

流动性过剩、主要表现和宏观调控

顾成军

(中国人民银行 乌鲁木齐中心支行 新疆 乌鲁木齐 830002)

摘要:在对流动性和流动性过剩的内涵进行分析的基础上,文章从货币超额供给、外汇占款持续快速增加、银行业金融机构货币沉淀快速扩大、价格泡沫日益显现和各因素的综合表现等五个方面分析了流动性过剩的主要表现。提出了流动性过剩宏观调控的对策建议:明确流动性过剩宏观调控应关注的方向、充分发挥市场在资源配置中的决定性作用、完善中央银行的宏观货币调控体系和进一步推进人民币国际化。

关键词:流动性;流动性过剩;宏观调控

中图分类号: F820.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2014) 02 - 0020 - 05

一、引言

流动性一般泛指资产转化为现金的难以程度。如果市场资金总体上能够周转快捷迅速,能够及时支付各种经常性需求和难以预料的突发性需求时,则表明市场的流动性较好,也即市场的资金较为充裕;反之,则认为市场流动性不足。由此可见,流动性最初是一个基于微观市场视角的经济学术语。后来,凯恩斯将流动性引入到了宏观经济学之中,提出了“流动性陷阱”这一术语。当利率极低或接近于零(例如,当前欧美日主要发达国家的现行利率)时,投资者普遍预期利率除了上升再无下调的可能,如果买入债券或股票,利率上升时将导致损失,从而使得投资者普遍倾向于持有现金,这样就使得社会的现金较为充裕,中央银行或者货币当局的扩张性货币政策将在“流动性陷阱”的条件下是无效的。换句话说,当市场总体流动性过剩时中央银行或者货币当局不应通过采用扩张性的货币政策以期驱动经济增长。那么,关于流动性和流动性过剩的问题有哪些代表性的学术观点呢?我国流动性过剩主要有哪些表现呢?我国流动性过剩的宏观调控应考虑哪些方面?等等。为此,文中进行了相关的分析,以期得到科学和合理的解释和阐述。具体的安排是:第二部分是相关文献简要评述;第三部分是我国流动性过剩的几种主要表现;第四部分是探讨我国流动性过剩的宏观调控。

二、文献评述

国内学者夏斌和陈道富对中国国内的流动性问题做了深入的研究,两人结合研究内容需要认为流动性是一种资产转化为现金与支付手段的难易程度。如果从流动性可测量和可统计的角度来看,可以将与国内生产总值(GDP)密切相关的货币供应量(M2)视为流动性,并且可以用货币供应量(M2)与国内生产总值(GDP)之比($M2 / GDP$)衡量流动性的充裕程度。当两者之比越大时则表明流动性越充裕,反之则表明流动性越不足。^[1]这与卜永祥认为流动性主要表现为货币流动性比率上升、非金融企业资金很宽松和贷款投放过多的观点,^[2]以及韩汉君认为流动性就是货币当局货币发行过多,货币量增长过快,银行机构资金来源充沛,居民储蓄增加迅速,表现为货币增长率超过GDP增长率和银行存款增长速度大大快于银行贷款增长速度的观点是大致相同的。^[3]

收稿日期: 2014 - 01 - 10

作者简介: 顾成军(1984 -),男,安徽利辛人,博士,主要从事宏观经济金融方面的研究。

从已有文献中关于流动性过剩的界定来看,流动性过剩实际上是一个相对概念,有着不唯一的衡量方法。例如,对流动性从不同层面进行分析具有权威性和代表性的是彭兴韵认为,国内流动性可以包括市场流动性和宏观流动性两个层面。某个具体市场的流动性,就是在几乎不影响价格剧烈波动的情况下迅速达成交易的能力。在宏观经济层面上,流动性常被直接理解为不同统计口径的货币信贷总量。^[4]另外,银行承兑汇票、短期国债、政策性金融债和货币市场基金等其它一些高流动性资产也都可以根据不同分析的需要而纳入不同宏观流动性层面的范畴,等等。换句话说,流动性过剩将可能从市场层面或者宏观层面对经济运行产生影响,如果市场流动性过剩,则表明市场价格将可能快速攀升;如果宏观流动性过剩,则表明货币信贷总量可能投放过多。另外,流动性过剩的相对性还表现在市场的货币供给量或者信贷投放量是否有利于国内经济平稳增长和增加就业,以及稳定国际收支、稳定人民币汇率和抑制国际热钱投机,如果有利于上述多数经济目标的实现,那么政府决策就将可能选择流动性保持过剩的宏观经济金融政策和忍受物价适度上涨来换取国内经济平稳增长和增加就业,等等。

三、流动性过剩的主要表现

国内流动性过剩的主要表现可以从四个方面来分析,分别为:货币超额供给、外汇占款持续快速增加、银行业金融机构货币沉淀快速扩大和价格泡沫日益显现。同时,分析过程中所用的数据主要来源于中国人民银行官方网站(<http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/133/index.html>)历年统计数据,后文各项存款、存贷款差额和外汇占款数据均通过相同方式获取。

(一) 货币超额供给

首先,货币供给过度增长。由于不同的国家经济规模不同和经济运行存在“繁荣-衰退-萧条-复苏-繁荣”循环的周期性不同对货币需求量而不同,以及不同时期中央银行或者货币当局规定采用的货币供给统计口径和方法不同,但是都不会改变流动性过剩表现为货币供应量过度增长的这一特征,而国内流动性过剩最为直接的表现就是货币供给增长过快,以至于超出正常的社会经济运行的货币需求数量。例如,2006年1月国内货币供给(M2)为30.35717万亿元,至2013年10月,国内货币供给(M2)已经快速扩张了3.52550倍,达到了107.02442万亿元。2006年1月至2013年10月供给94个月份的国内货币供给变动趋势具体可参见图1所示。其次,经济货币化程度较高。流动性过剩还表现为货币供应增长(M2)快于国内生产总值增长(GDP),也就是说货币供给增长与国内生产总值之比(M2/GDP)大于1,并不断变大。^[5]经济正常运行的情况下,货币供应增长和实体经济增长总体上保持一致。当货币供给增长速度过度超过国内生产总值增长速度时,国内生产总值的增长将不断表现出货币化的特征。国内M2/GDP指数从2000年的1.37增加至2012年的1.87,表明国内经济货币化程度进一步加大。具体可参加表1所示。

表1 2000-2011年GDP、M2和M2/GDP数据

年份	GDP	M2	M2/GDP	年份	GDP	M2	M2/GDP
2000	98000.48	134610.30	1.37	2007	266422.00	403442.21	1.51
2001	108068.20	158301.90	1.46	2008	316030.34	475166.60	1.50
2002	119095.68	185006.97	1.55	2009	340319.95	606225.01	1.78
2003	134976.97	221222.80	1.64	2010	399759.54	725851.80	1.82
2004	159453.60	254107.00	1.59	2011	468562.38	851590.90	1.82
2005	183617.37	298755.70	1.63	2012	519322.00	974148.80	1.87
2006	215904.41	345603.59	1.60				

注:数据来源于国家统计局官方网站(<http://data.stats.gov.cn/workspace/index=hgnd>)。

(二) 外汇占款持续快速增加

净出口额持续快速增加和国际热钱加速流入导致的外汇占款(Position for Foreign Purchase; PBP)持续快速增加。通常情况下,国内出口企业换回的大量外汇到商业银行结汇,商业银行再将外汇卖给中央银行。商业银行将外汇卖给中央银行后,中央银行为购买外汇资产会占用相应数额的本币。国内出口企业出口越多,国际收支顺差数额也就越大,则意味着中央银行为购买外汇而占用的本币(外汇占款)也随之增加。^[6]另一

方面,随着人民币升值预期的持续和国外主要发达国家持续的货币量化宽松,大量国际投机热钱不断涌入,也进一步加速了我国外汇占款的增加。2006 年 1 月,我国外汇占款已由 7.40070 万亿元迅猛扩增至 2013 年 10 月的 27.95956 万亿元,扩张了近 3.77797 倍。2006 年 1 月至 2013 年 10 月供给 94 个月份的外汇占款变动趋势具体可参加图 1 所示。

(三) 银行业金融机构货币沉淀快速扩大

首先,我国银行业金融机构储蓄余额快速增加。随着我国经济的发展,国内居民收入不断增长,由于受传统消费观念的影响和社会保障体系尚不完善,使得国内居民收入大量转化为银行业金融机构的储蓄存款。由于储蓄存款(特别是短期储蓄存款)具有较强的流动性,所以,我国银行业金融机构储蓄余额快速增加强化了流动性过剩的程度。2006 年 1 月,我国各项储蓄存款(Total Deposits; TD)已由 29.14369 万亿元迅猛扩增至 2013 年 10 月的 102.68646 万亿元,增长了近 3.52346 倍。2006 年 1 月至 2013 年 10 月供给 94 个月份的国内各项存款变动趋势具体可参加图 2 所示。其次,我国银行业金融机构存贷差额(Difference of Deposits and Loans; DDL)不断扩大。我国银行业金融机构存贷差额不断扩大的一个主要原因在于政府主导的粗放经济增长方式形成的高储蓄率和高投资率。长期的低工资和原材料低价格,以及低利率政策使得高投资具有很高的收益率,从而刺激了社会的高储蓄与高投资欲望。持续的“双高循环”导致了银行存款增长大于贷款增长,从而形成了我国银行业金融机构存贷差额的不断扩大。2006 年 1 月,我国存贷款差额由 9.19448 万亿元增加至 2013 年 10 月的 31.89727 万亿元,增长了近 3.46918 倍。2006 年 1 月至 2013 年 10 月供给 94 个月份的国内存贷款差额变动趋势具体也可参加图 1 所示。

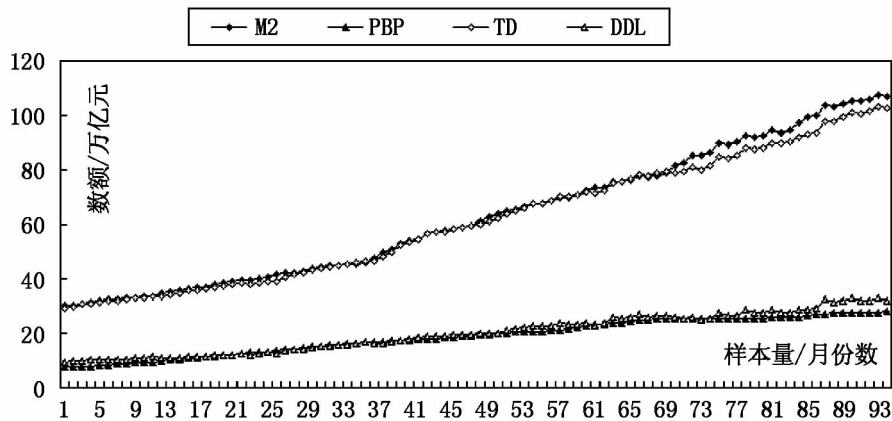


图1 国内货币供给(M2)、外汇占款(PBP)、各项存款(TD)和存贷款差额(DDL)变动趋势图

(四) 价格泡沫日益显现

首先,潜在通货膨胀上升的压力不断累积。流动性过剩是导致潜在通货膨胀的重要驱动因素。不管是流动性资产结构的短期部分(市场流通中现金),还是长期部分(准货币),两者最终都可以纳入市场流通部分的货币供给。因此,流动性过剩将表现为过多的货币供应量不断注入市场,从而导致潜在通货膨胀上升的压力不断累积。^[7]其次,重要资产价格泡沫不断显现。流动性过剩在资产价格上也有一定的表现,即是表现为重要资产价格泡沫不断显现。^[8]例如,国内最为明显和突出的房地产行业,不论是住房价格还是商业经营场所价格在近十余年来飞速上涨导致房地产行业泡沫已日益显现并出现不同地区存在泡沫开始破裂和逐渐“钙化”的两种倾向。

(五) 流动性过剩下各因素的综合表现

在流动性过剩的大环境下,各因素将表现出一定的共性特征。结合图1中各变量变动趋势可知,国内货币供给(M2)和国内各项存款(TD)的变动趋势类似,而外汇占款(PBP)与存贷款差额(DDL)变动趋势类似。国内货币供给(M2)和国内各项存款(TD)、外汇占款(PBP)和存贷款差额(DDL)四个变量的数值分别两两大小近似相等绝非偶然或者巧合,而是国内流动性过剩通过联系紧密的因素表现出的共性特征,而反应流动性情况的各个因素均表现出不断快速变大的特征也正表明了国内流动性总体上过剩的现实。

四、流动性过剩的宏观调控

十八届三中全会后中国经济进入平稳快速发展时期,虽然国家对经济增长的速度要求有所下调,但稳增长、促就业和汇率可控等仍将是极为重要的宏观经济目标。于是,国内流动性过剩宏观调控的最终目标就不仅仅是简单的对货币投放或回收,而是要结合当前国家经济宏观政策调控方向的需要,明确流动性过剩宏观调控的方向需要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用、完善中央银行的宏观货币调控体系和进一步推进人民币国际化等途径逐步化解流动性过剩的问题。

(一) 明确流动性过剩宏观调控应关注的方向

对我国流动性过剩进行宏观调控需要考虑国内和国外两种影响因素。从国外因素来看,世界主要发达国家多年的货币量化宽松政策使得国际热钱流入放大了流动性过剩;从国内因素来看,是我国出口受世界主要发达国家经济衰退的影响,政府主导的大规模和超大规模基础设施建设引发的巨额货币信贷投放。也就是说,我国的流动性过剩宏观调控要明确国内和国外两个方向。要明确流动性过剩宏观调控不是简单的通过紧缩的货币政策回收流动性,是要防范在美联储宣布自2014年1月开始削减(和后续扩大削减规模以至完全退出)后有可能使得大量国际投机资本撤离流出,以及其他发达国家可能效仿美联储削减或退出货币宽松,甚至各国央行加息导致国内流动性快速变紧引发或诱发重大金融问题^①;对流动性过剩进行调控要按照有利于国内经济平稳增长和增加就业的方向进行操作,还要沿着有利于稳定国际收支、稳定人民币汇率和抑制国际热钱投机的方向实施。

(二) 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用

要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和进一步约束政府“有形的手”对市场运行的宏观干预。当前,国内流动性过剩的一个重要原因是资本配置结构性失衡。一方面是实体经济领域利润空间变小和融资困难;另一方面是银行业金融机构货币沉淀规模快速扩大。于是,国内流动性过剩宏观调控的关键在于保持合理经济增长水平的条件下转变经济增长方式,要进一步约束政府“有形的手”对市场运行的直接干预,从而扭转资本配置的结构性失衡。通过市场机制的资本配置功能激发社会的各种有利于经济发展的积极因素活跃起来实现市场繁荣,实现扭转流动性过剩的结构性失衡和充分加以利用推动经济继续发展。

(三) 完善中央银行的宏观货币调控体系

从长期来看,持续扩张的货币政策的边际政策效果已经越来越小,其产生的正向经济效应(如推动经济增长)的持久性越来越短暂,而产生的负向经济效应(如物价上涨导致的泡沫风险)的危害性越来越大。从短期来看,要丰富中央银行宏观货币调控体系的工具箱,防范突发性、非系统经济金融事件衍化为全局性、系统性经济金融剧烈波动。完善中央银行的公开市场操作、利率、法定存款准备金率等宏观货币调控工具的运行机制,从而建立宏观货币政策的有效传导机制,抑制货币政策传导过程的“渗漏”效应。^[9]中央银行应根据宏观经济形势变化,适时加快推进利率市场化改革进程(2013年12月8日,中国人民银行公告(2013)第20号颁布实施《同业存单管理暂行办法》,自2013年12月9日始,推动实施“银行-银行”间存款利率市场化,为推动实施“储户-银行”间存款利率市场化做积极准备。),准确地进行宏观调控,化解流动性过剩及逐渐消除流动性过剩引起的价格泡沫。

(四) 进一步推进人民币国际化

当前,进一步推进人民币国际化化解流动性过剩的方法主要为不断加强与贸易伙伴国间签订双边货币互换协议。这可以为国内大量的资本提供广阔的投资渠道和空间,以及有利于进一步挤压国际热钱由于套利投机而大量涌入国内。自2008年12月12日,中韩双方签署1800亿元/38万亿韩元双边货币互换协议至

^① 注:虽然2013年12月18日美联储宣布从2014年1月开始将QE3规模从每月850亿美元削减至每月750亿美元,维持超低利率;同时,美联储主席伯南克2014年1月3日在美国费城举行的美国经济协会论坛上重申美联储将维持超低利率政策(尽管美联储2014年1月开始削减QE,但这并不意味着美联储宽松货币政策的立场改变了;只要经济需要,美联储将保持高度宽松的货币政策),但在人民币已连续多年快速升值和国内资产泡沫较严重的情况下,仍需未雨绸缪和提高警惕,做好防范美联储出于美国国家利益的考虑宣布美国糟糕的经济“表现较好”而退出QE3、操纵美元升值和全面加息等出现类似上世纪90年代日本经济崩溃的现象重演。

2013 年 10 月 10 日中欧(盟)双方签署 3500 亿元/450 亿欧元双边货币互换协议,中国人民银行已经与 22 个主要贸易伙伴国(或地区)签署和续签了总计 32717 亿元人民币货币互换协议。签署双边货币互换协议有利于人民币对外直接投资,为国内大量的资本提供广阔的投资渠道和空间,降低其在国内房地产和其他产业的投机动机。同时,签署双边货币互换协议有利于进一步挤压国际热钱的套利投机空间,降低人民币升值预期。升值预期的降低能够抑制国外热钱流入的冲动,从而对保持币值的稳定和化解流动性过剩导致的价格泡沫可以起到积极作用。

参考文献:

- [1]夏斌,陈道富.中国流动性报告[N].上海证券报 2007-07-09.
- [2]卜永祥.流动性过剩的特征、成因及调控[J].经济学动态 2007(3):11-16.
- [3]包明华.流动性、流动性资产和流动性过剩[J].财经科学 2009(3):1-9.
- [4]彭兴韵.流动性、流动性过剩与货币政策[J].经济研究 2007(11):58-70.
- [5]唐双宁.关于解决流动性过剩问题的初步思考[J].经济研究 2007(9):4-10.
- [6]唐双宁.流动性过剩的成因与破解对策[J].财经问题研究 2007(12):47-52.
- [7]王碧峰.流动性过剩问题讨论综述[J].经济理论与经济管理 2007(3):76-80.
- [8]钱小安.流动性过剩与货币调控[J].金融研究 2007(8):15-30.
- [9]朱庆.解读当前市场流动性过剩[J].上海经济研究 2006(10):13-16.

The Excess Liquidity ,the Main Performance and the Macro Regulation and Control

GU Chengjun

(Urumqi Central Sub - branch of People ' s Bank of China; Urumqi ,Xinjiang 830002 ,China)

Abstract: Based on analyzing the connotations of the liquidity and the excess liquidity ,this paper analyzes the main performances of the excess liquidity from five aspects: the monetary excess supply ,the position for foreign purchase continuing rapid growth ,the rapid expansion of money precipitation of the banking financial institutions ,the rapid expansion of money precipitation price bubble appearing day by day and the comprehensive performance of the various factors. Finally ,the countermeasures and suggestions of the macro regulation and control to the excess liquidity are put forward as follows: to make clear the directions of macro - control that should be paid close attention ,to play fully a decisive role for the market in the allocation of resources ,to improve macro monetary control system of the central bank and to promote further the internationalization of RMB.

Key words: the liquidity; the excess liquidity; the macro regulation and control

(责任编辑: 张秋虹)