



中航证券金融研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 符旻
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

从投资交易的视角构建流动性分析框架

2020年7月1日

目录

一、 用基础货币的角度分析流动性.....	2
外汇占款.....	2
公开市场操作.....	3
财政存款.....	4
法定存款准备金.....	5
流通现金（M0）.....	6
二、 资金需求的角度分析流动性.....	7
回购数据量（银行间回购）.....	7
回购价格（银行间、交易所、协议回购）.....	8
同业存单的到期.....	8
三、 同业因素的流动性分析.....	9
外生监管因素影响.....	10
四、 市场情绪指标分析.....	10
市场资金面情绪指标.....	10
市场资金晴雨表指标.....	11
五、 总结.....	11

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中
航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

2020年一季度，在新冠肺炎疫情的影响下，经济活动陷入停滞，生产、投资、消费、出口都出现明显下滑。为应对疫情，央行已经出台了相当多的宏观政策和金融体系政策，并且取得了不错的成绩。自四月下旬以来，央行超常宽松的货币政策趋于收敛，市场关于流动性预期的变化一直是主导债市波动的主要原因。经过近两个月的调整，央行政策目标上边际上向“防空转放套利防风险”上进行平衡，未来市场资金利率难以出现类似4月的宽松局面。

由于市场流动性的变化对债市的影响相对直接，在这样的背景下，市场资金利率的波动将会加大，本篇主要在一个投资交易的视角，以基础货币角度、资金需求角度、同业因素角度、市场情绪指标分析角度等构建一个分析框架来分析金融市场当中的“流动性”，建立流动性分析框架，不仅帮助预判未来资金利率走势，及时调整投资策略，也有助于债券投资者把握最佳入场时机。

一、用基础货币的角度分析流动性

从资金供给端，流动性一般表达的是金融市场货币资金流动性，也就是货币资金多寡情景。金融市场中，银行为主要参与者，银行可自由支配的流动性“超储”，是银行用于购买金融资产的“水池”，也间接为整个市场的金融体系注入了“水分”；超储的分析现在已经比较成熟，经典的分析框架是从央行的资产负债表出发，利用资产负债相等的原理倒推出影响超储的几个因子。影响“超储”因素主要有5个；外汇占款、央行投放、财政存款、法定存款准备金、流通现金（M0）。

超储=外汇占款+央行投放-财政存款-法定存款准备金-M0

以上公式也决定了我们从基础货币的角度分析流动性的框架，我们将针对以上五项各基础货币的影响因素展开具体的分析。

表 1 影响基础货币的因素与资金面变化情况

影响基础货币的因素	指标方向	资金面
外汇占款	增加	宽松
	减少	紧张
公开市场操作	增加	宽松
	减少	紧张
财政存款	增加	紧张
	减少	宽松
法定存款准备金	增加	紧张
	减少	宽松
流通现金（M0）	增加	紧张
	减少	宽松

资料来源：中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

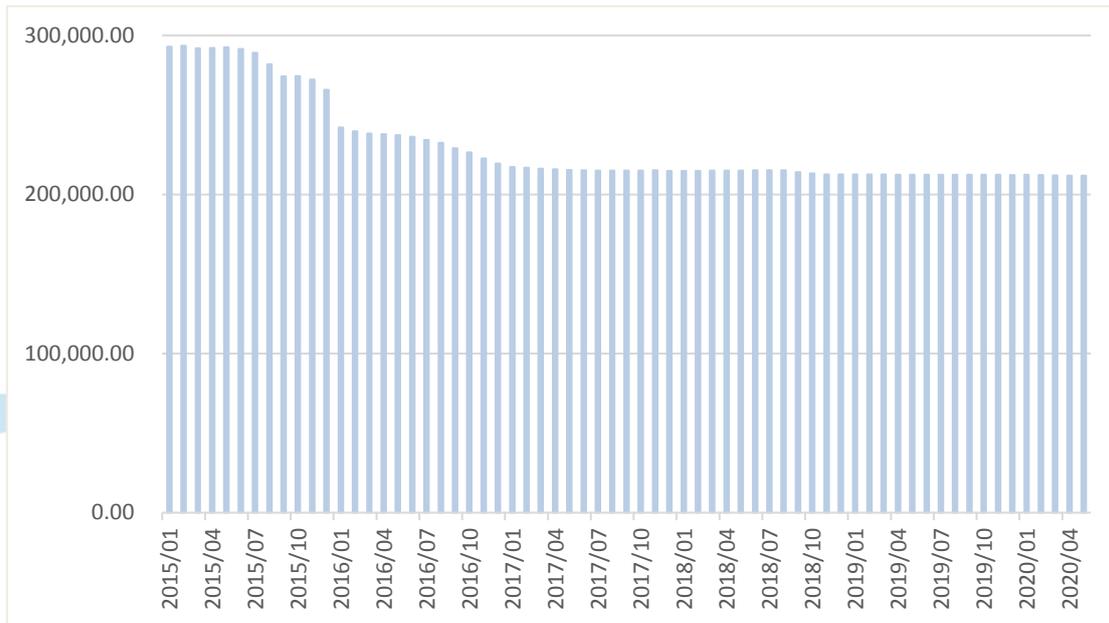
外汇占款

一般而言，人民币贬值预期升温会使得外汇占款流出，进而减少银行体系流动性；反之，则对应着增加市场流动性。但外汇占款的变动非央行主动行为，因此央行创造更加丰富的货币政策工具，来稳定外汇变动给市场的资金供给所带来的影响。继2014年始，2015年后，由于国内人口红利的逐渐消失，外

贸易商品的竞争力下滑，进出口贸易顺差开始收窄，国内外贸易争端的打响，外汇占款逐渐减少，基础货币逐渐收缩，外汇占款呈现下行趋势。

回看 2019 年，中美双方的谈判，11 月的人民币汇率基本处于窄幅整理状态，市场情绪整体偏谨慎，虽然 11 月外汇占款现 16 连降，绝对值变化仍很小，数据表明中国资本流动仍然平稳，对于市场流动性资金的影响不太明显。

图 1：金融机构：人民币：资金运用：中央银行外汇占款（亿元）

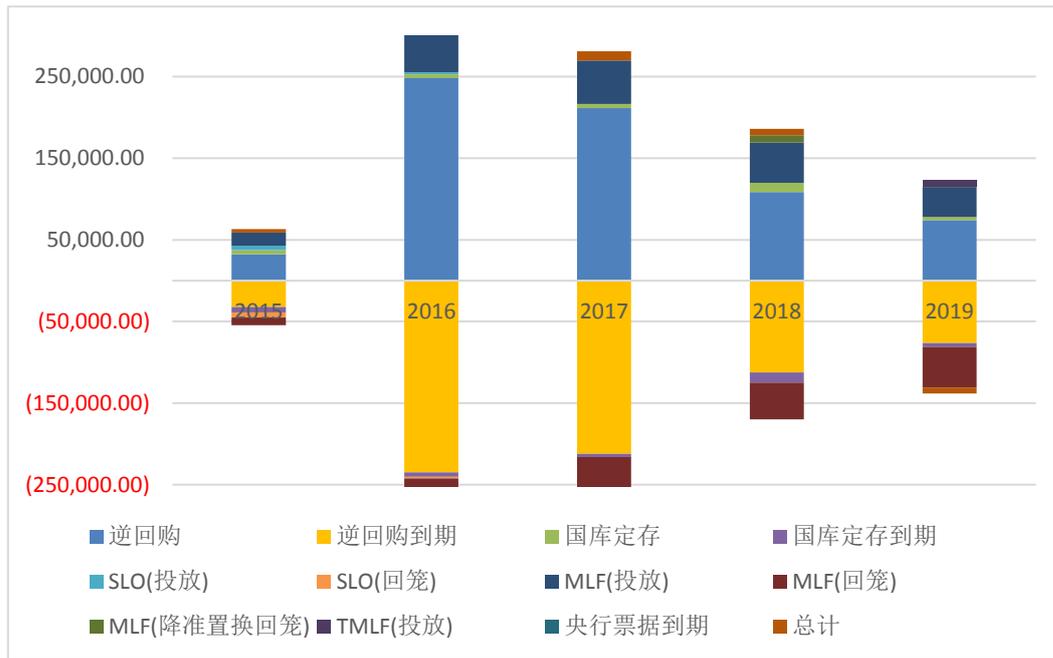


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

公开市场操作

随着货币政策框架的完善，央行公开市场操作工具也不断丰富。央行主要采用公开市场操作工具，以确保市场流动性的合理稳定。下图为 2015 年至 2019 年公开市场操作情况，2016 年是公开市场操作较高频次的一年，其目的是维护金融市场稳定。从经济形势来看，2015 年我国 GDP 增速开始不断下落，宏观经济景气指数低位徘徊，债务违约事件不断出现，PMI 指数在 50 荣枯线下运行等构成了严峻的经济形势。由此，央行的频繁操作意在维稳市场。公开市场操作我们重点关注区间内公开市场操作是净投放还是净回笼，以体现市场流动性流入金融体系还是流出金融体系。

图 2：公开市场操作情况（亿元）



资料来源: Wind、中航证券金融研究所, 中航证券资管业务部

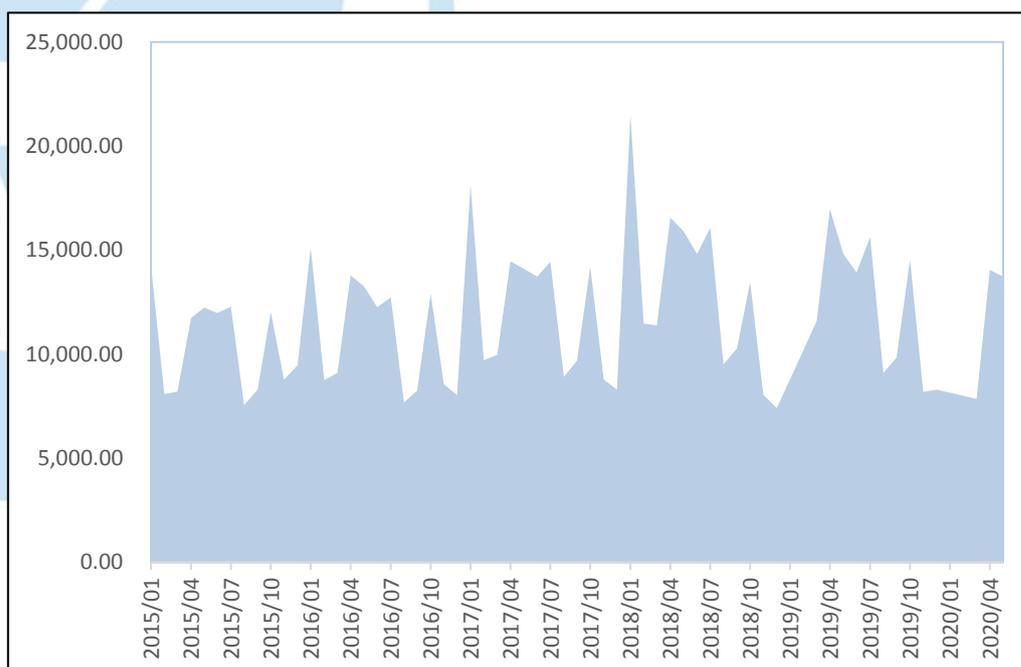
财政存款

财政存款影响因素主要有缴税、国债发行、地方债发行以及财政支出四个因素组成, 这四个因素的变化也伴随着资金面的改变, 以下将逐一分析这四类情况。

1、缴税

缴税均具有较为明显的季节性因素, 由于企业所得税等部门税种可以采用季度申报缴纳的方式, 因此季度申报月份 1、4、7、10 月税款上缴规模会相对更大(下图可见), 导致这四个月的中旬, 资金会大量流向国库与央行, 资金面收紧。

图 3: 税收收入: 当月值 (亿元)



资料来源: Wind、中航证券金融研究所, 中航证券资管业务部

2、国债发行

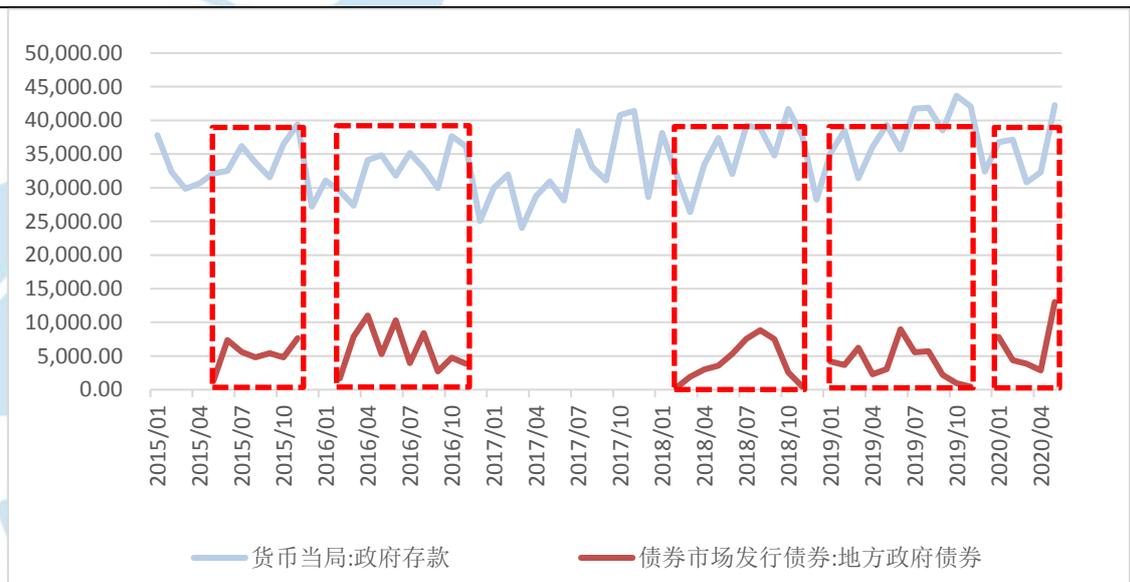
国债的流动性效应主要产生在国债期限结构策略方面; 当政府需要启动经济, 对经济实施刺激时, 可扩大短期国债的发行; 相反, 可扩大长期债券的发行, 以降低市场中的流动性。从现状来看, 目前市场相比前几年国债品种不断丰富, 尤其是今年特别国债的发行对资金面扰动较大, 市场流动性流出金融体系表现强烈。

3、地方债发行

地方债是作为地方政府筹措财政收入的一种形式而发行的。从历史趋势上看, 2015 至至今, 新增地方债发行规模不断扩大, 从 0.64 万亿上升到 3.06 万亿, 逐渐成为地方建设资金的主要来源, 这也间接造成了市场资金的回笼。

地方政府债置换一般不对基础货币构成影响, 新增债会引起对基础货币的消耗。无论认购政府债的是银行还是非银金融机构, 均表现为流动性流出金融体系, 只是在路径上有所差异。银行认购地方债时, 货币当局负债端下的其他存款性公司存款下降, 政府存款上升, 从而导致基础货币下降。如下图所示, 当地方债发行时, 政府存款会呈现上升, 政府存款的增加使得资金流向政府, 市场资金减少; 由此推断出, 当地方债发行时, 市场资金回笼, 市场流动性紧张。

图 4: 政府存款与地方债发行 (亿元)



资料来源: Wind、中航证券金融研究所, 中航证券资管业务部

4、财政支出

财政支出具有典型的季节性, 通常在每个季度末, 尤其是四季度财政支出力度较大, 一般集中在 12 月份。财政支出对补充流动性具有积极作用, 所以一般在大规模财政支出的时点央行会暂停逆回购操作。此时, 市场流动性会较为宽松。

法定存款准备金

法定存款准备金是商业银行按照央行规定的法定存款准备金率缴纳的准备金。市场近 5 年来一直处于下调存款准备金率的情况 (下图为 2015-2019 央行下调法定存款准备金情况), 特别在 2018 年和 2019 年, 央行通过下调法定存款准备金来释放长期资金, 以补充市场资金, 缓解流动性压力。

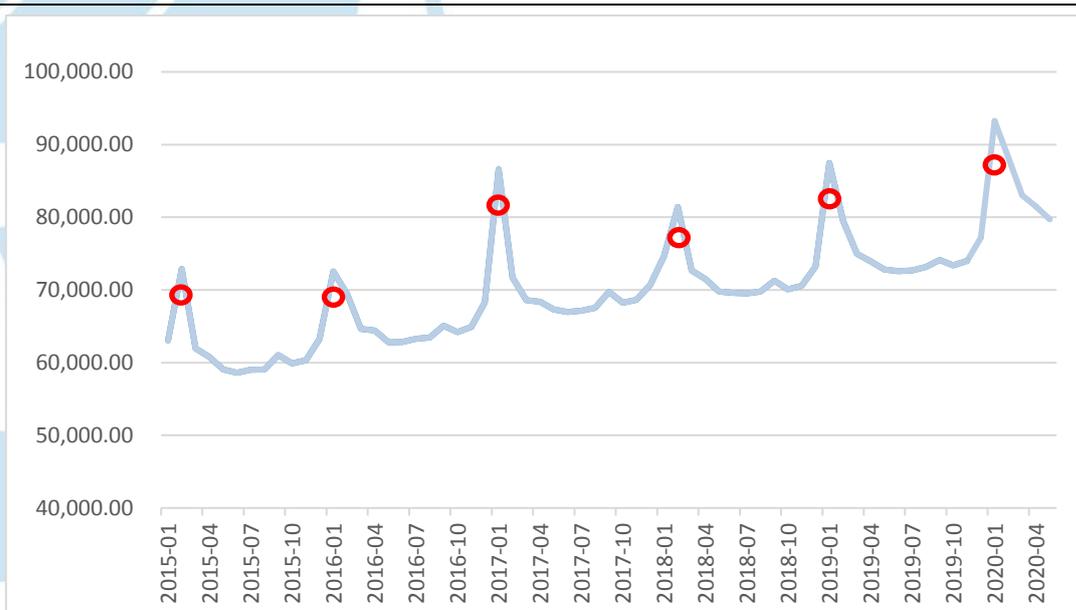
表 2 金融机构法定存款准备金率变化情况

公布时间	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2020-01-01	2020-01-06	13.00%	12.50%	-0.50%	11.00%	10.50%	-0.50%
2019-09-06	2019-09-16	13.50%	13.00%	-0.50%	11.50%	11.00%	-0.50%
2019-01-04	2019-01-25	14.00%	13.50%	-0.50%	12.00%	11.50%	-0.50%
2019-01-04	2019-01-15	14.50%	14.00%	-0.50%	12.50%	12.00%	-0.50%
2018-10-07	2018-10-15	15.50%	14.50%	-1.00%	13.50%	12.50%	-1.00%
2018-06-24	2018-07-05	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018-04-17	2018-04-25	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2016-02-29	2016-03-01	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2015-10-23	2015-10-24	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%
2015-08-25	2015-09-06	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2015-04-19	2015-04-20	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2015-02-04	2015-02-05	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%

资料来源：东方财富网、中航证券金融研究所整理

流通现金 (M0)

货币现金 M0 的波动受节假日影响，春节时间段这种现象较为明显。过年期间，由于居民现金需求增多，需要从银行取出大量现金，因此会造成较大规模的现金漏损，银行体系超储水平下降。对于券商资管集合类产品受 M0 影响较大，客户过年前期赎回增加，会大量减少产品规模，流动性较为吃紧。

图 5: 流通现金 M0 (亿元)


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

二、 资金需求的角度分析流动性

如果我们想评价金融市场（债券市场）的流动性是紧张还是宽松，只看基础货币的供给指标是得不到明确答案的。市场资金的充裕情况，实际上更多的取决于市场对资金需求的满足程度。

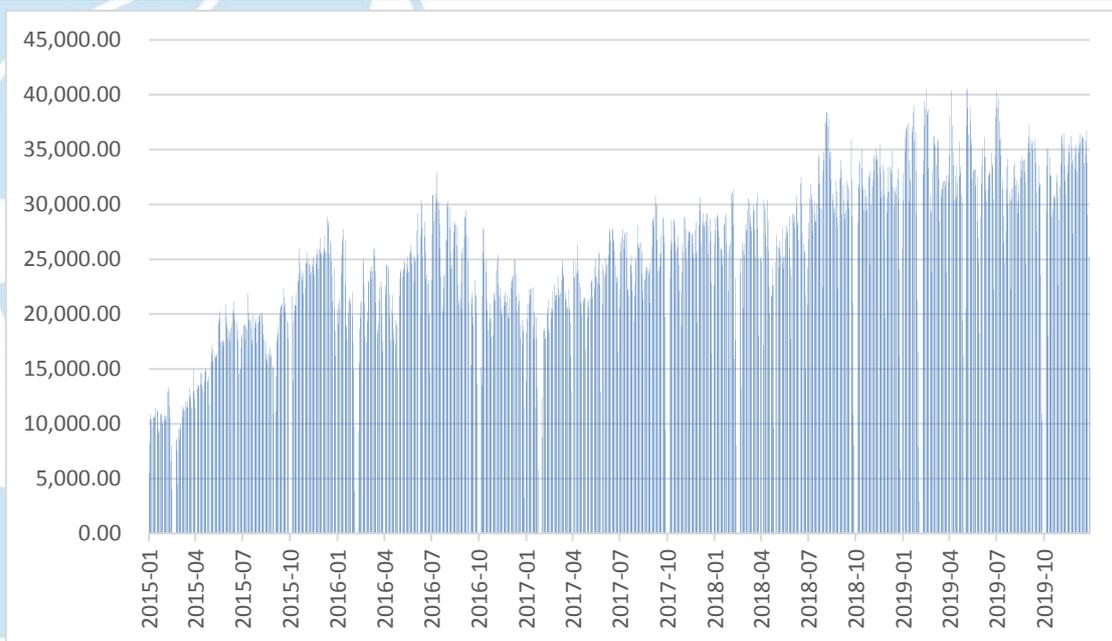
对银行来说，流动性的需求主要来源于：**自身超储资金被占用情况下的清算、结算、补充存款准备金满足法定要求、扩张负债、补平资产负债表、应对季末监管等方面。对非银机构来说，流动性的需求主要来源于加杠杆套息的需求。**

我们用三个方面来对资金需求方进行分析，首先是回购数据量，回购数据量能及时反映出市场对资金的渴求程度，回购成交增多，说明市场资金需求旺盛，在市场供给一定的情况下，会造成资金趋紧。回购价格，多以隔夜和7天的价格为标准；价格走高，表明市场资金存在紧张情绪，但在目前信用谨慎的环境下，价格走高也可能是因为信用风险下沉的因素。同业存单，主要观察同业存单净融资额，净融资额增加，则说明市场情绪宽松，净融资额减少甚至为负，说明融资困难；以下为这三个方面的具体分析。

回购数据量（银行间回购）

一般而言，在不考虑其他因素下，银行间质押式回购成交量越大，说明市场交易频繁、较为活跃，市场对于资金面需求程度较高，市场机构杠杆水平相对较高。由下图可见，从15年至今，市场银行间质押式回购总额增加了近3倍，同时每年的缴税大月，成交量大多都处于减缓状态。此时，货币资金大多流向政府，市场流动性资金链减少。大多金融机构回购成交避开缴税大月，因此在缴税月份成交量会比平时减少，也说明当时流动性存在一定压力。每年节假日，例如元旦前夕、国庆前夕，成交量也会收缩，节后恢复正常。

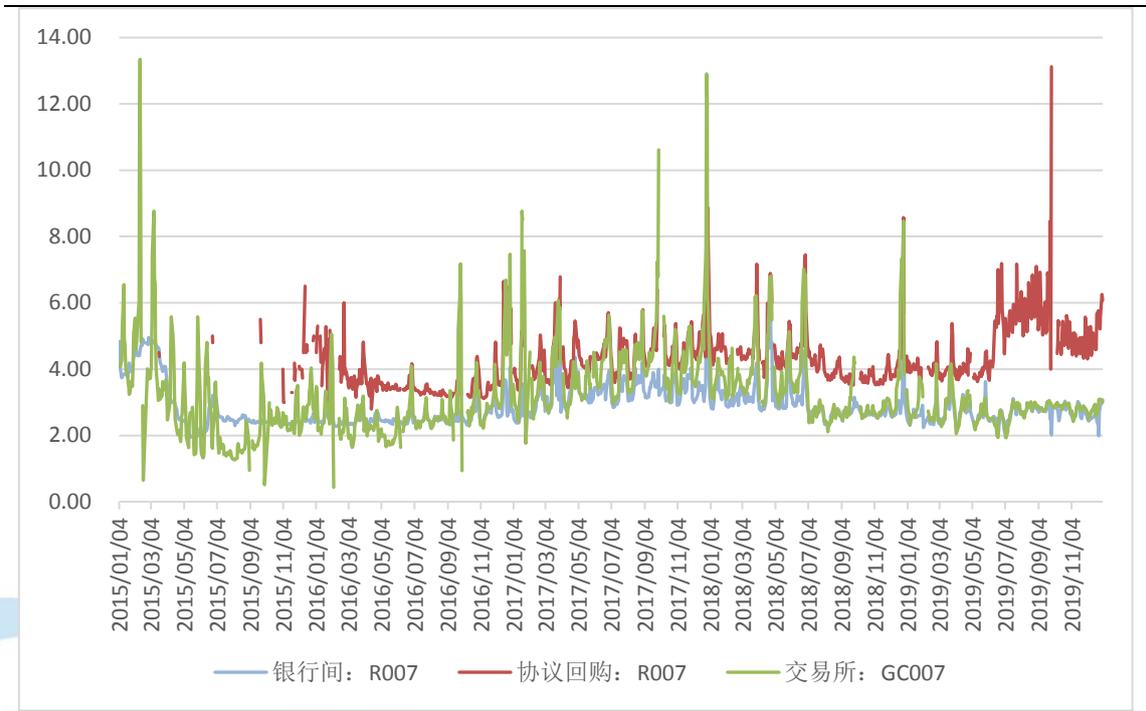
图6：成交量：银行间质押式回购（亿元）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

回购价格（银行间、交易所、协议回购）

图 7：回购价格（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

上图中分别代表了银行间加权 7 天回购利率，交易所协议回购加权 7 天回购利率和交易所场内加权 7 天回购利率。隔夜利率在 2016 年之后波动幅度较大，7 天相对平稳能更好过滤波动性；与更长期限的 14 天或 28 天的资金相比，成交规模又相对更高，更具代表性。所以，R007 是一个相对折中的选择。

银行间回购主要参与者为存款类金融机构，非银机构占比较小，是市场资金参与者最多的资金市场。交易所回购市场里散户、货基和股票型基金是比较常见的资金融出方，券商资管、证券自营和债基相对来是主要的资金融入方。交易所协议回购市场成立较晚，参与者主要是非银金融机构，以券商资管为主。

从上图中我们可以看出我国回购价格波动较大时间段还是在跨年、季度缴税、“黑天鹅”事件发生、监管政策变动等。回看 2018 年，跨元旦和春节前期，资金价格处于一年最高。回看 2019 年，资金价格走高和流动性最为紧张的时间点在 5 月底至 7 月下旬，这是包商“黑天鹅”事件引起的流动性分



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_4155

