

美国经济增长专题研究

美国 M2 增速历史性转负，是否意味着经济衰退？

核心观点

美国 2022 年 12 月 M2 同比增速首次转负：从历史数据来看，美国经济往往在 M2 增速见底前后出现衰退的概率非常大；同时逻辑上，广义货币供应量收缩一般意味着经济活动开始走弱。本次美国 M2 增速转负，是否也意味着美国衰退风险大幅上升？我们研究发现，本轮 M2 增速下行对经济的影响，可能与以往有所不同。

美国疫后存款结构变化较为明显：2022 年以来，美国 M1 的部分，即货币存量、活期存款、其他流动性存款和储蓄存款增速均有明显下滑，而小额定期存款和货币市场基金的增速上升明显。这反映了 2022 年高通胀与高利率背景下美国私人部门经济活动开始走弱，消费和投资信心下滑使得私人部门存款结构发生变化。

美联储缩表和财政退坡对 M2 增速影响较显著：在美国国债发行量稳定的基础上，只有两种情况，美联储缩表对美国 M2 增速无影响，一是商业银行购买新发行国债，二是美国货币基金通过减少隔夜逆回购规模购买新发行国债。而其他国债购买行为均会影响 M2 增速下滑。疫情大流行以来美国国债发行量未出现收缩；美国商业银行国债和 MBS 持有规模在 2022 年初之后开始下滑；美联储缩表后美国货币基金隔夜逆回购规模保持稳定。我们认为，本轮美联储缩表，主要是货币基金和私人部门消耗了银行存款来承担新的国债发行，从而表现出美国 M2 增速出现了快速下滑。

此外美国财政转移支付消耗了美联储 TGA 账户中的资金，增加美国私人部门的活期存款和现金。与之相反，财政退坡后，美国 M2 增速自然会下降。可以看到，本轮 M2 增速周期的拐点与财政退坡的时间点较为吻合。

美国 M2 对经济的指向作用在弱化：参照历史数据，美国 M2 对美国经济增长的领先性在 2000 年之前较强，而在 2000 年之后美国 M2 似乎与经济增速正相关性不明显。我们猜想主要有两种原因导致了上述变化，第一种是 1980 年之后美国潜在经济增速下降，而金融市场规模在快速扩张。美国近 30 年股票和债券市场规模持续上升，金融市场扩张意味着美国商品交易之外的货币占用越多，货币流通速度下降，为此 M2 增速与经济相关性减弱。第二种是美国货币创造的形式发生了非常大的变化。2000 年以前，美国 M2 的派生方式主要是由经济的内生创造，美联储基础货币供给往往滞后于货币需求。而 2000 年之后美国 M2 派生主要受美联储主动地向市场投入巨量的基础货币拉动。

总体来看，本轮美国 M2 增速下降部分反映了高通胀和高利率环境下美国经济活动降温，但我们无法单凭逻辑得出“M2 同比转负，美国经济衰退可能性增加”这一结论。一方面，前期美国财政货币扩张本身使得美国 M2 规模呈“高基数”的状态，美联储缩表和财政退坡必然使得 M2 增速大幅下滑；另一方面，与 2000 年之前相比，美国金融和货币环境均出现了较大的变化，如今货币供给对经济增长的影响在逐步弱化，M2 增速转负对理解美国经济基本面变化意义并不大。

风险提示：美联储超预期紧缩，海外金融市场流动性压力超预期上升，国际地缘政治冲突影响超预期。

经济研究 · 宏观专题

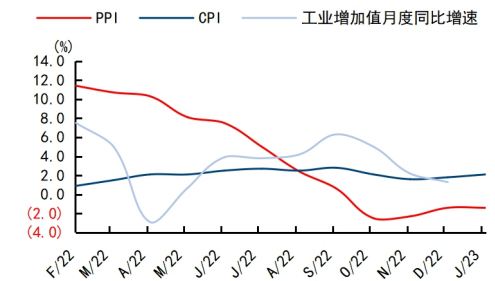
证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn S0980513100001

证券分析师：季家辉 021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海外经济展望-如何看待美国经济衰退的程度》—— 2022-12-06
- 《波折中的持续改善—2023 年中国宏观经济报告》—— 2022-12-06
- 《宏观经济专题：中国经济下行中的产业结构调整》—— 2022-12-06
- 《宏观经济专题研究-聚焦经济高质量发展（上篇）》—— 2022-12-05
- 《宏观经济专题研究-聚焦经济高质量发展（下篇）》—— 2022-12-05

内容目录

美国 M2 增速历史性转负，是否意味着经济衰退？	4
美国疫后存款结构变化较为明显.....	4
美联储缩表和财政退坡对 M2 增速影响较显著.....	6
美国 M2 对经济的指向作用在弱化.....	9
风险提示.....	14

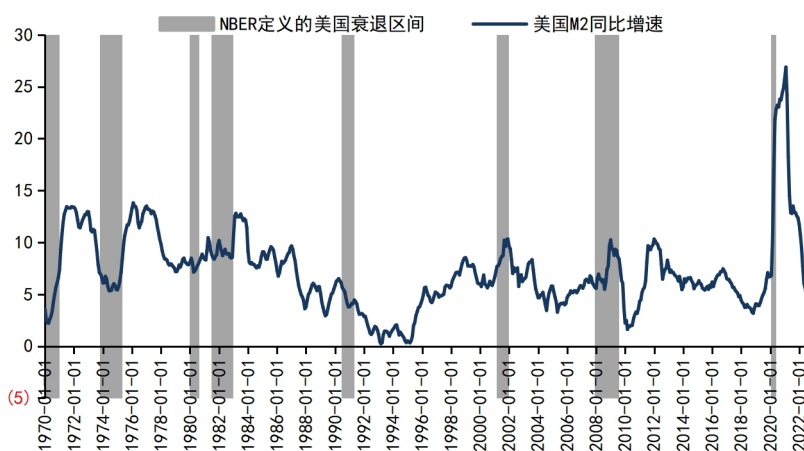
图表目录

图 1: 美国 M2 同比增速出现历史性转负.....	4
图 2: 美国 M2 中各部分占比.....	5
图 3: 美国 M2 各分项变化趋势.....	5
图 4: 美国定期存款规模在 2022 年均有上升.....	6
图 5: 银行购买国债时简化的各部门资产负债表.....	6
图 6: 货币基金用存款购买国债时简化的各部门资产负债表.....	7
图 7: 货币基金减少隔夜逆回购投资购买国债时简化的各部门资产负债表.....	7
图 8: 美国国债发行量较为稳定.....	8
图 9: 美国商业银行持有国债规模下滑.....	8
图 10: 美联储缩表后, 美国银行准备金与隔夜逆回购规模走势.....	8
图 11: 美国 M2 增速的拐点与财政退坡的时间点较为吻合.....	9
图 12: 美国 M2 对 GDP 领先作用在弱化.....	9
图 13: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (1961-1980)	10
图 14: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (1981-2000)	10
图 15: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (2001-2020)	11
图 16: 美国股票和债券市场规模持续扩张.....	11
图 17: 美国 M2 流通速度在持续下降.....	12
图 18: 2000 年之前美国 M2 主要是由经济的内生创造.....	12
图 19: 2000 年之后美国 M2 主要是由巨量基础货币供给创造.....	13
图 20: 准备金短缺情况下美国货币需求对货币供给弹性较强.....	13
图 21: 准备金冗余情况下美国货币需求对货币供给弹性减弱.....	13
图 22: 美国信贷增速依旧保持在相对健康的水平.....	14

美国 M2 增速历史性转负，是否意味着经济衰退？

近期市场上的一个热点问题即美国 2022 年 12 月 M2 同比增速首次转负，目前已下滑至上世纪 70 年代以来的最低水平。从历史数据来看，美国经济往往在 M2 增速见底前后出现衰退的概率非常大；同时逻辑上，广义货币供应量收缩一般意味着经济活动开始走弱。本次美国 M2 增速转负，是否也意味着美国衰退风险大幅上升？我们研究发现，本轮 M2 增速下行对经济的影响，可能与以往有所不同。

图1：美国 M2 同比增速出现历史性转负



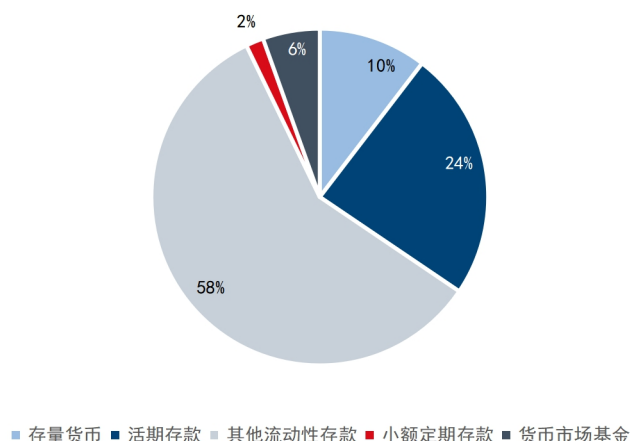
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国疫后存款结构变化较为明显

美联储对美国 M2 的官方定义如下：M2 包括 M1 加上 (1) 小额定期存款（金额低于 10 万美元的定期存款）；(2) 零售货币市场基金 (MMF)。而 M1 则包括 (1) 存量货币（在美国财政部和联邦储备银行之外流通的货币）；(2) 商业银行的活期存款；(3) 其他流动存款和储蓄存款。

美国 M2 中其他流动存款和储蓄存款的占比权重较大，小额定期存款的占比最小。以 2022 年 12 月的数据为例，其他流动存款和储蓄存款占比超过了 50%，而小额定期存款的占比仅为 2%。

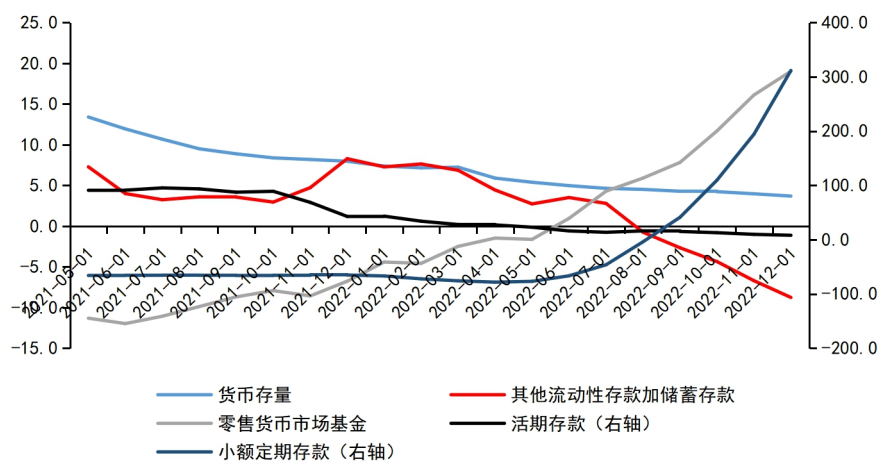
图2: 美国 M2 中各部分占比



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

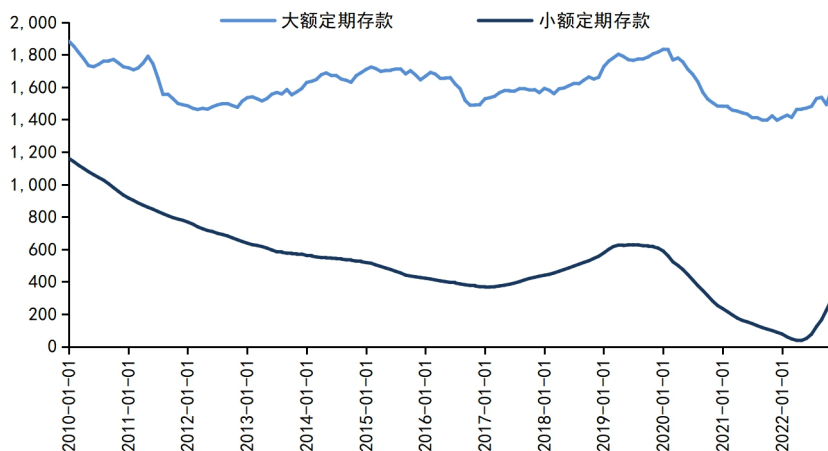
存款的结构上, 2022 年以来, M1 的部分, 即货币存量、活期存款、其他流动性存款和储蓄存款增速均有明显下滑, 而小额定期存款和货币市场基金的增速上升明显。另外, M2 之外的部分, 大额定期存款增速 2022 年也有大幅上升, 这反映了 2022 年高通胀与高利率背景下美国私人部门经济活动开始走弱, 消费和投资信心下滑使得私人部门存款结构发生变化。

图3: 美国 M2 各分项变化趋势



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

图4: 美国定期存款规模在 2022 年均有上升



资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

美联储缩表和财政退坡对 M2 增速影响较显著

疫情大流行期间美国宽松的货币环境和大规模的财政转移支付极大增加了美国的宏观货币供给量。我们认为，考虑到美国 M2 高基数，在美联储缩表和财政退坡后，美国 M2 增速大幅回落是必然事件。

美联储缩表影响美国 M2 的主要逻辑如下：当美联储持有的国债到期不续作时，新发行国债的主要购买者为商业银行、货币基金和私人部门。银行部门购买国债时会消耗银行的准备金，银行资产端表现为准备金下降，持有的国债上升，而银行负债端的结构不变，对 M2 没有影响。

图5: 银行购买国债时简化的各部门资产负债表

美联储		美国财政部	
资产	负债	资产	负债
国债	银行准备金-\$1 TGA账户余额+\$1	TGA账户余额+\$1	国债+\$1
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债+\$1 银行准备金-\$1	银行存款	国债 银行存款 隔夜逆回购投资	私人部门持有份额

资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

货币基金有两种途径购买国债，一种是使用货币基金的银行存款购买，另一种是减少货币基金的隔夜逆回购投资来购买。第一种情况发生时，银行负债端货币基金的存款规模会减少，带动 M2 规模下降；第二种情况发生时，货币基金在美联储的隔夜逆回购投资减少，但银行负债端无变化，对 M2 没有影响。

图6: 货币基金用存款购买国债时简化的各部门资产负债表

美联储		美国财政部	
资产	负债	资产	负债
国债	银行准备金-\$1 TGA账户余额+\$1	TGA账户余额+\$1	国债+\$1
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债 银行准备金-\$1	银行存款-\$1	国债+\$1 银行存款-\$1 隔夜逆回购投资	私人部门持有份额

资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

图7: 货币基金减少隔夜逆回购投资购买国债时简化的各部门资产负债表

美联储		美国财政部	
资产	负债	资产	负债
国债	银行准备金-\$1 TGA账户余额+\$1	TGA账户余额+\$1	国债+\$1
银行		货币市场基金	
资产	负债	资产	负债
国债 银行准备金	银行存款	国债+\$1 银行存款 隔夜逆回购投资-\$1	私人部门持有份额

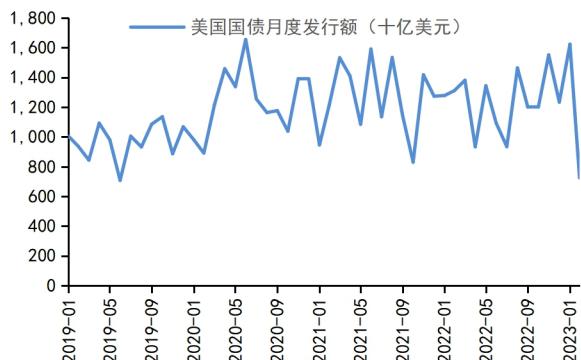
资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

美国私人部门购买国债的途径主要是使用银行存款购买, 与货币基金使用银行存款购买国债类似, 商业银行负债端存款规模会减少, 带动 M2 规模下降。

根据上述模拟, 美联储缩表对美国 M2 增速影响的结论如下: 在美国国债发行量稳定的基础上, 只有两种情况, 美联储缩表对美国 M2 增速无影响, 一是商业银行购买新发行国债, 二是美国货币基金通过减少隔夜逆回购规模购买新发行国债。而其他国债购买行为均会影响 M2 增速下滑。

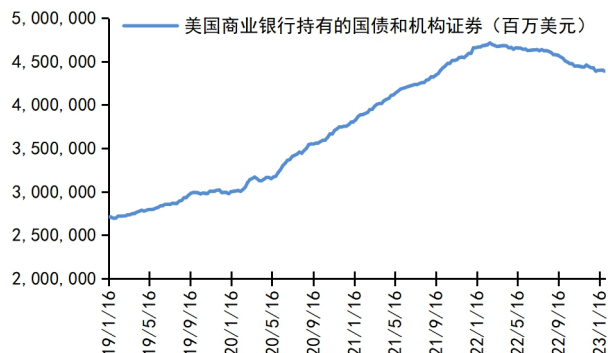
再看美联储缩表后的实际情况: 疫情大流行以来美国国债发行量未出现收缩, 保持稳定; 美国商业银行国债和 MBS 持有规模在 2022 年初之后开始下滑; 美联储缩表后美国货币基金隔夜逆回购规模保持稳定, 而银行准备金规模出现明显下降。

图8: 美国国债发行量较为稳定



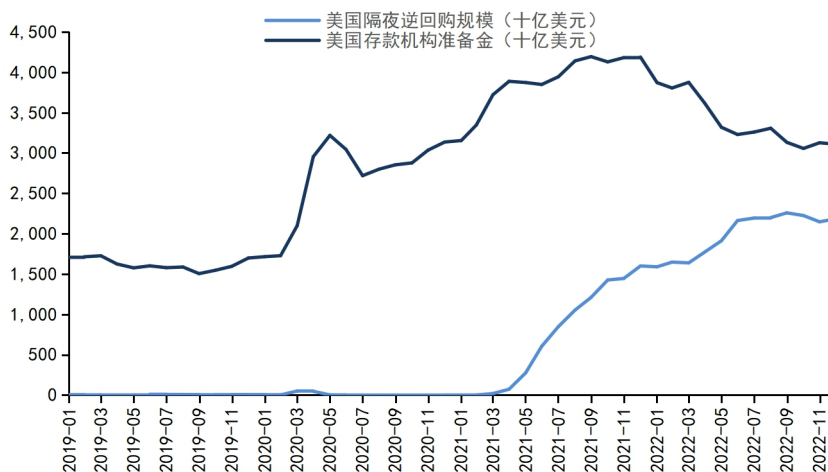
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 美国商业银行持有国债规模下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 美联储缩表后, 美国银行准备金与隔夜逆回购规模走势

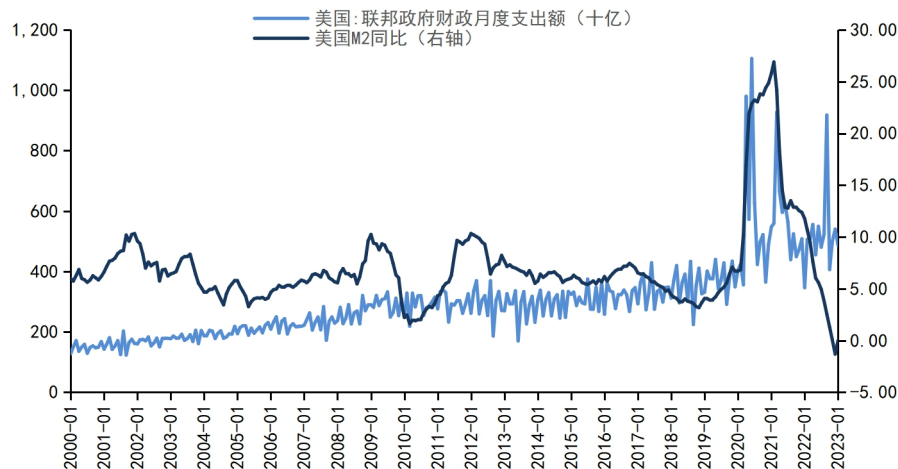


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结合理论和实际情况, 我们作出以下结论: 本轮美联储缩表, 主要是货币基金和私人部门消耗了银行存款来承担新的国债发行, 从而使得美国 M2 增速出现了快速下滑。

此外, 财政退坡对美国 M2 的影响比较简单, 美国财政转移支付消耗了美联储 TGA 账户中的资金, 增加美国私人部门的活期存款和现金。与之相反, 财政退坡后, 美国 M2 增速自然会下降。可以看到, 本轮 M2 增速周期的拐点与财政退坡的时间点较为吻合。

图11: 美国 M2 增速的拐点与财政退坡的时间点较为吻合

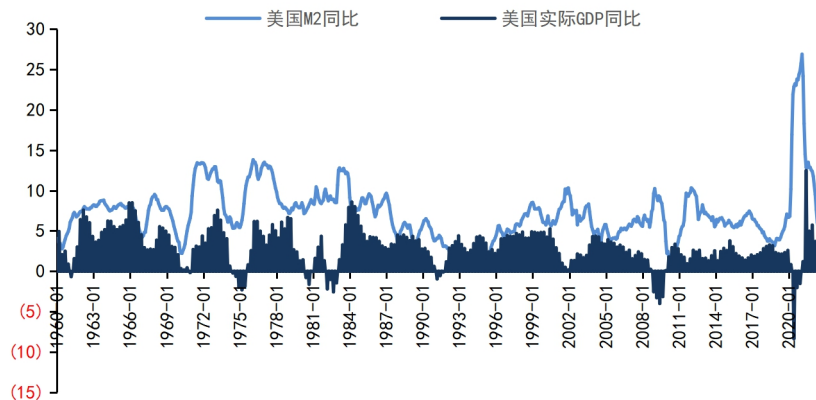


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

美国 M2 对经济的指向作用在弱化

参照历史数据, 美国 M2 对美国经济增长的领先性在 2000 年之前较强, 而在 2000 年之后美国 M2 似乎与经济增速正相关性不明显。

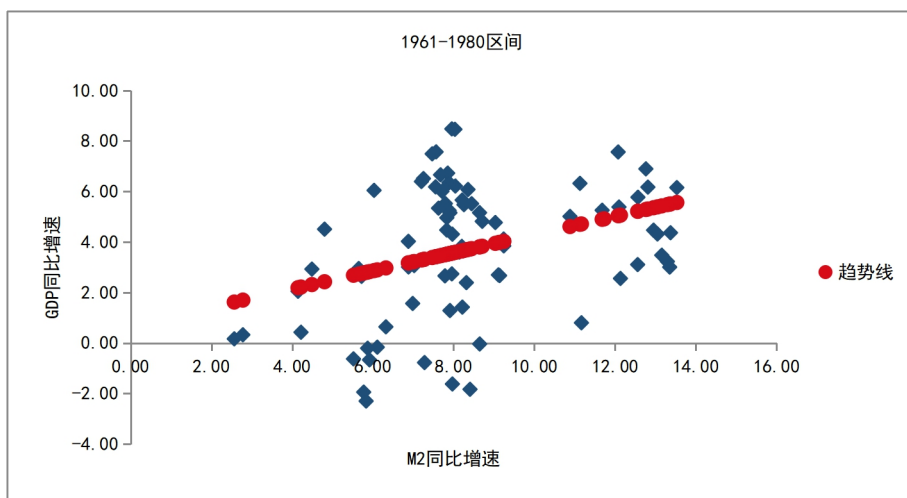
图12: 美国 M2 对 GDP 领先作用在弱化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

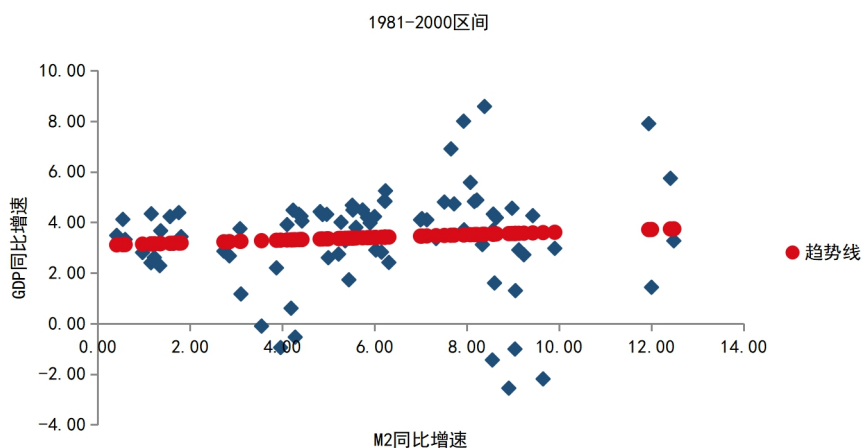
我们对 1961-1980、1981-2000、2001-2020 三个时间段分别作 GDP 增速与 M2 增速的散点图。很明显, 美国 M2 增速对美国经济的正向作用正逐步弱化, 甚至在 2000 年之后更多呈现负相关。

图13: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (1961-1980)



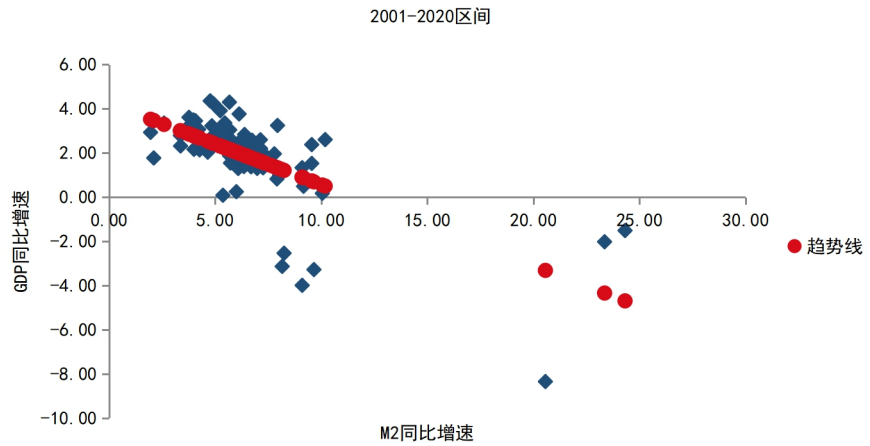
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (1981-2000)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

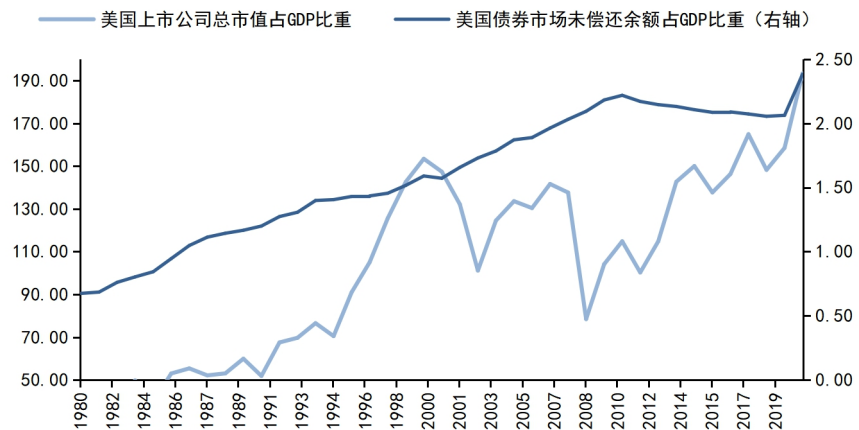
图15: 美国 M2 增速与 GDP 增速散点图 (2001-2020)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

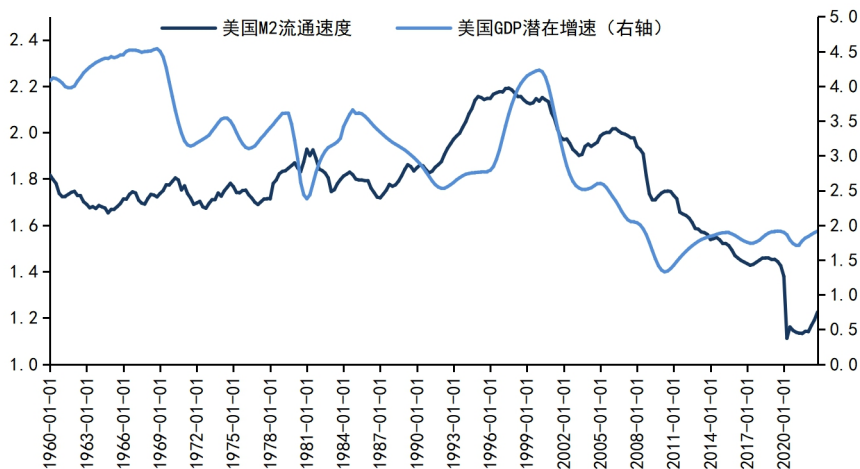
我们猜想主要有两种原因导致了上述变化, 第一种是 1980 年之后美国潜在经济增速下降, 而金融市场规模在快速扩张。以股票和债券市场为例, 美国近 30 年股票和债券市场规模持续上升, 金融市场扩张意味着美国商品交易之外的货币占用越多, 货币流通速度下降, 为此 M2 增速与经济相关性减弱。

图16: 美国股票和债券市场规模持续扩张



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

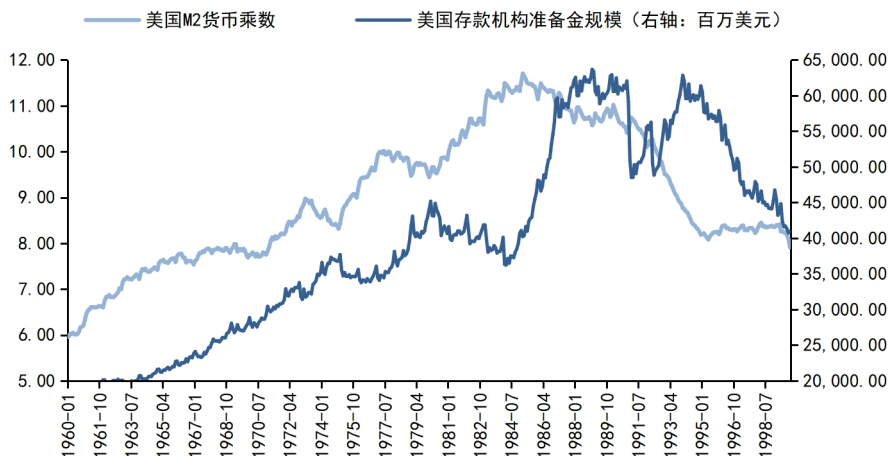
图17: 美国 M2 流通速度在持续下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

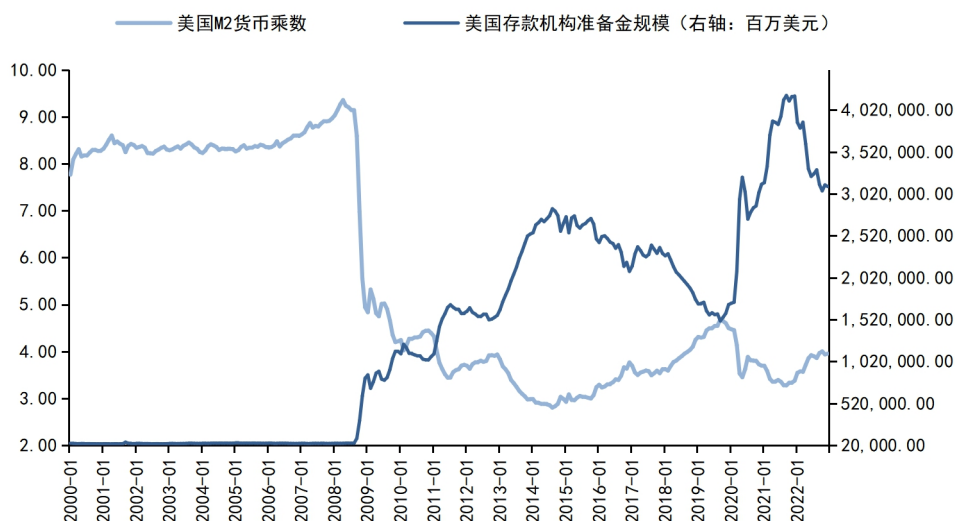
第二种是美国货币创造的形式发生了非常大的变化。2000 年以前, 美国 M2 的派生方式主要是通过经济的内生创造, 美联储基础货币供给往往滞后于货币需求。而 2000 年之后美国 M2 主要受美联储主动地向市场投入巨量的基础货币拉动。在通胀“大缓和”时期, 美联储似乎对货币的逆周期投放刺激经济屡试不爽。这也解释了为何这一时期美国 M2 增速与经济增速负相关。但事实上, 调整货币供给对经济的影响效果是会随着市场上冗余货币量的增多而逐步弱化的。

图18: 2000 年之前美国 M2 主要是由经济的内生创造



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

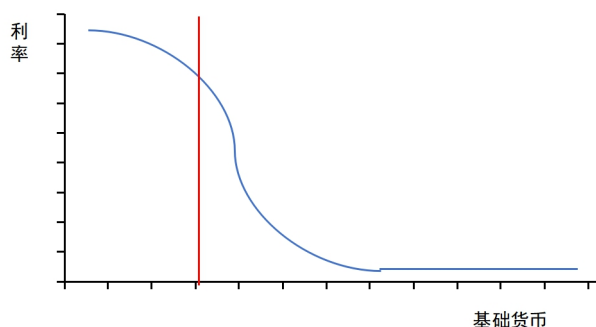
图19: 2000年之后美国 M2 主要是由巨量基础货币供给创造



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

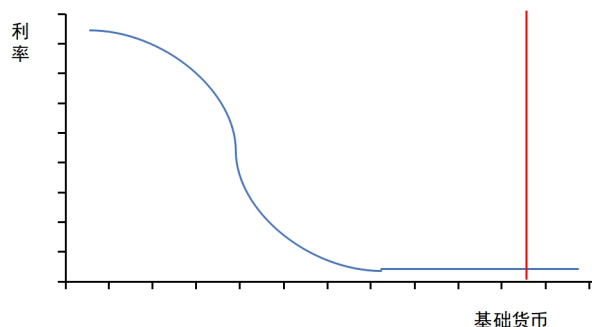
目前因为过量的基础货币供给使得美国银行间的利率相对于准备金规模缺乏弹性，为此美联储货币政策框架已经发生了变化，由“短缺准备金”转向“充足准备金”（下图蓝色为基础货币需求曲线，红色为基础货币供给曲线）。美联储无法通过调整市场准备金规模来调升/降利率，从而控制宏观融资成本。同样的，本次美联储缩表加财政退坡会使得商业银行准备金和 M2 水平下降，但由于美国货币需求依旧缺乏弹性，宏观经济的融资成本不会因此改变，所以尽管 M2 增速转负，但对经济的影响不会特别显著。

图20: 准备金短缺情况下美国货币需求对货币供给弹性较强



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

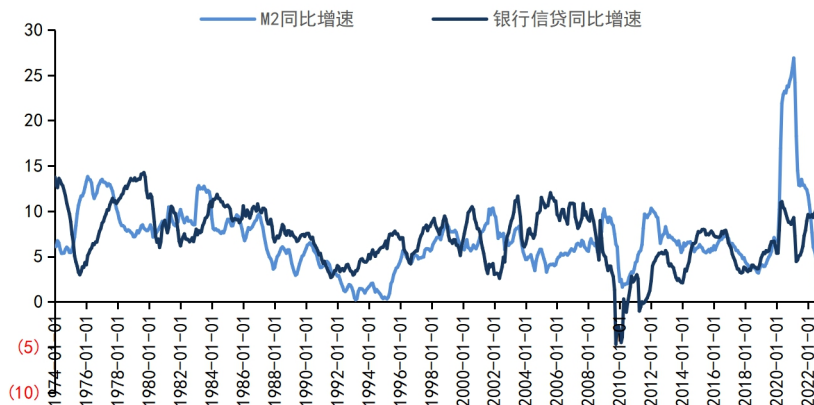
图21: 准备金冗余情况下美国货币需求对货币供给弹性减弱



资料来源: 美联储官网, 国信证券经济研究所整理

同时从信贷方面来看，尽管美国 M2 增速转负，但当前美国的信贷增速依旧保持在相对健康的水平，表示美国私人部门实际的融资需求并未随 M2 增速下降而大幅下滑，这也验证了我们上述观点。

图22: 美国信贷增速依旧保持在相对健康的水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 本轮美国 M2 增速下降部分反映了高通胀和高利率环境下美国经济活动降温, 但我们无法单凭逻辑得出“M2 同比转负, 美国经济衰退可能性增加”这一结论。一方面, 前期美国财政货币扩张本身使得美国 M2 规模呈“高基数”的状态, 美联储缩表和财政退坡必然使得 M2 增速大幅下滑; 另一方面, 与 2000 年之前相比, 美国金融和货币环境均出现了较大的变化, 如今货币供给对经济增长的影响在逐步弱化, M2 增速转负对理解美国经济基本面变化意义并不大。

风险提示

美联储超预期紧缩, 海外金融市场流动性压力超预期上升, 国际地缘政治冲突影响超预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032