

流动性的扩散与收敛

专题报告 · 宏观经济

证券分析师：董德志
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001
电话：021-60933158
邮箱：dongdz@guosen.com.cn

- **流动性：一个说不清、理还乱的概念**

- 涨跌归因流动性，其实啥也说不清；
- 各子市场流动性的供需分拆；
- 本篇以货币市场流动性为分析焦点；

- **货币市场流动性的“锚”与传导**

- （政策）利率走廊与利率中枢；
- 资金成本是一个重要影响因素吗？
- 三大经济体的调节机制类比；

- **疫情时期，货币流动性的扩散与收敛**

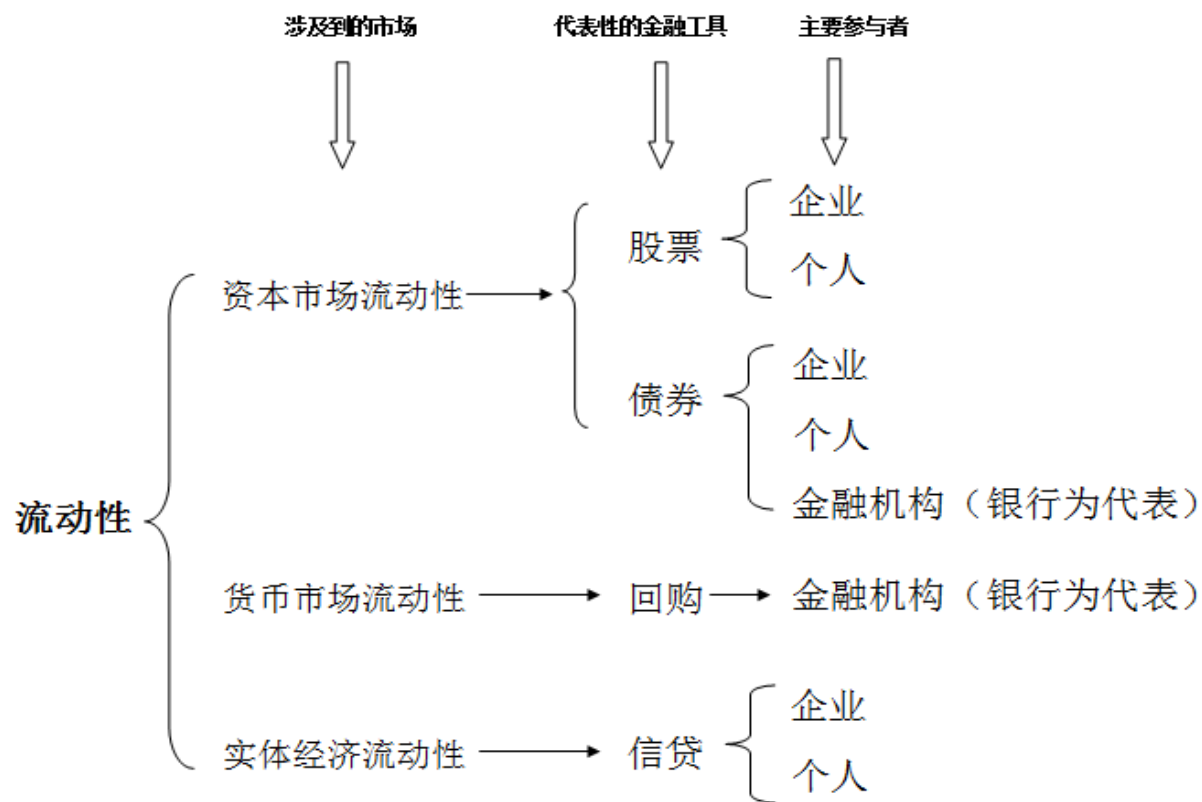
- 疫情时期的流动性管理；
- 流动性的扩散与收敛；
- 流动性收敛的时机与方式；

● 流动性的分类与供需分拆

- 各子市场流动性概念的梳理与分析；
- 各类流动性供需分拆；
- 本篇以货币市场流动性为分析焦点；

➤ 流动性的分类

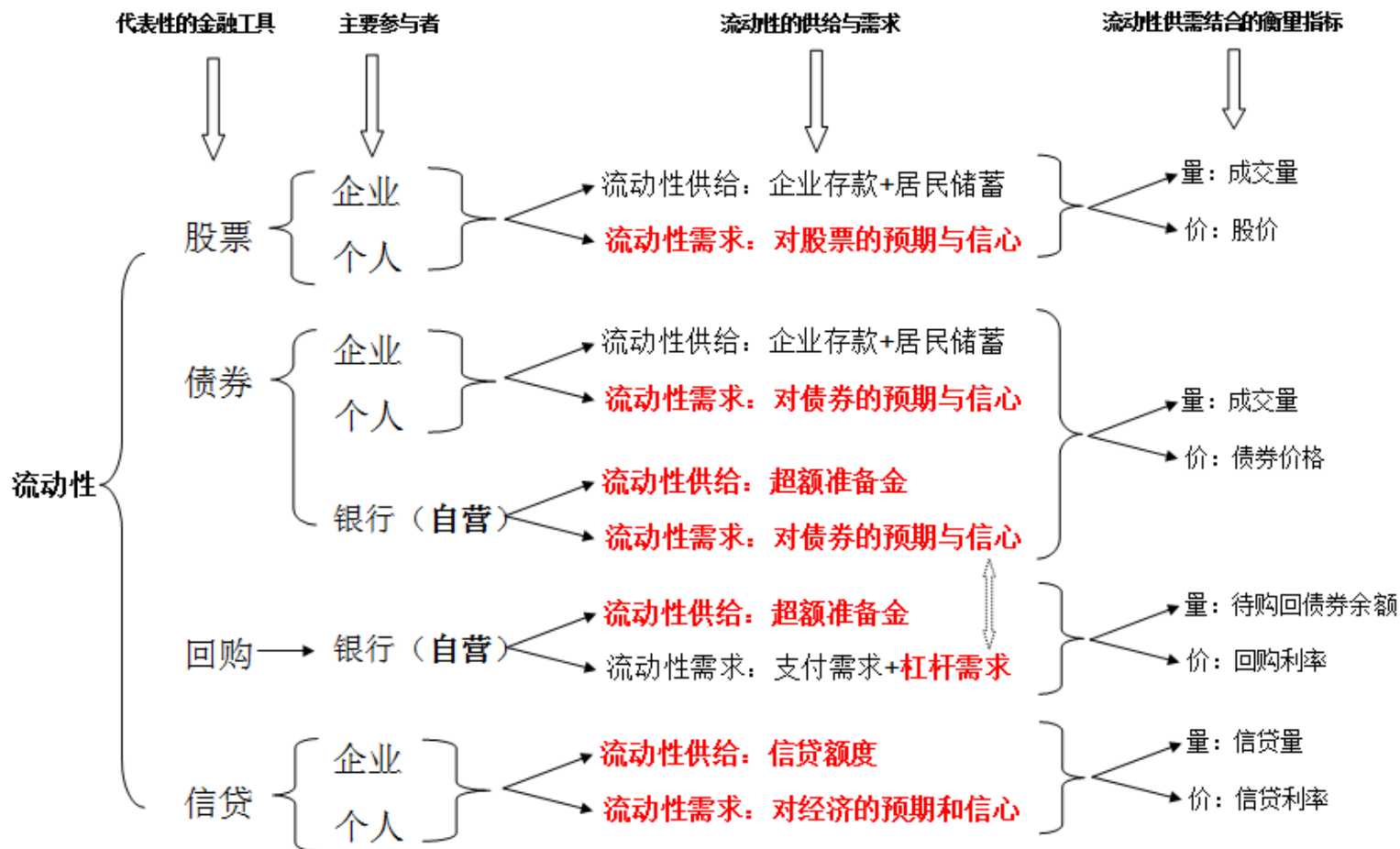
- ✓ 我们这里所提的“流动性”概念是指资金的供需结合；
- ✓ 按照所涉市场、代表性金融工具以及主要参与者做如下划分；



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

➤ 各种金融工具的流动性供需分析

✓ 在供需结构分析中，红色部分是市场关注的焦点；

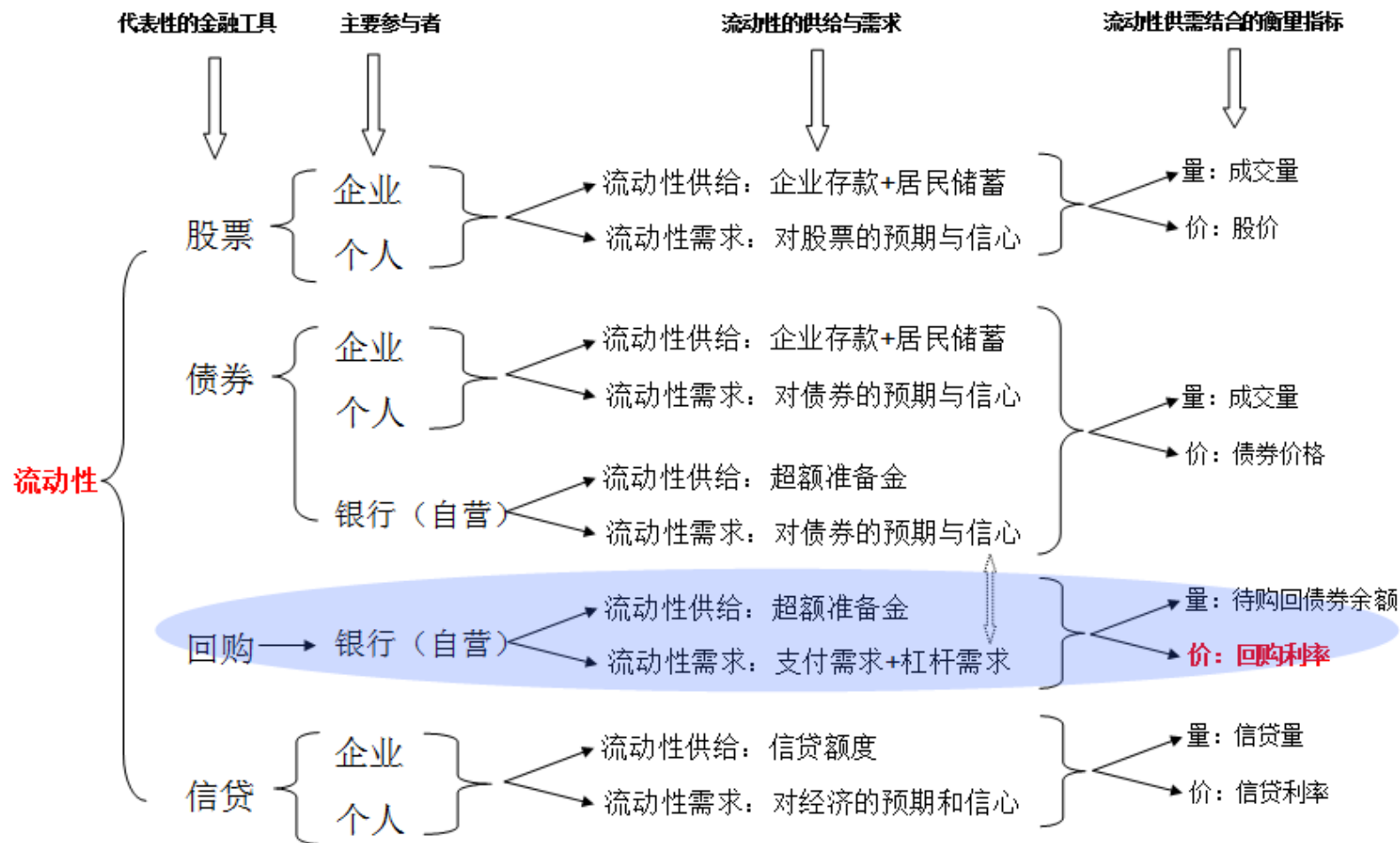


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

本篇主要分析的是货币市场流动性

➤ 分析立足点是货币市场流动性

✓ 以货币市场流动性作为分析对象，以回购利率作为分析焦点；



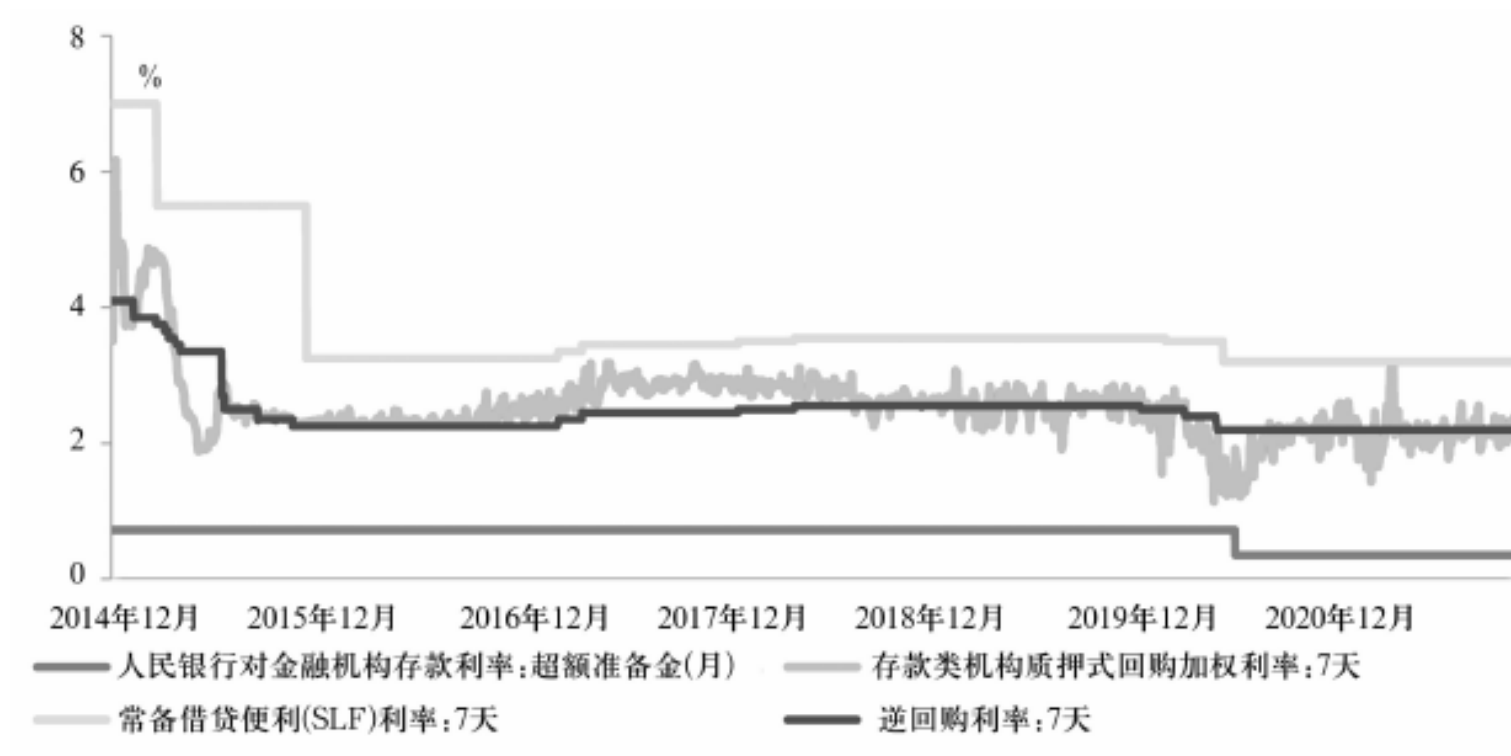
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

● 货币市场流动性的“锚”与传导

- （政策）利率走廊与利率中枢；
- 资金成本是一个重要影响因素吗？
- 中、美、欧三大经济体的调节机制类比；

➤ 两个重要指标

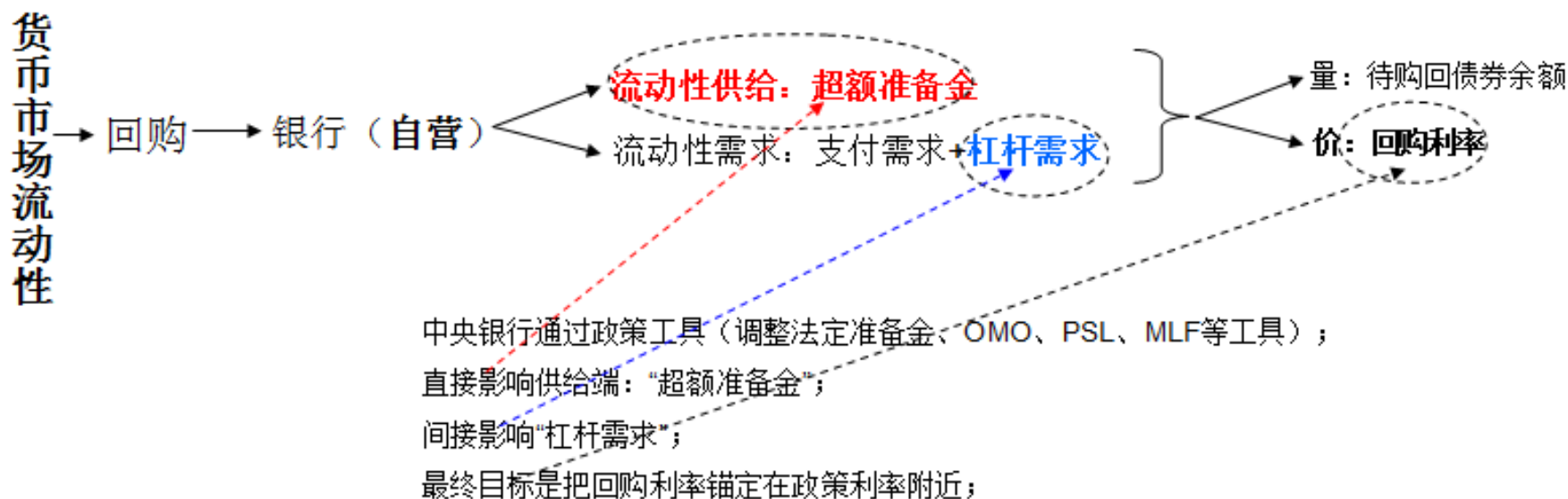
- ✓ 利率走廊;
- ✓ 利率中枢;



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

➤ 具体传导机制

- ✓ 中央银行通过政策工具（调整法定准备金、OMO、PSL、MLF等工具）；
- ✓ 直接影响供给端：“超额准备金”
- ✓ 间接影响“杠杆需求”；
- ✓ 最终目标是把回购利率锚定在政策利率附近；

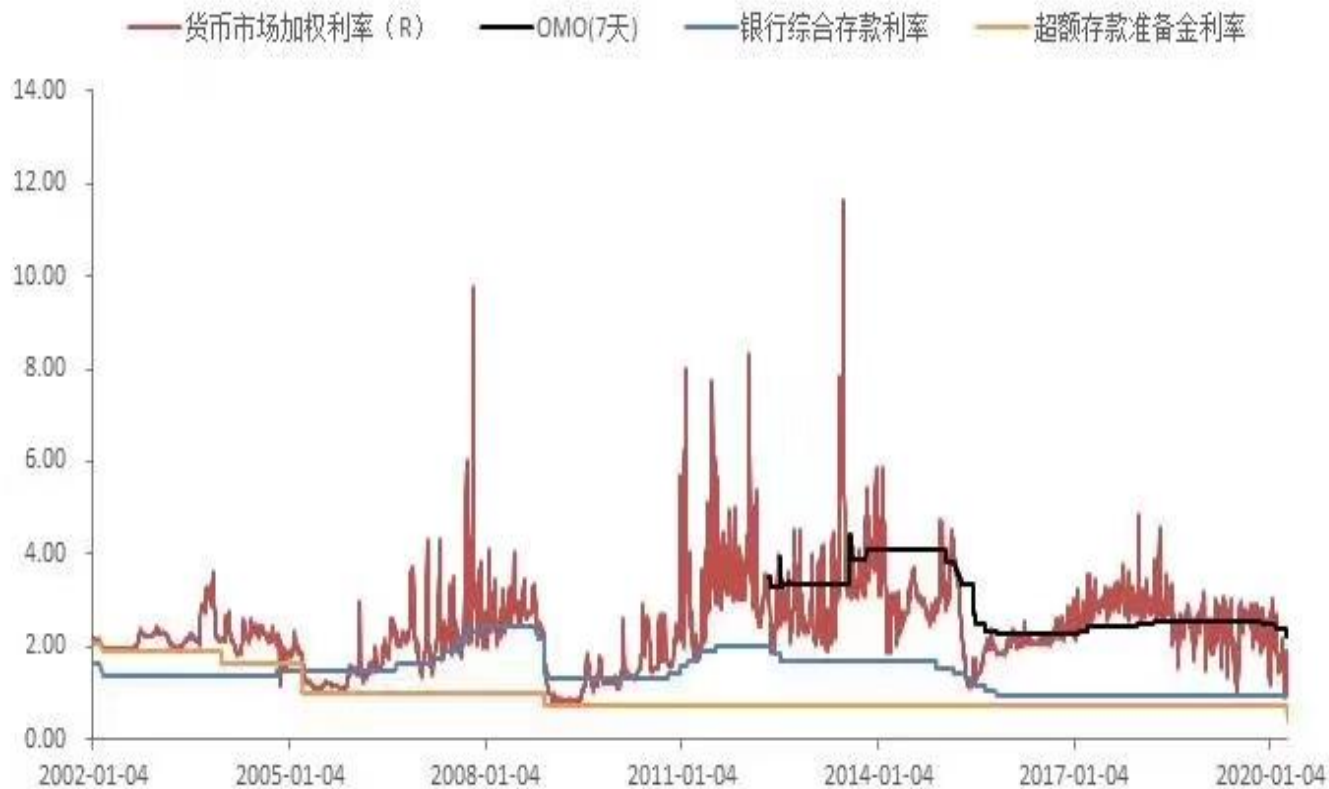


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

银行的资金成本是一个重要的影响因素吗？

➤ 银行的资金成本不是一个重要的影响因素

- ✓ 从微观经济学角度来看，两害相权取其轻；
- ✓ 银行的资金成本不是一个重要的影响因素；

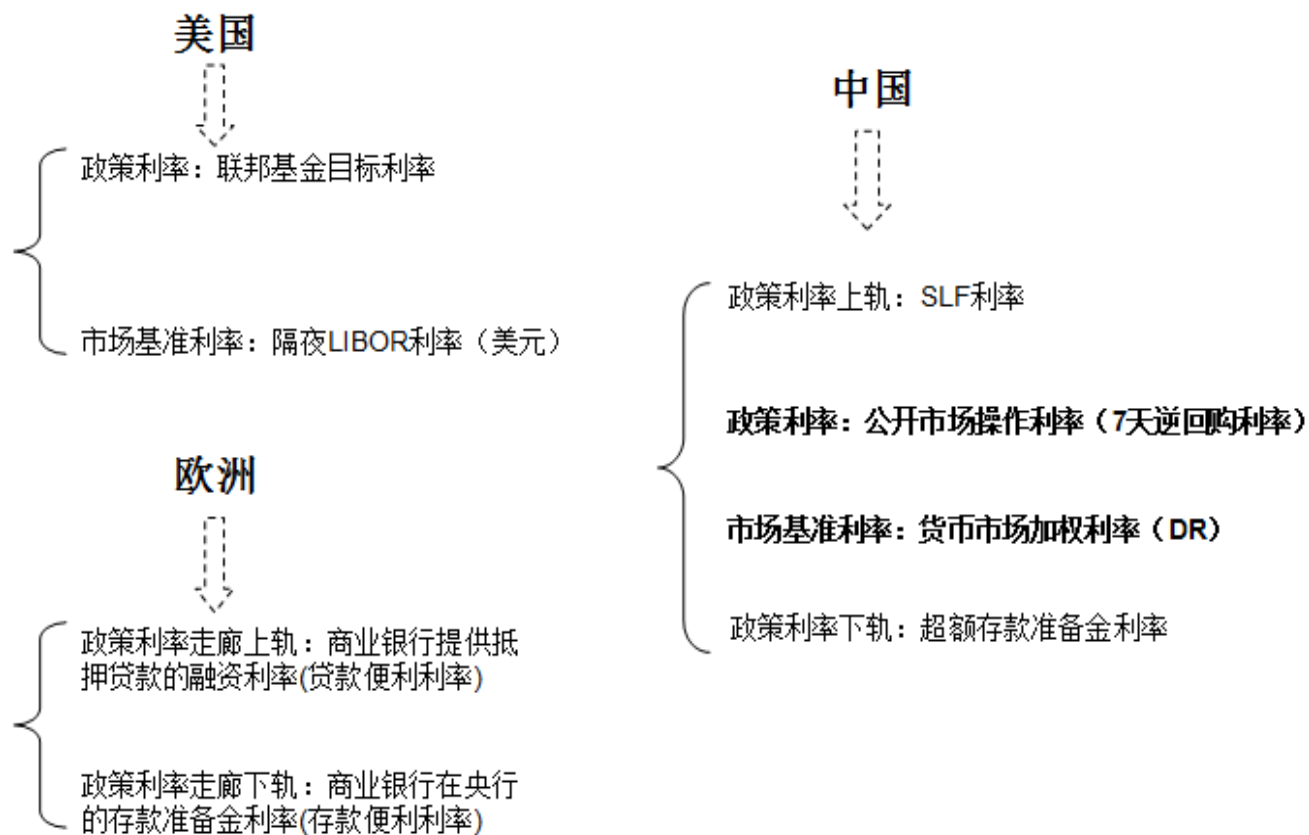


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

结论：“走廊”重要，“中枢”尤为重要

➤ 美、中、欧三国

- ✓ 货币市场加权利率概念；
- ✓ 货币市场加权利率应该围绕在政策利率（OMO—7天回购）附近窄幅波动；



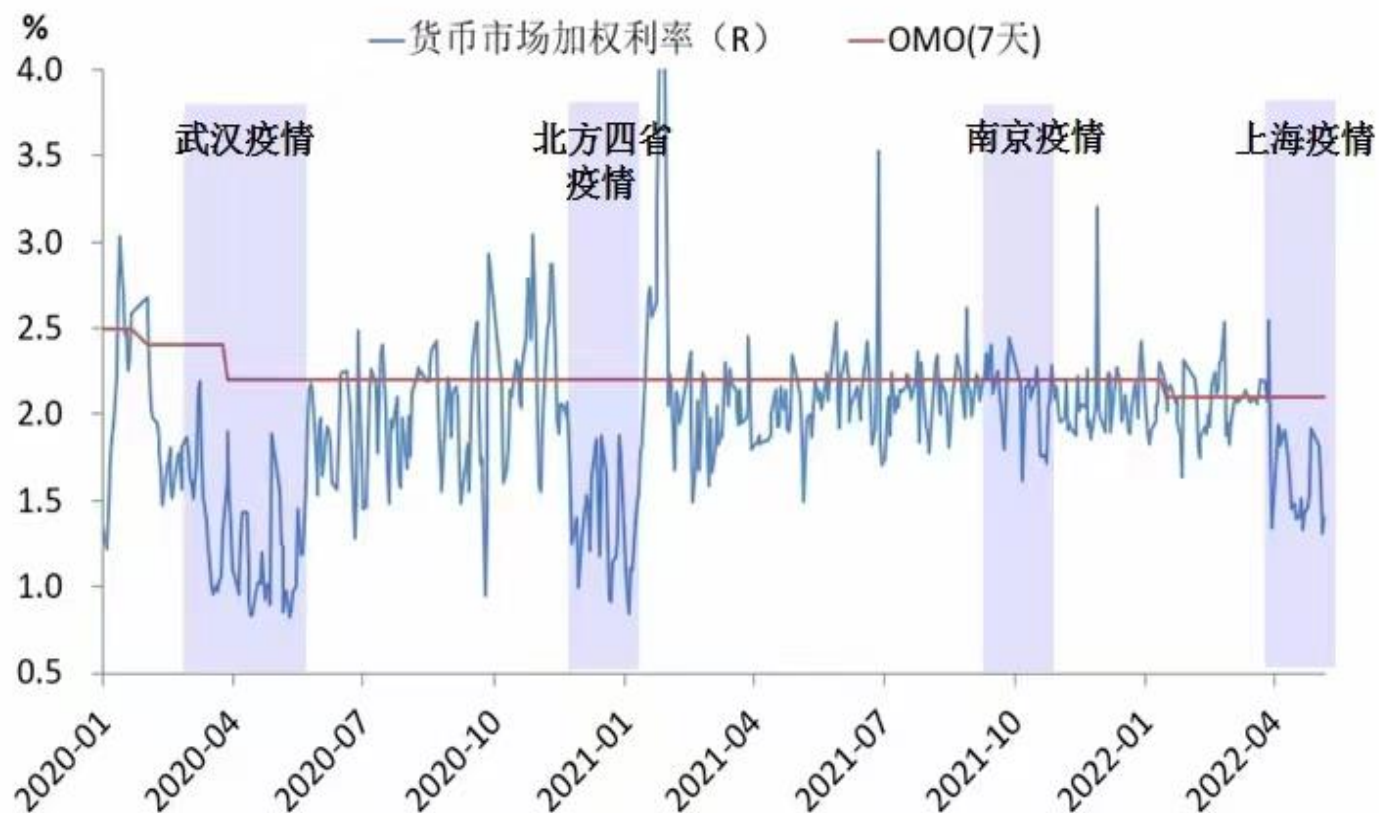
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

● 疫情时期的流动性扩散与收敛

- 疫情时期的流动性管理；
- 流动性的扩散与收敛；
- 流动性收敛的时机与方式；

➤ 应对疫情冲击的流动性管理

- ✓ 略高于“合理充裕水平”的流动性；
- ✓ 分久必合；



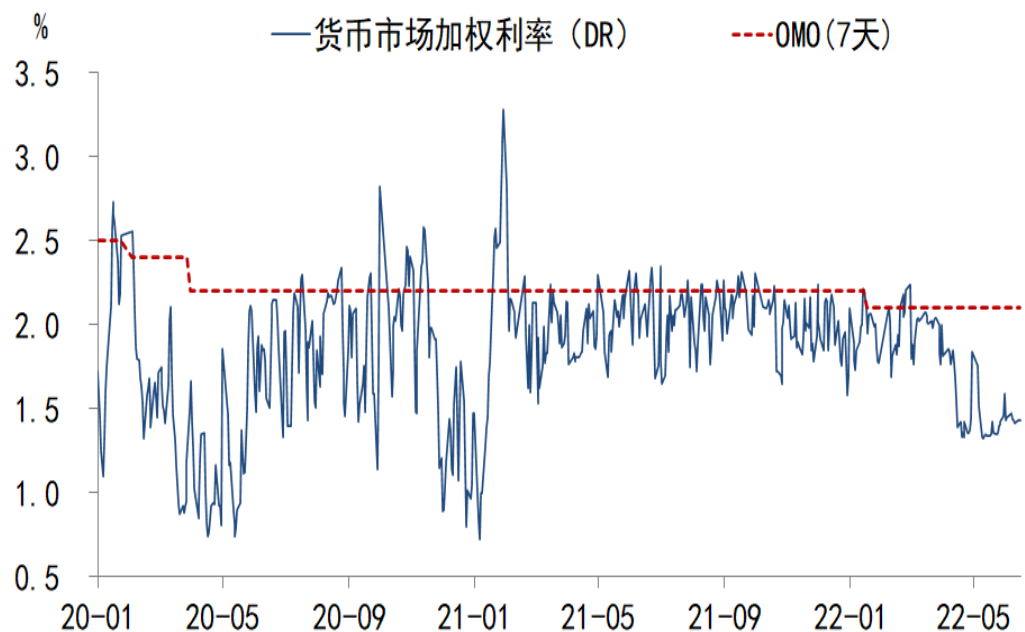
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

➤ 流动性的扩散：工具丰富

- ✓ 主动型工具：公开市场投放、法定准备金率下调、MLF投放等；
- ✓ 被动型工具：财政存款投放、外汇占款投放等；

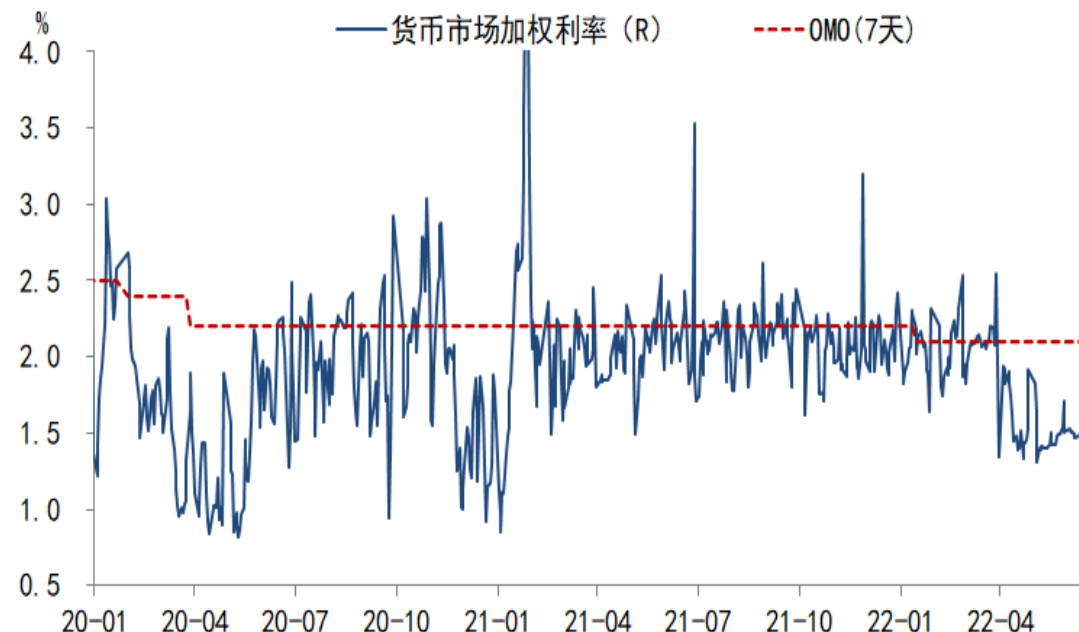
➤ 流动性的收敛：当前工具相对缺乏，更多是借助于被动型工具实现

图1：DR加权利率及7天OMO



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：R加权利率及7天OMO



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 疫情趋于稳定、经济开始恢复为前提；
- 借助于被动型回笼为条件和时间窗口；
 - 关注财政性存款回笼的时间窗口；
 - 季末银行考核，流动性波动的窗口；
 - 关注MLF到期的窗口；
- 观察货币市场综合利率向政策利率的回归，特别是隔夜回购利率的变化（权重影响大）；
- 预计6-7月份是货币市场流动性收敛的时间窗口，货币市场综合利率有望向7天逆回购利率回归，隔夜利率回升幅度有望超过50个基点；

- ✓ 国内疫情反复；
- ✓ 国内货币政策大幅放松；
- ✓ 世界地缘政治矛盾加剧、全球商品价格暴涨；
- ✓ 美国加息全球跨境资本流动和金融市场大幅调整；

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032