
答审稿专家的宝贵意见

尊敬的《金融市场研究》编辑部及审稿专家：

你们好！论文《社会融资规模指标：统计缺陷与政策含义》在外审后已再度修改完毕，现已更名为《社会融资规模指标：统计特征与完善方向》，感谢编辑部及各位专家的辛勤评审及提供的宝贵修改意见！在修改方式上，为使修改内容更加直观，外审修改稿全文采用了审阅修订模式。为符合学术规范，笔者隐去了全文所有的个人信息，包括审阅人的信息，并最终将修改内容标红。现附论文的修改说明。

一、答第一份修改意见

审稿意见（1.1）：

文章的主体内容其实是与盛松成博士就几个问题进行讨论。这样不如改为：关于对社融有关问题的思辨-与盛松成博士商榷。

修改说明：

文章的核心内容探讨了社会融资规模指标可能存在的不足及完善方向，盛松成博士在社会融资规模方面的研究较为深入，研究视角涵盖了许多方面。众所周知，社会融资规模是极具实践性的宏观经济指标。文章根据指标口径的调整及其与M2的数量关系，指出了其作为货币政策中介目标可能存在的问题，深入分析了社会融资规模统计规则潜在的不足。因此，结合审稿意见（1.9）和（2.1），文章名更改为《社会融资规模指标：统计特征与完善方向》，详见修改稿的中英文标题。

审稿意见（1.2）：

M2和社融有差异是十分正常的现象。M2主要是在其他存款类公司的负债科目体现，是银行的负债。社融统计口径本身就要比M2大，至于一枚硬币的两面，主要说明的是统计视角的不同，即资产视角和负债视角。两个指标的联系在于，社融中一些科目是以M2为基础创造出的信用，例如委托贷款，即通过M2内部结构的转移创造新的债权债务关系，二者有差异是正常现象。

修改说明：

在上一稿中，相关部分的表述还不够准确，由于统计视角、范围和创造渠道的不同，M2 和社会融资规模必然有所差异。“一枚硬币的两面”，恰恰说明了两者并非等同，且差异不宜过大。结合审稿意见（2.4），文章应当强调两者差异在数量关系上的可接受程度以及在统计口径上的合理性，文章的修改稿对一些表述进行了调整。

审稿意见（1.3）：

至于二者剪刀差的问题，只是暂时性现象。特别是疫情三年的数据信息本身会存在一定失真，例如其他非存款类公司负债端的结构调整会使得 M2 出现异常波动，从长期看，二者和名义 GDP 增速还是可以做到基本匹配。

修改说明：

在这一稿中，文章补充了统计口径修改前后以及疫情时期“剪刀差”的变化，相应给出了较为合理的解释。从长期来看，二者与名义经济增速在走势上基本匹配，但数量上还有一定差距。详情如下：

【详见修改稿第 5 页】长此以往，这两个指标的差异是否会越来越大，本文将从数量角度出发，对 M2 和社会融资规模指标做进一步的分析。

【详见修改稿第 6 页】特别是自 2015 年以来（之前为估算数据），两者“剪刀差”逐渐缩小，走势大致相同。然而，由于统计口径的修订，2017 年后的社融基数以及两者“剪刀差”都有所扩大。此外，由于社会融资规模的存量大于广义货币供应量（M2），在前者存在增速优势的情况下，社会融资规模存量与 M2 的数量缺口可能会持续扩大。2020 年以来，受疫情冲击和“三重压力”影响，两者的“剪刀差”出现了倒挂，反映出充裕的宏观流动性对收缩的整体融资需求的支持。其中，除了季节性的调整外，减税降费与财政支出快速扩充了 M2，特别是央行上缴的一万亿利润用于财政纾困、民生支出等。从根本上讲，由于统计口径的不同，“剪刀差”的存在十分正常，但未来随着统计核算的完善和央行货币政策的调节，“剪刀差”将逐渐收窄并且处于合理区间。

【详见修改稿第 7 页】从 2019 年到 2021 年，M2 余额、存量社融与名义 GDP 的增速均值分别为 9.27%、11.43%和 5.53%。从长期来看，M2 余额和存量社融的同比增速均高于名义 GDP。其中，存量社融增速最高。两者与名义经济增速在走势上基本吻合，但数量上还存在一定的差异。

审稿意见（1.4）：

表外融资上升主要是由于非银金融机构发展带来货币转移性信用创造规模的上升，也就是所谓的影子银行。但这些年，影子银行规模已经大幅下降，影响已经很小。这里涉及到对货币创造原理的理解，不做过多阐述。

修改说明：

在这一稿中，第三部分补充了“资管新规”的落地对中国影子银行监管的影响，进一步指出影子银行规模对社会融资规模的贡献度有限。详情如下：

【详见修改稿第7页】2018年以来，随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等系列政策出台，影子银行面临着更加全面的监管，中国影子银行规模对存量社融的贡献度持续降低。

审稿意见（1.5）：

外币存款纳入M2本身不合适，因为外币无法在国内流通，如果本国居民使用外币结算，会影响到一国货币主权。

修改说明：

在上一稿该部分中，文章利用居民原则说明了M2和社会融资规模都考虑了持有部门和发行部门的居民属性，从而引出对外商直接投资和外债的思考。外币存款无法在本国当作货币使用而不纳入M2，反映了理论和实践的统一。对于外商直接投资和外债，理论上不符合居民原则而未纳入社会融资规模，但实际却属于外部资金来源之一，反映的是理论和实践的冲突。详情如下：

【详见修改稿第9页】实际上，为保证一国主权货币的特殊地位，外币存款也不太可能纳入M2统计之中。

审稿意见（1.6）：

外汇占款（与客户买卖资产）本不应该统计在社融中。作者描绘了外汇占款的形成过程。企业出口获得资金结汇，然后将外汇卖给央行。这一过程中，外汇本身是企业自己所得，结汇获得的资金也是客户自有资金，与金融机构无关，金融机构将外汇卖给央行这一过程和实体经济就更没关系了。因此，将外汇占款纳入社融没有道理。实体经济买卖资产不是从央行获取资金，这个说法

是不对的。

既然是买卖资产，必然涉及资产互换。比如银行买了客户的黄金，客户持有对银行的债券，即存款，这只是客户持有资产属性的变化，但不能说是金融体系对实体经济提供了支持。

修改说明：

感谢审稿专家的意见。在上一稿中，文章就外汇占款不纳入社会融资规模提供了两种可能的解释，一是实体经济通过买卖关系没有增加融资总量，只是改变资产结构（属性），二是不符合居民原则。作者支持第一点解释，同时文章强调了居民原则在判断外源性资金是否该纳入社会融资规模统计时存在的局限性，详情如下：

【详见修改稿第 10 页】任何资产买卖必然涉及经济主体对资产属性的变化，我们可以理解为央行的外汇占款没有增加实体经济部门的资金总量，只是改变了实体经济部门的资产结构（本外币资产的转化）。

笔者以为，通过实体经济买卖关系的外汇占款之所以未纳入统计，主要是因为其并未真正带来融资总量的增加。此外，外汇占款的发行主体是国外部门（表现为外国商业银行的负债），相关资金的持有者为国内居民（即中国人民银行）。根据居民原则，社会融资规模不包括实体经济部门从海外获得的各种融资。

设计社融指标的目的在于分析和掌握实体经济部门获得的资金规模，若将保险赔付计算在内，我们则没有充分的理由将海外融资渠道的涉外资金排除在外。第二，货币供应量属于金融机构的负债，其对应的金融机构的资产包括外汇占款。除了买卖关系的解释外，将资产端占比较大且与 M2 部分对等的外汇占款不纳入社融的核算，居民原则似乎并不充分。总的来看，以上三项内容（外商直接投资、外债和外汇占款）均不符合居民原则，由此引出的一个值得深入探讨的问题在于，统计指标的创设及完善应当以理论规则为先，还是以经济现实为先。

审稿意见（1.7）：

社融也可以反映所谓流动性差异问题，但似乎没有必要反映。因为社融的目的是为观察金融体系对实体经济提供了多少支持。实体经济使用资金的流动性差异，可以通过使用对银行债权，也就是负债形式实现。考虑社融的流动性

问题，似乎没有太大必要性。

修改说明：

在这一稿该段落中，文章将小标题修改为“反映特征不同”，补充了 M2 和社会融资规模在统计方式和设计目的上的不同。M2 具有流动性分层的特点，社会融资规模具有独特的结构化信息，两者反映出的信息各有侧重。详情如下：

【详见修改稿第 8 页】1.反映特征不同

由于统计方式和设计目的不同，货币供应量可以直接由存款性公司负债端获得，而且存在 M0、M1 和 M2 的差异。在社融统计中，要根据金融概览逐一加总，而且中国人民银行没有提供类似的分层指标。此外，社融指标的构成项还存在属性的差异，既有反映债权债务关系的金融工具，又有反映股权关系的金融工具；既有属于表内科目的金融工具，又有属于表外科目的金融工具；既有金融资产，又有实物资产（如投资性房地产）。然而，货币供应量主要受表内业务的影响，并不存在类似问题。本质上讲，货币供应量反映的是社会流动性水平与整体购买力，社融则反映金融体系为实体经济提供的资金支持，结构性信息更加丰富。

审稿意见（1.8）：

M2 不提供增量，一个重要原因是 M2 会受到内部结构转换的影响，例如缴税会导致 M2 规模下降，社融不存在类似问题。

修改说明：

在这一稿中，文章提及了影响 M2 而不影响社会融资规模的季节性波动。本质上讲，这是基于两者不同的统计口径，详情如下：

【详见修改稿第 8 页】这是因为有关季节性波动始终会影响 M2 增量，诸如企业缴税和财政支出，而这恰恰是不同于社会融资规模的创造渠道，故不在后者的统计当中。

审稿意见（1.9）：

其实，社融一定有统计疏漏的地方，作者的研究重点应该侧重于分析如何更好完善社融统计科目，使之更具合理性。此外，作者的一些观点也存在很多值得商榷之处。请编辑老师酌。

修改说明：

感谢审稿专家的意见。在这一稿中，文章将第六部分标题修改为“六、结论与启示”，对主要结论的表述进行了完善，并相应给出了政策建议。文章针对居民原则和合并原则可能引发的统计遗漏和重复计算问题，为进一步完善指标统计提供了思路。详情如下：

【详见修改稿第 13 页】六、结论与启示

【详见修改稿第 14 页】第一，在反映特征、机构属性划分、性质与构成，以及统计规则上，社会融资规模指标与货币供应量存在较大差异。社会融资规模指标的构成项既有债权与股权金融工具，又有表内与表外科目，将这些项目同时纳入统计口径可能会影响该指标的合理性。未来货币当局可以考虑进一步完善社会融资规模指标的构成项。

第二，在社会融资规模的统计规则体系中，金融原则的定义还不够清晰，合并原则面向金融体系（金融机构与金融市场），而不适用于实体经济部门。在诸如金融机构仅充当金融媒介的情形下，非金融企业从其他非金融企业获得的融资也统计在社融指标中。进一步明晰金融原则，优化合并原则是未来货币当局进一步改进社融指标统计规则的重要方向。

第三，外商直接投资、外债以及外汇占款等三项内容，均因不符合居民原则而未被纳入社会融资规模的统计中。从实践来看，统计原则并非约束具体口径的绝对准绳。在系统评价外源资金贡献度后，未来货币当局可以结合经济现实，进一步考虑将外商直接投资、外债等流入实体经济的项目纳入社融的统计口径中。

第四，目前已纳入指标统计的表外科目，包括委托贷款和信托贷款均可能存在重复计算的问题。实体经济内部的相互融资（如住房公积金贷款）与社融指标的定义与要求还存在一定的差距，未来货币当局可以结合实际作进一步的调整。同时，监管部门未来需要加大对表外资金的把控力度，进一步完善影子银行的信息披露制度。

二、答第二份修改意见

审稿意见（2.1）：

标题修改为“社会融资规模指标：政策含义与统计缺陷”，这样更符合正文

内容顺序和逻辑。

修改说明：

在上一稿中，文章由社会融资规模指标的统计口径调整出发，着重探讨了潜在的统计原则问题，并相应给出了完善建议。结合审稿意见（1.1）（1.9），文章名更改为《社会融资规模指标：统计特征与完善方向》，详见修改稿的中英文标题。

审稿意见（2.2）：

删除“四、对社会融资规模几个统计原则的讨论”中“（四）社会融资规模与货币供应量的对比分析”中“2.流动性程度不同。……”内容，因为社会融资规模反映的是实体经济部门从金融体系中获得的资金支持，不能直接分析流动性。

修改说明：

感谢审稿专家的意见。在上一稿该段落中，作者表述不胜准确，应指出这是统计方式和设计目的上的差异。结合审稿意见（1.7），文章将其标题修改为“反映特征不同”，并相应进行了补充。详情如下：

【详见修改稿第8页】1.反映特征不同

由于统计方式和设计目的不同，货币供应量可以直接由存款性公司负债端获得，而且存在M0、M1和M2的差异。在社融统计中，要根据金融概览逐一加总，而且中国人民银行没有提供类似的分层指标。此外，社融指标的构成项还存在属性的差异，既有反映债权债务关系的金融工具，又有反映股权关系的金融工具；既有属于表内科目的金融工具，又有属于表外科目的金融工具；既有金融资产，又有实物资产（如投资性房地产）。然而，货币供应量主要受表内业务的影响，并不存在类似问题。本质上讲，货币供应量反映的是社会流动性水平与整体购买力，社融则反映金融体系为实体经济提供的资金支持，结构性信息更加丰富。

审稿意见（2.3）：

将“四、对社会融资规模几个统计原则的讨论”中“（四）社会融资规模与货币供应量的对比分析”的内容放入“三、对货币供应量和社会融资规模指标

的数量分析”，同时将“三、对货币供应量和社会融资规模指标的数量分析”修改为“三、货币供应量和社会融资规模指标的对比分析”。

修改说明：

在这一稿中，作者将“社会融资规模与货币供应量的对比分析”更名为“（二）社会融资规模与 M2 的内在区别”后放入第三部分中，并将该部分标题改为“三、关于社会融资规模与 M2 的对比分析”，同时增加“（一）社会融资规模与 M2 的数量差异”。进为了更好衔接第四部分，该部分行了段落调整，将“统计规则存在差异”置于第四小段。详情如下：

【详见修改稿第 2 页】本文的结构安排如下：…第三部分是对社会融资规模与 M2 的对比分析…

【详见修改稿第 5 页】三、关于社会融资规模与 M2 的对比分析

（一）社会融资规模与 M2 的数量差异

【详见修改稿第 8 页】（二）社会融资规模与 M2 的内在区别

【详见修改稿第 8 至 9 页】除数量上的差异外，货币供应量与社会融资规模指标的主要区别还体现在反映特征、机构属性划分、指标性质与构成，以及统计规则等四个方面。

…

因此，社融统计中既不包含海外发行的股票和债券，也不包含从国外金融机构获得的贷款，更不包含实体经济部门通过买卖关系从中央银行获得的资金。

审稿意见（2.4）：

8 处小的修改建议见文中标示。

修改说明：

感谢审稿专家的意见。（1）在上一稿中，相关表述不胜准确。货币供应量与社会融资规模本就两个不同指标。结合审稿意见（1.2），应当强调两者差异在数量关系上的可接受程度。（2）错别字修改。（3）将“省政府（州政府）和地方政府”统称为“地方政府”。（4）错别字修改。（5）删除上一稿 5.2 最后一段。（6）删除上一稿 5.3 “未贴现银行承兑汇票”内容。（7）删除“和未贴现的银行承兑汇票”。（8）修改相关表述。详情如下：

【详见修改稿第 2 页】盛松成（2017）曾提出两大指标是一枚硬币的两面。

从理论上讲，社会融资规模存量与 M2 余额应相差不大，两者的增速应相匹配，但实际上却存在不小的偏差。

【详见修改稿第 4 页】（三）政府部门对社会融资规模指标的定位

【详见修改稿第 10 页】第二，广义政府部门包括中央政府、地方政府以及社会保障基金（也称社会保险基金）。

【详见修改稿第 12 页】假设 A、B 两家企业均在工商银行开户…

【详见修改稿第 14 页】第四，目前已纳入指标统计的表外科目，包括委托贷款和信托贷款均可能存在重复计算的问题。实体经济内部的相互融资（如住房公积金贷款）与社融指标的定义与要求还存在一定的差距，未来货币当局可以结合实际作进一步的调整。同时，未来监管部门未来需要加强对表外资金的把控力度，进一步完善针对影子银行的信息披露制度。

三、其他修改说明

在这一稿中，文章更正了语病错误与逻辑问题，精炼了语句内容的表述，以保证文章的严谨性和可读性。此外，由于调动了文章段落，对应的参考文献也随之进行了调整。详情如下：

【详见修改稿摘要】2008 年全球金融危机之后，为规避金融监管，商业银行表外性质的影子银行业务迅速发展。

2017 年，原银保监会开展专项整治，规范各类影子银行业务。这在一定程度上影响了社会融资规模的增速。2020 年疫情暴发后，社会融资规模与广义货币供应量 M2 的仍存在一定的差距，这引起了学界的广泛关注。本文将详细阐述该指标的发展变化，深入分析其统计特征，并探讨该指标进一步完善的方向。

【详见修改稿第 1 页】2008 年 9 月国际金融危机暴发后，中国经济同样受到了负面冲击。

这实际上是商业银行绕开贷款规模限额管理对实体经济的放款，但这类贷款的融资主体往往是监管部门严控的限制贷款部门，信用风险往往较大。

社会融资规模指标（简称“社融”）呼之欲出。

【详见修改稿第 2 页】在统计指标的完整准确性方面，不少学者认为该指标在统计过程中存在遗漏和重复计算问题。

本文的结构安排如下：…第五部分是对该指标可能存在的重复计算问题进

行探讨，最后是本文的结论与启示。

【详见修改稿第 3 页】二、社会融资规模指标：统计口径的调整与定位

三是直接融资，包括非金融企业境内股票、企业债券和政府债券；四是其他项目，包括投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款、保险公司赔偿、存款类金融机构资产支持证券，以及贷款核销。

2018 年开始，中国人民银行先后四次修订社会融资规模指标的统计口径，拓展了债权类指标的统计口径。

【详见修改稿第 4 页】…《中国金融稳定报告》、中国人民银行各季度的《货币政策执行报告》都有多次提及。

【详见修改稿第 5 页】近年来，尤其是新冠疫情暴发以来，社会融资规模存量与广义货币供应量均呈现出快速增长势头。

【详见修改稿第 6 页】…“政府债券”“存款类金融机构资产支持证券”与“贷款核销”等被逐步纳入社会融资规模统计之中（见表 1）。

【详见修改稿第 7 页】自国际金融危机暴发以来，商业银行的表外业务备受关注。

此外，其他融资规模在总体上的占比较小，但呈现逐年稳中有增的态势。

而其他融资的存量则呈现逐年上升的态势，未来其占社融总体比例及存量将持续上升，但具体细项还待货币当局进一步明晰。

【详见修改稿第 9 页】四、关于社会融资规模几个统计原则的讨论

因此，根据该手册，国内金融机构吸收的本国居民的外币存款纳入货币供应量的统计，而中国人民银行未将外币存款纳入广义货币供应量的统计中。

从定义来看，居民原则看似完备，但与中国经济的现实还存在一定的差距。

【详见修改稿第 10 页】第二，盛松成等（2016）认为外汇占款不属于社会融资规模的理由有两点：一是发行主体在本质上属于国外部门…

居民原则在理论定义上较为完备，但与中国经济的现实还存在一定的差距。这是因为国债筹集资金的相当部分用于政府的各项日常开支以及弥补财政赤字，而不直接进入实体经济生产领域。

因此，金融原则得到了进一步的拓展。

【详见修改稿第 11 页】五、社会融资规模指标可能存在的重复计算问题

根据目前的统计规则，上述股票融资已被纳入社会融资规模。换言之，对

于实体经济部门而言，只要任一非金融企业和住户获得了外部融资，不管是否通过金融机构还是金融市场，是否最终来自其他非金融企业和住户，均属于社会融资规模统计的范畴。由此可见，合并原则目前还比较缺乏“双边性”，只是适用于金融体系一端，而不适用于实体经济部门一端。因此，笔者认为社融指标的合并原则有可能导致重复计算的问题。这一判断还有待学界的继续讨论，以下将从委托贷款、信托贷款等出发对社融指标进行分析。

…根据统计的需求，在前述的委托贷款定义的基础上，…

【详见修改稿第 12 页】笔者以为，第一种类型的委托贷款本质上属于实体经济部门内部机构之间的相互融资，是否纳入社会融资规模的统计可能还有待商榷，其中操作过程所涉及的银行仅当资金划转功能。本文提供以下两组例子。

2018 年 1 月《商业银行委托贷款管理办法》（银监发[2018]2 号）中的定义为…

不论哪个过程，商业银行在事实上均不存在信贷扩张。

在中国，住房公积金中心不属于金融机构，不接受中国人民银行或者原银保监会（现国家金融监督管理总局）的监管…

因此，住房公积金委托贷款在本质上更偏向于实体经济内部各经济主体之间的相互借贷。

此外，普通的委托贷款计入社融指标的统计也可能存在问题。

【详见修改稿第 13 页】…则该部分委托贷款纳入社会融资规模统计同样也值得商榷。

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，我们选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。如研究中使用该内容，辛苦您在成果上列示该参考文献。