

我国流动性管理工具有效性的实证检验*

姚星垣

[摘 要]流动性管理的目标在于流动性与实体经济发展相匹配。本文检验了主要流动性管理工具的实际效果,结果表明,在流动性充裕情况下,加息、人民币升值等紧缩性价格型工具对流动性管理可能失效,只能过度依赖于数量型工具;而通过运用结构型工具,推动金融发展,调整银证结构、信贷结构和投资结构,有助于进行流动性管理。通过引入虚拟变量以及选取不同的样本区间,本文发现流动性管理工具在不同的国际国内宏观经济背景下,其效果存在不对称性,这为在特定国内外经济金融形势下流动性管理工具的选择提供了经验基础和政策支持。

关键词:宏观调控 货币政策 金融发展 流动性管理

JEL 分类号:E12 E52 F31

一、引 言

自从中国加入世界贸易组织(简称 WTO)以后,尤其是 2005 年 7 月 22 日启动汇改,人民币步入小步持续升值轨道以来,国内外经济金融格局经历了较大变革,大大增加了流动性问题的复杂性,加大了国家对宏观流动性进行调控、管理的难度。国内对于流动性问题,主要是流动性过剩的原因、机制和对策的讨论也一直持续着相当的热度。

学者们对流动性问题的探讨由来已久,最早将流动性这一概念纳入规范的经济学理论研究范畴的是 Bronfenbrenner(1945)、Lippman and McCall(1986)等人,其后关于流动性的解释不断衍生,例如肖琦(2009)把流动性分为四个层面:市场流动性、银行资金流动性、货币流动性以及全社会的总体流动性,并把后两个层面的涵义可以概括为不同层次的货币信贷总量,这与《2006 年第三季度货币政策执行报告》中的宏观流动性的外延相同。在经验研究中主要以货币供应量或新增贷款等指标体现。

传统的经济理论认为,要进行流动性管理,可以运用相应的货币政策工具进行调控,但是在实际操作过程中,尤其是在近年来流动性过剩的局面下,货币政策工具的有效性受到了越来越大的挑战。不少学者试图通过分析流动性过剩原因来寻找对策。钱小安(2007)认为,经济的过快增长、国际资本流入、宽松的货币政策以及市场投资是产生流动性过剩的主要原因,因此,要解决流动性过剩的问题,应保持可持续的经济增长水平,制定适当的货币政策目标,实行适度从紧的货币政策,通过有效调控货币中介目标,有效运用利率政策等工具,保持金融体系的稳健运行。李华威和卞志村(2007)区分了流动性过剩的长期压力和短期压力,指出长期流动性过剩形成的主要原因是存贷差的不断扩大,而短期流动性紧缺是外部因素所致,应该通过规则性货币政策稳定预期以及前瞻性货币政策减少长期流动性过剩的负面影响;同时加大财政政策力度,以走出“流动性陷阱”。

* 姚星垣,浙江地方金融发展研究中心,浙江金融职业学院区域金融研究所,副所长,经济学硕士。本文得到浙江省哲社项目“金融宽度、区域金融创新与农民增收机制研究”(11YD18YBM)和浙江省科技厅软科学研究项目“基于发展转型的浙江金融双中心建设路径研究”(2011C35041)的资助。感谢张旭昆教授、徐小华博士以及参加“第十一届中国青年经济学者论坛”的何杨博士等与会嘉宾对本文阶段性成果的建议和评论,文责自负。

唐双宁(2007)分析了我国流动性过剩的全球背景和我国流动性过剩的表现及结构性特点,指出当前重点是要解决流动性过剩的来源问题,以及农村地区资金匮乏,导致资金配置结构性失衡的问题。张新泽(2008)着重分析了国际流动性严重过剩的冲击,并指出应当尽快调整我国的进出口战略。

那么可以进行流动性管理的工具到底有哪些?除了传统的宏观调控政策是否存在其他进行流动性管理的有效方法?这些工具的有效性到底如何?本文下面的部分安排如下:第二部分阐述流动性管理的目标和度量,逐一分析各类流动性管理工具的作用机理;第三部分构建计量模型,对流动性管理工具的有效性进行实证检验,并对经验研究的结果分析说明;第四部分是结论和政策建议。

二、理论分析和模型设定

(一)流动性管理的目标和度量

尽管“流动性管理”在央行货币政策执行报告中多次提及,但是,宏观层面的流动性管理的概念并无明确的、广为接受的定义。笔者认为,流动性管理是指由政府相关部门主导和实施,各类经济主体参与,综合运用各种金融工具,对以货币信贷资金为主体的金融资源在总量和结构上进行调节,使其符合经济持续健康稳定发展的需要(姚星垣和周建松,2011),即流动性与实体经济发展相匹配。否则,如果出现流动性过剩或者流动性不足,就会孕育和累积金融风险,影响本币币值的稳定,造成社会福利损失。

在流动性过剩的判断方法和指标度量方面,Becker(2007)认为是货币供给增长速度持续超过名义GDP增长率;Ruffer and Livio(2006)指出可用马歇尔K值;Polleit and Gerdesmeier(2005)则用价格缺口(price gap)、真实货币缺口(real money gap)、名义货币缺口(nominal money gap)和货币过剩(money overhang)等指标。许涤龙和叶少波(2008)则采用了流动性总量过剩系数(CTEL)和流动性增量过剩系数(CAEL)两项指标。这些测度方法各有利弊,而根据Kramer and Baks(1999)的观点,用超额货币指标衡量的流动性具有扩张性货币政策的全部特征,较好地反映开放经济条件下一国经济中包含国际资本流动的货币存量变动,因此,本文采用“超额货币增长率”指标来反映流动性匹配状况。超额货币增长率的公式为:

$$EM_t = M_t - Y_t \quad (1)$$

其中 EM_t 表示超额货币增长率, M_t 表示名义货币增长率, Y_t 表示名义经济增长率。

(二)各类流动性管理工具有效性的理论探讨

金融政策影响流动性的工具可以分为数量型金融工具、价格型金融工具和结构型金融工具。数量型金融工具主要是指数量型货币政策工具,包括存款准备金率和货币信贷投放数量;价格型金融工具主要包括利率政策和汇率政策;结构型金融工具是指金融业内部各个子业态以及各类金融资产的规模和结构,比如银行业资产与证券业资产规模的比例等。

数量型货币政策对流动性管理的效果比较直接。多数学者对提高存款准备金吸收流动性的直接效果并不怀疑(陆岷峰和高攀,2010),争论的焦点在于这样的政策工具是否可持续,以及最佳的准备金率或者其上限是什么(李慧勇,2011;胡莹和仲伟周,2010)。提高存款准备金率将吸收流动性,因此其符号预期为负。而货币信贷的增加将对流动性有直接的正向冲击,因此其符号预期为正。

价格型金融工具对流动性的影响是多方面的。当流动性过剩时,货币当局往往采取加息的策略。传统理论认为,当央行加息时,流动性趋向于紧缩。但相反的观点认为,提高存贷款利率,缺乏紧缩信贷的政策功能,却有刺激信贷增长的实践效应(王国刚,2008)。尤其是在开放经济条件下,加息会强化人民币升值的预期,加大跨国资金的套利空间。而此时,如果央行的冲销政策不能完全

抵消外汇占款增加的影响,那么总体上加息反而会释放流动性。因此,在开放经济条件下,利率政策工具要和汇率政策工具一起考虑,其实际效果有待实证检验。

汇率影响流动性的机理和渠道同样比较复杂。一般理论认为本币升值会抑制出口,从而放缓经济增速,因此不利于吸收超额流动性。但是本币升值可导致套利和投机资金流入,同时会与利率共同相互作用而进一步释放流动性。人民币升值压力是流动性过剩的一个重要诱因,但是在全球流动性过剩的环境中,使人民币升值尚无法从根本上解决流动性过剩问题(阎坤和孟艳,2007),因此人民币升值时将导致流动性增加。由于人民币升值时用有效汇率表示的数值变大,因此预期符号为正。

国内对于结构型金融工具对流动性管理影响的探讨尚十分少见。金融结构理论(Goldsmith, 1969)是早期金融发展理论的重要组成部分,但是直接探讨金融结构与流动性关系的文献较少。结构型金融工具可以从不同金融资产的规模及其比例进行刻画,具体包括银证结构、信贷结构、证券结构和投资结构等方面。

从银证结构看,由于目前我国的融资结构中银行贷款比重过大,而且商业银行的信用创造机制会进一步释放超额流动性,因此,建设多层次的资本市场体系,增加直接融资比重可以减轻金融风险向银行集聚,防止流动性过度扩张。我们用股票交易额与贷款总额之比来反映银证结构,其符号预期为负。

在信贷内部结构中,由于基础设施建设、房地产开发贷款和个人按揭贷款期限较长,杠杆比例较高,因此通过增加支持实体经济尤其是中小企业、三农经济的短期信贷,将有助于降低杠杆比例,减轻流动性大量释放的压力。因此我们预期短期信贷与长期信贷之比与流动性之间为负相关关系。

我们用债券交易额与股票交易额之比来度量证券结构。随着金融创新的不断推进,资本市场与信贷市场之间的沟通渠道增加,证券结构与流动性之间的关系也随之增强。与债券相比,股票的投机性更强,波动更为剧烈,其对流动性的影响较大。因此,拓宽以债券为代表的固定收益的投资品种和渠道,有助于稳定流动性,因此我们预期其符号为负。

在投资结构方面,我们用股票交易额与储蓄总额之比来测度,其对流动性产生影响的机制主要有两方面:一是当流动性比较充裕的初期,物价水平随之上涨,在“负利率”的催化作用下,伴随着储蓄搬家现象,投机较为严重,而此时实体经济较为疲软,无法吸收多余的流动性。二是当储蓄搬家现象持续,存款增速放缓,通过存贷比给银行进一步发放贷款制造压力,从而减缓流动性释放。但我国近年来的实际情况表明,前一种影响机制即投机增加时流动性的释放效应是主要的,因此,我们预计其符号可能为正。综上所述,结构型金融工具对流动性的影响比较复杂,其实际效果仍有待经验研究检验。

此外,相对于消费,投资和出口的波动较为频繁,因此它们会对流动性产生较大冲击。一方面,当加大刺激投资力度时,通过拉动经济增长可吸收超额流动性,但同时加大投资又会引致信贷投放的增加,从而释放超额流动性。因此,其对流动性的影响关键在于这两种效应的边际差异,总体而言,投资对流动性管理的效果有待检验。

由于出口是拉动经济增长的主要动力,但在出口企业中占主体的中小企业对信贷的依赖程度较低,往往通过内源融资和民间借贷等渠道获得资金,其对流动性吸收的方面是主要的,因此我们预期其符号为负。

我们把流动性管理主要金融政策工具和经济周期冲击的工具变量及其预期符号列表如表1。

(三)流动性管理的计量模型的设定

综上,我们认为进行流动性管理的主要工具包括数量型、价格型和结构型金融政策工具。其

表 1 流动性管理工具变量

流动性管理工具		指标名称	指标变量	预期符号	预期工具有效性
数量型金融工具(QFI)		货币增量	MC	+	有效
		存款准备金率	CBR	-	有效
价格型金融工具(PFI)		实际利率	RR	+/-	受限
		名义有效汇率	NEER	+	受限
结构型金融工具 (SFI)	银证结构	股票交易额/贷款总额	SCred,	-	有效
	信贷结构	短期贷款/中长期贷款	LR	-	有效
	证券结构	债券交易额/股票交易额	BS	-	有效
	投资结构	股票交易额/储蓄总额	SSav	+	有效
经济周期冲击		固定资产投资	IFix	+/-	受限
		出口	Expo	-	有效

中,重视和创新结构型金融工具是进行流动性管理的重要思路。此外,流动性又受到投资、出口等因素的冲击,因此,把计量模型设定为:

$$Liq_t = c + \alpha_i QFI_{i,t} + \beta_j PFI_{j,t} + \gamma_k SFI_{k,t} + \lambda_m I_{m,t} + \varepsilon_n \quad (2)$$

其中 Liq_t 定义为超额流动性即 EM , $QFI_{i,t}$ 表示数量型工具对流动性管理的影响, $PFI_{j,t}$ 表示价格型工具对流动性管理的影响, $SFI_{k,t}$ 表示结构型金融工具对流动性管理的影响, $I_{m,t}$ 表示投资、出口等因素对流动性的冲击,其他因素的影响归入 ε_n 。

三、数据和计量分析

(一)数据说明

本文经验研究中的数据来源是 WIND 数据库,样本范围是 2002 年 1 月到 2010 年 11 月的月度数据,并采用 X-12 季节调整方法进行季节调整。我们用广义货币供应量(M2)表示名义货币增长率,用工业增加值增长率(Gi)来测度实际经济增长率。因此,流动性状况指标等于广义货币供应量减去工业增加值增长率减去 CPI 指数,即 $Liq = M2 - Gi - CPI$ 。

数量型工具方面,我们用本外币贷款增量与本外币贷款余额的比率($MC = \text{Loan} / \text{Loan}$)以及法定存款准备金率(CBR)来度量。在价格型工具方面,用一年期定期储蓄利率表示的基准利率(RS)减去物价水平(CPI)得到的实际利率($RR = R - CPI$);在汇率工具方面,我们考察了人民币名义有效汇率 NEER 对流动性管理的影响。结构型工具方面,本文把考察的重点放在各种货币金融资产的结构上面,包括银证结构(SCred)、信贷结构(LR)、证券结构(BS)和投资结构(SSav)等。此外,我们用固定资产投资同比增长率(IFix)、出口同比增长率(Expo)来度量投资、出口等冲击的影响。

(二)流动性管理影响因素分析

为了消除伪回归的影响,我们首先通过 ADF 单位根检验对数据进行平稳性检验。结果表明被解释变量 Liq 和解释变量均为 $I(1)$ 。然后构建 VAR 模型,并进行 Johanson 协整检验,无法拒绝不存在协整方程的假设,说明变量之间存在长期的均衡关系。然后通过逐步回归法剔除统计上不显著的变量,得到模型 1。

经验研究表明,各类工具对流动性管理的有效性不一致。数量型工具指标 MC 对超额流动性有显著的正向冲击,每增加 1 个百分点将使超额流动性水平增加 0.8 个百分点;而存款准备金率每提高 1 个百分点将吸收流动性 0.34 个百分点,但是统计结果并不显著。总体而言,在流动性过剩时,采取数量型控制方法对货币信贷增长规模进行调控还是十分有效的。

价格型工具的有效性则比较复杂。模型 1 的计量结果表明,实际利率水平对超额流动性有正面冲击,即实际利率每提高 1 个百分点,超额流动性将提高 1.5 个百分点以上,表明通过提高利率反而会进一步释放流动性,符合本文的分析和预期。人民币名义有效汇率 NEER 对流动性的影响

表 2 流动性管理影响因素检验

解释变量	模型 1	模型 2a	模型 2b	模型 2c
MC	0.842530** (2.422738)	0.784067** (2.360110)	0.572489* (1.766459)	0.698067** (2.132553)
CBR	-0.343074 (-1.140531)	-0.388032 (-1.416461)	-0.529684** (-1.995328)	-0.492116* (-1.804477)
RR	1.562182*** (6.040807)	1.370167*** (4.542629)	1.013326*** (3.383972)	1.150803*** (3.814678)
NEER	0.289787*** (3.039549)	0.355377*** (0.0012)	0.265581** (2.517547)	0.279698** (2.540519)
SCRED	-2.035145** (-2.114070)	-2.384184** (-2.515100)	-1.822368** (-2.006334)	-2.510147*** (-2.738437)
SSAV	1.302237** (2.045394)	1.526052** (2.427470)	1.141383* (1.894881)	1.598334*** (2.634340)
LR	-6.682598** (-2.294872)	-7.876434** (-3.111460)	-11.54429*** (-4.293396)	-11.26361*** (-3.806764)
IFIX	0.181323*** (2.636497)	0.167652** (2.389960)	0.157463** (2.436460)	0.177903*** (2.686693)
EXPO	-0.110500*** (-3.562291)	-0.123920*** (-4.104734)	-0.109410*** (-3.754806)	-0.114655*** (-3.844642)
TP1		-0.104469 (-0.147936)		
TP2			3.744667*** (3.070224)	
TP1*TP2				2.950908** (2.072598)
C	-22.39420*** (-2.745797)	-27.07114 (-3.057874)	-13.14805 (-1.370782)	-15.46661 (-1.498661)
R-squared	0.819636	0.820492	0.836505	0.828141
Adjusted R-squared	0.800848	0.801793	0.819474	0.810239
Log likelihood	-262.3410	-262.0864	-257.0876	-259.7567
F-statistic	43.62562	43.87949	49.11728	46.25978
D-W stat	1.773649	1.781066	1.851413	1.786156

注:***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平下显著。

均显著,对流动性有正向冲击,说明难以通过人民币升值的方式吸收超额流动性。

调整金融结构可以吸收超额流动性,意味着总体流动性过剩与结构性流动性不足并存,说明目前我国存在的流动性过剩局面是十分复杂的。当信贷结构出现长期化趋势,例如大量信贷资金违规流入房地产市场或者按揭贷款占比过高时,流动性过剩情况可能会进一步恶化。而在实体经济层面,相当比例的中小企业,尤其是小微企业融资难的问题仍然十分突出。

固定资产投资的系数显著为正,说明政府通过增加投资,拉动经济增长从而吸收流动性效果可能适得其反。出口系数为负,与预期理论相符。为了验证模型的稳健性,本文对大量能够反映金

融结构变化的结构型工具变量都进行了检验,包括贷款余额/证券交易额(CredS)、债券交易额/贷款余额(Bcred)、债券交易额/存款余额(BDepo)等不同的结构型变量,得到的结果与上文的分析基本一致,工具变量的符号、大小和显著性的一致性较好,说明模型的稳健性较好。

为了检验流动性管理工具在扩张或者紧缩时期的效果是否是对称的,我们通过设置虚拟变量的方法做进一步探讨。在对扩张和收缩进行阶段划分的依据上,我们采用两种方法设置虚拟变量。第一种是基于流动性供给标准,即把扩张期定义为货币供应量 M2 增长率增加时,把收缩期定义为货币供应量 M2 增长率小于等于零时,即

$$\begin{cases} TP1_t=1, \Delta m2_t > 0 \\ TP1_t=0, \Delta m2_t \leq 0 \end{cases} \quad (3)$$

第二种是基于流动性管理标准,即当超额流动性指标 EM_t 大于某个临界值时定义为扩张期,反之定义为收缩期。样本期间 EM 均值约等于 2,因此令

$$\begin{cases} TP2_t=1, liq_t \geq 2 \\ TP2_t=0, liq_t < 2 \end{cases} \quad (4)$$

根据定义可知,当 $TP1_t * TP2_t = 1$ 时,即同时满足 $\Delta m2_t > 0$ 和 $liq_t \geq 2$ 的扩张期时,超额流动性状况最为严重。虚拟变量与流动性状况指标如图 1 所示。

加入虚拟变量后,得到模型 2a, 2b, 2c, 比较多项统计量指标可知,模型 2b 拟合效果最佳,说明以流动性状况作为划分周期的依据对流动性管理产生显著影响,流动性状况所处的水平的影响流动性管理的效果。与增加虚拟变量前的模型 1 相比,拟合效果得到了进一步的改善,其中最大的不同是存款准备金率的系数由不显著变为显著,说明在流动性过剩时,采用数量型工具,提高存款准备金率有助于吸收超额流动性,而且此时 LR 等指标的系数绝对值也增加了,说明运用结构型工具对流动性管理的有效性也进一步增加了。

(三)流动性管理效果的周期性检验

通过进一步分析不同的样本区间,我们研究流动性管理工具的有效性是否会随时间变化。如果以流动性状况的周期性波动作为划分样本区间的依据,得到模型 3a, 3b, 3c, 可以清晰地看到在不同的国际国内经济金融环境下,各种工具对流动性管理的效果有所不同。模型 3a 的样本区间范围是 2002 年 1 月到 2004 年 10 月,共 34 个月,从图 1 来看,这个周期并不完整,超额流动性呈下降趋势。模型 3b 的样本区间范围是 2004 年 11 月到 2008 年 3 月,共 41 个月。模型 3c 的样本区间范围是 2008 年 4 月到 2010 年 2 月,共 23 个月,这是两个比较完整的周期。

从这三个周期来看,有如下特点值得关注:首先,实际利率水平对流动性管理的作用发生了大逆转。周期 1 中,提高实际利率有助于吸收流动性,这个结果与经典的货币理论相符。到了周期 2,这种关系仍是负相关,但是在统计上就不显著了,到了周期 3 中,这种关系完全实现了逆转,即提高实际利率水平反而释放流动性。究其原因,除了上文已经加以说明的理由以外,各个阶段对应的流动性水平和国际经济金融格局也发生了较大的变化。国内最大的变化是两点,一是汇率制度的改

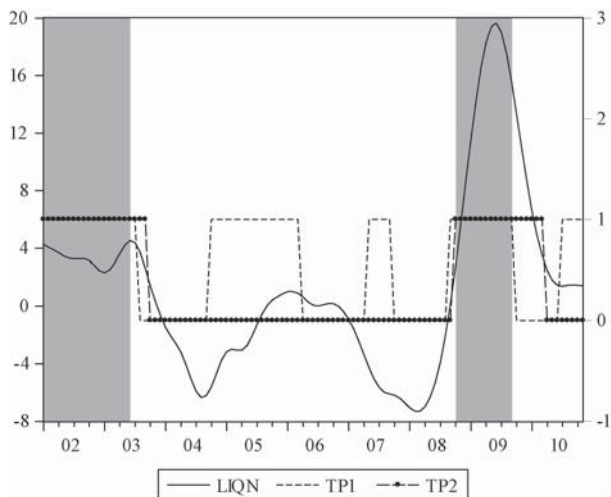


图 1 流动性管理周期性区间设置

注:图中阴影部分为 $TP1_t * TP2_t = 1$,即同时满足 $\Delta m2_t > 0$ 和 $liq_t \geq 2$ 的扩张期。

表 3 流动性管理的周期性检验

解释变量	模型 3a	模型 3b	模型 3c
样本范围	2002M01-2004M10	2004M11-2008M03	2008M04-2010M01
MC	0.177772 (0.248291)	0.154387 (0.319656)	0.743241* (2.136017)
CBR	-5.261187 (-1.587793)	-1.605303*** (-2.918173)	-3.317916*** (-3.633933)
RR	-2.684672* (-1.901540)	-0.228993 (-0.371317)	1.618849** (2.459418)
NEER	-0.585533 (-1.590161)	0.340381 (1.233084)	0.487144** (2.181812)
SCRED	-58.64490** (-2.546889)	-0.431701 (-0.327458)	-0.812203 (-0.334222)
SSAV	38.91624** (2.520383)	0.180391 (0.201388)	0.609282 (0.381008)
LR	29.98023 (1.242362)	-24.95528* (-1.812933)	9.963886 (0.899469)
IFIX	0.177832 (1.320638)	-0.322876 (-1.166411)	1.339779*** (3.337644)
EXPO	-0.417958*** (-3.377232)	0.045604 (0.357341)	0.096584** (2.357408)
C	58.76977 (1.421607)	10.73223 (0.260131)	-44.67131 (-1.370732)
R-squared	0.716221	0.680904	0.986277
Adjusted R-squared	0.592839	0.588264	0.975985
Log likelihood	-77.86721	-83.51325	-32.47797
F-statistic	5.804911	7.349953	95.82664
D-W stat	2.180706	2.782883	1.969362

注:***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平下显著。

革,在人民币升值及其预期的推动下,流动性基本处于宽松的状况,实际利率的提高进一步加大了热钱的涌入,释放了大量的流动性。与此密切相关的是汇率和出口等变量对流动性管理的影响也发生了逆转。第二,我国银行体制进行了大改革,国有银行和股份制银行纷纷上市,但是主要依赖存贷差盈利的模式并未根本改变,在股东追求业绩最大化的驱使下,通过信贷渠道大量投放流动性。

其次,固定资产投资对流动性管理的负面影响逐渐凸显出来。这种状况从深层次反映了目前我国经济增长过度依赖于投资拉动和银行信贷资金推动的特点,而这种模式的可持续性正受到流动性过剩、物价水平上涨、能源消耗过大等方面越来越大的挑战,反映了我国经济结构转型升级的迫切要求。正如上文分析,增加固定资产投资时信贷的流动性释放效应已经超过了拉动经济增长的吸收效应。

第三,可用于流动性管理的价格型、市场化工具逐渐失效,银证结构、信贷结构、投资结构等结构型工具变量对流动性管理的作用逐渐减弱,越来越依赖于存款准备金率等数量型工具。目前存款准备金率已在历史高位,使用这个工具的空间也越来越狭窄。对数量型工具的过度依赖,从某种程度上反映了当前金融要素的集中度呈增长趋势,同时金融市场效率的发挥受到非市场因素的干扰。

总体而言,目前流动性管理的难度逐渐加大,其原因是多方面的。进入 21 世纪以来,国际经济金融格局变化的冲击、国内经济金融发展的路径依赖以及经济结构调整和金融改革的冲击,都对流动性管理提出了新的挑战。尤其是在此次全球金融海啸的冲击下,面对经济衰退、失业和资产价

格泡沫等多重矛盾的叠加,更是加剧了流动性管理的难度。在日益复杂的国际经济金融形势多重约束条件下,使得原有流动性管理工具的有效性受到很大限制。那么,在后危机时代,当我们再次审视这个工具箱,理应要让更多的工具发挥作用,而不能只寄希望于数量型工具。从根本上来讲,危机的直接冲击过后,我们还是要进一步发挥市场对资源要素配置的基础性作用,逐步过渡到综合运用多种工具,同时调动各类经济主体的积极性,系统地进行流动性管理。

四、结论和政策建议

本文基于对流动性管理的目标、度量和机理的探讨,检验了主要流动性管理工具的实际效果,表明在流动性充裕情况下,通过实施价格型紧缩性货币政策对流动性管理可能无效。目前过度依赖于数量型工具的状况令人堪忧,而通过金融发展,调整金融结构将有助于吸收超额流动性。对此,我们认为:

首先,要进一步发挥数量型、价格型工具的作用。从宏观层面考虑,由于流动性管理涉及到经济领域的方方面面,因此需要正规相关部门的协调配合。同时,为了更好地发挥市场机制对各类金融工具有效性的基础性作用,需要稳步推进金融市场化改革,逐步拓宽投资渠道,提高金融市场效率。

其次,除了传统的数量型、价格型工具以外,本文的经验研究部分支持了结构型金融工具对流动性管理的实际效果。因此,可以应用结构型工具,通过调整银证结构、信贷结构和投资结构来进行流动性管理。支持构建多层次性资本市场体系,逐步提高直接融资的比重;加快转变经济增长方式,逐步摆脱对投资拉动和大量发放中长期贷款过度依赖的局面。

再次,要增强流动性管理工具的有效性,从微观层面考察,一是要支持创新型金融机构的发展,包括主要定位于服务“三农”经济、小微企业和城乡居民的地方中小金融机构,支持小额贷款公司等类金融机构的健康发展,稳步推进民间金融正规化发展;二是通过业务创新,积极开发便民、惠民,有利于城乡居民创业、增收的小额信贷和短期信贷产品,增加对中小企业,尤其是小微企业的信贷支持,这些都有助于进行流动性管理。

参考文献

- 胡莹、仲伟周(2010):《资本充足率、存款准备金率与货币政策银行信贷传导——基于银行业市场结构的分析》,《南开经济研究》,第1期。
- 李华威、卞志村(2007):《中国流动性失衡状况实证——基于当前长短期不一致的分析》,《广东金融学院学报》,第3期。
- 李慧勇(2011):《存款准备金率的上限分析》,《银行家》,第4期。
- 陆岷峰、高攀(2011):《我国近十年存款准备金率调控的回顾与展望——基于阶段性视角的分析》,《财经科学》,第4期。
- 钱小安(2007):《流动性过剩与货币调控》,《金融研究》,第8期。
- 唐双宁(2007):《关于解决流动性过剩问题的初步思考》,《经济研究》,第9期。
- 王国刚(2008):《中国银行体系中资金过剩的界定和成因分析——论资金流动性过剩》,《财贸经济》,第5期。
- 肖琦(2009):《流动性的变化特征及应对策略》,《财经科学》,第10期。
- 许涤龙、叶少波(2008):《流动性过剩的测度方法与实证分析》,《数量经济技术经济研究》,第3期。
- 阎坤、孟艳(2007):《汇率、流动性过剩与财政政策的现实选择》,《财贸经济》,第7期。
- 姚星垣、周建松(2011):《宏观调控、金融创新与流动性管理》,《金融教育研究》,第11期。
- 张新泽(2008):《关于流动性几个问题的研究》,《金融研究》,第3期。
- Bronfenbrenner, M. (1945): "Some Fundamentals in Liquidity Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 59, No.3, May.
- Goldsmith, R. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Kramer, C. and K. Baks (1999): "Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers", IMF Working Paper No.168.
- Lippman, S. and J. McCall (1986): "An Operational Measure of Liquidity", *American Economic Review*, 76, 43-55.
- Polleit, T. and D. Gerdesmeier (2005): "Measures of Excess Liquidity", ECB Working Paper Series, No.65.
- Ruffer, R. and S. Livio (2006): "What Is Global Excess Liquidity and Does It Matter", ECB Working Paper, No.696.

(责任编辑:周莉萍)