

# 基于企业储蓄视角的高货币产出比现象研究——2003-2012

范志勇

摘要：本文以中国高货币产出比现象的时间变化特征和结构变化特征为切入点，发现近年来导致货币产出比上升的主要原因来自于企业的高货币持有现象。在计量分析中，我们从预防性储蓄视角对企业货币需求进行了定量分析，最后是货币产出比上升对通货膨胀可能的影响以及相应的货币政策。

关键词：M2/GDP；预防性储蓄；货币需求

## 一 前言：“超发货币”的结构性变化

2012年底中国广义货币存量接近100万亿，连同2012年中国名义国内生产总值将突破50万亿的预期，一场关于“货币超发”和“消失了的货币”的讨论再次成为各界热议的话题。无论是“货币超发”还是“消失了的货币”争论在理论上多是以费雪(Fisher)货币数量方程为起点，而在实证研究中大多指向了货币与产出比例(M2/GDP)这一宏观经济指标。下文中为了叙述方便，将各统计口径下货币存量与GDP的比例简称为“货币产出比”。事实上，自改革开放以来的很长时间内(2004年之前)，中国货币产出比一直呈现持续上升趋势，在绝对水平上比其他国家高的多；然而通货膨胀水平却比根据交易方程预测的水平要低，因此才有了“消失了的货币”的说法。大量“超额”货币供应与低物价水平同时并存的现象甚至被麦金农(1996)称之为“中国之谜”。

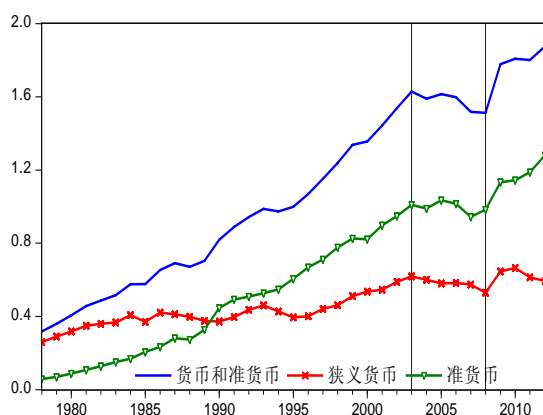
为了直观分析货币产出比的变化趋势，(图 1)显示了广义货币(M2)的结构性变化以及各统计口径的货币产出比变化趋势。1978-2012 年间货币产出比的变化总体上经历了三个阶段。第一个阶段是 1978-2003 年，在这一时期尽管存在小的波动，总体上货币产出比呈现趋势性上升的特征；从总体上看，广义货币产出比从 1978 年的 0.32 上升至 2003 年的 1.63，上升比例约 4 倍多，结构上狭义货币(M1)产出比上升相对温和，由 0.26 升至 0.62，上升比例约为 1.4 倍；准货币与产出的比例在这一时期上升相对较快，从 0.06 上升至 1.01，上升比例约达到 15.8 倍。1990 年后准货币总量超过狭义货，之后广义货币产出比上升主要是由准货币产出比上升造成的。2003-2008 年是货币产出比趋势性变化的第二个阶段，大体上该时期与中国结束自上世纪 90 年代末开始的通货紧缩到美国次贷危机爆发之前的时间。在这个阶段，三种口径的货币产出比基本都呈现出下降的趋势。<sup>①</sup>2009 年之后货币产出比重现上升趋势，特别是 2009 年当年在狭义货币和准货币的共同作用下，广义货币产出比出现了较大幅度上升，但此后狭义货币和准货币产出比表现出了结构性分化，狭义货币产出比稳中有降，而准货币产出比依然保持上升，导致广义货币产出比呈现缓慢上升。

由于准货币占据了广义货币中的绝对份额，(图 2)进一步考察了上世纪 90 年代之后货币和准货币内部各组成部分与产出比例的变化。狭义货币当中，现金产出比自 90 年代中期以来基本稳定，因此不是导致货币产出比上升的原因。企业活期存款与产出的比例类似地经历了三个变化阶段，2003 年之前趋势性上升；2003-2008 年基本平稳甚至略呈下降；2009-2012 出现较大波动，先升后降，趋势性特征不强。准货币主要包括储蓄存款，企业定期存款和其他存款。储蓄存款和单位定期存款共同主导了 2003 年之前准货币产出比上升的趋势。2003-2008 年间，尽管定期存款与产出的比例仍然呈现缓慢上升趋势，但储蓄存款与产出的

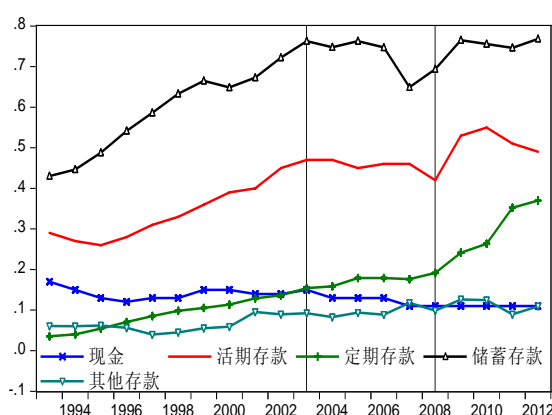
<sup>①</sup> 其中 2005 年之前准货币产出比还略有上升。

比例相对平稳，后期略有下降，从而导致在此期间整个准货币产出比出现前稳后降的特征。2009年之后，储蓄存款产出比例相对稳定，基本维持在2003年后的水平，但企业定期存款与产出比例的快速上升造成了这一时期准货币甚至整个广义货币产出比的上升。

将整个改革开放以来货币产出比的变化过程稍做总结，可以发现2003年之前该比例上升是由家庭和企业货币需求共同造成的，两者的贡献基本相当；而2009年之后该比例的上升(相对于2003年水平而言)则几乎全部是由企业持有的货币增加造成的，而持有货币的主要形式又是定期存款。



(图1) 各口径货币产出比



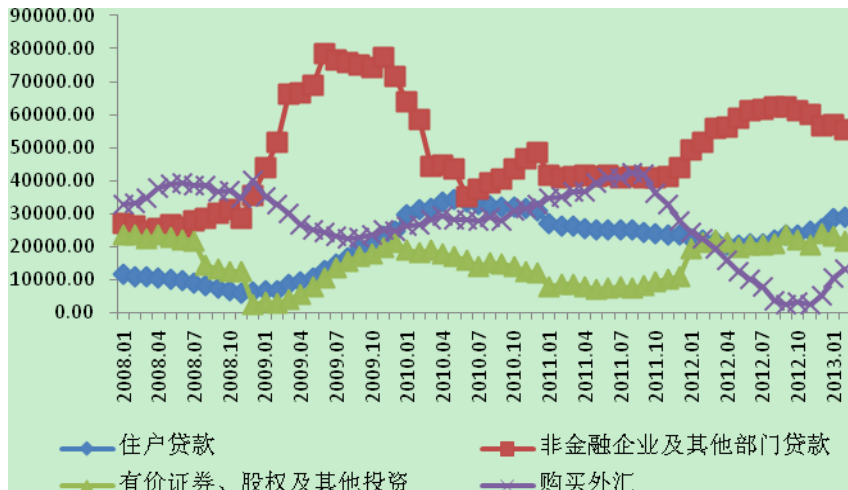
(图2) 货币各组成部分与GDP比例

数据来源：《中国统计年鉴2012》，(图2)相同。

除了货币需求方面的变化之外，在货币供给方面也有值得关注的新变化。西方经济学将货币定义为普遍被接受的交换媒介，而在现实的信用货币背景下，除了流通中的现金是中央银行的债务之外，其他纳入统计口径的货币形式(包括企业活期存款、定期存款和居民储蓄存款)都是以商业银行的债务形式存款的。对于商业银行体系而言，任何扩大其债务存量的交易都会创造出等量的货币余额，因此在增加货币供给的渠道中除了传统的贷款渠道外，商业银行用自身债务购买金融资产的交易也会创造广义货币。

贷款历来是中国货币创造最主要渠道的地位，但在2005年至2008年外汇大量流入时期外汇占款所直接造成的广义货币供给增加逼近甚至超过各项贷款而跃居成为广义货币创造的最主要渠道。<sup>①</sup>然而情况在2008年之后出现了较大的变化，(图3)显示了2008年以来通过各个渠道广义货币同比新增额，主要包括对住户贷款、对非金融企业及其他部门的贷款、有价证券投资 and 购买外汇等四个渠道。首先，2008年以来通过非金融机构贷款实现的货币供给增加成为广义货币供给的主渠道，并且在2009年初至2010年初和2011年末至今经历了两个快速增长时期。其次，商业银行对住户贷款也出现了较大变化，2008年之前住户贷款同比增量大约为1万亿左右的规模，2009年初之后该规模开始初步上升，2010年之后达到3万亿左右的规模。第三，在经历了2008-2011年的波动之后，通过有价证券渠道增加的货币供给在2012年初重新达到2万亿左右的水平。第四，与前三个渠道形成对比的是，2008年之后由于对外贸易的波动，通过外汇占款直接实现的货币供给增加在2011年末出现了快速下降。因此从货币供给源头看，抑制货币供给过快增长应该从加强对信贷政策管理入手。

<sup>①</sup> 商业银行通过购买外汇不仅直接增加企业存款(直接增加货币存量)，再将外汇资产出售给中央银行之后还能获得高能货币以增强商业银行放贷的能力，由于无法直接统计由此派生的货币供给，因此此处仅通过该数据反映商业银行因购买外汇直接增加的货币供给。



(图3) 各渠道广义货币同比新增额(单位: 亿元)

数据来源: 中国人民银行网站《金融机构信贷收支表(人民币)》。

关于中国高货币产出比的现象, 既可以从货币需求方面也可以从货币供给角度进行解释。在本文中, 我们主要从前者的角度对这一问题进行分析。由于中国经济尚处于结构转型过程中, 导致货币产出比上升的原因多种多样, 不同时期的主导因素可能各不相同。从现有文献来看, 极少有研究专注于 2003 后货币产出比曾经出现的趋势性改变, 以及 2009 年之后的新变化。本文并不试图将改革开放以来货币产出比的变化纳入到统一的分析框架中, 而是重点关注 2003 年之后货币产出比的新变化。从货币角度解释高货币产出比可以从货币供给和货币需求两个角度进行解释, 近年来的相关研究多以供给视角展开。本文侧重于从货币需求角度来解释企业为什么对活期存款和定期存款的需求如此之高, 这涉及到企业储蓄及其资产选择形式的问题, 国内研究尚不多见。

下文分为四个部分。第二小节介绍关于中国货币产出比和企业储蓄的相关文献; 第三小节基于以中国上市企业为例, 从微观角度解释中国企业的高储蓄和高货币需求现象; 第四小节对高货币产出比的经济影响, 特别是对通货膨胀的影响进行分析; 最后是论文的结论。

## 二 文献综述: 高货币产出比和企业储蓄

关于中国高货币产出比的研究可谓汗牛充栋, 之所以造成这一现象一方面与中国经济处于转型过程中有关, 另一方面也与现有货币理论在相关方法和观点方面的混乱现状有关。在不同时期导致货币产出比变化的主导因素可能不同, 因此已有文献可以被看作是对某一特定时期货币产出比上升主要原因的解释。作为高货币产出比现象分析的理论起点, 无论是费雪还是剑桥学派的货币数量理论实际上都隐含一定的假设, 包括所有产品是同质的, 货币只有交换媒介的功能, 只存在产品市场而不存在借贷市场和资本市场, 货币供应量的变动完全是外生的等等(余永定, 2002)。事实上高货币产出比与低通货膨胀共存的“中国之谜”可能在很大程度上与货币数量理论的假设与当前中国宏观经济状况不一致有关, 例如企业持有的大量定期存款更多体现的是货币的价值贮藏交易媒介而非功能。

### (一) 关于高货币产出比的文献

从货币需求角度来看, 经济学将货币职能概括为交易媒介、计价单位和价值贮藏, 而货

币需求也是基于这三个职能产生的。从货币需求角度解释高货币产出比研究大致可以分为两类，第一类解释来源于货币的交易媒介需求，交易的主体包括家庭和厂商，交易的对象则既包括实物产品，也包括虚拟资产。1990年代以易纲(1996)为代表的研究从实物交易货币化的角度解释货币产出比上升现象的，这些研究主要反映了计划经济向市场经济过渡过程中产品和服务市场交易过程货币化的现象。随着中国金融市场从无到有的发展，交易货币化理论逐步延伸到资产交易领域中，如伍志文(2003)。

从货币需求角度解释高货币产出比的第二类研究强调居民对货币的价值贮藏需求，这主要与中国特定的以间接融资为主的融资结构有关。由于家庭以货币形式持有储蓄，导致商业银行和企业之间货币循环存在漏出环节，因此余永定(2002)认为广义货币供给实际上是满足产出增长、物价上升和居民储蓄三个方面的需求，家庭部门的高储蓄率连同其它因素共同导致了出现高货币产出比。货币资产的名义收益较低，理论上并非价值贮藏的最佳选择，但居民为何仍然将越来越多的货币用于价值贮藏呢？其原因在于中国金融市场尚处于初级阶段，无法给居民提供足够丰富的金融资产品种。例如秦朵(2001)认为由于中国居民金融资产积累途径单一，主要以银行存款形式持有，银行储蓄存款随着居民储蓄潜力增大而增大，准货币或者广义货币产出比因此出现快速上升。尹小兵(2010)注意到在一个以间接融资主导的经济中，银行体系不仅仅是从家庭到企业的融资中介，而且也是家庭部门内部和企业部门内部的融资中介；作者对余永定(2002)进行部门扩展，并将其融入到主流的资金流量分析框架之中，建立了广义货币产出比增量恒等式。

从货币供给视角解释高货币产出比的研究也可以大致分为两类。第一类从中国货币供给结构变化入手，货币存量增加体现为商业银行负债方各种存款的增加；但是作为货币供给源泉的资产方除了贷款之外还包括外汇占款等其他资产。一方面外汇占款近年来日益成为中国货币供给增加的主要来源，另一方面新增资产也未必完全回流到实体经济。因此广义货币虽然增加了，但其中相当部分并未参与GDP的创造，结果造成货币产出比虚高，如李斌(2006)。张杰(2006)从中国金融体制入手，认为政府部门对银行体系的有效控制和居民部门对银行体系的高度依赖是导致中国货币产出比高于其他国家的金融制度基础。谢平、张怀清(2007)认为在银行主导的金融系统中，商业银行的巨额不良资产将导致其资产负债表存在对内在货币的严重高估，这是导致中国货币产出比畸高的主要原因。

另一类从货币流量和内生货币供给的角度解释高货币产出比的产生。当货币由金属铸币阶段进入信用货币阶段后，货币数量就不再受到贵金属数量限制，而是完全由银行体系来创造。在现代信用货币体系中，银行作为一个整体并不需要靠吸收社会上的贵金属货币来构成资金来源，所有货币都是由中央银行和商业银行“创造”出来并被企业、个人等社会经济主体所持有的债务。货币创造机制在商业银行具体行为上的反应，就是贷款会同时创造同样数量的存款。

自然对于所谓的“中国之谜”、“超额货币”等命题本身也有反对意见，如程建胜(2004)从多个方面对交易方程在当代中国的适用性进行了质疑。

## (二) 企业储蓄的文献

进入新世纪以来企业储蓄上升已经成为全球性的现象，不仅在中国等新兴市场国家，即便在美国等发达经济体中企业储蓄上升也成为经济学家关注的现象。中国国民储蓄率历来较高，有研究认为企业储蓄已经代替居民储蓄成为维持近年来中国高国民储蓄率的主要原因。尽管国内经济学家对企业储蓄及其经济后果有了一定的定性认识，但对于企业高储蓄形成的原因尚未发现有深入系统的研究。

根据定义企业储蓄是由未分配利润构成，因此企业高储蓄现象可以从高利润和低红利分配两个角度进行解释。从利润角度来看，IMF(2010)认为包括快速经济增长、竞争不充分和

低投入成本等因素都是造成企业高利润的原因。而在利润分配方面，Sonali et al. (2009)发现无论是与发达国家还是与新兴市场国家相比，中国企业对股东的分红都是非常低的。国内上市企业多年不向股东分红已经成为普遍的现象。那么中国企业为什么倾向于持有如此之高的储蓄呢？大量研究认为，金融市场发展滞后所造成的预防性储蓄动机(Precautionary Motive)是造成企业高储蓄现象的重要原因。一般来说有两个因素决定了企业的预防性储蓄动机，一是收入的不确定性，二是外部融资的高成本。由于企业和投资者之间存在着不对称信息，从而导致企业外部融资成本高于内部融资，对于多数中小企业而言，外部融资甚至是不可得的。如果企业面临着信贷约束，那么它就会为未来可能存在的投资机会而进行储蓄，保留流动性的资产。

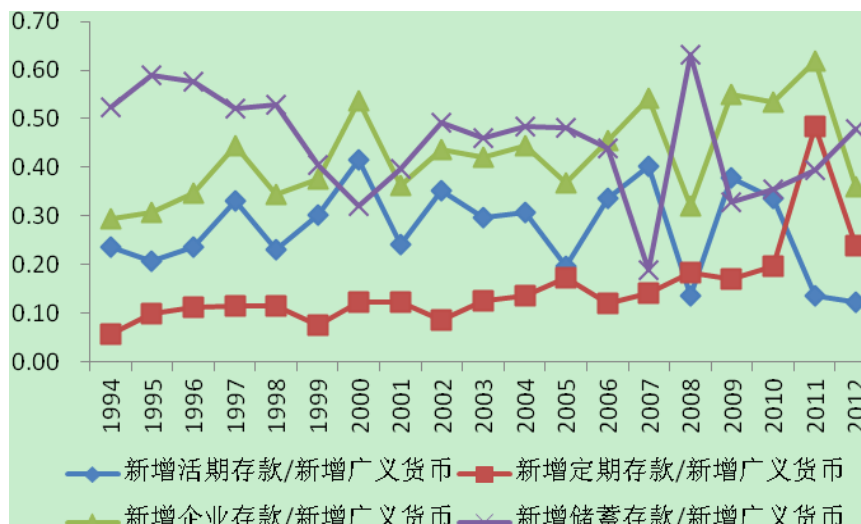
中国金融市场结构更加加剧了企业的高储蓄现象。Lin (2009)认为由大型国有银行主导的间接融资体系和存在较多进入限制的股票发行市场强化了大型企业在中国金融市场的强势地位，进一步推高了广大中小企业的预防性储蓄动机。Prasad (2009)发现这样一种金融市场结构可以为部分受益企业提供了大量廉价资金，导致企业利润上升，而这些受益企业多数是大型国企。

### 三、为什么中国企业持有如此多的货币资产？

#### (一)中国企业货币持有状况

在现行统计体系中，货币存量可以被大致分为两类：一类是中央银行的债务，对应流通中的通货(M0)，另外一类是商业银行的债务，对应非金融机构在商业银行的各类存款(除M0之外的其他货币形式)；而且后者绝对数量远远超过前者，成为导致中国货币产出比持续上升的主要原因。导致存量货币产出比持续上升现象的原因可以从两个方面来解释：第一、大量流量货币(主要是商业银行债务)为什么会被创造出来？第二、被创造出来的货币流量为什么会以剩余的形式滞留在商业银行账户中，变成货币存量？

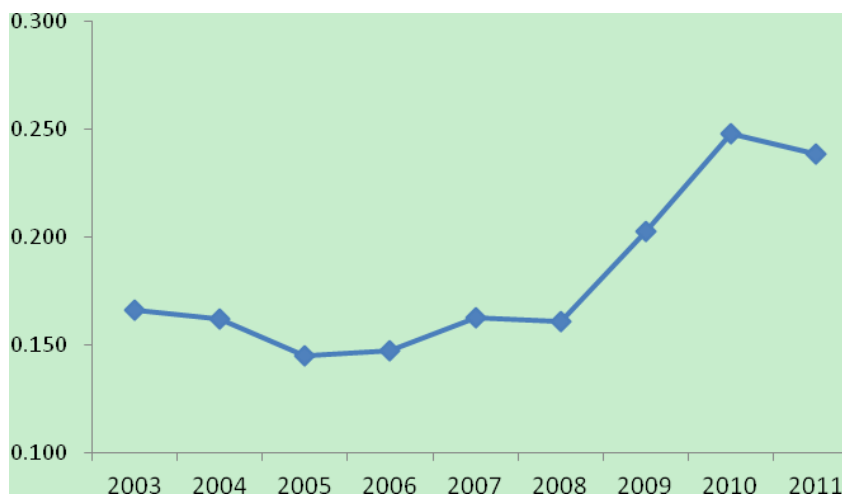
本文从货币需求的角度对企业高货币存量现象进行解释，因此我们对企业新增存款的情况进行说明。(图4)显示1994年以来，新增企业存款和储蓄存款在新增广义货币中的地位。2006年前(2000年除外)，新增广义货币中主要是家庭部门的储蓄存款，但此后多数年份(2008和2012年除外)，企业新增存款的份额超过新增储蓄存款的份额，成为在此期间中国货币存量增加的主要来源。而在新增企业存款内部，2011-2012年新增定期存款竟然超过活期存款，成为新增企业存款的主要来源。这也是近年来，高货币产出比现象背后的结构变化特征。在下文中，我们将以企业存款为研究对象展开相关实证研究。



(图 4) 新增广义货币中各项存款的比例  
数据来源：数据来源：《中国统计年鉴 2012》

## (二)、什么因素导致企业持有高货币资产

中国企业为什么会持有如此多的货币？通过对企业财务数据的研究可能为我们提供对这一问题更深入的理解。由于无法得到详细的企业存款数据，本文以中国 A 股上市企业所持有的货币资金作为替代变量。(图 5)显示在 2008 年之后，经过总资产标准化之后的货币资金出现了快速上升，2004-2008 年期间该指标基本维持在 15%-16%的水平，2009 年开始快速上升，2010-2011 年达到 2%左右。



(图 5) 上市公司(货币资金/总资产)年度均值  
数据来源：国泰安数据库

什么原因导致中国企业持有如此高比例的货币资金呢？借鉴已有关于中国企业储蓄的研究，我们通过方程(1)对影响中国企业货币资金持有的因素进行分析。

$$Deposit_{j,t} = \alpha + \sum_{i=1}^n \gamma_i Firmfactors_{j,t} + \beta Ownership_{j,t} + Controls + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

其中被解释变量 *Deposit* 为企业持有的货币资金与总资产的比值，解释变量及其回归系数的结果参见(表 1)。在回归过程中，遵照相关文献我们剔除了金融企业和公共部门以及存在数据缺失的样本观察值。在回归过程中，Hausman 检验值为 161.62，对应 P 值为 0.0000，故下文采用了固定效应模型，回归的样本期间为 2004-2011 年。

(表 1)中国上市企业持有货币资金的影响因素

| 解释变量                            | 系数        | t 统计量 | P 值   |
|---------------------------------|-----------|-------|-------|
| $\ln(\text{固定资产投资/总资产})_{t-1}$  | -0.022*** | -3.23 | 0.001 |
| $\ln(\text{存货/总资产})_{t-1}$      | -0.001    | -0.11 | 0.914 |
| $\ln(\text{负债/总资产})_{t-1}$      | -0.169*** | -6.80 | 0.000 |
| $\ln(\text{总资产})_{t-1}$         | -0.048*** | -2.70 | 0.007 |
| <i>Tobin's Q</i> <sub>t-1</sub> | 0.037***  | 6.66  | 0.000 |
| $\ln(\text{税前净利润/总资产})_{t-1}$   | 0.278***  | 5.31  | 0.000 |
| 所有制 (国有=1)                      | -0.011    | -0.42 | 0.675 |
| 时间虚拟变量(2008 年后=1)               | 0.118***  | 6.87  | 0.000 |
| 行业虚拟变量                          | -         | -     | -     |
| M1 增长率 <sub>t-1</sub>           | -0.024    | -0.23 | 0.821 |
| GDP 增长率 <sub>t-1</sub>          | -3.814*** | -9.27 | 0.000 |
| 常数项                             | -1.060    | -2.72 | 0.006 |
| $R^2$                           | 0.0521    | F 统计量 | 39.64 |
|                                 |           | P 值   | 0.000 |

第一、固定资产投资和存货投资在总资产中的规模与货币资金负相关，说明投资支出越多，剩余的货币资金越少，因此持有较多货币资金的企业可能是缺少投资机会的企业。负债比例越高，持有的货币资金越少。显然企业不会将银行贷款再以定期存款形式存入银行，因此负债与资产的负相关可能表明企业持有的货币资金主要来自企业的自由资金，而非对外借款。此外，总资产越高企业持有的货币资金越少，这表明大企业较少面临对外融资约束。

第二、本文还考察了未来投资机会(*Tobin's q*)对企业持有货币资产行为的影响。*Tobin's q* 代表着企业的投资机会，投资机会越高，企业持有的货币资金越多，显示企业预防性货币需求动机显著。税前净利润/总资产越高表明企业的盈利能力越强，在分红相对较少的情况下，盈利越强的企业持有的货币资金越多。

第三、所有制结构对企业货币持有的影响。本文发现企业所有制变量虚拟变量回归系数为负值，显示私营企业相对于国有企业而言持有更多的货币资金。本文还考察了由货币增长率和经济增长率表示的宏观经济对企业货币资金需求的影响。M1 增长率对企业的货币需求影响不显著，但 GDP 增长率对货币需求有显著的负面影响，显示当经济增速较高时，盈利能力强，企业不会持有过多的货币资金。

第四、考虑到金融危机之后对出口企业的直接影响和政府所采取的大规模经济刺激计划，本文以2008年为界，考察了危机前后企业持有货币的不同情况。2008年之后企业持有的货币资金明显增加，显示出金融危机对企业对货币资金需求的影响。

## 四、高货币产出比会造成高通货膨胀么？

根据货币数量论，货币数量增加必然引起物价水平上升；因而M2/GDP比例上升最令人担忧的潜在影响是可能引发通货膨胀上升。但是对于这个问题经济学家历来有相反的结论，



许多研究对M2/GDP上升导致通货膨胀上升的结论提出质疑。<sup>①</sup>由银行贷款或者购买有价证券所创造出来的货币流量在交易过程中决定商品的价格水平,进而决定通货膨胀率。这些货币流量中的大部分会随着企业偿还银行贷款或者偿还债券本金和利息过程消失(理论上这一过程称为货币环流),有少部分漏出停留在居民或者企业的银行账户上(理论上称为“窖藏”),成为居民或者企业持有的一种资产形式,构成了货币统计的主要部分。由此可见,货币存量中的大部分是之前货币创造所产生的货币环流的漏出,其源头是货币供给,其决定因素是居民和企业对资产的需求。

如果假定新增货币存量与新增货币流量的比例是固定的话,那么存量货币快速增长意味着由货币供给过程创造的货币流量快速上涨,必然对物价上涨造成较大的压力。但是高货币存量,或者货币产出比(M2/GDP)自身并不必然意味着通货膨胀率要上升。给定外部经济环境,居民和企业选择以货币形式持有资产必然是出于理性决策的结果,除非外部环境发生重大变化,否则不会对资产组合进行重大调整。

从居民角度看,由于投资渠道有限,持有货币是目前普通居民进行价值贮藏的主要手段。居民持有货币的多寡是出于最大化终生效用的考虑,因此居民储蓄存款虽仍是货币存量中最大的部分,短期内这部分为了将购买力转移到未来的货币的绝大部分是不会进入产品市场的。这可以从相对稳定的居民消费增速得到进一步的验证。过去有人将居民储蓄存款称为“笼中老虎”,认为其是通货膨胀威胁的主要来源,我们认为即便真是老虎,也是自愿进入笼子的,除非遇到象 1988 年价格闯关改革造成严重的通货膨胀预期,这只“笼中老虎”是不会自愿出笼的。

从企业角度看,企业持有的活期存款和定期存款的快速增加是近年来导致 M2/GDP 止跌返升的主要因素,这其中又以企业定期存款的快速上升为主。那么企业为什么倾向于持有越来越多的货币资金,而且是定期存款呢?近年来企业储蓄上升不仅是中国独有的现象,已经成为全球性的趋势。经济学家主要从预防性储蓄角度对此进行解释,为了应付未来突发的现金支出,企业意愿持有大量货币。但预防性动机似乎难以解释中国企业为什么持有如此之高的定期存款。大量定期存款首先说明部分企业缺少的不是资金而是投资机会,定期存款成为其资产保值的重要手段,这可能与当前全球经济周期密切相关。其次,企业资金余缺不平衡,大量中小企业面临资金紧张的同时又有许多企业持有大量定期存款。由于企业货币资金不像居民储蓄存款那样具有较好的稳定性,当经济好转或者投资机会出现后,大量货币资金会进入实体经济或资产市场而造成资产价格上涨或者通货膨胀水平上升,因此从预防通货膨胀的角度看,真正应该关心的是企业的货币资金问题。

## 五 结论

本文从近年来中国货币产出比的时间变化和结构变化入手,分析近年来中国货币产出比上升的原因及其对通货膨胀的影响。通过研究,本文主要发现以下结论:

第一、从货币产出比的时间变化和结构变化特征来看:

狭义货币(现金+企业活期存款)当中,现金产出比自 90 年代中期以来基本稳定,因此不是导致货币产出比上升的原因。企业活期存款与产出的比例类似地经历了三个变化阶段,2003 年之前趋势性上升;2003-2008 年基本平稳甚至略呈下降;2009-2012 出现较大波动,先升后降,趋势性特征不强。

准货币中(主要包括居民储蓄存款,企业定期存款和其他存款)储蓄存款和单位定期存款

---

<sup>①</sup> 例如余永定:《M2/GDP的动态增长路径》,《世界经济》,2002 年第 12 期;秦朵:《居民储蓄-准货币之主源》,《经济学(季刊)》,2001 年第 1 卷第 2 期等等。



共同主导了 2003 年之前准货币产出比上升的趋势。2003-2008 年间，尽管定期存款与产出的比例仍然呈现缓慢上升趋势，但储蓄存款与产出的比例相对平稳，后期略有下降，从而导致在此期间整个准货币产出比出现前稳后降的特征。2009 年之后，储蓄存款产出比例相对稳定，基本维持在 2003 年后的水平，但企业定期存款与产出比例的快速上升造成了这一时期准货币甚至整个广义货币产出比的上升。

将广义货币产出比(M2/GDP)上述两个方面的特征进行总结可以发现以下两个重要结论：(1)M2/GDP 的上升趋势未必是持续的，在 2003-2008 年相当长的时间内不仅未上升，反而呈现下降趋势，而这一时期恰好经历了全球“流动性过剩时期”。然而 M2/GDP 下降趋势在 2009 年被打断，这在极大程度上可能与此前一段时间的反危机措施有关。(2)导致 M2/GDP 比例上升的因素出现重大变化。2003 年之前该比例上升是由家庭和企业货币需求共同造成的，两者的贡献基本相当；2009 年之后该比例的上升(相对于 2003 年水平而言)则几乎全部是由企业持有的货币增加造成的，而持有货币的主要形式又是定期存款。

第二、从影响企业货币需求的因素来看：

企业的投资支出需求与货币资金负相关，投资支出越多，剩余的货币资金越少，因此持有较多货币资金的企业可能是缺少投资机会的企业。总资产越高企业持有的货币资金越少，表明大企业较少面临对外融资约束，因而持有较少的货币资金。Tobin's  $q$  代表着企业的投资机会，投资机会越高，企业持有的货币资金越多，显示企业预防性货币需求动机显著。税前净利润/总资产越高表明企业的盈利能力越强，在分红相对较少的情况下，盈利越强的企业持有的货币资金越多。

企业所有制变量虚拟变量回归系数为负值，显示私营企业相对于国有企业而言持有更多的货币资金。考虑到金融危机之后对出口企业的直接影响和政府所采取的大规模经济刺激计划，本文以 2008 年为界，考察了危机前后企业持有货币的不同情况。2008 年之后企业持有的货币资金明显增加，显示出金融危机对企业对货币资金需求的影响。

第三、从货币产出比与通货膨胀的关系来看：

本文认为高货币产出比本身上升未必必然导致通货膨胀上升。商品的价格水平进而通货膨胀率是由银行贷款或者购买有价证券所创造出来的货币流量在交易过程中决定。货币流量中少部分漏出停留在居民或者企业的银行账户上(理论上称为“窖藏”)，成为居民或者企业持有的一种资产形式，构成了货币统计的主要部分。由此可见，货币存量中的大部分是货币流量创造所产生的货币环流的漏出，其源头是货币供给，其决定因素是居民和企业对资产的需求。

从居民角度看，持有货币是目前普通居民进行价值贮藏的主要手段。居民持有货币的多寡是出于最大化终生效用的考虑，因此居民储蓄存款虽仍是货币存量中最大的部分，短期内这部分为了将购买力转移到未来的货币的绝大部分是不会进入产品市场的。从企业角度看，企业持有的活期存款和定期存款的快速增加是近年来导致 M2/GDP 止跌返升的主要因素，这其中又以企业定期存款的快速上升为主。为了应付未来突发的现金支出，企业意愿持有大量货币。大量定期存款首先说明部分企业缺少的不是资金而是投资机会，定期存款成为其资产保值的重要手段，这可能与当前全球经济周期密切相关。由于企业货币资金不像居民储蓄存款那样具有较好的稳定性，当经济好转或者投资机会出现后，大量货币资金会进入实体经济或资产市场从而造成资产价格上涨或者通货膨胀水平上升，因此从预防通货膨胀的角度看，真正应该关心的是企业的货币资金问题。

最后，从货币政策来看，2011 年底以来由于净出口下降造成商业银行通过购买外汇渠道直接发放的货币明显减少。对非金融企业贷款仍是新增货币的主要来源，此外由商业银行通过有价证券、股权和其他投资方式创造的货币也呈现快速平稳增加。因此从货币供给源头看，抑制货币供给过快增长应该从加强对信贷政策管理入手。针对企业在资金余缺方面极不

平衡的现象，一方面货币政策应该更注重结构性，使得货币供给能够更有效率的进入到实体经济和对货币有需求的部门。另一方面加快直接融资体系建设，因为直接融资仅仅涉及到货币资金在不同部门和不同单位之间的转移，并不增加货币存量，在满足资金需求的同时还可以降低货币供给增加的通货膨胀压力。第三，拓宽企业投资渠道，降低行业进入壁垒，鼓励企业进行技术升级投资，从而使得企业资金可以真正运用到实体经济发展中去。

## 参考文献：

- 伍志文：《“中国之谜”——文献综述和一个假说》，《经济学(季刊)》，2003年10月第3卷第1期。
- 余永定：《M2/GDP的动态增长路径》，《世界经济》，2002年第12期。
- 尹小兵：《现金流量分析视角中的“M2/GDP增量恒等式”及其货币政策含义》，《世界经济》，2010年第9期。
- 程建胜(2004)，《中国真的存在“超额货币”吗？——关于“交易方程式”适用性的质疑》，《金融研究》，第6期。
- 秦朵：《居民储蓄-准货币之来源》，《经济学(季刊)》，2001年第1卷第2期。
- 李斌：《存差、金融控制与铸币税——兼对我国“M2/GDP过高之谜”的再解释》，《管理世界》2006年第3期
- 张杰：《中国的高货币化之谜》，《经济研究》，2006年第6期。
- IMF, 2010, “People’s Republic of China: 2010 Article IV Consultation—Staff Report”, International Monetary Fund.
- Sonali Jain-Chandra, Malhar Nabar, and Nathan Porter, 2009, “Corporate Savings and Rebalancing in Asia”, IMF Asia and Pacific Department Regional Economic Outlook, International Monetary Fund.
- Lin, Justin, 2009, Paradigm Shift on Both Sides of the Global Imbalance,” Presentation at theBrookings-Caijing Conference in Washington, DC.
- Prasad Eswar S., 2009, “Rebalancing Growth in Asia”, Institute for the Study of Labor Discussion Paper No. 4298