



中国货币金融状况解析

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森

2023年9月

www.founderfu.com

 **方正中期期货**
FOUNDER CIFCO FUTURES

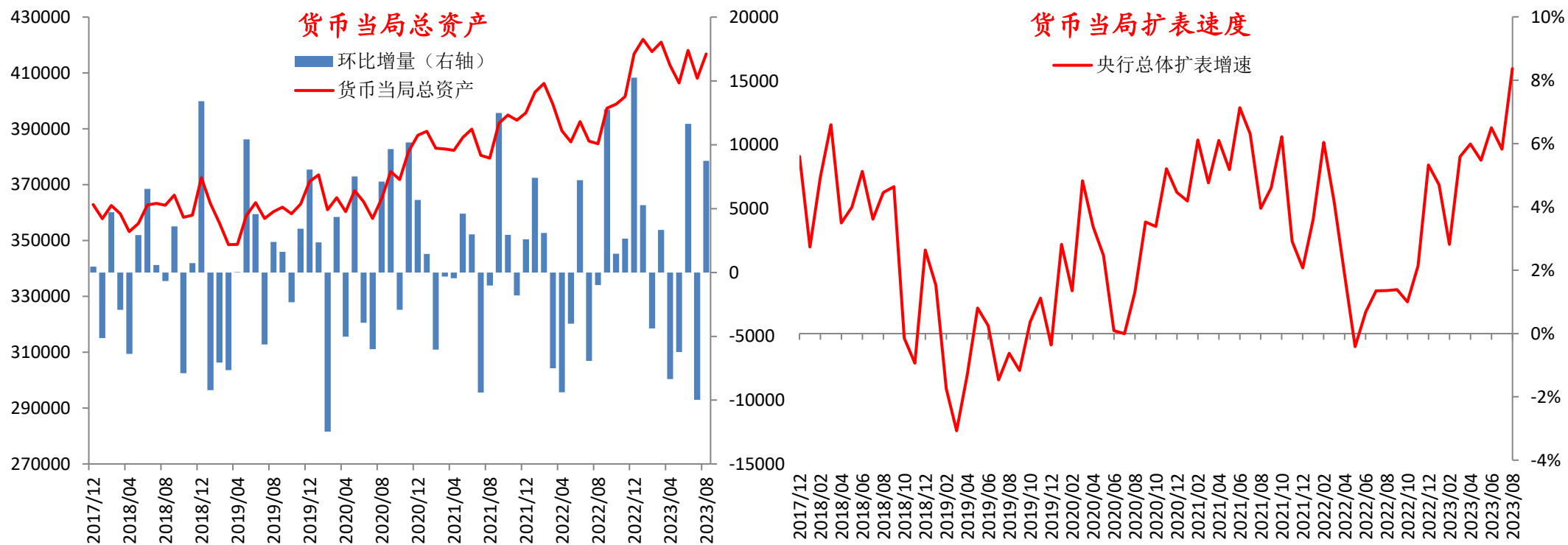
8月央行货币工具投放带动储备货币上升，其他因素影响减小。商业银行扩表受同业影响放慢，对实体经济扩表受政府带动，对居民和企业扩表仍有拖累。实体融资也显示，居民中长期贷款拖累不改，也反映8月房屋销售偏弱。继续关注政策调整后9月房屋销售以及居民长贷。企业流动性相对稳健，经营现金流好转，投资风险下降。政府信用增量对8月信用扩张支持回升，但未来随着债务发行节奏放慢，影响难以持续。居民和企业对信用扩张增量仍为长期潜在支持。目前企业信用扩张恢复，但居民信用绝对增量仍是短板，对流动性加速进入实体经济有限制。存款方面，居民和企业存款均回升。企业存款中活期相对稳定，定期维持高位。财政存款季节性回落。资金从企业流向居民速度变动不大。M1-M2增速差仍为负且有待改善。理论货币乘数不变，关注9月降准后乘数上升幅度。总体上看，8月广义社融增速回升，狭义社融、表内贷款、M2、存款增速均继续放慢，信用扩张阻力仍待消除，这也是降准原因之一。在宽信用政策、经济修复推动下，预计广义社融能够恢复至改善趋势。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，仍需警惕长端利率回升，尤其是政策力度加大、经济指标超预期、风险偏好回升下。

- 一. 8月央行货币政策工具开始投放流动性，这是带动储备货币上升的主要原因。政府存款稍有下降，外汇占款等其他分项变动不大。
- 二. 商业银行扩表增速放慢，主要是对金融扩表和其中对其他存扩表增速下降拖累。对实体经济扩表速度变动不大，主要受到对政府债权增长带动，对居民和企业扩表增速仍为拖累项。
- 三. 政府信用增量对信用扩张的支持程度短期回升，但未来随着债务发行节奏放慢，影响将显著下降。居民和企业对信用扩张增量仍为主要的潜在支持。目前企业信用扩张恢复，但居民信用绝对增量仍是短板，对流动性加速进入实体经济仍有限制。
- 四. 金融系统扩表增量仍呈现出与实体经济一样的大幅波动。

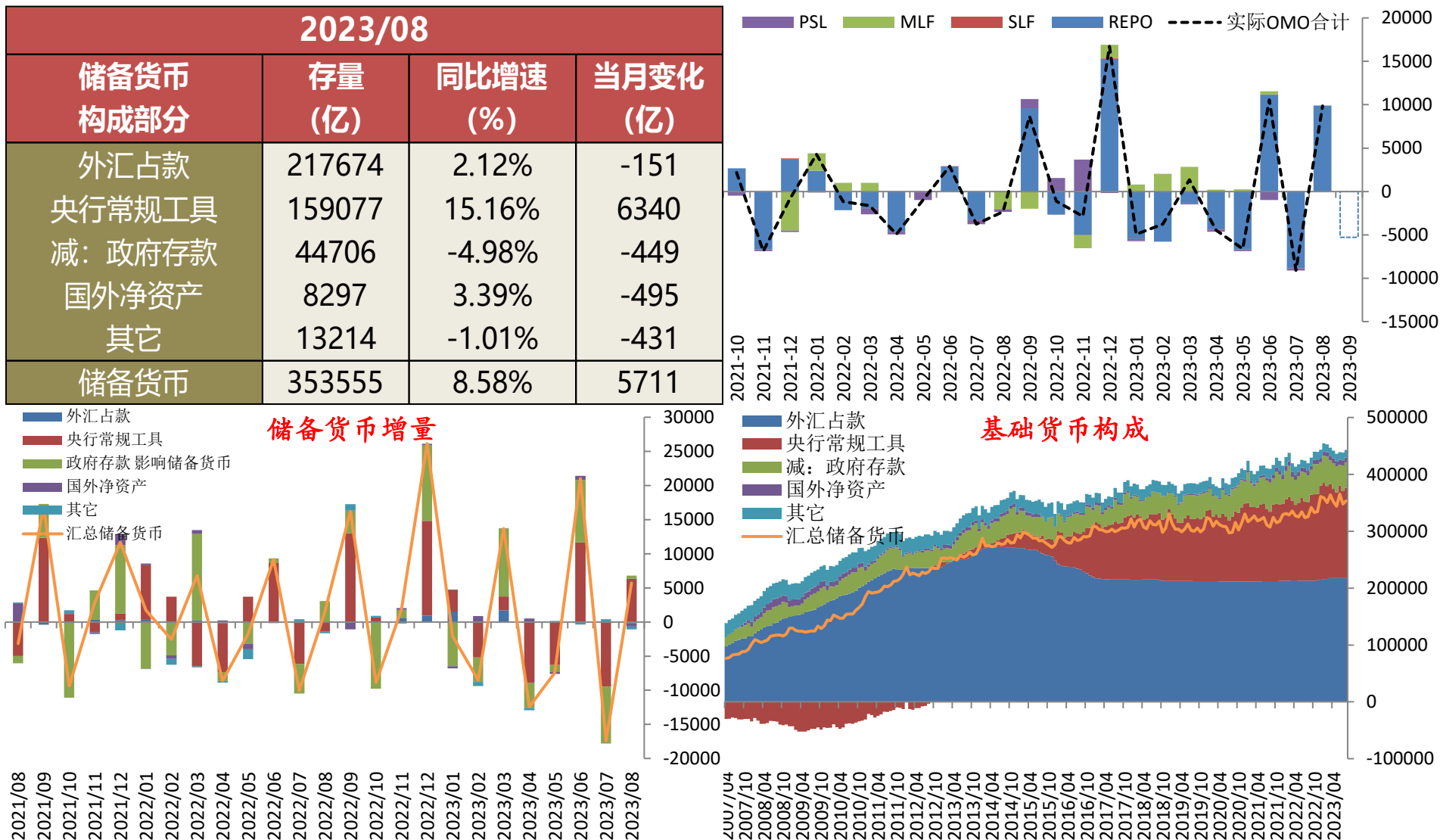
央行 - 2023年08月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
总资产	416840	8749	总负债	416840	8749
国外资产	231576	-160	储备货币	353555	5711
： 外汇	217674	-151	： 其他存款性公司存款	218103	4262
： 货币黄金	3750	117	： 货币发行	111438	377
： 其他国外资产	10152	-127	： 非金融机构存款	24014	1072
对政府债权	15241	0	不计入储备货币的金融性公司存款	6917	544
： 其中对中央政府	15241	0	发行债券	1050	100
对其他存款性公司债权	146836	11053	国外负债	1855	369
对其他金融性公司债权	1360	-4	政府存款	44706	-449
对非金融部门债权	0	0	自有资金	220	0
其他资产	21828	-2140	其他负债	8537	2473

- 央行常规工具= 对其他存款性公司债权+ 其他资产- 债券发行- 其他负债
- 国外净资产= 国外资产- 国外负债
- 狭义储备货币= 汇总储备货币- 现金- 非金存款

- 8月央行资产负债表明显扩张，同比增速显著加快。

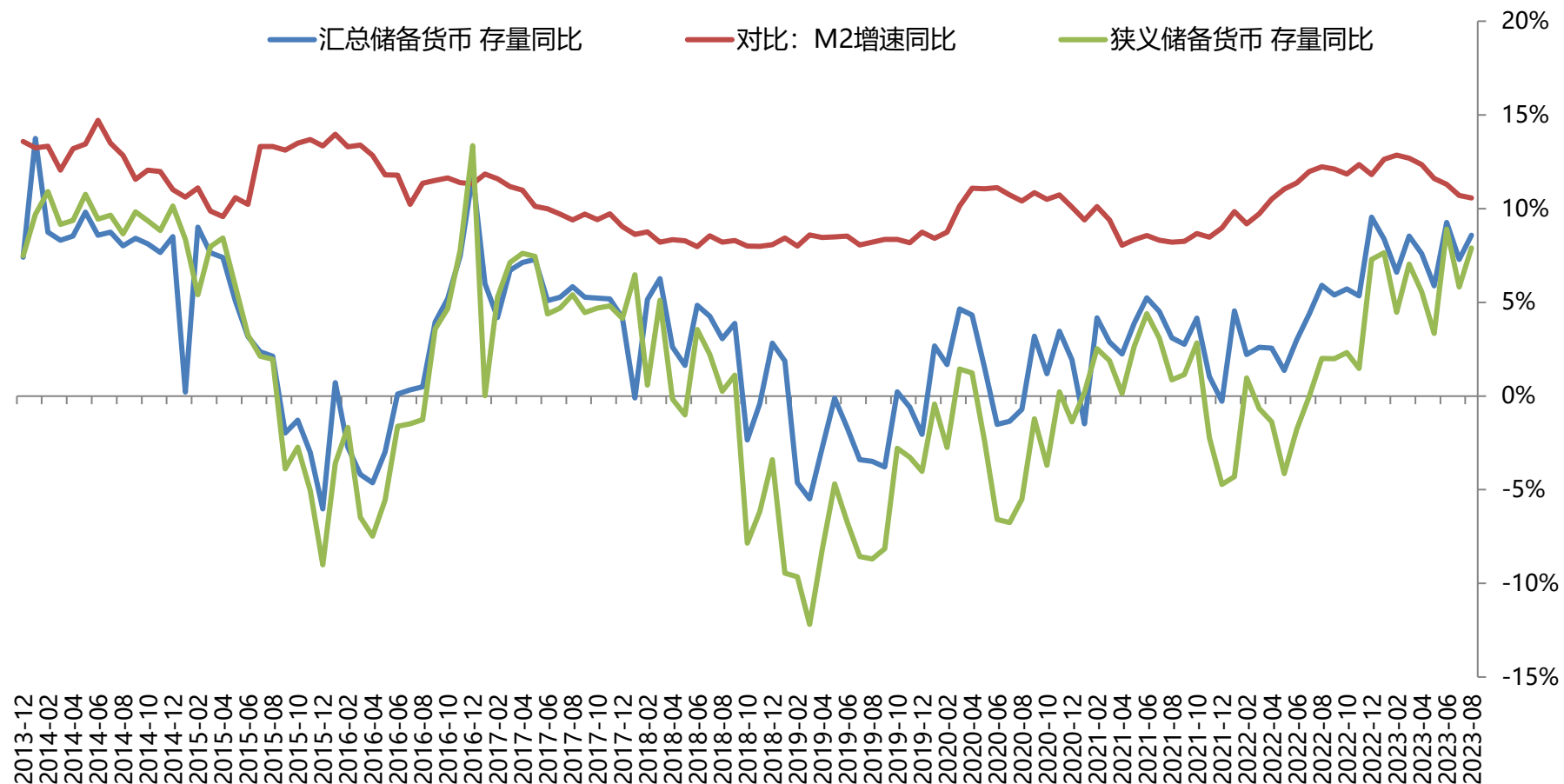


- 央行货币政策工具加大投放资金，是带动储备货币上升的主要原因。政府存款稍有下降。外汇占款等其他分项变动幅度不大。



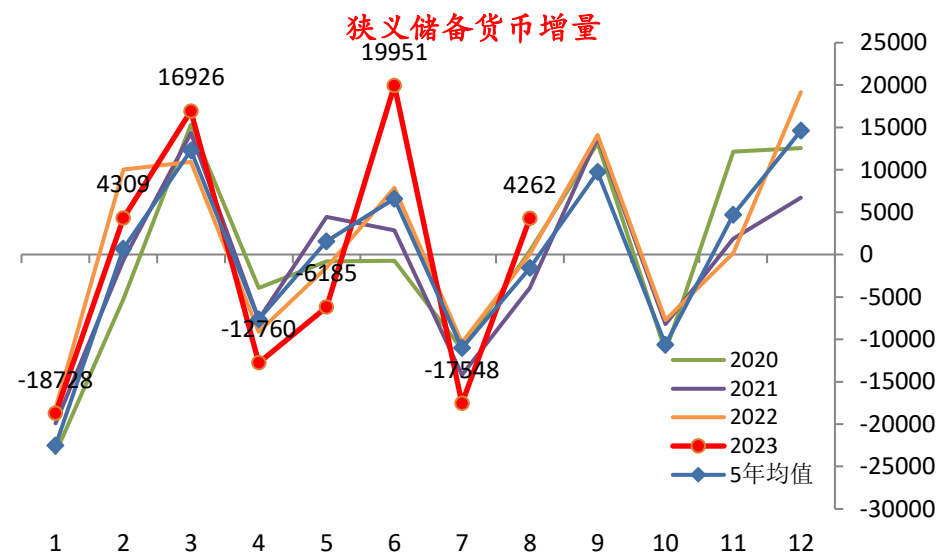
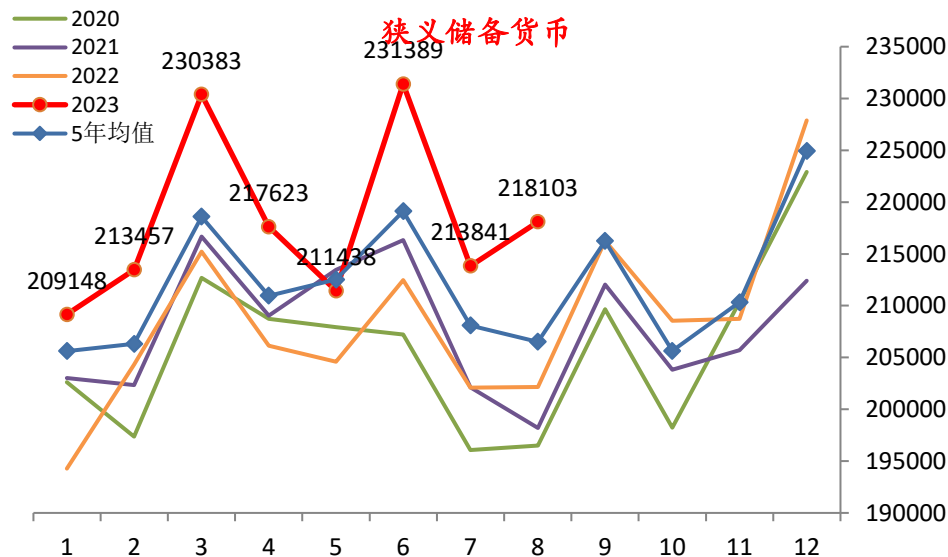
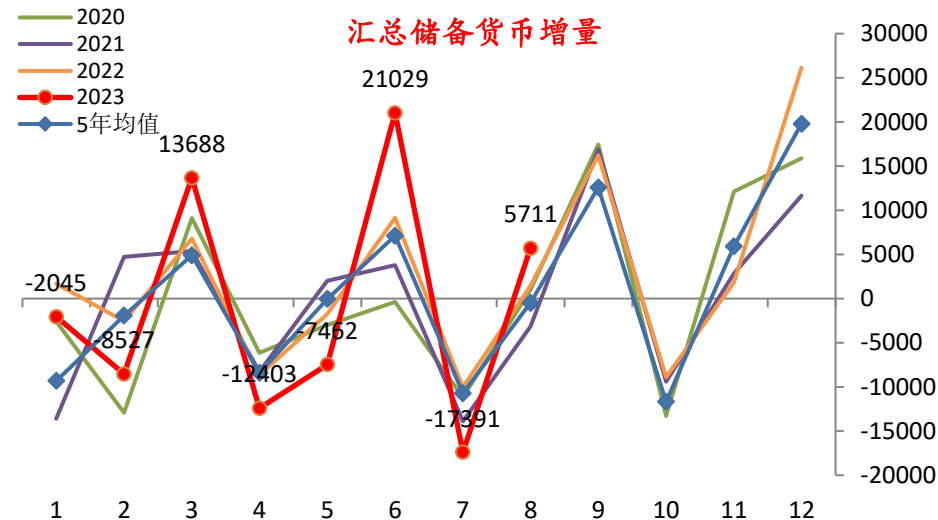
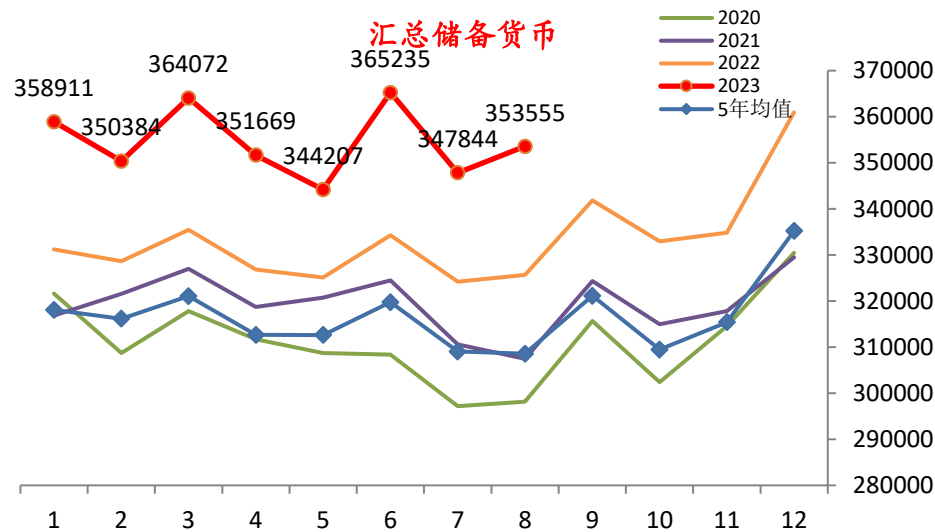
• $国外净资产 = 国外资产 - 国外负债$

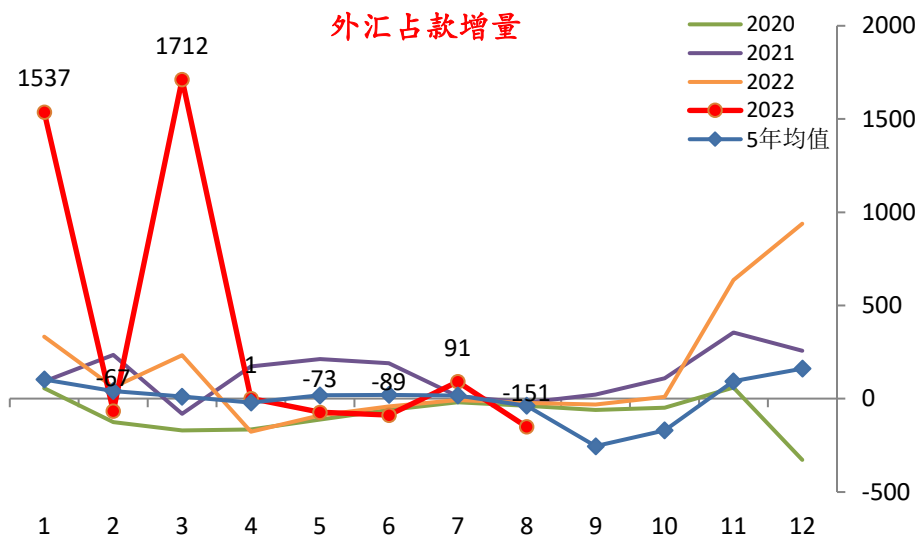
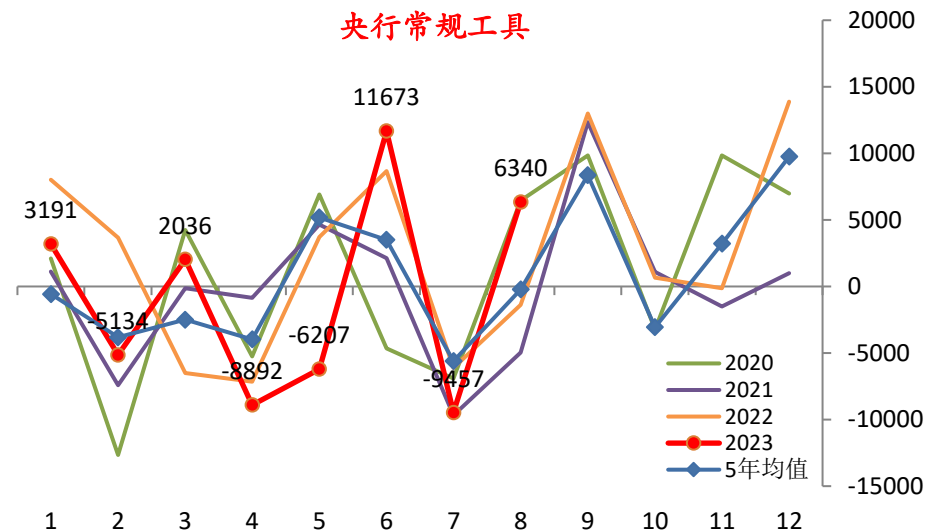
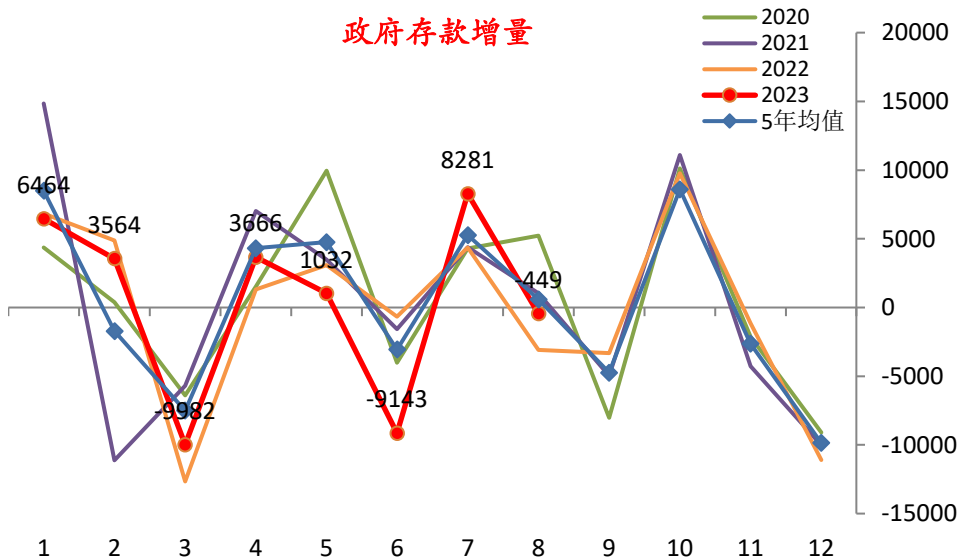
- 汇总储备货币和狭义储备货币增速均反弹。
- M2同比增速则继续下行，货币扩张速度减慢。



- $汇总储备货币 = 外汇占款 + 央行常规工具 - 政府存款 + 国外净资产 + 其他$
- $狭义储备货币 = 汇总储备货币 - 现金 - 非金存款 - 其他存款性公司存款$

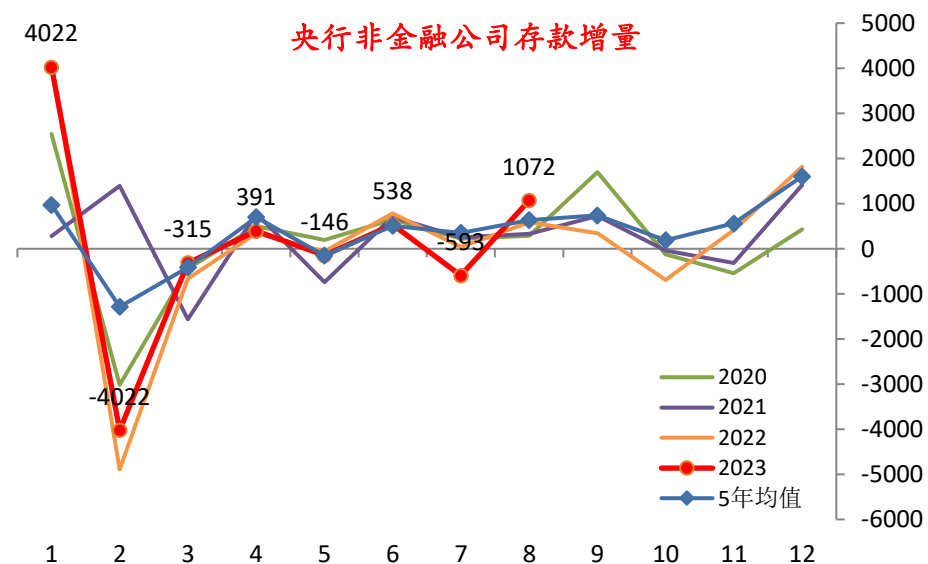
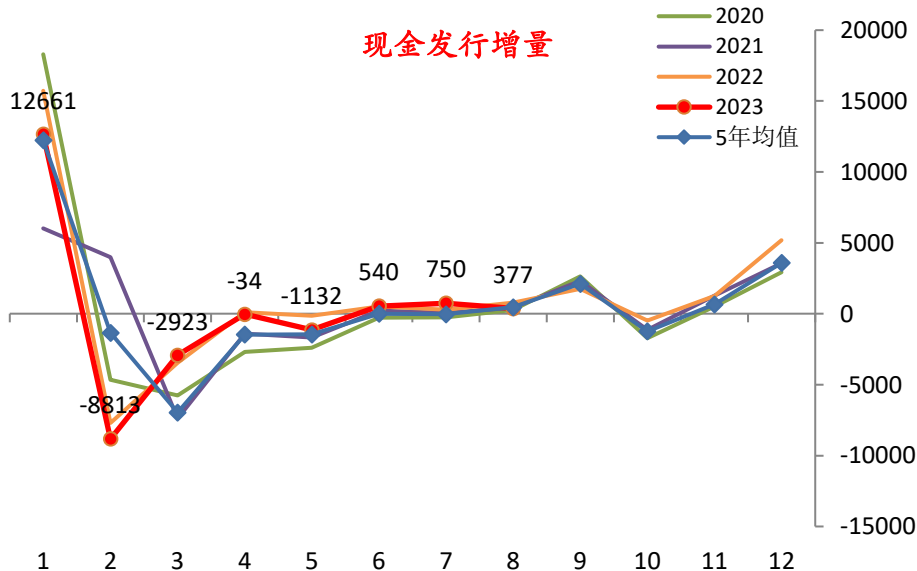
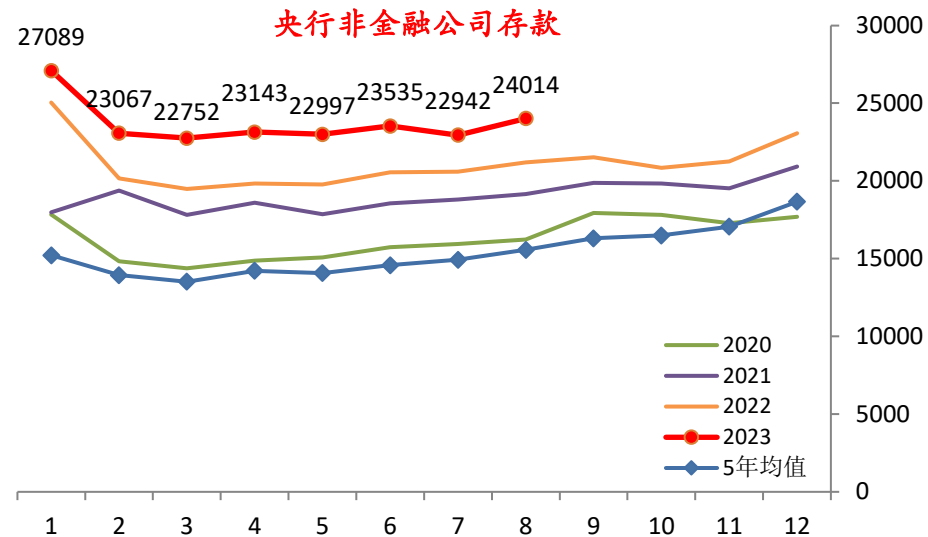
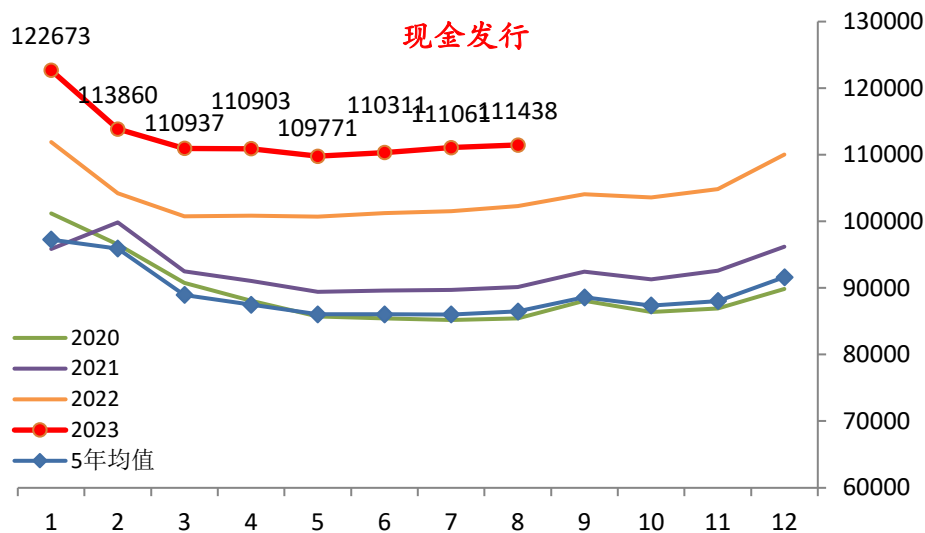
- 边际上看，汇总储备货币和狭义储备货币存量均从低位超季节性回升。
- 储备货币年内高波动特征不变，与其他主要指标一致。





- 边际上看，政府存款增量高位回落而超过季节性，与8月支出增加有关，且是在大幅增加融资基础之上。
- 央行常规工具恢复季节性投放操作。
- 外汇占款增量下降，绝对量并不高，但属于今年内最高值，与人民币持续走弱有关。

- 现金发行量维持平稳，边际增量略弱于季节性。
- 非金融公司存款从低位回升而超季节性。



- 有效准备金数量上升，有助于扩表增速加快。

央行 - 2023年08月								
资产				负债				
项目	规模	同比	当月变化	项目	规模	同比	当月变化	
被动项:	国外资产	231576	2.66%	-160	有效准备金	218103	7.89%	4262
主动项:	OMO	159077	15.16%	6340	损漏:货币发行	111438	8.94%	377
				损漏:政府存款	44706	-4.98%	-449	
				损漏:非金融公司存款	24014	13.38%	1072	
	总资产	416840	8.37%	8749	总负债	416840	8.37%	8749

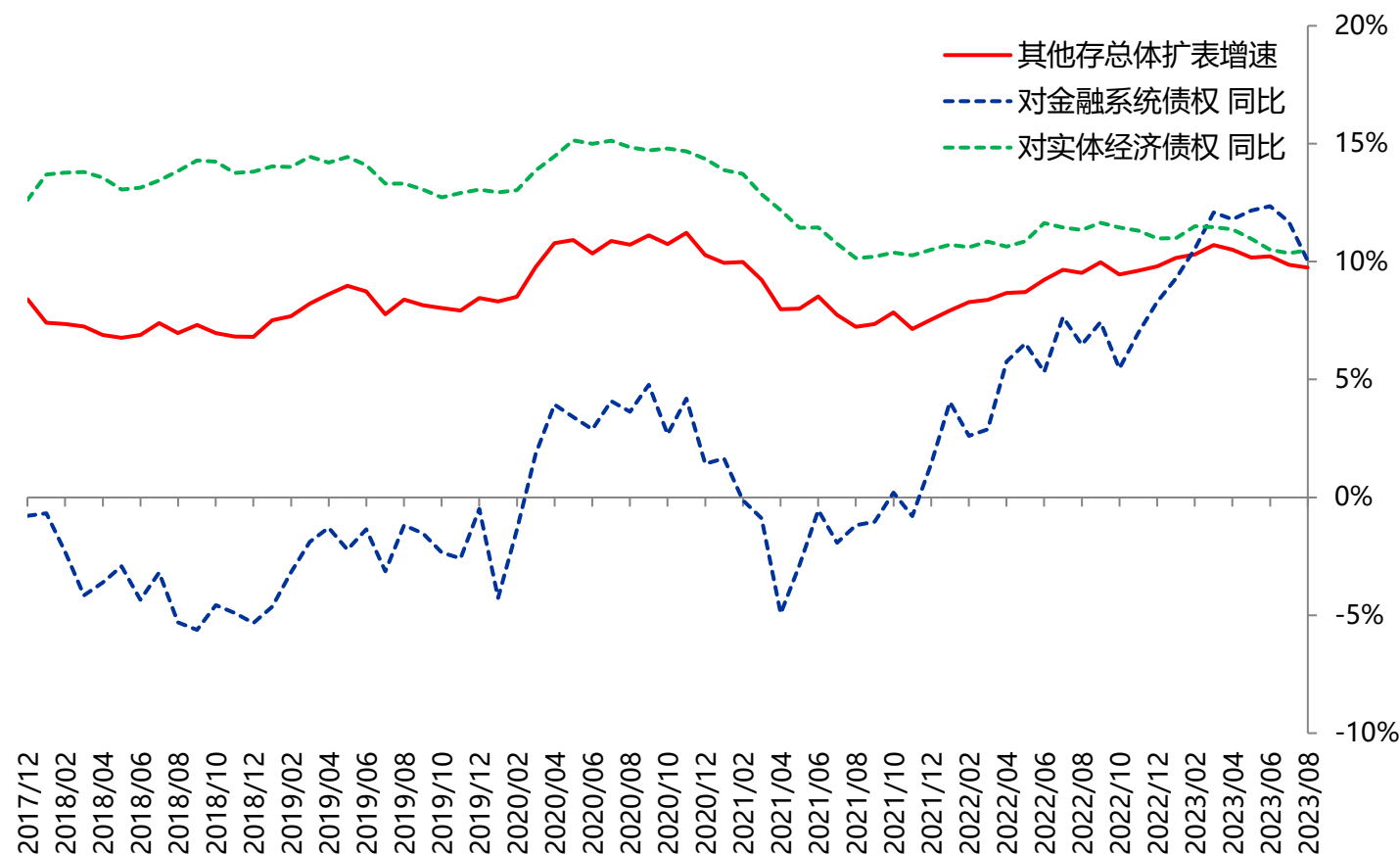
其他存款性机构 (商行) - 2023年8月								
资产				负债				
项目	规模	同比	当月变化	项目	规模	同比	当月变化	
基础资产:	准备金	222480	7.69%	4244	企业存款	1092300	5.56%	10149
	同业资产	367828	12.64%	-11490	个人存款	1330847	16.62%	7894
	其他金融机构净债权	-7575	6.75%	6986	证券保证金	280040	4.42%	-7730
主动扩表:	政府债权	519432	13.09%	8004				
	企业债权	1636448	12.27%	10300				
	个人贷款	769840	5.27%	3556				
	主动扩表合计	2925720	10.48%	21860	M2	2869343	10.57%	15312
	总资产	4019474	9.74%	14935	总负债	4019474	9.74%	14935

- 上表中的“有效准备金”此处为央行资产负债表中负债端“其他存款性公司存款”项。事实上，只有该项能够产生货币乘数效应。

其他存款性公司 - 2023年08月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
总资产	4019474	14935	总负债	4019474	14935
国外资产	79025	-21	对非金融机构及住户负债	2514989	17456
储备资产	227403	4235	： 纳入广义货币的存款	2423147	18043
： 准备金存款	222480	4244	： 单位活期存款	573073	1984
： 库存现金	4922	-9	： 单位定期存款	519227	8165
对政府债权	519432	8004	： 个人存款	1330847	7894
： 其中对中央政府	519432	8004	： 不纳入广义货币的存款	53127	-1647
对中央银行债权	113	-45	： 可转让存款	19331	-558
对其他存款性公司债权	367828	-11490	： 其他存款	33796	-1089
对其他金融机构债权	276180	-423	： 其他负债	38715	1060
对非金融机构债权	1636448	10300	对中央银行负债	143939	11028
对其他居民部门债权	769840	3556	对其他存款性公司负债	121891	-7749
其他资产	143206	819	对其他金融性公司负债	283755	-7408
			： 计入广义货币的存款	280040	-7730
			国外负债	14414	-119
			债券发行	412254	-1254
			实收资本	56010	-69
			其他负债	472221	3051

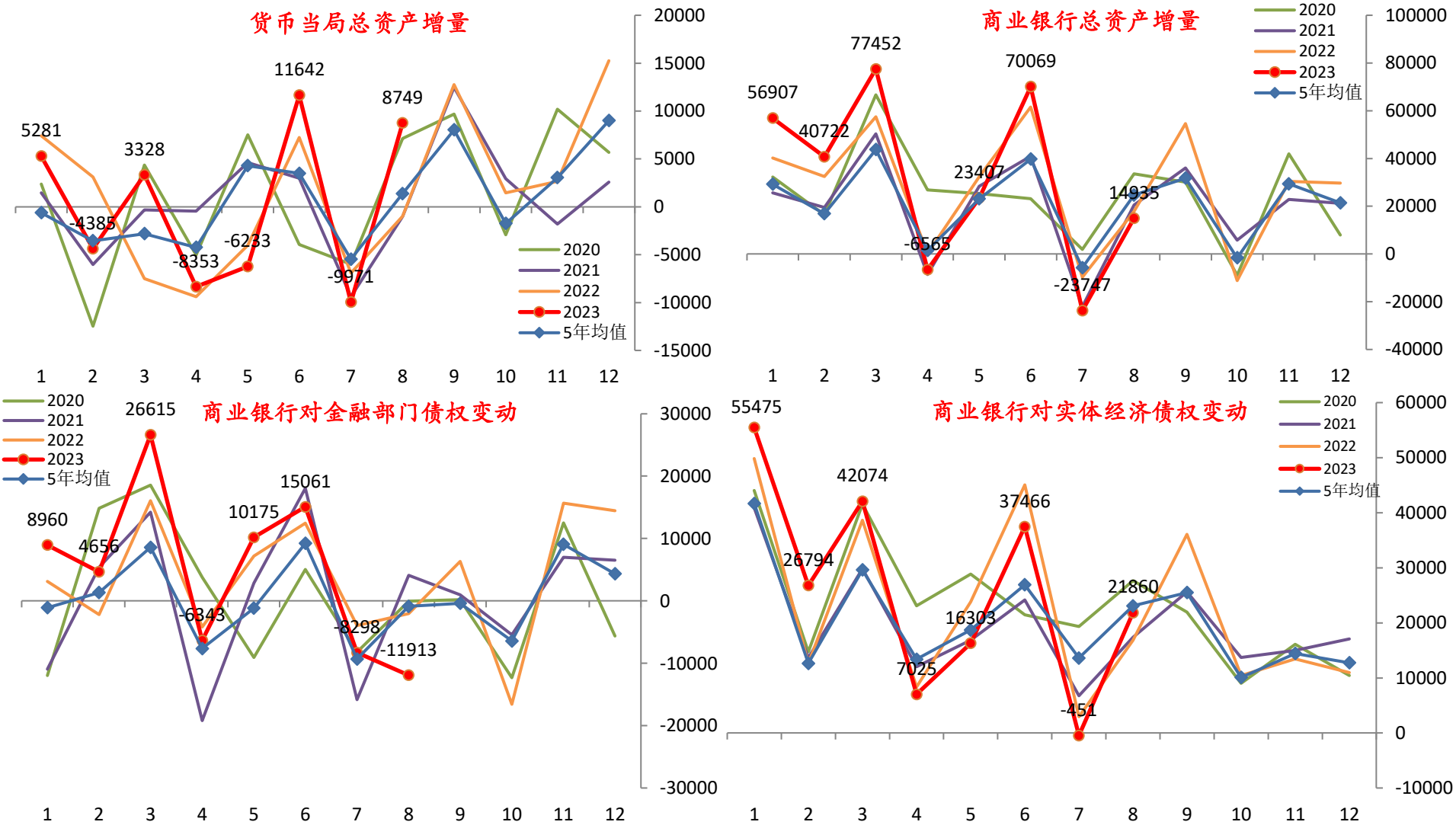
- 本文对金融机构定义与央行一致。
- “其他存”、“商业银行”和“商行”口径等于其他存款性公司。
- “非银金”和“其他金”口径一致，均等于非银金融性公司。

- 商业银行总体扩表增速下降，其中对金融扩表增速下降，对实体经济扩表增速略微上升。

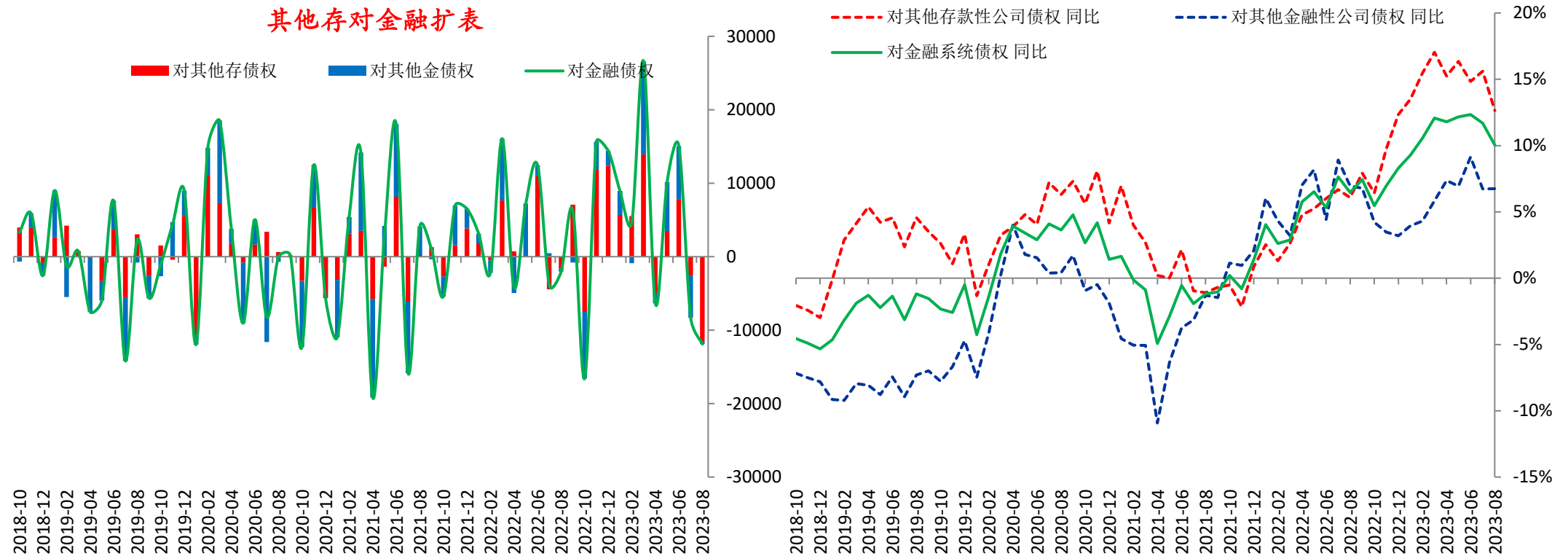


- 总体扩表增速=商业银行总资产同比增速
- 金融系统=其他存债权+非银金债权
- 对非金债权=对政府债权+对企业债权+对居民债权

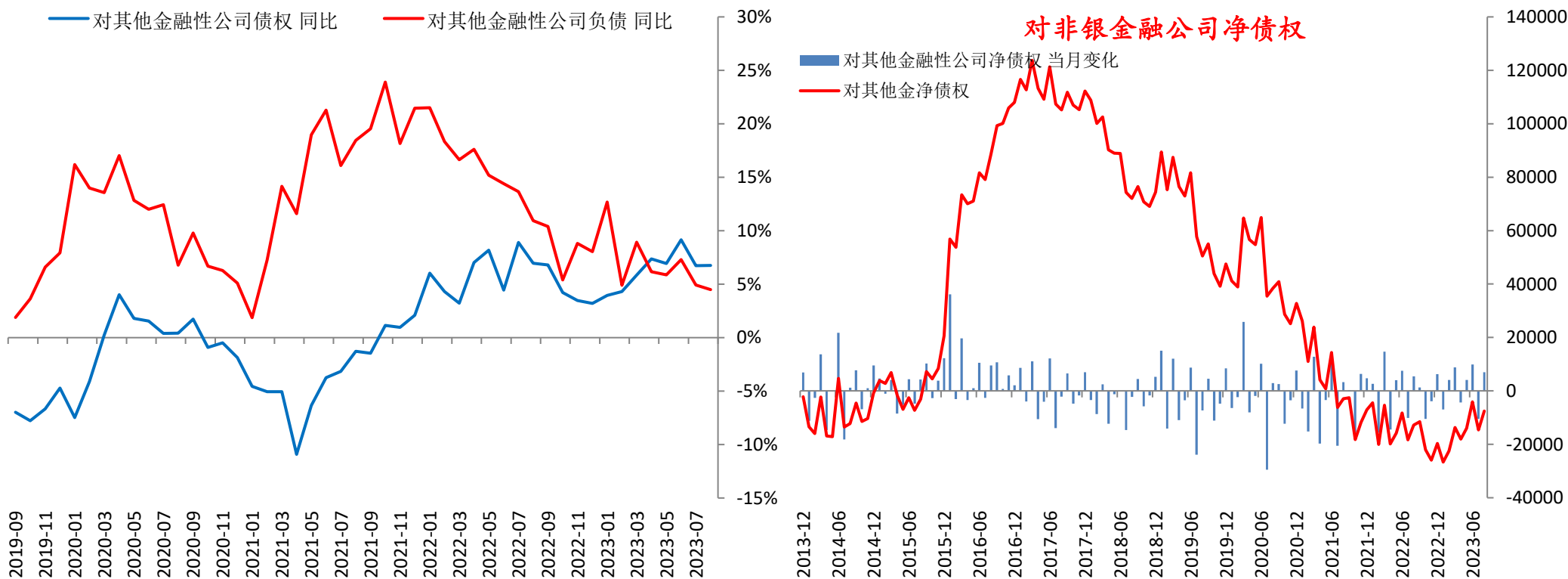
- 边际来看，央行资产负债表增量低位回升而超季节性。
- 商业银行总资产、对实体均扩表增量回升，但对金融部门债权逆季节性收缩。



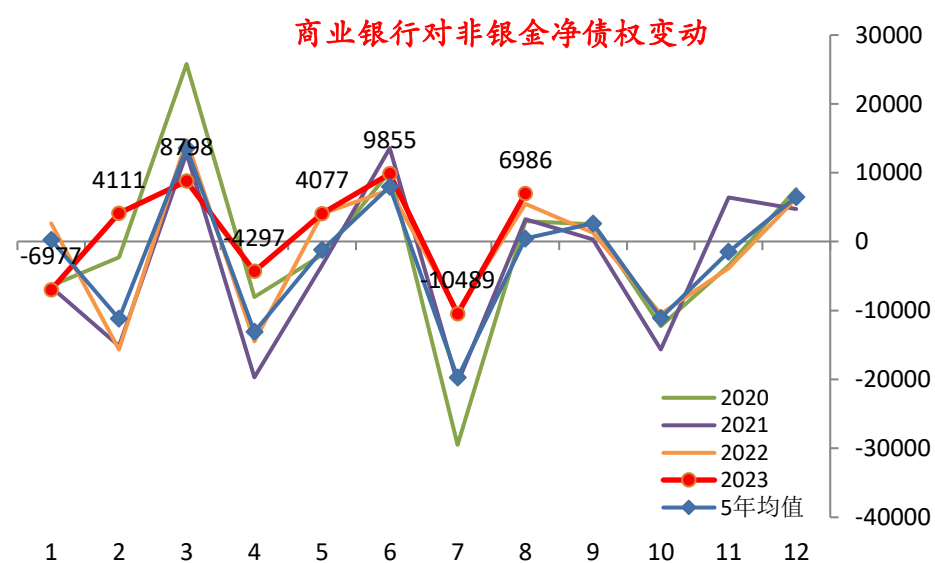
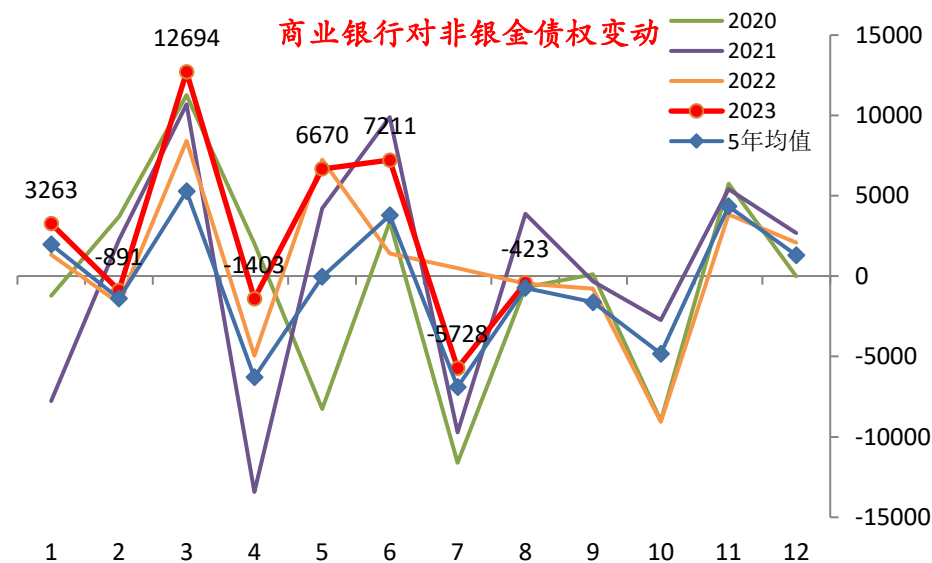
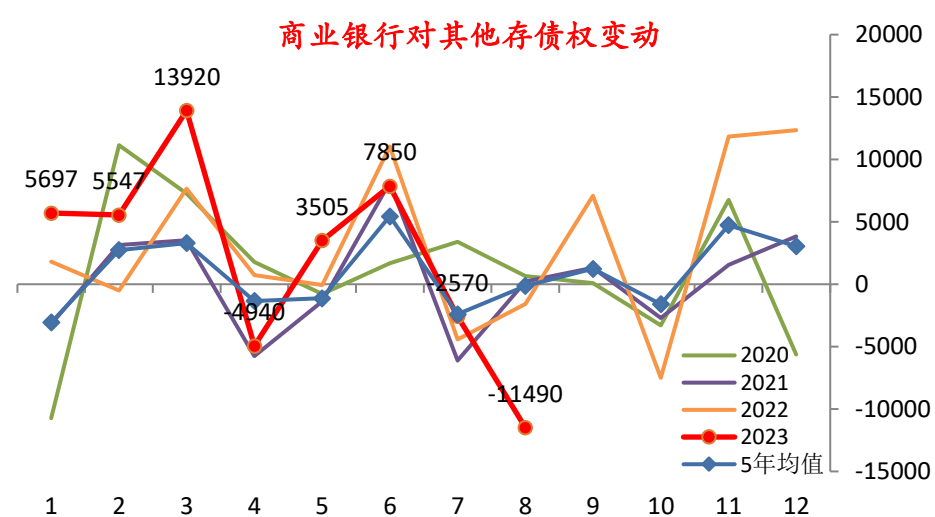
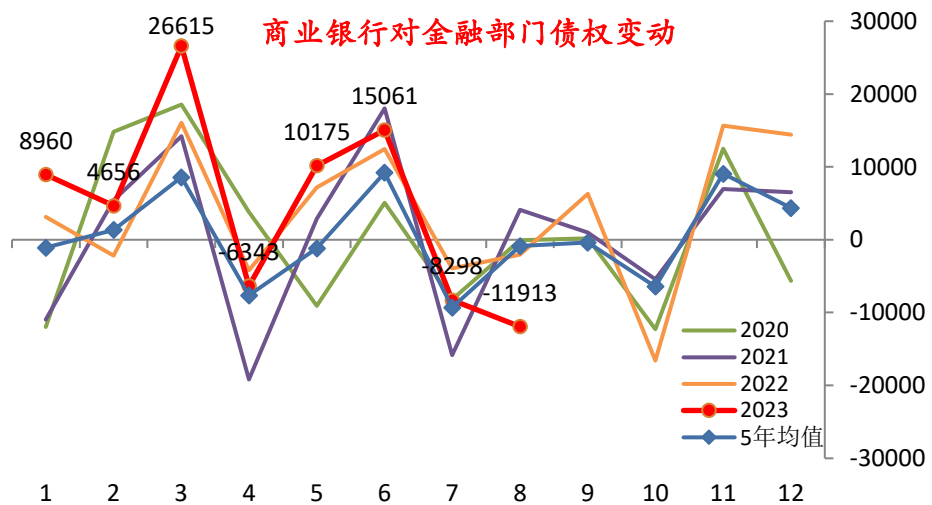
- 商业银行对金融系统总体、对其他存、对非银金均继续缩表。
- 存量同比来看，商业银行对金融系统债权增速回落，主要是对其他存拖累，对非银金扩表增速略微上升。



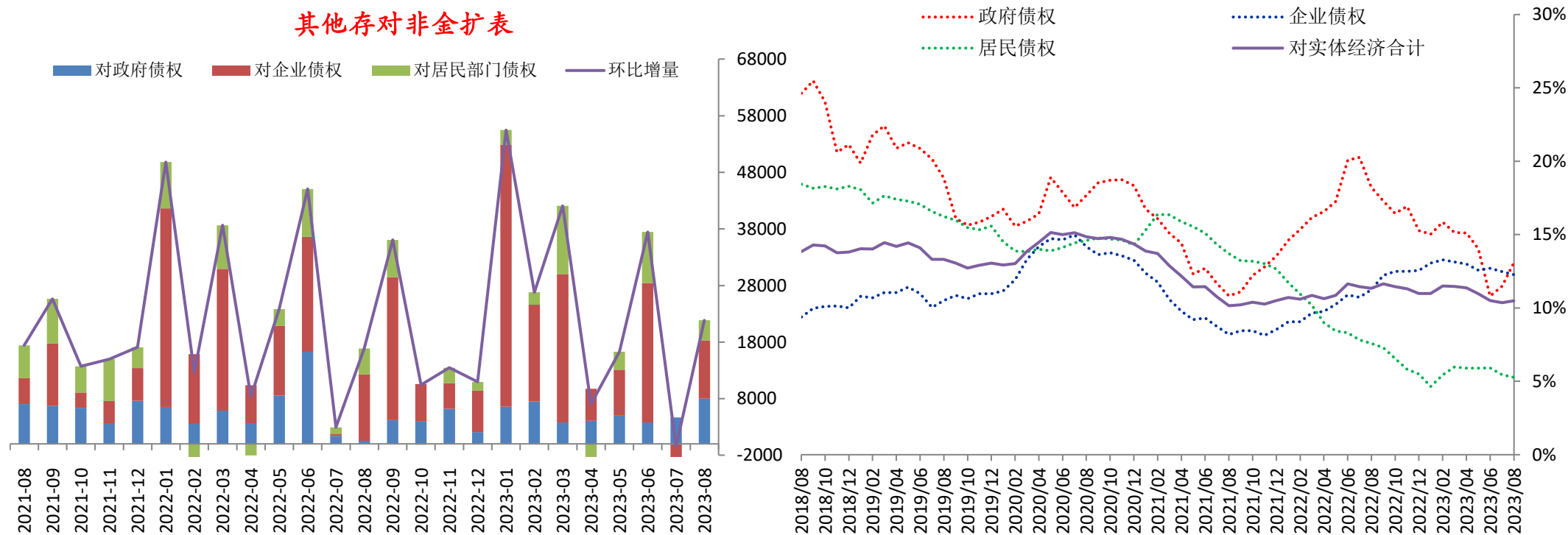
- 对非银金债权同比增速微升，债务同比增速下降。
- 商业银行对非银金净债权负值收窄，近期趋势仍偏向上。



- 边际上看，对金融部门总体、对其他存明显弱于季节性，对非银金扩表增量、对非银金净债权基本符合季节性。

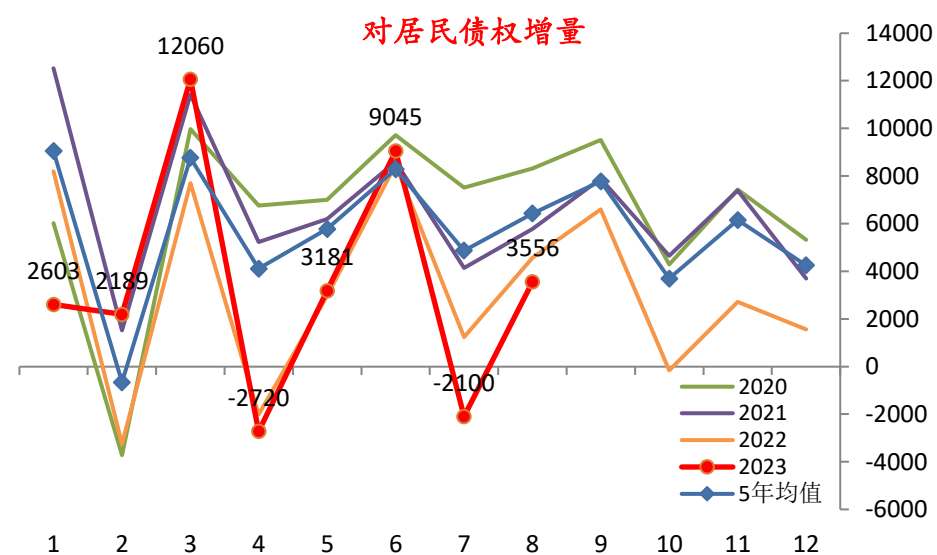
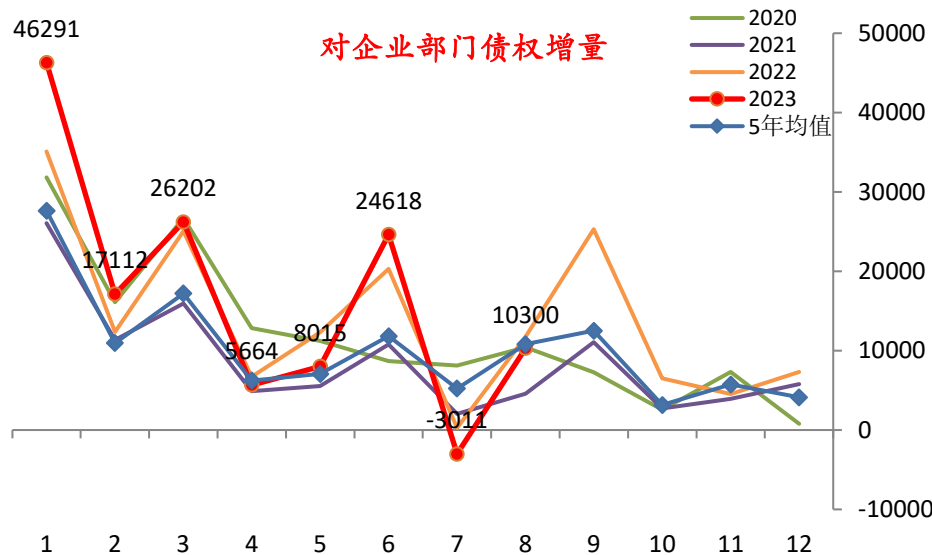
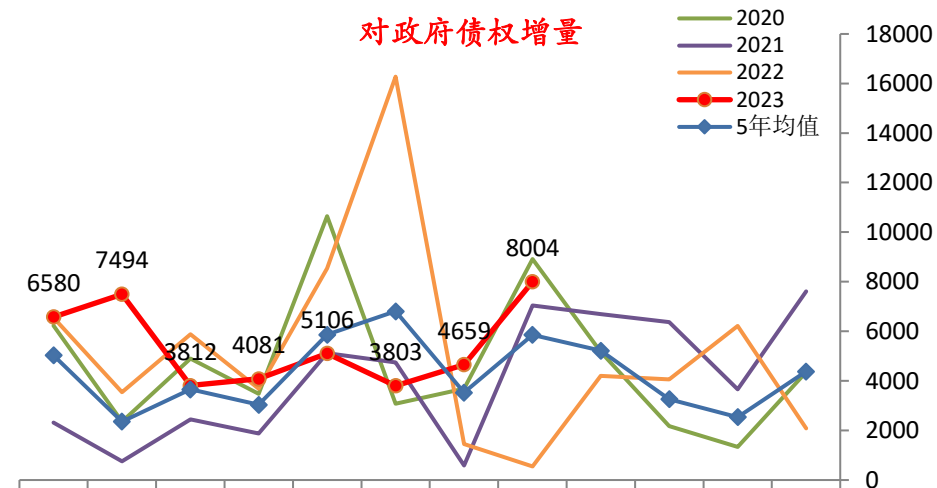
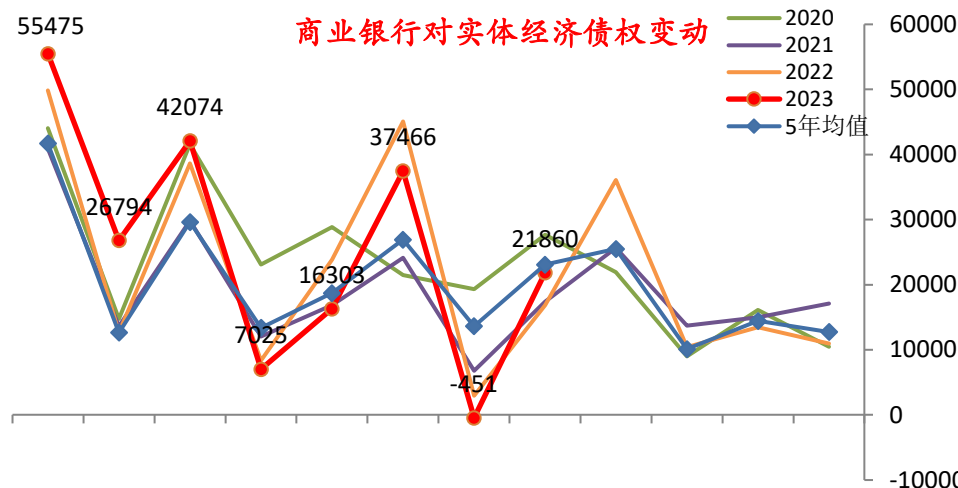


- 对实体经济扩表速度加快，主要受到对政府债权增长带动，对居民和企业扩表增速仍为拖累项。
- 政府信用增量对信用扩张的支持程度短期回升，但未来随着债务发行节奏放慢，影响将显著下降。居民和企业对信用扩张增量仍为主要的潜在支持。目前企业信用扩张恢复，但居民信用绝对增量仍是短板，对流动性加速进入实体经济仍有限制。



*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

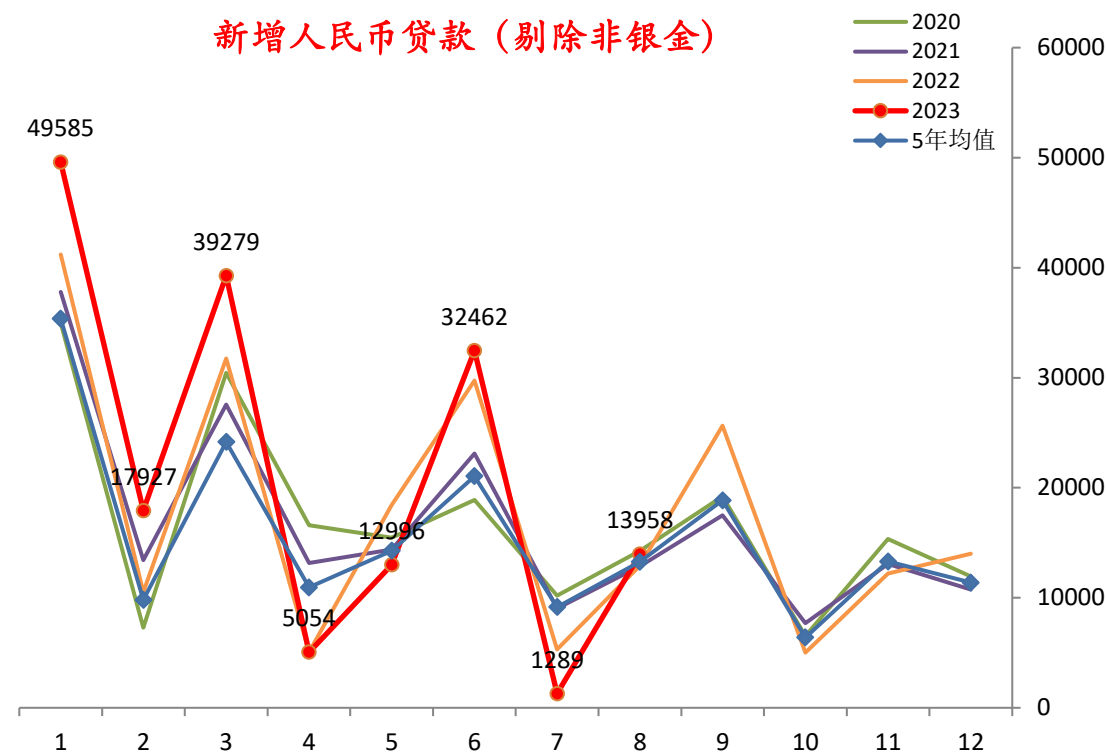
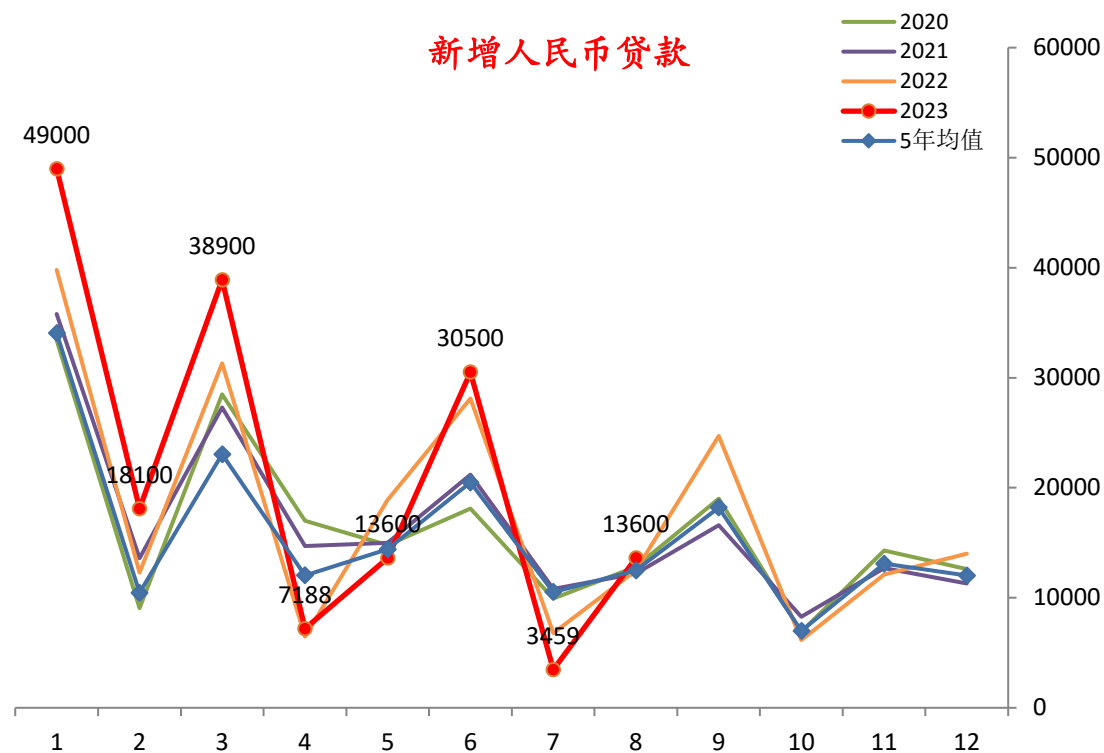
- 边际上看，商业银行对实体经济债权增量回升，对政债权增量明显超季节性上升，且同比基数仍在低位。对企业债权回升至5年均值附近。但对居民债权增量仍偏低。



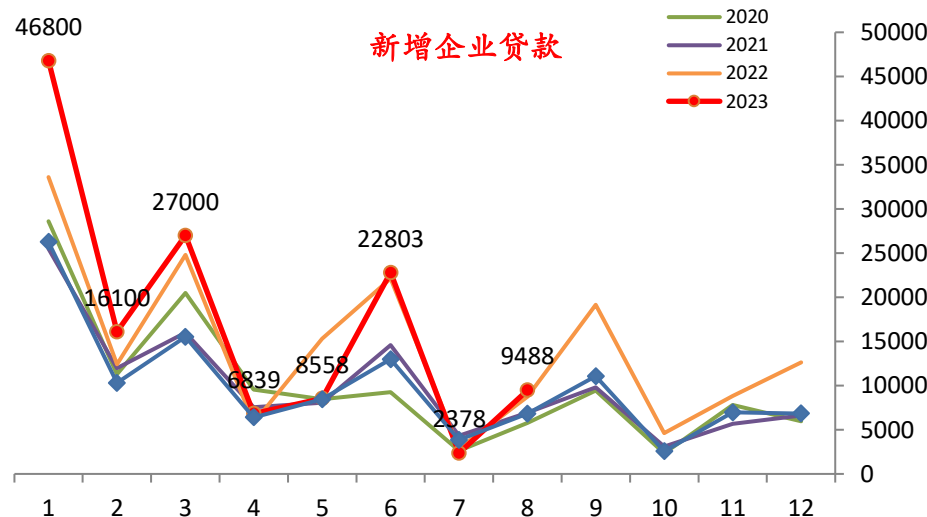
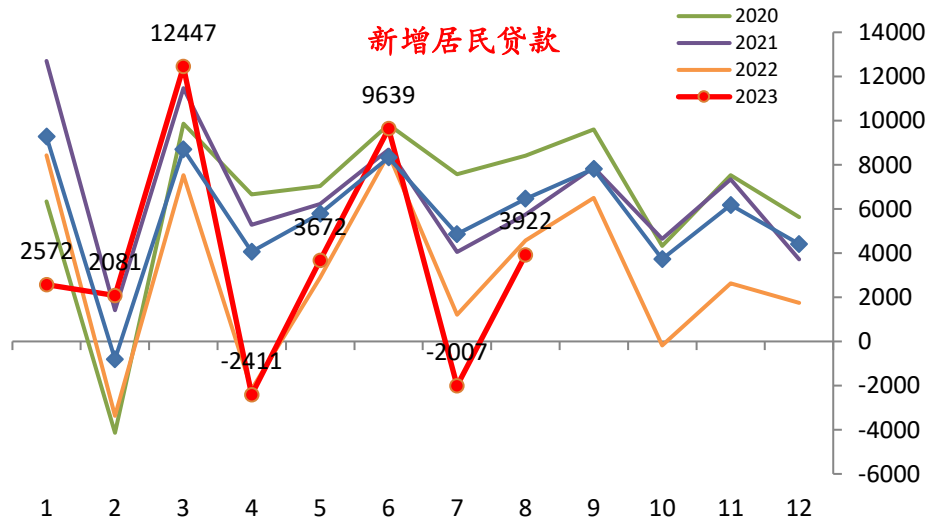
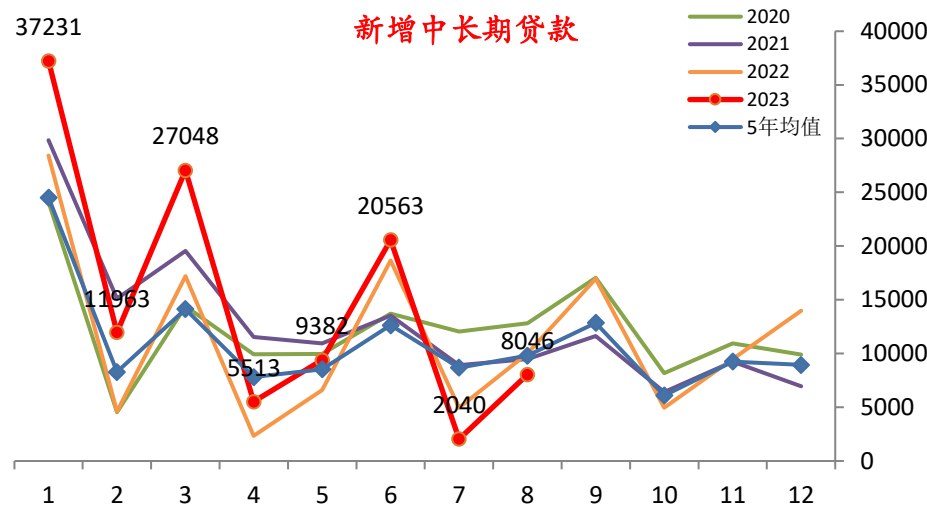
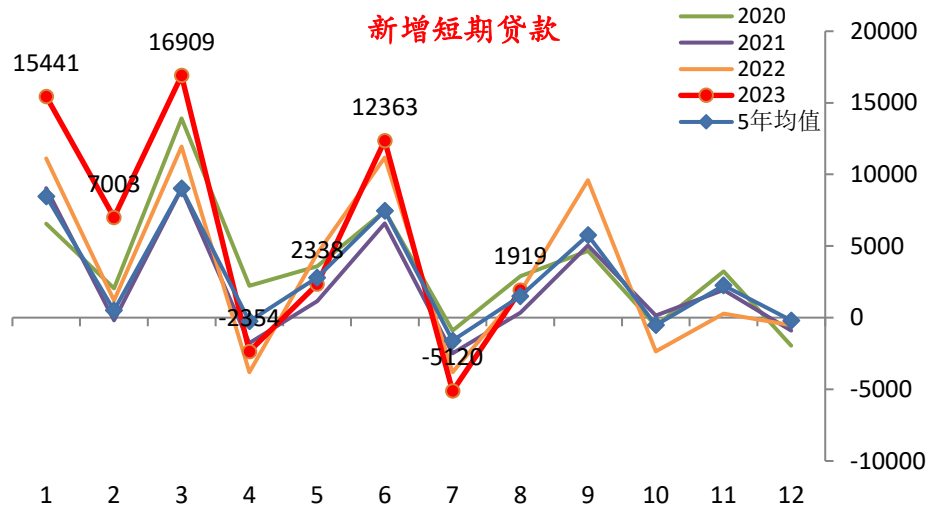
- 一. 8月表内贷款明显回升。其中居民短贷和中长贷均有反弹，但后者增量仍低。企业短贷、中长贷均有回升，后者升值5年均值上方。
- 二. 虽然企业短贷仍为负增长，但票据增量继续大幅上升，综合计算的企业短期经营现金流好转。
- 三. 广义社融和狭义社融均回升，除表内贷款以外，政府融资增量大幅上升也是重要支持，表外分项变动不大。
- 四. 实体经济融资情况表明，居民中长期贷款依然是主要拖累因素，也反映8月房屋销售不佳，流动性进入实体经济仍受阻。继续关注政策调整后9月房屋销售以及居民长贷情况。企业流动性则相对稳健，企业投资回落风险下降。
- 五. 实体经济融资数据仍显示出大幅波动的特点。

8月新增人民币贷款	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	规模占比 (%)	累计新增 (亿)	累计多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)
居民户	3922	-658	29	29915	2318	-2007	5929
其中：短期	2320	398	17	14285	6423	-1335	3655
其中：中长期	1602	-1056	12	15530	-4214	-672	2274
非金融性公司	9488	738	70	139966	14339	2378	7110
其中：短期	-401	-280	-3	34214	7981	-3785	3384
其中：中长期	6444	-909	47	106256	33244	2712	3732
其中：票据融资	3472	1881	26	-1855	-27682	3597	-125
非银行业金融机构	-358	67	-3	1797	643	2170	-2528
合计	13600	1100	100	174347	18203	3459	10141

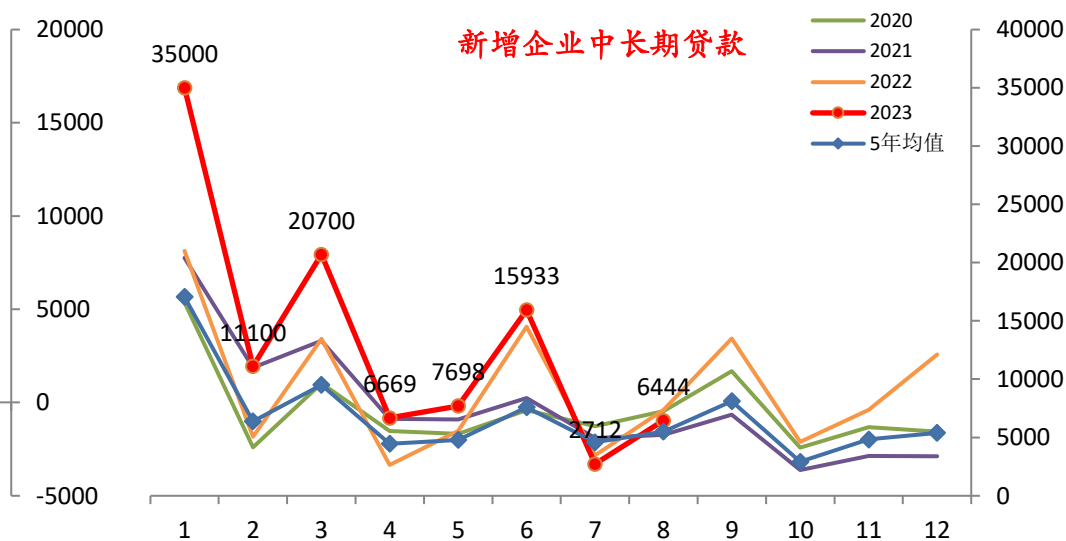
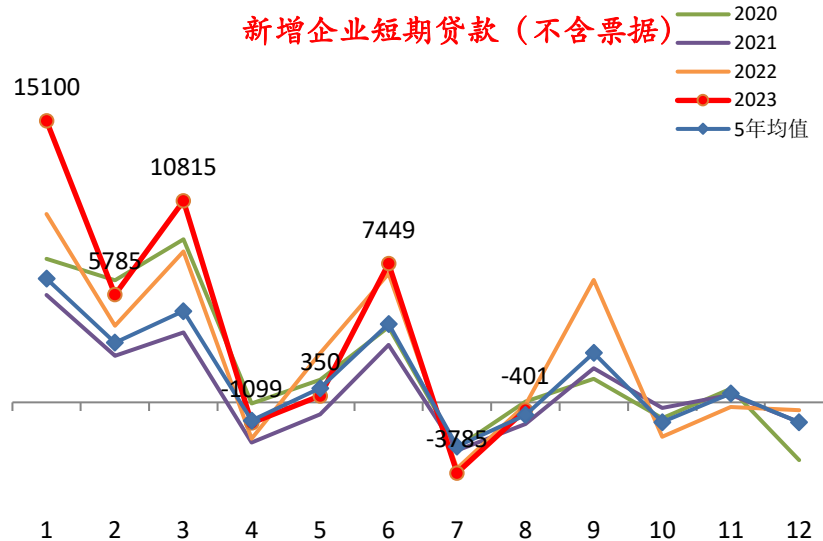
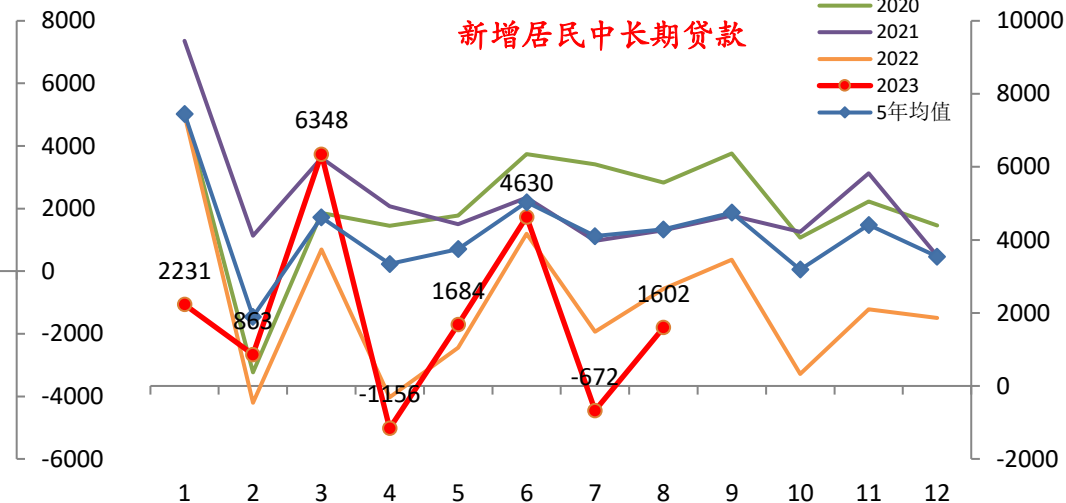
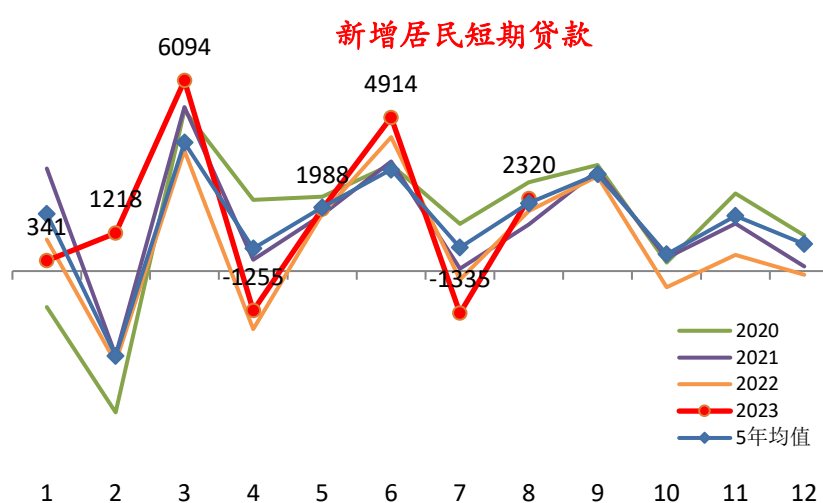
- 边际上看，表内贷款和剔除非银金的表内贷款均有回升，并且均回升至5年均值以上。
- 贷款增量出现季节性回升，与今年以来季节性波动情况类似。据此规律推测，9月数据或出现大幅加速。



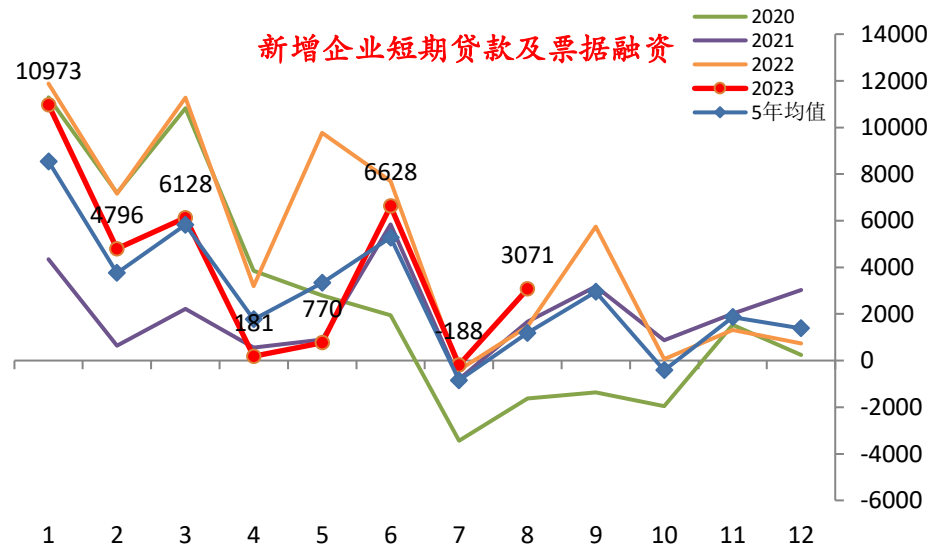
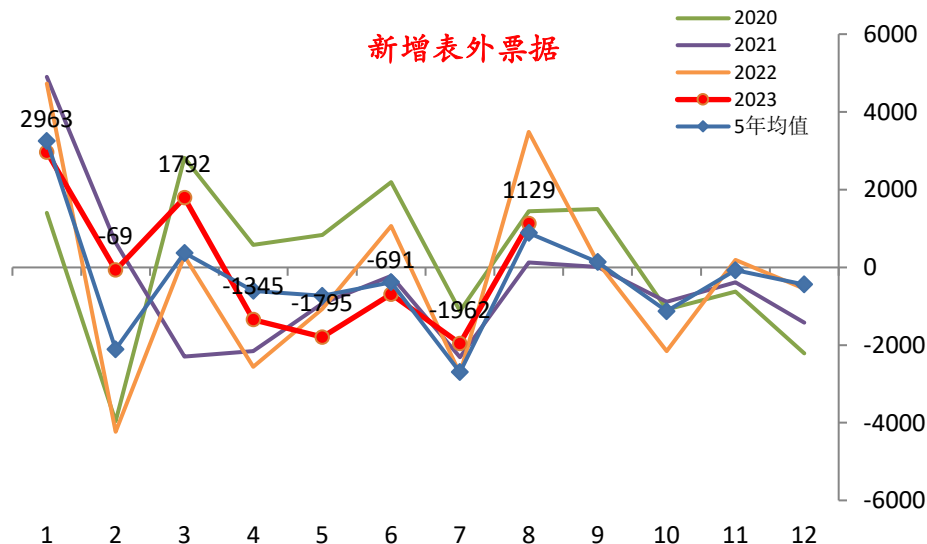
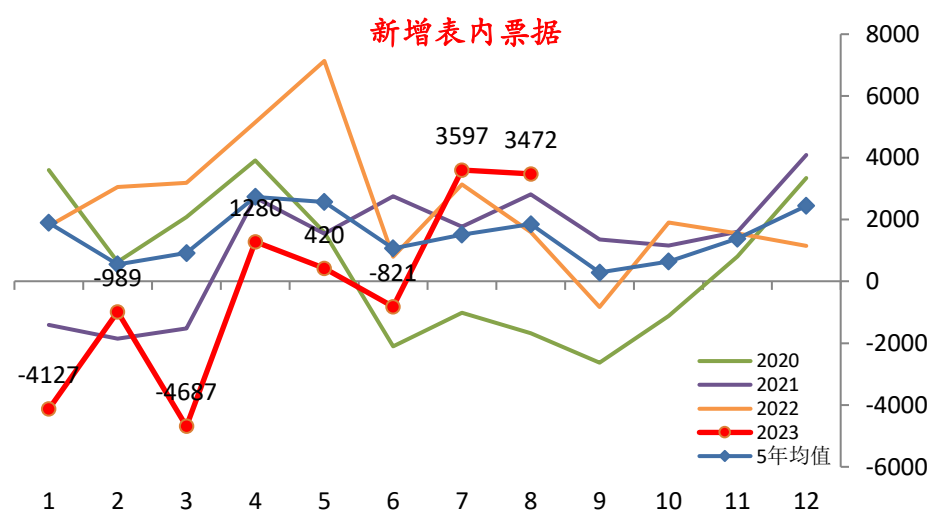
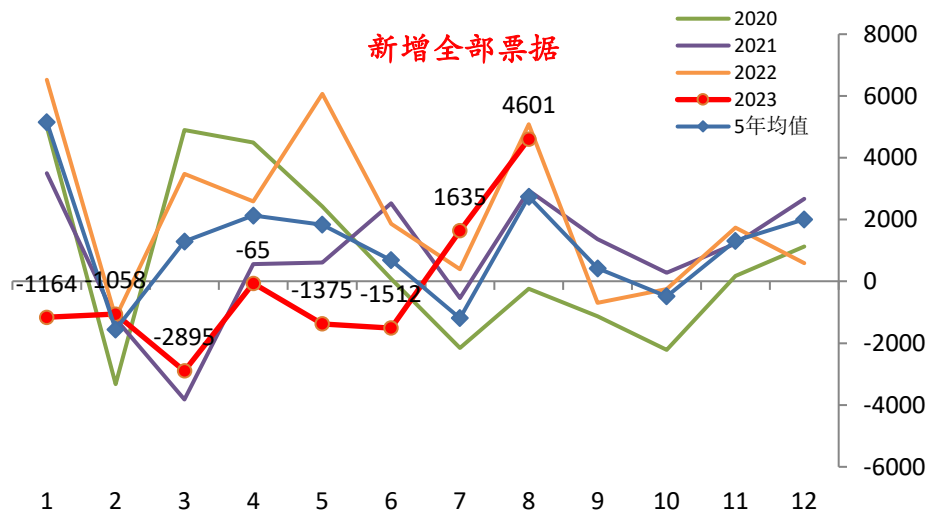
- 短期贷款、中长期贷款、居民贷款、企业贷款呈现全面反弹。从绝对增量上看，居民贷款相对偏弱，企业贷款恢复正常。



- 居民短贷恢复至5年均值附近。居民长贷脱离负增长，但绝对增量仍不高，是拖累居民贷款和贷款总体的主要因素之一。8月房屋销售情况依然不佳，流动性进入实体经济仍受阻。可关注政策调整后9月房屋销售以及居民长贷情况。
- 企业短贷、中长贷也有回升。其中企业短贷小幅负增长。企业中长贷回升至5年均值上方，但仍明显低于上半年低位。



- 边际上看，总体票据继续加速上升，主要受到表外票据季节性上升带动。表外票据维持较高增量。
- 票据融资与企业短贷合并计算的短期融资超季节性回升，显示企业短期经营现金流好转。



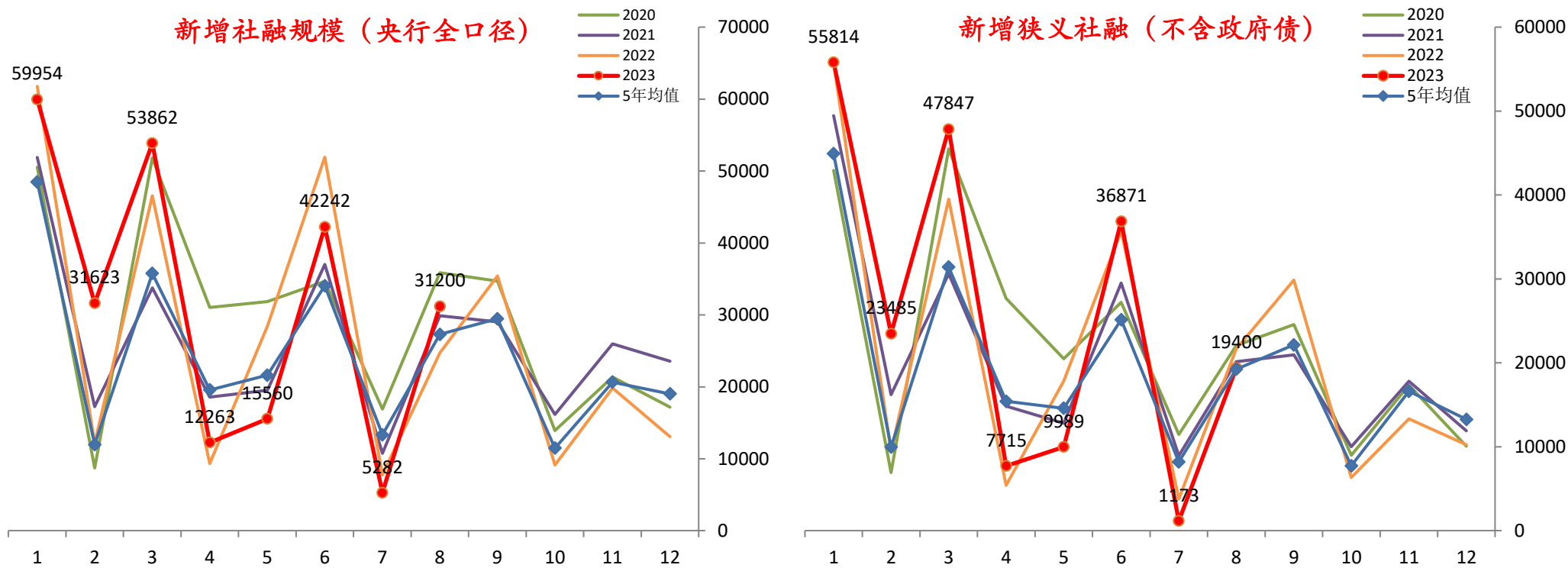
8月社会融资规模	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	规模占比 (%)	累计新增 (亿)	累计多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)
新增人民币贷款	13412	68	42.9	169823	9	364	13048
新增外币贷款	-201	625	-0.6	-782	-35	-339	138
新增委托贷款	97	-1658	0.3	848	13	8	89
新增信托贷款	-221	251	-0.7	237	-48	230	-451
新增未贴现银行承兑汇票	1129	-2357	3.6	18	102	-1963	3092
企业债券融资	2698	1186	8.6	15657	21	1281	1417
非金融企业境内股票融资	1036	-215	3.3	6418	19	786	250
政府债券	11759	8714	37.6	49651	-7	4109	3
存款类金融机构资产支持证券	-135	-139	-0.4	-1943	-7	-296	161
贷款核销	596	-29	1.9	5653	12	402	194
合计	31237	6525	100.0	252082	14	5357	25880

2019年12月起, 人民银行进一步完善社会融资规模统计, 将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计, 与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。

新口径下的社融可直接视作广义社融, 狭义社融=广义社融-政府债

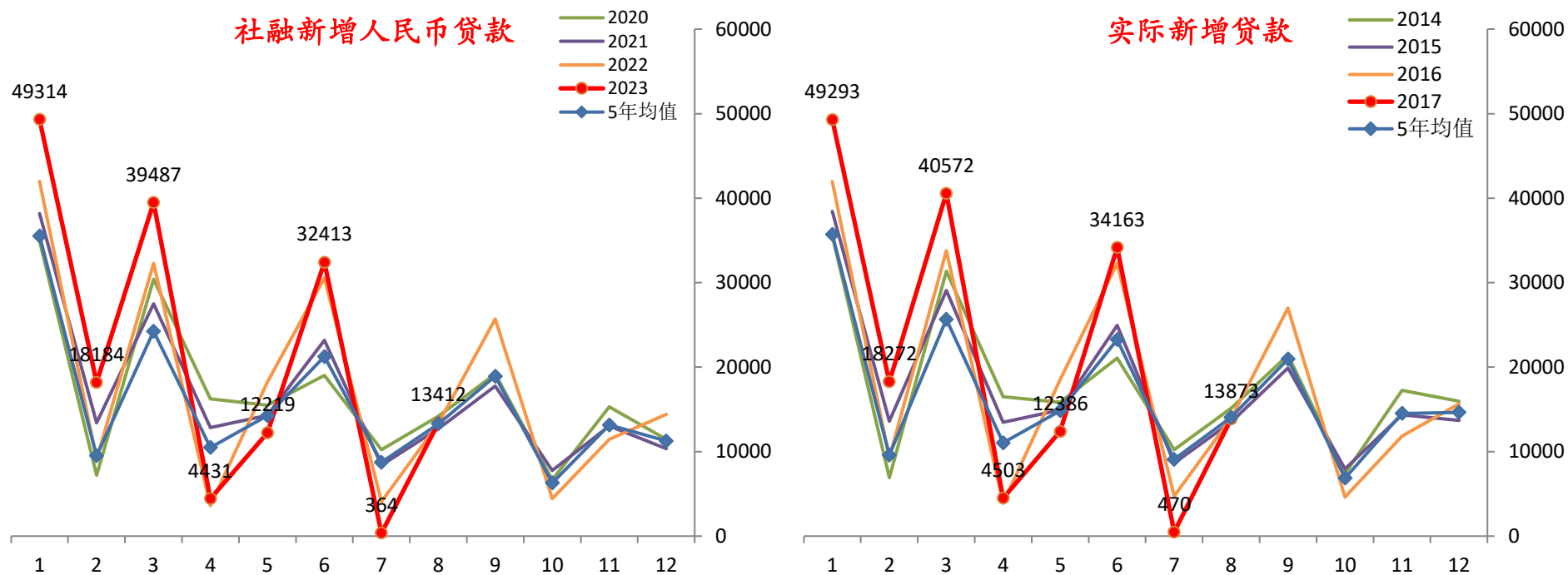
8月不同期限融资	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)	新增占比 (%)
企业短期贷款	-401	-280	-3785	3384	-3%
已贴现票据	3472	1881	3597	-125	24%
未贴现票据	1129	-2357	-1963	3092	8%
企业短期融资合计	4200	-756	-2151	6351	29%
企业中长期贷款	6444	-909	2712	3732	45%
委托贷款	97	-1658	8	89	1%
信托贷款	-221	251	230	-451	-2%
债券融资	2698	1186	1281	1417	19%
股票融资	1036	-215	786	250	7%
企业中长期融资合计	10054	-1345	5017	5037	71%

- 边际上看，央行口径广义社融、排除政府债的狭义社融均有明显回升。



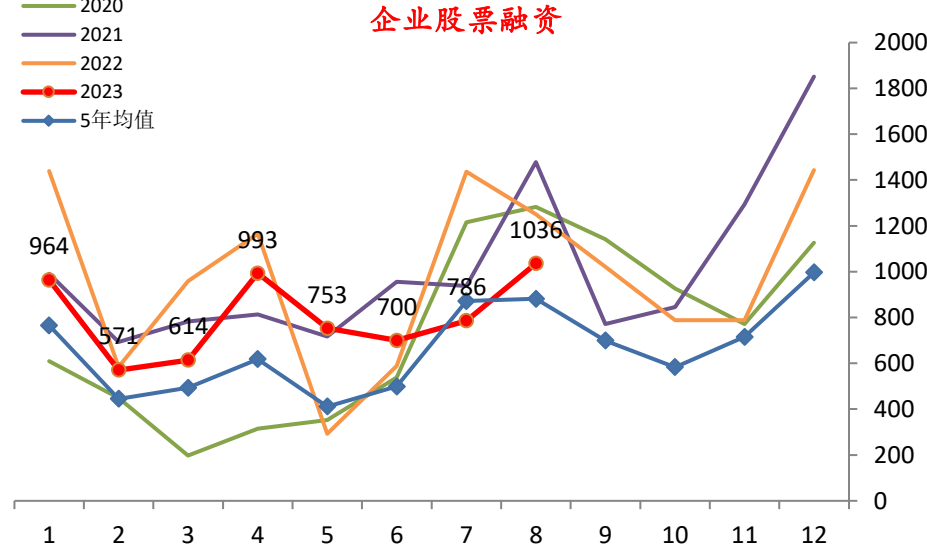
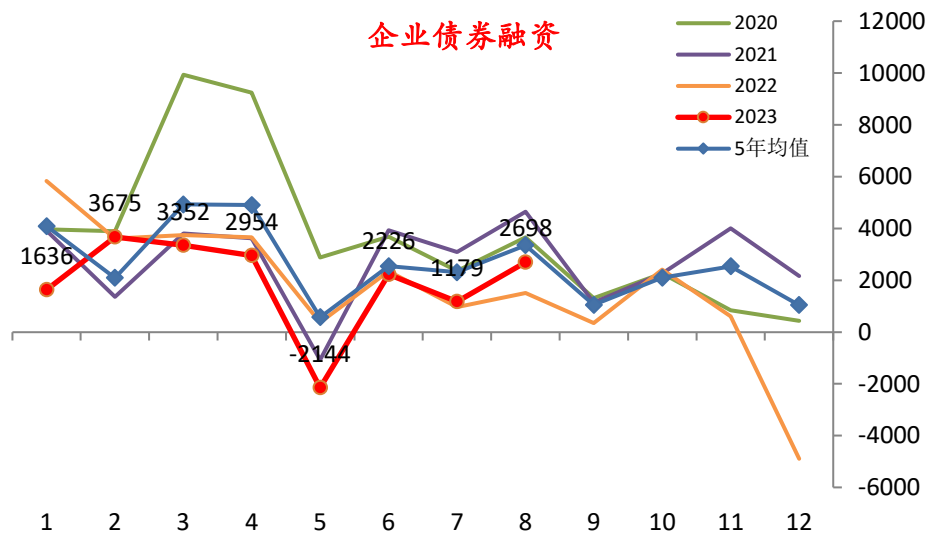
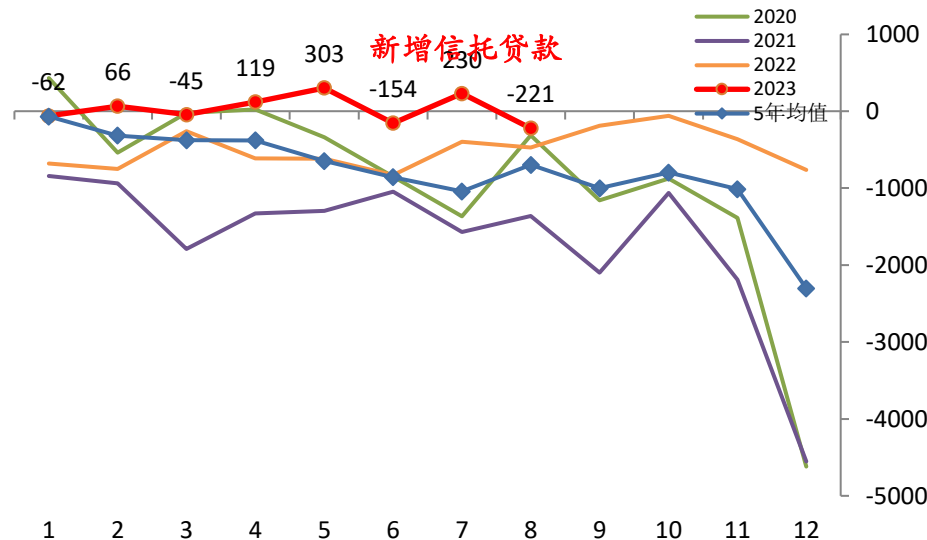
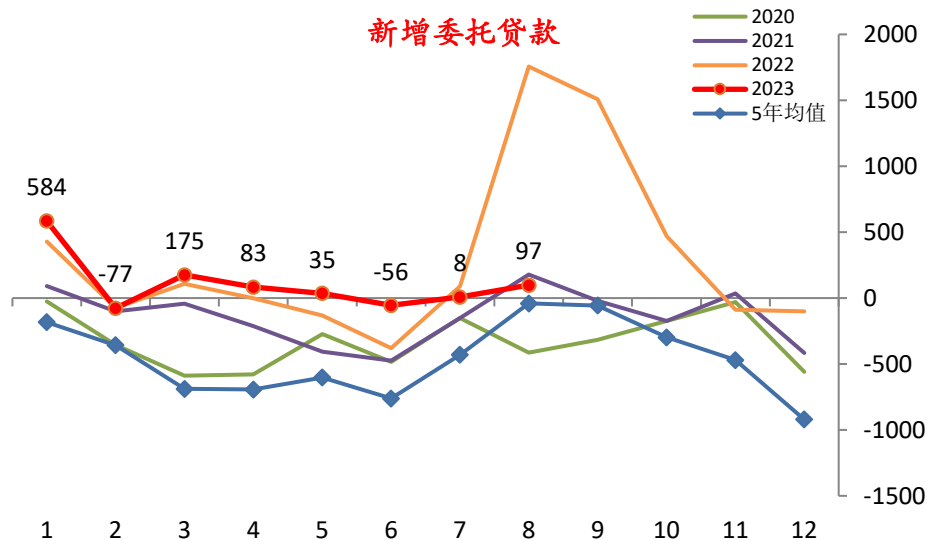
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债

- 【】 边际上看，社融下的表内贷款增量、以及结合ABS和贷款核销来看的实际新增表内贷款均明显回落，明显弱于季节性。

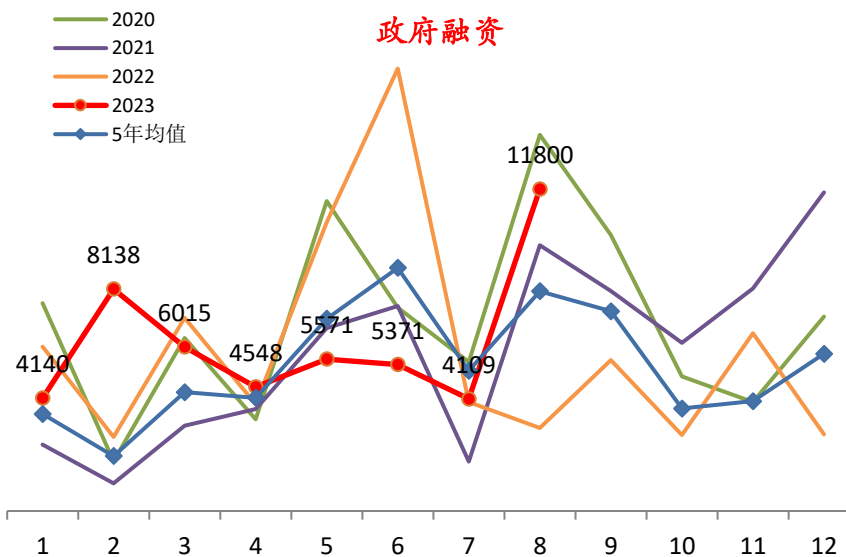
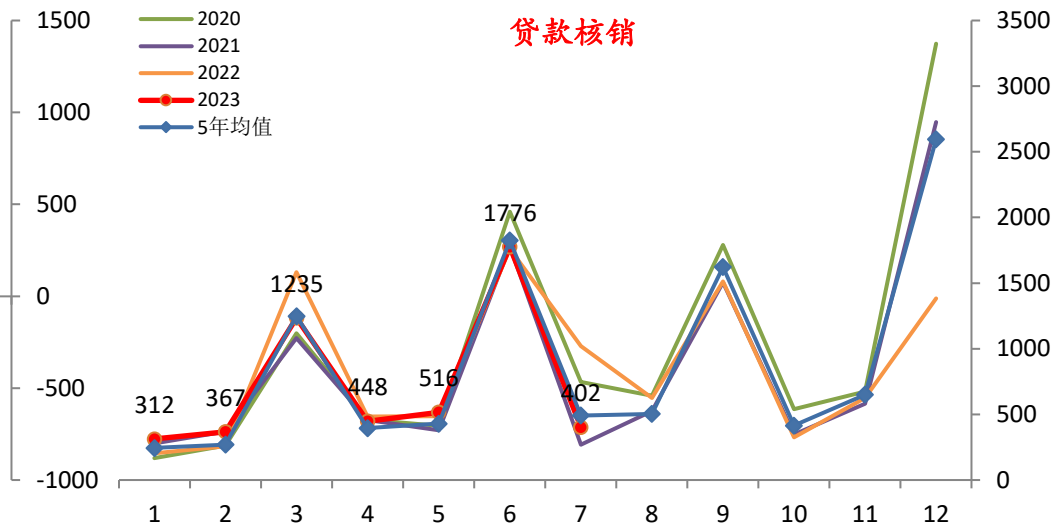
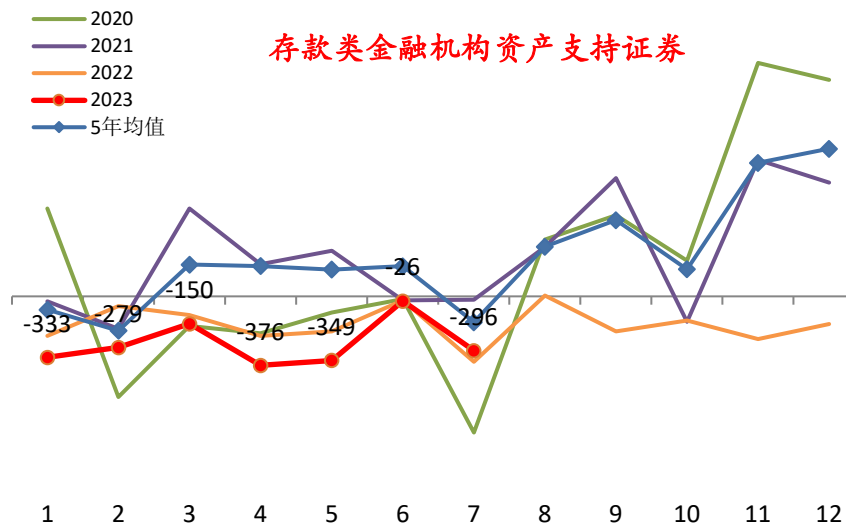


- 实际新增贷款=新增人民币贷款 (社融口径下) + 贷款核销+存款类金融机构资产支持证券

- 边际上看，表外分项中委托贷款依然平稳。信托贷款出现回落，债券融资季节性上升，股票融资强于季节性。



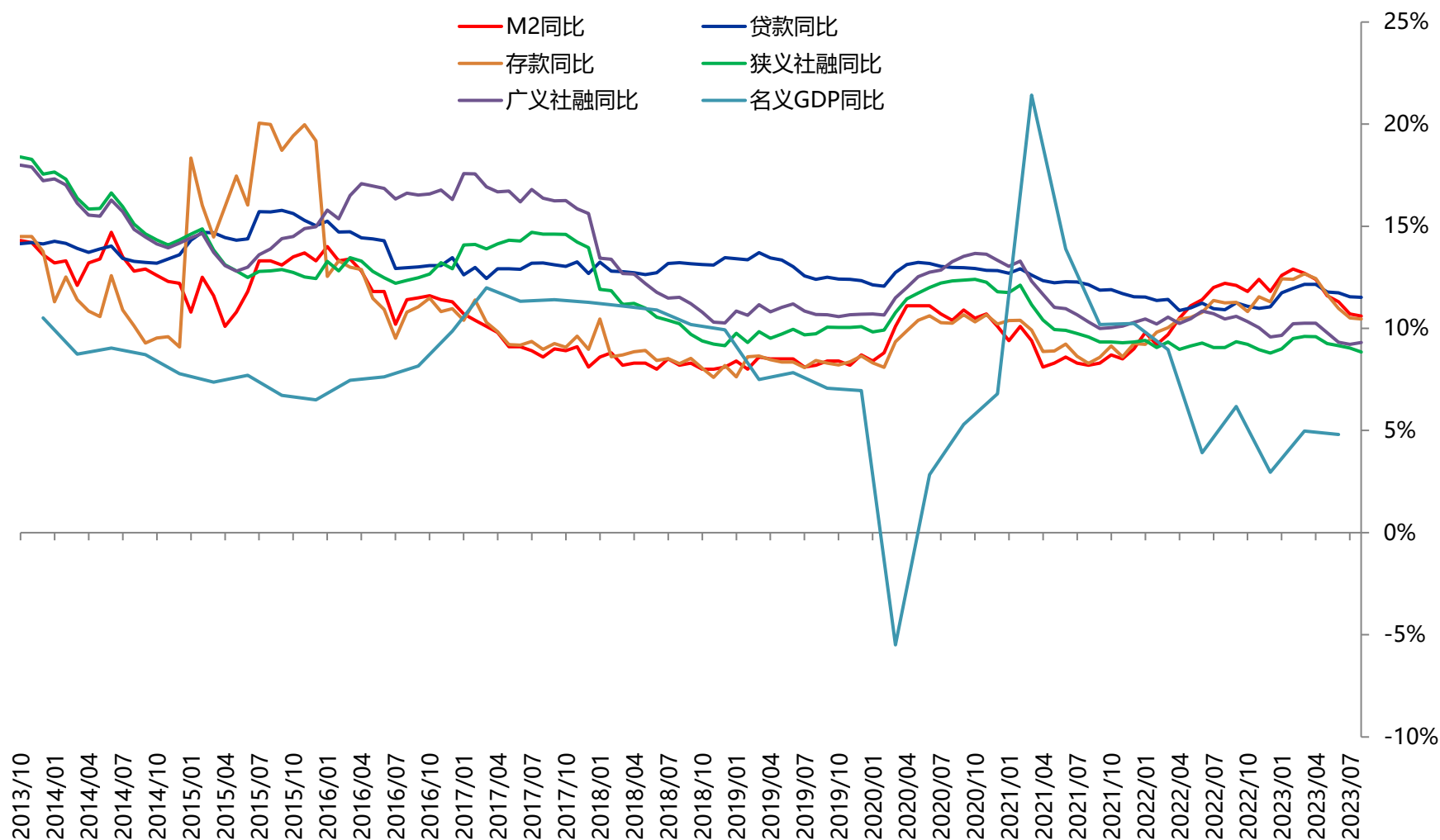
- 其他融资方面，政府融资净增量大幅回升，与近期政府债发行加速有关，是广义社融的主要支持因素。并且将成为刺激基建等政府支出的因素，预计9月仍将维持高位。



- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

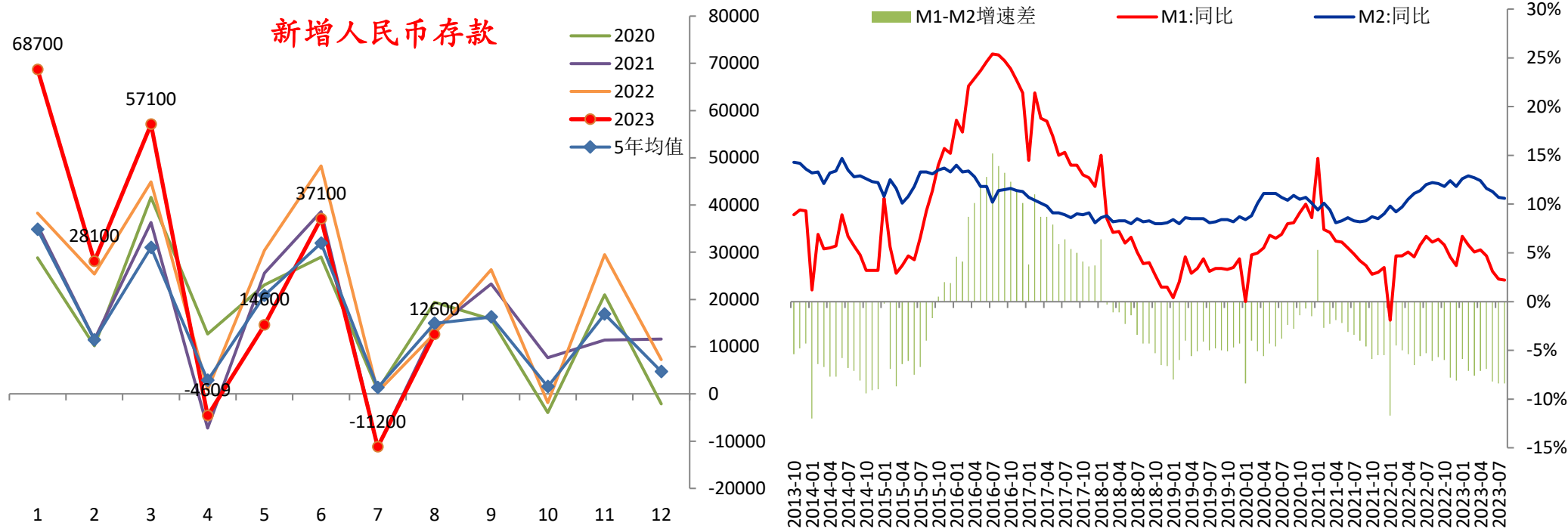
- 一. 广义社融增速回升，狭义社融增速、表内贷款增速、M2增速、存款增速则继续放慢。
- 二. 存款方面，居民和企业存款均有回升。企业存款中，活期存款符合季节性，定期存款维持高位。财政存款季节性回落。
- 三. 实体经济资金继续从企业部门流向居民部门，流动速度变动不大。
- 四. M1增量低位回升，结合企业短贷和票融看现金流动性持稳。M2增量表明企业定期和居民存款修复。M1-M2增速差仍为负，未来有待改善。
- 五. 存款准备金率不变，理论货币乘数维持稳定。实际货币乘数稍有回落，关注9月央行降准后货币乘数上升的幅度，商业银行扩表动力将加强。
- 六. 资金流向实体经济速度稍有恢复，受到政府融资推动。资金派生能力暂时偏弱，信用扩张面临阻力仍有待消除。

- 广义社融增速回升，狭义社融增速、表内贷款增速、M2增速、存款增速则继续放慢。
- 资金流向实体经济速度稍有恢复，受到政府融资推动。资金派生能力暂时在低位，信用扩张面临阻力仍有待消除。



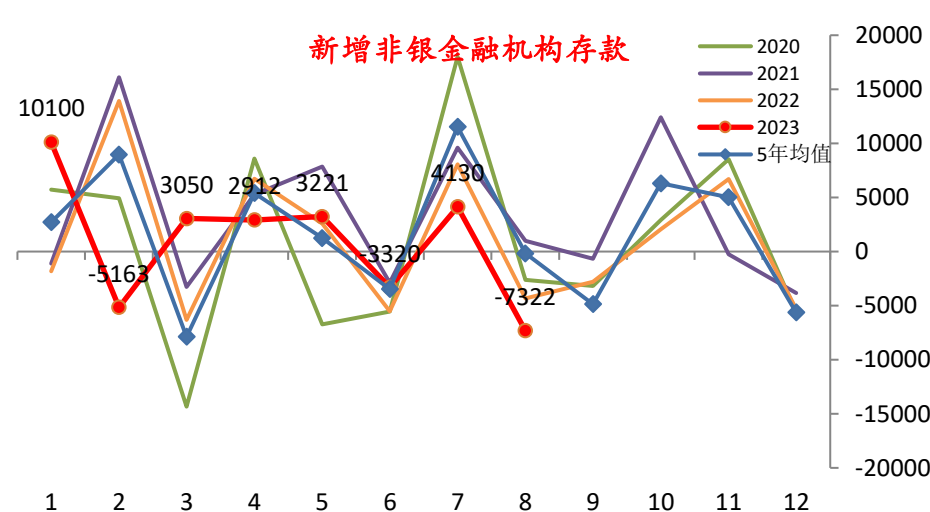
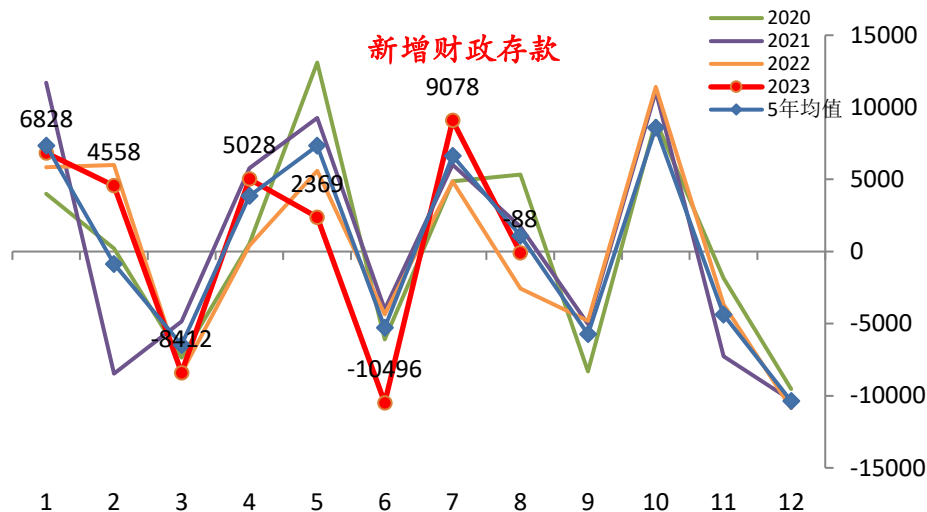
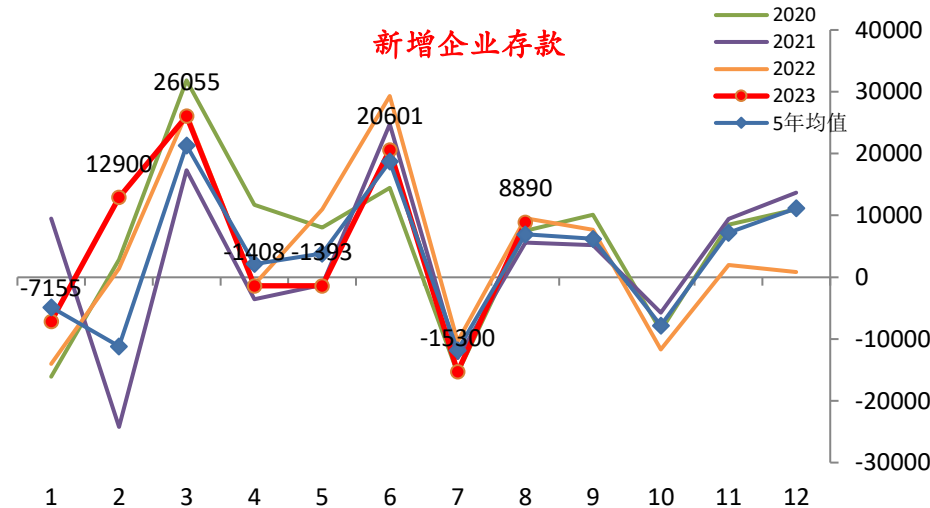
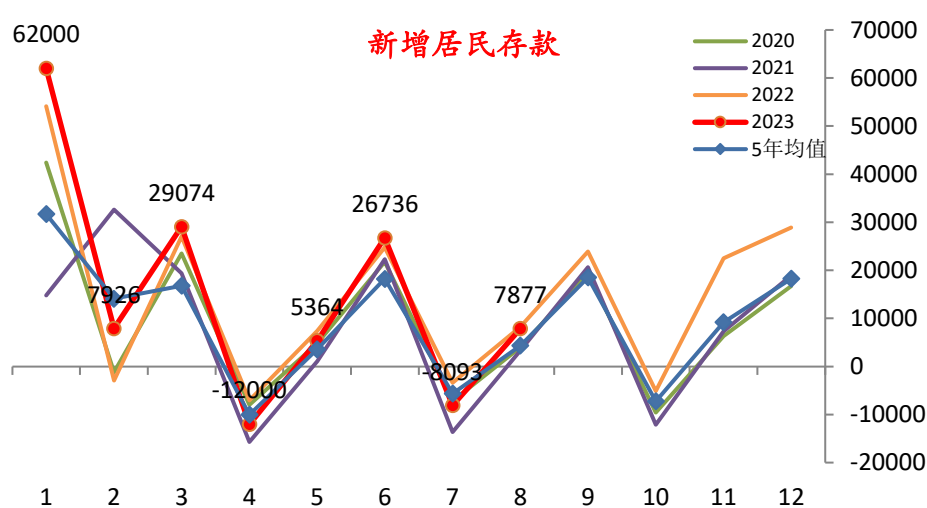
货币供应量构成-2023年8月	当月值 (亿)	当月同比 (%)	当月变化 (亿)	当月环比 (%)	规模占比 (%)
国外净资产	294332	2.2%	-430	-0.1%	8.5%
国内信贷	3173793	10.3%	21882	0.7%	91.5%
:对政府债权(净)	489966	14.6%	8452	1.8%	14.1%
:对非金融部门债权	2406288	9.9%	13856	0.6%	69.4%
:对其他金融部门债权	277539	6.6%	-427	-0.2%	8.0%
货币和准货币(M2)	2869343	10.6%	15312	0.5%	84.6%
货币(M1)	679588	2.3%	2369	0.3%	20.0%
:流通中货币(M0)	106515	9.5%	386	0.4%	3.1%
:单位活期存款	573073	1.0%	1984	0.3%	16.9%
准货币	2189755	13.4%	12942	0.6%	64.6%
:单位定期存款	519227	11.1%	8165	1.6%	15.3%
:个人存款	1330847	16.6%	7894	0.6%	39.2%
:其他存款	339681	5.5%	-3117	-0.9%	10.0%
不纳入广义货币的存款	53127	-10.0%	-1647	-3.0%	1.6%
债券	412254	11.2%	-1254	-0.3%	12.2%
实收资本	56229	-33.4%	-69	-0.1%	1.7%
其他(净)	77171	38.9%	9110	13.4%	--
货币总需求 (存款性公司总资产)	3468125	9.6%	21451	0.6%	100.0%
货币总供给 (存款性公司总负债)	3390954	7.1%	-55720	-1.6%	100.0%

- 边际上看，社融下的表内存款回升。
- M1-M2增速差负值维持不变，依然处于低位，未来仍有待改善。



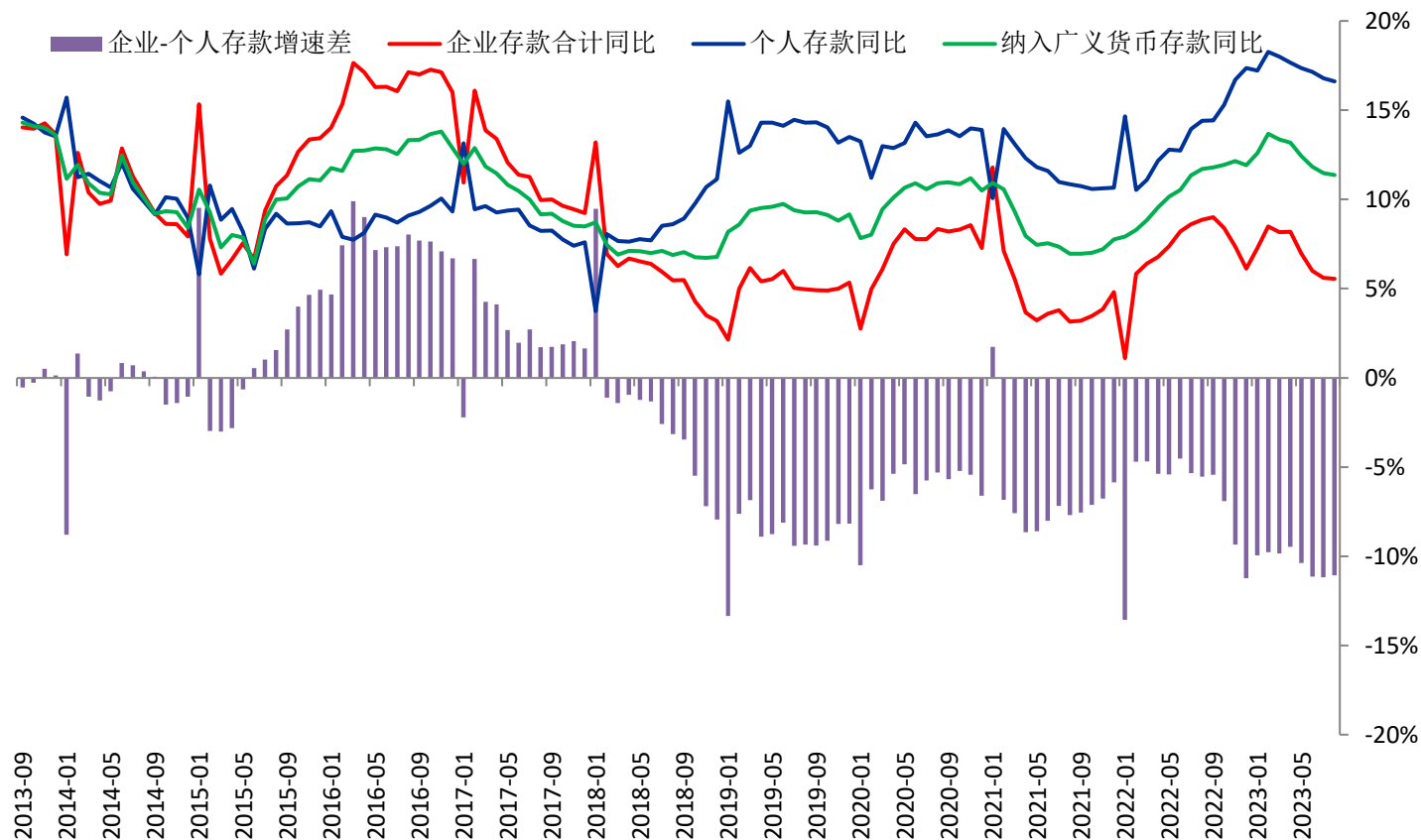
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 边际上看，新增个人存款、企业存款均稍强于季节性，财政存款增量回落。新增非银金融存款仍弱于季节性。
- 政府融资大幅上升但财政存款下降，表明财政支出明显增长。



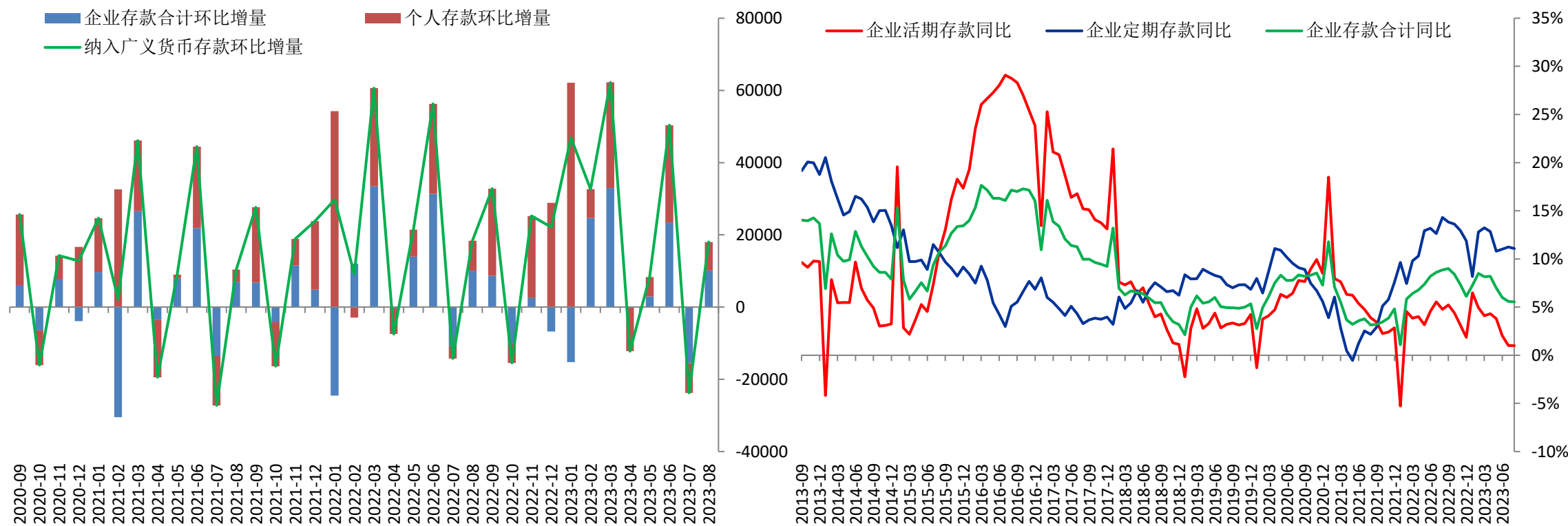
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 实体经济资金继续从企业部门流向居民部门，流动速度变动不大。



不同期限和部门存款变动趋势（其他存款性公司口径）

- 商业银行资产负债表口径下，居民存款和企业存款均回升。
- 企业存款总体、活期存款、定期存款同比增速均有小幅下降。



$M2 = M1$ (货币) + 准货币

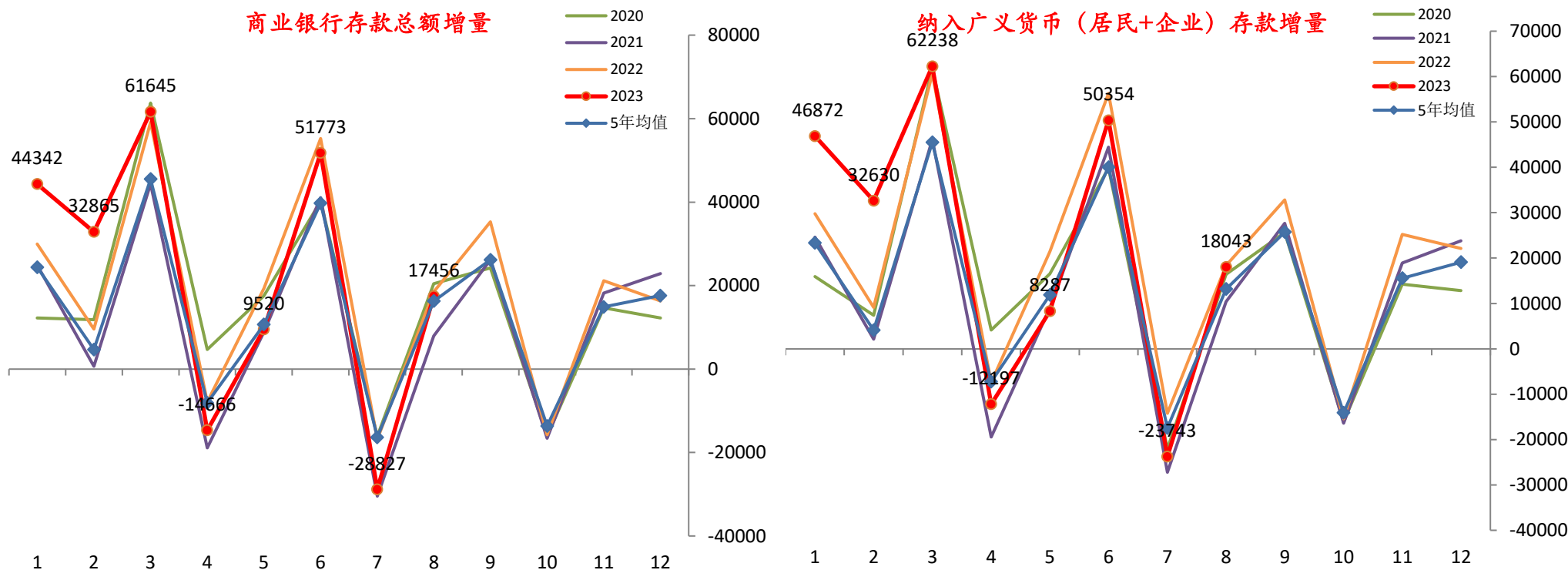
$M1 = M0$ (流通中现金) + 单位活期存款

准货币 = 居民存款 + 单位定期存款 + 其他存款

$M0 =$ 央行货币发行 - 商业银行库存现金

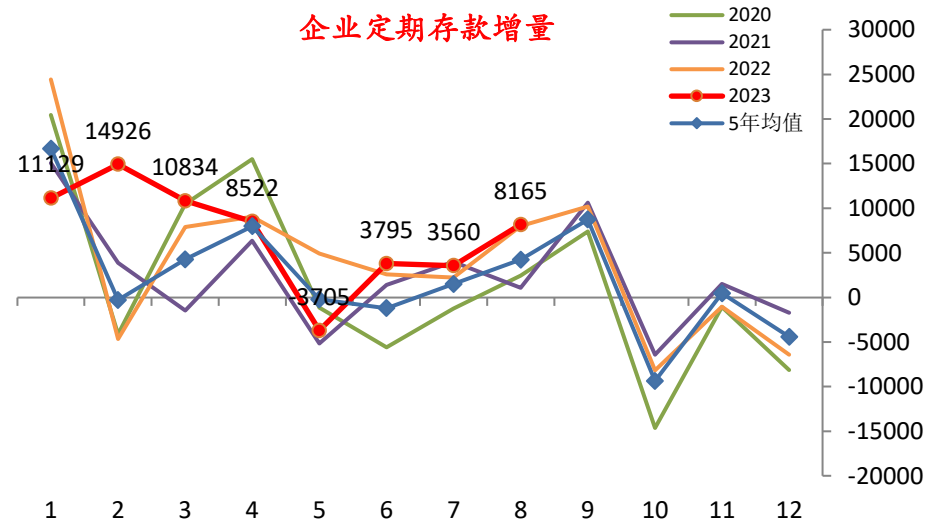
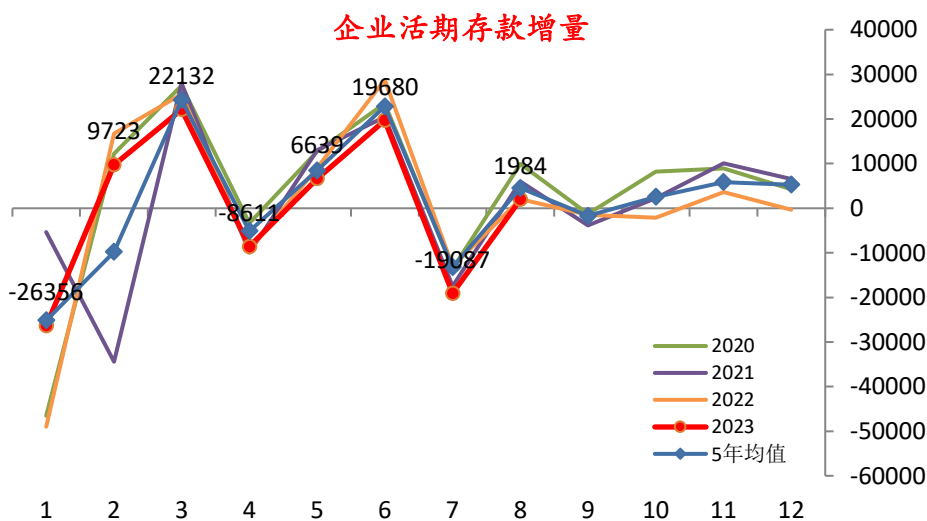
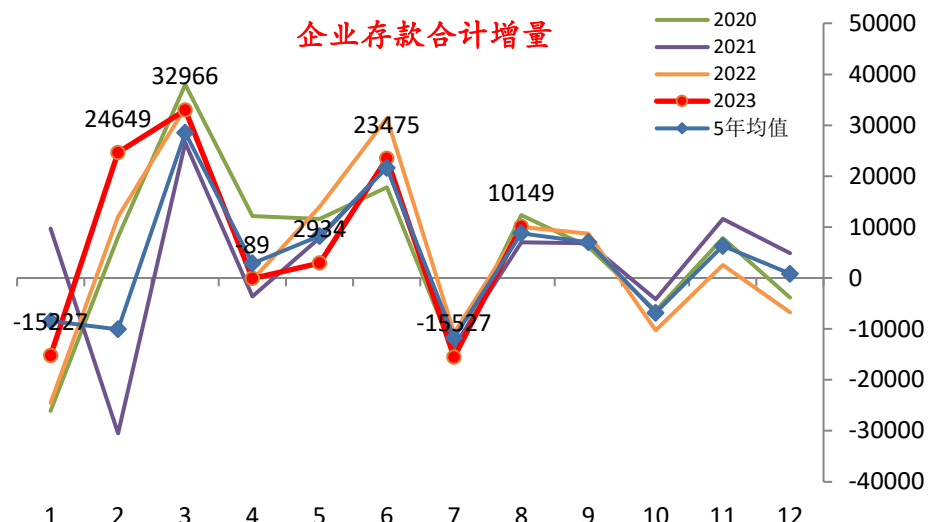
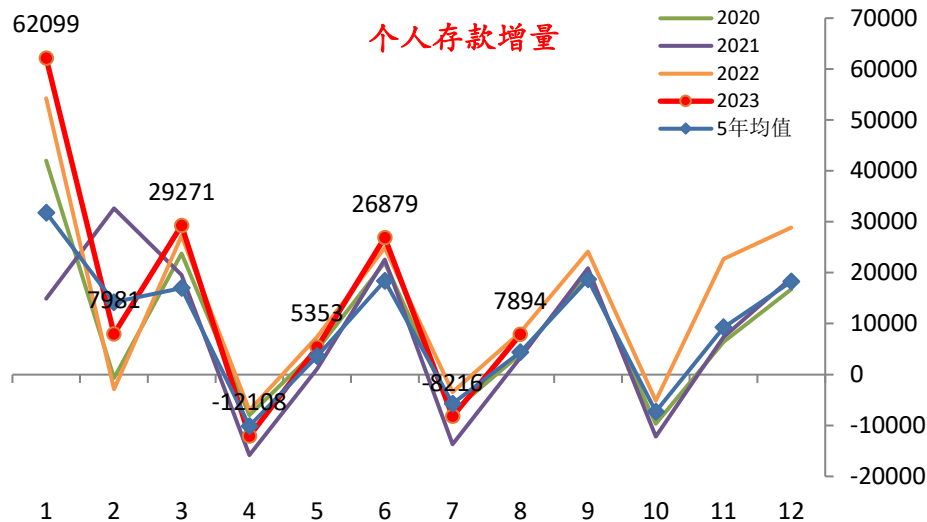
上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 商业银行新增存款和广义货币存款增量低位反弹，波动程度同样放大。

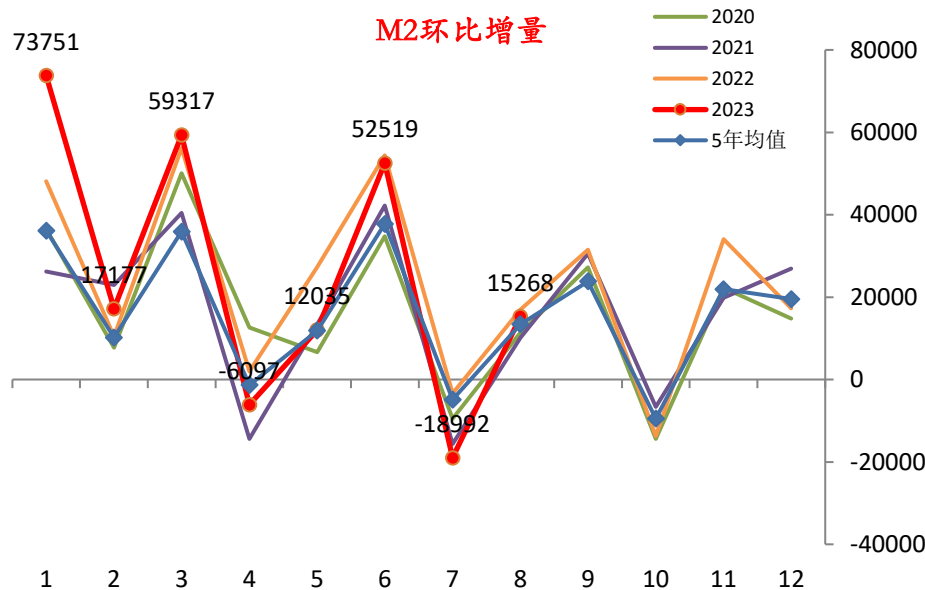
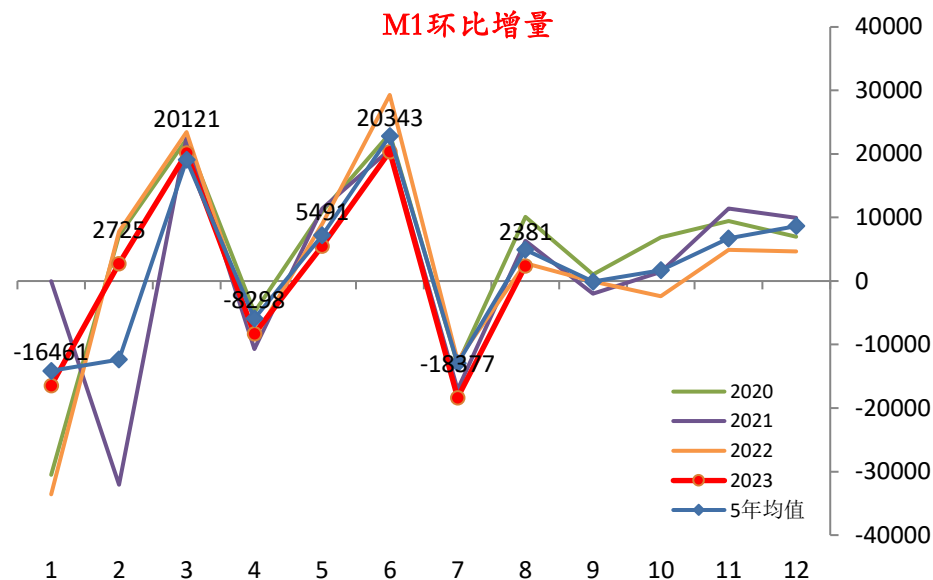
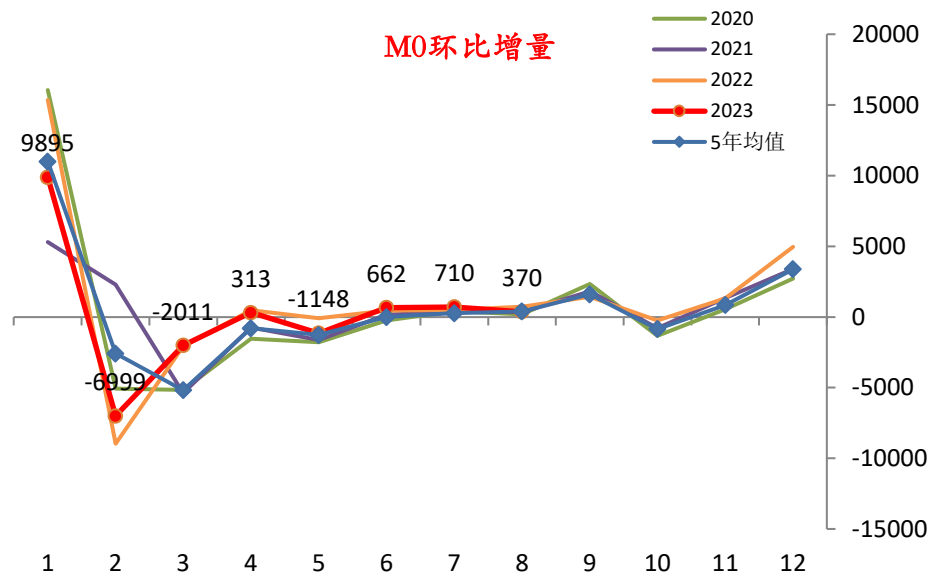


上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 边际上看，个人存款超季节性，企业存款基本符合季节性。
- 企业存款中活期存款和定期存款均符合季节性，后者维持高位。



上述数据均采用**商业银行资产负债表口径**计算



- M0增量基本平稳符合季节性。
- M1增量从低位回升而稍强于季节性。结合企业短贷和票融数据看，企业现金流动性基本持稳。
- M2增量同样从低位回升而超过季节性。表明企业定期存款和居民存款出现修复。

• 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。

- 8月M2影响因素除贷款外，债权投资和其他杂项影响相互抵销。

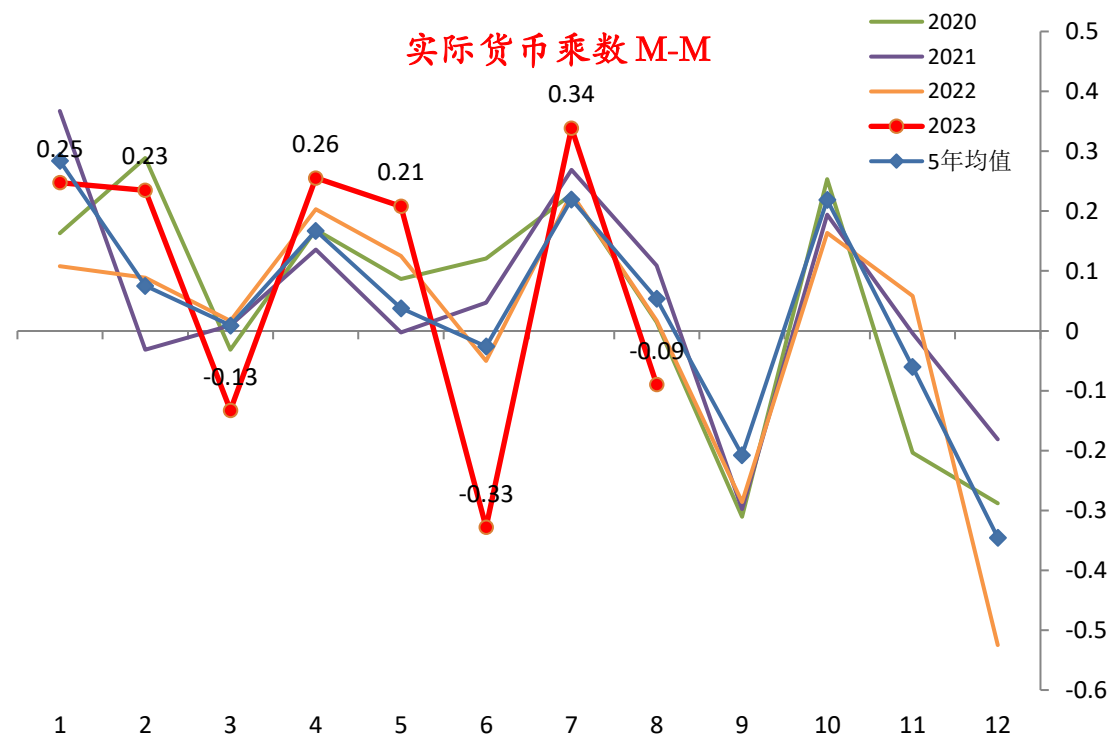
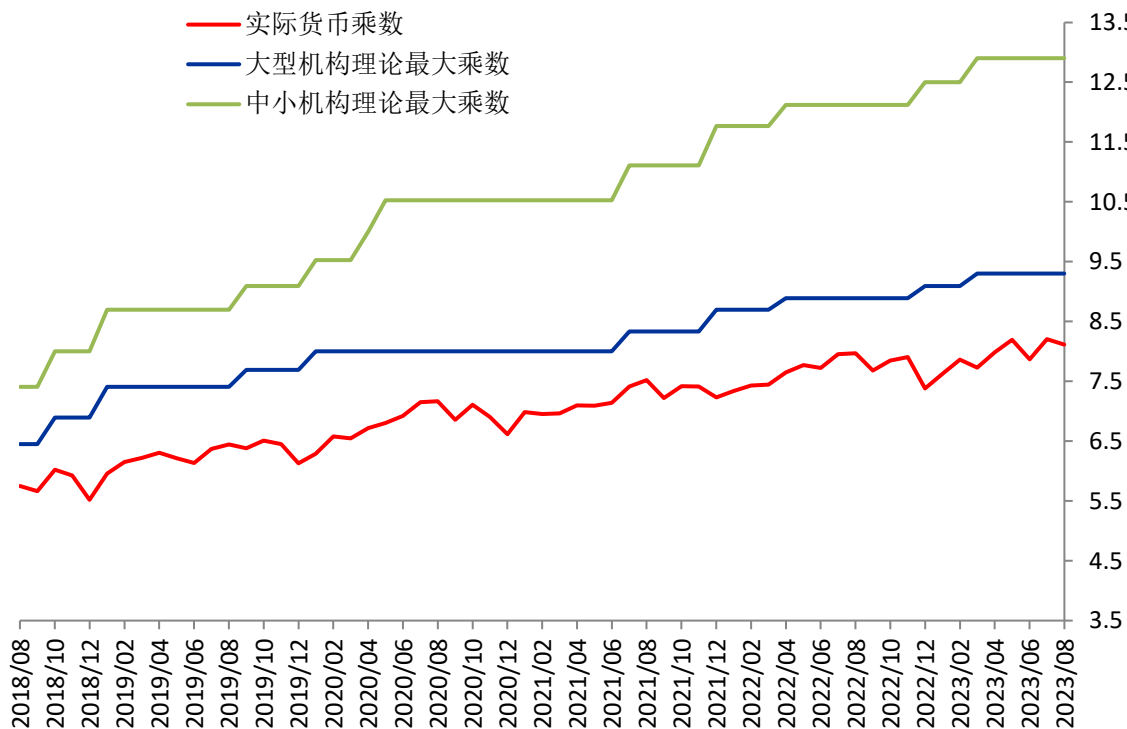
信贷收支表 - 2023年08月				
货币(M2)来源分析	当月值	当月同比	当月变化	去年同期
各项贷款	2322807	11.5%	13580	2082844
: 非银行业金融机构贷款	7617	40.3%	-358	5429
+ 外汇和黄金	221424	33.5%	-34	216013
+ 债券净投资	487896	10.9%	8130	419067
+ 股权及其他投资*	198834	4.8%	-358	189696
+ 国际金融机构净资产	4611	5.3%	199	4287
- 存放央行财政存款	44706	-5.0%	-449	47048
- 其他	341446	17.4%	8514	290916
货币合计	2849420	10.7%	13452	2573944

根据金融资产派生存款的性质，用信贷收支表中的部分分项，估算影响M2（资金来源，负债）的影响因素（资金运用，资产）。

* “股权及其他投资” 主要包括同业理财，资管计划及股权投资等

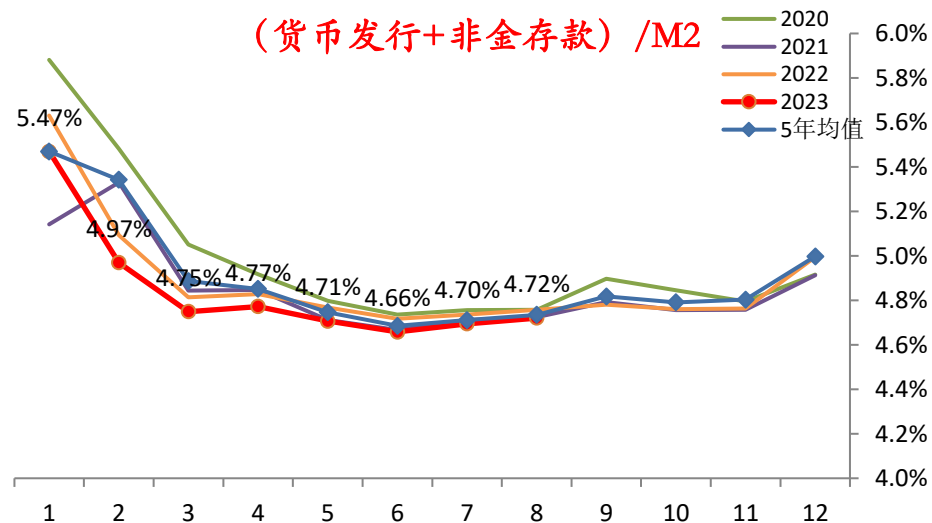
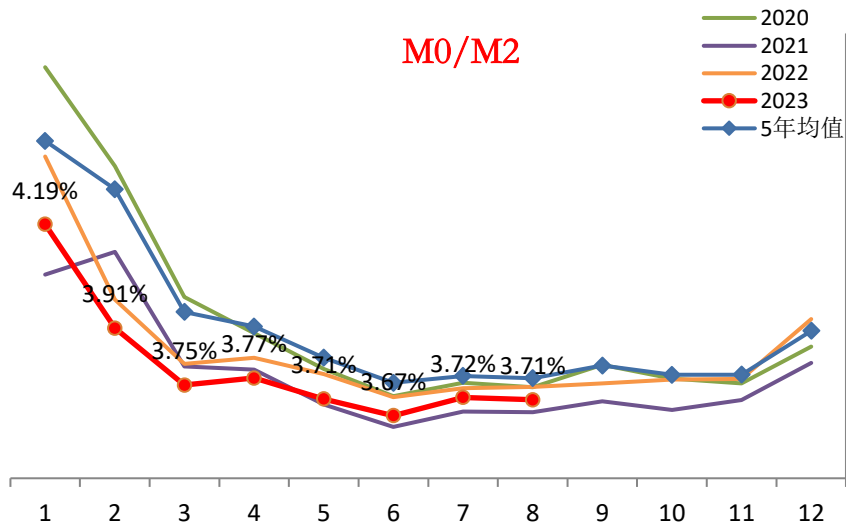
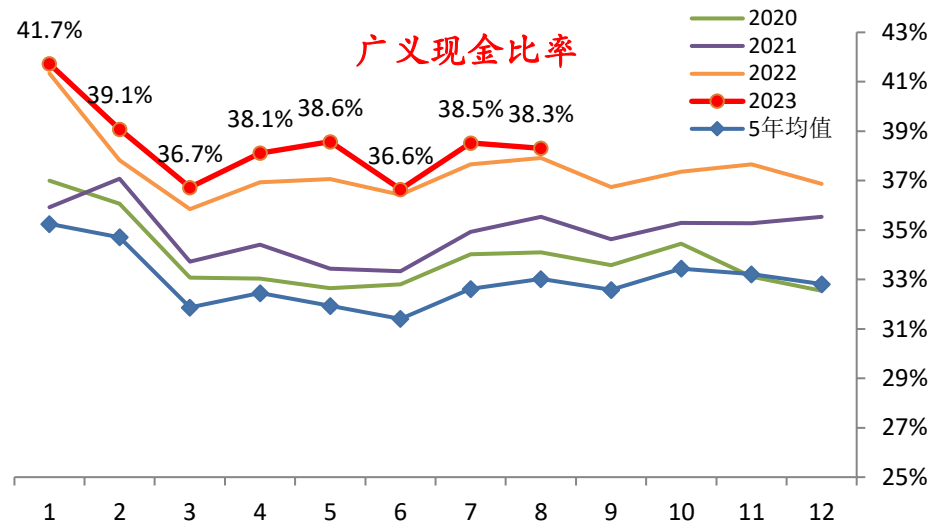
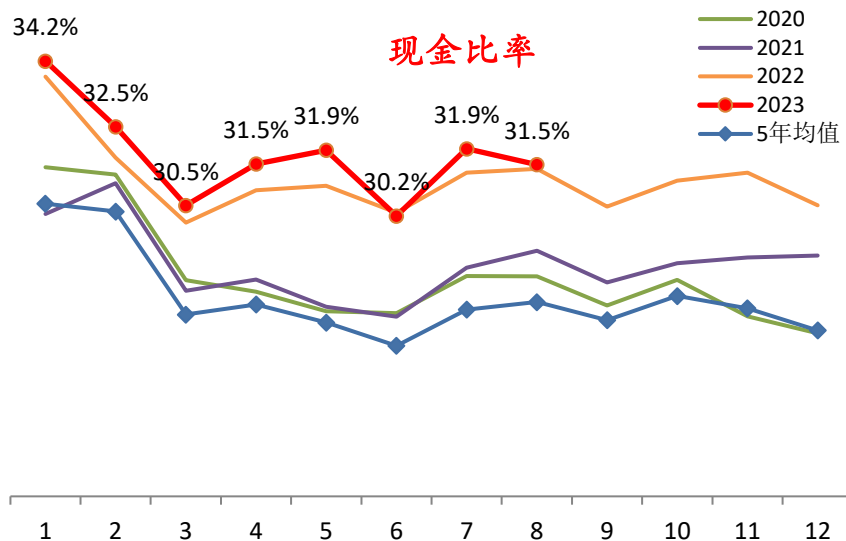
资金来源中“其他”包括应付及暂收款、同业往来和未作分类的资金来源以及和未分类的资金运用等轧差

- 存款准备金率不变，理论货币乘数维持稳定。
- 实际货币乘数稍有回落，关注9月央行降准后货币乘数上升的幅度，商业银行扩表动力将加强。



- $实际货币乘数 = M2 / 基础货币$
- $理论货币乘数 = 1 / 存款准备金率$

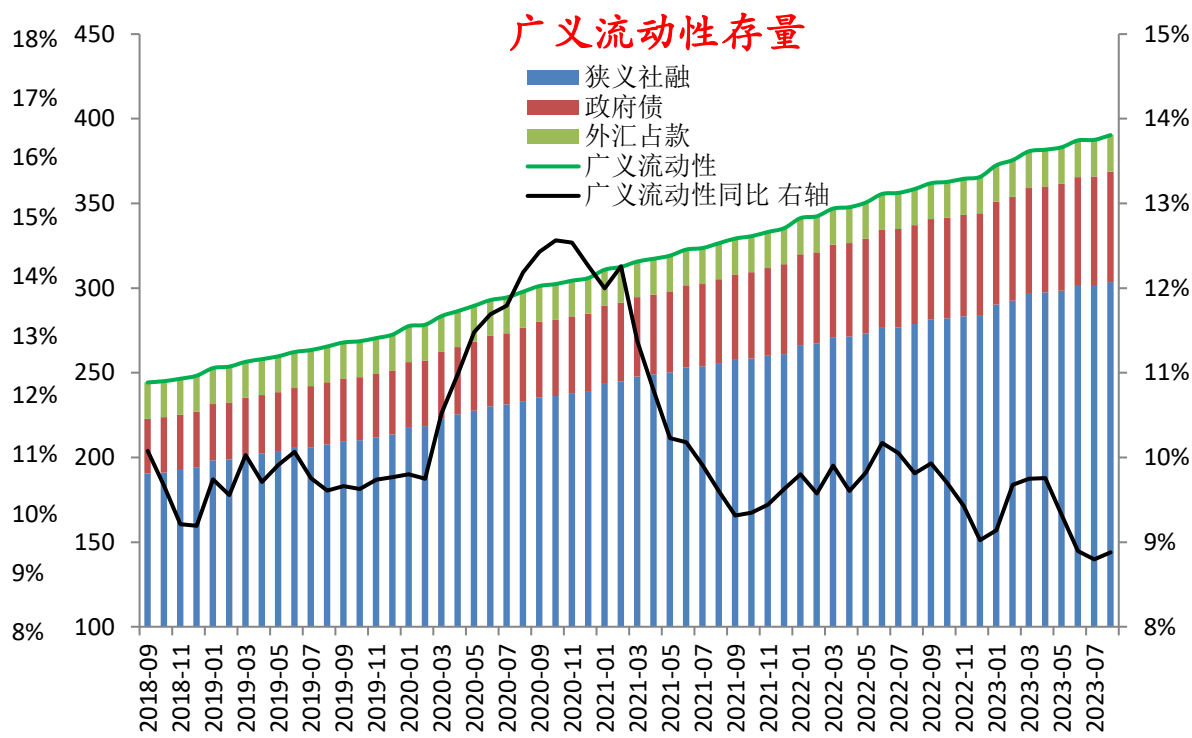
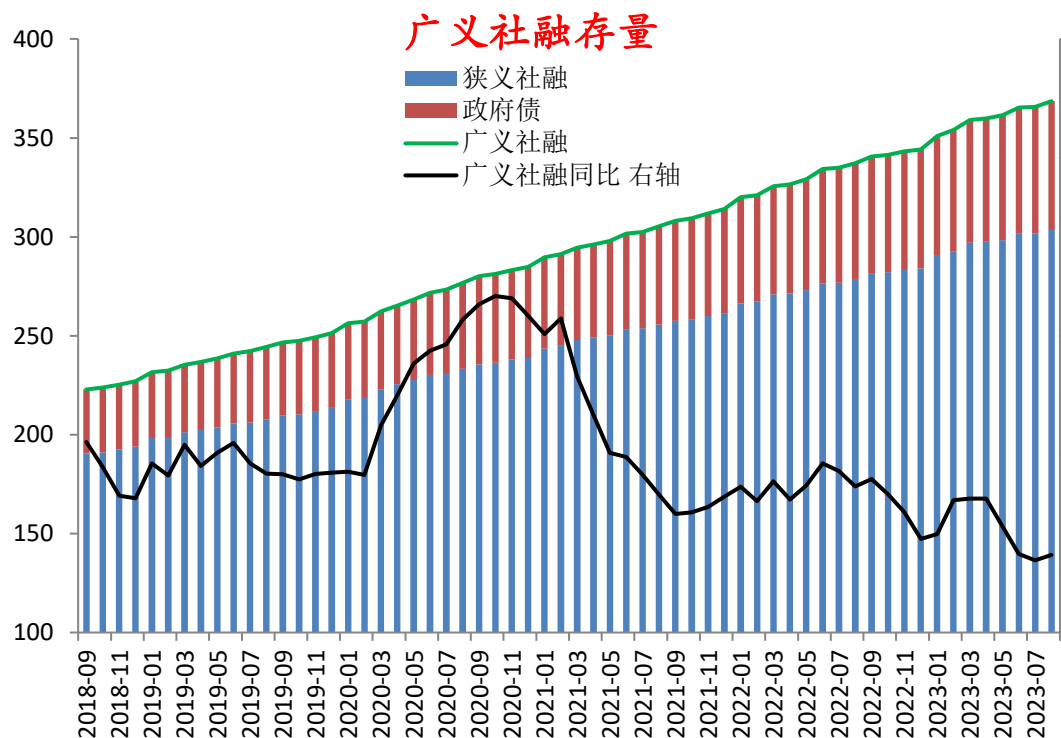
- 现金比率和广义现金比率稍弱于预期。(货币发行+非金存款)/M2以及M0/M2符合季节性。



• 现金比率=央行现金发行/储备货币; 广义现金比率=(央行现金发行+非金融机构存款)/储备货币

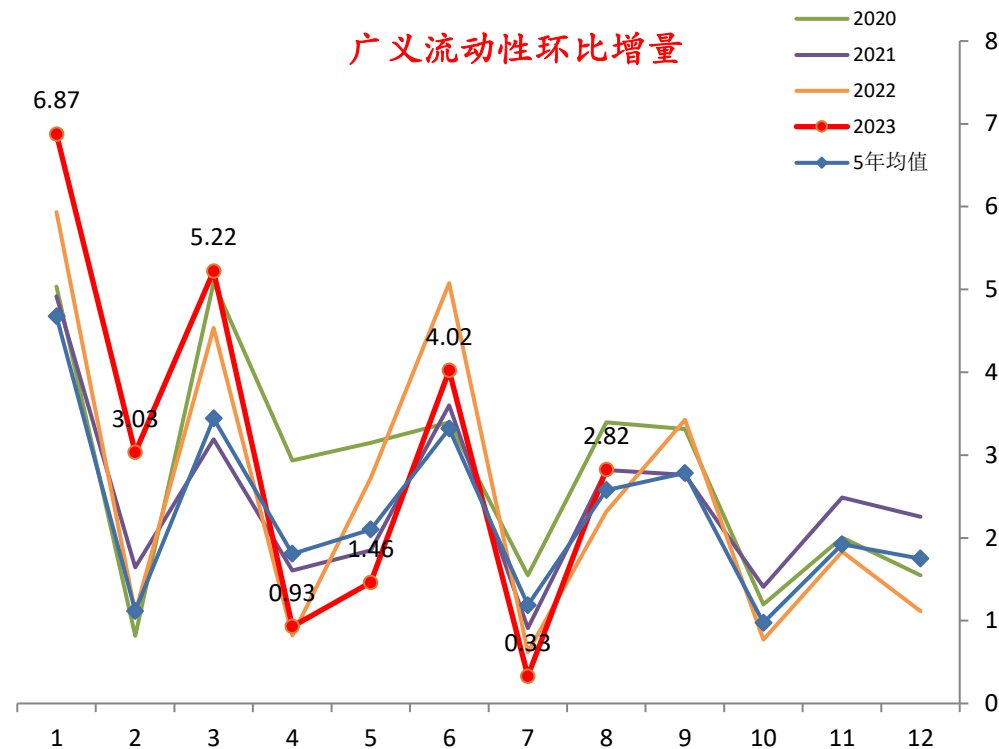
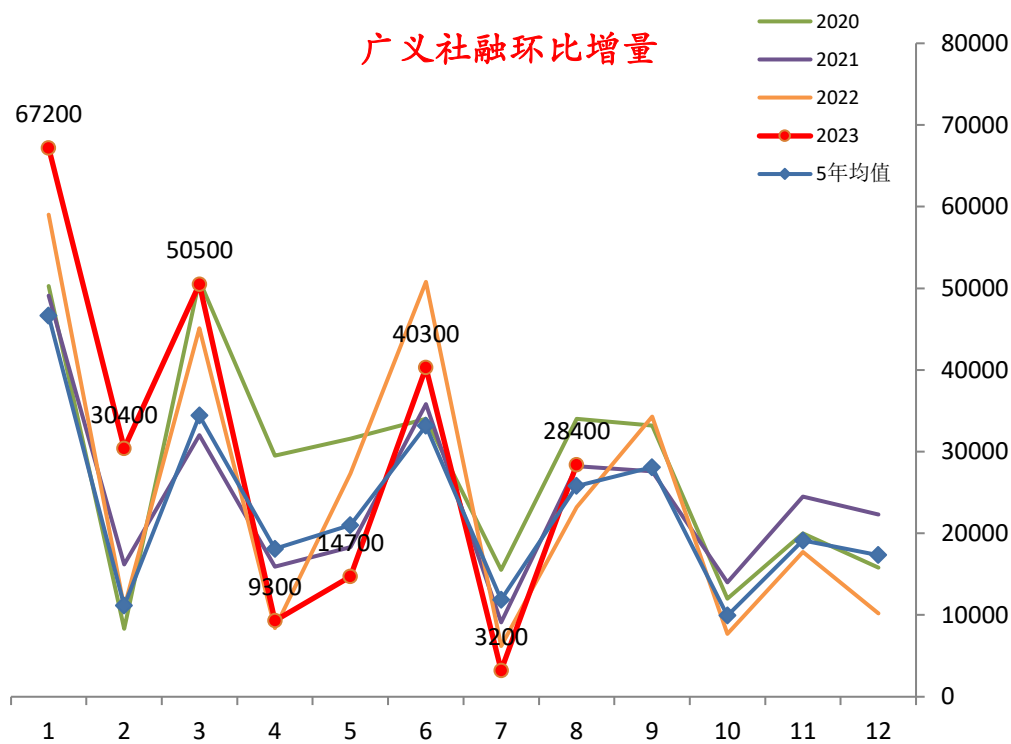
- 一. 广义社融和广义流动性同比增速在政府债带动下开始反弹，但持续性存疑。
- 二. 上半年广义社融冲高回落，二季度开始下行，信用扩张短期持续走弱。至年中已形成阶段性底部。政府融资加速回升带来短期支持，预计9月开始这一影响将会下降。企业融资回稳后，关注能否维持以及恢复至前期稳定的高增长中。中长期看，居民贷款尤其是居民中长贷仍是信用增量的关键。在宽信用政策、经济修复带来的推动力下，预计后期广义社融能够恢复至上行趋势。
- 三. 货币信贷增速差与无风险收益率持续背离后，8月下旬已随着无风险利率反弹向货币信贷增速差初步回归。
- 四. 国内经济二季度已基本确立底部，预计今年剩余时间经济将持续改善。短期通缩风险也已经缓解，通胀指标处于修复中。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，仍需警惕长端利率回升，尤其是政策力度加大、经济指标超预期、风险偏好回升情况下。

- 上半年广义社融冲高回落，二季度开始下行，信用扩张短期持续走弱。至年中已形成阶段性底部。
- 政府融资加速回升带来短期支持，预计9月开始这一影响将会下降。企业融资回稳后，关注能否维持以及恢复至前期稳定的高增长中。中长期看，居民贷款尤其是居民中长贷仍是信用增量的关键。在宽信用政策、经济修复带来的推动力下，预计后期广义社融能够恢复至上行趋势。

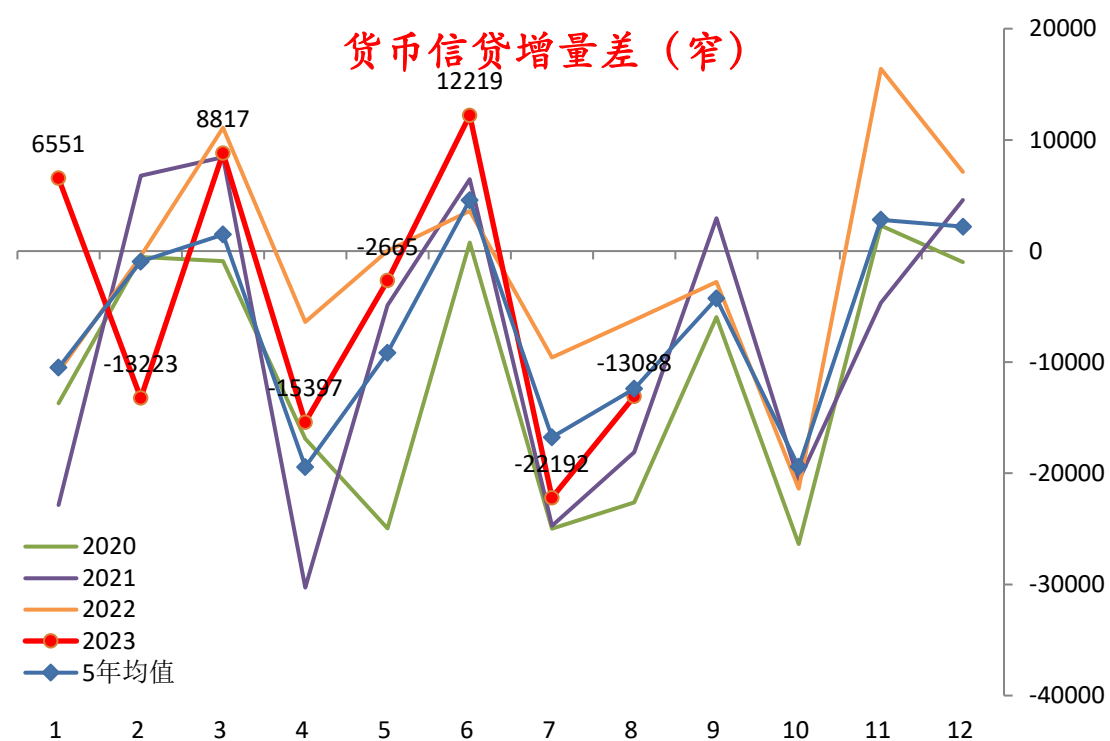
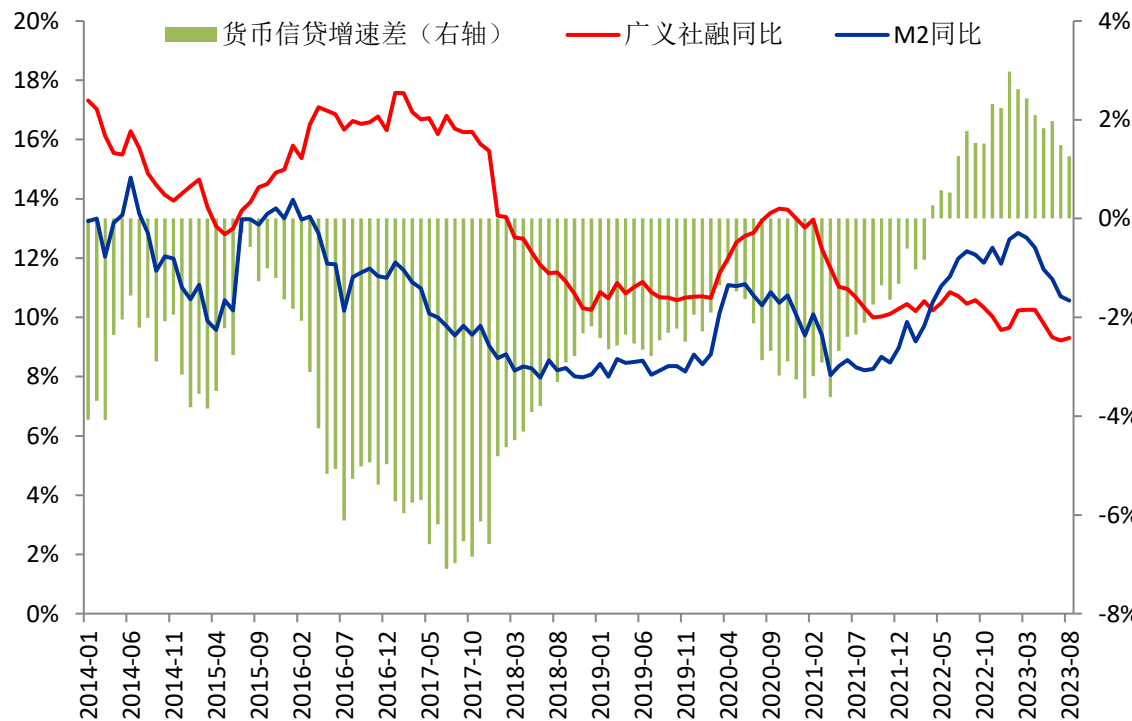


- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 边际上看，广义社融和广义流动性增量反弹。

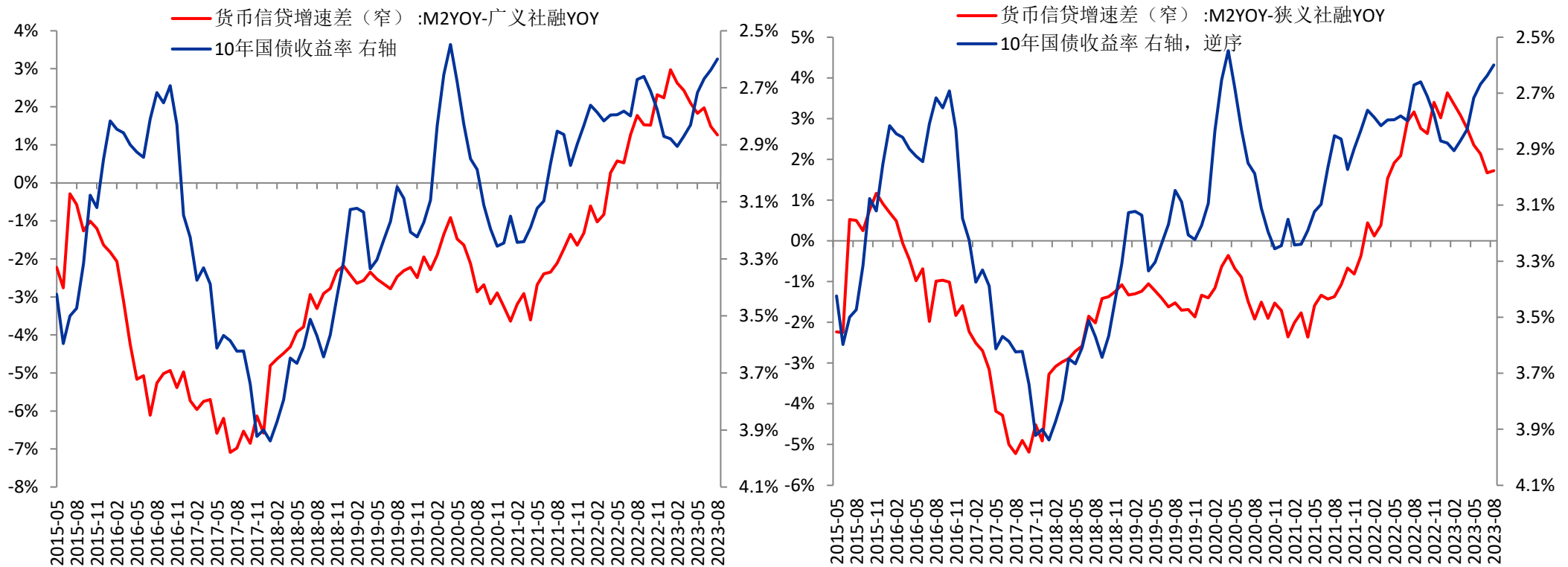


- 宽口径货币信贷增速差继续下降，增量差则回升至5年均值，虚拟经济流动性收缩放慢。



- 货币信贷增速差 (窄) = M2同比 - 广义社融同比。 (窄口径, 表示资金进入虚拟经济)
- 货币信贷增量差 (窄) = M2增量 - 广义社融增量。

- 货币信贷增速差下降，但无风险收益率继续上升，二者已持续背离，与表外理财和M3波动的关系仍待验证。受到稳增长政策加码影响，8月下旬开始无风险利率明显反弹，向货币信贷增速差初步回归。
- 国内经济二季度已基本确立底部，预计今年剩余时间经济将持续改善。短期通缩风险也已经缓解，通胀指标处于修复中。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，仍需警惕长端利率回升，尤其是政策力度加大、经济指标超预期、风险偏好回升情况下。



谢谢!



方正中期期货有限公司

北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 100026

22/F Taikang Financial Tower, Building 1, 38# East 3rd Ring North Road, Chaoyang District, Beijing, P.R. China 100026