

M1：今年国内宏观的核心变量

2024年04月06日

- **为什么说 M1 是今年国内宏观的核心变量？一客观，二有效，三有变数。**我们对 M1 的解释框架进行了重要更新，并且给出了今年 M1 水平的情景预测，结果指向在今年既定政策空间用好用足的情况下，M1 增速有可能在季度-半年的时间维度上出现反弹。这意味着，如果股债市场的交易风格较为拥挤，M1 的边际变化可能会带来不同的经济和市场预期。
- **关于 M1 解释框架的更新：**2017 年以来，房地产对 M1 的解释力显著下降，广义财政的解释力显著提升，再将居民存款结构和委托贷款纳入框架，对 M1 的解释力达到 95%。因此，当前 M1 是集广义财政、居民行为、房地产、影子银行于一身的综合性指标，是描述大基本面走势的有益指标。
- **关于 M1 的分情景定量预测：**今年 M2 增速回落不会否定 M1 增速的阶段性回升。按三种情景估算，在既定的宏观政策空间用好用足的情况下，M1 增速当前处于底部区间，今年有机会出现阶段性回升，且回升弹性会比较温和。
- **关于 M1 前景对市场的映射：**方向上，如果 M1 增速在季度-半年的时间维度里止跌企稳-温和回升，股市的基本面因素会比过去 2-3 年更积极，长端利率面临逆风；风格上，M1 增速企稳回升的阶段，大小盘风格会比过去 3 年更均衡；节奏上，考虑到 M1 的弹性潜力比较温和，反弹大概率不会贯穿全年，财政支出加速阶段最有可能提振 M1，因此把握财政节奏是今年资本市场的重要宏观命题。
- **风险提示：**地方隐性债务化解力度和节奏不确定，M1 对市场的映射力度减弱

**分析师 赵宏鹤**

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

相关研究

- 国内经济高频周报：3月第4周：应该如何描述当前的经济状态？-2024/04/02
- 2024年3月PMI数据点评：PMI超季节性回升意味着什么？-2024/03/31
- 全球大类资产跟踪周报：内外共振，金价再创历史新高-2024/03/30
- 宏观事件点评：如何理解在公开市场操作中逐步增加国债购买-2024/03/28
- 国内经济高频周报：3月第3周：经济的结构特征愈发显著-2024/03/25

目录

1 M1 解释框架的重要更新	4
2 M1 的分情景定量预测.....	6
3 M1 前景对市场的映射.....	7
4 风险提示	9
插图目录	10

为什么说 M1 是今年国内宏观的核心变量？一客观，二有效，三有变数。

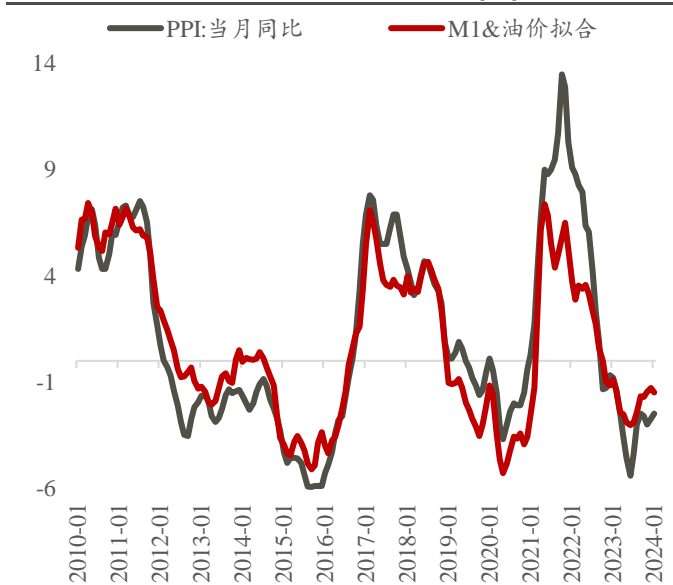
受政策直接影响较小是为客观。M1 80%以上是企业活期存款，存款结构主要是企业自发选择的结果，微观经济活跃度提升必然伴随企业存款活期化。除了 2022 年的大规模留抵退税，过往政策很少会直接影响企业存款结构。

有效性建立在客观的基础之上。近几年，经济结构和政策逻辑的演变导致许多规律性指标有效性减弱，M1 则保持了与实体经济和资本市场的双重紧密联系。例如，M1（内）和油价（外）对 PPI 需求侧的解释力保持在较高水平，M1 与沪深 300、大小盘超额收益的相关性也长期稳健。

因此，M1 是难得的既客观又有效的宏观指标，是连接宏观和市场的桥梁。

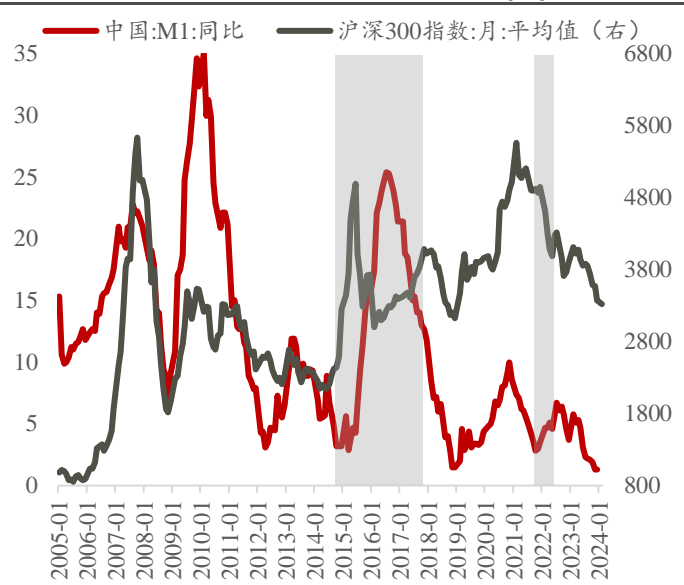
M1 的变数来自哪里？M1 增速已经回落了 3 年，今年 2 月录得 1.2%的历史低位，时间和空间都处于极致水平。我们对 M1 的解释框架进行了**重要更新**，并且给出了今年 M1 水平的情景预测，结果指向在今年既定政策空间用好用足的情况下，M1 增速有可能在季度-半年的时间维度上**出现反弹**。这意味着，如果股债市场的交易风格较为拥挤，M1 的边际变化可能会带来**不同的经济和市场预期**。

图1：M1 和油价可以很好的拟合 PPI (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：M1 与沪深 300 的相关性长期稳健 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

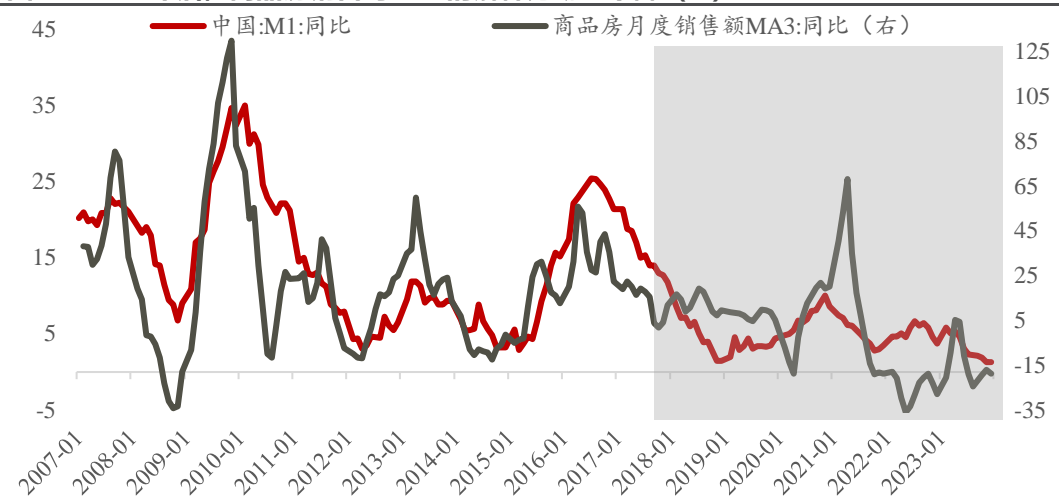
1 M1 解释框架的重要更新

经济结构和政策逻辑演变虽然没有令 M1 失效，却改变了 M1 的主导因素。

2007-2017 年，商品房销售额对 M1 的解释力¹接近 50%。这是一段房地产驱动经济周期的经典时代，按照“前融-拿地-开工/开发贷-预售-回款-施工-竣工”的模式，地产链杠杆高、链条长，只要销售抬升，庞大链条上的各个环节就会先后活跃起来。因此，这一时期的 M1 弹性高、对经济的领先性强。

2017 年以来，商品房销售额对 M1 的解释力下降至 15%。这一时期，房地产的经济贡献度逐渐下降，行业行为模式也被重塑，销售与地产链活跃度的映射被削弱。2018 年，房地产融资持续收紧，房企为争取销售回款、改善现金流，实行“多开工、强推盘、多预售、慢施工”的高周转策略，导致销售强而施工弱，几年后的交楼风波就此埋下伏笔。2021 年，针对房企的预售资金监管加强，保障了购房者权益，也让预售制的杠杆效应进一步大幅下降。

图3：2017 年后，商品房销售对 M1 的解释力明显下降 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

这一时期，“政府债券增速+城投债余额增速+居民存款定期化速度+商品房销售额+委托贷款增速”五个指标对 M1 的解释力合计达到 95%，其中“政府债券+城投债”两个指标的解释力超过 80%。具体来看：

广义财政对 M1 的影响力显著提升。随着近年经济内生动能减弱，财政对经济边际走势的影响力上升。财政收入是顺周期的，从收入到支出主要是存量再分配；政府债务是逆周期的，可以依托政府信用创造纯增量。2017 年以来，政府债券在社融的比重持续提升，同时期表外融资比重持续回落、直接融资比重缓慢下降。

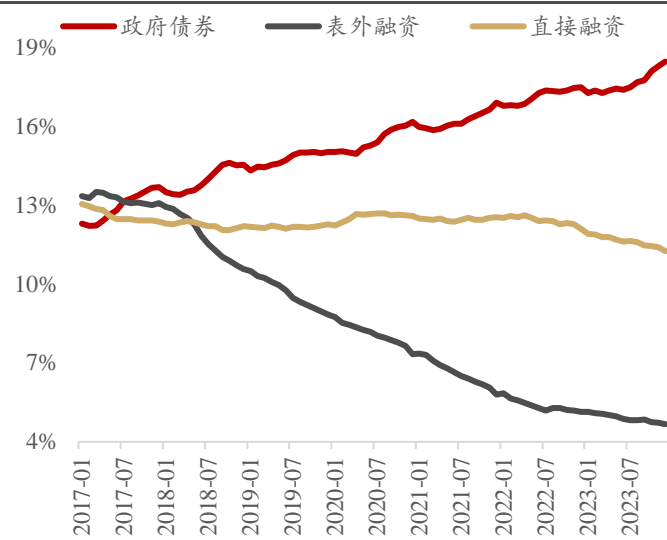
居民行为也会影响 M1。虽然 M1 主要统计企业活期存款，如果居民存款中定期存款的比例加速上升，同样会抑制 M1 增速。例如，银行向企业发放贷款会同时

¹ 解释力指 OLS 回归的拟合优度，本文其他部分意同

形成 M1 和 M2，企业用于支付居民薪酬后 M1 减少、M2 不变。如果居民将薪酬存在活期，准备用于消费或购房，很快又会成为企业的 M1；反之，如果将薪酬存在定期，则只保留 M2、不再创造 M1。

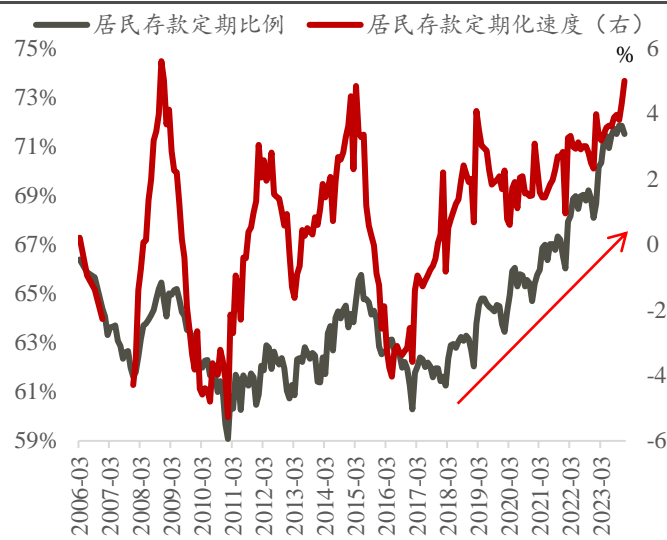
此外，商品房销售和影子银行仍然保留了少量解释力。因此，当前 M1 是集广义财政、居民行为、房地产、影子银行于一身的综合性指标，是描述大基本面走势的有益指标。

图4：2017 年以来政府债券在社融的比重持续上升



资料来源：wind，民生证券研究院

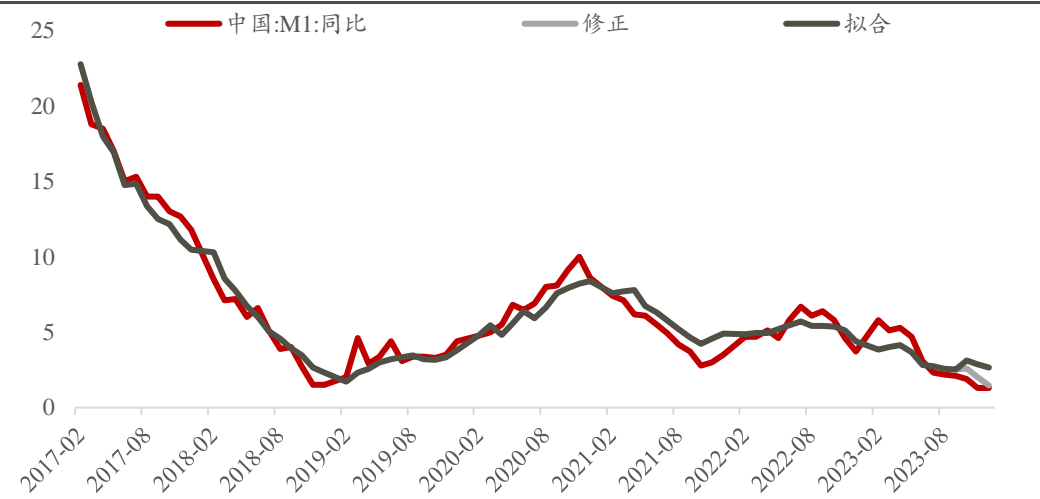
图5：2017 年以来居民存款加速定期化，M1 中枢下移



资料来源：wind，民生证券研究院

下图展示了 M1 的变量拟合结果。一点细节是，23Q4 的拟合曲线与 M1 稍有偏离，主要原因是置换债和增发国债。一般情况下，政府债券从发行到形成支出的间隔不长，23Q4 的情况是 10-11 月发行了 1.3 万亿特殊再融资债券，用于置换地方政府存量债务，并非信用增量；11-12 月增发了 1 万亿国债，大部分滞后到今年形成支出。根据上述因素修正后的曲线更接近实际 M1 走势。

图6：五个指标可以较好的拟合 2017 年以来的 M1 走势 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 M1 的分情景定量预测

首先回答一点疑虑，今年 M2 增速回落不会否定 M1 增速的阶段性回升。过往经验是，M1 增速上升要以 M2 增速上升为先导，原理类似“宽信用需先宽货币”。过去二十年，M2 增速下降同时 M1 增速上升的情况有 3 次：2006 年下半年、2016 年上半年、2020 年下半年，均是 M1、M2 增速共振上升，随后 M2 增速率先回落，M1 增速进入上升后半段。

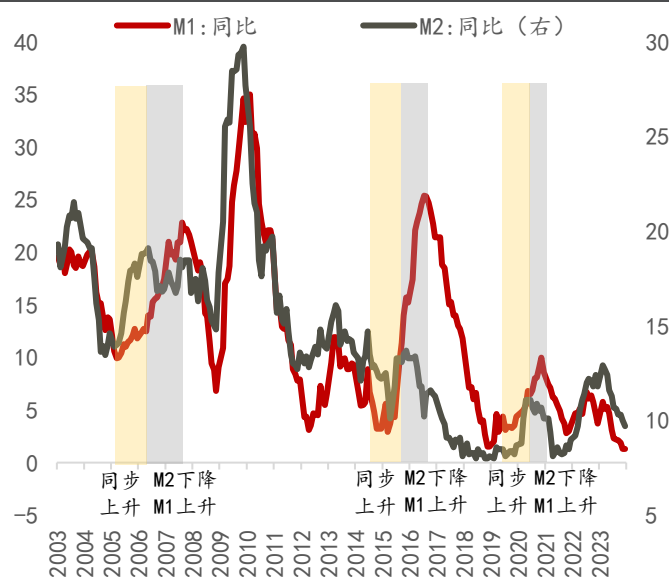
今年有所不同，一是 M2 增速继续压降的空间不大。按照“经济增长目标(5%) + 价格预期目标(3%) + 精准有效(0-1%)”框架，今年 M2 的合意增速或在 8-9%，虽然低于 2023 年底的 9.7%，今年 2 月已经降至 8.7%，在合意区间内。

二是政策导向重在精准有效。今年信贷政策的导向是效率提升、结构优化，而非简单的全面压降。低效信贷投放后直接沉淀为定期存款或理财，只增 M2、不增 M1，因此如果今年 M2 增速降幅不大、结构上压降低效信贷，对 M1 的抑制有限。

三是预算内政府债务扩张。今年一般公共预算赤字+新增专项债+特别国债合计 8.96 万亿，加上去年底增发的 1 万亿国债滞后支出，预算内政府债务增速高于去年。财政支出后同时形成 M2 和 M1，是驱动 M1 增速回升的关键力量。

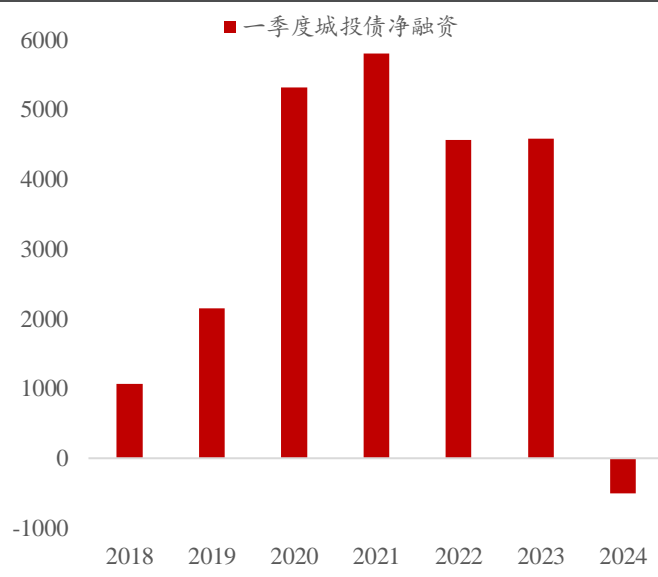
要关注的是地方化债对 M1 的影响。预算内债务扩张的侧面，是重债省严控隐性债务。今年 1 季度城投债净融资为负，历史少见，因此今年的情景 1 预期是小幅负增长，情景 2 预期零增长，情景 3 预期小幅正增长。

图7：历史上 M1 上升一般以 M2 上升为先导 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：今年一季度城投债净融资为负 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

假设三种情景估算今年 M1 增速，结论是：如果今年既定的宏观政策空间用好用足，1) 当前处于底部区间；2) 今年有机会阶段性回升；3) 弹性比较温和。

由于预算内的政府债务组合已经确定，按照情景 1，假设商品房跌幅扩大、委

托贷款不增长、城投债负增、居民存款定期化速度保持历史高位，今年底 M1 增速将持平于去年底，没有进一步回落；**按照情景 3**，假设商品房跌幅收窄、委托贷款小幅增长、城投债小幅正增、居民存款定期化速度放缓，则今年底 M1 增速回升至 4.4%，高于过去 10 年 30% 的时间，弹性比较温和。

PSL 等新工具可能带来额外弹性。2017 年之后 PSL 基本处于退出状态，因此没有纳入上述测算。PSL 的本质是财政货币化，今年是三大工程建设的重要资金来源。如果后续仍有增量，M1 的实际表现可能会好于下表中的估算结果。

图9：三种情景假设对应今年 M1 的预测结果

	商品房销售额 MA3 单月同比	委托贷款 余额同比	政府债券 (广义赤字)	居民存款 定期化速度	城投债 余额同比	M1 同比
2023.12	-18.8%	0.2%	-	5.0%	7.9%	1.3%
情景 1	-20%	0.0%		5.0%	-2.5%	1.3%
情景 2	-15%	1.0%	3%赤字率+3.9 专项债 +1 特别国债 (万亿)	3.5%	0.0%	2.8%
情景 3	-10%	2.0%		2.0%	2.5%	4.4%

资料来源：wind，民生证券研究院

3 M1 前景对市场的映射

历史上，M1 与大盘/中盘指数的相关性更高，与小盘指数的相关性更低。分时间段来看，M1 与大盘/中盘指数和沪深 300 的相关系数在 2005-14 年更高、2018-23 年略低，部分原因是 2022 年大规模留抵退税超过 2.4 万亿，给企业补充了现金流，虽然当年经济面临一些困难，股指表现也偏弱，M1 增速逆势上升。

特殊因素会阶段性改写 M1 与指数的相关性。2015-17 年，杠杆资金入市推升指数脱离基本面，随后又大幅震荡，2017 年外资入市带来持续支撑且改写了定价逻辑，这段时间 M1 与指数的相关性较弱。

图10：M1 与大盘/中盘指数的相关性更高

相关系数	2005-2014 年	2015-2017 年	2018-2023 年
沪深 300	0.59	-0.75	0.46
创业板指	-0.08	-0.32	0.27
中证 500	0.36	-0.53	0.34
大盘指数	0.63	-0.76	0.41
中盘指数	0.47	-0.61	0.40
小盘指数	0.17	-0.35	0.24

资料来源：wind，民生证券研究院

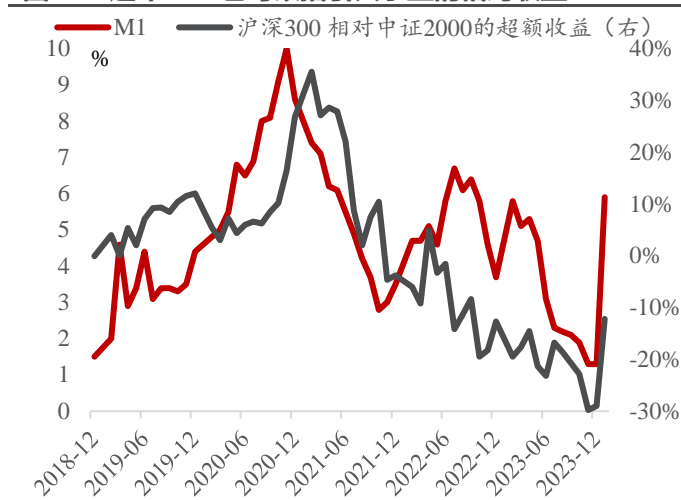
今年尚未观察到明显干扰 M1 的特殊因素，股市虽然在开年经历波动，近期也回归理性，因此可以期待 M1 走势对今年市场的方向、节奏、风格形成映射。

方向上，如果 M1 增速在季度-半年的时间维度里止跌企稳-温和回升，将指向内需前景回稳、价格因子回升，**股市面临的基本面因素会比过去 2-3 年更积极，长端利率将面临逆风。**

风格上，近年 M1 也可以指引大小盘的相对收益，例如 2021-23 年中证 2000 持续跑赢沪深 300，基本对应了 M1 增速的持续下行。**因此，在 M1 增速企稳回升的阶段，大小盘风格可能会比过去 3 年更均衡。**

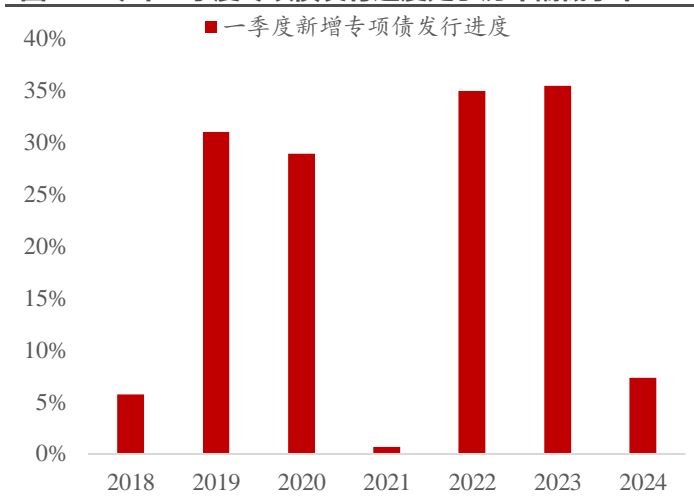
节奏上，考虑到 M1 增速的潜在回升弹性比较温和，反弹大概率不会贯穿全年，预算内政府债务加速支出的阶段最有可能提振 M1。**因此，把握财政节奏是今年资本市场的重要宏观命题，对指数中枢、市场风格和长端利率都有影响。**

图11：近年 M1 也可以指引大小盘的相对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：今年一季度专项债发行进度处于历年偏低水平



资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) **地方隐性债务化解力度和节奏不确定。**如果地方隐性债务的化解力度超过了预算内财政的扩张力度，广义财力增速有可能低于去年，导致 M1 走势存在不确定性。

2) **M1 对市场的映射力度减弱。**如果出现其他主导市场走势的新逻辑或者干扰 M1 走势的因素，M1 与经济和股指的相关性可能减弱。

插图目录

图 1: M1 和油价可以很好的拟合 PPI (%)	3
图 2: M1 与沪深 300 的相关性长期稳健 (%)	3
图 3: 2017 年后, 商品房销售对 M1 的解释力明显下降 (%)	4
图 4: 2017 年以来政府债券在社融的比重持续上升	5
图 5: 2017 年以来居民存款加速定期化, M1 中枢下移.....	5
图 6: 五个指标可以较好的拟合 2017 年以来的 M1 走势 (%)	5
图 7: 历史上 M1 上升一般以 M2 上升为先导 (%)	6
图 8: 今年一季度城投债净融资为负 (亿元)	6
图 9: 三种情景假设对应今年 M1 的预测结果.....	7
图 10: M1 与大盘/中盘指数的相关性更高.....	7
图 11: 近年 M1 也可以指引大小盘的相对收益	8
图 12: 今年一季度专项债发行进度处于历年偏低水平	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026