

中国流动性过剩问题研究

——现象、本质和对策

范志勇

摘要：“流动性”过剩是个全球性的课题，通过对国内外文献和数据的考察我们发现“流动性”所表示的含义存在较大的差异。本文首先讨论了“流动性”过剩的具体含义，界定了本文的研究对象。在本文中，我们主要关注商业银行高超额准备金率现象，并且从经济增长、投资回报率和金融抑制角度出发，提出一个导致中国流动性过剩现象的假说。在此基础上，进一步针对中国流动性过剩问题提出了相应的政策建议。

关键词：流动性、金融抑制、经济增长

一、什么是流动性过剩？

2006年以来，“流动性过剩”命题成为国内各界关注的焦点，而此前国外已经展开了对于流动性过剩问题的研究。虽然大多数研究都认为中国目前的确存在“流动性过剩”现象，但是究竟什么是流动性过剩，或者对于流动性过剩的内涵这一基本问题却没有形成统一的意见。由于没有“流动性过剩”统一的定义，对于“流动性过剩”度量的口径和过剩程度的认识更是千差万别。为了避免理解上的分歧，规范本文研究的对象，在第一部分我们首先介绍一下“流动性过剩”可能的含义和在本文中的意义。

“流动性”的本意是指某种资产转换为支付手段的难易程度。然而自从凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中提出流动性偏好理论以来，流动性(liquid)几乎成为货币的同义语，而对流动性的度量则表现为根据不同口径统计的货币供给总量或者信贷供给总量。随着信用制度的发展和金融创新的不断深入，“流动性的具体形式深受金融机构及其实际活动方式变化的影响，其复杂多变性可能使传统货币数量论所理解的货币与经济的关系变得不再稳定。”¹“流动性”在不同的研究背景下具有不同的含义，并且具体形式复杂多变，我们不妨总结一下国内外对流动性过剩的定义和度量指标。

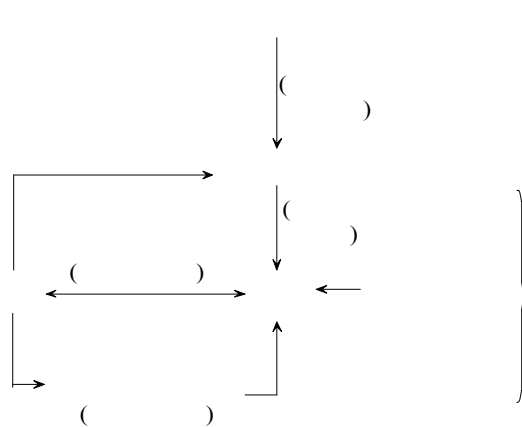
国外对流动性的衡量指标主要有两类，一是货币总量与名义GDP的比值，其次是商业银行超额准备金的多寡。以货币总量与名义GDP的比值为指标认定存在全球流动性过剩现象的研究包括Joachim Fels (2005)和Rüffer和Stracca (2006)等等。而以银行超额准备金作为判断流动性是否过剩标准的研究主要集中在发展中国家和地区，例如Dollar和Hallward-Driemeier (2000)、Wyplosz (2005)和Saxegaard (2006)等。然而超额准备金究竟是因为贷款需求不足还是由于商业银行的预防性需求所导致仍然存在争议。国内对于流动性过剩内涵的界定显得更加分散，鲁政委(2006)年发现“流动性过剩”至少有6种含义或者度量的角度，第一种含义是指货币存量或增长率高于均衡水平，例如李军杰(2006)；第二种含义是指准货币持续增加，M2和M1的剪刀差扩大，例如封俊国、田天(2006)；第三种含义是指企业取得资金的环境过于宽松；第四种含义是指金融机构存贷差的持续扩大，如董积生(2006)；第五种含义是指银行间市场资金面的宽松；第六种含义则是存款性金融机构在中央银行存有过多储备资产，例如朱庆(2006)

¹ 《中国货币政策执行报告》，中国人民银行，2006年第3季度，第2页。

在认定中国存在流动性过剩时综合了上述多个指标。

二、流动性过剩的分解——选择怎样的指标衡量流动性？

经济学家之所以如此关注所谓的“流动性过剩”现象，是认为流动性过剩会潜在地造成社会福利损失，例如通货膨胀、金融泡沫等。尽管各个市场的流动性都被统计进入货币总量，但是银行间市场的货币与其他市场的货币存在本质的区别，无论是单纯的货币总量指标还是单个市场的指标都难以全面反映货币总量在各个市场的分布和流动状况。在本文中，我们将“流动性过剩”概念界定为商业银行超额准备金率过剩。为了更清楚的认识流动性过剩的现象和影响，我们将整个经济体系细分为两个层次，四个市场，分别研究不同市场上流动性的决定因素及其对宏观经济的影响，参见（图1）。



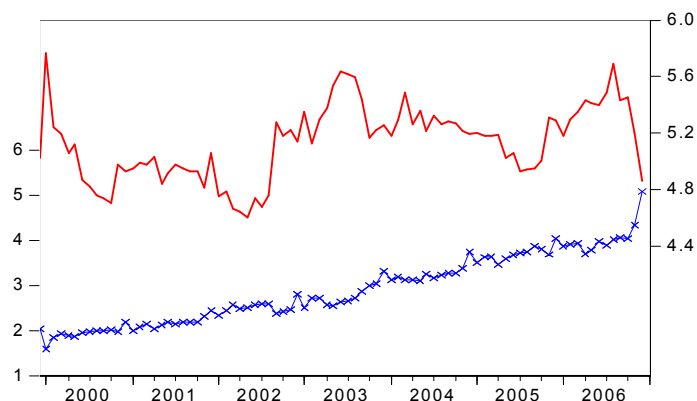
（图1）宏观经济中资金流动²

（1）银行间市场及其流动性指标

我们将商业银行与中央银行以及商业银行之间进行资金交易的市场称为银行间市场，主要的交易对象是超额准备金。超额准备金充足为增加贷款供给创造了必要条件。（图2）显示商业银行储备资产呈现出稳步增长的趋势，并有加快趋势，货币乘数近年来却表现出较强的波动性。2000年到2002年期间由于通货紧缩造成企业盈利下降和偿债能力不足导致贷款需求下降，此间货币乘数呈现较大幅度下降。此后2004年2季度宏观调控也造成货币乘数一定程度下降。2003年和2006年货币乘数则处于较高水平。商业银行储备资产来源于中央银行公开市场操作、再贷款和购买居民的外汇资产等形式发放的基础货币。在现行外汇管理体制下，通过外汇占款形式供给的基础货币数量完全由居民的外汇收入决定。

虽然准备金也被记入货币总量，但是银行间市场上的“货币”和居民、企业所持有的“货币”具有本质的区别。银行间市场上的货币必须通过商业银行才能进入厂商和居民部门，进而对真实经济产生直接影响。正如2000年货币乘数下降现象表明银行准备金过剩并不一定导致贷款过度供给。最终实现的贷款供给除了受制于银行流动性之外，还取决于企业的偿还能力。

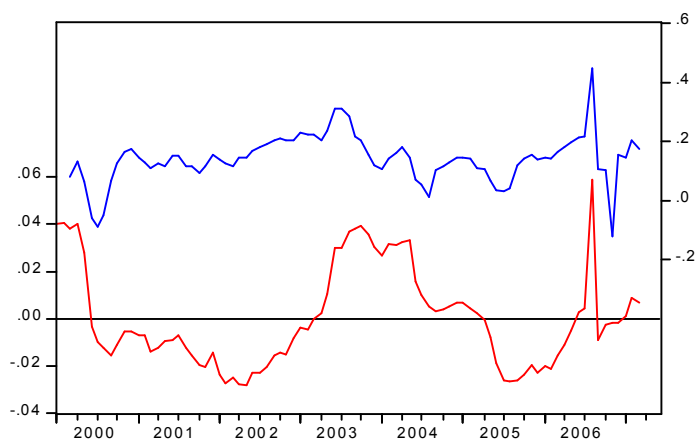
² 箭头方向代表净资金的流向。



(图2) 商业银行储备资产和货币乘数³

(2) 信贷市场及其流动性指标

衡量信贷市场流动性供给的指标是银行贷款增长速度。(图3)显示2006年以来,贷款余额及其波动的变化情况。2006年上半年,贷款从低于均衡2%到高于均衡水平6%仅仅经历了半年的时间。2006年6月份贷款最高增速达到40%以上。截止到2006年年底,贷款总额达到22.53万亿,比上年同期增长15.71%。经过2006年下半年的调整之后,2007年年初,贷款增长的速度再次引起成为关注的热点。

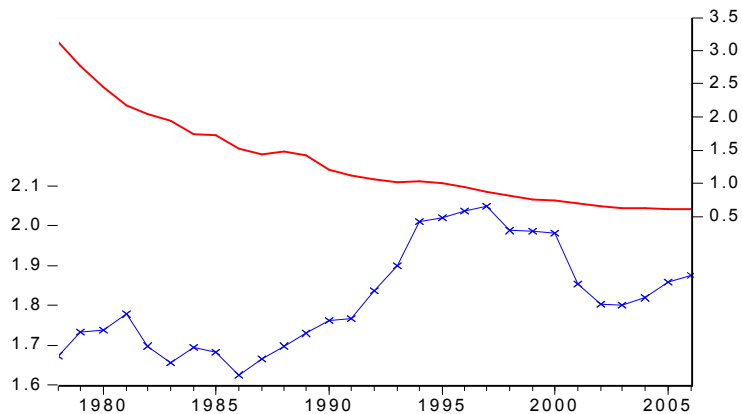


(图3) 贷款余额增长率

(3) 产品市场及其流动性指标

国外许多研究将货币总量与名义GDP增长率之差作为衡量流动性过剩的指标。改革开放近三十年来中国经济经历了显著的结构变化。通过名义GDP与货币之比定义的货币流通速度近三十年来持续下降, M2的货币流通速度从1978年的3.12次下降到2005年的0.61次,见(图4)。对比发现2002年之后美国货币流通速度则处于上升趋势。如果单单通过货币流通速度下降作为流动性过剩的指标,显然得到美国流动性不足的结论。除此之外,利用持续了三十年的现象作为最新出现的“流动性过剩”命题的证据显然是站不住脚的。

³ 货币乘数通过贷款余额与商业银行准备金余额计算得到。



(图4) 中美两国M2流通速度比较

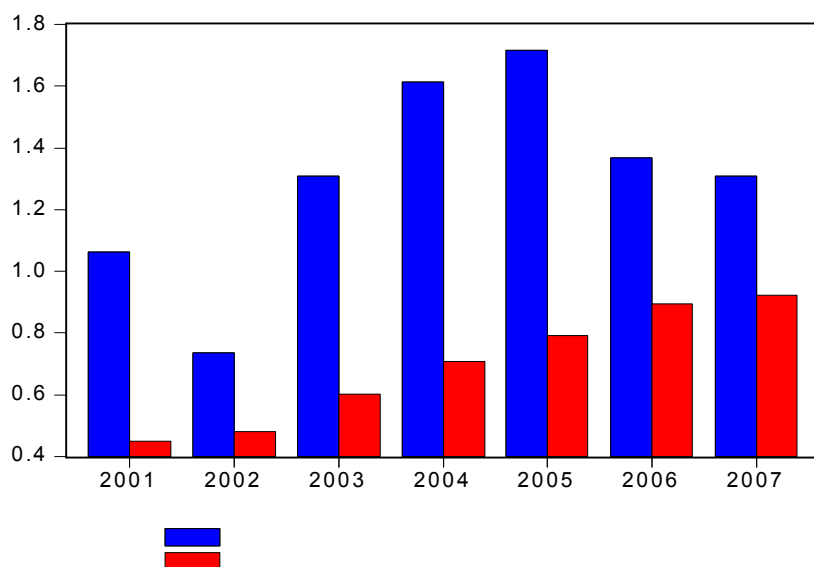
除此之外，就金融资产结构而言，储蓄存款仍然是居民持有金融资产的主要形式之一。储蓄的目的是为了未来的消费，因而储蓄余额不会在短期内转变成现实的购买力。因此以准货币（或M2与M1之差）作为衡量流动性的依据也略显牵强。

由于流动性是一个没有明确定义的指标，笼统的讨论流动性，或者估算流动性的数量没有任何实质意义。更重要的是，“流动性”可能会混淆准备金货币和流通中货币的本质区别。此外由于货币既具有流量性质又具有存量性质，基于单一数量指标对流动性判断的结论都是危险的。在本文中，我们选择超额准备金率指标作为衡量流动性过剩的指标，这与中国人民银行（2006）的观点一致。⁴ 商业银行持有较多的流动性，并不必然导致通过贷款渠道供给的货币迅速增加。2004年之前商业银行高超额准备金率和贷款低增长的反例说明由于企业偿债能力下降导致银行间充足的流动性无法顺利向信贷市场传导。

三、过剩流动性的来源

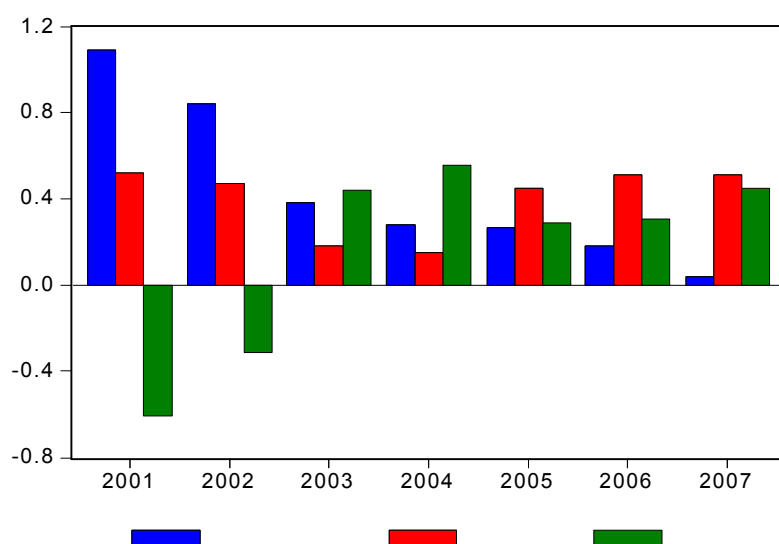
银行间市场的流动性有两个来源，一是中央银行的主动供给，二是由外资流入造成的外汇占款的增加。由于贸易顺差、FDI 和其他形式外资大量流入，外汇占款目前已经构成我国基础货币供给的主要来源。截至 2007 年 3 月末，我国外汇储备达到 1.2 万亿美元，成为世界上第一大外汇储备国。为了应对外汇占款激增，央行从 2003 年起大量发行央行票据进行冲销干预。如果将外汇占款与央行票据的差额定义为外汇占款对基础货币的贡献，我们发现在基础货币存量中外汇占款的比例在不断升高。2001 年末冲销外汇占款占基础货币 44%，2007 年 4 月达到 92%。由于央行冲销力度加大，新增基础货币中新增未重销占款的边际贡献在下降。2001 年新增未冲销占款为基础货币增量的 1.06 倍，2005 年最高时达到 1.7 倍，2006 年降至 1.36 倍，截至 2007 年 4 月份这一比例降至 1.30 倍。外汇占款仍然是基础货币存量中的主要组成部分，但是未冲销外汇占款对基础货币增长的作用在下降，见（图 5）。

⁴ Agénor, Aizenman 和 Hoffmaister (2004) 所发现，由于我们难以界定超额准备金中基于预防性持有的部分和真正非自愿 (un-voluntarily) 的部分，因而超额准备金率指标会高估商业银行“流动性过剩”的程度。



(图5) 未冲销外汇占款对基础货币的贡献⁵

进一步研究新增外汇占款的构成，我们将外汇占款的来源分为外商直接投资、贸易顺差和其他来源三大类，其他来源的外资流入近似反映了通过同种途径流动的“热钱”。2002年之后由于人民币升值预期导致“热钱”由净流出变为净流入，2003年以来“热钱”对外汇占款增量贡献达到40%左右。外商直接投资变化从2001年之后呈现显著的下降趋势，2001年外商直接投资是新增外汇占款的1.06倍，而2007年4月份降至4%。在新增外汇占款中，贸易顺差的份额除了2003年和2004年维持在18%和15%外，2001年到2002年和2005年之后一直维持在50%左右，见（图6）。



(图6) 不同来源外资流入在新增外汇占款中的比例（单位：100%）

⁵ 2007年数据根据2007年4月份与2006年4月份计算得到，为2007年4月份的同比数据。（图6）中数据与此相同。

四、中国流动性过剩的原因

国外经济学家在全球背景下对全球流动性过剩的原因进行了深入研究。但是本文认为这些原因并不足以对中国国内的流动性过剩现象做出全面的解释。根据经济学理论，在一个高增长的发展经济中，最优的贸易收支结构是在发展初期通过贸易逆差借入资本而在高速增长进程完成后通过贸易顺差偿还借入的资本。中国的事实刚好与此相反，在发展初期通过贸易逆差积累大量金融资产，于是在理论上导致这样一个问题，中国为什么需要这么多来自国外的货币？下文中，我们将对此提出本文的理论假说，我们认为除了全球流动性过剩对中国造成的冲击外，中国“流动性过剩”主要是外部和内部两方面原因造成的。造成“流动性过剩”的外部原因包括人民币汇率低估、金融体系落后和社会保障体制不健全等原因，造成“流动性过剩”的内部原因在于中国投资的高回报率。

(1) 投资高回报率是造成流动性过剩的内部原因。

通常的观点认为中国贸易顺差与银行间流动性过剩之间存在直接的因果关系。经济学理论认为在一个高速成长的经济中，最优的增长路径是在经济发展初期向国外借入资本，而在经济增长速度收敛到均衡水平后再向国外偿还借入的资金，从而在贸易收支上表现为经济发展初期存在贸易逆差，而在未来则是贸易顺差。但是对中国现实情况的考察刚好与其相反。2000年以来，中国连续数年保持两位数的增长速度。卢锋等（2007）对中国工业资本回报率估测结果认为，中国资本回报率大体从1998年呈现强劲的趋势性增长，目前已经达到超过日本接近美国的水平。高资本回报率必然带动高投资增长率。实现投资的前提条件是获得货币，从而实现对实物资产的支配。货币的来源包括国内金融系统的货币创造和国外货币输入，如果投资者不能从国内金融机构得到所需要的流动性，那么通过出口增加货币收入就成为投资者解决流动性约束问题的重要渠道。

(2) 金融体系落后和人民币低估是造成贸易顺差和流动性过剩的外部原因

中国原有的金融体系是在计划经济背景下建立起来。尽管经过多年的发展，企业融资结构仍然以间接融资为主。资本市场发展相对滞后、以四大国有银行为主体的银行体系为中小企业和非国有企业融资造成了障碍。对于被排斥在金融体系之外的中小企业和非国有企业而言，内源融资特别是依靠销售收入进行融资占有重要地位。在这种情况下，如果国内需求不足以吸收全部供给时，那么扩大收入，通过增加外汇收入来解决资金需求将成为企业的必然选择。

人民币汇率低估和现行的外汇管理体制是导致流动性过剩的催化剂。人民币低估无疑会促进出口扩大。而在现行外汇管理体制下，出口收入可以直接兑换为人民币，一方面避免了出口企业积累美元资产所面临的潜在汇率风险，另一方面还可以直接用于扩大国内投资。除此之外，预期人民币升值导致的外资流入和企业改制过程中大力推动国内企业海外上市也是造成短期内外汇大量流入的原因之一。

五、流动性过剩的影响完全是负面的吗？

根据上文中对中国流动性过剩原因的分析，我们认为对于流动性过剩特别是银行间市场上流动性过剩问题而言，其背后既有中国经济高速增长带来的投资高回报率的内在原因，又有中国金融体系发展滞后和人民币汇率低估的外在原因。未经冲销的外汇占款虽然最终都表现为基础货币的增加，但是由于外汇占款的来源不同，对于经济的影响也不完全一致。

（1）金融约束下的流动性过剩的正面意义

出口积累的货币收入虽然会导致在银行体系积累过剩的流动性，但这是中国目前的融资体制和高投资回报率条件下的理性选择。在中国经济高速增长和投资高回报率的背景下，企业必然会扩大投资。然而资本市场发展滞后和银行系统资源集中于四大国有银行的金融市场结构导致许多企业从正规金融渠道无法获得流动性。因此对于这些企业来说内源融资是企业资金供给的主要来源。当国内需求不足以吸收全部的国内产品时，通过出口获得外汇收入不仅可以放松生产的流动性资金约束还可以扩大投资需求。在目前金融约束的现实状况下，通过出口获得资金来源无疑会对真实经济起到推动作用。

除此之外，中国近年来一直在倡导改善企业融资结构，完善治理结构。为了规范和完善资本市场，扩大直接融资比例等一些改革措施都需要在经济的发展速度较快和资本市场资金充足、市场繁荣的前提条件下进行，防止经济政策改革对真实经济造成过度冲击。资本市场流动性充足可以有效的削弱资本市场制度变革造成的冲击，为资本市场的发展和规范创造难得的机遇。

（2）流动性过剩的负面效应

银行间市场流动性过剩的危害是显而易见的。首先流动性过剩对中央银行货币政策有效性的冲击。在银行间市场流动性充足时，以存款准备金为调整对象的货币政策的效果往往会大打折扣。其次，当中央银行控制银行间市场流动性过剩和维持宏观经济稳定目标之间存在冲突时，可能会导致中央银行货币政策出现两难局面。第三，商业银行持有的大量超额准备金是商业银行迅速扩大货币供给的基础，可能会造成贷款供给迅速增长，从而对产品市场和金融资产市场造成冲击。⁶ 因此，银行间市场流动性过剩不仅会削弱中央银行货币政策有效性，同时还会潜在造成对产品市场和金融市场的冲击。产品市场和金融市场流动性过剩的最直接的影响表现在产品价格上涨过快，投机行为造成市场泡沫等等。如果金融市场的流动性供给主要来自商业银行贷款的话，其危害更加严重。金融资产泡沫破灭，不仅会导致资产价格大幅缩水，还会产生大量银行不良资产产生，不仅危害到银行体系，还祸及整个宏观经济。

（3）解决流动性过剩对策选择——短期内能根本解决流动性过剩吗？

流动性过剩是一个全球性的现象，与全球经济失衡密切相关。针对全球经济失衡现象，国外的经济学家和研究机构进行了大量的研究，并提出了相关的政策调整建议。Obstfeld 和 Rogoff（2005）建议通过全球汇率体系的调整来缓解全球经济失衡，Caballero（2005）则强调了金融发展对改变流动性过剩局面的作用。不过 Joachim Fels（2005）指出要全面缓和全球流动性过剩问题，就必须具备如下三个条件之一，即非常严格的紧缩性货币政策、全球性严重通货膨胀，最后是大规模银行倒闭和债务紧缩。然而 Joachim Fels 认为上述三种情况出现的可能性很小，因此短期内全球流动性过剩的状况不会得到根本性的解决。对于中国情况而言，流动性过剩问题仅仅是表象，导致流动性过剩既有内部原因也有外部制度背景。短期内货币政策的调整可以暂时缓解银行系统积累多余的流动性，而全面解决流动性过剩问题则要从发展资本市场，完善中国金融市场入手，改革汇率制度等多方面入手。

加强中央银行公开市场操作力度是短期内控制银行间市场流动性过剩的直接途径。中央银行可以运用公开市场操作工具来平衡银行体系流动性供需，必要

⁶ 值得注意的是银行间市场流动性过剩只是贷款快速增长的必要条件，两者之间并不存在必然的因果关系，参见夏春（2003）。

时也可以通过调整法定准备金要求来管理流动性。从1999年以来，中央银行已经连续7次提高存款准备金率，存款准备金率已经上调到10%，事实上法定准备金率已经成为中国货币当局控制流动性过剩的日常性政策工具。除了上调准备金之外，中央银行还可以通过买卖政府债券和发行中央银行票据等实施所谓的“冲销干预”。正如（图5）中所反映的，冲销干预措施至少在边际上削弱了外汇占款对基础货币供给的贡献程度。除此之外，现有研究成果表明内需和外部具有较强的替代关系。高善文（2006）研究表明中国净出口和中国经济波动呈现明显的负相关关系；宋国青（2007）也表明净出口和投资之间具有负相关关系，并且内需波动对净出口的影响要远远超过汇率调整的影响。因此在人民币汇率逐步调整的同时，扩大国内需求也可以缓解由于净出口增长所造成的银行系统流动性过剩现象。

流动性过剩问题的根源在于与经济发展不相适应的金融体系和汇率失衡，解决这一问题是一个长期的过程。在短期内可以通过中央银行货币政策和公开市场操作来控制流动性过快增长问题。但是长期内必须以改善中国国内金融结构为目标，同时改善宏观经济调控，预防高通货膨胀和金融泡沫，才能保证经济的长期健康发展。

参考文献：

- Ben S. Bernanke, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, March 10, 2005.
- Dollar David and Mary Hallward-Driemeier, “Crisis, Adjustment and Reform in Thailand’s Industrial Firms,” *World Bank Research Observer*, Vol. 15, pp. 1–22, 1999.
- Joachim Fels, “Is Global Excess Liquidity Drying Up?”, Global Economic Forum, Nov, 8, 2005.
- Magnus Saxegaard, “Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa”, IFM Working Paper, WP/06/115, May 2006
- Raghuram G. Rajan, “Investment Restraint, The Liquidity Glut, and Global Imbalances”, Speech at the Conference on Global Imbalances organized by the Bank of Indonesia in Bali, Nov. 16 2006.
- Rasmus Ruffer, Livio Stracca, “What is Global Excess Liquidity, and Does it Matter?”, European Central Bank Working Paper No. 696, Nov, 2006.
- Ricardo Caballero, Emmanuel Farhi and Pierre-Olivier Gourinchas, “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates”, available from the following address <http://www.bis.org/events/conf060619caballero.pdf>
- Wyplosz, Charles, “Excess Liquidity in the Euro Area: Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament,” unpublished, Graduate Institute of International Studies, Geneva, Switzerland, 2005, available at http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/20050314/wyplosz_en.pdf
- 董积生, “当前商业银行流动性过剩问题研究” 《南方金融》, 2006年9月, 第8—10页。
- 封俊国和田天, “货币政策左右为难, 利率双刃祸福难料”, 《农村金融研究》, 2006年9月, 第50—52页。
- 高善文, 《在周期的拐点上——从数据看中国经济的波动》, 中国发展出版社, 2006年。
- 李军杰, “当前货币政策的目标定位和政策选择”, 《宏观经济管理》, 2006年9月, 第9

-12页。

卢峰等，“我国改革时期工业资本回报率为何先降后升？——基于资本回报率贡献因素分解框架分析”，北京大学中国经济研究中心工作论文，2007年5月。

鲁政委，“重新审视“流动性过剩”重新审视“流动性过剩””，中证网，2006年11月24日。

宋国青，“人民币汇率与中国贸易”，《中国经济观察》演讲稿，北京大学中国经济研究中心，2007年4月。

朱庆，“解读当前市场流动性过剩”《上海经济研究》，2006年10月，第13-16页。