

徐奇渊

xuqiy@163.com

陈思翀

csc_win@163.com

转型的经济结构，变形的货币需求？*

中国的 M2/GDP 比例在 2015 年首次突破 200%。过去 25 年，也就是 1990 年到 2015 年，中国的名义 GDP 增长了 35 倍，而广义货币 M2 则增长了 90 倍！

每当面对这些谜一样的数据，人们的心中总是万马奔腾。有的人认为货币超发，有的人认为 GDP 低估，有的人认为这和中国的一些经济、金融体制有关，并引入了一些结构性因素。最后一种回答，不免使得逻辑变得复杂起来，听众需要很有耐心才能理解。这时候我想静静——不妨问一个最基本的问题：

M2/GDP 是什么意思？为什么 M2 可以除以 GDP？

M2/GDP 指标，最早可能是麦金农 (McKinnon) 在 1973 年给出的，他认为 M2/GDP 衡量了整体经济交易当中，货币化交易所占的比重。这个比例越大，说明货币化程度就越高。在这里，麦金农将 M2/GDP 看作是一个金融深化的指标。同时，也有人基于费雪方程式，把 M2/GDP 比例看作是研究通货膨胀的一个切入点。

上述两种观点，不管是哪一种，似乎都已经和初衷有所偏离。金融深化当中的“整体经济交易”、以及费雪方程式当中的“商品和劳务的交易数量”——这些天生就不

* 本文已发表于《澎湃》。

是 GDP！

GDP 是增加值的概念，和交易量的口径相去甚远。为了实现 100 个单位的增加值，交易量可能远超 100。尤其在社会分工细化、分工环节增加的情况下，交易量更有可能远远大于 GDP。

而对金融业这样的以货币本身作为产品的特殊行业，在创造价值不变的情况下，融资链条的延长（比如绕开监管的做法、或者其他原因导致的金融空转增加），也会导致所需的产品交易量（在这种情况下也就是货币本身的交易）大大超出相应的增加值（GDP）。

就此，我们引出三个具有一定想象力的结论：

首先，M2/GDP 当中，GDP 只是一个近似值。GDP 唾手可得，交易量数据却未曾有，因此使用 GDP 是一种有益的近似。但是，如果交易量与 GDP 差异太大，那这种近似就有不免有些误导。

其次，在不同的行业当中，分工细化程度可能不同，比如第二、第三产业的分工协作程度就可能远远大于第一产业农业。这个假定如果成立，那么在 GDP 总量不变的情况下，三次产业结构当中，第二、三产业的比例上升，也将导致货币需求的上升。

最后，同样是 1 个单位的 GDP，第三产业可能比第二产业会产生更多的交易量。其一，比如批发、零售业，其交易对象本身就是第二产业的最终产品（当然这么说有些不严谨），在此基础上经过多个环节的流通，交易量有可能更大。其二，或者像前面提到的金融业，钱生钱的游戏链条延伸，导致了更多的产品交易（在这里也是货币交易），那么这时候以货币表示的交易量也会大大高于相应的增加值。

一项有趣的研究

当然，上面三个结论当中，后两者并不完全确定，很大程度上只是一种可能性和猜想。2015 年，陈思翀、徐奇渊、李文学的一篇工作论文，使用中国数据，对这种猜想进行了研究。他们以三次产业的分类为切入点，做出了三次产业的交易密度并不是匀质的假设，并且证明了：在产出总量不变的情况下，产出构成比例变化也会对货币需求产生显著影响。在此基础上，文章使用了分省的面板数据进行研究，得到了有趣的结论：

第一，就单位 GDP 对应的货币需求而言，第二产业大于第一产业，第三产业的这一数值不仅大于第一产业、而且也大于第二产业。

第二，1990 年间至 2014 年间，中国第一产业占比大幅下降、第二产业占比相对

稳定、第三产业占比显著上升——这种产业结构变化对 M2/GDP 比例上升具有部分解释力。根据这篇文章的估计系数，1990 年以来的 M2/GDP 比例上升当中，至少有 28 个百分点来自于三次产业结构的变化，如果按照较高的情形，则有 59 个百分点的贡献来自于产业结构变化。

第三，如果只看服务业，则细分的子行业也不是匀质的。具体而言，批发零售业占 GDP 的比重增加 1%，则名义货币需求增加 1.09%；金融业占 GDP 的比重增加 1%，则货币需求上升 3.37%；其他各类服务业（不含交通运输业）占 GDP 比重增加 1%，则货币需求上升 0.93%。其中金融业表现抢眼，这可能与李斌和伍戈（2014）的研究具有一致性。即，我国金融市场的融资结构，可能导致了金融业的这一比例较高；当然，也可能和金融业的交易链条过长导致的交易量膨胀有关。

总之，货币需求不仅会随着经济总量的增长而增长，而且也可能由于经济结构转型、产出构成比例变化而出现增长，所以货币需求的增长率通常会高于总产出的增长率。基于三次产业结构不同的货币需求密度，我们可以在一定程度上解释中国 M2/GDP 持续上升的合理性*，也可以解释为什么 1961 年至 2011 年全球 M2/GDP 数据从 53.5%持续上升至 125.7%，还可以解释为什么高收入组国家这一比例平均意义上大于低收入组国家——但是，面对中国特别高的 M2/GDP 比例，这项研究也难以完全解开谜团。甚至这项研究的分析视角也未必是最重要的，但比较确定的是，在理解 M2/GDP 比例的时候，交易量和 GDP 的区别需要引起关注。

***注释：**当然，我们这里一直是从货币需求角度来进行的分析，所以能够解释的也只是 M2/GDP 比例的合理性，至于文章为什么能够从货币供给当中识别出货币需求，这也是文章使用截面数据进行分析带来的一个亮点，供读者自己再进一步去欣赏。

参考文献：

陈思翀、徐奇渊、李文学，〈总产出结构对货币需求的影响：对 M2/GDP 比率持续上升之谜的一个解释〉，CF40 青年论坛工作论文系列，NO. C2015WP01。

李若愚，〈由国际比较看我国 M2/GDP 水平〉，国家信息中心，2014 年 8 月 5 日。
<http://www.sic.gov.cn/News/81/3167.htm>

李斌，伍戈，2014，〈信用创造、货币供求与经济结构〉，中国金融出版社。

(笔者单位为中国社科院世经政所)

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

