



用多元线性

何加强会计

国外汇储备

国衍生金融

间借贷利率

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

作者: [任子琳] 来源: [本站] 浏览:

### 一、引言

近年来,流动性过剩成为中国经济中被高度关注的一个现象。伴随着流动性过剩出现的还有持续增长,通货膨胀的初现苗头和资产价格的迅速攀升。从理论上讲,货币供给大于货币致通货膨胀和价格上涨,虽然不能说流动性过剩就是导致通货膨胀和资产价格上涨的源头,一个必要条件。因此研究流动性过剩的根源就成为解决这一系列问题的关键所在。对于流动性根源,有两种说法占据主流,一种是认为存贷差的持续扩大和一直处于较高水平的银行超额金率这两个因素的共同作用下,出现了我国银行体系内流动性严重过剩的局面,使得银行系信贷扩张,从而导致了流动性过剩。另一种认为,持续增长的国际收支双顺差使得外汇储备备长,导致基础货币大量投放,导致了流动性过剩。本文对于第二种成因进行了定性和定量的析国际收支到底在多大程度上影响了国内的货币供给,由它所导致的超额货币供给有多大。虽然理论界不断地强调国际收支对于货币供给的影响,但是,导致超额货币供给的原因来自面,究竟国际收支是不是主因,这需要数据来说明。本文希望通过实证研究将国际收支对供给的影响大小估计出来,能够对下一步的宏观调控政策提出参考意见。

### 二、国际收支对货币供给的作用渠道和机理

根据传统的货币供给模型,货币供给的变化来自两个渠道,基础货币和货币乘数。而国际收支供给的影响也同样是通过对这两个渠道最终影响货币供给。

#### (一) 国际收支对基础货币的影响

基础货币又称为货币基数或高能货币,是具有货币信用扩张或收缩能力的货币。基础货币是货币供应量是“流”,基础货币是通过中央银行的资产业务运用创造出来的。中央银行通过构造融资,对政府融资和持有国外资产投放基础货币,而国际收支对于基础货币的影响主要是使央行持有的国外资产发生改变,从而影响到通过这个渠道投放出去的基础货币的数量。我年开始实行外汇强制结售汇的制度,而经常项目和资本金融项目又在2000年之后出现大额双致大量的外汇集中到中央银行的手中,央行被动地投放相应数量的基础货币。1997年间,由爆发金融危机,使得我国开始重视外汇储备的积累和抵御金融风暴的作用。如果放弃强制结度,基于稳定汇率的需要,中央银行还是要通过外汇市场进行干预,买进外汇,依然会引起的大量投放。另外,由于人民币对美元的升值预期持续加强,使得即使现在将强制结售汇制愿结售汇制度,企业和银行意愿持有的外汇资产也会尽量减少,最终还是集中在央行的手收支顺差所导致的基础货币的投放使得我国的货币供给呈现很大程度上的内生性,下图显示支影响基础货币的机理:

#### (二) 国际收支对于货币乘数的影响

我国的国际收支顺差主要是因为:第一,国内较低的劳动力和生产要素成本使得出口大幅增长以出口为导向的企业也随之大幅增加。第二,我国的成本优势,国内的巨大市场规模和对外政策吸引了大量的外商直接投资,使得资本和金融项目也出现顺差。这两者都在一定程度上济的发展,使我国经济中出现更多的经济实体,增加了国内信贷需求的总量,而信贷需求则数发挥作用的最关键因素。这一部分的信贷需求的增加,我们可以称之为主动的信贷需求增另一方面,国际收支顺差所引起的基础货币大量投放造成了商业银行内部的流动性过剩。商业银行作为一个以盈利为目的的金融机构,会寻求各种渠道来消耗多余的流动性。在这个过程中,对于信贷需求的审核可能会放松,而且会去开拓新的资产业务。这样便出现了一种被动的信贷供给的增加,继而传导至信贷需求,导致信贷需求的非自然增加,从而对货币乘数产生了影响。国际收支导致的主动信贷需求增加和被动的信贷供给增加对货币乘数的影响机理如下图所示:

#### (三) 国际收支所引发的财富效应

在国际收支影响货币供给的过程中,财富效应起到了很大的作用。这就是在上面所提到的被动信贷需求增加能够发生的一个关键的助力。当基础货币过量投放,无论是商业银行还是经济主体,手上的资金都出现富余的现象。资本是追逐利益的,于是,双方都在寻找资金的出口。我们知道,在货币需求中,有交易性货币需求、预防性货币需求以及投机性货币需求,交易性的货币需求和预防性货币需求是较为稳定的,而投机性的货币需求是较为灵活的。当资金出现剩余,便产生了更多的投机性货币需

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

insights... investment boutique discover

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

insights... investment boutique discover

求。这就是导致近两年股市和房市膨胀的一个动因。财富效应开始显现它的作用，大量资金涌入，价格上涨，财富迅速增加，又进入下一轮的逐利。在这种大环境下，也就出现了房贷的大量增加，其中有些是由于投机的行为，有些是由于房价上涨所引起了恐慌情绪使人们提前了买房的计划，引致信贷的扩张，其中不乏信贷资金违规进入股市的现象。这样财富效应就和商业银行信贷扩张的行为互相加强，不仅推高了资产价格，也为通货膨胀埋下隐患。

从上面的分析我们可以看到，国际收支在造成流动性过剩的过程中，起到了重要的作用。因为它是这一系列过程的起点和必要条件。基础货币是提供了货币供给的原始素材，商业银行对素材进行加工，而财富效应则是为这个加工过程提供了好的工具和环境，最后将原始素材加工成为流动性过剩的局面。

### 三、国际收支影响货币供给的实证分析

#### (一) 基础货币结构的实证分析

基础货币是中央银行的负债，因此可根据中央银行的资产负债表来考察决定基础货币大小以及变动的因素。

根据中央银行的资产负债表，可以推导出基础货币方程式：

基础货币 = 流通中的通货 + 商业银行准备金

= 国外资产净额 + 对政府债权净额 + 对商业银行的债权 + 其他金融资产净额

下面通过考察1996年到2007年的货币当局的资产负债表，精确计算基础货币的变化和四项资产净额对基础货币的贡献情况。

由上图可以看到，基础货币在1996年到2001年期间处于波动上升阶段，波动为主，上升趋势较缓，从2002年到2007年间，基础货币进入持续上升通道。前五年仅从20539.8亿元上升到33441.05亿元，增加幅度仅为62.81%；而后五年则从37727.45亿元上升到101387.44亿元，上升幅度为168.74%。

将基础货币分解为国外资产净额、对政府债权净额、对金融机构债权净额和其他金融资产净额四个部分，可以很明显的看到，基础货币的上升主要来源于国外资产净额的快速上升。虽然在2005年到2007年间，货币当局采取各种手段去冲销由于外汇储备所引起的基础货币的投放，比如发行央行票据等等，这一点可以从其他金融资产净额的快速下降看出来，但这些措施还是无法阻挡国外净资产的大幅增加对基础货币的巨大影响。

表1所显示的是四个资产净额对于基础货币的贡献程度，主要的贡献主要来自国外净资产。在2000年之后国外净资产对基础货币的贡献率迅速上升，在2007年达到122.18%，其他金融资产净额所占比例由正转负，表明央行采取了众多手段来冲销外汇储备所带来的基础货币快速膨胀。

以上分析说明，国际收支导致的外汇储备的大幅增长的确对基础货币产生了巨大影响，造成了基础货币大量增长的态势，对过剩的流动性造成了潜在的影响。但是对于最终的货币供给量，基础货币只是其中一个推动因素，还应考察的另外一个因素是货币乘数，而在货币乘数发挥作用的过程中，商业银行是其中的核心推动力。

#### (二) 广义货币量的实证分析

一国的银行系统的资产负债表简单表示为：

那么货币供应量增量的决定方程式为：

上式具体说明了影响和决定货币供应量增减变化的各种因素：(1) 国际收支增减净额。(2) 财政支出与收入增减净额。 (3) 银行对企业、团体及个人的贷款和投资增减净额。 (4) 则可表示银行内部平衡能力，其增减会引起货币供应量呈反向变动。因此，货币供应量之所以增加并进入流通，原因在于：(1) 收兑黄金、外汇等国际储备资产。(2) 购买政府债券而财政提供借款。(3) 对企业、团体及个人发放贷款及购买其发行的债权。这些都是银行的资产业务，这说明货币供应量增长数额的大小是由银行系统资产业务规模的大小所决定的。

由此，我们考虑建立一个货币供应量的实证模型来检验货币供应量受到不同因素影响的大小如何。对于一国的货币供应量，首先要和经济发展水平相一致，因此，货币供应量首先受到GDP水平的影响。由于货币带有中性性质，故采用名义GDP的值来进行回归以加入通货膨胀的因素。再次，国外净资产的大小会影响基础货币的投放，从而影响最终的货币供应量。最后，商业银行的信贷扩张通过影响货币乘数对最终的货币供应量产生影响。本文在实证模型中初步选取了名义GDP、国外净资产和国内信贷三个变量来解释货币供应量大幅增长，从而能够比较不同因素各自的作用大小。首先考察短期的情况，实证模型如下：

我们首先将变量的趋势用图形表示出来，从趋势线中观察几个变量之间的关系：

从图中我们看到，在短期内，和广义货币量的趋势联系较为紧密的是国外净资产，和广义货币量的波动较为相似的是国内信贷。这两个变量的解释能力强于GDP。这可能是由于：第一，GDP中包含的因素过多，不能够精确解释广义货币量的变化。第二，广义货币量也不完全跟随GDP的趋势，而是更多地受到其他因素的影响。

因此，我们最终采用国外净资产和国内信贷两个自变量，最后的回归结果为：

$M2 = 1.110513477 * FA + 0.2921312291 * CRD + 2570.52371$

其中，M2表示每季度广义货币供给量的增加值，FA表示每季度国外净资产的增加值，而CRD表示每季度国内信贷总量的增加值。从回归结果可以看到，短期来看，国外净资产对于货币供给量的影响更明显，国外净资产每增加1元，广义货币量增加1.1105元。而对于国内信贷，每增加一元，广义货币量增加0.2921元。

下面，我们对长期的总额进行回归，看在长期内，国外净资产和国内信贷对于货币供给量的影响有何变化。回归方成为：

$M2T$ 表示广义货币总量， $FAT$ 表示国外净资产总量。而 $CRDT$ 表示国内信贷总量。

最后的回归结果为：

从长期来看，国内信贷对于货币量的影响逐渐增大，而国外净资产对于货币供给的影响有所减小，而且无论是长期还是短期，影响相对稳定。

这样的数据特征说明，国外净资产只是从基础货币这个层面影响货币供应量，所以无论在长期或短期，对于货币量的影响都是较为稳定的。而国内信贷对于货币供给的影响则是作用于货币乘数，有延续和累积的效应，并不再当期全部显现出来，而是通过货币的流转影响货币乘数继而对于货币供给发生作用。就像上文提到的那样，外汇储备的大幅增长为流动性提供了来源，即基础货币，在过剩的货币寻找出路的过程中，引发商业银行的信贷扩张，导致出现投资过热和国内资产价格的上升的现象，之后信贷扩张和后两种现象进入互相追逐的状态，导致了现在我国经济的局面。以致出现房地产市场以及股票市场的价格一路上扬，并出现通货膨胀。

### (三) 超额货币量的实证分析

由外汇占款所引起的基础货币过剩和由信贷引起的货币乘数的变化各自作用到底如何？我们知道货币供给量M为基础货币B和货币乘数m的乘积。因此货币供给量的变化可以解释为基础货币的变化和货币乘数变化的双重结果。

$$M=B \cdot m$$

对上式两边求导得到

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta B}{B} + \frac{\Delta m}{m}$$

因此，货币总量的增长率大约等于基础货币的增长率和货币乘数的增长率之和，由此我们可以算出在货币供给量的增长率中，基础货币和货币乘数各自对总量增长率的贡献。具体结果见表2：

下图将基础货币的增长率和货币乘数的增长率以曲线形式显示出来。

可以看到，基础货币增长率和货币乘数的增长率曲线呈现很明显的对称形态。货币总量要么主要来自于基础货币的增长，要么这要来自于货币乘数的增长。而且基础货币和货币乘数的增长率都呈现剧烈波动的现象，正增长和负增长相互交替。这种情况很能说明过剩流动性产生和不断累积的过程，因为基础货币的增长先于货币乘数的增长，因此在基础货币增长的年份，货币乘数会突然下降，这是因为在短时期内，基础货币还没有通过商业银行的信贷渠道得到乘数放大效应。而次年，因为基础货币的大幅增长，货币当局可能会采取铸种措施来回收流动性或是减少基础货币的投放量，导致次年的基础货币出现大涨之后的大落，而这一年，去年投放基础货币开始在经济中通过银行信贷流通，因此货币乘数会提高。这样就形成了基础货币增长率和货币乘数增长率这样两相交错的局面。在这个过程中，基础货币的上升为流动性增加提供了必要条件，而银行信贷在这个过程中起到助力的作用，先是被动而后主动地通过货币乘数增加了流动性。值得注意的是，在2002年以前，基础货币的增长呈现正负交替的现象，但是在2002年之后基础货币的增长持续为正，只是在正增长的主旋律中呈现波动趋势，说明从2002之后，基础货币在双顺差的带动下大幅增加，央行对于基础货币的控制力越来越小，使得货币供给显现出越来越强的内生性。

下面我们通过货币乘数模型来估计超额货币的大小，我们知道广义货币乘数为：

$$m2 = \frac{1}{k-t}$$

利用现金比率k，其他存款比率t，以及法定存款准备金率和超额存款准备金率，我们可以算出基于货币乘数理论的货币乘数，数据和结果如表3所示：

然后用广义货币量除以理论货币乘数，可以得到理论基础货币，之后用实际基础货币减去理论货币即得到超额基础货币。下面是计算得出的超额基础货币表，其中广义货币量，理论基础货币，实际基础货币和超额基础货币的单位为亿元。

可以看到，从2001年到2003年，并不存在超额基础货币供给，而从2004年开始，超额基础货币呈现逐年增加的态势，在2007年超额基础货币达到六千五百亿左右。从2006年开始，央行连续多次提高法定存款准备金率，锁住商业银行内部的大量流动性，如果不是因为这样，超额的基础货币会更多，货币供给量也会大幅增加。如果做一个大概的计算，法定存款准备金率还未进入提升周期之前的比率来计算一个理论货币乘数，再依照上面的方法计算超额基础货币，那么超额基础货币自2002年以来的累积数量将大幅增加到2万亿左右。如果再从国际收支在基础货币投放的四个渠道，即国外资产净额、对政府按净额、对金融机构债权净额、其他金融资产净额四个部分所占的比例，将国外资产净额的部分单独分离出来，那么超额基础货币的数量将增加到2万5千左右，大约占到现有基础货币的25%。从基础货币来看，现有经济中自2002年以来累积的超额广义货币供给量大概为8万7千亿，如果没有央行在这个过程中所采取的各种冲销措施，这个数量会接近10万亿。可以看到，由于国际收支的双顺差的存在，改变了基础货币的投放总量和结构。一方面使得国外净资产成为基础货币的主要投放渠道，另一方面，使得央行被动投放了大量基础货币，造成了国内货币供给超过货币需求，导致信贷扩张，资产价格上涨并造成通货膨胀的压力。

## 四、结论及政策建议

### (一) 主要结论

1. 在将基础货币分解为国外资产净额、对政府债权净额、对金融机构债权净额和其他金融资产净额四个部分，并计算1996年到2007年各部分的贡献率之后，可以很明显地看到，基础货币的上升主要来源于国外资产净额的快速上升。本文认为国际收支活动确实给货币供给造成了巨大的影响，使得基础货币大大超过了适度水平。
2. 在一国货币系统资产负债理论的基础上，本文选择出和广义货币量相关的各经济要素，将直观的图形分析和计量分析相结合，发现国外净资产和国内信贷是影响广义货币量的主要因素。从回归结果可知，短期来看，国外净资产对于货币供给量的影响更明显。从长期来看，国内信贷对于货币量的影响逐渐增大，而国外净资产对于货币供给的影响有所减小。
3. 我们将货币供给分解为基础货币和货币乘数的乘积，考察两者的变化率。发现基础货币增长率和货币乘数的增长率曲线呈现很明显的对称形态。在2002年以前，基础货币的增长呈现正负交替的现象，但是在2002年之后基础货币的增长持续为正，只是在正增长的主旋律中呈现波动趋势，本文认为原因是从2002之后，基础货币在双顺差的带动下大幅增加，央行对于基础货币的控制力越来越小，使得货币供给显现出越来越强的内生性。因此超额货币的存在更多是来源于基础货币的增长。
4. 通过计算我们估计，从2001年到2003年，并不存在超额基础货币供给，而从2004年开始，超额基础货币呈现逐年增加的态势，在2007年超额基础货币达到六千五百亿左右。如果做一个大概的计算，超额基础货币自2002年以来的累积数量为2万亿左右。如果再从国际收支在基础货币投放的四个渠道，即国外资产净额、对政府按净额、对金融机构债权净额、其他金融资产净额四个部分所占的比例，将国外资产净额的部分单独分离出来，那么超额基础货币的数量将增加到2万5千左右，大约占到现有基础货币的25%。从基础货币来看，现有经济中自2002年以来累积的超额广义货币供给量大概为8万7千亿。

总体而言，本文的研究表明，我国的国际收支活动确实对国内的货币供给造成很强的冲击。这主要是由于强制结售汇背景下的经常项目和资本项目的持续增长的双顺差改变了基础货币投放的总量和结构，使得在基础货币的构成中，国外净资产的份额越来越大，超过了适度水平，并且可控性渐弱。因此，现在基础货币和货币乘数这两个因素中，基础货币成为主导货币供给的主要因素，货币乘数成为一个次要因素。我国现在的超额货币主要是因为基础货币的增长所造成，基础货币为最终的货币供给提供了源头，在财富效应的带动下，基础货币的上升并为造成货币乘数相应的下降，反而使货币乘数保持较高水平，这就导致国内出现了超额货币供给。

### (二) 政策建议

在对国际收支对货币供给的影响做出深入考察之后发现，国际收支确实对货币供给产生了负面影响，是货币供给过剩的根源所在，并且还还为货币供给的进一步扩大提供了必要条件。我国长期以来实行的是鼓励出口，积极吸引外资的经济政策。经过多年的发展，形成了现有的对外部经济的强烈依赖。这种方针政策为我国经济的持续增长贡献了巨大的力量，同时也是发展我国经济的一个必要的手段。然

而就像任何事情都具有两面性。这种经济发展政策的长期执行使得不平衡的情况越来越严重，因为这是施加外力作用下的非自然的经济发展状态。所以，现在我国经济所出现的各种症状都是不平衡长期积累之后的爆发，具有一定的必然性。可以说，现在的局面显得很尴尬。如果要维持经济的高增长和稳定国内的就业情况，就要继续实行原来的经济政策，但是这样会继续累积经济中的风险，仍然无法缓解现有的经济状况，如流动性过剩、经济过热、资产泡沫以及通货膨胀。近两年来的紧缩的货币政策确实使这种状况有所缓解，但也只是短暂和表面上的解决，本质上的矛盾依然存在。笔者认为，既然不宜从减小外汇的流入上解决这个问题，就应该积极鼓励外汇的流出，从而达到减小国际收支顺差的目的。

1. 首先应该使得国内的资本市场和房地产市场从泡沫中走出来。一方面加大对两个市场的监管力度，防止违法资金入市以及杜绝炒房的行为，让资本市场能够得到健康稳定的发展，让房地产市场能够反映真正的供求关系，并维持合理的价格。

2. 要积极开拓海外的投资渠道，鼓励资金投资于海外。这样可以加大对外汇的需求，缓解人民币升值的压力和国内投资的狂热。这一点和上一点是互补的，一方面应该抑制国内的非理性投资所造成的财富效应，另一方面积极开拓海外的市场，让更多的人民币资金被吸引到海外投资，通过这种方式减少国内的基础货币。

3. 进一步发展和完善外汇衍生品市场，使企业和个人能够通过衍生金融工具来管理外汇风险，这样在意愿结售汇下他们才能够以更小的成本和风险持有外汇。

4. 在经济中发展进口依赖型的产业和企业和其他非出口依赖型企业，拉动进口，降低出口增速来抑制国际收支顺差的进一步扩大。这一政策建议是为了减小贸易顺差，这是我国国际收支顺差的主要组成部分。我国应该重视进口依赖型企业的发展，使得进口和出口彼此平衡，这样既能避免经济发展受到影响，又能减小经常项目的顺差。

5. 发展国内的外汇市场，进一步完善我国的汇率制度和汇率形成机制，使得人民币汇率能够慢慢恢复到适度水平，从而人民币升值压力得以缓解。

(作者单位：武汉大学经济与管理学院金融系)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融   2.0



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦