



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

固定收益

证券研究报告

固定收益点评报告

如何理解“保持 M2 和社融增速同名义 GDP 增速基本匹配”？

固定收益分析师：

2022 年 12 月 23 日

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

内容提要：

中央经济工作会议重新增加这一提法。刚刚结束的中央经济工作会议上，“保持广义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”被再次写进公报。这一提法最早在2019年中央经济工作会议公报中被表述为“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，而后在2020年写入当年末的中央经济工作会议公报，但在2021年公报中又未被提及。

这是一种中性略偏紧的提法。2020年由于疫情的特殊性，央行对于货币供应量和社会融资规模的提法在当年曾出现过三次变化。根据央行货币政策框架，结合2020年政策实施经验，我们认为这一提法主要目的是防止我国在经济潜在增速下行期形成过于宽松的货币环境，那么从政策取向上讲应该是中性略偏紧的一种提法。当然，在具体实行中由于操作是按年度做到基本匹配，那么就允许季度或者月度出现不匹配的情况，如2020年一、二季度时的情况。

构建名义GDP产出缺口判断短周期位置。我们采用名义GDP增速构建其产出缺口指标，用以衡量其波动性。通过产出缺口，得出其与潜在增速的偏离度，进而判断当前短周期的所在位置。从历史周期看，名义GDP产出缺口与M2增速具有较强的负相关性，它确实反映了货币政策逆周期调节的效果。

从目前情况看，我们计算的名义GDP产出缺口仍在回落趋势，所对应的M2增速也仍在上行中。从短期基本面看，经济下行压力仍然偏大，政策仍然有进一步加力的空间，至少从未来1个季度看，货币政策可能并不具备进一步明显收紧的空间。后续随着政策累加效应的不断释放，我们预计2023年名义GDP产出缺口可能会见底回升，在“保持M2和社会融资规模增速同名义GDP增速基本匹配”的指引下，从而M2开始回落，届时须重点关注通胀演变情况及由此可能带来的货币政策调整。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、中央经济工作会议重增这一提法

刚刚结束的中央经济工作会议上，“保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”被再次写进公报中。这一提法最早在2019年中央经济工作会议公报中被表述为“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”，而在2020年写入当年末的中央经济工作会议公报，但在2021年中央经济工作会议公报中又未被提及。

表 1：近年来中央经济工作会议对货币政策的提法

时间	关于货币政策的提法
2019	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。
2020	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 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 ，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2021	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。
2022	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕， 保持广义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 ，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

资料来源：历年中央经济工作会议公报，国开证券研究与发展部

“保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的提法在2020年贯穿全年货币政策执行报告。2020年由于疫情的特殊性，央行对于货币供应量和社会融资规模的提法在当年曾出现过三次变化，第一次是将“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配”改为“基本匹配并略高”，第二次是将“基本匹配并略高”重新改回“合理增长”，第三次是将“名义GDP增速”改成了“反映潜在产出的名义GDP增速”。这其中，关于总量性的措辞修改主要与疫情和经济恢复的变化相适应，而第三次增加“潜在产出”的措辞则明显具有更深的意味。

表 2：2020 年央行在货币政策执行报告中表述上的变化

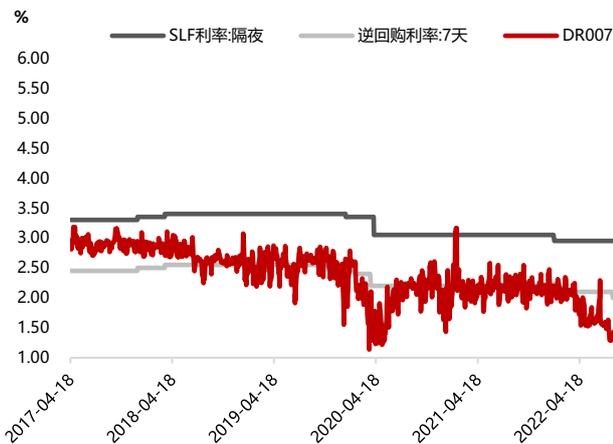
内容	2019 年第四季度	2020 年第一季度	2020 年第二季度	2020 年第三季度
全球经济	世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，外部不确定不稳定因素增多。	世界经济衰退风险加剧，国际疫情持续蔓延，不稳定不确定因素显著增多。	国际疫情仍处于较长的高峰平台期，地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化，不稳定性不确定性较大。	第三季度以来主要经济体经济复苏力度较弱，部分国家疫情出现反弹，公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面临严峻挑战。溢出效应。

国内经济	经济增长保持了韧性，但下行压力仍然较大。企业投资增长仍显乏力。在信用风险加快暴露情况下，部分中小金融机构风险偏好下降。新冠肺炎疫情对短期内的经济增长会有影响，主要体现在消费减少、企业复工较晚等。	在常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，但我国防范疫情输入和国际经济风险的压力不断加大，经济发展面临的挑战前所未有。	第二季度 GDP 明显好于预期，我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，经济加快恢复增长，下半年经济有望回到潜在增长水平。	我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，供给基本恢复、需求加速改善，就业民生较好保障，市场预期总体稳定，IMF 预测我国将是今年主要经济体中唯一正增长的国家。
主要任务	把疫情防控作为当前最重要的工作来抓。	把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。	坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。	尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。
货币政策	科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。在多重目标中寻求动态平衡，用改革的办法疏通货币政策传导，继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度。	一是遵从政治局会议要求，将稳健的货币政策改为“更加灵活适度”。二是删去“坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间”，增加了运用总量政策的表述。三是改“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配”为“基本匹配并略高”。	本次报告重改“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”为“合理增长”，且通篇不再提及运用总量政策的表述。此外，央行在报告中表示要“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。	报告重提“把好货币供应总闸门”，并将“保持货币供应量和社融规模合理增长”修改为“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。

资料来源：中国人民银行，国开证券研究部

从政策实际效果来看，由于疫情在一季度发展猛烈并对经济造成大规模影响，央行在一季度货币政策执行报告中改“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配”为“基本匹配并略高”后，一系列宽货币政策使得银行间流动性非常宽松，DR007一度接近1%水平，同时10年期国债收益率也录得2.5%左右的低点。

图 1: 2020 年 5 月后流动性快速收敛



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2: 2020 年 5 月后长端利率快速回升



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

随后在二季度报告央行重改“保持M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配并略高”为“合理增长”，DR007后期继续回升至以7天逆回购利率为代表的利

率走廊下限并在此后持续围绕其波动，而10年期国债收益率亦呈现不断回升态势。

2、中性略偏紧的提法

按照央行货币政策框架，保持M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配是货币政策的中介目标。这里有几个要点：

第一，健全现代货币政策框架要求搞好跨周期政策设计，保持正常货币政策，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，构建金融有效支持实体经济的体制机制。

第二，在当前我国转向高质量发展阶段，要求以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求的大背景下，要以现代货币政策框架作为战略支撑，既坚决不搞“大水漫灌”，避免造成结构扭曲和资产泡沫，防止严重的通货膨胀和货币贬值，也不能发生信用收缩引发风险，要保持总量适度，设计激励相容机制引导银行货币创造行为。

第三，随着我国转向高质量发展阶段，潜在增速有下降趋势，如果继续按照过去的实际值来设定M2和社会融资规模增速的数字目标，就可能导致货币信贷与经济运行偏离，形成过度宽松的局面，也不利于稳定宏观杠杆率。

第四，M2和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要略高或略低于名义经济增速，体现逆周期调节；要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。基本匹配是中长期概念，不是短期概念。体现在操作上，是按年度做到基本匹配，而不是每个季度甚至每个月都要匹配，以保持政策连续性、稳定性和可持续性。

结合2020年政策实施经验，我们认为这一提法主要目的是防止我国在经济潜在增速下行期形成过于宽松的货币环境，那么从政策取向上讲应该是中性略偏紧的一种提法。当然，在具体实行中由于操作是按年度做到基本匹配，那么就允许季度或者月度出现不匹配的情况，如2020年一、二季度时的情况。

总体而言，不论年度、季度或者月度，体现的均是逆周期调节作用。但对于市场参与者而言，可能更多关注中短期政策变化，因而我们可以从“潜在产出”这里寻找一些佐证。

3、构建名义 GDP 产出缺口判断短周期位置

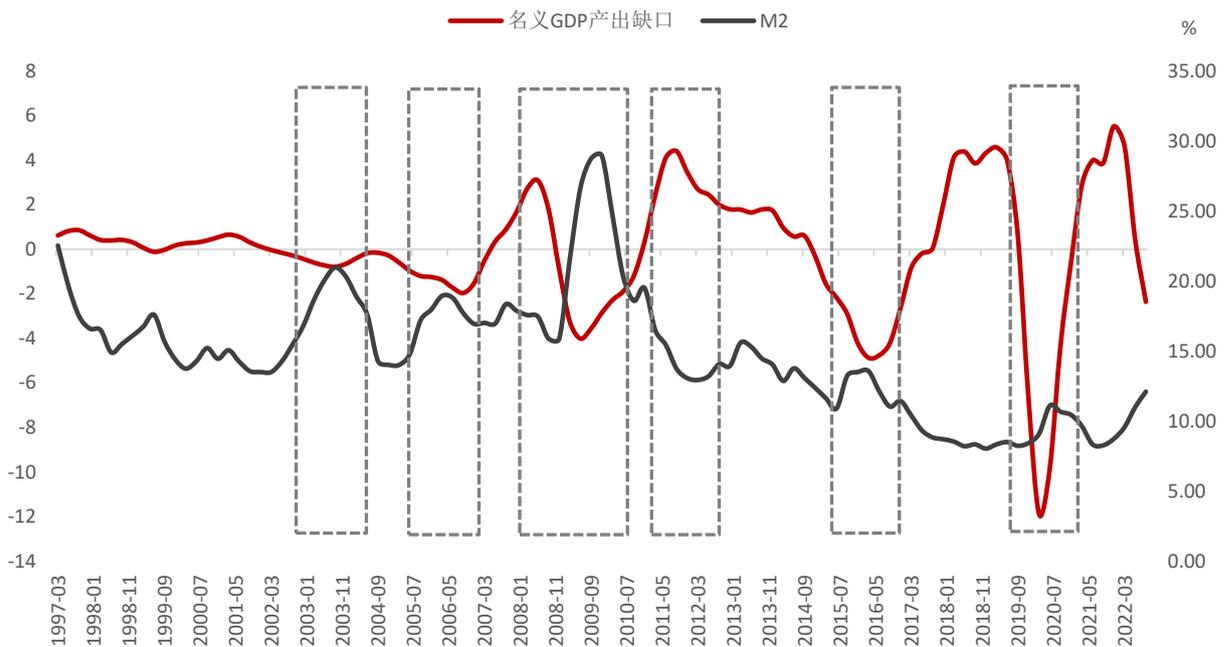
潜在产出 (Potential Output)，指一国在一定时期内可供利用的经济资源在充分利用的条件下所能生产的最大产量，也就是该国在充分就业状态下所能生产的国内生产总值。与一般的GDP增速高波动特性相比，潜在产出水平相对稳

定，将货币供应量与社会融资规模与之匹配，会进一步增加货币政策整体的稳定性，有利于减小短期经济周期扰动下货币政策在施行过程中的偏离度。

我们采用名义GDP增速构建其产出缺口指标，用以衡量其波动性。通过产出缺口，得出其与潜在增速的偏离度，进而判断当前短周期的所在位置。

从历史周期看，名义GDP产出缺口与M2增速具有较强的负相关性，它确实反映了货币政策逆周期调节的效果，这与《健全现代货币政策框架》的结论是一致的。一般而言，名义GDP产出缺口的波峰对应M2的阶段性价谷，名义GDP产出缺口的波谷对应M2的阶段性价峰。这里需要说明的是，两者的对应关系为阶段性的，即判断短周期效果较好，而M2本身则存在其他影响其长期趋势的因素，此处不做讨论。

图 3：名义 GDP 产出缺口与 M2 增速走势



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

上图的现实意义在于，当判断名义GDP产出缺口见底反弹后，可以及时调整货币供应量，减轻额外的政策刺激力度。按照易纲行长的表述，若宏观政策刺激力度过大，一是可能产生通货膨胀的风险，二是可能导致杠杆率过快上升。而今年在三季度货币政策执行报告中，央行已经颇为前瞻地开始对未来通胀进行重点关注。

历史上，2008年金融危机时期，我国货币政策就因为刺激力度过大，虽然短时间推升了GDP，但也造成了随后几年较为严重的产能过剩。2020年面对新冠疫情，不确定性较之2008年要更大，虽然全球货币呈现大放水态势，但管理层

能够做到及时调整政策力度，维持正常的货币政策空间，在保证经济恢复的同时也降低了后期刺激政策引发后遗症的可能。从上图可见，2020年二季度后名义GDP产出缺口回升非常快，而央行也正是从二季度开始坚定回收流动性。

从目前情况看，我们计算的名义GDP产出缺口仍在回落趋势中，所对应的M2增速也仍在上行中。从短期基本面看，经济下行压力仍然偏大，政策仍然有进一步加力的空间，至少从未来1个季度看，货币政策可能并不具备进一步明显收紧的空间。后续随着政策累加效应的不断释放，我们预计2023年名义GDP产出缺口可能会见底回升，在“保持M2和社会融资规模增速同名义GDP增速基本匹配”的指引下，从而M2开始回落，届时须重点关注通胀演变情况及由此可能带来的货币政策调整。

风险提示：疫情超预期变化；全球经济持续恶化；中美关系全面恶化，全球地缘冲突加剧等；国内经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

岳安时，经济学硕士，2012年加入国开证券研究与发展部，10年证券行业从业经历，现任固定收益研究员，主要负责对利率品的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层