

总量研究

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？

——流动性洞见系列三

要点

核心观点：

在货币信用周期视角下，可以根据货币和信用的松紧程度，将宏观流动性划分为四个阶段。通过对2010年以来国内股市和债市在不同流动性阶段的表现进行复盘，可以发现，宽信用阶段股指多呈现上行态势，紧货币阶段股指估值会受政策收紧预期影响而有所调整，但并不显著；紧货币阶段国债收益率多呈现上行态势，宽货币阶段国债收益率多呈现下行态势。

向前看，货币信用周期视角下，宏观流动性正从宽货币紧信用向宽货币宽信用演进。预计明年上半年总体处于宽货币宽信用阶段，进而对股市和债市形成支撑。但值得注意的是，明年二季度或将处于宽货币尾声，需要警惕货币由宽转紧对债市和股市估值的负面影响。

流动性维度：何为资产端、负债端、宏观、微观、市场流动性？

从本质上来看，流动性可以分为资产端与负债端的流动性，资产端的流动性主要是指股票、债券等资产本身的流动性，负债端的流动性主要是指资产所处交易环境的资金充裕度。负债端流动性又可以根据涵盖领域的广泛程度，分为总体经济层面的宏观流动性，以及具体到各个细分市场的微观流动性，比如债市流动性、股市流动性等。

宏观流动性：货币信用周期视角下的资产价格走势分析

在货币信用周期视角下，可以根据货币和信用的松紧程度，将宏观流动性划分为四个阶段。宏观流动性主要关注总体层面的流动性水平，如果我们用银行间质押式回购利率(R007)来表征货币松紧程度，用社会融资规模存量同比增速来表征信用松紧程度，则可以将宏观流动性划分为：紧货币紧信用、宽货币紧信用、宽货币宽信用和紧货币宽信用四个货币信用周期阶段。

股市流动性：主要依赖于对股市存量资金边际变化的分析

股市流动性的观测主要依赖于对股市存量资金边际变化的分析。股市的流动性一般是由整个市场的交易资金相对于股票供给的多少决定的，这里的资金包括已经购买了股票的场内资金，以及在股票账户中准备随时购入股票的场外资金。

跟踪股市流动性的边际变化主要有两个维度：一个是资产端的挤压，如果在场内资金和准备进入场内的场外资金不变的情况下，流通股票的增加意味着股市流动性减弱。另一个是负债端的变化，如果流通股票的供给不变，市场中的资金多了，则股市流动性将会明显改善。

债市流动性：银行间市场流动性的观测主要有量和价两个维度

银行间市场流动性的观测主要有量和价两个维度。其中，超储的变化是从量的角度分析银行间市场流动性的核心，超储的变化等于公开市场操作净额变化，加上外汇占款净增加额，减去法定存款准备金净增加额，减去财政存款净增加额，减去流通中现金的净增加额。

在从价的角度观测银行间市场负债端流动性的时候，我们也有两个可以参考的角度，一个是可以通过观测公开市场操作价格及资金价格来衡量；另外一个则是资金价格的波动水平。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwah@ebsecn.com

相关研报

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021年三季度货币政策执行报告点评 (2021-11-20)

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022年宏观年度策略报告 (2021-11-02)

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二 (2021-09-02)

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五 (2021-08-19)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

降准箭在弦上 —— 7月7日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一 (2021-06-28)

美元指数还会继续向下吗？ —— 光大宏观周报 (2021-06-06)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

一、不同维度的流动性.....	4
二、宏观流动性视角下的资产走势.....	5
三、股市流动性的观测与跟踪.....	9
四、债市流动性的观测与跟踪.....	11

图目录

图 1：不同维度的流动性.....	5
图 2：货币信用周期视角下宏观流动性的四个阶段	5
图 3：紧货币紧信用阶段股指总体呈现震荡	6
图 4：紧货币紧信用阶段股指动态市盈率对呈现明显下行	6
图 5：宽货币紧信用阶段股指涨跌不一	6
图 6：宽货币紧信用阶段股指动态市盈率涨跌不一	6
图 7：宽货币宽信用阶段股指多上行	7
图 8：宽货币宽信用阶段股指动态市盈率多上行	7
图 9：紧货币宽信用阶段股指多呈现上行态势.....	7
图 10：紧货币宽信用阶段股指动态市盈率涨跌不一	7
图 11：紧货币紧信用阶段国债收益率多呈现上行态势	8
图 12：宽货币紧信用阶段国债收益率多呈现下行态势	8
图 13：宽货币宽信用阶段国债收益率多呈现下行态势	8
图 14：紧货币宽信用阶段国债收益率多呈现上行态势	8
图 15：股市流动性分析框架	9
图 16：股票发行带来的资产端挤压	10
图 17：股票解禁带来的资产端挤压	10
图 18：海外资金的净流入状态	10
图 19：融资融券杠杆交易的净流入状态	10
图 20：公募基金新成立份额的净流入状态	10
图 21：保险资金的近似净流入状态	10
图 22：流动性的供给传导路径	11
图 23：超额准备金变动的五因素分析法	12
图 24：外汇的流通过程	13
图 25：2017 年之前外汇占款与基础货币大致保持同向变动.....	13
图 26：公开市场操作更加灵活	13
图 27：公开市场操作的主要类型.....	13
图 28：财政存款具有较强的季节性	14
图 29：国库现金定存	14
图 30：M0 月度变动具有较强的季节性	15

图 31：M0 春节期间变动的峰值并不稳定.....	15
图 32：从资金价格走势观察银行间市场流动性.....	16
图 33：从资金价格波动观察银行间市场流动性.....	16

一、不同维度的流动性

流动性的两个维度。身处金融市场中，无论是投资，还是研究，流动性是我们难以避免的话题。那么，当我们谈及流动性的时候，我们在说什么呢，或者说什么是流动性？

首先，从本质上来划分，流动性可以分为资产端的流动性与负债端的流动性。

所谓资产端的流动性，其主要是指股票、债券、房产等资产本身的流动性，一般而言是指以当下市场价格快速交易或者变现的能力。其中，由于现金的变现能力最强，不打任何折扣，构成了一般等价物。资产端的流动性主要关注四点：一是，资产变现的价格是否合理，也即变现价格偏离变现前市场公允价格的程度；二是，资产变现的速度是否够快；三是，短时间内资产能够变现的数量；四是，变现过程中产生的中间费用的多寡。

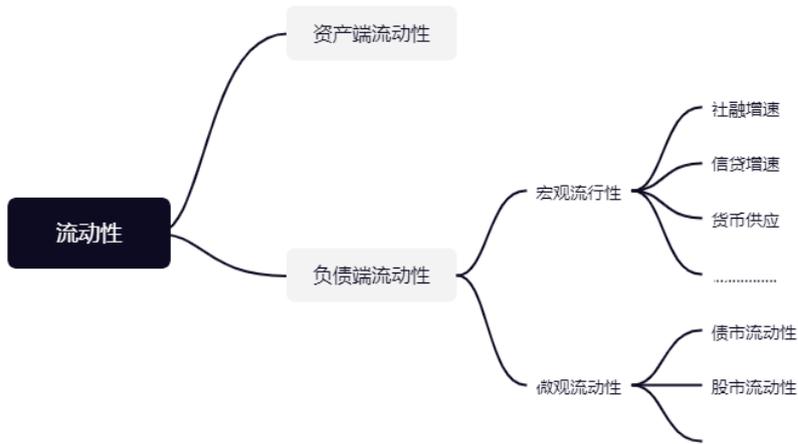
所谓负债端的流动性，其主要是指资产所处交易环境的资金充裕度，取决于资金量与资产数量的对比。比如“手头紧”、“流动性紧张”等等，都是指可支配资金不足，可用于配比资产的负债端不足，这种是负债端的流动性。

因为资产端的流动性，不仅仅取决于资产类别的属性，更取决于具体资产本身的资质，因而，资产端的流动性异质性较强，本文主要探讨更具普适性的负债端流动性。

其次，负债端流动性又可以进一步分为宏观流动性和微观流动性。其中，宏观流动性对应的资产环境最为广阔，比如全球的宏观流动性、我国的宏观流动性，主要的跟踪指标有市场较为关注的社融增速、信贷增速和货币供应增速等等。而微观流动性，又称为市场流动性，则是在一个更为具体的资产交易市场中的流动性，比如债券市场的流动性、权益市场的流动性等等。

市场上的流动性来源渠道，主要是“中央银行—商业银行—非银机构”所构筑的银行间市场，这个体系的资金风险偏好较小。流动性是有风险偏好的，债券作为低风险或无风险资产，对应了最广义的流动性。权益市场面临的流动性问题很像“海水与口渴”的关系，市场上的流动性可能很汹涌，但并不见得能为“权益”所饮用，需要转化成有风险偏好的资金，例如 M1。“水”要跟风险偏好挂钩，所以往往形成：经济增速上行，央行收缩资金投放，但由于风险偏好上升，股市的流动性反而持续改善。

图 1: 不同维度的流动性



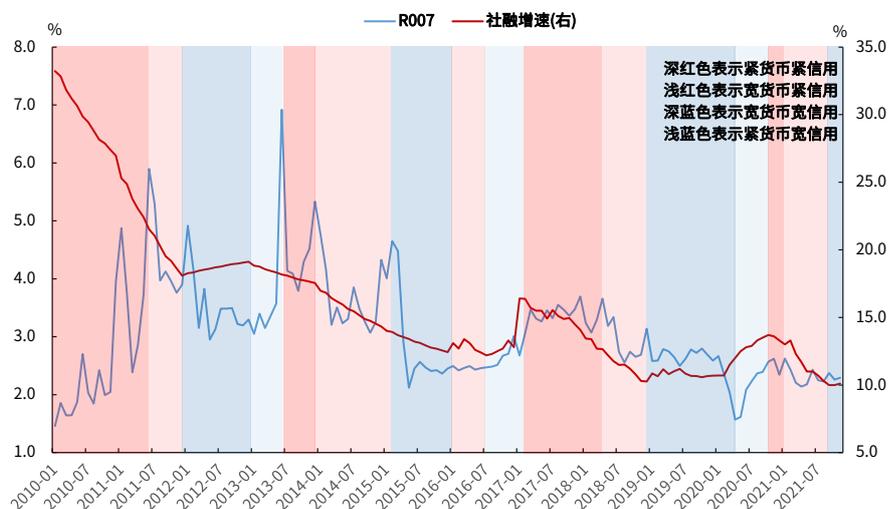
资料来源: 光大证券研究所整理

二、宏观流动性视角下的资产走势

在货币信用周期视角下, 可以根据货币和信用的松紧程度, 将宏观流动性划分为四个阶段。宏观流动性主要关注总体层面的流动性水平, 如果我们用银行间质押式回购利率(R007)来表征货币松紧程度, 用社会融资规模存量同比增速来表征信用松紧程度, 则可以将宏观流动性划分为: 紧货币紧信用、宽货币紧信用、宽货币宽信用和紧货币宽信用四个货币信用周期阶段。

其中, 一般来说, 紧货币紧信用和宽货币宽信用是政策的目标状态, 而宽货币紧信用和紧货币宽信用是由于货币和信用周期存在时滞而导致的中间状态, 宽货币紧信用可以看作是紧货币紧信用状态下, 货币由紧转松而信用延续收紧惯性所导致的过渡状态, 紧货币宽信用亦然。

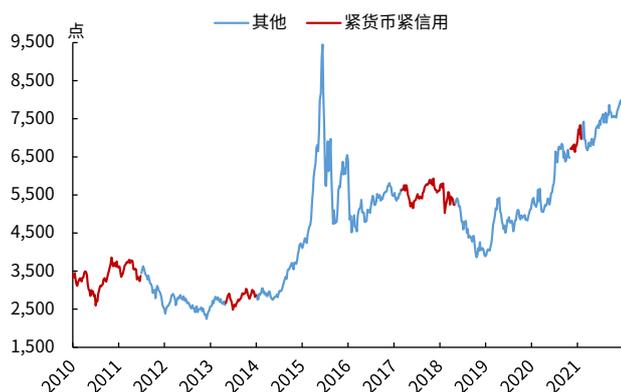
图 2: 货币信用周期视角下宏观流动性的四个阶段



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月

宽信用阶段股指多呈现上行态势,其他阶段股指和股指市盈率的变化没有明显特征。根据上述对宏观流动性不同阶段的划分,我们通过 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数和动态市盈率估值,对 2010 年以来的 A 股市场在不同宏观流动性阶段的表现进行了复盘。可以发现,宽信用阶段股指多呈现上行态势,其他阶段股指和股指市盈率的变化没有明显特征。主要原因在于,宽信用阶段国内企业的盈利多会有不错的表现,进而提振股市表现;紧货币阶段,股市市盈率估值会受政策收紧预期影响,但并不显著。

图 3: 紧货币紧信用阶段股指总体呈现震荡


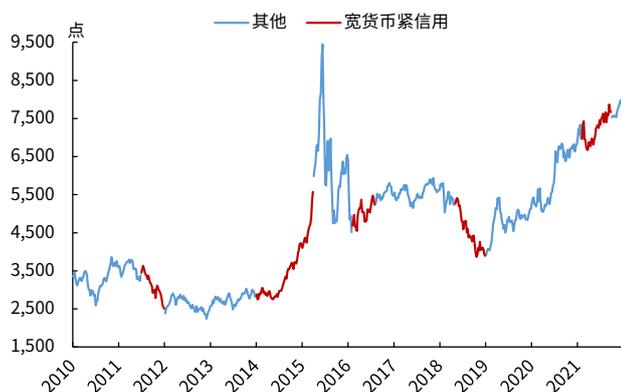
资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 4: 紧货币紧信用阶段股指动态市盈率对呈现明显下行

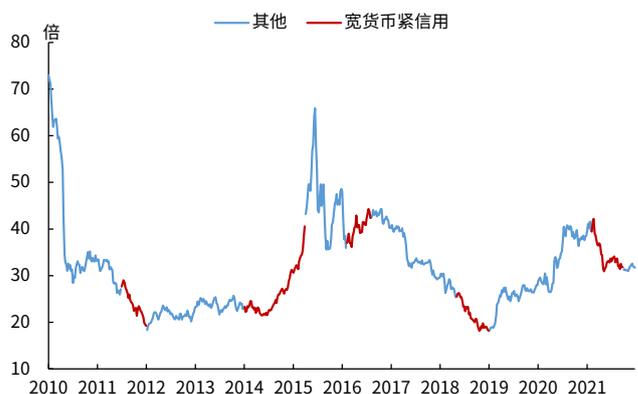

资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)PE-TTM, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 5: 宽货币紧信用阶段股指涨跌不一


资料来源: Wind, 光大证券研究所

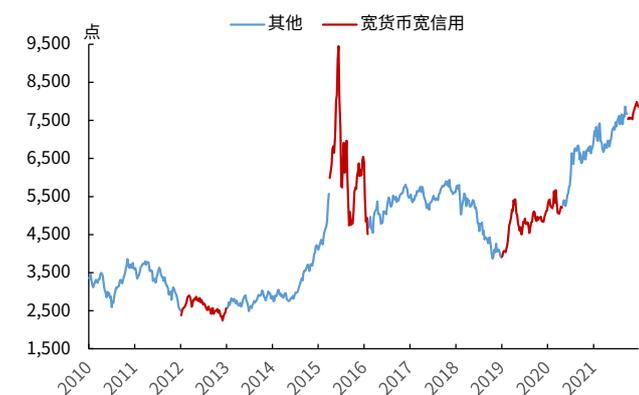
数据说明: 数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 6: 宽货币紧信用阶段股指动态市盈率涨跌不一


资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)PETTM, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 7：宽货币宽信用阶段股指多上行



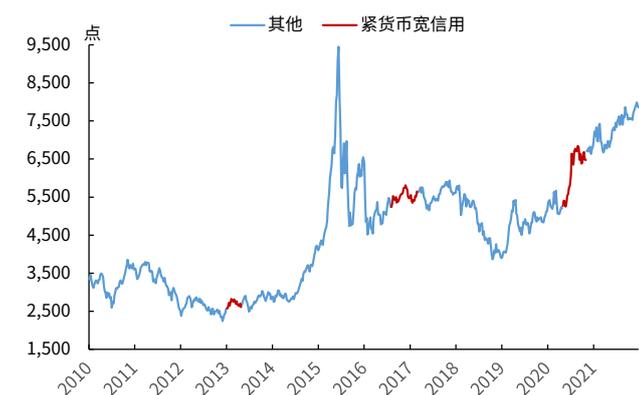
资料来源：Wind，光大证券研究所
 数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数，数据截至 2021 年 12 月 21 日
 注：2015 年受监管影响

图 8：宽货币宽信用阶段股指动态市盈率多上行



资料来源：Wind，光大证券研究所
 数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)PETTM，数据截至 2021 年 12 月 21 日
 注：2015 年受监管影响

图 9：紧货币宽信用阶段股指多呈现上行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所
 数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)指数，数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 10：紧货币宽信用阶段股指动态市盈率涨跌不一



资料来源：Wind，光大证券研究所
 数据说明：数据为 Wind 全 A(除金融、石油石化)PETTM，数据截至 2021 年 12 月 21 日

紧货币阶段国债收益率多呈现上行态势，宽货币阶段国债收益率多呈现下行态势。根据上述对宏观流动性不同阶段的划分，我们通过 10 年期国债到期收益率，对 2010 年以来的债券市场在不同宏观流动性阶段的表现进行了复盘。可以发现，紧货币阶段国债收益率多呈现上行态势，宽货币阶段国债收益率多呈现下行态势。主要原因在于，宽货币阶段对应着稳健略偏宽松的货币政策环境，债券收益率下行动力较为充足；宽信用阶段对应着经济增速呈现改善态势，进而对债券收益率形成压制。

图 11: 紧货币紧信用阶段国债收益率多呈现上行态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 10 年国债收益率, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

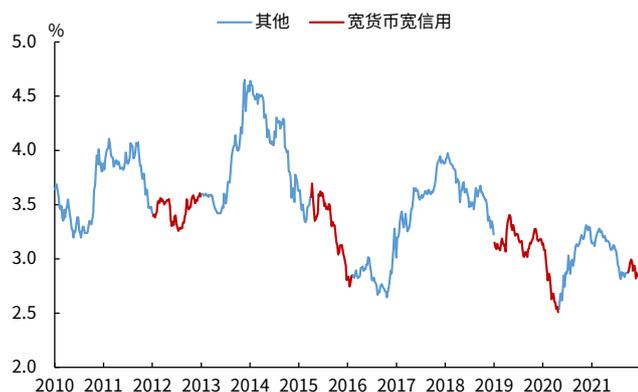
图 12: 宽货币紧信用阶段国债收益率多呈现下行态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 10 年国债收益率, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

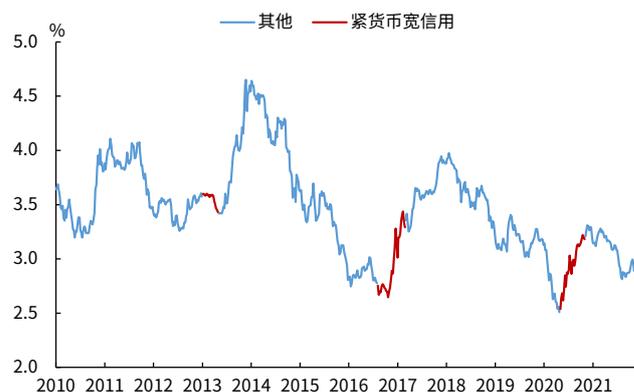
图 13: 宽货币宽信用阶段国债收益率多呈现下行态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 10 年国债收益率, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

图 14: 紧货币宽信用阶段国债收益率多呈现上行态势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 数据为 10 年国债收益率, 数据截至 2021 年 12 月 21 日

向前看, 货币信用周期视角下, 宏观流动性正从宽货币紧信用向宽货币宽信用演进。预计明年上半年总体处于宽货币宽信用阶段, 进而对股市和债市形成支撑。但值得注意的是, 明年二季度或将处于宽货币尾声, 需要警惕货币由宽转紧对债市和股市估值的负面影响。

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_31797

