

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050209110150

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《央行加息累积效果显现》 2011-02-09

《PMI 持续下滑确认经济增长势头放缓》

2011-02-01

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》
2010-07-30《宏观周报：转型期投资的契机和希望》
2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

M2+ “浮出水面”

投资要点

- 在当前金融创新不断增多，公众资产结构日益多元化情况下，广义货币的内涵也应与时俱进，央行拟推出 M2+ 指标，则是为了更好地提高 M2 中介目标的适用性，适应宏观经济调控需要。
- 拟合的 M2+ 指标表明当前货币条件并不十分紧张，仍处于合理范围之内。

正文目录

传统的 M2 指标不合时宜.....	3
M2+指示的货币条件并未紧缩	3

图表目录

图 1：拟合的货币条件并不紧张	4
-----------------------	---

近期，央行负责人在解释当前 M2 增速低于预期时谈到，目前 M2 的统计比实际状况有所低估，为了更加充分地反映金融市场的最新发展，我们正在研究覆盖范围更广的货币统计口径 M2+，这表明央行拟推出更能代表货币供应量的 M2 指标。

传统的 M2 指标不合时宜

M2 是广义货币，在当前的统计中包括流通的货币、银行的活期存款、定期存款、储蓄存款，以及非银行金融机构持有的客户保证金，总之，它是非金融私人部门持有的流动性较高的金融资产，但由于资产的流动性是伴随着金融市场的发展以及非金融私人部门资产结构的调整而逐渐变化的，因此这也要求衡量 M2 指标的内容与时俱进，以更好的提高货币政策中介目标的适用性，适应宏观经济调控需要。

如为适应 2000 年以来证券市场的发展，我国 2001 年 6 月份第一次修订货币供应量，将证券公司客户保证金计入 M2；2002 年初，为适应外资金融机构在国内的发展，我国第二次修订货币供应量，将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务，分别计入到不同层次的货币供应量。

尽管如此，仍没有充分反应近年来金融市场的变化，而它们已对现行的货币供应量统计和货币政策产生了一定影响。

如央行谈到，目前我国金融创新不断增多，公众资产结构日益多元化，特别是今年以来商业银行表外理财等产品迅速发展，加快了存款分流，这些替代性的金融资产没有计入现行的 M2，一个典型的事例就是：企业和居民的存款越来越多用于购买非保本型的短期理财产品而转到银行表外，这部分资金一部分最终转为融资企业的存款，还有一部分转为同业存款，而这最终都缩减了计入 M2 的存款，如理财资金转为企业存款后，虽然企业存款仍旧在 M2 的统计范畴内，但是原有的居民存款已消失，不再进入 M2 范围，这与传统的居民存款通过银行贷款转为企业存款后，仍记在居民的存款账户上相比，明显降低了存款的增量，导致 M2 增速下降；而理财资金转为同业存款后，由于同业存款除证券保证金外不计入 M2，这更会直接降低 M2 存量。但这些没有计入 M2 的理财产品本质上仍属于私人部门所持有的较高流动性资产，理应计入广义货币 M2 范围。

再如，近年来随着企业和个人外币存款的大量增加，今年 8 月已达到 2561 亿美元，它们对货币政策的影响也日益显著，如外币存款是居民和机构拥有的具有一定流动性的金融资产，尽管在我国市场上不能直接进行支付交易，但却与人民币准货币一样，很大部分经过结售汇和兑换，可以方便地转化为人民币现钞和存款，成为企业和居民的国内金融资产，用于执行货币的功能，因此它们也应列入 M2 范畴。

M2+ 指示的货币条件并未紧缩

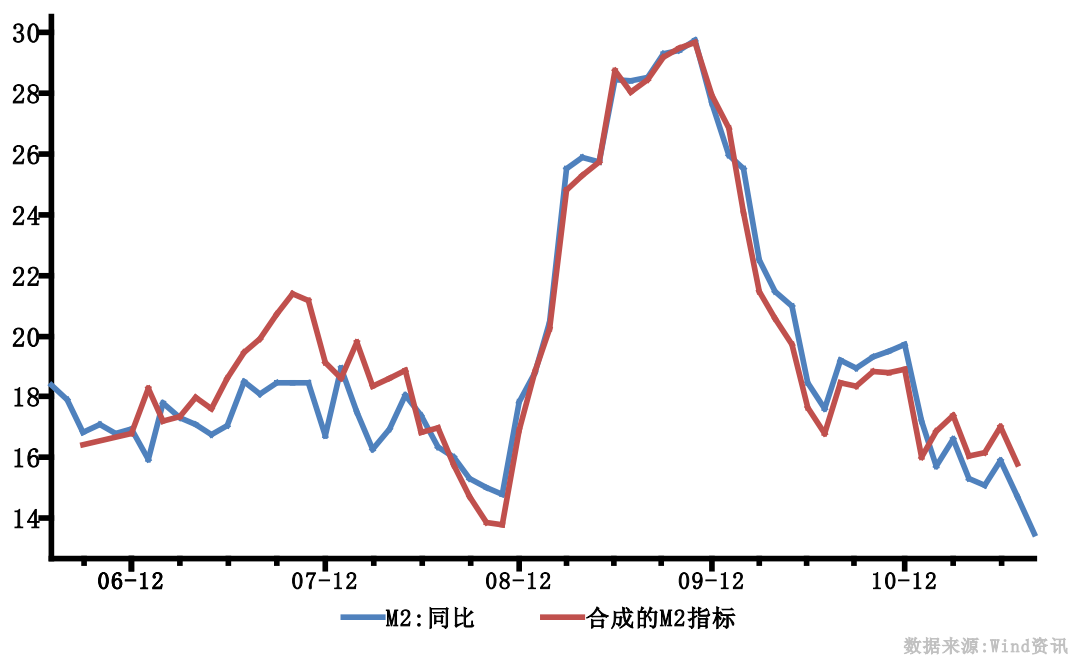
从目前央行研究的具体方案来看，修订后的 M2 将补充其他金融性公司在存款性公司的存款、住房公积金存款、委托存款、实体经济部门持有的银行理财、外汇存款、地方政府存款，这无疑大大拓宽了现有的 M2 口径，而该指标也能更好地满足央行监测的广义货币目标。

由于难以获得各个分项的准确数据，我们可以粗略地计算 M2+ 增速，如其他存款性公司对非金融机构及住户的负债+对其他金融公司负债可以作为一个替代指标，该指标在货币政策处于宽松期，基本与 M2 增速基本一致甚至低于 M2 增速，但是在货币紧缩期，却是明显大于 M2 增速，如 07 年，这表明银行在政策紧缩期，会采取多种手段创造流动性以规避央行对于广义货币供应的监控，今年以来也是如此，2011 年以来该指标显著高于 M2，7 月该指标比同期 M2 多出 13730 亿，同比增速为 15.8%，高于金融危机前的水平，与央行今年年初确定的 16% 目标相比基本相当，这表明当前的紧缩政策并没有超调。

当然，这样的指标并不能完全涵盖社会整体的流动性，因为它并没有包括一些可以充当流动性的金融资产，如商业承兑票据，而这属于 M3 的内容，在当前 M3 难以短期推出的情况下，央行目前已经使用社会融资总量这个指标来代替，它可以表示一段时间内非金融私人部门从全社会通过信贷、商业票据、债券、股票以及其他金融市场工具所

进行的融资的总量。

图 1：拟合的货币条件并不紧张



分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------