



## 学术论文

《世界经济》2007年第11期44-55页

[\[PDF全文下载\]](#)

流动性过剩的测量、根源和风险涵义

国际金融研究室 张明

[内容提要] 全球国际收支失衡下的流动性过剩是当前世界经济最重要的特征事实。如何衡量流动性过剩的程度，流动性过剩的源头以及流动性过剩将给世界经济和全球金融体系造成什么影响，成为目前理论界的热门话题。本文利用狭义货币、广义货币、国内信贷与GDP的比率衡量了流动性过剩程度，并发现在美日等发达国家以及祖国大陆与台湾和香港地区、韩国等东亚新兴市场经济体，均存在一定程度的流动性过剩。发达国家流动性过剩的原因是实施了以低利率为特征的宽松货币政策，而新兴市场经济体流动性过剩的原因是外汇储备增加导致基础货币发行增加。流动性的国际传导刻画了当前中心—外围国际货币体系的特征。流动性过剩已经造成全球范围内的资产价格泡沫，并可能引发未来的全面通货膨胀。一旦流动性过剩发生逆转，将会给世界经济和全球金融体系造成严重负面冲击。

[关键词] 流动性过剩 资产价格泡沫 国际收支失衡

[作者简介] 张明：中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732 电子信箱：[zhangming@cass.org.cn](mailto:zhangming@cass.org.cn)。

## 一 流动性过剩的定义和测量

## (一) 流动性和流动性过剩的定义

迄今为止，流动性（liquidity）尚无一个得到广泛认可的定义。“流动性是一种高度复杂的现象，其具体形式深受金融机构及其实际活动变化的影响，这些变化在近几十年里异常之快”。流动性一词最早源于金融市场，市场流动性（market liquidity）是指一种资产通过买卖转换成另一种资产的难易程度，这种转换不会造成价格的显著波动，且造成的价值损失最低。Hicks(1967)把流动性资产分为三类：一是交易者维持其活动所需要的运营资产；二是为了对经济冲击中难以预见的变动保持灵活反应而持有的储备资产；三是为获取收入而持有的投资资产。在宏观经济层面上，流动性通常被定义为经济系统中不同统计口径的货币信贷总量，如流通中的现金M0、狭义货币供应量M1、广义货币供应量M2等。

流动性过剩（excess liquidity）是指实际货币存量对理想均衡水平的偏离（Polleit and Gerdesmeier, 2005）。什么是货币的理想均衡水平？

$$MV=PY \quad (1)$$

方程（1）是货币数量方程，其中M为货币存量，V为货币流通速度，P为价格水平，Y为实际产出水平。

$$m=p+y-v \quad (2)$$

方程（2）是方程（1）的对数变形，其含义是在一定时期内货币存量增长速度等于该时期内的名义产出增长速度减去货币流通速度增长率。如果该方程内的名义产出增长率和货币流通速度都处于长期均衡水平，那么对应的货币存量增长率

也就处于均衡水平。例如，欧洲中央银行的一篇工作论文假定欧元区年度实际产出潜在增长率为2.25%，预期通货膨胀率为1.5%，货币流通速度的年均下降幅度为0.75，因此欧元区的合意货币增长率为 $2.25\%+1.5\%-(0.75)=4.5\%$ （Polleit and Gerdesmeier, 2005）。假设货币流通速度不变，如果货币供应量增长率超过名义GDP增长率，那么就意味着流动性出现过剩。

## （二）流动性过剩的测量方法

目前提出的几种关于流动性过剩的测量方法都建立在货币数量方程的基础上。这些方法包括：价格差额法、货币差额法、货币悬挂法、货币与GDP的比率、信贷与GDP的比率、债券息差法等（Gouteron and Szpiro, 2005）。

价格差额法（the price gap）是指用短期名义价格变化率与长期均衡价格变化率之间的差额来衡量流动性过剩程度，如果前者高于后者，就存在着流动性过剩。依据价格差额法的思路，通货膨胀仅仅是一种货币现象，即流动性过剩将会被价格水平（尤其是消费者物价指数）的上涨所吸收。

货币差额法（the money gap）是指用实际货币存量水平与均衡货币存量水平之间的差额来衡量流动性过剩程度，如果前者高于后者，就存在着流动性过剩。有多种方法来定义均衡货币存量水平，例如欧洲中央银行就将其定义为与价格稳定相一致的货币存量水平。但是，在这种方法下，对均衡货币存量水平的定义需要主观选择一个基期，并且需要对潜在产出水平、货币流通速度等进行严格假设。而这样的基期选择和假设是比较武断的。

货币悬挂法（the money overhang）是对货币差额法的一种改进。在这种方法下，均衡货币存量水平不是由货币数量方程式决定的，而是以一个货币需求模型推出的长期关系为基础。这种定义避免了选择基期，以及对潜在产出水平和货币流通速度进行假设等问题，但是却产生了新的问题，例如建模选择及估计的准确程度等。

货币与GDP的比率相对于货币差额法的优势是，前者在不选择基期的前提下仍然能够定义流动性过剩。信贷与GDP的比率是货币与GDP比率的另一面。如果以上两个比率高于自身的趋势值，那么就存在着流动性过剩。

债券息差法（bond spread）是以信用评级为基础的。该方法的主要逻辑是，流动性过剩将会降低投资者的风险规避程度，从而政府债券与私人部门债券之间的收益率差距可以用来衡量流动性过剩程度。如果两者之间的息差较低，这就意味着存在一定程度的流动性过剩（Slok and Kennedy, 2004）。

具体到银行系统，商业银行超额准备金率和贷存比也常被用来衡量流动性过剩程度。超额准备金率越高，或贷存比越低，意味着越高的流动性过剩。例如，巴曙松（2007）依据超额准备金率的下降和贷存比的提高，认为中国商业银行系统内的流动性已经偏紧。

## （三）对当前全球流动性过剩的测量

价格差额法、货币差额法和货币悬挂法均涉及到对均衡价格水平或均衡货币存量水平进行估计。出于数据的可获得性，我们借鉴Morgan（2007）的方法，通过三个指标来测量各国的流动性过剩程度。这三个指标分别为狭义货币与名义GDP的比率、广义货币与名义GDP的比率以及国内信贷（domestic credit）与名义GDP的比率。我们分别从发达国家、东亚新兴市场国家或地区和石油输出国这三个角度来分析全球流动性过剩问题。

1 发达国家。

.....

2 东亚新兴市场经济体。

.....

### 3 石油输出国。

.....

## 二 流动性过剩的根源

.....

## 三 流动性过剩的风险涵义

.....

## 四 结 论

我们利用货币或信贷与名义GDP比率的指标测量了流动性过剩，发现在美国和日本等发达国家，以及祖国大陆与台湾和香港地区、韩国、马来西亚等新兴市场，均存在一定程度的流动性过剩。

流动性过剩的根源在于，受本国经济金融周期影响，发达国家实施了宽松的货币政策；在实施出口导向政策和事实上钉住美元汇率制度的前提下，东亚新兴市场国家或地区在累积外汇储备的同时发放了大量的基础货币。从流动性传导角度来解读当前的国际收支失衡，发现美国通过经常账户赤字输出了大量流动性，日本也通过日元套利交易输出了大量流动性，而东亚新兴市场国家或地区通过经常账户顺差和资本流入吸纳了大量流动性。这意味着东亚新兴市场分担了美国、日本等国内政策调整的压力。

流动性过剩目前已经造成全球范围内的资产价格泡沫。随着流动性的进一步累积，造成全面通货膨胀的可能性不断上升。近期爆发的美国次级债危机生动地说明，一旦流动性过剩突然发生逆转，将会给世界经济和全球金融体系造成破坏性极强的冲击。

（截稿：2007年8月责任编辑：李元玉）

推荐好友

#### 相关文章

- ▣ 流动性过剩的测量、根源和风险涵义 / 张明 （2007年） (2008-4-19)
- ▣ 全球流动性过剩与大宗商品市场：以小麦期货和铜期货为案例的经验分析 / 李众敏 （2007年） (2008-4-19)
- ▣ 余永定 双重盈余祸福相倚 2007年12月 (2008-1-4)
- ▣ 访余永定：光靠货币政策不能有效抑制股市泡沫 《21世纪经济报导》2007年5月26日 (2007-11-27)
- ▣ 余永定 “一石二鸟”的政策选择 《财经》2007年第23期 (2007-11-27)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-85126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号