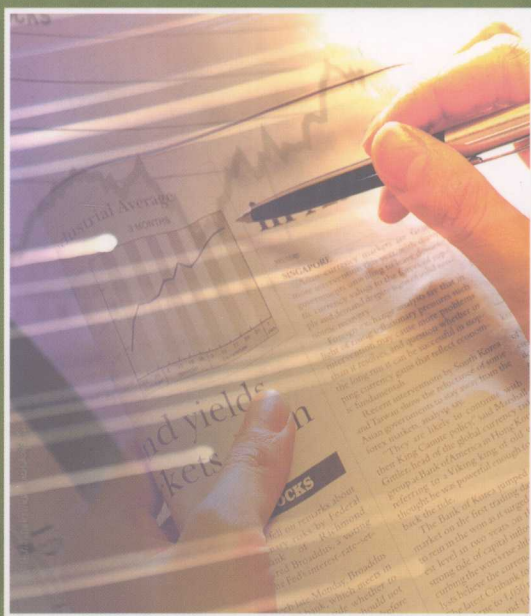


中国金融前沿 问题研究 (2008)

主 编 张 静
副主编 马天禄 陈炳才



 中国金融出版社

中国金融前沿问题研究

(2008)

主 编 张 静
副主编 马天禄 陈炳才
编 委 刘伟林 吴光明
阮红新 吴 莹



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿 王晓莉

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融前沿问题研究. 2008 (Zhongguo Jinrong Qianyan Wenti Yanjiu. 2008) / 张静主编. —北京：中国金融出版社，2009. 2
ISBN 978 - 7 - 5049 - 4883 - 0

I. 中… II. 张… III. 金融—研究—中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 187975 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832,

读者服务部 (010)66070833,

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 30.25

字数 578 千

版次 2009 年 2 月第 1 版

印次 2009 年 2 月第 1 次印刷

印数 1—4000

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4883 - 0/F. 4443

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

前言

2007 年以来,国内外宏观经济金融形势复杂多变,需要深入研究的问题层出不穷,对人民银行的研究工作也提出了新挑战。如何科学有效地进行宏观调控,保持经济整体平稳持续发展成为迫切需要研究的问题。人民银行作为货币政策的制定与执行机构,要在纷繁的经济现象中把握货币政策的方向,对经济金融热点问题进行系统研究就显得尤为重要。

同时,人民银行的特色研究工作也在进一步推进中。武汉分行结合自身实际,确立了“货币政策有效性问题”与“农村金融瓶颈问题”两个特色研究方向,并制定了特色研究招投标制度、特色研究学科带头人制度等相关制度,使特色研究与重点课题研究工作相互结合,相互促进,共同规范发展。本书收录的 38 篇文章,就是从 2007 年度特色研究与重点课题研究中精选出来的高质量的研究成果。

这批研究成果站在经济金融运行问题的前沿,把握理论与实践的脉动,具有较强的参考价值。总体来说,这批研究成果具有三个特点。第一,立足热点问题。无论是流动性过剩问题,还是国际收支失衡问题,抑或人民币升值、资产价格波动、村镇银行设立等问题,都是当前金融运行和金融服务领域讨论较多的热点、难点问题。研究和探讨这些问题,有利于我们在纷繁的经济金融形势中理清思路,同时也为政策制定和理论研究奠定基础。第二,突出研究特色。围绕 2007 年武汉分行确立的货币政策有效性问题及“农村金融瓶颈问题”这两个研究方向,在流动性过剩条件下货币政策工具创新与选择、农村信贷政策与财政政策协调、农村信贷政策调整等方面作了大量的探讨,不仅使特色研究方向与当前经济金融运行背景相结合,同时也注重了资料的收集与积累,为进一步开展特色研究工作打下了坚实的基础。第三,兼顾前瞻与实用。通过国际经验及历史经验借鉴、数据实证等多种论证方式,展望未来的发展方向,同时也结合实际发展情况提出具有实用性的政策建议,不仅具有理论价值,而且具有较强的实践指导意义。

这批研究成果集中展现了赣、鄂、湘三省人民银行和高等院校的研究水准,多角度、宽领域、深层次地剖析了在当前背景下金融运行和金融制度中存在的矛盾与问题,其中既有国际经验的借鉴,也有历史经验的总结;既有学术理论上的争论,也有实践工作中的探索。主要涵盖了以下几个方面的内容:

第一,流动性过剩条件下的货币政策与宏观调控。2007 年中国宏观调控面临的最大问题是流动性过剩。在流动性过剩条件下,我国的金融市场正在发

生急剧而深刻的变化,传统的政策工具和调控手段似乎不再像过去那么有效。对此,必须用新的眼光、新的思维去看待和思考当前的流动性过剩及其引发的相关问题,采取相应措施迎接市场新格局下流动性过剩带来的种种挑战。如何调整、创新货币政策,使其在流动性过剩条件下更好地发挥促进经济金融平稳发展的作用是亟待研究的问题。围绕这一主题,研究成果从货币政策选择、政策工具创新、货币政策有效性等方面进行了深入探讨。

第二,农村金融瓶颈问题。农村金融问题一直是武汉分行积极关注和研究的问题,如何解除瓶颈、进一步加强农村金融市场的信贷供给也是人民银行一直在探讨的问题。研究成果通过借鉴国际理论与经验,研究了农村信贷发展模式选择、农业贷款的风险补偿机制建立、信贷政策与财政政策协调等问题。

第三,区域金融问题。区域金融相关监测体系的建立也是多年来金融学界关注的问题之一。研究成果从区域金融生态监测体系、金融稳定监测评估模型的建立等多个角度开展了研究。

第四,金融服务问题。分别围绕中央银行会计信息披露、风险管理、信息安全、征信体系应用、行政建议检查权以及能力本位培训模式等各项问题展开了多视角的研究,为人民银行的实践工作提供了很好的参考信息与工作建议。

加强调查研究工作,正确认识宏观经济金融形势和金融运行中存在的问题,是人民银行基层行的重要职责,也是创造性开展工作的关键,更是人民银行基层行事业可持续发展的基础。目前,武汉分行正在深入推进“调研兴行”工作,这批研究成果的结集出版,将给“调研兴行”工作加上浓墨重彩的一笔,对于进一步推动武汉分行辖区金融研究水平的提高将大有裨益。

编者

2008年6月

目 录

第一篇 流动性过剩条件下的货币政策与宏观调控研究

流动性过剩条件下的货币政策选择	3
资产价格波动与宏观调控相关问题研究	32
基于 VAR 的中国货币形势指数实证分析	48
流动性过剩与货币政策调控研究	60
企业流动性与货币政策调控问题研究	70
流动性过剩背景下我国的货币政策	81
不同经济流动性区制下的货币政策工具效用研究	
——基于马尔可夫区制转移 (MS) 模型的实证分析	91
流动性过剩与货币政策工具创新问题研究	103
中央银行沟通与货币政策有效性研究报告	126
国际收支不平衡的顺差问题及政策研究	135
中国的最优经常账户差额	
——对经常账户失衡程度的估计	148
国际收支失衡条件下货币政策有效性问题研究	161
以 SHIBOR 为基准推进存贷款利率市场化的可行性及路径研究	171
人民币升值对我国产业结构调整的影响	186

第二篇 农村金融瓶颈问题研究

村镇银行的市场定位问题探讨	201
湖北省财政支农与信贷支农协调问题研究	209
农业贷款风险补偿机制建立的国际比较与借鉴	219
基于不同假说的农户信贷需求差异性研究	234

农村市场信贷政策与财政政策协调问题研究	244
农村有效信贷需求的差异性研究	252
公平与效率:农村市场财政政策与货币政策协同效应的实证研究	265
大额农贷的市场基础与发展模式研究	275
小额农贷制度安排与可持续性发展问题研究	287
农民金融资产持续监测与评估分析	296
国际小额信贷的实践经验及中国小额信贷的发展路径	308
小额信贷的可持续发展研究	333
可持续发展视角下中国小额信贷发展路径研究	341
关于加快湖北省农村金融发展的调查报告	354

第三篇 区域金融研究

关于建立区域金融生态监测体系的研究	365
武汉地区应收账款担保信贷问题调查与思考	380
欠发达地区区域金融稳定监测评估模型研究	389

第四篇 金融服务问题研究

中小信用担保机构的困境与出路	
——信用担保机制重构研究	403
人民银行会计信息披露问题研究	411
基于内部控制框架的我国中央银行风险管理研究	419
人民银行信息安全风险评估若干问题研究	428
人民银行企业征信系统应用研究	442
行政建议检查权法律问题研究	
——以《中国人民银行法》第三十三条为例的调查研究	453
构建中央银行分支机构能力本位培训模式研究	462
后记	477

第 一 篇

流动性过剩
条件下的货币政策与
宏观调控研究

流动性过剩条件下的货币政策选择

中国人民银行武汉分行课题组

流动性过剩是近年来我国宏观经济运行中出现的一个新问题。从世界范围看,各国对于如何防范和调控通货膨胀,调节经济增长速度,解决就业等都有比较成熟的理论和成功的经验,但是,对于如何应对流动性过剩及其带来的各种问题,诸如资产价格膨胀乃至资产泡沫,还缺乏成熟的理论指导和成功经验。尤其是在国际收支顺差背景下,如何应对流动性过剩所带来的经济和金融问题,现有经济金融理论尚没有令人满意的解释框架,世界各国也鲜有成功的案例和模式可供参考。货币政策如何应对国际收支顺差下的流动性过剩及其问题,也是当前金融工作中值得十分重视的课题。

一、流动性过剩的成因

全球处于流动性过剩状态,资本市场也普遍繁荣,其中关键因素是作为国际本位货币的美元过剩,以及由此带来的本币过剩。由于微观金融基础的改革与深化,金融市场的广度与深度得以进一步拓宽,加上经济运行正处于上升周期,货币创造与信用扩张能力得到了前所未有的释放。对于流动性过剩的成因,学术界的分歧非常大。^①我们认为,流动性过剩具有深刻的经济金融背景,不是由个别因素所导致的,而是美元本位下国内外多重因素共同作用的结果。

(一) 国际因素

1. 美元供给和对美元的需求扩张是导致全球流动性过剩的首要原因,也是导致本币流动性过剩的外部原因。

1971年8月15日美元与黄金兑换脱钩以后,美元逐渐成为世界货币,美国通过发行纸币获得了巨大利益。国际货币体系实质上是美元占据支配地位的金融体系。美元既是流动性最强的国际储备货币,又是全球绝大多数大宗商品交易的计价货币。2000年,世界贸易规模为13 750亿美元,2005年扩大到211 460亿美元。据联合国贸易开发会议统计,2006年全世界海外直接投资总

^① 参见分报告之一《对我国当前流动性过剩问题的文献综述》。

额比上一年度增长 34%。随着世界贸易规模、各种投资规模的持续扩张,国际社会对美元的需求也急剧膨胀。

在美元需求膨胀和供给扩张的同时,产生了本币过剩。从货币的运行规律看,美元过剩只是第一个环节,但(准)官方机构持有大规模美元则需要兑换成为本币,因此而导致本币投放乃至产生流动性过剩。亚洲金融危机以后,很多国家尤其是东亚国家认识到充足的外汇储备对避免汇率危机和短期资本冲击的重要性,因此把增加外汇储备作为增强国家实力、防范金融危机的重要措施。2001—2006 年,世界各国政府积累的外汇储备从 2.02 万亿美元增加到 5 万亿美元,远远超过 1996—2001 年增加的 5 000 亿美元。美元资产构成全球很多国家外汇储备的主体。各国外汇储备的增加,成为本币流动性过剩的重要原因。

2. 储备货币国家的股票、债券和金融衍生产品市场迅速发展为全球市场和经济、金融活动提供了巨大资金,也成为流动性过剩的最重要供给渠道。

金融衍生产品尤其是脱离实体经济需求的金融市场空前繁荣,为全球的美元过剩提供了资金来源,市场规模迅速扩大。2005 年全球金融资产占 GDP 的比率达到 370% (1980 年为 109%), 其中美国为 405%、欧盟为 460%、日本为 501%、新兴市场经济体为 184%。新金融产品层出不穷。据英国独立战略研究机构统计,目前全球金融衍生产品约为 340 万亿美元,相当于 GDP 的 7 倍,美国占 41%、欧元区占 39%、日本占 14%, 而 1990 年全球金融衍生产品仅为 3.45 万亿美元。各种投资基金不断增加。据统计,全球对冲基金到 2007 年第一季度达到 9 575 家,管理的资产价值达 1.6 万亿美元,1990 年只有 610 家。另据统计,目前主权基金已经控制着 2.5 万亿美元的资产,摩根士丹利公司预测,未来 10 年内将扩大到 12 万亿美元,成为全球金融市场的主导力量。

3. 美国次贷危机爆发进一步增加了全球流动性,并将使流动性扩张和过剩的程度加剧。

自 2007 年 7 月美国次贷危机爆发以来,主要西方国家中央银行已经注入资金超过 1 万亿美元以增加银行体系的流动性。中央银行向商业银行注入流动性,会增加全球金融体系的资金供给,使本来就过剩的流动性进一步加剧。为防止次贷危机对美国经济的不良影响,美国 2007 年 9 月 18 日降息 50 个基点,后来又二次降低联邦基准利率到 4.25%, 从而导致 2007 年 11 月以来美元对世界主要货币贬值。受花旗银行在次贷危机中遭受巨大亏损以及股市暴跌等因素影响,2008 年 1 月 22 日美联储再次召开紧急会议,宣布把基准利率下调 75 个基点到 3.5%。而利率降低和美元贬值,事实上会导致世界资源类价格上涨和推动资产价格继续上升,这反过来会继续增加发达国家的资金过剩,从而推动其资金进一步输出。美国次贷危机在 2008 年远远没有结束,各国中央银行的注资也没有结束,美国等西方国家将继续采取降息措施来抑制经济衰退的风

险,由发达国家中央银行注资导致的全球流动性扩张和过剩过程将继续存在。

金融资产的急剧膨胀,为企业提供了充足的资金,并导致资金过剩。发达国家或成熟的市场经济体不断大量输出资本,导致全球美元流动性泛滥和过剩。

(二) 国内因素

1. 银行可贷资金膨胀。

表 1 国有银行上市筹集的资本金、资本充足率和总资产

	工商银行	中国银行	建设银行	交通银行
汇金公司注资	150 亿美元	225 亿美元	225 亿美元	30 亿元人民币
H 股筹集资金	130 亿美元	97.3 亿美元	92.5 亿美元	146.6 亿港元
A 股筹集资金	466 亿元人民币	200 亿元人民币	580 亿元人民币	252 亿元人民币
资本充足率	9.9%	10.4%	13.6%	11.2%
总资产	64 541 亿元人民币	47 428 亿元人民币	45 857 亿元人民币	14 234 亿元人民币

注:资本充足率和总资产均为 2005 年 12 月 31 日数据,数据来源于各银行年报。

2005 年以来,工商银行等国有商业银行上市,在国内 A 股市场筹集资金约 1 500 亿元人民币,在香港 H 股市场筹集资金 320 亿美元和 146.6 亿港元。考虑到国有商业银行上市前中央汇金公司已经注资 600 亿美元,在乘数效应作用下,这部分新增资本金至少可以推动数以万亿元人民币计的可贷资金,造成国有商业银行的可贷资金总量迅猛膨胀。在 2005 年以前,虽然银行体系集中了主要的社会储蓄,但受资本充足率限制,可贷资金并不充分,于是从 1998 年以来出现了持续的信贷萎缩现象。但通过不良资产剥离、上市融资、发债补充资本金等方式,商业银行的可贷资金规模在短期内膨胀,而存贷差的扩大、实体部门经济景气度提高则进一步诱发了商业银行的放贷冲动。2006 年度商业银行新增贷款额 3.18 万亿元,超出中央银行年度计划额 2.5 万亿元的 27%。2007 年人民币贷款增加 3.63 万亿元,按可比口径同比多增 4 482 亿元。

2. 电子支付技术改善。

电子货币的产生和电子支付技术的提高,大大加快了社会资金周转,提高了资金使用效率,成倍地创造货币流动性。2005 年 6 月,连接全国 6 万多个银行分支机构的中央银行大额支付系统推广运行后,实现了所有跨行资金清算的零在途,较原来通过联行汇划→同城交换的转汇途径节省一天在途资金。2006 年大额支付系统日均处理跨行支付业务 56 万笔,金额已达 1 万多亿元,清算资金的零在途等于可用资金的增加,也就意味着整个商业银行体系无形之中可多出相同数量的超额准备金,在乘数效应的作用下,据此可派生出近 5 万亿元的 M_2 存款。

3. 股票、不动产以及收藏品市场的发展及其价格上涨,带动了投机性货

币需求的快速扩张,成为流动性过剩的来源和动因。

2005年6月6日以来,A股市场全面启动了股权分置改革,股票资产的流动性得以提高,股市上涨的制度性障碍消除,当年末上证综指收盘达到1 161.06点,上涨16.3%;2006年以来,股票市场以更快的速度上涨。2007年底,上证综合指数和深证综合指数分别为5 261.46点和17 700.62点,比2005年初上涨了3.2倍和4.8倍。中国上市公司市值总额从2006年末的8.87万亿元,增至2007年底的32.7万亿元,增幅为268.6%,速度全球第一。其中,A股市值从8.75万亿元增长到32.44万亿元,增幅高达270.7%;B股市场市值从0.1266亿元增长到0.2658亿元,增幅为110%。按市值规模计算,2007年末我国股票市场成为继美国、日本、英国之后全球第四大市场。

住房制度改革和房地产金融为房地产市场的复苏与发展创造了前提条件,房地产价格也在各种因素的推动下走高。从2001年开始,全国房屋销售价格指数与土地交易价格指数开始同时上升,到2004年全国房屋销售价格指数上升到9.7,土地交易价格指数上升到10.1,分别比2001年上升7.5个和8.4个百分点。2004年之后由于房地产宏观调控启动,价格指数增速有所下降,但仍在高位运行。2000—2006年全国房屋销售价格累计上涨了39.8%。2007年房屋销售价格继续保持上涨势头,当年12月70个大中城市房屋销售价格同比涨幅为10.5%。

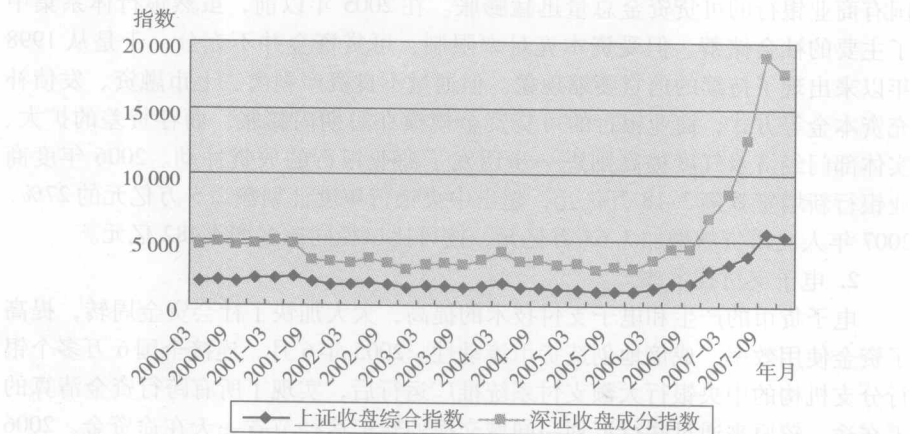


图1 2000—2007年我国股票市场价格指数变动情况

4. 历年以来积累的货币投放沉淀。

20世纪80年代以来,货币供给高速增长,为了促进经济增长,金融部门发放大量贷款,这些贷款相当大部分以不良贷款形式沉淀于经济体中(国家

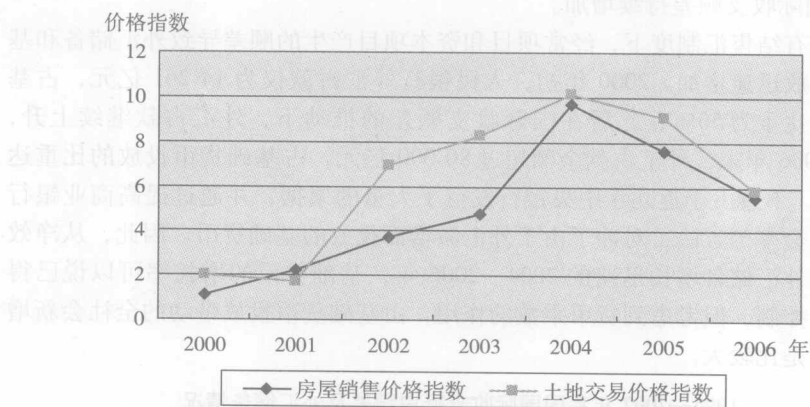


图2 2000—2006年我国房屋销售价格指数和土地交易价格指数变动情况

多次剥离的国有商业银行不良资产达到2.6万亿元), 货币供应增长超过实体经济增长的需要。目前, 全球经济的货币化比率 (M_2/GDP) 大体上为1.22, 而我国的这一比例高达1.65。我国货币化的比率不仅在世界上最高, 而且上升速度也最快。如美国在1990—2003年, 该比率仅略有上升, 1990年为0.64, 2003年为0.67, 比我国同期水平低108个百分点。同期经济水平与我国比较接近的印度该比率虽然也呈上升趋势, 但速度较慢, 从1990年的0.40上升到2003年的0.60, 比我国同期水平低115个百分点。2006年, 我国 M_2 余额超过当年名义GDP达到13.6万亿元。

表2 中国与其他国家货币化比率的比较 (M_2/GDP) 单位: %

国家 年份	中国	日本	印度	俄罗斯	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
1995	92.05	108.94	42.00	14.19	56.23	58.42	57.30	26.12
1996	100.79	108.8	41.96	15.77	56.32	59.74	59.61	26.15
1997	112.78	109.37	44.55	17.45	56.34	60.52	61.29	27.01
1998	126.00	114.72	45.95	20.80	57.95	61.50	62.70	29.28
1999	138.06	120.76	48.58	16.86	59.64	59.53	65.29	30.26
2000	143.63	122.44	52.28	17.54	60.53	59.73	65.47	27.94
2001	150.22	125.82	54.91	20.73	65.06	63.80	66.78	27.79
2002	163.12	131.35	58.67	23.07	68.25	64.92	69.13	29.17
2003	174.93	134.59	60.24	25.68	67.09	65.42	70.81	29.22
2004	150.14	136.41	61.56	27.64	64.56	67.07	74.01	24.63

5. 国际收支顺差持续增加。

在现有结售汇制度下,经常项目和资本项目产生的顺差导致外汇储备和基础货币投放迅速增加。2000年初,人民银行外汇占款仅为14 261亿元,占基础货币的比重为50%;此后在国际收支顺差的推动下,外汇占款继续上升,截止到2006年末,外汇占款余额超过80 000亿元,占基础货币投放的比重达到120%。不过由于近几年中央银行发行了大量的票据,并通过提高商业银行存款准备金率等方法,对冲了由于外汇激增而投放的基础货币。因此,从净效果看,在外汇储备增长迅速的2004—2006年,基础货币的增长率可以说已得到基本的控制,但考虑到货币乘数的作用,由基础货币投放带动的全社会新增货币量还是比较大。

表3 1994—2007年我国国际收支账户顺差及外汇储备情况

单位:亿美元

项目 年份	经常账户	资本账户	顺差合计	外汇储备增加	外汇储备
1994	76.6	326.4	403	304.2	516.2
1995	16.2	386.8	403	219.8	735.97
1996	72.4	399.7	472.1	314.5	1 050.5
1997	369.6	210.2	579.8	348.6	1 398.9
1998	314.7	-63.2	251.5	50.7	1 449.6
1999	156.7	76.4	233.1	97	1 546.8
2000	205.2	19.2	224.4	109	1 655.7
2001	174.1	347.8	521.9	465.9	2 121.7
2002	354.2	322.9	677.1	742.4	2 864.1
2003	458.8	527.3	986.1	1 170.2	4 032.5
2004	686.6	1 107.6	1 794.2	2 066	6 099.3
2005	1 608.2	629.6	2 237.8	2 089	8 188.7
2006	2 498.7	100.4	2 599.1	2 474.7	10 663.4
2007年9月	1 856.5	—	—	3 673	14 336

注:顺差合计与储备增加额不等是因为有误差与遗漏。

资料来源:中国外汇管理年报、国家外汇局网站。

二、流动性过剩对宏观调控的挑战

改革开放以来,我国银行体系资金状况经历了资金相对紧缺、资金相对过剩的初步显现、资金相对过剩的进一步发展三个时期^①。1998—2003年,银行体系资金过剩的趋势已经有所显现,但是这种现象存在的基础并不牢靠,主要原因是金融体系虽然从长期的“贷差”状态转变为“存差”,账面上可用资金较多,但由于金融机构长期的粗放经营积累了大量呆坏账,银行体系的资产质量较差,其实际可用资金并不多。2005年以来,银行体系和全社会的流动性已经明显从不足转变到过剩,一方面,它表明银行体系的运行质量有了明显提高,全社会的财富水平逐步积累,国家的综合实力在进步;另一方面,它也给宏观调控带来新的挑战。

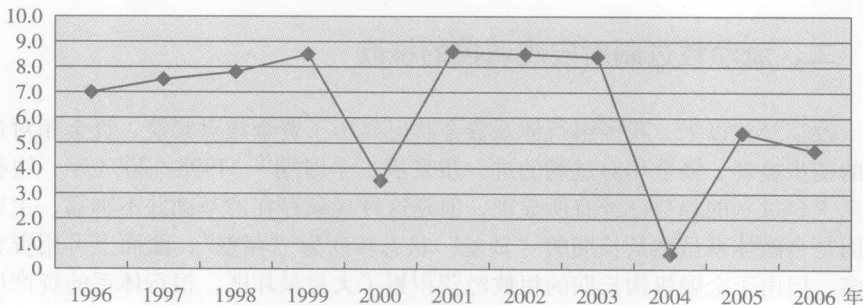
(一) 传统的经济金融运行规律发生了变化,使金融调控难度增加

资金多了,原有的经济速度和发展规律可能发生改变。据测算,在原有市场结构、要素投入等条件约束下,我国“十一五”期间的潜在生产率为9%左右,但在充裕的低成本资金的推动下,投资和出口高速增长,2003年以来,我国GDP增长速度连续4年一直保持在10%以上,而且呈现出加速发展的态势,2007年上半年达到11.5%,创下12年来的新高。过去4年中国经济增长的平均速度超过了过去26年的平均增长,主要原因是,改革开放以来长期约束我国经济发展的资金瓶颈被突破,原来想上马而缺乏资金的投资项目以及由于资金不够投资周期长的问题得到了解决,经济增长的资金约束在逐渐消除;另外,资源和能源的约束仍然问题突出,从全世界看,从长远看,短期内过度消耗资源和能源来营造当期的经济繁荣是竭泽而渔的体现,也是不可持续的。如何促进节能减排和资源消耗的降低,保持生态平衡和环境的改善,防止经济从偏快转向过热,成为货币政策当局需要关注的重要内容。

从金融体系看,过去的10年,货币供应量增长远超过名义国民收入的增长,并没有导致物价水平持续的大幅度上涨,货币供应量增长=经济增长+物价增长的规律似乎正在失效,如1996—2003年的7年间,除2000年外,其余6年 M_2 与GDP、CPI增长率的差额都在7%以上,2004年以来这一差额明显缩小,表明货币供应量的增长速度得到有效控制。但根据历史经验和国外的经验,潜在的通货膨胀一遇机会有可能很快转化为现实的通货膨胀。我国正面临通货膨胀上升的压力,货币政策如何调控和化解通货膨胀预期也是当前的一个重要难题。

在流动性过剩条件下,金融市场正在发生急剧而深刻的变化。人民币持续

^① 具体分析详见分报告之二《改革开放以来我国银行体系流动性状况的历史考察》。

图3 1996—2006年我国 $M_2 - GDP - CPI$ 的变动情况

升值,各种金融资产在升值预期和资金推动下进入一个价值重估和发现的过程,房地产、股票和稀缺资源市场都成为过剩流动性的吸纳场所。微观主体对利益和利润的追逐与预期发生跳跃性变化,资产与对资产的需求在短期内急剧膨胀,一旦存在获利机会,各种资金蜂拥而入,资产价格一路飙升。对货币和金融资产的需求超乎想象,金融市场中超常规力量在发挥作用,非经验性、非典型性的规律在取代传统的经济运行法则。

金融市场正在跳跃式发展,这在我国历史上是前所未有的。面对流动性过剩带来的各种资产价格重估和冲击,由于我们缺乏系统的政策和技术准备,仍然以常规思维和历史习惯去对待新问题,局面比较被动。由于对新的经济运行规律缺乏前瞻性,部门间的政策不一致也降低了政策效率,经济运行中的各种风险逐步积累,宏观调控的效果受到影响。

(二) 流动性过剩与不足并存,总量政策效果减弱

与西方国家流动性过剩有所不同,我国的现实情况是流动性过剩与流动性不足并存。由于资金供给的跳跃性增加与市场需求结构的不适应,储蓄不能顺利转化为投资,一些领域存在严重的资金供求缺口。

一方面城市资金相对过剩,而广大农村发展资金严重不足;另一方面,大企业资金供给过剩,但广大中小企业却资金不足,创造投资和风险投资企业资金不足,贷款难。因此,现在的流动性过剩只是相对的,总量上资金过剩,但一些经济发展的薄弱环节和需要资金支持的地区和产业则是资金不足和短缺。

在此情况下,总量政策处于一种进退两难的境地。过剩资金,其去向或者是价格上涨预期明确的房地产市场和股票市场,或者表现为信贷与投资的扩张、银行存差增加和债券市场的发展,而债券市场的发展最终仍然会促进投资的增加。从调控的目的看,这些部门和环节是不缺资金的,相反,那些对资金需求量大、继续发展的经济薄弱环节仍然得不到增量资金的投入,经济的产业、区域和城乡结构总量政策调节效果并不明显。