

研究报告

2019 年第 17 期

2019.02.19

执笔人：杨荥

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

如何看待 M1 同比增速持续回落？

- 2019 年 1 月，我国 M1 增速为 0.4%，创历史新低；M1-M2 增速剪刀差扩大到-8%，意味着货币活性下降，社会流动性结构仍在定期化。
- 本轮 M1 增速的急剧下降，主要受全球流动性收紧与中国经济下行压力增大双重叠加，导致企业财务现金流恶化的周期性因素影响。但房地产市场冻化，金融市场分化以及金融脱媒等结构性因素，也推动 M1 加速向 M2 转移。而人行对 M2 统计口径的四次调整，以及人民币贷款和票据业务的高速增长，一定程度上对冲了周期性因素对 M2 的影响。
- 展望下一阶段，M1 增速偏低趋势短期仍难逆转。商业银行要谨防 M1 增速下滑对活期存款、小微信贷以及支付业务带来的冲击。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2019 年 1 月，我国狭义货币量 M1 同比仅增长 0.4%，创历史新低（较上年同期下降 14.6 个百分点）；而同期 M2 增速为 8.4%，较上年末提高 0.3 个百分点，延续反弹走势。M1-M2 增速剪刀差持续扩大到-8%，意味着货币活性下降，社会流动性结构仍在定期化。本文拟对这一问题进行探析。

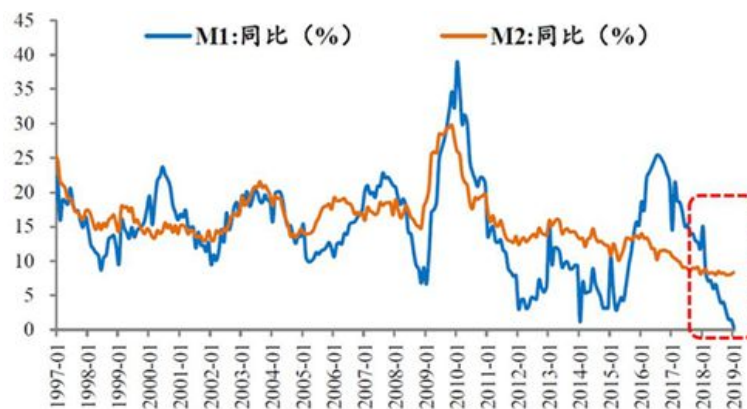


图 1 M1 与 M2 增速对比（1986.12-2019.01）

一、本轮 M1 增速的急剧下降，主要受周期性因素和结构性因素共振的影响

从 M1 构成分析，单位活期存款变动是影响 M1 增速的主要因素。截至 2019 年 1 月末，我国流通中的现金为 8.75 万亿元，占 M1 总额的比重为 16.04%；单位活期存款（企业+政府）为 45.81 万亿元，占 M1 总额的比重为 83.97%。这其中有春节因素影响（1 月底是企业发放薪资、奖金的高峰期，当月单位活期存款大幅减少 2.03 万亿元），但剔除这一季节性因素，可以看到企业现金流收紧对本轮 M1 减速的影响最大（企业活期存款同比增速从 2016 年 6 月末 32.5%，下滑至 2018 年 12 月末-0.71%）。

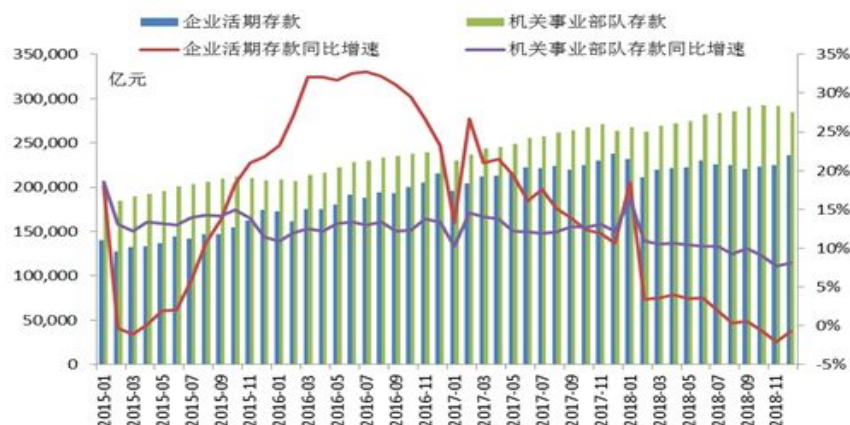


图2 企业活期存款与机关事业单位存款增速对比（2015.01-2018.12）

分析企业现金流收紧原因，主要在于周期性因素和结构性因素共振的影响：

（一）周期性因素：全球流动性收紧与中国经济下行压力增大双重叠加，导致企业财务现金流恶化

据美银美林数据，受全球主要发达经济体货币政策收紧影响，2018年全球货币供应量M1增速已经转负，跌至2008年以来的低点，这是全球M1增速自雷曼危机以来的首次转负。全球流动性趋紧，加之中美贸易摩擦加剧，对中国跨境资金流动带来了明显的负面影响，2018年末我国外汇储备余额3.07万亿美元，比上年同期减少672亿美元。与此同时，我国经济下行压力增大，国内市场有效需求不足，叠加企业融资难、融资贵问题凸显，导致企业活期存款减少。2018年末，工业企业应收账款平均回收期为47.40天，较上年同期延长了8.3天。工业企业中私营企业的资产负债率持续大幅上升，从2017年初的52.2%上升至2018年末的56.4%。大部分民营、小微企业普遍出现了经营困难和资金周转滞缓，亏损面明显增加，即使盈利企业，其利润也不得不主要用于还本付息、借新还旧，从而导致了企业活期存款不断下降，拉低了M1增速。

（二）结构性因素：房地产市场冻化，金融市场分化以及金融脱媒等因素，推动M1加速向M2转移

一是房地产市场量价齐跌，压低房地产企业现金流和政府土地收入增长。我国 M1 包括单位活期存款，但不包括居民储蓄存款。因此，地产交易隐含着 M2 (居民储蓄存款) 与 M1 (房地产企业活期存款) 之间的转移。受史上最严调控政策影响，我国商品房销售额同比增速已从 2016 年末的 34.8% 降至 2018 年末的 12.2%，下降了 22.6 个百分点，意味着房地产企业现金流收紧。而 2018 年，全国房地产市场土地流拍一共 1808 宗，创近六年来新高，这也使得地方政府的国有土地使用权出让收入同比仅增长 25%，较上年同期下降 15.7 个百分点。土地出让金对地方财政收入的支撑作用减弱。

二是金融市场呈现分化，股债两市风险频发，推动 M1 向 M2 加速转移。从股市来看，上证综指全年跌幅 24.59%，深圳成指全年跌幅 34.42%。2018 年 A 股市场仅有 105 家企业上市，募集总额 1387 亿元，同比分别下降 76% 和 40%，企业明显感觉“融不到钱”。同时，二级市场上股权质押现象比较普遍，质押平仓风险暴露，挤占企业自留资金¹。对于上市公司而言，如果真的被强制平仓，公司控股权可能会易主。因此股东将不得不追加保证金，或者用资金回购和增持股票，而这使上市公司的存款进一步减少。从债市来看，低等级信用债违约事件集中爆发，违约总量创历史新高。2018 年我国债券市场违约数量 120 只，与前 4 年总和（2014 年-2017 年）122 只几乎持平，违约规模合计约为 1177 亿元，比前 4 年总和 860 亿元高出约 36.9%。在此背景下，中小企业发债资金不稳定性增强。

三是非现金结算的广泛发展和第三方支付的崛起，使得流通中的现金量减少。从 2015 年起，我国非现金支付占整个支付系统金额比例已经达到 70% 水平，2018 年非现金支付交易笔数增速超过 30%。支付工具的改善，有效节约了经济主体对现金类资产的需求，也使 M0 在 M1 中的比重有所下降²。同时，第三方金融产品的创新，使得企业活期存款分流。例如，2013 年余额宝开创的货基支付

¹ 截至 2018 年 10 月末，A 股沪深两市上市公司参与股权质押约 3500 家，占上市公司总数超过 97%，几乎所有中小民营上市公司均参与了股权质押，目前股权质押数量占总股本的比重接近 10%，市场超过 6 万亿元，占两市市值超过 10%。

² 2018 年 12 月，M0 占 M1 比重较 2018 年 1 月下降了 0.47 个百分点。2019 年 1 月，当月现金净投放 1.43 万亿元，M0 增长 17.2%，这主要受春节因素影响，不反映总体趋势。



功能,让货基像货币一样可以用于流通,既保证流动性还有额外收益,因此企业更倾向于持有货币基金,导致 M1 转向 M2。

二、M2 增速出现企稳反弹,使得 M1 与 M2 增速负剪刀差持续扩大

(一) 人行对 M2 口径的数次调整,使 M2 统计的货币量覆盖面更广,部分抵消了周期性因素的影响

我国 1994 年 10 月开始公布货币供应量统计以来,央行对 M2 进行了四次大的调整:2001 年将证券公司客户保证金纳入 M2;2002 年将外资、合资金融机构的人民币存款纳入 M2;2011 年将非存款金融机构存款和住房公积金纳入 M2;2018 年完善 M2 中货币市场基金部分的统计方法,用非存款机构部门持有的货币市场基金³取代货币市场基金存款(含存单)。而 M1 的统计口径自 1994 年之后就没有再作调整。因此,作为央行货币供应量调控主要目标的 M2,基数不断变大,降幅相对平稳,自然远低于 M1 波幅。

(二) 人民币贷款和票据业务的高速增长,一定程度上对冲了外汇占款下降和表外融资收缩对 M2 的影响

2019 年 1 月,社融存量增速达 10.4%,增量为 4.64 万亿元;人民币贷款增速达 13.4%,新增 16.17 万亿元,双双创下历史新高。再考虑货币乘数的快速上升(2018 年 10 月,我国的货币乘数一度跃升至 6.02,虽 12 月下降至 5.52,但仍远高于上年同期),表明在表外融资收缩的背景下,银行正在利用现有的基础货币,最大限度地创造新的货币出来。从社融结构来看,人民币短期贷款和票据融资新增 1.4 万亿元,债券融资新增 0.49 万亿元,成为社融和 M2 增速反弹的主要支撑。本质上讲,短期债务的大幅增长,对流动性和经济有一定的托底作用,但在实际操作中,由于企业短期贷款和票据里面有一部分用于借新还旧、理财存款甚至上市公司补仓股权质押等等,这严格意义上仍是资金在金融

³ 截至 2018 年三季度末,我国货币市场基金总额已经超过 8.26 万亿元,货币乘数与货币市场基金规模的相关程度高达 95%,变化几乎一致。考虑到存款类金融机构持有货币市场基金,资金主要来自于居民、企业或者非银存款,已经在既有 M2 匡算范围内,因此,此次口径调整扣减货币市场基金存款(含存单)后,并非加入全部货币市场基金规模,而是加入非存款类部门持有的货币市场基金规模,避免了重复计算的问题。

体系空转的一种表现⁴。



图3 社会融资规模存量增速与 M2 增速（1986.12-2019.01）

尤其是受央行多次降准影响，票据融资利率与银行理财、结构性存款和
大额存单等产品之间出现利率倒挂，企业运用票据贴现后的资金购买存款类
产品进行套利⁵。这表明短期资金并未顺畅进入企业活期存款账户形成 M1，实体经
济扩大再生产意愿仍然不足，未来疏通货币政策传导渠道仍是关键。

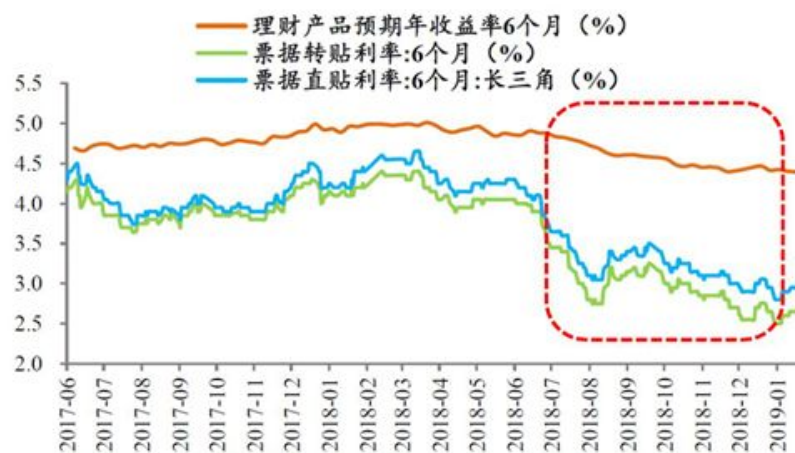


图4 理财产品预期收益率与票据贴现利率对比（2017.-2019.01）

⁴ 2018年，央行4次降准，增加再贷款再贴现；2019年1月更是全面降准，银行间流动性合理充裕，货币市场利率下行，带动票据融资利率从2018年3月的5.58%下滑至9月的4.22%。相比于债券融资和贷款，票据融资的利率优势凸显，催生了2018年至今的票据融资火爆现象。票据融资在新增贷款中的占比由2018年1月的1.2%上升至2018年12月的31.4%。对企业而言，票据融资能够部分解决企业短期融资问题，但票据融资偏短期，对长期固定投资支持有限，不具备长期持续性。

⁵ 例如，2019年1月20日，6个月理财产品的预期收益率为4.4%，而同期票据直贴利率仅2.9%左右，转贴现利率仅2.6%，企业存在150BP的套利空间。



此外，监管政策边际放松致使委托贷款、信托贷款边际好转，非标融资由负转正（1月表外融资 3432 亿，同比多增 2253.8 亿），进一步支撑了社融和 M2 增速。

（三）资金流通速度变慢，金融资源配置效率下降

理论上，一般用 M1/M2 这个指标来反映我国的货币流通速度⁶。而 M1/M2 增速的下降则表明货币的流通速度变慢，资金更多的淤积在金融市场，许多存量资金进入到定期存款里面，不愿投入到实体经济扩大再生产中去。2010 年以来，我国 M1/M2 明显下降，从 2010 年末的 36.52% 下降至 2019 年 1 月末的 29.24%，虽然受益于强监管去杠杆政策，2016-2017 年之间一度出现反弹，但 2018 年之后再度下滑，表明国内金融资源配置效率仍在下降。而小微企业经营困难，现金流恶化，扩大再投资意愿不足，是 M1 较 M2 增速下滑更快的主要原因。

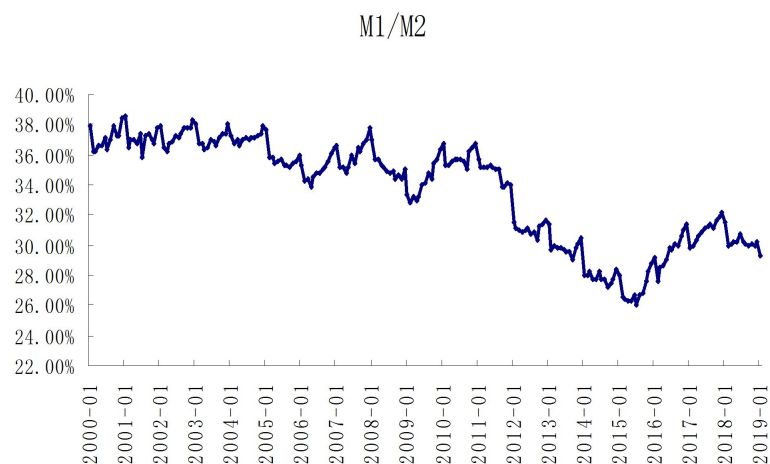


图 5 M1 与 M2 增速比（2000.01-2019.01）

三、商业银行策略建议

社融和 M1 都是经济重要的先行指标，只有这两个数据都出现见底反弹迹象，

⁶ 因为 M1 代表的是流动性强的资产，反映了居民和企业现实的购买力；M2 反映的是居民和企业现实和未来的购买力。

才能表明经济真正意义上的回暖。展望下一阶段，鉴于外部环境不确定性增加，国内表外融资、企业盈利以及地产需求等指标均在走弱，M1 增速偏低趋势短期仍难逆转。商业银行要谨防 M1 增速下滑对活期存款、小微信贷以及支付业务带来的冲击。建议：一是面对活期存款占比下降，存款市场竞争日趋激烈的形势，加大智能存款、结构化存款和大额存单等产品创新。同时，完善存款考核机制，打通交易渠道、理财渠道对资金的“回笼”能力，以多元化的产品和金融模式吸引各类企业资金回流银行体系。二是认真贯彻中央《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，建立民营企业“白名单”，提高不良贷款容忍度，积极支持符合条件的民营企业、小微企业信贷投放。同时，也要防止运动式投放，严格监控资金流向，防止信贷资金挪作它用或逃废金融债务现象发生。三是面对全社会流动性结构的变化，尤其是“第三方支付+货币基金”的挑战，商业银行要积极推动“数字化”进程，加快手机银行升级、聚合支付拓展收单市场等营销拓户进程。加强与移动运营商、公共事业单位等向线上转型机构的合作，获取客户导流、客户数据、场景协同搭建的回报。