

中国资产短缺问题研究

杨胜刚，梁粲

(湖南大学金融与统计学院，湖南省、长沙市，410079)

摘要：本文利用改进后的资产短缺指数对中国的资产短缺状况进行测算。研究表明，中国在1990年开始进入到资产短缺阶段，资产短缺程度也随着国内经济环境不断地波动变化。中国的资产短缺问题集中表现在资产泡沫、长期实际利率持续走低和流动性过剩等问题上。

关键词：资产短缺；资产泡沫；流动性过剩

中图分类号： F8

文献标识码： A

一、引言

资产短缺作为近几年新提出来的问题，受到了国内外学者的广泛关注。Caballero(2006)首次提出了资产短缺这一概念，他从宏观角度对资产的供给与需求进行了分析，认为资产需求由价值储存需求和抵押需求构成，资产供给由资产基础价值和泡沫价值构成，当资产的需求等于资产供给，则达到了均衡，当资产需求大于资产供给，则出现了资产短缺的问题，用资产短缺理论可以解释新兴经济体的泡沫经济、全球经济失衡、次贷危机等问题，金融发展不足，特别是新兴经济体金融发展不足是一系列金融动荡的根本原因，促进新兴经济体的金融发展是根本出路。总体而言，卡巴雷罗的资产短缺理论是有新意的，对实践有较强的解释力，特别是能对现状提供富于建设性的政策建议，从而给其他学者留下了很大的研究空间。

随着资产短缺理论的逐渐充实，Chen和Imam(2011, 2012)用定量的方法使资产短缺理论进一步完善。他们构建了资产短缺指数，利用41个新兴市场国家1995-2008年间的面板数据进行分析，结果发现样本期间内，大多数新兴市场国家都存在不同程度的资产短缺问题，其短缺程度与各国经济增长、政府更迭、政府腐败度、贸易开放度有关。Chen和Imam所构建的资产短缺指数意味着一个突破，它将一个抽象的经济现象具体化了，这也是后来学者们建立模型的基础。范从来(2013)对Chen和Imam的计算方法进行改进，得到了改进后的资产短缺指数，并计算得出中国早在1994年就已进入到资产短缺阶段，随后的10多年里，部分时期资产短缺状况虽有逆转，但国内资产短缺状况并没有发生根本改变。

既然中国的资产短缺问题已经存在，那么它是如何变化发展的？又以什么样的形式存在？以往的研究成果基本上是计算中国的资产短缺指数，针对中国资产短缺现象的定性分析很少，在研究数据上也存在滞后性，由于中国的经济增长速度在2010年后有所放缓，这势必会对中国的资产短缺状况产生影响，因此本文将采用最新的数据，用定性结合定量的方法来探讨中国的资产短缺问题。

二、资产短缺的度量方法

最早量化一国资产短缺程度的是Chen和Imam在2011年构建的资产短缺指数，或称为“C-I”指数。他们是从金融资产的供求差异角都进行考虑的，将一国的储蓄（所有可以用

于投资的资源)看成资产的需求(资产的潜在需求),将债券、股票、借出款、短期存款变化和持有的非本币资产的总额看成资产供给,此外,考虑到绝对量指标无法比较一国资产短缺状况在时间序列上的变化,它们采用相对指标,即用一国资产短缺绝对额与其国民储蓄规模的比值来表示,具体公式如下:

$$AS = 1 - \frac{(B + E + L + \Delta S.D. + NPFA)}{S}$$

其中, AS 为一国的资产短缺指数; B 为一国的债券发行规模; E 为一国的股票发行规模; L 为一国的贷款发放规模; $\Delta S.D.$ 为一国短期存款变化量; NPFA 为一国的投资者对国外金融资产的净购买; S 为一国的国内国民储蓄。指标考虑了国内投资者对国外金融资产的购买,反映了当国内资产供给不能满足其资产需求时,国内投资者能够在多大程度上通过购买国外金融资产将这一部分资产需求转移出去。

如果从国际收支角度考虑,则可以按以下思路来构建资产短缺指数:

首先根据国民经济核算恒等式,可以得到关系式:

私人储蓄+政府储蓄+外国投资者储蓄+消费=投资+消费+出口-进口

其中,外国投资者储蓄=再投资利润+投资收益汇出;投资=私人投资+政府投资+外资企业在投资+FDI

因此上述关系式又可以改写为:

(私人储蓄+政府储蓄)-(政府投资+私人投资)+(进口-出口+投资收益汇出+再投资利润-FDI)=0

再根据国际收支平衡表定义,进口-出口+投资收益汇出+再投资利润=经常项目差额,带入关系式最后可以整理如下结果:

$$\text{国内总储蓄}-\text{国内总投资}=\text{FDI}-\text{经常项目逆差额}$$

国内总储蓄减去国内总投资,也就是资产短缺的绝对量,这一差额可以理解为对国外资产的净持有,在价值上等于外汇储备的增量,再除以国内总储蓄,整理后就可以得到资产短缺指数 AS,公式如下:

$$AS = 1 - \frac{i_p + i_g}{s_p + s_g} = \frac{i_f - ca}{s_p + s_g}$$

其中, s_p 、 s_g 为私人部门储蓄和公共部门储蓄, i_p 、 i_g 、 i_f 为私人部门投资、公共部门投资和外商直接投资, ca 为经常项目逆差额。私人部门储蓄 (s_p) 和公共部门储蓄 (s_g) 又可以合并为国内国民储蓄 (S)。在度量时,国内国民储蓄 (S) 采用间接的方法衡量:用 GDP 减去总消费得到,即 $S=GDP-C$ 。外商直接投资 (i_f) 用实际利用外商直接投资金额衡量,经常项目逆差额 (ca) 用进口总额减去出口总额得到。

三、中国资产短缺状况的估算

本文估算中国资产短缺状况所使用的名义 GDP 数据、国民总消费年度数据、经常项目差额均来自国家统计局网站。实际利用外商投资年度数据来自商务部网站。直接标价法下人民币对美元汇率年度数据来自中国人民银行网站。

由图 1 可知,1985 年以前,中国的资产短缺指数很低,1983 年为 2.18%,1984 年为 0.17%,1985—1989 年间,资产短缺指数小于零,这说明 1989 年以前,中国不存在资产短缺现象,

这段时期中国主要面对的是商品短缺。从 1990 年开始，长期财富积累派生出的大量资产需求，加上中国资产市场供应不足，中国资产短缺指数有了大幅增加，从之前的负数一跃跳至 8.75%，中国开始进入了资产短缺阶段，随后资产短缺指数开始呈阶梯型增长，1997 年达到第一个峰值 21%，之后的 1998 年也保持在 21% 左右。然后资产短缺指数开始趋于回落，逐步下降到 2004 年的 10.48%，由于受到中国加入 WTO 的影响，中国的财富水平迅速上升，相应地，资产短缺指数也开始快速增加，直至 2007 年达到第二个峰值 19%，然后又继续回落，2013 年为 7.87%。



图 1 中国 1983-2013 年资产短缺状况图

综上所述，1990 年是中国开始由产品短缺阶段进入到资产短缺阶段的一道分水岭。1990 年之前，资产短缺指数近似等于零或者小于零，中国存在的是产品短缺，1990 年之后，资产短缺指数开始大于零并且呈增长趋势，中国开始进入资产短缺阶段，资产短缺程度也随着国内经济环境不断地波动变化。对 1983—2013 年中国的资产短缺指数进行定量分析的结论不仅清晰地展示了改革开放以来中国资产短缺的变动趋势和变动幅度，还验证了中国在改革开放后确实存在资产短缺问题，并将转折点精确到了 1990 年。

四、中国资产短缺问题的表现

改革开放后，我国逐渐进入了资产短缺阶段，在资产短缺阶段，社会上的财富总是处于流动状态，形成了我们能够看到的资产泡沫、实际利率走低、通货膨胀不断上升、资金外流等一系列经济现象。从定性的角度来分析这些经济现象有利于将中国资产短缺问题具体化形象化。

1、资产泡沫

根据卡巴列罗的资产短缺理论，一个国家只要处在资产短缺阶段，就有可能出现资产泡沫，这就是资产泡沫的客观存在性。资产泡沫的产生用资产短缺理论可以这样解释：因为资产短缺问题迫切需要资产供给增加，而资产供给由资产的基础价值和泡沫价值构成，资产供给增加可以通过资产泡沫增加来达到目的，因此便形成了资产泡沫。资产泡沫是一种经济失衡的现象，是价格水平相对于基础价格的非平稳性向上偏移，这种价格上涨不同于通货膨胀，而是由于不符合经济现实的买卖行为导致的资产价格高估。2007 年以来，中国资产价格出现了持续大幅上涨的现象，全国呈现出一片房地产热、股市热，随后在生鲜食品价格上也出现了一路飙升的现象，例如轮番上演的“蒜你狠”、“姜你军”、“葱击波”，正是这些资产泡沫，让我们真切地感受到了资产短缺的存在。下面以房地产泡沫为例来分析中国的资产

泡沫现象，本文选取货币供给增长率与实际 GNP 增长率之比和房地产年平均价格作为房地产泡沫评估指标。

首先计算中国 1991 年—2013 年的货币供给增长率与实际 GNP 之比，这一指标体现了货币供应量的增长率在远远超过实际 GNP 增长率时，多出的货币供应量不是由实际经济支撑的，而是流入了房地产等资产市场，因此，当一国广义货币供给增长率远远高于实际 GNP 增长率时，一国的房地产市场就很容易形成资产泡沫，通过计算可知，中国 1990 年—2013 年 M2 增长率与实际 GNP 增长率之比基本都在 2.00 左右，大量资金流入房地产市场会造成资产价格迅速上涨，由此可以判断在这段时期内，中国的房地产市场存在资产泡沫，具体结果如表 1 所示。

表 1 中国 1991—2013 年实际 GNP 与 M2 增长率变化表

| 年份 | 实际 GNP 增长率 (%) | M2 增长率 (%) | (2)/(1) | 年份 | 实际 GNP 增长率 (%) | M2 增长率 (%) | (2)/(1) |
|------|----------------|------------|---------|------|----------------|------------|---------|
| 1991 | 9.19 | 26.52 | 2.88 | 2003 | 10.02 | 19.58 | 1.95 |
| 1992 | 14.24 | 31.28 | 2.20 | 2004 | 10.08 | 14.86 | 1.47 |
| 1993 | 13.94 | 37.31 | 2.68 | 2005 | 11.31 | 17.57 | 1.55 |
| 1994 | 13.09 | 34.53 | 2.64 | 2006 | 12.67 | 15.68 | 1.24 |
| 1995 | 10.93 | 29.47 | 2.70 | 2007 | 14.17 | 16.74 | 1.18 |
| 1996 | 10.01 | 25.26 | 2.52 | 2008 | 9.63 | 17.78 | 1.85 |
| 1997 | 9.28 | 19.58 | 2.11 | 2009 | 9.21 | 27.58 | 2.99 |
| 1998 | 7.83 | 14.84 | 1.89 | 2010 | 10.44 | 19.73 | 1.89 |
| 1999 | 7.63 | 14.74 | 1.93 | 2011 | 9.30 | 17.32 | 1.86 |
| 2000 | 8.42 | 12.27 | 1.46 | 2012 | 7.65 | 14.39 | 1.88 |
| 2001 | 8.30 | 17.60 | 2.12 | 2013 | 7.67 | 13.59 | 1.77 |
| 2002 | 9.09 | 16.87 | 1.86 | | | | |

注：（1）代表实际 GNP 增长率 （2）M2 增长率

资料来源：国家统计局历年统计数据

接下来通过分析房地产平均价格的变化来考察中国的资产泡沫状现状，图 2 展示了中国 2001 年—2013 年全国商品房平均价格的变化，自 2003 年以来，我国商品房价格持续上扬，大部分城市商品房销售价格上涨明显，商品房价格增长率从之前的 4% 左右提高到 2005、2006 年的 17% 和 14%，只有 2009 年受到金融危机影响，房价略微有所下降，2010 年开始房价又恢复了上涨趋势，增长率保持在 7% 左右。



图 2 中国 2001—2013 年商品房平均价格走势图 (单位: 元/平方米)

数据来源: 中国统计年鉴

综上所述,从以上指标数据分析来看,1991年以来,中国房地产市场整体状态过热,房价持续走高,资产泡沫现象伴随着资产短缺问题出现,一方面是经济快速增长给人们带来了越来越多的财富,另一方面是中国优质金融资产的贫乏、制度的限制,庞大的资金滞留于国内,人们缺少财富增值保值的途径,房地产这类实物资产自然就成为了投资者的首选,大量的资金涌入造就了资产泡沫,加上资产短缺背景下投资者选择购买并持有战略,这种由资金堆积起来的泡沫就会快速膨大。

2、长期实际利率持续走低

卡巴列罗在资产短缺理论中指出,一国的资产短缺问题可能导致长期实际利率持续走低和“利率之谜”。因为一国如果存在金融资产短缺,大量资金就会缺少安全的投资场所,从而促进了国内储蓄的增加,借贷资本也就出现了供过于求的现象,那么长期实际利率就会在供求规律的作用下出现持续性的下降。这种实际利率的下降,有利于借贷资本的再平衡,在一定程度上还能缓解资产短缺压力,但是,这也会导致“利率之谜”。所谓“利率之谜”,也就是“格林斯潘之谜”,它描述了短期利率提高,长期利率不升反降的奇怪现象,这一怪象违背了经典货币理论,即中央银行可以通过调控短期利率变动来影响长期利率走势,进而影响消费和投资。

为了分析资产短缺背景下中国长期利率的变化趋势,本文选取了1991—2014年中国五年期定期存款基准利率和五年期以上贷款基准利率的数据,其中各个时间点按每次利率调整来划分,中国长期实际利率的走势如下图3和图4所示。



图3 中国1991—2014年五年期定期存款基准利率调整变化图

数据来源: 中国人民银行网站



图4 中国1991—2014年五年期以上贷款基准利率调整变化图

数据来源: 中国人民银行网站

由图 3 可知, 1991—1995 年间, 中国五年期定期存款基准利率经历了先下降后上升的变化过程, 从 1995 年 7 月开始, 五年期定期存款利率开始下调, 随后一直保持在 3% 至 6% 间波动。由图 3 可知, 1991—1996 年间, 中国的五年期以上贷款基准利率呈上升趋势, 由 1991 年的 9.72% 上升到了 1996 年的 15%。1996 年 5 月, 五年期以上贷款基准利率开始下调, 在之后的 3 年间, 中国人民银行又连续下调了 6 次利率, 到 1998 年 7 月, 五年期以上贷款基准利率已经由 1996 年的 15% 下调至了 8%, 此后五年期以上贷款基准利率一直处于较低水平, 保持在 6% 至 8% 间波动。

从以上我国长期基准利率的不断变动可以看出, 在资产短缺背景下, 借贷资本供过于求, 中国的长期利率持续下降, 并保持在低位, 从经济模型上来看, 利率可以看作是资本的价格, 利率越高, 储蓄需求越大, 投资需求越小, 反之储蓄需求越小, 投资需求越大, 理论上可以调节资产供求的平衡, 但是在中国, 由于一方面人民储蓄主要是出于预防性需求, 对存款利率变化不敏感, 另一方面中国对金融资产供给实行严格管制, 信息不对称和信息不完全所造成的中小企业融资难问题使得金融资产供给对贷款利率变化同样不敏感, 因此在中国, 利率下降并不一定能调节资产供求、缓解资产短缺压力, 低位长期利率将与资产短缺问题同时存在。

3、流动性过剩

流动性过剩, 即过量的货币追逐有限的金融资产, 或者可以理解为银行存款的增速大于贷款的增速。作为一个发展中国家, 从要素禀赋结构上来说中国属于资本稀缺型, 要素禀赋结构决定的资产稀缺会导致流动性过剩现象, 可以说在资产短缺经济背景下, 中国出现流动性过剩是必然的。1990 年后, 中国开始进入资产短缺阶段, 流动性过剩也随之而来, 中国现存的流动性过剩可分为总量流动性过剩和结构流动性过剩, 总量流动性过剩主要存在于货币层面, 是基于商品市场与货币市场的两部门经济结构而产生的过剩, 可以用 $M2/GDP$ 来衡量, 结构性流动性过剩是以银行为切入点, 从商品、货币、资本三个市场的角度来分析流动性过剩状况, 接下来本文将分别对这两种中国现存的流动性过剩进行具体分析。

首先利用 $M2/GDP$ 这一指标来衡量中国的总量流动性过剩, 这一指标反映货币对产出的效率, 在产出值固定的条件下, 该比率越高, 货币的生产效率越低, 本文选取了 1990—2013 年间中国 $M2$ 与 GDP 数据, 计算结果如图 6 所示, 由图 5 我们可以看到, $M2/GDP$ 整体呈上升趋势, 这说明中国的流动性过剩在总量上越来越严重。

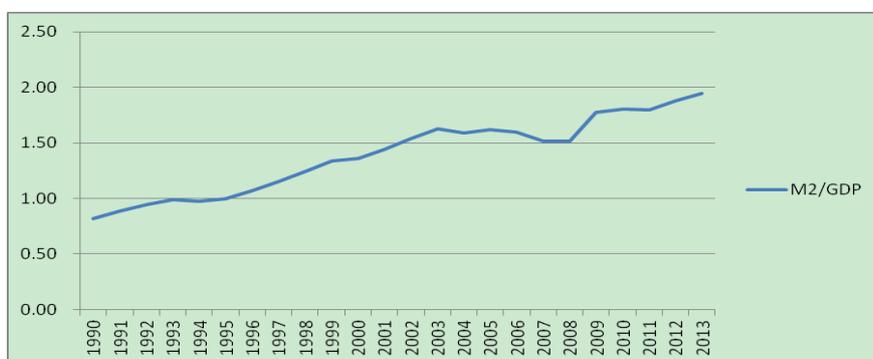


图 5 中国 1990—2013 年 $M2/GDP$ 变化图

数据来源: 国家统计局网站

除了以上所分析的在总量上流动性过剩，中国的流动性过剩还具有结构性特征，这种流动性的不均衡在产业和区域之间表现明显。

产业间的流动性不均衡表现为房地产流动性过剩，公共投资等领域资金不足，按照经济活动的基本规则，资金应该分配到高效率产业，但是中国过剩的流动性则主要流向了股市、房地产等领域，由于房地产是一个资本密集型、高耗能的行业，其发展拉动的只是产业链条中技术含量低、能耗高的底层产业，并且是整个国民经济中竞争力较弱的部分。数据显示，近十几年来，中国房地产行业的资金十分充裕，2000年开始，中国房地产开发企业资金来源一直保持上升趋势，除了2008年受到金融危机影响，中国房地产预冷之外，其他各年的房地产资金增长率均在30%左右，截止到2013年底，房地产开发企业资金来源达到了12万亿元，同比增长27%。

区域间的流动性不均衡表现为经济较发达地区的流动性过剩问题突出，而经济欠发达地区仍面临着资金不足的局面。下表2展示了中国1990年—2011年分地区存贷比数据，从总体上来看，中国东部、中西部地区的存贷比都呈下降趋势，从1990年的1.3逐渐下降到2013年的0.67，2008年以前，东部地区银行存贷比例最低，说明东部地区的流动性过剩问题最为突出，而在经济欠发达的中西部地区银行存贷比例相对较高，流动性过剩不太明显，2008年以后，三个地区的存贷比例都比较接近，流动性过剩的结构性有所缓解。

表2 中国1990—2011年分地区存贷比情况表

| 年份 | 东部地区 | 中部地区 | 西部地区 | 年份 | 东部地区 | 中部地区 | 西部地区 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1990 | 1.14 | 1.53 | 1.23 | 2001 | 0.72 | 0.89 | 0.82 |
| 1991 | 1.06 | 1.45 | 1.19 | 2002 | 0.71 | 0.86 | 0.81 |
| 1992 | 0.96 | 1.39 | 1.18 | 2003 | 0.73 | 0.83 | 0.80 |
| 1993 | 0.98 | 1.39 | 1.20 | 2004 | 0.71 | 0.77 | 0.76 |
| 1994 | 0.88 | 1.29 | 1.10 | 2005 | 0.66 | 0.69 | 0.70 |
| 1995 | 0.82 | 1.15 | 1.04 | 2006 | 0.66 | 0.68 | 0.69 |
| 1996 | 0.76 | 1.10 | 0.99 | 2007 | 0.69 | 0.68 | 0.69 |
| 1997 | 0.77 | 1.12 | 1.00 | 2008 | 0.66 | 0.62 | 0.64 |
| 1998 | 0.76 | 1.09 | 0.98 | 2009 | 0.68 | 0.65 | 0.67 |
| 1999 | 0.75 | 1.03 | 0.94 | 2010 | 0.66 | 0.65 | 0.68 |
| 2000 | 0.74 | 0.96 | 0.86 | 2011 | 0.68 | 0.66 | 0.69 |

数据来源：中国金融年鉴

综上所述，无论是总量的流动性过剩，还是产业地区间的结构性流动性过剩，根源都在于我国的资产供给不足，这也是中国资产短缺背景下必然会发生的现象。在经济高速发展的同时，财富创造所产生的资产需求远远超出实体经济运行产生的资产供给，人民的可支配收入缺乏投资的渠道，从而在银行体系内积聚起大量财富，也就形成了我们能看到的流动性过剩，其本质是资产短缺的表现之一，是快速增长的国民储蓄与资产供给相对不足所产生的矛盾。

五、结论

我国已经从产品短缺进入资产短缺阶段，以1990年为界。1990年之前，资产短缺指数近似等于零或者小于零，中国存在的是产品短缺，1990年之后，资产短缺指数开始大于零并且呈增长趋势，中国开始进入资产短缺阶段，资产短缺程度也随着国内经济环境不断地波

动变化。中国的资产短缺问题表现在资产泡沫、长期实际利率和流动性过剩等问题上。在资产短缺阶段，中国资产价格出现了持续大幅上涨的现象，资产泡沫问题开始出现，长期基准利率开始出现持续下降并保持在较低水平波动，快速增长的国民储蓄与资产供给之间的矛盾也促使流动性出现过剩，这种流动性过剩包括总量上过剩与结构上过剩。

参考文献

- [1] R.J.Caballero. On the Macroeconomics of Asset Shortages [Z]. NBER Working Paper Series, 2006, (12753).
- [2] R.J.Caballero, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas. An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates [J]. American Economic Review, 2008, 98(1).
- [3] R.J.Caballero, Arvind Krishnamurthy. Global Imbalances and Financial Fragility [J]. American Economic Review, 2009, (5).
- [4] Jiaqian Chen, Patrick Imam. Causes of Asset Shortages in Emerging Markets. IMF working Paper, 2011, (114).
- [5] Jiaqian Chen, Patrick Imam. Consequences of Asset Shortages in Emerging Markets. IMF working Paper, 2012, (102).
- [6] 范从来, 刘绍保.中国资产短缺状况研究[J].经济理论与经济管理, 2013(2).
- [7] 范从来, 刘绍保.中国资产短缺影响因素研究——理论及经验证据[J].金融研究, 2013(5).
- [8] 刑军峰, 范从来.“资产短缺”假说、测度及中国的应对[J].南京社会科学, 2014(2).
- [9] 赵晨.中国家庭资产短缺状况研究—基于 CHFS 的调查研究[J].金融与经济, 2014(8).
- [10] 余永定, 覃东海.中国的双顺差: 性质、根源和解决办法[J].世界经济, 2006(3).
- [11] 范从来, 刑军峰.全球失衡的新解释: “资产短缺”假说[J].学术月刊, 2013(2).
- [12] 王勇, 胡育蓉.基于资产短缺视角的流动性过剩问题探讨[J].现代管理科学, 2014(4).

Asset Shortages in China

YANG Shenggang, LIANG Can

(Hunan University, Changsha / Hunan, 410079)

Abstract: This paper uses the improved asset shortage index to measure the situation of asset shortages in China. Studies show that in 1990 China began to enter the stage of asset shortages. The degree of asset shortages fluctuated constantly with the domestic economic environment changing. Asset shortages in China focus on asset bubbles, excess liquidity and long-term real interest rate falling.

Keywords: Asset shortages; Asset bubbles; Excess liquidity

作者简介:杨胜刚(1965-), 男, 湖南大学金融与统计学院教授, 博士生导师, 主要研究方向: 国际金融。
梁璨(1991-), 女, 湖南大学金融与统计学院硕士研究生, 主要研究方向: 国际金融。