

货币超额供给下的价格上涨*

燕燕¹,袁林¹,赵雷²

(1,2 河南大学经济学院,河南开封 475004)

[摘要] 通过对我国货币的超额供给与价格水平上涨之间的关系分析,可以看到在本轮通货膨胀过程中,资产市场价格早于商品市场价格的上涨,这是由于资本市场的储水池效应,减缓了货币供应量变化对商品价格变动的冲击;在商品市场上,原材料能源价格由于需求拉动和国际能源价格的冲击而率先上涨,但由于货币超额供给所造成的低利率使得上游商品价格的上涨对下游商品价格的传递出现了障碍。

[关键词] 货币超额供给;资产价格;商品价格

[中图分类号] F820.5 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-0598(2008)02-0015-04

一、文献回顾

通货膨胀从本质上来讲就是一种货币现象。货币数量论认为货币量的增长是决定通货膨胀的根本因素。弗里德曼通过研究美国的货币发展史发现,货币增长率高时,通货膨胀率也高;而货币增长率低时,通货膨胀率也低。McCandless和Weber(1995)的实证研究表明,通胀率和货币供应量增长率具有非常强的相关性,相关系数在0.92和0.96之间,几乎接近于1,并且,长期来看货币供应量的增加将最终导致相同程度的通胀率的上升。^[1]刘斌(2002)通过实证得出结论:在我国,货币供应量的变化对产出不会产生系统性的影响,但无论在短期还是在长期,货币供应量的变化和物价的变化具有很强的相关性,货币供应量的变化对物价会产生永久性影响,货币供应量的变化将最终全部体现在物价的变化上。并通过估计出经济达到均衡状态下的潜在产出增长率、物价和货币流通速度增长率后,得到货币供应量M的合理增长目标为10.5% - 11%。^[2]冯春平(2002)采用滚动VAR方法对货币冲击影响的分析表明货币冲击对价格的影响波动性更强,并在中长期有逐渐加大的趋势。^[3]

二、我国货币的超额供给

在宏观经济中,货币的供给是由中央银行控

制,货币供给量的多少由中央银行的货币政策决定,央行通过公开市场业务、存款准备金、中央银行贷款、利率政策、汇率政策等货币政策工具来实现对于货币供给的管理。2000 - 2006年间,我国货币供给增长率要远远大于经济增长率与物价上涨率之和(详见表1),出现了货币的长期超额供给。

表1: 2000—2006年我国货币超额供给 单位: %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	年均
M0增长率	8.9	7.1	10.1	14.3	8.7	11.94	12.7	11.55
M1增长率	16	12.7	16.8	18.7	13.6	11.78	17.5	15.19
M2增长率	12.3	17.6	16.8	19.6	14.6	17.57	16.9	16.10
CPI上涨率	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	0.72
GDP增长率	8.4	8.3	9.1	10	10.1	9.9	10.7	9.10
EM1	7.2	3.7	8.5	7.5	-0.4	0.08	5.3	5.36
EM2	3.5	8.6	8.5	8.4	0.6	5.87	4.7	6.27
M2/GDP	1.357	1.444	1.537	1.629	1.589	1.632	1.650	1.548

数据来源:中国人民银行网站——中国货币政策执行报告

由表1, 2000 - 2006年,我国各层次货币供应量持续快速增长,M0、M1、M2年均增长分别为11.55%、15.19%和16.10%。从M2与GDP的比值来看,已由2000年的1.35上升到2006年的1.65。截至2007年10月底,M2达到39.42万亿元,同比增长18.47%,从2000年以来的M2增长率是美国20年代货币供应增长率的3倍,是日本80年代的2倍,M2占GDP的比重接近180%。

根据货币数量论的一般结论,在假设货币流通

* [收稿日期] 2008 - 02 - 10

[作者简介] 燕燕(1981 -),女,河南开封,河南大学经济学院,硕士,研究方向:金融学。

袁林(1982 -),女,河南淮阳,河南大学经济学院,硕士,研究方向:金融学。

赵雷(1983 -),男,河南安阳,河南大学经济学院,硕士,研究方向:国民经济学。

速度为常数的条件下,超过增长率的货币供给增长率,应该完全反映在物价水平上。弗里德曼也认为货币供给增长率应等于经济增长率加物价上涨率。如果货币供给增长率不等于经济增长率加物价上涨率,则表明存在货币超额供给现象。由此可以用超额货币 (Excess Money, EM)变化率来描述货币超额供给这一现象,超额货币变化率 = 货币供给增长率 - 经济增长率 - 物价上涨率。

此处我们使用 GDP 增长率来近似代替经济增长率,用居民消费价格指数近似代替物价上涨率,分别计算出了与 M1, M2 相对应的超额货币变化率 EM1 与 EM2, 2000 - 2006 年年均 EM1 与 EM2 分别高达 5.36 和 6.27。因此,我国货币超额供给的态势严重。

三、超额货币对资产价格上涨的影响

由上节的分析,我们可以得出在连续的超额货币供给的情况下,我国的物价水平——CPI 指数并未出现大幅度的上涨,2003 年为 1.2%,只是到了 2007 年 8 月份达到 6.5%,属于温和型的通货膨胀范围。我们认为这是由于货币的传导机制的梗阻,资产价格的上涨吸纳了前期的大量的超额货币。通常超额的货币供给只能通过投资由两个渠道吸收,一个是在商品市场上,另一个是在资产市场上 (见图 1)。过量的货币供给通过投资渠道分别进入到商品市场和资产市场,一方面推高固定资产投资,造成生产资料商品价格走高,通过价格传导机制引发通货膨胀;另一方面推高了资产价格的上升,较多的资金追逐较少的资产时,资产价格的非理性上涨即不可避免。而且资产价格的上涨会通过财富效应等推动商品市场价格的上漲,引发通货膨胀。

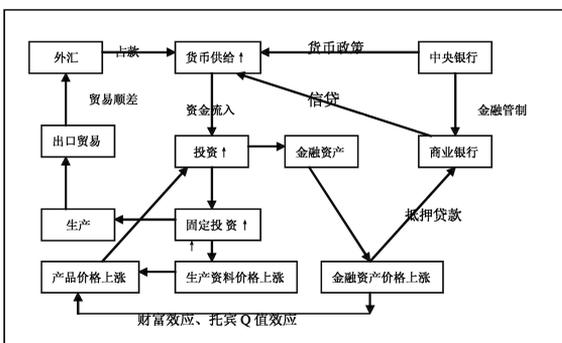


图 1: 超额货币供给的流通渠道

对于货币供应量的超额供给是否会影响到资产价格,已有的研究表明该影响是存在的。弗里德曼 (1988) 的研究发现 1982 - 1987 年美国 M2 增长

率为 48%, 名义 GDP 只增长了 40%, 但是这一时期美国物价基本处于稳定状态, 而美国 400 种工业股票指数上涨了 175%, 股票市值增加了近 1 万亿美元。类似的现象也同样出现于日本。^[4] 薛敬孝 (1996) 研究发现 1987 - 1990 年日本的货币供应量平均在 10% 以上, 而 GDP 的增长率不超过 6%, 物价基本处于零增长状态, 超额的货币供给主要被股价和地价的大幅上涨所吸收。^[5] 由于近年来我国 CPI 指数一直保持低位增长态势, 因此可推知超额的货币供给并没有大量的进入到实体经济中, 而是首先进入了资本市场和房地产市场等虚拟经济部门, 表现为股票、房地产等资产价格的上涨和交易量的增加, 因而没有引发一般物价水平的明显上涨。

我国自 1998 年实施停止住房实物分配、逐步实行住房分配货币化的措施以来, 房地产市场爆发出惊人的潜力。房地产开发投资规模以年平均超过 20% 的速度增长, 房地产销售额也以每年超出 27% 的速度增长。进入到 2002 年以后, 部分地区出现房地产投资增幅过高、房价上涨过快、低价住宅供不应求、高档住宅空置过多等问题。据统计, 2006 年全国房地产新增投资 16415.73 亿元, 同比增长 24.0%, 全国房地产销售价格指数在国家宏观调控的背景下仍上涨了 5.5%, 远远超过同期 CPI 上涨速度 (详见表 2, 图 2)

表 2: 2000 - 2006 年房地产投资及房屋销售价格情况

指标	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1-3月
房地产投资额 (亿元)	4984	6344	7791	10154	13158	15909	19383	3544
房地产投资增速 (%)	21.5	27.3	22.8	30.3	29.6	20.9	21.8	26.9
城镇固定资产投资 (亿元)	26222	30001	35489	45812	59028	75095	93472	14544
房地产投资比重 (%)	19.0	21.1	22.0	22.2	22.3	21.2	20.7	24.4
房屋销售价格涨幅 (%)	1.1	2.2	3.7	4.8	9.7	7.6	5.5	5.6

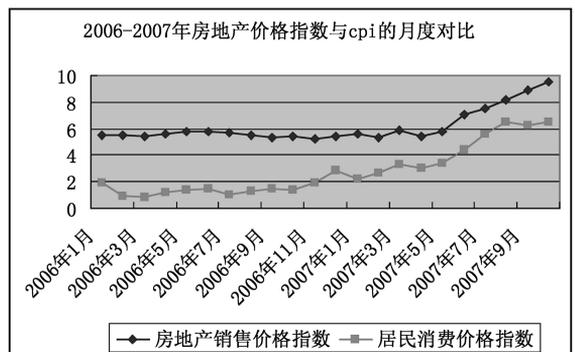


图 2: 数据来自 2007 年中国统计年鉴
相对于房市, 股票市场价格上涨的时间稍晚,

在股权分置改革启动之后,沪深两市总市值于 2005 年 7 月 28 日触底反弹,突破 3 万亿元,占当年 GDP 的比例约为 16%。之后,股市总市值于 2006 年 4 月、5 月连续突破 4 万亿元和 5 万亿元关口。2006 年 10 月 27 日,中国工商银行 A+H 股成功发行后,沪深股市总市值突破 6 万亿元。2006 年底至 2007 年初,沪深股市总市值不断创出新高,在 20 天里连续突破 8 万亿元、9 万亿元、10 万亿元大关。2007 年 5 月 17 日大盘突破 4000 点关,沪深两市股票总市值达到 17.43 万亿。超过了 2007 年 4 月末的我国居民户存款,17.37 万亿。2007 年 8 月 9 日两市总市值达到了创纪录的 21.15 万亿元,超过了去年我国 21.09 万亿元的国内生产总值(GDP)。这既是沪深总市值首次超过 GDP,同时也意味着我国的证券化率正式超过了 100%。

按照 Milton Friedman 的永久收入理论和 Franco Modigliani 相同时期提出的生命周期理论,即“面向未来的消费理论”,消费与财富有关,消费的变化受到财富变化的影响。某个时期的消费决策与当期收入无关,而是取决于更长期的平均收入或持久收入。当证券和房地产的价格上升并且人们预期这种变化将长期持续时,拥有这些资产的人将提高他们的消费水平,进而影响到社会总需求和经济增长,社会总需求的增长会拉动消费商品价格的上涨。这就是资产价格的“财富效应”。

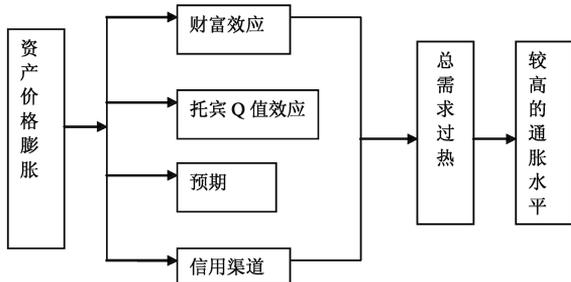


图 3: 资产价格上涨的传导效应

财富效用更多的针对个人,托宾 Q 效应为股票价格的波动对经济的影响提供了一个重要的传递机制。托宾 Q 理论认为股票价格会影响企业投资。企业的市场价值与其重置成本之比,可作为衡量要不要进行新投资的标准,此比率称为“q”。企业的市场价值就是这个企业的股票的市场价格总额,它等于每股的价格乘总股数之积。企业的重置成本指购买该企业的厂房和设备所需支付的费用。因此, $q = \frac{\text{企业的股票市场价值}}{\text{新建造成本}}$, 如果企业的市场价值小于新建造成本时, $q < 1$, 说明买旧的企业比新建造成便宜,于是就不会有投

资;相反,当 $q > 1$,说明新造企业比买旧企业要便宜,因此会有新投资。反映到股市上,即当股票价格大幅上升时,公司的市场价格相对于资本的替代成本就很高,新的工厂和设备资本相对于公司的市场价值来说就便宜,那么公司就会发行股票,利用筹到的资金扩张新的投资,从而,投资将会上升。投资上升导致产出增加,从而刺激国民经济增长。反之,股票价格较低,企业的股票价值低于重置资本,企业与其投资新项目,不如在市场上收购现有企业进行扩张,相应的其投资活动会减少,投资萎缩,导致产出下降,国民经济萎缩。

当股票价格上涨时,企业的虚拟财富增加,企业的融资成本降低,激活企业投资,促使投资扩大。同时,资产价格的上升,通过抵押品价值增加,减少当事人外部融资约束,依靠较宽的信贷渠道,可以提高最终消费。而且,资产价格波动或变化也可以激活影响家庭或企业消费决定的信心和预期渠道,促使消费和投资需求增加,产出增长。

四、超额货币对于商品市场价格的影响

前文提到伴随着我国房地产价格和股票价格的大幅度上升,我国的通货膨胀率并不高,美国经济学家罗纳得·麦金农曾对中国货币供应量增长远远超过经济增长率,且财政收入占 GDP 的比率不断下降,但却成功地抑制住了通货膨胀的势头这一现象感到大惑不解。因为按照他所提出的经济市场化次序理论,货币或金融的增长必须建立在中央财政平衡的基础上,否则将会被随之而来的通货膨胀所遏制。于是,他把在中国出现的这种“在财政收入下降的同时保持价格稳定与高金融增长”,即大量超额货币供给与低物价水平并存的现象称为“中国之谜”(麦金农,1993)。^[6]

解答现阶段的“中国之谜”,一方面是由于上文所提到的资产价格的上涨吸纳了超额的货币供给,另一方面,由于超额的货币供给,使得我国的利率水平一直处于低位,企业的融资成本低,一定程度上缓解了上游价格上涨的压力。

表 3: 2003 - 2007 年各价格指数增长值

	原材料、燃料、工业品出厂 动力购进价格	工业品出厂 价格	居民消费 价格 (CPI)	商品零售 价格
2003	4.8%	2.3%	1.2%	-0.1
2004	11.4%	6.1%	3.9%	2.8%
2005	8.3%	4.9%	1.8%	0.8%
2006	6.0%	3.0%	1.5%	1.0%

数据均来自 2007 年中国统计年鉴

可见,虽然四种价格指数的波动方向一致,但价格波动间的差距从 2003 年起成逐步扩大的态势,即原材料、燃料、动力价格的持续上涨并没有完全传递到最终消费价格中。究其原因,我们认为,货币超额供给下的低利率是导致价格传导的主要原因。一旦贷款利率低于上游商品价格涨幅,则对企业而言,借入资金是低成本的发展方式,过着说,资金低成本可以弥补上游商品购进的高成本,由此确保其在市场上的存在,并持续以低的最终商品价格实施竞争。

同时也应该看到,进入 2007 年,随着一系列宏观调控政策的出台,尤其是央行的调高利率和准备金率,企业借款成本提高,能源、粮食等原材料价格持续上涨,企业压力增大,我国的消费品价格指数出现了加速上涨的态势。2007 年 8 月一度达到了 6.5%,此后一直保持在 6% 以上,正在应验长期内货币供应量的增加将最终导致相同程度的通胀率的上升的实证结论。

五、结论

通过对于我国近年来超额货币供给对于资产市场和商品市场的价格影响的分析,我们认为在我国持续的超额货币供给情况下,我国的通胀率在相当的时期并未随之增长,一个重要原因就在于资本市场所带来的金融资产增加囤积分流作用,突出表现在房地产价格长期持续上涨和股票市场的大幅

上涨。正是由于资本市场的发展和金融资产的增加,传统的货币供应与物价变动之间的正相关关系消失了。随着资本市场在经济发展中的重要作用的日益凸现,货币供应量与物价变动之间的反常关系如货币供应量增加伴随着物价下降和资产价格膨胀的情形将在经济运行中具有相当的典型性。而在商品市场上,由于超额货币供给带来的低利率,使得上游能源等原材料价格的上涨对下游商品的传导出现了障碍。

[参考文献]

- [1] McCandless, G. T. and W. E. Weber, 1995, Some Monetary Facts[J]. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19, no. 3, 2 - 11.
- [2] 刘斌. 我国货币供应量与产出、物价间相互关系的实证研究[J]. 金融研究. 2002, 7.
- [3] 冯春平. 货币供给对产出与价格影响的变动性[J]. 金融研究. 2002 (7).
- [4] M. Friedman, 1988, "Money and the Stock Market", [J]. Journal of Political Economy. 96(2), April
- [5] 薛敬孝. 日本泡沫经济研究 [M]. 日本研究论集, 南开大学出版社, 1996
- [6] 罗纳德·I·麦金农. 经济自由化学的顺序——向市场经济过渡中的金融控制(中文版) [M]. 中国金融出版社, 1993

(责任编辑:朱德东)

On Currency Exceeding the Quota Supplies and the Price Rise

YAN Yan¹, YUAN Lin¹, ZHAO Lei²

(1, 2, School of Economic, Henan University, Kaifeng Henan 475004, China)

Abstract: This article analyzes between currency exceeding the quota supplies and the price rise in our country. It holds the view that the price of assets market rises earlier than that of the commodity market's in the epicycle inflation process. The capital market water storage effect has slowed down the impact of currency supply change to the commodity price change. In commodity market, raw material energy price takes the leading rise as a result of demand drawing and the international energy price impact. However, the low interest rate which currency exceeding the quota supplies created causes the transmission barrier between upstream commodity price rise to that of the downstream commodity.

Keywords: currency exceeding the quota supplies; assets price; commodity price