



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 41 期(总第 197 期)

2007 年 11 月 5 日

金融形势和货币政策操作分析（上）^{*}

中国社会科学院金融研究所课题组

一、货币总量和基础货币

自 2006 年以来，基础货币和货币供应量均发生了较大的变化，而后者明显是受到了资产价格变化的影响：M1 增长率的上升与 M2 增长率的趋缓与股票价格指数的上涨在时间路径上基本一致。2007 年 1-3 季度，货币供应量的增长率较 2006 年出现了一些新的变化，主要表现就是：M2 的增长率在经历了 2006 年下半年的小幅下降后趋于稳定，但 M1 的增长率在 2006 年下半年后却出现了快速上升的势头。

^{*}本文为“中国宏观经济分析·2007 秋季”报告中的部分内容。课题组负责人：李扬、王国刚、殷剑峰。

到 8 月末, M2 的增长率为 18.09%, 较 2006 年末上升 1.15 个百分点; M1 的增长率为 22.77%, 较 2006 年末上升了 5.29 个百分点。由于 M1 的增长率继续高于 M2 的增长率, 货币结构的流动性有所上升。

1. 货币供应量变化的主要原因: 金融结构调整

随着居民储蓄存款的下降和企业存款的上升, 广义货币供应量 M2 的增速相对趋缓, 而狭义货币供应量 M1 的增速显著上升。由于货币量由银行负债方的各类存款构成, 当前存款结构的变化自然会影响到货币供应的走势。简言之, 驱动当前货币总量变化的力量主要来自于金融结构调整的内生因素, 即, 居民自主调整其金融资产结构、减少银行存款的行为, 引致货币供应总量及其结构变化。这样看, 货币量作为货币政策中间目标的价值在进一步下降。

依据 2003 年以来的数据进行计量检验, 我们发现, 狭义货币供应量 M1 主要受到两个变量的影响: 第一, 企业贷款 (对应着企业存款的变化), 企业贷款增速每上升 1 个百分点, M1 增速上升 0.448 个百分点; 第二, 居民的储蓄存款, 储蓄存款每下降 1 个百分点, 则 M1 上升 0.35 个百分点。这两个变量加上 M1 的滞后项, 可以解释近 90% 的 M1 增速变化, 检验结果非常显著。

M2 的变化完全可以用一个变量——储蓄存款予以解释, 储蓄存款增速和 M2 的滞后项可以解释 89% 的 M2 增速变化。结合近期储蓄存款的下降, 检验发现, 储蓄存款增速每下降 1 个百分点, 则 M2 下降 0.126 个百分点。

由于储蓄存款的下降主要同股市有关, 因此, 目前货币供应量的结构性变化就是: 股市上扬、储蓄存款下降、M1 增速上升和 M2 增速下降。这种由金融体系结构变化引起的货币量变化与上个世纪 80 年代美国在“脱媒”时期遇到的情形相似。这预示着主动性的货币政策将愈发艰难。

2. 货币供应量与物价: 物价上涨主要不是货币现象

就货币量变化与物价变化的关系而言,我们对1999年1月至2007年7月的两个层次的货币供应量与CPI之间进行了滞后12期的检验,结果发现:M1和M2增长率的变化确实是CPI变化的格兰杰原因,M1不是CPI变动的格兰杰原因和M2不是CPI变动的格兰杰原因的P值分别为0.0143和0.0914。然而,进一步对货币量与CPI进行相关性检验,发现M1、M2与CPI之间的相关性都不显著。对M1而言, R^2 仅为0.41786,调整后的 R^2 仅为0.33949。对M2而言, R^2 仅为0.279962,调整后的 R^2 仅为0.183034,这表明,我国CPI的变化能够由M1、M2及其各自增长率的变化所能解释的部分较小,货币供应量的变化并不是导致我国物价总水平变化的基本原因。这一结果不仅意味着我国当前的物价上涨并非全面的通货膨胀,而且意味着,货币供应量并不是判断我国未来通货膨胀压力的适当指标。

总之,虽然在短期内物价指数可能会随货币供应量增长率、尤其是M1增长率的上升而变化,但从较长的时期来看,引起中国物价总水平变化的重要因素不是来自货币方面,而来自货币之外的实体因素(例如供给冲击)。这一判断的进一步推论就是:鉴于我国物价的走势和宏观经济运行主要由各类来自供给面的实体经济因素决定,期望货币政策在稳定物价和宏观经济运行方面承担主要职责是不切实的。由此推知,在今后的宏观调控中,我们需要更充分发挥诸如财政政策、产业政策等其他宏观调控政策的作用,而且,应当在这些宏观调控政策之间寻求协调配合。

3. 基础货币: 总量上升、结构变化

2007年上半年,基础货币余额和增长率均出现了大幅度的上升。到6月末,基础货币余额达到了82663.98亿元,较2006年同期增长了31%。这与以上所述的两个层次的货币供应量增长率的变化出现了较明显的反差。基础货币出现大幅增长的主要原因,在于央行对外汇占款冲销方式发生了变化。2007年,一改过去主要依赖发行央票

来对冲外汇储备增长导致的基础货币过度增长，央行接连 7 次提高了法定存款准备金比率。由于法定准备金是基础货币的重要组成部分，而商业银行持有的中央银行票据并不记入基础货币，因此，多次提高法定存款准备金比自然增加了基础货币的总量。由于法定存款准备金比率是影响货币乘数和银行派生存款的一个重要因素，因此，尽管以提高法定存款准备金的方式收缩流动性，增加了基础货币的总量，但货币乘数值下降了，因而，M2 和 M1 的增长率并没有随基础货币增长率的上升而上升。在这里，我们看到，虽然提高法定准备金率和发行央行票据皆为对冲外汇占款的手段，但是，其对货币供应量增长的进一步影响存在着差别。

根据基础货币方程式，我们可以从中国人民银行资产负债的资产方和负债方来分别考察引起基础货币变动的原因。央行资产的增加和负债项目的减少会扩张基础货币，反之，则会紧缩基础货币。到 2007 年 6 月底，中国的外汇占款余额达到了 103482.71 亿元，较 2006 年底的 84360.81 亿元净增近 19121.9 亿元，较 2006 年 6 月底增长了 43.29%，这清楚地告诉我们：在人民币升值预期的影响下，外汇储备出乎意料的增长给基础货币供给造成了较大的冲击。2006 年至 2007 年各季度的外汇占款环比增加额分别为 5090.36 亿元、4988.11 亿元、4758.71 亿元、7385.76 亿元、10185.61 亿元和 8936.29 亿元。这充分说明，外部因素正在给中国货币调控带来越来越大的冲击。在中国人民银行的资产方，其它因素并没有对 2007 年上半年的基础货币带来扩张性影响。虽然对其他金融机构债权略有增加，但是，央行对存款货币金融机构的再贷款有所减少。不过，8 月底央行资产方持有的对政府债权曾有大幅增加，这主要是为了消除特别国债的发行给市场流动性带来的压力。6 月份，全国人大审议通过了调整国债余额并批准发行 15500 亿元的特别国债。特别国债的期限设计在十年期以上，这对于中国的流动性管理具有积极的意义。由于担心特别国债的

发行会对市场资金供给带来较大的冲击，因此，最初的特别国债发行得到了中国人民银行的积极配合。8月29日，财政部发行了首批6000亿元的特别国债，财政部对商业银行发行后，中国人民银行当天就通过公开市场操作的方式悉数买进了这6000亿元的特别国债。由于有了中国人民银行的积极参与，特别国债的发行才没有影响到基础货币的总量，因而也没有对金融市场带来较大的影响。

对央行资产负债表资产方科目增加造成的基础货币扩张，央行同样可以通过其资产和负债两个方面来予以冲销。不过，负债方的一些科目，如政府存款的意外增加，自动地冲销了央行资产增加造成的基础货币扩张。1~6月，政府存款净增加了8150.14亿元，产生了较强的减少基础货币供给的影响。这里需要指出的是，尽管政府存款的增加有助于央行着眼于约束基础货币快速增长的货币调控，但由于央行只能被动地接受政府存款的变化，因而这一因素尚难成为央行可以操作的主动性调控手段。因此，央行更多地还是通过主动创造负债来冲销外汇占款导致的基础货币扩张。也正是在这种背景下，央行票据才出现在货币政策武器库中的。到2007年6月底，央行票据余额已经达到了37581.81亿元，较2006年底增加了7841.23亿元。不过，2007年第二季度，央行票据余额较第一季度出现了一定程度的下降，因而出现了基础货币的净投放。

二、存款和贷款

在银行主导的金融体系下，存款和贷款的变化具有最为丰富的信息量，而货币供应量的变化实际上在很大程度上是存款、贷款变化的结果。自2006年4月份以来，受牛市行情的强烈吸引，居民储蓄存款向股市的搬家导致全部存款的增长速度逐步下降。同时，各种因素继续推动着信贷的增长。其结果就是，自今年2月份以来，全部存款的增速已经慢于全部贷款的增速，而全部金融机构的贷存比在持续下降之后，稳定在68%左右的水平上。可以预期，随着这种格局的持

续，即使没有央行的紧缩政策，银行业的流动性头寸也将趋于紧张。

1. 信贷：增长平稳、结构变化

年初，央行在公布今年的调控目标时，只规定全年广义货币 M2 的增长率为 16%，并没有公布全年的信贷增长目标。然而，在中国的货币政策实践中，银行信贷指标在货币政策决策中所发挥的作用往往超过了货币供应量的变化。2007 年的信贷增长就超出了当局的预期，到 8 月末，人民币贷款余额达到了 25.61 万亿元，1-8 月份新增人民币贷款 3.08 万亿元，1-8 月份各月的信贷增长率在 16%~17.2% 之间波动，与狭义货币 M1 的迅速攀升有一定的差别，而且，与以往相比（以往 7、8 月份的信贷增长相对较低），今年的信贷增长出现了淡季不淡的情况。另一个值得注意的现象是，金融机构外汇贷款出现了较大幅度的增长，8 月末的外汇贷款余额达到了 1971 亿美元，同比增长 22.09%，外汇贷款增长率远远高于人民币贷款增长率。这可能是在人民币升值预期继续强化的情况下，企业和个人进行套汇交易的结果。

在中国人民银行连续提高法定存款准备金比率和提高利率的政策背景下，金融机构的信贷依然保持强劲的增长势头，主要有以下几个方面的原因。第一，中国经济保持高速增长的势头，企业利润大幅度增加，而金融机构信贷本身就具有顺经济周期的特征；第二，银行单一的盈利结构和激励机制的变化促使了银行信贷的扩张。银行改革导致了银行经营目标的变化，利润最大化或股东回报最大化成为了银行最重要经营目标，又由于我国的银行利润依然依赖于存贷款利差，这也促进了银行信贷的扩张；第三，各银行通过股份制改造、政府注资、发行次级债和公开发行股票后，资本充足率得到了较大幅度地提高，从而提高了银行放贷的能力；第四，央行多次提高利率的本意在于抑制银行的信贷，但活期存款利率基本上没有变化，因此，每一次利率调整都事实上扩大了银行的存贷款利差，在这有利的宏观经济环

境下，央行存贷款基准利率的调整反而有增加银行扩张贷款能力的负效应；第五，资产价格的大幅上涨刺激了银行放贷，因为资产价格的上涨弱化了银行面临的逆向选择和贷款后的道德风险问题。

从贷款的部门结构来看，2007 年上半年全部新增 25507 亿元的贷款中，居民户贷款新增 7311.6 亿元，对非金融企业新增贷款 18195.8 亿元。对居民户和非金融企业贷款分别较 2006 年同期增长了 27.23% 和 10.13%。在居民户贷款中，消费性贷款和经营性贷款分别增长了 3795.2 亿元和 3516.4 亿元。在消费性贷款中，中长期消费贷款增长了 3053 亿元，而在经营性贷款中，则主要集中在短期经营性贷款。2007 年上半年，金融机构对居民户贷款的增长率远远高于平均的增长率，也大大高于对非金融企业的贷款增长率，这表明，对零售贷款业务的竞争已经逐渐成为商业银行业务拓展的重点，也标志着商业银行在企业融资结构逐渐脱媒化的背景下，传统的贷款业务转型的方向。在对非金融企业贷款中，短期贷款及票据融资增长了 8616.3 亿元，其中的票据融资变化不大，中长期贷款增长了 9540.54 亿元。

2. 存款：居民存款下降、企业存款平稳、财政存款显著上升

2007 年 8 月末，金融机构本外币各项存款余额为 38.97 万亿元，同比增长 15.76%，增速较 2006 年初显著放缓。从存款的结构看，近期存款增速的下降几乎完全是居民金融资产组合调整的结果。

从 2006 年初开始，随着股票市场进入牛市行情，出现了显著的储蓄存款向股市转移的资产组合调整行为，这导致储蓄存款增速由 2005 年 12 月的 18% 下降到今年 8 月份的 8%，期间数月甚至出现了储蓄存款余额净减少的现象。居民资产结构的调整引起了关注，有观点认为居民（散户）主导了股票市场的行情，助长了资本市场的投机泡沫，政策当局也用实际行动表明了态度。体现在货币政策方面，就是央行在 5 月份的加息中，存款利率上调的幅度要大于贷款利率的上

调幅度。另外，在人民币升值的影响下，居民部门的外币存款余额继续下降，而且呈现出加速下降的趋势，到7月末，居民部门持有的外币存款余额为544.76亿美元，同比下降了21%以上。

相对于居民部门的储蓄存款增长率不断下降而言，企业存款增长率比较稳定，甚至有所加快。这一方面是因为企业效益的好转导致企业保留利润显著增加，另一方面则归因于居民的资产组合调整行为：通过购买上市公司的股票，居民在银行的存款转变为企业在银行的存款。这些原因使得企业的自由现金流大幅度增长，并相应降低了企业对银行贷款的依赖。

与居民储蓄存款增长率不断下降相反，财政存款增长率却在大幅度上升。2007年以来，财政存款增长率一直保持在37%以上，各月平均同比增长率接近45%。居民储蓄存款和财政存款的相反趋势表明，在国民收入分配中，政府的份额在继续增大，而居民的份额在继续缩小。正如我们曾经指出的那样，调整国民收入分配成为我国宏观调控的主要任务。

3. 关注银行业的流动性风险和潜在的脱媒压力

在当前流动性膨胀的大背景下，随着存款和贷款的结构调整，值得关注的是银行业的资产方和负债方期限不匹配问题、即流动性风险问题。我们以储蓄存款占全部存款比重和中长期贷款占全部贷款比重来分别衡量银行业的资产和负债的期限结构。可以明显地看到，一方面是负债期限结构的缩短，相对稳定的储蓄存款占比由2001年6月份的52%下降至今年6月份的46%；另一方面则是资产期限结构的拉长，中长期贷款占全部贷款的比重由2001年6月份的34%上升至今年6月份的48%。需要注意的是，即使在储蓄存款中，由于居民资产组合调整的行为，其活期存款比重也是在上升的。这种严重的期限错配，对银行经营的影响可能是相当严重的。

此外，随着居民资产结构的调整和企业直接融资手段的增加，当

前还需要关注银行业潜在的脱媒压力。这里，以整个固定资产投资资金来源结构的变化来反映企业融资的变化。可以看到，2000年6月份，在固定资产投资的资金来源中，银行贷款和企业自筹资金占比分别为24%和45%。到2007年6月份，银行贷款占比萎缩至18%，而企业自筹资金占比上升为58%。企业投资越来越依靠自有资金，是金融结构调整的必然，它显示“脱媒”过程已经在中国初显端倪。正因为如此，宏观调控当局长期依赖的调控手段——通过控制货币供应和银行信贷来控制投资——逐渐失去了效果。

(图表略; 未完待续)

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn