

中国货币金融状况解析

方正中期期货研究院 李彦森

2022年4月

www.founderfu.com

方正中期期货以金融服务成就美好生活为使命，致力于成为广受客户信赖的金融衍生品综合服务商。
Founder Cifco Futures Co.,Ltd takes leading a better life with our financial services as our mission,
aiming to be a widely trusted comprehensive financial derivatives service provider.

货币和金融体系概况

3月储备货币主要受政府存款推升。汇总储备货币和狭义储备货币分别加速和减速。商业银行总体、对金融和对实体扩表均加快。对金融中其他存和其他金、对实体经济中受企业和政府扩表加速。外汇占款维持阶段高位，贸易顺差仍有支持。实体经济来看，3月多分项超季节性，表内贷款主要受企业贷款拉动，春节后企业开工增加、经营恢复，但企业长贷增长持续性仍需关注。居民贷款增量不高，房地产流动性修复有限。广义社融除表内贷款外，政府融资也是重要推力，基建投资资金尚有保障。但4月经济受疫情影响上升，各项数据有超季节性回落风险。存款方面，企业活期存款维持高位推升M1。企业定期存款和居民存款低位回升支持M2。理论货币乘数维持稳定，实际货币乘数略微上升，4月降准后二者或均有上升。实体经济资金在居民和企业间流动情况变动不大。广义社融和广义流动性增速回升趋势不变。宽口径货币信贷增速差略微下降，虚拟经济流动性宽松步伐继续减慢。无风险利率再度上升，与宽、窄口径货币信贷增速差表现有差异。但前期货币宽松令虚拟经济流动性充裕，暂支持无风险利率趋势持稳。央行宽松步伐已放缓，宽松窗口期正在缩短。虚拟经济进一步扩张受限，后期伴随实体融资增加和经济、政策转向，利率上行风险正将会上升。

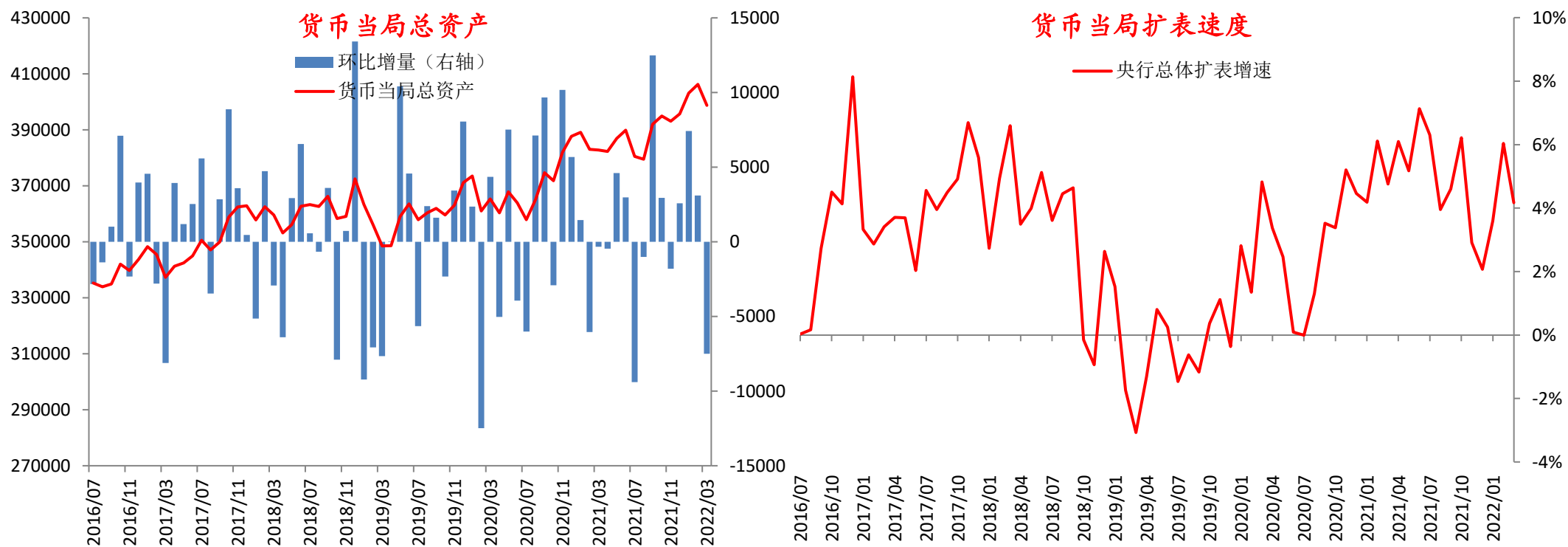
第一层级分析：中央银行至金融体系

- 一. 3月政府存款下降提升储备货币，央行OMO操作未完全对冲影响。外汇占款等其他方面影响不大。汇总储备货币和狭义储备货币增速分别加快和减速。
- 二. 商业银行总体扩表继续加速，其中对金融和实体经济扩表增速均加快。对金融扩表中其他存和其他金增长均明显，对实体经济中主要是企业和政府扩表加速。
- 三. 影子银行规模环比和同比均继续上升。
- 四. 外汇占款再度回升且维持阶段高位附近，贸易顺差支持依然存在。

央行 - 2022年03月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
总资产	398726	-7503	总负债	398726	-7503
国外资产	226202	366	储备货币	335458	6810
： 外汇	213495	232	： 其他存款性公司存款	215232	10919
： 货币黄金	2856	0	： 货币发行	100738	-3445
： 其他国外资产	9852	134	： 非金融机构存款	19489	-664
对政府债权	15241	0	不计入储备货币的金融性公司存款	7090	172
： 其中对中央政府	15241	0	发行债券	950	0
对其他存款性公司债权	129349	-8290	国外负债	1188	-446
对其他金融性公司债权	4118	4	政府存款	42003	-12657
对非金融部门债权	0	0	自有资金	220	0
其他资产	23816	417	其他负债	11817	-1382

- 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

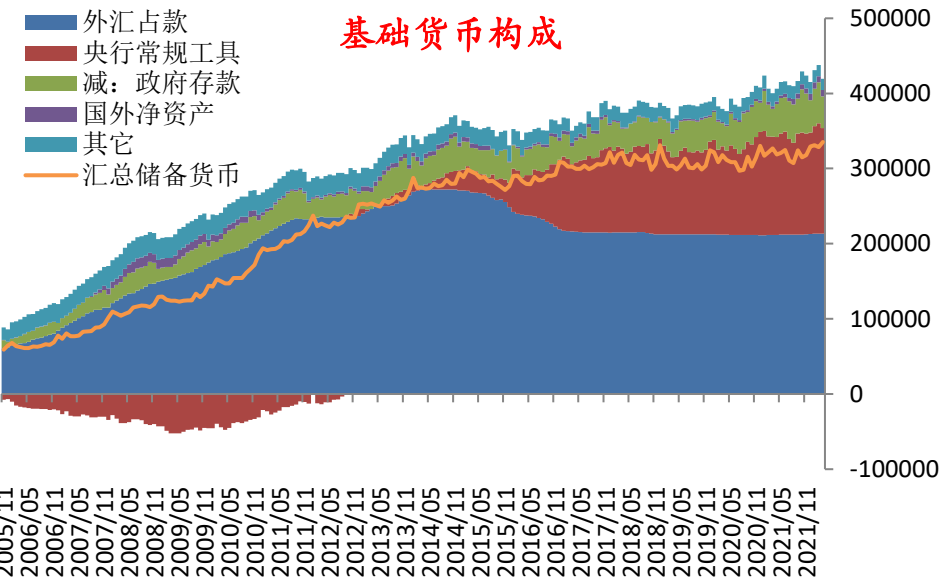
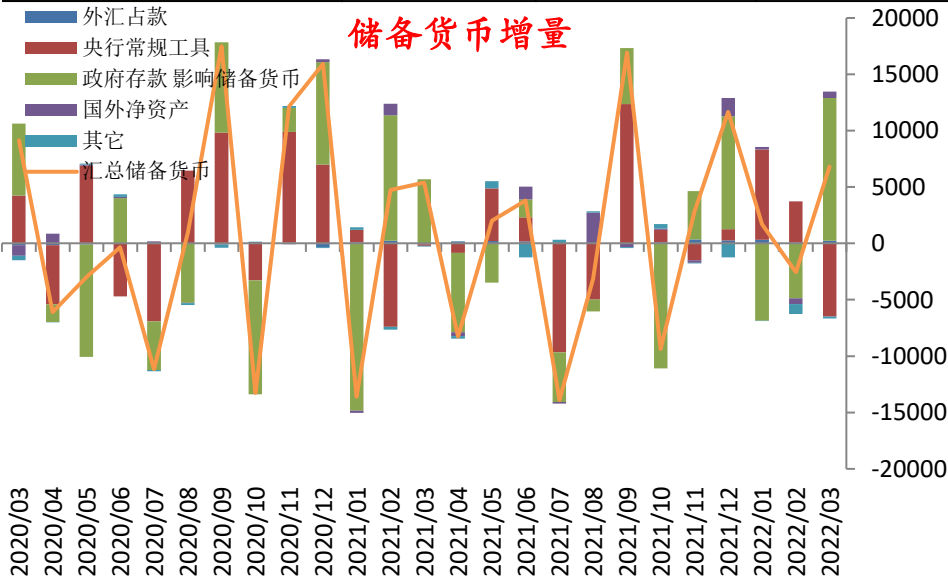
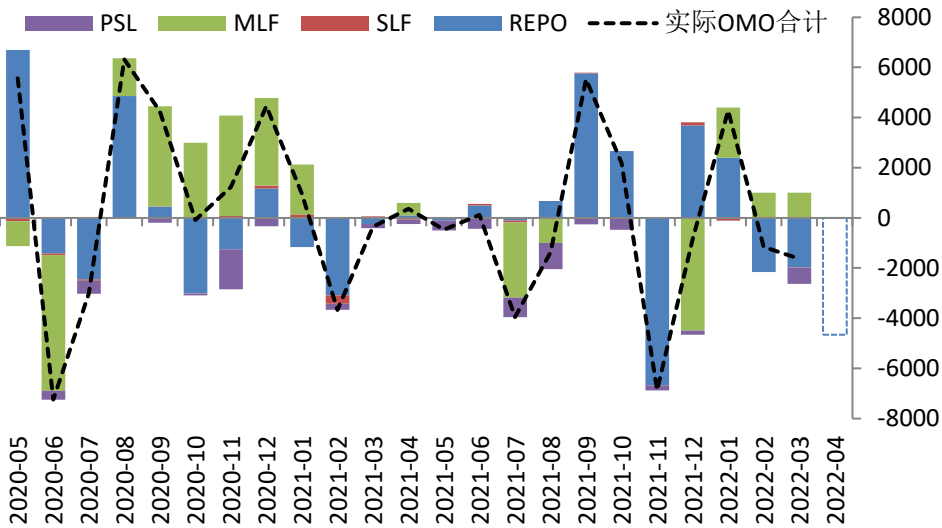
- 3月央行资产负债表规模和同比增速均明显回落。





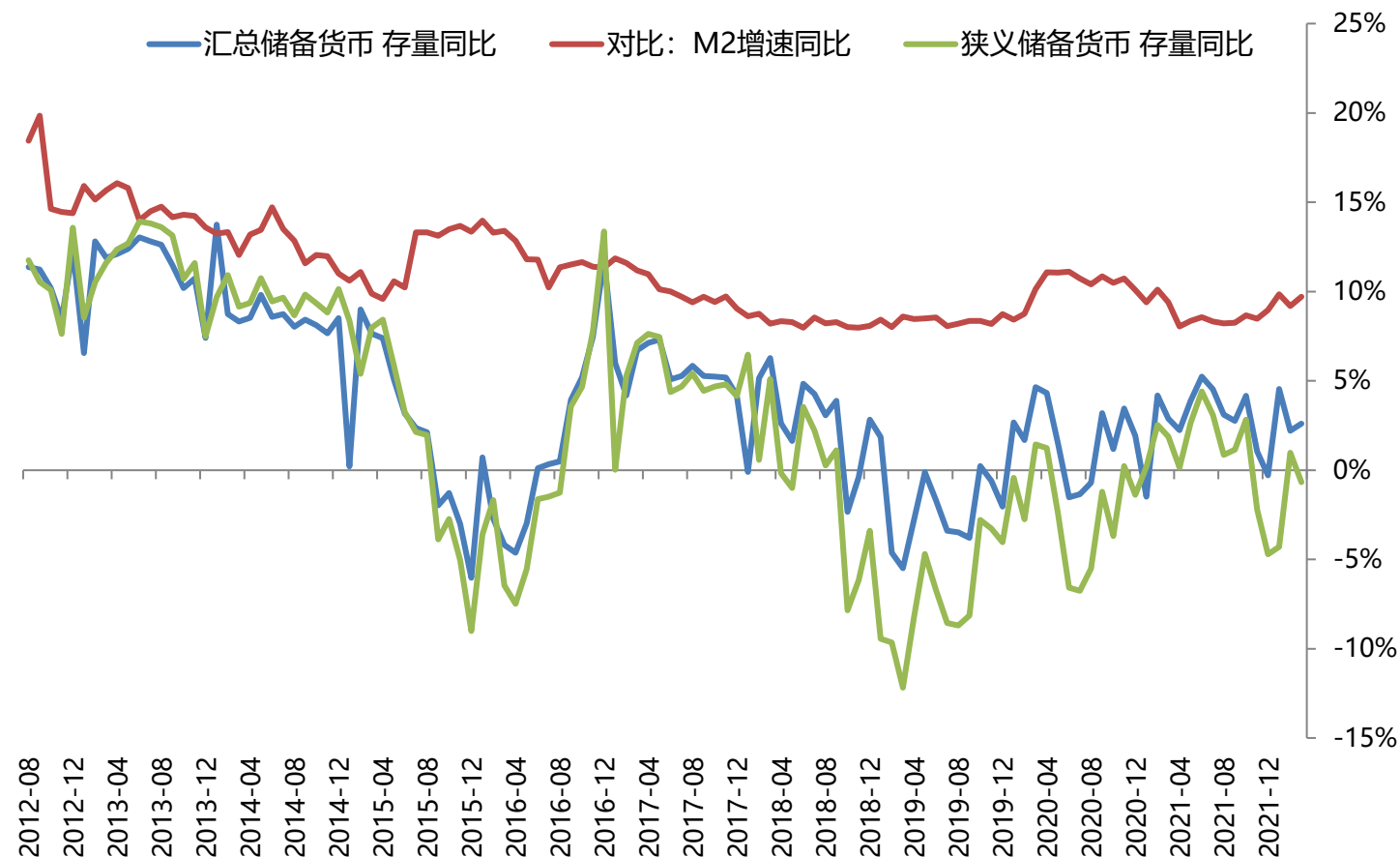
- 政府存款大幅下降是抬升储备货币的主要因素，央行OMO操作不足以完全对冲影响。外汇占款等其他方面影响不大。

2022/03			
储备货币 构成部分	存量 (亿)	同比增速 (%)	当月变化 (亿)
外汇占款	213495	0.92%	232
央行常规工具	140398	7.18%	-6491
减：政府存款	42003	14.39%	-12657
国外净资产	8664	130.04%	579
其它	14904	-14.17%	-168
储备货币	335458	2.60%	6810



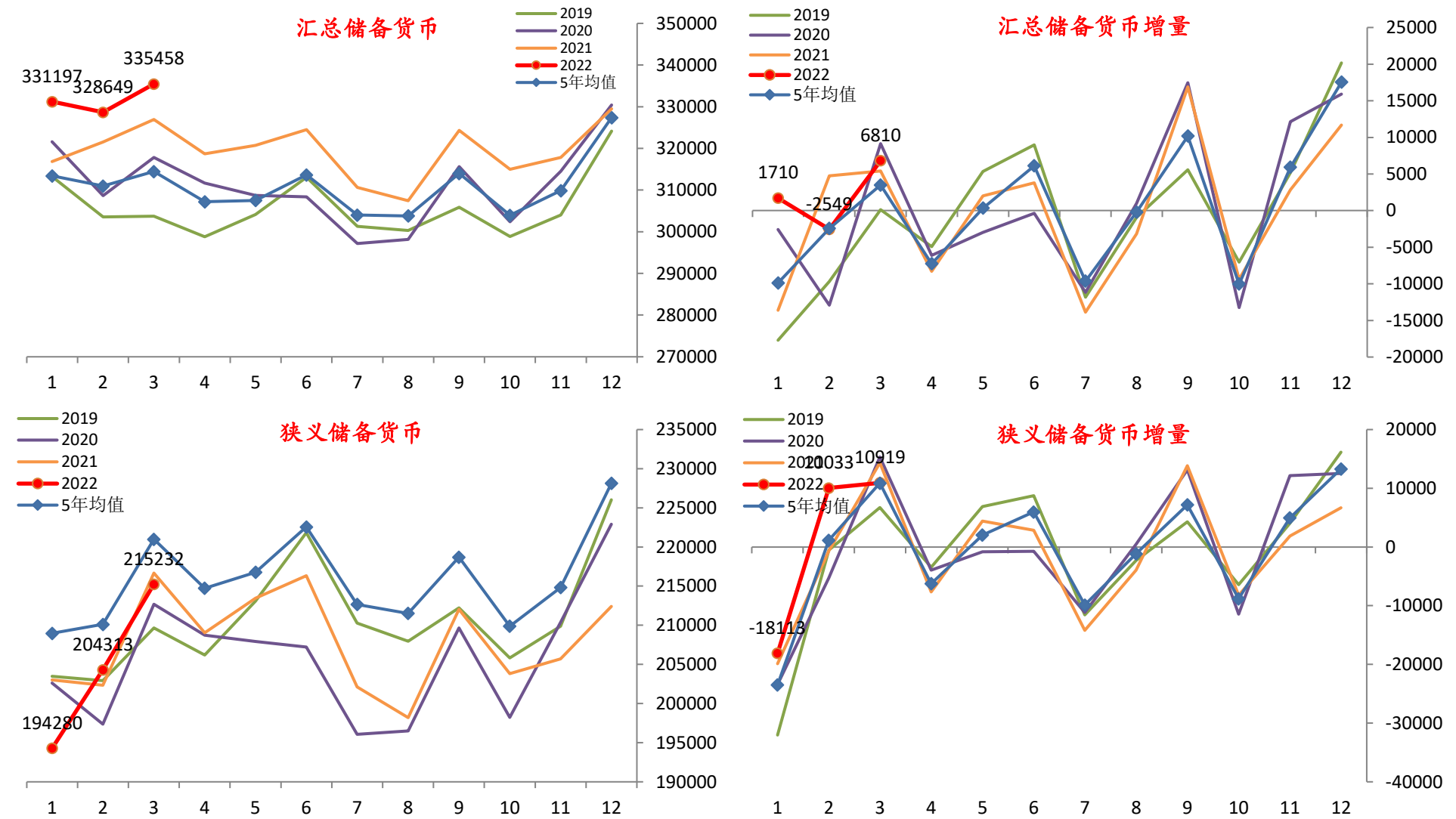
- 国外净资产=国外资产-国外负债

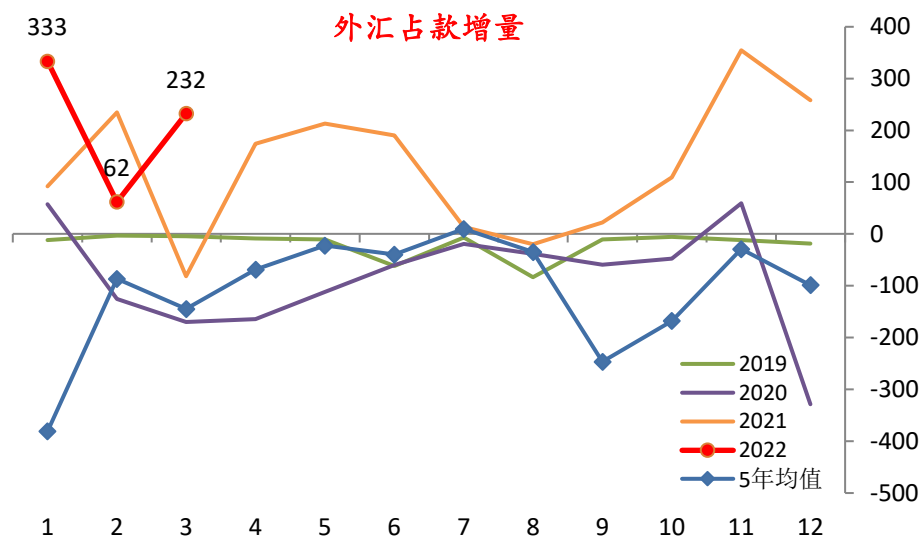
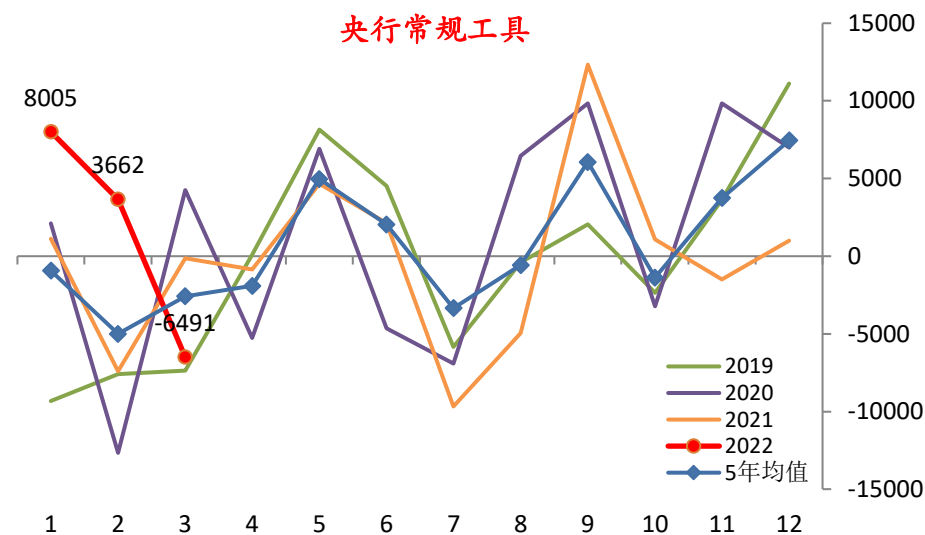
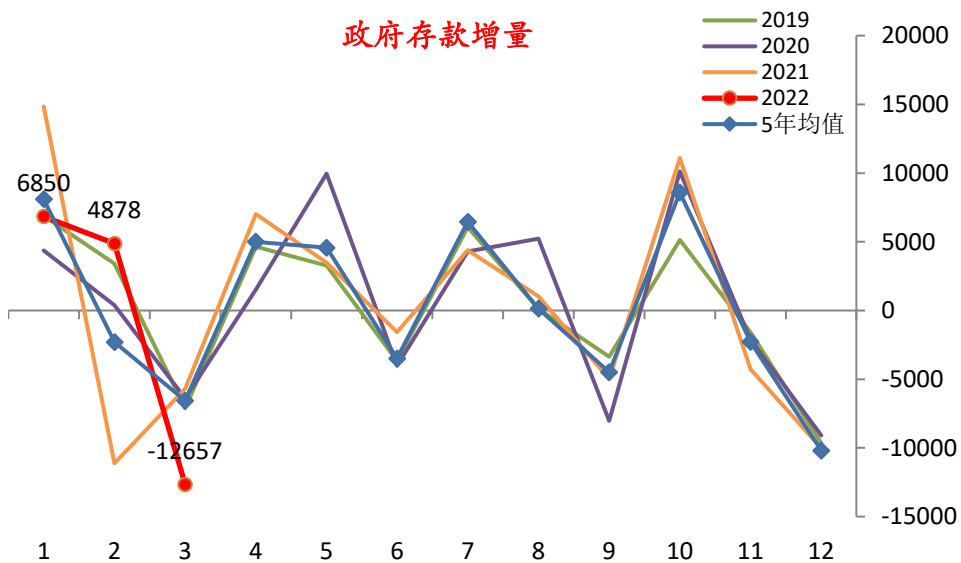
- 汇总储备货币增速小幅上升，但狭义储备货币增速出现回落。
- M2同比增速上升，整体仍在上行趋势之中。



- 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

- 边际上看，汇总储备货币增量略超季节性，狭义储备货币增量则弱于季节性。

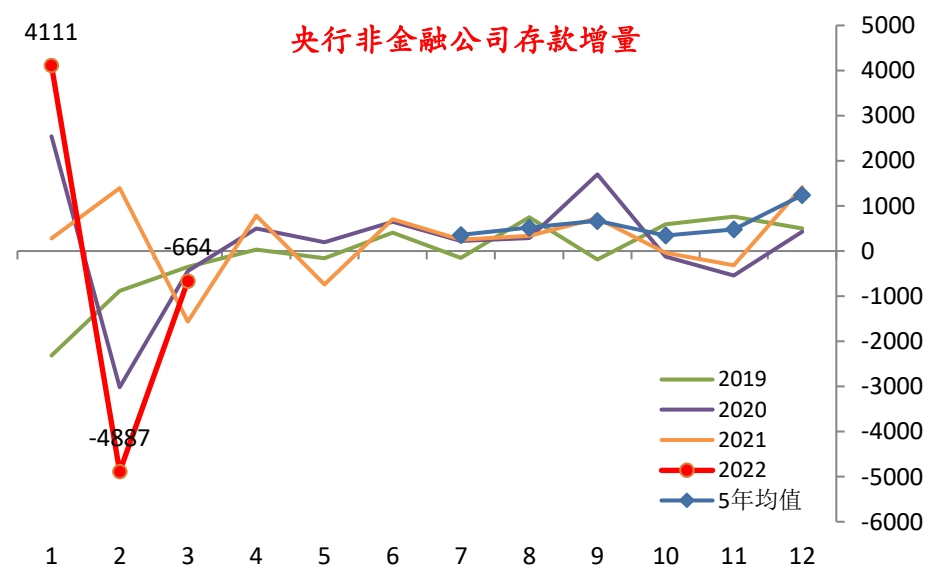
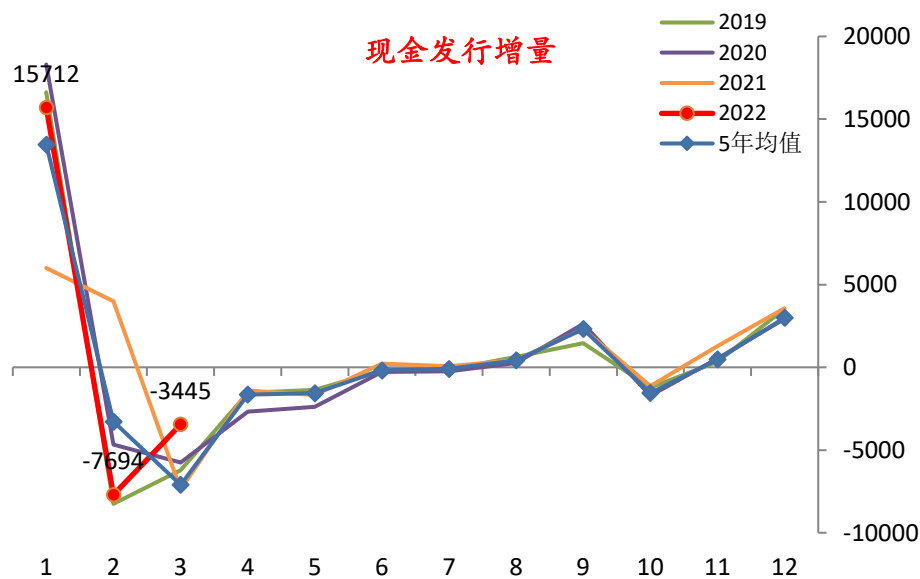
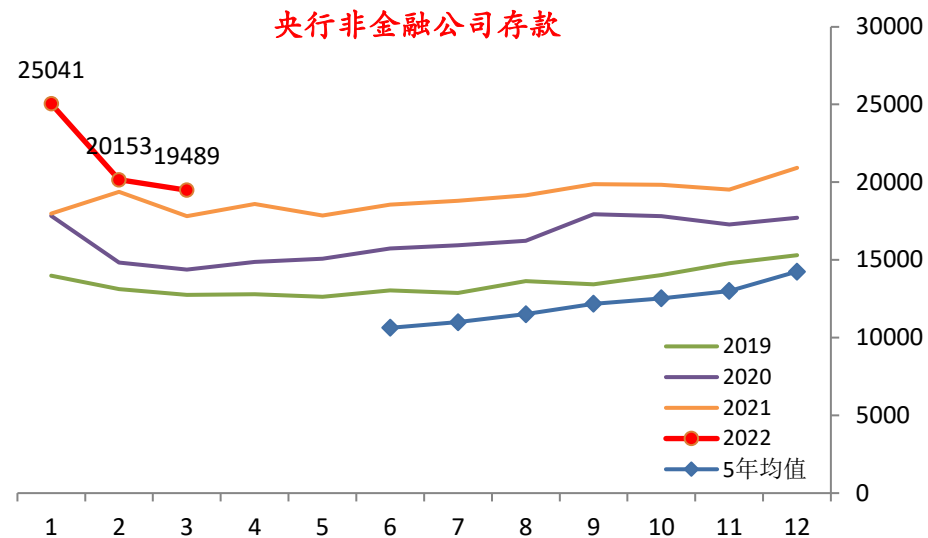
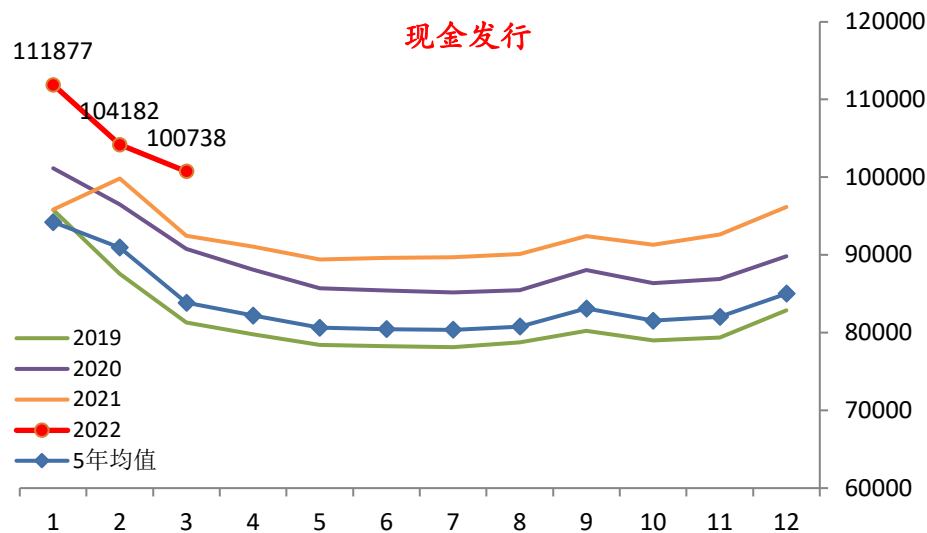




- 边际上看，政府存款降幅明显超过季节性，显然与财政支出加快有关。
- 央行常规工具净投放明显弱于季节性，出现较明显的净回笼。
- 外汇占款再度回升，贸易顺差支持依然存在。



- 边际上看，现金发行从前期低位回升而超过季节性，非金融公司存款也有类似表现，仍是受到春节后现金需求波动的影响。



- 准备金数量增长是推动商业银行主动扩表增加的主要因素。

央行 - 2022年03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	226202	3.19%	366	有效准备金	215232	-0.67%	10919
主动项：OMO	140398	7.18%	-6491	损漏:货币发行	100738	8.95%	-3445
				损漏:政府存款	42003	14.39%	-12657
				损漏:非金融公司存款	19489	9.40%	-664
总资产	398726	4.17%	-7503	总负债	398726	4.17%	-7503

其他存款性机构（商行） - 2022年3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	220597	-0.05%	11370	企业存款	990549	6.41%	33436
同业资产	320805	2.62%	7662	个人存款	1110997	11.10%	27197
其他金融机构净债权	-5339	3.21%	14723	证券保证金	256854	17.38%	-5352
政府债权	428835	16.17%	5882				
企业债权	1406256	9.66%	25050				
个人贷款	716087	10.19%	7703				
主动扩表：主动扩表合计	2551178	10.85%	38635	M2	2497688	9.72%	56199
总资产	3560516	8.37%	57435	总负债	3560516	8.37%	57435

- 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。

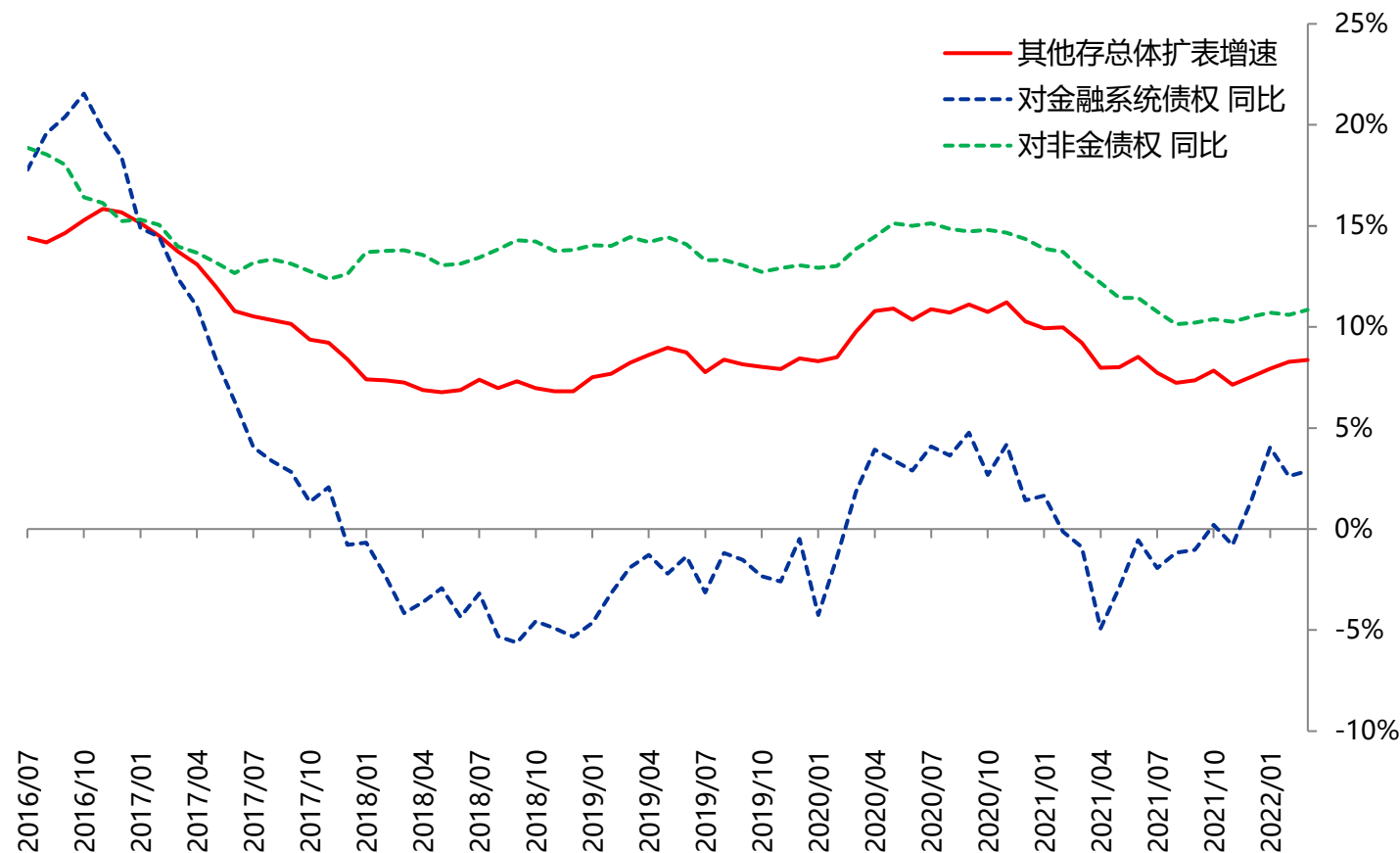


其他存款性公司 - 2022年03月					
资产端			负债端		
	当月值	当月变化		当月值	当月变化
总资产	3560516	57435	总负债	3560516	57435
国外资产	75977	-985	对非金融机构及住户负债	2215577	59145
储备资产	226193	10012	：纳入广义货币的存款	2101546	60633
：准备金存款	220597	11370	：单位活期存款	549922	25537
：库存现金	5596	-1359	：单位定期存款	440627	7898
对政府债权	428835	5882	：个人存款	1110997	27197
：其中对中央政府	428835	5882	：不纳入广义货币的存款	62341	-216
对中央银行债权	26	-3	：可转让存款	26320	-1875
对其他存款性公司债权	320805	7662	：其他存款	36021	1658
对其他金融机构债权	254970	8411	：其他负债	51690	-1272
对非金融机构债权	1406256	25050	对中央银行负债	121211	-4173
对其他居民部门债权	716087	7703	对其他存款性公司负债	112057	3708
其他资产	131367	-6296	对其他金融性公司负债	260309	-6312
			：计入广义货币的存款	256854	-5352
			国外负债	13104	-1327
			债券发行	361133	4074
			实收资本	82134	-13
			其他负债	394989	2333

- 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”口径等于其他金融性公司。

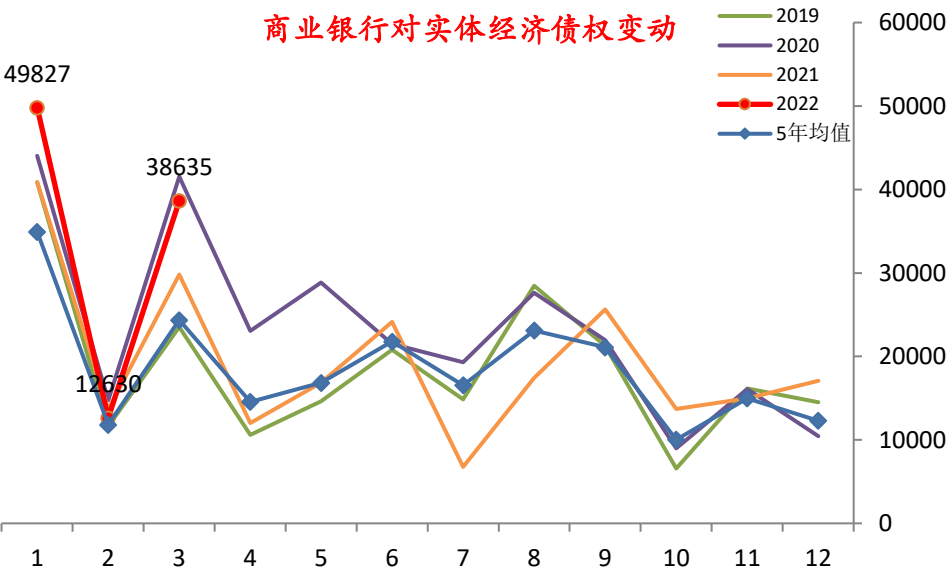
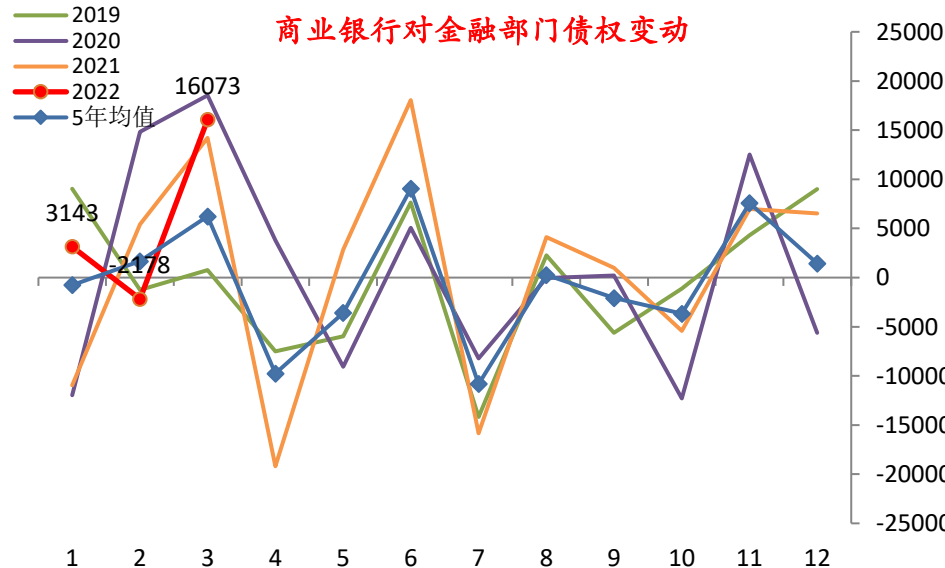
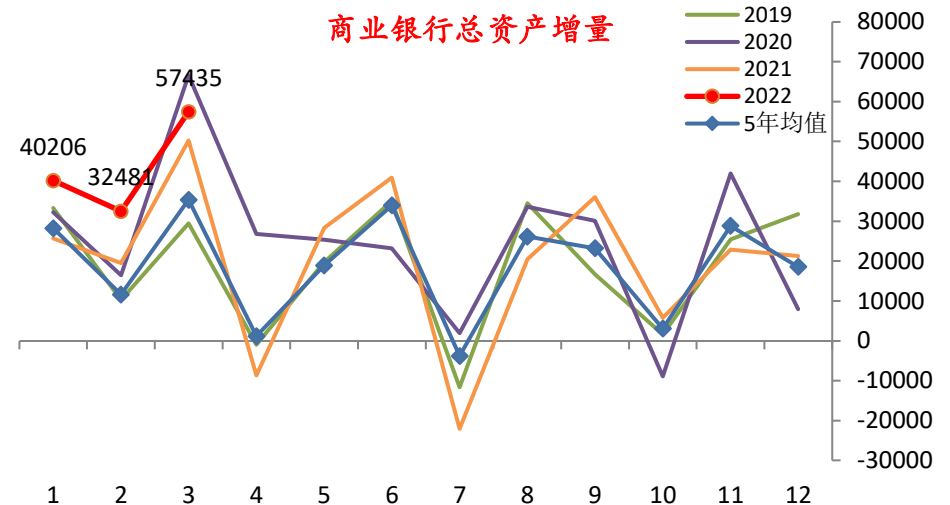
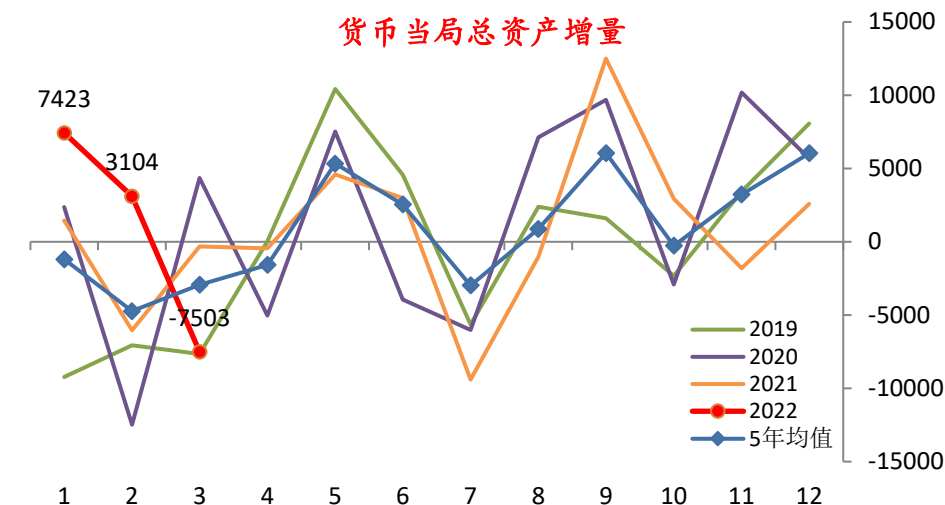


- 商业银行总体扩表继续加速，其中对金融和实体经济扩表增速均加快。

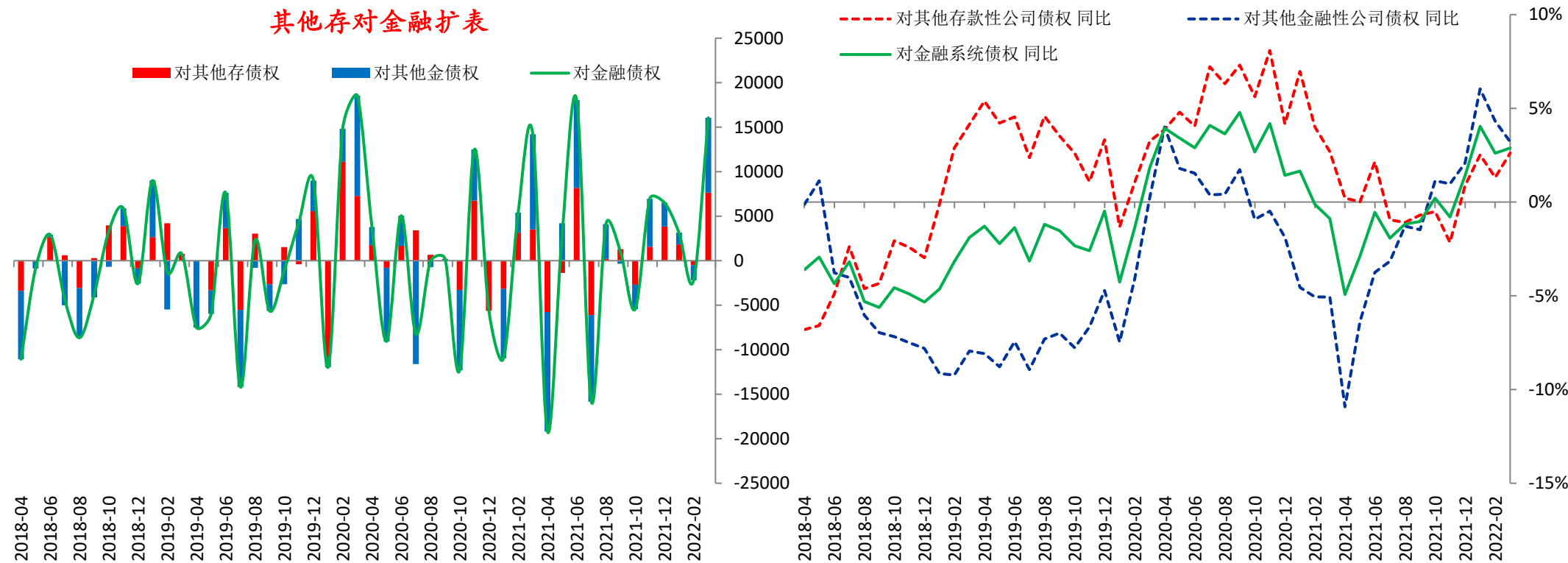


- 总体扩表增速=商业银行总资产同比增速
- 金融系统=其他存债权+其他金债权
- 对非金债权=对政府债权+对企业债权+对居民债权

- 边际来看，央行资产负债表增量上升，商业银行总资产增量符合季节性。
- 但商业银行对金融和实体经济部门扩表增量均从前期低位回升而超过季节性。

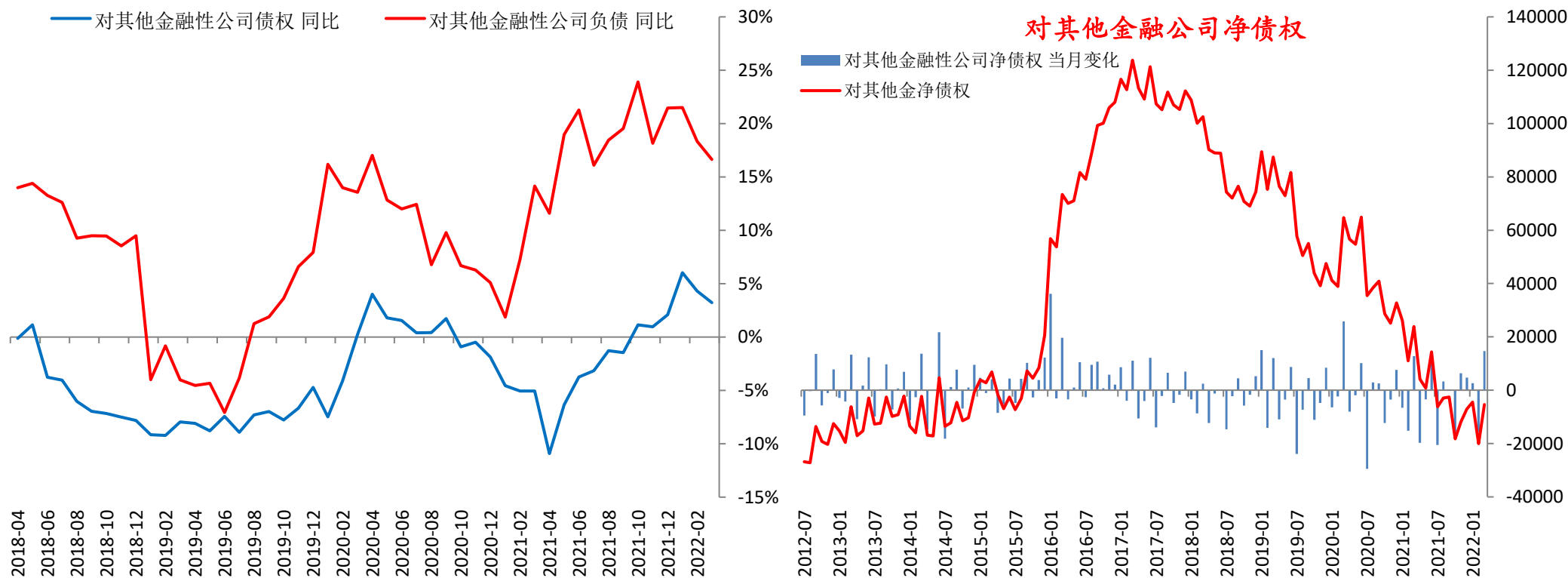


- 商业银行对其他存和其他金均扩表。
- 同比来看，商业银行对金融系统总体和对其他存扩表增速加快，对其他金扩表增速下降。



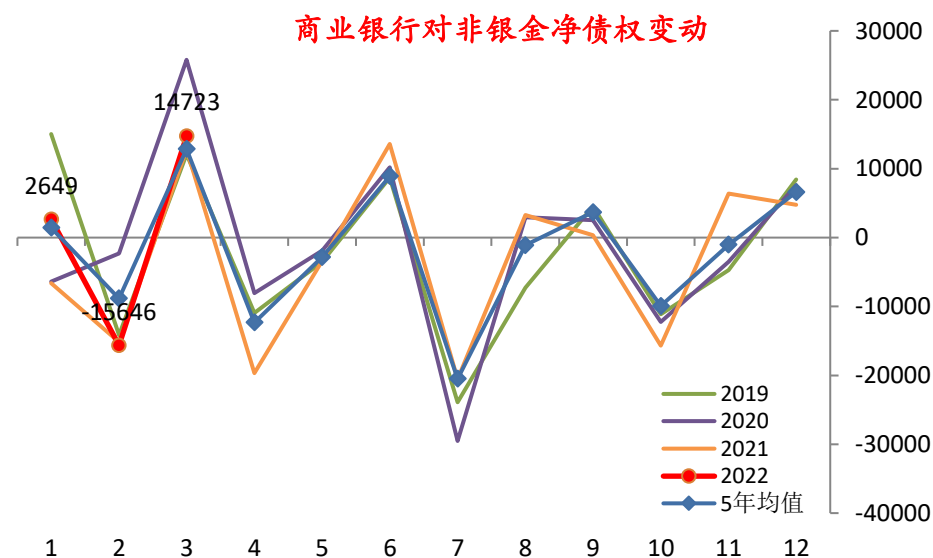
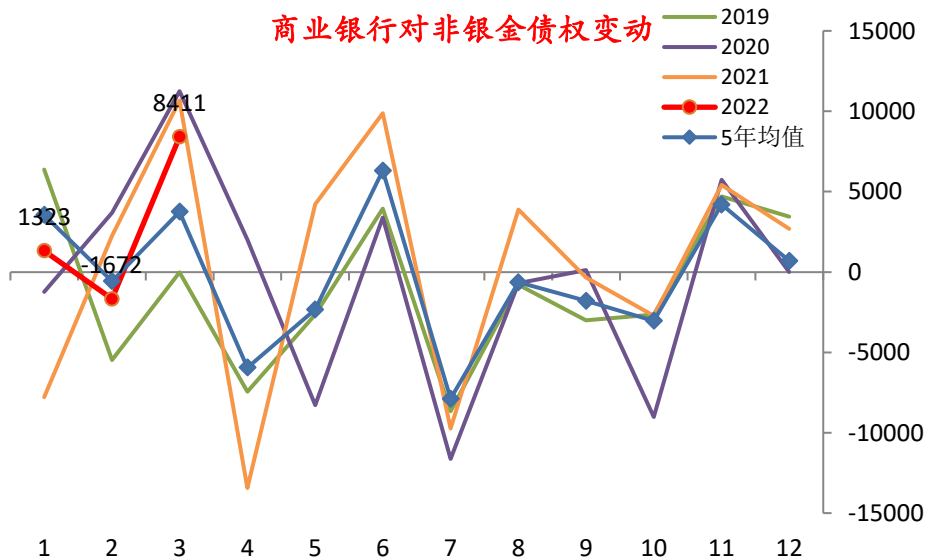
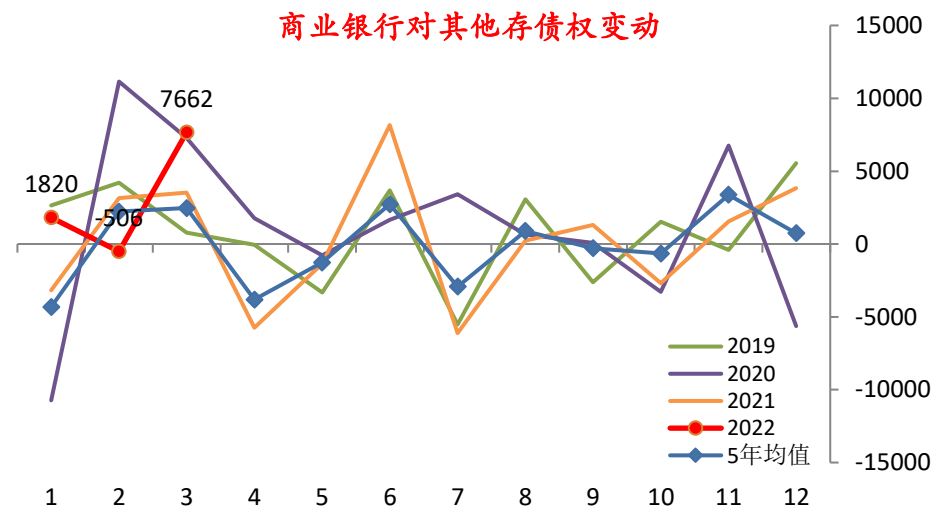
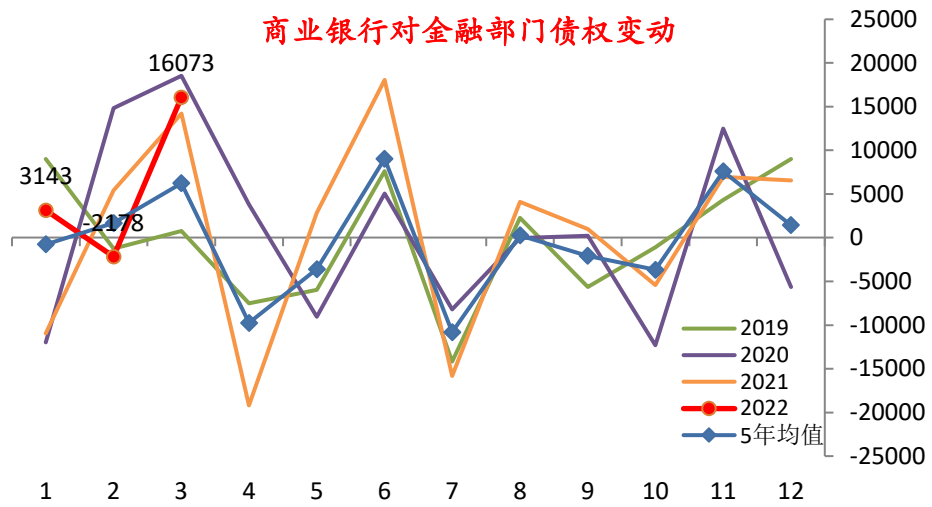


- 对其他金债券和负债增速均继续回落。非银金净债权反弹。
- 商业银行对其他金净债权基本恢复到2015年以前水平，或将进入稳定时期。



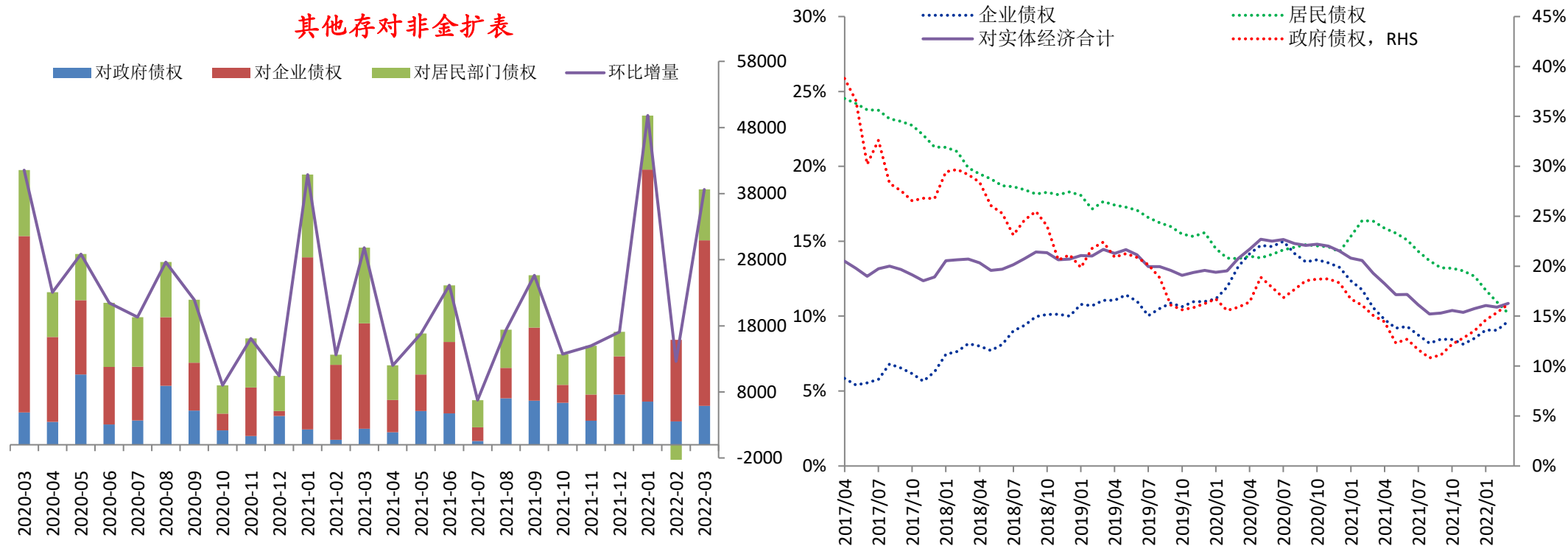


- 边际上看，对金融部门总体扩表、对其他存扩表、对其他金扩表均从低位回升而超过季节性。





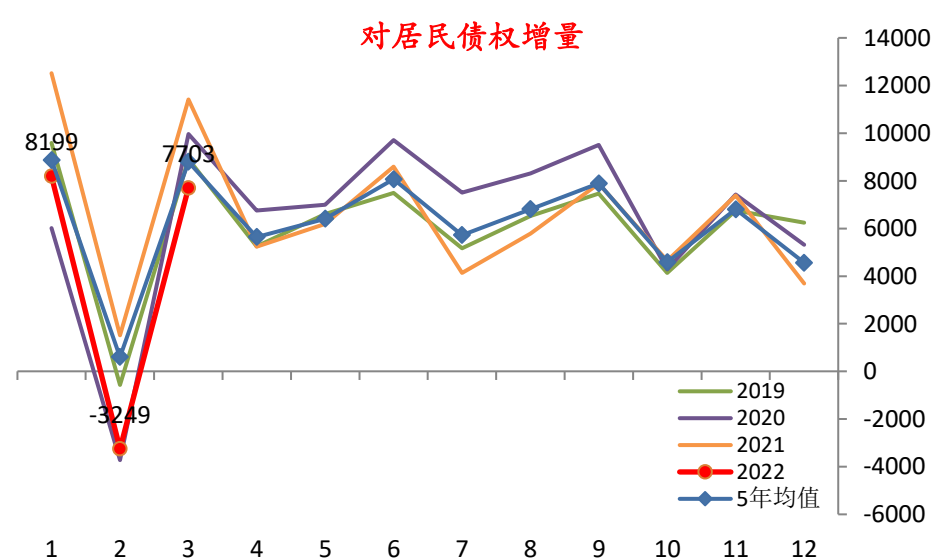
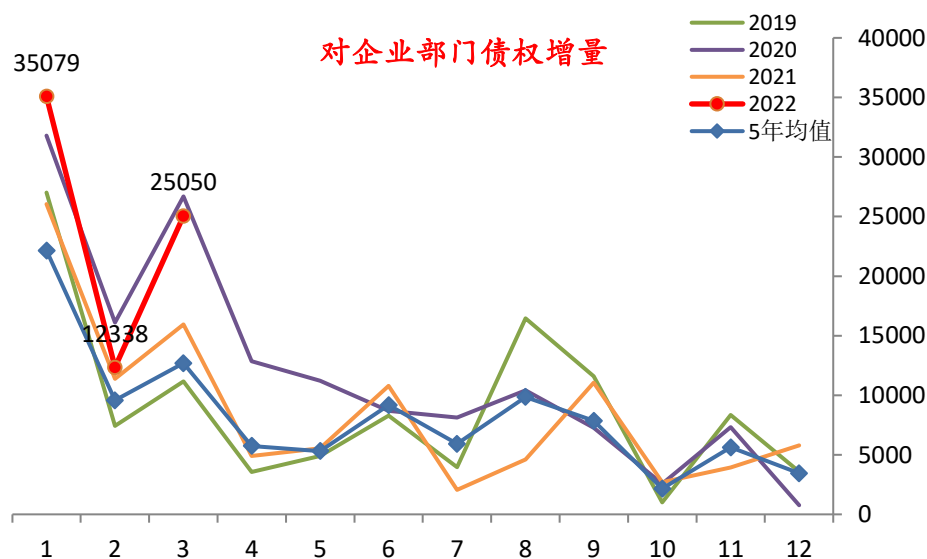
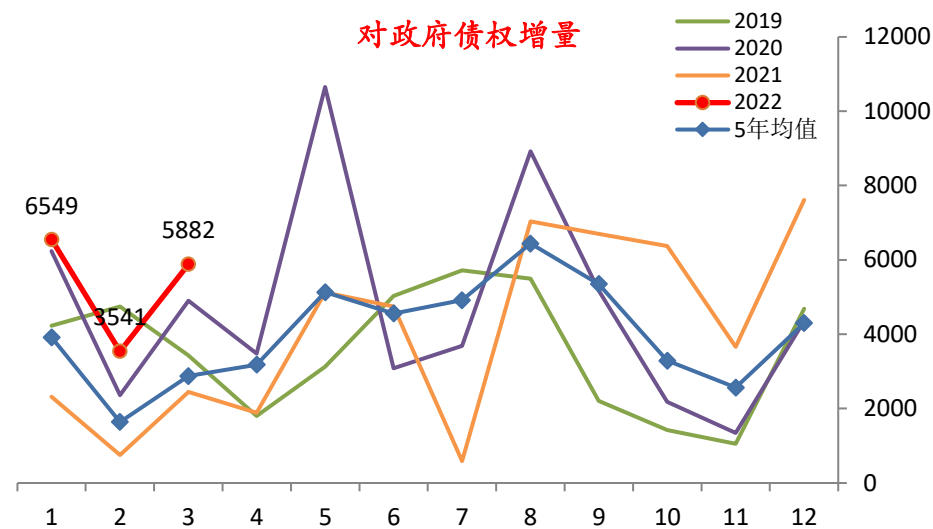
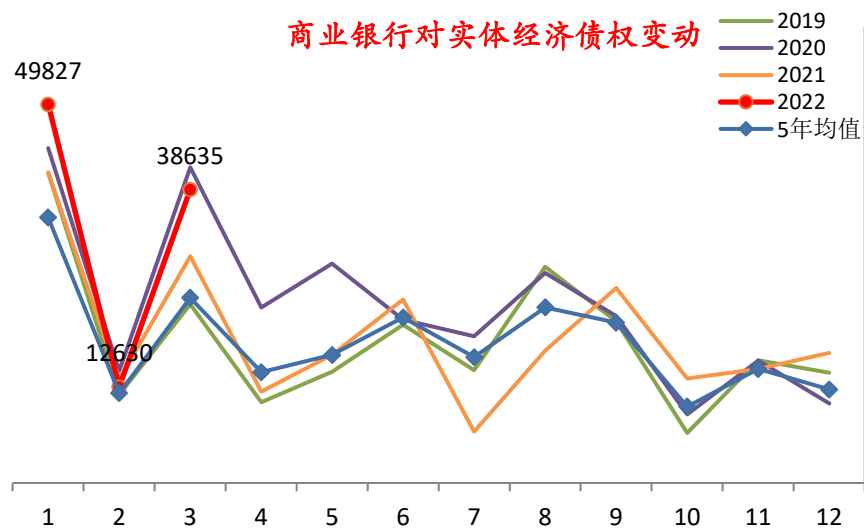
- 对实体经济扩表速度小幅加快。其中对政府扩表加速明显，对企业扩表增速也有加快，但居民扩表增速仍在持续回落之中。
- 仍认为信用收缩已结束。继续关注信用扩张从第一阶段（政府债务驱动）向第二阶段（表内贷款驱动）的转换情况，关键仍在于居民加杠杆步伐加快。



*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，以及其中对政府、对居民、对企业扩表增速均超过季节性，尤其是政府和企业扩表增量回升明显。

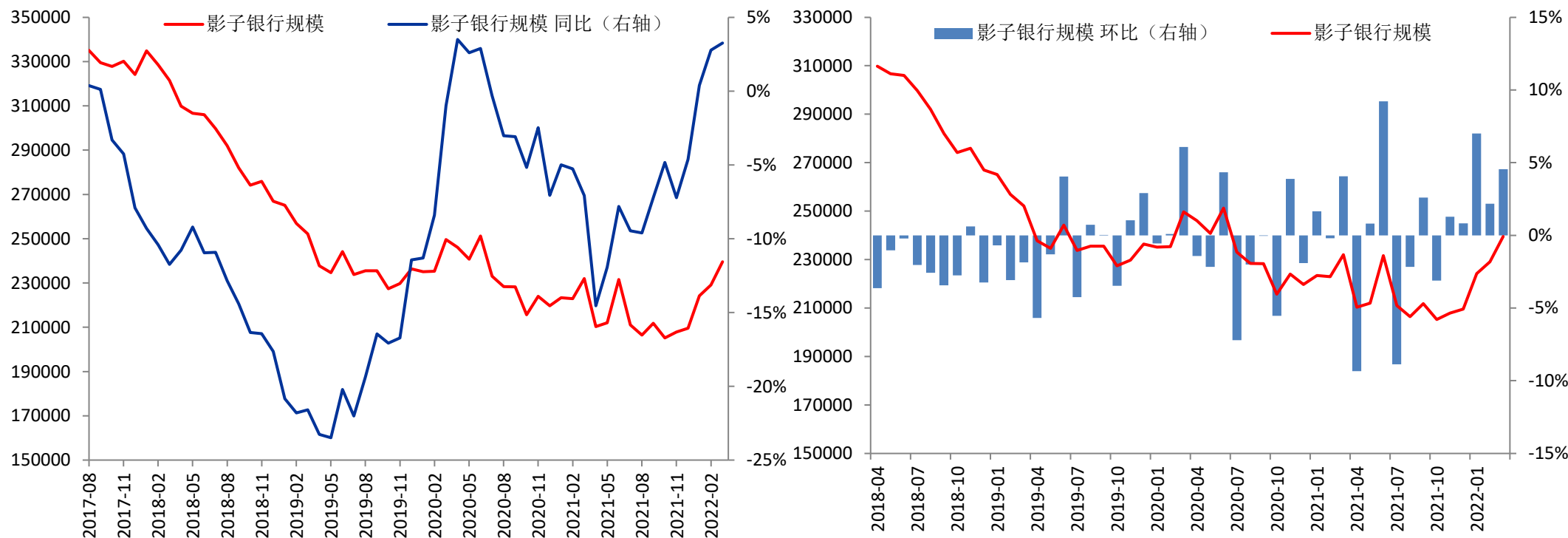


影子银行 - 2022年03月				
影子银行	当期值	当期同比	当期变动	当期环比
M2	2497688	9.72%	56199	2.30%
财政存款	42003	14.39%	-12657	-23.16%
减：国债	153292	9.63%	956	0.63%
减：地方债	268445	20.38%	5429	2.06%
银行资本	82134	11.59%	-13	-0.02%
表外理财	307154	15.28%	5792	1.92%
减：贷款	2010111	11.42%	31254	1.58%
减：外汇占款	230574	0.92%	251	0.11%
减：企业债券投资	27023	4.54%	1003	3.86%
影子银行规模	239534	3.25%	10428	4.55%

- 影子银行规模=M2+财政存款-国债-地方债+银行资本+表外理财-贷款-外汇占款-银行企业债券投资
- 由于2019年来非保本理财数据缺失严重，因此表外理财和影子银行的估算值，可能与实际情况出入较大，因此仅供参考。



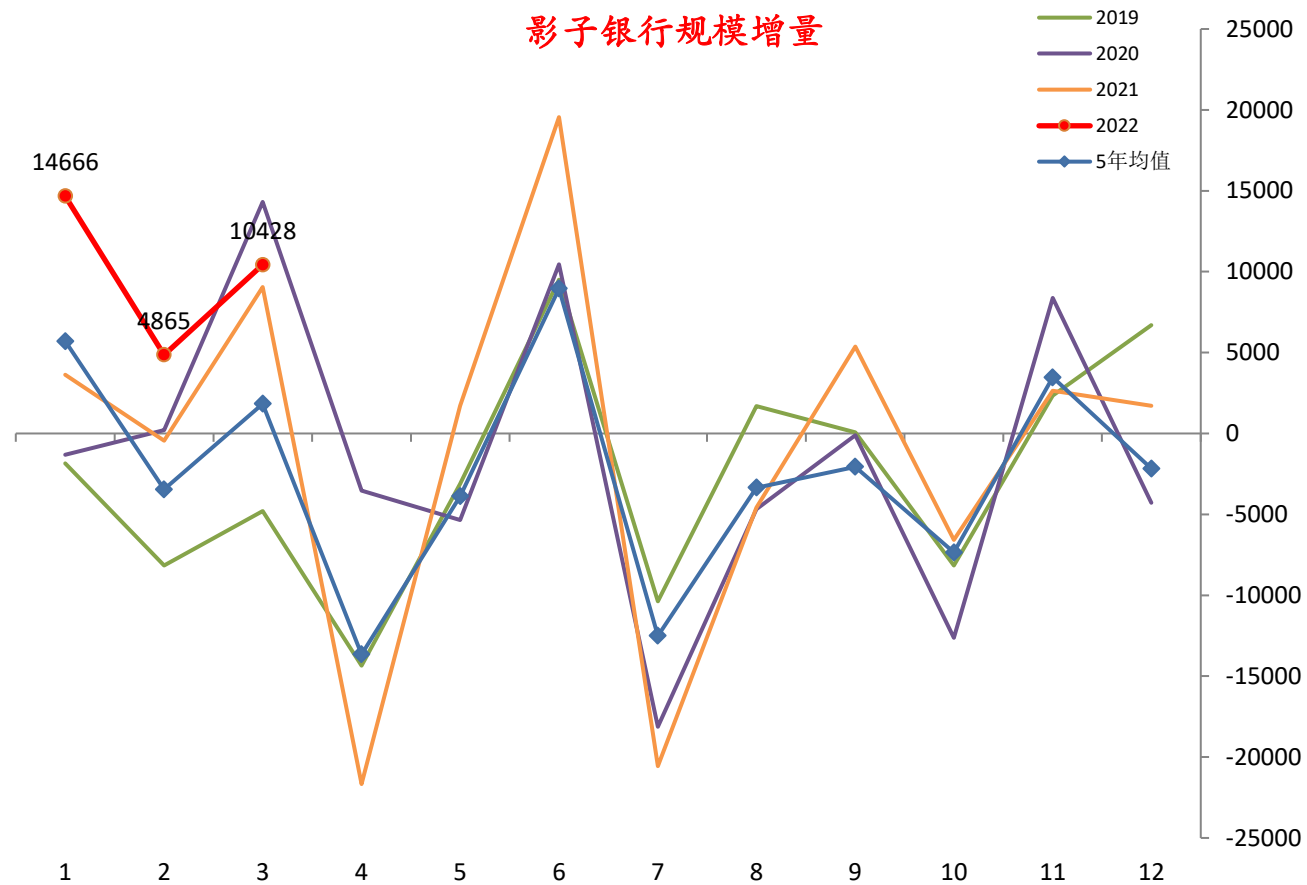
- 影子银行规模环比和同比均继续上升。



- 影子银行规模=M2+财政存款-国债-地方债+银行资本+表外理财-贷款-外汇占款-银行企业债券投资
- 由于2019年来非保本理财数据缺失严重，因此表外理财和影子银行的估算值，可能与实际情况出入较大，因此仅供参考。



- 边际上看，影子银行规模增量符合季节性。



- 由于2019年来非保本理财数据缺失严重，因此表外理财和影子银行的估算值，可能与实际情况出入较大，因此仅供参考。

第二层级分析：金融体系至实体经济

- 一. 3月实体经济融资多超过季节性水平。表内贷款回升主要靠企业贷款拉动，但居民贷款增量不高，尤其是居民中长期贷款仍在5年均值下方。
- 二. 票据融资与企业短贷合并计算的短期融资超过季节性水平，仍反映企业短期经营活动增加。
- 三. 央行口径广义社融超季节性，除表内贷款推升之外，政府融资也是重要影响因素。
- 四. 春节之后企业开工增加、经营恢复带来更多的资金需求，但企业中长贷增长的持续性仍需要关注。此外居民长贷仍低，显示房地产流动性修复不明显。

3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	7539	-3940	24	12600	-13000	-3369	10908
其中：短期	3848	-1394	12	1943	-3886	-2911	6759
其中：中长期	3735	-2504	12	10700	-9100	-459	4194
非金融性公司	24800	8800	79	70800	17300	12400	12400
其中：短期	8089	4341	26	22300	10300	4111	3978
其中：中长期	13448	148	43	39500	-5200	5052	8396
其中：票据融资	3187	4712	10	8027	12812	3052	135
非银行业金融机构	-454	-184	-1	-81	2001	1790	-2244
合计	31300	4000	100	83400	6700	12300	19000

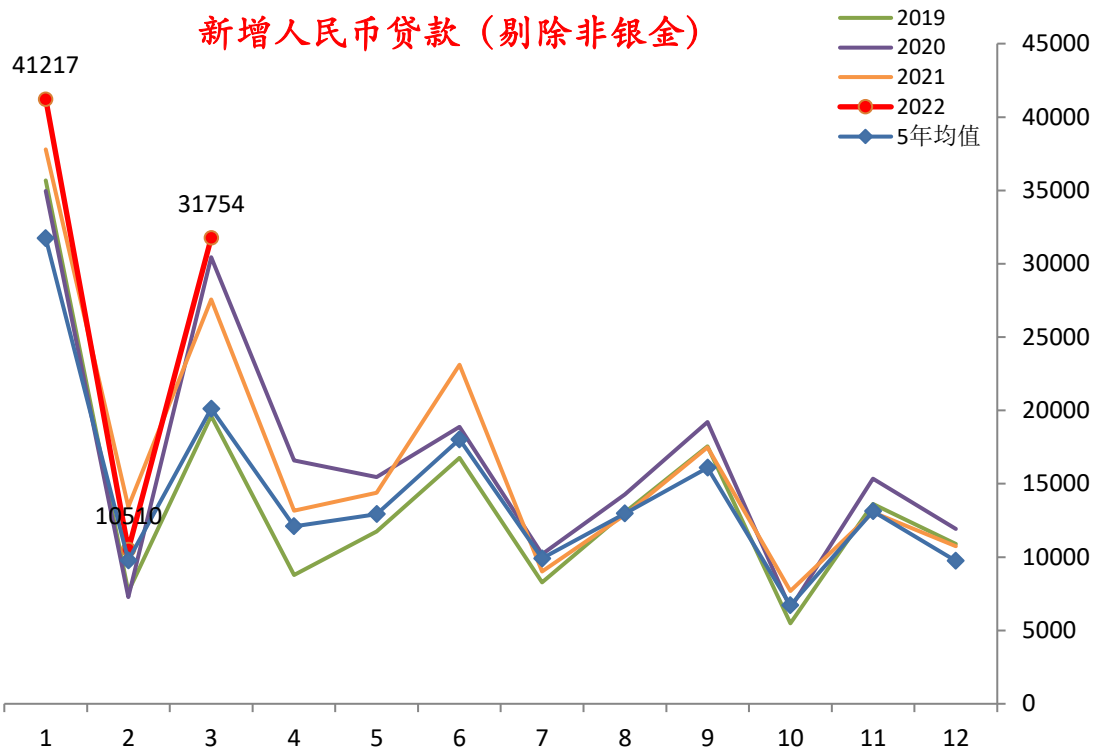
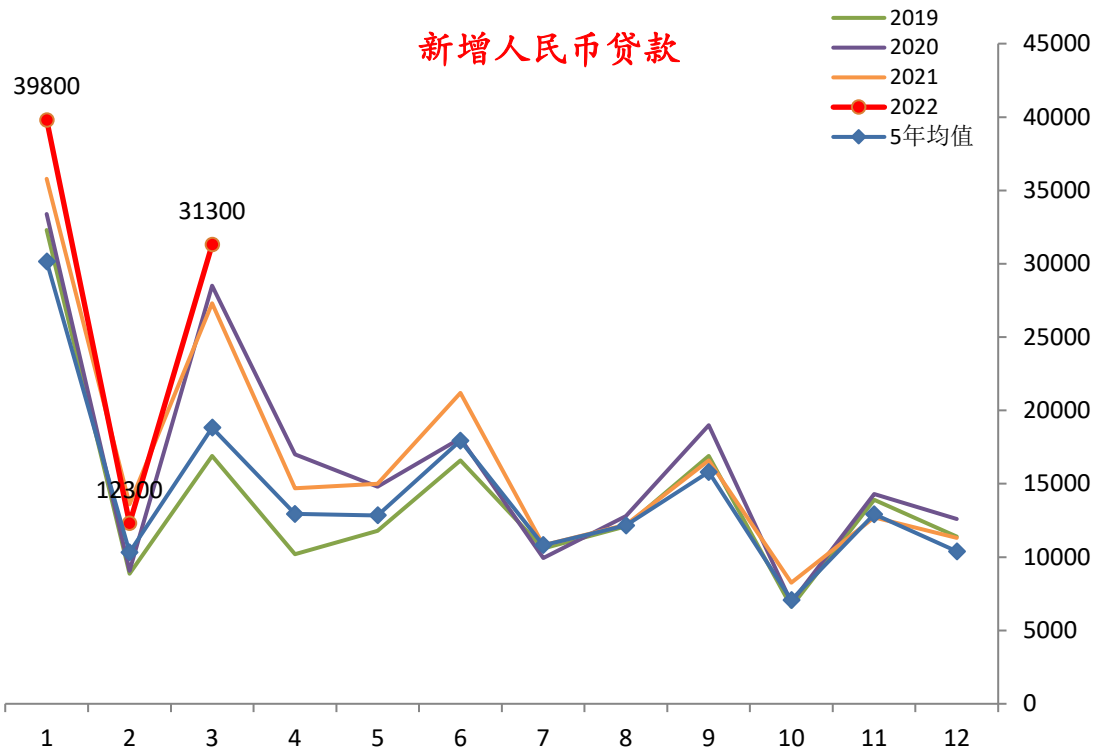
3月社会融资规模	当月新增 (亿)	同比多增 (亿)	规模占比 (%)	累计新增 (亿)	累计多增 (亿)	上月新增 (亿)	环比多增 (亿)
新增人民币贷款	32291	4780	69.4	83400	63	9084	23207
新增外币贷款	239	-43	0.5	1750	16	480	-241
新增委托贷款	107	149	0.2	460	30	-74	181
新增信托贷款	-259	1532	-0.6	-1690	-18	-751	492
新增未贴现银行承兑汇票	287	2583	0.6	791	57	-4228	4515
企业债券融资	3573	-234	7.7	13100	37	3729	-156
非金融企业境内股票融资	958	175	2.1	2982	47	585	373
政府债券	7074	3943	15.2	15800	140	2722	168
存款类金融机构资产支持证券	-102	-579	-0.2	-369	-38	-53	-49
贷款核销	1580	500	3.4	2041	343	257	1323
合计	46531	12769	100.0	120600	63	12289	34242

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

3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	8089	4341	4111	3978	28%
已贴现票据	3187	4712	3052	135	11%
未贴现票据	287	2583	-4228	4515	1%
企业短期融资合计	11563	11636	2935	8628	39%
企业中长期贷款	13448	148	5052	8396	46%
委托贷款	107	149	-74	181	0%
信托贷款	-259	1532	-751	492	-1%
债券融资	3573	-234	3729	-156	12%
股票融资	958	175	585	373	3%
企业中长期融资合计	17827	1770	8541	9286	61%

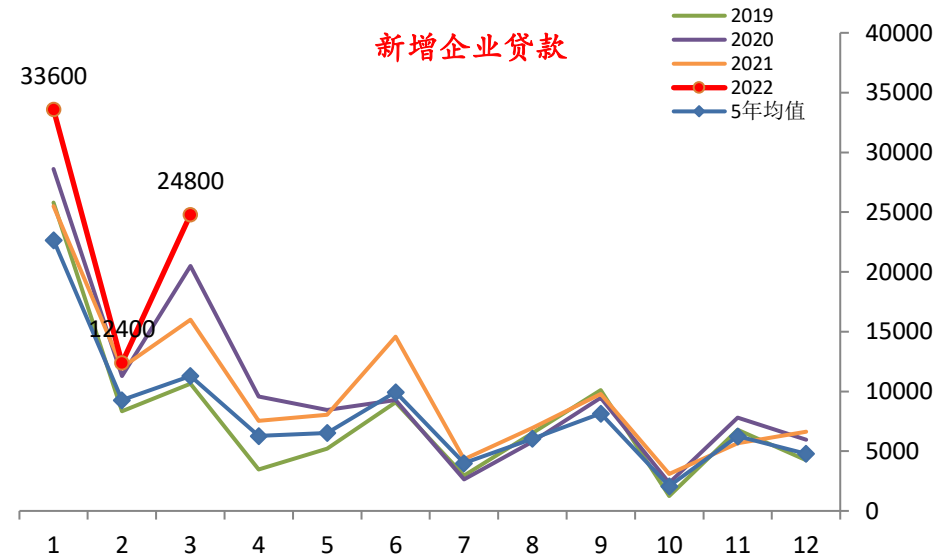
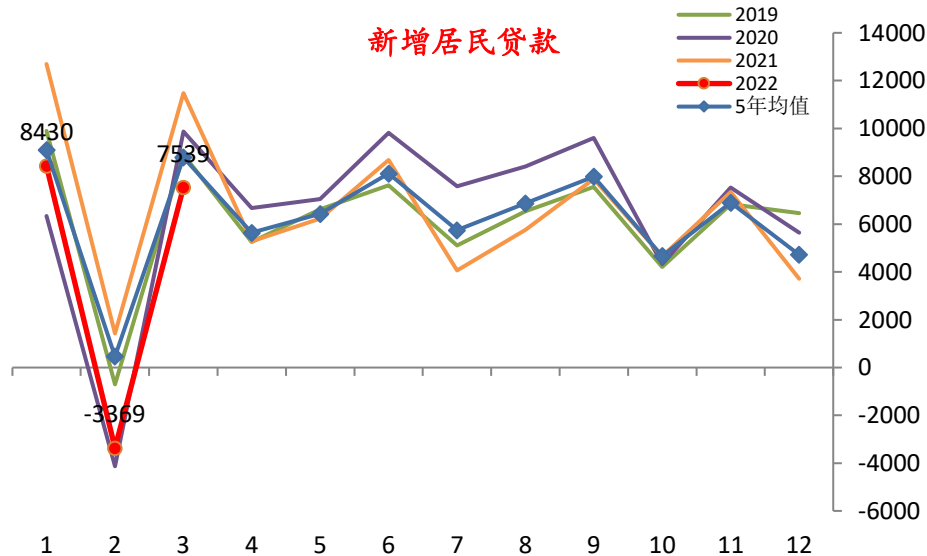
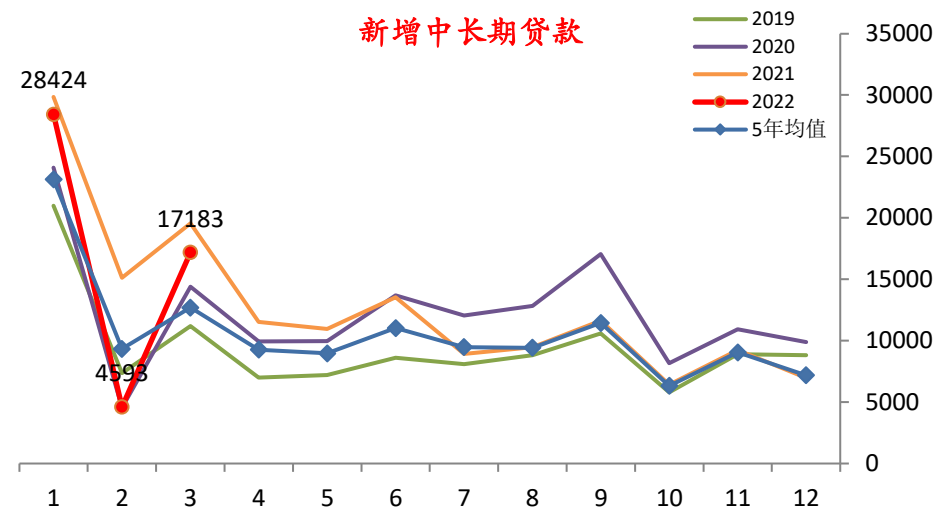
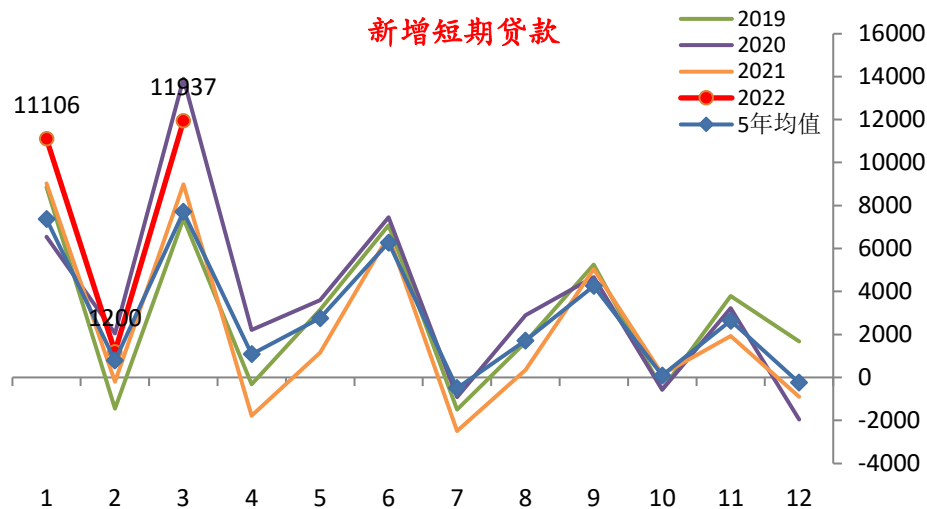
- 边际上看，表内贷款和剔除非银金的表内贷款均超过季节性。



- 新增贷款=短期贷款+中长期贷款
- 新增贷款=居民贷款+企业贷款+非银金贷款
- 居民贷款=居民短期+居民中长期
- 企业贷款=企业短期+票据融资+企业中长期

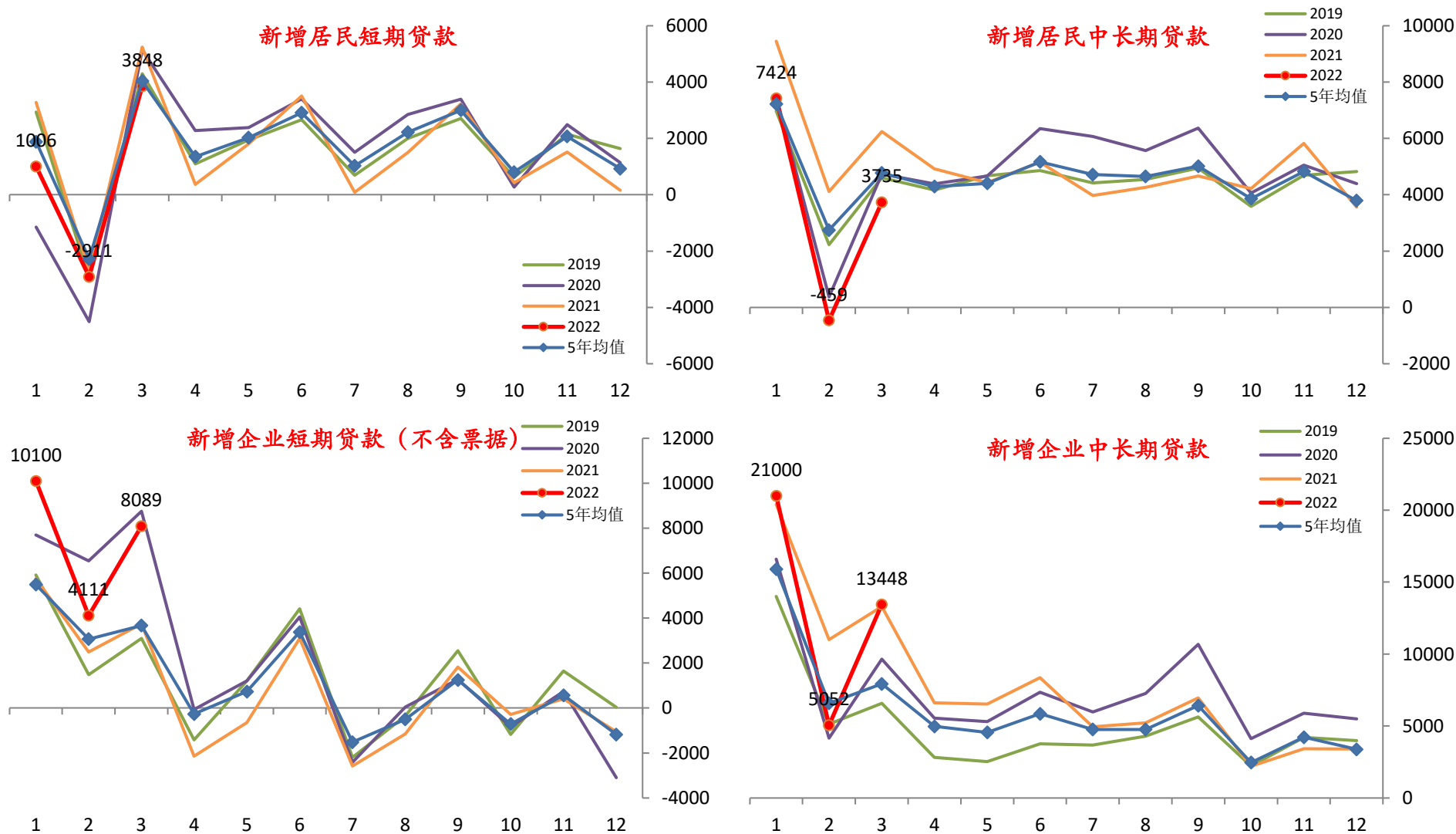


- 短期和中长期贷款、居民贷款和企业贷款也都超过季节性。

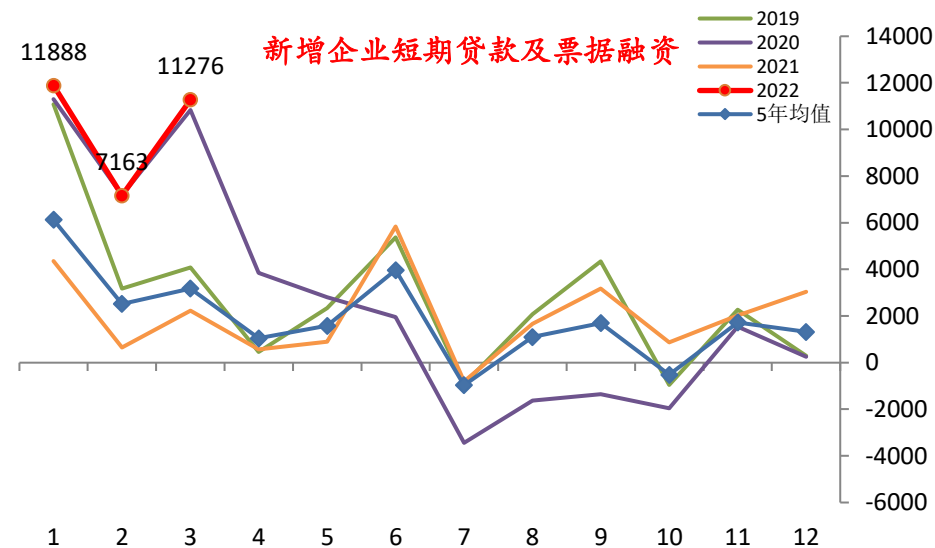
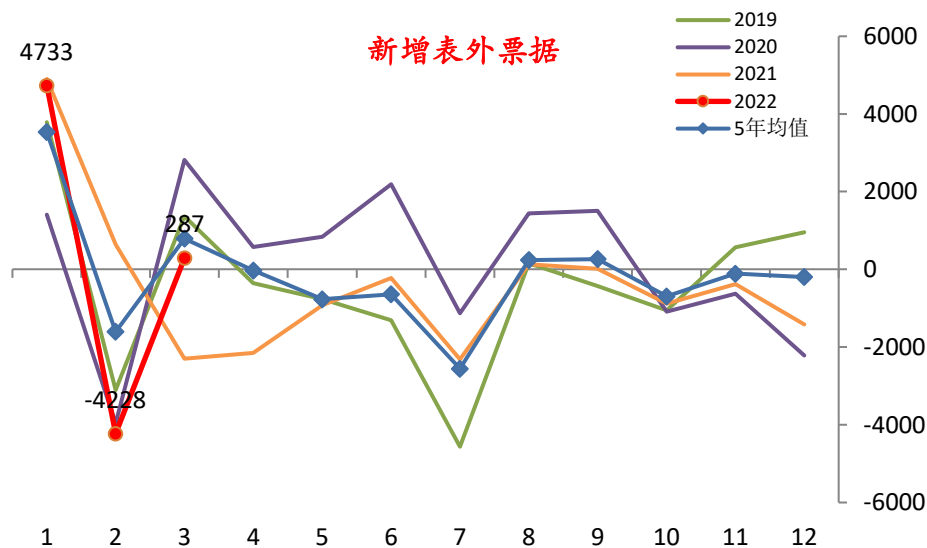
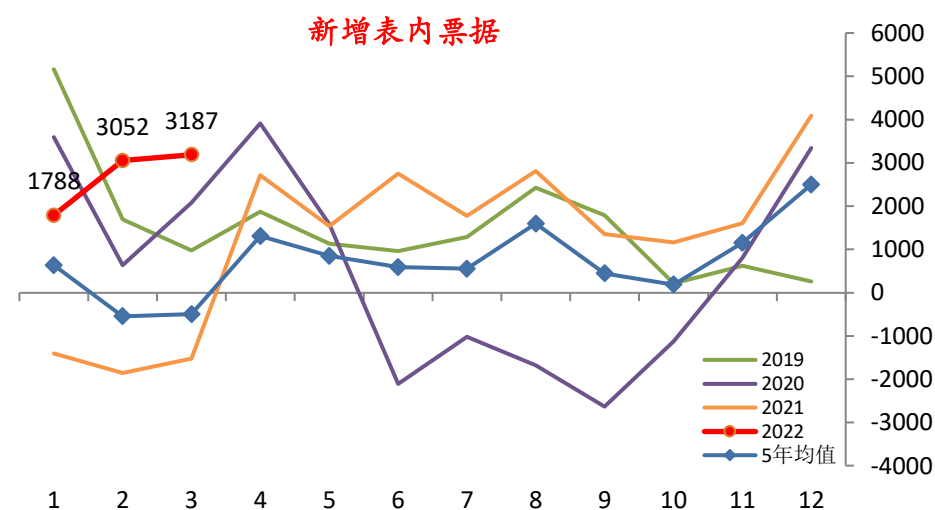
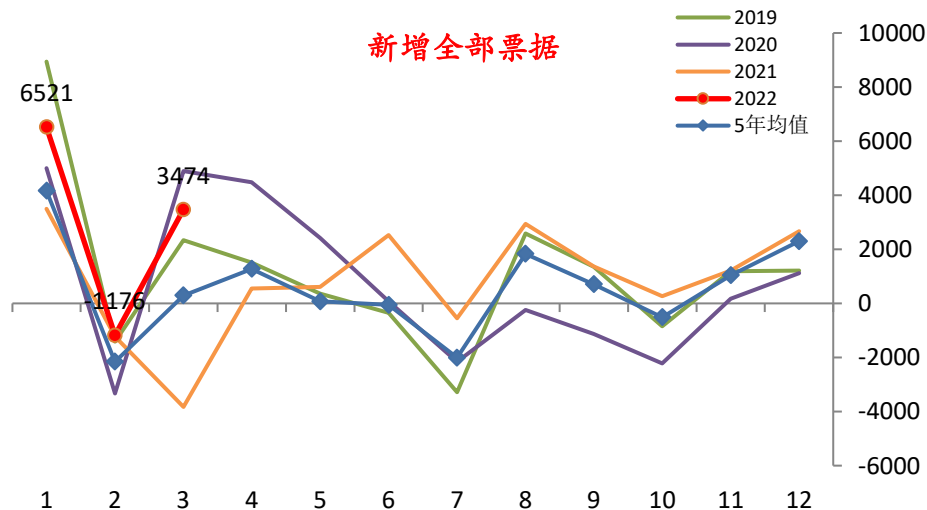




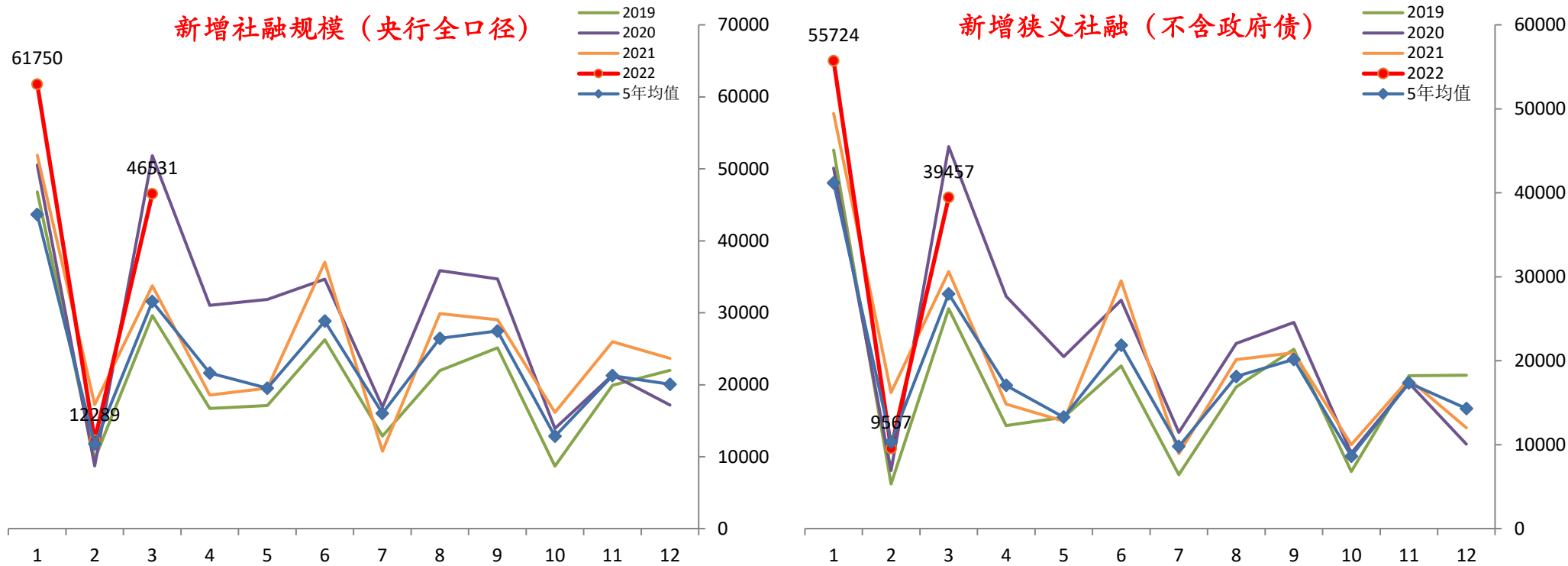
- 居民短贷基本符合季节性，长贷低位回升边际变动超季节性，但绝对增量仍然偏低，购房需求修复不明显。
- 企业短贷和长贷则全面超季节性。春节之后企业开工增加、经营恢复带来更多的资金需求，但企业中长贷增长的持续性仍需要关注。



- 边际上看，总体票据超过季节性，其中表内边际增量贡献为主，表内高位持稳。
- 票据融资与企业短贷合并计算的短期融资超过季节性水平，仍反映企业短期经营活动增加。

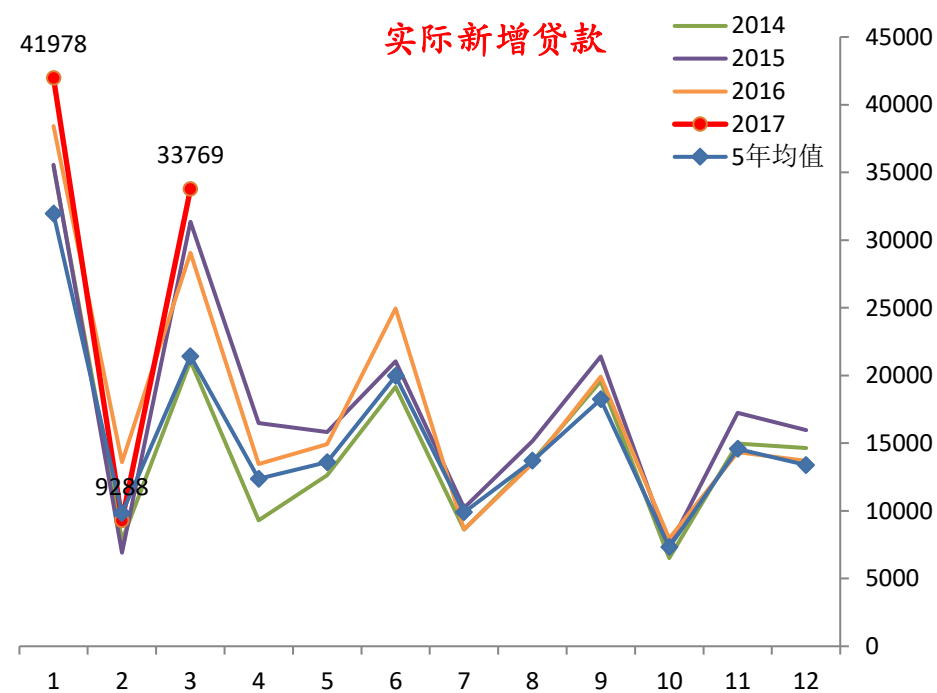
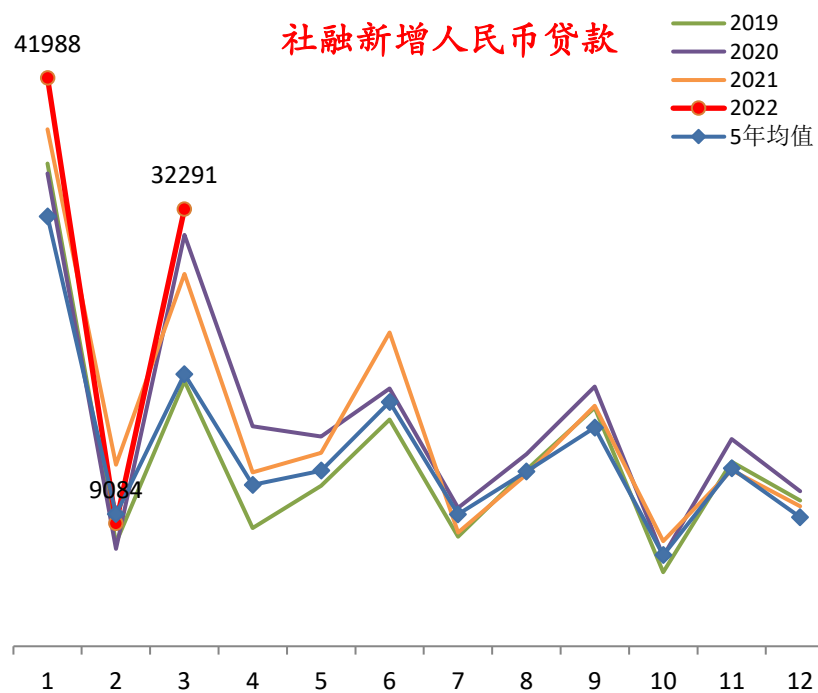


- 边际上看，央行口径广义社融和狭义社融均强于季节性。



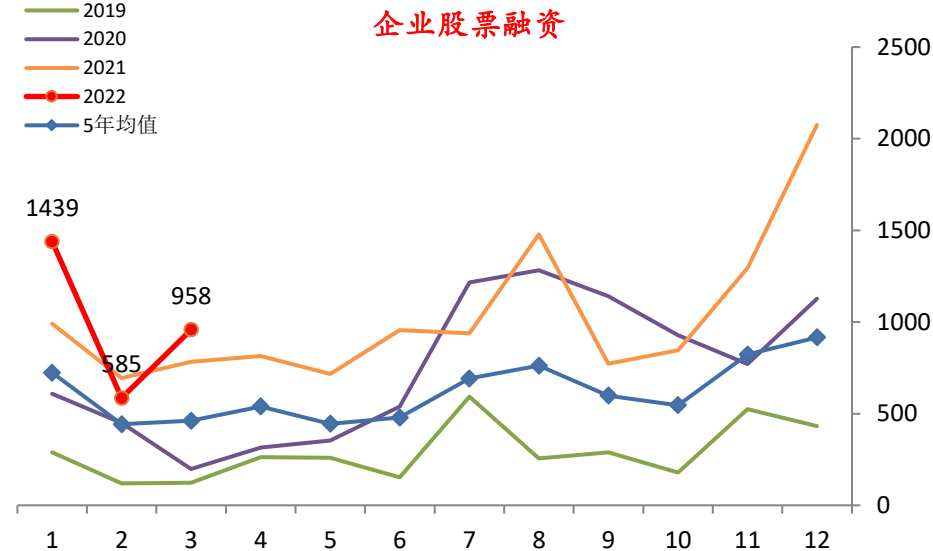
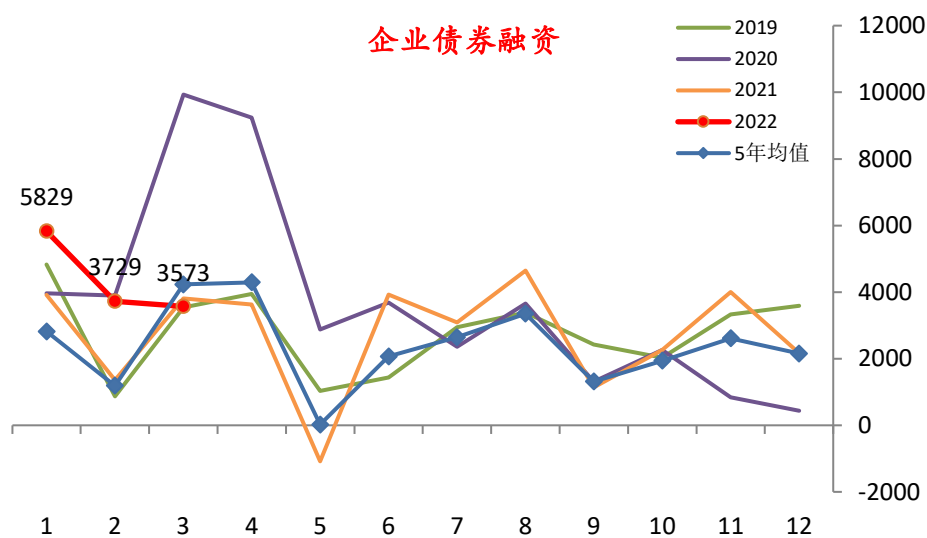
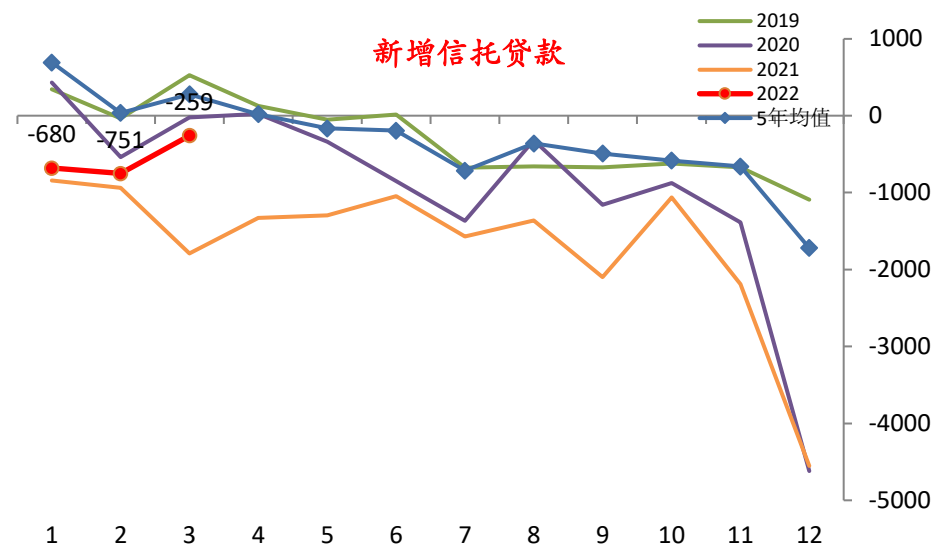
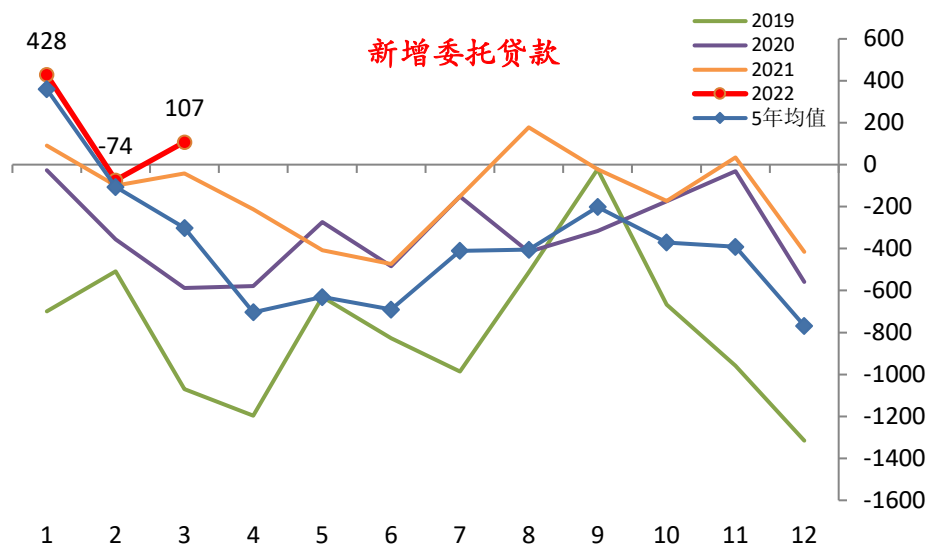
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债

- 边际上看，社融下的表内贷款也强于季节性。
- 结合ABS和贷款核销来看，实际新增表内贷款同样强于季节性。

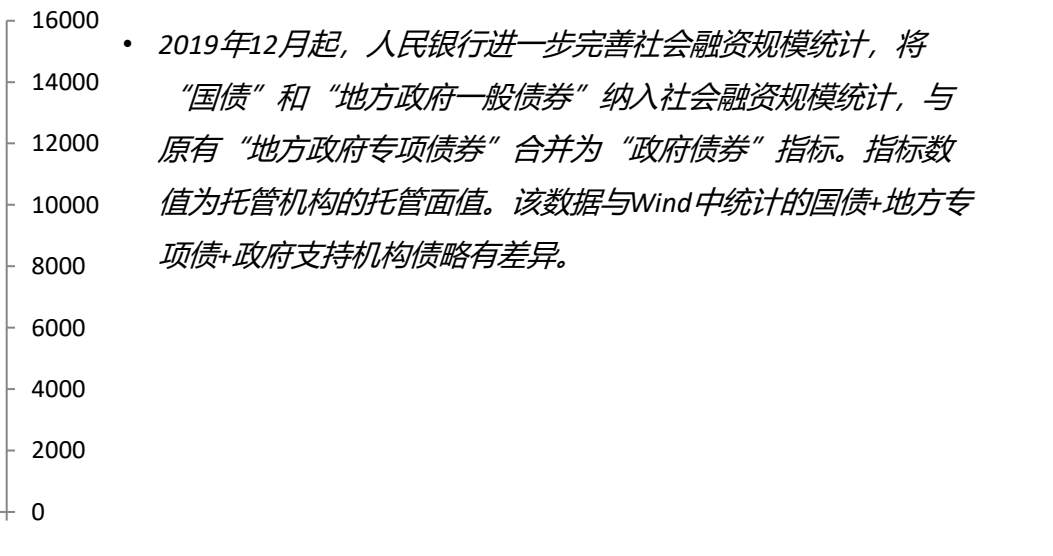
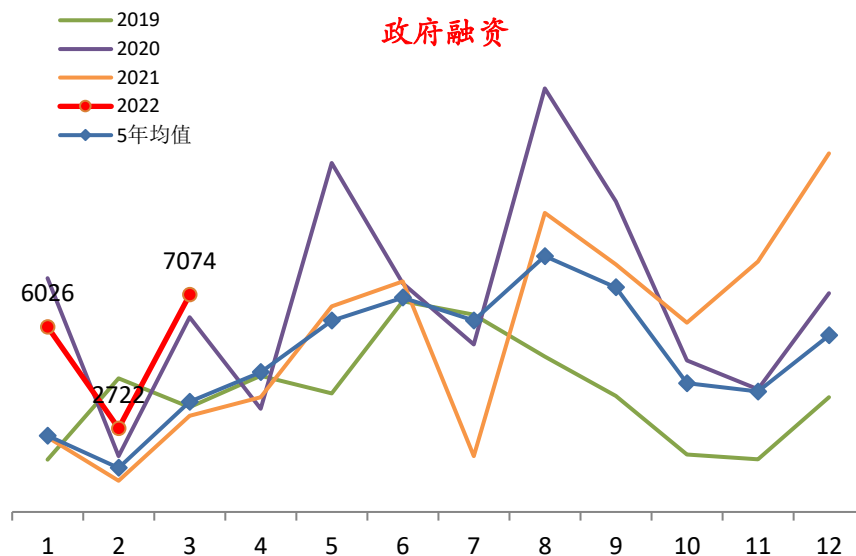
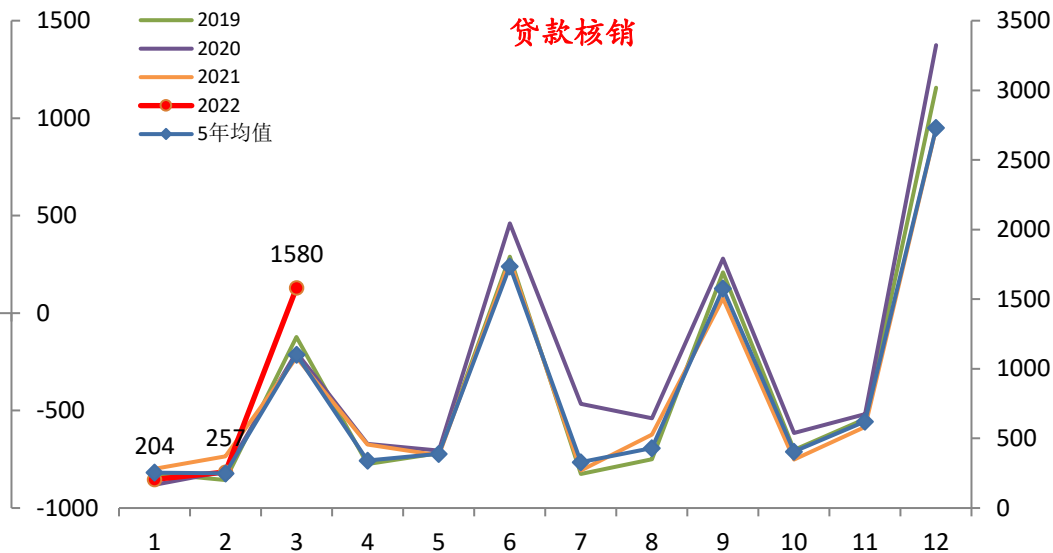
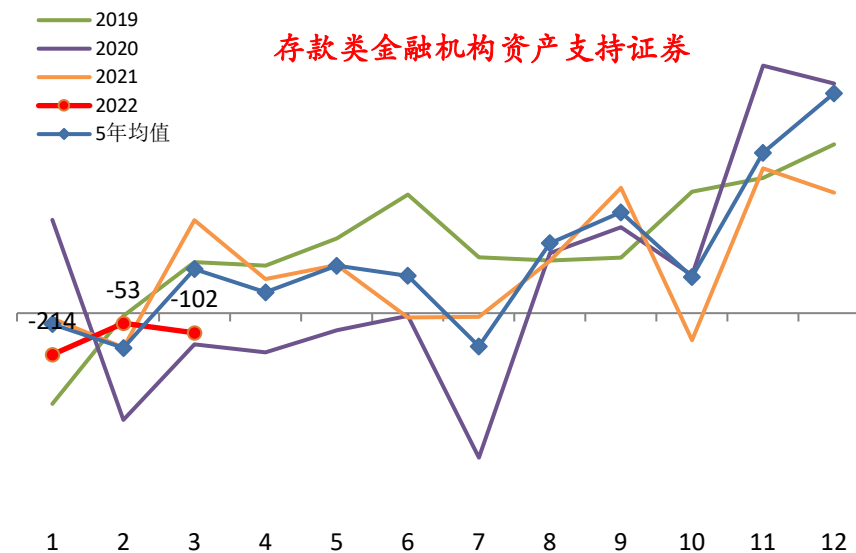


- 实际新增贷款=新增人民币贷款 (社融口径下) + 贷款核销+存款类金融机构资产支持证券

- 边际上看，表外融资中委托贷款、信托贷款、股票融资超过季节性，但债券融资弱于季节性。



- ABS出表量偏低，贷款核销明显超过季节性。政府融资增量显著回升，是支持广义社融的重要因素。

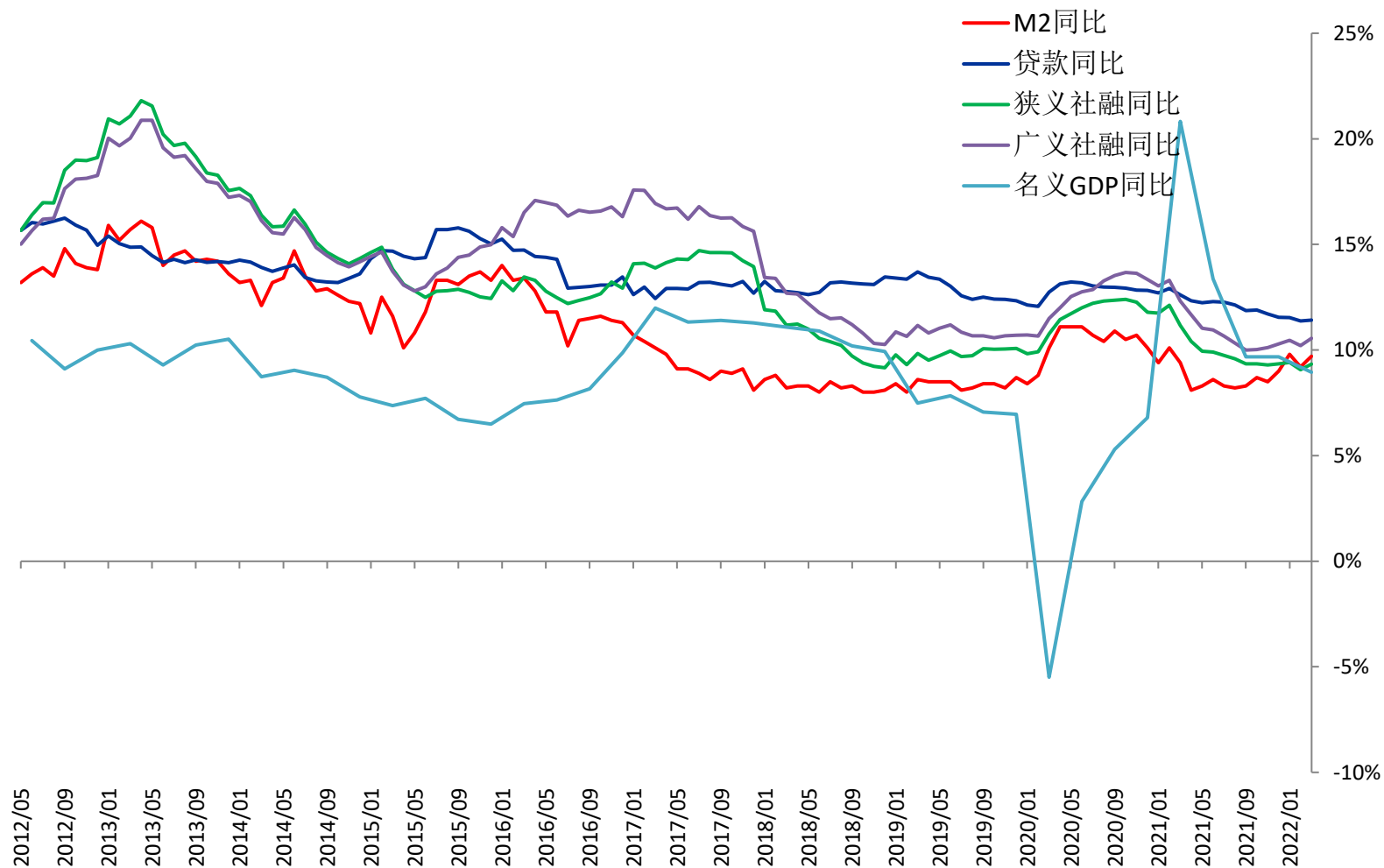


总体：货币总供需和货币派生

- 一. 存款方面，企业活期存款维持高位，M1稳中有升。企业定期存款和居民存款从低位回升并超季节性，M2环比增长显著。
- 二. 理论货币乘数维持稳定，实际货币乘数略微上升，4月降准之后预计二者均有上升。
- 三. 实体经济资金在居民部门和企业部门流动情况变动不大。



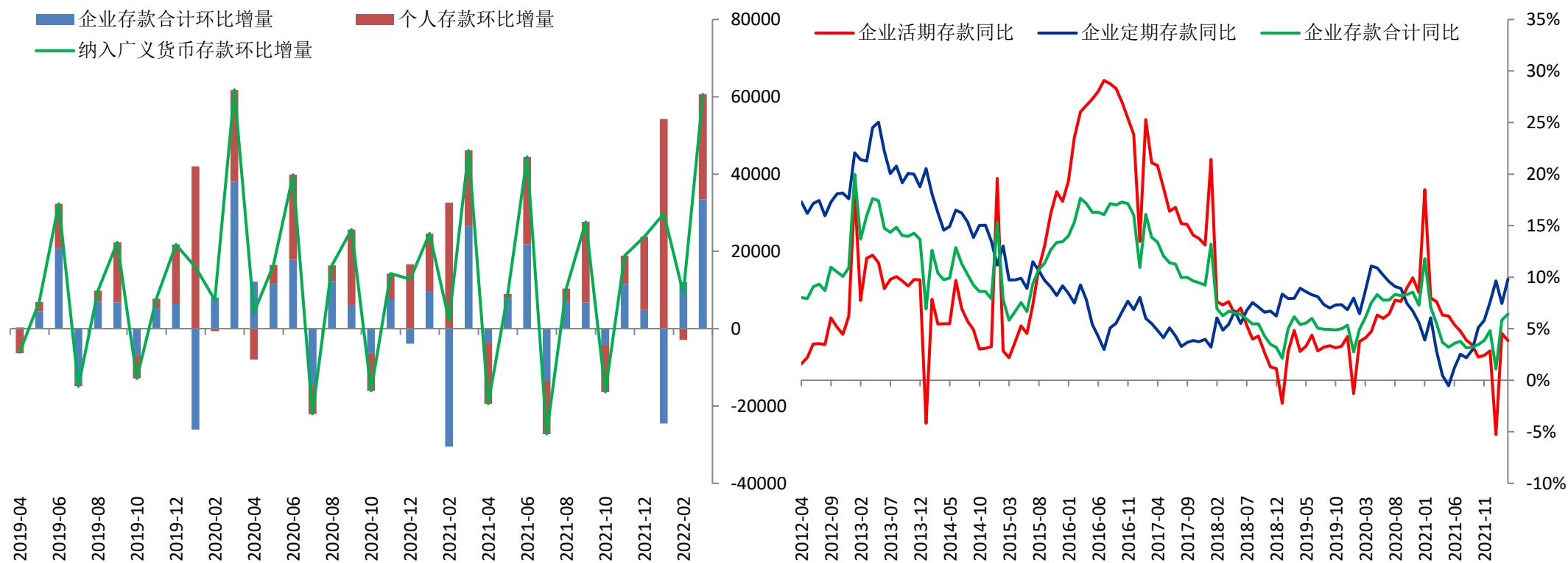
- 广义社融、狭义社融和表内贷款增速以及M2增速均回升。



货币供应量构成-2022年3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	287887	4.4%	1153	0.4%	9.4%
国内信贷	2783504	10.0%	59706	2.2%	90.6%
:对政府债权(净)	402073	15.6%	18539	4.8%	13.1%
:对非金融部门债权	2122343	9.8%	32753	1.6%	69.1%
:对其他金融部门债权	259088	3.0%	8415	3.4%	8.4%
货币和准货币(M2)	2497688	9.7%	56199	2.3%	83.2%
货币(M1)	645064	4.7%	23452	3.8%	21.5%
:流通中货币(M0)	95142	9.9%	-2086	-2.1%	3.2%
:单位活期存款	549922	3.8%	25537	4.9%	18.3%
准货币	1852625	11.6%	32748	1.8%	61.7%
:单位定期存款	440627	9.8%	7898	1.8%	14.7%
:个人存款	1110997	11.1%	27197	2.5%	37.0%
:其他存款	301000	16.2%	-2348	-0.8%	10.0%
不纳入广义货币的存款	62341	7.2%	-216	-0.3%	2.1%
债券	361133	12.6%	4074	1.1%	12.0%
实收资本	82354	11.6%	-13	0.0%	2.7%
其他(净)	67875	-13.0%	816	1.2%	
货币总需求 (存款性公司总资产)	3071391	9.4%	60859	2.0%	100.0%
货币总供给 (存款性公司总负债)	3003516	7.0%	-7015	-0.2%	100.0%



- 居民存款和企业存款均有上升。
- 企业活期存款增速小幅下降，定期存款增速上升。



$M2 = M1 \text{ (货币)} + \text{准货币}$

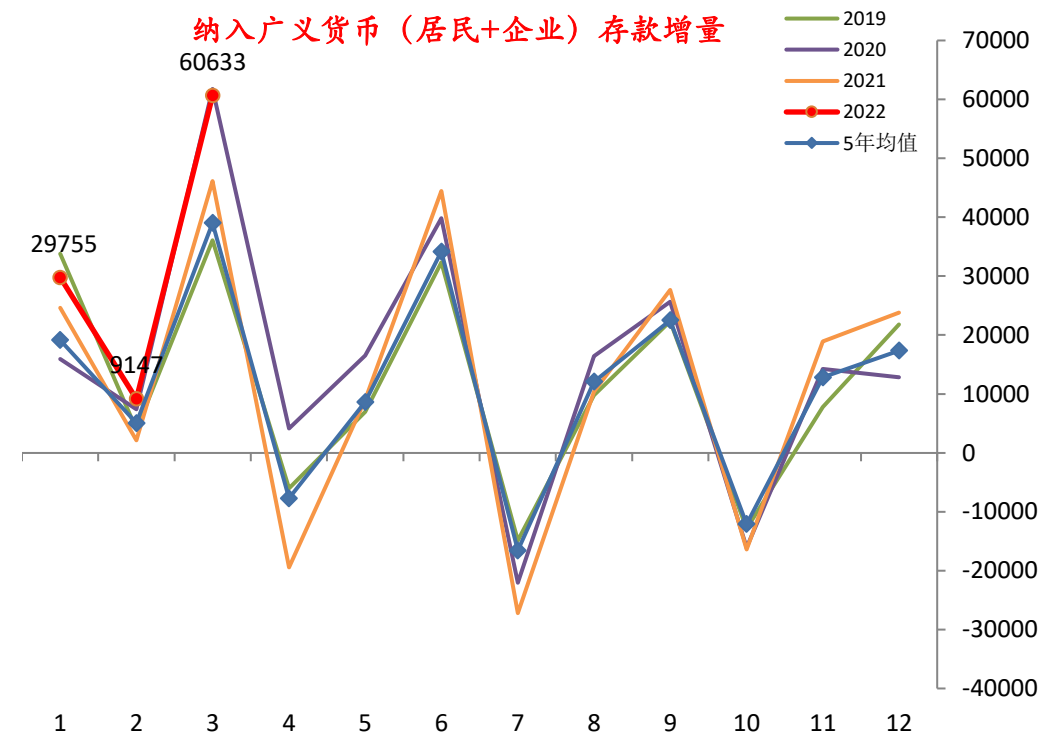
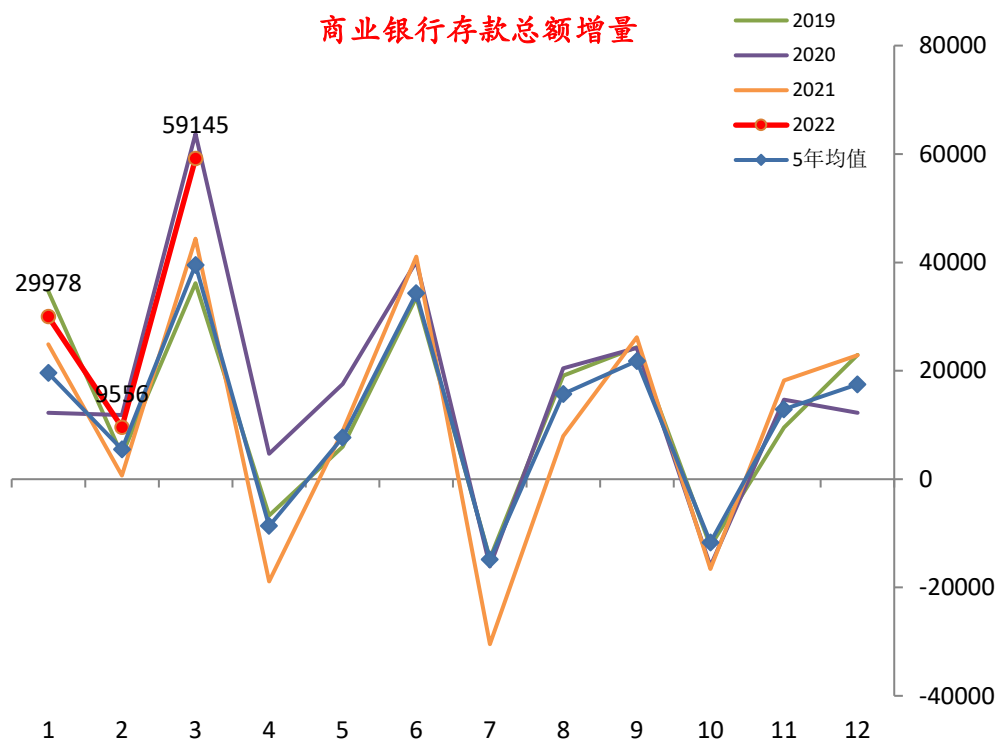
$M1 = M0 \text{ (流通中现金)} + \text{单位活期存款}$

准货币 = 居民存款 + 单位定期存款 + 其他存款

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



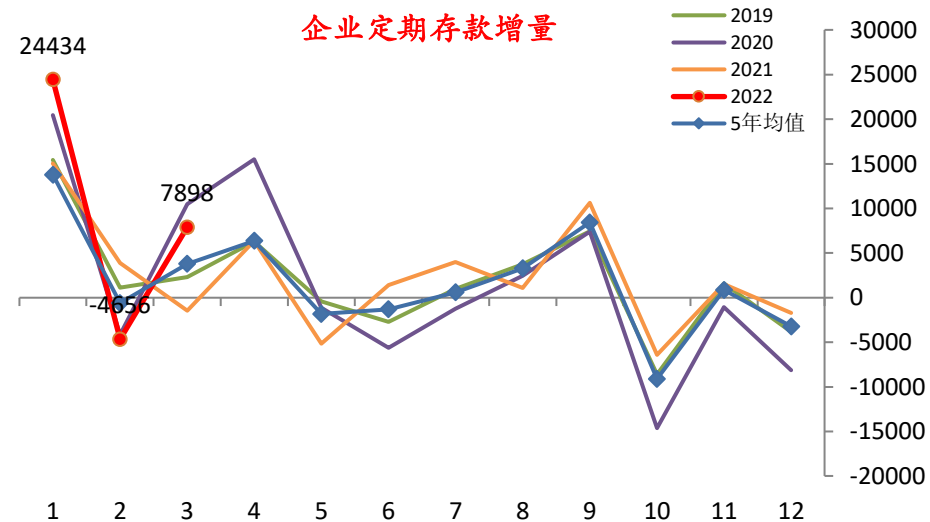
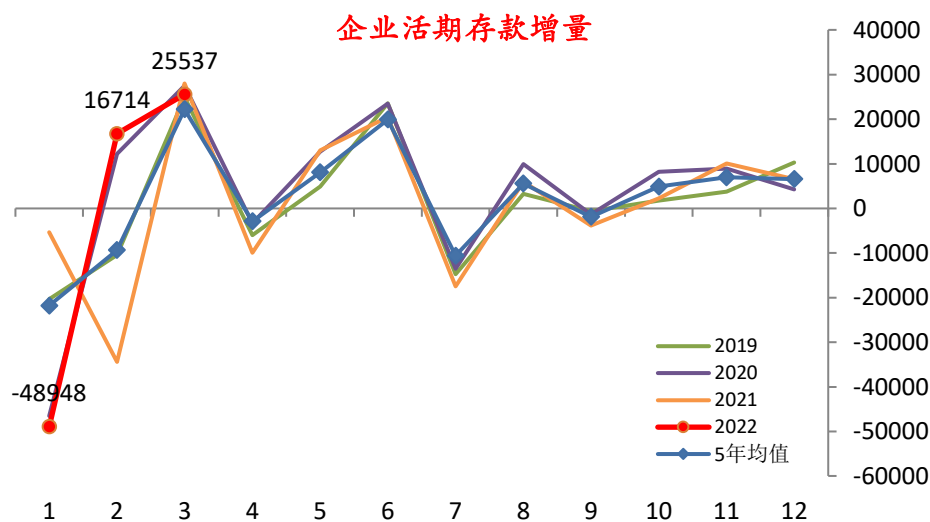
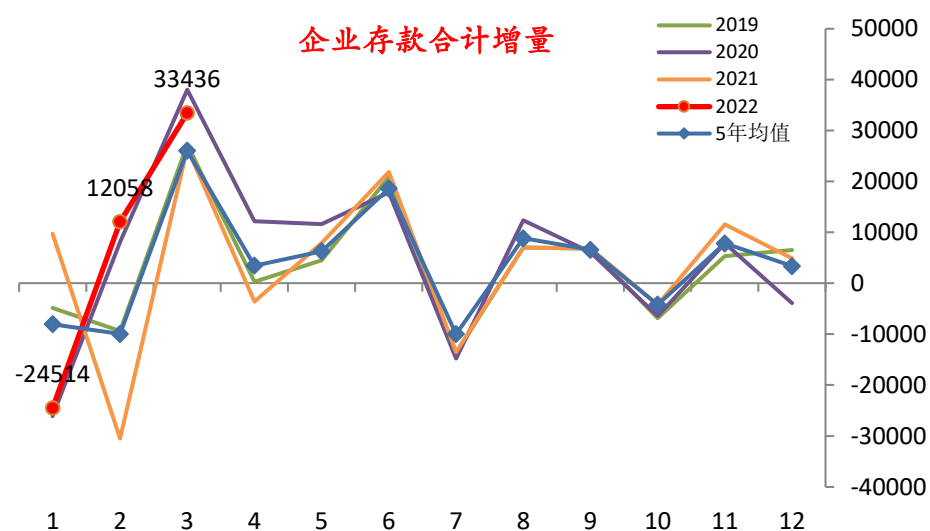
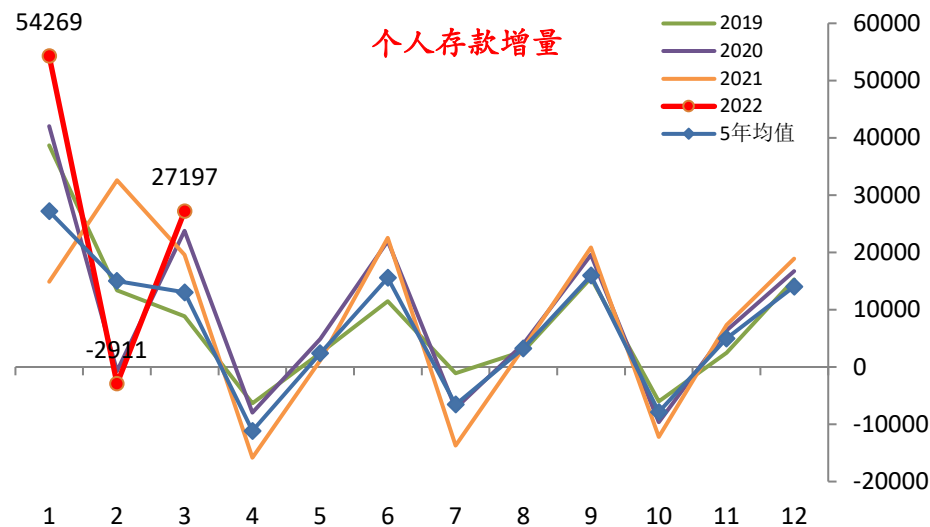
- 商业银行新增存款和纳入广义货币存款增量略超过季节性。



上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算



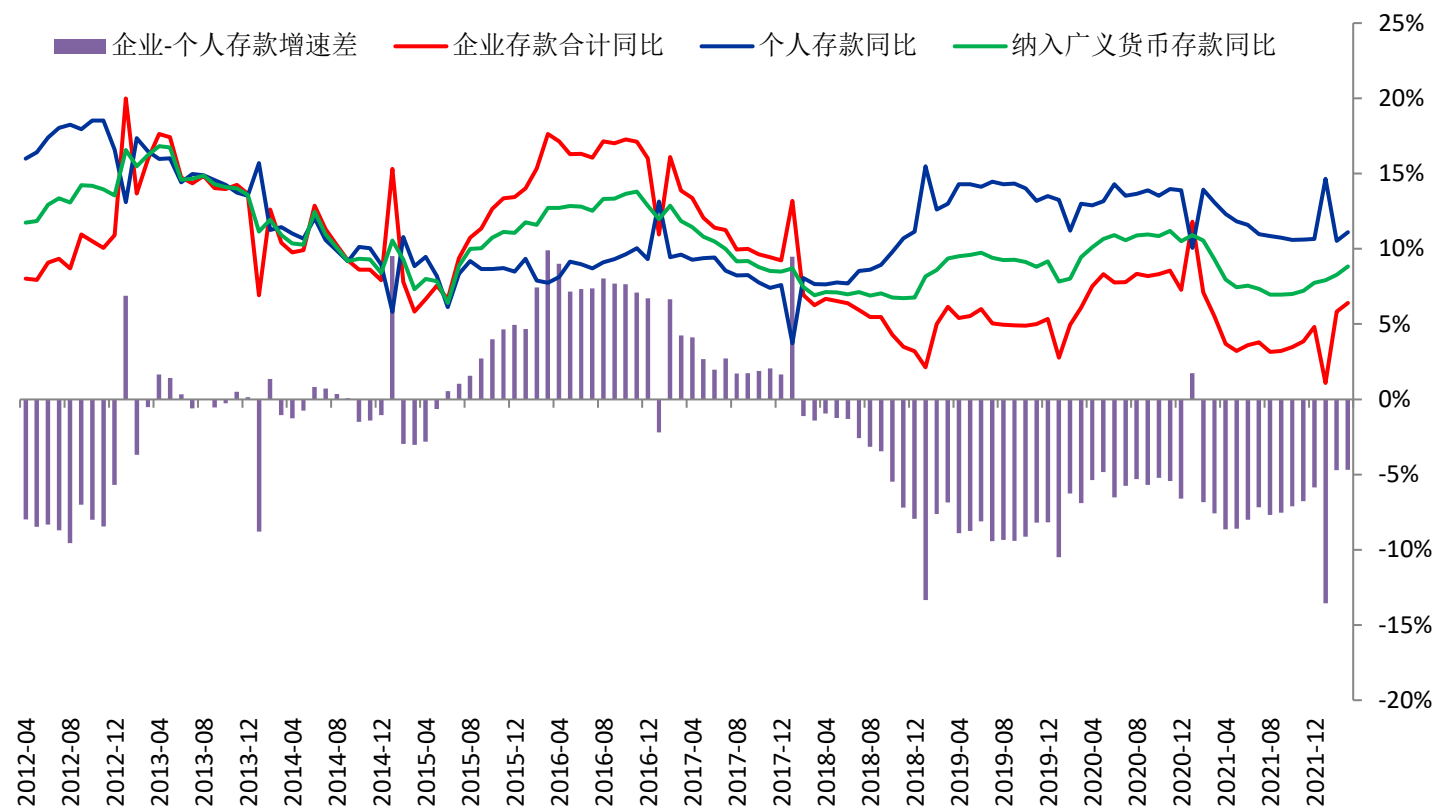
- 边际上看，个人存款低位回升幅度超季节性。
- 企业存款大幅上升主要受到定期存款影响，活期存款高位小幅增长。



上述数据均采用商业银行资产负债表口径计算



- 实体经济资金在居民部门和企业部门流动情况基本无变化。



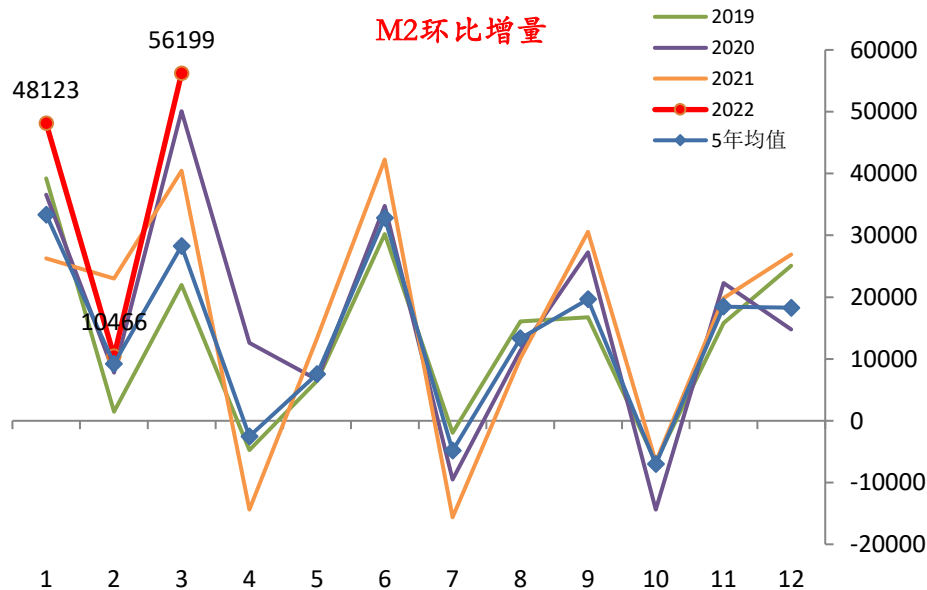
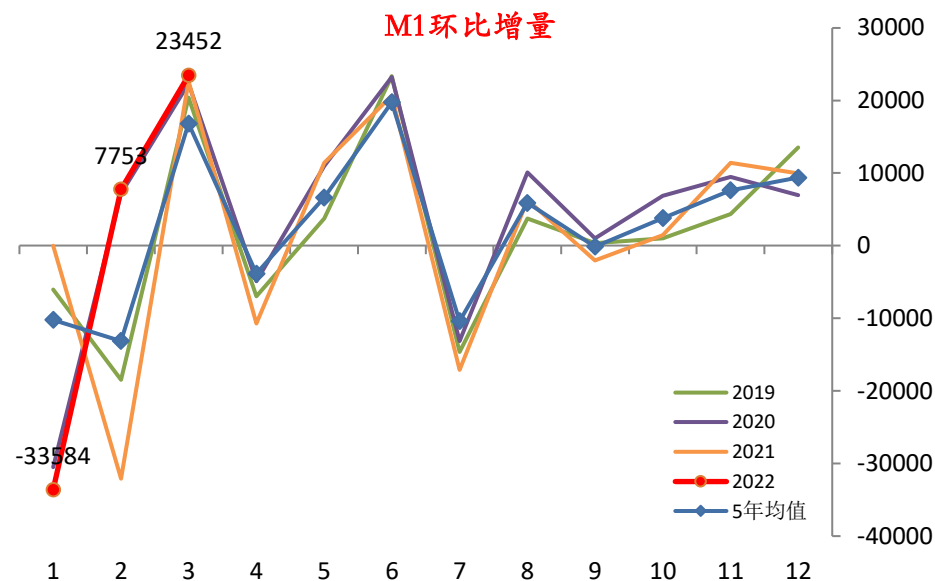
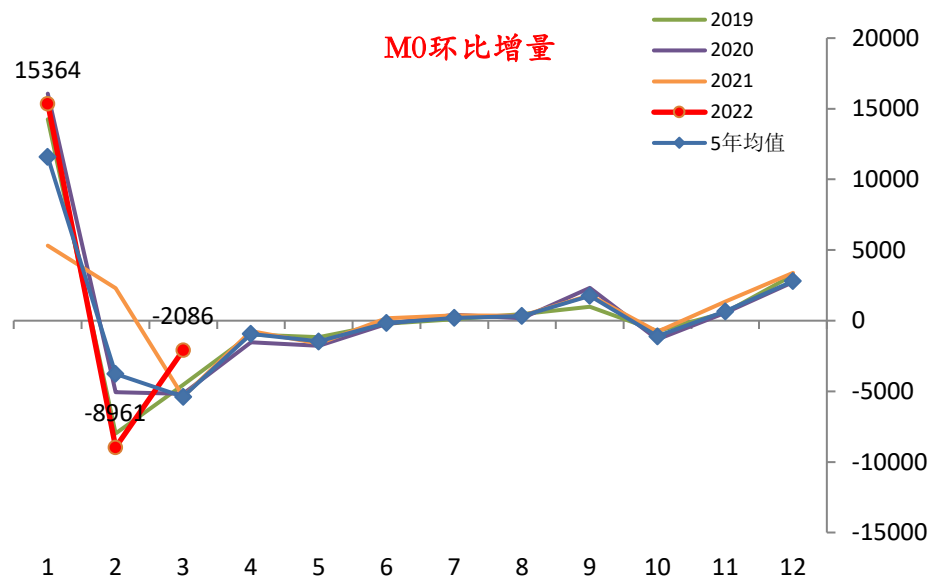
- M2受到贷款、债券、股权投资和财政存款影响较大。

信贷收支表 - 2022年02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	2010111	11.4%	31254	1804131
：非银行业金融机构贷款	4194	38.0%	-454	3039
+ 外汇和黄金	216350	0.9%	232	214409
+ 债券净投资	398681	-3.4%	8211	352443
+ 股权及其他投资*	181494	-2.9%	-4848	186960
+ 国际金融机构净资产	4090	142.4%	-21	1488
- 存放央行财政存款	42003	14.4%	-12657	36719
- 其他	293542	10.3%	-122	266211
货币合计	2475181	9.7%	47607	2256501

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）。

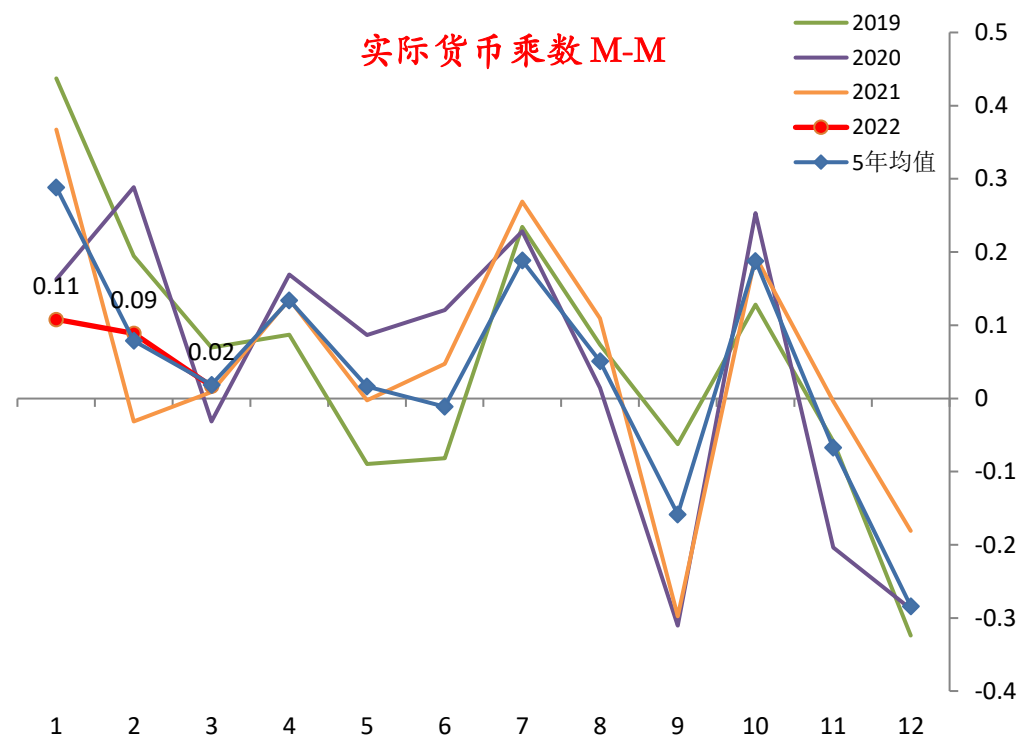
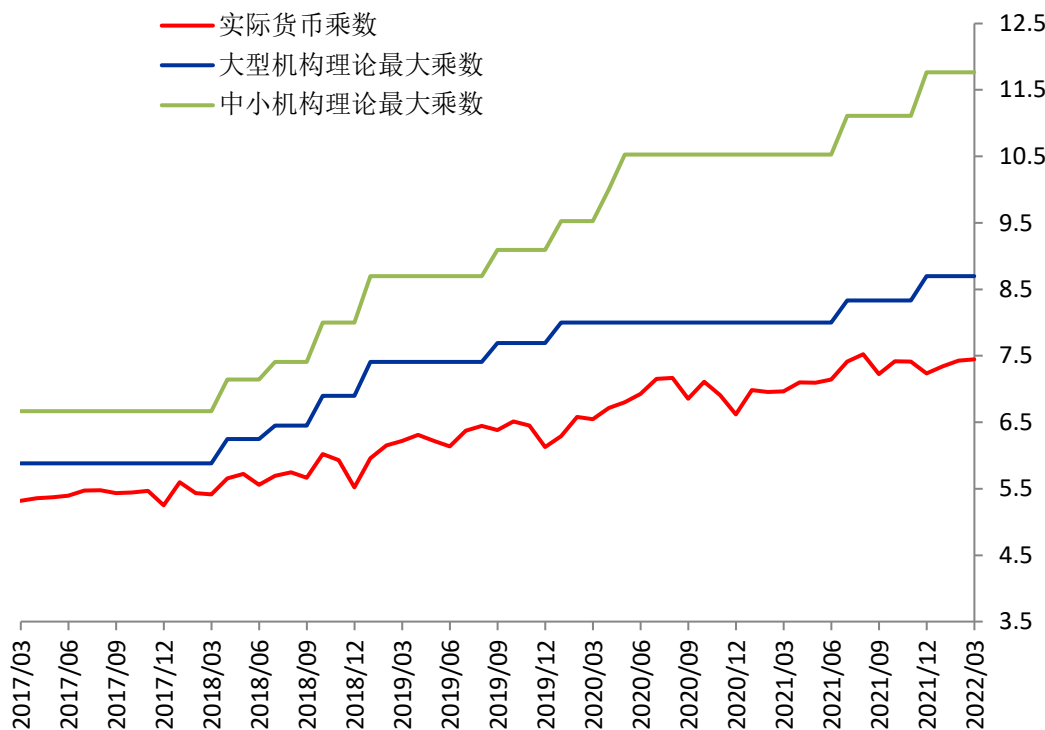
* “股权及其他投资” 主要包括同业理财，资管计划及股权投资等

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



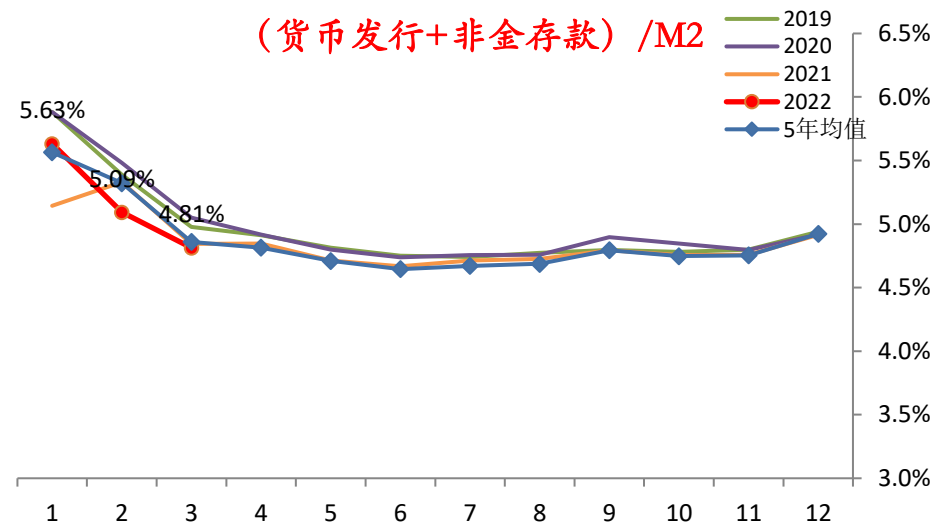
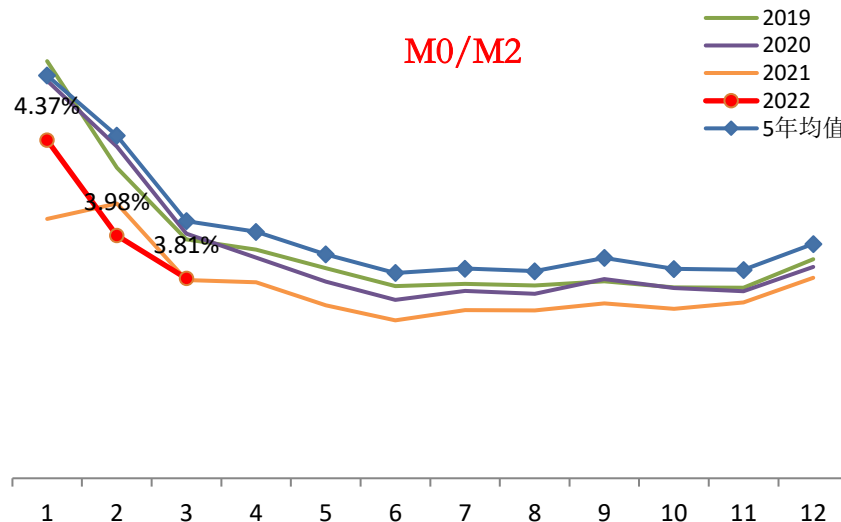
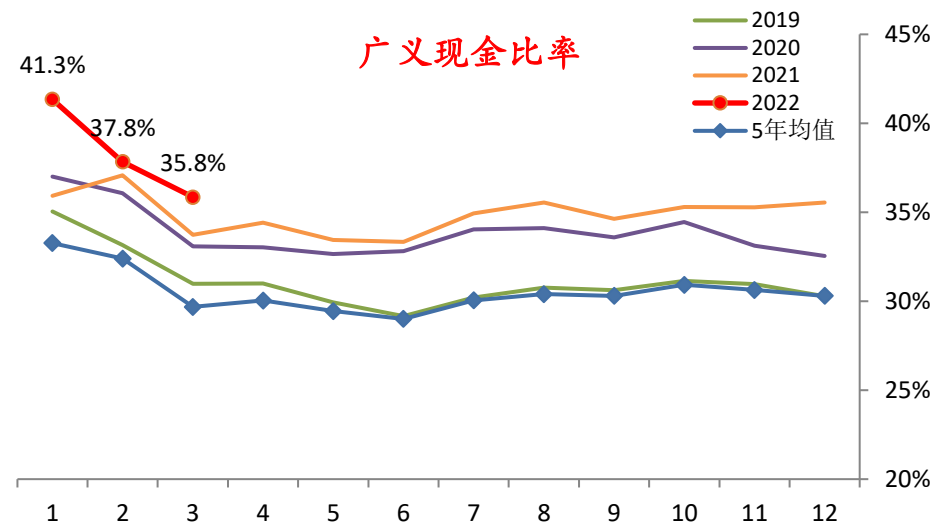
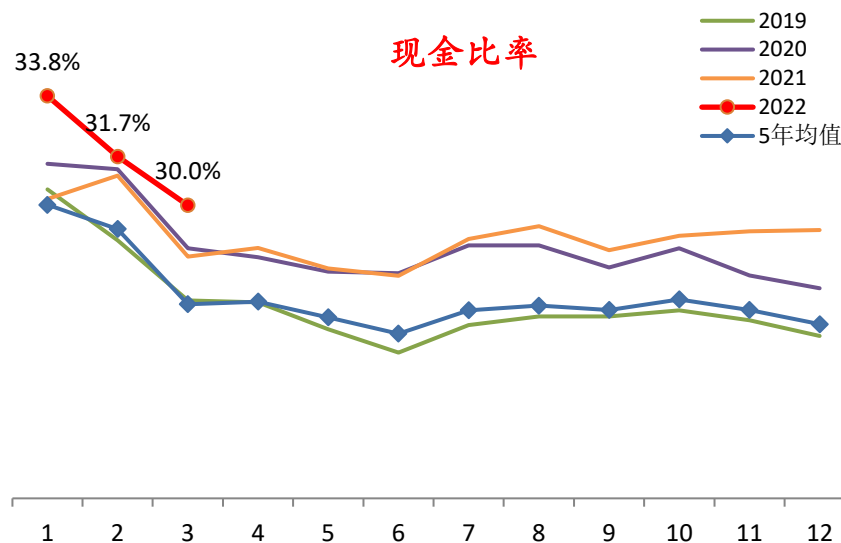
- M0增量强于季节性。
- M1受到企业活期存款大幅上升带动继续增长。
- M2也超过季节性，个人存款和企业定期存款均有推升。

- 理论货币乘数维持稳定，实际货币乘数略微上升，4月降准之后预计二者均有上升。
- 实际货币乘数边际变动也符合季节性。



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

- 现金比率和广义现金比率均超过季节性。
- (货币发行+非金存款) / M2以及M0/M2也超过季节性。



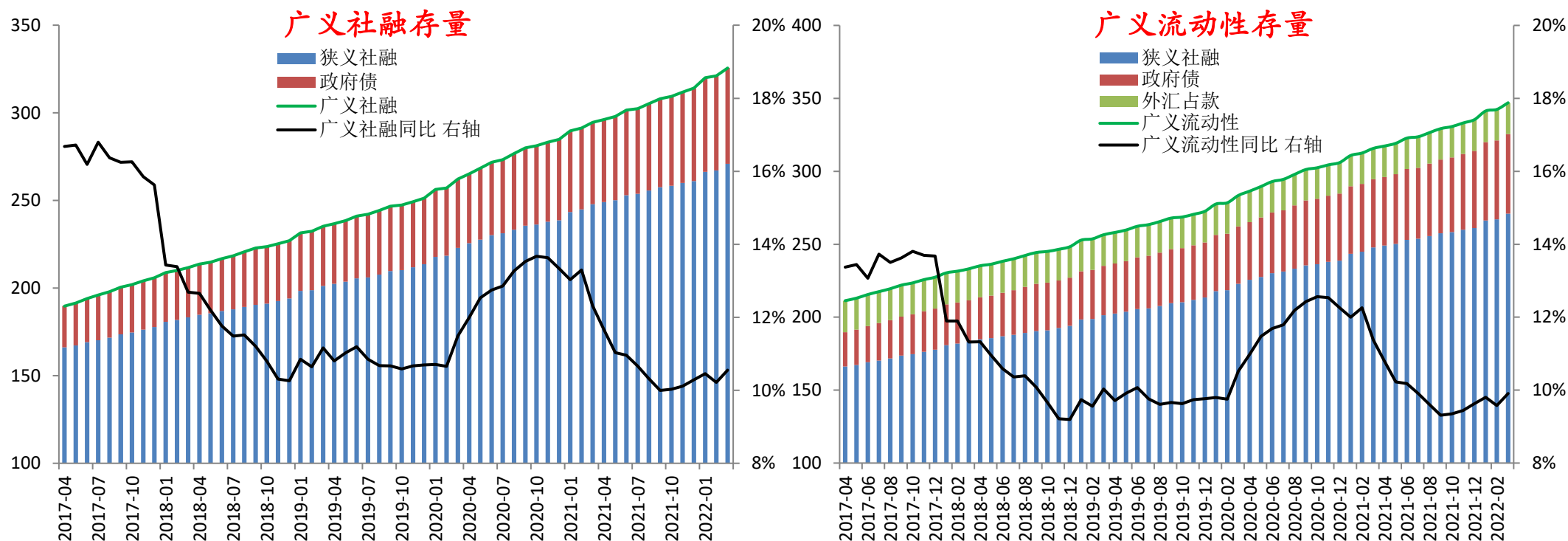
• 现金比率=央行现金发行/储备货币; 广义现金比率= (央行现金发行+非金融机构存款) /储备货币

总体：广义社融与广义货币

- 一. 广义社融和广义流动性同比增速重新上升，信用周期底部已经确认后，广义社融增速持续回升的趋势不变。
- 二. 宽口径货币信贷增速差略微下降，增量超过季节性，虚拟经济流动性宽松步伐继续减慢。
- 三. 无风险利率再度上升，与宽、窄口径货币信贷增速差表现有差异。但前期货币宽松令虚拟经济流动性充裕，暂支持无风险利率持稳。央行宽松步伐已放缓，宽松窗口期正在缩短。虚拟经济进一步扩张受限，后期伴随实体融资增加和经济、政策转向，利率上行风险正在上升。

• 由于数据来源问题，2021年3月后的地方债余额与此前略有差异，该数据以及由此计算的其他数据也可能略有偏差（1‰左右）

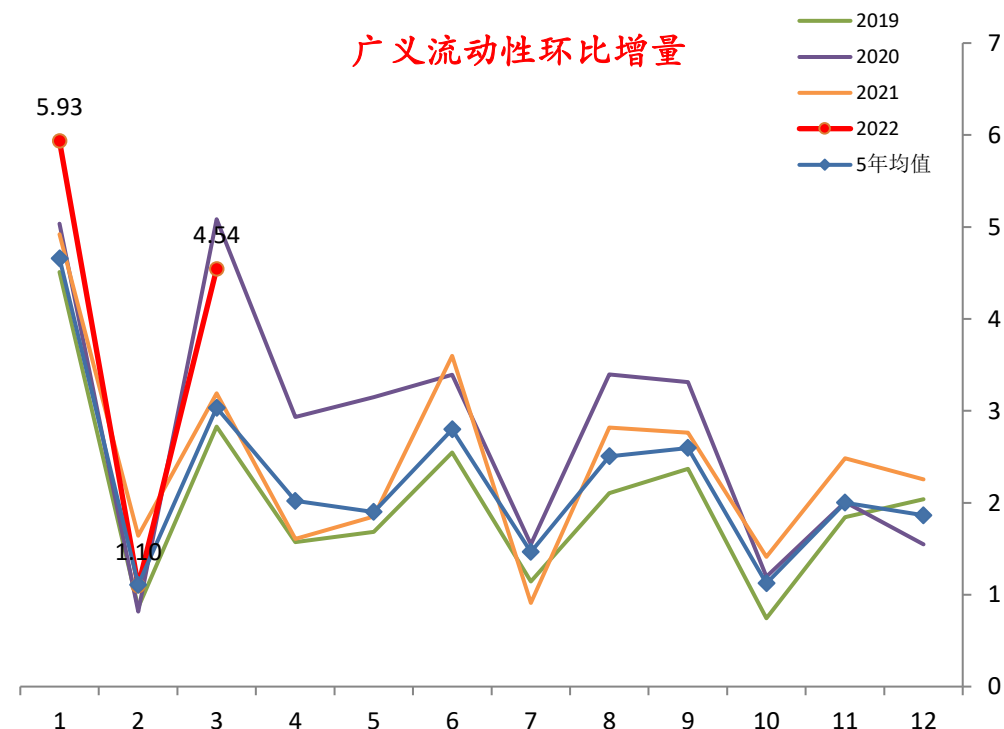
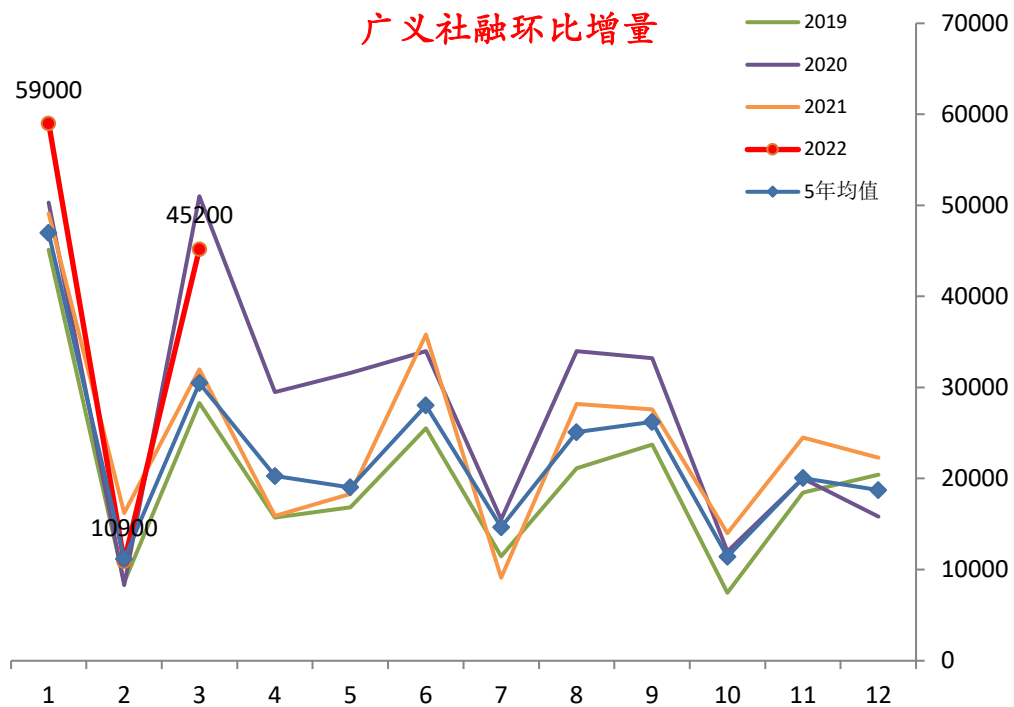
- 广义社融和广义流动性同比增速3月回落后，4月再度上行，信用周期底部已经确认后，广义社融增速持续回升的趋势不变。



- 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

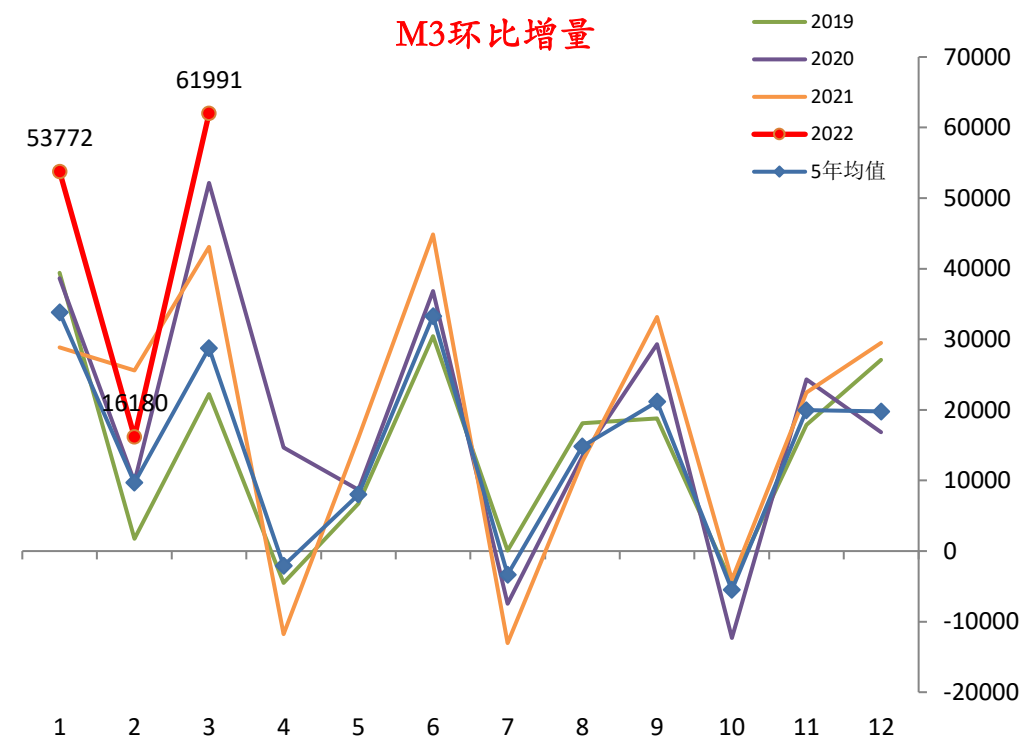
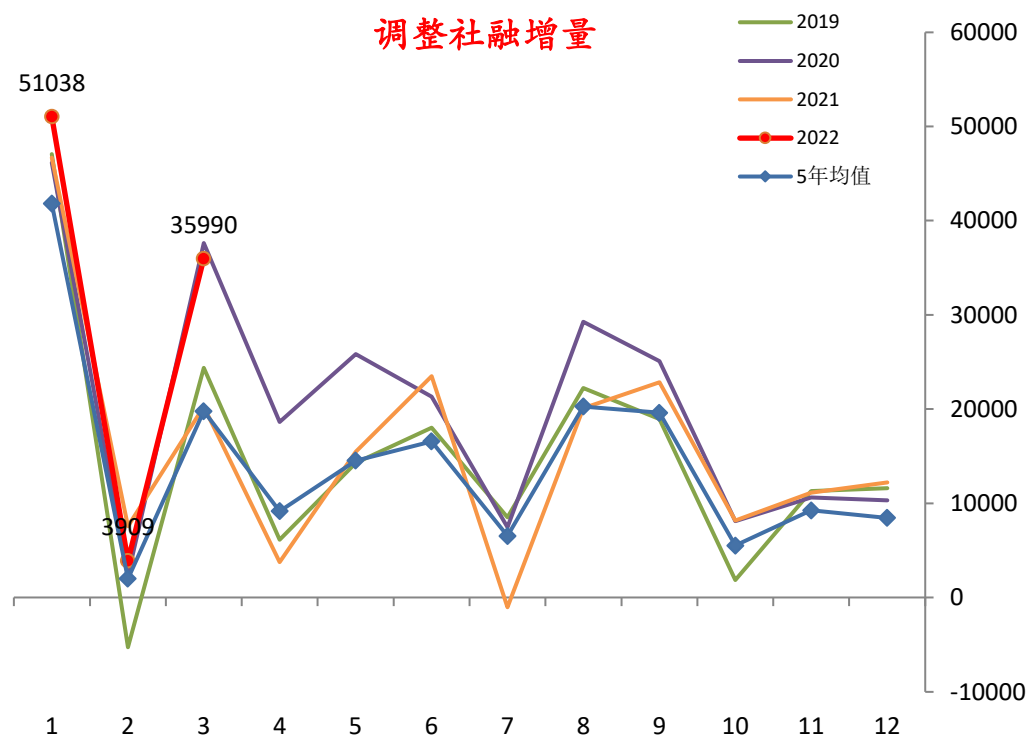


- 边际上看，广义社融和广义流动性增量超过季节性。



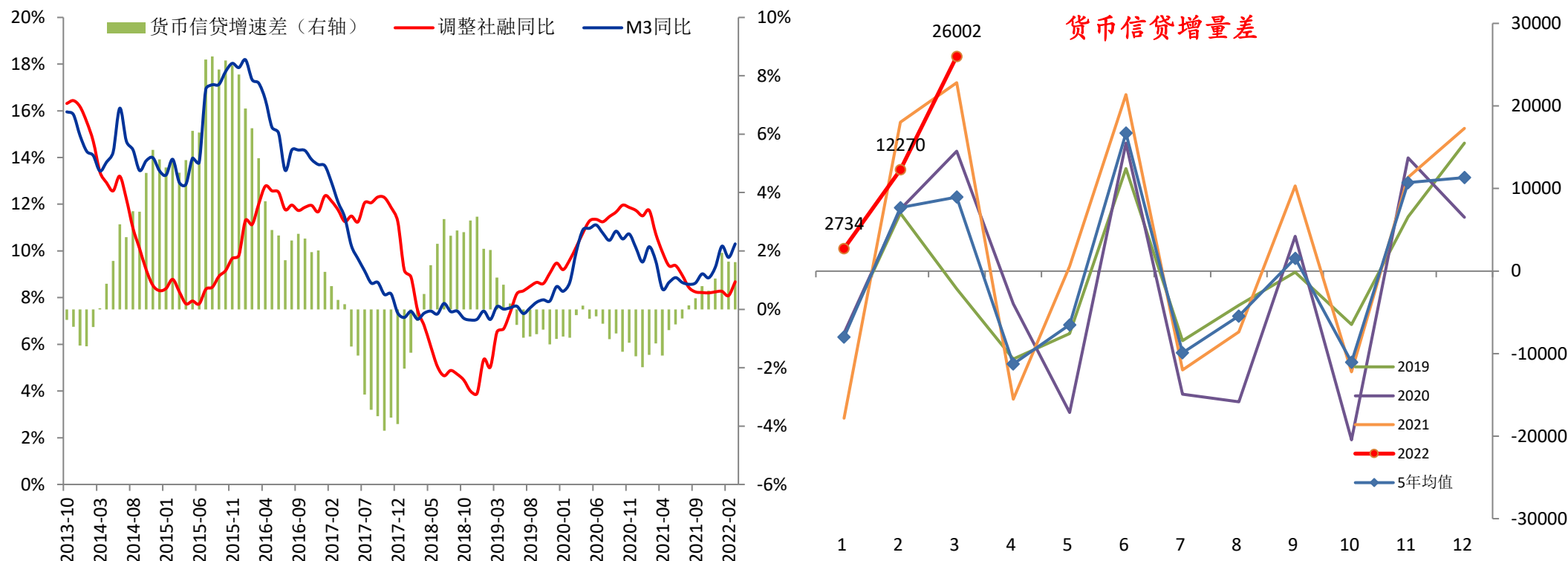


- 边际上看，调整社融以及M3也强于季节性。



- 由于2019年来非保本理财数据缺失严重，因此表外理财和M3的估算值，可能与实际情况出入较大，因此仅供参考。

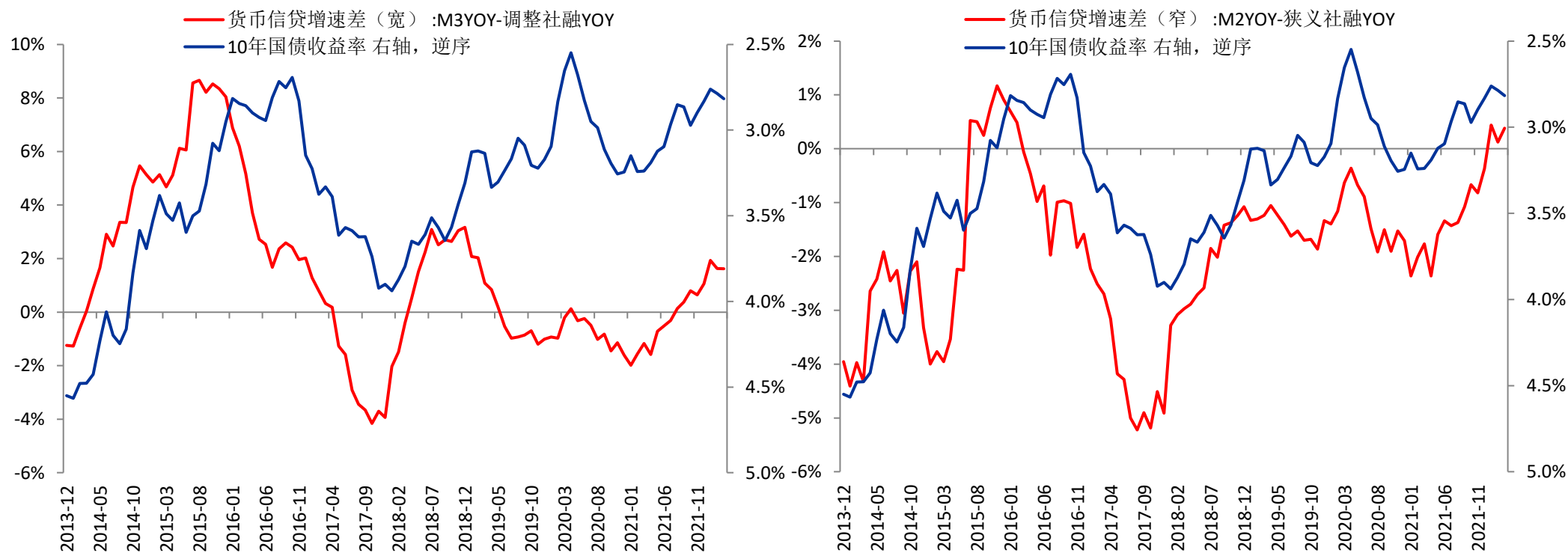
- 宽口径货币信贷增速差略微下降，增量超过季节性不改虚拟经济流动性宽松步伐的减慢。



- M3=M2+非保本理财 (估算, 后修正)。(资金来源)
- 实体经济社融-狭义社融-股票融资-银行外持有信用债+银行持有国债和地方债+金融机构外汇占款。(资金向实)
- 货币信贷增速差=M3同比-广义社融同比。(宽口径, 资金向虚)
- 2019年12月央行统计口径调整之后, 根据央行数据修正2017年后数据, 2017年前数据不做修正。
- 上述调整社融既此前的社融PLUS。
- 由于2019年来非保本理财数据缺失严重, 因此表外理财和M3的估算值, 可能与实际情况出入较大, 因此仅供参考。



- 无风险利率继续小幅上升，与宽、窄口径货币信贷增速差表现有一定差异，总体上看无风险利率仍在震荡回落趋势中。但短期货币信贷增速差以及虚拟经济流动性变动对无风险利率支持下降。
- 今年以来的货币政策持续宽松，虚拟经济积累大量流动性，并支持无风险利率暂时维持稳定。但央行近期宽松步伐减慢，更多采取精细化定向调控，宽松窗口期正在缩短。虚拟经济进一步扩张受限，后期伴随实体融资增加和经济、政策转向，利率上行风险将会上升。



- 货币信贷增速差 (宽口径) = M3同比-实体经济社融同比
- 货币信贷增速差 (窄口径) = M2同比-狭义社融同比
- 由于2019年来非保本理财数据缺失或口径差异，表外理财和M3的估算值可能与实际情况出入较大，因此仅供参考。

谢谢！

行方正 以致远

www.founderfu.com

总部地址：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
Address: 22/F Taikang Financial Tower, Building 1, 38# East 3rd Ring North Road,
Chaoyang District, Beijing, P.R.China 100026
总部电话/Tel: +86 10 85881188
客服热线/Service Tel: 400 880 2277



方正中期期货有限公司
FOUNDER CIFCO FUTURES CO.,LTD