

## 中国宏观简评

# M1 增长是否会转负？

10月M1同比增速从两年多前的>20%下滑至2.7%。2016年，我们曾探讨了M1快速增长对于再通胀进程的领先意义<sup>1</sup>。而在本报告中，我们分析近期M1快速回落背后的原因、影响，以及潜在的演变路径。

最近公布的M1数据已近乎“0”增长——分项看，主因是企业活期存款增长大幅放缓；其次，政府部门活期存款的增速也明显下降。10月M1同比增速接近历史低点、季调后环比收缩，引发了市场对M1同比增长是否会（首次）转负的讨论<sup>2</sup>（图表1和2）。回头看，随着货币和财政政策退出宽松，2016下半年至2017上半年间M1增速“正常化”，主要反映的是淤积在活期存款中的“在途资金”有所消减（图表3）。然而，随着去年年底以来金融条件猛烈收紧，今年开始M1环比增长几近停滞。如图表3所示，今年M1增速的下降偏离了利率变化所能“解释”的幅度，表明一系列直接消减融资渠道和/或融资需求的行政手段已经明显收紧了企业和政府部门的现金流<sup>3</sup>。M1增速的剧烈变化从一个方面佐证了各项“去杠杆”政策叠加对实体经济的影响<sup>4</sup>。在中国，M1包括企业和政府部门的活期存款，但不包括居民储蓄。虽然企业和政府活期存款在M1各占“半壁江山”，但企业现金流收紧对本轮M1减速的贡献更大、约为2/3。具体看，M1中企业活期存款从2016年2季度32.5%的同比增速一路下滑至今年3季度0.6%的低位，而同期政府的活期存款增速从23.8%放缓至7.9%（图表4）。

我们认为，M1减速反映了去年底来多项政策同时收紧的滞后影响。金融条件与地产政策偏紧的环境下有效利率上升、企业盈利能力下降、地产需求走弱以及地方政府现金流收紧等现象均制约了M1的增长。过去两年中，M1增速的降幅与2009年4季度至2012年1季度期间的降幅类似，但本轮M2增速的波动明显较小（图表1）。我们认为，近年来M1比M2波动更大，主要由于地产销售和地方债发行对M1增长的影响明显上升——这两个因素驱动下，2015-16年间M1增速上行更为猛烈、但此后M1增速的下行幅度也更大。具体看，

- ▶ **工业企业盈利能力下降压低企业现金流及政府税收增长。**国家统计局数据显示，今年9月工业企业利润已从去年初30%以上的同比增速快速回撤至低个位数增长<sup>5</sup>。同时，税收也从年初的双位数增长下降至10月的-5.1%（图表5）。
- ▶ **地产交易额增速下滑是压制企业整体现金流和M1增长的重要因素。**如上所述，在中国M1包括企业部门的活期存款，但不包括居民部门存款。因此，地产交易隐含着M2（居民存款）向M1（企业活期存款）的转移。值得注意的是，目前M1存量约为54万亿元，而过去12个月地产交易额达14.6万亿元、其中40%左右是多以居民存款支付的首付款。鉴于地产交易额增长波动性较高，它对M1增速的影响往往较为显著（图表6）。经济增长减速；叠加史上最严格限购政策、实际房贷利率走高、房贷总量调控等因素的拖累，（3个月移动平均的）商品房销售额已从2016年约40%的同比增速降至目前的低个位数。近期高频数据显示房地产市场景气度快速下行，而这可能进一步抑制M1增长。

接下页

分析员

**易峘**

SAC 执业编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执业编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 英国脱欧：达成 deal，静待周日欧盟峰会投票 (2018.11.23)
- 宏观经济 | 外汇继续流出；降准提升货币乘数仍有空间 (2018.11.22)
- 宏观经济 | 欧盟再度驳回意大利2019年财政预算案 (2018.11.22)
- 宏观经济 | 需求指标继续走弱；国债利率明显下行 (2018.11.19)
- 宏观经济 | 美国多项10月宏观数据偏弱；联储官员表态偏鸽派 (2018.11.18)
- 宏观经济 | 零售增速大幅下滑，基建投资如期回升 (2018.11.14)

- ▶ **近期地方债净发行骤降、压低政府部门现金流增长。**2015年5月开启的地方债置换对推动政府部门现金流改善起到了至关重要的作用<sup>6</sup>。作为当时逆周期调节的措施之一，2015年下半年至2016年上半年期间，地方债月均净融资额达5,320亿元；然而，今年以来这一金额下降至月均不足3,000亿元。随着地方债存量累积，其余额的同比增速已从2016年上半年的300%以上一路放缓至今年10月的27.6%。此外，由于今年地方政府专项债1.35万亿元的配额已在3季度集中发放、而9月后未有新增配额，10月以来地方债发行量骤降，拖累地方政府现金流增长（图表7）。
- ▶ **土地交易降温也对地方政府收入带来了不小的负面影响。**作为地方财政的重要来源，过去12个月土地出让金总额达6.4万亿元。然而，随着地产需求降温、开发商现金流收紧，土地成交也开始放缓（图表8）。高频数据显示，11月至今，100个大中城市土地成交额同比几近腰斩（同比下降42.6%），表明地方政府收入不无压力。

目前名义增长和企业盈利面临进一步下行的压力，如果政策面不果断调整（尤其是财政和地产相关政策），不能排除2019上半年M1增速转负的可能。我们认为，鉴于地产需求、投资以及企业盈利的领先指标均在走弱，M1增长可能继续承压。我们预计未来几个季度名义GDP增速继续放缓、其中PPI下行可能更为明显，这意味着企业利润和政府税收增速均可能持续放缓<sup>7</sup>。同时，近期地产市场景气也开始下行——在“基准”情形下，我们房地产组预计2019年，商品房销售额同比下降10%（今年累积同比增长12.5%）、土地购置费同比下降15%（对比今年政府土地出让金累积同比上升32%）<sup>8</sup>。面对名义增长下行以及其他一系列的挑战，政策调整宜早不宜迟。具体看，如果政策调整能够有效提升企业盈利、提振地产需求、缓和开发商现金流压力、及扩大地方政府融资，M1增长有望得到支撑。我们看来，对重整M1增长行之有效的措施包括调整财政和监管政策以疏通货币政策传导机制<sup>9</sup>，同时，当前更为紧迫的调整或许是适当减免一些对制约地产需求和开发商融资的政策。

企业和政府部门的现金流快速收紧意味着通胀预期和货币流通速度可能有下行压力。因此，稳增长政策亟需更及时有力，以避免陷入增长放缓、资产价格承压、金融风险上升的“负反馈”中。正如我们在之前报告中所分析的，M1增长约领先货币流通速度变化和通胀预期约4-5个季度。鉴于M1增速已经放缓8个季度，货币流通速度可能趋缓（图表9）。同时，目前货币流动速度变化的趋势从另一个方面验证了我们的观点，即政策调整宜早不宜迟，因为若货币流动速度放缓，提振总需求所需的政策调整力度就会更大。从另一角度看，如果不及时引导，物价（包括房价）下行的预期往往会自加速，为未来稳增长和稳市场带来更大挑战。

<sup>1</sup> 请参见我们2016年5月4日发布的中国宏观简评《M1快速增长的启示》。

<sup>2</sup> 自1996M1月度数列开始公布以来，M1增速从未出现过负值。

<sup>3</sup> 我们认为，实体经济“有效”利率水平的上升幅度要远甚于银行贷款利率，更多细节请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观简评《中国应该降息吗？》。

<sup>4</sup> 请参见我们2018年6月19日发布的中国宏观专题报告《静待政策调整|2H2018宏观展望》。

<sup>5</sup> 请参见我们2018年10月27日发布的中国宏观简评《上游利润率下降，下游需求走弱|详解9月工业企业财务数据》。

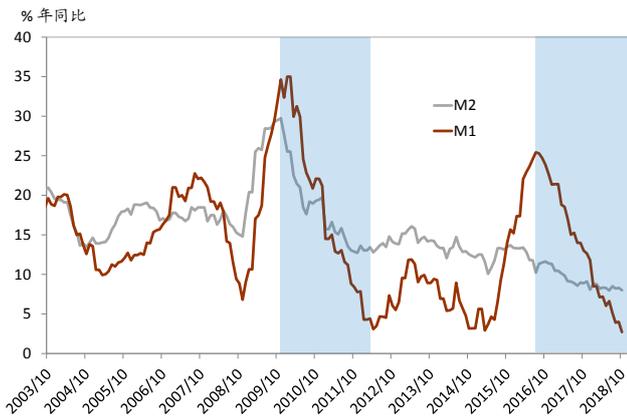
<sup>6</sup> 请参见我们2016年5月4日发布的中国宏观简评《M1快速增长的启示》。

<sup>7</sup> 请参见我们2018年11月11日发布的中国宏观专题报告《内忧外患下宏观走势将如何演变|中国2019年宏观预测》。

<sup>8</sup> 请参见我们房地产组2018年11月12日发布的报告《2019展望：基本面衰退年，政策面修正年，估值面修复年》。

<sup>9</sup> 请参见我们2018年9月18日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”？》。

图表1: 本轮M1增长的“波幅”远大于M2



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表2: M1环比增长几陷停滞, 而同比增速降至“0”附近



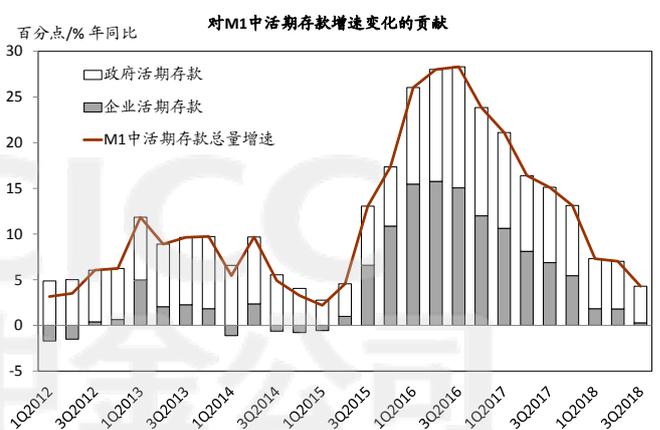
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表3: M1增速相对货币条件变化有一定滞后



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表4: 分项看, M1增速下滑的主因是企业端现金流恶化



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表5: 企业盈利与企业 and 政府部门活期存款的变化高度相关



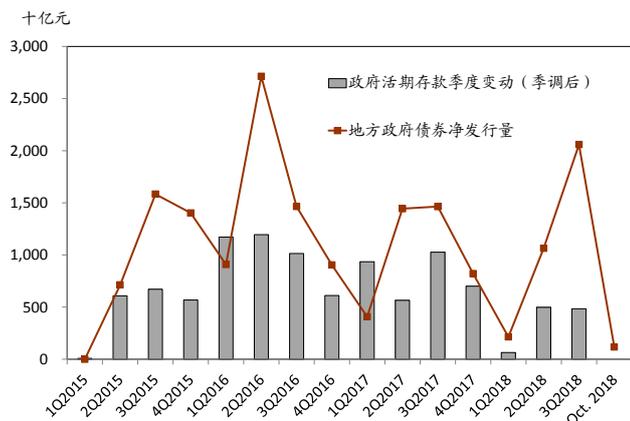
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表6: 在中国, 地产交易对M1增速的影响较大



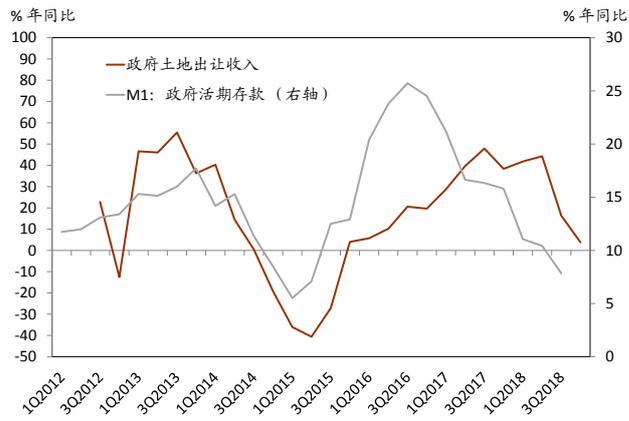
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表7: 地方政府现金头寸一定程度上与地方债净发行量“同涨同跌”



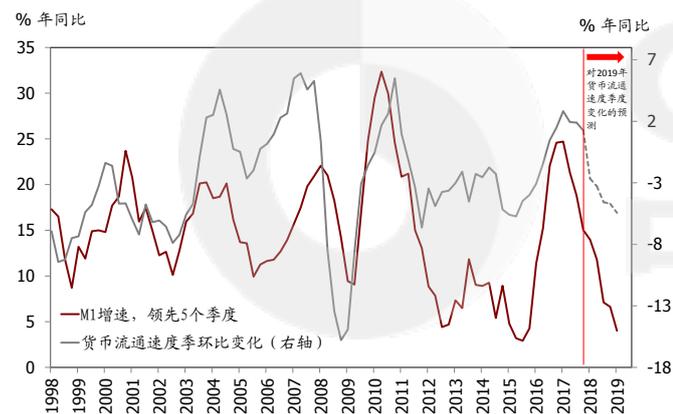
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表8: 土地出让收入是地方政府收入的重要组成部分



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表9: M1增速下降往往预示着货币流通速度趋缓、通胀预期走低



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，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。**

V160908

编辑：张莹

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司