

研究報告

中国 M2/GDP 高比率问题之谜

张克菲

资本市场研究所

内容摘要

改革开放以来,中国 M2 扩张速度迅猛。伴随 M2 存量不断提高,中国的 M2/GDP 比率也持续上升。由此,中国是否存在“货币超发”的争论甚嚣尘上。

从变动趋势来看,中国的 M2/GDP 比率持续上升且显著高于其他国家。纵向来看,一方面,中国的 M2/GDP 比率长期持续上升,金融危机后显著加快;另一方面,M2/GDP 比率呈现逆周期变动趋势。横向来看,与发达国家和金砖国家相比,中国的 M2/GDP 比率均处于高水平区间,且中国的 $\Delta M2/GDP$ 比率也远高于其他国家。

中国的 M2/GDP 高比率问题是多种影响因素共同作用的结果。

第一,经济货币化进程是货币需求增长之源。中国的货币化进程历经了产品的货币化和要素的货币化。伴随经济货币化进程的不断推进,货币供应不仅要随经济增长而相应增加,还需满足经济体制、经济结构变化引起的超常货币需求,从而导致 M2/GDP 比率持续提高。

第二,货币发行机制是基础货币激增之因。1994 年汇改后,外汇占款逐渐成为中国基础货币发行的主渠道。即使在强制结售汇制度退出后,外汇占款投放压力依然较大。高额双顺差带来巨额外汇占款投放,倒逼基础货币激增。

第三,M2 统计口径的不同造成了货币供给衡量之差。中国 M2 的统计口径要大于美国,但值得注意的是,即使考虑统计口径差异,中国 M2/GDP 比率仍远大于美国。

第四,储蓄水平较高是货币存量偏高之障。银行储蓄存款是中国居民的主要投资渠道。大量储蓄存放在银行体系,经由银行的中介作用满足中国经济的投资

需求，并加速了货币扩张。第五，间接融资为主导的融资结构构筑了中国 **M2/GDP** 高比率问题之困。中国以间接融资为主导，从而派生出大量货币。且无论直接融资还是金融部门的内部融资，中国均呈现出银行主导的特征。在此背景下，不良资产比率偏高降低了货币流通速度，从而恶化了中国 **M2/GDP** 偏高的状况。

基于此，本文提出如下政策建议：一是优化金融结构，发展直接融资；二是推进金融创新，降低储蓄水平；三是注重虚实结合，警惕金融风险。

目录

一、中国 M2/GDP 比率的变动趋势	2
(一) 纵向来看, 长期快速上升与逆周期变动共存	2
(二) 横向来看, 中国 M2/GDP 具有相对偏高之态	3
二、中国 M2/GDP 高比率的影响因素	5
(一) 经济货币化进程: 货币需求增长之源	5
(二) 货币发行机制: 基础货币激增之因	6
(三) M2 的统计口径: 货币供给衡量之差	9
(四) 储蓄水平较高: 货币存量偏高之障	11
(五) 间接融资主导: 融资结构不佳之困	14
三、相关建议	18
(一) 优化金融结构, 发展直接融资	18
(二) 推进金融创新, 降低储蓄水平	18
(三) 注重虚实结合, 警惕金融风险	19

中国 M2/GDP 高比率问题之谜

改革开放以来，中国 M2 扩张速度迅猛。尤其在 2008 年全球金融危机爆发后，M2 的规模激增。2009 年 7 月，中国的 M2 达到 57.31 万亿元，而同期美国的 M2 为 83740 亿美元，按照当时的平均汇率折算后，中国的 M2 开始超越美国。伴随中国 M2 的存量不断提高，M2/GDP 比率也持续上升。由此，中国是否存在“货币超发”的争论甚嚣尘上。

M2/GDP 比率过高使中国经济存在一定风险。一方面，虽然存在“货币之谜”¹现象，但是长期来看，M2/GDP 比率的持续增高依然具有通胀风险。另一方面，近年来，随着货币大量发放，与 M2/GDP 比率大幅提高相伴的是资产价格的大幅上涨，并致使金融风险不断攀升²。

但是，各国的 M2 在统计口径上存在差异，因此对 M2/GDP 比率进行简单地横向比较并不恰当。另一方面，M2/GDP 比率的变动不仅取决于一国的金融结构，还与其储蓄水平、货币化进程和经济结构相关。因此，本报告分析中国 M2/GDP 比率的变动趋势，M2/GDP 比率偏高的原因，并提出相关建议。

¹ “货币之谜”指虽然货币供给大幅增长，但并未引发通货膨胀的现象。例如，2008 年全球金融危机后，美国、欧洲和日本均实施了量化宽松政策，但却并未引发通货膨胀，与之相伴的甚至是通货紧缩。金融危机后，我国 M2/GDP 比率的大幅提高也未引发物价水平持续上升。

² 沈建光，《M2 激增的风险在于资产泡沫》，《金融时报》，2013 年 5 月 21 日。

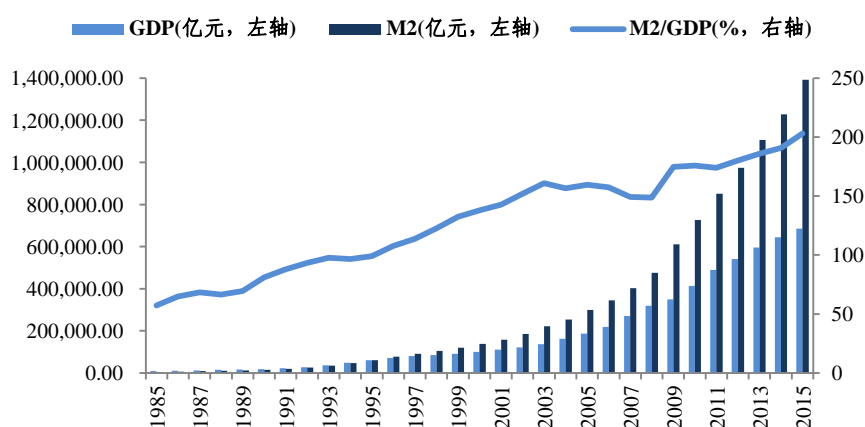
一、中国 M2/GDP 比率的变动趋势

（一）纵向来看，长期快速上升与逆周期变动共存

第一，M2/GDP 比率长期来看持续上升，金融危机后显著加快。

中国广义货币供应量(M2)余额由 1985 年末的 5198.9 亿元增至 2015 年末的 139.23 万亿元。伴随 M2 的快速增长，中国 M2/GDP 比率总体上呈现出持续增长的趋势，自 1985 年的 57.1% 增至 2015 年的 203.1%。2003 - 2008 年间，M2/GDP 比率有所下降。2008 年全球金融危机之后，中国启动了宽松的货币政策，同时大举推进基建项目，M2 增速明显加快，M2/GDP 重现上升之势。

图 1 中国 GDP、M2 及 M2/GDP 比率

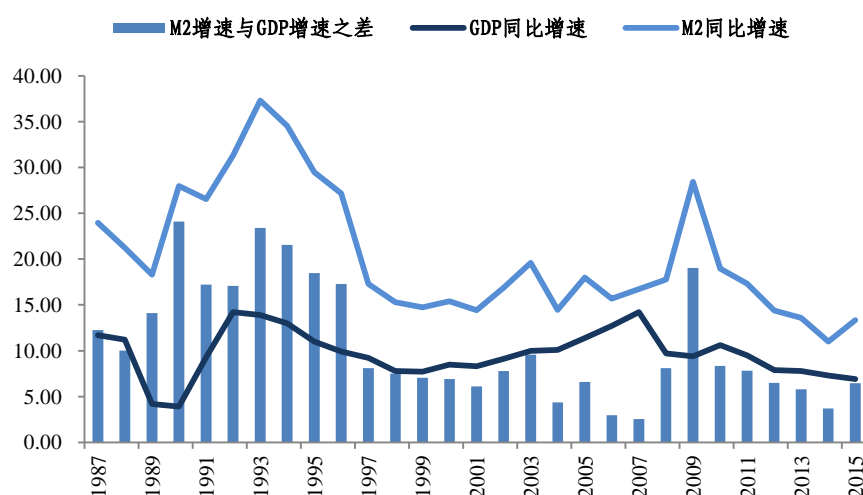


资料来源：WIND 资讯。

另一方面，中国 M2 增速与 GDP 增速不同步，M2 增速显著高于 GDP 增速。1990 年、1993 年和 2009 年，二者之差分别高达 24.1%、23.4% 和 19.0%。

第二，M2/GDP 比率呈现逆周期变动趋势。M2/GDP 比率在持续增长的同时，还具有逆经济周期的特征。由于中国人民银行实施逆经济周期的货币政策，从而使 M2/GDP 比率与 GDP 增长率的变化在一定程度上呈现相反的波动状态。

图 2 中国的 M2 增速与 GDP 增速

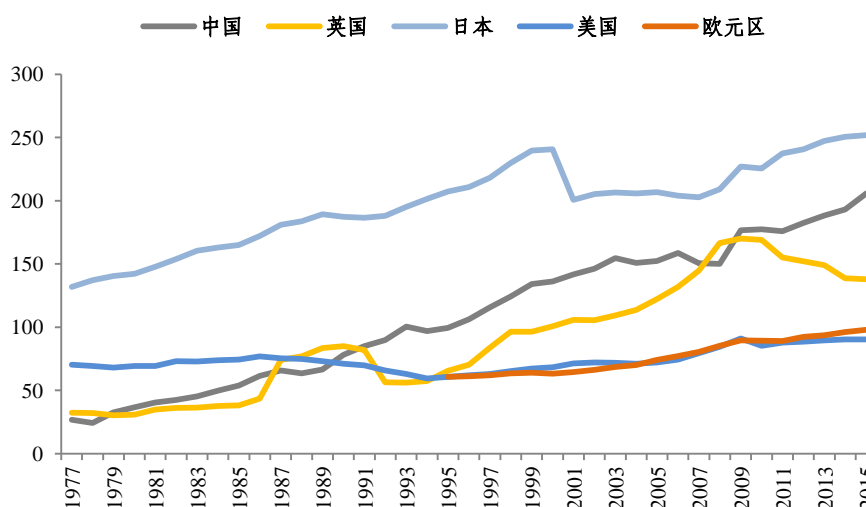


资料来源：WIND 资讯。

（二）横向来看，中国 M2/GDP 具有相对偏高之态

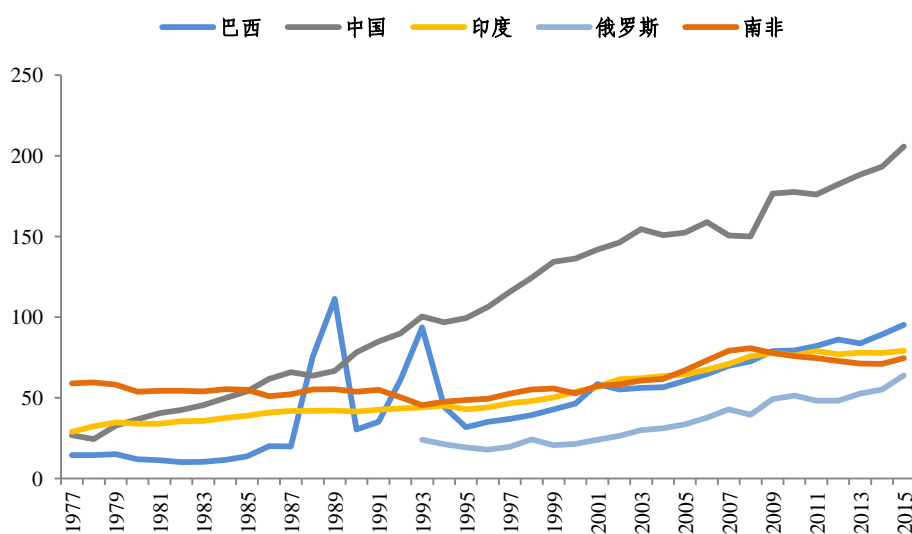
与发达国家和金砖国家相比，中国的 M2/GDP 比率均处于高水平区间。在发达国家中，日本的 M2/GDP 比率始终处于最高水平。美国和欧元区的 M2/GDP 比率稳定在 50% 至 100%，且增幅较小。中国的 M2/GDP 比率低于日本，自 20 世纪 90 年代以来显著高于美国和欧元区。与金砖国家相比，中国的 M2/GDP 也位于前列，且远高于其他金砖国家。

图 3 中国与发达国家的 M2/GDP 比率（%）



数据来源：世界银行，WIND 资讯。

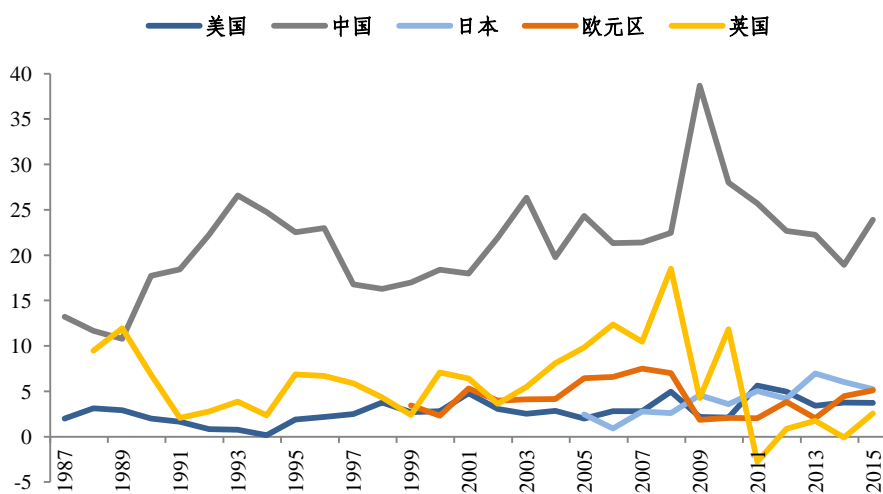
图 4 中国与金砖国家的 M2/GDP 比率 (%)



数据来源：世界银行。

中国的 $\Delta M2/GDP$ 远高于其他国家。由于 M2 是存量数据，而 GDP 是流量数据，严格来说二者并不具备可比性。因此本文构建了 M2 的增加值与 GDP 之比这一指标，并将其与世界其他国家进行比较。虽然中国的 M2/GDP 低于日本，但 $\Delta M2/GDP$ 远高于日本，且日本的 $\Delta M2/GDP$ 处于稳定的低水平区间。换言之，在同样的国民收入水平下，中国每年新增的广义货币更多。

图 5 $\Delta M2/GDP$ 的国际比较 (%)



资料来源：WIND 资讯。

二、中国 M2/GDP 高比率的影响因素

近年来，根源于真实经济不景气的全球高货币化问题非常严重，这是中国 M2/GDP 高比率问题的外部诱因¹。但是，中国 M2/GDP 比率显著高于他国则具有其特殊性。纵向来看，伴随经济体制改革的经济货币化进程以及基础货币投放方式的变化导致中国 M2/GDP 比率持续提高。而从横向来看，中国与他在 M2 统计口径、储蓄水平和融资结构方面的差异是中国 M2/GDP 比率相对偏高的主要原因。

（一）经济货币化进程：货币需求增长之源

中国的货币化进程历经了产品的货币化和要素的货币化。经济货币化进程是指在经济发展过程中，以货币为媒介的经济活动占比不断提高。改革开放以来，伴随经济货币化进程的不断推进，货币供应不仅要随经济增长而相应增加，还需满足经济体制、经济结构变化引起的超常货币需求，从而导致 M2/GDP 比率持续提高。

产品的货币化，带动中国 M2/GDP 比率开始走高。中国货币化进程的第一阶段是从 1978 年到 20 世纪 90 年代中期。在这一阶段，中国由计划经济向初级市场经济过渡。1978 年市场化改革后，随着农业部门的制度变迁、乡镇企业的迅速增长以及国企改革的逐步推进，商品交易的范围由最终消费品扩展到生产资料及中间产品。与此同时，出口增长迅猛，加快了利用中国的资源及劳动力生产产品的变现规模和速度²。在这一过程中，产品的市场化与产品的货币化如影相伴，市场交易规模的扩大及频率的提高催生了货币需求，货币供应随之增

¹ 向松祚，《我国高货币化的原因、表现及后果》，《经济研究参考》，2013 年第 45 期。

² 张文，《经济货币化进程与内生性货币供给》，《金融研究》，2008 年第 2 期。

长，货币存量随之上升，并带动 M2/GDP 比率开始走高。

要素的货币化，推动 M2/GDP 比率继续提高。中国货币化进程的第二阶段是从 20 世纪 90 年代中期开始至今，是经济的转型深化阶段。在这一阶段，产品的货币化进程基本结束，要素的货币化进程拉开帷幕。

中国从计划经济向市场经济的转轨经历了要素市场的重建与培育过程，包括重建产权交易市场、金融市场、劳动力市场、技术市场等。在传统的计划经济体制下，包括资金和土地在内的生产要素都由国家无偿调配，这是一种非货币化的资源配置方式。在经济转轨过程中，各要素以货币为媒介进行流转与交易。国家逐步允许企业资产、土地和劳动者未来收入现金流，通过产权化或证券化等方式转变为可流通的资本或资产，从而使中国的货币需求大量增加，金融深化程度逐渐加深，M2/GDP 比率继续提高。

而在发达国家的货币化进程中，产品和要素市场同步发展。在发达国家的经济货币化进程中，伴随其商品经济的发展，各要素自发地进入流通过程，要素市场完善而成熟，证券市场也不存在股权分置问题。因此，从货币化进程的角度来看，发达国家的 M2/GDP 比率不存在持续上行的基础。

（二）货币发行机制：基础货币激增之因

相对于货币供应量，央行对基础货币投放的控制力更强。因此，货币超发中的“发”主要指基础货币的投放¹。中国 M2/GDP 比率过

¹ 王兆旭、纪敏，《我国 M2/GDP 偏高的内在原因和实证检验》，《经济学动态》，2011 年第 11 期。

高还源于中国特殊的货币发行机制，而后者与经济结构密切相关。

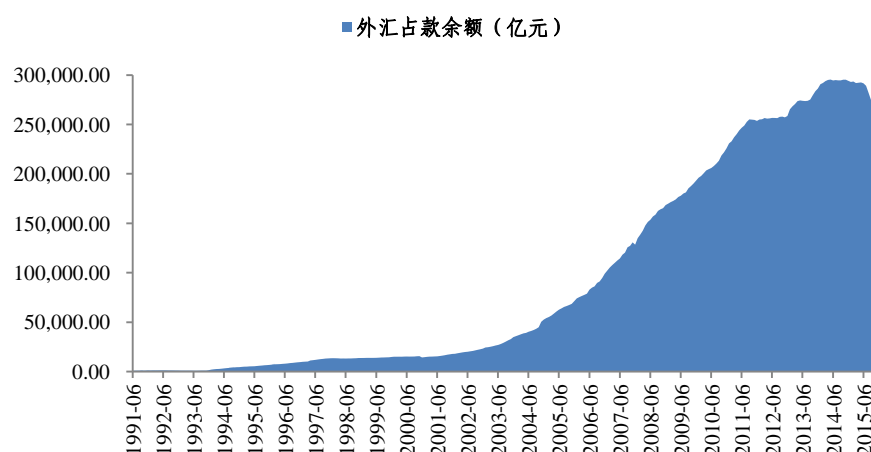
第一，1994 年汇改后，外汇占款逐渐成为中国基础货币发行的主渠道。

央行基础货币的发行渠道主要有四条：在二级市场购买国债，向金融机构发放再贷款，购买黄金增加黄金储备，购买外汇增加外汇储备。1994 年外汇体制改革前，央行再贷款是中国基础货币发行的主要渠道。外汇并轨改革后，中国开始实行银行结售汇制度，通过外汇占款投放的基础货币占总基础货币投放量的比重开始增加。

即使在强制结售汇制度退出后，外汇占款投放压力依然较大。

2008 年，修订后的《外汇管理条例》明确企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行。2012 年，强制结售汇政策法规均失去效力，实践中不再执行。但是，考虑到人民币汇率的波动以及外汇市场的落后，企业倾向于在收汇后马上在银行结汇，从而导致外汇占款投放压力依然很大¹。

图 6 中国金融机构外汇占款余额



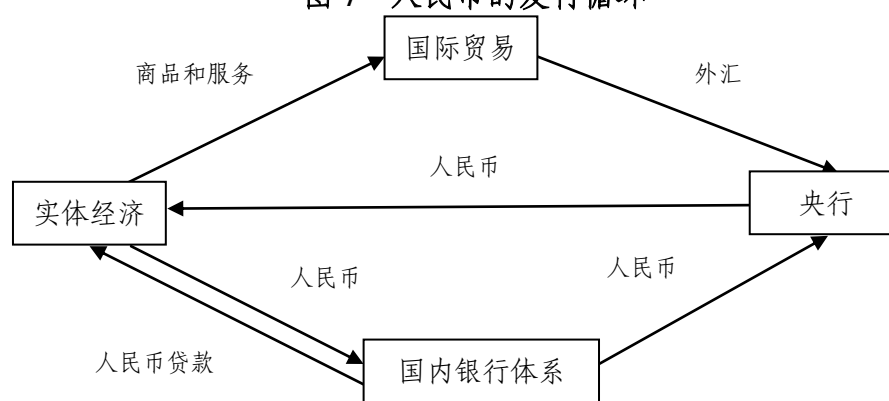
资料来源：WIND 资讯。

¹ 徐云松，《货币超发：原因探析与实证检验》，《经济与管理》，2013 年第 3 期。

第二，中国的高额双顺差带来巨额外汇占款投放，倒逼基础货币激增，货币供给具有明显的被动性。

自 1994 年开始，中国国际收支平衡表曾长期呈现“双顺差”¹。尤其在 2001 年中国加入 WTO 后，贸易顺差持续扩大。在出口导向型的经济结构下，为维持人民币汇率稳定，央行通过购入外汇，以外汇占款的形式被动投放大量基础货币，M2/GDP 比率随之上升。经测算，1996-2015 年，外汇占款余额与 M2 的相关系数高达 97%。

图 7 人民币的发行循环



资料来源：宏源证券研报。

第三，近年来，基础货币投放渠道渐变，外汇占款对 M2/GDP 升高的贡献趋弱。

2014 年以前，外汇占款是最主要的基础货币投放形式。伴随发达国家制造业回流，以及中国劳动力优势下降导致的出口竞争力下滑，外汇占款趋势性回落，央行开始通过中期借贷便利（MLF）等工具主动投放基础货币。基础货币发放放缓，将有助于 M2/GDP 比率的下降。

¹ 2012 年中国资本和金融账户出现了 1173 亿美元逆差，是 1998 年亚洲金融危机以来中国首次出现年度逆差。

（三）M2 的统计口径：货币供给衡量之差

虽然各国 M2 衡量的均为一国的潜在购买力水平，但统计口径却存在较大差别，简单利用 M2/GDP 比率来衡量一国货币是否超发并不恰当。因此，本文对各国的货币层次进行了梳理，结果如表 1 所示。

表 1 各国的货币层次划分

国家	M0	M1	M2
中国	流通中现金	M0+活期存款（机关、团体、部队、企事业单位在银行的活期存款+农村存款+个人持有的信用卡存款）	M1+机关、团体、部队、企事业单位在银行的定期存款+居民储蓄存款+外币存款+其他存款 ¹
美国	流通中现金	M0+非银行机构签发旅行支票+商业银行活期存款 ² +其他支票存款（OCDs） ³	M1+居民储蓄存款（包括货币市场存款账户）+小额定期存款（10 万美元以下）+零售货币市场共同基金 ⁴
日本	流通中现金	M0+活期存款	M1+定期存款+零存整取存款+非居民日元存款+外币存款
欧洲央行	流通中现金	M0+隔夜存款	M1+期限两年内的定期存款+通知期限三个月内可兑现的通知存款

资料来源：根据公开资料整理。

通过对 M2 的统计口径进行对比，可以发现各国 M2 的统计口径存在以下特征：

第一，中国与日本的 M2 统计口径较为接近。二者 M2 大致等于流通中现金加上国内银行本外币所有存款总额，且并不限制存款的具

¹ 其他存款包括信托存款、证券公司客户保证金、应解汇款及临时存款、财政预算外存款、租赁保证金、非存款类金融机构在存款类金融机构的存款及住房公积金存款（自 2011 年 10 月起中国人民银行将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款纳入 M2 统计范围）等。

² 商业银行的活期存款不含存款机构、美国政府、外国银行和外国官方机构持有的活期存款，并扣除托收款和美联储应收未收款中的现金项目。

³ 其他支票存款包括可转让支付命令账户(NOW)、自动转账服务账户(ATS 账户)等近似活期存款账户的存款。

⁴ 在小额定期存款和零售货币市场共同基金中，均扣除了个人退休账户（IRA）和基欧计划（基于职业者为退休而存款的计划，可减免纳税）余额。

体规模与期限。

第二，欧洲央行 M2 中的定期存款期限较短，统计口径略小于中国与日本。欧洲央行的 M2 仅包含期限在两年以内的定期存款和三个月内通知即可提前支取的存款，而中国和日本的 M2 中没有对定期存款的期限进行限制，因此欧洲央行 M2 的统计口径略小于中国和日本。

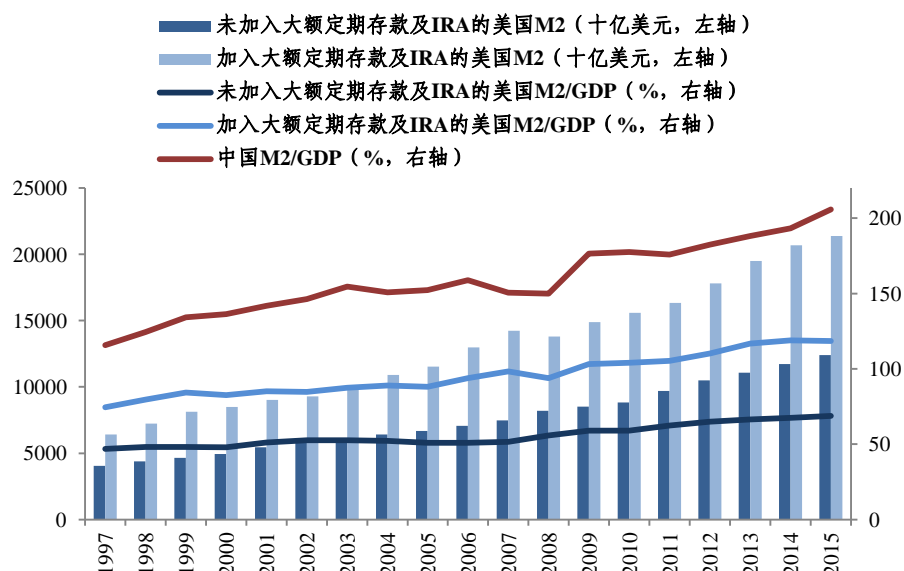
第三，美国的 M2 统计口径相对狭窄。首先，美国的定期存款口径较小。美国将定期存款分为小面值（10 万美元以下）定期存款和大面值（10 万美元以上）定期存款，美国的 M2 仅包含小面值定期存款，大面值定期存款计入 M3。中国和日本 M2 中的定期存款则包含所有面值的存款。因而从定期存款来看，中国和日本 M2 的统计口径要大于美国。其次，美国 M2 中的小面值定期存款、非机构持有的货币市场共同基金余额部分都扣除了长期储蓄部分，即个人退休账户 (IRA) 和基欧计划 (Keogh Plan) 余额，而中国的 M2 并未做相应扣除，口径略大于美国。最后，美国的 M2 包含货币市场存款、非机构持有的货币市场基金余额、回购协议和隔夜欧洲美元等，而中国、日本和欧洲央行的 M2 未将这部分资金纳入 M2 的统计范畴。总体来看，美国的 M2 统计更为精细，且统计口径相对较小。

第四，即使考虑统计口径差异，中国 M2/GDP 比率仍远大于美国。仅用各国公布的 M2 数值进行 M2/GDP 比率的横向比较将存在偏差。但是，即使将美国的大额定期存款和 IRA¹ 纳入 M2 的统计范围，

¹ 在美联储资金流量表中，IRAs 项下的美国特许存款机构 (U.S.-chartered depository institutions，即受联邦担保的美国存款机构) 和信贷协会 (Credit unions) 已包括基欧计划，故图中未将基欧计划单独列出。

中国的 M2/GDP 比率仍远大于美国。美国加入大额定期存款和 IRA 的 M2/GDP 在 2014 年达到最高时为 119%，而同期中国为 193%。

图 8 加入大额定期存款及 IRA 前后的美国 M2/GDP 比率

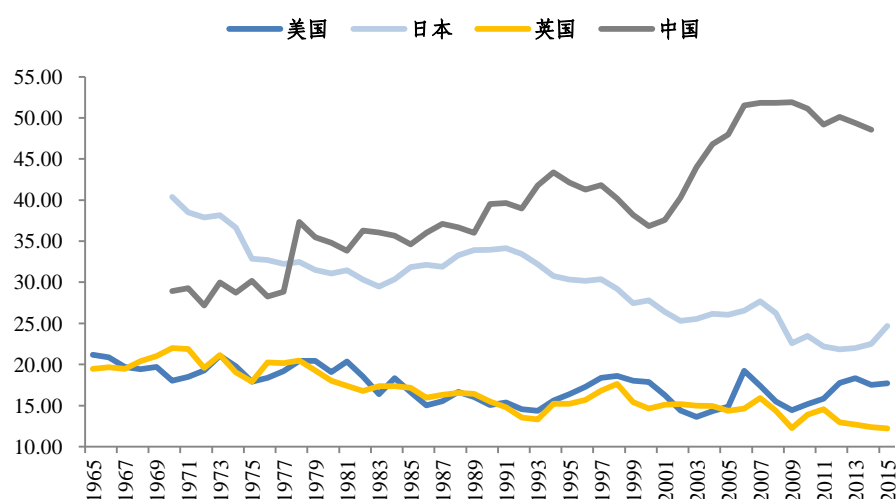


资料来源：美联储，美国经济分析局，世界银行，WIND 资讯。

（四）储蓄水平较高：货币存量偏高之障

第一，从国际经验来看，储蓄规模较高的国家 M2/GDP 比率较高，反之较低。

图 9 各国国内储蓄总额与 GDP 之比



资料来源：WIND 资讯。

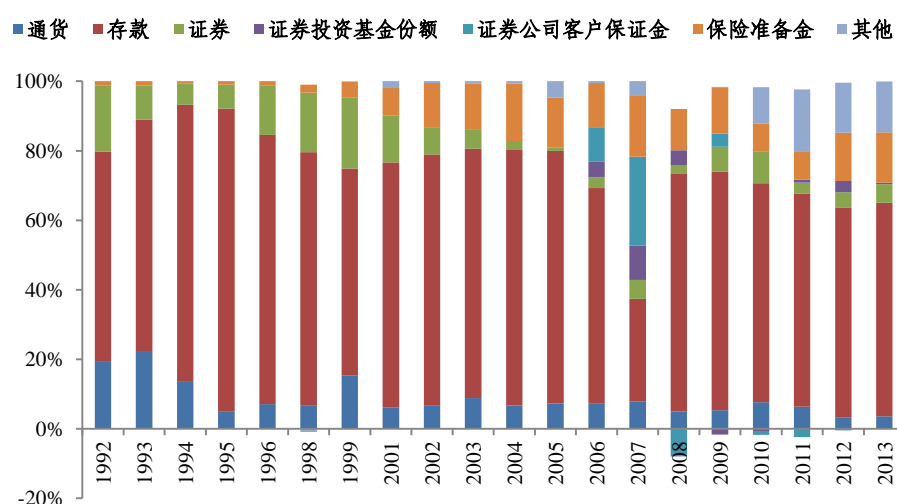
与英美相比，中国与日本的国内储蓄总额与 GDP 之比较高。中

国的国内储蓄总额与 GDP 之比由 1970 年的 28.93% 升至 2014 年的 48.57%，2009 年一度达到 51.92%。日本国内储蓄总额与 GDP 之比虽呈逐渐下降的趋势，但依然高于英美。与此相对应，中国与日本均属于 M2/GDP 比率较高的国家。

第二，银行储蓄存款是中国居民的主要投资渠道。

伴随改革开放的进行，中国国民收入分配逐渐向居民部门倾斜，居民成为重要的储蓄者。居民的高储蓄引起货币需求结构的变化倾向于非交易性需求上升，导致大量资金集中于金融体系¹。在中国住户部门的资金运用中，存款始终占据首位，1992-2013 年平均占比为 68%。2007 年，存款在中国住户部门的资金运用中急剧下跌，但 2008 年开始重返高位。

图 10 中国住户部门资金运用结构



资料来源:国家统计局。

中国的高储蓄水平一方面源于居民的消费习惯、银行存款的高安全性、较强的流动性以及收益的稳定性。在金融市场发展和金融资产

¹ 马方方、沈骥，《中国金融结构问题与 M2/GDP 偏高现象研究》，《技术经济与管理研究》，2011 年第 11 期。

多元化过程中，银行存款在相当一段时期内是居民进行金融投资的首选资产¹。另一方面，我国社会保障制度由“国家-单位保障制”向“国家-社会保障制”的转变，教育体制及医疗体制的改革都增加了居民收入和消费的不确定性。出于预防性动机，居民不得不维持较高的储蓄水平。大量储蓄存放在银行体系，经由银行的中介作用满足我国经济的投资需求，并加速了货币扩张。

第三，金融创新不足加剧了货币存量居高不下的状况。

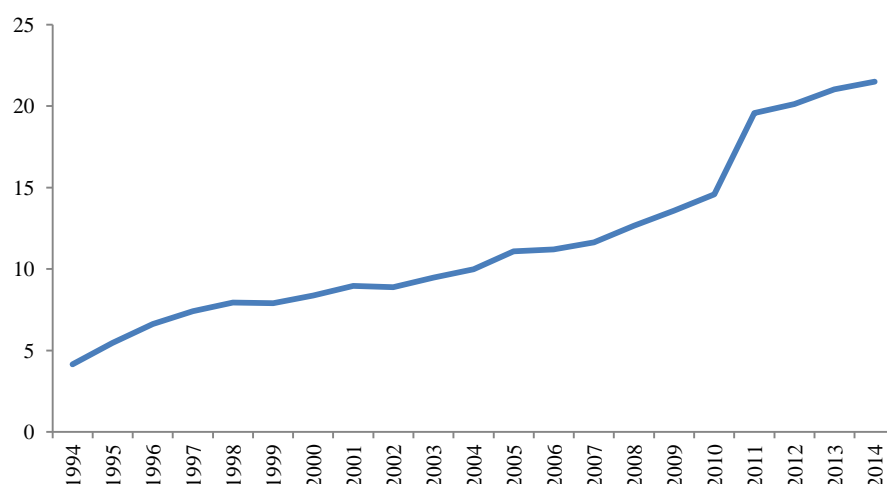
安全性和流动性固然是中国储蓄率较高的重要原因，而中国的金融创新不足则加剧了这一状况。金融创新使货币层次划分复杂化，并通过“替代”银行的货币创造降低了广义货币余额。以美国为例，美国的金融创新活跃，投资工具多样化。1933年美国《银行法》规定，禁止美联储会员银行对活期存款(30天以下)支付利息，并对其吸收的储蓄存款和定期存款规定了利率上限。20世纪60年代初，为规避利率上限的限制，美国金融机构推出了一系列金融创新工具，如花旗银行发明的大额可转让定期存单(CDs)、美林投资银行推出的按揭贷款证券化(MBS)等。金融创新工具的涌现创造了大量的新型账户，这些新型账户的出现使传统的货币层次划分趋于复杂化。更为重要的是，金融创新工具使居民将部分原先属于M2的资产转换为收益更高的债券、共同基金和长期基金，从而降低了M2余额。同时，金融创新显著减少了美国银行体系中的货币存量，在一定程度上“替代”了银行的货币创造作用。

¹ 刘明志，《中国的M2/GDP(1980-2000)：趋势、水平和影响因素》，《经济研究》，2001年第2期。

第四，在中国 M2 的结构中，企业定期存款占比较高，金融效率较低。

由于民营企业难以获得银行信贷，企业的过剩资金缺乏其他投资渠道，中国企业的存款水平较高¹。21 世纪初，中国企业定期存款与 M2 之比基本维持在 10% 左右。2008 年全球金融危机后，中国企业定期存款在 M2 中的比重显著提高，2014 年升至 21.5%。企业定期存款与 M2 之比较高，表明中国的金融效率较低，同等规模的经济运行需要更大规模的货币量作为支撑。

图 11 中国企业定期存款与 M2 之比 (%)



资料来源：中国金融年鉴。

注：该指标为单位定期存款与 M2 之比。

（五）间接融资主导：融资结构不佳之困

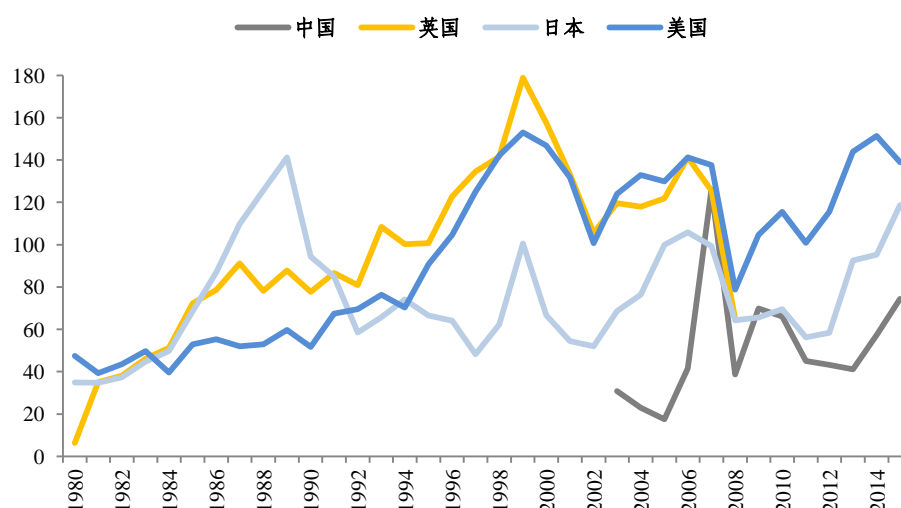
第一，一般而言，间接融资主导型国家具有较高的 M2/GDP 比率，直接融资主导型国家的 M2/GDP 比率较低。

间接融资比重较高的国家（如日本），银行在社会融资中占据主导地位。在其发放贷款、购买债券的过程中，资产的扩张将派生存款，

¹ 宏源证券，《货币堰塞湖：M2/GDP 为何高企》，2013 年 2 月 4 日。

从而增加 M2。反之，直接融资比重较高的国家（如美国）则只涉及货币在不同经济主体间的转移和交换，货币总量不发生变化。20 世纪 90 年代以来，中国和日本的国内股票总市值与 GDP 之比基本低于英美。

图 12 各国国内股票市值与 GDP 之比（%）



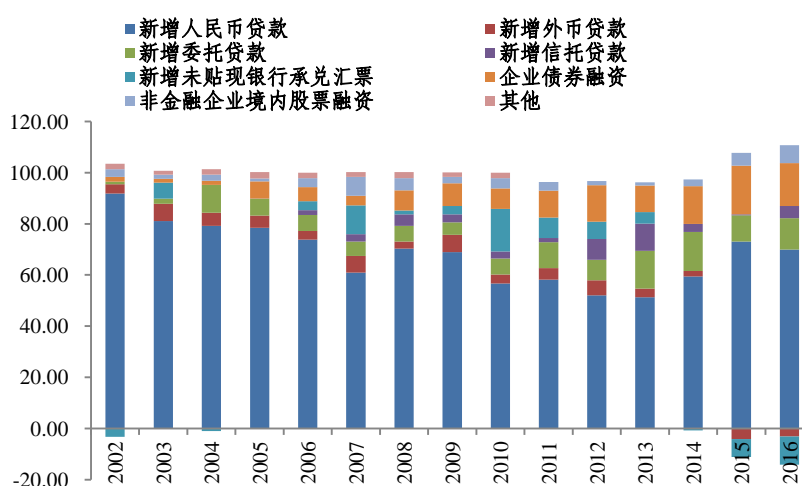
资料来源：WIND 资讯。

第二，中国以间接融资为主导，派生大量货币。

间接融资在中国社会融资规模中占比始终居于首位。人民币贷款占比虽逐步下降，但依旧逾半。2002 年人民币贷款占同期社会融资规模增量的 91.9%，随后逐渐下降，2013 年为 51.4%，2014 年后重现升势。

近年来，直接融资占比大幅提高，但仍远低于间接融资。企业债券融资和非金融企业境内股票融资总占比自 2003 年的 3.1% 增至 2016 年的 23.8%。在直接融资中，企业债券融资占比高于非金融企业股票融资占比。2016 年，企业债券融资占比为 16.8%，非金融企业股票融资占比为 7.0%。

图 13 中国不同融资方式在社会融资规模中占比 (%)



资料来源：WIND 资讯。

注：其他类包括保险公司赔偿、保险公司投资性房地产等。

2008 年金融危机爆发后至 2014 年前，中国金融机构的表外业务增长较快，表内业务相对萎缩。在直接融资中，企业债券融资有所扩大，股票融资减少¹。为应对经济下行，中国扩大了基建项目投资，国有企业和铁路部门大规模举债，商业银行增放贷款，推动了 M2 迅速上涨。表外业务也会通过各种渠道影响 M2 的创造。例如，如果未贴现银行承兑汇票增速加快，则商业银行会要求企业提供保证金存款，这部分保证金存款也计入 M2。表外业务在社会融资规模中的占比由 2008 年的 12.1% 增至 2013 年的 29.8%，表内业务则由 73.1% 降至 54.7%。与企业债券融资相比，股票融资占比急剧萎缩，由 2007 年的 7.3% 降至 2013 年的 1.3%，2014 年开始有所回升。2014 年以来，表内业务重新增加，表外业务逐渐萎缩，直接融资增速较快。

第三，无论直接融资还是金融部门的内部融资，中国均呈现出银行主导的特征。

¹ 表内业务包括人民币贷款和外币贷款，表外业务包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票。

首先，在债券市场中，银行部门持有的份额较大。在国债市场中，商业银行持有份额基本位于 50% 以上。在企业债市场中，近年来商业银行持有份额基本位于 20% 以上。其次，银行部门创造的信用占据主导地位。如果不考虑银行部门对本部门和非银行金融机构的内部融资，则银行部门的信用创造份额（即人民币信贷、银行持有的国债和非金融企业债券之和与信用总量之比）在 2012 年为 66%。如果考虑内部融资，则该份额（人民币信贷，银行和其他存款公司持有的国债、非金融企业债券之和与信用总量之比）在 2012 年为 92%¹。研究表明，政府对银行体系的有效控制和居民部门对银行体系的高度依赖是中国高货币化的基本原因²。

表 2 商业银行持有债券份额

	国债	企业债
1999	87.76	
2001	82.61	
2003	59.56	1.06
2005	61.40	4.02
2007	49.24	26.47
2009	57.64	34.46
2011	64.67	33.74
2013	68.85	24.75
2015	67.21	20.11

资料来源：WIND 资讯。

第四，不良资产比率偏高恶化了中国 M2/GDP 偏高的状况。

在间接融资模式主导的金融结构下，银行贷款成为中国企业获取资金的主要来源，整体经济对银行贷款的依赖度逐渐上升，信贷投放随之放大。一方面，由于中国的金融创新工具不足，银行往往到期才

¹ 殷剑峰，《货币、信用及关于我国 M2/GDP 的分析》，《中共中央党校学报》，2013 年第 4 期。

² 张杰，《中国的高货币化之谜》，《经济研究》，2006 年第 6 期。

能收回贷款，因而降低了货币流通速度。另一方面，如果企业依靠银行贷款盲目投资，造成过剩产品无法售出，则银行就无法收回贷款，从而形成不良债权。不良贷款的产生意味着这一部分货币已在金融体系内沉淀，不再发挥作用，因而降低了货币流通速度。资金运用效率低下导致经济运行需要更多货币，M2/GDP 比率随之提高。

上世纪末至本世纪初，中国银行体系内积压了巨额不良贷款，2001 年中国不良贷款率高达 29.8%。近年来，中国的不良贷款率有所下降。但 2012 年以来，中国不良贷款余额和不良率呈现双升态势。

三、相关建议

（一）优化金融结构，发展直接融资

一是提高直接融资在金融结构中的比重。银行体系长期居于融资体系的主导地位是中国 M2/GDP 比率偏高的重要原因。因此，应大力发展直接融资，优化融资结构。弱化企业对银行主导融资体系的依赖，加大资本市场配置资金的作用。引导企业通过发行股票和债券筹措资金，减少对商业银行的贷款需求，从而降低商业银行信贷扩张、减少货币派生。

二是大力发展股票市场，强化债券市场。在直接融资构成中，多数年份的股票融资占比都小于企业债券融资占比，且近年来差距呈现日益扩大之势。因此，除了改善整体金融结构外，还需优化直接融资结构，逐步提升股票融资占比，健全多层次资本市场体系，扩大对民营及中小企业的融资。

（二）推进金融创新，降低储蓄水平

一是刺激消费，逐步降低居民储蓄率。稳定居民支出预期，扩大即期消费。不断完善社会保障制度，丰富相关社会公共资源，引导原先用于储蓄的存款进入经济循环，提高货币流通速度。

二是推进金融创新，提高流动性，降低银行不良资产率。首先，通过提供新的投资工具和相关服务，引导资金由银行体系转向资本市场。随着金融资产的种类增加、收益率上升，持有货币的机会成本上升，继而降低货币需求¹。其次，借助金融创新工具，解决银行主导的融资结构中不良资产率过高的问题。银行不良资产率过高是中国 M2/GDP 高比率问题的原因之一，不良资产证券化是解决该问题的一个方向，通过吸收一部分广义货币，使 M2/GDP 比率下降²。

（三）注重虚实结合，警惕金融风险

一是注重实体经济和虚拟经济的协调发展。M2 大大超过 GDP 在一定程度上反映虚拟经济对实体经济的背离。在货币“池子”较为充盈的条件下，应通过优化传导机制提高金融服务实体经济的效率，提升金融服务供给侧结构性改革的能力。

二是抑制资产泡沫，防范金融风险。与通胀风险相比，因 M2/GDP 比率走高引致的资产泡沫化是更为重要的风险。因此，应实施稳健的货币政策，营造中性适度的货币环境，抑制资产泡沫，避免重蹈美国覆辙。

¹ 王磊、朱太辉，《高货币化率的非货币化解释》，《国际金融研究》，2016 年第 12 期。

² 刘明志，《中国的 M2/GDP（1980 - 2000）：趋势、水平和影响因素》，《经济研究》，2001 年第 2 期。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
