

中央银行

流动性管理研究

ZHONGYANGYINHANG LIUDONGXINGGUANLIYANJIU

高鸿 著

山西出版集团

山西经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

中央银行流动性管理研究/高鸿著,一太原:山西经济出版社,2011.9

ISBN 978-7-80767-455-9

I. ①中… II. ①高… III. ①中央银行—风险管理—研究—中国 IV. ①F832.31

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 189603 号

中央银行流动性管理研究

著 者:高 鸿

责任编辑:赵宝亮

装帧设计:赵 娜

出 版 者:山西出版集团·山西经济出版社

地 址:太原市建设南路 21 号

邮 编:030012

电 话:0351-4922133(发行中心)

0351-4922085(综合办)

E - mail:sxjjfx@163.com

jingjshb@sxskcb.com

网 址:www.sxjjcb.com

经 销 者:山西出版集团·山西经济出版社

承 印 者:太原市中远新印刷有限公司

开 本:787mm×1092mm 1/16

印 张:13.25

字 数:250 千字

印 数:1-2000 册

版 次:2011 年 9 月第 1 版

印 次:2011 年 9 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-80767-455-9

定 价:48.00 元

目 录

内容摘要	(1)
Abstract	(3)
第 1 章 导论	(6)
1.1 研究目的与研究意义	(6)
1.2 中央银行流动性管理研究综述	(11)
1.3 研究思路与主要内容	(25)
1.4 研究方法的主要观点	(27)
1.5 创新之处	(29)
第 2 章 中央银行流动性管理概念与相关理论	(30)
2.1 中央银行流动性管理的概念辨析和界定	(30)
2.2 中央银行流动性管理机理阐释	(34)
2.3 中央银行流动性管理职能	(37)
2.4 中央银行流动性管理的相关理论	(45)
第 3 章 中央银行流动性管理与资产价格的关系	(56)
3.1 中央银行流动性管理应关注资产价格	(56)
3.2 金融体系流动性与资产价格之间关系的实证研究	(57)
3.3 我国资产市场发展分析	(66)
第 4 章 中央银行流动性管理与实体经济的关系	(68)
4.1 中央银行流动性管理与经济增长的关系	(68)
4.2 中央银行流动性管理与经济周期之间关系的实证分析	(75)
第 5 章 中央银行流动性管理与金融危机处理	(86)
5.1 金融危机概念与理论	(86)

5.2	中央银行流动性管理作用与方式	(90)
5.3	金融危机的根源在于宏观经济失衡	(93)
5.4	基于逆周期背景下的金融宏观审慎监管制度框架选择与安排	(97)
第 6 章	主要国家中央银行流动性管理的国际比较及经验借鉴	(115)
6.1	美联储流动性管理	(115)
6.2	英格兰银行流动性管理	(125)
6.3	欧洲中央银行流动性管理	(127)
6.4	日本银行流动性管理	(136)
6.5	发达国家中央银行流动性管理借鉴与启示	(146)
6.6	中美央行资产负债表比较研究	(149)
第 7 章	我国中央银行流动性管理的历史考察与效果分析	(156)
7.1	我国中央银行流动性管理的历史与现状	(156)
7.2	中国货币政策工具在流动性管理中的运用	(167)
7.3	我国中央银行流动性管理工具研究	(176)
7.4	我国流动性工具控制测算	(182)
7.5	关于信贷规模控制的探讨	(184)
第 8 章	完善中国中央银行流动性管理的总体思路与未来发展方向	(187)
8.1	我国中央银行流动性管理困境及原因分析	(187)
8.2	中国中央银行流动性管理模式设计	(192)
8.3	优化中国中央银行流动性管理的措施	(193)
8.4	本书的不足与未来研究方向	(197)
附录		(199)
参考文献		(204)
后记		(209)

内容摘要

在现代市场经济制度环境中,中央银行面对经济金融全球化日益加深的发展趋势,有效应付金融危机周期性爆发,不断强化流动性管理,努力配合金融宏观调控的贯彻和执行,进一步凸显了流动性管理在中央银行职能中的重要地位和作用,但是必须看到,新形势下中央银行流动性管理面临许多困难和挑战,需要考虑的因素日益增多,不确定性不断增强,特别是如何消化和引导巨额流动性成为当前我国中央银行急待解决的重要问题。

虽然国内外学者对流动性和中央银行流动性管理这两方面的理论和实证研究已经取得较大进展,但真正系统研究中央银行流动性管理的文献并不多见,本书从微观和宏观两个层面对流动性进行界定,从微观讲,主要指金融机构(商业银行)头寸调节能力,即微观流动性;从宏观讲,一般是指全社会的货币供应总量,即宏观流动性,中央银行流动性管理是指中央银行运用一定的政策工具来管理、控制、调节微观流动性和宏观流动性的过程、政策组合以及实施效果的总和。

本书以马克思货币金融理论、货币供给理论、货币有效性理论、货币数量论以及开放经济下的内外均衡与政策协调等理论为基础,并通过相应的实证分析,探究我国中央银行流动性管理在经济周期中的作用以及对宏观经济的影响效应,同时对流动性工具运用中存在的问题进行分析和研究,尤其是面对当前美元流动性不断趋于宽松,国际金融危机影响远未消除的复杂形势,通过国际比较与借鉴,提出加强中央银行流动性监管和预警、实施宏观审慎管理以及促进流动性管理的国际合作与政策协调等对策建议,探索在新形势下,我国货币当局如何强化流动性管理,实现国民经济健康、持续、稳定发展。

本书共分八章。第一章为导论部分,重点阐述研究目的与研究意义,同时说明国内外的研究概况、研究内容与结构框架,提出创新之处。第二章是全书的基本概念和理论支撑部分,主要是在探讨和明晰流动性概念基础上,对中央银行流动性管理的概念以及相关理论进行梳理,从而辨析和界定微观流动性和宏观流动性两个基础性概念,对中央银行流动性的相关职能与作用进行分析,主要包括中央银行流动性管理与货币政策、汇率政策、金融稳定等职能的关系。第三章主要内容是中央银行流动性管理与资产价格的关系,强调中央银行流动性管理要高度

关注资产价格变化,对当前金融体系流动性与资产价格之间关系进行实证研究。第四章主要分析中央银行流动性管理与实体经济的关系,一方面对宏观流动性与经济增长之间的关系进行实证分析,包括模型建立、结果检验、结论与政策含义,同时对中央银行流动性管理与经济周期的理论进行阐释。第五章是关于中央银行应对金融危机的研究。2008 年全球金融危机对实体经济和金融运行都带来深刻影响,从中央银行微观流动性管理的角度,对金融危机背景下的宏观审慎监管进行初步探索。第六章是各国中央银行流动性管理的国际比较及经验借鉴,主要对美联储、欧洲中央银行、英格兰银行、日本银行进行分析,并初步总结出对我国的借鉴意义。第七章对我国中央银行流动性管理的历史进行考察,同时根据我国中央银行流动性管理的不同阶段,总结当前我国中央银行流动性管理的特点,对我国中央银行流动性管理的模式探索。在此基础上重点是围绕中央银行流动性管理工具的有效性分析,涵盖公开市场操作、法定存款准备金利率政策、汇率政策、房地产金融政策等方面,同时对信贷规模作用进行讨论,提出要在巨额流动性生成的情况下,充分启用信贷规模管理手段。第八章是完善中国中央银行流动性管理的总体思路与未来发展方向。主要是提出进一步强化我国中央银行独立性,完善流动性管理工具,构建宏观审慎管理体系,加强与主要国家中央银行的协调配合。

本书从国际金融危机的特殊视角,借鉴西方主要国家在金融危机下的货币当局流动性管理的路径选择,以中国实际为着力点,从理论到实证、从定性到定量,采用理论模型、实证分析、系统分析、比较分析、案例分析等研究方法,探索当前形势下,如何加强流动性监管和预警,拓展了已有研究成果的理论和实证研究空间,具有一定的理论价值和现实意义。

Abstract

In the environment of modern market – oriented economy, faced with the background that economic and financial globalization is deepening day by day and financial crisis frequently out broke, the central bank continues to strengthen the liquidity management, which effectively meet the implementation and enforcement of the financial macro – control. However, the liquidity management faces a lot of difficulties and challenges, and uncertainties are growing. How to digest and guide the huge amount of liquidity have become the important issues that the central bank of China needs to be solved.

Although scholars of domestic and overseas have made great progress in theoretical and empirical research on both liquidity and central bank liquidity management, but the literatures of systematically researching central bank liquidity management are rare. This paper defines the level of liquidity from the micro to macro: to the microscopic level, mainly refers to financial institutions (commercial banks) positions in regulation; to the macro refers to the money supply in the whole society, i. e. currency liquidity. The central bank liquidity management refers to the process that the central bank use policy tools to manage, control, regulate the micro and macro liquidity.

This paper is based on monetary and financial theories of Marx, money supply theory, the effectiveness of monetary theory, the quantity theory of money, as well as the theory of internal – external equilibrium and policy coordination in the open economy. Through the corresponding empirical analysis, explores the role in the economy cycles which China's central bank liquidity management plays and its effective impact to the macroeconomic. Meanwhile, analyzes and researches problems in the use of liquidity management tools. Especially, in the face of the complex situation that US dollar liquidity continued tends to loose and the international financial crisis is far from eliminating, gives suggestions on strengthening the central bank liquidity monitoring and early warning, implementing macro – prudential management and promoting international cooperation and policy coordination on liquidity management by international comparison and

experience, also explores measures that China's monetary authorities take to strengthen liquidity management in the new situation, so that the national economy could make healthy, sustainable and stable development.

This article is divided into eight chapters. The first chapter is an introduction, focusing on the purpose and significance of the research. It shows an overview, contents and framework on this research in domestic and international, and then proposes innovation of this paper. Chapter II is the basic concepts and theoretical support part, mainly clearing the concepts and theories of liquidity and the central bank liquidity management, Giving definition to the two basic concepts of liquidity: micro – and macro – liquidity, analyzing the role and functions of the central bank liquidity management, including the relationships between the central bank liquidity management and monetary policy, exchange rate policy, financial stability and so on. The third chapter is mainly the relationship between the central bank liquidity management and asset prices, emphasizing the central bank liquidity management should highly concern about asset price changes. Empirically researches the relationship between the financial system liquidity and asset prices in the current. Chapter IV analyzes the relationship between the central bank liquidity management and the real economy. On one hand, empirically analyzes the relationship between macro – liquidity and economic growth, including modeling, testing results, conclusions and policy implications, interprets the theory of the central bank liquidity management and the economy cycle. The fifth chapter is the research on measures the central bank takes in response to the financial crisis. In 2008, the global financial crisis had a profound impact on the real economy and financial operations. The central bank liquidity management is the important part of the study, further more, investigates the macro – prudential regulation in the financial crisis. Chapter VI is about the experience and comparison of other countries' central bank liquidity management. Mainly analyzes on the Federal Reserve, European Central Bank, Bank of England and Bank of Japan. Chapter VI is historical review and current analysis of the central bank liquidity management. According to the stages of the central bank liquidity management, sums up the characteristics of China's central bank liquidity management in the current, and explores the Mode of it. The main contents of Chapter VII is analyzing the effectiveness of the central bank liquidity management tools, focusing on tools of the China's central

bank liquidity management, including the open market operations, required reserve interest, rate policy, exchange rate policy, real estate financial policies, etc. Meanwhile, discusses the function of the credit scale control, proposes to take fully use of it in the case of massive amounts of liquidity. Chapter VIII is the general idea of improving China's central bank liquidity management and its future development, mainly about further strengthening our central bank independence, improving liquidity management tools, building macro – prudential management system and strengthening coordination with the major countries' central bank.

From the special perspective of the international financial crisis, drawing on the path that major western countries' monetary authorities choose to manage liquidity, from the actual situation of China, from the theoretical to the empirical, from qualitative to quantitative, this paper uses theoretical models, empirical analysis, system analysis, comparative analysis and other methods to explore how to enhance the liquidity management and early warning in the current situation, expanding the theory of existing research and the space of the empirical research, which have some theoretical and practical significance.

第 1 章 导 论

1.1 研究目的与研究意义

1.1.1 研究目的

中央银行作为基础货币管理主体,运用各项政策工具和手段,一直处于有效管理全社会货币流动性的最前沿。2008 年美国金融危机爆发之后,全球性金融体系流动性管理问题日益凸显,以美国为主的发达国家在短时间内由流动性充裕转变为流动性不足,美联储、欧洲中央银行等主要中央银行出台一系列措施应对金融机构流动性短缺问题,我国中央银行也大幅下调基准利率,降低存款准备金比率,全球经济趋于稳定,但是全球性金融危机仍然没有根本性解决,2010 年 11 月美国再次提出量化宽松政策,希望通过流动性管理来提升经济发展活力,在此背景下,中央银行流动性管理的目标、职能、手段等问题进一步成为当前理论与实践中的重大和急待解决的问题。此外,随着国内外宏观经济金融形势的剧烈变化,我国金融体系流动性管理始终面临着重要挑战,中国人民银行作为中央银行,不断完善流动性管理的模式和手段,近几年来在管理货币流动性方面采取了一系列措施,2003 年 4 月,针对经济周期性变化及出现的苗头性问题,根据国务院部署,人民银行启动央行票据收回金融体系流动性,加强预调,对冲手段从最初主要依赖国债吞吐及再贷款控制,发展到存款准备金、公开市场操作等多种工具搭配协调运行,2005 年启动人民币汇率改革,加大汇率浮动弹性,美国金融危机爆发后,人民银行采取有效措施确保流动性适度宽松。但是,当前中央银行流动性管理仍面临许多困难和矛盾,流动性管理自身的战略目标、工具运用以及国际协调等面临重要考验,如何加强我国中央银行流动性管理,适应经济周期变化及实体经济需求,提高存款准备金以及公开市场业务等主要操作工具的有效性,完善中央银行流动性管理体制、机制改革,进一步促进宏观经济平稳较快发展,是摆在中央银行面前的重大课题,本书以“中央银行流动性管理研究”为选题,以马克思货币金融理论、货币供给与需求、内外均衡以及经济周期理论为基础,从中央银行流

动性管理运作机理出发,深入探讨分析中央银行流动性管理在货币政策、金融稳定汇率政策等方面的地位与作用,深入研究中央银行流动性管理与宏观经济运行的相关性与协调性,在一般运行规律和国际经验的基础上对我国中央银行流动性管理现状、问题及改进方向进行研究,特别是对存款准备金、利率、公开市场等主要工具的作用机理与现实状况进行比较全面、深刻的审视与实证分析。本书研究的目的是全面分析中央银行流动性管理目标、职能与运作机理,以解决我国中央银行流动性管理存在的突出问题和矛盾,主要运用历史分析、理论推导、计量模型等方法对当前中央银行流动性管理若干重要问题进行研究,并提出下一阶段我国中央银行流动性管理的目标模式与推进策略。

1.1.2 选题背景

首先,流动性管理作为货币政策的基础,重要性问题不断提高。就中央银行流动性管理问题而言,流动性过多与流动性不足都会对宏观经济运行产生影响,同时经济周期变动中也决定着流动性变化的特点与规律。就中国实际而言,2002年以来,流动性管理的主要矛盾是流动性过剩,中央银行采取措施收紧银根,控制流动性进一步扩大规模,从2002年到2007年12月,主要措施是8次加息,连同13次提高存款准备金率。但是,货币供应量增长目标仍被突破。在这种情况下,2007年12月中央经济工作会议确立2008年将实施从紧的货币政策,2008年上半年,中央银行5次提高金融机构存款准备金率。但是这一货币政策的制定未能充分考虑美国次贷危机对全球经济的影响,国际资本已显露出流动性不足,而我国继续采取从紧的货币政策,流动性管理偏重于国内情况,对流动性国际传导机制反应不灵敏。2008年下半年,次贷危机逐渐演变成全球性金融危机,实体经济遭受严重影响,全球经济出现衰退,我国宏观经济也步入下降轨道。在这种情况下,2008年11月,货币当局调整政策取向,改为实行“适度宽松”的货币政策,在不到百天的时间里,4次下调金融机构存款准备金率和5次降低利率,货币政策由“从紧”转变为“适度宽松”,意味着在流动性管理取向上发生重大转变,不再是以控制货币供应和收缩信贷为基调,而是通过保持宽松的货币环境,达到拉动内需、刺激经济的目的。2009年以来, M_2 增速一直在17%以上,2009年3月至2010年2月, M_2 增速连续保持在25%以上。2010年10月末, M_1 和 M_2 分别增长22.1%和19.3%,分别高于2000年至2008年周期平均水平6.5和3.0个百分点。从流动性与经济的关系看,2008年底以来, M_2 增速高于经济增速与CPI之和12个百分点,比此轮经济周期以来的平均水平扩大近10个百分点,流动性的管理决定着币

值稳定。在此背景下,2010年10月份以来,人民银行上调了金融机构存贷款基准利率,两次上调法定存款准备金率,并对部分金融机构实施了差别存款准备金政策,2010年12月,货币政策由适度宽松转变为稳健的货币政策。

其次,全球经济金融关联度进一步加深,金融体系流动性全球化特征突出。20世纪90年代以来,国际资本流动日益频繁。目前,国际外汇市场上日交易额已达两万亿美元,其中与贸易和实物投资有关的只占2%左右,全球流动性变化出现新情况、新问题,目前,金融全球化已达到较高水平,国际金融市场空前扩张。据测算^①,2010年末,全球金融总资产达216万亿美元,对GDP的倍数上升到3.8倍。新兴市场经济体和发展中国家的金融全球化率(对外资产与对外负债之和占GDP的比重)为160%,而工业化国家更是高达320%,中央银行流动性管理的国际协调问题急需研究和解决。

第三,保持宏观经济平稳较快发展,需要完善中央银行流动性管理机制。上世纪90年代中期以来,我国已经历了三次宏观经济波动,第一次是1997~1998年,第二次是2002~2004年,第三次是2008年下半年以来。第一次波动,国内通缩问题出现,同时受1997年亚洲金融危机的影响明显,第二次波动受本外币利差和人民币升值预期的影响明显,大规模异常资本相继涌入我国,出现了大规模的资本内流,导致我国外汇储备持续增长,2008年末已达1.95万亿美元,远远超过我国同期贸易和资本项目顺差的总和,增加了央行货币流动性管理的难度,第三次波动始于2008年,我国的宏观经济波动出现许多新情况、新问题,外汇占款过多,国内流动性过大,通货膨胀压力不断增大,收缩流动性,会导致利率上升,人民币升值压力会更大。国际资本通过利率、汇率、信贷和资产价格等多个渠道影响我国货币政策有效性。金融体系流动性在宏观经济运行中影响加大。20世纪90年代以来,我国经济周期性特征明显,股票、住房等资产价格对宏观经济波动的影响明显加大,2003年至2008年9月,中央银行流动性管理主要对冲外汇占款压力过大,防止通胀,1998~2003年,中央银行流动性管理重在抑制通缩,2008年9月以来,货币流动性采取适度宽松态势。扭转经济增长速度过快下滑。基于以上分析,保持宏观经济平稳较快发展,需要进一步完善中央银行流动性管理。

第四,我国中央银行流动性管理面临许多突出问题,需要进一步研究。主要包括:一是人民银行对银行体系流动性调控存在一定局限性。目前我国货币流动

^① 根据IMF统计的相关数据测算

性持续快速增长的根源是我国国际收支和外汇收支的长期双顺差,央行为了维持相对固定的汇率而持续增加外汇储备,导致外汇占款的大量增加和基础货币供应量的持续大幅增长,也导致银行体系的流动性供给能力增长强劲。可以讲,央行对流动性供给的调控处于被动乏力的境地,央行外汇占款规模日益加大在增加基础货币供应量方面缺乏独立性。特别是2008年9月国际金融危机蔓延,我国收窄了人民币汇率的波动区间,为克服金融危机的冲击作出了重要贡献,但同时也是导致流动性过多的主要原因。因此,决定了现阶段我国央行对流动性的调控政策是以需求调控为主体的单边调控,也从根本上制约了央行货币政策实施的有效性。二是全国“一刀切”的流动性调控政策,缺乏调控合理性和针对性。三是央行对银行体系流动性监测与监管缺乏手段和力度。四是对流动性调控的前瞻性有待进一步完善。主要是由于缺乏对流动性在银行体系、货币市场和资本市场之间的跨系统流动的监测,缺乏对人民币流动性与外汇流动性相互作用情况的掌握,如我国本币公开市场操作对基础货币供应的作用往往被外币公开市场操作的影响所分流。五是调控政策工具单一,主要依靠存款准备金率手段,对价格调控手段和信贷规模等行政手段运用认识还不够全面,分支行手段工具不够,导致流动性调控的传导在基层不够顺畅。六是对中央银行流动性管理与经济增长、经济周期变动与资产价格变化之间缺乏研究,为此,本书进行了实证分析,提出当前如何完善我国中央银行流动性管理的意见和措施。

本书研究时间段主要从20世纪90年代中期开始,截止于2010年底。我国中央银行流动性管理这一问题自1998年亚洲金融危机为界限,在内容、目标等方面前后比较,有很多差异;本轮金融危机过程中,和西方国家的货币流动性也呈现许多特点。和西方国家不同,中国的货币流动性没有出现短缺问题,但中国宏观经济波动明显加深,背后的原因可能和全球经济格局有联系,也与中国自1998年以后金融步伐有很大关系,对这一阶段进行研究和分析,对于货币政策前瞻性、有效性有很好的研究借鉴作用。其间1994年中国通胀年为21.7%,1998~2003年发生通货紧缩,2006年到2008年上半年,由于持续的流动性过剩等原因,中国发生了比较明显的通胀,在美国次贷危机爆发和全球金融危机加剧,2008年下半年中国经济增长出现减速,中央银行流通性管理以适度宽松取向来安排,2009年信贷投放达9.57万亿元,2010年11月3日美国进一步实施量化宽松政策,我国中央银行流动性管理处于金融宏观调控的关键,中央银行加强流动性管理,适度调控货币信贷投放。央行上调存款准备金率,目的在于将“热钱”蓄入“池中”,换句话

说就是“热钱”流入后首先存入银行,而提高存款准备金率则是让银行可利用的资金规模收缩,让“热钱”不能流出,防止其兴风作浪。就美联储第二轮量化宽松货币政策导致的更多“热钱”的流入,中国人民银行行长周小川早就作出下面回答:一是中国目前的外汇管理体制还是对资本项目实行管理的体制,资本项目下不正常的资本流入要么进不来,要么必须绕道而行。在绕道而行的时候,我们毕竟可以采取一些管理措施,尽可能地防止这种行为发生。二是很重要的一项措施是,在总量上实行对冲。也就是说,如果短期的投机性资金要进来的话,我们希望把它放在一个“池子”里,并通过对冲,不让它泛滥到中国的实体经济中去,等到它需要撤退的时候,我们再把它从“池子”里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。

1.1.3 研究的意义

理论价值:

第一,深化中央银行流动性管理机理研究。过去国内外全面、系统地就中央银行流动性管理研究不多见,就理论而言,中央银行流动性管理的目标、手段以及在货币政策、金融稳定中的作用研究还不多见,本书在前人研究的基础上,力求寻找完善中央银行流动性管理运作框架,特别是结合中国实际,构建出优化我国中央银行流动性管理的目标模式与最优选择。

第二,尝试深入分析中央银行流动性管理在应对金融危机中作用。目前国内外有关货币政策及其传导机制方面的理论研究已较为成熟,但涉及金融危机下中央银行流动性管理相互作用与影响方面缺乏系统有效的理论研究,而关于中央银行流动性管理方面的研究更不多见。本书将克服国内关于中央银行流动性管理研究线条过粗、理论基础不充分的不足,突出框架清晰、论证科学的特点,就中央银行流动性管理、金融危机处理以及金融稳定的关系进行深入研究。

第三,研究存款准备金和公开市场业务等流动性管理工具在货币控制中的作用,初步建立最优准备金税和最优准备金率的理论模型和分析框架,判断我国存款准备金率调控上限的数量目标。对公开市场操作对经济增长影响进行实证研究。

第四,提出中央银行进行宏观审慎监管措施体系,并研究构建相应监测指标体系。

第五,对当前我国中央银行流动性管理的主要特点进行归纳,并对存在的问题进行分析。

第六,对中央银行流动性管理与资产价格关系进行实证分析。按照货币主义的理论,股票和不动产等其他相关资产价格和财富可以通过托宾的 q 理论^①和消费的财富效应向实际经济传递货币政策效果。在开放经济条件下,资产价格受到全球化和国际资本投机的巨大影响。例如,日元升值时期的日元汇率在国际资本的投机和升值预期下,一直不断上升,完全摆脱了购买力平价和利率平价理论的基础。目前全球化带来的流动性过剩也造成资产价格的大幅上升。

实践意义:

第一,在宏观层面上,具有较强的实用参考价值及广阔的应用前景。本书将积极有效地配合中央当前实施“适度宽松”的货币政策的政策精神,深入分析国际金融危机中我国中央银行流动性管理作用,针对近年来货币政策传导予以合理解释和分析,并提出实际可行的调整路径。

第二,突出金融宏观调控积极作用。目前中国经济金融改革进入攻坚阶段,面对国际国内经济形势的复杂多变的背景,研究中央银行流动性管理,对于发挥金融宏观调控的积极作用有很好的推动作用,有助于中央银行制定出切实可行的货币政策措施,促进经济和金融平稳健康发展。

第三,对于完善中央银行流动性管理运作机制有指导作用。本书希望在该领域学术研究中突出自身的特色,在国内外专家已有研究成果基础上加以完善,从学术研究角度出发,总结梳理中央银行流动性管理国际经验和主要做法,对完善我国中央银行流动性管理提出目标模式和实施途径。

1.2 中央银行流动性管理研究综述

流动性问题是当前世界以及中国面临的一大难题,十分引人注目,各个国家都在积极寻找流动性过剩的破解之道。在学术界,流动性问题的研究文献非常繁多,国内外学者从不同角度对流动性进行研究,对流动性问题的认识存在着各种不同的看法,达成了一些共识,但也存在诸多需要进一步澄清的问题。这里首先对国内外流动性研究的文献进行评述,以便对本书的研究有所启示,主要从流动

^① 见彭兴韵《金融学原理》(第一版).北京三联出版社。股票价格抬高时, q 值变大,公司市场价值提高,公司对新的投资上升从而引起产出上升($M \rightarrow P \rightarrow q \rightarrow I \rightarrow Y$)。另一方面,股票价格改变消费者的金融财富价值,从而改变消费和产出变动($M \rightarrow P \rightarrow W \rightarrow C \rightarrow Y$)。

性相关概念界定、流动性过剩的形成机制、流动性所带来的经济影响、流动性管理手段几个方面来展开。

1.2.1 国外研究概况

流动性问题作为一个全球性的问题,国外丰富的研究文献为我们进一步研究流动性提供了便利,在流动性概念概述的基础上,总结流动性问题所带来的影响以及相关对策。

(一)流动性相关概念的界定综述

在对流动性问题的研究中,首要的一个问题是流动性、流动性过剩等概念的界定问题,只有对概念进行准确界定,才能够进一步测度流动性、确立流动性管理目标与手段,准确把握流动性与经济发展的关系。

1. 流动性

现实的情况是在流动性界定方面,专家们意见并不一致,都是根据自己的理解在进行研究。主要的有代表性的观点是:①凯恩斯所提出的流动性。他在《通论》中较早地提出了流动性偏好、流动性陷阱等概念,这里的流动性是指货币或者现金流动性。②③ ② 克兰普在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中对流动性从三方面进行了解释:②一是从资产的期限结构角度解释。如果把货币作为到期日为零的资产,可以认为每种资产都有到期日,这样就可以将各种资产的期限结构描绘到一条到期日曲线上,将不同的到期日的资产加以累计,进而从总体上衡量一个经济体的流动性状况。二是从货币的中介作用角度解释,将流动性解释为货币余额与产出的比率,高的比率(即高的流动性)会促进产出增加。三是用金融力来解释,其出发点是资产负债表。金融力是交易者持有的、以市场价值衡量的对政府债权和对私人部门债权,这实际上是交易者资产负债表的资产方,实际金融力(或净金融力)需要从资产中扣除负债。就一个经济体的总体而言,由于对私人部门的债权与对私人部门的债务能够相互抵消,私人部门总体的金融力就可以表示经济总体的流动性,通常私人部门的债务主要来自银行,经济总体流动性就由政府债券和银行信贷所决定。③ Kevin Warsh(2007)③将流动性高度凝练为“信心”,当投资

① 包明华、倪晓宁. 流动性、流动性资产和流动性过剩[J]. 财经科学, 2009年第3期:1-9

② 约翰·伊特韦尔, 墨里·米尔盖特, 彼德·纽曼. 新帕尔格雷夫经济学大辞典[M]. 北京:经济科学出版社, 1992:229-231

③ Kevin Warsh, 2007, “Market Liquidity: Definitions and Implications”, <http://www.federalreserve.gov>.

者相信他们能够进行交易,风险是可以量化的时候,就存在流动性,流动性状况可以通过金融资产的风险溢价和资本流入的规模来度量。④Bark 和 Kramer (1999)①将流动性区分为“市场流动性”和“货币流动性”,并提出了货币流动性先于市场流动性的观点。⑤Randall S. Kroszner(2007)②指出流动性具体是什么含义,大概有数千种不同的说法,对流动性定义非常难,他在研究中就没有对流动性做任何解释,只是从低利率及平坦的收益率曲线的角度进行了现象描述和原因解析。

在流动性概念的界定方面,虽然众说纷纭,但是也存在一些共同之处,流动性的研究离不开最基本的货币,货币的供求产生了流动性。

2. 流动性过剩(excess liquidity)

对于流动性过剩,Rasmus Ruffer 和 Livio Stracca(2006)③从货币主义理论出发,将流动性过剩定义为货币需求超过当前名义支出的部分。

流动性过剩是与货币经济层面的流动性概念相对应的概念。按流动性的狭义理解,流动性过剩可以定义为商业银行存在超额准备金。商业银行所拥有的超额准备金越多,金融体系中的过剩流动性资产就越多。按照 Polleit 和 Gerdesmeier (2005)④的观点,如果假定货币需求是稳定可测的,流动性过剩则是指实际货币存量对所预计均衡水平的偏离。

流动性过剩可以划分为银行体系流动性过剩和宏观流动性过剩(Saxegaard, 2006⑤;Polleit 和 Gerdesmeier,2005⑥)。银行体系流动性过剩是指银行间准备金市场上准备金供给大于需求的状态,表现为商业银行持有过多的非自愿超额准备。

① Baks, K. and Karmer, C., 1999, “Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, implications and spillovers.” IMF Working paper, Research Department, WP/99/168. implications and spillovers” IMF

② Randall S. Kroszner, 2007, “liquidity and Monetary Policy”, <http://www.federalreserve.gov>.

③ Rasmus Ruffer and Livio Stracca, 2006, “What is Global Excess Liquidity, and Does It Matter?” ECB Working Paper. No 696.

④ Thorsten Polleit, Dieter Gerdesmeier. Measures of excess liquidity [R]. HfB—Business School of Finance & Management, 2005.

⑤ Magnus, Saxegaard. Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa [R]. IMF WP, 2006.

⑥ Thorsten Polleit, Dieter Gerdesmeier. Measures of excess liquidity [R]. HfB—Business School of Finance & Management, 2005.