

M1 周期变化的三大指示意义

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：

► M1 增速的周期特征

1996 年以来 M1 增速已经历 8 个周期，周期长度约 30-45 个月。前四轮周期（1996-2009 年）波幅较为稳定，后四轮周期（2009-2021 年）呈现峰值回落、波幅收窄态势。

► 为什么当前 M1 增速较为缓慢

2022 年 2 月至 2023 年 6 月，M1 增速基本在 5%-6%，低位波动。

首先，在需求不足、订单转弱下，企业预期悲观，通过增加定期存款（窖藏货币）以获取固定收益，而不愿意保持资金的流动性以寻求交易和投资机会，导致了非金融企业定期存款同比增速稳定而活期存款增速较低，较多资金流向了“准货币”。

其次，房地产行业金融属性强、且上下游产业链长，其景气状态对高流动性的活期资金影响较大。房屋新开工面积和商品房销售金额增速走低，M1 增速随之下行并呈现低增速状态。

► M1-M2 增速差的三大指示意义

1) 反映市场预期和经济活跃度：M1-M2 增速差为负且负值加大，表明微观主体对未来预期较为悲观，缺乏需求扩张动力，经济活跃度较低。

2) 对企业盈利具有领先性：M1 增速领先 PPI 约 10-12 月，M1-M2 增速差领先工业企业利润增速约一个季度。

3) 与股市趋势变化上比较吻合。

► 展望

伴随一揽子逆周期政策落地生效，M1 增速有望出现回升（峰值不会很高），M1-M2 增速差的负值将收窄，企业盈利将改善，对股市形成利好。

风险提示：经济出现超预期波动。

正文目录

1. M1 的构成与周期特征	3
2. 为什么当前 M1 增速较为缓慢	3
3. M1-M2 增速差的指示意义	5
3.1. M1-M2 增速差反映市场预期和经济活跃度	5
3.2. M1、M1-M2 增速差对企业盈利的领先性	5
3.3. M1-M2 增速差对股市的指示效应	6
4. 风险提示	6

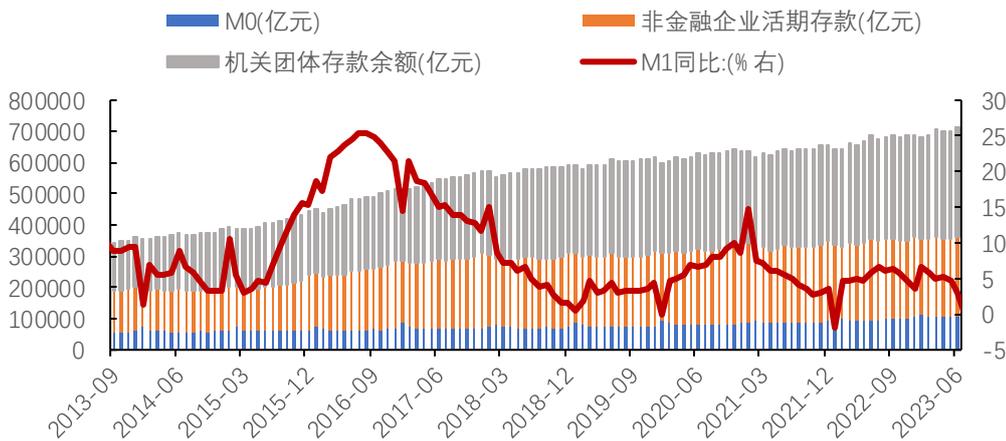
图表目录

图 1 M1 组成部分与同比 (亿元、%)	3
图 2 M1 增速周期 (%)	3
图 3 M1 拉动因素 (%)	4
图 4 非金融企业活期与定期存款 (%)	4
图 5 房屋新开工面积与 M1 增速 (%)	4
图 6 商品房销售增速与 M1 增速 (%)	4
图 7 M1、M2 及 M1-M2 增速差 (%)	5
图 8 M1 领先 PPI 约 10-12 个月	6
图 9 M1-M2 增速差领先工业企业利润约一个季度 (%)	6
图 10 股市趋势与 M1-M2 增速差 (%)	6

1. M1 的构成与周期特征

M1 代表了现金与单位活期存款之和，与经济运行联系最为紧密，M1 增速的变化有较强周期性，对经济运行态势有较强指示意义。

图 1 M1 组成部分与同比 (亿元、%)



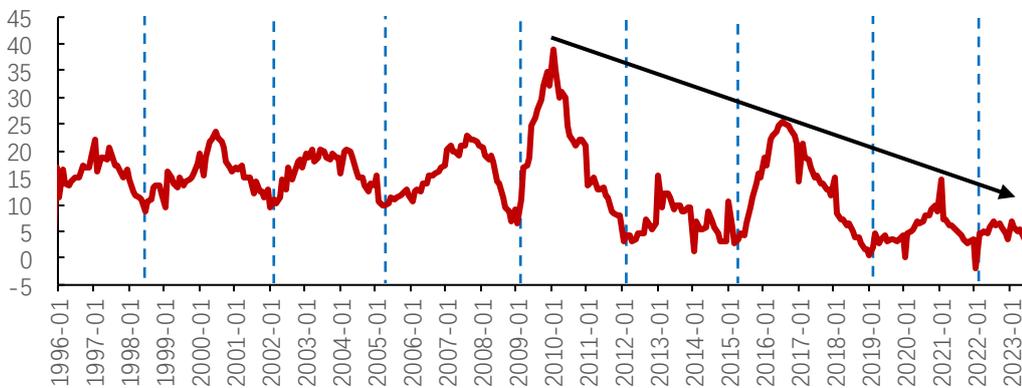
资料来源：WIND、华西证券研究所

1996 年以来 M1 增速变化已经历 8 个完整周期，周期长度约在 30-45 个月不等。2022 年 1 月 M1 增速为 -1.9%，达到底部后有所回升，开启新一轮周期，2023 年 6 月为 3.1%，此轮周期已历时 18 个月。

回顾历史，前四轮 M1 周期（1996-2009 年）增速波动幅度较为稳定，基本维持在 10%-25% 之间。为应对 2008 年金融危机，一系列经济刺激政策将 M1 增速推至顶峰（2010 年 1 月，增速 39%）。后四轮周期（2009-2021 年）整体呈现峰值回落、波幅收窄的态势。当前 M1 增速处于回升阶段但增幅较缓。

我们预计未来 M1 增速仍将缓慢回升但周期峰值可能不会太高。

图 2 M1 增速周期 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 为什么当前 M1 增速较为缓慢

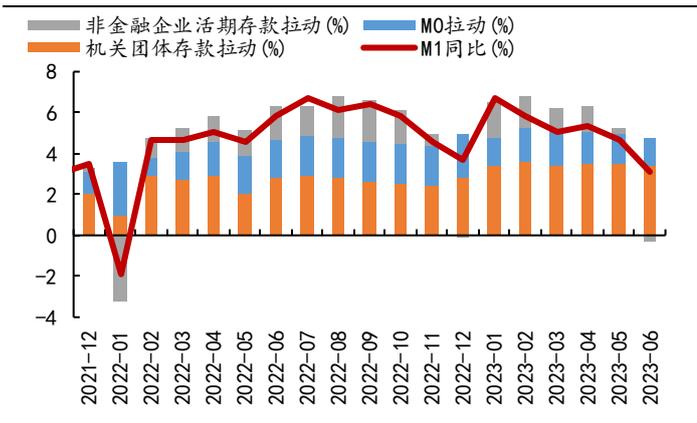
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2022年2月至2023年6月，M1增速基本在5%-6%，低位波动。

非金融企业活期存款增速较低。分析M1各组成部分，其中，M0（流通中的现金）和机关团体存款增速拉动较为稳定，而非金融企业的活期存款增速拉动偏弱、甚至为负。例如，2023年6月非金融企业活期存款为25.9万亿元，较2022年的26.1万亿元有所回落。

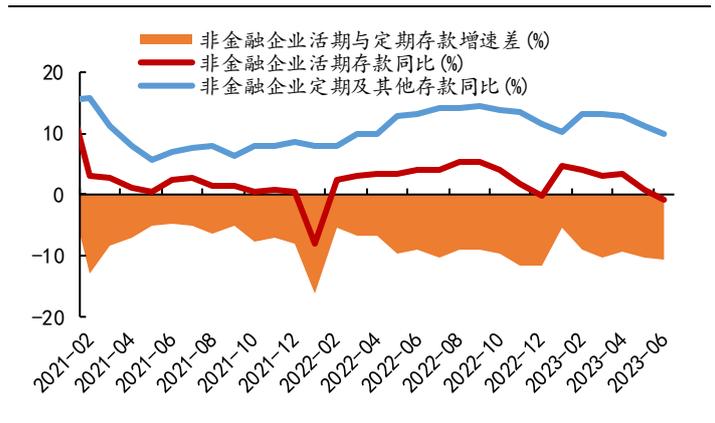
首先，在需求不足、订单转弱下，企业预期悲观，通过增加定期存款（窖藏货币）以获取固定收益，而不愿意保持资金的流动性以寻求交易和投资机会，导致了非金融企业定期存款同比增速稳定而活期存款增速较低，较多资金流向了“准货币”。

图3 M1 拉动因素(%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

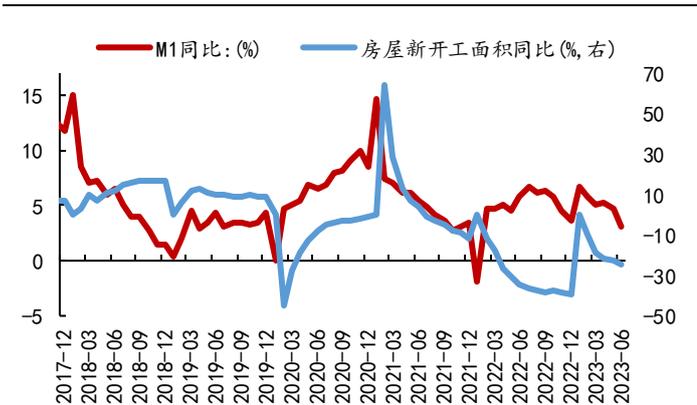
图4 非金融企业活期与定期存款(%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

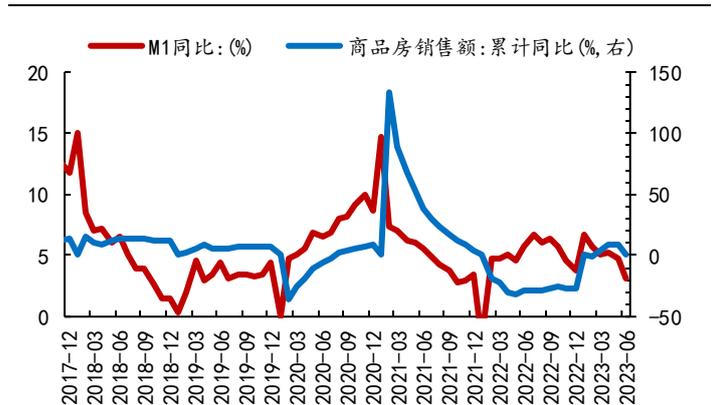
其次，房地产行业金融属性强、且上下游产业链长，其景气状态对高流动性的活期资金影响较大。2021年以来，房屋新开工面积和商品房销售额累计同比均持续走低，M1增速随之下行并呈现低增速状态。在“房地产供需关系新形势下”，政策逐步优化，促进刚需和改善性需求，伴随政策效果显现，M1增速有望获得一定支持。

图5 房屋新开工面积与M1增速(%)



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

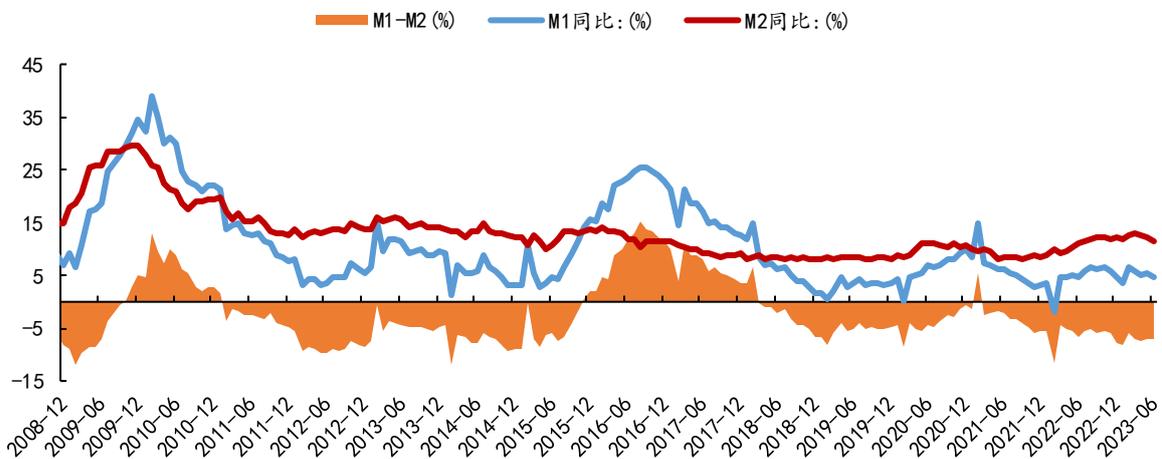
3. M1-M2 增速差的指示意义

3.1. M1-M2 增速差反映市场预期和经济活跃度

M1-M2 增速差既反映市场对未来经济前景的预期，也是资金活跃度的重要测度指标。M1-M2 增速差为正且持续扩大，表明微观主体对未来预期较为乐观，有较强的需求扩张动能；而 M1-M2 增速差为负且负值加大，则表明微观主体对未来预期较为悲观，缺乏需求扩张动力，经济活跃度较低。

2022 年至 2023 年 6 月，M1-M2 增速差为负且持续有所加大，表明市场预期偏弱，经济动能不足。其中原因在上面章节我们已做了原因分析。2023 年 6-7 月，中国陆续出台一揽子经济刺激政策，伴随政策落地生效，预计后续 M1-M2 增速差的负值将有所收敛。

图 7 M1、M2 及 M1-M2 增速差 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

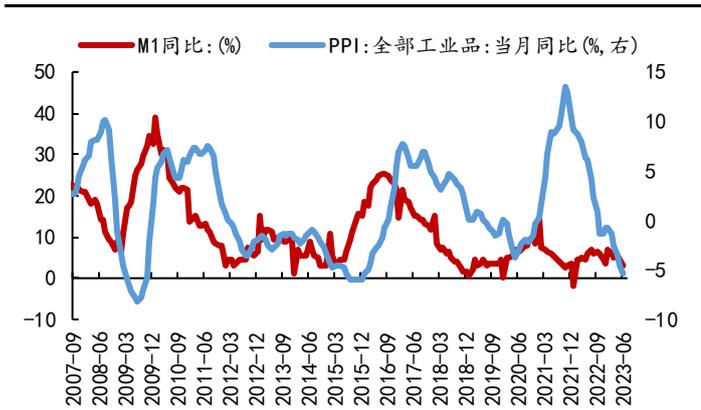
3.2. M1、M1-M2 增速差对企业盈利的领先性

首先，M1 增速领先 PPI 约 10-12 月，而 PPI 是工业企业盈利状况的价格代表指标。

其次，M1-M2 增速差领先工业企业利润增速约一个季度。2022-2023, 6, M1-M2 增速差与工业企业利润增速均呈现下降趋势。

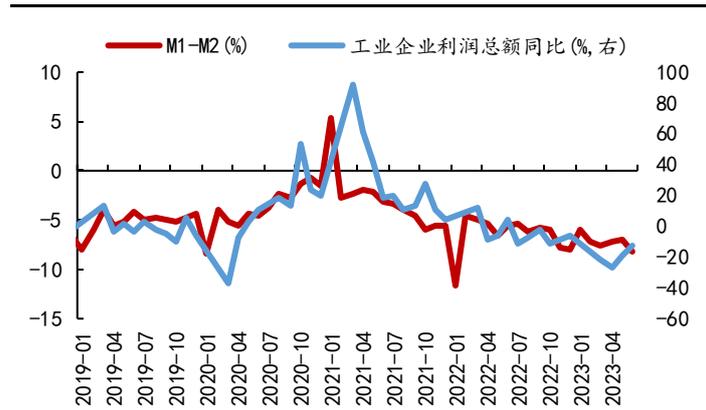
如果后续政策效果显现，经济活跃度提升，M1 增速回升、M1-M2 增速差收窄，企业盈利将相应改善。

图 8 M1 领先 PPI 约 10-12 个月



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 9 M1-M2 增速差领先工业企业利润约一个季度(%)

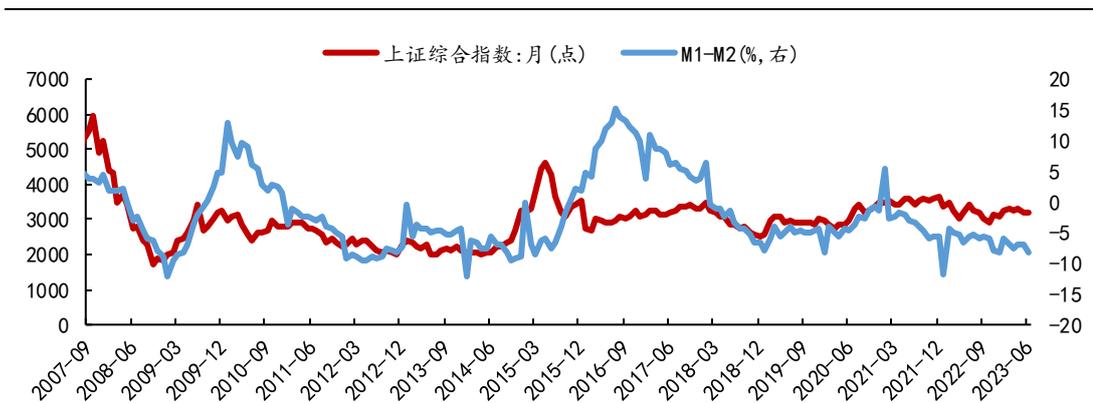


资料来源：WIND、华西证券研究所

3.3. M1-M2 增速差对股市的指示效应

上证指数与 M1-M2 增速差在趋势变化上比较吻合。其逻辑在于，预期改善、经济活跃度上升下，居民财富配置股票的意愿会提高；反之亦然。如果未来 M1 增速回升、M1-M2 增速差收窄，股市有望较好表现。

图 10 股市趋势与 M1-M2 增速差 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 风险提示

宏观经济出现超预期波动，比如疫情反复、中美贸易摩擦出现超预期的变化，将对相关经济指标预测带来不确定性。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。