

中国货币谜题的 再解释

*A New Explanation on
Chinese Money Puzzle*

◎ 王韧 马红旗 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国货币谜题的再解释

王 韧 马红旗 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币谜题的再解释/王韧, 马红旗著. —北京:
经济科学出版社, 2016. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6979 - 9

I. ①中… II. ①王…②马… III. ①货币 - 研究 -
中国 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 123199 号

责任编辑: 王长廷 刘 莎

责任校对: 刘 昕

责任印制: 邱 天

中国货币谜题的再解释

王 韧 马红旗 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 19.5 印张 280000 字

2016 年 5 月第 1 版 2016 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6979 - 9 定价: 80.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



前 言

M_2 /GDP 形式的货币化比率是刻画一国金融发展程度和金融体系效率的重要指标，我国的高货币化比率问题及其宏观影响也已引起理论和实务界的广泛关注。综观现有研究，理论解释与现实契合都存在较大局限：理论层面，对于货币化比率的实际内涵、货币化比率的动态增长路径等基础性问题依然存在广泛的讨论和争议；现实层面，对我国高货币化比率的成因及演进、高货币化比率与当前流动性过剩问题间的内在关联、资产投资因素及其结构变动对货币化比率演进的新影响等现实问题也未形成统一认识和判断。更让人迷惑的则是，在高货币化比率之下，却持续存在着易紧难松的资金面和居高不下的资金利率，甚至让降低融资成本成为政府全力以赴为之奋斗的目标。高货币化比率和高资金利率的同时并存，不仅在理论上无法得到完满的解释，在实践中也给货币政策操作带来了诸多困扰，从超越的新视角对这一谜题提供全面系统的解释，无疑具有重要的理论价值和现实意义。有鉴于此，本书试图从宏观和微观相结合的角度对国内的货币谜题给予全新的注解。

具体来说，本书主要包含了以下六个方面的基本内容：

第一是概念的明晰。对货币化比率的概念和内涵进行了界定，并详细解析了其与相关概念的异同，保证了后续研究的逻辑严密性；

第二是标准的提供。围绕货币化比率的动态增长路径展开了相应的理论探讨与研究述评，为研究我国的高货币化比率问题提供了基本准绳；

第三是成因的探索。梳理和总结了现在有关于我国高货币比率成因的“三条主线，十种观点”，构建了综合性分析框架，提供了总量互动和阶段调整的理论解读，并进行了两阶段的实证检验；

第四是影响的剖析。解析了高货币化比率与我国当前流动性过剩的理论和现实关联，揭示出具体的传导路径和触发条件，并针对外汇占款冲击的实际影响和具体对策进行了专项研究；

第五是宏观的拓展。引入了快速转轨和快速开放这两个中国经济金融体系运行的独特变量，在此基础上考察国内货币供求环境的特殊性，拓展了传统货币数量论模型，并进行了跨国面板数据的实证检验。

第六是微观的探索。借鉴微观法与金融学理论的最新研究成果，构建了一个以投资者保护机制为起点，以国内企业投融资领域普遍存在的“破坏性成长”现象为重心，最终汇总到宏观货币现象的全新解释，进一步揭示了高货币化比率和高资金利率同时并存背后的微观形成机制。

本书的实践价值显而易见：宏观层面，一个不拘泥于传统框架或经验数据，而更多考虑国内经济快速转轨和快速开放特征的货币政策体系对于宏观经济健康平稳运行至关重要；微观层面，“依法治国”，构建一个完善的投资者保护体系，才能真正规范微观企业主体的投融资行为，提高资金配置和使用效率，为宏观政策操作创造更大空间，维护整个经济金融体系的健康平稳运行。

作 者

2016年5月

目 录

第1章 引言	1
第2章 货币化比率的概念界定：内涵与增长路径	4
2.1 货币化比率的概念界定：内涵及其演进	4
2.2 货币化比率、货币流通速度与超额货币供给： 概念的辨析	8
2.2.1 货币化比率与货币流通速度	8
2.2.2 “失踪的货币”、超额货币与“中国之谜”	12
2.3 货币化比率的动态增长路径：理论探讨与研究述评	16
2.3.1 “货币化路径”假说及其实证	16
2.3.2 “最优货币化”理论及其发展	17
2.3.3 关于货币化比率动态增长路径的国内研究成果	21
第3章 中国的货币谜题：现状与研究述评	31
3.1 中国的高货币化比率：历史的演进	32
3.2 中国的高资金利率现象：现实的困扰	41
3.2.1 中国的资金利率体系：转型与多轨	42
3.2.2 利率指标的简单观察：与货币脱节	47
3.2.3 社会融资结构变化：向高利率品种迁徙	49
3.2.4 银行理财产品结构：向高风险品种转移	52
3.3 中国货币谜题的现实成因：供给、需求与统计视角	56

3.3.1 基于货币供给因素的分析	57
3.3.2 基于货币需求因素的分析	73
3.3.3 基于统计学角度的分析	83
3.4 中国货币谜题的宏观经济影响：观点与争论	86
第4章 中国高货币化比率的形成机制：分析框架与假说	91
4.1 中国高货币化比率形成的分析框架构建	91
4.2 中国高货币化比率形成的理论假说描述	97
4.2.1 货币供给的结构性变动	101
4.2.2 货币需求的结构性变动	102
4.3 分析框架与理论假说的经验数据说明	104
第5章 中国高货币化比率的历史演进：实证检验与说明	117
5.1 中国高货币化比率演进的影响因素识别和 实证方法设计	117
5.2 基于货币数量论分析框架的模型检验	121
5.2.1 计量经济模型的构建	121
5.2.2 数据和方法的选择	125
5.2.3 实证检验和结果说明	130
5.3 存量要素、不良资产与资本深化影响的经验描绘	139
5.3.1 存量要素交易对我国货币化比率演进的 具体影响机制	139
5.3.2 银行不良资产对我国货币化比率演进的 具体影响机制	142
5.3.3 资本深化对我国货币化比率演进的具体 影响机制	146
第6章 高货币化比率与流动性过剩：理论与现实考察	149
6.1 流动性、流动性过剩与高货币化比率的理论联系	149
6.2 高货币化比率与我国当前流动性过剩的现实关联	153

6.3 高货币化比率到流动性过剩：传导路径和触发条件	158
6.3.1 存量触发：预期改善及其结构变化	158
6.3.2 增量触发：全球失衡与外汇占款的冲击	160
6.4 外汇占款冲击与中国当前流动性过剩的实证检验	162
6.4.1 理论模型的构建	163
6.4.2 数据和方法说明	167
6.4.3 实证检验和结果说明	170
6.5 中国当前流动性过剩的应对措施与解决策略	174
6.5.1 流动性过剩的应对措施：节源、开流还是吸纳	175
6.5.2 流动性过剩的解决策略：“分进合击”与 “以点带面”	180
第7章 资产投资因素与高货币化比率：新的挑战与选择	185
7.1 资产投资因素的货币影响：研究的出发点	187
7.1.1 从资产价格角度考察资产投资因素的货币影响	189
7.1.2 从资产替代角度探讨资产投资因素的货币影响	192
7.2 资产投资因素及其货币影响的理论模型构建	196
7.3 数据和计量方法选择	200
7.4 实证检验和结果说明	204
第8章 中国货币谜题的微观形成机制：法与金融的借鉴	208
8.1 微观法与金融学：新的理论分析工具	209
8.2 投资者保护机制：微观解释的起点	213
8.2.1 投资者保护程度的刻画指标及其测量	213
8.2.2 投资者保护及其替代机制的梳理	224
8.2.3 投资者保护对微观企业行为的影响	232
第9章 企业层面的破坏性成长：微观数据的实证	242
9.1 上市公司资产负债率：全面普遍的上升	244
9.2 上市公司的筹资活动：强者恒强的特征	249

9.3 上市公司的投资活动：大融资到大投资	254
9.4 上市公司的现金分红：越有钱但越节省	259
9.5 上市公司的资本回报率：不升反降的困扰	264
9.6 上市公司的成长模式：区域面板的实证	270
9.6.1 区域面板实证模型的设定	270
9.6.2 区域面板实证模型的估计	272
第10章 研究结论与展望	280
参考文献	286

第1章 引言

即使放在全球性的视角，中国的货币供给规模及其增长速度都一直居于世界前列，但在高货币供给的同时，实际宏观经济运行中却饱受着易紧难松的资金面和相对偏高的资金利率的困扰。这在经验判断和理论分析上都是一个悖论。在中国经济高速增长和不断转型的背景下，这一理论上的谜题实则糅合了宏观和微观两个层面的因素，所以用传统的货币经济学框架无法给予完满的解释。宏观角度看，高额的货币存量、高速的货币增长、较高的 M_2 /GDP 比率，都意味着更低的资金利率，而经济运行中的高利率无非三种成因：一是基础资产高收益，所以能支撑更高的资金利率；二是实际货币供给偏少，资金面供不应求推升利率水平；三是制度摩擦和资金漏出严重，导致有效货币供给远低于名义货币供给。但这三种理由都各有欠缺，第一种观点或许可以解释中国经济高速增长阶段的资金利率偏高问题，但无法解释近年来经济减速过程中的资金利率抬升；第二种观点只能为四万亿之后的货币增速回落打圆场，但问题在于新增信贷供给和 M_2 增速的绝对值仍然不低，无法解释资金利率的快速飙升；第三种观点有一定借鉴性，因为其解释了大量资金被配置到房地产和地方融资平台等低效率领域，从而导致资金使用效率偏低的问题，但是这种“货币错配论”无法解释中国各领域普遍存在的“融资饥渴”和“资金浪费”问题，比如政府和国有企业的行为可以从监管不足、预算软约束、财税体制架构设计等角度给予解释，但中国的非政府部门和民营企业一旦缺乏监管或出现机会，融资冲动和资金方面的表现相对于国有企业也是有过之而无不及。这说明，中国高货币供给和高资金利率现象的同时并存，不仅源自于宏观层

面的货币资源错配，也同时映射着微观层面的企业行为。只有综合宏观和微观视角的分析，才能对这一理论和现实的谜题给予完整而全面的解释。

宏观解释的理论基础依然是传统的货币数量理论，因为目前的多数研究都支持货币、价格和产出间的稳定关系，而通过货币供给来影响价格和产出变动，进而是实体经济运行是货币政策的起点和目标。高货币和高利率的并存本身必然意味着货币数量论所描述的传统关系在中国遭遇到一些现实因素的挑战，由此影响到合意的货币数量（即与实际需求相匹配的货币供给）。本质上看，过去几十年中国相对于其他经济体的最大独特性在于其兼具了快速转轨和快速开放的特征，无论是经济快速转轨、国有经济改革、金融市场发展所带来的资产流动性变化；还是经济快速开放、外汇占款大幅变化所带来的外生性货币供给扰动，都可能会对合意的货币数量产生影响，而在货币政策无法随之进行迅速调整的条件下，很容易引发“钱不够用”的问题，即相对较快的货币增长和相对较高的利率水平同时并存的现象。

微观解释的理论基础则可以重点关注国内企业融资行为对现代融资结构理论的违背。依据 MM 定理，企业资本结构与企业的市场价值无关，或者说企业选择怎样的融资方式均不会影响企业市场价值。但中国企业的融资行为却存在明显的股权融资偏好，而相对忽视债务融资，融资选择的先后顺序一般表现为：股权融资、短期债务融资、长期债务融资，这和欧美企业完全不同（黄少安，2001）。经验数据而言，基于对 A 股上市公司 2005 ~ 2010 年的样本统计：行业层面看，利润增长水平同企业再融资比例的相关性仅为 35.4%，也就是说上市公司再融资行为并不太考虑利润增长的要求；公司层面看，利润增长与股东价值增长的相关系数也仅为 22.04%，也就是说即使上市公司的利润增速较高，也未必带来股东价值的提升。这两个指标说明：国内上市公司的投融资行为普遍存在着为融资而融资，为利润而利润的倾向，并没有把融资行为、利润增长和股东价值创造的行为统一起来，由此产生了严重的“破坏性成长”现象，这其实也是 A 股与发达国家市场长期投资价值迥异的重要根源；另一方面也从微观层面印证了国内企业实际上存在大量无效的融资行为和资金浪费，实际上这也是高货币和高利率同时并存这一谜题的重要微观基础。

宏观和微观实则浑然一体，因为存在着资产流动性的剧烈变化和明显的外部因素扰动，国内货币供求的环境远比经典文献描述的复杂，也很容易导致看似很高的货币供给仍无法满足真实的货币需求，由此推动了高货币和高利率的并存；与此同时，因为很多企业的投融资行为存在惯性，仍执着于传统经济环境下的“等靠要”、“规模至上”，而不愿适应资产流动性和经济开放度提升所提出的新要求，由此导致了大量的破坏性成长现象，映射于债权市场，就是所谓的不良资产问题；映射于股权市场，就是所谓的“圈钱”问题，而这种微观企业投融资层面的问题，不仅会拉低货币使用效率，也会引发货币化比率偏高但资金利率居高不下同时并存的宏观悖论。从这一角度看，宏观和微观的研究实则殊途而同归。

从实践的角度看，对于高货币和高利率同时并存问题的理论探讨，不仅可以对宏观层面的货币政策规则变化形成借鉴，也可以对微观层面的投融资机制设计提供参考，尤其是国外法与金融学研究所一直强调的投资者保护机制构建、投融资制度和技术安排等。剖析高货币化比率到高资金利率之间的内在逻辑联系和历史演进脉络，对于克服诸如货币政策左右为难、经济转型举步维艰、企业运行相对低效等问题提供更具理论和现实指导意义的借鉴。

第2章 货币化比率的概念界定： 内涵与增长路径

2.1 货币化比率的概念界定：内涵及其演进

经济的货币化水平主要描述货币在一国国民经济全部商品和劳务的交换以及包括投入和分配在内的整个生产过程的实际作用，是一国商品经济发达程度和金融体系效率高低的货币体现。而在实践中，对货币化水平的刻画必须依赖于具体的工具，货币化比率作为一个经济学术语也由此产生。

需要关注的是，货币化比率与经济货币化过程间存在明显的差异。经济货币化是一种现实过程的描述，它同时包含质和量的规定性，是货币量性扩张和质性提升的统一，也即货币广化和货币深化的统一。其中，在量的方面，它主要体现一国货币化的商品与劳务占该国商品与劳务总量比重的上升，也即是一国总的商品和劳务中通过货币交易部分的扩大化与普遍化；在质的方面，它描述的是在货币已经发挥作用的领域中货币功能的持续扩展和完善（刘士余、王辰华，2005）。而货币化比率作为一个具体的经济指标，虽然采取了广义货币供给除以名义收入的具体形式，但因为货币供给过程本身的特殊性，其实际取值不仅取决于货币供求的共同作用，还受制于一国的经济货币化水平，更要受经济结构和制度变迁等其他因素的影响，因此是一国宏观经济和金融体系运行的综合结果。由此，货币化

水平和货币化比率的变动并不一定存在直接的因果关联和明显的同向变动关系，也就是说，一国货币化水平的变动必然会在货币化比率的变动上有所反映，但这种作用既可能来自于货币广化，又可能来自于货币深化，其背后可能反映的是完全不同的经济内涵。正是基于此，不仅仅拘泥于经济的货币化过程而直接分析货币化比率的变动可能对研究一国的宏观经济运行以及金融体系状况具有更加重要的现实意义，这也是本书将货币化比率作为主要研究基点和分析工具的根本原因所在。

研究货币化比率首先必须明确这一概念的理论源泉和内涵演进。从理论发展看，对货币化比率的探讨首先发源于20世纪60年代的金融发展理论。1960年，古雷和肖（Gurley and Show）发表了《金融理论中的货币》，构建了一个比较完整的货币、债务以及经济增长的理论模型，试图通过研究多种金融资产、多样化的金融机构和完整的金融政策为基本内容的广义货币金融理论，全面解析金融在经济中的作用。在他们的框架内，一国金融业发展与经济增长之间存在正相关关系，而且在经济发展过程中，金融资产往往以快于非金融财富积累的速度而积累，由此金融资产存量与GDP的比例对于表述一国的金融深化程度具有特殊重要的意义。

这一点在戈德史密斯（Goldsmith, 1968）的《金融结构与金融发展》一书中得到了更加具体的说明，在其构建的金融结构分析框架中，力图找出“决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素，并阐明这些因素怎样通过相互作用而促进金融发展”，由此金融相关比率（FIR）被作为衡量一个国家经济发展水平与进程的最重要标志之一被提了出来，其具体含义就是“某一时点上现存金融资产总额与国民财富之比”。通常人们将其简化为金融资产总量与GDP之比，以衡量一国的经济金融化程度。戈德史密斯还认为，金融发展的变化就是金融结构的变化，由此又必须通过定性分析和定量分析相结合、国际横向比较和历史纵向比较相结合等一系列方法，计算包括金融中介比率、金融机构发行需求的收入弹性、变异系数等一系列指标，以此来得到准确的金融发展程度的刻画。但在实践中，由于金融相关比率的指标过于繁杂，而“现有的统计数据令人伤心也不充分”，戈德史密斯本人在实际计算过程中也主要采用了货币与国民财富的比例这一概念，并提出了著名的“货币化路径假说”，

认为在一国经济发展过程中,其通货(包括硬币和银行券)与国民财富的比例先是上升,然后趋于平稳甚至下降,银行货币(支票存款)的比例也将经历相似的历程。可以说,戈德史密斯的研究为后续关于货币化比率的相关研究提供了重要的理论基础。

1973年,爱德华·S·肖(Edward S. Show)发表《经济发展中的金融深化》一书,正式提出了金融深化理论,认为一国的金融制度和经济增长之间存在着一种相互刺激、相互影响的关系,经济落后的发展中国家应摒弃金融抑制而采取金融深化,而在金融深化程度的具体测量方面,他主要提供了四类指标:(1)金融资产和金融工具:包括金融的存量、流量和结构,金融工具的种类和数量及其在不同金融市场上的分布和构成, M_2/GDP ;(2)金融体系:包括有组织的货币体系、银行系统和其他国内金融机构;(3)金融资产价格:包括利率和汇率;(4)金融市场及其垄断或竞争程度:包括市场融资结构、市场准入、市场分割、资本流动自由化等。在上述四类指标中,他认为金融资产的价格尤其是利率一般被视为金融深化与否的最明显的表现,而以 M_2/GDP 刻画的货币化比率只处于一个相对次要的地位。

而在麦金农(McKinnon, 1973)的《经济发展中的货币与资本》一书中,货币化比率这一指标开始得到前所未有的关注,基于对新古典理论的修正,麦金农从另一个角度阐述了金融深化理论,认为实际利率使货币与实物资产间存有“互补”与“替代”关系,发展中国家要改变欠发达的状况,就必须充分利用实际货币数量与投资水平间的互补关系,由此货币/国民生产总值比率和实际利率两个指标在衡量一国的金融发展程度时,具有相同的重要性。在具体的货币化指标选择方面,麦金农专门使用了货币存量(M_2)与国民生产总值的比重作为标尺,认为“货币负债对国民生产总值的比率(向政府和私人部门提供银行资金的镜子)看来是经济中货币体系的重要性‘实际规模’的最简单标尺”,并以此作为分析和衡量不同国家金融发展水平和金融抑制程度的重要基础。在他看来,经济的货币化率在经济发展过程中逐步提高符合于实质经济与符号经济发展相匹配的规律,但在一个健康的经济体中,货币化程度不会持续提高,当货币化达到一定程度后,货币化进程便告结束, M_2/GDP 会在某个区间保持相对

稳定,而这个区间的最高上限在1~1.2之间。由此,货币化比率不仅开始广泛的应用于发展中国家金融深化程度的相关研究,成为衡量一国经济货币化程度的基本指标,而且也获得了具体的数量形式,具有了一定的实证价值。

实证方面,麦金农(1991)使用 M_2/GDP 指标分析了发展中国家和发达国家在金融发达程度方面的差距以及发展中国家的金融深化过程,认为发展中国家在金融深化过程中,货币供应量对国内生产总值的比率会不断上升。金和艾维(King & Irvine, 1993)及莱文(Levine, 1992)在研究经济增长与金融发展的关联性时,主要采用了4个主要指标:(1) LIT:金融中介的流动负债占GDP的百分比(即 M_2/GDP),这是金融系统的相对规模指标;(2) BANK:商业银行和中央银行在总的信用余额中所占的相对份额;(3) PRI-VATE:提供给非金融私人企业(或非金融私人部门)的信贷与扣除提供给存款货币银行的信贷后的总信贷比率;(4) PRIVY:提供给非金融私人企业(或非金融私人部门)的信贷与GDP的比率。其中,货币化比率指标(M_2/GDP)构成了分析一国金融发展的基础指标,并充当了后续指标的比较标杆,其重要性得到了进一步体现。

在国内的研究中,货币化比率(M_2/GDP)也一直被作为揭示我国金融发展状况的重要指标,易纲(1996),刘明志(2001),钟伟、黄涛(2002),余永定(2002),尉高师、雷明国(2003),郑小胡(2003),江春(2004),赵留彦、王一鸣(2005),韩平、李斌、崔永(2005),杜子芳(2005),张杰(2006),谢平、张怀清(2007)等人都从不同角度深入剖析了我国的高货币化比率(M_2/GDP)问题及其内在的经济根源和宏观经济影响^①。可以说,货币化比率(M_2/GDP)变动也已经被作为测度我国宏观经济运行状况和金融体系健康程度的重要指标,并开始在相关研究中得到了充分的关注。

综合以上的理论演进,关于货币化比率(M_2/GDP)的研究经历了一个从模糊到具体,从不被重视到重视的过程,由于实际统计数据的易得性以及内在经济含义的广泛性,以 M_2/GDP 形式表示的货币化比率正逐步成

^① 对于上述研究的具体论证过程和研究成果我们将在后续的文献综述部分给予更加详细具体的说明。

为刻画一国经济货币化程度的重要指标，并在一国金融发展程度和金融体系效率的分析中扮演了越来越重要的角色，对于揭示一国宏观经济运行的潜在风险和问题具有重要的先行意义，这也构成了本书的基本出发点。

2.2 货币化比率、货币流通速度与 超额货币供给：概念的辨析

基于前面的分析，以 M_2/GDP 表示的货币化比率具有综合性的经济内涵，对于反映和刻画一国宏观经济与金融体系运行状况具有特殊重要的意义，是一个值得关注的经济指标。但从目前情况看，在很多相关研究中，对这一指标概念和内涵的界定都仍然存在一定的模糊性，这主要体现在货币化比率、货币流通速度与超额货币供给、“失踪的货币”、“中国之谜”等相关概念的明确区分方面。目前的众多研究都认为上述概念存在着紧密的内在关联，并具有相似的内涵和作用，这实际上是值得商榷的，具体而言，货币化比率与货币流通速度无论在理论基础和实际内涵上都存在着显著的差异，并不是简单的倒数关系；而所谓的“失踪的货币”、超额货币供给、乃至理论界热议的“中国之谜”都只是对货币化比率变动的一种理论延伸，而且还附加了诸多的约束条件，因此与直接的货币化比率分析间存在本质的不同；另外，上述不同的概念本身所要论述的问题和所追求的研究目标也存在着显著差异，简单将他们混同势必会带来理论上的混乱与实践运用方面的偏差。为了更好的明确本书的研究对象和研究目标，我们有必要对上述几个概念进行更加深入的剖析，以进一步明确它们之间的差异性和共通之处，进而为后续的分析提供更加坚实的理论基础。

2.2.1 货币化比率与货币流通速度

数学形式上看，在货币口径一致的情况下，货币化比率与货币流通速度间是一种简单的倒数关系，由此分析货币化比率的变动与分析货币流通速度的变动实际上只是同一个问题的正反面，相互间存在紧密的内在一致