

亚洲经济简评

2007年7月9日

高华全球经济研究网站
经济研究来自高华客户网
<https://portal.ghsl.cn>

梁红
hong.liang@gs.com

易珺
eva.yi@gs.com
+852 2978 1870

中国：我们为何应关注M3增长率？

- 在本文中，我们将回答投资者就我们最近一篇有关 M3 增长率和货币快速扩张的报告所提出的一些问题。
- 我们认为投资者应该关注 M3 增长率，原因是它能够更好地解释 2006 年下半年以来的经济增长和通货膨胀显著超出预期这个现象。
- 但更重要的是，我们认为它是一个预测未来经济增长和通货膨胀风险的更好的领先指标。

我们最近发表了一篇有关中国货币扩张的报告（参见 2007 年 7 月 6 日发表的亚洲经济简评《中国：M2 增长率可能低估了货币扩张的速度》）。这份报告引起了许多客户浓厚的兴趣，他们还就此提出了大量的问题。我们将在本文中尝试回答一些投资者共同关心的问题，特别是会重点谈到为何需要关注中国 M3 增长率这个问题。

问题 1：问得最多的问题：我们为何应关注 M3 增长率？

因为我们 M3 增长率能够更好地解释 2006 年下半年以来经济增长和通货膨胀显著超出预期这个现象。但更重要的是，我们认为它是一个预测未来经济增长和通货膨胀风险的更好的领先指标。

M3 是一个较为广义上衡量货币扩张的指标。在大多数成熟经济体中，它也是一个能够较好地衡量经济增长和通货膨胀的领先指标。在中国，以前的情况是资本市场相关资产规模很小以至于 M2 增长率（包括了银行体系的大部分负债）就足以较全面地反映货币扩张的速度。但现在的情况是中国金融市场正在飞速发展，因此我们认为投资者有必要密切关注在 M2 数据中可能无法得到充分体现的那部分。

M1、M2 和 M3 之间的区别主要在于所涉及的基础金融资产的流动性的差异。具体地说，M1 只包括现金和活期存款，M2 在 M1 的基础上还包括定期存款，M3 在 M2 的基础上还包括与债券和股票相关的资产。随着中国资本市场的快速发展，仅在 M3 中得到反映的许多金融资产现在具有与银行存款一样的重要性和流动性。例如，投资者可以轻松地买卖开放式基金，但开放式基金却并不反映在 M2 数据中。此外，在过去 18 个月里，中国居民一直在减少银行存款（M2），而把资金投向股市（一些股票资产仅在 M3 中得到反映）。

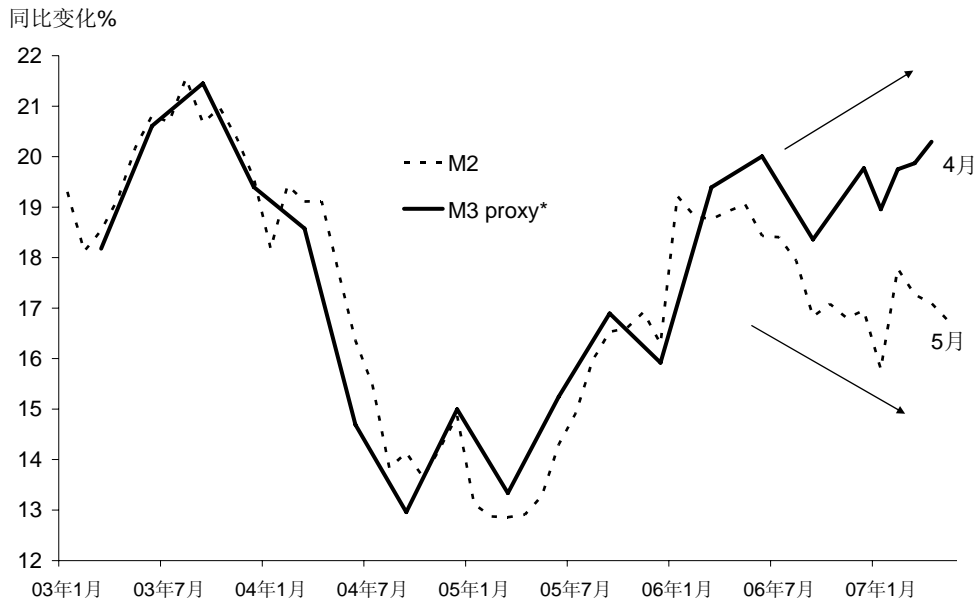
因此，我们认为关注比 M2 增长率更为广义的货币供应指标具有重要意义。

问题 2: M3 反映了当前周期怎样的状况？



M2 增长从 2006 年下半年开始逐步放缓（2007 年 1-2 月的上升除外），但 M3 增长率在过去一年中一直徘徊在 18%-19%左右，目前接近其 2003 年年中达到的历史最高水平（见图表 1）。我们也就顺理成章地看到需求增长和通货膨胀率超过了市场预期。

图表 1: 银行体系中 M2 和 M3 供应的增长趋势在 2006 年第二季度开始出现分化



* M3 proxy 包括净境外资产和国内信贷，“其他资产”并不包括在本表中，原因是 2006 年之后才有此项数据。但是，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不会产生很大影响。

资料来源：CEIC、高盛经济研究

我们认为，经济增长已经超出了它的潜在增长率，但更重要的是，它还在加速增长。这种总体需求高于历史趋势的增长将演变成更严重的供不应求（如在电力和运输行业）和通胀压力。

问题 3: 短期增长前景如何？

广义货币供应的扩张会导致 3-6 个月之后更迅速的经济活动增长。因此，我们可能在下一季度看到经济活动的更强劲增长（GDP、工业增加值、投资、企业利润等）。鉴于 2006 年第三季度较低的比较基数，2007 年第三季度 GDP 可能同比增长 12%、工业增加值可能增长 20%、固定资产投资可能增速可能达到 30%以上。

问题 4: M3 快速增长带来的最重要的影响——通货膨胀率

- M3 增长演变成消费物价指数同比涨幅的上扬需要多长时间？
- M3 所隐含的消费物价指数季度涨幅？
- 消费物价指数同比涨幅什么时候触顶，将达到什么水平？

广义货币供应增长领先通货膨胀率的上涨约 12 个月左右。因此，我们在 2007 年第二季度所看到的通胀率的上升或许反映了 2006 年第二、第三季度 M3 供应的过度扩张。以 M3 增长作为领先指标，我们预计，今年年内消费物价指数环比涨幅将维持在高位。由于同比比较基数较低而且 2006 年第四季度基数较高，CPI 同比涨幅可能在 2007 年第三季度触顶（季度平均增长率高于 4%）。不过，我们的这一预测存在上行风险。

由于我们假设在 2007 年第三至第四季度政府可能采取更果断的调控措施，消费物价指数环比涨幅可能在 2008 年第一季度开始放缓。但是，话虽如此，消费物价指数的变动趋势在极大程度上取决于果断的货币调控措施出台的时间。政策措施的推迟出台可能导致更高且持续更长时间的通货膨胀率。

问题 5：央行关注 M3 货币供应量增长吗？

虽然央行仍然只设定 M2 货币供应量的年增长目标，但是据我们了解，央行对于 M3 增长的关注已有一段时间了。不过，随着市场开始越发地关注 M3 增长，而且经济增长和通货膨胀率仍然强于 M2 增长率所反映的水平，我们认为央行也将开始更加关注 M3 的变化。

问题 6：近期可能有哪些政策反应？A 股最近的调整会缓解政府对于经济过热的担忧吗？

我们认为，与股市表现相比，政策制定者目前更为关切的是通货膨胀（包括食品价格相关的物价压力）。因此，由于更多的迹象表明中国经济正面临着普遍的过热压力，我们认为政府将采取果断措施来给经济增长降温，并且抑制通货膨胀。

由于我们预计消费物价指数涨幅很快就会突破 4% 的水平，我们认为政策制定者可能会在短期内采取行动。我们仍然预计政府将在今年剩余时间里两次加息 27 个基点，并且预计人民币在未来 12 个月内升值 9%。其它可能采取的措施包括：取消利息税、更多的贸易税调整、更多的贷款窗口指导以及更为频繁的对冲操作。

如果政策调整推迟出台的时间过长，我们认为通货膨胀率可能上升至更高的水平，出台更严厉的全面行政调控措施的风险将会上升。

问题 7：有哪些重要的数据值得关注？

首当其冲的便是消费物价指数，特别是食品价格部分，因为该部分不但在指数中占有 1/3 的权重，而且从政治上来讲也是非常敏感的部分。除了下游通货膨胀水平之外，我们也将关注供应面短缺以及上游通货膨胀的信号，如电力短缺或其它瓶颈再次显现的迹象。另外，我们也将继续密切关注银行贷款及固定资产投资增长数据。

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們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战略。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购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购要约。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战略。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购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购要约。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。