

中国资金存量表的统计和分析

□ 殷剑峰

对外经济贸易大学 金融学院 北京 100082

早在 20 世纪 60 年代,格利和肖就提出要在分立部门的状态下,考察银行、非银行金融机构和非金融部门在货币信用创造中的作用、机制及其对宏观经济的影响。本文基于存款(其中主体部分是广义货币)和信用两类工具,尝试编撰中国资金存量表,分析资金存量的部门分布和交易关系,揭示在相互联系的多部门经济中货币和信用的创造机制。

一、中国资金存量表的编撰和金融体系的结构特征

(一)统计方法。第一步确定统计的金融工具。全部金融工具可以分为六大类:(1)现金。(2)存款,包括纳入和不纳入广义货币中的存款,商业银行在中央银行的存款即基础货币中的准备金,以及中央政府在中央银行的存款。(3)信用,有明确债权债务关系的债务融资工具,包括贷款、债券及非银行金融机构提供的各种债务融资工具。(4)契约型工具,具有委托代理性质的工具,如保单、共同基金和其他理财产品等。(5)权益类工具,包括上市公司股票、非上市公司股权等。(6)衍生品,反映或有债权债务关系的工具。第二步划分经济部门。本文将全社会的经济部门分为七个:中央银行(简称央行)、存款类金融机构(简称银行)、非存款类金融机构(简称非银行)、非金融企业(简称企业)、居民、政府(包括中央政府和地方政府)和国外。第三步编撰反映部门之间资产负债关系的部门—部门存量表。公布的资金流量/存量表只是部门—工具表,而非部门—部门表,无法说明某个部门通过某种金融工具与其他部门之间形成的资产(运用)和负债(来源)关系。通俗地说,资金流量/存量表只告知哪个部门持有哪种形式的金融资产或负债,但不能说明“钱从哪儿来、到哪儿去了”。

为了得到存款和信用两类工具的上述七部门资金存量表,可直接利用央行公布的央行资产负债表和其他存款性公司资产负债表,推出存款的资产负

债关系;同时,通过将信用工具分为贷款、债券、非银行和银行同业创造的信用,又可进一步识别信用的资产负债关系。

(二)规模和部门结构特征。根据上述统计方法,可得到 2007 年 1 季度至 2017 年 2 季度中国资金存量的总规模和同比增速。从季度同比增速看,2009 年后和 2015 年后出现了两轮明显的扩张。如果计算年度间的增量可以看到,从 2009 年开始年度增量一直维持在 35 万亿元左右的规模,2013 年增量规模突破 40 万亿元,2015 年突破 50 万亿元,2016 年突破 60 万亿元。2017 年上半年,由于金融监管的加强,资金存量的季度同比增速迅速下降,上半年较 2016 年增量规模只有 21 万亿元,至此存量规模达到 507 万亿元。

中国金融体系具有三个典型特征:(1)按照格利和肖关于直接金融和间接金融的划分,中国金融体系是一个间接金融体系。居民、企业和政府这三个实体经济部门间基本不存在彼此的资产负债关系(系数为零或者接近零)。因此,实体部门中的资金盈余都是通过金融部门间接地转化为资金短缺部门的融资。(2)中国的金融体系是银行主导的体系。从各个部门资产和负债的份额看,银行是规模最大的部门,在金融部门中,其资产尤其是负债远远超过非银行部门。(3)中国金融体系是一个相对封闭的体系,国外部门主要同央行发生资产负债关系。

虽然间接金融主导、银行主导和相对封闭三个典型特征一直保持,但是,比较 2007 年 1 季度和 2017 年 2 季度的数据,金融体系的内部结构发生了深刻的变化。

第一,在金融部门中,非银行部门的资产份额增长显著。从 2007 年 1 季度到 2017 年 2 季度,非银行部门的资产份额上升了将近 10 个百分点,已超过居民部门成为资产规模第二大的部门。在非银行部门的资产中,企业部门的资产份额占到一半以上,而从企业部门的负债角度看,企业对非银行的负债份

额也在上升。不过,非银行部门的负债显然依赖银行。以2017年2季度数据为例,非银行部门负债份额为5.81%,而其对银行的负债份额为5.62%,银行提供的资金占其负债的97%。

第二,作为规模最大的金融部门,银行的资产负债结构也在变化。其一,在银行的负债结构中,除了政府部门外,对居民和企业的负债份额显著下降,分别从2007年1季度的18.1%和14.02%下降到2017年2季度的13.37%和10.50%;同时银行负债中来自银行自身、非银行部门和央行的比重上升。其二,在银行的资产结构中,对三个实体部门的资产份额基本未变,但结构发生了变化,对居民部门和政府部门的份额上升,对企业部门的份额下降。

由于银行自身资产负债结构的变化,特别是非银行部门资产份额的显著上升,广义货币供应量 M_2 与信用越来越脱钩。自2007年以来, M_2 相当于全部负债和金融部门负债的比重都出现下降,尤其是 M_2 相当于非金融部门负债的比重下降20个百分点以上。这反映非金融部门对非银行负债的依赖越来越大,而非银行部门在形成对非金融部门资产的同时,并不像银行那样在其负债端创造货币。

第三,在总资产和总负债中,央行的资产和负债份额都出现大幅度下降。在央行的负债中,对银行的负债从2007年1季度的8.46%下降到2017年2季度的4.53%,这是央行负债份额下降的主要原因。而在央行的资产中,国外资产也从2007年1季度的9.58%下降到2017年2季度的4.40%,这是央行资产份额下降的主要原因。由于央行对银行的负债主要是银行存放央行的准备金,对国外的资产主要是央行持有的外汇占款,因此,这种变化反映了全球危机爆发后,中国外汇储备规模增长势头的趋缓。在资产负债发生变化的过程中,央行显然加强了资产方对银行的影响,表现为央行对银行资产的份额,从2007年1季度的0.63%上升到2017年2季度的1.79%。

(三)净融出和净融入部门的结构变化。从净融资的角度考察,中国金融体系在过去十年间发生的结构性变化更加突出。根据各部门金融资产和负债的关系,可将上述七个部门分为净融入和净融出部门。净融入部门包括企业、政府和国外,具有以下显著特点:在2012年前,净融入规模由大到小依次是国外、企业和政府;2012年后,净融入规模由大到小依次是企业、国外和政府。2012年后,企业部门净融入规模的上升速度明显加快,而国外部门的净融入甚至在2015年开始下降,主要是外汇占款及其对应的外汇储备下降所致。就政府部门而言,其净融入规模具有显著的周期特点:2009年“四万亿元”期间明显上升,2015年后再次上行。

净融出部门包括三个金融部门和居民部门,其变化特点是:(1)2012年后非银行部门净融出规模上升迅速,分别于2013年3季度和2015年2季度超过银行和居民,成为最大的净融出部门,尽管银行的资产负债规模要比非银行部门大得多。(2)银行部门的净融出规模上升速度虽然慢于非银行部门,但快于居民部门,至2016年4季度其净融出规模已超过居民部门。(3)居民部门的净融出规模自2014年1季度(31.74万亿元)开始就停止增长,甚至有下降迹象(2017年2季度为31.36万亿元)。

进一步将上述七个部门合并为金融部门、非金融部门和国外部门,考察这三个合并部门净融出和净融入的变化。结果显示,以2009年4季度为界,在此前中国的非金融部门的金融资产和负债基本平衡,净融资额为零,而金融部门的净融出与国外部门的净融入基本相等;在此后,非金融部门净融入规模急剧上升,于2014年2季度超过国外部门。

鉴于中国金融体系以间接金融为主导的特征,这种现象表明,在2009年4季度之前,中国的金融运转处于“自给自足”的平衡状态。即在非金融部门中,居民部门的净融出通过金融部门资产负债运作,间接地变成了企业和政府部门的净融入,而金融部门的净融出则通过外汇储备的形式,变成国外部门的净融入。在2009年4季度之后,由于政府特别是企业净融入规模的扩大,加上居民金融资产积累放缓、金融负债显著增加,以致净融出趋于平稳,于是单靠居民的净融出已无法满足政府和企业的净融入需求,需要金融部门提供额外的净融出资金。换言之,从净额的角度看,中国2009年4季度前的金融部门只是一个“转换者”,将居民部门的资金盈余转换为对企业和政府两个赤字部门的融资;在2009年4季度之后,金融部门不仅是“转换者”,还变成了货币信用的“创造者”,为企业和政府两个赤字部门创造超过居民部门资金盈余以外的额外信用。这种角色变化,一方面说明中国金融部门开始真正发挥信用创造的作用;另一方面也表明实体经济部门的负债上升较快,需要防范其中存在的风险。

二、资金存量的部门间交易关系分析

2009年4季度后,在净融入部门中,政府尤其是企业部门的净融入大幅度增长;在净融出部门中,银行尤其是非银行部门的净融出大幅度增长。因此,中国金融活动总量(TFA)的增速快于金融资产和金融负债的增速。现在的问题是,在TFA快速增长的背后,货币信用创造机制发生了什么变化?

以2017年2季度的数据为例,非银行部门没有与居民、非银行自身和国外建立资产关系,但可以看到,非银行部门净融出规模的变化对后三个部门都

有影响。之所以发生这种变化,就是因为在这其中的两个部门虽然没有直接的资产负债关系,但是,通过与其他部门的资产负债关系,使得这两个部门间接地联系在一起。例如,非银行部门和居民部门之间没有直接的资产负债关系,而非银行部门通过对银行的资产和负债,建立了与居民部门的联系。

为了探究 TFA 增长背后的货币信用创造机制,首先比较以下七个部门的金融拉动和推动乘数。就金融推动乘数而言,由大到小依次为居民、国外、非银行、政府、企业、银行和央行;就金融拉动乘数(等于净融出部门和净融入部门拉动乘数之和)而言,由大到小依次为银行、企业、居民、央行、国外、政府和非银行。这表明,各部门推动金融扩张和被其他部门带动扩张的能力存在差异。那么,如何衡量各部门总的金融扩张能力呢?

金融推动拉动乘数(金融拉动乘数与金融推动乘数之积)是一个直观的指标,反映一个部门推动金融活动总量扩张,随后又被新增金融活动总量带动的能力。以银行部门为例,银行净融出增加 1 元,通过金融推动乘数导致金融活动总量扩张 5.03 元,新增的金融活动总量(如果均匀分布的话)又反过来通过 13.17 倍的金融拉动乘数,拉动银行部门资产增加 66.25 元。所以,从拉动和推动的复合效应看,乘数效应由大到小依次是银行、企业、居民、国外、政府、非银行和央行。

以 2017 年 2 季度的系数为例,观察部门间的交易结构可以发现三个特点:其一是自增强机制。每个部门金融资产/负债对本部门净融出/净融入的反应系数均大于 1。这意味着,每个部门都存在内在的扩张或者收缩效应,但这种效应除了银行之外均是递减的。例如,企业净融入增加 1 元将导致负债规模增加 1.47 元,扣除增加的 1 元净融入,新增的净融入为 0.47 元,这在下一轮扩张效应中只能带来更少的负债和净融入增加。唯有银行的内在扩张效应是持续增强的,1 元净融出将导致 2.56 元新的资产增加,从而发生 1.56 元新的净融出增加,后者又可通过 2.56 的倍数效应,持续扩大银行资产和净融出。其二是银行和企业间的双增强机制。尽管每个部门之间都彼此影响(两个逆矩阵的系数均大于零),但只有银行和企业之间存在双向的金融乘数效应。因此,只要有银行和企业两个部门间的交易,即可以推动整个系统的货币信用扩张。而且,由于银行资产对其自身净融出的反应(2.56)和银行资产对企业净融入的反应(2.13)均大于 2 倍,银行和企业间相互增强的扩张效应(或相反的收缩效应)最为强烈。与此相比,其他部门均缺乏两部门相互增强的机制,都需要通过第三方的银行为中介。其三,银行显然是整个系统的核心。如果将银行从整个系

统剥离,那么,金融乘数效应只存在于非银行与企业、居民和企业之间,而且这种效应只有第一轮,第二轮均是递减的。至于央行、政府、国外部门,由于失去了与银行的资产负债关系,都不存在扩张或收缩效应。银行之所以是核心,一方面是因为银行净融出带来了金融推动效应,另一方面更是因为银行资产扩张被其他部门拉动的能力——除了央行和非银行部门之外,银行对其他所有部门净融出/融入的反应系数均在 2 倍以上。

各个部门的金融乘数之间以及它们与季度名义 GDP 同比增速之间,存在着显著的密切关系。以除央行之外其他六个部门的金融推动乘数为例,这几个乘数之间以及它们与名义 GDP 增速之间存在明显的共周期特征:一是作为银行负债的货币和各个部门作为金融资产或负债的信用一起,都通过部门间直接和间接形成的交易关系联结在一起。各部门的金融活动彼此相关,并与名义经济周期相互影响。二是由于相互联系形成的金融活动的共周期现象,资金交易既会通过各个部门净融出/净融入的变化,成为经济波动的冲击,也是传播和放大这些冲击的渠道。三是虽然银行在整个系统中居于核心地位,但这并不意味着唯有银行才会对经济产生影响,所有部门资产负债表的变化都会通过直接和间接形成的资金交易关系产生宏观影响。

三、结论和问题

中国的间接金融体系从 2009 年前的自我平衡状态,转变为 2009 年后需要依靠金融部门为赤字部门(企业和政府)创造越来越多额外信用的状态。

虽然非银行部门已成为最大的净融出部门,但银行依然是整个交易关系网络的核心。银行对金融活动总量的影响远大于其他部门,银行和企业之间的双增强机制是整个系统创造货币信用的“永动机”。当然,在创造货币信用和影响金融活动总量方面,所有部门都发挥了作用。

就宏观金融理论而言,本文的研究表明,在一个充满联系的多部门经济中,应该(如格利和肖所言)在分立部门的状态下,研究部门间的金融交易关系,以及这种关系对宏观经济和金融稳定的影响。就宏观金融政策而言,传统的货币政策和新近流行的宏观审慎政策关注的都是总量性指标,但是,如最近的一些研究指出的,大多数的信用繁荣与系统性风险无关,因此,基于广义信贷的政策如何区分“好的”和“坏的”信用繁荣,依然是一个挑战。本文的研究表明,未来的宏观金融政策或许应该从以往对总量性指标的关注,转向结构性问题,即关注资金的部门分布、交易关系以及金融结构变化产生的影响。

■ 《中国社会科学》2018 年第 3 期,约 17000 字