

中国的 M2/GDP：一个文献综述*

党 印 汪 洋

〔摘 要〕中国的 M2/GDP 比率自 20 世纪 90 年代以来不断攀升,学界分别从分子、分母及总体的角度寻找原因并进行解释。本文梳理了各种解释的内在逻辑和彼此间联系,分析了不同解释的潜在瓶颈,并讨论了 M2/GDP 过高的深层原因。本文认为,M2/GDP 过高、M2/GDP 过高但物价不涨是两个虽有联系但本质不同的问题。在以出口和投资拉动经济的增长模式下,外汇占款的变化直接影响了基础货币乃至货币供应量的变化,高投资使货币供应量随着银行体系发放企业贷款而增加。在实体经济收益率下降和虚拟经济膨胀的背景下,大量资金流向虚拟经济,导致实体经济物价保持低位。即便是流向实体经济的贷款,也因为企业的盈利能力较低,创造的 GDP 远不及投入的贷款规模,使货币供应量拉动 GDP 的能力减弱,表现为 M2/GDP 偏高。本文亦为金融改革和经济改革提供了明晰的决策参考。

关键词:M2/GDP 经济增长模式 融资模式 企业自生能力
JEL 分类号:E42 E44 E63


一、引 言

货币数量论表明,一国货币发行较多时,物价会上涨。然而,自 20 世纪 90 年代以来,中国的货币供应量持续高速增长,物价水平却在大多数年份保持低位,个别年份甚至出现通货紧缩。一个自然而然的问题是,这么多货币为何没有表现为物价的大幅上涨?这一现象被学界称为“迷失的货币”、“迷失的资金”、“中国之谜”或“中国悖论”(伍志文,2003;李斌,2004;李健,2007;张杰,2006;黄桂田和何石军,2011)。另一些学者称这一现象为“货币增长率持续地大于通胀率和实际产出增长率之和”,或称之为超额货币问题、货币超发问题、M2/GDP 比率过高问题、货币流通速度下降问题(王同春和赵东,2000;伍超明,2004;赵留彦和王一鸣,2005;谢平和张怀清,2007;王国刚,2011)。不管哪种,只是称呼不同,本质都是基于货币数量论或费雪方程式 $MV=PT$ 。只考虑实体经济的费雪方程式为 $MV=PY=GDP$,M2/GDP 上升与货币流通速度下降是一枚硬币的两面。若假定由支付技术和居民偏好决定的 V 在一定时期内不变,由总体技术水平决定的 Y 也稳定不变,那么 M 的增加将引起 P 的上升。我们认为,当学界讨论“迷失的货币”时,实质乃讨论“迷失的物价”。因为货币并没有迷失,理论上我们可以按图索骥,找到货币供应量中每一元钱的去处。

货币发行这么多,物价没有上涨,从正面来说,我们应感到庆幸,为中国的宏观调控水平点赞。但是,我们关心长时间的低物价水平是否可持续,物价当前没明显上涨,未来是否会补涨?我们疑

* 党印,中国劳动关系学院副教授,经济学博士;汪洋,江西财经大学金融学院院长,教授,博士生导师。

44

National Social Sciences Database

惑,是货币数量论存在问题,还是中国经济运行存在问题?如果 M2 再多也不会影响物价,那么我们是否就不用担心潜在的通胀风险,我们是否有必要修正现有的货币数量论?还是说中国的这种现象是个特例?如果是特例,我们就需要寻找中国特色的“货币发行-物价变化”的传导机制,进而解释 M2 增加而物价保持低位运行的机理。

基于中国高 M2/GDP 比率关系对货币经济理论的突破和对中国经济发展与运行的前景和隐忧,该问题具有重要的理论和现实意义。中国学界在世纪之交对这一问题进行了大量研究,得出了若干共识(Peebles,1992;Hasan,1999;张杰,1997;余永定,2002;汪洋,2007,等等)。2008 年全球金融危机以来,中国为应对危机采取了大规模的经济刺激计划,M2 从 2008 年的 47.5 万亿元增加到 2018 年的近 180 万亿元。与此同时,M2/GDP 比率以更大幅度上升,物价水平则延续平稳态势。2008 年以来,学界继续围绕该问题展开研究,一些原本有解释力的假说,逐渐在新的事实面前失去解释力;另一些假说的结论仍然成立,但内在逻辑发生了变化;还有一些假说的解释力得到了强化,使我们对高比率 M2/GDP 的认识更加深入。本文希望通过梳理该问题的研究脉络,推进学界进一步加大对该问题的研究。全文结构安排如下:第一部分是引言;第二部分从 GDP 和 M2 两个方面综述学界关于 M2/GDP 过高的研究,其中货币层面又分为货币需求和货币供给两个角度;第三部分将 M2/GDP 视为一个整体,从 M2 和 GDP 之外寻找 M2/GDP 过高的原因;最后是对相关问题的进一步讨论。

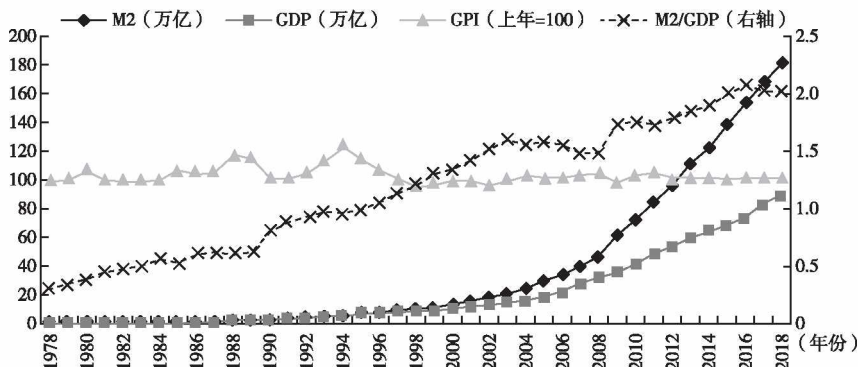


图1 1978—2018 年中国 M2、GDP、物价指数及 M2/GDP 的走势

注:1978—1989 年 M2 的数据来自易纲(2003),其他数据来源为国家统计局网站。

二、M2/GDP 过高:从 GDP 或 M2 中寻找解释

(一)货币化与广义货币化假说

自 McKinnon(1973)用 M2/GDP 度量日本和德国的金融发展和金融深化程度之后,该指标被广泛用于衡量一国的经济货币化程度,中国学者也运用该指标分析中国的经济货币化问题。货币化假说认为,转轨过程中原来没有采用货币交易的商品在货币化过程中吸收了多余的货币,因此物价没有上涨(Yi,1991;易纲,1996;张杰,1997,2006)。按货币化假说,货币化比例不会超过 100%,但事实上 1996 年后中国的这一比例就超过 100%,并继续攀升,货币化假说对此缺乏应有的解释力。并且,货币化进程也是实物资产计入 GDP 统计的过程,M2/GDP 的分子和分母可能同时增加,不应该出现 M2/GDP 上升的现象。另外,货币化假说也无法解释那些已完成货币化的西方发达国家 M2/GDP 比率为什么较低的现象。

针对货币化假说的局限,学界提出了广义货币化假说,认为 GDP 的总量指标包含的内容已远小于交易总额(伍超明,2004)。股票、债券、房地产、艺术品等金融资产或金融资产的等价物在交易中也需货币来媒介,从而使物价保持低位。这一假说也被称为资产膨胀说、金融市场发展说、经济虚拟化假说(伍志文,2003;王韧和吴健,2007;李斌和伍戈,2013)。

这一假说通常将经济分为实体经济和虚拟经济两个子系统,认为传统的货币数量论仅适用于实体经济,没有考虑到虚拟经济对货币的需求(伍超明,2004;伍志文和鞠方,2003),实质上是将费雪方程式拓展为 $MV = P_1Y_1 + P_2Y_2$,其中 P_1Y_1 是以 GDP 衡量的实体经济, P_2Y_2 是虚拟经济。这一假说进一步指出,当新增货币供应量直接流入虚拟经济,没有影响实体经济时,虚拟资产价格上升,物价水平可能不升反降,因此会出现持续性的通货紧缩和资产价格不断膨胀现象。这一假说的一个推论是,当虚拟经济发展受限时,资金回流到实体经济,物价将上升,实体经济价格和虚拟经济价格存在此消彼涨的关系。因此引入一个新的判断货币供应量是否正常的指标,即货币增长率等于物价和资产价格变化率之和,如果两者之和与货币增长率差别过大说明货币总量失衡,两者自身差别过大说明货币结构有问题。这一假说认为,“中国之迷”是货币供应量偏松情况下货币过度虚拟化造成的货币结构严重扭曲的产物,是货币结构失衡大于货币总量失衡的结果(伍志文和鞠方,2003)。换言之,大量货币在资本市场的积聚是货币供应量与物价关系反常的直接原因,深层原因是实体经济和虚拟经济的投资收益率差别(伍志文,2003)。沿着广义货币化假说,伍志文和鞠方(2003)指出,货币可以流向国内或国外,如果货币流出过多,参与国内市场流通的就少,将导致国内市场货币供应量偏紧。广义货币化假说的实质是在费雪方程式的等号右边再加上一项海外经济。

货币化假说难以解释 M2/GDP 超过 1 后仍继续增长,将货币化假说扩展到虚拟经济领域的解释也存在问题。汪洋(2007)、张一和张运才(2016)指出,金融市场发展无法降低 M2/GDP,因为股票、债券等金融资产交易时,只是货币在不同经济主体账户之间的转移,M2 本身没有发生变化,且直接融资的发展会提高货币流通速度,降低货币发行量,客观上会降低 M2/GDP 比率。

需要澄清的是,M2/GDP 过高与 M2/GDP 过高但物价未涨,这是两个虽有联系但本质不同的问题。货币化假说和广义货币化假说只能在一定程度上解释货币供应量不断增加物价却不涨的现象,并没有直接解释 M2/GDP 为什么这么高。部分研究认为,货币集中在虚拟经济,没有进入实体经济,或仅少量货币进入实体经济,创造的 GDP 偏少,从而导致 M2/GDP 偏高(张一和张运才,2016;许祥云等,2016)。然而,我们很难将流入虚拟经济或实体经济的货币区分开来,也很难证明当年新增的货币主要流入虚拟经济而非实体经济,并且过去四十年来中国的 GDP 连年增长,很难说这些 GDP 完全是由原有的货币存量创造出来的,数据的可得性使这一假说难以被证实。

此外,我们还可以从 GDP 的性质来分析。GDP 属于流量指标,是一个国家或地区一段时期内新生产的货物与服务的总和。但是,我们在日常交易中,货币媒介的交易不仅仅只有 GDP,还有存量资产,如过去生产的货物、古董等等。伴随着货币经济程度的提高,过去某些不采用货币进行的交易转而采用货币交易,尤其是对于中国来说,从计划经济向社会主义市场经济的过渡,货币媒介的交易越来越多,在分母中仅仅计算 GDP 是不完整的。因此,货币化假说对于中国有解释力,在横向对比的时候仍然缺乏解释力。

我们认为,货币化假说立足于 M2/GDP 的分母,类似于在分母中加入新的货币化资产。广义货币化假说亦立足于 M2/GDP 的分母,类似于在分母中再加入虚拟经济,但是,我们讨论的只是 M2/GDP 比率,没有讨论“M2/(实体经济+虚拟经济)”的比率。我们关注 M2/GDP 比率过高,一是纵向对比增长过快,二是横向对比过高。横向对比时,分母要么都加上虚拟经济,要么都不加,不能仅中国的分母加上虚拟经济,其他国家不加。事实上,分母都加上虚拟经济后,中国的这一比率仍

然高于很多欧美国家^①。因此,从 $M2/GDP$ 分母角度的分析面临瓶颈。为突破这个瓶颈,一些研究以 $M2/GDP$ 的分子作为分析切入点,主要从两个角度寻找内在的影响机制,一是货币需求,二是货币供给。

(二) 货币需求的总量角度:金融资产较单一

货币化假说和广义货币化假说中也有货币需求的因素——商品交易和金融资产交易对货币的吸收,即对货币的需求。

在商品短缺的时代,居民有钱买不到东西,被迫持有货币,主要是存款。后来有了股票和基金,但是投资价值低,居民仍然大量持有银行存款。 $M2/GDP$ 快速上升,从货币层面来看,其原因是准货币/ GDP 快速上升;从经济层面来看,其原因包括:货币化和居民储蓄存款的投资性质、银行等金融机构金融工具单一、金融市场不发达(刘明志,2001)。这种解释被称为金融资产单一说。值得注意的是,这一假说强调金融市场不发达,居民被迫储蓄, $M2$ 变大从而 $M2/GDP$ 较高,与广义货币化假说中强调金融市场发展了,分母少记了,从而 $M2/GDP$ 较高,结论相同但出发点相反。到底是金融市场不发达导致了高 $M2/GDP$,还是金融市场发展导致了高 $M2/GDP$,两个假说存在矛盾。

我们认为,在中国金融市场发展初期,金融资产单一说似乎有说服力,但二十余年来金融市场不断发展,金融资产已经多元化,居民有多种投资选择, $M2/GDP$ 却仍然一路攀升,使这一假说的解释力下降。汪洋(2007)和江春等(2009)在理论上指出,资本市场不发达已不足以解释中国 $M2/GDP$ 的高比率现象,因为资本市场交易账户上的存款是 $M2$ 的一部分,资本市场的发展不会提升 $M2$,反而会降低企业对银行贷款的依赖,从而减少派生存款,减少 $M2$ 。

在金融资产单一的情况下,居民和企业的财富主要存在银行,表现为储蓄存款占 $M2$ 的比重较高。因此金融资产单一说也被称为高储蓄说。一些文献专门研究高储蓄问题,从各个角度解释高储蓄的原因,比如竞争性储蓄、预防性储蓄、文化原因、劳动力人口在总人口中占比较大、金融抑制导致高储蓄低消费等(冯明,2007)。曾令华(2001)认为, $M2/GDP$ 过高是由于高储蓄率以及证券市场不发达导致的储蓄向投资转化的单一性。董青马和胡正(2011)认为,居民储蓄占总储蓄的比重较大,且居民储蓄资本转化率较低,使居民储蓄率对 $M2/GDP$ 有显著的正影响。

江春等(2009)不认同高储蓄说,其认为由微观个体储蓄动机所引起的高储蓄率与消费需求的抑制相对应,由此引起的消费需求不足会使厂商产生存货的积压,即非意愿存货。而消费需求的降低与非意愿存货的增加共同作用,会引起商品价格的下降和非意愿失业的增加,进而导致经济衰退。这就说明,如果中国的高 $M2/GDP$ 比率及高储蓄率是由微观个体的储蓄动机所引起的,那么, $M2/GDP$ 比率的持续上升将伴随着经济的持续衰退。但是,从中国经济发展的实际状况来看,自改革开放以来,中国 GDP 每年均以 10% 左右的速度增长,近三十年来中国显然不是处于持续的经济衰退中。因此中国的高 $M2/GDP$ 比率不能用由微观个体储蓄动机所引起的高储蓄率来解释。

随着研究的深入,李斌和伍戈(2013)尝试为“高储蓄导致高 $M2/GDP$ ”正名。经济主体用作储蓄的存款越多,处于“闲置”状态的存款货币也就会越多,这样实体经济融资就必须依靠新的货币创造来支持,全社会的货币总量也就会越多。该解释立足于分子,认为新增货币过多使 $M2/GDP$ 偏高,这与广义货币化假说立足于分母的解释形成对照。

关于高储蓄率和储蓄存款之间的关系,笔者认为,储蓄率等于一国储蓄除以 GDP 的比率,在宏

① 早期的一些研究指出,各国 $M2$ 的统计口径不同,中国的 GDP 统计中少统计了一些内容,不能直接用于 $M2/GDP$ 的国际比较,以此论证中国的 $M2/GDP$ 并不高,不存在超额货币现象(刘明志,2001;程建胜,2004)。或者,认为中国的物价指数存在低估现象,造成了超额货币供给局面(王同春和赵东,2000;李斌,2004)。然而,后来的诸多深入研究采用世界银行统一口径数据,仍发现中国的 $M2/GDP$ 比率处于各国前列。这说明,统计上的因素不是最重要的,因此笔者认为把现有 $M2/GDP$ 过高归结为统计原因乃舍本逐末,找错了重点。

观经济学当中,储蓄是国民收入中未被消费的部分,是个流量指标,分母 GDP 也是流量指标,储蓄存款则是存量指标,年度(月度)储蓄存款增加额则是一个增加值概念,也与 GDP 当中的储蓄口径不同。在以往诸多的分析当中,不少学者将中国储蓄存款的高增长等同于储蓄率高了。实际上,这两者是不同的。还有许多分析将储蓄存款的占比高等同于储蓄率高了。改革开放以来,中国的储蓄率的确一直非常高。但居民储蓄存款只是储蓄率高的一种表现形式,这两者并不必然等同。

(三)货币需求的结构角度:产业结构变动

除了从总量的角度研究货币需求,现有研究当中有一个新的分支,从货币需求的结构角度寻找解释,认为不同产业对货币的需求不同,因此不同产业对应的货币流通速度也是有区别的。这提供了分析该问题的新视角。

长期以来,货币需求分析很大程度上忽略了不同经济部门货币需求行为的差别以及各部门相对比重的变化对总体货币需求的影响。赵留彦和王一鸣(2005)将经济划分为农业部门和非农业部门,指出非农业部门的边际货币需求倾向远大于农业部门。改革以来,随着农业在国民经济中比重下降,新增的货币量不仅要满足总体经济增长的需要,还要满足非农产业比重上升所引致的需求。因此整个社会的货币需求增长速度会高于收入的增长速度,超出经济增长的货币供应不会全部体现为通货膨胀。

除了将产业划分为农业部门和非农业部门外,亦有研究从第一、第二、第三产业的角度深化分析。汪军红和李治国(2006)研究发现,货币化对货币流通速度的影响随着时间慢慢加强,但不能解释中国货币流通速度下降,产业结构才是影响中国货币流通速度的主要因素。计量模型显示,产业结构变动对 M1 流通速度的影响大于对 M2 流通速度的影响。曾利飞等(2006)从产业结构与短期贷款结构的关系分析货币流通速度下降的原因,他们指出第三产业运营需要大量短期资金,平均 1 单位第三产业增加值所依赖的货币存量比 1 单位第一或者第二产业增加值依赖的货币存量多。王勇和范从来(2014)认为 $MV=PY$ 的分析框架乃货币外生观,在信用货币制度下,应通过 $PY/V=M$ 来分析,货币需求由市场决定,他们从马克思主义的内生货币观出发,认为中美 M2/GDP 差异不在货币层面,而是产业结构异质的体现。相应地,降低 M2/GDP,需优化我国实体经济结构,增加优质金融资产供给,加快人民币国际化。陈思翀等(2018)认为,总产出的构成比例变化会对货币需求的变化产生影响。其利用中国省级面板数据,将总产出划分为一、二、三产业,分析三大产业在总产出中占比变化对货币需求产生的影响,发现第二和第三产业的每单位名义产出的货币需求更高,当第一产业占比下降时,第二和第三产业占比上升,则总货币需求上升。即使总产出保持不变,产出构成比例变化也会导致货币需求持续上升,形成 M2/GDP 比率持续上升的现象。范从来和杜晴(2015)也得出了类似结论,认为第一产业占比对 M2/GDP 比率具有显著的负向作用,第二产业和第三产业占比对 M2/GDP 具有显著的正向作用,中国产业结构是 M2/GDP 比率偏高的原因之一。

产业结构变动说通过论证不同产业的货币需求不同,从产业发展、货币内生的角度出发,否认货币超发现象(王勇和范从来,2014;范从来和杜晴,2015)。该理论面临的瓶颈是,可以纵向解释中国货币化水平较高的现状,却不能横向解释发达国家第三产业比较发达的情况下 M2 却不是很高的现象。

(四)货币需求的功能角度:货币沉淀

部分研究(伍志文和鞠方,2003;张一和张运才,2016)指出,不仅要分析货币的流通手段职能,还要分析货币的价值储存职能;不仅要分析构成当期 GDP 的商品和服务,还要研究存量实物资产和金融资产。如果从货币的功能出发,可将费雪方程式的左边拆开,即 $M1V1 + M2V2 = P1Y1 + P2Y2$, M1V1 表示用于交易的货币(飞着的货币), M2V2 表示用于价值储存的货币(坐着的货币), P1Y1、P2Y2 分别表示实体经济和虚拟经济。交易货币的一部分参与商品交易,另一部分参与金

融资产交易。价值储存的货币则退出流通领域,沉淀下来。综上逻辑,货币沉淀说也被称为货币流通速度下降说,不少学者从这个角度进行了专门研究(伍超明,2004;杜子芳,2005;曾利飞等,2006)。

该解释的逻辑是,新发行的货币被储藏起来,如某个人家里放几亿现金,某企业的资金被冻结了,没有进入交易,没有拉动 GDP,从而导致 $M2/GDP$ 上升。在此过程中,货币的储蓄使货币增长速度超过真实经济增长速度与通货膨胀率之和(张一和张运才,2016)。货币以现金的形式存放在家是货币沉淀,货币以存款的形式存放在银行也是货币沉淀。换言之,储蓄率越高,货币沉淀就越多,信用货币的创造规律决定了,先有贷款后有存款,银行只有新增贷款才能支持实体经济融资,这会增加存款总量。秦朵(2002)研究发现,储蓄与准货币之间存在稳定的关系,中国广义货币相对于 GDP 的持续增长主要是由准货币的高速增长造成的,而准货币的增长又基本上可用城乡储蓄的高增长来解释,城乡居民储蓄即货币的“沉淀”。

该假说的问题体现在两方面。第一,我们很难将用于交易的货币和用于价值储存的货币区分开来,并确定各自的规模,数据的可获得性使这一假说在检验上存在困难。并且,根据国家统计局数据,1990 年城乡居民人民币储蓄存款年底余额占准货币的比重为 85.33%,之后逐年下降,到 2014 年已降至 55.12%,与此同时 $M2/GDP$ 不断上升,这使得 $M2/GDP$ 归结为居民储蓄存款沉淀的观点缺乏说服力。第二,在宏观经济分析当中,如此分析是错误的。原因在于从经济主体的角度分析,经济主体持有现金或者存款,好像是这部分资金没有投入经济运行当中,但是从全社会的角度来看,不存在没有投入经济运行的货币。经济主体持有的现金或者存款,是经济主体的资产,同时是金融机构的负债。这是同一枚硬币的两面。从金融机构(或者金融体系)的角度分析,(商业银行)负债方的居民储蓄存款和(中央银行)负债方的现金,一定有资产方的对应项目,这些项目要么是金融机构对企业的融资,要么是金融机构对政府的融资,抑或是金融机构对国外的融资,实际上不存在货币沉淀的问题。部分学者认为存在货币沉淀的问题,也仅仅是基于经济主体的分析视角。这些所谓的“沉淀的”货币都是金融机构资产业务的结果。

货币沉淀说与广义货币化假说的相同点在于,都立足于费雪方程式,区别在于分别立足于方程式等号的左边和右边,这本身是研究中的一个亮点。但是一些研究在解释“货币迷失”现象时,将原因归结于货币流通速度下降,乃有循环论证的痕迹(董承章等,2003;许祥云等,2016),因为 $MV=PY=GDP$ 是个恒等式,不能用于分析因果关系或相关关系, $M2/GDP$ 上升与 V 下降是一枚硬币的两面,除非 V 下降本身得到解释。

(五)货币供给的总量角度

货币供给总量等于货币乘数与基础货币之积。一些文献从这两个变量入手,追溯货币供给总量增加的原因。

货币乘数方面,刘明志(2001)、黄昌利和任若恩(2004)认为, $M2/GDP$ 过高是由于 $M2$ 的货币乘数和准货币所占比重上升,经济货币化进程不断深入。钟伟和黄涛(2002)分析了货币乘数的影响因素,认为公众对未来就业、养老、医疗和教育保障等存在不安全预期,导致 $M2$ 上升。货币乘数中通货比例上升是 $M2/GDP$ 上升的主要原因,作为广义货币 $M2$ 的有用性在下降,不能不以其存量的扩张予以弥补。其数据表明,货币乘数比基础货币更大程度地影响 $M2$ 。相反,董承章等(2003)的实证研究表明, $M2$ 上升主要来自基础货币而非货币乘数。陈仲常和谢小丽(2011)折衷后认为,中国 $M2/GDP$ 较高是由于从计划经济向市场经济体制转型过程中,受体制因素的影响,通过货币政策乘数的各项参数传导,货币政策乘数效应下降所致。

基础货币方面,从银行体系的资产负债表可以看出,基础货币乃银行体系的负债,其增加要么源于银行体系国外净资产增加,要么源于银行体系国内资产增加。李斌(2006)认为,由外汇占款

导致的基础货币的扩大是商业银行存差扩大的主要原因,也是 M2/GDP 升高的重要原因。张文(2008)指出货币供给内生性特征,中国的货币供给主要经历了两个阶段,一是以再贷款为主要渠道注入基础货币的阶段,二是以外汇占款为主要渠道注入基础货币的阶段,再贷款和外汇占款接力,使 M2 持续增加从而 M2/GDP 不断升高。

在文献中,一个引起 M2 增加的因素尚未被注意。当政府为商业银行或政策性银行注资时,如 2004 年中国人民银行动用外汇储备向商业银行注资时,银行体系的资产和所有者权益同时增加,所有者权益的增加扩大了商业银行下一步放贷的资金来源,这会在一定程度上提高 M2。

另一个引起 M2 减少的因素也未引起注意。当商业银行上市时,居民购买商业银行股票,银行体系资产负债表中的负债变为所有者权益,因此,商业银行在股市融资本身会导致 M2 下降。根据国泰安数据库数据,自 1991 年以来共 28 家商业银行在 A 股上市,截至 2018 年 9 月,这些银行首次公开发行(IPO)融资额共 3400 亿元,增发股份融资 9626 亿元,配股融资 1837 亿元,合计约 1.48 万亿元。商业银行股市融资过程本身会降低 M2,但是这仅仅是分析的第一步,接下来的过程仍然是由于商业银行资本金的扩大,放贷能力提高,中国 M2 的增速将会更高。

(六)货币供给的结构角度

从货币供给的结构角度,一个研究分支立足于货币供应量的三个层次,从 M0、M1 和 M2 的金额变化来追溯货币供给增加的原因;另一个研究分支从货币的职能、货币的期限结构角度,考察结构性因素对总量的影响。

在第一个研究分支中,余永定(2002)指出,传统货币数量论公式是狭义货币(M0 或 M1),而现实中进行货币政策分析时,人们代入的是广义货币(M2),M2 中所包含的越来越多的居民储蓄是货币增速高于 GDP 增速,并形成通胀压力的最重要因素。后续研究在此基础上,区分货币结构或货币层次的差异化影响。吴军等(2011)指出,广义货币 M2 作为货币供给总量,体现了有支付能力需求总量;广义货币 M2 的一部分是狭义货币 M1,体现着有效需求;超额货币供给如果滞留在准货币状态中,未形成有效需求,不会拉动绝对价格水平,但会形成潜在通货膨胀压力的累积。

在第二个研究分支中,李健(2007)指出,20 世纪 90 年代起,中国货币结构就已发生根本性变化,执行交易媒介职能的货币占比逐年下降,执行资产职能的准货币已成为主体,使货币总量对物价的影响力减弱,这是形成“中国货币之谜”的主因。更重要的是,货币的结构变化使货币运行发生了重大转变;货币供求均衡的主导力量已由供给转向需求方面,货币均衡的表现也由物价转变为物价与金融资产价格并重,货币对宏观经济运行的影响也由总量为主转变为总量与结构并重。李炳和袁威(2015)使用机理变化型变结构协整模型实证分析了 1996–2013 年货币信贷结构对中国宏观经济的影响,发现货币结构与信贷期限结构对“中国货币迷失之谜”有很强的解释力。具体而言,货币信贷结构均在特定时点开始对产出和通货膨胀率产生机理性影响;货币结构与信贷期限结构对实际产出分别具有较弱的正向和负向机理性影响,对通货膨胀率均具有一定程度的正向机理性影响,并且货币信贷结构对通货膨胀率的影响程度明显大于货币信贷总量。

一些研究从货币供给的具体分项中追溯原因,发现居民储蓄、企业储蓄大幅增加,以此认为这两项是货币供给增加的主要原因(董青马和胡正,2011)。秦朵(2002)、董承章等(2003)、王国刚(2011)等也认为,M2/GDP 过高的直接原因是各类存款(即储蓄)高速增长。毋庸置疑,这种分析可以追溯到 M2 增长的主要源头,但有“用现象解释现象”之嫌,因为储蓄存款是 M2 的一部分,这类似于一个人长高了,用“他的腿长长了”来解释一样,没有触及到现象的背后原因,是年龄增长的正常长高,还是别的原因导致的非正常长高。并且如前文数据所示,近年来居民储蓄存款占准货币的比重从 1990 年的 85.33% 下降到 2014 年的 55.12%,占 M2 的比重亦从 1990 年的 46.55% 下降到 2014 年的 39.5%,与此同时 M2/GDP 不断上升,成为这一研究思路的直接反例。

(七) 货币供给的质量角度:不良贷款过多

在货币供给总量中,一部分 M2 因银行发放贷款而派生出来。当贷款变成银行的不良贷款,被银行核销后,M2 却没有减少,使 M2/GDP 居高不下。由于贷款乃银行的资产,这一分析思路基于不良贷款或不良资产。

早在 20 世纪末,张曙光和张平(1998)即指出,M2 增长过快的原因是储蓄存款的过快增长和银行不良贷款的急剧增加。钟伟和黄涛(2002)分析认为,增发的 M2 中,相当部分蜕变为各种不良资产,沉淀掉了,导致 M2 流通速度下降。谢平和张怀情(2007)也认为,社会转型的背景下,中央政府、地方政府和商业银行各方行为共同作用,导致中国商业银行出现了大量不良贷款,并且持续存在于商业银行,M2/GDP 过高是由商业银行的巨额不良资产所致。中国 M2/GDP 受两方面的影响,一是巨额商业银行不良资产的存在表明商业银行资产配置效率低,影响 GDP 增长,二是在资本充足率为正的要求下,商业银行资产负债表上的巨额不良资产导致经济中内部货币虚增。张春生和吴超林(2008)亦指出,商业银行的存贷差及高额不良资产是导致 M2/GDP 升高的最主要因素。

不良贷款说也受到质疑。江春等(2009)指出,不良贷款并不能抑制 GDP 增长,因为厂商没有成功销售出去的产品算作存货,即非意愿投资,也构成 GDP 的一部分,不良贷款对 GDP 的负面影响只能是非意愿投资不能形成进一步产能。

我们认为,不良贷款说成立的一个条件是,发放出去的贷款进入企业之后,由于种种原因蒸发了,比如被毁损了,被焚烧了,购买商品消费了,购买服务享受了,或者变成几乎没有什么价值的烂尾工程了。或者是如江春的分析,企业投资失败,产品没有销售出去。最后商业银行不得不予以核销。不论何种情况发生,商业银行发放贷款的本身,都使得货币供应量 M1 增加了(同时 M2 也增加了)。这体现在金融体系资产负债表的负债方。贷款发生一段时间后,最终变成了不良贷款,商业银行不得不予以核销。商业银行核销坏账的结果体现在商业银行的资产方或者所有者权益方。所以我们认为,不良贷款说仅仅能够说明不良贷款的发生(或者核销)不会影响 M2 的快速增长,但是用不良贷款解释中国 GDP 增速偏低仍然略显牵强。改革开放 40 年以来,1978-2017 年中国 GDP 年均增速为 9.6%,GDP 总额在 2017 年达到 82.7 万亿人民币,横向对比分析,中国的 GDP 增速是不低的。能否这么推论,如果中国的不良贷款规模更小,GDP 的增速还会更快?如果是这样,分母的 GDP 会扩大,M2/GDP 就会变小。以 2015 年为例,当年中国的 M2/GDP 超过了 200%,当年的 GDP 为近 69 万亿,当年的 M2 余额为 139 万亿。如果假定中国的 M2/GDP 等于 100%是个合理的比率,那么 2015 年中国的 GDP 需要变为近 140 万亿人民币的规模,这显然不可能。

(八) 多种因素共同作用

有些情况下,我们很难将货币需求与货币供给区分开来,比如银行向某企业发放一笔贷款,这既有货币需求也有货币供给,因此一些研究考察货币供求的共同作用。张文(2008)认为,经济货币化进程使货币需求不断增长,货币供给的被动性质使货币供应量快速上升。货币供求的相互作用,使货币存量快速增长的同时没有出现严重的通货膨胀。王兆旭和纪敏(2011)构建了一个扩展的货币需求模型,指出外汇占款导致的基础货币投放、信贷软约束下的货币创造、经济发展过程中因改革不完备而增加的货币需求是 M2/GDP 偏高的主因。这一分析意味着,货币供给和货币需求都是 M2/GDP 偏高的原因。张一和张运才(2016)结合货币需求与货币供给,提供了一个信贷综合平衡的分析视角,并对以上各角度的分析作了回应,认为货币乘数、外汇占款、不良贷款等是 M2 增长过快的原因,不是 M2 增速大于真实经济增长速度而没有发生通货膨胀的原因,因此不能解释 M2/GDP 逐年升高。

鉴于 M2/GDP 问题的复杂性,除了货币供求的共同作用,一些研究还分析了其他因素的共同作用,我们称之为多重原因说。余永定(2002)指出,M2/GDP 极高的原因除了高居民储蓄率、高不

良债权率、资本市场不发达外,还有低通货膨胀率,企业留利水平低和企业资金利用水平低。尹小兵(2010)在余永定(2002)的基础上,将关于 M2/GDP 比例的研究融入主流的资金流量分析框架之中,建立了广义货币 M2/GDP 比例增量恒等式,指出在中国银行体系主导的金融体制中,除了通常的货币流通速度变动外,国民收入分配、住户部门储蓄率、住户部门直接投资比例、住户部门和企业部门内部通过银行体系的融资水平和名义 GDP 增长率(实际 GDP 增长率加上通胀率)都是影响该比例的重要原因。

多重原因说提醒我们,M2/GDP 偏高是一个复杂的问题,我们很难从一个角度就解释所有的相关问题,因此需要全方位立体地分析。同时,多重原因说需要给出各种原因的重要性排序,否则便没有侧重点,容易陷入不可知论,不利于研究的持续深入。

三、M2/GDP 过高:从 M2 和 GDP 之外寻找解释

我们认为,高 M2/GDP 比率、高 M2/GDP 但物价未涨,这两个问题虽有联系但本质不同。现有文献在分析时经常不加区分,在分析高 M2/GDP 比率时,用高 M2 来解释,或者用 M2 中的储蓄存款或企业存款较多解释高 M2,进而解释高 M2/GDP 比率。这种研究方法乃按图索骥化整为零,可以追溯到 M2/GDP 较高的直接引致变量,但仍停留在现象层面,没有解释现象背后的深层原因。“高 M2/GDP 但物价未涨”意在突出货币供应量那么多,却没有引起物价上涨,这一说法更接近于“中国货币之谜”,其逻辑是 $MV=PY$ 中 M2 增速大于 Y 的增速,P 应该上涨,本质是流动性过剩的潜在通胀风险问题。我们认为,实际讨论中 PY 即 GDP,GDP 中已经包含了物价因素,因此最佳的讨论对象是高 M2/GDP 比率,而不是另外两个。从其本身的含义看,M2/GDP 不断升高意味着货币拉动 GDP 的能力下降。一些研究以此为切入点,不再单独考察 M2 或 GDP,而是将 M2/GDP 视为一个整体,寻找影响 M2/GDP 的第三方因素,探讨高 M2/GDP 的原因,并附带解释“高 M2/GDP 但物价未涨”的原因。

(一)金融体系融资效率不高

这一假说深化了不良贷款说,主要从贷款、不良贷款、融资体系的角度展开分析。张一和张运才(2016)指出,贷款是中国商业银行的主要资产,货币的主要部分也是由贷款创造的,因此贷款是理解中国 M2/GDP 的突破口。谢平和张怀清(2007)认为,银行主导的金融体系和银行类金融机构不良资产是中国 M2/GDP 偏高的最重要原因,也可部分解释中国 M2/GDP 与其他大多数国家的差异。钟伟和黄涛(2002)指出,货币沉淀和货币流通速度下降的主要原因是金融体系运行绩效较低。张春生和吴超林(2008)认为,中国的直接融资化程度低、融资额比例小,证券市场对 M2/GDP 的降低几乎不产生影响,中国 M2/GDP 增高主要是由于银行资金使用的低效及银行资金的大量闲置所造成的,大量银行存款脱离实质生产领域及银行贷款使用效率低下两个因素推动了 M2/GDP 不断上升。

将上述因素整合到一个分析框架中具有重要的意义。李斌和伍戈(2013)从货币创造规律出发,提出了一个“融资结构-储蓄率框架”,并从横向和纵向的角度分析和解释 M2/GDP 的变化。一个经济体越依赖于银行融资,且储蓄率越高,其货币/GDP 一般而言就会越高。这可以从两个层面解释,一是新增货币中用于储蓄的货币增速快于用于交易的货币增速,货币增速将超过 GDP 增速(因为只有用于交易的货币才有支持 GDP 增长的作用);第二,储蓄率较高但金融市场不发达时,经济主体持有货币后将一部分货币作为储蓄存款来承担价值储藏职能,而不是去购买股票债券,此时企业若有融资需求还要借助银行贷款,这又派生出新的存款,从而货币供应量进一步增加。“融资结构——储蓄率框架”表明,M2/GDP 比率受银行融资占比、融资渠道多寡的影响,不能通过比较

不同经济体货币总量/GDP 的高低,来评估货币条件和通胀压力。进一步地,其认为 $M2/GDP$ 缺口而不是 $M2/GDP$ 本身与通货膨胀之间存在密切关系。韩平等(2005)早前模拟的 $M2/GDP$ 的动态路径也显示, $M2/GDP$ 上升并不意味着通胀压力必然加大,只有 $M2/GDP$ 偏离动态路径(即出现缺口)时,才会对币值稳定产生影响。

(二)金融控制降低了融资效率

承接上一个假说,一些研究进一步指出,融资效率较低是因为较强的金融控制或金融抑制。张杰(2006)认为,政府对银行体系的控制是导致高货币化的原因。张一和张运才(2016)也认为,银行主导的金融体系是理解高 $M2/GDP$ 的关键。张春生和吴超林(2008)认为, $M2/GDP$ 较高及高速增长实际上是转轨时期中国的金融控制所引起的,即在外汇储备不断流入的情况下强制的结售汇制度引起基础货币的超量发行,使得商业银行的资金供应超过了经济体系的资金需求,进而导致大量资金的闲置,以及商业银行在国有控制情形下信贷资金流向国有企业配置的偏好而引起资金生产效率低下,商业银行负债方的快速增长与资产方效率低下的共同作用使得 $M2/GDP$ 不断升高。 $M2/GDP$ 畸高是中国金融控制在特殊情况下的外在表现。黄桂田和何石军(2011)分析指出,利率和汇率的管制导致了利率和汇率的低估,降低了持币成本,直接增加了货币需求,其导致的高投资和外贸部门迅速扩张则间接地增加了货币需求,中国高货币增长就是为了满足超额货币需求。Wang and Zhu(2018)认为中国几十年的高速增长创造了大量财富,在金融抑制的情况下,人们持有货币的机会成本较小,大量财富以货币的形式存在,导致货币需求增加,从而使 $M2/GDP$ 不断上升。

金融控制涉及到多个方面,李斌(2006)提供了一个存差过大和 $M2/GDP$ 过高的分析框架,认为存差扩大是金融控制在微观层面(银行资产负债表)上的反映, $M2/GDP$ 过高是金融控制在宏观经济运行中的反映。基础货币快速增长后,在金融机构资产负债表上,负债方 $M2$ 增加,而资产方却有相当一部分资金没进入实体经济,与 GDP 的创造没有关系,造成了 $M2/GDP$ 虚高。具体而言,那些被央行票据对冲回去的基础货币,没与实体经济发生关系。这些基础货币在央行向商业银行购汇时投放,再由商业银行购买央行票据时对冲回央行,在此之前,商业银行在向持汇者购买外汇时已经创造出了等额存款。一系列交换的结果是,商业银行负债方增加了一笔存款(从而使 $M2$ 增加),资产方增加了央行票据,新增的 $M2$ 与实体经济没有关系,被央行拿回去了,没能去创造 GDP,导致 $M2/GDP$ 虚高。央行票据与实体经济没有关系,造成 $M2$ 中一部分处于闲置状态,并使货币流通速度下降,这与中国特色的金融控制有很大关系。

(三)经济发展模式的伴生结果

一些研究认为, $M2/GDP$ 变化与中国的经济结构、经济发展模式和经济发展阶段等因素有关,是中国经济发展模式的伴生结果。

20 世纪 90 年代以来中国经济结构发生了明显变化。李斌(2004)用一个两部门模型说明中国的经济结构变化与“货币消失”的关系,一般竞争性产品部门面临“需求约束”,具有垄断性质的部门面临“供给约束”。这种“二元结构”通过对储蓄、投资和收入等方面的综合影响,最终出现以下现象:储蓄快速增加,传统部门通货紧缩,收入差距扩大,货币扩张对经济增长的推动力下降。王韧和吴健(2007)认为,货币迷失是经济运行方式阶段性调整的必然产物,是外部变量冲击下货币数量论有效性得以维持的特殊方式。张一和张运才(2016)指出,真正制约商业银行发放贷款的,并非商业银行的放贷能力,而是社会公众对贷款的需求,这种需求乃基于整体经济形势。李斌和伍戈(2013)认为, $M2/GDP$ 变化背后反映的实际是经济结构的变化,经济结构和融资结构的变化才是影响 $M2/GDP$ 变化的关键。

经济结构变化会在企业层面体现出来。余永定(2002)尝试从微观企业层面解释 $M2/GDP$ 偏高,其认为,由于企业留存收益低,需要依靠银行贷款获得资金,企业微薄的留存收益基本起不到作

为银行贷款替代渠道的作用,而企业留存收益比银行贷款所引起的广义货币增加要少,所以企业低的留存收益水平也是造成中国高 M2/GDP 的原因。同时,企业资金利用水平低也从类似的途径影响了中国 M2/GDP 比率。江春等(2009)对此提出不同看法。他们认为,从统计上来看,中国目前企业(特别是大型国有企业)的储蓄及留存收益并不低,而且因为非国有企业难以获得融资,这使它们只能更多地依靠留存利润进行投资,从而促使中国企业留存收益上升。因此,企业留存收益低造成中国高 M2/GDP 的说法也缺乏说服力。

全体企业的加总将产生宏观层面的影响。江春等(2009)认为,中国高 M2/GDP 比率的原因是中国的高投资和高净出口,而问题的根源又在于中国现行的经济增长模式。因此,要解决中国 M2/GDP 比率的问题,关键并不在于紧缩货币供给量,而在于真正改变中国现行的主要依靠投资和出口刺激经济增长的模式,使中国的经济增长主要依靠国内的消费需求来推动,同时真正进行市场化(特别是要素的市场化及投资体制)改革。吴军等(2011)分析认为,中国的高货币供应量增长率和巨额货币存量没引发明显的通货膨胀,原因在于目前经济增长方式、经济结构和收入结构等未发生明显变化,有效需求不足问题也没有明显好转,使投放出的货币大量滞留在准货币状态之中。而一旦发生明显的通货膨胀,则表明我国的经济结构开始改善、有效需求不足问题趋于好转。并且,在短期内单纯依靠控制货币供应量很难实现治理通胀的目标,而调整货币供给结构则是抑制物价过快上涨的有效手段。

中国的货币化进程也体现出阶段性特征。张文(2008)分两个阶段考察经济货币化进程对货币需求的影响,第一个阶段是 1978 年至 20 世纪 90 年代中期,主要是商品的货币化。第二个阶段是 20 世纪 90 年代中期开始,特别是 1998 年之后,企业资产、土地和自然资源、劳动者未来收入流通过产权化、证券化或者金融票据化,变成可以在市场上流通的资本或资产。资产和资源的货币化使 M2/GDP 在长期内不断上升,不同阶段的货币化重点与中国的经济发展阶段有着密切联系。张一和张运才(2016)将 1978-2015 年的经济发展分为四个阶段:1978-1992 年、1993-2002 年、2003-2012 年、2013-2015 年,历史地考察每个阶段 M2/GDP 变化的主要决定因素。在分别考察的基础上,他们认为,银行主导的金融体系比市场主导的金融体系创造更多的货币是理解 M2/GDP 过高的关键。中国新兴加转型的经济特征是高投资的原因,高投资是高信贷的原因,高信贷是高 M2 或者高货币增长的原因,因此根本原因是新兴加转型的经济特征。

从经济发展的角度,中国的高 M2/GDP 比率或许有一定合理性。Bolton and Huang(2018)将经济增长、投资回报率和通胀预期等因素结合起来,他们将国家类比为公司,国家发行货币类似于公司的股权,国家欠国际组织的贷款类似于公司的负债。公司资本结构理论对国家资本结构的启示是,一国应尽量少借外债以减少国家破产风险,但过量发行货币或以本币发行国债(股票)又会增加通货膨胀,国家的最优资本结构应使二者达到平衡。中国虽然发行了大量货币,又能维持高速增长,但没有明显通胀,通过加大国家股权融资,不断迈向最优资本结构。在发展中大国中,国家资本结构做得与主要发达国家相当的只有中国。他们认为,一国货币发行量与 GDP 增速、投资回报率和通胀预期有关。只要保持经济增长,投资回报率为正,没有通胀预期,就可以继续发行货币。作者言外之意是,中国不存在货币超发问题,中国的高 M2/GDP 表明中国的国家资本结构正在趋向最优,M2/GDP 比率并不适合作为货币发行的参考指标。

(四)经济制度乃根本因素

在分析经济发展阶段和发展模式的基础上,一些研究进一步认为,制度因素在 M2/GDP 变化中亦起到了重要作用。制度不仅包括货币制度、金融制度,也包括更宏观的经济制度。

江春(2004)从产权制度分析了超额货币问题,认为中国的超额货币是现行产权制度长期运行所造成的宏观经济难题,因此,如果不进行产权改革,中国的超额货币问题将会越来越严重。江春

等(2009)进一步指出,中国高投资的发展模式与银行主导的金融体系及货币派生机制有关,中国高额净出口通过特殊的外汇管理制度(即强制结售汇制度)直接影响了 M2 的水平。

崔龙(2006)分析了中国的总体经济制度尤其是信用制度,其认为,中国货币流通速度下降是在制度资本不足下经济主体对现金过度依赖的结果,它是转型期制度不完善的必然现象,表明中国制度绩效的不断恶化,也是粗放的经济模式高费用低效率运行的表现。其将货币分为投资领域的货币和消费领域的货币,认为消费领域的货币流通速度是稳定的,投资领域的货币流通速度不断下降,原因是交易链拉长,每个环节现款交易较多,信用交易较少,这与中国目前的信用环境有关。然而,近年来日益普及的移动支付或非现金支付,对这一分析的论据提出了挑战。

吴建军(2004,2007)、何运信等(2015)等认为,收入分配制度引起的收入差距扩大,也是推动 M2/GDP 长期上升的一个不可忽略的重要因素。其逻辑是,居民收入差距扩大,平均边际消费倾向较低,消费较少,限制了 GDP 的发展,从而引起 M2/GDP 偏高。消费倾向过低显然与收入分配体制及人们的预期有关,使人们不能消费或不敢消费。而收入分配差距过大,无论是货币政策还是财政政策引起的货币供给量增加,对拉动 GDP 作用甚微,从而造成 M2/GDP 逐年上升。总体上,收入分配体制不合理,投资体制不健全与金融体系不完善导致了货币经济与实体经济之间传导机制发生断裂,进而导致 M2/GDP 逐年攀升,中国 M2/GDP 过高并非简单的货币现象,而是体制缺陷的外在表现。

以上从制度层面探讨的文献拓展了学界对 M2/GDP 问题的分析视角,并深化了相关认识。在广义上,M2/GDP 较高与宏微观层面诸多制度均有千丝万缕的联系。这一文献分支的难点在于,寻找某一制度对 M2/GDP 的内在影响机制时,将其他制度或因素隔离开来。

四、进一步讨论

M2/GDP 问题涉及到宏观经济的多个变量,我们认为很难用一个假说解释所有的相关现象,只有历史地、立体地看这个问题,才能更好地理解其演进逻辑。

历史地看,M2 自 20 世纪 90 年代以来一直延续增长态势,有两个明显的转折点,分别是 2002 年和 2008 年,分别对应于中国发展历程中的两件大事:中国加入 WTO 和全球金融危机。加入 WTO 后,中国出口贸易迅速发展,外汇占款相应增加,在当时的结售汇制度下,货币供应量同比增加。2008 年美国金融危机后,为防止经济下滑,中国与世界主要国家一起,实行扩张的货币政策,通过银行贷款的传导渠道,货币供应量大幅增加。在经济触底复苏之前,货币供应量一直呈增长态势。中国 GDP 自改革开放以来的增长趋势中,也有两个转折点,分别是 1992 年和 2002 年,分别对应于邓小平同志南方讲话和我国加入 WTO,均释放了市场活力,促进了经济快速发展。M2/GDP 自 1990 年以来,仅在 2003-2008 年期间有下降走势,其他时候均是上升走势。显然,我们既要解释分子、分母的各自变化态势,也要解释其总体变化态势。

从分子看,如果我们细分货币供应的层次,将发现 M1 的转折点也出现在 2002 年和 2008 年,而 M0 自 20 世纪 90 年代以来一直保持平稳态势,没有明显增加。由于 M0 是现金,现金主要用于日常消费支出,因此在一定程度上可以认为,消费领域的货币需求没有明显增加,M2 的增加主要源于投资领域。一个基本的共识是,M2 的增加主要源于外汇占款和贷款增加,外汇占款增加与中国过去二十年中出口导向型经济有关,贷款的增加与中国目前发展阶段中高投资的发展模式和银行主导的金融体系有关。

从分母看,要想在考虑虚拟经济的基础上解释 M2/GDP 偏高,必须加一个环节,即那么多资金为何偏好虚拟经济而非实体经济,或者资金为何流不进实体经济。是金融体系效率问题,还是风险或收益率问题,还是兼而有之?为何实体经济收益率低,虚拟经济收益率高?实体经济收益率绝对值降低

了,还是与虚拟经济收益率比较时相对值较低?我们认为,现有研究对金融体系效率的讨论较多,而对实体经济收益率的讨论相对较少。对于实体经济,要么因为收益率低,资金不流入;要么资金流入了,却没有创造 GDP 或只创造出较少的 GDP。这需要追溯到企业的生产能力与投入产出效率层面。

从总体上看,M2/GDP 较高表明货币供应量对实体经济的拉动作用较弱。在存款性公司概览中,发放贷款导致 M2 增加,收回贷款导致 M2 减少。如果贷款变为不良贷款,核销不良贷款时将减少银行体系的利润,进而减少银行体系的权益,却不会减少 M2。如果不良贷款较多,就会使 M2 居高不下。如果一个企业已亏损多年,且无自生能力,却迟迟不申请破产,一直靠贷款维持运转,就会继续增加贷款,继续变成银行的不良贷款,在宏观层面的表现就是,M2 持续增加却没有创造出 GDP,或者仅有较少的 GDP 被创造出来,导致 M2/GDP 一直上升。根据国泰安数据库的数据,2011–2015 年银行业金融机构不良贷款总计 6.7 万亿,年均增长率 21%,据此粗略估算,1990–2015 年银行业金融机构不良贷款总额为 13.7 万亿,这些不良贷款主要产生于哪些企业,是解释 M2/GDP 过高绕不过去的问题。

在理论上,货币政策对实体经济的拉动作用是个争论不休的主题。货币主义学派认为,货币是中性的,只影响物价,不影响 GDP,一定时期内的 GDP 水平取决于人力资本、技术水平等因素。然而,新凯恩斯主义认为,由于价格黏性等原因,货币是非中性的,货币政策会影响产出。如果基于新凯恩斯主义,我们就不能再从费雪方程式出发,解释 M2/GDP 偏高的问题。学界对 M2/GDP 的研究须追溯到这个层面,才可能获得一以贯之的解释,并推动理论的发展。Bolton and Huang(2018)从国家资本结构角度的分析,提供了分析货币发行的新视角,中国 M2/GDP 比率快速上升的特殊性尚未包含在这一理论分析中,特殊制度背景下的潜在风险是进一步理论分析中不可忽视的。

在现实中,一个衍生的问题是,中国的货币存量已经这么多,为何企业贷款利率还这么高,融资难的现象依然存在?如果说互联网金融涌现后,增加了新的融资渠道,为何互联网金融平台的贷款利率反而高于银行的贷款利率?对于这些问题,我们认为,根本原因是居民征信体系、企业征信体系没有完全建立起来,增加了银行和互联网金融平台的风险识别和风险控制成本。这些第三方因素导致了金融体系由银行主导,也导致了信贷集中于银行从而使 M2/GDP 过高,是 M2/GDP 过高的制度背景。

总体而言,中国 M2/GDP 比率不断攀升,宏观层面是由于依靠投资和出口的增长模式,中观层面是由于银行主导的金融体系,微观层面是由于实体经济企业的自生能力降低,不断加杠杆以维持运营,不良贷款攀升。如果这三方面没有明显改善,中国的 M2/GDP 将继续攀升。一些研究预测了 M2/GDP 比率的合理区间,我们认为有一定参考价值,但也有可能让各界关注于其高比率的合理性,忽略了高比率的潜在风险。如果以上三方面尤其是微观层面未得到明显改善,宏观层面的增长势必会受到影响。

参考文献

- 陈思骅、李文学、徐奇渊(2018):《产出结构对货币需求的影响:基于中国省级面板数据的研究》,《世界经济》,第9期。
- 陈仲常、谢小丽(2011):《体制转型时期中国的货币政策乘数与 M2/GDP 关系》,《经济科学》,第5期。
- 崔龙(2006):《转型中的中国货币流通速度新探索:制度视角》,《制度经济学研究》,第3期。
- 董承章、余小华、李大伟(2003):《对中国 M2/GDP 影响因素的实证分析》,《中央财经大学学报》,第9期。
- 董青马、胡正(2011):《中国高储蓄率是超额货币供给的原因吗》,《经济体制改革》,第3期。
- 杜子芳(2005):《货币流通速度、货币沉淀率与货币供给量》,《管理世界》,第1期。
- 范从来、杜晴(2015):《产业结构影响 M2/GDP 比值的实证研究》,《中国经济问题》,第2期。
- 冯明(2017):《农民工与中国高储蓄率之谜》,《管理世界》,第4期。
- 何运信、钟立新、耿中元(2015):《收入差距、货币需求与中国高 M2/GDP 之谜》,《经济社会体制比较》,第6期。

- 黄桂田、何石军(2011):《结构扭曲与中国货币之谜》,《金融研究》,第7期。
- 江春(2004):《中国超额货币问题的制度分析》,《贵州财经学院学报》,第4期。
- 江春、江晶晶、单超(2009):《基于总需求结构的中国高 M2/GDP 之谜解析》,《广东金融学院学报》,第5期。
- 李斌(2004):《经济发展、结构变化与“货币消失”》,《经济研究》,第6期。
- 李斌(2006):《存差、金融控制与铸币税》,《管理世界》,第3期。
- 李斌、伍戈(2013):《理解 M2/GDP:一个新的分析框架及其政策含义》,上海新金融研究院工作论文系列, No. SFIWP022。
- 李炳、袁威(2015):《货币信贷结构对宏观经济的机理性影响》,《金融研究》,第11期。
- 李健(2007):《结构变化:“中国货币之谜”的一种新解》,《金融研究》,第1期。
- 刘明志(2001):《中国的 M2/GDP (1980-2000):趋势、水平和影响因素》,《经济研究》,第2期。
- 秦朵(2002):《居民储蓄——准货币之之源》,《经济学(季刊)》,第2期。
- 汪军红、李治国(2006):《产业结构变动对货币流通速度的影响》,《财经研究》,第9期。
- 汪洋(2007):《中国 M2/GDP 比率问题研究述评》,《管理世界》,第1期。
- 王国刚(2011):《“货币超发说”缺乏科学根据》,《经济学动态》,第7期。
- 王韧、吴健(2007):《外部影响与迷失货币的成因》,《金融研究》,第2期。
- 王同春、赵东(2000):《中国超额货币的成因及影响研究》,《国际金融研究》,第8期。
- 王勇、范从来(2014):《产业结构与货币需求的政治经济学分析》,《马克思主义研究》,第10期。
- 王兆旭、纪敏(2011):《我国 M2/GDP 偏高的内在原因和实证检验》,《经济学动态》,第11期。
- 吴建军(2004):《我国 M2/GDP 过高的原因:基于收入分配差距的分析》,《经济学家》,第1期。
- 吴建军(2007):《中国 M2/GDP 过高:基于 IS-LM 模型的分析》,《金融研究》,第5期。
- 吴军、董志伟、涂竞(2011):《有效需求不足背景下的潜在通货膨胀压力》,《金融研究》,第7期。
- 伍超明(2004):《货币流通速度的再认识》,《经济研究》,第9期。
- 伍志文(2003):《中国之谜一文献综述和一个假说》,《经济学(季刊)》,第4期。
- 伍志文、鞠方(2003):《通货紧缩、资产膨胀与货币政策》,《管理世界》,第11期。
- 谢平、张怀清(2007):《融资结构、不良资产与中国 M2/GDP》,《经济研究》,第2期。
- 许祥云、施宇、邹彤彤(2016):《什么导致了金融危机后我国“货币迷失”现象》,《经济学家》,第10期。
- 易纲(1996):《中国金融资产结构分析及政策含义》,《经济研究》,第12期。
- 易纲(2003):《中国的货币化进程》,商务印书馆,2003年第1版。
- 尹小兵(2010):《资金流量分析视角中的“M2/GDP 增量恒等式”及其货币政策含义》,《世界经济》,第9期。
- 余永定(2002):《M2/GDP 的动态增长路径》,《世界经济》,第12期。
- 曾利飞、李治国、徐剑刚(2006):《中国金融机构的资产结构与货币流通速度》,《世界经济》,第8期。
- 曾令华(2001):《论我国 M2 对 GDP 的比例》,《金融研究》,第6期。
- 张春生、吴超林(2008):《中国 M2/GDP 畸高原因的再考察:基于商业银行资产负债表的分析》,《数量经济技术经济研究》,第5期。
- 张杰(1997):《中国的货币化进程、金融控制与改革困境》,《经济研究》,第8期。
- 张杰(2006):《中国高货币化之谜》,《经济研究》,第6期。
- 张曙光、张平(1998):《化解金融风险防范外部冲击》,《金融研究》,第4期。
- 张文(2008):《经济货币化进程与内生性货币供给》,《金融研究》,第2期。
- 张一、张运才(2016):《广义货币与国内生产总值比值增长的诱因与趋势:1978-2015》,《改革》,第4期。
- 赵留彦、王一鸣(2005):《中国货币流通速度下降的影响因素:一个新的分析视角》,《中国社会科学》,第4期。
- 钟伟、黄涛(2002):《从统计实证分析破解中国 M2/GDP 畸高之谜》,《统计研究》,第4期。
- Bolton, P. and H. Huang (2018): “The Capital Structure of Nations”, *Review of Finance*, 22, 45-82.
- Hasan, M.(1999): “Money Growth and Inflation in China: a Reexamination”, *Journal of Comparative Economics*, 27, 669-685.
- McKinnon, R.(1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Peebles, G.(1992): “Why the Quantity Theory of Money is not Applicable to China”, *Cambridge Journal of Economics*, 16, 23-42.
- Wang, L. and T. Zhu (2018): “The Myth of China's Monetization”, *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Journals, 25, 772-775.
- Yi, G.(1991): “The Monetization Process in China during the Economic Reform”, *China Economic Review*, 2, 75-95.

(责任编辑:程 炼)

demand by using the data of public cash utilization survey in 2017. The results show that the level of regional economic development reduces the total cash demand by reducing the demand for cash transactions; the level of income, the quality of the cash and the convenience of the exchange of cash can promote the increase in cash demand; the increase in age reduces the total demand for cash by reducing the demand for cash storage; the rise in academic qualifications reduces the total demand for cash. Further studies show that the impact of education level, quality of large denomination cash and convenience of money exchange on cash demand are more obvious, the effects of individual characteristics of residents and characteristic variables of banknotes on cash demand were obviously different among different age groups and education groups. The conclusion of this paper helps to understand some specious knowledge about cash demand. In order to improve the quality of cash supply, differentiated cash services should be provided for different characteristic groups and should continue to improve the quality of the large denomination cash, improve the convenience of the exchange of money in the whole country, and increase the strength of the anti-counterfeit currency in a constant way.

Key Words: Household Cash Demand; Transaction Motive; Storage Motivation

JEL Classification: E41; E42; E51

China’s M2/GDP : A Review

DANG Yin WANG Yang

(China Institute of Industrial Relations, Beijing, 100048, China;

Institute of Finance, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, 330013, China)

Abstract: China’s M2/GDP ratio has been rising since 1990s, and scholars have looked for reasons for the high ratio and explained respectively from the perspectives of numerator, denominator and the overall situation. This paper reviews the internal logic of various interpretations and their relations with each other, analyzes some potential bottlenecks in interpretation, and discusses the underlying causes of high M2/GDP. We argue that high M2/GDP, high M2/GDP with low price index are two problems that have connection and essential difference. While china’s economic growth is lead by investment and export, money supply increases with the increase of foreign exchange, and in the bank dominated financial system under the background of high investment, money supply increases with the increase of corporate loans. As the real economy yields is lower than the virtual economy, a lot of money flows to the virtual economy rather than the real economy, leading to the long lasting low prices in real economy. The funds flowing to the real economy, due to the reduced viability of enterprises, did not create GDP or only create fewer GDP, so that the role of money supply pulling GDP weakened, showing M2/GDP high. This paper also provides clear decision-making reference for financial reform and economic reform.

Key Words: M2/GDP; Economic Growth Model; Financing Model; Enterprise Viability

JEL Classification: E42; E44; E63

From Shareholder-centered to Entrepreneur-centered Paradigm : The Global Trend of Corporate Governance Reform

ZHENG Zhigang

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

Abstract: “Unequal voting rights” scheme for stock issuance has been considered as the ownership structure design going against the principle of investor protection compared with the “one-stock-one-vote” scheme. However, the past two decades have witnessed more and more IT enterprises have issued dual-class stocks among the fourth industrial revolution.