

货币超发的谬论可以休矣

- 许多人认为，中国存在货币超发的现象，并相信超发的货币推高了包括房价在内的许多资产价格，催生了资产价格泡沫。但这流行的“中国货币超发”之见解是对中国经济的错误判断。
- 分析宏观经济指标时，首先要区分研究的是名义变量还是真实变量。货币对名义变量有直接而充分的决定力，但对真实变量只有间接而微弱的影响力。M2/GDP 比例是一个真实变量，因而并不是货币政策能够决定的。事实上，一个国家越是超发货币，M2/GDP 的比例会越低，而不会像我国这样持续走高。
- 我国房价上涨主要来自于房屋相对其他商品的相对价格上涨。而相对价格也是真实变量，并不是货币所能决定的。我国房价上涨更多是真实经济因素（如房屋的供求关系）而非货币因素的结果。
- 中国 M2/GDP 比例持续上升的真正原因是中国的高储蓄率。而对像津巴布韦这样陷入恶性通货膨胀的国家来说，M2/GDP 比例之所以会趋向于零，并非因为这些国家名义货币发行的不够多，而是这些国家的国民储蓄在恶性通货膨胀环境下显著减少所致。
- “中国货币超发”的说法是个谬论，“货币超发推高房价”的说法也不能成立。为了让我国宏观政策更加合乎实际，中国货币超发的谬论可以休矣。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

许多人认为，中国存在货币超发的现象，并相信超发的货币推高了包括房价在内的许多资产价格，催生了资产价格泡沫。但这流行的“中国货币超发”之见解是对中国经济的错误判断。

在一些人眼中，中国持续走高的 M2/GDP 比例是中国超发货币的明证。M2 又叫广义货币，是货币统计的一个口径，包含了流通中的现金，居民存款和企业存款。2000 年，我国 M2 与名义 GDP 的比例 (M2/GDP) 为 134%。而到了 2020 年，这个比值上升到了 215%。20 年间，相比我国的名义 GDP，我国的 M2 变得更多了。这似乎说明我国货币发得太多了。(图表 1)

图表 1. 我国 M2/GDP 比例长期趋势性上升



资料来源：万得，中银证券

以上的逻辑看似有道理，但其实犯了混淆名义变量和真实变量的错误。分析宏观经济指标时，首先要区分研究的是名义 (nominal) 变量还是真实 (real) 变量。名义变量以货币为单位，真实变量以真实货品或度量衡为单位。前文提到的我国 M2 存量，名义 GDP 规模，单位都是“元”，因而都是名义变量。而像商品房销售面积、钢铁产量、发电量这样的指标则是真实变量。

之所以要区分名义变量和真实变量，是因为货币对名义变量和真实变量的影响力大不一样。货币对名义变量有直接而充分的决定力，但对真实变量只有间接而微弱的影响力。举个简单例子，假设我国名义货币总量突然变为原来的 10 倍，各种价格也同步上涨到原来的 10 倍，那么我国名义 GDP 就会变成原来的 10 倍。尽管如此，我国真实经济规模，钢铁产量、发电量等真实产出指标却不会因为货币的扩张而同步增加。

笃信货币超发的人多半没有注意到，M2/GDP 比例其实是一个真实变量，因而并不是货币政策能够决定的。M2/GDP 这个指标的经济含义是，经济中货币存量够买多少倍的经济总产出（以 GDP 衡量），反映的是货币存量的真实购买力。在现代的法币体系下，中央银行确实拥有无限发行名义货币的权力（发多少名义货币无非是 1 后面印多少个 0 的事情）。但因为经济中的价格水平并不由央行决定，所以发行出来的名义货币能买到多少真实产品不是央行能说了算的。可能的情况是，央行增发名义货币后，物价涨得比货币增长得更快，使得名义货币的购买力反而下降。所以，央行其实没法决定自己发行出来的名义货币能有多少购买力，没法决定经济中的 M2/GDP 比例。

事实上，中央银行如果真要超发货币，名义货币存量的购买力反而会降低。换言之，一个国家越是超发货币，M2/GDP 的比例反而会越低。这方面，在十多年前搞出了恶性通货膨胀的非洲国家津巴布韦是个很好的例子。

2009 年，津巴布韦发行了人类历史上面值最大的货币，100 万亿津元的货币（1 后面跟着 14 个零）。大家可以猜一猜，当 100 万亿面值的货币粉墨登场的时候，津巴布韦的 M2/GDP 比例是多少。尽管当时津巴布韦已经不再发布货币统计数据了，但很容易可以知道，当时津巴布韦的 M2/GDP 比例不断下降，最终趋近于零。因为不久之后，津巴布韦全面改用了美元，让其发行的津元变成了一堆废纸。（图表 2）

图表 2. 津巴布韦 2009 年发行的面额为 100 万亿的钞票



资料来源：百度图片

之所以会这样，是因为在津巴布韦大肆超发货币的时候，通胀跑得比货币增长更快。2008 年 7 月，津巴布韦中央统计办公室公布的通胀数据显示，当时年化通胀率达到了百分之 2.31 亿——一个月内，物价会上涨到之前的 27 倍。在那之后相当长时间，津巴布韦都没有公布其通胀数据。而根据国际货币基金组织估计，到 2008 年 9 月，津巴布韦的年化通胀率更是进一步上升到了百分之 4890 亿（对津巴布韦恶性通胀的更详细描述请参见美国达拉斯联储 2011 年发布的报告《津巴布韦的恶性通胀》^[1]）。因此，别看津巴布韦 100 万亿面值的货币很唬人，它的购买力其实不高，而且还在快速走低。

津巴布韦并非个例。事实上，一个国家只要超发货币，通胀一定会快速上升，从而导致货币存量的真实购买力（M2/GDP）不升反降。这正好与我国不断上升的 M2/GDP 走势相反。因此，我国 M2/GDP 比例的持续上升不是货币因素能够解释的，从中更推不出货币超发的结论。

当然，笃信货币超发论的人可能会辩解说，中国超发的货币虽然没有体现在商品价格上涨上，但却表现在了房价这样的资产价格上。确实，我国不同价格指数之间的涨幅有明显差异。在 2006 年 1 月到 2021 年 7 月的这十几年时间里，我国 70 个大中城市新房平均房价累计涨了 122%，与同期消费者价格指数（CPI）中的食品价格 115% 的涨幅差不多。而同期，CPI 中的非食品价格和生产者价格指数（PPI）的累积涨幅分别只有 22% 和 24%。（图表 3）

但要注意，房价相对非食品价格和生产者价格有更高的涨幅，说明是房子相对其他商品的相对价格在上升。而相对价格也是真实变量，并不是货币所能决定的。如果货币是各种价格上涨的唯一原因，那么所有价格应该跟随货币总量的扩张而同幅度上升，而不是像我国现实中这样出现不同的价格涨幅。我国房价的更高涨幅，是真实经济因素（如房屋的供求关系）而非货币因素所导致的结果。

图表 3. 我国不同价格指数的长期走势



资料来源：万得，中银证券

过去几十年，中国 M2/GDP 比例持续上升的真正原因是中国的高储蓄率。在我国目前超过 200 万亿元的 M2 中，超过 95% 是银行存款。这些存款实质上是表现为货币形式的居民和企业的储蓄。正因为这些货币对应着实体经济中的储蓄，所以它们才沉淀在了经济中，而没有被很快花出去，因而没有带来更高的通胀。换言之，正因为大量储蓄的存在，使得我国名义货币扩张向通胀的传导并不顺畅，所以才让我国 M2 长期跑得比名义 GDP 更快，从而带来了越来越高的 M2/GDP 比例。

如果我国不是有那么多储蓄，那么央行无论怎样增发名义货币，也无法让 M2/GDP 比例上升。这是因为如果经济里储蓄不多，一定意味着经济主体的消费倾向很高，会把自己拿到的钱很快花出去。那么，央行一旦发行新的货币，这些货币马上就会被拿到它的居民或企业给花出去，迅速变成经济中的购买活动，从而拉动物价上涨。这样，名义货币总量的扩张会迅速带来相同（或甚至更高）速率的名义 GDP 扩张，M2/GDP 就难以因为名义货币的增发而走高。

事实上，当物价快速上涨的时候，居民和企业都会想把手中的钱尽快花出去，以免拿在自己手上贬值。这会降低经济中的储蓄，从而压低经济中的 M2/GDP 比例。对像津巴布韦这样陷入恶性通货膨胀的国家来说，M2/GDP 之所以会趋向于零，并非因为这些国家名义货币发行的不够多，而是因而这些国家的国民储蓄在恶性通货膨胀环境下显著减少。

在 2021 年 9 月 9 日发表的《宏观分析需要宏观思维》一文中，笔者曾说：“宏观分析不等于微观分析，缺乏宏观思维的宏观经济分析很容易得出片面的结论。”^{【1】}有关中国货币超发的误解是这句话的一个很好注脚。只是把微观经验简单套用到宏观分析上，很容易把我国 M2/GDP 的上升归结为货币超发。但只要弄清了名义变量和真实变量的区分，就能知道多发名义货币并不能带来更高的 M2/GDP 比例，也就能知道“中国货币超发”的说法是个谬论，懂得“货币超发抬高房价”的说法为什么不能成立。自然地，建立在这些谬论和误解之上的政策建议难以取得预想的效果，甚至会给经济运行带来危害。为了让我国宏观政策更加合乎实际，中国货币超发的谬论可以休矣。（完）

【1】 Federal Reserve Bank of Dallas, 2011, "Hyperinflation in Zimbabwe", Globalization and Monetary Policy Institute 2011 Annual Report, <https://www.dallasfed.org/~media/documents/institute/annual/2011/annual11b.pdf>。

【2】 徐高，2021 年 9 月 9 日，《宏观分析需要宏观思维》，
<https://www.bocichina.com/Details/detail?id=dataindex3352149>。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_26724

