

No. 1718

研究报告

IMI | 扼守闸门：货币 史诗 2007—2017

王剑



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

扼守闸门：货币史诗 2007-2017

王剑¹

预计到 2017 年年底，我国 M2 余额约为 170 万亿元。而 10 年前的 2007 年末，M2 余额才 40.34 万亿元。10 年间，M2 余额增加了 3 倍多，年均增长 15.5%（注：2011 年 M2 的统计口径有所调整，新纳入非银金融机构存款）。

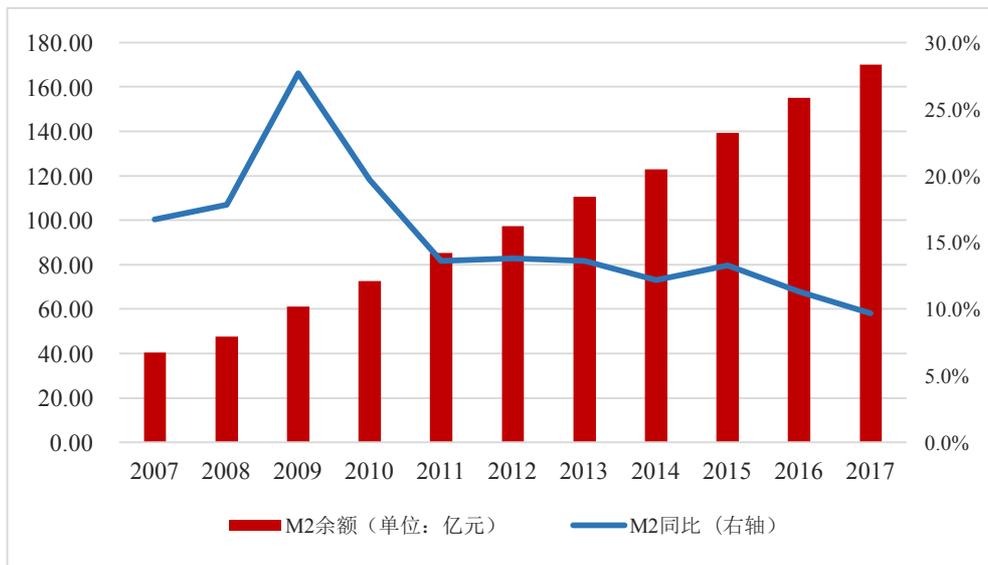


图 1：近 10 年 M2 余额高增长

数据来源：人民银行

说货币超发的声音，仿佛又要响起了。但是，简单地看数字笼统地说超发，并不准确，也无意义。我们还要更进一步，看看 M2 的具体来源，理解这些货币发行数字背后的真相。

众所周知，现代信用货币主要来自银行资产业务所派生，因此，大部分 M2 的变化，均可在银行业务变化上找到根源。银行有多种不同的资产业务在派生 M2，比如投放信贷，或者购买居民的外汇，均派生 M2。其中，信贷一直是最为主要的 M2 派生渠道，而银行的信贷额度又受到央行的管控，因此，传统上，央行只要管控住银行的信贷投放量，是能够大致控制住 M2 派生量的。

¹ 王剑，IMI 研究员、国泰君安证券股份有限公司研究所银行业首席分析师。



图 2：央行通过控制银行放贷来控制 M2 派生

数据来源：人民银行

但现实是，确实出现了 M2 派生量超过年初计划的情况，说明有其他不受控制的渠道在派生 M2。事实上，信贷被管控住后，天生逐利而又富有创新精神的银行，发明了很多种资产业务，以扩大业务和盈利规模，有些资产业务同样派生 M2。这些业务很多都带有规避监管之目的。

所以，10 年的 M2 派生演变史，背后其实是银行的业务演变史。这 10 年来，银行业务的演变（同也是 M2 投放方式的演变）又大致可分为以下几个阶段：

（1）外占投放 M2：2004 年加入 WTO 以及海外经济高速增长，贸易和投机的外汇进入我国，外汇占款成为 M2 的重要来源；

（2）信贷投放 M2：2008 年我国推出“四万亿”刺激，信贷天量，派生了大量 M2；

（3）同业投资投放 M2：2010 年开始宏观调控，2011 年开始信贷量得到控制，银行“创新”了同业投资，继续派生 M2；

（4）委外投资投放 M2：2013 年开始管制同业投资，2014 年开始宽松，委外投资逐渐兴起，也派生了 M2。直至 2016 年底开始，金融去杠杆启动，这种派生逐步得到控制。

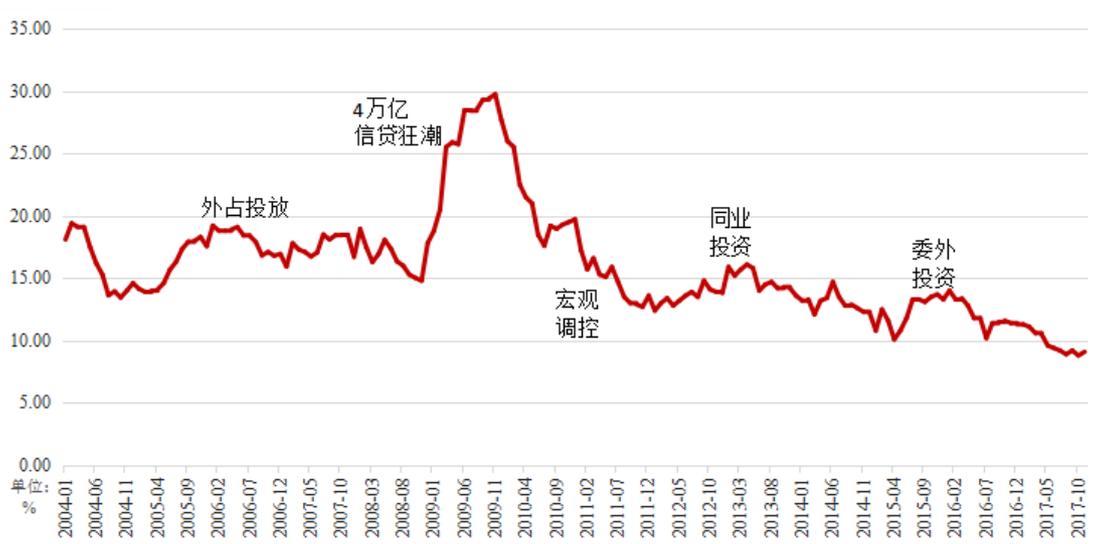


图 3：近 10 年的 M2 派生演变史

数据来源：人民银行

因此，2010 年宏观调控之后，M2 继续高增长，是银行通过各种创新规避监管，从而扩大自己资产业务的结果，而监管层（主要是央行、银监）则步步围堵，形成了一种“管制—创新—围堵—再创新—再围堵”的轮回。

接下来，我们按上述四个阶段，详细回顾这 10 年来 M2 的投放详情。

一、外占投放：2004-2008

2004 年我国加入 WTO 后，一个广阔的海外市场对我们徐徐打开，刚好又遇上海外经济增长，外需旺盛。我国借助低成本劳动力的优势，充当了“世界工厂”，为海外市场生产各种商品，其中又以低端制造业为主。因此，靠广大民工一双双勤劳的双手赚取的外汇，源源不断地流入中国。除了商品与服务的出口创汇之外，由于我国正值经济高速增长期，投资机会较多，房地产和股票等资产的价格也表现抢眼，因此也吸引了很多热钱涌入。

总之，贸易与资本的双顺差，使外汇大量涌入中国。基于当时严格的持汇管制，居民拿到外汇，卖给银行，获得相应的一笔人民币存款，由此派生了 M2。而银行往往也会及时将购入的外汇卖给央行，获得相应的基础货币，这是央行被动发行了基础货币。因此，最终的情况是，外汇占款同时形成基础货币和 M2。当然，所投放的基础货币和 M2 两者之间会有些许差异，因为银行从居民处购入外汇后，未必如数卖给央行。但这种差异不大，暂忽略。

我们从央行的资产负债表上，能够清晰地看到外汇占款的增长，相应投放基础货币。我们也假设这个数字约等于银行对 M2 的投放。我们再计算，每年的外占增量与当年的 M2 增量之比，便可看到当年的新增 M2 之中，有多少比例是由外占贡献的（其中，2017 年数据为前 11 个月）。

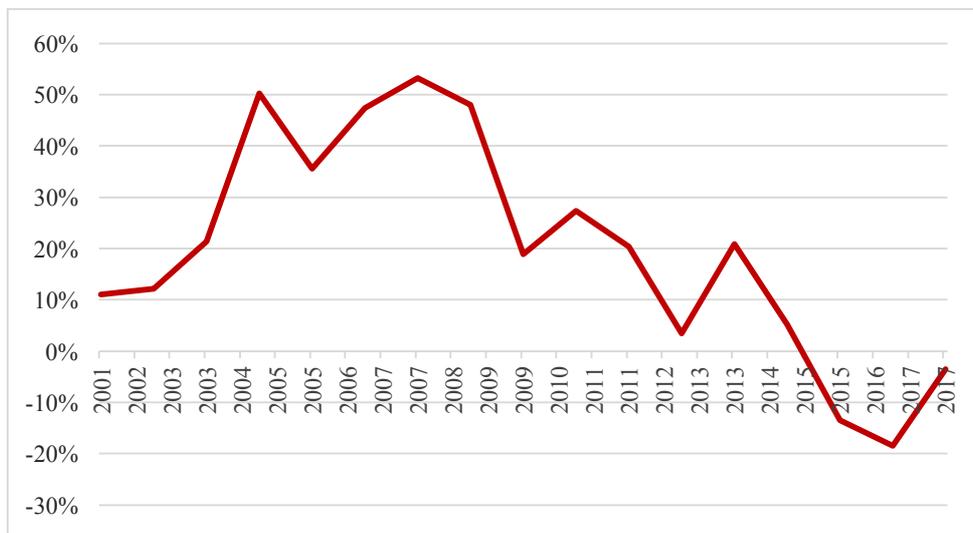


图 4：外汇占款对 M2 增量的贡献

数据来源：人民银行

可以看到，2004-2008年这5年中，该比例达到50%左右。换言之，这5年中，约一半的M2增量来自外占投放。在这种情况下，央行货币政策的独立性受到影响，说央行超发货币肯定是冤枉的。央行主要通过提高法定存款准备金率、发行中央银行票据等方式，冻结或回笼基础货币。

按理说，既然外占投放了过多的M2，央行还可以压缩银行的信贷投放，减少信贷派生的M2，让整体M2增量回归合理范围。但这种做法有个限度，若信贷额度设太小了，申请贷款的企业融不到钱，会遭殃。因此，央行有时是无奈的。

2007年的美国次贷危机，打破了上述“中国生产、美国消费”的模式。而后，2010年欧债危机，以及中东战乱，外需不断走弱。同时，随着我国居民收入（工资）提高、环境成本增加，低成本优势也慢慢弱化，越来越不利于低端制造业的生存，低端制造业开始向我国中西部甚至东南亚等地方转移。这些因素，都对我国商品出口造成不利影响，贸易项下外汇流入开始下降。但此后几年，由于我国经济增速依然较高，人民币仍有升值，因此资本项下仍有一定外汇流入。这一趋势直到2014年才明显改变，外汇不再流入，甚至开始出现流出。

二、信贷投放：2009-2010

2007年的美国次贷危机，是原来“中国生产、美国消费”的模式难以为继之后的一次调整，意料之外但也情理之中。而后，约在2008年，欧债危机也陆续爆发。2008年中开始，美国宏观经济开始受到明显影响，GDP增速、失业率等指标显著走弱。进而，我国2008年中期开始出口出现下滑，GDP增速也明显下滑。

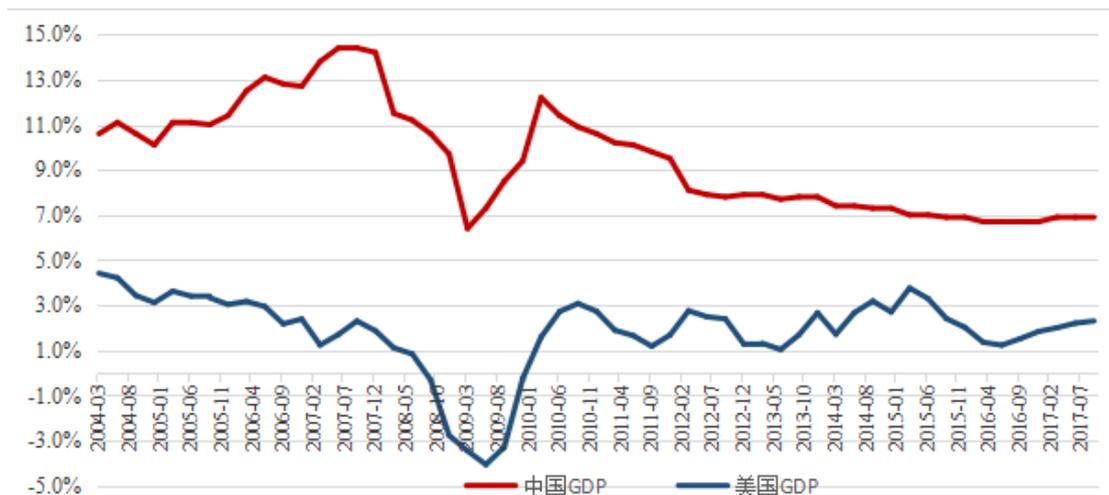


图 5：中美两国 GDP 在 2008 年下行

数据来源：WIND

为对冲海外危机的冲击，我国政府于 2008 年 11 月推出了“进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施”。初步匡算，实施这一计划，到 2010 年底约需投资 4 万亿元，因此该计划一直被俗称为“四万亿”刺激计划。

其中，十项措施的第十条是：“加大金融对经济增长的支持力度。取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模，加大对重点工程、‘三农’、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持，有针对性地培育和巩固消费信贷增长点。”因此，银行原先从央行那领取信贷额度的做法取消，撒了欢似地放贷款，竞争式地放贷款。这时，起源于重庆“八大投”的地方政府融资平台开始走到舞台中央，名为企业，实为政府代理机构，它们成为了最为积极的借款人，并将资金用于地方基建等领域。

从数据上看，2009-2010 年这两年的信贷增量分别达到 9.6 万亿元、8.0 万亿元，而 2008 年信贷投放量才 4.2 万亿元。2009 年的投放量约 2 倍于 2008 年，可谓“信贷狂潮”。

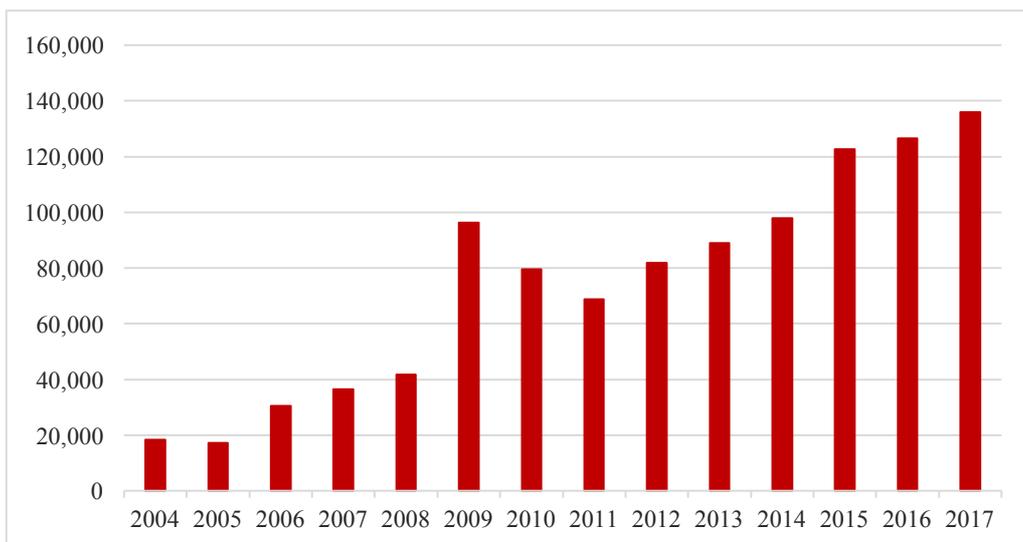


图 6：2009-2010 年信贷投放高增长

数据来源：人民银行（单位：亿元）

我们也统计了每年信贷投放量与 M2 增量之比，观察 M2 增量中有多少是由信贷投放派生的。从数据上看，信贷是派生 M2 最为主要的渠道，因此占比一直较高，大部分年份均占比 60%以上。其中，2009-2010 年“四万亿”信贷狂潮期间，该占比明显上升至 70%左右。

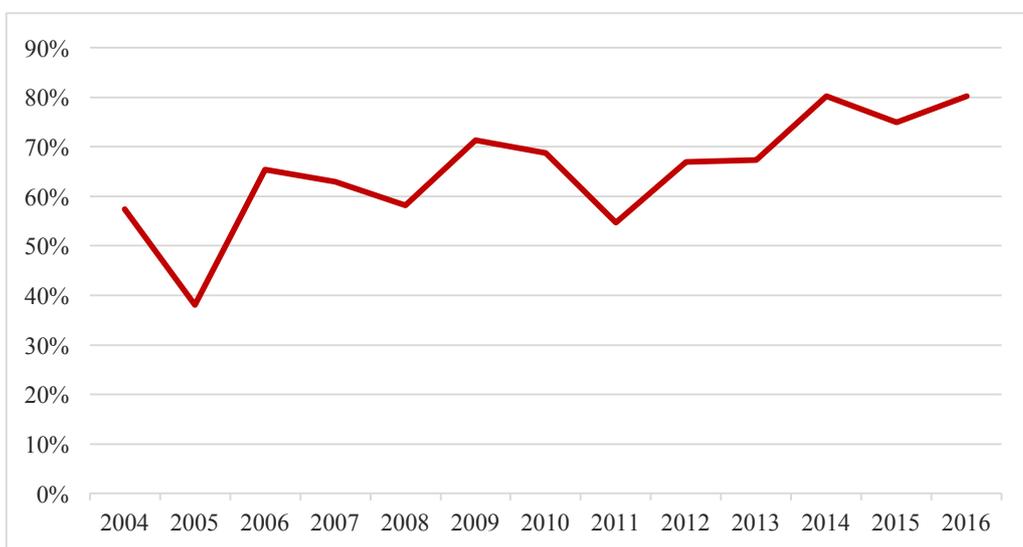


图 7：2009-2010 年信贷对 M2 增量的贡献较高

数据来源：人民银行

信贷投放派生 M2，是最为“正统”的 M2 派生方式，也是写入教科书里的。在这一模式下，由银行负责审核借款人资质，也意味着由银行来把握货币投入流通的最后一关，银行责任重大。如果审核严格，银行遴选出来的都是好的借款人，货币投放到有价值的地方，对货

币体系而言这便是合理的，否则，货币没有投放给价值，货币体系便会出现紊乱。但在 2009-2010 年的信贷狂潮中，由于银行放贷任务太重了，便有意无意地放松了信贷标准，扩大了信贷投放领域（一些本不该被支持的领域，也有大量投放，比如房地产和低端制造业），其中有些贷款在后来发生问题，银行也为此消化了好几年。

很快，过度信贷带来的副作用开始显现。一方面，货币过多投放带来通胀压力，物价开始上涨；另一方面，过多的货币也要寻找投资机会，房地产无疑是最好的选项，房地产价格开始疯涨，积累了风险。2010 年 4 月，宏观调控正式启动，信贷狂欢逐步落下帷幕。

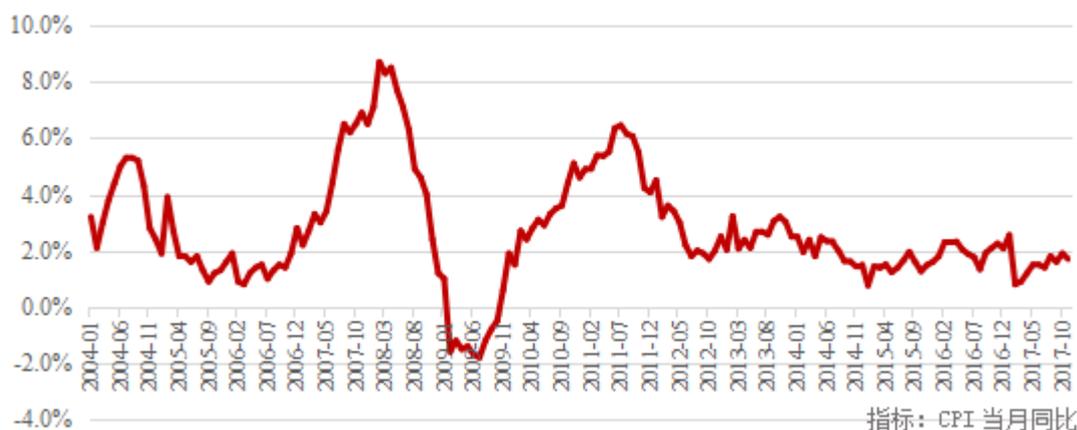


图 8：信贷过度投放后 CPI 快速上升

数据来源：WIND

而“四万亿”的历史功过，一直被人评说。它所带来的问题自然明显，包括信贷过度投放带来的资产质量问题、地方政府债务问题等，也有人说原本我国借着次贷危机已经开始清退一些低端制造业，这一进程也被打断。但是，也必须认识到该计划带来的正面意义，为我国产业升级转型争取了宝贵的 3-5 年时间，以及对很多地区基建的推进，尤其是一些偏落后地区，在常规时期几乎没有任何办法推进基建。

三、非标投放：2011-2013

2010 年启动的宏观调控，和以往多次调控一样，也是先从房地产下手的。2010 年 4 月 17 日，国务院为了坚决遏制部分城市房价过快上涨，发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，简称“新国十条”。而后，各部委的具体措施随之陆续出台，金融监管部门方面，最主要的是限制信贷投放规模和投向，严格遏制银行信贷投向房地产、地方政府融资平台等。同时，审计署开始摸底全国地方政府负债。

调控持续了一年后，2011 年初，调控效果逐渐开始显现。“双限”制约了房地产销售，

房地产资金回笼出了问题，有些项目开始出现资金链断裂。2011 年中期左右，浙江温州开始有过度负债的企业老板自尽或逃亡，率先开启了我国银行业新一轮的不良资产周期，银行逐步开始收缩信贷，当地房价也从高位深幅回调。而后几年中，不良资产形势开始向全国蔓延。

但是，全国各地还没完工的房地产、基建等项目依然有旺盛的融资需求，需要筹集资金用于后续建设，否则将出现一堆堆的烂尾楼、断头路。信贷被严格管控后，它们开始寻找各种替代融资方式。银行也依然愿意将资金投放给它们，因为房地产价格全国看依然坚挺，风险不大，而地方政府融资平台则一直被视为有政府信用，况且其他工业领域风险更大。因此，各种各样的非信贷资产类别被发明出来，最典型的做法，是银行将资金先投放给某资管产品（即通道、SPV，早期以信托计划为主），资管产品再将资金投放给借款人，世称“非标准化债权”，简称“非标”。



图 9：银行投放非标的基本模式

非标在银行财务报表上体现为一笔投资。非标的本质，是将原来直接投给借款人的信贷资产，绕了个弯，包装成了非信贷资产，从而规避了与信贷相关的监管措施（刚好 2012 年左右银行监管开始加强）。监管部门发现问题后，也曾试图跟进，比如银监对银信合作出台了多项规定。但 2012 年券商创新后，券商资管、基金子公司等也可充当通道，银监对此就无权管辖了。于是，非标盛行。

银行自营投放非标，跟放贷一样，会派生 M2（居民购买的表外理财所投放的非标，属于直接融资，不会派生 M2）。央行给信贷设置额度，原本可控制住 M2 总量。但非标不受限，大量投放，于是 M2 增量明显超出了央行的计划。2012 年开始，M2 增速开始逐步走高，尤其在 2013 年上半年，创下的 16.1% 的高点值，并显著超过当年 13% 的 M2 增长目标。

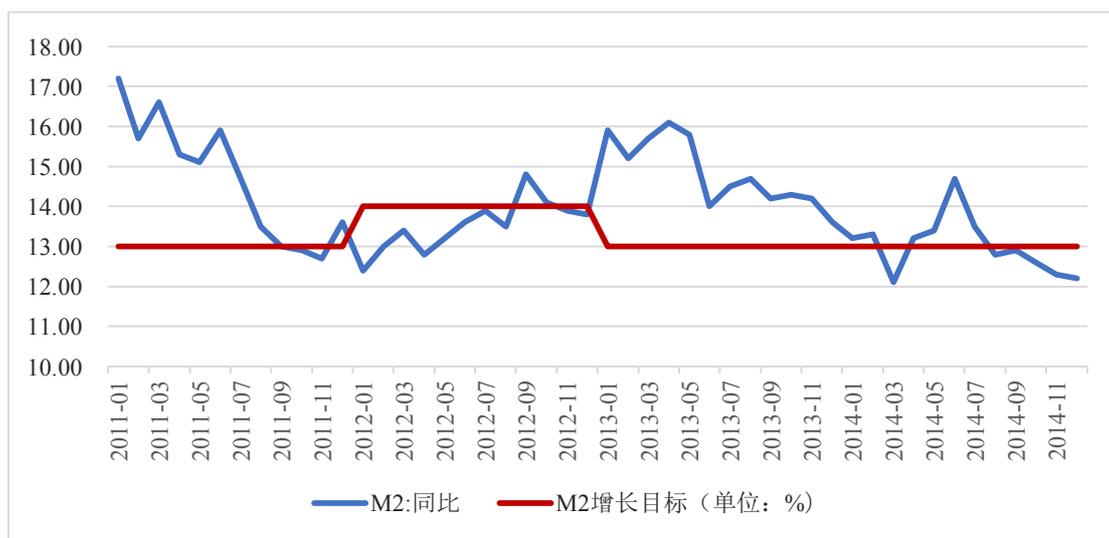


图 10: 2013 年 M2 增速超过年初计划

数据来源: 人民银行

然后, 来估测下自营非标到底投放了多少 M2。自营非标分布在多个会计科目里, 且外表上只是银行持有的资管产品 (与正常的资管产品混在一起, 很难区分), 没有办法直接统计。我们把每年的 M2 增量, 扣除可以明显统计的外占、财政、信贷、债券等投放渠道, 剩下的一个轧差项, 便主要由自营非标贡献, 我们将其标注为“其他 (非标等)”。跟上文一样, 我们将其他 (非标等) 的每年增量, 与当年的 M2 增量相比, 观察其占比。可以看到, 2011-2012 这两年, 该占比突然上升。

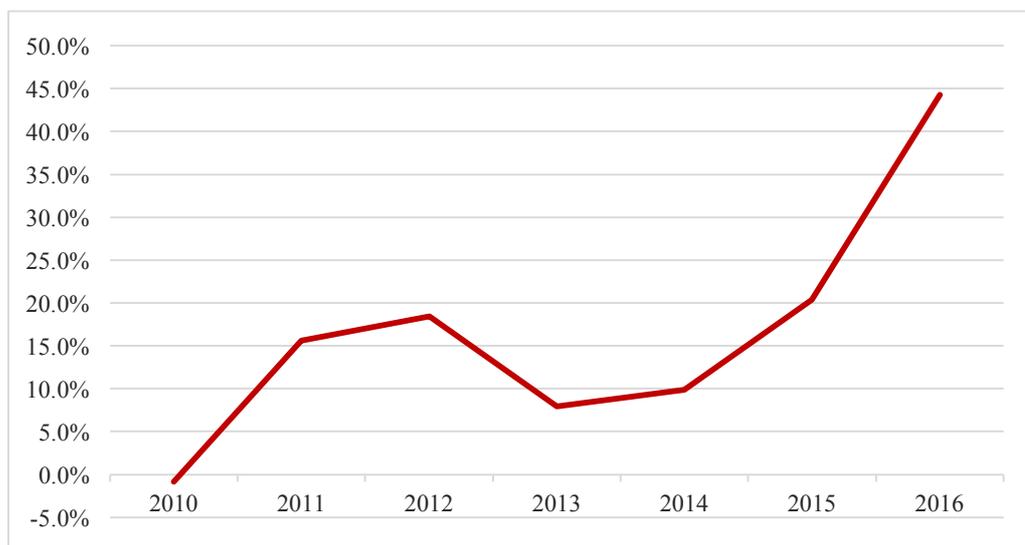


图 11: 自营非标投放的 M2 占全部 M2 增量的比例

数据来源: 人民银行

但是央行一时没有办法, 因为它还没有权力直接对非信贷资产施以额度管控。换言之, 在银行资产业务种类日益丰富的背景下, 以前只管住信贷便能管住 M2 的做法已行不通了。

因此，我们当时便提出了“广义信贷”一词。

为提高盈利，银行的非标业务，还存在短借长投的做法。即融入一笔相对短期的资金，投放至偏长期的非标，期限错配，存在流动性风险。不同银行通过相互拆借牢牢绑定在一起，一旦某笔资产到期出现违约，则有可能出现连锁反应，层层违约，引发市场较大波动。2013年6月，这样的违约出现了，按以前的做法，涉事银行可以从银行间市场上短期拆入资金，平掉头寸，市场上不至于会连锁反应。但此次，央行限制了银行间市场的资金供给，教训了这帮错配同业投资玩得最疯的银行。“钱荒”发生，货币市场利率飙到了一个极高的水平。而后，M2增速应声回落。

2014年初，央行、银监联合发布了《关于规范金融机构同业业务的通知》（127号文），同业投资被施以严格监管，自营非标盛行的势头得到遏制。但是，新的玩法仍然有不断被发明出来。猫和老鼠的游戏，一时难以终结。

四、委外投放：2014-2016

2014年下半年，我国经济出现了一些不好的苗头。为支持经济平稳增长，政府启动了新一轮的货币宽松。11月底，意外降息。而后，多次降息降准。其目的，是降低融资成本，刺激投资。2015年初开始，银行间市场的利率持续走低。



图 12: 2015 年初开始银行间利率持续走低

数据来源：WIND

但是，当时经济动能有所不足，对于企业家来说，因为没有好的投资方向，银行也还是不太敢给企业们放贷。因此简单降低融资成本，并不必然带来投资复苏，这有点类似于流动

性陷阱。经济的复苏，仍然有待新的动能带动。

低利率环境总体不利于银行的未来资产收益预期。2014-2016 这几年债券收益率不断走低，利差压缩。因为债券收益率普遍较低，符合收益要求的债券稀缺，形成了所谓的“资产荒”。“委托投资”等方式开始进入银行视野，委外机构能够取得较高的收益，加大杠杆水平、提高息差和资本利得水平是重要原因。市场上低成本的资金充裕，综合资金成本可以通过杠杆方式有效降低，从而投资于收益率水平不高的债券也变得有利可图。比如，如果自有资金成本 4%，4%的债券中期来看不具备配置吸引力，但如果可以以 3%的低成本融入资金，则可以降低资金成本，投资获利。

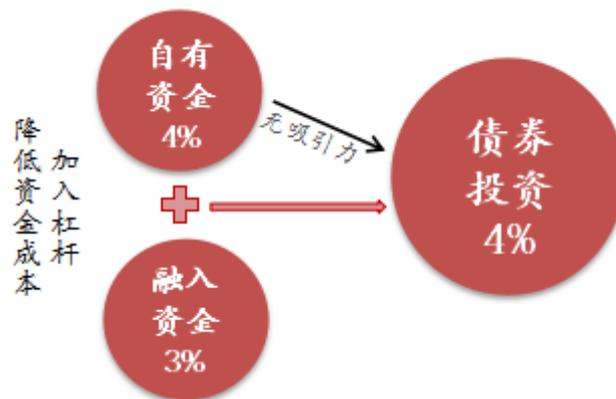


图 13：杠杆投资债券示意图

但银行因为各种原因（可能是自身监管指标制约，也可能仅仅是因为自己不想很辛苦地滚隔夜），不方便直接加杠杆，但申购一个外部的资管产品，由该产品再去加杠杆、加错配去投资。于是，委外模式逐渐盛行。



图 14：银行委外投资的基本模式

由于非银金融机构的存款也计入 M2，所以，银行一旦申购了资管产品（资管产品归入非银金融），便形成了一笔该产品在银行的存款，也是派生 M2。同样，当银行向资管产品拆放资金（资管产品加杠杆用于投资），也派生 M2。因此，银行自营做的委外投资，以及对资管产品的拆放，都派生了 M2。至于资管产品后面怎么投资运作，那只是直接融资，不影响 M2 总量。

也就是说，在非标被管控之后，新的一种漏出 M2 的方式，开始流行起来。2015 年中期开始，M2 增速又明显高过央行既定计划，委外有一定贡献。统计上看，跟前文的非标一样，

委外派生的 M2 也体现在“其他”中，我们将之标注为“其他（非标、委外等）”，两者很难精准区分。从前文图 11 可以看到，2015-2016 年，其他（非标、委外等）投放的 M2 占比突然大增，尤其是 2016 年高达 44%。

这一切的起因好像是资产荒，银行直接投资债券无利可图，从而借委外实现杠杆投资。但是，这期间，还是有那么少数银行，一直安安心心地服务企业、个人客户，好像从来没有遇到资产荒问题。说到底，资产荒的背后实质，是能力荒、客户荒，有能力、有基础客群的好银行，根本就没有资产荒问题。

但委外从事的杠杆和错配投资，使债券市场积累了较大风险，引起监管层关注。2016 年下半年开始，央行在中央统一部署下开启了金融去杠杆进程，首先主动提高了银行间市场利率，抬高加杠杆的成本，迫使杠杆投资逐步瓦解。同时，银监会也启动了监管检查，严查监管套利等行为。这一过程贯穿了整个 2017 年，委外收缩，回笼了 M2，并使 2017 年下半的 M2 增速回落至 9%左右，还一度跌破 9%。货币闸门终于被管住。

五、结论：如何控制货币闸门

在现行的“中央银行—商业银行”二级银行制度下，央行负有控制货币总量的职责，但直接在一线派生货币的，则是商业银行的资产业务。所以，央行若不能有效制约银行的各种资产业务，也就无法有效控制 M2 总量。

经过非标、委外这两轮“创新”业务带来的 M2 增长后，监管层开始意识到，如果不设法彻底铲除问题的根源，仅仅是出一样管一样的话，监管工作将永远陷入猫捉老鼠的轮回之中，监管干部疲于奔命，永无出头之日。今天管住委外，还不知道明天又出来什么鬼东西。

为了一次性解决问题，2015 年底，央行把差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为宏观审慎评估体系（Macro Prudential Assessment, MPA），并正式提出了广义信贷概念，把银行最为主要的对外资产投放方式全部囊括。这里的“对外”是指对“央行—银行”体系之外，也就是对央行的资产、对银行之间的资产不计入，因这些资产不会派生 M2。MPA 中还将一家银行所能达到广义信贷上限，与它的资本充足率挂钩，资本充足率越高，所允许的广义信贷增速越高。这相当于，广义信贷增速被设了天花板，M2 增速也就被设了天花板。

因此，我们相信，今后银行的资产扩张的手脚被束缚住，我们终将迎来一个相对理性的 M2 增速。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 ---- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》 课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、 韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼 ——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1617	人民币汇率跌宕起伏，国际化进程遭遇低潮 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 1 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1616	两岸金融合作机制探讨 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第三部分）	蔡颖义、何青、钱宗鑫
IMI Report No.1615	两岸金融改革经验与制度借鉴 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第二部分）	蔡颖义、涂永红、胡波、 钱宗鑫、吴雨微



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn