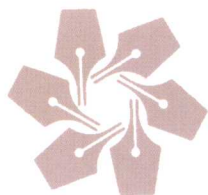


宏观经济平稳运行和 内外均衡控制研究

——基于流动性过剩影响机制的分析

陆前进 等著



立信会计出版社

LIXIN KUIJI CHUBANSHE

宏观经济平稳运行和 内外均衡控制研究

——基于流动性过剩影响机制的分析

陆前进 刘德斌 蔡莉 著



立信会计出版社

LIXIN KUAJJI CHUBANSHE

图书在版编目(CIP)数据

宏观经济平稳运行和内外均衡控制研究:基于流动性过剩影响机制的分析/陆前进等著. —上海:立信会计出版社,2008.3

ISBN 978-7-5429-1970-0

I. 宏… II. 陆… III. 宏观经济—经济机制—研究—中国 IV. F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 035219 号

责任编辑 方士华

封面设计 周崇文

宏观经济平稳运行和内外均衡控制研究——基于流动性过剩影响机制的分析

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	E-mail	lxaph@sh163.net
网上书店	www.lixinbook.com	Tel:	(021) 64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	上海申松立信印刷厂		
开 本	890 毫米 × 1240 毫米	1/32	
印 张	12.25	插 页	2
字 数	332 千字		
版 次	2008 年 3 月 第 1 版		
印 次	2008 年 3 月 第 1 次		
印 数	1—3 000		
书 号	ISBN 978 - 7 - 5429 - 1970-0/F · 1737		
定 价	21.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换



前 言

保持我国宏观经济平稳运行、防止经济大起大落,一直是我国宏观经济调控的主要任务。伴随着中国经济的高速增长,我国的银行体系的储蓄率较高、存贷差较大、流动性较多。同时,我国宏观经济还伴随着如下特征:高物价上涨压力、高外汇储备、高人民币升值压力、高股票价格、高房地产价格、高法定准备金率、高人民币利率调控压力。宏观经济高位运行,流动性过剩是一个主要原因,其本身也是多年来我国经济积累的各种矛盾与问题的集中反映。正确解决这一问题,将关系到我国经济快速增长能否持续、各项经济改革能否稳步推进、宏观经济能否走上又好又快的发展道路等问题。

本书将当前的流动性过剩现象放置到我国宏观经济整体大环境中来考察,研究流动性过剩的形成及自我积累过程;深入分析流动性过剩形成过程中内外因素所扮演的角色及过剩流动性在不同经济部门间流动对整个经济体和政策调控造成的影响。本书共分为五部分:第一部分研究了我国流动性过剩形成的内外原因,相互影响机制及流动性过剩的价值判断;第二部分重点研究了流动性过剩下宏观经济指标特征,我国各市场的运行状况,以及它们之间的相互影响机制;第三部分从理论上分析了流动性过剩的经济影响,探讨了其可能产生的冲击与影响,包括人民币对内贬值和对外升值、通货膨胀、资产价格泡沫等,并对我

国现有外汇体制的问题进行了研究;第四部分着重分析了我国现有的政策目标之间的相互冲突机制,以及各政策工具调控面临的困境;最后一部分针对当前复杂的经济形势,提出了相应的各项应对措施,这其中包括货币政策、财政政策,政策搭配思路以及我国外汇体制改革和制度设计等问题。

总结起来,本书的特色有以下几个方面:一是以流动性过剩为切入点,对我国经济体中各种深层次矛盾和问题进行了挖掘和研究,本书并不局限于流动性过剩本身,而是以此为出发点对我国宏观经济的各种现实和潜在问题进行探讨,对各个问题的分析从系统论观点出发,将其有机地联系在一起。二是构建理论模型分析中国现实问题,主要包括外资对内资的挤出模型、收入差距对消费的影响模型、资产泡沫模型、劳动生产率和人民币升值模型和外部失衡的模型解释等。三是系统分析了最新的国内外金融事件和热点问题,并给出了相关的政策含义,包括像筹办中国投资公司、特别国债发行、房地产市场和股票市场波动、美国次级抵押贷款危机等,这也是本书能够较为全面分析当前我国宏观经济现象的一个重要方面。四是提出了一系列的政策建议,指出短期内通过宏观经济政策的调整(包括汇率政策、财政政策和货币政策等)实现内外均衡,从长期来看,必须从源头上解决流动性过剩问题,包括贸易和经济结构调整、扩大内需、人民币国际化、鼓励中国企业和金融机构海外投资、兼并和收购等。五是该书对各种问题的解决方案,也是从相互联系的角度看问题,充分考虑各种影响机制,同时站在整个中国经济发展的进程中思考对策,以更深远的视角来考察经济政策和战略。

本书的出版得到了立信会计出版社领导和责任编辑方士华等同志的关心和支持,在此表示衷心感谢。在本书的写作过程中,部分内容也在我的研究生课程“中国货币金融政策”专题课中使用和讨论过,同学们的热烈讨论和观点碰撞也激发了作者对一些问题的深入思考。在本书最后的修改过程中,得到了上海期货交易所发展研究中心卢庆杰博

士和复旦大学国际金融系研究生田芳芳、陶川和吴瑜等同学的帮助,在此表示感谢。由于作者知识水平有限,难免有挂一漏万的现象,希望读者能够批评指正。

陆前进

2008年2月于复旦大学



作者简介

陆前进，男，1969年9月出生，安徽省繁昌县人，经济学博士，博士后，复旦大学国际金融系副教授，美国哥伦比亚大学经济系访问学者。研究领域：国际金融；货币理论和政策。出版专著、教材和译著等共12本，先后在《金融研究》、《国际金融研究》、《世界经济文汇》、《复旦大学学报》（英文版）、《南开经济研究》、《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》等发表多篇学术论文和经济评论，并主持过国家自然科学基金、国家社科基金和教育部博士点基金等项目。

内 容 提 要

本书主要研究当前流动性过剩和宏观经济内外均衡控制问题。本书将流动性过剩现象放置到我国当前整体宏观经济运行的大背景中考虑，重点探讨了流动性过剩的现状、内外部原因；分析了当前流动性过剩条件下宏观经济指标的特征、商品市场及金融市场的运行特征；考察了当前与流动性过剩紧密相关的宏观经济现象以及它们之间的内在传导机制，对其中的一些主要的宏观经济问题进行了重点分析，包括人民币升值问题、通货膨胀问题等；重点研究了我国宏观经济运行中多个目标间的冲突，包括货币稳定与汇率稳定的冲突、利率稳定与汇率稳定的冲突、利率调控与资产价格的矛盾、国际收支盈余与环境保护的冲突、经济增长与工资增长的矛盾等；最后探讨了宏观经济平稳运行和内外均衡实现的政策选择，指出虽然宏观经济政策在短期内对流动性过剩有一定的缓解，但是从长期来看，还需要配合贸易政策、产业政策、外汇政策、市场完善和进一步深化经济改革等共同来实现宏观经济的平稳运行。



目 录

第一章 流动性过剩及原因	1
第一节 流动性过剩的定义	1
一、流动性过剩	1
二、中国的流动性过剩概况	6
第二节 流动性过剩的原因	17
一、外币流动性过剩及原因	18
二、本币流动性过剩及原因	30
第三节 流动性过剩内外因之间的联系机制	64
一、外部因素对内部因素的影响	65
二、内部因素对外部因素的影响	65
第四节 流动性过剩的价值判断	67
一、对流动性过剩的担忧	67
二、流动性过剩也是机遇	72
第二章 流动性过剩下的宏观经济指标及市场特征	74
第一节 流动性过剩下的宏观经济指标	74
一、价格指标	74
二、数量指标	81
三、宏观经济指标处于高位——繁荣和风险并存	87

第二节 流动性过剩背景下我国商品和金融市场的运行特征	90
一、商品市场	90
二、资产市场	93
三、货币市场	102
四、外汇市场	109
第三节 流动性过剩对各市场的传导机制	114
一、外币流动性的影响	114
二、本币流动性的影响	117
第四节 市场间的相互影响机制	121
一、股票和房地产市场	121
二、股市和商品市场	122
三、房市和商品市场	125
四、货币市场和股票市场	130
五、货币市场和外汇市场	134
第三章 流动性过剩下宏观经济波动的理论分析	136
第一节 宏观经济现象传导的内在机制	136
一、宏观经济现象之间的相互传导	136
二、宏观经济高涨的机理	137
第二节 人民币持续升值的原因及效应分析	139
一、我国人民币升值原因分析	139
二、人民币升值的经济影响	142
三、人民币升值和普通老百姓的关系	143
四、人民币应该一次性大幅度升值吗?	144
第三节 通货膨胀及通货膨胀预期上升的效应分析	147
一、我国物价上升的原因	147
二、通货膨胀对需求的影响	149
三、物价上升对消费者效用及跨期消费的影响	150

四、物价上涨调整收入分配结构	153
第四节 人民币对外升值和对内贬值的影响分析	154
一、人民币对外升值和对内贬值	154
二、人民币对外升值和对内贬值的经济影响	155
三、导致投机资本不断流入	159
四、人民币对外升值的进一步分析	160
第五节 资产价格持续上涨的效应分析	163
一、房地产价格不断上涨的原因	163
二、房地产价格上涨的影响	164
三、加强房地产价格调控管理的对策建议	166
四、股票价格上涨的原因分析	167
五、股票价格上涨的效应分析	169
六、股市上涨和金融脱媒	170
七、提升股市筹资功能,防范股市风险	173
八、资产价格上涨、资本内流和金融危机	174
第六节 美国次级抵押贷款市场危机及对中国的影响 及启示	177
一、美国的次级抵押贷款市场	177
二、美国次级抵押贷款危机的形成	179
三、美国的次级抵押贷款市场危机的影响	181
四、次级抵押贷款危机的对策	186
五、美国次级抵押贷款危机对我国的警示	188
第七节 资产投机泡沫	191
一、资产价格的泡沫	191
二、泡沫破灭的分析	192
第八节 劳动生产率和人民币升值之间的关系	198
一、基本模型	198
二、中国的现实	200
第九节 我国持续双顺差的新解释	205

一、模型框架	205
二、产出冲击分析	210
三、实证研究	213
第四章 宏观经济运行的目标冲突	221
第一节 货币稳定和汇率稳定之间的冲突	221
一、中央银行双重目标的冲突	222
二、中央银行的冲销干预	226
三、中央银行冲销干预的手段及局限性	232
四、币值不稳定和宏观经济目标之间的冲突	239
第二节 利率调整和汇率稳定之间的冲突	240
一、开放经济条件下利率调整和汇率稳定	241
二、中央银行的决策偏好及政策方向	250
第三节 利率调控和资产价格之间的矛盾	252
一、近年来房地产市场表现及调控	253
二、加息对房地产市场的作用	255
第四节 国际收支盈余和环境保护的冲突	265
一、出口增长和环境污染	265
二、贸易结构问题	271
三、出口、投资和消费	281
第五节 经济增长和工资增长之间的冲突	284
一、经济增长和福利提高	284
二、劳动力过剩和工资增长缓慢	292
第五章 内外均衡控制和宏观经济平稳运行的政策	295
第一节 宏观经济内外均衡的自动调节	295
一、经济过热的自动调节	295
二、国际收支失衡的自动调节	297
三、我国国际收支失衡的自动调节	298

第二节 宏观经济内外均衡的政策控制·····	299
一、宏观经济调控的政策手段·····	299
二、调控手段的局限性·····	303
第三节 紧缩性货币政策控制通货膨胀的有效性·····	306
一、紧缩性货币政策的效果分析·····	306
二、紧缩性货币政策调控的不对称性·····	315
三、通货膨胀和存贷款利率的关系·····	316
四、人民币特种存款·····	321
五、利息负担及流动性集中在中央银行面临的问题·····	321
六、货币政策调控的困境及对策——基于汇率、利率 和价格水平的联动关系分析·····	324
第四节 紧缩性财政政策的措施及效应分析·····	325
一、发行特别国债·····	326
二、调整印花税和利息税·····	333
三、征收物业税、空置税和提高契税·····	334
四、出口退税和征收出口关税·····	335
五、资源税·····	336
六、对“三农”的支持不动摇·····	337
第五节 货币地位不对等面临的调控问题·····	338
一、布雷顿森林体系下的美元本位制·····	339
二、美元本位制和我国的流动性过剩·····	340
三、货币地位的不对等和流动性过剩·····	341
四、固定汇率制下的协调·····	343
五、浮动汇率制下的协调·····	345
第六节 中国外汇体制改革——人民币自由兑换·····	347
一、人民币自由兑换现状·····	347
二、人民币自由兑换微观机制——企业本外币双 账户制·····	350
三、基于企业双账户制的人民币自由兑换三阶段设想·····	352

第七节 宏观经济调控的其他政策措施·····	363
一、拓宽使用外汇的渠道·····	363
二、人民币国际化和放宽资本流出·····	366
三、其他政策措施·····	369
参考文献·····	374



第一章

流动性过剩及原因

流动性过剩已成为我国宏观经济中一个显著的特征,“流动性过剩”一词频繁地见诸报端。什么是流动性过剩,怎样才算流动性过剩(如何衡量流动性过剩),为什么会产生流动性过剩,我国又是怎样一步步走入流动性过剩的,怎样才能摆脱流动性过剩的困境呢?……

本章将从流动性概念出发并结合国内外主流经济学家的观点,给出流动性过剩的定义、流动性过剩的原因及流动性过剩现象的价值判断。

第一节 流动性过剩的定义

近年来,流动性过剩(Excess Liquidity)已经成为我国甚至是世界货币经济的一个重要特征。国内对流动性过剩现象的研究越来越多,有关流动性过剩的论文、报道、论坛铺天盖地。然而,对于流动性过剩这个词的定义却没有一个完整而统一的表述。本节将从流动性概念出发,对流动性过剩给出一个较为全面的定义。

一、流动性过剩

(一) 流动性的概念

“流动性”一词运用广泛,从词源看,该词最早源于凯恩斯的《就业、

利息和货币通论》。凯恩斯在该书中引入了“流动性偏好”的概念,指人们出于交易动机、预防性动机及投机动机三种目的而偏好持有一定量的货币。其中交易动机又可细分为所得动机与业务动机。出于所得动机需要持有的货币量由所得多少及获得收支的间隔长度决定;出于业务动机需要持有的货币量取决于企业的产出水平及产出经过,这个概念中的流动性就是货币。预防性动机所需的货币量取决于未来的预期支出大小,预期支出越大,则预防性动机需要的货币量就越大。投机性动机所需的货币量取决于利率,利率越低,则保有的货币量越多。凯恩斯认为交易动机与预防性动机需要的货币量由收入决定,投机动机的货币需要量由利率决定,于是货币需求函数可以写作: $M(Y, r) = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$ 。在凯恩斯的叙述中,流动性指的就是货币,但该理论中的“流动性”建立于对市场微观主体行为决策考量的基础上,并非一个宏观意义上的概念。

一般而言,经济学意义上的流动性指的是金融资产能以较低的成本变现的难易程度。衡量难易程度的标准是该金融资产与其他商品实现交易的速度。当该项金融资产能以尽可能小的代价迅速变现,那么可以说这项金融资产具有较高的流动性。如果一项金融资产不能迅速变现,或者迅速变现的代价很高,那么该金融资产的流动性较低。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》分别从四个方面对“流动性”做出了不同的解释:从资产自身来讲,流动性指的是资产的变现能力,也就是上文中提到的一般意义上的流动性概念。从市场微观结构看,流动性则与市场交易的活跃程度紧密相关,这是上述金融资产流动性定义的延伸。金融市场上如果金融资产交易活跃,交易成本低,那么我们称该市场流动性较强;反之,市场交易低迷,交易成本较高,我们称市场流动性较低。从财富跨期转移角度看,流动性是指金融产品的可得性并且能实现财富跨期转移。从投资消费跨期选择角度看,当经济主体想实现消费时,若某项资产能使其这种需求在跨期优化得到满足,那么这种资产就是具有流动性的。流动性的这四种解释皆源于资产的变现能力,是属于微观金融领域的概念。

在商业银行经营管理学中,流动性是商业银行经营过程中要保证的三原则之一(三原则即安全性、盈利性和流动性)。商业银行的流动性是指银行需要保持足量的流动性资金以保障日常经营的需求,是在没有损失的情况下的变现能力,一种应对各种支付的资金可用能力。这种流动性表现为资产的流动性和负债的流动性。前者指的是银行持有的资产能够随时得到偿付;后者指的是银行能轻易地以较低成本随时获得所需资金。银行的流动性资产包括了现金资产和一年内到期的短期有价证券。这里的“流动性”概念脱胎于资产变现能力的概念,但它已不是一个简单微观概念了。

(二) 流动性过剩的含义

与“流动性”概念相似,学术界对“流动性过剩”概念的解释亦没有一个统一的定论。根据上述三种流动性概念,流动性过剩亦有三层含义:第一层含义指经济体中货币投放过多。“多余”的货币若流向商品市场,易造成物价上涨,带来通货膨胀压力;若流向资产市场,容易造成资产价格大涨,酝酿资产泡沫。欧洲中央银行(ECB)就把流动性过剩定义为实际货币存量对于其均衡水平的偏离,换句话说就是经济体内的货币量相对于无通货膨胀的经济增长所需货币量来说过多了。欧洲中央银行进一步指出流动性过剩在中长期内会造成价格上升的压力。高流动性若与高信贷增长相结合很可能成为一国资产市场价格飞涨的原因。1991年在“中央银行业务和亚太地区金融改革国际研讨会”上,陈元所做的学术报告指出“ M_1 增长速度过低的时期(流动性短缺的时候),放松银根,但对 M_1 高速增长又往往缺乏重视,旋即出现流动性过剩”(值得指出的是以 M_1 的增长速度作为流动性过剩的评价指标并不全面)。第二层含义指资产市场上资金过剩,资产变现能力强。以股票市场为例,流动性指参与交易资金相对于股票供给的多少,包括场内资金,即已购买了股票的资金,也就是总流通市值,以及场外资金,就是还在股票保证金账户里准备随时入场的资金。流动性过剩就表现在股票供给相对稳定的情况下,当交易资金增长速度快于股票供给增长速度,即便公司盈利不变,也会导致股价上涨。第三层含义指商业银行可立