

上海新金融研究院工作论文系列

No. SFIWP0044

货币供求与经济结构

李斌 伍戈

2015年2月2日

说明：上海新金融研究院（Shanghai Finance Institute, SFI）是一家非官方、非营利性的独立智库，致力于新金融领域的政策研究。研究院成立于2011年7月14日，由中国金融四十人论坛（China Finance 40 Forum, CF40）举办，与上海市黄浦区人民政府战略合作。

本工作论文是上海新金融研究院研究人员在工作期间形成的、尚未公开发表的研究成果，文中观点仅代表作者本人，不代表本研究院。未经书面同意，谢绝任何形式的转载和复制。

货币供求与经济结构

李斌 伍戈*

摘要：在古典理论中乃至凯恩斯理论中，微观主体都是同质和充分竞争的，我们面对的实际是一个理想化的均匀环境，因此比较容易在一个总量到总量的逻辑下理解货币问题，进而理解货币政策的定位与作用。不过在现实中，尤其是在一个新兴加转轨的经济体中，我们面对的往往是具有明显结构性特征的经济环境。这些结构性特征会显著改变货币运行的规律，进而影响货币、增长与通胀的匹配关系，甚至可能使货币、通胀这样的总量问题也变得结构化。本文结合中国的国情，将结构主义的方法贯穿于货币供给、货币需求以及货币与产出、通胀之间的动态关系，以期深化了我们对货币经济与金融运行的认识。

关键词：货币供给；货币需求；结构主义

一、引言

在现代经济学中，把货币与经济联系起来的最为经典的理论框架，还属货币数量方程。货币数量方程（ $MV=PY$ ）中的货币（M）、产出（Y）、物价（P）这几个核心变量及其之间的相互关系，是货币经济学研究的永恒焦点，也是我们思考和研究宏观经济与货币政策所不能回避的问题。具体来看，围绕货币数量的基本框架，我们实际上需要研究两大类问题：一是货币总量（M）的来源，这涉及货币供给，解决的是货币“从哪里来”的问题；二是货币总量与实体经济的关系，这涉及货币与产出、物价及货币流通速度之间的摆布与互动关系，研究的是货币进入实体经济以后在经济增长、通货膨胀以及资金运行效率上的表现，解决的是货币“到哪里去”的问题。“从哪里来”和“到哪里去”，既是一个简单的设问，也是一个终极而深刻的哲学问题。要对这些问题进行研究，必须有精准、合理的研究定位和科学、有力的研究视角与研究方法。

在政策调控的过程中，我们需要面临很多问题并给予回答，而这些都涉及对上述货币供给以及货币与增长、通胀关系的观察和理解。例如，要保持全社会融资条件合理适度，把广义货币 M2 调控在合理水平，首先就需要知晓这些新增的货币从哪些渠道来，存在怎样的创造和供给机制，这样才能设计相应的调节办法。再比如，社会上一度热议的所谓“货币超发”问题、M2/GDP 过高等问题，都需要我们理解货币供给和货币需求的规律，才能做出更为客观、准确的回答。而更为重要的是，宏观经济时刻都在变化，货币、增长与通胀之间会呈现不同的组合，我们需要理解和分析这些组合及其变化背后的机理，从而更为准确地理解中国宏观经济的运行规律，看待经济运行中的一系列问题，这其中也就包括对货币政策的看法和把握。

在研究方法的使用上，我们强调结构化的思路。对经济学中的结构主义，似乎并没有一个明确而简单的定义。早期的结构主义起源于中心-外围理论以及工业、农业的二元分析。我们理解，结构主义较之主流的新古典经济理论，后者主要描述的是完美和理想化的市场状态，强调微观主体的同质性和统一性，而前者则更多着眼于现实经济状况，强调不同主体、不同部门之间的差异和变化。这一点正如 Ros（2000）所指出的，经济增长理论多描述的是

* 李斌、伍戈系中国金融四十人青年论坛召集人。本项研究得到中国金融四十人论坛的研究资助。

成熟市场体制下的情况,大多使用的是单部门模型;而发展经济理论更多关注经济结构变化,强调多部门模型的应用。而正是因为存在这些差异和结构性因素,我们才更容易通过分析不同部门之间的关系及其互动演变来观察经济发展过程中一系列传统经典理论所难以解释的问题和现象。尤其是对于一个结构性问题突出的新兴加转轨经济体而言,使用结构化方法就显得更加重要。我们试图用这样一个视角来观察和分析货币供给、货币需求以及货币供求与经济增长、通货膨胀之间的动态关系。在此基础上,也更容易理解结构化约束下货币政策功能与定位。

二、信用创造与经济结构变化

一是信用货币创造机理及其与经济结构变化的关系。在多年的货币政策理论研究和政策实践中,我们感觉到,信用货币创造可能是整个货币经济理论中最富趣味也最容易产生误解的领域。而正确理解信用创造规律,则是理解和观察诸多货币银行学问题的一把关键性的“钥匙”,或者说的前提和基础。但在现实生活中,关于货币创造和货币运行的误解俯拾即是。比如,很多人都认为商业银行必须“先有存款”才能“发放贷款”;认为商业银行需要用存款去缴存存款准备金,因此提高准备金率会导致银行存款减少;认为中央银行征收准备金的目的是先从商业银行那里取得一部分资金,这样一旦出现风险,央行手中才有钱去支持商业银行;认为存贷差大是因为商业银行吸收存款多而发放贷款少,因此存贷差越大代表商业银行闲置资金越多、流动性越充裕。从信用货币创造的角度看,上述这些十分流行的认识都是似是而非的。而之所以容易出现这些误解,究其原因,一是很多人习惯于用实物货币的理念来直观理解信用货币运行规律,二是人们往往忽视了现代资产负债表复式记账和复式变化的特点。如果我们多从信用货币创造而不是实物货币的角度思考问题,多从资产负债表复式记账的角度观察问题,对货币创造规律就会有更多新的发现和理解。在已有文献的基础上,我们试图进一步拓展有关信用货币创造机理的研究。这种拓展的一个重要方向,就是更加全面的分析货币创造的渠道及其变化,并在开放视角下引入离岸市场与货币创造的关系问题。在信用货币时代,所有货币都源于银行体系。目前我国广义货币 M2 已超 120 万亿元。这些货币都是通过哪些渠道和路径进入实体经济中的企业和个人手中,这实际上是理解货币银行运行首先需要回答的问题。在经典教科书中,对货币供给的阐释往往只有贷款一种方式,也就是贷款派生存款进而增加货币供给的机制。但现实中货币创造的渠道是多元的,商业银行购买外汇、购买非银行机构发行的债券以及商业银行开展的部分同业业务等都会派生存款,进而影响货币供给,而商业银行增加资本金及发行债券等又会减少货币供给。进一步看,货币创造渠道的变化,往往又是宏观经济结构性变化在银行资产负债表上的一种投影。例如,在我国持续大额双顺差的宏观经济格局下,外汇占款(商业银行购汇)就一度与贷款齐头并进成为新增货币的两大创造来源,因此当时只要能够较为准确地预测贷款和外汇占款,就可以相当准确地预估货币增长。不过,随着全球经济再平衡进程逐步推进,外汇占款在创造货币中的作用趋于下降。近两年来,商业银行同业业务开始成为货币创造新的重要渠道,但目前关于同业业务与货币创造的系统研究还很少。我们的研究发现,银行之间的同业往来以及银行与非银行金融机构的往来都可能对存款进而货币供给产生影响,在某些时段上同业渠道已成为仅次于贷款的货币供给来源。而这种变化,很大程度上是表外和影子银行的快速发展以及大量金融资源配置到财务软约束领域等经济结构性矛盾在货币供给上的反映。这也是我们用结构化视角来观察货币供给问题的发现。

二是运用信用货币创造理论来分析存贷差问题。这可以看做运用理论观察现实的一个案例。之所以选择存贷差作为观察的一个案例和起点,是因为存贷差概念简单直观且相当流行,但在理解存贷差形成机理上却存在诸多似是而非的认识,澄清这些误解的过程,实际上就是透彻理解信用货币创造和运行规律的过程,可以起到以点及面的作用。例如,不少人认为存

贷差源于商业银行吸收存款多、发放贷款少，因此可通过多发放贷款来减少存差。也有观点认为央行提高存款准备金率，会使存款中的更多部分用于缴纳准备金，从而减少贷款投放，会使存贷差扩大。还有观点认为，银行吸收的存款数量是既定的，如果用于购买债券等多了，用来发放贷款的就少了，存贷差会随之扩大。实际上这些认识都不准确或不完整。我们的研究发现，从基本规律或者宏观的角度看，存差扩大实际上来源于商业银行非贷款的资产扩张行为，如买债、买外汇、扩大同业业务等都会扩大存贷差。在这个过程中银行资产负债表是在不断扩大的，存款会不断增加，而这也就是所谓货币创造的过程。不能反向理解为银行吸收存款后将其分别运用于贷款、买债等各个渠道，只是既定数量的存款在不同用途上“切蛋糕”似的分配。从这个角度看我们会发现，多发放贷款会派生更多存款，因此不会减少存贷差，存贷差大也不一定意味着流动性充足和资金闲置。国际收支大额双顺差导致商业银行大量购汇，进而派生大量存款，扩大了存贷比的分母，是前些年我国金融机构存贷比整体较低的重要原因。近年来新增外汇占款减少，加之理财和互联网金融快速发展，部分一般存款转化为同业存款，这些都成为银行体系存贷比约束增强的重要原因。这意味着，存贷比约束增强很大程度上是国际收支格局变化以及金融创新发展这些宏观现象在商业银行资产负债表上的微观反映。正因此，我们一直认为存贷比并不是衡量银行体系流动性的合理指标。随着国际收支趋向平衡以及商业银行资产和负债的多元化创新发展，存贷比趋升是必然的。不少发达经济体的存贷比都超过 100%，如瑞典等甚至达到 200%，但这完全不影响银行的稳健发展与运营。近期有关部门已逐步开始调整和考虑取消存贷比考核，这也是符合经济规律发展的必然。近年来国际组织已提出流动性覆盖比率（LCR）、净稳定融资比率（NSFR）等一系列新的流动性管理指标，有必要更多发挥这些更为科学指标的指导和约束作用。

三是离岸市场发展与货币创造的关系。国际金融危机爆发以来，顺应市场需求，人民币在跨境贸易和投资中的运用持续扩大，人民币“走出去”步伐明显加快。作为一个新生事物，离岸货币问题开始摆在国内货币理论研究和实践从业者面前。从货币经济学基本理论的视角看，这涉及到离岸货币创造及其与境内货币银行体系的关系问题，同时也涉及境内外货币和流动性变化的关系问题。实际上，一个完整的货币创造理论体系，不仅应当包括境内银行体系如何创造信用货币的内容，还应当扩展延伸至离岸货币创造及其与境内货币、流动性变化之间的关系上。不过，正如在境内货币创造问题上存在很多似是而非的流行观念一样，在离岸货币创造及其与境内关系这一问题上，也存在不少并不准确的直观理解。例如，一般直观理解会认为本币跨境支付后国内的流动性和货币总量会相应减少，离岸货币资金“回流”后本国的流动性和货币供给会相应增加，但这些理解并不准确。实际上在涉及到开放环境和境外因素之后，货币创造和运行机制会更加复杂，其客观本质与基于直观和实物货币理念上的一系列朴素理解可能存在更大差异，需要在理论上给予探讨和研究。遗憾的是，虽然这些都属于货币银行理论的基础性问题，但对此进行系统分析和论述的文献少之又少，在教科书中也往往处于尴尬的“两不管”地带。货币银行学教科书主要阐释国内货币创造机制，一般不会论及离岸货币创造问题；国际金融学一般包括欧洲货币和离岸市场的有关内容，但基本都不会从货币创造机制的角度来进行论述。目前来看，主要是 Krugman 和 Obstfeld（2000）在其经典教科书中曾对欧洲货币创造的基本机制进行过论述，并得出不少富有启发性的结论。不过这些论述尚有不够全面和准确之处，由于我国目前的人民币跨境支付和清算机制有其特殊性，相应的分析结果也会与经典框架存在差异。这些都要求我们系统地分析离岸货币创造机制，并结合我国国情讨论一些现实性的问题。鉴此，我们对离岸市场与货币创造的关系进行了全面的文献综述。研究表明，境内银行体系实际上充当了离岸人民币市场“央行”的角色，由境内银行体系提供的资金类似于境外银行体系中的“基础货币”，由此派生出整个离岸人民币市场存款体系。由于离岸本币资金需要存入境内银行来实施清算，在一般的清算机制下，这部分本币流动性实际上始终是不离开境内银行体系的。至于这部分资金是否计

入境内货币总量则取决于货币的统计口径和方法,对境外金融机构在境内银行的存款是否计入货币统计在不同经济体的做法也是不同的。

三、货币需求与经济结构变化

一是潜在经济增速与货币需求问题。从对这一问题的研究开始,我们暂时脱开货币供给,集中研究可能影响货币需求的几个重要问题。之所以首先要强调和研究潜在经济增速,是因为这是目前中国宏观经济面临的一个核心问题,也可能是影响未来货币需求的最重要的经济变量之一。产出缺口以及通胀变化,始终是货币政策关注的关键性变量,而计算产出缺口需要正确度量和把握潜在产出的水平。研究潜在产出有很多视角,我们仍然选择从结构化的视角入手。研究发现,产业结构变迁并不是简单表现为劳动力市场的结构变化,实际上各产业的劳动生产率也在发生变化。就业从制造业向服务业转移,将导致社会整体劳动生产率下降,进而导致产出增速下降,即经济潜在增速下行,但同时就业依然会保持相对稳定。当前我国劳动力市场表现稳健,实际产出增速的放缓实际上反映的是潜在产出增速的下降。面对经济结构性(而不仅仅是周期性)减速,如果仍坚持用传统方式去刺激经济,很难达到理想的效果。例如,过度扩张的货币政策可能会促使工资更快上涨,导致制造业比较优势减弱。当前我国面临的可能是供给曲线向左上方移动的挑战,如果过度采取需求扩张的政策,还可能会造成宏观经济滞涨的风险。鉴此,应审慎使用过度扩张的货币政策等需求管理政策,同时积极推进产业转型过程中供给面的改革,促使已经上升的供给曲线适度下移,以实现更好的宏观经济均衡。当然,由于观察数据期限较短,未来仍需密切关注产业结构的进一步变化,以不断修正我们的认识。

二是货币替代与货币需求问题。随着全球金融一体化进程的推进,传统封闭经济条件下的货币政策面临诸多挑战。本外币替代性的增强使得以数量型手段作为主要调控方式的货币政策框架受到明显冲击。我们结合当前国际金融一体化的背景以及我国的实际国情,通过创新性地加入资本管制和投资者避险情绪变量,并利用“从一般到特殊”的建模方法(From General to Specific Method)构建更为理想的货币替代模型,对开放经济条件下影响货币政策数量目标的因素作更细致的理论探索和计量分析。实证检验表明,资本管制程度、避险情绪波动以及人民币汇率预期等因素均对我国现阶段货币替代率有着显著影响。我们建议,应密切关注我国货币替代程度的及时变化,在必要时可酌情考虑将外币存款(主要是美元)等要素纳入更广义货币的考察范围,更准确地衡量实际货币需求。当然,对价格型指标的关注及其调控体系的建设更是当务之急,但该过程不可能一蹴而就,在价格型的“货币锚”全面形成之前,数量型的锚不宜立即放弃。

三是研究产出与通胀动态问题。旨在分析清楚产出和通胀这两个影响货币需求的重要变量之间的相互关系及其变化。研究基于对国际金融危机后产出与通胀关系最新变化的观察。我们发现在2009年后通胀对产出缺口的反应不仅更加灵敏且更加显著,也就是说,同等程度的产出扩张带来了更大的通胀压力。从学理上讲,这意味着菲利普斯曲线的性状可能发生变化,而这对宏观政策而言具有重要的影响。鉴此,我们以传统菲利普斯曲线的估计作为研究起点,结合新凯恩斯主义的厂商定价微观理论,实证考察了中国通胀-产出关系的动态变化。从研究结果看,中国通胀-产出的关系可能并非是线性的。菲利普斯曲线的斜率可能随着平均通胀水平的变化而变化,也就是说其具有时变性特征。这一研究从实证上支持新凯恩斯主义厂商定价理论的有关观点:在平均通胀水平高企的时期,厂商为了避免潜在损失并实现利润最大化,往往会增加调价(涨价)的频率。这时整体价格水平将相应加速抬升,菲利普斯曲线的斜率因此变得更加陡峭;相反地,在平均通胀水平较低的时期,厂商将降低调价频率,菲利普斯曲线将因此变得更加平缓。尽管有微观基础表明,通胀-产出的关系也可能随着通胀的波动性而发生变化,但我们对中国的实证研究并不支持该结论。上述研究可

能有着重要的现实意义和政策涵义。一方面，它很好地解释了此次国际金融危机后，由于通胀水平高企引致菲利普斯曲线更加陡峭，从而使得中国的通胀对产出更加敏感这一事实；另一方面，该结论也预示着在物价低迷阶段，由于菲利普斯曲线的扁平化，持续的通缩可能会对产出造成影响。宏观政策应注重通胀-产出非线性动态变化特征。在物价高企特别是通胀较为严重的阶段，应高度关注由于厂商调价行为引致的物价螺旋式上升，适度加大宏观政策“逆周期”调控的力度，加强政策调整的前瞻性和有效性。值得注意的是，在此次国际金融危机之前，全球经济处于严重失衡状态，主要经济体的菲利普斯曲线都出现了明显的扁平化趋势。但实践证明，这种高增长-低通胀的发展模式是不可持续的。在国际金融危机的冲击下，各国的内外需结构都不得不进行重大调整，其产出增长方式以及通胀形成机理也可能随之发生变化。对于转型中的中国而言，随着经济金融结构的变迁以及微观经济主体市场化进程不断推进，今后通胀-产出的关系也可能处于不断变化的动态过程之中。结合更多可得的本样本数据，未来有必要持续考察并把握好通胀-产出之间的关系，从而更好地为宏观调控提供科学的研究支持。

四、货币供求动态与经济结构变化

一是有关货币供求与产出、通胀动态变化。中国宏观经济运行的一系列引人注目的现象，集中在宏观经济三个最重要变量，即经济增长率、货币供给量与通货膨胀率的关系上，而它们之间的变动往往使传统的经典理论难以解释，但这也为我们提供了难得的研究课题。研究发现，货币供求变化会直接影响流动性的状况，我们常说的流动性过剩、流动性不足以及流动性陷阱即直接对应着货币供求的不同状态。而流动性的变化又与经济增长、通货膨胀紧密相联，这些变量之间的摆布往往又是经济结构性特征的外化反映。因此通过深入研究各主要宏观变量之间的交互影响及其动态变化，可以为理解我国的宏观经济运行提供一个新的视角和框架。在具体研究上采取了分时段的做法。我们分别研究了2003年之前、2003年至2008年、国际金融危机爆发以来这几个时期。在不同的时期里，我国的货币、增长、通胀都表现出了不同的组合关系，而揭示这些现象背后的内在机理是宏观经济研究十分重要而又充满乐趣的课题。

近几年国内讨论所谓“货币超发”的较多，但实际上在新世纪之前中国已出现所谓“超额货币供给”现象，即货币供应量增速显著高于经济增长率与通货膨胀率之和，这对传统货币理论提出了挑战。快速的货币供给增长并没有带来严重的通货膨胀，这一独特现象被Mckinnon (1993)称为“中国之谜”。在我们首先研究的1997年至2003年时段，中国经济的特点是经济增长相对放慢，持续通货紧缩，但货币供给增加却相对加快， M_2/GDP 值快速上升(从1997年的1.22上升到2003年的1.93)。对于上述总量问题，若继续基于总量视角来研究并不会得出太多有价值的发现，或者只能得到货币流通速度下降这样并无太大意义的结论。我们感到，对这类“非典型”性的宏观经济总量变化，必须从结构性视角入手找寻原因。由此我们建立了“两部门”模型框架：一个是一般竞争性产品部门，面临的问题主要是“需求约束”，存在通货紧缩的压力；另一个是具有垄断性质或产品需求弹性很低的部门，其货币化“商品”主要在1990年代中期以后出现，包括住房、医疗、养老、教育、水电燃料以及以股票等为代表的金融产品，其问题是“供给约束”，基本都出现持续的通货膨胀。我们通过两部门模型来动态分析部门间的交互影响和可能造成的结果。研究发现，在两部门经济中，货币供给增加可能形成下面的传导机制：货币量增长中的相当一部分将转化为储蓄， M_2 增加，但并不反映在传统货币数量方程式($PY=MV$)的货币量 M 中；剩余部分中相当数量的货币会流入资本市场、房地产等“新产品”部门，导致这类产品相对价格上升。这会使传统部门有效需求下降，形成通货紧缩压力，导致传统部门的投资进一步下降；而传统部门的资本很可能趋于逐利目的转投入“新产品”部门，促使这部分产品价格水平进一步上升。在这个

循环过程中，两部门之间的收入差距会趋于扩大，这又会使消费倾向进一步降低。此时，经济中会同时出现以下现象：储蓄快速增加、失业增加、传统部门通货紧缩、收入差距扩大、经济增速下滑，货币扩张对经济增长的推动力下降，我们将引致这些现象的内在机制称为“两部门陷阱”。容易看出，中国经济在 1990 年代中后期至 2003 年进入新一轮上升周期前的这一阶段，很大程度上出现了“两部门陷阱”的特点，即使在 2003 年之后这些特征也不同程度的存在。经济运行的上述特征提示我们：首先，在判断形势与制定政策时应当注意我国经济的“两部门”特点及其经济影响。例如，处在两部门陷阱结构时，经济过热的表现会与以前的情况不同，投资快速增长的效果并不一定会传导到传统产品部门，引起一般消费品市场的通货膨胀。这时，仅通过 CPI 来判断通胀就缺乏合理性；相反，在传统产品市场有效需求不足情况下，通过大幅度提高具有需求刚性的垄断类产品价格来刺激经济的办法并不可取。第二，应当进一步关注垄断类产品部门和新兴部门（如房地产）的规范发展。应通过政策调控，合理引导此类产品价格，抑制价格过快上升；同时加快公共和垄断部门的改革。第三，在改革推进过程中，应注意投资改革和消费改革相互协调，共同推进。应当加快投融资体制改革，适当抑制社会供给能力的过快增长。第四，要重视经济增长的协调性和可持续性。改革分配体制，缩小收入差距，进一步推动“三农”问题的解决，提高农民收入，扩大农村市场需求。应当特别关注房地产以及资本市场可能出现的泡沫经济。这部分研究的初稿是在 2004 年完成的，应当说我们基于结构化视角所发现的问题和提出的建议至今仍有其价值。这些问题可能是我国经济转型和结构调整过程将长期面临和需要着力解决的重大课题。

我们接着考察 2003-2007 年期间宏观经济金融运行所发生的变化。在这一阶段，我国 M2/GDP 改变了持续上升的态势，成为改革开放以来这一比值增长最慢的时期，同时 M2 与经济增长及 CPI 的差距也显著缩小，“超额”货币供给问题似乎已经消失。但与此同时却出现了突出的流动性过剩和资产价格上涨问题。我们给出了几种有竞争力的解释：一是现有广义货币统计口径相对较窄，而实际货币供给增长较快。随着金融市场和金融工具的发展，准确计量货币的难度不断增加。从货币创造的机理出发，若我们一般性地将存款性公司资产扩张看作向社会供给货币的过程，将此视为货币供给总量，则这一新口径的货币增速在 2006 年下半年与传统 M2 增速之间的差距显著扩大，由此可以部分解释货币供给相对经济增长似乎不快的原因。二是货币流通速度递减趋势逆转，货币需求显著下降。理论上讲，货币流通速度加快是流动性过剩的必然反映，这在本报告给出的流动性框架中可以得到理解。而这正是这一时期宏观经济运行的突出特点。三是国际收支失衡内生了货币过度供给的风险，容易形成流动性过剩。我们发现，传统的货币数量方程（ $MV=PY$ ）描述的是封闭条件下的情景，并未考虑开放条件下外币作为交易媒介时的情况，而这对分析我国的货币供给问题十分重要。在前些年国际收支大额双顺差及央行大量购汇的格局下，与贸易顺差对应的出口商品是以美元等外汇作为交易媒介完成交易，但国内经济主体出口商品赚得外汇后并未将其用于进口国外商品，而是被中央银行以等价人民币买走，形成国家外汇储备。在这一过程结束后，流到国外的是实物商品，留在国内的则是央行购汇所派生的等额货币。这样本国货币供给相对留在国内的实物商品将总是偏多，容易形成所谓“过多货币追逐较少商品”的状况，存在流动性过剩和通胀的潜在压力。虽然潜在压力能否转化为现实的流动性过剩和通货膨胀，根本上仍然取决于公众的预期状况，但维护汇率基本稳定和国际收支失衡格局下的货币供给机制，很大程度上加剧了或者说促动了货币市场失衡的可能，更容易引起较为严重的流动性过剩问题。这里我们还回应了一类质疑。这就是不少人认为央行的对冲会将大部分购汇吐出的货币回收，因此上述解释并不合理。对此需要运用货币创造的基本机理来观察。实际上，央行的对冲行为只会使商业银行的超额准备金被加快“锁定”为法定准备金，其作用在于抑制商业银行进一步派生货币的能力，而由商业银行购汇已派生出去的存款货币在这一过程中不会受到任何影响，也就是说，已经创造出的货币不会因央行对冲而消失。这意味着，在国际收支

大额顺差及维护汇率基本稳定的格局下，中央银行难以通过调控货币总量来根本解决流动性偏多的问题。此时中央银行只能被动购买外汇并相应派生货币，若要紧缩货币总量，则只能主要依靠紧缩国内银行信贷来进行，由顺差导致的货币供给相对商品偏多的问题并不可能得到根本解决。从本质上看，这也正是“不可能三角”原理的另一种外化反映。

我们继续考察 2008 年国际金融危机爆发之后一段时期的宏观经济和货币运行的变化。从货币创造渠道的角度看，国际金融危机爆发之前的数年里，由信贷投放的货币和由外汇占款投放的货币数量差异并不是很大，2005 年之后两者投放形成的货币供给几近平衡，不过国际金融危机爆发之后情况发生了很大变化，贷款已成为货币供给的主渠道。之所以会有这样的变化，是因为贷款主要用于支持内需特别是投资增长，而在危机之后内需尤其是投资大幅扩张，因此贷款增长较快。实证检验也表明，内外需变化、贷款投放与经济增长之间存在着较为紧密的逻辑联系。贷款增速与资本形成在 GDP 中的贡献度变化是基本吻合的。贷款增速放慢，资本对 GDP 的贡献度一般也会下降，反之反是。利用线性回归方法测算，贷款增速每上升 1 个百分点，资本形成对 GDP 的贡献将上升约 0.26 个百分点。或者说，资本形成贡献度每上升 1%，贷款增速会相应上升 3.9%。由此来看，2009 年的贷款扩张与投资增长是大体匹配的，新增货币供给主要支持了一揽子刺激政策和政府重点项目，但由此也容易引起、通胀预期，并导致存量货币流通速度加快，推升房地产、黄金等一般认为具有抵御通胀作用的商品价格。这种上涨在一定程度上吸收了货币增多导致的通胀压力，由此也可以解释一段时期内各口径货币指标对 CPI 预测准确性明显下降这一现象。从中长期视角看，由于全社会货币存量较快扩张，潜在的通胀压力上升，特别是一旦出现乐观情绪加剧通胀预期，货币流动速度趋于加快，CPI 通胀就有明显上升的可能。

二是货币总量需求和 M2/GDP 在不同经济体之间存在差异的原因和机理。在上文中，我们实际上围绕 M2/GDP 在不同时段与经济增长、流动性以及通货膨胀的关系及其变化进行了分析，这实际上是从短期或者说周期性的视角所做的研究。接下来我们则试图从一个更长的视角研究影响一国货币/GDP 高低与变化的因素，以更客观、准确地理解一国的货币总量及其变化轨迹。随着金融创新和金融深化发展，虽然 M2/GDP 已经不是一个“好”的指标，不过由于其简单直观，易于理解，仍然是一个被广为使用和受到高度关注的指标，因此值得深入研究和探讨。我们分析 M2/GDP 这一指标，就是希望解释清楚一个问题，即在同样支持了经济增长和物价基本稳定的情况下，为什么不同经济体之间的货币总量或者说 M2/GDP 值会相差甚远。研究发现，虽然理论界和社会各界对我国 M2/GDP 值偏高存在不少流行的观点和解释，但其中相当部分的解释似是而非，看似合理，但稍一推敲就会有明显漏洞；而有些解释虽然结果可能是对的，但其对机理的分析实际上并不符合货币金融学的基本原理，难以经得起学理检验。而要客观理解 M2/GDP 的有关问题，就需要从货币创造机制的角度入手，同时也要从货币需求的角度加以观察。我们的研究发现，基于货币创造理论构建的融资结构-储蓄率框架能够更好地对 M2/GDP 变化进行横向和纵向的分析和解释。一个经济体越依赖于银行融资，且储蓄率越高，其货币/GDP 一般而言就会越高。这一结论不仅有理论逻辑的严谨支持，也得到了全球主要经济体面板模型实证分析的验证。这一分析框架，还可以纵向解释我国 M2/GDP 起伏波动的变化原因，实际上 2003 年之后我国 M2/GDP 连续多年稳中略降与银行资本大量增长密切相关。而这些都需从货币创造的角度得到理解。我们还基于货币数量方程推导出了具有 Logistic 曲线性状的 M2/GDP 的动态演进路径。遵循这一路径，我国 M2/GDP 将呈现先加速上升、经过拐点后增速放缓并逐步趋近上限的变化轨迹。研究还发现，M2/GDP 缺口而不是 M2/GDP 值本身，与通货膨胀之间存在密切关系。短期内 M2/GDP 偏离其动态路径的过快增长，可能导致之后的通胀压力上升。根据研究，随着未来经济结构逐步调整转型，银行融资占比趋于下降，融资渠道更加多元，居民资产组合的选择会更加丰富，同时随着消费规模上升，储蓄率逐步下降，都会使货币增长速度趋于放缓，货币总量/GDP 值

不会持续上升，甚至有可能逐步降低下来。因此，M2/GDP 变化背后反映的实际上是经济结构的变化。经济结构调整和融资结构变化是影响未来 M2/GDP 变化的关键因素。这提示我们，在关注货币问题时，要注意观察其背后的经济结构性问题。应加快经济结构调整和改革步伐，扩大消费内需，实现经济平衡增长。货币政策则应为结构调整和转型升级创造适宜和稳定的货币环境。

三是货币与结构性通胀问题。由货币数量论简单推导可得，通货膨胀率等于货币供给增速与货币需求增速之差，若货币供给增速超过货币需求增速，通胀率就会上升。不过在现实中，近些年我们普遍遇到的则是所谓的“结构性通胀”问题。这既表现为在 CPI 基本稳定的同时初级产品、资产价格的大幅波动，也表现为 CPI 内部在其他商品价格大体稳定的同时食品、服务业价格持续上升等现象。我们在一个考虑货币因素的巴拉萨-萨缪尔森模型框架下对这一现象进行了分析。B-S 效应实际上也是一个两部门的结构化模型。我们想分析的是，在 B-S 效应所描述的结构性环境中货币与通胀将呈现怎样的匹配关系。我们还从总供给-总需求视角对以 CPI 和 PPI 相对变化为主要特征的结构性通胀进行了研究。实证研究表明，在供给方面，贸易部门相对非贸易部门劳动生产率的快速提升，加剧了通胀的结构性不平衡，这也充分体现了 B-S 效应的影响。在需求方面，诸如政府支出、居民收入和货币因素等也能解释结构性通胀的变化。此外，大宗商品价格冲击也显著影响着结构性通胀。这意味着在分析 CPI 与 PPI 变化时，除了应考虑宏观经济周期波动以及短期需求面变化之外，还应充分考虑经济转型过程中深层次结构性因素的影响，注重考察诸如劳动生产率等结构面因素的潜在冲击。通货膨胀机理的变化，对宏观调控提出了新的要求。宏观政策需要更多关注更广泛意义上的整体价格水平稳定，更多关注市场预期以及经季节调整的环比数据变化以提高政策的前瞻性和有效性。

五、小结

总之，围绕货币“从哪里来”和“到哪里去”这两个大问题，我们试图从信用货币创造机制入手分析货币供给渠道及其变化，之后引入货币需求，对影响货币需求的几个重要问题进行研究，并从短期周期变化和中长期趋势两个视角分析了货币供求与产出、通胀之间的动态变化。结构主义是贯穿上文的主要研究方法。我们发现，被视为总量的货币问题，往往需要运用结构化的视角来分析，而经济结构很大程度上决定了金融结构和货币运行的状态。在经济中存在大量财务软约束和对利率不够敏感的部门时，结构性问题会使货币运行路径发生变化，从而影响宏观总量政策的边际效果。在一个软约束和结构性矛盾较为突出的经济环境下，需要把握好结构调整与宏观政策之间的次序和关系，若简单实施货币“放水”反而可能固化经济的结构性扭曲，积累更多矛盾和风险。这些，对于正确理解货币运行规律和货币政策而言，都具有重要的意义。