

宏观经济专题研究

市场真的需要那么“高度聚焦”的关注 M2 吗？

核心观点

- 1、在中国资本市场中，习惯上将经济类数据划分为两类：一类是实体类数据；另一类是金融类数据。
- 2、中国的资本市场投资机构异常关注金融数据（特别是信用类数据），其关注程度甚至超越了实体类数据。每逢金融数据发布，市场成员“严阵以待”，深入解读，以期从中探寻经济变化的“蛛丝马迹”，这其中又以债券市场投资者更甚。
- 3、在这种认知下，市场的分析逻辑也出现了显著变化，例如，从以往的“增长+通胀”美林时钟投资框架，过渡到“货币+信用”分析框架。但是在这种主流情况中，我们也发现了三个“异常”的现象。
- 4、从原理来看，M2 的增加本身具有两重功能：1、增加经济名义产出（实际增量+价格），体现为财富增量。这个功能是市场最关注的焦点，因为资本市场的股债都以经济名义产出的变化为“锚”；2、M2 的变化只是资产交易环节中的结算功能体现，其只是一个中介，只是资产交易过程中所需要的流动性支持工具。这个功能与财富增量关系不大。
- 5、我们提出上述疑问，但是有很多问题确实无法解决，只是提供了一种反思的可能性。最终我们的看法是：需要考虑时代的变迁和背景的变化，“对于资本市场而言，M2 重要，但是也不是想象中的那么重要。”

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：董德志

021-60933158

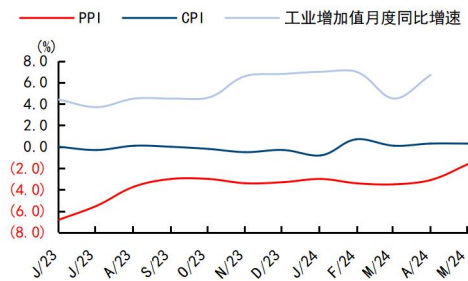
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.20
社零总额当月同比	2.30
出口当月同比	7.60
M2	7.20

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

- 《宏观经济专题研究-他山之石：从联储购债看央行交易》——2024-06-11
- 《2024年中国经济的韧性体现在哪里？》——2024-06-06
- 《宏观经济专题研究-周期系列二：寻找虚拟世界的周期锚》——2024-06-03
- 《宏观经济专题研究-政策组合轮盘—货币政策与财政政策组合分析及其影响研究》——2024-05-31
- 《宏观经济专题研究-周期系列之一：康波—穿越迷雾的灯塔》——2024-05-27

内容目录

市场真的需要那么“高度聚焦”的关注 M2 吗?	3
-------------------------------	---

图表目录

图 1: 日本 M1 与日经 225 走势	4
图 2: 日本 M2 与日经 225 走势	4
图 3: 日本 GDP 与货币供应量走势	5
图 4: 日本货币供应量与 10 年期国债利率走势	5

市场真的需要那么“高度聚焦”的关注 M2 吗？

在中国资本市场中，习惯上将经济类数据划分为两类：一类是实体类数据，例如 GDP、工业增长值、三大需求（进出口、固定资产投资、社会零售品消费额）等等数据，其主要由国家统计局、海关总署等部门采用抽样的方式进行统计汇总；另一类是金融类数据，更主要是涉及到信用增量的数据，例如货币供应量（M1、M2）、信贷、社会融资总量等数据，其主要由中央银行、金融监管当局等机构采用报表汇总、抽样等方式进行统计汇总。

需要注意的是，货币供应量（M1、M2）本质是属于信用类，因为在金融理论中，资产决定负债，贷款派生存款，所以所谓的货币供应量数据本身是信贷等资产变化的派生结果。

中国的资本市场投资机构异常关注金融数据（特别是信用类数据），其关注程度甚至超越了实体类数据。每逢金融数据发布，市场成员“严阵以待”，深入解读，以期从中探寻经济变化的“蛛丝马迹”，这其中又以债券市场投资者更甚。

这种高关注度可能主要是如下两个所谓的市场认知所影响的：1、市场认为金融数据是实体经济数据的前瞻性指标，甚至中央银行在若干年前也这样说过；2、由于金融数据采用机构报表汇总的方式，而实体类数据多采用抽样统计方式，因此会认为前者的准确度更高。

在这种认知下，市场的分析逻辑也出现了显著变化，例如，从以往的“增长+通胀”美林时钟投资框架，过渡到“货币+信用”分析框架。

但是在这种主流情况中，我们也发现了如下三个“异常”的现象：

1、近些年来，“货币+信用”的分析框架在中国资产市场运用中也渐渐“力不从心”。例如，“M2-社融”、M1/M2 增速、社融增速等指标对于经济增长、股债运行的解释力度不断弱化。

2、在美国、日本、欧洲这些资本市场高度发展的国家中，很少看到涉及信贷、信用量、货币供应量类的分析报告，特别是上述指标与资产价格的研究报告。这些经济体有的是直接为主，本身缺乏信用量的指标，但是有些也是以间接融资为主体，他们的研报中也很少涉及到金融指标对市场的影响分析，这是为什么？

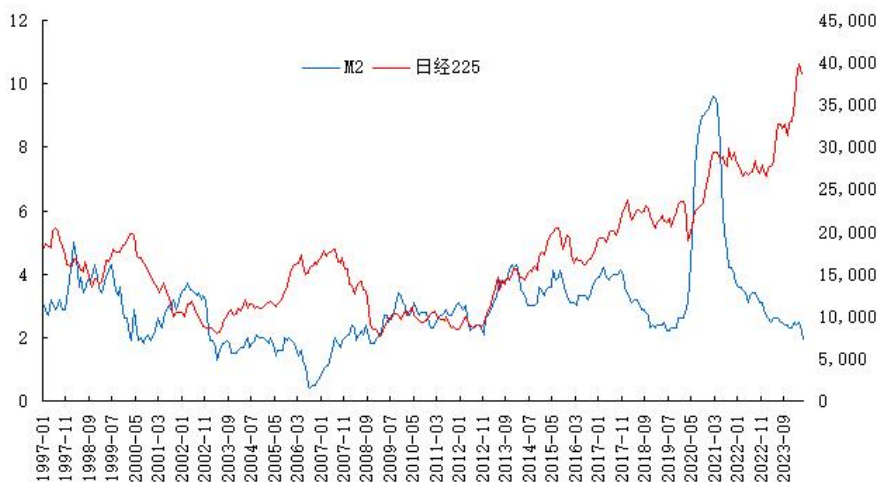
3、从数据考察来看，无论是日本（间接融资为主）、美国（直接融资为主）、欧洲（间接融资为主），他们的货币供应量数据（M1、M2、M3，甚至 M4）对于实体经济（名义 GDP）、股指、利率变化方向的指引效果或相关度很弱。

图1: 日本 M1 与 日经 225 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 日本 M2 与 日经 225 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

有分析认为, 这些国家的资本自由兑换, 全球的资金在其资本市场流动, 因此不宜用本国货币流动性来衡量, 但是全球资本的流入流出, 都会以本国货币的形式体现, 最终都会反映在货币供应量指标中, 理应表现为货币量与资产价格之间的关系, 但是为什么没有体现出强关联性?

图3: 日本 GDP 与货币供应量走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 日本货币供应量与 10 年期国债利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

鉴于上述三点疑问，我们可能需要反思：我们是否真的需要那么“高度聚焦”的关注金融类数据？

我们不妨以广义货币供应量 M2 为分析对象，从原理来看，M2 的增加本身具有两重功能：1、增加经济名义产出（实际增量+价格），体现为财富增量。这个功能是市场最关注的焦点，因为资本市场的股债都以经济名义产出的变化为“锚”；2、M2 的变化只是资产交易环节中的结算功能体现，其只是一个中介，只是资产交易过程中所需要的流动性支持工具。这个功能与财富增量关系不大。

如果 M2 的变化更多的是在反映第一功能，确实资本市场对于其高度关注是必要的，但是如果只是第二功能的体现，则高度关注是非必要的。

我们可以看如下两个例子：

例一，二手房买卖行为。假设一个二手房的价格是 1000 万，当买卖行为发生后，

买方需要贷款，当贷款 1000 万时，M2 会瞬间增加 1000 万，但是这一增量更多只是完成了这一资产交易过程，众所周知，二手房的买卖活动对于实体经济读数的影响微乎其微。

房地产是信用创设的重要市场，当交易行为更多的是以二手房、存量房形式进行，而非一手房、增量房形式进行时，这种信用量的增加更多的只是在完成 M2 的功能 2。

例二，假设 M2 总量不增长了，那么 GDP 会否增长？答案是会的。

极端假设的思想实验背景下，即便 M2 没有增量，但是巨大的存量 M2 依然会产生利息，而利息同样是 GDP 的构成部分。

同样，我们一年的 M2 增加量有 20-30 万亿，但是一年的名义 GDP 有过百万亿，这也能反映出不止是 M2 的增量贡献了经济增量，其巨大的存量部分也在对经济增长产生贡献。

所以从如上两个例子来看，如何甄别出 M2 的增量属性是资本市场的核心，如果 M2 的增减更多的是在完成第一功能，那么股债对其高度关注是有道理的；如果 M2 的增减只是在体现第二功能的变化，那么股债投资者对其的“高度聚焦”则需要反思。

但是问题的难点就是在于此，我们至少目前无法剥离、区分开 M2 中的上述两种属性，一个单位的增量有几成是在贡献于经济增长，有几成是贡献于资产交易过程，是很难区分的。

也正是基于上述问题，我们也需要对市场通用的衡量杠杆率的指标-“M2/名义 GDP”给予反思。一个存量指标对比一个增量指标，且分子部分还具有不同的功能属性，这一指标真的可以反映出什么问题吗？特别是伴随社会发展进步，资产交易行为会越发壮大的时代中。

我们提出上述疑问，但是有很多问题确实无法解决，只是提供了一种反思的可能性。

最终我们的看法是：

需要考虑时代的变迁和背景的变化，“对于资本市场而言，M2 重要，但是也不是想象中的那么重要。”

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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