

我国流动性过剩问题的根源及治理对策评价

朱一鸿

(宁波大学 商学院, 浙江 宁波 315211)

摘要:当前我国解决货币流动性过剩的主要手段是存款准备金政策及央行票据的对冲交易。现代西方货币理论及我国政策实践均表明,流动性过剩的根本原因在于货币供应量的发行失控,解决流动性过剩必须从源头上遏制货币供给泛滥的局面。汇率制度改革是应对货币流动性过剩的根本途径,并同时辅之以金融体系改革,发展直接金融市场等改革措施。

关键词:流动性过剩; 票据冲销政策; 货币内生性

中图分类号: F822.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-5124(2008)01-0088-05

自2005年下半年以来,我国货币流动性开始出现明显过剩现象,2005年至2007年上半年,我国名义GDP增长32.1%,同期M₂增长51.6%。流动性泛滥引起一国资产价格升值,资产泡沫增加,长期持续的流动性过剩还将引起通货膨胀的发生,加剧一国金融体系的脆弱性和经济的不稳定。我国中央银行采取的应对措施一直以调整存款准备金率和票据冲销政策为主,长期单向的调整措施其市场效果并不明显。为此,探讨我国货币内生性运动机理,分析现行货币政策不足并采取相应的治理对策就成为当务之急。

一、货币流动性过剩的内涵

自上世纪90年代末期以来,流动性过剩一直是我国乃至全球经济与货币运行的基本特点之一。流动性本意是指某种资产转换为支付清偿手段的难易程度,在宏观层面上,可将它理解为不同统计口径的货币信贷总量。在一般宏观经济分析中,流动性过剩被用来特指这样一种货币现象:货币信贷总量过多,直观地讲就是居民和企业商业银行的储蓄等高流动性资产出现过剩。欧洲中央银行(ECB)就把流动性过剩定义为实际货币存量对预期均衡水平的偏离,具体表现为资金市场货币量宽裕,货币环境过于宽松,大量资金出现闲置。

市场经济的核心是以货币为基础的竞争,^[1]市场的有效运作必须在合理的货币总量规模下进行,当市场中的货币数量超过市场实际需求数量时就引起流动性过剩问题。从本质上说,流动性过剩的出现源于货币供应量控制的失误。货币供应量、经济增长和价格稳定的关系可以用交易方程式 $MV = PY$ 表示,^[2]其中M为货币供应量。长期来看,在其他条件不变的情况下,货币供应量的变动对应于实际产出变动与价格水平变动的加总,同时和货币流通速度成反比。货币流通速度与货币需求密切相关,受多种因素影响,如决定收入和支出差额的制度性因素、“金融技术”状况、利率水平、经济不稳定程度或经济信心状况、通货膨胀预期和收入水平等。货币流通速度一般是先随着货币化的深入而下降,然后又随着金融创新和经济稳定化程度的提高而上升。货币的流动性通常采用马歇尔K指数(M₂/GDP)或货币流通速度(GDP/M₂)进行描述。当M₂/GDP增长过快时,说明资金供给严重超过了银行和企业进行盈利性投资的需求,即出现流动性过剩。

二、造成我国流动性长期过剩的根本原因

一国宏观经济均衡发展取决于货币体系的稳定,货币供应量的稳定提供是货币制度稳定的重要

收稿日期:2007-05-06

作者简介:朱一鸿(1972-),男,浙江宁波人,宁波大学商学院讲师。

保证。我国当前宏观经济运行中出现的种种问题,诸如投资增长居高不下,电力、煤炭等资源性行业成为发展瓶颈、货币信贷总量增长过快、产业结构及金融结构不合理等方面,^[3]无不与货币资金流动性大量长期过剩有直接的联系,人民币的存量及增量流动性问题都十分突出。一国货币供给渠道一般有两个:直接公开市场操作和间接银行信贷发放。国际上金融体系因此分为两种:以金融市场为主导的英美模式和以银行业为主导的德国模式。我国是典型的银行主导型金融体系,流动性过剩突出表现在以银行系统资金迅速膨胀为特征的三个方面:银行存贷比持续下降、广义货币(M_2)和狭义货币(M_1)增速差距拉大、以及银行持有的央行负债比重不断上升。从表1可知,货币供应量的增长率远超过整体经济的增长速度,商业银行的存贷款比率变动情况表明我国各类存款资金持续增长,储蓄率持续高于投资率,流动性过剩问题已明显显现。

表1 我国近年来货币供应量同比增长率一览表

单位: %

年份	流动中现金 M_0	狭义货币 M_1	广义货币 M_2	GDP 增长率	银行存贷比
2001	7.1	12.7	17.6	7.5	78.2
2002	10.1	16.8	16.8	8.3	76.8
2003	14.3	18.7	19.6	9.5	76.4
2004	8.7	13.6	14.6	9.5	73.8
2005	11.9	11.8	17.6	10.2	68.9
2006	12.7	17.5	16.9	10.7	67.6

资料来源:历年中国统计年鉴。

造成我国人民币流动性长期过剩的原因多种多样,不一而足。既有我国宏观经济周期波动性因素,也有短期内人民币升值预期和外资加速流入,导致外汇储备急剧增长等原因,同时也不排除全球范围内过剩流动性的国际输入的可能性。这些原因总体上可以分为实质经济因素和货币经济因素两大类。

(一) 实质经济因素引起的流动性过剩

从贸易顺差的增长看,目前中国加工贸易在全球占优势的条件下,贸易顺差不断增加的趋势很明显。^[4]在国内宏观调控的背景下,消费增长因住房、医疗、上学等大额支付的压力而停滞的现实近期无法根本转变,持续高投资形成过剩的产能只能靠国际市场寻找出路。人民币升值预期加强,人民币资产受到更多国际游资的追逐。在这种经济循环下,由于下游产业的过度投资和过度竞争,使得货币流动性过剩很难传递到消费物价,而更多地传递到资产价格,导致国内资产价格的上升,间接导致了世界性的资产价格泡沫。在人民币采取钉住以美元为主的货币汇率政策下,日本和我国台湾地区当年股市暴涨情形很可能在国内上演,即流动性过剩推动股票指数上涨。

从结构平衡的角度看,国内产业结构和区域结构存在不均衡的现象,流动性过剩问题在经济发达领域表现突出。相对于投资和出口的高速增长,国内消费虽有增长加快的趋势,但仍远落后于投资和出口的增速,消费相对落后使大量资金沉淀在银行体系内部循环。^[5]同时,投资也存在结构失衡问题。一边是大企业的资金过剩,另一边却是中小企业流动资金的极其短缺;一边是某些热门行业重复投资导致的产能过剩,另一边则是医疗、教育等部门的投资严重不足。从经济区域结构看,以长三角、珠三角和京津唐为代表的经济发达地区的流动性问题突出,而广大中西部地区仍面临资金不足的局面;城市存在较大的流动性压力,而农村仍然缺乏资金。

金融结构不合理也是资金流动性失衡的原因之一。理论上说金融结构没有最优的标准模式存在,任何一种金融体系的选择都是和企业微观基础密切相关。重视金融系统的竞争,企业支配权高度集中在所有者阶层,不存在监事会等一系列特点,决定了美国选择金融市场为主导的系统;重视金融系统的秩序,企业支配权受到法律化的共同决策机制的制约等特点又决定了德国选择银行业为主导的系统。我国目前的金融体系中,银行间接融资的比例过高,大量资金贷款权集中在大银行

手中,资金往往流向大企业和特大企业开发的大项目,房地产、公路、港口等基础设施建设因此而纷纷上马,导致产业结构的不合理,宏观货币调控政策难以奏效。从银行的组织结构看,“总行—分行—支行—营业点”式的全国性的银行较多,地区性、社区性的银行较少;大中银行较多,中小银行几乎没有,工、农、中、建四大行的集中度太高;而且,民间借贷和融资始终是非法的,时时可能会受到严重打击。在这种高度垄断的银行结构和体制下,大银行的决策行动直接关乎央行货币政策的实施效果。结构决定功能,这些纵向的特大和大型全国性银行,基本上不可能给地方的个体、微型和中小企业贷款。从贷款项目看,银行信贷资金因房产市场的高回报而主要投向房地产项目。即使政府抑制房价的政策频繁出台,大银行从逐利角度以及规模优势,仍可从容进入房产信贷市场投资获利。大银行热衷投资大项目的投资倾向,导致银行系统投放货币这一主渠道中大量流出基础货币,流动性更加难以控制。

(二) 货币经济因素引起的流动性过剩

从现行的汇率制度看,人们普遍认为,外汇储备快速增长带动的外汇占款增加是流动性过剩的直接原因(源头)。在现行的结售汇和人民币汇率制度下,外汇储备和外汇占款的不断攀高使人民币承受着强大的升值压力。为保持人民币汇率改革的渐进走势,维持人民币汇率的稳定,中央银行不得不大规模干预外汇市场,向市场投放大量的基础货币,从而给商业银行创造了大量的流动性。

人民币汇率定价缺乏弹性是中国货币流动性激增的一个重要原因。中国已成为世界市场的商品加工厂,贸易顺差很大程度上属于结构性顺差。同时外资流入亦属于结构性的,导致中国经常项目和非政府关联的资本项目出现双顺差。长期高顺差余额的存在使人们对人民币升值的预期不断增强,大量国际游资也因此对投机人民币汇率虎视眈眈。当升值预期不能被现有的汇率制度所吸收时,大量货币流动性因此被创造出来。此外,利率政策的调节作用也很有限。因为担心国际游资涌入,我国央行不敢轻易加息,央行的利率政策处处受到掣肘,对本国货币政策十分不利。长期的低利率政策也导致中国资金流动性不断趋于泛滥。两年来,中央银行虽然屡次加息,但仍未达到人们的心理预期值。投资和信贷继续增长,流动性过剩就会继续加剧。

从国际因素看,国内流动性过剩部分可归因于全球货币流动性过剩的大环境带来的流动性国际传递。人民币升值预期的大肆渲染,使得全球资本以各种名目——直接投资、间接投资和战略投资,以各种身份——房地产投资基金、股权投资基金、风险投资基金,还有改头换面的对冲基金涌进中国。在房地产、收购兼并市场及证券市场上,大量外资进入使外汇积累不断上升的同时,通过结汇把全球过剩的流动性输入到中国, M_2 或者 M_1 甚至两者同时增长,完成了国际流动性与中国流动性的接轨。人民币汇率被低估的心理预期已经达成,国际资本纷纷涌入中国市场,为市场带来了充沛的可用资金,使银行的信贷资金对外贷放更加困难,加剧了本币流动性过剩的后果。同时,央行票据的大量发行推高了市场利率水平,因逐利动机而流入国内市场的国际资本也为数不少。

三、我国治理货币流动性过剩的对策评价

在流动性过剩的压力下,如何既充分利用“过剩”的储蓄,又能够保持金融稳定、防止资产价格泡沫,是政策制定者面临的一个棘手问题。当前,我国中央银行回收流动性的主要方式是存款准备金政策和发行央行票据。

(一) 对当前治理流动性过剩对策的评价

在我国国际收支顺差巨大且不断增长的情况下,我国央行主要以投放中央银行票据、提高存款准备金率的方式来中合货币供给过多的弊端。存款准备金政策已成为我国央行回收流动性的主要方式。频繁使用提高准备金率政策正是因为宏观货币调控取得的成效基础并不牢固,在国际收支持续顺差前提下,银行体系过剩流动性又有新的增加,银行贷款扩张压力较大所致。然而,目前法定存款准备金率的调整面临调整数量及调整结构难以符合实际要求的问题。自2006年至今,我国已连续11次上调存款准备金率,累计上调5个百分点,目前央行存款准备金率已达到13%,处于历史最高位。

存款准备金调整政策的频繁使用,使商业银行等社会公众对政策反应越来越不明显,告示效应不再有效,政策运用空间面临越来越小的回旋余地。此外,商业银行也难以迅速调整准备金以符合变动的法定限额。一些资金状况不宽裕的中小银行可能因此成为此番政策调控的牺牲品,涉及面广、一刀切的存款准备金政策更使金融结构不合理现象“雪上加霜”,中小银行的生存环境更加恶劣。更为关键的是,提高准备金率仍然属于对过多流动性的回收和弥补措施,并没有从根源上抑制过多流动性的产生。尽管类似操作目前取得了积极的效果,然而毕竟是事后弥补,并不具有可持续性。^[6]

发行央行票据是我国央行回收流动性的另一主流渠道。近年来,中央银行在耗尽多年积累的国债债券前提下,只能依靠大量央行票据和短期融资券的方式来回笼货币。央行票据几乎是中国独有的金融创新产品,短期融资券的推出也具有非常重要的意义。虽然类似短期融资券的推出有促进直接融资市场发展等诸多好处,但显而易见的是,这些措施出台的主要目的是缓解我国目前流动性大量过剩带来的压力,并且央行票据冲销政策的副作用日益明显。^[7]由于中央银行承担票据到期兑现义务,当票据到期需还本付息时,央行要么投放人民币,要么发新票换旧票,不管哪种方法长期内都会造成人民币供给的绝对增加。票据冲销政策只是延缓眼前流动性过剩问题的爆发,长期来看不但不能从根本上缓解货币量增加问题,反而使矛盾进一步激化。这一政策具有天然的不可持续性。不仅如此,为了顺利地以发新票换旧票的方式回收货币,中央银行不得不逐步提高票据利率,央行票据利率与银行存贷利率差距不断拉大,客观上增强了商业银行套取央行资金的冲动性,不利于商业银行自身的金融创新。

(二)有效治理流动性过剩的政策建议

通过调节法定准备金政策和央行票据冲销政策回收货币流动性都是短期操作行为,并不能从根本上解决我国流动性过剩甚至泛滥的紧迫现实问题。不仅如此,央行的强行冲销行为,已经成为推动货币市场利率不断上行的原因。

1. 我国货币内生性运动机理。运用西方货币理论分析我国目前的货币政策可以发现,内生性货币理论可以解释我国货币流动性过剩和宏观经济波动的成因(图1)。内生性货币理论是西方货币经济学主要理论之一,托宾、卡尔多等货币学家都坚持货币供给受公众的资产偏好制约,货币是由经济系统内各经济主体而非中央银行独家综合决定的内生变量的观点。其政策主张均要求减少中央银行的外在干预。

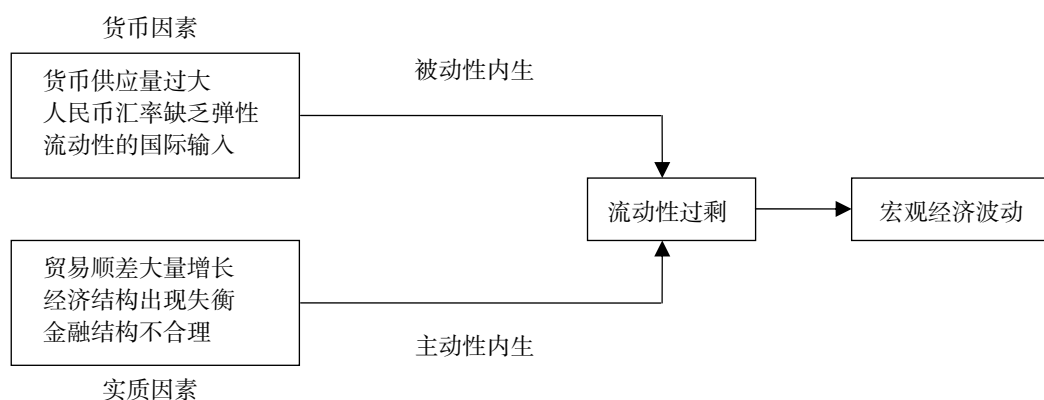


图1 我国货币流动性过剩的内生性原因分析

我国货币的内生机制较为复杂。从经济体系运行的内在规律看,由于货币供给数量过大,流动性泛滥,大量国内外资金充斥金融市场,势必会对社会投资、银行信贷、资产价格等造成压力,经济主体的决策行为又进一步增加了货币的流动性,从而形成恶性循环,使中央银行的宏观政策难以奏效。此外,我国货币的内生机制还具有被动的特性。从现行人民币汇率制度看,人民币升值预期不

能最终体现在汇率变动上,稳定的人民币汇率要求央行大量收回外汇,外汇占款成为货币供给的主渠道。巨大的贸易顺差导致国际货币大量流入,央行为了控制汇率过快上升,只得频繁使用货币对冲手段,从而导致货币供应量被动增长。汇率体制上的约束已成为我国货币流动性过剩的重要影响因素,从而形成中国特有的货币扩张和流动性过剩的被动特性。

2. 治理我国流动性过剩的政策建议。鉴于造成我国货币流动性过剩的根本原因是经济体系的内在机制所造成的,运用票据冲销政策回收流动性只是中央银行短期内应付泛滥的权宜之计,弥补性操作并不能从根本上遏制流动性过多的势头,更遑论彻底解决流动性失衡问题的可能性了。货币流动性问题从根本上说是货币的供求无法自我平衡的后果,因此,强化货币经济体系的自我平衡能力,完善货币供给机制,减少中央银行过多的行政干预,稳定货币供应数量才是解决流动性问题的重要途径。央行应着力于金融基础环境和体制改革以替代对具体金融问题的直接干预。

要解决我国货币流动性过剩的问题,中央银行必须从源头调控货币数量以达到合理正常的水平。货币供应量是各国中央银行普遍关注的重要宏观经济指标之一,现代西方货币理论及我国政策实践均表明,造成流动性过剩的根本原因在于货币供应量的发行失控。当前要解决货币流动性过剩问题,仅从事后采取调节货币流通量的手段是不够的,必须从源头上遏制货币供给泛滥的局面。首先,汇率和利率体制改革是关键。应选择时机逐步使人民币汇率升值,同时实施利率加息政策与之相配合,培育良性的货币供给内生机制。针对外汇占款为我国货币投放主渠道的客观事实,改革汇率形成机制,实现人民币汇率的有效浮动是应对我国货币流动性过剩的根本途径。其次,中央银行必须坚持推动金融体制改革,增加中小型银行及社区银行,培育和完善的市场体系,稳步推进金融环境正常化和利率水平市场化,尽量减少对市场的扭曲。第三,中央银行货币供应量的宏观调控要从行政干预向市场调节转变,建立起与市场机制相融合的货币政策工具体系。只有及早部署开展相应的金融改革和政策准备,我们才能以最小的代价解决货币流动性失衡的问题。

参考文献

- [1] 柳欣. 经济学与中国经济[M]. 北京: 人民出版社, 2006: 99-112.
- [2] 王志伟. 现代西方经济学流派[M]. 北京: 北京大学出版社, 2002: 129-134.
- [3] 丛明. 宏观经济走势与宏观调控政策基本取向[J]. 经济理论与经济管理, 2006(2): 5-11.
- [4] 陶冬. 危险的流动性泛滥[N]. 21世纪经济报道, 2006-05-08(33).
- [5] 杨万东. 当前我国宏观经济形势讨论综述[J]. 经济理论与经济管理, 2006(8): 76-80.
- [6] 胡海鸥, 张耿. 对我国目前解决流动性过剩几种调控方式的反思[J]. 上海金融, 2007(3): 42-44.
- [7] 曾秋根. 央行票据对冲外汇占款的成本、经济后果分析——兼评冲销干预的可持续性[J]. 财经研究, 2005, 31(5): 63-72.

An Appraisal of the Root of the Liquidity Surplus Problem in China and the Solutions

ZHU Yi-hong

(Faculty of Business, Ningbo University, Ningbo 315211, China)

Abstract: Now the major solutions to the problem of liquidity surplus in China are the deposit reserve policy and the central bank's bills hedging. However, the modern monetary theory and China's policy practice indicate that the root of liquidity surplus is uncontrolled money supply. A reform in the exchange rate should be an essential fundamental solution to the problem of monetary overflow. The financial system reform and the development of direct financial markets can be some supplementary solutions.

Key Words: liquidity surplus; bills hedging policy; monetary endogenesis

(责任编辑 张聪群)