# 货币流动性增强与市场预期有关

□李若愚

■人物志

**李若愚**：任职于国家信息中心经济预测部，经济师，本报特约供稿人。研究领域涉及宏观经济、金融运行和金融市场、货币政策等。

在2005年的“宽货币、紧信贷”的格局中，M2增速始终快于M1增速，两者速差持续扩大（见图1）。2006年初，M2增速持续加快，受信贷猛增影响，M1增速也开始稳步上升。金融调控全面收紧后，M2增速于6月份开始停止上扬，并在8、9月份开始回落，但M1增速并未受到影响，仍保持上升态势。9月末，M2余额同比增长16.8%，比6月末回落1.6个百分点，比去年同期低0.9个百分点；M1余额同比增长15.7%，比6月末高1.8个百分点，比去年同期高4.1个百分点。M2、M1增速差距由年初的8.6个百分点缩小到9月份的1.1个百分点。M2与M1速差的变化说明在货币供应收缩的过程中，货币供应结构出现变化，货币流动性不断提高。

从构成上看，在分别计算了M1与M2各项构成的同比增速及对M2、M1同比变化的贡献率后，我们发现，今年以来，M2增速回落主要受定期存款和储蓄存款增长放缓的下拉，而活期存款和流通中现金保持较快增长使M1增速持续上扬。

9月末，定期存款同比增速为14.1%，增幅比上年末低9.2个百分点，比去年同期低10.7个百分点；定期存款对M2同比增长的贡献率为12.4%，比上年末低4.5个百分点，比上年同期低6.5个百分点。

9月末，储蓄存款同比增长16%，增幅比上年末放慢2个百分点，去年同期低2.1个百分点，占M2近1/2的储蓄存款对M2同比增长部分的贡献率为46.7%，比上年末低0.5个百分点，比去年同期低1个百分点。

9月末，活期存款同比增长13.6%，增幅比上年末高2.1个百分点，比去年同期高2.4个百分点；活期存款对M2同比增长的贡献率为28%，比上年末高8.8个百分点，比去年同期高7.9个百分点；流动中现金M0同比增长15.3%，比上年末高3.4个百分点，比上年同期高6.8个百分点，M0对M2同比增长的贡献率为7.7%，比上年同期高3.7个百分点。

造成储蓄存款和定期存款增长放缓、现金和活期存款增长加速的主要原因有以下几点：

一是今年以来，政府相继推出提高军人、公务员工资和退休人员退休金水平的政策，造成现金投放增多，M0增长加快。今年前9月净投放现金1656亿元，同比多投放851亿元。

二是企业存款出现活期化倾向。信贷投放对企业存款有直接影响。信贷投放越多，企业资金越充裕，存款也就越多。年初以来，信贷投放持续呈现猛增势头，一季度和4月份新增贷款规模均创下历史最高水平。为防止信贷过快投放推动投资过热，央行于4月份启动了紧缩调控，在密集调控措施的影响下，6月份以来，持续扩张的贷款增量出现企稳回落的态势，人民币贷款增速在8月和9月份出现回落，当月新增贷款规模也出现同比少增。一季度，在人民币贷款猛增的影响下，企业活期、定期存款增长均有所提速，但企业活期存款增幅高于定期存款，企业存款出现活期化倾向（见图2）。6月份以来，在贷款投放开始收敛的情况下，企业存款总量增长也略有放缓，企业定期存款增速也出现回落，但企业活期存款增长仍在持续加速，企业存款活期化倾向更加明显。9月末，企业存款同比增长15.1%，比7月末回落1.1个百分点。与此同时，企业活期存款继续加速增长，企业定期存款增速仍在回落。9月末，企业活期存款同比增长14.2%，增幅比6月末提高3.4个百分点，对企业存款同比增长的贡献率为60.7%，比6月末提高11.9个百分点；企业定期存款同比增长39.3%，比6月末回落7.1个百分点，对企业存款同比增长的贡献率为39.3%，比6月末回落11.9个百分点。

6月份以来，在贷款和投资过快增长初步得到遏制，人民币各项贷款和城镇固定资产投资同比增速出现回落的情况下，企业存款活期化倾向却更加明显，这一方面是由于银行信贷的收缩（尤其是票据融资和短期贷款的压缩）导致企业流动资金供应吃紧，但企业流动性资金需求持续旺盛，从而迫使企业不得不主动储备更多的流动资金，保持较多的活期存款来应对流动性资金的需求。另一方面原因是上半年部分投资项目的叫停导致企业被迫储备更多的流动性。6月份，国家发改委、国土资源部和银监会等对新开工项目的严格控制，使一些原本立项的项目难以落实，企业不想放弃投资项目，但资金一时又投不出去，于是变成了企业活期存款。

三是股市的活跃使企业和居民对于股市投资意愿增强，从而促使企业保有更多的活期存款，居民减少储蓄存款，增加股票资产。2006年5月份以来，随着股票市场新股现金申购制度的恢复及新股发行（IPO）的重新启动和二级市场的行情火爆，企业保有活期存款以进行新股申购和投资股票的倾向增强；居民也愿意将资产配置向股票倾斜，从而将更多的储蓄存款向股市转移。今年以来，储蓄存款同比增速持续下降，由去年末的17.8%下降到今年9月末的16%。与企业存款活期化和储蓄存款分流所对应的是大量资金进入股市一级市场和二级市场。据联合证券研究报告指出，今年新老划断后，网上申购资金的均值为3618亿，高峰均值约5000亿；网下配售资金均值为600亿，高峰均值为1500亿。因此，市场日网上网下新股申购资金为4200亿，当有大盘股发行时市场资金规模为6500亿。另据申银万国证券研究所股市资金月度报告，2006年前5个月，约有2000亿元资金流入A股市场。

M2与M1增速差距收窄和货币流动性增强表明，在银根总体收紧的背景下，居民和企业短期有效需求仍较强，短期经济景气度仍较高。在宏观调控的影响下，信贷与投资过快增长初步得到控制，但由于需求仍强劲，未来反弹的压力仍很大。此外，股市的活跃使企业和居民的金融投资需求旺盛，股市对货币需求的影响加大。因而在对货币投放进行调控时，股市的影响因素需要纳入考虑范围。

图1：M2、M1余额同比增速

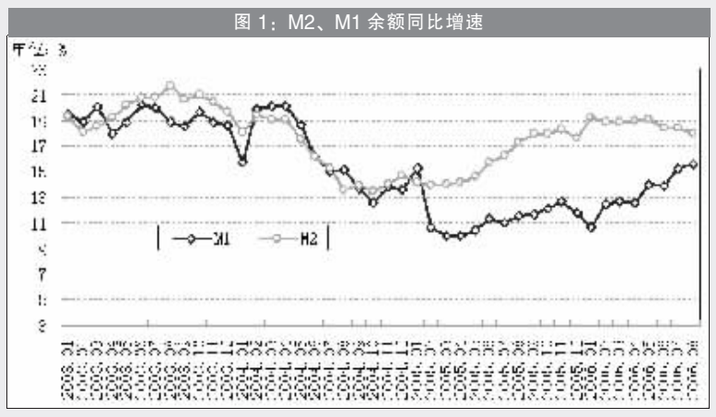
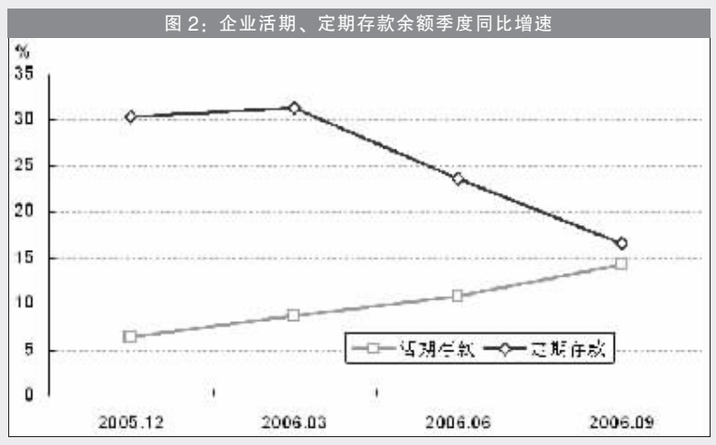



图2：企业活期、定期存款余额季度同比增速




■看点

●M2与M1增速差距收窄和货币流动性增强表明，在银根总体收紧的背景下，居民和企业短期有效需求仍较强，短期经济景气度仍较高。在宏观调控的影响下，信贷与投资过快增长初步得到控制，但由于需求仍强劲，未来反弹的压力仍很大。此外，股市的活跃使企业和居民的金融投资需求旺盛，股市对货币需求的影响加大。因而在对货币投放进行调控时，股市的影响因素需要纳入考虑范围。

●就现实情况看，中国的投资总额和投资率都存在着高估之嫌。这一结论的得出，主要是基于以下几点原因。第一，一些不应计入投资的费用，实际上计入了。第二，投资过程中的资金渗漏。第三，投资过程中的虚假因素。第四，投资品价格的影响，通过投资品价格与消费品价格的比较来说明投资率被高估了。

●我国现阶段的投资高增长具有一定的合理性和可持续性。第一，城市化和工业化的快速发展，极大地促进了投资需求的扩张。第二，落实科学发展观，实现科学发展，会形成众多投资增长点。第三，缓解就业压力，增加就业人口，要求投资保持较高增速。第四，构建均衡的经济增长动力结构，投资率必须稳定在较高水平上。第五，从投资的主体结构看，民营企业成为拉动投资增长、促进投资扩张的重要力量。

●对当前投资高增长的分析，可以得出以下三点结论：一是投资高增长具有一定的客观性和合理性；二是投资在现在以至今后相当长时间内，都是经济增长的主要推动力；三是我国投资问题的症结，是投资效率低下和政府在投资活动中的绝对主导地位。

# 投资保持较高增速有五大理由

□苑德军

■人物志

**苑德军**：教授，经济学博士，中国银河证券公司高级经济学家，中国社科院金融研究中心特邀研究员，本报特约供稿人。

投资问题，一直以来是中国经济运行中的核心问题。始自去年4月的宏观调控，也是以投资为主要调控对象。对于投资率问题的认识，关系到对宏观经济运行状况的判断，也关系到政府的宏观经济政策选择，因此有必要继续进行认真和深入的讨论。

## 投资率确有高估之嫌

就现实情况看，中国的投资总额和投资率都存在着高估之嫌。这一结论的得出，主要是基于以下几点原因。

第一，一些不应计入投资的费用，实际上计入了。在固定资产投资总额的统计中，土地购置和拆迁费等不属于增量资本的项目，却被计入了固定资产投资。这无疑成为导致固定资产投资总额“虚增”的因素。但是，固定资产投资总额毕竟是衡量投资增长的重要指标。如果不对统计部门公布的固定资产投资数据做一些扣除和进行必要的结构分析，就很容易产生误导，使人们对投资形势做出有悖于实际的结论。

第二，投资过程中的资金渗漏。在这方面最为典型、最具代表性的，或许是投资项目建设过程中由于商业贿赂行为而导致的投资资金流失。业内人士提供的数据表明，在建设工程招投标过程中，发包方的回扣一般为工程投资总额的3%至5%，个别的甚至达到8%以上。此外，在建设工程批准前或立项后由于一些审批事项而支付的“公关费用”，也被打入工程费用，其也可视为投资资金的“渗出”。

第三，投资过程中的虚假因素。某些建设单位通过弄虚作假的手段骗取投资资金，如虚列建设项目、人为提高投资品的采购价格和重复计算建设工程量等。这些被骗取的投资资金虽已计入了投资总额，成为计算投资率的依据，但却与现实的投资过程无关，实际上大部分进入了个人腰包。据有关专家推算，这部分资金约占全社会投资的10%以上。数额之大，实在不应小觑。

第四，投资品价格的影响。建行总行刘慧勇研究员曾撰文指出，同国际水平相比，我国的消费品价格较投资品价格明显偏低，因而消费率可能被低估，而投资率可能被高估。通过投资品价格与消费品价格的比较来说明投资率被高估，是一个全新的视角。显然，考察投资率的高低，投资品自身的价格及其与消费品价格之间的关系，无论如何是不能存而不论的。

## 投资高增长具有合理性和可持续性

对现实经济生活中影响投资的各种因素进行较为全面的分析便可看出，我国现阶段的投资高增长具有一定的合理性和可持续性。

第一，城市化和工业化的快速发展，极大地促进了投资需求的扩张。目前，我国城市化和工业化的发展均处在中期阶段。城市化和工业化的快速发展，既构成了中国经济运行的基本特征，也成为推动中国经济增长的重要动力。在城市化、工业化发展的中级阶段，投资需求释放的规模和频率都达到了较高的水平。所以，这一阶段可以说是投资需求的集中和快速扩张期。

2003年，我国的城市化水平达到了40.5%。我们知道，城市化水平是用城市人口占一国总人口的比重这一指标来衡量的。另外，城市化发展必然导致投资需求的扩大。据厦门大学计划统计系罗乐勤和谢晶晶测算，在1985年至2001年十几年间，我国城市化水平增长率与固定资产投资增长率的相关系数为0.9364。

工业化是城市化的经济内容和主要动力，城市化是工业化的空间落实和必然结果。在我国现实情况下，工业化水平的提高，又主要表现为重化工业的发展。重化工业多为资金密集型行业，其发展对投资的拉动效应是相当显著的。最近，中央提出发展先进制造业，振兴装备工业，而重化工业是实施这一战略的重点。毫无疑问，这一战略实施对提高重化工业的装备水平，扩大投资需求，也将发挥积极作用。

第二，落实科学发展观，实现科学发展，会形成众多投资增长点。落实科学发展观，实现“五个统筹”，就是党中央在发展理念、发展思路、发展战略上的重大调整，同时也为一些地区、部门、行业提供了重大的发展机遇，扩大了投资需求的发展空间。如加快社会主义新农村建设，要求政府加大农村基础设施建设的投资，以及农村教育、医疗、文化等社会事业方面的固定资产投资。

第三，缓解就业压力，增加就业人口，要求投资保持较高增速。就业问题现已成为经济运行中的一个突出问题。近年来，社会就业压力不断增大，就业形势越来越严峻。尽管近几年高速增长的经济对就业的拉动作用并不理想，但要增加就业岗位，提高就业率，降低失业率，必须使投资保持较高的增长速度，却是毋庸置疑的。如果投资增速较低，就业必然受到拖累。

第四，构建均衡的经济增长动力结构，投资率必须稳定在较高水平上。我国是有着13亿人口的大国，过分依赖外需的经济增长模式是难以为继的。只有实现经济增长由外需主导型向内需主导型的转变，才能建立经济增长的长效动力机制，实现经济增长的稳定性和可持续性。但是，由于消费受消费者的收入约束不可能大幅度增长，在外需下降的情况下，必须使投资保持较高的增速。如外需下降过快，还应考虑进一步扩张投资，否则就会使经济增长率严重下滑。

第五，从投资的主体结构看，民营企业成为拉动投资增长、促进投资扩张的重要力量。在这一轮增长周期中，一些民营资本已进入重化工业，为重化工业的发展带来新的活力。去年2月，国务院发布了《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（即“非公经济36条”），给民营经济带来了前所未有的投资和发展机遇，极大地调动了民营资本对这些行业的投资热情。民营资本是未来中国经济中最具投资增长潜力的“投资增长极”，对投资需求增长将起到十分重要的作用。

还应特别指出，我国也基本具备了投资高增长的实现条件。整个商业银行体系的流动性十分充裕，存差已经超过10万亿。股权分置改革的推进消除了阻碍资本市场运行的根本性制度缺陷，这为投资主体扩张投资需求提供了有力的资金支持。同时，国家对投资品的供给能力增强，主要投资品处于供求基本平衡或供大于求的状态。这又为投资主体扩张投资需求提供了有利的物质条件。

## 用发展眼光看待投资问题

综合上述两方面的分析并结合我国经济运行的实际情况，可以得出以下三点结论：

一是投资高增长具有一定的客观性和合理性。我国现处于经济起飞阶段，必然要求较高的投资增长，而城市化、工业化和新农村建设，则是拉动投资的三条主线。我们不能再用传统眼光和传统思维来审视投资问题，而是必须与时俱进，用辩证的、发展的观点来看待投资增长。

二是投资在现在以至今后相当长时间内，都是经济增长的主要推动力。从我国现实情况看，建立需求结构协调、均衡的经济增长动力机制，首要的任务是压出口而非压投资。在未来外需可能下降、消费增长短期内难以大幅度提高的情况下，保持投资的稳定和较高增长，对实现经济的稳定持续增长，至关重要。未来5年若保证年经济增长率在9%左右，投资年增长率应稳定在20%-25%之间。

三是我国投资问题的症结，是投资效率低下和政府在投资活动中的绝对主导地位。如果投资的微观效率和宏观效率都是高的，两者实现了和谐的统一，即使投资率很高，投资对经济运行所发挥的作用也是积极的、正面的。这样的投资率没有必要去限制它。反之亦然。政府的“预算软约束”和政府对国有企业的“父爱主义”，是导致我国投资效率低下的重要根源。这样一种由政府主导的投资活动格局，使得投资调控只能主要依靠行政手段，利率等市场化调控手段难以有效发挥作用。因为对于政府来说，其更关心的是投资资金的可得性而非上升零点几个点的利率水平。有的学者极力主张通过提高利率以抑制投资需求，看来是开错了“药方”。而要提高投资效率，必须加快投融资体制改革，弱化行政力量在投资资金配置中的作用，改变政府在投资活动中居于绝对主导地位的状况。

■编余

在当前宏观经济问题中，流动性过剩是一个热点问题。李若愚文章分析了今年以来我国货币供应结构变化情况后，发现M2与M1速差的变化说明在货币供应收缩的过程中，货币供应结构出现变化，货币流动性不断提高。这预示了尽管宏观调控已初步控制了信贷与投资过快增长，但短期经济景气度仍较高及需求仍较强，信贷与投资反弹压力仍很大。并提议，对货币投放进行调控时，股市的影响因素需要纳入考虑范围。

银河证券经济学家苑德军对投资问题阐述了自己的观点，认为当前投资存在着有被高估的可能，并就当前我国经济发展的实际情况指出，我国现阶段的投资高增长具有一定的合理性和可持续性，由此投资在现在以至今后相当长时间内都将是经济增长的主要推动力。当然，当前我国投资问题也存在着投资效率低下和政府在投资活动中的绝对主导地位等问题，如果这些问题能够得到解决，那么就能实现投资的微观效率和宏观效率的和谐统一，并能发挥投资对经济运行的积极的、正面的作用。

——亚夫