



宏观专题报告

2025 年 2 月 27 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒麟

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

相关研究报告:

《利率周期、期限利差周期和信用利差周期风格轮动择时策略——风格择时系列专题报告（一）》

新口径货币供应量的风格轮动择时策略

——风格择时系列专题报告（二）

摘要

本文梳理和分析了传统狭义货币供应量指标（M1）的统计缺陷和新口径下的特征和优势，同时分析了 M2 和 M1 剪刀差四维度指标的经济学涵义。基于广义货币供应量（M2）和新口径狭义货币供应量（M1），构建了一套以 M2 环比增速和（M2-新口径 M1）环比增速为核心的股指风格轮动框架，前者衡量市场流动性总量的边际松紧，后者捕捉准货币向高流动性账户转移的短期动能。该框架通过剥离长期趋势干扰、聚焦货币结构的即时反馈，能够精准捕捉市场风格切换。

文章通过因子择时回测验证了上述风格轮动框架的有效性，因子展现出了一定的风格择时能力。

目录

一、 新口径 M1 的特征与对比	- 3 -
1.1 旧口径 M1 的局限性	- 3 -
1.2 新口径 M1 的定义与构成	- 4 -
二、 货币供应量因子风格轮动框架	- 4 -
2.1 M2-M1 四维度剪刀差的宏观经济涵义	- 4 -
2.2 基于 M2 和新口径 M1 的风格轮动框架	- 6 -
三、 因子择时回测	- 7 -
四、 总结	- 8 -

图表目录

图 1 : 新旧 M1 同比	- 3 -
图 2 : M2、M1 同比剪刀差和经济周期	- 5 -
图 3 : M2、M1 环比剪刀差	- 5 -
图 4 : M2 环比、(M2-M1) 环比	- 7 -
图 5 : 择时策略净值	- 8 -
表 1 : 四维度聚焦重心	- 6 -

一、新口径 M1 的特征与对比

1.1 旧口径 M1 的局限性

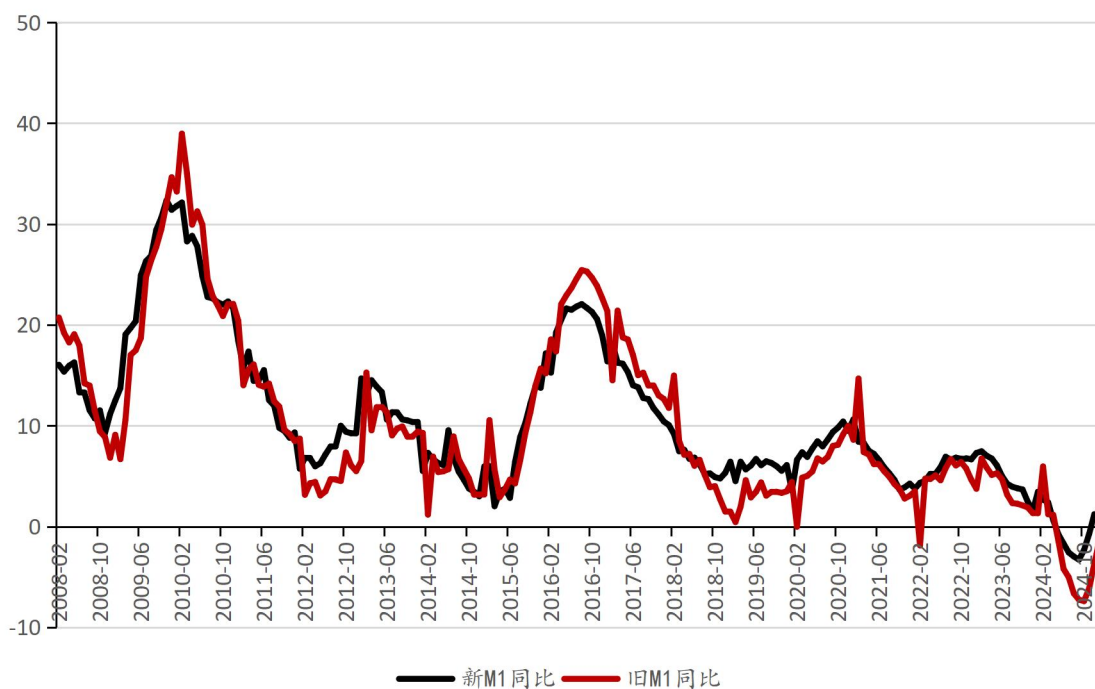
旧口径 M1 在金融创新加速的背景下逐渐暴露三方面局限：

覆盖范围狭窄，难以反映现代支付流动性。旧口径未纳入个人活期存款和非银行支付机构备付金，导致其对居民消费端流动性的监测滞后。例如，在工资发放场景中，企业向员工转账时，旧口径下资金从企业活期存款（M1）转为个人储蓄存款（M2），M1 会骤降，但实际购买力并未收缩，造成经济活跃度的误判。而国际主要经济体（如美国、日本）早已将个人活期存款纳入 M1，旧口径与国际统计标准脱节。

数据波动性大，干扰政策判断。旧口径对单位活期存款的单一依赖使其易受企业短期资金调度影响，放大季节性波动。例如，春节前企业集中发放奖金会导致 M1 异常下降，而节后资金回流又引发陡增，干扰市场对经济周期的判断。

忽视金融创新，削弱指标有效性。移动支付普及后，第三方支付备付金（如支付宝余额）和个人活期存款通过银行卡、App 可随时支付，其流动性已与单位活期存款趋同。旧口径未涵盖此类高流动性资金，导致其对即时购买力的表征能力不足。凸显旧口径对居民支付行为的统计盲区。

图 1：新旧 M1 同比



数据来源：WIND、国联期货研究所

1.2 新口径 M1 的定义与构成

中国人民银行于 2025 年 1 月起正式修订狭义货币（M1）统计口径，将原本仅包含 M0（流通中现金）和单位活期存款的旧口径 M1，调整为涵盖以下四类资金的新口径：

- **M0**：即流通中的现金，包括纸币、硬币和数字人民币；
- **单位活期存款**：指企业、事业单位等对公主体的可即时支取存款；
- **个人活期存款**：居民个人的活期储蓄存款，例如银行卡活期账户资金；
- **非银行支付机构客户备付金**：如支付宝、微信支付等第三方支付平台中沉淀的待结算资金。

这一调整使新口径 M1 更贴近国际货币基金组织对 M1 的定义，即“可直接用于支付的金融工具”，强化了其对经济即时购买力的表征能力。

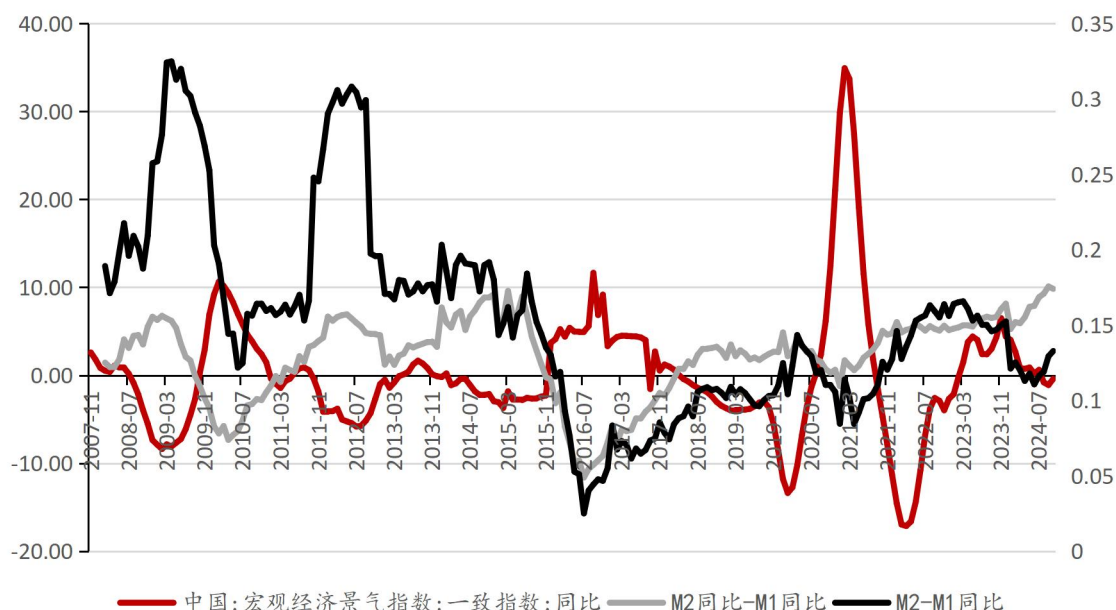
二、货币供应量因子风格轮动框架

2.1 M2-M1 四维度剪刀差的宏观经济涵义

M1 由于其内部包括现金和活期存款代表现实购买力，M2 则包含定期存款等潜在购买力。围绕 M1 与 M2 衍生出的四个指标——M2-M1 的同比、M2 同比-M1 同比、M2-M1 的环比及 M2 环比-M1 环比，各指标主要宏观经济含义本质均一定程度均反映了货币流动性与经济主体预期的动态变化。即剪刀差升高通常预示经济活跃度下降。剪刀差降低往往伴随经济复苏。但四项指标仍存在明显区别。

M2 和 M1 同比数据更聚焦于长期趋势，有效过滤了季节性波动，揭示经济周期与结构性矛盾。同比剪刀差与经济周期高度相关，正剪刀差（M2 增速>M1 增速）往往对应市场风险偏好收缩，而负剪刀差则对应经济扩张期。

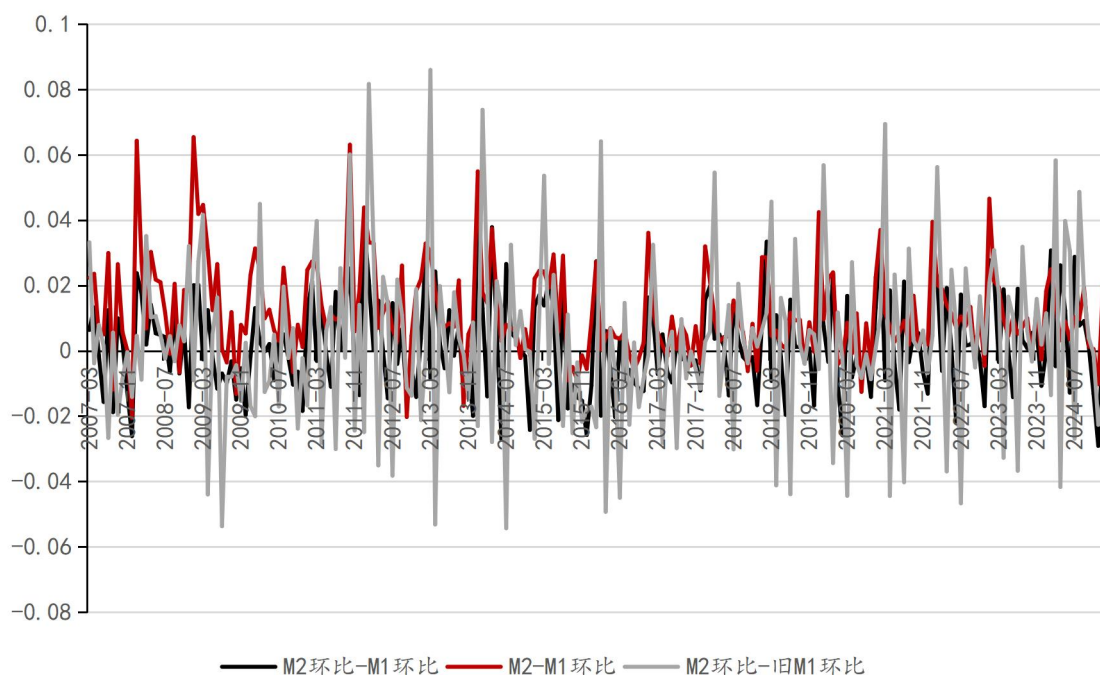
图 2: M2、M1 同比剪刀差和经济周期



数据来源: WIND、国联期货研究所

而 M2 和 M1 环比数据更聚焦于市场的即时反馈，更易受临时政策干扰。在旧口径 M1 中由于未纳入个人活期存款和非银行支付机构备付金，环比数据易受季节性因素影响。例如春节前企业活期存款的骤降造成 M2 和旧口径 M1 剪刀差季节性走扩。在新口径 M1 项下，该季节性波动大幅降低。

图 3: M2、M1 环比剪刀差



数据来源: WIND、国联期货研究所

不管是先差后比还是先比后差，主要宏观经济含义本质均一定程度反映了货币流动性与经济主体预期的动态变化，但聚焦重点仍有明显不同。先差后比（M2-M1 同比或环比）揭示储蓄化趋势，同比聚焦于经济长期结构，环比聚焦于短期因素对准货币的即时扰动。先比后差（M2 同比或环比-M1 同比或环比）刻画流动性增速的边际变化，同比聚焦于周期拐点，环比聚焦于短期增速的瞬时反馈。

表 1：四维度聚焦重心

货币流动性与经济主体预期的动态变化		
	M2 和 M1 同比	M2 和 M1 环比
先差后比	反映储蓄偏好和经济信心	准货币即时反馈效果
先比后差	流动性和经济周期拐点	短期增速的瞬时反馈

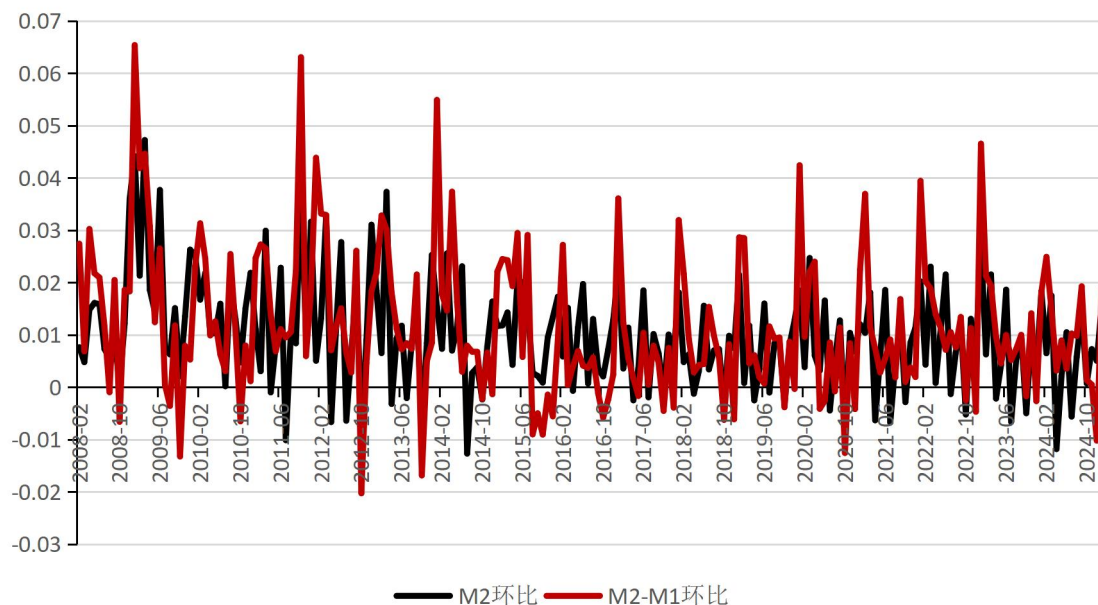
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 基于 M2 和新口径 M1 的风格轮动框架

本文基于货币供应量对股指风格进行的择时策略研究，需聚焦于市场短期流动性及经济预期的即时反馈，环比数据相较于同比更具适用性。同时考虑到 M2 包含 M1 的嵌套结构，若采用“先比后差”的增速差值（M2 环比-M1 环比），因两者基数差异而弱化资金从广义货币向狭义货币转移的信号，而这一转移恰是经济活力与信心抬升的核心表征。因此，本文选择以 M2 环比增速衡量流动性总量的边际变化，反映市场资金供给的松紧程度，同时以（M2-M1）环比增速刻画准货币的短期波动，其增速下降意味着资金从低流动性的储蓄转向高流动性的交易账户（M1），直接映射经济主体风险偏好的提升与实际交易需求的扩张。

当 M2 环比和（M2-M1）环比两者同步改善时，即流动性环境宽松（M2 环比上升）叠加经济活力增强（M2-M1 环比下降），形成“戴维斯双击”效应：一方面，流动性充裕推升成长股的估值弹性，另一方面，实体需求回暖改善企业盈利预期，尤其利好研发投入高、业绩对经济敏感度强的科技与消费等成长板块，驱动其相对价值股展现超额收益。反之，若流动性边际收紧（M2 环比回落）或准货币增速反弹（M2-M1 环比上升），则表明市场面临“供给收缩”或“需求转弱”的压力，此时成长股因依赖融资成本与盈利预期的特性，易受估值与业绩的双重压制，而价值股凭借稳定的现金流、高股息及低估值防御属性，更易在风险偏好回落的环境中凸显配置价值。

图 4：M2 环比、(M2-M1) 环比



数据来源：WIND、国联期货研究所

三、因子择时回测

根据专题报告《国联期货宏观专题报告：利率周期、期限利差周期和信用利差周期风格轮动择时策略》研究结论。沪深 300 指数具有鲜明的价值风格特征，中证 1000 指数整体呈现出更为明显的成长风格，所以本文以沪深 300 指数和中证 1000 指数代表价值风格和成长风格，并在后续择时回测中应用。

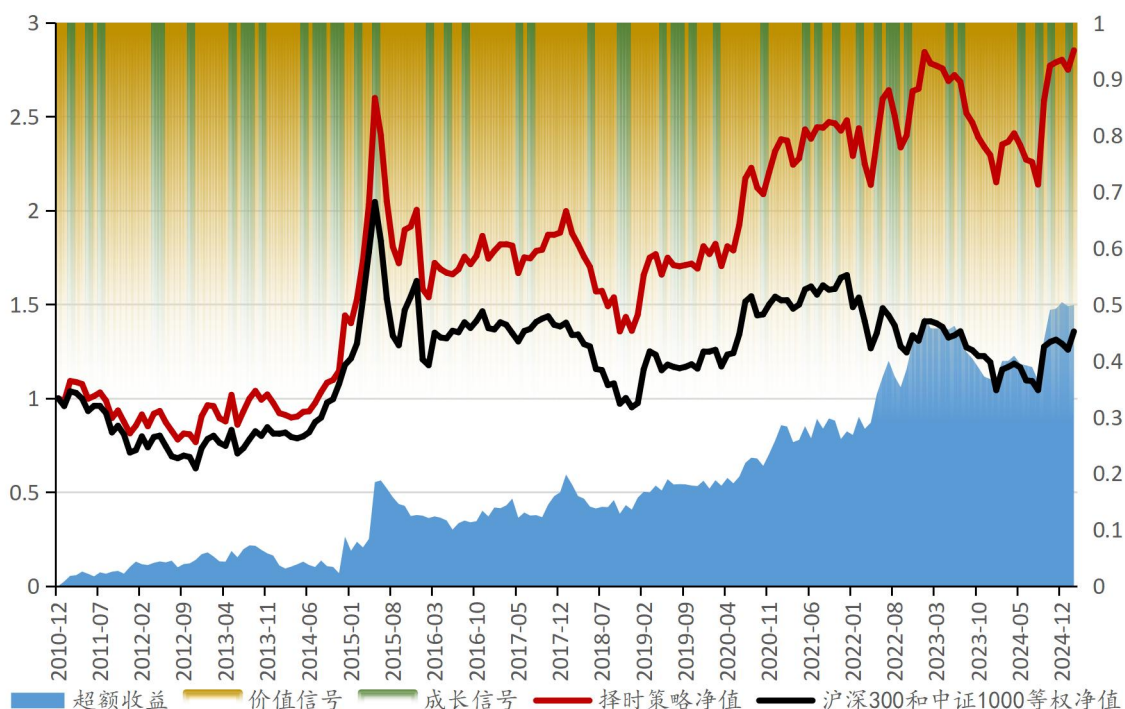
通过 M2 环比增速与 (M2-新口径 M1) 环比增速的双维度指标构建择时信号。当 M2 环比增速为正时，市场资金面呈现边际宽松态势，为权益资产提供估值支撑；而 (M2-新口径 M1) 环比增速为负时，则意味着准货币中的定期存款、理财资金加速向高流动性的交易账户转移，映射出实体经济支付结算需求升温与企业经营预期的实质性改善。“流动性扩张+经济活力激活”的双重逻辑作为成长风格信号择时中证 1000 指数。反之，若出现 M2 环比增速回落或 (M2-新口径 M1) 环比增速抬升，则表明市场面临“资金供给收缩”或“实体需求转弱”的风险敞口，此时具备低估值、高股息、强现金流属性的价值风格资产将呈现相对风格优势，此时作为价值风格信号择时沪深 300 指数。

风格择时信号：

$\left\{ \begin{array}{l} \text{双指标共振 } M2 \text{ 环比增速差} > 0 \text{ 且 } (M2 - \text{新口径} M1) \text{ 环比增速差} < 0 \\ \text{择时中证1000指数} \\ \text{单双指标负向 } M2 \text{ 环比增速差} < 0 \text{ 或 } (M2 - \text{新口径} M1) \text{ 环比增速差} > 0 \\ \text{择时沪深300指数} \end{array} \right.$

以前第一月和第二月的环比数据作为择时信号，以月收盘价进行回测，2010 年 12 月至 2025 年 2 月收益率回测净值图如下：

图 5：择时策略净值



数据来源：WIND、国联期货研究所

四、总结

新口径 M1 通过纳入个人活期存款与非银支付备付金，显著提升了货币供应量指标对即时购买力的表征能力，解决了旧口径因覆盖狭窄、季节性波动大及忽视金融创新导致的监测滞后问题。在此基础上，本文提出以 M2 环比增速与 (M2-新口径 M1) 环比增速为核心观测指标。当两者同步改善时，形成“流动性宽松+经济活力激活”的戴维斯双击，驱动成长风格因估值与盈利预期的双重提振显著占优；反之，任一指标走弱则触发风险偏好收敛，价值风格凭借低估值与盈利稳定性凸显防御优势。本文构建了基于此双维度逻辑的股指风格轮动策略，使用沪深 300 指数、中证 1000 指数等权组合作为比较基准，总体看因子具有一定的风格择时能力。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600