

2020年09月1日

M1 回升特征及指示意义

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 今年 M1 增速回升的驱动因素及特征

- 1) 2020 年以来社融增速稳步上升，企业融资环境改善，带动企业活期存款增长；
- 2) 伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，企业活期存款增速回升；特别地，疫情得以控制后，前期积压的购房需求开始释放，商品房销售持续改善，使居民存款向企业活期存款的转化加快。

► 未来 M1 增速有望“稳中略升”

首先，在“总量适度，精准结构”的流动性投放基调下，社融增速在前期快速回升后将趋于相对稳定，预计增速保持在 12.8% 附近。鉴于 M1 增速与社融增速同步关系较强，在社融增速基本持平下 M1 增速有望走稳。

再次，未来经济恢复程度将进一步提高，特别消费活动热度提升；雨季过后，基建等投资活动加速。8-10 月经济活跃度将提升而表现显著，M1 增速存在继续回升可能。

► M1 增速回升对 PPI 和股市的指示意义

M1 增速对 PPI 同比有一定的领先性，领先时间周期大概半年。M1 增速是微观主体活跃程度的重要标尺，其增速回升往往意味着企业生产经营活动较为活跃。伴随 M1 增速回升，预计到 2021 年上半年 PPI 将处于趋势上升通道之中。

M1 与 M2 增速之差与上证指数存在一定正向关系，未来一段时间，M1 与 M2 增速之差有望继续改善，意味着股票市场将大概率维持上行态势。

由于 M1 增速回升受货币流动性宽松条件和经济活跃度影响，M1 与 M2 增速之差更能体现高流动性货币状况与经济热度，差值水平的正向变化会从流动性和盈利预期两方面增加市场参与股市的意愿。

风险提示：经济出现超预期波动。

正文目录

1. 历史回顾：M1 的周期变化律.....	3
2. 本轮 M1 增速上行特征及展望	4
3. M1 增速回升对 PPI 和股市的指示意义.....	5
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 M1 组成部分与同比 (亿元、%)	3
图 2 M1 增速周期 (%)	4
图 3 M1、工业增加值和 CPI 增速 (%).....	4
图 4 M1、M2 同比增速 (%)	5
图 5 社融提速带动 M1 增速上升 (%)	5
图 6 商品房销售增速与 M1 增速 (%)	5
图 7 M1 同比增速领先于 PPI 同比增速 (%)	6
图 8 M1、M1-M2 同比增速和上证综指 (% 点位)	6

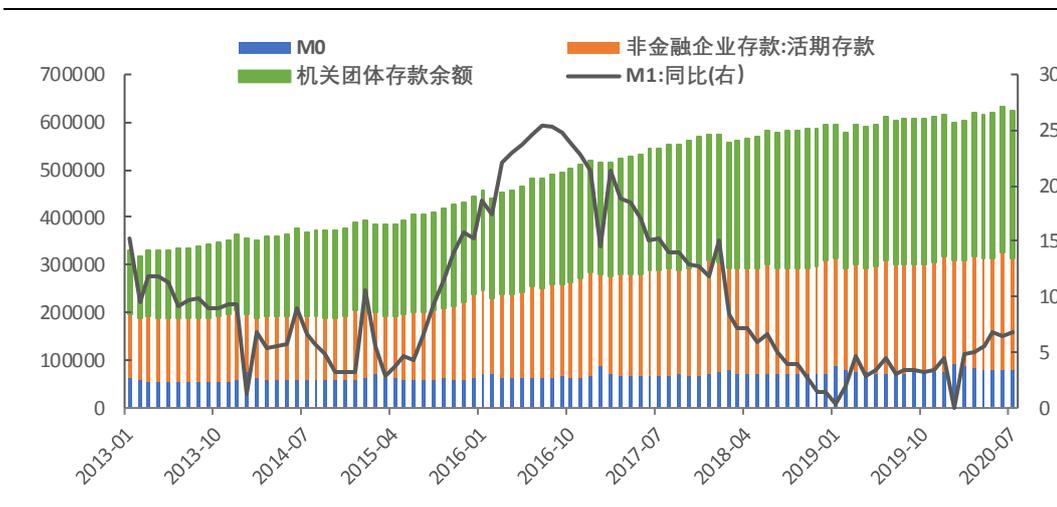
1. 历史回顾：M1 的周期变化律

根据央行公布的其他存款性公司资产负债表和金融机构信贷收支表，M1 包括 M0¹、非金融企业活期存款和机关团体活期存款，居民活期存款不包括在内。

$$M1 = M0 + \text{单位活期存款} = M0 + \text{非金融企业活期存款} + \text{机关团体活期存款}$$

历史地看，M1 增速的波动幅度较 M2 大，且呈现明显周期性，这与 M1 统计所包含的货币属性有关——短期性、与经济金融交易和债务清偿活动关系最为紧密。

图 1 M1 组成部分与同比（亿元、%）



资料来源：WIND、华西证券研究所

从 1996 年 1 月至今，中国经历了 7 轮完整的 M1 增速波动周期，平均每轮持续时间 30-45M 不等。

过去三轮 M1 增速持续上升，并形成 M1-M2 正剪刀差状态的情形，分别发生在 2006, 6-2007, 12、2009, 2-2010, 4 和 2015, 10-2018, 1。研报“M1 高增速原因及影响”（孙付，2016, 7, 24）详细分析了这三轮 M1 上升阶段，指出：

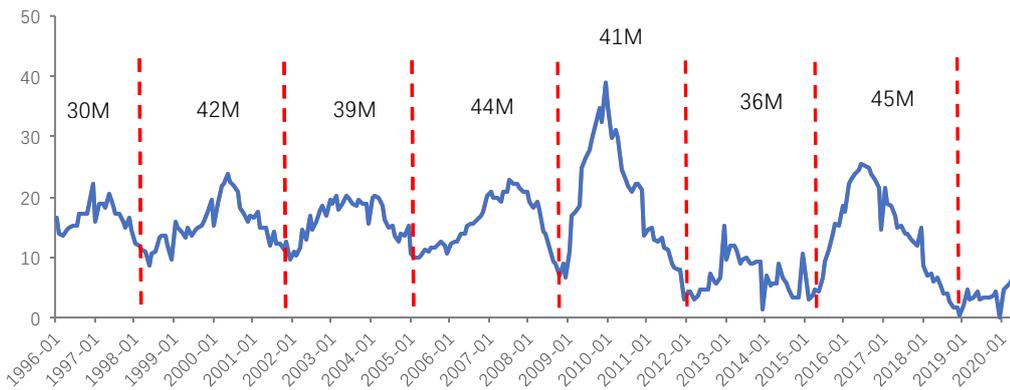
1，前面两轮 M1 的快速增长与经济活跃度关系紧密，较好的经济增长预期促使企业或单位更愿意以活期存款形式持币，以做及时的投资财务安排，与 M1 的快速增长相伴的是工业增加值的高增速，及随后的高通胀水平。

2，第三轮 M1 增速持续上升与当前两个经济特征有关：宏观债务偿还性特征和衰退式流动性宽松。而前两轮 M1 的快速增长与经济活跃度关系紧密。宏观债务偿还性特征，体现于房地产企业和地方政府偿债高峰期导致对活期存款持有上升；衰退式流动性宽松，体现于在货币政策整体持续宽松下，资金面相对宽裕，但由于内外需求疲弱，企业投资意愿不足，持币（活期存款）等待或进行短期理财产品投资。

3，鉴于第三轮 M1 上升的逻辑与前两轮有着显著差别，其引发较高通胀的可能性较低。2016 下半年 M1 增速有望逐步回落。

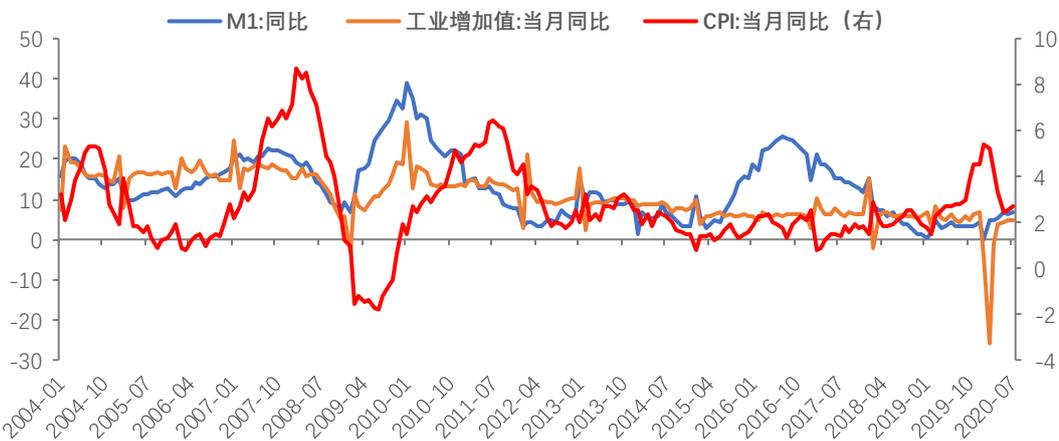
¹ M0: 流通中现金，指银行体系以外各个单位的库存现金和居民的手持现金之和，为通货发行额减去金融机构库存现金。

图 2 M1 增速周期 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 M1、工业增加值和 CPI 增速 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 本轮 M1 增速上行特征及展望

本轮 M1 增速周期始于 2019 年 1 月，M1 增速从 0.4% 上升至 6.9% (2020, 7)，回升幅度较小且有所反复。

2020 年 1 月以来，M1 同比增速持续回升。这与当前两个经济特征有关：1) 2020 年以来社融增速稳步上升，企业融资环境改善，带动企业活期存款增长；2) 伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，企业活期存款增速回升；特别地，疫情得以控制以后，前期积压的购房需求开始释放，商品房销售持续改善，使居民存款向企业活期存款的转化加快。

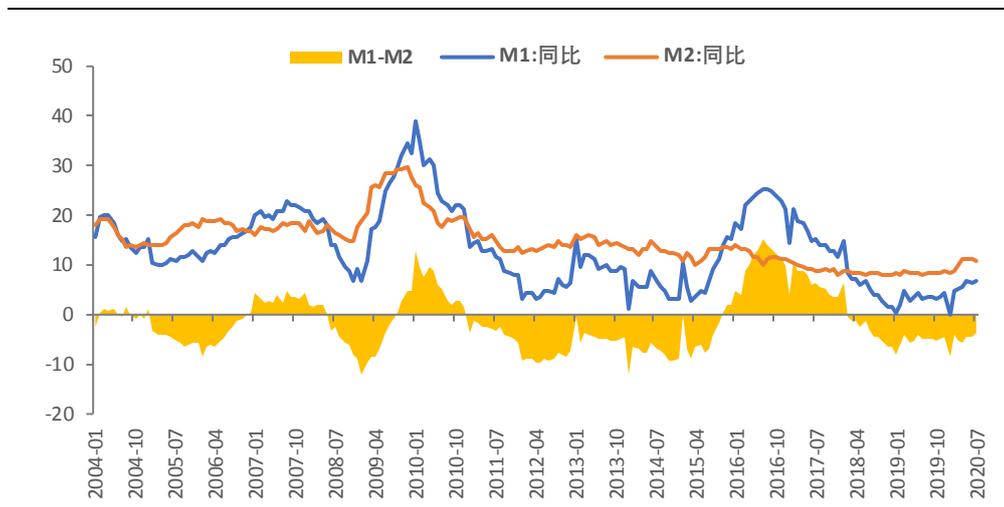
7 月 M1 同比增速较上月末加快 0.4 个百分点至 6.9%，创下 2018 年 5 月以来的最高水平，比去年同期加快 3.8 个百分点。M2 同比增长 10.7%，比上月末下降了 0.4 个百分点，体现了货币政策“总量适度”的政策取向。M1 增速上提，M2 增速回落，M1-M2 负剪刀差收窄，经济活跃度增强。

未来一段时间，M1 增速有望“稳中略升”。

首先，在“总量适度，精准结构”的流动性投放基调下，社融增速在前期快速回升后将趋于相对稳定，预计增速保持在 12.8% 附近。鉴于 M1 增速与社融增速同步关系较强，在社融增速基本持平下 M1 增速有望走稳。

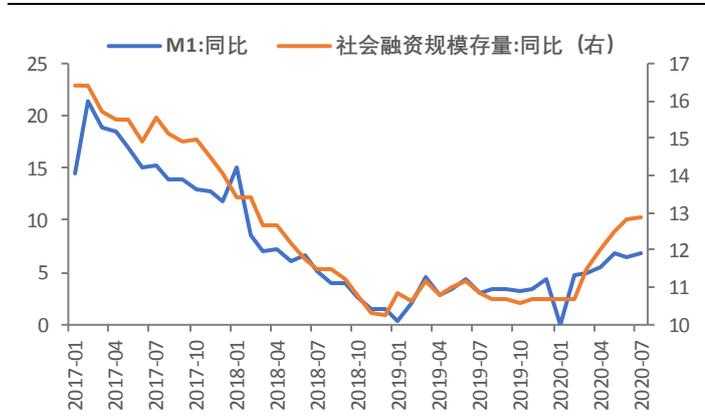
再次，未来经济恢复程度将进一步提高，特别消费活动热度提升；雨季过后，基建等投资活动加速。8-10 月经济活跃度将提升而表现显著，M1 增速存在继续回升可能。

图 4 M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 社融提速带动 M1 增速上升 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 6 商品房销售增速与 M1 增速 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. M1 增速回升对 PPI 和股市的指示意义

M1 增速是微观主体活跃程度的重要标尺，其增速回升往往意味着企业生产经营活动较为活跃。因此，M1 增速对 PPI 同比有一定的领先性，领先时间周期大概半年。伴随 M1 增速回升，预计到 2021 年上半年 PPI 将处于趋势上升通道之中。

图 7 M1 同比增速领先于 PPI 同比增速 (%)



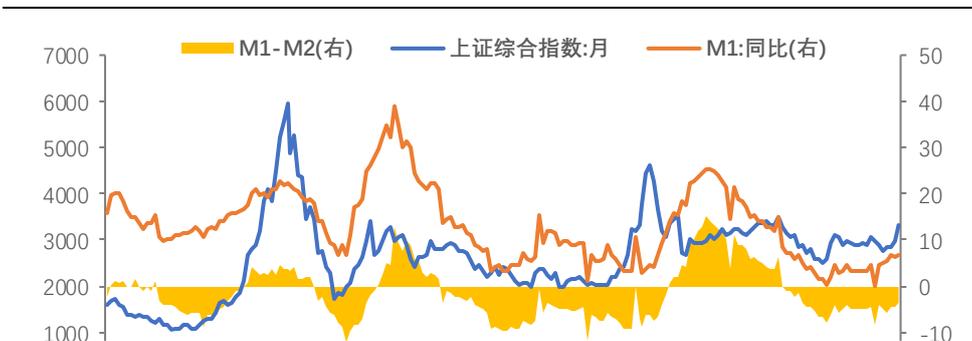
资料来源：WIND，华西证券研究所

M1 与 M2 增速之差与上证指数存在一定正向关系。在两者增速之差达到高点时（2007 年、2010 年、2016 年），上证指数到达阶段性高点。在增速之差到达低点时（2005 年、2009 年、2012-2014 年），指数也处于阶段低点。

由于 M1 增速回升受货币流动性宽松条件和经济活跃度影响，M1 与 M2 增速之差更能体现高流动性货币状况与经济热度，差值水平的正向变化会从流动性和盈利预期两方面增加市场参与股市的意愿。

未来一段时间，M1 与 M2 增速之差有望继续改善，意味着股票市场将大概率维持上行态势。

图 8 M1、M1-M2 同比增速和上证综指 (% 点位)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2835



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>