

我国流动性过剩的“悖论”分析

李世财^a, 杨雪莲^b

(a. 江西师范大学 财政金融学院; b. 科技处 江西 南昌 330022)

摘要: 通过从货币需求、存差和贷存比、金融机构超额准备金率等角度分析,证实我国存在严重的流动性过剩,但这与我国经济并未出现严重通货膨胀与资产泡沫现象形成悖论。我国当前的经济流动性过剩存在内生性的金融系统内部的流动性过剩与市场信贷饥渴并存的特点,这主要是由经济的结构性失衡所造成。在经济处于繁荣期对经济各个方面做出必要的调整,也是推进我国金融系统改革的最佳时机,这样才能尽快摆脱经济周期谷底阶段,加快实现我国经济的升级与转型。

关键词: 流动性过剩; 结构性失衡; 金融改革; 经济安全

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2012) 02 - 0007 - 06

一、流动性过剩的定义界定

对于流动性的定义,经济学界历来存在着分歧。综合经济学界的诸多观点,对流动性以及流动性过剩的定义至少包括以下四种: (1) 流动性过剩传统定义为: 商业银行拥有的超过法定要求的存放于中央的准备金和库存现金。商业银行所拥有的超额准备金越多,金融体系中的过剩流动性资产就越多(余永定 2007)。^[1] 所以有人指出,流动性过剩问题的核心是“银行资金运用不充分和投机性超额储备过多”(刘锡良 2007),^[2] 中国流动性过剩的实质是“大量可用于放贷的存款资金沉积在银行系统内部”(刘震 2006)。^[3] (2) 流动性过剩是指“金融资产供给相对于实际经济需求出现了过剩”(徐茂魁 2007),^[4] “流动性过剩和流动性不足都是对均衡资产期限结构的偏离”,是“人们持有的短期资产超过了他们意愿的持有均衡水平,而中长期资产在其资产配置结构中又低于其意愿水平”,“流动性过剩与货币供应量的增长并无必然联系”(倪晓宁, 2008)。^[5] (3) 欧洲中央银行在 2007 年研究报告中指出,流动性过剩的定义为: 货币总量(狭义或广义货币)对名义 GDP 之比。这样流动性问题就成了货币流通速度问题。货币总量对名义 GDP 之比按定义等于货币流动速度的倒数,在经济文献中被称作“马歇尔 K”(Rasmus Rufer 2006)。^[6] (4) 流动性过剩的实质是货币供应超过了正常需要。流动性过剩是指“偏离均衡水平的超额货币供给”(任碧云 2007),^[7] 是“由于中央银行过于宽松的货币政策而出现的经济态势,表现为资产价格上升、经济活动中货币充沛等一系列现象”(彭兴韵 2007)。^[8] 流动性过剩中所指的“流动性”特指整个宏观经济的流动性,即在整个经济体系中货币投放量的多少,一般由 M_1 和 M_2 的数量来衡量。货币投放量过多,这些资金出于资本逐利的本性,必然会寻找投资出路,也将导致投资过热。

虽然对流动性过剩的定义不尽相同,但中国存在流动性过剩的观点已经为学术界大多数人所认同,这主要是从流动性过剩的定义所针对的经济现象与结果所得出的结论,具体可以概括为: 货币的供给增长速度明显且持续地快于 GDP 的增长速度; 在流动性过剩所产生的后果方面,一般认为流动性过剩会引起某种形式

收稿日期: 2012 - 02 - 20

基金项目: 江西省高校人文社科规划基金项目: 全球贸易保护主义抬头格局下中国制造业的困难与前景研究(JJ1129); 江西师范大学博士启动基金项目

作者简介: 李世财(1979 -),讲师,经济学博士,主要研究方向为国际金融与经济治理;

杨雪莲(1979 -),江西师范大学科技处主任科员。

的经济过热,进而增大通货膨胀的风险。另外,笔者针对当前的经济问题分析,采用上述最后一种定义,因为当前所关注的流动性主要是对国民经济运行格局产生直接影响的流动性。

二、流动性过剩未使我国出现严重的资产泡沫

讨论流动性资产是否真正能对国民经济运行格局产生直接影响,需要对流动性资产进行合理选择,一是要看其即期支付能力的强弱,二是要看其对即期购买力覆盖面的大小。现在面临的困难是讨论流动性货币口径选择的问题。我们知道, M_0 = 流通中现金, M_1 = 现金 + 活期存款。现金虽然具有很强的流动性,但将这种货币作为标志性流动资产,可能会将大量即期支付能力(如活期储蓄等)排除在流动性资产之外,而 M_1 覆盖面仍显小。而 M_2 = M_1 + 居民储蓄存款 + 单位定期存款 + 单位其他存款 + 证券客户保证金,这样可以保证覆盖面和流动性相对比较适中。 M_3 = M_2 + 非银行金融中介机构负债,由于金融中介机构负债转换为即期支付能力的时间和成本约束更强,其流动性较差。所以本文选择 M_2 作为流动性资产来测度我国的流动性过剩问题。

解决流动性过剩问题,首先要准确度量流动性过剩的程度。可以从以下三个角度来度量流动性过剩的程度。

一是从货币需求角度衡量的流动性过剩。根据货币数量论,货币需求的基本公式为: $M_d = P \cdot Q / V$ (M_d 为货币需要量, Q 为待销售的商品数量, P 为商品价格, V 为货币流通速度)。等式两边同时求导可得: M_2 理论增长率即货币需要量变动率 = 经济增长率 + 物价上涨率 - 货币流通速度变动率。^[9] 用 M_2 来表示货币需要量,同时用 GDP 增长率来近似地代替经济增长率,用 CPI 近似代替物价上涨率。从表 1 中可以看出,2004 年和 2007 年货币流通速度有所回升,2008 年回升放缓,其他年份货币流通速度一直在下降,整体上说明有大量货币沉淀下来,货币的整体质量不高,这与我国目前低消费高储蓄的现状是相符的。与 M_2 的实际增长率相比较, M_2 实际增长率超过理论增长率的部分便为流动性过剩。从表 1 的统计数据看,近几年来一直存在一定程度的流动性过剩,2007 年流动性过剩程度较强,达到 5.75%,而 2009 年流动性过剩程度最强,达到 19.7%,这主要源于国家为应对金融危机而采取的宽松政策。市场上的流动性没有减弱的趋势,说明我国宏观经济的流动性过剩局面难以在短期内逆转(赵文生、谭建立、杨深,2011)^[10],有可能会持续相当长的一段时期。

表 1 2001 年 - 2010 年我国货币流通速度变动率及流动性过剩程度^①

年份	GDP	GDP 增长率	M_2	货币流通 速度	货币流通 速度变动率	CPI 上涨率	M_2 实际 增长率	M_2 理论 增长率	流动性 过剩程度
2001	109655.2	8.3	158301.9	0.6927	-6.02	0.7	17.6	15.02	2.58
2002	120332.7	9.1	185007.0	0.6504	-6.10	-0.8	16.8	14.40	2.40
2003	135822.8	10.0	221222.8	0.6140	-5.60	1.2	19.6	16.80	2.80
2004	159879.3	10.1	254107.0	0.6292	2.47	3.9	14.7	11.53	3.17
2005	183084.8	10.2	298755.7	0.6128	-2.60	1.8	17.6	14.60	3.00
2006	209407.0	10.7	345577.91	0.6060	-1.12	1.5	16.9	13.32	3.58
2007	257306.0	11.4	403401.30	0.6378	5.25	4.8	16.7	10.95	5.75
2008	300670.0	9.0	475166.60	0.6328	-0.78	5.9	17.8	14.28	3.52
2009	335353.0	8.4	610224.52	0.5496	-0.63	-0.6	28.4	8.43	19.7
2010	397983.0	10.3	725851.79	0.5483	-0.24	3.3	18.9	13.84	5.06

注: GDP、 M_2 单位: 亿元; 货币流通速度单位: 次/年; 其他单位: %。

资料来源: 据《中国统计年鉴》、中国统计局网站和中国人民银行网站相关数据计算并制作。

^① 货币流通速度 = GDP/ M_2 流动性过剩程度 = M_2 实际增长率 - M_2 理论增长率。

二是用存差和贷存比来衡量的流动性过剩(许文彬 2009)。^[11]根据表2统计发现,近几年来,我国金融机构存差呈扩大趋势,至2010年末,存差达239042.38亿元。同时贷存比呈下降趋势,2010年末降到66.72%。我国金融机构存差过大,可能有两个原因,一是金融机构因经济形势不乐观而惜贷、慎贷,导致贷款减少,存差加大;二是政府、企业和居民储蓄过多,资金供应充足,即使贷款增速正常,过多的资金还是无法被吸收掉。近年来,我国金融机构贷款的增长基本正常,因此,当前的情形应该属于后一种情况,于是大量资金滞留在金融体系内部,造成流动性过剩。

表2 2002年-2010年我国存款性金融机构的存差与贷存比 单位:亿元

年份	存款余额	贷款余额	存差	贷存比(%)
2002年末	170917.40	131293.93	39623.47	76.82
2003年末	208055.59	158996.23	49059.36	76.42
2004年末	240525.07	177363.49	63161.58	73.74
2005年末	287169.52	194690.39	92479.13	67.80
2006年末	335434.10	225285.28	110148.82	67.16
2007年末	389371.15	261690.88	127680.27	67.21
2008年末	466203.32	303394.64	163108.68	65.08
2009年末	597741.10	399684.82	198056.28	66.87
2010年末	718237.93	479195.55	239042.38	66.72

资料来源:据中国人民银行网站相关数据计算并制作。

三是用超额准备金率来衡量的流动性过剩。超额资本金率是衡量银行体系流动性水平的重要指标,它的大小直接影响银行的流动性。我国金融机构的超额准备金率从2003年以来开始大幅上升,说明过多的流动性资金很难找到合适的运用渠道,反映了整个金融体系的流动性过剩。

对于中国现在是否存在流动性过剩的问题,并非如此简单。因为,从国际通行的流动性过剩定义的角度来看,中国自改革开放近30年来,货币增长速度大大高于GDP的增长速度,^[12]流动性过剩的存在是显而易见的。但是从结果来看,除个别年份,中国经济并未出现严重通货膨胀,也未出现严重的资产泡沫,就似乎很难说中国过去30年(除通货膨胀和资产泡沫严重期间)中国存在严重的流动性过剩。但并不能因为没有出现流动性过剩的严重后果而简单地认为,中国的流动性过剩不严重甚至不存在。中国的流动性过剩并没有造成严重后果,其原因主要有以下两点:

其一,中国的经济增长受到政府的影响十分明显,政府对经济的干预能力其他国家无法比拟。为了对冲由于维持盯住美元的汇率体系所被动投放市场的大量外汇占款,近年来人民银行不断采用提高准备金率、升息、发行央行票据等措施来吸收投放到市场上的基础货币。具体来看,2006年以来,人民银行已经多次上调存款准备金,存款准备金已经达到历史最高21.5%;发行的央行票据数量屡创新高,2006年、2007年、2008年、2009年、2010年央行票据的发行额分别高达3.65万亿元、4.07万亿元、4.363万亿元、3.824万亿元和4.235万亿元;从2007年下半年,政府甚至开始有意识地使用发行特别国债、在资本市场加速发行大盘新股来冻结资金等多种非常规货币政策工具以吸收基础货币。

其二,中国目前相对较为平稳的金融环境抑制了流动性过剩的后果显现。中国的资本项目还没有完全开放,世界市场所普遍存在的流动性过剩并不是导致中国的流动性过剩的根本原因,对流动性资本进出所制定的较严格规定在一定程度上阻隔了世界市场上兴风作浪的“热钱”的大量涌入。

三、我国流动性过剩的原因及其特点

我国产生流动性过剩有国际、国内两方面的原因。国际原因方面,一是全球性信贷扩张。美国次贷危机

爆发以后很快传导到主要西方国家,原因在于不同国家此前都存在大规模的信贷不当扩张问题。可以这样判断:全球性金融危机是金融资本日益脱离出产业资本、经济虚拟部门严重超越实体经济发展自身不断派生衍化的必然结果,次贷危机仅仅是全面的系统性危机寻找到了必然的爆发点而已。二是全球经济失衡。从全球经济发展来看,不同国家错落地出现贸易顺差或贸易逆差本属正常情况,因为世界原本就是在互通有无的格局下寻求平衡的。问题在于,其他国家通过顺差的形式,既从实物上补贴了发达国家,还从资金上支持了发达国家,使得货币资本持续地进入实体经济,生产周转变得困难,导致全球性的积累与消费比例失调。从总体上来看,国际市场上的流动性过剩更多的是一种人为的流动性过剩。在一个较长的时期里,美国和日本为了克服本国自身的经济困难,分别采取了“超扩张性的财政政策”和“数量放松政策”。由于包括美、日等主要发达国家的扩张性货币政策,全球货币存量对名义 GDP 之比也不断提高。美国、英国、欧元区、日本和加拿大五国广义货币存量对五国名义 GDP 之比(指数)在 1996-2008 年之间上升了 20 多个百分点。

国内的流动性过剩压力从根本上说主要来源于我国经济的结构性失衡,即相对于投资及生产能力来说,国内消费能力的不足,如此不得不过多地依赖对外出口,造成了巨额贸易顺差。加上我国长期执行的积极引进外资和人民币升值带来的对外资的吸引力,形成了“双顺差”。由于我国自身的汇率体制,要求“双顺差”形成的外汇必须通过结汇转换成人民币,为此,中央银行只得以增发基础货币的方式收兑这些外汇,从而造成商业银行的人民币存款大增。因此,当前流动性过剩主要体现为四大国有商业银行的资金“过剩”,而非所有金融机构的资金过剩,这就可以解释为什么同业市场拆借利率一直居高不下。由此可知,流动性过剩主要是集中表现在四大国有商业银行上,这其实是资金分布的结构性问题,而非全局性问题。

总结起来,中国经济流动性过剩的特点是:内生性的金融系统内部的流动性过剩与市场信贷饥渴并存。从商业银行的存贷比变化来看,随着贷款余额增速的不断放缓,金融机构的存差持续扩大。表 2 统计显示,截至 2010 年底,商业银行各项存款总额为 71.82 万亿元,各项贷款总额为 47.92 万亿元,存贷比为 66.72%,比监管部门允许的最高比 75% 低 8.28 个百分点。这证明金融机构内部,特别是四大国有商业银行内部拥有充足的信贷资金。与此同时,市场普遍的信贷并未有所缓解,其主要表现为:(1) 中小企业“贷款难”问题继续存在。我国的中小企业占企业总数的 95% 左右,产值接近一半,而获得的贷款不足三分之一。(2) 农村信贷发展缓慢,四大国有银行实行商业化改革后,占全国人口总数 65%、占国土面积 80% 以上的广大农村中,大部分地区只有农村信用社一家金融机构在经营,邮政储蓄和极少数农行留存在乡镇的网点其吸收的存款主要划存上级行,造成了农村资金大量“倒流”城市现象的普遍存在。(3) 房地产市场及各地基础设施、国有重点工程项目建设需求依旧强烈。由高房价推动的房地产市场和由国家开发政策推动的西部大开发、中部崛起、东北振兴、环渤海经济区等经济发展系统工程都面临着巨大的资金缺口没有解决。

四、调整流动性过剩,加快金融体系改革步伐

虽然从目前看来,政府对于经济的控制仍然称得上稳健,并且对于流动性过剩的问题已经引起了足够的重视,并相应采取了各种政策予以抑制,但不断增长的央行票据与存款准备金总量,以及为了防止出现两个“过热”而采取的其他宏观调控手段,对市场的影响已在近期有所显现。很多经济学家认为,自 2007 年以来,日益明显的通货膨胀的压力以及资本市场可能存在的泡沫危险,都极有可能是政府消化流动性过剩的方法与能力逐渐为市场所适应其效果不再显著所引起的。

如果回顾 20 世纪 80 年代日本经济衰退,可以发现,当年的日本经济之所以陷入衰退,从不同的角度已经有过多种解释,其中很重要的一种观点是,日本在经济出现过热征兆的时候,日本政府没有能够引导经济软着陆,导致了严重的资本市场泡沫。当房地产市场与股市的泡沫破灭后,日本经济陷入通货紧缩的泥潭而不能自拔。

对于目前的中国经济,当然应该吸取日本衰退的经验教训,对于流动性过剩问题高度警惕。但笔者同时认为,中国与日本的发展路径虽然同为东亚发展模式,但也有着本质的不同。首先,中国的经济发展模式中,投资的贡献比重比当年的日本经济更大,而资金的来源则更倾向于社会储蓄而不是外资或金融创新,也就是说,中国的中央政府对经济调控能力比日本政府更强,从近期政府对消费品市场和房地产市场的宏观调控中

就可见一斑。其次,中国资本市场不论是对于外部交易还是内部银行、保险等资金的进入,都有着种种严格的控制措施,这对防范资本市场过度泡沫的出现有着重要的作用。

值得注意的是,在流动性过剩的情况下,也会产生货币政策的两难困境。著名的“蒙代尔三角”指出,货币政策独立性、资本自由流动与汇率稳定这三个政策目标不可能同时达到。一国政府仅能在三者之中择其二。我国在渐次放松资本流动管理同时仍然考虑阻止跨国资本流动对楼市、股市负面冲击,我国在对人民币汇率保持“缓慢升值”的过程中,使央行陷入“准蒙代尔三角”窘境。在这种环境下,流动性过剩问题与各种因素交织,使货币政策出现两难选择。

所以,中国在不断调整货币政策的同时,还必须坚持现有的经济政策,严格执行对房地产市场和其他资本市场资金来源的调控手段,坚决打击国际“热钱”和国内违规资金进入其中,以防重蹈日本经济20年衰退的覆辙。至少在中短期内,我国政府有宏观调控能力应付流动性过剩问题。

虽然如此,要想从源头上解决流动性过剩的问题,其实是要解决中国经济结构性失衡的根本问题。这种结构性失衡的外在表现是“双顺差”的对外经济关系和单纯的金融体系内部的流动性过剩而不是全面流动性过剩这两个方面。其中外汇“双顺差”以及外资的额外流入是流动性过剩的直接原因,而二者最根本的原因都可以归结为同一“源头”,即国内有效需求不足。因而国内有效需求不足可以说是目前我国经济发展的“瓶颈”和“症结”。之所以会产生国内有效需求不足,主要是由于城乡二元经济结构的长期存在、购买力低下、经济上的对外过度依赖、“弱势群体”的出现降低了居民的消费倾向和边际消费率、高经济增长率中的高失业率等多种原因所造成。

在全球金融危机冲击下,世界经济仍有二次探底的可能,各国发展政策存在很大的不确定性,这种政策的不确定性,有可能引起局部的经济繁荣,进而带来货币乘数效应的放大。中国经济之所以能够在2009年率先走出经济困境,很大程度上得益于稳健的金融体系,更进一步说应该是尚未完全国际化的金融体系以及良好的资产质量,这与深陷银行困境的欧美国家有着极大的不同。但是,在全球化趋势不断上升的过程中,中国金融体系的国际化成为必然选择。所以,解决当前中国经济中存在的局部流动性过剩问题,或者说是从根本上解决由于内需不足所导致的经济结构性失衡问题的过程,不仅是对我国金融体系抗风险能力的一次系统检验,也是进一步推进我国金融系统改革的最佳时机。实践证明,在经济处于繁荣期对经济的各个方面做出必要的调整,才能尽快摆脱经济周期的谷底阶段,这样才能为我国产业升级和转变经济发展方式创造更好的环境。

参考文献:

- [1]余永定.理解流动性过剩[J].国际经济评论,2007(7).
- [2]刘锡良,董青马,王丽娅.商业银行流动性过剩问题的再认识[J].财经科学,2007(2).
- [3]刘震,张惠.解决银行业流动性过剩的根本——改善金融生态[J].财经科学,2006(7).
- [4]徐茂魁,李伟平,尹利永,黄珊珊.货币需求、金融资产膨胀与流动性过剩[J].经济学动态,2007(9).
- [5]倪晓宁,包明华.当前宏观经济政策中的三元悖论困境分析[J].现代经济探讨,2008(10).
- [6]Rasmus Rufer and Vivio Stracca: What is global excess liquidity, and does it matter EBC, Work Paper Series No. 696. Nov. 2006.
- [7]任碧云,王越凤.中国流动性过剩原因辨析[J].经济理论与经济管理,2007(2).
- [8]彭兴韵.流动性、流动性过剩和货币政策[J].经济研究,2007(11).
- [9]朱耀明,宗刚.财政与金融[M].高等教育出版社,2002.
- [10]赵文生,谭建立,杨深.流动性过剩测度的理论探讨和实证分析[J].山西财经大学学报,2011(10).
- [11]许文彬.经济增长回落与流动性过剩的两难困境求解[J].厦门大学学报(哲社版),2009(2).
- [12]钱小安.流动性过剩与货币调控[J].金融研究,2007(8).

Analysis on China's Excess Liquidity "Paradox"

LI Shicai¹, YANG Xuelian²

(1. Financial College Jiangxi Normal University;

2. Science and Technology Administration Department Nanchang Jiangxi 330022, China)

Abstract: It confirms that there exists serious excess liquidity in our country seen from the demand for money, the ratio gap between deposit and loan, excess reserve ratio of financial institutions and other point of views. But it makes a paradox that our economy does not appear serious inflation and asset bubbles. Our current economic excess liquidity is of features such as inherent of the excessive liquidity within the financial system and the hunger and thirst of markets. All those are mainly caused by a structural imbalance in the economy. During prosperity of economy, it is necessary to make adjustments on economic aspects, but also the best time to push forward the reform of our financial system comes. Only by doing so, we can get rid of the bottom stage of the economic cycle, and as soon as possible to speed up the upgrading and transformation of China's economy.

Key words: excess liquidity, structural imbalances, financial reform, economic security

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第 6 页)

[14] Chowdhury J., Hoffmann M., Schabert A. Inflation dynamics and the cost channel of monetary transmission [J]. *European Economic Review* 2006, 50(4): 995 – 1016.

[15] 李松华. 基于 DSGE 模型的中国货币政策传导机制研究 [D]. 华中科技大学 2010.

The Cost Channel of Monetary Policy Transmission

LIU Jiguang¹, SHEN Zhiqun²

(1. Financial Department of Zhujiang College Tianjin University, Tianjin;

2. Ministry of Railways Economy Programming Institute Beijing 100128, China)

Abstract: Different from the traditional Keynes doctrine, the cost channel theory emphasizes the effects of monetary policy change on the supply, such as interest rate adjustment etc. It thinks that tightening of monetary policy through the interest rate and financial intermediary conduction usually leads to price level rising instead of falling. In a high efficient financial intermediary system, the cost channel plays an important role; in a low efficient financial intermediary system, monetary policy's impact on output, price and the direct costs is limited. The existence of the channel has important reference value to the central bank's monetary policy decision-making and implementation, which undermines the effectiveness of interest rates adjustment. The effects of cost channel make central banks hard in the trade-off between controlling inflation and output gap when implementing the optimal monetary policy.

Key words: monetary policy; cost channel; policy impact; empirical test

(责任编辑: 张秋虹)