

金融市场的流动性： 理论及应用

Liquidity in Financial Markets: Theory and Application

欧阳红兵 著

中国社会科学出版社

国家自然科学基金项目 (70971051) 研究成果
华中科技大学文科学术著作出版基金资助

金融市场的流动性： 理论及应用

Liquidity in Financial Markets: Theory and Application

欧阳红兵 著



中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场的流动性: 理论及应用/欧阳红兵著. —
北京: 中国社会科学出版社, 2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 1062 - 1

I. ①金… II. ①欧… III. ①金融市场—研究
IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 136502 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
责任校对 周 昊
责任印制 李 建

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2012 年 6 月第 1 版
印 次 2012 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13. 25
插 页 2
字 数 216 千字
定 价 30. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

前 言

流动性被认为是金融市场的生命，是市场行为的一个重要决定因素。从微观层面看，流动性的提供对市场的顺利运转至关重要，它能保障交易的正常进行。从宏观层面看，流动性是市场发挥资源配置功能的前提。由于金融市场与机构间密切相关，某个局部或某个证券的流动性的恶化或停滞都有可能通过日益密切联系的市场或机构传染到全球范围，从而引起金融或经济危机。其实，早在《就业、货币和利息通论》中，凯恩斯就曾指出：人们迷信地认为，投资机构将其财富投资于具有“流动性”的证券将有百利而无一害。但与其他金融学原理相比，“流动性”更容易背叛人们。考虑到凯恩斯写作于1929年大萧条之后，我们可以发现，他其实也很敏锐地关注到了流动性问题可能给市场带来的冲击和危害。不幸的是，全球类似的问题在资本主义经济中多次发生，其危害性伴随着经济与金融全球一体化的进程甚至越来越大。发生在2007—2008年的美国次贷危机及后来的全球金融危机，其起因就与世纪初科技网络股泡沫破灭和“9·11”事件后美国采用宽松货币政策导致的流动性泛滥直接相关。过量的货币推动了资产价格的上涨，当市场条件出现变化（例如加息和房地产价格下跌）时，房地产市场的违约率大幅上升，触发投机房贷衍生证券的金融机构倒闭，而金融机构间资产与负债是高度关联的，很容易引发多米诺骨牌效应，那个时候每家金融机构都拼命地寻求流动性（现金）以求自保，而同时在剧烈动荡的市场上，空前的不确定性使得没有人愿意借钱给别人，有人形容那是“流动性冻结”的情形。而流动性的冻结会带来生产和商业活动的停滞，进而导致企业大面积地破产。于是同1929年一样，局面事件迅速演变成全面的经济危机。最后，中央银行被迫向金融系统注入流动性以挽救经济的下滑。从上面的论述中可以看出，流动性的概念其实存在多个不同含义，而它们之间有着潜在的且重要的关联。人

们常常混淆了不同的流动性，并造成误解。所以，要了解金融系统的流动性，我们必须知道如何区分不同性质的流动性，分析它们之间的联系和可能产生的流动性风险，在此基础上才能找到流动性和流动性风险管理的基本原则和思路。

具体来说，绝大多数学术研究都只涉及了流动性的某一个方面，这些不同的流动性之间有着很大的差别，缺少一个统一的框架。例如，在证券市场的交易过程中，我们关注的是交易意愿能否很快地在市场上完成，这被称为市场流动性（Market liquidity）；而在融资（信贷）市场上，我们关注的是资金的可获得性，这被称为融资（资金）流动性（Funding liquidity）；中央银行的目标是保持经济增长和物价总水平的相对稳定，为此需要通过一系列货币政策工具调节金融体系的货币供应和资金价格（即利率），这被称为中央银行流动性（Central bank liquidity）。很显然，这三种不同类型的流动性有着很强的关联，例如中央银行的流动性可以直接决定融资市场上资金的可获得性，当市场上资金充裕时，也会是金融交易趋于活跃；而如果信贷扩张过快，资产价格泡沫化，中央银行也有必要采取相应对策收紧流动性以防止风险增加带来不良的后果甚至危机。

在本书的第一章中，我们将介绍不同类型的流动性，分析它们之间的内在关联机制，并探讨其对宏观金融管理的意义。

在市场（微观）层面，流动性基本是指资产交易的难易程度，我们在第二章中将通过数学模型介绍流动性的本质含义，流动性在资本资产定价中的作用，以及实证研究中发展出的流动性的度量方法。

本书的余下部分是一些重要的关于金融市场流动性的实证研究，为使研究有针对性，我们研究的主要是在中国、日本、香港市场占主导地位的限价指令驱动系统，而不是像 NYSE 或 NASDAQ 那样的做市商为核心的价格驱动系统。我们介绍了一种将市场流动性分解成信息成分和非信息成分模型，并证明流动性信息成分随限价指令从最优处向远端的移动逐渐减少，也给出了流动性非信息成分的形态特征。我们提供了两种流动性提供能力的测度指标，并分析了流动性提供能力的决定因素。我们分析了限价指令表的信息含量，也研究了限价指令表在宏观水平上和个股水平上的流动性提供能力。一些事件的发生会显著改变资产交易中的流动性，我们利用一组独特的数据和事件分析法，研究了发生股票分析和最小交易单位变

化时，东京证券交易所股票流动性的特征和变化。本书的最后一部分从企业层面研究流动性与资本结构间的相互关系，我们发现流动性与公司的资本结构间存在显著的内生性，并说明拓宽融资渠道对上市公司和资本市场发展的重要作用。

关于流动性各个层面的研究非常之多，本书所介绍的模型和方法只能是非常有限的。随着研究的深入，我们希望能进一步揭示流动性的本质和运行规律，为投资者和监管部门提供更多更有效的方法和借鉴。

在本书的研究和写作过程中，笔者的学生元勋、王雅莉、傅毅夫、李蓐、张铭芸、李洲琳等承担了大量的资料收集、数据整理、计算分析和文字工作，香港城市大学经济与金融系柴俊博士提供了重要的思路和数据，中国社会科学出版社编审卢小生老师十分仔细地审阅了全稿并提出了许多宝贵意见，在此一并表示感谢。

目 录

第一章 流动性的概念和理论基础	1
第一节 引言	1
第二节 流动性的定义	2
第三节 流动性风险	5
第四节 流动性关联	8
第五节 结论	17
第二章 流动性的理论模型与实证方法	19
第一节 流动性的经济意义	19
第二节 流动性的资产定价模型	22
第三节 融资流动性与市场流动性：基本模型	31
第四节 流动性的度量方法	35
第三章 流动性分解：基于限价指令表的研究	44
第一节 相关理论及研究现状	45
第二节 研究方法	50
第三节 数据及描述性统计	54
第四节 实证结果分析	56
第五节 结论	65
第四章 限价指令表的流动性提供	68
第一节 研究方法	70
第二节 数据与描述性统计	74

第三节	实证分析与结果	75
第四节	结论	84
第五章	流动性的信息含量与股票短期回报	86
第一节	模型	87
第二节	数据与描述性统计	93
第三节	实证结果和分析	96
第四节	结论	101
第六章	最小交易单位变化与限价指令表的流动性	102
第一节	数据、样本和描述性统计量	105
第二节	实证结果	111
第三节	结论	126
第七章	股票分拆与限价指令表流动性	128
第一节	数据	130
第二节	研究方法	132
第三节	实证结果及分析	135
第四节	结论	147
第八章	流动性与资本结构	150
第一节	选题背景及意义	150
第二节	相关研究基础与理论分析	154
第三节	资本结构与股票流动性关系的实证研究设计	163
第四节	资本结构和流动性分析的实证模型和结果	171
第五节	结论	184
参考文献		186

第一章 流动性的概念和理论基础

第一节 引言

有关流动性的研究已经很多了，多数文献侧重于使用一些指标描述流动性的基础上解释流动性的变化规律或影响因素，但都没有给出各种流动性类型的完整描述，更没有对金融体系的流动性及其影响机制，即所谓流动性关联（Liquidity linkage）做出必要的解释和说明。换句话说，它们只单独从某一侧面提出流动性概念以及流动性与其他变量间的联系，并用这些概念对不同的问题进行分析。学界一直希望可以通过浓缩、提炼和重新解释大量研究结果来为金融系统提供一个一致性的金融流动性（风险）测度方法，但是迄今还没有一个统一的包含所有流动性类型的流动性测度指标。

为了让读者更好地理解流动性的相关概念，我们将具体描述不同类型的流动性概念，并给出其准确的定义，以及它们之间的关联关系（即流动性的传导渠道和不同类型流动性之间的扩散方向），我们这里的概念体系基本采用了 Nikolaou（2009）的框架。

流动性概念的核心在于它是金融系统中的一种流量概念，具体来说，它涉及中央银行的流动性供给、市场交易的顺利进行和机构为其头寸融资三个方面的能力，即所谓中央银行流动性、市场流动性和融资流动性这三种流动性之间的相互影响、扩散或冲击。

不同类型的流动性之间是紧密相关的，在平稳状态下（即低流动性风险时期），它们之间的关联会促进金融系统流动性的良性循环，保证金融系统平稳健康运行。在动荡状态下（高流动性风险时期），正是由于

它们之间这种紧密的关联给流动性风险在金融系统中的传导提供了有利的渠道，从而引发金融系统流动性的恶性循环，最终破坏金融系统的稳定性。因此，从政策上看，将中央银行流动性与监管相结合，对恢复金融系统的稳定将产生极其重要的作用。在随后的讨论中，我们将分别介绍每种流动性（风险）类型的定义和性质，同时重点讨论不同流动性之间理论上的关联，并给出其政策含义。最后，我们还将讨论流动性是如何背离古典经济范式的，即不对称信息和不完全市场是如何导致流动性风险出现的，以及流动性风险是如何在金融系统中蔓延的。与此同时，我们试图说明中央银行流动性的重要性，从而为货币政策实施的必要性提供一个解释。

第二节 流动性的定义

大多数经济学文献认为，流动性是经济主体所拥有的资产以一个合理的价格变现的能力。为了更好地理解流动性的概念，我们还可以从其他角度来描述流动性。这里，我们需要注意两个问题：第一，流动性可以理解为金融系统中的流量（与存量相对），换句话说，流动性本质上是指能够在金融系统内无阻碍运行的资产流量，特别是在中央银行、商业银行和市场中的流量。第二，流动性是指这些流量转化为现实交易的能力。然而，信息不对称和不完全市场的存在会使这种能力受到阻碍，一旦经济主体缺乏这种能力，就会导致部分或整个金融体系流动性的缺乏，而流动性的缺乏最终将影响实体经济的资金供给，从而制约经济发展。

一 中央银行流动性

中央银行流动性是中央银行为经济系统提供其所需流动性总量的能力。通常用中央银行对经济系统的流动性供给（即从中央银行到金融系统的基础货币的流量）作为测度指标。中央银行对经济系统的流动性供给量与中央银行的运营流动性有关，它是指中央银行依照货币政策态势，向金融系统提供的流动性总量，是中央银行运营目标价值的反映。中央银行的策略最主要的决定因素就是当前的货币政策，也就是说，中央银行会在由宏观经济目标和形势决定的基本运营目标（如利率或货币供应量）

基础上制定策略。为了实现这一目标，中央银行会用货币政策工具去调控货币市场中的流动性，使商业银行的同业拆借利率与中央银行所设置的目标利率保持一致。

从学术的角度来看，中央银行流动性也可称为是基础货币供给，从中央银行资产负债表的变化来看，流动性既反映了影响基础货币供给的主要因素，又反映了中央银行货币政策工具的调控手段、方式和调控力度。因此，我们有必要先来了解一下中央银行的资产负债表。

中央银行资产负债表的负债栏主要是由自发性因素和准备金两部分组成。自发性因素是指不受中央银行货币政策职能控制的交易形成的货币流量。准备金则主要包括货币发行和对金融机构的负债，这实际上就是通常所说的基础货币。货币发行即为现金发行，对金融机构的负债主要包括法定准备金和超额准备金。准备金作为负债中的一项，在中央银行的负债中占有重要地位，是中央银行调节货币供应量的重要对象。金融系统中总的流动性赤字是由对中央银行票据的需求和为履行准备金需求的义务两方面原因造成的，因此，商业银行会依赖于中央银行的再融资。为了保持资产负债表的平衡，中央银行有两种冲销方法：一是基于资产的冲销方法，即中央银行通过减少资产项的操作来提供流动性；二是基于负债的冲销方法，即增加负债项或减少负债项，主要是指通过公开市场业务操作回笼货币进行冲销。因此，中央银行提供的流动性等于自发性因素与准备金的总和。中央银行对其公开业务的管理是为了使银行同业的短期贷款利率与目标政策利率保持一致。

从以上分析来看，中央银行应该选择发行票据来平衡资产负债表，而不需要考虑其流动性与货币流动性或宏观经济流动性之间的关系。货币流动性是指货币、信贷和累积储蓄的增长，它包含广义的货币供给，从某种意义上来说，它也包含中央银行的流动性。虽然货币的流动性对于货币政策的制定同样重要，但是，我们需要重点关注中央银行的流动性，因为中央银行对金融系统的流动性有直接的影响和作用，同时从宏观经济政策的角度来看，中央银行流动性在货币政策中有着重要的作用。

二 融资流动性

巴塞尔银行监管委员会将融资流动性定义为银行结清其负债，并能够在应付款项到期时调拨头寸的能力（BIS，2008）。同样的，国际货币基

金组织（IMF）将融资流动性定义为有偿付能力的机构能够按期支付款项的能力。然而，融资流动性概念也可以从交易商或投资者的角度来定义。在这里，融资流动性与银行短期筹措资金（资本或现金）的能力有关。这些关于融资流动性的定义都是可以通用的，这一概念在更多的场合用于描述一般企业筹措资本或资金的能力。融资流动性容易在现实中被观察到，它是一个流量概念，同时也可以理解为预算约束。也就是说，当流入大于或至少等于流出时，其本质上就是流动的。这些流量可由公司、银行、交易者和投资者所持有。我们的分析着重讨论金融系统中流动性分配的重要意义，也就是说，金融系统中任何一个环节流动性的减弱都会影响整个系统的流动性。

金融体系中，流动性有三个来源：第一个是个人。存款人将手中富余的钱存入银行，形成银行的流动性。第二个是市场。一方面，商业银行以发行人的角色进入资产市场，通过证券化、贷款辛迪加和在二级市场上出售它们的资产，从而获得流动性；另一方面，商业银行可从银行同业拆借市场获得流动性，这是银行流动性最主要的来源。第三个是商业银行也可以选择直接从中央银行获得融资流动性。例如，商业银行可以通过中央银行的再贴现窗口和公开市场业务获得流动性。

三 市场流动性

自凯恩斯（Keynes，1936）起，市场流动性的概念就已经存在，但是，人们却花了很多时间才对市场流动性概念达成共识。市场流动性是指在保持价格基本稳定的情况下，达成交易的速度或者说是市场参与者以当前市场价格成交的可能性。因此，我们很容易可以找到一些可观测指标来判断市场的流动性，其中最主要的就是市场完成交易的能力。费尔南德斯（Fernandez，1999）指出，市场流动性包含交易规模、时间、交易成本这几个重要元素，但也可以用深度、宽度（或紧密度）和弹性这三个维度来定义。这几个维度可以确保任何数量的资产可以在市场内，以市场价格低成本的快速完成交易。哈里斯（Harris，1990）的定义相对完整并被广泛接受，他认为，流动性应满足即时性（immediacy）、可忽略的宽度（breadth）、足够的深度（depth）和高度的弹性（resiliency）这样四个特征。具体来说，即时性意味着投资者的买卖意愿可以立即得到实现；宽度意味着即时交易还必须在成本尽可能小的情况下实现，这表现为买卖价差

比较小，或市场宽度比较小；深度反映大量的成交意愿是否在给定价格水平下可以完成，因此它是给定买卖报价下可以供交易的数量，数量越多，市场越有深度，市场流动性越好；弹性则是指因为大额交易引起均衡价格偏离后，市场重新回到均衡的速度，在一个流动性好的市场中，价格应该对冲击有良好的承受能力和快速的调整能力。

通过对市场流动性的性质和它在市场运行中的重要性的研究，我们已经发现了市场流动性的一些显著特性。比如，个别股票流动性与整个市场的流动存在着正的协方差。此外，乔里亚等（Choria et al., 2000, 2005）证明了流动性在资产之间或市场之间具有相关性。Brunnemerier 和 Pedersen（2005）根据交易者行为的微观分析提出了一个资产或市场间流动性存在相关性的理论模型，可以用来解释流动性的恶化为什么会导致传染，甚至引发金融危机。此外，斯塔尔（Stahel, 2005）指出了整体性流动性因素的存在，Acharya 和 Pedersen（2005）则进一步验证出流动性与资产价格（收益）间存在负（正）的相关性。

第三节 流动性风险

风险是一个随机变量实现的可能性（概率），它与经济主体对变量实现的主观偏好是有区别的。我们认为，经济主体可以在流动性上有自己的主观偏好。从某种意义上说，流动性与流动性风险之间存在着反向关系，如果流动性风险越高，则转为非流动性的可能性就越高，从而流动性降低。

一 中央银行流动性风险

人们普遍认为，中央银行不存在流动性风险，作为中央银行，它总是有能力供给基础货币的，因此，它不会出现流动性不足的情况。通常来说，中央银行作为基础货币的发行人，是垄断的流动性供给方，一旦发现系统存在流动性不足的情况时，它可以将流动性分配给急需补足流动性的商业银行，以满足政策要求，平衡银行体系中（如超额流动性或流动性赤字）的流动性需求。因此，中央银行只有在国内没有货币需求时，才会出现流动性不足，导致基础货币的供给不能实现。这种情况只会出现在极度通货膨胀或汇率危机时期，但是在现实中出现的可能性不大。当然，

一般认为，过量的流动性提供会引致较高的通货膨胀。

需要强调的是，中央银行供给流动性会有相应的成本，但它的成本并不一定反映在流动性风险上。这种成本可以包括中央银行的业务风险（如交易对手方的信贷风险与抵押品价值）、货币政策相关的风险（如错误信号的风险）或任何对金融稳定产生影响的风险（如在动荡时期的紧急流动性援助所涉及的道德风险问题）。当然，这些风险都不影响中央银行提供流动性的能力。

二 融资流动性风险

根据国际货币基金组织（IMF，2008），融资流动性风险是金融中介机构无法偿付到期负债的可能性。另一种融资流动性风险的定义包含时间维度的因素，即会随着时间长度的变化而发生改变，它将流动性变为非流动性的可能性定义为给定一段时期内的测度。通常，流动性取决于四种流动性来源的可获得性，即在各自期间内满足其预算约束的能力。

对于融资流动性风险的度量是很重要的，在大多数情况下，银行会构建各种融资流动性比率，以描述在不确定时间内融资可获得性的不同方面，并且被作为度量融资流动性风险的代理变量。这种测度既可以通过静态资产负债表得到，也可以通过动态压力测试技术和情境分析得到。对于后者，因为其复杂的计算和大量的信息与假设，计算过程一般复杂难以处理。最近，Drehmann 和 Nikolaou（2008）找到了一个简易的代理变量，它是基于中央银行作为提供潜在融资流动性来源的作用得到的。他们认为，中央银行招标行为可以揭示出银行在一段时间内的融资流动性风险，同时可以从投标数据中构建融资流动性风险的代理变量。

学术界关于融资流动性风险的论证不够充分，但 Drehmann 和 Nikolaou（2008）发现，融资流动性风险与市场流动性风险的性质相似，也就是说，流动性风险在大多数情况下是低且稳定的，但是也会出现偶然的猛涨（如融资流动性风险在金融危机中就会增加）。这个结论得到了 Matz 和 Neu（2006）的支持，他们将危机之后的风险看成是融资流动性风险，因为危机会使其他市场的风险（即市场流动性风险）传递过来。随后，Brunnemeier 和 Pedersen（2007）更进一步从理论上论证了市场与融资流动性风险（对于交易者）之间的合理关联，同时，其结论也可以从 Drehmann 和 Nikolaou（2008）那里得到验证。

三 市场流动性风险

市场流动性风险与在交易价格水平上能否提供即时交易的能力有关。市场流动性风险包含非分散性和系统性两层重要的含义。

第一，市场间流动性风险具有非分散性，也就是通常所说的系统风险（systematic risk），它不能通过分散化投资得到消减。这种系统性有其理论基础，也得到股票间、债券间和股票间的经验数据的支持。系统风险可以导致传导，而广泛的传导机制可以使流动性风险在同业市场和资本市场之间相互转移。

第二，系统性的含义是应对系统性风险（Systemic Risk）作出相应的定价，也就是说，可将成本或溢价看做是市场流动性风险的补偿，它对资产定价有正面影响（Bangia et al., 1999; Holmstrom and Tirole, 2001; Pastor and Staumbaugh, 2003; Acharya and Pedersen, 2005; Chordia et al., 2005），从而影响市场决策（即最优投资组合配置，Longstaff, 1998）和市场实践（即交易成本，Jarrow and Subramanian, 1997）。流动性风险溢价越大，市场流动性风险也就越大。实践中，我们从 Holmstrom 和 Tirole（2001）的研究中可以得到，基于流动性的资产定价的典型模型是用流动性测度和市场收益（Pastor and Staumbaugh, 2003; Acharya and Pedersen, 2005; Liu, 2006）之间的协方差作为流动性风险的测度。流动性风险会受当期收益的影响，但也会受到基于当期流动性风险的预期收益（Chordia et al., 2001; Acharya and Pedersen, 2005; Liu, 2006）的影响，总的来说，资产定价可以反映流动性成本，而流动性成本又与流动性风险的存在相关。

根据以往对市场流动性的行为（即市场流动性溢价）的研究可以看出，流动性风险在大多数情况下是低且稳定的，高流动性风险只是偶尔发生的，其来源是融资关系或市场流动性受到突发事件影响而导致的流动性急剧收紧（Brunnemeier and Pedersen, 2005, 2007），而之所以发生概率比较低，是因为融资或交易双方合作的好处明显大于不合作导致的流动性紧缩和风险的大幅升高的坏处（Carlin et al., 2007）。对于后一种观点，Brusco 和 Castiglionesi（2007）给出了进一步的论证，人们在交易中合作时，成交会增加，流动性好，或流动性风险降低，也就是说，当交易双方由于不合作所引致的金融危机发生的可能性（会提高流动性风险）较大时，才会出现市场流动性风险。因此，金融系统中流动性风险的蔓延是非常罕

见的事件。当给定造成市场流动性风险的行为时，我们就可以理解为什么流动性会随着时间的改变而改变，并且会在平稳期内保持不变（Amihud, 2002; Chordia et al., 2000, 2001, 2002; Pastor and Staumbaugh, 2003）。最后，从金融稳定的角度来看，市场（系统性）流动性风险有着重要的意义。

个别机构的流动性风险会致使少量机构破产，但一般不会导致严重的后果，实际上，它在对于恢复金融系统中某些局部的稳定方面有一定的价值（Diamond and Dybvig, 1983; Allen and Gale, 1998）。但是，系统性（市场）流动性风险对整个金融系统产生极其严重的后果。毋庸置疑，这将会导致金融危机，破坏金融的稳定性，打乱资源配置，最终影响实体经济（Hoggarth and Saporta, 2001; Ferguson et al., 2007）。考虑到市场流动性风险（即系统性风险）对金融稳定的重要性，这种类型的流动性风险对政策制定者有警示作用。考虑到各种类型流动性的紧密联系，一般的观点认为，可以用系统中流动性流量来检验市场流动性风险的程度。

第四节 流动性关联

Nikolaou（2009）通过两种情境来讨论三种类型流动性之间的关系，一个是平稳期，另一个是动荡期。平稳期是指低流动性风险的时期，在此期间，三种类型的流动性之间的关系是确定的，并且在整个系统形成良性循环，促进系统的稳定性。动荡期是指高流动性风险时期，在此期间，虽然三种类型的流动性关联比在平稳期更加紧密，但它们将推动系统中非流动性的恶性循环，并最终破坏金融系统的稳定。我们在这两种情境中描述流动性关联是为了分析流动性风险的起因及不同的流动性类型在金融体系中的传导过程，并且讨论中央银行流动性在这种状态下的作用。

一 平稳期的流动性关联

在平稳时期，金融系统处于稳定的良性循环中，三种类型的流动性都相对流畅。基于中央银行的基本功能，它有责任为金融系统提供总的流动性。同时，它向金融系统提供的流动性数量应该是“中性”的，既不能由于供给过多而造成流动性泛滥，也不能由于供给过少而影响经济活动的

正常运转。中央银行的流动性供给将弥补金融系统累积的流动性赤字，并通过不同的市场（银行同业市场和资本市场）向金融系统中有流动性需求的机构重新分配，在系统中依次循环，使得这些流动性总量可以满足每家受到流动性制约的机构所需的流动性总量。当一轮再分配完成之后，中央银行将会继续密切关注市场，看是否出现新的流动性需求，并给予相应的流动性供给，从而开始新一轮的流动性循环。从某种意义上来说，每一种流动性类型都有其具体作用，中央银行为整个经济提供“中性的”流动性总量，市场确保流动性的再分配和循环，同时，在机构间将根据融资需求进行有效分配。

表 1-1 不同流动性类型的作用

流动性类型	作用
中央银行流动性	提供使供求平衡的流动性总量
市场流动性	流动性的（再）分配和循环
融资流动性	流动性资源的有效配置

从表 1-1 中可以明显地看出，每一种流动性风险都依存于其他两类风险。这是因为，每一种流动性类型都发挥着自己的作用，同时与其他两种流动性共同作用来维持稳定对整体流动性的良好运作，因此，每一种流动性类型在金融系统中都是独一无二的。也就是说，只要市场流性能有效的循环，且融资流动性在系统中能够以有效的方式进行分配，那么中央银行提供的“中性的”流动性总量就能在机构中没有任何阻碍的快速流动。当金融系统的总的流动性充足（即不存在流动性赤字），且每个交易对方能够按其融资需求获得流动性，那么，市场就可以保持充足的流动性供给。正如我们前面几节所描述的，融资流动性还取决于融资流动性来源的可获得性。例如，银行一旦从市场或中央银行获得充足的流动性，那么它就可以始终保持充足的流动性，从而满足其自身的融资需求。

充足的流动性能够保证经济的良性循环和金融系统的稳定。因为系统在积累过程中保有充足的流动性，所以，根据机构不同的融资流动性需求，这些流动性将会有效地分配给最需要它们的机构。总的来说，流动性可以在系统中自由通畅地流动，银行可以从任何一个流动性市场得到融资