

## 中国宏观简评

# 有关“M1增速会否转负”的进一步讨论

我们就昨天的报告“M1增长是否会转负”<sup>1</sup>收到了一系列后续的问题。适逢今天公布10月工业企业利润数据，印证企业盈利能力与现金流可能继续走弱，我们借此机会对反馈较多的问题做了如下总结梳理——两年多前，我们在一篇“M1快速上升的启示”中分析了M1这个指标对再通胀的领先意义<sup>2</sup>，后来经济走势也对我们的判断有所验证。两年多后的今天，我们以相似的框架分析从M1指标变化透露出了一些基本面的变化和演变，以及对政策的一些期待。

**Q1: M1 减速表明企业和政府现金流有所恶化。对于这一现象和之后的发展，政策制定者和市场是否已有了非常充分的认识和预期？**

**A:** 近几个月来，从政策制定开始向“稳增长”倾斜，市场估值的压缩，可见两方面对实体经济出现的压力有了一定程度的认识。然而也值得指出，宏观层面的演变是个动态的过程——近期 PPI 及资产价格下行趋势更为显性化（PPI 与企业盈利和财政收入高度正相关，图表 1 和 2），广义社融发放不及预期，政府债融资再次下降等等，显示企业和政府的现金流可能面临进一步恶化的风险。今天最新公布的 10 月工业企业财务数据表明，工业企业利润从年初 20% 左右的同比增速一路下行至 10 月的 3.6%，其中下游行业盈利能力继续疲软，而上游行业的利润率也开始迅速下降。同时，工业企业的现金流收紧<sup>3</sup>。11 月至今，100 个大中城市土地成交额同比几近腰斩（同比下降 42.6%）。从这些角度来看，目前的政策组合，尤其是房地产相关的政策，未必对实体经济现金流收紧的速度有充分的认识。此外，应当认识到当没有“外力”打断时，资产价格和投资周期具有“自加速”的特性，我们这篇文章不仅是要回顾之前发生的事情，更重要的是提醒市场对这一指标的演变及其丰富的含义更多关注。

**Q2: 如果 M1 增长转负，是否表明离政策较有力的调整已经很近？**

**A:** 这篇文章虽然从 M1 为切入点，但和我们近期一系列报告的观点一致，强调从理性分析的层面看，政策调整宜早不宜迟。诚然，政策“希望发生什么”与“将会发生什么”并非每次都有即时兑现的关系。当政策“希望发生什么”与“将会发生什么”之间产生较大偏离时，市场会进行相应的重估，我们的研究旨在提出我们对“希望发生什么”的一些思考，以及为大家观察政策调整发生的方式和时点提供一个参考标准。

**Q3: 当前市场对财政和货币政策调整已有较一致的预期。就企业和政府现金流这个层面，哪些政策能较快扭转 M1 的“颓势”？**

**A:** 市场对财政政策调整寄予厚望。值得肯定的是，财政收入增速下降、支出加快，尤其是减税政策，可以反哺经济，有助于改善企业的盈利能力。但是，这些政策的退出和见效可能尚有 1-2 个季度的时滞，可能无法即刻扭转企业和政府现金流恶化的趋势。此外，我们也需要理性评估财政政策进一步加码的空间，PPI 下行的环境中，企业利润和政府税收

接下页

分析员

易垭

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 油价急跌推升企业债息差；关注中美领导人 G20 会谈 (2018.11.26)
- 宏观经济 | 数说中国存量住房 (2018.11.26)
- 宏观经济 | 需求指标保持弱势；工业品价格下行 (2018.11.25)
- 宏观经济 | M1 增长是否会转负？ (2018.11.25)
- 宏观经济 | 英国脱欧：达成 deal，静待周日欧盟峰会投票 (2018.11.23)
- 宏观经济 | 外汇继续流出；降准提升货币乘数仍有空间 (2018.11.22)

<sup>1</sup> 请参见我们 2018 年 11 月 25 日发布的中国宏观简评《M1 增长是否会转负？》。

<sup>2</sup> 请参见我们 2016 年 5 月 4 日发布的中国宏观简评《M1 快速增长的启示》。

<sup>3</sup> 请参见我们 2018 年 11 月 27 日发布的中国宏观简评《低基数支撑利润同比增速、但环比指标走弱更为明显》。

增速均可能持续放缓,即使不减税,财政政策也会承受较大的压力。因此,为扭转 M1 增长的颓势,短期内应尽快进行以下政策调整。首先,可以考虑对地产相关政策作出必要的调整,提振地产需求、缓和开发商现金流压力。其次,短期内重启较大规模的地方债发行或其他方式的地方政府融资对缓解其现金流可能见效更快——今年地方政府专项债 1.35 万亿元的配额已在 3 季度集中发放,而 9 月后未有新增配额,10 月以来地方债发行量骤降,拖累地方政府现金流增长。这两项政策是快速逆转 M1 颓势的较有效手段,也是逆转增长、通胀下行预期、降低整体融资成本的有效举措。

**Q4: 应当如何理解“M1 增长约领先货币流通速度变化和通胀预期约 4-5 个季度”这个判断?**

**A:** 应当从两个层面理解两者之间的关系。第一个层面,从经济层面来说,金融条件领先增长,而增长领先通胀,所以货币条件向通胀的传导确实需要较长的时间。鉴于 M1 增速已经放缓 8 个季度,货币流通速度可能趋缓。一旦货币流通速度开始放缓,政策调整“滞后”的“成本”会与日俱增。提到这个时滞和传导,一方面想说明随着时间的推移,以较小的调整获得较好的效果的时机会消失。判断政策是否“有效”时,也应该将它推出的时点是否及时考虑在内。另外一个层面, M1 领先货币流通速度变化和通胀预期约 4-5 个季度,并不是说货币流通速度必须重拾升势,市场预期才会改变。事实上,信贷周期有效企稳回升在历史上就可以有效提振市场预期,无需等到 4-5 个季度后货币流通速度变化的兑现。

**Q5: M1 增长对于经济增长和市场是否有较好的领先作用?**

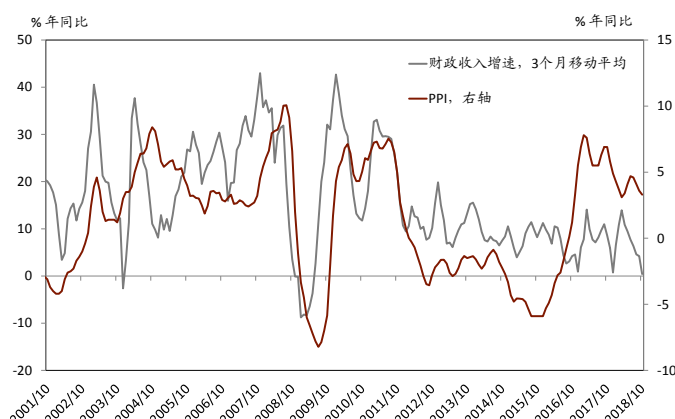
**A:** M1 增长对名义增速和企业盈利增长有领先作用——这一轮 M1 的“波幅”由于一些特殊原因而明显放大,所以 M1 对名义增长的“弹性系数”明显更小,但方向上的领先意义不变。这一轮 M1 的变化,变动的波幅加大,有两方面的原因造成:首先,中国的 M1 不包括居民部门存款,因此地产交易隐含着 M2 (居民存款)向 M1 (企业活期存款)的转移——也就是说,地产周期对 M1 增速有很大影响;其次,2015 年启动的地方债发行对 M1 的较大影响使前期 M1 增长明显高于“趋势”,而之后的下行也更为猛烈。而最近,地方专项债月度发行也波动很大。鉴于这些 2015 年来的特有因素,虽然 M1 对于名义 GDP 在方向上仍有较好引领作用,但是从幅度上来说, M1 增长和名义 GDP 增速的弹性系数明显变小(图表 3)。此外, M1 和 M2 的比例关系,虽然在上述两个中国特有的因素推动下相对趋势出现偏离,但在方向上对市场的借鉴意义仍在(图表 4)。

图表 1: PPI 与企业盈利高度相关



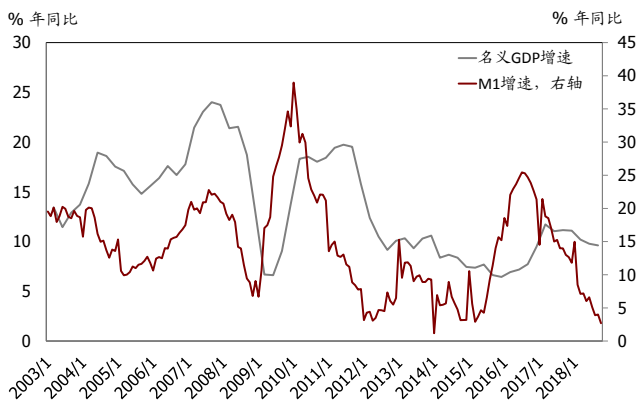
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: PPI 与财政收入走势亦步亦趋



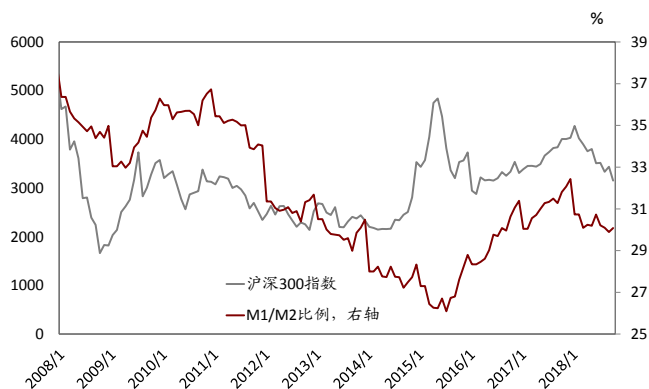
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表3: M1 同比增长领先名义 GDP 一年左右



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表4: M1 与 M2 的比例变化很多情况下与市场走势相符



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部



CICC  
中金公司

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V160908  
编辑：樊荣、张莹

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



**CICC**  
中金公司