



蒋飞：中国货币高增长为何 不引起高通胀？



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、李相龙

核心观点

1990 年以来中国共经历三轮完整的朱格拉周期,中国货币发展经历了社会主义市场经济建立时期、外向型经济主导时期、土地经济主导时期,发生了巨大的货币效应,产生了天量的货币量。



我们认为中国近几十年来 M2 高增长与中国过去二十年以投资驱动为主的经济增长模式,以及我国的金融市场结构有关。由于我国的商品房价没有计入 CPI, M2 增长过程中资金主要流入了以地方政府融资平台和房地产为主的领域而不是直接进入消费市场,且储蓄率过高,所以我国高增长的货币规模没有带来高通胀。

转化超额储蓄的关键在于扭转居民收入预期。应落实好出台的一系列稳增长政策措施，财政政策和货币政策更加积极有为，主动发力，助力市场主体纾困解难和实体经济稳步恢复，稳定居民就业，提高居民收入。尽快摆脱疫情反复的影响，恢复居民收入的确定性，减少预防性储蓄的持续增加。

1

1990 年以来中国货币发展史

20 世纪 90 年代以来，为实现保经济增长和稳通货膨胀等宏观经济目标，中国财政货币政策调控经历了多次切换过程。在 20 世纪 90 年代以前，中国经济的市场属性较弱，不存在现代意义的货币政策。20 世纪 90 年代开始，国家提出了建立社会主义市场经济体制的目标，随着市场经济的初步建立，货币政策才真正开始起到宏观调控的作用。

根据设备更替和资本投资驱动的周期性变动，1990 年以来中国共经历三轮完整的朱格拉周期，平均长度约 10 年。信贷投放周期与设备投资周期关系紧密，设备投资规模与金融部门的信贷投放宽松程度密切关联。理论上，当央行向市场投放流动性，货币供给量 M1、M2 上升，信贷规模进入扩张期，社融规模和金融机构贷款余额上升，企业获得贷款后进行投资更新产能，带动设备采购量增长，设备产量增长沿产业链向上传导，引发原材料价格上涨。

1.1 1990 年-2000 年：社会主义市场经济建立时期

在这一时期，市场经济体系逐渐建立起来，货币政策框架不断丰富完善，为货币政策的有效性打下基础。首先，双层货币创造机制进一步发展演化，货币信用创造活动更加活跃；其次，货币政策调控由直接调控向间接调控转型，央行在适时货币政策时开始更加注重采用间接工具和国际通行的政策工具来进行宏观调控，如再贴现、公开市场操作、完善再贷款和存款准备金制度等；另外，汇率制度开始实行的以市场供求为基础、单一的有管理的浮动汇率制度，将官方汇率和外汇市场汇率结合起来。

这一时期，货币政策的主旋律是“适度从紧”，具体包括：实行贷款限额管理下的资产负债比例管理。1993 年出现央票的雏形“融资券”，同年发行了两期总金额 200 亿元的融资券；1995 年，央行试办公开市场业务，发行融资券成为了公开市场操作的一种重要工具，但这一时期，融资券这种政策工具并没有作为回笼资金的重要手段。1996 年 4 月正式启动公开市场业务，回购商业银行的短期国债，通过回收再贷款来进一步紧缩货币量。

这一时期，改革开放释放活力，各地经济建设热情高涨，投资项目众多且贷款需求旺盛，物价大幅波动，宏观调控整体以防过热为主，也遭遇亚洲金融危机，但 GDP 处于较快增长阶段。

1990 年 M2 为 1.53 万亿人民币，到 2000 年增加到 13.46 万亿，平均增速为 18.61%。1990 年名义 GDP 接近 1.89 万亿人民币，到 2000 年

增加到 10 万亿，平均增速为 11.61%。货币增速明显快于 GDP 增速。

1.2 2001 年-2008 年：外向型经济主导时期

2000 年到 2007 年期间，改革开放叠加 WTO 为我国带来巨大的贸易顺差和外商直接投资（FDI），投资增长带动经济过热，这一期间我国经济快速增长。在外向型经济体系下，外汇占款成为了基础货币投放最主要的渠道，为满足外汇的兑付需求，央行也被动地向市场投放了过多的基础货币，使得货币政策违背了逆周期的原则。防止经济增长由偏快转为过热甚至开始显现的通货膨胀，央行着手实行稳中从紧的货币政策。

图 1: FDI 流量和贸易差额

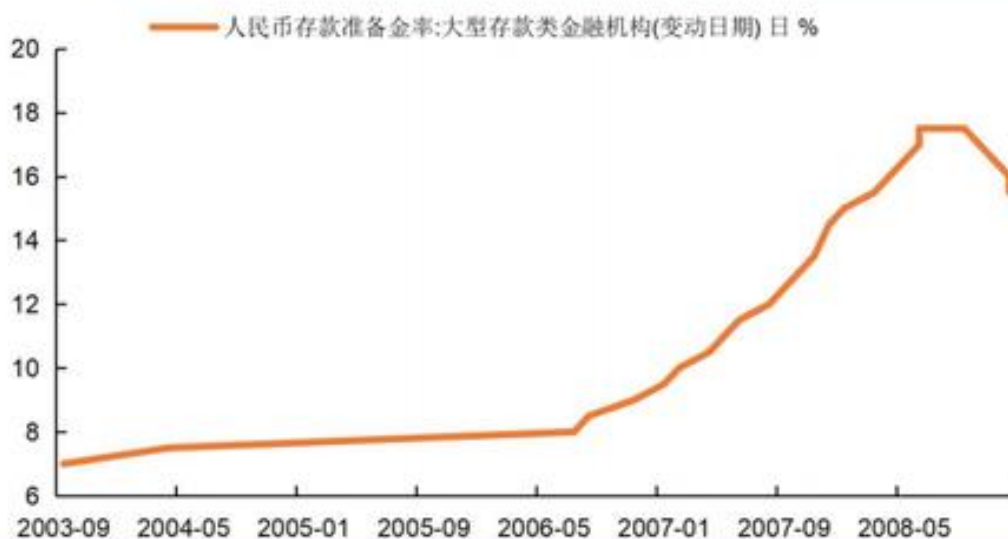


资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

此时的核心货币政策是提高存款准备金率，2003-2006 间十五次上调了存款准备金率（从 6%到 14.5%），并且实行了差别存款准备金率制度。1999 年年末大型金融机构存款准备金率开始显著提升。但是由于金融体系

尚不完备的，调整存款准备金率的效果传达较慢，因此这一时期央行采用了公开市场业务和提升利率以回笼资金。

图 2: 存款准备金率快速提升



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

2002 年开始，央票发行明显提速。2002 年 6 月，央行将部分未到期正回购品种转换为相同期限的中央银行票据，转换后的央票规模为 1937.5 亿元。2003 年 4 月，央行正式通过公开市场操作发行了金额 50 亿元、期限为 6 个月的央票，并决定于每周二滚动发行，于是央票开始成为货币政策调控的一项重要工具，其规模也出现了迅速扩张，在 2008 年一度达到 4.8 万亿的高点，并且八次提高了金融机构存款（一年期提高至 4.14%）和贷款（一年期提高至 7.47%）的基准利率。

2008 年 M2 为 47.52 万亿人民币，与 2000 年相比增长了 3.53 倍；同期名义 GDP 为 31.92 万亿人民币，与 2000 年相比增长了 3.18 倍。可以看出这一阶段货币供给速度相对放慢。

1.3 2008 年-2022 年：土地经济主导时期

2008 年年初发生雪灾，5 月份的汶川地震，引起较大的资金需求。9 月美国次贷危机蔓延加剧致使外需减弱，叠加内部人口老龄化，15-64 岁人口占比在 2010 年见顶后快速回落，原来的外向型经济的发展动能日益削弱，经济开始由外转内。

为保证经济平稳发展，央行实行了适度宽松的货币政策。包括：连续 4 次下调了金融机构人民币存款基准利率（一年期从 4.14%到 2.25%）；5 次下调了人民币存款基准利率（一年期从 7.47%到 5.31%）；连续 4 次下调了法定存款准备金率，中小金融机构从 17.5%下降到 13.5%，大型金融机构从 17.5%下降到 15.5%；并取消对商业银行信贷规划的约束，引导其扩大贷款总量；暂停六月期、一年期和三年期央票发行等。其中，开放信贷，尤其是支持土地信贷是这一时期的核心政策。

2009 年 3 月，央行和银监会联合提出：“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”城投公司作为地方政府投融资平台的功能正式出台。

同时在这一时期，银信合作业务的规模快速走高，仅 2010 年上半年，该业务模式的规模就从年初的 1.4 万亿元上涨到 2.08 万亿，表外业务规模占银行业务规模比重高达 32.9%。

截至 2022 年 M2 为 266.43 万亿人民币,与 2008 年相比增长了 5.63 倍;同期名义 GDP 为 121.02 万亿人民币,与 2008 年相比增长了 3.79 倍。货币供给量增速再次大幅超过名义 GDP。

2

中国货币高速增长的原因是什么？

通过以上篇幅我们梳理了 1990 年以来中国的货币发展史，并分析了相应的货币政策，可见在这三段朱格拉周期下，中国发生了巨大的货币效应，产生了天量的货币量（即 M2 高增）。那么中国近几十年来 M2 高速增长的原因是什么？

2.1 与以投资驱动为主的经济增长模式有关

众所周知，我国主要的固定资产投资为房地产和基建，而这两项投资也都需要大量的货币投入。据 wind 数据，房产开发投资额自 1999 以来基本一直处于高位，且从 1999 年到 2014 年几乎在两位数以上，月开发投资完成额累计同比平均值高达 19.03%。基建投资近二十年也高居不下，从

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_52493

