

M1 增幅扩大对经济波动与大类资产价格的影响

毛健 经济学博士 宏观研究员
新世纪评级研发部

2015 年 4 月以来，M1 开始增幅扩大，且与 M2 增速的逆剪刀差急剧扩大，中国的货币结构呈现出活性化趋势。我们认为，本轮 M1 增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了单位活期存款的加速增长。准货币增长下降源于理财产品的迅猛发展。M1 加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。而积极财政政策刺激力度有限，后续 M1 增速可能放缓。外汇储备下降导致基础货币不断下降，使得中国货币供应总量潜在着下降风险。在中国货币当局保持银行体系流动性合理充裕的条件下，M2 将保持平稳增长。

2016 年 6 月以来的债券价格上涨主要源自 5 月份 CPI 数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是，本轮货币增速剪刀差可能导致 CPI 食品快速上涨，带动 CPI 上涨，从而增大期限利差，并抑制 10 年期国债收益率下行空间。

在 2010 年以前，M1 与上证综指走势的正相关性主要源自 M1 与实体经济相关性较高。但是，随着两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了 M1 与股市走势的正相关性。本轮 M1 增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。在投资机会不足的情况下，将在短期内利好价值股和绩优股，带来结构性行情。

2016 年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在 4 月份见顶回落，我们认为大宗商品价格后续上涨动力不足。在滞胀风险加大的情况下，黄金有望维持上涨趋势。

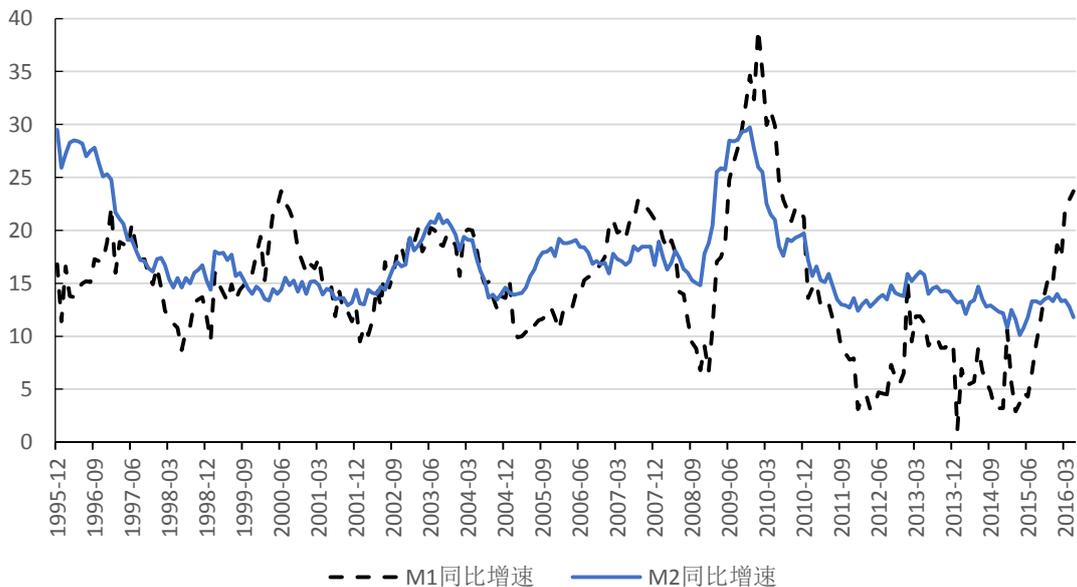
目录

一、中国货币结构变化.....	3
二、货币供应与货币结构.....	4
(一) 中国的货币供应量体系.....	4
(二) 信用创造过程与货币结构.....	5
三、基于资产负债表的货币结构分析.....	7
(一) M1 增长源于房地产去库存.....	7
(二) 单位活期存款增长对应居民、政府加杠杆.....	8
(三) 机会成本降低促进投机需求.....	9
(四) 准货币下降源于理财产品迅猛发展.....	10
(五) M2 增速与单位贷款正相关.....	11
四、M1 增速对经济波动和大类资产的影响.....	11
(一) 货币循环流程.....	11
(二) M1 增速与经济增长开始背离.....	12
(三) 货币增速剪刀差可能带动 CPI 上涨.....	14
(四) M1 增速与房价高度正相关.....	15
(五) M1 与股票市场相关性下降.....	16
(六) M1 增速与债券收益率具有一定正相关性.....	18
(七) M1 推动大宗商品价格上涨仍需借势供求基本面.....	19
五、结论.....	20

2015年4月以来，M1开始加速增长，并于2015年9月开始持续高于M2增速，到2016年5月M1同比增速更是比M2高出1倍，中国的货币结构呈现出活性化趋势。M1和M2剪刀差持续走阔，其背后的逻辑和原因是什么？对于经济波动和大类资产价格将产生哪些影响？

一、中国货币结构变化

2015年9月以来，随着M1增幅扩大，M1增速与M2增速的逆剪刀差急剧扩大，货币结构呈现出活性化趋势（见图1）。



数据来源：Wind，新世纪评级

图1 中国M1与M2同比增速

关于本轮剪刀差的解释，有观点认为“货币活化”，即企业将定期存款转变为活期存款，源自房地产和企业利润好转，是经济回暖的前兆；同时股市下挫也促进了准货币的下降。也有观点认为是政府和居民加杠杆导致企业现金流改善和存款增加。还有观点认为这是因为定期存款利率下降导致的投机性需求增加，资金其实流向了理财等相对高收益资产和境外。

我们认为，M1的增长主要受到单位活期存款影响，本轮M1增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了2015年4月以来单位活期存款的加速增长。准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响，其增速下降源于理财产品的迅猛发展。M1加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

二、货币供应与货币结构

（一）中国的货币供应量体系

从1994年10月份开始,人民银行正式向社会公布货币供应量统计数据。将货币供应量层次划分为:

M0: 流通中现金(货币供应量统计的机构范围之外的现金发行);

M1: M0+企业存款(企业存款扣除单位定期存款和自筹基建存款)+机关团体部队存款+农村存款+信用卡类存款(个人持有);

M2: M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款(单位定期存款和自筹基建存款)+外币存款+信托类存款;

M3: M2+金融债券+商业票据+大额可转让定期存单等。

随着股票市场的发展,导致证券公司客户(股民和机构投资者)保证金数量迅速增加。由于证券公司客户保证金主要来自于居民储蓄和企业存款,加上认购新股时,大量的居民活期储蓄和企业活期存款转为客户保证金,新股发行结束后,未中签资金又大量流回上述存款账户,造成货币供应量的统计数据被低估,影响对货币供应量的监测¹。因此,2001年6月,中国人民银行第一次修订货币供应量统计口径,将证券公司客户保证金计入广义货币供应量M2。

2002年初,中国人民银行第二次修订货币供应量统计口径,将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务,分别计入到不同层次的货币供应量。

2003年,中国人民银行向社会公开《关于修订中国货币供应量统计方案的研究报告》(征求意见稿),欲修订货币供应量统计口径,此次修订将货币供应量统计口径,在原M0、M1、M2三个层次的基础上,再扩大到M3,即增加了外汇存款、保险公司存款和各种基金存款。并于2006年第三次修订货币供应量统计口径,将信托投资公司和金融租赁公司的存款不计入货币供应量²。

2011年10月起,中国人民银行第四次修订货币供应量统计口径,在货币供应量M2纳入了住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。其中,住房公积金存款是指住房公积金中心通过受托银行归集的、沉淀在受托银行的公积金存款;非存款类金融机构在存款类金融机构的存款包括信托公司、租赁公司、证券机构、保险机构在存款类金融机构的活期和定期存款。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/bangongting/135485/135491/135597/1002431/index.htm>
1。

² 盛松成、翟春,《中央银行与货币供给》,北京:中国金融出版社,2015.4。

（二）信用创造过程与货币结构

假设一个经济体实行比例储备制度，货币当局通过公开市场操作，从某个私人机构 A 购买政府债券或外汇。则货币当局的资产方中“外汇”或“对政府债权”增加，负债方中“货币发行”或“发行债券”增加（见表 1）。若 A 将央行支票或现金存入某商业银行甲的活期存款账户，则商业银行的资产方中“对其他金融部门债权”增加，同时负债中“单位活期存款”增加（见表 2）；与之相对应，货币当局的负债方中“货币发行”或“发行债券”减少，“其他存款性公司存款”增加。由于准备金率一般小于 1，超额准备金增加，这家银行有更多资金可贷给客户。当客户 B 有贷款需求，需要在银行开立活期账户，并通过贷款获得活期存款。有了活期存款，B 就可以开立等额银行支票购买产品和劳务。而产品和劳务的出售者 C 则会把支票存入另一家银行乙。银行乙为存入支票的客户 C 在其账户内计入一笔存款，同时将支票存入中央银行账户。负责最终清算的中央银行则将与支票等额的准备金从银行甲划入银行乙的账户，银行乙的准备金与存款因此等量增加，并有可能将资金贷给客户 D。由于部分准备金要用于支持客户 B 的存款，银行乙的可贷资金小于银行甲。与之类似，客户 D 会将获得的资金用于交易，使得第三家银行的准备金和存款增加，信用创造过程会继续下去，直至最初创造的超额准备金全部被各家银行用于支持各自的存款。在此过程中，企业可能将部分资金存为定期存款，或者通过收入分配到居民手中，成为储蓄存款，使得准货币增加。即基础货币的变化同时引起 M1 和 M2 的变化。

表 1 货币当局资产负债表

资产	负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	其他存款性公司存款
其他国外资产	不计入储备货币的金融性公司存款
对政府债权	发行债券
其中：中央政府	国外负债
对其他存款性公司债权	政府存款
对其他金融性公司债权	自有资金
对非金融性部门债权	其他负债
其他资产	储备货币

资料来源：中国人民银行，新世纪评级

当财政部门征税，企业或个人向财政部门缴纳税款时，可以支付现金或支票给财政部门，此时，商业银行的负债方中“货币”部分进行内部转化。为了维持一定比率的流动性资金，企业或个人可能改变其资产配置，使得 M1 增加，

M2 下降。当商业银行将上述款项划转到中央银行时，商业银行负债方中“单位活期存款”减少，同时，资产方中“对其他金融部门债权”降低。货币当局的负债方中“其他存款性公司存款”减少，“政府存款”增加，M1 下降。

表 2 商业银行资产负债表

资产	负债
国外净资产	货币和准货币
对政府债权	货币
对非金融部门债权	流通中货币
票据融资	单位活期存款
非金融性公司	准货币
短期	单位定期存款
长期	个人存款
居民户	其他存款
短期	不纳入广义货币的存款
长期	债券
对其他金融部门债权	实收资本
	其他（净）

资料来源：中国人民银行，新世纪评级

由于部分行业现金流充裕而投资机会不足，如烟草等行业；或者企业将资金用于过桥贷款；或企业向银行筹措长期贷款，银行要求保留一定比例存款，企业会保留部分定期存款。中国巨额个人储蓄存款则源自金融资产供应不足，个人缺乏投资渠道。近年来随着尚未纳入货币供应量的银行理财业务、资管产品和证券投资基金迅速发展，M2 和银行总负债增速之间不断分化。但随着监管层对理财产品发行和投资的监管开始收紧，银行总负债增速已下降，与 M2 增速之间的差距从 2016 年 3 月起也开始收窄。

监管或者资产收益率的变化，会引起资产配置的调整。当企业或个人欲改变其资产配置，增加房地产、商业投资等时，会降低居民储蓄和企业定期存款，增加活期存款，然后再交易成非货币性资产。在此过程中，货币结构变化依然是先 M2 下降，然后 M1 上升，最后 M1 下降。如果资产配置仅仅是个人在储蓄存款和股票、债券、保本型理财产品或外汇中转化，则货币结构不变。仅当银行保本型理财产品购买基础资产后，M1 增加。当储蓄存款转化为非保本型理财产品时，M2 下降，M1 随着理财产品购买基础资产增加，总货币供应量不变。

若外汇转换为国外资产，则准货币下降。若产业资本向金融资本转化，企业减少商业投资，增加证券投资，则 M1 下降，M2 上升。

三、基于资产负债表的货币结构分析

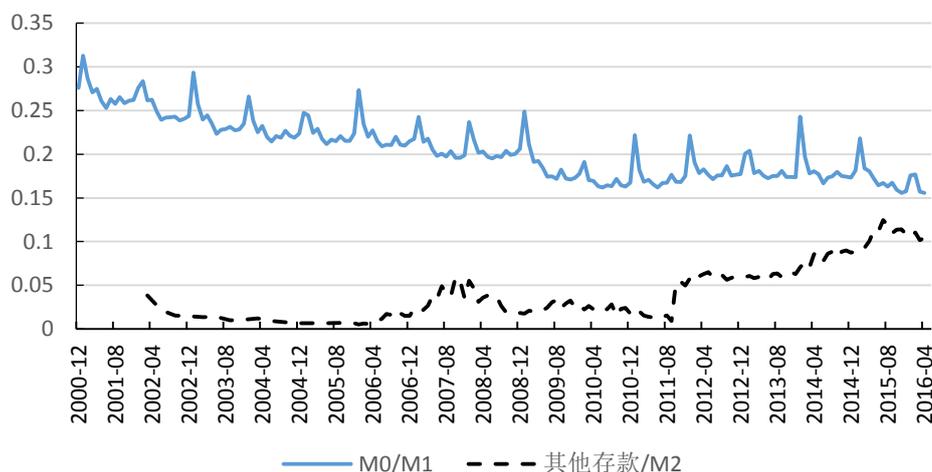
实际统计数据发布中，将 M1 和 M2 定义为： $M1=M0+$ 单位活期存款；

$M2=M1+$ 单位定期存款+个人存款+对其他金融性公司负债（计入广义货币的存款）。

因此，我们可以结合其他存款性公司资产负债表对货币结构进行具体分析。

（一）M1 增长源于房地产去库存

由于收入和财富的增长，储蓄在收入总额中所占比率不断上升，M0 占 M1 的比例不断下降，在 2016 年 5 月仅为 14.8%。而对其他金融性公司负债占 M2 的比例随着金融发展逐渐提升，但在 2016 年 5 月也仅为 10.74%（见图 2）。因而，M0 和其他存款的变化对货币结构影响较小。M1 的增长主要受到单位活期存款影响，准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响。



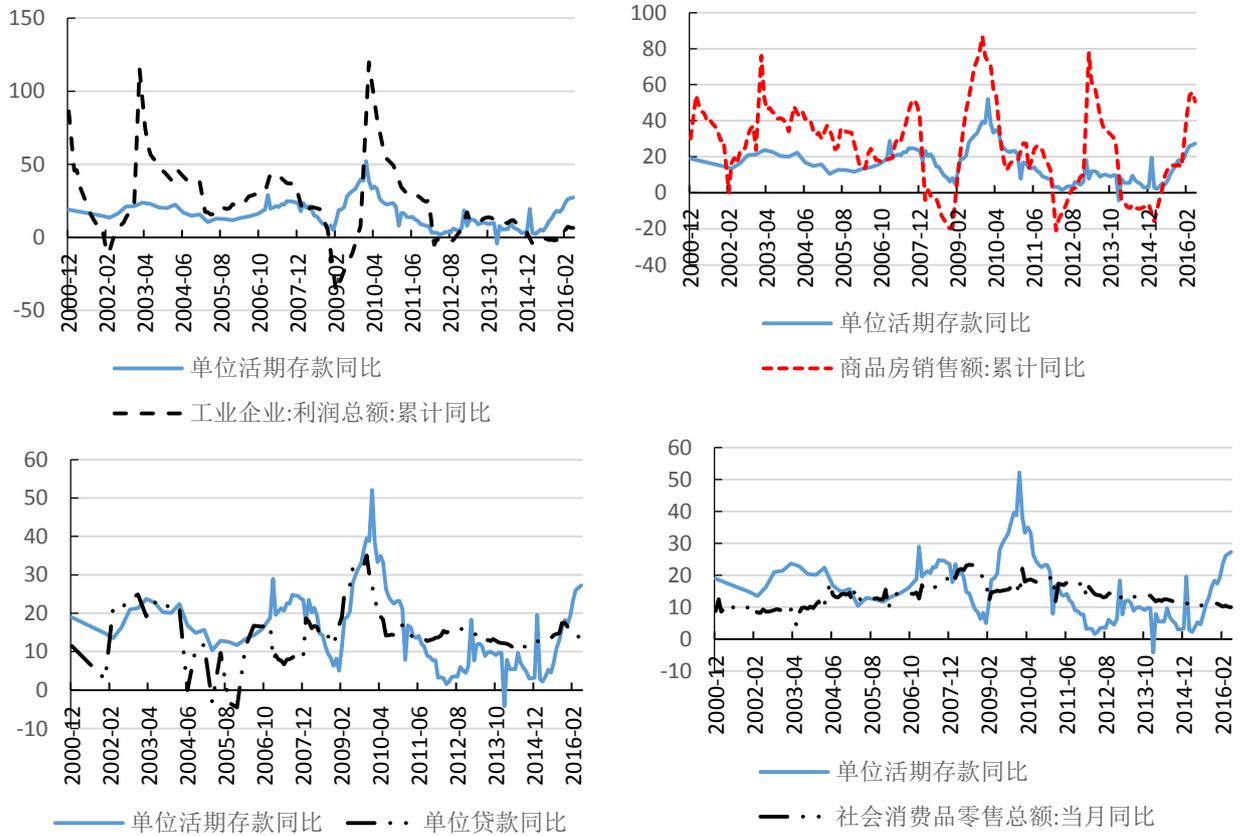
数据来源：Wind，新世纪评级

图 2 M0 与其他存款的占比

单位活期存款源自两方面，一是单位经营所得资金，一是融资所得资金。因而工业企业利润³、社会消费品零售总额、商品房销售额、单位贷款（其他存款性公司对非金融机构债权）等与单位活期存款正相关，其相关系数分别为 0.53、0.21、0.73 和 0.46（见图 3）。商品房销售额的变化对单位活期存款变化的解释力最强，社会消费品零售总额对单位活期存款变化的解释力最弱。2015 年 4 月以来，社会消费品零售总额的当月同比不断下行，工业企业利润到 2016 年才

³ 工业增加值增速是用实际增长率，剔除了价格变化对工业增加值变化的影响，而企业销售收入、企业利润等效益指标计算的是用名义增长率。因此，在价格上涨比较快的情况下，企业利润增长往往要快于工业增加值的增长，而在价格下降的情况下，企业利润增长往往要慢于工业增加值的增长。

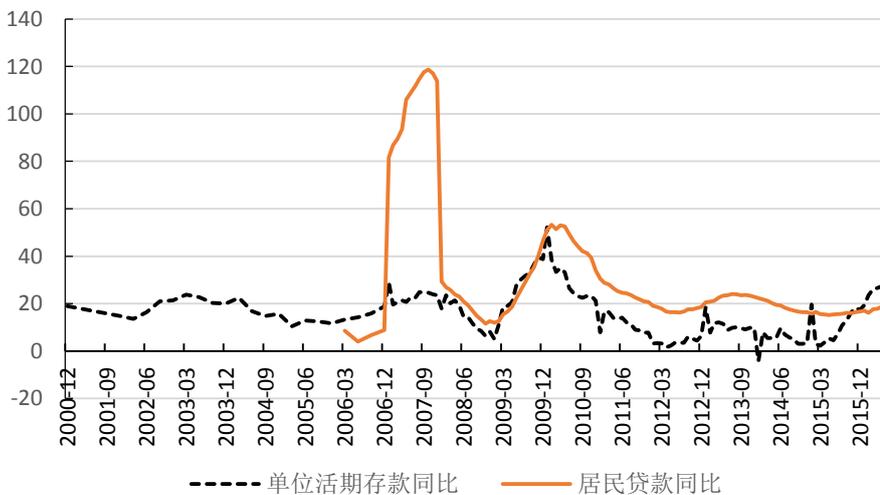
开始扭转下行趋势，而单位贷款同比自 2015 年 11 月开始回落，仅商品房销售额自 2015 年 2 月不断增长，2016 年 4 月同比增长 55.9% 后小幅回落。因此，本轮 M1 增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 3 单位活期存款的影响因素

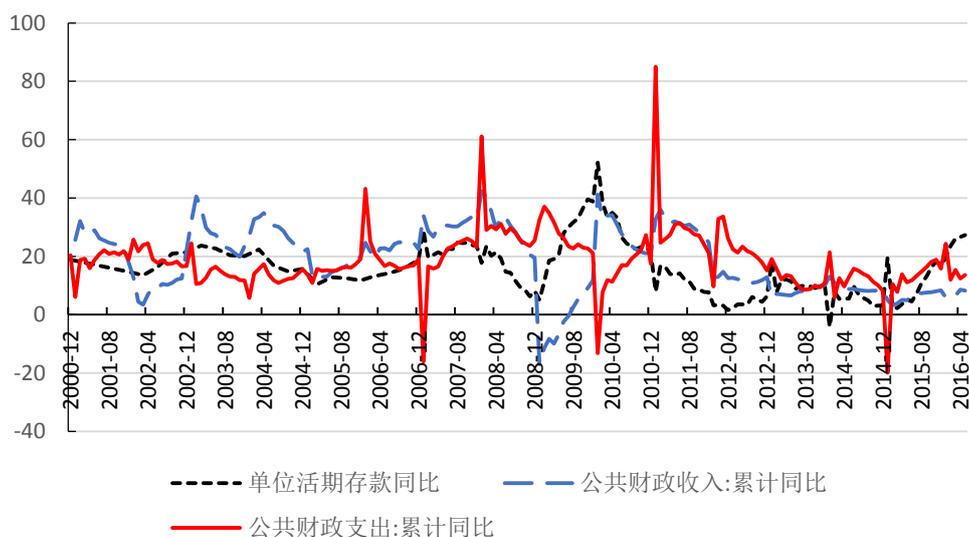
(二) 单位活期存款增长对应居民、政府加杠杆



数据来源：Wind，新世纪评级

图 4 居民贷款与单位活期存款

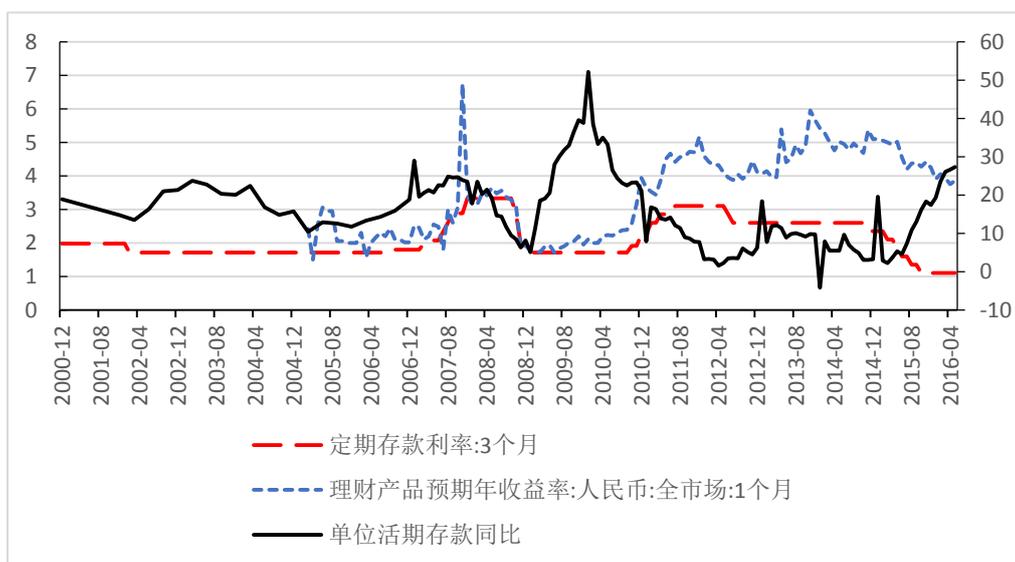
作为经济活动的主要参与者，企业、居民和政府存在着此消彼长的关系，企业净资产的增加对应着居民和政府净资产的下降。因而，单位活期存款增长一般伴随着居民贷款增速上升，二者相关系数达到 0.48(见图 4)。而政府逆周期的财政政策虽然可以稳定经济增长，但政府赤字一般发生在经济下行、企业收入下降时，因而二者相关性并不明显。尽管如此，在公共财政支出增速大幅高于公共收入支出增速时，如 2002 年、2009 年、2012 年和 2015 年，单位活期存款增速均快速提升（见图 5）。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 5 财政收支与单位活期存款

(三) 机会成本降低促进投机需求

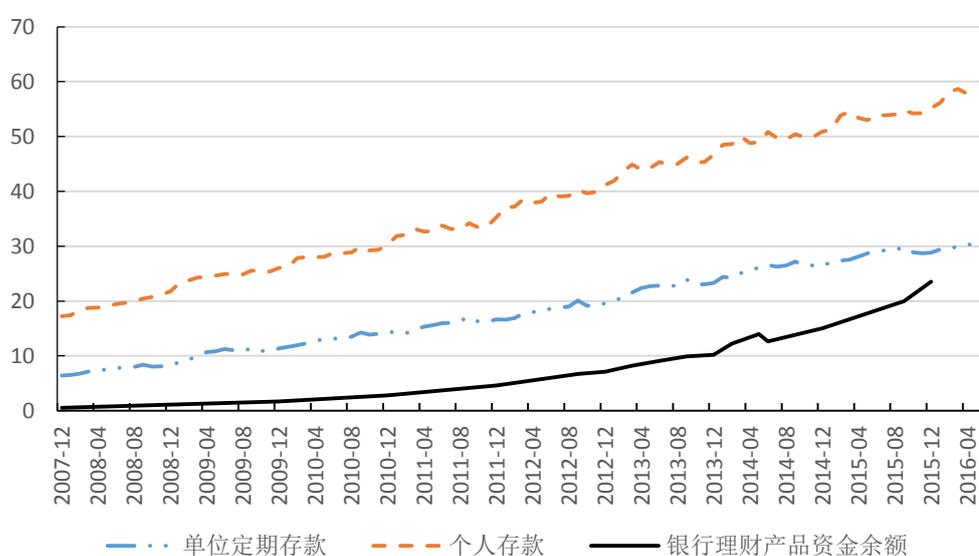


数据来源：Wind，新世纪评级

图 6 单位活期存款的机会成本

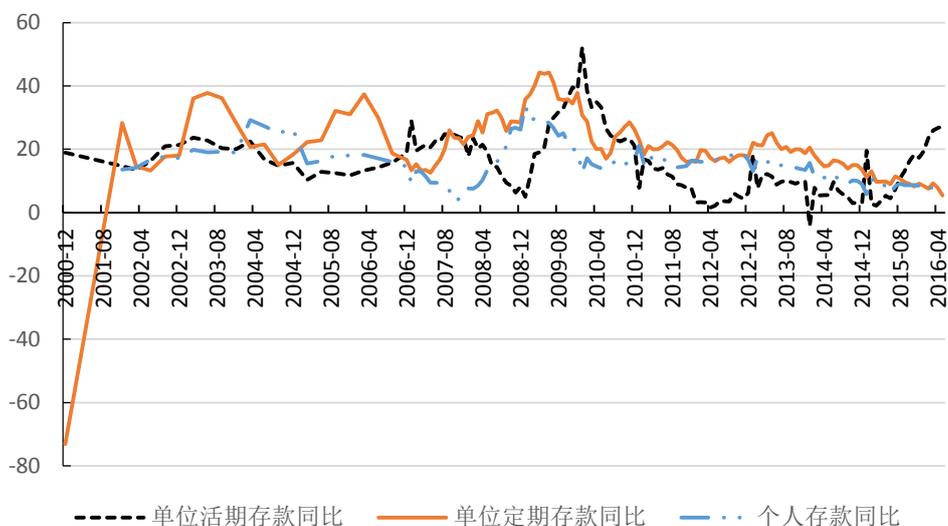
单位持有活期存款，在获得流动性的同时也牺牲了机会成本。机会成本越高，单位活期成本越低。3 个月定期存款利率和 1 个月理财产品预期年收益率与单位活期存款同比增速的相关系数分别为-0.42 和-0.60。虽然，由于受到其他因素的影响，历史上机会成本和单位活期存款的走势一致性较差（见图 6）。但是，我们无法否认理财产品预期收益率和定期存款利率的下降对于 2015 年 4 月以来单位活期存款加速增长的推动作用。

（四）准货币下降源于理财产品迅猛发展



数据来源：Wind，新世纪评级

图 7 银行理财产品余额与准货币子成分（万亿）



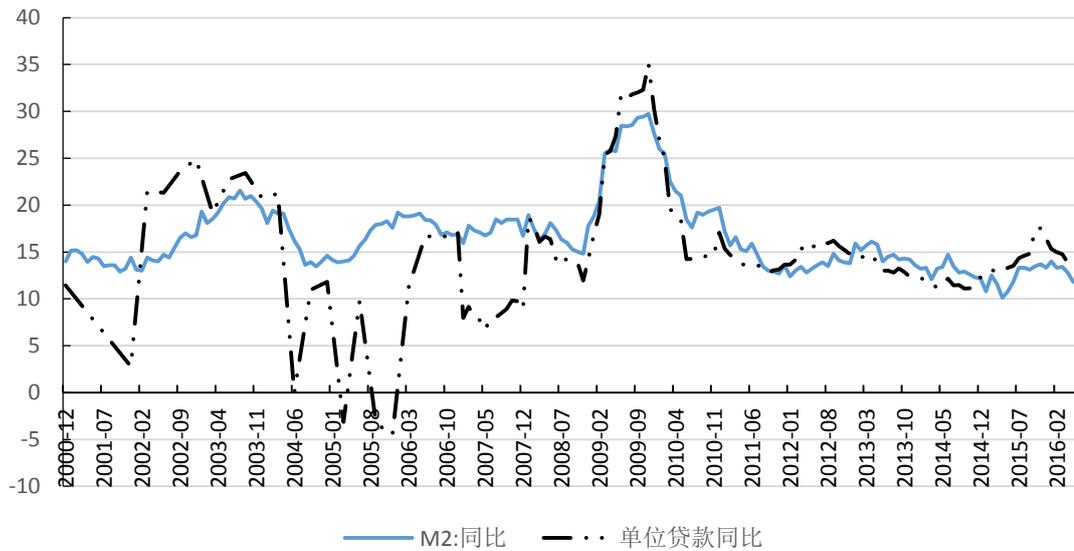
数据来源：Wind，新世纪评级

图 8 中国单位存款与个人存款增速

随着 2007 年 A 股暴跌和金融创新的发展，银行理财产品自 2007 年开始呈爆发性增长，从 2007 年底的 0.53 万亿元扩张为 2015 年底的 23.5 万亿元，相当于企业定期存款的 81.5%，个人存款的 42.6%（见图 7）。申购理财产品的资金多为居民储蓄存款和企业定期存款，属于准货币范畴。理财产品的分流效应使得企业定期存款和个人存款增速呈现下降趋势（见图 8）。

（五）M2 增速与单位贷款正相关

中国银行体系主要通过存贷差盈利，M2 中的准货币有相当部分用于企业贷款。譬如，企业申请银行贷款时，银行一般会要求企业保留一定比例资金在该行账户；或者在融资受到约束时，需要通过过桥贷款融资，银行会找到企业存入一笔定期存款。因而，M2 增速与单位贷款正相关，二者相关系数达 0.66（见图 9）。本轮 M1 上升，M2 增速较为平稳，表面银行对单位的贷款投放增速相对较低。



数据来源：Wind，新世纪评级

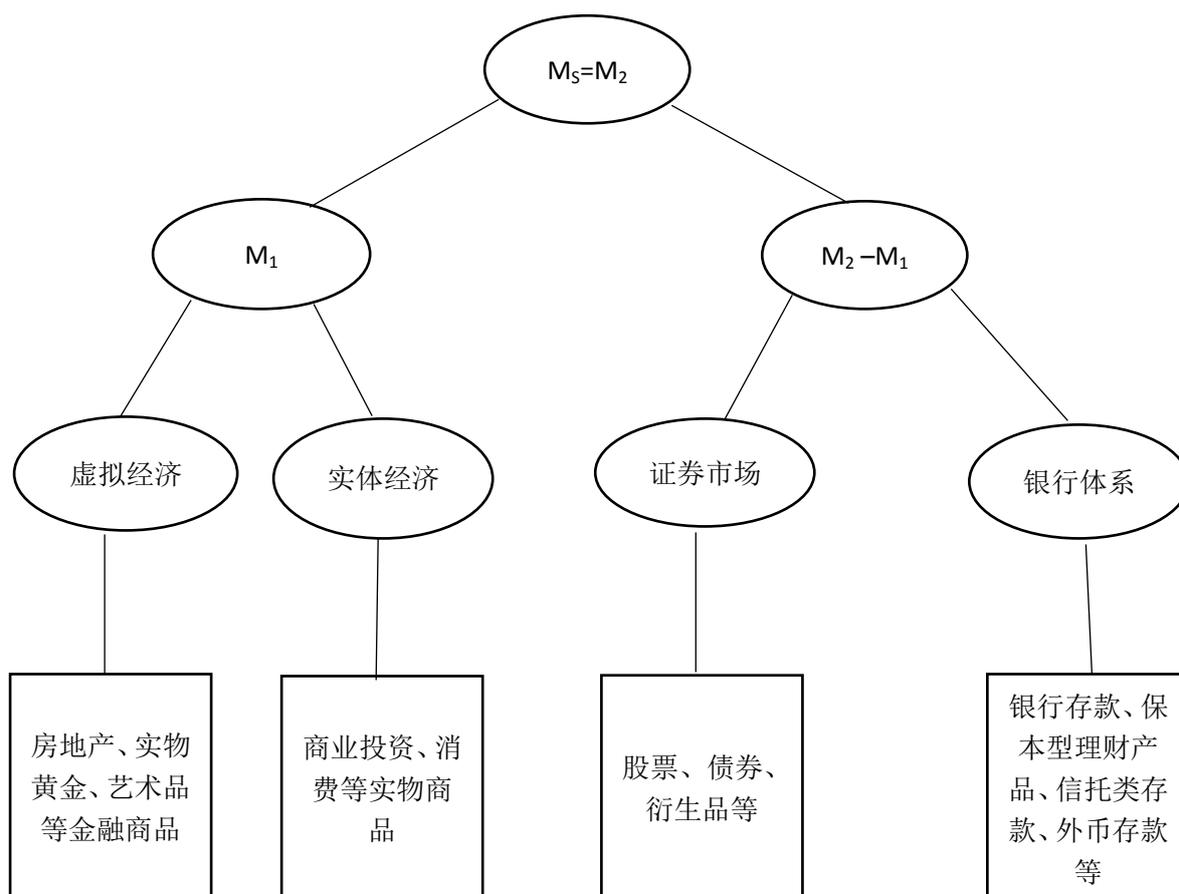
图 9 M2 增速与单位贷款

四、M1 增速对经济波动和大类资产的影响

（一）货币循环流程

基于伍志文(2003)建立的虚拟经济条件下广义货币数量论基本框架，结合近年来的改革开放和金融创新，我们建立了一个综合性的货币循环流程图(见图 10)。

根据货币职能的不同，一国货币分为两大部分：流动性较好、充当交易媒介的货币 M_1 和收益性较高、作为财富储存手段的准货币 M_2-M_1 。充当交易媒介的货币量，一部分流入实体经济部门，用于购买消费品、进行生产性投资；一部分流入虚拟经济部门，用于购买房地产、实物黄金、艺术品等金融商品进行保值增值。充当财富储存手段的货币量，一部分流入资本市场，用于购买股票、债券、衍生品等；一部分流入银行体系，沉淀在货币市场、外汇市场，或者通过贷款转化为 M_1 。



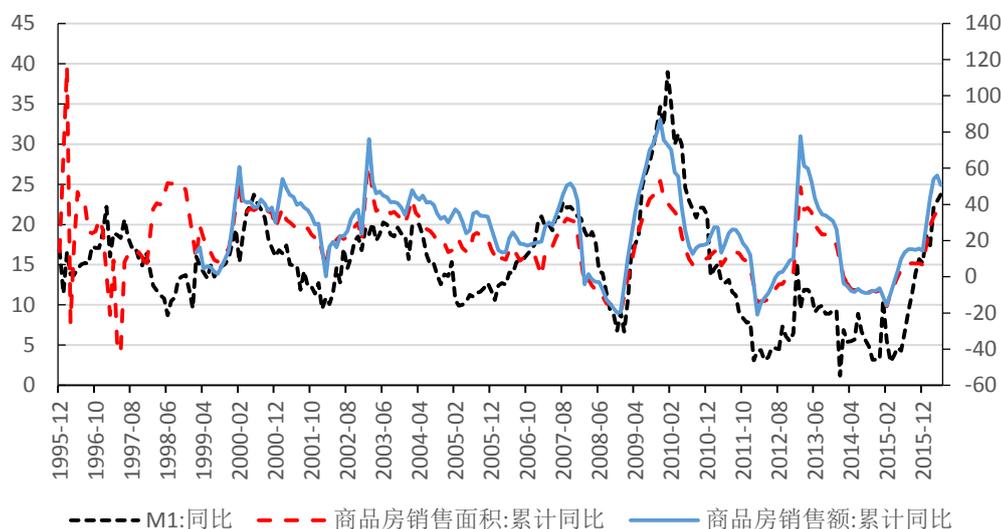
资料来源：新世纪评级

图 10 货币循环流程图

(二) M_1 增速与经济增长开始背离

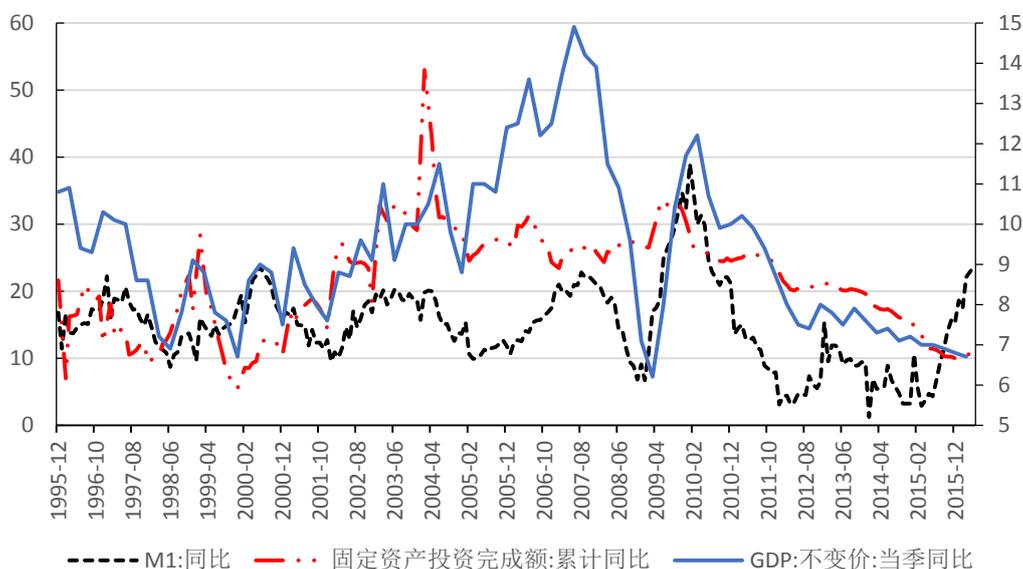
M_1 是交易用资金的来源，但其增长不等于交易的增长。企业可能将活期存款转化为定期存款或理财产品，而不是用于投资。因而，在 M_1 增速上升时，如果更多货币用于交易，将促进商业投资、消费或者房地产等金融商品的生产，进而在短期内促进经济增长。部分银行体系的资金将从货币市场转为贷款，促使 M_1 增速提升。但是，由于金融商品的需求会随着预期收益率和风险的变化而波动，其波动幅度更高于商业投资需求。当支撑房地产上涨的预期发生变化时，

企业投资意愿下降，经济增长将无法持续。1999 年以来，M1 同比增速与商品房销售额累计同比增速走势一致性较强（见图 11），但是，由于中国经济步入工业化后期和产能过剩，固定资产投资自 2010 年不断下行，使得 M1 同比增速与 GDP 累计同比增速走势开始背离（见图 12）。



数据来源：Wind，新世纪评级

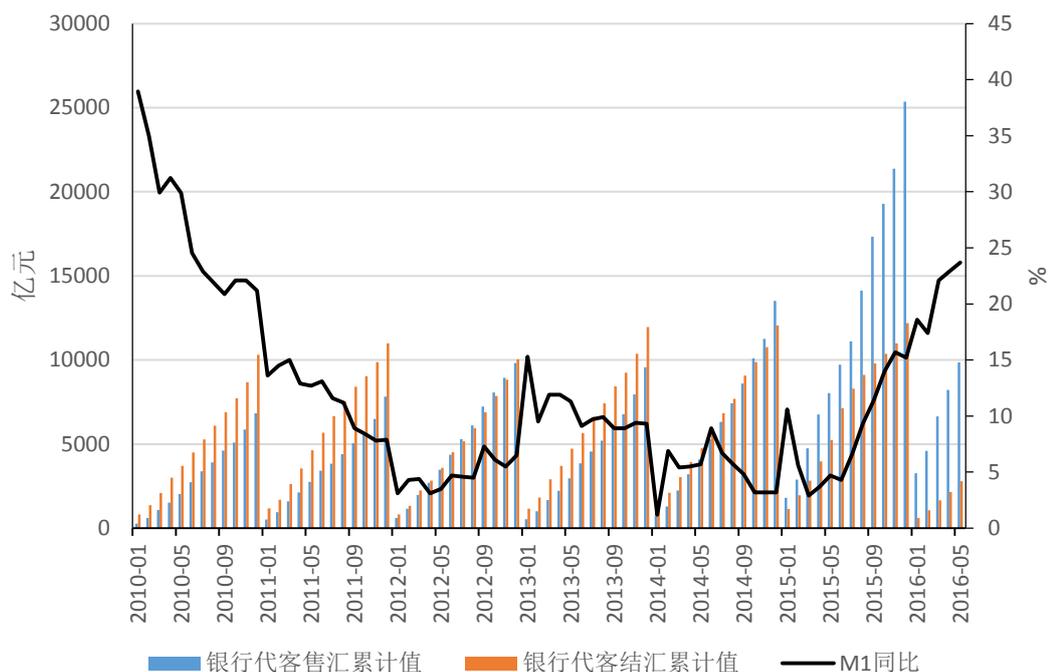
图 11 M1 与商品房销售



数据来源：Wind，新世纪评级

图 12 M1 与经济增长

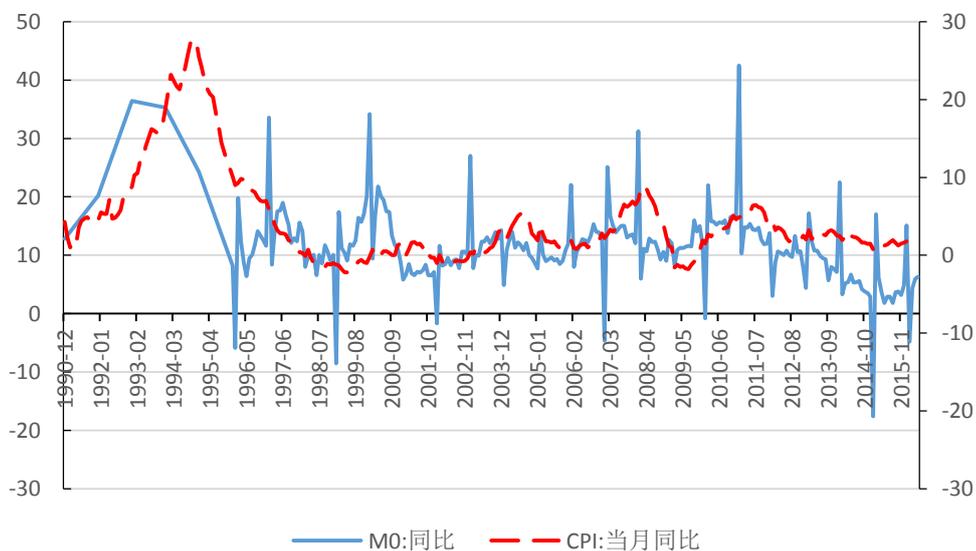
企业投资意愿不足，M1 却高速增长。那么，钱去哪了？我们认为这部分钱有两个流向：一是理财产品等相对高收益的资产；二是境外投资。自 2015 年以来，资本和金融项目银行代客结售汇逆差不断扩大，反映了资本加速流向境外（见图 13）。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 13 M1 与资本和金融项目银行代客结售汇

(三) 货币增速剪刀差可能带动 CPI 上涨

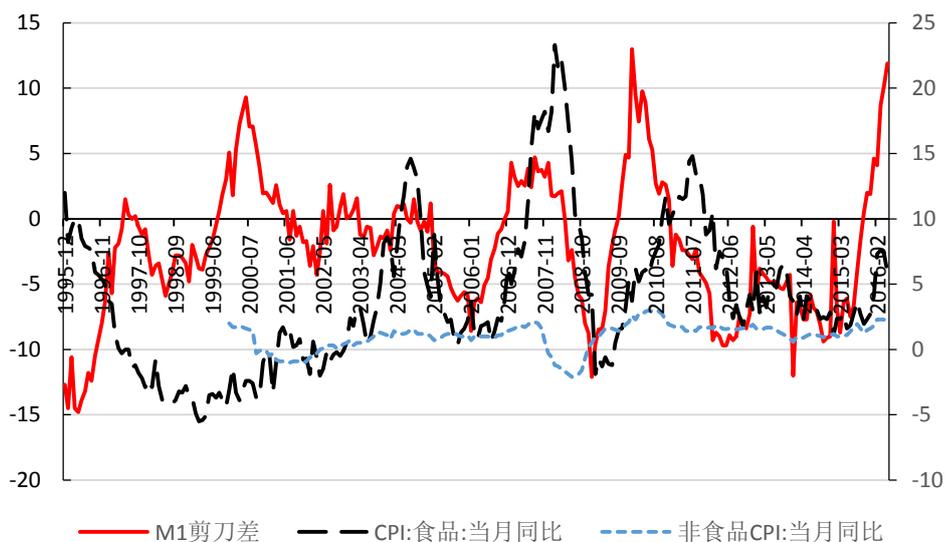


数据来源：Wind，新世纪评级

图 14 M0 增速与 CPI 走势

流通中的现金主要用于居民消费，因而对于 CPI 具有较大影响。1999 年以后，CPI 开始随着 M0 增速上升而上涨，随着 M0 增速下降而下降（见图 14）。因为 M1 流入虚拟经济和实体经济两个部门，其与 CPI 的关系受到金融商品价格的

影响。当资金主要流入房地产等虚拟部门时，CPI 上涨压力较小。但是，随着金融商品价格上涨，M2 可能向 M1 转化，导致生产资源向虚拟经济部分转移，从供给侧推动 CPI 上涨；或者资金向农产品转移，从需求侧带动 CPI 上涨。2004 年以后，M1 与 M2 增速剪刀差与 CPI 食品价格同比增速具有较高相关性，但与 CPI 非食品项相关性较小（见图 15）。表明货币结构与物价的关系主要通过农产品价格进行传导。近年来出现的“蒜你狠”、“姜你军”、“豆你玩”、“向钱葱”等现象更是加剧了货币结构变化对 CPI 的影响。



数据来源：Wind，新世纪评级

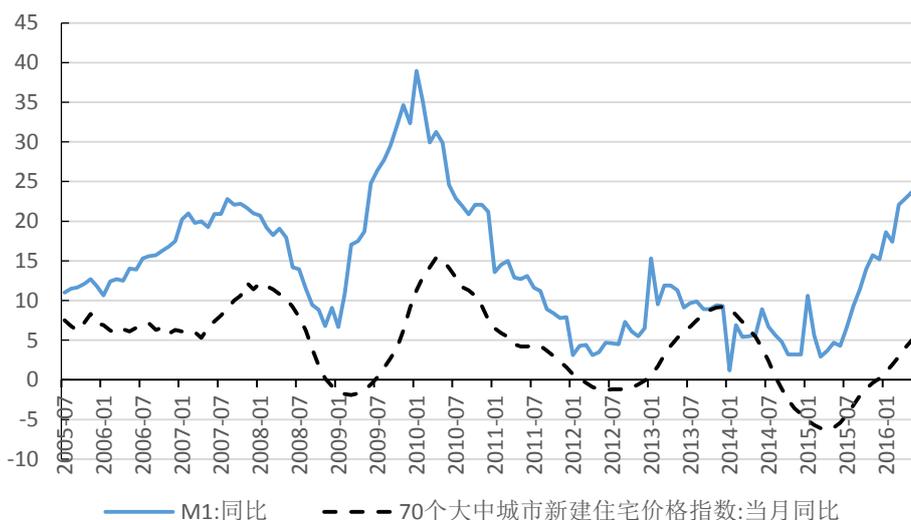
图 15 货币增速剪刀差与 CPI 走势

当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是，本轮货币增速剪刀差可能导致 CPI 食品快速上涨，带动 CPI 上涨，使得中国陷入滞胀局面。

（四）M1 增速与房价高度正相关

房地产是当前中国家庭资产保值增值的主要手段，在居民家庭资产中占有重大比例。M1 资金有相当部分来自房地产市场，因而，M1 增速与房价的相关性高达 0.58（见图 16）。伴随着房价的上涨，企业销售收入增长，M1 增长；同时，企业拥有更多资金收购土地，促进了房价的进一步上涨。

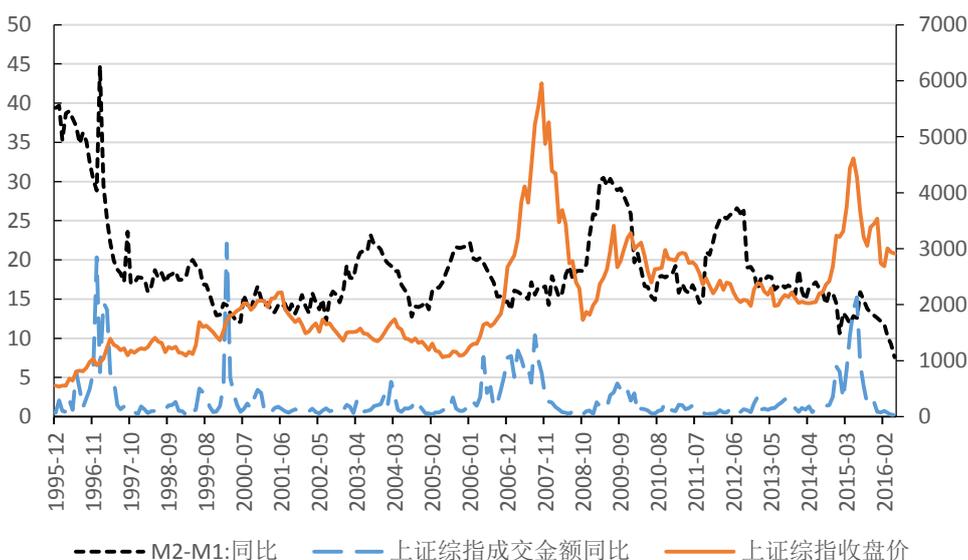
当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 16 M1 增速与房价

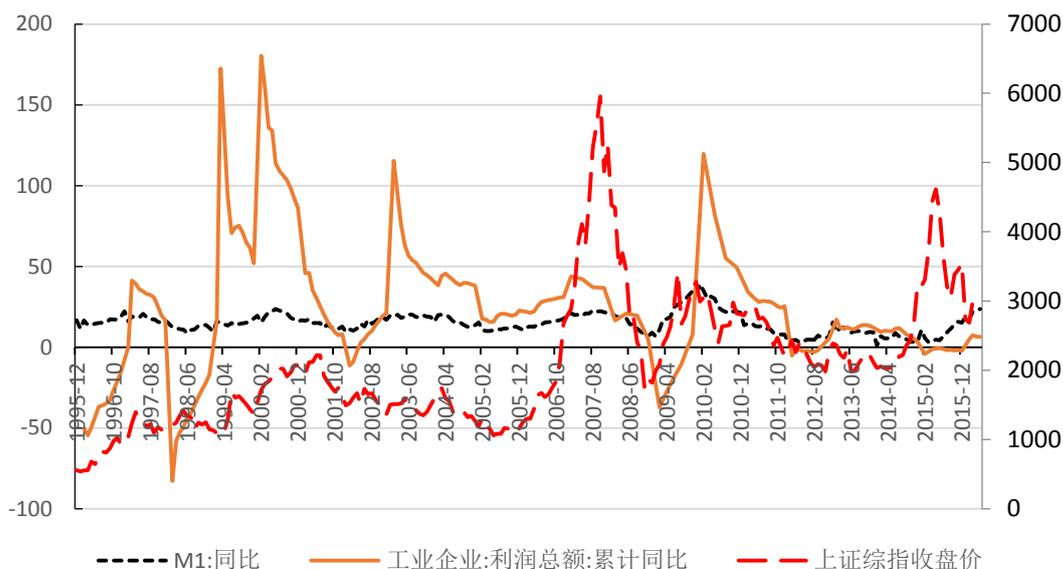
(五) M1 与股票市场相关性下降



数据来源：Wind，新世纪评级

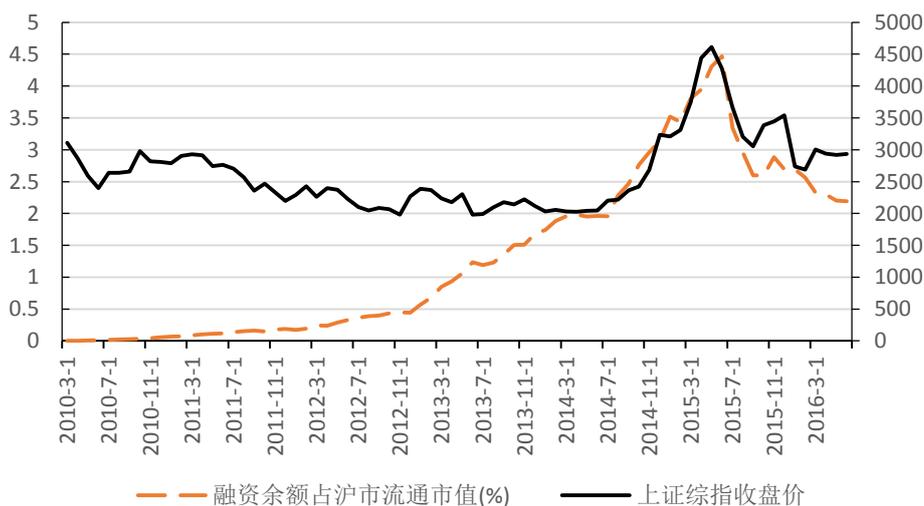
图 17 准货币增速与股市走势

随着 M1 增速的上升，若经济回暖、企业利润好转，风险偏好下降，股票市场将迎来一波上涨良机。投资于金融商品的资金可能转向股票市场，使得 M2 开始加速增长。同时，M2 内部，资金由债券、外汇等市场流向股票市场。由于证券市场不同于商品房销售市场，通过成交额无法得到进入证券市场的资金，准货币 M2-M1 增速与股市关系并不明显。2003 年以来，上证综指成交金额同比与上证综指收盘价走势较为一致。但是，无论是成交金额同比增速还是收盘价均与准货币同比增速相关性较小（见图 17）。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 18 M1 增速、工业企业利润与股市走势



数据来源：Wind，新世纪评级

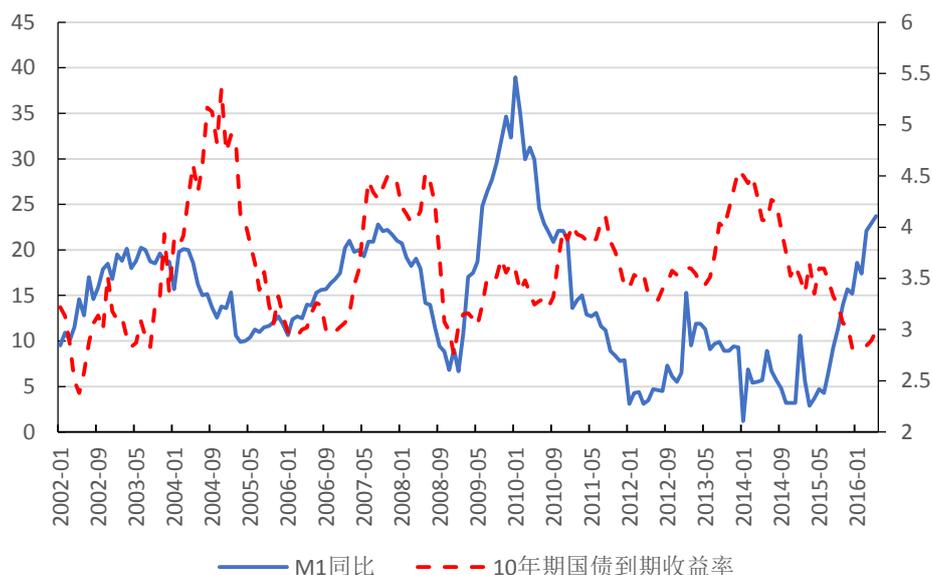
图 19 融资余额与股市走势

在 2010 年以前，M1 与上证综指走势的正相关性主要源自 M1 与实体经济相关性较高，譬如工业企业利润增速（见图 18）。但是，随着 2010 年两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了 M1 与股市走势的正相关性（见图 19）。

本轮 M1 增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。在投资机会不足的情况下，将在短期内利好价值股和绩优股，带来结构性行情。

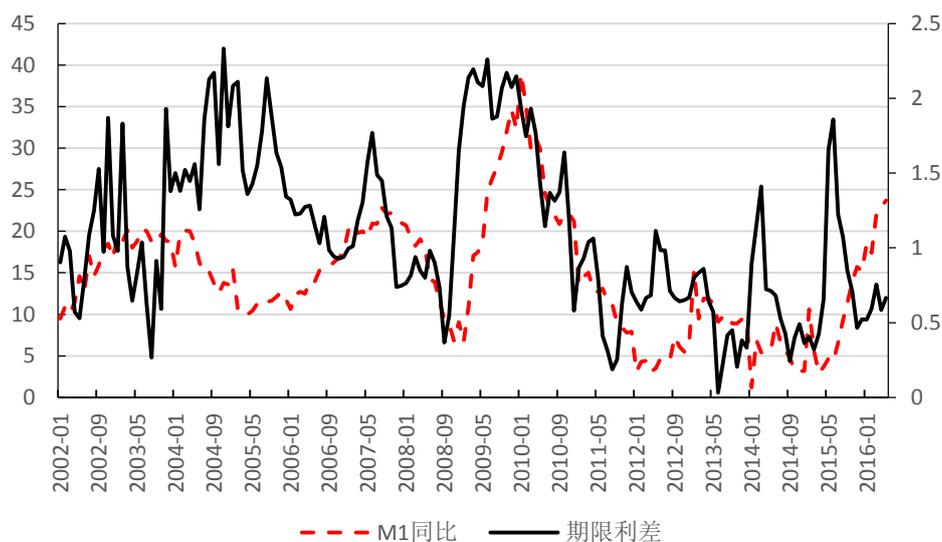
(六) M1 增速与债券收益率具有一定正相关性

长期债券收益率主要受经济基本面影响，其利率可以分解为：预期通胀率、预期短期利率路径、期限溢价、信用风险。而通胀预期与预期短期利率路径一般与经济增长形势相关。在 2010 年以前，M1 与实体经济相关性较高，从而也与债券收益率具有一定正相关性。当 M1 同比增速上升时，表明经济转暖，10 年期国债收益率上升；当 M1 同比增速下降时，表明经济下行压力加大，10 年期国债收益率下降（见图 20）。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 20 M1 与 10 年期国债到期收益率



数据来源：Wind，新世纪评级

图 21 M1 与期限利差

经济前景和货币政策的不确定性越大，流动性风险越大，期限溢价越高。通胀预期越高，期限利差越大。因而，M1 同比增速与期限利差也具有一定正相关性（见图 21）。2016 年 6 月以来的债券价格上涨主要源自 5 月份 CPI 数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，中国的经济下行压力较大，货币政策不确定性较小，但是，本轮货币增速剪刀差可能导致 CPI 食品快速上涨，带动 CPI 上涨，从而增大期限利差，并抑制 10 年期国债收益率下行空间。

（七）M1 推动大宗商品价格上涨仍需借势供求基本面

大宗商品同时具备金融属性和商品属性。其价格变化受两方面因素影响：一是供求格局。这是大宗商品价格上涨的根本动力，也是资金推动大宗商品价格上涨所需要的势。二是资金面。宽松的货币环境有助于推动大宗商品价格上涨，并在流动性充裕的条件下在大类资产间轮换，填平估值洼地。在 2010 年以前，中国 M1 与固定资产投资相关性较高，从而也与大宗商品价格具有一定正相关性（见图 22）。当 M1 同比增速上升时，大宗商品价格上升；当 M1 同比增速下降时，大宗商品价格下降。2014 年 M1 的反弹却未能带动大宗商品价格上涨。



数据来源：Wind，新世纪评级

图 22 M1 与大宗商品价格

2016 年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在 4 月份见顶回落，我们认为房地产投资增速上涨难以持续，供给侧改革的推进却可能遇到阻力，大宗商品价格后续上涨动力不足。

五、结论

我们认为，M1 的增长主要受到单位活期存款影响，本轮 M1 增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了 2015 年 4 月以来单位活期存款的加速增长。准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响，其增速下降源于理财产品的迅猛发展。M1 加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。而积极财政政策虽然可以托底经济，却可能延缓供给侧结构性改革，刺激力度有限，后续 M1 增速可能放缓。外汇储备下降导致基础货币不断下降，使得中国货币供应总量潜在着下降风险。在中国货币当局保持银行体系流动性合理充裕的条件下，M2 将保持平稳增长。

2016 年 6 月以来的债券价格上涨主要源自 5 月份 CPI 数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是，本轮货币增速剪刀差可能导致 CPI 食品快速上涨，带动 CPI 上涨，从而增大期限利差，并抑制 10 年期国债收益率下行空间。

在 2010 年以前，M1 与上证综指走势的正相关性主要源自 M1 与实体经济相关性较高。但是，随着两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了 M1 与股市走势的正相关性。本轮 M1 增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。在投资机会不足的情况下，将在短期内利好价值股和绩优股，带来结构性行情。

2016 年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在 4 月份见顶回落，我们认为房地产投资增速上涨难以持续，供给侧改革的推进却可能遇到阻力，大宗商品价格后续上涨动力不足。

2016 年 6 月 15 日以来，中国市场呈现大宗商品、A 股、债券、黄金齐涨的

格局。我们认为，A股仅具备阶段性的结构性机会。大宗商品价格将逐步回落，债券上行空间受制于通胀压力，在滞胀风险加大的情况下，黄金有望维持上涨趋势。