



任泽平：全面解析四轮流动性周期及大类资产走势





摘要

经济周期轮动，驱动货币政策调整，触发流动性周期性变化。流动性周期由经济周期和货币政策周期共同驱动，并反作用于经济运行和大类资产，呈现“经济周期-货币政策周期-狭义流动性-广义流动性”的轮动规律。我们构建流动性分析框架，从触发因素、政策组合、流动性演绎、大类资产四大维度全面刻画流动性运行规律，并梳理 2008 年以来四轮典型的流动性周期。

第一轮周期（2008.9-2011.10）外部危机触发全面宽松，通胀高企触发收紧，流动性传导通。2008 年宽松周期由全球经济危机触发，四万亿出台，央行 4 次降准 5 次降息，叠加房地产放松限购，流动性骤然转松，宽

货币迅速传导至宽信用，GDP 两个季度企稳，股、债、商品、房地产均上涨明显。2009 年下半年，通胀持续走高，紧货币 6 个月传导至紧信用，资产价格分化，股市结构性行情，债市走熊，房地产高位横盘。

第二轮周期 (2011.11-2012.6) 经济内生增长动力不足，流动性转松，但持续时间较短，为防风险转紧。2011 年 2 季度起经济增速开始持续下行，采取宽货币、宽财政、控地产的组合，2011 年末狭义和广义流动性同步宽松，约 4 个季度后 GDP 触底企稳，股市小幅反弹、债市走牛，商品因全球经济萎靡继续走低，房地产企稳。2012 年下半年，影子银行扩张，为防风险政策收紧，引发钱荒，股市震荡，债市走熊，商品延续下跌，房地产大涨。

第三轮周期 (2014.4-2018.3) 经济下行压力加大，触发全面宽松，宽松持续 27 个月之长，滋生脱实向虚金融风险，2016 年下半年收紧。2014 年 4 月狭义流动性转松，宽松持续长达 27 个月，约 1 年半 GDP 企稳。股市经历大起大落、债市长牛、一线城市房地产延续大涨。2016 年 8 月防范金融脱实向虚风险，去杠杆，流动性收紧，15 个月传导至紧信用，股市分化，大盘价值股跑赢，债市走熊，商品因去产能、环保督察供给受限，商品迎来牛市，房地产延续一线城市大涨行情。

第四轮周期 (2018.4 至今) 中美贸易摩擦、经济下行一度宽松货币，2020 年疫情冲击，再度放松，2020 年 5 月回归正常化。2018 年先是由于中美贸易摩擦、国内中小企业经营压力大，宽松货币，但实体经济需求

不高，传导不畅，宽信用传导 11 个月，此后包商事件等，货币政策进入两难期。2020 年疫情冲击，货币政策立即响应，经济复苏韧性强，2 个月有效传导至宽信用。2020 年 5 月伴随经济企稳，货币政策回归正常化，但为防范金融风险，狭义流动性保持宽松，广义逐步收紧。大类资产表现上，股市呈现 2 轮小牛市，债市走牛，商品因大宗商品上涨而走牛，房地产分化。

总结来看，四大维度梳理流动性来龙去脉，可以发现以下趋势：

1) 从触发因素来看，经济下行和外部冲击通常是流动性宽松的触发条件，通胀预期和风险暴露多为流动性收紧条件，而且后者重要性不断提升；外生因素触发的政策转向力度往往更强、政策传导效果较好，内生因素触发的政策转向更慢，传导链条更长。

2) 从政策操作来看，呈现从全面性转向结构性、从数量型向价格型转变。历次宽松周期都离不开降息降准的支持，但紧缩期操作，仅第一轮收紧周期使用升准升息工具，此后的收紧过程中，多采用上调政策利率、减少公开市场流动性投放等工具，尽量避免大幅收紧流动性给实体经济带来冲击，同时配合宏观审慎政策，围堵资金流向房地产、两高一剩行业。

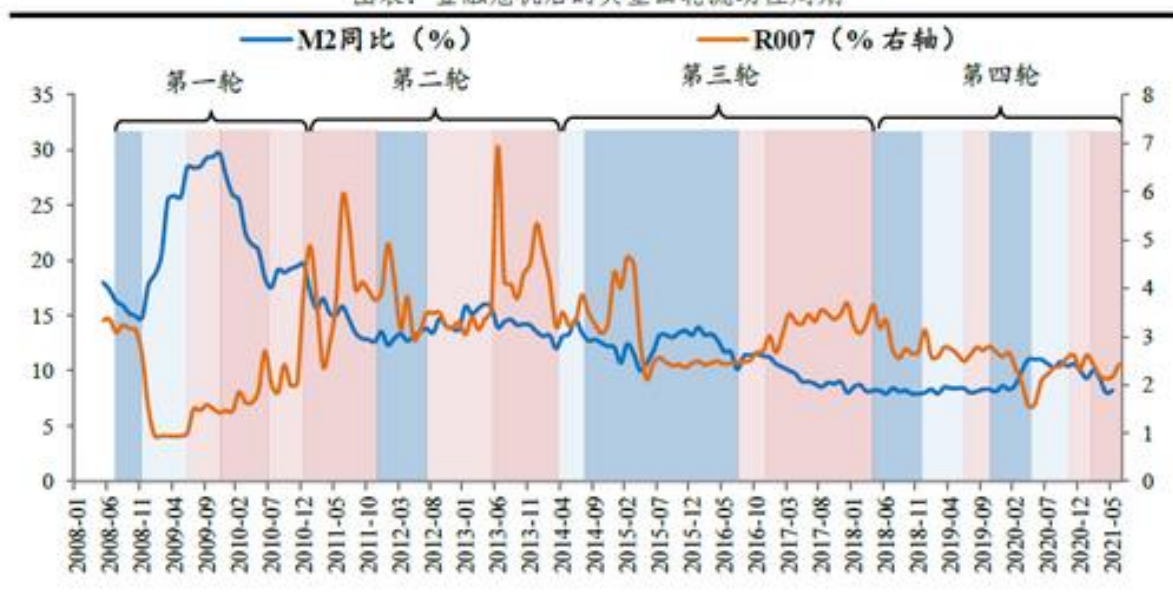
3) 从流动性演绎来看，一轮流动性周期通常持续 3-4 年，宽松期平均持续 12 个月左右，紧缩期平均持续 22 个月。但宽松期有逐步拉长趋势，表明政策刺激对经济的拉动作用边际递减，不得不延长宽松期限达到政策目标，以时间换空间。

4) 从大类资产表现来看，狭义流动性周期与债市关系密切，广义流动性周期与股市、房地产、商品相关性更强。传导效率上，股市反映流动性预期，股市上涨与货币宽松时滞较短，商品市场上涨与流动性滞后性更强。

展望未来，今年一季度是经济顶部，二三四季度边际放缓，货币政策会对经济和市场逐渐转向友好，货币政策稳健偏松、“以我为主”，下半年将呈现“稳货币，稳信用”格局。

风险提示：金融风险，疫情反复、美联储缩表等风险因素爆发

图表：金融危机后的典型四轮流动性周期



资料来源：泽平宏观

注：鉴于数据时间跨度，狭义流动性宽松以 R007 测度，广义流动性以 M2 为测度，分为四大周期，深蓝色代表衰退期，流动性为“狭义松、广义紧”，浅蓝色代表复苏期，流动性呈现“狭义紧、广义松”，浅粉色代表过热期，“狭义紧，广义松”，深粉色代表滞胀期“狭义紧，广义紧”。

目录

1. 流动性周期分析框架

1.1 流动性的界定与度量

1.2 流动性分析框架

2. 金融危机后的四轮典型流动性周期

2.1 第一轮流动性周期

2.1.1 宽松期 (2008.9-2009.06): 次贷危机触发流动性骤然转松, 政策全面宽松

2.1.2 紧缩期 (2009.7-2011.10): 通胀高企, 流动性收紧

2.2 第二轮流动性周期

2.2.1 宽松期 (2011.11-2012.6): 经济内生动力不足, 开启宽松周期

2.2.2 紧缩期 (2012.7-2014.3): 为防风险政策收紧

2.3 第三轮流动性周期

2.3.1 宽松期 (2014.4-2016.7): 托底经济, 启动全面宽松

2.3.2 紧缩期 (2016.8-2018.3): 为防风险收紧流动性, 双支柱框架形成

2.4 第四轮流动性周期

2.4.1 宽松期 (2018.4-2020.4): 经济下行压力, 叠加疫情冲击, 触

发流动性宽松

2.4.2 紧缩期（2020.5-至今）通胀预期，流动性收紧

3. 总结和展望

3.1 总结：四大维度梳理流动性来龙去脉

3.2 展望：随着经济周期从滞涨转为衰退，货币政策稳健偏松、“以我为主”，下半年将呈现“稳货币，稳信用”格局

正文

1. 流动性周期分析框架

1.1 流动性的界定与度量

何为流动性？微观市场层面，流动性是一项资产转变为支付手段的难易程度，代表资产的变现能力。而在宏观经济层面，货币作为流动性最强的资产，通常将其理解为不同统计口径的货币信贷总量，衡量资金宽裕程度。

根据不同市场层次，流动性有狭义和广义之分。狭义流动性指银行间市场的资金状况，受央行基础货币投放、存款准备金、政府存款等影响。广义流动性是指实体经济流动性，同时受到实体经济融资需求、传导渠道、资金供给等多重因素影响，反应实体经济的融资难易度及成本。

狭义流动性与广义流动性相互影响。一方面，狭义流动性是广义流动性的供给基础。商业银行发放贷款，需要缴纳存款准备金，此时，作为超额存款准备金的狭义流动性减少，用以支持广义流动性的扩张。另一方面，广义流动性不一定与狭义流动性同步变化。如果融资需求不足，或者严监管束资金流入渠道，广义流动性无法扩张，可能会导致狭义流动性淤积。

流动性可从量价两个视角观测。狭义流动性观测指标，“量”主要看超储率，反映商业银行可自由支配的资金，“价”指标包括 DR007、R007 等，我国货币政策从数量型向价格型调控转变，央行培育 DR007 成为市场基准利率，旨在降低信用风险对利率定价的扰动，因此在衡量狭义流动性松紧状况时，价优于量，DR007 优于 R007。广义流动性上，“量”观测指标包括 M2、社融增速，“价”的观测指标包括贷款利率等。

1.2 流动性分析框架

图表：流动性分析框架



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_32838

