

# 流动性治理问题的探讨

庞晓波,马少康,黄卫挺

(吉林大学数量经济研究中心,吉林 长春 130012)

(吉林大学商学院,吉林 长春 130012)

(国家发展和改革委员会经济研究所,北京 100038)

**摘要:**金融机构的流动性配置存在两种选择领域:实体经济部门和虚拟经济部门。当存在信息不对称与金融制度缺陷时,非理性配置的流动性就会大量堆积到虚拟经济部门,从而提高资产价格并引发金融风险。但当货币政策工具对此没有实质反应时,即使中央银行意识到这一点,也没有合适的政策工具对资产价格泡沫破灭前后的流动性问题进行有效治理。因此,应将资产价格纳入中央银行货币政策目标体系中,并对货币政策工具进行修正。

**关键词:**流动性;通胀目标;金融制度;货币政策

**中图分类号:**F120 **文献标识码:**A **文章编号:**1007-7685(2011)05-0082-04

流动性与金融危机似乎总是如影随形,无论是上世纪30年代的股市泡沫和大萧条、90代的亚洲金融危机,还是本次的国际金融危机,都是由于滞存流动性的过度投机以致形成资产泡沫,最后泡沫破灭而出现,都是流动性未能得到有效监管所致。因此,要全面认识金融危机,必须先对经济体系内部的流动性运动过程有所了解。

## 一、正确理解流动性的含义

2000年的《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》从三个方面定义了“流动性”。一是从资产的到期日曲线来界定流动性,即金融工具的流动性与期限呈反向关系。二是从便通性的角度界定流动性,即流动性为货币余额与产出的比率,该比率与流动性呈正向关系。三是从金融力的角度衡量流动性,即从整个经济体的资产负债表出发界定

流动性。这里的金融力指人们持有的、以市场价值衡量的对政府债券和其他私人部门实体的债权。从流动性可测性的角度看,流动性可从三个层面界定:一是市场流动性,指在不造成巨大价格波动的前提下,人们买卖金融资产的难易程度;在较成熟的金融市场中,市场流动性也可理解为资产交易价格与其基本价值之间的差异性。二是货币流动性,指“整体货币环境”,包括利率、信贷状况、货币总量变化等。该定义基于中央银行政策操作角度,认为流动性的核心指标是利率。三是资金流动性,指资本的稀缺程度。当银行向企业投放贷款时,银行需要有一定的资金流动性来支持其放贷行为,而这些资金流动性来源于储户存款等。因此,资金流动性是为银行资产负债表中的负债项提供流动性。

注:本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(10JJD790033)的部分成果。

收稿日期:2011-03-02

作者简介:庞晓波,吉林大学数量经济研究中心、吉林大学商学院教授、博士生导师。研究方向:金融理论与政策。

流动性具有“量”与“质”的双重特性。货币流动性实质上是一种流动性“量”的概念,它是对具有最高“质”性的货币或准货币的汇总。市场流动性更多的是一个“质”的概念,即市场交易能力,交易者会根据资产的收益特征、风险结构(包括特殊和系统性风险)及未来的预期等对特定资产的市场交易能力形成不同程度的信心。因此,有人提出市场流动性的“质”就是交易者“信心”。介于两者之间,资金流动性具有“质”与“量”两方面的特性,但由于银行在根据需求提供资金流动性时,筹措对象本身已经是具有较高“质”性的资金,因而对于银行来说,强调资金流动性的“量”性要比“质”性更有意义。中央银行通过货币投放等手段向整个经济注入流动性,由于货币是经济体中具有最高“质”性的流动性资产,因而中央银行提供的这种流动性是一种“量”的概念,其“量”的含义体现在货币这种高流动性资产的多寡。当中央银行的货币流动性到达金融机构时,流动性就变成金融机构的资金流动性,但此时的资金流动性与货币流动性类似,也是一种以“量”性为主的概念。因为金融中介是为其资产负债提供流动性服务,而这些负债项的构成与货币类似。之后,金融中介便需要考虑如何处理其手上握有的流动性:金融中介可将资金贷款给企业,这实质上是给实体经济部门提供流动性;也可通过市场操作将流动性导入二级证券市场,即为金融市场提供流动性。因此,如果以货币作为流动性的简单替代,从中央银行的原始注入至最终到达两大部门,流动性更多的还是一个“量”的概念。当然,不管金融中介将流动性投向实体部门还是二级市场,这些流动性都会通过货币乘数效应和证券衍生效应被放大。中央银行提供最初的流动性供给,经过金融中介的放大效应流向实体经济部门和虚拟经济部门。流动性不足,实体经济可能面临衰退,金融市场可能面临萎缩;流动性过剩,实体经济可能面临通货膨胀,金融市场资产价格可能出现泡沫。这些情况会随着金融制度安排和货币政策操作的不同在现实经济中表现出来。如,在金融体系极不发达的国家,由于不存在二级市场,商业银行作为主要的金融中介机构只从事传统的借贷业务。这样,中央银行通过盯住通货膨

胀等政策操作就能控制流动性的多寡,从而实现对整个经济的调控。改革开放之初的中国及很多发展中国家都符合上述特征。

## 二、流动性大量进入二级市场的原因

在金融体系极不发达的国家,中央银行可通过盯住物价来控制流动性,从而对整个经济进行调控。在金融部门快速发展的发达国家采取同样的货币政策操作能否奏效呢?本文认为,盯住通货膨胀的货币政策面对复杂的二级市场将大打折扣,其原因既有金融制度的缺陷,也有政策操作设计的偏误。金融制度的缺陷导致大量流动性流入二级市场,但货币政策的操作对二级市场缺乏实质影响,从而导致流动性过剩和金融风险的堆积。

### (一)金融制度的缺陷

由于存在两种流动性投放抉择,金融机构需要根据风险与收益进行决策。在金融自由化之前,商业银行的核心业务是借贷活动,其流动性投放的主要对象是实体部门,只是有限涉及一些衍生品市场业务。随着技术进步和金融自由化,商业银行不再局限于传统借贷业务,它获得了与投资银行类似的二级市场操作许可。金融工程与技术的进步,使资产证券化成为一种趋势,也催生了大量金融衍生产品。这些衍生产品创新的初衷是对风险进行分散,但由于设计了大量的杠杆操作,就为金融市场制造了一条风险链条,一旦该链条的其中一点断裂,就会引致金融风险。也正因为这样,金融管理部门往往会对金融机构的准备金进行监管。

理论上,金融机构会根据风险与收益及监管条例进行流动性投放选择,但由于存在信息不对称和监管制度缺陷,大量流动性被投放于复杂的二级市场。在这样的情况下,金融机构的风险会通过公众挤兑和资产负债表效应传染,继而引发系统性风险。所以,各国都制定了相关的法案对这种金融传染进行阻断,存款保险制度、央行最后贷款人角色及金融监管当局的审慎监管一起被公认为金融安全网的三大基本要素。金融安全网的构造被认为是对金融传染和金融风险扩散的有效阻断措施。然而,由于存在信息不对称,存款保险制度和最后贷款人制度往往会诱发金融

机构的道德风险。对商业银行来说,由于存款者的利益受到保护,他们会弱化对银行的选择和监督。同时,存款保险的存在导致银行产生了“赢了是自己的,亏了是保险公司的”这样一种心理。此外,保险费率一般与风险不相关。这三种因素造成的风险与成本的不对称就很容易使商业银行将大量流动性通过各种方式投入高风险的二级市场。与商业银行类似,金融安全网络将引发投资银行对被救助的预期,特别是存在先期案例的情况下,投资银行会将部分风险“事前转嫁”给监管部门,从而投放更多的流动性支撑高风险的衍生市场发展,从而获取更高的利润。因此,在金融自由化和金融工程技术的发展过程中,由于信息不对称和金融监管缺陷,诱发了金融机构的道德风险,从而导致大量流动性被堆积在二级市场,推高了资产价格。这种制度缺陷也可以被看做本轮国际金融危机的一个重要根源。

### (二) 货币政策的偏误

虽然存在制度上的缺陷,但如果货币政策能对此做出反应,流动性的非有效配置也会得到一定程度的修正。但事实上,金融市场的流动性问题并没有进入中央银行的货币政策操作体系中。格林斯潘时代标榜以卓越的通货膨胀治理,而这一切皆归因于通货膨胀目标制的货币政策操作框架。通货膨胀目标制就是中央银行的货币政策盯住通货膨胀进行操作,其中最著名的就是泰勒规则。在泰勒规则下,货币政策随通货膨胀而动,通货膨胀走高,则实行紧缩性的货币政策,即提高名义利率;通货紧缩时则采取扩张性货币政策,降低名义利率。但通货膨胀目标制也为流动性过剩埋下隐患。由于大量流动性进入二级市场,使资产价格不断推高,从而造成所谓的“资产通货膨胀”;而通货膨胀目标制只对实体经济部门的价格做出反应,从各国通货膨胀的统计口径看,证券市场价格和房地产市场价格都没有进入通货膨胀统计体系。所以,当流动性进入二级市场不断发酵、制造泡沫时,货币政策并没有对此做出反应。相反,由于存在道德风险,本应进入实体经济部门的流动性被挤出,转而进入二级市场。在资产价格泡沫未破裂之前,二级市场成为吸收流动性的黑洞。另外,货币政策操作还忽略

了开放经济这个大前提。全球化导致国际市场的互联互通,来自发展中国家的大量廉价商品进入发达国家,在一定程度上压低了发达国家的整体物价水平,并且大量的外汇储备使相当数量的流动性没有直接服务于国内实体经济部门,这也在一定程度上影响了发达国家货币政策的宽松程度。

### 三、流动性治理的困境

大量流动性进入二级市场、催生资产价格泡沫,将对金融体系乃至经济体系的稳定产生巨大影响。因此,如何对这些资产价格泡沫进行有效治理就成为货币当局的关键任务之一。但在货币当局治理资产价格泡沫的不同阶段,也不得不面对众多“困境”。

#### (一) 利率调控处于两难选择

如果中央银行认识到二级市场存在过剩流动性,从而催生资产价格泡沫,那么按照现行的货币操作框架,货币政策的利率调控就会产生目标冲突。大量研究表明,资产价格泡沫对利率的微小变动并不敏感,只有大幅度提高利率,二级市场的资产价格膨胀才有可能得到治理。而一旦利率大幅度提高,投资、产出等实体经济活动受到巨大的冲击,就可能诱发实体经济的巨大波动。这样,其对实体经济带来的负面影响将可能远远大于二级市场资产价格治理收益。因此,在资产价格膨胀的治理过程中,以利率调控为核心手段的货币政策将会处于两难的困境:如果不大幅度提高利率,资产价格泡沫无法得到根治,最终影响整个金融体系的稳定性和经济的安全性;一旦大幅度提高利率,虽然资产价格得到了控制,但由此带来的实体经济负面冲击将远远大于二级市场收益。这种治理困境说明,目前的货币政策工具并不是解决资产价格泡沫的有效手段,也不是治理流动性的有效手段。

#### (二) 中央银行治理流动性的政策目标与治理流动性的操作处于两难选择

由于货币政策对资产价格缺乏有效治理,再加上道德风险等多种因素的作用,二级市场往往存在非理性繁荣的假象。在流动性链条未被打断之前,这种繁荣可通过源源不断的流动性注入和中介机构的杠杆效应得到维持。而一旦外部冲击

将流动性链条打断,那么这种非理性繁荣将会像泡沫催生过程一样加速破灭。这时,大量的金融风险将伴随泡沫的破灭释放出来,金融稳定性将受到极度威胁。因此,中央银行此时的决策面临着是否救市的两难选择:如果不救市,大量金融风险的释放将引起金融机构的相继倒闭,最终引发金融危机;如果救市的困难选择,就需要向市场注入足够的流动性,以补充流动性链条断裂带来的流动性不足,从而在一定程度上延长泡沫的存在。由于金融机构属于独立的企业,他们理应为自己的行为负责。所以,中央银行不应进行救助。然而,由于金融中介的特殊性质,其倒闭具有传染性,即负的外部性,所以中央银行又应对其进行救助。总之,中央银行的救助行动既具有私人物品的特征,又具有公共物品的属性,是否采取救助行动就成为中央银行的一个两难困境。中央银行的另外一个困境发生在救助行为的选择上。当金融中介倒闭的外部负效应巨大,中央银行必须进行救助时,救助行动本身又会引发救助的困境。资产泡沫的形成是由于流动性过剩,泡沫的破灭将直接导致流动性回吐和缩减,而这正是二级市场流动性治理的目标。但由于破灭过程牵涉到金融机构,泡沫破灭并不是流动性治理的理性途径,为防止金融动荡,中央银行不得向二级市场输送流动性。所以,在泡沫破灭过程中,流动性治理目标与流动性操作取向是冲突的。因此,为稳定金融体系而采取的救助政策最终成为金融不稳定的制度根源,这种长期与短期的动态非一致性正是救助的动态困境所在。

#### 四、流动性治理的对策

(一)将资产价格纳入中央银行的政策目标体系中

格林斯潘时代的低通货膨胀和低失业率直接推动了“货币政策新共识”的形成,在这种新共识下,通货膨胀调控似乎成了中央银行货币政策的唯一目标。这种对金融市场尤其是资产价格的“善意忽视”在新共识下成为了一种必然。然而,在存在制度漏洞和道德风险的情况下,金融部门

将从实体部门挤出流动性,从而推高资产价格,并可能诱发资产泡沫。流动性的非均衡配置不仅导致了金融市场的非理性繁荣,并且由于金融市场本身存在流动性生灭的加速机制,一旦受到外部或内部的冲击,将直接导致金融体系的不稳定。因此,基于流动性配置的视角,中央银行应对资产价格采取一定的措施。从流动性的视角看,中央银行有责任关注流动性的另外一个重要目的地——金融市场,并将该市场的资产价格及其稳定性纳入其政策目标体系内,从而形成以流动性为核心的货币政策框架。

#### (二)对现有的货币政策工具进行修正

如果中央银行将资产价格纳入其政策目标体系中,那么中央银行应采取怎样的货币政策工具来积极应对金融市场的资产价格波动?理论界提供了几种方案:一是对现有货币政策工具进行修正,如,对通货膨胀统计口径进行调整。二是采取新的政策工具。由于通货膨胀目标制在治理通货膨胀过程中的成功,以及目前的通货膨胀核算只覆盖了流动性目的地的实体经济部分,而没有覆盖流动性目的地的虚拟经济部分,因此,对货币政策工具的调整可通过修正通货膨胀统计口径来实现,即将资产价格纳入通货膨胀核算体系中。即使可以对通货膨胀统计口径进行修正,货币政策对这种修正后的通货膨胀指数作出反应是否能有效地调控两个市场的价格波动,这一点也值得研究。由于实体经济与虚拟经济在组成、结构等方面存在巨大差异,以单一的利率中介目标对两者进行同时调整,其效果值得怀疑。另外,根据丁伯根法则,为达到一个经济目标,政府至少要运用一种有效的政策,为达到N个经济目标,政府至少要运用N个独立、有效的经济政策。这种只通过通货膨胀统计口径的调整,而没有实质的政策工具变革的设想,也难以达到有效的政策调控目标。从上面的分析可看出,短期内我们无法确定新的货币政策工具的具体形式,只能对货币政策工具进行修正。

(责任编辑:张佳睿)