

跨期融资、泡沫融资与流动性过剩

——一个易被忽视的分析视角*

厦门大学金融系 邱崇明

摘要：本文认为，流动性过剩与金融所固有的跨期融资和泡沫融资的职能有必然的联系。现代金融的本质就是资源的跨期交易，市场的不确定性和交易双方信息的不对称性使跨期和泡沫融资的偿还具有内在的不确定性。本文以跨期和泡沫融资的特点为切入点，尝试性地构建一个流动性过剩生成机理的分析框架，分析跨期和泡沫融资、信用货币制度、借款人的收益与风险失衡和虚拟经济发展等内生性因素相互作用导致流动性过剩的机制，并从新的视角对这一问题的对策提出一些看法。论文还讨论了跨期和泡沫融资对货币政策中间目标和货币需求提出的新问题。

一、问题的提出

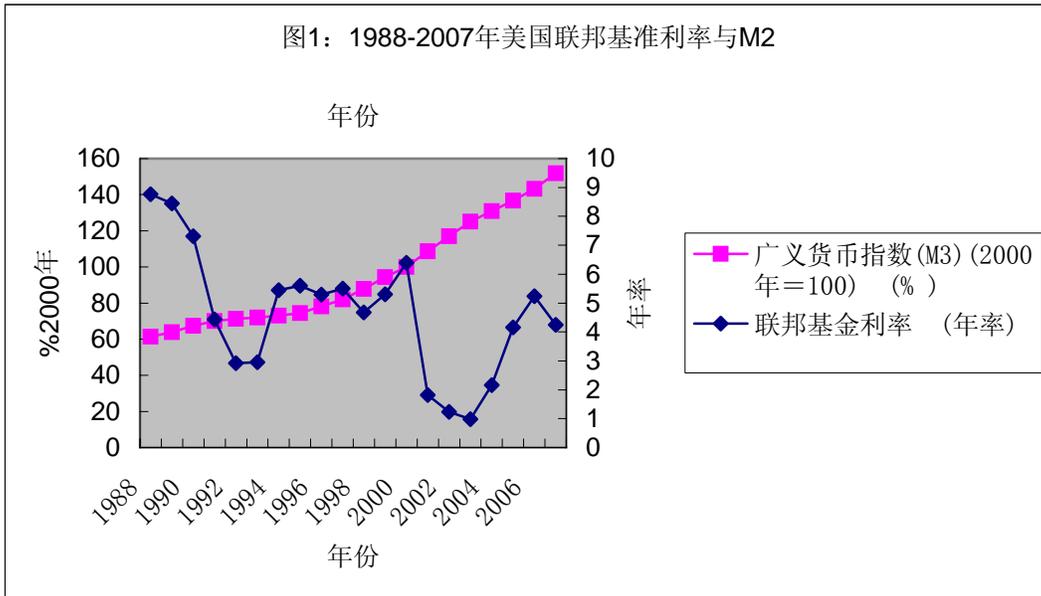
所谓流动性就是金融体系里的货币，泛指可以直接或间接用于支付的现金和可变现的各类金融资产。在发达国家以中央银行的发钞规模和金融市场规模来衡量，在中国可以用广义货币 M2 来衡量。过去 20 多年里，全球流动性出现爆炸性的增长，流动性过剩带来房地产、股票、黄金和资源类产品的价格泡沫、通货膨胀和金融危机的频频爆发，已成为困扰各国经济的一大难题。2008 年以来，全球流动性过剩出现进一步发展的势头，并伴随着次级债危机、油价上涨等新问题，对各国货币当局提出严峻挑战。对流动性泛滥的起因，现有的理论解释有以下几种：

(1) 扩张性的货币政策使然；(2) 国际经济失衡，深层次的原因则是现行的国际货币体系对国际储备供应国缺乏有效的约束，这些国家可以采取以邻为壑的政策来摆脱经济衰退，转嫁危机，这也是对中国目前流动性过剩外因的标准解释。(3) 产油国大幅度提高油价而形成的巨额石油美元；(4) 金融自由化派生出许多金融衍生资产，使越来越多的社会资本与实际生产相脱离；(5) 越来越多的国家放松资本管制。¹

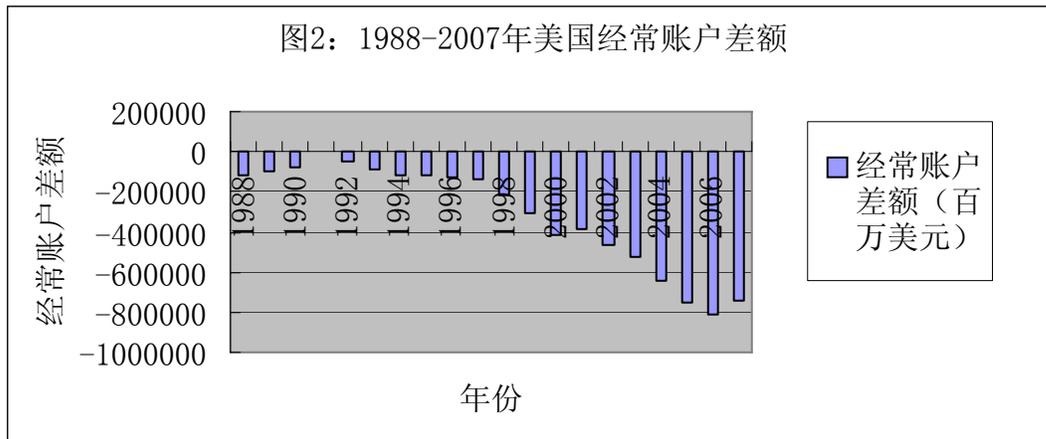
笔者认为，上述观点中有一些是值得商榷的。譬如，放松资本管制只不过提高了国际游资的流动性和易变性，本身并不提供流动性。衍生工具本身并不是货币性资产，从衍生工具发展到货币扩张，需要信用的支持，可见信用膨胀对流动性的影响更大。油价上涨形成的产油国大量石油美元属国际财富再分配，本身并没有增加流动性，各国为避免油价上涨带来经济衰退而被迫松动银根才与流动性有关。至于国内货币扩张和储备国货币政策的外溢效应这两个因素，毫无疑问，确实重要，但也应看到：目前流动性增长势头已大大超过货币政策扩张和国际收支顺差增长速度，换言之，货币政策和国际收支并不能解释全部流动性过剩。美国即一典型（见图 1、2）。

*本文是国家社科基金 2003 年项目“入世后金融开放对货币政策稳定价格目标的影响与对策研究”（03BJY098）和教育部 2007 年项目“资产替代的宏观经济效应与货币政策对策”（07JD790007）的阶段性成果。

¹ 姜波克，《国际金融学》，p60，高等教育出版社，2001



资料来源：中经网



资料来源：中经网

图1是美国1988-2007年联邦基准利率和广义货币 M_3 的变动趋势。正常情况下反映货币政策动向的联邦基准利率与广义货币 M_3 增长率两条曲线呈现反向变动的喇叭口特征，即随着利率的降低，货币增长率提高，但1994-1997年这一段，利率大幅度提高后连续3年在高位运行，与此同时 M_3 增长率并未下降，依然保持平稳增长趋势。又如1999-2001年这3年，在利率较大幅度提高的情况下， M_3 增长率却提速。而在这两个时期美国经常账户均存在巨额逆差（见图2），这种情况下如果没有其它因素影响，货币供应量本应收缩才是，实际情况却正好相反。这些事实说明，货币政策和国际收支状况等外生因素冲击不能完全解释美国流动性的变动，银根松紧还跟其它因素有关。由此引出的问题是，导致流动性过剩的其它因素是什么？这些因

素是如何引起流动性过剩的？对这些问题的回答，关乎流动性过剩治理对策的有效性，因为如流动性过剩的原因判断有误，那么所采取的对策就不能抓住要害，效果肯定不理想。笔者基于对此问题的一些思考，以金融的本质和金融契约设计理论为依托，以跨期和泡沫融资的特点为切入点，尝试性地构建一个融资自致型的流动性过剩形成机理的分析框架，分析跨期和泡沫融资、信用货币制度、借款人的收益与风险失衡和虚拟经济发展等因素是如何相互作用最后导致融资自致型流动性过剩的，并从新的视角就此问题对策提出看法。全文分六部分：第一部分引言。第二至第五部分，分别从现代金融的性质、币制、金融契约缺陷、虚拟经济发展等角度论证这些因素与流动性过剩的内在联系，并以中美两国的统计资料验证这一假说。中间还讨论了跨期和泡沫融资对货币政策中间目标和货币需求提出的新问题。第六部分提出对策建议。

二、跨期融资和泡沫融资的不确定性是融资自致型流动性过剩的充要条件

美国著名学者博迪和默顿在《金融学》一书的第一章开宗明义对金融学下了如下定义：“金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的学科”，该书将金融系统的首要职能归结为“在不同的时间、地区和行业之间提供经济资源转移的途径”。依据金融体系这一职能在现实生活中的原型，可以将资源转移分为三种：

第一种是资金短缺方以本期已存在的真实商品为担保，向资金盈余方融入货币资金，这种信用的扩大意味着社会财富的增长对流通和支付手段需求量增加，这种资源转移是以真实商品劳务交易为背景，对社会财富在现有数量范围内进行重新配置，为了与下面两种融资相区别，姑且把这种融资称为真实融资。

第二种是资金短缺方以未来的产出为担保，向盈余方借入资源，它是赤字单位以“将来财产权利”换取盈余单位“现有财产权利”，是资源在不同时点的跨期转移（跨期交易），可以称之为跨期融资。这种贷款在发放时对应的社会产品还不存在，将来贷款能在多大的程度上归还，取决于未来产出能否如预期增长，因此具有不确定性（最典型就是风险投资、采掘企业以矿山和水产养殖专业户以滩涂为担保的借款）。如果贷款能带来产出的增加，那么这部分贷款所投放的货币就会随着社会财富的增长而为流通所吸收，成为流动中所必要的货币，供需重新恢复均衡；但由于金融决策具有区别于其他资源配置决策的两个特点：金融决策的成本和效益是分布在不同的时点上的，决策者无法预先明确知道，所以预期的产出能否实现，以及在多大的程度上实现都是未知数。即使按最理想的结果看这种货币投放在投产后能增加社会有效供给，在投产之前也会暂时失去物资保证。一旦实质经济发展不如预期，先前投放的货币就永远不会有相应的商品来平衡，货币运动就此脱离了物资运动，成为过多的货币。从这个意义上说，跨期融资是一把“双刃剑”，它使投资能够突破现有储蓄的限制，透支未来的储蓄；同时使银行不必等到旧贷存量回收就能直接运用信贷增量对产业结构进行调整，缩短了改善资源配置的时滞，提高了效率，经济增长由此获益非浅。可以说，货币对经济的非中性作用就是建立在跨期融资的基础上，在经济达到充分就业后，货币对产出的促进效应大小取决于跨期融资对未来产品的预支规模和未来产出增长实现的可能性大小。²诺贝尔经济学奖得主熊彼特认为，在均衡状态中，生产要素都已被利用，因此，经济要发展，就必须打破原先的均衡状态，将生产要素从原来的

² 有的学者认为这是货币非中性的基础（瞿强，2005），这一观点提供了一种分析货币短期非中性和长期中性成

用途中抽出，这就发生厂商所需的购买力不足的问题，这种新的购买力需求不可能通过出售前期生产的产品来获得，只能来自于非常信用的供给³。企业家先借入没有物资做担保的信用贷款，并用于购入要素进行生产，这样，信用的供给就必须先于商品的生产，这里所说的非常信用实际上就是跨期融资。但如政府抵挡不住铸币税的诱惑，过度透支未来储蓄，或社会过度依靠借债消费，或市场发生未预期的重大变化而使厂商投资决策发生普遍失误，都会使未来产出增长落空，跨期融资就会变成一堆坏账。近期美国发生的金融风暴，本质上就是由于美国政府和民众长期以来过分依靠跨期融资来支撑政府开支和消费，寅吃卯粮，支大于收，造成金融部门过分扩张，而产业、服务等经济的基本面不能支撑这种扩张所引发。另一位诺贝尔经济学奖获得者哈耶克认为，政府对货币发行的垄断是造成滥发货币的根源，主张由私人银行的自由发行制来取代中央银行发行货币，这一看法固然有失偏颇，但也存在某些合理成分。无论如何，信用货币的这种先天不足需要一种有效的机制来弥补，抑制政府的发行和民间的透支冲动。

跨期融资的规模可用下式表示

$$x = \int_0^{\infty} L(1 - r_m) dL$$

式中， x 是跨期融资的金额， L 为贷款额， r_m 为抵押比率。类似非蓬齐融资条件，跨期融资不会带来超额货币的安全性条件是，

$$\lim_{t \rightarrow \infty} e^{-rt} [L(1 - r_m) + L(1 - r_m)r] / \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} = 0, t \leq n$$

r 为贷款利率， n 为还贷的期数，此式

表示，假设借贷期内利率不变，如果随着时间推移，各期还贷额的现值递减，渐趋于零，即跨期融资能偿还，就不会出现超额货币。

第三种融资是以证券、房地产等虚拟资本或泡沫性资产为抵押品的泡沫融资，它的偿还是建立在抵押品资产价格上涨的基础上，一旦资产价格下跌，这部分融资所创造的货币便面临不能回收的风险（国外允许卖空国库券融资，如果因为利率变化，国库券贬值，造成结算时亏损，则银行对卖空国库券的贷款就变成坏账；尽管国内目前尚未开办股指期货业务，但国库券回购业务早已有之，因此就是在像我国这样对银行信贷资金入市有严格限制的证券市场上也存在泡沫融资，更不用说银行介入很深的房地产按揭了）。近期美国爆发的次贷危机除了跟跨期融资有关外，更具有泡沫融资失败所引发的金融危机特点，2001-2005年美国房地产市场高度繁荣，美国人的购房热情急剧上升，次级抵押贷款由此得到迅猛发展。这类贷款面向收入证明缺失、负债较重的客户，因其信用要求程度不高，许多借贷者不需要任何抵押和收入证明就能贷到款，在房价居高不下时，这种贷款的风险尚是潜在的，一旦房地产市场不景气，风险便迅速上升并爆发。泡沫融资导致流动性过剩的机理可用下列公式描述：以预期收益最大化为目标的银行在确定证券房地产抵押贷款额度 L_b 时，服从下列关系式

$$L_b \leq p_1 A(1 - h)$$

其中， p_1 为抵押品资产的现价， A 为抵押品资产的数量， h 为垫头比率（首付比率）。

因的一种新思路。

³ 参阅盛松成等，《现代货币经济学》，p197-198，中国金融出版社，1992年。

现假设到第二期，资产价格下跌，则原先通过贷款投放的货币有一部分失去了物资保证，变成多余的货币 XM_b ，这部分超额货币的数量为：

$$XM_b = L_b - p_2 A(1-h), (P_2 < P_1)$$

其中， P_2 为第二期的资产价格。

这样到 n 期为止，累计超额货币量为

$$\sum XM_b = \int_0^{\infty} (L_b - p_n A(1-h)) dL_b$$

可见，满足超额货币 $XM = 0$ 的条件是：对于任何一期的 n ，均 $P_n > P_{n-1}$ ，即只有泡沫可持续，泡沫融资才不会造成超额货币，而这一条件的兑现又离不开信贷扩张的支持。在这场央行与市场的博弈中，货币政策可能沦为泡沫融资的“人质”：因为泡沫出现后如果不追加新的贷款，或者没有新的储蓄存款或国外热钱源源不断地注入虚拟经济部门，泡沫便难以为继，而泡沫的破灭又会使社会财富缩水，支付链中断，殃及银行体系的安全，出于两害相权取其轻的利害关系考虑，央行往往不得不追加货币投放以托市，延迟泡沫的破灭。这样，货币量与泡沫就形成了“面多加水，水多加面”轮番膨胀的跳背游戏，即泡沫引致信贷规模的增长，而信贷的扩张又反过来支持泡沫的进一步膨胀，信贷由泡沫的解释变量变成信贷与泡沫互为解释变量。但从长远看，泡沫是不可能无限制膨胀的，当泡沫破灭时，先前泡沫融资所投放的货币都一下子变成没有物资担保的多余的货币，这也是泡沫最终必然转化成流动性过剩的原因。

综合以上两个因素，跨期融资和泡沫融资失败所产生的超额货币或流动性的数额为

$$\sum XM = \int_0^{\infty} L(1-r_m) dL + \int_0^{\infty} (L_b - p_n A(1-h)) dL_b$$

满足超额货币 $XM = 0$ 的条件有二，(1)

$$\lim_{t \rightarrow \infty} e^{-rt} [L(1-r_m) + L(1-r_m)r] / \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} = 0, t \leq n; (2) \text{ 对于任何一期的 } n, \text{ 均 } P_n > P_{n-1},$$

由上可见，除了众所周知的膨胀性宏观经济政策和国际收支顺差失衡可造成流动性过剩外（本文将其称为外生型流动性过剩），跨期融资失败和泡沫融资的拉动也会造成流动性过剩，为了与外生型相区别，本文将其称为融资自致型流动性过剩。由此可见，治理流动性过剩，首先要正确判断其类型，并根据不同的类型，采取不同的对策，才能对症下药。一把钥匙只能开一把锁，融资自致型流动性过剩不能用常规的紧缩药方去治理，否则就会事与愿违。我国近几年治理流动性过剩的效果不理想，汇率缺乏弹性，无法用来实现内部均衡当然是最主要的原因，除此之外，跟未采取有效措施限制泡沫融资（主要是房地产贷款）的膨胀，以及长期以来跨期与泡沫融资失败所积累下来的大量多余货币，也有很大关系。

考虑到流动性过剩可能源于跨期和泡沫融资失败这一事实，在货币调控中至少有两个问题是值得我们重新审视的：

首先，是货币当局应根据什么指标来调整决策。目前各国流行的货币调控模式可以分为两种，一种是供给型的调节，以货币供应量为中介目标，通过调节基础货币、信贷规模来实现总供需的均衡；另一种是需求型的调节（通货膨胀目标制属于此类），即通过调节利率来影响微观经济主体的资金成本，进而影响其信贷需求，实现总供需的均衡。供给型的调控模式又可以分为两种，一种是直接以预测货币需求量作为央行调节货币供应量的依据，还有一种是近年在国外颇受推崇的麦克勒姆规则，根据产出缺口和货币流通速度变化来调整基础货币增长率。前者存在的问题是，目前流行的几种货币需求模型，不管是经过动态化处理的传统交易方程式，还是购物时间模型、现金先行模型和误差修正模型，其货币需求决定因素都只包括诸如收入（财富或GDP增长指标）、物价控制指标、利率、货币流通速度变化率等，而没有将以前跨期和泡沫融资失败，不良贷款所产生的过多流动性从本期的货币必要量中扣除，用这种方法预测出来的货币必要量作为央行调控的依据，流动性焉能不多？后者虽然从表面上看避开了货币需求的预测问题，但实际上换汤不换药，因为货币流通速度的变动率与货币需求的变动率是等价的。

诚然，从理论上说还有一种不需要预测货币必要量的调控方法，就是如果微观的商业银行能保证每笔贷款都是有效益的，那么作为微观贷款规模加总的宏观货币供应量就必然是合理的，从而也就不需要预测货币量了。这种思想可以追溯到十九世纪曾经流行的真实票据原理，该理论认为，如果银行的每一笔贷款（贴现），都是基于真实商品交易基础上开出的票据发放的，则流动性供给不会过多。因为票据的债务人掌握着购入的商品，他可以将商品销售出去获得收入以还贷，这样，贷款所形成的货币会随着借款人（贴现人）还贷而向银行回流。进入二十世纪，这一原理被载入1913年设立的美联储体系的立法中。⁴在计划经济下，这一思想体现为信贷的物资保证原则：只要借款人有适用适销的物资作为还款保证，这种贷款所投入流通的货币及其形成的购买力，总会有等量的商品供给和对货币的需求与之相对应，货币供需以及市场总供需的平衡就能实现。但实践证明，上述观点所依据的假设与现实相去甚远。第一，在实践中很难区分真实票据和融通票据。或者说，真实融资、跨期融资和泡沫融资在一定条件下，可以相互转化，跨期融资并不限于没有抵押品的信用贷款。譬如，在萧条时期，虽有真实商品交易为依据的票据，往往由于商品滞销不能到期支付，真实融资和跨期融资也可能变成泡沫融资。反之，在经济繁荣时期，没有商品交易背景的票据，由于资本回流顺畅，也能到期偿还；又如，证券与房地产价格泡沫如果是可持续的，泡沫可能被经济增长所吸收“钙化”，泡沫融资也并非没有转化为真实融资或跨期融资的可能。第二，即使微观主体的货币需求行为合理，仍不能保证作为微观货币需求加总的宏观流动性供给也合理。因为，投放的货币中有一部分会因储蓄等原因暂时退出流通而没有形成有效需求，同理，物资保证中也有一部分储备库存的扩大，因市场条件的变化而不能形成现实的商品供给。第三，即使严格按照物资保证原则来投放货币，也无法完全避免货币过多，因为各种物资保证的使用价值不同，只能用统一的量纲——货币把它们的价值表现为价格，如果担保品价格中由于各种各样的原因被高估（比如价格出现泡沫，或商品因款式过时滞销，价值蒙受损失），那么，即使相应的货币投放严格遵循物资保证原则，也仍然过多⁵。第四，由于信息不对称、人的有限理性，不完备合约，现实生活中银行贷款总会出现

⁴（加）约翰·史密斯著，柳永明、王蕾译，《货币经济学前沿：论争与反思》，上海财经大学出版社，pp80。

⁵ 对上述原理，黄达先生在《财政信贷综合平衡导论》第三章和《宏观调控与货币供给》第二章中做了精辟的分析和论证，有兴趣的读者可以详细参阅这两本书。

一些不良资产。当发生不良资产时，这部分货币也就失去物资保证。即使银行用减值准备冲销坏账，也不能收回这部分过多的货币，下面用银行体系的资产负债表对此做些分析：

表 1 坏账与过剩货币关系的资产负债表分析

资 产		负债与股东权益	
准备金 R	(1)	存款 D1	(1)
		减值准备 W	(1)
		- rL	(4)
贷款 L	(2)	存款 D2	(2)
-(1-r)L	(3)	-(1-r)D2	(3)
-rL	(4)		

银行初始资产负债表如分录 (1) 所示， $R=D1+W$ ，此时社会货币量为 $D1$ 。现假设银行发放贷款 L ，这样银行增加了一笔与 L 等额的存款 $D2$ 。如果借款人到期只归还 $(1-r)L$ 的贷款额 (r 为坏账比率)，则银行贷款和存款同时减少等额的 $(1-r)L$ 和 $-(1-r)D2$ 。之后当银行用减值准备冲销坏账损失时，贷款和减值准备同时减少 rL 。这时社会货币量为 $D1+D2-(1-r)D2=D1+rD2$ ，比原来多了 $rD2$ 。可见，用减值准备冲销坏账损失，仅降低了日后银行信贷的扩张能力，而没有减少既有的坏账所产生的多余货币。

在需求型的调控模式下（以通货膨胀目标制为例），央行是通过观察通胀缺口和产出缺口的大小来间接地判断银根松紧是否适度，这样就不需要预测货币必要量，从而也就不存在是否需要将不良贷款造成的过剩流动性从本期货币供应计划中扣除的问题，换言之，需求型的调控模式是以利率而不是以货币供应量作为中间目标。但利率调控也存在局限：由于资本市场的发展和金融创新，出现了大量货币的替代品，过剩的流动性可能潜伏在诸如证券、衍生金融产品上而暂时不影响物价稳定；另外，有些国家（如我国）资本市场的财富效应与托宾 q 效应不显著，使得由流动性过多产生的泡沫对产出缺口的影响时滞延长，因此，这两大缺口的正常并不一定意味着流动性供给是适度的，这就可能误导央行，使其错失对宏观经济进行调整的良机。一个典型的例子是日本。上个世纪 80 年代日本流动性过剩与泡沫经济已经非常严重时，物价却很稳定，CPI 通货膨胀率几乎接近 0，直到 1989 年通货膨胀才开始上升，1990 年末通货膨胀率达到泡沫时期的最高值 3.9%，而股价在 1985 年末到 1989 年中上升了 3 倍。物价的虚假稳定造成了日本中央银行对形势的误判，认为物价十分稳定不须调整货币政策，这一误判是造成日本泡沫经济破灭后长达十三年衰退的直接原因。看来，在跨期和泡沫融资存在的情况下，货币当局应当用什么指标来判断银根松紧，仍然是一个有待研究的问题。

跨期和泡沫融资对货币当局提出的第二个问题是，真实、跨期与泡沫这三种不同性质的融资并不一定是截然分开的，它们可以并存于同一种金融资产中，换言之，同一种金融资产中可以兼有多重性质的融资，那么，央行在决定货币供应量增长率时，如何区分同一金融商品交易所提出的合理和不合理的货币需求？下面以股票融资为例，来分析这一问题。传统理论认为股票买卖代表产权交易，笔者认为这一看法值得商榷，实际上股票的价格可以分解成两部分：第一部分是与净资产价值相等的部分，这部分反映了企业产权的交易，它所提出的货币需求与真

实商品交易的货币需求无异。第二部分是与新股溢价相等的价值。这部分价值还可以进一步细分为三部分，第一部分是诸如控制权租金和各种风险溢价，为简化起见，从略。第二部分是企业以未来产出为担保的融资，也就是通常人们所说的“买股票就是买未来”，这部分股价是企业未来收入流权的贴现值，反映了市场对企业未来增长和收益的共识，属于跨期融资。它的抵押品是预期将来才能实现的财富，跨期融资所产生的货币需求是一种融资性的货币需求而不是交易性的货币需求。新股发行溢价的第三个组成部分是以泡沫为担保的融资。泡沫融资和跨期融资、控制权溢价一起构成新股溢价的基础。由上可见，股票融资兼有产权交易提出的货币需求和跨期融资、泡沫融资三重性质，至于哪一种为主则要看股价与基础价格的背离程度即泡沫的多少而定。股票融资性质的非单一性，对货币当局提出了一个新问题——股票融资所提出的货币需求是否必须满足？从广义角度说，就是虚拟经济发展所提出的货币需求问题是否必须满足？这一问题近年来已日益引起学术界关注，其现实背景是近十几年来中国股市和房地产市场的快速发展和价格的大起大落，使这一问题的重要性日益凸显。它并非像某些人可能认为的那样是抽象的概念之争，而是具有很强的现实针对性，它关系到央行货币投放的依据是否合理（美国的次贷危机与银行在发放房地产按揭时没有剔除抵押品价格中的泡沫不无关系）。对此，目前国内外学术界基本上都是持肯定的态度，弗里德曼认为，股价上涨通常意味着金融资产交易量的上升，由此要求追加新的货币，他将这种货币需求称为资本市场的交易效应。国内许多学者认为，传统的货币数量理论仅关注实体经济对货币的需求，忽视了证券市场发展产生的货币需求。有的学者还认为，应把股市对货币需求的正向效应，纳入货币供给规划的制订中。如果对股市发展提出的货币需求没有全部满足，股市的持续扩张所产生的货币需求将从实际经济领域“吸”走部分货币，从而导致用于保持实体经济增长的货币和流动性相对偏紧，会影响实体经济的回升，导致股市的财富效应、托宾q效应等传导机制难以有效发挥作用，也在一定程度上阻碍了股市与实体经济的良性互动（石建民，2001；中国人民银行研究局课题组，2002）。据此，有的学者通过引进证券市场，将传统货币数量论建立在商品市场和货币市场均衡基础上的两部门收入货币流量模型，扩展为三部门广义货币数量论模型，作为虚拟经济发展条件下确定货币需求量的依据（伍志文，2002）。⁶

笔者认为，对股票交易所提出的货币需求是否应当满足，既不能完全肯定也不能完全否定，必须区别对待，具体分析。对股价交易额中代表真实资产交易提出的货币需求应予满足；对跨期融资和以可持续的泡沫为基础的融资所提出的货币需求，应有限制地满足，如果企业用新股发行收入进行的投资在将来能够增加有效供给，这种货币需求就是合理的，满足这种融资性货币需求就不会有问题；对不可持续的泡沫交易所提出的货币需求则不能满足。不加区别地一律满足虚拟经济活动所提出的货币需求是造成流动性过多的重要原因之一。认为股市交易所提出的货币需求如不满足会挤占实质部门的资金供应从而影响经济增长的担心是不必要的。因为虚拟经济部门之所以会挤占实质经济部门的资金，从根本上说，并不是因为虚拟部门的货币需求没有得到满足，而是虚拟部门的投资回报率高于实质部门所致。资本的本性是追逐利润，根据

⁶ 见石建民，“股票市场、货币需求与总量经济：一般均衡分析”，《经济研究》2001年第5期；中国人民银行研究局课题组，“中国股票市场发展与货币政策完善”，《金融研究》，2002年第4期；伍志文，“货币供应量与物价反常规关系：理论及基于中国的经验分析——传统货币数量论面临的挑战及其修正”，《管理世界》，2002年第12期。

平均利润率法则，资本总是朝收益率高的行业流动，只有股市的投资回报率高于实质投资收益率，股市才有可能将实质部门的资金吸引过去。如果这个前提不存在，即使股市的资金面短缺，实质经济部门的资金也不会往虚拟部门转移。推而广之，如果虚拟部门的收益率过高，即使总体货币供应量适度，实质经济部门的资金仍可能因被虚拟部门所吸纳而出现不足。可见，要解决实质经济部门的资金“泄漏”到虚拟经济部门的问题，关键是要理顺两大部门的收益率关系，而不能依靠增加货币供应量。

三、货币的虚拟化是融资自致型流动性过剩的制度条件

前面说过，跨期融资和泡沫融资使货币运动可能脱离商品运动，造成流动性过剩，但这一问题不是今天才出现的，金本位下也存在同样的问题，为何金本位年代基本上不出现流动性过剩呢？这是因为，金本位下过多的货币会通过银行券对贵金属的兑现而回流，加上金本位下货币供应量等于金价和黄金存量的乘积，受制于黄金的稀缺性，即使把货币流通速度加快可以节约货币这一因素考虑进去，也远远无法满足以几何级数增长的流通对货币的需求，在现实生活中以真实票据为基础的贴现贷款需求经常都难以保证的情况下（这是金属货币历史上屡屡发生“钱荒”或通货紧缩的根本原因），更遑论跨期融资和泡沫融资。而纸币则不同，它的价值源泉是外在的，它不再与任何贵金属保持固定的比价关系，货币扩张的成本小到几乎可以忽略不计，除了受制于对货币的需求，它的扩张几乎不受任何制约，这就产生纸币制度所特有的“棘轮现象”：流动性一旦过多，就被“锁定”滞留在流通界。除非发生通货紧缩，或者有效供给的增长将过多的货币吸收。这使得在不同的货币制度下，这两种融资的可能性边界有着霄壤之别。跨期和泡沫融资的可能性边界由此摆脱了贵金属准备金的桎梏而得到极大的扩张。可以说，不可兑换的纸币本位的出现，打开了今天流动性泛滥的“潘朵拉魔盒”，使泡沫和通货膨胀从此成为不断困扰各国经济的梦魇。总之，金本位与纸币本位，货币量的控制是借助两种不同的机制：金本位是依靠黄金的稀缺性来约束货币量的增长，这种约束是刚性的；在纸币本位下，是依靠政府的调节来维持货币与商品的平衡，这种约束是否有力，取决于政府对稳定币值目标的重视程度、政府行政能力等，遗憾的是这种人为的约束往往是软弱无力的。

四、借款人收益与风险失衡是引发流动性超额需求的导火索

虽然跨期融资和泡沫融资回流的不确定性，已隐含流动性过剩的可能性，纸币制度又提供了实现条件，但如果没有超额信贷需求，这种可能还是无法转化为现实的。因为如同其它商品一样，信贷也是需求引致出供给，在需求与供给这两者关系中，需求总是第一性的。在流动性过剩由可能向现实转化的过程中，信贷契约的不完全性所导致的借款人收益与风险失衡是不可或缺的一环，因为它导致了超额信贷需求的产生。

Allen 和 Gale (2000) 曾提出一个模型，用来解释信贷中存在的风险转嫁机制如何导致泡沫的生成。这一过程简单说来就是：由于投资者不是用自有资金而是用银行的信贷进行投资，如果成功他将得到大部分收益，而一旦失败，风险将大部分由银行承担，代理投资中的收益风险失衡使投资者产生风险转嫁的动机，由此产生对信贷和资产的过度需求，导致资产价格超过其基础价格，泡沫产生。由于信贷扩张是流动性过剩的必要条件，因此这个模型对于我们思考流动性过剩的形成机理也有非常重要的启示意义。

跨期融资和泡沫融资是典型的事时性交易，随着时间推移和状态的变化，以及当事人主观因素的作用，债务人关于未来的承诺，并不总是能够按照原来的预期来执行，当事人签订的契约不可能是完全的，这就需要寻求恰当的契约设计来使资金需求者能够信守承诺。其中，首付比率即要求借款人自己投入一定的财富承担项目亏损时偿付债务的风险，就是针对存在事后信息不对称所设计的最有效的一种契约形式。街头的流浪汉即使承诺比市场利率高得多的偿付条件，也没有一家银行愿意给他哪怕数额很小的贷款。但如果借款人本身拥有一定数量的财产，情况就不一样了。他可以用这笔财产作抵押向银行申请贷款。当借款人不能如期履约，银行可以处理抵押资产，以弥补借款人违约造成的损失。显然，抵押物在这种借贷交易中起了弱化借款人机会主义行为的重要作用。如果借款的首付比率很低，以致借款人一旦经营决策失误，他的财富损失与他决策成功所得收入不成比例，就会诱发借款人的道德风险，并由此产生对外部融资的过度需求。

或许有人质疑，首付比率早已成为信贷市场上一种常规性的交易制度安排，为何流动性膨胀的势头却依然未能得到有效的遏制呢？笔者认为原因在于迄今大部分国家都没有将这一比率与泡沫或经济过热程度挂钩，实行动态化的管理，往往是到了泡沫积重难返时才想到它。更多的时候，央行是让商业银行在这一问题上自行其是，而银行信贷所具有的顺周期性—繁荣时期贷款的收益率和偿还性提高，银行不愿意提高首付比率—使首付比率这一工具形同虚设。在虚拟经济尚不发达的年代这样做或许还不至于出太大的问题，但在虚拟经济规模已远远超过实体经济，跨期和泡沫融资已大大超过真实融资的今天，如果资产价格上升的同时没有提高以泡沫资产为担保的贷款首付比率，则借款人所承担的风险实际上降低了，这等于给借款人的风险转嫁动机一个负向的激励，刺激其借入更多的流动性，然后再转化为对资产的过度需求推动泡沫的膨胀，最后形成泡沫与流动性互相推动的恶性循环。可见，静态的首付比率管理不仅起不了对流动性的抑制作用，反而可能对跨期和泡沫融资推波助澜。

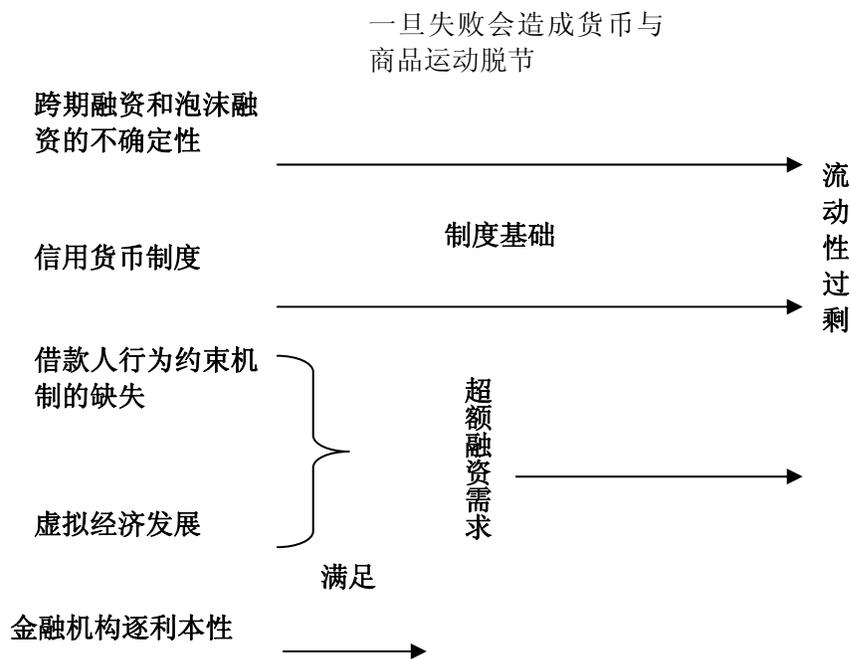
五、虚拟经济发展为流动性过剩提供了原材料

至此，我们分析了跨期与泡沫融资、货币的虚拟化以及借款人的收益风险失衡对流动性过剩的影响，但这三个因素都存在已久，而国际游资却是到上个世纪70年代才出现爆炸性的膨胀趋势，这一事实提示，上个世纪70年代是一个重要的分水岭，在此期间，国际金融市场可能发生了对流动性扩张有利的某种变化。那么，这一变化又是什么呢？一般认为是从那时开始兴起的金融自由化的浪潮。如果说跨期与泡沫融资等三个因素是流动性过剩的基本因素，那么，金融自由化所带来的虚拟经济大发展，则为流动性过剩提供了大量的原材料，使流动性过剩势头犹如烈火烹油，一发而不可收。没有虚拟经济发展这个大气候，流动性过剩是不会发展到今天这样严重的地步的。

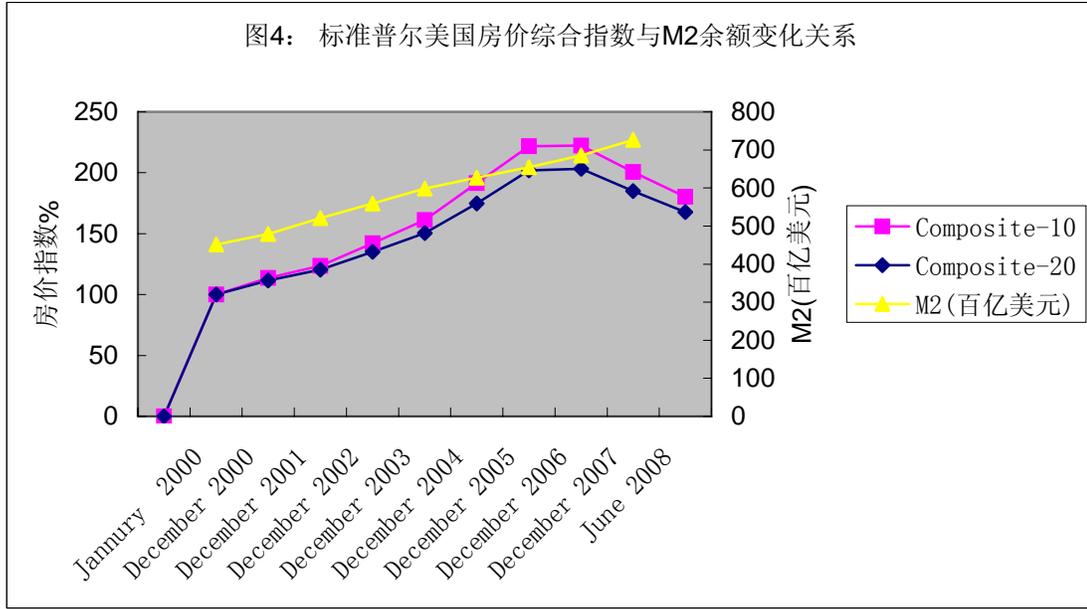
虚拟经济发展推动流动性膨胀的主要途径是，虚拟资本所衍生出的金融衍生产品，其交易具有“杠杆”效应，即投资者只要垫付较少的保证金就可以进行远远超过保证金的巨额交易，这种交易通过融券等途径使货币需求被多倍放大，一旦银行满足这些货币需求，日后衍生产品价格下跌，金融系统就会出现坏帐即超额货币。衍生产品在交易中所具有的换手率高、流动性强的特点，使它所产生的超额货币数量要比虚拟资本的原生形态大得多。此外，衍生产品使金融机构可以向外转移风险，使得金融机构有更大动力去扩大贷款和投资规模。

综合以上分析，可以得出以下逻辑推论：流动性过剩按成因分类，可以分为由膨胀性的货币政策和外部经济失衡引起的外生型和由融资失败所致的自致型两大类。后者与金融的本质，或者说与金融所固有的跨期融资和泡沫融资的职能有天然的联系，具有自我实现的特点。现代金融的本质就是资源的跨期交易，市场的不确定性和交易双方信息的不对称性使跨期融资资金的回收具有内在的不确定性，一旦债务人不能履约，货币运动就会脱离商品运动，不能自动回流，成为过多的货币，从这个意义上说，有相当数量的流动性过剩是跨期和泡沫融资自致型的。金融的这种负效应又被虚拟经济发展所放大，如果与此同时还存在对借款人约束机制的不到位问题，则流动性过剩就很难避免。图 3 概括了以上诸因素对流动性过剩的影响

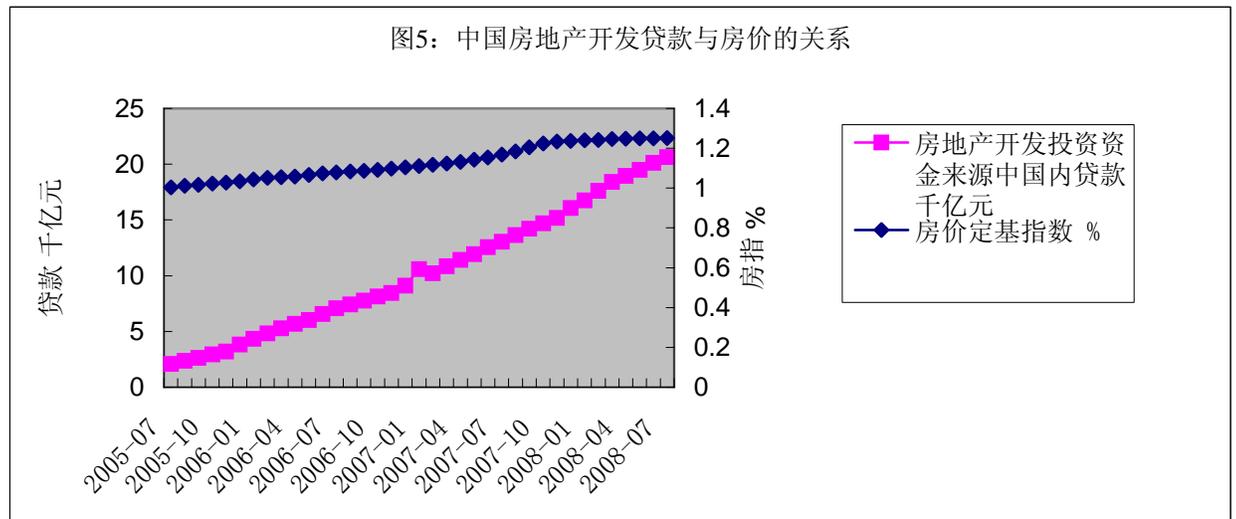
图 3：融资自致型的流动性过剩生成机理



中美两国的统计数据也证明了上述假说，见图 4 和图 5。



资料来源：M2数据来自中经网，房指来自S&P/Case-Shiller Home Price Indices



资料来源：贷款数据来自中经网，房价根据发改委网站的环比数据计算而得。

从上两图可以看出，无论中国和美国，房价均与货币供应量或房地产贷款规模存在同向变动关系，房价泡沫与流动性互为推手：一方面，房价上涨使借款人的抵押品价值上升，融资资信提高，借款能力增强，可以借入更多的贷款投入资产市场；另一方面，信贷扩张反过来支持和刺激了泡沫的膨胀，这种现象在股市也同样存在。

六、融资自致型流动性过剩的对策探讨

由上可见,从内生视角考察,流动性过剩的形成机制包括多种因素。如果说跨期融资和泡沫融资是其产生的充要条件,那么,货币的虚拟化使跨期和泡沫融资的扩张摆脱了贵金属准备的羁绊,同时也使这两种融资失误对货币稳定的危害性大大增加,可以称为流动性过剩效应的倍增器;而借款人的收益风险失衡则是触发器,虚拟经济发展是助燃剂。这几个因素交织在一起,形成今天全球性流动性过剩如火如荼的严重局面。如果去掉货币虚拟化这一不可逆转的历史趋势,那么,建立对跨期和泡沫融资需求的约束机制、防止虚拟经济过度膨胀就成为流动性过剩防线上两个最薄弱的环节,构筑预防体系也就必须从这两方面入手。

(一) 对跨期融资与泡沫融资应适当控制

从前面的分析中可以看出,除非取消跨期融资和泡沫融资,并且恢复金本位制,否则无法从根本上铲除流动性过剩滋生的温床,但这种因噎废食的做法显然是不可取的。因为跨期融资和泡沫融资是金融的固有职能,取消它们也就等于取消金融,社会再生产就只能局限在简单再生产的水平上进行。至于纸币制度取代金本位,更是商品经济发展的必然产物。不管是跨期和泡沫融资还是纸币制度,都使经济活动突破本期资源的限制,扩大了社会可支配的资源量,这点对经济增长和资源配置状况的改善具有划时代的意义,其价值丝毫不亚于真实资本和人力资本的积累。正确的选择应该是兴利除弊,既要利用跨期与泡沫融资的积极效应,又要正视其偿还具有不确定性的风险,适当控制这两种融资的规模。具体说,对没有抵押品的信用贷款,或虽有抵押品但抵押品的价值波动较大的贷款(如证券和房地产抵押贷款),要严格控制,特别是在经济繁荣时期,因为这是造成货币异常扩张“棘轮效应”的重要原因。美国此次金融海啸,起因就是以格林斯潘为代表的美联储,不是从维护金融长期稳定和经济可持续发展出发来制定货币政策,而是目光短视,在9.11和纳斯达克股票泡沫破灭以后,唯恐经济衰退,极力救市,把利率降到战后最低水平并维持长达三年之久,这一期间银行向缺乏还款能力的客户放出高达万亿美元的次级抵押贷款。从短期来看,这些措施似乎效果显著,2001年之后美国楼市繁荣时期,买房人、放贷人、各大投行、对冲基金、评级机构等,全都赚得盆满钵满,皆大欢喜,实际上是饮鸩止渴,把危机推后而已,且泡沫越大,积累的金融风险 and 破灭时造成的冲击也越大。另外,在确定合理的货币需求量时,必须剔除已有的货币存量中因跨期和泡沫融资失败所造成的过多的部分。

(二) 首期付款比率实行动态化管理

既然对跨期和泡沫融资必须实行适当控制,否则流动性就会泛滥成灾,那么,如何建立一种对跨期和泡沫融资的筛选过滤机制,将不合理的融资需求排除在市场门槛之外?笔者认为,将首付比率与资产价格挂钩,水涨船高,水落船低,实行动态化管理,不失为一种可以考虑的选择,理由如下:跨期融资和泡沫融资是“将来财产”和“现在财产”之间的交换,而“将来财产”的价值是不确定的,为了使所有偶然事件引致的成本最小化,要求借款人经营决策失误时,他必须首先承担损失,而不应让贷款人去承担非己决策的全部负面结果,否则就会激励借款人去选择高风险的项目来获取更大的冒险收益,将冒险损失留给贷款人。而借款人承担责任的基础是必须投入一定量的自有资产。如果借款人只拥有纯粹的“将来财产”,而没有现时的财

产基础，那么，贷款人面临的未来不确定性就更高，任何违反这一原理的契约都会形成对跨期和泡沫融资的负向激励。从这个意义上说，我国目前的流动性过剩局面，房地产按揭首付比率调整滞后难辞其咎。实行动态的首付比率管理可以大大降低信贷扩张的内生性。⁷

（三）谨慎推进金融自由化

金融自由化对泡沫的产生起着催化作用，而缺乏有效监管的金融自由化政策则是金融危机发生的重要隐患。事实告诉我们，市场机制的培育是不可能一蹴而就的，经济个体的利益最大化行为，如果没有一个规范的制度环境，很容易导致经济的混乱甚至崩溃。在一个缺乏市场基础和传统因而经济主体自律性较差的经济中，贸然推行全面的自由化改革，经济混乱所带来的高昂成本足以在相当长的时间内抵消自由化所带来的收益。因此，金融自由化除了需要一个稳定的宏观环境，还需要完善的市场机制和必要的金融监管，为金融自由化提供市场约束和外部约束。同时，不能采取一步到位的激进的自由化模式，而要遵循一定的次序，采取渐进式的战略。自由化不能以牺牲金融稳定为代价。

参考文献

1. 黄达，1984：《财政信贷综合平衡导论》，中国金融出版社。
2. 黄达，1997：《宏观调控与货币供给》，中国人民大学出版社。
3. 瞿强，2005：《资产价格波动与宏观经济》，中国人民大学出版社。
4. 盛松成、施兵超、陈建安，1992：《现代货币经济学》，中国金融出版社。
5. (美) 兹伟·博迪，罗伯特·C·莫顿，伊志宏译校，2000：《金融学》，中国人民大学出版社。
6. 邱崇明，2005：《现代西方货币理论与政策》，清华大学出版社。
7. Allen, F., and D. Gale, 2000, “Bubbles and Crises”, *The Economic Journal*, 110 (Jan.)
8. Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, 1996, “The Financial Accelerator and Flight to Quality”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol, 78, Issue 1.

⁷ 必须指出，上述观点不应被理解为现在就应对首付比率实行动态化管理，这样大幅度的政策调整只会引发市场的恐慌和房地产泡沫的破灭，房地产业的产业链条长，关联效应强，现已成为经济的支柱产业，房地产泡沫一旦破灭，后果可能是灾难性的。对我国来说，目前可能已经错过挤破泡沫的最佳时机。治理泡沫的重点应放在增量泡沫而不是存量泡沫，只要能堵塞流动性过剩产生的新途径，亡羊补牢犹未为晚，流动性膨胀的势头就可以控制住，对存量泡沫宜让居民财富的增长慢慢将其吸收，使其逐步“钙化”。首付比率管理改革只能采取微调和渐进式的改进，不能一步到位。