

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：梁斯 中国银行国际金融研究所
电话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审稿：张兴荣 王家强
联系人：梁婧 范若滢
电话：010 - 6659 4097

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

M1 和 M2 增速剪刀差的回顾、分析及展望*

2018年以来，M1和M2增速剪刀差问题引发各界关注。本文对二者历史上出现的剪刀差现象进行梳理，重点分析最近两次剪刀差出现的原因，包括信用债发行、房地产市场变化、银行理财产品发展等。伴随2019年财政政策和货币政策持续发力，企业经营热情升温，未来M1和M2增速剪刀差有望继续收窄。

M1 和 M2 增速剪刀差的回顾、分析及展望

2018 年至今，M1 增速快速下行，与 M2 增速之差持续扩大。M1 增速与 GDP 增速具有较高的正相关关系，市场普遍将 M1 增速作为衡量企业融资难易程度及预测经济走势的重要指标，M1 增速持续下降加剧了对企业融资困难、经济增速下滑的负面预期。为此，监管部门不断采取措施鼓励商业银行投放信贷，以解决企业资金来源不足的问题。历史上看，M1 和 M2 增速剪刀差出现过多次，尤其 2015 年以来出现的两次剪刀差，形成原因较为复杂。为此，本文梳理了历次剪刀差现象，分析出现原因并提出展望。

一、货币层次划分与影响货币结构的因素

我国对货币层次划分包括 M0、M1 和 M2 三个层级：

M0：现金

$M1 = M0 + \text{企业活期存款} + \text{机关团体部队存款} + \text{农村存款} + \text{个人持有的信用卡类存款}$

$M2 = M1 + \text{城乡居民储蓄存款} + \text{企业存款中具有定期性质的存款} + \text{信托类存款} + \text{其他存款}$

根据资产创造负债以及“有借必有贷、借贷必相等”的会计准则，可以从资产、负债以及统计规则角度对影响货币结构的原因进行分析。包括以下四方面：

一是资产扩张或收缩。商业银行资产创造负债决定了资产变动是影响存款的主因。当商业银行资产扩张，例如对企业发放贷款或者结汇，均会对应产生存款。相反，若企业归还贷款、购买外汇则会导致存款减少。

二是统计口径变化。在 1996 年将货币供应量作为中介目标后，央行根据经济金融形势变化先后四次调整了 M2 统计口径：一是在 2001 年将证券公司客户保证金纳入 M2；二是在 2002 年将在中国的外资及合资金融机构人民币存款纳入 M2；三是在 2011 年将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款以及住房公积金存款纳入 M2；四是 2018 年将非存款类部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款纳入 M2。

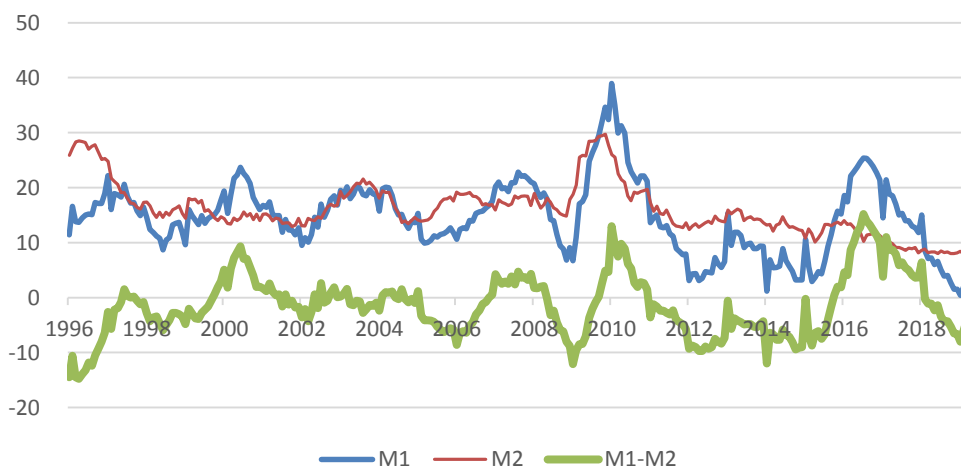
三是存款出表和回表。近些年来，商业银行理财业务发展迅速，当居民或企业购买银行发行的非保本理财产品时，银行理论上只履行管理人职责，没有兑付责任，部分存款会被移至“表外”，M2规模下降。相反，当理财产品到期回表时，M2规模会上升。

四是内部结构调整。M0、M1和M2三者是递进包含关系。如果M0、M1-M0和M2-M1（准货币）内部发生转移，同样会导致部分层级存款数量发生变化。例如企业发工资，企业活期存款会变为储蓄存款，即M1下降，准货币中储蓄存款上升。但如果是企业间的交易，只会导致M1的结构变化，不会对M1总量产生影响。

二、1996年以来M1和M2增速的五次剪刀差

M1和M2对应货币统计的不同层次，二者大概率应为同向变化，只是在某些时段内M1增速与M2增速之差会显著扩大，出现类似剪刀形状的缺口，即所谓的“剪刀差”现象。由于M1中包含活跃程度较高的企业存款，因此M1变化幅度一般要比M2更大。M2是货币政策中介目标，与M1相比更稳定，剪刀差出现与否主要取决于M1增速变化。历史上看，M1和M2增速出现过多次剪刀差，但形成机制不完全相同（见图1）。

图1 M1和M2增速走势（%）



数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第一，1996-2000年的负剪刀差。东南亚金融危机爆发后，我国GDP增速在1997

年降至 9.2%。外部需求疲弱、内部需求不足、产能出现过剩、企业生产活力急剧下降，经济出现“通缩”风险。同时，商业银行惜贷、慎贷现象突出，企业融资难度增加，导致 M1 和 M2 出现负剪刀差。

第二，2006-2008 年的正剪刀差。中国经济在加入 WTO 后呈现新一轮高速增长。这一阶段企业生产动力加大，资金需求持续扩张，居民消费意愿强劲，物价水平不断攀升。2006 年起，中国经济出现过热，资金“活化”现象突出，M1 增速大幅高于 M2 增速，出现正剪刀差现象。

第三，2011-2012 年的负剪刀差。全球金融危机爆发后，为克服经济下行压力，我国采取了四万亿经济刺激计划，2009-2010 年信贷规模极速上升，M1 和 M2 增速同步加大。但过度的刺激政策导致经济出现过热风险，央行又通过连续上调法定存款准备金率和存贷款利率进行调控，随后 M1 增速出现急剧下降，与 M2 增速之差扩大，出现负剪刀差。

第四，2015-2017 年的正剪刀差。本次剪刀差与以往不同。M1 与 M2 增速之差持续扩大，但 GDP 增速并未显著反弹，CPI 也保持稳定。这一时期，违规的过桥贷款、通道贷款盛行。加之金融体系内部各种加杠杆和违规操作，导致金融乱象频发，资金脱实向虚问题严重。

第五，2018 年 2 月至今的负剪刀差。2017 年被市场称为监管元年，伴随各类监管措施强力推进，各类金融乱象得到遏制，资金脱实向虚有所缓解。但在 2018 年 2 月，M1 增速由 1 月份的 15%骤降至 7.1%，随后进入下跌通道。加之经济下行压力加大，企业融资难问题再度抬头，M1 和 M2 增速负剪刀差持续扩大。

综合来看，前三次剪刀差出现的背景较为直观，影响因素单一，与经济增速大体同步。但最近两次剪刀差出现的背景比较复杂，各界对此关注度更高。

三、2015 年以来两次剪刀差出现的原因

2015 年以来，两次剪刀差出现的原因主要包括银行资产增减、存款出表回表以及内部结构调整等因素，统计口径变化对 M1 影响不大。

（一）2015-2017 年的正剪刀差

一是融资平台快速发展及政府支出加大。存在政府隐性担保的地方政府融资平台一直是商业银行重要的信贷客户。融资平台存款统计在 M1 中，当融资平台借助各类通道获得资金时，存款数量上升，继而推高 M1 增速。另外，2015 年两会确定对地方债务进行置换，当年规模为 3.2 万亿元。在此过程中，地方政府对商业银行发行债券，地方政府存款增加，但并不计入 M2，M2 增速不受影响。当地方政府将财政存款转入平台公司或通过转移支付、补贴等手段向企业支付时，会推高 M1 增速。

二是公司信用类债券发行量爆发式增长。2015 年 1 月证监会放宽了上市公司债券发行限制，交易所公司债发行规模大幅增加。2015 年 10 月发改委出台《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作意见》，放宽对企业债发行的限制，企业债发行数量随即大幅上升。央行在当年还采取了相对宽松的政策，市场利率持续下降，刺激了企业发行债券募集资金的意愿。2015 年 5 月至 2016 年 8 月，公司信用债累计发行规模超过 11 万亿元。大规模发行信用债会改变货币结构，银行购买信用债会直接带来 M1 上升。非银行金融机构认购信用债会导致 M1 上升，准货币规模下降，这会推高 M1 增速，但不会影响 M2 增速。

三是房地产销售规模攀升。2015 年 2 月起房地产销售开始回升。2016 年 4 月，房地产销售面积累计同比增速达 36.5%，销售额累计同比增速达 55.9%。房地产市场的火爆会使货币结构内部调整，居民大量购房导致准货币中的储蓄存款向企业存款转移，继而推高 M1 增速。

四是理财产品快速增长。居民购买理财产品会影响到 M1。分两种情况：第一，居民购买非银行理财产品。当居民购买非银行理财产品时，若底层资产投向企业，储蓄存款首先变为非存款性金融机构存款，储蓄存款同步下降，而后非存款性金融机构存款会转移至企业存款，推动 M1 上升。第二，居民购买银行理财产品。若购买非保本理财，会涉及存款出表。商业银行资产端的合作类资产和负债端非保本理财同时出表，负债端企业存款上升。银行发行非保本理财越多，储蓄存款出表、企业存款增加的现象就越突出。由于二者数量基本匹配，结果会导致 M1 增速上升，储蓄存款增速下降，

M2 增速相对稳定。2015 年 10 月至 2016 年 10 月，银行理财产品总规模从 13.24 万亿元上升至 17.32 万亿元，不论居民购买何种理财产品，在推动 M1 上升的同时，均会压制准货币的规模。

五是央行外汇占款快速下降。2015 年 811 汇改后，人民币汇率快速贬值，资本持续流出。央行为稳定汇率，采取了干预政策，外汇占款和外汇储备持续下降。2015 年 10 月至 2016 年 10 月，央行外汇占款从 25.88 万亿元降至 22.64 万亿元。央行卖出外汇时，外汇储备和外汇占款同时下降。由于企业购汇有实需原则要求，外汇资产和客户存款下降主要是影响储蓄存款，继而对 M2 形成拖累。

（二）2018 年至今的负剪刀差

一是强监管导致企业融资收紧。2018 年 4 月资管新规发布后，包含多层通道、以及期限错配严重的资管产品受到重点整治。由于部分企业早期主要以通道类方式获得资金，监管升级限制了此类业务的开展，导致企业融资渠道收缩，资金来源受到影响。另一方面去杠杆政策使很多企业提前还款，以信托贷款、委托贷款等为代表的表外融资方式出现明显下降，企业融资难、融资贵问题再度抬头。据测算，衡量各类通道类业务的银行影子规模从 2018 年 1 月的 41.16 万亿元降至 2018 年 9 月 36.6 万亿元，下降幅度接近 5 万亿，去杠杆政策在取得明显成效的同时，也对 M1 带来较大压力。

二是经济存在下行压力，企业投资动力不足。2018 年以来，经济下行压力加大，叠加去杠杆政策的影响，企业融资困难导致投资生产动力不足。全社会固定资产投资同比增速从 2018 年 2 月的 7.9% 下降至 12 月的 5.9%，社会消费品零售总额同比增速从 2 月份的 9.7% 降至 8.2%。投资动力不足叠加需求热情下降，企业生产、居民消费意愿持续疲软。为此许多企业使用流动资金购买了数量较大的银行理财产品。据统计，2018 年全年共有 1241 家上市公司购买了超过 1.6 万亿元的银行理财产品，涉及企业数约占上市公司总数的三分之一。企业购买理财产品会令 M1 中企业活期存款转入准货币中，进而拉低 M1 规模。

三是房地产销售持续转冷。由于调控政策不断加码，房地产业出现转冷迹象。

2018 年，全国商品房销售面积和销售额同比增速在 7 月份分别达到当年最高的 14.5% 和 4.9%，随后出现持续下降，二者在年底分别降至 12.2% 和 1.3%。房地产销售速度放缓、居民购房热情下降会影响到房企的资金链，很多房企面临资金来源困难、融资成本高企的问题。

四是融资平台财务约束加强。在中央政府着手对地方政府债务进行处置后，地方各类融资平台运作被进一步规范。地方政府可以发行债券融资，不再主要依靠融资平台获得资金，这样以融资平台公司名义计入 M1 的存款数量会出现下降，这会影响 M1 的规模。

四、对 M1 和 M2 增速剪刀差的走势判断

在经济预期向好、逆周期政策逐步发力后，M1 和 M2 增速剪刀差有望收窄。

第一，财政政策发力推动 M1 增速回升。在供给侧改革背景下，企业生产仍是重要的经济推动力，供给层面的结构性调整需要为企业提供更加适宜的经营环境。2019 年两会确定了两万亿元的减税降费计划，一季度全国减税规模已达 3411 亿元。伴随各项减税降费措施加速落地，企业经营成本将继续下降。经营环境向好将鼓励更多企业扩大生产，准货币中的“钝化”资金有望逐步“活化”，这会推动 M1 反弹。

第二，融资渠道修复将提供更加适宜的资金环境。2019 年一季度各类金融数据已出现企稳迹象，在“去杠杆”转为“稳杠杆”背景下，企业融资难、融资贵问题有望逐步缓解。资本约束、流动性约束改善将提高商业银行的风险偏好及贷款意愿，为企业提供更多资金支持。同时，监管部门不断提出要鼓励股权融资，尤其今年科创板将推出运行，上市门槛放松将为企业带来多渠道的资金来源。伴随融资渠道修复，企业融资环境将明显改善，准货币中的储蓄存款有望持续向企业存款转移，进而推动 M1 增速回升。

第三，经济企稳将带动剪刀差收窄。在影响 M1 和 M2 剪刀差的因素中企业行为仍是主因。稳定 M1、缩小与 M2 差距的核心在于企业对未来经济环境看好，有扩大投资的意愿。2019 年一季度经济增速为 6.4%，已有企稳迹象。3 月份包括投资、消费等其

他数据也出现回暖，M1 增速已反弹至 4.6%，与 M2 之差有所收窄。若后续经济能有效企稳回升，M1 增速将继续反弹，不排除可能会出现正剪刀差。