

货币、金融信用与 宏观流动性

MONEY, CREDIT AND
MACRO-LIQUIDITY

李宝伟 张云 刘通午 陈瑞华◎著

本书系统运用新马克思主义货币金融政治经济学思想，借鉴后凯恩斯货币金融理论分析方法，阐述了经济金融化以来为什么重要经济体中出现了普遍的流动性问题，为什么普遍的流动性问题具有不可忽视的宏观影响。本书也总结和介绍了新古典和新凯恩斯主义理论方法是如何剖析当前流动性问题的，给读者提供一个比较清晰的关于宏观流动性问题的现有研究框架和平台。

货币、金融信用与 宏观流动性

Money, Credit and Macro – liquidity

李宝伟 张 云 刘通午 陈瑞华 著



中国金融出版社

责任编辑：石 坚

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

货币、金融信用与宏观流动性 (Huobi、Jinrong Xinyong yu Hongguan Liudongxing)/李宝伟等著. —北京：中国金融出版社，2015. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7764 - 9

I. ①货… II. ①李… III. ①货币信用学—研究 IV. ①F820. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 305122 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17

字数 300 千

版次 2015 年 3 月第 1 版

印次 2015 年 3 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7764 - 9/F. 7324

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 1

自 20 世纪 80 年代金融自由化以来，宏观金融问题在经济中变得日益重要，发达国家内部呈现了经济金融化的现象。而在发达国家经济体内部经济金融化的同时，宏观流动性风险也变成了一个突出的问题。宏观流动性风险与传统的研究单个金融机构流动性是否充足的观点不一样，宏观流动性风险侧重研究当代经济体内部不断膨胀的金融资产和狭义流动性之间的结构关系，研究两者之间的动态演化机制，并剖析自 20 世纪 80 年代以来各国以及全球金融不稳定的原因。

此问题目前已经是经济理论和金融理论研究的前沿问题。我很欣慰地看到南开大学的李宝伟、张云、陈瑞华和刘通午在这个领域进行的深入研究，并将研究成果以《货币、金融信用与宏观流动性》一书呈现给大家。本书系统地运用了马克思政治经济学、后凯恩斯理论和新古典三种理论对流动性问题进行了剖析，给作者呈现了当前研究宏观流动性问题的一个全貌。由于四位学者均是研究经济学理论的，故本书侧重点在对流动性理论的梳理和分析上。例如本书详细分析了流动性冲击对宏观经济影响的数理模型和机制，从而为当前学术界重点研究的量化宽松货币政策问题给出了理论基础，实际上美联储和欧洲央行在金融危机后之所以能够大量运用量化宽松货币政策就是因为有这样的理论基础，故量化宽松货币政策在理论上和实践上都是一致的。本书这种深入的理论研究对于研究人员、政策制定者和金融从业人员都有较大的帮助。

中国的金融领域正处于高速发展时期，将来在流动性领域必然会出现很多的问题。为了应对这方面的挑战，必须有年轻的学者在此领域进行深入研究，本书开了一个好头，希望将来有更多的学者在此领域进行讨论，为中国金融体系的完善贡献一份力量。

中国人民银行金融研究所所长

金中夏

2014 年 11 月

序 2

2008 年美国次贷危机和欧洲债务危机是全球主要经济体过度金融化发展的结果。在对本轮金融危机进行研究的过程中，一些学者关注到了金融危机期间的流动性紧缩问题，讨论了中央银行对金融系统进行的流动性支持政策。其实，在 2007 年国际清算银行、国际货币基金组织和众多金融机构的学者，如 Claudio Borio 等对“流动性黑洞”问题进行了研究，他们对金融机构和金融市场的流动性黑洞进行了实证和经验研究，并将其提升到宏观层面，给予了高度关注。我国学者自 2004 年以来已经关注了我国银行业流动性过剩问题。

实际上，各国经历了 20 世纪 80 年代以来的长期金融自由化和深化发展后，一个负面问题已经不容忽视，即金融不稳定状况多次出现，而金融不稳定的一个具体表现就是流动性问题出现得更频繁、更广泛。流动性问题不再仅仅是一个微观金融问题，而是已经转变为一个普遍问题，具有重要的宏观影响。因此，如何梳理清楚当前宏观流动性问题的形成机制和影响，成为一个重要的课题。这方面的研究应该在坚持微观研究基础上，还应该进行更深入的宏观理论探讨。

正如作者在本书中所提到的，马克思主义资本理论、信用理论和虚拟资本理论给这方面研究提供了理论基础，凯恩斯主义的货币理论和后凯恩斯货币金融理论研究也提供了可借鉴的研究方法，只是面对这些“新经济现象”的时候，我们的视野不能只局限在微观层面，应该着力于经济金融化过程，将金融机构和市场的微观机制变化和宏观经济的新表现联系起来。这四位作者正是做了这方面工作，他们的贡献在于他们意识到了这一点，并能够将金融机构和市场微观机制变化与宏观经济结构变化，通过对金融化发展的研究联系起来，并围绕这个研究视角对各种理论对此的研究进行了全面的梳理和讨论，厘清了理论研究思路和框架，为此后深入的理论研究和实证研究，搭建了重要的理论分析平台。

通过这本书可以发现，南开年轻学者的治学精神脚踏实地，他们很清楚

这本书在现阶段能够贡献什么，应该贡献什么，这就是南开经济学人的特点。

北京市金融工作局党组书记

霍学文

2014 年 11 月

前言

自 2010 年以来，中国的金融机构多次出现了大规模的“钱荒”现象，突出表现为银行间同业拆借利率大规模飙升。2013 年 6 月末，中国的银行业再次暴露出流动性风险问题，银行间同业拆借市场利率飙升到 13.42%。中国内地金融系统在短时间内多次暴露出流动性不足的问题。统计数据显示，2013 年末，我国的广义货币供应量（ M_2 ）余额已经高达 110.65 万亿元，在有如此充足的货币供应量（ M_2 ）情况下怎么会出现钱荒现象？这促使我们对货币、金融信用和流动性问题进行思考，也促成了本书的写作。

从全球范围来看，我们发现，自 1971 年布雷顿森林体系崩溃之后，美元成为国际本位货币，其国际范围内的循环形成了全球流动性膨胀的基本逻辑。中国也在此过程中积累了自己的流动性，突出表现为双顺差累计的流动性积累。我们认为，中国只要保持稳定增长，在短期内就不会改变经常项目顺差的局面。同时，当前全球深陷由金融危机和债务危机引起的爆炸性流动性膨胀^①：如目前美国因救市和刺激经济已四次实行量化宽松政策，美联储资产负债表中的资产已从 2007 年的 8741 亿美元增加到 2013 年末的 2.9 万亿美元，已是危机前的 3.33 倍，这意味着美元增发了两倍以上；欧洲央行的资产同期也增加了大约 1 倍，由 1.1 万亿欧元增加到 2 万亿欧元，这标志着欧元在欧洲债务危机深化过程中也在大幅度膨胀。这些不断增加的货币流动性的绝大部分都集中流向中国和亚洲经济高增长的国家地区，中国金融账户的持续顺差就是证据。实际上，全球都普遍地陷入流动性膨胀状况。早在 2007 年美国次贷危机有显著迹象即将大规模爆发时，美国的金融市场和金融机构追逐高流动性和安全性资产的行为就导致了金融市场陷入流动性“黑洞”。引人深思的是，美联储和美国财政部随后的政策是有限救助华尔街金融市场，关键政策就是推出 7000 亿美元救助计划，阻止了金融机构连续倒闭风潮，一系列最后贷款人举措实质上就是向金融

① 这里是指各国央行向金融系统注入的货币流动性和高信用等级、高流动性的国债等资产。

市场提供信心，具体形式就是提供充分的流动性支持。

一般来讲，宏观经济运行中大范围的流动性问题发生在金融危机爆发时期，即由于金融机构和投资者因为担心资产损失，集中出现将股票、债券等资产转换为现金、短期国债的资产，这个过程被称为“shift to gravity”，这种出售行为被称为“fire sale”。这个时期金融资产价格快速下跌，交易陷入停滞，多头似乎不愿意在此时进场交易，结果表现为狭义货币不充足，金融市场陷入流动性陷阱状态。

在2000~2007年美国次贷危机之前，美国、日本宽松的货币政策，加剧了金融信用资产的膨胀，以金融创新的衍生化和交易的杠杆化形式发展，而欧元区国家经历了过度的债务化。上述政策加剧了发达国家的金融脆弱性。在金融危机中，以去杠杆化为特征，表现为整个金融体系的流动性缺失。

我们认为需要具体考虑以下因素：（1）金融深化过程中，金融为实体经济服务的效率低；（2）长期经常项目顺差产生的输入性流动性膨胀和2008年全球金融危机期间宽松货币政策，使货币存量大幅上升；（3）中国经济进入结构性调整阶段，粗放式经济增长模式被迫转型，传统的金融体制已经不能适应新时期的需要，金融深化改革已成必要。就第一个因素来说，金融系统创造的金融信用不全是为实体经济服务的，为实体经济提供的金融信用创造的服务效率较低，相当比例的金融信用是为金融机构本身和房地产创造的，就是所谓的“资金空转”问题。中国出现的“钱荒”，明显表现为金融体制和结构性问题，即由于银行占据主导地位 and 垄断地位，造成流动性分布不合理，进而出现在货币充裕的情况下，金融机构和实体经济都缺少资金的“钱荒”问题。

尽管中国与美国的流动性问题存在很大差异，但是根本原因都是宏观经济发展过程中货币流动性与金融信用创造出现了问题，这个问题涉及宏观经济结构的变化、金融结构和金融制度的深化，以及资金的分布等问题。

一、本书要研究的流动性问题

基于上述的基本理解可知，宏观流动性问题是一个非常复杂的问题，因为它不只是一个市场问题，而且是一个宏观货币金融问题。目前，关于流动性的研究主要分为三个层面：第一，金融机构的流动性风险与管理，这是被广泛研究的领域。第二，2004年以来对金融市场的流动性黑洞问题的研究迅速发展。所谓金融市场流动性黑洞，即某一个市场在某一个时期突然陷入大量抛售，导致价格暴跌，市场流动性迅速枯竭。第三，宏观流动性风险问题，从现象上来看就在金融不稳定时期，相对其他金融资产，金融机构等更青睐货币、短期国

债等高流动性和低风险的资产，各种或有资产的价格和收益暴跌，交易停滞，货币市场利率超常上升，长期融资和投资大幅下降，这种情况严重恶化时，在理论上被称为流动性陷阱。上述现象比较轻微的状况被称为流动性不足。相对流动性不足的现象，就是流动性过剩状况，笼统来说就是在金融繁荣时期，金融机构和市场更愿意扩张融资规模，高流动性、低风险、低收益的资产相对过剩，例如狭义货币显著过剩。

一些文献将流动性问题完全视为货币问题；另一些文献则着重研究金融市场和金融机构的流动性风险问题。因此，研究需要澄清现有文献中货币流动性、市场流动性和资金流动性的含义和关系，阐明宏观流动性风险的宏观经济方面的原因以及宏观流动性风险的微观机制，提出针对宏观流动性风险的货币政策和宏观审慎监管治理原则。

所以，关于宏观流动性完整的理解应该包括以下问题：（1）货币的界定，即货币的本质是什么，依据什么原则划分货币和其他金融资产，进而回答为什么货币具有高流动性。（2）主要发达国家发生的金融自由化过程，特别是表现为杠杆化的金融自由化发展，是否加剧了宏观流动性问题发生的可能。（3）中央银行应该对金融资产膨胀负责吗？中央银行宽松货币政策对过去时期的金融信用资产持续快速膨胀负责吗？中央银行能够通过宽松货币政策阻止金融危机后的信用紧缩过程吗？这是解决金融危机的根本方法吗？

二、本书的基本认识和研究思路

上述问题之所以引起关注，是因为几次金融危机已经显示流动性风险已经成为金融机构和市场普遍面临的一个显著问题，已经成为一个宏观问题。那么，什么影响因素可以有效解释这种重要变化呢？这需要从理论上给出宏观层面的解释，不能局限在对单个金融机构和金融市场流动性风险问题的研究，需要对整个金融市场和机构普遍面临的流动性风险问题的根本的、共同的机制和影响因素进行研究。从历史资料和理论研究资料中，我们认为目前的宏观流动性风险问题主要是由两方面问题造成的：主要经济体 20 世纪 70 年代以来的经济金融化和 2000 年以来美国和日本等国忽略金融信用膨胀的货币政策。

（一）研究范畴与历史脉络

本书要着力研究的是宏观流动性风险问题——经济金融化进程中金融不稳定的宏观流动性风险。它反映了社会金融信用总规模与实体经济发展融资需求的长期关系，即社会金融信用总供求关系；社会金融信用的结构与金融独立化（经济虚拟化的狭义的表现），及其对金融稳定和宏观经济稳定的影响；金融主

体追逐利润与实体经济融资需求的矛盾关系，即融资供给与融资需求的矛盾；金融化中的杠杆机制的广泛使用，是金融不稳定和宏观流动性风险的基础机制。

宏观流动性风险问题是金融危机的具体表现，是事后风险。如果我们回溯历史，有一个事件应该是一个重要的历史节点，即1957年英国公布《拉德克利夫报告》，系统阐述了英国金融市场的发展，及传统货币政策失效的情况。20世纪70年代在西欧和美国的宏观经济困扰下，首先由市场推动了金融自由化发展进程，其后经历了20世纪80年代金融管制放松，20世纪90年代大规模金融衍生化，1999年美国出台《金融服务现代化法案》，2000~2008年与房地产金融相关的次级债等衍生产品迅速膨胀。Moritz Schularick 和 Alan M. Taylor (2009) 对发达国家金融膨胀作了历史性研究，实证分析揭示了相对于实际 GDP、 M_1 和 M_2 ，金融资产规模在第二次世界大战后呈现持续加速膨胀状态，在20世纪70年代以后更进入了一个金融信用加速膨胀的阶段。

我们看到的现象是发达国家在20世纪70年代到90年代为摆脱宏观经济困境，在金融系统内在利益驱动以及经济自由化和金融自由化政策刺激下，经济走向金融化（杠杆化）发展，金融资产相对于货币规模大规模扩张，传统金融监管对金融化趋势缺少宏观总体控制。一旦实体经济发展动力不足和其他负面因素变得越发显著，金融市场和金融机构就会出现普遍的流动性不足，容易演变成宏观流动性陷阱，从而引发金融系统性危机。2008年全球金融危机中，流动性问题已经成为一个重要的宏观问题。

（二）理论方法

在理论研究上，我们坚持用开放的视野和包容的态度，在坚持马克思货币金融政治经济学理论基础上，充分介绍了后凯恩斯货币金融理论、新凯恩斯货币经济学和新古典经济学在流动性方面的研究，并在单独篇章给予充分介绍，以使读者对该领域的研究有充分的了解，并作出自己的判断。在本书研究之前我们已经收集和阅读了大量的有关文献，其中包括早期学者们的研究，例如凯恩斯、后凯恩斯主义货币金融学者，以及罗伯特·布伦纳、伊藤·诚等马克思主义学者关于货币金融的最新研究；我们也大量阅读了使用新古典主义研究方法的学者的有关研究，例如 Kiyotaki 和 Moore 等关于金融信用周期和流动性冲击模型的研究。其他一些学者也从不同视角，运用不同方法在进行研究。这至少说明宏观层面的流动性风险问题已经到了不得被关注的程度，这是经济金融化发展的结果。

（三）我们的研究逻辑和基本观点

本书研究的是货币与金融信用历史演进过程的宏观流动性问题，我们力图

使用历史和逻辑统一的方法来进行研究，以反映货币与金融在宏观经济中的根本作用机制及其变化；梳理经济金融化（经济虚拟化）的历史过程，用马克思的货币金融理论揭示货币和金融信用在现代宏观经济中的核心作用（与新古典理论有本质区别）；具体研究马克思、凯恩斯、后凯恩斯、新古典现有货币金融理论的研究条件、范式及其逻辑；用马克思货币金融理论的历史研究方法和现代数理方法，分析造成现代金融不稳定性和金融危机的货币金融方面的根源和机制；最后，在此理论分析基础之上，我们讨论了现代货币金融政策的目标、机制、工具。从当前获得的各种研究资料来看，关于流动性的研究框架和价值还不是很清楚。

宏观流动性风险问题不是局限于机构的流动性风险问题和金融市场的市场流动性风险问题，而是涉及金融领域普遍出现的流动性风险。正如明斯基所说，流动性风险问题是事后风险，是金融不稳定性和金融危机的具体表现。而金融不稳定的根源，是由资本积累的未来预期收益的不确定性和金融融资特性共同决定的。就后一个因素而言，金融信用形式的拓展，在提高融资效率的同时，也因为杠杆机制的广泛使用，以及因为金融资本为追逐利润而形成过度融资造成的。新马克思主义货币金融政治经济学的贡献在于探讨和拓展了对金融信用的理解，涵盖了各种金融创新活动，但是缺少对金融危机具体机制的研究。而以明斯基为代表的后凯恩斯货币金融理论研究，贡献在于阐述了金融不稳定的基本逻辑，但是缺少劳动价值理论的基本内核，对金融不稳定的具体机制的研究也是不够的。我们的研究正是将这两种研究综合起来，以货币金融政治经济学为理论内核，以金融不稳定为研究对象，具体探讨宏观流动性风险的形成机理、微观机制和治理问题。

从宏观层面上研究流动性问题是具有重要现实意义的，即我们必须思考和解决为什么金融规模在持续膨胀，并且是通过杠杆机制进行扩张的。在一般认识上，将这个过程称做金融化。宏观经济金融化的一个结果就是大量资金在金融市场流转，而不进入实体经济投资，金融界称这种情况为“空转”，主要表现为金融中介表外业务创新扩展的结果（基本上可以看做是影子银行业务）。从而，产生了一个非常重要的现实问题，即社会资金没有有效地转化为实体经济的投资，我们不得不思考如何推动金融机构和市场为实体经济提供有效的信用支持。我们的观点如下：

1. 金融资本的逐利本性与普惠金融需求的矛盾。金融资本追逐利润的同时，要计算期限、税收和风险等因素对成本和收益的影响。如果一种融资的风险不

符合金融资本的风险控制要求，那么金融资本就不会进入创造就业和技术创新的但风险很高、缺少抵押的实体经济领域。但是，实体经济的资本积累过程，高度依赖于社会外部融资，存在普惠融资需求。金融资本的独立性和逐利性与普惠融资需求之间就存在着根本矛盾。这也是美国金融危机期间的流动性问题与中国“钱荒”问题的根本机制。中国的“钱荒”凸显了金融结构和金融体制形成的金融资本垄断造成社会融资渠道不通畅，出现了所谓的宏观流动性风险；美国金融系统在金融危机前出现金融信用持续膨胀，在金融危机爆发初期和之后出现金融系统流动性枯竭和流动性陷阱的状况，根源在于金融资本追逐利润的本质造成金融信用过度创造，背离了实体经济资本积累的规律。

2. 宏观流动性不是指某一个具体资产，而是具体表现为各种金融资产与广义货币、狭义货币之间的替换关系。特别是市场信用支撑的金融资产与政府信用支撑的高流动性资产（主要是广义货币口径的货币和各种短期国债等，因为这些资产在交换和并购等活动过程中，可以起到交换、支付和储藏的功能）。

宏观流动性风险问题是结果性风险，是金融机构和市场在极端情况下普遍出现的问题。依据马克思主义资本理论和后凯恩斯货币金融理论，金融系统存在内在的脆弱性，金融深化和自由化后金融脆弱性会更显著，并对外部系统性因素变化的冲击的反应也更为敏感。

单个金融机构和金融市场的流动性风险不能称做宏观流动性问题，金融系统因为内在脆弱性，或外部冲击造成的普遍出现的信用膨胀和信用紧缩过程，会以普遍的流动性风险问题表现出来，即流动性过剩，而后者情况就是流动性不足、流动性陷阱等。

笼统地说，宏观流动性问题是由金融相对实体经济比例的持续扩大、金融信用结构变化、各种金融制度和金融资本追逐利润的本性所决定的。具体受以下因素影响：金融资产相对广义货币比率的持续上升，金融总规模与实体经济相对比率持续上升，以及不同信用支撑的金融资产的结构比率。在市场化条件下，金融资本追逐利润的本性导致金融深化和金融自由化，发达国家金融规模相对实体经济和广义货币存量的比例都在持续上升，广义货币存量相对于实体经济的比例持续扩大。金融深化后，杠杆化交易的广泛使用使得金融机构和市场投资者对利率变动的反应愈加敏感，越来越依赖流动性市场来进行避险和资产重新配置。因此，宏观流动性问题就变得更加显著，并且在不同金融结构的发达国家和新兴市场国家中以不同形式表现出来。

宏观流动性问题是金融脆弱性的一种具体表现，会对金融稳定和宏观经济

稳定产生重要影响。从造成金融脆弱性和宏观流动性问题的根源来说,解决宏观流动性问题的措施,不能仅仅依靠中央银行流动性支持。从后凯恩斯货币金融理论和新马克思主义货币金融政治经济学的理论研究来看,央行仅仅提供流动性支持的政策不能从根本上消除宏观流动性风险,这种措施会为未来更大规模的金融危机创造条件。从根本上来说,要通过提高宏观经济的总体质量、优化经济结构来解决金融化带来的负面影响。从国际范围来看,不同国家在实施流动性支持政策的结果之所以会获得不同效果,是因为国际货币金融系统对不同国家来说是显著不对等的,换句话说,就是各国在国际货币金融系统中的地位是不同的。对美国来说,由于其历史上形成的货币金融优势地位,使其在很长一段时间内可以有效使用流动性政策,因为美元可以自由出入美国,全球都成为其对冲风险、进行投资获利的市场,进而不会对其经济稳定产生很大影响;相对来说,日本的流动性支持政策效果并不显著。对中国等新兴市场国家而言,金融市场化程度还在发展,人民币的国际货币地位还非常弱小,所以其流动性支持政策的使用要非常谨慎,并且要注意应对国际货币流动性泛滥的冲击。

本书是李宝伟副教授主持的2011年中央社科专项《国际货币流动性膨胀与新兴市场国家货币流动性——演化、测度、影响与治理》的研究成果,也是其2011年在英国伯明翰大学访问学习的成果之一。感谢中国人民银行天津分行对本研究给予的支持帮助,感谢有关研究部门同仁的大力支持,本书也是该项目的研究成果;感谢南开大学经济系的段文斌主任、刘骏民教授、邓向荣教授、李俊青教授等同事给予长期支持和指导。在此,要感谢为本书作序的金中夏和霍学文两位学术领军者,你们的鼓励与肯定,使我们更有信心和兴趣推进这方面的研究。最后,衷心感谢中国金融出版社的刘钊老师和石坚老师,正是他们认真细致的辛苦工作,使得本书能够以更高质量出版。

李宝伟、张云、刘通午、陈瑞华
于南开园

目 录

1 日益重要的宏观流动性问题	
——表现、研究逻辑与方法	1
1.1 研究的问题	1
1.2 宏观流动性问题及其基本研究思路	5
1.3 基本观点、研究逻辑和主要内容	7
1.4 研究方法	10
1.5 本书结构	12
2 宏观流动性问题：概念、逻辑、架构	15
2.1 货币与流动性——基础研究的历史路径	15
2.2 流动性的定义：综述	17
2.2.1 流动性概念之到期日	19
2.2.2 流动性概念之便宜性	19
2.2.3 流动性：金融影响力的定义方法	20
2.3 2008 年全球金融危机之后流动性研究的最新发展	21
2.3.1 对金融危机中的金融机构和市场流动性的研究	21
2.3.2 对中国流动性过剩和流动性不足的研究	24
2.4 货币、信用与宏观流动性的本质：基本观点	25
2.5 金融化过程与宏观流动性风险的产生	29
2.5.1 货币、资本与金融信用	29
2.5.2 经济金融化的含义	30
2.5.3 金融化过程与流动性风险的产生	31
2.6 流动性测度方法：简要综述	34
2.7 中国货币市场宏观流动性风险的实证分析	35

3 宏观流动性问题：本质、机制与历史演进

——基于货币金融政治经济学资本与信用理论的研究逻辑	40
3.1 宏观流动性风险的本质：金融脆弱性的现代表现之一	41
3.1.1 金融危机的几个方面的研究	41
3.1.2 金融系统性流动性风险的历史背景：20 世纪 70 年代以来的金 融化	44
3.1.3 经济金融化的最新研究	50
3.2 金融信用、虚拟资本与金融不稳定：实体经济的锚定	50
3.2.1 金融不稳定的根本机制：资本积累规律依然是决定性力量	51
3.2.2 金融信用的拓展、杠杆化融资机制与虚拟资本	52
3.2.3 货币、信用制度、最后贷款人：金融信用膨胀的货币金融制度 因素	57
3.3 对中国金融发展和经济发展的启示：一般历史规律和经验	59
3.4 总结	60

4 金融深化后的宏观流动性问题

——后凯恩斯主义货币金融理论对货币、流动性研究的推进	61
4.1 后凯恩斯主义货币理论的基本思想	62
4.1.1 货币的本质	62
4.1.2 货币的储藏功能与流动性	65
4.1.3 货币需求理论：货币对实体经济和金融信用的影响	67
4.1.4 货币的流动性与货币的流通速度	67
4.1.5 货币内生性	68
4.2 后凯恩斯主义货币理论中的流动性研究	70
4.2.1 流动性偏好理论	70
4.2.2 琼·罗宾逊的观点	71
4.2.3 保罗·戴维森的观点	72
4.3 明斯基金融脆弱性理论	73
4.3.1 货币、金融与投资——明斯基的核心思想	73
4.3.2 金融脆弱性	75
4.3.3 阶段分析法和金融系统发展	76
4.3.4 明斯基货币金融理论的发展	77

4.4	最新发展——Wray. L. Randall 货币理论中的流动性问题	78
4.4.1	流动性与货币借据的违约风险	78
4.4.2	Wray. L. Randall: 全球金融失衡、金融脆弱性与流动性泛滥	79
4.5	基于明斯基的金融不稳定假说和杠杆周期的模型: 金融脆弱性和流动性为什么愈加重要	84
4.6	结论	88
5	新古典经济学的流动性冲击模型和发展	90
5.1	流动性冲击导致经济波动模型的简单分析	90
5.2	KM 拓展模型的构建以及均衡的定义	92
5.2.1	模型的具体假设和环境	92
5.2.2	家庭部门的预算约束	94
5.2.3	递归均衡的定义	97
5.3	KM 拓展模型的校准和冲击反应	98
5.3.1	校准和估计	98
5.3.2	KM 拓展均衡对流动性资产冲击的反应	101
6	新古典经济周期分析中的金融中介和信贷政策理论分析	103
6.1	引言	103
6.2	文献综述	104
6.3	一个金融中介和经济波动的广义规范模型分析	106
6.3.1	家庭部门	106
6.3.2	非金融性企业	107
6.3.3	银行部门	109
6.3.4	均衡	115
6.4	广义金融摩擦理论模型进一步研究的方向和内容	116
6.4.1	保证金紧缩	116
6.4.2	套利监管与贷款证券化	116
6.4.3	外部股本、外部性以及道德风险	117
6.5	小结	118

7 宏观流动性的测度与影响：方法综述	119
7.1 流动性的宏观测度：已有研究方法	120
7.2 微观测度方法	121
7.2.1 金融机构的流动性：界定与测度	122
7.2.2 金融市场流动性问题的认识和经验测度	126
7.3 资产负债表分析法	131
7.4 压力测试	132
7.5 关于货币流动性外溢影响的测度：clammer，德意志银行	134
7.5.1 Klaas Baks 和 Charles Kramer 的研究	134
7.5.2 德意志银行 2007 年与 2009 年的全球货币流动性研究	136
8 国际宏观流动性膨胀与典型国家宏观流动性问题	139
8.1 国际货币金融体系与货币金融优势：货币金融政治经济学视角	140
8.1.1 美元的优势地位与美国金融膨胀：综述	140
8.1.2 国际货币金融体系支撑机制的根本转变：从维多利亚式循环到帝国循环	142
8.1.3 支撑美元的“帝国循环”机制与美国的货币金融优势	144
8.1.4 国际货币金融优势的差异与不同形式的金融化	146
8.2 国际货币金融优势、流动性和金融膨胀趋势	148
8.2.1 发达国家货币流动性膨胀与金融资产膨胀的相互促进：长期研究中的历史证据	148
8.2.2 国际货币流动性泛滥和美国金融资产膨胀	149
8.2.3 现代货币制度、国际货币制度的内在矛盾	150
8.2.4 多个视角下的国际货币流动性和金融资产膨胀	152
8.2.5 发达国家支撑金融流动性的货币政策：国际货币流动性泛滥和金融膨胀的推手	157
8.3 国际货币流动性与金融资产膨胀：实证研究	158
8.3.1 全球货币流动性泛滥的影响研究	159
8.3.2 全球金融资产规模膨胀与美元泛滥	160
8.4 总结	162