

中国宏观专题报告

该如何去理解 M2 增速下降及其影响？

今年5月M2增速降至个位数，从而引起了各方关注——市场担心货币供应量增速下滑可能预示增长放缓、通胀下行。这篇报告中，我们为读者就如何理解今天M2增速下降提供了我们的视角。我们认为，过去十几年来，M2指标的代表性和“指标意义”已今非昔比。同时，我们在此为读者提供了一个衡量货币供应量的替代性指标，即“准M2”，以更好地监测更广义的“货币”之扩张速度。

- ▶ 过去十几年来，M2无论是作为一个曾经较全面的广义货币总量指标，还是作为增长和通胀的领先指标，其代表性和指标意义均已今非昔比。
- ▶ M2增速与更加广义的“货币”扩张速度间的显著差异，主要是源于储蓄手段多元化——即储蓄从传统的银行存款不断向其他形式分流，其中包括非银金融机构存款、理财产品和货币市场基金等。
- ▶ 我们在此提供一个衡量广义货币存量的替代性指标，即“准M2”。考虑到银行负债端的“类存款”指标序列不连贯、且分类较为冗杂繁复，我们采用银行资产端在概念上与广义货币供应相对应的指标来构建“准M2”。简单的说，“准M2”=调整后的社会融资总量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款。
- ▶ “准M2”增速的下降速度明显比M2缓和、也慢于调整后的社融增速，预示短期内经济增长无虞，再通胀有望持续。“准M2”的变化也为明年增长和通胀的预测提供了更新的视角。此外，我们预计7月“准M2”和调整后的社融的环比及同比增速将双双回升。调整后的社融及“准M2”增长趋势增强了我们对三季度周期景气度的信心。

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 欧元区失业率持续下行，通胀超预期回升 (2017.08.06)
- 宏观经济 | 7月非农就业：新增就业略超预期，工资增速仍旧缓慢 (2017.08.04)
- 宏观经济 | 投资周期有望在3季度旺季保持较高景气 (2017.08.01)
- 宏观经济 | 融资条件趋稳；周期景气回升 (2017.07.31)
- 宏观经济 | 制造业 PMI 高位小幅回调 (2017.07.31)
- 宏观经济 | 美国6月耐用品新订单显著上行，企业投资意愿回升 (2017.07.31)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



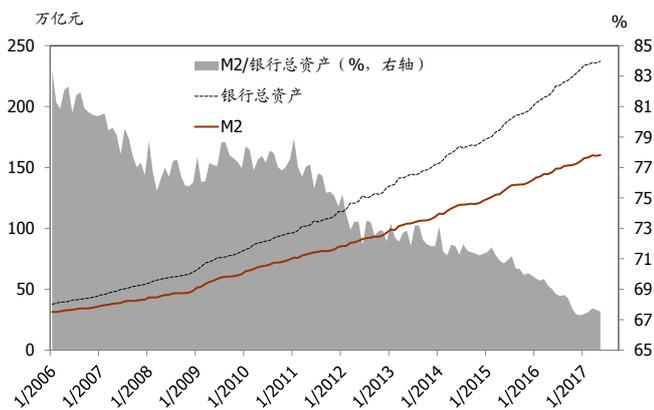
该如何去理解 M2 增速下降及其影响？

I. M2 的代表性和“指标意义”过去十几年来明显下降

M2 作为一个曾经较全面的广义货币总量指标，其代表性已今非昔比。从定义上看，M2 指的是总存款；而在中国以银行为主导的金融体系背景下，M2 曾经被视为最具代表性的广义货币供应量的指标。十几年前，M2 指标的“地位”无可厚非，因为当时商业银行存款占据了 85% 的银行总负债；但过去十几年中，M2 与银行总负债之间的差距迅速扩大。如图表 1 所示，M2 在银行总负债中的占比已经从 2006 年的 85% 左右下降到 2017 年的 67% 左右。同时，随着居民和企业部门的储蓄陆续分流到商业银行存款以外的形式（我们将在第二部分第 3 页进行详细讨论），M2 增速和银行总负债/资产的增速也出现了阶段性的明显分化（图表 2）。

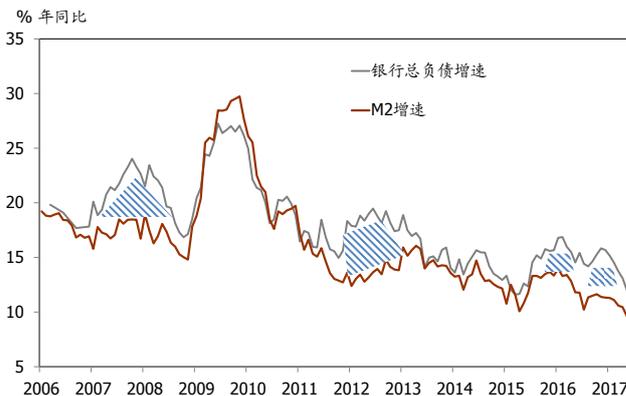
M2 作为增长和通胀领先指标的意义在过去十几年内也有所减弱。由于货币政策曾经更倚重于“数量控制”，M2 增速曾经是增长和通胀最好的领先指标。作为领先指标，M2 增速曾经能够较好地预测 3-4 个季度之后的名义经济增长。但自 2006 年以来，M2 的“指标意义”明显下降，主要由于 1) 非银金融机构存款加速扩张，但其一度不包含在 M2 口径中（如 2006~2007 年股市繁荣时的情况）；以及 2) 居民和企业储蓄手段趋于多元化，储蓄从传统的银行存款（或 M2）分流到其他“类存款”渠道，即 2011 年之后的情形（图表 3）。因此，如果仍将 M2 作为最有“解释力”领先指标，可能预测不到名义 GDP 增长的几个重要“拐点”——2006~2007 年间仅看 M2 的增速未能预测到 2007~2008 年通胀的大幅上升，主要由于当时 M2 未包括证券公司保证金以外的存款¹；而 2015~2016 年 M2 增速的上升幅度远低于 2016~2017 年的名义 GDP 增速的猛烈回升，其中一个重要原因是“类存款”规模快速扩张（我们将在下一节详细讨论）。

图表 1: M2 与银行总负债之间的差距显著扩大



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

图表 2: M2 增速与银行总负债/资产增速阶段性出现明显分化

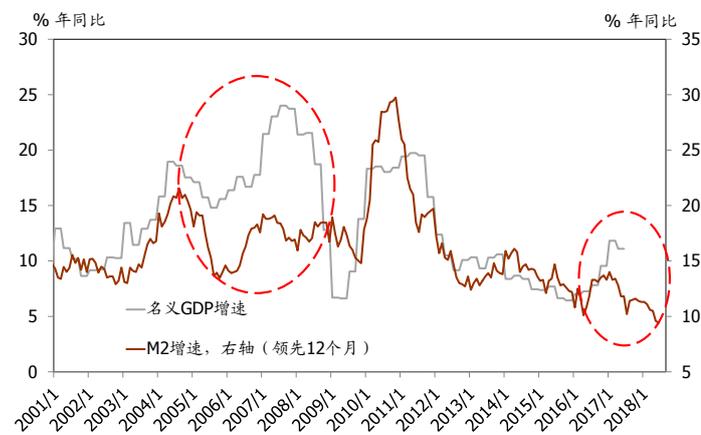


资料来源：CEIC, 中金公司研究部

¹ 自 2011 年 10 月起，央行调整了 M2 的统计口径，将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款，以及住房公积金存款纳入 M2。



图表3：过去十几年中，M2作为领先指标几次错过名义GDP增长的一些重要“拐点”



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

II. M2之外有哪些“类存款”？

尽管2011年10月以来，非银金融机构存款已经纳入M2，但某种意义上M2不等同于广义存款，因为考虑到有一些重要的“类存款”未被包括在内。

大量储蓄已经从传统的银行存款分流至理财产品。由于理财产品回报率明显高于存款利率（图表4），理财产品资金余额从2007年的约5000亿元快速扩张至目前的约30万亿元，相当于现在M2存量的18%左右（图表5）。虽然理财产品本质上仍然是“储蓄”，但绝大部分的理财产品并未被纳入M2。具体而言，**只有保本且保收益类的理财产品才被计算在M2内**，而其他的理财产品则一概未纳入——包括只保本（浮动收益类）的理财产品以及（理论上）既不保本也不保收益的表外理财产品。如图表6和图表7所示，纳入M2统计口径的理财产品只占全部理财产品的一小部分（11%左右），且纳入M2的理财产品在全部理财产品和M2中的占比自2016年以来均呈下降趋势。而另一方面，未纳入M2的理财产品占比持续上升。截至2016年6月，未纳入M2的理财产品资金余额达到24万亿元以上，数额相当于M2的16%左右。

相当一部分的货币市场基金也未被纳入M2。在便利性与活期存款相差无几的情况下，中国的货币市场基金收益率远高于活期存款0.36%的利率（图表4），推动货币市场基金规模自2014年以来快速扩张（图表8）。根据最新的货币市场基金半年报，截至2017年6月，货币市场基金规模已达到5.1万亿元。虽然对于个人投资者来说，货币市场基金本质上与存款并无区别，但是，只有投向为存款和同业存单的货币市场基金才会被纳入M2统计。截至2017年6月，**有22%或1.3万亿元左右的货币市场基金未包括在M2里**，等同于目前M2存量的0.78%（图表9）。

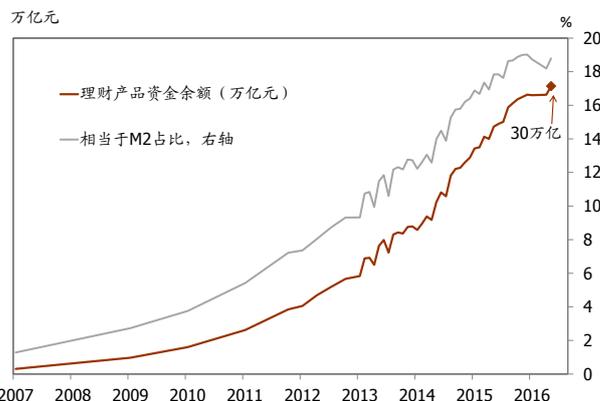


图表4：相比于M2中的定期存款和活期存款，理财产品和货币市场基金分别提供了更具吸引力的投资收益率



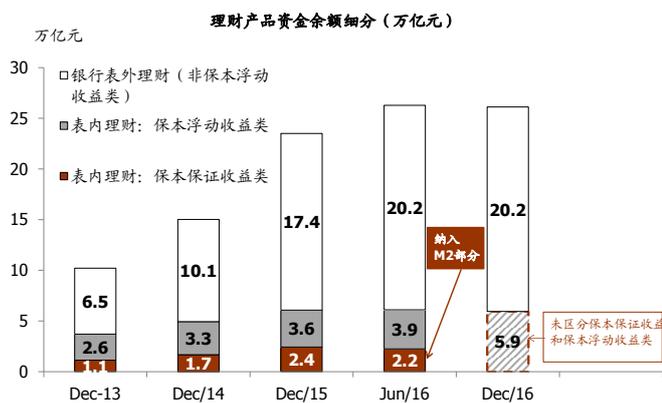
资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表5：理财产品自2011年以来迅猛增长



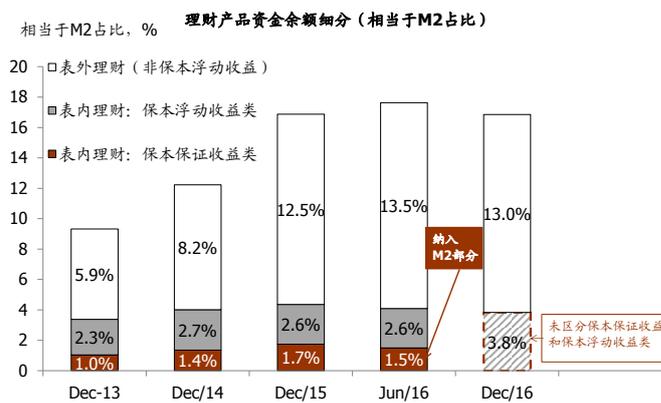
资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表6：虽然理财产品本质上与定期存款并无大异，但只有一小部分的理财产品被纳入M2……



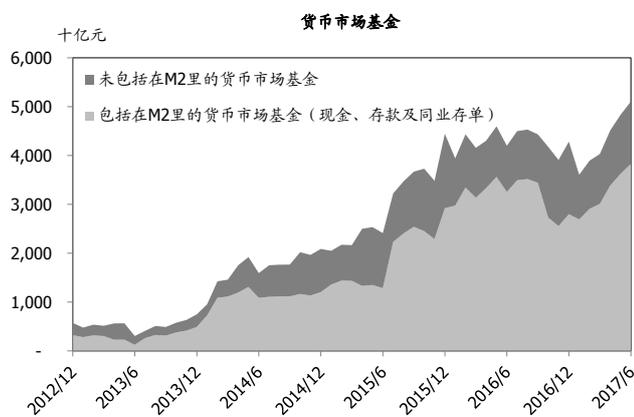
资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表7：……纳入M2的理财产品占比自2015年以来呈下降趋势，而未纳入的理财产品占比持续攀升



资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表8：2012年以来货币市场基金规模快速扩张



资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表9：相当一部分货币市场基金未包括在M2统计之中



*我们根据季度的货币市场基金报告中的数据来估算每个月货币市场基金的配置状况 (假设一个季度中配置比例不变)

资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



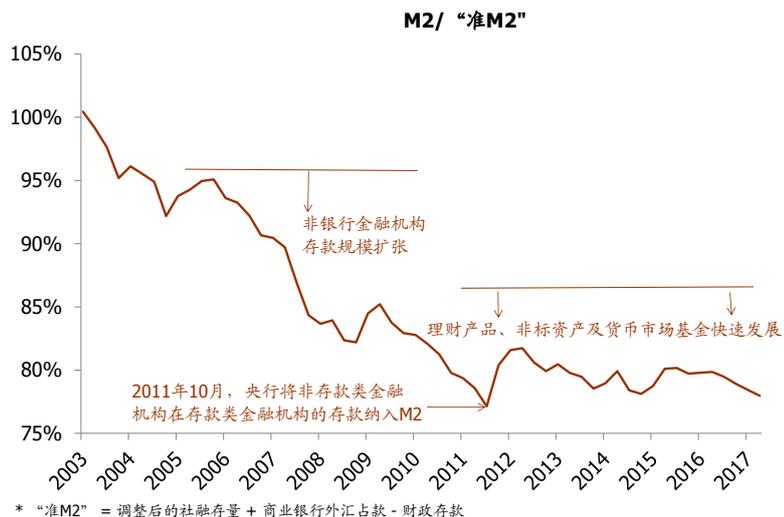
III. 用“准 M2”来更准确地监测广义“货币”的实际扩张速度

由于及时准确地跟踪以上“类 M2”指标较为困难，我们采用银行资产端在概念上与广义货币供应相对应的指标来构建“准 M2”。将 M2 与上述“类存款”相加得到“调整后 M2”在操作上几无可能，主要是由于 1) 理财产品分类数据序列不连贯；而且 2) 难以确定未纳入 M2 的理财产品是否存在重复计算等统计上的各类问题。另一方面，银行资产负债表中资产端的数据则更规律易得，因此我们采用银行资产端在概念上与（负债端）广义货币存量相对应的指标来搭建一个 M2 的“替代指标”，即“准 M2”。在金融市场多元化和利率市场化之前（2003 年以前），M2（负债端）基本等同于“国内信贷（资产端）+ 国外资产（资产端）- 财政存款”。目前，“国内信贷”从基本等同于“银行贷款”演变为“调整后社会融资总量”²的概念。因此，我们将调整后社会融资总量与商业银行外汇占款³相加，再减去财政存款，来构建“准 M2”，即：

$$\text{“准 M2”} = \text{调整后社会融资总量} + \text{商业银行外汇占款} - \text{财政存款}$$

如图表 10 所示，2003 年时，M2 和由银行资产端指标构成的“准 M2”存量大体相当，此后随着金融市场多元发展，M2 存量相比“准 M2”逐渐走低。2005 年至 2007 年间，非银金融机构存款快速上升加大了 M2 和“准 M2”间差距；而 2011 年后，理财产品和货币市场基金等的快速发展则推动了两者之间的分化。

图表 10：随着金融市场多元化，M2 存量相比“准 M2”逐渐走低



* “准 M2” = 调整后的社融存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款

资料来源：CEIC，万得资讯，中金公司研究部

IV. “准 M2”增速下降幅度远不及 M2

“准 M2”增速的下降速度明显比 M2 缓和、也慢于调整后的社融增速。如图表 11 所示，“准 M2”与 M2 增速在 2006~2007 年走势分化，且 2015 年年中至今再度背离（虽然背离度相比上一次有所减小）。回溯来看，2006~2007 年间，“准 M2”增速上升更明显，比 M2 更好地预测了 2007~2008 年的通胀上行周期。同时，“准 M2”增速于 2015 年 6 月触及 10% 的低位，此后逐步上行至当年 11 月的 12.8%，大致对应货币宽松周期的时间进度。本轮金融去杠杆于去年 11 月开始，“准 M2”增速随之回落，但另一方面，国内货币政策以外的两个因素缓冲了国内信贷的收缩——商业银行外汇占款同比下滑幅度收

² 调整后社会融资总量 = 央行公布的社会融资总量 + 地方政府债券余额 + 国债余额。我们将地方政府债加回到社融之中，以调整地方政府债务置换对社融存量的影响。详细分析，请见我们 2015 年 8 月 13 日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

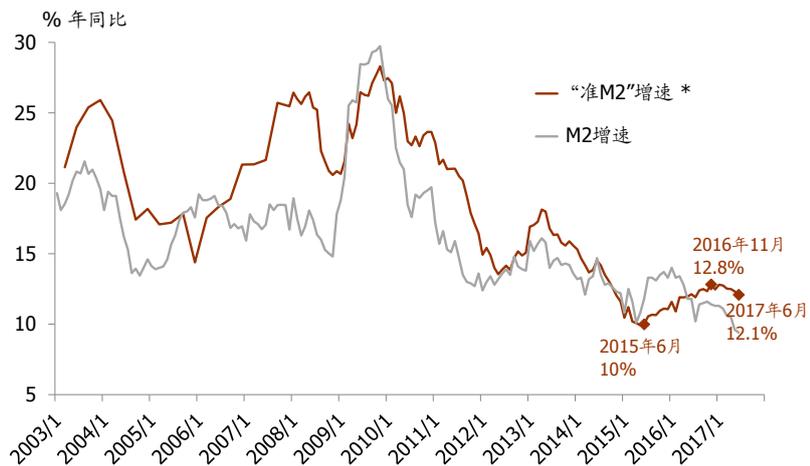
³ 由于央行从 2016 年 1 月起不再公布商业银行外汇占款，我们采用央行外汇占款增速作为 2016 年以来商业银行外汇占款增速。



窄，叠加财政存款减少 7,236 亿元，抵消了部分“准 M2”增速的下降。具体来看，2016 年 11 月至 2017 年 6 月“准 M2”同比增速仅从 12.8% 回落至 12.1%，而同期调整后社融同比增速从 17% 左右下降至 14.8%。

“准 M2”走势为我们对近期增长通胀预测再添信心⁴，同时，对明年的增长和通胀走势也有一定的领先意义。与 M2 相比，“准 M2”增速显示出了更强的韧性，而且我们预计 7 月“准 M2”环比和同比增速将双双回升。目前来看，货币扩张和投资活动的领先指标均表明短期内投资周期有望保持较高景气，2017 年下半年，需求面大体无虞，且再通胀有望持续。

图表 11：“准 M2”增速下降幅度远不及 M2，也低于调整后的社融



* 准M2 = 调整后的社融存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款

资料来源：CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

⁴ 请见我们 2017 年 8 月 1 日发布的中国宏观简评《投资周期有望在 3 季度旺季保持较高景气》。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868

