

流动性过剩及其宏观调控政策

陈传兴

摘要:近年来,流动性过剩对我国通货膨胀和国民经济发展构成了重大威胁,已引起高层决策部门的高度重视。如何调控流动性过剩问题,已成为宏观经济的热点课题。通过对流动性过剩的原因及其影响的分析和探讨,笔者认为,有效调控当前流动性过剩首先要从源头上减缓国际收支巨额顺差。因此,稳健的汇率政策与偏严灵活的外资和外贸政策相配合,旨在减缓巨额的国际收支顺差;运用从紧的货币信贷政策以抑制流动性过剩和通货膨胀,运用偏松的财税政策抵消从紧货币政策对总需求产生的负面影响,以保持国民经济持续稳定增长。

关键词:流动性过剩;宏观调控;政策搭配

中图分类号: F812.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2008)06-0047-06

一、流动性过剩的原因及影响

1. 流动性过剩的原因 所谓流动性过剩是指金融系统和国民经济体系中因基础货币持续扩大而引起的货币投放过多。根据货币分析法的基本观点,造成流动性过剩的原因可分为内部因素和外部因素。用公式表示为:

$$M_s = m(D + R)$$

公式中, M_s 为货币供给量; D 为国内货币供给基数,即央行的国内货币信贷量; R 为来自国外的货币供给基数,即国际收支顺差而引起的外汇储备余额; m 为货币乘数,即银行系统的货币创造的倍数。

从内部因素看,造成货币供给量增加的原因主要有两个:一是中央银行的再贷款。中央银行增加对商业银行再贷款,商业银行就能扩大贷款量。在商业银行提供的贷款中,一部分贷款转化为企事业单位的存款,另一部分以工资形式转变为居民收入,而居民收入中的一部分存放在银行,另一部分则转变为现金流通,从而导致货币供给量增加,即基础货币增加。二是财政收支。当政府的财政支出大于财政收入时就会出现财政赤字。财政赤字最终使企业和居民的存款和现金增加。存款增量中一部分被作为存款准备金,现金增加则要求增发货币,这两种情况都会导致基础货币增加。但是,财政收入和企业收入过快增长也会导致货币供给量增加。财政收入和企业收入通常存放在银行,造成银行存款增加。存款增量中一部分被作为存款准备金,一部分作为贷款使基础货币增加,货币供给量增加。

从外部因素看,国际收支顺差引起的外汇储备余额增加是造成货币供给量增加的另一个主要因素。当企业和居民将持有的外汇出售给外汇指定银行,收取本币。而外汇指定银行再把外汇出售给中央,换回等值的本币,从而促使外汇指定银行超额准备金增加,因而增加了基础货币。

从中国现状来看,笔者认为,国际收支顺差引起的外汇储备急剧增加是造成当前流动性过剩的主要原因。近3年来,国际收支的顺差快速增长。2005年起,我国贸易顺差出现猛增态势,达到1341亿美元,2006年为2089亿美元,2007年高达2620亿美元。外商直接投资也出现了大幅度增加,从2004年以来实际利用外资平均每年达600多亿美元。贸易顺差和外商直接投资的大量流入导致外汇储备余额迅速增加,2006年为1.07万亿美元,2007年为1.53万亿美元,2008年6月份高达1.8万亿美元。

如附表所示,2007年国外资产在中央银行资产中所占比重高达73.80%;储备货币主要由对金融性公司存款和货币发行组成,两者共占中央银行总负债的40.45%和19.5%。在现行的外汇管理体制下,外汇指定银行因国际收支顺差而必须买入大量的外汇,导致银行外汇占款迅速增加。2005年外汇占款为7.12万亿元,2006年为9.90万亿元,2007年12.84万亿元。外汇占款在基础货币中的作用不断增强。国外资产在基础货币中所占比重1990年约为10%,2005年为98%,2006年为110%,2007年则高达123%。由此可见,国际收支巨额顺差导致外汇占款持续增加,外汇储备猛增,基础货币扩大,造成流动性过剩。

中央银行资产负债表(2007年)

资 产			负 债		
项 目	金额(亿元)	比例(%)	项 目	金额(亿元)	比例(%)
国外资产	124 825.18	73.80	储备货币	101 545.40	60.0
对中央政府债权	16 317.71	9.65	货币发行	32 971.58	19.49
对存款性公司债权	7 862.80	4.65	金融性公司存款	68 415.86	40.45
对其他金融性公司债权	12 972.34	7.67	非金融公司存款	157.96	0.0009
对非金融性公司债权	63.59	0.0004	发行债券	34 469.13	20.38
其他资产	7 098.18	4.20	国外负债	947.28	0.005
			政府存款	17 121.10	10.12
			自有资金	219.75	0.0012
			其他负债	14 837.14	8.77
合计	169 139.80	100.0	合计	169 139.80	100.00

资料来源:中国人民银行网站。

企业存款和财政存款大幅度增加也是促进流动性过剩的原因之一。2004年企业存款为8467亿元,2005年为9614亿元,比上年增长13.55%;2006年为1.132万亿元,比上年增长17.76%;2007年为1.387万亿元,比上年增长22.49%。2004年财政存款为6236亿元,2005年为7996亿元,比上年增长28.22%;2006年为1.093万亿元,比上年增长36.64%;2007年为1.763万亿元,比上年增长61.37%。由此可见,不论是企业存款还是财政存款都出现了大幅度增加。企业存款的3年平均增长率达18%;财政存款平均增长率更是高达42.1%。企业和财政存款的大幅度增长造成了商业银行的信贷扩张,从而助长了流动性过剩和通货膨胀。

低利率和负利率也助长了流动性过剩。以2007年1~10月为例,尽管中央银行采取了紧缩性的货币政策,连续10次提高存款准备金率,达14.5%,连续6次提高存贷款名义利率,但存款实际利率仍然为负利率,因而对货币信贷扩张的控制效果并不明显。截至2007年10月末,广义货币供应量M2余额39.4万亿元,同比增长18.5%;狭义货币供应量(M1)余额14.3万亿元,同比增长22.1%。金融机构人民币贷款增加1361亿元,同比多增1192亿元。1~10月人民币各项贷款增加3.50万亿元,按可比口径同比多增7265亿元。与此同时,人民币各项存款则下降4498亿元,同比多降6020亿元(2007年同期增加1523亿元)。从部门情况看,居民户存款下降5062亿元,同比多降5052亿元。统计显示,此次存款急降,是继2002年2月以来,金融机构人民币各项存款首次

出现大幅度下降。银行贷款猛增而存款锐减,这在很大程度上助长了流动性过剩。

特别值得注意的是,在人民币升值的预期下,本币升值不仅加剧了经常账户下尤其是资本金融账户下的国外资本的大量流入,造成国际收支顺差进一步扩大,导致外汇储备节节攀升,进而加大了人民币升值的压力,同样也助长了流动性过剩。

2. 流动性过剩的负面效应 国际收支巨额顺差造成外汇占款急剧增加,扩大了基础货币,进而导致货币供给量大幅度增加。流动性过剩以及通货膨胀已对经济稳定持续增长造成了重大冲击。具体表现在:第一,通货膨胀压力明显增大。根据国家统计局公布的数据显示,在短短的3年内消费价格指数(CPI)从2005年的1.8%快速上升至2008年5月的8.1%。在国际石油价格等资源类产品以及粮食价格的飙升带动了进口成本的大幅度上升,促使生产者价格指数(PPI)快速升至8.8%,加剧了国内通货膨胀的压力。第二,资产价格大幅上涨。在流动性过剩的情况下,游离在银行系统外的巨额资金流入资产价格市场追逐高额利润,导致交易量猛增,推动资产价格大幅上涨。从2003年起部分城市房地产价格出现了几倍的猛涨。上证指数从2005年的1000点飙升至2007年的6100多点。第三,固定资产投资过快增长。一些产业如钢铁、水泥、电解铝、房地产等出现了投资过热以及产品价格大幅上涨的局面。房地产的大发展推动了钢铁等65个行业的大发展。钢铁年产能近10年从1亿多吨发展到4亿多吨,国内铁矿石远不能满足生产,需要国外进口,当世界上大部分出口的铁矿石都流向中国还不能充分满足需要时,自然造成国际上铁矿石价格的迅速上升。铁矿石的涨价和炼铁、炼钢带动的煤、电等的涨价,必然造成钢材涨价,带动一系列机电设备生产和以钢铁为原料的制品涨价,由此引起连锁反应。一些产业的低效率重复投资不仅造成了资源浪费和紧张,还加剧了产能过剩和产业结构矛盾,扩大了对国际资源的需求和依赖以及国际贸易摩擦。第四,造成资金市场扭曲。大量的银行资金不能有效地进入实体领域而滞留在资金市场进行套利,甚至大量资金因民间借贷利率远高于银行利率而流入地下钱庄,扰乱了正常的金融秩序。另一方面,实体经济中信贷资金配置不合理,东部沿海地区银行信贷投放多,而中西部地区银行信贷投放不足;对城市建设投放多,对农村建设投放不足;对大企业和上市公司融资过多,对小企业和公共事业行业信用支持不足。

面对流动性过剩和通货膨胀的压力进一步加大,中央银行连续17次提高存款准备金率,创历史纪录达17.5%。这种数量型的货币政策对控制货币供给量以及通货膨胀起到了一定的积极作用,CPI从2008年5月的8.1%下降至8月的4.9%。但由于油价、煤价以及电价等资源类产品的价格实行了一定限制,一旦放松限制,整个物价水平可能再次上升。因此,控制通货膨胀的任务依然艰巨。

二、宏观调控的政策搭配

笔者认为,有效调控当前流动性过剩,首先要从源头上减缓国际收支巨额顺差。因此,稳健的汇率政策与偏严和灵活的外资和外贸政策相配合,旨在减缓巨额的国际收支顺差,并保持国民经济稳定增长;运用从紧的货币信贷政策以抑制流动性过剩和通货膨胀,运用偏松的财税政策抵消从紧货币政策对总需求产生的负面影响,以保持国民经济持续稳定增长。

1. 稳健的汇率政策 在浮动汇率制度下,汇率政策是用以调节国际收支不平衡的一个有效的调节工具,通过汇率变动消除国际收支不平衡。从理论上讲,当国际收支发生巨额顺差时,应动用汇率政策,通过本币对外币升值减少或消除过多的国际收支顺差,减缓流动性过剩和通货膨胀的压力。2005年7月以来,尤其是进入2008年人民币升值呈加快趋势,人民币对美元已持续升值了约18%。人民币快速升值、出口退税率下调、生产成本上升以及国际需求相对萎缩等因素对抑制出口,扩大进口,进而减缓了贸易收支顺差。据海关统计,2008年上半年,我国

对外贸易进出口总值达12 341.7亿美元,比2007年同期增长25.7%。其中,出口6666亿美元,增长21.9%,增速比2007年同期低5.7个百分点;进口5 675.7亿美元,增长30.6%。累计贸易顺差为990.3亿美元,比2007年同期下降11.8%,净减少132.1亿美元。6月份我国外贸出口增长率下降为17%。在上述众多的不利因素影响下,出口增长率有所下降,但仍保持着较强的增长势头。但是,我们也应看到,人民币加快升值、出口退税率下调以及企业生产成本增加已造成劳动密集型产品,特别是纺织品、服装出口企业的利润大幅度下降,甚至部分中小出口企业出现了亏损和破产,进而给就业和经济增长带来一定的负面影响。在金融体制不完善、外汇市场不成熟、尤其是缺乏避险金融工具的条件下,人民币对外币大幅度升值必然给外向型企业和金融机构带来巨大的外汇风险,将会波及整个金融体系的安全性。因此,当前应采取稳健的汇率政策,适当控制人民币升值的速度与幅度。与此同时,要加快外汇管理体制的改革,根据国内外经济环境的变化,适时调整银行结售汇制度。鉴于当前国际收支顺差和外汇储备的过快增长,适当放松银行结售汇制度,以缓解因外汇储备过快增长而对人民币升值和流动性过剩造成的压力。逐步完善人民币汇率形成机制,积极发挥汇率在资源配置中的基础作用和国际收支的调节作用。

2. 偏紧灵活的外资和外贸政策 当前我国面临着内外经济失衡的困境。如要保持充分就业和经济持续增长,应当减缓人民币升值的速度和幅度,提高出口退税率,但会导致贸易顺差进一步增加,进而加剧流动性过剩和通货膨胀的压力,导致内部经济失衡。如要保持国际收支平衡,缓解流动性过剩和通货膨胀的压力,应当加快人民币升值,降低出口退税率,但会导致失业增加,经济增长放缓。如何保持外部和内部经济的均衡,笔者建议:

第一,当前我国面临着“减顺差、保增长”的两难境地。为了走出这一两难境地,促进国际收支基本平衡的重点不在于减少出口,而是增加进口;严控外资流入,扩大对外投资。在适当减缓人民币升值速度,和(或)提高出口退税率以保持充分就业和经济持续增长的同时,进一步降低进口关税,积极动用外汇储备,扩大国内紧缺物资、原材料和高科技产品以及其他产品的进口,不仅有助于减缓贸易收支顺差,促进国际收支基本平衡,也有助于缓和人民币升值和通货膨胀的压力。

第二,转变出口增长方式。转变出口增长方式必须将静态比较优势转化为动态优势,即要素的数量优势转化为要素质量优势。要素的质量优势取决于两个重要因素。一是人力资源,包括知识、劳动力的技术和创新能力。在知识社会中,人力资源是最有价值的资产。因此提升劳动力的知识和技能水平,提高劳动生产率,是当前转变出口增长方式的最重要,而且是最有效的途径之一。二是科学技术。如果说对外贸易是20世纪各国经济增长的发动机,那么科学技术则成为当今各国经济增长的主要动力。纵观实施出口导向型发展模式的国家和地区,它们正是依赖科学技术进步,加大研究与开发的投入,大力发展高科技产业,成功地实现了出口导向型发展模式的调整以及产业升级。因此,通过外国高科技的引进、消化与改良和自主发明与创新,大力发展高新科技产业,开发新工艺和新产品,创造核心竞争力,是我国实现产业结构调整 and 升级,转变出口增长方式的关键因素。

第三,严控外资流入规模,调整利用外资的结构与流向。2007年我国非金融领域实际利用外商直接投资金额748亿美元,其中,制造业占54.7%,房地产业占22.9%。外商直接投资大规模投向房地产业,推动了房地产业的过度投资,导致房地产业价格不断攀升,在一定程度上助长了通货膨胀。在制造业中,外商直接投资主要集中在劳动密集型产业,从事加工贸易,利用廉价劳动力获取投资收益,将产品返销到发达国家,从而扩大了我国的出口贸易。因此,在国内流动性过剩的情况下,要严控外资大量流入。在利用外商直接投资政策上,不仅要制订外资鼓励和优惠的规定,同时也要制订有关外资禁止和限制的规定。引进外商直接投资要从追求数量转向注重质量,进一步

扩大跨国公司的技术溢出效应,促进外资流向从劳动密集型转向资本和技术密集型,促进产业结构调整与升级。

第四,加强国际收支管理。近年来,外国热钱不仅通过经常账户渠道,还通过外商直接投资渠道大量流入我国,使我国的国际收支顺差以及外汇储备进一步增长。加强资本金融账户的监管,建立和健全对资金跨境流动的全程统计监测体系;加强跨境资金流动的监管,密切关注短期资本流动的规模、渠道和方式及境外投机资金的动向,有效化解境外短期投机资本流入对人民币升值的压力;加强对外国投机性资本流入的监管,严厉打击套利、套汇以及其他投机活动,以确保我国金融体系的安全性。

第五,加大对外投资的力度。我国不仅要积极培育和发展合格境内机构投资者开展对外证券投资,更要大力发展对外直接投资,鼓励具备条件的国内企业走出国门,通过对外直接投资不仅可以减少因人民币升值对出口造成的不利影响,而且有助于促进资本金融项目的基本平衡,缓和因外汇储备急剧增长而促使人民币升值的压力。跨国企业凭借其所有权、技术、资本、无形资产、经营管理经验等优势,通过对外直接投资,促进国内产业结构转型,扩大利用国际资源,提高企业的国际竞争力,获得更大限度的经济效益;通过对外直接投资汲取国外先进的科学技术、研究与开发,获取无形资产和知识产权,促进国内产业升级和技术自主创新。

3. 从紧的货币政策 运用从紧的货币政策控制通货膨胀。现行的从紧货币政策主要运用数量型货币政策工具,试图通过持续提高存款准备金率,发行票据回笼货币等手段,控制银行信贷规模。这种数量型的从紧货币政策对信贷总量控制产生了积极的作用,但对中小企业的融资带来了困难。很多中小企业和民营企业面临着资金困难,因而转向民间借贷等非正规融资渠道,导致一些地区民间借贷利率超过20%。甚至一些企业和机构利用各种渠道从海外融资来缓解资金压力,造成国外资金大量流入。因此,未来的从紧货币不仅要适当控制银行信贷总量,还要注重银行信贷结构与流向,严控银行信贷资金大规模流入股票和房地产市场,积极引导资金流入实体经济,重点流向农业、先进制造业、现代服务业以及高新科技产业,以促进产业结构调整,转变经济增长方式。适当增加中小企业和民营企业的银行信贷额度,以缓解其资金困境。

在流动过剩和通货膨胀压力明显增加的背景下,提高存贷款利率不失为一种有效的政策工具之一。但是,2005年以来央行则采取了低利率和负利率政策。低利率和负利率政策一方面造成了银行信贷市场的扭曲,不仅损害了存款人的利益,不利于货币资金回流银行,促使民间的高利率借贷活动,而且刺激了银行贷款扩张,减弱了央行的货币调控能力,这显然与从紧货币政策的初衷相悖。为此,央行应根据流动性状况和物价水平变动的情况,适当提高存贷款利率,增强央行控制银行信贷的功能。充分发挥利率杠杆作用,提高资金的使用效率,促进资源的合理配置和产业结构的调整和升级。

4. 偏松的财税政策 从紧的货币政策有助于控制通货膨胀,但会导致总需求下降,进而影响就业和经济增长。为了保持国民经济持续稳定增长,政府可采取宽松的财税政策。它不仅能够在宏观上有效控制总量,而且能够在微观进行结构调整和优化;不仅能够化解人民币对外币升值和流动性过剩的压力,还有助于抵消人民币对外币升值和紧缩性货币政策对经济增长产生的负面影响。

财税政策包括两个方面:一是运用税收政策,适时调整出口退税率,或征收出口税,降低进口关税,调整和取消外商直接投资的优惠税收政策。这不仅能够控制和减少国际收支顺差,而且能够优化出口结构和增长方式,改善利用外资的结构,提高利用外商直接投资的质量。利用税收杠杆,调节收入分配,缩小城乡居民、地区之间以及行业之间的收入差距,以提高低收入人群的消费能力以及中高收入人群的消费倾向,提高消费在GDP中所占比重。制订和实施优惠税收政策,鼓

励和促进技术创新,促进产业结构调整与升级和经济增长方式的转变。二是运用公共财政支出,加强对高科技、先进制造业和现代服务业的财政支持,增加研究与开发的财政投入,以提高企业的科技水平和核心竞争力。进一步完善社会保障制度,以减少城乡居民的后顾之忧。增加公务员、事业机关单位职工以及离退休人员的工薪收入,随物价指数的上升不断调整名义收入,以增加实际收入。增加农民和低收入者的政府转移支付和财政补贴,以提高他们的消费能力和积极性,进而扩大消费需求。扩大中央预算内投资,包括农村基础设施建设、基础教育、公共卫生等社会事业建设以及生态平衡和环境保护、农村人口素质以及健康水平等方面的财政支出。

(作者单位:上海外国语大学)

参考文献:

- [1] T. Swan, "Long-Run Problems of the Balance of Payment", The Australian Economy: A Volume of Readings (Melbourne: Cheshire Press, 1955).
- [2] (美) 多米尼克·萨尔瓦多, 国际经济学[M], 第8版, 北京: 清华大学出版社, 2004.
- [3] 李治国. 流动性过剩: 基于货币供给决定机制的解析[J]. 上海管理科学, 2007, (2).



(上接第21页)

经济发展目标定位于尽可能快地提升本国的要素禀赋结构。而要提升本国的要素禀赋结构,在一定程度上又取决于该国的经济发展战略。

(作者单位: 广东商学院)

参考文献:

- [1] Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, the Pennsylvania State University, 2005, first published in 1776.
- [2] David Ricardo. On the Principles of Political Economy and Taxation, first published in 1817.
- [3] Michael E. Porter. Competitive Strategy, The Free Press, 1980.
- [4] Michael E. Porter. Competitive Advantage, The Free Press, 1985.
- [5] Michael E. Porter. The Competitive Advantage of Nations, The Free Press, 1990.
- [6] Paul R. Krugman & Maurice Obstfeld. International Economics Theory and Policy, Addison Wesley Longman, first published in 2000.