



宏观策略

——宏观流动性跟踪框架介绍



徐闻宇

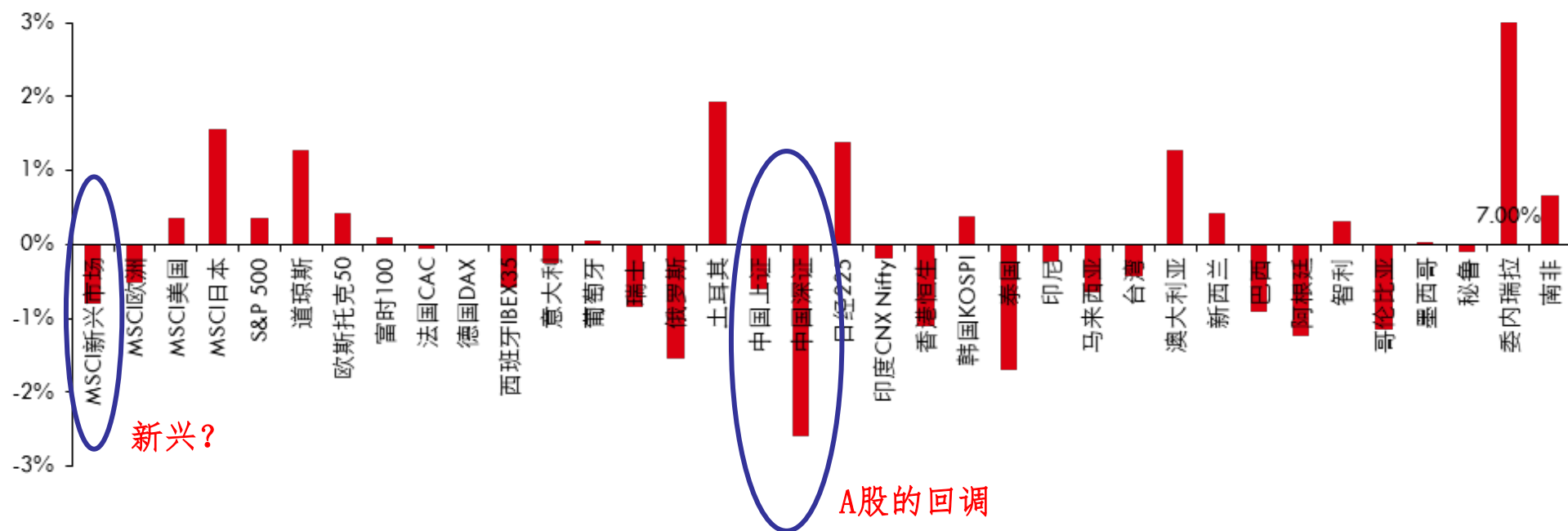
2017.10.22



大类资产回顾

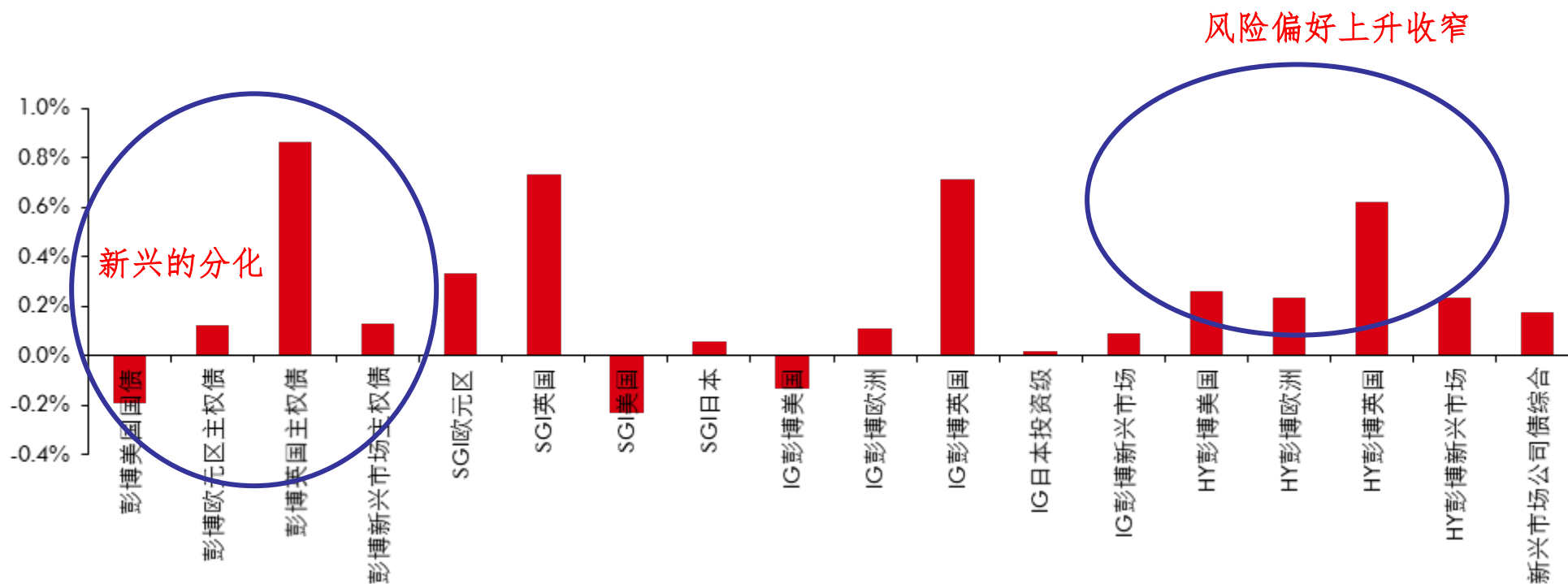
- 股债汇和商品
- 利率曲线变动

宏观流动性框架



股市

- 上周主要国家股指涨跌互现，日本领涨，新兴回落。在市场对美国经济的乐观预期之后，虽然上行幅度趋缓，但是美股连续创出新高，风险偏好的回升也压制了避险资产的走势。国内短期出现调整，中小盘弱于大盘走势，但在三季报公布周期我们认为A股盈利周期将延续，短期期指不过分悲观。

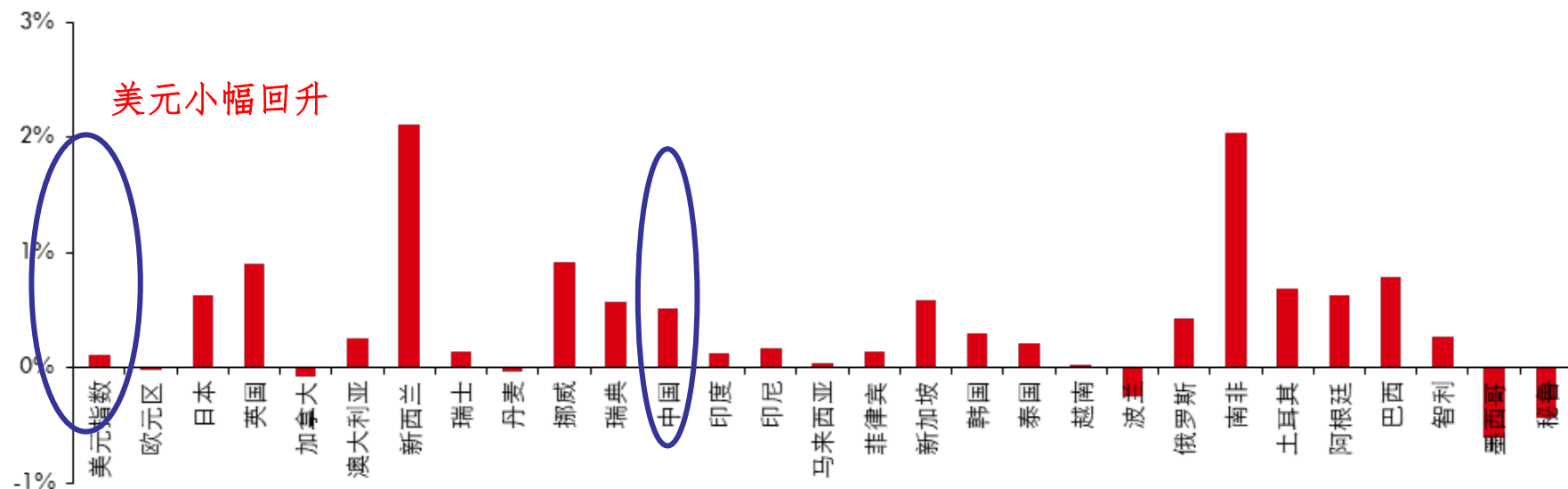


债市

- 上周美国债市调整最为显著，对美国经济新一轮上行的预期以及财政端的预期改善支撑利率在前一周调整之后延续反弹。国内债市在前半周下挫之后，随着央行流动性投放的增加以及9月经济数据的小幅低预期，收复部分前期跌幅。我们认为在强监管态势没有转变之前，货币全面宽松仍需等待，债市仍存调整压力。

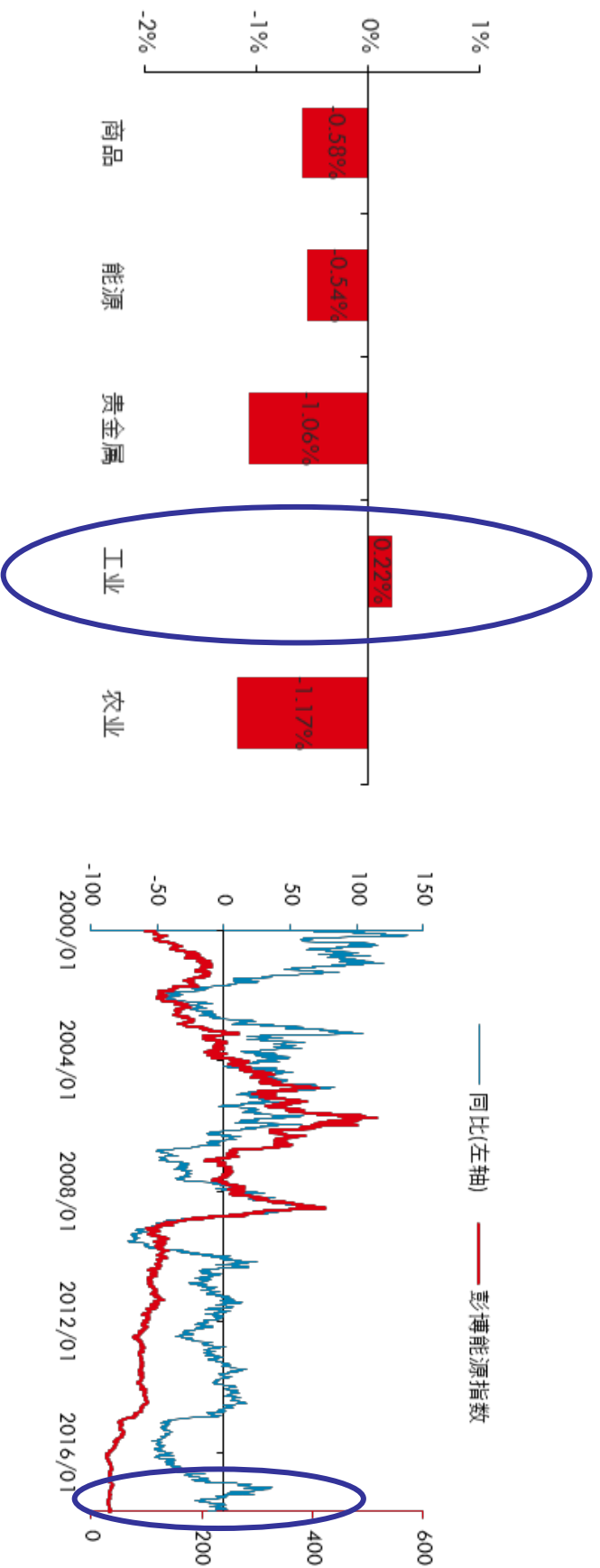


* 美元兑其他币种



汇市

- 上周美元继续小幅反弹。主要表现在日元和英镑的贬值，推动了美元指数温和回升。与此同时，人民币兑美元小幅贬值的同时，我们注意到，两者之间自9月初外汇政策改变以来的波动区间继续收窄，人民币未来仍在等待触发因素的到来，是形成机制的进一步改革扩大波动区间还是经济向下压力增大下的汇率反馈，亦或是经济实现进一步回升预期下的强劲反映。



商品

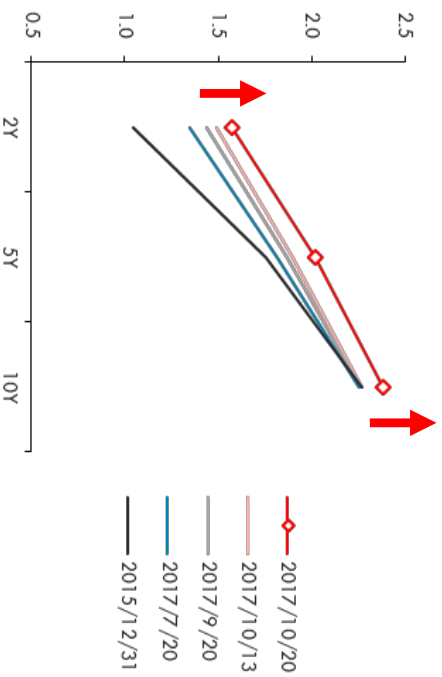
- 上周商品在主要发达经济体利率反弹的过程中进入调整，其中以贵金属调整最为明显。而在中国三季度经济数据表现并不那么强劲的背景下，商品以价格的形式证伪“7%”的乐观。预计未来宏观层面对于商品的负向影响将继续加大。



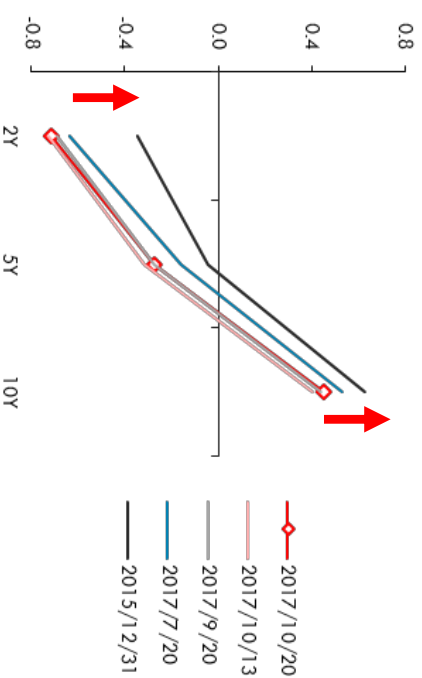
华泰期货
HUATAI FUTURES

利率曲线变动：利率的分化

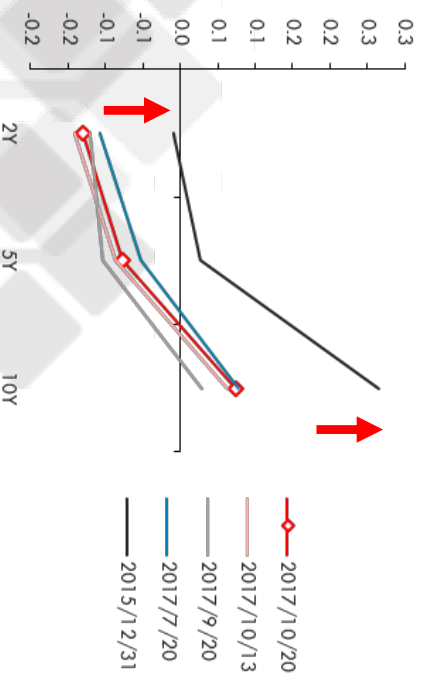
美国收益率曲线



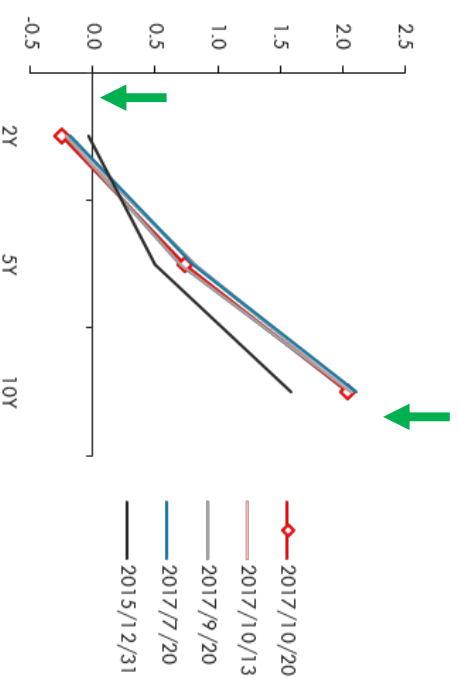
德国收益率曲线



日本收益率曲线



意大利收益率曲线





大类资产回顾

宏观流动性框架

- Part A: 美元和非美流动性跟踪
- Part B: 宏观印证和资产价格



流动性：

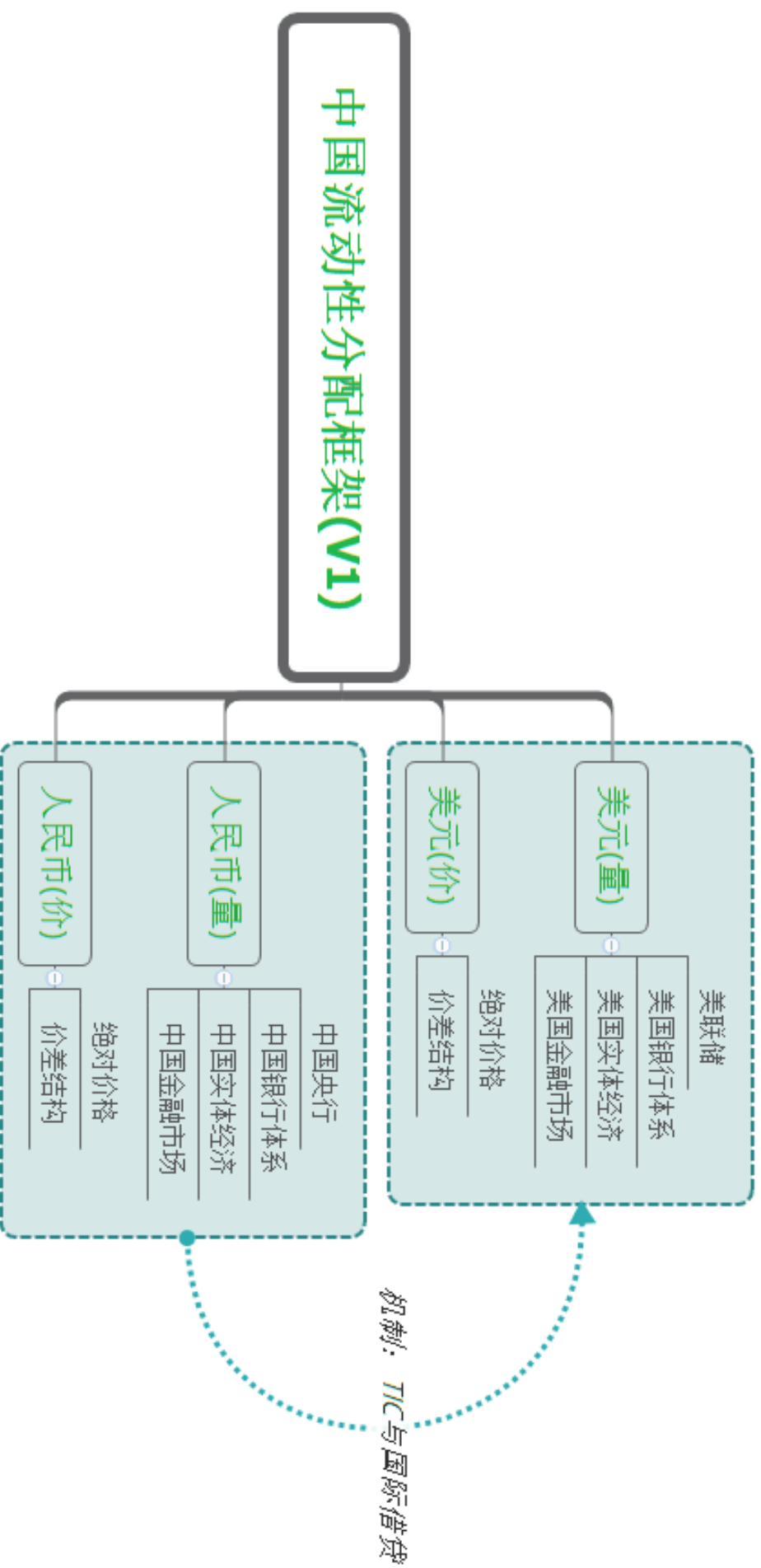
- 买卖报价价差 **Spread** = 做市商卖出报价(ask price) - 做市商买入报价(bid price)
- 市场深度 **Depth** = $\text{Best_bid} \times V_{\text{Best_bid}} + \text{Best_ask} \times V_{\text{Best_ask}}$
- 经济是否提供充分的货币供给使得市场能够有效地运行

A

L

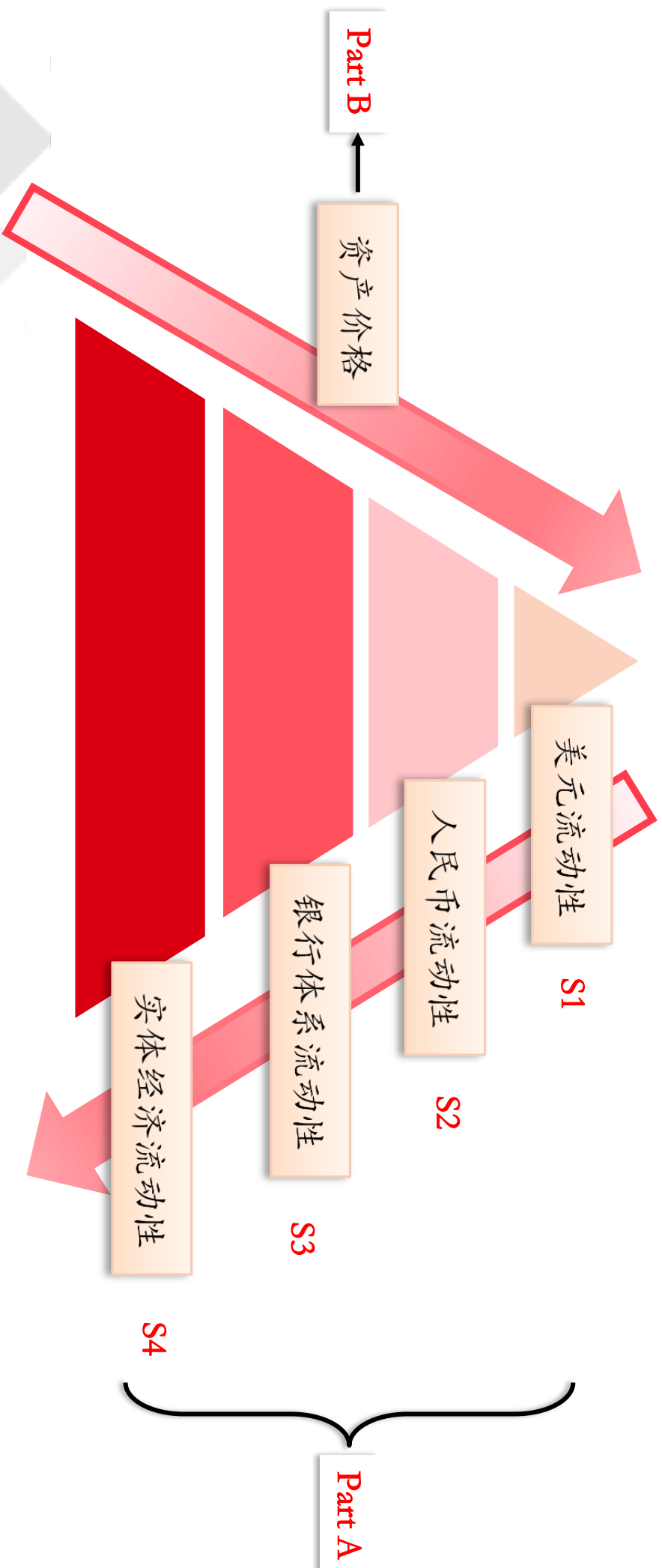


中国流动性分配框架(第一版)





中国流动性分配框架(第一版)



第一层次：美元流动性架构

美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

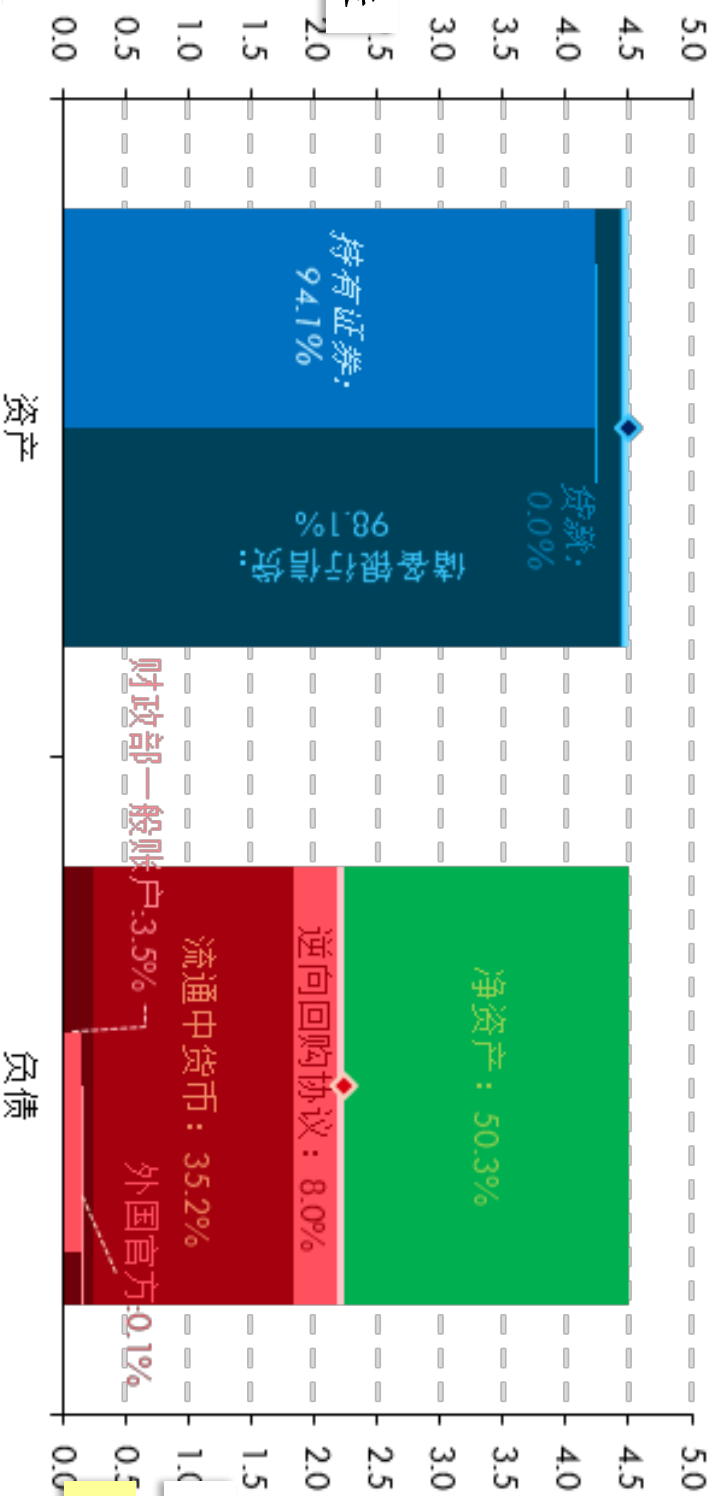
银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

美联储资产负债表项

A. 美联储缩表



B. 财政存款

C. 国外央行

- 外币计价资产
- 黄金存里
- 特别提款权账户
- 财政部发行的货币
- 除储备金外的联储银行存款
- 财政部库存现金
- 存款机构定期存款
- 其他负债



第一层次：美元流动性架构

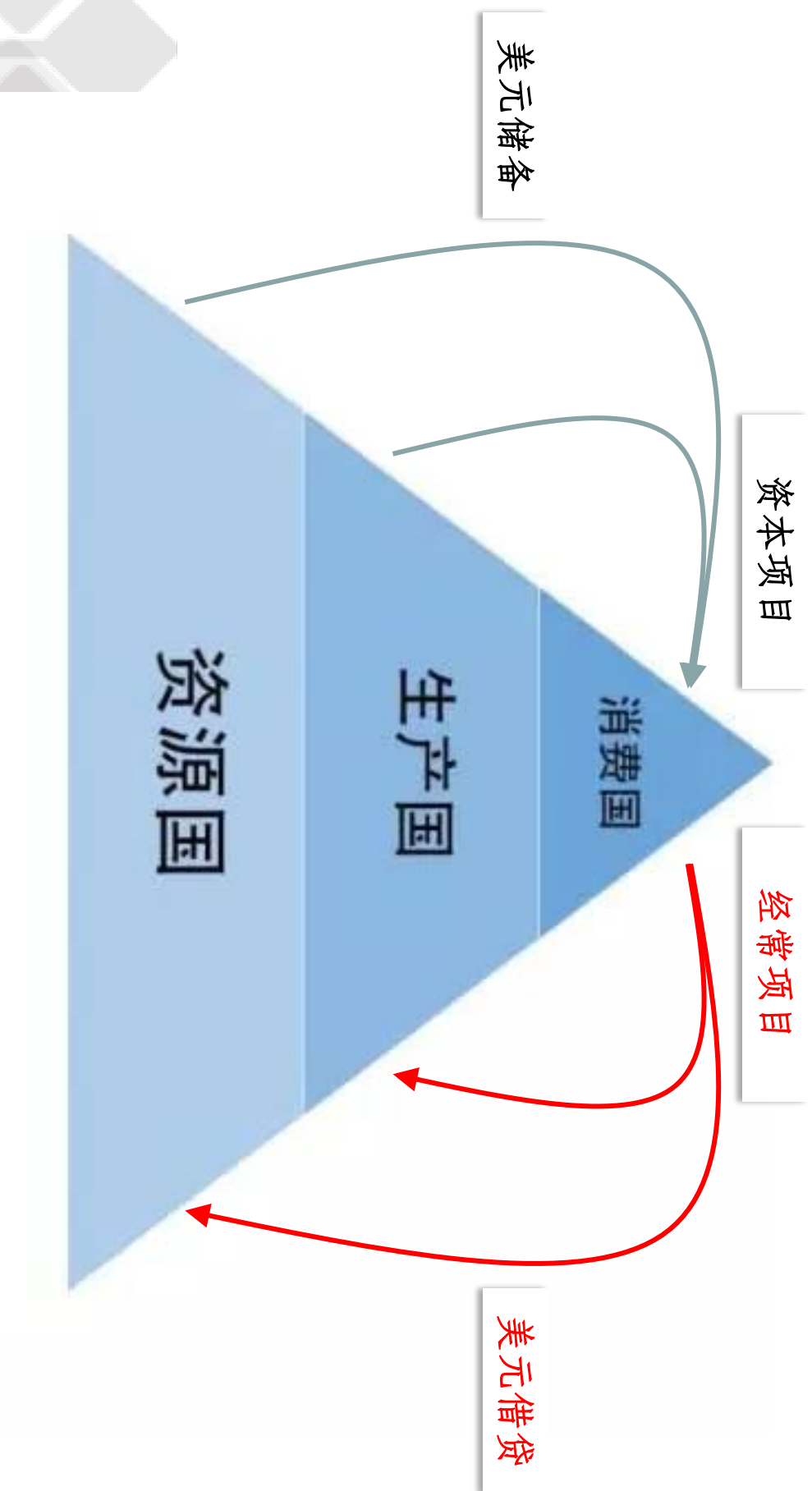
美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格



第二层次：非美流动性架构

美元流动性 (Fed)

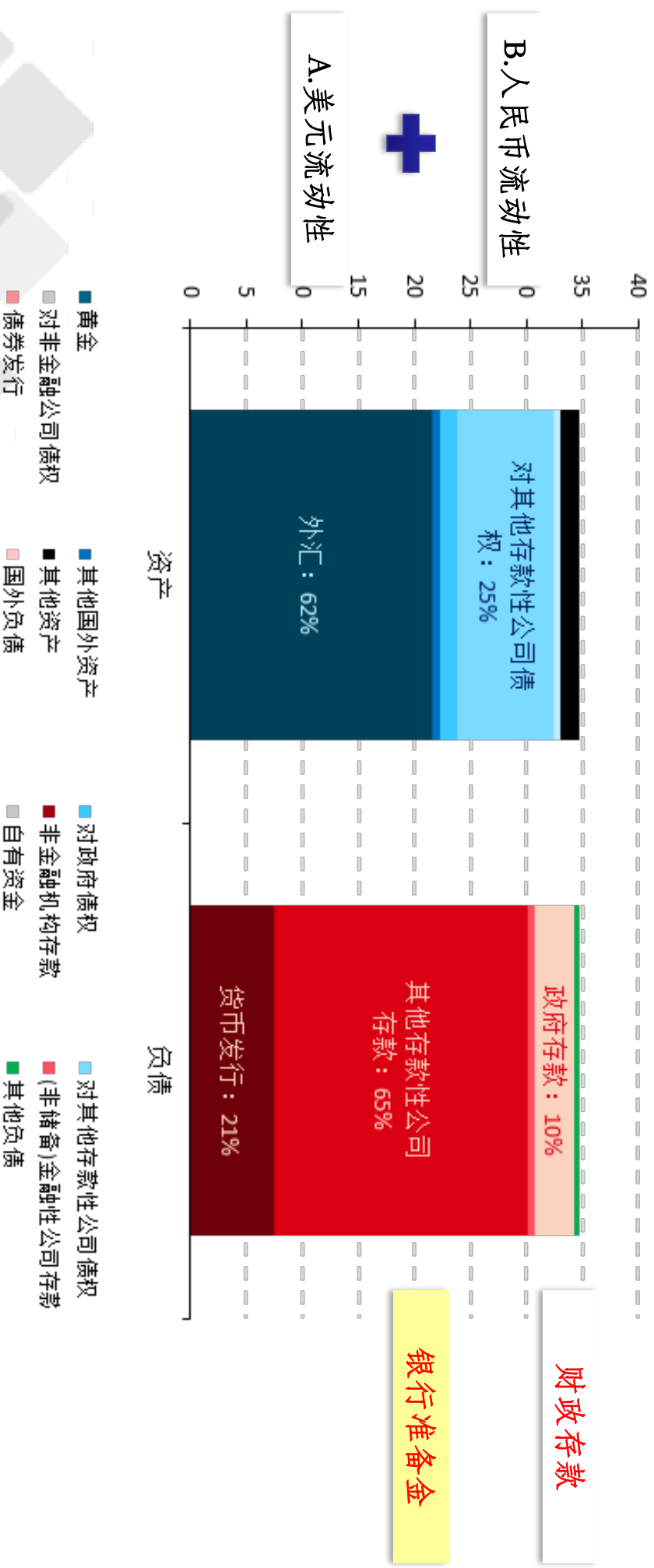
非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

人民银行资产负债表项



美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

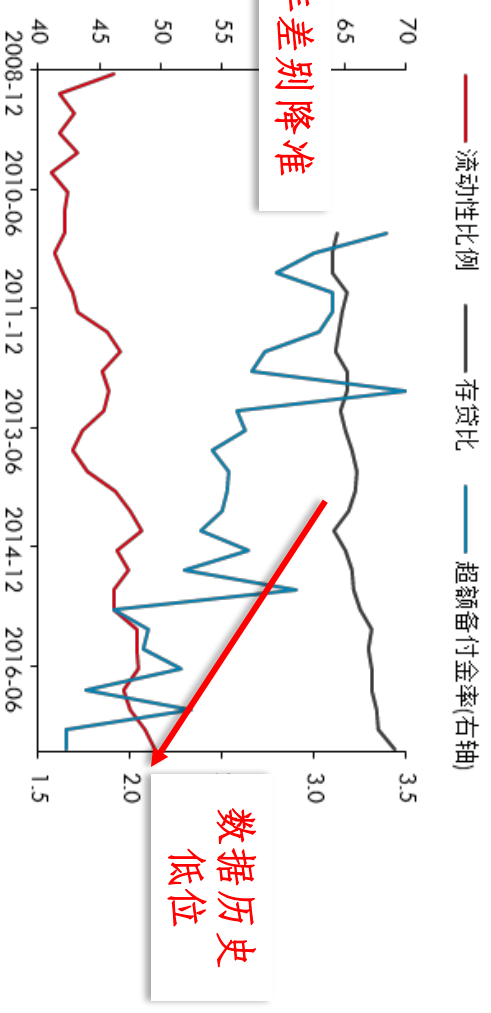
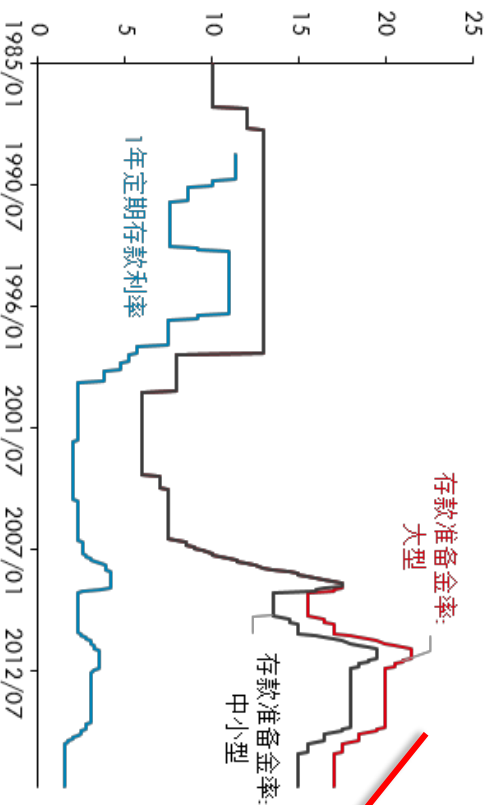
银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

存款准备金率

超额准备金率 (超储率)



金融市场流动性 (金融中介)

- 总量上：超额准备金率的大小反映了银行体系的现金充裕情况；央行通过改变法定准备金率的大小改变银行超额准备金情况；

流动性价格以及价格的变动方向决定了流动性水平。整体来看，央行对银行的资金成本以及银行对实体的信贷成本之差成为市场流动性价格；结构来看，央行对一级交易商、一级交易商对其他商业银行、银行对非银……构成了市场流动性的层次。

第二层次：非美流动性架构

美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

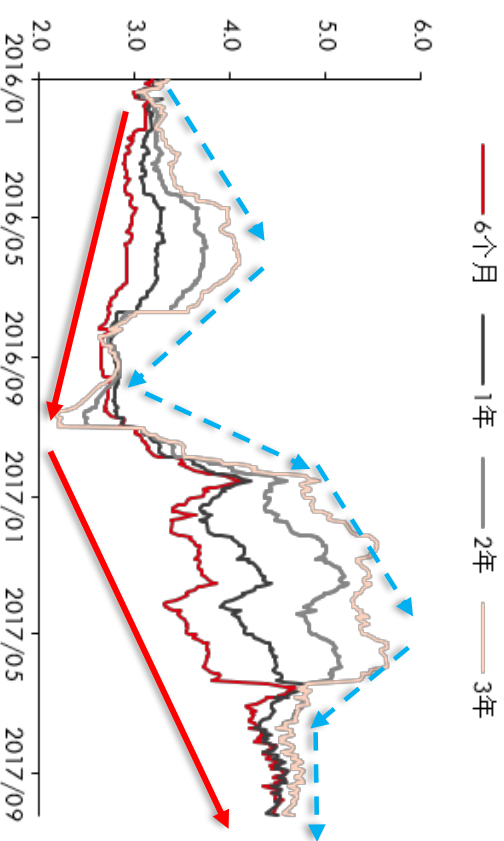
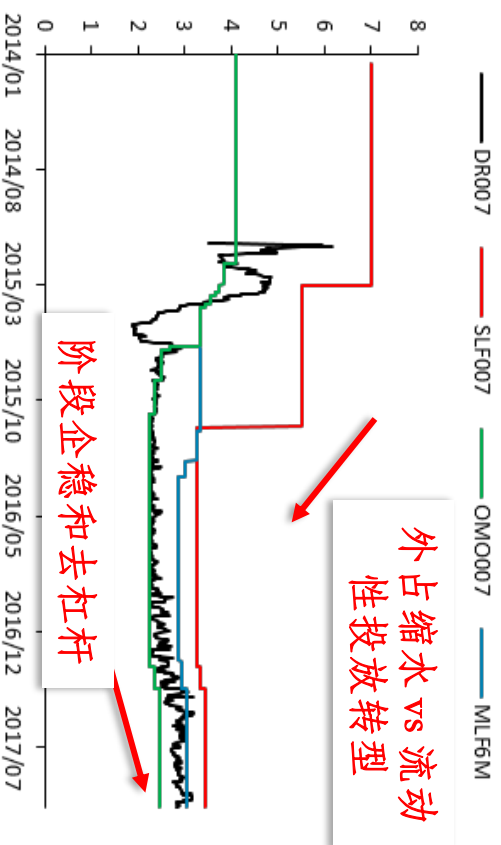
银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

利率走廊和银行负债成本

同业存单和流动性结构异化



金融市场流动性（金融中介）

- 总量上：超额准备金率的大小反映了银行体系的现金充裕情况；央行通过改变法定准备金率的大小来改变银行超额准备金情况；
- 价格上：边际的价格以及价格的变动方向决定了流动性水平。整体来看，央行对银行的资金成本以及银行对实体的信贷成本之差成为市场流动性价格；结构来看，央行对一级交易商、一级交易商对其他商业银行、银行对非银……构成了市场流动性的层次。

第二层次：非美流动性架构

美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

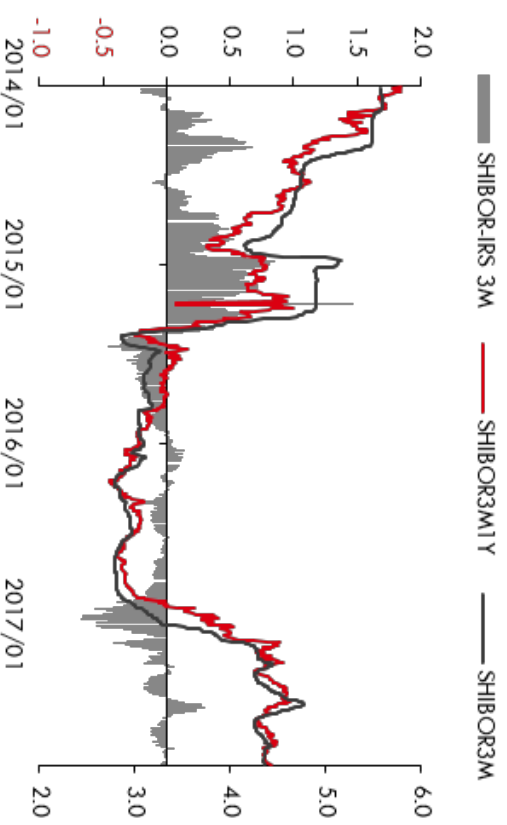
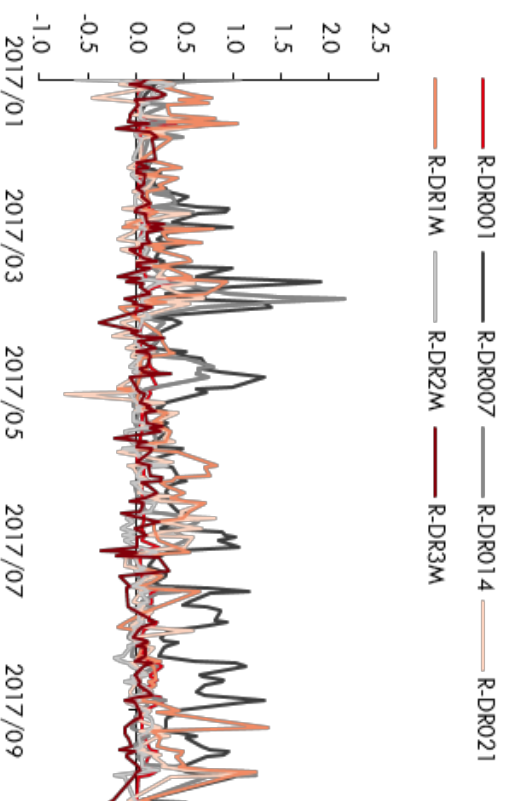
银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

市场流动性

市场流动性



金融市场流动性（金融中介）

- 总量上：超额准备金率的大小反映了银行体系的现金充裕情况；央行通过改变法定准备金率的大小来改变银行超额准备金情况；
- 价格上：边际的价格以及价格的变动方向决定了流动性水平。整体来看，央行对银行的资金成本以及银行对实体的信贷成本之差成为市场流动性价格；结构来看，央行对一级交易商、一级交易商对其他商业银行、银行对非银……构成了市场流动性的层次。

第三层次：实体经济流动性架构

美元流动性 (Fed)

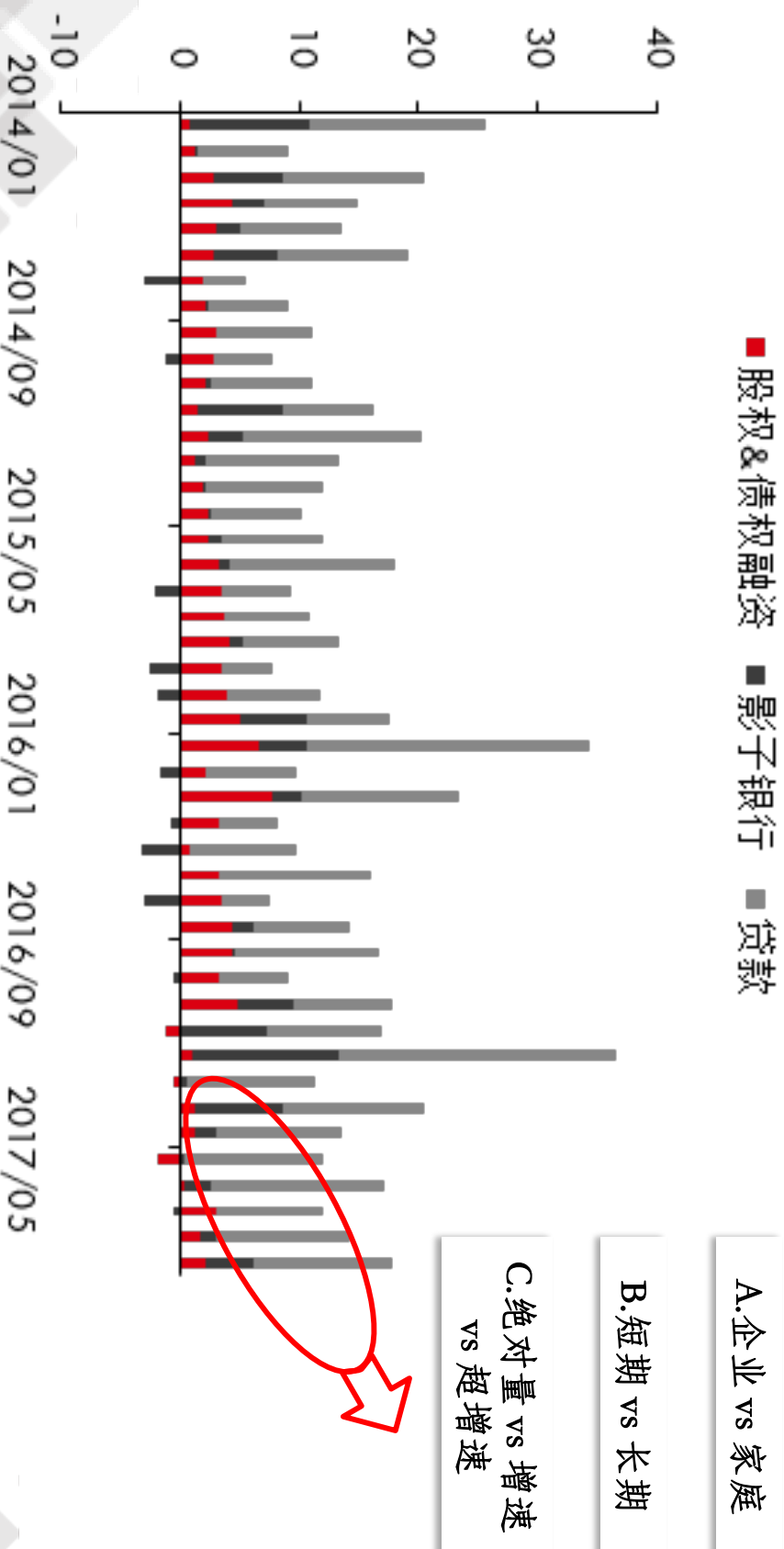
非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

流动性量：信贷和社融



第三层次：实体经济流动性架构

美元流动性 (Fed)

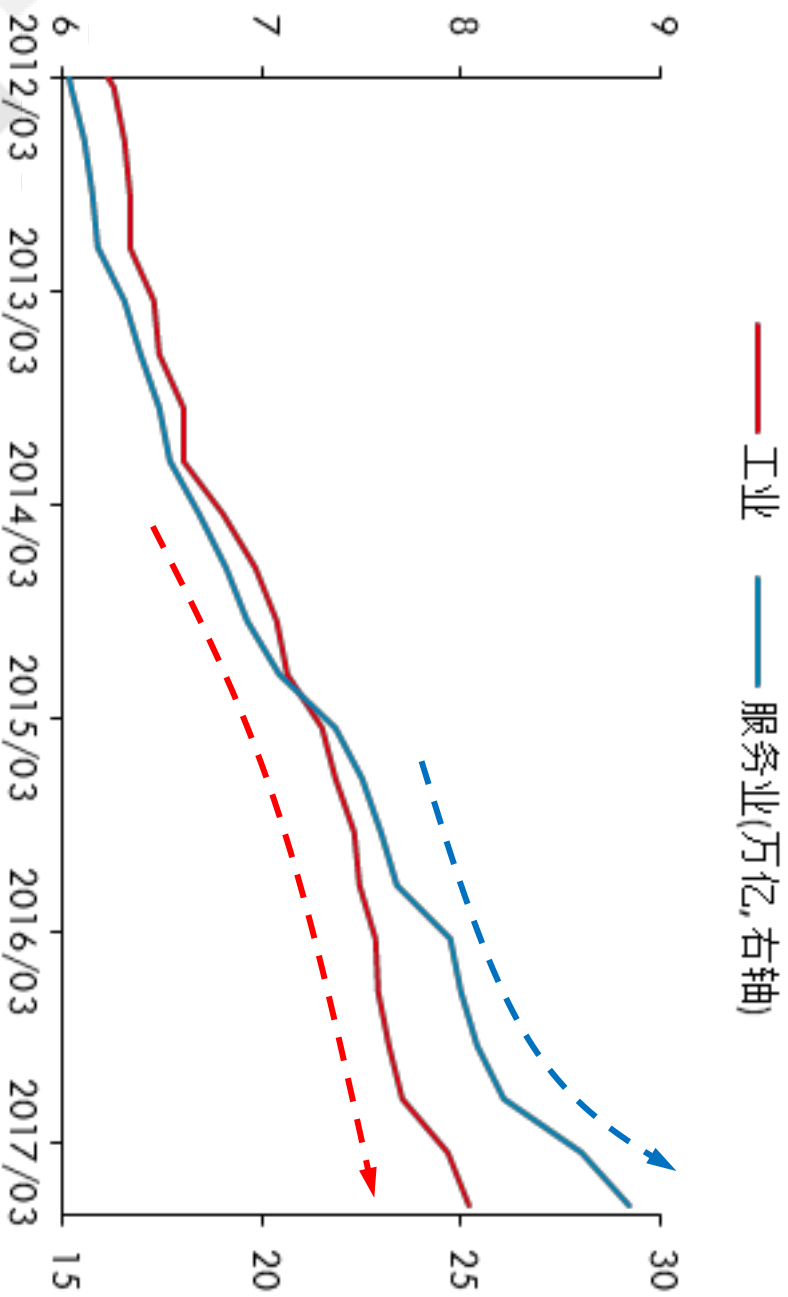
非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

流动性量：结构判断



第三层次：实体经济流动性架构

美元流动性 (Fed)

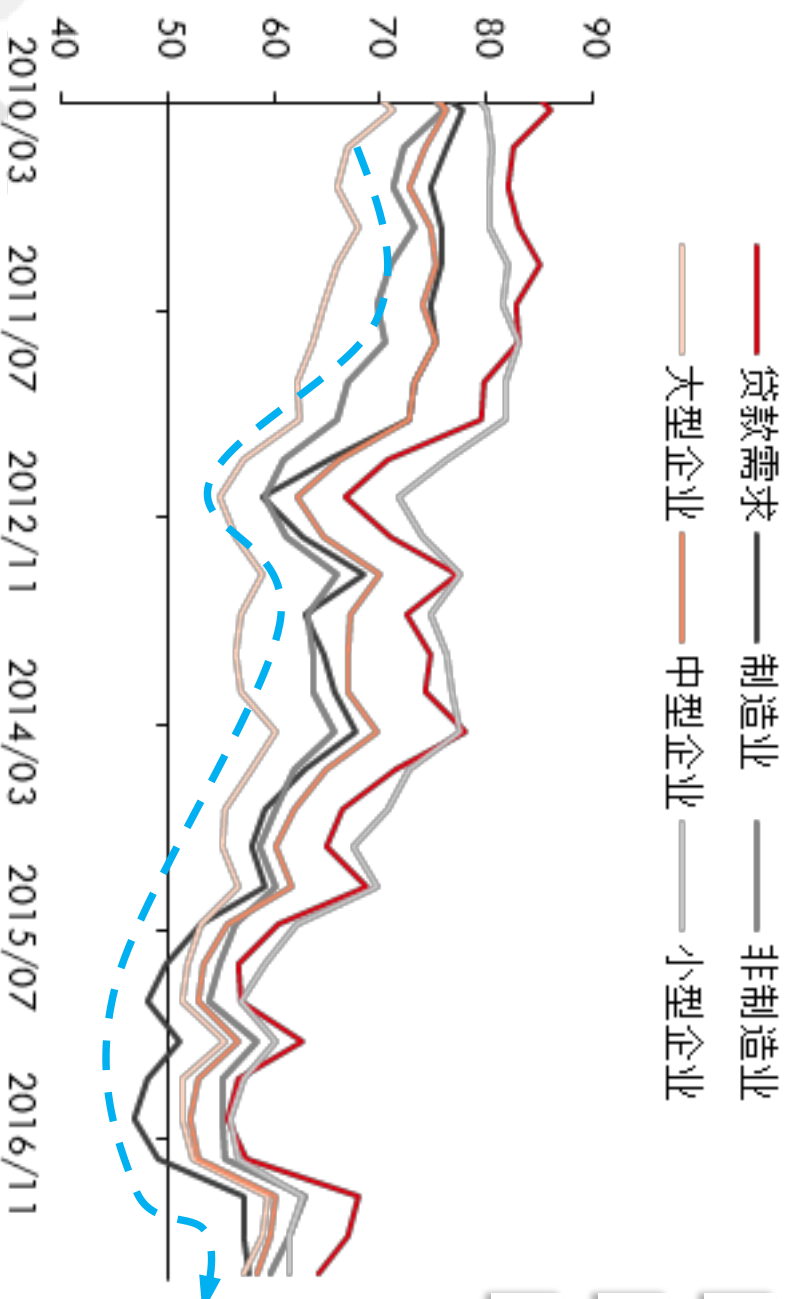
非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

流动性量：景气判断



银行家调查

企业家调查

家庭调查

第三层次：实体经济流动性架构

美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

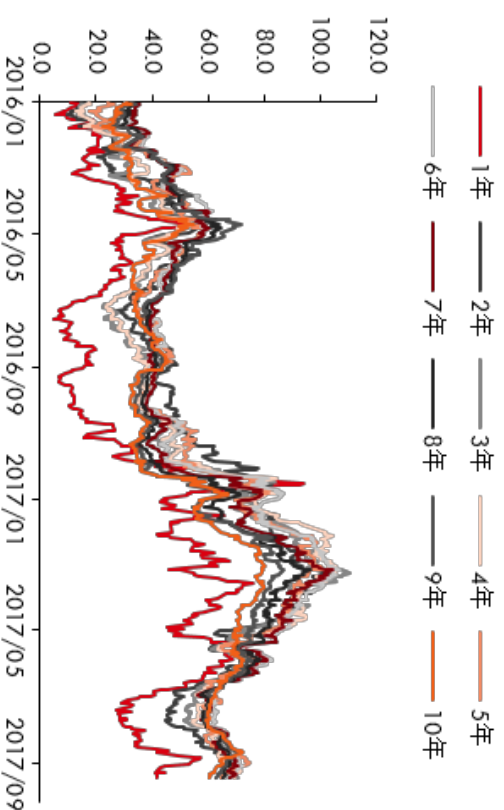
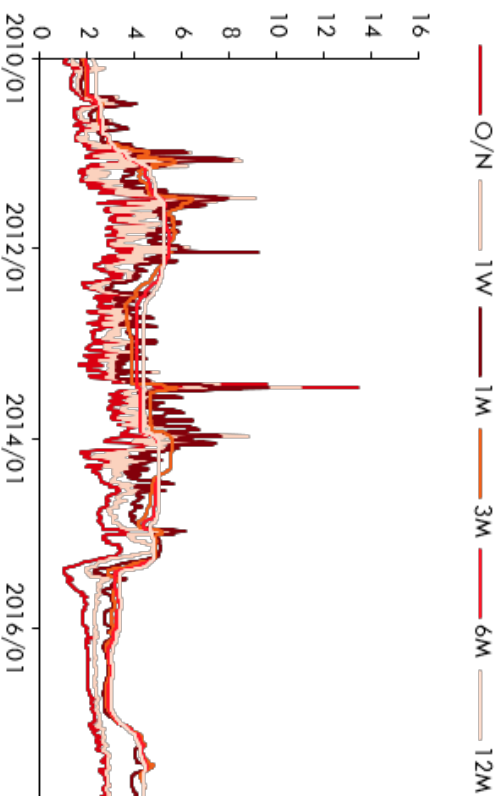
银行流动性

实体经济流动性

经济数据/资产价格

SHIBOR利率水平

国债-国开债利差



实体经济流动性

- 成本：银行对实体的信贷成本/信贷展望：SHIBOR成本定价，基准利率利差曲线结构；
- 非实体经济潜在回报率，这里我们简单的以经济的实际增速来替代。

第三层次：实体经济流动性架构

美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

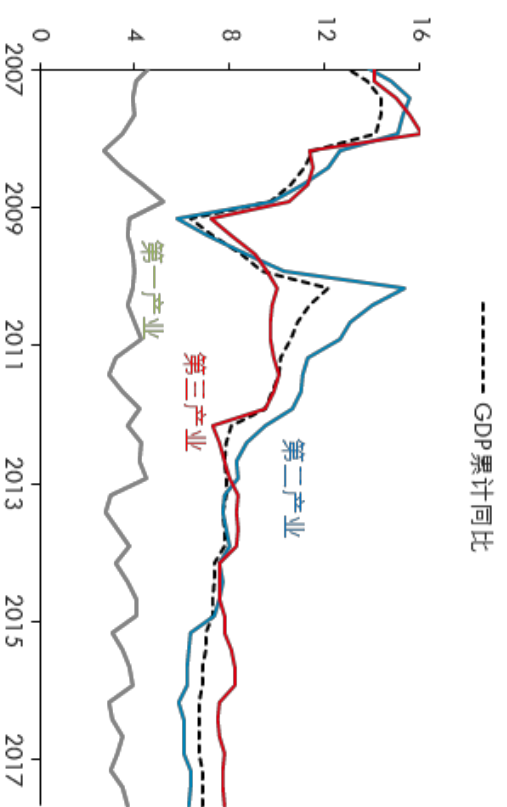
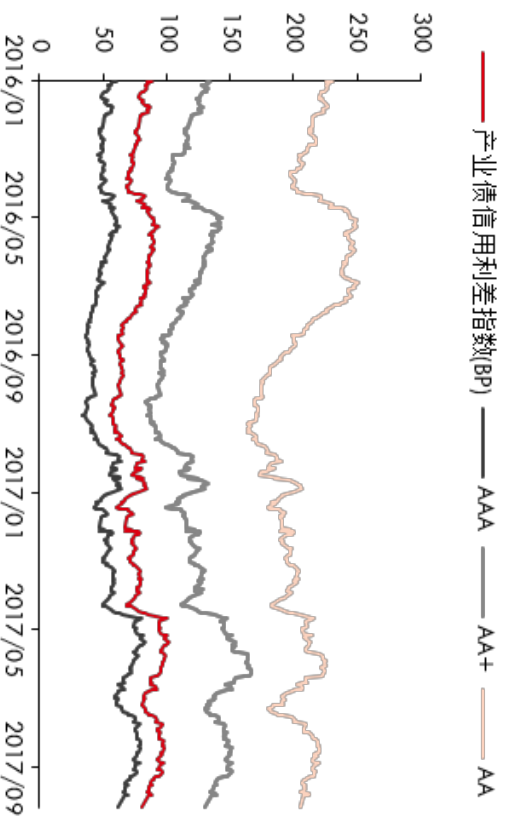
银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格

实体的信用评价

实体的回报率



实体经济流动性

- 成本：银行对实体的信贷成本/信贷展望：SHIBOR成本定价，基准利率利差曲线结构；
- 收益：经济的潜在回报率，这里我们简单的以经济的实际增速来替代。

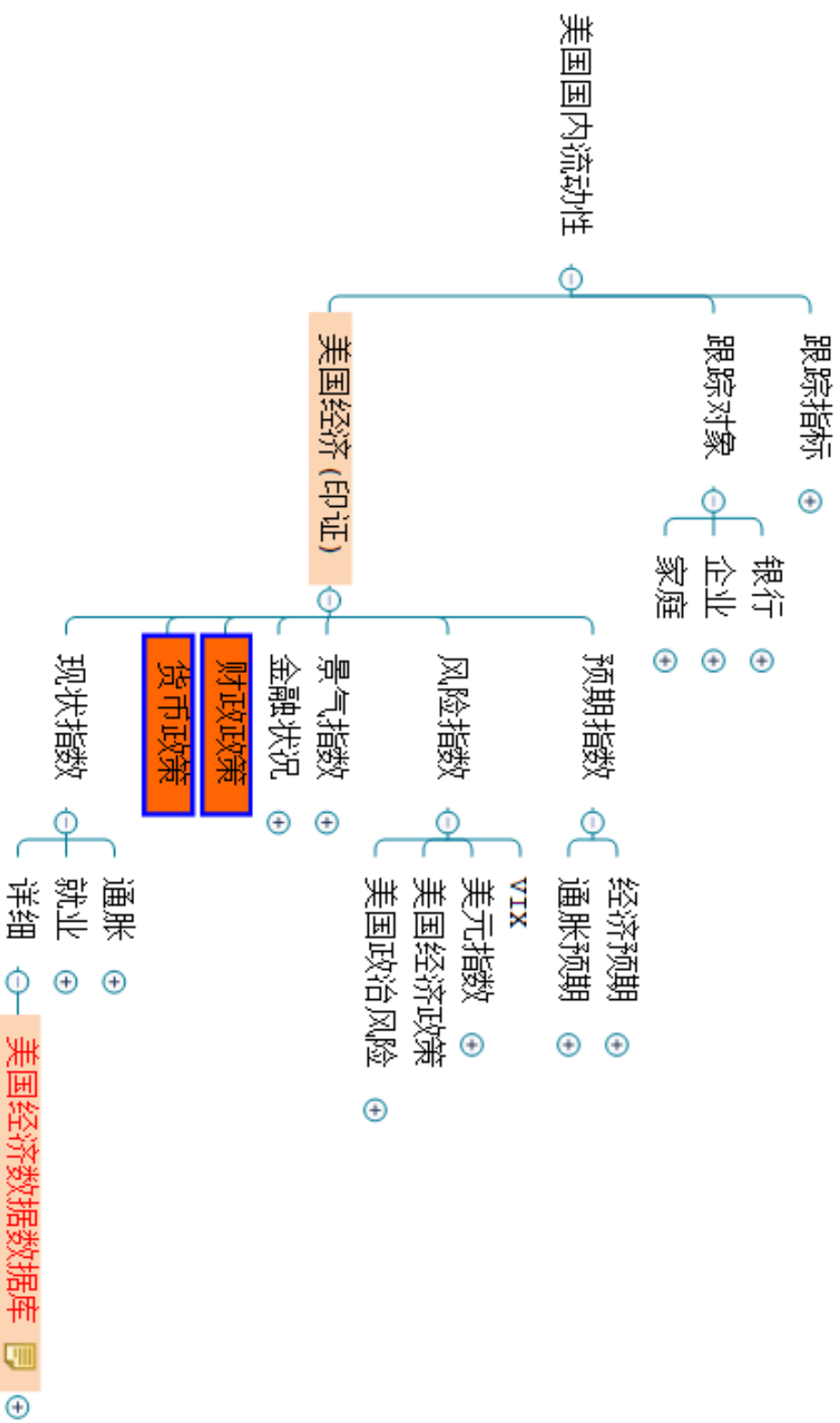
美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格



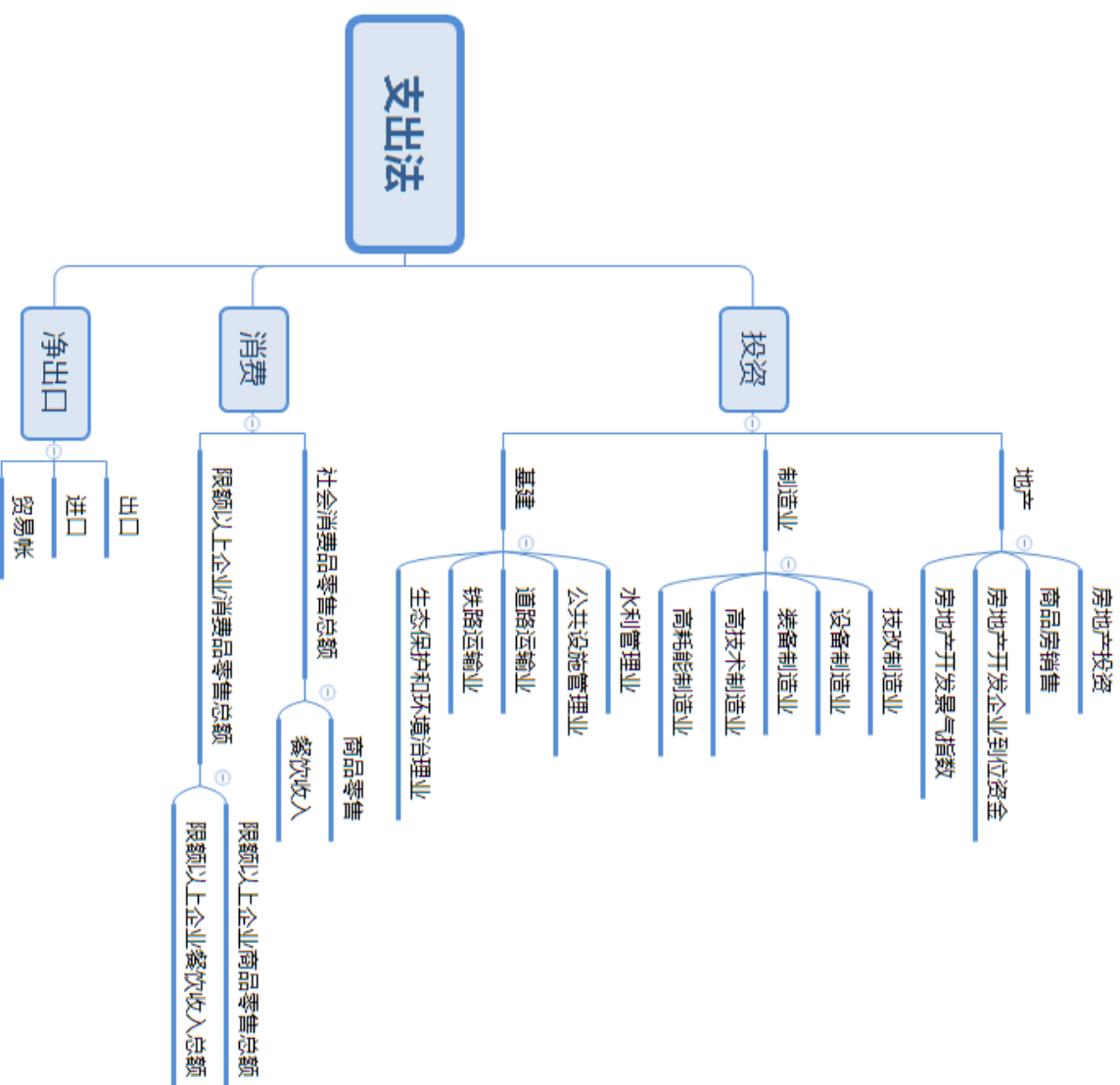
美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格



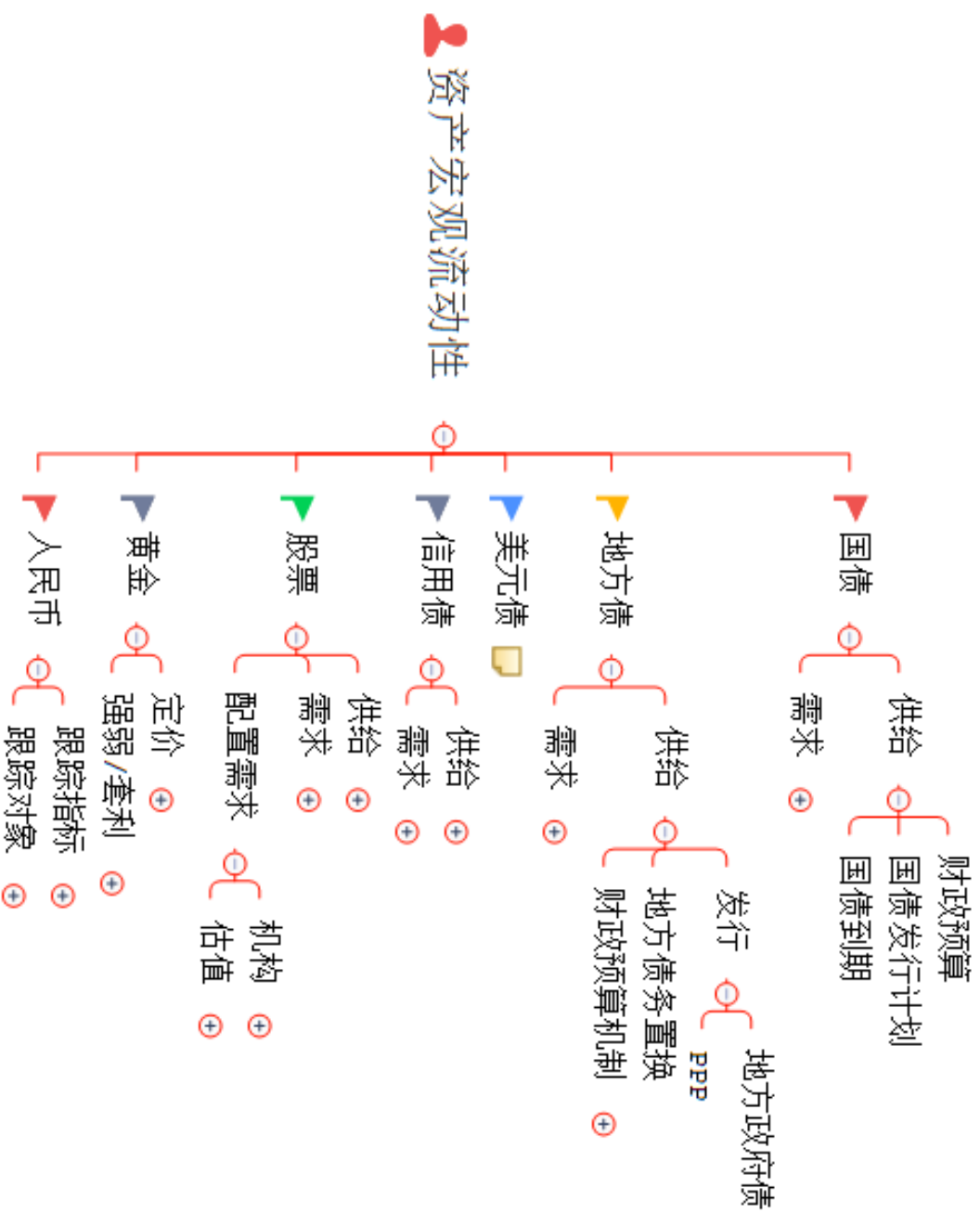
美元流动性 (Fed)

非美流动性 (PBC)

银行流动性

实体流动性

经济数据/资产价格





宏观流动性跟踪框架

美元流动性:

- 资产端: 证券购买
- 负债端: 财政存款

人民币流动性:

- 资产端: 收缩
- 负债端: 收缩

实体流动性:

- 量: 上升; Δ 量: 稳定; $\Delta\Delta$ 量: 回落
- 价: 上升

印证: Part B

徐闻宇

2017.10.22



免责声明：本报告中的信息由华泰期货整理分析，均来源于已公开的资料，报告中的信息分析或所表达的意见并不构成对投资的建议，投资者因报告意见所做的判断，以及有可能产生的损失自行承担。

风险揭示：期货交易属于高杠杆、波动频繁及幅度剧烈特点的金融投资工具，投资者需对交易带来相关风险具备充分的认知和承受能力。

