

# 亚洲经济简评

2007年7月5日

作者对北京大学教授、北京高华证券有限责任公司特别顾问宋国青教授对本文的贡献表示感谢。

梁红  
hong.liang@gs.com

易峴  
eva.yi@gs.com

852 2978 1941

## 中国: M2 增长率可能低估了货币扩张的速度

- 我们发现 2006 年第二季度以来 M3 的增长一直快于 M2...
- ...这可能反映了与资本市场相关的金融资产（如开放式基金、非金融机构持有的债券）的快速积累。
- 以 M3 增长率衡量的货币扩张速度现已接近 2003 年中期的最高水平。
- 因此，我们认为经济增长和通货膨胀面临着上行风险，与此同时政府在 2007 年下半年出台更果断的政策调控措施的风险也在上升。

今年年初以来的数据持续表明中国经济增长势头强劲。现在，没有多少人担心经济增长会在近期内放缓。相反，鉴于经济的强劲势头，人们密切关注的是短期内通货膨胀走势以及政府可能出台的政策举动。我们认为，评估短期内增长-通货膨胀前景的关键在于货币扩张是否已经得到控制。

在这种环境下，我们发现中国金融市场近来的一些动向可能对货币扩张速度的准确评估带来了困难。特别是，我们注意到 2006 年第二季度以来 M3 的增长一直快于 M2，这可能反映了与资本市场相关的金融资产的快速积累。

实际上，我们认为 M3 增长率现已逼近 2003 年中期以来的最高水平，表明政府亟需迅速出台政策措施抑制需求的过度增长和通货膨胀压力。我们认为，宏观调控措施延迟推出将增加宏观经济大幅度波动的风险（类似于 2003-2004 年的一幕）。

### 2006 年第二季度以来 M3 的增长一直远快于 M2

中国的 M2 货币供应量包括流通的货币，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<sup>1</sup>。M3 货币供应量是指 M2 加上非银行金融机构的存款（非客户保证金的部分）以及金融机构发行的证券。换句话说，M3 总负债应相当于整个银行体系（包括央行）的金融资产总和。

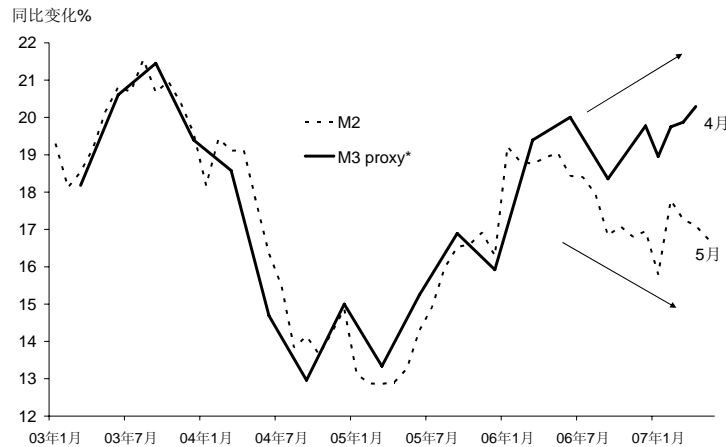
在过去，M2 增长率与 M3 增长率基本一致，这是因为中国金融体系的中非 M2 负债数量少而且变动相对较小。不过，2006 年第二季度以来，M2 和 M3 的增长开始分道扬镳：M3 保持着前期的整体扩张势头，而 M2 增长率却一直在逐步放缓，仅是在 2007 年 1-2 月呈现短暂上升的走势（见图表 1）。到 2007 年 4 月时，M3 和 M2 之间的增长率差异扩大到了



<sup>1</sup> M2 供应量数据在 2006 年首次包括了客户保证金。

2.1 个百分点。虽然 M2 年同比增长率小幅下滑至 17.1%，但 M3 年同比增长率却上升到了 19.2%。5 月份，M2 同比增长率进一步放缓至 16.7%，但考虑到信贷增长持平及贸易顺差增长加速，M3 的增长率很有可能进一步小幅上升、从而使二者之间的增长率差异进一步扩大。

**图表 1：2006 年第二季度以来，M2 供应量和银行体系整体金融资产的增长率之间的差异开始加大**



\* M3 proxy 包括净境外资产和国内信贷，“其他资产”没有包括在图表中，原因是 2006 年之后才有这项数据。不过，由于比例较小且走势稳定，其他资产对整体金融资产的增长率应该不会有很大影响。

资料来源：CEIC、高盛经济研究

### 与资本市场相关的金融资产的快速增长是 M2 和 M3 的增长率出现差异的原因所在

在对金融机构资产负债表进行更为详细分析后，我们发现，面向公众持有债券的增长和与股市相关的存款增加是 M3 增长率与 M2 增长率走势出现分化的主要原因。

具体来看，非金融机构所持债券和金融机构非M2 存款的增加是非M2 负债快速增加的主要原因（见图表 2）<sup>2</sup>。截至 2007 年 4 月，面向非金融机构发行的债券的年同比增幅高于 30%。与此同时，其他金融机构所持非M2 存款在 4 月份同比增长 63%（尽管基数较低）。这些非M2 存款包括开放式基金，非银行金融企业的留存收益，以及从“其他渠道”划转而来的资金。微观水平上的事实表明非M2 存款的急剧增加与股市的强劲表现有关。

<sup>2</sup> 请参见专栏 I 了解对金融机构资产负债表的详细分析

图表 2：截至 2007 年 4 月底的中国金融机构资产负债表（包括央行在内）

	人民币万亿元	(同比变化%)
<b>金融资产总余额</b>	<b>44.0</b>	<b>(19.2)</b>
国内信贷	30.4	(14.7)
国外净资产	11.3	(38.5)
其他金融资产**	2.4	(2.5)
<b>金融负债总余额</b>	<b>44.0</b>	<b>(19.2)</b>
M2	36.7	(17.1)
<b>非M2负债</b>	<b>7.3</b>	<b>(30.9)</b>
对非金融部门发行的债券	2.8	(30.3)
实收资本	1.6	(40.2)
不纳入M2的存款	1.1	-(5.9)
<b>不纳入M2之中其他金融机构的存款**</b>	<b>1.8</b>	<b>(62.8)</b>

\* 其他金融资产主要包括 2003 年和 2005 年为剥离不良贷款而注入的资产，在此之后，“其他金融资产”的总金额没有较大变化。

\*\* 其他金融机构包括保险公司、证券公司、股票交易所、信托公司等。

资料来源：CEIC、高盛经济研究

## 为何 M3 成为衡量中国货币扩张的一个更好的指标？

随着资本市场的不断快速发展，我们认为 M3 等较为广义的货币供应指标将日渐成为衡量货币扩张程度和预测整体需求未来变化的更有用的指标。

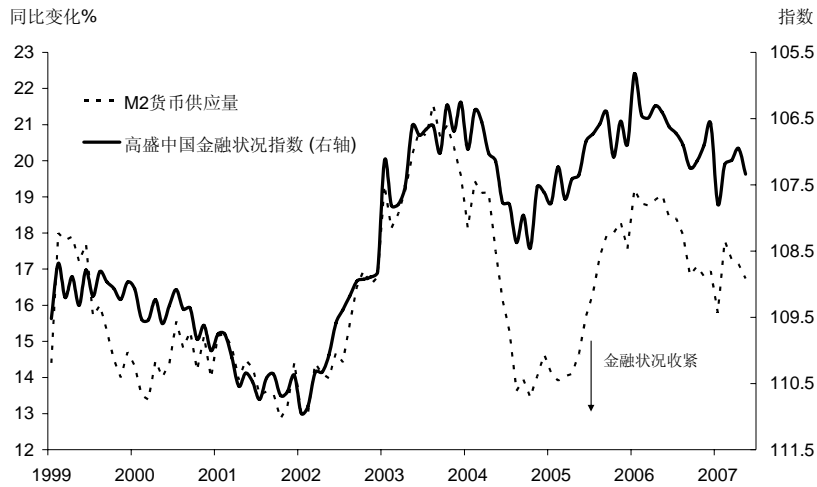
按照经济学家的定义，“货币”作为一种财产具有以下三个特征：1) 计量单位；2) 价值的存储；3) 交换的媒介。我们认为，这些非 M2 项目的“属性”与传统意义上的 M2 越来越相近——面向公众发行的债券现在可以在流动性很强的市场上定价并交换，开放式基金等与股票相关的金融机构存款的流动性丝毫不逊色于储蓄存款。

此外，M2 和 M3 增长率之间的差异还可归因于中国与股市相关的金融机构的迅速崛起。我们认为，非银行金融机构资产的快速积累对整体货币扩张的贡献已不容忽视。因此，M2 供应量增长率可能低估了货币扩张的真实水平，因为 M2 并没有把金融体系中一些最活跃的环节包括在内。

基于同样的原因，我们在今年 1 月对高盛中国金融状况指数(GS China-FCI)进行了调整，将衡量货币政策的重要指标——股票价格纳入到成分指数之中<sup>3</sup>。我们认为股票市场的繁荣正成为推动中国经济增长的一股较为重要的力量。我们最新的高盛中国金融状况指数显示，随着股市资产价格和市值的迅速增长，中国当前的金融环境比衡量货币政策的较为狭义指标所反映的状况更为宽松（见图表 3）。此外，我们的高盛中国金融状况指数准确预见到了 2007 年上半年经济增长的加速，并表明政府需要进一步出台货币调控措施。

<sup>3</sup> 参见 2007 年 1 月 19 日发表的亚洲经济简评 *China: Financial conditions loosening and asset price inflation*

**图表 3： 我们的高盛中国金融状况指数表明金融状况比 M2 变动所显示的更为宽松**



资料来源： CEIC、高盛经济研究

### M3 的快速增长预示了短期内经济的强劲增长和通胀压力的上升

我们认为，中国的通胀风险主要归因于货币政策的宽松和随之而来的整体需求相对于经济供应能力的过度扩张<sup>4</sup>。尽管供给的因素或全球食品价格上涨可能是导火索，但国内食品价格的整体上涨主要应归因于整体需求的旺盛。鉴于近几个月来M3 同比增长率始终徘徊在19%左右，我们认为短期内经济增长可能继续加速，通胀压力也会随之加剧。

货币供应的快速扩张还凸显出政府有必要采取果断的货币紧缩措施，以抑制过剩的需求并防范类似于 2003-2004 年经济过热现象的出现。2003-2004 年宏观调控的经历表明，政府出台果断政策措施的时间越晚，决策者为了将经济调控回可持续发展的轨道而使用强硬政策措施的风险就越大。

因此，我们预计短期内宏观政策将保持紧缩倾向，政府将出台进一步的调控措施。我们仍然认为在今年剩余时间里中国的存贷款利率还会有两次上调、每次加息幅度为 27 个基点，在 12 个月之内人民币兑美元将升值 9%。与此同时，各种旨在控制信贷扩张和投资需求的措施也可能加码。

我们仍然维持 2007 年通货膨胀率为 3.6% 的预期，这个数字是市场上最高的。这个预期意味着今年剩余时间里的通货膨胀率均值将超过 4%。我们预测 2007 年下半年政府将出台更果断的调控措施，基于这个考虑，我们预测 2008 年的通货膨胀率将降至 2.6%。

<sup>4</sup> 参见 2006 年 5 月 26 日发表的亚洲经济分析 *Growth-inflation nexus part 1: China* 和 2007 年 3 月 26 日发表的亚洲经济简评分析《中国的通货膨胀风险》

### 专栏 1：解读银行体系的资产负债表（包括央行）

在本专栏中，我们将分析所有金融机构（包括央行）汇总后的资产负债表，以探寻 M2 和 M3 之间增长率差异背后的主要原因。

在央行公布的官方“存款性公司概览”中，“资产”下面只有两项内容——国外净资产和国内信贷，在“负债”下面有五个项目——M2、非金融机构所持债券、实收资本和不纳入 M2 的存款和其他的净负债（见图表 B1）。

**图表 B1：2007 年 4 月“存款性公司概览”反映的官方银行体系资产负债表（包括央行）**

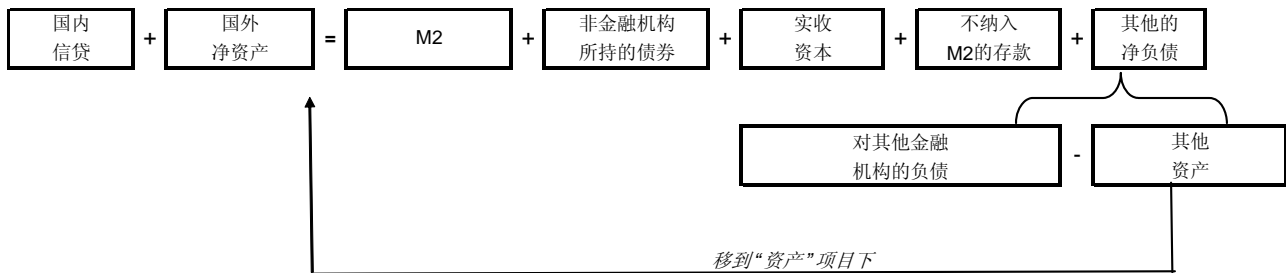
	国内 信贷	+	国外 净资产	=	M2	+	非金融机构 所持的债券	+	实收 资本	+	不纳入 M2的存款	+	其他的 净负债
人民币万亿元	30.4		11.3		36.7		2.8		1.6		1.1		-0.6
(同比变化率%)	(14.7)		(38.5)		(17.1)		(30.3)		(40.2)		-(5.9)		(2006年1月的水平: 人民币负1.3万亿元)

资料来源：CEIC、高盛经济研究。

负债项目下，M2 增长率远远低于“非 M2 负债”的增长率（2007 年 4 月前者的同比增长率为 17%，后者的同比增长率为 31%），导致总资产即 M3 的增长率远远高于 M2。但究竟是什么因素导致非 M2 负债增长率更高呢？

我们发现，“非金融机构所持债券”和“其他净负债”的快速增长是整体非 M2 负债增长的主要原因。非金融机构所持债券的同比增长率超过 30%，而 2007 年 4 月的“其他净负债”从 2006 年 1 月的负人民币 1.3 万亿元猛增至负 0.6 万亿元（尽管受益于基数较低）。其他净负债的增加主要是因为截至 4 月份其他负债同比增长了 63%（见图表 B2）。这些负债是以“其他金融机构”形式（不含在 M2 数据<sup>6</sup>中）存在的金融机构存款，包括开放式基金、非银行金融企业的留存收益，以及从“其他渠道”划转而来的资金。微观水平的事实表明，该项目的急剧增加与股市的强劲表现有关。

**图表 B2：转换后更容易理解的银行体系资产负债表(2007 年 4 月)**



因此：

	M3	=	国内 信贷	+	国外 净资产	+	其他 资产				
人民币万亿元	44.0		30.4		11.3		2.3				
(同比变化率%)	(19.2)		(14.7)		(38.5)		(17.1)				
	M3	=	M2	+	非金融机构 所持的债券	+	实收 资本	+	不纳入 M2的存款	+	不纳入M2的其 他金融机构存款
人民币万亿元	44.0		36.7		2.8		1.6		1.1		1.8
(同比变化率%)	(19.2)		(17.1)		(30.3)		(40.2)		-(5.9)		(62.8)

资料来源：CEIC、高盛经济研究

<sup>5</sup> “其他金融机构”包括保险公司、证券公司、股票交易所、信托公司等。

<sup>6</sup> 只有“其他金融机构”以“客户保证金”形式存在的部分金融机构存款被纳入在 M2 数据中，其余都不包括在 M2 里，被归类为其他金融机构的其他负债

## 全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本研究报告在澳大利亚由高盛 JBWere 私人有限公司 (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发；在加拿大由高盛加拿大公司分发加拿大股票研究，由高盛集团分发所有其它研究；在德国由高盛集团德国公司分发；在香港由高盛 (亚洲) 有限责任公司分发；在印度由高盛 (印度) 证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由高盛 JBWere (新西兰) 有限公司代表高盛分发；在新加坡由高盛 (新加坡) 私人公司 (公司号：198602165W)；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

## 个别司法管辖区特殊披露以外的一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具 (包括期权和认股权证) 持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。目前的期权披露文件可以向高盛销售代表取得或通过以下网址取得，<http://theocc.com/publications/risks/riskstoc.pdf>。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

我们的研究报告主要以电子版的形式分发，有时也会以印刷品的形式分发。所有客户均可同时获得电子版的研究报告。披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 One New York Plaza, New York, NY 10004

© 版权所有 2007 年 高盛集团公司

本材料的任何部分均不得 (1) 以任何形式，任何方式拷贝，复印或复制，或 (2) 在未经高盛集团公司书面同意的情况下重新分发。

## 高华证券信息披露

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具 (包括期权和认股权证) 持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2007 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。