

我国流动性过剩的规模、成因及其治理对策*

陈虎城

(中国人民银行广州分行,广州 510120)

[摘要]我国流动性过剩集中在银行体系和广义货币供应量两个层面。流动性过剩的主要原因在于长期累积的巨额存量货币的流动性增强,而信用货币派生能力的提高和境外投机资本的大量流入进一步加剧了流动性过剩现象。化解流动性过剩问题,短期应着力于控制商业银行的信贷投放,中期需要调整汇率政策,弱化人民币升值预期,长期来看,需要以转变政府职能和提高中央银行的独立性为重点。

[关键词]流动性过剩;货币政策;准货币;信用货币

[中图分类号]F124 [文献标识码]A [文章编号]1672-0598(2008)01-0032-05

一、流动性过剩的规模估计

流动性是指某种资产转换为支付清偿手段的难易程度,由于现金不用转换为别的资产就可以直接用于购买,因此被认为是流动性最强的资产。从可测量和可统计的角度看,流动性一般分为银行体系流动性、广义货币供应量和全部金融资产三个层次。相应的,流动性过剩也需要从这三个层面进行考察,主要判断指标分别依次为超额准备金比率、超额货币供应量、衍生金融产品规模。就我国而言,衍生金融工具发展相对滞后,流动性过剩主要体现在银行体系和广义货币供应量两个层次。

流动性过剩实际上意味着银行自愿和被迫持有的流动性超过健全的银行业准则所要求的水平,表现为银行机构低收益的流动性资产过多,可以将银行机构超额准备金及其持有的央行票据数量近似地看作我国银行体系流动性过剩的规模。受中央银行发行票据对冲外汇储备的影响,我国银行机构流动性过剩的规模从2003年下半年开始迅速扩大,至2006年末,银行机构流动性过剩资金达4.16万亿元,流动性过剩资金占各项人民币存款的比例为12.41%,分别比2003年末增加2.75万亿元和5.6个百分点(见表一)。

(一) 银行体系层面的流动性过剩。银行体系

表一:2003-2006年我国银行体系的流动性过剩情况表 单位:亿元

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
持有的央行票据	-	1487	3250	10291	21135	28993
超额准备金	9809	9657	11193	12628	11975	16101
流动性过剩的规模	9809	11144	14165	21349	32328	41621
流动性过剩的比例	6.83%	6.52%	6.81%	8.88%	11.26%	12.41%

注:流动性过剩的规模=央行票据+超额准备金;流动性过剩的比例=流动性过剩的规模/各项人民币存款。

资料来源:根据夏斌、陈道富:“中国流动性报告”中的数据整理。

(二) 宏观经济层面的流动性过剩。宏观经济的流动性过剩是指整个社会流通的实际货币供应量超过了经济均衡状态下所需要的货币供应量。也就是说,宏观经济层面的流动性过剩可以看作实际货币供应量与适度货币供应量之差。根据货币

数量论方程式,适度货币存量的增长率应等于实际产出增长率加上通货膨胀率,再减去货币流通速度增长率。这样,实际货币供应量乘以适度货币供应量增长率就是适度货币供应量,而宏观经济流动性过剩的规模就等于实际货币供应量减去适度货币

* [收稿日期]2007-12-15

[作者简介]陈虎城(1974-),湖南省邵阳县人,暨南大学经济学院金融系,博士研究生,供职于中国人民银行广州分行,研究方向:货币政策与金融稳定。

供应量。自 1996 年经济“软着陆”以来,我国一直存在流动性过剩问题,只是 2002 年以前流动性过剩的规模相对较小,而 2003 年以后则迅速扩大,使得流动性过剩现象进一步显现出来,从这个意义上说,流动性过剩具有累积性。以与经济增长关系密

切的广义货币供应量为衡量指标,1996 - 2006 年间我国宏观经济层面流动性过剩的规模约为 4.8 万亿元,其中,2003 - 2006 年间所产生的流动性过剩规模约为 3.5 万亿元,占流动性过剩总规模的 72%(见表二)。

表二:1996 - 2006 年我国超额广义货币供应量(M2)变化情况 单位:%、亿元

年份	GDP 增长率	CPI 增长率	货币流通速度增长率	适度 M2 增长率	实际 M2 增长率	超额 M2 增长率	年末 M2 余额	超额 M2 余额
1996	10	8.3	- 6	24.3	25.3	1.0	76095	729
1997	9.3	2.8	- 7.5	19.6	19.6	0	90995	- 17
1998	7.8	- 0.8	- 7	14	14.8	0.8	104499	877
1999	7.6	- 1.4	- 7.4	13.6	14.7	1.1	119898	1363
2000	8.4	0.4	- 1.3	10.1	12.3	2.2	134610	2922
2001	8.3	0.7	- 6.8	15.8	17.6	1.8	158302	2850
2002	9.1	- 0.8	- 6	14.3	16.9	2.6	185007	4754
2003	10	1.2	- 6.2	17.4	19.6	2.2	221223	4812
2004	10.1	3.9	3.3	10.7	14.9	4.2	254107	10583
2005	10.2	1.8	- 3.2	15.2	17.6	2.4	298756	7083
2006	10.7	1.5	0	12.2	15.7	3.5	345604	12030

注:适度 M2 增长率 = GDP 增长率 + CPI 增长率 - 货币流通速度增长率;超额 M2 增长率 = 实际 M2 增长率 - 适度 M2 增长率。

资料来源:中国人民银行统计数据库。

(三)全球经济中的流动性过剩。全球经济层面的流动性过剩是指全部金融资产远高于实际产出的一种货币现象,表现为虚拟经济的超规模发展。2005 年,M2 占全球 GDP 比重为 122%,占全球流动性的比重只有 11%;证券化债权占全球 GDP 比重为 142%,占全球流动性比重只有 13%;金融衍生产品占 GDP 的比重达到 802%,提供了全球 75%的流动性。从金融相关比率(全部金融

资产/ GDP)来看,2005 年,全球股票、债权和银行资产占 GDP 的比例达 370%,成熟市场经济体(包括美国、欧元区和日本)的这一比例均在 400%以上,而新兴市场经济只有 184%(见表三);成熟市场经济体 GDP 占全球的 60.5%,金融资产占全球的 71.5%,高于 GDP 占比 11 个百分点。可见,全球经济中的流动性过剩主要集中在美国、日本和欧元区等成熟市场国家。

表三:2005 年全球金融市场发展情况表 单位:亿美元

	GDP	股票市场 规模	债权市场规模			商业银 行资产	股票、债券、银行资 产占 GDP 的比例
			公债	私债	合计		
全球	445950	419666	234224	362682	596907	634732	370.29%
欧元区	100307	59906	57315	94512	151827	217828	428.25%
美国	124588	170009	59216	181516	240732	93241	404.52%
日本	45571	75247	66079	20370	86449	66470	500.68%
新兴市场国家	120141	63851	31758	16104	47862	108952	183.67%
其中:亚洲	54431	44086	14849	11890	26739	73229	264.65%
拉美	24485	9725	10139	2768	12907	13743	148.56%
中东	11342	1590	34	268	302	8690	93.30%
非洲	8086	5493	90	442	532	5256	139.51%
欧洲	21898	2956	5529	736	6265	8034	78.80%

数据来源:IFM,2007 年全球经济展望报告。

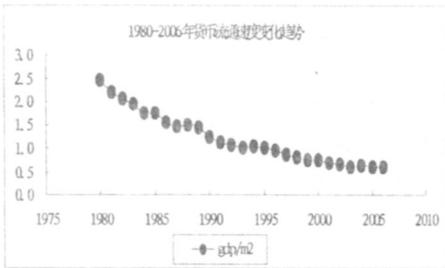
二、流动性过剩的形成机理

对于流动性过剩的原因,现有研究文献多数强调我国银行体系存贷差过大、储蓄率过高、金融结构失衡、金融管制过度等内部因素,货币当局则注重流动性过剩的国际背景,认为全球流动性泛滥是导致我国流动性过剩的重要原因。诚然,这些分析

有助于我们把握流动性过剩的各种影响因素,但不能很好地解释我国流动性过剩的真正根源,因为这些分析所关注的现象在我国经济金融运行中已长期存在,而我国流动性过剩问题是 2003 年以来才显现出来的一种货币现象。因此,分析我国流动性过剩的成因,需要紧扣 2003 年以来经济金融运行

的特殊性。

(一)准货币的流动性增强。改革开放以来,我国 M2/GDP 不断攀升,2006 年末这一比例达 1.65,处于世界主要经济体的最高水平,这表明我国客观上存在较大的潜在流动性过剩压力。在居民预防性储蓄倾向没有改变、投资渠道缺乏的条件下,广义货币供应量 M2 的主要构成部分——准货币相当于一种货币资产“沉淀”在银行体系,从而不会引起流动性泛滥。但在房地产和股市盈利效应的推动下,这种“沉淀”货币资产的流动性显著增强,潜在流动性过剩就转变为现实中的流动性过剩。2002 年以来,我国广义货币供应量快速增长,流动性过剩压力不断加剧。2002 - 2006 年间我国广义货币供应量新增 16.1 万亿元,比 1998 - 2002 年间广义货币供应量新增额多增了 8 万亿元,几乎增加了 1 倍,与此同时,货币流通速度则保持相对稳定,2003 - 2006 年间均为 0.6 左右(图 1),这就意味着参与市场流通的货币数量大幅增加,这是导致当前我国流动性过剩的主要原因。从货币流通速度的变化情况可以看出,2003 年以前我国巨大的货币存量之所以没有引发流动性过剩问题,其原因就在于货币流通速度持续下降,新增货币供应量大部分属于以定期存款为主的“沉淀”货币,而 2003 年以来,货币流通速度不再延续持续下降的态势,而是保持基本稳定,使得潜在的流动性过剩问题进一步显现出来。特别是 2006 年 12 月份以来,货币流动性进一步增强,M1 增速不断加快,且持续高于 M2 的增速,使得流动性过剩问题变得更为严重(见表四)。当然,1993 - 1995 年间,我国货币供应量在快速增长的同时,货币流通速度也保持相对稳定,这一时期流动性过剩主要体现为恶性通货膨胀。可见,货币供应量的快速增长必然产生潜在的流动性过剩压力,如果货币流通速度没有下降而是保持相对稳定,新增货币大量进入市场流通,就会产生显性的流动性过剩现象,表现为通货膨胀或资产价格的快速上涨。



注:数据来源于中国人民银行网站。

表四:2006年6月至2007年10月货币供应量变化情况表 单位:亿元

日期	货币和准货币 M2		货币 M1		流通中现金 M0	
	余额	同比	余额	同比	余额	同比
2006.06	322756.4	18.4	112342.4	13.9	23469.1	13.9
2006.07	324010.8	18.4	112653	15.3	23752.1	12.2
2006.08	327885.7	17.9	114845.7	15.6	24185.4	13.3
2006.09	331865.4	16.8	116814.1	15.7	25687.4	15.3
2006.10	332747.2	17.1	118360	16.3	24964.2	14.0
2006.11	337504.2	16.8	121645	16.8	25527.3	13.9
2006.12	345577.9	16.9	126028.1	17.5	27072.6	12.7
2007.01	351498.8	15.9	128484.1	20.2	27949.1	-4.6
2007.02	358659.3	17.8	126258.1	21.0	30627.9	25.1
2007.03	364104.7	17.3	127881.3	19.8	27388	16.7
2007.04	367326.5	17.1	127678.3	20.0	27813.9	15.1
2007.05	369718.2	16.7	130275.8	19.3	26728	13.9
2007.06	377832.2	17.1	135847.4	20.9	26881.1	14.5
2007.07	383884.9	18.5	136237.4	20.9	27326.3	15.1
2007.08	387205.1	18.1	141031.3	22.8	27822.4	15.0
2007.09	393098.9	18.5	142591.6	22.1	29030.6	13.1
2007.10	394204.2	18.5	144649.3	22.2	28317.8	13.4

注:数据来源于中国人民银行网站。

(二)信用货币派生能力增强。从根本上说,超出经济增长需要的巨额货币供应量是产生流动性过剩的先决条件。根据货币数量论方程,货币供应量的规模取决于基础货币和货币乘数。2003 年以来我国出现的流动性过剩现象,其主要推动因素应该是货币乘数的扩张,而不是基础货币的过多投放。因为过去 4 年,中央银行通过购汇增加的基础货币约 8.4 万亿元人民币,通过发行央行票据和提高法定存款准备金率收回流动性 5 万多亿元,其中票据余额已接近 4 万亿元,多次提高法定存款准备金率收回将近 2 万亿元。由于每年经济增长要求基础货币供应量增加 5000 亿元到 7000 亿元,这 4 年就需要 2 万多亿元,因此,新增基础货币基本上已经被中央银行对冲。这样,货币乘数扩张就成为货币供应量大幅增加的主要推动因素。在间接融资为主的金融环境中,银行信贷投放规模决定了货币扩张的水平。随着金融机构改革的深入推进和固定资产投资的持续高位运行,商业银行信贷供求两旺。一方面,2003 - 2006 年间全社会固定资产投资增长率大大高于当年 GDP 增长率,且在当年 GDP 中占到 40 - 52% (见表五),在缺乏多元化融资结构的情况下,高速增长的投资构成了对贷款的过度需求。另一方面,建设银行、中国银行和工商银行成功上市和农村金融机构改革取得阶段性成效,大大增强了金融机构的资本实力,银行信贷供给能力大幅增强,仅三家国有商业银行新增资本金

就可以推动约 4 万亿元以上的新增可贷资金(陆磊,2007)。2006 年商业银行新增贷款 3.18 万亿元,超出央行年度计划额 2.5 万亿元的 27%,2007 年前 10 个月新增贷款已超过去年全年的水平。银

行信贷的过度投放和货币乘数的扩大,使得信用货币的派生能力大幅增强,这是流动性过剩问题在最近两年变得十分突出的重要原因。

表五:2000 - 2006 年全社会固定资产投资增长率 单位:%

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
投资增长率	10.3	13	16.9	27.7	26.6	26	24
在当年 GDP 中的占比	36.8	38.7	36.1	40.9	44	48.2	52.4

注:数据来源于国家统计局网站。

表六:2000 - 2006 年各年度货币乘数

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
货币乘数	3.63	3.83	4.05	4.14	4.3	4.64	4.44

注:数据来源于中国人民银行网站。

(三)境外投机资本流入急剧增加。2003 年以来,我国 GDP 的增长速度一直保持在 10% 以上,过高的经济增长速度加大了对货币的需求,也提升了资本回报率,使市场资金收益率大大高于处于管制下的名义利率。世界银行 2006 年 5 月发布报告披露,根据其对中国 120 个城市的 12400 家企业进行调查后得出“中国的工业企业 2005 年平均净资产回报率(税前)超过 15%。中国的资本回报率近几年有了很大的提高。”正是在资本投资高回报率的背景下,境外投资机构通过经常项目中的预付款、高报出口贸易价格和加工贸易的加工费,低报进口贸易价格、软件出口、借入短期外债等途径,将境外热钱转入国内。2003 - 2006 年,我国短期外债分别增长 30%、34%、27% 和 18%,大大高于 1986 - 2002 年 9% 的平均增速,同时短期外债占外债余额比重高达 44%、50%、56% 和 57%,比国际

上 25% 的安全线高 20 ~ 30 个百分点。由于我国对资本项目管制比较严格,大部分境外投资资本不具备快速流动特性,属于期限较长的“长线投机资金”,其主要动机是获取人民币升值背景中的国内资产升值收益。虽然在资本项目管制条件下,热钱不可能大规模进入国内,但移动相对缓慢的长线投机资金依然来势汹涌,外国母公司与其在中国的分支机构通过关联交易建立了一条境外资金进入中国国内的有效渠道,数量众多的外商投资企业已成为长线资金流入国内的主要渠道。唐旭、梁猛(2007)的研究表明,2003 年以来流入国内的长线投机资金快速增加,2003 - 2005 年长线投机资金合计 2298.6 亿美元,相当于 1999 - 2002 年间长线投机资金总额的 3.6 倍(表七)。不难看出,2003 年以来境外短期热钱和长期投机资金的快速流入,是引发我国流动性过剩现象的重要因素。

表七:1999 - 2005 年长线投机资金流入国内估算表 亿美元

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
收益汇出	228	272.2	285.6	232.9	239.3	240.7	283.2
外资利润	94.2	160.3	180.4	234.7	347.2	484.5	517.6
FDI 折旧额	172.8	213.5	260.4	313.1	366.6	427.3	487.6
外资外债每年新增	20.6	- 7.7	57.2	- 40.4	105.4	175.4	150.4
投机资金(含外债)	59.6	94	212.3	274.5	579.9	846.4	872.3

注:长线投机资金 = 外资利润 + FDI 折旧额 - 收益汇出 + 外资外债新增。

资料来源:唐旭、梁猛:“中国贸易顺差中是否有热钱,有多少”,中国人民银行工作人员论文,2007(2)。

三、流动性过剩的治理策略

(一)创新货币政策工具,强化对商业银行的信贷管理。在开放经济条件下,货币供应量的增长主要由外汇储备和银行信贷派生而来。由于出口导向型经济发展战略和外汇政策的调整是一个渐进的过程,存在路径依赖惯性,中央银行难以有效控制外汇储备增加所带来的基础货币投放,因此,对货币供应量的调控,重点是控制银行信贷的过快增

长。一是要充分发挥“窗口”指导作用,督促商业银行合理把握信贷投放节奏,优化信贷投放结构。二是要适当降低超额准备金比例,提高信贷政策的实施效果。三是尝试推出“特种存款”政策,有效吸纳商业银行过多的流动性。

(二)调整外汇管理政策,推动外汇储备由“藏汇于国”向“藏汇于民”转变。目前,西方发达国家的外汇储备绝大部分由微观经济主体持有,政府持

有的外汇储备占比不到 10%。与此相反,我国的外汇储备主要由政府持有。这种外汇管理模式,不仅加大了人民币升值压力,降低了资金配置效率,而且对中央银行的货币政策带来了巨大冲击,削弱了中央银行的货币调控能力。为此,需要进一步完善人民币汇率形成机制,扩大人民币汇率浮动范围,增加人民币汇率的灵活性,弱化国内外经济主体对人民币的升值预期;继续有序放宽企业和个人持汇、用汇限制,推动外汇储备由“藏汇于国”向“藏汇于民”转变;积极探索和拓展外汇储备使用渠道和方式,大力支持有实力、守信用和有竞争力的各种所有制企业“走出去”;严格控制外债过快增长,防范资本快速流动风险。

(三) 加快转变政府职能,增强社会公众的消费能力。随着国民经济的快速发展,我国财政收入连续多年保持 20% 以上的增长速度,大大高于国内生产总值和居民收入的增长速度。但财政对社保、医疗、住房、教育等关系民生的公共服务投入相对较少,使得社会储蓄率居高不下,特别是政府储蓄增长过快。长期来看,治理流动性过剩问题,需要加快转变政府投资的发展理念,合理确定政府和市场的边界,适当调整财政支出结构,将财政支出的重点切实转移到关系民生的医疗、教育、养老、住房等需求上来,减轻居民负担,稳定居民预期,降低整个社会的储蓄率,增强居民的消费能力。另一方面,着力提高中央银行的独立性,增强货币控制能力。中央银行不能屈服于政府谋求短期发展的投资热情,应为经济结构调整和长期平稳发展创造平稳的货币金融环境。同时继续强化货币政策与财税、贸易等政策的协调配合,促进国际收支趋于平衡。

(四) 健全金融市场体系,提高金融机构的抗风险能力。当前我国直接融资占的比重太小,企业融

资过多地依赖于银行体系。2006 年,通过股票和企业债筹集的资金仅占全社会融资额的 12.4%,而通过银行贷款筹集的资金占全社会融资额的比重仍高达 78.2%。在流动性过于宽松的情况下,商业银行面临着很大的放贷压力,贷款过快增长会引起不良贷款重新快速增加,使得金融改革的成果毁于一旦,甚至导致系统性金融风险。因此,要大力发展股票和债券市场,通过扩大直接融资,分散银行体系的压力。一是在控制风险的前提下,进一步推动银行和保险资金进入股市,扩大股市资金来源,丰富银行和保险机构的业务。二是理顺我国债券市场多头管理的格局,大力发展企业债市场,在目前社会信用状况还不是很乐观的情况下,可以重点推进资产证券化产品的发展,促进银行间债券市场和交易所债券市场的联动。三是加快发展产业投资基金,促进居民储蓄转化为实业投资。

[参考文献]

- [1] 夏斌,陈道富. 中国流动性报告 [EB/OL]. 国研网, 2007. 7. 9.
- [2] 曾康霖. 流动性研究的新视角[J]. 财贸经济, 2007. 1.
- [3] 赵慈拉. 市场套利机制下流动性过剩的症结及应对[J]. 上海金融, 2007. 5.
- [4] 唐旭,梁猛. 中国贸易顺差中是否有热钱,有多少[J]. 中国人民银行工作人员论文, 2007, (2).
- [5] 陆磊. 论银行体系的流动性过剩[J]. 金融研究, 2007. 1.
- [6] 唐双宁. 关于解决流动性过剩问题的初步思考[J]. 经济研究, 2007. 9.
- [7] 李治国,徐寒飞. 中国货币之谜与资金流动性过剩成因分析[J]. 金融与经济, 2007. 3.
- [8] 巴曙松. 过剩流动性冲击:当前宏观货币政策的主要挑战[J]. 经济学动态, 2006. 5.

(责任编辑:朱德东)

Scale, cause and countermeasures for China's excess liquidity

CHEN Hu - cheng

(Guangzhou Branch, Peoples Bank of China, Guangzhou 510120, China)

Abstract: China's excess liquidity is centralized at bank system and broad money supply level. The main cause for excess liquidity lies in the increase of liquidity of huge long-term accumulated stock money, furthermore, the promotion of derivative ability of credit money and large foreign speculative capital entry further intensify the excess liquidity phenomenon. The solution to the problem of excess liquidity should control the loan release of commercial banks in short term and should adjust currency exchange policy in middle-term and weaken the expectation of Renminbi reevaluation and should focus on changing governmental duty and raising the independence of central banks.

Key words: excess liquidity; currency policy; quasi-currency; credit currently