

全球流动性过剩新变化及我国货币政策思考

中国人民大学财政金融学院 涂永红

摘要：主要国家经济增长下降、美国应对次贷危机的货币政策以及石油价格突破百元大关，给全球流动性过剩带来了新的变化，受此影响，中国的 GDP 增长可能放缓，通胀压力下降，但是流动性过剩的结构问题更突出，货币政策和汇率政策应该进行有针对性地调整。

流动性过剩是造成中国经济由偏快向过热、物价由局部向全面上涨的一大原因，其中全球流动性过剩的影响不容忽视。2008 年以来，全球流动性过剩出现了进一步增加的势头，并伴随着国际经济环境的改变，这对中国的宏观经济管理和货币政策都提出了新的挑战。本文首先分析全球流动性过剩的最新变化，然后分析全球流动性过剩对中国经济影响路径和影响程度，在此基础上提出应对全球流动性过剩冲击的货币政策方面的思考。

一、全球流动性过剩状况及其新变化

1. 主要国家流动性过剩状况比较。流动性是指资产转换为现金或支付手段的难易程度。从银行角度看，流动性过剩就是资金运用不充分，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。从金融市场有效性看，流动性过剩意味着货币供给超过总需求和预期通货膨胀，不能被名义 GDP 和短期利率完全吸收。国际上通常使用马歇尔 K 值（M2/名义 GDP）来衡量流动性状况。因支付方式、手持现金的偏好不同，各国的马歇尔 K 值差异较大，例如，1996-2005 年的年均马歇尔 K 值中国为 1.41、南非为 0.53、美国为 0.68、日本为 2.67、欧元区为 2.19、英国为 4。发达国家和发展中国家的流动性过剩都在增加，而且年度之间的波动性较大，国与国之间未见明显的趋同性。从流动性过剩的增长变化看，日本几乎为零增长，美国和欧元区增幅较低，加拿大和英国增长则比较快，某些年份还出现了增幅超过两位数的异常波动。尽管发展中国家的马歇尔 K 值水平较低，但是流动性过剩增长较快，除南非增速较低外，巴西、俄罗斯和中国过去 10 年的马歇尔 K 值的年均增幅分别为 6.6%、6.8%、5.3%。

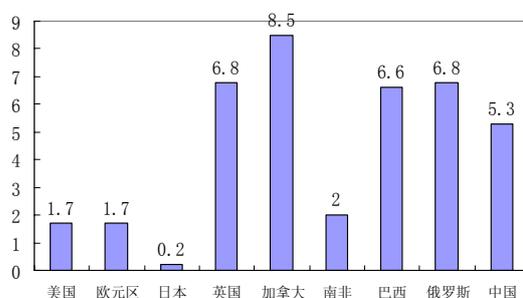


图 1 1996-2005 年马歇尔 K 值增长率均值

2. 全球流动性过剩的新变化。2007 年 8 月美国次贷危机全面爆发, 房屋贷款违约率超过 10%, 股票、房地产市场的财富效应荡然无存, 消费者信心下降, 2007 年第 4 季度 GDP 增长降到 0.6%, 2008 年第 1 季度预计不到 0.53%。为了刺激消费, 布什政府提出了 1500 亿美元的减税计划。美联储连续降息, 联邦基金利率从 2007 年的 9 月的 5.25% 降到目前的 3%, 已经出现了利率倒挂现象。欧洲央行、英国、瑞士、加拿大央行还与美国签署了外汇互换协议, 联手向市场注入数百亿美元的流动性。英国和加拿大加入了降息的阵营, 此外, 欧元区开始受到美国经济下降的影响, 2008 年第 1 季度经济增长放缓, 全年的 GDP 增长预期由 2.2% 调低到 1.8%, 欧洲央行正在考虑降息。2008 年 3 月 3 日, 石油价格达到历史最高水平 103.95 美元/桶, 石油生产国的石油出口收入可望超过 8000 亿美元, 海湾国家投向国际金融市场的石油美元将超过 4 万亿美元。尽管受到发达国家经济增长速度放缓的影响, 2008 年亚洲国家的贸易收支顺差增幅可能下降, 但是产油国和亚洲国家投放在国际金融市场的合计约 8 万亿美元的金融资产仍然是全球流动性过剩的一个重要组成部分。在美元贬值的情况下, 石油美元逃离美国、投向亚洲国家的比例明显上升, 已经超过总额的 12%, 亚洲货币升值国家的股市和房地产的价格可能被继续推高, 而美国的互助基金、亚洲国家的外汇储备开始转向石油、黄金、白银、贵金属、粮食产品, 黄金价格达到创记录的 989.54 美元/盎司, 全球能源、原材料价格一路上扬这就是它们投向调整的结果。总之, 由于发达国家放松银根、石油美元增加, 全球流动性过剩将继续增加。特别是游资的投向调整, 货币坚挺的中国将吸引更多的游资。

二、全球流动性过剩对中国经济的影响

1. 全球流动性过剩的传导机制。理论上讲, 全球流动性增加有利于实行固定汇率制度的国家经济增长, 其机制是外国货币增加→本国出口增加→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。相反, 不利于实行浮动汇率制度的国家, 因为外国货币增加→本国出口增加→本币升值→本国进口增加→本国 GDP 下降。这就意味着随着人民币汇率的市场导向和灵活性增强, 全球流动性增加可能对中国经济造成损害。实际上, 受到对外开放程度、经济结构、宏观经济政策水平的影响, 各国经济受到全球流动性增加冲击的表现差异很大, 例如美联储的货币政策以及对包括次级债在内的金融创新的鼓励, 使得美国产生了较好的免疫力, 美国的货币数量和 GDP 都没有受到显著的影响; 日本在陷入流动性陷阱后, 通过汇率干预和财政政策来相机决策, 实质经济也未出现明显的波动。欧元区因欧元问世不久, 欧洲央行统一管理货币政策, 其灵活性、效力不足, 而财政政策的配合也难步调一致, 货币、GDP、物价在国际流动性过剩冲击下出现了剧烈的波动。然而, 各国无一例外地受到全球流动性过剩的价格转移机制的影响, 出现成本推动型通货膨胀, 有研究表明, 欧元区物价上涨的 70% 来自这一外部冲击, 美国的房地产暴涨、东南亚国家金融危机前的房地产和股价飙升, 也与全球流动性过剩增加有较大的关系。

2. 全球流动性过剩对中国经济的影响。按照国际上常用的方法,以美国、欧元区、日本、英国和加拿大五地区(以G5表示)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。使用IMF国际金融统计、OECD网站、英国金融时报网站、中国外管局、中国统计局、中国证监会提供的1995-2006年数据。流动性过剩采用超额货币来表示,超额货币=名义广义货币/名义GDP。运用VAR模型的冲击响应模型,探讨G5地区国际流动性过剩对中国经济的影响。在中国实行资本流动管制的情况下,全球流动性过剩的影响主要通过支出和物价转移效应来实现,因此还需要进一步挖掘G5地区的GDP、物价增长对我国经济的影响,将这三者的影响综合起来,才能得到完整的全球流动性过剩增加对中国经济影响的图画。从影响的方向看,G5地区的GDP增长和物价上涨对中国经济的影响较大,刺激了中国GDP、物价和贸易的增长,而G5地区的流动性过剩对我国GDP、贸易收支增长不利,但是对我国货币数量、股价增长有刺激作用(见表1)。

表1 中国经济对G5产出、物价和流动性过剩增加的响应

| 中国 \ G5 | GDP | | 价格水平 | | M2 | | 贸易收支 | | 有效汇率 | | 股价 | | |
|----------|-----|----|------|----|----|----|------|----|------|----|----|----|---|
| | 短期 | 长期 | 短期 | 长期 | 短期 | 长期 | 短期 | 长期 | 短期 | 长期 | 短期 | 长期 | |
| G5 GDP | + | + | + | + | - | - | + | + | - | + | + | + | |
| G5 物价 | + | + | + | + | - | - | - | - | - | | | | |
| G5 超额流动性 | + | - | - | - | + | + | - | - | + | - | - | - | + |

注:短期指四个季度以内,长期指五个季度以上;+表示多数为正向影响,-表示多数为负向影响;*表示在10%显著性水平上通过检验,**5%水平上通过检验,***1%水平上通过检验

3. 中国主要经济指标中国际要素的贡献度。通过VAR方差分解,可以量化中国经济受到G5地区经济变化的影响程度(见表2)。

表2 G5产出、物价和流动性过剩在中国经济增长中的贡献

| G5 \ 中国 | GDP | 国内物价 | 广义货币 | 汇率 | 经常项目 | 股价 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| G5 GDP | 19.42 | 33.03 | 27.07 | 49.66 | 25.22 | 6.15 |
| G5 物价 | 4.61 | 31.40 | 31.61 | 7.44 | 18.50 | 12.02 |
| G5 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 |

注:上表结果为第30季度的方差分解结果,以展示稳定的国际影响比例

中国GDP增长中来自G5地区的推动力达到30.8%,G5地区GDP影响最大,贡献接近20%,流动性过剩的影响力约为7%。

中国物价上涨的70%来自G5经济环境变化,国内因素的影响力占30%。按照贡献程度大小排序依次为G5的GDP、G5物价、本国物价和本国GDP。国内外的流动性变化对中国物价变化的影响都很弱。

引起中国M2增长波动的主要原因也是G5经济环境变化,贡献度高达63%,国内因素的贡献仅占37%。物价上涨是货币增发的主要原因,国内外物价上涨可以解释52%的M2增长。国际产出增长波动对我国的M2也有较大的影响。

G5的GDP增长造成人民币汇率50%的波动;人民币汇率制度和外汇管理也有较大影响,对汇率波动的贡献达21%。

G5经济环境变化对我国贸易收支的影响约占53%,从要素贡献看,GDP和物价变化的影响较大,流动性过剩的影响较弱。

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%,G5物价上涨对中国股价的影响最大,GDP增长次之,流动性过剩的影响最小。这与事实基本吻合,2006年以来,推动中国股市大幅上涨的主要动力来自股市的制度完善和上市公司质量的提高。

三、应对全球流动性过剩变化的货币政策思考

1. 中国经济面临的全球流动性过剩的新的冲击。如前所述,全球流动性过剩对中国的影响主要是通过全球GDP和物价的变化来传递的,因此全球流动性过剩的新变化可能给中国经济带来如下挑战:(1)随着美国、欧元区等G5地区经济增长的下降,中国的贸易顺差、GDP增长幅度很可能下降;(2)全球经济增长放缓减少了消费、投资需求,国际石油、原材料价格将下降,由于中国的通货膨胀主要是输入性的,因此中国的物价上涨压力将大大缓解;(3)中国贸易顺差减少后,人民币升值的压力将有所缓解,为收购外汇而投放的人民币数量可能减少;(4)更多的国际游资想方设法进入中国进行套利和投机,可能推高股市和楼市价格过快增长,控制资本流动的难度和压力都会加大。

2. 采取相机决策的货币政策的几点思考。为了防止经济由偏快转向过热、物价有局部上涨转为全面上涨,2008年初我国明确提出实行从紧的货币政策。针对2008年全球流动性过剩的新变化,在货币政策中应该注意以下几点:(1)如果欧洲中央银行宣布降息,也就是发达国家都降息的情况下,我国不宜继续加息,以免在出口下降时雪上加霜,进而造成经济增长幅度出现较大下降;(2)不宜用人民币升值来控制通货膨胀,因为国内外物价变化对人民币升值的影响较小,人民币升值幅度应该依据国内外GDP的增长变化来确定,综合欧元、日元的变化,保持实际有效汇率的基本稳定;(3)由于石油美元在美国主要是购买国债,追求的是低风险投资,我国应该因势利导,以人民币升值预期为担保,引导石油美元等套利资金的投向,增发政府专项债券或政策性银行债券,用于改善我国西部和农村的基础设施建设。

参考文献：

1. 李晓西，和晋予：《开放经济条件下我国流动性过剩问题》，《财贸经济》2007年第6期。
2. 夏彬、陈道富：《中国流动性报告》，国务院发展研究中心金融研究所，2007年。
3. 李扬：《应对流动性过剩的两个基本战略》，《中国金融》2007年第3期。
4. 巴曙松：《流动性过剩的控制与机遇》，《资本市场》2007年第3期。
5. 唐双宁：《关于解决流动性过剩问题的初步思考》，《经济研究》2007年第9期。
6. 涂永红，戴稳胜：《国际流动性过剩对中国经济的影响分析》，《货币金融评论》2007年第7期。
7. Rasmus Ruffer and Livio Stracca, 2006, “What Is Global Excess Liquidity, and Does It Matter?” , *ECB Working Paper, No. 696*.
8. Annick Bruggeman, 2007, “Can Excess Liquidity Signal an Asset Price Boom” , *NBB Working Paper, No. 117, August*.
9. Sousa and Zaghini, 2006, “Global Monetary Policy Shocks in the G5: A SVAR Approach” , *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, forthcoming.