



宏观专题

从 M2 结构看货币政策宽松空间

——流动性创造系列专题之九

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》

《LPR 报价利率应调降多少？——流动性创造系列之七》

《存款基准利率或是短暂的“利率锚”——流动性创造系列之八》

投资要点:

- **货币政策的中介目标：保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。**社融增速和名义 GDP 增速的差值应保持在年度 2.80%至 3.0%的区间浮动，达到 4.0%即为“略高”；M2 和名义 GDP 增速的差值应保持在 2.0%以内，超过 2.0%即为“略高”，并且如果为了凸显货币政策的“逆周期调节”，社融和 M2 允许阶段性的超过名义 GDP 增速 4.0 和 2.0 个百分点。**截止二季度末，社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速之差分别达到 4.5 个百分点和 5.1 个百分点，均超过了归纳而来的“基本匹配”的阈值水平。**
 - **M2 增量占比：居民部门储蓄意愿大幅抬升。**2022 年以来，贡献 M2 同比多增的主要因素是居民部门和非金融企业部门“定期存款”项目的增长。截至 8 月末，M2 余额同比增长 12.20%、同比增量 28.28 万亿当中：居民部门定期存款贡献 5.13 个百分点的增长，同比增量 11.90 万亿；非金融企业定期存款贡献 2.70 个百分点的增长，同比增量 6.27 万亿。
 - **M2 派生机制：有价证券投资的作用抬升。**从 M2 派生渠道分析来看，各种贷款派生了最多的存款，在 2022 年货币政策保持信贷总量稳定增长的基调下，新增贷款派生更多的存款，但是 M2 增速远高于信贷和社融增速，结合有价证券投资对 M2 增长的贡献恢复到 2017 年的水平，表明居民和企业消费和投资的意愿低迷，派生的存款资金更多用于定期存款或银行理财，对经济复苏的预期疲弱。
- 2022 年以来 M2 高于名义 GDP 增速“基本匹配”阈值的的增长体现了上半年“逆周期调节”的政策效应，也可以预期当随着央行上缴利润等阶段性因素的消退，支撑 M2 增长的部分逆周期调节因素或导致 M2 增速减速回落。如果货币政策需要继续保持 M2 增速、维持流动性供给充裕，需要更大规模的政府债券发行或“降准”推升货币乘数、扩大基础货币的派生作用。
- **风险提示：三季度内外部均衡挑战增大。**(1) CPI 同比增速有连续突破 3.0%的风险，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 人民币汇率贬值压力继续增大，随着中美政策利差“倒挂”程度深化，汇率贬值压力或增强外部均衡约束，牵制货币政策宽松空间；(3) 政策性金融工具效应不及预期，房地产行业风险继续发酵。

内容目录

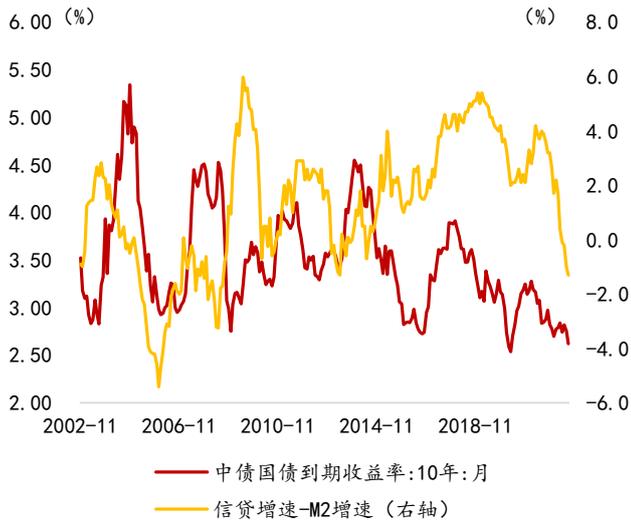
1. M2 在货币政策框架中的作用	3
2. M2 增长归因分析	7
2.1. M2 增量占比：居民部门储蓄意愿大幅抬升	7
2.2. M2 派生机制：有价证券投资的作用抬升	8
3. 风险提示：三季度内外部均衡挑战增大	10

图表目录

图 1：截至 8 月末，信贷增速与 M2 增速差创 2008 年以来最低	3
图 2：截止 8 月末，社融增速与 M2 增速差创有记录以来最低	3
图 3：截至 2022 年二季度末，M2 和社融增速与名义 GDP 增速差值超过“基本匹配”的 阈值	5
图 4：2022 年前 8 个月居民部门定期存款对 M2 增长的占比最高	7
图 5：2022 年前 8 个月居民部门定期存款对 M2 增长的占比最高	8

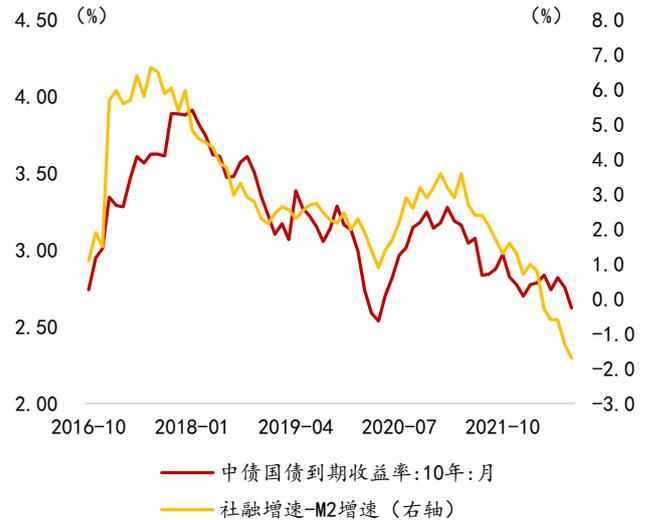
截至 8 月末，广义货币供给 M2 余额增速已经达到近 7 年以来最快的水平，与社会融资规模存量同比增速、信贷余额同比增速的差值不断扩张，由于 M2 主要统计各项存款，集中在商业银行负债端，而社融和信贷则主要形成商业银行资产端，因此两项比值的持续扩张，指向资产创造的供给小于货币创造的需求，形成流动性供给充裕下的“资产荒”。8 月份，M2 同比增速-社融存量同比增速已经达到有数据记录以来的极值水平，流动性供给充裕、“资产荒”还在继续深化。

图 1：截至 8 月末，信贷增速与 M2 增速差创 2008 年以来最低



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：截止 8 月末，社融增速与 M2 增速差创有记录以来最低



资料来源：Wind，德邦研究所

在对“资产荒”的理解上，一方面固然经济融资需求低迷导致资产创造乏力、可配资产供给不足是重要原因；另一方面流动性供给充裕的格局如果出现翻转，那么“钱比货多”的“资产荒”现象自然就会化解。因此在关注信用扩张过程的同时，今年以来造成流动性供给充裕的 M2 高增速何时回落是“资产荒”的另外一面。本文先从 M2 持续高增长的归因方面做出一定拆解，哪些因素在推升 M2 持续走高。

1. M2 在货币政策框架中的作用

M2 在政策框架中的作用变迁。从 2017 年开始，广义货币供给 M2 增速步入下行趋势，由于在 2017 年以前市场通过观测 M2 同比增速以及年度 M2 增速目标，来判断宏观流动性和货币政策变化，M2 增速长期下行引起市场对流动性收紧的担忧。为此人民银行在《2017 年二季度货币政策执行报告中》还系统性阐述 M2 同比增速下降的“两个因素和一个趋势”：当时人民银行认为导致过去 M2 同比增速持续上行的两个因素分别是住房商品化率提升导致的经济货币化程度提高，以及同业、理财等业务发展较快导致金融深化。而今在住房商品化率已经很高、针对缩短资金链条和多层嵌套的金融监管加强的情况下，M2 同比增速自然会下降。在此作用下，低于过去的 M2 增速将成为新的常态，并由此形成一个新的趋势：**M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性下降。**从历史上看，之所以市场关注 M2

同比增速,是因为长期以来央行把货币供给量 M2 作为货币政策传导的中介目标。从货币政策一般理论来看,有效的货币政策中介目标必须满足三个条件:可预测性强、可控性强以及与政策最终目标的相关性高。因此人民银行在 2017 年二季度货币政策执行报告中的阐述,也基本宣告 M2 不再适合作为货币政策中介变量,观测的可靠性,在 2017 年至 2019 年的时间段内,货币政策实际上处于缺乏中介变量的状态,在广义货币供给量不能作为货币政策中介目标的情况下,覆盖范围更广的社会融资总量亦不能作为数量调控为特征的货币政策中介目标的替代指标。在 2017 年政府工作报告最后一次设定 M2 和社融增速目标为 12%之后,2018 年政府工作报告没有再设定 M2 增速目标,取而代之的是“管好货币供给总闸门,保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”,对 M2 的模糊化和淡化,表明相对于盯住货币供给增速的货币政策分析框架已经不能再作为判定货币政策松紧的有效依据,货币供给增速快慢也不能作为判定宏观流动性松紧的可靠指标。

2019 年至 2020 年 M2 和社会融资规模增速重新被锚定为货币政策中介变量。框架的转变发生在 2019 年,当年度“两会”发布 2019 年度政府工作报告,首次提出“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”,同时明确提出要降低实际利率水平,并且还提到适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段引导金融机构扩大信贷投放,降低贷款成本。在此之后, M2 和社融增速要与名义 GDP 增速基本匹配这一理念即开始频繁出现在人民银行的各种场合对货币政策的表述中,直至 2020 年至 2021 年,“基本匹配”成为明确的货币政策中介变量。

在 2021 年一季度货币政策执行报告中,人民银行开辟一个专栏《健全现代货币政策框架》,浓墨重彩阐述了现代中央银行制度下货币政策框架的内容,“现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制”¹:

“2020 年中央经济工作会议、《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,从而清晰明确地界定了货币政策框架的‘锚’。这一中介目标锚定方式,有利于搞好跨周期政策设计,在长期稳住货币总量;有利于根据宏观经济形势变化,使 M2 和社会融资规模增速向反映潜在产出的名义经济增速靠拢,为实施宏观政策提供更加科学合理的‘锚’;有利于引导市场形成理性、稳定的预期;内嵌了稳定宏观杠杆率的机制,有利于实现稳增长和防风险长期均衡。”

我们之所以重点引用人民银行报告原文,是因为从 2020 年开始 M2 和社会融资规模增速要与名义 GDP 增速“基本匹配”是明确的货币政策中介目标。我们曾经在 2021 年 11 月发布的研究报告《2022 年流动性缺口有多大?——宏观年度展望之货币与信用篇》中具体阐述过 M2 和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配的阈值,当时我们根据 2021 年 11 月份以前的人民银行表述得出结论:社融增速和

¹ 中国人民银行,《2021 年一季度货币政策执行报告》,第 7 页。

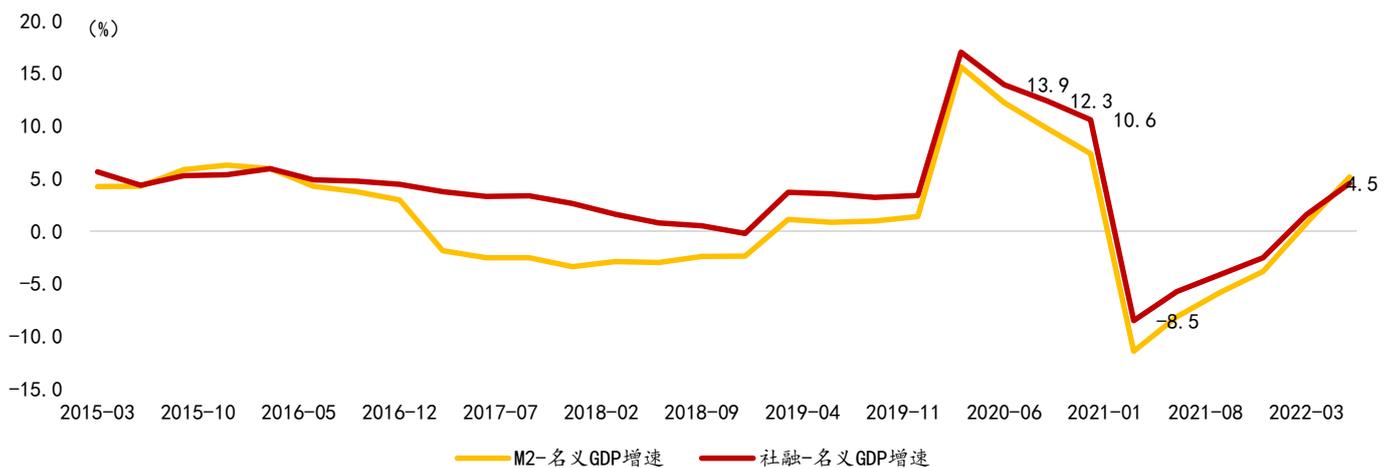
名义 GDP 增速的差值应保持在年度 2.80%至 3.0%的区间浮动，达到 4.0%即为“略高”；M2 和名义 GDP 增速的差值应保持在 2.0%以内，超过 2.0%即为“略高”，并且如果为了凸显货币政策的“逆周期调节”，社融和 M2 允许阶段性的超过名义 GDP 增速 4.0 和 2.0 个百分点。2021 年 11 月之后的表述则重点出现在 2021 年金融统计数据新闻发布会和 2022 年上半年金融统计数据新闻发布会。

2021 年年度金融统计数据新闻发布会上，人民银行表示：“2021 年末，M2 和社融规模分别同比增长 9.0%和 10.3%，同名义经济增速**基本匹配**。从两年平均看，M2 和社融规模分别同比增长 9.5%和 11.8%，同 2020 年-2021 年平均名义经济增速**基本匹配并略高**”²。也即是说 2021 年全年 M2 增速（9.50%）和社融存量增速（10.30%）与名义 GDP 增速（12.84%）保持了“基本匹配”，但是 2020 年-2021 年 2 年平均的社融增速（11.80%）和 M2 增速（9.50%）和 2 年平均名义 GDP 增速（7.79%）是“基本匹配并略高”。

最新一次对“基本匹配”的定量表述出现在 2022 年 9 月 16 日，人民银行在推文《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》³中论述：

“拉长时间、跨越周期保持 M2 和社融增速同名义经济增速基本匹配，而不是每个年度甚至季度都要匹配。**2018 年-2021 年，我国 M2 平均增速为 9%，与同期名义 GDP 平均增速 8.3%大致相当，既保持金融支持实体经济力度稳固，又避免大水漫灌，宏观杠杆率也基本稳定。**”

图 3：截至 2022 年二季度末，M2 和社融增速与名义 GDP 增速差值超过“基本匹配”的阈值



资料来源：Wind，德邦研究所

截至二季度末，社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速之差分别达到 4.5 个百分点和 5.1 个百分点，均超过了归纳而来的“基本匹配”的阈值水平，而截至 2022 年 8 月末，M2 同比增速继续上行至 12.20%，拉长时段来看，当前 M2 增速水平相比名义 GDP 增速水平或已经存在一定程度“偏高”，人民银行在解释 M2 增速

² 2021 年金融统计数据新闻发布会文字实录 2022-01-18 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4451702/index.html>

³ 中国人民银行，《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》，https://mp.weixin.qq.com/s/s5Q6_MHaY45SKypz3hetmw

高增长的原因包括：

“一是金融机构支持政府债券靠前发行。上半年，金融机构债券投资增加 4.68 万亿元，同比多增 2.82 万亿元，其中，投资政府债券多增 2.72 万亿元。

二是各项贷款平稳增加。上半年，各项贷款增加 13.68 万亿元，同比多增 9192 亿元。

三是央行上缴利润 9000 亿元，增加财政可用财力，经财政支出后，推动 M2 升高约 0.4 个百分点。”⁴

因此 2022 年以来 M2 高于名义 GDP 增速“基本匹配”阈值的**增长体现了上半年“逆周期调节”的政策效应，也可以预期当随着央行上缴利润等阶段性因素的消退，支撑 M2 增长的部分逆周期调节因素或导致 M2 增速减速回落。如果货币政策需要继续保持 M2 增速、维持流动性供给充裕，需要更大规模的政府债券发行或“降准”推升货币乘数、扩大基础货币的派生作用。**

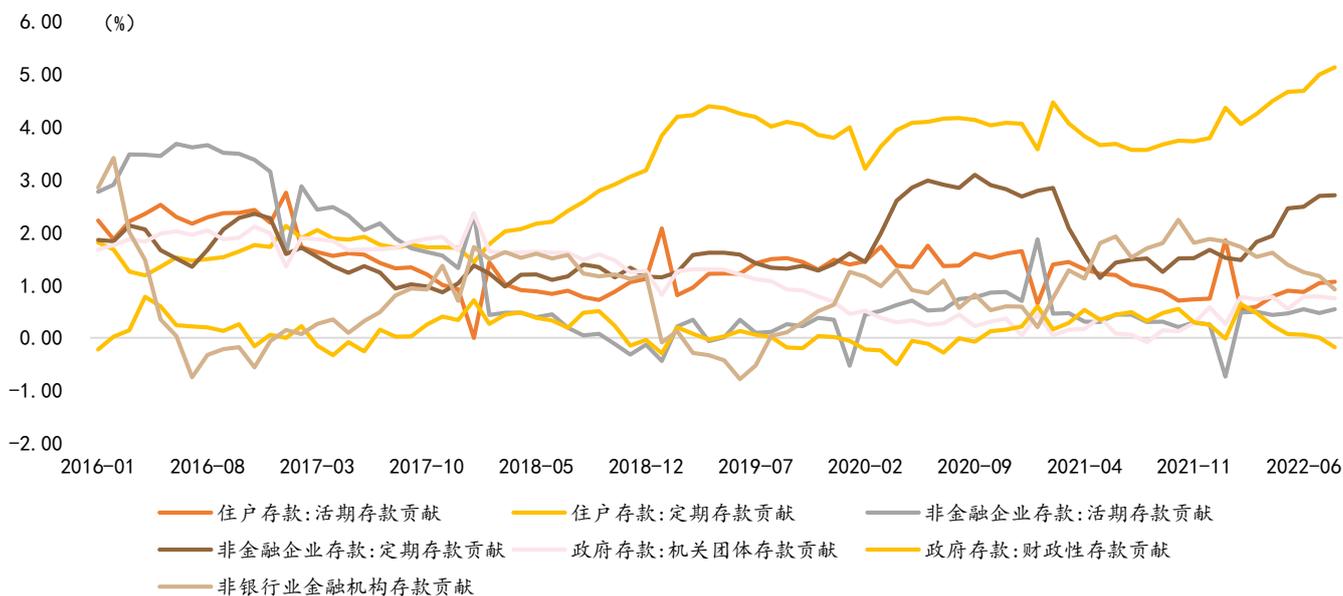
⁴ 2022 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录 2022-07-13
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4605218/index.html>

2. M2 增长归因分析

在中国人民银行的统计口径中，M2 可拆分为 5 个部分：单位活期存款（基本等同于 M1）、单位定期存款、居民存款、非银机构存款和 M0。拆分每个部分对 M2 增长的贡献，只需要将每个部分的同比增量占 M2 同比增量的比例，乘以 M2 同比增速，就能分解出来哪部分存款的增长推高了 M2 增速。但是由于 M2 本身即是存款统计口径，侧重商业银行的资金来源，在“贷款创造存款”机制之下，还需要结合商业银行资产端的资金运用，分析何种存款派生渠道导致 2022 年以来 M2 增速的高增长。

2.1. M2 增量占比：居民部门储蓄意愿大幅抬升

图 4：2022 年前 8 个月居民部门定期存款对 M2 增长的占比最高



资料来源：Wind，德邦研究所

非金融部门定期存款大幅增长是 2022 年以来 M2 维持高增长的主要因素。从存款性金融公司资产负债表的“资金来源”出发对 M2 进行结构性分解，2022 年以来，贡献 M2 同比多增的主要因素是居民部门和非金融企业部门“定期存款”

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46341

