

正确看待我国 M2 存量与名义 GDP 比值偏高问题

天晓宏观经济与产业研究所

报告日期：
2011 年 2 月 23 日

宏观研究组

特邀研究员：范建军

证券分析师：李衡
执业证书编号：
A0140511010017

【电话】

010-66045815

【邮箱】

liheng@txsec.com

服务热线：

010-66045555

服务邮箱：

service@txsec.com

一、我国M2存量与名义GDP比值确实偏高。如果观察我国狭义货币M1和广义货币M2与名义GDP的比值后会发现，自从我国有货币供应量的历史记录以来，两个比值确实总体呈上升趋势。

二、M2存量与名义GDP的比值不是反映通胀压力大小的适宜指标。相反，它的变动方向在多数情况下与物价的变动方向相反。

三、反映通货膨胀的适宜指标是货币供应量M1、M2的增速。历史数据表明，用以反映通胀压力大小的适宜指标是货币供应量M1、M2的增速，而不是M1、M2的存量规模。

四、货币供应量增速偏高是导致M2与名义GDP比值偏高的因素之一。通过观察我国近20年的历史数据可知，在特定时期，M2增速高企确实会推高M2与名义GDP的比值。

五、我国M2与GDP比值偏高最根本的原因还是资本市场不发达，投资品种单一。解读我国M2与名义GDP比值有内在上升趋势的关键是将广义货币M2看成是居民和企业可投资的一种金融资产，而不能把它单纯看成是一种交易媒介。

六、在资本市场欠发达的经济体，M2增速高于名义GDP增速是常态。在资本市场欠发达的经济体，由于大量金融资产只能以储蓄存款、定期存款的形式存在，因此，市场对广义货币的需求必然会较大。在这样的经济体，一方面，商品交易对M2的需求会随着GDP的增长而增长；另一方面，资产市场对M2的投资需求也会随着社会财富的不断积累而增加。

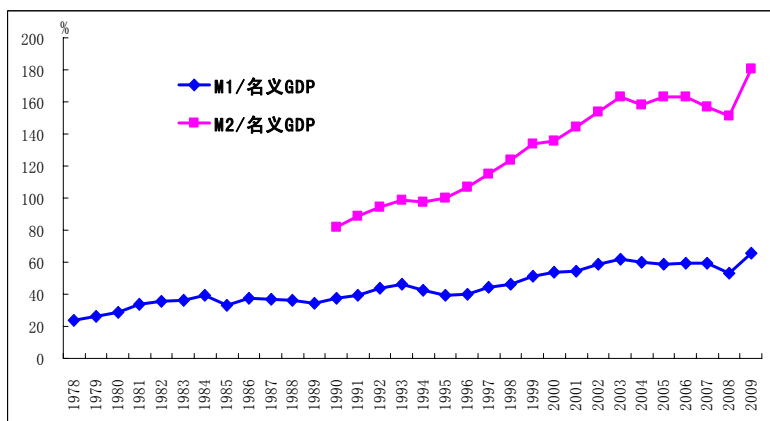
七、不宜用M2存量与名义GDP比值做横向比较的其它原因。随着我国经济实力的增强，国民财富的不断积累，M2与GDP的比率还会继续上升，而且，由于目前金融资产结构过度单一，这种上升也是“合理的”。

由于最近国内物价高涨，大家都在试图寻找导致通胀的具体成因。目前比较流行的观点认为，由于我国M2与GDP名义值的比值过大（远超欧美国家），经济中流动性过多，结果导致物价高企。其主要理论依据是货币学派对通货膨胀的定义：无论何时、何地，通货膨胀都是一种货币现象，即物价的上涨一定是因货币供给过量（而不是其他什么原因）引起的。这里，对通胀的认识没有问题，但问题的关键在于什么变量才是反映货币供给过量（或通胀压力大小）的适宜指标。

一、我国M2存量与名义GDP比值确实偏高

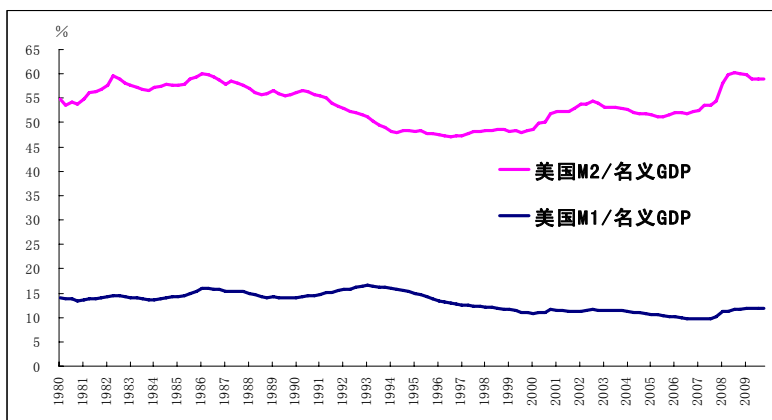
如果观察我国狭义货币M1和广义货币M2与名义GDP的比值后会发现，自从我国有货币供应量的历史记录以来，两个比值确实总体呈上升趋势。其中，M2与名义GDP比值的上升趋势尤为明显。截至2009年底，M1、M2和名义GDP的比值分别达到66%和181%的历史高位。而同期，美国M1、M2和名义GDP的比值分别为12%和60%，欧元区分别为24%和44%，日本分别为92%和144%。

图 1：我国 M1/名义 GDP、M2/名义 GDP 历史走势



数据来源：国家统计局、国家信息中心。

图 2：美国 M1/名义 GDP、M2/名义 GDP 历史走势



数据来源：Bloomberg。

由于M2存量与名义GDP的比值仍有不断上升的趋势，因此，有人就此判断，我国经济将长期面临物价

上涨的压力,理由是经济中积存了太多的货币和流动性。进而建议央行采取措施降低广义货币M2与名义GDP的比值,认为只有这个比值降下来,国内通胀问题和资产泡沫问题才能最终得到彻底解决。对这个问题的讨论,实际上涉及到一个M2存量与名义GDP的比值是不是反映通胀压力大小的适宜指标的问题。

二、M2存量与名义GDP的比值不是反映通胀压力大小的适宜指标

表 1: M1、M2 存量与名义 GDP 比值及 CPI 年度涨幅历史数据比较

年度	名义 GDP (亿元)	M1 年末余 额(亿元)	M2 年末余 额(亿元)	M1/名义 GDP (%)	M2/名义 GDP (%)	CPI 涨幅 (%)
1990	18668	6951	15293	37	82	3.1
1991	21781	8633	19350	40	89	3.4
1992	26923	11732	25402	44	94	6.4
1993	35334	16280	34880	46	99	14.7
1994	48198	20541	46924	43	97	24.1
1995	60794	23987	60751	39	100	17.1
1996	71177	28515	76095	40	107	8.3
1997	78973	34826	90995	44	115	2.8
1998	84402	38954	104499	46	124	-0.8
1999	89677	45837	119898	51	134	-1.4
2000	99215	53147	134610	54	136	0.4
2001	109655	59872	158302	55	144	0.7
2002	120333	70882	185007	59	154	-0.8
2003	135823	84119	221223	62	163	1.2
2004	159878	95971	253208	60	158	3.9
2005	183217	107279	298755	59	163	1.8
2006	211924	126028	345578	59	163	1.5
2007	257306	152519	403401	59	157	4.8
2008	314045	166217	475167	53	151	5.9
2009	340903	220004	606224	66	181	-0.7

数据来源: 国家统计局, 中国人民银行。

从近20年我国M1、M2存量与名义GDP的比值及CPI年度涨幅的历史数据来看,前者并不是反映通胀压力的适宜指标。例如,1993~1995年,我国连续3年CPI涨幅都在两位数以上,但在这三年时间内,M1、M2存量与名义GDP的比值非但没有明显上升,相反,M1与名义GDP的比值分别于1994、1995连续两年出现比较明显的下降,M2与名义GDP的比值也在1994这一物价涨幅最高的年份出现下降,其中,M1与名义GDP的比值直到1996年才恢复到1991年的水平(见表1)。

1998~2002年的情况正好与1993~1995年的情况相反。尽管中国经济在此期间遭受了比较严重的通货紧缩,但同期M1、M2存量与名义GDP的比值却出现了大幅攀升的现象:M1存量与名义GDP的比值由1998年的46%上升到2002年的59%,M2存量与名义GDP的比值由1998年的124%上升到2002年的154%。2003~

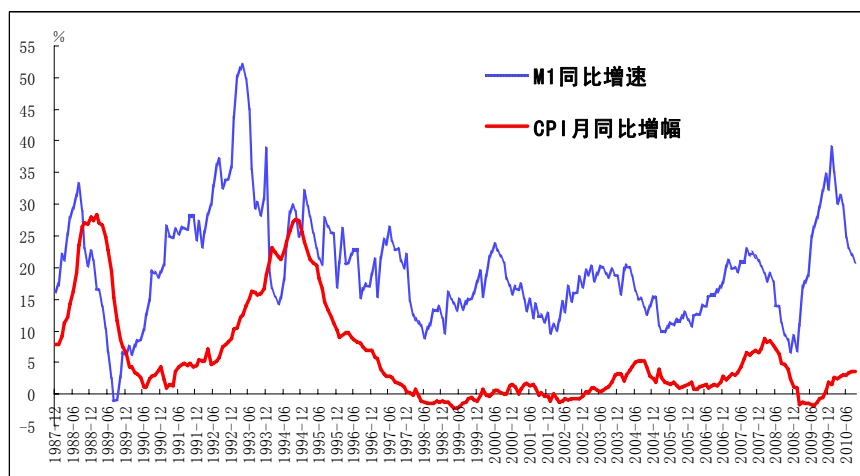
2004年，又回到了1993~1995年的情况，期间我国经济面临较大的通胀压力，但M1、M2与名义GDP的比值在2004年却都出现了比较明显的下降：M1与名义GDP的比值由2003年的62%下降到2004年的60%，M2与名义GDP的比值由2003年的163%下降到2004年的158%。2007~2008年的情况与2003~2004年基本类似。最特别的是2009年，虽然当年M1、M2与名义GDP的比值都大幅上升了20%以上，但当年的物价涨幅却是负值。

由上述例子可以看出，货币存量与名义GDP的比值确实不是反映通胀压力大小的适宜指标，相反，它的变动方向在多数情况下与物价的变动方向相反。在我国，之所以出现M1、M2存量与名义GDP比值的变动方向与物价变动方向相背离的情况，主要是在通货膨胀发生期间，政府通常会收紧信贷，结果导致储蓄无法正常向投资转化，相应地，体现储蓄向投资转化的金融资产增量会相对减少。

三、反映通货膨胀的适宜指标是货币供应量M1、M2的增速

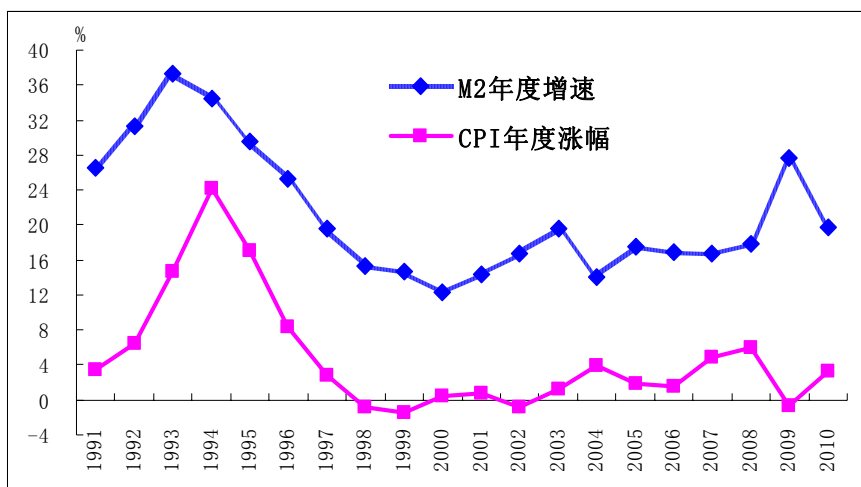
历史数据表明，用以反映通胀压力大小的适宜指标是货币供应量M1、M2的增速，而不是M1、M2的存量规模。无论是在计划经济时期还是在市场经济时期，M1、M2增速和CPI指数之间都存在非常明显的正相关关系（图3、4）。与M1、M2增速和资产价格之间的正相关关系不同的是，M1、M2增速变动和CPI指数变动之间存在明显的时滞。通常是M1、M2增速变动在前，CPI指数变动在后，两者的时滞期大约在半年至1年左右。

图 3：M1 月同比增速和 CPI 月同比涨幅历史数据比较



数据来源：国家统计局、国家信息中心。

图 4: M2 年度增速和 CPI 年度涨幅走势比较



数据来源：国家统计局、国家信息中心。

由于M2的交易属性弱化，资产属性增强，因此，它和消费价格指数CPI之间的正相关关系没有M1那么明显。通常在实践中多用M1增速作为反映物价变动的先行指标。因CPI指数不但受国内流动性增速的影响，而且还受全球流动性增速尤其是国际贸易结算货币美元供应量增速的影响（输入性通胀），所以，尽管M1增速变化能先期反映物价随后的变动方向，但通常M1增速的变动幅度与随后物价的变动幅度并不一致。例如，尽管2009年M1同比增速高达32.4%，但由于2008~2009年国际大宗商品价格大幅下跌，形成输入性通缩，部分抵消了因国内流动性上升而引致的后期物价上涨压力，结果导致全年的物价涨幅仍为负值。这也是为什么虽然2009年M1增速远大于2007年M1增速，而2010年物价上涨幅度却小于2008年的主要原因。

四、货币供应量增速偏高是导致M2与名义GDP比值偏高的因素之一

通过观察我国近20年的历史数据可知，在特定时期，M2增速高企确实会推高M2与名义GDP的比值。例如1991~1993年，由于M2增速较高，结果导致M2与名义GDP的比值由1991年的89%快速上升到1993年的99%，3年间提升了10个百分点；再比如1995~1997年，在这3年内M2增速处于高位，结果导致M2与名义GDP的比值由1995年的100%迅速提升到1997年的115%，3年内提升了15个百分点；2009年，由于M2增速创下近14年的新高，结果导致当年M2与名义GDP的比值由2008年的151%迅速提升到2009年的181%，1年内竟然上升了30个百分点。

表 2: M2 增速和 M2 与名义 GDP 比值的历史数据比较

年份	M2 年末余额 (亿元)	M2 当年新增 (亿元)	M2 同比增速 (%)	M2 与名义 GDP 比值 (%)	CPI 涨幅 (%)
1990	15293	—	—	82	3.1
1991	19350	4057	26.5	89	3.4
1992	25402	6052	31.3	94	6.4
1993	34880	9478	37.3	99	14.7
1994	46924	12044	34.5	97	24.1

1995	60751	13827	29.5	100	17.1
1996	76095	15344	25.3	107	8.3
1997	90995	14900	19.6	115	2.8
1998	104499	13503	15.3	124	-0.8
1999	119898	15399	14.7	134	-1.4
2000	134610	14712	12.3	136	0.4
2001	158302	23692	14.4	144	0.7
2002	185007	26705	16.8	154	-0.8
2003	221223	36216	19.6	163	1.2
2004	253208	31985	14.1	158	3.9
2005	298755	45548	17.6	163	1.8
2006	345578	46822	16.9	163	1.5
2007	403401	57823	16.7	157	4.8
2008	475167	71765	17.8	151	5.9
2009	606224	131057	27.7	181	-0.7

数据来源：国家统计局，中国人民银行。

但是，也存在相反的情况。例如1994年，虽然当年M2增速高达35%，但当年M2与名义GDP的比值却出现了下降（从1993年的99%下降到1994年的97%）；2006～2008年，M2增速处于阶段性高位，但M2与名义GDP的比值在此期间却不升反降（从2006年的163%下降到2008年的151%）。

当然，也存在M2增速较低，但M2和名义GDP的比值却明显升高的例子。例如，1998～2002年，M2增速总体处于较低水平，但4年时间内，M2与名义GDP比值大幅上升了20个百分点。

如果总结M2增速与M2和名义GDP比值的变化规律可知，通常在M2增速较高，同时央行货币政策收的不是很紧的时期，M2增速会推高M2和名义GDP的比值；但在货币政策收紧的时期，即使M2增速很高，M2和名义GDP的比值可能不升反降。

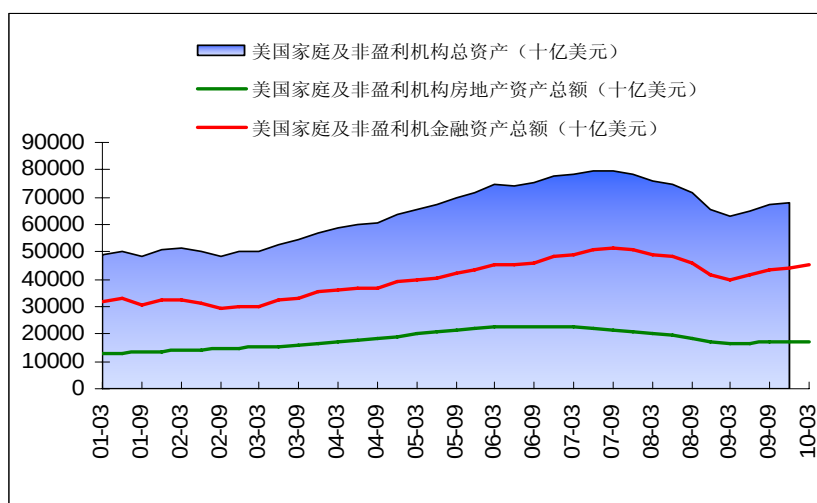
需要指出的是，除2009年的特殊情况外，近10年我国广义货币M2的同比增速大都运行在20%以下的增速区域，与上世纪90年代上半期相比，央行这些年对货币供应量增速的控制是相对成功的。由此，我们可做如下推断：近年来，因国内流动性推动而形成的物价上涨压力可能并没有我们想象的那么大，而由输入性通胀推动的物价上涨在国内通胀形成过程中扮演了非常重要的角色。其中，2007～2008年的这轮物价上涨就是非常典型的例子。2007年，我国GDP名义增速和实际增速分别为25.4%和14.2%，而当年的M1增速21%，M2增速16.7%，M2增速仅高出GDP实际增速2.5个百分点，且远低于GDP的名义增速，但当年的CPI同比涨幅却高达4.8%。很明显，2007年的通货膨胀主要不是因国内流动性过剩引起的。考虑到当年国际大宗商品期货价格CRB指数大幅上涨了16.7%，因此，输入性通胀是推动2007年物价上涨的重要原因。

五、我国M2与GDP比值偏高最根本的原因还是资本市场不发达，投资品种单一

任何一个国家，随着经济的增长和储蓄的增加，居民手中积存的财富都会不断上升。这些财富主要以

两种形态存在，一是不动产，二是金融资产（虚拟资产）。其中，金融资产占比最大。如果资本市场不发达，企业主要依靠银行贷款这条间接融资渠道筹集资金，那么，M2与GDP的比值必然会越来越大（大量广义货币是在贷款过程中派生出来的）。原因很简单，由于债券和股票等资本市场的规模有限，居民无法将积存的财富更多地投资于企业债券、基金和公司股票等资产，因此，他们只有将大部分资产配置在存款市场，结果必然导致广义货币M2存量偏高（在我国，M2除承担交易功能外，还承担很重的财富储藏功能）。在这里，解读我国M2与名义GDP比值有内在上升趋势的关键是将广义货币M2看成是居民和企业可投资的一种金融资产，而不能把它单纯看成是一种交易媒介。

图 5：美国家庭和非盈利机构持有的金融资产和房地产情况



数据来源：Bloomberg。

在主要依靠银行贷款融资的经济体，如我国和日本，广义货币M2与GDP的比值通常会偏高；而在那些资本市场发达的经济体，如美国和欧洲，广义货币与名义GDP的比值通常会比较低。如果考虑美国家庭所持有的金融资产总额与名义GDP的比值，就会发现它（比值超过300%）远远大于我国M2与名义GDP的比值，如果再加上企业部门所持的金融资产数量，比值更大。总之，我国经济中广义货币存量偏大，最根本的原因还是在于资本市场不发达，老百姓缺乏足够多的投资工具所致。M2与GDP比值过高并不意味着经济体一定存在流动性过剩的压力。在目前我国金融资产结构比较单一的现实条件下（存款资产超过70万亿元，占比最大），M2与GDP的比值偏高在某种程度上说是“合理”的，市场不宜对此进行过度解读。

六、在资本市场欠发达的经济体，M2增速高于名义GDP增速是常态

在资本市场欠发达的经济体，由于大量金融资产只能以储蓄存款、定期存款的形式存在，因此，市场对广义货币的需求必然会较大。在这样的经济体，一方面，商品交易对M2的需求会随着GDP的增长而增长；另一方面，资产市场对M2的投资需求也会随着社会财富的不断积累而增加。由此可推断，在资本市场欠发达的经济体，M2增速高于名义GDP增速是常态。

由于M2增速高于名义GDP增速是资本市场欠发达经济体的常态，因此，随着时间的推移，自然会出现



M2存量与名义GDP比值不断升高的现象。例如，我国在1998~2002年通货紧缩期间，名义GDP平均增速仅为8.2%，而期间M2的平均增速高达14.7%，结果导致M2存量与名义GDP比值由1998年的124%上升到2002年的154%，而期间的多数年份（1998年、1999年和2002年）CPI是负增长。国外比较典型的例子是资本市场相对欠发达的日本。2003~2009年，日本经济深陷通货紧缩的泥潭而不能自拔，但期间日本M2与GDP的比值却仍出现了比较明显的上升，该比值由2003年的130%上升到2009年的144%。

七、不宜用M2存量与名义GDP比值做横向比较的其它原因

首先，各个国家对广义货币M2的定义存在较大差异，因此，各国广义货币和名义GDP的比值在很大程度上是不可比的。

其次，广义货币M2是一个存量概念，而GDP是一个流量概念，用一个存量和一个流量进行比较，得出的比值没有任何经济学意义。实际上，推动物价和资产价格上涨的不是货币的存量，而是增量，尤其是具有高流动性的活期存款（包括企业活期存款和居民活期存款）和现金的增量——这类高流动性的货币增速越快，物价和资产价格的上涨压力就越大。如果货币供应量增速保持在低位，即使此时货币存量很大，也不会导致物价和资产价格的快速上涨。

综上所述，如果我国资本市场继续维持目前的发展状态，企业融资继续以银行贷款为主，那么即使今后货币供应量增速和物价水平都降下来，M2与GDP的比值也不会下降。相反，随着我国经济实力的增强，国民财富的不断积累，M2与GDP的比率还会继续上升，而且，由于目前金融资产结构过度单一，这种上升也是“合理的”。

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道, 天晓研究人员力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议, 仅供阅读者参考, 不构成对证券买卖的出价或询价, 也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出决策所引致的任何后果, 概与天相投资顾问有限公司、天晓宏观经济与产业研究所及其研究人员无关。

本报告版权归天相投顾与天晓研究所共同所有, 为非公开资料, 仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾或天晓研究所书面授权, 任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾和天晓研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天晓宏观经济与产业研究所

地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 5 层
电话: 010-66045824 传真: 010-66045429 邮编: 100140

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518041