



M1M2 剪刀差与宏观经济指标的领先滞后关系

兼论 2019 年短周期重启的可能性

首席经济学家

张明

中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

证券分析师

陈骁

投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟

投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨璇

一般证券从业资格编号
S1060117080074
010-56800141
YANGXUAN659@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ M1 与 M2 增速的剪刀差可作为信用环境监测的有效补充

M2 增速与社融增速是判断宏观信用松紧环境的最常用指标。不过，随着 M2 与社融存量规模的持续性显著增大，此类存量增速指标对信用环境变化的敏感性在相应降低。我们认为 M1M2 增速剪刀差可作为信用环境监测的有效补充：① M1 增速指标波动性强，M1、M2 增速剪刀差的敏感性也因 M1 增速的高波动性而显著提升。② M1、M2 剪刀差可突出反映企业资金占比和其资金的活化程度，这一定程度可以认为是新一轮周期的同步、甚至是先行指标。若将 M1、M2 增速差与常用的信用指标进行比较，可以看出 M1、M2 增速差对最新一轮信用变化的反映明显更为清晰，敏感性和前瞻性均相对更优。

■ M1M2 增速差对名义 GDP 增速、大宗商品价格具有较强前瞻指示意义

M1M2 增速差与名义 GDP 增速之间的相关性较为明显，进入 21 世纪后，二者基本均表现出了 3-4 年左右的周期特征，前者较为领先。M1M2 增速差的前瞻意义不仅体现在频率优势上，对较为明显的拐点进行观察可以看到：2000 年一季度名义 GDP 增速明显攀升，而 M1M2 增速差在 1999 年下半年即已开始趋势性地攀升；2009 年三季度 GDP 增速开始显著攀升，而 M1M2 增速差在 2009 年初即开始趋势攀升；2016 年一季度 GDP 增速开始上升，而 M1M2 增速差在 2015 年下半年开始趋势上升。M1M2 增速差对物价指标的领先性同样显著。考虑到 2018 年，M1M2 增速差持续大幅下行，但螺纹钢价格仍在顶部区域盘整，预计未来螺纹钢结束盘整、开始下行概率很大。

■ M1M2 增速差对资产价格的周期关系相对同步

M1M2 增速差与房价的周期关系相对同步、M1M2 增速差略领先。值得关注的是，2018 年二者出现了明显背离，信用环境仍紧张但房价逆势回升。房屋销量与 M1M2 增速差的相关性同样相当强烈，与房价不同的是，销量与信用环境并未出现背离，2018 年销售增速仍保持低迷。事实上，2018 年房价的上涨更多是市场趋冷的背景下，房企不再捂盘、高价盘入市的结果（下半年限签放开对价格也有一定助推），而并不是楼市在火爆回暖。在这样的背景下，M1M2 增速差与房价增速之间出现的背离难言持续。另外 M1M2 增速差也与股指也显示出了较为相同的周期性特征，二者拐点在时间上较同步。

■ 三年一轮的短周期会即将启动吗？

M1M2 增速差是否仍将保持过去的周期性，在 2019 年开启新一轮上升周期，并带动经济与资产价格回升？我们认为考虑到债务驱动已存阻力、长期红利进一步消逝，新一轮的信用扩张与经济扩张可能并不会太顺畅。在政策端的努力之下，2019 年社融增速、M1M2 增速差可能会出现企稳，但是否会就此进入新一轮的扩张周期还有待进一步的确认。而即使 3-4 年的短周期仍将继续保持，但在长周期逐步进入下行阶段的背景下（债务周期、人口周期等），这新一轮短周期的“上升繁荣期”也很可能将明显弱于以往。

正文目录

一、	判断信用环境的指标选择：M1M2 增速差需重点关注	4
二、	信用环境与经济增长、物价、资产价格的关系.....	6
三、	三年一轮的短周期会即将启动吗	12

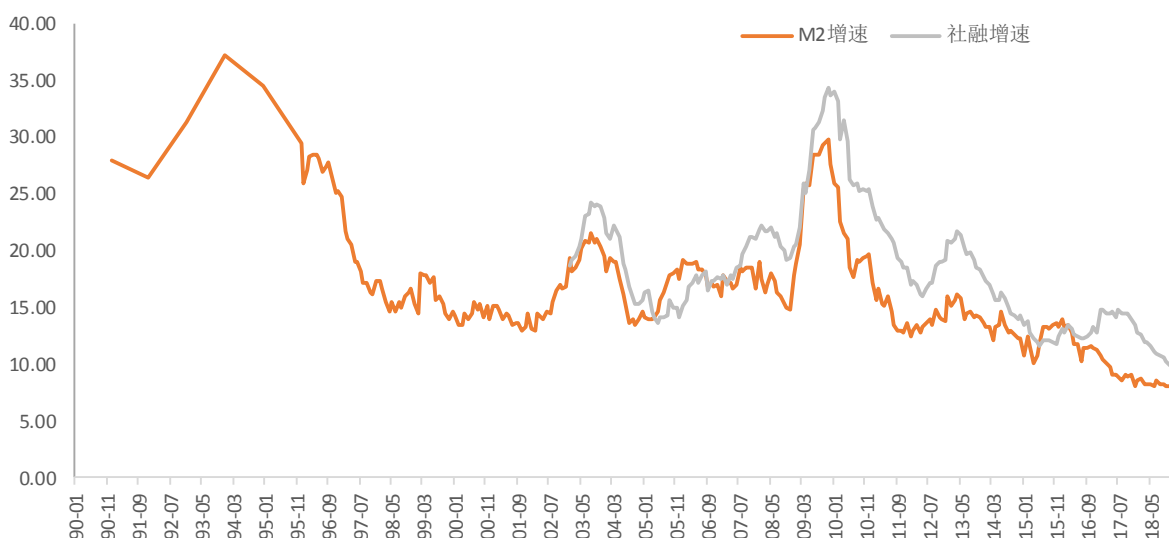
图表目录

图表 1	M2 与社融规模的持续性扩大会降低存量增速指标的敏感性(近一年 M2 增速基本保持不变)	4
图表 2	M1 与 M2 增速差、社融与贷款增速差对信用周期的反映基本一致，但前者相对更优	5
图表 3	M1 提升 M1、M2 增速差的敏感性	6
图表 4	2009 年之前，贷款在社融中占比明显较高	6
图表 5	M1 与 M2 增速差对最新一轮信用变化的反映更为清晰	6
图表 6	M1 与 M2 增速差与名义 GDP 增速	7
图表 7	M1 与 M2 增速差与实际 GDP 增速（相关性弱于名义 GDP）	7
图表 8	M1 与 M2 增速差与 CPI 增速	8
图表 9	M1 与 M2 增速差与 PPI 增速	8
图表 10	M1 与 M2 增速差与螺纹钢价格增速的关系	9
图表 11	M1 与 M2 增速差与螺纹钢绝对价格的关系	10
图表 12	M1 与 M2 增速差与上证综指	10
图表 13	M1 与 M2 增速差与 70 城房价增速	11
图表 14	M1 与 M2 增速差与商品房销售面积增速	11
图表 15	房企资金来源增速仅微弱回升，总体仍紧张	12
图表 16	2018 年土地成交价款增速明显下降	12
图表 17	杠杆率视角下，我国一直处于信用扩张阶段	13
图表 18	2018 年我国非金融信用债的总偿还量在总发行量中的占比高达 67%	13
图表 19	我国外商直接投资增速明显下滑	14
图表 20	美国进口动能衰减	14
图表 21	我国劳动人口数量与结构占比下滑	14
图表 22	消费者人口 / 生产者人口（%）	14

一、判断信用环境的指标选择：M1M2 增速差需重点关注

众所周知，M2 增速与社融增速是判断宏观信用松紧环境的最常用指标。不过，随着 M2 与社融存量规模的持续性显著增大（2018 年 M2 规模已高达 183 万亿，社融规模达 193 万亿），此类存量增速指标对信用环境变化的敏感性也在相应持续降低。近几年 M2 增速的走势特征更是清晰地反映了这一点，2018 年 M2 增速甚至仅在 8%-9% 之间持续保持平稳，明显较低的波动性显然难以较好地展示出当前信用环境的边际变化。目前来看，社融增速指标的实用性与 M2 增速相比相对更佳，但是客观来说，仍然具有存量规模逐步庞大后敏感性随之下降的缺憾。如此一来，挑选边际敏感性更佳的指标以作为信用环境监测的有效补充显然变得更为必要。对此，我们认为 M1 与 M2 增速的剪刀差、社融与贷款增速的剪刀差这两个指标值得跟踪关注。

图表1 M2 与社融规模的持续性扩大会降低存量增速指标的敏感性（近一年 M2 增速基本保持不变）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

M1 与 M2 增速的剪刀差可作为信用环境监测的有效补充，其逻辑在于：

第一，M1 增速波动性强。2018 年 M1 存量规模仅 55 万亿，不到 M2 与社融规模的三分之一，较低的存量规模会使得其增速指标可以更加清晰地显示出近期的边际变化。M1、M2 增速剪刀差的敏感性也因 M1 增速的高波动性而显著提升。

第二，M1、M2 剪刀差可突出反映企业资金占比和其资金的活化程度。除现金（M0）之外，M1 的口径仅包括企业与机关团体的活期存款，而 M2 的口径中还进一步包括企业定期、居民、非银机构存款，所以 M1、M2 剪刀差作为二者之间的相对指标是企业资金占比和其资金活化程度的突出反映，而这一程度可以认为是信用周期、经济周期的同步，甚至是先行指标。这是因为：

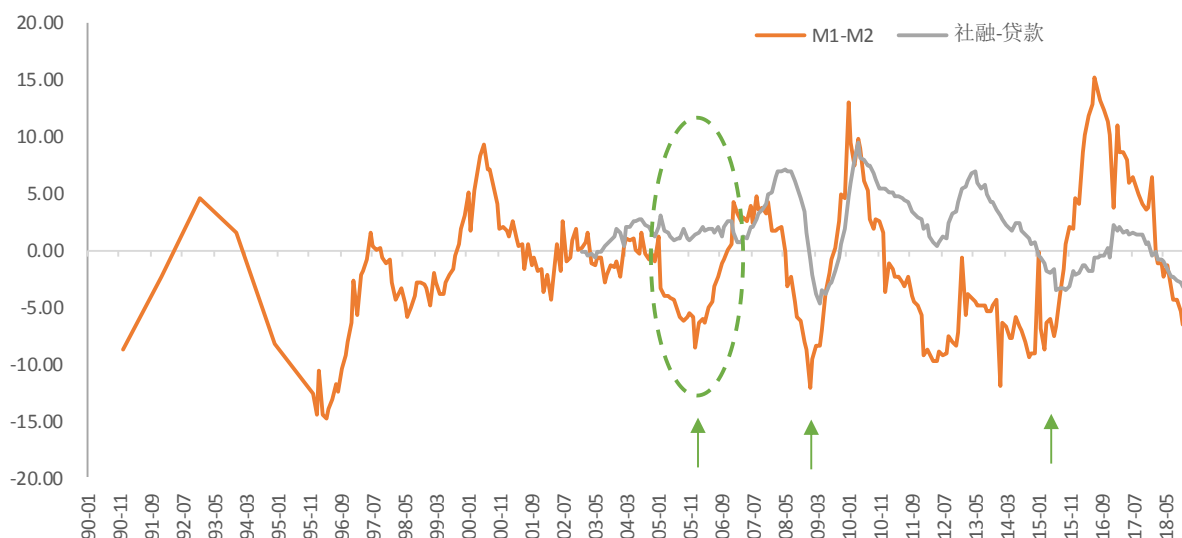
- 企业的融资、投资、生产行为推动新一轮周期的产生。在这个过程中，融资行为导致企业的资金占比先行提升，经济逐步进入上升阶段，而随着人工成本的提升、经营预期的下滑，资金从企业部门向居民和非银机构转移（发工资、买理财），经济逐步进入下行阶段。同时，经营预期的好转、经营活动的回暖也会带来企业资金的活化，而经营预期下滑、经营活动趋冷则会提升企业对定期存款的偏好。
- 在房地产带动新一轮周期的逻辑下，除了企业融资的增加之外，居民部门资金也会向企业部门进行转移（居民付款买房），所以这一情形也会使得企业部门资金占比成为信用周期、经济周期的先行指标。

社融与贷款增速的剪刀差可作为信用环境监测的有效补充，其逻辑在于：

在各类金融创新和直接融资的发展之下，近十年债券融资、银行表外等大资管业务逐步成为企业融资的重要补充。虽然理论上，直接融资的成本应该低于间接融资（省去了银行为自身盈利而附加在间接融资价格上的成本），但是由于贷款可得性的缘故，低资质的中小企业对债券、表外融资渠道更加依赖，所以在信用收紧、风险偏好下滑、中小企业首当其冲受到拖累的时候，直接融资、表外业务规模的收缩要明显强于贷款，由此社融增速会相较贷款增速更快走低。当然，在金融监管、房地产调控成为信用收缩的引发因素时，社融增速将相较贷款增速受到更多的负面影响的逻辑就更加简单直接了。

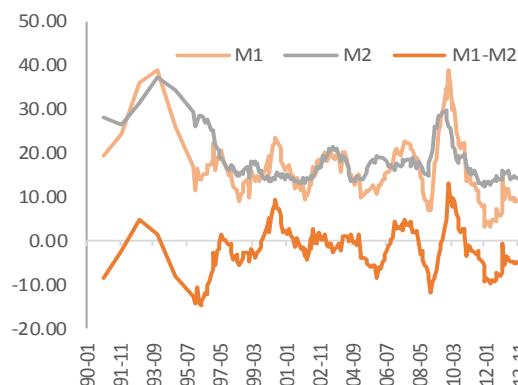
从数据上看，M1 与 M2 增速差、社融与贷款增速差对信用周期的反映基本一致。不过进一步比较来说，M1 与 M2 增速差这个指标要相对更优，理由在于：①M1 与 M2 增速差的敏感性更强，2005 年末、2009 年初、2015 年末 M1 与 M2 增速差均先于社融与贷款增速差回升。社融与贷款增速差也存在有规模过大后降低敏感性的弊病。②社融与贷款增速差在金融创新发展之前的时期难以较好地体现出信用周期。2009 年之前我国贷款在社融中占比高达 80%左右，社融与贷款增速的差异并不明显，在金融创新与直接融资出现较大发展之后，社融与贷款增速差反映信用周期的逻辑才开始逐步显现。例如，2004-2005 年，贷款增速带动社融增速同步下滑，这一时期社融与贷款增速差并未能如 M1、M2 增速差一般显示出信用的紧缩。③M1 与 M2 增速差的时间跨度明显更长，数据甚至可以追溯至 90 年代初。

图表2 M1 与 M2 增速差、社融与贷款增速差对信用周期的反映基本一致，但前者相对更优



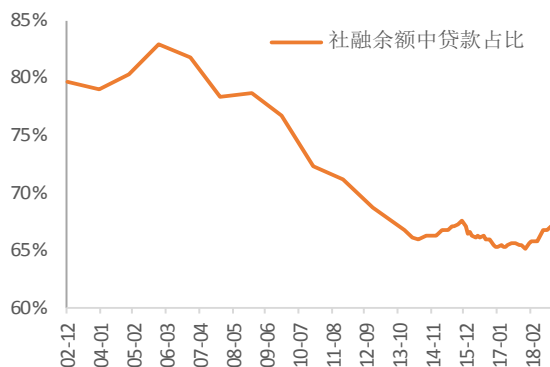
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 M1提升 M1、M2 增速差的敏感性



资料来源: WIND, 平安证券研究所

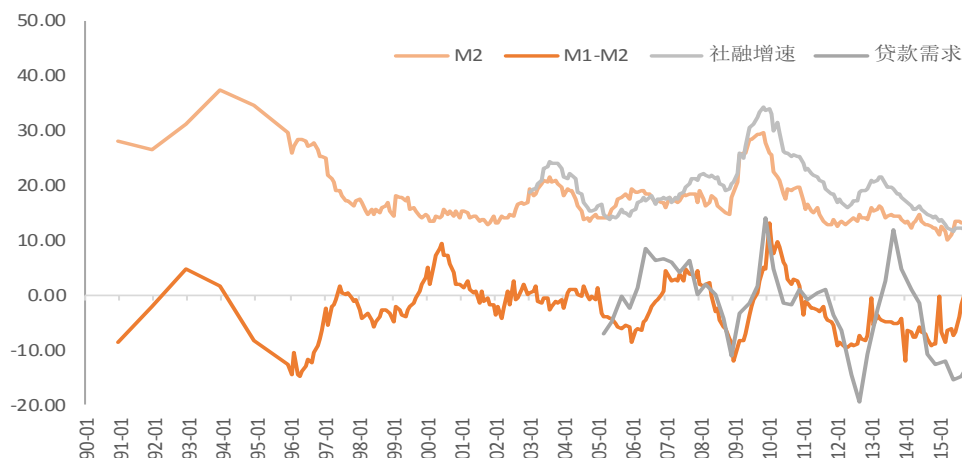
图表4 2009 年之前, 贷款在社融中占比明显较高



资料来源: WIND, 平安证券研究所

若将 M1、M2 增速差与常用的信用指标: M2 增速、社融增速、企业实际贷款需求增速 (由央行调查公布, 但频度为季度) 进行比较, 可以看出 M1、M2 增速差对最新一轮信用变化的反映明显更为清晰, 敏感性和前瞻性均相对更优。

图表5 M1 与 M2 增速差对最新一轮信用变化的反映更为清晰



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、信用环境与经济增长、物价、资产价格的关系

M1、M2 增速差的高敏感性使得其相应具备有一定的预示意义。以下我们将分别对信用短周期变迁之下的经济增长、物价、股市、楼市的表现进行观察, 如果 M1M2 增速差对上述指标呈现出较好的同步性、甚至是前瞻性, 这将对预测带来帮助。

1、经济增长: M1M2 增速差对名义 GDP 增速具较强前瞻意义

M1、M2 增速差指标显示, 从 90 年代中期开始, 我国信用环境每隔 3-4 年左右出现一个短周期, 一共出现 7 个信用短周期, 2002-2005 年和 2015-2018 年这两个周期约达 4 年时间, 其余 5 个短周期均大约持续 3 年时间。

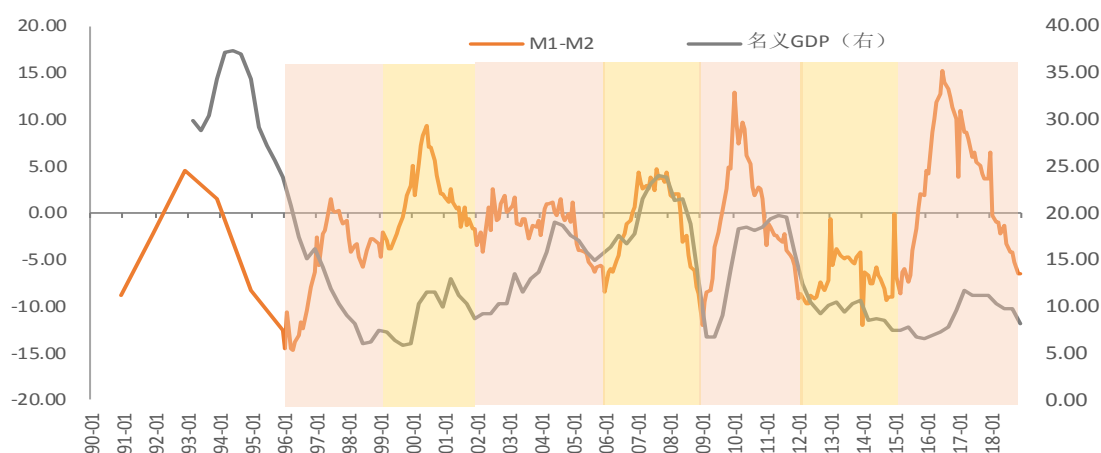
M1M2 增速差与名义 GDP 增速之间的相关性较为明显。进入 21 世纪后, 除了 2012-2015 年不甚显著之外, 我国名义 GDP 同样表现出了 3-4 年左右的周期特征。由于 M1、M2 增速是月度指标, 而

GDP 增速是季度指标,所以更加高频的 M1M2 增速差指标对经济增长的情况具有较强前瞻预示意义。M1M2 增速差的前瞻意义不仅体现在频率优势上,对较为明显的拐点进行观察可以看到:2000 年一季度名义 GDP 增速明显攀升,而 M1M2 增速差在 1999 年下半年即已开始趋势性地攀升;2009 年三季度 GDP 增速开始显著攀升,而 M1M2 增速差在 2009 年初即开始趋势攀升;在最新一轮的周期中,2016 年一季度 GDP 增速开始上升,而 M1M2 增速差在 2015 年下半年开始趋势上升。

不过,我国实际 GDP 增速所显示出的周期性波动频率明显要低于 M1M2 增速差。我国 GDP 增速走势从 90 年代初开始,仅表现为两个“V”字型和一个“L”型,明显低于 M1M2 增速差所显示出的 7 个周期性波动。

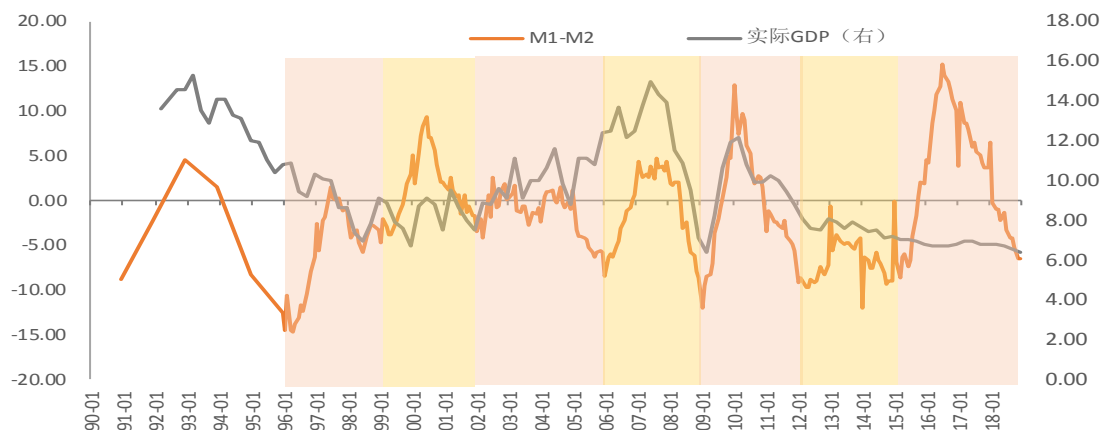
值得一提的是,从经济增速的走势上看,其除了显示出 3-4 年一轮的短周期之外,明显还有相对更长的周期性特征:虽然存有短周期波动,但 21 世纪前八年,经济增长总体呈上升趋势,而最近的八年里,经济增长总体的下行趋势非常显著。毕竟长期范围内,除了信用环境之外,经济增长还与人口、外贸环境、生产效率(科技、改革因素)等多重因素密切相关。考虑到目前我国在体量上已经成为全球第二大经济体,21 世纪初人口红利、改革红利、外贸红利、科技红利也已经逐步消逝,未来长期范围内,我国经济增长大概率将延续当前“低增速低波动”的格局。(短期范围内,M1M2 增速差、经济增长是否将再度开启新一轮短周期,我们将在下一章讨论)。

图表6 M1 与 M2 增速差与名义 GDP 增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 M1 与 M2 增速差与实际 GDP 增速(相关性弱于名义 GDP)



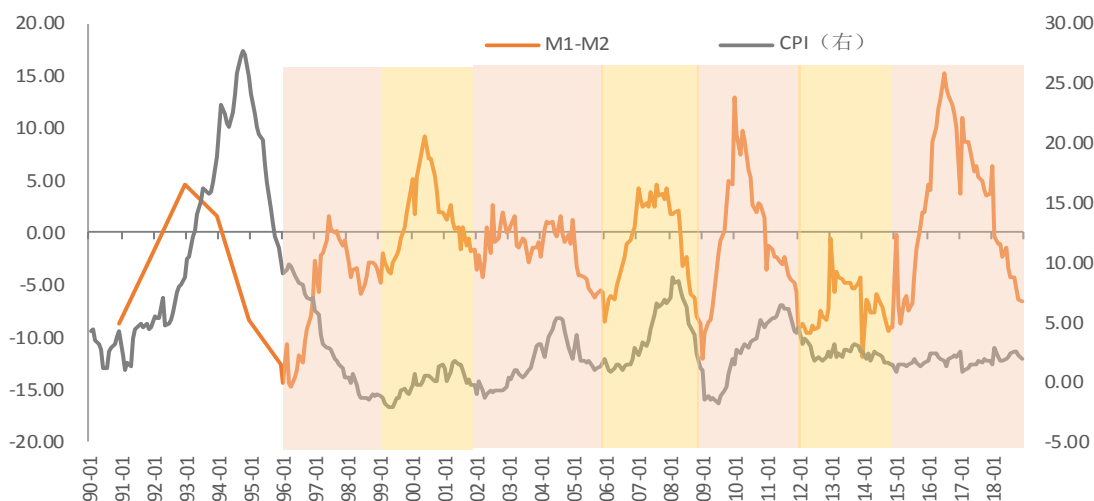
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2、物价指数：M1M2 增速差明显领先于物价指标

物价指标与 M1M2 增速差显示出了非常相似的周期性，在时间上，M1M2 增速差领先于物价指标。不过由于 2012 年后我国 CPI 指标也与 GDP 增速指标一样，开始持续保持“低增速低波动”的状态，所以 2012 年后 M1M2 增速差与 CPI 增速的相关性降低。但 M1M2 增速差与 PPI 的周期性仍然明显相关。

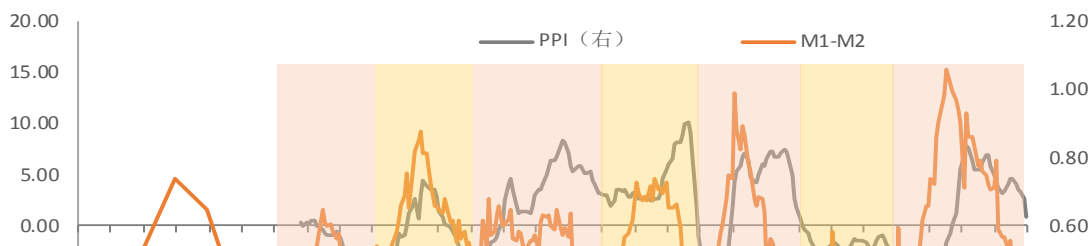
接下来，我们将 M1M2 增速差与螺纹钢价格增速关键拐点所处的时间点进行详细分析，以观察历史上相距多长时间后价格指标会随着 M1M2 增速差发生变化。之所以选择螺纹钢价格增速指标，不仅因为这一指标相对于 PPI 而言弹性更大，更重要的是，分析结论可以直接作为螺纹钢商品投资的参考。

图表8 M1 与 M2 增速差与 CPI 增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 M1 与 M2 增速差与 PPI 增速



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14280

