

首席研究员：任泽平

研究员：甘源

联系人：贺晨

✉ nk93hc@163.com

相关研究：

1. 中国流动性从过剩转为短缺：
概念、层次和度量

2018-6-28

摘要：

当前我国主要根据流动性对货币进行分层，包括 M0、M1 和 M2 三类。其中，M1 为狭义货币供应量，M2 为广义货币指标。在信用货币时代，货币主要由央行和其他存款性金融机构通过资产扩张的方式创造。央行层面包括：外汇占款、公开市场操作和包括财政存款、黄金占款等在内的其他项目。商业银行为代表的其他存款性金融机构层面包括：各类贷款派生、商业银行证券净投资以及金融业同业派生。

货币超发的本质是经过商业银行系统、金融市场乘数效应放大后的货币创造，大于居民与企业各类交易、预防、储蓄与投资等货币需求。长期来看，房价及物价与货币超发关联度较高，即货币增速高则通胀高房价高，历次房地产泡沫走向疯狂则无一例外受到流动性过剩和低利率的刺激，而房地产泡沫崩溃都跟货币收紧和加息有关。回顾国际货币超发历史，大部分经济体在不同时期均经历过不同程度的货币超发：1) 货币超发易滋生资产泡沫，极端状况下引发经济危机。2) 货币超发对转型中的实体经济促进作用有限。3) 过量货币超发造成财富再分配，易加剧收入两极化，贫富差距扩大。

近 20 年来中国基本处于货币超发状态。2000 年以来，中国共有 5 轮货币超发达到峰值的时期，而这其中自 2008 年以来，货币超发广度、深度均远超过去水平。过量的货币最终流入以房产为代表的金融市场以及实体经济，也是导致人民币外升内贬的重要原因。

从中国货币超发的实证经验来看，我们发现：1) 大宗商品以及固定收益类债券跑输货币增速，长期来看股票波动性较大影响其复合增速，中期跑赢货币超发。2) 在货币超发的大环境下，房产增速、地价增速整体低于广义货币增速，而一线城市房地产增速与其基本持平。3) 传统实物商品价格增速与货币超发逐步脱节，而需求弹性较小的医疗保健以及教育服务等产品价格增速与广义货币增速差距相对较小，货币超发对核心物价具有较强影响。

2017 年以来，我国货币流动性由松转紧，经历了明显的流动性退潮。近期我国货币边际宽松，流动性适度充裕，改善小微企业流动性紧张现状，货币独立性提升，更加强调“紧信用”政策的结构性因素。中国目前正处于金融周期顶部，未来应 1) 防范化解重大风险，不可贸然转向全面宽松；2) 维持“宽货币+紧信用+严监管+宽财政”的组合；3) 正视房地产杠杆偏高问题，改革完善土地财政，积极推进住房长效机制建设。长期来看，只有通过坚定不移的对外开放、放开行业管制、降低税负、国企改革、鼓励创新等推动政令畅通的新一轮供给侧改革，才能实现经济的成功转型。

风险提示：房地产调控过紧；改革低于预期；中美贸易摩擦

目录

1 货币超发的基础理论.....	5
1.1 货币的定义.....	5
1.1.1 国际通行的货币层次划分.....	5
1.1.2 中国的货币层次划分.....	5
1.2 货币创造的来源.....	6
1.2.1 央行层面下的基础货币创造.....	6
1.2.2 商业银行及非银金融机构层面下的信用货币派生.....	6
1.3 货币超发定义.....	7
2 货币超发的国际经验.....	8
2.1 发展中国家广义货币增速显著高于发达国家。.....	8
2.2 长期来看，房价及物价与货币超发关联度较高.....	9
2.3 国际货币超发的历史回顾.....	10
2.3.1 货币超发，通胀高企，房价暴涨.....	10
2.3.2 货币超发，通胀高企，汇率大幅贬值，基尼系数上升，经济危机.....	12
2.3.3 货币超发，通胀温和，广义金融资产迅速上涨.....	14
2.3.4 货币政策稳健，未见明显货币超发，物价稳定，房价平稳.....	14
2.4 货币超发的国际经验启示.....	15
3 中国货币超发的测量及影响.....	16
3.1 货币发行历史回顾.....	16
3.2 中国货币超发量化分析：过去近 20 年中国基本处于货币超发状态.....	17
4 中国货币超发下的各类商品及资产表现.....	18
5 货币超发下的各类资产表现：经验总结.....	23

图表目录

图表 1: 我国 M2 口径调整历史.....	6
图表 2: 货币创造来源.....	7
图表 3: 发展中国家和发达国家广义货币增速 (%)	9
图表 4: 发展中国家货币增速与通胀关联较高	10
图表 5: 发达国家货币增速与通胀关联较高	10
图表 6: 美国长期房价增速与货币增速相关度高	10
图表 7: 美国 M2 增速是房价增速的领先指标.....	10
图表 8: 美国房产泡沫与利率	10
图表 9: 日本房产泡沫与利率	10
图表 10: 70-80 年代美国货币超发	11
图表 11: 70-80 年代美国物价房价暴涨	11
图表 12: 美国货币超发与基尼系数相关度低.....	11
图表 13: 日本货币缺口 80 年代末迅速扩张.....	12
图表 14: 70-80 年代日本物价房价暴涨	12
图表 15: 80-90 年代阿根廷货币超发	12
图表 16: 80-90 年代阿根廷陷入恶性通胀	12
图表 17: 阿根廷货币汇率大幅贬值	13
图表 18: 货币超发伴随基尼系数上行	13
图表 19: 80-90 年代巴西货币超发失控	13
图表 20: 80-90 年代巴西陷入恶性通胀	13
图表 21: 货币超发伴随基尼系数上行	13
图表 22: 2008 年以来美国货币超发状况	14
图表 23: 资金流入资本市场, 股指、房价缺口转正.....	14
图表 24: 2009 年起股票价格迅速上行	14
图表 25: 2012-2013 年美国房价快速上涨	14
图表 26: 德国货币增速较为温和	15
图表 27: 德国 CPI、房价缺口绝对值较小	15
图表 28: 德国 CPI、房价增速较为温和	15
图表 29: 中国货币发行历史回顾	17
图表 30: 中国货币超发历史 I.....	18
图表 31: 中国货币超发历史 II.....	18
图表 32: 房价、收入与货币供应量	18
图表 33: 1978-2017 轻纺织品价格远低于货币增速	19
图表 34: 1978-2017 食品烟酒价格远低于货币增速	19
图表 35: 长期大宗商品价格增速低于货币增速.....	19
图表 36: 2002-2017 年国债到期收益率	20
图表 37: 1978-2017 食品烟酒价格远低于货币增速	20
图表 38: 2002-2017 年国债到期收益率	20
图表 39: 医药服务类产品复合增速	21
图表 40: 教育补习类产品价格增速较快	21
图表 41: 1998-2017 总体房价低于广义货币增速	21
图表 42: 一线城市地价增速快于二三线城市.....	21
图表 43: 房价与货币超发正相关性明显	22

图表 44:	一线城市房价增速显著高于二三线城市.....	22
图表 45:	贷款利率与房价负相关性明显	22
图表 46:	2000-2017 股票总体未跑赢货币超发	23
图表 47:	2009-2017 股票指数基本跑赢货币超发	23
图表 48:	货币超发期间, 中小盘股波动性较大.....	23

1 货币超发的基础理论

1.1 货币的定义

从最初的实物货币到贵金属货币，再从贵金属本位制的代用货币到以国家信用来担保的纸币，再到如今向电子化、数字化发展的记账式货币，伴随社会文明的进步，货币从产生到发展，其形式不断发生极其深刻的变化。尽管存在形式不断改变，但货币的本质仍是作为一般等价物的特殊商品，其作为价值尺度、支付手段、价值存储的功能始终如一。

1.1.1 国际通行的货币层次划分

国际通行的货币划分原则主要根据流动性对货币进行分层，不同层次的货币具有不同的流动性。当前各国对货币界定的统计口径以及表示方法有所不同。一般来说，西方经济学家根据货币的变现能力将货币分为6个层次：M0-M5。

M0 通常代表流通中的现金，是流动性最高的货币统计口径，随时都可以作为支付的手段在经济中流通。值得指出的是，M0 通常并不直接等于货币当局发行的货币，而是货币当局发行的基本货币减去各金融机构库存现金后的流通现金。

M1 作为狭义的货币供应量，是流通中的现金（M0）与商业银行活期存款的加总。由于可以随时提取，商业银行活期存款流动性仅次于现金，部分国家将其视同现钞货币。

M2 通常为 M1、定期存款、居民储蓄存款和其他存款的加总。由于定期存款、居民储蓄存款和其他存款变现成本相对较低，流动性较高，因此也被称为准货币。M2 作为最初的广义货币，在金融市场深化程度不断加深、金融创新迭出的情况下，对货币政策及市场流动性的指示意义正逐渐下降。

M3、M4、M5 均在其上一层口径的基础上进一步延伸，其中 M3 为 M2 加上其他金融机构存款，M4 为 M3 加上大额可转让定期存单（CDs），而 M5 定义为 M4 与政府短期债券、储蓄券的加总。M3、M4、M5 的提出，使得广义货币的概念进一步扩张，广义货币指标也能更全面反映金融市场变化。

1.1.2 中国的货币层次划分

当前我国货币主要被划分为三个层次：M0、M1 和 M2。我国自 1994 年颁布《中国人民银行货币供应量统计和公布暂行办法》并对货币供应量口径进行统一划分以来，为更全面反映金融市场的变化，货币供应量统计口径在不同阶段历经四次调整，M0、M1 和 M2 统计口径逐步完善（详见我们前期报告《剖析货币层次，解读 M1、M2》）。

当前，M0 为我国央行资产负债表中的货币发行减去其他存款性公司资产负债表里的库存现金；M1 为 M0 加上企业活期存款、机关团体部队存款、农村存款和个人持有的信用卡存款。而在 2018 年 1 月第四次调整统计口径后，我国 M2 实际上由流通中现金、居民存款、企业存款和非银存款（包含货币基金存款）组成。M2 作为广义货币，流动性相对于 M0、M1 偏弱，反映了社会信用扩张以及未来通货膨胀的压力状况。在金融深化程度不断加深的情况下，当前 M2 增速对中国经济指标的指示意义有所弱化，然而对历史以及当前 M2 的相关分析仍可作为研究过去是否存在货币超发以及衡量超发程度的重要参考指标。

图表1：我国 M2 口径调整历史

日期	M2 口径调整内容
1994 年 10 月	M2 = M1+储蓄存款和企业定期存款
2001 年 6 月	M2 = M1+储蓄存款和企业定期存款+证券保证金
2002 年 3 月	M2 = M1+储蓄存款和企业定期存款+证券保证金+外资人民币业务存款
2011 年 10 月	M2 = M1+储蓄存款和企业定期存款+证券保证金+外资人民币业务存款+住房公积金存款+非存款类金融机构在存款类金融机构的存款
2018 年 1 月	M2 = M1+城乡居民储蓄存款+企业定期存款+外资人民币业务存款+信托类存款+证券保证金+住房公积金存款+非存款类金融机构在存款类金融机构的存款（包含货币基金存款）

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

1.2 货币创造的来源

正确理解货币的创造与派生，有助于我们更加全面分析货币供应结构以及研究衡量货币供求不平衡所带来的影响。与实物货币及贵金属本位制下的货币创造不同，在信用货币时代，货币主要由央行和商业银行通过资产扩张的方式创造出来，从央行层面来看，基础货币主要通过三种方式投放：外汇占款、公开市场操作以及包括财政存款、黄金占款等在内的其他项目。从商业银行层面来看，我国信用货币派生的主要来源同样可分为三类：各类贷款派生、商业银行证券净投资以及金融业同业派生。

1.2.1 央行层面下的基础货币创造

公开市场操作

公开市场操作是央行投放基础货币、调节市场流动性的重要调节工具。主要表现为央行对商业银行、政策性银行等其他存款性公司的再贴现、再贷款、逆回购操作和结构性货币政策工具余额。近年来，央行主要通过 MLF、SLF 等创新型货币政策工具主动管理市场流动性。

外汇占款

外汇占款是指银行收购外汇资产而相应投放的本国货币，央行在购买外汇时，其资产方在增加“外汇占款”的同时，负债方会相应增加“存款”，从而直接增加货币供给。而对中国而言，当前我国实行以市场供求为基础，参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度，在结售汇制度下，外汇占款在特殊时期易成为中央银行投放基础货币的重要来源。

其他项目

财政存款、黄金占款等其他项目同样会对货币派生产生影响。其中，财政存款主要对货币量存在两种影响，一是存放在货币当局资产负债表上的政府存款，主要包括地方政府存款、中央政府存款和商业银行划来的财政性存款，不计入 M2；二是存放在商业银行的财政存款，包括中央财政存款、地方财政存款、财政预算外存款和国库定期存款，其中财政预算外存款和国库定期存款将被计入 M2。而黄金占款对货币供应的影响与外汇占款类似。

1.2.2 商业银行及非银金融机构层面下的信用货币派生

各类贷款派生

商业银行向实体经济贷款，是银行资产端扩张的最主要的来源，也是信用货币创造最传统的来源之一。商业银行通过吸收存款，留存法定存款准备金及部分超额准备金，并将多余存款以贷款形式出借给实体经济，以乘数效应来创造派生货币。各类存款派生一方面受到存款准备金率的影响；另一方面也与商业银行自身运营管理的放贷意愿密切相关。

商业银行证券净投资

商业银行购买非银企业债券将使其资产与负债同时扩张，存款项目将增加，与贷款不同的是资产端的增加科目改为持有债券，因此银行通过购买非银行类公司债券的方式也能派生存款，从而创造货币；而如果银行出售非银行类债务也会收缩存款，从而减少货币供应。因此，商业银行证券净投资同样具有派生货币的功能，是货币创造的来源之一。

金融同业派生

同业业务是商业银行之间及其与其他金融机构之间的资金往来行为，主要包括同业拆借、同业存放、买入返售（卖出回购）、同业借款等。商业银行向银行、非银金融机构或向非金融企业融出资金，在资产方记录为这些机构欠银行的债务或同业资金运用，同时在负债方则会记录为其在商业银行的存款（同业存款），从而增加了全社会货币供给。

图表2：货币创造来源



资料来源：恒大研究院

1.3 货币超发定义

改革开放以来，中国经济创造了连续多年的高增长奇迹，一跃成为世界第二大经济体。然而与此同时，货币供应量大幅增加，广义货币增速在大多数年份均超过 GDP 增速，部分年间物价快速上行，金融资产价格轮番上涨，房价迅速攀升，货币超发是造成上述情况出现的主要原因之一。

当前学界及市场对货币超发的判定并未达成共识，但主要流行的测定方法分为两类：一类是基于货币数量论的增长型，认为货币超发是货

币供给增速(M2)减去 GDP 增速及通货膨胀率的差额,即 $M2\% - GDP\% - CPI\%$; 另一类界定则是数量型,将 $M2/GDP$ 作为判断货币超发的指标,并与其他国家对比,然而由于各国 M2 口径不一,经济结构不同,直接以 $M2/GDP$ 对比显然并不严谨。

我们认为,货币超发的本质是经过商业银行系统、金融市场乘数效应放大后的货币创造,大于居民与企业各类消费、交易、储蓄与投资等货币需求。在当前的利率和资产价格下,货币资产供给超过了货币需求,而非货币资产市场的配置需求又低于其合意水平,过剩的流动性最终从货币市场流向非货币资产市场,从而导致各类资产价格上涨以及物价上行。由于当前金融市场的不断深化,金融产品嵌套日益复杂,对于中国货币超发的研究不仅应从货币层面研究,更应结合实体经济价格进行分析,进一步考虑货币超发对实体经济以及广义资产价格的影响。

在我们前期报告《中国流动性从过剩转为短缺:概念、层次和度量》中曾提出多项测量货币超发的指标,本文将选取名义货币缺口、货币过剩率来对各国货币超发程度进行定量测算。其中,名义货币缺口作为欧央行提出的作为测量货币超发程度的重要指标之一,是用实际货币供应与“标准货币供应量”的相对偏差来测度货币超发的程度,其本质反映的是实际货币供应量与实际通货膨胀率和产出水平下均衡货币需求之差。

2 货币超发的国际经验

从各国国际经验以及历史教训来看,货币超发虽在一定程度上能刺激经济,但作用有限。超发的货币通常伴随通货膨胀、资产价格泡沫以及收入分配不平衡的进一步加剧。

2.1 发展中国家广义货币增速显著高于发达国家。

我们利用世界银行提供的广义货币指标对 20 个经济体货币增速进行初步测算,发展中国家的广义货币增速显著高于发达国家:1960-2017 年间,10 个代表性发展中国家平均广义货币增速为 61.1%,中位数为 26%,而同期 10 个代表性发达国家平均广义货币增速为 8.7%,中位数为 8.5%。本世纪货币增速总体水平下降,但平均来看发展中国家仍高很多。2001-2017 年,发展中国家货币增速平均值为 14.3%,中位数为 14.6%,而发达国家货币增速平均值为 5.8%,中位数为 6.6%。

发展中国家普遍超发货币,主要是为了刺激经济的发展,然而在经济结构不合理、经济增速换挡之际,过度宽松货币只会产生货币政策的“钝化效应”,难以刺激实体经济,反而引发物价、金融资产价格上涨。

图表3：发展中国家和发达国家广义货币增速（%）

国家	1960-2017 年平均广义货币增速	2001-2017 年平均广义货币增速	国家	1960-2017 年平均广义货币增速	2001-2017 年平均广义货币增速
智利	55.2	13.6	美国	7.7	6.8
印度尼西亚	24.3	15.4	日本	10.3	0.5
阿根廷	144.3	22.6	加拿大	8.8	6.3
印度	15.4	15.4	澳大利亚	10.5	9.4
巴西	257.5	15.8	英国	11.2	6.7
土耳其	43.1	15.4	德国	5.7	4.4
墨西哥	27.6	13.7	瑞士	6.5	4.2
菲律宾	16.3	11.3	挪威	8.7	6.7
泰国	13.9	7.7	新西兰	12.3	7.2
南非	13.6	12.1	比利时	6.0	5.5
10 发展中国家平均数	61.1	14.3	10 个发达国家平均数	8.7	5.8
10 发展中国家中位数	26.0	14.6	10 个发达国家中位数	8.5	6.6

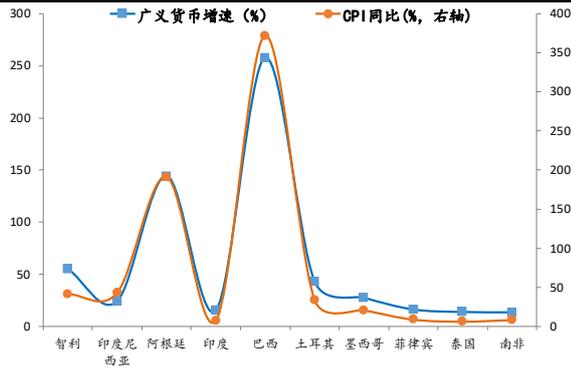
资料来源：世界银行，恒大研究院

2.2 长期来看，房价及物价与货币超发关联度较高

我们通过对发现 20 个经济体的广义货币增速与 CPI 的测算发现，各国货币增速与 CPI 同比相关系数平均高达 0.86，即**货币增速高则通胀高，货币增速低则通胀低**。1960 年以来，发展中国家的平均通胀水平较高，部分国家甚至经历了恶性通胀，而这些国家的广义货币增速通常远高于实体经济所需。而通胀低于美国的发达经济体，有德国、瑞士、比利时，这些国家的货币增速基本是非常平稳的。

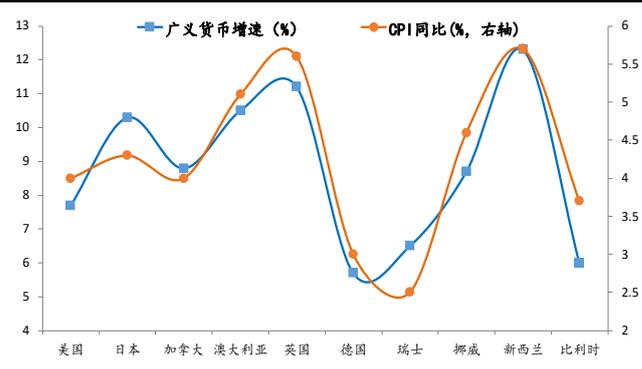
此外，我们还发现从长期来看，**房价增速与货币增速高度相关**。以美国为例，过去近 50 年间，美国 10 年平均房价增速趋势与 10 年平均广义货币增速趋势相同。更具体来看，M2 增速基本领先房价增速 2 年，在 M2 增速快速扩大的滞后 2 年左右，通常伴随着房价的快速上涨。此外，虽然时代和国别不同，但历次房地产泡沫走向疯狂则无一例外受到流动性过剩和低利率的刺激，而历次房地产泡沫崩溃都跟货币收紧和加息有关。

图表4：发展中国家货币增速与通胀关联较高



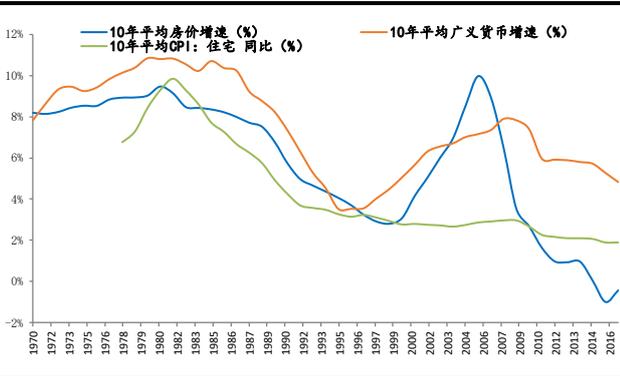
资料来源：世界银行，恒大研究院

图表5：发达国家货币增速与通胀关联较高



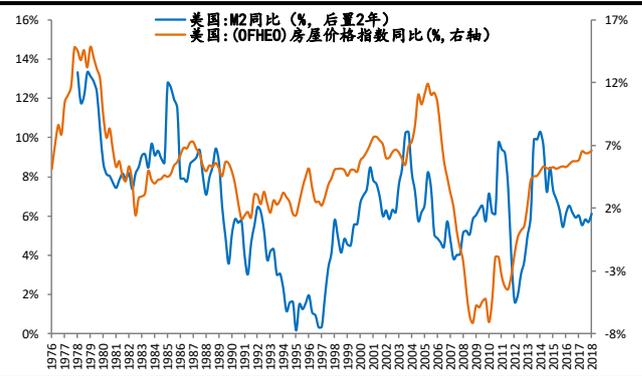
资料来源：世界银行，恒大研究院

图表6：美国长期房价增速与货币增速相关度高



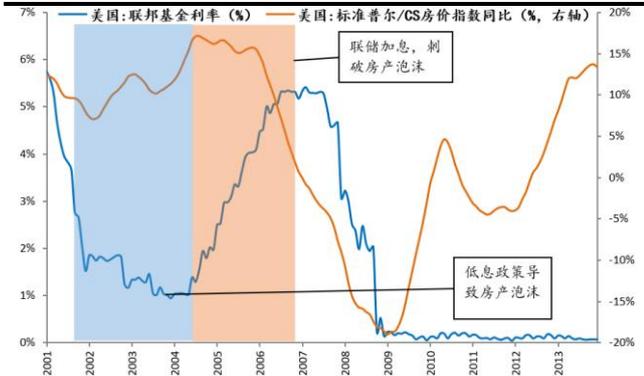
资料来源：BIS，世界银行，恒大研究院

图表7：美国 M2 增速是房价增速的领先指标



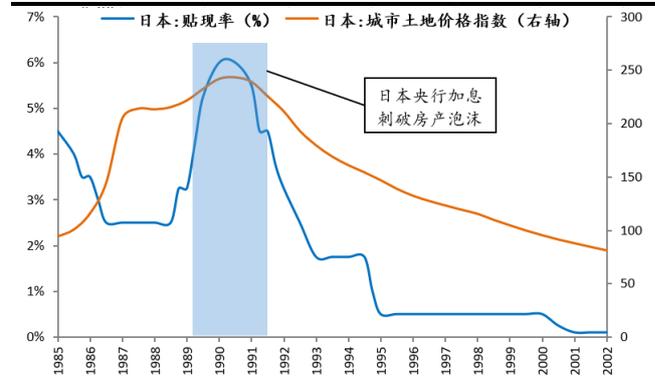
资料来源：Wind，恒大研究院

图表8：美国房产泡沫与利率



资料来源：国务院发展研究中心，恒大研究院

图表9：日本房产泡沫与利率



资料来源：国务院发展研究中心，恒大研究院

2.3 国际货币超发的历史回顾

尽管发达国家平均货币增速显著低于发展中国家，但进一步研究可观察到，除德国等少数国家外，包括美国、日本、印度、阿根廷、巴西等在内的各经济体在不同时期均经历过不同程度的货币超发，各经济体指标表现主要分为四类：一是货币超发，通胀高企，房价暴涨，上世纪70-80年代的美国、日本体现了这一点；二是货币超发，通胀高企，汇率大幅贬值，基尼系数上升，经济危机，80年代-90年代的巴西、阿根廷体现了这一点；三类是货币超发，通胀温和，广义金融资产迅速上涨，2008年后的美国体现了这一点；四是货币政策稳健，未见明显货币超发现象，物价稳定，房价平稳，2000后的德国体现了这一点。

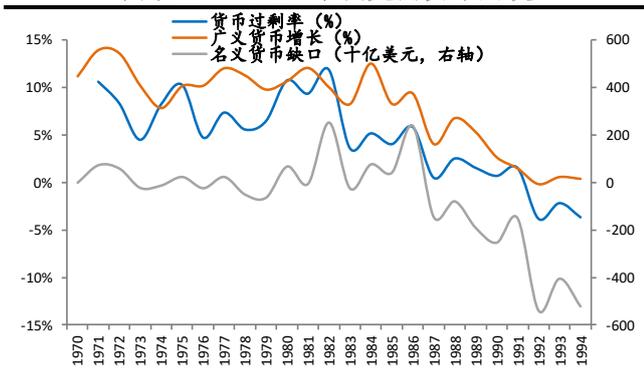
2.3.1 货币超发，通胀高企，房价暴涨

70-80年代美国

20世纪70年代初，受第一次石油危机影响，美国工业增长放缓，此外，基础科技研发陷入瓶颈，经济发展动力明显减弱。同时美国出口贸易份额占比也开始下降，70年代进出口贸易由顺差转为逆差，经济增速不断下行。为刺激经济，美国曾在70年代初大量发行货币。上世纪70-80年代，广义货币增长率基本超过10%，名义货币缺口大于0，货币过剩率平均6.4%，最高超发触及11.9%。

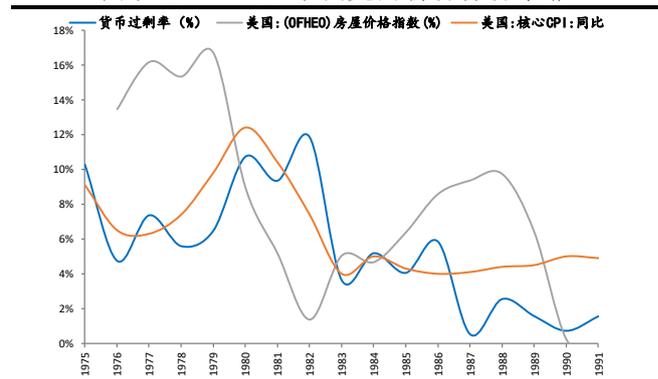
货币超发程度严重，叠加经济下滑，70年代末80年代初美国发生滞胀，通货膨胀严重，部分年份CPI增速超过15%。同时，房价快速攀升，1975-1990期间，房价上涨近300%。此外，基尼系数尽管有所上升，但与货币超发程度相关性不明显。

图表10：70-80年代美国货币超发



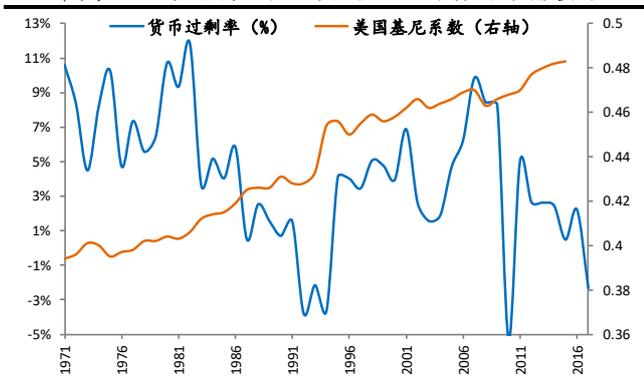
资料来源：世界银行，恒大研究院

图表11：70-80年代美国物价房价暴涨



资料来源：世界银行，Wind，恒大研究院

图表12：美国货币超发与基尼系数相关度低



资料来源：世界银行，OECD，恒大研究院

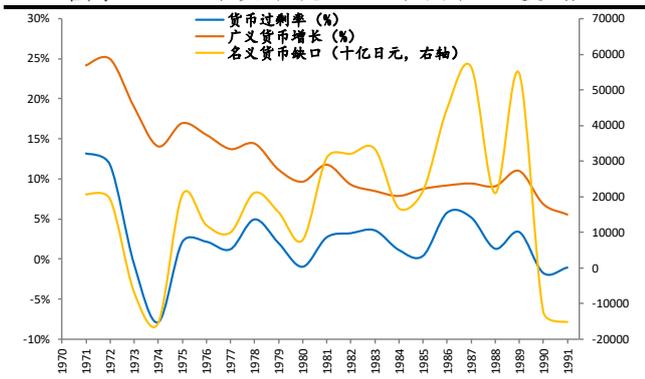
70-80年代日本

受到1971年的美元冲击以及1973年第一次石油危机影响，日本经济增速放缓，工业对经济增长的拉动效果减弱，时任政府采取货币宽松的政策，大量增加货币供给，导致货币超发。广义货币增速在70年代初保持超过20%的增速，在此期间物价与房价飞速上涨。进入80年代后，由于出口方面受到贸易顺差及政治压力等因素而导致日元升值，为消除日元升值可能带来的消极影响以及重提经济增速，日本政府再度放松银根，并采取扩大内需的方式试图拉动经济。

70-80年代中的日本基本处于货币超发状态，广义货币增速基本保持10%以上，货币过剩率均大于0，而名义货币缺口在进入80年代末后巨幅提升。天量超发货币一方面刺激物价提升，另一方面大部分资金并未流入

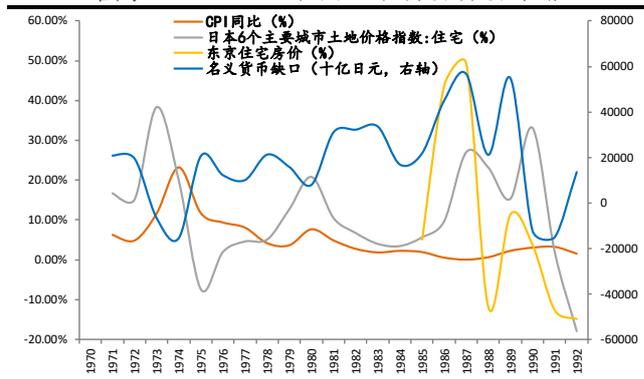
实体经济，转而流向房地产及股市等金融资产，刺激房产、股市泡沫，最终泡沫破裂，引发日本经济长期萧条。

图表13: 日本货币缺口 80年代末迅速扩张



资料来源: 世界银行, 恒大研究院

图表14: 70-80年代日本物价房价暴涨



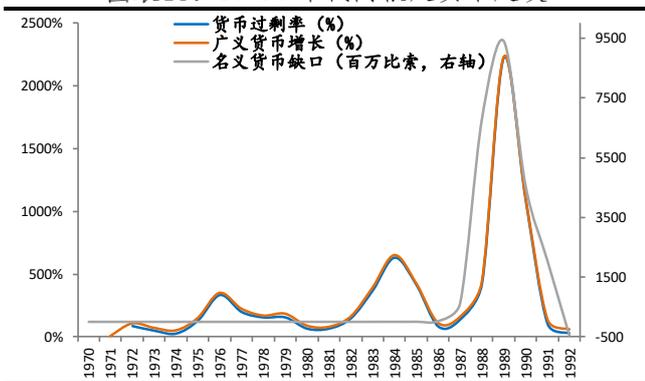
资料来源: 世界银行, Wind, 恒大研究院

2.3.2 货币超发，通胀高企，汇率大幅贬值，基尼系数上升，经济危机

阿根廷

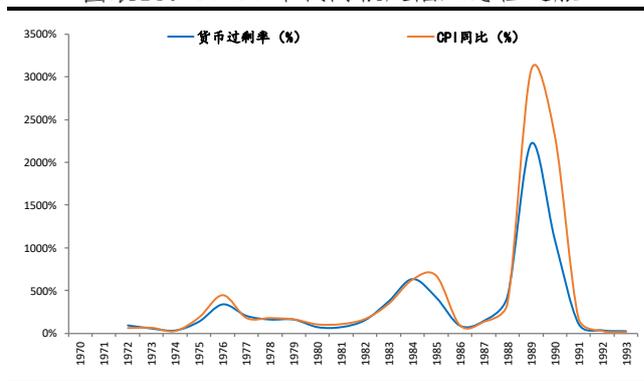
阿根廷作为 20 世纪初经济增长最快的国家之一，却在 80 年代深陷债务危机，这其中主要原因在于时任阿根廷政府试图以进口代替工业化，采用超发货币以及借外债等粗暴方式来刺激经济增长和弥补财政赤字。在 70 年代，阿根廷广义货币增速年平均超过 100%，而进入 80 年代后，广义货币增速不减反增，在 1989 年和 1990 年分别达到惊人的 2235% 和 2213%，并一度发生年内 CPI 涨幅超过 3000% 的恶性通货膨胀，阿根廷政府几度更换货币，信用货币基本职能失灵，汇率大幅贬值，国内经济陷入瘫痪。

图表15: 80-90年代阿根廷货币超发



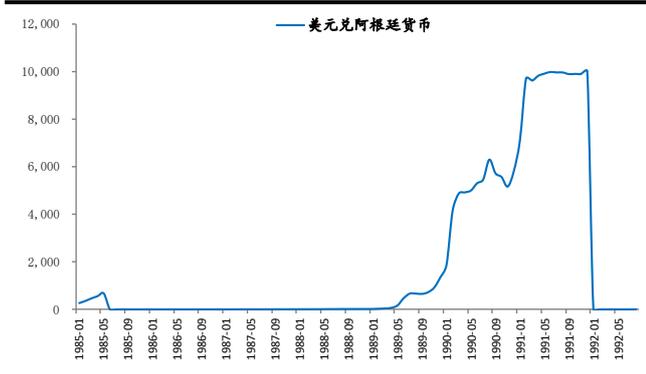
资料来源: 世界银行, 恒大研究院

图表16: 80-90年代阿根廷陷入恶性通胀



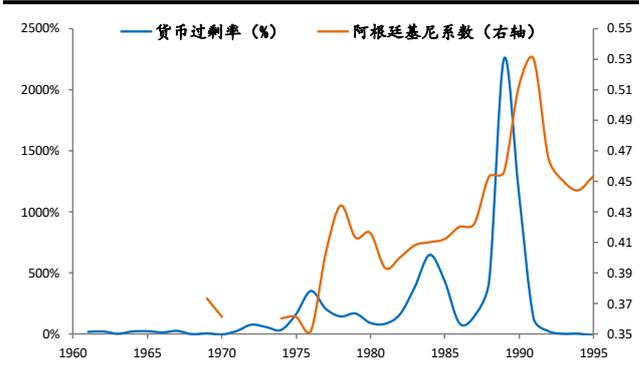
资料来源: 世界银行, Wind, 恒大研究院

图表17: 阿根廷货币汇率大幅贬值



资料来源: 阿根廷央行, 恒大研究院

图表18: 货币超发伴随基尼系数上行

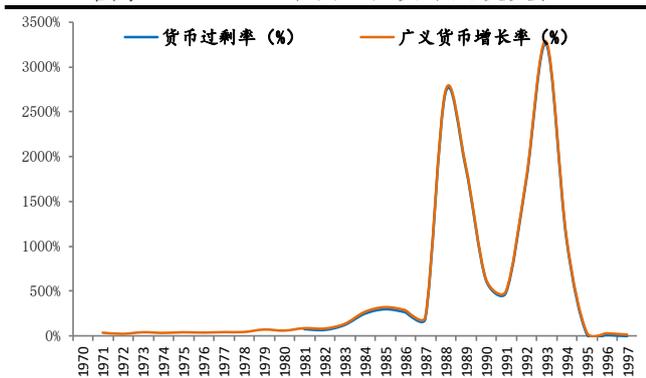


资料来源: 世界银行, OECD, 恒大研究院

巴西

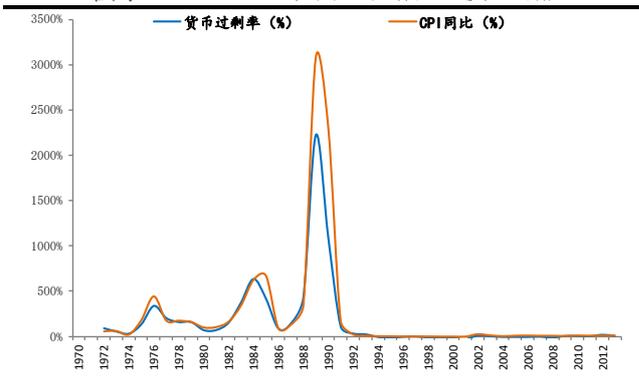
同为拉美国家的巴西, 采取与阿根廷类似的进口替代工业化、加大财政赤字等策略, 国际贸易收支双逆差导致巴西不得不大举外债来弥补财政赤字。然而此种经济发展模式具有脆弱性, 在内外经济运行不平稳时极易发生危机。80年代受到结构因素、国内政策和外部环境的影响, 巴西经济发生动荡, 而时任政府仍试图通过印发货币来解决问题。毫无节制的大量超发货币, 使得国内发生恶性通胀, 经济秩序陷入混乱。

图表19: 80-90年代巴西货币超发失控



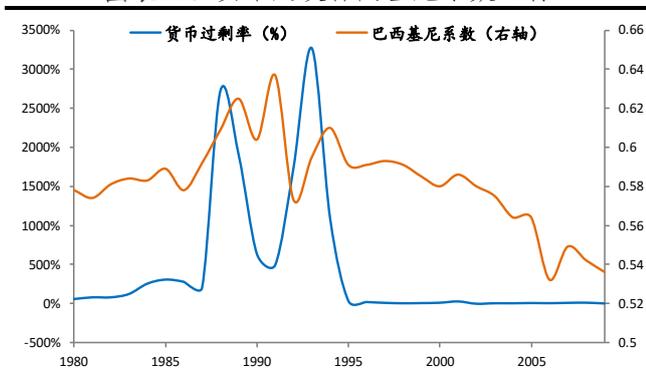
资料来源: 世界银行, 恒大研究院

图表20: 80-90年代巴西陷入恶性通胀



资料来源: 世界银行, Wind, 恒大研究院

图表21: 货币超发伴随基尼系数上行



资料来源: 世界银行, OECD, 恒大研究院

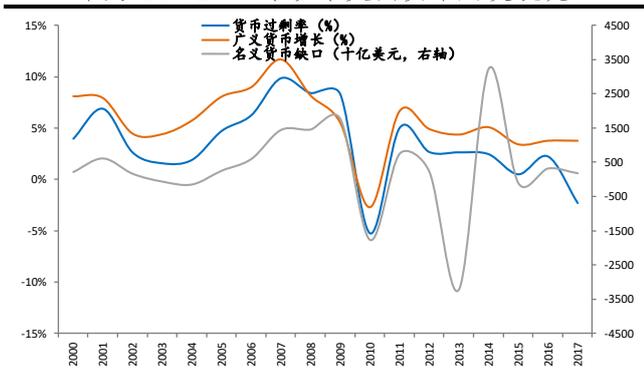
2.3.3 货币超发，通胀温和，广义金融资产迅速上涨

次贷危机后的美国

2008 年次贷危机后，全球主要经济体为应对经济危机，均进入不同程度的货币超发期，其中以美国为代表的欧美发达经济体，通过央行购买有毒资产超发货币，同时降低目标利率，实施量化宽松。在此期间，美国的名义货币缺口向上攀升，广义货币年均增速超过 6%。然而此轮的货币超发并未如 70-80 年代引发通货膨胀，CPI 与货币增速脱节。

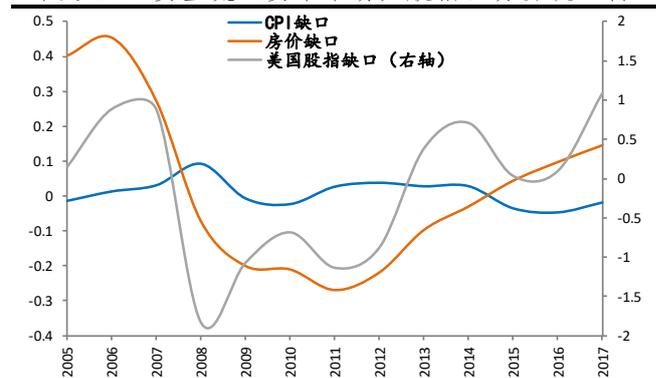
本轮美国物价的持续低迷尽管与原油产能去化不及黑色有色、美国临时性兼职性就业增多、前期货币过度宽松导致全球收入差距拉大制约消费能力等有关，但股市房市等资产市场吸收多余流动性仍是货币超发下物价未明显上涨的主因。从缺口数据来看，次贷危机前期资金从股市、房市撤出，物价缺口扩大，后期房价、物价缺口持续为负，而股票市值缺口迅速改善、快速上扬，从一定程度表明大量资金流入资本市场。2009 年以来美国标准普尔指数、道琼斯指数以及纳斯达克指数分别上涨 180%、199%和 372%，上市公司总市值上涨 113%，年均增速达 17.4%。东西海岸主要城市房价 2012-2013 年快速上行，部分月份增幅近 30%。

图表22：2008 年以来美国货币超发状况



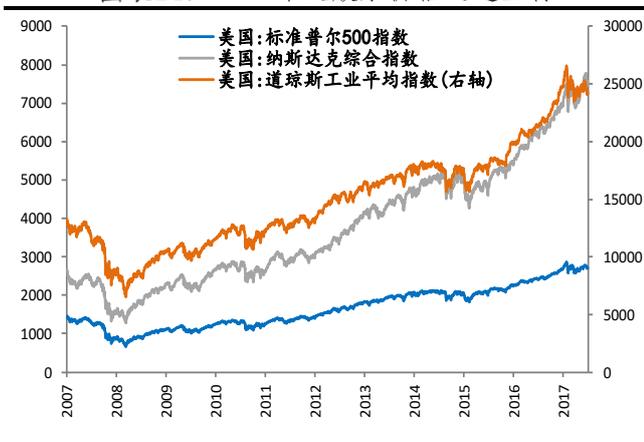
资料来源：世界银行，恒大研究院

图表23：资金流入资本市场，股指、房价缺口转



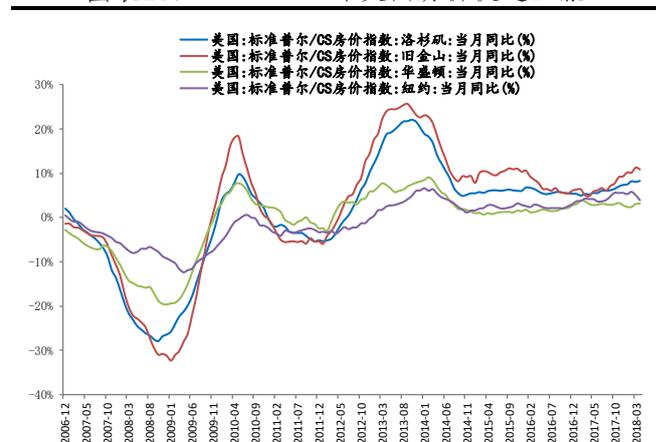
资料来源：BIS，恒大研究院

图表24：2009 年起股票价格迅速上行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表25：2012-2013 年美国房价快速上涨



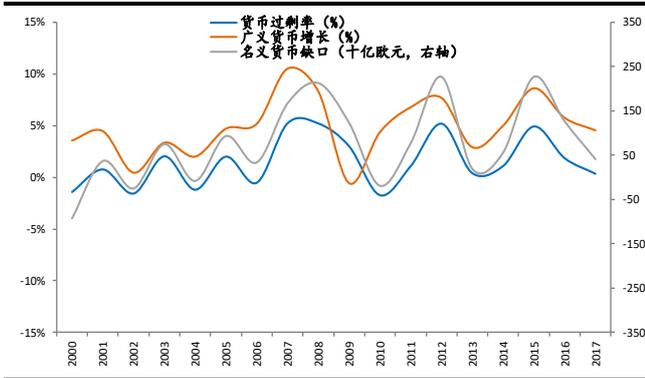
资料来源：Wind，恒大研究院

2.3.4 货币政策稳健，未见明显货币超发，物价稳定，房价平稳

德国

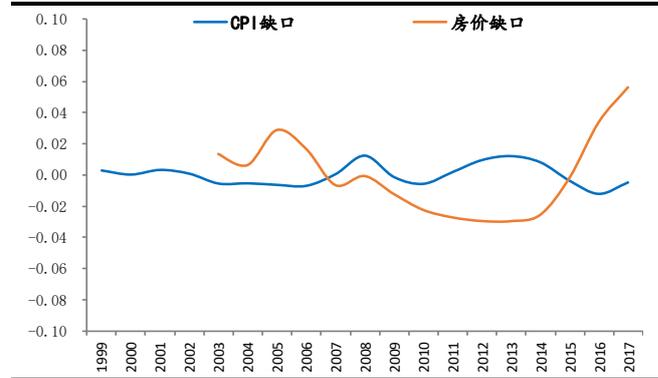
德国持续实施稳健货币政策，进入 21 世纪以来，绝大部分年间广义货币增速均控制在 6% 以下，名义货币缺口相对较小，并无明显货币超发。在此情况下，德国物价在近 20 年内保持稳定，年均 CPI 约 1.4%。房价增幅较为稳定。从 CPI 以及房价缺口来看，两指标绝对值较小，反映德国物价、房价波动幅度不大，长期基本处于平衡状态。尽管近年来难民潮的涌入导致德国房价小幅上升，但总体房价提升温和。

图表26：德国货币增速较为温和



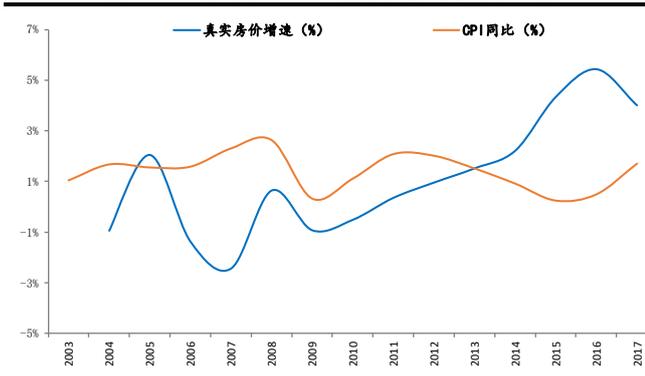
资料来源：世界银行，恒大研究院

图表27：德国 CPI、房价缺口绝对值较小



资料来源：BIS，恒大研究院

图表28：德国 CPI、房价增速较为温和



资料来源：世界银行，恒大研究院

2.4 货币超发的国际经验启示

1) 总结国际经验来看，在发展经济的过程中，绝大部分国家均存在不同程度的货币超发，然而历史经验表明，**货币超发易滋生资产价格泡沫，极端情况下引发经济危机**。资本逐利具有顺周期特点，超发的货币使得美国、日本在 70-80 年代滋生以房产、股票为首的资产价格泡沫，当金融条件收紧或受到外部因素冲击时，资产泡沫破裂引发各经济体陷入萧条甚至衰退。

2) **货币超发，对转型中的实体经济促进作用较低**。尽管短期内货币超发本意是增加流动性、促进实体经济增长，但超发的流动性易因为市场逐利的“动物精神”流入金融市场，造成房产、股票等广义金融资产的飞速上涨（70-80 年代美国、日本），而对于经济发展落后、产业结构单一的经济体而言，超发货币易引发过多货币追逐有限商品，造成物价的恶性上涨（80-90 年代阿根廷、巴西）。而实行稳健货币政策的德国通过产业升级、工业制造 4.0 等一系列改革维持自身核心竞争力，经济相对平稳发展，保持欧洲核心国地位。货币超发对恶化的实体经济推动作用有限，

转型中的经济体应坚持通过对外开放、产业升级、供给侧改革等手段提升生产效率，促进经济增长。

3) 货币超发造成财富再分配，易加剧收入两极化、贫富差距扩大。当超发货币流入市场，造成通货膨胀、广义资产价格上升时，由于通胀挤压居民实际收入、投机催生资产泡沫，将造成财富再分配，使得贫富差距拉大。国际经验表明，货币超发期常伴随基尼系数的上升，此情况在发展中国家（阿根廷、巴西）表现尤为明显，而以美国、日本为代表的发达国家货币超发与基尼系数关联性较弱，我们认为这或与发达国家社会保障体系健全、福利保障覆盖较为完整以及社会收入分配机制较为公正有关。

3 中国货币超发的测量及影响

3.1 货币发行历史回顾

前文已经提到，我国信用货币创造主要来源于各类贷款派生、商业银行证券净投资、外汇占款、金融业同业派生以及包括财政存款、黄金占款等在内的其他项。回顾我国货币发行的历史，可根据信用创造的主要来源分为五个历史阶段：

第一阶段（1987-2000年）为商业银行发展初级阶段，银行资金运用从单一到逐步多样化发展，在此期间M2主要由各类贷款派生，外汇占款逐步增加；

第二阶段（2001-2008年）为外汇占款快速上升时代，中国加入WTO，扩大改革开放，国际贸易活动迅速增加，外汇占款成为央行货币投放的主要手段与途径，M2在此期间主要由各类贷款以及外汇占款共同创造；

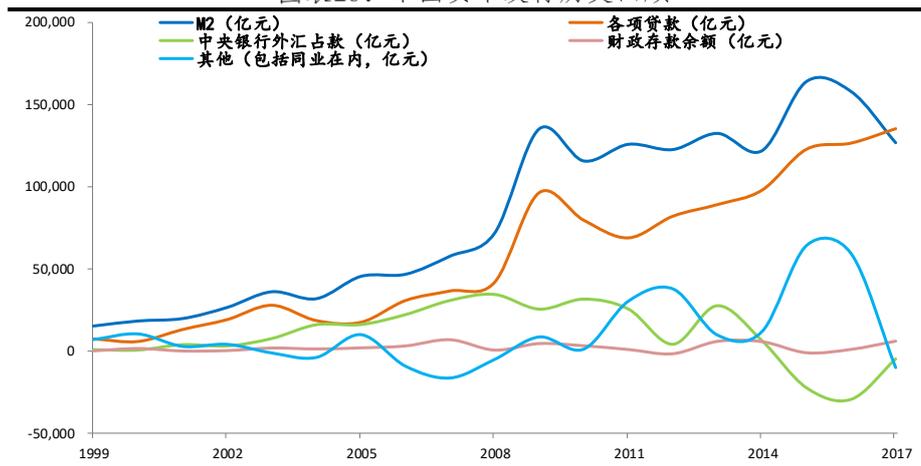
第三阶段（2009-2010）为贷款迅速扩张期，次贷危机后世界经济萧条，外需对经济的拉动作用减弱，扩大内需成为经济发展的新动力。在刺激性宏观政策作用下，我国信贷投放持续快速增长，各类贷款也再度成为货币创造的主要来源；

第四阶段（2011-2016）为同业迅速攀升期以及外汇占款存量下降时代。伴随此时期金融创新及金融自由化，银行同业业务快速攀升，一度仅低于人民币贷款，高于外汇占款和证券投资。而人民币贬值预期增强，资本流出严重，外汇占款存量下降，此阶段贷款及同业为货币创造的主要来源；

第五阶段（2017-至今）为同业萎缩叠加外汇政策回归中性期，由于前期，防范控制重大金融风险，严格监管，督促资金流入实体企业，强调资金脱虚入实，同业业务大幅萎缩。此外，自2017年下半年开始，央行外汇占款变动持续在0附近上下波动，外汇政策回归中性，外汇占款对货币投放的影响显著降低。

从我国货币发行的历史进程可以看到，各项贷款始终是主导货币创造的主要力量，在不同时期内外部环境及政策变化导致发行货币的次要驱动力变换。尽管内部、外部经济因素共同作用导致货币信用创造波动，然而发行货币的本质始终是促进经济的平稳运行与发展。

图表29：中国货币发行历史回顾



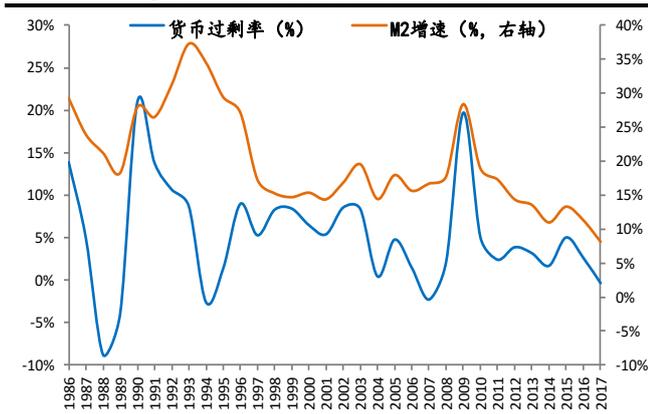
资料来源：Wind，恒大研究院

3.2 中国货币超发量化分析：过去近 20 年中国基本处于货币超发状态

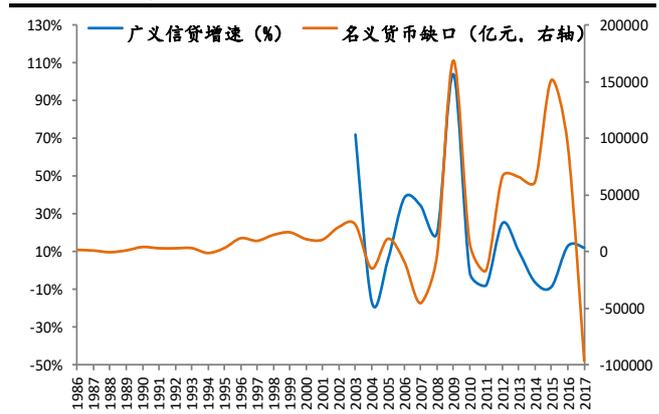
自改革开放以来，中国货币增速大涨，2000 年至 2018 年，中国基本处于货币超发状态，共有 5 轮货币超发达到峰值的时期，分别为 2003 年、2005 年、2009 年、2012 和 2015 年。从指标来看，名义货币缺口与货币过剩率均大于 0，表明 1978 年以来我国处于货币超发状态。从信贷方面来看，我国在 2006-2007、2009 以及 2016-2017 经历三轮大的信贷扩张，其中 2009 年受宽松货币政策、财政政策刺激影响，广义信贷同比达 107%。

此外，自 2008 年以来，货币超发幅度、广度、深度均远超过去水平。2008-2017 年期间，三指标均显示中国货币超发程度大幅提升，年均名义货币缺口达近 50000 亿，与 2000-2007 年间均值同比上升 4300%，货币过剩率及广义信贷增速分别达 4.8% 和 21.6%。此外，货币超发幅度基本均超过去最高水平。而 2009 年货币超发程度最大，广义信贷、M2 同比增速分别达 45.6%、28%，名义货币缺口则达到惊人的 168581 亿元，建国以来新高。

从货币供给以及货币需求出发的指标显示，中国在过去十八年，尤其是 2008 年以后的近十年存在严重的货币超发，而 M2 广义货币也从 40 万亿上翻 4 倍至 167 万亿，而 GDP 在此期间累计上涨不到一倍，城镇居民收入、全国住宅价格涨幅均远低于 M2 扩张幅度。过量的货币最终流入实体市场和以房产为代表的金融市场，是导致人民币外升内贬的重要原因。

图表30：中国货币超发历史 I


资料来源：Wind，恒大研究院

图表31：中国货币超发历史 II


资料来源：Wind，恒大研究院

图表32：房价、收入与货币供应量

年份	城镇新建住宅销售均价（元/平）			城镇人均可支配收入（元）			M2（亿元）
	全国	北京	上海	全国	北京	上海	
1998	1854	4812	3096	5425	8472	8773	104499
2017	7614	34117	24859	36396	62406	62596	1676769
2017/1998	4.11	7.09	8.03	6.71	7.37	7.14	16.05

资料来源：国家统计局，恒大研究院

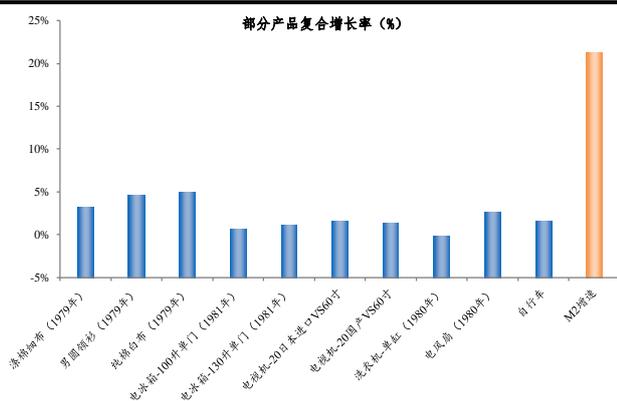
4 中国货币超发下的各类商品及资产表现

过量货币的发行尽管在一方面刺激了经济的增长，但另一方面造成货币购买力下降、人民币对内贬值的局面。我们对股票、债券和大宗商品等大类资产价格以及以北京为代表的商品、非商品市场在改革开放至2017年以来的部分价格进行统计测算，发现各类商品、大类资产价格与货币超发之间的关系可分为三类：一是价格涨幅远低于货币增速，跑输货币超发，各类实物商品、固收类债券和大宗商品体现了这一点；二是价格涨幅与货币增速相差不大或基本持平，医疗保健、教育等服务类产品以及一线城市土地、房产体现了这一点；三是价格在过去大幅增加，跑赢货币超发，2009年后股票体现了这一点。

价格涨幅远低于货币增速，跑输货币超发：实物商品

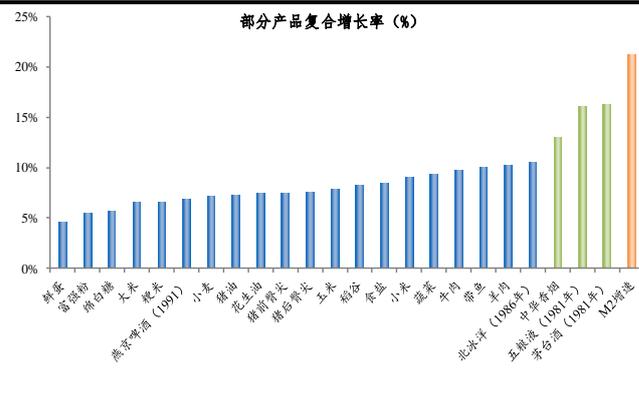
以食品烟酒、轻纺工业品为代表的实物商品在改革开放以来价格涨幅有限，远低于货币增速。改革开放以来，伴随我国生产技术提升，对外开放程度加深，商品市场竞争较为激烈、替代品繁多，消费者需求弹性较大，食品烟酒、轻纺工业品价格涨幅有限。1978-2017年，北京各类食品烟酒、轻纺工业品样本平均复合增速分别为8.7%、1.93%，远低于同期广义货币M2增速21.3%。其中，高档烟酒领涨食品烟酒类别商品，年均复合增速达15.12%。我们认为，高档烟酒涨幅相对较高与其具有垄断性质或产品需求弹性较低有关。

图表33：1978-2017 轻纺织品价格远低于货币增速



资料来源：北京物价志，恒大研究院

图表34：1978-2017 食品烟酒价格远低于货币增速

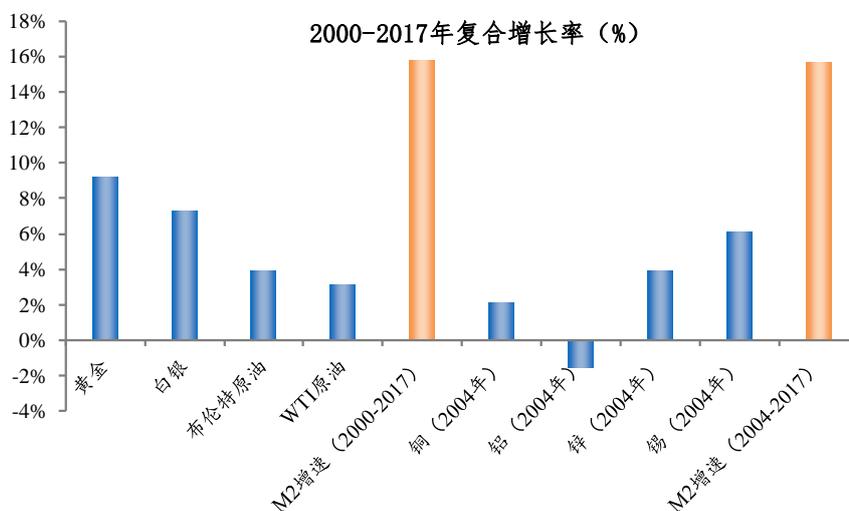


资料来源：北京物价志，恒大研究院

价格涨幅远低于货币增速，跑输货币超发：大宗商品

长期来看，以黄金、石油为代表的大宗商品价格增速在过去近 20 年增速持续低迷，收益率显著低于货币增速。黄金等大宗商品作为避险产品在短期经济陷入极端情况时可作为投资品增值，然而从长期来看，在温和的通货膨胀条件下，投资黄金等大宗商品并不能跑赢货币超发。2000-2017 年，以人民币计价的黄金及原油的平均复合增长率分别为 9.2% 和 3.5%，均远低于同期广义货币增速。

图表35：长期大宗商品价格增速低于货币增速

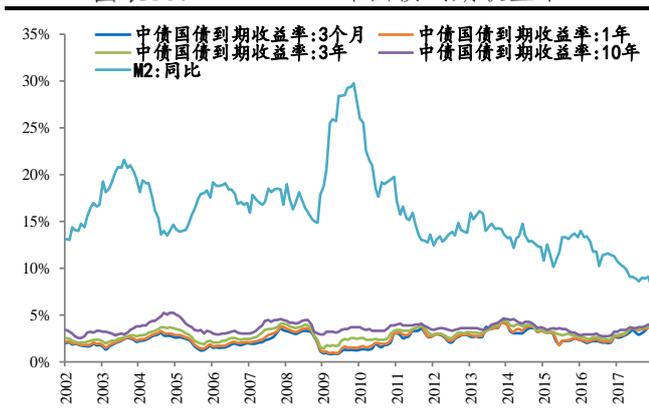


资料来源：Wind，恒大研究院

收益率涨幅远低于货币增速，跑输货币超发：固收债券

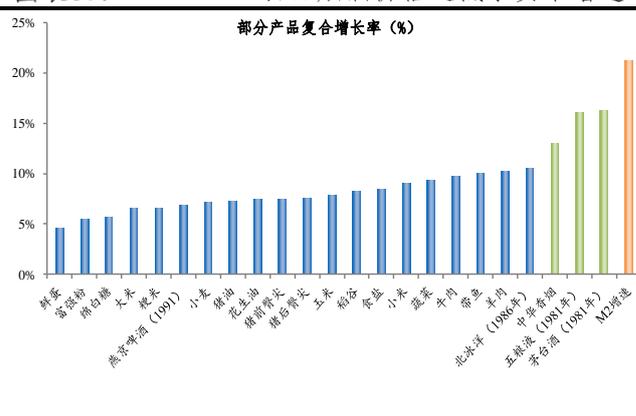
固定收益债券在货币超发期间为表现收益率较低的一类资产。我国固定收益类债券，尤其是信用等级较高的国债，调整具有价格粘性，在货币增速较大年间固定收益类债券收益率表现较差。以中债国债为例，3 个月、1 年期、3 年期、10 年期中债国债在 2002 年至 2017 年平均收益率分别为 2.4%、2.6%、2.9% 和 3.56%，不仅远低于广义货币增速，同时也低于其他商品价格增长率和资产收益率。

图表36：2002-2017年国债到期收益率



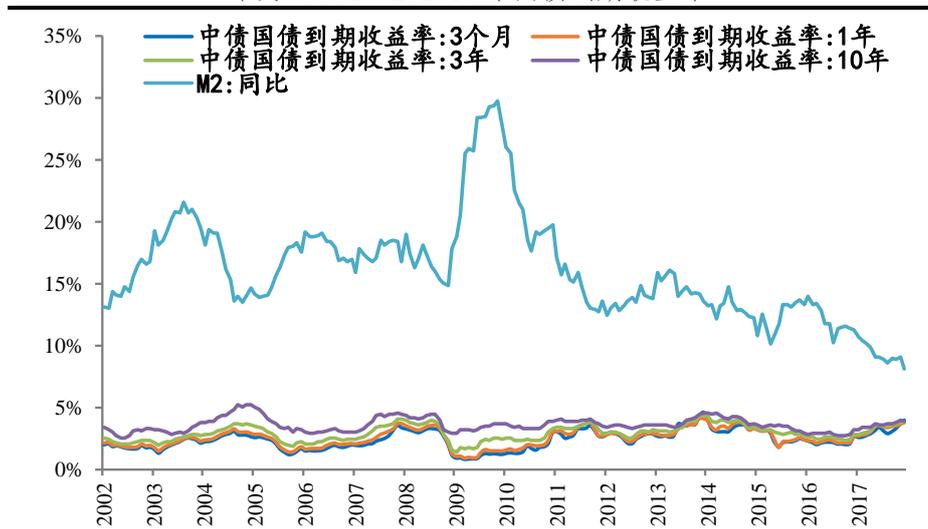
资料来源：Wind，恒大研究院

图表37：1978-2017食品烟酒价格远低于货币增速



资料来源：北京物价志，恒大研究院

图表38：2002-2017年国债到期收益率

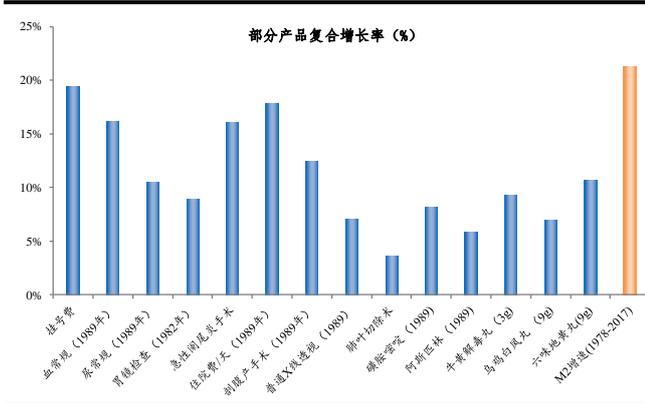


资料来源：Wind，恒大研究院

价格涨幅与货币增速相差不大：医疗保健、教育等服务类产品

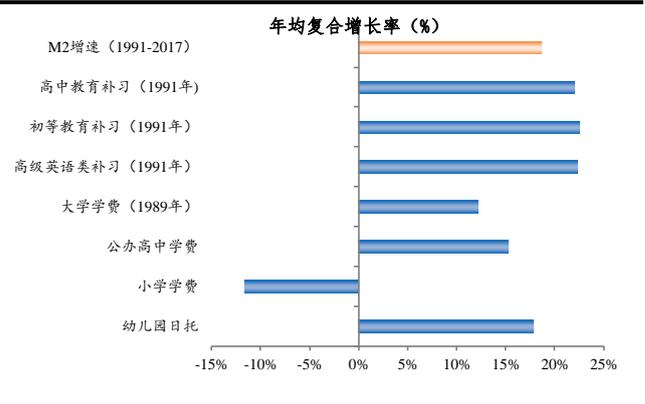
与医疗保健、教育等相关的服务类产品价格增速较快，主要受到垄断所导致的供给约束、消费者需求刚性以及消费升级的共同作用。以北京商品市场为例，与医疗保健、教育等相关的服务类产品价格相对食品烟酒、轻纺织工业品价格上涨幅度明显加快。其中，各类教育补习价格增速上涨明显，年均复合增速超20%。我们认为，医疗保健以及教育等服务类相关产品上涨较快，一方面是经济增长，人均可支配收入增加导致消费升级的自然结果，而另一方面也与此类服务型产品市场竞争不充分、垄断导致供给约束、消费者对教育、医疗需求具有刚性有关。

图表39：医药服务类产品复合增速



资料来源：北京物价志，恒大研究院

图表40：教育补习类产品价格增速较快



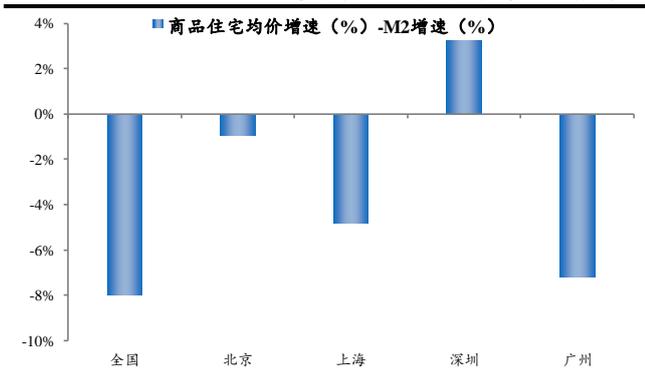
资料来源：北京物价志，恒大研究院

价格涨幅与货币增速持平：一线房价、地价

近年来我国房价、地价快速上行，总体复合增速低于广义货币增速，一线城市房价、地价增幅超过二三线城市，与货币增速基本持平。伴随近20年来货币的持续超发，我国房价、地价均快速上行。总体来看，1998年以来全国新建住房销售均价年均复合增速达7.72%，低于同期M2增速近8个百分点，而一线城市房价基本与M2增速持平。此外，一线城市土地成交价格同样快速上涨，2007年至2017年间复合增速达22.3%，远超货币增速，同期二三线城市地价增速与一线城市存在明显差距。

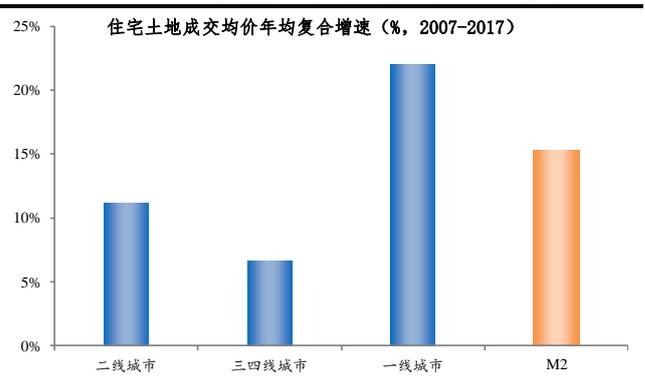
从我们提出的长期看人口、中期看土地、短期看金融的房地产周期分析框架可以得出，过去我国房价区域分化，一线城市房价快速上涨的原因，一部分是由于长期人口流入、产业导入以及居民消费升级促使住房需求上涨，反映的是房地产的商品属性；而另一部分则是货币超发、土地供给垄断所引起的投机需求导致房价快速上行，反映了房地产的金融属性。短期内，货币超发、贷款利率下行等金融因素均对房价有着明显的刺激作用，2005-2017年M1、M2以及贷款利率与房价相关性明显，M1、M2上升、贷款利率下降均伴随着房价的新一轮上涨。

图表41：1998-2017 总体房价低于广义货币增速



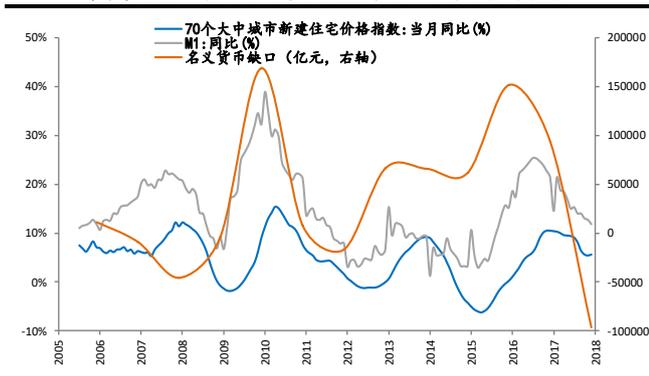
资料来源：中指数据，恒大研究院

图表42：一线城市地价增速快于二三线城市



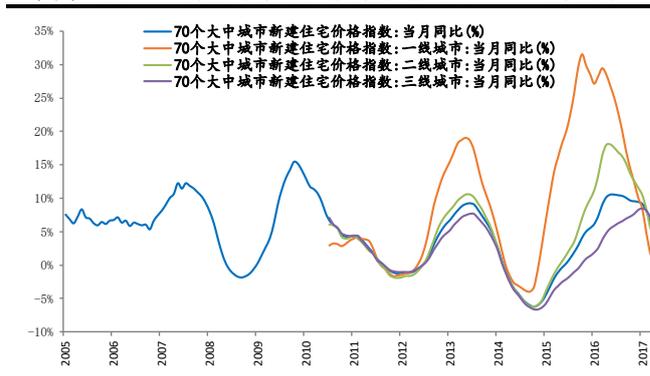
资料来源：中指数据，恒大研究院

图表43：房价与货币超发正相关性明显



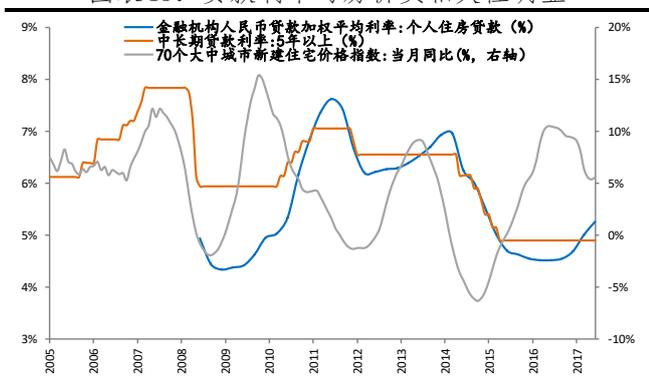
资料来源：Wind，恒大研究院

图表44：一线城市房价增速显著高于二三线城市



资料来源：Wind，恒大研究院

图表45：贷款利率与房价负相关性明显



资料来源：Wind，恒大研究院

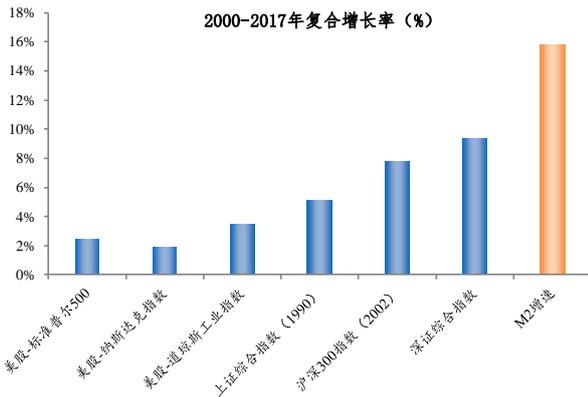
价格在过去大幅增加，跑赢货币超发：2009年后发达国家股票

从过去经验来看，2000-2017 股票复合增速总体并未跑赢货币超发，而进入 2009 年后股市收益率提速，表现优于大宗商品及债权，超过货币增速。2000-2017 年投资股票复合收益率显著低于货币增速，其中以人民币计价的三大美国股指收益率均处于 3%-4% 之间。股市波动性较大，在近 20 年间大涨大跌是其复合收益率未跑赢货币超发的主要原因。

进入 2009 年以来，为应对经济萧条，全球主要经济体纷纷实行宽松货币政策刺激经济，大量资本涌入股市，股票价格在 2009-2017 年快速上行，投资美股指数、A 股部分优质核心上市公司股票基本能跑赢货币增速。

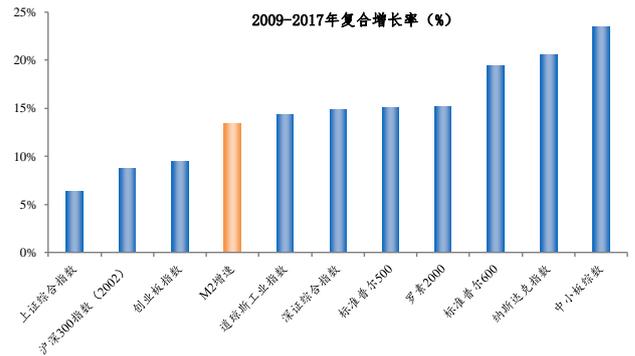
此外，中小盘股指在货币超发期间波动性显著大于大盘指数。2009-2017 年间以中小板综指和创业板指数为代表的中小盘股指在货币超发年间波动性明显大于大盘股。我们认为这一方面与中小股投资者投资风格有关，另一方面中小盘股票实体企业及市值体量更易受到经济基本面、货币政策影响。

图表46：2000-2017 股票总体未跑赢货币超发



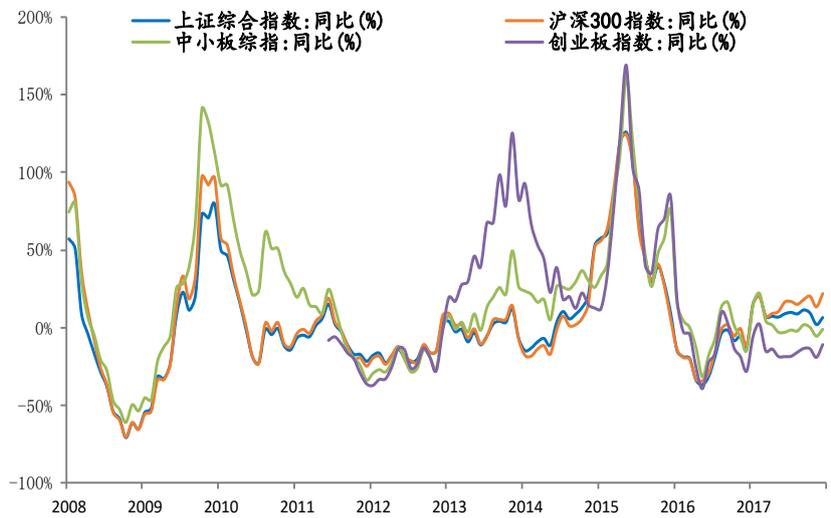
资料来源：Wind，恒大研究院

图表47：2009-2017 股票指数基本跑赢货币超发



资料来源：Wind，恒大研究院

图表48：货币超发期间，中小盘股波动性较大



资料来源：Wind，恒大研究院

5 货币超发下的各类资产表现：经验总结

回顾近 40 年来我国货币发行历史，货币流动性多数时期均处于过剩状态，本轮货币流动性从 2009 年的严重过剩后期长期处于过剩状态，长期以来货币“钝化”使得宽松货币对实体经济的促进作用越来越小，而对广义资产价格影响显著提高，各类商品、资产表现分化程度进一步加深。

1) 大宗商品以及固定收益类债券跑输货币增速，长期来看股票波动性较大影响其复合增速，中期跑赢货币超发。大宗商品以及固定收益类债券在过去 40 年间收益率明显低于广义货币增速，这与其作为避险类资产的性质有关。大宗商品以及债券价格虽短期内或有较大浮动，但长期来看波动性较低，要求补偿的风险溢价相对较少，整体收益率与广义货币增速差额在长期货币宽松区间里趋于扩大。

从股票方面来看，总体而言股票在 2000-2017 年货币超发期间的年均复合收益率表现优于大宗商品以及固定收益债券，但整体收益率仍未跑赢货币超发。同时由于股票具有高风险、高波动性特征，复合收益率易受到所选时间区间影响。从中期来看，在货币超发期间股票复合回报率基

本能够跑赢货币超发，且中小盘股由于实体企业现金流、资产负债表更易受到经济基本面、货币政策变化的影响，中小盘股指收益率波动性整体大于大盘指数。

2) 在货币超发的大环境下，房产增速、地价增速整体低于广义货币增速，而一线城市房地产增速与其基本持平。一方面，我国房地产是捆绑多种资源的综合价值体，包括户籍、学区、医院等，在一定程度上反映了难以量化物品的物价水平，另一方面，房地产具有很强的保值增值金融属性，是吸纳货币超发的最重要资产池。两方因素的共同作用使得我国房地产价格在过去快速上行。

此外，根据我们提出的长期看人口、中期看土地、短期看金融的分析框架，与二三四线城市相比，一线城市长期人口流入、产业导入以及居民消费升级促使住房需求上升，中期土地供应垄断，房产价格具有天然升值的内在动力，短期内对货币超发更为敏感。货币超发的刺激使得一线房价快速上涨，导致一线城市地价、房子复合增速与货币增速相差不大、基本持平，而二三四线城市人口流出、供地相对充足作为缓冲垫，使得房地产溢价相对有限，房地产价格区域分化明显。

3) 传统实物商品价格增速与货币超发逐步脱节，而需求具有刚性的医疗保健以及教育服务等产品价格增速与广义货币增速差距较小，货币超发对核心物价具有较强影响。尽管以北京商品市场部分产品价格作为推断依据有失严谨，但从中反映出来的价格上涨规律仍具有启发意义。当前我国商品主要由一般竞争性产品和具有垄断性质或需求刚性产品组成，两者对于货币超发敏感程度不同。北京商品市场的历史数据表明，传统食品烟酒、轻纺织工业品等商品在改革开放后价格复合增长幅度有限，这主要与此类商品技术进步、规模生产、内外市场竞争充分导致替代品较多有关。而以医疗保健和教育服务等为代表的具有垄断性质或具有需求刚性的产品服务来看，其面临的主要问题是“供给约束”，货币超发时易造成过多货币追逐有限产品的现象，从而导致持续的价格上升。

4) 从长期来看，一味用超发货币的政策对转型中的中国经济促进作用不大，反而延缓了经济结构的调整与增长方式转变，对经济的长期增长无益。无论是从欧美日国际经验，还是从我国过去的实际经验来看，货币超发对增速换挡中的实体经济促进有限。长期来看，过量资金最终产生“钝化”效应，流入资本市场，资金脱实向虚，损害实体经济。只有通过坚定不移的对外开放、放开行业管制、降低税负、国企改革、鼓励创新等推动政令畅通的新一轮供给侧改革，才能实现经济的成功转型。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com