

# “货币超发说”缺乏科学根据

中国社科院金融研究所 王国刚

“货币超发”是流行于中国经济学界和金融学界多年的一个说法。2010年第四季度以后，随着物价、房价和GDP等增长率的提高，曾经沉寂一段时间的“货币超发”说法再次成为热点。一些人试图将CPI增长率、房价增长率等的上行解释为因货币发行过多所导致的通货膨胀，一些人又将此类现象进一步联系到自上世纪90年代以来中国经济运行中出现的“货币迷失”现象，以此为根据，他们主张加大提高法定存款准备金率、存贷款基准利率等措施，实施更加紧缩的货币政策。笔者认为，“货币超发说”不论在概念的内涵把握上还是在实践成因的解释上都是缺乏科学根据的，与此对应的政策主张也是南辕北辙的。

## 一、“货币超发说”在理论上并不成立

多年来，有关“货币超发”的计算公式主要有三个：其一， $\{M2 \text{ 增长率} - (\text{GDP增长率} + \text{CPI增长率})\} M2 \text{ 数额} = \text{货币超发数额}$ ；其二， $(M2/\text{GDP} - 1) M2 = \text{货币超发数额}$ ；其三， $M2 \text{ 数额} - \text{GDP数额} = \text{货币超发数额}$ 。这三个公式相比，最后一个公式较为简洁，我们以下的分析也以它为对象，由此得出基本机理对前者也是适用的。以2010年底数字为例，M2数额为725851.79亿元，GDP数额为401202亿元<sup>1</sup>，因此，超发的货币数量大约为32.47万亿元，占M2比重达到44.73%。我们先不论M2的具体含义，就直接关系上看，这一公式在经济学常识方面存在着明显的缺陷，主要表现在三个方面：

第一，经济学的逻辑关系缺陷。在理论上，经济金融运行中所需的货币数量主要由交易、投资和手持现金等部分构成，其中，交易需求是最基本的。在目前的中国经济中，交易涵盖的内容包括商品、劳务和金融等方面，因此，流通中所需的货币量应满足这些交易的需要。与此不同，GDP是当年新创造的价值量（它的实物表现是最终产品），它与交易中所需的货币量在数量关系并无直接联系。以交易中的商品为例，从价格构成看，一般商品均由生产资料转移过来的价值（C）、劳动力价值（V）和利润（M）三部分构成，其中，后两部分是新创造的价值，形成GDP<sup>2</sup>。在经济运行中，任何商品的这三部分价值都是作为一个整体进入交易环节的（并不存在仅由V+M构成的商品），为此，货币作为交易媒介，在数量上最基本的要求是应当满足商品交易的整体需要，这决定了“流通中的货币量=商品价格总额/同一货币流通速度”公式的成立。如果“货币超发说”的逻辑能够成立，即流通中的货币数量只与新创造的价值（V+M）相关，那么，首先应当证明的就不是货币是否超发，而是进入交易环节的商品价格在构成上只包括V+M（即C部分是不进入商品交易的），然后，再证明流通中货币数额是否与GDP数额相对应。但可惜的是，我们迄今没有看到这种证明。换句话说，“货币超发说”必须回答，如果商品交易只是新创造价值的交易，那么，商品价值中的C部分是通过什么机制回到生产者手中，与此对应，商品的价格如何定价、企业的财务成本如何计算、税收如何计量等一系列问题，并由此对经济学这方面基本理论提出修改意见。另一方面，在经济实践中，进入交易环节的并不只有实物商品，还有劳务、金融产品等。金融部门在经营中所得到的利息收入和其他收入是从实体经济部门的利润中转移来的，因此，在统计GDP时将它们作为统计对象，但这并不意味着金融产品交易中只需要与这些金融收入相对应的货币

<sup>1</sup> 2010年国内生产总值核算包括初步核算为397983亿元。2011年9月经国家统计局初步核实为401202亿元，比初步核算数增加了3219亿元。

<sup>2</sup> 在价值形态，GDP是一个国或地区所有常住单位在一定时期内生产的全部产品价值与同期投入的中间产品价值的差额，即所有常住单位的增加值之和（这相当于一国或地区当年创造的新价值）。此外，GDP数值中还应包括当年的折旧部分，但GDP中不包含由原辅材料转移过来的价值。为了分析的方便，我们暂且舍去“折旧”。

量。例如，在面对面值为 100 亿元、年利率为 4% 的国债中，交易所需货币量是以面值额 100 亿元为基准还是以 4 亿元（即 100 亿元面值的 4% 利率）为基准？如果是后者，就必须回答为什么 4 亿元的交易额可以获得 100 亿元面值的债权，并由此改写金融学中几乎所有的金融产品定价理论？总之，从货币的交易功能出发，各种交易品的价格总额至少应包括商品价格总额+劳务价格总额+金融产品交易总额，然后再研讨货币数量是否能够超过实现这些交易的需要量。由此，只要粗知经济学原理（甚至没有学过经济学原理，但从事过经济实践活动）的人都可一目了然地知道“货币超发说”在这方面的逻辑缺陷。

第二，货币理论缺陷。众所周知货币的基本功能主要有二：满足交易的需要和满足价值贮藏的需要，由此，货币可分为交易货币和贮藏货币两类。其中计价、支付和结算等是交易货币的延伸功能。在中国，M2 中包含着企业定期存款和城乡居民定期存款。定期存款在定期内是不用于交易活动的货币，属于贮藏货币范畴。从表 1 中可见，2010 年底，在 M2 中仅

表 1 M2 中的定期存款占比 单位：亿元、%

年份	M2 余额	企业和居民定期存款	定期存款占比
2004	250802.79	103521.01	41.28
2005	296040.13	137488.24	46.44
2006	345577.91	155778.48	45.08
2007	403401.30	170973.39	42.38
2008	475166.60	224371.42	47.22
2009	610224.52	269068	44.09
2010	725851.79	269326.2	37.11

资料来源：中国人民银行网站。由于在公布的数据中“财政存款”等没有列出“定期存款”科目，所以，我们假定这些类型的存款均为“活期存款”。

还必须考虑到货币流通速度。在货币流通速度加快的条件下，与增大了的交易品总额对应的货币数量可能减少，反之，在货币流通速度降低的条件下，与减少了的交易品总额对应的货币数量可能增加。但“货币超发说”对“货币流通速度”似乎并不了解，直接将货币数量与 GDP 数量相权衡，把大于 GDP 数额的货币量界定为超发货币。从实物商品来看，这种界定如果能够成立，首先必须证明由货币流通速度变化引致的货币数量变化与商品交易中的 C 部分正好相等，从而，在货币流通量的函数关系中可以舍弃“货币流通速度”，在待交易的商品总额中可以舍弃“C 部分”，但这种论证并没有看到。另一方面，从金融产品来看，这种界定如果能够成立，则必须证明由金融产品交易次数引致的货币流通速度变化与金融产品交易中的非收入部分正好相等，从而，在货币流通量的函数关系中可以舍弃“金融产品交易次数”，在金融产品交易总额中可以舍弃“非收入部分”，但这方面论证依然没有看到。事实上，舍弃了货币流通速度和交易品总额的关系，货币数量不论是等于还是小于或是大于 GDP 数量都无法直接证明出货币在数量关系上是适当的还是过少或是超发，由此，“货币超发说”得以建立的货币经济学的相关理论基础就不知所在了。

第三，财务学缺陷。财务是任何一个经济主体进行经济活动的重要基础。不论是购买商品、卖出商品还是投资（包括金融投资）活动或是手持现金都需要根据市场价格计算投入产出的货币量。按照“货币超发说”的界定，交易中的商品只包含当年新创造的价值（V+M），不包含 C 部分的价值回归，那么，对工商企业来说，这或者意味着 C 部分是不可能通过商品交易得到补偿的，或者意味着不可能存在由 C 不能补偿所引致的亏损发生，在这两种情形下，工商企业的财务活动都失去了基础条件，从而，可以不要再进行成本核算等方面财务活动了。与此相似，对金融机构来说，它意味着金融产品价格中不包含非收入部分（例如，吸收存款

“企业定期存款”和“居民定期存款”就达 26.93 万亿元。“货币超发说”将这些定期存款都列入交易货币的范畴并由此计算货币的超发数量是没有道理的。

在货币经济学中，流通中所需货币量虽然有多种表述方式，也存在不同的争议，但至少有一点是共识的，即流通中所需货币量并不简单由交易中的商品价格总额、劳务价格总额和金融产品价格总额等相加

中不包含本金只包含存款利息、发放贷款中不包含本金只包含贷款利息、债券交易中只包含收益率不包含债券价格、股票交易中只包含价差不包含购入股票的成本价等等），那么，金融机构也就可以不再进行盈亏方面的财务活动了。与此对应，所谓的经营风险、市场风险和操作风险等等也都可以不再考虑了。这种情形是哪个财务学理论提出的，又是哪个国家在何时实行过？

无庸赘述，“货币超发说”在理论上是缺乏支持的。理论是实践的总结，缺乏相关理论支持的说法，自然也就不符合实践的要求。

## 二、“货币超发说”缺乏实践根据

“货币超发说”以“货币”为研讨的核心概念，其中，以中国的 M2 为货币计量对象和研讨对象的人为多。可惜的是，他们虽然知道 M2 的名词，却很少有人认真弄清过 M2（以及各层次货币统计）的真实含义，由此，望文生义地引致了一系列问题的发生。

从货币统计来看，中国有三个层次的货币（即 M0、M1 和 M2），它们之间的关系大致是：M0 为央行发行的货币（即各种纸钞），M0+工商企业的活期存款=M1，M1+准货币=M2，其中“准货币”由工商企业定期存款+城乡居民储蓄存款+财政存款+证券公司客户保证金+其他构成。从这三个层次货币统计中可以看出一个简单问题，M2-M0=各类存款。以 2010 年底数据为例，M2 的数额为 725851.79 亿元，M0 的数额为 44628.17 亿元，二者差额 681223.62 亿元是由各类存款构成的。由此提出了三个问题：第一，这些存款是央行发行的货币吗？答案是否定的。居民、企业（包括各种非政府机构）和政府部门的存款并非央行发行的货币。一个直接的理由是，央行只发行了 M0。如果各类存款也都记为央行发行的货币，则不需要三个层次的货币统计，只需要一个层次就行了。既然不是央行发行的货币，那么，央行也就缺乏机制直接调控各类存款数额的多少。由此可见，“货币超发说”试图通过央行紧缩货币来抑制 M2 的数额增加、达到 M2 数额与 GDP 数额的相等是不切实际的。第二，与存款相对应的资金数额在用于存款而言，是抑制了 GDP 增加（或增长）还是拉动（或刺激）了 GDP 增加？如果是抑制了 GDP 增加，那么，随着存款数额的快速增加，存款数额与 GDP 数额之间的差距拉大就是必然的，由此，M2 数额大于 GDP 数额就不足以为怪。如果是存款行为拉动了 GDP 增加，那么，就必须回答一个基本问题，各经济主体不到市场购买商品、劳务和金融产品，将资金存入银行，这种行为是如何提高了最终消费从而如何拉动了 GDP？第三，各类经济主体将资金存入银行的行为，是抑制了物价上行还是拉动了物价上行？换句话说，这些资金是涌入市场（购买商品、劳务和金融产品等）对物价上行影响更大，还是存入银行（不进入市场购买商品、劳务和金融产品等）对物价上行影响更大？稍有点经济活动常识的人对此都不难做出正确的回答。也还有一种说法，认为存入银行的资金又被银行以贷款等方式投放出去了，由此，将影响物价走势。但这时该研讨的问题已不是货币统计中 M2 的数额，而是在此范畴之外的贷款问题，同样，也不再是“货币超发”问题了。

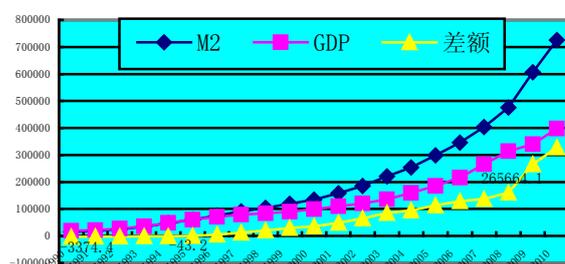


图 1 M2 与 GDP 走势对比

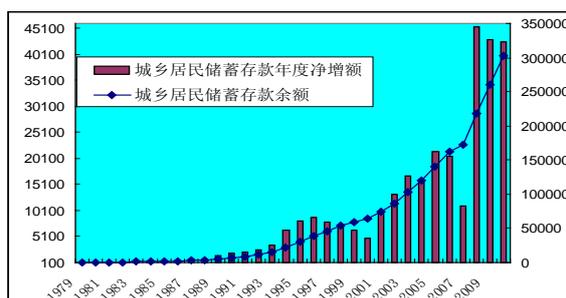


图 3 城乡居民储蓄存款余额与年度净增额

资料来源：苏宁主编《中国金融统计（1949-2005）》和中国人民银行网站。

在中国经济运行中，M2>GDP 并非始终存在的现象。从图 1 中可见，在 1995 年之前，M2<GDP 是一个长期存在的现象。

其中，1990年M2为15293.4亿元、GDP为18667.8亿元，GDP大于M2的数额为3374.4亿元；到1995年，M2增加到60750.5亿元、GDP增加到60793.7亿元，GDP大于M2的数额减少到43.2亿元。但在这一段时间内，从来就没有人按照M2=GDP的思维方式提出过，货币发行过少（或“货币缺发”）的问题。从1996年开始，M2>GDP的现象才逐步展开，二者的差额从1996年的4918.3亿元快速增加到2010年的327868.8亿元。这种现象所以发生，最直接的成因不在于央行发行货币过多，而在于这一期间的各类存款快速增加。从图2中可见，在1995年之前，在金融运行中存在着比较严重的贷差现象（即金融机构的贷款余额大于存款余额），其中，1993年贷差达到3316.1亿元，占贷款余额的比重高达10.07%。但1995年以后，这种状况发生了根本性转变，从贷差变为存差（即金融机构的存款余额大于贷款余额）。1995年首次发生存差时的数额为3324.2亿元，到2010年存差数额已达239261.46亿元。存差数额的大量发生，在直接成因上是由存款数额增加引致的，其中，既包含城乡居民储蓄存款的增加，也包含工商企业存款和政府部门存款的增加。以城乡居民储蓄存款为例，如图3所示，在1979-2010的32年间城乡居民储蓄存款余额从281亿元快速增加到303302.2亿元，增长了1078.37倍；即便是1996-2010的15年间，也从1995年的29662.3亿元增加到2010年的303302.2亿元，增长了9.23倍。从每年新增储蓄存款的绝对额看，1989年突破了1000亿元大关，达到1365.4亿元，从1949年建国算起，这花费了40年时间；1994年突破了5000亿元大关，达到6315.3亿元，从1989年算起花费了5年时间；2002年突破了1万亿元大关，达到13148.25亿元，从1994年算起用了8年时间；2005年突破了2万亿元大关，达到21495.6亿元，从2002年算起用了3年时间；2008年突破了4万亿元大关，在没有经历3万亿元关口的条件下，达到45351.2亿元，从2005年算起也仅用了3年时间。城乡居民储蓄存款余额及其年度净增额的快速增加必然引致M2的快速增大。在2010年M2-M0所剩余的681223.62亿元中有303302.2亿元是由城乡居民储蓄存款余额构成的。如果说这也属于“货币超发”范畴，则直接意味着城乡居民不应该有如此多的存款，由此，可选择路径只有两个：一是鼓励城乡居民将储蓄存款和每年收入尽可能地用于购买各种消费品。面对如此巨额的资金进入消费品市场，几乎可以毫无疑问地断定，消费品价格将全面大幅地上涨，随着“笼中虎”的出笼，通货膨胀将不可抑制地发生。二是抑制城乡居民的收入提高，使其消费剩余资金大幅减少。这既不符合城乡居民的要求，也不符合经济发展中的政策取向。

“货币超发说”认为，M2>GDP是引致CPI上行的主要成因。这暗含着这样一种逻辑：如果M2<GDP，CPI就失去了上行的货币数量能力，也就不会发生通胀。在中国经济运行中，1995年之前M2<GDP的状况长期存在，但依旧发生过1984-1985、1988、1992-1994等3次高通胀时期。这说明，CPI增长率是否上行与M2是否大于GDP并无直接的内在关联。

在中国经济运行的历史中，为何M2>GDP的现象在1996年发生、存差现象在1995年发生？要理清这一时点问题，还需要从更加深刻的经济运行层次查找成因。图4描述了中国

表2 GDP中消费率、储蓄率和投资率

年份	单位：%		
	消费率	储蓄率	投资率
2000	62.3	37.7	35.3
2001	61.4	38.6	36.5
2002	59.6	40.4	37.8
2003	56.9	43.1	40.9
2004	54.4	45.6	43
2005	52.9	47.1	41.6
2006	50.7	49.3	41.8
2007	49.5	50.5	41.7
2008	48.4	51.6	43.9
2009	48	52	47.7

资料来源：国家统计局网站

GDP中消费率、储蓄率和投资率的走势，从中可以看出，1994年之前，尽管消费率呈下落走势（从1981年的67.51%下降到1993年的58.50%），但投资率与储蓄率相差不大（年度之间看，有时投资率大于储蓄率，有时投资率小于储蓄率），大约在2个百分点左右。但1994年之后，投资率就一直低于储蓄率了，尤其是2000年之后，随着消费率占GDP的比重从62.3%下落到2009年的48%，这一情形就更加严重。从宏观经济学理论上说，储蓄率>投资率的部分可通过对外贸易顺

差将实物转移到海外来平衡。但这些外贸顺差并不是将实物白送给外国消费，那么，在金融上的表现是什么？一个简单的现象是，外贸顺差通过各家工商企业将所得外汇资金兑换为人民币资金后存入中国境内的商业银行，这在商业银行账户中表现为吸收存款的增加，在货币统计中表现为 M1 的增加（如工商企业活期存款的增加）和 M2 的增加（如工商企业定期存款的增加）。另一方面，这些外贸企业将一部分资金用于支付就业者的工薪，就业者将未使用掉的资金存入商业银行，则商业银行账户的储蓄存款增加，货币统计中的 M2 增加。从表 1 的数据中看，2000 年以后，投资率与储蓄率之间的差额有着不断扩大的趋势，尤其是在 2005 年以后，二者的差额从 3 个百分点以内扩大到了 5-9 个百分点。在实物面上，这些差额主要通过外贸顺差来平衡，但在金融面上，就表现为企业存款和城乡居民存款的增加。

“货币超发说”的一个重要根据是，美国的 M2 明显小于 GDP。不弄清概念的具体内涵，简单地拿美国数据直接对比中国数据，是一个不恰当的方法。且不说美国的 M2 与中国的 M2 在内涵上的差别（从而二者不能直接对比），就说美国长期处于外贸逆差境地，即可知它的 GDP 中储蓄率占比较低，且储蓄 < 投资，由此，不论是居民储蓄存款还是工商企业存款都较少。在这种背景下，M2 < GDP 是必然的。美国的国情与中国不同，中国不可能以美国的 M2 < GDP 的关系式为标准进行所谓的中国货币政策导向调整。

通过以上分析可以得知，中国经济运行中存在的 M2 > GDP 现象在直接成因上主要是由各类存款引致的，在深层次上是由 GDP 中消费率占比下落同时投资率明显低于储蓄率所引致的，它与央行的货币发行量多少并无直接关系。因此，这一现象在名称不应以“货币超发”冠之，在政策取向也不是紧缩货币所能解决的（一个实例是，2008 年实行了从紧的货币政策，但城乡居民储蓄存款的当年新增额突破了历史高点，达到 45351.2 亿元；当年的 M2 为 475166.6 亿元，GDP 为 316228.8 亿元，二者差额为 158937.8 亿元，大于 2007 年的 135637.6 亿元）。如果真要解决问题，就必须从深层次解决投资率与储蓄率的差距，同时，努力提高消费率在 GDP 中的比重。要做到这一点，就必须切实转变经济发展方式，调整和优化经济结构（尤其是根据消费结构升级的要求调整和优化经济结构）<sup>3</sup>，逐步改变消费率下行的趋势，提高消费率在 GDP 中的比重。

### 三、“货币超发说”的政策主张南辕北辙

2010 年 5 月份以后，中国的 CPI 突破了 3%，呈现出了新一轮的物价上行走势。这是“货币超发说”再次提出的主要背景。它强调，物价上行是因为货币发行过多引致的，属于通货膨胀范畴，因此，解决问题的方案就应是实行紧缩的货币政策，通过提高法定存款准备金率、提高存贷款基准利率等收紧银根<sup>4</sup>。这里的问题关键在于，如何认识此轮 CPI 上行的成因。

从图 5 中可以看到，在经历了 2009 年 CPI 的负增长以后，2010 年的 CPI 走势仅因翘尾因素

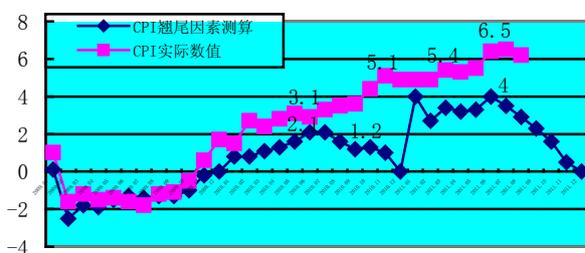


图 5 CPI 翘尾因素测算与实际走势

资料来源：CPI 实际走势数据来源于国家统计局网站

素就处于正增长态势（其中，最高点为 6 月份的 2.1%，全年在 1% 以上）<sup>5</sup>。除了翘尾因素外，影响 2010 年（乃至 2011 年）CPI 走势的主要因素有五：其一，自然灾害。根据民政部等 12 部门的核定，2010 年是中国近 20 年来仅次于 2008 年的第二个重灾年份。全国各类自然灾害共造成 4.3 亿人次受灾，农作物受灾面积

<sup>3</sup> 参阅王国刚《城镇化：中国经济发展方式转变的重心所在》，载《经济研究》2010 年第 12 期。

<sup>4</sup> 参阅王国刚《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》，载《金融评论》2011 年第 2 期。

<sup>5</sup> 参见发展改革委《2010 年价格运行情况与政府调控措施》，中央政府门户网站 2011 年 01 月 24 日。

3742.6 万公顷（其中绝收面积 486.3 万公顷），倒塌房屋 273.3 万间，损坏房屋 670.1 万间，因灾直接经济损失 5339.9 亿元。其中包括，1-3 月份，西北、华北、黄淮、江淮 24 个省份发生严重低温冷冻和雪灾；4 月 14 日青海玉树发生 7.1 级强烈地震，人员伤亡惨重；5-8 月份，在持续性暴雨成灾的影响下，长江上游干流、汉江支流、鄱阳湖、吉林第二松花江、辽宁浑江等多条河流发生超历史记录洪水，灾害损失巨大；8 月 8 日甘肃舟曲发生特大山洪泥石流灾害，是建国以来最为严重的山洪泥石流灾害；9 月份，台风“凡亚比”重创广东，导致严重的人员伤亡；10 月，海南接连遭受两次严重暴雨洪涝灾害，台风“鲇鱼”登陆福建并造成严重影响；11-12 月份，东北、内蒙古以及浙江、安徽、江西、湖南等地遭受低温寒潮和大雪袭击<sup>6</sup>。因灾直接经济损失，对城市居民意味着家庭财产损失，但对农民而言，它还应包括生产资金（含借贷资金）的损失。受此影响，2010 年 5 月份以后先是蔬菜、继之生猪、然后是瓜果和棉花等农产品价格大幅上行，由此导致了 CPI 上行。第二，政府部门调价。2009 年的 CPI 预测为负增长（参见图 5），但《政府工作报告》列出的预期目标为 4%，个中差别主要是由提高粮食收购价格和推进水、电、油、气等资源性产品价格改革构成<sup>7</sup>。但 2009 年 5 月，在有些地方刚刚开始进行资源型产品的价格调整，就引发了媒体炒作。为了保证建国 60 周年大典的平稳举行，暂停了政府调价。从 2009 年 11 月份，这些措施才陆续重新启动，由此，它必然影响到 2010 年乃至更长时间内的 CPI 走势。第三，游资炒作。这是 2010 年物价走势中的一个新现象。从年初炒作绿豆、大蒜和辣椒到后来炒作蔬菜、棉花、水果再到年末炒作中草药，游资都成为物价上涨的重要推手。第四，物流成本。按照有关部门计算，仅过路费就占到农产品价格的 18% 左右；同时，摊位费、停车罚款等也成为影响物流成本的重要因素。第五，国际因素。2010 年受农产品（尤其是粮食）歉收、国际热钱炒作等多方面因素影响，国际农产品市场价格大幅上行，通过农产品的进出口机制，国际市场的价格波动也影响到国内 CPI 走势。从这些引致 CPI 上行的因素看，没有一项与货币政策的松紧直接相关。正因如此，2010 年 11 月 19 日国务院出台的“稳定消费价格总水平”的 16 条措施中，从所用的概念提法到具体举措均没有提及“通胀”和货币政策。这 16 条措施主要是两方面内容：一是运用财政政策，给从事种植业、养殖业的农民以灾后生产的补贴，通过免收过路费降低农产品的物流费用，通过财政补贴或给经销商减免税收等降低农产品的销售价格，通过财政转移支付等提高低保和无收入群体抵御物价上涨的能力。二是运用行政措施，有力打击游资炒作，落实省长的“米袋子”工程和市长的“菜篮子”工程，促使相关农产品的供给能力提高。2011 年 6 月以后，按照翘尾因素的走势，CPI 本应下行，但受到猪肉及肉制品短缺引致的价格上涨影响，CPI 非但没有下行，反而突破了 6% 的上涨率（7 月份为 6.5%）。对此，2011 年 7 月 12 日，国务院召开了常务会议，专门研究促进生猪生产持续健康发展的政策措施。在出台的 5 项措施中 4 项为财政政策，即便是涉及信贷的，基本政策取向也是“强化信贷和保险支持”，即“增加对规模养殖企业的信贷支持，为规模养殖场和小区提供信用担保服务。抓紧研究建立规模养殖企业联合体担保贷款方式”，而不是实行紧缩货币政策。

试想一下，如果不是实施这些财政政策和行政措施，按照“货币超发说”的政策主张，继续提高法定存款准备金率和存贷款基准利率，如何使得在灾害中已倾家荡产的各类农民有足够资金从事种植业、养殖业生产，如何降低农产品的物流费用，如何打击游资对农产品的恶意炒作，最后，又如何抑制由某些农产品暂时的供不应求所引致的 CPI 增长率上行？毫无疑问，物价变动总是货币现象，但它并非总是货币政策松紧所引致；通货膨胀总是货币政策现象，但中国发生的并非通货膨胀，只是物价上涨，因此，稳定物价总水平的政策主要选择是财政政策。正如感冒可以引起发烧但发烧并非都是感冒一样。如果不查清病因，对不同成

<sup>6</sup>参见《民政部发布 2010 年全国自然灾害损失情况》，民政部网站 2011 年 1 月 14 日。

<sup>7</sup>参见 2009 年《政府工作报告》第三部分。

因引致的发烧都用感冒方式治疗，不仅不能解决问题，反而将延误治疗时间，引致更加严重的问题发生。因此，如果真想抑制 CPI 上行，就应对症下药地分析 CPI 上行的各主要成因并依此选择对策，而不是简单从“货币超发”出发，面对不同成因的物价上涨，简单以通胀界定并选择从紧的货币政策。

2001 年以来的 10 时间内，中国先后发生了 3 次物价上涨。每次物价上涨期间，总有人将其称为通货膨胀，直接将成因归结为货币发行过多，并屡屡使用 M2 和 M1 的数值及其增长率予以证明。在当期 M2 或 M1 的数值及其增长率难以解释物价上涨的背景下，又提出了以滞后期进行证明的设想。为了理清这一关系，我们进行实证检验。

本实证分析所涉及的数据包括 M0 增长率（用 MOR 表示）、M1 增长率（用 M1R1 表示）和

**表 3 单位根检验**

变量	ADF 值	结论	备注
MOR	-14.2560 ***	稳定	
M1R	-2.0100	不稳定	在 10%显著性水平下不能拒绝单位根存在
M2R	-5.3637 ***	稳定	
CPI	-2.2246	不稳定	在 10%显著性水平下不能拒绝单位根存在
CPIR	-9.6953 ***	稳定	

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 显著性水平上拒绝存在单位根原假设。

结果如表 3 所示，从中可以看到，除变量 M1R 和 CPI 在 10% 的显著性水平下没有通过检验之外，其余变量都通过了稳定性检验。M1 所以没有通过稳定性检验，内在机理有二：一方面 M1 中除了 M0 部分外，主要由工商企业的活期存款构成。以 2010 年底数值为例，M1 为 266621.54 亿元，其中工商企业活期存款为 221993.37 亿元，占比 83.26%。影响工商企业的活期存款的因素主要包括企业经营过程中的每日销售收入、短期贷款转换而来的活期存款、企业定期存款转换而来的活期存款、出售证券（如债券、股票等）所获得的资金和出售资产所获得的资金等等，显然，M1 的数量变化在相当大程度并不直接与央行发行的 M0 多少相关联。另一方面，工商企业活期存款购买的主要是生产经营活动中的各类生产资料，而 CPI 增长率反映的主要是各类消费资料价格变化，二者难以直接关联。其次，在剔除不稳定指标后，对通过稳定性检验的各指标进行交叉相关性分析。经计算，变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间的相关系数如表 4 所示，M0 增长率、M2 增长率与 CPI 增长率保持正向变动，但相关性很弱。再次，计算变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间延迟数  $l$  分别为 1 至 6 个月的交叉相关系数，结果表明：其一，CPI 增长率与 M0 之间存在着较弱的同步正向相关性，但与 MOR 的三期滞后交叉相关系数超过 0.1，说明 M0 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月后的 CPI 增长率的提高。其二，CPI 增长率与 M2 增长率之间也存在着较弱的同步正向相关性。CPIR 与滞后 3 期和滞后 6 期的 M2R 交叉相关系数均大于 0.1，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月和 6 个月后的 M2 增长率的提高。同时，CPIR 与超前 1 期和 4 期的交叉相关系数均接近于 -0.2，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 1 个月和 4 个月后的 M2 增长率的降低。最后，进行格兰杰因果检验，以弄清 CPI 与 M2 增长率 M2R、M0 增长率 MOR 之间在时间意义上的因果关系。在由于 CPI 是非平稳的过程，直接进行格兰杰因果检验，可能存在伪回归 (Spurious Regressions) 问题，所以，为保证检验

**表 4 相关系数表**

变量	CPIR	MOR	M2R
CPIR	1.0000	0.0643	0.0012
MOR	0.0643	1.0000	0.4183
M2R	0.0012	0.4183	1.0000

M2 增长率（用 M2R 表示），CPI 月度同比数据以及 CPI 增长率（用 CPIR 表示）。数据频度为月度数据，数据长度为 2001 年 1 月至 2010 年 12 月。原始数据均根据万得资讯 (wind) 数据库整理得出。

为保证分析结果的可靠性，首先，对相关指标进行稳定性分析。稳定性检验利用 ADF (Augmented Dickey-Fuller Test) 方法进行单位根检验，检验

结果如表 3 所示，从中可以看到，除变量 M1R 和 CPI 在 10% 的显著性水平下没有通过检验之外，其余变量都通过了稳定性检验。M1 所以没有通过稳定性检验，内在机理有二：一方面 M1 中除了 M0 部分外，主要由工商企业的活期存款构成。以 2010 年底数值为例，M1 为 266621.54 亿元，其中工商企业活期存款为 221993.37 亿元，占比 83.26%。影响工商企业的活期存款的因素主要包括企业经营过程中的每日销售收入、短期贷款转换而来的活期存款、企业定期存款转换而来的活期存款、出售证券（如债券、股票等）所获得的资金和出售资产所获得的资金等等，显然，M1 的数量变化在相当大程度并不直接与央行发行的 M0 多少相关联。另一方面，工商企业活期存款购买的主要是生产经营活动中的各类生产资料，而 CPI 增长率反映的主要是各类消费资料价格变化，二者难以直接关联。其次，在剔除不稳定指标后，对通过稳定性检验的各指标进行交叉相关性分析。经计算，变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间的相关系数如表 4 所示，M0 增长率、M2 增长率与 CPI 增长率保持正向变动，但相关性很弱。再次，计算变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间延迟数  $l$  分别为 1 至 6 个月的交叉相关系数，结果表明：其一，CPI 增长率与 M0 之间存在着较弱的同步正向相关性，但与 MOR 的三期滞后交叉相关系数超过 0.1，说明 M0 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月后的 CPI 增长率的提高。其二，CPI 增长率与 M2 增长率之间也存在着较弱的同步正向相关性。CPIR 与滞后 3 期和滞后 6 期的 M2R 交叉相关系数均大于 0.1，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月和 6 个月后的 M2 增长率的提高。同时，CPIR 与超前 1 期和 4 期的交叉相关系数均接近于 -0.2，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 1 个月和 4 个月后的 M2 增长率的降低。最后，进行格兰杰因果检验，以弄清 CPI 与 M2 增长率 M2R、M0 增长率 MOR 之间在时间意义上的因果关系。在由于 CPI 是非平稳的过程，直接进行格兰杰因果检验，可能存在伪回归 (Spurious Regressions) 问题，所以，为保证检验

结果如表 3 所示，从中可以看到，除变量 M1R 和 CPI 在 10% 的显著性水平下没有通过检验之外，其余变量都通过了稳定性检验。M1 所以没有通过稳定性检验，内在机理有二：一方面 M1 中除了 M0 部分外，主要由工商企业的活期存款构成。以 2010 年底数值为例，M1 为 266621.54 亿元，其中工商企业活期存款为 221993.37 亿元，占比 83.26%。影响工商企业的活期存款的因素主要包括企业经营过程中的每日销售收入、短期贷款转换而来的活期存款、企业定期存款转换而来的活期存款、出售证券（如债券、股票等）所获得的资金和出售资产所获得的资金等等，显然，M1 的数量变化在相当大程度并不直接与央行发行的 M0 多少相关联。另一方面，工商企业活期存款购买的主要是生产经营活动中的各类生产资料，而 CPI 增长率反映的主要是各类消费资料价格变化，二者难以直接关联。其次，在剔除不稳定指标后，对通过稳定性检验的各指标进行交叉相关性分析。经计算，变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间的相关系数如表 4 所示，M0 增长率、M2 增长率与 CPI 增长率保持正向变动，但相关性很弱。再次，计算变量 MOR、M2R 和 CPIR 之间延迟数  $l$  分别为 1 至 6 个月的交叉相关系数，结果表明：其一，CPI 增长率与 M0 之间存在着较弱的同步正向相关性，但与 MOR 的三期滞后交叉相关系数超过 0.1，说明 M0 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月后的 CPI 增长率的提高。其二，CPI 增长率与 M2 增长率之间也存在着较弱的同步正向相关性。CPIR 与滞后 3 期和滞后 6 期的 M2R 交叉相关系数均大于 0.1，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 3 个月和 6 个月后的 M2 增长率的提高。同时，CPIR 与超前 1 期和 4 期的交叉相关系数均接近于 -0.2，说明 CPI 的当期增长率的提高，在一定程度上意味着 1 个月和 4 个月后的 M2 增长率的降低。最后，进行格兰杰因果检验，以弄清 CPI 与 M2 增长率 M2R、M0 增长率 MOR 之间在时间意义上的因果关系。在由于 CPI 是非平稳的过程，直接进行格兰杰因果检验，可能存在伪回归 (Spurious Regressions) 问题，所以，为保证检验

结果的可靠性，我们采用稳定的 CPI 增长率 CPIR 替代 CPI。检验结果表明如表 5 所示，即除了 MOR 是 CPIR 的格兰杰原因之外，M2R 与 CPIR 之间并不存在格兰杰意义上的因果关系。

表 5 CPIR 与货币与信贷变量因果检验

原假设	F-Statistic	Probability	结论
M2R does not Granger Cause CPIR	0.2095	0.8113	M2R 不是 CPIR 原因
CPIR does not Granger Cause M2R	1.8891	0.1560	CPIR 不是 M2R 原因
MOR does not Granger Cause CPIR	2.8244	0.0635	MOR 是 CPIR 原因
CPIR does not Granger Cause MOR	0.0899	0.9141	CPIR 不是 M0 原因

M2 及其增长率不可能是 CPI 增长率的成因，内在机理在于，M2 中的绝大部分数额由各类存款构成(2010 年底的占比为 93.85%)，而存款(数额及其增长率)本身并不具有引致 CPI 增长率上行的功能。从这个意义上说，即便不论“货币超发”现象是否存在，M2 数值高于 GDP 数值本身并不会导致 CPI 增长率的提高，也不存在“货币超发说”屡屡强调的通胀压力问题。至于 M0 作为央行发行的货币，的确有着影响 CPI 上行的功能，但因它的数额较小，在 M2 中所占比重很低(2010 年为 6.15%)，同时，与 GDP 数值相比也较低(2010 年 M0 数值与 GDP 数值相比仅为 11.21%)，所以，并不能成为“货币超发说”的基本根据。

#### 主要参考文献

- 范从来《中国货币需求的稳定性》，《经济理论与经济管理》2007 年第 6 期。
- 韩平、李斌《中国 M2/GDP 的动态增长路径、货币供应量与政策分析》，《经济研究》2005 年第 10 期。
- 刘明志《中国的 M2/GDP(1980-2000):趋势、水平和影响因素》，《经济研究》2001 年第 2 期。
- 王国刚《城镇化：中国经济发展方式转变的重心所在》，载《经济研究》2010 年第 12 期。
- 王国刚《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》，载《金融评论》2011 年第 2 期。
- 谢平、张怀清《融资结构、不良资产与中国 M2/GDP》，《经济研究》2007 年第 2 期。
- 张杰《中国的高货币化之谜》，《经济研究》2006 年第 6 期。
- 有关网站中关于“货币超发”的相关报道。

**作者联络地址：100732 北京建国门内大街 5 号 中国社科院金融研究所**

**内容提要：**“货币超发”是流行于中国经济学界和金融学界多年的一个说法，但它并不是一个科学的范畴。在理论上，它简单将 GDP 与货币相对应，忽视了与流通中货币量对应的应是交易品(包括商品、劳务和金融产品)的价格总额，忽视了货币流通速度问题，忽视了商品中包含的生产经营成本，因而，是不科学的。在实践上，它并不清楚中国的 M2-M0 的剩余部分为各类存款，存款的直接功能与货币有着实质性区别。中国 M2 中各类存款数额巨大的深层原因是由 GDP 中消费率占比下落同时投资率明显低于储蓄率所引致的，它必然造成中国经济运行的 M2 > GDP 现象。中国 CPI 上行属物价上涨，并非通货膨胀，解决问题应主要依靠财政政策和行政措施，不是货币政策。

**关键词：**货币超发 缺乏 科学根据