

中国流动性过剩的结构性特点及其成因

盛 杨 恽

[摘 要] 中国当前面临的流动性过剩具有显著的结构性特征,即在产业、区域、城乡之间的流动性配置不均衡,难以消解的流动性过剩和难以满足的资金需求并存。中国经济运行中的结构性失衡是造成目前流动性过剩结构性特点的根本原因,可通过在东、西部地区实施差异化的金融政策、加大对三农的支持力度、拓展中小企业、民营科技企业的资金来源渠道、改善社会收入分配结构等措施,解决流动性结构性失衡问题。

[关键词] 中国流动性过剩;结构性;成因

[中图分类号] F113 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2008)04-0469-05

当前,中国经济运行中一个突出的问题就是流动性过剩,解决流动性过剩是一项十分紧迫的现实任务。从宏观而言,中国存在流动性过剩已经基本达成共识。如何认识以及化解“流动性过剩”,国内外学者提出了许多见解,中国政府也连续出台了一系列政策措施,旨在抑制当前的“流动性过剩”,但到目前为止,效果并不显著。

伴随着当前中国经济中货币流动性过剩、投资高速增长、资产价格快速上升、通货膨胀压力增大,中国流动性的结构性不平衡特征日益凸显。大量的资金从西部流入东部、从小城市流入大城市、从农村流入城镇、从低回报领域流入高利润行业,加剧了中国经济发展的失衡,扩大了居民的收入差距。与此同时,广大的中小企业、农村等仍然缺乏资金,且文化创新、社会福利、社会救济等领域始终是流动性不足。解决流动性过剩,既需要总量调控,更要注重结构调整。

一、中国流动性过剩的结构性特点

从目前的经济发展状况看,中国面临的流动性过剩具有显著的结构性特征,即货币流动性过剩和资本相对稀缺(特别是有效资本)并存,这种流动性的不均衡在产业、区域和城乡之间表现尤为明显。

(一)股市、房地产等投机氛围强烈的领域流动性过剩,创业投资、公共投资等领域资金严重不足

按照经济活动的基本规则,资金应被配置到效率较高的产业。然而,在中国过剩的流动性则是流向了相反的方面。在股市、房市等投机氛围强烈的领域中,资金十分充裕。2007 年前三季度,中国房地产开发到位资金达到了 2.5 万亿元,同比增长 37.9%^①。由于住宅与房地产是一个资本密集型、高能耗的行业,其发展拉动的只是产业链条中技术含量低、能耗高的底层产业,并且是整个国民经济中竞争力较弱的部分。因此,大量的资金流向房地产,客观上将对我国重化工业的发展和产业结构升级造成明显的资金需求约束。同时,大量“热钱”涌入股票市场也推动了股指上涨,带来虚拟资产价格的持续高企。

与此同时,由于中国的创业环境不够完善,中小企业、民营科技企业等存在资金供给不足;中国的基础设施、医疗、教育等领域也依然面临资金瓶颈。

(二)中国东部地区流动性过剩明显,西部地区流动性相对适中

从流动性的地域布局看,面临较大流动性压力的基本上经济较为发达的长三角、珠三角和京津唐等地区。流动性过剩问题在中国东部地区是真实存在的,这是因为在东部同时存在银行存贷比例较低(见表 1)、房地产等资产价格飞速上涨、固定资产投资和消费需求快速扩张等问题。经济运行中银行体系的流动性过剩和货币流动性过剩的矛盾都比较突出。

而在经济欠发达的西部地区,从 2003 至 2006 年,资产价格平均涨幅仅 2.9%,固定资产投资增长仅 263.3%^②,经济运行中货币流动性过剩的现象并不明显。但西部地区金融机构的存贷比例也处于较低水平,银行体系存在流动性过剩(见表 1)。这是由于该地区有效需求不足、投融资的生态环境不良等因素所造成的。因此,在西部地区亟待解决的是信贷资金不能充分有效的运用,银行体系存在流动性过剩的问题。

表 1 中国东、西部银行体系流动性过剩情况表(%)

年 份	东部地区	西部地区	东部地区	西部地区
	存贷比	存贷比	存贷差增速	存贷差增速
2004 年	64.86	64.06	23.766	31.861
2005 年	60.37	59.89	34.167	31.82
2006 年	60.47	58.69	31.92	26.46

资料来源:2003—2006 年《中国金融年鉴》。

(三)中国城市的流动性过剩压力较大,广大农村地区流动性短缺

长期以来,中国的城乡金融发展极不平衡。在城乡金融资源配置上,城市占 80%以上,农村不足 20%,城市存在较大的流动性压力,而农村实际上是流动性短缺。在广大城市流动性过剩的同时,农村的金融资源供给明显不足,农民贷款困难。

2005 年末,县以下银行业金融机构存贷比仅为 56.3%,全国为 69.02%,比全国低 12.72 个百分点;农村地区人均贷款余额不足 5 000 元,城市人均贷款余额超过 50 000 元,差额 10 倍多;县以下银行业金融机构贷款年均增长率仅为 9.72%,全国为 15.66%,相差 5.94 个百分点^③。根据中央财经大学中国银行业研究中心对 15 个省市的部分农户的调研结果显示,认为基本可以从本地金融机构获得所需贷款的仅占总数的 55%。另外,虽然农村金融机构中也存在大量的闲置资金和潜在的金融供给能力,但由于缺乏有效的农村金融市场,农村金融的供给和需求之间尚未形成有效的对接,这也在一定程度上加剧了农村的流动性不足。

二、中国流动性过剩结构性特点的成因

在中国同时存在难以消解的流动性过剩和难以满足的资金需求,造成这种现象最根本的原因是经济结构性失衡导致资产的分布失衡、资本形成机制效率不高。然而,流动性过剩反过来又会恶化经济结构性失衡,产生相互背离的互逆效应。中国流动性过剩的结构性特征从本质上揭示了中国经济运行中深层次的结构性失衡问题。

(一)高度对外依存的经济结构是造成中国流动性过剩的直接原因

与其他国家相比,中国的流动性过剩似乎并不源于央行宽松的货币政策,而是在于中国目前刚性汇率制度下对外依存的经济结构所致。持续多年的“双顺差”(经常项目顺差和资本项目顺差)尽管为中国带来了源源不断的外汇储备,但由此也制造了空前的流动性压力。近年来,中国贸易顺差不断扩大,从 2003 年 254.7 亿美元激增到 2007 年 2 622 亿美元,屡创新高。由于贸易顺差不断增加,使得国家外汇储备连续大幅增加,2007 年 12 月末已达到 15 282.49 亿美元^④。贸易顺差持续扩大和外汇流入不断增加,央行不得不放出大量基础货币进行对冲,从而制造出更多的流动性。

导致中国双顺差的主要原因,是国际产业转移和相应的贸易转移。由于中国经济保持了近 30 年的

快速增长,在全球产业分工中具有劳动力成本低的比较优势,吸引全球劳动密集型加工制造业迅速向中国转移,使中国成为全球制造业基地,这是造成贸易顺差的根本原因,也是中国流动性过剩的源头。

(二)当前收入分配结构失衡下的消费不足是造成中国流动性过剩的主要原因

长期以来,中国经济增长过度依靠投资和出口拉动,国内消费相对不足,特别是有支付能力的消费需求严重不足。从中长期来看,顺差与国内的储蓄投资缺口是一个问题的两个方面,而流动性过剩只是这个问题在金融领域的表现。

近年来,政府为了降低储蓄率,鼓励消费,出台了很多政策,但是效果不明显,主要原因在于消费与储蓄是受一个制度结构下收入分配方式决定的制度性变量。储蓄主要是由收入和消费两个因素决定,在收入分配结构基本确定之后,消费的规模和结构也基本确定了。据统计,2005年中国10%最富裕家庭与10%最贫困家庭的可支配收入差距达8倍以上;60%城镇居民可支配收入达不到平均水平;实际城乡居民收入差距达5-6倍;世界银行还认为,中国是过去20多年里贫富差距扩大速度最快的国家,中国基尼系数高达0.465^⑤。这从侧面说明,在中国经济增长的过程中,大部分财富向少数人手中集中。财富过分集中造成两方面的后果,一方面是占据人口绝大多数的人群消费能力较低,在当前教育、医疗、住房和社保问题没有解决的情况下,绝大多数人不敢消费;另一方面是积累了大量财富的人,这部分人消费倾向较低,他们更愿意把这些财富拿去投资。这些转换为资产的财富成为流动性的一个主要来源。

(三)国内区域经济发展的不平衡造成了资金流动的区域分布不均衡

由于改革开放是从沿海地区开始,再逐步向中、西部地区依次推进的,加上东部地区原有的经济实力,优越的地理条件,较完善的产业配套设施,与市场经济相适应的制度环境,中国地区经济发展不平衡较为明显。主要是中、西部地区发展缓慢,与东部地区发展差距过大。

各地区工业化、城市化和市场化水平存在较大差异,在市场力量作用下必然会导致金融发展的地区差异。中国东部地区二、三产业发达,城市化和市场化程度均高于中、西部地区。工业化水平高使得该地区资金收益率和利用效率均较高,城市化水平高使得城镇对金融组织有更多需求,而市场化程度较高也使得该地区经济发展环境较好,这些因素共同决定了东部地区能够吸引和利用更多金融资源,金融发展程度更高,投融资环境好。而发展滞后的中、西部地区工业化、城市化水平和市场化程度低,落后地区金融不发达可能会造成当地资金瓶颈约束、风险无法得到有效规避和分散、交易不便利、公司治理水平低等,这会使欠发达地区对金融资源的吸引力不足,吸引投资受到影响,甚至在某些地区还存在严重的资金可得性的问题。

同时,就金融供给能力而言,储蓄作为最主要的金融资金来源,取决于人们的收入水平,而收入水平又取决于经济发展水平。东部地区经济发展水平高,居民收入水平较高,资金供给充裕。这也是在东部地区同时存在货币流动性和银行体系流动性过剩的主要原因。

(四)城乡金融资源配置的不平衡导致中国农村资金结构性短缺

中国是世界上最大的发展中国家和二元经济体,要解决好三农问题需要积极稳妥地推进农业产业化、新型工业化和城镇化以及基本公共服务均等化,加快推进新农村的建设,这些都需要大量的资金支持。宏观层面流动性过剩和农村地区金融市场流动性不足是由当前城乡金融资源配置不平衡造成的。值得注意的是,县域以及县以下金融机构的存贷款比率长期保持在较低水平,不少人认为其中必然体现为金融资源闲置。事实上,农村地区法人机构的金融资源一般通过银行间市场拆借或投资于国债、金融债券等形式流入城市地区,农村地区的分支机构型金融组织则往往以资金上存并通过其总部二次配置金融资源的方式流入城市地区。其结果是:在农村地区体现为强制性资金过剩,即本需投入资金但缺乏投入;资金倒流的同时导致了城市地区本来就丰裕的资金进一步过剩。

(五)创业投资体制不健全造成当前投资资金过剩,虚拟经济投机盛行

中小企业尤其是民营科技企业已经成为中国社会主义市场经济的重要组成部分,在产品技术创新、产业结构升级、区域经济发展、提高国民生活水平等方面发挥着日益重要的作用。然而,在中国尚未

形成良好的创业环境,这类企业长期以来融资困难,资金来源不足。一方面,服务于中小企业的金融机构数量较少,间接融资市场不完善。目前,中国的国有商业银行、城市商业银行和城市合作银行等在信贷投放上都采取“抓大放小”的经营策略,在客观上堵塞了中小企业获取信贷资金的渠道。另一方面,由于证券、债券市场准入规则较严格,中小企业从资本市场上直接获取金融资金的难度更高,而且数量极少。同时,由于中国创业投资体制不健全,缺乏完备的法律保护体系和政策扶持体系,使得创投权益的退出渠道狭窄,也严重影响了中小企业的股权融资。因此,尽管股票、房地产等资产市场流动性过剩、泡沫集聚,但中小企业、民营科技企业这类实体经济投资资金匮乏,投资与创业之间的资金渠道不通畅。

三、解决流动性过剩结构性失衡的思路与对策

中国流动性过剩的结构性特征实际上是经济运行中诸多矛盾和问题的反映。除了继续实行从紧的货币政策,对流动性从总量上进行调整、控制以外,重要的是通过有关的政策指导和市场力量,把过剩的流动性引导到国民经济中需要资金的地区和部门,实现资源的有效配置。

(一)东、西部地区实施差异化的金融政策,引导流动性实现区域有效配置

目前,中国经济发展存在过于偏重东南方向的状况,在市场力量的作用下金融资源必然会在空间分布上呈现出较大的不均衡,中、西部地区陷入较慢经济增长与落后金融发展的恶性循环。要摆脱这种“恶性循环陷阱”,纠正市场失灵,需要政府这只“看得见的手”发挥作用。对于中国东部和中、西部地区,政府应在不影响金融系统效率的前提下实施差异性金融政策。譬如,中国目前的利率、存款准备金率管理等货币政策更多是统一制定实施的。2007 年央行连续 10 次调高法定存款准备金率,达到 14.5%,但并没有根据东部产能过剩、流动性过剩,而中、西部资金不足的实际情况实施差异化的规定,中国可以逐步借鉴国外的做法,对处于中、西部的金融机构实行较低的存款准备金比率和优惠利率,从而增加中、西部可利用的金融资源,吸引股份制商业银行和外资商业银行在中、西部设立分支机构,促进区域经济平衡。

(二)加大对三农的支持力度,引导资金流入农村地区

要加快发展现代农业,除了在财政政策上给与扶持,加大农村基础设施、社会保障、公共教育等公共服务的支出等外,在资金引进上,重要的是要改革现有的农村金融机构,通过农村金融组织和产品创新改变资金外流的结构性问题。

要认识到为三农提供金融服务是金融机构共同的社会责任,银行等金融机构在对资金流向做趋利化配置的同时,不应一味地讲求市场经济法则,而忽视自身所应承担的社会责任。政府可以通过财政对银行发放农业贷款给与贴息的导向机制等引导其对城市金融业务和农村金融业务合理布局、协调发展。

同时,对县域经济和“三农”金融服务领域大幅降低机构准入门槛,吸引民间资本和境外投资的流入。适当允许进入县域经济和“三农”金融服务行业的民间投资在机构名称、服务内容、产品设计、收资定价等方面进行自由选择。

(三)优化创业环境,拓展中小企业、民营科技企业的资金来源渠道,大力扶持创业投资活动

中国应尽快推出创业板市场和若干场外交易市场,让创新型、成长型企业获得投融资便利,放宽对银行、证券、保险机构、社保基金、企业年金等的资金运用渠道限制,允许其将总资本的一部分直接或间接用于创业投资。

同时,与大企业相比,中小企业、民营科技企业等往往愿意付出更高的成本获得贷款。商业银行通过开发中小企业和个人信贷市场,增加面向个人及中小企业的贷款种类,也能够为其创造更多的获取高收益的机会,创造商业银行新的利润增长点。当然,由于中小企业的状况各不相同,鉴别企业的真实财务状况、信用等级等也要求商业银行付出更多的努力。

(四)改善社会收入分配结构,提高国内消费水平

针对中国长期以来一直面临的内需不足的问题,财政政策不仅应注重增加在社会保障、医疗卫生以

及教育和环境保护等领域的投资,改善居民的未来支出预期,推动居民储蓄的下降和内需消费的上升;而且还应当以扩大农民收入和城镇低收入者的消费为重点,改变社会收入分配结构,缩小贫富差距,努力提高其收入水平,增强消费能力,刺激内需扩张,实现经济增长方式由投资、出口需求带动向消费需求带动转换,恢复经济的内外平衡,这样才能从根本上解决问题。

注 释:

- ① 数据来源:《二〇〇七年第三季度中国货币政策执行告》, <http://www.pbc.gov.cn>。
- ② 数据来源:《2003—2006 年中国金融年鉴》资料整理得到。
- ③ 数据来源:《中国农村金融服务与农村金融竞争充分性调查》,《中国金融》2007 年第 2 期。
- ④ 数据来源:中国商务部 <http://www.mofcom.gov.cn>。
- ⑤ 数据来源:中国劳动与社会保障部, <http://www.molss.gov.cn/index/index.htm>。

[参 考 文 献]

- [1] Eggertsson, Gauti & Jonathan D. Ostry. “Does Excess Liquidity Pose a Threat in Japan ?” IMF Policy Discussion Paper, April 2005.
- [2] Gurley, John G. 1953. “Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-1952”, *The American Economic Review*, 43, (1): 76-100.
- [3] 余永定:《理解流动性过剩》,载《国际经济评论》2007 年第 7—8 期。
- [4] 徐明祺:《国外调控结构性失衡之鉴》,载《现代商业银行》2007 年第 10 期。
- [5] 王家进:《流动性过剩的区域差异及其启示》,载《金融理论与实践》2007 年第 11 期。
- [6] 夏 斌、陈道富:《中国流动性报告》,载《第一财经日报》2007 年 10 月 15 日。
- [7] 《中国农村金融服务与农村金融竞争充分性调查》,载《中国金融》2007 年第 2 期。
- [8] 《把充裕的资金更多引导到加强经济社会薄弱环节上来》,载《人民日报》2007 年 12 月 7 日。
- [9] 陆 磊:《把流动性过剩作为金融结构性创新的契机》,载《金融时报》2007 年 8 月 13 日。

(责任编辑 邹惠卿)

Structural Characteristics of China's Excess Liquidity & Its Causes

Sheng Yangyi

(Center for Economic Development Research, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China)

Abstract: This article revealed that the excess liquidity in China's economy shows significant structural characteristics, which are uneven distributions of liquidity between industries, regions, urban and rural areas. There are both excess liquidity difficult to solve and financial needs difficult to satisfy. The structural imbalances in the operation of China's economy are the reasons for the structural characteristics of current excess liquidity, and proposed that we should practice different monetary policies between eastern and western regions, enhance support for the three rural issues, increase sources of funding channels for the small and medium enterprises, and improve the income distribution structure to solve the structural imbalance of liquidity in China.

Key words: China; excess liquidity; structural characteristics