

# 流动性、通货膨胀 与中央银行货币政策调控

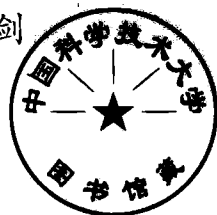
杨国中 主编

LIUDONGXING TONGHUOPENGZHANG  
YU ZHONGYANGYINHANG HUOBIZHENGCE  
TIAOKONG

知识产权出版社

# 流动性、通货膨胀与 中央银行货币政策调控

主 编 杨国中  
副主编 姜再勇  
编 委 严宝玉 盛朝晖  
李宏瑾 余 剑



知识产权出版社

## 内容提要

“流动性过剩”是近年来我国经济金融运行的热点问题，也是当前宏观调控、特别是中央银行货币政策调控面临的重大挑战。本书收录了中国人民银行营业管理部针对“流动性过剩”及其相关问题的研究成果，既有对实体经济运行考察的调研报告，又有很多运用理论建模、计量分析等现代经济学分析方法的研究论文，深入分析了我国当前流动性过剩的现象、成因、影响、对策及其相关问题，对当前宏观经济运行有了更为科学、深入的认识。

责任编辑：纪萍萍

## 图书在版编目(CIP)数据

流动性、通货膨胀与中央银行货币政策调控/杨国中主编.  
—北京：知识产权出版社，2008.3  
ISBN 978-7-80247-012-5

I. 流… II. 杨… III. ①通货膨胀—中国—文集②中国人民银行—货币政策—文集 IV. F822-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 001726 号

## 流动性、通货膨胀与中央银行货币政策调控

杨国中 主编

出版发行：知识产权出版社

社址：北京市海淀区马甸南村1号

网 址：<http://www.cnipr.com>

发行电话：010-82000893 82000860 转 8101

责任编辑：010-82000860 转 8130

印 刷：北京富生印刷厂印刷

开 本：880mm×1230mm 1/32

版 次：2008年3月第1版

字 数：226千字

邮 编：100088

电 箱：bjb@cnipr.com

传 真：010-82000860-8325

责编邮箱：jpp99@126.com

经 销：新华书店及相关销售网点

印 张：8.25

印 次：2008年3月第1次印刷

定 价：24.00元

书 号：ISBN 978-7-80247-012-5/F·150 (2066)

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题，本社负责调换。

# 前 言

2007年岁末召开的中央经济工作会议提出了当前宏观调控的首要任务是防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀。中国人民银行将毫无疑问地担当起“两防”宏观调控任务的重担。与“两防”的宏观调控任务相对应，流动性过剩是近年来我国经济金融运行面临的主要问题之一，对人民银行货币政策调控带来了巨大的挑战。

中国人民银行营业管理部作为中央银行在北京地区的派出机构，非常关注首都及全国金融运行中出现的包括流动性过剩在内的各种问题，根据自身的职责、结合日常工作，对当前的流动性过剩现象、成因、影响、对策及相关问题进行了全面、深入的研究。《流动性、通货膨胀与中央银行货币政策调控》论文集选取了21篇优秀论文，其中既有对实体经济运行考察的调研报告，又有很多运用理论建模、计量分析等现代经济学分析方法的研究论文。对于“流动性”这一理论与实践热点问题的研究，既闪烁着作者智慧的光芒，也凝结着他们辛勤工作的汗水。这既是他们履行和担当自身职责的一种体现，也是中国人民银行营业管理部研究工作迈出的一个良好开端。我们欢迎研究过程中出现的各种不同的观点，不同的论断，不同的研究方法 with 结论，以便让中国人民银行营业管理部的研究工作有一个新的突破。

当然，本论文集各篇论文的观点不代表中国人民银行的观点，但是作者们严谨的工作作风和实事求是的调查研究态度是中国人民银行营业管理部一直追求和倡导的。

中国人民银行营业管理部

2008年1月8日

# 目 录

前言.....	(1)
“流动性过剩”对商业银行经营的影响及政策建议 .....	姜再勇(1)
我国公开市场操作对经济增长影响的实证研究 .....	王辰华 余 明(10)
对“流动性过剩”问题的一些思考 .....	李宏瑾(30)
流动性过剩的含义、指标和中央银行的调控能力 .....	刘 江(43)
货币供需失衡与流动性过剩 .....	刘前进(55)
总部经济对我国货币政策实施区域效应影响实证研究 .....	项银涛 余 剑(67)
“流动性过剩”的实体经济根源考察 .....	马 冰(78)
货币政策与股票价格 .....	张向军 施玲华 陆强华(91)
印度治理流动性过剩的经验与启示 .....	梁珊珊(105)
当前我国流动性过剩问题的原因探析 .....	董英超 孙皓原(117)

积极推进企业境外投资 缓解当前流动性过剩	夏既明 段爽丽(142)
流动性过剩对北京市房价的影响分析	王 栋(160)
外汇贷款大幅增长的成因、影响及对策	课题组(168)
流动性过剩给我国金融企业带来的机遇和风险	贾彦龙 何志专(176)
贸易平衡与改善货币流动性问题	李 红(184)
房地产调控难题与住房体制安排	李海辉(192)
美国 CPI 中对自有住房支出的处理方法及借鉴	盛朝晖 杜 琼(198)
从国际经验看我国汇率调整对资产价格的影响	方悦平(208)
对 2008 年奥运后北京房地产市场走势分析	盛朝晖 李宏瑾 李海辉 杜 琼(218)
信用衍生产品:减少风险抑或风险加速器 ——对美国次级债风波的思考	尚 姝(232)
居民消费价格指数编制的国际比较与启示	梁珊珊(245)

# “流动性过剩”对商业银行经营的影响及政策建议

姜再勇

## 一、流动性过剩对商业银行经营的影响

### (一) 对商业银行资产负债结构的影响

#### 1. 对商业银行资产结构的影响

在流动性过剩背景下，商业银行同时面对两种压力：一是可贷资金富裕带来的资金运用压力迫使商业银行扩大以债券等有价值证券投资为主体的投资规模；二是在中国人民银行采用综合手段回收市场流动性资金政策的作用下，市场利率不断上升，由此引发的债券价格下跌压力迫使商业银行对投资结构进行调整。具体来说：

商业银行在以有价值证券投资为主体的长期投资上配置较多资金。尽管加息可能造成固定收益中长期有价值证券投资损失，但北京地区过多的流动性带来的资金运用压力迫使商业银行在长期投资上投入较多资金。截至2007年9月末，北京市商业银行资产负债结构中“长期投资”余额（本外币）2727.2亿元，同比<sup>①</sup>增长82.1%，比年初增加1113.1亿元，同比多增1229.5亿元。商业银行长期投资多为有价值证券投资，从辖区内信贷收支运行情况来看，金融机构（含外资）人民币有价值证券及投资余额2986.1亿元，同比增长42.5%，增速高于辖区内人民币贷款26.2%，比年初增加899.3亿元，同比多增379.3

① 指与2006年同期相比。

亿元。

压缩债券投资中的交易类金融资产、增加到期类债券投资成为众多银行的共同选择。债券投资可粗略分为交易类和到期类两大类投资账户：前者主要跟踪市场波动进行债券买卖操作而获得差价收入，在下跌市中，交易类债券投资将不断面临损失风险；后者指持有债券到期，无论市场行情如何变化，债券持有期间利息收入不受影响，且不涉及公允价值的变化。在加息预期下，债券市场收益率曲线整体上移，债券价格不断下跌，压缩交易性债券资产，增加到期类债券投资，成为众多商业银行的共同选择。以工商银行为例，其持有到期投资的规模从2006年年末的12362.11亿元增加到了2007年第三季度末的13539.98亿元。变化更加明显的还有浦发银行和南京银行，浦发银行的交易性金融资产从490.19亿元减少到102.53亿元，南京银行则从91.30亿元减少到了76.75亿元。

## 2. 对商业银行负债结构的影响

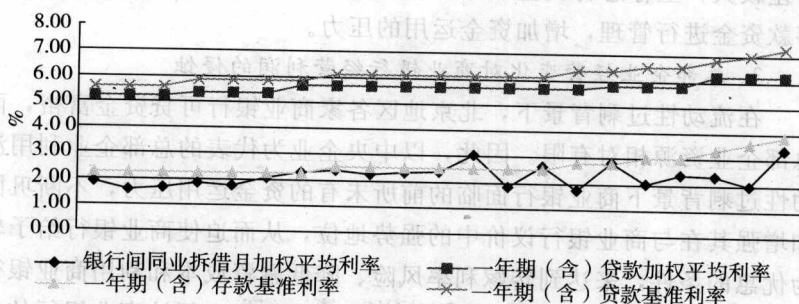
流动性过剩对商业银行负债结构主要产生三方面的影响：一是资金来源短期化趋势较为明显。从全国来看，2007年6月末，企业存款中活期存款所占的比重为66.1%，同比提高1.1%；储蓄存款中活期存款所占比重为37.6%，同比提高2.9%。从北京地区来看，2007年6月末，储蓄存款中活期存款所占比重为35.9%，同比提高2.5%。二是股票价格快速上涨带来的财富效应对储蓄存款产生较为明显的分流作用。2006年以来，股指快速上涨，由此带来的财富效应对存款产生较为明显的分流作用。截至2007年10月末，全国居民人民币储蓄存款比年初减少5062亿元，同比减少5052亿元；北京地区居民人民币储蓄存款比年初减少207.8亿元，同比减少1192亿元。三是同业存款在资金来源中的占比显著提高。金融机构资金来源结构中，企业存款、储蓄存款所占比重减少，而同业存款（主要是证券、基金公司存款）所占份额显著增加。从全国来看，2007年7月末，全国同业往来余额25853.0亿元，占全部资金来源的比例为5.8%，同比提高3.3%。从北京地区来看，2007年7月末，北京市金融机构



(含外资)人民币信贷收支表中金融机构资金来源比年初增加 2628.2 亿元,其中企业存款增加 739.5 亿元,储蓄存款增加 138.4 亿元,在全部资金来源增量中的占比分别为 28.1%和 5.3%,分别比 2006 年同期下降了 7.7%和 26.8%;而同业存款则增加了 848.4 亿元,占比为 32.3%,比 2006 年同期上升了 21.7%。

## (二) 对损益的影响

在流动性过剩背景下,货币市场利率与存款基准利率相差无几;在总部经济下,一年期(含)贷款加权平均利率低于一年期贷款基准利率(见下图)。



2006年1月~2007年9月利率水平比较图

由此可见,在流动性过剩和总部经济的双重作用下,北京地区商业银行面对较大的经营压力,突出表现在以下三个方面。

### 1. 贷款利率下浮占比提高

商业银行资金运用途径有限,中间业务尚处于起步阶段,相对于货币市场较低的收益率,管制利率制度下可保证商业银行的贷款可获得相当的收益。因此,各商业银行都重视贷款的营销。但在流动性过剩的背景下,过多的流动性追逐贷款客户,必然导致整体贷款利率水平下降。从全国来看,2007年第一季度金融机构发放的全部贷款中,实行下浮利率和基准利率的贷款占比较 2006 年第四季度分别上升 1.08%和 1.22%,实行上浮利率的贷款占比较 2006 年第四季度下降

2.31%。从北京地区来看，2007年第三季度，北京地区金融机构实行下浮利率的贷款占比为70.10%，比第二季度提高5.11%。

2. 内部资金转移价格缺乏吸引力  
流动性过剩背景下，商业银行内部的资金转移价格缺乏一定吸引力，具体表现在长期资金上存利率低于同期存款基准利率。据中国人民银行营业管理部利率监测数据显示，商业银行一年期以上资金上存利率与存款利率“倒挂”现象较为明显，如2007年9月末，辖区内中资商业银行一年期资金上存总行加权平均利率为2.5162%，比同期存款利率3.8700%低1.3538%。由于北京地区商业银行资金充裕，存差较大，上存总行资金利率与存款利率“倒挂”，迫使商业银行对存款资金进行管理，增加资金运用的压力。

### 3. 总部企业经营变化对商业银行经营利润的侵蚀

在流动性过剩背景下，北京地区各家商业银行可贷资金富裕，而总部企业资源相对有限。因此，以中央企业为代表的总部企业利用流动性过剩背景下商业银行面临的前所未有的资金运用压力，不断巩固和增强其在与商业银行议价中的强势地位，从而迫使商业银行给予较为优惠的条件，来达到转嫁利率风险、降低融资成本和利用商业银行资源强化内部资金运作的目的，最终在一定程度上侵蚀商业银行的经营利润。主要表现在以下三个方面：

一是总部企业利用自身强大的议价能力向商业银行转嫁利率风险。在市场对加息存在较强预期的背景下，总部企业利用自身强大的议价能力要求商业银行提供固定利率贷款，从而向商业银行转嫁利率风险。2007年第三季度，北京金融机构固定利率贷款下浮占比78.19%，比第二季度提高6.46%。

二是总部企业银行综合融资成本低于贷款利率下限。调研发现，目前总部企业借助财务公司平台强化内部资金运作的主要方式有以下四种：（1）通过收取中间业务费用的形式抵补贷款利息的费用，如总部企业通过财务公司出面牵头银团贷款，贷款利率为中国人民银行规定的下限，而财务公司则向参与银团贷款的商业银行收取额外的牵头

费用；(2) 财务公司通过信贷资产回购和商业票据贴现形式降低资金成本；(3) 通过信托理财工具来获取更低成本的资金；(4) 将“企业存款”转换为“同业存款”来增加资金存款收益，变相降低企业的借款成本。综合来看，由于总部企业不断强化内部资金运作，使综合融资成本低于贷款利率下限。

三是总部企业内部资金的调拨更为频繁，并呈现出一定的季节性规律。总部企业越来越重视闲置资金的价值，有内在强烈的资金集中管理需求，而商业银行则适应总部企业这一需求，纷纷推出“网银系统”和“银企直联系统”，在实际效果上加速了资金的频繁调拨并呈现一定的季节性规律特征，即每季度第一个月，企业存款余额大幅下降，而第二个月和第三个月企业存款余额则显著回升。总部企业存款运行这一特点为商业银行季节性资金摆布带来新的课题，增加了头寸管理的难度和成本。

### (三) 对商业银行经营管理策略的影响

1. 商业银行理财产品业务快速发展  
随着理财产品的发展颠覆了商业银行传统的“存款立行，贷款获益”的资产负债管理经营理念，摈弃了商业银行无法从存款资金获利的定向思维，拓宽了商业银行盈利的途径，促使商业银行主动加强负债管理和不断创新，有效缓解流动性过剩带来的经营压力。如中国工商银行 2007 年前三季度理财业务总量比 2006 年全年增长 89%，共销售各类理财产品 8146 亿元，其中个人理财产品销售额高达 7220 亿元。

2. 商业银行主动负债管理意识不断增强  
在资金运用压力不断增加的情况下，主动控制负债成本成为商业银行改善经营管理的重要手段之一。对北京地区相关商业银行调研发现，商业银行特别是国有商业银行尤其注重主动负债管理。从实际情况看，商业银行主动负债管理采取的方式不是简单地降低存款利率，而是通过大额审批、提高条件等方式适当限制存款尤其是企业定期存款增长，以降低资金成本。如中国农业银行北京分行对一定金额以上

的公司存款需要报批；中国工商银行北京分行对协定存款、同业存款制定了相关办法，调整了协定存款结算户、协定户的比例，降低付息成本，同时对同业存款客户进行了分类，并区分类别给予差别化利率。

## 二、对北京地区商业银行的政策建议

### (一) 发展中小企业融资服务

北京地区总部企业经济特点突出，伴随着资本市场发展和企业融资渠道拓宽，总部企业的直接融资能力逐步增强，进而带动地区直接融资比例明显提升。2006年，北京地区非金融机构直接融资比例为30.1%，比2000年提高18%。国外经验表明，直接融资渠道拓宽将促使商业银行加大对中小企业贷款的投放力度。如韩国债券市场发展促使商业银行重视中小企业贷款业务，小型企业的“金融机构贷款/借款比率”由1992年的64.6%上升到2000年的84.6%；日本金融市场在拓宽大企业融资途径的同时，对商业银行增加中小企业贷款形成一个倒逼机制，中小企业贷款状况得到明显改善。由此可见，大力发展中小企业金融服务，扩大中小企业贷款业务，是辖区内商业银行应对总部企业直接融资渠道拓宽的必然选择。这表明，谁先在中小企业金融服务和信贷创新上取得重大突破，谁将在未来的市场竞争格局中占据有利位置。

目前，中小企业在北京经济社会发展中的地位与其所占有的金融资源不相匹配。在中资银行将营销重点放在总部企业、大企业的同时，外资银行却将人民币业务发展的重点放在中小企业融资服务上，推出无抵押小额贷款，支持经营效益好、有市场前景但缺乏流动性资金的企业发展，对解决中小企业融资难问题进行了有益的尝试和探索。在目前各商业银行竞争激烈、产品同质化的情况下，推出无抵押小额贷款也是商业银行改善服务质量，探索新的盈利模式，进行风险

控制和定价研究的积极举措，对中资商业银行尤其是中小商业银行也有现实的借鉴作用。

2007年年初，全国金融工作会议明确提出要加大对中小企业的金融支持，各商业银行应结合自身优势，简化手续，不断创新，推出符合中小企业经营特点的金融产品和服务，实现中小企业和自身发展的“双赢”。

## (二) 积极支持企业“走出去”

调研发现，企业对外汇贷款的需求逐渐增加，这主要是因为：一是外汇贷款的吸引力增加。目前，北京地区美元贷款利率一般在美元LIBOR之上加50~80基点，2007年11月20日一年期美元LIBOR为4.51%，加点之后一年期外汇贷款利率在5.01%~5.31%之间，而一年期人民币贷款基准利率为7.29%，两者贷款利率差在2%左右。二是汇兑收益进一步刺激企业外汇贷款需求。由于市场对人民币升值存在单边预期，人民币远期兑换美元升值，企业存在汇兑收益。三是“走出去”战略客观上增加了企业对外汇贷款的需求。为了维持国际收支平衡，缓解经济增长对国内资源的压力，国家支持企业“走出去”参与全球市场竞争，购买国外重要资源，对外投资分享其他国家经济发展成果，缓解国际收支顺差压力。可以预见，随着这一政策的贯彻实施，企业对外汇贷款的需求将进一步增加。

从辖区内外汇贷款运行态势来看，除少数能源大企业利用外汇贷款对外投资收购海外资源外，其余企业在对外投资上鲜有作为，这在一定程度上制约了辖区内外汇贷款的增长。2007年9月末，辖区内外汇贷款余额为269.3亿美元，折算成人民币不到辖区内人民币各项贷款余额的12%。这主要是由于企业对海外市场不熟悉，对外投资相对谨慎所致；但金融在支持企业“走出去”上未能有效突破，也是一个不容忽视的原因。如外汇避险工具难以满足企业实际需求，羁绊企业对外投资步伐。

随着全球市场的一体化进程不断加快，我国企业要站在全球视野

上，加快经营战略的转型。这一方面需要企业在全球范围内进行资源分布。企业要在全球范围内采购核心原材料，依国际劳动力价格差异降低劳动力成本，增强企业核心竞争力。另一方面需要企业定位于全球市场。在国家调整出口退税政策以及人民币升值后，企业出口竞争力下降，迫切需要“走出去”，进行跨国经营，在第三国进行生产，产品销往全球。金融机构应适应企业经营战略转型，在企业利用外汇贷款“走出去”上提供便利。一是提供外汇避险工具。目前企业对汇率风险顾忌颇多，在一定程度上阻碍了企业“走出去”的步伐。二是提供财务咨询和投资顾问服务。如商业银行为企业对外投资提供融资方案，帮助企业了解东道国经济金融情况。三是商业银行加强与国外同业合作，为企业在东道国投资经营提供贴身服务。

### （三）大力发展中间业务

中间业务的发展，使商业银行获得了资本消耗低、不承担或较少承担信用风险、有稳定现金流来源的营业收入。在当前商业银行流动性过剩的背景下，大力发展中间业务，调整收入结构，理应成为商业银行经营发展的方向。

在中间业务之中，理财产品发展前景广阔。目前，国内商业银行推出的理财产品主要是靠分享利息获取收益，许多理财产品作了保本承诺，否则很难销售。据某外资银行反映，国际流行的理财产品主要参与高风险投资工具，收益较高，风险也较大，主要面向高端客户，银行按照一定比例收取手续费，无须向客户作保本承诺，因而效益较高。国内银行可借鉴相关经验，尽快改变理财产品收益模式。

### （四）充分利用存款利率可下浮政策，加强主动负债管理

目前，中国人民银行已经部分放开人民币存款利率管制，允许商业银行下浮存款利率。从利率监测数据来看，存款利率下浮情况较为罕见，绝大多数银行都未能充分利用存款利率下浮工具对存款结构进

行调整优化，以此降低成本。建议各商业银行充分研究存款利率下浮工具，在此基础上加强主动负债管理，缓解经营压力。

### (五) 警惕突发性的流动性逆转

最近在美国发生的次级信贷危机引发的信贷紧缩表明，在流动性过剩背景下，市场流动性有可能因突发事件发生转变。这主要是由于金融创新带来的金融资产迅速膨胀以及过于乐观的金融机构大量增加国内信贷投放，造成了当前市场流动性过剩的局面。而影响金融市场的突发事件，如由于美国次级按揭贷款违约率的大幅上升，投资者急于赎回基金，高风险的金融资产忽然之间没有了买家，赎回压力迫使对冲基金大幅降价出售资产。这些类似突发事件的发生造成市场资金的逆向流动，从而引发市场更大的恐慌和银行信贷的突然紧缩。因此，各家银行应充分意识到，在流动性过剩背景下有可能存在突然的信贷紧缩和局部流动性不足，及早做好准备，认真加强宏观经济金融形势分析和研究，防患于未然。

# 我国公开市场操作对经济增长影响的实证研究

王辰华 余 明

## 一、引言

近年来,大量学者从不同视角对我国货币政策的有效性进行了实证研究。QiaoYu (1997) 的实证研究证明中国用货币总量取代银行信贷作为货币政策中介目标的有效性。钱小安 (2000) 从利率管理效率降低、准备金制度约束减弱和货币政策外在约束加强等方面说明开放条件下我国货币政策工具有效性的下降。张颖 (2003) 认为随着市场化改革的进展,中国货币供给的内生性会加强,中央银行无法有效地控制货币供给。范从来 (2003) 从开放经济条件下,工资—价格自动调整机制的变化和市场信息不对称入手分析,得出货币政策对产出的影响能力随经济开放度的提高而减弱,对价格的影响能力随经济开放度的提高而增强的结论。陈立平 (2006) 在一个引入时滞和货币政策传导扰动的货币政策模型中,分析了货币存量中介目标制下的货币政策效率问题,结果表明如果货币政策传导机制不畅通,货币存量中介目标就无法对经济中的扰动做出意愿的响应,因此无法避免货币政策的低效率问题。显然,由于对货币政策有效性研究的假设基础、计量方法以及模型控制条件不同,不同学者的结论往往大相径庭。

货币政策体系的各个阶段并非截然分开的,从政策工具的选择到政策目标的实现是一个政策意图的传导过程,而政策目标实现效率则是向前反馈中介目标的选择是否有效,操作工具是否适当的问题。从货币政策内部有效性的角度来看,货币政策有效性问题就可以等价于



货币政策操作工具有效性问题。近几年中央银行票据发行规模逐年扩大，利用中央银行票据进行公开市场操作已成为中央银行对冲流动性，实现货币政策目标的主要手段。但这也给我们提出一个问题，即如何对中央银行票据这一货币政策工具的有效性进行定量分析。有鉴于此，本文将在第四小节运用 VAR 模型、Granger 因果检验等经济计量学的方法对中央银行票据的有效性进行实证检验。

## 二、实证研究的理论基础与假定

既然是研究中央银行票据这一货币政策工具的有效性，就必须弄清中央银行票据通过什么渠道影响货币政策中介目标和最终目标。从理论上讲，货币政策传导机制存在两种主流观点：一是金融市场观以完善的金融市场和信息对称作为分析的前提，强调货币政策对金融资产价格和回报率的影响，如债券价格、利率和汇率。事实上，对于大多数发展中国家而言，不仅金融市场不发达，而且企业尤其是国有企业对利率变化的反应敏感性也很差。因而，金融市场观更适于那些金融市场高度发展的发达国家。二是信用观以金融市场不完善作为分析的前提，认为信息是不对称的，金融资产不具有完全的替代性（如债券不能完全替代银行贷款）。因此，货币政策的效果可以通过市场对特定借款人（如中小企业、个人）的受信能力及受信条件的约束而得到强化（Bernanke, Ben and Mark Gertler, 1995）。显然，以基础货币作为操作目标影响货币总量是信贷观的应用，而以隔夜回购利率作为操作目标影响核心通货膨胀率则是金融市场观的应用。事实上，不管是凯恩斯学派还是货币学派都承认货币供应量对经济的影响。两者的区别在于弗里德曼的货币主义学说认为货币供给与名义国民收入之间存在着一种系统的可预测的关系，货币供给对经济的预测是直接的，而不是像凯恩斯主义认为的那样要通过利率机制才起作用。弗里德曼指出，把长期货币供应作为中介目标，即确定每年货币供应量的增长比例，货币供应的增长应有其固定的增长比例。