



2019-01-21

债券策略报告

银行间流动性淤积是个伪命题么？

流动性专题报告二

相关研究报告：

《利率债 2019 年年度投资策略》

—2018/12/06

《流动性专题报告》—2018/10/31

《通货膨胀专题报告》

—2018/07/24

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

流动性淤积在银行间市场，其流向主导资产价格？

2018 年央行多次降准向市场投放流动性，银行间流动性充足宽裕。但市场普遍认为商业银行并没有将流动性投向实体经济导致大量资金淤积在银行间市场，未来这些资金流向哪里，哪里的资产价格将会暴涨。这种观点正确吗？我们将探讨这个问题。

M2 增速下滑与货币乘数提高相互矛盾。

从广义货币来看，2018 年广义货币 M2 同比增速自 2 月以来持续下降且屡创新低，这似乎印证了商业银行不放贷导致流动性淤积在银行间市场的说法。但是 2018 年货币乘数由 1 月的 5.60 一路上升至年底的 5.93。不断提高的货币乘数说明商业银行放贷活动较之前更为积极，这与流动性淤积在银行间市场的说法似乎矛盾。

降准导致法定存款准备金下滑，拖累 M2 增速

我们知道 M2 是基础货币与货币乘数的乘积，货币乘数提高与 M2 同比增速下滑，那就需要看基础货币的变化。基础货币同比增速 2018 年持续下降，目前已负增长。其中，占比最大的准备金增速也持续下降；准备金中的法定准备金增速同样持续下降，这与央行多次降准密切相关。因此，2018 年央行多次降准与 M2 增速下滑有一定联系。

商业银行放贷确实更为积极

从理论角度来说，央行降准会提高货币乘数。但是如果商业银行不发放贷款，那么降准并不会改变基础货币。从实际数据来看，2018 年以来各贷款同比增速持续提升，这说明说明了商业银行有在积极投放贷款。而基础货币的减少，也印证了商业银行拿到央行投放的流动性后对外进行了投放，这也导致了货币乘数的上升。

超额存款准备金同比增速提高明显，超储率较去年同期也在提高

那么流动性淤积在银行间市场这种说法是不是伪命题呢？又怎么理解 M2 增速在不断下滑乃至创新低？这其中的关键在于超额存款准备金的变化。2018 年以来，超额存款准备金同比增速提高明显；与此同时，2018 年超储率较去年同期也是提高的。需要说明的是超储率在 2018 年前三季度低于 2017 年四季度的水平，看起来超储率在不断下降。这

仅仅是季节性规律，超储率在四季度往往都会达到一个高点。

商业银行信贷扩张低于降准导致货币乘数提高的理论值

这背后的逻辑在于央行降准之后商业银行信贷活动确实更为积极，但是其扩张仍然不够积极。2018 年央行 3 次降准将存款准备金率由 15% 降至 12.5% 水平。从理论上来说，货币乘数应提高 20%，但从实际情况来看，货币乘数提高幅度仅为 13%。这说明商业银行所开展信贷活动的扩张程度低于降准所推动货币乘数提高幅度的理论值。商业银行存款创造效应的不充分导致了广义货币 M2 同比增的下降。因此，流动性淤积在商业银行这一说法虽不准确，但在某种程度上有一定的合理性。

淤积资金疏通或带来大量债市增配资金

根据我们的测算，淤积在银行间市场的流动性规模约在五千亿左右，当前主要用于银行同业市场，并不进行存款创造。2019 年宽信用实现有两种情形，淤积资金疏通将带来 3 万亿增量资金。第一，宽信用政策起效果，理财产品或迎来大量增量资金；第二，城投或地产政策明显松动，相关信用债风险溢价或收窄，带来投资机会。

风险提示

央行去杠杆态度依然严厉；

外汇占款减少对基础货币的挤出效应。

目录

一、 流动性淤积在银行间市场，其流向主导资产价格？.....	5
二、 银行间流动性淤积是一个伪命题吗？	5
(一) M2 增速下滑与货币乘数提高相互矛盾.....	5
(二) 降准导致法定存款准备金下滑，拖累 M2 增速.....	6
(三) 商业银行放贷确实更为积极.....	7
(四) 信贷扩张仍不够，超额准备金同比增速提高明显.....	8
三、 淤积资金疏通或带来大量债市增配资金	9
四、 风险提示	11

图表目录

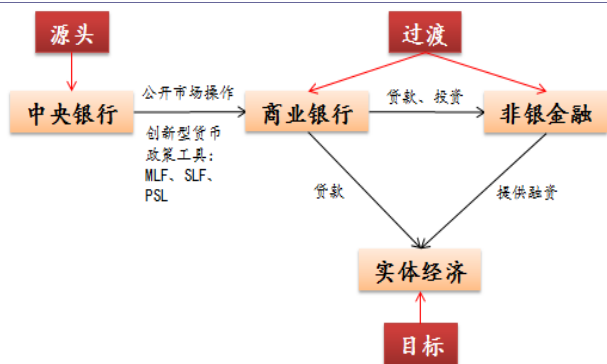
图表 1：流动性分层	5
图表 2：货币市场利率	5
图表 3：M2 同比增速持续下降	5
图表 4：货币乘数在提高	5
图表 5：基础货币同比增速	6
图表 6：基础货币构成	7
图表 7：准备金同比	7
图表 8：准备金结构	7
图表 9：法定准备金同比增速持续下降	7
图表 10：各项贷款同比	8
图表 11：超额准备金同比	8
图表 12：超储率变化	8
图表 13：超额准备金	9
图表 14：债券市场同业存单托管余额	9
图表 15：2017 年理财产品投资资产占比	10
图表 16：未来理财产品余额分类占比	10

一、流动性淤积在银行间市场，其流向主导资产价格？

2018年央行先后3次下调法定存款准备金率，并增加MLF投放，全年法定存款准备金率下调幅度达2.5%，可见央行在不断向市场投放流动性，从货币市场利率来看，2018年下半年以来市场利率一直维持在相对低位，银行间流动性供应充足宽裕。

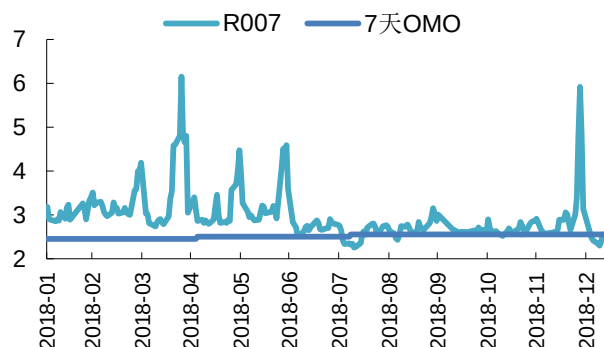
目前市场普遍认为，尽管央行货币政策在不断放水，从资金的流向途径来看，作为承担资金过渡，承上启下环节的商业银行并没有将流动性真正向实体经济进行投放，大量资金堆积在商业银行形成资金“堰塞湖”，因此，市场普遍认为未来资金流向哪里，哪里的资产价格将会暴涨。

图表 1：流动性分层



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：货币市场利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、银行间流动性淤积是一个伪命题吗？

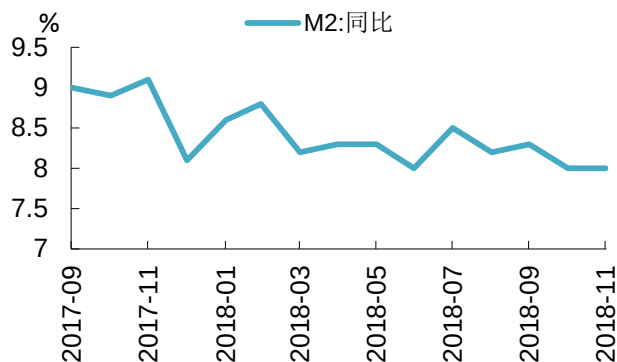
（一）M2 增速下滑与货币乘数提高相互矛盾

从广义货币来看，2018年广义货币M2同比增速自2月以来持续下降且屡创新低，12月广义货币余额同比增长仅8.1%，这似乎印证了商业银行不放贷导致流动性淤积在银行间市场的说法。

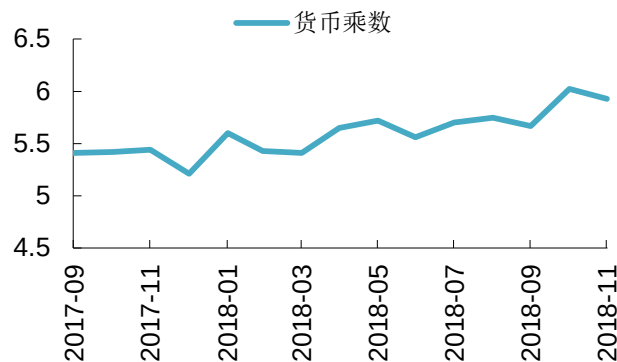
但是2018年货币乘数由1月的5.60一路上升至年底的5.93。理论上，货币乘数反映的是既定规模的基础货币变动所引起货币供给量的相应变动。不断提高的货币乘数说明商业银行放贷活动较之前更为积极，这与流动性淤积在银行间市场的说法似乎矛盾。

图表 3：M2 同比增速持续下降

图表 4：货币乘数在提高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



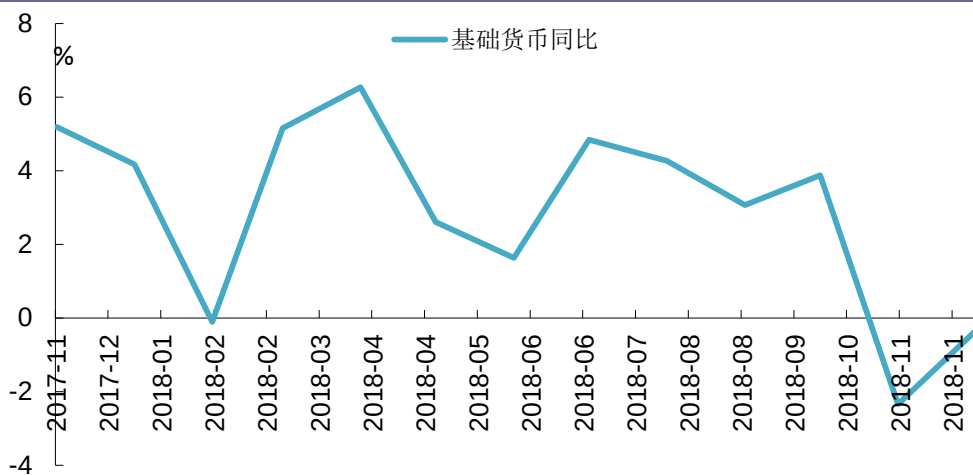
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 降准导致法定存款准备金下滑，拖累 M2 增速

M2增速下滑是因为基础货币同比增速下滑

我们知道M2是基础货币与货币乘数的乘积，货币乘数提高与M2同比增速下滑，那就需要看基础货币的变化。基础货币同比增速已由2018年9月的3.88%转为10月负向的2.34%，可见基础货币已出现负增长。结合前述实际情况分析，广义货币（M2）余额同比增速持续下降的根本原因在于基础货币的同比增速在持续下降。

图表5：基础货币同比增速



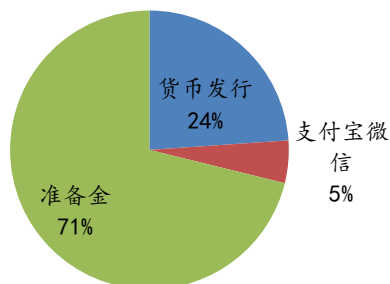
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

占比最大的准备金同比增速下滑导致基础货币增速下滑

具体来看，基础货币主要由三部分组成，分别是准备金、货币发行以及以支付宝和微信为代表的支付机构客户备付金项目。与基础货币同比增速变化相一致的，占比达71%的准备金项目同比增速也由2018年9月的1.11%转为10月负向的7.86%，可见基础

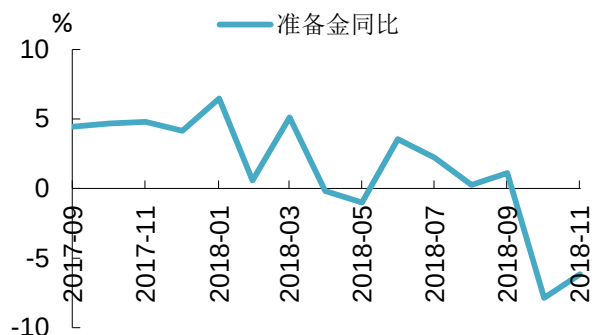
货币同比增速持续下降的原因在于占比最大的准备金项目同比的大幅下滑。

图表 6：基础货币构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：准备金同比



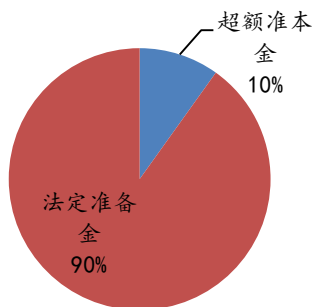
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

多次降准导致法定存款准备金余额同比增速下滑

再进一步分析，准备金由法定存款准备金和超额存款准备金两个项目构成，其中，法定存款准备金所占准备金比重在90%。2018年以来，法定存款准备金同比增速大幅下滑，12月法定存款准备金同比增速已是负向5.76%水平，这与央行2018年全年共计下调法定存款准备金率2.5%相对应。可见，法定存款准备金同比大幅下滑导致了2018年准备金总体同比增速的大幅下滑。

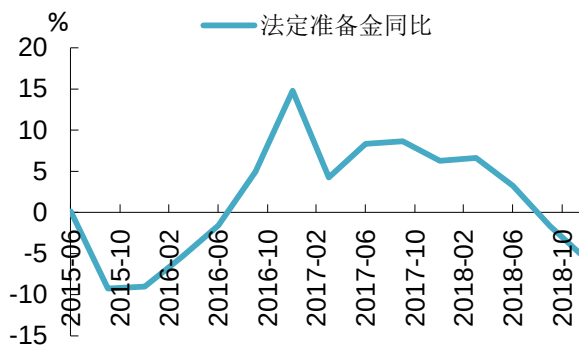
因此，2018年央行多次降准与M2增速下滑有一定联系。

图表 8：准备金结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：法定准备金同比增速持续下降



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

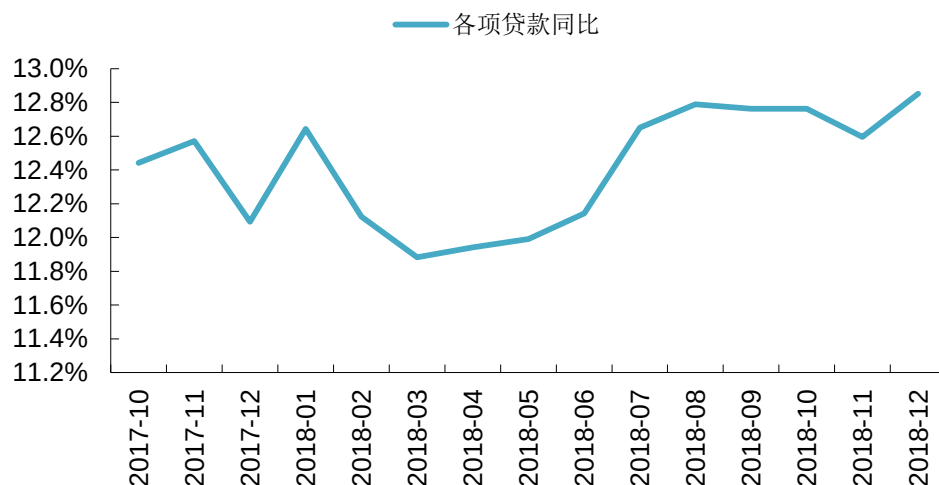
(三) 商业银行放贷确实更为积极

从理论角度来说，法定存款准备金率与货币乘数的负向相关性决定了央行降准将

提高货币乘数。如果商业银行不发放贷款，那么存款准备金率的不断下调并不会带来基础货币的变化。

从实际数据来看，2018年以来各贷款同比增速持续提升，这说明说明了商业银行有在积极投放贷款。而基础货币的减少，也印证了商业银行拿到央行投放的流动性后对外进行了投放，这也导致了货币乘数的上升。

图表10：各项贷款同比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 信贷扩张仍不够，超额准备金同比增速提高明显

那么流动性淤积在银行间市场这种说法是不是伪命题呢？又怎么理解M2增速在不斷下滑乃至创新低？

超额存款准备金同比增速提高明显，超储率较去年同期也在提高

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_96

