



房价上涨的幕后推手？“货币超发”如何衡量

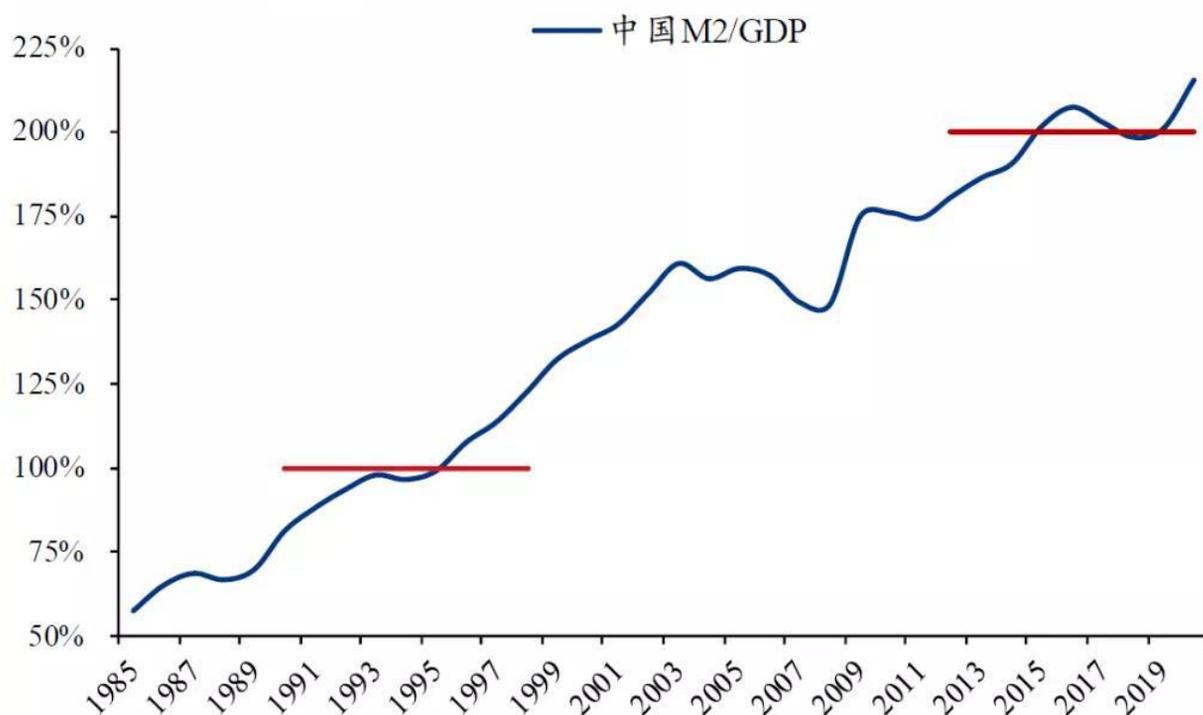


(一) 中国的 M2/GDP 比值偏高，但该指标有缺陷，并不必然意味着货币超发

“货币超发”是一个流传广泛的观点，无论是用于解释某类资产价格的上涨，还是用于推介某类投资标的，似乎都非常令人信服，符合“水涨船高”的朴素道理。

而最常被用来论证中国存在货币超发的依据，就是 M2/GDP 比值。纵向来看，中国从 1985 年的 57.1% 一路突破 100% 和 200%，2020 年高达 215.8%；横向来看，中国也要显著高于其他主要经济体，其中美国和欧元区分别只有 92.1% 和 120.6%；绝对量来看，2020 年中国广义货币 M2 高达 218.7 万亿元，GDP 则只有 101.4 万亿元。

图表1：中国 M2/GDP 比值持续上升

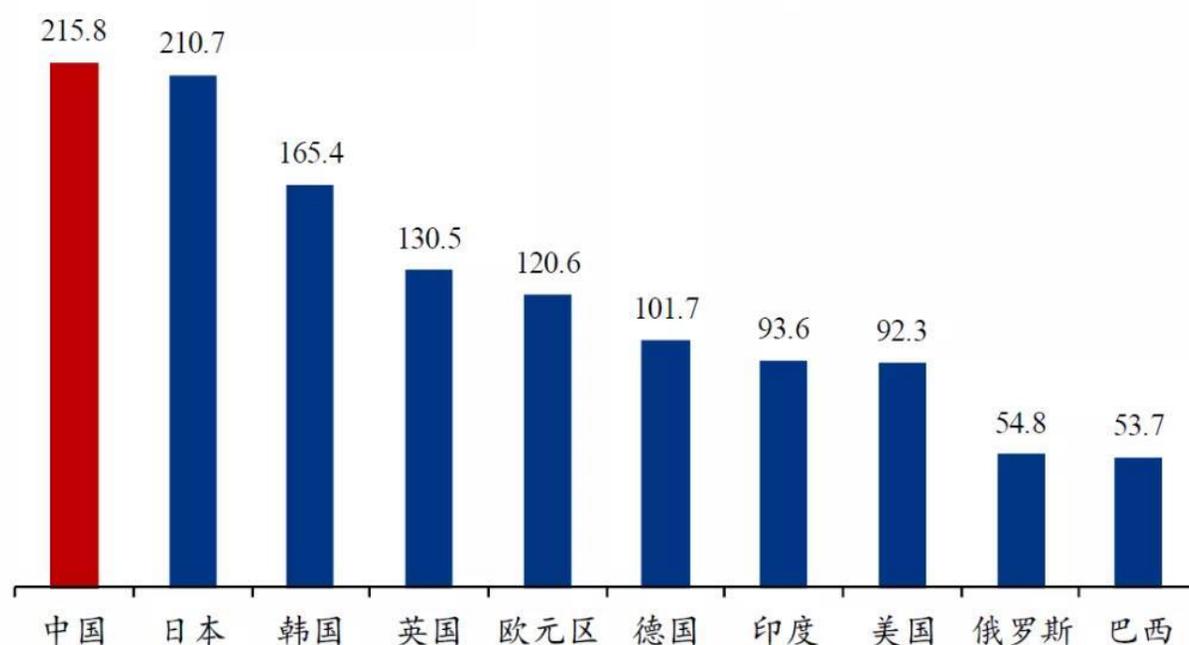


资料来源：Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表2：中国 M2/GDP 比值高于其他主要经济体

2020年M2/GDP (%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院 注：印度为M3/GDP

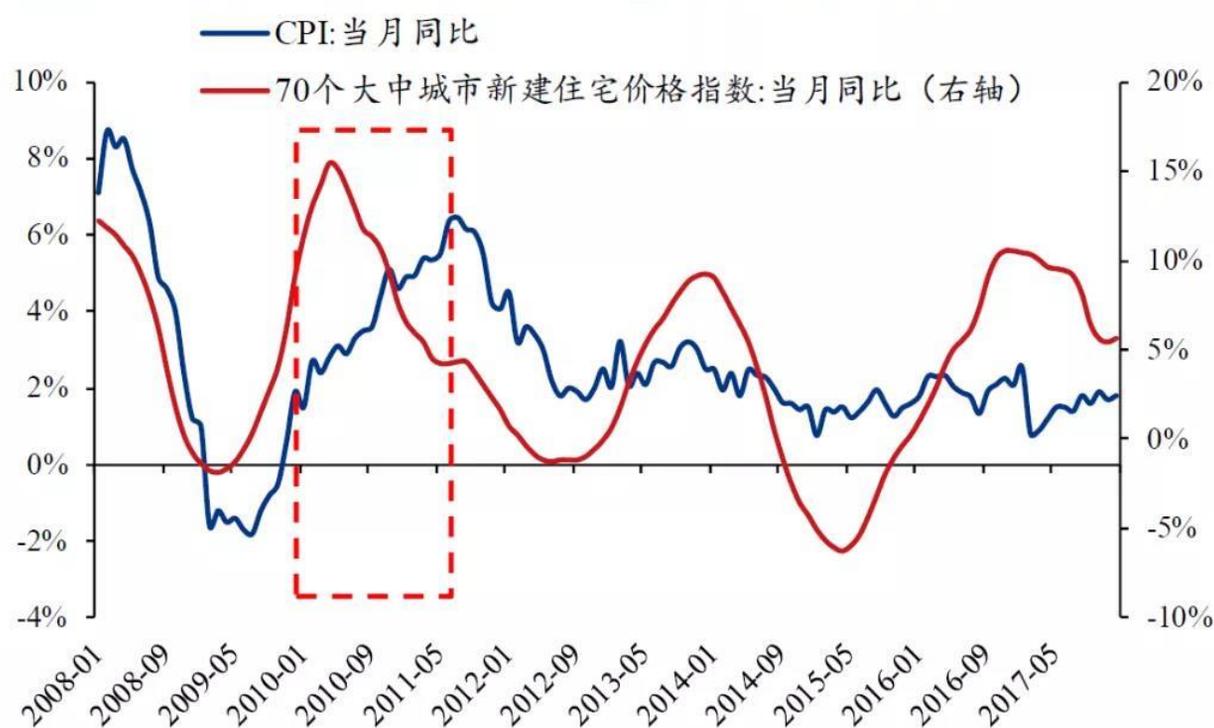
粤开志恒宏观

M2/GDP 作为货币超发的衡量指标，实际上存在不少缺陷。例如：1) 中国 M2 的统计口径要大于美国，美国未计入 10 万美元以上的定期存款；2) GDP 并未包括经济中的所有交易活动，比如中间产品、存量资产等的交易；3) 中国储蓄率更高、间接融资为主等因素会导致更高的 M2/GDP 比值，类似的日本和韩国，该比值也都分别高达 210.7%和 165.4%。

但就像家长批评孩子沉迷游戏时，根子不在于游戏时间长短，而是孩子成绩太差一样，老百姓在谈论货币超发时，也并非真的关心 M2/GDP 指标是否可靠、货币的合理发行数量应是多少，而是担心自己的储蓄和养老金会被通胀侵蚀、收入增速赶不上房价增速。货币超发论的广泛传播，正是在 CPI 和房价快速上涨的 2010 年。

大众的上述朴素认知，正是衡量货币超发与否的重要标准，也与央行推进货币政策调控框架转型不谋而合。随着国内金融深化进程加快、金融创新活跃，央行难以确定合理的货币供应量。货币总量的界定和测度变得更加困难，货币需求的稳定性和可预测性下降，央行对货币总量的控制力减弱，货币总量与经济增长和通胀的相关性下降，因此货币政策调控正逐步从数量型为主转向价格型为主。从货币政策的影响结果出发，即是否出现货币因素导致的物价总水平和资产价格过快上涨，或许才是判断货币超发与否的更合适标准。

图表3：2010年CPI和房价快速上涨，导致货币超发论广泛传播



资料来源：Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

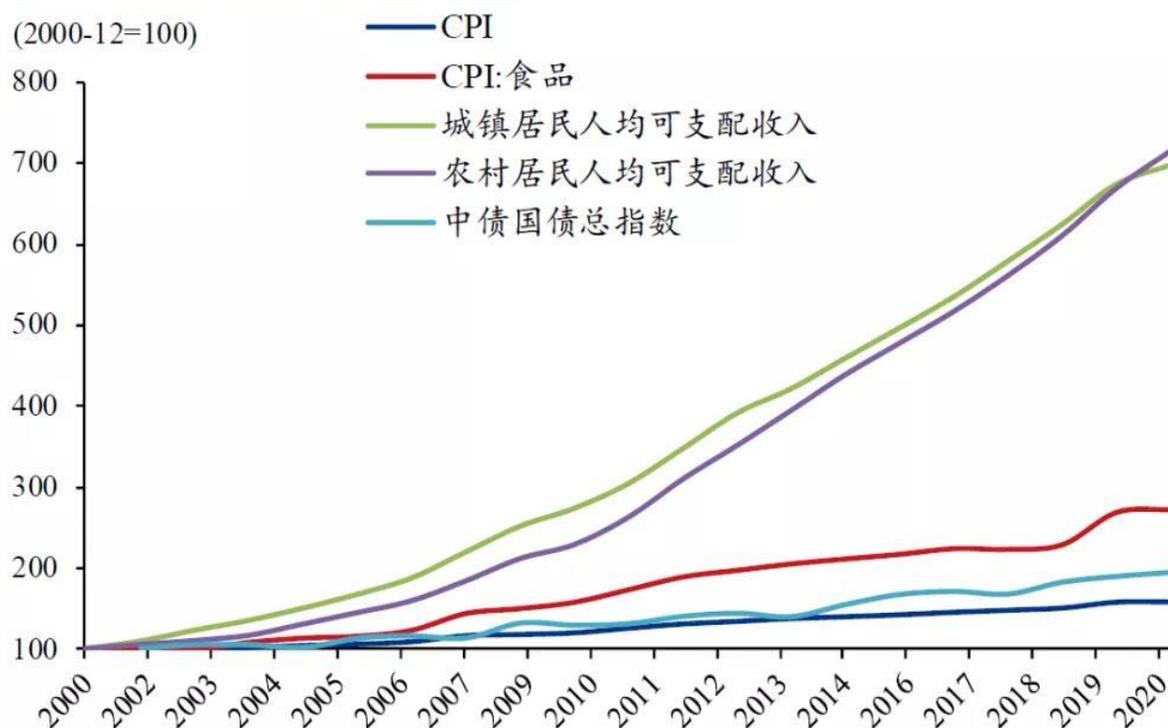
若仅从通胀指标来看，中国其实并没有明显的货币超发。老百姓在判断通胀时容易出现选择性偏误，比如感知上会放大食品等部分商品的涨价，

而忽视其他商品的降价。货币超发引起的通胀应该是价格总水平的上升，即所有的商品价格均水涨船高，而不是个别商品涨价。像 2019 年猪肉价格大涨主因供给短缺，而非货币因素。除了部分时间段通胀偏高以外，政府在控制长期通胀方面总体表现不错。2001-2020 年，中国 CPI 年均上涨 2.3%，其中食品价格年均上涨 5.1%，这在一定程度上源于劳动力成本上升。

最优通胀不是零通胀，而是稳定的低通胀。美联储将通胀目标定在 2%，中国经济增速更高，因此可在 2%-3%。只要通胀稳定，工资、养老金等都可同步调整，不会影响居民的生活水平。2001-2020 年，中国 CPI 总水平上涨 57.1%，食品价格上涨 172.1%，但城乡居民人均可支配收入增长近 600%，收入涨幅远高于通胀。此外，虽然银行存款利率偏低，但如果居民将储蓄投资于货币基金或债券基金等相对稳健的产品，也能跑赢 CPI。2002-2020 年，中债国债总指数上涨 95.2%。

若抛开房价不谈，过去 20 年中，老百姓的生活水平显著提高，所谓的货币超发推高通胀，影响不是很大。但是房地产很难与居民生活截然分开，因此，有必要考虑房地产等资产价格大涨引发的房价收入比上升、实体经济成本抬升、社会焦虑等问题。

图表4：城乡居民收入涨幅远超通胀



资料来源：Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

社会大众对货币超发的“讨伐”和认知，更多源于房价快速上涨带来的生活压力和焦虑感。房价上涨是多方面因素共同作用的结果，但不可否认的一点是，房价上涨与货币总量的快速上升之间存在紧密联系。2008年后的三轮房价上涨，与M2/GDP比值的三次加速上行高度一致。因此我们将在后文着重分析，是否是货币超发推高了房价。

图表5: M2/GDP 同比增速领先于房价同比增速



资料来源: Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

(一) 货币总量由中央银行、商业银行、公众、政府共同决定

大众认为的货币超发是央行开动印钞机印钱，但在现代信用货币体系下，实际上商业银行才是直接的货币供应方。

第一，货币是公众持有的现金和银行存款，其中存款占主导。2021年11月，中国广义货币 M2 为 235.6 万亿元，其中流通中现金 M0 仅为 8.7 万亿元，其余 96.3% 都是银行存款。

第二，中央银行被动投放而非主动投放现金。在现金发行中，央行更多扮演的是接订单和发货的角色。先是居民找商业银行提取现金，再是商业银行找央行换取现金，央行按需提供硬币和纸币。只有像津巴布韦这样财政赤字货币化的国家才会主动印钞，当然结果就是恶性通胀。正常国家

的印钞都要遵守严格的纪律。此外，硬币和纸币只有到了公众手中才是货币。印钞厂和银行金库中不管有多少，都不算，因为没有进入流通形成购买力。

第三，商业银行通过贷款等资产扩张创造存款货币。公众在日常的交易、支付、民间借贷等活动中，使用的都是“二手”货币，即同一笔货币在不同的主体之间流通，货币总量保持不变。而“一手”货币来自于商业银行开展贷款、购债等业务活动时的“凭空创造”。银行发放一笔贷款时，居民或企业的银行账户上会相应增加一笔存款。借款人以未来的还本付息为代价，换取当下的一笔钱。这笔钱是全新的，与旧有货币完全无关，货币总量上升。

第四，中央银行能够通过货币政策在一定程度上调控货币。央行虽然不直接参与货币创造，但能通过调整政策利率和法定存款准备金率、投放或回笼基础货币等方式调控货币总量。宽松的货币政策会加快货币增速，紧缩的货币政策会放慢货币增速。但货币总量并不完全受央行控制，商业银行和公众的贷款意愿会影响货币政策效果，导致超过或不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31901

