

现代金融研究丛书

WEIGUANCE JINRONG YU

未观测金融与 货币均衡研究

HUOBI JUNHENG YANJIU

田光宁 著

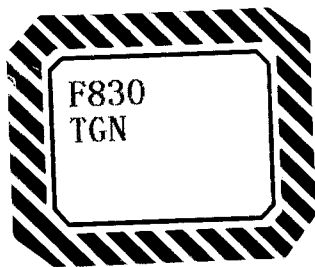


中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

现代金融研究丛书

未观测金融与货币均衡研究

田光宁 著



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿 郝凤英

责任校对：张志文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

未观测金融与货币均衡研究 (Weiguance Jinrong yu Huobi Junheng Yanjiu) / 田光宁著. —北京：中国金融出版社，2008.5

(现代金融研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4672 - 0

I. 未… II. 田… III. ①金融—经济理论—理论研究 ②货币—均衡理论—理论研究 IV. F830 F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 057358 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11

字数 186 千

版次 2008 年 5 月第 1 版

印次 2008 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 27.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4672 - 0/F.4232

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

未观测金融是金融统计体系应该包含,但由于种种原因未被货币金融当局监测的金融经济活动,一般包括民间金融、地下金融、非法金融以及金融统计遗漏的金融交易部分。未观测金融的存在改变了金融资源配置结构,影响货币运行状态,改变了货币均衡水平,干扰货币政策决策,一定程度上抵消了宏观调控效果。本书以均衡产出理论为基础,选择货币缺口作为判断货币均衡的核心指标;采用金融统计分析方法和未观测经济测估理论方法,设计并测算未观测信贷资金、未观测净金融投资、未观测跨境流动资金和未观测货币等未观测金融规模监测指标;通过建立固定资产投资与未观测信贷资金、物价和利率与未观测净金融投资、汇率与未观测跨境资金、货币供应与未观测货币之间的关系模型,实证分析未观测金融对货币均衡的影响,得出以下主要结论:

2002年以来,未观测信贷资金占全社会贷款余额的比重在15%左右,绝对规模平均在2万亿元;金融交易部分的未观测净金融投资规模起伏较大,2002—2004年介于-4 000亿元至-5 000亿元之间,2005年为-1.45万亿元;2002—2004年未观测跨境流动资金的年净流入规模为1 300亿元至2 500亿元,2005年转为流出1 500亿元; M_2 口径的未观测货币规模介于4万亿元至7万亿元之间,2005年为6.8万亿元。

未观测信贷资金对自筹投资有一定的支持作用,从长期趋势看,自筹投资每增加1%,未观测信贷资金来源会增加0.96%;从短期趋势看,本期自筹投资每增加1%,未观测信贷资金来源会增加1.4%。

未观测净金融投资为正值,表示未观测金融部门向公开经济中融出资金,当融出资金占 M_2 增量的比重提高1个百分点,CPI会上升0.12个百分点,实际利率可能会下降0.07个百分点;未观测净金融投资为负值,表示从公开经济中吸收资金,当吸收资金占 M_2 增量的比重提高1个百分点,CPI会下降0.12个百分点,实际利率上升0.07个百分点。

名义汇率的偏离度导致未观测跨境流动资金变化的概率要大于未观测跨境

流动资金导致名义汇率偏离的概率，未观测跨境流动资金还很难对汇率的偏离产生实质性影响，汇率问题是引起未观测资金跨境流动的一个原因。

未观测货币变动1个百分点，会引起当年的广义货币 M_2 同方向变动0.167个百分点。从短期看，未观测货币变动1个百分点，会引起全社会广义货币同方向变动0.122个百分点，未观测货币对货币均衡的影响程度大于10%。

中央银行制定和实施货币政策时应考虑未观测金融因素的影响，分析影响机制，提高宏观调控效果。建议金融管理当局对经济发展具有积极作用的民间非正规金融采取扶正管理，纳入金融监管体系；对影响经济社会稳定的地下金融、非法金融采取规制驱除的对策；同时，完善金融统计体系，减少统计漏洞。

作者

2008年3月10日

目 录

1 宏观调控与未观测金融	1
1.1 新一轮宏观调控中的难题	2
1.1.1 宏观调控效果比较	3
1.1.2 部分金融指标的非正常变化	6
1.1.3 GDP 数据修正揭示的问题	9
1.2 未观测金融内涵的界定	10
1.2.1 未观测经济的考察	10
1.2.2 未观测金融融资活动及其组织形态	15
1.2.3 未观测金融的界定	16
1.3 未观测金融与货币均衡分析框架	17
1.3.1 纳入未观测金融因素的货币均衡分析框架	17
1.3.2 未观测金融与货币均衡分析框架的主要内容	17
2 未观测金融与货币均衡	20
2.1 未观测金融理论文献回顾	20
2.1.1 未观测金融中的非正式金融	21
2.1.2 未观测金融中的地下金融	23
2.1.3 未观测金融中的非法金融	24
2.2 中国未观测金融的现状	25
2.2.1 中国未观测金融规模调查分析	25
2.2.2 中国未观测金融的结构调查分析	30
2.3 未观测金融与货币均衡的关系	33
2.3.1 未观测金融的宏观均衡效应	33
2.3.2 未观测金融的货币均衡效应	34
2.3.3 现行货币监测指标的有效性分析	35

3	货币均衡与货币缺口	37
3.1	货币均衡的理论考察	37
3.1.1	什么是货币均衡	38
3.1.2	货币均衡理论分析	38
3.2	中央银行视角的货币均衡	39
3.2.1	货币供给的可测性与均衡水平的反映	39
3.2.2	宏观调控中货币均衡的从属性	42
3.2.3	货币政策目标之间的关联性	43
3.3	货币均衡的判断标准：货币缺口	49
3.3.1	货币缺口的理论考察与计量方法	50
3.3.2	中国货币缺口的实证分析	51
3.3.3	货币缺口作为货币均衡判断指标的可行性	59
4	未观测金融流量与货币均衡	63
4.1	未观测金融流量规模指标与测度	63
4.1.1	金融活动的流量指标：未观测信贷资金	64
4.1.2	经济部门的金融净流量指标：未观测净金融投资	65
4.1.3	国内外金融净流量指标：未观测跨境流动资金	65
4.2	未观测信贷资金与固定资产投资	65
4.2.1	未观测信贷资金来源的测估理论方法	66
4.2.2	中国未观测信贷资金来源增量规模	68
4.2.3	固定资产投资过热背后的未观测信贷支持	71
4.2.4	未观测信贷资金投资的行业流向	75
4.3	未观测净金融投资与货币均衡	78
4.3.1	未观测净金融投资的金融经济意义	78
4.3.2	中国未观测净金融投资规模的测算	79
4.3.3	未观测净金融投资对物价和利率的影响	84
4.3.4	未观测金融利率水平调查	88
4.4	未观测跨境流动资金货币均衡	90
4.4.1	未观测跨境流动资金规模测估	90
4.4.2	中国未观测跨境流动资金规模的测算	91

4.4.3 未观测跨境流动资金对汇率偏离度的影响	93
5 未观测货币与货币均衡	96
5.1 未观测货币规模测估	96
5.1.1 未观测货币的口径	96
5.1.2 未观测货币的测估方法	97
5.1.3 中国未观测货币规模的测度	98
5.2 未观测经济规模与验证	100
5.2.1 未观测经济规模比较	100
5.2.2 中国未观测经济调查	102
5.3 货币与经济之间的均衡关系	111
5.3.1 完全经济与货币化指标	111
5.3.2 货币与经济之间的均衡关系模型	112
5.3.3 未观测货币对货币均衡的影响	117
6 货币均衡目标与未观测金融	123
6.1 货币多重均衡目标分析	123
6.1.1 中央银行货币均衡目标	124
6.1.2 货币均衡多目标规划与相机抉择	126
6.1.3 中国货币均衡目标的选择与协调	128
6.2 未观测金融对货币均衡的影响	131
6.2.1 货币政策与货币均衡	132
6.2.2 未观测金融对货币均衡的影响机制	134
6.3 规制未观测金融的经济分析	136
6.3.1 未观测金融发展的制度经济学分析	136
6.3.2 规制未观测金融的成本与收益	139
6.3.3 规制未观测金融的建议	142
7 未观测金融与货币均衡研究结论	144
7.1 未观测金融与货币均衡理论发展	144
7.1.1 基于货币金融统计和货币政策目标提出未观测金融概念	144
7.1.2 未观测金融理论是对货币金融统计理论缺陷的弥补	145

4 未观测金融与货币均衡研究

7.1.3 未观测金融对经济理论与发展的推进作用	146
7.1.4 货币缺口是判断货币均衡的新范畴	147
7.1.5 未观测金融规模计量指标设计与货币均衡关系	147
7.2 中国未观测金融实证研究的结论与政策意义	148
7.2.1 货币缺口、未观测金融规模的实证方法与结论	148
7.2.2 未观测金融对货币均衡影响的实证方法与结论	149
7.2.3 未观测金融与货币均衡研究的政策意义	151
7.3 未观测金融领域后续研究的方向	152
7.3.1 未观测金融结构测度	152
7.3.2 未观测金融运行的短期监测体系	153
7.3.3 未观测金融先行指标体系的构建	153
7.3.4 未观测金融的国际比较研究	154
参考文献	155
附录	160

宏观调控与未观测金融

中国改革开放 29 年（1978—2007 年）来，经济发展所取得的成就令世界瞩目，保持了年平均 9.9% 左右的增长速度，经济总量从 1978 年的全球第 32 位上升到 2005 年的全球第 4 位。在经济快速增长的同时，社会发展、文明程度取得显著的进步，国民获得了实实在在的福利。2006 年 7 月 12 日，英国“新经济基金”组织与“地球之友”组织联合撰写的《幸福星球指数报告》显示，中国居民的幸福指数排在全球第 31 位，高于八国集团等一些发达国家^①。当然，经济发展中的中国还面临着很多问题和矛盾，诸如环境、资源与人口如何协调等问题。推进改革开放，构建社会主义和谐社会，实现国民经济持续、稳定、健康发展是中国政府始终坚持的目标。随着经济改革的深入，作为经济发展核心支持系统的金融业在消除抑制、推进市场化进程中出现了许多经典理论难以解释的现象，其中，“中国货币之谜”^② 最为费解，至今也没有公认的理论解释。事实上，货币之谜的本质是货币均衡问题，货币均衡是中央银行宏观调控政策追求的重要目标，中央银行对影响货币均衡的因素及其影响程度的准确判断是提高货币政策有效性的基础。在体制转型过程中，在管制放松较

^① “新经济基金”组织在其网站上说，报告旨在衡量一个国家或地区在全球化进程中的“资源利用有效性”，即花费最少的资源让人们过上最幸福的生活。计算公式是，以人们对生活的满意度指数乘以人均寿命，然后除以当地资源消耗指数。英国和美国分别位列第 108 位和第 150 位，俄罗斯位列第 172 位。意大利、德国、加拿大、法国分别排在第 66 位、第 81 位、第 111 位和第 129 位。

^② 麦金农教授对“中国财政赤字和货币供给增长率很高但物价未出现同幅度上升”感到不可思议，称之为“中国货币之谜”。参阅：McKinnon, Ronald I., 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, 2E, Johns Hopkins University Press.

慢、审慎的市场化策略下,金融领域出现了与可观测金融活动并行的隐蔽型金融活动,理论界所指的民间非正规金融、地下金融和非法金融等就包含在其中。本书将隐蔽型金融统称为未观测金融(non-observed finance 或 invisible finance),研究其对货币均衡的影响。本章从分析经济背景开始,提出中国货币金融领域值得思考的几个关键问题,在界定研究对象内涵和对货币均衡问题研究文献评述的基础上,明确研究的基本思路和研究框架。

1.1 新一轮宏观调控中的难题

发展中国家都不同程度地存在金融抑制问题,因此,民间金融、地下金融和非法金融等在传统体制压抑的多样化金融服务需求和正规金融服务效率低下的供求矛盾作用下得以较快发展,致使金融结构出现典型的二元化特征。中国改革开放政策实施以来,民间金融不断发展壮大。20世纪80年代初,在市场经济发展的先验地区出现了货币经纪人^①,1985年浙江曾经出现了公开举办的私人钱庄,不久被关闭^②;1992年以来,民间非正规融资活动取得较快发展,成为后续“金融三乱”的重要引发因素,也一度成为重点打击的对象;1996年至今的十多年时间里,新闻媒体上每年都有关于地下钱庄、企业非法集资、基金会、标会等民间非正规金融、地下金融和非法金融的案例报道。民间资金游离于正规金融体系之外,成为影响宏观调控效果的重要因素,如2005年8月30日,中央纪委、监察部、国资委、国家安监总局四部门联合下发《关于清理纠正国家机关工作人员和国有企业负责人投资入股煤矿问题的通知》,要求国家公务员从煤矿等过热投资项目中撤资,再次将民间非正规融资问题引入人们的视线。^③

① 最早出现在浙江温州等地的货币经纪人称为“银背”或“钱中”,他们对当地居民或住户的资金状况非常了解,为资金富余者和资金需求者搭起联系的桥梁,从中收取佣金或赚取借贷利息差。

② 1984年浙江苍南县钱库镇出现公开举办的私人钱庄。经钱库镇人民政府批准,开办了方培林钱庄,这是改革以来苍南县最早的民营金融机构。钱庄主要是为个体和集体工商户办理存、放款业务,存款不限地域,放款限于本镇,利率采取挂牌浮动,一般比信用社存款月息高7厘左右,放款月息高5厘左右,比民间借贷低1分左右,服务不限时间,必要时还为客户上门收付款,在开业的头4个月中,共办理存、放款210万元,后被禁止经营。

③ 截至2005年10月20日,全国共报告登记在煤矿投资入股的国家机关工作人员和国有企业负责人4578人,其中国家机关工作人员3002人,国有企业负责人1576人,登记入股金额6.53亿元,已经撤资4.73亿元。参见杨忠阳:《4500多干部从煤矿撤资4.73亿元》,载《经济日报》,2005-11-01。

1.1.1 宏观调控效果比较

在经济周期的高涨阶段,经济快速增长伴随着较高的通货膨胀或者国民经济产业结构失衡,通常称之为经济过热。而在我国,经济过热背后通常是固定资产投资过热,投资成为中国经济增长的第一推动力。于是,控制投资规模就成为经济过热时期宏观调控的“主旋律”。投资需要货币供给的支持,货币供给的主要渠道是信贷。既然如此,中央银行只要收紧银根就可以控制信贷的投放,进而抑制投资过快增长。从历次宏观调控的经验看,基建下马、控制基本建设投资信贷能够将经济的热度降下来,从而实现经济的“软着陆”^①。

最近一次宏观调控从2003年中国人民银行提高法定存款准备金率开始,之后又采取加息政策。三年多时间过去了,中国人民银行还在执行货币政策工具中效果最为猛烈的法定存款准备金政策^②,那么,此次调控与1993年的那次调控在政策效果方面有何不同?

(一) 1993年和2003年中央银行宏观调控政策比较

1992年,邓小平同志南方谈话后,中国经济进入了新一轮快速增长阶段,但是很快出现了“过热”症状,主要表现为固定资产投资过快增长,社会总需求急剧扩大,通货膨胀高企。如1992年通货膨胀率已经从上年的3.4%升至6.4%;固定资产投资的增长率从42.5%猛升至61.8%;1993年和1994年消费物价指数衡量的通货膨胀达到14.7%和24.1%,经济生活中出现了“四热”(房地产热、开发区热、集资热、股票热)、“四高”(高投资膨胀、高工业增长、高货币发行和信贷投放、高物价上涨)、“四紧”(交通运输紧张、能源紧张、重要原材料紧张、资金紧张)和“一乱”^③(经济秩序混乱,特别是金融秩序混乱)的问题。在这种背景下,宏观调控以适度从紧的财政政策为核心,适度从紧的货币政策相配合展开。1993年4月,国务院组织有关部门开展了全国物价大检查,5月15日和7月11日,中国人民银行先后两次提高了存贷款利率,1年期定期储蓄存款利率分别提高1.58个和1.8个百分点,并于7月

^① 事实上,1993年以前的历次紧缩型宏观调控,经济并不是“软着陆”,往往是“一收就死”的“硬着陆”。

^② 从2003年9月21日起至2007年底,人民银行多次上调法定存款准备金率,由6%上调到14.5%。

^③ 又称“金融三乱”,即地方、部门、企事业单位、个人乱集资,乱批设金融机构和乱办金融业务的现象。

11日重新开办储蓄存款保值贴补业务。1993年6月,国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》,即“治理整顿16条”,提出了整顿金融秩序,控制投资规模,增加有效供给,整顿流通环节,加强价格监管,采取适度从紧的财政政策、货币政策。同时,整顿金融秩序,控制信贷规模。1994年9月,国务院召开进一步加强物价管理的电视电话会议,进一步控制物价上涨水平。1995年以后,国民经济进入平稳运行状态。总体上看,此次宏观调控,行政政策手段使用比较多。

与1993年宏观调控类似,最近一轮调控以紧缩为主。2003年下半年以来,针对宏观经济运行中出现的粮食供求关系趋紧、固定资产投资过猛、货币信贷投放过多、煤电油运供求紧张等不稳定、不健康问题,党中央、国务院及时采取了措施,加强宏观调控。2003年第四季度,物价发生了明显的上升,国民经济中出现过热部门,为此,当年9月21日,中国人民银行决定将金融机构法定存款准备金率从6%提高到7%,以抑制物价过快上涨的苗头;2004年第一季度居民消费价格总水平同比上涨2.8%,其中投资品价格和消费品价格都双双上扬。在此背景下,中国人民行动用利率手段调控货币供求,2004年3月25日起实行再贷款浮息制度,对期限在1年以内、用于金融机构调节和短期流动性支持的各档次再贷款利率,在再贷款基准利率基础上,增加0.63个百分点,再贴现利率上调0.27个百分点。进入4月份,物价再度上涨0.5%,超过了银行活期储蓄存款利率。于是,中国人民银行决定,从2004年4月25日起,再次提高法定准备金率,实行差别存款准备金率制度,将资本充足率较低的金融机构的存款准备金率提高到7.5%。同时,还通过发行中央银行票据收缩商业银行的流动性。在密集的紧缩性政策不能奏效的情况下,2004年10月29日,中国人民银行宣布加息,其中1年期定期储蓄存款利率提高0.27个百分点。为控制投资过热,国务院还采取收紧“地根”的土地政策,要求商业银行控制向过热行业贷款。财政政策方面,积极财政政策逐步淡出,向稳健的财政政策转型。但是,由于房地产价格上涨,投资增长速度较快,2006年7月5日、8月15日和11月15日,中国人民银行又先后三次提高法定存款准备金率,每次提高的幅度均为0.5个百分点,2007年上半年又连续五次提高法定存款准备金率。法定存款准备金政策在中央银行货币政策工具中被称为最猛烈的政策,不宜经常采用,而中国人民银行如此频繁使用反映了什么是显而易见的。

(二) 1993年和2003年中央银行宏观调控政策效果比较

自1993年7月实行紧缩的宏观经济政策后,我国经济的增长率一路下滑。

1993—1997 年, GDP 的增长率分别为 14.0%、13.1%、10.9%、10.% 和 9.3%。通货膨胀水平在 1994 年达到最高点后连续下降, 1995—1997 年居民消费价格指数衡量的通货膨胀水平分别是 17.1%、8.3%、2.8%。1993—1997 年固定资产投资增长速度分别为 61.8%、30.4%、17.5%、14.6% 和 8.56%；广义货币 M_2 的增长速度分别为 37.8%、34.5%、29.3%、25.6% 和 20.2%。总体上看, 1993 年开始的经济“软着陆”调控的效果非常明显。

2003 年下半年开始的宏观调控效果却并不显著。首先是经济增长速度不仅没有放缓, 反而加快。2002—2005 年中国 GDP 增长速度分别为 9.1%、10.0%、10.1% 和 10.2%, 居民消费价格指数衡量的通货膨胀率分别为 -0.8%、1.2%、3.9% 和 1.8%, 固定资产投资增长速度分别为 16.9%、27.7%、26.6% 和 25.7%, 广义货币 M_2 的增长速度分别为 16.9%、18.5%、15.5% 和 18%。通货膨胀有所控制, 但固定资产投资和广义货币 M_2 的增长并没有明显下降。

(三) 民间金融支持投资的增长

在金融机构贷款得以控制的情况下, 货币供给保持较快的增长速度, 从固定资产投资的资金来源角度看, 自筹资金投资的比例越来越高, 2003 年自筹和其他资金的比重为 70.5%, 2005 年达到 74.1%, 同期, 银行贷款资金从 20.5% 下降到 17.3% (见表 1-1)。

表 1-1

全社会固定资产投资资金来源结构

单位: %

年份	国家预算内资金	国内银行贷款	利用外资	自筹和其他资金
1993	3.7	23.5	7.3	65.5
1994	3.0	22.4	9.9	64.7
1995	3.0	20.5	11.2	65.3
1996	2.7	19.6	11.8	66.0
1997	2.8	18.9	10.6	67.7
1998	4.2	19.3	9.1	67.4
1999	6.2	19.2	6.7	67.8
2000	6.4	20.3	5.1	68.2
2001	6.7	19.1	4.6	69.6
2002	7.0	19.7	4.6	68.7

续表

年份	国家预算内资金	国内银行贷款	利用外资	自筹和其他资金
2003	4.6	20.5	4.4	70.5
2004	4.4	18.5	4.4	72.7
2005	4.4	17.3	4.2	74.1

资料来源：《中国统计年鉴》（2006），北京，中国统计出版社，2006。

如果说，统计数据还难以直观反映民间非正规金融对投资和经济增长的支持作用的话，我们通过实地调查获得的数据可以反映这一情况。

2006年1~3月，课题组开展了在全国27个省、自治区、直辖市（以下简称省份）的未观测金融调研，针对企业融资状况的调查采用问卷方式进行。在企业问卷中^①，我们设置了两种类型题目来判断其对非正规融资渠道的依赖程度和非正规融资的比重。

一种类型的题目是从企业通过民间拆借等方式获得的融资规模占其从银行等正规金融机构借款的比重判断。被调查企业通过填写问卷反馈相关信息。我们先计算出不同备选项的选择人数占同一地区被调查人数的比例，之后，用备选项的区间中值乘以该选项选择人数的比例，最后将不同选项的乘积相加，得到本地区被调查企业的非正规融资占正规融资的平均比重。对上述结果进行印证的另外一个调查题目是关于企业对不同融资途径的依赖程度。

调查结果显示，民间非正规金融对企业经营的支持作用已经非常明显，在这种背景下，通过控制银行信贷调控投资和经济的过快增长速度，效果是可想而知的。

1.1.2 部分金融指标的非正常变化

从1994年开始，国内金融机构的人民币存贷款对比状况发生了根本变化，由贷差变为存差（见图1-1）。2005年是存差扩大幅度最大的一年。银行受宏观调控政策的影响，减少贷款的发放可能是存差扩大的一个原因，但同时也有银行转变经营观念而更多地将资金用于短期投资等资产中的因素，比如投资国债和政策性金融债。从理论上讲，金融机构的贷款应该小于存款，因为除了要

^① 此次调查，522名调查人员在27个省份共走访企业5227家，回收有效问卷4705份，其中东部地区10省份回收1894份，中部地区8省份回收1063份，西部地区9省份回收1748份。

向中央银行缴纳法定存款准备金外，还需要保留一部分周转资金。不过存差迅速扩大也是值得理论界思考的问题，为什么过去是贷差，现在是很大的存差？

宏观调控减弱了银行的放贷能力，但大部分企业，尤其是民营中小企业照样能够获得融资，通过民间非正规渠道取得贷款。非正规金融与正规金融不是截然分开的，资金总是在两类金融部门之间流转，企业，甚至是个人在获得非正规金融支持后，会将资金存入正规银行，或者非正规金融的借贷资金就存在于银行体系之中，它从放贷者账户转移到借入者的账户。银行体系外资金通过非正规贷款回到了银行体系，出现的形式是企业或个人存款。因此，银行存差扩大是必然的。

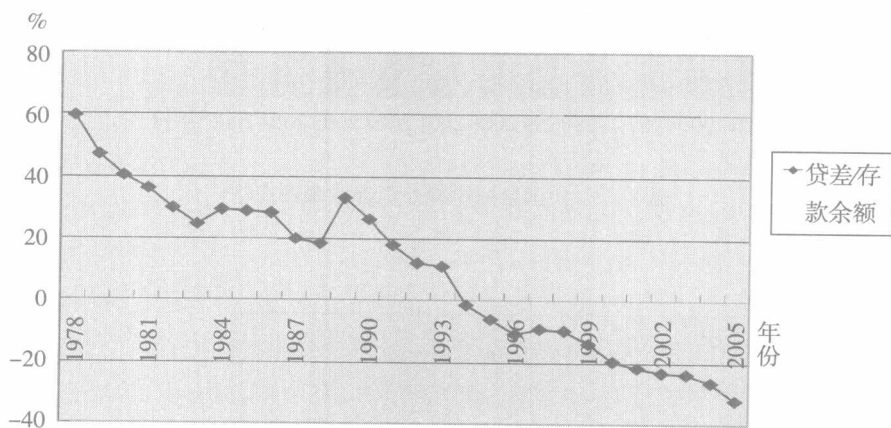


图 1-1 中国金融机构人民币贷差变化

不可忽视的另外一个非正规金融因素是，海外投机资金的涌入，以结汇方式形成人民币存款，国家外汇储备增长超过国际收支盈余，自然有非正规渠道进入的外汇资金的作用。在预期人民币升值和实际上在小幅度升值的背景下，企业、居民降低了持有外币存款的意愿，新增外汇收入的结汇率大大提高，近年来银行外汇存款没有明显增加就说明了这一问题（见图 1-2）。

2005 年中央银行在观测货币供应量增长速度时发现，狭义货币 M_1 和广义货币 M_2 的增长速度出现反差， M_1 增长 11.8%，而 M_2 增长 18%，是近年来差距最大的一年（见图 1-3）。在过去的 28 年中，1985 年和 1989 年这两个指标的差距也是比较大的，分别是 9.1% 和 24.6%，6.3% 和 19.1%，这两年的指标是在 1984 年和 1988 年经济过热、宏观调控紧缩之后出现的，当年的 GDP 增

长速度较上一年明显回落。如 1988 年 GDP 增长速度为 11.3%，1989 年为 4.1%。而 2005 年的 GDP 增长速度为 10.2%，比 2004 年的 10.1% 略高。

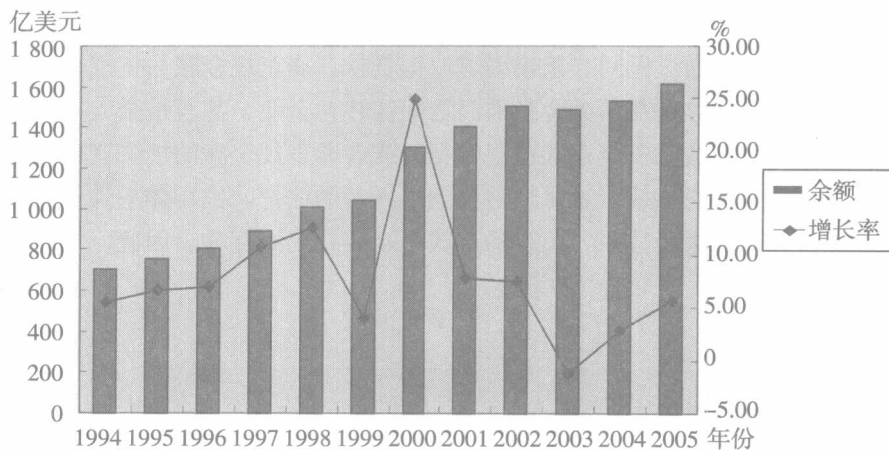


图 1-2 中国金融机构外汇存款余额变化

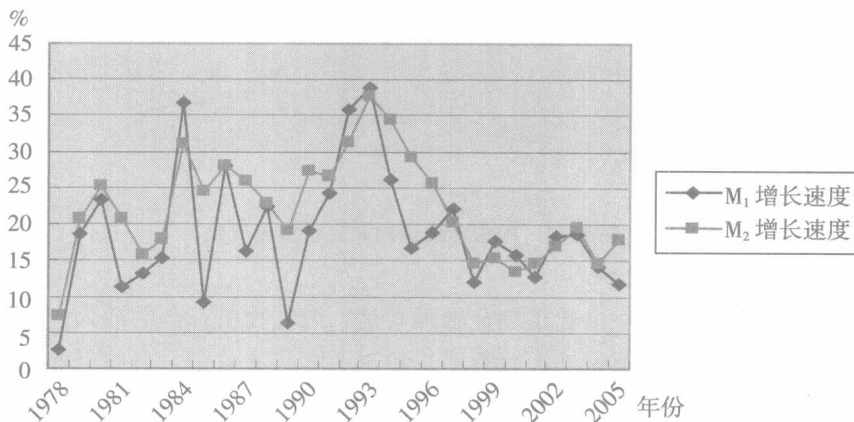


图 1-3 M_1 与 M_2 增长速度的差异

M_2 增长速度快于 M_1 增长速度是经济紧缩的反映，尤其是 M_1 增长下降应该预示着交易的不活跃。但是，实际经济情况并没有出现衰退的迹象，相反，经济继续高速增长。事实上，未观测金融活动影响着货币供应量的变化。许多