

# 流动性过剩的测量、根源和风险涵义

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-外国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 测量 国际收支失衡 风险

## 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,这些变化在近几年里异常之快”。<sup>①</sup> 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。<sup>②</sup> 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  $M_0$ 、狭义货币供应量  $M_1$ 、广义货币供应量  $M_2$  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?

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

\* 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。

① 引自《新帕尔格雷夫经济学大词典》,第3卷,第229页,Liquidity 词条(经济科学出版社1996年版)。

② 引自 Wikipedia, [http://www.en.wikipedia.org/wiki/Market\\_liquidity](http://www.en.wikipedia.org/wiki/Market_liquidity)。

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<sup>①</sup>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

<sup>①</sup> 货币供应量与名义 GDP 之间的比率被称为马歇尔 K 值 (Marshallian K)。

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。从图 1 可以看出,美国的狭义货币与名义 GDP 比率( $M_0/GDP$ 、 $M_1/GDP$ )从 2000 年以来并未出现明显增长, $M_2/GDP$  指标甚至低于 20 世纪 70 年代初期的水平,但  $M_3/GDP$  和国内信贷与 GDP 的比率从 2000 年以来出现了显著增长,均达到 1971 年以来的历史最高水平。其中  $M_3/GDP$  从 1999 年的 71% 上升到 2002 年的 82%,在随后几年里一直保持在 80% 以上。国内信贷与 GDP 的比率从 1999 年的 84% 上升到 2006 年的 98%。

从图 2 可以看出,相比于美国,近年来日本存在更为显著的流动性过剩。第一,日本经济的货币化程度更高,2005 年  $M_2/GDP$  达到 144%, $M_3/GDP$  达到 230%,而同期美国的相关指标仅为 54% 和 82%。第二,日本的各项货币与 GDP 比率指标近年来均出现一定程度的增长。尤其是狭义货币与 GDP 的比率( $M_0/GDP$ )从 1999 年的 48% 上升到 2005 年的 79%,年均增长率超过 5%。第三,国内信贷与 GDP 比率从 1996 年的高点(261%)跌落后,在 1998 年出现较大幅度反弹,随后一直保持在 240%~250% 的区间内。

近年来欧元区并不存在显著的流动性过剩。无论是货币与 GDP 的比率,还是国内信贷与 GDP 的比率,都以平稳的速度缓慢增长(图 3)。

从以上分析中可以得出的结论是,在全球主要发达国家中,美国和日本自 2000 年以来存在一定程度的流动性过剩,美国的国内信贷与 GDP 的比率在该时期内显著增长,日本的狭义货币与 GDP 的比率同期内

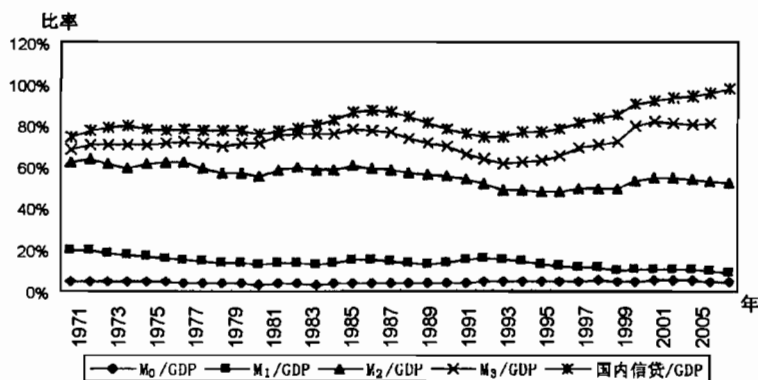


图 1 美国的货币与 GDP 比率  
资料来源:IMF 国际金融统计数据库。

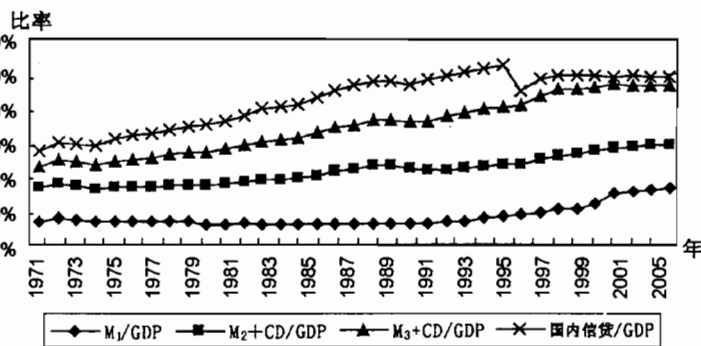


图 2 日本的货币与 GDP 比率  
资料来源:IMF 国际金融统计数据库。

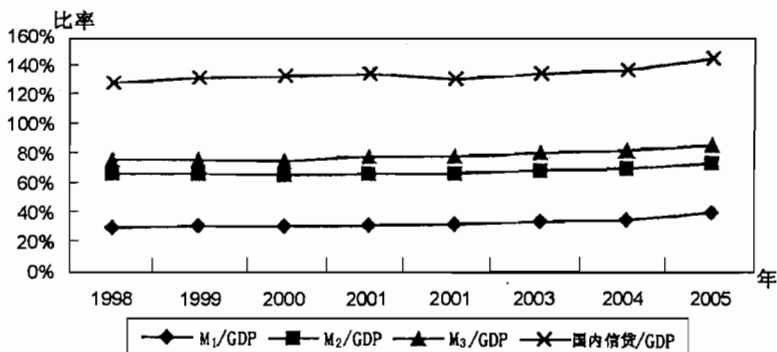


图 3 欧元区的货币与 GDP 比率  
资料来源:IMF 国际金融统计数据库。

显著增长。而所有的货币或信贷与 GDP 的比率均表明,同期内欧元区国家并不存在显著的流动性过剩。

2. 东亚新兴市场经济体。从狭义货币与 GDP 的比率来看(图 4),自 2000 年以来增长较快的经济体包括中国台湾和中国香港。中国的  $M_1$  与 GDP 比率从 1997 年开始逐渐上升,韩国的  $M_1$  与 GDP 比率从 1999 年开始显著上升,但是这两个国家的狭义货币与 GDP 比率从 2002 年开始处于比较稳定的水平。新加坡、泰国、马来西亚和印度尼西亚的狭义货币与 GDP 比率从 20 世纪 90 年代以来一直处于非常稳定的状态。

从广义货币与 GDP 的比率来看(图 5),自 2000 年以来增长较快的经济体包括中国香港(从 1999 年的 278% 上升到 2006 年的 344%)、中国台湾(从 1999 年的 184% 上升到 2006 年的 223%)、中国(从 1999 年的 134% 上升到 2006 年的 165%)和马来西亚(从 2002 年的 100% 上升到 2006 年的 125%)。韩国的  $M_2$ /GDP 在东亚危机爆发后的两年内迅速上升(从 1996 年的 96% 上升到 1998 年的 132%),但随后有所回落并稳定在 120% ~ 130% 的区间内。新加坡的该指标近年来保持稳定,而泰国和印度尼西亚的该指标从 2000 年以来甚至出现了持续小幅下降。

从国内信贷与 GDP 的比率来看(图 6),自 2000 年以来增长较快的经济体包括中国台湾(从 2002 年的 149% 上升到 2006 年的 168%)和韩国(从 2004 年的 136% 上升到 2006 年的 155%)。中国的该指标在 2001 至 2003 年期间显著增长(从 121% 上升到 152%),但此后逐渐回落。近年来马来西亚的该指标呈现缓慢上升态势,而新加坡、泰国和印度尼西亚的该指标甚至出现持续小幅下降。

综上所述,在东亚新兴市场中,

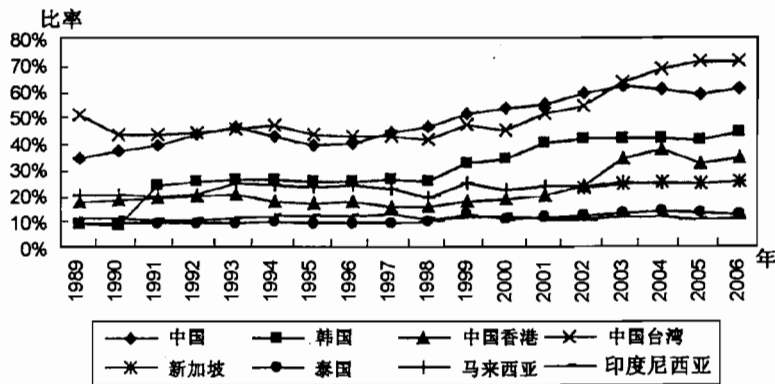


图 4 东亚经济体的  $M_1$ /GDP

资料来源:亚洲开发银行数据库。

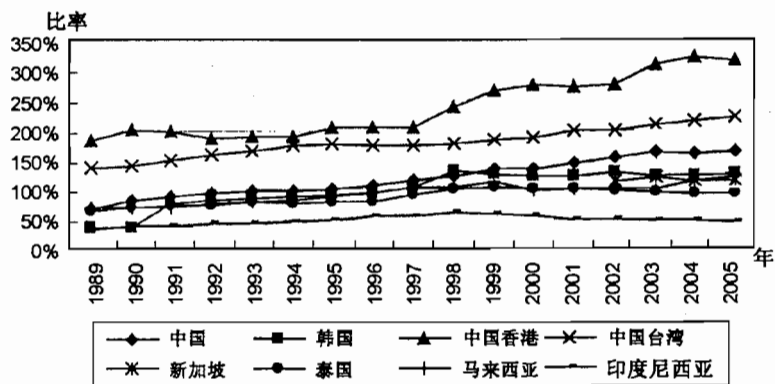


图 5 东亚经济体的  $M_2$ /GDP

资料来源:亚洲开发银行数据库。

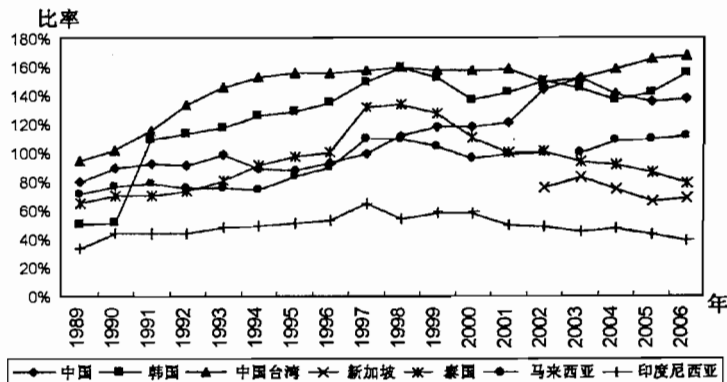


图 6 东亚经济体的国内信贷与 GDP 的比率

说明:中国香港的国内信贷数据缺失,因此难以判断该地区国内信贷与 GDP 比率的走势。

资料来源:亚洲开发银行数据库。

中国台湾和香港地区近年来存在显著的流动性过剩,中国、马来西亚和韩国近年来存在一定程度的流动性过剩,而新加坡、泰国和印度尼西亚不仅不存在流动性过剩,而且还出现了流动性下降的趋势。

3. 石油输出国。我们选取了 OPEC 成员国沙特阿拉伯和非 OPEC 成员国俄罗斯为代表。沙特阿拉伯从 2000 年以来,无论是狭义货币与 GDP 的比率,还是广义货币与 GDP 的比率,都处于比较稳定的水平,国内信贷与 GDP 的比率从 2005 年起甚至显著下降(图 7)。这说明沙特并不存在流动性过剩。从图 8 可以看出,俄罗斯的狭义货币与 GDP 比率自 2000 年以来增长较为缓慢,广义货币与 GDP 比率自 2000 年以来增长较快(从 2001 年的 18% 上升到 2006 年的 34%),而国内信贷与 GDP 的比率从 2004 年起有所下降。

从以上分析中得出的结论是,石油输出国从整体上而言并不存在显著的流动性过剩(尽管广义货币与 GDP 的比率表明俄罗斯可能存在一定程度的流动性过剩)。这与近年来全球石油价格显著上升的现象看似矛盾,事实上却体现了石油美元回流机制的作用,即石油输出国通过石油出口换回的美元甚至还没有转换为本国货币,就以购买外国商品或证券投资的形式回流到美国或其他发达国家。由于石油美元回流机制的存在,对于石油输出国而言,贸易顺差引致的外汇储备增加并没有导致国内基础货币或信贷的相应增长。

## 二 流动性过剩的根源

### (一) 发达国家宽松的货币政策

由于互联网泡沫的破灭,美国经济和全球经济在 2000 年前后陷入衰退,2001 年爆发的“9·11”事件对美国经济更是雪上加霜。为了刺激总需求和恢复经济增长,发达国家在 2001 至 2003 年间普遍实施了宽松的货币政策,包括降低利率和扩大货币供应量。

从图 9 可以看出,从 2000 年第四季度或 2001 年第一季度开始,主要发达国家纷纷进入降息周期。从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月,美联储连续 13 次下调联邦基金利率,该利率从 6.5% 降至 1% 的历史最低水平。由于日本经济在 20 世纪 90 年代陷入衰退,日本央行事实上一直实施零利率政策,日元短期利率在 2000 年之后保持在接近于零的水平上。欧元区的短期利率从 2000 年第四季度的 5.02% 连续下调至 2004 年第一季度的 2.06%。英国的短期利率从 2000 年第三季度的 6.12% 连续下调至 2003 年第三季度的 3.50%。

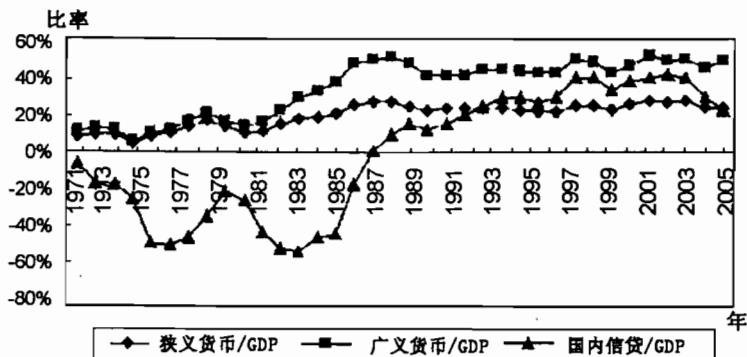


图 7 沙特的货币与 GDP 比率

资料来源:IMF 国际金融统计数据库。

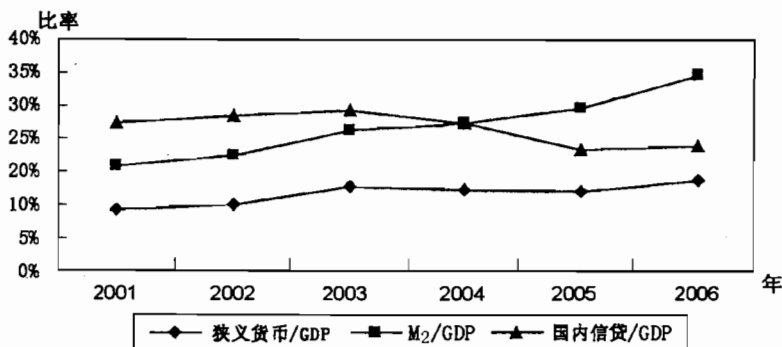


图 8 俄罗斯的货币与 GDP 比率

资料来源:IMF 国际金融统计数据库。

图 10 显示,从 2001 年开始,发达国家的狭义货币指数均有所上升,其中欧元区国家、英国和 OECD 国家整体的狭义货币指数保持了持续增长的趋势。日本的狭义货币指数在 2002 年大幅上升,之后保持稳定。美国的狭义货币指数在 2000 至 2004 年间小幅增长,随后保持稳定。

发达国家国内低利率降低了银行信贷成本和投资机会成本,从而促使发达国家广义货币的迅速增长(图 11)。英国、美国、欧元区国家和 OECD 国家整体的广义货币指数从 2002 年开始均出现显著增长。例如,英国的广义货币存量在 2001 至 2006 年期间增长了 68%,欧元区国家的广义货币存量在该时期内增长了 54%,美国的广义货币存量在该期间内增长了 43%。日本的广义货币指数在该时期内很稳定,说明日元套利交易(yen carry trade)在该时期内扮演了重要角色,日元低利率导致了日本银行海外贷款的增加,而非国内贷款的增加。<sup>①</sup>

(二)东亚新兴市场经济体的经常账户顺差和外汇储备累积

自 1997 年的东亚金融危机以来,从主观而言,东亚经济体更加注重通过经常账户顺差来积累外汇储备,以避免国际收支危机和货币危机重演;从客观而言,东亚经济体内的投资水平在危机时期骤然下降,在很长时间内都未恢复到危机爆发前的水平,东亚经济体普遍存在的储蓄高于投资的现象决定了它们均出现显著的经常账户顺差。虽然一些东亚

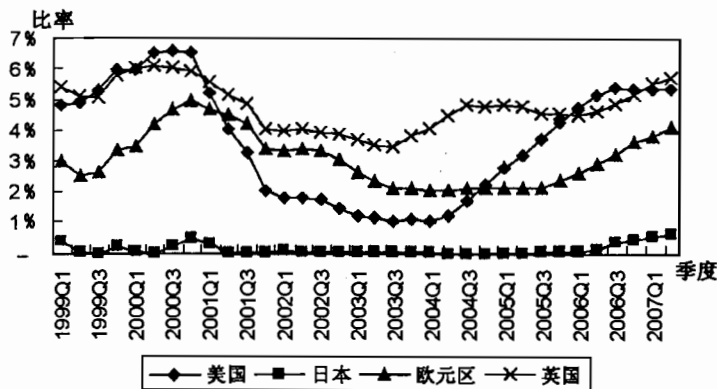


图 9 发达国家的低利率政策

资料来源:OECD 数据库。

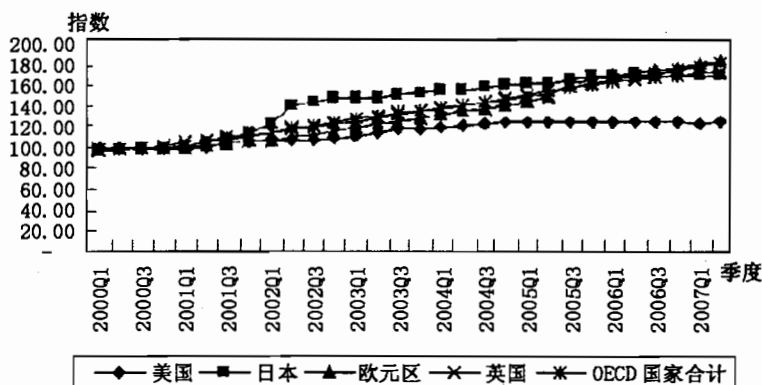


图 10 发达国家的狭义货币 ( $M_1$ ) 指数

说明:假定基期为 2000 年,基期指数值为 100。

资料来源:OECD 数据库。

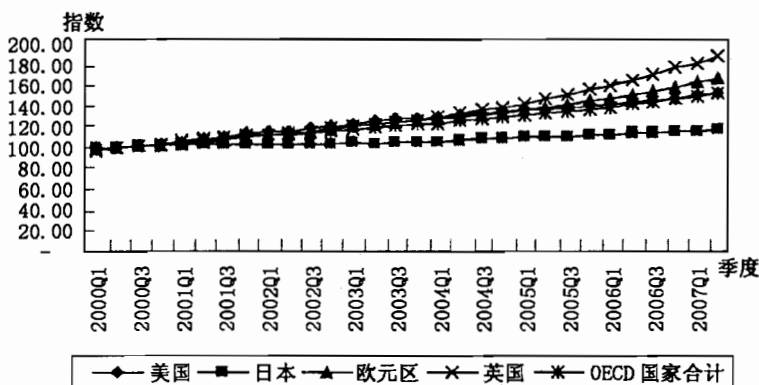


图 11 发达国家的广义货币 ( $M_2$ ) 指数

说明:假定基期为 2000 年,基期指数值为 100。

资料来源:OECD 数据库。

<sup>①</sup> 全球流动性过剩的一大表现就是日元套利交易的兴起。在日本的外国银行的短期借贷从 2004 年 7 月的 2900 亿日元,上升到 2007 年 3 月的 95 000 亿日元(约 800 亿美元),外国银行短期借贷在总借贷中的比例从 2.7% 上升到 42.9% (Becker, 2007)。

经济体在危机后采取了弹性更强的汇率制度,但是鉴于出口拉动经济的重要性,几乎所有东亚经济体都逐渐回归到事实上钉住美元的汇率制度。由于本币相对于美元的汇率不能充分调整,因此东亚经济体的经常账户顺差就转化为不断上升的外汇储备。

图 12 显示,金融危机之前,1992 至 1996 年东亚地区存在经常账户赤字,外汇储备存量也保持很低的水平。从 1998 年开始,东亚地区的经常账户顺差和外汇储备存量水平都出现大幅增长。

对于实施事实上钉住美元汇率制的东亚经济体而言,中央银行累积外汇储备的过程同时也是发放基础货币的过程。尽管中央银行可以通过提高法定准备率、发行短期票据、出售国债、实施货币互换的手段进行冲销,但是冲销由于以下原因将变得越来越缺乏效力:第一,央行缺乏足够的冲销工具;第二,冲销将会推高国内利率,引致更多的资本流入;第

三,冲销的成本越来越高;第四,冲销对缓解一国由外汇储备累积所导致的通货膨胀压力可能不够有效 (Morgan, 2007)。此外, Morgan (2007) 还发现,东亚经济体的冲销政策尽管在国别水平上是有效的,但是在地区整体上是无效的。因此,东亚经济体外汇储备的累积正在导致基础货币激增。如表 1 所示,除中国香港外,其他主要东亚经济体外汇储备存量与狭义货币存量的时间序列相关性均在 0.9 以上,存在显著的正相关。

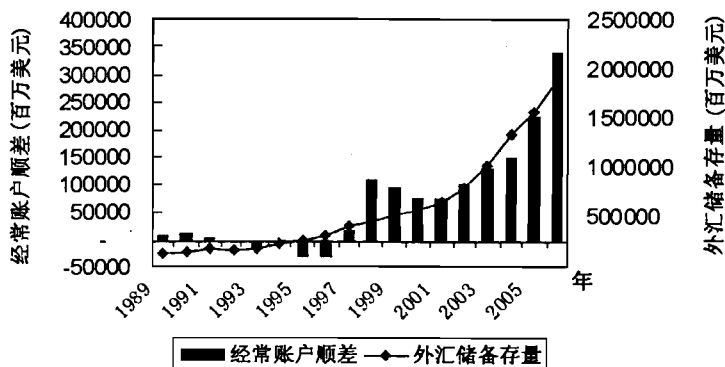


图 12 东亚经济体整体的经常账户顺差和外汇储备累积

说明:东亚经济体群体选取了韩国、祖国大陆与台湾和香港地区、泰国、马来西亚、印度尼西亚等 7 个经济体。其中中国香港两项指标的时间维度均为 1997 至 2006 年,其他国家或地区指标的时间维度均为 1989 至 2006 年。

资料来源:亚洲开发银行数据库。

表 1 东亚经济体外汇储备存量与狭义货币存量的时间序列相关性:1989 ~ 2006 年

	中国	韩国	中国台湾	中国香港	泰国	马来西亚	印度尼西亚
相关系数	0.95	0.96	0.96	0.12	0.93	0.94	0.96

资料来源:原始数据来自亚洲开发银行数据库资料,狭义货币指标选取  $M_1$ 。

### (三)从流动性过剩的传导方式解读当前国际收支失衡

全球流动性过剩是与全球国际收支失衡紧密联系在一起。当前的全球国际收支失衡主要表现为美国持续的经常账户赤字,以及东亚经济体和石油输出国持续的经常账户盈余。Dooley 等(2003)将当前的全球国际收支失衡视为一种新的稳定的国际货币体系,并将它称为复苏的布雷顿森林体系(the revived bretton woods system)。他们的逻辑是,东亚经济体通过出口导向成功地实现了工业化,这是一种成功的发展战略。在该战略的指引下,东亚经济体通过钉住汇率制或者频繁干预的管理浮动汇率制保持本币对美元的低估,从而促进产品出口并通过出口拉动经济增长。东亚经济体源源不断地通过购买美国国债的方式为美国的经常账户赤字融资,使美国能够长期保持经常账户赤字并维持国内市场开放。在这种体系

下,中心国美国得到的好处是能够以低利率为经常账户赤字和财政赤字融资,保证本国居民的高消费;处于外围的东亚经济体得到的好处是能够长期通过出口来拉动经济增长和解决就业问题。东亚经济体从稳定和低估的汇率水平中获得的收益远远超出外汇储备积累带来的成本。因此,当前的国际收支失衡格局符合中心国家和外围国家的长期利益,是富有效率而且能够长期维持的。

“复苏的布雷顿森林体系”一经提出便招致猛烈的批评。Roubini 和 Setser(2005)认为,由于当前的体系对中心货币没有任何约束,缺乏一种在成员国之间分担国际收支调整成本的制度化机制,加上国别货币长期充当中心货币的时代已经一去不复返,因此当前的国际收支失衡只能维持两年左右的时间,到2007年左右将会发生剧烈调整。Goldstein 和 Lardy(2005)认为,“复苏的布雷顿森林体系”甚至不是对当前国际收支失衡的准确描述,它高估了中美双边汇率对中国出口和就业的影响,低估了东亚国家对外汇储备进行对冲的成本,也低估了美国国内贸易保护主义对持续的经常账户赤字的不满情绪,因此,该体系既不能解释过去也不能预测未来。

我们认为,从全球流动性过剩的传导方式来解读当前的国际收支失衡,可以为我们提供一种观察当前国际货币体系的新视角。根据全球流动性的传导方式,我们可以将之划分为位于中心的美国与日本,以及位于外围的东亚国家和石油输出国。中心国家产生并释放流动性,而外围国家吸收流动性,同时将一部分流动性重新注入中心国家。

美国释放流动性的渠道主要是经常账户赤字,在存在经常账户赤字的情况下,为了支付外国商品和服务的净流入,源源不断的美元从美国注入经常账户顺差国。日本释放流动性的渠道主要是日元套利交易,由于日本国内的短期利率接近于零,很多国际机构投资者就从日本银行以很低成本借出日元,兑换成其他货币后,转而投入到高收益的新兴国家资本市场或者美国资本市场。通过持有大量的短期日元债权,日本银行系统向全球市场注入了大量的流动性。

东亚国家和石油输出国通过经常账户顺差获得了大量美元。如果这些美元由企业和居民持有,那么不会对国内流动性造成显著影响。如果这些美元形成中央银行的外汇储备,由于外汇储备的累积过程就是基础货币的投放过程,只要冲销不完全,那么美元的这种用途将会造成顺差国国内流动性增加。

与东亚国家相比,石油输出国通过经常账户顺差获得的美元形成央行外汇储备的比例相对低,这也是为什么东亚国家的流动性过剩程度普遍高于石油输出国的原因。此外,东亚国家和石油输出国的外汇储备,均以很大比例投资于美元计价的美国金融资产。因此,美国通过经常账户赤字输出的一部分美元,又通过出口金融资产的方式重新回流到美国。

余永定(2007)指出,流动性过剩在不同国家之间的传递也可以用政策的溢出效应来解释。例如,在浮动汇率制下,一国的扩张性货币政策将会导致该国利率下降、资本外流、货币贬值和出口增加。面对该国扩张性货币政策的不利影响,其贸易对象国将采取扩张性货币政策加以对应。这样,一国的流动性过剩导致了另一国流动性过剩的发生。

综上所述,美国通过经常账户赤字向全球注入流动性,日本通过日元套利交易向全球注入流动性,而东亚国家通过经常账户盈余和外汇储备累积吸收了全球流动性。此外,美国和日本的宽松货币政策也通过溢出效应导致东亚国家实施宽松的货币政策。如果说流动性过剩将会导致资产泡沫或通货膨胀等不利影响,那么美国和日本就通过释放流动性让其他国家共同分担了国内政策调整的成本,东亚国家和石油输出国通过吸收流动性承担了美日等中心国家国内政策调整的成本。这正是当前国际收支失衡背景下国际流动性传导的本质。



### 三 流动性过剩的风险涵义

根据货币数量方程,流动性过剩是指货币供应量的增长超过了名义产出的增长。因此,流动性过剩必然意味着过多的货币追逐相对有限的产品或资产,而这必然会导致产品或资产价格的迅速上升。流动性追逐产品(包括原材料、中间产品和最终产品)将会导致通货膨胀,流动性追逐资产将会导致资产价格泡沫。只要存在显著的流动性过剩,那么通货膨胀和资产价格泡沫就必居其一。从2000年以后的全球经济基本面来看,迄今为止尚未发生严重的通货膨胀,但全球资本市场均出现了不同程度的资产价格泡沫,这体现为全球股票价格上升、长期无风险利率走低、新兴市场国家主权债和企业债的息差收窄,以及全球房地产市场的价格上升。因此,我们首先分析流动性过剩与资产价格泡沫之间的关系,其次探讨流动性过剩与潜在通货膨胀的关系,最后探讨流动性过剩发生逆转的可能性。

#### (一) 流动性过剩与资产价格泡沫

奥地利学派最早界定了低利率与资产价格泡沫之间的关系。如果市场贷款利率低于自然利息率,<sup>①</sup>那么在过去不能获得融资的边际性投资项目将能够获得融资,这意味着银行信贷开始膨胀,进而导致投资膨胀和资产价格泡沫。然而一段时间之后,这些边际性投资项目将被证明是缺乏效率的,产能过剩将会导致严重和持久的经济衰退以及资产价格下跌。

从理论上将流动性过剩与资产价格泡沫联系起来的是资产结构平衡理论。该理论认为,流动性(货币)也是一种资产,流动性过剩将会导致流动性资产相对于非流动性资产(例如股票和房地产)在金融机构总资产中的比重上升,而这将导致相对价格的重新调整,即流动性资产的价格(利率)下降,非流动性资产的价格上升,金融机构将用持有的流动性去购买非流动性资产,最终完成资产组合的重新配置。

Illing(2001)认为,资产价格泡沫是中央银行针对危机的非对称反应函数所导致的。一旦爆发金融危机,中央银行将会迅速地提供流动性支持。但是在危机结束后,中央银行往往不能及时从市场中抽回流动性,从而推动新一轮的资产价格上涨。回顾美联储在互联网泡沫破灭之后的降息和加息节奏,我们能够明显地发现其反应函数的非对称特征。

更多的文献则是从金融机构经营的微观层面来探讨流动性过剩和资产价格泡沫之间的关系。例如Rajan(2006)指出,低利率和流动性过剩将会增强基金经理的风险偏好(risk shifting),从而增强资产价格泡沫和金融不稳定性。当中央银行提供的流动性非常充足时,对于基金经理而言,平衡投资于非流动性资产和流动性资产的投资策略很可能难以实现合同规定的收益率,他们将不得不集中投资于流动性更低和风险更高的资产,从而推动资产价格上涨。

反过来,资产价格上涨也会进一步强化流动性过剩。Herring和Wachter(2003)指出,房地产价格上升可以通过两种渠道来推动银行信贷扩张。第一,房地产价格上升提高了银行自有资产价值以及房地产抵押物的价值,促使银行提供更多的房地产抵押贷款;第二,在房地产繁荣时期,由于来自风险短视银行的竞争越来越激烈,那些原本谨慎的银行也不得不接受更加宽松的贷款标准,否则其市场份额就可能大幅缩水。Adrian和Shin(2006)认为,大多数商业银行都会追求负债与净资产之间保持一个稳定的比率(目标财务杠杆比率)。资产价格上升将会导致银行的净资产价值提高,因此商业银行将会提高其负债水平,追求更多的借款并用这些借款购买更多的资产。在资本市场繁荣时期,追求目标财务杠杆比率的

<sup>①</sup> 奥地利学派将自然利息率定义为能够在长期内维持整体价格稳定的利率水平。

银行对资产的需求曲线是向右上方向倾斜的,即资产价格上升将会导致银行对资产需求量的上升。

流动性过剩和资产价格泡沫之间存在着显著的相关性。Adalid 和 De-tken(2005)证明,对 18 个 OECD 国家而言,自 20 世纪 70 年代以来,在流动性过剩和总资产价格方面存在着紧密的联系,即使考虑了货币和信贷的内生性之后也是如此。

从发达国家的股票市场指数来看(图 13),这些国家的股票指数在互联网泡沫最为膨胀的 2000 年达到峰值,当互联网泡沫破灭后,全球股票指数在 2001 至 2002 年间一路下滑。受经济复苏和美联储连续下调基准利率影响,各主要发达国家的股票指数从 2003 年开始转跌为升。截至 2007 年第二季度,美国、加拿大和日本的股票指数均显著超过 2000 年的峰值水平,欧元区国家和英国的股票指数也接近或达到该水平。

从发展中大国的股票市场指数来看(图 14),俄罗斯的股票指数上升势头最为明显,从 2001 年第四季度到 2007 年第二季度,股票指数上升了 725%。巴西和印度的股票指数从 2004 年开始显著增长,而中国的股票指数在经历了连续 5 年的阴跌后,从 2006 年起加速上升。

由此得出的结论是,从 2003 年起到现在,全球股票价格上涨和全球流动性过剩密切交织在一起,两者具有较强的相关性。

## (二)流动性过剩与潜在通货膨胀

自 20 世纪 70 年代之后,全球主要发达国家就没有发生过严重的通货膨胀。失业率与通货膨胀之间存在负相关的菲利普斯曲线似乎消失了。很多国家都出现了高增长与低通货膨胀的黄金组合。对此现象的一个主流解释是,来自发展中国家的最终产品在全球市场上的份额越来越大,由于发展中国家的劳动力成本非常低廉,从而压低了全球市场上的制成品价格。另一个主流解释是,越来越多的中央银行开始实施通货膨胀目标制,这种稳定的货币政策规则的普及标志着全球经济已经进入低通货膨胀时代。但是这是否意味着通货膨胀的阴影彻底远离我们了?

答案并非如此。其一,制成品的价格是由能源和初级产品价格、劳动力成本、资金成本共同决定的。从目前来看,全球能源和初级产品价格已经进入一个漫长的上升周期,产业链上游的价格上涨最终必然会传递到制成品价格上来。尽管目前全球流动性过剩的局面决定资金成本相对低廉,但是流动性过剩的

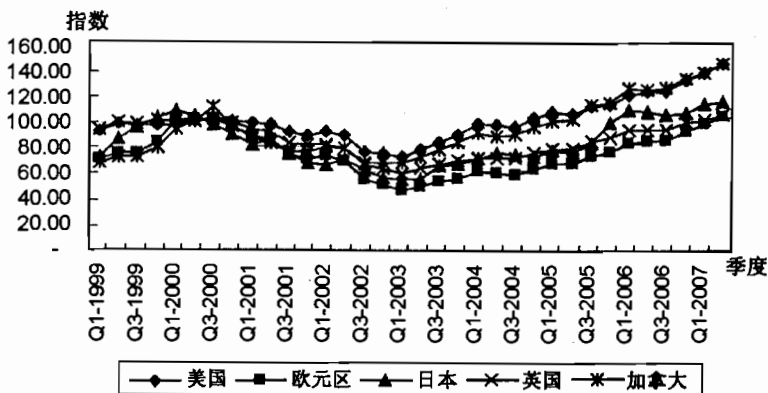


图 13 发达国家的股票市场指数

说明:假定基期为 2000 年,基期指数值为 100。

资料来源:OECD 数据库。

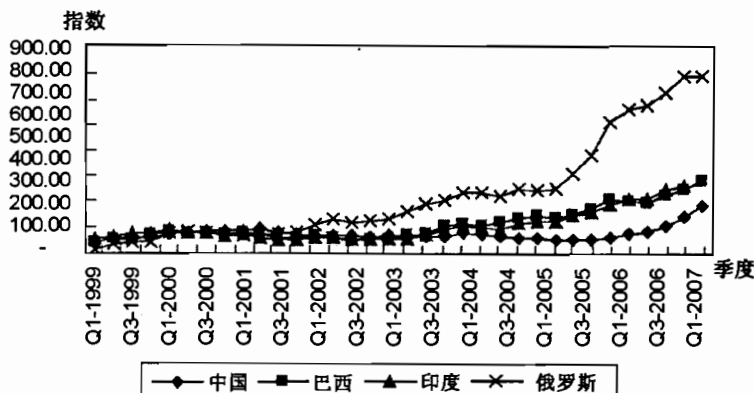


图 14 “金砖四国”的股票市场指数

说明:假定基期为 2000 年,基期指数值为 100。

资料来源:OECD 数据库。

局面未必能够长期维持,正如本次美国次级债危机所反映的那样,突发事件甚至可能造成全球流动性过剩在旦夕之间蜕变为信贷紧缩。因此,全球能源和初级产品市场趋紧以及资本成本的上升将会抵消低廉的劳动力成本。其二,通货膨胀目标制虽然是一种良好的货币政策规则,但是这种规则是否行之有效,要看中央银行是否能够持续履行其承诺。对于一个国家而言,尤其是对一个发展中国家而言,有时候实施财政赤字政策或者征收通货膨胀税的诱惑是难以克制的。而一旦这种政策的动态不一致性为市场所预期,那么通货膨胀目标就可能土崩瓦解。

我们认为,尽管当前的流动性过剩尚未导致严重的通货膨胀,但这并非意味着通货膨胀压力在未来不会显现出来。根据货币数量方程,如果货币供应量增长持续超过名义 GDP 增量,在货币流通速度缺乏弹性的前提下,必然会引起价格上涨。以中国为例,在国际收支双顺差和外汇储备激增导致基础货币供应旺盛的背景下,中国在 2003~2004 年、2004~2005 年、2006~2007 年先后经历了固定资产投资膨胀、房地产价格大幅上升和股票市场价格大幅上升的局面。政府先后对银行信贷、房地产市场和股票市场实施了宏观调控,但是宏观调控只能改变流动性的流向,而不能压缩流动性的规模。宏观调控使得流动性从信贷市场流入房地产市场,从房地产市场流入股票市场,那么下一个市场是否会商品市场?从当前中国 CPI 指数的迅速上扬来看,流动性过剩造成中国全面通货膨胀并不是没有可能。

### (三) 流动性过剩的逆转

流动性过剩是指货币与信贷的过剩。因此,一旦中央银行大幅加息、大幅降低基础货币发行量,或者商业银行大幅缩减贷款,就可能造成流动性过剩的逆转。由于当前大多数机构投资者都体现出杠杆经营的特征,贷款成本的提高或者贷款的提前偿还都将导致机构投资者调整资产组合——即增加流动性资产的比重,降低非流动性资产的比重,这必然造成资产价格迅速下降,引发资产价格泡沫破灭。

最近爆发的美国次级债危机,就为流动性过剩突然逆转的风险提供了一个典型的案例。在 2001 至 2005 年的房地产市场繁荣时期,美国房地产金融机构纷纷为原本不够抵押贷款条件的申请人提供了住房抵押贷款,即次级抵押贷款(sub-prime loan)。截至 2006 年,次级抵押贷款的规模已经占到美国抵押贷款市场总规模的 20%。<sup>①</sup>为了迅速回笼贷款资金,房地产金融机构通过向机构投资者发行 MBS 和 CDO 的方式,对其发放的次级债实施了证券化。在房地产市场繁荣时期,持有次级债证券是风险较低和收益较高的投资选择。全球的商业银行、保险公司、养老基金、共同基金、投资银行和对冲基金均大量持有美国的次级债证券产品。

美联储从 2004 年 6 月开始重新进入加息周期,在短短两年间连续 17 次上调联邦基金利率,这造成美国房地产市场进入下行周期。贷款利率的上升以及房地产价值的下降,造成美国次级债违约率飙升,次级债证券产品的价值大幅缩水,进而引发全球金融市场对所有固定收益产品实施风险重估和价值重估。对于商业银行而言,一方面自身持有的次级债证券价值缩水,另一方面作为对冲基金申请贷款抵押品的次级债证券价值缩水,造成商业银行的表内和表外均出现严重亏损,账面亏损使得商业银行不得不收缩贷款以提高自身流动性。商业银行提前回收贷款以及提高贷款标准的行为,导致市场上原本充裕的流动性在旦夕之间演变为信贷紧缩(credit crunch)。

## 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

<sup>①</sup> 以上数据引自 <http://www.money.cnn.com/2007/02/28/magazines/fortune/subprime.fortune/index.htm>。

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。

#### 参考文献:

- 巴曙松(2007):《流动性拐点正出现开始趋于偏紧》,http://www.business.sohu.com/20070628/n250827175.shtml。
- 余永定(2007):《理解流动性过剩》,《国际经济评论》第7-8期。
- Adalid, Ramon and Detken, Carsten. "Excessive Liquidity and Asset Price Boom/Bust Cycles." <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp732.pdf>, 2005.
- Adrian, Tobias and Shin, Hyun Song. "Money, Liquidity and Financial Cycles." Paper Presented in the Academic Panel at the 4th ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November 2006, 9-10.
- Becker, Sebastian. "Global Liquidity Glut and Asset Price Inflation." *Deutsche Bank Research*, May 2007, 29.
- Dooley, M.; Folkerts-Landau, D. and Garber, P. "An Essay on the Revived Bretton Woods System." *NBER Working Paper*, September 2003, No. 9971.
- Goldstein, Morris and Lardy, Nicholas R. "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity." *Institute of International Economics*, Working Paper Series, March 2005, No. WP 05-2.
- Goueron, Sylvain and Szpiro, Daniel. "Excess Monetary Liquidity and Asset Prices." <http://www.banque-france.fr/gb/publications/ner/1-131.htm>, 3 June 2005.
- Herring, R. and Wachter, S. "Bubbles in Real Estate Markets." *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Chapter 14: 217, MIT Press, 2003.
- Hicks, J. R. *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Oxford University Press, 1967.
- Illing, G. "Financial Fragility, Bubbles and Monetary Policy." *CESIFO Working Paper*, 2001, No. 449.
- Morgan, Peter. "Asia's Liquidity Wave: Implications and Risks." HSBC Global Research, June 2007, 11.
- Polleit, Thorsten and Gerdesmeier, Dieter. "Measures of Excess Liquidity." <http://www.hfb.de/Dateien/2005>.
- Rajan, R. "Monetary Policy and Incentives." Address Given at Central Banks in the 21st Century Conference. 2006.
- Roubini, Nouriel and Setser, Brad. "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006." <http://ideas.repec.org/a/fip/fedfpr/y2005ifebx13.html>, 2005.
- Slok, T. and Kennedy, M. "Factors Driving Risk Premia." <http://ideas.repec.org/p/oec/ecocaa/385-en.html>, 2004.

(截稿:2007年8月 责任编辑:李元玉)