



# 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10月

[www.founderfu.com](http://www.founderfu.com)

 **方正中期期货**  
FOUNDER CIFCO FUTURES

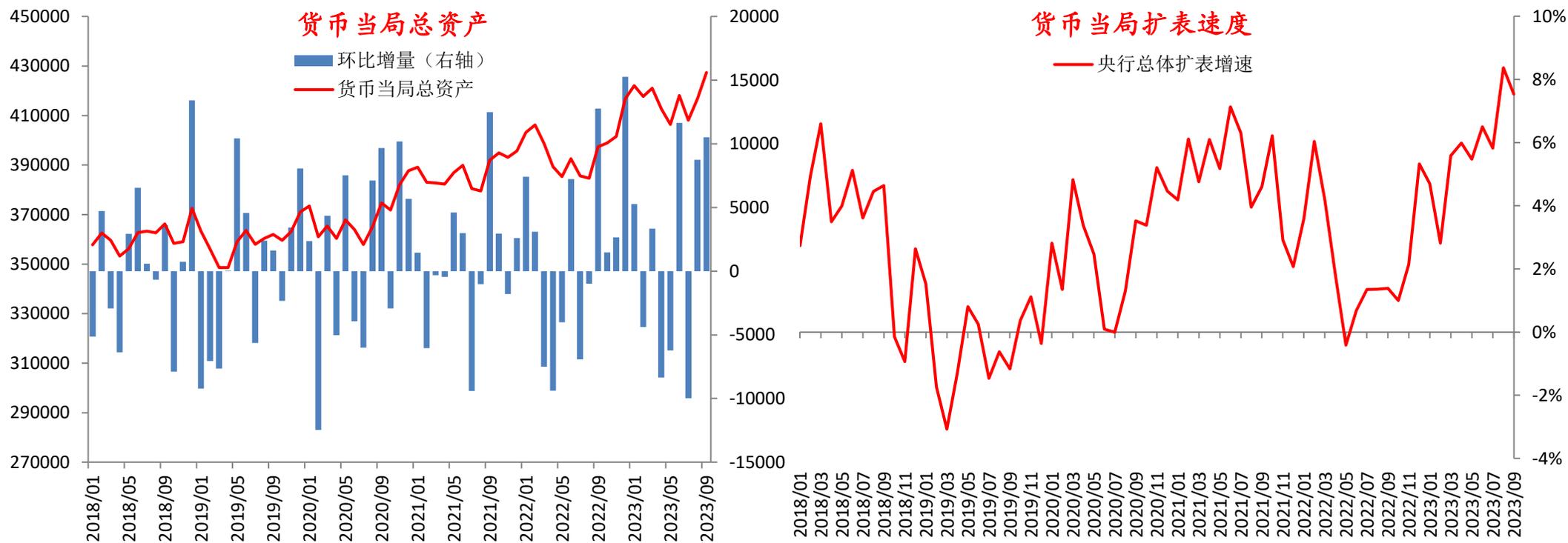
9月央行货币工具加大投放资金，带动储备货币上升。外汇相关科目波动较大，暗示央行稳汇率的努力。商业银行总体、对金融、对实体债权均上升。实体融资角度看，表内贷款延续8月回升趋势。居民短贷平稳、长贷增长显著。企业短贷、中长贷均大幅上升。表外分项多变动不大。政府融资维持高位对社融有支持，债务发行节奏放慢后，可关注特殊再融资债以及面向基建债务增量。企业长期流动性稳健仍有利于企业投资改善。地产宽松政策下房屋销售有所回升，有助于流动性通过居民长贷进入实体经济，但该变动的持续性仍需关注。存款方面，居民稳定、企业偏弱，财政和非银金偏强。企业定期走弱、活期稳定。实体经济资金再加速从企业流向居民。M1-M2增速差负值稍有减小，未来仍待改善。降准后货币乘数上升，有助于商业银行扩表。总体上看，9月广义社融增速回升，但狭义社融增速、表内贷款增速、M2增速、存款增速仍在放慢，主要指标大幅波动特征不变。国内经济二季度确立底部后持续修复趋势不变。通缩风险缓解后价格跌幅减小，名义产出也在加速。结合宽信用政策、经济修复带来动力，预计后期广义社融能够继续缓慢上行趋势，居民和企业信用扩张仍是宽信用核心。

- 一. 9月央行货币政策工具继续加大力度投放资金，明显带动储备货币上升。政府存款略有下降。外汇占款等相关分项波动增加。
- 二. 商业银行总体、对金融、对实体经济扩表增速均受到高基数影响继续下降，边际增量上升。对金融扩表主要是对其他存明显回升的带动。对实体经济扩表则与对企业、居民债权回升，对政府债权维持高位有关。
- 三. 短期政府信用增量金额特殊再融资债发行均对信用扩张有支持，但未来债务发行节奏放慢后影响将下降。居民和企业对信用扩张增量才是宽信用核心。企业信用扩张恢复后，居民信用绝对增量和增速仍有待改善，也是目前流动性进入实体经济的短板。
- 四. 此外，外汇占款增量明显回升但其他国外资产大幅回落，人民币弱势震荡下央行或正在稳汇率。金融系统扩表增量年内大幅波动的特征不变。

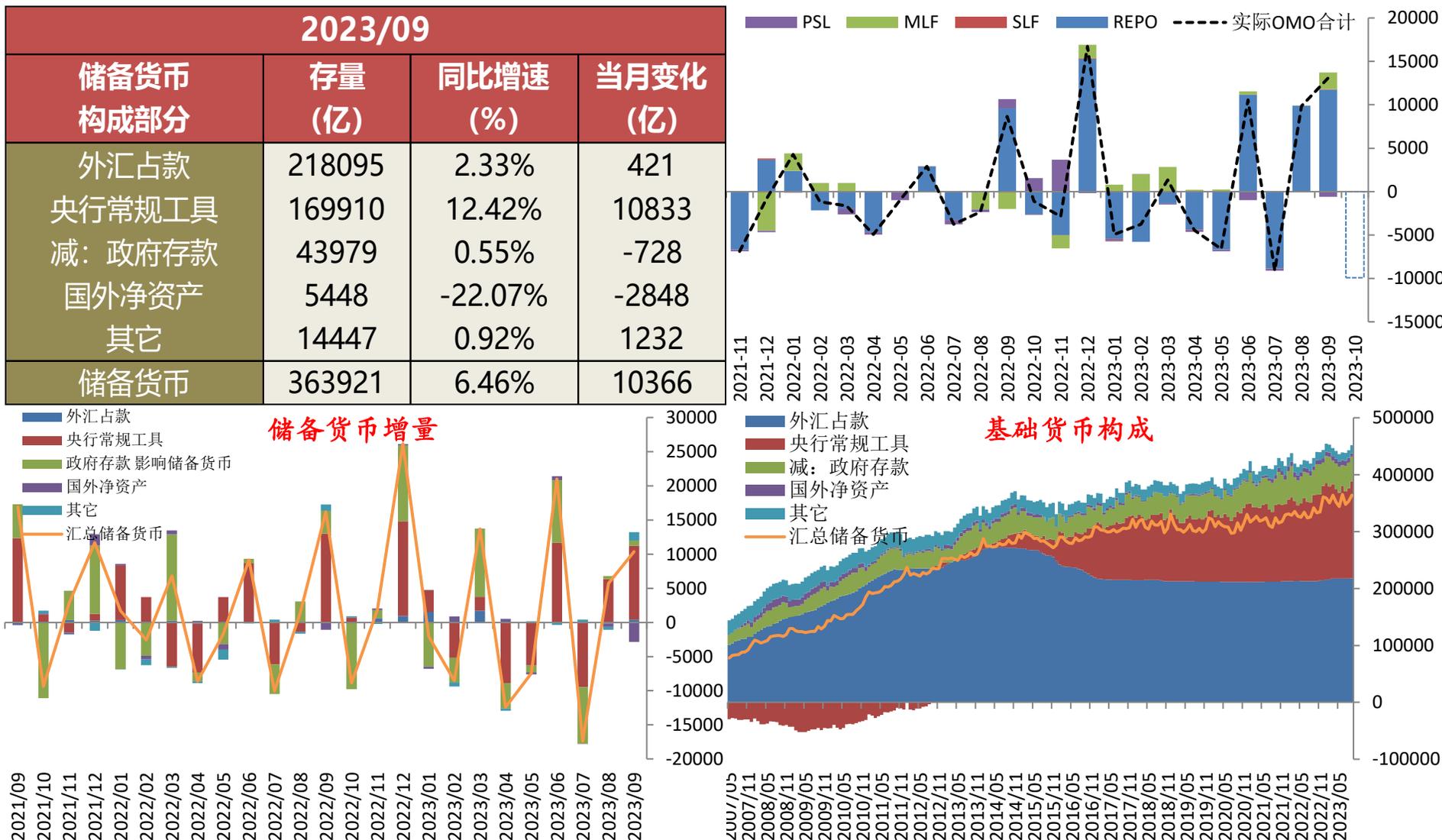
央行 - 2023年09月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
<b>总资产</b>	<b>427355</b>	<b>10514</b>	<b>总负债</b>	<b>427355</b>	<b>10514</b>
国外资产	230939	-638	储备货币	363921	10366
： 外汇	218095	421	： 其他存款性公司存款	224685	6582
： 货币黄金	3855	105	： 货币发行	114478	3041
： 其他国外资产	8988	-1164	： 非金融机构存款	24758	743
对政府债权	15241	0	不计入储备货币的金融性公司存款	5771	-1146
： 其中对中央政府	15241	0	发行债券	1150	100
对其他存款性公司债权	158157	11321	国外负债	3540	1685
对其他金融性公司债权	1341	-18	政府存款	43979	-728
对非金融部门债权	0	0	自有资金	220	0
其他资产	21677	-151	其他负债	8774	237

- 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

- 9月央行资产负债表继续扩张，但同比增速略放慢。

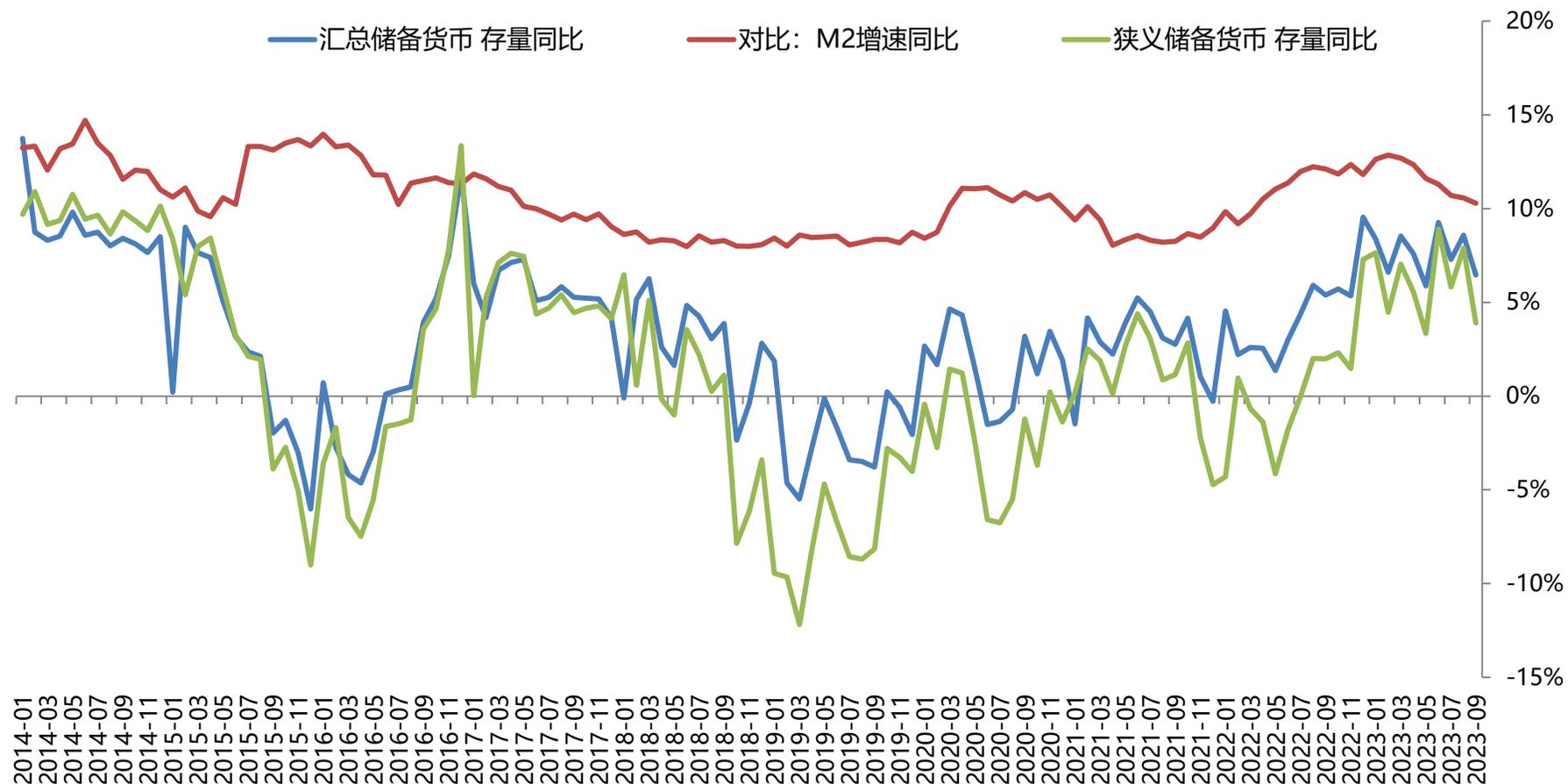


- 央行货币政策工具继续加大力度投放资金，明显带动储备货币上升。政府存款略有下降。外汇占款等相关分项波动增加。



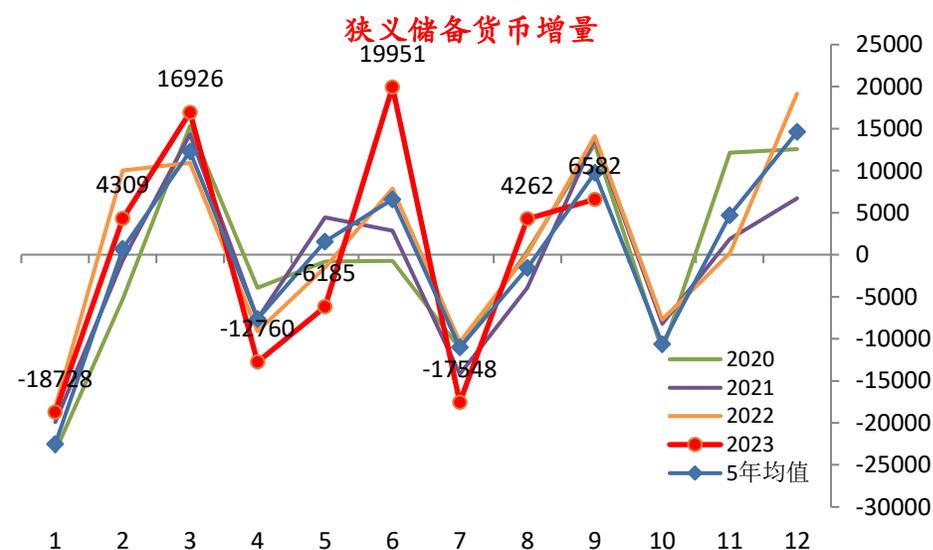
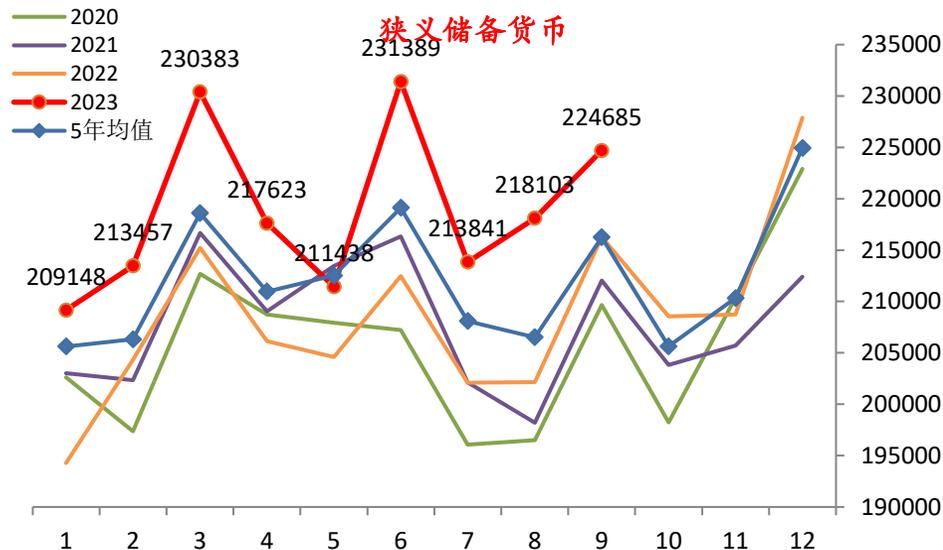
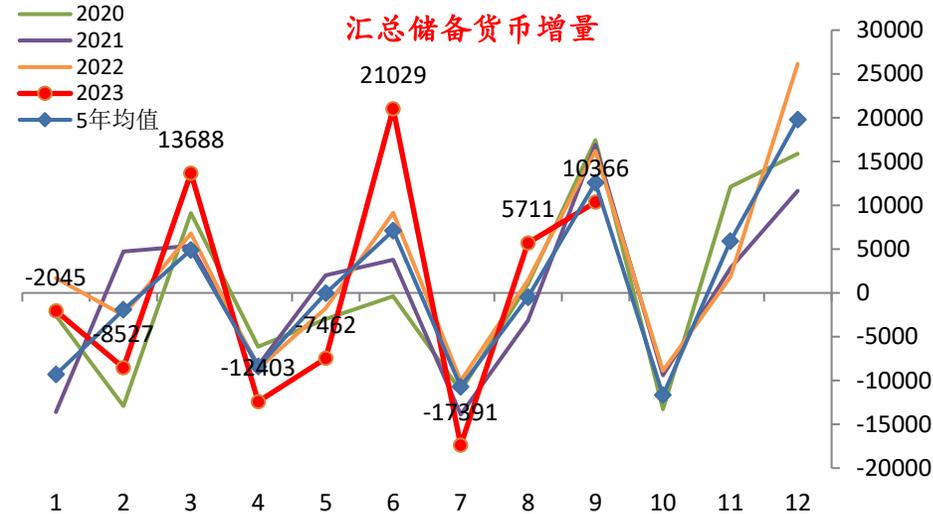
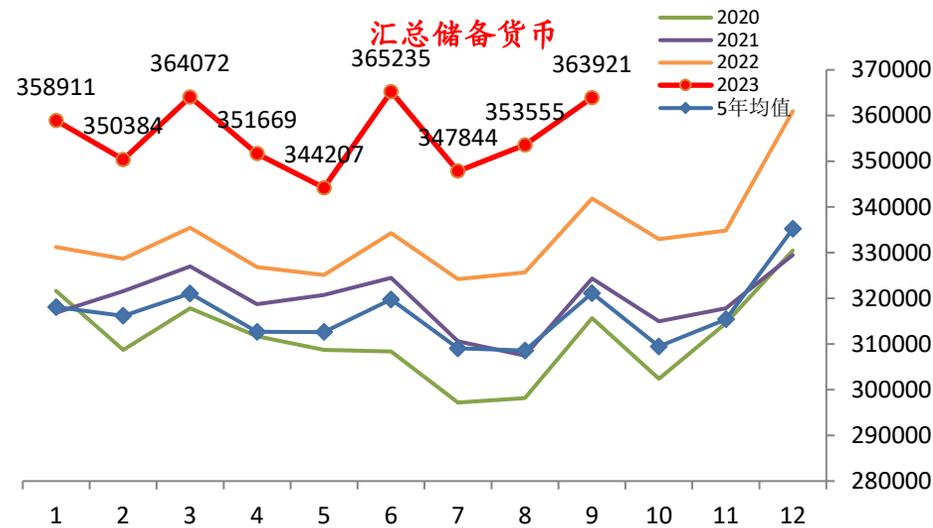
•  $国外净资产 = 国外资产 - 国外负债$

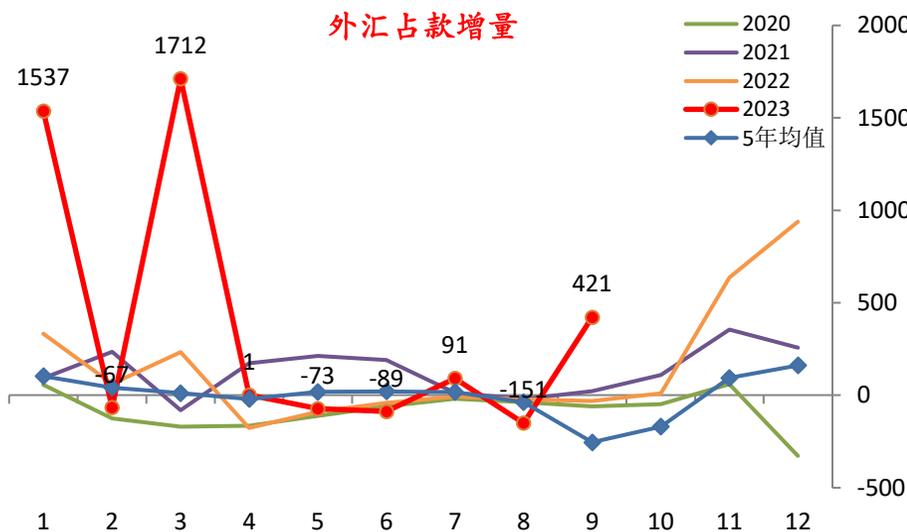
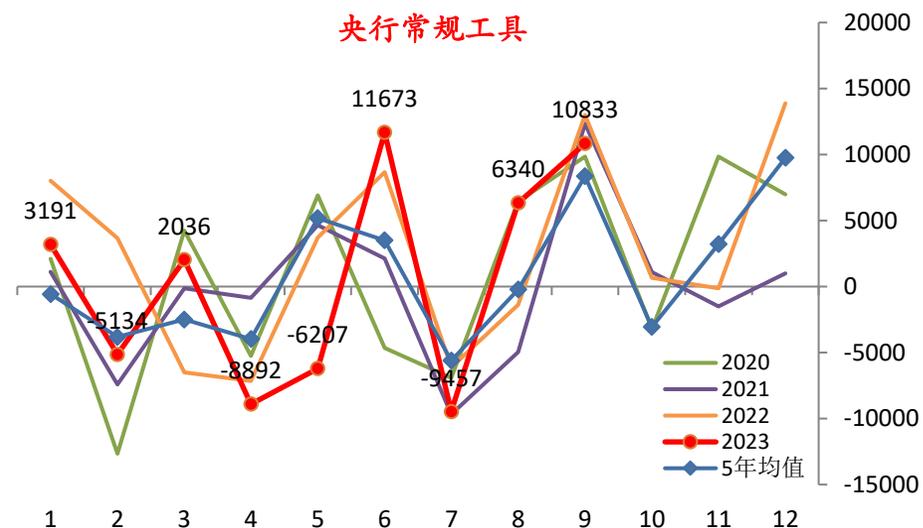
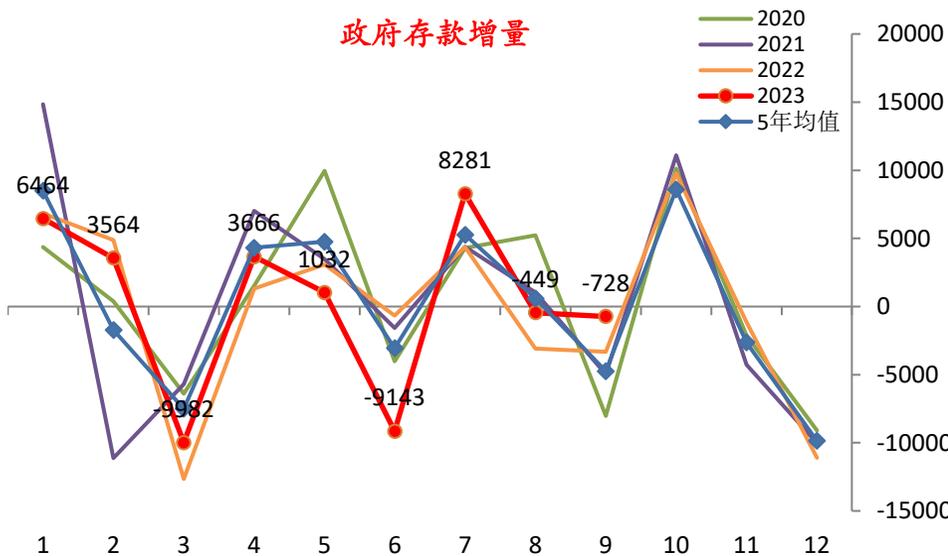
- 汇总储备货币和狭义储备货币增速均回落。
- M2同比增速则继续下行，货币扩张速度减慢趋势不变。



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

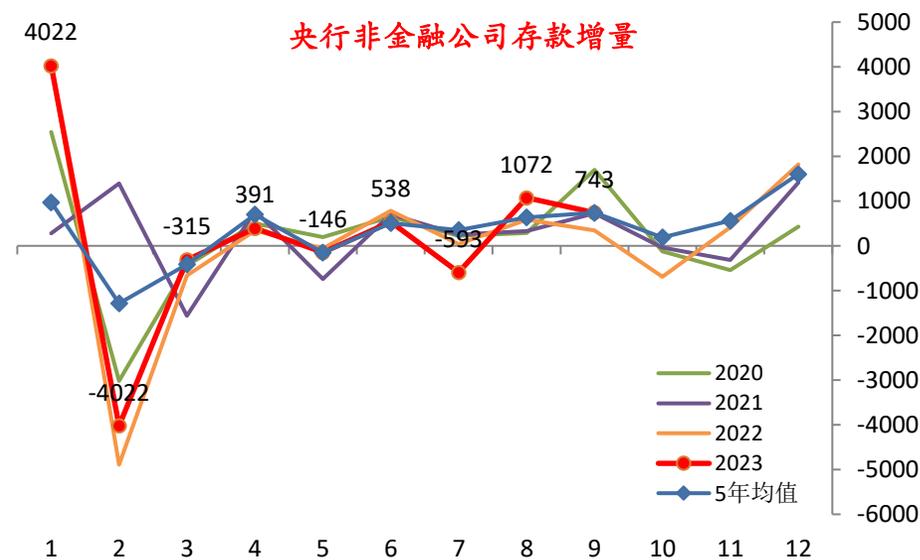
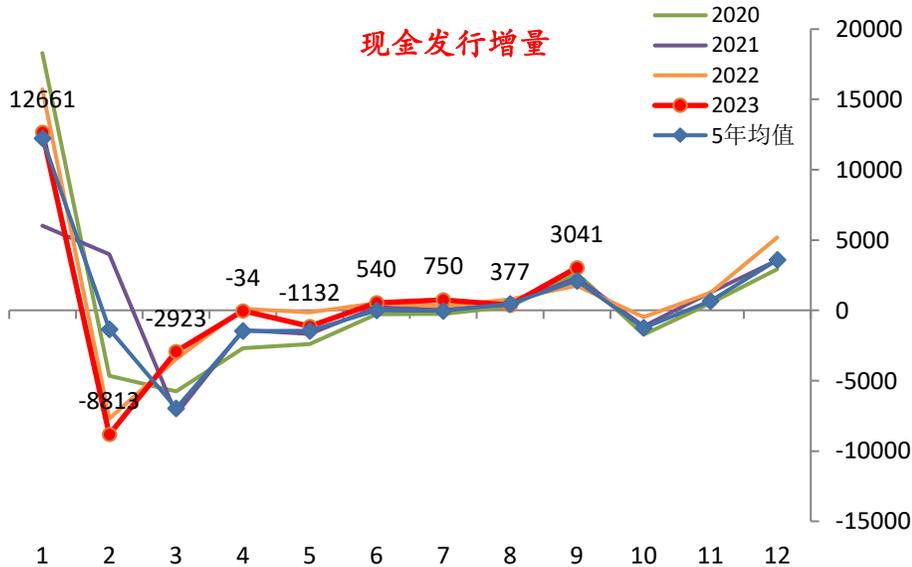
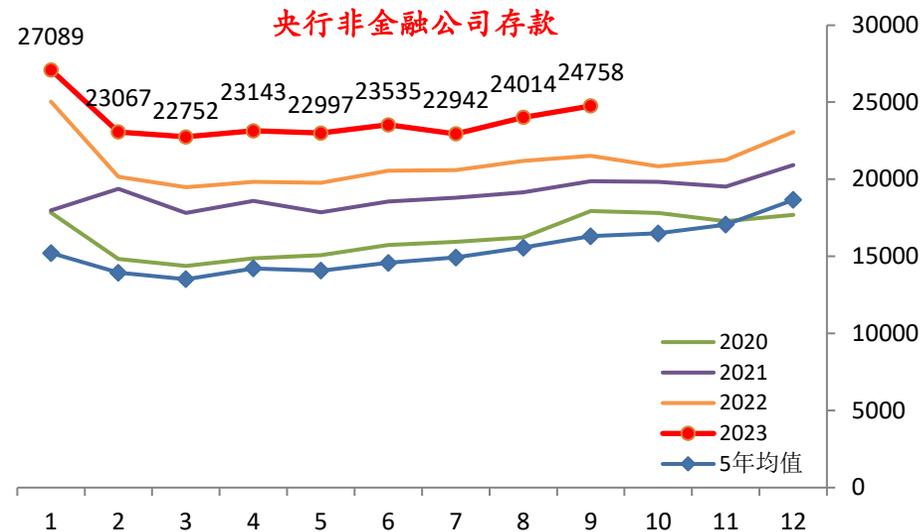
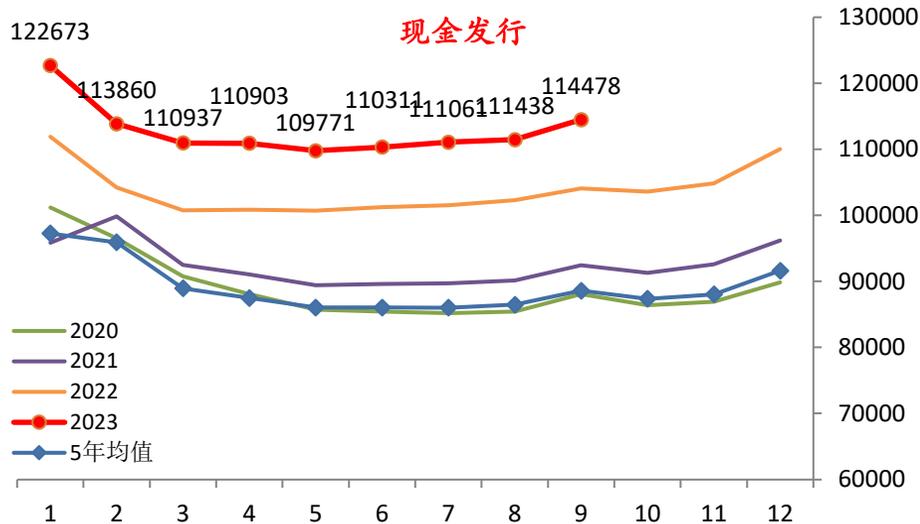
- 边际上看，汇总储备货币和狭义储备货币增量弱于季节性，但8月份超季节性，近两月平均偏离季节性不多。
- 储备货币继续年内高波动特征，与其他主要指标一致。





- 边际上看，政府存款增量基本稳定，表现超过季节性，9月支出增加同时融资也大幅上升，有助于10月支出维持增长。
- 央行常规工具仍在季节性投放的高位。
- 外汇占款增量明显回升，但其他国外资产科目明显回落，人民币弱势震荡下央行或有直接干预。

- 现金发行量季节性上升，略超过季节性增长。
- 非金融公司存款从高位回落。



- 有效准备金数量继续上升，理论上有助于扩表增速加快。

央行 - 2023年09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	230939	2.90%	-638	<b>有效准备金</b>	<b>224685</b>	<b>3.90%</b>	<b>6582</b>
主动项: OMO	169910	12.42%	10833	损漏:货币发行	114478	10.02%	3041
				损漏:政府存款	43979	0.55%	-728
				损漏:非金融公司存款	24758	15.01%	743
总资产	427355	7.54%	10514	总负债	427355	7.54%	10514

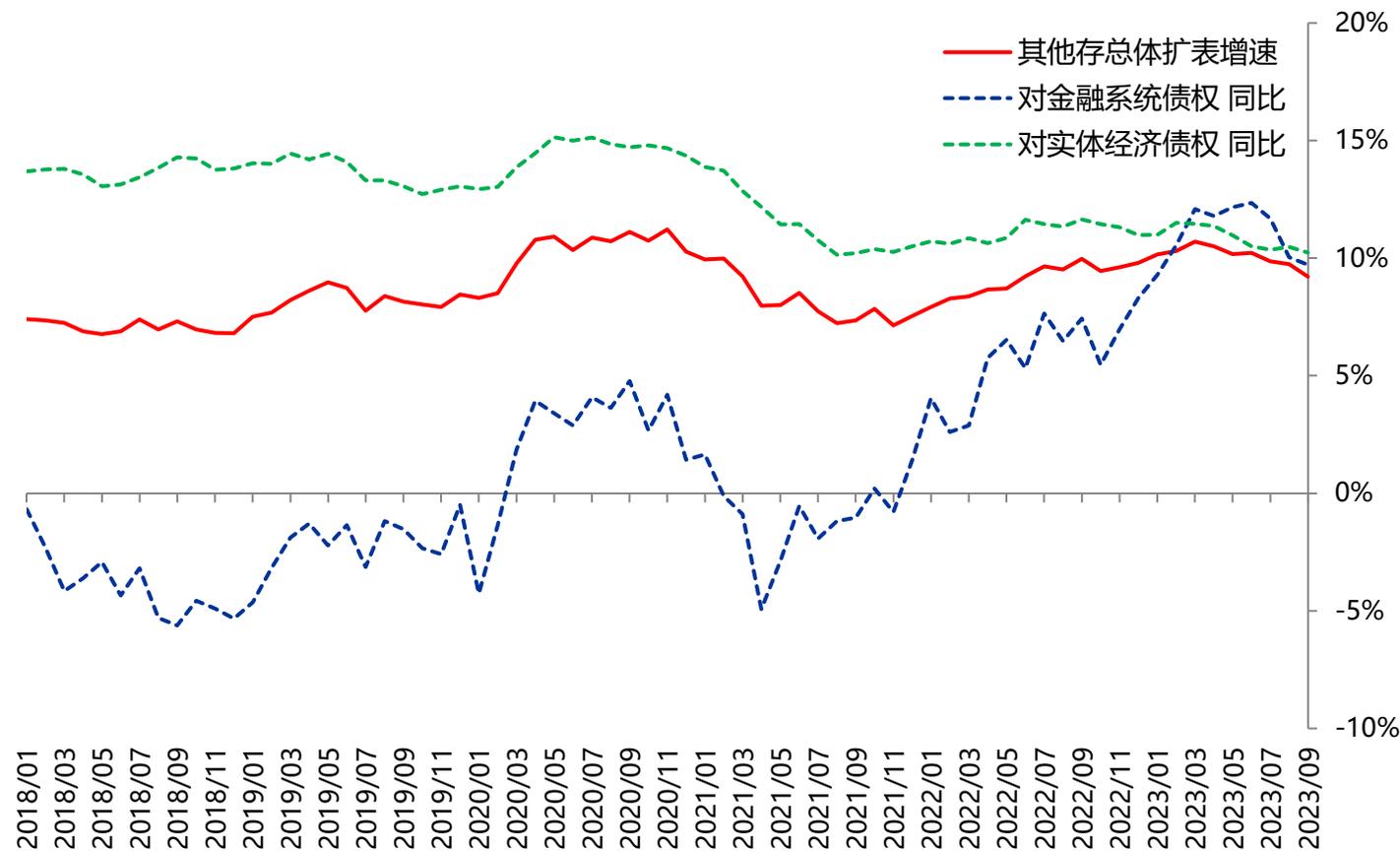
其他存款性机构 (商行) - 2023年9月							
资产				负债			
项目	规模	同比	当月变化	项目	规模	同比	当月变化
基础资产: <b>准备金</b>	<b>228199</b>	<b>3.86%</b>	<b>5718</b>	企业存款	1095234	4.96%	2934
同业资产	374075	12.12%	6247	个人存款	1356228	16.39%	25382
其他金融机构净债权	-4626	6.62%	2949	证券保证金	276078	3.74%	-3962
政府债权	528008	13.91%	8576				
企业债权	1652637	11.45%	16189				
个人贷款	778325	5.48%	8485				
主动扩表: 主动扩表合计	2958970	10.23%	33250	M2	2896659	10.28%	27316
总资产	4060037	9.22%	40564	总负债	4060037	9.22%	40564

- 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09月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
<b>总资产</b>	<b>4060037</b>	<b>40564</b>	<b>总负债</b>	<b>4060037</b>	<b>40564</b>
国外资产	78213	-812	对非金融机构及住户负债	2541264	26275
储备资产	233424	6021	： 纳入广义货币的存款	2451462	28315
： 准备金存款	228199	5718	： 单位活期存款	569190	-3883
： 库存现金	5225	303	： 单位定期存款	526044	6816
对政府债权	528008	8576	： 个人存款	1356228	25382
： 其中对中央政府	528008	8576	： 不纳入广义货币的存款	51897	-1231
对中央银行债权	159	46	： 可转让存款	18916	-415
对其他存款性公司债权	374075	6247	： 其他存款	32981	-815
对其他金融机构债权	275007	-1173	： 其他负债	37905	-810
对非金融机构债权	1652637	16189	对中央银行负债	155246	11307
对其他居民部门债权	778325	8485	对其他存款性公司负债	122878	987
其他资产	140190	-3016	对其他金融性公司负债	279633	-4122
			： 计入广义货币的存款	276078	-3962
			国外负债	15283	869
			债券发行	413533	1279
			实收资本	56200	190
			其他负债	476000	3779

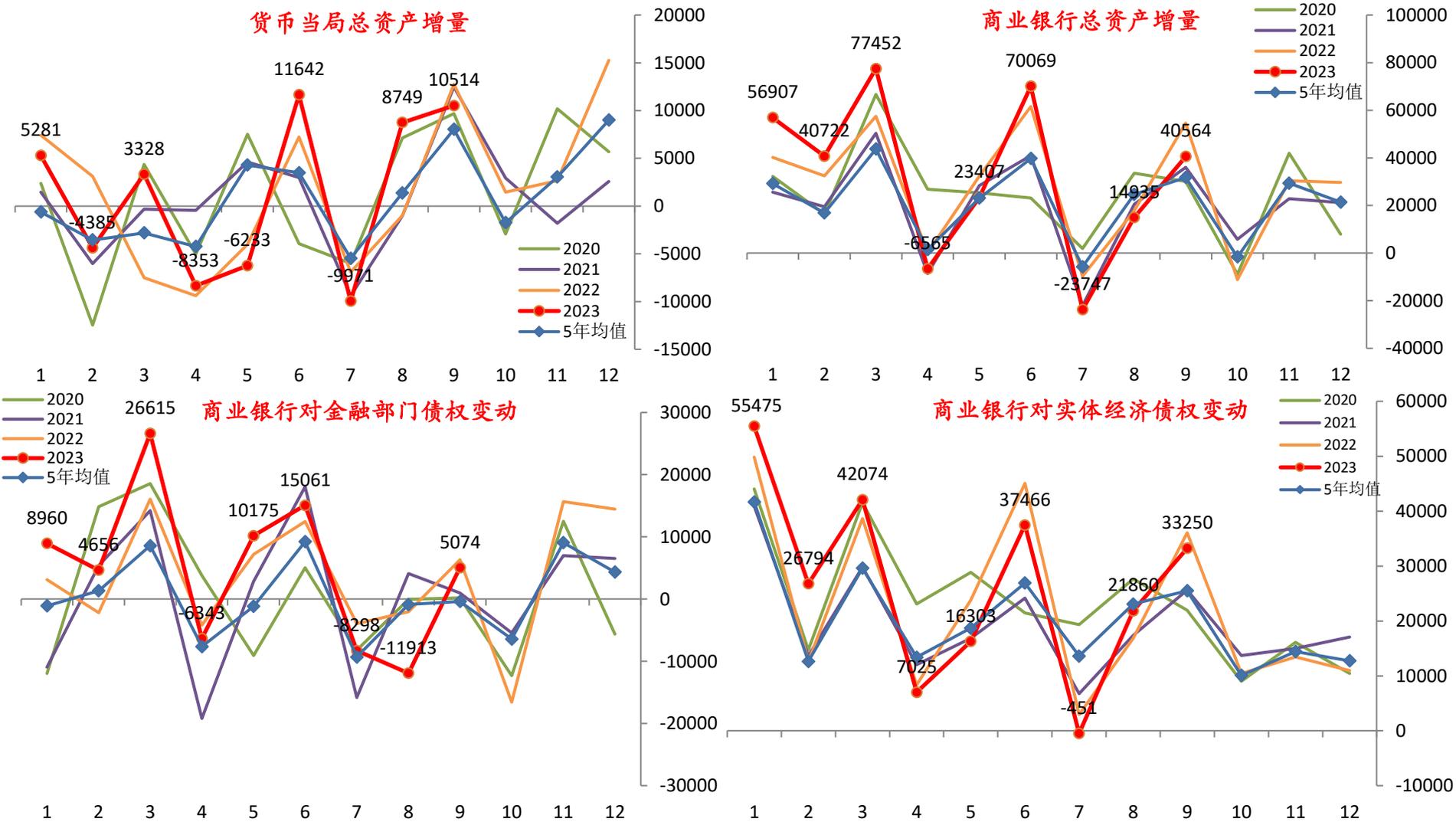
- 本文对金融机构定义与央行一致。
- “其他存”、“商业银行”和“商行”口径等于其他存款性公司。
- “非银金”和“其他金”口径一致，均等于非银金融性公司。

- 商业银行总体扩表增速继续下降，其中对金融和实体经济扩表增速均放慢。

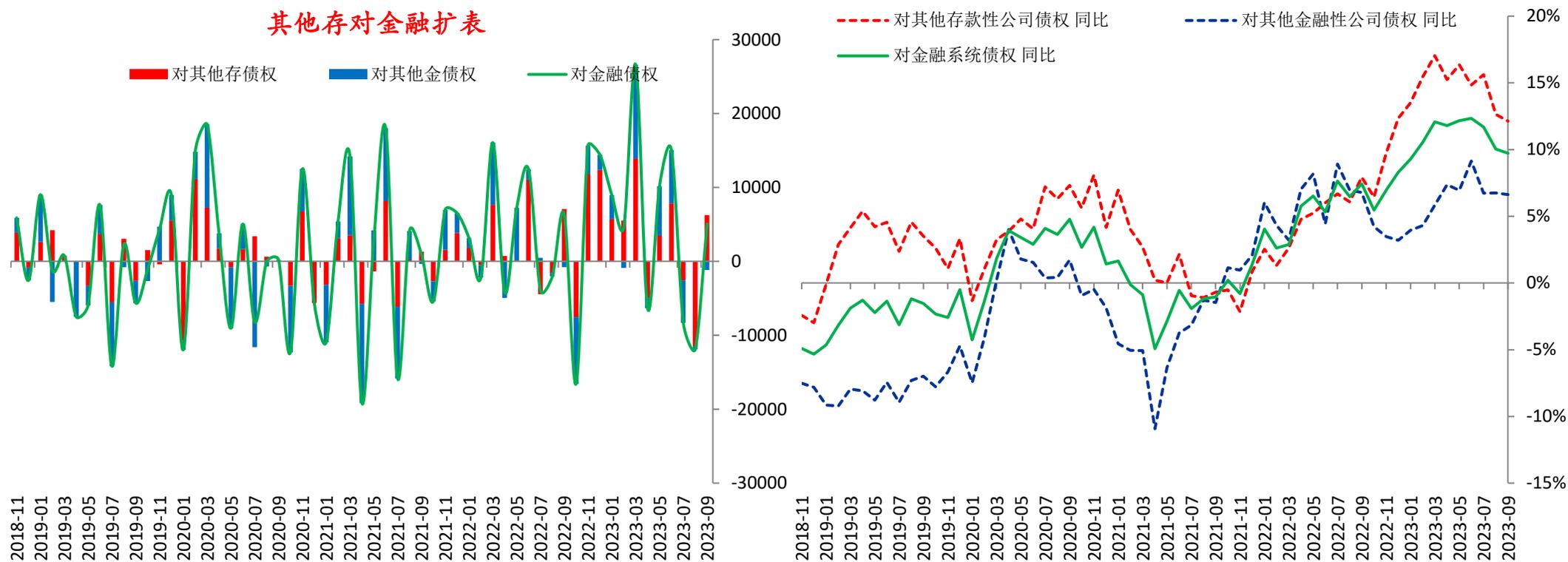


- 总体扩表增速=商业银行总资产同比增速
- 金融系统=其他存债权+非银金债权
- 对非金债权=对政府债权+对企业债权+对居民债权

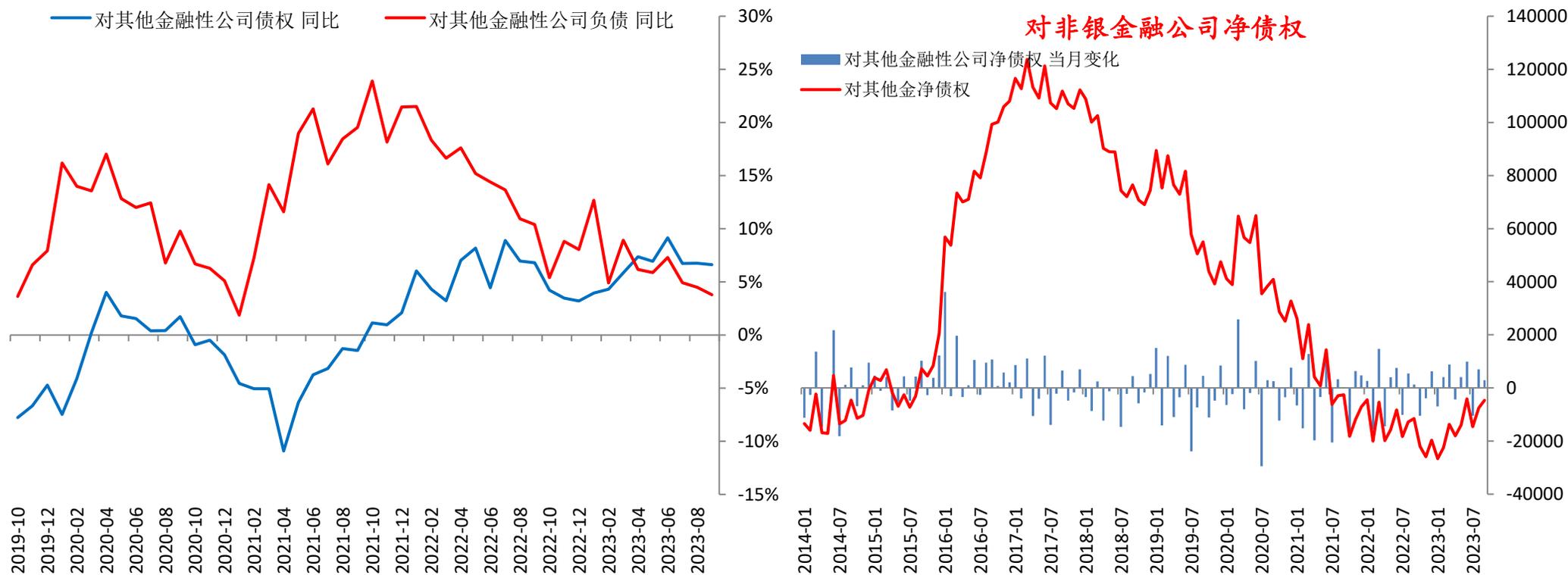
- 边际来看，央行资产负债表增量高位继续上升但不及去年同期。
- 商业银行总资产增量超季节性上升，但同样不及去年同期。其中对金融大幅回升，对实体经济也超季节性上升。



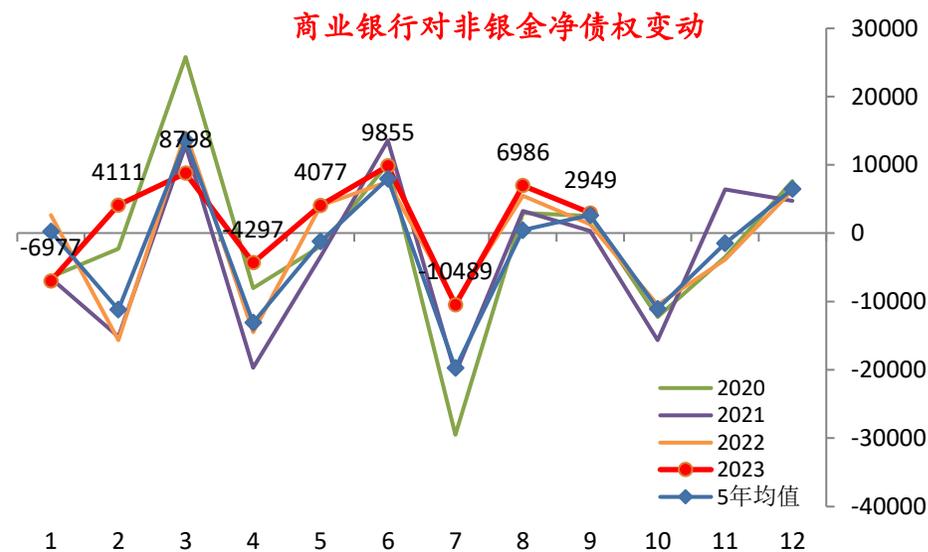
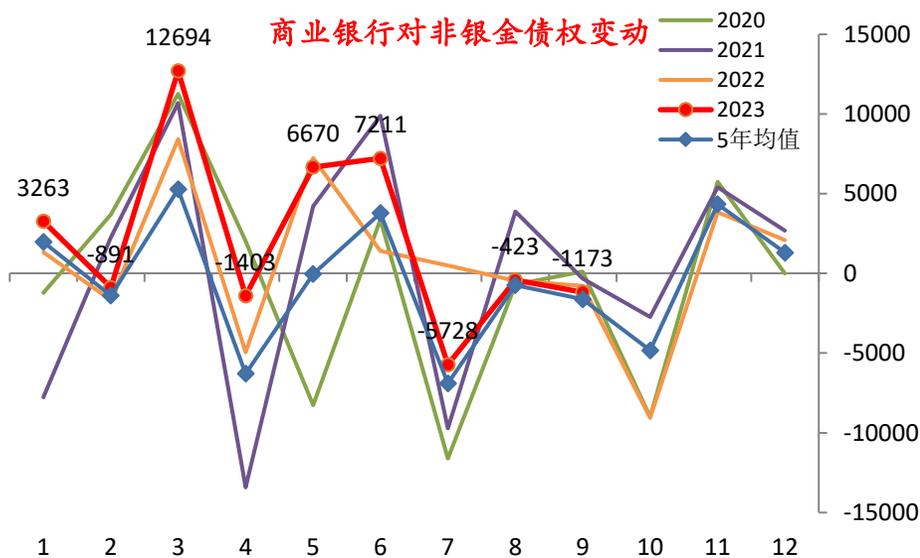
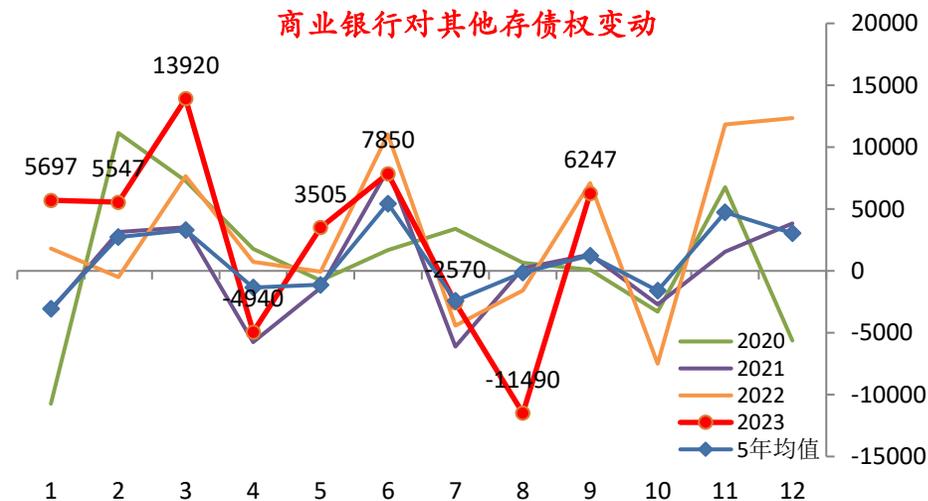
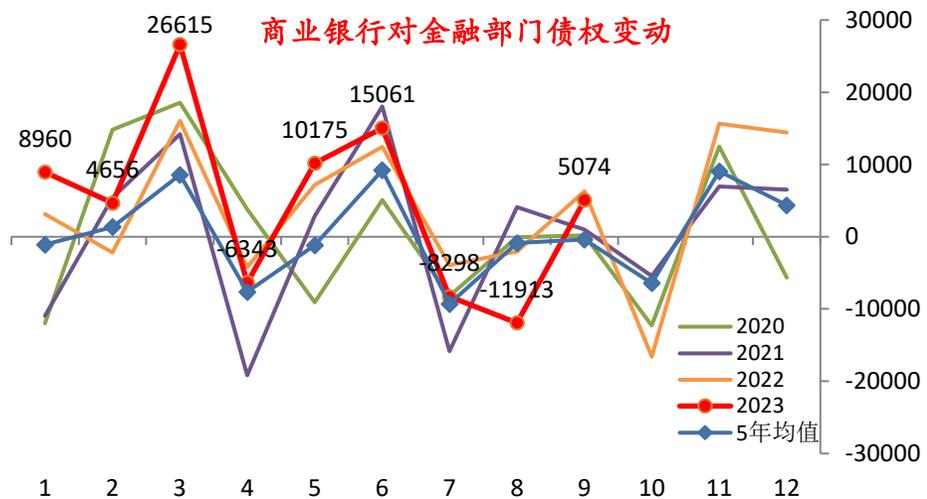
- 商业银行对金融系统总体、对其他存扩表，但对非银金缩表幅度加大。
- 存量同比来看，商业银行对金融、对其他存、对非银金扩表增速全面放缓。



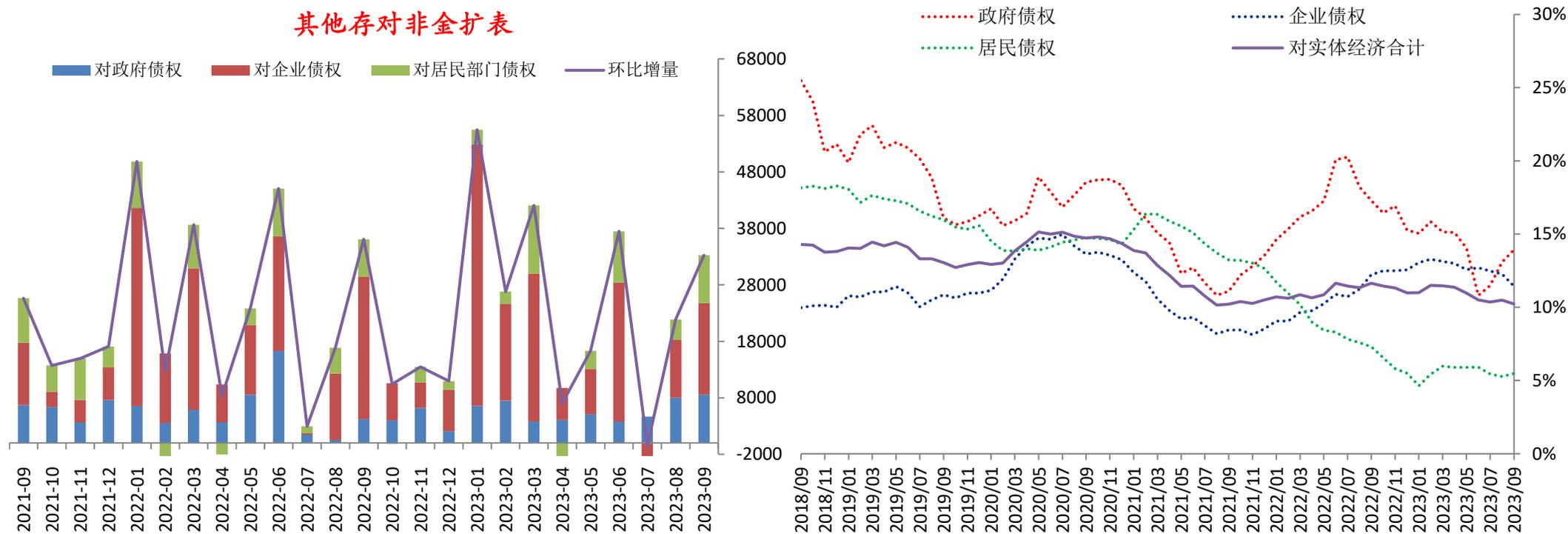
- 对非银金债权同比增速略有下降，债务同比增速回落更大。
- 商业银行对非银金净债权负值继续收窄，维持偏向上的趋势。



- 边际上看，对金融部门总体、对其他存低位回升，对非银金扩表增量、对非银金净债权均符合季节性。

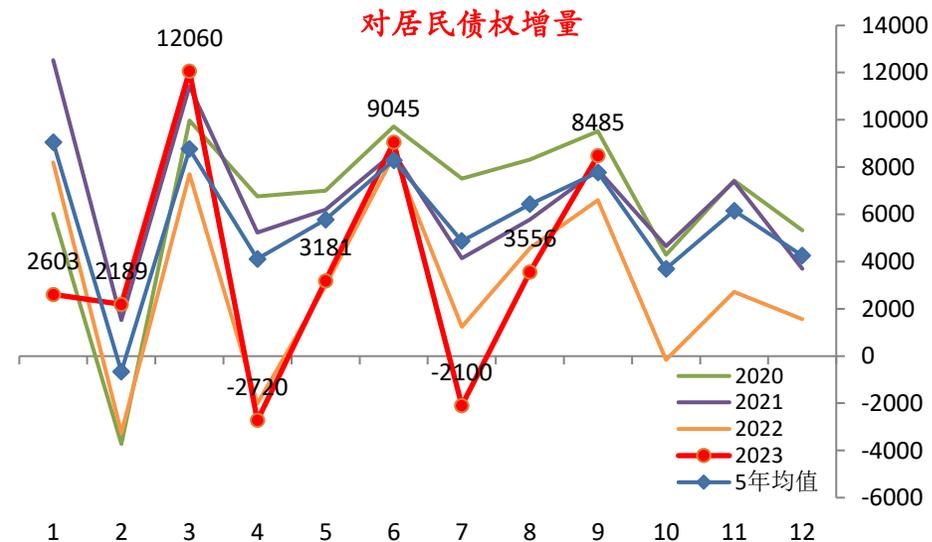
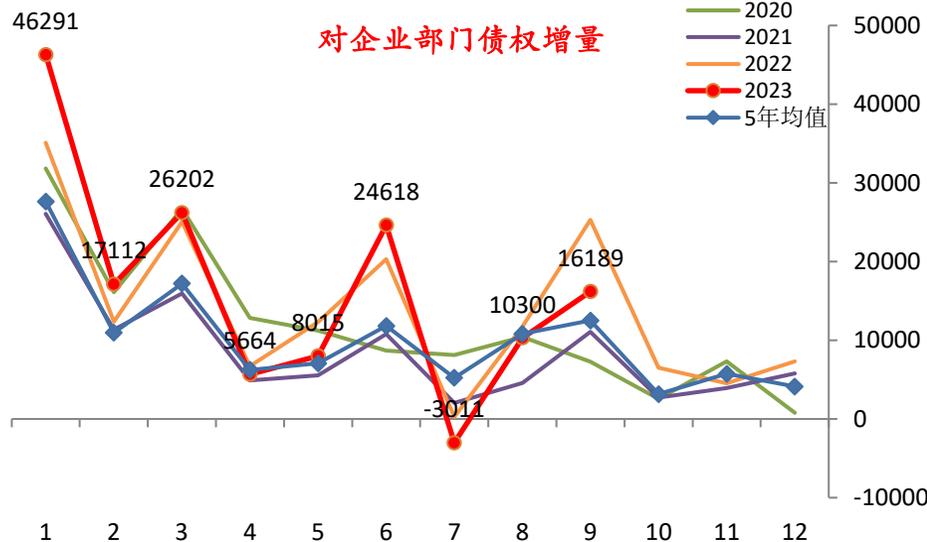
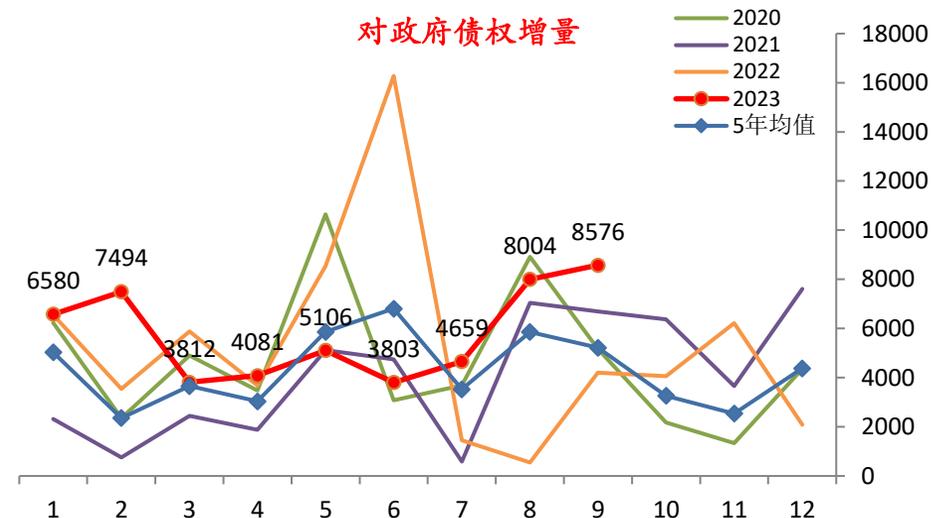
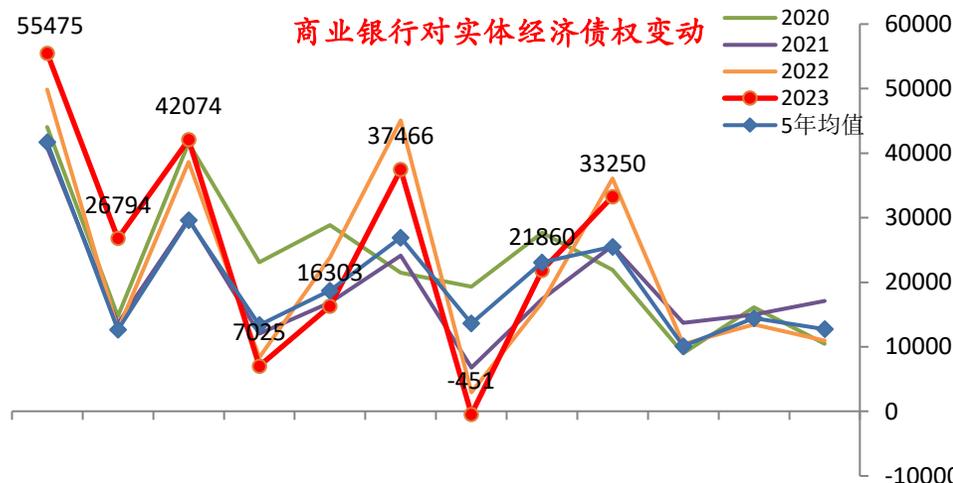


- 对实体经济扩表速度下降，主要受到对企业债权增速回落拖累，对政府扩表增速加快，对居民扩表增速小幅回升。
- 短期政府信用增量金额特殊再融资债发行均对信用扩张有支持，但未来债务发行节奏放慢后影响将下降。居民和企业对信用扩张增量才是宽信用核心。企业信用扩张恢复后，居民信用绝对增量和增速仍有待改善，也是目前流动性进入实体经济的短板。



\*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

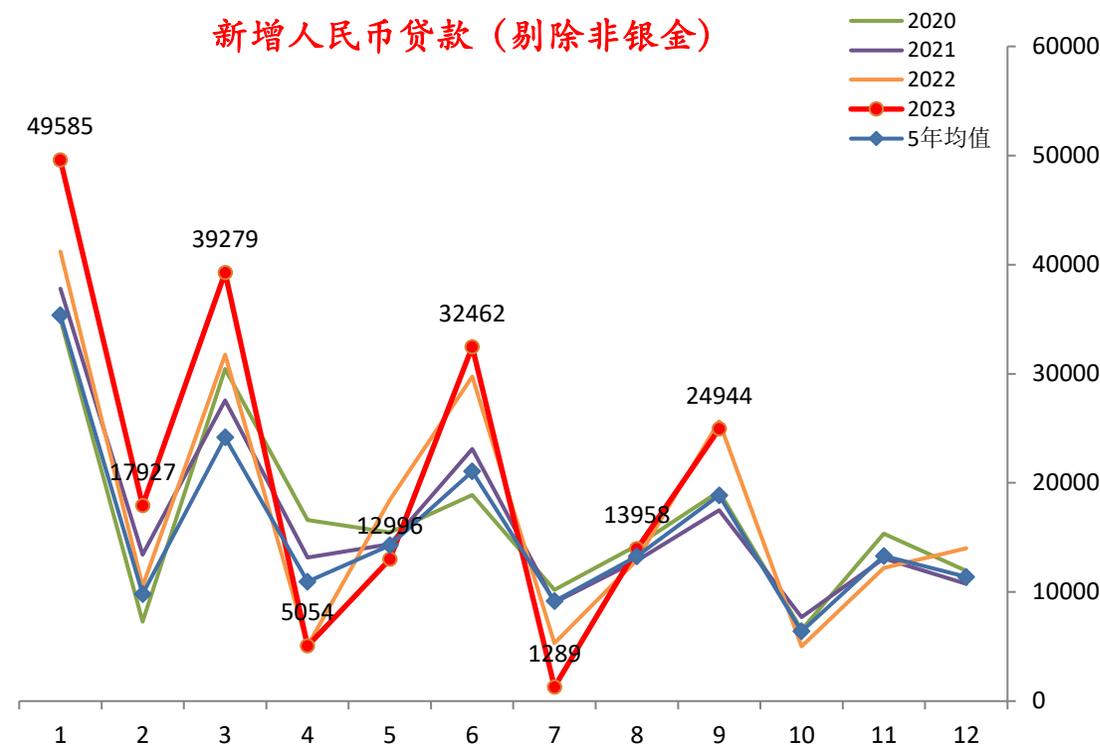
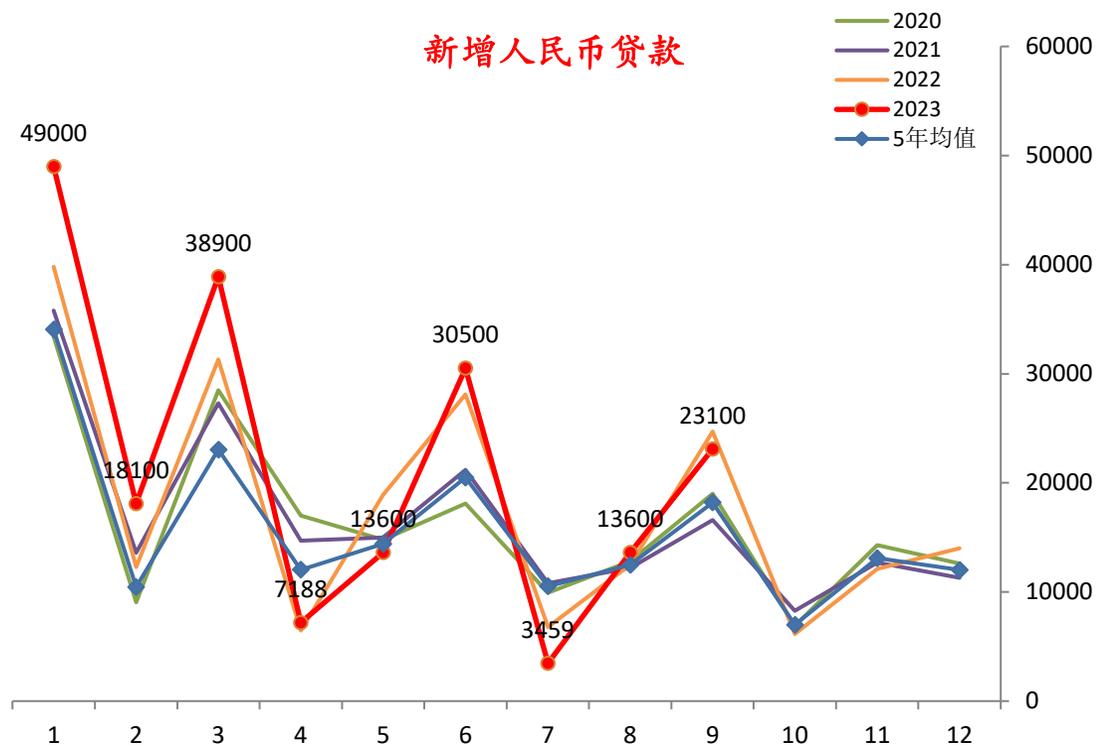
- 边际上看，商业银行对实体经济债权增量超季节性回升，对政府债权增量继续上升，但同比基数回升。对企业债权回升，但高基数令同比增速承压。对居民债权增量恢复至正常水平后，需关注改善的持续性。



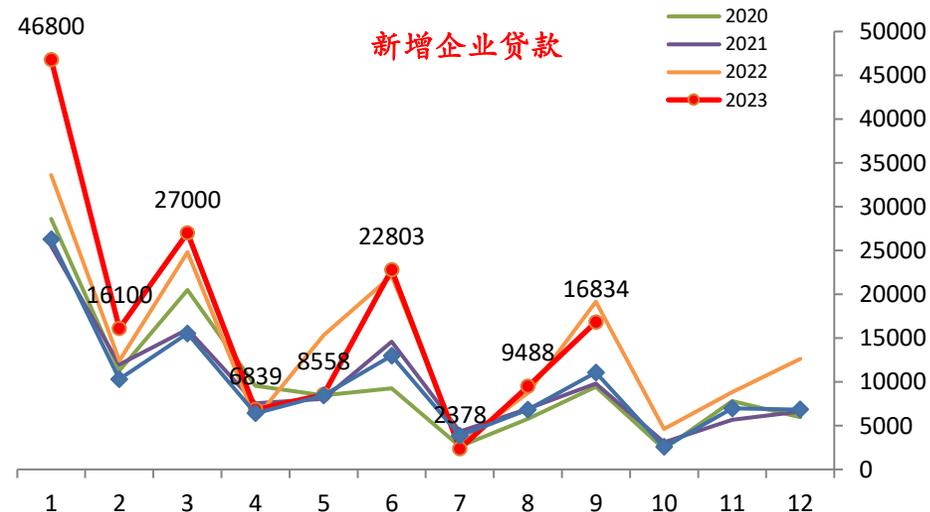
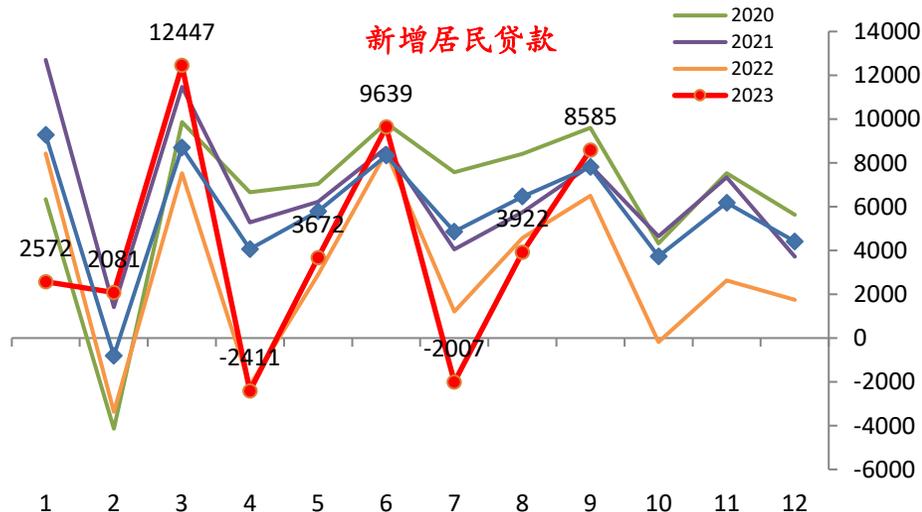
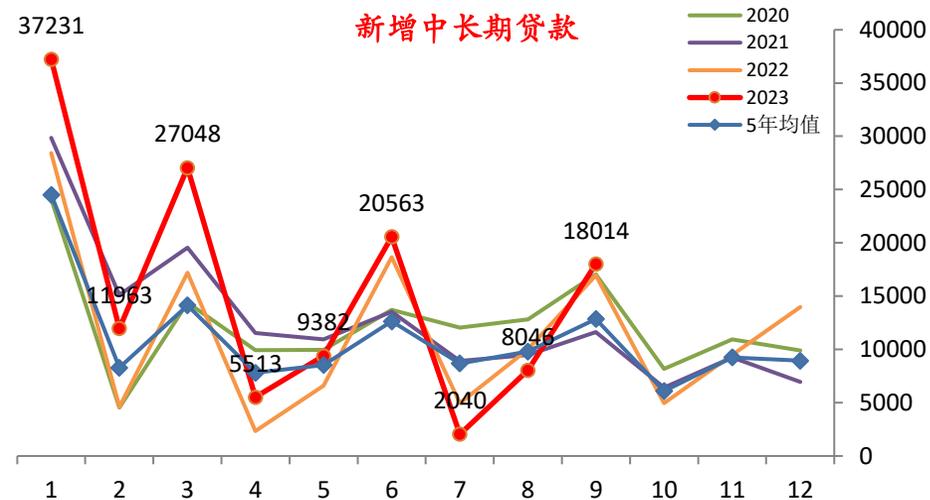
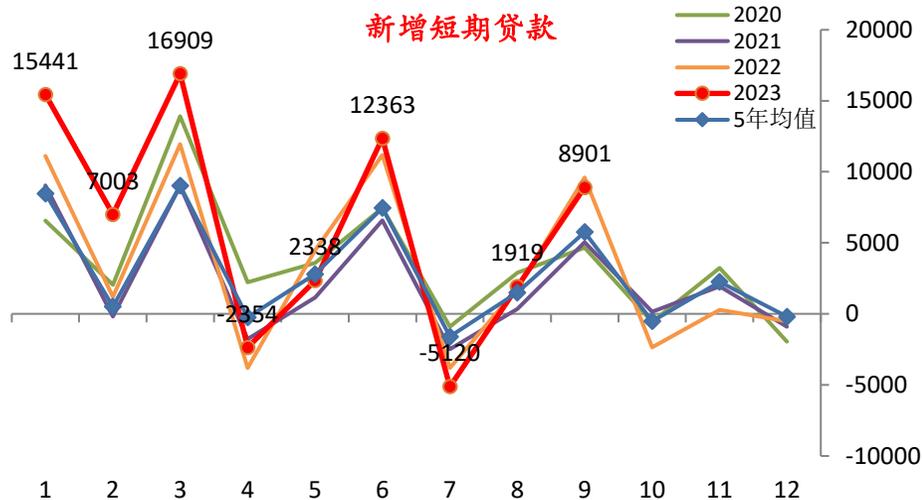
- 一. 9月表内贷款和主要分项均继续超季节性上升。居民短贷增量平稳，长贷则在此前脱离负增长后继续上升。企业短贷、中长贷也大幅上升，斜率与去年同期接近。
- 二. 票据融资受到表内票据拖累而明显回落，票融与短贷合计的短期融资回升程度低于去年同期，但绝对量在高位。
- 三. 广义社融受政府融资维持高位影响加速上升，但狭义社融回落。表外分项多数变动不大，仅有股票融资明显回落。
- 四. 融资情况显示，地产宽松政策下房屋销售有所改善，有助于流动性进入实体经济，但仍需关注10月房屋销售改善的持续性。企业长期流动性依然稳健，有利于企业投资改善。
- 五. 实体经济融资数据出大幅波动的特点不变。

9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	8585	2082	37	38500	4400	3922	4663
其中：短期	3215	177	14	17500	6600	2320	895
其中：中长期	5470	2014	24	21000	-2200	1602	3868
非金融性公司	16834	-2339	73	156800	12000	9488	7346
其中：短期	5686	-881	25	39900	7100	-401	6087
其中：中长期	12544	-944	54	118800	32300	6444	6100
其中：票据融资	-1500	-673	-6	-3355	-28355	3472	-4972
非银行业金融机构	-1844	-914	-8	-47	-271	-358	-1486
<b>合计</b>	<b>23100</b>	<b>-1600</b>	<b>100</b>	<b>197447</b>	<b>16603</b>	<b>13600</b>	<b>9500</b>

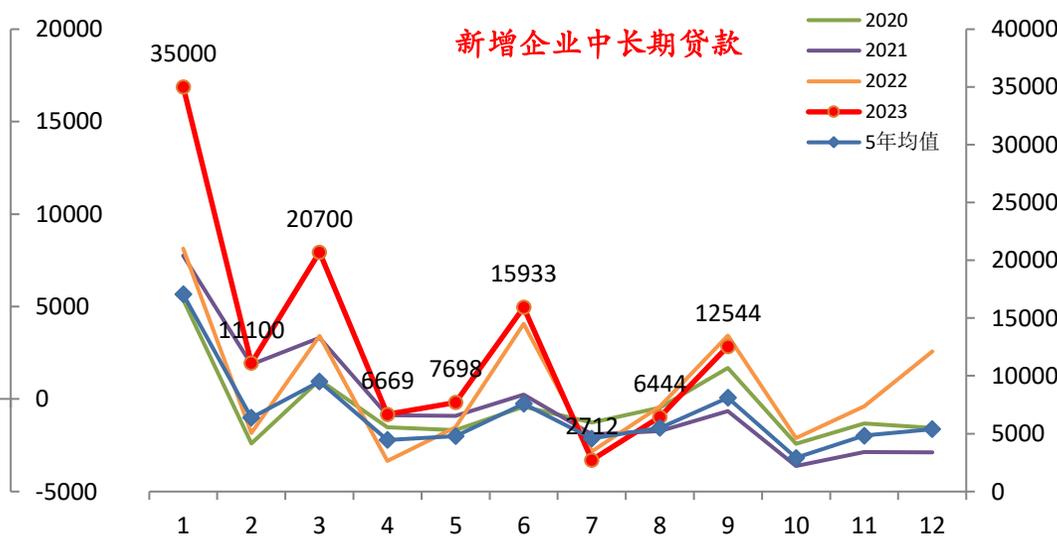
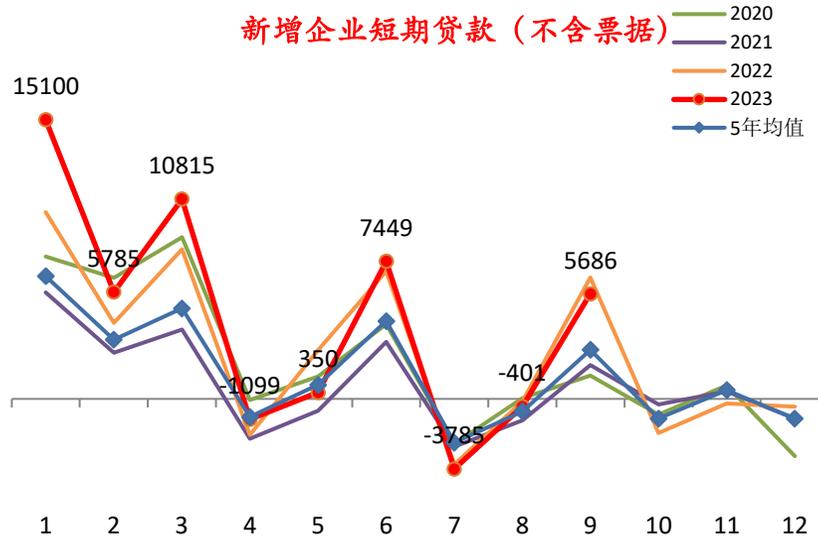
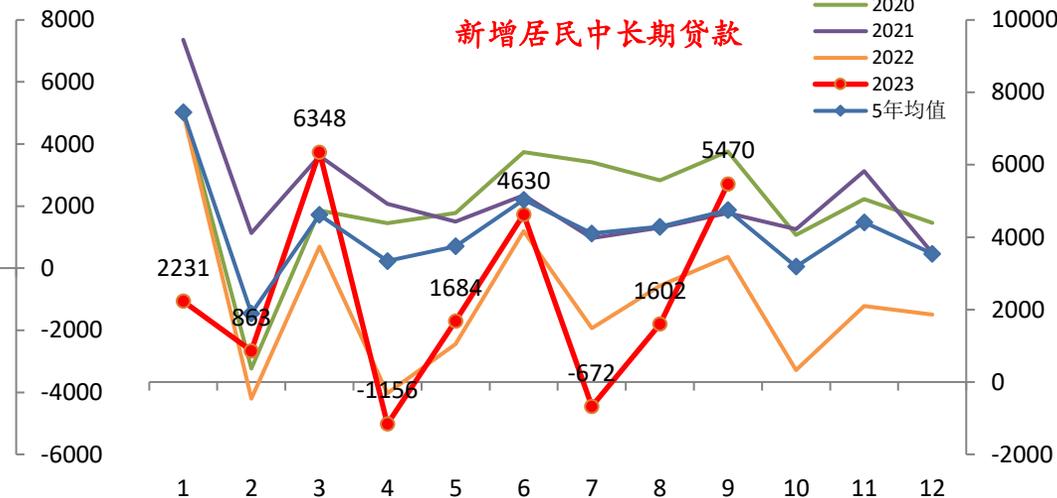
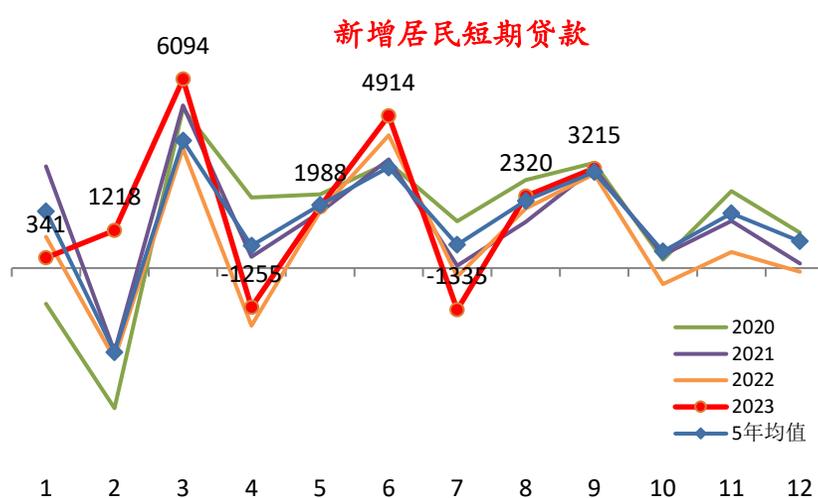
- 边际上看，表内贷款和剔除非银金的表内贷款均继续大幅回升，与去年同期水平接近，明显高于5年均值。
- 贷款增量季节性回升同时依然呈现大幅波动的情况，表现基本符合预期。



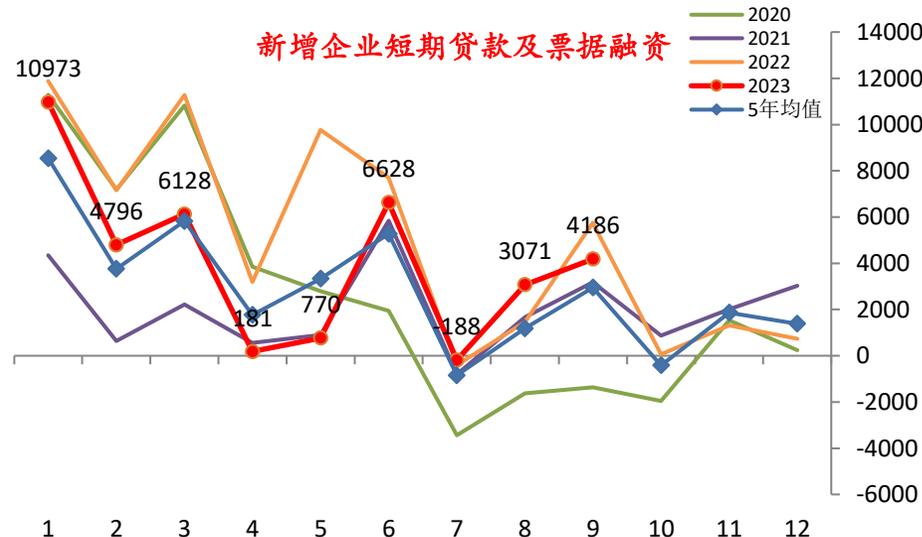
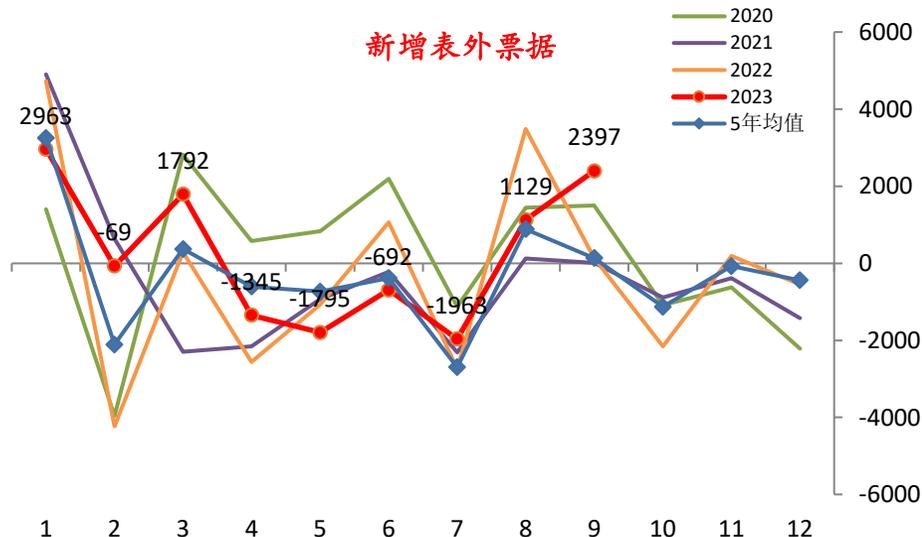
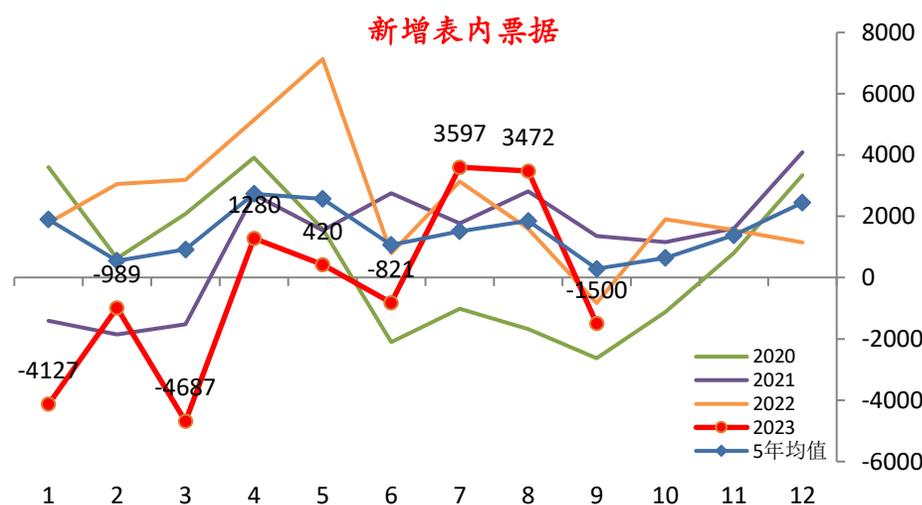
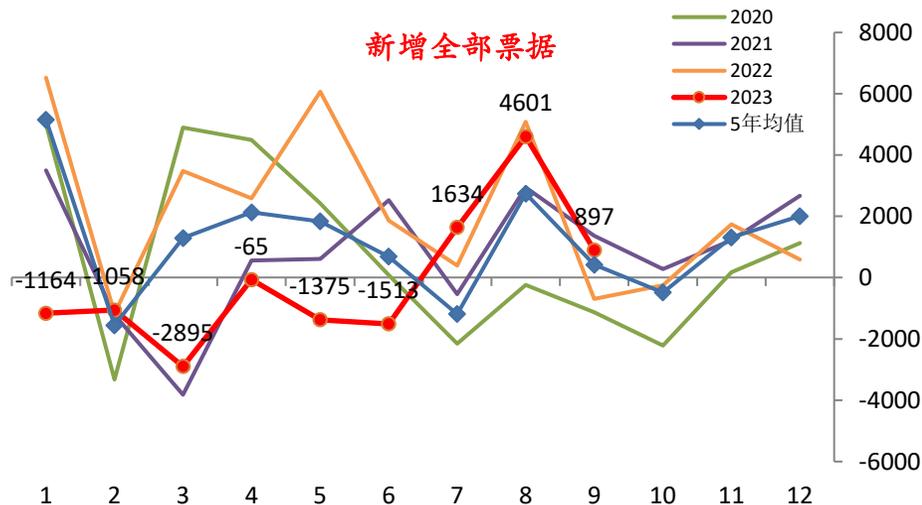
- 短期贷款、中长期贷款、居民贷款、企业贷款继续全面上升。



- 居民短贷符合季节性。居民长贷此前脱离负增长后继续加速上升，绝对水平升至5年均值以上。在大量地产宽松政策下，房屋销售有所改善，有助于流动性进入实体经济。但仍需要关注10月房屋销售改善的持续性。
- 企业短贷、中长贷也大幅上升，斜率与去年同期接近，重新回升至5年均值上方。



- 边际上看，总体票据出现明显回落，主要是表内票据降幅超季节性导致。表外票据继续超季节性上升。
- 票据融资与企业短贷合并计算的短期融资表现不及季节性，低于去年同期水平。



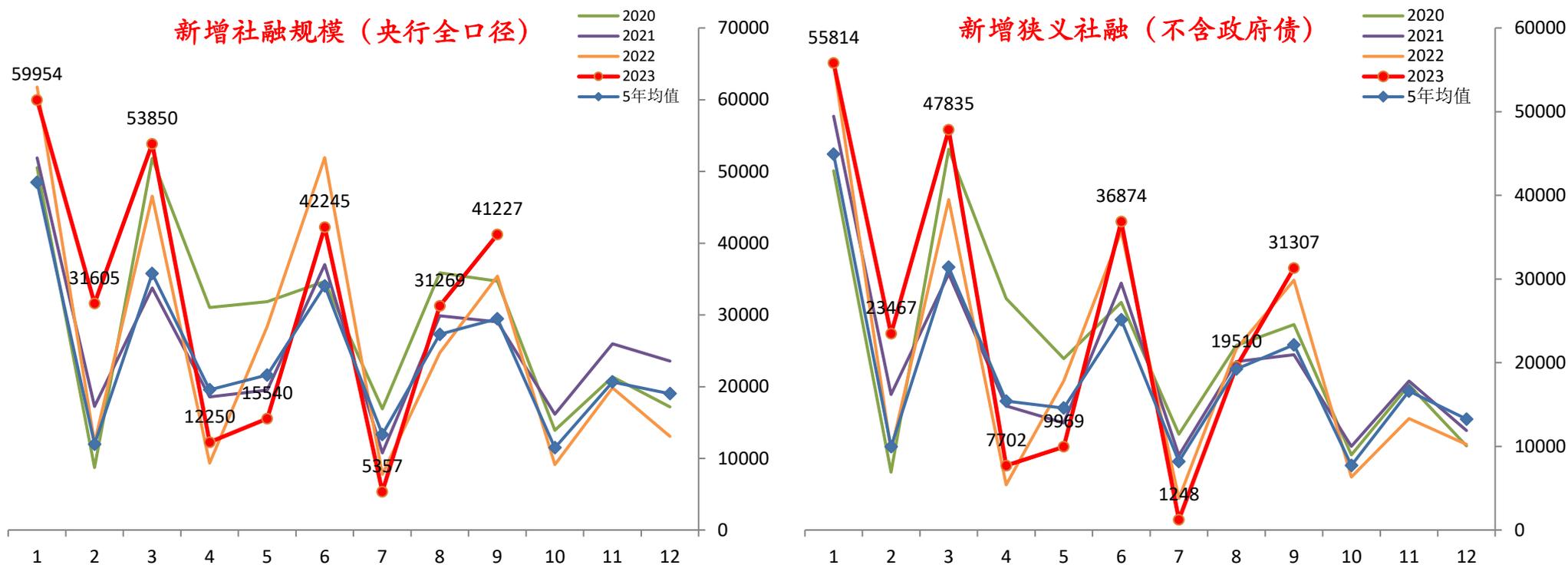
9月社会融资规模	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	规模占比 (%)	累计新增 (亿)	累计多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)
新增人民币贷款	25369	-317	61.5	195200	15	13412	11957
新增外币贷款	-583	130	-1.4	-1365	-74	-201	-382
新增委托贷款	208	-1300	0.5	1057	25	97	111
新增信托贷款	402	593	1.0	639	170	-221	623
新增未贴现银行承兑汇票	2397	2265	5.8	2417	13328	1129	1268
企业债券融资	554	209	1.3	16300	4	2778	-2224
非金融企业境内股票融资	326	-696	0.8	6744	5	1036	-710
政府债券	9920	4387	24.1	59600	1	11759	286
存款类金融机构资产支持证券	-172	20	-0.4	-2115	-9	-135	-37
贷款核销	1799	287	4.4	7452	32	596	1203
<b>合计</b>	<b>41227</b>	<b>5816</b>	<b>100.0</b>	<b>293300</b>	<b>16</b>	<b>31269</b>	<b>9958</b>

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

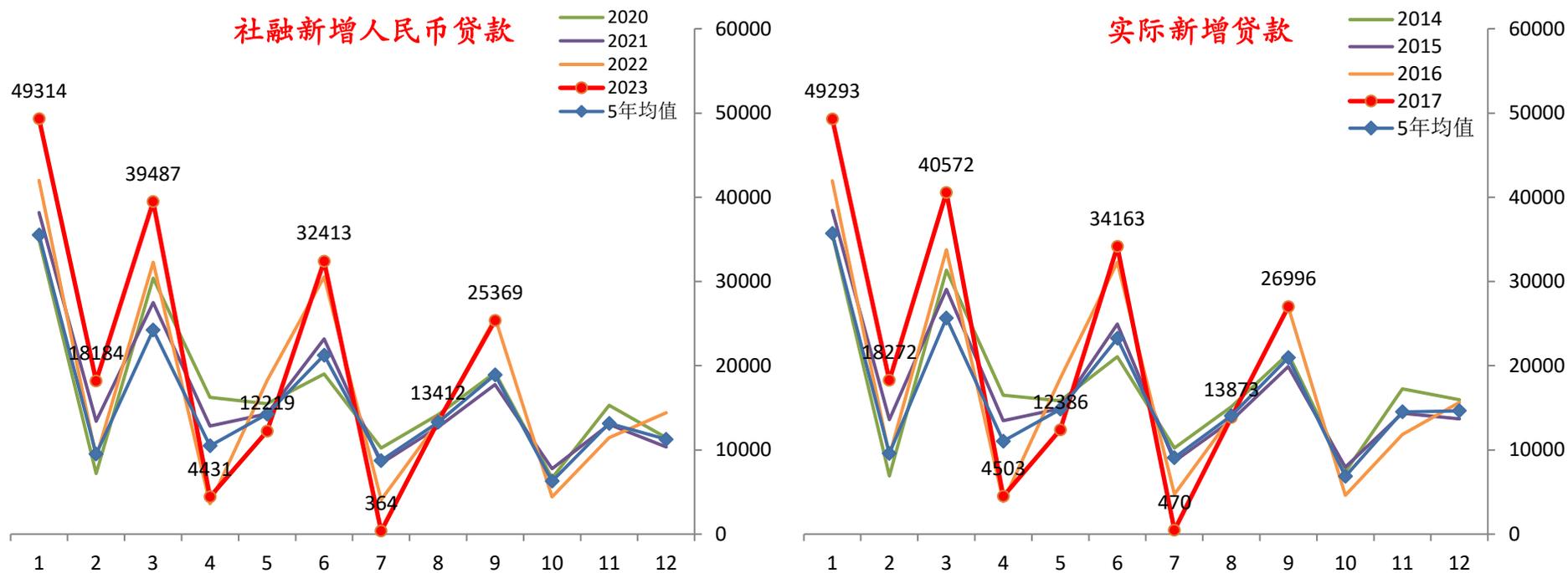
9月不同期限融资	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)	新增占比 (%)
企业短期贷款	5686	-881	-401	6087	28%
已贴现票据	-1500	-673	3472	-4972	-7%
未贴现票据	2397	2265	1129	1268	12%
<b>企业短期融资合计</b>	<b>6583</b>	<b>711</b>	<b>4200</b>	<b>2383</b>	<b>32%</b>
企业中长期贷款	12544	-944	6444	6100	61%
委托贷款	208	-1300	97	111	1%
信托贷款	402	593	-221	623	2%
债券融资	554	209	2778	-2224	3%
股票融资	326	-696	1036	-710	2%
<b>企业中长期融资合计</b>	<b>14034</b>	<b>-2138</b>	<b>10134</b>	<b>3900</b>	<b>68%</b>

- 边际上看，央行口径广义社融、排除政府债的狭义社融也出现超季节性上升。



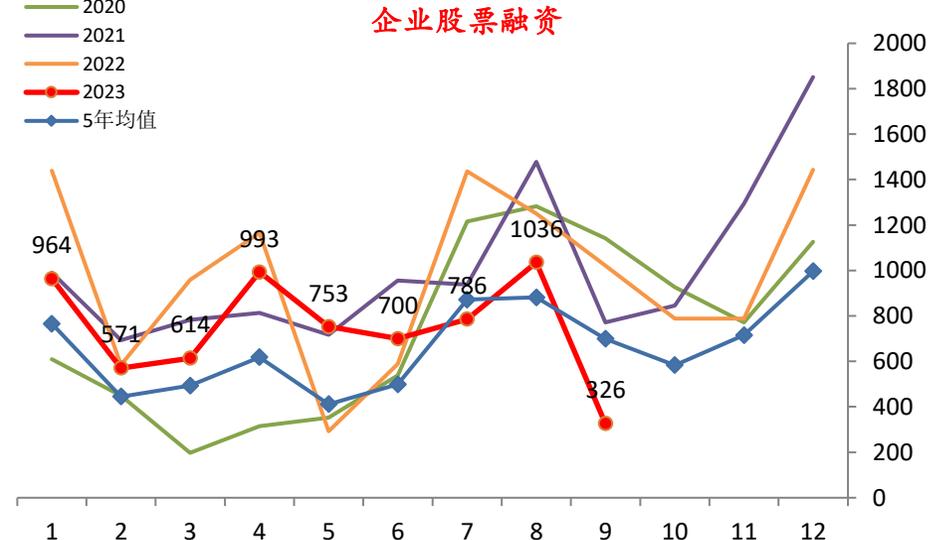
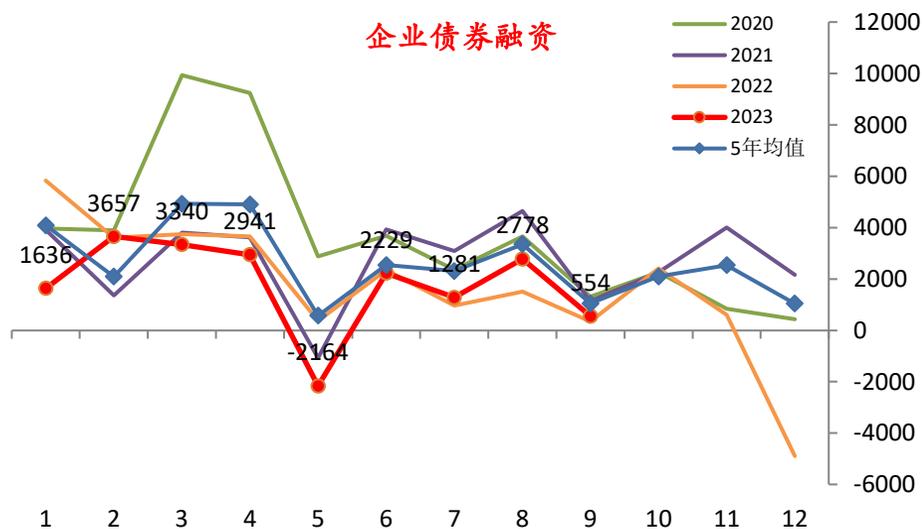
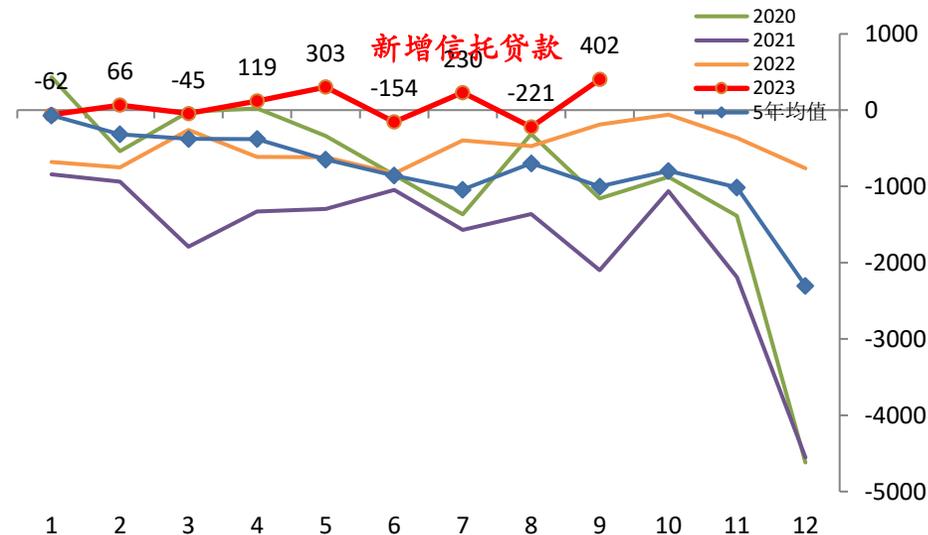
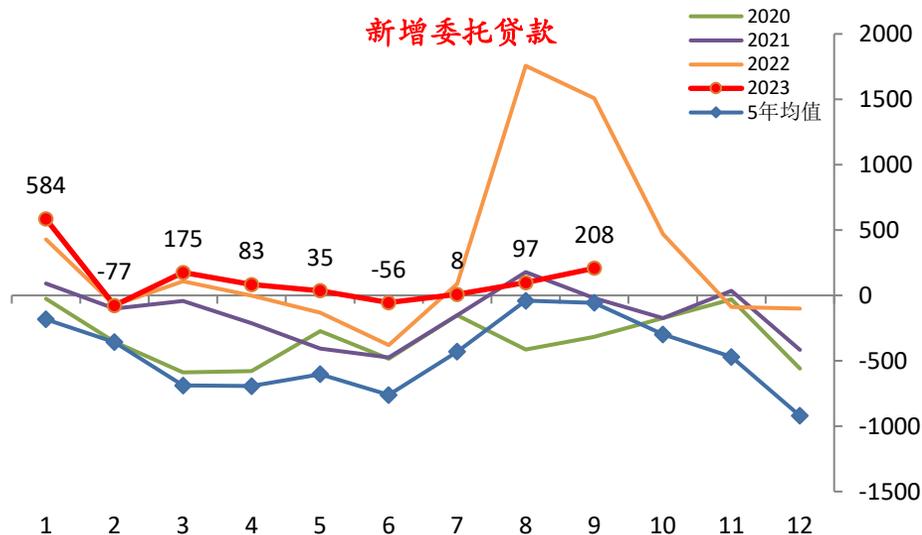
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债

- 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季节性回升。

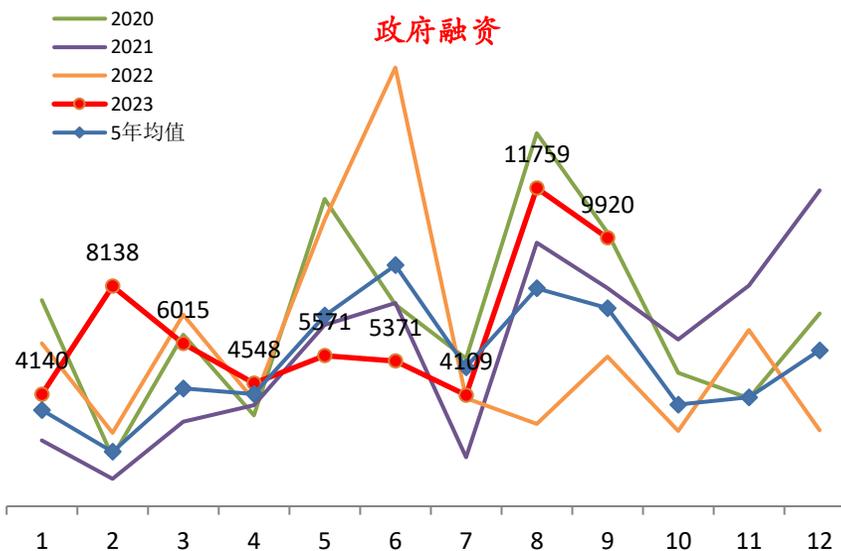
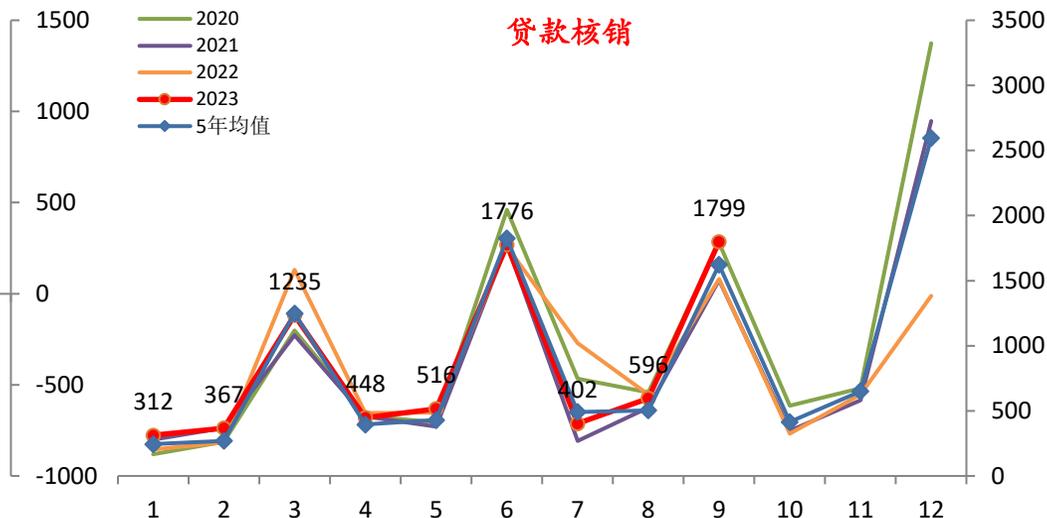
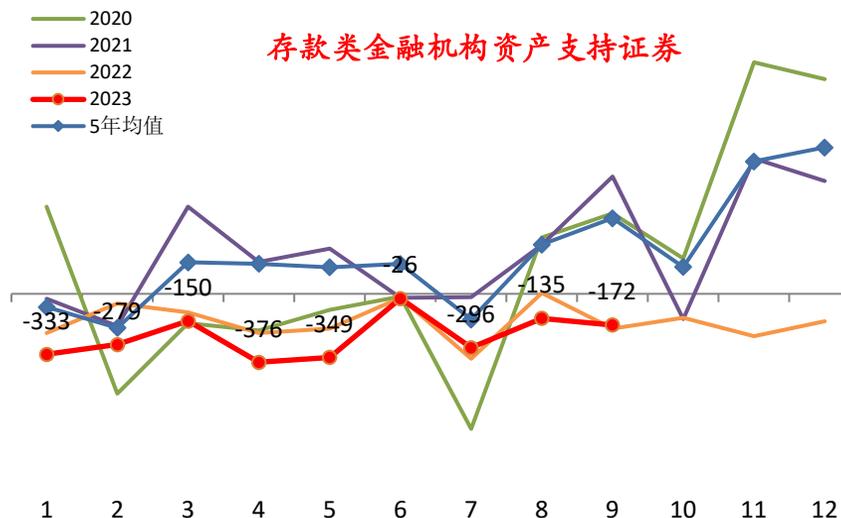


- $实际新增贷款 = 新增人民币贷款 (社融口径下) + 贷款核销 + 存款类金融机构资产支持证券$

- 边际上看，表外分项中委托贷款、信托贷款均有小幅上升。债券融资季节性回落。股票融资则明显弱于季节性。



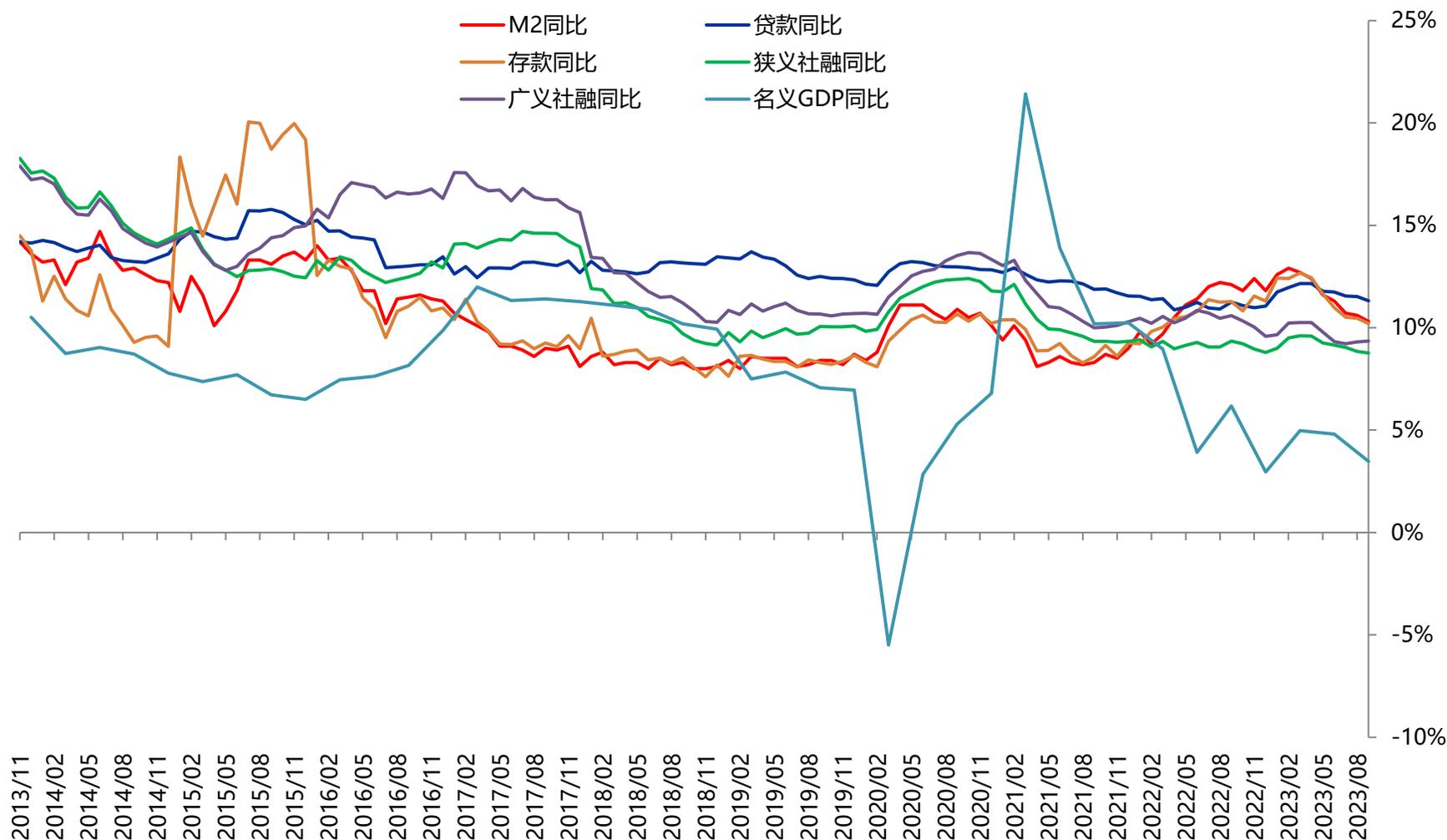
- 其他融资方面，政府融资净增量略有回落，但绝对水平仍维持高位。与表内贷款共同支撑广义社融。并且仍对基建资金端带来刺激作用。



- 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。

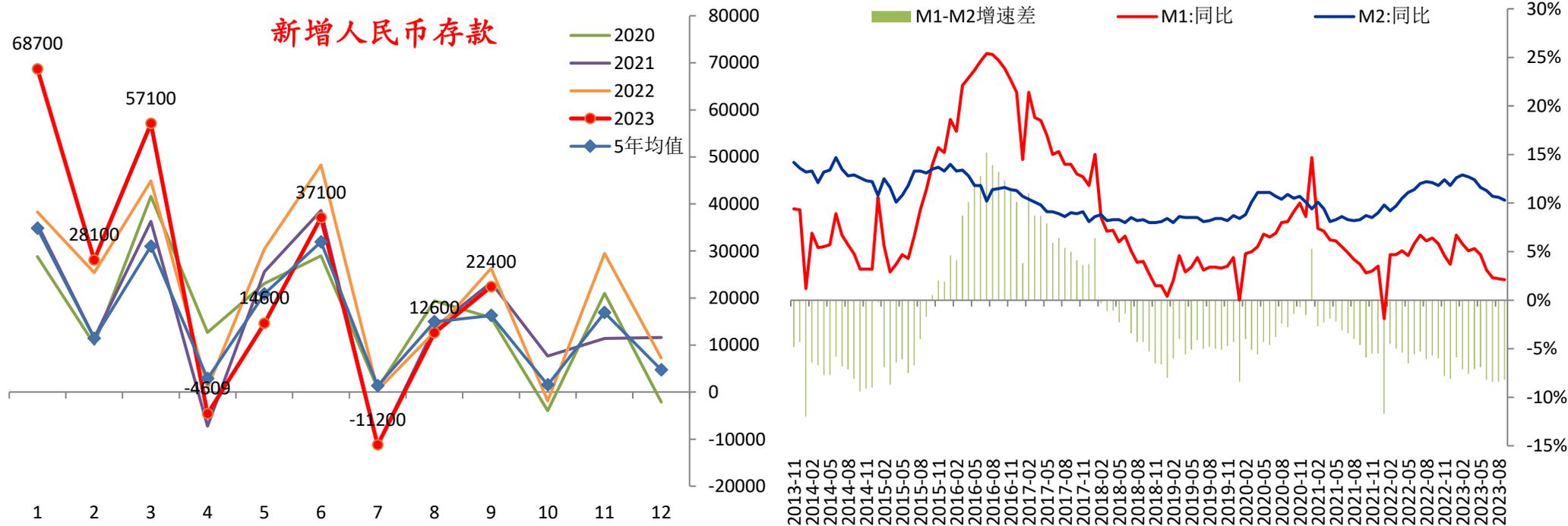
- 一. 广义社融增速回升，但狭义社融增速、表内贷款增速、M2增速、存款增速仍在放慢。
- 二. 存款方面，居民存款稳定、企业存款偏弱。财政存款和非银金存款偏强。企业存款中主要是定期存款走弱，活期存款基本稳定。
- 三. 实体经济资金再度加速从企业部门流向居民部门。
- 四. M0和M1略超季节性。M1-M2增速差负值稍有减小，绝对水平仍在低位，未来有待改善。
- 五. 存款准备金率调降后，理论货币乘数上升，实际货币乘数也超季节性，商业银行扩表动力加强。
- 六. 政府融资高位稍有下降但财政存款增量恢复，财政支出可能暂时放慢，预计10月将有加速。政府融资推动广义社融增长，但“表外”分项资金派生能力有限。表内贷款增长恢复不足，信用扩张面临阻力仍待进一步消除。

- 广义社融增速回升，但狭义社融增速、表内贷款增速、M2增速、存款增速仍在放慢。
- 政府融资推动广义社融增长，但“表外”分项资金派生能力有限。表内贷款增长恢复不足，信用扩张面临阻力仍待进一步消除。



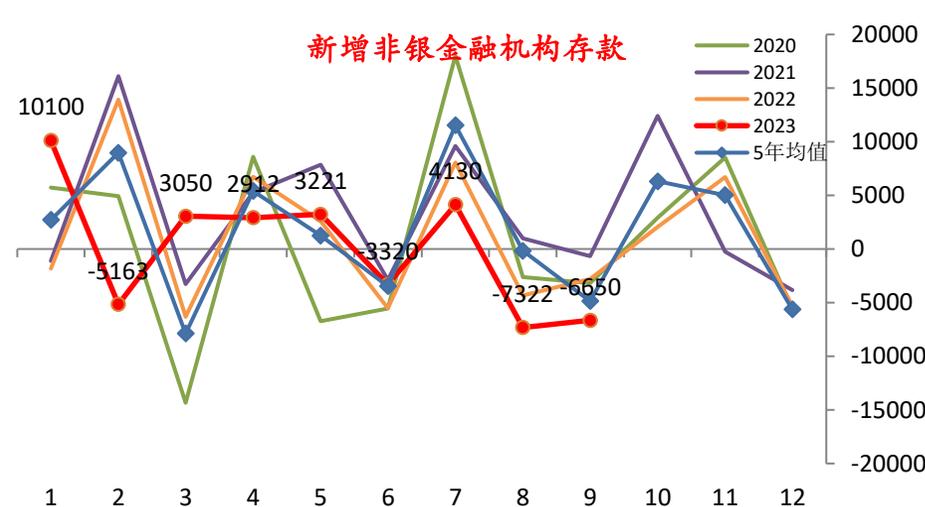
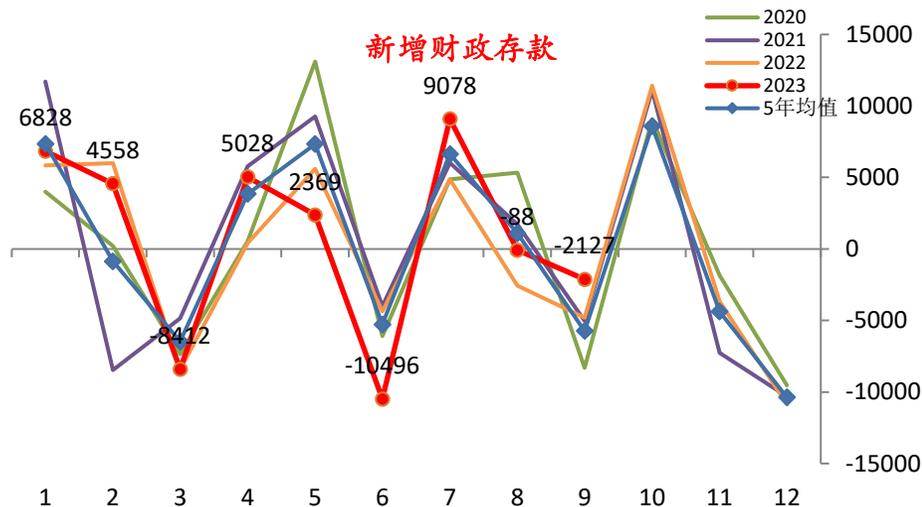
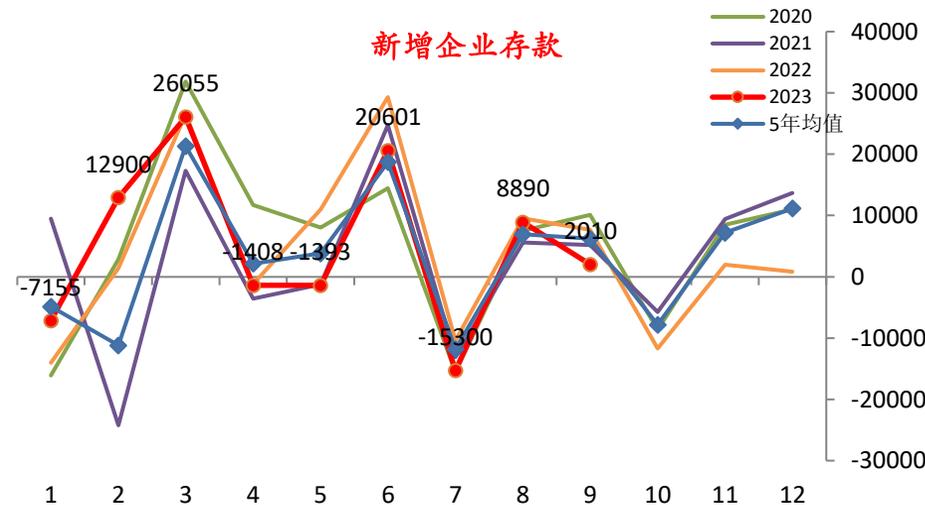
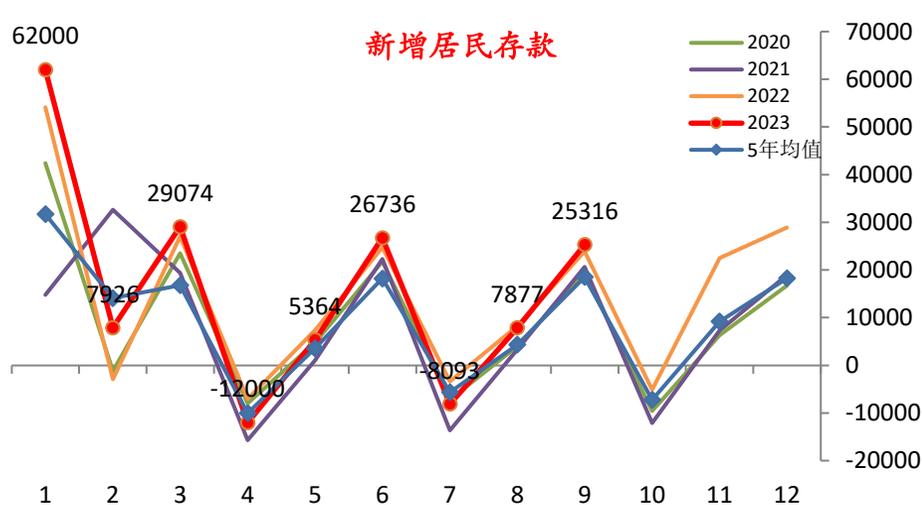
货币供应量构成-2023年9月	当月值 (亿)	当月同比 (%)	当月变化 (亿)	当月环比 (%)	规模占比 (%)
国外净资产	290329	0.7%	-4003	-1.4%	8.3%
国内信贷	3206580	10.0%	32786	1.0%	91.7%
:对政府债权(净)	499270	14.8%	9304	1.9%	14.3%
:对非金融部门债权	2430961	9.5%	24674	1.0%	69.5%
:对其他金融部门债权	276348	6.4%	-1191	-0.4%	7.9%
货币和准货币(M2)	2896659	10.3%	27316	1.0%	84.7%
货币(M1)	678444	2.1%	-1145	-0.2%	19.8%
:流通中货币(M0)	109253	10.7%	2738	2.6%	3.2%
:单位活期存款	569190	0.6%	-3883	-0.7%	16.7%
准货币	2218215	13.1%	28461	1.3%	64.9%
:单位定期存款	526044	10.1%	6816	1.3%	15.4%
:个人存款	1356228	16.4%	25382	1.9%	39.7%
:其他存款	335943	5.3%	-3737	-1.1%	9.8%
不纳入广义货币的存款	51897	-12.0%	-1231	-2.3%	1.5%
债券	413533	9.4%	1279	0.3%	12.1%
实收资本	56420	-33.0%	190	0.3%	1.7%
其他(净)	78399	40.0%	1228	1.6%	--
货币总需求 (存款性公司总资产)	3496908	9.2%	28783	0.8%	100.0%
货币总供给 (存款性公司总负债)	3418509	6.7%	-49616	-1.4%	100.0%

- 边际上看，金融机构口径下的表内存款回升。
- M1-M2增速差负值稍有减小。但绝对水平仍位于低位，未来仍有待改善。



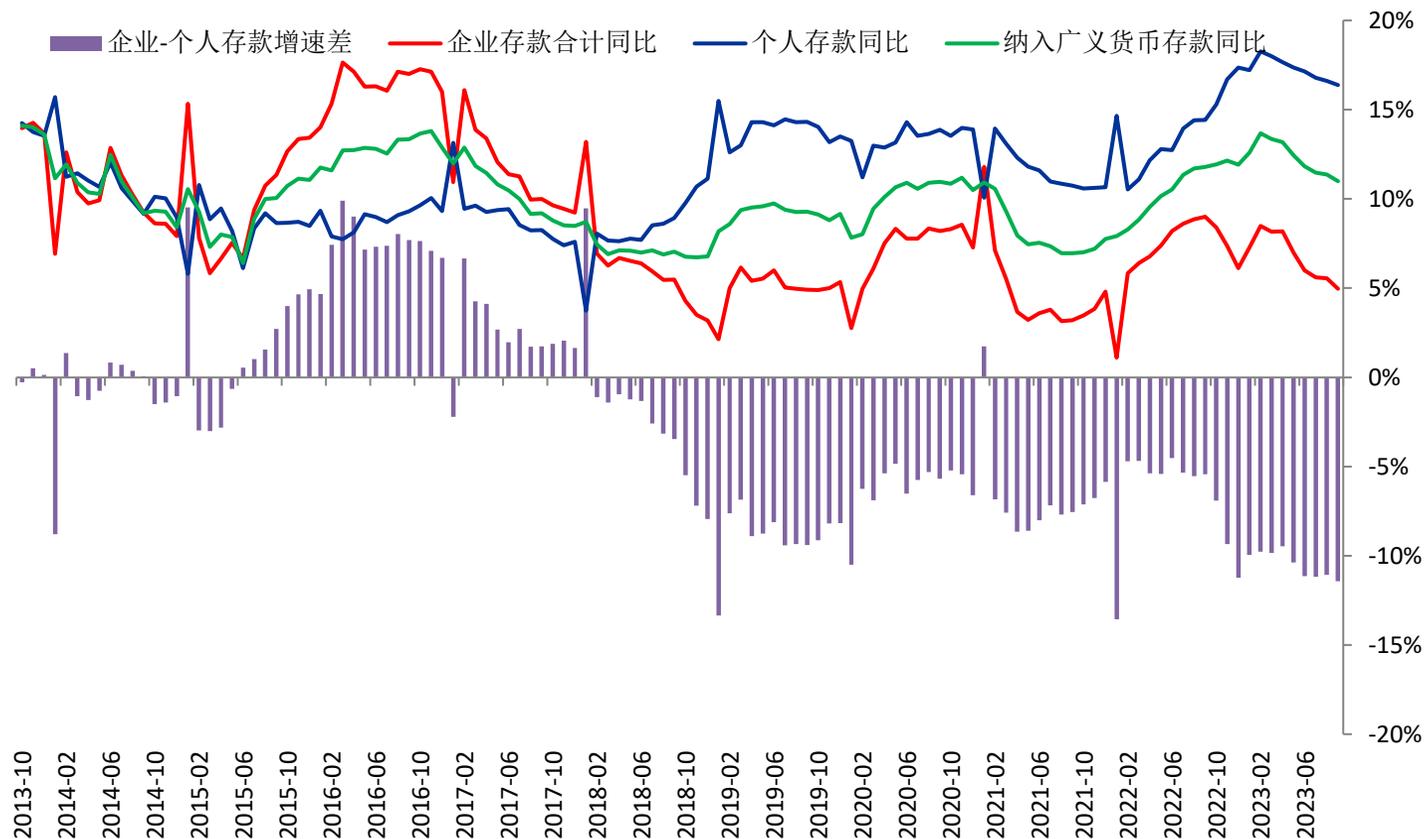
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 边际上看，新增居民存款符合季节性，企业存款弱于季节性。财政存款和非银金存款则强于季节性。
- 政府融资高位稍有下降但财政存款增量恢复，财政支出可能暂时放慢，预计10月将有加速。



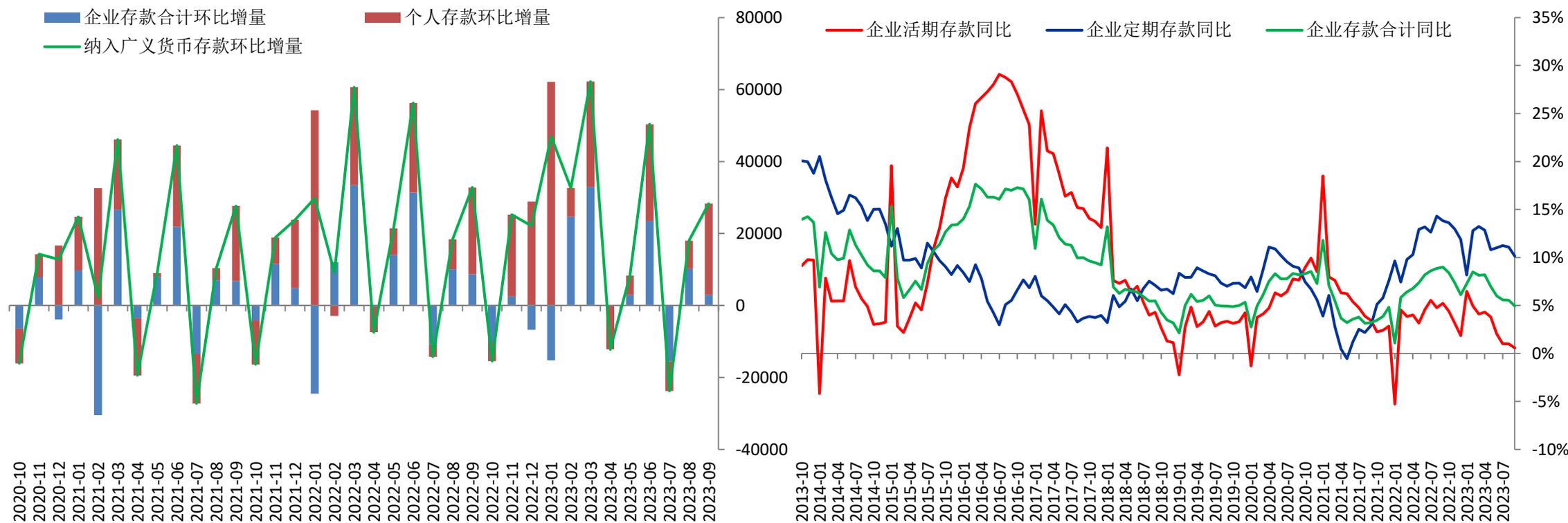
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 实体经济资金再度加速从企业部门流向居民部门。



# 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继续上升。
- 企业存款总体、活期存款、定期存款同比增速则全面下行。



$$M2 = M1 (\text{货币}) + \text{准货币}$$

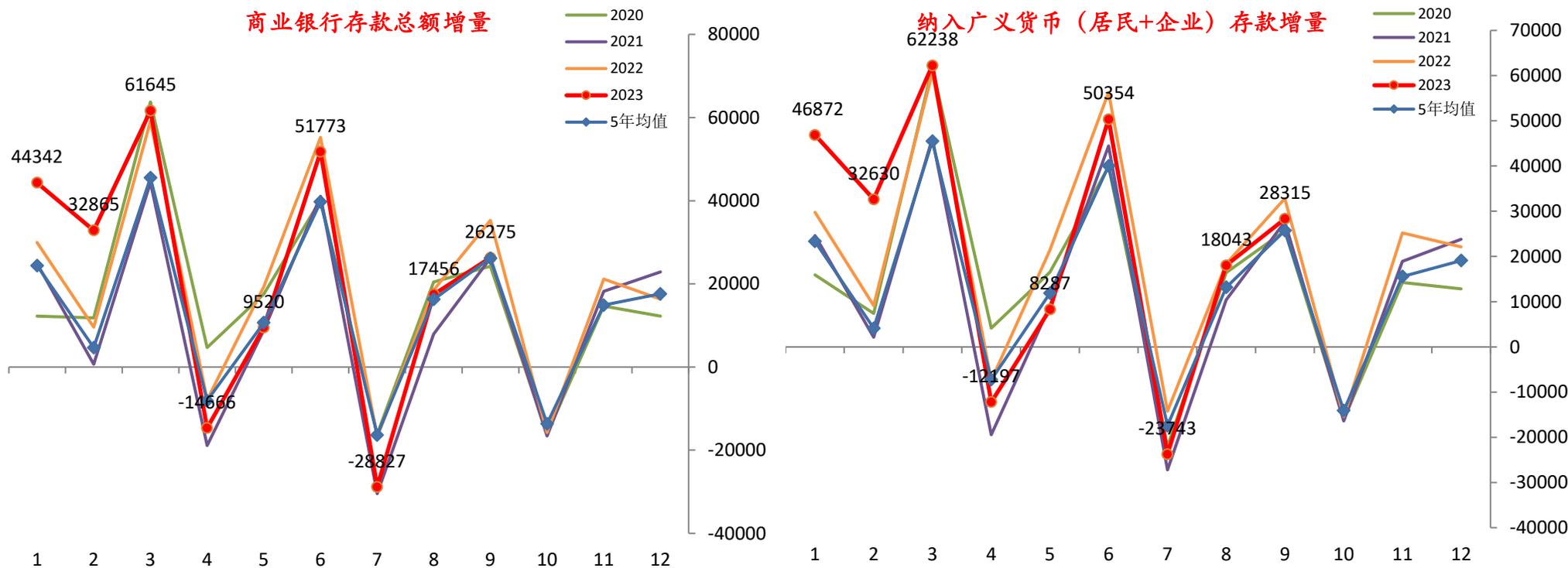
$$M1 = M0 (\text{流通中现金}) + \text{单位活期存款}$$

$$\text{准货币} = \text{居民存款} + \text{单位定期存款} + \text{其他存款}$$

$$M0 = \text{央行货币发行} - \text{商业银行库存现金}$$

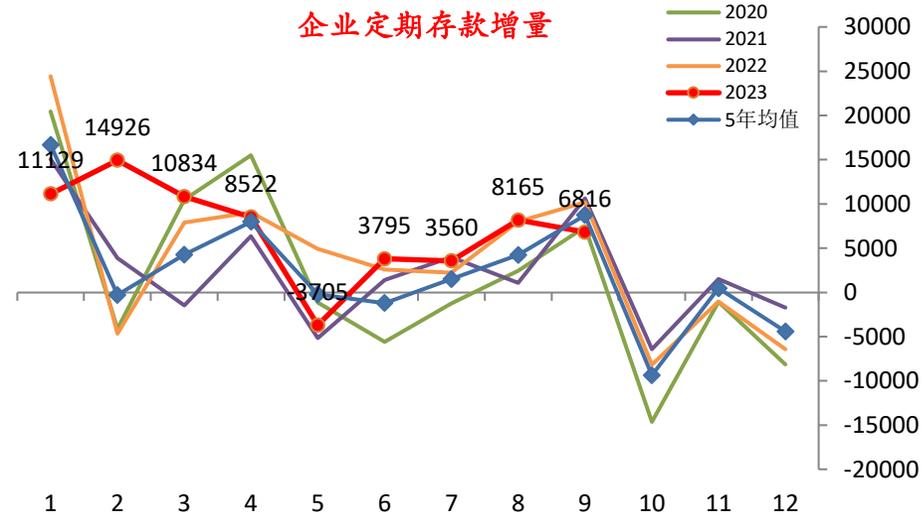
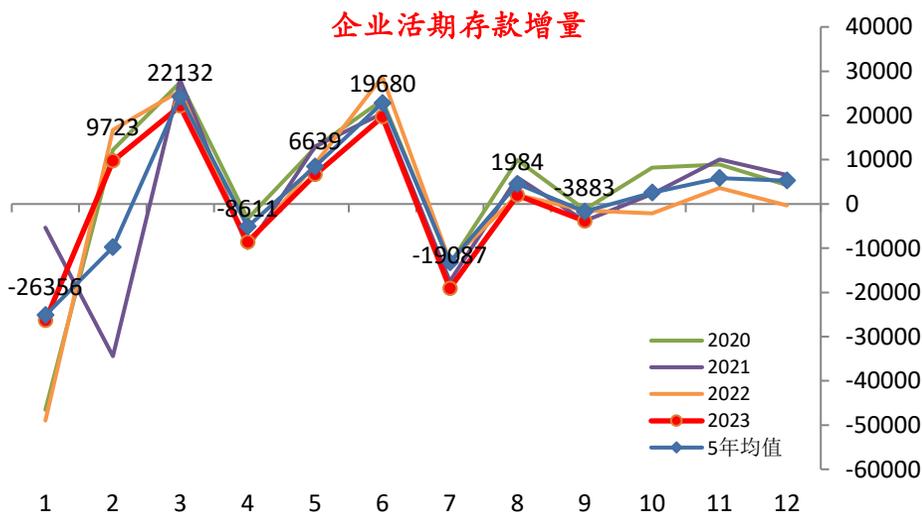
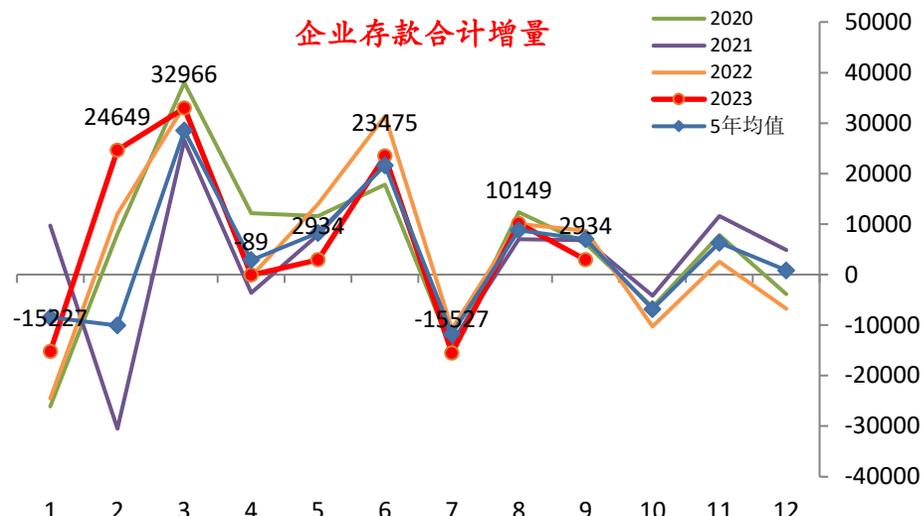
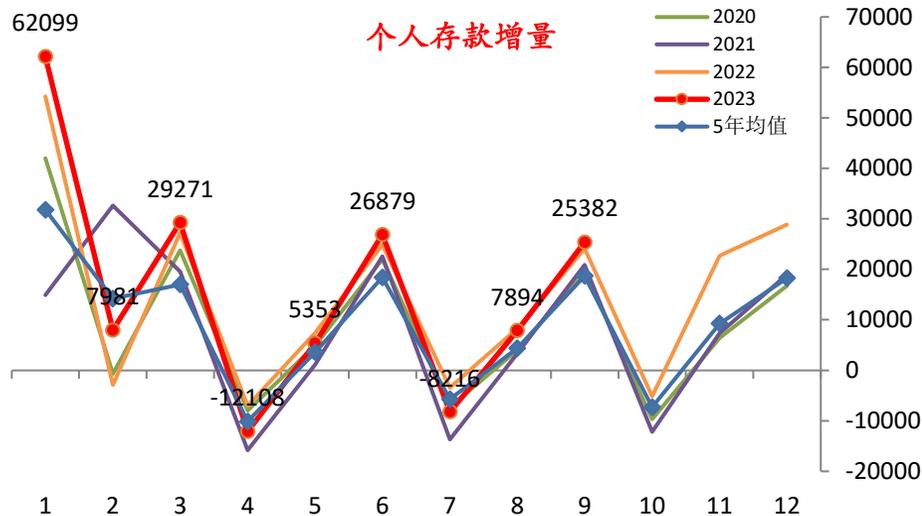
上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 商业银行新增存款和广义货币存款增量基本呈现季节性上行，但去年同期基数高压制同比。

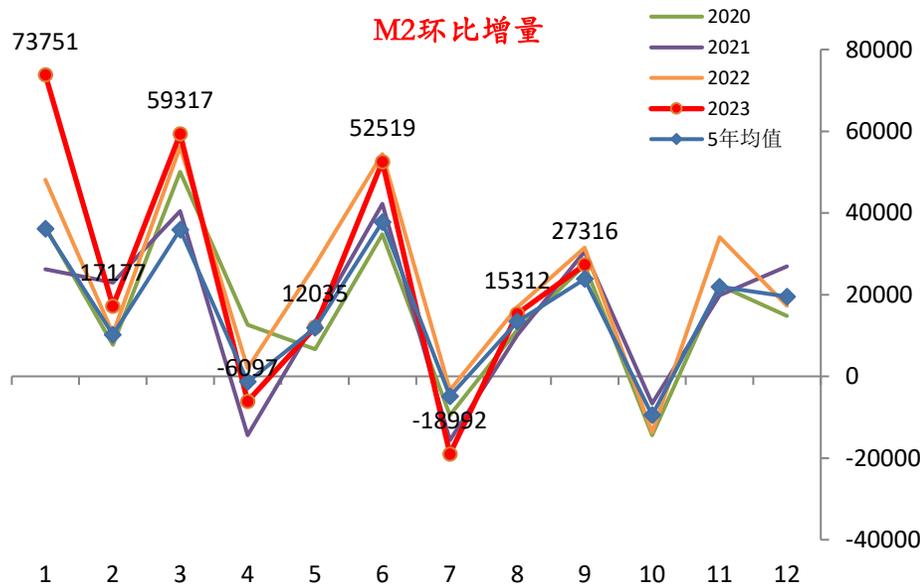
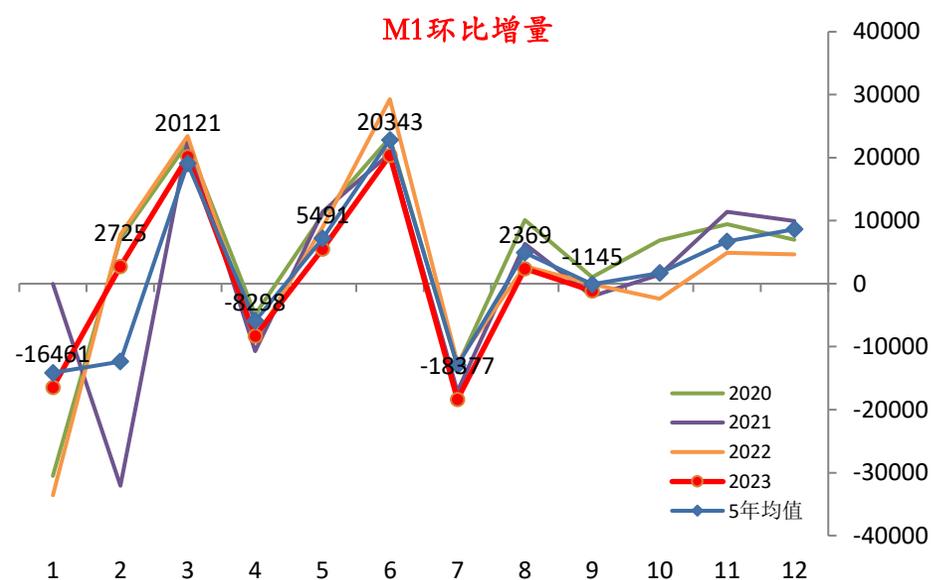
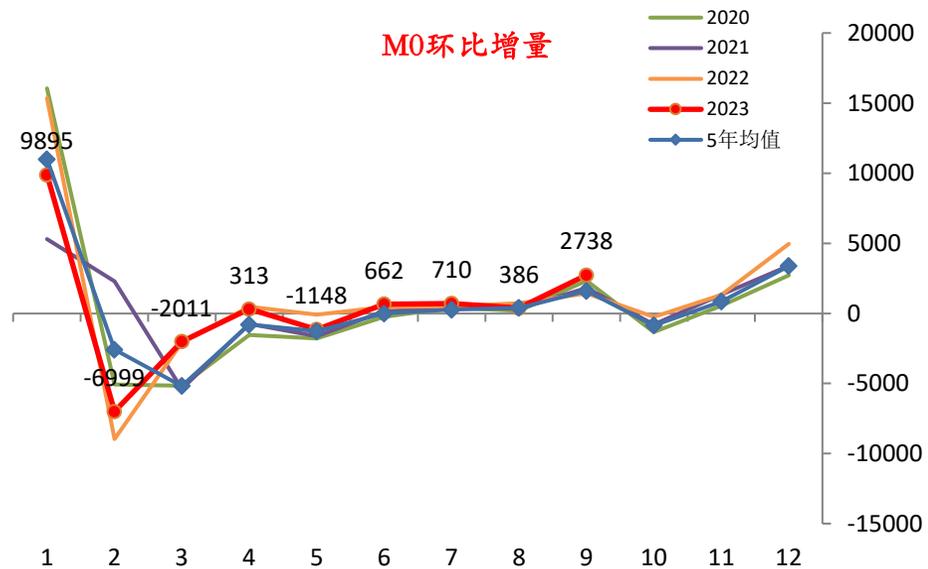


上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 边际上看，个人存款符合季节性，企业存款弱于季节性。
- 企业存款中活期存款符合季节性，定期存款弱于季节性。



上述数据均采用**商业银行资产负债表口径**计算



- M0增量略超季节性。
- M1增量表现继续稍强于季节性，结合贷款数据来看，企业现金流仍在改善趋势中。
- M2增量基本符合季节性。总体存款增速稳定。

• 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。

- 9月M2影响因素除贷款外，债券投资、股权投资和其他杂项影响上升。

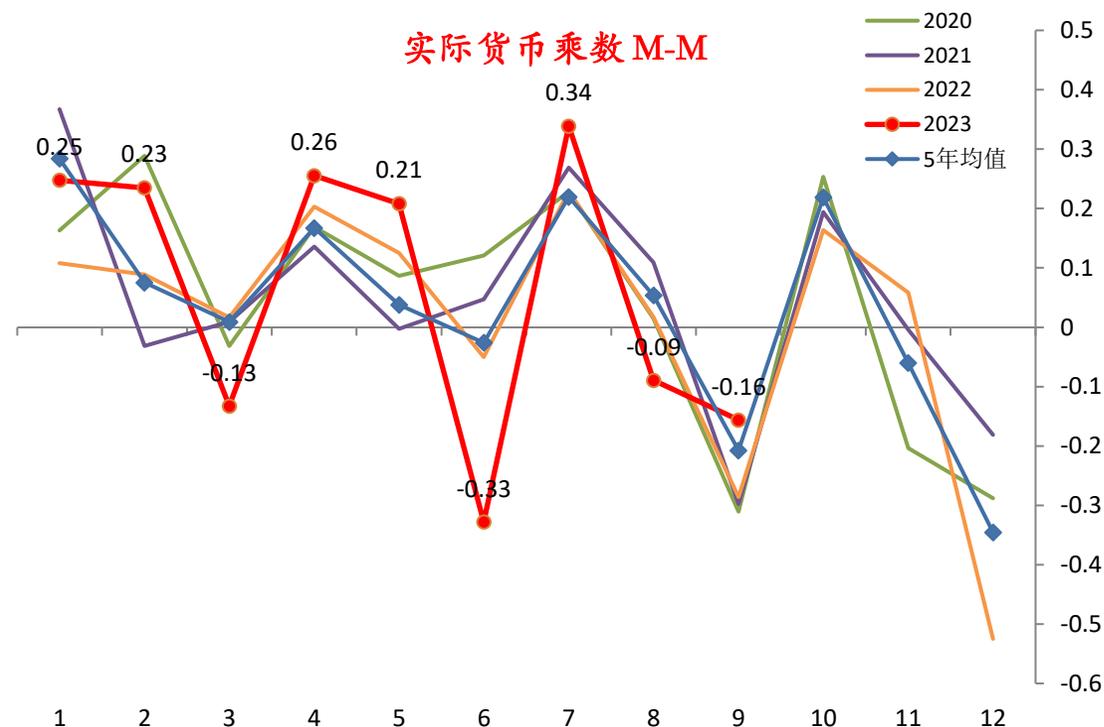
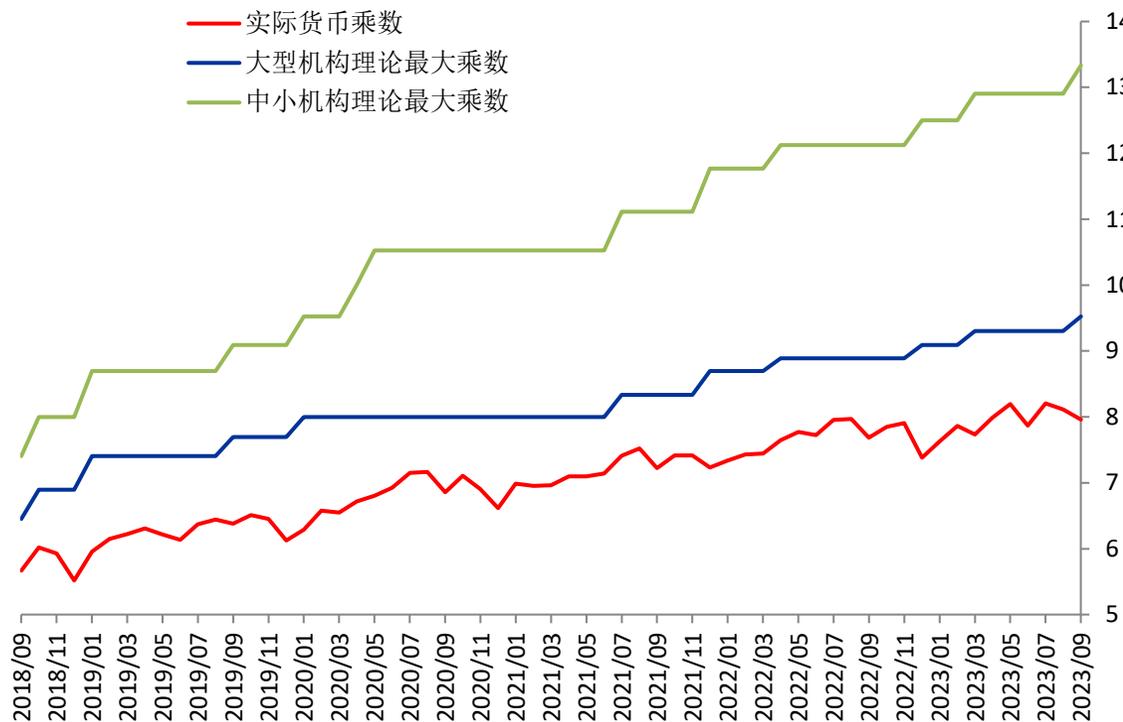
信贷收支表 - 2023年09月				
货币(M2)来源分析	当月值	当月同比	当月变化	去年同期
各项贷款	2345925	11.3%	23118	2107582
: 非银行业金融机构贷款	5773	28.3%	-1843	4499
+ 外汇和黄金	221950	37.3%	526	215983
+ 债券净投资	498813	14.0%	10917	422617
+ 股权及其他投资*	192779	2.4%	-6055	188241
+ 国际金融机构净资产	4559	3.9%	-52	4339
- 存放央行财政存款	43979	0.6%	-728	43738
- 其他	344736	18.9%	3290	290035
<b>货币合计</b>	<b>2875312</b>	<b>10.4%</b>	<b>25892</b>	<b>2604988</b>

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

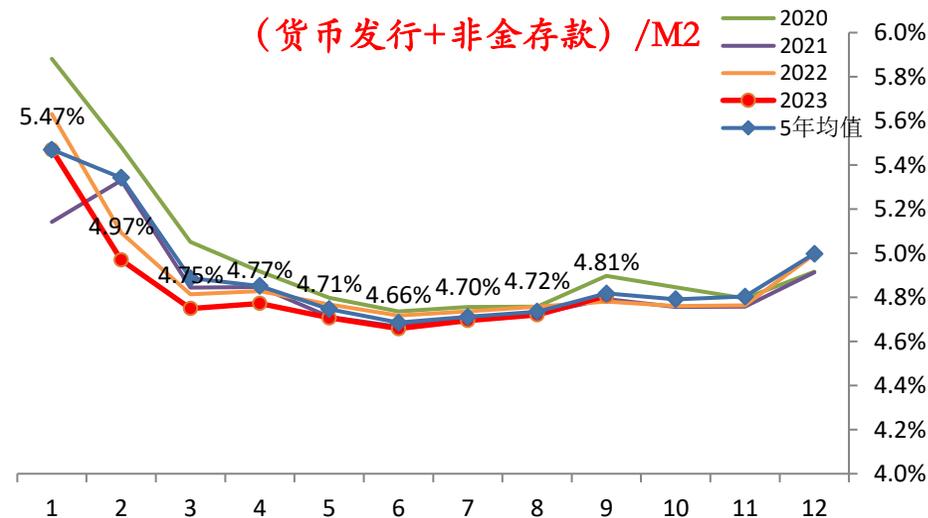
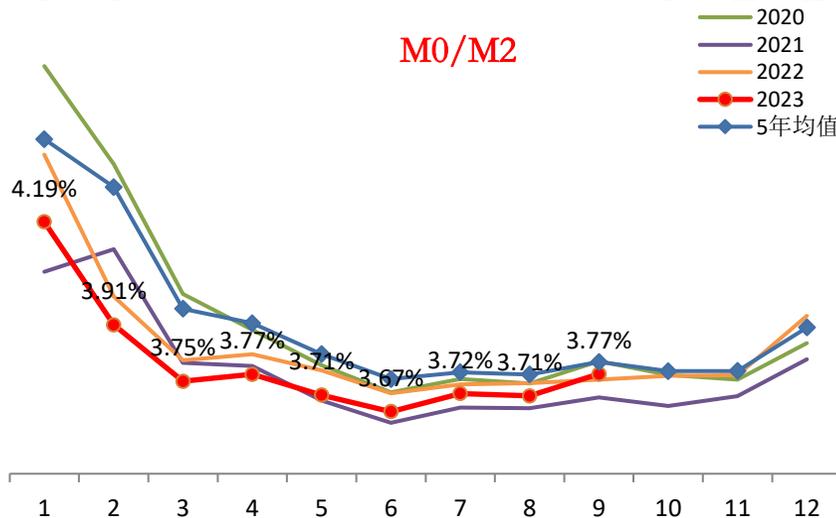
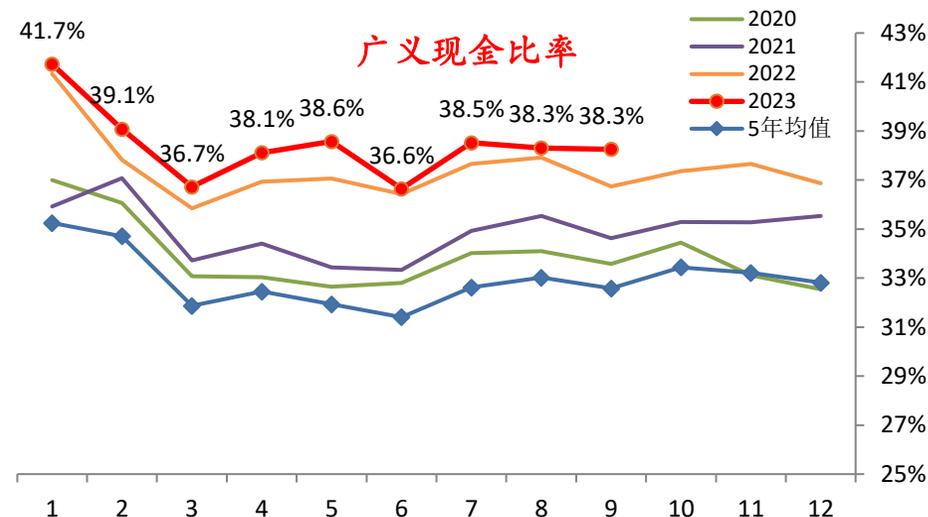
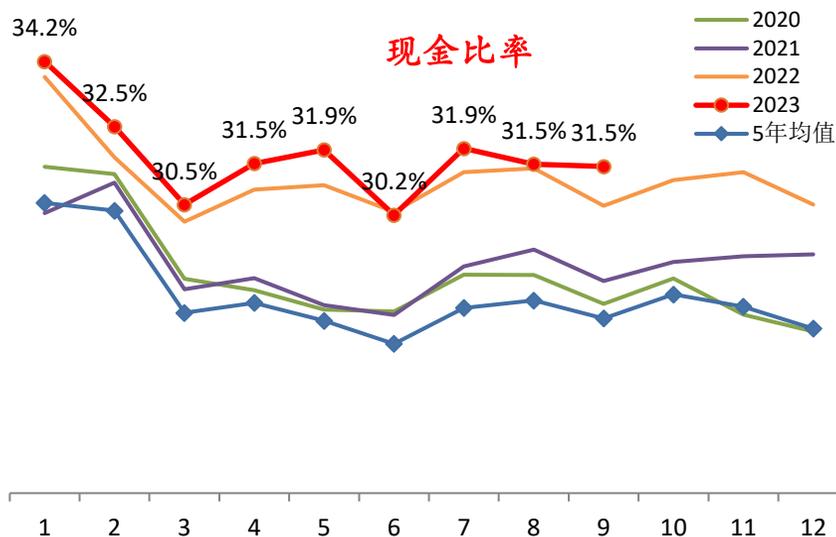
资金来源中“其他”包括应付及暂收款、同业往来和未作分类的资金来源以及和未分类的资金运用等轧差

- 存款准备金率下调后，理论货币乘数上升。
- 实际货币乘数变动幅度表现也超过季节性，商业银行扩表动力加强。



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

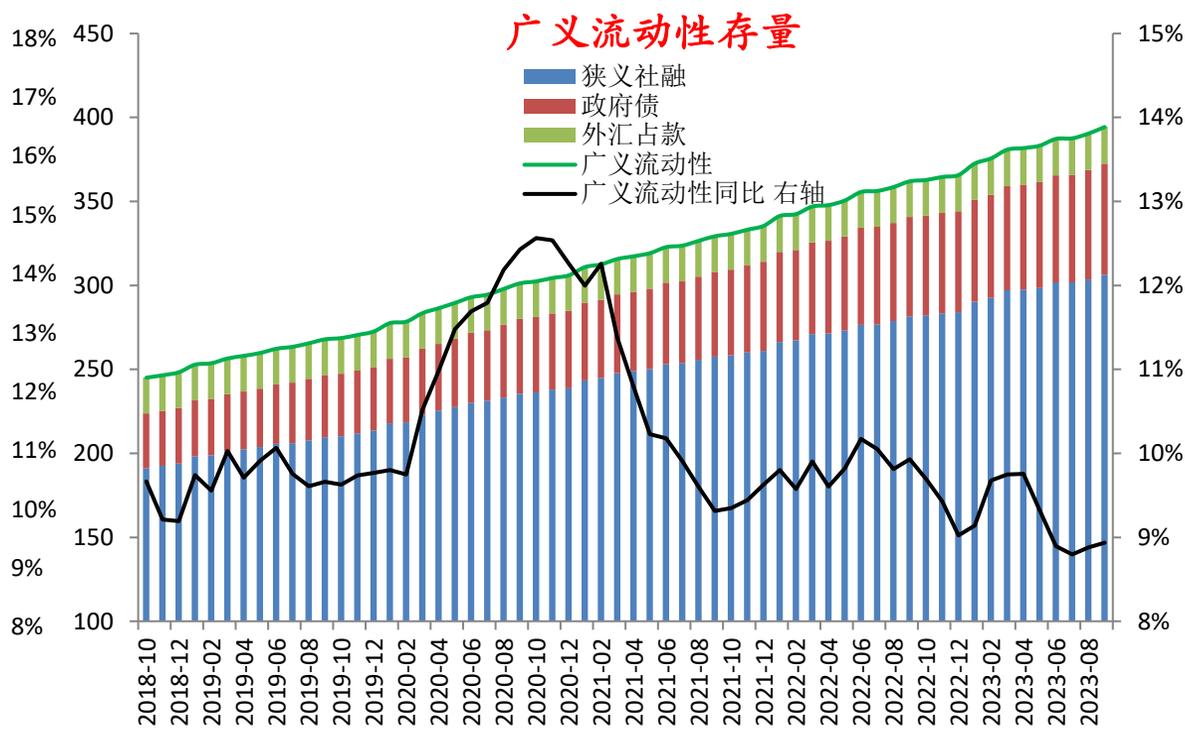
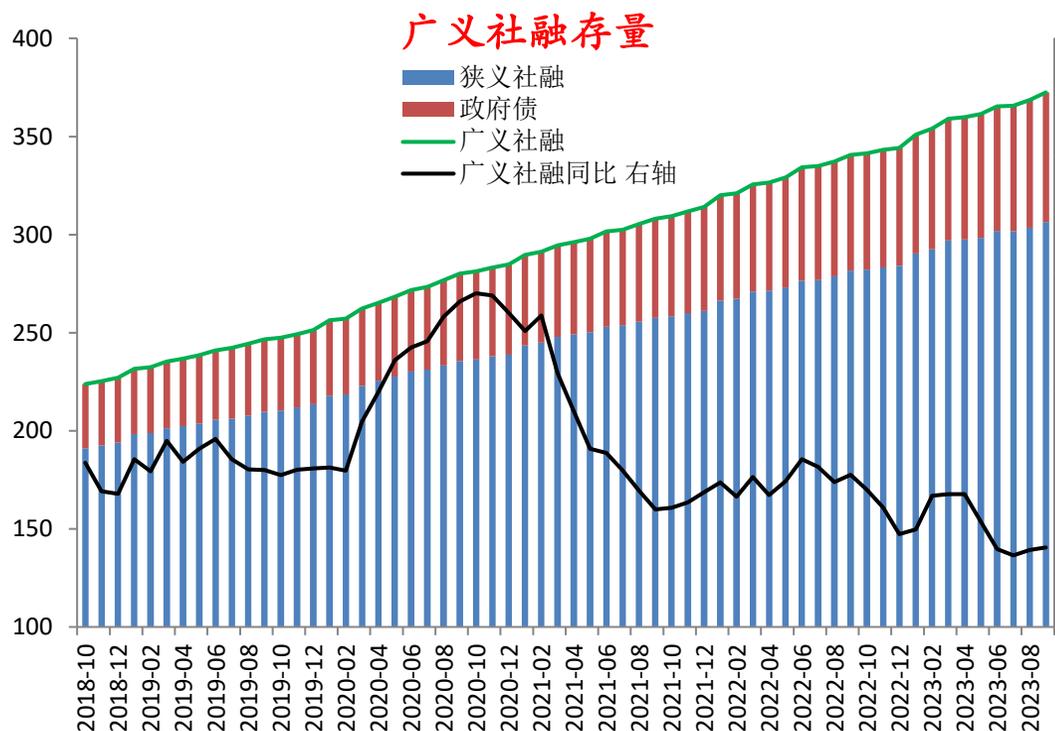
- 现金比率、广义现金比率强于季节性。(货币发行+非金存款)/M2以及M0/M2符合季节性。



• 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

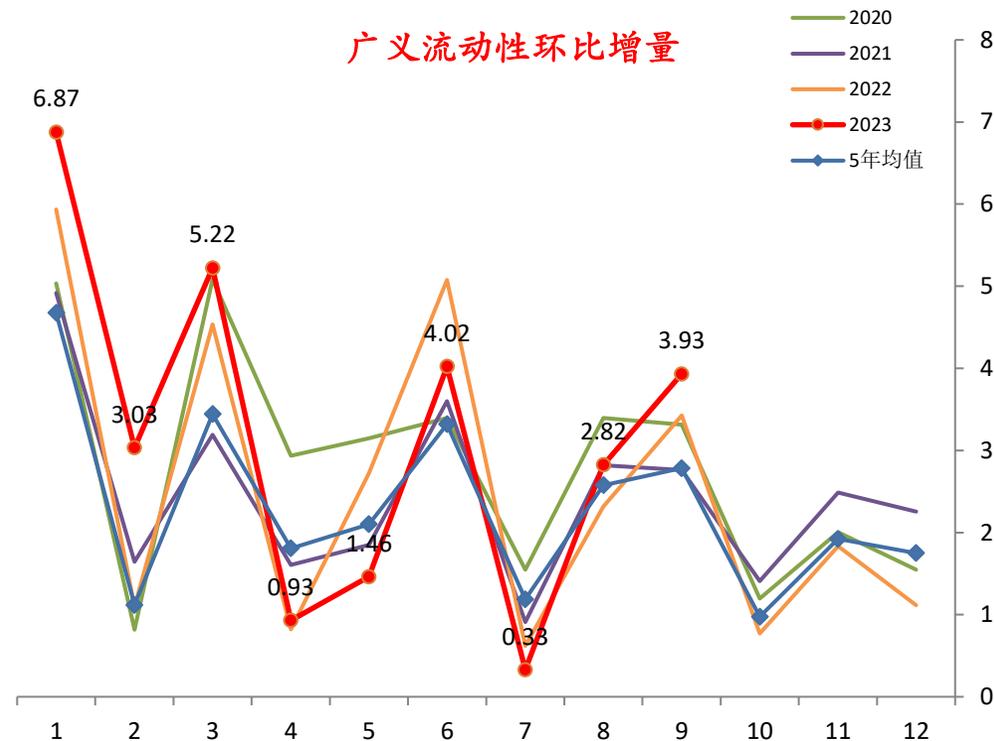
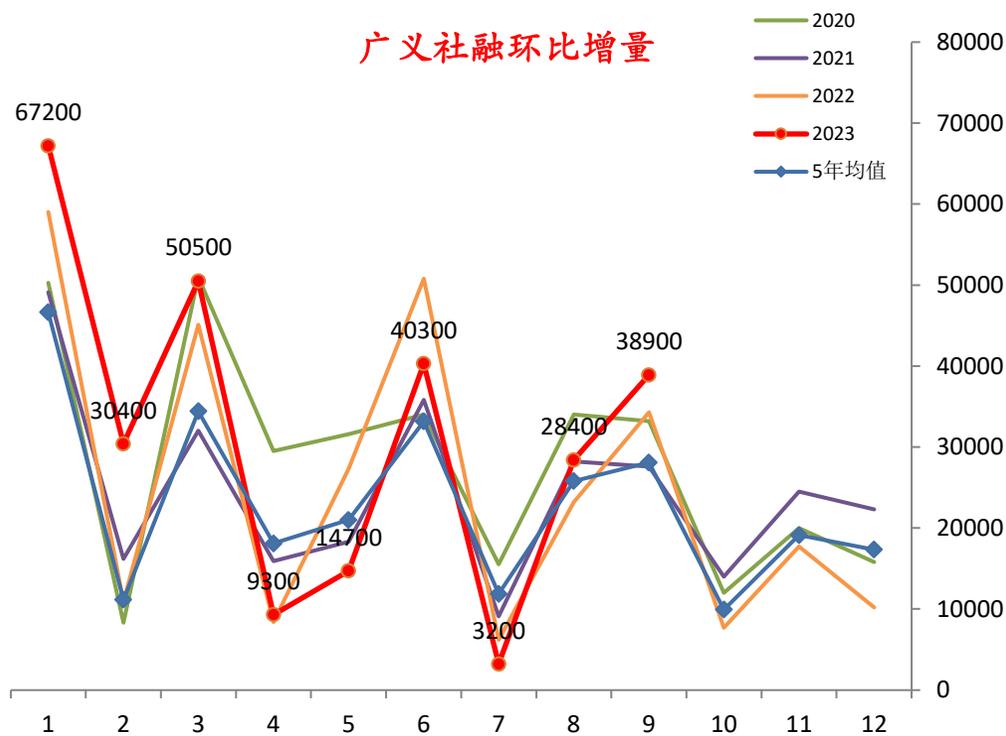
- 一. 政府融资加速回升带来短期支持，10月开始需关注特殊再融资债的影响程度。企业融资回稳并维持在不少于去年同期的稳定水平。居民贷款也已出现短期修复迹象，继续关注居民中长贷能否维持在季节性水平附近。结合宽信用政策、经济修复带来动力，预计后期广义社融能够继续缓慢上行趋势。
- 二. 货币信贷增速差持续下降后，无风险收益率反弹上升，二者持续背离情况有所好转。稳增长政策加码、经济好转迹象加强、政府融资处于高位均有影响。
- 三. 国内经济二季度确立底部后持续修复，预计四季度也将维持此改善趋势不变。短期通缩风险缓解后价格跌幅减小，通胀底部反弹，名义产出正在加速。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，10月长端利率也进一步反弹，或反映货币信贷增速差和增量差仍在下行。

- H1广义社融冲高回落，Q维持高位Q2开始下行，信用扩张持续走弱至Q3形成阶段性底部后缓慢恢复。
- 政府融资加速回升带来短期支持，10月开始需关注特殊再融资债的影响程度。企业融资回稳并维持在不少于去年同期的稳定水平。居民贷款也已出现短期修复迹象，继续关注居民中长贷能否维持在季节性水平附近。结合宽信用政策、经济修复带来动力，预计后期广义社融能够继续缓慢上行趋势。

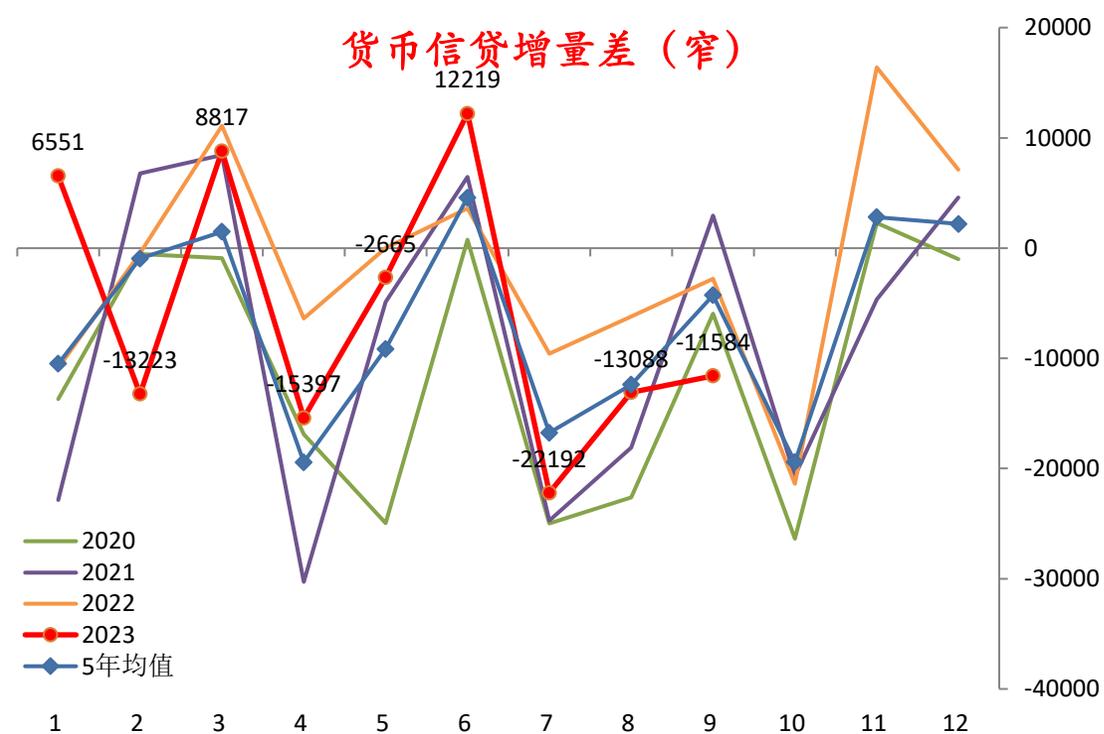
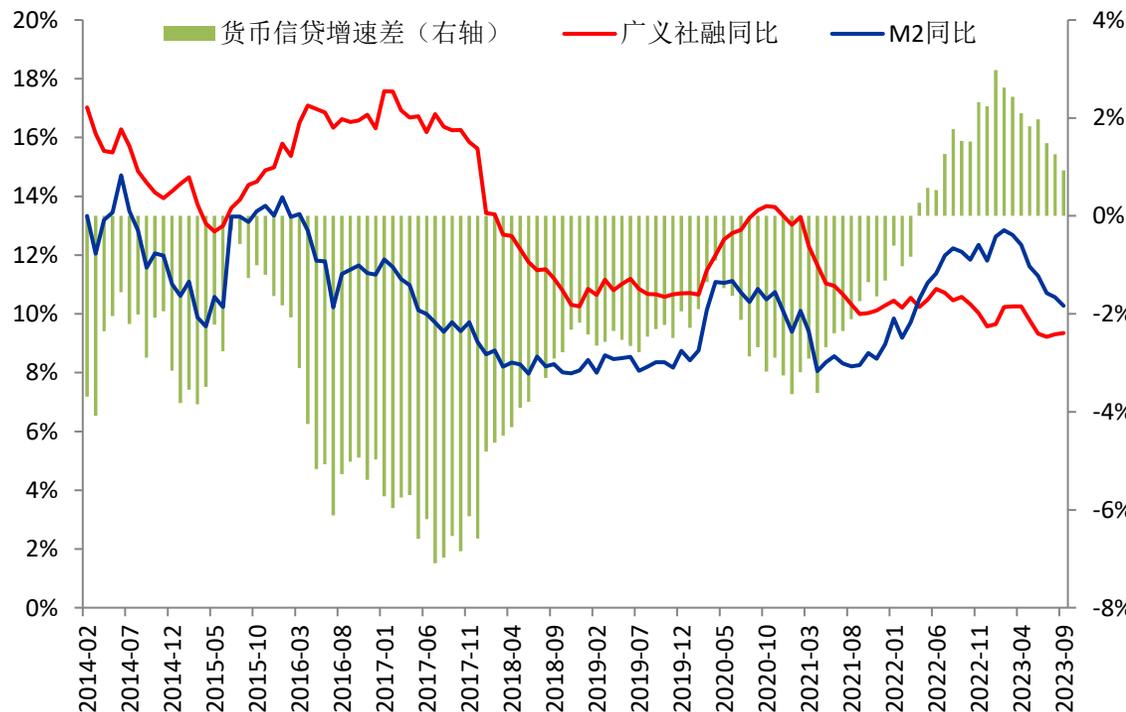


- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 边际上看，广义社融和广义流动性增量超季节性上升，且高于去年同期水平。

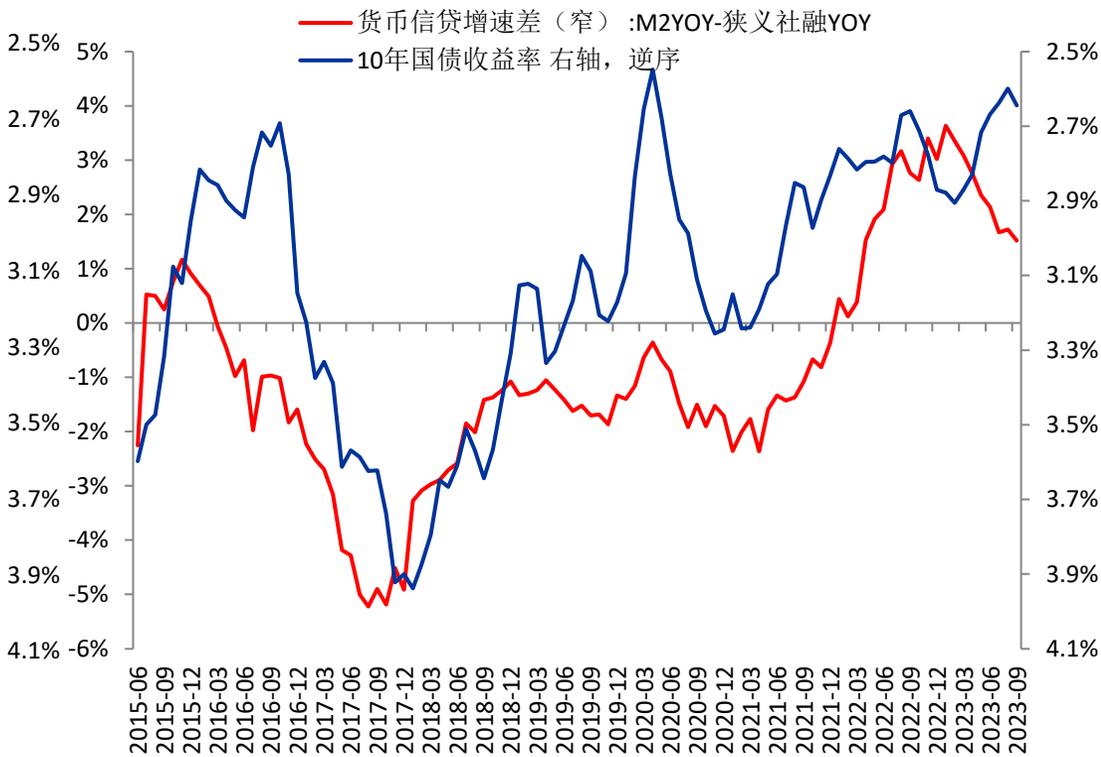
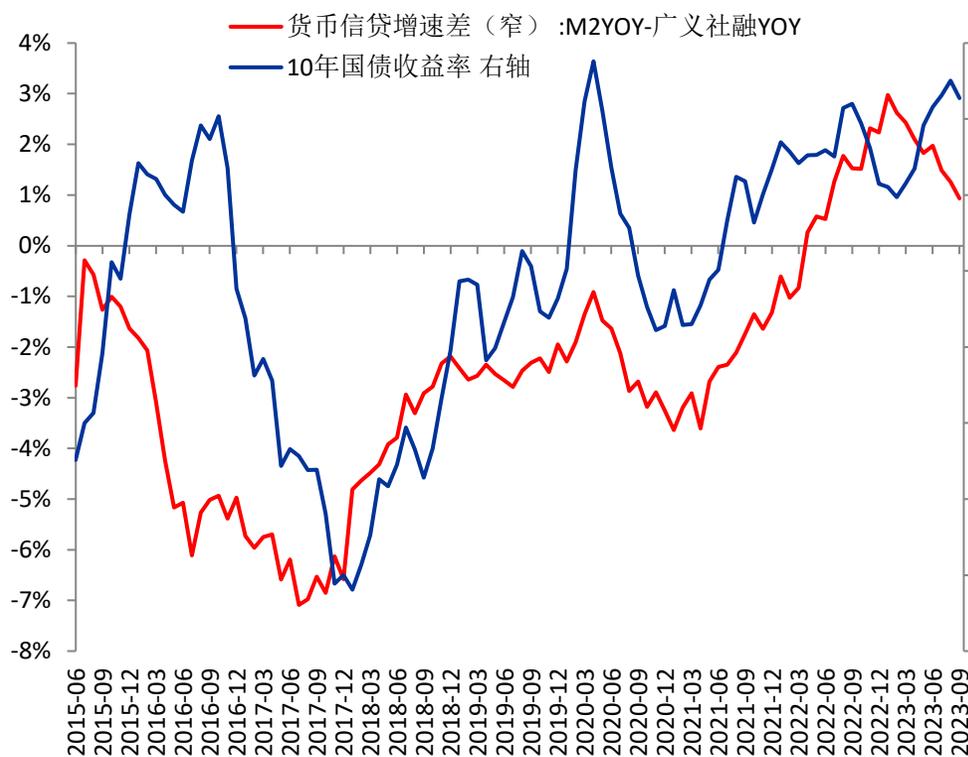


- 宽口径货币信贷增速差继续下降，增量差则弱于季节性，且仍低于5年均值水平，虚拟经济流动性继续收缩。



- 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。

- 货币信贷增速差持续下降后，无风险收益率反弹上升，二者持续背离情况有所好转。受到稳增长政策加码，经济好转迹象加强。政府融资处于高位，且特殊再融资债开始发行。上述因素均是影响无风险利率上行的因素。
- 国内经济二季度确立底部后持续修复，预计四季度也将维持此改善趋势不变。短期通缩风险缓解后价格跌幅减小，通胀底部反弹，名义产出正在加速。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，10月长端利率也进一步反弹，或反映货币信贷增速差和增量差仍在下行。



# 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