

新金融评论

New Finance Review

2017年第2期 (总第28期)

专题

- 一个硬币的两面：辩证看待中国的货币存量 管 涛
- 中国货币政策框架：走向新常态 梁 红 余向荣
- 货币供应新方式：近忧与远虑 伍 戈 亢 悦 罗 蔚

宏观经济

- 中国金融系统性风险评估与应对 张 斌

金融实务

- 供给侧结构性改革中的金融供给 孙国峰
- 人民币离岸市场与人民币国际化——基于支付清算系统的视角 程 炼

新金融

- 互联网银行风险管理：基于传统银行的比较研究
中国金融四十人论坛互联网银行课题组
- 普惠金融视角下的互联网支付：不仅仅是支付 郭 峰

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

新金融评论

New Finance Review

2017年第2期（总第28期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **中国金融出版社**

责任编辑：丁 芊

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2017年. 第2期：总第28期/上海新金融研究院编. —北京：中国金融出版社，2017.5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9035 - 8

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第107928号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 9.25

字数 140千

版次 2017年5月第1版

印次 2017年5月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9035 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 黄奇帆 蒋超良 姜 洋 李剑阁
林毅夫 秦 晓 沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄益平 李迅雷 连 平 廖 岷 缪建民 王 庆 阎庆民
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：王乾箏

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台,专注于经济金融领域的政策研究与交流。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的专业智库,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2017年第2期

总第28期

专 题

- (1) 一个硬币的两面:辩证看待中国的货币存量 管 涛
- (22) 中国货币政策框架:走向新常态 梁 红 余向荣
- (46) 货币供应新方式:近忧与远虑 伍 戈 亢 悦 罗 蔚

宏观经济

- (54) 中国金融系统性风险评估与应对 张 斌

金融实务

- (70) 供给侧结构性改革中的金融供给 孙国峰
- (80) 人民币离岸市场与人民币国际化
——基于支付清算系统的视角 程 炼

新金融

- (95) 互联网银行风险管理:基于传统银行的比较研究
中国金融四十人论坛互联网银行课题组
- (119) 普惠金融视角下的互联网支付:不仅仅是支付 郭 峰

一个硬币的两面：辩证看待中国的货币存量

◎ 管 涛

摘要：“国家资产负债表”是指将一个国家所有经济部门的资产和负债进行分类，然后分别加总得到的报表。与传统的国民经济核算体系相比，用国家资产负债表分析经济活动可以较为全面地评估一个国家的“家底”。以此为分析基础，本文认为，从国家资产负债比看，中国的债务风险总体是可控的。如果用金融资产/GDP衡量一国金融深化程度的话，中国还有较大空间。中国作为一个整体，并不存在对外金融资产的低配。无论是从理论看还是从实践看，外汇储备/M2都可能缺乏指导意义。虽然中国近年来货币扩张的绝对速度快于美国，但考虑经济成长的差异后，是美国货币扩张的相对速度快于中国，而不是相反。

关键词：国家资产负债表 货币存量 M2/GDP 外汇储备

2008年国际金融危机以来，中国货币供应较快上涨，广义货币供应（M2）于2013年初起超百万亿元规模，与国内生产总值（GDP）之比到2016年底达到了209.1%，较2008年大幅上升了60.4个百分点，这被认为是货币超发，推升了社会财务杠杆，加剧了国内资产泡沫化（宋国青，2014；王永利，

作者管涛系中国金融四十人论坛高级研究员。

2013)。特别是2014年以来,随着资本流出压力加大,国家外汇储备下跌,外汇储备与M2之比到2016年底降至13.4%,较2008年底下降了14.6个百分点,这又引发了市场对于中国外汇储备充足性的担忧(戴道华,2017;钮文新,2016)。然而,从国家资产负债表角度分析,对这些问题可能需要辩证地看待。

一、运用国家资产负债表看问题视角将会更加全面

“国家资产负债表”是指将一个国家所有经济部门的资产和负债进行分类,然后分别加总得到的报表。一张完整的国家资产负债表一般由政府、居民、企业和金融机构四个经济部门的子表构成,显示了一个国家在某一时点上的“家底”。

与传统的国民经济核算体系相比,国家资产负债表分析经济活动有其特有的优势。GDP是一个流量的概念,它反映一国在一定时期内经济活动,而不含有以往经济活动特别是物化的成果,即财富。国家资产负债表是一个存量的概念,需要考虑以往经济成果对当期经济活动的影响,并预计当期经济活动对未来经济成果的影响。

目前,全球只有美国(1960—2015年)、日本(1991—2015年)、英国(2002—2015年)、德国(1991—2015年)、加拿大(1990—2015年)、澳大利亚(1988—2015年)等少数几个发达国家官方编制了国家资产负债表。^①中国于2013年底在党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出要编制国家资产负债表,但迄今尚未有官方正式编制的报表。李扬(2013)、马骏等(2012)以及余斌(2015)曾经研究了中国的国家资产负债表问题。当前市场使用较多的是中国社会科学院前副院长李扬带队试编的2007—2013年的中国国家资产负债表(以下简称“社科院版”的国家资产负债表)(李扬等,2015)。下面,我们以此表为基础,与发达国家的国家资产负债表进行比较分析。

① 括号内为本文所引用相关国家编制的国家资产负债表的起止年份。

二、从财富存量角度看中国的M2/GDP不算高

首先,从资产/GDP看,截至2013年底,美国、日本、英国和加拿大^①的国家总资产分别是GDP的15.9倍、18.9倍、21.4倍和15.4倍,中国为11.6倍(见图1),较四国平均17.9倍的水平低了35%。

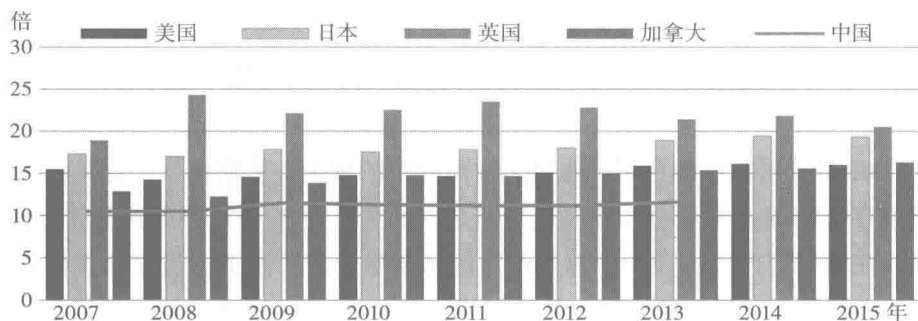


图1 2007—2015年主要国家总资产与GDP之比

数据来源: Wind资讯、中国金融四十人论坛。

其次,从金融资产/GDP看,同期,美国、日本、英国和加拿大的国家总资产分别是GDP的11.6倍、13.1倍、17.5倍和10.7倍,中国为6.0倍(见图2),较四国平均13.2倍的水平低了55%。

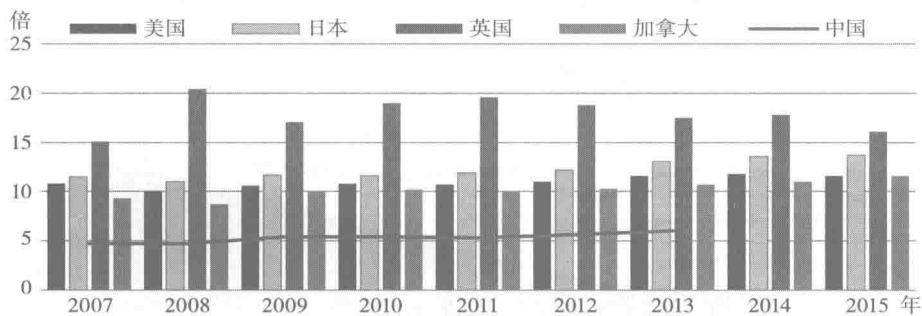


图2 2007—2015年主要国家金融总资产与GDP之比

数据来源: Wind资讯、中国金融四十人论坛。

① 由于德国和澳大利亚的统计口径与其他国家不可比,故本文这部分比较分析中没有引用。

换言之，即便以资产或金融资产与GDP之比衡量的经济泡沫化程度，与大多数发达国家相比，总体上中国肯定不是最严重的，要说有泡沫，可能也只是局部泡沫。

当然，仅以资产或金融资产与GDP之比衡量资产泡沫，很可能是失之毫厘谬以千里。发达国家之所以总资产与GDP之比普遍较高，恰恰反映了在过去经济成长过程中，金融和非金融财富的不断积累。中国的经济增长迫切需要解决的问题，也是不要只有GDP流量，而缺少财富存量的积聚。

三、当前社会对于中国货币存量的看法存在较大偏见

M2是货币流通的存量，主要是由流通中的现金、活期存款、定期存款与储蓄存款构成。而现金和存款是经济成长过程中的一种社会财富积累形式，反映在国家资产负债表中“总资产”的“金融资产”项下。当前社会普遍关注的中国货币存量问题，要么是仅仅关注了M2的债务属性而忽略了其资产属性，要么是简单地将M2/GDP之比等同于资产泡沫化程度，这都有失偏颇。

从负债角度看，M2/GDP反映了公司部门和住户部门的财务杠杆状况，但从资产角度看，它又是金融资产/GDP中的一部分。从资产角度看，季调后的中国居民储蓄存款余额与GDP之比，由2002年底的54.5%升至2017年3月底的73.9%，这反映了经济发展成果为人民群众所享受的“以人为本”的科学发展。相反，应该成为问题的是，同期居民储蓄存款占金融机构各项存款的比重由51.1%降至41.9%（见图3），这部分是因为长期以来国民收入分配格局更多地向企业和政府倾斜（见图4）。

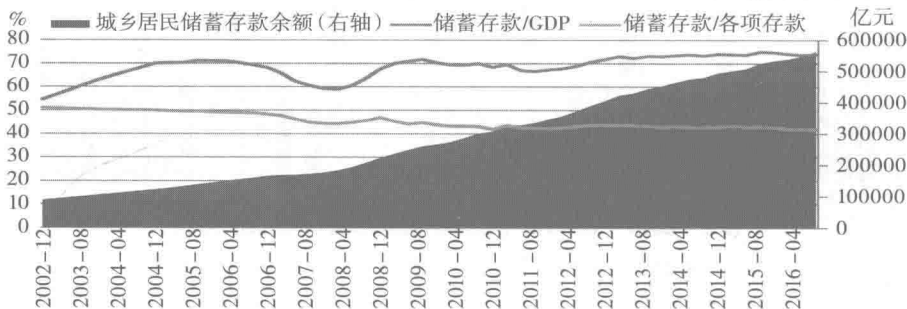


图3 2002年底至2017年3月底中国季调的居民储蓄存款余额与GDP之比

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

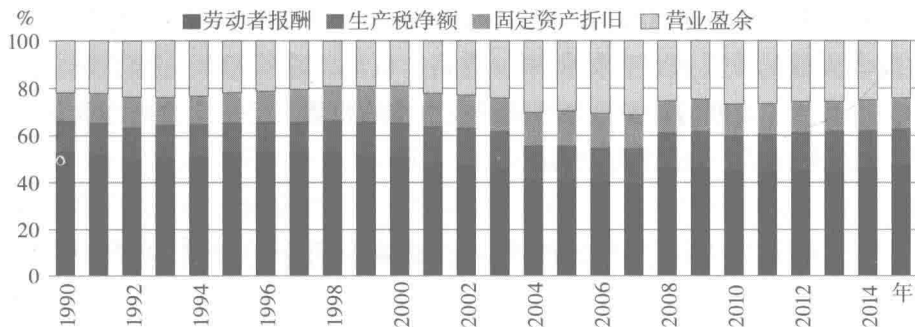


图4 1990—2015年收入法GDP中各大生产要素的贡献率

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

进一步分析，尽管中国的绝对年均增长速度是最快的，但结合名义经济增长速度来看，中国财富积累的速度恐怕没有那么夸张（见表1）。2007—2013年，中国总资产的年均增速相当于同期名义GDP增速的1.13倍，远低于前述四个发达国家平均2.01倍的水平。其中，中国非金融资产年均增速相当于名义GDP增速的0.95倍，低于美国、英国、加拿大三国平均1.22倍的水平^①；中国金融资产年均增速相当于名义GDP增速的1.33倍，远低于前述四个发达国家平均2.97倍的水平。

表1 主要国家财富年均积累速度的对比 单位：%、倍

	名义GDP 增速① (%)	总资产		非金融资产		金融资产		
		增速② (%)	②/①	增速③ (%)	③/①	增速④ (%)	④/①	④/③
美国 (1960—2015)	6.6	7.7	1.17	6.7	1.02	8.2	1.24	1.22
日本 (1994—2015)	0.5	1.7	3.40	-1.5	—	3.4	6.80	—
英国 (2002—2015)	4.1	7.4	1.80	5.1	1.24	8.2	2.00	1.61
加拿大 (1990—2016)	6.9	11.6	1.68	9.6	1.39	12.6	1.83	1.31
中国 (2007—2013)	14.1	15.9	1.13	13.4	0.95	18.8	1.33	1.40
前四国平均值	4.5	7.1	2.01	5.0	1.22	8.1	2.97	1.38

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

① 日本因为20世纪90年代房地产泡沫破灭，造成1994—2015年间其非金融资产缩水，所以，与其他国家不可比。但是，同期日本的金融资产还是保持了较快的正增长。

导致中国与发达国家相比存在上述差距的一个重要原因是，中国存在低效或者无效的重复建设，如桥梁、道路、机场、建筑经常是拆了建、建了拆，这增加了当期的GDP，却不能形成财富的积累。另一个重要原因是，中国金融发展滞后，金融供给不足。

四、近年来金融资产的快速增长难掩中国金融发展的“短腿”

2007—2013年间，中国金融资产扩张速度与名义GDP增速之比相当于非金融资产扩张速度与名义GDP增速之比的1.40倍，高于美国、加拿大的相关比值（见表1）。但是，这不能改变中国金融发展依然相对滞后的现实。

首先，从金融资产与非金融资产之比看，截至2013年底，美国、日本、英国、加拿大分别为2.70倍、2.27倍、2.27倍和2.35倍，中国是1.06倍（见图5），远低于四国平均为2.40倍的水平，低了56%。

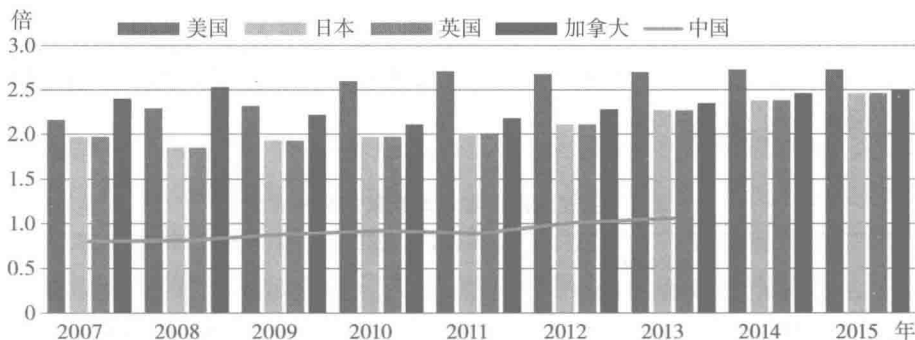


图5 2007—2013年主要国家金融资产与非金融资产之比

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

其次，从2014年住户部门的资产构成看，也暴露出中国金融供给不足的问题（见表2）。一是中国住户部门的金融资产占比偏低，为40.7%，在七个国家中，中国排名倒数第三位，比其他六国平均值低了11.0个百分点；二是房地产在中国住户部门资产构成中占比畸高，达到53.8%，比其他六国平均值24.5%高出一倍以上；三是现金和存款在住户资产构成中占比较高，达到

22.3%，在七国中仅次于日本的32.0%，但在“金融资产”子项中，中国现金和存款的占比达54.8%，仍高于日本占比50.8%的水平（见图6）；四是中国住户债券和股票基金资产仅占总资产的3.7%，在七国中倒数第一，远低于其他六国平均15.1%的水平；五是中国住户的保险和养老金资产占比为4.2%，也是排名最后，远低于其他六国平均21.4%的水平；六是中国住户部门的金融机构理财产品占比达5.4%，这反映了中国住户部门旺盛的资产配置需求，由于渠道缺乏，只能通过影子银行体系予以解决。

表2 2014年主要国家住户部门的资产构成

	非金融资产 资产 (%)	其中：房地 产 (%)	金融资产 资产 (%)	其中：现金 和存款 (%)	债务证 券 (%)	贷款 (%)	股票基 金 (%)	保险和养老 金计划 (%)
美国	29.3	23.7	70.7	9.2	4.1	1.1	33.0	23.3
日本	37.0	24.0	63.0	32.0	1.0	0.0	10.0	18.2
英国	46.1	42.5	53.9	12.3	0.8	0.2	6.8	32.3
加拿大	47.0	17.8	53.0	11.3	1.1	0.0	19.4	20.1
德国	70.1	23.2	29.9	11.7	0.0	0.0	6.9	11.3
澳大利亚	60.1	16.0	39.9	8.7	0.1	0.0	7.1	23.2
中国	59.3	53.8	40.7	22.3	0.2	5.4	3.5	4.2
前六国平均值	48.3	24.5	51.7	14.2	1.2	0.2	13.9	21.4

注：（1）德国的金融资产中“股票基金”包含“债券”；（2）中国的金融资产中“贷款”包括“金融机构理财产品”。

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

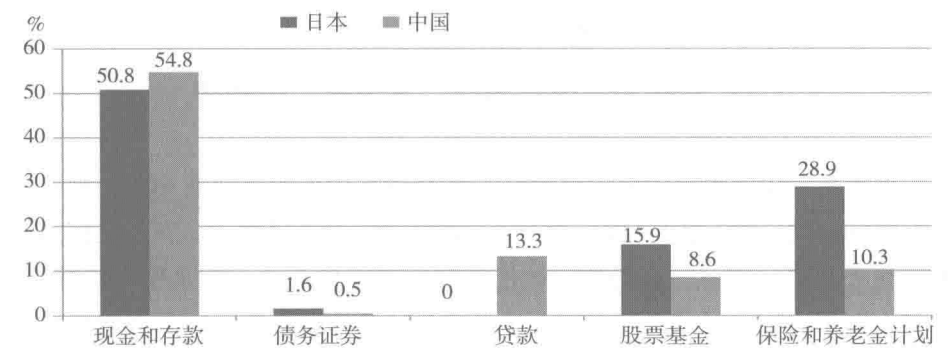


图6 2014年中国和日本住户部门的金融资产构成对比

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

最后，从中美经济发展阶段的对比看，很难说中国现在的金融“脱实向虚”问题更为严重。从人均GDP看，中国现在大概相当于20世纪70年代中期美国的水平，中国现在的资产/GDP和金融资产/GDP分别为11.6倍和6.0倍，均高于1974—1976年美国平均分别为9.5倍和5.1倍的水平，但中国的金融资产与非金融资产之比为1.1倍，略低于美国的1.2倍，显示中国的金融资产价格并不比美国高的多么离谱。从经济总量看，中国现在大概相当于21世纪初美国水平，2000—2003年美国资产/GDP和金融资产/GDP平均分别为13.1倍和8.9倍，远高于中国现在的水平，尤其是中国的金融资产与非金融资产之比，远低于美国的2.2倍（见表3）。如果说中国存在资产价格过高问题的话，也是因为国内金融供给不足，过多的流动性追求有限的投资机会，导致了局部资产价格过高如股票高估值，所以中国股市经常呈现“牛短熊长”的震荡市的“猴性”特征（管涛、邓海清和韩会师，2016）。

表3 中国的资产构成与美国相似经济发展阶段的对比 单位：倍、%

	资产/GDP	金融资产/GDP	金融资产/非金融资产	负债/资产
2013 年中国	11.6	6.0	1.1	49.0
1974—1976年美国平均	9.5	5.1	1.2	46.6
2000—2003年美国平均	13.1	8.9	2.2	62.1

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

五、窥视中国债务增长“不一样”的秘密

近年来，中国银行信贷超常增长，非金融部门的债务快速膨胀，被认为是不可持续的（BIS, 2015; IMF, 2017）。中国政府也清醒地认识到，杠杆总不能涨到天上去，因此，供给侧结构性改革的五大任务之一就是要“降杠杆”（《人民日报》，2016），同时要大力发展直接融资。但是，评判中国的债务风险不能忽视以下事实。

首先，根据MM定理 [莫迪利亚安—米勒（Modigliani and Miller）定

理],在具备完美资本市场的经济中,不考虑公司税的情况下,企业不论是债务融资还是股本融资,都不会影响企业的市场价值 (Modigliani and Miller, 1958)。尽管这一理论的假设条件非常严格,但从现实中看,除了美国的直接融资(债券和股票融资合计)占比近80%,明显较为发达外,其他成熟经济体以及新兴市场的直接和间接融资占比均无显著差异,这说明直接融资并不必然比银行信贷为主的间接融资方式更为优越。当然,相比较而言,中国的直接融资占比过低,仅为30%稍强,远低于世界平均过五成的水平(见表4)。

而且,从金融市场构成看,美国直接融资是以债券融资为主,而非大家想当然的是以股权融资为主。反倒是亚洲“四小龙”的股权融资更为发达,而债券融资发展滞后。亚洲新兴市场及新兴工业化国家合计,债券融资的占比仅为17.3%,远低于世界平均占比35.3%的水平。这成为亚洲金融危机之后,当地加强区域金融合作,大力发展亚洲债券市场的一个重要诱因(曹红辉和李扬,2004;孙杰,2006)。

表4 2013年世界主要经济体的金融市场构成

单位: %

	股票市场价值	债务证券价值	银行资产
世界	22.1	35.3	42.6
欧盟	14.4	34.3	51.2
欧元区	12.1	36.0	51.9
法国	14.2	31.6	54.3
德国	13.8	29.7	56.5
英国	20.0	29.0	51.0
加拿大	26.0	26.7	47.3
美国	29.6	49.2	21.2
日本	16.3	43.3	40.4
亚洲新兴工业化国家	44.5	18.3	37.2
新兴市场	20.7	20.7	58.6
亚洲	17.5	16.8	65.7
中国	14.7	18.5	66.8
亚洲新兴市场及新兴工业国	25.3	17.3	57.4

注: (1) 金融市场规模=股票市值+债券市值+银行资产; (2) 中国为2016年底数据。

数据来源: IMF (2014)、CEIC、中国金融四十人论坛。

其次，正是因为中国金融市场是银行部门主导，所以负债也是以银行信贷为主，这是一个硬币的两面，此时应该看资产负债比。从国家资产负债表角度看，不考虑部门分布的结构性差异，2007—2013年，在美国、日本、英国、加拿大、中国五大经济体中，中国的资产负债比是最低的（见图7），平均为44.7%，远低于其他四国七年均值平均70.2%的水平。另外，与美国类似的经济发展阶段相比，虽然现在中国的资产负债比49.0%略高于美国20世纪70年代中期平均46.6%的水平，但远低于2000—2003年美国平均62.1%的水平（见表3）。因此，中国总体上财务依然是比较稳健的。

然而，需要引起警惕的是，2007—2013年，中国的资产负债比上升了7.3个百分点，是五大经济体中上升最快的（见图7）。而且，分部门看，中国资产负债表上升较快的主要是公司部门或者说非金融企业部门（李扬等，2015）。

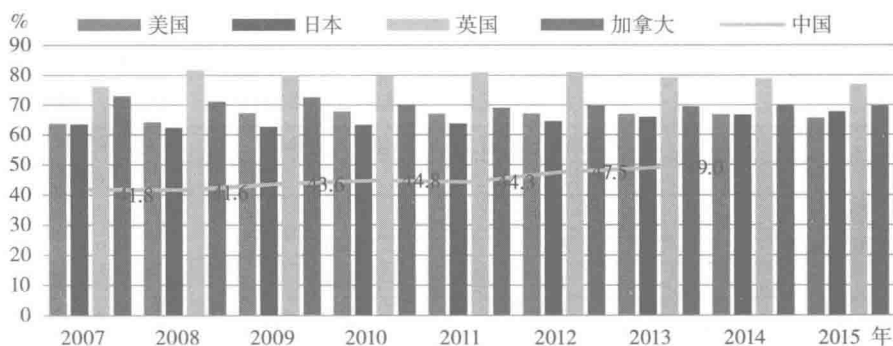


图7 2007—2015年主要国家资产负债比

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

六、中国对外金融资产在整个金融资产中的占比并不低

首先，2007—2013年间，与美国、日本和加拿大相比，中国对外金融资产在金融资产中的占比，曾经在2007年和2008年是最高的（英国作为金融高度开放的经济体，该项占比长期在30%以上，不可比）（见图8）。

2007—2013年,中国的平均占比达到12.3%,美国、日本、加拿大三国平均为13.0%、10.2%和13.4%,以此衡量的对外金融开放度,中国是略低于美国和加拿大但高于日本。

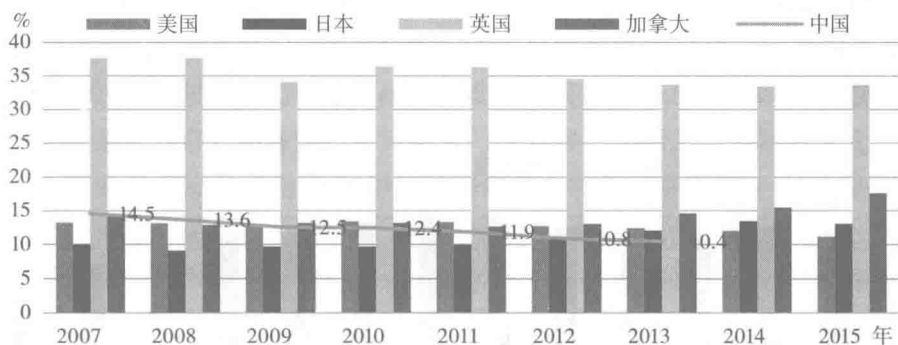


图8 2007—2015年主要国家对外金融资产与金融资产之比

数据来源: Wind 资讯、CEIC、中国金融四十人论坛。

其次,与美国类似的经济发展阶段相比,中国现在的对外金融资产与金融资产之比(10%以上)并不低。美国人均GDP为七八千美元的1976年,其对外金融资产与金融资产之比为3.8%;美国经济总量与中国现在经济总量相当时的2000—2003年间,它的对外金融资产与金融资产之比平均为7.9% (见图9)。

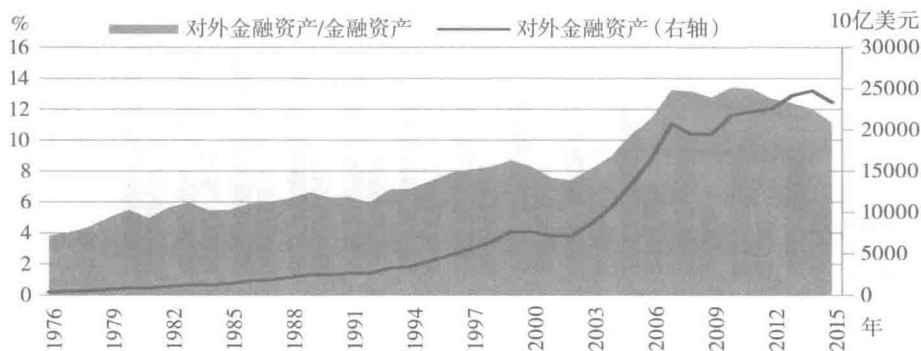


图9 1976—2015年美国对外金融资产与金融资产之比

数据来源: Wind 资讯、CEIC、中国金融四十人论坛。

中国最大的问题可能是储备资产的占比过高。2004—2013年间，中国对外金融资产中，储备资产占比平均为67.3%，而作为世界第二外汇储备持有国的日本，它储备资产的占比平均也只有17.9%（见图10）。剔除储备资产后，2013年底，中国的对外净头寸由净资产2万亿美元变成了净负债1.88万亿美元，而日本对外净资产只是由325.7万亿日元降至192.2万亿日元（见图11）。

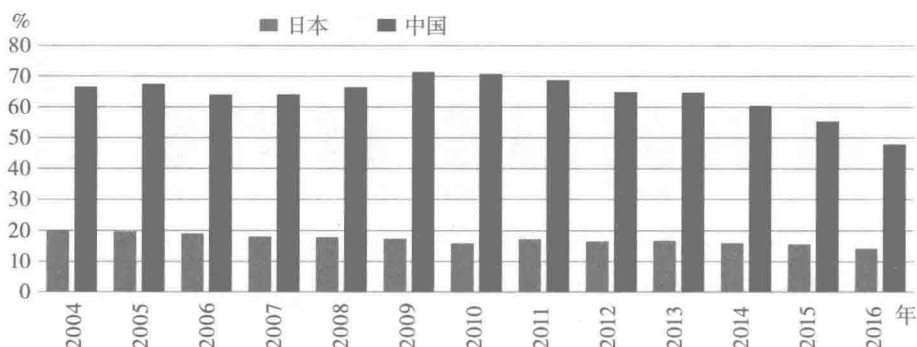


图10 2004—2016年中国与日本对外金融资产中储备资产占比

数据来源：Wind 资讯、CEIC、中国金融四十人论坛。

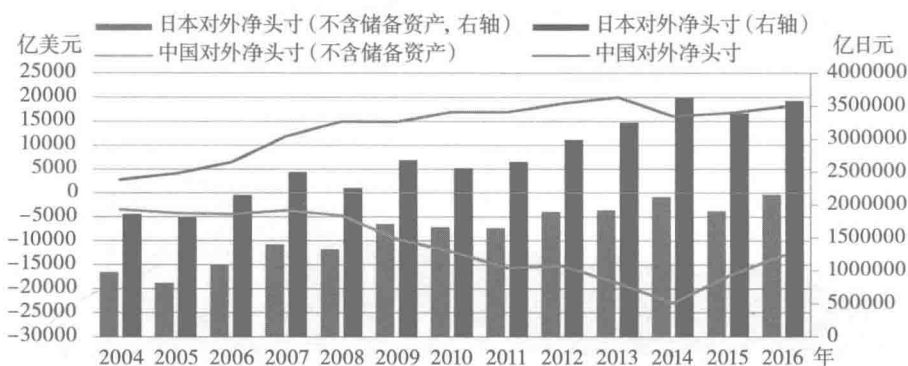


图11 2004—2016年中国与日本对外净头寸

数据来源：Wind 资讯、CEIC、中国金融四十人论坛。