

中国宏观简评

“准 M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何？

再谈“如何理解 M2 增速下行”

自我们发布关于 M2 增速的报告，指出 M2 的代表性和指标意义“今非昔比”以来¹，不少读者询问我们提供的替代指标“准 M2”的预测能力如何。同时，一些投资者也就此展开范围更广的讨论——即 M2 之外有哪些更好的指标去衡量广义货币的“量”，及其作为领先指标的预测能力等。本篇报告中，我们用数据和图表来详解“准 M2”和调整后社融作为领先指标的预测能力，以及它们是否是优于 M2 的总需求领先指标。

过去十几年的实证经验显示，“准 M2”²和调整后社融³均为优于 M2 的增长和通胀领先指标。通常来说，广义货币扩张领先于总需求增长，而在供给相对稳定的情况下，总需求的变化又早于通胀。如我们在此前的报告所指出⁴，M2 作为领先指标“错过”了 2005 年以来几个重要的周期节点——包括 2007~2008 期间的通胀大幅上升、以及 2016 年 2 季度以来的再通胀周期（图表 1）。相对比之下，“准 M2”和调整后社融增速则成功捕捉到了这些比较重要的周期节点。

► “准 M2”和调整后社融增速领先经济活动大约 2 个季度。广义货币扩张和信贷周期领先总需求增长——图表 2 显示，以发电量增速为代表的实际产出增长滞后于“准 M2”和调整后社融增速大约 2 个季度。值得注意的是，我们此处选用发电量作为实际总产出增长的同步指标而非工业增加值。2016 年以来，广义货币总量及许多其他高频指标与工业增加值增速之间的关联性下降，这也可能是因后者受到一些数据质量问题的干扰⁵。

► “准 M2”和调整后社融增速领先整体通胀变化约 4 个季度。一般来说，总需求波动约在数月后传导到整体物价水平的变化。因此，通胀与货币供应量变化间的滞后期更长。值得注意的是，虽然总需求的变化领先于整体通胀水平（图表 3），但具体产品的价格波动幅度还取决于其自身的供需变化及定价能力。由于工业原材料需求的复苏往往出现在周期中较早的阶段，广义货币扩张对原材料价格的传导通常比其对消费品通胀的传导略为领先（除非供给侧出现异常变化）。如图表 4 和图表 5 所示，调整后社融和“准 M2”增速领先于螺纹钢和水泥等原材料价格变化大约 3 个季度。然而，货币扩张与具体行业通胀之间的弹性系数并不稳定——虽然货币扩张领先于需求变化，但特定时期内的供给变化可能会缓冲或加剧由需求推动的通胀动力。以近期螺纹钢和电解铝等的价格上涨为例——受供给受限和去产能预期影响，虽然需求偏旺，但短期内价格上涨的幅度可能已经超过了仅看需求基本面所决定的水平。

► 由此，“准 M2”和调整后社融增速往往领先名义 GDP 和盈利增长大约 3~4 个季度。如图表 6 所示，M2 增速未能有效预测 2007~2008 年的通胀周期，以及本轮再通胀（始于 2016 年下半年），但“准 M2”和调整后社融增速却成功捕捉到了这些比较重要的周期节点。同时，由于企业盈利增长往往与名义产出增长同步变化（但弹性更高），“准 M2”和调整后社融增速也可以用作企业部门利润增速的有效领先指标。

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 | 日本 2 季度 GDP 增速强劲反弹 (2017.08.14)
- 宏观经济 | 当期经济活动同比放缓，但领先指标走强 (2017.08.14)
- 宏观经济 | 大宗商品价格冲高回落；人民币汇率明显走强 (2017.08.14)
- 宏观经济 | 货币政策稳健中性、松紧适度，注重预调微调 (2017.08.13)
- 宏观经济 | 美国 7 月 CPI 通胀微升，下半年上行空间有限 (2017.08.13)
- 宏观经济 | 财政支出增速大幅回落 (2017.08.11)

¹ 请见我们 2017 年 8 月 7 日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解 M2 增速下降及其影响？》。

² “准 M2” = 调整后社融 + 商业银行外汇占款 - 财政存款

³ 调整后社融 = 央行公布的社会融资总量 + 地方政府债券余额 + 国债余额。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》。

⁴ 请见我们 2017 年 8 月 7 日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解 M2 增速下降及其影响？》。

⁵ 请见我们 2017 年 3 月 19 日发布的聚焦中国《为什么一些重工业品的产量和增加值增速出现背离？》。

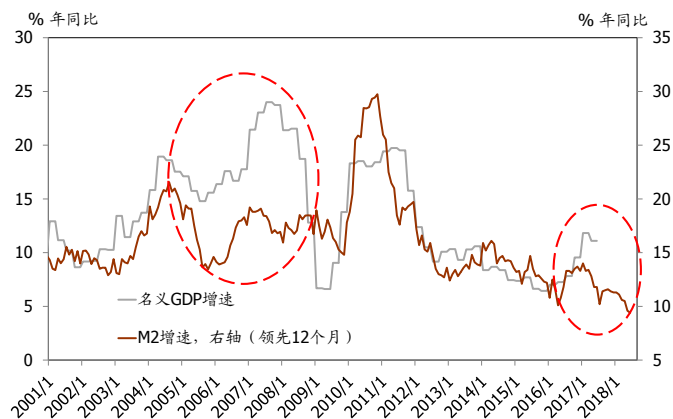
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



我们同时跟踪“准 M2”和调整后的社融增速作为总需求变化的领先指标，因为在不同的宏观环境下，两者在预测方面的表现各有所长——虽然总需求的确也受到外汇占款变化的带动，但其对国内信用扩张的弹性似乎更高。由于“准 M2” = 调整后社融 + 商业银行外汇占款 - 财政存款，“准 M2”与调整后社融增速间阶段性背离主要受外汇资产的变化所推动（图表 7）。图表 8 显示，2003~2008 年间，外汇资产快速膨胀，对期间“准 M2”增长的贡献高达三分之一左右，所以调整后社融预测的准确性明显不如“准 M2”。当外汇资产增速变化较大时，只关注调整后社融增速可能导致对增长和通胀变化幅度的误判——例如，2003~2008 年调整后社融增速所对应的名义 GDP 增速明显低于其实际达到的增速。但另一方面，相对外汇资产变化而言，国内信贷、社融的扩张对名义增长的弹性似乎更大。所以，当外汇资产增速对“准 M2”增长贡献不显著时，如 2015~2017 年，调整后社融与（滞后的）增长和通胀之间则显示出了相对更强的相关性。

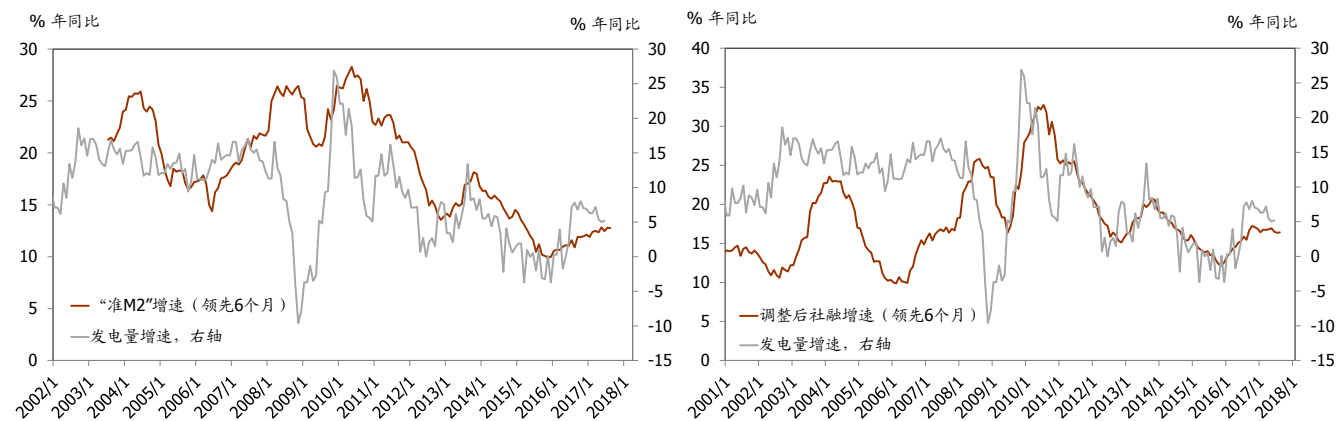
自去年 4 季度货币政策开始退出宽松以来，“准 M2”和调整后的社融增速有所回落，但调整均不剧烈。目前两者减速的幅度离预警“通缩”的增速区间仍有相当的距离。此外，随着国内货币条件边际宽松，且外汇流出放缓，我们预计 7 月“准 M2”和调整后的社融增速将同比和环比可能双双回升。“准 M2”和调整后的社融的增长趋势均表明今年下半年至明年上半年名义经济增长大体无虞，且再通胀有望持续。往前看，我们将继续采用“准 M2”和调整后的社融来衡量广义货币扩张速度的变化，并将两者作为总需求和通胀的有效领先指标。

图表 1：过去十几年中，M2 增速错过了一些重要的周期性节点



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2：“准 M2”和调整后的社融增速领先实际经济增长大约 2 个季度

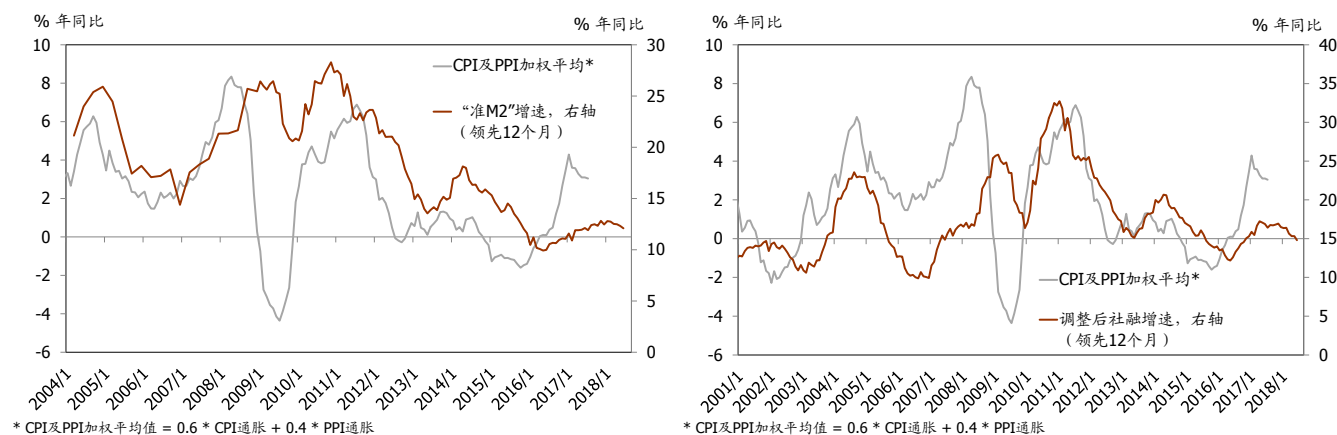


资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

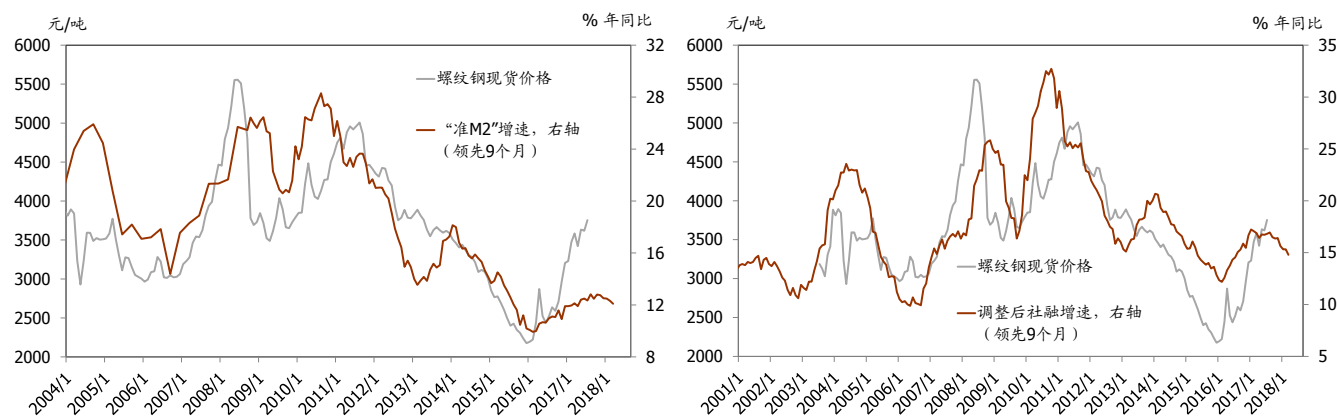


图表3：“准M2”和调整后的社融增速领先整体通胀变化大约3~4个季度



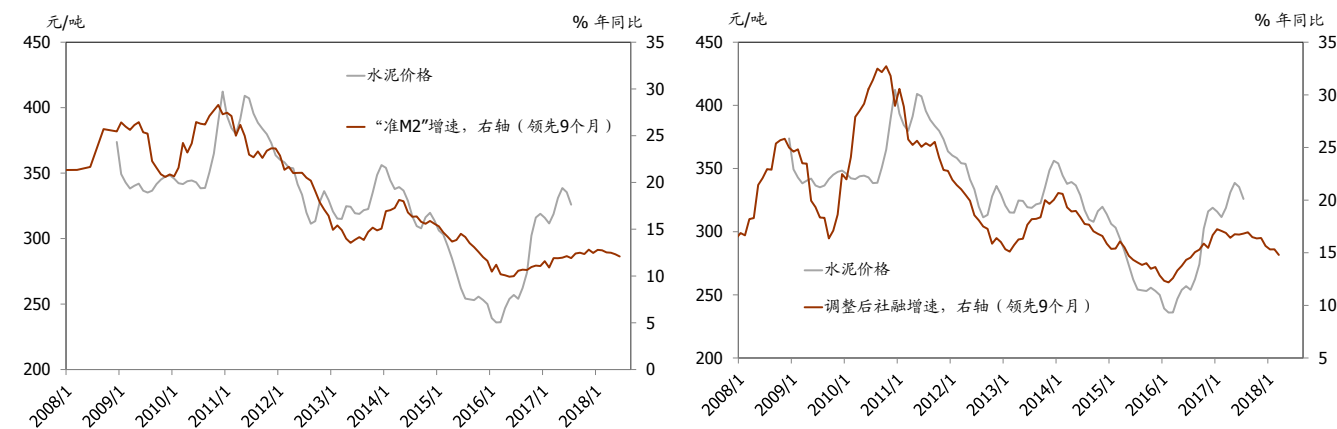
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表4：工业原材料价格对总需求变化的反应通常略早于消费品价格



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：水泥价格与“准M2”和调整后的社融增速存在滞后但很强的相关性，尤其是考虑到水泥价格受库存变化的影响不大

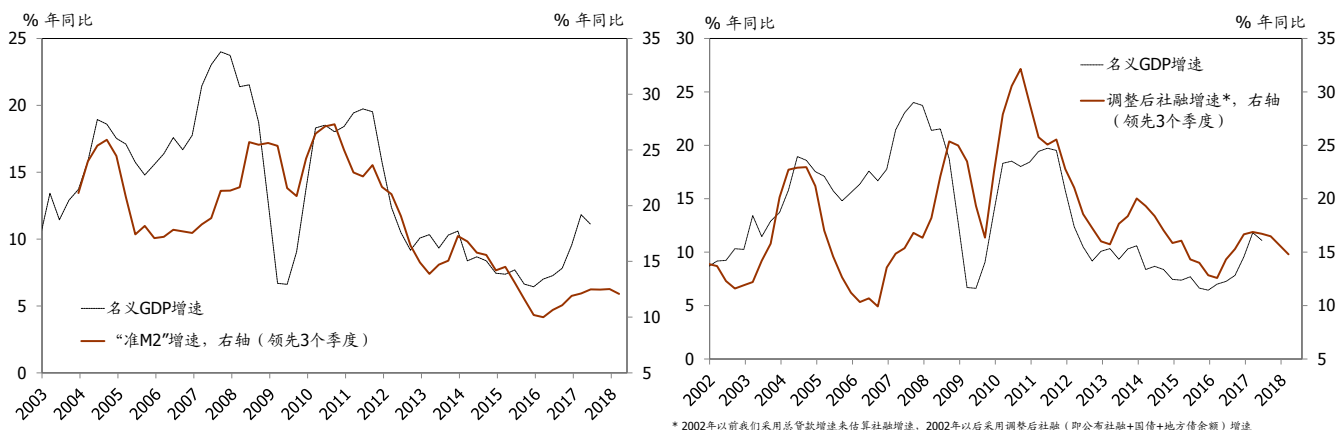


资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



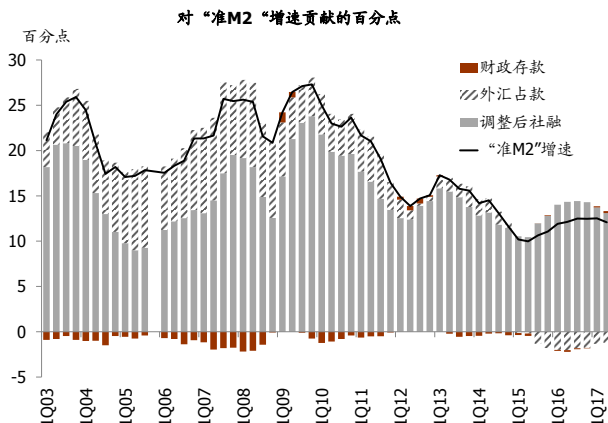
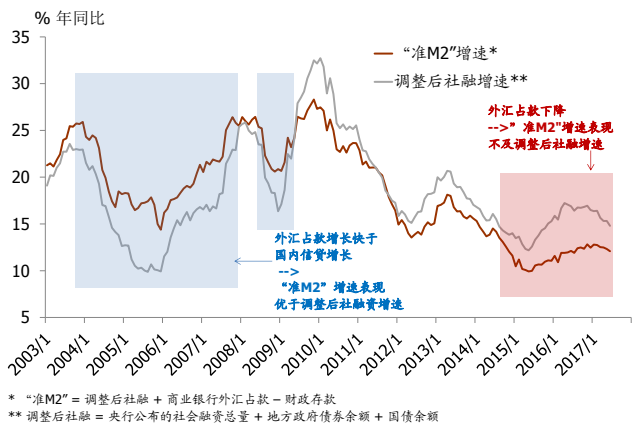
图表6：“准M2”和调整后社融增速领先名义GDP增速约3~4个季度



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表7：“准M2”与调整后社融增速间阶段性背离主要受外汇资产的变化所推动

图表8：2003~2008年间，外汇资产的快速膨胀对“准M2”增速影响较大



资料来源：CEIC，中金公司研究部

资料来源：CEIC，中金公司研究部



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剂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、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仅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

翻译：黄金城

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



CICC
中金公司

