



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 文库



资金过剩背景下的 中国金融运行分析



**Analysis of China's Financial Operation
under the Background of Excess Liquidity**

● 王国刚 蔡真 著



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



中国社会科学院金融研究所·文库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

资金过剩背景下的 中国金融运行分析



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

资金过剩背景下的中国金融运行分析/王国刚, 蔡真著.
—北京: 社会科学文献出版社, 2010. 12
(中国社会科学院金融研究所·文库)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 1940 - 4

I. ①资… II. ①王… ②蔡… III. ①金融事业 - 经济发展 - 研究 - 中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 223221 号

· 中国社会科学院金融研究所·文库·

资金过剩背景下的中国金融运行分析

著 者 / 王国刚 蔡 真

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

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

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目负责人 / 周 丽 王玉水

责任编辑 / 蔡莎莎 赵学秀 李风华

责任校对 / 程 霞

责任印制 / 董 然 蔡 静 米 扬

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010) 59367081 59367089

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京步步赢图文制作中心

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 22.75

字 数 / 389 千字

版 次 / 2010 年 12 月第 1 版

印 次 / 2010 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 1940 - 4

定 价 / 65.00 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

序

呈现于读者面前的这一科研成果是 2008 年国家社会科学基金重点研究项目“分离生产性投资与消费性投资，走出资金流动性困境”（批文号 08AJY006）和中国社会科学院重大课题“走出资金流动性过剩困境”的最终报告。这一项目研究历时将近两年，课题组进行了大量的调研和数据处理，召开了 5 次课题组内部研讨会，先后在《经济学动态》、《财贸经济》、《金融评论》、《中国金融》、《金融研究》和《经济管理》等学术杂志上发表了 20 多篇研究成果，还有一些研究成果也将陆续发表。

本项目研究成果分为三个部分：总论、分论和专论。其中，总论部分是本项目研究的总报告，较为系统地分析了银行体系内资金过剩的界定、成因、效应和对策；分论部分是对总论部分中涉及的一些重要问题展开的更加深入的探讨，不仅深化了总论部分的认识和结论，而且探讨了一些在总论部分不易（或不便）展开深入分析的重大问题；专论部分以较大篇幅从较为宽广的背景出发，专门分析了资金过剩条件下，货币政策中利率机制效应及其对策选择。

通过总论部分的研究，我们在如下一些认识上取得了新的进展。

(1) 中国的流动性过剩是指银行体系内的资金相对过剩。这种资金过剩不是由海外因素（如全球流动性过剩、外贸大量顺差等）引致的，而是由中国经济内部因素引致的。银行体系内的资金过剩是实体经济面“储蓄 > 投资 + 外贸顺差”在金融面上的反映。把握资金过剩的基本指标是各家存贷款金融机构在中国人民银行账户中的超额存款准备金。

(2) 2006 ~ 2008 年，中国人民银行连续 19 次提高法定存款准备金率，其意图不在于收紧银根，而在于从存贷款金融机构获得人民币资金，这些人民币资金在中国人民银行从存贷款金融机构手中购买外汇资产以后，又回流到了后者账户。因此，这一时期提高法定存款准备金率和发行央行债券等货币政策措施，没有紧缩银根的效应。但如果中国人民银行不选择这



些方式，就只能通过增加货币发行（ M_0 ）来对冲外汇占款，这可能导致货币发行量激增和随之而来的通货膨胀，因此，提高法定存款准备金率有避免货币扩张和通胀的效应。

（3）扩大内需是中国经济发展的基本国策。2000年实现了温饱型小康以后，扩大居民消费需求的重心已不再是解决“吃、穿、用”等问题，而在于解决“住、行、学”。目前中国经济生活中短缺的供给几乎全部集中在这些领域。如果说“吃、穿、用”的产品主要由工业化解决的话，那么，解决“住、行、学”的过程就是城镇化过程。“住、行、学”的消费对象和消费内容不可能直接从工业生产线上生产出来，它必须依靠投资来形成。因此扩大内需的重心就直接关系而言不在消费，而在投资，但不是生产性投资，而是消费性投资。这种投资是形成消费对象和消费条件的投资，因此，可称为消费性投资。要有效地扩大消费性投资，就必须分离生产性投资和消费性投资。在宏观经济调控中，有效调控生产性投资，适当放开消费性投资。

（4）最终产品是所有生产的最终“出口”。一个国家的经济结构是否合理最终以消费结构和能否满足消费需求为准绳。如果说满足“吃、穿、用”主要依靠的是工业化，那么，解决“住、行、学”等问题本身既是城镇化的内容，也是推进城镇化建设的动力。工业化有着自身的经济结构，城镇化也有着独特的经济结构，二者虽有关联，但不可相互替代，可选择的对策是互补。如果说在2002年之前中国经济发展主要靠工业化推进的话，那么，2003年以后城镇化对经济发展的贡献率就越来越大了。这决定了中国经济结构的调整不能仅仅以工业化要求为标准，还必须以城镇化要求为标准和内容。中国幅员辽阔，各地区差异甚大。对中西部地区而言，今后相当长一段时间内可能还将以工业化为经济发展的主要推动力，但对它们来说，城镇化是一个重要的推动力；但对东部地区的主要城市而言，城市化将逐步成为经济发展的主要推动力。诸如北京、上海、广州、南京、杭州等城市将逐步地以文化教育（包括影视、娱乐等）经济、医疗保健经济、旅游经济、总部经济、设计研发经济、房地产经济、物流航运经济、金融经济、商业经济和会展经济等为经济发展的主要内容，经济结构也将据此而调整。从全国的总体角度看，与20世纪相比，此轮经济结构调整的主要特点在于加入了城镇化的内容。

城镇化作为国民经济新的增长点，带动着上百个产业部门的几万种产

品，因此，具有主导性地位。一方面，城镇化中的主要新产业集中于第三产业部门，具有低碳、低能耗等特点，这对于改善中国经济发展质量有着至关重要的作用。另一方面，城镇化又是民生工程，既有利于协调城乡关系，加速社会主义新农村建设，又有利于推进城乡居民消费结构的升级，还有利于促进城乡居民的安居、就业，提高他们的生活质量、健康水平与文明水平。

通过分论部分的研究，我们在以下一些认识上取得了新的进展。

(1) 在负债主要来源向商业银行等金融机构借款（包括提高法定准备金率和发行央行票据）、资产主要在国外配置的条件下，央行通过实施货币政策进行调控的能力已严重减弱，这决定了在中国的实践中，货币政策仅具有导向性意义，信贷政策比货币政策更重要；也决定了2007年以后央行屡屡运用行政管制机制来调控信贷规模的必然性。要提高货币政策的有效性，必须从修补央行资产负债表入手，提高央行的调控能力。

(2) 物价变动有着复杂的成因，不能简单以“通胀”或“通缩”冠之。从20世纪90年代中期以后，中国经济运行中没有发生过通货膨胀或通货紧缩。由农产品价格上行引致的物价上涨不是通货膨胀，也不是实行紧缩货币政策所能解决的。在工业化和城镇化进程中，农产品、资源类产品的价格上行是一个不以人的意志为转移的客观趋势。在此背景下，宏观调控的目标不在于抑制这些产品的价格上涨（从而抑制由此引致的CPI上行），而在于熨平这种价格上涨走势，以防价格上涨过快而影响经济社会的正常秩序。在此背景下，与其将央行的主要工作目标界定为“保持货币币值的稳定”，不如将其界定为“保持金融运行秩序的稳定”。

(3) 在资金过剩条件下展开的国有商业银行改制为股份公司并发股上市，不能简单从资金面展开分析。国有商业银行在改制过程中引入海外战略投资者，是由历史条件与发展要求共同决定的。等价交换、公平交易是由确定的时点所决定的；离开交易的确定时间和空间，就谈不上“等价”和“公平”，由此来看，国有商业银行改制中引入海外战略投资者的入股价格不存在“国有股贱卖”问题。

(4) 在资金过剩依然严重的背景下，2008年中国股市大幅下滑的主要原因不在于国际热钱的大量流出（与此对应，2006~2007年股市快速上升的主要成因也不在于国际热钱的大量流入），也不在于“大小非”解禁的严重压力，而在于证券监管部门运用行政机制调控股市走势。股市调控既缺



乏理论支持，也缺乏调控目标和调控手段。股市只应监管，不能调控。

(5) 中国基本上不存在国际热钱流入，因此，也不存在由此引致的所谓流动性过剩。“国际热钱大量流入中国”的判断建立在概念任意扩大和一系列虚假猜测的基础上，是一个伪命题。以“外汇储备增加额 - (外贸顺差额 + 外商投资额)”来计量国际热钱流入量的公式，不是国际通行的方法。在实行国际外汇资产制度的条件下，这一公式无效。

(6) 美国发生的次贷危机和金融危机，其成因不在于流动性过剩转变为流动性短缺，也不在于全球经济失衡、美国的双赤字、高杠杆率和市场失灵等。它的真实成因是，在资产证券化过程中，金融产品内在的阻止损失机制丧失了，由此引致，随着次贷证券化和 CDO、CDs 等以几何级数放大，风险不断放大，最终导致市场需要通过一次危机来释放不堪重负的风险，纠正金融运行严重累积的错误。

通过专论部分的研究，我们在以下一些认识上取得了新的进展。

(1) 借助相关计量方法对广义货币渠道在中国的存在性进行了检验，结果表明各种广义货币渠道都不是我国货币政策传导的主渠道。就利率渠道而言，实体部门的资本结构不合理，对银行信贷存在着刚性需求，导致它们对利率的变动并不敏感，利率作为资金价格在货币政策的调控中并不起主导作用；相反，数量调控与实体经济的变化高度相关。就汇率渠道而言，中国的资本账户尚未基本放开，汇率的市场形成机制还没完全形成，因此，汇率传导渠道不是中国货币政策传导的主要渠道。就资产价格渠道而言，由于股票发行的行政管制和上市公司退出机制不完善，导致发股上市仍是一种稀缺资源，因此，托宾 q 效应在中国并不存在。

(2) 在梳理货币政策信贷传导渠道理论的基础上，结合中国的实际情况展开分析，发现信贷传导机制在中国表现出与完全市场化条件下不同的特性。这种差异形成的现实背景是，中国有着比较明显的分割经济特征。在分割体制下，信贷传导的特征有：第一，直接提高基准利率的行政调控方法从总量上看并不带来紧缩效应，这与完全市场条件下的信贷传导结果并不一致。第二，提高法定存款准备金率，将进一步引致国有控股商业银行与其他存贷款金融机构之间的资金配置格局不合理。因为法定存款准备金率的提高，将引致更多的信贷资产配置在低风险的国有企业上。第三，运用行政机制调控存贷款基准利率的措施，使得其他货币政策工具处于被动地位。第四，分割体制下信贷传导的金融加速器效应不一定存在。

(3) 结合中国的实际数据, 分别对分割经济下紧缩时期和扩张时期的信贷传导进行了实证研究, 得出如下结论: 第一, 格兰杰因果检验表明, 提高基准利率的政策引致信贷的增长, 这与分割经济下货币政策传导渠道的理论分析一致。第二, 发行央行票据和提高准备金率的政策并没有紧缩效应。第三, 短期内的紧缩政策导致长期贷款的增加、短期贷款的下降; 但在长期中, 利率上升对长期贷款和短期贷款的效应都是上升, 这实际上刻画了资金过剩的局面。第四, 降低利率的政策没有起到显著扩张信贷的作用。

需要说明的是, 由于本课题成果是在 2008 年和 2009 年间陆续完成的, 所以, 一些数据截取的时间只为 2007 年。由于随后的实践发展, 并没有改变我们的分析结论, 所以, 没有将 2008 年和 2009 年的数据补入。

课题组成员参加了本成果的研究和讨论, 他们是: 余维彬、易宪容、张跃文、蔡真、陈斌和董裕平。其中, 余维彬参加了第八章的写作, 张跃文参加了第六章的写作, 蔡真独立完成了第十至十四章的写作。

毋庸讳言, 我们的研究还是初步, 还有许多问题有待进一步深入探讨, 鉴于此, 希望业界同仁提出宝贵的批评意见, 以利于本课题研究的进一步深化和完善。



目 录

C O N T E N T S

第一篇 总论

第一章 中国银行体系中资金过剩的界定和成因分析	3
第一节 资金相对过剩的界定和度量.....	3
第二节 海外资金流入并非资金过剩的真实成因	12
第三节 资金过剩源于储蓄 > 资本形成 + 外贸顺差	20
第二章 中国银行体系中资金过剩的效应分析	26
第一节 资金过剩对提高法定准备金率的效应分析	26
第二节 资金过剩对提高存贷款利率的效应分析	30
第三节 资金过剩对价格上涨的效应分析	39
第三章 中国银行体系中资金过剩的对策分析	49
第一节 减少外贸顺差：作茧自缚或南辕北辙的选择	49
第二节 扩大消费需求：雾里看花与似是而非的主张	55
第三节 扩大消费性投资：缓解诸多矛盾的可选之策	61



第二篇 分论

第四章 基于资产负债表的央行调控能力分析	71
第一节 中外央行资产负债表的科目设置分析	71
第二节 中外央行资产负债表中的负债分析	76
第三节 中外央行资产负债表中的资产分析	84
第四节 中外央行资产结构与负债结构的链接分析	93
第五节 调整资产负债表结构 提高实施货币政策的能力	96
第五章 物价变动并非总是货币政策的函数	99
第一节 1998 年以来中国的物价变动与货币政策 之间缺乏函数关系	99
第二节 以“通胀”或“通缩”表述物价变动的 负面效应	102
第三节 走出“通胀”或“通缩”的思维误区	109
第六章 国有商业银行改制中的股权买价分析	112
第一节 历史逻辑：国有银行股权改革的背景	112
第二节 背水一战：国有商业银行股权改革的选择	121
第三节 时点定价：股份公平交易的市场机理	127
第七章 中国股市涅槃的政策取向	133
第一节 外部紧缩和釜底抽薪引致 2008 年 A 股快速下落	134
第二节 政府直接调控股市的依据辨析	144
第三节 设立平准基金不利于股市健康发展	149
第四节 股市泡沫和股值评估的误区	152
第五节 重心在于深化体制改革	156
第六节 扩大内需中的股市政策选择	158

第八章	“国际热钱大量流入中国”是个虚假论题	162
第一节	“国际热钱”概念扩展引致逻辑混乱	163
第二节	“国际热钱”流入的路径不清引致胡乱猜疑	166
第三节	国际收支项目不清引致估算严重失真	170
第四节	缺乏实践常识引致收益估算失实	179
第五节	简要的结束语	182
第九章	美国次贷危机生成机理分析	184
第一节	几个不应忽视的金融现象	184
第二节	次贷资产证券化的机理缺陷	189
第三节	若干启示和建议	194
第三篇 专论		
第十章	广义货币渠道的理论分析及实证检验	199
第一节	传统利率渠道的理论及实证检验	199
第二节	汇率渠道的理论及实证检验	204
第三节	资产价格渠道的理论及对中国情况的讨论	211
第四节	对广义货币渠道的质疑	220
第十一章	货币政策传导的信贷渠道分析	226
第一节	狭义信贷渠道分析	226
第二节	资产负债表渠道分析	228
第三节	银行风险规避与信贷渠道传导	231
第四节	货币政策信贷传导渠道的效应	246
第十二章	中国分割经济中的信贷传导机制	249
第一节	中国分割经济的特点	250
第二节	经济分割下银行的信贷行为分析	261
第三节	分割经济中信贷冲击对实体部门的效应	271



第十三章	分割经济下信贷传导渠道的经验实证	276
第一节	向量自回归技术.....	276
第二节	实证方法思路及模型变量选取.....	281
第三节	紧缩的货币政策对商业银行的影响.....	287
第四节	放松的货币政策对商业银行的影响.....	314
第五节	商业银行信贷对实体部门的冲击.....	325
第十四章	疏导信贷传导渠道的简要建议	335
第一节	推进公司债券市场发展.....	336
第二节	推进国债管理体制改革的.....	338
第三节	推进利率市场化改革的.....	341

CONTENTS

Part One General Dissertation

Chapter 1	Definition and Causes of Excess Liquidity in China's Banking System	/3
1.1	Definition and Measurement of Relatively Excess Liquidity	/3
1.2	Capital Inflow is Not Real Cause of Relatively Excess Liquidity	/12
1.3	Excess Liquidity Caused by Savings > Capital Formation + Favorable Balance of Trade	/20
Chapter 2	Analysis on Effect of Excess Liquidity in China's Banking System	/26
2.1	Effect of Excess Liquidity on Increasing the Required Reserve Ratio	/26
2.2	Effect of Excess Liquidity on Raising the Interest Rates of Deposits and Loans	/30
2.3	Effect of Excess Liquidity on Price Growing	/39
Chapter 3	Analyses on Countermeasures of Excess Liquidity in China's Banking System	/49
3.1	Reducing Trade Surplus: Choice Restricting Our Development and with Opposite Results	/49
3.2	Stimulating Domestic Consumption: A Blurred and Specious Option	/55
3.3	Accelerating Non-production Investment: an Optional Measure to Alleviate Many Contradictions Caused by Excess Liquidity	/61



Part Two Subtopic Dissertation

Chapter 4	Analysis on the Central Banks' Regulation Capacity Based on Balance Sheets	/71
4.1	Subjects Setting of China and Foreign Central Banks' Balance Sheets	/71
4.2	Liability Structure of China and Foreign Central Banks' Balance Sheets	/76
4.3	Asset Structure of China and Foreign Central Banks' Balance Sheets	/84
4.4	Relations between Liability and Assets of China and Foreign Central Banks' Balance Sheets	/93
4.5	Improving Capacity of Monetary Policy through Adjusting Structure of Balance Sheets	/96
Chapter 5	Price Change Is Not Always a Function of Monetary Policy	/99
5.1	Lacking Function Relationship between Price Change and Monetary Policy since 1998	/99
5.2	Negative Effect of Expressing Price Change with Inflation or Deflation	/102
5.3	Out of Error Thinking Track of Inflation or Deflation	/109
Chapter 6	Analysis on Equity Pricing in the Reform of State-owned Commercial Banks	/112
6.1	Historical Logic: The Background of State-owned Commercial Banks' Reform	/112
6.2	Fight to Win or Die: The Choice of State-owned Commercial Banks' Reform	/121
6.3	Pricing on Time Point: Market Mechanism of Stock Fair Trading	/127
Chapter 7	Nirvana Policy in China's Stock Market	/133
7.1	Cause of Rapid Fall of A-Share in 2008 Is Strict External and Internal Tightening policy	/134

7.2	Debates on Government Direct Controls of Stock Market	/144
7.3	Establishing Stabilization Fund Is Harmful to a Healthy Stock Market	/149
7.4	Misunderstandings about Stock Market Bubbles and Share Evaluation	/152
7.5	Focusing on Deepening Reform instead of Direct Controlling Stock Market	/156
7.6	Selective Stock Market Policies in Background of Expanding Domestic Demand	/158
Chapter 8	“Hot Money Inflows into China” Is a Fake Proposition	/162
8.1	Concept Expansion of “Hot Money” Leads to Logic Confusion	/163
8.2	Vague Inflow Channels of “Hot Money” Leads to Random Doubts	/166
8.3	Misunderstandings of Balance of Payment Leads to Serious Distortions	/170
8.4	Lack of Common Senses Leads to Exaggerated Yields	/179
8.5	Basic Conclusions	/182
Chapter 9	Analysis on Formation Mechanism of US Subprime Mortgage Crisis	/184
9.1	Some Un-neglected Financial Phenomenon	/184
9.2	Mechanism Defects of Subprime Mortgage Securitization	/189
9.3	Some Enlightenment and Suggestions	/194
Part Three Special Dissertation		
Chapter 10	Theoretical Analysis and Empirical Research on Broad Money Transmission	/199
10.1	Interest Rate Channel of Monetary Transmission	/199
10.2	Exchange Rate Channel of Monetary Transmission	/204
10.3	Theory on Asset Price Channel of Monetary Transmission and Situation in China	/211



10.4	Questioning on Broad Money Channel of Monetary Transmission	/220
Chapter 11	Analysis on Credit Channel of Monetary Transmission	/226
11.1	Credit Channel of Monetary Transmission in Narrow Sense	/226
11.2	Balance Sheet Channel of Monetary Transmission	/228
11.3	Bank's Behavior of Risk Aversion to Credit Channel of Monetary Transmission	/231
11.4	Effect of Credit Channel of Monetary Transmission	/246
Chapter 12	Credit Channel in China's Segmentation Economy	/249
12.1	Characteristics of China's Segmentation Economy	/250
12.2	Bank's Credit Behavior in China's Segmentation Economy	/261
12.3	Effects of Credit Shocks to Real Department in China's Segmentation Economy	/271
Chapter 13	Empirical Research on Credit Channel in China's Segmentation Economy	/276
13.1	Introduction to Vector Auto-regression (VAR)	/276
13.2	Method of Empirical Research and the Selection of Variables	/281
13.3	Impacts of Tight Monetary Policy on Commercial Banks	/287
13.4	Impacts of Expansion Monetary Policy on Commercial Banks	/314
13.5	Effects of Banks' Credit Shocks to Real Department	/325
Chapter 14	Some Suggestions on Dredging Credit Channel	/335
14.1	Propelling Development of Corporate Bond's Market	/336
14.2	Propelling the Reform of Treasury Management System	/338
14.3	Propelling the Reform of Interest Rate Marketization	/341



总 论