



宏观研究

# 【粤开宏观】解密“货币超发”：本质、原因、影响与防范

2021年12月25日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**研究助理：马家进**

邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】明年经济工作定调：中央经济工作会议》2021-12-10

《【粤开宏观】前期政策纠偏效果初显，经济仍在寻底之中：11月经济数据解读》2021-12-15

《【粤开宏观】美通胀高企，或迎来加息周期：12月美联储议息会议点评》2021-12-16

《【粤开宏观】中概股“回港”上市水到渠成》2021-12-20

《【粤开宏观】城投之变—2022年城投债展望与投资策略》2021-12-21

## 摘要

“货币超发”是一个深入人心的观点，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。但货币超发的本质是什么？货币超发如何衡量？货币怎么超发？房价上涨与货币超发有何关系？如何有效避免货币超发？本文将针对上述问题——解答。

## 一、当我们谈论货币超发时，我们在谈论什么？

**1、M2/GDP 比值是最常被用来论证中国存在货币超发的依据。**中国从 1985 年的 57.1%一路攀升至 2020 年的 215.8%，而 2020 年美国仅为 92.1%。

**2、货币因素是否导致了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恰当标准。**M2/GDP 作为货币超发的衡量指标存在不少缺陷，与统计口径、国民储蓄率和融资结构等有关；且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，实际上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。

**3、若仅从通胀指标来看，中国没有明显的货币超发，但通胀指标并不包括房地产、股票等资产价格，与居民感知有差异。**2001-2020 年，中国 CPI 总水平上涨 57.1%，年均上涨 2.3%，而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，若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%。

**4、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。

## 二、货币如何超发？货币超发的本质是什么？

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，央行只是其中一个环节。

**1、货币超发不全是中央银行的责任，而是由中央银行、商业银行、公众、政府共同决定。**1) 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 月占比 96.3%。2) 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。3) 商业银行通过贷款等资产扩张创造存款货币。银行通过贷款和购债等业务活动创造了“一手”货币，而公众在日常交易、支付、民间借贷的都是“二手”货币。4) 中央银行能够通过货币政策在一定程度上调控货币。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。

**2、货币超发的本质是实体部门过度举债和加杠杆。**货币超发是指货币总量超过了潜在的合理数量，而货币又主要由商业银行通过贷款和购债等方式创造生成，源头是居民和企业等实体部门的信贷需求。M2/GDP 比值与宏观杠杆率在水平和趋势上高度一致。过去 20 年中，地方政府、国有企业和房地产部门（居民和房企）是三大加杠杆主体。

### 三、房价上涨是过多的货币追逐过少的房子：货币超发源于投机性需求等

**1、满足居民合理住房需求的货币增长不能算作超发，基本面支撑的房价上涨也不应归咎于货币超发。**25-50 岁购房主力年龄人口增长，城镇化率快速提高，居民收入稳步增长，对美好生活的向往，导致购房需求不断攀升。居民住房需求上升，带动房价上涨，也导致房地产贷款增加，货币总量增长。

**2、投机性需求和恐慌性的刚需前置导致房价和货币过快上涨，这部分需求所创造的货币属于超发。**1) 房地产市场的长期供需矛盾，导致了房价的长期上涨趋势，进而助长了“房价永远涨”的市场预期，于是出现了大量脱离真实住房需求的投机性需求。2) 出于对未来房价继续快速上涨的担忧，部分居民的刚性需求被迫提前。3) 部分房地产企业在享受时代和行业红利后，长期习惯加杠杆和弯道超车，高估自身能力、低估时代变局，盲目扩张和多元化，进一步推高货币总量和债务风险。4) 房地产是优质的抵押品，房价长期上涨预期下，房地产贷款违约风险较低，因此银行的放贷意愿非常积极。

**3、房地产相关的货币超发会引发一系列负面影响：**1) 房价过快上涨，增大居民购房压力，降低年轻人的积极性和活力；2) 居民未来收入被过度透支，消费和抗风险能力下降；3) 加剧贫富分化和社会不满情绪；4) 推高房租成本，挤压线下零售和服务业的生存空间；5) 占据过多的信贷资源，抬升全社会融资成本；6) 房企债务风险较高，若处置不当，或引发连锁反应。

### 四、如何有效防止货币超发？

监管部门负有宏观调控的责任，应多措并举防止货币超发。

第一，实施稳健的货币政策，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

第二，加强金融监管，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。

第三，房地产市场长效机制，稳定市场预期。

第四，坚持高质量发展，从房地产繁荣到科技和制造强国。

**风险提示：**疫情变化超预期、房地产调控超预期



## 目 录

一、当我们谈论货币超发时，我们在谈论什么？	4
（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	4
（二）过去 20 年，货币超发主要反映在房价而非通胀上	5
二、货币如何超发？货币超发的本质是什么？	7
（一）货币总量由中央银行、商业银行、公众、政府共同决定	7
（二）货币超发的本质是过度举债和加杠杆	8
三、房价上涨是过多的货币追逐过少的房子：货币超发源于投机性需求等	8
（一）满足居民合理住房需求的货币增长不能算作超发	8
（二）投机性需求和恐慌性的刚需前置导致货币超发	9
四、如何有效防止货币超发？	10

## 图表目录

图表 1：中国 M2/GDP 比值持续上升	4
图表 2：中国 M2/GDP 比值高于其他主要经济体	4
图表 3：2010 年 CPI 和房价快速上涨，导致货币超发论广泛传播	5
图表 4：城乡居民收入涨幅远超通胀	6
图表 5：M2/GDP 同比增速领先于房价同比增速	6
图表 6：银行存款在货币总量中占比超过 95%	7
图表 7：M2/GDP 与宏观杠杆率高度同步	8
图表 8：快速的城镇化进程带来了大量购房需求	9
图表 9：2017 年居民短期消费贷违规流入楼市	10



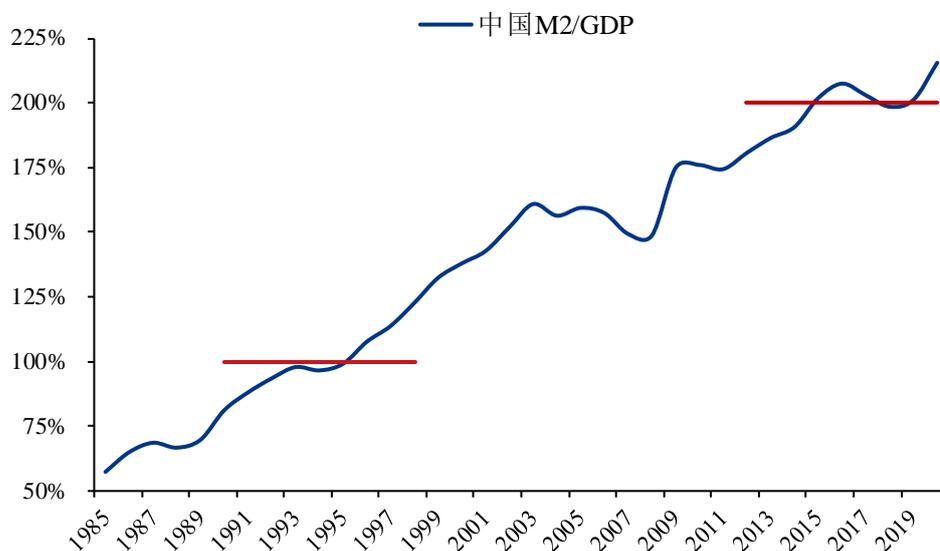
## 一、当我们谈论货币超发时，我们在谈论什么？

### （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”是一个深入人心的观点，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。

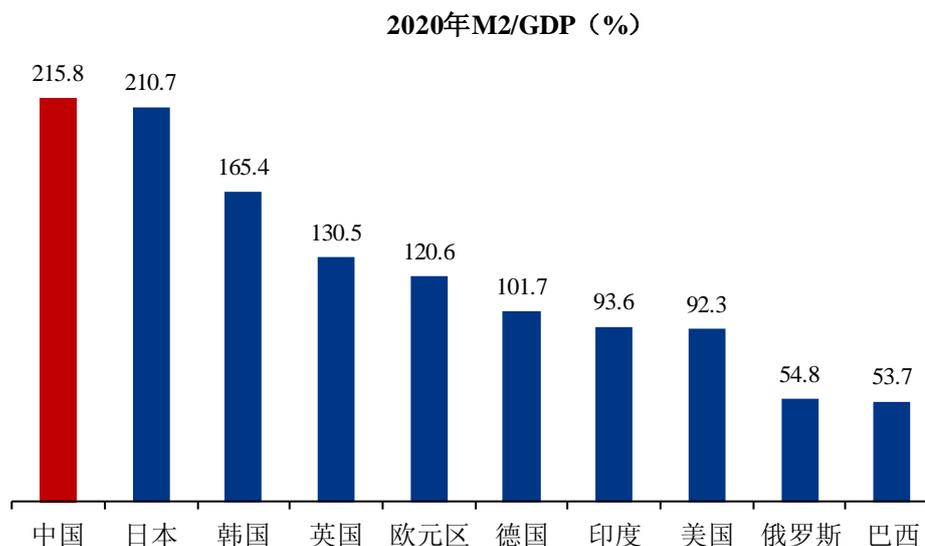
而最常被用来论证中国存在货币超发的依据，就是 M2/GDP 比值。纵向来看，中国从 1985 年的 57.1% 一路突破 100% 和 200%，2020 年高达 215.8%；横向来看，中国也要显著高于其他主要经济体，其中美国和欧元区分别只有 92.1% 和 120.6%；绝对量来看，2020 年中国广义货币 M2 高达 218.7 万亿元，GDP 则只有 101.4 万亿元。

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

图表2：中国 M2/GDP 比值高于其他主要经济体



资料来源：Wind、粤开证券研究院 注：印度为 M3/GDP



**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

## (二) 过去 20 年，货币超发主要反映在房价而非通胀上

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。

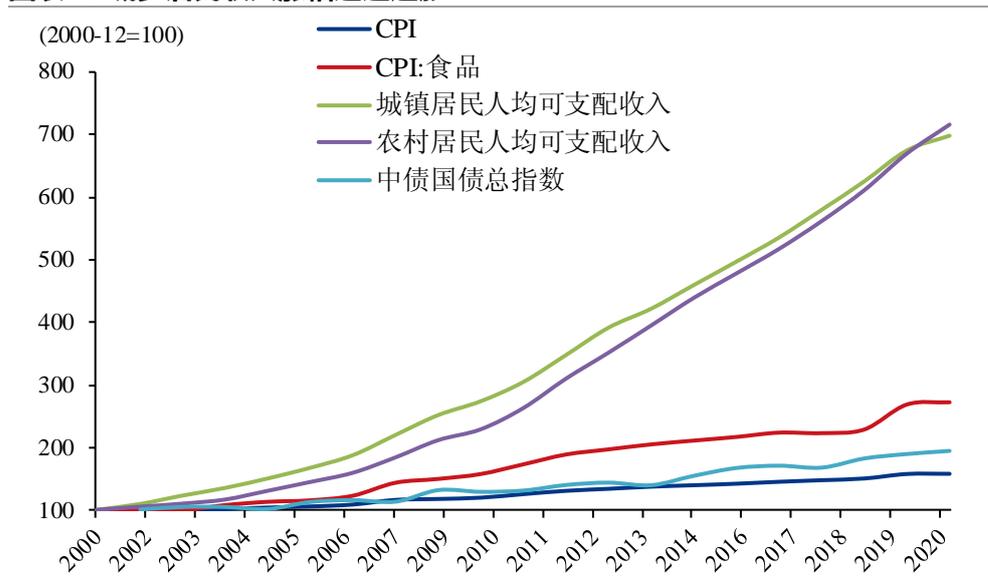
最优通胀不是零通胀，而是稳定的低通胀。美联储将通胀目标定在 2%，中国经济增速更高，因此可在 2-3%。只要通胀稳定，工资、养老金等都可同步调整，不会影响居民



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。

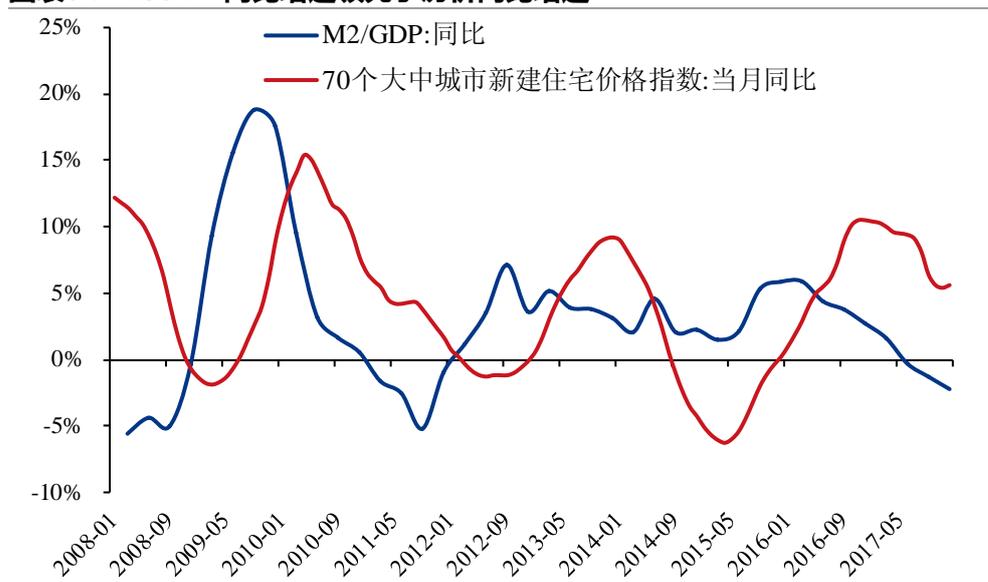
图表4：城乡居民收入涨幅远超通胀



资料来源：Wind、粤开证券研究院

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



## 二、货币如何超发？货币超发的本质是什么？

### （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。

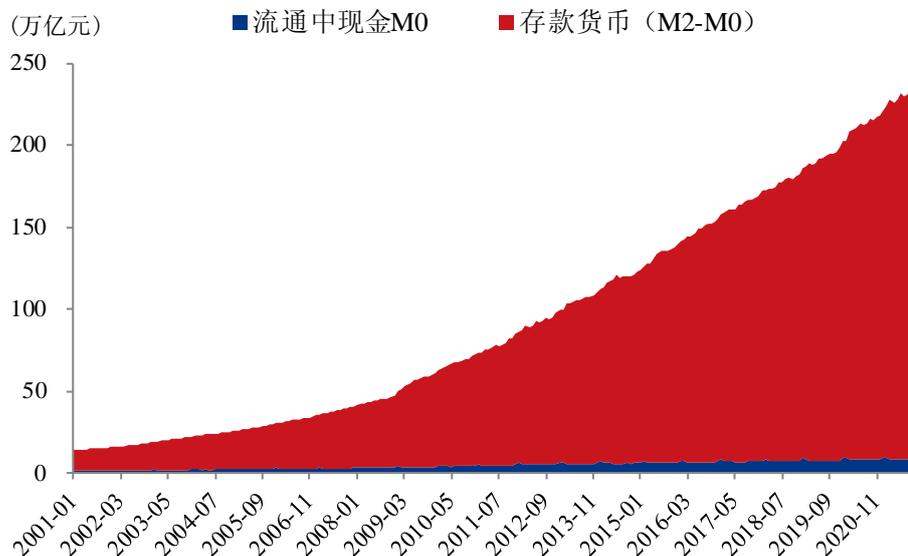
**第二，中央银行被动投放而非主动投放现金。**在现金发行中，央行更多扮演的是接订单和发货的角色。先是居民找商业银行提取现金，再是商业银行找央行换取现金，央行按需提供硬币和纸币。只有像津巴布韦这样财政赤字货币化的国家才会主动印钞，当然结果就是恶性通胀。正常国家的印钞都要遵守严格的纪律。此外，硬币和纸币只有到了公众手中才是货币。印钞厂和银行金库中不管有多少，都不算，因为没有进入流通形成购买力。

**第三，商业银行通过贷款等资产扩张创造存款货币。**大众通常将银行理解为先吸收一笔存款，再将这笔存款贷出去。但实际上是银行先放出一笔贷款，然后这笔贷款变成一笔存款。至于为什么银行要竞争存款，主要是为了满足自身的流动性和监管要求。银行通过贷款和购债等业务活动创造了“一手”货币，而公众在日常交易、支付、民间借贷的都是“二手”货币。“一手”货币是货币创造，“二手”货币是货币转移。

**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。

**因此，货币超发不全是中央银行的责任，而是由中央银行、商业银行、公众、政府共同决定。**

图表6：银行存款在货币总量中占比超过95%



资料来源：Wind、粤开证券研究院



## (二) 货币超发的本质是过度举债和加杠杆

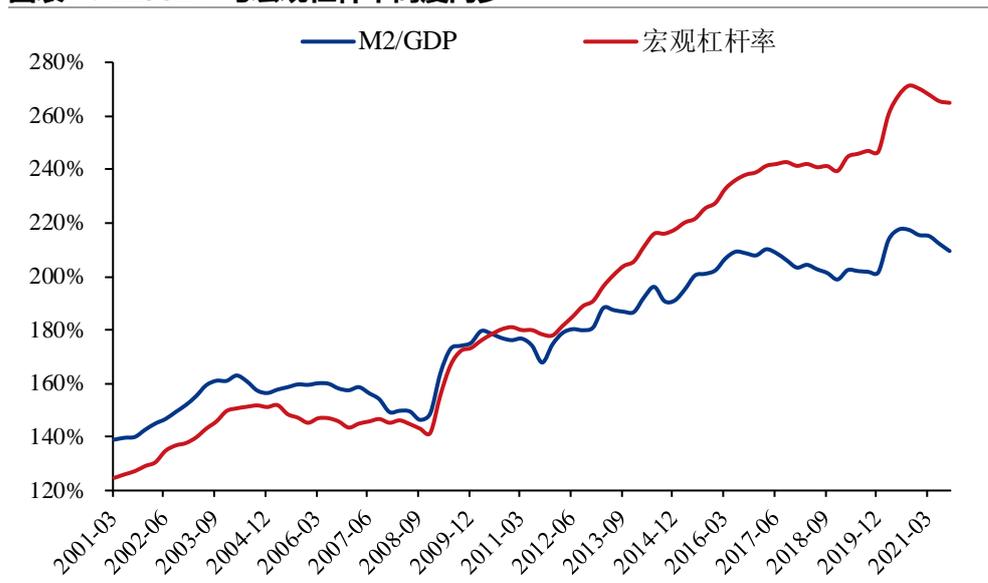
货币超发是指货币总量超过了潜在的合理数量，而货币又主要由商业银行通过贷款和购债等方式创造生成，源头是居民和企业等实体部门的信贷需求，因此，**货币超发本质上就是实体部门的过度举债和加杠杆**。若实体部门理性加杠杆，货币将合理增长，有效支持经济发展；但若实体部门过度加杠杆，货币就会超发，引发通胀高企和资产价格泡沫。

**M2/GDP 比值与宏观杠杆率在水平和趋势上高度一致**。2008 年之前，M2/GDP 比值高于宏观杠杆率，因为除了信贷投放以外，当时存在大量贸易顺差，在向银行结汇后也生成了大量货币；2009 年以来，宏观杠杆率超过 M2/GDP 比值，因为实体部门快速加杠杆，银行表外、非银金融机构和投资者也提供了大量资金支持，但这属于货币转移，而非货币创造。

**过去 20 年中，地方政府、国有企业和房地产部门(居民和房企)是三大加杠杆主体**。背后则是预算软约束、隐性担保、房地产长效机制尚未建立、影子银行脱离实体经济过度繁荣等深层次体制机制问题，并引发产能过剩、房价大涨、地方政府和房企债务风险等问题。2016 年开启供给侧结构性改革以来，诸多问题都有所改善。

简而言之，要避免货币超发，根本在于保持宏观杠杆率合理增长。

图表7：M2/GDP 与宏观杠杆率高度同步



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\\_31878](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31878)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn