

No. 1808

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第十三期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 经济形式.....	- 1 -
2. 全球汇率走势.....	- 2 -
(二) 国内宏观.....	- 4 -
1. 经济：生产回温、投资缓降，制造业投资超预期.....	- 5 -
2. 通胀：二季度有望成为全年广义通胀最高点.....	- 8 -
3. 金融：社融小幅回升，留意 M1 与 M2 剪刀差连负	- 9 -
(三) 商业银行.....	- 11 -
1. 资管新规正式落地.....	- 11 -
2. 2018 年 4 月货币金融数据分析.....	- 13 -
(四) 资本市场.....	- 15 -
1. 股市.....	- 15 -
2. 债市.....	- 16 -
二、宏观经济专题：当前仍要高度重视 M2 增速的变化	- 18 -
(一) 理性看待 M2 增速与 GDP 增速的背离.....	- 18 -
(二) 现阶段数量型货币政策指标依然重要.....	- 20 -
(三) 谨防 M2 增速的进一步下滑	- 21 -
三、主要经济数据	- 23 -

图表目录

图 1：工业企业盈利改善领先制造业投资增速 10-12 个月	6 -
图 2：制造业固定资产投资同比增速出现新经济与传统经济的分化 ..	6 -
图 3：今年 4 月，中韩出口走势不再趋同（中国与台湾地区同样如此） -	8 -
图 4：二季度广义通胀有望最高点	9 -
图 5：M1-M2 的剪刀差连续 3 个月为负	11 -
图 6：2018 年 4 月 M0 增量分解	14 -

表格目录

表 1：3 月 M2 增量的结构	14 -
表 2：经济数据一览	23 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

2018 年第一季度，美国经济仍处于复苏周期；但是欧元区和日本两大经济体增速有所放缓，日本 2018 年一季度的 GDP 增速仅为 -0.6%。

1. 经济形式

(1) 美国经济平稳，但生产端有所放缓

美国经济平稳，但生产端有所放缓：2018 年第一季度美国 GDP 增长速率为 2.30%，相较于去年同期 1.20% 的增长率有着较大幅度的提升，延续了 2017 年下半年增长的势头。从生产端看，美国 4 月 PMI 从 59.3 下滑至 57.3，预示生产端或有所放缓；通胀涨势稳定，但通胀预期上升：4 月 CPI 符合预期，核心 CPI 略低于预期（4 月 CPI 同比 2.5%，预测同比 2.5%；核心 CPI 4 月同比 2.1%，预测同比 2.2%）。时薪增速也不及预期，4 月平均时薪同比 2.6%，前值 2.7%。由于对贸易战及油价上升的担忧，市场对未来通胀预期上升。失业率居于低位，非农人口变动不及预期：4 月失业率为 3.9%，达到了 2000 年 12 月以来的最低水平，但是由于服务业就业情景不佳，4 月非农业就业人口变动仅有 16.4 万，远低于市场预期的 19.2 万。

(2) 欧元区经济增速放缓，通胀有所下行

欧元区经济增速显著下降：2018 年第一季度欧元区 GDP 增速

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

环比折年率由 2017 年第四季度的 2.7% 降至 1.6%，整体经济增速显著回落。从生产端看，4 月欧元区制造业 PMI 下跌至 56.2，服务业 PMI 下降 0.2 个点至 54.7；**通胀回落**：4 月 HICP 为 1.2%，较上月回落 0.1%。核心 HICP 在 0.7%，较上月下降 0.3%。**失业率**：3 月失业率仍然维持在历史新低 8.5%，与上月持平。

(3) 日本经济增速回落，失业率仍处于历史低位

日本经济增速有所回落：2018 年第一季度日本 GDP 增速环比折年率由 2017 年第四季度的 0.6% 降至 -0.6%；**通胀小幅回落**：4 月 CPI 小幅回落，CPI 从 1.1% 跌至 0.6%，核心通胀从 0.90 跌至 0.70%。**失业率新低**：3 月失业率为 2.5%，仍处于历史地位。

2. 全球汇率走势

(1) 美元：反弹并非反转

美元美债的涨跌一般逻辑：一般而言，从大类资产的定价逻辑来看，美元美债同涨是典型的避险模式，美债跌+美元涨是对美国经济的乐观模式，美债涨+美元跌是对美国经济的悲观模式，美元美债双跌是危机模式。

本轮走势有其特殊性，并不是真正意义的乐观模式

1) 看起来像：本轮美债跌+美元涨，配合着美国通胀走高与欧洲经济表现欠佳，表面看似是全球投资者对美国经济开启的乐观模式。

2) 实际不是：通胀陡升并不是内生薪金增速推动而是外生贸易战因素造成，对经济害大于利，使得美国货币政策选择更加复杂；美

债利率陡升是期货空头快速补仓造成，但空头持仓已位于相对高位，没有进一步增加的空间，未来需关注如下情况，一旦有经济信号低于市场预期，空头集中平仓或触发踩踏从而使得利率快速下降；全球增持美债的动能仍普遍存在；美国经济增速大概率在未来 9-12 个月开始回落；欧洲经济仍待观察，欧洲经济明显走弱反衬美国的概率尚不够高。

(2) 人民币：人民币三季度贬值可能性增加

人民币中间价定价机制：根据人民币中间价的定价公式（中间价变动=收盘变动贡献+外盘变动贡献+逆周期因子），可以看出影响中间价变动主要有三大因素：即期内盘交易（收盘贡献）、美元欧元等篮子汇率变动（外盘贡献）、央行调节（逆周期因子贡献）。由于逆周期因子调控已经逐渐弱化，现在主导人民币中间价变动的是外盘和人民币相对一篮子货币变动。

人民币在三季度贬值可能性增加：1) 一篮子货币角度：央行如果维持一篮子货币稳定，则人民币需要回调：从 2016 年 6 月汇率新机制运行以来，央行有意维护 CFETS 指数在 94-95 区间（相关宏观审慎类调控政策（逆周期因子、期货保证金等）都在 CFETS 偏离时触发，CFETS 回到这一区间后逐渐退出）。目前 CFETS 已经超过这一区间（2018 年 5 月 11 日，CFETS 指数达到 97.6）。后续央行面临是否回调的选择（即是否要维持一篮子稳定），如果回调至 94-95 区间，这意味着人民币需要相对美元变动超跌一部分。2) 外盘角度：美元小波段反弹，人民币受此影响有贬值压力：受欧元走弱（4 月欧

元兑美元贬值 1.8%) 和美国通胀超预期上行等因素推升下, 4 月美元指数从 90.03 上升至 5 月初的 92.58, 上涨了 2.8%。美元小波段反弹, 人民币有一定的贬值压力。**3) 政策角度: 宏观经济面临下行压力, 无法支撑过强的人民币:** 一方面, 中美贸易谈判, 中国承诺缩减对美贸易顺差, 这将对中国经济产生负面影响。根据测算如果中国对美缩减 2000 亿美元的贸易顺差, 则会拖累 GDP 0.3-0.5 个百分点。另一方面, 中国今年内需也面临下行压力 (**4 月中国房地产投资和销售增速双回落**)。如果汇率过强, 宏观基本面无法支撑。**4) 结论:** 综合来看, 人民币未来大概率会跟随外盘波动, 同时维持 CFETS 稳定。如果 CFETS 回调, 那么人民币在三季度相较美元超跌的可能性在增加。

(二) 国内宏观²

4 月工业增加值明显反弹, 节后复工加快是主因; 固定资产投资增速回落, 基建投资是主要拖累; 消费总体低于预期, 地产链有所放缓, 汽车消费可能回升。总的来说, 4 月经济数据有助于修复此前的悲观预期, 我国经济韧性仍强。往后看, 二季度大概率是今年广义通胀的最高点, 对应的二季度名义 GDP 增速也可能是全年高点; 需要密切关注制造业投资能否延续反弹态势; 而从政策面来看, 我国货币已边际趋松, 7、8 月还有降准可能; 财政事实上也已变相宽松, 最有可能在地方政府专项债端和 PPP 项目端放松。

²撰写人: IMI 研究员熊园

1. 经济：生产回温、投资缓降，制造业投资超预期

(1) 工业增加值反弹明显，节后复工加快是主因

4 月规模以上工业增加值同比增速 7.0%，明显高于前值（6.0%）和市场预期（6.4%）。分结构看，电力、热力、燃气及水生产和供应增长最快，较 3 月提高 3 个百分点至 8.8%，制造业则小幅提升 0.8 个百分点至 7.4%。采矿业延续了 17 年 6 月以来负增长的趋势，跌幅较 3 月减少 0.9 个百分点至 -0.2%。

事实上，3 月中旬以来高炉开工率持续回升，已从 62% 的局部低点逐步抬升至当前 69.9% 的水平，六大发电集团日均耗煤量也随着节后复工迅速恢复到中枢水平，与工业增加值的反弹相互印证。

(2) 投资如期回落，制造业投资反弹具备四大线索

1-4 月固定资产投资累计同比增速较前值下滑 0.5 个百分点至 7.0%，其中：制造业投资提振 1 个百分点至 4.8%，基建投资（不含电力）增速继续回落，较 1-3 月下滑 0.6 个百分点至 12.4%，房地产投资增速则较 1-3 月小幅下滑 0.1 个百分点至 10.3%；1-4 月民间固定资产投资累计同比 8.4%，延续了今年以来的高增长趋势。其中，房地产投资增速小幅下滑，主要支撑仍是土地购置高企（1-4 月土地成交金额 2391 亿元，增长 13.6%）；1-4 月制造业投资增速超预期反弹，后续可从以下四条线索中予以跟踪：

线索一是工业企业盈利改善的可持续性，基于历史经验，工业企业盈利增速领先制造业投资增速约 10-12 个月；线索二是制造业投资行业分化，高端制造等新经济贡献加大；线索三是 PPI 与 PPIRM 的

增速裂口持续扩大，PPI 与 PPIRM 的增速裂口一定程度上可以反映工业企业收入与成本之间的边际变化，对于工业企业主营业务成本率增速和金属切削机床产量增速等指标具有一定领先性；线索四是 FDI 增速反弹也是制造业投资回暖的信号，年初以来制造业 FDI 增速反弹。



图 1：工业企业盈利改善领先制造业投资增速 10-12 个月
数据来源：wind 资讯

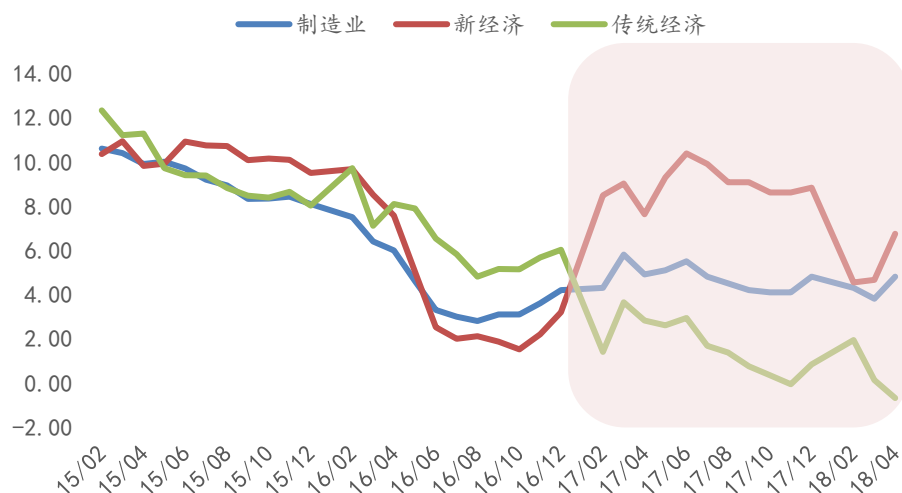


图 2：制造业固定资产投资同比增速出现新经济与传统经济的分化
数据来源：wind 资讯

(3) 消费总体低于预期，房地产链消费有所放缓

4 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，低于预期值 10.0%及前值 10.1%。总体来看，4 月国内消费低于预期，无论是食品类消费，还是日化类消费，增速均出现不同程度的下滑。其中尤以金银珠宝类、化妆品类下滑幅度最大，增速分别较 3 月回落 14.5 个百分点、7.6 个百分点。值得注意的是，建筑及装潢类虽维持 11.4%的高增速，但家电音像类增速较 3 月大幅下滑 8.7 个百分点，总体看房地产链消费有所放缓。

(4) 贸易超预期向好，出口有可能“抢跑”了

以美元计，4 月出口同比增长 12.9%，大幅高于前值（-2.7%）且高于预期（8%），除了低基数，也与 3 月中下旬以来中观高频指标明显提速相一致。以美元计，4 月进口同比增长 21.5%，高于前值（14.4%）和预期（16%），除了低基数，油价是主要带动。基于三个背离（加上一些草根调研），倾向于认为企业还是有可能发生了“抢跑”：一是中国出口增速与韩国出口增速（由正转负）、台湾（增速下滑）相背离；二是 4 月中国进出口与我国 PMI 进出口分项指数相背离；三是中国出口增速与全球 PMI 走势相背离。

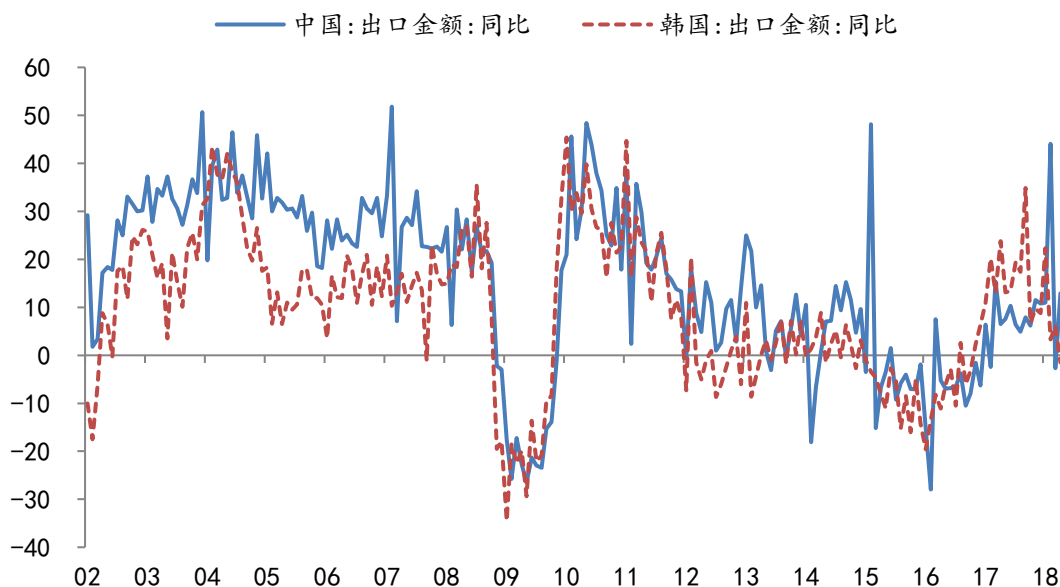


图3：今年4月，中韩出口走势不再趋同（中国与台湾地区同样如此）
数据来源：wind 资讯

2. 通胀：二季度有望成为全年广义通胀最高点

（1）猪价拖累 CPI，二季度延续弱势

4月，我国CPI同比增长1.8%，较前值2.1%回落0.3个百分点，主因是猪肉和鸡蛋价格的持续下降。4月猪肉价格下降16.1%，拉低CPI同比约0.43个百分点。蛋类同比增速较上月回落2.7个百分点至14.9%。往后看，产能扩张叠加集中出栏导致猪肉“供大于求”的形势难以改变，猪价短期内上涨阻力较大。再考虑到3月以来油价上行的滞后影响，中性预测，二季度CPI有望在2%-2.4%（一季度2.1%），下半年有所回落。

（2）PPI 止跌反弹，二季度继续走高

4月，我国PPI同比止跌反弹0.3个百分点至3.4%，主要源于生产资料价格的企稳（生产资料价格4月扩大0.4个百分点至4.5%）。

受中东局势和美俄外交形势影响，3 月以来油价持续走高（3 月以来布油已上涨 19.9%），石油和天然气开采业涨幅扩大。同时，4 月螺纹钢价格同比上涨，带动黑色金融冶炼和加工业产品价格涨幅的同步扩大。往后看，原油价格的上涨将对上游大宗商品价格形成一定的支撑，再叠加去年低基数，二季度 PPI 有望小幅反弹至 3.8%-4.5%。对应来看，二季度广义通胀（70%PPI+30%CPI）有望达到 3.4%-3.8%，较一季度（3.2%）有所回升。

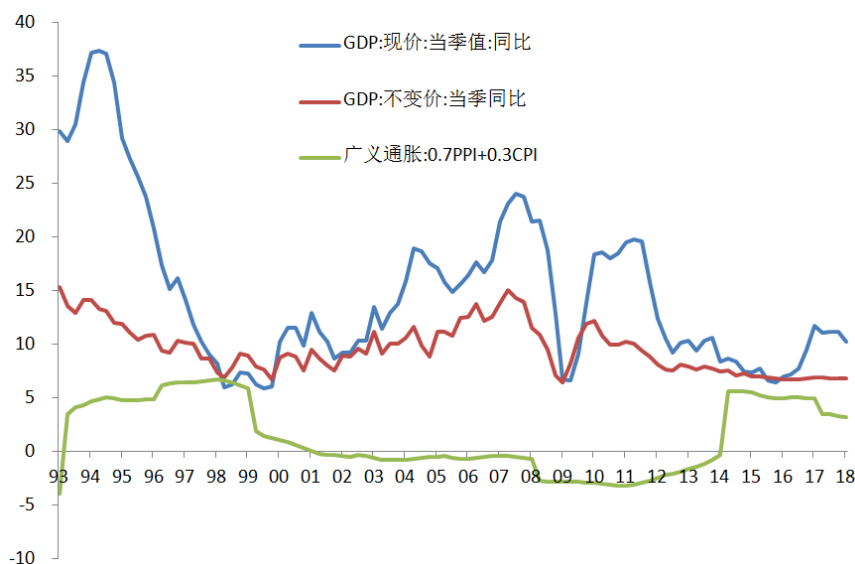


图 4：二季度广义通胀有望最高点

数据来源：wind 资讯

3. 金融：社融小幅回升，留意 M1 与 M2 剪刀差连负

（1）社融小幅走高，表外依旧受压

4 月新增信贷 1.18 万亿，高于前值（1.12 万亿）和去年同期（1.1 万亿）。分结构看，4 月居民贷款同比减少 426 亿至 5284 亿，居民中长期贷款新增 3543 亿（不及去年月均 4416 亿和去年同期 4441 亿），自 2017 年 5 月以来连续第 12 个月同比下降，表明居民房贷受限明显；

4 月非金融企业贷款新增 5726 亿元（高于去年同期 5087 亿和去年月均 5592 亿），创有数据统计以来的同期新高，表明企业融资需求仍然旺盛。

4 月新增社融 1.56 万亿，高于前值（1.33 万亿）和去年同期（1.39 万亿），主要是表内贷款和债券带动，表外依旧受压。其中，企业债券融资 3776 亿元，同比大增 3275 亿元并创 2016 年 12 月以来最高，考虑到近期债券违约事件频发，预计后续债券融资会有所回落；而受制于强监管，以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的表外融资 -121 亿（连续第 4 个月下滑），显著低于去年同期（7542 亿）和 2017 年月均（2836 亿）。

（2）仍关注 M1-M2 剪刀差连负，年底 M2 有望 9.5%

4 月 M2 同比 8.3%，较 3 月（8.2%）小幅回升但不及预期（8.5%），其中：4 月财政存款增加 7184 亿（去年同期 6425 亿），高于季节性的 4000-5000 亿，同时，4 月居民存款下降 1.32 万亿，为历史单月降幅最大。总的来说，4 月 25 日央行超预期降准 100 个基点，仍未对 M2 形成提振。往后看，基于对 M2 增速的拆解，加之我国货币已边际趋松，预计年底 M2 有望达到 9.5% 左右。

此外，4 月 M1-M2 “剪刀差”为 -1.1%，自 2 月以来已经连续第三个月为负。维持我们上月的月报观点，往后看，接下来几个月 M1-M2 “剪刀差”大概率为负，预示通胀将继续走弱、经济趋于下行、房地产销售延续下滑。

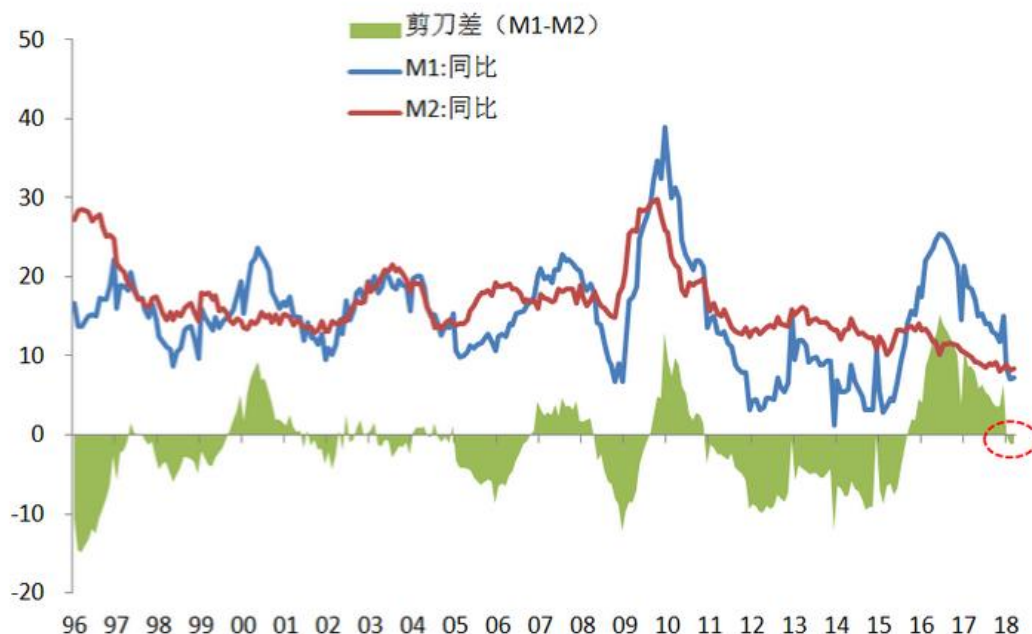


图 5：M1-M2 的剪刀差连续 3 个月为负

数据来源：wind

（三）商业银行³

1. 资管新规正式落地

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即通称的《资管新规》）于 2018 年 4 月 27 日正式公布，立即生效。与之前公布的征求意见稿相比，正式文件在整改期限上进行了延长、对流动性预期和摊余成本法的要求略有调整，但对于禁止期限错配、打破刚性兑付、引导长期资金进入标准化市场、加强统一化监管等原则性要求并未放松。不过，这只是对资产管理业务的框架性规定，各业务细则还需要等待更细致的规范出台。随着《资管新规》及相关细则的实施，将深刻改变大资管行业的格局。

³撰写人：IMI 研究员王剑

第一，打破刚性兑付使资管回归代客理财本源，有利于维持金融优化资源配置的功能。对单个产品购买者而言，表外理财产品的收益率保本且高于存款利息仿佛是件好事。但这背后蕴藏着非常大的风险，因为表外保本理财是“以表外之名，行表内之实”，占用大量表内资本金，降低了实际的资本充足率，一旦资产质量大幅下降，造成的损失无法由银行资本金弥补时，将严重危及存款人和理财投资人的资金安全。表内允许刚性兑付，为控制银行风险，需要对资本充足率进行监管。表外理应“受人之托、代客理财、风险由投资者自担”，银行只作为资产管理者，并不需要承担资金风险。可是之前市场上的表外理财产品并不完全符合要求，表内、表外界限不清，给部分产品规避监管提供了土壤，表面上资本充足率达标，但实际风险难以估量。因此，打破刚兑表面上似乎导致投资者的固定投资回报变少，但业务回归本源、风险出清后，实质是保护了投资者的资金安全，维护了金融市场的稳健运行。

第二，资管新老产品接续将存在缺口，非标和债券市场受整改影响较大。根据文件要求，不符合规定的产品需要在 2020 年前逐步压缩，不得存续。然而，原本购买表外保本理财产品的投资者并不都是风险偏好较高的人，部分投资者将不再继续购买风险自担的新产品。也就是说，新产品新增量比不上老产品到期量，必然将导致大量理财资金的缺口。这些资金可能转入表内购买大额存单、结构性存款等保本理财，或者单纯转变为一般存款。一方面，短时间内回表的资产过多，将给银行资本带来一定压力。另一方面，资金转向风险更低的投

资标的，可能会造成少数企业找不到新的替代资金（如非标到期后无法续资、新债申购量少）而爆发信用风险。不过，金融业去杠杆已取得阶段性成效，市场也对新规内容进行了长时间消化，资管新规落地不会导致市场大幅波动。

第三，未来居民资产配置也将有所调整。打破刚兑，有利于民众树立正确的理财观念，纠正表外理财保本保收益的观念偏差。新规实施后，风险偏好低的民众会转而购买保险或资金存银行，有一定风险偏好的民众也许会购买理财新产品或公募基金，风险偏好更高的民众可能将理财到期的钱买房、炒股、买信托。居民资产配置与风险偏好、和金融市场的发达程度有关，此前一段时期居民理财意识已有所启蒙，预计未来我国资本市场发展程度和居民理财意识都将继续提升。

2. 2018 年 4 月货币金融数据分析

（1）基础货币

2018 年 4 月末，基础货币余额为 30.73 万亿元，全月减少 14067 亿元。其中，因 4 月缴税因素，政府存款增加 7060 亿元，相应形成 7060 亿元的基础货币回笼。央行货币政策工具回笼了基础货币约 6054 亿元，主要是 4 月 17 日降准（4 月 25 日实施），将部分释放的存款准备金（约 9000 亿元）用于偿还 MLF，因而导致基础货币回笼，其余的用于应对缴税导致的回笼。外加约 900 多亿元的其他因素回笼，因此，基础货币变化额约 14067 亿元，但整体依然平稳。

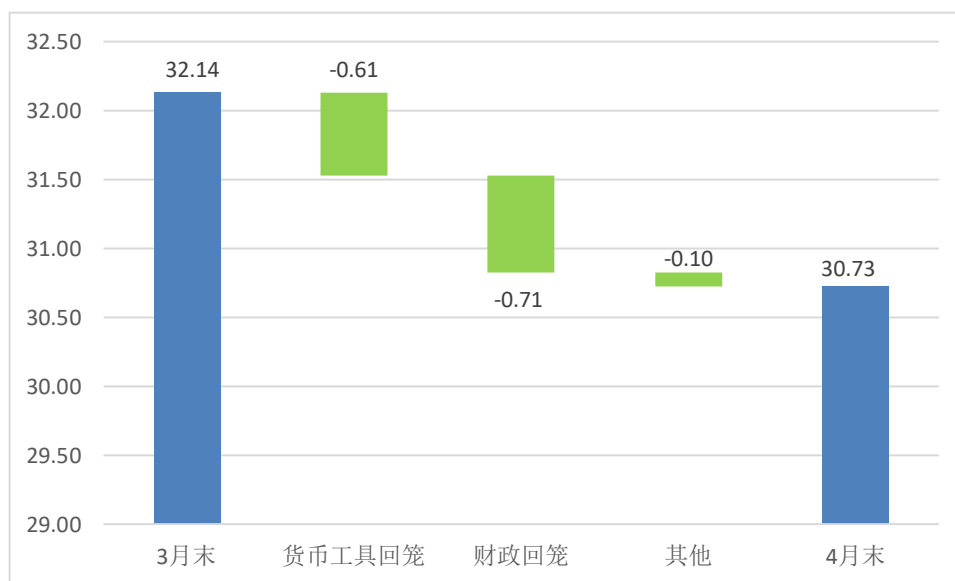


图 6：2018 年 4 月 M0 增量分解

资料来源：Wind

基础货币内部结构上看，值得关注的是支付公司集中存管至央行的客户备付金余额，已升至 4995 亿元，4 月增加 1838 亿元。从货币效果上看，支付机构将原本存于银行的客户付付金存款，转为直接集中存管至央行，这和从银行提取现金的效果是一样的，银行也会流失基础货币。

(2) 广义货币

广义货币方面,2018 年 4 月末,M2 余额 171.9 万亿元(老口径),环比减少 5511 亿元。个人存款大幅下降,与 3 月末刚好相反,仍为季节性波动,即理财产品在 3 月末到期后,4 月个人投资者继续开展理财投资。

表 1：4 月 M2 增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	-1216	外占	-177
单位活期	3124	债券	-2,450
单位定期	2742	贷款	10,987
个人	-13378	财政	-7,060

非银	3217	其他（非银、非标等）	-6,812
全月	-5511	全月	-5,511

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

从M2来源来看，信贷派生贡献了10987亿元，财政回笼了约7060亿元。此外，其他（非银、非标等）也在进一步回笼M2，金融去杠杆进程还在推进。监管当局已经指出金融去杠杆已取得“阶段性成效”，也体现在数据之中。

（四）资本市场⁴

1. 股市

● A股盈利前景持续下调

5月A股整体盈利前景指数持续下降（5月0.94，4月1.07），上调盈利预测的分析师持续减少。2017年下半年以来，A股盈利预测不断上调，在到达今年三月份的顶点后出现回调。分板块来看，5月主板、中小板、创业板盈利前景指数分别为1.14、0.74、0.72。板块间盈利前景一致，主板、中小创盈利预测均持续下调。

● 工业企业盈利情况

盈利增速回落，但经济韧性尚存。3月工业企业经营数据持续回落，主营业务收入同比增长9.60%，增速从2017年下半年以来持续下降，利润增速为11.60%（2018年2月份16.10%），产成品存货同比增长8.7%（上期8.6%），较为稳定。销售费用与管理费用同比增速略有降低，财务费用同比增速增加，拖累企业利润。PPI与PPIRM

⁴撰写人：IMI研究员芦哲

之差可粗略描述工业企业盈利能力的变化，且从历史角度看，两者增速之差稳定领先于工业企业利润增速。4月PPI同比上涨3.4%，较3月份3.10%有所回升，PPIRM同比上涨3.7%，与上一期持平。数据层面来看，经济尚有韧性。

●不同行业盈利前景变化

上游原材料：盈利前景持续下调，煤炭与有色金属分别于今年2月份、1月份开始盈利预测持续下调；石油石化本月盈利前景持续回升。

中游制造业：钢铁行业盈利前景较好，4月份盈利前景出现回落，5月上调；电力设备及国防军工盈利前景指数5月份均出现上调，但依旧较差；其他行业均出现下调。

下游消费品：餐饮旅游、纺织服装盈利前景上调；其他行业盈利前景普遍一般。

大金融地产：银行盈利前景稳步上升；非银金融及地产盈利前景略有回调，但地产仍维持在高位。

TMT：传媒行业盈利前景出现上调，其他行业盈利前景普遍下滑。

2. 债市

美零售工业企稳，美联储官员对经济态度乐观，欧工业小幅回升。

1) 美国：4月零售销售维持于较高水平，工业生产表现平稳。上周多位美联储官员对美国经济前景表态乐观，但对年内加息次数存在一定分歧；2) 欧元区：3月工业生产小幅反弹，其中德国、意大利良好，

法国大幅回落；3）英国：失业率持平于历史低位，薪资增速稳步抬升至 2.9%。

周内美元指数走高，人民币小幅贬值。上周人民币兑美元中间价、在岸价、离岸价周内分别下行 0.37%、0.64%、0.43%。短期内，美对华贸易逆差收窄预期或令美国经济增长略偏乐观，但欧英经济及货币政策逐步明朗情况下，美元指数进一步大幅上行空间有限。预计 18 年内人民币汇率预计年内大概率在当前位置窄幅波动。

税期短期扰动资金面，货币政策工具稳健中性，对 2 季度资金面维持乐观判断。上周央行扩大逆回购口径净投放，并在仅续作 MLF 到期量的同时发放 801 亿元 PSL。上半年来看，预计货币政策仍将配合今年宏观稳杠杆、结构性去杠杆的目标，为商业银行提供充足的流动性，保持金融市场资金面的稳中趋降走势。

经济下行趋势未改，但周内税期因素、美债收益率持续走高，令债市小幅调整。资金面：税期资金面小幅收敛，短端收益率调整幅度大于长端。基本面：4 月工业生产数据在短期因素驱动下有所改善，投资、消费则持续回落，显示经济下行趋势未改。3-4 月财政支出增速整体慢于去年，4 月税收增速较一季度放缓，预计全年基建增速将继续承压回落。海外：周内海外经济数据及货币政策变化呈“美强英欧弱”格局，叠加油价居高不下推升通胀预期，美债收益率走高对债市情绪有所扰动。

二、宏观经济专题：当前仍要高度重视 M2 增速的变化⁵

伴随着我国金融创新的不断深化，M2 指标的局限性确实有所显现，今年政府工作报告没有制订 M2 增速的具体目标是正确的。但也应认识到，M2 指标有效性还没有出现显著下降，现阶段仍可作为货币政策关注的重要指标。货币政策对 M2 增速变化趋势的把握依然重要。

2018 年政府工作报告对今年我国经济工作进行了明确部署，与以往相比，一个突出的变化是报告没有公布广义货币供应量（M2）增速的具体量化目标，只作出了“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”的定性表述。这也是近十年来政府工作报告首次没有公布 M2 增速的量化目标值。不少观点认为，在过去一年 M2 增速与 GDP 增速出现背离，以及货币政策中介目标从数量型向价格型转变的背景下，M2 指标的重要性已经显著下降，未来不必再过多关注。然而，从我国经济运行情况来看，上述观点尚有待商榷，现阶段我国依然需要高度重视 M2 增速的变化趋势。

（一）理性看待 M2 增速与 GDP 增速的背离

以往各界关注 M2 指标的变化，主要是因为它作为货币政策的中介目标，既能反映货币政策的松紧程度变化，又与经济产出和物价水平存在较为紧密的相关性，可以作为预测未来经济运行的前瞻性指标。

⁵撰写人：，中国人民大学经济学院博士研究生，刘哲希

然而，2017 年 M2 增速与 GDP 增速却出现了明显的背离，M2 增速由 2016 年的 11.3% 下降至 2017 年的 8.2%，GDP 增速反而由 6.7% 上升至 6.9%。据此，一些观点认为，M2 难以继续作为货币政策的中介目标，不应再过多地予以关注。但实际上，需要谨慎看待 M2 增速与 GDP 增速的背离，不能将其笼统地作为 M2 指标失效的依据。

首先，M2 增速的回落准确地反映了货币政策的趋紧态势。2017 年，在“要把防控金融风险放在更重要的位置”的总体要求下，货币政策采取了一系列积极举措。通过适度收紧流动性并提高货币市场的利率中枢等手段，有效缓解了金融体系内部资金空转嵌套严重、金融机构杠杆率过高等问题。虽然 2017 年货币政策在官方表述上延续了“稳健”的定位，但实际操作处于稳健偏紧状态。这突出表现在，中国人民银行调查统计的货币政策感受指数明显下降（该指数越低，表明银行所感受到的货币政策越紧），2017 年底货币政策感受指数仅为 41.6%，比 2016 年底大幅下降了 12.1 个百分点。在货币政策趋紧的情况下，作为货币政策中介目标，M2 增速的回落属于正常合理现象。

其次，2017 年外需对经济增长的推动作用显著加大，使经济增速在货币政策趋紧情况下反而有所加快，从而出现了 M2 增速与 GDP 增速的背离现象。受益于全球经济的回暖，2017 年我国经济出口实现了久违的高增长，净出口对 GDP 的贡献率明显增加。根据测算，2017 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为 9.1%，对 GDP 增速的带动作用为 0.6 个百分点。相比之下，2016 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为 -6.8%，导致 GDP 增速降低 0.4 个百分点。可见，

货币政策趋紧—M2 增速回落—GDP 增速稳中趋缓的逻辑链条依然成立。根据以上分析，虽然 M2 增速与 GDP 增速在过去一年出现了背离，但主要是因为经济运行受到的外部积极影响加大所致，不能归咎为 M2 指标的失效。

（二）现阶段数量型货币政策指标依然重要

近年来，伴随着利率市场化改革的推进与金融创新的深化，各界对货币政策需要由数量型向价格型转变的大方向已经形成了共识。早在 2012 年发布的《金融业发展与改革“十二五”规划》，就正式提出要“逐步增强利率、汇率等价格杠杆的作用，推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型”。尽管如此，货币政策转型是一个渐进过程，难以一蹴而就。从我国的实际情况来看，货币政策从数量型完全转向价格型的条件尚不成熟。不仅基准利率调控体系仍不够完善，不同市场与不同期限利率之间的传导还存在较多障碍，而且经济体中还存在一些对利率不敏感的部门。货币政策仅通过调节利率水平，难以有效调控整个经济的运行，仍需要对货币数量进行适度的把控。

不仅如此，由于我国以间接融资为主的融资结构没有发生本质性改变，所以 M2 等数量型指标的重要性也不应显著下降。从国际经验来看，在利率市场化进程中，美国等国家普遍转向价格型货币政策的一个重要原因是，股市、债市等直接融资在社会融资结构中的占比大幅增加，超过银行信贷等间接融资方式而占据了主导地位。央行不能

再依靠数量型手段对金融中介部门的可贷资金数量进行调节，需要建立以利率为核心的价格型调控方式，通过调控利率水平对整个金融市场产生影响。但如果在利率市场化进程中融资结构没有发生明显变化，仍然是以间接融资为主，那么央行也就不应过早摒弃原有的数量型调控方式。一个典型的例子是，德国虽然在 20 世纪 70 年代就完成了利率市场化，但由于社会融资结构没有发生显著改变，因而货币政策沿用了以盯住货币供应量（M3）为核心的调控框架。欧元区成立之后，欧洲央行也继续贯彻这一思路，将 M3 增速变化作为货币政策制定的重要参考指标。因此，在当前间接融资仍占据主导地位的情况下，我国货币政策不应过快地转向价格型调控方式，仍需要重视数量型指标的变化。

（三）谨防 M2 增速的进一步下滑

2018 年政府工作报告使用了“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”这一较为模糊的表述。于是有观点认为，在强监管以推进金融去杠杆的背景下，M2 增速可以继续下降。然而，从我国现实国情来看，2018 年 M2 增速不应再继续下滑，反而应较 2017 年的增速适度提高。

首先，金融去杠杆的影响已经传导到实体部门，M2 增速的下滑实际上已经开始反映居民与企业资金可获得性的下降。不可否认，本轮 M2 增速的回落是由金融去杠杆所引发，尤其是 2017 年上半年金融部门 M2 增速一直仅有 2% 左右的增长速度，显著低于整体 M2 的

增长水平。但是自 2017 年下半年以来，金融部门 M2 增速有所回升，而非金融部门 M2 增速出现了明显下滑，由 2017 年 6 月的 10.3% 下降至 12 月的 8.2%，成为了 M2 增速持续下滑的主要原因。因此不能简单地认为，当前 M2 增速下滑是由金融去杠杆对金融体系内部资金嵌套的压缩所致，实际反映了整个经济体的流动性趋紧。若 M2 增速继续下滑，则将偏离货币政策稳健中性的定位。

其次，2018 年我国经济下行压力可能还会加大，应适度提高 M2 增速，谨防经济增速的超预期下滑。如前所述，2017 年 M2 增速与 GDP 增速的背离很大程度上缘于出口的高增长，剔除出口高增长的影响后，货币政策趋紧—M2 增速回落—GDP 增速稳中趋缓的逻辑链条依然成立。受多重因素制约，2018 年我国出口难以继续维持高增长。一是中美贸易摩擦的加剧会对我国出口产生一定负面影响。二是 2017 年下半年人民币汇率的单边上升走势对出口的抑制作用，会在 2018 年逐渐显现。三是 2017 年出口高增长带来的基数效应，也会在一定程度上拉低 2018 年的出口增速。此外，政府对房地产市场调控力度的持续加码，以及对地方债的把控力度趋严，在长期内有利于保证我国经济的高质量发展，但在短期内会影响到房地产与基础设施投资的增长速度，从而拉低经济增速。因此，2018 年我国 GDP 增速存在出现超预期的下行风险，从而需要适度提高 M2 增速予以防范。

总体而言，伴随着我国金融创新的不断深化，M2 指标在统计口径上的局限性确实有所显现，因此 2018 年政府工作报告没有制订 M2 增速的具体量化目标是正确的。但同时也应认识到，M2 指标的有效

性还没有出现显著的下降，现阶段仍可将其作为货币政策关注的重要指标。货币政策对 M2 增速变化趋势的把握也依然至关重要。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Oct	17-Nov	17-Dec	18-Jan	18-Feb	18-Mar	18-Apr
CPI	同比	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8
PPI	同比	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4
制造业 PMI	同比	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4
工业增加值	同比	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.8	6.9
工业企业利润总额	累计同比	23.3	21.9	21.0	-	16.1	11.6	-
固定资产投资完成额	累计同比	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5	7.0
社会消费品零售总额	同比	10	10.2	9.4	-	9.7	9.8	9.7
进出口总值	当期值 同比	11.2	14.7	8	22	24.5	5.3	16.7
M2	同比	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3
社会融资规模	当月值 (亿元)	10387	16195	11398	30603	11736	17993	18141
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	6632	11200	5844	29000	8393	11000	11800

⁶撰写人：IMI 副研究员李振新

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所(IMI)推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 7 期)	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告 (发布稿)	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 6 期)	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 5 期)	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 4 期)	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 3 期)	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 2 期)	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 1 期)	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼	



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn