



M1 与 M2 分叉主要来自周期行业上行

张斌 邹静娴

主要结论

2015 年 Q1 之后，M1、M2 增速之间出现了明显背离。产生背离的三股主要驱动力量是：

- 1，保证金存款增速大幅下降（拉低了 M2 增速）；
- 2，企业活期存款大幅上升；
- 3，政府活期存款大幅上升。

企业和政府活期存款的大幅上升主要来自以房地产为代表的周期性行业反弹。

一，M2 与 M1 分叉的三驾马车

基于 M1 和 M2 的定义和相关数据，可以澄清 M2 与 M1 分叉的基本事实，识别 M2 与 M1 分叉的主要行为主体。

M1=流通中的现金+单位活期存款。这里的单位活期存款，主要包括两个主体，一是非金融企业的活期存款；二是政府存款，主要包括机关团体存款和财政存款。

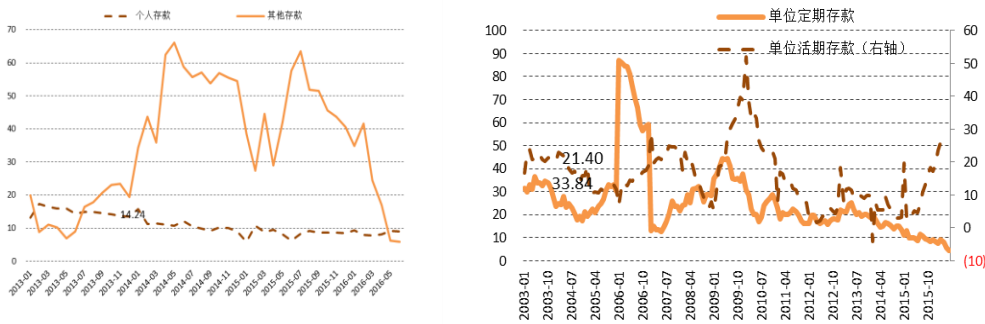
M2=M1+准货币，其中准货币包括单位定期存款，个人存款和其他存款。

M2 与 M1 的增速分叉，等价于 M1/M2 的变化。M2 增速大于 M1 增速的分叉，大致等价于 M1/M2 下降；M2 增速小于 M1 增速的分叉，等价于 M1/M2 上升。

$$\begin{aligned} \text{M1 与 M2 增速分叉} &= \frac{dM1}{M1} - \frac{dM2}{M2} = d\log\left(\frac{M1}{M2}\right) \\ &= d\log\left(\frac{\text{流通中的现金} + \text{单位活期存款}}{\text{流通中的现金} + \text{单位活期存款} + \text{单位定期存款} + \text{个人存款} + \text{其他存款}}\right) \end{aligned}$$

造成M1/M2增加有以下几种可能：1，个人存款下降；2，其他存款下降；3，单位活期存款相对定期存款上升。这里没有考虑流通中的现金，现金的变化相对稳定，且现金在 M1 中比重不到两成。

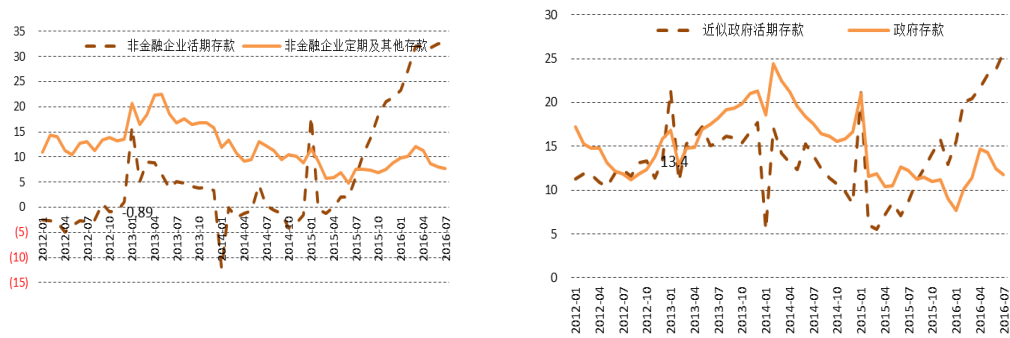
2015 年以来，1，个人存款增速变化相对稳定；2，其他存款大幅下降（其他存款的九成是证券交易保证金存款），从 2015 年 6 月 57.6%的增速回落至 2016 年 6 月的 5.9%，其他存款规模占 M2 大约 10%左右；3，单位活期存款相对单位定期存款大幅上升。由此可见，证券交易保证金增长大幅下滑和单位存款中活期存款更快的上升解释了M1/M2的增加。



数据来源：人民银行

单位存款主要包括两种类型，一是非金融企业存款；二是政府存款，其中包括机关团体存款和财政存款。从目前公开的数据中可以得知非金融企业的定期和活期存款，但是不能明确政府存款中的活期和定期存款。这里构建了一个近似的政府活期存款，构建方法是用全部的单位活期存款减去非金融企业活期存款。2015 年 3 月份以来，企业存款中活期存款增速快速上升（从 15 年 3 月低点-0.27%上升至 16 年 6 月 32.9%），远超过定期存款增速；近似的政府活期存款增速远超过全部政府存款增速，15 年 3 月到 16 年 6 月的近似政府活期存款增速从 4.9%上升到 25.2%。从规模上看，非金融企业活期存款与近似的政府活期存款相当，2016 年 6 月二者都在 19 万亿的规模。

考虑到非金融企业存款（截至 2016 年 6 月 49 万亿）远大于政府存款（27 万亿），而非金融企业从 2015 年以来的活期存款增长（6 万亿）只是稍高于近似的政府活期存款增长（4.5 万亿）。近一年来的政府的存款活期化高于企业的存款活期化。非金融企业活期存款增长和政府活期存款增长对 M2 与 M1 分叉的贡献不相上下。



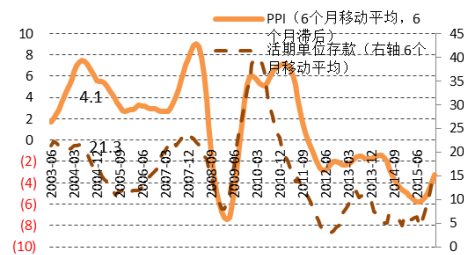
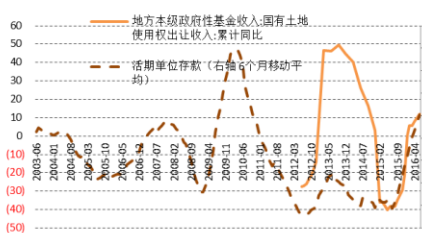
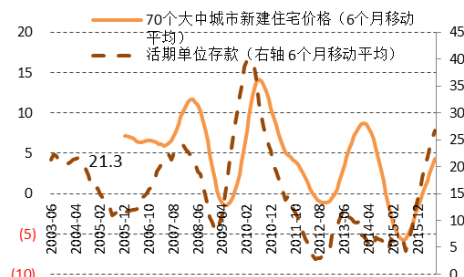
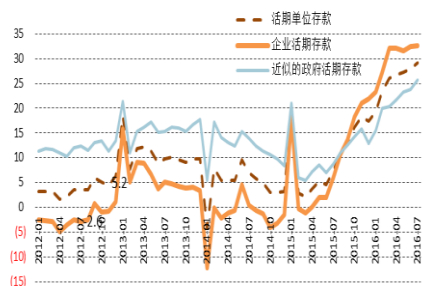
数据来源：人民银行，作者计算

二，企业活期存款上涨主要来自周期行业上行

企业活期存款增速与政府活期存款增速的运行趋势很接近。这一轮政府活期存款的高速增长，除了地方政府债务替换带来的活期存款增长，更主要的还是与企业活期存款增长相关。理解了企业活期存款为什么自 2015 年 1 季度以后快速上涨，很可能同时找到了政府活期存款增长的原因。

出于日常运行的需要（购买原材料、发工资、交税，偿还债务和利息等），企业需要持有一部分活期存款，这些活期存款可以直接开具支票，等同于现金。一般而言，如果商品或者服务的价格上涨，企业收入大幅增长，企业会持有更多的活期存款购买原材料、扩大生产；如果商品和服务销路不畅，价格下降，企业收入下降，企业持有的活期存款也会随之下降。**企业活期存款是一个与经济周期高度同步的变量。**

如图所示，企业活期存款、单位活期存款与近似的政府活期存款高度趋同，可以用单位活期存款代理企业活期存款。单位活期存款与最具代表性周期变量房地产价格呈现非常贴近的周期运行轨迹。**驱动 2005 年 1 季度以来企业活期存款增长的主要因素是房地产市场周期反弹。**房地产周期反弹是经济周期反弹的代表行业，与之同时出现的还有了相关行业的工业品价格反弹，以及土地价格反弹。而土地价格反弹，再加上周期性行业收入上升带来的税费上升，同业带动了政府活期存款的周期性同步上升。



数据来源：人民银行，国家统计局，作者计算

另一个可用于验证的证据是行业层面数据。如果本文逻辑正确，企业存款结构的调整应该在那些周期性较强的行业更为明显，尤其是那些利润波动较大的行业。以“流动资产¹/负债”增速衡量，整个工业行业在 2005 年 Q1 前有所下降，之后一定程度回升，其中以黑色金属、煤炭为代表的周期性较强的行业的流动资产/负债比增速变化要剧烈得多。

¹ 企业流动资产主要包括现金、银行存款、有价证券、应收票据、应收账款和存货等。考虑到其余项增速变动幅度不大（如企业定期存款增速变动在 2015 年之后始终不超过 2 个百分点），因此企业流动资产的增速可以近似企业活期存款增速变动