



流动性过剩对 通货膨胀和资产价格的影响

THE IMPACT OF EXCESS LIQUIDITY TO
INFLATION AND ASSET PRICES

李世刚 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

流动性过剩对 通货膨胀和资产价格的影响

THE IMPACT OF EXCESS LIQUIDITY TO
INFLATION AND ASSET PRICES

李世刚 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

流动性过剩对通货膨胀和资产价格的影响 / 李世刚著.
—北京: 社会科学文献出版社, 2013. 3
ISBN 978 - 7 - 5097 - 3940 - 2

I. ①流… II. ①李… III. ①资本流动 - 影响 - 通货膨胀 - 研究 - 世界 ②资本流动 - 影响 - 资本市场 - 研究 - 世界 IV. ①F821.5 ②F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 259083 号

流动性过剩对通货膨胀和资产价格的影响

著 者 / 李世刚

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

责任编辑 / 吴 敏 任文武

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

责任校对 / 王洪强

项目统筹 / 邓泳红 吴 敏

责任印制 / 岳 阳

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 22.25

版 次 / 2013 年 3 月第 1 版

字 数 / 352 千字

印 次 / 2013 年 3 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 3940 - 2

定 价 / 69.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

目 录

第一章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 概念界定	3
1.3 相关文献回顾	5
1.4 研究目标及结构安排	17
1.5 创新点与拓展	22
第二章 流动性、通货膨胀和资产价格关系的典型事实	25
2.1 流动性过剩的简要描述	25
2.2 流动性过剩——对传统货币数量论的挑战	30
2.3 流动性过剩对通货膨胀的影响	34
2.4 流动性过剩对大宗商品价格的影响	38
2.5 流动性过剩对黄金价格的影响	44
2.6 流动性过剩对石油价格的影响研究	69
2.7 流动性过剩对铜价的影响研究	84

第三章 流动性对通货膨胀和资产价格影响的统计描述

和实证分析	107
3.1 “流动性过剩” (EL) 和 “持续流动性过剩” (SEL) 的度量	107
3.2 流动性过剩、通货膨胀和资产价格上涨： 基于 Probit 模型的实证检验	112

第四章 流动性过剩（短缺）模型构建和实证检验

——基于货币供求总量模型	121
4.1 中国“热钱流动”的估算和预测	123
4.2 货币总供给	159
4.3 货币总需求	166
4.4 “流动性过剩”——货币供求关系的失衡	172

第五章 流动性变动的内生机制——SFCA 宏观经济分部门

模型构建	207
5.1 SFCA 建模的一般方法	208
5.2 SFCA 模型的会计账户	210
5.3 SFCA 模型的行为方程	214

第六章 流动性变动的内生机制——SFCA 宏观经济分部门

模型分析	224
6.1 美国宏观经济六部门 SFCA 模型构建	225
6.2 模型初步分析：流动性变动的内生机制	226
6.3 模型静态分析	229

6.4	模型动态模拟	231
6.5	主要结论	237
6.6	政策意义	242
	附录	244
第七章	我国未来宏观经济图景：流动性过剩与潜在增速下滑	248
7.1	关于我国经济增长预测的现有研究	248
7.2	高增长经济体增速放缓的国际经验	252
7.3	典型国家经济增速变动原因的案例分析	257
7.4	未来我国经济增长出现明显减速的可能性分析	269
7.5	基于实证计量的分析结论	273
第八章	流动性过剩背景下我国开发性金融的发展研究	278
8.1	财务现状	279
8.2	与海外债券银行的比较分析	284
8.3	国家开发银行金融债现状	295
8.4	流动性过剩条件下的资金筹集模式	302
8.5	债券筹资模式的主要优势	307
8.6	债信问题的影响	320
8.7	未来开行债供需分析	328
8.8	资金筹集困境和解决	331
	参考文献	336

第一章 导论

1.1 研究背景

近年来，从新千年伊始的“流动性充裕及过剩”到 2007 年底美国次贷危机全面爆发以后出现的“流动性紧张及短缺”，“流动性过剩（短缺）”似乎成为描述全球宏观货币经济运行特征的一个新兴词语，“流动性过剩及其逆转”被广泛认为是导致各类商品和资产价格膨胀和破灭（Boom and Bust）的主要因素。无论是世界经济还是中国经济，流动性变动已经成为影响经济运行的重要因素，其通过种种传导机制，影响实物商品和金融资产的定价机制，打破传统的实体经济和虚拟经济之间的均衡关系，使通货膨胀和资产价格的走势变得扑朔迷离。

流动性状况（过剩或短缺）及其变动对通货膨胀和资产价格的影响程度、作用机制、传导途径是什么？流动性过剩（短缺）是源于货币总供给与总需求函数的不稳定而导致央行货币调控失误，还是源于外部经济的流动性过剩（短缺）输入，或是源于宏观经济部门内部自发调整资产负债表结构而产生的流动性内生机制？在流动性由过剩变为短缺的过程中，资产价格变动和通胀（预期）扮演了什么角色？针对不同的流动性产生机制，货币政策和财政政策是否有效？在当前国际经济形势错综复杂，实体经济逐渐进入衰退的国际大环境下，这不仅是一系列理论问题，更是一系列现实问题。

1.1.1 选题背景

2005 年至 2007 年初，就在“流动性过剩”成为描述中国宏观经济运行特征的一个时髦词语的时候，美国次贷危机引发的全球金融市场恐慌愈演愈烈，大宗商品、股票、金融衍生品和房地产价格大幅波动；随着金融

市场的恐慌和实体经济陷入衰退，全球大部分经济体的流动性都在由过剩向短缺急剧逆转，而资产价格由前几年的快速膨胀变为剧烈波动直至大幅下跌，正是这场流动性逆转的突出表现。

流动性管理（特别是应对流动性过剩），在 2008 年以前一直是我国中央银行货币政策面临的一个重要课题。美日欧等长期实行宽松的货币政策、主要经济体保持强劲的经济增长、我国持续的国际收支失衡和国内经济结构不合理等因素共同造成起始于 2001 年持续至 2006 年底的全球范围内流动性过剩。这场“流动性盛宴”直接导致了资产价格快速上涨和通胀目标失控，而资产价格重估（尤其以股票、商品期货为代表的金融资产价格）又通过财富效应、预期改变反过来增强了流动性过剩的趋势。

2007 年开始，我国政策当局逐渐认识到金融体系流动性过剩的危害，加强了流动性管理，执行从紧的货币政策，严格控制通货膨胀，防止金融资产价格泡沫化；然而，就在流动性过剩局面初步得到控制，但总体来讲还处在货币政策效果尚未完全释放的滞后期内，2007 年底开始国际金融市场风云突变，美国次贷危机造成金融市场层面的流动性短缺。由于很难预计这次局部市场危机对美国乃至世界经济基本面会产生多大程度的影响，恐慌情绪迅速波及主要金融市场，同时大宗商品的期货和现货、房地产、金融衍生品等价格也出现了大幅下挫和剧烈波动。

纷繁复杂且诡谲易变的种种乱象急需理论研究方面的解释，但是我们面临的问题是如此之多：中国之前出现流动性过剩的根源是什么，是源于现有汇率形成机制下国际收支失衡（特别是大量热钱流入）造成国内基础货币被迫过度投放这种“外部流动性输入机制”吗？如果深入到宏观经济部门内进行考察，将流动性状况变动归结为微观经济部门的资产负债表结构调整行为变动的一种宏观反应，那么影响资产（负债）比例调整行为的因素是什么？流动性过剩（短缺）对通货膨胀和资产价格的影响路径和作用机制是什么？真的存在大多数人认为的理所当然的简单逻辑：“流动性过剩”导致资产价格膨胀和通货膨胀吗？

这些都是目前我国宏观经济政策决策中亟待回答的问题，本书期望能围绕上述问题为相关政策的提出提供科学的定量分析依据，因此具有十分

重要的现实意义。

1.1.2 研究意义

如何正确界定“流动性”、“流动性过剩（短缺）”，合理探寻其在发达国家和发展中国家不同的产生根源，系统研究流动性状况及其变动与通货膨胀和资产价格之间的作用途径和影响机制，这些都需要在中国经济乃至世界经济层面进行理论和实证研究。此外，在宏观经济政策研究方面，建立并运用模型模拟控制通货膨胀和预防资产价格泡沫而出台的不同货币政策工具的效果，以及抵御经济衰退而出台的刺激性财政政策对流动性状况的影响效果，这些都为面对日益动荡起伏的国际金融环境的政策制定者科学地调整决策提供了令人信服的数量依据。在这些方面本研究无疑具有重大的理论和现实意义。

在理论研究方面，流动性过剩对通货膨胀和资产价格的影响，是一个包括参与主体、传导机制、作用途径、影响过程在内的复杂的动态系统，是一个包含指标选择、模型建立、参数估计、方案设计和模拟分析等多方面的系统工程。本书采用近年来国际上兴起的流量—存量一致分析方法（SFCA），尝试建立一个宏观经济分部门流量—存量动态调整的一般均衡模型，考察经济部门资产（负债）调整行为所体现的“流动性部门内生机制”，并寻找产生这种行为的深层次原因，这为研究流动性过剩（短缺）提供了一个崭新的微观视角。目前，流量—存量一致分析方法（SFCA）在这一领域的实证研究，国内基本上还没有，国际上的研究也不是很多，本书将在这方面做出一些创新尝试。

1.2 概念界定

流动性过剩（Excess Liquidity）和流动性短缺（Liquidity Shortage）开始多为金融市场参与者和货币政策当局对特定范畴（大至世界经济、本国宏观经济，小至某一特定金融市场）的货币资金供求关系的描述性叫法，起初是被排斥于经济学研究术语之外的。但是随着最近五年以来这一词语的使用越来越频繁，其也逐渐进入主流经济学的研究视野。

但是,目前理论界和监管当局对于“流动性过剩”或“流动性短缺”的概念界定和统计度量尚未达成共识,纵观这一领域的研究文献,流动性过剩(短缺)的界定大多与其所研究的具体问题紧密结合。

Thorsten 和 Dieter (2005) 从欧洲中央银行(ECB)货币政策实践的角度,对流动性过剩及其度量的一些方法进行了全面的介绍,其中主要的四种测度流动性过剩的方法为:价格缺口法(Price Gap)、真实货币缺口法(Real Money Gap)、名义货币缺口法(Nominal Money Gap)和货币过剩法(Money Overhang),其理论依据实质上是基于货币当局能够准确预测得到稳定的货币需求函数,通过设定货币供给进而得到宏观经济货币总供求的均衡水平,并在此基础上将流动性过剩定义为各种货币总量指标偏离这个均衡水平的程度。这些测度方法中,真实货币缺口(Real Money Gap)是欧洲中央银行(ECB)具体实践中使用的最重要的测度方法。

Joachim Fels (2005) 将“过剩流动性”(Excess Liquidity)直接定义为货币供应量 M2 和名义 GDP 的比率,即理论经济学研究中的“马歇尔 K 值”,实际上也就是货币流通速度 V 的倒数;Ganley (2006) 在研究流动性过剩时,在货币总量指标中加入了存款准备金及银行的证券资产类投资,并参考超额准备金和存贷差等指标,其实质仍是对“马歇尔 K 值”作为流动性过剩指标的修正和细化;Gouteron 和 Daniel (2005),Borio、Kennedy 和 Prowse (1994) 及 Borio 和 Lowe (2002) 的流动性过剩度量在涵盖传统和常用的高流动性货币资产之外,还考察了 M2 与 GDP 比率及其偏离趋势值的程度。

国内研究者对中国流动性过剩的概念界定较为混乱,这大致与各项研究所针对的具体问题不同有关。^① 其中,具有代表性的是夏斌和陈道富(2007),他们对于中国流动性过剩的状况进行了系统研究,包括流动性过剩在中央银行和商业银行体系内部、整个金融体系和非金融机构以及整体

① 对于流动性过剩的定义、范畴、根源、影响及对策的定性研究较多,如曾康霖(2007)、巴曙松(2007)、李晓西和晋予(2007)、卜永祥(2007)、余永定(2007)、黄海洲(2007)、朱民(2007)、李扬(2007)、王建(2007)、刘锡良(2007)、张雪春(2007)、钱小安(2007)和黄晓龙(2007)等,但对于流动性过剩的系统一致的定量研究还非常缺乏。

经济三个层次上的度量。此外，笔者认为，从流动性可测量、可统计的角度看，实际的流动性统计有三个层次：一是将流动性界定在银行体系内的超额存款准备金，二是与实体经济增长密切相关的货币供应量（M2），三是经济社会中一切在一定条件下具有变现能力和支付能力的金融资产。

本书对于流动性过剩（短缺）的界定，综合了现有文献的研究成果并做以下发展：第3章首先从一国货币总量出发，使用“马歇尔K值”作为宏观经济流动性指标，在此基础上构建“（持续）流动性过剩（短缺）”指标，对10个主要经济体（包括发达国家和新兴市场国家）近10年来的流动性状况进行度量，初步给出能够描述各国流动性变动趋势的经验指标，为进一步考察世界范围内各国出现的流动性变动（过剩或短缺）与通货膨胀、资产价格涨跌之间的关系提供实证研究基础。第4章进一步针对中国宏观经济运行特征，研究货币总供给和总需求的内生性问题，将流动性过剩（短缺）认为是货币供求关系的失衡。在构建货币总需求、总供给函数的过程中，重视近年来中国经济运行中出现的显著特征（如包括热钱大幅流入在内的国际收支持续顺差、实体与虚拟经济结构失衡等）对货币供求函数双方所产生的影响，并明确通胀（预期）和资产价格在其中扮演的角色。随后，针对第3~4章基于“马歇尔K值”和宏观总体货币供求失衡得到的流动性状况（过剩或短缺）常常和现实不符的情况，第5~6章将深入到宏观经济分部门内部进行考察，将“流动性变动（过剩或短缺）内生机制”归结为微观经济部门资产（负债）比例动态调整行为在宏观方面的一种表现，并寻找产生这种行为的原因，为流动性过剩（短缺）的研究提供了一个崭新的研究视角。第7~8章作为本研究的延伸，针对后危机时代我国金融体系、银行业（尤其是政策性银行）的发展和完善做出探索性研究。

1.3 相关文献回顾

近年来，流动性过剩、流动性变动对通货膨胀和资产价格的影响，这样的相关问题成为国内外学术界和实务界的关注焦点，涌现出了大量的理论研究文献，以下对本研究主题相关领域的重要文献进行详细梳理。

1.3.1 流动性过剩（短缺）的内涵、度量、根源和影响

目前，国内外对于流动性问题的研究大多集中在流动性过剩（短缺）产生的根源和特点、对整体经济的影响、解决流动性过剩（短缺）的方法等定性研究的层面；2007 年底随着美国次贷危机影响越来越大，出现了一些讨论流动性由过剩向短缺逆转的文献和评论。

流动性内涵和度量方面，正如前文所述，目前仍缺乏进行清晰一致界定的文献。相比较，2008 年之前针对流动性过剩的根源这一问题的讨论是最为激烈的，国际货币基金组织、世界银行、欧洲中央银行以及一些重要国际学术机构的研究，包括 Annick（2007）、Joachim（2005）、Gauti 和 Jonathan（2005）、Rasmus 和 Stracca（2006）及 Saxegaard（2006）等。研究者普遍认为，一个国家和地区的流动性过剩通常有四个来源：外汇储备的积累、商业银行和金融市场创新、政府财政赤字的货币融资和拯救银行危机。

针对我国 2008 年之前流动性过剩的特点，许多国内学者也提出了自己的看法，如巴曙松（2007）、左小蕾（2007）、夏斌和陈道富（2007）、管涛等（2007）等，观点主要围绕全球性流动性过剩（及其引起的顺差增加、直接投资、国际游资为主要途径的国际输入输出）、经济一体化与全球化、人民币低估引致的套利热钱（汇率低估、资产价格偏低、预期因素等）、外汇管理体制导致的基础货币投放增加、高储蓄率和出口导向模式为特征的经济结构不合理等。

许多学者，如高善文（2007）、左小蕾（2007）等认为国际收支大幅顺差导致央行被动投放了基础货币是造成 2006 ~ 2007 年中国流动性过剩的主要原因。夏斌、陈道富（2007）认为，2005 ~ 2007 年三年间中国基础货币的快速增长基本得到控制，国际收支的不平衡并没有直接导致基础货币的过量投放，而当前 M2 快速增长的推动因素主要来自货币乘数，货币乘数的持续增长表明近几年商业银行的存款货币创造能力在扩大。他们进一步分析发现，导致近几年商业银行货币创造能力扩大的直接相关因素是商业银行超额准备金率的下降，其原因主要有四点：一是商业银行两次不良资产的剥离，银行保持较少的流动性仍能维持正常经营；二是金融市场的

深化、央行票据的大量发行，商业银行积累了大量变现能力强的非信贷资产（包括债券资产），又进一步提高了其资产的流动性；三是这些年央行大额支付体系开始运转，各银行内部的资金清算效率明显提高，为满足清算需求需保持的最低流动性规模明显下降；四是商业银行股份制改革和上市后，对赢利性要求增强，资产运用效率大幅提高，自然对所持超额存款准备金比例的要求在逐渐下降。以上因素共同促使商业银行降低了超额存款准备金比率，提高了货币乘数。如果其他条件不变，货币乘数的提高，必然推动货币供应的增多。

管涛（2007）认为 2004 ~ 2007 年尽管外贸巨额顺差，外汇储备激增，但经过央行努力进行地政策操作，基础货币的增长势头得到了有力控制，基础货币增长率出现了逐年下降，因此并没有出现人们常说的，因国际收支失衡推动基础货币的快速增长而造成流动性过剩的局面。而是由于微观金融改革的深化，金融市场结构的广度与深度的改善，加上经济正处于上升周期、经济运行良好的因素，出现了货币乘数的逐年提高和货币流通速度的下降趋缓，货币创造与信用扩张能力得到了史无前例的释放。因此不能认为目前国际收支失衡导致的流动性过剩是必然的，而应从政策传导效果上寻找原因。

夏斌（2007）从货币内生性的角度对流动性过剩现象进行了分析，认为流动性的创造，源于金融微观效率提高、各企业主体信用创造和宏观金融市场结构深化等因素。在这些货币内生性的外部环境没有扭曲的情况下，实体经济因内在需要而产生流动性变化。

国务院发展研究中心宏观经济研究课题组（2007）将我国 2007 年之前出现的流动性过剩现象归结为以下几点：全球流动性过剩是我国出现流动性迅速增加的重要外部因素，汇率低估、资产价格偏低及预期因素等提供的明显套利机会是国外流动性进入我国的关键因素；高储蓄率、出口导向模式是流动性过剩的基础和根本原因；国有银行改革、金融创新以及区域金融发展不平衡等也在一定程度上放大了流动性过剩的程度。

实证研究方面，伍超明（2004）、伍志文（2002）、刘明志（2001）、王曦（2001）、谢平和张怀清（2007）、李治国（2007）的实证研究发现，伴随着中国流动性过剩，同时还存在货币流动速度异常下降的现象，关于

这一问题，麦金农（1993）称为“中国之谜”，即货币供给增长长期偏离经济增长与通货膨胀，导致货币流通速度持续下降的现象。而中国关于流动性过剩问题的研究，从另一个角度来说，可以看成是如何分析和预测货币流通速度的决定机制，这一重要问题以及由此引申出的系列难题甚至可被称为新的“中国之谜”。

其中，李治国（2007）对美国、日本、巴西、俄罗斯、印度、韩国、泰国和马来西亚等国家进行跨国比较，通过货币流通速度探讨了全球流动性过剩的变化趋势及其原因，对货币流通速度模型进行实证研究，发现了中国流动性过剩所具有的特殊性，并根据中国经济转型中的结构性和开放性特征解析了导致中国流动性过剩和货币流通速度异常下降的影响因素。他认为应该设法降低货币需求的收入弹性，加快优化产业结构调整和经济开放进程，才能从根本上解决货币流通速度下降和流动性过剩的问题。

在解释货币流通速度异常下降方面，伍超明（2004）结合货币循环流动模型提出货币流通速度的两分法，其对中国虚拟经济与实体经济关系进行量化分析后发现，两者协调性较差的原因在于进出虚拟经济的资金出现大幅波动，而这有可能直接造成了流动性管理难度增大的局面。

流动性过剩及其逆转所产生的综合影响方面的研究大多是针对其对货币政策实施和整体金融体系运作效率的影响，如 Ruffer 和 Stracca（2006）通过建立 VAR 模型分析了冲击转换对全球流动性过剩的影响以及主要经济体之间的跨国流动性溢出效应。Saxegaard（2006）研究了撒哈拉沙漠地区的流动性过剩模式及其对货币政策效果的影响，发现商业银行持有超过预防动机需求的超额准备金是导致该地区出现流动性过剩的主要原因，其实证结果显示流动性过剩削弱了货币政策传导机制进而导致货币当局的调控能力下降。

夏斌和陈道富（2007）认为，从货币经济的角度来看，流动性过剩对国民经济的影响主要有三个作用途径：一是中央银行通过自身资产负债表的调整，投放或回笼基础货币，从而影响银行体系内的流动性。在数据上可用基础货币的增长率和商业银行超额存款准备金率的变化来反映。二是商业银行通过自身的资产负债表的运作，在央行创造的基础货币的基础上创造存款货币。具体可用货币乘数来反映商业银行创造存款货币的实际效

率。三是非银行金融机构、非金融企业与自然人在央行、商业银行创造的货币基础上，创造商业信用和其他金融资产并以此为媒介支持实体经济的运行，其创造能力用货币流通速度来反映较为近似。

孙立坚（2007）认为中国的流动性过剩现象与欧美国家所面临的流动性过剩存在本质上的差异，中国的流动性过剩是在中国经济基本面不断改善、经济高速增长的环境下发生的，而欧美国家的流动性过剩是在实体经济出现低迷、资本投资回报率不断下降的环境下产生的，所以他建议以“流动性繁荣”来代替“流动性过剩”这一商品要素市场萎缩的环境下产生的流动性过剩现象，借以区别两种截然不同的货币经济现象对经济的影响效果。

陆磊（2007）指出中国银行体系的流动性过剩成为影响货币政策的重要冲击因素，流动性过剩导致了低利率和信贷投放高涨，价格指数间的传递关系被屏蔽，货币调控很难找到领先指标，造成中国经济面临通货膨胀的压力，此外流动性过剩和人民币升值预期共同导致的股票和房地产泡沫已经提高了银行体系的流动性和信用风险。

就在学术界对流动性过剩的研究兴趣达到高峰的时候，2007 年底开始，随着美国次贷危机影响的逐渐显现，局部金融市场上出现了流动性短缺现象，美国、欧洲和日本等的中央银行分别多次向其金融市场注入大量流动性，这也引起了学术界关于流动性是否从过剩向短缺开始逆转的争论。

其中，中国社会科学院发布的 2008 年《世界经济黄皮书》指出，流动性过剩在 2007 年以前已经造成全球范围内的资产价格泡沫，并有可能继续引发未来的全面通货膨胀。如果次贷危机引起流动性过剩发生逆转，将会给世界经济和全球金融体系造成严重负面冲击。该报告利用狭义货币、广义货币、国内信贷与 GDP 的比率来衡量流动性过剩程度，发现在美国、日本等发达国家，以及中国内地、中国台湾、中国香港、韩国等东亚新兴市场经济体，均存在一定程度的流动性过剩。发达国家流动性过剩的根源是实施了以低利率为特征的宽松货币政策，而新兴市场经济体流动性过剩的根源是外汇储备增加导致基础货币发行量增加。从流动性过剩的风险来看，首先，流动性过剩与资产价格泡沫存在显著的相关性；其次，在全球

流动性过剩的大背景下，对潜在的通货膨胀压力需保持警惕；最后，流动性过剩逆转将有可能引发资产价格泡沫破灭甚至严重的金融危机。

但是，也有一部分学者不认为流动性过剩出现了根本性逆转，就人民币升值预期持续存在、中美利差出现倒挂、国际收支失衡、国内经济结构不合理等方面，他们指出至少在中国金融体系内，流动性过剩的局面不可能发生根本性逆转。

但综合现有研究成果来看，我们发现似乎学界对于流动性过剩（或是短缺）的研究总是滞后于市场上真实发生的宏观货币资金供求关系的变化，那么我们是否在流动性、流动性过剩（短缺）的界定上存在不足和缺陷？这一问题值得本书在研究过程中加以重视。

1.3.2 流动性过剩（短缺）对通货膨胀和资产价格的影响

2005 年开始至 2008 年上半年，流动性过剩引起了全面的通货膨胀压力，以及大宗商品和各类金融资产价格剧烈波动，这已经引起理论和实务界各方的关注。刘春航和张新（2007）认为，从学术角度讨论流动性过剩对商品和资产价格的影响需要研究三个问题：一是从理论上理清流动性过剩的概念，建立起有关流动性过剩的研究框架；二是明确流动性变化的触发因素，并对其进行度量；三是从实证上对流动性变化与商品和资产价格走势和波动的关系进行验证。

大部分经济学家的共识是，就长期来讲，通货膨胀自始至终是货币现象，即货币量的变化是导致物价波动的最直接的原因，但短期流动性增长和通货膨胀率之间不可能同步等幅的变动。Roffia 和 Zaghini（2007）对 15 个工业化国家 30 年来货币供应增长率对通货膨胀率的短期影响进行了分析，研究发现，在货币供应大幅增长时如果伴随着股票和房地产价格大幅上涨以及信贷资金宽松，则 3 年之后爆发通货膨胀的概率会大大增加，反之，如果货币供应增长并没有带来资产价格持续显著上涨，那么通货膨胀压力就很小，央行不需要实行紧缩货币政策。Bordo 和 Jeanne（2002）、Borio 和 Lowe（2002）、Detken 和 Smets（2004）、Bachmeier 和 Swanson（2005）等也做了类似的研究。

随着经济金融的迅猛发展，股票市场、外汇市场、衍生产品市场、房

地产等资产市场的投机活动变得更加频繁，资产价格泡沫膨胀和破灭问题在近年来日益凸显，正如 Bernanke 和 Gertler（1999）等认为的那样：物价稳定而资产市场波动频繁是近二十年来全球许多国家宏观经济的一个重要特征。而作为稳定经济的重要手段，货币政策是否应在资产价格冲击中有所作为以及应该如何作为，这样的问题急需得到理论界的明确解答。

回顾 2001 年开始至 2008 年底各类资产价格快速膨胀和破灭的周期，发现这一轮资产价格膨胀首先反映在大宗商品市场上，对 2001 ~ 2006 年全球出现的“商品超级大牛市”的研究，吸引了国内外大批学者。世界经济持续走好、全球流动性过剩、资源的稀缺、美元贬值趋势以及投资基金的介入等，被认为是这轮商品牛市的肇因。而流动性过剩对商品定价的影响、投资者预期对于商品价格产生的“预期溢价”、商品市场的参与主体（如对冲基金、宏观对冲基金、CAT 技术基金等）对商品价格产生的影响，这些问题的定量研究则非常少见。

大宗商品的一般商品属性决定了其主要取决于宏观经济基本面因素，大宗商品价格波动主要源于世界经济宏观基本面所反映的供求关系的变动状况。以“金砖四国”（BRIC）为代表的新兴市场经济的迅速发展，日本经济的复苏，美国和欧洲经济的稳定发展，全球对大宗商品的需求持续增加，成为推动大宗商品价格在 2007 年之前上涨的基本动力。其中，非常引人注目的是，近年来“中国因素”、“国际商品定价权”等概念频出，并在商品定价机制中扮演了重要的角色。

而大宗商品的金融产品属性，要求大宗商品的定价必然内在反映“一般价格”之外的“金融溢价”。流动性过剩的影响在这里看似直接明了，实则繁杂隐蔽。从传统经济学理论上讲，流动性过剩只有通过两个途径被消化，即通货膨胀或资产价格上涨，而这两者都会对大宗商品价格产生明显的推动作用。或许，全球流动性过剩在大宗商品定价的机制中，扮演了比实体经济方面更为重要的角色，其对商品价格上涨推动作用表现得更为突出。

实证研究方面，Jeffrey（2006）以美国共同基金商品头寸的变动情况为例，分析了流动性过剩对商品价格的影响。因为美国商品交易所要求有关的共同基金定期报告其持有的商品投资头寸，共同基金在商品上的持