

货币高增长虽然带来系统性风险提升，但是解决系统性风险的出路主要不在于货币。降低系统性风险的出路在于解决地方政府和国企的预算软约束，理顺公共品和准公共品的投资和融资机制，完善金融风险监管，加强金融基础设施建设等等

## 货币超发的偏见和悬案

□ 张斌 / 文

过去 20 年 M2 增长远高于 GDP 增长与合意物价增速之和，多余的部分为什么没有转化为更高的通胀呢？



**为**什么过去20多年货币高增长没有带来高通胀？为什么货币高增长没有带来人民币贬值？为什么房价虽高但不能归咎于货币高增长？货币有没有超发？

货币超发一说很流行。中国央行的资产负债表扩展速度远超实施量化宽松政策的欧美央行，中国广义货币与GDP之比位居世界前列。中国广义货币规模如此之大，货币购买力下降仿佛天经地义，社会各界对通货膨胀、人民币贬值压力以及房地产价格泡沫的各种担心不绝于耳。

仅从过去20年的历史看，上述担心与现实情况严重对立。货币确实发的很多，但是人民币对本国商品和服务的综合购买力没有严重下降。

过去20年，中国的CPI平均增速2.2%，新兴市场和发展中经济体8.0%，发达经济体1.8%，中国过去20年的平均通货膨胀水平不仅远低于新兴市场和发展中国家，与发达国家相比也不逊色太多。

过去20年，人民币对一篮子货币的名义有效汇率累计大幅升值64%，剔除价格影响的人民币实际有效汇率升值57%，人民币对美元升值28%，人民币可谓强势货币。

人民币对于住房的购买力确实显著下降，但是货币超发带来的房价泡沫一直未能证实。货币超发担心与现实严重对立有两种可能的解释，一种可能是货币超发的判断没有错，只是时机未到；另一种可能是货币超发的逻辑和判断实为偏见。

“时机未到”的解释难以成立。对货币超发的担心旷日持久，几十年前就有经济学家把广义货币M2称为“笼中虎”，言下之意是这么高的M2随时可能会成为通货膨胀或者其他宏观经济问题的根源。

几十年看起来，“时机未到”一说

很难成立。中国较高的货币增长速度并非最近的事。过去20年来中国的广义货币增长速度一直很高，而从经验上看货币增长对物价的影响最多滞后10个—14个月，货币超发带来的物价飞涨早应该出现，但现实中并非如此。货币超发会带来货币贬值压力，但是这种压力在金融市场上反应极为敏感，不会滞后到20年时间。如果是货币超发引起的房地产价格泡沫，很难想象价格泡沫会持续几十年的时间。持续了几十年的泡沫也不能被称为泡沫。所谓“时机未到”经不起检验。

下文讨论第二种可能，即货币超发逻辑链条究竟有哪些遗失，以至于形成认识上的模糊和误区。本文不是在2年—3年的短期内看待货币超发问题，所得出的结论也不适用于短期。

### 货币高增长为何没带来高通胀？

货币高增长为何没有带来高通胀需要回答两个问题：一是货币是否决定通胀；二是如果货币决定通胀，为什么货币高增长没有带来高通胀？

货币增长是中长期通胀的源头。一直以来，通货膨胀是不是货币现象备受争议。

从统计分析来看，货币增长难以解释高频率通胀数据，但能较好解释低频率通胀数据。货币增长是购买力增长的源泉。货币增长带来购买力增长以后，有些商品价格会超调，有些商品价格则过了很久才会上涨甚至不涨，货币增长与高频率的价格变化未必是很好的一一对应关系。

如果考虑到生产率变化、外部环境变化等外部冲击对价格的短期影响，货币增长与高频率价格变化的对应关系就更加模糊了。但是低频率价格数据当中，商品价格调整中的超调和价格黏性信息被过滤掉了，没有货币条件支

撑的外部冲击最终也主要反映为相对价格变化而难以决定中长期的平均价格水平，低频价格数据更加平滑也更好地对应了货币增长带来的购买力变化。从中长期来看，通货膨胀是个货币现象的结论依然成立。

既然货币增长主导中长期通胀水平，为什么20年来平均增速高达16.7%的M2没有带来高通胀呢？

通胀取决于供求，不仅要考虑以M2为代表的需求增长，还需考虑供给增长。供给方增长的代理指标可以选取真实GDP增速，过去20年中国的真实GDP平均增速9.4%，同时假定2%—3%的物价增长处于合意水平，供给方真实经济增长和温和物价增长所需要的M2增长就达到了11.4%—12.4%之间。

中国货币当局资产负债表扩张速度和M2增速远高于欧美而没有引起通胀，大部分可以归结为中国供给方的高增长有效平抑了购买力上涨带来的物价上涨压力。

过去20年M2增长远高于GDP增长与合意物价增速之和，多余的部分为什么没有转化为更高的通胀呢？如前所述，M2包括个人存款和单位存款两个主要部分。过去15年个人存款平均增速16.2%，单位存款17.9%。上述问题可以转化为什么个人存款和单位存款增长没有一一对应地转化为购买力增长并形成较高的通胀压力呢？鉴于个人和单位行为的显著区别，需要对此分别解释。

个人存款是M2重要组成部分，个人存款增长是个人金融资产积累过程，也是购买力提高过程，个人金融资产增长速度高于购买力提高速度是为了满足个人金融资产积累所需。

个人的消费支出增长取决于两方面：一是当期收入，二是财富水平，特别是具有较好流动性的金融财富水平（不包括房地产）。前者在金融账户上主要反映为M2当中的个人存款增长部分，

后者是 M2 个人存款存量部分再加上其他形式的金融资产，比如证券、保险、养老金等。中国过去 20 年的情况是个人存款增长高于消费支出增长，剩余部分被用于积累个人银行存款，这解释了为什么个人存款高速增长没有带来一一对应的支出增长和通货膨胀压力。

为什么居民部门持续积累个人银行存款？对此有多种解释：1. 收入分配恶化，大量的个人存款在边际消费倾向很低的少数富人手中；2. 消费信贷欠发达，助学贷款、耐用品消费信贷在中国发育程度较低；3. 社会保障体系不发达，预防性储蓄动机强；4. 人均金融资产存量低且金融资产形式主要集中在银行存款。这方面三种解释已经有很多关注，本文重点讨论第四种解释，比较而言这种解释也更有说服力。

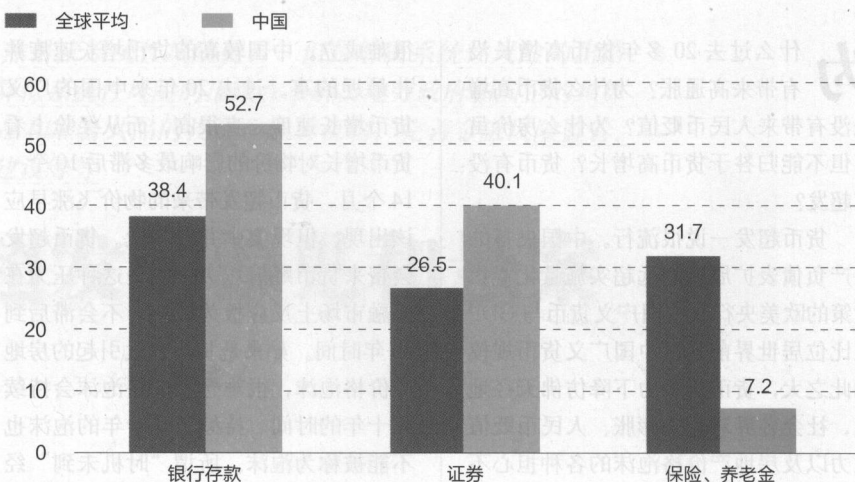
从全球比较来看，相对中国收入水平而言，个人金融资产水平较低。个人存款增长不仅在于满足购买力增长的需要，还要满足个人金融资产积累需要。这解释了为什么个人存款高速增长没有一一对应地转化为消费支出增长，没有带来通胀压力。

可以想象如下情景：M2 当中个人存款增长同时，如果证券、保险、养老金等其他金融财产形式有较大的规模且较快增长，那么个人金融财产规模会比单纯依靠个人存款形式的金融资产规模大很多，如是则居民部门以银行存款形式的金融资产积累意愿会下降，M2 增长太快会引起通货膨胀。这是发达国家的情景。

反观中国，个人金融资产中，银行存款增长虽快，但是保险、养老金等其他金融资产规模很小，各项金融资产加在一起的总金融资产和金融净资产规模很有限。中国个人金融财富积累主要依靠银行存款。

根据安联公司 2015 年全球财富报告 (Allianz Global Wealth Report, 2015)，2014 年中国人均金融总资产 1.3 万亿美元，人均金融净资产 1 万美元，人

图：中国个人金融财富积累主要依靠银行存款



单位：万亿  
资料来源：Allianz Global Wealth Report, 2015

均金融资产与人均 GDP 之比是 1.3。全球人均金融资产 3.4 万美元，人均金融净资产 2.5 万美元，人均金融净资产与人均 GDP 之比是 1.8。由此可见，无论是绝对的水平，还是相对于中国的人均收入水平而言，中国的人均金融资产偏低。

从结构上看，全球平均的金融资产的分布是银行存款 38.4%、证券（主要是债券和股票）26.5%、养老和保险 31.7%；而中国相对应的分布是 52.7%、40.1% 和 7.2%。中外对比，中国的个人金融资产过度依赖银行存款，而养老和保险金融资产占比少之又少。

个人存款只是 M2 存款的一部分，还有更大一部分是单位存款。单位存款增长也是潜在的购买力增长，对通货膨胀形成压力。很显然，17.9% 的单位存款增长也高于单位支出（投资和消费）增长，为什么单位也要积累银行存款呢？

单位存款包括企业、事业、机关、部队和社会团体等单位的存款。截至 2015 年底，62.5 万亿元的单位存款当中，33.7 万亿元单位活期存款，28.8 万亿元

单位定期存款。不同单位类型的存款背后的行为动机差异很大，而缺少区分不同存款主体的详细存款结构数据给分析带来了很大挑战。单位存款当中，以企业单位存款为主体。以下我们提出几种对企业存款高速增长且没有带来相应通胀压力的解释。

解释 1：企业投资高速增长要求运营资金 / 银行存款随之高速增长。过去是 15 年，中国的固定资产投资年均增速 19.5%，超过单位存款增速 17.9%。

解释 2：给定较高的投资需求以及金融市场发育的相对滞后，企业需要依靠自身的金融资产积累扩大投资。近十年来，固定资产投资到位资金的构成当中，自筹和其他资金占比在 70% - 80% 之间，银行贷款在 10% - 20% 之间。

解释 3：出于避税的目的，企业家将收入存放在企业单位账户而不是个人账户。

小结一下，M2 虽然增长很快，但存款增长持续高于支出增长，相当部分是为了满足金融资产积累需求。金融资产积累需求的原因有多个方面，除了居民部门收入 / 财富分配差距、消费信贷不发达以及社会保障不发达，还有一个

重要的解释视角是：中国人均金融资产存量不高，且居民部门只能通过个人银行存款的形式积累金融资产。给定中国保险和养老金融资产发展太慢的现实，只能通过个人存款增长实现个人金融资产增长。这解释了为什么超出供给增速的个人存款增速没有带来一一对应的支出增长和高通胀。单位存款的主体是企业存款，企业存款高增长原因可能源于融资限制下的被迫储蓄、高投资带来的高营运资金需要，以及避税等。

## 货币高增长为何 没带来人民币贬值

理解货币增长与汇率的关系，出发点厘清货币增长如何影响到外汇市场上对外汇的供给与需求。这其中有两个关键机制。

1. 商品和服务市场上，其他条件不变，货币增长带来国内商品和服务需求增加，总需求上升带来进口增加和出口下降，经常项目余额下降，对外汇市场而言是货币贬值压力。上述逻辑没有问题，就中国而言，问题出在其他条件不变上。中国尽管货币增长很高，但是很高的货币增长没有带来经常项目逆差，高货币增长与高经常项目顺差并行了很长时间，至今仍然如此。

高货币增长并没有创造出经常项目逆差，主要原因在于供给面的重大改善。尽管货币增长很快，由于我们前面所讨论的原因，一部分货币增长则被供给方的高增长所抵消，还有一部分货币增长并没有转化为购买力和价格增长而是转化为金融财富积累，结果是高货币增长并没有带来总需求的过度扩张，国内的总支出水平还是低于总收入水平，经常项目得以维持持续顺差。

何谓“供给方的高增长”，主要内容是中国凭借对外开放的改革红利、劳动力成本优势、规模经济优势等，中国的制造业部门一跃成为世界工厂，这个过程中要素投入和生产率增长，以及产出增长所远超出国内需求增长。

2. 货币和金融资产市场上，其他条件不变，货币增长降低本国金融资产收益率，本国相对于国外金融资产收益率下降，资本流出，对外汇市场而言同样是货币贬值压力。问题同样是出在其他条件不变上。中国尽管货币增长很高，但是很高的货币增长并没有大幅拉低金融资产收益率。以中美十年期国债利率作为对比，中国的国债收益率在绝大部分时间都高于美国国债收益率。同样是无风险资产，在不考虑汇率风险的情况下，无论是企业还是金融投资者，持有人民币资产和美元负债都有利可图，反映在国际收支上是资本流入，反映在货币市场上是升值压力。

仅从货币层面，不能得出货币超发带来货币贬值的结论。为什么自2015年8月11日以后对人民币贬值的预期陡然升级呢？人民币贬值预期又会持续多久呢？本国的货币供应多少所决定的仅仅是外汇市场供求的一个方面，还有其他力量对外汇市场供求和汇率预期发挥作用。简单地看，人民币从升值预期到贬值预期有两个关键的风向标和一个加速器。

第一个风向标是美联储退出量化宽松政策，以及由此带来的新兴市场货币的普遍贬值预期和资本流出。这个风向标出现在2014年，尽管对其他很多新兴市场货币而言这是个关键的风向标，但对于人民币而言影响并不太大。从离岸人民币汇率（CNH）与在岸人民币汇率（CNY）的价差来看，2014年美联储退出QE政策预期并没有导致CNH较CNY非常明显的贬值，二者之间的价差在较小范围，但无论如何人民币开始出现了轻微贬值预期。

第二个也是更重要的风向标是2015年8月11日以后货币当局对人民币汇率政策的调整。人民币汇率并非市场化汇率，货币当局对于汇率水平决定发挥主导作用。在人民币汇率和市场供求之间，货币当局的作用非常关键。一方面，货币当局可以在多数时间里让汇率对市

场供求做出部分反应，也可以在某一的时间内不让汇率对市场供求做出反应（全球金融危机期间人民币钉住美元），甚至是做出相反的反应（2014年初，外汇市场供大于求压力大，人民币不升反跌；2015年8月中旬—10月末，外汇市场供不应求压力大，人民币不跌反而小升）。另一方面，货币当局对于汇率的调节行动本身会影响到市场供求，货币当局选择汇率稳定则资本流入和流出压力小，货币当局选择人民币渐进升值则资本流入压力增加，央行选择人民币渐进贬值则资本流出压力增加。

2015年8月11日，货币当局尝试对人民币汇率形成机制做出重大调整，以人民币中间价改革为契机，让市场价格更充分地反映市场供求。从2015年8月11日到2016年1月，从人民币汇率变化形态可以读出货币当局希望或者是允许人民币渐进贬值。这样一种策略很自然地会催动资本流出，人民币贬值预期不断升级也由此而生。

加速器是企业部门货币错配下的汇率风险暴露和由此引发的短期巨大调整压力。2005年以来的人民币单边渐进升值过程中，通过增加美元负债增持人民币资产可以套取美元和人民币利差和人民币升值的双重收益，起初这些套利由于中国资本管制项目的存在不十分严重。

但在2010年以后，人民币贸易结算政策放开和人民币离岸市场发展为套利提供了更方便的渠道，国内信贷紧缩以及对特定行业的贷款限制则强化了借外债动机，套取汇差和利差的行动大幅升级，多种形式的企业外债短期内大幅上升。很多企业的资产负债表存在严重货币错配，比如大量借外债的房地产企业本身没有外币收入，但是负债则需要外币偿还。货币错配让企业面临严重汇率风险。一旦人民币升值预期逆转为贬值预期，企业面临巨大汇率风险和损失，企业尽可能地减少外债和增加美元资产加剧了资本流出压力。

## 为什么高房价

### 不能归咎于货币高增长

与其他商品价格一样，仅从价格高低不能判断出价格是否合理。高房价背后，有合理因素支撑的一面，也可能有不合理因素支撑的一面。这里要做的是找到高房价背后的不合理因素支撑的一面，才找到了需要归咎的原因。

房价背后同样是供给和需求两方面的作用。需求方面，最好的代表性指标是广义货币（M2）增长，因为广义货币增长比较完整地覆盖了潜在购买力增长。至少从中国过去十多年的经验看，每有房价大幅上涨，总能找到宽松的货币条件与之匹配。宽松的货币条件带来了对于房屋更高的支付能力，货币增长可说是房价上涨的温床，不仅是中国如此，其他国家也多是如此。供给方面有诸多要素，土地、开放商、建筑成本等等，中长期而言最好的代表性指标是土地供应。土地价格是大城市商品房价当中最重要的组成部分。

出于分析的方便，我们对于房价做出以下区分：

合理房价、没有泡沫但不合理的房价、存在泡沫且不合理的房价。所谓合理房价即是房价背后的供求双方不存在严重扭曲情况下形成的房价。没有泡沫但不合理的房价是指房价背后没有过度的货币增长，房价没有泡沫，但是由于土地供应或者其他方面的供给面扭曲带来房价的严重扭曲。

打个比方，收入水平高带来对高档餐饮需求的提高，高档餐饮价格上涨，但如果政府不允许额外开设高档餐饮，那么高档餐饮的高价就是没有价格泡沫但不合理的价格。存在泡沫且不合理的房价是供给方的扭曲造成了不合理房价，同时存在着过度货币增长带来房价泡沫，不合理的房价进一步加剧。

存在泡沫且不合理的房价与宽松的货币政策有关，但不必然归咎于货币过于宽松。当房价泡沫非常严重以至于带来系统性金融危机的时候，才能将房价



货币高增长虽然带来系统性风险提升，但是解决系统性风险的出路主要不在于货币。

泡沫归咎于货币政策。

为什么呢？价格泡沫在市场上普遍存在，不是所有价格泡沫都归咎于过多的货币。考虑这么一种情景：一方面是经济严重不景气，另一方面是房价已经虚高，继续增加货币有助于克服经济不景气但是会带来房价泡沫。这时候货币政策就要做出权衡，如果房价泡沫严重程度会带来系统性金融危机，增加货币发行所带来的短期收益就不足以弥补其成本，房价泡沫应归咎于过多的货币；反之，增发货币带来的房价泡沫还不足以严重威胁到整个金融体系，增发货币的收益就大于成本。

中国一线城市如此高的房价当中，究竟有多大泡沫成分呢？

迄今为止，研究界难以对房地产价格泡沫给出有说服力的证据。中国一线城市的房价收入比接近 20，仅从这个指标来看房价确实超出了多数居民的购买能力，但考虑到一线城市每年非常低的

新房供给增量和高收入者的流入，房价虽高但并不意味着房价存在严重泡沫。更好度量房价泡沫的指标是杠杆率。如果购房过程中使用了过高的杠杆，或者全国购房抵押贷款与 GDP 之比过高，则意味着透支购房情况或者购房债务负担比较严重，高房价难以持续的可能性越大。

从这两个指标来看，中国的 20%—30% 的贷款首付比处于国际正常水平，另据万科的调查数据表明只有 60% 的居民购房过程中申请抵押贷款，且平均贷款占房价的比率为 60%。

由此可见家庭购房的杠杆率较低。中国住房抵押贷款余额与 GDP 之比虽然在逐步上升过程，但截至目前也只稍稍超过 20%，从国际比较来看处于较低水平。

高房价中的不合理成分很难在需求端的货币增长上找到证据，很容易在供给端找到证据。中金首席经济学家梁红

2015年的报告指出,中国城镇住宅建设用地供应量过少。中国只有0.89%的土地被用作城镇建设用地,仅0.3%可用作建设住宅,这一比例在美国分别为2.7%和1.4%,在日本分别为5%和3%。

城镇住宅用地的供给不足在人口流入的一线城市中更加突出,且近年内进一步恶化。2009年-2015年期间,中国一线城市的住宅土地供应从2009年的超过2000万平方米下降到2015年1455万平方米;而与此相对应的住宅工地楼面均价从不足6000元上升到1.1万元。一线城市住宅用地价格上涨超过房价上涨,成为高房价的根本推手。遏制一线城市土地供应有多种解释但缺少合理依据。遏制土地供应增加卖地收入显然不是个正当理由。遏制土地供应推高房价并以此减少人口流入和缓解城市病也不是正当理由。中国一线城市中心城区的人口密度远低于纽约、东京、香港,而这些城市的城市病远低于中国一线城市。不着力于改善城市公共管理和公共基础设施建设,而通过遏制土地供应和高房价解决城市病是在扼杀城市的生命力,更不能成为合理理由。

## 货币有没有超发

主流的经济学观点当中,判断货币超发主要有两个依据:一是超出合意水平的通货膨胀,二是系统性风险。

以通货膨胀作为依据判断货币是否超发主要基于以下考虑:1.温和且稳定的通货膨胀最有利于经济资源(资本和劳动)的充分合理利用;2.货币当局所掌握的货币政策工具是决定通货膨胀率最有效的政策手段。因此,货币当局是否发行过多货币,通货膨胀率是最简明、合意的事后证据。

具体到各国的政策实践当中,还需要确定选择哪一个通货膨胀指标作为判断依据。在消费者价格、生产者价格、GDP缩减因子等大类价格指标中,各国的政策实践都选择消费者价格。

系统性风险是评价货币超发的另一

个依据。系统性风险是指整个金融体系或者市场坍塌的风险,系统性金融风险是造成金融危机的重要诱因。谈到系统性金融风险,必然涉及到系统重要性金融机构,系统重要性金融机构具有“太大而不能倒”(Too Big to Fail)或者“连接太广泛而不能倒”(Too interconnected to fail)的特征,以至于一旦这些机构破产会带来严重的连锁反应,危及整个体系。

系统性风险在学界和政策制定层早有关注,但货币政策对系统性风险做出反应的更普遍认同主要来自对2008年全球金融危机的反思。仅从通胀角度看,无论是日本上世纪90年代的泡沫危机前夜,还是2008年的美国次贷危机前夜,通胀水平不高但都面临一触即发的金融市场剧烈动荡。

事后看,仅以通胀作为货币环境是否适宜的唯一标准出现了误判。金融危机不能完全归咎于货币超发,但是货币超发确实为居民和企业部门过度涉入风险和系统性风险提升提供了温床。过低的名义利率(货币超发的另一种表现形式)带来更低的流动性价格并提高了杠杆率,导致过低的风险溢价,更高的资产价格和更大的经济波动。

产生系统性风险的诱因可能并不主要来自于货币因素,比如金融创新和监管缺失带来的过度涉入风险、隐形政府担保等都可能让系统性重要金融机构过去涉入风险。

但是,无论原因如何,如果系统性风险快速提升,货币政策有责任做出反应。

中国自金融危机以来杠杆率快速提升,金融体系坏账率提高,这些现象是否可以看作是金融系统性风险提升的标志,是否可以作为货币超发的依据呢?回答这个问题之前,有必要厘清几个重要事实。

1. 总体杠杆率上升。从国际比较来看,企业杠杆率过高,政府和居民杠杆率适中甚至偏低。

2. 企业杠杆率上升主要来自地方融资平台和国有企业,私人制造业部门的杠杆率并未上升。

3. 融资平台和国有企业的利润远不足以偿付债务,银行坏账率和企业债务破产率随之上升。

毋庸置疑,融资平台和国企杠杆率飙升以及由此带来的金融机构坏账率甚至是破产概率上升推高了系统性风险。但是系统性风险提升是否归咎于货币超发难有定论。

摆在货币当局面前的是艰难的得失平衡。高货币增速所得是保持就业和经济增速相对稳定。考虑到近年来中国的CPI水平较低、PPI连续多年负增长,经济运行有低于潜在增速的可能,保持一定的货币增速避免总需求不足和通缩无可非议。

所失有两个层面:

一是当前体制和经济环境下,货币越多,信贷资源越是过度流向融资平台和国有企业,而这些企业恰恰难以偿还债务,说明其投资效率堪忧,于资源配置不利;

二是金融中介潜在坏账率提升并带来系统性风险。比较而言,资源配置不合理是更重要的损失;系统性风险虽然上升,但是从系统性风险转化为金融危机的必备条件是流动性危机,而中国在应对流动性危机方面的余地还有较大空间。

货币高增长虽然带来系统性风险提升,但是解决系统性风险的出路主要不在于货币。货币增速过高会提升系统性风险;货币增速过低也不能降低中国当前的系统性风险,货币收缩带来的通缩和真实债务增长恶性循环反而可能加剧系统性风险。降低系统性风险的出路在于解决地方政府和国企的预算软约束、理顺公共品和准公共品的投资和融资机制、完善金融风险监管、加强金融基础设施建设等等。■

作者为中国金融四十人论坛高级研究员