



您当前位置: 首页 > 形势与政策分析 > 专家视点 > 正文

## 高伟：淡化M2调控参考意义 建立市场化基准利率体系

2013-5-3

截至2013年3月末，我国广义货币（M2）余额达到103.61万亿元，M2/GDP达到188%，而美国不足70%。有人以此判断，中国货币严重超发，中国经济面临巨大的通胀压力。笔者认为，这些判断有误，并有可能误导公众和舆论。

首先是认识有误。从M2结构看，M2由狭义货币（M1）和准货币构成，准货币包括居民储蓄存款、企业与政府的定期存款以及其他存款。M2是个存量指标，是长期积累的结果，货币存量不是现金。2012年我国M2同比增长13.8%，新增12.26万亿元，而现金净投放为3910亿元，同比少投放2251亿元，投放力度明显放缓。衡量货币超发与否的关键是看物价水平，影响物价水平的更重要因素是资金价格和货币供应增速，与货币存量没有必然联系。这就是说，即便我国现在货币存量很大，但只要能控制好实际利率和货币供应增速，也能控制好物价。

第二，M2/GDP的政策参考意义有限。M2/GDP是由美国金融发展理论奠基人罗纳·麦金农教授提出的，用来衡量在全部经济交易中以货币为媒介进行交易所占的比重，借此说明一国金融深化的程度。实践证明，M2/GDP的政策参考价值有限。美国1867-1975年的数据表明，其M2/GDP在1947年达到0.8097的峰值，后缓慢下降，长期稳定在0.6—0.7之间，总体呈现了“先上升后下降”，与美国金融深化的进程不相符。按照经济货币化的定义，一国经济货币化程度的上限为1，而若以M2/GDP作为衡量经济货币化水平的指标，一国经济货币化程度完全可能超过1。

第三，M2/GDP国际横向比较有偏差。因为各国M2统计口径不一致。在各国货币统计中，M1统计口径大体一致，但M2有区别。例如美国M2中不包含金额大于10万亿美元的定期存款，我国M2中统计的定期存款没有数额限制。即使能比较，我国的M2/GDP也不是最高的。世界银行统计数据显示，截至2011年，全球M2/GDP平均为126%，排名前五位国家和地区是卢森堡（489%）、香港（328%）、塞浦路斯（271%）、日本（240%）和葡萄牙（203%），中国排名第十为180%，与德国相当。金融危机以来，美联储实施了四轮量化宽松以及扭转操作，其M2/GDP之所以未大幅提高，主要是因为约70%的美元在美国境外流通，如果把全球的美元供给都计算进来，美国的M2/GDP将大幅提升。另外，由于金融创新日新月异，传统意义上的流动性或货币、准货币只占主要经济体金融资产的一部分。根据IMF的数据，我国金融资产（银行总资产加上公开发行的债券总市值及股票总市值）在2011年底约相当于GDP的300%，远低于美国（424%）、欧元区（449%）及日本（540%）。

第四，我国M2/GDP偏高有特殊原因。一是伴随着我国经济转型和经济货币化程度的提高，企业资产、土地、房地产和其他一些生产要素的货币化，必然加大货币需求。以房地产开发为例，上世纪90年代初，每年房地产开发完成额也就几百亿元，2003年完成额超过1万亿元，2012年则创出7万多亿元的新高。目前要素市场的货币化还在进行中，货币化对货币需求的影响不可忽视。二是较高的储蓄率。目前准货币占M2的比重已达70%，准货币的快速增长与我国的储蓄率不断上升是一致的。从国际范围看，东亚储蓄率高的国家M2/GDP也相对较高。三是以银行为主导的金融体系。在等量信用情况下，以银行为主导的融资体系创造的货币供应量相对较多，因为与间接融资相比，直接融资中的货币只是在不同经济主体之间进行转化，货币创造有限。2012年我国信贷占社会融资的比重虽降至52%，但存量融资中银行信贷依然高达85%。当前我国股市和债市规模仅为M2总规模的0.6倍，而美国这两大市场的市值是其M2总规模的4.3倍。

第五，M2作为货币政策中介目标的意义在弱化。我们知道，货币供应量由基础货币和货币乘数决定，人民币不是国际储备货币，我国基础货币是通过外汇占款的形式被动投放的，央行控制基础货币的难度很大。我国央行释放的流动性只影响本国的实体经济与金融，对国际经济和金融几乎没有溢出效应。货币乘数由法定存款准备金率、超额存款准备金率和现金比率共同决定，内生性强也很难掌控。目前我国货币乘数为3.96，已经偏低。美联储早在1993年就宣布放弃货币供应量来调控货币政策和经济运行，转向基于利率的泰勒规则。在我国，银行表外业务和影子银行等融资渠道产生的流动性不在M2的统计口径内，M2增速对于判断广义流动性的参考意义在下降。

因此，我国需进一步深化金融改革，在继续关注货币供应量、新增贷款等传统中间目标的同时，发挥社会融资规模在货币政策制定中的参考作用。完善市场化的间接调控机制，增强利率、汇率等价格杠杆的作用，逐步建立市场选择的基准利率体系，推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型。

作者：国务院发展研究中心 高伟 来源：中国网

【关闭窗口】



我要评论

已有0条评论

提交评论

