

流动性过剩：只看货币供给并不恰当

■人物志



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

◎李若愚

目前，对“流动性过剩”的讨论多从货币供给角度展开的。“流动性过剩”被理解为货币发行过多，货币供给过剩，货币供应量也被当作度量“流动性”的基本指标，M2/GDP则被用来说明“流动性过剩”的状况。我们认为，货币供应统计并非衡量“流动性”的一个可靠指标，而“流动性过剩”也不能简单理解为货币发行过多和供给过剩。

第一，金融发展与创新使货币的范围不断拓展、扩大，货币供应量指标的可靠性、与经济增长和物价变动之间的相关性越来越差。在金融发展过程中，随着金融创新层出不穷，货币供应量的可测性问题变得日益突出，不断有新的需要包括在货币度量范围内的金融资产出现，也使准确度量货币变得非常复杂，难度越来越大。此外，随着没有被纳入货币统计范围内，但履行货币职能的金融资产数量越来越多，且规模不断波动，货币供应量指标与经济增长和物价变动之间的相关性越来越弱。受此影响，世界主要国家目前都已放弃将货币供应量作为货币调控的中间目标。

以美国为例，自1970年美联储将M1作为货币调控的中间目标。但从20世纪70年代末金融创新开始，为了规避金融管理当局的监管及与不断出现的各种非银行金融机构展开竞争，美国的商业银行创造了一大批新金融产品和金融工具，如NOW账户和大额CD等。这些金融工具既可以支付利息，又可以迅速变现，与原来的M1有很多共同之处，造成传统的货币统计发生很大的偏差。为此，美联储从1980年开始，几次修改货币度量方法，货币供应总量指标由M1扩展到M2，并进一步扩展到M3和L。

但是，另一个影响货币供应量作为中间目标的问题出现了，即货币供应量与名义GDP和通货膨胀之间的关系开始失去稳定性。尤其是自20世纪90年代以来，电子计算机的广泛应用以及互联网技术的快速发展使全球金融的电子化和网络化程度不断加深，资金的转移开始主要建立在金融业的电子化和网络化之上，可以很容易地把一种金融资产转换为另一种金融资产，然后再进入电子货币账户进行支

近一年以来，“流动性过剩(Excess Liquidity)”一词被反复提及。“流动性过剩”已成为中国乃至全球经济和金融运行的一个最为突出的问题。尽管“流动性过剩”已成为各界普遍关注的焦点，但现有的相关论述中始终没有对“流动性”怎样才算“过剩”给予深入阐述。在我们对“流动性过剩”的认识还只是“雾里看花”之时，“流动性过剩”已经成为不少研究人士分析当前金融和经济形势的大前提。如果对什么是“流动性过剩”现象没有正确的认识，对“流动性过剩”的治理也很难对症下药。因此，有必要对“流动性过剩”现象加以分析和界定。

“流动性”一词被用于各种情况，涵义可谓极为宽泛。在经济学或商业活动中，经常在一系列相关但不尽相同的意义上使用“流动性”一词。常见的用到“流动性”这一概念的情况主要有：金融市场的流动性，指在几乎不影响价格的情况下迅速达成大宗交易的能力；商业银行的流动性，通常指银行为资产的增加而融资及在债务到期时履约的能力；银行体系流动性，即存款性金融机构在中央银行的存款，主要包括法定准备金和超额准备金；宏观经济层面上的流动性。追根溯源，“流动性”一词在宏观经济学中被广泛应用，始于凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中所讲的“流动性偏好”，即指人们对货币资产的偏好，也就是对货币的需求。从这一角度理解，流动性就是货币。

付与结算，导致作为货币的资金账户和投资的资金账户之间的差异进一步扩大。这使得原来意义上的货币统计其准确性和实用性都在降低，传统货币供应量与经济增长、物价变化之间的数量关系更加不稳定。1987年，美联储宣布不再使用任何货币供应量指标作为货币政策决策中间目标，改由实际利率为货币政策中间目标。

自1998年央行取消信贷规模控制后，货币供应量成为我国货币政策的中间目标。我国央行自1994年10月份正式向社会公布货币供应量统计指标以来，在2001年和2002年曾两度对其加以修订。但是，近年来我国金融市场和非银行金融机构的快速发展以及金融网络化、电子化的趋势也使得我国货币供应量统计面临美国曾经面临过的“烦恼”。

首先，尽管经过了两次修订，但现行货币供应量统计仍未反映出金融发展和金融创新所带来的变化。例如，自1994年以来，中国金融市场和非银行金融机构发展较快，出现一些新的金融资产(如短期金融债券、商业票据和债券回购等)，这些金融资产与货币供应量统计相关，但未纳入现有的货币供应量统计口径中。

其次，近年来我国金融发展的电子化、网络化的进程及普及程度都发展很快，这必然会加大货币供应量可测性的难度。

再次，我国M2与GDP和CPI之间的数量关系也很不稳定。例如，1998—2002年货币供给量GDP的年均增速为15.58%，同时期GDP的平均增长率为6.52%，居民消费价格指数(CPI)年均上涨率则是-1.06%。货币增长远远超过经济增长和物价变化的现象说明，有相当大量的货币供给既没有对物价产生压力也没有推动经济增长，李扬等学者将这部分货币称为“迷失的货币”，也有学者将其称为“超额货币”。

第二，从我国及世界主要国家货币供应量变化看，很难得出货币供给过剩的判断。从近两年全球货币供应量和M2/GDP的变化来看，也很难推出全球存在“流动性过剩”的结论。考察近十多年来美、日、欧盟和中国的M2增长变化，我们并没有找到各国货币供应在近两年以来飞速膨胀的令人信服的证据(见图1)。美国的M2/GDP自2004年以来一直不升反降，

日本M2/GDP自从2003年以来持续下降(见图2)。而中国M2/GDP的数值1990年以来一直在上升，但直到2003年以后“流动性过剩”问题才真正显露和突出。以上情况说明，对流动性的考察不能简单等同于对M2的考察，“流动性过剩”也不能简单理解为货币发行过多，货币供给过剩。

第三，内生性货币供给使货币需求在货币供求平衡中掌握了主导权。如果经济主体对货币需求量的变化决定货币供给，那么货币供给就是内生的；而货币供给独立于货币需求的变化，则货币供给就是外生的。凯恩斯在分析货币供求平衡时，也采用了外生货币供给的假设。

但是，随着近年来金融创新和银行信用卡、电子结算转账等新兴业务的推行，各国央行对货币供给的控制力在不断减弱，从而使货币供给变得越来越具有内生性。20世纪60年代以来，西方经济学界主张货币供给内生论的学者日渐增多。从近年来我国货币供应情况来看，货币供给的内生性确实在不断增强。

对我国货币供给内生性的验证，通常通过分析货币供给的变动与货币乘数之间的关系来进行。根据货币银行理论，货币供给存在货币供应量=货币乘数×基础货币=(超额存款准备金率+1)/(法定存款准备金率+超额存款准备金率+现金-存款比率)的数量关系。一般来说，中央银行可以通过公开市场操作来控制基础货币，但对货币乘数的控制能力有限。中央银行虽然可以通过调整法定存款准备金率来影响货币乘数，但货币乘数还受到存款人持现行为、银行体系流动性变化等因素的影响。

1998年取消贷款限额管理后，我国货币供给机制开始向市场化转变。考察近年来货币乘数的变化，我们发现，M2乘数在不断上升(见表)。根据货币乘数公式可知，法定存款准备金、超额存款准备金和现金-存款比率变小将导致货币乘数增大。

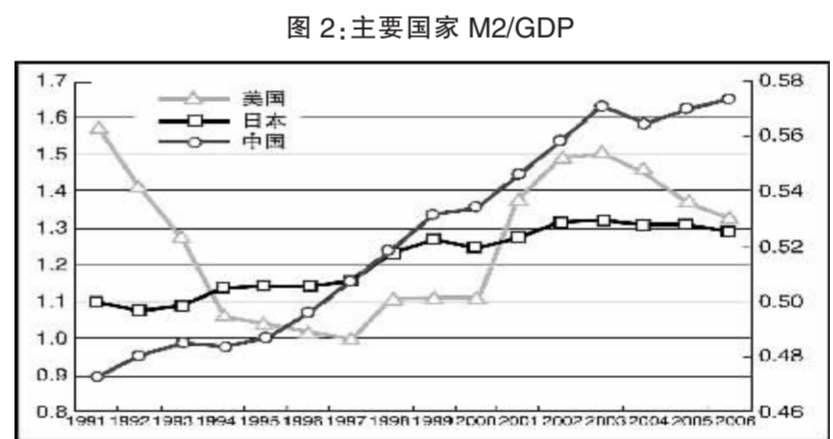
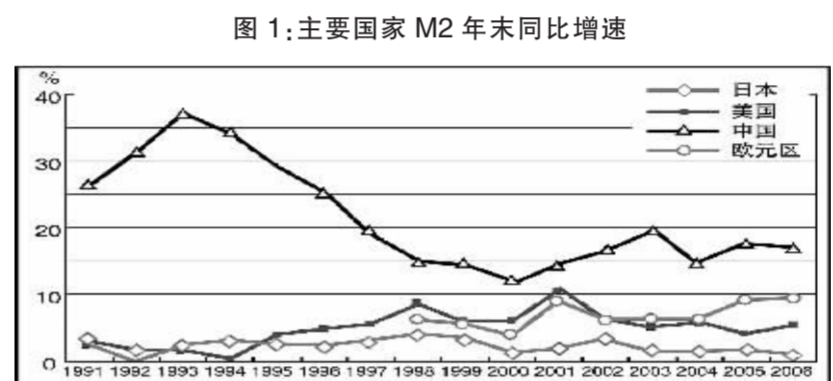
1998年以来至今，我国金融机构法定存款准备金率先经历了两次下调，但此后经历了十次上调。自2003年以来，央行已持续十次上调法定存款准备金率，理论上货币乘数应相应下降，但实际结果却是货币乘数在不断上升。这说明央行通过调整法定存款准备金率并不能完全控制货币乘数，货币乘数

受其他不可控因素的影响更大。

从影响货币乘数的其他主要因素来看，超额存款准备金率(超储率)和现金-存款比率(提现率)的高低对我国货币乘数的影响更大。由于超储率的高低取决于金融机构财务状况的好坏、保留超额准备的机会成本大小和取得资金的难易程度等；提现率主要取决于居民的可支配收入、持币的机会成本、金融的发达程度、公众的偏好和支付习惯等。这些因素都不是由中央银行

能随意控制的。

我们可以从货币供给和需求两方面对宏观层面的“流动性”进行考察。从货币供应量变化角度考察“流动性”，显然是对货币数量笼统的统计和估算，但金融发展创新使这一估算难以准确进行，也使得货币供应量统计结果与经济增长和物价变化之间的关系被削弱。近年来各国货币供给内生性越来越强，货币需求对货币供求平衡的影响也越来越大。



各年货币乘数及其三大影响因素变化

年份	货币乘数	提现率(%)	超储率(%)	法定存款准备金率(%)
1999年	3.57	41.55	10	6
2000年	3.76	38.06	8.3	6
2001年	3.96	35.51	7.6	6
2002年	4.10	32.23	6.47	7
2003年	4.19	30.67	5.38	7
2004年	4.30	28.82	5.25	7.5
2005年	4.72	28.87	4.17	7.5
2006年	4.44	27.36	4.78	9
2007年前3月	4.73	27.25	2.87	10.5

我国流动性过剩重要特征：投机性货币需求旺盛

◎李若愚

当我们发现从货币供给角度来考察“流动性”反而难以说明“流动性过剩”问题时，不妨将目光转向货币需求。事实上，对货币需求的考察可以区分微观主体不同的持币动机，从而可以按不同用途对“货币”进行细致的区分。也就是说，我们可以不去探讨货币发行或供给总量在多大程度上超过实体经济增长的需要而导致“流动性过剩”，而是转为探讨因微观主体的需求和行为选择发生变化，会导致多少货币没有进入到实体经济中，从而也会导致“流动性过剩”。

第一，从凯恩斯“流动性偏好”理论出发，“流动性过剩”是满足投机性动机的货币过多。人们对货币的认识在不断发展变化。居于主流的看法是从货币所履行的职能来界定货币，交易媒介和价值贮藏是货币最主要的两大职能。与货币两大职能相对应，对于货币有流量和存量不同角度的考察。传统的货币数量说探讨的是货币流量与产出流量的关系。无论是早期的费雪方程式还是后期的剑桥方程式都是如此。讨论货币流量的传统货币数量说无疑是以货币仅作为交易媒介

的“单一职能论”为基础的。

凯恩斯则从货币同时作为交易媒介和价值贮藏的“双重职能论”出发，最早从存量角度对货币进行了考察。他提出货币不仅是交易手段和流通的媒介，还是一种资产(价值贮藏)。凯恩斯将经济主体持有货币的动机(货币需求)划分为交易动机、预防动机和投机动机。其中，交易和预防的货币需求是对交易媒介的需求，也是对货币流量的需求，其数量取决于收入的规模和交易的速度，这与传统货币数量论中的货币需求是一致的。而投机性货币需求是对资产性货币的需求，是一种存量需求，其数量取决于经济主体的资产偏好(流动性偏好)。因此，凯恩斯对货币需求的考察和对货币的界定兼具了流量和存量的双重性质。

凯恩斯在《货币论》中曾将货币循环分为产业循环和金融循环。货币的产业循环是指为了支撑经济社会中所生产的商品和劳务的流动而投入使用的货币量。货币的金融循环是指用于资产运作的货币量。显然，从需求角度出发，“流动性过剩”对应的不是履行交易媒介职能的货币量过多，而是具有价值贮藏职能的货币量过多，不是在实体经济运行中流通的流量货币过多，而是存在

于金融市场与金融机构等虚拟经济内部，与实体经济活动不相关，没有直接作用于生产、投资和消费等实体经济领域的存量货币过多。

第二，当微观主体风险偏好上升时，“流动性过剩”会导致资产泡沫。投机性动机是凯恩斯在分析微观主体持币动机中最为关注和重视的一个动机，也是凯恩斯货币理论区别于其它货币理论的一个显著特征。牛津字典对投机的定义是“对商品、股票和证券等的一般性买卖行为，与普通交易或投资不同的是其目的是通过市场价值的上升或下降来获取利润”。根据这个定义，由于预期市场价值的变动，所有那些买入(卖出)某种东西，只是为了在今后能够以更高(更低)的价格卖出(买入)的交易都是投机交易。

但是，凯恩斯在提出并分析投机性货币需求时，所考虑的可选择资产只有货币与债券，而且假定人们总是选择其一，而不是两者兼有。因此，凯恩斯所定义的“投机性货币需求”与现实中的“投机行为”有一定的脱节。美国经济学家J·托宾为此提出了资产选择理论，用风险和收益的关系对凯恩斯的投机性货币需求理论进一步完善和发展。为了逃避风险，人们

将在安全资产(货币)与风险资产、盈利性资产三者之间进行选择，根据各种资产的收益和风险的比较来确定其资产结构。风险与收益成正比。货币投机需求的变动是通过人们调整资产组合实现的。

按照资产选择理论，从人们的持有货币的动机来看，投机性货币需求实际上可进一步细分为两部分，一是人们在风险回避的情况下，愿意持有货币——这种安全性资产而产生的货币需求；二是当人们风险偏好上升(由风险回避转为风险中立甚至风险爱好)，选择减持货币资产、增持其他非货币的投机性资产所产生的货币需求。事实上，这种货币需求也是一种交易性需求。此时，货币履行的更多的是交易的职能而非价值贮藏的职能。但是，由于货币是在虚拟经济中流通的，货币媒介的对象是与实体经济无直接关系的投机性资产，所以我们仍把货币这种金融交易的需求看作一种金融性需求、资产性需求，而非一般的交易性需求。

依据以上对投机性货币需求的细分可以看出，“流动性过剩”实际上有两种状态。一是在微观主体风险偏好较低时，“流动性过剩”主要表现

为微观主体愿意持有更多的货币资产(现金、银行存款等)。二是在微观主体风险偏好较高时，“流动性过剩”主要表现为微观主体愿意持有更多的风险资产(股票、房地产等)，其持币动机更多的是为满足投机交易的需要。“流动性过剩”的第二种状态显然将带来资产泡沫。

在我国，“流动性过剩”一词纯属舶来品。近两年，全球金融市场(包括黄金、外汇、债券、股票和大宗商品期货市场)和房地产市场充斥着巨额资金。源源不断的资金推动了发展中国家和发达国家的金融市场和房地产市场轮番暴涨，相关资产价格的“非理性”高涨，甚至出现了泡沫。国际投行和有关分析人士将全球资产价格的暴涨归因于“流动性过剩”。与全球“流动性过剩”现象类似，我国“流动性过剩”也在不断推动股票与房地产价格节节攀升。

综合以上分析，我们可以归纳出当前我国“流动性过剩”现象的主要特点，即在货币供应具有较强内生性的情况下，微观主体风险偏好上升，投机性货币需求极大旺盛，出现大量货币追逐有限非货币资产，并导致资产价格泡沫膨胀”的现象。

■看点

●常见的用到流动性这一概念的情况主要有：金融市场的流动性，指在几乎不影响价格的情况下迅速达成大宗交易的能力；商业银行的流动性，通常指银行为资产的增加而融资及在债务到期时履约的能力；银行体系流动性，即存款性金融机构在中央银行的存款，主要包括法定准备金和超额准备金；宏观经济层面上的流动性。追根溯源，宏观经济学中，“流动性”一词的广泛应用始于凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中所讲的“流动性偏好”，即指人们对货币资产的偏好，也就是对货币的需求。从这一角度理解，流动性就是货币。

●货币供应统计并非衡量“流动性”的一个可靠指标，而“流动性过剩”也不能简单理解为货币发行过多和供给过剩。第一，金融发展与创新使货币的范围不断拓展、扩大，货币供应量指标的可靠性、与经济增长和物价变动之间的相关性越来越差。第二，从我国及世界主要国家货币供应量变化看，很难得出货币供给过剩的判断；第三，内生性货币供给使货币需求在货币供求平衡中掌握了主导权。

●当发现从货币供给角度来考察“流动性”反而难以说明“流动性过剩”问题时，不妨将目光转向货币需求。也就是说，我们可以不去探讨货币发行或供给总量在多大程度上超过实体经济增长的需要而导致“流动性过剩”，而是转为探讨因微观主体的需求和行为选择发生变化，会导致多少货币没有进入到实体经济中，从而也会导致“流动性过剩”。

●我们可以归纳出当前我国“流动性过剩”现象的主要特点，即在货币供应具有较强内生性的情况下，微观主体风险偏好上升，投机交易性货币需求极大旺盛，出现大量货币追逐有限非货币资产，并导致资产价格泡沫膨胀”的现象。

■编余

流动性过剩问题已经是一个社会各界关注的焦点问题，如何化解流动性过剩也已成为当前中国经济中的一个重要问题。但是，问题的关键是怎样理解流动性过剩问题。

本文作者提出了她的分析与鲜明的观点，认为目前我们主要从货币供给的角度来考察这一问题时反而无法说明流动性过剩，也就是说，我们不能简单地将流动性过剩等同于货币发行过多和货币供给过剩。相反，我们应当从货币需求的角度来考察流动性过剩问题。从需求角度出发，“流动性过剩”对应的应是有价值贮藏职能的货币量过多，存在于金融市场与金融机构等虚拟经济内部，是没有直接作用于生产、投资和消费等实体经济领域的存量货币过多。对此，投机性货币需求的影响会更大，这是由微观经济主体的行为选择决定的，而非由中央银行所决定的。当微观主体风险偏好较高时，“流动性过剩”主要表现为微观主体愿意持有更多的风险资产(股票、房地产等)，其持币动机更多的是为满足投机交易的需要，并将带来资产泡沫。这就是目前我国流动性过剩的主要现实和特征。

确实，从货币需求的角度来考察流动性过剩，尤其是考察投机性货币需求的影响，为我们理解当今我国的流动性过剩现象和问题提供了一个贴近实际情况的分析视角，这是非常有启发性的。

——亚夫