

再论 M1、M2、社融与 GDP 之关系

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 顾楚雨 (联系人)
☎️ : 021-64718888-1308 021-80108144
✉️ : sunfu@stocke.com.cn guchuyu@stocke.com.cn

报告导读

➤ 本文分析了 M1、M2 增速持续低迷之原因，并探讨了 M1、M2、社融与经济增长之关联。

相关报告

投资要点

□ M1 增速或已触底

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。

对于自 2016 年 10 月以来 M1 增速回落，其主要逻辑是：1) 宏观政策转变：货币政策由松转紧、房地产政策收紧，地方政府债务置换体量收缩。2) 供需两弱，实体经济融资体量收缩。非标监管趋严、房地产企业和地方政府融资平台多渠道融资受限，2018 年初以来非标净融资持续为负；微观调研中，制造业企业对前景不甚乐观，融资需求较弱。

当前 M1 增速已处于历史低位，从周期波动律看其再度下探空间已不大，叠加货币政策持续宽松，2019 上半年 M1 增速有望缓慢回升；伴随货币融资增速回升，经济下行压力将会有所缓解、出现企稳。

□ M2 低迷：从结构性去杠杆到经济疲弱

2017 年 M2 增速低迷主要因金融去杠杆下银行与非银金融机构之间业务往来减少、金融体系内部货币派生速度下降；而 2018 年 M2 增速的进一步下降则与实体经济融资规模下降（主要是非标）有关。

□ 广义社融增速与名义 GDP 增速关系更为紧密

社融直接衡量实体部门融资情况，而 M2 是“再次派生”的金融概念，伴随实体部门融资渠道多元化和资金打理方式日益丰富，M2 与经济增长的关系会弱化。伴随宏观杠杆率上行，经济运行的债务成本较高，付息比率提高，社融增速应该适当高于名义 GDP 增速，以维护存量债务局面的延续，特别是公共部门。过去对 M2 增速预测是： $M2 = \text{名义 GDP 增速} + \text{要素货币化系数}$ （主要是土地等），当前宏观经济特征下，对广义社融增速预测是： $\text{广义社融增速} = \text{名义 GDP 增速} + \text{债务偿还系数}$ （利息偿付），目前债务偿还系数估计在 2.5% 左右。

□ 展望：社融现回升，经济渐企稳

2018 年修正之社融同比 9.3%，较上年下降 3.9%，这将拖累 2019 上半年名义 GDP 增速。预计 2019 全年修正之社融同比 9.9%，较 2018 年回升 0.6%。考虑到地方政府专项债提前发行和低基数效应，年内高点或出现在二季度，据此估计 2019 下半年宏观经济将出现企稳。

注：修正之社融（广义社融）= 社融 + 国债 + 一般地方政府债 - 财政存款 + 储备资产占款。

报告撰写人：孙付

数据支持人：顾楚雨

正文目录

1. M1 增速或已触底	3
2. M2 持续走低：从结构性去杠杆到实体疲弱	5
2.1. 银行资金来源角度：与单位活期存款下降有关	5
2.2. 银行信用创造角度：与非标发行量下降有关	6
3. M2 与社融和名义 GDP:背离与回归	7

图表目录

图 1: M1、M2 同比增速 (%)	3
图 2: M1 组成部分与同比 (亿元、%)	3
图 3: 非金融企业和机关团体活期存款占比 (%)	3
图 4: 非金融企业活期存款与商品房销售额累计同比 (%)	4
图 5: M1 与广义社融基本同步, 领先 PMI (%)	4
图 6: M1 增速周期 (%)	5
图 7: 单位活期存款近期降幅较大 (%)	5
图 8: 对其他金融性公司负债同比 (%)	5
图 9: 保险、公募基金、私募基金资金规模 (万亿元)	6
图 10: 信托、基金专户、券商资管资金规模 (万亿元)	6
图 11: 金融机构人民币信贷收支表 (灰色表示纳入 M2 统计范围)	6
图 12: M2 分项占比 (%)	7
图 13: 股权及其他投资增速下降明显 (%)	7
图 14: 贷款分类同比 (%)	7
图 15: M2 与名义 GDP 同比 (%)	8
图 16: 修正之 M2 与名义 GDP 同比 (%)	8
图 17: 未来一年到期信托合计 (亿元)	8
表 1: 一般地方政府债、地方政府专项债发行到期统计 (亿元)	4
表 2: 社融、修正之社融规模预测 (万亿)	8

1. M1 增速或已触底

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 M0、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。

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

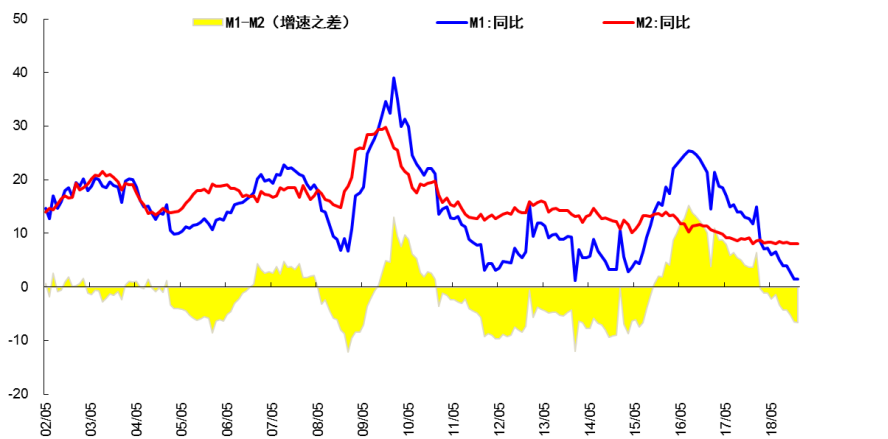
历史地看，M1 增速的波动幅度较 M2 大，且呈现明显周期性，这与 M1 统计所包含的货币属性有关——短期性、与经济金融交易和债务清偿活动关系最为紧密。最近一轮 M1 的运动周期始于 2015 年 3 月，延续至今（2018 年 12 月）；其中，2015,3-2016,9 为上升期（增速变化：从 2.9% 上升至 24.7%），2016,10 至今为下降期（增速变化：从 24.7% 下降至 1.5%）。2018 年 11-12 月，M1 增速降至 1.5%，为历史极低水平。另外，截止 2018 年 12 月非金融企业活期存款占其全部存款比重跌至 42.1%，较上年同期下降 1.7%；机关团体活期存款占其全部存款比重跌至 80.8%，较上年同期下降 3.8%。

研报“M1 高增速原因及影响”（孙付，2016,7,24）详细分析了 M1 上升阶段，指出：

1，本轮 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。

2，鉴于驱动本轮 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 年下半年 M1 增速有望逐步回落。

图 1：M1、M2 同比增速（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 2：M1 组成部分与同比（亿元、%）

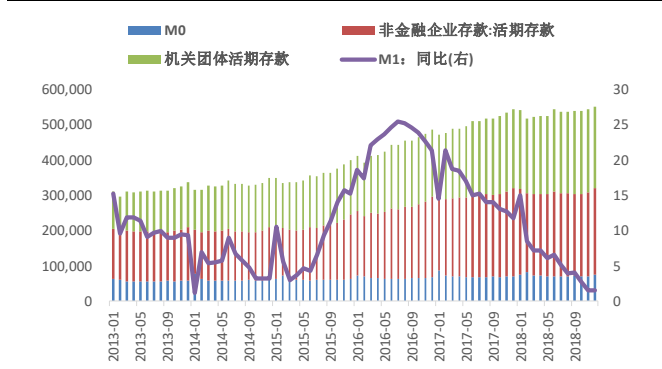
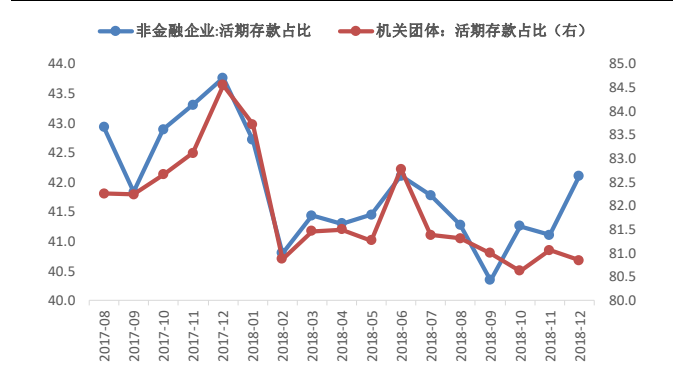


图 3：非金融企业和机关团体活期存款占比（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

资料来源：WIND、浙商证券研究所

对于自 2016 年 10 月以来 M1 增速回落，其主要逻辑是：

1, 宏观政策转变：货币政策由松转紧、房地产政策收紧，地方政府债务置换体量收缩。

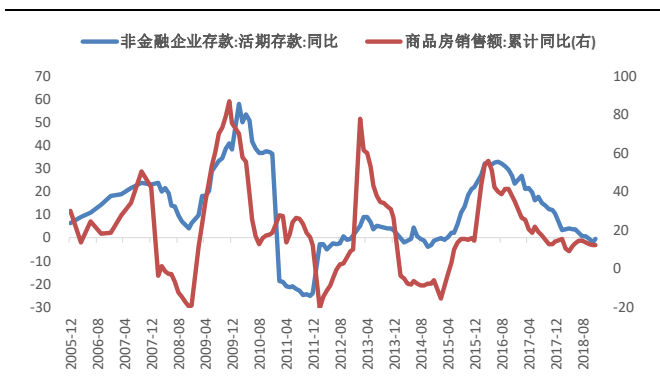
房地产销售：2016 年以来房地产销售额累计同比持续下降，居民存款向房地产企业存款转移速度放缓；同时企业回款变慢，土地购置、建安投资等开发投资增速亦下行，经营活动活跃度降低，拖累活期存款增速。观察 2005 年至今非金融企业活期存款与商品房销售额同比，两者相关性较强、基本同步变动。

地方政府债发行：2016 年为地方政府债务置换高峰，一般地方政府债、地方政府专项债发行额分别达 3.5、2.5 万亿元，且发行主要集中在上半年；2017-2018 年，一般地方政府债以及地方政府专项债总发行量较 2016 年均有所下降，债务偿还的“在途资金”体量收缩。

2, 供需两弱，实体经济融资体量收缩。非标监管趋严、房地产企业和地方政府融资平台多渠道融资受限，2018 年初以来非标净融资持续为负；微观调研中，制造业企业对前景不甚乐观，融资需求较弱。

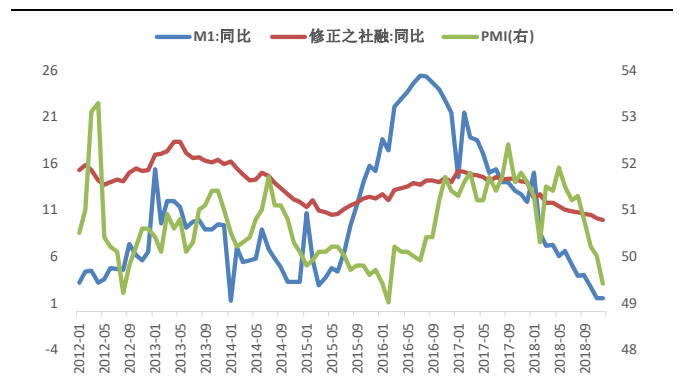
M1 代表实体企业和机关团体现金流情况，从历史数据看，通常同步于融资周期。2017 年初以来，计入国债和一般地方政府债之后的广义社融同比增速持续下行，带动 M1 增速从高位快速回落；和社融、M2 类似，M1 对实体经济亦有一定领先性，大约领先房地产固定资产投资和工业增加值累计同比 1-2 个季度。

图 4：非金融企业活期存款与商品房销售额累计同比（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：M1 与广义社融基本同步，领先 PMI（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

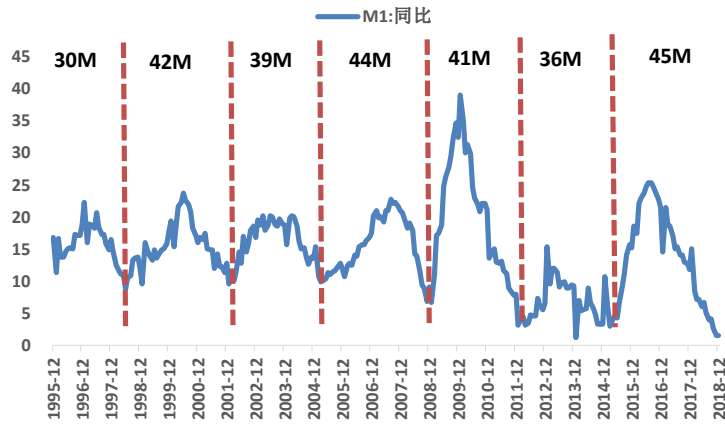
表 1：一般地方政府债、地方政府专项债发行到期统计（亿元）

	2015	2016	2017	2018
一般地方政府债				
债券发行	28607	35495	23619	22192
债券发行：新增	5000	7662	-	-
债券发行：置换+再融资	23607	27677	-	-
债券到期	1714	2437	-	-
期末存量	38516	71420	92625	-
地方政府专项债				
债券发行	9744	25119	19962	19460
债券发行：新增	1000	4037	-	-
债券发行：置换+再融资	8744	21082	-	-
债券到期	0	0	-	-
期末存量	9743	34862	54824	-

资料来源：财政部网站、浙商证券研究所

当前 M1 增速已处于历史低位，从绝对水平和 M1 自身波动周期角度看其再度下探空间已不大，叠加货币政策持续宽松，2019 上半年 M1 增速有望缓慢回升；伴随货币融资增速回升，经济下行压力将会有所缓解、出现企稳。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。此轮 M1 增速周期始于 2015 年 3 月，截止 2018 年 12 月已持续 45M、长于其它几轮周期。

图 6: M1 增速周期 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

2. M2 持续走低: 从结构性去杠杆到实体疲弱

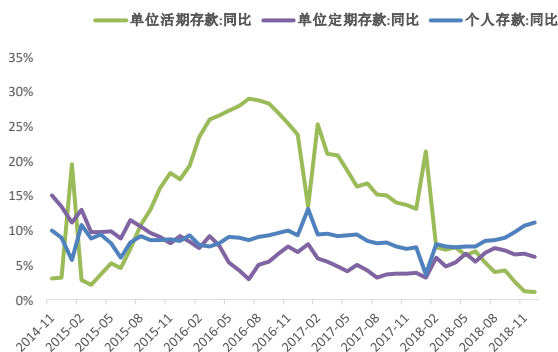
2018 年 M2 增速中枢为 8.3%，较 2017 年中枢 (10.2%) 进一步下探。2017 年 M2 增速低迷主要因金融去杠杆下银行与非银金融机构之间业务往来减少、金融体系内部货币派生速度下降；而 2018 年 M2 增速的进一步下降则与实体经济融资规模下降 (主要是非标) 有关。

2.1. 银行资金来源角度: 与单位活期存款下降有关

根据央行公布的“其它存款性公司资产负债表”，商业银行负债端中纳入 M2 统计范畴的主要有 3 大类：单位存款 (活期、定期)、个人存款、对其他金融性公司负债 (绝大部分)。

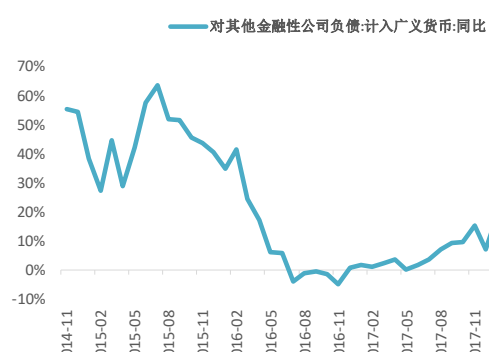
分项来看，2018 年初以来 M2 增速低迷，主要是单位活期存款同比增速降幅较大；单位定期存款和个人存款同比增速较为稳健；对其他金融性公司负债同比小幅回落。所以，M2 增速回落主要受 M1 增速下降牵引所致，反映的是房地产景气的回落和经济需求走向疲弱。

图 7: 单位活期存款近期降幅较大 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图 8: 对其他金融性公司负债同比 (%)

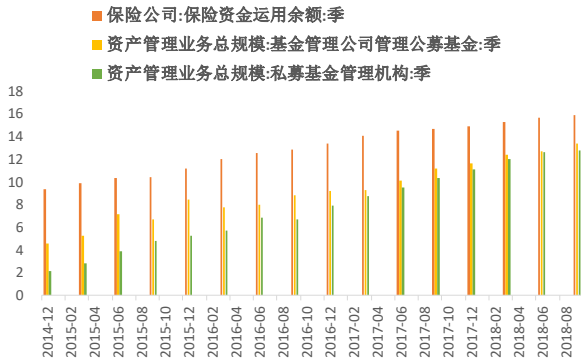


资料来源: WIND、浙商证券研究所

单位活期存款 (+) 降幅较大，与社融增速放缓下货币派生速度减慢有关。截止 2018 年 12 月，单位活期存款存量同比增速仅 1.1%，较去年同期 13.1% 的增速大幅下降。

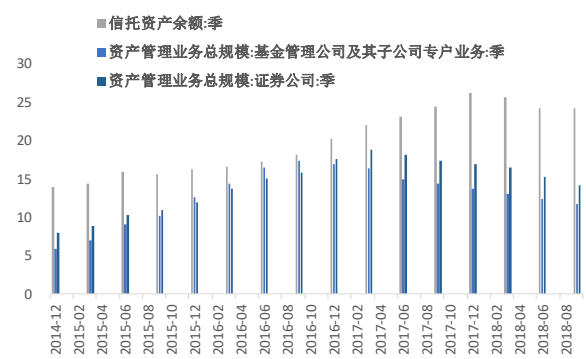
金融去杠杆接近尾声及低基数效应下，对其他金融性公司负债(+)低位回升。对其他金融性公司负债主要是非银金融机构资管产品银行存款，WIND 数据显示 2018 年前三季度，各类资管机构产品规模涨跌不一，但总体好于 2017 年。具体而言，保险、公募基金、私募基金资管产品规模有所增长，信托、基金专户、券商资管产品规模则有所下降。

图 9：保险、公募基金、私募基金资金规模（万亿元）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 10：信托、基金专户、券商资管资金规模（万亿元）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2.2. 银行信用创造角度：与非标发行量下降有关

根据央行公布的金融机构人民币信贷收支表¹，银行资金来源分为四大类：各项存款、金融债券、流通中货币、其它；资金运用也分为四大类：各项贷款、证券投资、储备资产占款、在国际金融机构资产。“其它资金来源”是轧差项，主要包括“借款及非银金融机构拆入”、“卖出回购资产”、“其它负债-其它资产”等。

图 11：金融机构人民币信贷收支表（灰色表示纳入 M2 统计范围）

资金运用：	资金来源：
各项贷款	各项存款
证券投资	住户存款
债券投资	非金融企业及机关团体存款
股权及其它投资	非存款类金融机构存款
投向非标、公募基金等	财政性存款
...	其它存款
储备资产占款	金融债券
中央银行外汇占款	流通中货币
黄金占款	其它（轧差项）
在国际金融机构资产	借款及非银行业金融机构拆入
	卖出回购资产
	其它负债-其它资产

资料来源：央行网站、浙商证券研究所

将信贷收支表进行变形，得到银行信用创造角度的 M2 统计范畴：

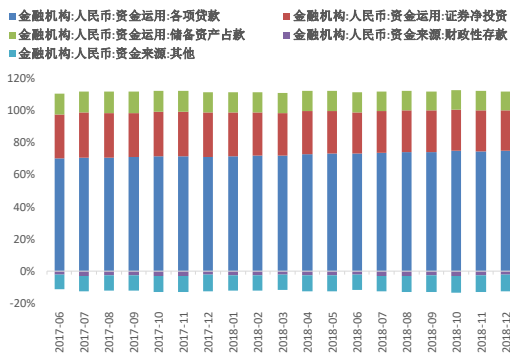
$M2 = \text{各项贷款} + \text{证券净投资} (\text{债券投资} - \text{金融债券发行} + \text{股权及其它投资}) + \text{储备资产占款} (\text{外汇占款} + \text{黄金占款}) - \text{财政性存款} - \text{其它资金来源} (\text{轧差项})$

分项来看，2018 年初以来 M2 增速持续低迷，主要是股权及其它投资同比降幅较大，同时人民币持续贬值，储备资产占款同比增速亦明显下行；除此之外，贷款占资金运用比重明显提升，债券净投资比重亦回升明显。

股权及其它投资 (+) 降幅较大，可能与非标发行规模萎缩较大有关。股权及其它投资统计商业银行投资非标以及基金等的资金体量，其同比增速最近两年持续下跌，从 2016 年 12 月的 63.7% 下降至 2018 年 12 月的 -9.4%。2017 年，该项资金规模同比持续下跌，可能是金融去杠杆、商业银行减少与非银金融机构业务往来规模；2018 年该项资金规模同比继续下跌，主要与非标发行规模萎缩幅度较大有关。

¹ 参见前期报告《揭开 M2 与社融和 GDP 增速背离之谜》

图 12: M2 分项占比 (%)

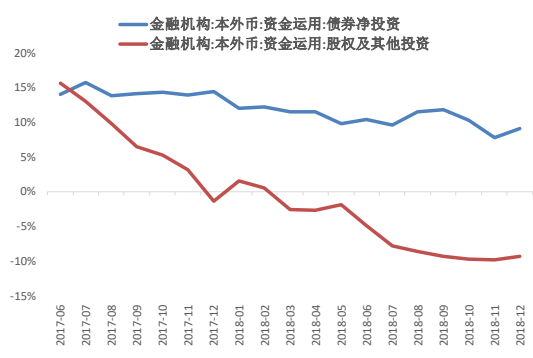


资料来源: WIND、浙商证券研究所

贷款投放(+)方面,其存量占 M2 比重持续上升,与 1-12 月信贷数据稳健增长趋势保持一致。分项来看,非金融企业及机关团体贷款增速较为稳定,住户短期贷款增速上行幅度较大;受房地产调控影响,住户中长期贷款同比增速持续下降。2018 年 12 月居民中长期贷款存量同比增速 17.1%,较 2017 年 1 月 31.4%的增速持续下降。

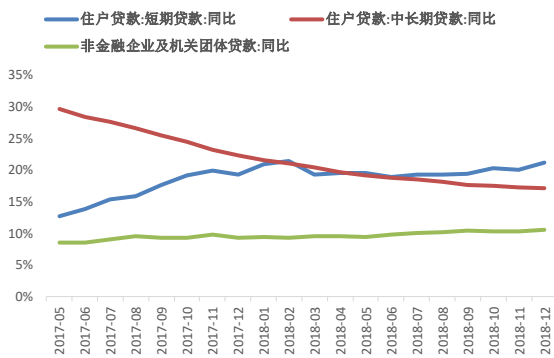
债券净投资(+)方面,其增速 2017 年下降较为明显,2018 年初以来有所企稳,存量同比维持在 10%-11%左右。2018 年 7 月-9 月略有回升,与当时地方政府专项债发行放量有关。

图 13: 股权及其他投资增速下降明显 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图 14: 贷款分类同比 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

3. M2 与社融和名义 GDP:背离与回归

预计未来一段时间, M2 和名义 GDP 波动趋势将回归一致。2016-2017 年期间,受金融去杠杆影响, M2 同比与名义 GDP 同比²出现背离,名义 GDP 同比呈先上行-后下行的倒 V 走势,而 M2 同比震荡下行;2018 年以后,金融体系内部货币派生对 M2 的影响减弱, M2 增速进一步下探主要受实体经济融资规模下降(主要是非标)所致,名义 GDP 同比亦开始逐渐下行,预计未来两者的波动趋势将趋于一致,这意味着 M2 对经济的指示意义将会有所提高。

修正之社融与名义 GDP 相关性更强,前者领先后者 2-4 个季度。根据前期研究,我们在旧口径社融基础上进行完善,提出“修正之社融”指标。 $\text{修正之社融} = \text{社融} + \text{国债} + \text{一般地方政府债}^3 - \text{财政存款} + \text{储备资产占款}$ 。2017 年初以来,修正之社融同比逐渐下行,与名义 GDP 走势基本一致。

2018 年修正之社融同比增速 9.3%,较上年下探 3.9%,将拖累 2019 上半年名义 GDP 增速;预计 2019 全年修正之社融同比增速 9.9%,较 2018 年回升 0.6%。考虑到地方政府专项债提前发行和基数效应,年内高点或出现在二季度,据此估计 2019 下半年宏观经济将出现企稳,但具体情况仍取决于后续房地产和基建相关政策。分项来看:

² 名义 GDP 同比=实际 GDP 同比+GDP 平减指数

³ 根据中债登公布的“债券托管量:地方政府债”,从中减去地方政府专项债存量余额,得到一般地方政府债存量余额。

决策层出台多项政策鼓励对民营企业信贷投放，但 2018 年二季度以来商业银行资产质量有所下降，此外实体企业和居民融资需求较为一般，预计 2019 年全年新增人民币贷款 15 万亿，较 2018 年下降 4.5% 左右；

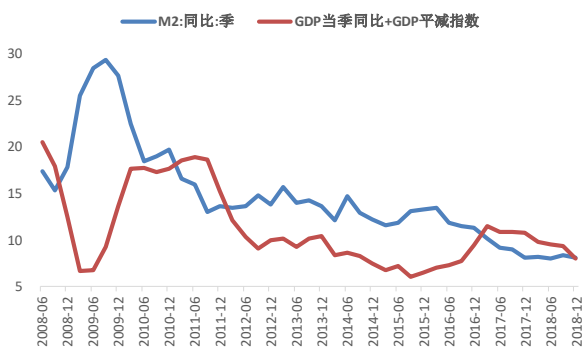
在隐性债务约束和融资渠道切换下，融资平台信贷融资将会下降，专项债融资将会增长；

伴随科创板推出，预计股票净融资约 5000 亿元；

非标融资分化较大。近期数据显示未贴现银行承兑汇票逐步回暖，供给方面可能反映银行负债端存在压力，通过承兑汇票的保证金获取企业存款。需求方面，近期票据融资利率下行幅度较大，而信贷利率调整相对滞后，企业有较强动力通过票据进行融资，预计 2019 年这一趋势仍将延续。除此之外，信托业协会公布数据显示 2019 年 1-9 月到期信托总金额仍较大，近 4 万亿，与 2018 年同期基本相当。所以，信托贷款和委托贷款净融资大幅好转空间较为有限。

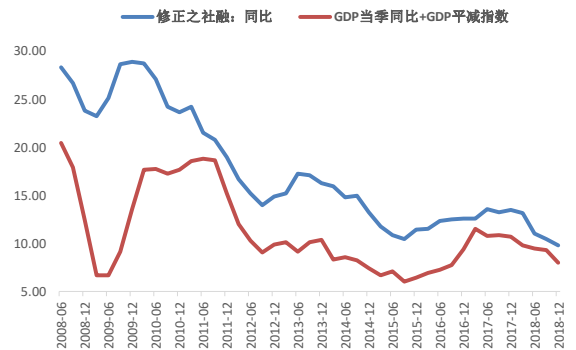
相较 M2 增速，广义社融（修正）增速与名义 GDP 增速关系更为紧密，因为社融直接衡量实体部门融资情况，而 M2 是“再次派生”的金融概念，伴随实体部门融资渠道多元化和资金打理方式日益丰富，M2 与经济增长的关系会弱化。伴随宏观杠杆率上行，经济运行的债务成本较高，付息比率提高，社融增速应该适当高于名义 GDP 增速，以维护存量债务局面的延续，特别是公共部门。过去对 M2 增速预测是： $M2 = \text{名义 GDP 增速} + \text{要素货币化系数}$ （主要是土地等），当前宏观经济特征下，对广义社融增速预测是： $\text{广义社融增速} = \text{名义 GDP 增速} + \text{债务偿还系数}$ （利息偿付），目前债务偿还系数估计在 2.5% 左右。

图 15: M2 与名义 GDP 同比 (%)



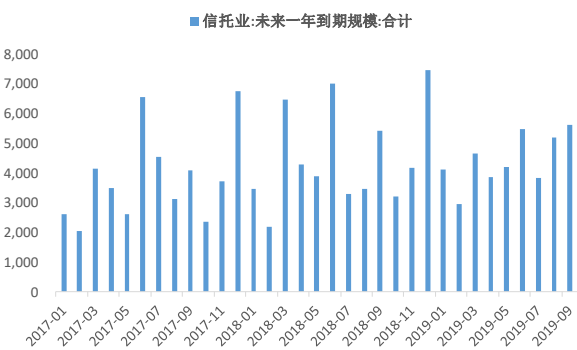
资料来源: WIND、浙商证券研究所

图 16: 修正之 M2 与名义 GDP 同比 (%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图 17: 未来一年到期信托合计 (亿元)



资料来源: 信托业协会、浙商证券研究所

表 2: 社融、修正之社融规模预测 (万亿)

	2017	2018	2019 (E)
新增人民币贷款	13.8	15.7	15
新增非标	3.6	-2.9	0
新增企业债	0.4	2.5	3
新增境内股票融资	0.9	0.4	0.5

新增地方政府专项债	2	1.8	2.5
新增其它融资	-	0.3	0.4
存量社融	182.9	200.7	222.1
存量社融同比	-	9.8%	10.6%
新增国债	1.4	1.5	1.4
新增一般地方政府债	2.1	1.5	1.2
新增其它融资	-1	-0.2	0
存量修正之社融	222.7	243.3	267.3
存量修正之社融同比	13.2%	9.3%	9.9%

资料来源：WIND、浙商证券研究所

注释：根据财政部公布数据，2017、2018 年地方政府债券余额分别为 147448、180711 亿元，据此估计 2018 年地方政府债券净发行 33263 亿元，扣减社融中公布的 2018 年地方政府专项债净融资额 17851 亿元，2018 年一般地方政府债净融资额为 15412 亿元。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>