

# 认识流动性过剩关键缺少精确度量

□ 鲁政委

■ 人物志



鲁政委:中国社会科学院经济学博士,现为兴业银行资金营运中心宏观经济分析师,专攻宏观经济形势与货币政策分析。

## 有关流动性过剩的七个不同解释

理清概念是准确度的前提。在当下盛行的“流动性过剩”表述中,至少存在七种不同的含义。与之对应,也同时存在各不相同的度量方法。

第一种含义,是指实际货币存量高于均衡水平(理论上为经济处于潜在增长路径和零通胀时所需的货币量,现实中一般为宏观当局所设定的理想目标)的情形(Polleit & Gerdemeier, 2005)。这是理论经济学意义上最一般化的概念。与其相对应,存在两种流动性过剩程度的度量方法:一种方法是,根据经典货币数量论公式,给定货币流通速度,且货币政策目标为保持通胀率处于理想水平,那么,实际中的政策操作就是力求使某层次的货币(在我国主要指M2)增长保持在与经济增速相适应的速度上;另一种方法是,通过货币需求函数的确定,进而确定经济的均衡货币需求量,然后将其与现实水平进行对比。

第二种含义,是指准货币(M2-M1)的持续增加,亦即“喇叭口”持续存在甚至扩大的状态。这种看法认为,准货币的持续增加,表示现实的货币供给已超过实体经济所需,这些“剩余流动性”就转化为暂时不准备投入实体经济领域的存款,或被投入到证券等非实体经济领域,其潜在危害是可能导致泡沫经济。

第三种含义,是指企业所面临的可用资金松紧状态,具体来说,就是指企业通过银行贷款、票据贴现、短期融资券、股市和企业债等方式所能获得资金的状况,比如夏斌(2006)。如果企业取得资金的环境过于宽松,那么,就存在流动性过剩,其典型表现则是固定资产投资过快增长。

第四种含义,是指金融机构存贷差的持续扩大和贷存比(loan-to-deposit ratio)的持续走低(Caprio Jr. & Honohan, 1991; 王健, 2007)。这种界定因在日常观察中具有极强操作色彩而成为最广泛使用的概念之一。然而,这一概念的缺陷也相当明显。

第五种含义,是指银行间市场资金面的宽松。在此种意义上的使用者,往往把银行间市场利率视为流动性是否过剩的关键表征。应该说,如果存在一个高效率的金融市场,这种市场不仅存在一个公认的反映流动性余缺的基准利率,而且能够有效调节

解决“流动性过剩”问题,已成为我国宏观调控中最为重大的问题之一,但至今国内研究很少有关于我国流动性过剩程度的精确度量。笔者认为,无论是从定量角度还是从定性角度,都很难为流动性过剩程度的精确度量提供适当的信息。对于央行来说,其一般会将会金融机构超储率和银行间市场利率两个指标相互参照,来共同判定流动性是否过剩;而流动性的分布状况和央票招标利率上行压力的大小,则决定了央行具体可能选择的流动性回收手段。

不同金融机构之间流动性不均,那么,银行间市场基准利率就应该是观察流动性状况的一个良好指标。

第六种含义,则是央行在2006年《中国第三季度货币政策执行报告》中明确提出的,即存款性金融机构在中央银行的存款,主要包括法定存款准备金率和超额存款准备金率。由于前者为强制性义务,因而,流动性过剩实质上主要表现为金融机构超储率持续处于高位的情形。

第七种含义,其外延最为广泛,认为由于金融创新使得不同金融资产之间能够便利地进行期限转换,从而变现能力大为提高,因而,所有衍生品都应纳入流动性范畴。而所谓的流动性过剩,则主要表现为各种金融衍生品的爆炸性增长(朱民, 2007)。这种定义对于从定性角度观察流动性、特别是全球流动性状况无疑具有重要参考意义,但应用于我国国内流动性过剩程度的衡量却并不容易。

## 多角度尝试度量流动性过剩程度

根据前文定义所涉及的若干可行度量方法,我们将进行一个多角度的度量尝试,以便为人们从不同视角进行观察提供方便。

第一,货币数量论的视角。笔者认为,在几乎所有涉及流动性测度的文献中,如下的“货币数量论”恒等式都被看作是当然的逻辑起点: $M_2V = P_2Q_2$ 。对这一公式取对数并作差分,然后移项可得: $m = p + q - v$ 。其中,小写字母表示相应变量先取对数再作差分处理之后,其所代表的即为各变量的同比增长率。

如果存在理想的(通常为宏观当局的目标)通胀水平、经济增长速度和货币流通速度,就可以得到适度流动性水平,然后据此来评估流动性是否适度;如果适度流动性水平约等于实际流动性水平,就说明流动性是适度的;如果适度流动性水平大于实际流动性水平就说明存在流动性过剩。其中,实际流动性水平为经济实际状况,适度流动性水平为作为参照的理想状态。

图表1提供的计算结果显示,1997年以来,我国货币流通速度总体上呈下降态势。1997年为0.868,而到2006年已下降到0.606。年环比降幅最高达到了7.40%,最低为1.11%。15年来的算数平均值为每年下降3.86%,我们将在计算中视此为均衡状态下的货币流通速度年增长率。根据图表1所测算出的货币流通速度数据,我们可以以各年实际GDP增速和CPI涨幅计算出各年的理论M2增速水平,我们将该水平视为均衡状态下的适度增速,然后将其与当年实际M2增速进行比较,将二者的差距视为流动性是否过剩的一个测度。(见图表2)

根据我们的测算结果显示,

1997-2006年间,我国一直存在着流动性过剩,即M2的实际增速高于理论上测算出的均衡增速。正是在2005年,将“流动性过剩”用于对中国经济状况的评价开始甚嚣尘上,各方也均明显感受到了资金的充沛。相对于以前来说,目前仅存在轻度流动性过剩。这可能与央行在今年头两个月的时间里,即两度上调法定存款准备金率,发行一次共计1010亿元的定向央票有关。

第二,IS-LM模型的视角。根据宏观经济学教科书中经典的IS-LM模型,我们可能获得一个经济中均衡货币量水平的测算模型。

我们分别选择2001年1月-2007年2月间的工业增加值累计同比增速、M2同比增速作为实际产出和实际货币供给的代理变量;在利率数据的选择上,我们分别选择经通胀指数调整的R007实际利率和一年期存款利率数据作为利率的代理变量。数据来自中国人民银行、国家统计局和CEIC数据库。先对数据进行平稳性检验,并得到回归如下结果。

在此,如果以一年期定期存款利率为利率代理变量,利用一年期定期存款实际利率的算术平均值,可以得到适度的货币增速为17.3%。这一水平与日前央行第一季度金融运行新闻稿中认为“与经济增长基本相适应”的货币增长率(17.27%)一致。给定短期内我国经济所需的最优货币量保持稳定,那么,我们就可分别以16.8%和17.3%作为2001年以来M2的最优增速,估算各年M2实际水平对其偏离的程度,即流动性过剩状况。

如果以R007作为利率的代理变量,那么,央行确定的2007年M2同比增长16%的目标,还比最优水平低了0.8个百分点。而目前2月末M2同比增长17.8%,这一水平要比最优水平高出1个百分点。如果以一年期定期存款利率为代理变量,那么,当年实际货币供给高于最优水平的则只有2001年、2003年和2005年,2007年2月则比最优水平高0.5个百分点。

第三,贷存比/存贷差的视角。一般而言,贷存比/存贷差由于其在经验上计算的便利,而被人们广泛地用作衡量经济流动性过剩状况的指标。贷存比越低、存贷差越大,则被视为流动性过剩状况越严重。

例如,直到1998年之前,我国金融机构的贷存比都一直维持在90.00%以上,存贷差则在8000亿元以上。此后,我国金融机构存贷差总体上呈不断扩大态势;与此一致,贷存比总体上也不断下降。到2005年6月,存贷差首次突破了80000亿元大关,贷存比也首次降到了70.00%以下。此时,各方均明显感受到了流动性过剩问题的存在。到了2007年2月末,我国金融机构的存贷差已高达110000.0亿元,贷存比则下降到了接

近历史低位的68.12%。

当然,以存贷差和贷存比指标衡量流动性过剩存在明显缺陷。实际上,在我国这样一个转型国家,基本上不大可能给出一个经验上合理的金融机构存贷差或贷存比水平。如果这样,我们其实很难借此给出一个我国目前流动性过剩程度的准确度量,那么,以此来说我国目前是否存在流动性过剩问题就相当含糊了。

由于无法找到我国金融机构自身适度贷存比,我们尝试通过国际比较的途径来寻找适度的存贷比是否存在?一个韩国、日本和美国数据的比较分析显示,通过横向对比,似乎也很难找到一个适度的、可以用以评估我国流动性是否过剩的贷存比指标。

根据我们对美国、日本和韩国金融机构贷存比与我国金融机构的贷存比进行比较,可以显示一个规律:金融市场越是发达、金融管制越是开放的国家,其金融机构的贷存比数值也越低。我们显然不能就此断言这些国家金融机构的效率低下、资金没有得到充分运用。当然,我国金融机构在与美国金融机构贷存比大致相当的情况下,依然出现了明显异于美国的超强信贷冲动(这被不少人视为流动性过剩的典型病症),这其实是我国金融机构风险约束机制不完善、信贷业务利润相对较高、短期内中间业务开发困难、金融创新不足和经营范围限制导致证券投资产品种类及收益有限等诸多因素密切相关。如果这样,单纯从缩小存贷差、提高贷存比的角度出发来观察流动性过剩,那就显然不得要领。

## 结束语

我们利用货币数量论提供的测算

结果显示,1997年以来,我国经济的实际货币供给(M2)就已持续明显超过合意水平;由IS-LM模型提供的静态测算结果显示,我国经济的合意的货币增速应为16.8%。而以贷存比/存贷差指标为基础提供的测算,无论是从定量视角还是从定性视角,都难以为流动性是否过剩提供明确指示。

虽然我们通过以上研究,大致测算出了我国合意的流动性水平和目前的流动性过剩状况,但笔者却对我国在短期内摆脱流动性的困扰没有信心。因为Rüffer & Stracca (2006)以美国、日本、英国、加拿大、中国等15国数据所作的流动性过剩国际外溢的经验研究表明:流动性过剩对美国等国际货币体系货币领袖国国内经济的负面影响要比其他发展中国家小得多。这意味着,目前实际代行全球中央银行职能的美国和日本货币当局,完全有可能在流动性问题上采取以邻为壑的政策。实际上,目前美国和日本货币政策目标已出现向经济增长目标的明显偏移。在这样的背景下,我国货币当局必然独木难支。

至少在五年以前,美国的流动性过剩即引起一些敏感程度较高经济学家的关注;至迟到2005年,我国国内的流动性过剩问题已为各方所明显感知,并引起货币当局的担忧;而到目前,治理流动性过剩问题更是被史无前例地写入了《政府工作报告》。在这样的背景下,仅仅泛泛谈论“流动性过剩”的行为已显得严重“过剩”,而认真对当前“流动性过剩”程度并进行定量测度的研究,则显得尤为稀缺。我们承认,本文所进行的相关分析远非完善,但笔者希望借此能够起到抛砖引玉的作用。

图表1 我国的货币流通速度(1997-2006)

年份	GDP (10亿元)	M2 (10亿元)	货币流通速度(V)	货币流通速度年增长率(%)
1997	7897.30	9099.530	0.868	-
1998	8440.20	10449.850	0.808	-6.94
1999	8967.70	11989.790	0.748	-7.40
2000	9921.50	13461.030	0.737	-1.46
2001	10965.50	15830.190	0.693	-6.02
2002	12033.30	18500.700	0.650	-6.10
2003	13582.30	22122.280	0.614	-5.61
2004	15987.80	25410.700	0.629	2.48
2005	18386.80	29550.760	0.622	-1.11
2006	20940.70	34557.791	0.606	-2.61
算术平均	-	-	-	-3.86

资料来源:CEIC,兴业银行资金营运中心研究处。

图表2 我国流动性的过剩程度(1997-2007年M2)

	GDP (%)	CPI (%)	V	M2(理论)(%)	M2(实际)(%)	流动性过剩程度(%)
1997	9.3	2.8	-	-	-	-
1998	7.8	-0.8	-6.94	13.94	14.8	0.86
1999	7.6	-1.4	-7.40	13.60	14.7	1.10
2000	8.4	0.4	-1.46	10.26	12.3	2.04
2001	8.3	0.7	-6.02	15.02	17.6	2.58
2002	9.1	-0.8	-6.10	14.40	16.8	2.40
2003	10	1.2	-5.61	16.81	19.6	2.77
2004	10.1	3.9	2.48	11.52	14.7	3.15
2005	10.4	1.8	-1.11	13.31	17.6	4.26
2006	10.7	1.5	-2.61	14.81	16.9	2.09
2007M2*	10.8	2.4	-3.86	17.06	17.8	0.74
2007a	9.14	3.0	-3.86	-	16.0	-
2007b	8.0	3.0	-3.86	14.86	16.0	1.14
2007c	10.0	3.0	-3.86	16.86	16.0	-0.86
2007d	10.5	3.0	-3.86	17.36	16.0	-1.36

资料来源:《中国统计年鉴》(2006),CEIC,中国人民银行,国家统计局,兴业银行资金营运中心研究处。

# 央行观测流动性过剩经验方法与应对措施何在

观察中国央行在具体操作中观察流动性过剩程度的具体方法发现,其可能主要集中在两个指标上:金融机构超储率和银行间市场利率水平。

为甄别何种水平为央行所认为的流动性过剩水平,我们以央行宣布上调准备金率的行为为“信号显示”标志来进行观察。顺便指出的是,虽然定向央票也是央行紧缩流动性的重要手段,但由于其更多在流动性分布不均时使用,因而不具有指示全局性流动性是否过剩的经验功能。

我们首先观察央行认为超储率达到何种水平就存在流动性过剩。根据

数据显示,近年来,我国金融机构超储率总体上保持着下降趋势。该趋势线显示,目前已下降了2.5%左右。可能正是根据这种趋势,市场认为人民银行目前所认可的理想超储率水平为2.5%。一旦高于这一水平,人民银行将会采取措施加大流动性回收力度。以上调法定存款准备金率来看,基本可以证实这种判断:在2006年6月、7月、11月三次上调准备金率的月份中,超储率分别为3.03%、2.58%和2.78%,分别高于合意水平(即2.5%)0.53、0.08和0.28个百分点;2007年上调准备金的1月和2

月,超储率也达到了2.83%和3.66%。

单纯通过银行间市场利率(R007)一个指标来观察央行认为何时出现了流动性过剩似乎比较困难。有数据显示,在2006年以来业已出现的6次准备金率调整中,其中有4次是恰好在银行间市场利率上升过程中的(第1次、第2次、第3次和第6次),2次是处于银行间利率下降过程中的。一般来说,银行间市场利率越高,意味着流动性相对较紧;反之,银行间市场利率不断下滑,则表示流动性日渐宽松,可

能会出现流动性过剩。但宣布准备金率上调的时机有67%处在利率上升过程中,这不得不令人疑惑。实际上, R007的一个重要特性就是易受短期因素影响,而去年下半年大量新股上市冻结资金显然大大加剧了其短期的波动性。如果再仔细观察可以发现:在宣布准备金率上调的日期后, R007便大幅下跌。实际上,准备金率政策从宣布到执行之间的时间差,基本上恰恰覆盖了随后的见顶时期,即真正执行时,银行间市场利率已开始下落。

顺便提及的是,6次准备金宣布

上调的一个共同特点就是:1年期央票招标利率无法下降、甚至面临上扬压力的时期。

结合上文关于超储率具备“精确制导”特性的论述,我们似乎可以总结出央行在选择回收流动性工具时的行为逻辑:通过综合金融机构超储率和银行间市场利率两个指标的情况,来判断整体流动性过剩状况;而央票招标利率的走势,以及流动性的分布态势,则决定央行在公开市场操作、准备金率定向央票三者中最终会采用何种手段。

(鲁政委)

## ■ 看点

●在当下盛行的“流动性过剩”表述中,至少存在七种不同的含义。第一种含义,是指实际货币存量高于均衡水平的情形;第二种含义,是指准货币(M2-M1)的持续增加,亦即“喇叭口”持续存在甚至扩大的状态;第三种含义,是指企业所面临的可用资金松紧状态,具体来说,就是指企业通过银行贷款、票据贴现、短期融资券、股市和企业债等方式所能获得资金的状况;第四种含义,是指金融机构存贷差的持续扩大和贷存比的持续走低;第五种含义,是指银行间市场资金面的宽松;第六种含义,则是央行存款性金融机构在中央银行的存款,主要包括法定存款准备金率和超额存款准备金率;第七种含义,其外延最为广泛,认为由于金融创新使得不同金融资产之间能够便利地进行期限转换,从而变现能力大为提高,因而,所有衍生品都应纳入流动性范畴。

●我们利用货币数量论提供的测算结果显示,1997年以来,我国经济的实际货币供给(M2)就已持续明显超过合意水平;由IS-LM模型提供的静态测算结果显示,我国经济的合意的货币增速应为16.8%。而以贷存比/存贷差指标为基础提供的测算,无论是从定量视角还是从定性视角,都难以为流动性是否过剩提供明确指示。

●观察中国央行在具体操作中观察流动性过剩程度的具体方法发现,其可能主要集中在两个指标上:金融机构超储率和银行间市场利率水平。我们似乎可以总结出央行在选择回收流动性工具时的行为逻辑:通过综合金融机构超储率和银行间市场利率两个指标的情况,来判断整体流动性过剩状况;而央票招标利率的走势,以及流动性的分布态势,则决定央行在公开市场操作、准备金率定向央票三者中最终会采用何种手段。

## ■ 余论

现在,“流动性过剩”已成为全球经济及金融市场中的一个流行术语,但流动性过剩究竟包含了什么具体含义?以及如何度量流动性过剩呢?我们相信,这一问题可能是目前各方面人士共同关心的一个热点问题。

鲁政委博士在回顾了目前有关流动性过剩的七大观点的基础上,又着重从货币数量论、IS-LM模型和贷存比/存贷差三个角度分析了如何度量流动性过剩问题,尤其是结合中国的实际情况,探讨了目前中国流动性过剩问题,包括中国央行是如何观察流动性过剩问题的。不管作者的分析观点是否合理,但他着重从如何度量中国目前的流动性过剩出发探讨这一问题,这比泛泛而谈流动性过剩问题可能更有启发性。

同样,由于目前中国的流动性过剩对包括A股市场在内的整个经济、金融及投资市场都有极其深度的市场影响,相信本文或许能给A股市场的投资者带来更多的启示。目前中国的流动性过剩已达到什么程度,摆脱流动性过剩会面临什么难点,这些信息都将有助于我们进一步观察A股市场中长期发展趋势。

——亚夫