



# 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11月

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

 **方正中期期货**  
FOUNDER CIFCO FUTURES

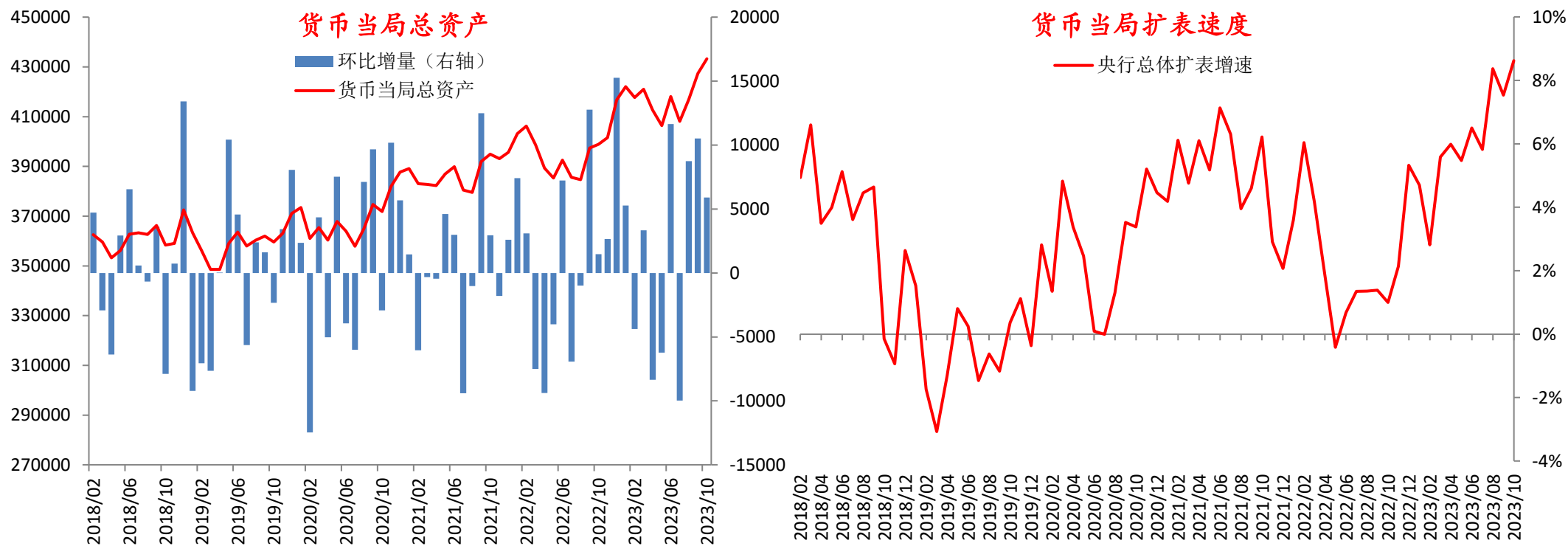
10月央行投放流动性不及政府存款上升，储备货币季节性下降，同时外汇占款对流动性影响增加。低基数影响下银行总体、对金融、对实体扩表全面加速。金融中对其他存带动较大，对非银金收缩，对实体主要受政府扩表带动。实体经济角度看，政府融资推升广义社融但表外融资多变动不大。表内贷款以及主要分项均季节性回落。居民短贷和长贷高位回落幅度均较大。企业短贷、中长贷基本稳定。居民部门10月再度去杠杆，未来仍有不确定性。政府融资则有助于基建稳定、地方债化解，年内仍是稳信用的主要推手。存款方面，居民存款稳定，企业存款仍偏低，主要受活期存款偏低拖累。实体经济资金从企业部门流向居民部门速度减缓。实际货币乘数上升，商业银行扩表能力加强。M1-M2增速差负值稍有减小，未来仍待改善。总体上看，广义社融、存款、贷款增速回升，M2增速基本不变，狭义社融增速则放慢。下半年国内经济基本面好转与流动性进入实体经济相互带动。政府融资大幅增长后，存款端将受到更多影响，加快信用扩张步伐，也令债券供给维持高位，长端利率仍存在上行压力。关注央行宽松政策节奏，超量续做MLF和降准（以及PSL）仍是潜在宽松选项。

- 一. 10月央行货币政策工具继续投放流动性，但政府存款加速上升仍导致储备货币季节性下降。外汇占款增量对流动性影响增加。
- 二. 商业银行总体、对金融、对实体经济扩表增速均有加快，主要受基数回落影响。对金融扩表与对其他存带动有关，对非银金债权增量明显收缩。对实体经济则是对政府扩表增量大幅上升带动，对企业扩表维持平稳，对居民扩表再度回落。
- 三. 短期政府发债增加（特殊再融资债、1万亿增量国债等）对信用扩张支持显著，年内或将继续成为稳信用的关键方面。企业信用增量暂时维持稳定。但居民信用绝对增量和增速仍有待改善，尤其是居民中长期贷款仍是流动性进入实体经济的短板。

央行 - 2023年10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>433260</b>	<b>5905</b>	<b>总负债</b>	<b>433260</b>	<b>5905</b>
国外资产	232046	1108	储备货币	350659	-13262
： 外汇	219002	907	： 其他存款性公司存款	213552	-11133
： 货币黄金	3954	98	： 货币发行	113544	-934
： 其他国外资产	9090	102	： 非金融机构存款	23563	-1195
对政府债权	15241	0	不计入储备货币的金融性公司存款	6368	597
： 其中对中央政府	15241	0	发行债券	1150	0
对其他存款性公司债权	163238	5081	国外负债	4459	920
对其他金融性公司债权	1331	-10	政府存款	60560	16581
对非金融部门债权	0	0	自有资金	220	0
其他资产	21404	-273	其他负债	9844	1070

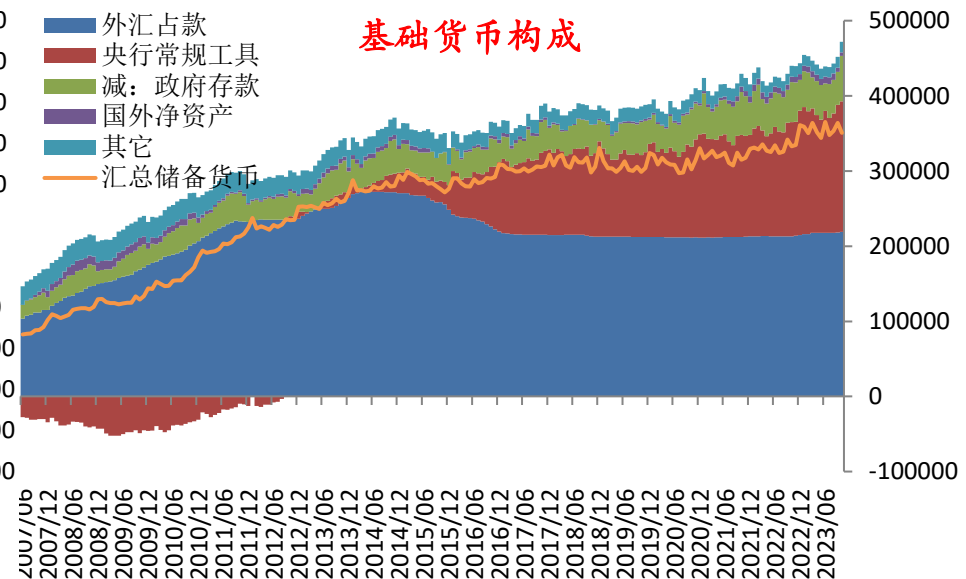
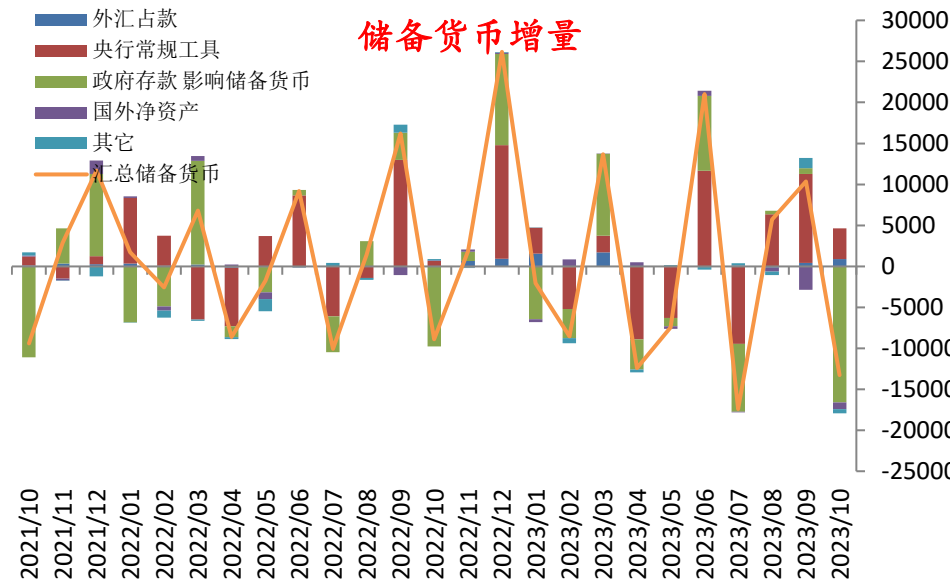
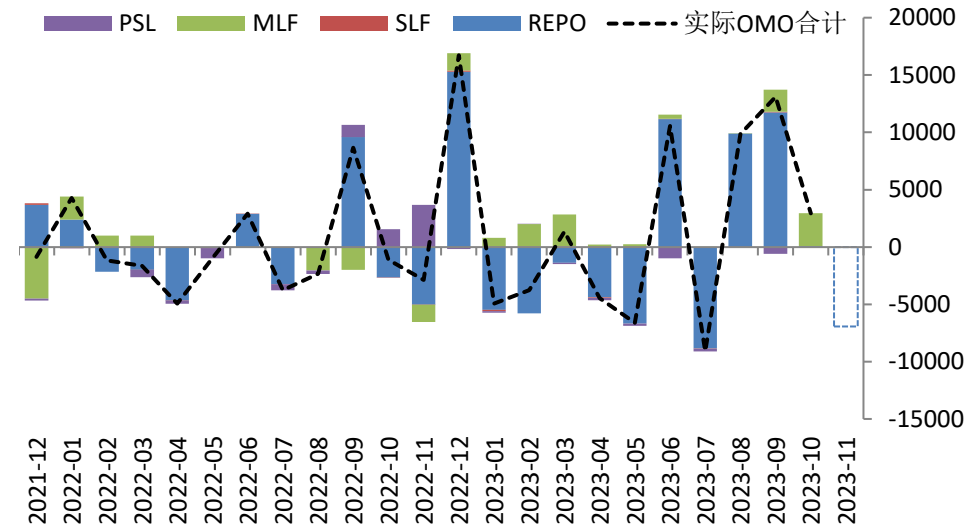
- 央行常规工具= 对其他存款性公司债权+ 其他资产- 债券发行- 其他负债
- 国外净资产= 国外资产- 国外负债
- 狭义储备货币= 汇总储备货币- 现金- 非金存款

- 10月央行资产负债表连续第三个月扩张，同比增速进一步升至高位。



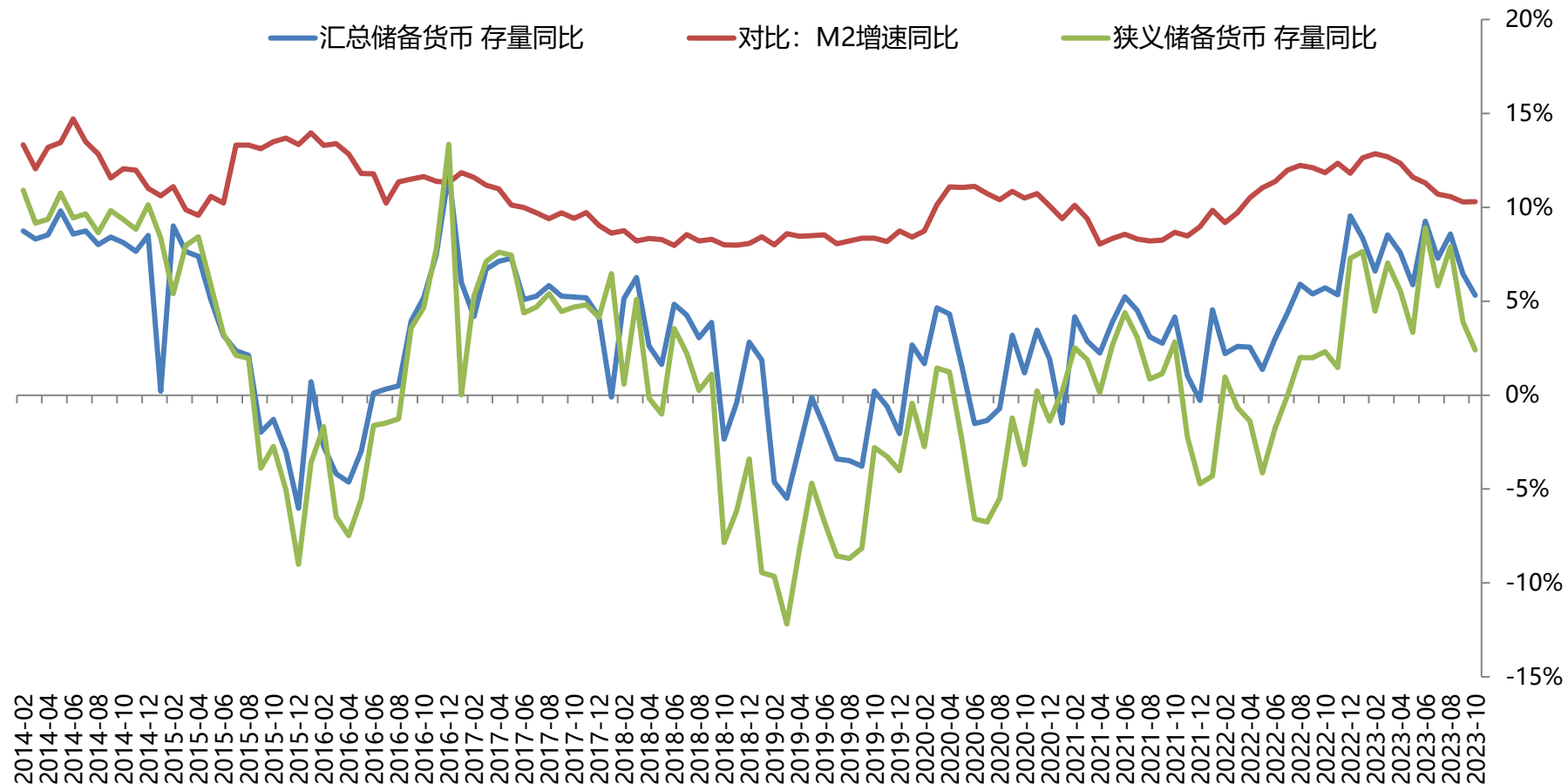
- 央行货币政策工具继续投放货币，但政府存款明显上升，是导致储备货币大幅下降的主要原因。外汇占款增量影响有所增加。

2023/10			
储备货币构成部分	存量 (亿)	同比增速 (%)	当月变化 (亿)
外汇占款	219002	2.75%	907
央行常规工具	173648	14.40%	3738
减：政府存款	60560	13.18%	16581
国外净资产	4631	-34.38%	-817
其它	13938	-3.75%	-508
储备货币	350659	5.32%	-13262



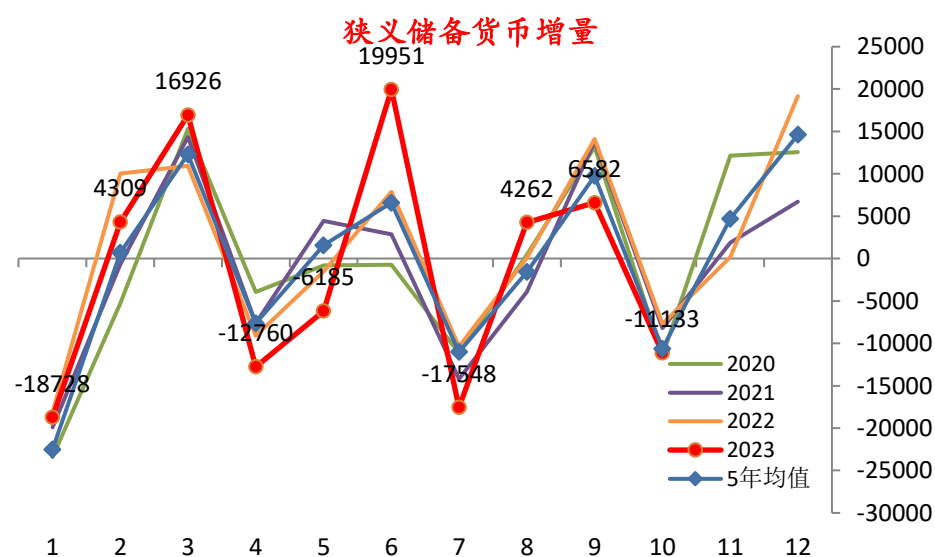
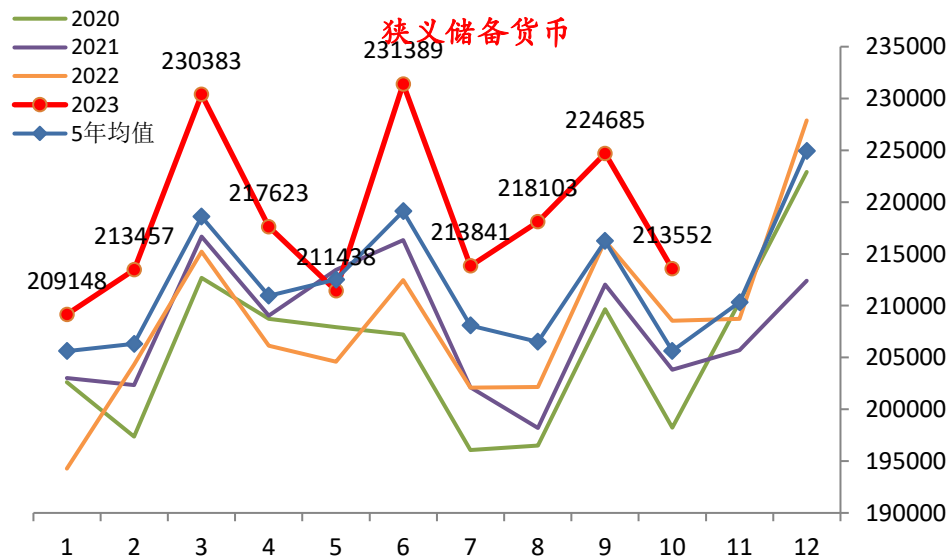
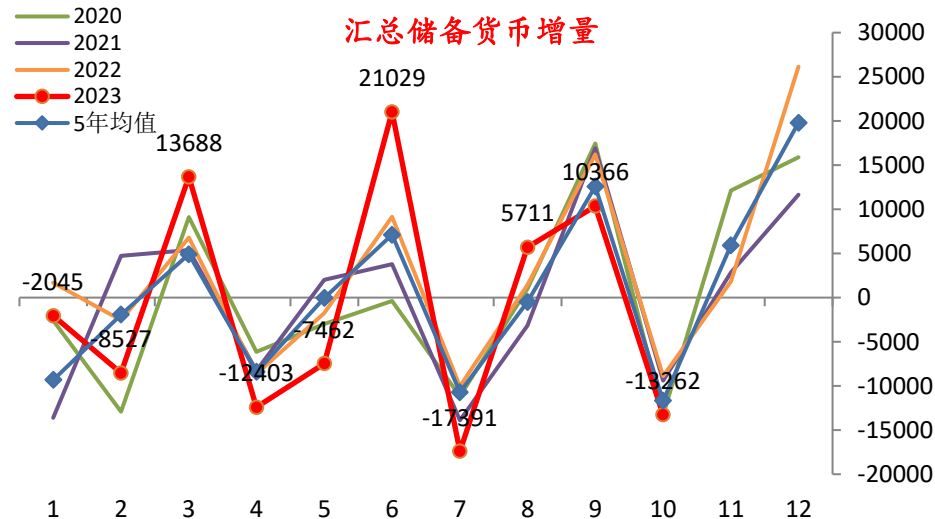
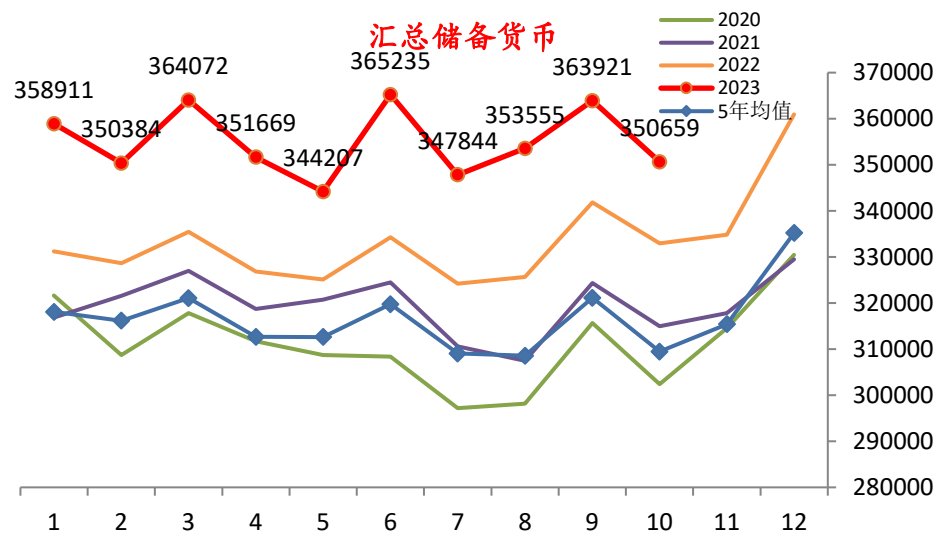
- 国外净资产=国外资产-国外负债

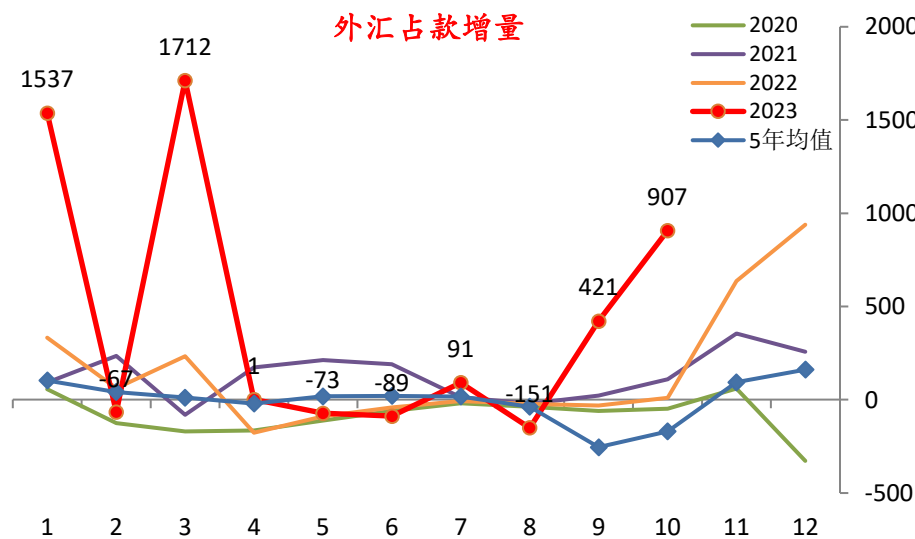
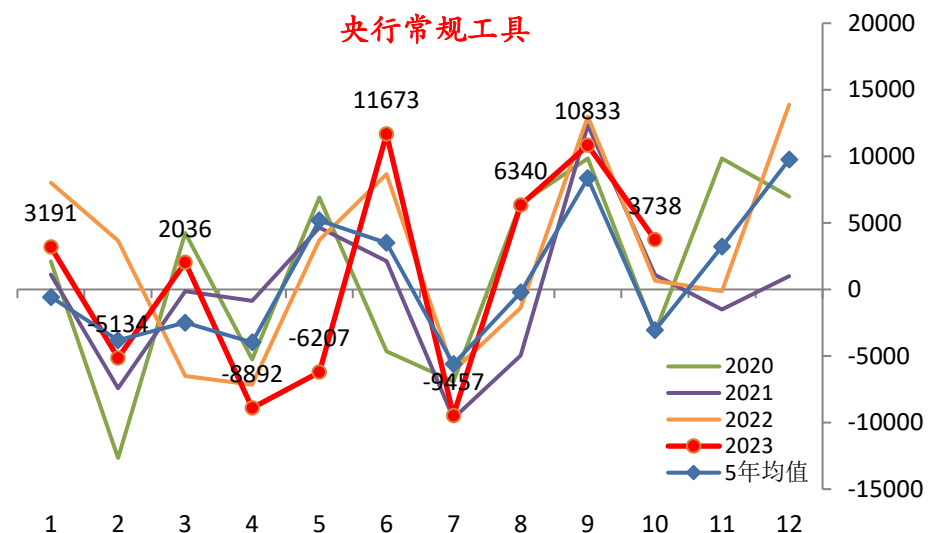
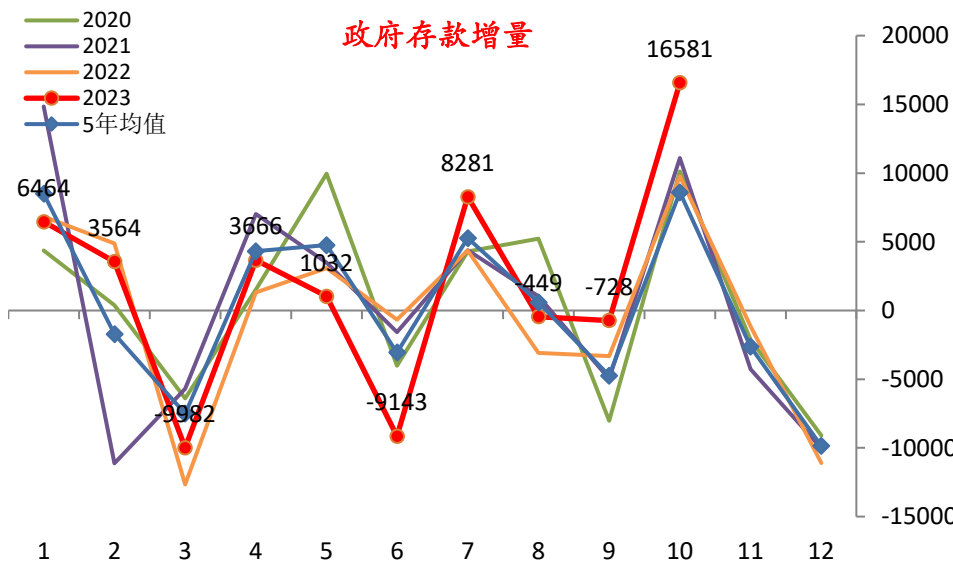
- 汇总储备货币和狭义储备货币增速均继续回落。
- M2同比增速基本维持不变，货币扩张速度减慢趋势暂时放缓。



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

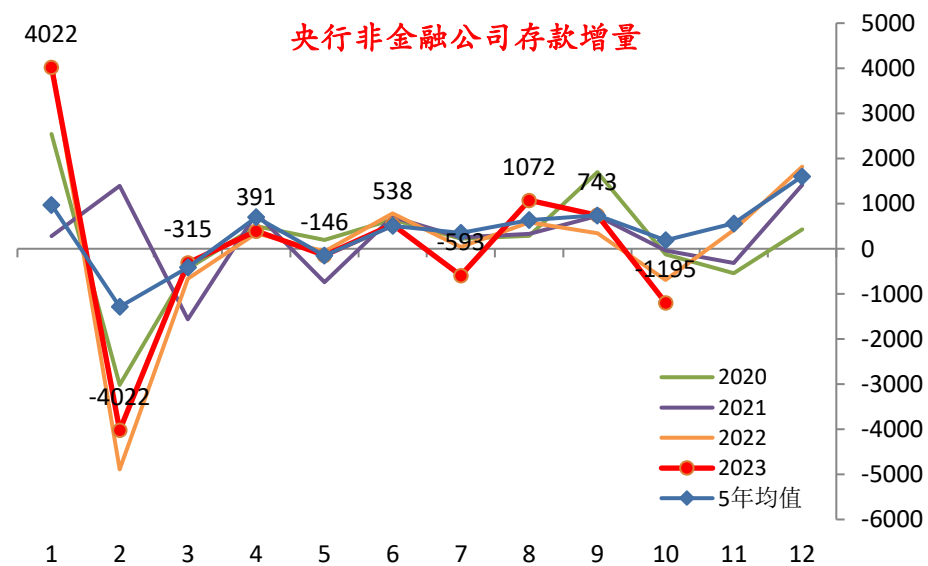
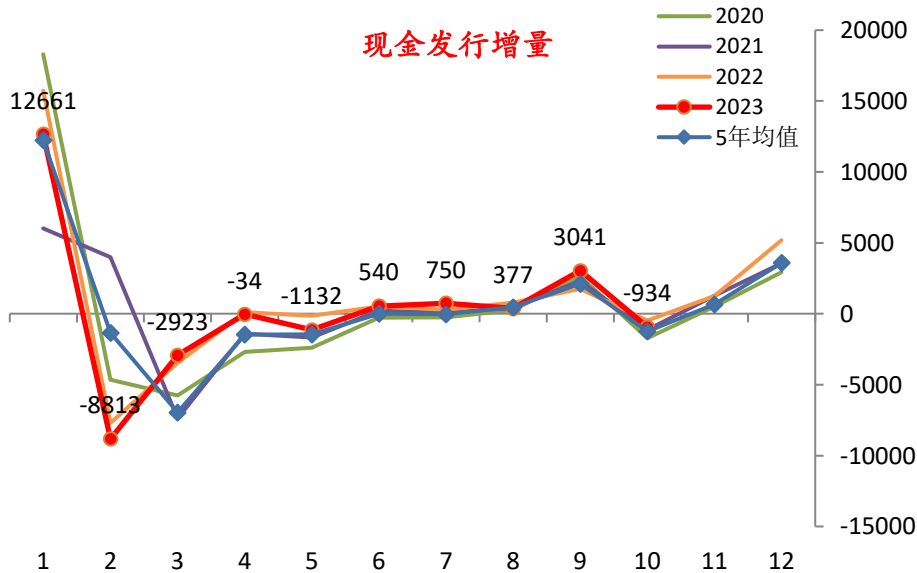
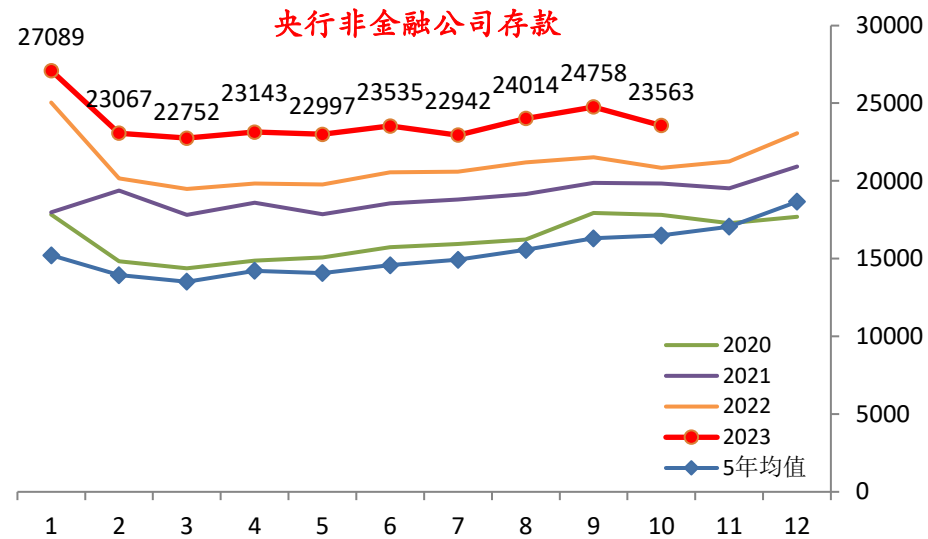
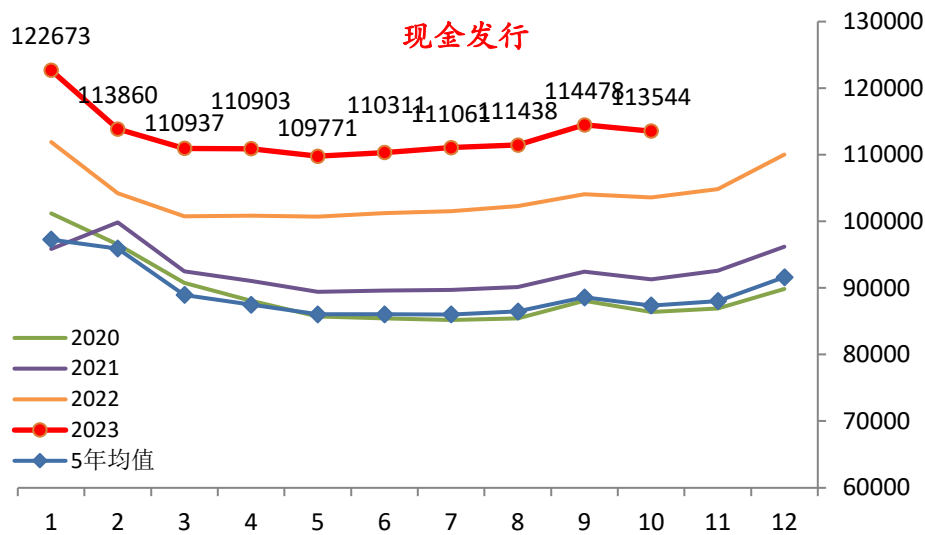
- 边际上看，汇总储备货币和狭义储备货币增量符合季节性。
- 储备货币继续年内高波动特征，与其他主要指标一致。





- 边际上看，政府存款增量大幅上升，表现超过季节性。10月融资增量明显上升以及财政小幅盈余，均推动存款增量走升。
- 央行常规工具投放量高于季节性。或反映短期资金面波动之下流动性投放节奏加快。
- 外汇占款增量继续加速上升，国外资产总量也有所增加。贬值压力下降后央行开始向外汇市场投放流动性。

- 现金发行量季节性回落，非金融公司存款回落幅度明显超过季节性。



- 有效准备金数量下降，限制商业银行扩表速度。

央行 - 2023年10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	232046	3.25%	1108	<b>有效准备金</b>	<b>213552</b>	<b>2.40%</b>	<b>-11133</b>
主动项:	OMO	173648	14.40%	3738	损漏:货币发行	113544	9.62%	-934
				损漏:政府存款	60560	13.18%	16581	
				损漏:非金融公司存款	23563	13.09%	-1195	
	总资产	433260	8.62%	5905	总负债	433260	8.62%	5905

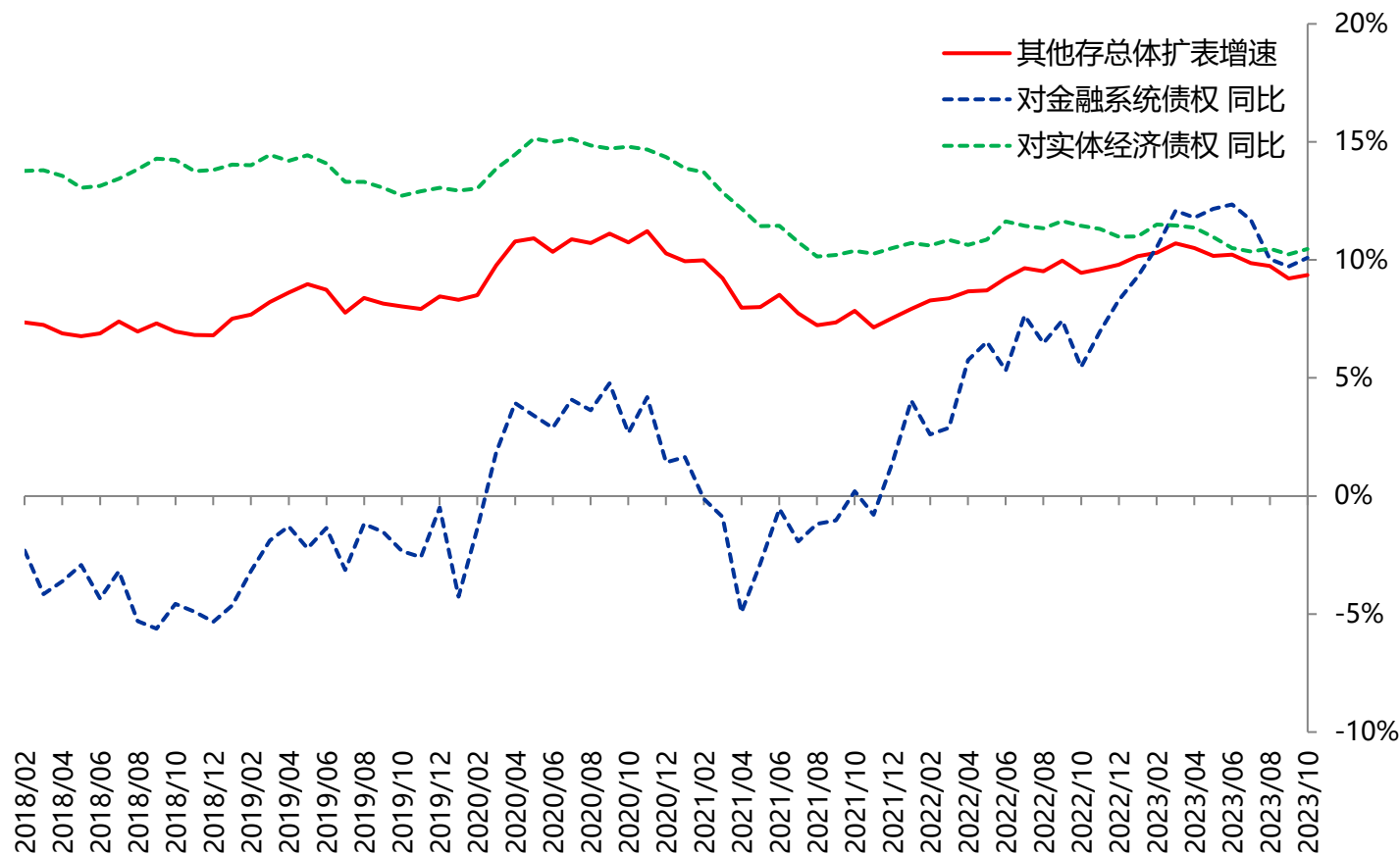
其他存款性机构 (商行) - 2023年10月								
资产				负债				
项目	规模	同比	当月变化	项目	规模	同比	当月变化	
基础资产:	<b>准备金</b>	<b>217034</b>	<b>2.32%</b>	<b>-11165</b>	企业存款	1089188	5.42%	-6046
	同业资产	369547	13.31%	-4528	个人存款	1349790	16.35%	-6439
	其他金融机构净债权	-20598	5.88%	-15972	证券保证金	279765	4.74%	3687
主动扩表:	政府债权	541499	15.81%	13490				
	企业债权	1657372	11.28%	4735				
	个人贷款	777904	5.44%	-420				
	主动扩表合计	2976775	10.47%	17806	M2	2882276	10.31%	-14383
	总资产	4052923	9.35%	-7114	总负债	4052923	9.35%	-7114

- 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10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>4052923</b>	<b>-7114</b>	<b>总负债</b>	<b>4052923</b>	<b>-7114</b>
国外资产	77545	-668	对非金融机构及住户负债	2528982	-12282
储备资产	222013	-11411	： 纳入广义货币的存款	2438977	-12485
： 准备金存款	217034	-11165	： 单位活期存款	566131	-3060
： 库存现金	4979	-246	： 单位定期存款	523057	-2987
对政府债权	541499	13490	： 个人存款	1349790	-6439
： 其中对中央政府	541499	13490	： 不纳入广义货币的存款	52206	309
对中央银行债权	167	8	： 可转让存款	20103	1187
对其他存款性公司债权	369547	-4528	： 其他存款	32103	-878
对其他金融机构债权	263495	-11512	： 其他负债	37798	-107
对非金融机构债权	1657372	4735	对中央银行负债	160311	5065
对其他居民部门债权	777904	-420	对其他存款性公司负债	116930	-5948
其他资产	143382	3191	对其他金融性公司负债	284092	4460
			： 计入广义货币的存款	279765	3687
			国外负债	16072	789
			债券发行	415048	1514
			实收资本	56585	385
			其他负债	474904	-1096

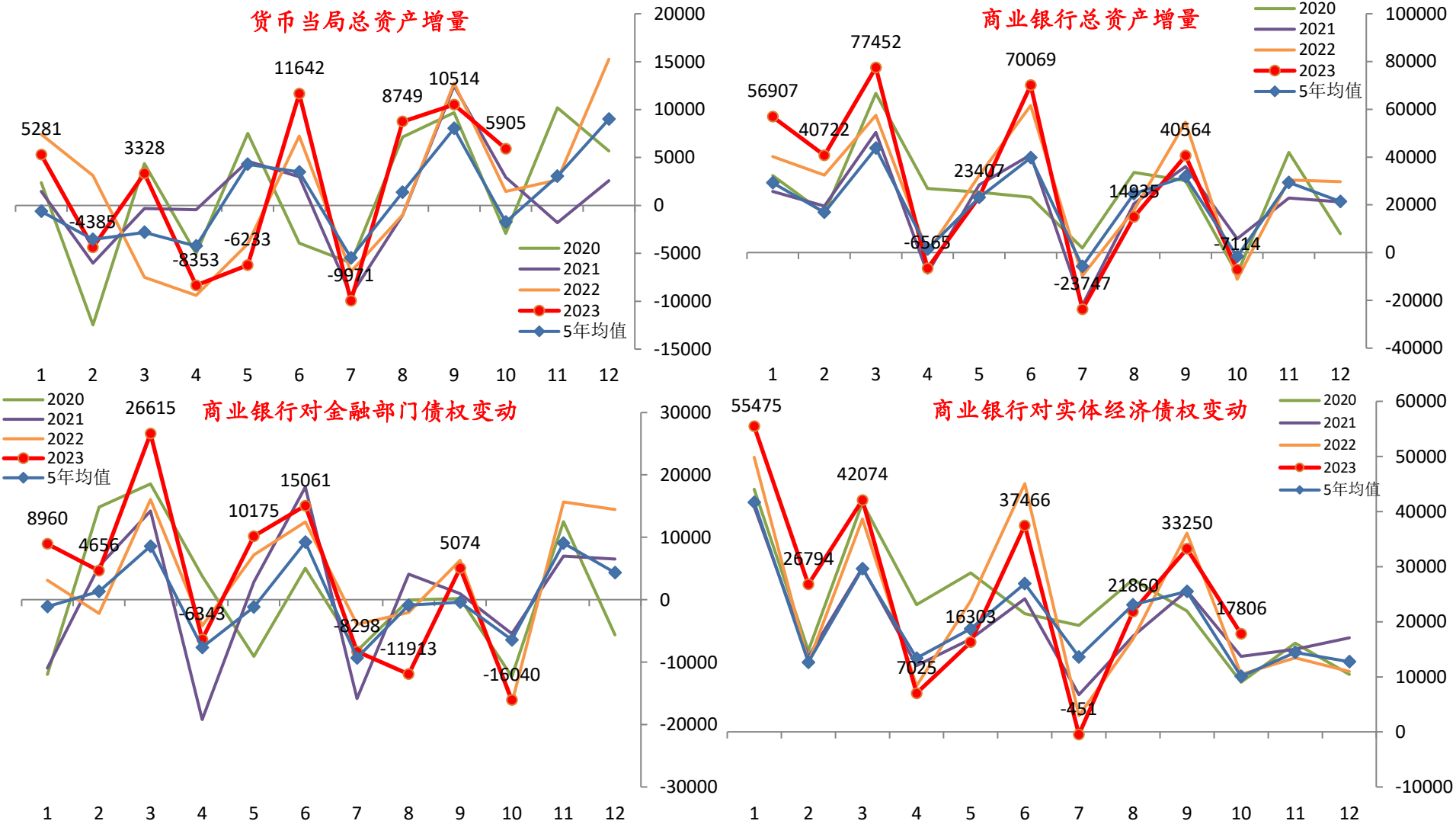
- 本文对金融机构定义与央行一致。
- “其他存”、“商业银行”和“商行”口径等于其他存款性公司。
- “非银金”和“其他金”口径一致，均等于非银金融性公司。

- 商业银行总体扩表增速以及对金融和实体经济扩表增速全面回升。

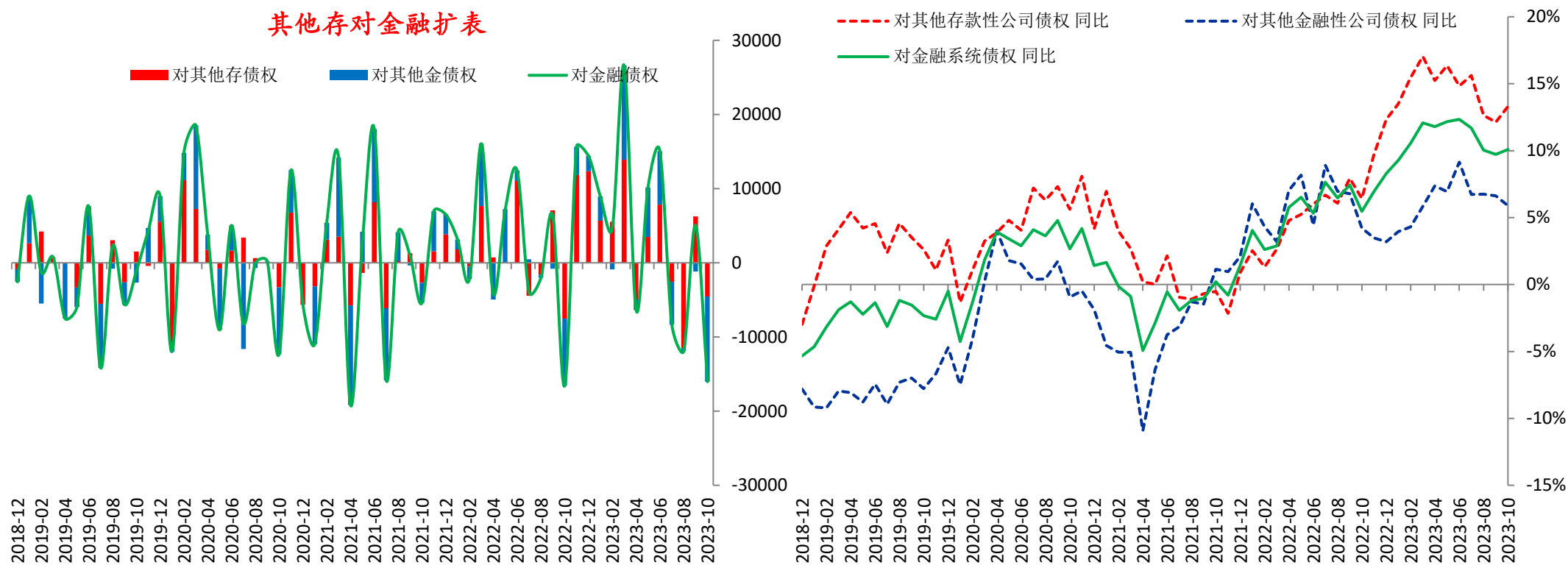


- 总体扩表增速=商业银行总资产同比增速
- 金融系统=其他存债权+非银金债权
- 对非金债权=对政府债权+对企业债权+对居民债权

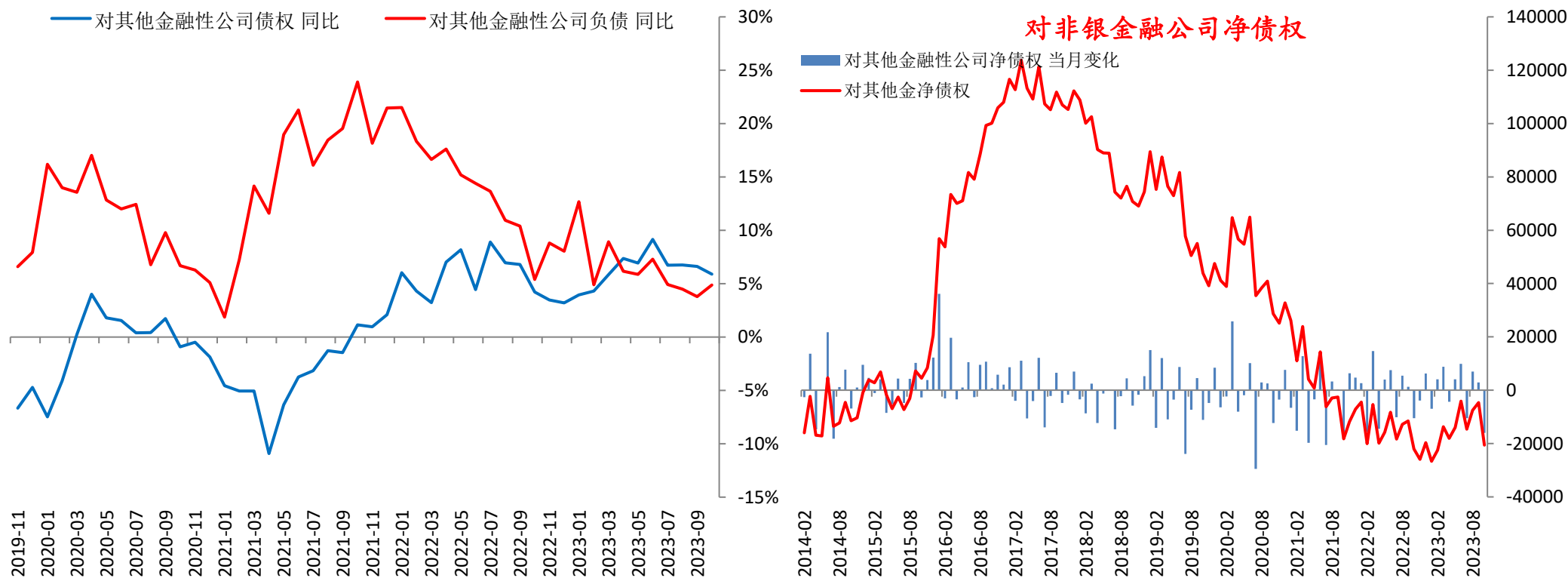
- 边际来看，央行资产负债表增量回落但表现强于季节性，且明显高于去年同期。
- 商业银行总资产增量超季节性下降。其中对金融从前期高位明显下行，对实体经济仍位于高位。



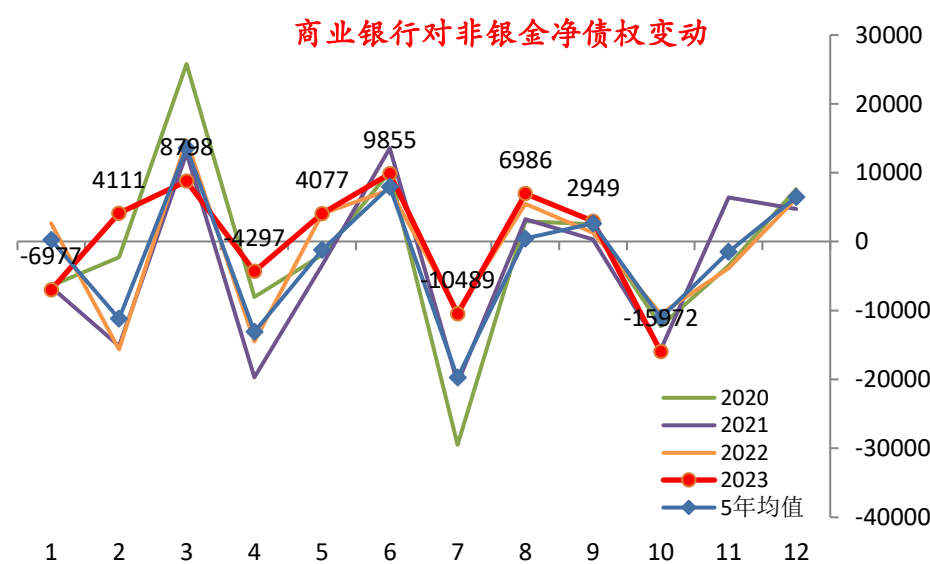
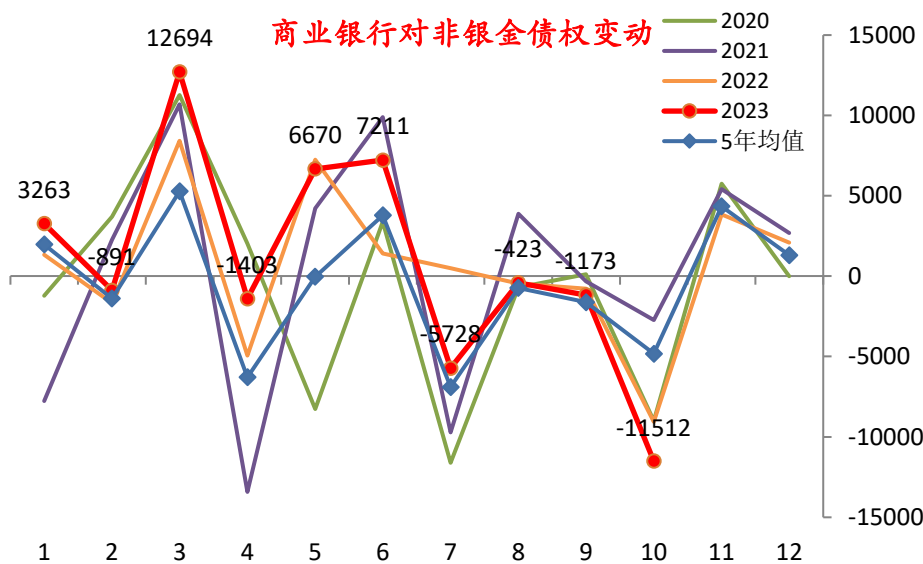
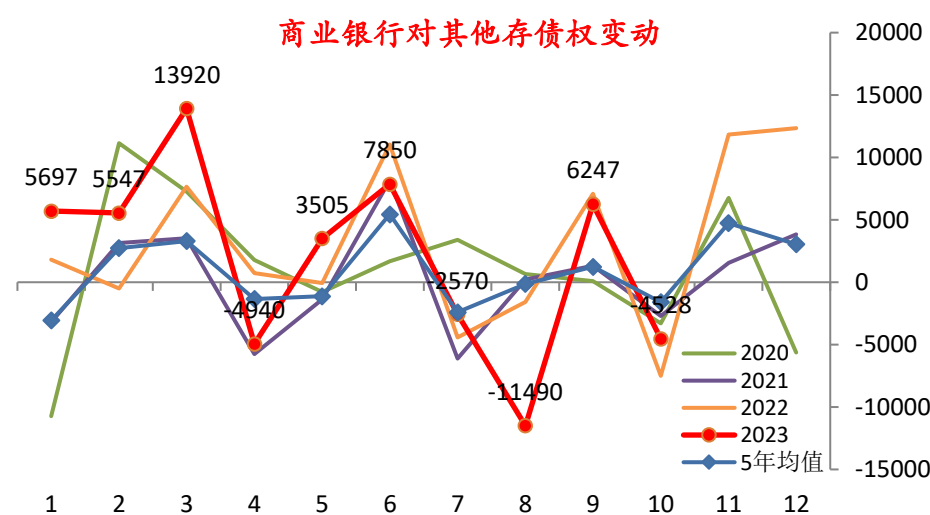
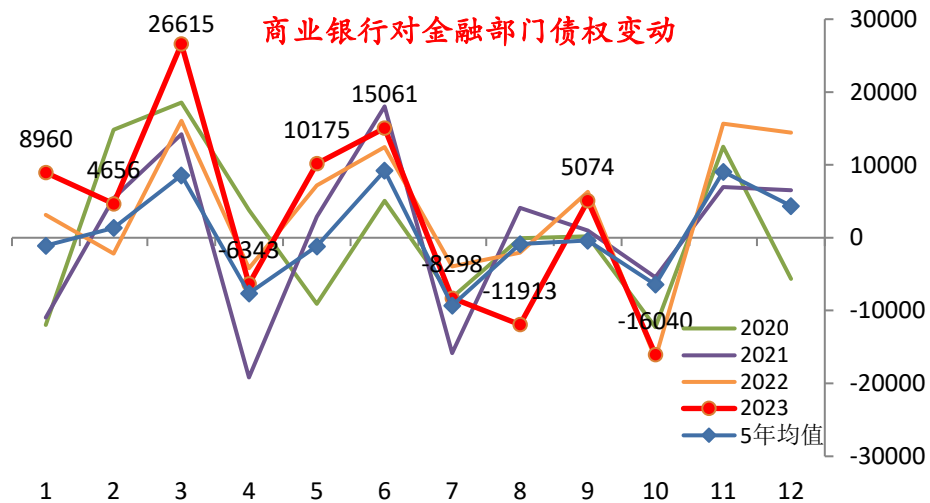
- 商业银行对金融系统总体、对其他存扩表、对非银金均出现缩表。
- 存量同比来看，商业银行对金融、对其他存扩表增速回升，主要是低基数影响。对非银金扩表增速放缓。



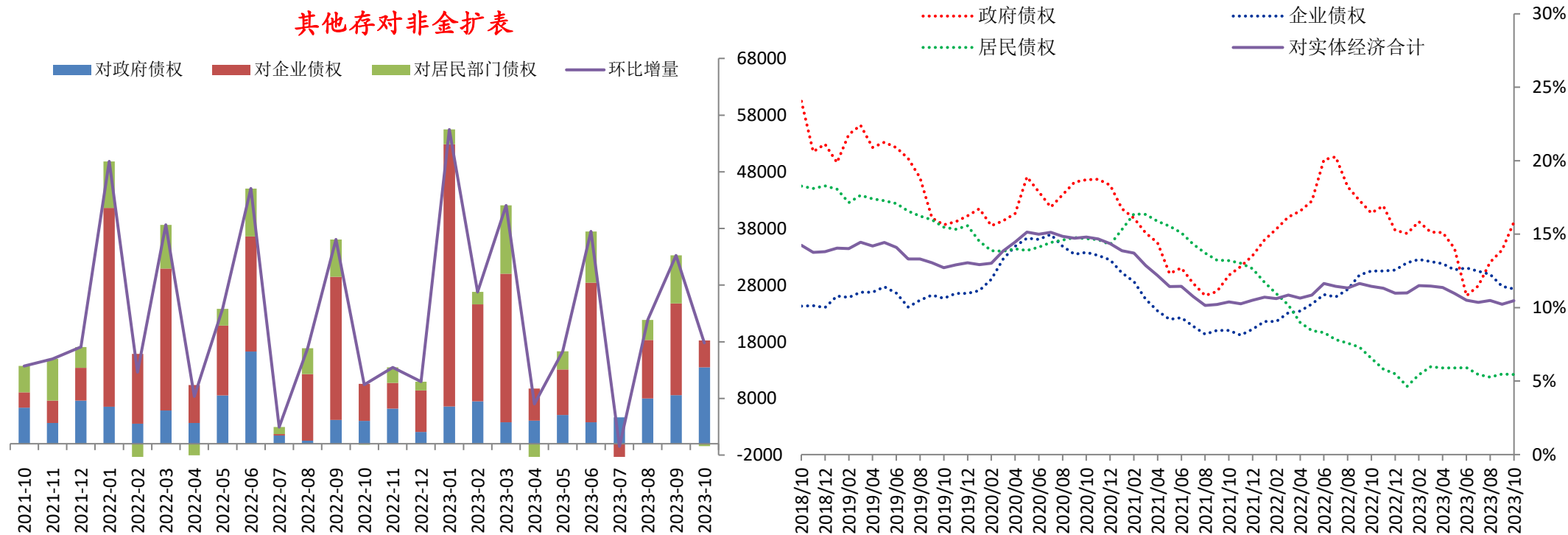
- 对非银金债权同比增速下降，负债同比增速上升。
- 商业银行对非银金净债权负值显著扩大，总体重回低位震荡趋势中。



- 边际上看，对金融部门总体、对其他存债权从高位下降而弱于季节性，对非银金扩表增量、对非银金净债权均明显弱于季节性。

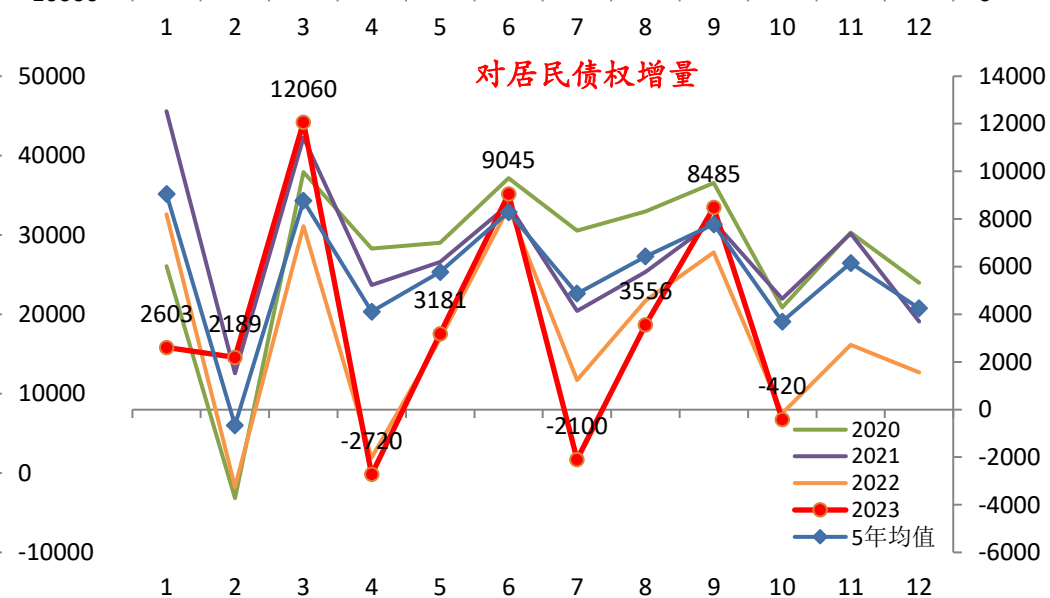
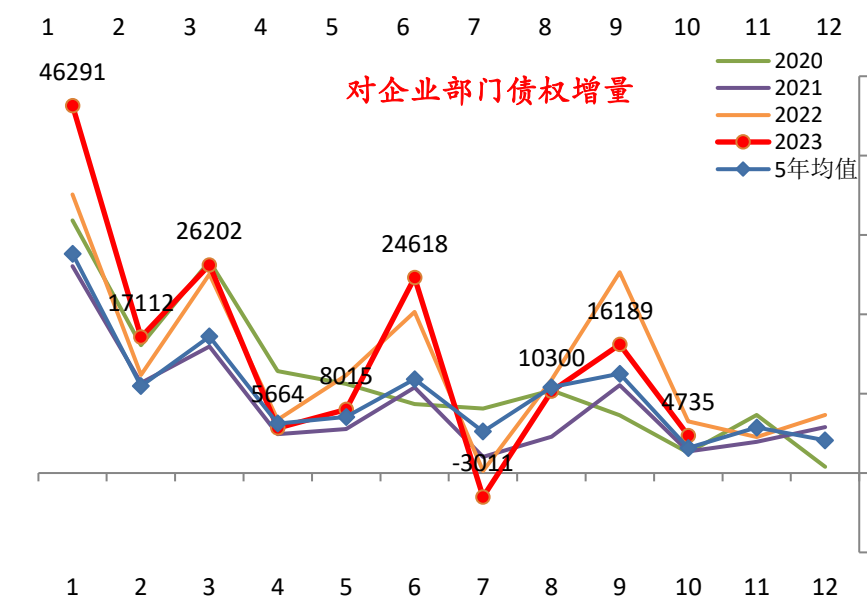
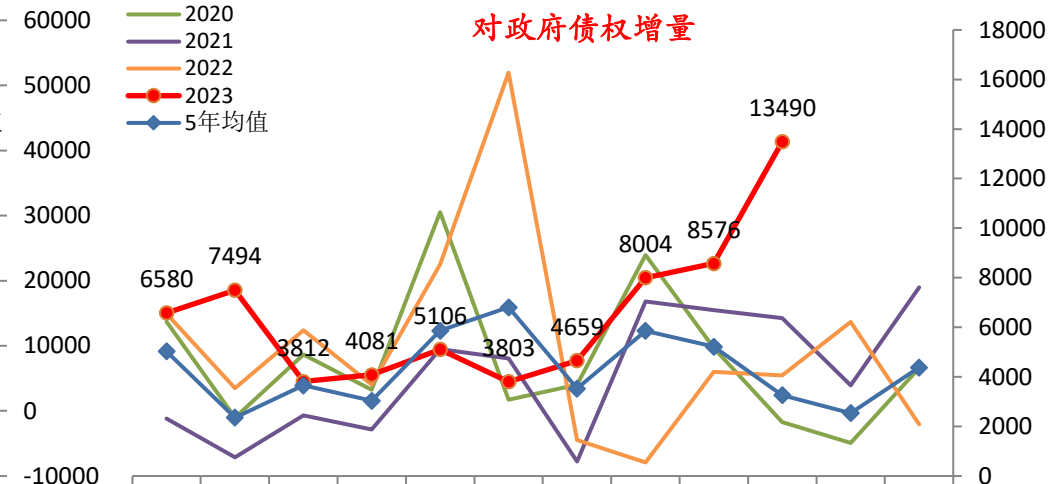
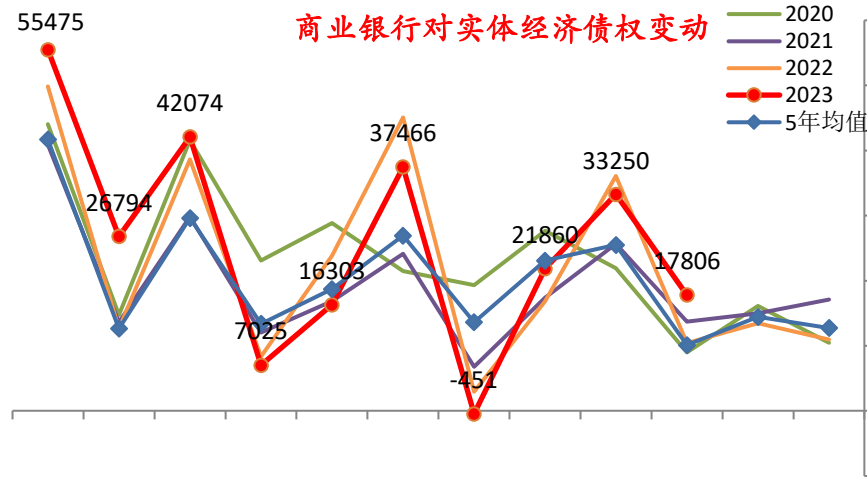


- 对实体经济扩表速度回升，是对政府扩表增速大幅加快带动，对企业债权、对居民债权增速仍在下降。
- 短期政府发债增加（特殊再融资债、1万亿增量国债等）对信用扩张支持显著，年内或将继续成为稳信用的关键方面。企业信用增量暂时维持稳定。但居民信用绝对增量和增速仍有待改善，尤其是居民中长期贷款仍是流动性进入实体经济的短板。



\*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

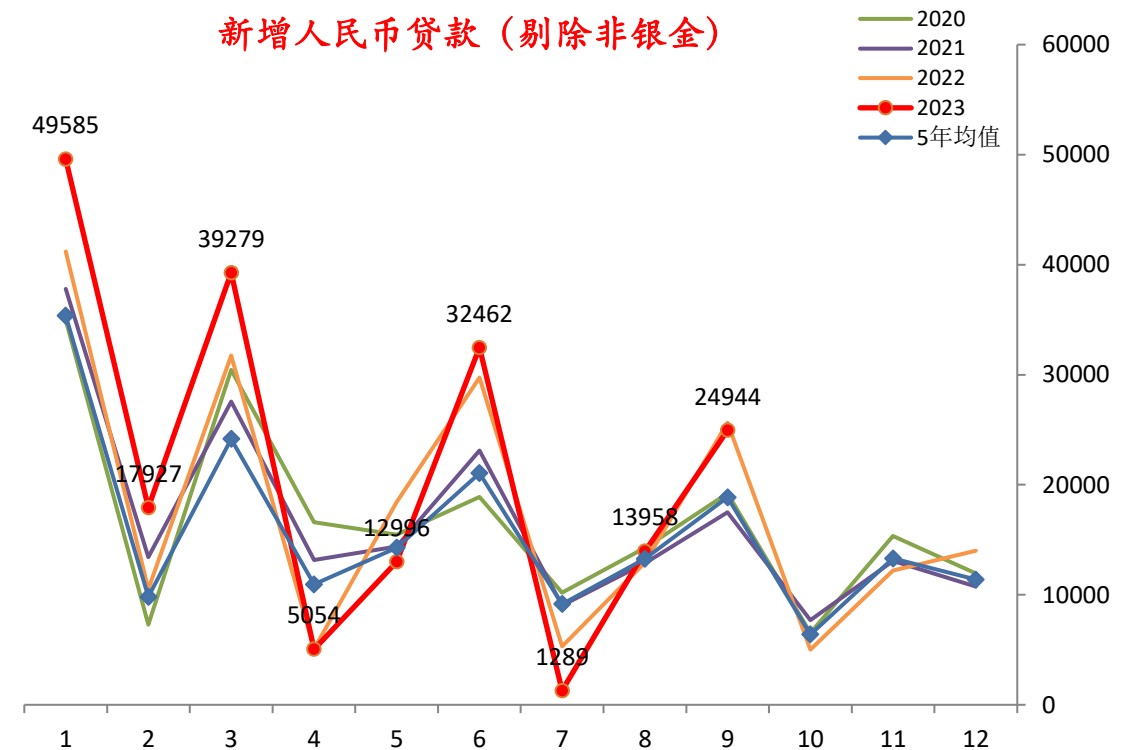
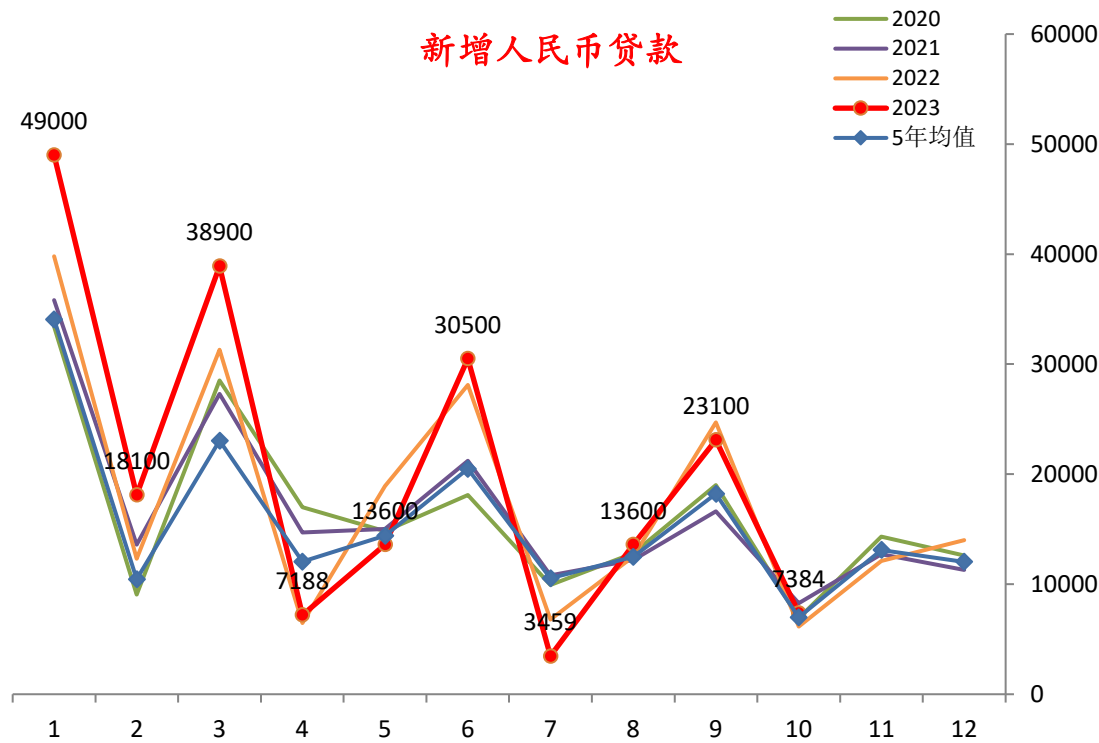
- 边际上看，商业银行对实体经济债权增量位于高。其中对政府债权增量大幅加速上升。对企业债权季节性回落，高基数继续压制同比。对居民债权增量恢复至正常水平后再明显下降，未来仍需关注。



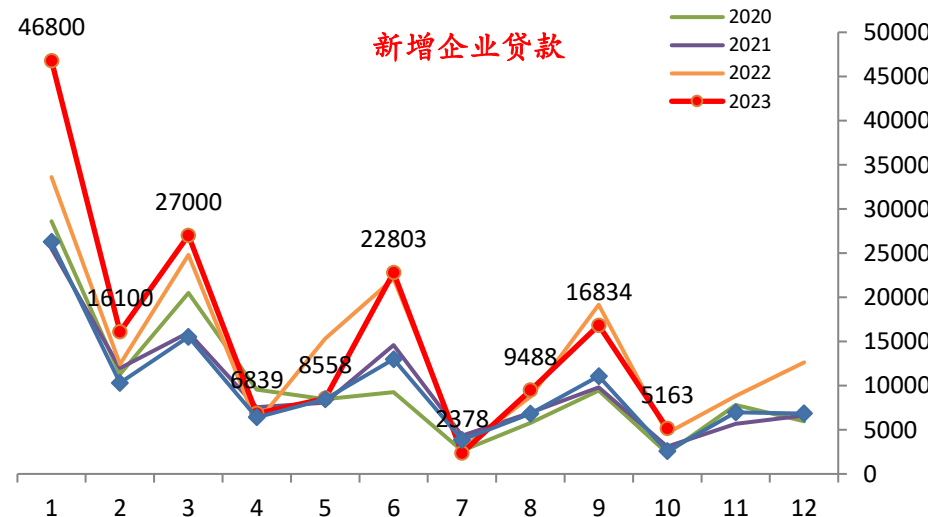
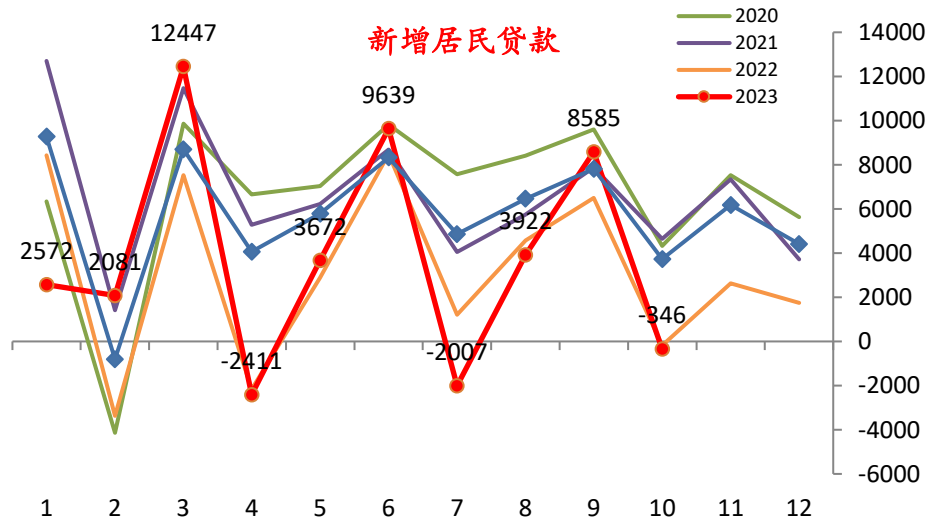
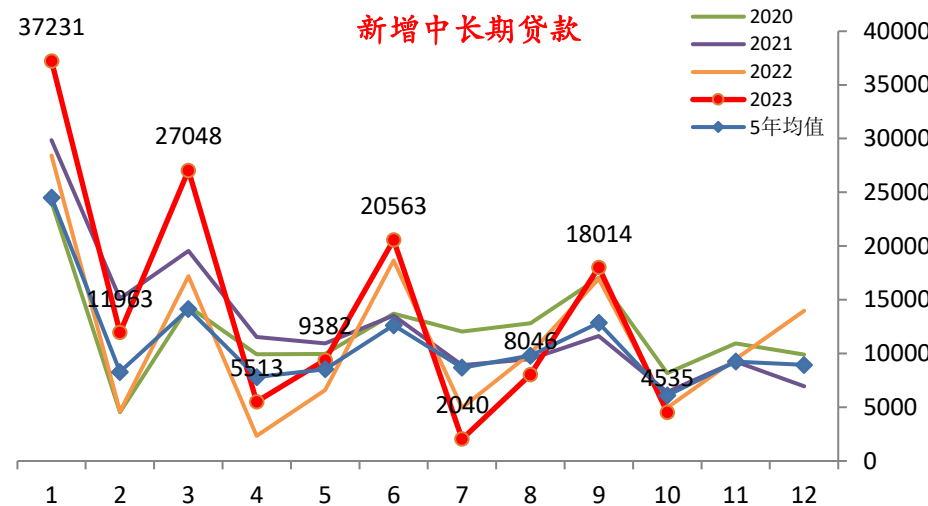
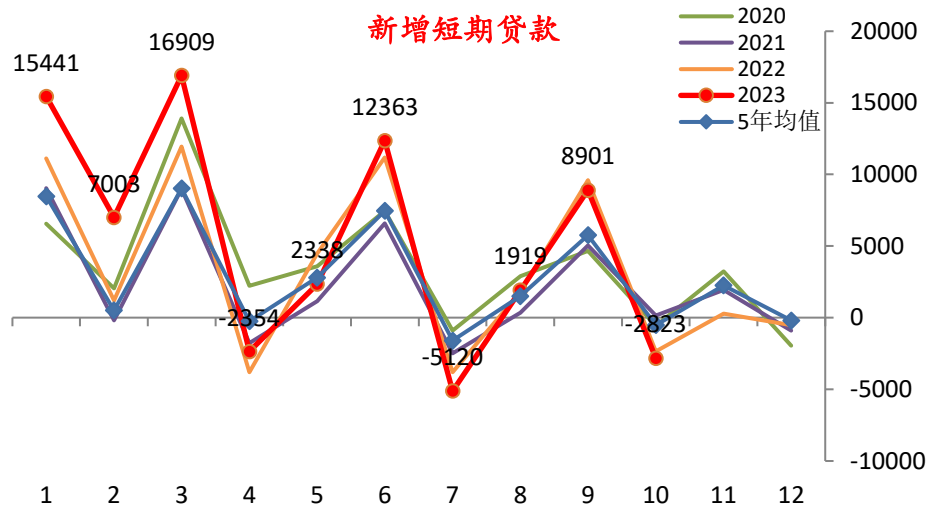
- 一. 10月表内贷款以及主要分项均出现季节性回落。居民短贷较去年同期和5年均值偏弱，长贷高位回落、季节性波动放大。企业短贷、中长贷稳中回落，与去年同期和季节性一致。
- 二. 票据贴现对冲表外票据回落，总体票据强于季节性。票融与短贷合计的短融仍高于5年均值，显示企业融资获得的经营流动性稳定。
- 三. 广义社融符合季节性，但狭义社融弱于季节性。表外分项中委托贷款、股票融资偏低，其他变动不大。政府融资飙升受特殊再融资债和1万亿增量国债影响。
- 四. 情况显示，地产宽松推动9月和10月房屋销售超季节性，居民长贷修复有助于流动性进入实体经济，但居民部门10月再度去杠杆，未来仍存不确定性。政府融资是支持广义社融主因，且有助于基建稳定、地方债化解，促进流动性进入实体经济。

10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	-346	-166	-5	38154	4234	8585	-8931
其中：短期	-1053	-541	-14	16447	6059	3215	-4268
其中：中长期	707	375	10	21707	-1825	5470	-4763
非金融性公司	5163	537	70	161963	12537	16834	-11671
其中：短期	-1770	73	-24	38130	7173	5686	-7456
其中：中长期	3828	-795	52	122628	31505	12544	-8716
其中：票据融资	3176	1271	43	-179	-27084	-1500	4676
非银行业金融机构	2088	948	28	2041	677	-1844	3932
<b>合计</b>	<b>7384</b>	<b>1232</b>	<b>100</b>	<b>204831</b>	<b>17835</b>	<b>23100</b>	<b>-15716</b>

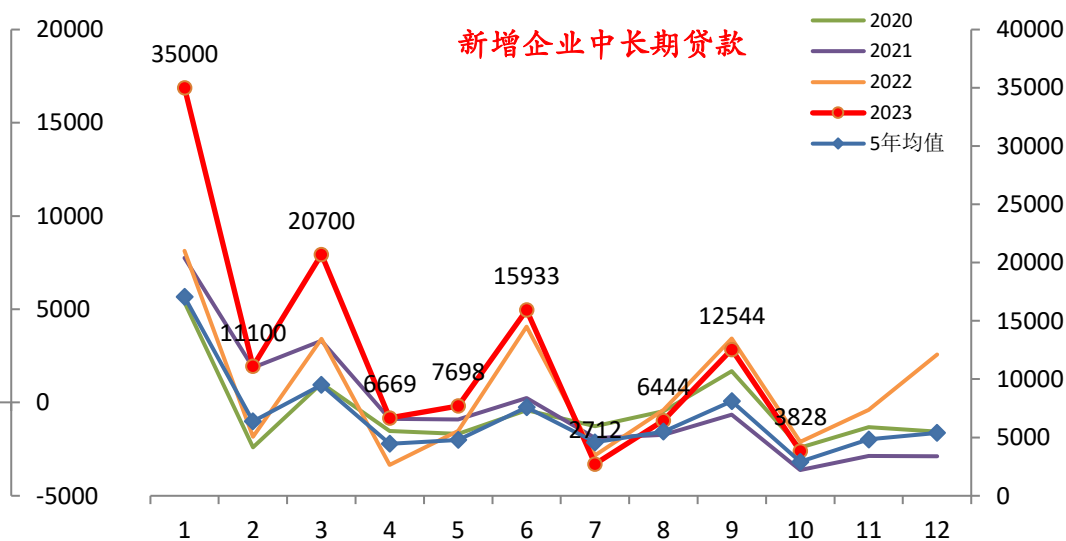
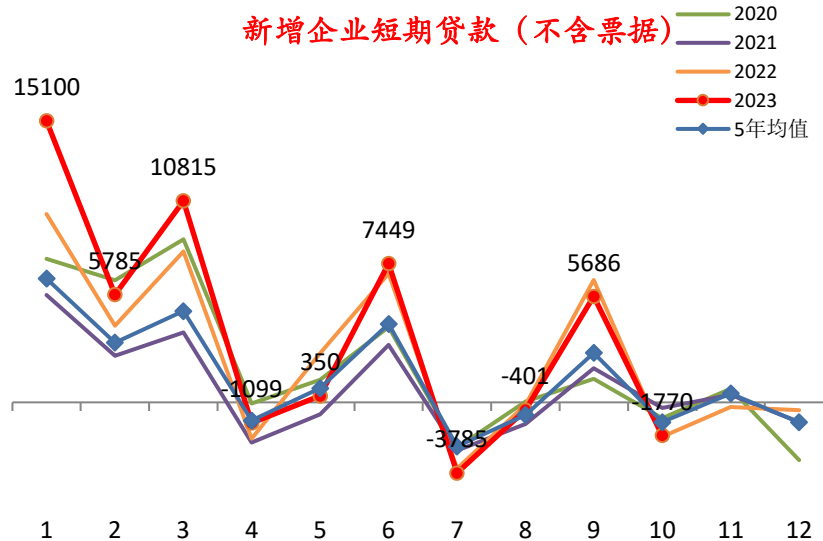
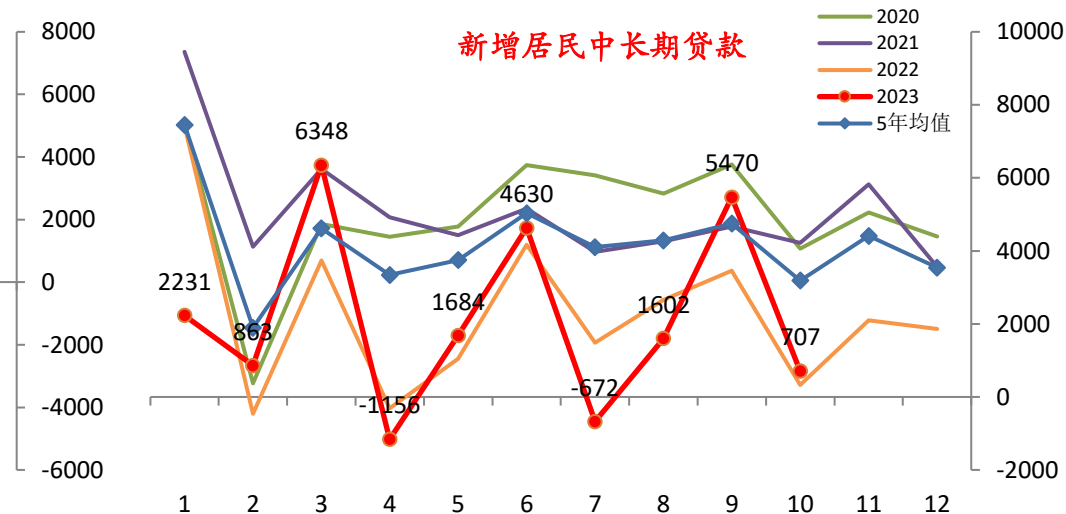
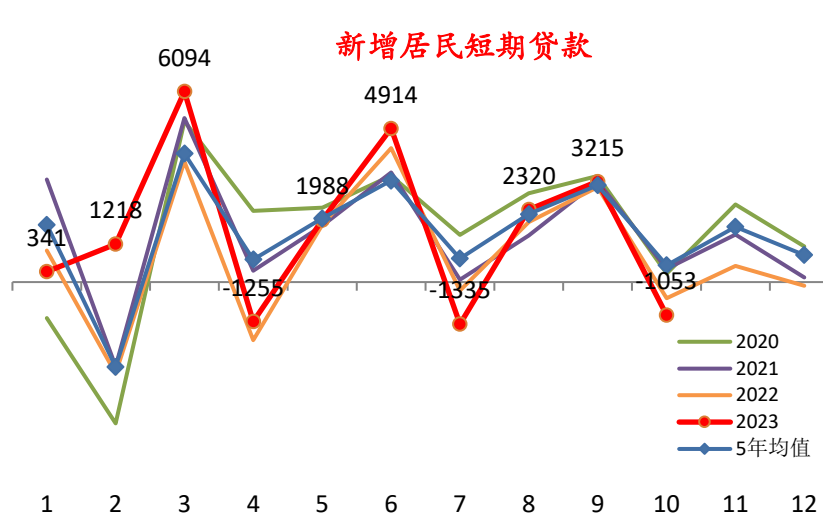
- 边际上看，表内贷款和剔除非银金的表内贷款季节性回落至5年均值附近，边际变动幅度与去年同期接近。
- 贷款增量季节性回落同时大幅波动情况不变。



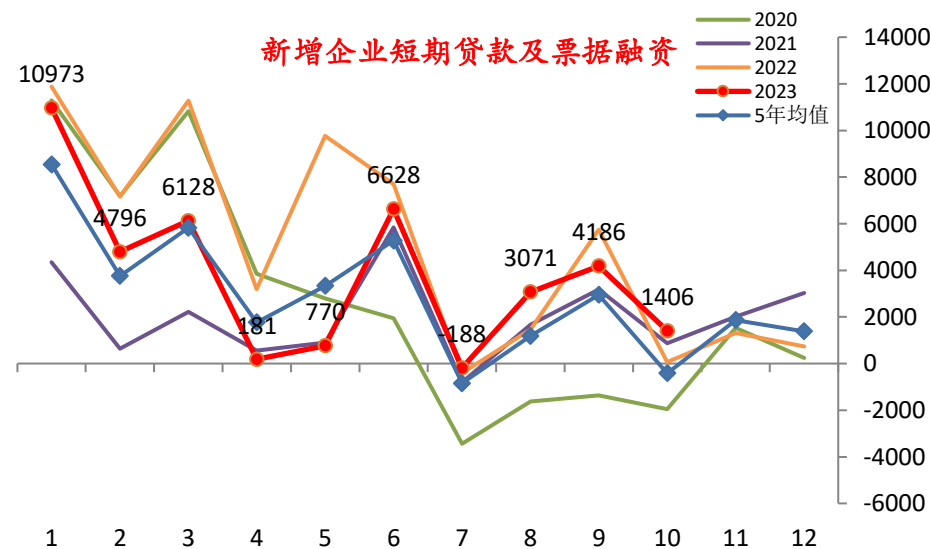
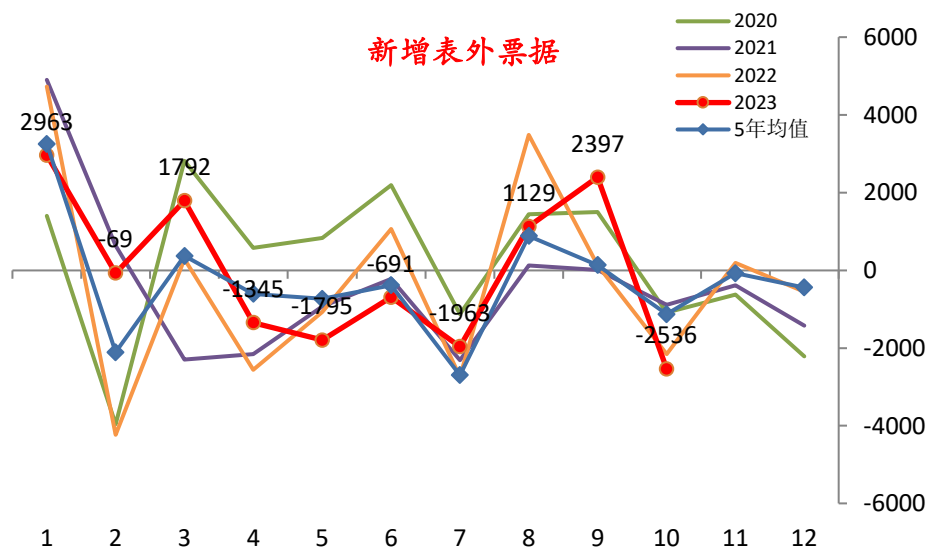
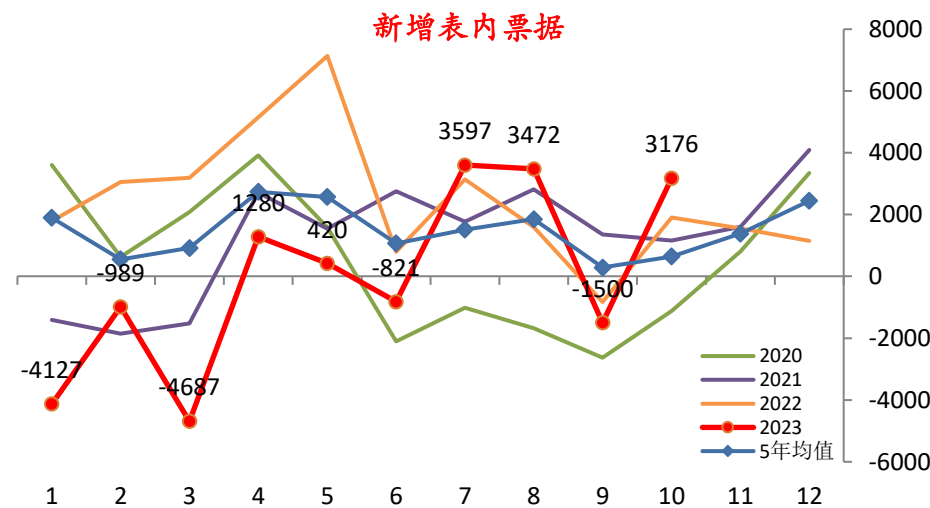
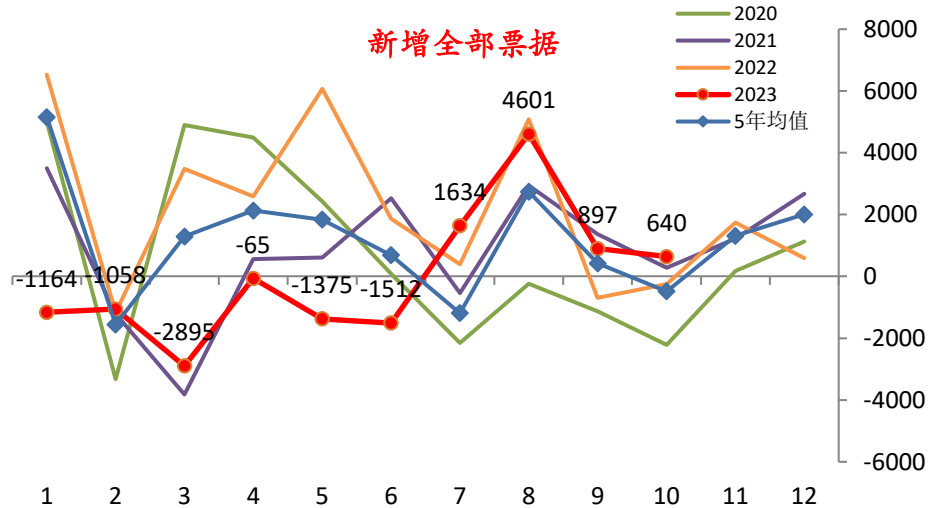
- 短期贷款、中长期贷款、居民贷款、企业贷款均出现季节性回落。



- 居民短贷弱于季节性，弱于去年同期和5年均值。居民长贷高位回落、季节性波动放大。地产宽松政策推升9月和10月房屋销售超季节性，但10月受假期影响总量偏低，未来继续关注改善步伐。居民中长期贷款修复有助于流动性进入实体经济。
- 企业短贷、中长贷稳中回落，表现仍与去年同期和季节性波动一致。



- 边际上看，总体票据略超季节性，受到表内票据大幅反弹影响。表外票据则出现显著下降。但综合9月和10月看并未偏离季节性。
- 票据融资与企业短贷合并计算的短期融资仍高于5年均值，显示金融系统对企业经营流动性仍有支持。



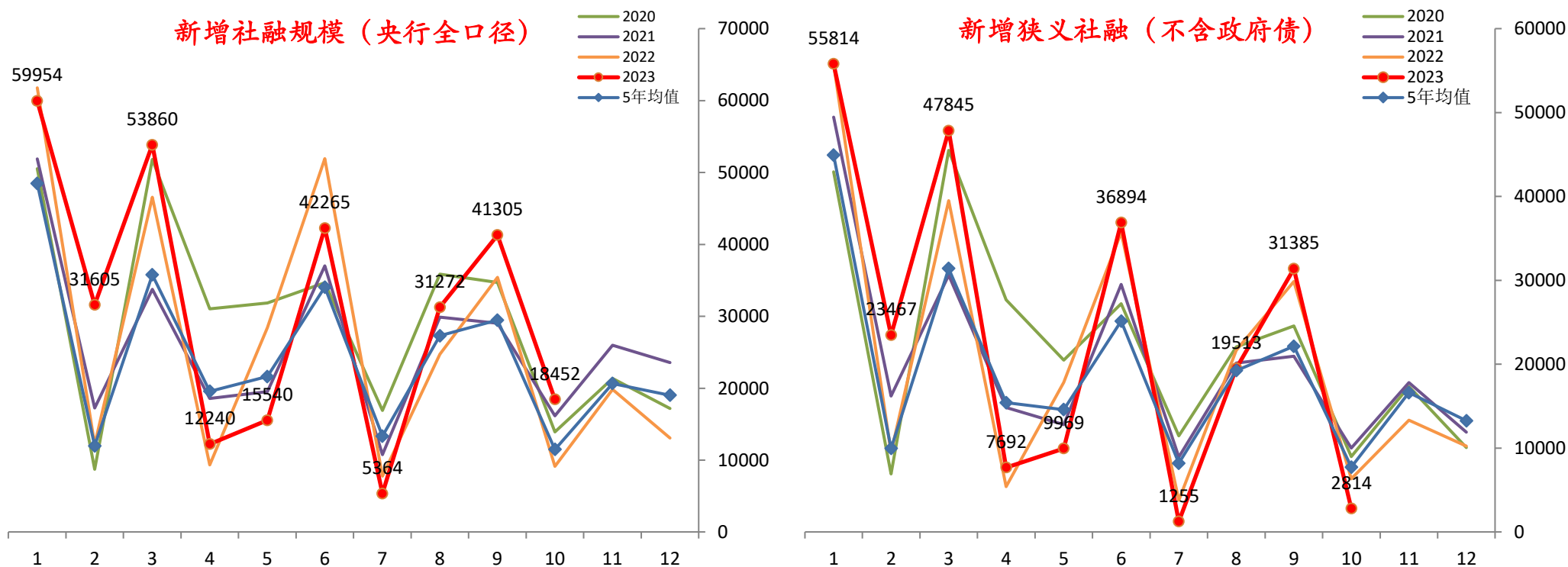
10月社会融资规模	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	规模占比 (%)	累计新增 (亿)	累计多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)
新增人民币贷款	4837	406	26.2	200037	2	25369	-20532
新增外币贷款	152	876	0.8	-1213	11	-583	735
新增委托贷款	-429	-899	-2.3	628	-41	208	-637
新增信托贷款	393	454	2.1	1032	62	402	-9
新增未贴现银行承兑汇票	-2536	-380	-13.7	-119	-105	2397	-4933
企业债券融资	1144	-1269	6.2	17444	7	629	515
非金融企业境内股票融资	321	-467	1.7	7065	5	326	-5
政府债券	15638	12847	84.7	75238	22	9920	79
存款类金融机构资产支持证券	-2530	-2398	-13.7	-4645	-120	-172	-2358
贷款核销	427	101	2.3	7879	6	1799	-1372
<b>合计</b>	<b>18452</b>	<b>9318</b>	<b>100.0</b>	<b>311900</b>	<b>6</b>	<b>41305</b>	<b>-22853</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

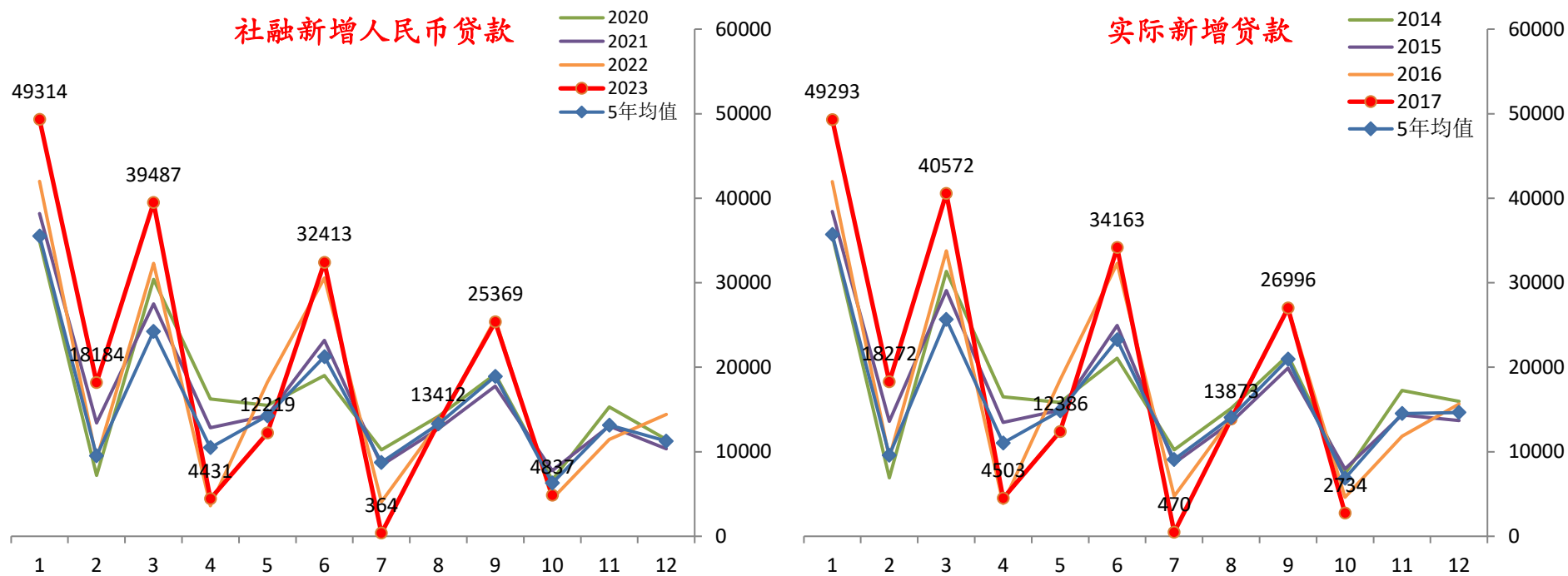
10月不同期限融资	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)	新增占比 (%)
企业短期贷款	-1770	73	5686	-7456	-43%
已贴现票据	3176	1271	-1500	4676	77%
未贴现票据	-2536	-380	2397	-4933	-61%
<b>企业短期融资合计</b>	<b>-1130</b>	<b>964</b>	<b>6583</b>	<b>-7713</b>	<b>-27%</b>
企业中长期贷款	3828	-795	12544	-8716	93%
委托贷款	-429	-899	208	-637	-10%
信托贷款	393	454	402	-9	10%
债券融资	1144	-1269	629	515	28%
股票融资	321	-467	326	-5	8%
<b>企业中长期融资合计</b>	<b>5257</b>	<b>-2976</b>	<b>14109</b>	<b>-8852</b>	<b>127%</b>

- 边际上看，央行口径广义社融基本符合季节性，但排除政府债的狭义社融高位回落而明显不及季节性。



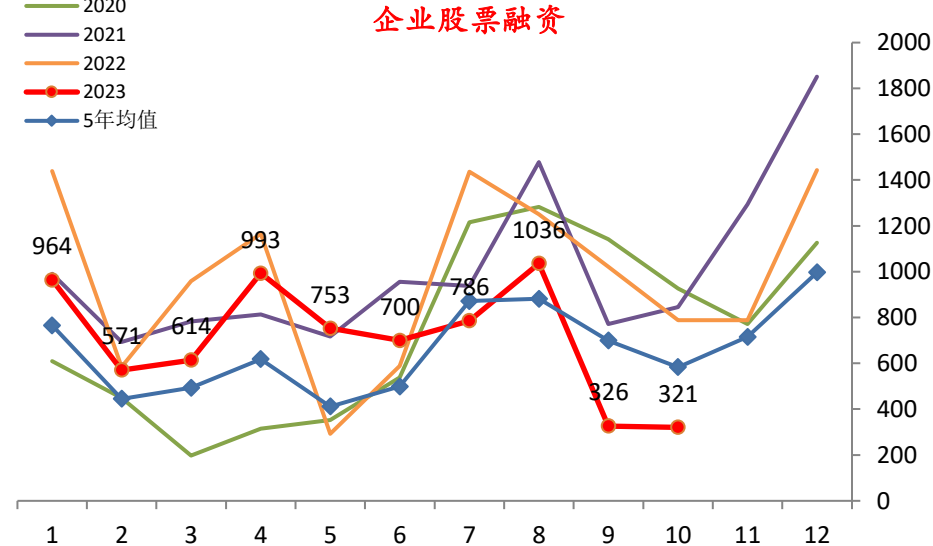
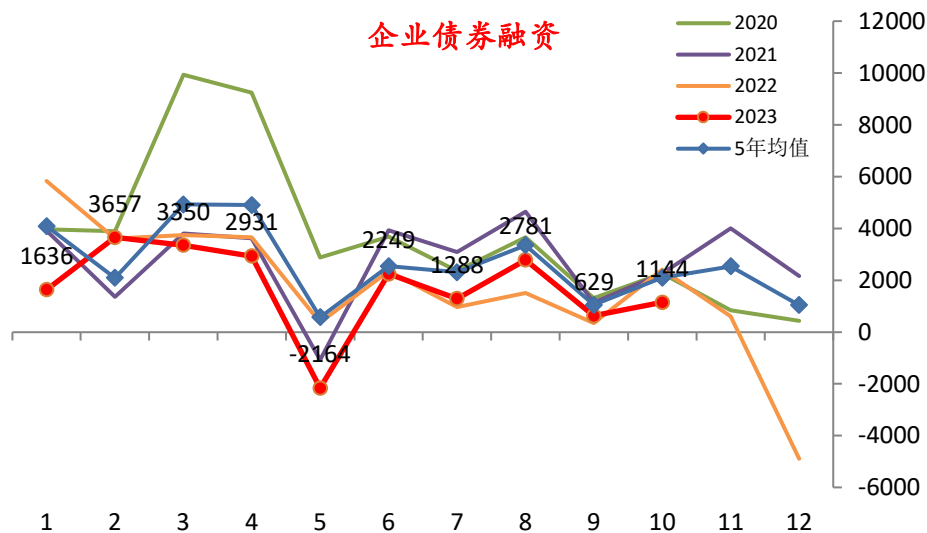
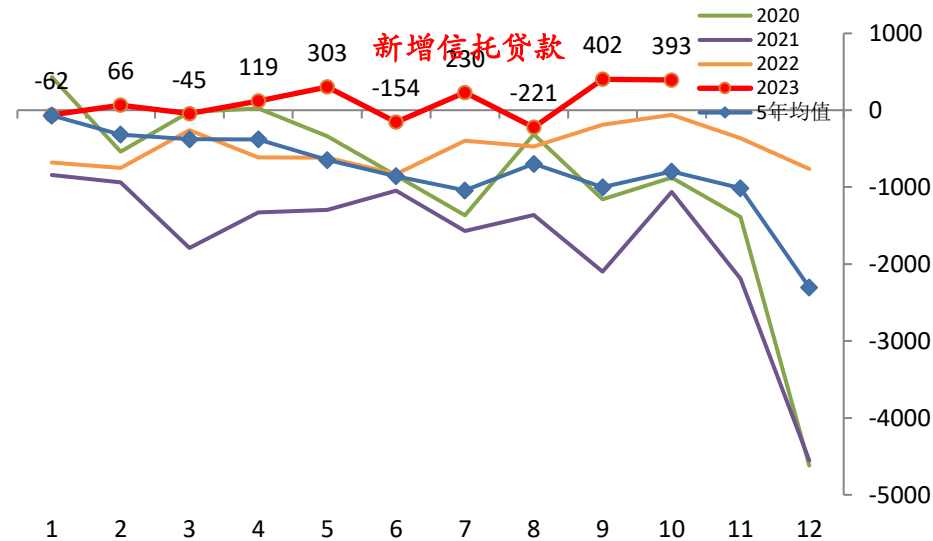
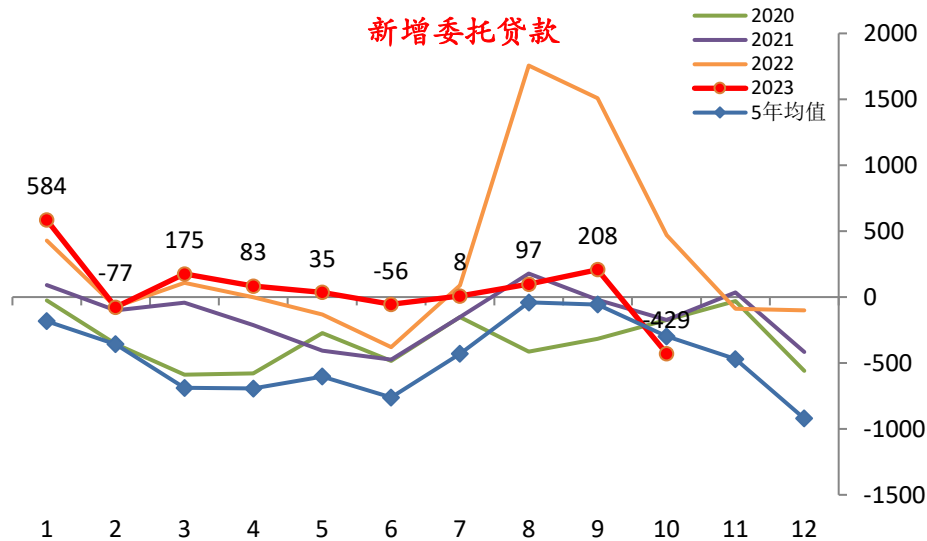
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债

- 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有明显下降，也呈现大幅波动特性。

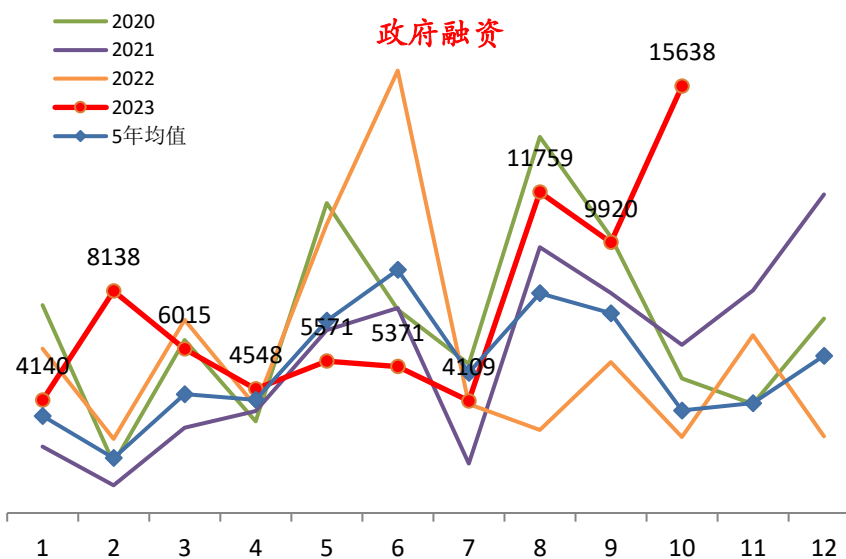
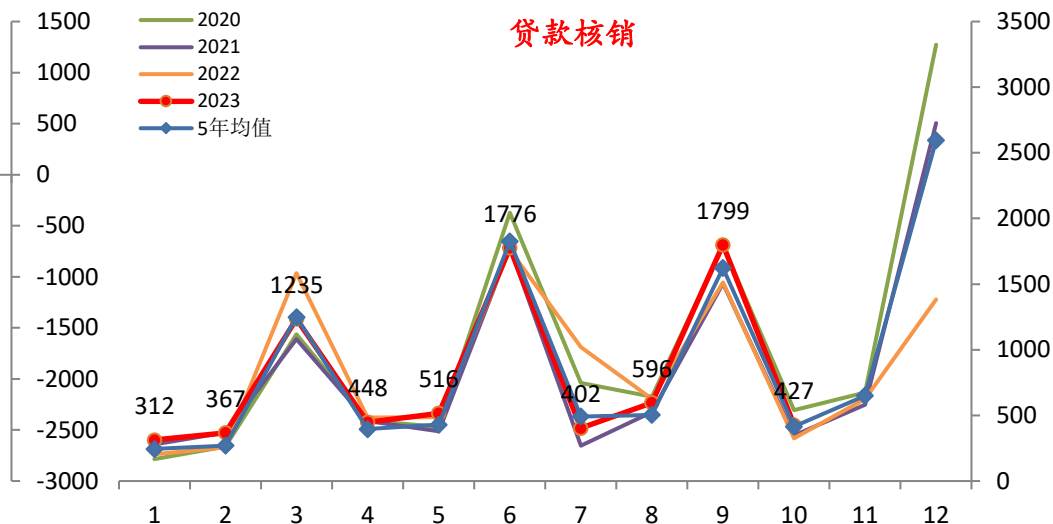
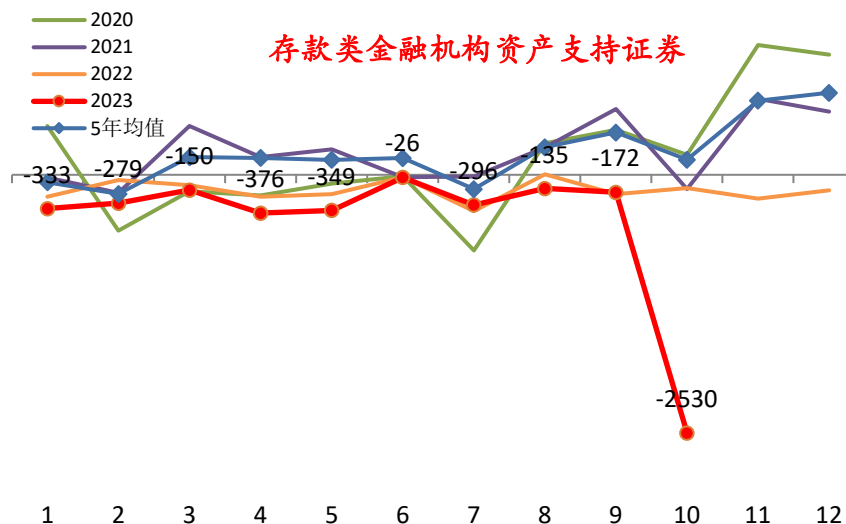


- $实际新增贷款 = 新增人民币贷款 (社融口径下) + 贷款核销 + 存款类金融机构资产支持证券$

- 边际上看，表外分项中委托贷款下降较明显，信托贷款、债券融资基本持稳。股票融资仍位于低位。



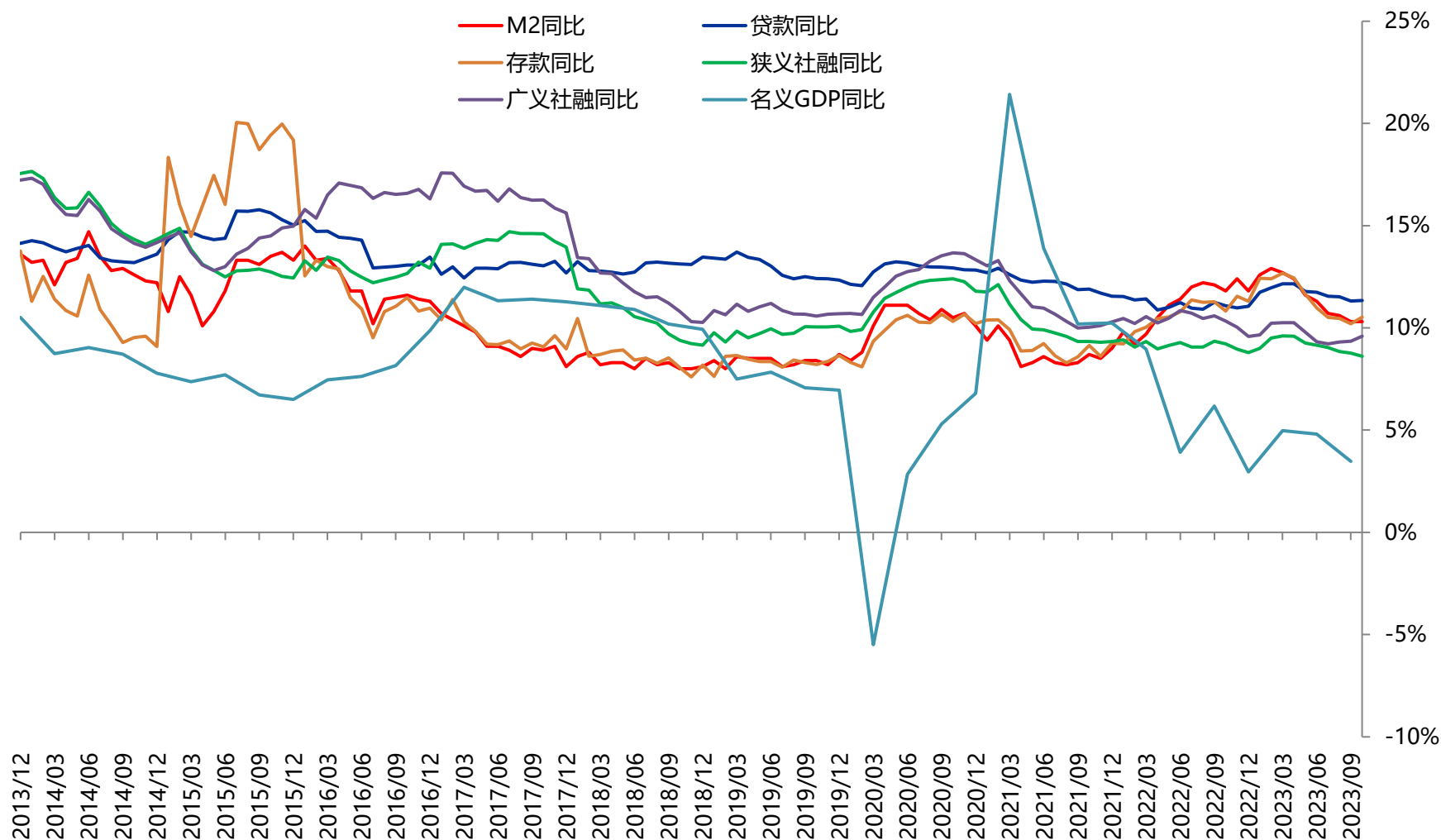
- 其他融资方面，政府融资净增量飙升，特殊再融资债和1万亿增量国债影响显著。这也是支持广义社融表现明显强于狭义社融的主要原因。有利于基建资金稳定、地方债务化解，将继续促进流动性进入实体经济。



- 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。

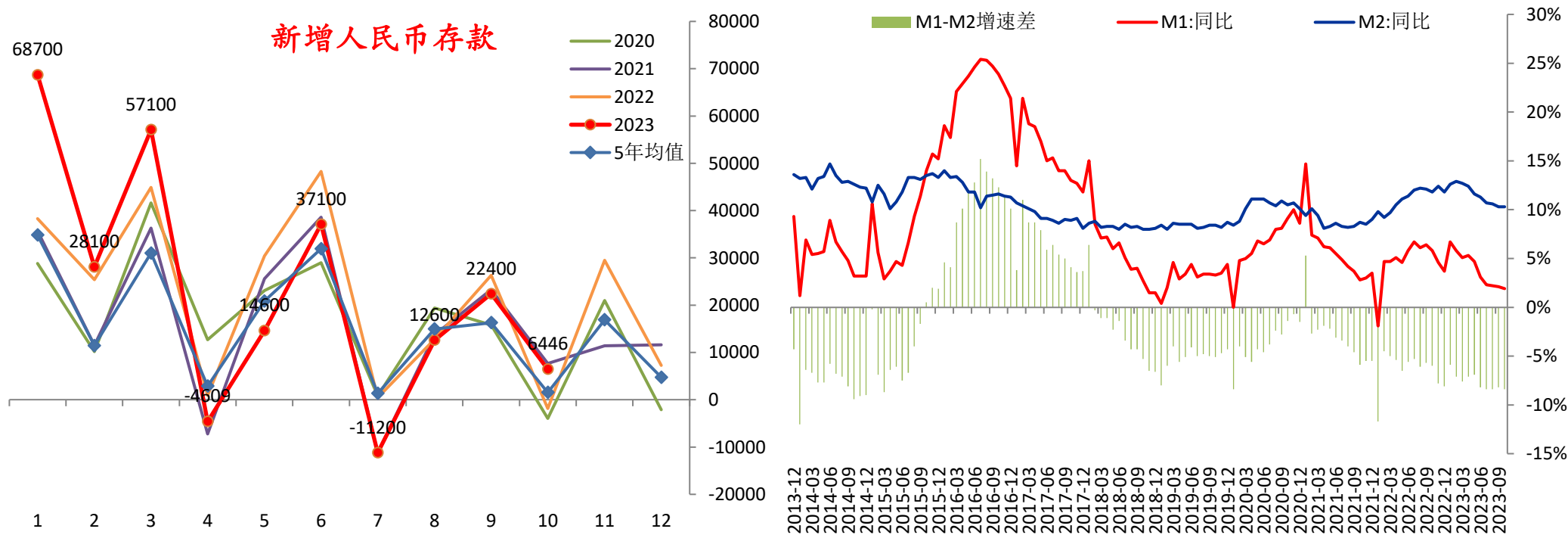
- 一. 广义社融、存款、贷款增速回升，M2增速基本不变，狭义社融增速则有所放慢。
- 二. 存款方面，居民存款依然稳定，企业存款低位持稳，财政存款增量显著，非银金存款符合季节性。企业存款中主要是活期存款偏低。
- 三. 实体经济资金从企业部门流向居民部门速度减缓。
- 四. M0、M1、M2均弱于季节性，其中M1受到企业活期存款拖累。M1-M2增速差负值再度扩大，且绝对水平位于低位，未来仍有待改善。
- 五. 存款准备金率下调后，理论货币乘数上升并维持稳定。实际货币乘数明显上升，边际变动幅度符合季节性，商业银行扩表能力加强。
- 六. 政府融资再度成为推动广义社融增长的最主要因素，且年内该支持将持续存在，信用转向扩张的方向相对确定，存款、M2短期恢复不足，但“表外”资金进入表内后派生能力将增强，修复节奏未来将会加快。

- 广义社融、存款、贷款增速回升，M2增速基本不变，狭义社融增速则有所放慢。
- 政府融资再度成为推动广义社融增长的最主要因素，且年内该支持将持续存在。信用转向扩张的方向相对确定，存款、M2短期恢复不足，但“表外”资金进入表内后派生能力将增强，修复节奏未来将会加快。



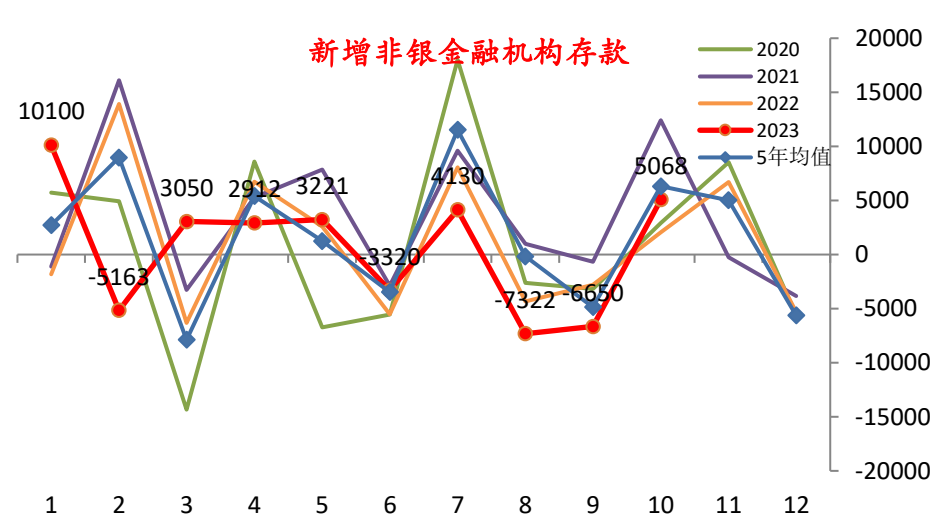
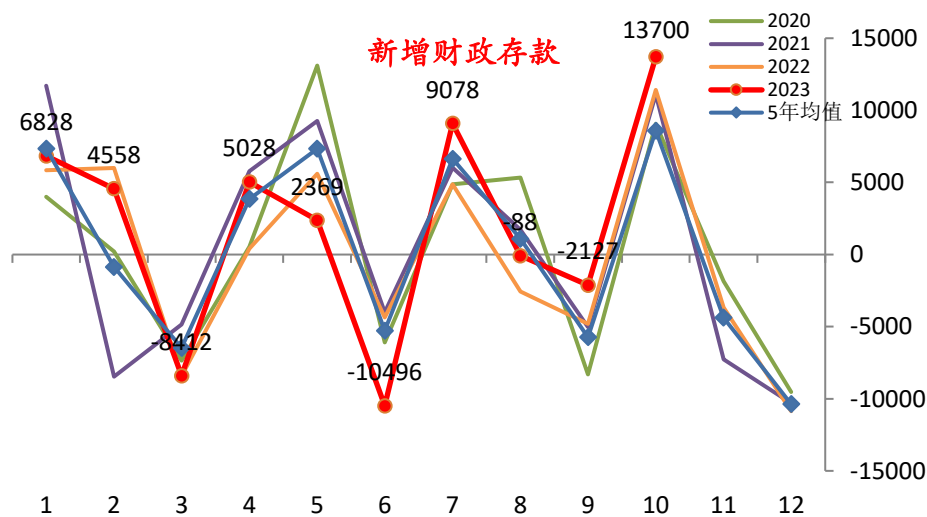
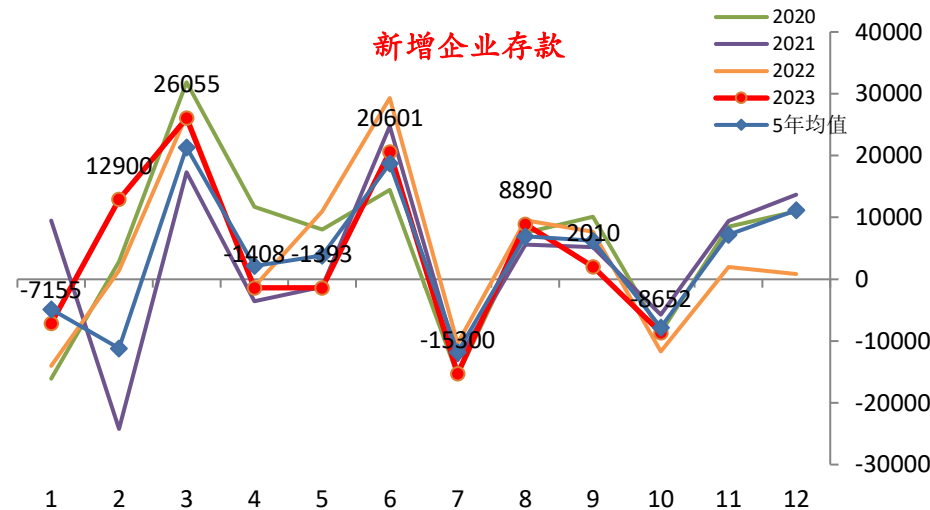
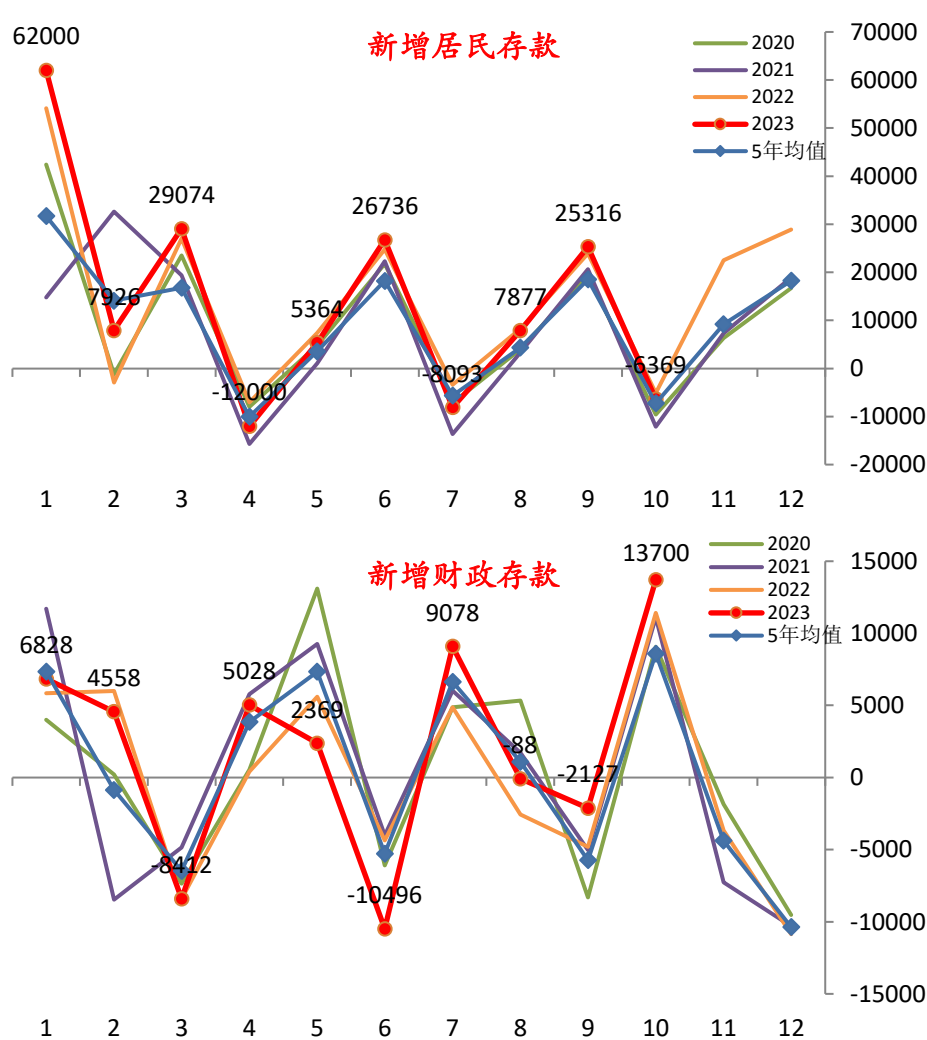
货币供应量构成-2023年10月	当月值 (亿)	当月同比 (%)	当月变化 (亿)	当月环比 (%)	规模占比 (%)
国外净资产	289059	0.4%	-1269	-0.4%	8.3%
国内信贷	3196282	10.0%	-10298	-0.3%	91.7%
:对政府债权(净)	496180	15.6%	-3091	-0.6%	14.2%
:对非金融部门债权	2435276	9.3%	4315	0.2%	69.9%
:对其他金融部门债权	264826	5.7%	-11522	-4.2%	7.6%
货币和准货币(M2)	2882276	10.3%	-14383	-0.5%	84.6%
货币(M1)	674696	1.9%	-3748	-0.6%	19.8%
:流通中货币(M0)	108565	10.3%	-688	-0.6%	3.2%
:单位活期存款	566131	0.4%	-3060	-0.5%	16.6%
准货币	2207580	13.2%	-10635	-0.5%	64.8%
:单位定期存款	523057	11.4%	-2987	-0.6%	15.4%
:个人存款	1349790	16.3%	-6439	-0.5%	39.6%
:其他存款	334733	4.2%	-1210	-0.4%	9.8%
不纳入广义货币的存款	52206	-10.5%	309	0.6%	1.5%
债券	415048	9.2%	1514	0.4%	12.2%
实收资本	56804	-32.6%	385	0.7%	1.7%
其他(净)	79007	33.3%	608	0.8%	--
货币总需求 (存款性公司总资产)	3485341	9.1%	-11567	-0.3%	100.0%
货币总供给 (存款性公司总负债)	3406334	6.6%	-90574	-2.6%	100.0%

- 边际上看，金融机构口径下的表内存款符合季节性。
- M1-M2增速差负值再度扩大，且绝对水平位于低位，未来仍有待改善。



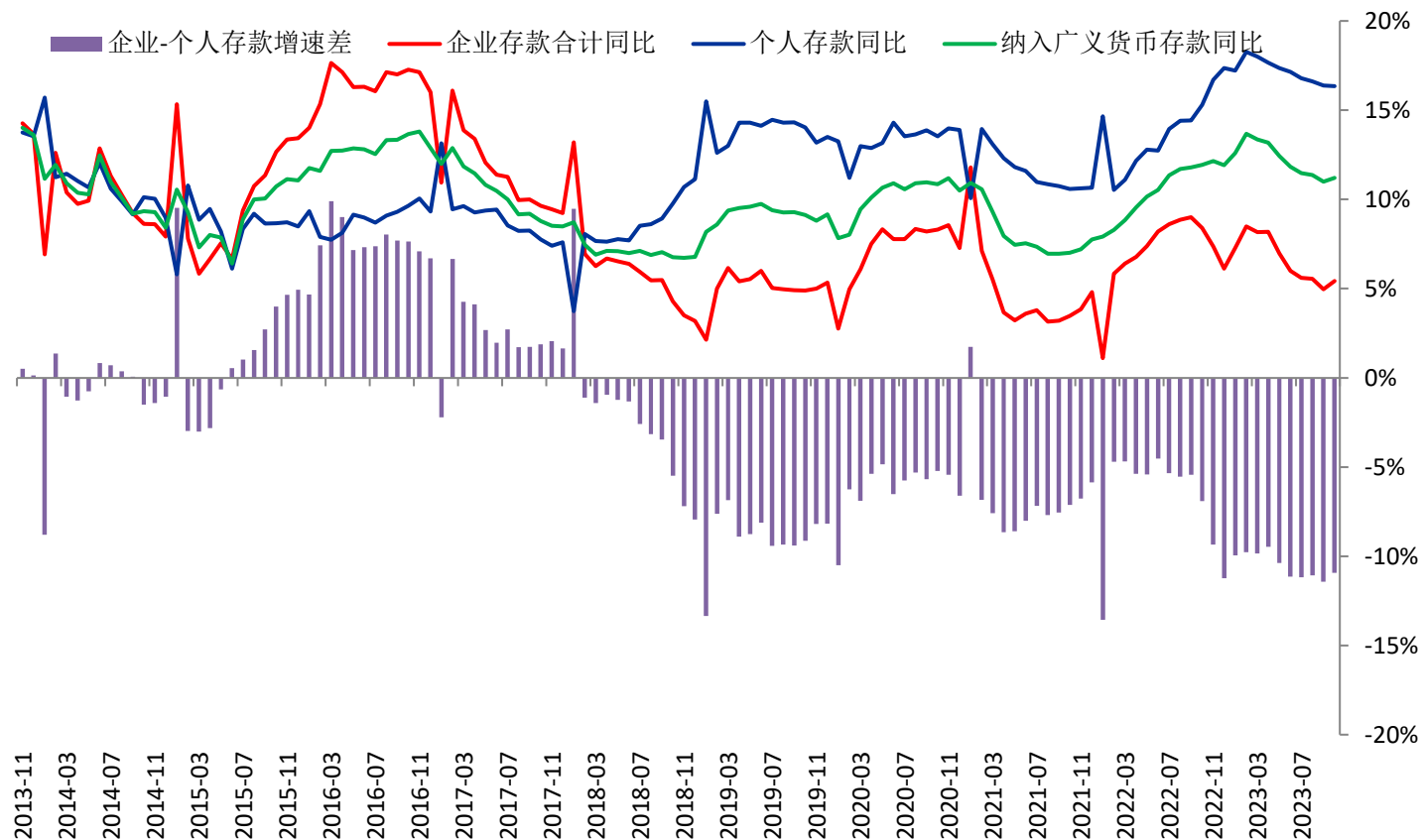
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 边际上看，新增居民存款、企业存款、财政存款和非银金存款均符合季节性。
- 政府融资明显上升同时财政存款季节性增长，财政支出有望继续加快。



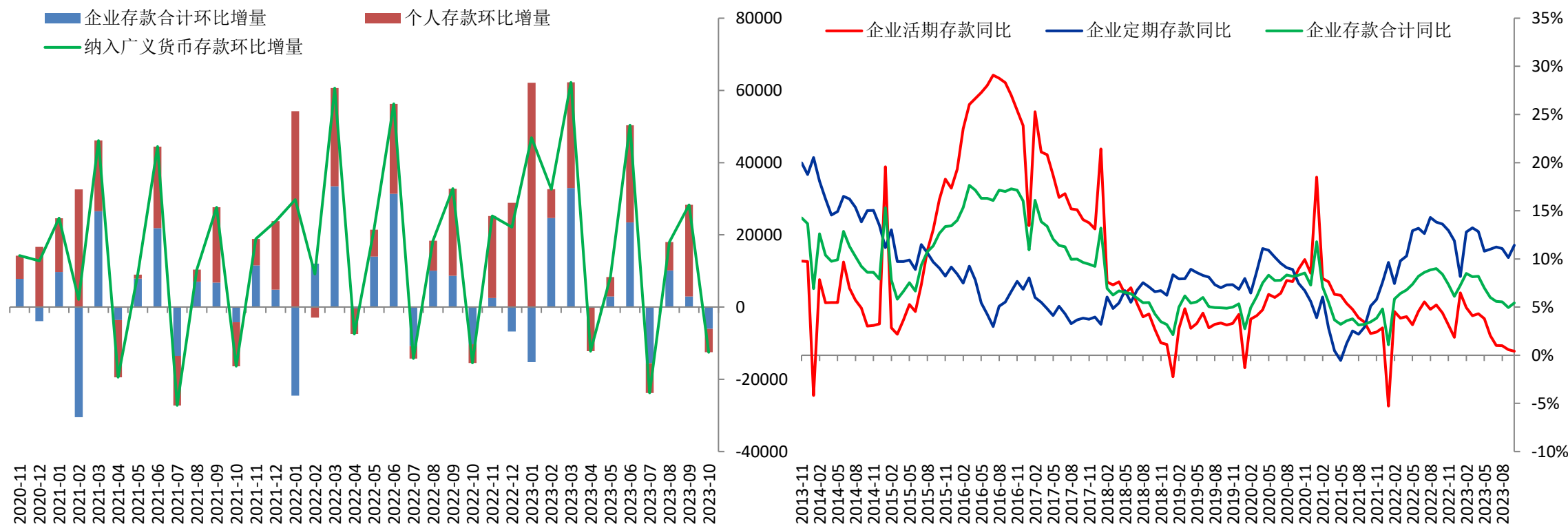
上图数据采用金融机构存款口径计算

- 实体经济资金从企业部门流向居民部门速度减缓。



# 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下降。
- 企业存款总体、定期存款同比增速上升，活期存款增速继续下降。



M2=M1 (货币) + 准货币

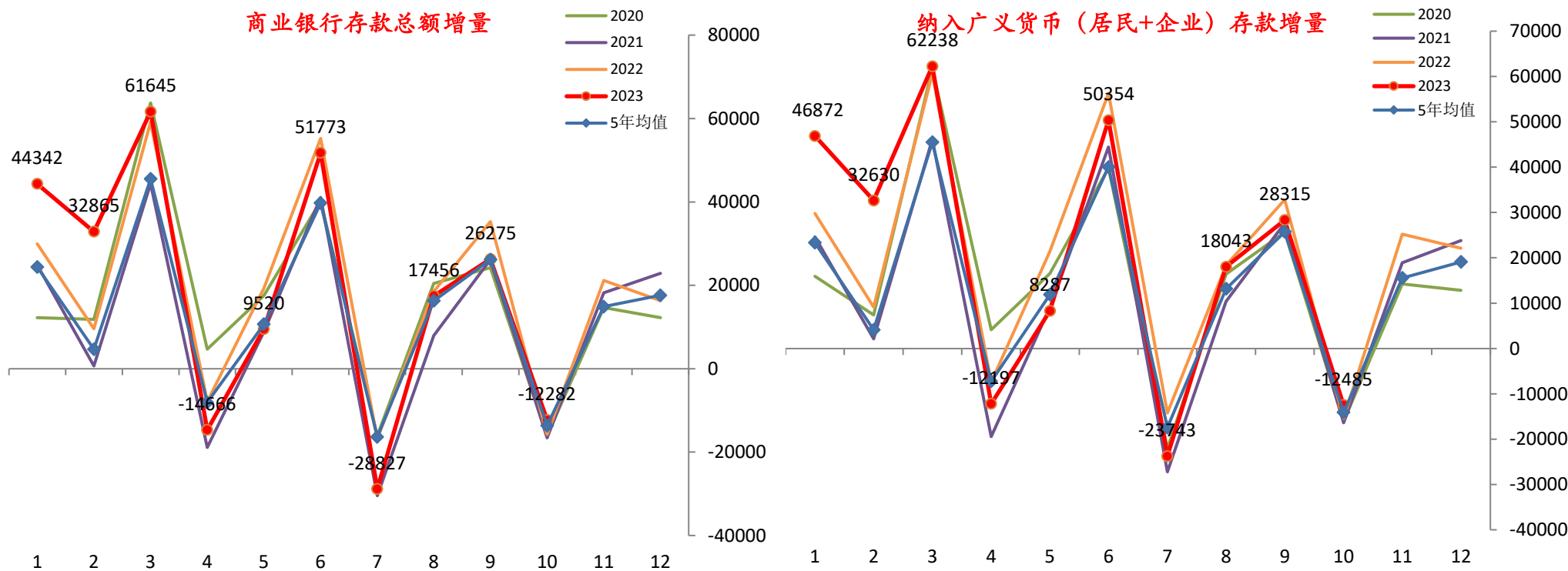
M1=M0 (流通中现金) + 单位活期存款

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

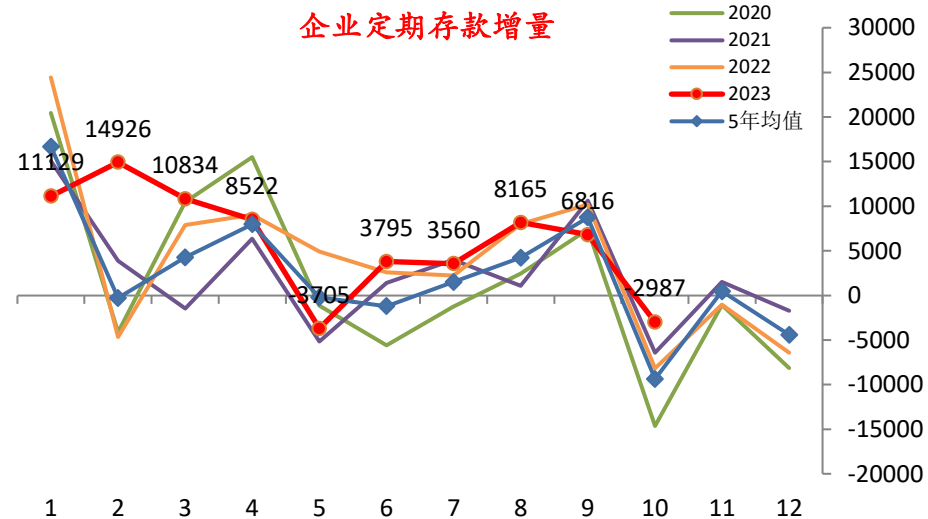
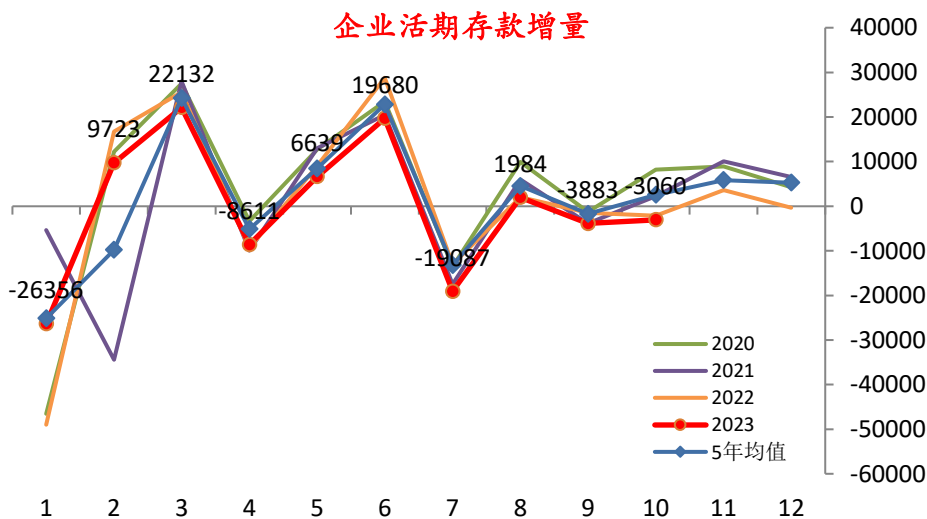
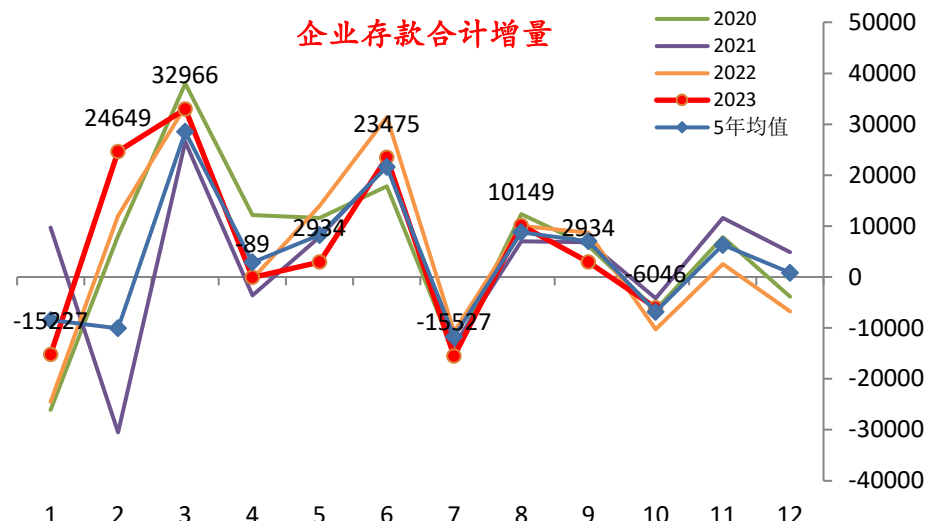
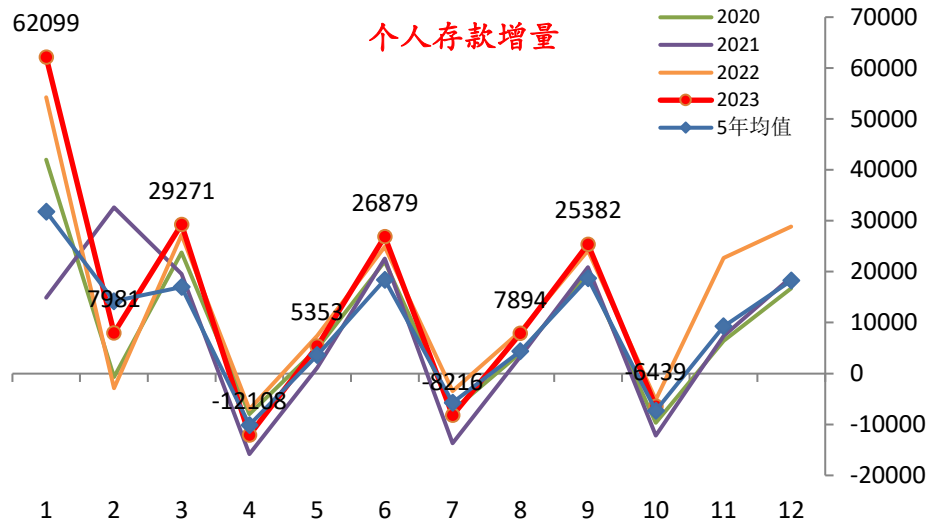
上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 商业银行新增存款和广义货币存款增量均呈现季节性下降走势。

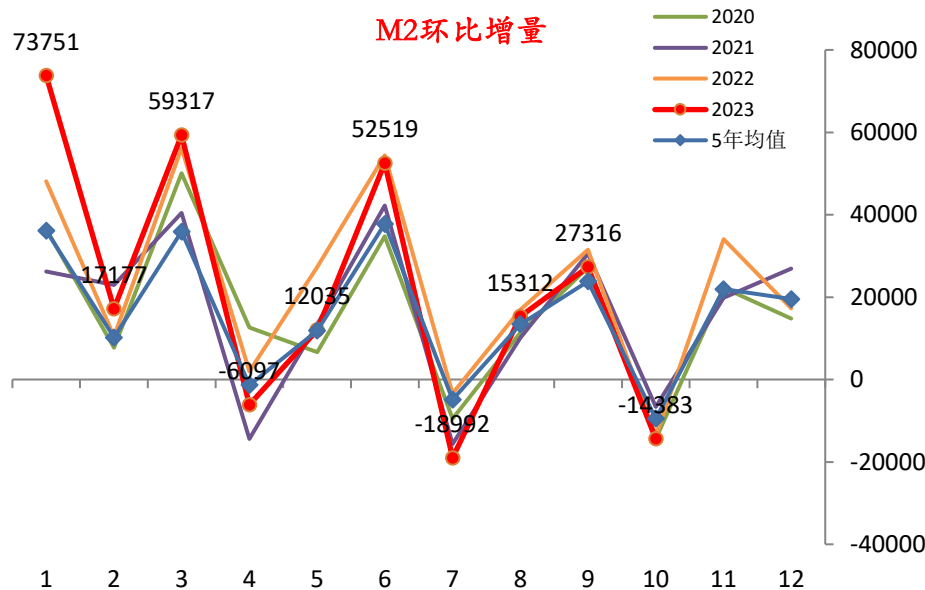
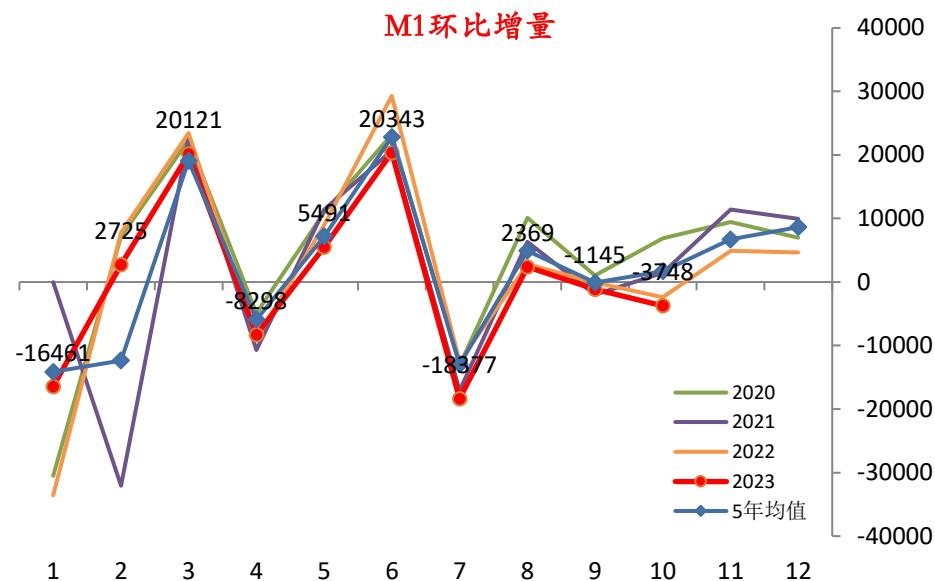
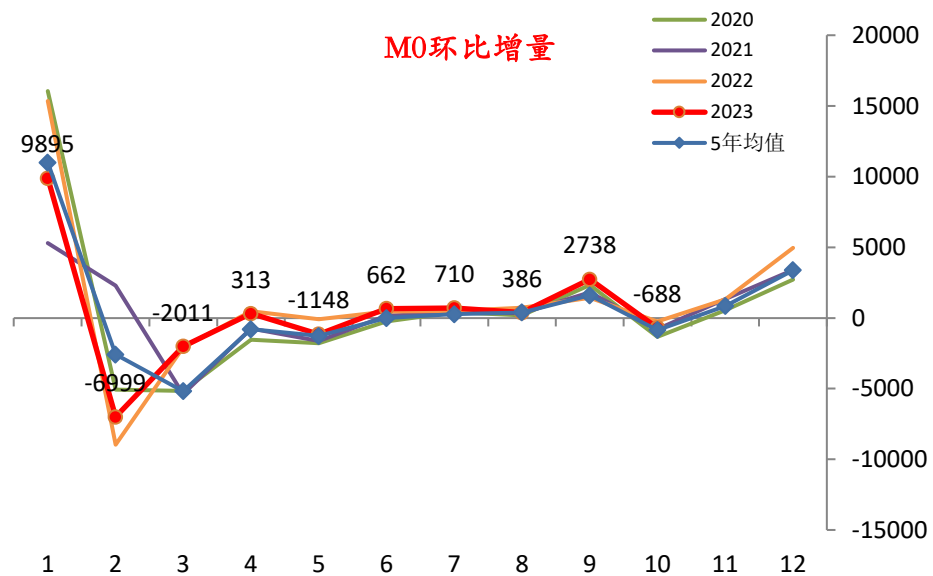


上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算

- 边际上看，个人存款符合季节性，企业存款重回季节性趋势附近。
- 企业存款中活期存款弱于季节性，定期存款强于季节性。



上述数据均采用**商业银行资产负债表口径**计算



- M0增量基本符合季节性。
- M1增量表现弱于季节性，受到企业活期存款拖累稍强于季节性，企业现金流改善不足。
- M2增量弱于季节性。

• 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。

- 10月M2影响因素除贷款外，债券投资、财政存款影响明显上升，其他杂项影响也有增加。

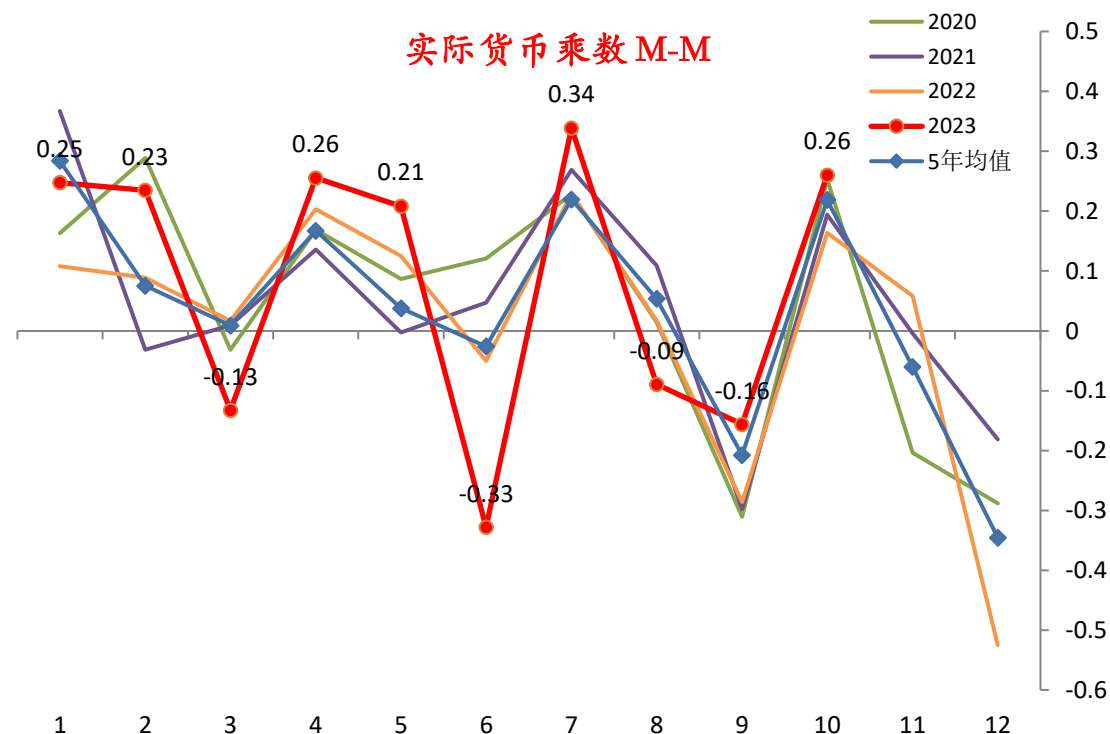
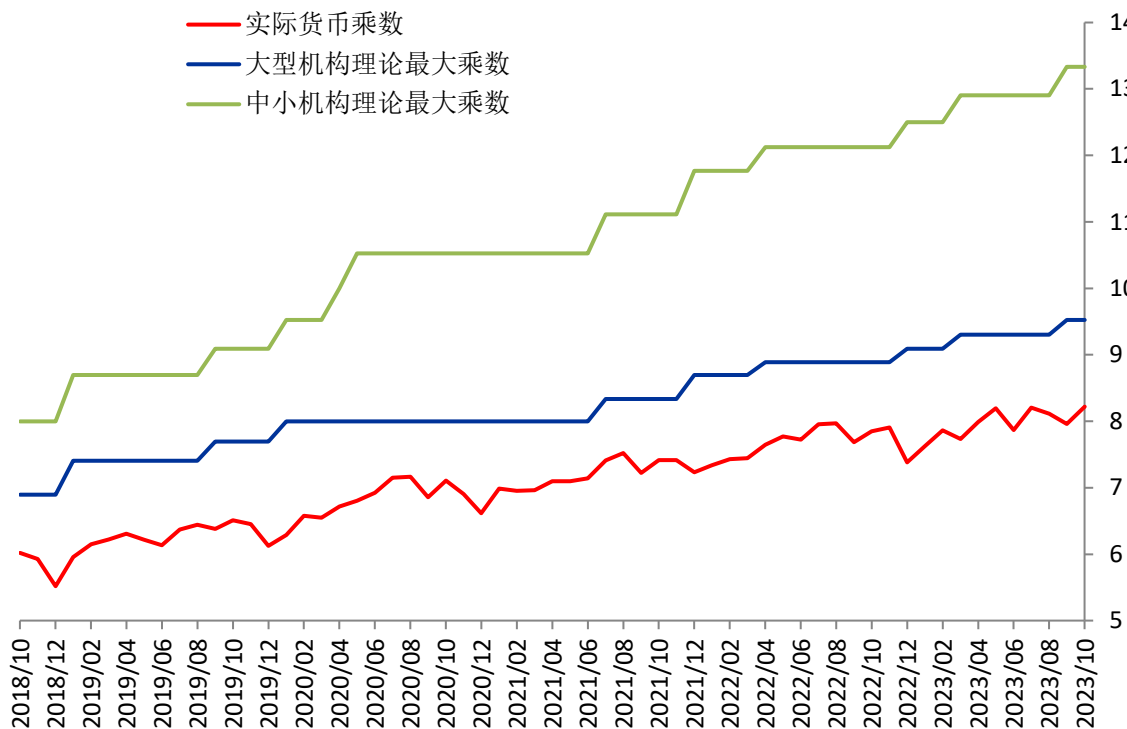
信贷收支表 - 2023年10月				
货币(M2)来源分析	当月值	当月同比	当月变化	去年同期
各项贷款	2353309	11.3%	7384	2113734
: 非银行业金融机构贷款	7862	39.4%	2088	5638
+ 外汇和黄金	222956	41.2%	1005	215993
+ 债券净投资	511427	16.4%	12613	426552
+ 股权及其他投资*	191759	0.1%	-1021	191486
+ 国际金融机构净资产	4581	2.4%	23	4467
- 存放央行财政存款	60560	13.2%	16581	53510
- 其他	358983	17.5%	14247	305605
<b>货币合计</b>	<b>2864489</b>	<b>10.5%</b>	<b>-10823</b>	<b>2593117</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

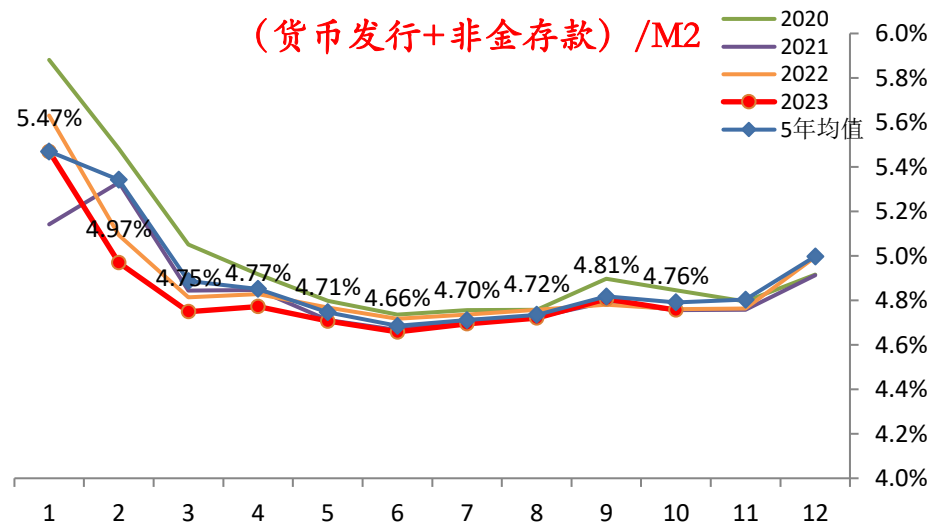
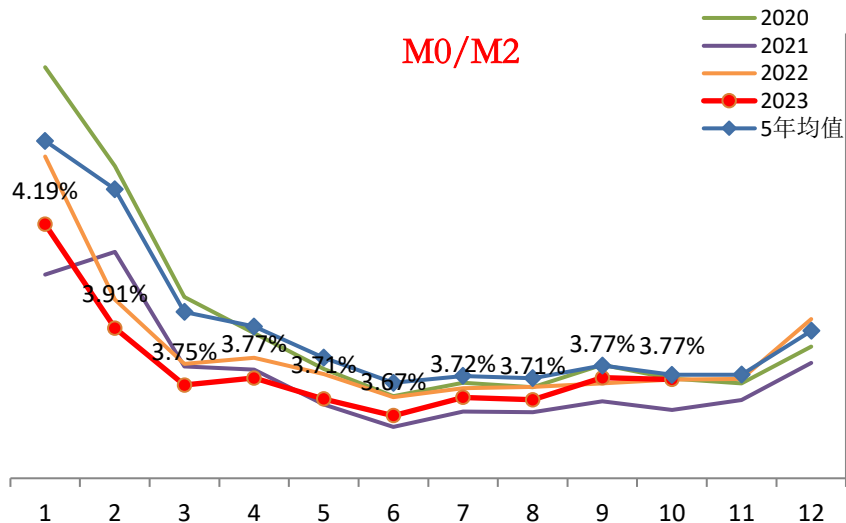
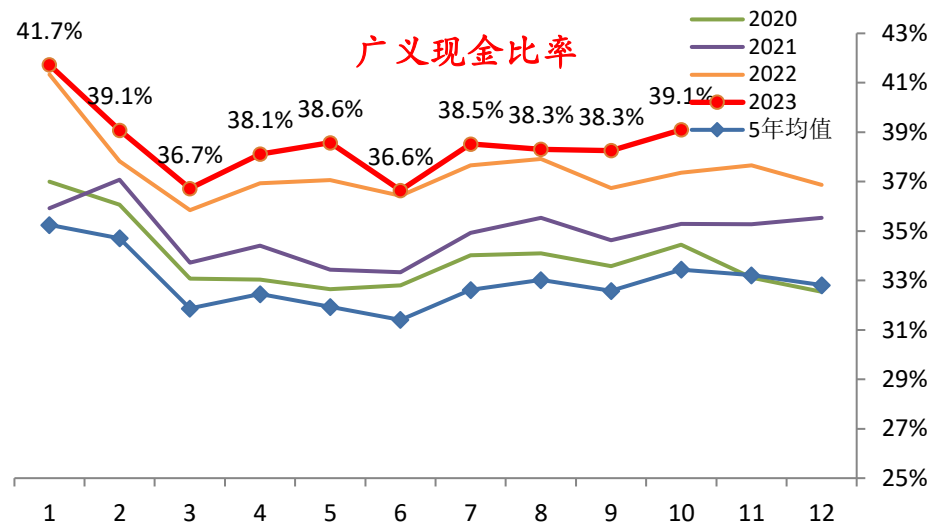
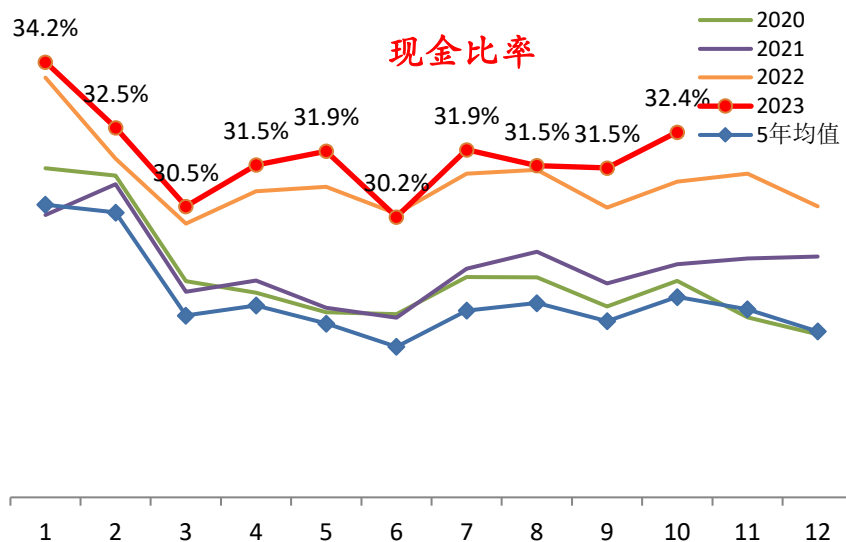
资金来源中“其他”包括应付及暂收款、同业往来和未作分类的资金来源以及和未分类的资金运用等轧差

- 存款准备金率下调后，理论货币乘数上升并维持稳定。
- 实际货币乘数明显上升，边际变动幅度符合季节性，商业银行扩表能力加强。



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

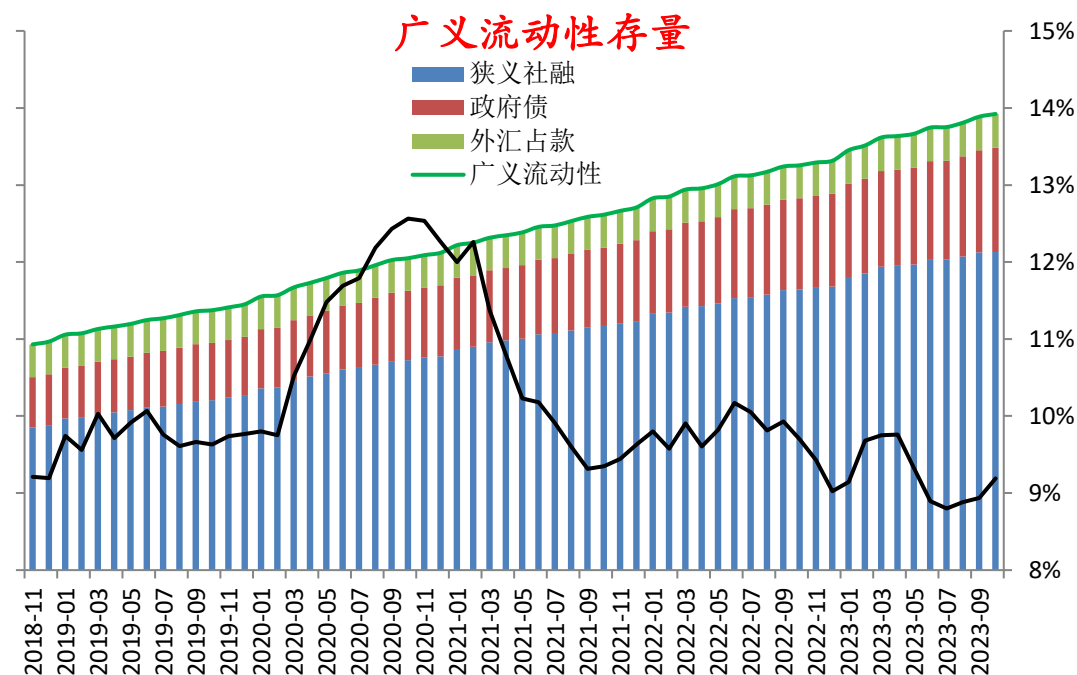
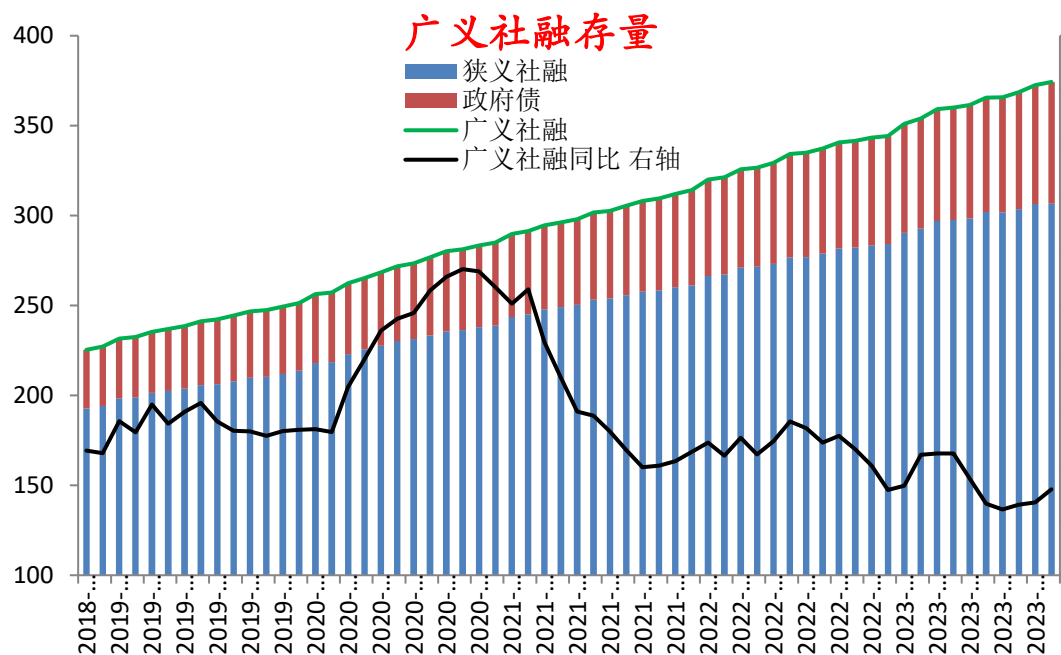
- 边际上看，现金比率、广义现金比率符合季节性。M0/M2略超季节性，（货币发行+非金存款）/M2弱于季节性。



• 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

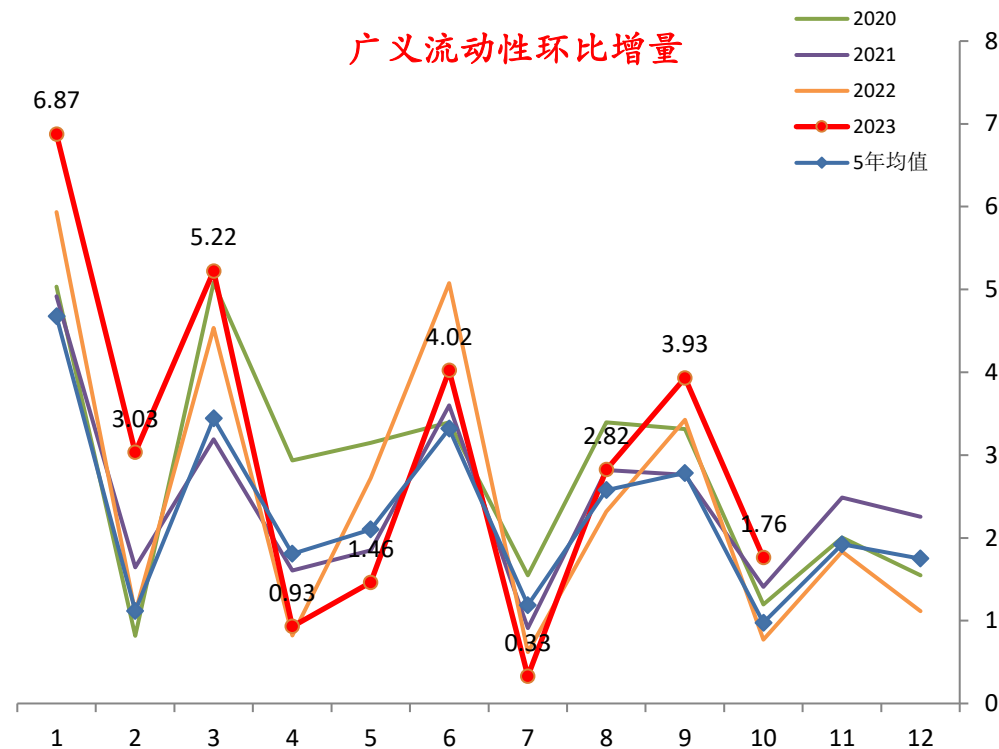
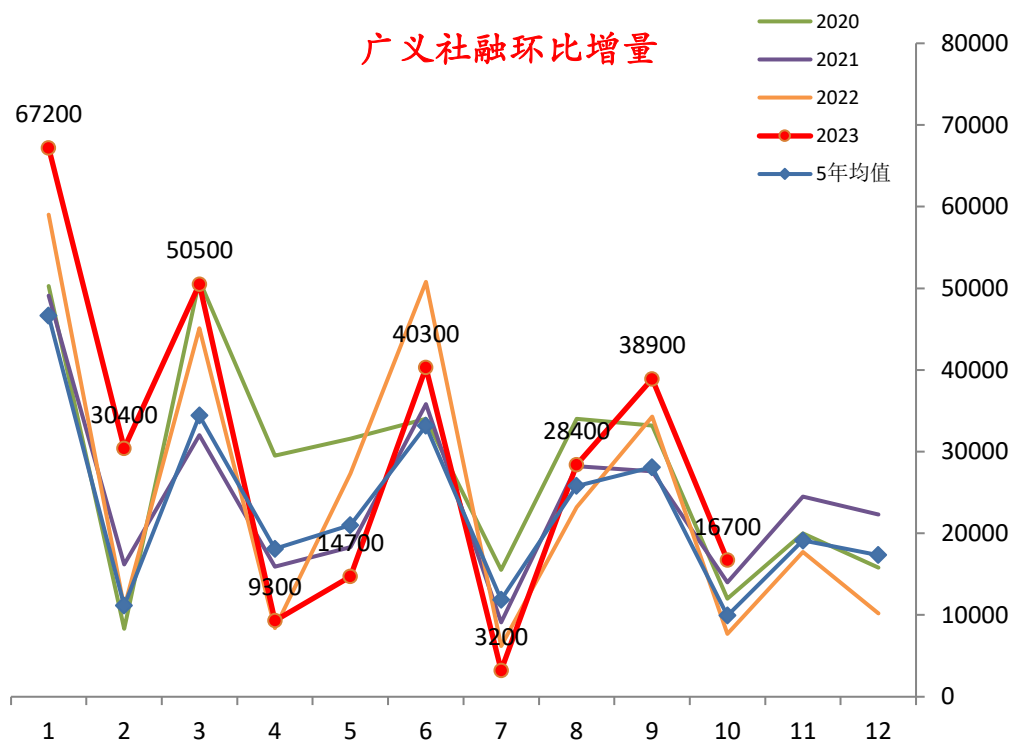
- 一. 10月企业融资维持稳定。居民贷款短期修复后绝对增量仍不高，需关注房屋销售能否继续改善。政府融资加速对信用扩张支持增加，尤其是Q4以来的化解地方债政策（特殊再融资债）和增量财政政策（1万亿国债）对广义社融支持上升，预计该因素支持下广义社融能够继续上行趋势。
- 二. 货币信贷增速差持续下降后，无风险收益率进一步反弹上升，二者背离结束后回到同向运行中。稳增长政策持续加码，经济好转方向不变，政府融资处于高位，且债券供给持续上升，通缩风险持续改善，均导致无风险利率上行。
- 三. 下半年以来国内经济持续修复，名义增长明显加速，预计年内改善趋势不变。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，且债券供给维持高位，长端利率仍存在上行压力。关注央行宽松政策节奏，超量续做MLF和降准仍是可能出台的潜在宽松政策。

- H1广义社融冲高回落，其中Q1维持高位Q2下行至低位。信用扩张走弱至年中后，Q3开始底部缓慢回升。
- 企业融资回稳后维持去年同期附近的稳定水平。居民贷款短期修复后绝对增量仍不高，需要继续关注的是房屋销售、居民中长贷能否维持稳定。政府融资持续加速上升，对信用扩张的支持明显增加，尤其是Q4以来的化解地方债政策（特殊再融资债）和增量财政政策（1万亿国债）对广义社融支持进一步上升，预计该因素支持下广义社融能够继续上行趋势。稳表内信用增量仍是央行重要目标年内降准或续作MLF的可能性不低。

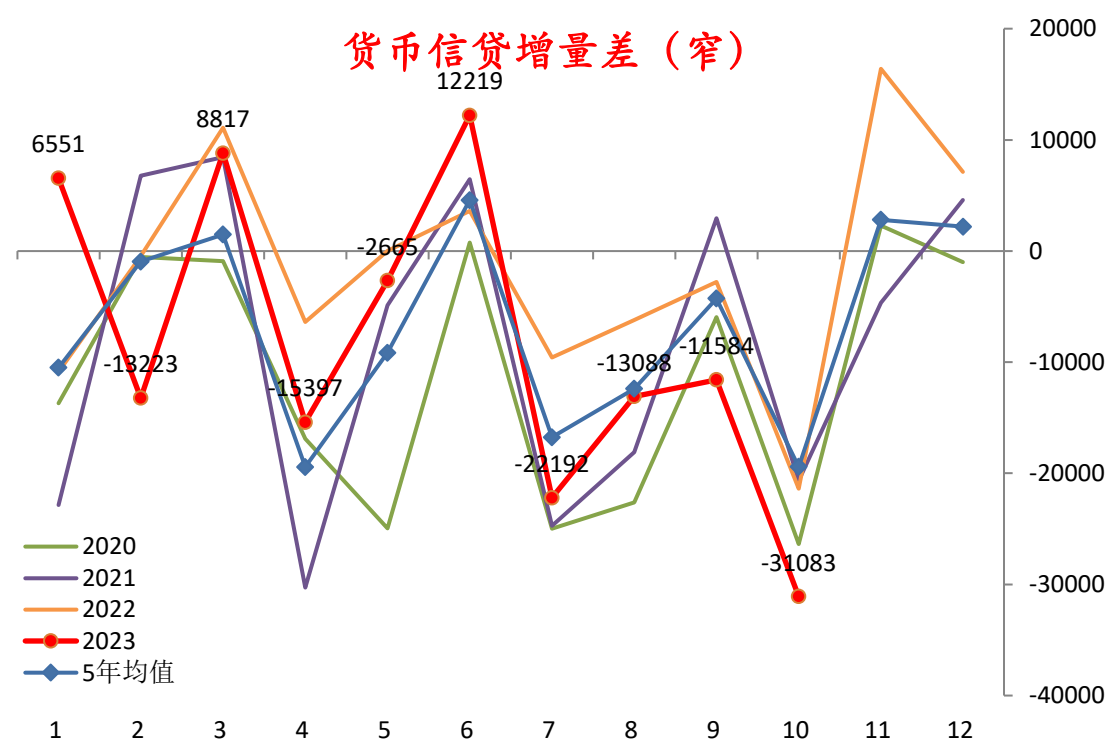
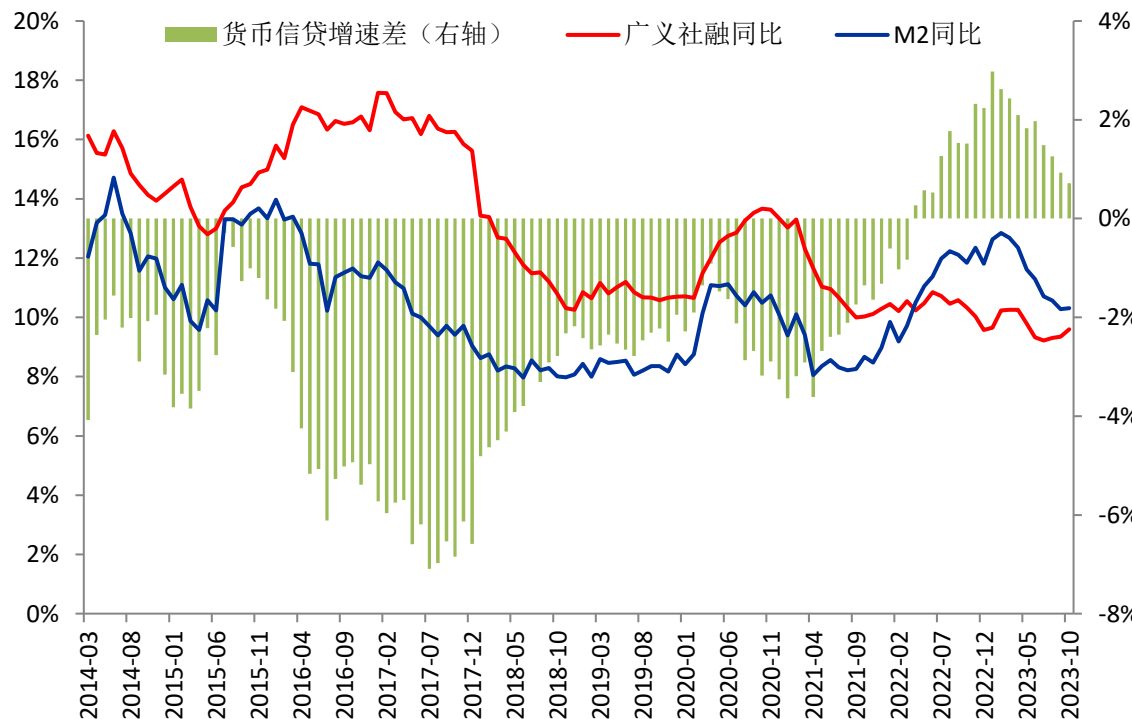


- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 边际上看，广义社融和广义流动性增量季节性回落，依然高于去年同期水平。

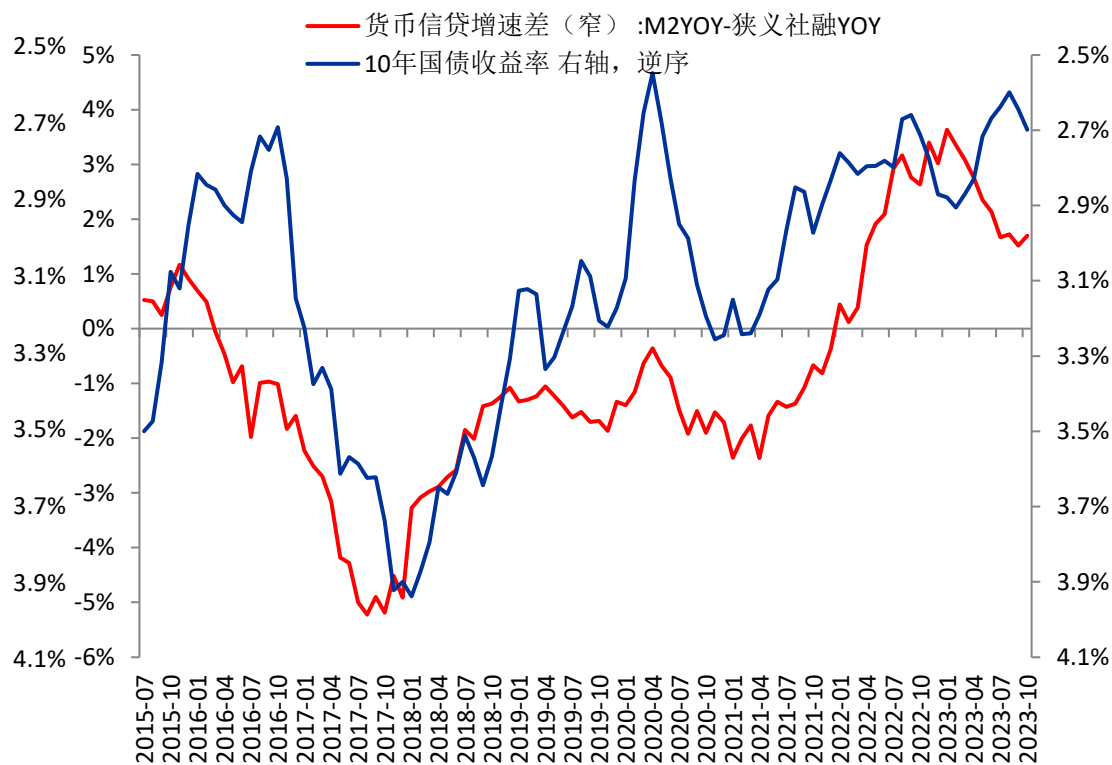
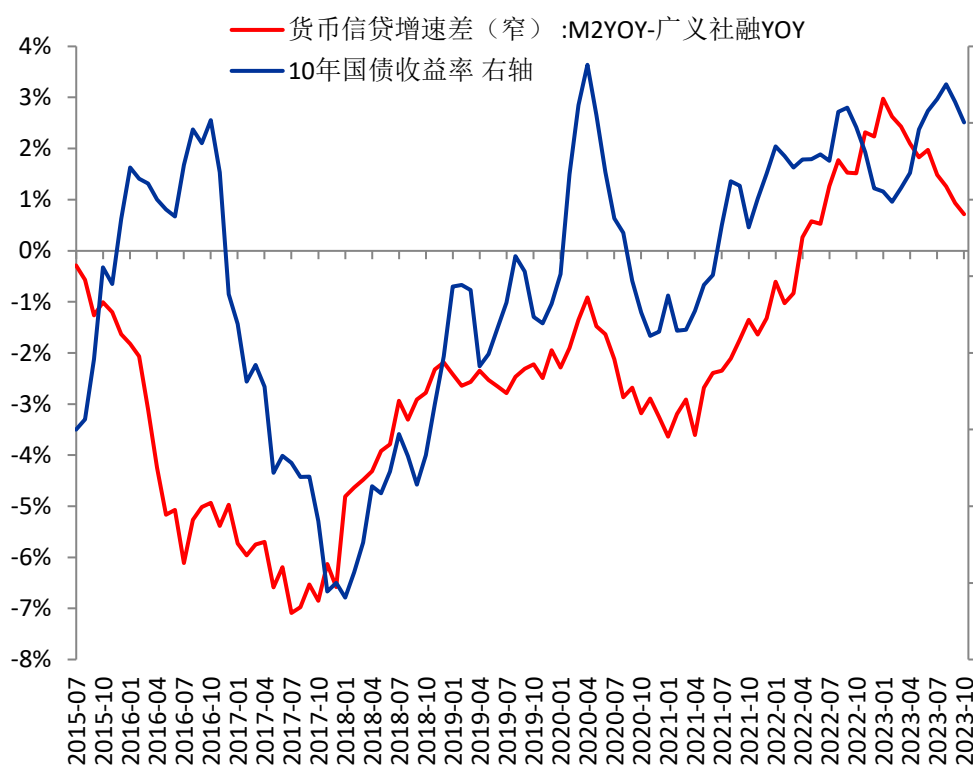


- 宽口径货币信贷增速差继续下降，增量差仍弱于季节性且明显低于5年均值水，刷新同期低位，虚拟经济流动性收缩。



- 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，无风险收益率进一步反弹上升，二者背离结束后回到同向运行中。稳增长政策持续加码，经济好转方向不变，政府融资处于高位，且债券供给持续上升，通缩风险持续改善，均导致无风险利率上行。
- 下半年以来国内经济持续修复，名义增长明显加速，预计年内改善趋势不变。基本面好转与流动性进入实体经济相互带动，且债券供给维持高位，长端利率仍存在上行压力。关注央行宽松政策节奏，超量续做MLF和降准仍是可能出台的潜在宽松政策。



# 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