

论中国对外开放中的流动性过剩及其治理

胡 艺

[摘 要] 改革开放近 30 年来,中国经济在取得巨大成绩的同时,也积累了许多亟待解决的问题,流动性过剩就是其中之一。当前,我国的流动性过剩主要表现在数量和价格两个方面,其实质是中国对外开放过程中的一个阶段性结构问题。治理当前流动性过剩的基本方法是在继续扩大对外开放的同时,理顺经济发展各方面的关系,进一步完善相关政策,使之与中国对外开放的阶段与水平相适应。

[关键词] 中国对外开放;世界经济失衡;流动性过剩

[中图分类号] F113 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2008)04-0464-05

2007 年,中国频繁运用货币政策和财政政策工具对宏观经济进行调节。中国人民银行从 1 月 15 日到 12 月 8 日 10 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率,将存款准备金率从年初的 9% 调高到年末的 14.5%,目前已调高至 15%;从 3 月 18 日到 12 月 21 日 6 次上调金融机构人民币存贷款基准利率,使一年期存、贷款基准利率分别提高了 1.62 和 1.35 个百分点;从 3 月 9 日到 10 月 11 日 6 次发行央行定向票据,累计金额超过 7 000 亿元人民币。与货币政策相呼应,2007 年中国财政政策也频频出招,6 月 18 日,中国正式发布通知,调整部分商品的出口退税政策,调整共涉及 2 831 项商品,约占海关税则中全部商品总数的 37%;6 月 29 日,全国人大常委会通过了由财政部发行 15 500 亿元特别国债,用于购买约 2 000 亿美元的外汇,作为中国投资公司资本金的决议;7 月 20 日,国务院决定将储蓄存款利息所得个人所得税税率由现行的 20% 调减为 5%^①。中国频出的货币和财政政策均剑指流动性过剩,流动性过剩已经成为当前中国经济的焦点,治理流动性过剩已经成为中国宏观经济政策调控的主要目标之一。本文将从流动性过剩的界定和衡量开始探讨,重点分析流动性过剩在中国的主要表现及流动性过剩的产生与中国对外开放之间的关系,最后给出治理流动性过剩的政策建议。

一、流动性过剩及其在中国的主要表现

流动性(Liquidity)原指商业银行所拥有的随时可以用于投资的资产,现在通常被理解为一种资产转化为现金与支付清偿手段的难易程度。如商业银行的库存现金就是最典型的“流动性”,它不用转换就可用于购买,是流动性最强的资产。

“流动性过剩”(Excess Liquidity)原意指过剩的流动性资产,即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^[1](第 5-7 页)。从这个意义上说,商业银行的超额准备金就成为衡量流动性过剩的指标。但是,目前国内外对流动性过剩问题的研究已经将微观层面流动性过剩的概念扩展到了宏观层面。欧洲中央银行将流动性过剩定义为实际货币存量对预期均衡水平的偏离^[2](第 7 页),采用货币总量(狭义或广义的货币)对名义 GDP 之比来衡量,即通过货币供应量的增长速度与名义 GDP 增长速度之差来衡量流动性是否过剩。如果这个差额为正,表明货币供应量的增长超过了实际的

需要量,就存在流动性过剩。

虽然学术界对流动性过剩的界定和衡量尚存一定分歧,但一般而言,从宏观上判断一国流动性过剩与否,可从数量和价格两个方面进行分析^[3](第B04版)。近年来,中国经济在这两个方面的表现都证明中国存在流动性过剩^[4](第44-55页)。

从数量方面看,首先是中国的货币供应量一直保持较高的增速。2005、2006和2007年,中国广义货币供应量(M2)的增长率分别为18.0%、16.9%、16.7%,均高于中国的GDP增长速度。虽然中国广义货币供应量的增长速度在逐步下降,这反映了一系列回收流动性政策的效果,但也应该注意到某些政策的操作空间在不断缩小,而货币供应量的增长速度依然在高位运行。另一方面,尽管近几年贷款增长控制较严,但中国各类金融机构的贷款规模依然持续扩大,造成了投资的局部过热。2007年中国金融机构各项贷款余额比年初增加36323亿元,比上年多增4482亿元,全社会固定资产投资额高达137239亿元,比上年增长24.8%,加快0.9个百分点,部分产业和区域出现了投资过热现象^②。

中国流动性过剩在价格方面的表现更为明显。首先,货币市场的市场利率在频繁提高法定存款准备金率和存贷款基准利率的情况下,虽有所提高,但总体水平仍然较低。2005、2006和2007年中国银行间同业拆借市场隔夜拆借的加权平均利率分别为1.43%、1.86%和2.13%,较低水平的市场利率反映了货币供应的宽松,表明各大银行仍存在较为充裕的流动性。其次,包括股票、债券、房地产等在内的中国各类资产的价格都出现了大幅的上涨。中国股票市场自2006年年初开始重新活跃,上证综合指数从最低的998.23点(2005年6月6日)一路上扬,到达最高点6124.04点(2007年10月16日)。尽管中国制定了一系列针对房地产价格的调控措施,但房地产价格依然保持持续上涨的趋势。2007年全年70个大中城市房屋销售价格比上年上涨7.6%,涨幅比上年提高2.1个百分点。虽然这些资产价格上涨的原因十分复杂,但过剩的流动性至少是推动股票和房地产价格不断上升的一个重要影响因素,同时过剩流动性在资本市场和房地产市场间的转移还会加剧股市和房市的动荡。第三,中国物价水平出现连续上涨的迹象。从2007年3月开始的每个月,中国的居民消费价格总水平同比上涨幅度都超过3%的水平,2008年1—4月,中国居民消费价格总水平同比上涨高达8.2%。全年居民消费价格上涨4.8%,涨幅比上年提高3.3个百分点。以货币供应量增长速度高于名义GDP增长速度衡量的流动性过剩可能产生的两个最重要的结果:一个是上面提到的资产价格上升,另一个就是物价水平的上涨。因为如果实体经济流动性过剩,就表现为较多货币追逐较少商品,结果就是物价水平的上涨。虽然中国当前的商品领域还未出现加速通胀的趋势,而且目前的物价上涨主要受食品、油品等商品供给等方面因素的影响,但过剩的流动性在其中也可能扮演着重要的角色,尤其是随着过剩的流动性更多地转化为实际购买力,就有可能从需求和供给两个方面使物价水平从结构性上涨演变为明显通货膨胀^③。

二、中国流动性过剩的根源及其与中国对外开放的关系

虽然造成流动性过剩的原因十分复杂,但一般认为流动性过剩是扩张性货币政策的结果。中国流动性过剩的原因则有所不同,普遍认为是国际收支“双顺差”导致的外汇储备快速增长继而引发外汇占款的大量增加造成了中国目前的流动性过剩。但是,从更深层次来看,中国现阶段的流动性过剩是经济全球化背景下,中国对外开放过程中的一个阶段性结构问题。中国经济从相对封闭走向开放,随着开放程度的不断提高,中国经济受世界经济影响的程度越来越高;国内存在的一些结构性问题带来越来越多的困扰;一些涉外的经济政策与目前的开放程度不相适应,这些都是中国当前流动性过剩的根源。

第一,随着经济全球化的深化所带来的国际分工和国际贸易格局的深刻变化,全球产业转移的加快,作为全球生产价值链重要一环的中国在扩大开放的过程中积累了大量的贸易顺差,成为现阶段中国流动性过剩的直接原因。目前,国际分工已经深化到了产品内部价值链上的分工,由此也带来了全球产业转移的加快。完善的基础设施、充裕的劳动力供给和其它优良的投资环境使中国成为国际产业转移最理想的承接国,中国经济也在改革开放中不断发展壮大,尤其是加入WTO之后,中国的对外贸易额保持了高速的

增长,在以国别为标准计算的国际贸易收支中,中国的贸易顺差逐年攀升。人民币汇率的相对稳定是中国外贸发展的重要条件之一,在中国现有的结售汇制度下,央行为了保持人民币汇率的基本稳定被动投放基础货币,从而为银行体系注入了巨额的流动性,成为当前流动性过剩的一个重要原因。

第二,现阶段中国的流动性过剩与近年来世界范围内的流动性过剩密切相关。流动性过剩不是中国独有的问题,而是一种世界性的现象。“9·11”事件后的相当长时间内,全球各主要经济体普遍实行了超低利率政策。美联储为了克服互联网泡沫破灭带来的经济衰退,从2001年1月至2003年6月,连续12次降息,将联邦基金利率从6.5%下调到1%,这些货币政策在促进经济复苏的同时,也使美国的信贷和货币供应量迅速扩张^④。为了克服通货紧缩,日本银行执行了数量放松的政策,在隔夜拆借市场上不加限制地注入流动性,使银行间隔夜拆借利率始终保持在超低水平,加之日本经济增长的停滞,货币供应量的增速大大超过名义GDP的增速,日本也成为全球流动性过剩的重要制造者之一。

随着中国对外开放的不断扩大,国内经济不可避免地会受到来自其它国家、地区经济的影响,世界流动性过剩向中国的传导也成为现阶段中国流动性过剩的重要原因。世界流动性过剩的传导机制有两个方面。一方面过剩的流动性推高了美国等国的资产价格,产生的财富效应进一步刺激了过度的消费,导致进口需求的增长,在造成美国巨额经常项目赤字的同时也增加了中国的经常项目盈余,加剧了世界经济的失衡,成为中国当前流动性过剩的直接原因。另一方面过剩的流动性使美、日等国的利率处于低水平,导致了套利交易的急剧膨胀。投资者从这些国家大量借入资金,然后投入到资本回报率相对更高的中国,在推高中国各类资产价格的同时造成了中国外汇储备的大幅增长,成为中国目前流动性过剩的重要原因。

第三,基于人民币升值和房市、股市高回报的预期流入中国的国际“热钱”的增加,也是造成中国当前流动性过剩的重要原因。这是因为央行进行对冲操作的外汇储备增加额中,除了贸易顺差和外商对华直接投资的增加外,剩下的无法解释的部分从很大程度上可以代表国际“热钱”流入的规模^⑤。2007年中国外汇储备额增加了4619亿美元,而同期中国的国际贸易顺差为2622亿美元,外商对华直接投资额为748亿美元,剩下的1249亿美元的差额可以代表基于各种预期,通过各种渠道涌入中国的国际“热钱”的规模^⑥。较大规模国际“热钱”的涌入加剧流动性过剩是与我国现阶段的开放程度密切相关的。在改革开放前的封闭经济条件下,国际资本的流入是非常困难的,而随着中国经常账户的完全开放和资本账户的逐步开放,国际“热钱”在这两个账户的多种交易中都可找到流动的渠道,在中国缺乏弹性的汇率制度以及结售汇的外汇管理体制下,这部分“热钱”进一步加剧了国内的流动性过剩。

第四,中国在对外开放过程中没有及时解决的一些结构性问题也成为中国流动性过剩的重要原因。在封闭经济条件下,一国处于均衡时的总投资完全由国民储蓄提供,即存在 $I=S$ 的恒等式。而在开放经济条件下,上述恒等式就变化为 $S-I=X-M$,即储蓄——投资缺口等于贸易差额,中国超高的储蓄率就成为我国巨额贸易顺差的一个根源。长期以来,中国私人消费占GDP的比重无论是相对于发达国家还是发展中国家都处于较低水平,消费率过低造成储蓄率过高,过高的储蓄率会转化为较高投资率,使投资膨胀。一些行业产能过剩,在国内消费率一直相对较低的情况下,不得不从国内市场转向国际市场,扩大了出口,同时,国内较低的消费率对进口也有一定的抑制作用,从而积累了大量的贸易顺差。外需对中国经济增长有着重大的影响,因此需要人民币汇率保持相对的稳定,央行只有进行对冲操作,被动投放基础货币,经过商业银行体系的货币创造,就产生了过剩的流动性。

第五,与中国目前经济发展水平与对外开放程度不相适应的外资、外汇及出口退税等政策,也是目前流动性过剩的重要原因之一。外汇短缺时期,中国制定了一系列旨在积累外汇的外资、外贸优惠政策以及出口退税政策,加上地方政府引资时在土地等政策上的恶性竞争,使中国在相当长的一段时间内都是鼓励出口,从而增加外汇储备。这些政策除带来诸如环境污染、劳工保护等问题外,不断增加的外汇储备所带来的流动性过剩也成为我们现在所要面对的新难题。这些政策已和中国目前的对外开放所处的阶段不相适应,必须加以调整。然而,这些政策的调整以及在调整后发挥效应存在时滞,而在调整过

程中出现的诸如“赶出口”等现象甚至会在短期内增加外贸顺差,从而加剧短期内的流动性过剩。

综上所述,中国目前的流动性过剩问题与中国对外开放所处的阶段有着密切关系。在中国逐步扩大开放的过程中,一方面,中国经济正加速融入世界经济,参与新的国际分工体系,成为举足轻重的经贸大国,国内经济受到世界经济的影响也必然逐步加深,国际生产转移的加快、世界经济的失衡、世界性的流动性过剩和国际“热钱”的涌入都成为当前中国流动性过剩的根源;另一方面,中国经济运行中存在的一些结构性问题,如消费—储蓄失衡、储蓄—投资失衡等在当前的开放程度下带来了一些新的困扰,现存的一些经济政策也不能完全适应目前对外开放的水平,这些也成为加剧现阶段中国流动性过剩的重要原因。当然,随着中国对外开放水平的进一步提高,如外贸结构的优化升级、汇率制度的完善、对外投资的发展、资本账户的逐步开放以及开放经济条件下宏观调控政策更熟练的应用都有可能使流动性过剩得到缓解或根除。因此,当前的流动性过剩是中国对外开放过程中的一个阶段性问题。但同时,流动性过剩的根源在于一系列的结构性问题,这些问题的解决绝不容易,中国开放型经济水平的提高也可能需要较长的时间。此外,现阶段的流动性还表现为一些产业和地区的过剩与另一些产业和地区短缺的结构性失衡。因此,流动性过剩也是一个值得重视的结构性问题,需要各方面协调解决。

三、治理中国流动性过剩的政策建议

持续的流动性过剩会加剧银行体系的脆弱性,加大通货膨胀的压力,影响房地产和股票等市场的稳定发展,减弱宏观经济调控的效果,所以流动性过剩已经引起了政府和学术界的广泛关注,缓解流动性过剩已经成为当前中国宏观经济调控最重要的目标之一^[5](第7版)。流动性过剩是中国对外开放中的阶段性结构问题,其治理的根本方法就是在继续扩大对外开放的同时,理顺经济发展各方面的关系,进一步完善相关政策,使之与中国对外开放的阶段与水平相适应。

第一,继续实施适度从紧的货币政策并加强各政策间的协调。这虽然是缓解流动性过剩的应急措施,不可能根治流动性过剩,但仍然具有不可替代的重要作用。因为从根本上解决流动性过剩的各项政策措施需要较长的时间,而目前已经实施的货币和财政等政策无疑可为根除流动性过剩创造较为宽松的条件。需要特别说明的是,近两年来多次提高存款准备金率和存贷款基准利率以及发行大量央行票据之后,从紧的货币政策的操作空间正在逐步缩小,今后需要进一步加强货币政策与财政、产业、外贸、金融监管等政策的协调配合。

第二,继续扩大消费需求,逐步缓解中国的消费—储蓄失衡、储蓄—投资失衡以及国际收支失衡等结构性问题。一国居民的消费、储蓄偏好受到很多因素的影响,这些结构性的问题在短时间内很难有较大变化^[6](第1-11页),但解决好这些问题又是在目前开放经济条件下应对流动性过剩的治本之策。所以,我们必须加快推进教育、医疗等方面的改革和社会保障体系的建设,进一步提高农民和城镇低收入者的收入水平,通过财政支出和税收政策的调整逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重,从而建立一个内需主导的经济发展模式。

第三,继续完善和发展各项涉外经济政策,拓展对外开放的广度和深度,提高开放型经济水平。流动性过剩是中国对外开放中的一个阶段性问题,我们不可能回到过去封闭经济的时代,正确的做法是继续扩大对外开放,并逐步解决开放中出现的各种问题。首先,完善人民币汇率形成机制,逐步增强汇率弹性,进一步发挥汇率在促进国际收支平衡中的独特作用;其次,加快转变外贸增长方式,调整进出口结构,促进加工贸易转型升级,并通过出口退税等政策的调整逐步促进国际收支的平衡;再次,提高利用外资的质量,发挥外资在推动自主创新、产业升级、区域协调发展等方面的积极作用。同时,创新对外投资和合作方式,支持企业在研发、生产、销售等方面开展国际化经营,加快培育中国的跨国公司和国际知名品牌,以此拓宽资本流出的渠道;最后,改革外汇储备管理体制,按照“藏汇于民”的思路,鼓励企业和居民购买、持有外汇,形成非官方外汇资产,切断外汇储备与货币供应的直接联系。

第四,加强国际协调,共同应对流动性过剩。10年前的亚洲金融危机重创东南亚、东亚各国与地区

的经济, 外资短期内大规模的迅速撤离导致各国货币大幅贬值, 资本市场崩盘, 经济严重衰退, 国民财富大幅缩水。亚洲各国、各地区为了防范危机采取了很多纠正性和预防性的措施, 大量积累外汇储备成为东亚和东南亚各国、各地区的共同选择。目前, 东亚各国、各地区已经积累了大规模的贸易盈余和外汇储备, 流动性过剩也就成为其目前面临的新的挑战, 各国、各地区之间必须建立国际合作与协调机制来共同面对可能出现的危机, 比如建立跨国或地区的货币流动管理体系和多层次的货币互换与合作机制, 加强在流动性治理方面的学习与交流等。

注 释:

- ① 相关资料见中国人民银行(www.pbc.gov.cn)和财政部(www.mof.gov.cn)网站。
- ② 根据中国人民银行(www.pbc.gov.cn)和国家统计局(www.stats.gov.cn)相关数据计算得出。
- ③ 数据来源于中国人民银行(www.pbc.gov.cn)国家发展与改革委员会(www.sdpc.gov.cn)和国家统计局(www.stats.gov.cn)网站。
- ④ 数据来源于美国联邦储备委员会网站(www.federalreserve.gov)。
- ⑤ 此差额并非全部都是流入中国的国际“热钱”, 还应该减去中国对外的直接投资额以及 QFII 和 QDII 的净差额和其他合法资本项目下交易的净差额等。
- ⑥ 数据来源于中国人民银行(www.pbc.gov.cn)和商务部(www.mofcom.gov.cn)网站。

[参 考 文 献]

- [1] 余永定:《理解流动性过剩》, 载《国际经济评论》2007 年第 7-8 期。
- [2] Rufer, Rasmus & Vivio Stracca. “What is Global Excess Liquidity, and Does It Matter,” EBC, Working Paper Series No. 696, Nov. 2006, p.7.
- [3] 夏 斌、陈道富:《中国流动性报告》, 载《第一财经日报》2007 年 7 月 9 日。
- [4] 张 明:《流动性过剩的测量、根源和风险涵义》, 载《世界经济》2007 年第 11 期。
- [5] 唐凌云:《流动性过剩及其治理》, 载《金融时报》2007 年 7 月 2 日。
- [6] 陆 磊:《论银行体系的流动性过剩》, 载《金融研究》2007 年第 1 期。

(责任编辑 邹惠卿)

Study on Excess Liquidity during China's Opening up

Hu Yi

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

Abstract: In recent years, the issue of excess liquidity has become a hotspot in China's economy. This article promotes that the current excess liquidity embodies in quantity and price, the essence of which is an interim structure problem during the process of China's opening up. The basic measure to governance current excess liquidity is to straighten out the various aspects of economic development, to perfect relevant policies in order to match the stage and level of China's opening up.

Key words: China's opening up; global imbalance; excess liquidity