

国际流动性过剩对中国经济的影响分析

中国人民大学财政金融学院 涂永红 戴稳胜 贾川

摘要：中国经济、物价、资产价格呈现出高速增长态势，流动性过剩被公认为是主要的成因。本文以开放经济的视野，通过 VAR 模型及其方差分解，运用国际比较界定中国的流动性过剩的程度，定量分析国际经济环境变化、流动性过剩冲击对中国经济的影响。我们发现，国际环境对中国经济的影响主要通过 GDP 和物价来传递。中国经济表现出与国际流动性过剩绝缘的特征，与主要发达国家的情况不同，国际流动性过剩对中国经济没有产生扩张性货币政策的效应，不仅对中国的实体经济影响甚微，对中国的货币数量、物价和股价也没有多大的影响。

一、引言

在 2007 年的两会上，国务院总理温家宝在政府工作报告中称，“固定资产投资总规模依然偏大，银行资金流动性过剩问题突出，引发投资增长过快、信贷投放过多的因素仍然存在。”与经济的两位数高增长并肩而行的是，货币供应量更快的增长，M2/GDP 的比值由 2000 年的 1.36 上升为 2006 年的 1.65。金融机构超额准备金增加，存款增长速度大于贷款增长速度，2006 年末存贷差达到 11 万亿元。由于流动性过剩，股市、楼市、消费品价格持续上涨。2007 年 8 月股市沪指冲破 5000 点；国房景气指数逐月攀升，与去年同期相比上升 17%，与年初相比房地产投资的增幅超过 30%；居民消费价格总水平同比上涨 6.5%，其中食品类价格同比上涨 18.2%。在经济高增长、国际收支高顺差、通货膨胀高水平的“三高”新形势下，全面分析流动性过剩对中国经济的影响，从开放经济角度探讨流动性过剩的原因，有助于我们深入地认识流动性过剩问题，进而采取有针对性的措施。

流动性过剩 (excess liquidity or excess money) 是指银行自愿或被迫持有的货币超过健全的银行业准则所要求的通常水平^①。具体表现为银行存贷差扩大、货币供应量增加、社会可用资金大量剩余^②。因此，从银行角度出发，流动性过剩就是资金运用不充分。如果以金融市场有效性为衡量标准，流动性过剩意味着货币供给中不能被当期的名义产出和短期利率解释，即超过总需求和通胀压力的货币数量^③。理论上讲，货币供给超过实际需求，小幅度的通货膨胀可以营造一种货币幻觉，有利于刺激消费，促进国民收入增长。年复一年的超额货币供给，积累达到某个域值，必然会形成流动性过剩。上世纪 90 年代日本出现了严重的流动性过剩，随后主要发达国家陆续发现流动性过剩问题，突出表现为全球性的资产价格暴涨，股市、楼市价格与实体经济增长之间的剪刀差趋势不断扩大。在经济全球化、国际

^① 参见《经济与商业辞典》，英国

^② 唐双宁，2007：《关于流动性过剩问题》，

^③ Rasmus Ruffer and Livio Stracca, What is global excess liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper no.696, 2006.

分工深化、金融国际化的时代,一个开放国家的流动性过剩通过贸易和资本流动很容易传递到其他国家,并对后者的经济产生影响。当大多数国家都发现流动性过剩时,表明一定存在一个公共因子“国际流动性过剩”^①,它对卷入到全球化浪潮中的各个国家都施加影响。国际流动性过剩相当于在一个国家的外部设置了宽松的货币政策环境。如果本国实行宽松的货币政策,则会获得倍增的宽松的货币政策效果;如果本国实行紧缩的货币政策,当本国的力量不足以对抗国际流动性过剩时,货币政策将失效,经济体面临的依然是宽松的货币政策。面对国际流动性过剩的冲击,不同国家经济受到的影响因国情差异而大相径庭。未达到充分就业、宏观调控能力强的国家受益较多,GDP出现更快的增长,反之,则仅出现较高的通货膨胀。

2006年以来流动性过剩问题开始在国内引起政府和学界的重视,研究的重点集中在流动性过剩的界定、原因、影响及缓解措施。本文希望在三个方面深入研究中国的流动性过剩问题:一是研究国际流动性过剩传导给中国的机制;二是通过定量分析,刻画中国流动性过剩的程度,揭示导致流动性过剩的要素贡献;三是对国际流动性过剩的经济影响进行具体的评估,分析国际流动性过剩对中国产出、物价、资产价格、国际收支、人民币汇率的影响程度。

二、文献综述

(一) 流动性过剩以及衡量

如果金融市场是完全有效的,货币供给不包含任何独立的信息,无风险利率反映了货币市场均衡的所有信息,在这样的市场中,货币数量过多引起的流动性过剩不会增加任何新的信息,对实质经济将不产生影响。实际上,绝大多数国家的金融市场是半强或弱有效的,资本交易受到限制,金融资产之间不能完全替代,货币数量除了反映产出、价格、利率的变化外,还包含了许多金融及实物资产的收益率,流动性过剩将引起后者的变化,进而影响实质经济。马歇尔K值($M2/\text{名义GDP}$)是被广泛使用的衡量流动性的指标,反映货币供给与实体经济货币需求之间的关系。如果存在流动性过剩问题,货币供应量($M2$)将大大超过货币需求量(名义GDP)。例如,2006年末,中国的 $M2$ 为34.6万亿元,名义GDP为20.9万亿元,因此马歇尔K值高达165%;同期美国的马歇尔K值仅为55%,由此可知,中国的流动性过剩问题较之美国更为严重。Annick提出货币缺口(Money Gap)方法,将马歇尔K值与其趋势水平^②的背离视作货币缺口,当一个经济体的货币缺口连续三个季度超过一个指定的临界值时,例如,3.75%^③,表明出现了持续性流动性过剩(sustained excess liquidity)^④。

流动性过剩意味着货币供给超过实体经济需求,存在没有被产出和物价吸收的潜在的通

^① Sousa and Zaghini, Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers, ECB working paper, no.309, 2003.

^② 趋势水平是用10000作为平滑参数得到的HP-filtered序列值。

^③ 对18个OECD国家的货币缺口进行统计分析后得到的临界值。

^④ Annick Bruggeman, Can excess liquidity signal an asset price boom?, NBB Working Paper no. 117, August, 2007.

胀压力^①。判断供求失衡最好的办法是看货币的价格即利率或者资产价格的变化, (李晓西, 和晋予, 2007) 如果利率持续下降、房地产和股票价格持续上涨, 可以大致断定存在流动性过剩。尽管货币数量过剩和利率过低都是衡量流动性过剩的指标, 然而, 西方学者更多地倾向于使用超额货币增长^②指标来刻画流动性过剩, 超额货币增长=名义货币增长率-名义GDP增长率。因为, 诸多实证研究表明, 用超额货币指标衡量的流动性过剩具有扩张性货币政策的全部特征^③, 例如, G7国家的货币数量增加引起了这些国家利率和股市收益显著的波动, 一国M增长→G7的股市实际收益率增长→其他国家的实际利率下降^④, 以及欧元区显著的价格和国民收入增长^⑤。相反, 用利率指标衡量国际流动性过剩, 产出和价格的变化则很难反映出扩张性货币政策的特征。鉴于短期利率指标对产出、价格的影响受到金融市场结构、开放程度等制度性因素的制约, 使用超额货币指标来衡量流动性过剩更为准确可靠^⑥。

中国的金融是银行为主导的, 流动性集中在银行体系内, 因此, 中国人民银行通过M0、M2、银行贷款、储蓄存款的增速等一组指标来衡量流动性, 商业银行超额准备金率是一个重要的评价流动性过剩的指标^⑦。由于受到人民币汇率形成机制的制约, 央行为了对冲外汇占款增加而发行大量的商业票据, 央行票据流动性高, 具有潜在的信用扩张力, 计算商业银行超额准备金率时, 如果不在其超额储备基础上加入持有央行票据的金额, 就难以准确地衡量银行体系的流动性过剩情况^⑧。2000-2006年, 中国银行机构人民币存款增长比贷款增长平均高4%, 意味着资金来源超过了资金的运用, 银行资金运用不充分, 存在流动性过剩现象。当然, 在金融产品多样化的情况下, 金融机构及其资产负债表也日益多元化, 存贷差并不能全面反映金融体系的资金使用状况^⑨。

(二) 中国流动性过剩的原因

造成中国流动性过剩的原因是多方面的。不仅有国内的原因, 也有来自国外的原因。社会保障体系不健全, 基本养老保险、农村医疗保险覆盖率较低, 居民的住房、医疗和子女教育负担较重, 导致高储蓄和低消费, 2006年居民储蓄率上升到46%, 这是造成流动性过剩的内因。而且, 中国的流动性问题很复杂, 具有结构性失衡的特征, 绝对过剩与相对过剩并存。货币供给增长较快, 但是价格水平却保持相对稳定; 股市和房地产价格暴涨, 存在流动性绝

^① Schinasi and Hargraves, Boom and bust in asset markets in the 1980s: Causes and consequences, in staff studies for the World Economic Outlook, International Monetary Fund, 1993.

^② Baks and Kramer, Global liquidity and asset prices: measurement, implications and spillovers, IMF working paper no.168, 1999.

^③ Rasmus Ruffer and Livio Stracca, What is global excess liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper no.696, 2006

^④ Baks and Kramer, Global Liquidity and asset prices: measurement, implications and spillovers, IMF working paper no.168, 1999.

^⑤ Sousa and Zaghini, Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers, ECB working no.309, 2003.

^⑥ Sousa and Zaghini, Global Monetary Policy Shocks in the G5: A SVAR Approach, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, forthcoming, 2006.

^⑦ (周小川, 2007)。通常, 超额准备金=银行持有的流动性-法定存款准备金-交易性准备金-预防性准备金-正常的投机性准备金。两会期间采访

^⑧ 夏彬、陈道富:《中国流动性报告》, <http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20070709/14493766442.shtml>, 2007.

^⑨ 李扬, 中国经济时报, 2006年11月23日, 财金新闻, “专家认为: 存贷差已不能衡量金融状况”, <http://www.cet.com.cn/20061123/CAIJING/200611233.html>, 2003.

对过剩,但是农村金融资源却严重不足,存在流动性短缺。进入本世纪以来,全球进入了货币扩张时期,主要国家的利率几乎达到二战后的最低水平,低利率政策为对冲基金等提供了低成本的融资渠道,使得大量资金脱离实体经济的内循环,转而追求高风险高回报的资产,不断推高全球资产的估值水平,结果是刺激了固定资产的投资需求,提高了抵押质押品的价值,促使银行不断放大对投资者的信用,更多的资金涌入投资投机市场,进一步推动全球资产和大宗商品的价格不断高涨。过剩的全球资本流入中国,造成中国的流动性过剩。^①贸易与资本收支双顺差致使中国的外汇储备2007年1季度突破1.2万亿美元,为了维护人民币汇率稳定的政策目标,央行被迫投放人民币,增加了10万亿人民币流动性。

(三) 流动性过剩的利弊

流动性过剩对一国经济的不利影响主要体现在三个方面:第一,在投资旺盛、经济增长强劲、低利率、信贷扩张和低通货膨胀条件下,流动性过剩将导致资产价格的迅速增长。如果上述条件不具备,流动性过剩并不一定会带来资产价格上涨。18个发达国家1970—2005年的数据表明,只有1/3的流动性过剩最终导致了资产价格猛增^②。第二,流动性过剩容易导致商业银行过度竞争,信用风险增加。银行为了运用富余的资金,往往降低信用标准提供贷款,致使违约风险上升,这正是造成美国次级抵押债危机的一个重要根源。第三,削弱货币政策的传导机制,降低了货币对经济主体的影响和调节能力。银行的流动性过剩分为谨慎性持有(held for precautionary purpose)和超额流动性(involuntary excess liquidity)两个部分。谨慎性的过剩流动性及银行提取的各类准备金,反映了资源配置的无效率,没有引发通货膨胀的潜能;超额流动性在需求增强的情况下会形成贷款的迅速膨胀,进而引发通货膨胀。而且超额流动性对货币政策的反应不敏感,如果银行存在大量的超额流动性,货币政策对总需求的影响力就会被大大地削弱^③。当然,流动性过剩并非一无是处,它是宽松的货币政策的结果,具有扩张性货币政策的全部特征,对经济的有利影响体现在:各经济主体手中的资金增多,收入普遍上升,投资和消费两旺,为解决一些历史遗留问题提供了极好的契机。例如,美国西部和南部的许多州政府运用超额货币增加教育投资、修建公路、完善公共基础设施。中国也可以抓住这一大好机遇,运用超额货币来加速农村劳动力转移和城镇化,加大教育支持力度,推动中国经济发展迈上新台阶。充足的流动性还有利于加速中国的银行治理结构改革、促进企业自主研发、缓解中小型企业融资难决面。

(四) 流动性过剩的国际溢出效应

在资本自由流动、金融高度国际化的今天,一国的流动性过剩不仅对本国的经济产生严重的影响,而且还会溢出到其他国家,促进或者损害其他国家的经济。早在上世纪60年代,蒙代尔-弗莱明模型(MF模型)阐述了流动性国际溢出的支出转移效应,对于实行固定汇率制度的国家,国际流动性过剩带来类似于扩张性货币政策的输出效应,即外国货币增加→本

^①巴曙松,2007:《流动性过剩的控制与机遇》,《资本市场》,No.3

^② Annick Bruggeman, Can excess liquidity signal an asset price boom, NBB Working Paper no.117, August, 2007.

^③ Magnus Saxegaard, Excess liquidity and effectiveness of monetary policy: evidence from sub-Saharan Africa, IMF Working Paper, no.115, 2006.

国出口增加→本国GDP增加；与此同时，本国外汇储备增加→央行被迫投放货币以维持汇率→本国货币增加→GDP进一步增加/物价上涨。对于实行浮动汇率制度的国家，国际流动性过剩则容易带来“以邻为壑”（beggar-thy-neighbor）的负效应，即外国货币增加→本国出口增加→本币升值→本国进口增加→本国GDP下降。由于价格刚性及国际间资产不可完全替代，新开放经济模型表明，国际流动性过剩对实行浮动汇率制度的国家也会产生互利的期间转移效应，即外国货币增加→本国出口增加→本币升值→粘滞价格预期上涨→本国资产的实际利率下降→当期货物比未来货物便宜→外国和本国的当期需求都增加→本国GDP增加^①。经济最发达的国家的流动性过剩对其他国家的影响最显著，例如，美国的货币政策与其他国家的GDP之间存在正相关关系^②。美国的扩张性货币政策，降低了G7的实际利率，刺激了其他六个国家需求的增加，带来了六国的GDP增长^③。无论实行何种汇率制度，国际流动性过剩产生的价格转移效应容易引发成本推动冲击，导致显著的物价上涨，即外国货币增加→本国出口增加→本币升值→如果本币升值幅度低于外国商品涨价幅度→企业的边际成本直接上升（进口中间产品）或者间接上升（进口品价格上涨，实际购买力下降，导致工资上涨）→引起本国通货膨胀^④。1995年以来，国际流动性冲击引起美国、欧元区、日本的物价显著上涨，特别是欧元区物价上涨的73%来自这一外部冲击。国际流动性过剩还给三大经济体带来了股市和楼市综合资产价格11-17%的波动^⑤。美国的货币政策对其他六国的股票市场有非常显著的影响^⑥。

一国中央银行为了确保货币政策目标的顺利实现，往往会对国际流动性过剩的外部冲击进行冲销。实行浮动汇率制度的国家通过汇率干预以及中和政策，可以全部或部分冲销国际流动性过剩的冲击，使得本国的GDP和价格受到“绝缘”似的保护。此外，如果一国企业为了维持国际市场份额，以外国当地行情定价，不考虑本币汇率变动的因素，支出转移效应也会大打折扣^⑦。特别地，许多国家央行制定货币政策时遵循“相机决策”原理，一旦央行根据受到外国汇率影响后的本国价格变化来调整货币政策，期间转移效应就会被逆转。因此，与确定的价格转移效应相比，国际流动性过剩通过汇率和利率来传递的支出转移效应非常不确定。一些西方学者通过多因素分析模型，试图找出一个反映不同国家在同一年接受全球

^① Obstfeld and Rogoff, Exchange Rate Dynamics Redux, *Journal of Political Economy*, vol. 103, 1995, pp. 624-660; Kollmann, Explaining International Co-movements of Output and Asset Returns: the Role of Money and Nominal Rigidities, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.25, 2001, pp. 1547-1583.

^② Betts and Devereaux, The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in a Two-Country Model In *Essays in Honor of Robert A. Mundell*, 9-52, edited by G. Calvo, R. Dornbusch, and M. Obstfeld. Cambridge and London: MIT press, 2001; Miniane and Rogers, Capital controls and the international transmission of U.S. money shocks, International Finance Discussion Papers from Board of Governors of the Federal Reserve System, no. 778, 2003.

^③ Kim, International Transmission of US Monetary Policy Shocks: Evidence from VARs, *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, 2001, pp.339-372.

^④ Kollmann, Explaining International Co-movements of Output and Asset Returns: the Role of Money and Nominal Rigidities, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.25, 2001, pp. 1547-1583.

^⑤ Rasmus Ruffer and Livio Stracca, What is global excess liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper, no.696, 2006.

^⑥ Ehrmann and Fratzscher, Global financial transmission of monetary policy shocks, ECB Working Paper no.616, 2006.

^⑦ Betts and Devereaux, The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in a Two-Country Model In *Essays in Honor of Robert A. Mundell*, 9-52, edited by G. Calvo, R. Dornbusch, and M. Obstfeld. Cambridge and London: MIT press, 2001; Schmidt, International Transmission of Monetary Policy Shocks: Can Asymmetric Price Setting Explain the Stylized Facts?, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 11, no. 3, 2006, pp. 205-218.

流动性冲击的共同因素量,然而,研究结果表明,国际流动性溢出的共同作用并不明显,各国获得的流动性溢出效应差别很大。例如,在G7国家中,日本和美国的货币增长显著地引起其他国家广义货币的增长,德国货币增长则没有产生相应的影响^①。尽管G7国家之间的流动性存在同方向变动现象,美元的国际储备货币地位赋予美国某种特权,实际上美国对国际流动性过剩有很好的免疫力,国际流动性冲击对其货币数量、GDP没有什么影响;日本经济受到国际流动性冲击后波动也不大,与美国、日本形成鲜明对比的是,欧元区的货币、GDP、物价在国际流动性过剩冲击下出现剧烈的波动^②。

国际流动性过剩的溢出效应在资本自由流动、经济开放度高的国家比较显著。研究发现,在发达国家的流动性增长中,存在一个“共同”的驱动因子,用方差分解、时间趋势或HP滤波方法测算的结果有所差异,大约在20-50%之间^③。相对于金融一体化程度更高的发达国家而言,发展中国家的GDP较少受到国际流动性冲击的影响^④。在过去的十年中,国际流动性增长引起中国、印度、俄罗斯、南非等发展中大国货币数量的明显增长,但是国际流动性增长对这些国家的GDP没有显著的影响。发展中国家的市场不成熟、经济发展模式差异很大,即使受到国际流动性的显著影响,其表现也与发达国家大相径庭。例如,对拉美8个经济大国的研究表明,美国的货币政策与拉美国家的GDP之间存在负相关关系,即美国货币扩张→拉美国家利率下降→资本流出→总需求减少→GDP减少,截然相反的是,美国的货币政策与发达国家的GDP之间是正相关关系^⑤,美国的货币扩张带来发达国家GDP的增加。

中国在2005年7月人民币汇率形成机制改革之前,汇率基本上是固定的,理论上讲,国际流动性过剩应该给中国带来支出转移效应,也就是在中国未达到充分就业前,国际流动性过剩应该导致中国GDP更快地增长。事实是否与理论假设相符呢?本文以下部分将进行实证分析。

三、数据和模型

(一) 数据来源

本文的数据主要来源于IMF2007数据光盘,部分数据来源于OECD网站、英国金融时报网站、中国外管局、中国统计局、中国证监会。选取了美国、日本、欧元区^⑥、英国、加拿大、中国、印度、南非、巴西、俄罗斯等10个国家和地区自1995年第1季度至2006年第4季度的10个指标的数据。这些指标包括名义GDP、GDP平减指数deflator、实际GDP、名义广义

^① Baks and Kramer, Global liquidity and asset prices: measurement, implications and spillovers, IMF working paper no. 168, 1999.

^② Rasmus Ruffer and Livio Stracca, What is global excess liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper no.696, 2006.

^③ Rasmus Ruffer and Livio Stracca, What is global excess liquidity, and does it matter?, ECB Working Paper no.696, 2006.

^④ Mishkin, Is financial globalization beneficial?, NBER Working Paper no.11891, 2005.

^⑤ Canova, The Transmission of US Shocks to Latin America, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 20, 2005, pp. 229-251.

^⑥在1998年欧盟成立后直接用欧元区数据,此前则用德国、法国、意大利、荷兰、比利时、丹麦、西班牙、葡萄牙等八个国家的汇总数据。这八个国家的GDP数据占到了整个欧元区的90%以上,因此基本保持了数据口径的一致性。

货币、实际广义货币、名义狭义货币、实际狭义货币、名义短期利率、实际有效汇率、股票价格指数。其中，狭义货币取IMF的“Money”指标，广义货币取“money plus quasi money”指标。值得说明的是，欧盟区和英国无“Money”指标，狭义货币的指标采用M1指标；欧盟区没有“money plus quasi money”指标，广义货币采用M2指标。中国和英国缺少股票价格指数数据，我们分别用上证综合指数及FTSE100指数代替。 中国和美国缺少名义短期利率数据，我们分别用银行间利率和联邦基金利率代替。

（二）数据处理

为了分析全球流动性过剩对中国的影响，按照当前国际上常用的方法，以美国、欧元区、日本、英国和加拿大五国和地区的经济总量代表存在于一国之外、对该国具有外部冲击的国际经济环境，并以G5表示。本文重点要考察G5的产出、物价和流动性波动对中国的影响。因此需要计算名义GDP、广义名义货币与狭义名义货币以及GDP平减指数。将美国以外的四国（和地区）的名义GDP换算成以美元计价的名义GDP，加总后得到G5的名义GDP。用同样的方法计算得到G5的广义名义货币与狭义名义货币。以2000年PPP汇率将G5各国以美元计价的名义GDP折算成统一货币、统一PPP汇率的GDP，以此计算各国（或地区）的权重，并用该权重对各国GDP平减指数计算加权平均，得到G5的GDP平减指数。GDP平减指数作为综合反映物价水平的指标，用G5的名义GDP/G5的GDP平减指数*100得到G5的实际GDP。

本文采用超额货币来表示流动性过剩，并区分了广义超额货币与狭义超额货币。广义超额货币=名义广义货币/名义GDP，狭义超额货币=名义狭义货币/名义GDP之比。通过研究我们发现，G5的广义超额货币与狭义超额货币衡量的流动性过剩对中国的经济变量的影响趋势几乎一致，结果差异不大。鉴于广义货币是衡量货币政策的更好的指标，因此本文最终只报告广义超额货币的影响。

由于各国经济都有一定的季节性波动与周期波动，尤其是中国经济的季节性波动很大，为了突出国际流动性过剩对中国经济的长期影响，本文消除了经济指标中季节因素和周期性波动性因素的影响，采用移动平均乘法模型进行季节调整，季节调整后仍有周期波动的指标，以BP滤波法进一步消除周期影响。

除短期利率指标外，其他经济指标均取对数，以取对数后的数据进行建模。

（三）模型

本文运用VAR模型的冲击响应模型，探讨G5国家（地区）国际流动性过剩对中国经济的影响；并辅以VAR模型的方差分解研究，分析中国经济指标的波动中来自G5经济体影响的比例和来自国内经济影响的比例。鉴于VAR模型中考虑不同的经济变量以及各经济变量的排序会在一定程度上影响最终结果，我们根据前述国际流动性过剩的传递效应，在模型中首先放入国外经济体的指标，顺序为国外的产出（实际GDP）、物价（GDP deflator）、广义超额货币，其次放入中国的相关指标，顺序是中国的产出（名义GDP）、物价（GDP deflator）以及根据分析目的而确定的第三个经济变量。我们分别选择了中国的实际广义货币、实际汇率、股价指数、贸易收支差额等。

分析国际流动性过剩对中国经济的影响，采用了两个六变量模型：

$VAR11 = VAR(\text{实际 GDP (G5)}, \text{GDP deflator (G5)}, \text{超额货币 (G5)}, \text{实际 GDP (中国)}, \text{GDP deflator (中国)}, \text{经常项目收支 (中国)})$

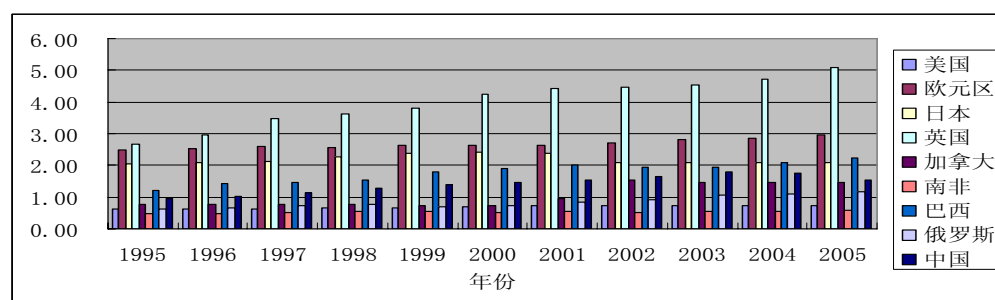
$VAR12 = VAR(\text{实际 GDP (G5)}, \text{GDP deflator (G5)}, \text{超额货币 (G5)}, \text{实际 GDP (中国)}, \text{实际广义货币 (中国)}, \text{经常项目收支 (中国)})$

根据 SC 和 AIC 准则，确定上述两个模型的滞后阶数为三期。

四、研究发现

(一) 超额流动性的国际比较

图 1 显示 1995–2005 年 9 个样本国家和地区的马歇尔 K 值，年均马歇尔 K 值最高的是英国，达到 4；最低的是南非，仅为 0.53；中国处于中等水平，马歇尔 K 值为 1.41。最大的三个经济体中，美国的超额流动性较低，日本和欧元区则处于高水平，三者的年均马歇尔 K 值分别为 0.68、2.67、2.19。相对而言，发展中国家的马歇尔 K 值处于较低的水平。



数据来源：由 IMF 原始数据加工整理

图 1 各国马歇尔 K 值比较

表 1 给出了马歇尔 K 值的年度波动情况，总体上看各国的货币供给都在增加，不过年度波动性较大，看不出有明显的同增或同减趋势。美国和欧元区的超额货币波动性比较小，马歇尔 K 值的年均增长幅度仅为 1.7%，日本几乎没有什么变化。与之相反，除南非外，发展中国家的马歇尔 K 值年均增长速度较快，巴西、俄罗斯、中国的年均增幅分别为 6.6%、6.8%、5.3%。然而 2004 年开始，中国的马歇尔 K 值转入负增长。英国、加拿大的马歇尔 K 值在一些年份有异常的波动，增幅超过两位数，导致其年均增幅超过发展中国家。总之，除欧元区外，世界主要国家在 2001 年以前超额货币显著增加，此后，美国、日本超额货币开始收缩，但是欧元区、英国、巴西、俄罗斯、巴西的超额货币仍然继续扩张。

表 1 各国马歇尔 K 值的增长率 (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	平均值
美国	1.6	1.6	3.2	3.1	3.0	7.2	-1.4	1.4	-2.7	0.0	1.7
欧元区	0.8	2.8	-0.8	1.9	0.0	1.1	2.6	4.0	0.7	3.5	1.7
日本	1.9	1.9	6.5	4.8	1.3	-2.5	-12.3	1.4	-1.0	-0.5	0.2
英国	12.0	17.1	3.4	5.8	11.5	4.0	0.5	1.6	4.2	7.6	6.8
加拿大	1.3	-1.3	0.0	-3.9	-1.4	30.6	63.8	-4.5	-1.4	2.1	8.5
南非	2.1	6.3	7.8	-1.8	-3.7	1.9	0.0	1.9	1.9	3.6	2.0
巴西	20.0	2.1	4.1	16.3	7.3	5.2	-3.5	0.5	7.2	6.7	6.6
俄罗斯	6.5	9.1	8.3	-11.5	5.8	15.1	9.5	14.1	4.8	6.4	6.8
中国	9.6	11.7	9.6	10.3	4.3	4.8	8.6	7.9	-0.6	-13.6	5.3

数据来源：根据 IMF 原始数据计算而得

（二）国际流动性以及实体经济增长对中国经济的冲击

1. G5流动性过剩冲击的影响

向量自回归响应的冲击反应见图 2，经研究发现，G5 流动性过剩波动对中国经济的影响如下：

对中国 GDP 的影响，前半年是正向的，第 3 年后是负向的，期间的影响有正有负。长期内影响是负的。

对中国物价水平的影响，前半年是正向的，随后全部是负向的。总体上看二者之间呈负相关关系。

对中国货币数量的影响正好与物价相反，前半年是负向的，随后全部是正向的，二者之间基本上为正相关关系。

对人民币实际有效汇率的影响，第 1 年的前半年是负向的，后半年转为正向的，随后几乎全部是负向的。长期内影响是负的。

对中国股价指数的影响，第 1 年是负向的，第 2 年是正向的。此后小幅波动，影响逐渐消失。

对中国经常项目收支的影响有时为正有时为负，没有明显的有利或不利的影。长期看是中性的。

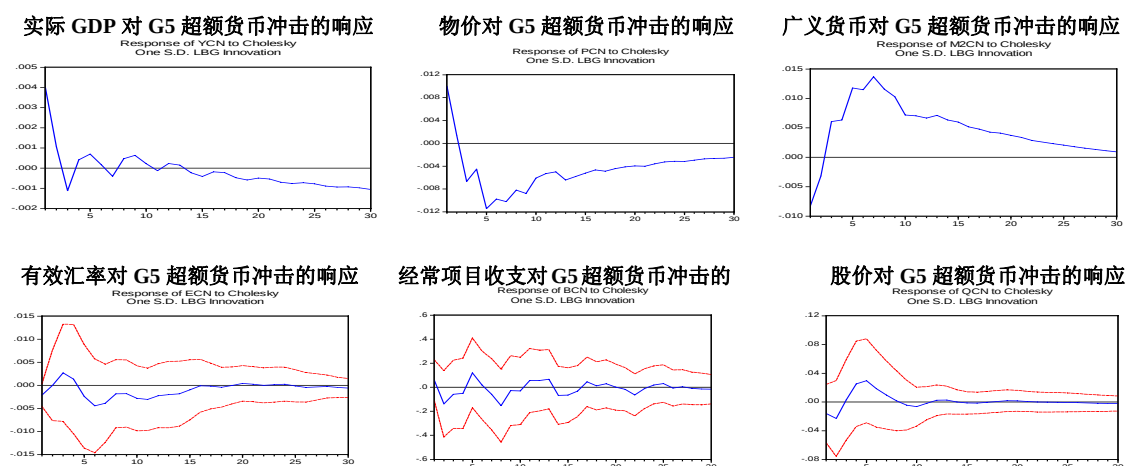


图 2 国际流动性冲击对中国经济的影响

2. G5 产出冲击的影响

由于国际流动性过剩冲击首先引起产出的增加或者物价的上涨，然后通过贸易来传递这种溢出效应，因此本文还对 G5 的实际产出、物价冲击对中国经济的影响进行了进一步的研究。G5 国家和地区实际 GDP 增长波动对中国经济的影响如下（见图 3）：

对中国的实际 GDP、物价的影响是正向的。然而，前 2 年对中国 GDP 的推动作用不明显，而且波动性较大。长期内有较大的积极影响。

对中国物价水平上涨有较大的推动作用。在国际产出冲击发生 1 年后，中国物价受其影响有非常明显的上涨。再过 1 年，这种物价上涨的速度放慢。

对中国广义货币的影响是负向的，二者之间呈负相关关系。国际产出增加后的 1 年半内，中国的货币数量会出现非常显著的下降。随后下降幅度逐渐放缓。

对中国经常项目收支的影响是正向的。前半年内中国经常项目收支顺差会下降，此后上升，1 年后走向平稳。与其他经济变量相比，中国的国际收支与 G5 产出之间正相关关系最为紧密，受后者推动的力度最大。

对中国实际有效汇率的影响，前 2 年是负向的，此后 2 年半内是正向的。长期影响是负向的。

对中国经常项目收支的具有较大的正向影响，除了前半年导致经常项目收支顺差增幅下降外，随后的 4 年中国际收支顺差都出现较大幅度的显著的增长。

对中国股价的影响，前 2 年半是正向的，此后三年是负向的。长期内影响是正向的。

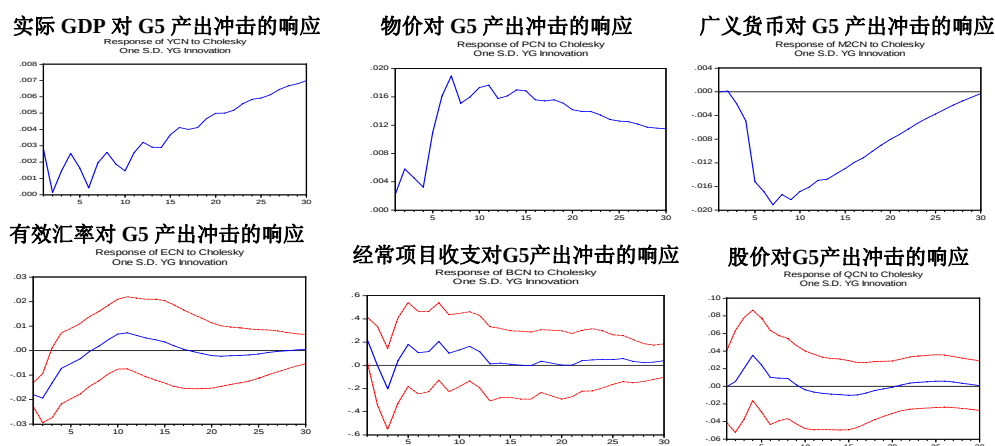


图3 国际产出波动对中国经济的影响

3. G5物价冲击的影响

从国际范围看，国际流动性过剩不一定带来国际性的产出增加，但是国际物价上涨却十分明显，尤其是房地产和股市为代表的资产价格迅猛增长。来自国际社会的物价上涨冲击，往往更加直接地影响中国的经济，因此，本文对G5的物价波动对中国经济的影响也进行了深入的探讨，各主要经济变量对G5物价增长的冲击响应见图4。

对中国实际GDP的影响是正向的。在第1年的前半年会降低中国GDP的增长速度，后半年增长速度恢复，此后持续上升。意味着国际物价上涨对中国的GDP增长有轻微的推动作用。

对中国的物价的影响是正向的。第1年引致的中国物价上升比较迅猛，随后增幅放慢。在所有的被分析的宏观变量中，国内物价对国际物价冲击的反响是最大的。

对中国广义货币的影响，前5年是负向的，长期则是正向的。表明中国的货币数量中短期内较少受国际物价变化的影响。

对中国实际有效汇率的影响，前3年是负向的，此后2年转为十分微弱的正向。总体上看主要是负向影响。国际物价上升促使人民币小幅度对外升值。

对中国股价的影响是负向的，国际物价水平上升后2年内，中国股市价格有明显的小幅下跌趋势。长期内这种负向的影响可以忽略不计。

对中国经常项目收支的影响类似于国际产出的冲击，不过前半年经常项目收支顺差增幅下降的幅度越来越小，随后的4年际收支顺差虽然会增加，但是不太稳定，以半年为周期上下波动。

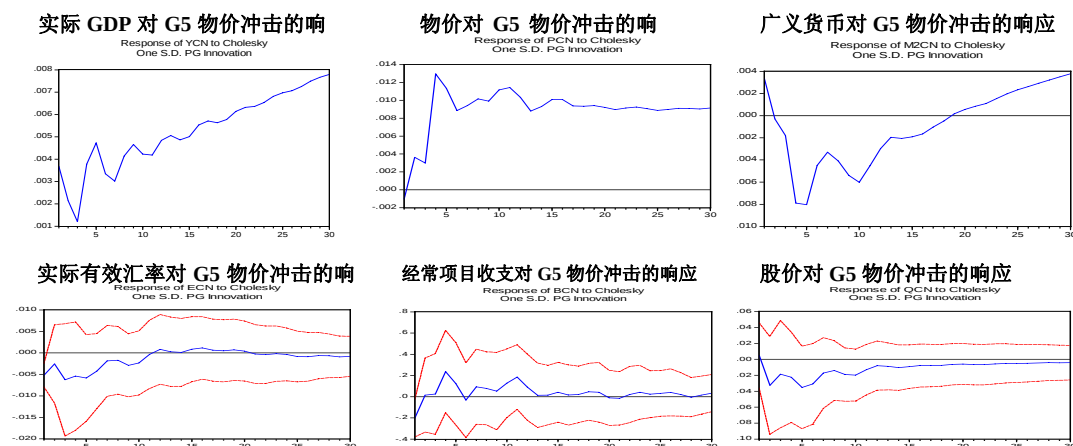


图3 国际物价波动对中国经济的影响

（三）国际流动性冲击的要素贡献

VAR模型反映了主要国家流动性过剩、GDP和物价变化对中国经济的影响状况，揭示了国际环境变化在短期以及长期内将引起中国宏观经济朝哪个方向发生变化。我们看到的影响还是定性的、粗略的。VAR模型的方差分解则进一步揭示了导致中国宏观经济发生变化的国际、国内主要因素的长期影响力（见表2）。

国内因素是中国GDP增长波动的主要原因，其影响力超过2/3，国际环境变化的影响力接近1/3。国内外GDP的增长趋势和幅度本身决定了80%的未来GDP增长变化。货币数量波动对GDP增长的影响不大，相对于国内货币数量变化的影响而言，国际流动性过剩的影响略大一些。

国际环境变化是造成中国物价波动的主要原因，其影响力约占70%，国内因素的影响占30%。引发物价波动的最重要的因素是主要国家的GDP和物价水平，其次是本国的物价水平。国内外的流动性变化对中国物价变化的影响都不重要。

国际环境变化是中国M2增长发生波动的主要原因，影响力高达63%，国内因素的影响占37%。物价上涨是货币增发的主要原因，国内外物价上涨的要素贡献之和超过52%。国外GDP增长波动对我国的M2也有较大的影响。

国际环境变化是人民币汇率波动的主要原因，国际因素的影响约占61%，国内因素的影响约占39%。主要国家的GDP增长波动造成人民币实际有效汇率波动的50%。

国内外因素对中国经常项目收支波动的影响几乎是平分秋色。国际环境变化的影响约占53%，国内因素变化的影响约占47%。从要素上看，GDP和物价变化的影响较大，流动性的影响力较弱。

造成中国股价波动的主要力量来自国内，国际环境变化的影响只有23%，国内要素的影响占77%。在产出、物价、货币供给三大要素中，物价变化对股价的影响最大，产出的影响次之，流动性过剩的影响最小。此外，与上述所考察的其他宏观经济变量不同的是，其他因素对股价波动的影响非常大，达到50%。例如，中国股市的制度建设、投资主体的结构调整、上市公司的股权分置改革对股市价格波动产生了巨大的影响。

表2 国内经济指标波动的方差分解结果

	国内产出	国内物价	广义货币	汇率	经常项目收支	股价
国际产出	19.42	33.03	27.07	49.66	25.22	6.15
国际物价	4.61	31.40	31.61	7.44	18.50	12.02
国际超额流动性	6.79	5.36	4.20	3.77	9.18	5.32
合计	30.82	69.78	62.88	60.87	52.90	23.49
国内产出	58.97	7.90	12.87	10.21	15.23	7.42
国内物价	2.84	18.66	21.09	5.45	11.35	16.57
国内广义货币	5.04	1.12	0.79	2.15	3.12	2.65
其他	2.33	2.53	2.36	21.31	17.39	49.87
合计	69.18	30.22	37.12	39.13	47.10	76.51

注：上表结果为第30季度的方差分解结果，以展示稳定的国际国内影响比例

五、结论与政策建议

（一）主要结论

通过对国际流动性过剩以及国际产出、物价冲击对中国经济影响的实证分析，我们得出的主要结论是：

1. 国际流动性过剩具有增长趋势，超额货币增长的速度国别差异较大。与主要发达国家和发展中国家相比，中国的流动性过剩程度处于中等水平，超额货币增长的速度受到较好的控制，没有出现大幅度的异常增加，最近3年流动性过剩出现负增长。

2. 在中国特定的进出口结构、资本市场开放度和人民币汇率制度下，中国经济表现出与国际流动性过剩的冲击绝缘的特征，与主要发达国家的情况不同，国际流动性过剩对中国经济没有产生扩张性货币政策的效应，即国际流动性过剩冲击不仅对中国的实体经济没有什么影响，对我国的货币数量、物价和股价也没有多大的影响。

3. 国际环境对中国经济的影响主要通过GDP和物价来传递。国际GDP波动导致中国五分之一的GDP增长波动、二分之一的人民币升值波动、三分之一的物价上涨波动；国际物价波动则造成中国三成以上的物价上涨和M2增幅波动。

4. 中国股市价格上涨的主要动力来自国内，国际环境对股价波动的影响力只占两成。短期内国际GDP增长和流动性过剩冲击对中国股价上涨有一定的推动作用，国际物价上涨则产生抑制作用。国内外因素合计，实体经济波动对股价的影响只有40%，流动性过剩的影响不到10%。其他因素如市场制度、投机、上市公司质量等带来股价50%的波动。

5. 中国物价上涨波动主要是由国际环境变动造成的，国内经济增长、货币数量增加以及其他因素变化的影响力只有30%。国际GDP和物价的涨幅波动将决定我国的物价涨幅。

（二）政策建议

为了解决当前中国经济过热以及股市、楼市、消费品价格持续上涨的问题，我们针对经济运行的主要矛盾，提出如下政策建议：

1. 控制固定资产投资，降低实际GDP增长的惯性，这是控制经济过热的最有效的途径。此外，适度地降低经常项目顺差，适度地让人民币升值，也会缓解经济增长过热。
2. 平抑物价是控制物价水平的最有效的政策。然而，在中国的进出口结构没有发生重大调整之前，物价水平主要随国际GDP和物价而波动，货币政策对物价上涨的影响力有限。
3. 资本市场的制度建设、投资者和上市公司行为规范是遏制股价飙升的主要渠道。紧缩性货币政策很难影响或扭转资产价格上涨。通过财政政策、税收政策来调整投资结构和收入水平，应该是防止资产市场出现泡沫的最有效的渠道。