新时代证券 New Times Securities

货币创造、信用创造与资产价格

行业深度

● **货币供应量含义**

货币供应量是全社会的货币存量，是某一时点承担流通和支付手段的金融工具总和。M0 指流通中的现金。狭义货币供应量 M1 是 M0 加上企业活期存款、机关团体部队存款、农村存款、个人持有的信用卡类存款广义货币供应量 M2 主要包括 M1、个人存款、单位定期存款、其他存款以及非存款机构部门持有的货币市场基金。个人活期存款属于 M2，不属于 M1。

● **货币的创造过程**

分析 M2 变化可以从各项存款入手，但是由于存款的影响因素很多，很难说清楚存款变动的背后原因是什么。对此，可以从货币供应量的创造过程入手。贷款、债券净投资、同业投资、财政存款是影响 M2 的主要因素。2020 年一季度末人民币贷款余额约为 160 万亿元，占 M2 的比重达 77%，是我国商业银行最重要的货币创造方式。

● **货币创造与信用创造**

信用创造即债权债务关系的形成。货币不完全由信用创造，信用不完全创造货币。当财政存款支出转化为居民存款或者企业存款时，信用创造并没有发生，但是货币创造却发生了。一些影子银行业务创造信用，但并不会创造货币。当我们说宽信用，是指经济主体债务的扩张，也是在说货币创造的增强，这也就说宽信用和宽货币实际是一样的。当我们说宽货币，更多地是指货币政策宽松。

● **货币创造与资产价格**

M2 GDP 增速差与股价：很多人用 M2 与 GDP 增速差来表示流动性，进而将之与股市表现联系起来。在金融去杠杆之前，一部分 M2 确实可能由资金空转引起的，这部分资金会流向股市，此时用 M2 GDP 增速差表示流动性有一定道理。但是金融去杠杆之后，这个渠道消失或者很弱了。相反，能够真实代表进入股市资金的基金等影子银行，在募集资金的过程中只过是把居民存款转化为了非银金融机构存款，并不会导致 M2 增速上升。

M2 增速与房价：过去几十年中国 M2/GDP 增速不断上升，但是没有发生严重的通货膨胀，一些观点认为中国房地产市场是个“蓄水池”，吸收了大量流动性。事实上，一方面，M2 增速上升是房地产行业信用创造的结果。另一方面，也不否认货币政策是短期房价的重要影响因素。但是居民增加信贷创造的存款，通过购买二手房转化为其他居民存款，通过购买新房转化为房地产企业存款，这些存款并没有被房地产市场锁住。

社融 M2 增速差与利率：商业银行的一些同业投资，创造了 M2 但没有流向实体经济。而社融的一些非标为实体经济提供了资金，但不创造 M2。社融 M2 增速差可以看作是一部分非标的资金需求和供给之差，能用来分析债券收益率。但是如果非标融资和银行同业投资都保持稳定，不再变化，那么社融增速和 M2 增速将趋同，社融 M2 增速差对债券收益率也不再有意义。

中美 M2 增速差与汇率：很多人喜欢用中美 M2 增速差、中美 M2/GDP 之比来判断人民币汇率走势，但这存在很大缺陷。首先，中美 M2 统计口径差异很大。其次，中美融资结构不同。此外，购买力平价理论适用条件苛刻，存在诸多不现实的假设，比如自由贸易、商品篮子相同等。短期的汇率决定因素更复杂，还包括资本管制、风险溢价，等等。

● **风险提示：货币创造和资产价格的关系复杂、不稳定**

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）
chenyunyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观专题：宏观经济影响债市的微观机制——兼论疫情对债市的影响
2020-02-18

宏观专题：市场集中度如何影响资本回报率
2020-02-06

宏观专题：周期即趋势——宏观大势研判
2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响
2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格
2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善 LPR 形成机制
2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果
2019-07-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析
2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验
2019-02-11

目 录

1、 货币供应量含义.....3
2、 货币的创造过程.....5
2.1、 贷款.....6
2.2、 企业债券投资.....7
2.3、 政府债券投资与财政存款.....8
2.4、 金融债券投资.....11
2.5、 同业投资.....12
2.6、 外汇占款.....13
2.7、 货币基金.....15
3、 货币创造与信用创造.....16
4、 货币创造与资产价格.....18
4.1、 M2 GDP 增速差与股价.....18
4.2、 M2 增速与房价.....20
4.3、 社融 M2 增速差与利率.....22
4.4、 中美 M2 增速差与汇率.....24

图表目录

图 1: M0 占 M2 比重长期下降且季节性明显.....4
图 2: M1 增速不仅受经济活跃度影响.....5
图 3: 我国 M2 接近 210 万亿元.....6
图 4: 信贷是 M2 创造的最重要方式.....7
图 5: 银行债券投资是 M2 的第二大来源.....8
图 6: 近几年政府债券大量发行.....11
图 7: 2016 年之后银行金融债券大量发行.....12
图 8: 银行同业投资趋稳.....12
图 9: 2017 年之后外汇占款稳定.....15
图 10: 货币基金对 M2 影响较小.....16
图 11: M2 GDP 增速差领先 A 股 PB.....19
图 12: M1 M2 增速差和股指基本同趋势.....20
图 13: M2/GDP 不断上升.....20
图 14: M2 增速和房地产销售增速同步变动，并领先房价增速.....21
图 15: 房价涨幅远超 CPI.....22
图 16: 社融 M2 增速差领先债券收益率.....23
图 17: 社融 M2 增速差的核心是非标资金需求供给差异.....23
图 18: 中美 M2 增速差和人民币汇率没有明显关系.....24
图 19: 阿根廷货币供给高增速伴随货币长期贬值.....25

表 1: 货币创造、信用创造、社会融资的异同.....18

疫情发生之后，我国的货币政策更加灵活适度。货币供应量是货币政策重要的中介目标，有必要弄明白货币供应量的含义及其创造过程，这对理解我国货币政策以及经济形势具有重要意义。另外，金融创新使货币创造、信用创造不断变化，也有必要分析货币创造和信用创造的区别与联系。对于市场而言，谈到货币创造自然会联系到资产价格，但是对货币创造、信用创造的误解，导致一些似是而非的观点流传甚广，我们还将对此进行甄别。

1、 货币供应量含义

货币供应量是全社会的货币存量，是某一时点承担流通和支付手段的金融工具总和。根据转变为交换媒介能力的不同，可将货币供应量划分为不同层次。我国央行 1994 年公布《中国人民银行货币供应量统计和公布暂行办法》以来，经过多次修订，形成了比较完善的货币供应量层次划分。当前货币供应量层次为：

M0=流通中的现金

M1=M0+企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款

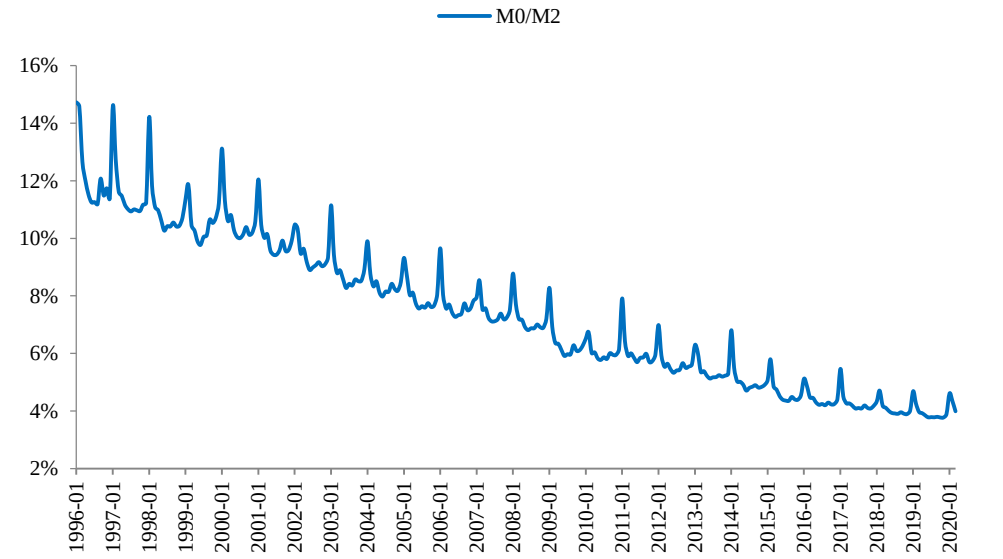
M2=M1+单位定期存款+个人存款+其他存款+非存款机构部门持有的货币市场基金

其中，其他存款包括信托存款、应解汇款及临时存款（指银行汇款业务收到的待解付的款项及异地采购单位或个人临时性存款和其他临时性存款）、保证金（主要指银行承兑汇票保证金）、财政预算外存款、租赁保证金、证券公司客户保证金（90%）、非存款类金融机构在存款类金融机构的存款（不包括货币市场基金存款）及住房公积金存款等。

M0 指流通中的现金。银行库存现金不是流通中现金，不属于 M0。银行库存现金属于银行资产，银行库存现金和流通中的现金一起构成货币发行，货币发行和银行存款准备金又一起构成基础货币。另外，境外人民币现金也属于 M0。

从长期趋势来看，随着电子支付的广泛运用，M0 占 M2 的比重在逐渐下降。M0 增速还具有明显的季节特征。春节前公司发放现金工资、奖金，居民为了准备压岁钱或者应对小额支付，会增加提现需求，进而使 M0 增速上升。春节之后，随着现金支付出去，以及没有支付的现金重新存入银行，M0 增速会下降。

图1： M0 占 M2 比重长期下降且季节性明显



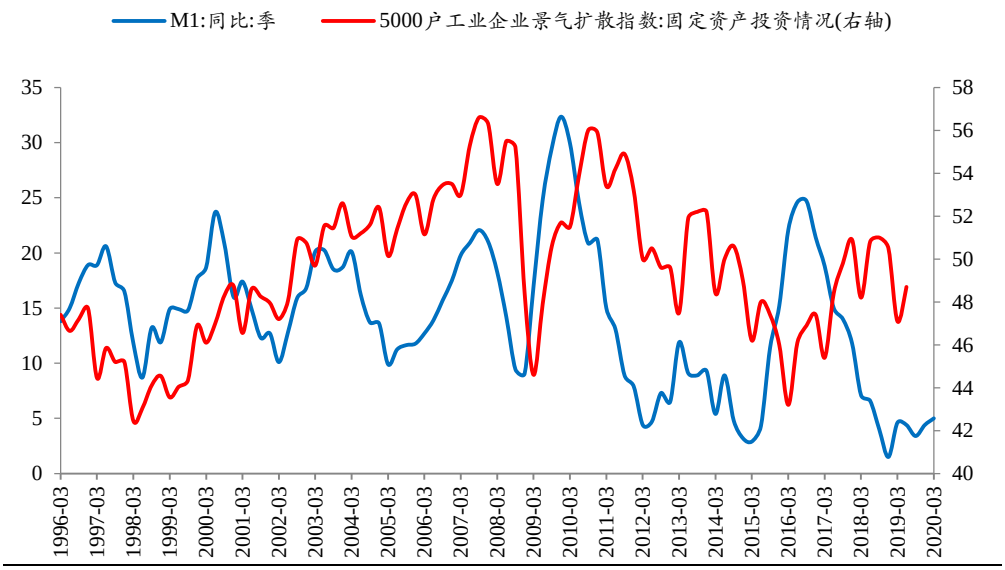
资料来源：Wind，新时代证券研究所

狭义货币供应量 M1 是 M0 加上企业活期存款、机关团体部队存款、农村存款、个人持有的信用卡类存款。特别需要注意的是，个人活期存款属于 M2，不属于 M1。

和 M0 一样，M1 增速也存在季节性。每年春节前企业活期存款会通过发放工资、奖金的方式转化为个人存款 M2，M1 增速下降。春节期间居民支出增加，个人存款又转化为企业活期存款，M1 增速又回升。

平时 M1 增速与经济活跃度密切相关。当经济活跃度上升时，企业会将定期存款转化为活期存款，用来购买设备、原材料，M1 增速上升。当然，M1 增速还有其他影响因素。2016 年企业投资增速不断下降，M1 同比增速的大幅上升并不是因为企业投资、生产更加活跃，而是另有原因。第一，2016 年去库存导致房地产热销，房企的活期存款增加。同时，由于房企存在进一步拿地、投资的意愿，存在持有活期存款必要。第二，2016 年地方债置换规模很大，一些地方债发行到置换债务存在一定时滞，这部分资金会暂时以活期存款形式存在地方融资平台账户上。之后，随着房地产调控的加强、地方债置换减少、非标融资收紧，M1 同比增速从 2016 年末的 21.4%逐步下降到 2018 年末的 0.4%。2019 年货币政策继续保持流动性宽松，M1 增速随 M2 增速小幅回升。

图2： M1 增速不仅受经济活跃度影响



资料来源：Wind，新时代证券研究所

广义货币供应量 M2 主要包括 M1、个人存款、单位定期存款、其他存款以及非存款机构部门持有的货币市场基金。**个人存款又叫储蓄存款，是我国针对居民设置的，分为活期储蓄存款、定期储蓄存款等。活期储蓄存款在我国是不能用于开支票的，不属于 M1。**个人放在支付宝等支付机构里的钱，不属于个人存款，而是第三方支付机构客户备付金。2019 年 1 月 14 日起，支付机构需要将 100%的客户备付金集中交存至人民银行，交存的客户备付金不计入一般存款，这也意味着个人将银行存款转移到支付机构，会导致 M2 减少。

境内非存款类金融机构在存款类金融机构的存款属于 M2，但是境外所有金融机构在我国境内的人民币存款不属于 M2，不过境外非金融机构在境内银行的人民币存款属于 M2。外币存款也不属于 M2。央行 1994 年公布的《中国人民银行货币供应量统计和公布暂行办法》将外币存款纳入了 M2 范畴，但当时由于规模较小，实际工作中并没有进行统计，后来虽然外币存款规模不断增加，但是仍然没有纳入 M2。财政存款中的财政预算外存款用于财政预算外收支，不需要上缴央行，也计算在 M2 中。其他财政存款需要上缴央行，不计入 M2。

2018 年 1 月，央行将非存款机构部门持有的货币市场基金替代货币市场基金存款（含存单），纳入 M2 中。这是因为，一方面货币市场基金产品已经高度货币化，支付能力很强。另一方面，也体现了金融监管部门对日益庞大的货币市场基金的重视。截至 2019 年三季度末，我国货币市场基金资产净值约为 7 万亿元，占 M2 的比重较小。但是**货币市场基金纳入 M2 标志着货币供应量不仅可以由银行创造，也可以由非银机构创造，这是货币创造质的改变。**

2、 货币的创造过程

2020 年一季度末，我国 M2 接近 210 万亿元。**根据货币供应量指标的含义，分析 M2 变化可以从各项存款入手，但是由于存款的影响因素很多，很难说清楚存款变动的背后原因是什么。**比如，个人存款增加可能是个人贷款增加导致的，也可能是由企业存款转化的，但前者影响 M2，后者不影响。对此，我们可以从货币供应

量的创造过程入手。由于货币市场基金占 M2 比重比较小，本文主要分析 M2 各项存款的来源。

根据《存款类金融机构人民币信贷收支表》，我们有：

资金来源=流通中的现金+各项存款+财政存款+金融债券+对国际金融机构负债+其他

资金运用=各项贷款+债券投资+股权及其他投资+黄金占款+外汇占款+在国际金融机构资产

因为资金来源等于资金运用，M2 包括流通中的现金、各项存款，再加上新纳入的非存款机构部门持有的货币市场基金，我们可以将 M2 表示为：

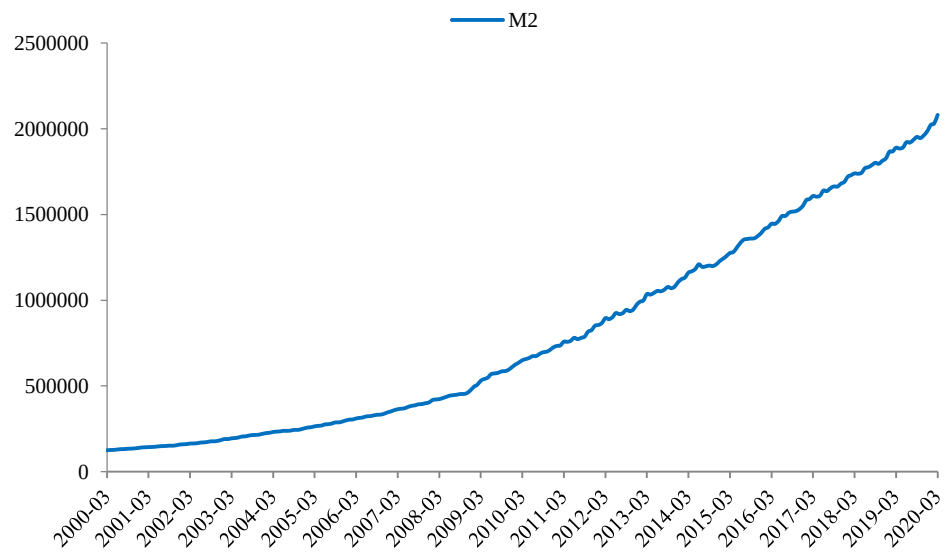
M2=各项贷款+境外贷款+债券投资+股权及其他投资+黄金占款+外汇占款+在国际金融机构净资产-财政存款-金融债券

黄金占款、在国际金融机构净资产等变动不大，对 M2 增量的影响很小，不予考虑。股权及其他投资中股权投资受限于法律规模很小，可以忽略，其他投资很复杂，主要是银行的同业资产投资。因此 M2 增量可表示为：

△M2=△贷款＋△债券净投资＋△同业投资＋△外汇占款－△财政存款

可见，**贷款、债券净投资、同业投资、外汇占款、财政存款是影响 M2 变动的主要因素。债券净投资剔除了商业银行发行的金融债，金融债 2016 年之前发行量很小，但是近几年发行量增加，对 M2 产生干扰。**财政存款全年变动很小，但是财政支出进度会影响每月的财政存款变动，进而对每月的 M2 产生影响。

图3： 我国 M2 接近 210 万亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1、 贷款

2020 年一季度末人民币贷款余额约为 160 万亿元，占 M2 的比重达 77%。**贷款是我国商业银行最重要的货币创造方式。**

假设初始资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元

负债：存款 1 亿元

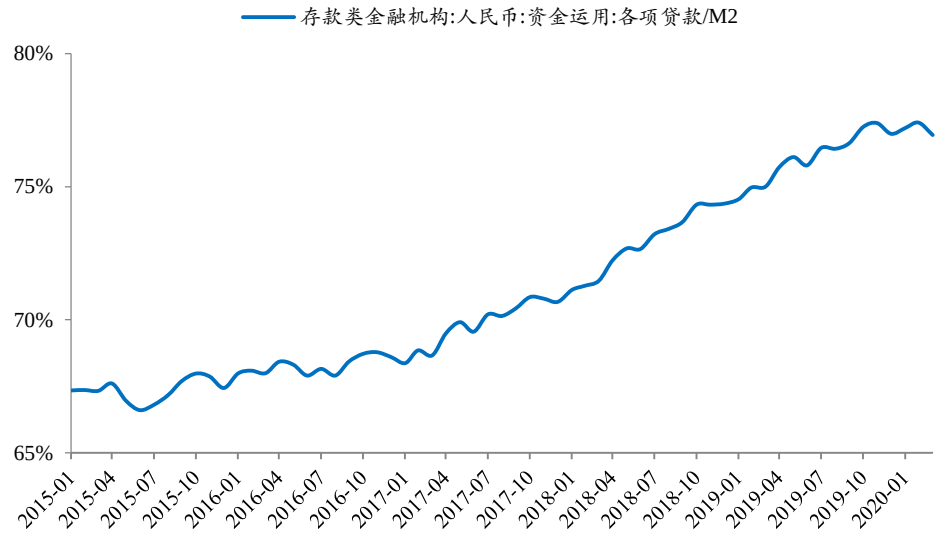
初始存款的来源是个有意思的话题，这里暂不讨论。商业银行发放 1 亿元贷款之后，资产负债表变为：

资产：准备金 1 亿元，发放贷款 1 亿元

负债：存款 2 亿元

此时 1 亿元信贷创造了 1 亿元 M2。

图4： 信贷是 M2 创造的最重要方式



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 企业债券投资

银行企业债券、政府债券投资是货币创造的第二大来源。2020 年一季度末银行债券投资 40 万亿元，占 M2 的 20%。下面分别分析银行企业债务、政府债券投资分对 M2 的影响。

假设商业银行的初始资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元

负债：居民存款 1 亿元

商业银行利用居民存款的资金从一级市场购买 1 亿元企业债券，则整个银行体系的资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元，企业债券 1 亿元

负债：居民存款 1 亿元，企业存款 1 亿元

可见，当银行利用自有资金进行债券投资时，将创造相应的企业存款。

商业银行在二级市场购买债券对货币的影响又不同。考虑到本文分析的是整体商业银行系统的行为，我们不分析商业银行间的业务往来。如果商业银行利用自有

资金在二级市场从非银机构中购买 1 亿元债券，此时整个银行体系的资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元，债券投资 1 亿元

负债：居民存款 1 亿元，非银存款 1 亿元

此时，货币供应量会增加。如果考虑到非银机构的资金是从居民获得的，企业债券是从一级市场购入的，则银行系统的资产负债表变化较为复杂。假设非银机构发行理财产品，银行系统资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元

负债：非银存款 1 亿元

非银机构从一级市场购入企业债券后，银行系统资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元

负债：企业存款 1 亿元

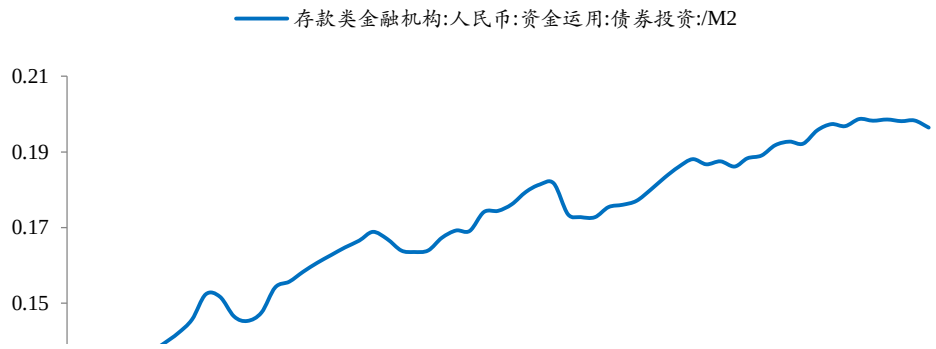
这个过程实际上就是影子银行信用创造过程，这个货币的货币供应量并没有增加，只是将居民存款转化为了企业存款。最后，商业银行从非银机构中购买企业债券后的资产负债表为：

资产：准备金 1 亿元，债券投资 1 亿元

负债：企业存款 1 亿元，非银存款 1 亿元

此时，货币供应量增加，和银行直接利用自有非理财资金在一级市场购买企业债券一样。

图5： 银行债券投资是 M2 的第二大来源



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_5537