

改进货币统计与货币层次划分的研究

彭兴韵 包敏丹*

内容提要 货币统计与货币层次的划分对中央银行的货币政策具有重要的影响。本文首先分析了货币定义的不同方法及其理论渊源,然后介绍了各主要国家在货币统计与货币层次划分的实践。本文认为,商业银行表外业务的创新也创造了很多具有支付功能的金融工具,按照金融工具持有者的资产流动性或发行者的负债流动性原则来定义货币和划分货币层次,已经有些不合时宜。因此,货币统计与货币层次的划分要以一项金融工具是否具有支付或结算功能为依据,从而扩大货币统计的范围。最后,本文研究了中国金融创新对货币统计与货币层次划分的影响,并提出进一步改进的建议。

关键词 货币统计 货币层次 金融创新

1994年中国开始货币统计与货币层次的划分之后,货币供应量便成了中央银行货币政策的中介目标变量。然而,近年来,以货币供应量为中介目标变量的货币政策操作框架日益受到了人们的质疑(夏斌、廖强,2001;陈浩、唐吉平,2004)。这主要是因为,金融创新对原有的货币统计及货币层次的划分带来了越来越大的影响,并进而对货币政策操作带来相当大的冲击。为了更好地研究和完善金融创新环境中的货币政策操作,改进货币统计与货币层次的划分显然是非常必要的。

本文的结构安排如下:第一部分介绍了两种不同的货币定义方法,并对其理论根源进行了深入探讨;第二部分则介绍了实践中的货币统计与货币层次的划分,指出了传统货币层次划分中的缺陷及进一步改进的原则;第三部分具体分析了金融创新与金融市场的发展对中国现行的货币统计及货币层次划分所带来的冲击和挑战,并据此提出了进一步改进货币统计与货币层次划分的建议。

一 货币定义方法及其理论根源

在经济学里,对货币不同的定义方法,会导致对货币统计范畴的极大差异。因此,研究货币统计,首先需要弄清货币的不同定义方法及其内涵。从理论上说,对货币的定义和度量有两种基本方法,即归纳方法和经验分析方法(梅耶,1990,中译本)。

归纳方法在界定什么是货币时,侧重于货币能够区别于其他事物的特质。在传统上,人们通常认为,

* 彭兴韵:中国社会科学院金融研究所 北京市建国门内大街5号 100732 电子信箱:casspxy@sohu.com;包敏丹:南京师范大学教育科学学院 南京市宁海路 210097 电子信箱:bmd111@sohu.com。

交易媒介是货币最重要的功能,它区别于其他事物从而成为货币最根本的特质。如果某种东西能普遍被人们接受而成为交易媒介,就将其划为货币的范畴。因此,归纳方法将货币狭义地界定为交易媒介。

对宏观经济政策而言,货币定义的归纳方法主要考察货币变动与物价之间的关系,其理论基础可以追溯到费雪的交易货币数量论。费雪在1911年出版的《货币购买力》一书中提出了货币需求的费雪方程。若以 P 表示价格水平, T 表示实物总产出, V 为货币流通速度, M 为货币总量,则有如下等式关系:

$$M \cdot V = P \cdot T$$

费雪方程式表明,货币存量与货币流通速度之积,必与名义收入相等。费雪认为,货币流通速度是由习惯、制度、技术等因素决定的,在短期内可视为一个常量。因此,当货币存量 M 发生变化后,名义收入就会同向等比例地发生变动。费雪那个时代的古典经济学家认为,工资和价格具有完全灵活性,总能够实现经济均衡的自动调节,使经济始终处于充分就业状态,所以实际产出 T 的变动也很小。这样,货币数量的变动会引起物价总水平的等比例同向变动。

在费雪之后的剑桥大学经济学家马歇尔和庇古等认为,人们之所以愿意持有货币,是由于货币具有交易媒介和价值储藏的职能。与费雪一样,他们认为,货币需求与交易水平正相关。他们还认为,财富水平也会影响人们的货币需求,随着财富的增长,对货币的需求也会增加。以 M_d 表示货币需求量, P 和 T 分别表示物价水平和真实产出, K 为货币需求比例,则剑桥方程式可表示为:

$$M_d = K \cdot P \cdot T$$

费雪方程式和剑桥方程式对货币作用的认识有很大不同,因而根据这两种形式上类似实则有很大区别的货币需求理论,会导出不同的货币定义方法。费雪的货币数量方程强调的是货币支付的机械方面,它把货币定义为履行契约的一种交易媒介,而不注重货币的价值储藏职能,所以它是按照归纳方法来定义货币的。剑桥方程式所强调的是影响作为一种资产的货币效用的那些变量,强调货币在资产方面的作用(弗里德曼和施瓦茨,1991,中译本),更加注重货币的价值储藏功能,应该包括像活期存款和定期存款这类的资产,甚至还可以扩大到持有的对其他非存款性机构的资产。

费雪和马歇尔尽管在那些年代对货币职能强调的侧重点出现了差异,因而对货币定义的范围在理论上出现了分野,但对货币层次的划分还没有被提到理论研究的议事日程上来,也没有关于货币存量的统计和货币层次的划分。

1929~1933年的大危机催生了凯恩斯国家干预主义的兴起,强调政府在宏观调控中的重要作用,其理论基础之一就是凯恩斯的货币需求理论明确地界定了人们持有货币的交易动机、谨慎动机和投机动机。与货币需求动机相对应,货币需求就分为交易需求和投机需求。此外,在凯恩斯及其追随者的“储蓄—投资”的宏观经济学里,货币政策对经济与国民收入的影响主要是通过利率渠道来实现的,以凯恩斯主义经济学为理论基础的货币政策操作的中介目标就以利率为主,货币供应量并不占重要的地位。因而货币的统计与货币层次划分的重要性并没有凸显出来。

二战之后西方世界经济形势的变化使凯恩斯主义的宏观经济学陷入非常难堪的境地。在这种情况下,以弗里德曼为首的现代货币数量论异军突起,他们认为影响货币需求的主要因素是恒久性收入、人力财富与非人力财富之比、债券与股票的收益等。更重要的是,现代货币主义者强调货币供应与名义收入之间的相关性,而不是像凯恩斯主义者那样认为利率在货币政策传导中发挥着关键作用。在货币调控上,他们主张实行固定货币供给增长率的货币政策规则。

随着现代货币主义的诞生及其影响日盛,货币统计及货币层次划分的重要性便日益突出。现代货币数量论的奠基人弗里德曼开创了经验货币定义的先驱,他推崇“理论以计量为依据,而不是计量以理论为

依据”。这反映在货币定义问题上,他采取了彻底的工具主义态度,声称:要寻求货币的定义,就不要从原理出发,而要以是否有益于组织我们对经济的认知为依据。在他看来,凡是通过计量验证与 GNP 之间保持稳定关系的金融资产便是货币。

但是,在 1979~1982 年,美国联邦储备银行“货币主义试验”的失败对经验货币定义是一次沉重的打击,原来一些稳定的相关关系都变得不稳定了。弗里德曼声明,不是经验关系不存在,而是金融创新增加了 M_1 的内容,只要按新的统计口径测定货币量,传统的货币产出关系就仍是稳定的(骆玉鼎,2000),货币供应量是货币政策操作最为合适的中介目标变量。

由此可见,经验定义方法把货币定义为与名义国民收入具有很强的相关关系、可以由中央银行加以控制的流动资产或流动资产的集合。这样就形成了中央银行在货币政策操作中,选择中介目标变量时所强调的“可测性”、“可控性”和“相关性”三原则。按照经验方法的定义,除了流通中的现金和活期存款外,货币还包括定期存款以及其他诸如回购协议和货币市场基金等高流动性的金融工具,货币本身也应该随着金融工具的不断丰富而添加新的内容。

二 实践中的货币统计与货币层次划分

(一) 货币统计与货币层次划分在发达经济体中的实践

在货币统计的实践中,最早的货币统计并不是当局出于宏观经济政策上的需求自觉进行的,而是一些理论研究者出于研究的需要开创了货币统计的先河。弗里德曼和施瓦茨在《1867-1960 年美国货币史》中叙述了从美国内战结束到 1960 年近一个世纪以来货币存量的种种变化,研究了造成这些变化的各种因素,同时也分析了货币存量对一些历史事件发展过程所起的反作用。此后,他们又出版了《美国货币统计》一书,在该书中,他们提出了用于估计美国货币量所遵循的具体货币定义的标准和依据,他们所统计的货币包括公众手持的现金及加上经过调整的商业银行全部存款。与他们同时代的另一位货币主义的主要代表人物卡甘也对货币统计做出过贡献,他出版了《1875-1960 年货币存量变化的决定性因素及影响》,在该书中他对货币存量变化的种种原因做了集中的研究,并且对货币量每个决定因素的周期性行为和长期性行为进行了统计分析。可以说,现代货币主义对货币统计做出了卓越的贡献。

在货币主义的影响下,美联储于 20 世纪 60 年代开始进行货币统计与货币层次的划分(王广谦,2003),并于 70 年代将货币供应量作为货币政策的中介目标^①。随后,其他一些市场经济国家纷纷效尤,根据自身金融结构的特征,编制相应的货币统计与货币层次划分的具体范畴。但在货币统计与货币层次划分的具体实践上,并没有一个可供所有国家遵守的成例。从横向看,各国金融结构与金融发展水平参差不齐,各国对货币层次的划分并无统一的界定;从纵向看,自 20 世纪 70 年代以来,广泛的金融创新创造了许多新型的资产,这些资产不仅具有较高的收益,而且还有很高的流动性。加之,随着交易技术和交易制度的发展,各种金融工具之间流动性的差异逐步缩小,同一个国家对货币层次的划分也随着金融创新而不断加以修订和完善。货币统计与货币层次的划分是一个历史的范畴。

在这里,我们以美国和欧盟为例,来看看发达经济体对货币统计和货币层次的划分。

1. 目前,美国对货币层次的划分^②。 $M_1 =$ 通货 + 活期存款 + 其他支票存款; $M_2 = M_1 +$ 小额定期存款 + 储蓄存款 + 货币市场存款账户 + 货币市场基金份额(非机构所有) + 隔日回购协议 + 隔日欧洲美元 +

① 直到 20 世纪 90 年代初,美联储放弃了以货币供应量为中介目标的货币政策操作框架,转而以联邦基金利率作为中间变量。

② 参阅美联储网站:<http://www.federalreserve.gov>。

合并调整; $M_3 = M_2 +$ 大面额定期存款 + 货币市场基金份额(机构所有) + 定期回购协议 + 定期欧洲美元 + 合并调整; $L = M_3 +$ 短期财政部证券 + 商业票据 + 储蓄债券 + 银行承兑票据。

货币层次划分中的合并调整,是为了防止双重计算所作的调整。例如, M_2 中的合并调整减去了由货币市场基金持有的短期回购协议,因为这已经被包括在货币市场互助基金的余额之中。由于资产有某种程度的流动性,因而也有某种程度的“货币性”,美国就根据金融资产“货币性”的高低给予不同的权数,计算出加权货币量。资产流动性越强,越有可能作为交易的媒介,在货币统计时,给予它的权重也会越高。例如,可以签发支票的货币市场基金可在60%的程度上被看做是货币,储蓄存款则在40%的程度上与货币相同。用上述方法得到的货币供应统计指标被称为加权货币总量(米什金,1998,中译本)。

2. 欧洲中央银行在货币统计与货币层次划分方面,较美国有很大的不同,这在一定程度上体现了欧盟与美国金融体系在金融结构上的差异。欧洲中央银行将货币分为狭义货币、中间货币和广义货币三个层次,具体划分如下^①。狭义货币: $M_1 =$ 流通中现金 + 隔夜存款; 中间货币: $M_2 = M_1 +$ 期限为两年以下的定期存款 + 通知期限三个月以内的通知存款; 广义货币: $M_3 = M_2 +$ 回购协议 + 货币市场基金(MMF) + 货币市场票据 + 期限为两年以内的债券。

在这些货币层次中, M_3 是欧洲中央银行重点监测的货币指标。构成 M_3 的回购协议、货币市场基金份额等具有较高的流动性,价格较为稳定,是存款良好的替代品。由于 M_3 中包括了这些金融工具,即便各类流动性资产之间相互转换,也不会使 M_3 的总量发生太大的波动。广义货币比狭义货币的稳定性要高很多,便利了欧洲中央银行对货币供应总量的控制。

(二) 划分货币层次的传统标准及其缺陷

无论各国在进行货币统计与界定货币层次的划分范围时存在多么大的差异,首要的问题都是要弄清楚货币的发行部门和货币的持有部门。一般而言,各国的中央银行、存款性金融机构是货币的发行部门,而公众、非存款性金融机构和工商企事业单位为货币的持有部门。从上面对各国货币层次划分的内容中可以看出,不管各类金融工具之间多么千差万别,但在货币发行部门和货币持有部门的二分法中,对它的持有者来说,构成各个层次货币的内容都无一例外地是资产;对它的发行人而言,各个层次的货币又都无一例外地是负债。虽然货币对它的持有者而言都是资产,但它的逆命题却不成立,即并不是所有的资产都可以被划入货币之列。同样并不是货币发行部门所有的负债也都构成货币,商业银行资产负债表中的资本金和应纳税金等也不是构成货币的内容。

一种金融资产(负债)是否属于货币,并不要求具备全部交易媒介、价值尺度、支付手段和价值储藏四个功能,而是重点考察是否具有流动性。这是各国在划分货币层次时所共同遵守的标准。资产的流动性越高,货币性越强;反之,流动性越低,货币性也就越低。由于流通中的现金和活期存款的流动性最高,可以直接用现金和活期存款支票购买商品和服务,所以在统计上它们是货币;构成 M_2 的定期存款、储蓄存款和其他存款的流动性较低,不能直接用于交换媒介,更多的是发挥价值储藏功能,它们只是准货币。

由于在货币层次的划分中各国都是以资产的流动性为标准的,因此,金融工具流动性的变化就会影响货币层次划分的范围。影响金融资产流动性高低的因素是多方面的。首先是发行人的信誉对金融工具的流动性具有非常大的影响。发行人信誉越高的金融工具,在转手时就越容易,金融工具的流动性与发行人的信誉成正比。其次,金融工具的流动性与它的偿还期成反比,偿还期越长,流动性越低。最后,金融交易技术与金融市场的发达程度也会影响资产的流动性。在统一的金融市场建立起来之前,寻求交

^① 参阅欧洲中央银行网站: <http://www.ecb.int>。

易双方的信息搜集成本非常高,因此金融工具的流动性就很低,统一和高度信息化的金融市场的建立发展,极大地提高了金融工具的流动性。随着金融交易技术与统一金融市场的发展和完善,金融工具的流动性得到了不断增强,因此,它们也具有了更强的“货币性”(彭兴韵,2003)。随着金融交易制度和交易技术的不断发展,新的金融工具层出不穷,世界各国对货币的统计口径和各个货币层次所包含的内容都随着实践的发展而不断地修订。

正因为如此,无论哪个国家,各个层次的货币所包含的具体内容并不是始终如一的,而是随着新的金融工具的出现,改变了原来的资产流动性结构而得以完善。以美国为例,在美国最早的货币统计与货币层次的划分中,并不包括像货币市场基金和回购协议等这样的金融资产(或负债)。但是,20世纪70年代,为了规避Q条例对存款利率施加的限制,市场利率的上升催生了货币市场基金。货币市场基金的高流动性和高收益,使大量的资金开始从商业银行或储蓄机构转入货币市场基金,导致了美国越来越严重的脱媒现象。有很多高流动性的货币市场基金还可以直接签发支票,用于商品和服务交易的结算,因而它事实上成为活期存款的良好替代品。随着货币市场基金和回购协议等规模的持续扩大,美国在20世纪80年代便扩大了货币统计的范围。

我们对各国实践进一步的分析发现,在传统的货币统计与货币层次的划分中,对同一个交易主体而言,构成货币的要么是资产,要么是负债。在同一个交易主体的资产负债表中,不能将一部分资产计为货币,同时又将一部分负债计为货币。例如,在商业银行的资产负债表中,能够计入货币的只是资产负债表中负债方的活期存款和定期存款等负债项目,而它发放的各种贷款等资产就不能被统计到货币当中。同样,对非金融企业而言,能够计入货币的,只是公众手中持有的现金资产,或者是在商业银行的存款资产,但公众从商业银行获得的贷款就不能计入货币统计中。另外,计入货币统计中的货币只能是“真实负债”或“真实资产”,或有负债与或有资产也没有被纳入货币统计的范畴之中。

然而,金融创新的兴起,使这种只能在资产负债表的要么资产项下的真实资产,要么负债项下的真实负债的统计方法显得不那么完整了。但是,这些资产负债活动的扩张,对物价和真实GDP都会带来非常大的影响。货币最基本的职能就是交易媒介,因此,凡是能够在一定范围内作为交易媒介的金融工具,比那些更主要是充当价值储藏职能的金融工具的“货币性”更强。例如,作为流通手段而言,像诸如银行承兑汇票和信用卡循环信用额度等金融创新,就使得全社会在现金和可直接用于支付结算的活期存款之外,增添了新的支付与结算的工具,它们成了现金与活期存款作为支付结算的良好替代品。信用卡发行人的信用越强,在用于商品或服务消费时,它的可接受性也会越强,因而就越有可能作为交换的一般等价物被人们接受。同样承兑银行的信誉越卓著,它承兑的汇票也就越有可能作为企业间商品和服务贸易的结算工具,其交易媒介的功能也就越强。但是,信用卡提供的循环信用额度和银行承兑并不是商业银行的表内业务,而属于商业银行的表外业务,按照资产负债原则来统计货币,这两项都无法计入货币统计之中。随着信用卡和银行承兑汇票的规模越来越大,通过它们媒介的商品和服务贸易所占的比重也越来越高,因而对物价水平,并进一步对经济增长的影响力也越来越大。这正是金融创新使得原来的货币供应量与货币政策最终目标之间的相关性逐渐减弱的一个重要原因。

我们认为,货币统计与货币层次的划分,首先应该遵从货币与其他金融资产或负债之间职能的差异。一种金融工具越有可能作为交易的媒介或支付结算的手段,那么,它的“货币性”就越强,应该被统计到更高层次的货币当中,不管它是银行的负债业务还是表外业务。就此而论,本文在界定什么是货币时,似乎更倾向于归纳定义方法。其次则按照金融工具流动性的大小来划分货币层次,即流动性越高的金融工具,它的货币性就越强;反之,流动性越低的资产,它更多是发挥价值储藏的职能,人们持有它主要是当做

一种投资。因此,主要目的是为了获取未来更高收益的“投资性”金融资产,将较少作为交易的媒介,其货币性也会越弱。本文特别强调,在改进货币的统计口径时,应当突破传统商业银行资产负债业务的范围,一些表外业务活动创造的具有很强的“支付性”和“结算性”的工具,也应当被统计到货币当中去,而且应当视为更高层次的货币范围。

三 中国金融结构变动对货币统计与层次划分的冲击及进一步的改革

(一) 中国货币统计与货币层次划分的实践

改革开放后很长一段时期里,由于中国实行的是以信贷规模控制为主的金融直接控制,中国没有进行相应的货币统计和货币层次的划分。这种状况一直持续到了1994年。从这一年起,中国人民银行开始探索以货币供应量为中介目标的新的货币调控体系。直到现在,货币供应量仍然是中国货币政策中介目标变量。中国是从中央银行和商业银行的负债中进行货币统计的,同样按照流动性的高低将货币总量划分了三个层次。

中国对货币层次的具体划分如下: $M_0 =$ 流通中的现金; $M_1 = M_0 +$ 单位活期存款; $M_2 = M_1 +$ 单位定期存款 + 储蓄存款 + 其他存款。

1994年,中国在确定货币统计口径与货币层次的划分时,还没有开始真正意义上的金融市场化改革。国有商业银行主导了中国的金融结构,金融市场还处于高度的抑制状态,因而,那时金融工具的结构也非常单一化,除了现金和在银行的存款外,几乎不存在可以公开流通和交易的有价证券。在这样的金融结构下,中国对货币统计的口径和货币层次的划分,仅限于现金和存款就不足为奇了。随着中国资本市场的快速发展,各类公开证券市场的金融工具越来越多,它们对货币供应与物价之间的相关性带来了相当大的冲击(彭兴韵,2003)。

(二) 中国金融创新与金融发展对货币统计与货币层次划分的冲击

自1997年以来,中国的金融市场得到了快速发展,各种新的金融工具层出不穷。在单一金融结构下确定的货币统计口径和货币层次的划分,显然与多元化的金融结构不相适应。为了提高货币政策的效率,使货币统计口径与货币层次的划分能够及时反映金融结构的变化和金融创新对货币需求方面的影响就变得至为关键。

1. 借记卡与信用卡。1994年,中国银行业的电子化水平还比较落后,绝大部分居民活期存款必须先向银行提出现金后才能进行支付,因而,以银行借记卡进行结算的交易量也很小。在1994年的货币层次划分中,狭义货币 M_1 中不包括银行借记卡项下的个人人民币活期储蓄存款,而是统计在广义货币 M_2 中。随着中国银行业电子装备水平的提高,银行卡的品种越来越丰富,发行量也大幅增加。同时由于POS机的大量增加和“金卡工程”的实施,借记卡和信用卡在人们消费与服务的支付中发挥着越来越重要的作用。据统计,从1985年中国银行发行国内第一张银行卡到2004年6月底,中国已发行银行卡7.14亿张,684个城市实现银行卡联网通用。银行卡特约商户接近30万家。2003年全国通过银行卡实现的交易总额达到18万亿元。2003年,全国银行卡跨行交易总额达12亿元,交易金额为3801亿元^①。可见,银行借记卡下的活期存款越来越多地被用作支付和结算的工具,对物价水平的影响也越来越大。鉴于此,应该把银行借记卡下的活期存款记入更高层次的货币统计之中。

^① 资料来源于中国人民银行(2003):《关于修订中国货币供应量统计方案的研究报告》和《修订我国货币供应量统计的背景》,中国人民银行调查资料。

除了借记卡之外,银行信用卡的发展也对现行的货币统计与货币层次的划分带来了冲击。与借记卡不同的是,商业银行一般会向信用卡的持有者提供一定的循环信用额度,不必让持卡人预算在信用卡中存入一定的活期存款后,才能用作支付和结算。例如,商业银行向持卡人提供1万元的信用额度,持卡人便可享受相应金额的商品和服务的消费。但是,信用卡的信用额度并不直接计入商业银行的资产负债表中。只有当持卡人通过信用卡消费了1万元的商品或服务时,才在商业银行资产负债表的资产方增加1万元的信用卡贷款。如果不将个人信用卡额度计入货币统计之中,势必造成对社会购买力的低估^①。

2. 银行承兑汇票。银行承兑汇票是指由收款人或承兑申请人开出,并向开户银行申请,经银行审查同意承兑的商业汇票。银行承兑汇票,经过银行承诺付款后,银行负有到期无条件支付票款的责任。从本质上讲,银行承兑是一种担保行为,对承兑银行而言,在承兑期间,它只是一种或有负债,并不直接计入商业银行的资产负债表中,因此,按照商业银行资产负债表的负债来统计货币,银行承兑并不能算做货币。但是,银行承兑汇票作为企业间贸易的支付手段和结算工具,实际上使得全社会中一部分商品的交易并没有以法偿货币为交易的媒介,银行承兑汇票的规模越大,以货币为媒介的企业间商品交易规模就会越少。商业银行的信誉越高,受到国家的隐含担保越强,商业银行开出的银行承兑汇票的可接受性也会越强,因而越有可能作为交换的媒介,货币性也就越强。

1995年以后,中国银行承兑汇票作为货币市场上一项重要的融资手段和信用工具得到了长足发展,2004年企业累计签发商业汇票33794亿元。这意味着,2004年中国至少有33794亿元的企业间商品交易不是通过现金或活期存款结算和支付的,这与当年GDP之比达25%强。由于银行承兑汇票可以作为企业经济交易中购销双方的直接结算工具,它事实上替代了现金和支票,作为交易的媒介。随着银行承兑汇票的发展,简单地监测现金和传统货币统计量与物价之间的关系已经不合时宜。为反映银行承兑汇票对物价和企业间商品交易的影响,同样应当将银行承兑汇票的余额计入到更高的货币层次之中。

3. 债券回购协议。1997年之后,中国的债券回购市场得到了快速发展,债券回购交易成了中国货币市场占绝对主导地位的交易品种。到2004年,银行间债券回购交易量达到了93400亿元,交易所回购交易量达到了47053亿元。债券回购协议通常交易期限较短,是具有高度流动性的金融资产。现在,包括商业银行、保险公司、财务公司、证券公司、证券投资基金管理公司以及外资银行在华分行等各类金融机构都可以参与银行间债券回购交易。非金融企业通过结算代理行也可以在债券市场进行现券买卖和回购交易。债券回购市场已成为中国金融机构以及一些非金融机构进行流动性管理和获取流动性资金的重要场所(李扬、彭兴韵,2001)。

但是,并不是所有未到期的债券回购协议都可以计入货币统计的范围。非存款性金融机构和工商企业之间相互持有的债券回购协议未清偿余额就不能统计到货币之中。这是因为,交易的一方持有的债券余额减少的同时,另一方的存款额会增加。若将它们未清偿的回购余额和存款都计入货币统计,会造成货币供应量的重复计算。同样,如果是非存款性金融机构和工商企业通过正回购从存款性金融机构获得资金,一方面会使存款性金融机构持有的债券余额增加,另一方面也会使正回购方的存款余额增加。在这种情况下,若将回购余额和存款都计入货币统计,也会造成货币供应量的虚增。只有存款性金融机构通过正回购的方式从非存款性金融机构和工商企业融券回购的交易余额才应被纳入货币统计的范围。

4. 短期政策金融债券与短期政府债券。短期政策金融债券是由政策性银行向金融机构发行的、期

^① 虽然商业银行也向企业提供信用额度,但不能将它计入货币统计中,因为获得受信的企业在得到银行的贷款后,往往又直接存入该企业在银行的存款账户上。因此,企业获得贷款的同时,其存款额也增加了。企业存款已被统计到货币之中,不应当将银行对企业提供的信用额度再计入货币统计之中。

限在1年以下(含1年)的金融债券。1994年成立国家开发银行、中国进出口银行等政策性银行之后,它们的重要资金来源之一就是发行政策性金融债券。由于中国的政策性银行是以国家财政为后盾的金融机构,它实际上可以视为政府机构债,不仅信用风险低,而且还有较强的流动性。2003年,共发行了期限在1年以下的政策性金融债券1200亿元,到2003年末,中国各种短期政策金融债券余额近600亿元。^①目前,短期政策金融债券已是中国银行间市场和公开市场上一种重要的交易品种。随货币市场的不断完善,短期政策金融债券的发行和交易量都将会越来越大,成为中国金融体系中一个重要的金融工具。

但是,并不是政策性银行发行的所有政策性金融债券都可以计入更广义的货币范畴。由于中国政策性金融债券的发行对象中有很大一部分是存款性金融机构,而由存款性金融机构所持有的政策性金融债券就不应该被纳入货币统计的范畴,应当计入更广义货币的是非存款性机构持有的政策性金融债券,其中的道理与回购协议一样。举一个简单的例子。假设商业银行购买了1000万元的政策性金融债券,对它的资产负债表的影响是,资产方债券增加了1000万元,同时资产方的准备金也会相应地减少1000万元,但对它的负债项没有任何影响。这样,将商业银行持有的政策性金融债券余额计入货币统计之中,同样会造成重复计算。相反,若是由非银行企业购买的这1000万元政策性金融债券,对其资产负债的影响是,资产方债券增加了1000万元,同时资产方存款减少了1000万元。假设该企业是在A银行开设的存款账户,这又会进一步对A商业银行的资产负债表造成相应的影响,大致是资产方准备金减少1000万元,负债方企业存款减少1000万元。若不将非银行企业购买的政策性金融债券计入货币统计之中,同样会造成货币统计不全的后果。

同理,由非银行金融机构持有的短期政府债券也应当计入更广义的货币统计之中。

5. 托管类金融资产。虽然中国基金管理公司管理的基金资产总规模还比较小,但发展非常迅速。1998年底证券投资基金规模为120亿元,2003年底发展为近2000亿元,年均增长速度达到82.1%。随着证券投资基金的快速发展,基金管理公司在银行托管的存款余额也不断增长,2003年末证券投资基金管理公司在银行的存款余额达到了124亿元。除了债券和股票投资基金外,中国的货币市场基金也开始崭露头脚,虽然货币市场基金相对于数以10万亿元的储蓄存款和数千亿元的债券而言,规模还相当小,但未来中国将以基金业发展为主流方向。货币市场基金同银行活期存款的流动性没有太大的差异。因此,应当将货币市场基金纳入货币统计中。

6. 住房公积金存款。20世纪90年代初以前,中国仅有一些地区进行了城镇住房改革,大部分地区并没有开始实施。住房公积金的设立情况也与住房改革大体类同,因此1994年在界定货币供应量统计时没有将其纳入货币统计之中。但是,随着住房制度改革的深入以及住房公积金缴交率的上升,近几年来,中国住房公积金的规模迅速扩大,到2004年末全国职工及所在单位缴存的个人住房公积金存款余额超过了4893.5亿元。住房公积金作为居民的一部分金融资产,虽然它的流动性较低,但依靠公积金贷款抵押的购房者越来越多,住房公积金实际上为社会创造了相当一部分的购买力。我们应当将住房公积金当作一项更广义的货币来看待。

7. 金融机构的外币存款。金融机构外币存款是指国内企事业单位和个人存放在中国境内金融机构的各种外币存款。20世纪90年代初以前,中国银行外币存款量较小,因而货币统计仅限于本币,银行的各项外币存款没有包括在货币供应量统计之中。1994年以来,中国境内金融机构的外币存款增长迅速。到2004年10月末,中国金融机构的外币存款余额(不包括境外存款)达到了1585亿美元,折合人民币为

^① 资料来源于中国债券信息网:<http://www.chinabond.com.cn>。

13 108 亿元,与居民储蓄存款余额之比超过了 10%。^①

外币存款是个人和企事业单位拥有的具有较高流动性的金融资产,能直接影响他们的投资和消费。尽管外币存款在中国市场不能直接进行支付交易,但由于中国外汇市场已有相当发展,外币存款可以方便地转化为人民币现钞和存款,已经具有很高的流动性。此外,在中国经济发达的沿海地区,事实上存在着一定程度的多币流通,如在深圳,港币也可以直接用做支付。随着中国人民币资本项目管制的放松以及金融经济全球化的加深,外币存款余额以及它在金融资产中所占的比重都会越来越高,无论是对总需求还是对货币政策的影响都会越来越大。因此,应当将外币存款统计到更广义的货币范畴之中。

(三)改进中国货币统计与货币层次划分的具体建议

以上对中国金融创新和金融结构的变化对货币统计与货币层次的划分所带来的影响进行了分析。如何将上述金融资产(负债)纳入到货币统计中,它们应当被归于哪一个层次的货币,显然是一个急需解决的理论与实践问题。我们认为,首先,货币统计与货币层次的划分,应该遵从货币与其他金融资产或负债之间职能的差异。一种金融工具越有可能作为交易的媒介或支付结算的手段,那么它的“货币性”就越强,就应该被统计到更高层次的货币当中。其次,按照金融工具流动性的大小来划分货币层次。我们还可以做进一步的区分,流动性越低的资产,它更多是发挥价值储藏的职能,人们持有它主要是当作一种投资,主要目的是为了获取未来更高收益的“投资性”金融资产,其货币性也会越弱,越较少作为交易的媒介。

依据这两个标准,我们认为,中国的货币供应统计及货币层次的划分应该如下: M_0 = 流通中的现金; $M_1 = M_0 +$ 个人信用卡循环信用额度 + 银行借记卡活期存款 + 银行承兑汇票余额 + 企业可开列支票活期存款; $M_2 = M_1 +$ 个人非银行卡下的活期存款 + 机关团体存款 + 农村存款; $M_3 = M_2 +$ 企业定期存款 + 居民人民币定期储蓄存款 + 其他存款(信托存款、委托存款、保证金存款、财政预算外存款) + 外币(折合人民币)存款; $M_4 = M_3 +$ 货币市场基金份额 + 非银行金融机构回购协议 + 非银行企业持有的短期政府与金融债券 + 住房公积金存款。

参考文献:

- 陈浩、唐吉平(2004):《货币供给性质的重新认识——基于修正的 IS-LM 模型的理论思考》,《金融研究》第 3 期。
- 弗里德曼、施瓦茨(1991,中译本):《美国和英国的货币趋势》,中国金融出版社。
- 李扬、彭兴韵(2001):《货币市场:理论与实践》,《中国货币市场》第 1、2 期。
- 骆玉鼎(2000):《信用经济中的金融控制》,上海财经大学出版社。
- 米什金(1998,中译本):《货币金融学》,中国人民大学出版社。
- 梅耶(1990,中译本):《货币、银行与经济》,上海三联书店、上海人民出版社。
- 彭兴韵(2003):《金融学原理》,三联书店(北京)。
- 王广谦主编(2003):《20 世纪西方货币金融理论研究:进展与评述》,经济科学出版社。
- 夏斌、廖强(2001):《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标》,《经济研究》第 8 期。

(截稿:2005 年 7 月 责任编辑:李元玉)

中国社会科学院世界经济与政治研究所网站 <http://www.iwep.org.cn/> 制作

^① 资料来源于中国人民银行:《2004 年中国房地产金融报告》,中国人民银行网站。