

超额货币成因及影响研究

赵 东

(华东师范大学 远东国际金融学院, 上海 200062)

摘 要:超额货币一直是理论界有争议的话题。本文首先介绍了关于超额货币成因的几种理论假说, 然后从理论及实证的角度对货币化假说提出了置疑。在此基础上, 作者建立了一个综合模型, 试图对超额货币成因作出精确的解释。最后文章从模型应用的角度出发, 探讨了超额货币对我国通货膨胀、货币政策等重要经济因素的影响。

关键词:超额货币; 缺口; 中国之谜; 货币政策

中图分类号:F82 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)05-0049-06

一、什么是超额货币

改革以来, 尽管中国的实际金融增长速度令人惊叹, 但却没有导致相对较高的通货膨胀。例如, 1978—1997 年间, 中国的货币存量(M2)平均增速达 26.05%, 而同期 GDP 增长速度平均为 9.77%, 零售物价指数平均上升 3.2%(见表 1)。

表 1 货币供给的超额情况

年份	M2 增长率 ①	GNP 的增 长率②	官方通货 膨胀率③	微分方程的 EM2 ④=①-②- ③	差分方程的 EM2 ⑤=①-②-③- ②③/100	M1/M2 ⑥	(M1/M2) 递减率 ⑦
1979	26	7.6	2	16.4	16.248	0.807215	-1.408
1980	26	7.8	6	12.2	11.732	0.783005	-2.999
1981	21	5.2	2.4	13.4	13.2752	0.765719	-2.208
1982	16	9.3	1.9	4.8	4.6233	0.739053	-3.483
1983	19	11.1	1.5	6.4	6.2335	0.709919	-3.942
1984	35	15.3	2.8	16.9	16.4716	0.707136	-0.392
1985	18	13.2	8.8	-4	-5.1616	0.667854	-5.555
1986	28	8.5	6	13.5	12.99	0.642647	-3.774
1987	22	11.5	7.3	3.2	2.3605	0.598995	-6.793

收稿日期: 2000-01-18

作者简介: 赵东(1973—), 男, 江西安福人, 华东师范大学远东国际金融学院讲师。

续表 1

年份	M2 增长率 ①	GNP 的增 长率②	官方通货 膨胀率③	微分方程的 EM2 ④=①-②- ③	差分方程的 EM2 ⑤=①-②-③- ②③/100	M1/M2 ⑥	(M1/M2) 递减率 ⑦
1988	21	11.3	18.5	-8.8	-10.8905	0.590705	-1.384
1989	18	4.2	17.8	-4	-4.7476	0.528663	-10.503
1990	27	4.2	2.1	20.7	20.6118	0.494284	-6.503
1991	26	9.1	2.9	14	13.7361	0.481089	-2.67
1992	31	14.1	5.4	11.5	10.7386	0.492065	2.2814
1993	52	13.1	13.2	25.7	23.9708	0.466743	-5.146
1994	35	12.6	21.7	0.7	-2.0342	0.437729	-6.216
1995	29	9	14.8	5.2	3.868	0.394841	-9.798
1996	25	9.7	6.1	9.2	8.6083	0.374729	-5.094
1997	20	8.8	0.8	10.4	10.3296	0.382724	2.1336
均值	26.05	9.768421	3.2	8.810526	8.050705		-3.86595

资料来源:《中国金融年鉴》(1986~1998)

根据货币数量论,假定货币流通速度是稳定的,则超过 GNP 增长率之上的货币供给率完全反映在物价水平上。将费雪方程式(又称交易方程式) $MV=PY$ 两边取对数并微分,有: $dM/M+dV/V=dP/P+dY/Y$ 。一般地,假设 V 不变则有:

$$dM/M=dP/P+dY/Y \quad (1)$$

这个等式的含义是:货币供给增长率等于通货膨胀率与 GNP 增长率之和。但实际上除个别年份外(见表 1), $dM/M>dP/P+dY/Y$ 。超额货币可表示为:

$$EM=dM/M-dP/P-dY/Y \quad (2)$$

即我国经济发展中存在着超额货币供给。

二、超额货币解说回顾

解释超额货币的理论主要有被迫储蓄假说、价格指数偏低假说及货币化假说等。

被迫储蓄假说认为消费者和企业由于以下两个原因,被迫持有货币。第一,持有金融资产的其他选择方式非常之少;第二,市场上没有足够的商品。费尔德斯坦和哈(1991)估计了中国物价水平受抑制的程度,表明货币的收入流通速度下降是由于居民的非自愿的储蓄。他们得出结论:就居民持有的货币超过交易的名义价值这一层意义来说,中国存在货币过剩。因此,也就存在着抑制型通货膨胀和被迫储蓄。被迫储蓄假说没有回答被迫储蓄和人们对未来的通货膨胀的预期之间的关系。值得一提的一个观测事实是,1989 年后的市场疲软时期及 1997 年后出现的买方市场时期,商品的供给相对过剩,价格也相对其他年份便宜,居民的需求仍旧不旺,居民储蓄在这些时期仍然持续上升。

价格指数偏低假说则认为超额货币的存在是由于中国的官方价格指数偏低了。因而,这种假说断言,如果我们用“真实”的通货膨胀率计算就不会有超额货币。然而,即使用自由市场价格指数,超额货币仍然存在。也就是说,货币增长率在改革期间的大部分年份是大于真实 GNP 增长率和以自由市场价格指数衡量的通货膨胀率之和的。经济中的超额货币无法完全用价格指数偏低假说解释。

由于货币化假说与本文核心观点密切相关,所以下面详细探讨货币化假说。

三、货币化假说的缺陷

货币化假说认为,在像中国这样的欠发达国家,经济可以分解为两部分:货币化的部分和非货币化的部分。通常货币化部分交易是在市场上实现的,而非货币化的部分则是与传统的、某种程度物物交换的自给自足经济相联系的。随着经济的发展,尤其是进行经济改革之后,不仅总产出增加了,货币化经济的比例也随着分权化政策而增加了。据此,货币化假说提出了交易方程式的修正形式,对超额货币作出了解释。在货币化进程中,真实国民收入分为两部分: $Y = \lambda Y + (1 - \lambda) Y$,式中 $0 \leq \lambda \leq 1$,是经济货币化的比率。这样,费雪方程式修订为: $MV = \lambda PY$ 。从而有:

$$\begin{aligned}dM/M &= d\lambda/\lambda + dP/P + dY/Y \\d\lambda/\lambda &= dM/M - dP/P - dY/Y\end{aligned}\quad (3)$$

即:
$$d\lambda/\lambda = EM \quad (4)$$

这个等式的意义在于:超额的货币供给被经济中的货币化成分所吸收。的确,中国改革过程是中国经济货币化的过程,然而,货币化进程不能解释超额货币供给。

首先,实证数据与货币化假说矛盾。从1979~1997年数据看,一方面有好几年是负的超额货币供给,且其数据也较大,如M2超额货币增长率1985年为-5.2%,1988年为-10.9%,1989年为-4.7%。另一方面,就绝对数值而言,数据间的差别也非常明显。这意味着超额货币供给的弹性很大。而我国货币化过程基本上是一种持续加深的刚性进程。显然,货币化进程 $d\lambda/\lambda$ 不能与超额货币 EM 等同起来。

其次,货币化假说还存在理论缺陷。(1)、(2)式中国民收入增长率是国民经济中能用货币交易表示的国民收入增长率,也即官方统计的国民收入增长率。(3)式中的国民收入增长率是真正的国民收入增长率(此处用“真正”而不用“真实”是为了区分与物价平减指数相联系的名义国民收入增长率与真实国民收入增长率的概念),既包括能用货币交易表示的国民收入增长率,也包括未用货币交易表示的国民收入增长率,因而是一未知变量。我们重写超额货币 EM 及货币化指标 λ 的定义式如下:

$$d\lambda/\lambda = dM/M - dP/P - dY_r/Y_r \quad (5)$$

$$EM = dM/M - dP/P - dY/Y \quad (6)$$

其中: Y_r 表示真正的国民收入增长率, Y 表示能用货币交易表示的国民收入。

显然 $d\lambda/\lambda$ 不等于 EM ,而货币化假说将 Y_r 与 Y 等同起来了。因此货币化假说理论上也不能解释超额货币的存在。

四、超额货币成因综合模型

从上面分析可以看出:第一,超额货币与储蓄及物价有一定关系,而与实质经济增长没有太大关系,超额货币可能仅仅是一种货币现象;第二,货币化假说虽有其固有缺陷,但其对交易方程式中 Y 的修正在形式上是非常完美的。据此,笔者认为,对交易方程式的修正在形式上可以仿照货币化假说,在变量选择上则不是考虑实质经济增长因素,而是选择货币因素及价格因素。因此,交易方程式的修正形式应为:

$$(\mu_1 M)V = (\mu_2 P)Y \quad (7)$$

其中 μ_1 是指交易货币占货币总量的比例 (M_t/M), $\mu_1 M$ 则是指经济中的交易货币量 (M_t); μ_2 是自由市场物价 (P_m) 与官方物价的比值 (P_m/P), $\mu_2 P$ 则是指自由市场物价 (P_m)。对(7)式两边取对数并微分,假设 V 不变,则有:

$$dM/M - dP/P - dY/Y = -d\mu_1/\mu_1 + d\mu_2/\mu_2 \quad (8)$$

根据(2)、(8)式有:

$$EM = -d\mu_1/\mu_1 + d\mu_2/\mu_2 \quad (9)$$

(注:式中 $-d\mu_1/\mu_1 = dM/M - dM_t/M_t$, $d\mu_2/\mu_2 = dP_m/P_m - dP/P$)

该式假设我国超额货币的成因有两个:其一,超额货币供给是由于经济生活中用于交易的货币占货币总量的比重下降的结果。其二,超额货币供给是由于经济生活存在的低估的官方价格指数,也即经济中存在隐性通货膨胀。成因 2 正是本文前面介绍的价格指数偏低假说的核心。而该假说被广泛承认。因此在本模型中不再赘述。成因 1 则可以从理论及实证的角度论述。

根据凯恩斯的货币需求,人们持有的货币量是由三个心理动机决定:(1)交易动机。是指个人生活上,或厂商业务上为应付日常支出而对货币的需求。(2)预防动机。是指人们为预防意外紧急支出而持有货币的需求。(3)投机动机。是指人们为了在货币与金融资产之间进行选择,保留一定量的货币,以增加资产收益或减少资产损失。由于货币的交易媒介职能,人们产生了对交易货币的需求;同样,由于货币的价值储藏职能,人们对货币有预防及投机需求。

新中国成立后,中央政府实行计划经济,大到工农业生产,小到个人生活,国家无不计划安排。居民除有限的交易动机外,预防动机、投机动机几乎没有。

改革开放以来,旧体制逐渐被打破,经济货币化程度不断加深,不确定性开始出现并不断加大。如 1978 年以来,价格由计划、双轨制走向市场,居民不得不面对市场价格的不确定性;1979 年后推广实行的家庭联产承包责任制使农村居民未来收入的不确定性明显增大;城镇用工制度的改革(由终生制到合同制),医疗保险制度的改革,企业制度的改革,住房制度的货币化改革,以及中高等教育制度的改革等,使城镇居民未来收入和支出不确定性大大增大了。因此,人们的预防动机产生了,从而货币需求大大增强。在没有其他金融资产可供选择的情况下,人们倾向于储蓄资产,导致了改革后我国居民储蓄稳定高速增长。

另外,转轨期间,居民收入增加很快,人们的投机动机也大大增强了。改革以前,我国根本不存在资本市场。随着改革的深化,意识形态方面的禁锢被逐渐打破,资本市场作为市场经济必不可少的一部分迅速发展起来了;1986 年第一张股票在上海上市交易;1988 年国库券二级市场开放;1990 年与 1991 年上海证券交易所与深圳证券交易所相继成立;到 1998 年底,我国境内上市公司已达 851 家,市价总值 19505 亿元,占国内生产总值的比重 24.46%,投资开户数已达 3900 万户。我国资本市场取得了长足发展。但是由于我国股票市场还处于初始发展状态,股市风险特别高;另外我国基金发展刚刚起步,基金的规模也较小。所以居民投资的方式很有限。这就限制了居民的投机货币需求。可见超额货币产生是由于居民存在预防货币缺口与投机货币需求缺口。

从表 1 实证数据看,改革以后,交易货币占货币总量比重的确明显降低了。如 1978 年, M_1/M_2 为 0.82,到 1997 年 M_1/M_2 则为 0.38,年平均下降 3.97%。约占超额货币总量的 1/2。

综合上述理论及实证分析,超额货币一点也不“超额”,超额货币供给仅仅是超过交易货币

需求的货币供给罢了。

五、超额货币的影响

1. 中国之谜:低通货膨胀与高金融增长。改革以来,我国财政收入占 GDP 比重呈现持续下降的特征,而我国财政支出比重却没有相应下降,特别是价格改革中补偿性支出的增加和国家重点投资的不可削减,我国财政大多数年份出现了大量的预算赤字。在预算法出台之前,即 1994 年前,我国主要是选择货币融资方法为预算赤字融资(当时国债融资的量还很小),财政很方便地通过各级银行向人民银行透支,结果造成了货币的大量发行。相应,金融深化指标 M2/GDP 达到了很高水平,如 1995 年为 105%,而同期美国的水平为 59%,英国 104%,德国 70%,印尼 40%,韩国 4%,马亚西亚 89%,泰国 79%。然而,持续财政赤字的货币化却没有导致严重的通货膨胀。美国经济学家罗纳德里·麦金农曾对中国这种情况感到大惑不解。因为按他所提出的经济市场化的次序,金融增长必须建立在中央财政平衡的基础上,否则将会被随之而来的通货膨胀所遏制。因此他把在中国出现的“在财政下降的同时保持价格稳定与高金融增长”现象称为“中国之谜”。

本文构建的超额货币综合模型,使我们能对“中国之谜”作出较合理的解释。将(8)式变形为:

$$dP/P = dM/M - dY/Y - (-d\mu_1/\mu_1 + d\mu_2/\mu_2) \quad (10)$$

从(10)式可以看出,尽管改革以来持续的财政赤字造成了货币的超常大量发行,但是由于存在超额货币缺口(包括 $-d\mu_1/\mu_1$ 、 $d\mu_2/\mu_2$ 两个方面),大量的货币供给经过超额货币缺口的缓冲对物价的影响比直接作用于实体经济对物价的影响要小得多。如果我国不存在超额货币缺口的话,那么,我国年通货膨胀率平均将增加 8 个百分点,我国将在许多年份出现类似前苏联改革时的恶性通货膨胀。改革中我国没有形成严重的通货膨胀,也即我国出现“中国之谜”,超额货币实在是功不可没。

2. 超额货币可能成为我国银行体系不稳定的重大隐患。如上文所述,超额货币的最重要结果是居民储蓄高速增长。居民储蓄则是一把双刃剑,既能支持经济建设,也能冲击发育不全的市场。许多金融界人士把居民巨额储蓄比做“笼中虎”就在于此。当 1991 年我国居民储蓄存款突破 1 万亿元大关时,引起了经济界专家们的不少担心;到 1994 年突破 2 万亿元大关时,有关人士担心这只巨大的“虎”一旦出笼会把市场冲跨;当 1995 年末全国储蓄存款突破了 3 万亿元大关,达到几乎可以收购全部国有企业固定资产的能力时,再次令金融界和经济界为之震惊。现在,居民储蓄存款已经突破 5 万亿元大关,显然,“虎”破笼而出只是时间问题。这种担心不无道理,1988 年因通货膨胀引发的挤兑风潮对市场与经济的影响便是例证。尽管现在经济处于较低迷的时期,但巨额储蓄始终是经济通货膨胀的压力所在。一旦经济环境好转,有利的投资机会增多,银行信用扩张,人们的通货膨胀预期就会上升,相应造成通货膨胀加剧。尽管超额货币有减缓通货膨胀压力的功能,但当通货膨胀过剧时,储蓄面临巨额资本损失,储蓄已经不能满足人们的预防需求,人们肯定会把储蓄存款转化为其它证券或实物投资,从而对实体经济及银行体系产生冲击。

3. 超额货币对中央银行的货币政策的挑战。中国人民银行 1993 年的金融改革提出以货币供给量作为货币政策的中介目标。力图通过对货币总量的调控,有效地抑制通货膨胀和促进经济稳定增长。但是,由于超额货币的存在,货币政策的作用效果会受到影响。根据(8)式,

有:

$$dP/P + dY/Y = dM/M - (-d\mu_1/\mu_1 + d\mu_2/\mu_2) \quad (11)$$

上式表明以货币供给量为中介目标的货币政策要实现政策目标,很大程度上要受超额货币的影响。中央银行制定货币政策不仅仅需要考虑实际的货币政策目标,还要考虑货币需求的结构变化情况($d\mu_1/\mu_1$)以及我国隐性通货膨胀的程度($d\mu_2/\mu_2$)。否则,政策目标落空的可能性很大。往往是中央银行的货币政策力度非常大,货币政策的效果却甚微。自1996年以来,为避免过剩经济及亚洲金融危机带来不利影响,人民银行采取了积极主动的货币政策,货币供给量大大增加。然而,由于经济前景不被看好,人们的预防货币需求增加,吸收了大部分货币。结果,居民的消费依然不旺,储蓄率持续增长,货币政策效果不明显,没有达到有效扩大内需的目的。在这种条件下,扩大货币供应量的货币政策应该与着眼于改变居民的货币需求偏好(货币需求结构)的其它政策相配合,这样货币政策的效果会更好一些。

参考文献:

- [1]易纲. 中国的货币、银行和金融市场:1984—1993[M]. 上海:上海人民出版社,1996.
- [2]米什金. 货币金融学[M]. 北京:中国人民大学出版社,1998.
- [3]萨克斯,拉雷恩. 全球视角的宏观经济学[M]. 上海:上海人民出版社,1997.
- [4]R·I·麦金农. 经济市场化的次序:向市场经济过渡时期的金融控制[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1997.
- [5]陈学彬. 宏观金融博弈分析[M]. 上海:上海财经大学出版社,1998.

A Study on the Origin and Impact of Excess Money

ZHAO Dong

(School of Far East International Finance, East China Normal University, Shanghai, China, 200062)

Abstract: Excess money has been a controversial issue among the academic circle. At first, this paper introduces some hypotheses about the origin of excess money, and then brings into question the monetization hypothesis from theoretical and positive point. Based on the discussion, the author builds a comprehensive model for explaining the origin of excess money. Out of application consideration, the paper discuss the impacts which excess money will exert on important economic factors including inflation and monetary policy in China.

Key words: excess money; gap; mystery of China; monetary policy