

流动性过剩、贸易信贷与持续贸易顺差^{*}

——基于中国货币政策影响贸易收支渠道的经验研究

卢佳,王义中,金雪军

(浙江大学经济学院,浙江杭州 310027)

摘要:文章针对经典理论不能解释的中国“流动性过剩的情况下还能产生持续贸易顺差”现象,将贸易信贷纳入货币政策传导机制分析框架,通过实证检验证明中国货币供给影响贸易收支的通道主要是“贸易信贷”以及“通过汇率影响贸易信贷”。借此给出了我国“流动性过剩条件下产生贸易顺差之谜”的一个解释,强调紧缩性货币政策和人民币升值的汇率政策有助于消除内外均衡冲突。

关键词:流动性过剩;贸易顺差;贸易信贷;汇率

中图分类号:F752.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2008)09-0058-13

一、引言

中国当前出现的一个重要经济现象就是流动性过剩与持续巨额贸易顺差并存。自1994年人民币汇率改革以来,我国广义货币供应量呈逐年增加的趋势,贸易收支一直维持巨额顺差,尤其是2005年和2006年更是增长显著。2005年的贸易顺差是2004年的3倍多,2006年比2005年增加了约70%(图1)。

一些研究认为贸易顺差扩大带来了外汇储备增加,从而增加货币供应量导致流动性过剩(王碧峰,2007;任碧云,2007)。从规模上看,外汇占款的确创造了充沛的流动性。但是,央行通过各种手段回收了外汇占款所带来的流动性,比如2007年上半年,通过发行央行票据、提高存款准备金率等措施共收回流动性约1.9万亿元。由于对冲外汇储备增加,央行投放的货币119 122亿,由外汇储备增加导致的基础货币投放,基本上通过对冲操作收回。因此,流动性过剩的根本原因不在于外部的“双顺差”,而在于内部的储蓄盈余;不在于增量的扩张,而在于存量的活跃化(傅勇,2007)。鉴于此,我们要讨论的问题不是持续贸易顺差对流动性的影响,我们关心的是,流动性过剩的情况下为

收稿日期:2008-07-01

作者简介:卢佳(1982—),女,江西九江人,浙江大学经济学院博士生;

王义中(1982—),男,安徽安庆人,浙江大学经济学院博士后流动站研究人员;

金雪军(1958—),男,浙江绍兴人,浙江大学经济学院教授,博士生导师。

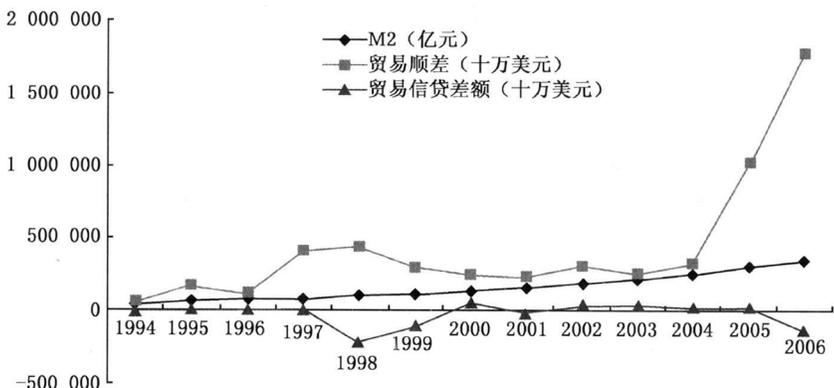


图 1 我国货币供应量、贸易差额与贸易信贷差额^①

何会产生持续贸易顺差。

经典 IS—LM 分析表明中,若国内货币供给小于货币需求,国内需求会不足,导致商品市场出现供过于求,贸易顺差出现;相反则会形成贸易逆差。现代国际经济学理论也表明,一国的贸易收支不平衡,必然与该国的货币市场不均衡并存,贸易顺差是货币供给不足的结果而不是原因(王建,2007)。因此,根据经典理论,货币供给扩大应该导致贸易顺差减小,而我国的情况却恰恰与之相反。在流动性过剩的情况下,产生巨额贸易顺差持续增加是一个很值得研究的问题,这本质上是一个货币政策如何影响贸易收支平衡的问题。货币理论里直接于此相关的即是货币政策的汇率传导渠道理论:货币政策通过影响汇率从而影响贸易收支,进而调节国民收入。本文将结合中国的实际数据探究中国的货币政策影响贸易收支的渠道。

同时,伴随着顺差扩大,近年来在我国国际收支平衡表中,出现了一个值得关注的现象,就是贸易信贷项目的变化(图 1)。从 2003 年开始,贸易信贷余额连续 4 年出现两位数增幅,2003 年贸易信贷的债务增幅超过 60%,2004、2005 年增幅更是接近 40%之多。贸易信贷差额从 1997 年开始显著增大,在我国外债中占据的份额越来越大。1994 至 1997 年间贸易信贷(无论顺差还是逆差)金额都不超过 10 亿美元,1998 年贸易信贷逆差达到 220.918 亿美元。贸易信贷产生于国际贸易,其必然与贸易收支紧密相关;作为一种国际资本流动的形式,其必然同汇率的波动也有联系;作为一种信贷形式,其又与货币供应量相联系。值得注意的是,贸易信贷的性质决定了它可以被国际“热钱”用作以“障眼法”出入国境的重要渠道。因此作为国外“热钱”进入中国的一个重要渠道的贸易信贷在货币供应对贸易收支的影响机制中,也会发挥一定作用。贸易信贷既通过影响真实交易背景的贸易收支和货币供给发挥货币政策传导的桥梁作用,同时又作为“热钱”进入的重要渠道与货币供给和贸易收支具有

紧密的联系。因此,研究贸易信贷在货币供给影响贸易收支传导机制中的作用,具有重要意义。

本文试图从贸易信贷角度解释流动性过剩条件下产生的持续贸易顺差,研究货币政策影响贸易收支的作用机制,分析贸易信贷在货币政策传导机制中的作用。文章结构安排如下:第二部分将结合相关的文献,对贸易信贷在货币供应量影响贸易收支机制中的作用进行理论分析;第三部分为经验分析;第四部分综合理论与实证分析给出研究结论,并提出相关政策建议。

二、理论分析及文献回顾

(一)贸易信贷与相关变量间的关系

贸易信贷是发生在不同国家企业之间的一种商业信贷行为,它不同于银行提供的票据融资和进出口信贷,而是表现为进出口商之间直接提供的信贷(韩红梅,2004)^②。贸易信贷作为商业信贷的一种类型,具有商业信贷的特征,其特殊性在于借贷双方属于不同国家,要考虑汇率以及国际经济因素。既有研究涵盖了以下几个方面:

1. 贸易信贷与货币政策。当货币当局采用紧缩的货币政策减少货币供应量时,企业从金融机构获得融资的门槛提高,大量企业尤其是中小企业被排斥在金融机构大门之外。而贸易信贷以其特有的优势可以缓解进出口企业的融资问题。融资优势理论认为对进口商提供贸易信贷的企业具有三大优势:信息获得优势、控制买方优势和现金资产余值优势^③。在紧缩的货币政策下,企业难以通过金融机构融资,便倾向于增加商业信贷的使用(延期付款),因此在货币供给减少时,贸易信贷会增加。

Junk(1962)最早指出了这一点。Brechling 和 Lipsey(1963)最先利用理论模型和实证检验分析了商业信贷和货币政策的关系。他们认为货币政策对商业信贷的作用有“数量效应”和“利率效应”两种,并从企业微观角度建立理论与实证模型进行了研究,得出了商业信贷对货币供给具有反向作用的结论,验证了 Junk(1962)的观点。White(1964)对 Brechling 和 Lipsey(1963)的观点进行了反驳,认为紧缩的货币政策不会导致贸易信贷的增加。McLeod(1964)的实证研究结果也支持了 Brechling 和 Lipsey(1963)的观点,还得出商业信贷的扩张对紧缩货币政策的抵消作用取决于预防性和投机性货币需求的平衡的结论。Ben-Horim 和 Levy(1982)认为通货膨胀时期以及通货膨胀预期会使得商业信贷提供方通过缩短信贷期限来抵御通货膨胀风险。按照这个理论,货币供给减少易导致进口延期付款增加,从而引发贸易信贷顺差;反之则反是。

2. 贸易信贷与进出口额。采购额和销售额在国际贸易中就对应着进口额和出口额,即贸易收支。在其他条件不变时,企业增加对客户信贷的提供量

(应收账款)可以促进销售额的增加;也可以通过增加向供货商延期付款(应付账款)的方式来增加采购额,即贸易信贷的资产方和出口额正相关,贸易信贷的负债方与进口额正相关。因此,当贸易信贷顺差(负债大于资产)时,进口延期付款大于出口延期收款,易引发贸易逆差;反之则反是。

Peterson 和 Rajan(1997)从理论和实证角度对商业信贷进行了研究,认为商业信贷的提供和接受额与企业的销售额和采购额正相关。分别对大企业和小企业两类样本进行了研究,认为商业信贷对中小企业具有更重要的意义。Nadiri(1969)认为一个企业增加商业信贷的提供量有利于其增加销售额,增加贸易信贷的接受量有利于增加采购额。其实证检验还证明了销售额(采购额)的增加有利于商业信贷提供(商业信贷接受)的增加。

3. 贸易信贷和汇率。当本币币值处于上升趋势时,持有本币有利,贸易信贷的负债方倾向于增加;当本币币值处于下降趋势时,持有外币有利,贸易信贷的资产方倾向于增加。因此,本币升值往往导致贸易信贷顺差,本币贬值往往导致贸易信贷逆差。

(二)货币供给对贸易收支的影响机制

货币政策传导机制理论一直是货币经济学研究的重要问题。西方经济学经典理论一般是将货币政策传导渠道分为三类:利率渠道、信贷渠道和汇率渠道(宋旺、钟正生,2006)。利率渠道是指货币供给变化影响利率的变化,从而引起投资的变化,最后作用于总产出;信贷渠道是指货币供给通过引起信贷市场上贷款的变化,进而引起投资变化,最后也影响总产出;汇率渠道是指货币供给影响汇率,从而影响贸易收支,进而影响总产出(任啸,2005)。可以发现,汇率渠道从理论上直接解释了货币供给影响贸易收支的途径,因而货币供给、汇率和贸易收支差额是货币供给影响贸易收支的三个不可忽略的重要因素。以往研究货币供应影响贸易收支也大多从汇率渠道出发,研究这三个变量之间的关系。麦金农(1985)、Obstfeld 和 Rogoff(1996)将汇率因素纳入货币政策传导机制研究中,分析了货币政策通过汇率变化对进出口和产出的影响。Jon Faust(2002)研究了利用高频数据识别货币政策变动对汇率的影响问题。

通过前面对贸易信贷的理论分析,我们发现贸易信贷同货币供给、汇率和贸易收支都有着密切的联系。所以不妨把贸易信贷也纳入货币政策传导机制的分析框架中,来研究货币供给对贸易收支产生的影响。在传统的货币政策汇率传导渠道中引入贸易信贷因素,货币供给影响贸易收支的机制可以用图 2 表示。由图 2 可见四个因素之间不是简单的单向作用机制,而是复杂的相互作用关系,这也是后文采用向量自回归模型(VAR)来进行实证检验的原因。

在这个框架下,不考虑其他因素的影响,我们可以把货币供给作用于贸易收支的机制分解为四个可能的渠道:(1)货币供应量通过影响汇率的变化,影响贸易收支平衡。这是传统的货币政策传导的汇率渠道。盛朝晖(2006)的研

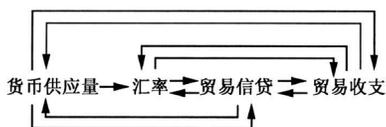


图 2 货币供应影响贸易收支的机制

究表明我国的货币政策汇率传导渠道具有一定的被动性。贸易收支变化是汇率变动的格兰杰原因,而汇率变动不是贸易收支变动的格兰杰原因。(2)货币供应量不通过汇率,而是通过贸易信贷的变化影响贸易收支平衡。(3)货币供应量影响汇率的变化,汇率的变化引起贸易信贷的变化,从而影响贸易收支平衡。(4)货币供应量直接作用于贸易收支平衡。赵进文(2004)的研究表明货币供应量对净出口影响显著。在具体的经济情况下,四种渠道可能都存在,也可能只有部分存在。

三、经验分析

(一) 变量和数据说明

根据前面的理论分析,我们选取相应的指标来反映货币供给、汇率、贸易信贷和贸易收支。关于流动性过剩的概念目前没有一个明确的界定。中国人民银行在《2006 年第三季度货币政策执行报告》中对流动性进行了解释。该报告认为流动性可以分为市场流动性和宏观流动性两类。货币政策宏观领域主要讨论后者,宏观流动性常被直接理解为不同口径的货币信贷总量。不少学者在实证研究的时候直接用货币供应量来反映流动性(卜永祥,2007;韩汉君,2007)。通常用广义货币供应量 M_2 作为货币流动性(ms)指标(韩汉君,2007;任碧云,2007;张效冬,2007)。用人民币实际有效汇率来(rer)表示汇率变量,其值变大表示升值,变小表示贬值。与名义汇率不同,实际汇率较名义汇率更能体现一国货币的内在真实价值。研究汇率对贸易收支的影响通常采用实际汇率数据(吴丽华,2006)。我们用我国贸易信贷差额与贸易差额的比值^④(tc)来表示贸易信贷变量,之所以用比值而不直接用贸易差额指标是因为,贸易信贷的资产和负债方分别是出口和进口的一部分,这样做 VAR 意义不大。我们用贸易收支差额(td)指标来表示贸易收支。

由于 1994 年外汇管理体制改革后,人民币汇率和贸易收支平衡发生较大变化,所以我们所选取的数据年限为 1994—2006 年,所有的数据均为季度数据^⑤。贸易信贷只有年度数据,对其进行季度分解。数据分别来源于 IFS 数据库和国家外汇管理局网站上的国际收支平衡表。为了便于计算弹性和减小误差,对所有变量数值取自然对数。

(二) 经验分析

1. 单位根检验

首先对每个变量的数据序列 td 、 tc 、 ms 、 rer 的平稳性特征采用单位根的 ADF 检验方法, 分别就每个变量的时间序列数据的水平和一阶差分(或二阶差分)形式进行检验, 其中, 检验过程中滞后期的确定采用 AIC 最小准则, 以保证残差值非自相关性。由检验结果表 1 可知, 所有变量均为一阶单整序列。

表 1 单位根检验

变量	检验类型(C, T, L)	ADF 统计量	临界值(1%、5%、10%)
td	(C, 0, 1)	-2.2866	-3.5626、-2.9188、-2.5973
tc	(0, 0, 1)	-1.2889	-2.6102、-1.9472、-1.6123
ms	(C, T, 3)	-3.4057	-4.1446、-3.4987、-3.1786
rer	(C, 0, 1)	-2.9182	-3.5626、-2.9188、-2.5973
Dtd	(0, 0, 2)	-5.4385***	-2.6102、-1.9472、-1.6128
Dtc	(0, 0, 3)	-7.7093***	-2.6102、-1.9472、-1.6128
Dms	(C, T, 1)	-3.5582**	-4.1446、-3.4987、-3.1786
Drer	(0, 0, 3)	-2.6219**	-2.6102、-1.9472、-1.6123

注: 检验结果用 Eviews 软件计算得出。检验类型(C, T, L)分别表示单位根检验方程包括常数项, 时间趋势和滞后阶段, 0 表示无时间趋势。D 表示差分算子。*、**、*** 表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上拒绝原假设。

2. 协整分析

根据单位根检验的结果, 我们对四个变量的一阶差分序列进行协整分析。协整关系在很大程度上依赖于滞后期的选择, 文献中一般根据无约束的 VAR 模型确定。由于 VAR 模型的稳定性是判断模型好坏的关键条件, 而且随滞后期增长模型稳定性变差, 所以当 VAR 模型不符合稳定性条件时的前推 1 期为最长滞后期, 然后根据残差检验逐期剔除不显著模型, 通过残差自相关、正态性和异方差检验的模型为最终模型(金雪军、王义中, 2008)。在检验正态性时, 如果用 Lutkepohl(1991) 的协方差矩阵正交化方法, 检验结果取决于 VAR 模型中变量的顺序, 而利用 Urzua(1997) 的残差协方差矩阵的平方根方法可以克服这个局限性。考虑到模型的稳定性、残差检验和正态性, 最优滞后期为 4(表 2)。

表 2 VAR(4)残差检验

滞后期	自相关检验									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
LM 统计量	13.4	6.5	14.7	17.0	23.6	9.5	14.0	6.9	12.3	10.6
P 值	0.64	0.98	0.55	0.39	0.10	0.89	0.60	0.97	0.72	0.83
异方差检验	$\chi^2(330) = 3.270$ (P 值 = 0.54)									
J-B 正态性检验	$\chi^2(55) = 71.5$ (P 值 = 0.07)									

表 3 选择的检验形式为协整变量具有线性趋势而且截距项限制在协整空间里, 则变量间存在唯一的协整关系。

表 3 协整关系个数

数据趋势		无	无	线性	线性	二次方程
方程形式		无截距 无趋势	截距 无趋势	截距 无趋势	截距 趋势	截距 趋势
协整关系 个数	迹统计量	1	1	1	1	4
	最大特征值	1	2	1	1	1

注: 检验协整关系个数的显著性水平为 5%, 以下同。

表 4 是协整检验的具体结果(分别以 td 为因变量), 可以得知: 迹统计量和最大特征值统计量都表明在 5% 的显著性水平下存在唯一的协整关系, 这说明实际汇率、相对货币供给、相对收入和利差之间存在长期均衡关系。以 td 为因变量的协整方程如下:

$$td = -4.24 - 0.30tc + 0.68rer + 0.13ms \quad (1)$$

(0.04) (0.17) (0.03)

其中, 括号内为标准误。从(1)式可以看出我国的人民币实际汇率同贸易收支差额之间存在长期的正相关关系, 即人民币实际汇率升值时, 贸易顺差增加。贸易收支差额和货币供应量之间也存在长期的正相关关系, 即货币供应增加的时候, 贸易出现顺差, 这同我国当前流动性过剩情况下的持续贸易顺差现象是一致的。贸易信贷差额占比提高的同时, 贸易顺差增加。

表 4 协整检验结果

迹统计量	5% 临界值	最大特征值统计量	5% 临界值	协整秩
65.85	47.86	40.38	27.58	$r=0$
25.46	29.80	20.13	21.13	$r \leq 1$
5.33	15.49	5.18	14.26	$r \leq 2$
0.15	3.84	0.15	3.84	$r \leq 3$

3. 误差修正

由于存在着协整关系, 根据 Granger 定理, 一定存在描述变量由短期波动向长期均衡调整的向量误差修正模型(VEC)。误差修正模型的表达式如下, 其中 i 表示第 i 期, p 表示滞后期数, λ 是系数, ϵ 是误差项。所有变量为平稳变量才能进入 VAR 或 VEC 模型。

$$\begin{bmatrix} td \\ tc \\ ms \\ rer \end{bmatrix}_t = \sum_{i=1}^p \begin{bmatrix} \lambda_{11i} & \lambda_{12i} & \lambda_{13i} & \lambda_{14i} \\ \lambda_{21i} & \lambda_{22i} & \lambda_{23i} & \lambda_{24i} \\ \lambda_{31i} & \lambda_{32i} & \lambda_{33i} & \lambda_{34i} \\ \lambda_{41i} & \lambda_{42i} & \lambda_{43i} & \lambda_{44i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} td \\ tc \\ ms \\ rer \end{bmatrix}_{t-i} + \begin{bmatrix} \epsilon_1 \\ \epsilon_2 \\ \epsilon_3 \\ \epsilon_4 \end{bmatrix}_t$$

由表 5 可知, VEC 模型的稳定性条件满足, 自相关性检验、异方差检验和正态性检验都能通过。在以贸易差额为因变量的误差修正模型中, 误差修正系数显著符号为负, 贸易差额失衡可以通过上一期来自我调整, 大约每一时期能调整 33.7% 的失衡。

表5 VEC模型整体效果检验及误差修正系数

滞后期	自相关检验									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
LM 统计量	9.0	6.0	21.4	19.7	16.5	10.5	11.8	8.5	9.9	9.8
P 值	0.92	0.99	0.16	0.23	0.42	0.84	0.76	0.93	0.87	0.88
异方差检验	$\chi^2(350)=335.6$ (P 值=0.70)									
J-B 正态性检验	$\chi^2(55)=65.1$ (P 值=0.16)									
以 td 为因变量	误差修正系数=-0.337 (t 值=-1.88)									

4. 脉冲响应

图3是误差修正模型对应的脉冲响应图(变量为一阶差分平稳变量),从图3中可以看出,贸易差额对来自人民币实际汇率的一个单位正标准差冲击作出正的响应,即受到人民币升值冲击后贸易顺差增大。人民币实际汇率对来自 M_2 的一个单位正标准差冲击作出负响应,即货币流动性增加促进人民币贬值。贸易差额对来自 M_2 的一个单位正标准差冲击作出负响应,即货币流动性增加促进贸易顺差减小、贸易逆差增大。贸易差额对来自贸易信贷差额占比的一个正标准差冲击的基本上作出负响应,即贸易信贷顺差扩大会引致贸易差额逆差。贸易信贷差额占比对来自人民币实际汇率一个单位正标准差冲击,5期之前均作出正的响应,即人民币升值短期促进贸易信贷顺差增加,逆差减少。贸易信贷差额占比对来自 M_2 的一个单位正标准差冲击5期之前均作出负响应,即货币流动性增加促进贸易信贷逆差增加,顺差减少。

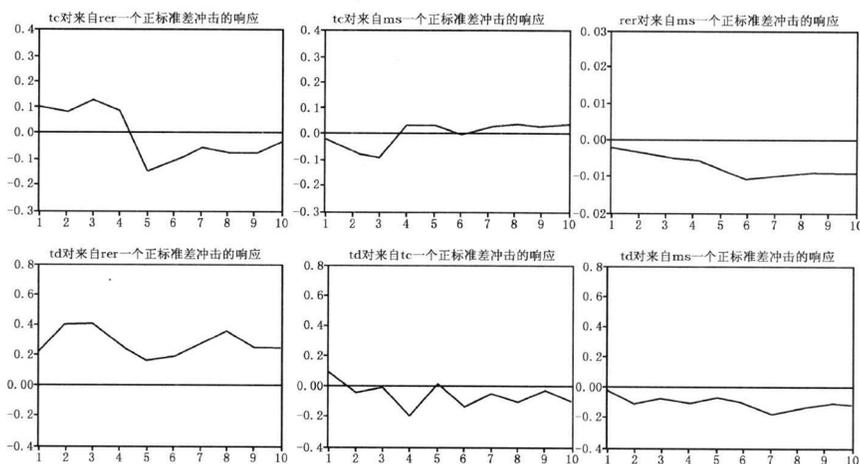


图3 脉冲响应图

5. 方差分解

表6显示了贸易差额的方差分解情况,可以看出在影响贸易差额变动的因素中,最重要的还是贸易差额本身的波动。在其他因素中,随时期增加,贸

易信贷影响的程度最大,约为 9%,汇率波动带来的影响较贸易信贷弱,约为 6%,货币供给的影响最小不到 2%。

表 6 贸易差额(td)的方差分解

时期	tc	rer	td	ms
1	0.000000	0.000000	100.0000	0.000000
2	3.278134	5.915200	90.38288	0.423789
3	3.773465	8.317544	87.57465	0.334341
4	8.194294	7.589140	83.60932	0.607243
5	6.834918	6.199987	86.31284	0.652256
6	7.898566	5.586310	85.64017	0.874953
7	7.817087	5.624698	84.95293	1.605288
8	8.491657	6.417038	83.35577	1.735534
9	8.221015	6.290413	83.69156	1.797009
10	8.532917	6.139700	83.41533	1.912055

(三)实证结果分析

根据前面的实证分析,我们可以发现 M_2 、人民币实际汇率、贸易信贷、贸易顺差之间的相互关系。同时分析了在对贸易差额波动的影响因素中,除贸易差额本身的波动外,最重要的因素是贸易信贷,其次是汇率波动的影响, M_2 的影响最小。

贸易信贷差额占比和贸易收支差额关系的实证检验结果印证了前面的理论分析,当贸易信贷表现为顺差时,说明贸易信贷资产方金额大于负债方金额,使得出口大于进口;当贸易信贷表现为逆差时,则反之。贸易信贷虽然可以作为国际“热钱”进入的渠道,如果大量的游资通过贸易信贷(以出口提前付款的方式)进入我国,“热钱”流入量的增加将引起的贸易信贷顺差增加,由于这些“热钱”往往是打着贸易的旗号,没有真实交易背景,所以也不会引起贸易差额的变化。而实证结果证明我国的贸易信贷对贸易收支差额基本上呈现明显的负影响,说明国际“热钱”通过贸易信贷渠道流入的情况并非很严重,大多数贸易信贷是具有真实交易背景的(陶为群,2003)。人民币实际汇率升值引致贸易顺差,主要是由我国的贸易结构造成的。加工贸易净出口是我国贸易顺差主要来源,2003 年加工贸易顺差占外贸顺差的比重高达 309%。加工贸易出口占我国出口的 55%是推动出口增长的主要动因。我国加工贸易具有“大进大出,两头在外”的特点,即大部分生产都适用进口设备和原材料,在国内增殖部分只有 20%。人民币升值首先降低进口成本,进口的设备和原材料复加工出口,进出口都用美元标价,那么人民币升值与否对贸易收支就没有明显影响了(杨帆,2005)^⑥。

货币流动性增加在短期内引起贸易顺差减少和贸易逆差增加,而我国长期以来都是货币流动性增加的同时伴随贸易顺差,显然货币流动性直接影响贸易顺差的机制没有起到重要作用,贸易差额的方差分解结果也证明了这一点。货币流动性增加在短期内引起人民币贬值,而我国的现实是货币流动性

增加的同时人民币升值,主要是因为人民币汇率失调被严重低估(冉茂盛,2005),加之贸易持续顺差带来的压力,这也是我国经济内外均衡冲突的结果。所以虽然实证结果表明货币流动性增加在短期内会引起人民币贬值,但事实证明,这种作用在人民币升值的因素中作用很小。人民币升值短期引起贸易信贷顺差,这也验证了前面的理论分析。

根据实证结果验证前面理论上分析的我国货币供应作用于贸易收支的四种渠道是否存在:(1)“货币流动性——汇率——贸易差额”渠道。实证结果表明货币流动性增加引起人民币贬值,而人民币贬值促进贸易逆差增加,顺差减少,与我国当前的状态不一致,因此,该货币传导渠道不存在,或者作用微弱。(2)“货币流动性——贸易信贷——贸易差额”渠道。实证结果表明货币流动性增加促进贸易信贷逆差增加或顺差减少,引起贸易顺差增加,逆差减少。恰好解释了我国当前流动性过剩与贸易顺差并存的原因。而且从方差分解的结果看,贸易信贷波动对贸易差额变动的解释力是除贸易差额本身以外的因素中最强的。(3)“货币流动性——汇率——贸易信贷——贸易差额”渠道。按照实证分析结果,我国货币流动性增加会引起人民币实际汇率降低,人民币实际汇率降低又将促进贸易信贷逆差增加,顺差减少,贸易信贷逆差增加、顺差减少又将促进贸易顺差增加、逆差减少。该种渠道同理论和事实都相吻合,也可以作为当前流动性过剩与贸易顺差并存的一个解释。(4)“货币流动性——贸易差额”渠道。实证结果表明,我国货币流动性增加短期引起贸易顺差的增加,长期和贸易顺差是正相关关系。从贸易差额的方差分解看,货币流动性波动对贸易差额波动的影响很小。我国的现实是货币流动性增加的同时贸易顺差增大,因此,从短期来看,货币流动性直接影响贸易收支的渠道不存在;但从长期看,货币流动性对贸易差额有一定影响,但是作用程度微弱。

由此可见,我国货币流动性对贸易收支的主要影响机制已不是传统的“货币供给——汇率——贸易差额”渠道了。从本文的研究看,货币供给可以不通过汇率,而是直接通过货币供给变化引起贸易信贷的变化从而引起贸易收支差额的变化;也可以通过货币供给变化引起汇率变化,从而引起贸易信贷波动,最后引起贸易差额变化。贸易信贷占比的波动是引起贸易差额波动的重要因素,其重要程度大于汇率和货币供应量。可见,贸易信贷在传导渠道中发挥了重要作用,且由此给出了一个关于我国流动性过剩与贸易顺差并存矛盾的解释。

四、结论与政策启示

鉴于我国当前经济的一个突出矛盾“流动性过剩条件下产生贸易顺差”的存在,本文从货币政策传导机制理论出发,创造性地将贸易信贷引入分析框架,从理论上分析了货币供给作用于贸易收支的几种可能渠道,并且分析了贸易信贷与货币流动性、汇率、贸易收支之间的关系,得出了贸易信贷在货币政

策影响贸易收支的渠道中会发挥传导桥梁作用的结论。通过实证分析发现,在当前的我国货币政策通过货币供给(流动性)作用于汇率从而作用贸易收支的渠道不存在,而主要是通过“货币流动性——贸易信贷——贸易收支”和“货币流动性——汇率——贸易信贷——贸易收支”渠道来发挥作用的。

理论和实证分析都证明,贸易信贷在我国的货币政策传导渠道中发挥了重要作用。当货币宽松时,企业资金充裕,贸易信贷的资产方增大,使得贸易信贷顺差减小或逆差增大,同时资产方增大使得出口增加,贸易顺差进一步增大或者贸易逆差进一步减小。从这种意义上来讲,贸易信贷对货币政策的效果有一定的弱化作用。因此,从贸易信贷传导渠道角度,要改善流动性过剩和贸易顺差并存的局面,应当采用紧缩的货币政策减小货币供给,从而使得贸易信贷顺差增加,进而减小贸易顺差。

人民币汇率虽然会受到货币供给的影响,但是因为还没有实现完全的市场化,所以还具有一定的外生性。从这个角度来讲,人民币汇率对内贬值促使贸易信贷资产方增加,同样促使贸易产生顺差。当人民币对外升值,情况则相反。因此,运用人民币汇率升值的政策有利于增大贸易信贷顺差,进而减少贸易顺差。

* 本文是 2007 年第四届中国金融学年会,2008 年中国金融国际年会入选论文。作者感谢江西财经大学吕江林教授、对外经济贸易大学吴军教授、中国人民银行李宏瑾的评论和建议。

注释:

- ①根据国际货币基金组织(IMF)国际收支手册第五版的定义,贸易信贷是指发生在居民与非居民之间,由货物交易的卖方和买方直接提供商业信贷而产生的资产和负债,即由于商品的资金支付时间与货物所有权发生转移时间的不同而形成的债权和债务。由此看来,贸易信贷具备商业信贷的特征,属于商业信贷的一种形式。根据我国贸易信贷的统计方法,贸易信贷记录在国际收支平衡表的资本与金融账户下,贸易信贷差额为正值(顺差)时,表示贸易信贷负债方大于资产方;贸易信贷差额为负值(逆差)时,表示贸易信贷资产方大于负债方。
- ②目前国内对于贸易信贷的研究还非常少,仅有的几篇文献也主要集中于对目前我国外汇管理局对于贸易信贷统计方法的探讨(杨波,2004;韩红梅,2004)。对于其同汇率以及货币政策的关系鲜有涉及。国外的相关研究也不多,从 20 世纪中期开始,主要是集中于商业信贷的研究,对于企业在国际之间进行的商业信贷(贸易信贷)还没有专门的研究。
- ③信息获得优势:TC 提供方(供应商、卖方)对买方的信息了解比金融机构要充分。它可以通过买方订货数量和付款期限选择等途径来更充分地了解买方信息。也许金融机构也能得到这些信息,但是供应商能够更快、更低成本地获得这些信息。控制买方优势:供应商可以通过切断货源等手段来降低买方不付款的风险。金融机构也可以通过一些处罚措施来做到。但是其效果往往不如供应商采取措施的效果来得迅速和明显,且要受到破产法的制约。现存资产余值优势:如果买方信用出现问题,供应商可以收回货

物,并且可以通过自己的渠道销售这些经过折旧的货物,减少损失。

- ④我国1994年以来贸易信贷差额与贸易收支数据符号相反的情况都是表现为贸易信贷逆差、贸易顺差,不存在贸易逆差、贸易顺差的情况(见表1),所以当该比值为负时,即表示贸易信贷逆差、贸易顺差。
- ⑤我国1997年起在国际收支平衡表中才有专门的贸易信贷项目数据,这里1994—1996年三年的数据分别取长期延期付款和短期延期付款之和来表示贸易信贷的负债方,长期延期收款和短期延期收款之和来表示贸易信贷的资产方。
- ⑥王义中、罗知(2007)的研究结果表明人民币汇率升值导致的贸易结构和经济结构在长期中并不一定会带来经济衰退。如果不调整贸易结构,汇率升值并不一定会减少贸易顺差。

参考文献:

- [1] Alex N McLeod. Some observations on trade credit and monetary policy[J]. The Economic Journal, 1964, 74(9): 729—734.
- [2] F P R Brechling, R G Lipsey. Trade credit and monetary policy[J]. The Economic Journal, 1963, 73(12): 618—641.
- [3] Lutkepohl H. Introduction to multiple time series analysis[M]. New York: Springer-Verlag, 1991.
- [4] M I Nadiri. The determinants of trade credit in the U.S. total manufacturing sector [J]. Econometrica, 1969, 37(3): 408—423.
- [5] Michell A Peterson, Raghuram G Rajan. Trade credit: Theories and evidence[J]. The Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 661—691.
- [6] Moshe Ben-Horim, Haim Levy. Inflation and the trade credit period[J]. Management Science, 1982, 28(6): 123—146.
- [7] Jon Faust, Lars E O Svensson. The equilibrium degree of transparency and control in monetary policy[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2002, 34(2): 520—539.
- [8] Paul Edwin Junk. Monetary policy and fluctuations in the extension of trade credit [J]. The Journal of Finance, 1962, 17(4): 677—678.
- [9] Paul E Junk. Monetary policy and the extension of trade credit[J]. Southern Economic Journal, 1964, 30(3): 274—277.
- [10] Urzua C M. Omnibus tests for multivariate normality based on a class of maximum entropy distributions[M]. Greenwich, Conn.: JAI Press, 1997: 341—358.
- [11] William H White. Trade credit and monetary policy: A reconciliation[J]. The Economic Journal, 1964, 74(12): 935—945.
- [12] 韩红梅, 刘斌. 我国贸易信贷抽样调查的研究与实践[J]. 统计研究, 2004(9): 53—54.
- [13] 冉茂盛, 陈健, 黄凌云, 黄萍. 人民币实际汇率失调程度研究: 1994—2004[J]. 数量经济技术经济研究, 2005, (11): 46—51.
- [14] 任碧云. 中国流动性过剩原因辨析[J]. 经济理论与经济管理, 2007, (2): 19—25.
- [15] 任啸. 货币传导——中国货币政策传导的制度分析[M]. 成都: 四川大学出版社, 2005.

- [16]盛朝晖. 中国货币政策传导渠道效应分析:1994—2004[J]. 金融研究,2006,(7):22—29.
- [17]宋旺,钟正生. 我国货币政策区域效应的存在性及原因——基于最优货币理论的分析[J]. 经济研究,2006,(3):46—58.
- [18]陶为群. 贸易结售汇差额与进出口差额关系的分析框架及实证[J]. 中国外汇管理,2003,(12):20.
- [19]王碧峰. 流动性过剩问题讨论综述[J]. 经济理论与经济管理,2007,(3):76—80.
- [20]王建. 我国货币流动性过剩之谜[J]. 宏观经济管理,2007,(4):12—14.
- [21]金雪军,王义中. 理解人民币汇率的均衡、失调、波动与调整[J]. 经济研究,2008,(1):46—54.
- [22]王义中,罗知. 中国经济会重蹈日本覆辙吗?——基于汇率升值视角[D]. 北京大学中国经济研究中心“第四届经济发展研讨会”会议论文.
- [23]吴丽华. 人民币实际汇率错位的经济效应实证研究[J]. 经济研究,2006,(7):15—28.
- [24]杨波. 对外贸易信贷规模及其统计方法的研究[J]. 浙江统计,2004,(8):20—28.
- [25]杨帆. 人民币升值对中国经济影响问题探讨[J]. 新金融,2005,(1):18—22.
- [26]张效冬. 人民币流动性过剩与对外资产结构研究[J]. 新金融,2007,(3):28—32.
- [27]赵进文,高辉. 中国货币政策行为传导的动态模型检验——1993—2002年的实证分析[J]. 南开经济研究,2004,(3):95—102.

Liquidity Surplus, Trade Credit and Durative Trade Surplus ——Empirical Study Based on Monetary Policy Affecting Trade in China

LU Jia, WANG Yi-zhong, JIN Xue-Jun

(School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: To find why there exists durative trade surplus when liquidity is superfluous in China, the paper tries to bring trade credit into the analytical framework of monetary policy conduction mechanism. Our empirical test confirms that owing to trade credit and exchange rate, money supply has a significant effect on trade balance. The paper proposes an explanation of the puzzle, namely, why there exists durative international trade surplus when liquidity is superfluous. Constrictive monetary policy and RMB appreciation will help to eliminate the conflict between inside equilibrium and outside equilibrium.

Key words: liquidity surplus; trade surplus; trade credit; exchange rate

(责任编辑 周一叶)