



中信证券研究部

核心观点



肖斐斐
银行业首席分析师
S1010510120057



彭博
银行业联席首席
分析师
S1010519060001



联系人：林楠

银行业

评级

强于大市（维持）

流动性分析需要系统性思维。从传导链条看，资金市场流动性反映机构与机构之间、实体流动性反映机构与实体之间的资金供需状况；上述情形的预期变化，会影响固收市场和权益市场的交易策略。本篇报告，构建了特色的流动性分析框架，未来我们会将变量加入框架，形成定期流动性跟踪成果。

■ **报告缘起。**流动性分析备受投资者关注，影响投资者的大类资产配置行为。在复杂多变的金融环境中，或自上而下的计划分析、或自下而上的数据跟踪，均难以满足投资者日益深入的研究需求。我们本篇报告，期望构建一个简单全面的流动性分析框架，从宏观、中观、微观角度出发，并将数据嵌入框架，给流动性分析提供逻辑框架和跟踪结论。

■ **资金市场流动性分析框架：评估机构与机构。**在资金市场上，央行处于核心地位，原因是货币发行的载体，货币发行一方面受经济需求产生，另一方面受央行操作影响。资金市场核心量化指标为商业银行的超储率，价格指标包括 SHIBOR、R、DR、GC 等利率、同业存单利率等货币市场利率与政策利率的比价。今年以来，货币发行端宽松，政策利率维持低位，7 天 OMO 利率两次下调累计 20bp 至 2.00%，目前市场利率 DR007 利率亦进一步低于同期 OMO 利率近 40bp，说明资金市场流动性充裕。

■ **信用市场流动性分析框架：评估机构与实体。**实体流动性的扩张取决于信用的“供”、“需”双方：需求端为实体部门的融资需求（受经济预期和杠杆水平影响），供给方为商业银行信贷投放（受资本/资金/利率约束）。广义流动性的核心量化指标为社融规模与增速，价格指标包括贷款、信用债、非标等信用品种的利率水平和利差水平。今年以来，实体融资需求走弱，商业银行融资额度宽松、利率维持低位，社融余额增速由去年末的 10.3%改善至今年 7 月的 10.7%，6 月新发放贷款利率较去年 12 月下行 35bp，特别是同期按揭利率下行超 100bp，反映实体信用供过于求。

■ **交易市场流动性分析框架：评估机构预期。**金融市场具备融资功能和交易功能，其中一级市场（融资功能）创造信用，二级市场则交易预期。固收二级市场（亦包含票据二级市场）反映资金市场交易者预期变化，权益二级市场反映股票市场交易者预期变化，其中固收市场对于流动性的敏感程度显著强于权益市场。今年以来，债券市场交易利率持续下降，表明债券市场流动性充裕；股票市场流动性预期乐观但经济预期不乐观，结构性行情延续。

■ **9 月流动性前瞻：资金市场乐观，信用市场稳定。**预计总体流动性环境将继续呈现“狭义偏松，广义求稳”的局面：1) **资金市场延续乐观**，重大会议前夕，预计流动性供给充裕乐观，近期多地散发疫情有所反弹，信用派生对基础货币的占用作用亦较有限，预计当月 DR007 中枢仍在 1.6%左右水平；2) **信用增长平台期**，3000 亿增量政策性开发性金融工具落地，以及 5000 亿结存限额内的专项债 10 月底前发行完毕，或将阶段性抵补当前偏弱的内生融资需求，预计 8 月、9 月社融余额增速分别为 10.4%/10.5%，料信用市场延续供需格局延续“供强于求”局面。

■ **风险因素：**宏观经济增速大幅下滑；银行资产质量超预期恶化。

■ **投资观点：底部明确，静待复苏。**宏观面来看，当前处于经济恢复期、政策落

地期和效果观察期，流动性供给充裕。对于板块投资而言，当前板块估值底部确立，静待经济预期修复和风险预期明朗后的投资机会。个股投资来看，建议短中期关注资产质量预期修复、业绩有望实现高速增长的高性价比银行，比如江苏银行、南京银行、兴业银行和平安银行；中长期关注特色商业模式带来的估值溢价型银行，比如招商银行、平安银行、邮储银行和兴业银行。

目录

报告聚焦：流动性分析之“三观”	1
宏观：流动性分析之方法论	3
流动性传导角度，引入涉及流动性的四类主体.....	4
财务逻辑角度，存款机构成为多种流动性的联系节点.....	10
细分角度，流动性相关的三大类金融市场.....	11
中观：流动性的核心环节	15
中央银行：流动性管理的几个逻辑重点	15
财政政策：银行间流动性和实体流动性的扰动因素	18
商业银行：资产负债表行为如何影响流动性？	21
非银机构：金融市场流动性的被影响方	23
微观：金融市场分析的核心指标	24
量：流动性传导链条	24
价：利率传导链条	25
流动性回顾：弱信用与宽货币	26
展望：狭义偏松，广义求稳.....	28
风险因素	29
投资观点	29

插图目录

图 1: 流动性分析框架	3
图 2: 货币当局资产负债表 (2022 年 6 月)	4
图 3: 影响狭义流动性的五大因素	5
图 4: 五因素对狭义流动性 (超额存款准备金) 影响的复盘	5
图 5: 2001-14 年, 出口景气带来国内外汇占款的快速增长	6
图 6: 央行对存款类金融机构债权增长结构	6
图 7: 在法准率不变基础上, 法准占用伴随存款增加而持续增长	6
图 8: 央行对存款类金融机构债权增长结构	6
图 9: 其他存款性公司资产负债表 (2022 年 6 月)	7
图 10: 货币派生和信用投放受准备金率、基础货币规模以及资本监管的共同限制	8
图 11: 存款类金融机构的资产配置涵盖货币市场、债券市场、非标市场、贷款市场等	8
图 12: 流动性余缺的最重要衡量指标在于超额存款准备金率	9
图 13: 非银机构资产负债表和广义基金资产负债表 (2022Q1)	9
图 14: 存款类金融机构对三大实体部门实现信用投放	10
图 15: 与此同时, 信用派生货币回存至银行体系	10
图 16: 金融机构的资产 \approx 央行部分负债 (基础货币) + 实体的金融负债	10
图 17: 金融机构的负债 \approx 央行部分资产 (对金融机构债权) + 实体的金融资产	11
图 18: 以质押式回购为例, 银行间市场成交主要取决于超储水平和机构行为	12
图 19: 反映非银金融机构流动性的 R007 和 GC007 利率波动往往更大	12
图 20: 通过社融存量增速与名义 GDP 增速衡量信用市场宽松情况	13
图 21: 以信贷市场为例, 供需关系共同决定了流动性与定价情况	13
图 22: 历年万得全 A 指数表现与当年经济增速、货币增速	14
图 23: 可以通过换手率指标来评估权益市场的流动性情况	14
图 24: 市场估值情况可以作为流动性衡量的“价格”指标	14
图 25: 央行货币政策与宏观审慎政策目标及工具	15
图 26: 央行对于信用市场流动性管理来平衡“稳增长”与“防风险”	16
图 27: 复盘 2007 年以来的松紧信用阶段	16
图 28: 相较于美联储, 国内政策利率调整相对更为审慎	17
图 29: DR007 利率以 OMO 利率为运行中枢	17
图 30: 同业存单发行利率以 MLF 利率为运行中枢	17
图 31: 包商及永煤事件后 20 个交易日 DR007 (3 日移动平均)	18
图 32: DR001 日均成交额阶段性高点后, 后续流动性多有收紧	18
图 33: 2015 年以后国内政策利率调整多采用跟随策略	18
图 34: 季初月由于纳税月份因素成为财政收入大月	19
图 35: 预算机制使得季末月及年末月份为财政支出大月	19
图 36: 地方债务定向置换不涉及实际资金划拨	20
图 37: 地方债公开置换资金流转示意图	20
图 38: 借新还旧债发行过程示意图	20
图 39: 新增地方债发行资金流转示意图	20
图 40: 2017-2022H1 年, 政府债券占社融余额比重由 12.3% 提升至 17.3%	20
图 41: 信用供需与条件约束	21
图 42: 商业银行扩表速度与社融增速完全同步	21

图 43: 国内银行间流动性分层情况	22
图 44: 商业银行大类资产配置考量	22
图 45: 货币市场回购、同业拆解资金净融出、净融入结构（2022 年上半年）	22
图 46: LCR 中优质流动性资产	23
图 47: 主要市场成员杠杆率走势	24
图 48: 非法人产品杠杆率走势	24
图 49: 金融市场流动性及关系	25
图 50: 金融市场主要利率指标及关系	26
图 51: 金融市场主要利率指标及关系	27
图 52: 近三个月主要利率指标运行情况	27
图 53: 8 月主要利率指标环比变化	28

■ 报告聚焦：流动性分析之“三观”

流动性分析备受投资者关注，直接决定了投资者的大类资产配置行为。在复杂多变的金融环境中，或自上而下的计划分析、或自下而上的数据跟踪，均难以满足投资者日益深入的研究需求。

我们本篇报告，期望构建一个简单全面的流动性分析框架，从宏观、中观、微观角度出发，并将数据嵌入框架，给流动性分析提供逻辑框架和跟踪结论。精简结论如下：

1、如何理解流动性的内涵？

流动性只是名词的一半，必须加上前缀：

资金市场流动性存在于金融机构之间，衡量其资金松紧情况。在资金市场上，央行处于核心地位，原因是货币发行的载体，货币发行一方面受经济需求产生，另一方面受央行操作影响。资金市场核心量化指标为商业银行的超储率，价格指标包括 SHIBOR、R、DR、GC 等利率、同业存单利率等货币市场利率与政策利率的比价。

信用市场流动性存在于金融机构与实体之间，衡量实体融资需求供给情况。在信用市场上，商业银行和实体企业处于市场两端。核心量化指标为社融规模，价格指标包括贷款、信用债等信用品种的发行利率。

2、不同市场的流动性如何勾稽？

货币政策和财政政策决定起点。从流动性传导链条看，央行——金融机构——经济实体的信用创造过程长期存在，财政——金融机构——经济实体的信用创造链条也一直成立。因此，货币+财政政策是政策起点。

一级市场创造信用总量。从功能角度出发，一级市场提供融资，债券、非标、信贷、权益一级市场，均是实体部门向金融体系的直接融资体系，增加了信用总量。实体部门资产负债表的扩张与收缩，决定了金融机构的扩表和缩表行为。

二级市场提供交易功能。包括债券市场提供的资金交易和权益市场提供的股票交易，上述政策和实体的变化而产生的预期，直接影响二级市场交易行为。

3、如何理解 2022 的流动性格局？

今年以来，**货币政策和财政政策宽松。**意味着货币发行端宽松，意味着资金面宽松，政策利率维持低位。

一级市场信用创造供过于求。实体融资需求走弱，商业银行融资供给旺盛，信用额度宽松、利率维持低位。

二级市场流动性预期维持乐观。实体资金供过于求，金融机构富余资金持续乐观，

资金市场流动性格局乐观，债券市场交易利率持续下降。股票市场一方面反映流动性、另一方面反映经济，流动性预期整体偏乐观但经济预期不乐观，结构性行情延续。

未来流动性的变化在于实体需求和政策变化的组合轨迹：即实体需求恢复程度和货币财政政策相机抉择的力度。从流动性视角，我们预计实体需求平稳恢复，货币财政大幅加码空间不大，结构性产业性政策仍将发力，债券市场无风险利率低位波动，股票市场结构性行情延续。

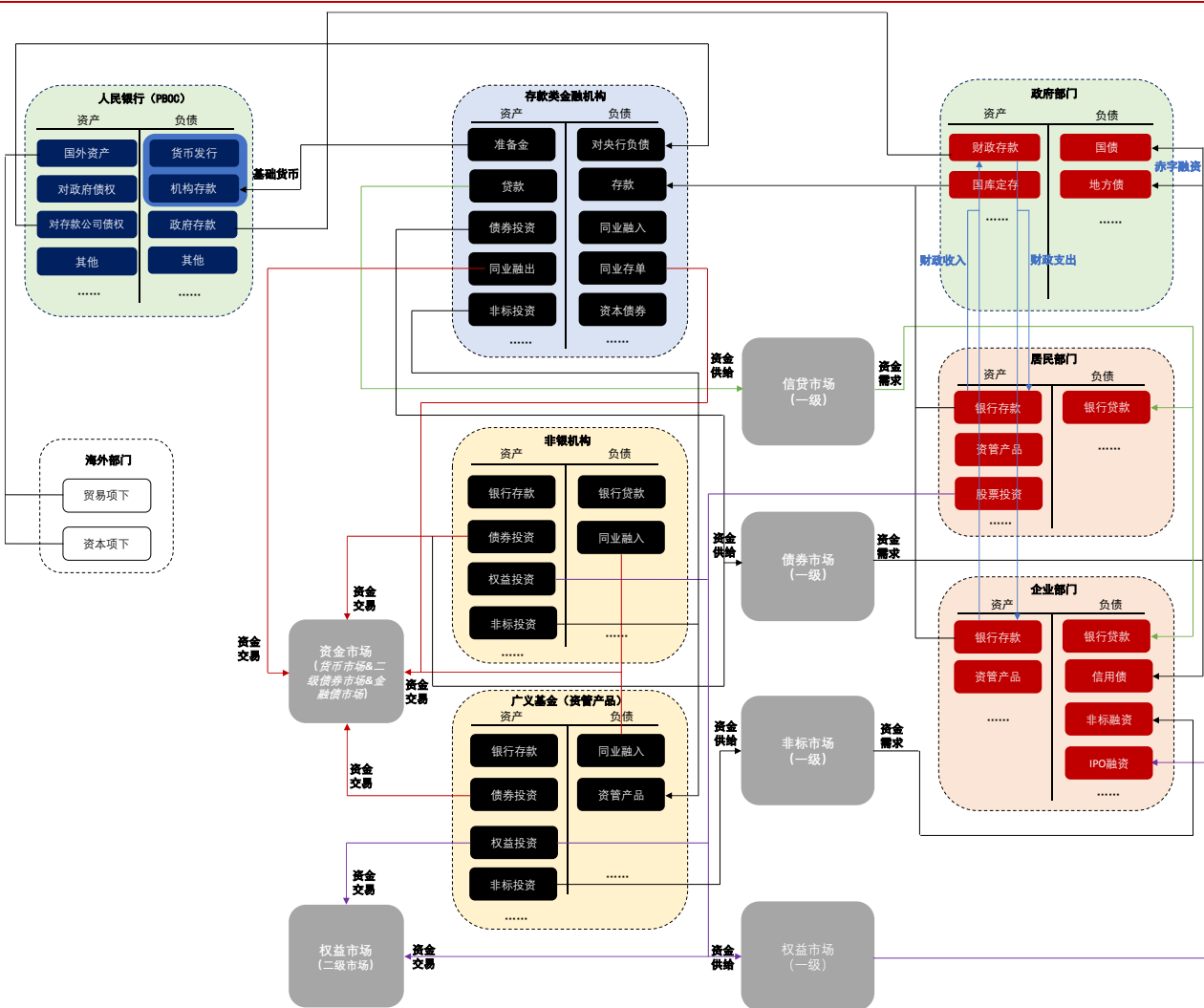
宏观：流动性分析之方法论

金融市场高度关注“流动性”。实际上分析流动性，更应加上前缀，才能更好地针对问题来穿透分析。总体而言，有如下几个流动性思考范畴：

- 1、**金融市场流动性 vs 实体流动性**。这个划分是区分了“金融”与“实体”，前者衡量的是金融机构间的资金盈缺状况，后者衡量的是金融机构提供给实体的资金供需状况。金融市场流动性松紧会影响实体流动性供需变化。
- 2、**资金市场流动性 vs 债券市场流动性 vs 权益市场流动性**。这个划分是区分了不同的“子金融市场”，资金市场流动性衡量资金拆借（以及类资金交易）的松紧，债券市场流动性衡量债券交易者资金松紧，权益市场流动性衡量股票市场资金松紧。上述三个细分市场彼此联通，管理流动性预期最为关键。

基于一般性逻辑，我们构建了一个简单的流动性分析框架（详见图 1）。

图 1：流动性分析框架



资料来源：中信证券研究部绘制

我们基于各类机构的资产负债表，来描述流动性产生及相互影响逻辑。

流动性传导角度，引入涉及流动性的四类主体

1、中央银行：银行间流动性的投放及管理主体。

中央银行可以理解为流动性投放的源头。狭义流动性特指银行间流动性，人民银行通过管理狭义流动性的多寡，进而影响其他各层级的流动性，银行超额存款准备金水平最能反映银行间流动性状况。货币当局资产负债表的复式记账法下，央行通过货币政策工具操作来影响其他资产或负债端科目变化，都可以影响超额存款准备金的多寡。具体而言，流动性状态的改善可以源于：①资产端科目的增加（如，外汇增加、对其存款性公司债权增加相当于带来流动性投放）；②负债端其他科目的减少（如，降准带来的法定存款准备金减少，央票到期带来的发行债券金额减少）。

图 2：货币当局资产负债表（2022 年 6 月）

资产项目	金额	负债项目	金额
国外资产	22.5 万亿	储备货币	33.4 万亿
外汇	21.3 万亿	货币发行	10.1 万亿
货币黄金	0.3 万亿	金融性公司存款	21.2 万亿
其他国外资产	0.9 万亿	法定存款准备金	≈ 19.6 万亿
对政府债权	1.5 万亿	超额存款准备金	≈ 1.6 万亿
其中：中央政府	1.5 万亿	非金融机构存款	2.1 万亿
对其他存款性公司债权	12.7 万亿	不计入储备货币的金融性公司存款	0.6 万亿
对其他金融性公司债权	0.2 万亿	发行债券	0.1 万亿
对非金融性部门债权	-	国外负债	0.1 万亿
其他资产	2.3 万亿	政府存款	4.6 万亿
		自有资金	0.02 万亿
		其他负债	0.4 万亿
总资产	39.3 万亿	总负债	39.3 万亿

资料来源：中国人民银行官网，中信证券研究部测算 注：法定存款准备金和超额存款准备金规模为测算数据

进一步拆分央行资产负债表资产负债端的各个科目，影响狭义流动性（反映在超额存款准备金率）的主要项目（以及背后的业务操作），主要包括五项：

1) **政府收支，反映财政对货币的占用。**具体体现在“政府存款”科目上，同为负债端科目因此存在负向关系。即，财政存款增加则财政收入占用了狭义流动性，财政存款减少则财政支出实现流动性的投放。

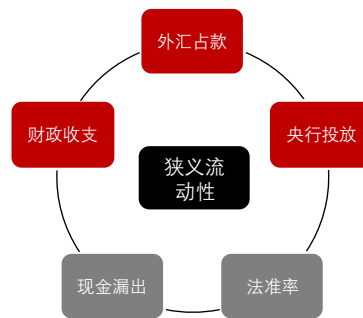
2) **外汇占款，反映银行结汇的基础货币投放。**具体体现在“外汇”科目，作为资产端科目，银行结汇过程中投放基础货币，外汇与超额存款准备金科目同时增加，银行售汇过程中回笼基础货币，外汇与超额存款准备金科目同时减少。

3) **公开市场操作，体现了央行对流动性的“放”。**体现在央行资产科目“对其他存款性公司债权”中，通过公开市场操作、再贴现再贷款等工具，影响银行流动性状况。具体而言，央行流动性投放工具主要包括 MLF、SLF、PSL、TMLF 以及 OMO 等工具，此外还包括各类再贷款再贴现工具。

4) 法定准备金，体现了央行对流动性的“收”。体现在央行负债端的法定存款准备金上，在准备金制度下，央行通过法定存款准备金率调整，影响和约束存款类金融机构（商业银行）的资金运用。

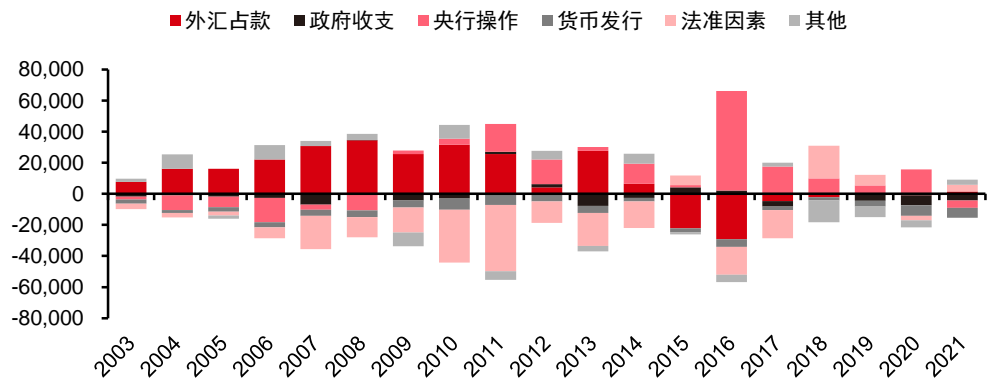
5) 现金漏出，反映了基础货币中货币发行与超额存款准备金的“此消彼长”。反映在“货币发行”科目，同为负债科目存在负向关系。即，货币发行增加则替代超额存款准备金（如，春节期间商业银行增加库存现金），货币发行减少则对应超额存款准备金的增加。

图 3：影响狭义流动性的五大因素



资料来源：中信证券研究部绘制

图 4：五因素对狭义流动性（超额存款准备金）影响的复盘

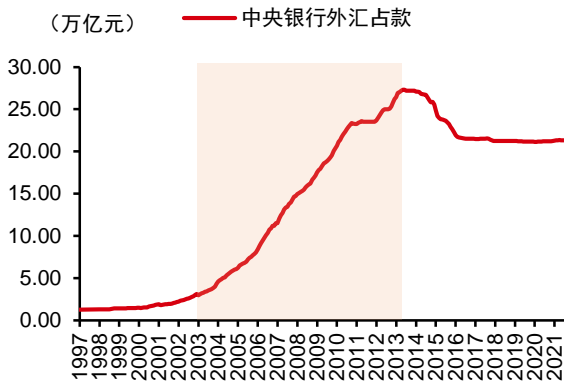


资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：央行操作包含了“对其他存款性公司债权”和“发行债券”科目的变化

从人民银行对于狭义流动性的管理方式来看，可以进一步划分三种类型：

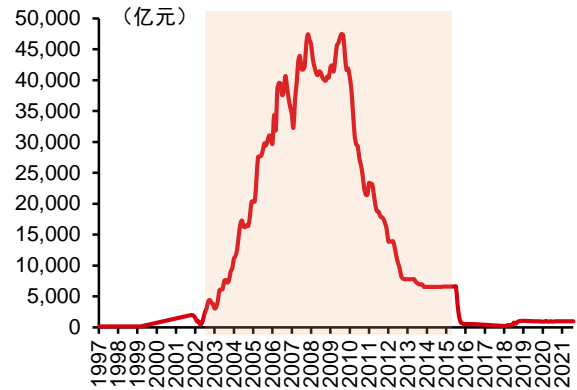
1) 中长期结构性流动性盈余。主要是持续贸易顺差的背景，外汇占款的中长期上升带来狭义流动性的持续投放与充裕状态。国内代表性的阶段，是 2001 年中国加入 WTO 后直至 2014 年。在此阶段，人民银行主要通过提高法定存款准备金率、发行央行票据等方式来回收过剩的狭义流动性（在货币当局资产负债表中表现为“法定存款准备金”科目的增加或者“发行债券”科目的增加，从而对应“超额存款准备金”科目的减少）。

图 5：2001-14 年，出口景气带来国内外汇占款的快速增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

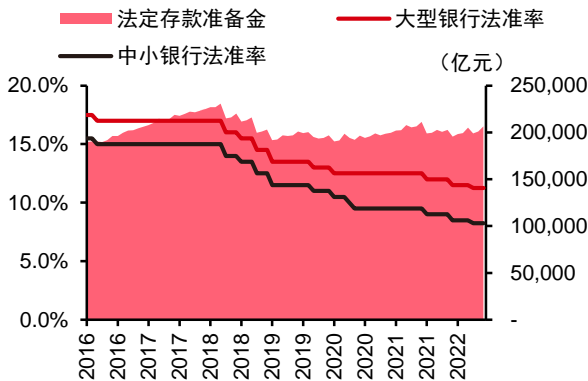
图 6：央行对存款类金融机构债权增长结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

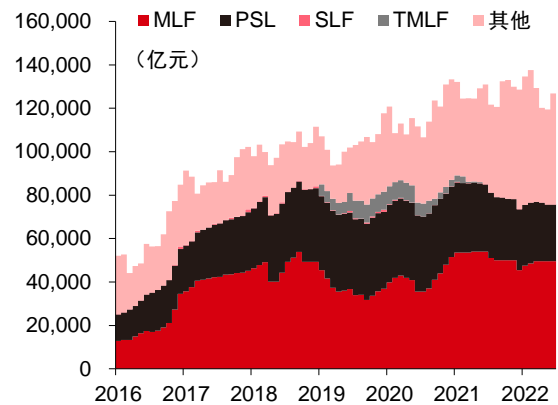
2) 长期结构性流动性短缺。2015 年以后，贸易顺差及外汇占款单边增加的情况趋弱，狭义流动性管理进入长期结构性流动性短缺模式。其原理是，在央行法定准备金制度下，当存款类金融机构（商业银行）扩张信用规模而带来存款规模持续增长时，法定存款准备金亦在持续增加。在此过程中，央行通过适度控制银行间流动性注入规模从而实现“结构性流动性短缺”（其他基础货币投放渠道相对平稳情况下），进而提升货币政策工具的量价使用效率。

图 7：在法准率不变基础上，法准占用伴随存款增加而持续增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：央行对存款类金融机构债权增长结构



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：其他包括 OMO 以及各类再贷款再贴现工具的使用

3) 短期收缩性盈余状态。与“长期结构性流动性短缺”模式要求银行体系存贷款规模持续增长不同，经济周期中若出现阶段性的信贷需求不足，导致贷款投放不足进而派生存款增长乏力时，进而法定存款准备金向超额存款准备金转换的情况，即呈现“收缩性盈余”状态。此外，在经济总需求不足阶段，财政政策的发力（表现为财政支出强、收入弱的情况），亦会进一步促进狭义流动性的进一步宽松。在此阶段，考虑到逆周期的目标，央行或一定程度容忍狭义流动性的充裕状态，也即相关的市场利率或将持续呈现偏离政策利率的状态。

2、存款类金融机构：货币派生中介，流动性传导核心。

以商业行为为主的存款类金融机构是沟通中央银行和实体部门的桥梁。存款类金融机构的资产负债表最能表现：**1) 资产端**，以贷款、投资等形式投向政府、企业、居民部门债权合计达到 263 万亿，占总资产比重达到 70%以上，为最重要的资金运用方向。此外，准备金制度下，商业银行在中央银行的准备金存款 22.2 万亿，占比 6%。**2) 负债端**，企业和住户部门存款规模约 228 万亿，占总负债 62%。此外，中央银行通过多种货币政策工具向商业银行提供流动性 12 万亿，占总负债比重约 3%。

图 9：其他存款性公司资产负债表（2022 年 6 月）

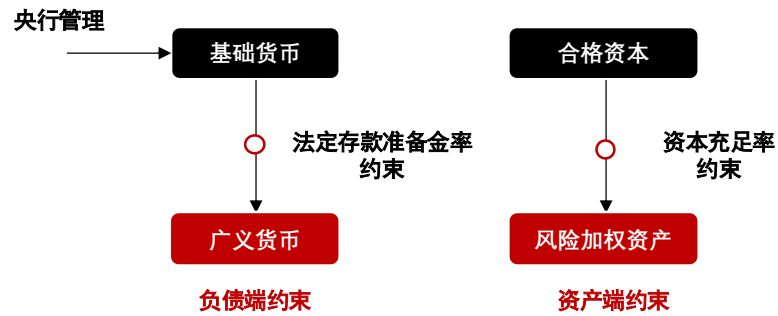
资产项目	金额	负债项目	金额
国外资产	7.9 万亿	对非金融机构及住户负债	228.2 万亿
储备资产	22.2 万亿	纳入广义货币的存款	217.2 万亿
准备金存款	21.7 万亿	单位活期存款	57.8 万亿
库存现金	0.5 万亿	单位定期存款	45.7 万亿
对政府债权	45.7 万亿	个人存款	113.6 万亿
其中：中央政府	45.7 万亿	不纳入广义货币的存款	6.2 万亿
对中央银行债权	0.0 万亿	其他负债	4.8 万亿
对其他存款性公司债权	33.3 万亿	对中央银行负债	11.8 万亿
对其他金融机构债权	25.9 万亿	对其他存款性公司负债	12.0 万亿
对非金融机构债权	144.6 万亿	对其他金融性公司负债	26.7 万亿
对其他居民部门债权	72.6 万亿	国外负债	1.3 万亿
其他资产	1.3 万亿	债券发行	36.9 万亿
		实收资本	8.3 万亿
		其他负债	40.2 万亿
总资产	365.5 万亿	总负债	365.5 万亿

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

存款类金融机构在面向实体部门参与信用投放以及广义货币吸收（**存贷业务为核心**）的过程中，自身因为准备金制度而受到银行间流动性的制约：

1) 对实体——货币派生和信用投放：受到准备金率、基础货币规模以及资本监管的共同限制。其中，存款准备金制度约束银行存款（**负债端**）吸收，资本充足率机制约束银行风险加权资产（**资产端**）增长。

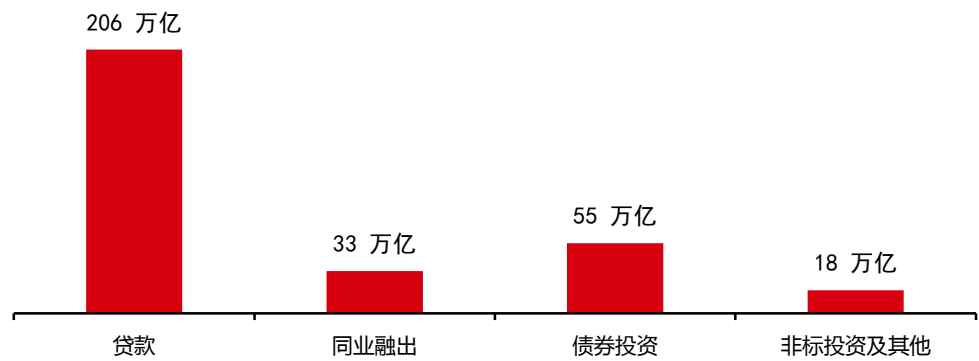
图 10：货币派生和信用投放受准备金率、基础货币规模以及资本监管的共同限制



资料来源：中信证券研究部绘制

2) 对金融市场——流动性传导核心：资产配置和负债管理涵盖货币市场、债券市场、非标市场、贷款市场等，是各细分市场核心参与主体。

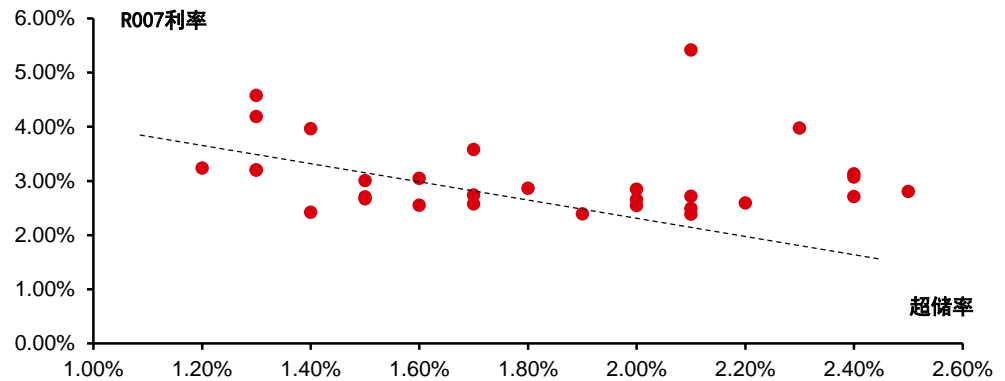
图 11：存款类金融机构的资产配置涵盖货币市场、债券市场、非标市场、贷款市场等



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：（1）非标投资及其他为金融机构信贷收支表中的“股权及其他投资”科目；（2）同业融出根据“对其他存款性公司债券+对其他金融机构债券-股权及其他投资”进行测算；（3）时间截至 2022 年 6 月末

对于存款类金融机构而言，流动性余缺的最重要衡量指标在于超额存款准备金率，其反映了银行体系内富余的可用资金规模。从各月末超储率水平和 R007 利率情况看，二者保持了较高的负向关系。

图 12：流动性余缺的最重要衡量指标在于超额存款准备金率

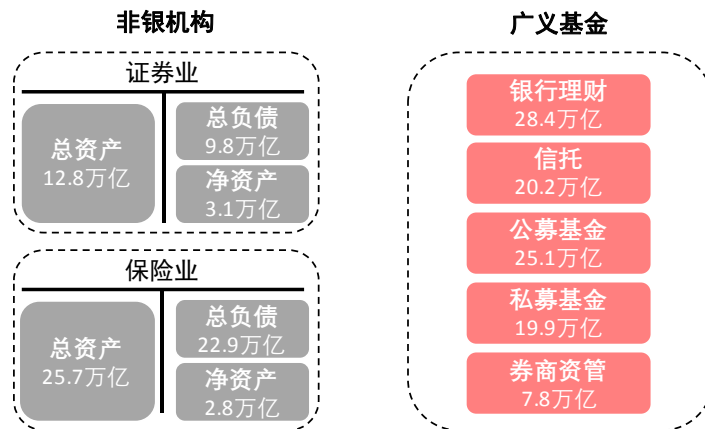


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：散点代表 2015 年 3 月-2022 年 6 月各季末超额率及 R007 利率

3、非银机构及广义基金：信用派生与金融市场的链条外延。

- 1) **资产端**，一方面具备“银行的影子”作用，间接参与了信用派生的过程链条（如，非标资管产品、非银委外资产等），另一方面也是各细分金融市场的重要参与机构。
- 2) **资金端**，不吸收存款，受银行流动性松紧和资产配置的间接影响、以及直融产品发行赎回的直接影响。

图 13：非银机构资产负债表和广义基金资产负债表（2022Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

4、实体部门：货币派生的主体。

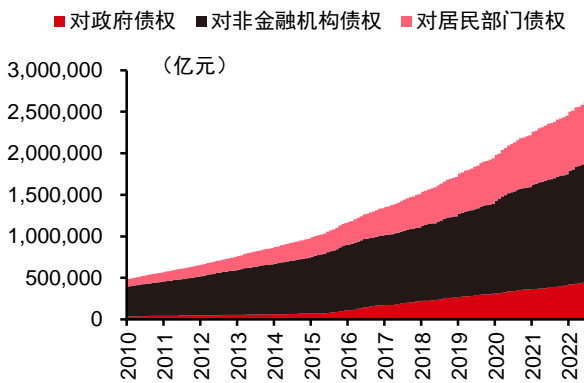
实体信用扩张与金融机构扩表，可以视为硬币的两面。一方面，实体企业的金融资产规模，就是金融机构的负债规模。另一方面，实体企业的债务规模，则是金融机构的资产规模。因此，信用市场和货币派生的最终结果，是金融机构的“供给”和实体部门的“需求”所共同决定的。具体而言：

- 1) **非银行私人部门**：主要是两个实体经济部门，即居民部门、企业部门。债务资金

来源上，上述部门通过信贷、信用债券、非标债权等融资工具的使用，参与广义货币的派生过程。此外，资金运用的角度，非银行私人部门在货币派生后的资金配置过程中，也促成了广义货币以不同形式呈现于银行账户体系中（如，直接存入银行则构成一般性存款，购买金融产品则可能形成非银存款）。

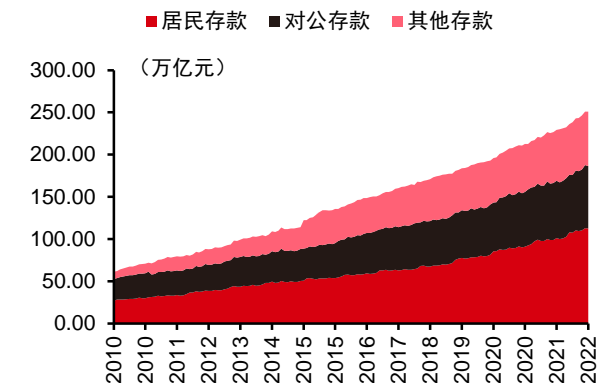
2) 政府财政部门。就债务资金来源而言，原理与非银行私人部门相同，即主要通过国债/地方债的发行，参与广义货币的派生过程。但从资金运用角度来看，政府部门并不存在资产配置行为，而是通过财政政策工具的使用改变广义货币的分布，主要是通过转移支付（财政收支及财政赤字来实现）的形式改变广义货币在居民、企业实体中的分布。

图 14：存款类金融机构对三大实体部门实现信用投放



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：与此同时，信用派生货币回存至银行体系

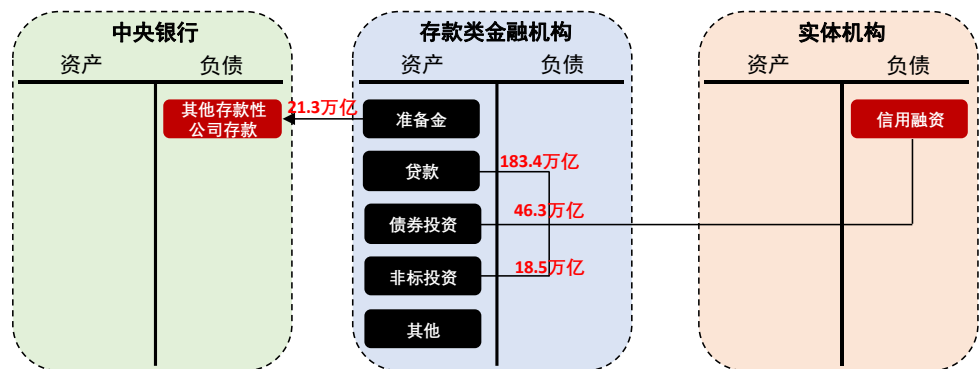


资料来源：Wind，中信证券研究部

财务逻辑角度，存款机构成为多种流动性的联系节点

1、**金融机构的资产 ≈ 央行部分负债（基础货币）+ 实体的金融负债。**也就是说，实体的资金供给直接受央行吞吐基础货币的影响、以及受金融机构缩扩表影响。其中，金融机构资产的统计科目按产品划分，包括贷款、债券、非标、资管产品等，与社融科目基本相对应。

图 16：金融机构的资产 ≈ 央行部分负债（基础货币）+ 实体的金融负债

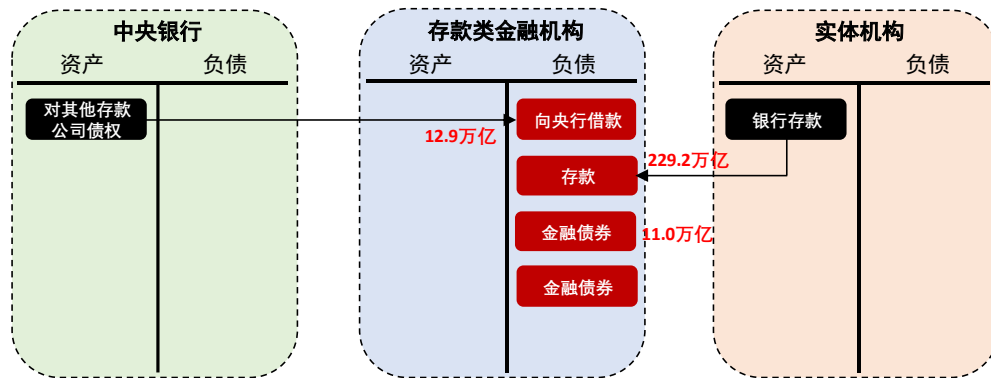


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）时间截至 2022 年 6 月；（2）以上使用人民币口径

2、**金融机构的负债 ≈ 央行部分资产（对金融机构债权）+ 实体的金融资产。**也就

是说，金融机构资金来源直接受央行公开市场操作、同业资金往来、实体总需求派生等影响。具体而言，金融机构的负债统计科目包括客户存款、向央行借款、金融债等，货币供应量（M2）只涵盖了表内科目，海外经济体部分通过广义流动性（L）来描述数量）

图 17：金融机构的负债 ≈ 央行部分资产（对金融机构债权）+ 实体的金融资产



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）时间截至 2021 年 5 月；（2）以上使用人民币口径

细分角度，流动性相关的三大类金融市场

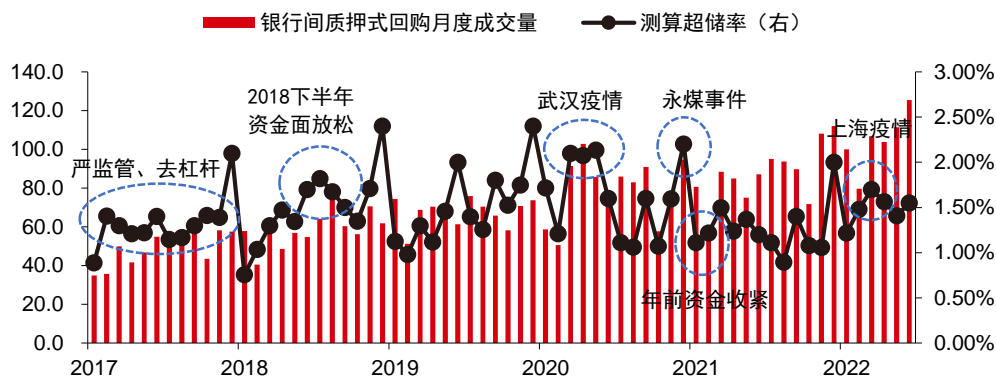
以上的等式分析只是简单的描述了不同主体的基础金融逻辑框架。细分到各类主体和各类市场，我们需要寻找到衡量流动性的具体方法和指标。我们基于功能属性，划分了三个细分的金融市场：

1、银行间流动性市场：基础货币的流通场所。银行间流动性市场主要是货币市场（以及承担相似功能的金融债市场和债券二级市场），用于存款类机构在银行间流动性的盈缺互补，亦可理解为实现基础货币在不同机构间调剂与分布的市场。

衡量银行间市场流动性充裕水平，最有效的指标为超额存款准备金率（即，超额存款准备金规模/一般性存款的平均余额），但该指标央行仅按季度公布，即使自行测算频率也仅能提高至月度。因此，从高频数据的角度来看，一般可以通过银行间市场的成交量价指标来反映：

1) 量的衡量：即银行间市场的成交规模，如银行间同业拆解交易规模、银行间债券质押式回购成交金额等。从历史经验看，银行间流动性市场成交规模取决于：1) 银行总体超储率水平（反映流动性总量）；2) 超储分布情况（反映结构性短缺情况）；3) 机构行为（反映融出意愿）。尤其是在部分市场性事件发生后，即使市场总的超出率水平较重组，但由于分布布局以及部分机构的“惜贷”行为，也有可能导致局部性的“钱荒”或流动性短缺现象。

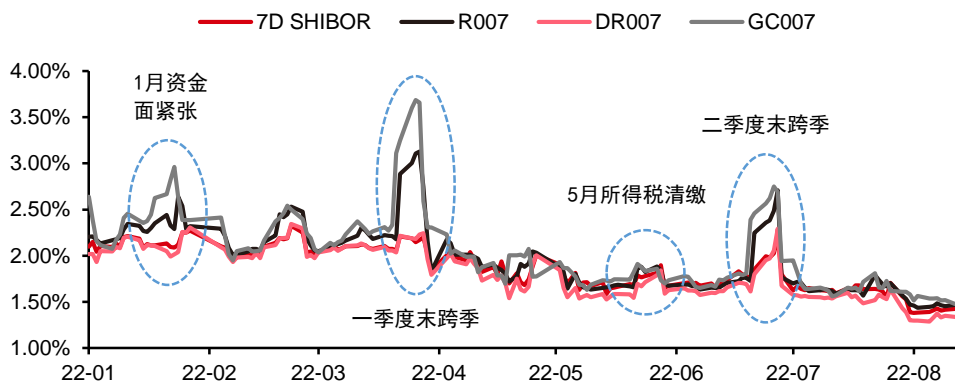
图 18：以质押式回购为例，银行间市场成交主要取决于超储水平和机构行为



资料来源：Wind，中信证券研究部

2) 价的衡量：主要是银行间交易的各项利率，包括：①SHIBOR 利率，银行间拆借市场的报价利率；②DR 利率，银行间市场存款类机构间利率债质押利率；③R 利率，银行间市场所有参与者利率债质押利率；④GC 利率，交易所市场国债逆回购利率。由于国内流动性投放渠道为“央行→公开市场一级交易商→中小银行→非银机构”，因此以上 4 项利率在流动性从紧阶段，流动性分层引致的利率差异将更为明显。

图 19：反映非银金融机构流动性的 R007 和 GC007 利率波动往往更大



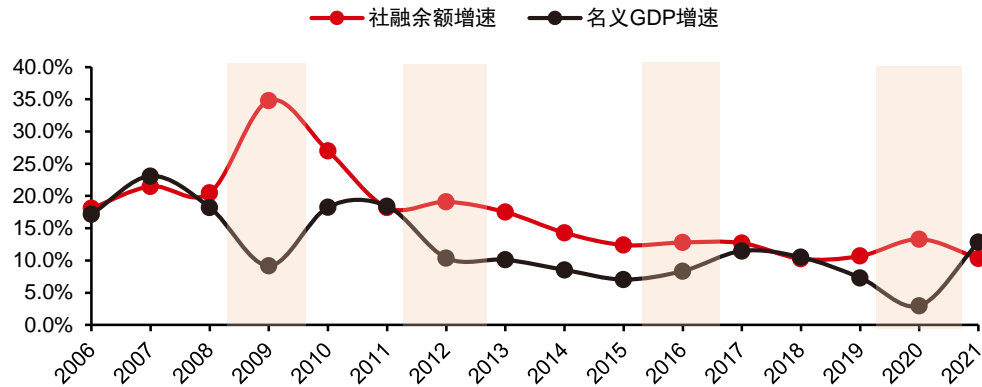
资料来源：Wind，中信证券研究部

2、信用市场：广义信贷投放与广义货币派生。信用市场，包括信贷市场、非标市场和信用债的一级市场，也即是存款类金融机构直接或间接（借助非银或广义基金）面向实体部门实现信用货币投放派生的市场。一般而言，对于信用市场而言，流动性（或规模）状况取决于：①需求端：实体部门的经营情况及融资需求；②供给端：存款类金融机构的供给约束（包括资本约束、业务监管约束等）及风险偏好情况。

评估信用市场的流动性状况，亦可以从量价两方面入手：

1) 量的衡量：对于信用扩张的松紧衡量，最直接的办法是使用社融指标（硬币的另一面是 M2 指标），社融中的贷款、非标、信用债、政府债——对应了信用扩张的主要工具。复盘社融存量增速来看，历史上典型的信用宽松时期包括 2009 年、2012 年、2016 年和 2020 年。

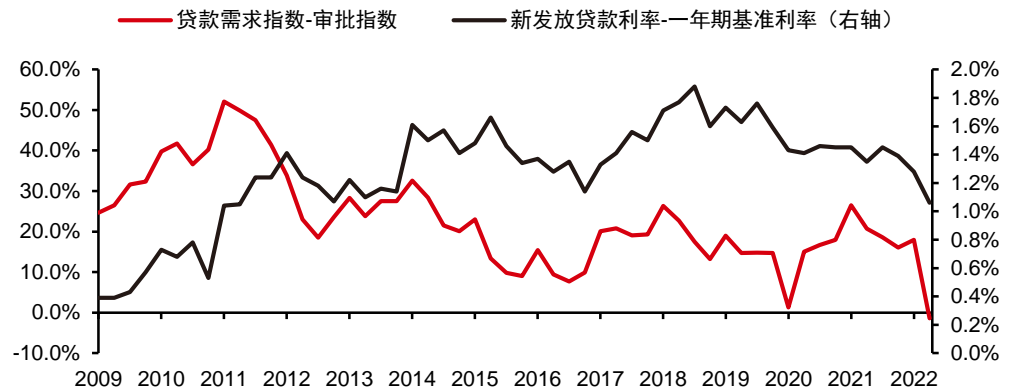
图 20：通过社融存量增速与名义 GDP 增速衡量信用市场宽松情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2017 年社融增速存在口径调整影响；

2) 价的衡量：主要是细分信用市场的定价情况，包括新发放贷款利率、新发行信用债利率以及信托贷款利率等。以贷款为例，通过“新发放贷款利率-一年期基准利率”衡量新发放一般贷款的定价水平情况，充分反映了信贷市场供需变化情况（以“贷款需求-审批指数”反映）。

图 21：以信贷市场为例，供需关系共同决定了流动性与定价情况



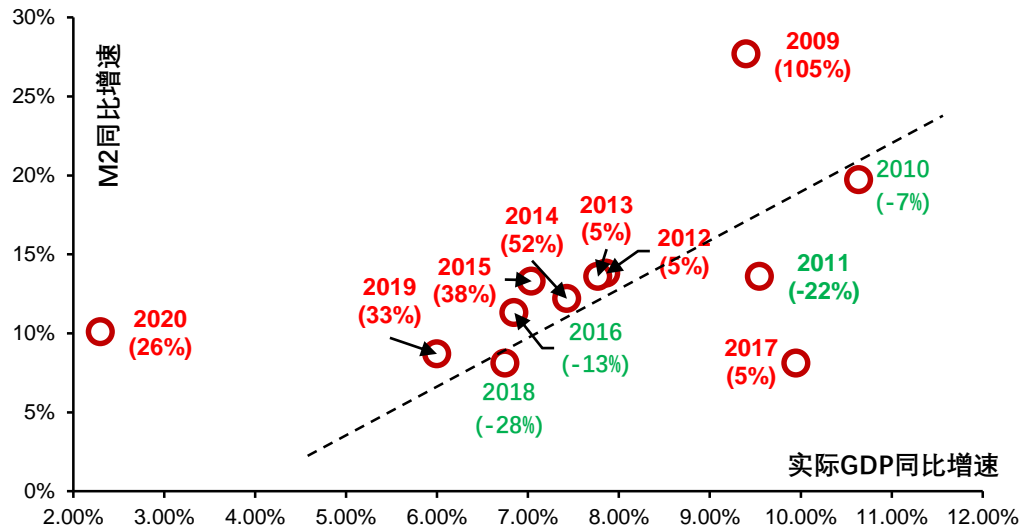
资料来源：Wind，中信证券研究部

3、权益市场：增量定价的广义流动性池子。权益市场流动性是金融市场流动性的一个组成部分。但股权和债权价值的差异在于，权益市场天生不具备信用货币派生的功能，而具备直接融资的功能。此外，权益市场作为增量定价存量的市场，因此其流动性状况主要取决于：

①**广义流动性的总量情况。**复盘显示，金融扩张势头带来广义货币扩张速度快于经济扩张速度时，权益市场流动性表现乐观。

②**权益市场参与者的资金供需变化。**金融版图中的权益配置比例提升时，权益市场流动性状况乐观。

图 22：历年万得全 A 指数表现与当年经济增速、货币增速



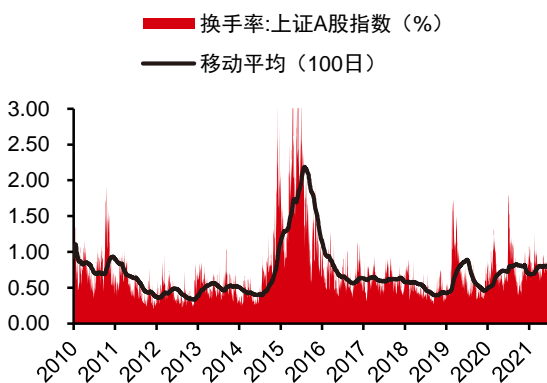
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：图中括号内数字为当年万得全 A 指数的涨跌幅

判断权益市场流动性状况，亦可以从量和价两方面出发：

1) 量的指标，主要可以通过成交量或指数换手率来评价。以上证 A 股指数的日均换手率为例，除短期趋势反映流动性的边际变化情况外，长周期的情况亦值得关注，2018年后该换手率呈现逐年抬升的趋势，2018-2021 年分别为 0.47%/0.64%/0.76%/0.79%，反映了权益市场近三年活跃度逐步提升的趋势。

2) 价的指标，区别于其他市场价格指标是直接采用成交价格来评判，权益市场采用估值来评估价格更能反映“单位盈利的定价”。从上证 A 股平均市盈率水平看，估值总体运行呈现波动趋势，平均水平在 15.6X 左右。

图 23：可以通过换手率指标来评估权益市场的流动性情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：市场估值情况可以作为流动性衡量的“价格”指标



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 中观：流动性的核心环节

在流动性四类主体的划分基础上，我们在报告的本部分，重点分析各类主体的决策依据与执行策略。

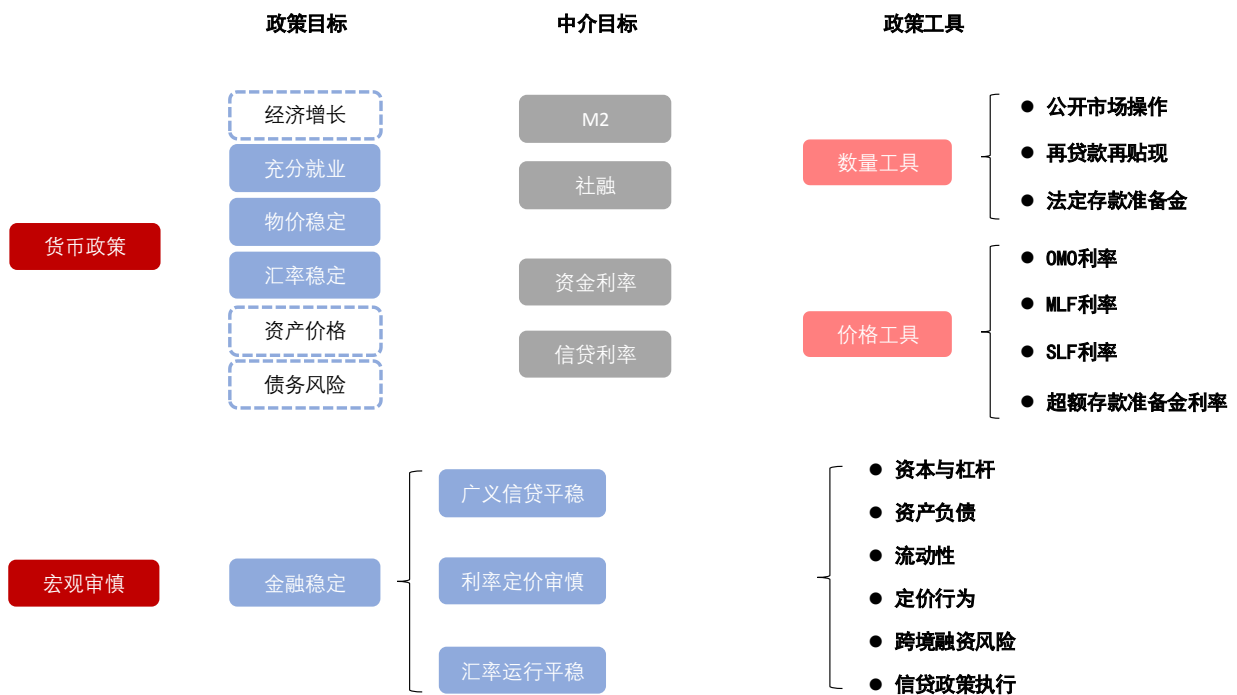
中央银行：流动性管理的几个逻辑重点

从政策目标来看，央行“双支柱”调控框架重点包括：

央行政策双支柱之一：货币政策。易纲行长在《建设现代中央银行制度》一文中论述，当前现代货币政策的主要任务和目标为**币值稳定、充分就业、金融稳定和国际收支平衡**。除此以外，加之传统货币政策目标关注经济增长，同时近年来货币政策亦颇为关注的资产价格与债务风险（主要是宏观杠杆率运行情况）。具体操作工具包括数量工具和价格工具。

央行政策双支柱之二：宏观审慎政策。将部分传统货币政策工具与微观审慎工具相结合，来强化金融稳定，防止系统性金融风险发生。具体而言，金融稳定目标包括广义信贷平稳、利率定价审慎以及汇率运行平稳，相关工具箱涉及金融机构资本杠杆、资产负债、流动性等 6 大类工具。

图 25：央行货币政策与宏观审慎政策目标及工具



资料来源：中信证券研究部绘制

在央行政策目标和政策工具箱运用过程中，对于银行间流动性和信用市场流动性都会带来影响，具体而言：

1. 通过信用市场的实体流动性管理，实现平衡“稳增长”与“防风险”双重目标。当注重“稳增长”时，通过逆周期调节阶段性宽信用促进经济增长修复；当关注“防风险”时，需保持全社会宏观杠杆率的稳定，防控中长期的债务扩张不审慎风险。

图 26：央行对于信用市场流动性管理来平衡“稳增长”与“防风险”

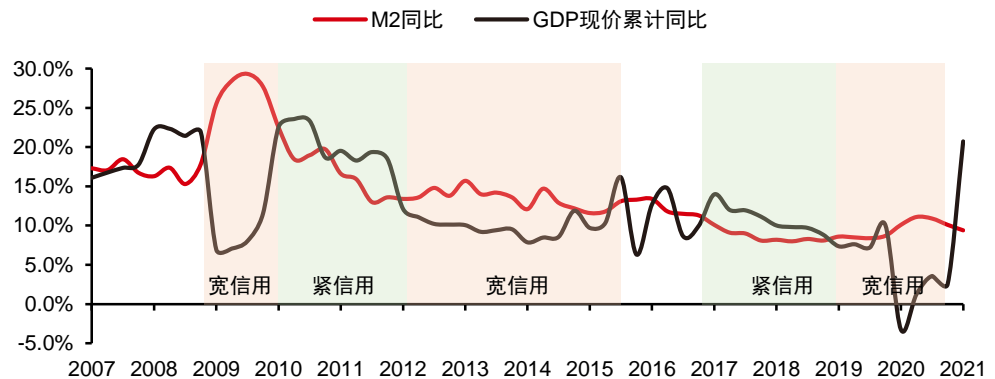


资料来源：中信证券研究部绘制

具体来看，对于国内以“中央银行-商业银行-实体部门”为主体的信用派生体系而言，央行对于信用市场的管理，其政策工具箱主要围绕银行体系展开：

- ①**基础货币供应**：通过调控银行体系流动性富余状况（包括流动性投放、法定准备金率调节等），来调节银行信用扩张潜力；
- ②**合意贷款规模**：即狭义信贷规模管理，结合银行资本情况直接作用于银行信贷投放的规模与节奏；
- ③**广义信贷管理**：通过MPA考核，将商业银行包含贷款、投资与同业资产与自身资本情况以及外部M2增长相挂钩管理，从而平抑信用的过快增长；
- ④**非标业务监管**：与金融监管协同，避免非标业务无序发展积累的信用风险，亦防止非标派生对流动性带来的过度扰动。

图 27：复盘 2007 年以来的松紧信用阶段

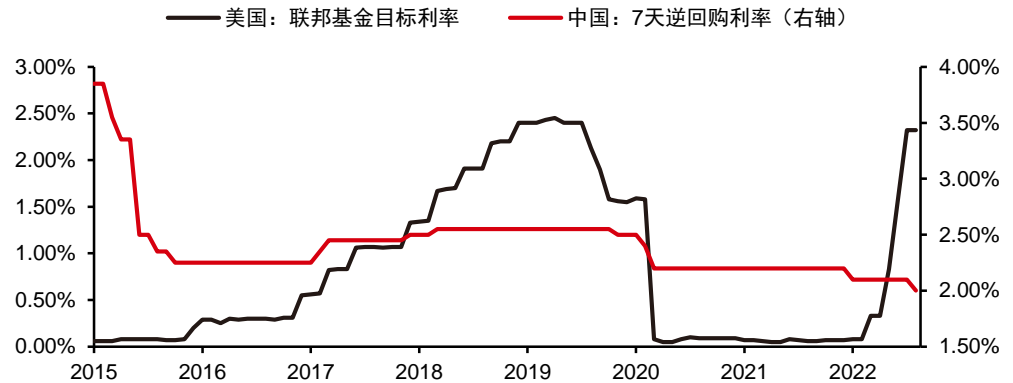


资料来源：Wind，中信证券研究部绘制

2. 通过金融市场流动性管理：量与价的双重指引逻辑。对于央行短期的逆回购操作，以及中长期的 MLF 操作，流动性管理工具侧重在：

①直接利率信号传导。在 2015 年后存贷款基准利率运用逐步退出历史舞台后，OMO-MLF-LPR 利率传导链条成为政策利率工具的核心。复盘来看，相较于美联储对于联邦基金利率的调整，国内央行对于政策利率工具的使用较为审慎。

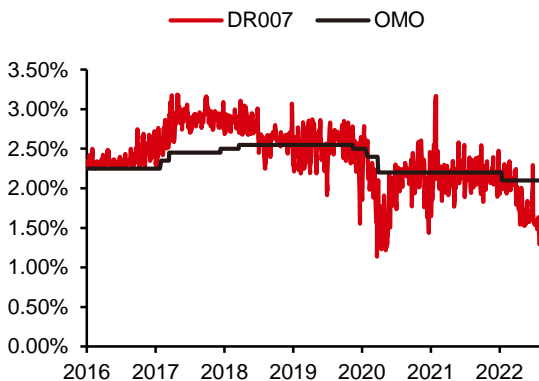
图 28：相较于美联储，国内政策利率调整相对更为审慎



资料来源：Wind，中信证券研究部绘制

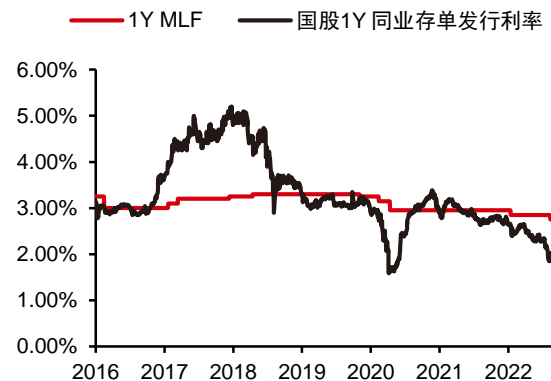
②数量引导：市场利率围绕政策利率运行。包括 DR007 围绕 OMO 利率运行、商业银行一年期同业存单利率围绕 MLF 利率运行。这类条件的达成，在于流动性投放能对冲财政吞吐、外汇占款、现金漏损和法准变动，使得流动性保持“不紧不松”的状态，也即同期限银行体系资金价格与央行货币政策工具价格基本匹配。在外部事件影响或阶段性需求偏弱的阶段，DR007 和同业存单利率或呈现出阶段性的负向偏离 OMO 利率/MLF 利率。

图 29：DR007 利率以 OMO 利率为运行中枢



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：同业存单发行利率以 MLF 利率为运行中枢



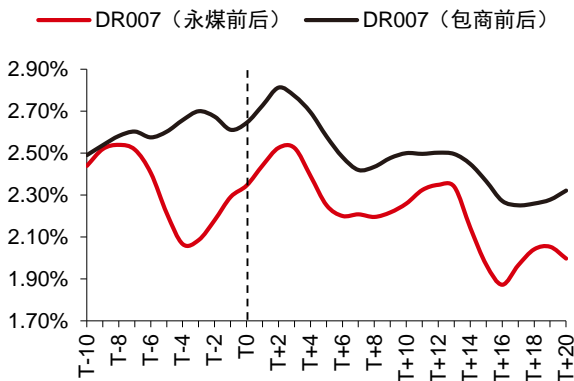
资料来源：Wind，中信证券研究部

③阶段性偏离关注市场杠杆与风险事件影响。复盘来看，央行注重通过流动性阶段性投放呵护市场情绪以及引导市场预期：

i) 风险事件发生或预期升温时，及时加大流动性投放以提前应对市场可能的流动性风险。以 2019 年包商和 2020 年永煤事件为例，一般 T+2 日 DR007 达到峰值后，流动性呵护下后续均有 50bps+ 的降幅。

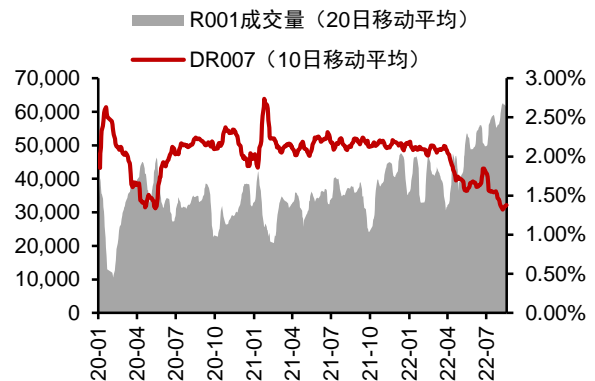
ii) 市场交易性杠杆过高时，适度控制流动性投放从而阶段性收窄长端利差，避免市场套利一致预期的形成。可将“R001 日均成交额”作为观察指标，2020 年以来的操作情况显示，R001 日均成交额阶段性高点后，央行流动性往往有阶段性收紧。

图 31：包商及永煤事件后 20 个交易日 DR007（3 日移动平均）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：DR001 日均成交额阶段性高点后，后续流动性多有收紧

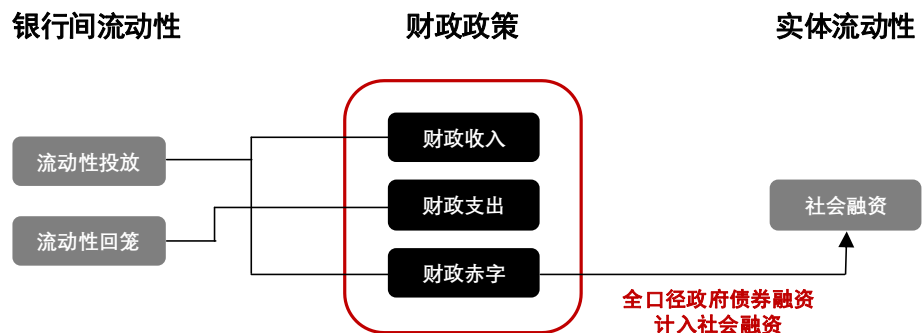


资料来源：Wind，中信证券研究部

财政政策：银行间流动性和实体流动性的扰动因素

财政政策同时影响银行间流动性与实体流动性。一方面，国库运作体系的存在，使得财政资金的收支对银行间流动性起到吞吐作用。另一方面，目前全口径的政府债券发行计入社会融资，因此财政赤字对信用扩张起到重要作用。

图 33：2015 年以后国内政策利率调整多采用跟随策略



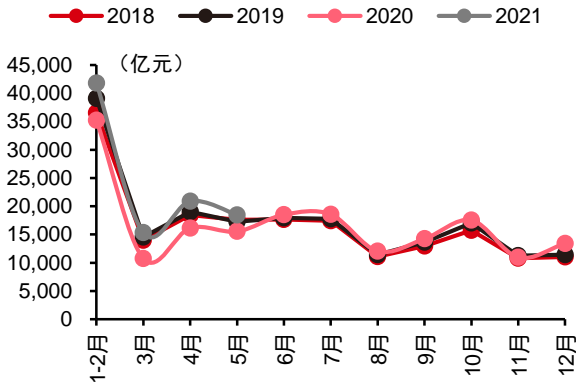
资料来源：Wind，中信证券研究部

1. 银行间流动性影响：季节性与周期性

收支季节性特点，使得财政对银行间流动性影响呈现出典型的季节性。由于所得税按

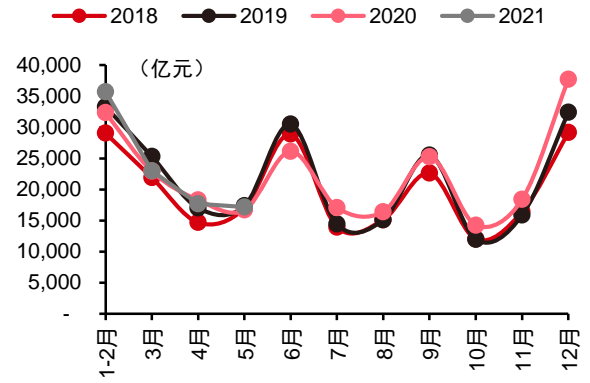
季预缴以及汇算清缴的存在，使得每年 1 月、4 月、5 月（汇算清缴月）、7 月、10 月往往为财政收入大月。而财政预算机制下，季末月以及年末的 11 月、12 月往往为财政支出大月。因此，财政对银行间流动性的吞吐作用往往呈现“季初收，季末放”的特点。

图 34：季初月由于纳税月份因素成为财政收入大月



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：预算机制使得季末月及年末月份为财政支出大月



资料来源：Wind，中信证券研究部

政府债券的发行，对银行间流动性影响亦呈现出阶段性。以地方债发行为例，其对资金面的影响，取决于地方债发行资金在国库体系滞留的时间，因为在此期间地方债发行将对市场流动性产生抽离作用。对于四种地方债发行模式，影响时间和强弱不一：

(1) **定向置换债券**：仅为债权形式转换，不涉及到实际资金划拨，不影响资金面和流动性；

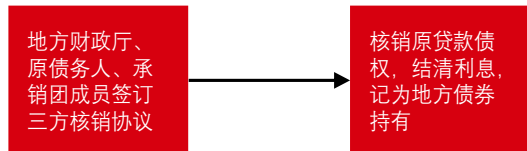
(2) **公开置换债券**：分资金募集和置换两个阶段，对流动性影响体现于置换阶段（即资金进出国库）。根据财政部要求（61 号文），置换阶段原则不超过 1 个月，因此资金面影响仅在月内体现；

(3) **借新还旧债**：既有国库资金垫付模式，亦有先发新后偿旧模式。前者对市场流动性无负向冲击，后者发行与到期时间差基本在 1 个月内，影响时间较短；

(4) **新增债券**：分资金募集和使用两个阶段，对流动性影响体现于资金使用阶段（即资金进出国库）。但由于新增债对接项目落地开工时间不确定，因此资金留存国库时间不同，一般平均期限要长于 1 个月。

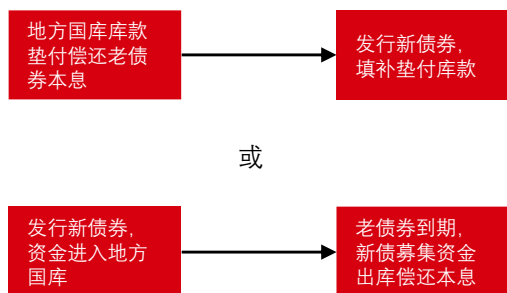
因此，从发行过程对流动性抽离的持续时间看，四类地方债发行方式对流动性的影响顺序为：新增债>公开置换=借新还旧债>定向置换。亦因如此，为平滑地方债发行对银行间流动性的干扰，央行多通过短期流动性操作来对冲。

图 36：地方债务定向置换不涉及实际资金划拨



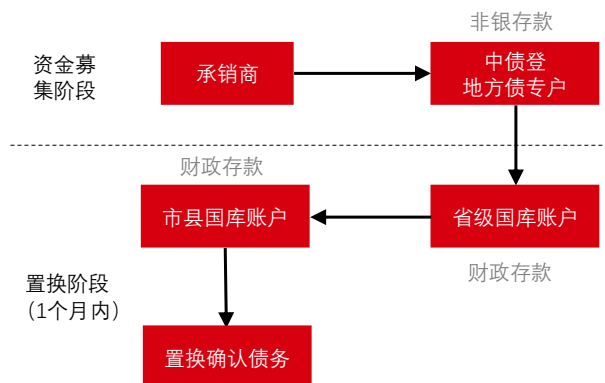
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：借新还旧债发行过程示意图



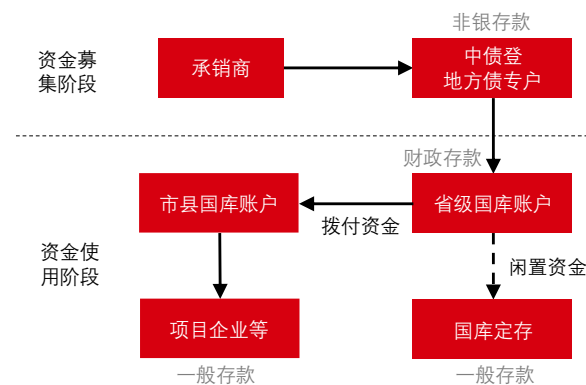
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：地方债公开置换资金流转示意图



资料来源：Wind，中信证券研究部

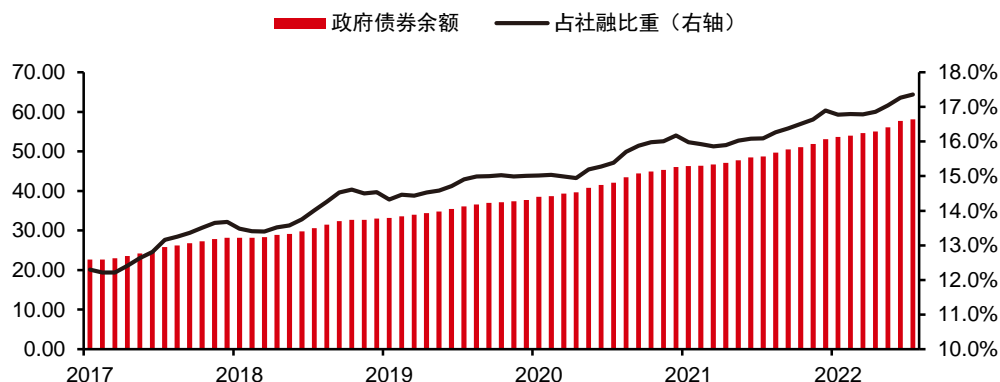
图 39：新增地方债发行资金流转示意图



资料来源：Wind，中信证券研究部

2. 财政对实体流动性即信用影响逐步加大。近年来，以地方政府债券为代表的财政政策逆周期调节作用加大,2017-2022H1 政府债券占社融余额比重由 12.3%提升至 17.3%，政府债券发行的力度与节奏对于信用扩张和收敛的影响明显放大。

图 40：2017-2022H1，政府债券占社融余额比重由 12.3%提升至 17.3%



资料来源：Wind，中信证券研究部

商业银行：资产负债表行为如何影响流动性？

商业银行作为银行间流动性和实体流动性的中枢，其资产负债表总量扩张和结构摆布对两类流动性都带来直接影响，即扩表逻辑和流动性逻辑：

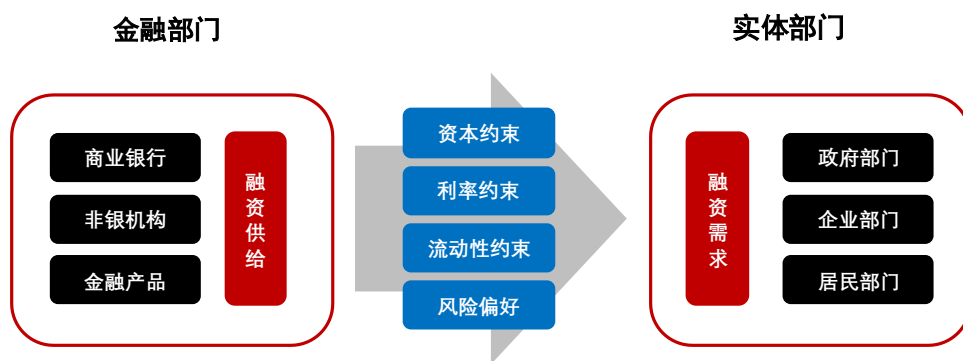
1.总量逻辑：商业银行扩表行为决定实体流动性状况。信用扩张分析中，核心是对供给、需求与约束进行判断：

1) 商业银行是实体流动性的供给方，实体部门是实体融资需求方。商业银行作为“中央银行-商业银行-实体部门”链条的中间环节，在货币派生过程中起到承上启下作用；实体部门结合自身生产、经营、消费情况，以及对于经济前景以及利率水平走势判断，从而进行的融资行为。

2) 自上而下的约束：受到货币与监管当局对金融扩表的管理。体现为流动束（包括法定准备金水平、基础货币供应等），资本约束（包括金融监管部门设定的资本充足率达标要求，以及中央银行设定的MPA机制），利率约束（主要是央行主导的货币工具价格，以及监管部门对存款市场秩序管理）。

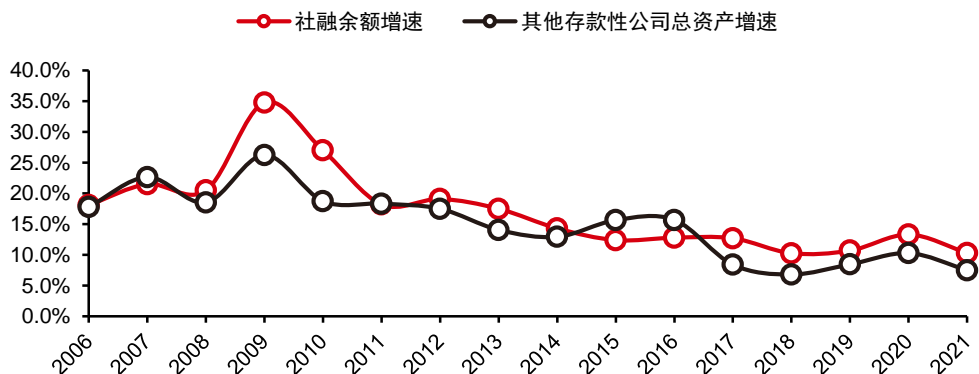
3) 自下而上的约束：受自身关键指标的影响。各家银行除因为流动性、定价、资本情况差异而面临不同程度的货币与监管当局约束外，银行自身扩表与投放策略，特别是外部信用事件发生后可能产生的“惜贷”行为，短期对于货币和信用创造带来直接制约。

图 41：信用供需与条件约束



资料来源：中信证券研究部绘制

图 42：商业银行扩表速度与社融增速完全同步



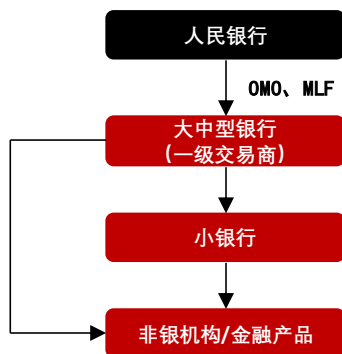
资料来源：Wind，中信证券研究部

2.流动性逻辑，商业银行资产负债表策略决定了银行间流动性的分布。

1) 负债端，商业银行存款增速决定了法准占用增速。目前，大型商业银行和中小型商业银行的存款准备金率（未考虑普惠小微等“两优”激励）分别为 11.25%/8.25%。一个简单的测算来看，二季度末超额存款准备金率 1.5%，若一般性存款年增速在 10%左右，则意味着若没有其他流动性投放的情况下，存量的超额存款准备金在一年半左右的时间则将消耗殆尽（转化为法定存款准备金）。此外，在存款高速增长的季节（如，半年末、年末时点，年初信贷集中投放时点），流动性往往更容易呈现趋紧的态势。

2) 资产端，商业银行决定了银行间流动性的分布。在国内分层的流动性体系下，商业银行成为银行间流动性最主要的供给端。而从商业银行自身大类资产配置角度而言，综合考虑纳入账面收益、风险成本、资本成本、税收成本以及其他综合收入来看，一般倾向于信贷资产>投资资产>同业资产的顺序。因此，当信贷及投资类资产相对较为欠缺，且同业业务硬性约束相对较弱时，银行将更有意愿来开展基于同业业务的资金类业务，这种情况下“下游”流动性较为富余。而当总体基础货币总量有限，且商业银行体系存在“惜贷情绪”时，下游流动性或将出现结构性短缺（如，钱荒时期）。

图 43：国内银行间流动性分层情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：商业银行大类资产配置考量

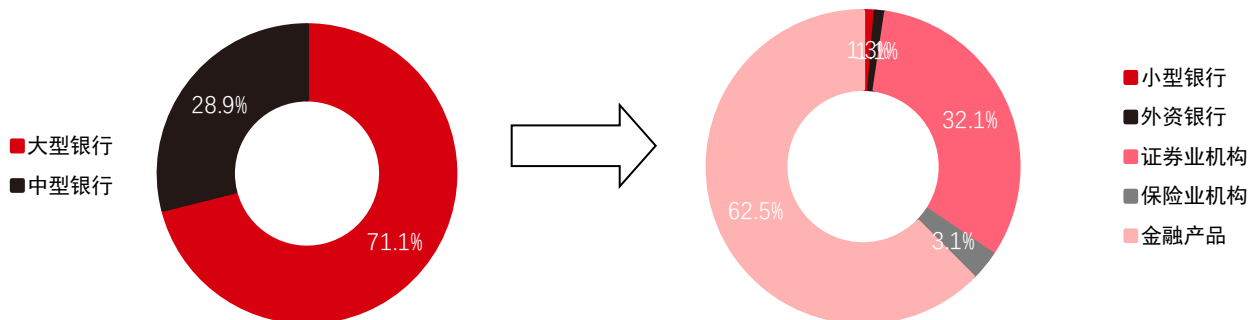
银行资产配置排序，考虑：

1. 账面收益情况
2. 风险成本、资本成本、税收成本
2. 引存取存作用
3. 客户维系作用



资料来源：Wind，中信证券研究部

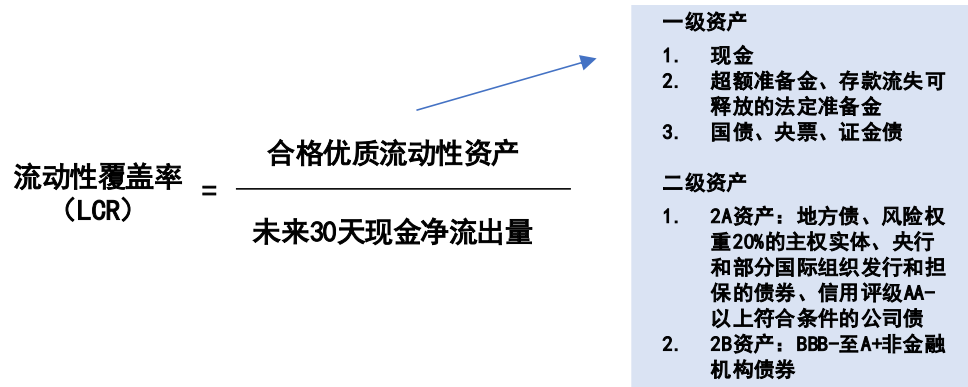
图 45：货币市场回购、同业拆解资金净融出、净融入结构（2022 年上半年）



资料来源：中国人民银行《中国货币政策执行报告（2022 年第二季度）》，中信证券研究部

3) 商业银行自身流动性监管指标的约束, 亦将限制银行的资金融出。金融危机以后, 无论是商业银行的国际监管体系, 还是国内监管体系, 流动性监管日趋严格。目前, 除沿袭 Basel III 的流动性覆盖率 (LCR) 和净稳定资金比例 (NSFR) 指标外, 国内监管亦引入了流动性匹配率 (LMR) 指标。流动性指标约束, 使得商业银行在重要时点倾向于持有高流动性权重的资产, 一定程度会约束商业银行的流动性融出行为, 从而对银行间市场流动性带来负向作用。

图 46: LCR 中优质流动性资产



资料来源：Wind，中信证券研究部

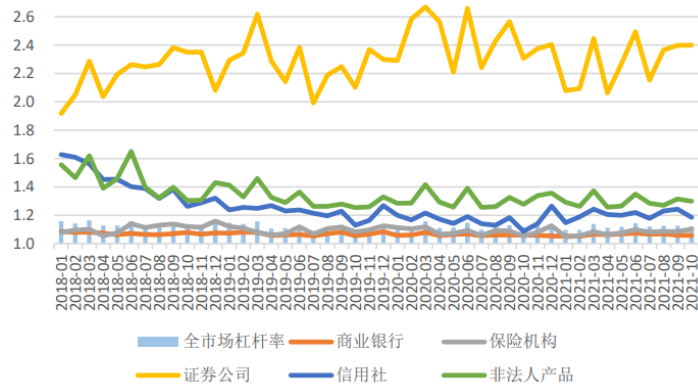
非银机构：金融市场流动性的被影响方

非银机构作为银行间流动性的末端, 对于流动性状况更为敏感。非银机构对流动性更为敏感, 主要是由于:

- 1) 国内流动性投放体系下, 非银机构和金融产品作为流动性链条的最末端, 更容易受到流动性短缺影响。
- 2) 杠杆水平来看, 根据中债登《债券市场风险监测报告》, 证券公司杠杆率在 2.2x 左右, 非法人产品杠杆率在 1.3x 左右, 均明显高于商业银行。

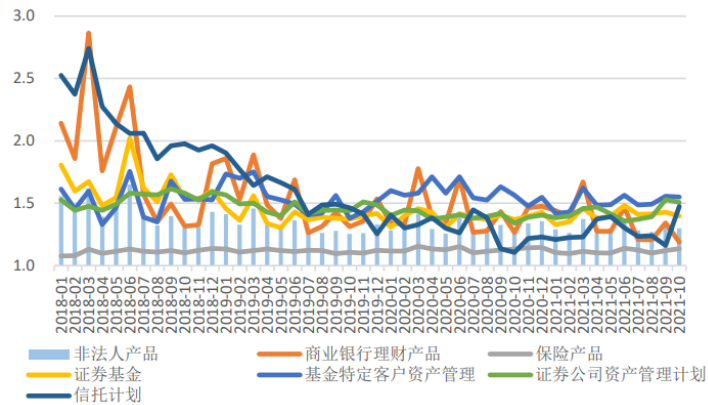
此外, 非银机构和金融产品的杠杆行为, 更多是出于盈利考量, 因此市场流动性预期趋同时, 往往由于羊群效应而进一步放大流动性状况的波动。

图 47：主要市场成员杠杆率走势



资料来源：中债登《债券市场风险监测报告》

图 48：非法人产品杠杆率走势



资料来源：中债登《债券市场风险监测报告》

■ 微观：金融市场分析的核心指标

我们新开设的金融市场观察系列报告，将以月度为定期频率，重点关注和分析金融市场多维度利率运行情况、银行间流动性状况以及广义信用环境，亦关注重要金融机构的最新展业策略与经营特点。

量：流动性传导链条

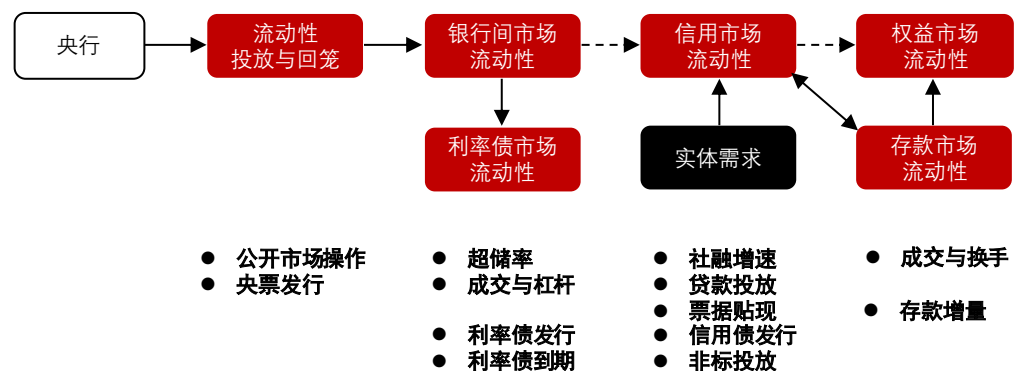
从各层级流动性的勾稽关系来看，流动性传导链条为“央行流动性管理→银行间流动性（利率债市场）→信用市场流动性→存款市场流动性→权益市场流动性”。具体而言，流动性量化分析指标包括：

- **银行间市场流动性。**以银行体系超储率分析为核心，重点关注银行间流动性的投放、回笼因素，核心量化指标：1) 央行公开市场操作、票据发行规模；2) 财政

净支出规模、政府债发行规模、国库定期存款开展情况；3) 外汇占款月度变动；4) 银行间市场参与机构的行为决定了狭义流动性的分布，货币市场成交量、各类机构杠杆率亦是重点分析指标。此外，同业存单市场即作为货币市场的一部分，也作为银行重要的主动负债管理工具，其发行与到期规模、发行定价、期限利差等高频数据值得重点参考。

- **利率债市场流动性。**与货币市场相类似，利率债市场作为无风险市场（尤其是二级市场）成为金融机构资金交易的重要市场。数量分析角度，可重点关注利率债发行与到期情况，特别是政府债券发行节奏的季节性因素下，其流动性受供给端影响较为明显。
- **信用市场流动性。**信用市场流动性分析，重点是分析信用产品的规模增长情况，重点分析指标包括，社融增量、信贷增量、票据贴现规模、信用债净发行、非标增量等。对于信用市场的流动性分析而言，其一方面取决于金融机构的投放意愿与能力，另一方面亦取决于实体部门的需求。正因如此，区别于狭义流动性分析，信用市场分析对于供需两端的分析更为重要。
- **存款市场流动性。**存款市场可以视为信用派生的结果，特别贷款派生作用是存款的主要来源。因此，从量的角度，可以重点分析存款增量情况。此外，存款市场与资本市场与财富市场相关联，其影响因素除信用派生外，亦与社会财富配置行为有关。
- **权益市场流动性。**权益市场流动性可以视为信用市场流动性的延展，其量化分析方法主要包括，市场平均换手率和市场成交量等指标。从存量和增量的角度来看，权益市场流动性既需要关注其他市场流动性的外溢和流入，亦要关注存量资金的换仓与交易行为。

图 49：金融市场流动性及关系



资料来源：中信证券研究部绘制

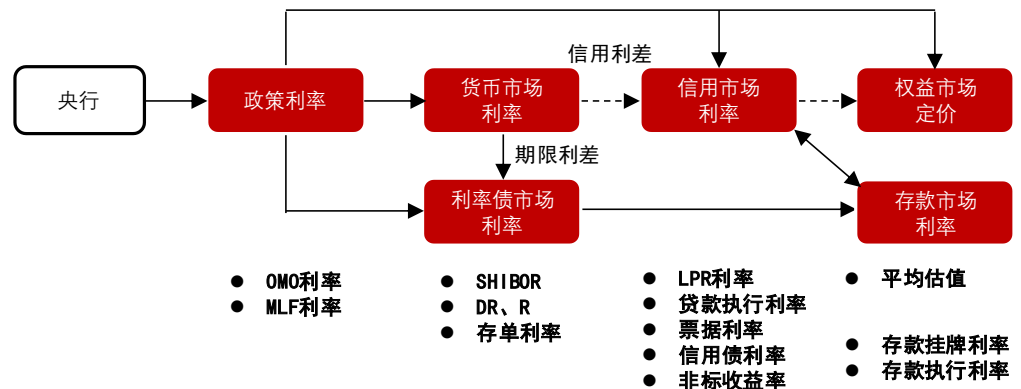
价：利率传导链条

“量”与“价”是流动性分析的一体两面，通过流动性的勾稽关系，也可以进一步分

析国内目前的利率传导体系。具体来看：

- **政策利率是利率体系的“锚”。**目前，国内使用频率较高的政策利率主要是央行逆回购（OMO）利率和 MLF 利率，人民银行决定的其他利率还包括 SLF、SLO 等货币政策工具利率以及法定存款准备金利率、超额存款准备金利率等。央行政策利率，相当于是央行为狭义流动性确定了定价基准，因此也成为其他市场利率定价的锚。
- **货币市场利率围绕政策利率波动。**代表性的货币市场利率包括 SHIBOR 利率、DR 利率、R 利率、同业存单利率等。从定价原理来看，同期限政策利率成为货币市场利率的锚，而货币市场流动性的松紧决定了市场利率偏离政策利率的程度。此外，利率债品种（尤其是短债）利率，与货币市场利率定价原理相近，而中长期利率债的期限利差亦受到市场预期等因素影响。
- **信用市场利率的核心是信用利差。**信用市场利率包括贷款执行利率、票据贴现利率、信用债发行利率、非标收益率等。从原理而言，信用市场的定价是在无风险利率的基础上，叠加信用利差所决定。从市场表现来看，信用的供需关系，直接决定了各个信用社市场的利率高低。
- **权益市场定价。**区别于固定收益品种，权益市场定价可以通过市场平均估值进行衡量。但从原来而言，一方面，以市盈率（P/E）为代表的相对估值指标，其倒数亦可视为收益率指标，从而与债券收益率等进行比价；另一方面，以 DCF 估值为基础的绝对估值，其结果亦受到无风险利率、风险溢价等因素影响。也正因如此，权益市场估值与无风险利率、信用市场利率关系紧密。

图 50：金融市场主要利率指标及关系



资料来源：中信证券研究部绘制

流动性回顾：弱信用与宽货币

货币政策与信用环境的组合，决定了银行间流动性与信用市场流动性的组合关系，亦决定了利率频谱的组合关系。从四象限的角度来分析：1) 强信用、紧货币组合下，银行间利率和信用市场利率均将走升；2) 弱信用、松货币组合下，银行间利率和信用市场利

率同时走低；3) 强信用、松货币组合下，信用市场利率走升，银行间利率取决于流动性投放与流动性占用的孰高孰低；4) 弱信用、强货币组合下，信用市场利率走低，银行间利率取决于流动性投放与流动性占用的孰高孰低。

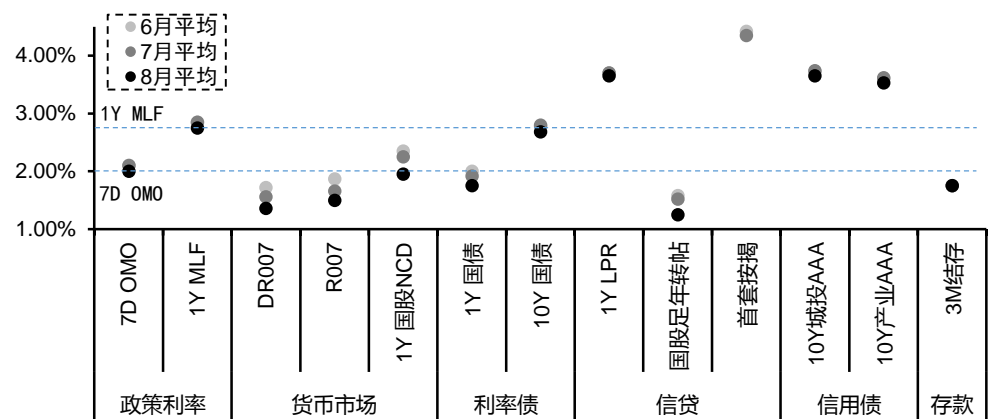
图 51：金融市场主要利率指标及关系



资料来源：中信证券研究部绘制

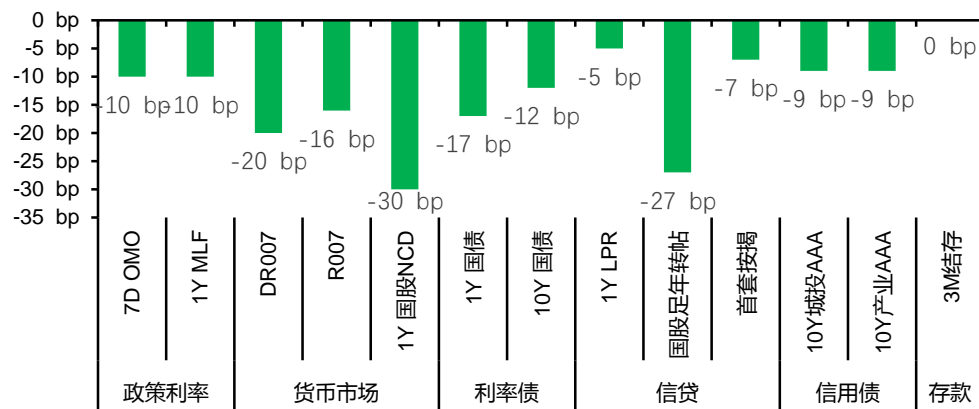
三季度以来，偏弱的信用需求与宽松的货币环境，推动了利率谱系的全面走低。特别是 8 月以来 OMO 和 MLF 两项政策利率同时调降 10bp，从而带动 1 年期和 5 年期及以上 LPR 利率分别下降 5bp/15bp，同时货币市场、债券市场、信贷市场利率均有不同程度的下降。尤其值得注意的是，弱信用+宽货币的组合下，部分受到二者同时影响的利率下行更为明显，如票据利率，一方面资金利率下行带来传导作用，另一方面信贷需求的不足亦使得票据市场呈现“供小于求”的局面。

图 52：近三个月主要利率指标运行情况



资料来源：Wind，贝壳研究院，中信证券研究部 注：8月数据截至8月25日

图 53：8 月主要利率指标环比变化



资料来源：Wind，贝壳研究院，中信证券研究部绘制 注：（1）8 月数据截至 8 月 25 日；（2）8 月新发放按揭利率尚未公布，以上为 7 月单月变化情况

展望：狭义偏松，广义求稳

资金市场乐观，信用市场稳定。预计总体流动性环境将继续呈现“狭义偏松，广义求稳”的局面：1) **资金市场延续乐观**，重大会议前夕，预计流动性供给充裕乐观，近期多地散发疫情有所反弹，信用派生对基础货币的占用作用亦较有限，预计 9 月 DR007 中枢仍在 1.6%左右水平；2) **信用增长平台期**，3000 亿增量政策性开发性金融工具落地，以及 5000 亿结存限额内的专项债 10 月底前发行完毕，或将阶段性抵补当前偏弱的内生融资需求，预计 8 月、9 月社融余额增速分别为 10.4%/10.5%，信用市场延续供需格局延续“供强于求”局面。具体指标判断来看：

- **9 月政策利率调整的可能性偏低。**8 月 MLF 和 OMO 利率调降 10bp，选择该时间窗口或亦因当月为美联储议息会议的“空窗”月份。目前仍处于降息后的观察期，连续两个月调降政策利率可能性偏低；
- **全月 DR007 中枢或维持在 1.6%左右。**8 月 DR007 利率均值 1.56%，较 7 月下降 10bp，反映的是政策利率下行 10bp 的效果，亦说明当月流动性松紧变化未有明显影响。重大会议前夕，预计流动性供给仍偏积极，近期多地散发疫情有所反弹，信用派生对基础货币的占用作用亦较有限，预计 9 月 DR007 中枢仍在 1.6%左右水平；
- **下阶段存贷利率仍有下行空间。**贷款端，当前“供强需弱”的信用环境下，信贷利率的均衡中枢仍存在向下可能；存款端，利率市场化调整机制在 LPR 下行后有望带来调降作用，三季度以来观察到中长期存款的挂牌利率调降正由区域行扩大至部分股份行；
- **信用增长短暂企稳后，仍有回落压力。**3000 亿增量政策性开发性金融工具落地，以及 5000 亿结存限额内的专项债 10 月底前发行完毕，或将阶段性抵补当前偏弱的内生融资需求，预计 8 月、9 月社融余额增速分别为 10.4%/10.5%，在没有增量财政与信贷政策的条件下，后续月份仍存在回落压力。

■ 风险因素

宏观经济增速大幅下行；银行资产质量超预期恶化。

■ 投资观点

底部明确，静待复苏。宏观面来看，当前处于经济恢复期、政策落地期和效果观察期，流动性环境呈现“狭义偏松，广义求稳”的特点。对于板块投资而言，当前板块估值底部确立，静待经济需求恢复和风险预期明朗后的投资机会。个股投资来看，建议短中期关注资产质量预期修复、业绩有望实现高增长的高性价比银行，比如江苏银行、南京银行、兴业银行和平安银行；中长期关注特色商业模式带来的估值溢价型银行，比如招商银行、平安银行、邮储银行和兴业银行。

■ 相关研究

银行业 2022 年中报回顾—景气度走弱，分化度加强	(2022-09-02)
中信证券金融科技前沿系列报告之十六—招联消费金融——打造领先优势	(2022-08-22)
银行业投资观察 20220820—二季度监管数据点评：盈利平稳，修复可期	(2022-08-20)
银行理财子公司深度研究报告—混合+权益类产品全景分析	(2022-08-19)
银行业投资观察 20220814—稳信贷，防风险	(2022-08-14)
银行业 2022 年 7 月金融数据点评—融资偏弱，货币续强	(2022-08-12)
银行业关于二季度货币政策执行报告的点评—抓落实，稳支持	(2022-08-11)
银行业投资观察—支付体系运行平稳	(2022-08-08)
银行业 2022 年二季度基金持仓分析报告—估值空间打开，静待催化信号	(2022-07-23)
银行业投资观察—互联网贷款业务进一步规范	(2022-07-18)
银行业 2022 年 6 月金融数据点评—信用复苏进行时	(2022-07-11)
财富管理深度研究系列第 5 期—银行财富管理的新趋势	(2022-07-04)
银行业投资观察 20220703—银行家问卷调查如何看行业？	(2022-07-03)
银行业 2022 年下半年投资策略—复盘与演绎：估值提升，价值回归	(2022-06-29)
银行业投资观察—支付产业高质量发展	(2022-06-20)
对话银行家主题论坛—从未来看现在，中国商业银行转型发展	(2022-06-16)
银行业 2022 年 5 月金融数据点评—信贷修复，政府债提速	(2022-06-12)
银行业投资观察 20220605—一季度监管数据点评：盈利稳健，风险整固	(2022-06-05)
金融产业报告之金融科技专题—金融科技持续加码，长远革新挑战仍存	(2022-06-01)
银行业关于 5·23 货币信贷形势分析会的点评—宽信用会有效果么？	(2022-05-24)
银行业存款利率市场化专题研究—存款市场分化会加剧么？	(2022-05-23)

银行业投资观察—稳增长再加码	(2022-05-23)
银行业 2022 年 4 月金融数据点评—信用扰动，财政加码	(2022-05-13)
银行业关于一季度货币政策执行报告的点评—稳信用，降成本	(2022-05-10)
银行业投资观察—拓宽融资渠道，助力稳健增长	(2022-05-05)
银行业 2022 年一季报综述—财务指标稳定，个体经营分化	(2022-05-04)
银行业 2022 年一季度基金持仓分析报告—机构配置再平衡	(2022-04-26)
银行业关于降准及存款自律上限鼓励调整的点评—政策的平衡：多重目标之解	(2022-04-17)
银行业投资策略—地产信用环境变化中的银行股投资	(2022-04-14)
银行业 2022 年 3 月金融数据点评—信贷向好，社融回暖	(2022-04-12)
银行业 2021 年年报综述—银行年报面面观	(2022-04-06)
银行业投资观察—如何解读银行年报数据？	(2022-03-28)
银行业关于两家金融控股公司获批设立的点评—新牌照，新业态	(2022-03-18)
银行业关于 3·16 国务院金融委专题会议的点评—稳预期，稳估值	(2022-03-17)
银行业国际收付清算体系与实务专题研究—从原理看 SWIFT：信息流是支付体系的关键	(2022-03-15)
银行业 2022 年 2 月金融数据点评—融资需求不足，政策有望发力	(2022-03-13)
银行业投资观察—银行视角看政府工作报告	(2022-03-07)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。