

当前中国流动性过剩的成因及应对策略

李淑华

(西北师范大学政法学院 甘肃 兰州 730070)

【内容摘要】流动性过剩是全球各主要经济体当前普遍面临的问题,本文在目前理论界关于流动性过剩定义的基础上,剖析了中国流动性过剩的原因及其对经济增长和宏观稳定的影响,并提出了当前应对这一难题的综合性政策建议。

【关键词】流动性过剩 双顺差 金融风险 宏观稳定

中图分类号: F832

文献标识码: A

文章编号: 1007-9106(2008)05-0069-02

一、流动性过剩的定义和度量

流动性过剩 (Excess Liquidity) 是一个听起来并不深奥但却很难定义和度量的概念。根据英国 MacDonal d and Evans 公司出版的《经济与商业词典》,流动性过剩的含义可概括为:“银行自愿或被迫持有的流动性超过健全的银行业准则所要求的通常水平”。一般来说,经济学中所讲的“流动性”是指商业银行可以随时用于投资的资产。从理论上来说,商业银行的资产除了满足法定准备金的要求外,其他所有资产可以用于投资经营活动。如果照此解释,流动性过剩就可以理解为商业银行所拥有的超过法定要求的存放于中央银行的准备金和库存现金,或者可称为超额准备金。这就意味着商业银行的超额准备金越多,金融系统中的流动性过剩问题就越多。商业银行的超额准备金是没有增殖能力的,那为什么商业银行还要在法定准备金之外持有超额准备金呢?一种可能的情况是为了应付金融危机期间的不确定性支付。我国目前面临的情况显然不是上述情形。另一种可能的情况是在经济萧条时期,企业盈利能力普遍下降的情况下,银行为了规避风险,可能会相对地增加对超额准备金的持有。目前我国投资需求旺盛,经济高速增长,显然这种情形也不是我国目前所面临的情形。

如果从上述超额准备金意义上的流动性过剩来看,就可以用商业银行的超额准备金率作为度量一国流动性过剩程度的尺度。这一比率越大,意味着流动性过剩问题越严重。准备金率是商业银行所持有的法定准备金与超额准备金之和与其所有存款总额的比率。2003年9月以来,经过连续10次提高法定存款准备金率,目前中国的法定存款准备金率已达到11.5%。在通常情况下,中国商业银行还要保持3%左右的超额准备金率,以应付突发性的支付需要。在准备金数量给定的情况下,如果提高法定准备金率,显然会降低超额准备金率,因而单纯从超额准备金率的高低来判断流动性是否过剩有时候可能会引起误判。因而对于流动性过剩的判断还要从其他角度来考察。

另外,流动性过剩可以用金融机构当年新增存差、银行间市场回购利率以及增长率与GDP增长率的差额等三个指标来反映。例如,2002—2006年期间,金融机构人民币

新增存差快速增长,2002年为9300亿元,2003年为1.07万亿元,2004年为1.4万亿,2005年达到了2万亿,2006年在股市财富效应影响下,新增存量下降,当年新增存差下降为1.75万亿元。同时,2002—2006年期间,银行间市场回购平均利率持续下降,以各年12月加权平均的利率来看,分别为2.31%、2.17%、2.07%、1.54%和2.25%。就M2增长率和GDP与CPI增长率的差额来说,上述年份分别为9.6%、9.3%、1.2%、5.9%和4.7%。显然,近几年来中国的流动性问题有逐步恶化的趋势。流动性过剩的出现必然导致大量的资金追逐房地产、基础资源和金融资产,形成资产价格的快速上涨。流动性过剩的直接危害是引发经济过热,产生经济泡沫,因此成为世界各国普遍关注的经济现象。

二、流动性过剩的成因及其影响

当前发生在我国的流动性过剩现象是我国经济运行中外矛盾综合作用的结果,这一现象的形成既受全球宏观经济的影响,同时也是长期以来我国经济结构所存在的内在矛盾的必然反映。

首先,我国的流动性过剩是在全球性流动性过剩的大背景下发生的。美国“9·11”事件的发生和新经济泡沫的破灭促使美联储采取扩张性的货币政策,以防止由此可能出现的经济衰退。2001年连续10次降息并注入资金,使联邦基金利率降到了三十多年来的最低水平,由此向社会注入了当量的基础货币。大量基础货币的投放,使得信贷和货币供应量迅速扩张,货币供应量的增长速度远远高于名义国内生产总值的增长速度。促使美元流向世界各国,美元在全球的泛滥导致全球各主要经济体一度普遍实行低利率政策,引发各主要货币流动性空前增长,出现了全球性流动性过剩。同期,日本为了克服通货紧缩,尽快走出经济长期萧条的困境,长期实行所谓“数量放松”的货币政策,在扩张性货币供应和经济停滞双重因素作用下,日本的货币供应量增长速度也大大高于名义国内生产总值的增长速度,成为全球流动性过剩的重要发源地。在全球经济失衡的诱导下,大量资金从美国流入以中国为代表的亚洲新兴经济体,这是造成目前我国流动性过剩的重要外部原因。

其次,我国流动性过剩的现实基础是经济全球化条件下中国贸易和投资的“双顺差”。中国的对外贸易在加入世界贸易组织后出现了超高速增长,在内需不足的情况下,外贸依存度不断攀升,2006年达到了67%,与此相联系,中国近十年来一直维持着高水平的贸易和资本项目顺差,在我国目前的强制结售汇制度安排下,“双顺差”带来的外汇使得央行被动投放基础货币,到2007年1月,外汇占款达到10万亿元,仅此一项投放的基础货币已经达到了央行基础货币投放量的75%以上。3月末,我国外汇储备高达1.202万亿美元,比上年末增长1357亿美元。就资本项目来看,在中国经济高速增长和对于人民币升值的普遍预期之下,国际游资大量涌入中国,当前,随着美国基准利率的降低和中国利率的上调,将进一步挤压我国应用货币政策的空间,根据蒙代尔不可能三角,资本自由流动、汇率稳定和货币政策的独立性三者不可能得兼。因而,可以预见,在较长的时期内,在中国的汇率制度改革完成之前,贸易顺差和资本项目的顺差导致的流动性问题仍将存在,中国的货币政策实践仍将面临考验。

最后,中国长期以来建立在高储蓄之上的投资驱动型增长方式造成的经济结构性失衡是造成目前中国流动性过剩的内部和深层次根源。长期以来,中国经济增长都依赖于政府主导下的银行部门来动员全社会的资源,从而保持投资和经济的快速增长。政府对生产要素价格的低成本控制为资本投入驱动的中国经济增长注入了动力,虽然市场化改革以来,市场化进程取得了相当程度的进展,但要素市场上行政干预的问题依然突出。低成本要素投入一方面带动了中国经济的长期高速增长,另一方面也造成了消费和投资比例的失调,在国民储蓄长期大于投资的情况下,过剩的产品就只能通过向国外出口来解决。需要指出的是,上述发展模式之所以能够取得较好的效果,是与我国资本市场发展滞后,居民投资单一且面临住房、医疗、教育等不确定性支出的转型特征所分不开的。上述转型期特征一方面保证了居民的大量储蓄,为投资的高增长提供了保证,当另一方面又造成居民的储蓄倾向过高而消费增长速度缓慢,在贫富差距不断拉大的情况下,经济结构性矛盾更加突出。另外,中国目前银行主导的投融资体制也造成了资金利用的极不平衡。一边是大企业的资金过剩和投资过热,另一边是中小企业的融资困难。一方面是经济发达地区的资金过剩,另一方面是落后地区和广大农村的资金短缺。流动性不均衡的情况将更加加剧流动性过剩的现实。

流动性过剩对中国金融稳定和经济增长产生了较大的负面影响,这已经引起理论界和决策层的广泛关注。第一,我国的金融改革正在稳步推进,近几年来,金融发展滞后所引起的金融风险正在逐步加大,而流动性过剩的出现则为我国的金融改革提出更大的挑战,使得中国的货币政策环境恶化,影响中国金融业的稳定发展。一方面,社会资金大量累积到银行,造成商业银行利润率降低,另一方面,社会过剩的资金向房地产和股票市场非理性聚集,可能造成资产价格的泡沫,上述两个方面对于中国经济的稳定增长都是隐患。第二,流动性过剩使得银行的信贷冲动强化,导致固定资产投资过热,其直接结果是国民经济增长由偏快转向过热,从而增大了中国宏观经济在高位持续运行的风险。

2007年第一季度,我国全社会固定资产投资达1.8万亿元,同比增长23.7%,经济增长面临通货膨胀的风险,国家不得不应用货币政策来抑制固定资产投资的快速增长。第三,流动性过剩造成消费物价指数升高,中国经济在高增长、低通胀的增长通道中越来越面临着通货膨胀的风险。2007年以来,CPI逐月提高,8月份达到6.5%,通货膨胀有抬头的迹象,从而增大了政府宏观调控的难度。

三、对策建议

可以预期,导致我国出现流动性过剩现象的内外部因素在一段时间内仍将存在,并将继续对中国的经济增长和金融稳定提出挑战。因而,如何在短期和长期中制定相应的政策措施来应对这一问题,就显得尤为重要。在上述分析的基础上,本文提出以下政策建议。

1. 在今后的一段时间内,除非国际金融环境的突然变化,应该继续执行适度从紧的货币政策,以应对流动性过剩问题。目前来看,央行货币政策操作的空间越来越小,在美国持续降息而央行加息的情况下,两国利差的不断缩小显然会吸引越来越多的热钱进入,从而加剧流动性过剩的现状。而鉴于目前我国的法定准备金率已经达到历史高位,这一措施空间有限。而另一方面,央行票据发行也会造成巨额的操作成本。因而,中国必须要找到一整套化解流动性过剩的政策方案,而不是仅仅局限于货币政策范围之内。

2. 转变经济增长方式,逐步改变中国经济长期过度依赖外贸出口和资源、政策过度向外贸部门倾斜的政策。采取出口退税和鼓励自主创新等政策,积极引导我国产业结构调整,同时积极鼓励和加快内资走出去创业。从根本上治理中国经济长期以来形成的结构性失衡所造成的长期双顺差局面。

3. 高增长和高失业并存、流动性过剩和生产相对过剩并存是我国宏观经济面临的两大难题。如上所述,这与我国当前处在转型期具有很大的关系,因而,在目前情况下,政府应该积极推进社会保障、医疗、教育和住房等方面的改革,加大对社会公共品的投入,采取积极措施减小社会收入差距,从而改变居民消费倾向,改变内需不足的局面,保证经济增长的成果为最大多数人民所享受。

4. 最后,进一步推进改革,提供与经济增长阶段相适应的制度基础设施。与中国经济高速增长相伴随的是中国金融改革的滞后,风险向银行业的高度集中可能为未来中国经济增长埋下隐患,因而进一步推动资本市场改革和汇率制度改革就成为从根本上化解目前流动性过剩和长期金融风险的制度保证。惟其如此,我们才能为经济增长创造稳定的环境。

参考文献:

- [1] 曾康霖. “流动性过剩”研究的新视角[J]. 财贸经济, 2007(1).
- [2] 左小蕾. 调控应紧盯三大指标[J]. 瞭望, 2007(31).
- [3] 余永定. 理解流动性过剩[J]. 国际经济评论, 2007(4).
- [4] 李晓西, 和晋宇. 我国目前的流动性过剩具有相对性[J]. 经济研究参考, 2007(48).
- [5] 中国人民银行武汉分行金融研究处课题组. 我国当前流动性过剩问题的争论[J]. 武汉金融, 2007(8).