



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

上海新金融研究院工作论文系列

一个硬币的两面：辩证看待中国的货币存量

管涛¹

2017年5月12日

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。无论从理论还是实践看，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，但考虑了经济成长的差异后，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

说明：中国金融四十人论坛（CF40）是非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。本工作论文是未曾公开发表的论文。文中观点仅代表作者本人，不代表本论坛及作者所在单位意见。未经许可，谢绝任何形式的转载和复制。

¹作者管涛系 SFI 监事，中国金融四十人论坛高级研究员。



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。无论从理论还是实践看，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，但考虑了经济成长的差异后，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，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）、日本（1991-2015）、英国（2002-2015）、德国（1991-2015）、加拿大（1990-2015）、澳大利亚（1988-2015）等少数几个发达国家官方编制了国家资产负债表²。

²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。

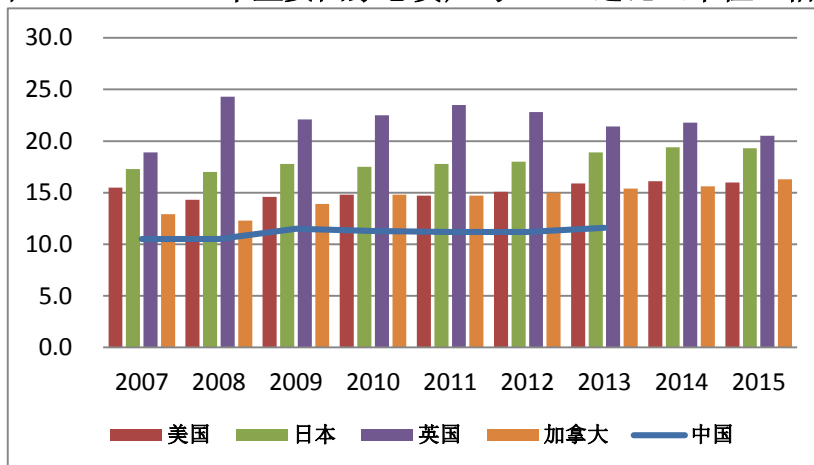
中国政府于 2013 年底十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出要编制国家资产负债表，但迄今尚未有官方正式编制的报表。李扬（2013）、马骏等（2012）以及余斌（2015）曾经研究了中国的国家资产负债表问题。当前市场使用较多的是中国社会科学院前副院长李扬带队试编的 2007-2013 年的中国国家资产负债表（以下简称“社科院版”的国家资产负债表）（李扬等，2015）。下面，我们以此表为基础，与发达国家的国家资产负债表进行比较分析。

二、从财富存量角度看中国的 M2/GDP 不算高

首先，从资产/GDP 看，截止 2013 年底，美国、日本、英国和加拿大³的国家总资产分别是 GDP 的 15.9、18.9、21.4、18.8 和 15.4 倍（见图 1），较四国平均为 17.9 倍的水平低了 35%。

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、13.1、17.5、7.2 和 10.7，中国为 6.0 倍（见图 2），较四国平均为 13.2 倍的水平低了 55%。

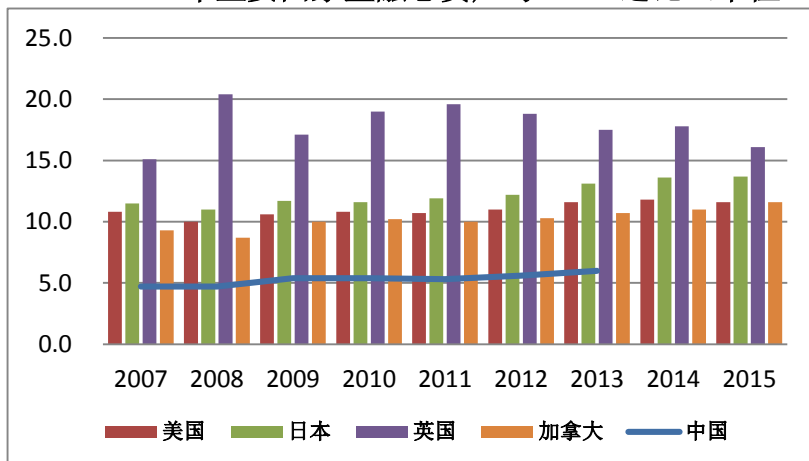
图 1：2007-2015 年主要国家总资产与 GDP 之比（单位：倍）



数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

³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。

图 2：2007-2015 年主要国家金融总资产与 GDP 之比（单位：倍）



数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

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，可能也只是局部的泡沫。

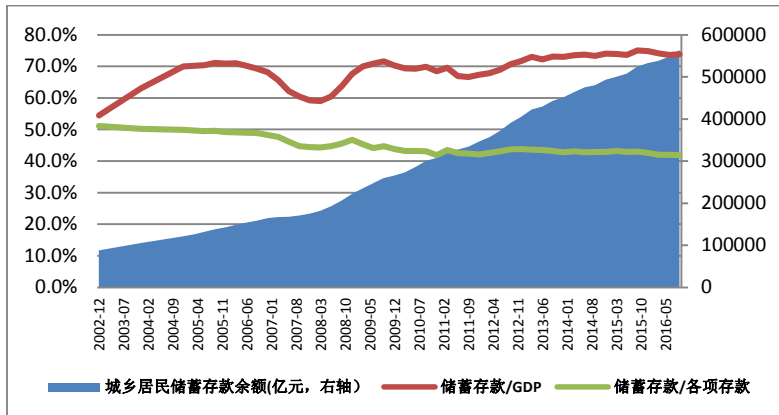
当然，仅以资产或金融资产与 GDP 之比衡量资产泡沫，很可能是失之毫厘谬以千里。发达国家之所以总资产与 GDP 普遍较高，恰恰反映了在过去经济成长过程中，金融和非金融财富的不断积累。中国的经济增长迫切需要解决的问题，也是不要只有 GDP 流量，而缺少财富存量的积聚。

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。

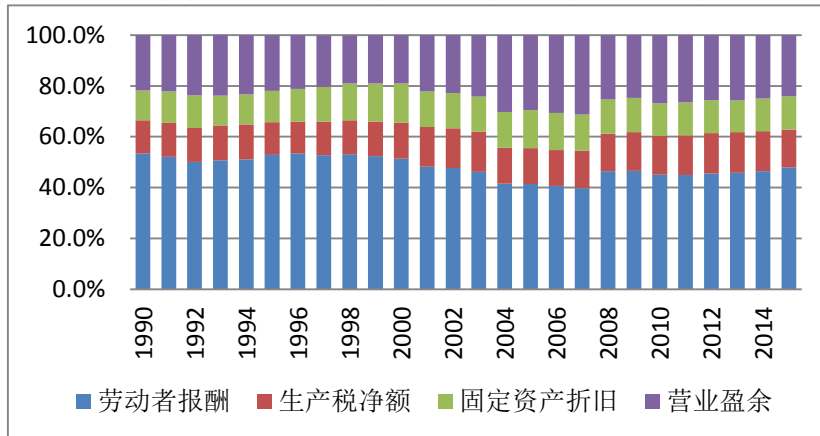
从负债角度看，M2/GDP 反映了公司部门和住户部门的财务杠杆状况，但从资产角度看，它又是金融资产/GDP 中的一部分。从资产角度看，季调后的中国居民储蓄存款余额与 GDP 之比，由 2002 年底的 54.5% 升至 2017 年 3 月底的 73.9%，这反映了经济发展成果为人民群众所享受的“以人为本”的科学发展。相反，应该成为问题的是，同期居民储蓄存款占金融机构各项存款的比重由 51.1% 降至 41.9%（见图 3），这部分是因为长期以来国民收入分配格局更多向企业和政府倾斜（见图 4）。

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
(单位：亿元；%)



数据来源：Wind；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 (单位：%)



数据来源：Wind；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、英、加三国平均 1.22 倍的水平⁴；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。

⁴日本因为 1990 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。



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	4.5%	7.1%	2.01	5.0%	1.22	8.1%	2.97	1.38

数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

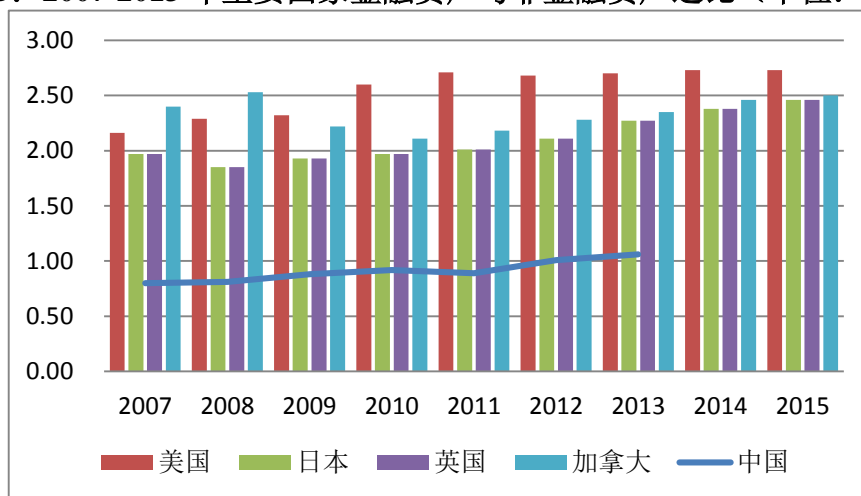
导致中国与发达国家相比存在上述差距的一个重要原因是，中国存在低效或者无效的重复建设，如桥梁、道路、机场、建筑经常是拆了建、建了拆，这增加了当期的 GDP，却不能形成财富的积累。另一个重要原因是，中国金融发展滞后，金融供给不足。

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，截止 2013 年底，美国、日本、英国、加拿大分别为 2.70、2.27、2.27 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（单位：倍）



数据来源：Wind；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奇高，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；五是中国的保险和养老金资产占比4.2%，也是排名最后，远低于七国平均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。

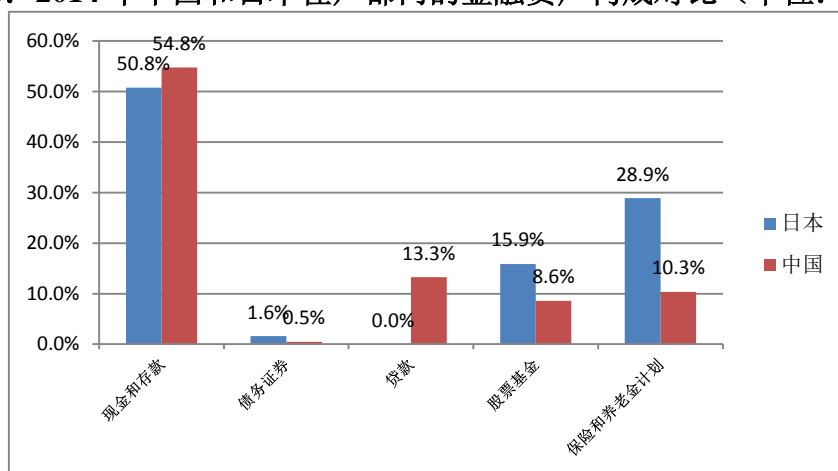
表2：2014年主要国家住户部门的资产构成（单位：%）

	非金融资产	其中：房地产	金融资产	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%

数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

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

图6：2014年中国和日本住户部门的金融资产构成对比（单位：%）



数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。



再次，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”问题就更为严重。从人均 GDP 看，中国现在大概相当于 1970 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本世纪初期美国的水平，2000-2003 年美国资产/GDP 和金融资产/GDP 平均分别为 13.1 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；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“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（即莫迪利亚尼—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，债券融资的占比仅占 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%

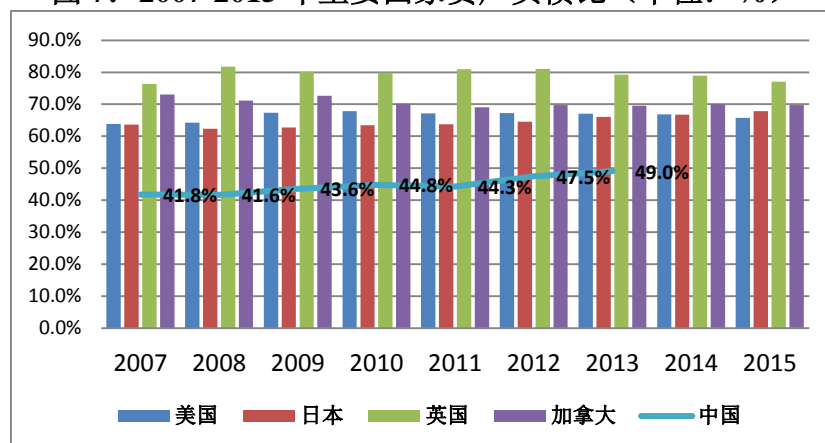
数据来源：IMF（2014）；CEIC；中国金融四十人论坛。

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。

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为 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 1970 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（单位：%）

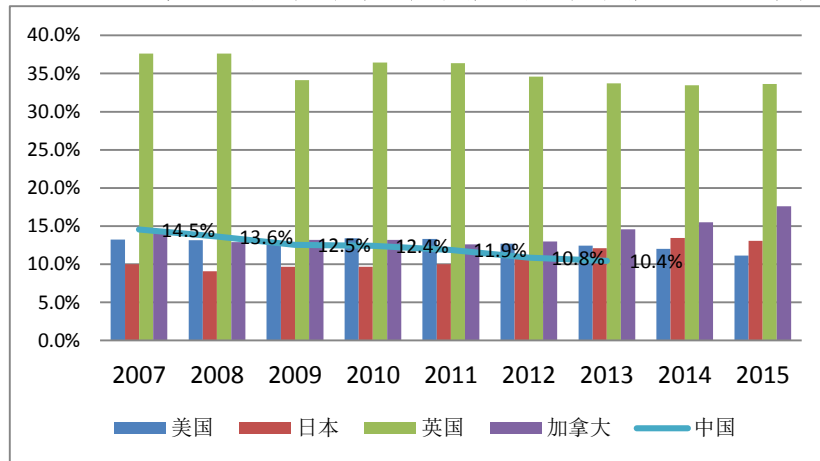


数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

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、日、加三国平均为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。

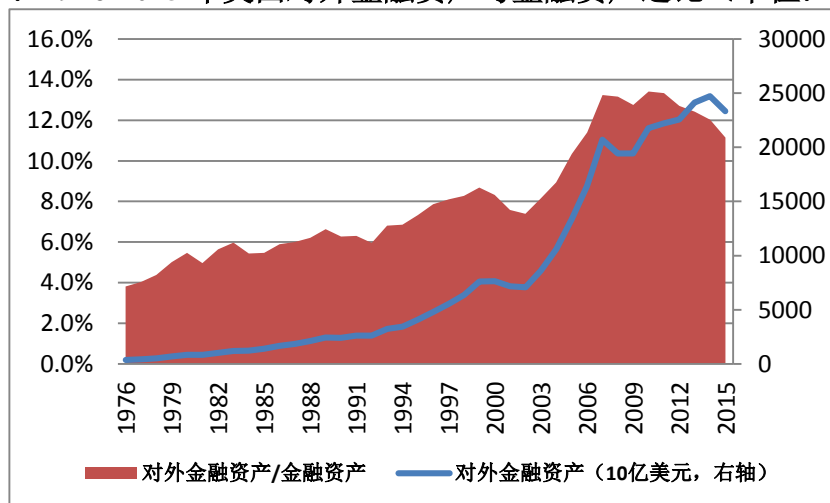
图 8：2007-2015 年主要国家对外金融资产与金融资产之比（单位：%）



数据来源：Wind；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。当美国人均 GDP 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%；当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）。

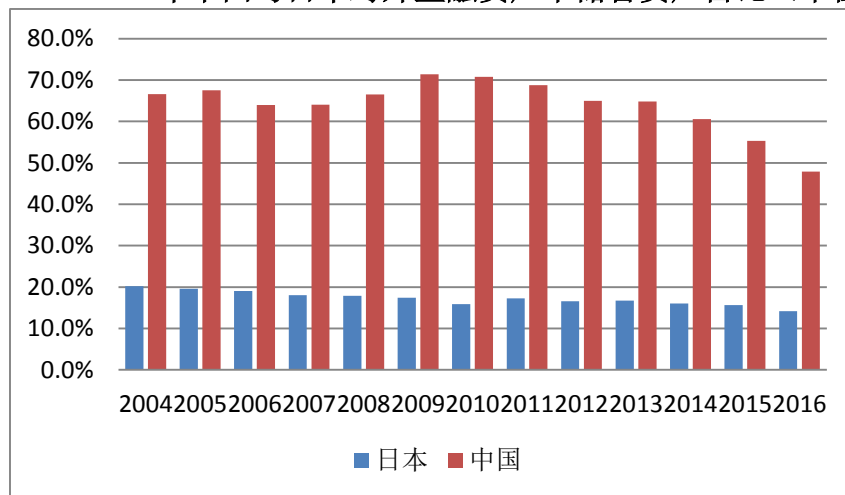
图 9：1976-2015 年美国对外金融资产与金融资产之比（单位：%）



数据来源：Wind；CEIC；中国金融四十人论坛。

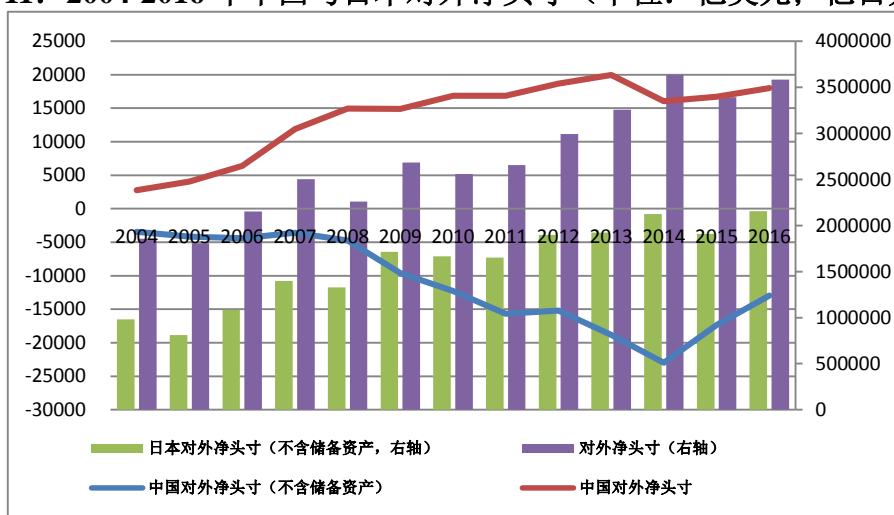
中国最大的问题可能是储备资产的占比过高。2003-2013 年间，中国对外金融资产中，储备资产占比平均为 67.3%，而作为世界第二外汇储备持有国的日本，它储备资产的占比平均也只有 17.9%（见图 10）。剔除储备资产后，2013 年底，中国的对外净头寸由净资产 2 万亿美元变成了净负债 1.88 万亿美元，而日本对外净资产只是由 325.7 万亿日元降至 192.2 万亿日元（见图 11）。

图 10：2004-2016 年中国与日本对外金融资产中储备资产占比（单位：%）



数据来源：Wind；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（单位：亿美元；亿日元）



数据来源：Wind；CEIC；中国金融四十人论坛。

正是在这种对外净头寸特征下，作为世界前两位最大对外净资产国或者说对外净债权国，中国民间部门对于人民币汇率贬值较为敏感，而日本则是对于日元汇率升值较为敏感（麦金农和大野健一，1999）。中国对外金融资产中储备资产占比过高，或者说官方境外资金运用比重过高，同样反映的是中国金融发展滞后的问题（王信，2007）。

中国的民间部门增加对外金融资产配置，无外乎要么是来自经常项目顺差的贡献，要么是来自官方储备资产向民间部门的转移。实际上，剔除储备资产以后，中国的对外净负债由 2014 年底的峰值 2.30 万亿美元降至 2016 年底的 1.30 万亿美元，减少了 9992 亿美元（见图 11），期间外汇储备减少了 8325 亿美元。从国家资产负债表的角度看，这种外汇储备资产与民间部门对外净负债之间的置换，未必就是一件吃亏的买卖。

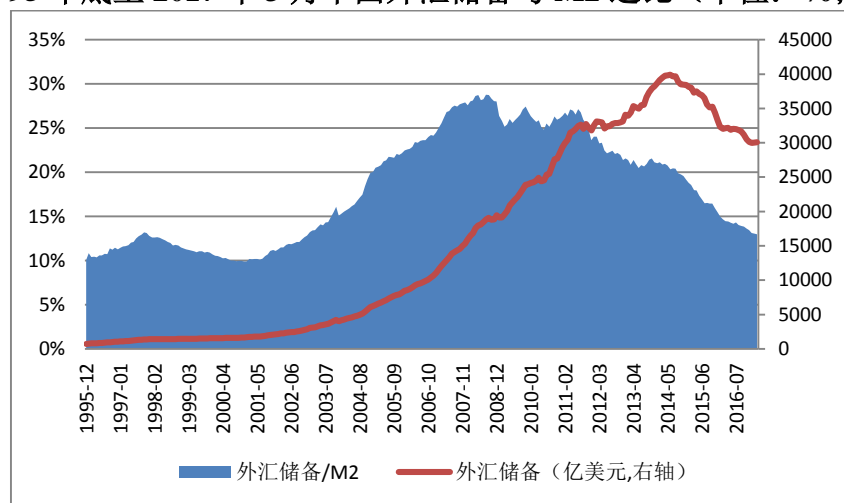
而且，降低对外金融资产中储备资产的占比，很可能是迟早要做的事情。早在 2014 年初外汇市场形势剧变之前，中国政府就一直在研究拓宽外汇储备运用渠道，通过设立主权财富基金、运用委托贷款和货币掉期等方式，支持企业海外并购、充实国家战略物资储备（中国政府网，2014），以及实施“一带一路”战略。甚至市场上有过讨论，建议借鉴香港盈富基金的模式，将外汇储备资产打包证券化以后，卖给境内机构和个人，以消化外汇储备的存量。

七、以外汇储备/M2 衡量外汇储备的充足性可能不足为据

亚洲金融危机期间，中国政府承诺人民币不贬值，但并未动用外汇储备支持人民币汇率稳定，所以，期间从来没有人讨论过中国 1400 亿外汇储备够不够用的问题。这一次，应对资本持续净流出，消耗储备、稳定汇率是一个重要的手段和工具。2014 年 6 月底，外汇储备见顶回落以来，到 2017 年 3 月底，中国外汇储备累计减少了 9841 亿美元，其中 65% 是 2015 年“8.11”汇改以后发生的（见图 12）。因此，尽管中国依然坐拥近三万亿美元外汇储备，海内外依然热议中国的外汇储备够不够用。

虽然从进口支付能力和短债偿付能力等传统预警指标看，中国的外汇储备依然较为充足（管涛，2016a）。但现在市场运用国际货币基金组织的新标准，以外汇储备/M2 来衡量外汇储备够不够用（IMF，2015）。而中国现在的外汇储备与 M2 之比越来越低，到 2017 年 3 月底为 13.0%，较 2008 年 8 月底的历史高点回落了 15.8 个百分点（见图 12），这成为市场做空人民币的一个新借口。

图 12：1995 年底至 2017 年 3 月中国外汇储备与 M2 之比（单位：%；亿美元）



数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。



然而，对于外汇储备/M2 指标变动的看法，本身可能只是反映了多重均衡状态下的市场情绪波动，即：在市场看多时，选择性地相信好的消息；市场看空时，选择性地相信坏的消息（管涛，2016b）。这一指标对于衡量外汇储备的充足性，并没有什么实证价值和指导意义。

首先，目前俄罗斯、印度、巴西的该比例均在 50%–120%，却没有改变这些国家货币长期弱势的地位，人民币最强时该比例也不到 30%（见表 5 和图 12）。

表 5：2016 年末世界前十大经济体的汇率安排与储备/M2 之比（单位：%）

排名	国家	汇率安排	国际储备/M2	外汇储备/M2
1	美国	自由浮动	0.9%	0.3%
2	中国	有管理浮动	13.9%	13.5%
3	日本	自由浮动	14.9%	14.1%
4	德国	自由浮动	6.4%	1.3%
5	法国	自由浮动	7.4%	2.1%
6	英国	自由浮动	4.8%	3.6%
7	巴西	自由浮动	50.2%	48.7%
8	印度	自由浮动	117.8%	110.5%
9	俄罗斯	自由浮动	62.6%	51.3%
10	意大利	自由浮动	8.2%	2.0%

数据来源：IMF；Wind；中国金融四十人论坛。

注：国际储备包括黄金储备、外汇储备、在 IMF 的头寸和特别提款权（SDR）。对于发达经济体之所以用国际储备/M2 指标，主要是因为其国际储备中非外汇储备资产如黄金储备较多，而外汇储备相对较少。

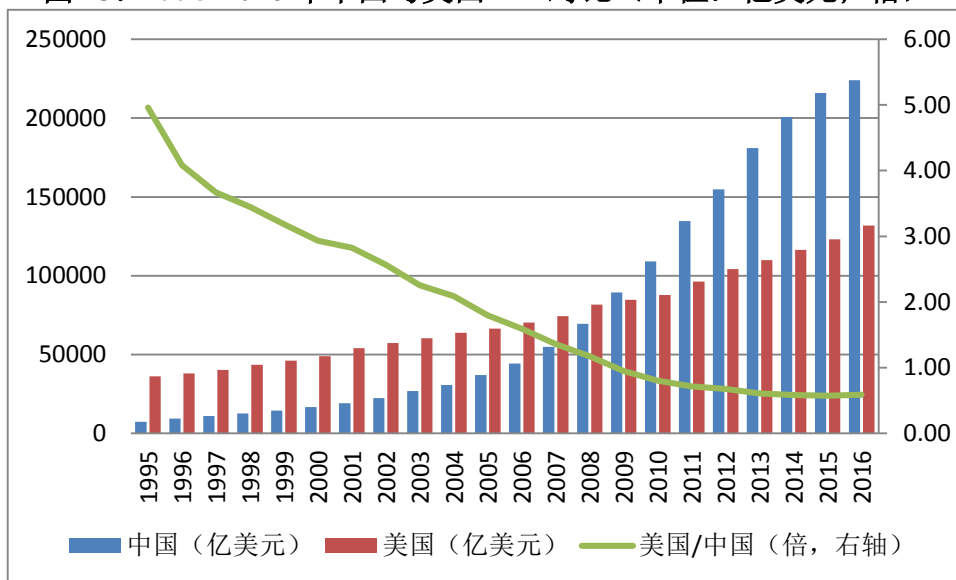
其次，中国外汇储备/M2 下降其实早已发生。从 2008 年 8 月底见顶回落，到 2015 年 7 月底（即“8.11”汇改前夕），该比例已经减少了 12.3 个百分点，持续了近七年时间。尽管“8.11”汇改之后，该比例继续下降，但到 2017 年 3 月底也不过进一步回落了 3.5 个百分点，低于 2013 年 12 月底至 2015 年 7 月底 20 个月时间下降 5.0 个百分点的幅度（见图 12）。而过去很长时间里，这个问题并未引起市场关注，直到“8.11”汇改以后，才引起了大家的注意（管涛，2016a）。而早在 2006 年底，中央经济工作会议就指出，中国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为了贸易顺差过大、外汇储备增长过快，提出必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。也就是说，早在十多年前，中国政府就已经明确不追求外汇储备越多越好。从这个意义上讲，外汇储备/M2 一定程度的回落也是宏观调控的预期结果。

所谓中国的货币超发严重，如果人民币汇率不贬值就可以买下整个美国，这是一个罔顾事实、煽动性的误导。因为尽管近年来中国的 M2 已经超过了美国的规模（见图 13），但是：第一，中国就是有钱也不都是去配置海外资产的，由于本土投资偏好，中国居民的资产配置也必然是以本地资产为主。如前所述，除英国的海外资产占比较高外，其他发达国家的海外资产在金融资产中的占比也就在 10%–20% 之间（见图 8）。二是即便中国居民要配置海外资产，也不一定都要买美国资产，正如当年美国的 M2 数倍于中国的时候，没有发生美国买下中国的故事一样。三是就是中国想收购



美国的资产，美国也不一定会卖给中国，即使卖给中国也可能是价格不菲，不论人民币汇率调不调整。何况，2013 年底，美国包括金融和非金融资产的资产总规模相当于中国的 2.4 倍，金融资产规模相当于中国的 3.3 倍，凭中国现在的家底也不可能轻易买得下美国。

图 13：1995-2016 年中国与美国 M2 对比（单位：亿美元；倍）



数据来源：Wind；CEIC；中国金融四十人论坛。

至于说货币供应增长快是否一定会导致本币汇率贬值，至少从中国过去二十多年的经验看也不一定成立。一方面，从绝对规模看，1995 年底，中国的 M2 仅相当于美国的 20%，到 2014 年底升至 172%，这一时期人民币兑美元汇率总体单边升值；2015 年“8.11”汇改后，人民币兑美元贬值，这个比例到 2016 年底却降到了 170%（见图 13）。另一方面，从相对增速看，2008 至 2016 年，中国的 M2 年均增速为 18.3%，高出同期美国年均 7.4% 的增速，但结合经济成长情况看，中国 M2 的年均增速仅相当于同期名义 GDP 增速的 1.36 倍，而美国却相当于 2.36 倍。相对而言，是美国的货币供应扩张速度快于中国。进一步分析，2008 年国际金融危机以来至 2016 年的八年时间里，中国仅有 2009、2010 和 2015 年三个年份的 M2 相对名义 GDP 的增速快于美国，其他年份均低于美国（见表 6）。所以，尽管 2016 年底，中国的 M2/GDP 为 209%，远高于美国的 71%，但如果套用相对购买力平价的概念，也应该是美元兑人民币汇率贬值而非升值。

表 6：2007-2016 年中美 M2 扩张速度对比（单位：%；倍）

年份	中国			美国		
	M2 增速 ①	名义 GDP 增速②	① / ②(倍)	M2 增速 ③	名义 GDP 增速④	③ / ④(倍)
2007	16.7%	23.1%	0.72	5.7%	4.5%	1.28
2008	17.8%	18.2%	0.98	9.7%	1.7%	5.85
2009	28.4%	9.3%	3.07	3.8%	-2.0%	-1.87



2010	18.9%	18.3%	1.03	3.7%	3.8%	0.97
2011	17.3%	18.5%	0.94	9.9%	3.7%	2.68
2012	14.4%	10.4%	1.38	8.3%	4.1%	2.01
2013	13.6%	10.2%	1.34	5.4%	3.3%	1.64
2014	11.0%	8.2%	1.35	5.9%	4.2%	1.41
2015	13.3%	7.0%	1.91	5.7%	3.7%	1.54
2016	11.3%	8.0%	1.42	7.1%	3.0%	2.40

数据来源：Wind；中国金融四十人论坛。

八、主要结论

第一，运用国家资产负债表可以较为全面地评估一个国家的家底，搞清楚很多似是而非的问题。当然，现在国际上正式编制国家资产负债表的经济体还很少，即使编制了也大都时限较短，或者统计口径不一（德国和澳大利亚的很多数据因此没有纳入国别数据的比较分析）、统计质量不高，因此，还有很大改善空间。本文研究不是要否定注意债务风险控制，提高资产配置质量等问题，而只是一次尝试，提供一个更为广阔的视角。

第二，资产和负债是一个硬币的两面。如果只看到 M2/GDP 飙升带来的高杠杆风险，而忽视了它本身也反映了社会财富的积累，是以偏概全，有可能导致夸大金融风险隐患，导致市场和政策过度反应。从国家资产负债比看，中国的债务风险总体是可控的，不必妄自菲薄。

第三，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，不能因噎废食，还是要通过发展的方式解决前进中的问题。实际上，不论是资产端的储蓄存款和房地产占比过高，还是负债端的企业融资难、融资贵，都要通过加快金融改革，增加金融供给来解决（管涛，2016c）。尤其是对于潜在的资产泡沫风险，只要是负责任的政府，一定会力图避免以泡沫破灭、危机爆发的激进方式予以解决。即使 2008 年债务泡沫破灭后，发达国家也没有放任自由，完全听任市场的自发调整，而是以非常规的货币政策积极应对，尽量减轻危机的损失，加速经济的复苏（Yellen, 2016; Bernanke, 2014）。

第四，高度重视近年来我国金融深化速度过快积聚的风险。放松金融管制之后，经常伴随着金融危机的一个重要原因是，金融资产过快膨胀，加剧了资源错配的风险。经济上行时，风险往往会被掩盖下来；一旦经济下行，风险往往就会突然爆发（Mishkin, 1996）。无论是对内金融开放还是对外金融开放，也不论是新兴市场还是发达国家，招致金融危机的案例屡见不鲜，如 1980 年代初的美国储贷危机就与美国放松对储蓄存贷机构的管制有关（默顿·米勒，1996；丁懿，1991）。

第五，中国作为一个整体，并不存在对外金融资产的低配。以外汇储备下降的方式，将一部分官方资产置换为民间资产运用或者债务偿还并非是纯粹的赔本买卖。但是，民间应该培育正确的金融风险意识，理性对外投资，避免形成挤兑式、运动式的对外投资。近日，麦肯锡公司发布的《中企跨境并购袖珍指南》，以自 2005 年以来的中企跨境并购为研究范围，在剔除了部分公开信息很少的交易后，对余下的 500 多宗交易进行了分析。研究显示，中企过去十年的跨境并购成绩并不如意，约 60% 的交易，约合 3000 亿美元，并没有为中国买家创造实际价值。收益最差的当属能源类收



购项目，过去十年间 43%的跨境并购交易与此有关，但大多数交易达成后，大宗商品价格都维持在低于收购价的水平，其中 84%的交易（占总交易额的 89%）的平均亏损为期初投资的 10%（麦肯锡战略与公司金融咨询业务部，2017）。

第六，无论从理论还是实践看，外汇储备/M2 都可能缺乏指导意义。该比例奇高的新兴市场国家，其货币长期处于弱势地位，人民币最强的时候该比例也不曾达到 30%。即使过去近九年来，中国该比例持续下降，但引起市场关注也只是过去两三年的事情，这是当前特殊时期，多重均衡状态下预期自我强化、自我实现的结果。

第七，虽然中国近年来货币扩张的绝对速度快于美国，但考虑了经济成长的差异后，是美国货币扩张的相对速度快于中国，而不是相反。至于中国的 M2 远超美国就一定要买下美国资产，有可能是一种误导。过去美国 M2 远超中国的时候，就没有发生过美国大举买下中国资产的情况。何况，现在中国就是想买，美国也不一定会卖，美国要卖也一定不是现在的价格。至于中国自己，无论从市场的本土投资偏好，还是从政府的维护金融安全角度考虑，解决 M2/GDP 比例过高的主要出路或者政策选项，也一定不是通过海外资产配置，而是通过发展国内金融市场。



参考文献

1. 曹红辉和李扬, 2004, “亚洲债券市场: 战略构想与初步策略”, 《管理世界》第 10 期: 第 3-11 页。
2. 戴道华, 2017, “M2 与外汇储备和资金外流压力关系的比较”, 《金融博览》1 月 8 日: 第 52-53 页。
3. 丁懿, 1991, “美国储货业危机的原因、现状及前景”, 《世界经济研究》8 月: 第 21-25 页。
4. 管涛, 2016a, 《汇率的本质》, 中信出版集团 8 月出版。
5. ——, 2016b, “理性看待人民币汇率波动”, 《金融时报》12 月 1 日。
6. ——, 2016c, “推动金融供给侧改革”, 《资本市场》10 月: 第 119-124 页。
7. ——、邓海清和韩会师, 2016, 《泡沫的终结: 透视中国股市异动》, 中信出版集团 8 月出版。
8. 中国政府网, 2014, “本届政府成立以来出台的重要金融政策及成效”, 12 月 16 日, http://www.gov.cn/zhuanti/2014-12/16/content_2792380.htm。
9. 李扬, 2013, 《中国国家资产负债表 2013》, 中国社会科学出版社 12 月出版。
10. ——、张晓晶和常欣, 2015, 《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》, 中国社会科学出版社 7 月出版。
11. 马骏、张晓蓉、李治国, 2012, 《中国国家资产负债表研究》, 社会科学文献出版社 12 月出版。
12. 麦金农和大野健一, 1999, 《美元与日元: 化解美日两国的经济冲突》, 王信译, 上海远东出版社 1 月出版。
13. 麦肯锡战略与公司金融咨询业务部, 2017, 《中企跨境并购袖珍指南》, 4 月 15 日发布。
14. 默顿·米勒, 1996, “中国应避免美国银行业的错误”, 《经济体制比较》8 月: 第 46-47 页。
15. 钮文新, 2016, “中国货币政策别被 SDR 套牢”, 《中国经济周刊》8 月 15 日: 第 78 页。
16. 人民日报, 2016, “开局首季问大势: 权威人士谈当前中国经济”, 《人民日报》5 月 9 日头版。



17. 宋国青, 2014, “再论四万亿与货币超发”, 《股市动态分析》6月15日: 第24-25页。
18. 孙杰, 2006, “亚洲债券市场的发展与全球性国际收支失衡的调整”, 《世界经济与政治》第1期: 第68-74页。
19. 王信, 2007, “中国对外资产负债: 金融发展的角度”, 《国际金融研究》第1期: 第68-73页。
20. 王永利, 2013, “必须客观准确地看待货币总量”, 《国际金融研究》6月: 第4-13页。
21. 余斌, 2015, 《国家(政府)资产负债表问题研究》, 中国发展出版社8月出版。
22. BIS, 2015, ‘International banking and financial market developments’, *BIS Quarterly Review*, September.
23. Bernanke, B. S., 2014, ‘*The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward*’, At the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania, January 3, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20140103a.htm>.
24. IMF, 2014, *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking*, October 1: page 163.
25. ———, 2015, *The Staff Report on Assessing Reserve Adequacy—Special Proposals*, April, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.
26. ———, 2017, ‘Chapter One: Getting the Policy Mix Right’, *Global Financial Stability Report*, April 19.
27. Miskhin, F. S., 1996, ‘Understanding financial crises: a developing country perspective’, in M. Burno and B. Pleskovic (eds), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, WorldBank, Washington DC.: 29-63.
28. Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958, ‘The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment’, *American Economic Review*, No.48: 261-297.
29. Yellen, J. L., 2016, ‘The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future’, at “*Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*”, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 26, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>.



Both Sides of a Coin: a Dialectical View of China's Monetary Stock

GUAN Tao

Abstract: "State balance sheet" refers to the classification and summation of the assets and liabilities of all the economic sectors of a country. Compared with the traditional system of national accounts, the analysis of economic activities with the national balance sheet can be a more comprehensive assessment of a country's family property. Based on this analysis, this paper argues that China's debt risk is generally controllable from the perspective of state assets and liabilities. Using financial assets / GDP to measure the degree of a country's financial deepening, China still has plenty of space. As a whole, China's allocation in foreign financial assets is not low. In terms of theory and practice, foreign exchange reserves / M2 may be lack of guidance. Although in recent years, the absolute speed of China's monetary expansion is faster than that of the United States, but considering the difference in economic growth, the US monetary expansion is relatively faster than China, rather than the opposite.

Key words: State Balance Sheet, Monetary Stock, M2/GDP, Foreign Exchange Reserves