
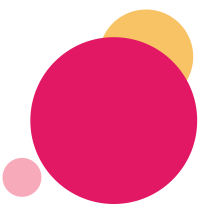


货币流动性指标解密

——价值成长大医馆



货币供应量指标的 理论解释



货币供应量的定义

货币供应量指标的应用

货币供应量指标的评价

货币供应量指标的理论解释

货币供应量的定义

货币供应量，是指一国在某一
时点上为社会经济运转服务的
货币存量，它由包括中央银行
在内的金融机构供应的存款货
币和现金货币两部分构成。

现阶段，按流动性标准我国
将货币供应量划分为三个层
次：

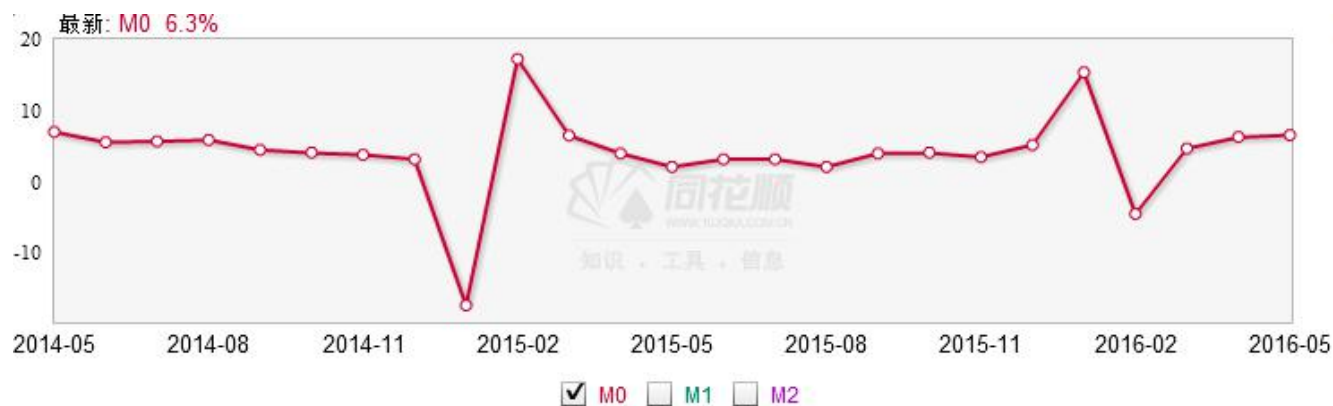
一是流通中现金M0，即在银
行体系外流通的现金；

二是狭义货币供应量M1，即
 $M1=M0+$ 企业活期存款+机关
团体部队存款+农村存款+个
人持有的信用卡类存款。

三是广义货币供应量M2，即
 $M2=M1+$ 城乡居民储蓄存款+
企业存款中具有定期性质的
存款+信托类存款+其他存款。

1、M0（现钞）

M0:流通中的现金。在西方，各国政府或中央银行发行的钞票最具有流动性，随时都可以作为支付的手段。但并非所有的现钞都可以计算在内，而要扣去各金融机构的库存现金。剩余部分计入货币供应的第一层次，即M0。在我国，它指的是流通中的现金，即在银行体系之外流通着的现金。



在我们的日常生活中，M0与消费密切相关，它的数值高则证明老百姓手头宽裕、富足，在衣食无忧的情况下这种可能性将会更高

资料来源：东方财富

2、M1

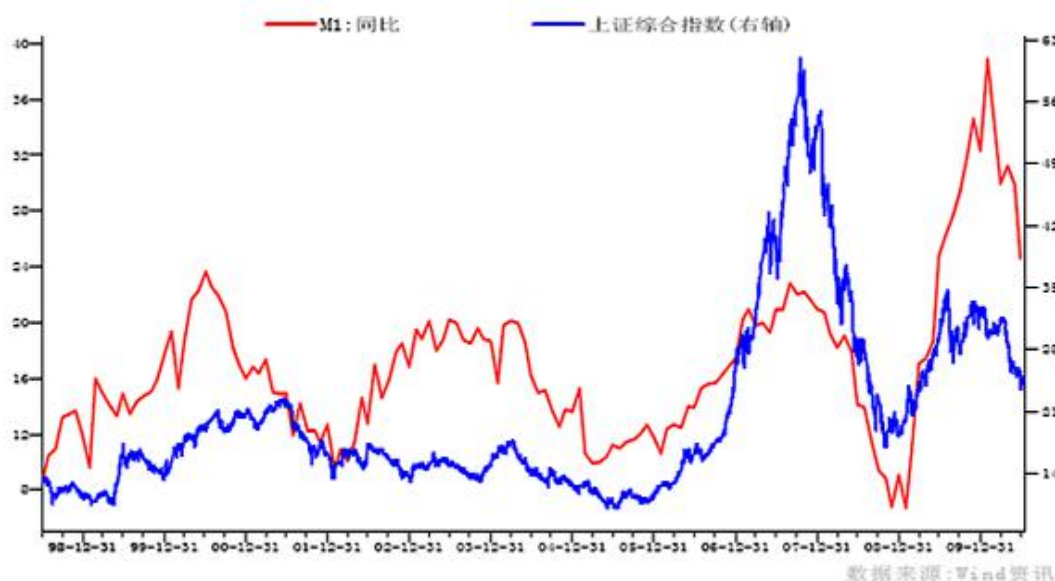
M1: 银行体系以外的通货（通货净值）或现金加上商业银行的活期存款，是狭义的货币供应量。活期存款可以随时提取，流动性仅次于现金，有些国家将它视同现钞货币，是成本最低的交易媒介和支付手段。由于对货币的理解不同，世界各国对**M1**的定义也存在差异。我国的**M1**是指流通中的货币量加上商业银行的活期存款。



M1反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的现行指标，流动性仅次于**M0**。**M1**反映着经济中的现实购买力。

资料来源：东方财富

M1与上证指数的关系



我国股票市场与M1的走势变化基本上是同
步的，呈现明显的正相关关系

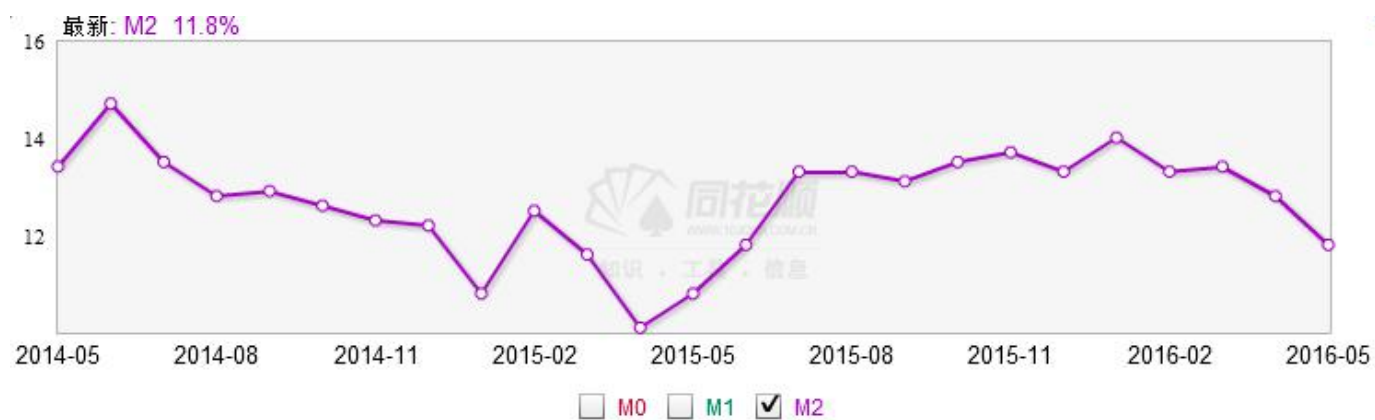
M1增速与房地产价格走势



房地产流动性稍差，大约有3个月的滞
后性。

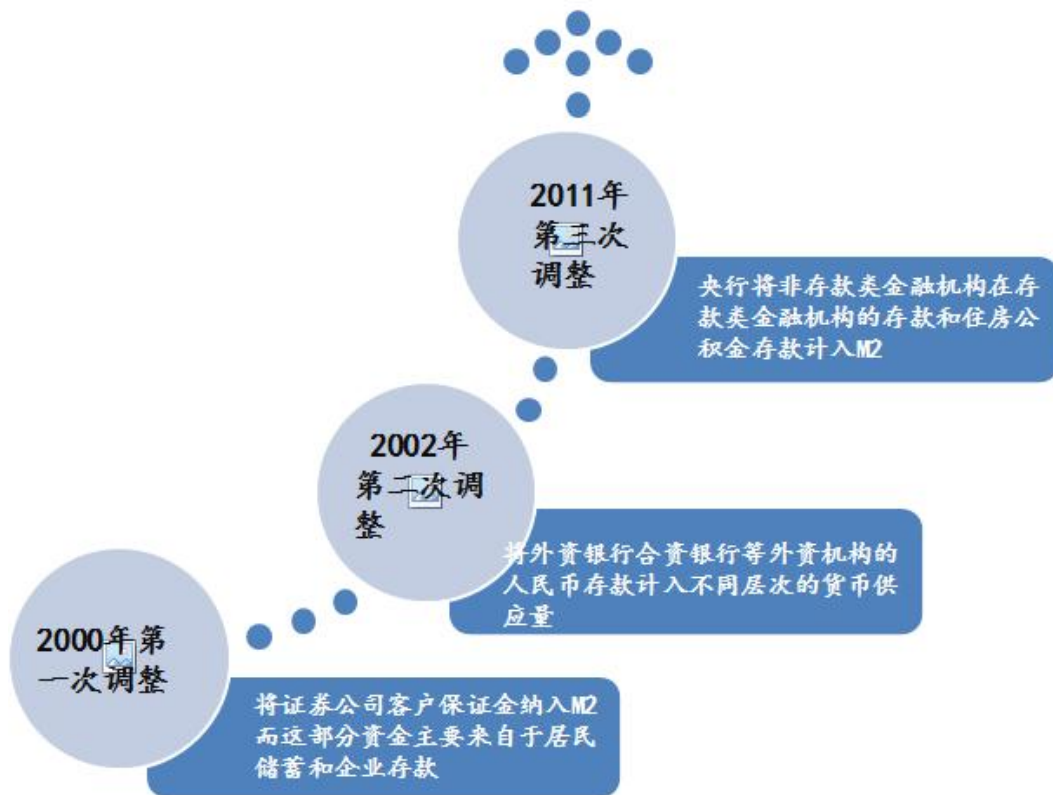
3、M2

M2: 银行体系以外流通的通货和商业银行体系各种存款的总和，是较为广义的货币供应量。有学者认为，货币不仅仅是交易媒介，更是一种资产，它的主要功能不是交易，而是价值储藏。从这个角度分析，商业银行的其他存款，如定期存款和储蓄存款，显然也是货币。因此这些存款也就应包括在货币供应量的范围之内。在我国M2是指在M1的基础上再加上商业银行的定期存款和储蓄存款。其实还存在M3, 但因为是考虑到金融创新的现状而设立的，暂未测算，所以不被常用。



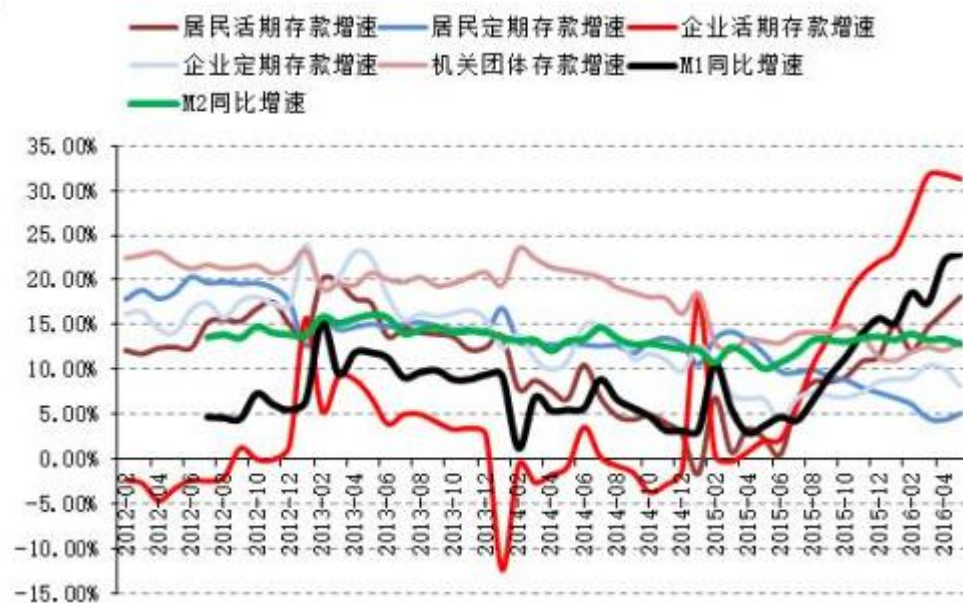
M2流动性偏弱，反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。我们通常所说的货币供应量，主要是指M2。货币投放渠道有两个：一是外汇占款投放；二是通过银行信贷投放。货币投放增长得越快，M2的增长率也将越大。M2同时反映现实和潜在购买力

理论上，M2定义为基础货币通过银行信贷循环创造派生后形成的广义货币量。然而在现实操作中要直接实际估计出信用派生能力是较为困难的。统计上通常以各项存款数据对M2进行估计。自2000年以来，中国央行多次对广义货币供应量内涵进行拓展，以使统计口径更真实地反映宏观流动性的原因所在。



M2各项存款结构解析

各类存款和货币增速变化



资料来源：WIND，交银金研中心



解析：

2015年下半年至今，M2中各主要存款构成的增速呈现出比较明显的结构变化。一直以来，居民和企业定期存款同比增速都在M2增速附近波动，运行趋势与M2几乎一致。

以2012年-2015年6月间的数据为例，居民和企业定期存款月均同比增速分别为15.12%和14.54%，略高于同期的M2月均同比增速13.49%。然而2015年7月之后至今的数据却呈现较大变化，居民和企业定期存款月均同比增速分别为7.28%和8.26%，远低于同期M2月均同比增速13.23%，并且两者仍处于下行趋势上。这两项存款增速的下移成了拖累M2增速的主要因素。其增速明显下移重要原因是国内过去的一轮降息周期，市场整体利率水平大幅下行。由于经济运行压力较大，企业盈利能力持续减弱，收入负增长，企业定期存款难以实现较快增长。而居民部门定期存款增速持续下降，则主要是受资本市场大幅向下波动带来财富减值效应和利率水平下行背景下定期存款机会成本下降的影响。当然近几个月以来的楼市升温，也在很大程度上拖累了居民定期存款增速。



生效日期	调整方向	一年期存款利率(%)			一年期贷款利率(%)		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2015年03月01日	降息	2.75	2.5	-0.25	5.6	5.35	-0.25
2014年11月22日	降息	3	2.75	-0.25	6	5.6	-0.4
2012年07月06日	降息	3.25	3	-0.25	6.31	6	-0.31
2012年06月08日	降息	3.5	3.25	-0.25	6.56	6.31	-0.25
2011年07月07日	加息	3.25	3.5	0.25	6.31	6.56	0.25
2011年04月06日	加息	3	3.25	0.25	6.06	6.31	0.25
2011年02月09日	加息	2.75	3	0.25	5.81	6.06	0.25
2010年12月26日	加息	2.5	2.75	0.25	5.56	5.81	0.25
2010年10月20日	加息	2.25	2.5	0.25	5.31	5.56	0.25
2008年12月23日	降息	2.52	2.25	-0.27	5.58	5.31	-0.27
2008年11月27日	降息	3.6	2.52	-1.08	6.66	5.58	-1.08
2008年10月30日	降息	3.87	3.6	-0.27	6.93	6.66	-0.27
2008年10月27日	降息	仅针对房地产商业贷款利率					
2008年10月09日	降息	4.14	3.87	-0.27	7.2	6.93	-0.27
2008年09月15日	降息	4.14	4.14	0	7.47	7.2	-0.27
2007年12月21日	加息	3.87	4.14	0.27	7.29	7.47	0.18
2007年09月15日	加息	3.6	3.87	0.27	7.02	7.29	0.27
2007年08月22日	加息	3.33	3.6	0.27	6.84	7.02	0.18
2007年07月21日	加息	3.06	3.33	0.27	6.57	6.84	0.27
2007年05月19日	加息	2.79	3.06	0.27	6.39	6.57	0.18
2007年03月18日	加息	2.52	2.79	0.27	6.12	6.39	0.27
2006年08月19日	加息	2.25	2.52	0.27	5.85	6.12	0.27
2006年04月28日	加息	2.25	2.25	0	5.58	5.85	0.27
2005年03月17日	加息	仅针对房地产商业贷款利率					

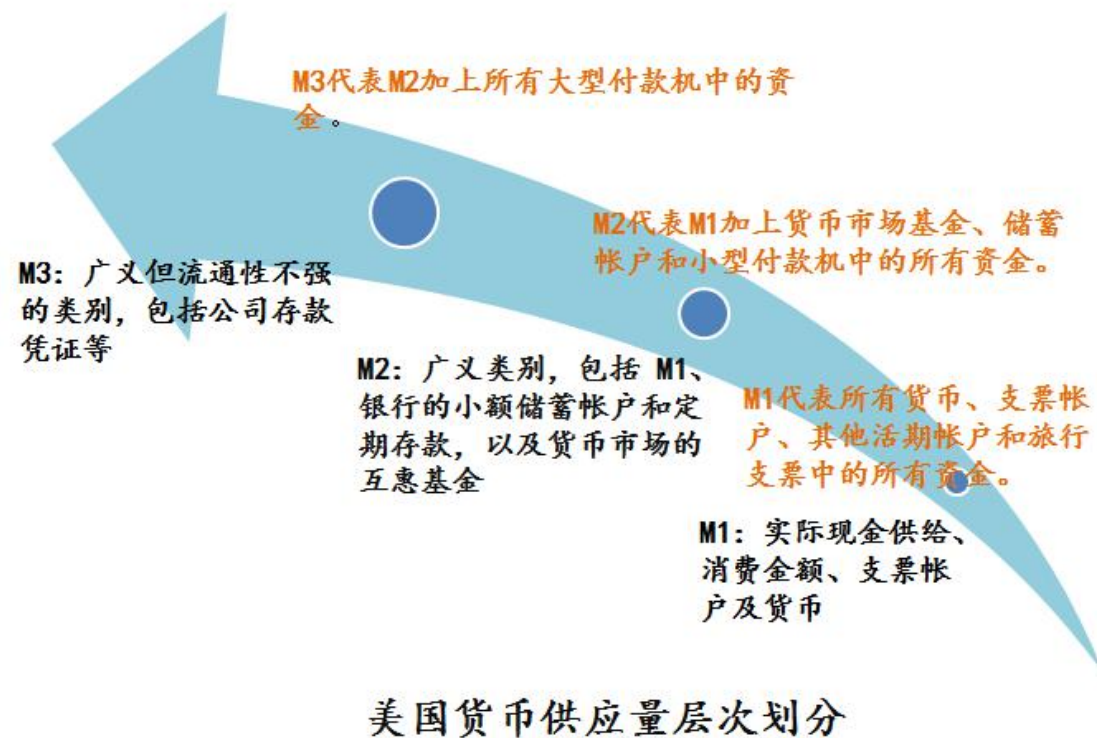
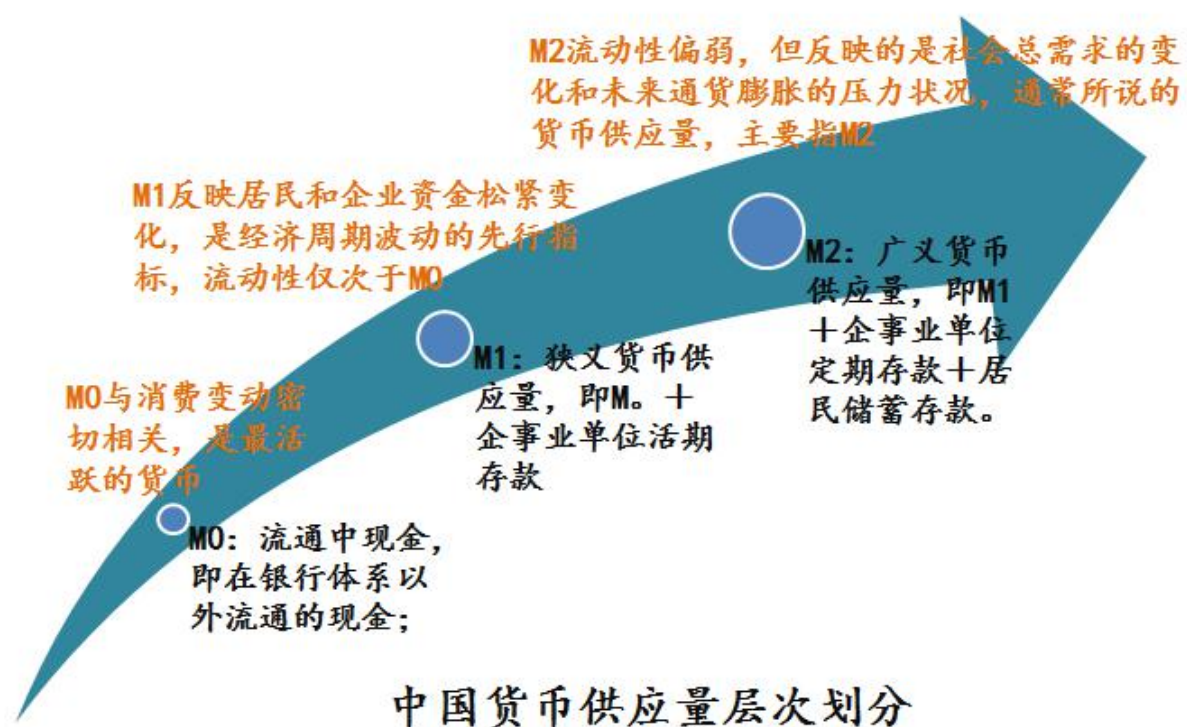


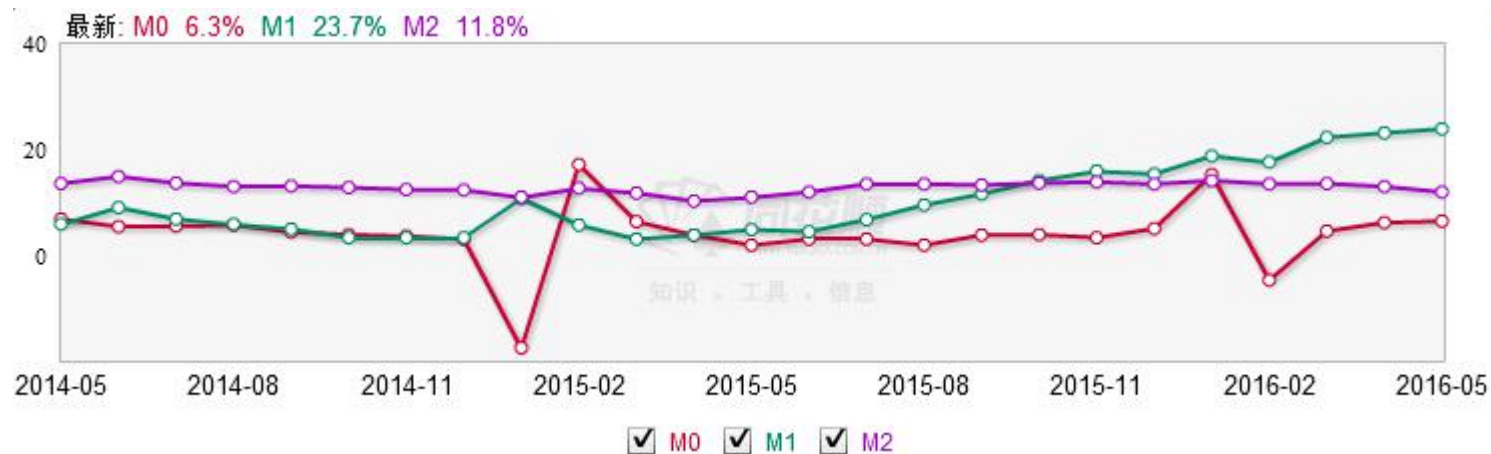
另一个比较明显的变化，则是一直以来宽幅震荡的企业活期存款增速近几个月大幅攀升。企业活期存款增速的大幅上升不仅对M2增速形成了有力支撑，同时当然也大幅推高了M1增速。居民活期存款增速在过去一年多里，受国内资本市场起伏影响较大。在市场上行期间，该增速一直维持在较低水平。

M2变化可以由信贷规模变化以及外汇占款变化和财政存款变化来进行解释，其中信贷是最主要的影响因素。但是，从图中可以看出，当前信贷对于M2增长的相对贡献已下降至44.8%，而金融机构有价证券投资的相对贡献则上升至55.2%。这说明当前M2增长的推动因素呈现了结构性变化。原因在于中国金融业不断深化发展，信用创造已经逐渐地不再以存贷款循环为主要创造渠道。随着银行业资产配置结构不断多元化，综合化竞争不断加强，信贷资产在银行资产业务中的占比也呈下降趋势。

信贷、金融机构投资对M2的影响







M0: 流通中的现金;
M1: 经济中的现实购买力。
M2: 反映现实和潜在购买力

资料来源: 同花顺

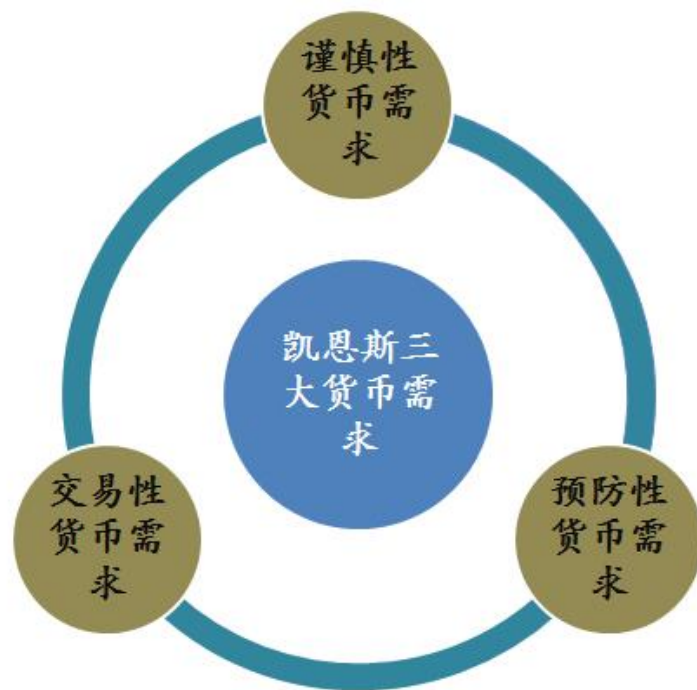
4、货币供应量M1与M2剪刀差---三种方式

现在我们一般通过M1和M2的增长率来揭示宏观经济的运行状况。一旦两者增速出现偏偏颇，那就说明整体宏观经济出现了问题。

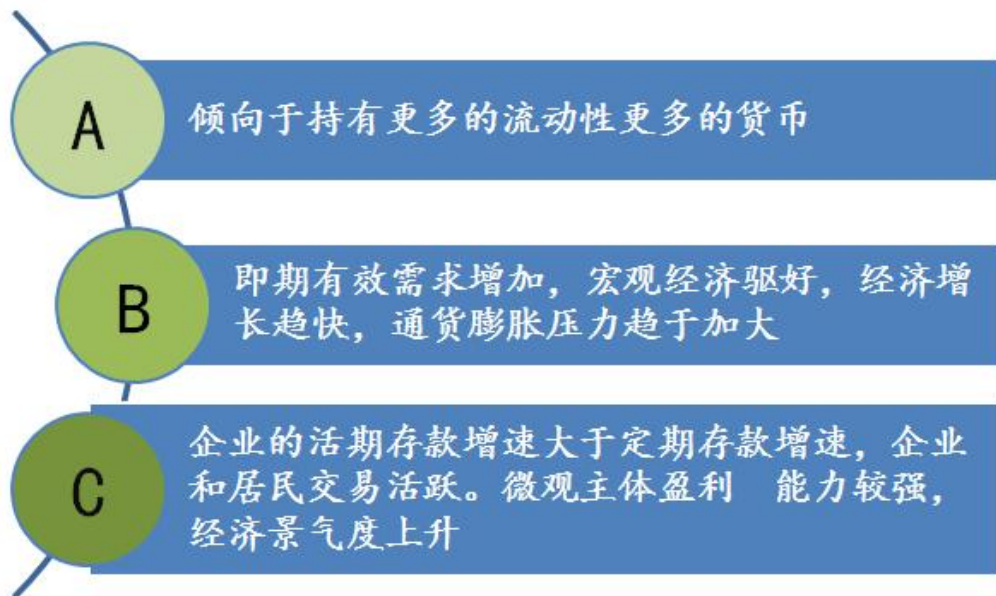


(1) M1增速与M2增速保持平衡

M1与M2增速保持平衡，说明在收入增加、货币供应量总体扩大的环境下，企业的活期存款和定期存款是同步增加的，这也符合凯恩斯流动性偏好理论中对三大动机的解释。



(2) M1的增速在较长时间内高于M2的增速

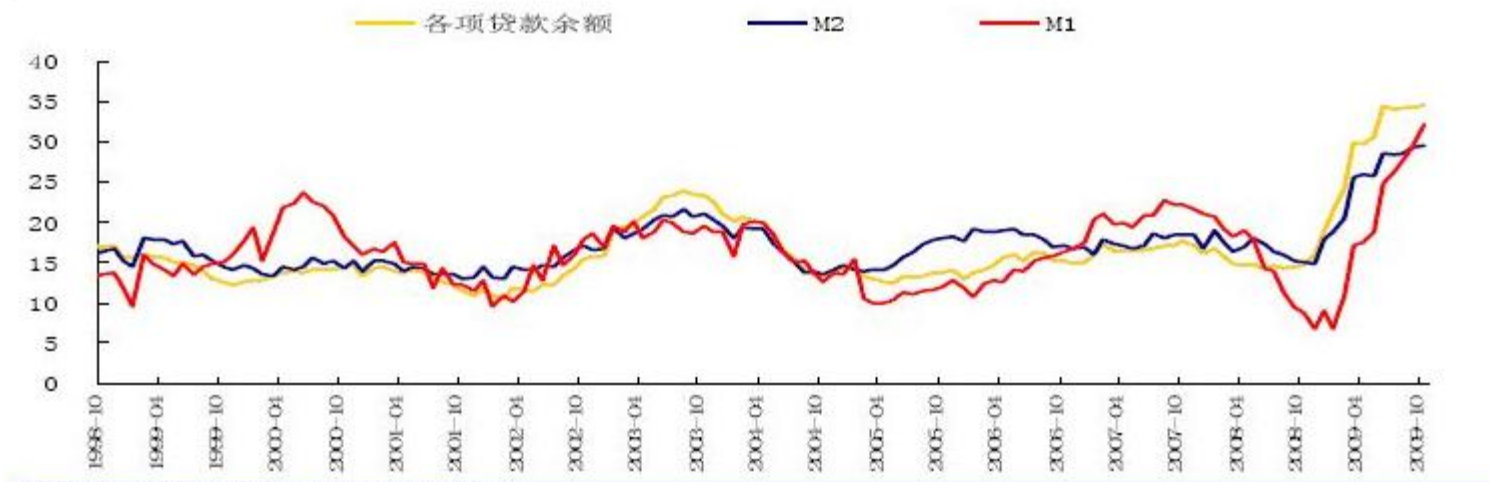


若M1增速较快，则消费和终端市场活跃；若M2增速较快，则投资和中间市场活跃。中央银行和各商业银行可以据此判定货币政策。M2过高而M1过低，表明投资过热、需求不旺，有危机风险；M1过高M2过低，表明需求强劲、投资不足，有涨价风险。



以2009年为例：M1增速超过M2增速，10月份M1同比增速为32.03%，比上月提高2.5个百分点，创2009年新高。由于新增贷款10月比9月大幅减少2646亿元，现金净回笼1058亿元，因此，M1增速提高主要来源于企业经济景气度的提高，活期存款的增加。

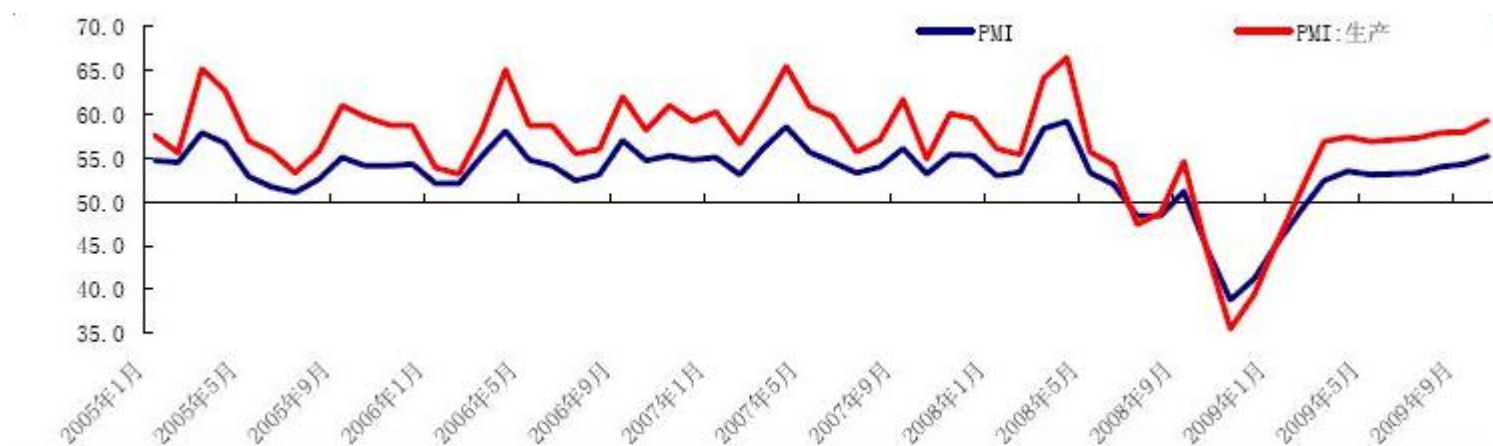
贷款余额与货币供应余额继续保持高增长



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究所

企业景气进一步上升，M1增速提高。其中PMI指数连续8个月位于临界点以上，表明制造业持续复苏。

PMI创2008年5月以来的新高



资料来源：中国银河证券研究所



M1增速高于M2意味着活期存款增速大于定期存款增速，也就是社会体系中存有大量的现金，这些现金形成了社会庞大的即期有效需求，短期内如果流向股市、楼市将会形成资产泡沫，如果流向实体经济，将会拉高物价水平，推动经济增长。实证研究也证明（范立夫，2011年），当M1增速高于M2时，将会引起四个月后的CPI上升。

此外，M1增速高于M2意味着银行将会获得大量低息的活期存款，有利于银行降低负债水平和信贷规模的扩张。



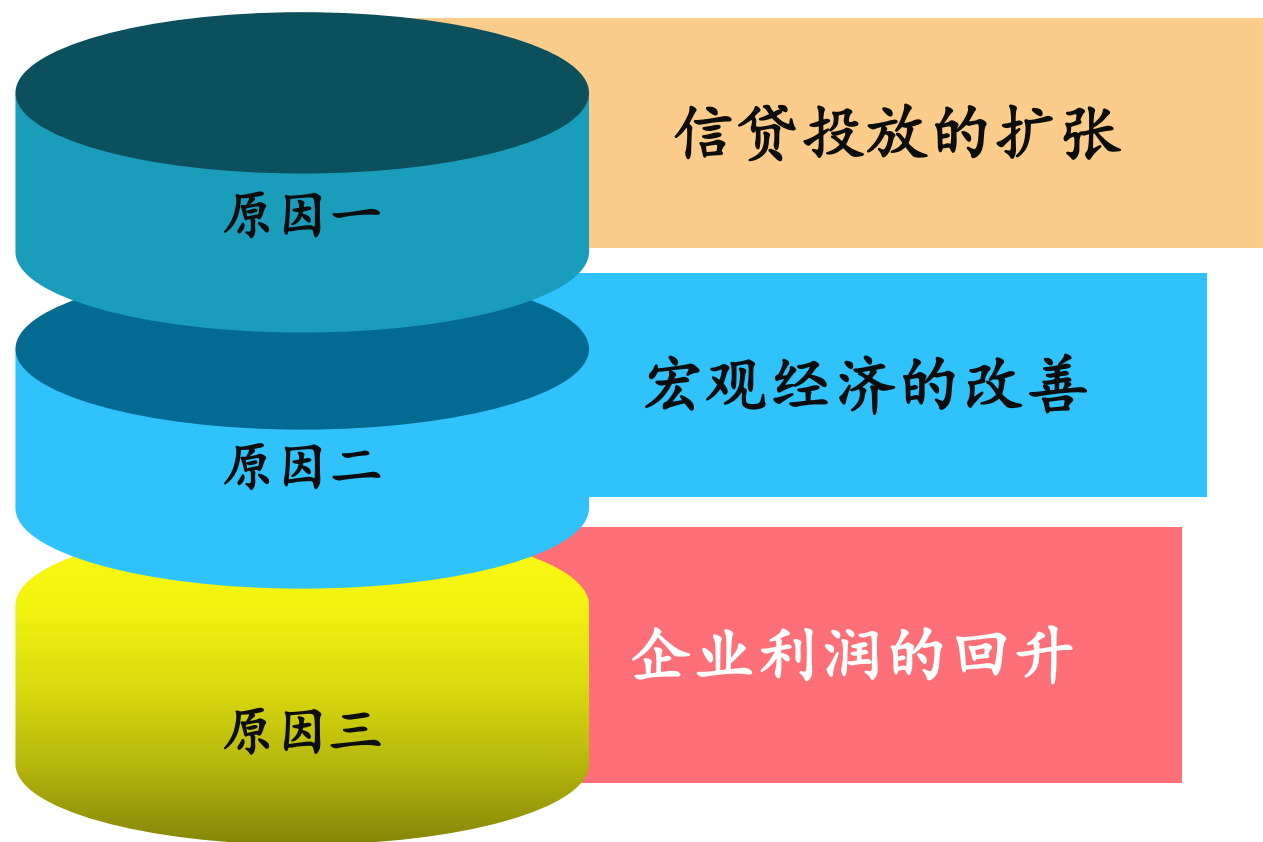


M1增速高于M2的原因

举例来讲，普通居民为了买上百万的房子需要将家中所有积蓄取出来，并且到银行进行贷款。取出存款意味着居民的定期存款减少，到银行贷款就会在银行的负债派生出活期存款。这就完成了定期存款到活期存款的转化。

还有，当存款利率越低的时候，企业将定期存款取出损失的利息将会越低，企业持有现金的成本将会很低。

结合2015年央行多次降息和2016年初火爆的房地产市场，我们可以看出，M1增速高于M2的原因主要是低利率和房地产市场火爆。



新增企业信贷的增加，企业活期存款回升的速度要快于定期存款。



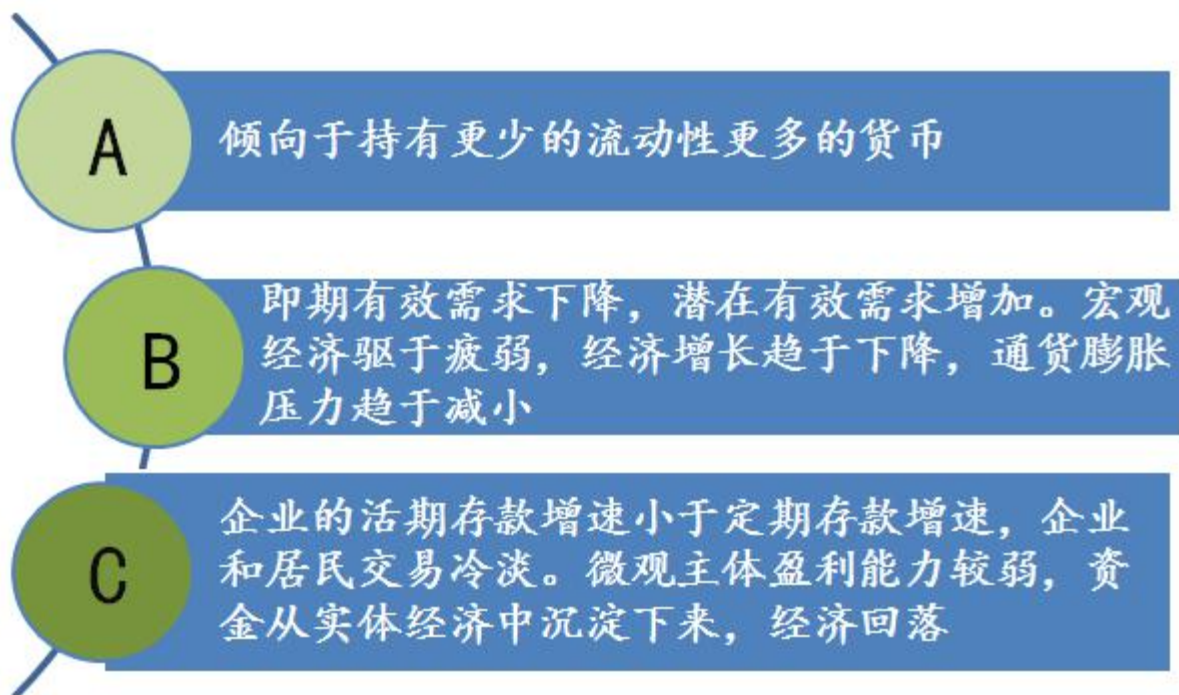
居民消费意愿增强，导致居民储蓄存款想企业存款转化，也就是储蓄大搬家。



企业经营活动改善，活期存款回升的速度快于定期存款，也就是存款活期化。

(3) M1的增速在较长时间内低于M2的增速

M2的增长率较M1的增长率高，则说明实体经济中有利可图的投资机会在减少，可以随时购买商品和劳务的活期存款大量转变为较高利息的定期存款，货币构成中流动性较强的部分转变为流动性较弱的部分，这无疑将影响到投资，继而影响经济的增长。





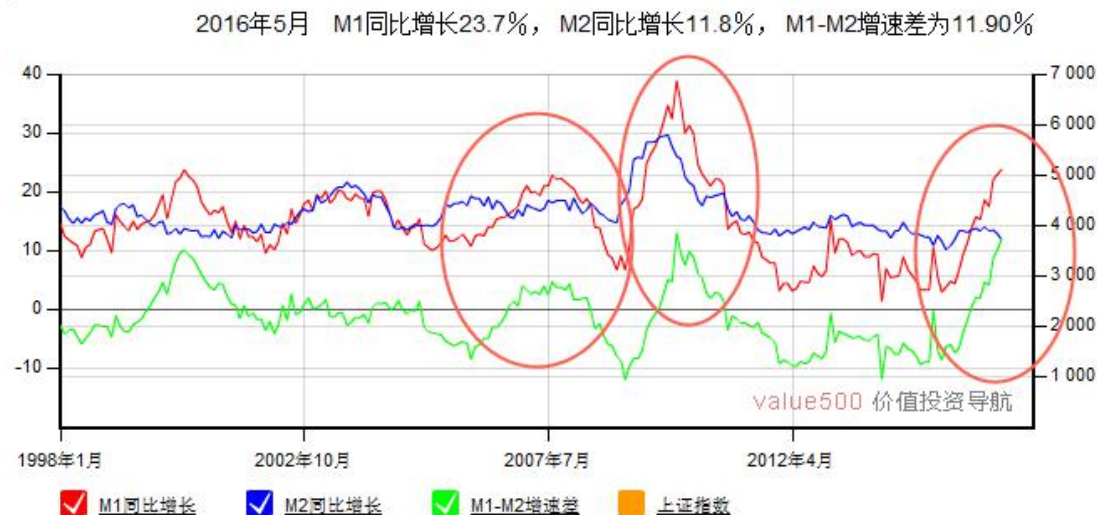
5、当前我国的M1与M2增速剪刀差

M2与M1之间的差额主要是居民储蓄存款和企业定期存款

M1与M2增速之间的剪刀差可以近似看作判断资金活跃程度尤其是企业层面的观察变量。

因为M1中除了现金之外更多是企业活期存款，而M2中除M1以外的准货币更多是定期类存款，实际上是一种资产形式。

剪刀差（M1-M2增速）越大，货币供应量存款活期化倾向越高，经济活力越高，剪刀差越大，存款定期化比重较高。





目前我国 M1-M2 增速剪刀差三次情况回顾			
时间	国内的情况	央行措施	带来的影响
2006. 12—2008. 6	当年贸易逆差和热钱带来大量外汇储备	央行被动投放大量基础货币。被动的剪刀差。	股市、楼市火爆，物价上涨
2009. 9—2010. 12	应对 2008 年金融危机。	政府采取了“四万亿”的信贷扩张刺激计划。主动性剪刀差	、基础设施、银行业大幅扩张
2015. 10—2016. 3	国内经济不景气、产能过剩	央行主动降低利率、存款准备金率以及楼市去库存	物价上涨、银行又将会迎来规模扩张的时期

(1) 第一次：2006年12月-2008年4月

2006年到2008年的剪刀差是出现的原因主要是由于当年贸易顺差和热钱带来大量外汇储备，央行被动投放大量基础货币，可以说这次剪刀差是一次被动的剪刀差。这期间，现金涌入了股市、楼市，出现了股市、楼市的火爆，股市在2007年10月份达到了6125点的历史最高点，之后带来的物价的上涨。2008年末随着美国金融危机的爆发，标着这此轮经济周期的结束。

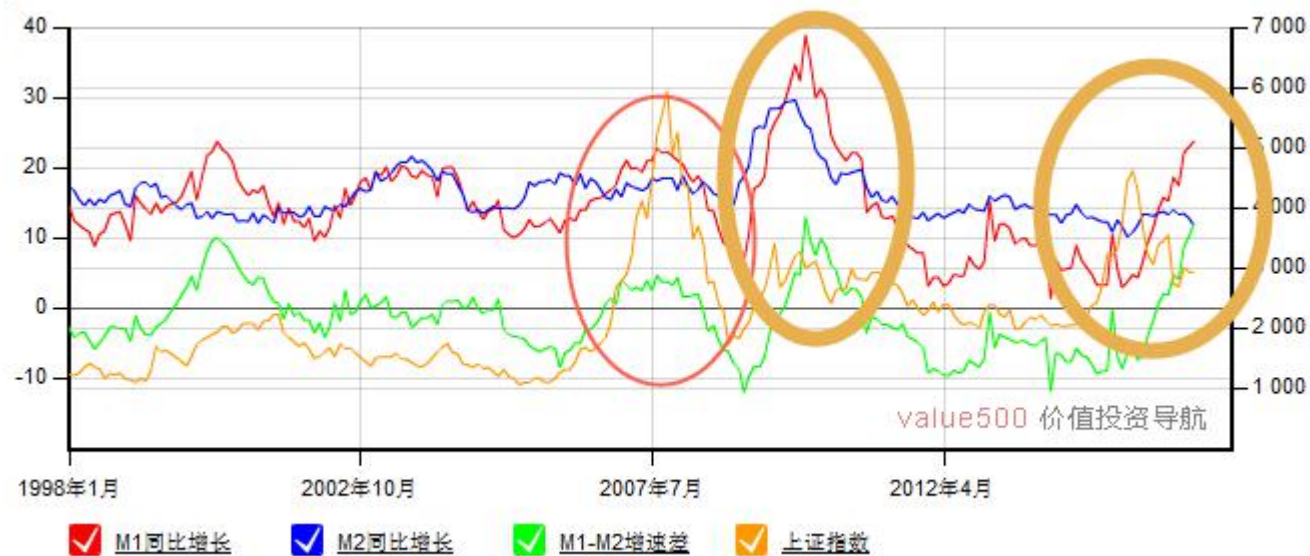


资料来源：中国人民银行

2006--2008年中国M1-M2同比增长

时间	M1	M2
2006年10月	16.30%	17.10%
2006年11月	16.80%	16.80%
2006年12月	17.48%	16.94%
2007年1月	20.20%	15.90%
2007年2月	21%	17.80%
2007年3月	19.80%	17.27%
2007年4月	20%	17.10%
2007年5月	19.30%	16.70%
2007年6月	20.92%	17.06%
2007年7月	20.90%	18.50%
2007年8月	22.80%	18.10%
2007年9月	22.10%	18.50%
2007年10月	22.20%	18.50%
2007年11月	21.70%	18.50%
2007年12月	21%	16.70%
2008年1月	20.70%	18.90%
2008年2月	19.20%	17.50%
2008年3月	18.25%	16.29%
2008年4月	19.10%	16.90%
2008年5月	17.90%	18.10%
2008年6月	14.20%	17.40%

2006--2008年M1-M2剪刀差与上证指数走势



资料来源：VALUE500



2006--2008年中国通货膨胀率



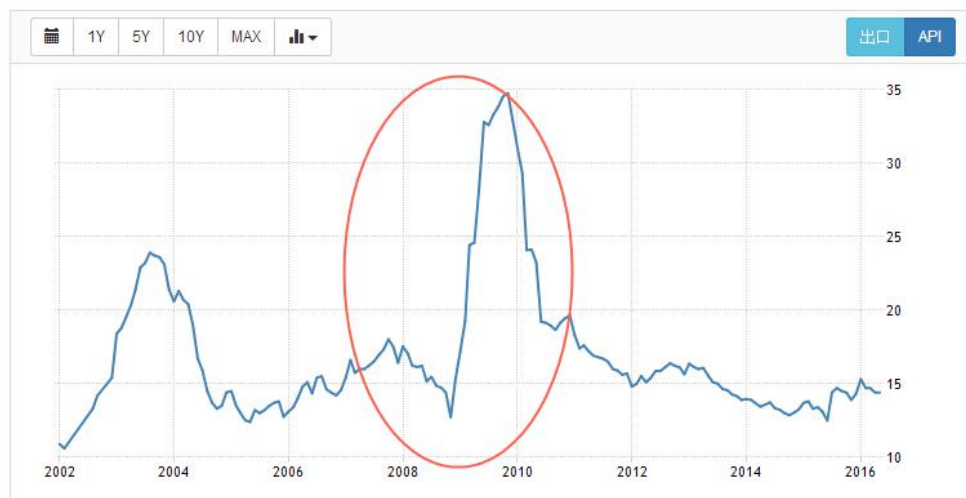
(2) 第二次：2009年9月-2010年12月

2009年到2010年的M1增速高于M2增速，主要是为了应对2008年金融危机，政府采取了“四万亿”的信贷扩张刺激计划，2009年一季度大量信贷投放形成了较多的单位活期存款，推高了M1的增速，这一次的剪刀差是央行为了拉动经济有意为之。这期间，大量信贷涌入到地方融资平台和地方基础设施建设，银行业大幅扩张，迎来了“躺着赚钱”的日子。



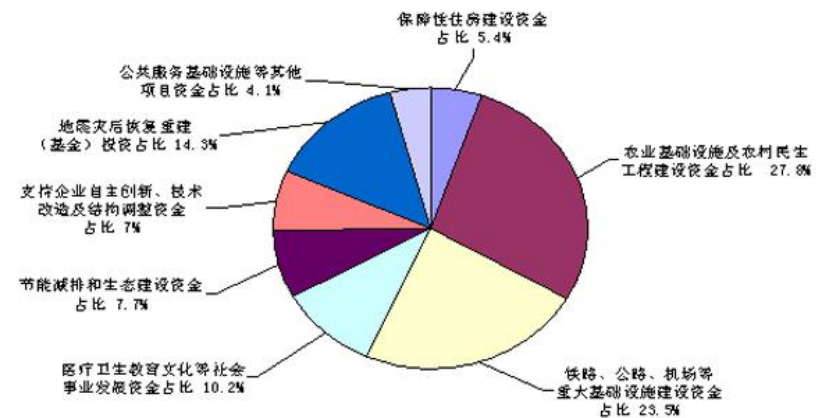
我国的信贷增长

中国 - 贷款增长



资料来源：中国经济数据

2009年中央政府公共投资总量9080亿元构成



资料来源：财政部

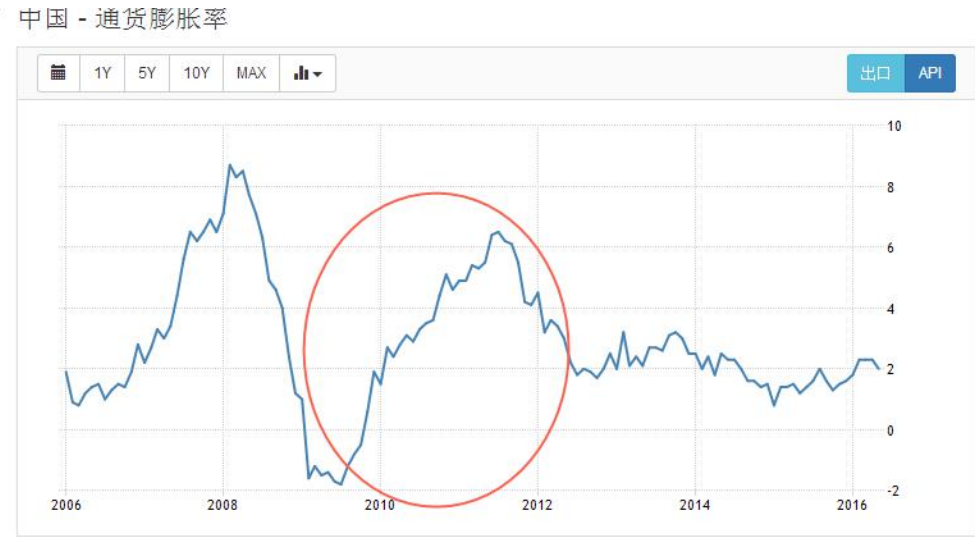


2009-2010年我国PMI走势



资料来源：Value500

2009-2010年通货膨胀率走势



资料来源：中国经济数据

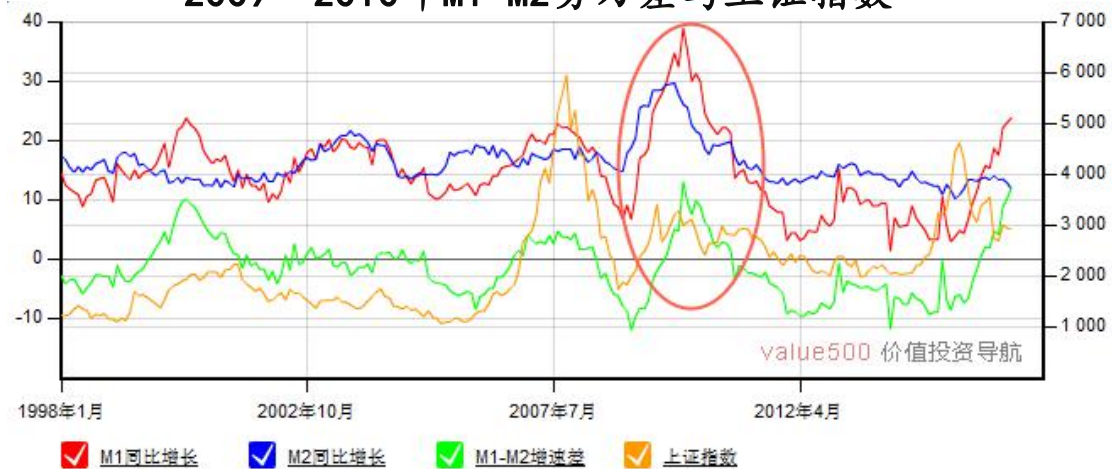


2009--2010年我国银行扩张情况



资料来源：前瞻网

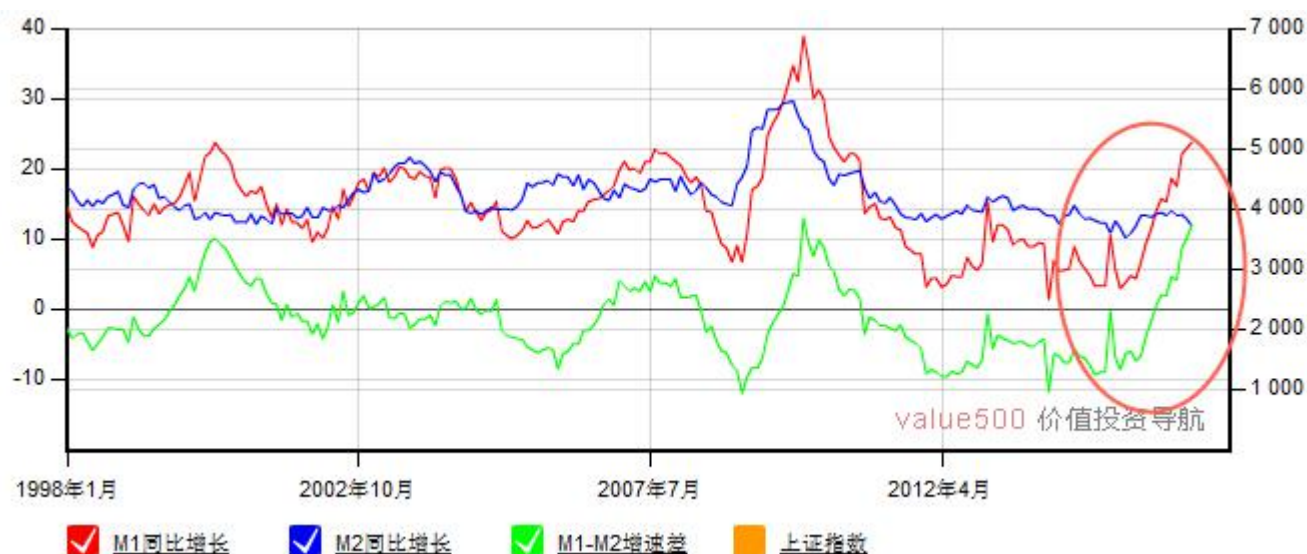
2009--2010年M1-M2剪刀差与上证指数



资料来源：Value500

(3) 第三次：2015年10月至今

正如前面所讲，第三次M1增速高于M2增速是央行主动降低利率、存款准备金率以及楼市去库存的行动共同造成的结果。资本成本和物价水平进一步上升，银行又将会迎来规模扩张的时期。

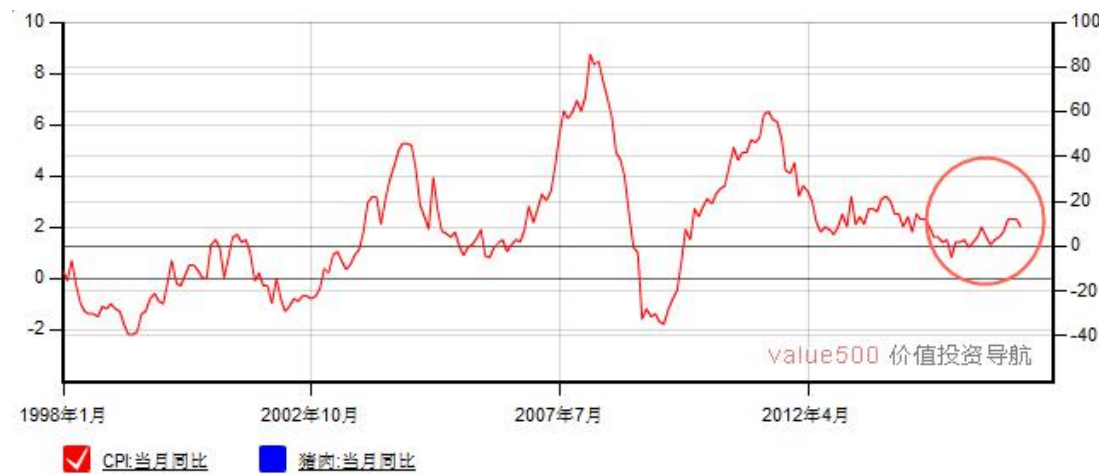


资料来源：Value

2015年以来的存款准备金率

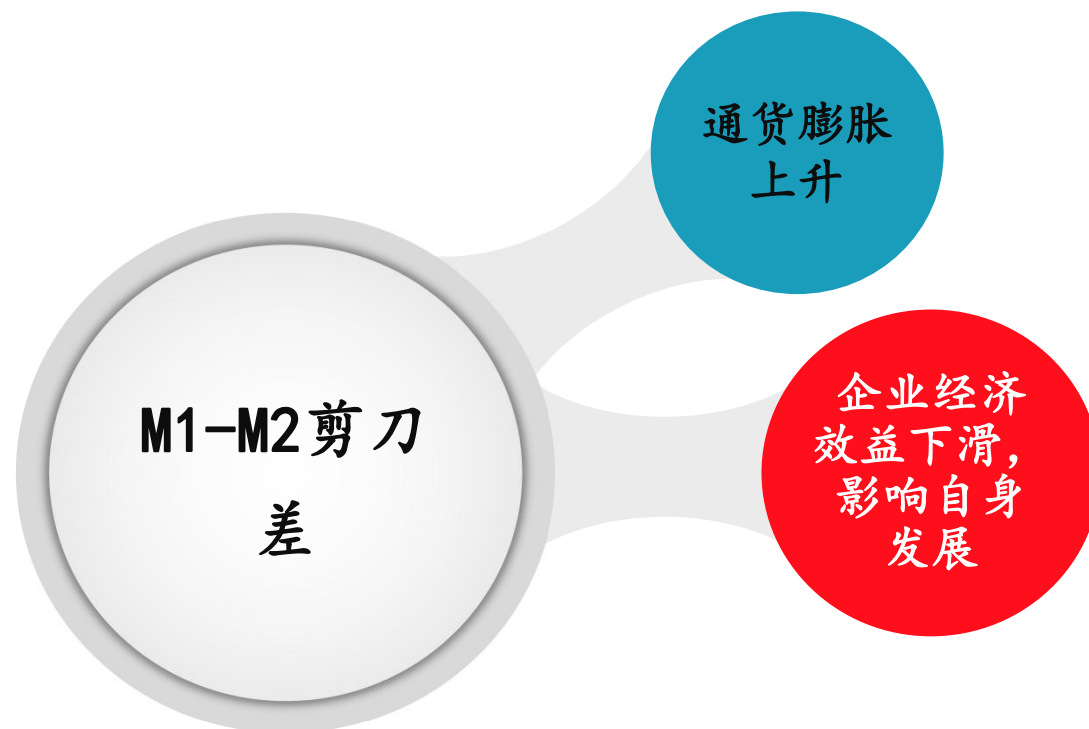


2015以来的通货膨胀率



资料来源：中国经济数据

M1-M2剪刀差扩大产生的后果总结









谢谢

英国脱欧

英国
自身

英镑贬值，投资、贸易受到严重影响，从最乐观到最悲观的情景分析，英国可能会损失当前GDP规模的2.2%-9.5%；

欧盟

意味着欧盟一体化的进程将逆转，欧元区的债务风险上升，欧元也难逃贬值厄运，甚至欧元区可能面临解体风险

美国

全球范围内，对美国而言可能直接影响到美联储的加息决策

中国

英国脱欧给欧盟带来的冲击，也会给中国的稳增长和供给侧改革进程带来间接影响

具体来看

全球资本将 剧烈震动

首先，这是欧洲近几年所有公投的第一次改变现状结果，过去05年法国荷兰，14年苏格兰、15年希腊丹麦等公投结果都是维持现状，此次脱欧超预期。其次，公投前全球主要大类资产及汇率波动率并没有大幅提升，表明市场对于脱欧风险并没有充分price in，存在明显低估，今日黄金、英镑的波澜壮阔行情也可以佐证，脱欧的后续直接、间接影响将会持续发酵，并不是简单的区域性事件。

脱欧公投具 有多大的法 律效力？

公投本身并没有法律效力的，法律并不要求议会必须遵从公投结果，但会有很大的政治压力迫使议会这么做，尤其是在公投结果很明确的情况下，也有过最后没有遵循公投结果的案例，比如希腊。

脱欧到底 如何脱？

根据《里斯本条约》第50条规定，有脱欧意向的成员国需要与欧盟进行为期两年的协商，如果两年谈不拢，只有全部成员国同意才可延长谈判期。考虑到欧盟担心产生多米诺效应，德法或在谈判脱欧条件的时候提出苛刻条件，达成新协议的可能性比较低。

两败俱伤有 多严重？

欧盟一体化的真谛是要素全流动，包括资本服务的跨境流动、商品贸易往来以及人力资本的自由流动：资本流动来看，英国净对外直投中，欧盟占据五分之一的地位，相应的，欧盟对外投资中，15%投向了英国；商品贸易来看，英国对欧盟贸易逆差占其总逆差50%；人力资本的流动来看，非英欧盟就业人口在英国整体就业人口的占比逐年提高，目前已经高达6.8%。脱欧对双方都有巨大损伤。



对英国有何影响

短期明确的弊大于尚不明确的利，一，无法享受欧盟“单一市场”福利：资本、商品、人力的流动障碍增加，且各项替代协议短期内都无法立即达成，造成真空期，对于经济增长形成明显的阻力；二，冲击其全球金融中心地位：金融业贡献英国GDP近10%，伦敦市场外汇交易量占全球40%左右，全球离岸中心债券存量中伦敦占比约60%，一旦脱欧，新协议短期达不成，很多设立在伦敦的金融机构就要搬回欧洲，对金融业打击巨大；三，国内劳动力市场受到冲击：英国本国劳动力人口占比从09年一直下滑，但英国就业人口中来自欧盟人数连年增长，2016年高达216万，占比总就业6.8%，因此英国相当依赖欧盟工作人口支撑经济。



对主要国家货币政策影响

2016-9-19
脱欧成真，全球资产巨震，风险偏好下滑，流动性趋紧，各国央行以宽松为主，紧缩都将推迟，各国央行应该已经为此做好流动性准备与应急安排。美联储来看，欧元英镑大跌+避险情绪推升美元走强，加息年内大概率缺席；日央行来看，过去三个月未加码宽松+避险情绪推升日元走强，日央行或直接干预汇市抑制日元走强，7月大概率加码宽松；欧央行来看，宽松之路难回头，



对大类资产有何影响？

脱欧引发全球投资者风险偏好下滑，整体利好美元、黄金、日元等避险资产，利空股票、新兴市场货币、原油等风险资产，由于脱欧短期内两败俱伤，利空英镑、欧元。



对原油价格有何影响

美元升值的计价因素打压+脱欧经济冲击造成全球需求下滑+避险情绪=原油价格下行压力较大



英国脱欧对全球市场的影响首先表现在对高风险类资产的冲击，包括中国A股在内广义的新兴市场都包含在内，避险情绪浓厚。“短期来讲对人民币的汇率会形成负面冲击，中期来看，可能会引发全球经济的衰弱，导致世界经济进入到一个危机模式。”

英国若一旦脱欧对中国而言并非全部为负面影响。“中国与欧盟之间就中国市场经济地位的谈判已经陷入了僵局，如果英国完成脱欧，就意味着英国会强化与中国的关系，因为这样才能对冲脱欧给英国带来的负面效应。”中英之间自由贸易协定的谈判中，中国因此会占据更加有利的地位。“除英国之外的其他欧盟国家，也有要求跟中国有更多经济往来以缓冲与英国之间贸易投资能量下降带来的影响，长期来看这都增加了中国跟这些国家进行谈判的筹码和要人。”