# 下旋将尽 反弹可期

M1 的增速大于 M2，意味着企业和居民的活期存款增速大于定期存款增速，表明企业和居民交易变得活跃，微观主体的盈利能力在趋强，经济景气度开始上升。

**文** | 孙兆东

在历经 10 个月后，M1、M2 增速剪刀差问题似乎有了扭转的趋势。

9 月 14 日，央行公布的 8 月金融数据显示，8 月 M2 货币供应同比增加 11.4%; 新增人民币贷款 9487 亿元，比 7 月份 4636 亿元新增贷款额有了大幅增长；社会融资规模增量 14700 亿元。8 月 M1、M2 剪刀差为 13.9%，较 7 月 15.2% 的历史纪录收窄。

众所周知，中国经济从 2015 年开始，出现了增速逐级递减、寻求触底筑底的进程。7 月数据的不佳，甚至让人认为中国或进入“螺旋型下滑”中。但当下，多家研究机构对此数

据的认识是：转机已至。

华泰证券指出，8 月 M2 小幅反弹符合预期，拐点“如期而至”。国金证券也认为，M2 增速向正常回归，资金开始逐渐脱虚入实。随着实体经济融资成本的下降，以及资产端整体收益率的下降，实体企业的相对盈利水平开始逐步改善。企业盈利的改善，将吸引资金逐渐从高杠杆、高风险的虚拟经济中流出，逐步回流实体经济，投资形势也将趋于好转。

固然，8 月数据的反弹，一方面和洪灾影响淡化有关；另一方面则与地产销售带来的投资超预期有关。但基于政策的时滞、供给侧结构性改革、国企改革等因素，相信四季度经济形势仍会震荡反弹。

## 理性看待剪刀差

M1、M2 一直被视作经济晴雨表。

值得关注的是，近年来 M2 增速在持续递减，2009 年 11 月，M2 同比增长 29.64% 达到 1998 年以来的最高点，其后持续螺旋式下降，截至 2016 年 7 月 M2 同比仅增长 10.2%。

但与此同时，M1 自 2009 年 11 月以来，并没有保持与 M2 一路相向而行，而是自 2015 年 7 月开始，M1 同比增速从 6.6% 一路上行到 2016 年 7 月的 25.4%，以致 2015 年 10 月份开始形成 M1 和 M2 的增速剪刀差，且这种剪刀差持续扩大到 2016 年 7 月。

2016 年 7 月，M1−M2 之间的增速差达到了自 1998 年 1 月以来最大差值 −15.2。随着 7 月金融的数据“跳水”，外汇占款数据也连续第 9 个月下滑，美元加息的预期下，是否会进一步减少外汇占款助推 M2 的增长减速呢？

实际上，M1 是重要的流动性和经济活跃度指标，M1 增加，表明了投资者信心在增强，经济活跃度在提高，反之，M1 则是减少的。进一步讲，M1 的增速大于 M2，意味着企业和居民的活期存款增速大于定期存款增速，表明企业和居民交易变得活跃，微观主体的盈利能力在趋强，经济景气度开始上升。

8 月社融增量达到了 14700 亿元，较 7 月大幅增加两倍。8 月末社会融资规模存量达 149.83 万亿元，同比增长 12.3%。值得注意的是，其中对实体经济发放的人民币贷款余额为 101.48 万亿元，同比增长 13.5%。实际上前 8 个月社会融资规模增量累计已经达到 11.75 万亿元。与此同时，8 月 M2 货币供应同比增加 11.4%，新增人民币贷款 9487 亿元，也为 7 月的两倍，且 8 月外币贷款创 19 个月来最大增幅。至此，7 月、8 月两月主要金融数据超过预期，从金融数据震荡看得出调控迹象。

更为重要的是，PPI、消费等指标却没有出现震荡反弹，仍保持持续走低。作为消费的重要指标，8 月 CPI 同比上涨 1.3%，继续创下 2015 年 10 月以来新低，前值为 1.8%。从总体看，8 月份 CPI、PPI 环比上升，PPI 同比降幅进一步收窄。

## 下旋并非不景气

当前，世界经济低迷、全球贸易增速创 30 年来最低。在这样的背景下，我国经济形势的主要脉络是深化改革和加快结构调整与优化，从经济金融数据的有降有升中不难看出，产业面临调整升级、金融结构也亟需优化。

实际上，当前我国银行体系流动性充裕，利率水平低位运行，稳健货币政策继续保持了灵活适度，适时预调微调，诸多政策导向都正在为稳增长和供给侧结构性改革营造适宜的货币环境。

从实体经济看，尽管今年上半年以来，固定资产投资的增速持续下降，其中比较突出的是在过去 5 年里一直增长比较快的民营资本的投资现在开始低于平均水平。

M1 是重要的流动性和经济活跃度指标，M1 增加，表明了投资者信心在增强，经济活跃度在提高。

要为经济持续增长培育新动力、打造新引擎，各地政府要结合自身实际，认真贯彻新的发展理念。

对于造成民间投资短时间迅速下滑的原因，多是民间国内投资的增速减少和国内总投资的民间投资成分降低，这是民间投资在新经济形势下投资结构调整的必然。

事实上，中国无论国有还是民营企业，都在坚持推进供给侧结构性改革，加快走出去步伐，新的投资逐步在适度扩大，正在步入投资结构的不断转型升级。

总体看，当前我国经济运行仍基本平稳，这符合中央预期和对经济形势的判断。从 M2 看，去年二、三季度股市波动较大，使当时的基数大幅抬高，导致近几个月 M2 同比数据有些“失真”，但不代表真实增速。

从贷款看，金融机构出于“早投放、早收益”考虑，一般上半年贷款占大头，今年上半年贷款增加 7.53 万亿元，同比多增近 1 万亿元，投放进度仍然属于较快水平，虽然 7 月份贷款出现季节性回落，但累计来看今年贷款仍较多。其中，“三去一降一补”改革政策也发挥了重要的作用。

此外，值得关注的是，“海外投资潮”会降低国内主要投资、经济增长和金融指标，但在本质上，新的情况是 GNP 将会持续增加。所以，新的形势下，对我国主要经济指标的关注解读，不能按照 GDP 等单一数据或传统方法解读，应综合考量走出去、一带一路等 GNP 的新形势新情况，做出更为准确、客观的判读。

## 筑底信心从何而来

在不久前结束的 G20 领导人峰会上，中国提出了振兴全球经济的方案，这对当今世界经济治理、全球治理甚至世界经济秩序的走向都具有重要的启发和指导意义，同时对中国经济的带动和信心提升无疑具有重要作用。

因此，要避免进入下降螺旋的风险，经济金融统计指标体系也应与时俱进——要从提振信心和前瞻改革效果，去引导社会经济主体做出未来走势的准确判断。

同时，要为经济持续增长培育新动力、打造新引擎，各地政府要结合自身实际，认真贯彻新的发展理念。一方面要围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化现有生产要素配置和组合、增强经济内生增长动力，优化现有供给结构、提高产品和服务质量，培育发展新产业新业态、提供新产品新服务；另一方面，要落实好“大众创业、万众创新”启动经济活力的新动能。具体看，地方政府可以在四方面发力改进。

首先，应利用政策，挖掘和培养新的经济增长动能，坚持创新驱动发展。创新作为企业发展和市场制胜的关键，核心技术不是别人赐予的，不能只是跟着别人走，而必须自强奋斗、敢于突破。

其次，实施组合政策，引导企稳回升的发展预期。做好下半年以致 2017 年的经济工作安排，要通过实施组合政策，引导发展预期，加快结构性改革步伐，努力保持经济平稳发展态势。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加快财税体制改革，落实各项减税降费政策，引导社会资金更多投向实体经济。

再次，加强国企改革，推动混合所有制进程。提出要坚定不移深化国有企业改革，使国有企业在供给侧结构性改革中发挥带动作用。各级党委和政府要加强对国有企业改革的组织领导，尽快在国有企业改革重要领域和关键环节取得新成效。

最后，大力发展普惠金融，助力大众创业万众创新。要做好金融的实体经济服务，金融服务要重心下移，更加注重普惠、更加倾向和投向于实体经济，研究出服务大众创业万众创新的低成本融资新渠道。

（作者系《世界的人民币》作者、经济学博士）