



宏观研究

【粤开宏观】广义货币 M2 高增与经济 和通胀低迷并存的原因

2023 年 06 月 20 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】5 月物价数据及当前经济形势点评》2023-06-09

《【粤开宏观】降息预期兑现》2023-06-13

《【粤开宏观】5 月经济进一步放缓，稳增长迫在眉睫》2023-06-15

《【粤开宏观】5 月财政数据的四大特点与财政稳增长的五大手段》2023-06-18

《【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议》2023-06-20

摘要

通常来说，如果货币大量发行，应该伴随着经济增长或通胀上升。但当前却出现了这样一种反常现象：**M2 同比高增，而经济和通胀则持续低迷**。5 月广义货币 M2 同比增长 11.6%，处于近几年高位；与此同时，制造业 PMI 为 48.8%，连续两个月落入收缩区间；CPI 和 PPI 同比分别为 0.2%和-4.6%，均处于近几年低位。要弄明白上述现象，就要回答两个问题：**首先，M2 为何高增，钱从哪来？其次，经济和通胀为何低迷，钱去哪了？**

1、通过细致分析央行公布的相关报表，我们发现：2021 年 8 月以来，M2 同比从 8.2%的低点快速向上突破，一度触及 12.9%的高点，**主要受到了四股力量的驱动，分别是：财政发力、银行让利、金融加杠杆、理财资金回流银行存款**。尤其是 2021 年 8 月至 2022 年 7 月，这四股力量几乎可以解释 M2 同比增速的全部增幅。

2、**同样地，我们也能够定位到货币的最终流向**。今年 1-5 月，M2 总量新增 15.62 万亿元。截至 5 月底，其中的 0.01 万亿元成为了流通中现金，9.26 万亿元成为了居民存款，0.35 和 4.17 万亿元分别成为了企事业单位的活期存款和定期存款，还有 1.83 万亿元成为了包括非银存款在内的其他存款。

3、但是，即使我们知道了 M2 同比高增的来源，以及新增货币的去向，似乎仍无法解释为何当前经济和通胀持续低迷。或许，问题的关键并不在于货币总量上。**导致当前经济和通胀低迷的真正原因，是货币流通速度的下降**。我们通过一个简单的例子，生动地阐释了货币流通速度是如何影响经济的。

当前经济面临的主要问题是，居民的消费、购房以及企业的投资意愿低迷，尽管货币总量增加，但货币更倾向于被储存起来，而不是被用于交易流通，于是货币流通速度下降，最终导致经济和通胀的低迷。

4、因此，除了通过宽松的货币政策和积极的财政政策向经济注入更多货币以外，**更重要的是提振居民和企业的信心与消费投资意愿**，让货币都流通起来，货币流通速度加快了，经济也就起来了，就业、收入以及民众的幸福感也都会随之上升。

风险提示：总需求低迷超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、M2 为何高增，钱从哪来？	3
（一）财政发力	4
（二）银行让利	5
（三）金融加杠杆	6
（四）理财资金回流银行存款	8
二、经济和通胀为何低迷，钱去哪了？	9
（一）今年新增的货币最终都流向了哪里？	9
（二）货币流通速度才是关键因素	9

图表目录

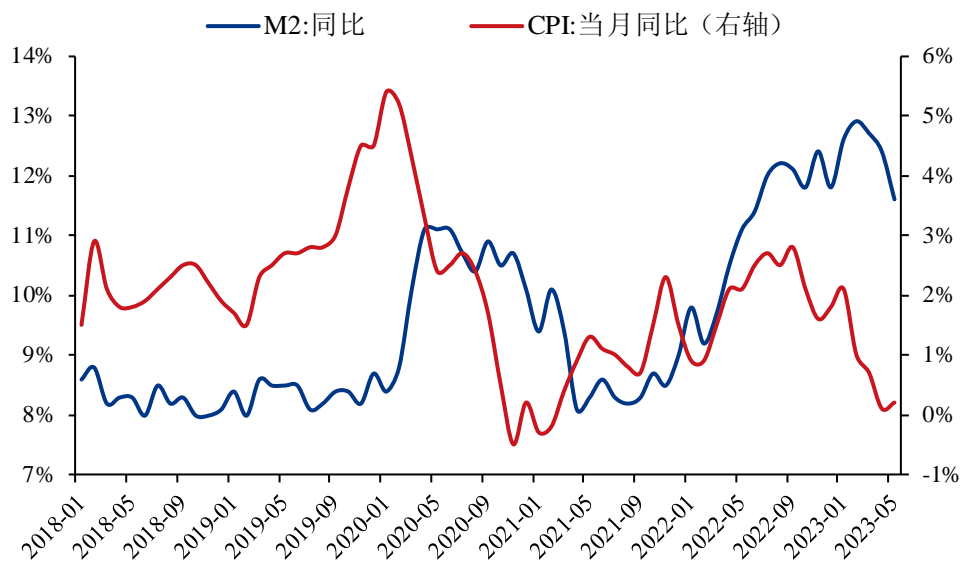
图表 1： 当前 M2 同比处于近几年高位，而 CPI 同比处于近几年低位	3
图表 2： 2021 年 8 月以来，M2 同比增速的增幅及主要驱动力量	4
图表 3： 2021 年下半年至 2022 年上半年，政府债券同比上升	5
图表 4： 2022 年中国人民银行向中央财政上缴结存利润	5
图表 5： 2020 年以来，商业银行净息差持续收窄	6
图表 6： 2021 年下半年以来，商业银行净利润同比持续下滑	6
图表 7： 2022 年四季度爆发了债市风波和理财产品赎回潮	7
图表 8： 2022 年四季度非银金融机构短暂降杠杆，此后重新加杠杆	7
图表 9： 2022 年下半年以来，不纳入广义货币的存款同比负增长	8
图表 10： 2022 年银行理财产品规模出现下滑	8
图表 11： 1-5 月新增货币的最终流向	9
图表 12： 两种情景假设及其结果	10



通常来说，如果货币大量发行，应该伴随着经济增长或通胀上升。但当前却出现了这样一种反常现象：M2 同比高增，而经济和通胀则持续低迷。5 月广义货币 M2 同比增长 11.6%，处于近几年高位；与此同时，制造业 PMI 为 48.8%，连续两个月落入收缩区间；CPI 和 PPI 同比分别为 0.2%和-4.6%，均处于近几年低位。

为什么会出现上述反常现象？这可以拆分成两个问题：首先，M2 为何高增，钱从哪来？其次，经济和通胀为何低迷，钱去哪了？

图表1：当前 M2 同比处于近几年高位，而 CPI 同比处于近几年低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

一、M2 为何高增，钱从哪来？

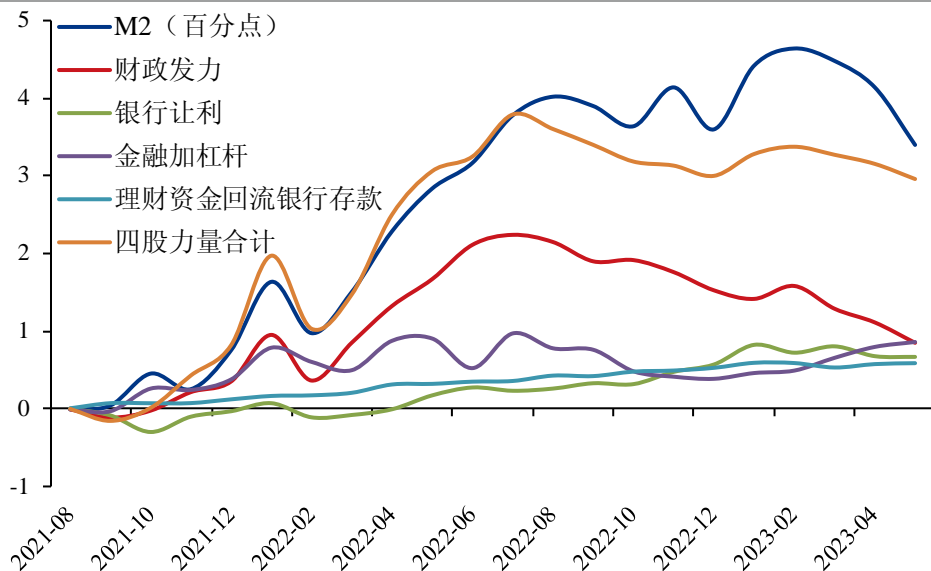
广义货币 M2 的主体是居民和企事业单位持有的现金和银行存款，此外还包括非银行业金融机构的银行存款等其他存款。

要想知道 M2 的来源，只需分析央行每月公布的《存款性公司概览》即可，若想更细致一些，还有《货币当局资产负债表》《其他存款性公司资产负债表》《存款类金融机构人民币信贷收支表》等。

2021 年 8 月以来，M2 同比从 8.2%的低点快速向上突破，一度触及 12.9%的高点，主要受到了四股力量的驱动，分别是：财政发力、银行让利、金融加杠杆、理财资金回流银行存款。2021 年 8 月至 2022 年 7 月，这四股力量几乎可以解释 M2 同比增速的全部增幅。在此之后，虽然这四股力量有所减弱，但依然能够解释 M2 增速增幅的绝大部分；剩下的部分则与居民和企业贷款回暖、银行债券发行规模回落等因素有关。



图表2：2021年8月以来，M2同比增速的增幅及主要驱动力量



资料来源：Wind、粤开证券研究院

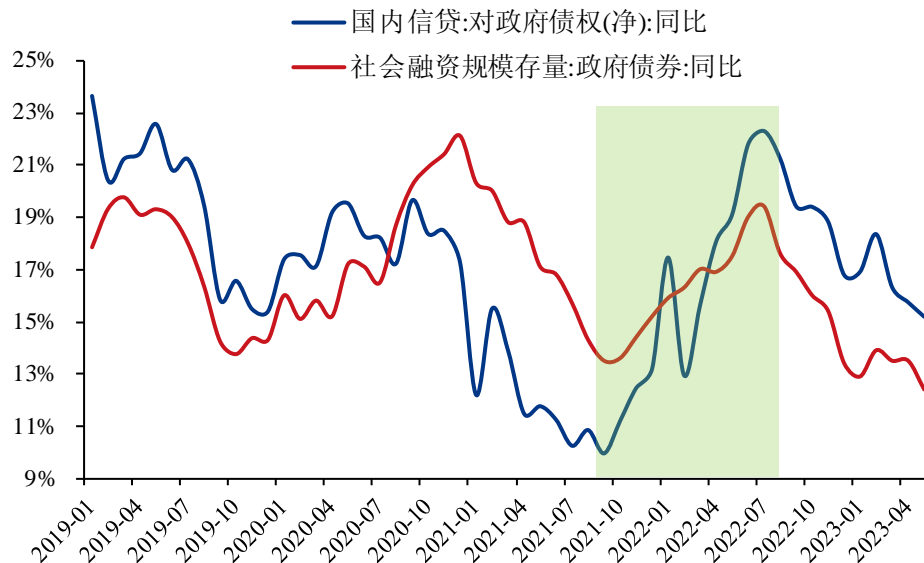
（一）财政发力

一般来说，财政资金“取之于民，用之于民”，在一段时间内，对货币总量会造成时点上的扰动，但不会有净影响。真正会导致货币增加的力量，来自于政府自掏腰包“请客吃饭”。一方面，中央和地方政府能够发行国债和地方政府债筹集资金，用于减税降费、基建投资、补贴消费、改善民生等领域，当银行购买了这些政府债券，便会经由财政支出而投放相应数量的货币。另一方面，政府是央行和国有商业银行的股东，当银行上缴利润后，也会通过财政支出向社会投放货币。

2021年下半年至2022年上半年，为应对显著增大的经济下行压力，政府债券发行速度明显加快。2022年3月，《政府工作报告》要求特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润，以补充政府财力。2022年，中国人民银行依法向中央财政上缴结存利润1.13万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业、保民生。

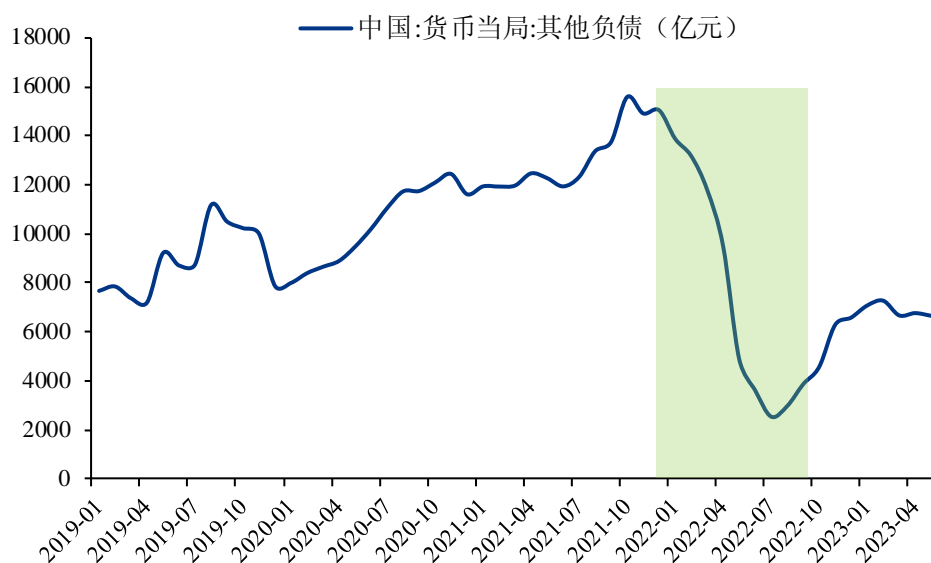


图表3：2021年下半年至2022年上半年，政府债券同比上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：2022年中国人民银行向中央财政上缴结存利润



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）银行让利

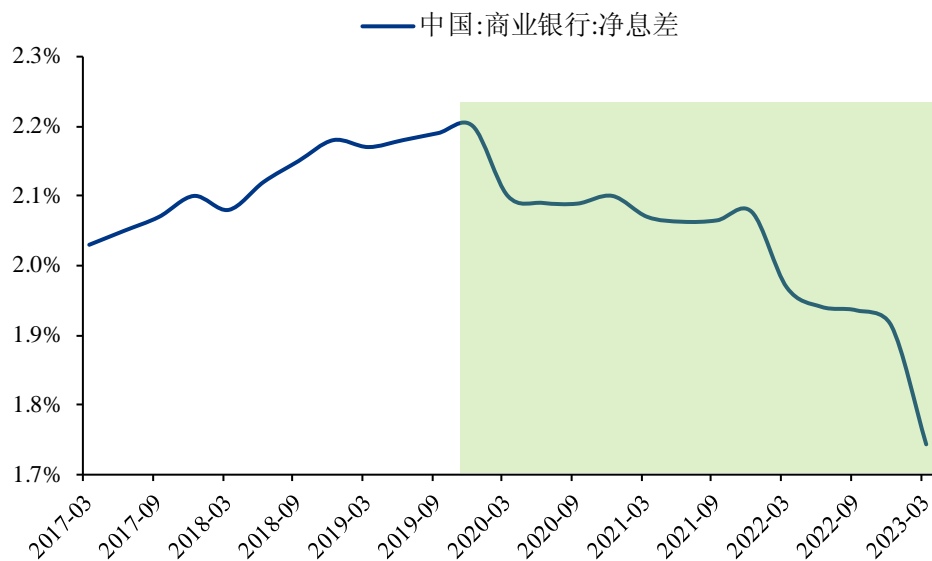
商业银行是营利性组织，当银行盈利增加，未分红的那部分资金将积存于银行内部、退出社会流通，也就是回笼货币，从而减少M2。相应地，若银行将本属于自己的一部分利润拿出来，为居民和企业减轻债务负担，就会投放货币，从而增加M2。

2020年疫情爆发以来，监管部门引导金融机构加大对实体经济的支持力度，降低居民和企业的债务负担，促进经济平稳快速恢复。商业银行净息差从2019年底的2.2%一路下滑至2023年一季度的1.74%；2021年下半年以来，商业银行的净利润、实收资本和



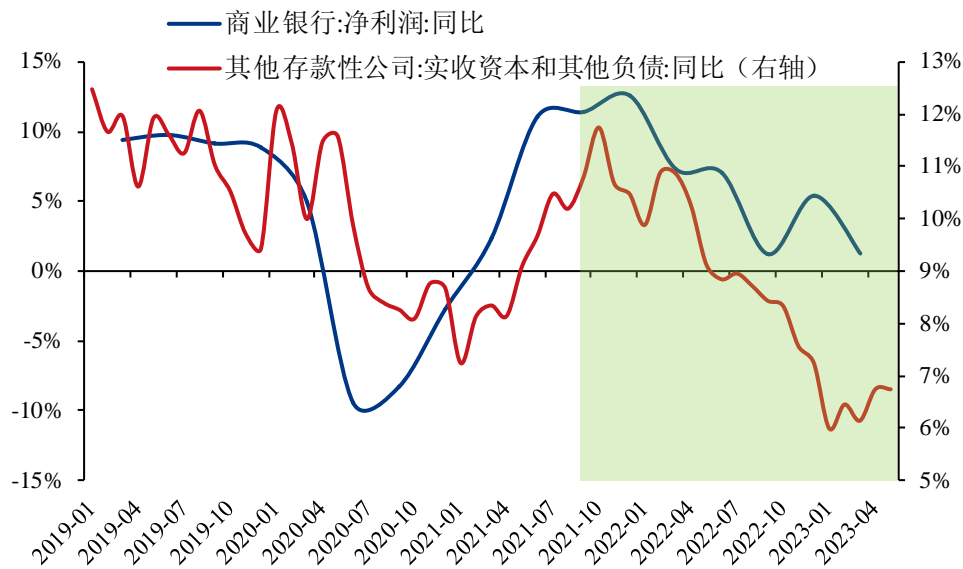
其他负债同比增速也显著下滑。

图表5：2020 年以来，商业银行净息差持续收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：2021 年下半年以来，商业银行净利润同比持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

(三) 金融加杠杆

在货币宽松、债券牛市的背景下，券商自营、基金等非银行业金融机构存在加杠杆投机的冲动，它们通过同业拆借、债券回购等方式向银行借入资金，形成非银存款，从而增加 M2。

2022 年四季度，曾出现过短暂的金融去杠杆。当时债券市场大幅调整，导致理财产



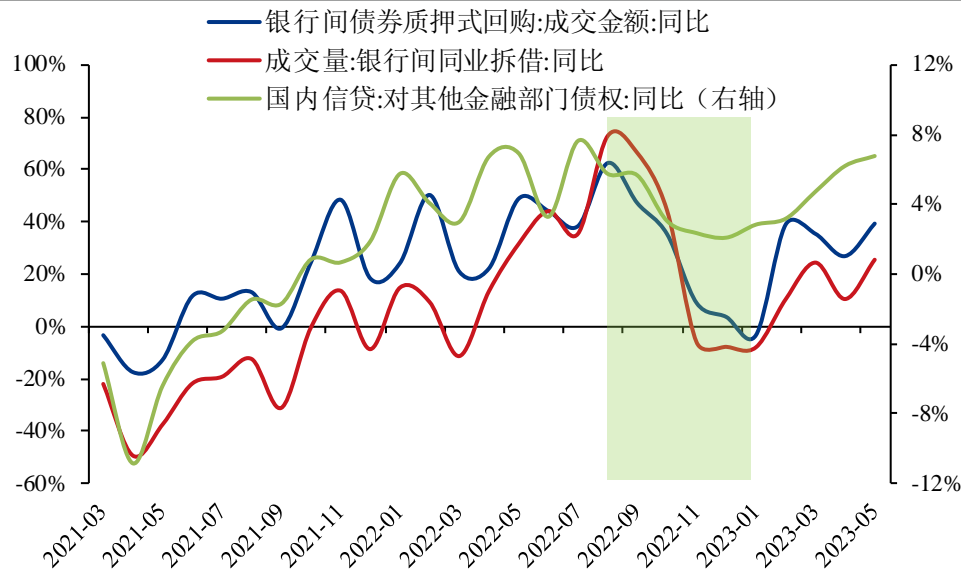
品净值回落甚至破净，继而引发行理财产品赎回潮，这又进一步加剧了债市压力，最终形成负向循环。非银金融机构不得不降杠杆，债券回购和同业拆借同比大幅下降。随着债市和理财市场企稳，2023 年非银金融机构重新加杠杆。

图表7：2022 年四季度爆发了债市风波和理财产品赎回潮



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：2022 年四季度非银金融机构短暂降杠杆，此后重新加杠杆



资料来源：Wind、粤开证券研究院

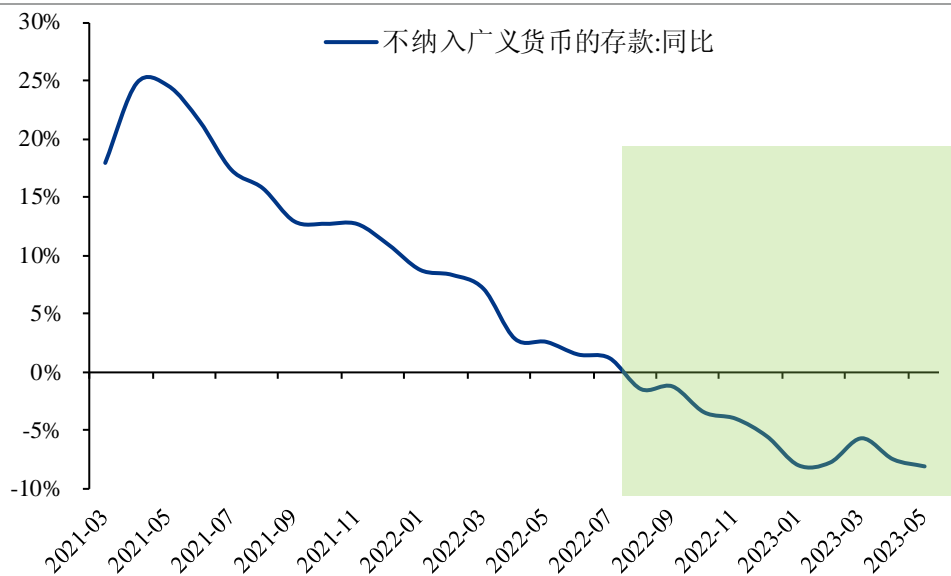


（四）理财资金回流银行存款

有些理财产品的资金在银行表外，因而不被纳入 M2 统计，当居民和企业赎回这部分理财产品，将资金转为银行存款，会增加 M2 的数值。

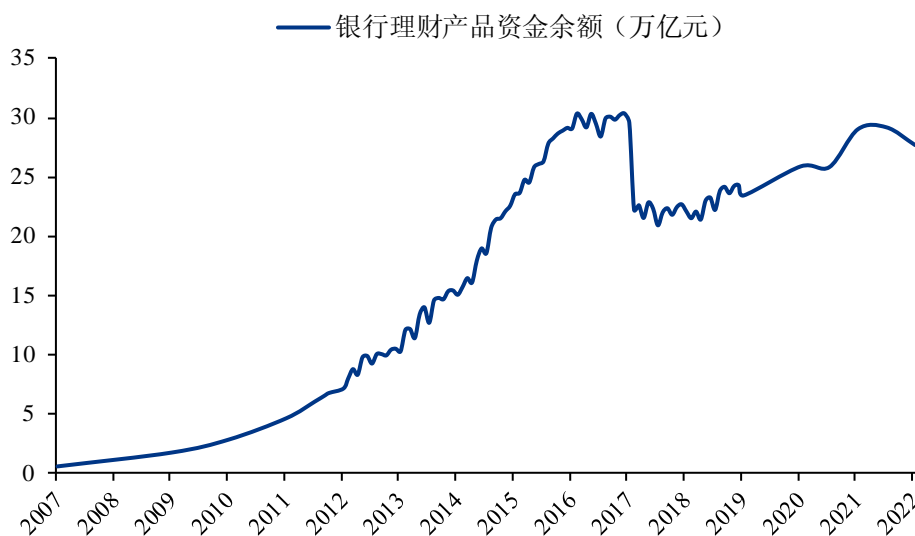
随着理财产品打破刚兑，以及理财收益率与存款利率的利差趋于收窄，居民和企业的理财资金逐渐回流至银行存款。2022 年，银行理财产品资金余额减少了 1.35 万亿元；此外，据央行披露，2023 年一季度末，资管产品直接汇总的资产合计 94.7 万亿元，较年初减少 1.6 万亿元。

图表9：2022 年下半年以来，不纳入广义货币的存款同比负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表10：2022 年银行理财产品规模出现下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



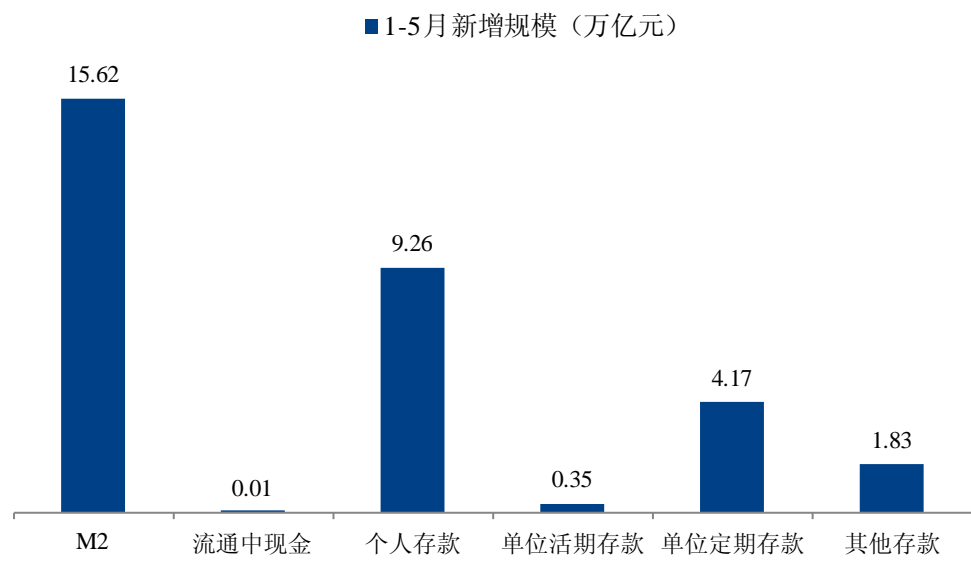
二、经济和通胀为何低迷，钱去哪了？

（一）今年新增的货币最终都流向了哪里？

货币被创造出来之后，不会无缘无故地凭空消失，定然是停留在了经济体系中的某个角落。我们可以根据前面提到的央行公布的各项报表，定位到每个月底，这些货币所处的位置。

今年 1-5 月，M2 总量新增 15.62 万亿元。截至 5 月底，其中的 0.01 万亿元成为了流通中现金，9.26 万亿元成为了居民存款，0.35 和 4.17 万亿元分别成为了企事业单位的活期存款和定期存款，还有 1.83 万亿元成为了包括非银存款在内的其他存款。

图表11：1-5 月新增货币的最终流向



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）货币流通速度才是关键因素

即使我们知道了 M2 同比高增的来源，以及新增货币的去向，似乎仍无法解释为何当前经济和通胀持续低迷。或许，问题的关键并不在于货币总量上。

生命在于运动，货币在于流通。货币只有参与经济活动，才会对经济增长或通胀产生影响，否则只能承担财富贮藏的职能，仅仅是银行账户上的一个数字而已。

导致当前经济和通胀低迷的真正原因，是货币流通速度的下降。货币流通速度是指一段时间内单位货币的交易次数。

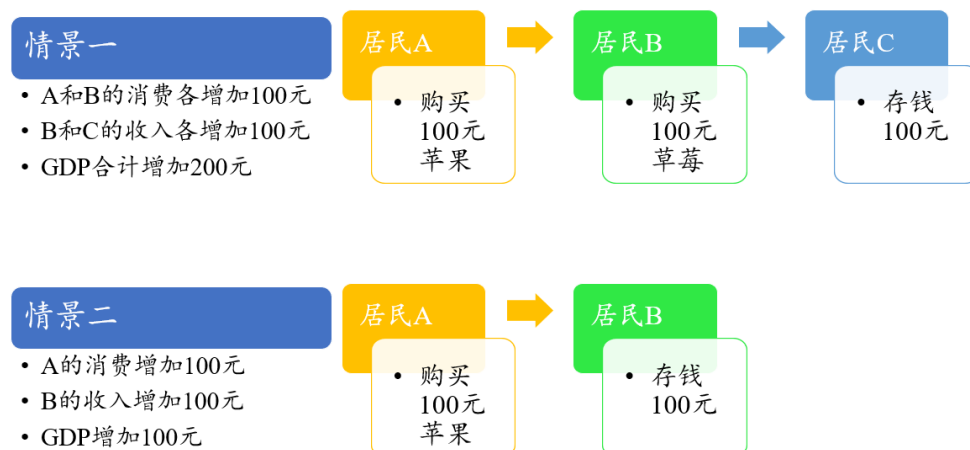
我们先来看一个简单的例子。假设整个经济中只有 100 块钱，刚开始由 A 持有。考虑下面两种情景。

情景一：A 向 B 购买 100 块钱的苹果，B 向 C 购买 100 块钱的草莓，然后 C 把这 100 块钱存了起来。结果是 A 和 B 的消费各增加 100 元，B 和 C 的收入各增加 100 元，GDP 合计增加 200 元。

情景二：A 向 B 购买 100 块钱的苹果，然后 B 直接把这 100 块钱存了起来。结果是 A 的消费增加 100 元，B 的收入增加 100 元，GDP 增加 100 元。



图表12：两种情景假设及其结果



资料来源：粤开证券研究院

在上述两个情景中，货币总量一直是 100 元，但是为什么情景二中的 GDP 却出现了下降？因为情景二中 B 把赚到的钱直接存了起来，而不是像情景一中那样拿去消费，并导致 C 失去了收入。两种情境中，货币流通次数分别是 2 次和 1 次，而这导致了同样是 100 元的货币总量，GDP 却分别增加 200 元和 100 元。

当前中国经济面临同样的问题，居民的消费、购房以及企业的投资意愿低迷，尽管货币总量增加，但货币更倾向于被储存起来，而不是被用于交易流通，于是货币流通速度下降，最终导致经济和通胀的低迷。

因此，除了通过宽松的货币政策和积极的财政政策向经济注入更多货币以外，更重要的是提振居民和企业的信心与消费投资意愿，让货币都流通起来，货币流通速度加快了，经济也就起来了，就业、收入以及民众的幸福感也都会随之上升。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com