方式

信贷渠道传导机制主要强调银行在信贷市场中的作用，央行可以通过增加或减少银行存款准备金来控制银行的贷款能力，促进或减弱企业的融资能力，影响投资，从而控制总体经济产出。

2. 价的调控方式

利率渠道是指从货币市场分别向债券市场和信贷市场的传导。央行运用不同类型的货币工具来调节短、中、长期流动性，并通过完善收益率曲线和利率衍生品市场来疏通利率传导机制，政策利率会逐渐传导到债券市场，影响企业直接融资；另一方面，会传导至信贷市场，影响实际贷款利率（较基准利率上浮或下浮一定幅度），进而影响企业融资规模，从而影响投资。

图 4 货币政策传导机制体系一览



资料来源：Wind，招商银行研究院

3. 量、价调控方式之间的关联

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_14241

