



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 48 期(总第 204 期)

2007 年 12 月 28 日

流动性、流动性过剩与货币政策*

中国社科院金融研究所 彭兴韵

一、关于流动性及流动性过剩的内涵界定

尽管现在很多人言必称“流动性”或“流动性过剩”，但在很大程度上，人们对流动性概念的使用仍然是基于不那么严密的直觉之上的。这，不仅在国内如此，即便在讲求经济学分析逻辑严密的西方世界也是如此，对流动性与流动性过剩，众说纷纭。在《新帕尔格雷夫金融学辞典》中对流动性（liquidity）的三种解释中，我们认为从资产的到期日曲线来理解流动性是合理的。在经济学或金融学的教

*编者注：本文摘自作者发表于《经济研究》2007 年第 11 期的“流动性、流动性过剩与货币政策”一文，有删节。

科书里，流动性最基本的定义便是，将一种金融工具转化为现金这种交易媒介而不受损失的能力。这一基本的定义，是没有什么争议的。一般而言，金融工具的流动性与期限成反向关系，即剩余期限越长，流动性越低；反之，剩余期限越短，流动性越高。但是，这个具有显著微观结构特点的流动性定义，不是人们对流动性的宏观所指。尽管如此，我们可以基于微观结构的流动性与期限之间关系来探讨宏观层面上的流动性，即，从宏观上衡量流动性的一个便利方法就是考察整个经济体中各类金融资产的期限结构，用几何图形来表示，就是金融资产的到期日曲线。因为资产越接近到期日，遭受较大的资本损失将其变现的可能性就越小。通货的剩余期限为零，流动性最高，在到期日曲线上，通货的多少就决定了到期日曲线在纵轴上的截距。由于不同金融资产的流动性与期限、信用风险等联系在一起，我们就可以从资产组合（需求）理论来探讨流动性与流动性过剩的问题。

尽管《新帕尔格雷夫金融学辞典》中从三个方面界定的流动性，或许是在那个时候，流动性过剩没有像今天这样成为金融市场运行的一个显然特征，所以，它也并没有分析什么是流动性过剩。根据以上对流动性定义的分析，我们认为，这样来定义流动性过剩可能是恰当的：在当前的利率和资产价格水平下，人们持有的短期资产超过了他们意愿的持有均衡水平，而中长期资产在其资产配置结构中又低于其意愿的水平，于是，人们会不断调整其资产持有的期限结构，即，将更多的短期资产转换为长期资产。合理的流动性也就意味着当前资产价格与利率水平下的一个均衡的资产期限结构，流动性过剩或流动性不足都是对均衡资产期限结构的偏离。当出现流动性过剩时，要恢复均衡的资产期限结构，人们就会减少期限较短的资产，持有更多的期限较长的资产。促使恢复均衡流动性的资产结构调整过程，自然会影响到长期资产和短期资产价格的相对变动，因而，流动性的变化，就会自然地在短期资产与长期资产价格的变动中得到最为集中的体现。

从资产组合理论出发，我们可以认为，流动性过剩与否，不仅与短期资产的数量多少有关，而且与资产市场的预期收益、风险以及人们对待风险的态度都有密切的关系。如果人们对待风险的态度不同（风险中立、风险偏好和风险规避），即便他们的资产总量和期限结构完全相同，他们心目中的流动性状况也是有差异的。风险偏好者可能认为，在他的资产组合中，出现了多余的流动性，他需要将更多的短期资产配置到中长期资产中去；对风险厌恶者而言，则意味着流动性的不足，他可能将更多的中长期资产转变成短期资产。当资产市场的预期收益很低、风险很高的时候，即便是风险偏好者，他们手头持有大量的短期资产，但投资者希望的风险溢价得不到应有的补偿时，他们持有长期资产的意愿就会减弱，在此情况下，我们也不能视为是流动性过剩，因为，这仍然是人们根据预期收益与风险的权衡而做出的均衡资产组合。基于此，我们就不难理解，为什么在 2002 年和 2003 年，甚至在 2004 年的时候，尽管货币与信贷增长率出现了明显的上升迹象，人们对诸如股票之类的长期资产还是非常厌恶的，无论是市场还是学界并不认为那时出现了流动性过剩；也不难理解，为什么美国次级抵押债务危机爆发后，美国金融市场很快就陷入了流动性不足的困境了。反之，当长期资产的预期收益较高、风险较低时，投资者就会觉得，持有更多期限较短的资产就不是合意的均衡资产组合，为了恢复合意的均衡资产组合，他们就会纷纷将短期资产转化为长期资产。这恰恰是中国现在的情况。由此分析，我们不难得出这样的结论，流动性的增长与流动性过剩其实是两个完全不同的概念，根据货币与信贷的增长做出流动性过剩的判断是偏颇的。在凯恩斯的“流动性陷阱”中就能够明显地看到这一点。根据我们的定义，货币供应量本身是流动性的一个组成部分，在流动性陷阱中，中央银行增加的货币供给都会被流动性偏好的货币需求所吸收，并不会用增加的流动性去购买其它中长期资产。与凯恩斯的流动性偏好相反，当出现流动性过剩

时，人们就会可能产生“流动性厌恶”，在这此情况下，即便货币供应量没有增加，人们也会在自身的资产负债表中进行调整，重新配置资产的流动性结构。

二、流动性变化与货币政策范式的调整

流动性的具体形式深受金融机构及其实际活动方式变化的影响，也受到金融创新、交易制度变化和政府管制结构的深远影响。尽管在费雪方程式和弗里德曼的现代货币数量论中，货币流通速度是一个固定不变、可以预测的量，但事实上，世界各国的经验事实是，货币流通速度一直不稳定。资产流动性的变化，恰恰是影响货币流通速度的一个重要因素。流动性的变化，使得传统的货币需求函数和货币流通速度都变成不稳定，从而使得货币供应量与名义收入、物价水平之间的关系也就得不稳定起来。例如，当面临银根紧缩时，交易者可以通过重新组合资产证券而维持支出流量。这种重新组合可能会提高金融中介放贷的能力，使货币供给有了更大的灵活性，货币流通速度的波动足以抵消货币当局的紧缩效果。再比如，由于资产流动性的变化，在凯恩斯分析框架中的人们对货币的谨慎需求就可能被其它高流动性的资产所取代。另外，由于交易技术和制度的变化，也为个人、企业和金融机构释放出更多的流动性。以商业银行为例，在我国大额实时清算系统建立起来之前，商业银行就需要持有大量的超额准备金应付清算的需要，这一系统建立起来之后，商业银行的超额准备金需求就极大地下降了，为商业银行释放了一些流动性，提高了商业银行信贷扩张的能力。

由于流动性的变化会对货币流通速度产生较大的影响，并进一步极大地改变了传统的货币数量与实际产出、物价、就业等之间的关系，因此，以货币供应量为中介目标的货币政策框架就会受到金融体系流动性变化的较大冲击。回顾各国货币政策框架的演变，似乎都与流动性的变化有着天然的联系。流动性的变化，是迫使包括美联储在内的

许多中央银行都在根据资产流动性的变化调整货币供应量的不同口径和货币政策策略和框架的重要原因。包括英格兰在内的许多国家建立通货膨胀目标制框架、美联储放弃弗里德曼的单一货币数量规则，转而实行以泰勒规则为基础的联邦基金利率操作目标规则的货币政策框架，都与金融创新的发展导致市场、银行体系和宏观流动性的变化密切相关。从文献上追溯，早在 1959 年，英国的拉德克利夫报告就得出结论，货币供给量在很大程度上已变得不甚重要，同支出有关的是整个流动性状况，而不仅仅是货币供给，只有对经济的一般流动性加以控制，才是一种有效的货币政策。

然而，过去各国中央银行为应对流动性的变化而主动调整的货币政策操作体系，现在似乎又因流动性过剩出现了新的问题和麻烦。那就是，为了应对通胀预期加强的压力，中央银行在不断地提高利率，可是，收益率曲线却出现了扁平化。这样，中央银行通过货币政策操作来提高短期操作目标的市场利率，并不一定会带来长期利率（包括中长期债券和银行信贷利率）的相应上升。格林斯潘在 2005 年 2 月份作证词时指出，在过去，长期利率通常会随着短期利率的上升而上升，而“现在的情况相反，在提高短期利率的同时，长期利率却出现了下降”，2004 年 6 月份，十年期美国国债收益率为 6.5%，而在他作证词的当时却下降到了 5.25%。由于格林斯潘首先注意到了作为货币政策操作目标的短期利率与长期利率之间的这一背离现象，因而被称作“格林斯潘之迷”，也叫做“长期利率之迷”。格林斯潘之迷不仅在美国存在，在英国和中国同样存在。英格兰银行行长金指出，过去几年里，全球的长期利率都出现了大幅度地下降，在英国，20 年期的指数化政府债券年利率，在考虑未来的通胀因素后实际仅为 1% 左右。在中国，2005 年底至 2006 年第一季度，央行曾试图通过加大央行票据发行力度的方式来提高央行票据利率，从而引导商业银行提高贷款利率。但是，事与愿违。扣除央行提高基准利率的影响，2006 年各

季度商业银行贷款的利率实际上是平稳中向下调整的，扣除基准利率上调后的贷款利率各季度分别为 5.58%、5.51%、5.55%和 5.50%。正因为如此，央行最后不得不采取提高贷款基准利率这样行政化的手段提高总体的贷款利率水平。

人们试图从各方面来寻找格林斯潘之迷的解。格林斯潘本人在 2005 年的证词的中认为，造成美国长期利率没能随联邦基金利率的上升而上升的重要原因就在于，其它国家的中央银行大量地购买了美国的长期债券，抵押贷款的投资者也通过购买美国长期债券来抵消抵押贷款存续期下降的影响。格林斯潘还同时解释道，造成全球性“格林斯潘之迷”的原因在于金融市场的全球化。伯南克的解释是，长期利率的下降反映了投资者要求的期限升水和风险溢价下降了，是因为投资者有更加稳定的通货膨胀预期，经济总体的波动减少了，另外，他还分析了导致长期利率下降的其它一些原因，如格林斯潘强调过的其它国家的中央银行购买美元资产，养老基金资产负债结构的调整等。实际上，不管原因多么复杂，我们都可以将格林斯潘之迷归结为一点，即流动性过剩。根据我们对流动性过剩的定义，在流动性过剩的状况下，人们会将多余的短期金融资产转换为长期金融资产，这意味着，投资者对短期资产的需求会减少，对中长期资产的需求会增加，从而使得投资要求的风险溢价和期限升水会减少，这就会使收益率曲线变得更为平坦。至于像伯南克强调的通货膨胀预期，本身会影响到人们对未来资产流动性的分析和判断。

流动性过剩造成的收益率曲线平坦化对货币政策意味着什么呢？这一问题其实相当复杂。如果支出取决于长期利率，那么，收益率曲线的平坦化可能会刺激总需求的增加，因此，当期限升水缩小时，为了达到政策目标，就需要进一步提高短期利率；然而，如果期限升水反映的是人们对当前和未来经济前景的信心，情况就完全不同了。伯南克还指出，在每一次衰退来临之前，收益率曲线的斜率都会明显

地下降。的确，如果长期利率与短期利率之差的期限升水和风险溢价，只是反映了投资者对未来的通胀预期，那么，平坦的收益率曲线会提醒货币当局采取相应的政策措施，防范于未然。但是，还有这样一种情况，投资者对未来的通胀预期比较稳定，或者即使存在向上的通胀预期，但对资产价格上涨的预期更为强烈，那么，投资者仍然可能会进行资产结构的调整，导致流动性和收益率曲线的平坦化。由于流动性的变化会对资产价格、收益率曲线的斜率有很大的影响，因而这对货币政策传导机制及货币政策的效果也会带来相应的影响。无论是通货膨胀目标制还是美联储现行的以联邦基金利率为操作目标的货币政策体系，短期利率在它们的货币政策操作中都发挥着关键的作用。如果作为货币政策操作目标的短期利率，与对消费、投资具有更大影响的中长期利率之间存在较为稳定的风险溢价和期限升水关系，那么，货币当局就可以通过调整货币政策的操作目标利率，达到货币政策的最终目标；如果作为货币政策操作目标的短期利率与中长期利率之间的风险溢价与期限升水关系，因金融体系流动性的变化而改变，那么，货币政策的效果就会受到很大的影响。这正是这几年各国中央银行所面临的新问题。格林斯潘在分析“长期利率之迷”时的苦恼就在于，尽管他连续多次提高了联邦基金利率，但商业银行放贷条件依然十分宽松。

如果是这样，那么，货币政策的确应该像拉德克利夫报告所指出的那样，关注流动性及资产市场的变化。拉德克利夫报告曾经指出，虽然商业银行的流动性比率是决定其信用扩张能力的主要因素，但由于它可以从其它部门来获得流动性（即上文分析的外部流动性），因而中央银行也难以通过控制商业银行的流动性来控制货币供给，有鉴于此，该报告建议中央银行应该控制经济体系中的所有流动性。上个世纪 90 年代以来，资产价格与货币政策之间的关系受到了广泛地关注，一些学者还分析了人们资产组合的调整对货币政策的影响。根据

本文的分析，我们又指出了货币政策应当关注资产市场的另一个理由：由于流动性状况的变化与人们对资产市场的收益与风险评价息息相关，因此，中央银行的货币政策应当及时地评估任何可能会引起资产市场价格与风险发生变化的技术、制度等因素对流动性的影响。现在想来，我们对汇率制度改革、股权分置改革等重大的制度变迁，人们对流动性的态度的影响，并进而对央行货币政策的影响并没有充分地加以估计。回顾过去货币政策范式的变革，都是原有的货币政策框架难以达到中央银行货币政策最终目标而被动地进行的调整的。现在全球越来越明显的流动性过剩也给各国中央银行原有的货币政策框架带来新的挑战。我们有理由相信，如果流动性过剩及收益率曲线的平坦化得不到中央银行家们所期望的变化，那么，为了达到货币政策的最终目标，中央银行家们可能将做出新的努力。

三、我国央行对流动性的管理及进一步的建议

随着我国货币政策由直接调控向间接调控转型，中央银行流动性管理也日益成为货币政策实施的中心内容之一。其流动性管理的基础是对银行体系流动性需求和供给的分析预测，通过流动性管理，中央银行能够帮助金融机构应对暂时的流动性波动，达到确保日常支付和货币市场正常运转的目的。某些情况下，为适应银行体系流动性需求的增长，中央银行在公开市场上主动提供流动性；另一些情况下，如由于外汇流入增加，中央银行购汇为银行体系注入的大量流动性超过了需求的增长，银行体系出现流动性过剩，吸收过剩流动性就成为中央银行的重要任务。

我国央行着眼于银行准备金的流动性管理工具主要有三个：发行央行票据、调整法定存款准备金比率和货币掉期。2002年9月24日，央行将公开市场操作中未到期的正回购转换为中央银行票据之后的短短4年多时间里，央行票据的发行规模迅速增长，品种不断增多，期限不断延长。央行票据的产生及发展，对我国金融体制改革和迄今

为止的金融宏观调控发挥了重大作用。然而，这一冲销手段，一开始就受到了人们的质疑。如：央行票据的成本急剧上升；大量发行央行票据造成了金融市场结构的扭曲，货币市场利率对宏观经济趋势所包含的信息量大幅度地下降；加重了其在货币供应量和利率之间协调的难度；更重要的是，面对外汇占款的迅速增加，央行一方面要通过发行新的票据来偿付已到期的票据，同时又要发行新的票据来冲销外汇占款，导致了央行票据余额急剧增加。根据我们对流动性的定义，交易便利、期限较短又具有一定收益的央票，本身就是商业银行流动性的一部分。

在这种情况下，法定存款准备金就担当起了我国中央银行管理银行体系流动性的重任。央行认为，在商业银行持有大量国债、政策性金融债等变现能力很强的高流动性资产的情况下，通过公开市场操作来回收流动性仅是浅层的对冲，公开市场操作的数量和进度要取决于商业银行的购买意愿，中央银行调控的主动性和有效性就受到了一定程度的制约，而存款准备金具有“深度”冻结流动性的功能，通过提高存款准备金率将一部分过剩流动性深度冻结，能够减轻央行票据的发行压力，增强公开市场操作引导利率和信贷的能力。2006 年第四季度以来，通过提高法定存款准备金比率，加强对银行体系的流动性管理，得到了淋漓尽致地发挥。

外汇掉期也被中央银行作为货币政策工具，从市场上收回流动性或向市场投放流动性。一些国家（如瑞士、德国、英国、新加坡、泰国等）中央银行都曾（或正在）使用外汇掉期作为公开市场操作工具（中国人民银行，2005）。掉期交易相当于一个即期的买入交易和一个远期的卖出交易。从对基础货币的调控效果来看，掉期交易类似于发行中央银行票据或正回购操作，减少了银行体系的人民币头寸。因此，货币掉期交易为人民银行提供了另一种控制流动性的工具。2007 年初，周小川在上海出席国际清算银行会议期间表示，中国可能推出更

多的外汇掉期；之后，央行副行长吴晓灵首次公开把货币掉期列入回收流动性的“三大法宝”之中，冲销手段要从主要依赖发行央票发展到综合运用存款准备金率、公开市场操作、货币掉期等多种工具。事实上，央行此前已经进行过多次的货币掉期操作，掉期操作的规模达数千亿元人民币。除了具有回收流动性的功效之外，作为具有衍生品性质的交易，掉期交易可能有更多的意味，如它具有价格发现的功能，央行可能利用它来试探人民币汇率的走势；掉期交易反映了中国人民银行对人民币汇率水平干预方式的变化，在人民币升值预期增强的情况下，货币掉期交易就为央行提供了对汇率持续升值的反向修正机制。

总体来看，尽管我国央行采取了多种手段加强流动性管理，但它只是在现有外汇储备管理体制与汇率机制下的简单冲销操作，所涉及的流动性范围也较窄——银行体系流动性，即存款性金融机构的超额准备金，冀希望于调节银行体系超额准备金，进而调控货币信贷总量。这与我们从学理上界定的流动性还是有较大的区别的。我国现在的流动性管理效果总是不太令人满意，其根源大抵如此。基于以上分析，我们认为，为了改善我国的流动性管理，还应当多方努力。限于篇幅，概述如下：

首先，应从银行体系的流动性控制转向全社会的流动性控制。我们看到，流动性具有不同的层次。我国中央银行现在的流动性管理只是紧缩银行体系较为狭义的流动性。对货币政策而言，只着眼于管理银行体系的流动性，自然有其便利之处，但可能会造成两个方面的后果：其一，流动性管理会简单地被视为只是中央银行的责任，而与其它监管当局无关；其次，它无法顺应金融结构的变化对流动性进行更全面地监测和管理。有鉴于此，我们认为，应从银行体系的流动性控制转向全社会的流动性控制，这可能需要进一步调整中国现行的货币政策框架。

其次，建立流动性监测指标。既然对政策实践来说，流动性是从

整个社会金融资产的结构来定义的，那么，用货币供应的统计口径或者银行信贷指标来衡量流动性的变化就不合时宜了。为了更好地加强流动性管理，应当建立比较完善的流动性统计与监测指标，使流动性是可测的，并能够易于被公众所理解。我认为，中央银行不仅应当公布传统的货币供应量、金融机构信贷的变化，还应当按照剩余期限，从低到高地统计全社会的金融资产期限结构的变化，并进一步分析其经济和对货币政策的影响。

第三，有效的流动性管理还需要进一步改革中国的汇率机制与外汇管理体制。就中国现阶段的流动性扩张而言，贸易顺差和国际资本输入了大量的流动性，我们应当承认这一事实。这一机制又是与我国的外汇储备管理体制联系在一起的。鉴于国际收支失衡的长期性，防止国际收支失衡带来国内本币流动性的扩张，加快我国的外汇储备管理体制的改革，切断国际收支与中央银行资产负债表之间的联系，就成为有效的流动性管理的必要制度保障了。

最后，流动性管理并不是中央银行单独能够承担的重任，加快发展资本市场是解决流动性过剩的题中之义。因为流动性过剩是短期资产在人们的资产组合中超过了合意的均衡水平，这时，长期资产的供给有限的情况下，自然就会带来资产价格的大幅上涨甚至是资产泡沫。因此，发展资本市场，增加长期资产供给也是解决流动性过剩的一个必要办法。（参考文献略）

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