

中国货币化水平的现状分析

刘少华

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要:自从实行改革开放以来,伴随着中国经济的快速增长,货币量也呈现出迅猛增长的态势。从1980年到2012年,中国的名义GDP增长113倍,而大幅增长了582倍。2012年,以衡量的中国货币化水平高达187.58%,这一水平不仅远远超出同等经济发展程度的国家,也超过了绝大部分经济发达国家。本文首先阐述了金融结构的相关规律,接着对中国及其他国家的货币化水平变动情况的比较,本文发现,若干国家违背了传统的货币化水平变动路径(即“倒U型”曲线规律)而普遍出现上升的趋势,并纷纷超出各自货币化水平的历史高位。

关键词:金融结构 货币化水平 经济货币化

引言

自从实行改革开放以来,伴随着经济总量的迅速增长和经济转轨过程的不断推进,中国的货币量也呈现出迅猛增长的态势:从1980年-2012年,中国的由1671.1亿元上升到974148.8亿元,增长582倍,而在同时期,我国的名义GDP水平由4545.6亿元提高到519322亿元,增长113倍。货币数量的增幅明显超过名义GDP的增幅,这种变动在经济领域的一个直接表现形式为中国货币化水平的大幅上升。1980-2012年,以度量的中国货币化水平由36.8%大幅上升到187.58%,目前,中国的货币化水平不仅远远超出同等经济发展程度的国家,也超过了绝大部分经济发达国家。

中国的货币化水平相对自身经济发展程度来看“比较高”的异常现象,也引起了国际和国内经济学界对此问题的广泛关注。早在上个世纪90年代,经济学家麦金农教授就将中国在财政赤字大幅扩张的背景下,货币量的高速增长并没有给经济带来显著的通胀的现象称为“超额货币之谜”,并据此认为当中国的货币化水平超过100%的临界点时将给价格水平带来巨大的上涨压力,而货币化水平在超过100%后将趋于稳定。

一、金融结构变动的相关规律

自上世纪60年代以来,伴随着经济的迅速发展、金融工具的创新和丰富,金融在经济活动中逐步体现出核心的地位,对金融结构与经济发展的相互关系的研究逐步成为理论研究的重要领域。

戈德史密斯(1969)认为,对各国的金融结构和金融发展情况进行比较研究的目的,在于解释不同经济体在不同发展阶段上的金融结构差异,探讨各国金融发展因素与经济增长的相互关系¹。

戈德史密斯提出,金融发展就是金融结构的变化,并表示“对于经济分析来说,最重要的也许是金融工具的规模以及金融机构的资金与相应的经济基础变量(例如国民产出水平、资本形成情况等变量)之间的关系²。”通过分析,戈德史密斯针对性的提出一系列指标,试图通过这些指标来表示不同国家的金融结构变动规律,如:金融相关比率等。

通过对全球35个国家在100多年内的金融结构变动路径的比较,戈德史密斯发现发达国家的金融结构变动路径基本一致,戈德史密斯进一步推断,发展中国家也将出现和发达国家类似的金融结构变动路径。在此基础上,戈德史密斯总结了各国金融结构的变动规律,其中,涉及本文研究内容的相关规律主要有以下几方面:

在发展初期,一个经济体的金融工具数量的增速要高于其经济基础变量(如GDP、社会

¹王曙光著:《金融发展理论》【M】,北京:中国发展出版社,2010,P33-P34.

²陈野华著,《西方货币金融学说的新发展》【M】,成都:西南财经大学出版社,2001,P288.

财富等)的增速,两者变动速度的差异导致金融工具比率在经济发展初期一般呈现出不断提高的趋势。但戈德史密斯通过总结认为,金融工具比率的提高存在一定的拐点,他通过比较发现,当经济体的金融工具比率达到某个阶段时(如,当金融相关比率达到1到1.5之间时),其金融工具数量与经济基础变量的比值数据就会停止增长甚至出现下降³。

同时,戈德史密斯通过研究认为,在经济增长的过程中伴随着其经济货币化水平的上升,但是,其认为与金融工具相关比率的发展规律一致,一个国家的货币化水平也会出现由初始时期的迅速上升,到后来的逐渐平稳甚至有所下降的历史过程⁴。此外,戈德史密斯还总结认为随着经济的发展,银行资产占社会全部金融资产的比重将会出现较大幅度下降,而非银行金融机构资产占社会金融资产的比重相应的会出现较大幅度提升。

在探讨各国金融结构的变化规律的同时,戈德史密斯也研究了金融对经济发展的作用方式⁵,认为主要在于以下2方面,即:

金融体系促进了储蓄与投资的分离,戈德史密斯提出,由于各经济个体在投资经营能力(经营管理能力及风险意识)和资金配置上的不均衡,导致经济运行中出现储蓄和投资的分离,而金融部门的出现使得社会上原本分离的储蓄和投资在金融体系作用下能够重新实现对接,并以此促进经济发展。

金融体系引导社会资源的流转,并以此促进经济增长。戈德史密斯分析指出,由于存在多种金融工具,使得经济个体可以并不局限于其自身储蓄来规划投资行为。戈德史密斯进一步认为,金融体系中的非货币形式的金融工具的重要性就在于这个因素,因为经济个体通过金融体系可以为其多余的资金谋求某种收益,并促进了社会储蓄。

基于这种分析思路,戈德史密斯把金融工具分为两类,即:第一性证券、第二性证券,他认为,直接金融是由政府和企业通过发行第一性证券进行的金融活动,而间接金融是由金融机构发行第二性证券所进行的金融活动。戈德史密斯认为⁶“金融机构对经济的引致增长效应是源于对储蓄者和投资者资金供求的重新安排”。

此后,经济学家麦金龙教授进一步提出货币化进程的“倒U型假说”,认为一国经济的货币化水平一般呈现出先随经济发展水平逐步上升,当达到一个拐点后,货币化水平会出现逐步下降的局面。

二、中国货币化水平的现状分析及国别比较

(一) 中国的货币化水平变动轨迹及所谓“迷失货币”的分析

伴随着经济的迅速增长,我国的金融结构也日趋丰富,货币量大幅度增加,带来中国货币化水平的持续攀升。

截止2013年1月,我国 M_2 层次的货币量达到992129.25亿元人民币⁷,接近100万亿元。根据相关统计数据,我国2012年的GDP为519322亿元⁸,而2012年底的 M_2 水平为974148.8亿元⁹,以 M_2 衡量的中国货币化水平高达187.58%。

当前,中国的货币化水平不仅远远超出处于相同发展阶段的相关国家,也超过了绝大多

³王曙光著:金融发展理论【M】,北京:中国发展出版社,2010,P34-P35.

⁴陈野华著,西方货币金融学说的新发展【M】,西南财经大学出版社,2001,P294.

⁵陈野华著,西方货币金融学说的新发展【M】,西南财经大学出版社,2001,P298-P299.

⁶陈野华著,西方货币金融学说的新发展【M】,西南财经大学出版社,2001,P300-P301.

⁷数据来源于中国人民银行网站,2013年货币统计览.www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/4034/index.html

⁸数据来源于国家统计局发布的2012年国民经济和社会发展统计公报

⁹数据来源于中国人民银行网站,2012年货币统计概览
www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/3766/index.html

数发达国家或经济体。根据世界银行的统计数据¹⁰显示，目前，在全球范围内，中国的货币化水平仅次于中国香港、日本、黎巴嫩，位居全球第4位。香港和黎巴嫩的经济规模和中国缺乏可比性，而日本自1991年泡沫经济崩溃后陷入长期的经济不景气，给中国带来的更多是反面的借鉴意义，因此，本文试图从经济转轨、金融结构变化等角度入手对中国货币化水平较高的原因进行探讨。

在针对中国货币化水平持续攀升的相关分析中，部分学者针对中国的货币量超出根据传统的货币数量交易方程式测算的水平，提出了所谓“迷失”货币的概念。

所谓“迷失”货币或“超额货币”是理论界（易纲，1991等）在对传统货币数量方程式进行分析时，把经济体中货币数量的变动幅度超出实际价格水平的变动幅度及实际产出的变动幅度之和的差额，界定为“迷失货币”或“超额货币”，易纲（1991）提出通过下述方程式来对所谓“超额货币”进行测算：

$$\text{超额货币：} \quad EM = \dot{M} - (\dot{y} + \dot{p})$$

其中： EM 代表经济中超额货币的水平， $\dot{M}$ 表示经济体的货币数量的增速， $\dot{y}$ 代表真实经济产出的增长率， $\dot{p}$ 代表社会价格水平的变动率。

本文的观点在于，“迷失货币”被用来表示在用传统的货币数量交易方程式测算得到的货币数量与实际货币量数量的一个差额，但对此界定为“迷失货币”或“超额货币”存在一定的偏颇，因为针对变化了经济金融环境，仍然采用传统的货币数量交易方程式来进行测算而存在差额是正常的，本文的分析也是对传统货币数量论进行修正的一次尝试。为了分析的方便，本部分在分析中仍然首先对所谓“迷失”货币或“超额”货币的程度进行了列示，以进一步展开本文对货币化水平变动的相关分析，因为所谓“迷失”货币的存在的一个直接表现形式就是经济中货币化水平的上升。

为了对货币化水平变动的直观来源进行分析，本文首先对所谓“迷失货币”的程度进行了测算和比较，如下表2-1所示：

表 2-1：1980 年以来中国的货币化水平及“迷失货币”水平的测算 （单位：%）

时间	M_2 增速	CPI 涨幅	实际 GDP 增速	“迷失货币” 测算	货币化水平
1980	25.9	6.0	7.8	12.1	36.8
1981	18.3	2.4	5.2	10.7	40.4
1982	14.6	1.9	9.1	3.6	42.6
1983	19.7	1.5	10.9	7.3	45.5
1984	32.6	2.8	15.2	14.6	49.9
1985	35.5	8.8	13.5	13.2	54.1
1986	30.2	6.0	8.8	15.4	61.8
1987	25.3	7.2	11.6	6.5	66
1988	20.7	18.7	11.3	-10.0	63.8
1989	18.7	18.3	4.1	-3.7	67
1990	28.9	3.1	3.8	22	78.6
1991	26.7	3.5	9.2	14.0	85.4

¹⁰数据来源于世界银行网站，data.worldbank.org.cn/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS

1992	30.8	6.3	14.2	10.3	90.4
1993	46.7	14.6	14.0	18.1	101.0
1994	31.5	24.2	13.1	-5.8	97.3
1995	29.5	16.9	10.9	1.7	99.9
1996	25.3	8.3	10.0	7	106.9
1997	20.7	2.8	9.3	8.6	116.3
1998	14.9	-0.8	7.8	7.9	125.1
1999	14.7	-1.4	7.6	8.5	135.0
2000	12.3	0.3	8.4	3.6	137.0
2001	15.0	0.7	8.3	6	142.6
2002	13.1	-0.8	9.1	4.8	147.1
2003	19.2	1.2	10.0	8	155.4
2004	14.9	3.9	10.1	0.9	151.6
2005	16.7	1.8	11.3	3.6	153.0
2006	22.1	1.5	12.7	7.9	159.8
2007	16.7	4.8	14.2	-2.3	151.8
2008	17.8	5.9	9.6	15.5	151.3
2009	28.4	-0.7	9.2	19.9	179.0
2010	18.9	3.3	10.4	5.2	180.8
2011	17.3	5.4	9.3	2.6	180.1
2012	13.8	2.6	7.8	3.4	187.6

注：1980年-2011年的M2增速、实际GDP增速及1987年-2011年的CPI涨幅及货币化水平的数据均来源于世界银行相关统计,1980-1986年的CPI数据来源于相应年份的国民经济和社会发展统计公报。2012年的M2数据、实际GDP增速、CPI涨幅数据来源于国家统计局及中国人民银行的相关统计。“迷失货币”的水平为个人测算数值，具体测算方式为“迷失货币”水平为货币数量增速与实际产出增速和CPI涨幅的差额。

在1980年-2012年的34年间，中国的货币化水平只有7年是存在下降的，而在其余27年间，中国的货币化水平出现了上升。具体来看，中国货币化水平出现下降的年份分别为：1988、1994、2004、2007、2008、2009、2011。简单的比较可以发现，自2007年以来的6年中有4年出现了下降，而在2007年前的28年中，只有3年出现了货币化水平的下降。

在本文对中国货币化水平变动的分析中，首先要分析的是中国是否存在较高的货币化水平。部分研究存在的一个质疑在于是否由于不同货币层次数量的选取导致较高货币化水平的存在，对此，易纲（1991）等学者通过对中国各个层次货币量与真实经济产出（GDP或GNP为代表）以及各种价格指数（消费价格指数、GDP平减指数甚至不采用官方价格指数的其他估算价格指数等）的比较分析，大都认为不管以何种方式来进行度量，中国都存在一定程度的所谓“超额货币”现象，反应出中国存在较高的货币化水平。

根据上表2-1，1980年-2012年间，中国的货币化水平变动趋势如下图2-1所示：

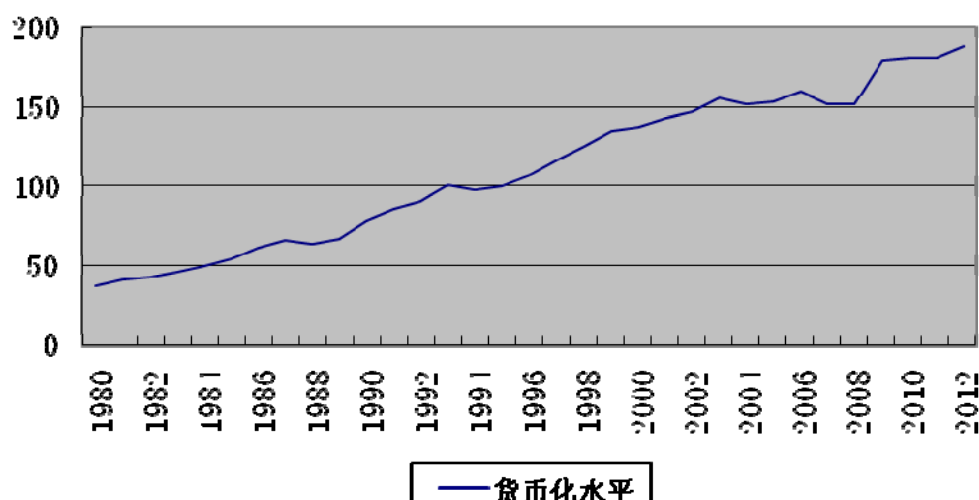


图 2-1：1980 年-2012 年间中国货币化水平的变动趋势 （单位：%）

在对中国货币化水平拐点的判断上，业内目前并没有统一的看法：

部分学者（麦金龙等）基于我国货币化水平在 1993 年超过 100%（一般认为 100%是货币化水平的一个临界水平）而达到 101%的水平，认为在改革开放初始阶段中主导中国货币化进程的商品货币化进程阶段在 1993 年就已经结束，但也有部分学者（易纲，1991）通过研究认为早在上个世纪 80 年代中期，中国商品货币化进程的第一阶段就已经实现，并认为商品货币化进程结束的一个外在表现形式就是通货膨胀水平出现较大幅度上升，反映在经济体中存在一部分货币量没有被货币化进程所吸收。

此外，部分学者从我国货币化水平在 2004 年后出现明显降低的货币化水平提升速度，在 2003 年后甚至有几年出现了比较少见的货币化水平下降的局面（货币化水平持续 2 年下降发生在本轮全球金融危机爆发之前），部分研究据此推测中国的货币化水平“倒 U 型曲线”的拐点已经出现。

上述各种关于货币化水平拐点的争论，在某些实际情况变化之后，缺乏进一步的解释能力，为此，本文将尝试对影响中国货币化水平变动的相关因素进行进一步分析。为了把握中国货币化水平变动的整体情况，我们首先对中国与其他国家的货币化水平作一个比较，以判断在全球范围内各国货币化水平变动的情况，并对各国的货币化水平发展路径的差异和共同点进行分析。

（二）不同国家货币化水平的比较分析

为了从整体上把握中国货币化水平的变动情况，本文尝试从多角度出发对中国货币化水平的变动路径与其他经济体的货币化水平变动情况进行对比分析。

本部分首先对综合经济实力和与中国相近的其他国家经济的货币化水平变动路径与中国的相应情况进行比较，在这里借用“金砖国家”的提法，对巴西、俄罗斯、印度、南非与中国的货币化水平变动情况进行比较；此外，对同属东亚经济圈且在金融结构方面和中国比较相近的日本、韩国，以及作为“亚洲四小虎”的泰国、马来西亚、印尼、菲律宾等国家的货币化水平变动路径和中国作一个对比分析；最后，本文选取美国等国家作为发达国家的代表分析发达国家货币化水平变动情况。本部分通过对同为新兴市场经济大国的经济体、具有相似金融结构的国家以及发达国家的货币化水平变动路径进行比较，以进一步把握货币化水平的变动路径以及中国与其他国家的差异，为后续分析提供基础。

（1）“金砖国家”的货币化水平变动情况对比

美国高盛公司首先提出“金砖四国”的概念，包括了全球最大的四个新兴市场经济国家，

即：巴西、中国、俄罗斯、印度，此后，随着南非的加入，“金砖四国”转变为“金砖国家”。

“金砖国家”作为全球最大的几个新兴市场经济国家，对其货币化水平的变动路径进行比较分析，有助于进一步把握对中国货币化水平变动的认识，具体对比如下表 2-2 所示：

表 2-2：“金砖国家”货币化水平及其变动情况 （单位：%）

	中国	巴西	俄罗斯	印度	南非
1980	36.8	11.9	/	33.9	53.7
1981	40.4	11.3	/	33.9	54.3
1982	42.6	10.1	/	35.5	54.3
1983	45.5	10.2	/	35.6	54.0
1984	49.9	11.5	/	37.5	55.2
1985	54.1	13.6	/	38.8	54.9
1986	61.8	20.0	/	40.9	51.0
1987	66	19.9	/	41.9	52.1
1988	63.8	75.1	/	41.8	55.2
1989	67	111.3	/	42.1	55.4
1990	78.6	30.4	/	41.5	53.8
1991	85.4	35.0	/	42.7	55.0
1992	90.4	60.9	/	43.4	50.5
1993	101.0	93.7	23.9	44.1	46.9
1994	97.3	45.5	21.2	45.2	49.0
1995	99.9	32.5	19.3	42.8	50.0
1996	106.9	35.6	17.8	43.9	50.7
1997	116.3	37.5	19.7	46.6	53.8
1998	125.1	40.3	24.1	48.1	56.5
1999	135.0	43.7	20.6	50.5	57.2
2000	137.0	47.3	21.5	53.9	54.1
2001	142.6	49.0	23.9	56.9	58.8
2002	147.1	47.4	26.4	61.7	60.6
2003	155.4	49.6	29.9	62.2	63.2
2004	151.6	50.7	31.1	63.5	64.3
2005	153.0	54.6	33.4	64.5	69.9
2006	159.8	58.7	37.6	67.4	76.2
2007	151.8	61.8	42.8	71.0	82.7
2008	151.3	64.1	39.4	75.8	84.6
2009	179.0	69.4	49.2	78.0	81.2
2010	180.8	68.8	52.7	77.3	78.3
2011	180.1	74.4	52.7	77.8	76.1

注：数据来源于世界银行相关统计，部分数据来源于国家统计局公布的金砖国家联合统计手册（2012）。此外，由于俄罗斯是由苏联解体后成立的，故缺乏之前的相关历史数据。

从上表 2-2 可以看出，在中国经济转轨之初的 1980 年，中国的货币化水平低于南非，比印度的货币化水平高 2.9 个百分点。此后，随着中国货币化水平的快速提升，中国的货币化水平在 1990 年实现了对其他“金砖国家”的全面超越，在 1990 年中国的货币化水平为

78.6%，而巴西、印度以及南非的货币化水平均在 44%以内。

1990 年以后，中国和其他“金砖国家”的货币化水平的差额逐步扩大。到 2011 年，在“金砖国家”中，除俄罗斯的货币化水平较低外，巴西、印度和南非的货币化水平均在 75%左右，而中国的货币化水平已攀升到 180%附近，中国的货币化水平高出其他“金砖国家”102 个百分点以上。

“金砖国家”的货币化水平变动轨迹如下图 2-2 所示：

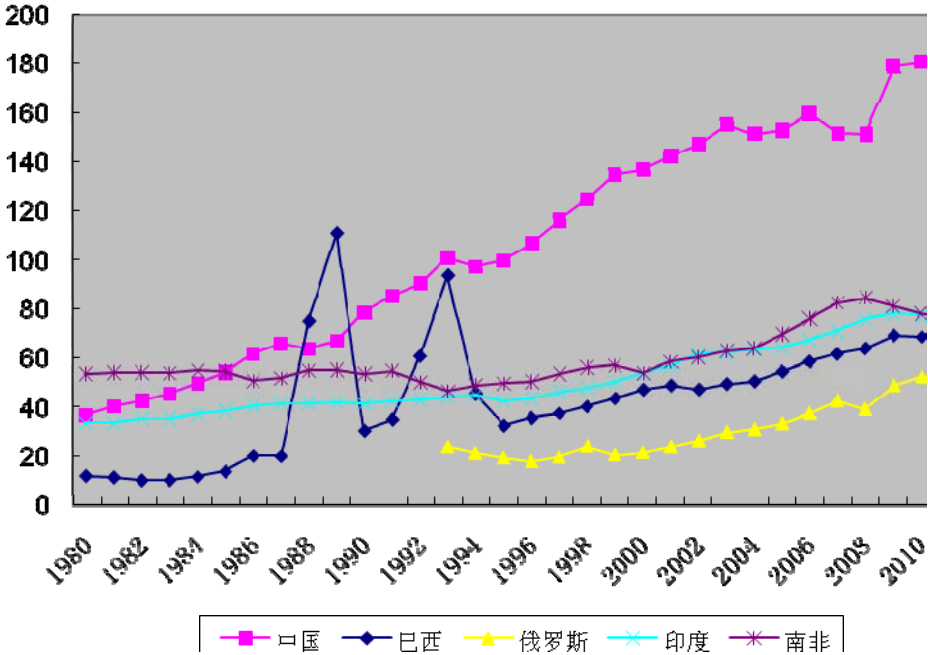


图 2-2：“金砖国家”的货币化水平变动轨迹 （单位：%）

从上图 2-2 可以看出，自 1990 年以来，中国的货币化水平在“金砖国家”中一直领先，且这种差距随着时间的推移越来越大，而其他金砖国家的货币化水平逐步趋同，到 2012 年，巴西、印度和南非的货币化水平都在 74%-78%之间。反映了同样作为新兴市场经济大国，中国的货币化水平明显处于较高的位置。

（2）亚洲相关国家的货币化水平及其变动情况

针对部分研究认为中国的货币化水平较高的根源在于以银行为主导的融资结构等观点，本部分对中国和同处东亚经济圈的日本、韩国以及作为亚洲“四小虎”的泰国、马来西亚、印尼、菲律宾的货币化水平变化过程进行了比较分析，如下表 2-3：

表 2-3：亚洲相关国家的货币化水平及其变动情况 （单位：%）

	中国	韩国	日本	泰国	印尼	菲律宾	马来西亚
1980	36.8	32.3	142.2	42.0	15.9	24.0	79.2
1981	40.4	32.2	147.8	42.4	16.8	24.4	87.8
1982	42.6	35.7	153.9	47.2	17.9	25.7	94.1
1983	45.5	35.0	160.5	53.4	19.1	33.8	98.1
1984	49.9	32.9	162.9	59.6	20.2	28.0	100.3
1985	54.1	34.0	164.9	62.1	24.2	28.9	113.1
1986	61.8	34.5	172.1	65.8	27.3	27.6	138.2

1987	66	35.0	181.1	68.5	27.5	27.5	127.0
1988	63.8	35.7	183.7	67.3	28.6	29.0	121.1
1989	67.0	37.9	189.3	71.4	32.9	32.6	129.5
1990	78.6	36.8	187.4	76.2	40.5	34.2	64.4
1991	85.4	37.1	186.5	79.2	40.1	34.8	66.3
1992	90.4	37.4	188.1	81.0	42.5	36.3	102.2
1993	101.0	38.6	195.2	86.2	43.7	42.7	113.0
1994	97.3	39.1	201.4	83.2	45.3	47.1	111.0
1995	99.9	38.6	207.2	85.0	48.6	51.8	115.6
1996	106.9	39.7	210.7	85.3	52.7	56.3	120.1
1997	116.3	41.4	218.2	99.4	56.0	62.0	125.5
1998	125.1	53.4	229.8	111.9	59.9	55.3	125.2
1999	135.0	62.2	239.7	115.9	58.4	58.9	132.1
2000	137.0	68.5	240.6	114.5	53.9	57.7	122.7
2001	142.6	71.8	201.0	115.8	51.0	58.4	138.5
2002	147.1	72.0	205.4	113.2	48.3	59.5	133.1
2003	155.4	72.2	206.6	119.2	47.4	57.3	132.3
2004	151.6	66.5	205.9	114.7	45.0	56.3	131.7
2005	153.0	65.5	206.8	111.4	43.4	54.3	125.0
2006	159.8	65.1	204.3	108.9	41.4	60.7	129.3
2007	151.8	60.9	203.2	106.4	41.8	60.5	125.2
2008	151.3	67.1	209.5	109.1	38.3	59.4	119.6
2009	179.0	72.5	227.4	117.0	38.2	62.1	139.2
2010	180.8	75.6	226.6	116.1	38.4	61.4	133.9
2011	180.1	78.1	240.0	128.3	38.7	59.8	138.5

注：数据来源于世界银行相关统计。

从上表 2-3 可以看出，在 1980 年，中国的货币化水平在上述七个亚洲国家中位居第四位，低于日本、泰国以及马来西亚，与韩国的货币化水平存在 4.5 个百分点的距离。而到 2011 年，中国的货币化水平仅次于日本，在所比较的 7 个亚洲国家中居第二位，高于除日本外的其他国家货币化水平至少 40 个百分点，反映出即使在具有相似金融结构的国家中，中国的货币化水平也相对较高。

亚洲相关国家的货币化水平的具体变动情况见下图 2-3：

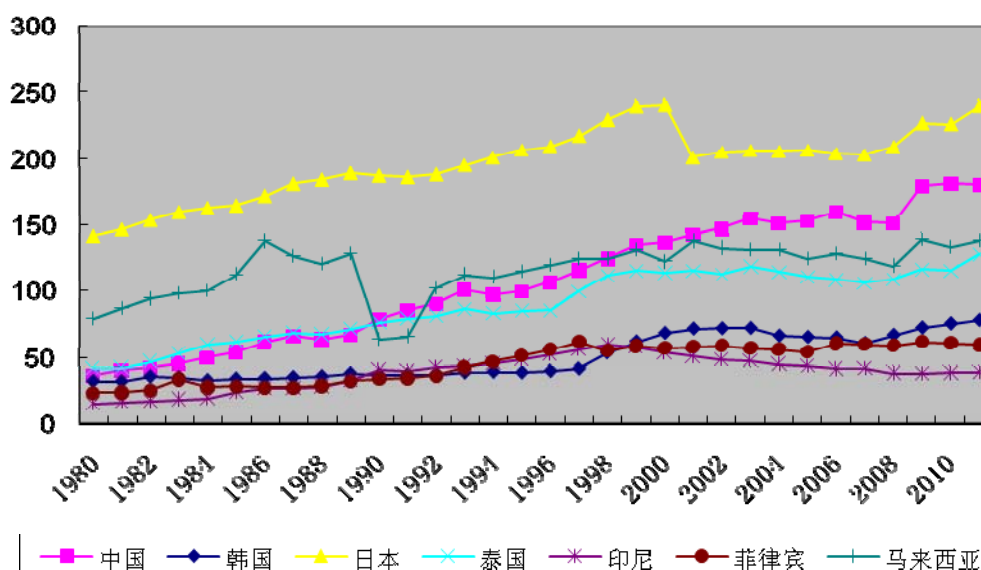


图 2-3：东亚经济圈相关国家的货币化水平变动情况 （单位：%）

结合“金砖国家”的货币化水平变动情况可以看出，相比除中国外的其余“金砖国家”介于 50%-80%之间的货币化水平，在本部分比较的亚洲经济圈国家中日本、泰国、马来西亚的货币化水平都在 125%以上，尤其是日本的货币化水平高达 240%。此外，如果考虑到不同国家货币统计口径的差异，部分亚洲国家的货币化水平仍然将进一步提升，比如部分研究认为如果把韩国的 M2 统计口径和其他国家的 M2 统计口径统一，韩国的货币化水平将大大提升。

从除中国外的“金砖国家”和亚洲经济圈相关国家的货币化水平比较的差异可以推测，不同国家金融结构的差异对货币化水平具有某种程度的影响。

从对“金砖国家”和部分亚洲国家的货币化进程的分析中，可以发现，传统的关于货币化进程“倒 U 型假设”已经难以解释上述国家的货币化水平变动情况，如果说针对部分货币化水平比较低的国家，可以假设其仍然位于“倒 U 型曲线”中左边一段的上升部分，并假设这部分国家仍然没有达到相关统计所揭示的货币化水平转折点，那么，在针对日本、中国、马来西亚、泰国等经济体的货币化水平几乎一直保持稳步上升的现实，则在“倒 U 型曲线”中难以得到相应的解释。

例如：马来西亚的货币化水平早在 1986 年就达到了 138.2%的水平，此后下降到 1990 年的 64.4%，但在此后的时间段内，马来西亚的货币化水平便逐步回升并创出新高；从日本的货币化水平变动情况来看，即使日本的货币化水平早在 1994 年就已超过 200%的水平，并在上个世纪 90 年代以来面临金融体系和资产价格的剧烈波动，但日本的货币化水平仍然在 2011 年回到 240%的高位。

因此，我们推测，是否在金融结构的变动以及政府行为的干预等因素的影响下，传统的货币化进程的“倒 U 型曲线”已难以解释变动的金融现实？是否在政府的干预以及其他因素的综合作用下，“倒 U 型曲线”的拐点已经难以出现？或者即使出现了“拐点”也往往在政府对金融的干预下出现进一步上升并导致“拐点”失效？

为此，本文进一步对以美国、英国为代表的发达国家的货币化水平变动情况进行了比较，具体如下。

（3）发达国家的货币化水平变动情况

在对发达国家的货币化水平进行比较分析中，本文选取了美国、英国、瑞典、新西兰、澳大利亚共 5 个国家。这些国家的货币化水平变动情况如下表 2-4 所示：

表 2-4：发达国家的货币化水平变动情况 （单位：%）

	美国	英国	丹麦	瑞典	新西兰	澳大利亚
1980	71.8	32.1	42.8	54.2	26.9	40.5
1981	71.7	36.5	43.3	56.2	25.7	39.3
1982	75.9	37.9	42.1	55.5	26.0	37.7
1983	75.6	38.2	48.8	53.1	24.8	39.6
1984	76.5	39.7	51.8	51.3	26.4	39.2
1985	77.2	40.2	56.5	48.7	30.4	42.0
1986	79.9	45.8	57.4	50.5	31.6	41.6
1987	78.3	78.8	58.2	49.3	33.1	44.0
1988	77.6	82.3	59.2	48.6	64.3	45.6
1989	76.0	90.1	56.8	48.6	66.4	52.7
1990	73.9	91.7	57.9	44.6	71.4	54.1
1991	72.7	88.8	57.9	43.1	72.7	53.3
1992	68.7	61.0	55.4	44.6	73.3	56.1
1993	65.8	60.7	65.9	46.0	72.0	56.5
1994	62.2	61.7	55.4	43.4	73.3	59.1
1995	63.3	70.2	56.4	41.5	74.3	60.4
1996	64.7	75.4	58.1	44.1	81.9	62.6
1997	65.6	88.5	59.0	42.7	84.2	63.9
1998	67.9	101.2	59.0	40.6	82.9	65.5
1999	69.8	100.4	56.0	41.7	83.8	69.4
2000	71.0	106.2	46.2	40.2	80.4	67.6
2001	73.7	110.6	55.6	62.1	81.6	71.7
2002	74.4	110.8	61.7	63.4	77.8	70.9
2003	74.2	114.4	67.9	64.6	79.7	75.4
2004	73.8	119.0	67.7	65.9	77.1	78.3
2005	74.9	128.7	77.0	75.2	79.9	79.3
2006	77.1	139.1	75.9	81.0	84.6	84.4
2007	82.1	152.1	71.3	92.3	87.0	100.8
2008	87.2	175.6	82.3	91.8	94.3	106.0
2009	88.6	180.3	92.8	99.8	92.6	100.0
2010	83.7	179.3	85.0	85.0	95.8	105.9
2011	86.6	165.7	74.0	86.6	/	105.8

注：数据来源于世界银行相关统计。

从上表 2-4 可以看出，1980 年-2011 年，上述国家中，美国、英国、丹麦、瑞典虽然都经历了一部分时间段的货币化水平下降阶段，但此后其货币化水平迅速提升，并超过了前期高点，尤其是英国的货币化水平在 2009 年曾达到了 180.3% 的高位；而新西兰和澳大利亚的货币化水平已经达到 100% 左右，在上述时间段内，新西兰和澳大利亚的货币化水平一直保持稳步上升的态势，并没有出现拐点的迹象。可以初步判断，在该时间段内，发达国家的货币化水平普遍出现了提升。

发达国家的货币化水平重新出现上升的现象，违背传统的关于金融结构变化的“倒 U

型曲线”规律，因为在对发达国家货币化水平的相关总结中，普遍认为发达国家的货币化水平拐点在 1980 年前已经出现。

以美国的货币化水平为例，在弗里德曼和施瓦兹¹¹对 1867 年-1960 年间的美国货币史的相关研究中发现，美国的货币化水平在上述近百年的时间段中的前 3/4 出现了持续的上升，而在后 1/4 的时期内美国的货币化水平出现了持续的下降。Mayer、Duesenbwriry、aliber¹²（1987）通过进一步研究发现，在 1960 年-1980 年间，美国的以 M1 度量的货币化水平稳步下降，但这一趋势在 20 世纪 80 年代停止。从本文上表所列美国货币化水平数据可以看出，美国的货币化水平经过 20 世纪 80 年代的一个振荡期后在上个世纪 90 年代开始重新出现持续上升的趋势。

从上表所列数据可以发现，发达国家的货币化水平在上述时间段内普遍有所提升，而依据金融发展理论对发达国家金融结构变动规律的相关总结，发达国家的货币化水平拐点普遍在此之前已经出现，但相关数据显示，大部分发达国家的货币化水平经历了几十年的稳步下降以后开始出现了持续的提升并纷纷超过前期历史高点，反映了货币化水平的提升是一个全球范围内的普遍现象，而不是局限于中国范围内的一个特例。

因此，本文认为分析中国货币化水平变动的原因需要结合国际范围内各经济体的货币化水平普遍有所提升的事实，本文试图通过在考虑中国转轨经济的特殊情况的同时通过对金融结构的具体考察来分析其对货币化水平变动的影响。

上述发达国家的货币化水平变动情况如下图 2-4 所示：

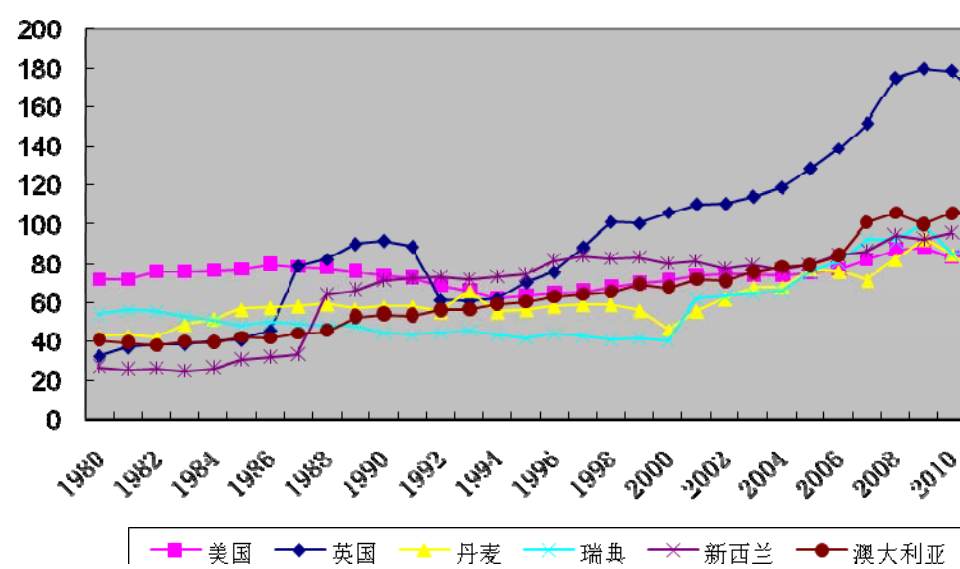


图 2-4：发达国家的货币化变动情况 （单位：%）

通过对“金砖国家”、亚洲经济圈部分国家、部分发达国家的货币化水平变动情况进行对比，可以发现，自从 2007 年美国次贷危机逐步显现并导致形成席卷全球的金融危机以来，本文列表进行分析的大多数国家都出现了货币化水平上升幅度趋缓甚至货币化水平下降的局面，而位于亚洲经济圈的中国、日本、泰国、马来西亚的货币化水平在 2008 年-2011 年间的货币化水平普遍提升近 20 个百分点，尤其是中国和日本的货币化水平更是大幅提升近 30 个百分点。上述现象反映了在面临金融危机期间，不同国家政府对经济的干预导致的巨

¹¹弗里德曼、施瓦兹著；巴曙松等译.美国货币史：1867-1960【M】，北京：北京大学出版社，2009，P484-P500.

¹²Mayer, Thomas Duesenbwriry and Robert Aliber 1987, Money ,Banking and the Economy ,Third edition. Norton.

大的货币化水平变动路径差异,这或许从另一个角度说明了金融结构差异对货币化水平存在某种程度的影响,本文将尝试对此进行进一步分析和说明。

(三)对中国货币化水平较高的再认识

通过上部分对中国货币化水平的变动路径和同时期“金砖国家”、亚洲经济圈国家、发达国家的货币化水平变动情况进行比较分析,我们初步认为:

1. 货币化水平升高是一个全球经济领域的普遍现象

通过对相关国家的货币化水平变动路径进行分析,可以看出,虽然部分国家在分析的时间段内经历了一段时期的货币化水平下降或稳定的现象,但在此后各个国家的货币化水平大都出现了迅速回升的现象,并纷纷接近或超越了各国货币化水平的历史高点。

鉴于货币化水平升高是一个经济领域的广泛现象,因此,对这一现象进行分析有助于我们在更广泛的视角把握中国货币化水平的变动原因。

本文尝试分析金融结构的变动对货币化水平变动的影响,基于传统的货币数量方程式是基于货币的交易媒介职能,而通过不断修正后的货币数量方程式成为一种主要侧重于货币财富储藏职能的货币需求方程式,而以M2作为衡量货币化水平的货币变量存在某种程度的问题,较多经济学家认为从金融工具的实际功能差异出发,相当多的金融工具与银行的定期存款等部分存在较大的相似性,因此,本文尝试用M1来作为分析货币化水平变动的代表,本文认为M1作为流动性最强的金融工具,不仅受到实际商品交易或资产交易的影响也与其他金融工具存在一定程度的关联,本文尝试从这个角度对金融结构变化对货币化水平的影响进行了分析。

2. 中国的货币化水平相对经济发展阶段存在偏高

虽然在考察的时间段内,经济体的货币化水平上升是一个全球范围内的普遍现象,但进一步的比较分析也表明,中国的货币化水平相对自身经济发展阶段来看处于比较高的水平。

通过进一步的比较发现,在处于相似的经济发展阶段的国家甚至具有相似的金融结构的国家中,中国的货币化水平都大幅超出其他国家的平均水平,因此,本文认为研究中国货币化水平的变动因素更需要结合中国经济发展的实际来考虑。对此,本文基于中国经济转轨的条件出发,尝试分析了经济转轨对货币化水平变动的影响。

3. 不同金融结构下的政府干预对货币化水平变动的影响迥异

自2007年次贷危机发生以来,全球大多数国家的政府都对经济和金融领域实施了不同程度的干预,但从货币化水平的变动来看具有迥异的表现。

以中国、日本、马来西亚、泰国等为代表的国家在国家干预后,货币化水平出现了大幅度的攀升,而有相当多的国家,如英国、美国等国家则出现了货币化水平降低的现象。从金融结构的角度来看,这种差异或许反映了在不同金融结构下,政府干预对货币化水平变动的影响存在较为明显的差异。

参考文献

- [1]爱德华·肖.经济发展中的金融深化【M】,上海:上海三联书店,1988.
- [2]安纳德·钱德瓦卡.发展中经济的货币化,载《国际货币基金组织工作人员文件》,1977年11月,P665-721.
- [3]阿尔文·汉森著.李风圣、李树人、张骏生等译.货币理论和财政政策【M】,太原:山西经济出版社,1992,P66-67.
- [4]埃德温·H·尼夫著,金融体系:原理和组织【M】,北京:中国人民大学出版社,2005.
- [5]陈野华著.西方货币金融学说的新发展【M】,2001,成都:西南财经大学出版社,P1.
- [6]陈雨露、汪昌云主笔.金融学文献通论·宏观金融卷【M】,北京:中国人民大学出版社,2006,P1.
- [7]邓乐平、皮天雷著.次大国的金融博弈:中国模式及发展类别比较【M】,北京:中国金融出版社,2011,P35.

- [8]Allen.F.,Gale.D.Comparing Financial Systems ,MIT,Press,2000.
- [9]Bagehot.W.”A Description of the Money Market”,Lombard Street,1873.
- [10]Beck,T.Demirgu-Kunt,A.Levine,R:A new database on financial development and structure .World Bank Economic Review 14:597-605,2000.
- [11]Diamond ,D. and P.Dybvig:Bank Runs ,Deposit Insurance and Liquidity,Journal of Political Economy,91(3) ,1983,pp.401-419.
- [12]Dutta and Kapur,Liquidity Preference and Financial Intermediation ,Review of Economic Studies ,Vol.65 No.3,1998,pp.551-572.
- [13]Ergungor,O.E.:Market-vs.bank-based financial systems:Do rights and regulations really matter?Journal of Banking and Finance ,28, 2004,pp.2869-2887.
- [14]Leland ,Hayne and David Pyle:Information Asymmetries,Financial Structure and Financial Intermediation.Journal of Finance,32,1977,pp.371-388.
- [15]Mathieson,D.J.Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy ,Journl of Development Economics ,Vol.7,1980,pp.359-395.

Analysis of the Status Quo of China’s Monetization Level

Liu ShaoHua

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics,Chengdu,610074)

Abstract: Since China adopted the reform and opening up, along with the rapid growth of economy, the money supply in China is also showing a rapid growth trend. From 1980 to 2012, China's nominal GDP growth 113 times, The quantity of money growth was 582 times.In 2012, Chinese M2/GDP as high as 187.58%, not only far beyond the same level of economic development of the country, Even more than most of the developed countries.

Key words: financial structure, economic monetization, monetization

收稿日期: 2013-5-22

作者简介: 刘少华, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践