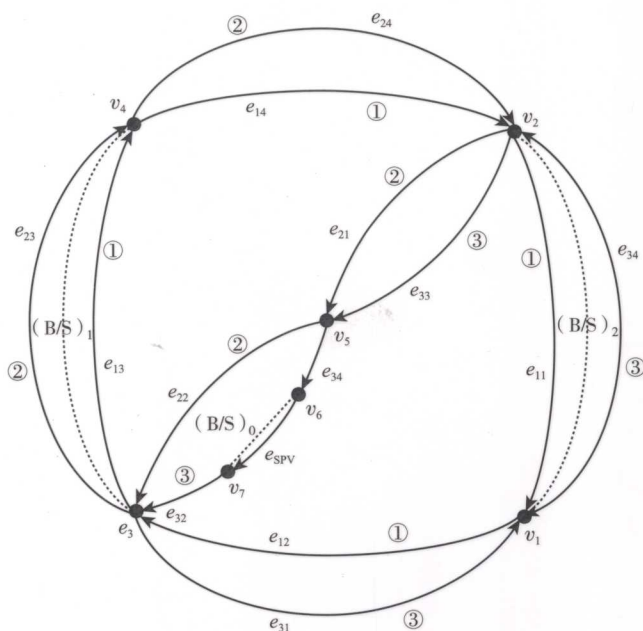




张超英◎著

金融体系中的资产证券化

Asset Securitization in Financial System



经济科学出版社
Economic Science Press

013069255

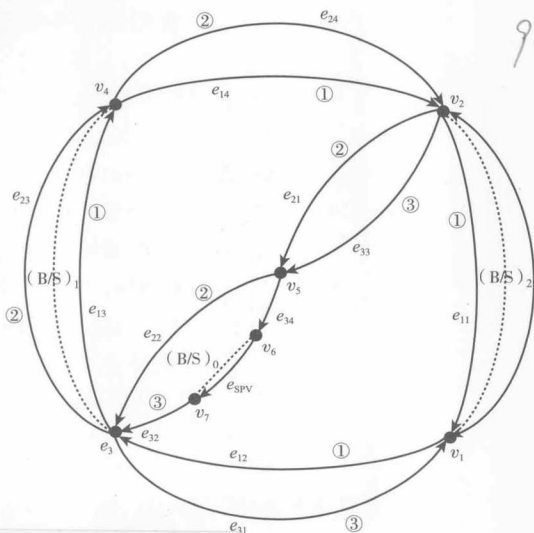
F830.91
945



张超英◎著

金融体系中的资产证券化

Asset Securitization in Financial System



经济科学出版社
Economic Science Press



北航

C1677537

图书在版编目 (CIP) 数据

金融体系中的资产证券化 / 张超英著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 8
(金融文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 3177 - 2

I. ①金… II. ①张… III. ①金融体系 - 资产证券化 -
研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 148535 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 苏小昭
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天

金融体系中的资产证券化

张超英 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 16 印张 310000 字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3177 - 2 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

对称性是一个重要概念，本书表述了资产证券化中的对称性问题，包括转移操作上的时空变换对称性，金融体系演进中的对称性，金融体系运行中的对称性等。

从历史上看，人类追求对称，并基于追求对称的信念在艰巨和坎坷中揭示出了诸多重要的客观规律。纵观自然科学中对于客观规律发现的历史可以看到，大量情况并不是先从实验和观测出发形成理论，再验证理论是否服从对称性原理，而是相反，可以是对称性要求在前，自然必须服从的法则基于对称性而被推定。对称性，人们甚至把它上升到了力量之源的高度。就金融的运行而言，人们对它的认知一直在不断升华。或许是出于对金融运行复杂性的敬畏，自然科学中逻辑严谨的表述形式和具有客观普遍性的重要法则，自然成为人们探索经济和金融科学的借助力量。基于对这种力量的借助，对称性进入人们的视野是必然的。可谓是上下而求索，蓦然感悟，金融运行也有内在的对称性，金融运行也会追求对称，金融运行中的重要规律与某种对称性有关。对称性这一概念已经开始渗入到经济和金融研究之中，为经济和金融研究的深化注入新的活力。在对称性原理的引导下，人们会重新审视金融运行的传统布局，求得关于金融运行内在规律和本质面貌的新揭示。

对称性在金融运行中究竟意味着什么？可以说，对称性在金融运行中起码意味一种更好的资金循环布局。那么，不同类型的经济和金融主体，它们在金融运行的空间中应该如何连接才能使资金循环获得一个更好的布局呢？为了实现这种更好的布局，还缺少什么？用什么背景来权衡一个更好的布局？对此，本书引入了一种将不同经济和金融主体皆抽象为两个最基本节点（即资产节点和负债节点）和关联于这两个节点的边的范式，在相关经济主体间建立起邻接，并将对称性要素纳入基于这些邻接的整个金融运行空间的构建安排之中，从而回答了这些问题。

本书的内容涉及了资产证券化转移操作上的空间变换和时间变换问题。对于这样一对规范性的概念，肯定存在着内在的统一性，但如何才能找到能够将两者

统一起来的恰当方法和背景，却并非易事。例如，两者的量纲存在不同，如何处理？再就背景而言，能够将两者统一起来的背景，必定要是一个相当深厚的哲理，而非单纯的某种数学形式或某种经济学概念。那么，什么样的背景才能担此重任呢？应该是对称性，对称性蕴涵着深厚的哲理，最能使人折服。在此，对称性再次发挥了力量之源的作用。

对称性概念不仅哲理深厚，还具有悠久的历史，自古以来人们就追求这一信念。到了19世纪30年代，群论一经问世，对称性概念便很快与群论合流为一体，有了质的飞跃，形成了以群论为基础的对称性原理，以至在当今的通常表述中，对称即群。对称性原理在经济和金融研究中的有效应用是大势所趋，在这方面，对称性以它的历史尊贵和现代魅力，前景一定是光辉的。可以设想，随着人们对对称性重要性上的认识加深，在一些重要的经济和金融问题上，例如，在经济发展的协调与可持续方面，在金融体系运行的稳定性方面，以及在资产证券化对金融体系稳定性的影响方面，今后会催生出基于对称性原理的科学揭示。

本书中关于对称性的认知还是初步的和浅显的，相关的表述还不能达到学术研究所应有的理论深度和严谨层次。

本书出版得到了经济科学出版社金融编辑中心王长廷主任、段钢编辑的大力支持，在此深表感谢。

张超英

2013年6月

于北京

目 录

第一章 资产证券化的空间变换	1
第一节 空间变换中的三对概念	1
一、初级证券和间接证券	1
二、债务性和权益性	4
三、流动性和非流动性	6
第二节 空间变换	9
一、空间变换中的结构	9
二、映射关系的表示	11
三、空间状态	12
四、空间状态变换中的运算	15
五、经济性质状态集合中的偏序关系	23
六、不动产证券化的表达	27
第三节 信托交易结构和特定目的公司交易结构的 空间状态表示	28
一、信托交易结构的 空间状态表示	28
二、特定目的公司交易结构的 空间状态表示	31
第二章 资产证券化的时间变换	35
第一节 一个经典式解说	35
一、借贷货币资本运动原理	35
二、双重的支出和双重的回流	40
第二节 基于资产证券化的双重的支出和三重的回流	46
一、基本原理	46
二、货币金融中介机构的资产证券化——以住宅抵押 贷款为例	50
第三节 其他问题	57

一、非货币金融中介机构的资产证券化	58
二、中介机构的作用——购入银行中介机构的贷款	61
三、中介机构的作用——购入非银行中介机构的贷款	65
四、中央银行购入中介机构的资产证券	66
第三章 资产证券化的时空变换及其对称性	70
第一节 空间变换的对称性	70
一、基于现值的二维空间时间序列	70
二、空间变换的对称性	72
第二节 时空变换的对称性	73
一、时空变换的对称性	73
二、几何上的表示	78
三、代数上的表示	80
第四章 资产证券化的图	82
第一节 规定	82
一、节点	82
二、边	83
三、度数	85
第二节 货币金融中介机构和非货币金融中介机构资金循环 路径的图	85
一、货币金融中介机构资金循环路径的图	85
二、非货币金融中介机构资金循环路径的图	92
三、基于结汇的本币付出和以结汇的本币偿还贷款的图	94
四、银行成为整个经济的中枢的图	97
第三节 资产证券化资金循环路径的图	100
一、债权债务关系结束路径的图	100
二、债权债务关系形成路径的图	102
第五章 现代金融体系中的 SPV 及其功能	106
第一节 重新安排现金流	106
一、ABS 的分类	107
二、重新安排现金流的结构	108
三、三种类型的比较	112

第二节 从一次资产到二次资产的桥梁	113
一、从“困惑”到“理想”的桥梁	114
二、桥梁的结构及其关联——货币金融中介	114
三、桥梁的结构及其关联——非货币金融中介	116
第三节 银行配置和证券配置相结合的机制	117
一、现代金融体系的基本面貌	118
二、银行配置与证券配置有效结合的机制	122
三、对图 5-5 表述的进一步归纳	125
第六章 资产证券化的若干比较分析	128
第一节 贷款、证券和资产证券化	128
一、贷款和证券	128
二、资产证券化和股票发行——对货币流通速度和银行货币供给能力的影响	129
三、资产证券化和股票发行——对加权货币总量的影响	131
四、资产证券化和股票发行——资金循环	132
第二节 银行的股票发行和资产证券化	137
一、银行的股票发行	137
二、资产证券化	138
三、这部分两者的会计表达	139
第三节 债权转股权、运用型 SPV 和转换型 SPV	140
一、债权转股权和资产证券化	140
二、运用型 SPV 和资产证券化	140
第七章 资产证券化与金融体系演进	143
第一节 银行主导阶段	143
一、演进的历程	143
二、演进中的对称及其操作	144
第二节 市场主导阶段	148
一、演进的历程	148
二、演进中的对称及其操作	149
第三节 资产证券化阶段	151
一、演进的历程	151
二、演进中的对称及其操作	152

第四节 三个阶段的比较分析	156
一、比较之一——会计表示	157
二、比较之二——图形表示和对称性	157
第五节 资产证券化的演进对金融体系功能配置的影响	162
第八章 资产证券化中的金融经济学	165
第一节 风险再分配	165
一、风险再分配及其技术构成	165
二、风险再分配的经济学分析	168
第二节 金融结构	171
一、资产证券化与金融结构	172
二、金融结构与经济增长	174
第三节 银行贷款债权理念的演进	175
一、对象资产的存在状态	176
二、以对象资产为支持的证券的存在状态	179
第四节 银行识别能力的变化	181
一、正常情况下银行的识别能力	181
二、泡沫冲击下银行的识别能力	182
第九章 资产证券化对货币、信用和总产出的影响	186
第一节 对货币供应量的影响	186
一、单一银行	186
二、银行部门	187
第二节 对 CC-LM 结构的影响	189
一、假设条件	189
二、CCS-LMS 结构	194
第三节 对货币政策传导机制的影响	197
一、作为货币政策传导机制的货币观和信用观	197
二、资产证券化与货币政策传导机制	203
第四节 对货币市场均衡的影响	207
一、对投机性货币需求和交易性货币需求的影响	207
二、对 LM 曲线的影响	209
第五节 对银行监管的影响	211

第十章 国外的经验与借鉴	213
第一节 对专门机构经验的借鉴	213
一、独立 SPV 形式	214
二、注资、不良贷款剥离再贷款及其善后	221
第二节 外汇资产证券化——一个假说	230
一、外汇资产证券化	230
二、与国外企业在我国发行以人民币计价的国际股 相比较的分析	235
第三节 资产证券化的未来	241
一、资产证券化的现实与未来	241
二、《美国金融危机调查报告》对资产证券化的见解	243
三、我国的资产证券化进程与《信托法》	245
参考文献	246

第一章 资产证券化的空间变换

资产证券化的空间变换，在此是指基于 SPV 的作用关系，使银行贷款债权的经济性质状态发生变化，在被映射的像上生成新的状态，这种新的状态代表了作为原像的贷款的证券存在。

第一节 空间变换中的三对概念

货币和证券，它们从哪里来，又将到哪里去，运动的路径、过程如何，会消亡吗？这些问题一直都是学习金融的基本功，当然更是在把握和理解资产证券化问题上的基本功。在这方面，会计处理是练就这一基本功的一道绕不过去的“坎”，没有这一“具体”垫底，许多金融上的“抽象”就是茫然的空中楼阁。鉴于此，我们从货币和证券开头。

一、初级证券和间接证券

关于初级证券和间接证券，一个经典式表述是：从最广泛的意义上说，初级证券包括非金融性支出单位的所有负债和被他人持有的股票，这些单位的主要职能是生产和购买当期产出，不去发行一种证券以购买另一种证券。初级证券与间接证券相对，后者是指金融中介机构所发行的证券。^①

在非金融性支出单位作为最终借方进行融资上，直观上认为，最终借方向最终贷方直接发行初级证券，最终贷方通过直接购入这种初级证券而向最终借方提

^① 参见约翰·G. 格利，爱德华·S. 肖：《金融理论中的货币》（贝多广译/王传纶校），上海人民出版社2006年版，第51页。*Money in a Theory of Finance* 中该段的英文原文为：Primary securities, in the broadest sense, include all liabilities and outstanding equities of nonfinancial spending units, that is of spending units whose principal function is to produce and purchase current output, and not to buy one type of security by issuing another. Primary securities are contrasted with indirect securities, which are defined as issues of financial institutions.

供资金,这种情况是直接融资(直接金融);而通过金融中介的介入所实现的融资则是间接融资(间接金融)。在这种间接融资交易中,初级证券出售给金融中介,金融中介向最终贷方发行自己的间接证券为借方提供融资。然而,一个可能会被引发出来的深入而现实的问题是,资金(或货币)的源泉在哪里?它是如何循环的?

实际上,作为中介者的金融机构是分为货币金融中介机构(Monetary Financial Intermediation)和非货币金融中介机构(Nonmonetary Financial Intermediation)的。货币金融中介机构可以发行能够作为自己负债的货币间接证券(Monetary Indirect Securities),而非货币金融中介机构只能发行非货币间接证券(Nonmonetary Indirect Securities)。^①从它们向借方提供融资的比较来看,非货币金融中介机构是通过先向最终贷方发行非货币间接证券融得已有的货币间接证券,即通过创造自己的非货币间接证券购买已有的货币间接证券,然后再以所融得的货币间接证券为支付,购入最终借方发行的初级证券,从而实现向最终借方提供融资;而货币金融中介机构是通过资金运用引致作为其负债的货币间接证券发行,并以这种货币间接证券为支付,购入最终借方发行的初级证券(例如借款或是债券)。也就是说,非货币金融中介要先有资金来源(通过创造非货币间接证券购买已有的货币)才能有资金运用(以融得的已有货币换取借方的初级证券);而货币金融中介则具有其特有功能,可以通过资金运用(购买初级证券)引致资金来源(创造存款货币),并以所创造的存款货币作为购入借方发行的初级证券的支付,从而实现向借方提供货币资金,这时借方获得的是一笔新创造的增量货币。^②在金融理论中,前者属于“信用媒介论”的范畴,后者属于“信用创造论”的范畴。^③

在贷款归还上,两者的结果亦不同。借方向非货币金融中介还贷的结果是,在非货币金融中介,贷款减少,同时货币资金(在货币金融中介的存款货币)相应增加,资产负债规模不变。借方向货币金融中介还贷的结果是,在货币金融中介,贷款减少,同时作为其负债的存款货币也相应减少,资产负债规模收缩。

① 购买商品和劳务的支付,对于债务的支付,即发挥流通手段和支付手段的职能。此外,所发行的这种间接证券也能执行货币在其他方面的职能。

② 对于非货币金融机构的融资,这意味着在非货币金融中介机构的账户上表现为(借)银行存款/(贷)证券发行和(借)贷款/(贷)银行存款,在最终借方账户上表现为(借)银行存款/(贷)借款。对于货币金融中介机构的融资,这意味着在货币金融中介机构的账户上表现为(借)贷款/(贷)存款货币,在最终借方账户上表现为(借)银行存款/(贷)借款。

③ 关于“信用媒介论”和“信用中介论”的相关内容,参见周延军编著:《西方金融理论》,中信出版社1992年版,第53-64页。

这样看来,这种能够派生增量存款货币的货币金融中介机构,是经济的资金源泉。接下来的一个问题是,在经济中执行货币职能的除了存款货币之外,还有现金,那么现金又是从哪里投放出来的?现金的源泉是在央行,央行是发行现金这种货币间接证券的中介。央行发行现金的信用创造机制有多种,基于贷款的提现是其中之一。

(1) 如果借方要从银行存款中提现,那么作为贷方的商业银行就要拥有现金(对央行的债权),这时央行的现金发行就是基于贷款提现的现金来源。图1-1可以用来说明基于贷款的提现和现金来源。

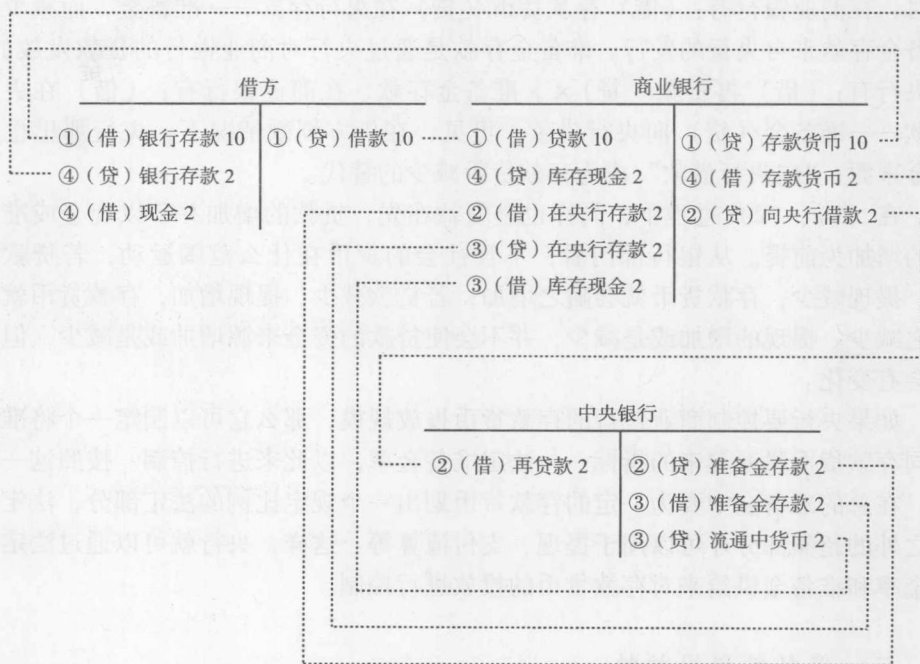


图1-1 基于贷款的提现和现金的来源

设商业银行向借方发起贷款的数额为10个单位,借方需要提现的数额为2个单位,不考虑法定准备金。为了实现现金来源,首先,②商业银行向央行借款,在央行有:(借)再贷款2/(贷)××准备金存款2,在商业银行有:(借)在央行存款2/(贷)向央行借款2;接着,③商业银行向央行提取现金,央行向商业银行发行现金,在央行有:(借)××准备金存款2/(贷)流通中货币2,在商业银行有:(借)库存现金2/(贷)在央行存款2。进而,④商业银行满足借方的提现,在商业银行有:(借)存款货币——借方2/(贷)库存现金2,在借

方有：(借) 现金 2/(贷) 银行存款 2。

可见，现金在此是央行基于再贷款发行的货币间接证券。在借方提现情况下，央行那里也是社会的资金源泉。借方提现后，对于借方的贷款额不变，仍为 10，而这一贷款的资金来源在结构上有变化，由原来的存款货币 10，变为存款货币 8 和向央行借款 2。^①

(2) 如果借方不是要求从银行存款中提现而是要求从中划款，将款项划转给在其他银行开户的交易对方，那么作为贷方的商业银行要拥有在央行的准备存款（对央行的债权），这时准备金存款的发行就是贷款的资金来源。例如，当划款时，在商业银行有：(借) 存款货币/(贷) 在央行存款——准备金，而减少的准备金存款来自央行的发行。准备金存款是通过央行对商业银行的贷款发放的，在央行有：(借) 再贷款/(贷) $\times \times$ 准备金存款，在商业银行有：(借) 在央行存款——准备金/(贷) 向央行借款。可见，在借方划款情况下，央行那里也是资金来源，“向央行借款”成为存款货币减少的替代。

在 (1)、(2) 过程中，同样也是贷款在先，贷款的增加并不以现金或准备金的增加为前提。从银行部门看，不管社会的货币在什么范围运动，若贷款增加、提现减少，存款货币就会随之增加；若贷款减少、提现增加，存款货币就会随之减少。提现的增加或是减少，并不会使贷款的资金来源增加或是减少，但结构会有变化。

如果央行要控制商业银行的存款货币投放规模，那么它可以制定一个将准备金同存款货币联系起来的指标——法定准备金率，以此来控制。按照这一指标，在总的准备金中要为一定的存款货币划出一个规定比例的法定部分，法定部分之外的超额部分才可以用于提现、支付清算等。这样，央行就可以通过法定准备金率和准备金供给来对存款货币的投放进行控制。

二、债务性和权益性

在初级证券的发行中，既有债务性的（如作为融资工具的债券、向银行的借款，作为支付工具的应付票据等），也有权益性的（如作为融资工具的股票），在这方面无须赘言。

^① 在许多文献中，对于商业银行创造存款货币路径的表述，都是从经济中先有一笔现金，该笔现金从存入商业银行开始的，即从商业银行在为客户办理存款业务时的会计处理“(借) 现金/(贷) 储蓄存款”开始的。这种表述在会计处理的环节上当然是正确的，但在金融学原理的表述上可能还是不够的，因为它回避了一个问题，即存入商业银行的该笔现金是怎么投放出来的。实际上，存入商业银行的该笔现金可能来自多种渠道，除了基于贷款的提现外，还有基于外汇和黄金储备的付出等。

在间接证券发行中，同样也是既有债务性的也有权益性的。例如，作为非货币金融机构的美国“两房”，为了融资所发行的债券是具有债务性的间接证券，但为了出售贷款以自己信托所发行的以贷款为支持的信托受益权证券，则是具有权益性的间接证券。又如，银行发行的股票也具有权益性的间接证券。

在债务发行和权益发行中，又有引致性的和融资性的区分。引致性的发行的特点是，资产形成是主动的，证券发行是被动的，以资产运用为支持而发行证券；而融资性的发行的特点是，以证券发行获取融资，证券发行是主动的，资产的形成是资金运用的结果。例如，银行在信用创造上的发行是债务发行，同时也是引致性发行，银行是以贷款为支持而发行存款货币；而银行在获取储蓄存款上的发行是债务发行，同时也是融资发行，银行是以债务发行获取社会资金。又如，在资产证券化的交易结构中，基于 SPV 的发行既有债务性的又有权益性的，但它们都是引致性的发行。

另一个基本观念是，作为货币金融中介的银行中介架起了从初级债务性契约到间接债务性契约的桥梁，实现了以自己的信用替代借方的信用。在贷款的交易关系中，银行是信用关系中的债权人，它持有借方发行的借款债务，但就所引致的存款货币而言，银行又是信用关系中的债务者，被引致出来贷给借方使用的这种存款货币是银行发行的自身债务。当借方以获得的银行存款购入商品时，卖方获得的是对于银行的债权而不是对于买方的债权。这等于银行以自己的信用替代了借方的信用而将卖方的使用价值提供给借方使用，媒介交换的是银行自身发行的货币间接证券。这种替代一直要到贷款收回后方可结束。

关于银行以自己的信用替代借方的信用的一个示例，如图 1-2 所示。

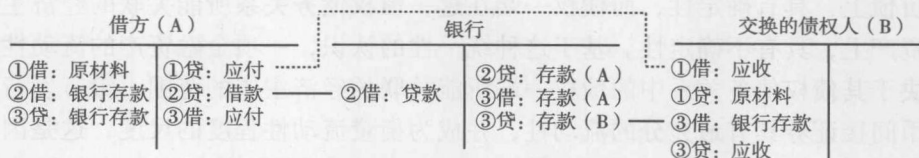


图 1-2 借方的信用和以银行的信用替代借方的信用

图 1-2 中展现了银行作为货币金融中介以自己的信用（实线）替代借方的信用（虚线），同时还反映了在这种替代下货币供给量的增加。^①

在没有银行中介介入的情况下，买方 (A) 以自己发行应付债务获得当期产出（在图中是原材料），卖方 (B) 放弃对于当前产出的支配权获得的是对于买

^① 应付（收）是指应付（收）票据，在这里为支付结算意义上的工具，具有真实的交易关系，而非短期融资意义上的工具。

方(A)的应收账款债权。这时B是A的债权人,交易是在买卖双方间直接进行的。而在有银行中介介入的情况下,卖方(B)放弃对当前产出的支配权而换取的就是存款货币,这时B是银行的债权人,交易是以银行为中介进行的。鉴于这种存款货币所具有的广泛的可接受性,这时B亦成为整个经济的债权人。

若是将经济主体(企业)间的这种信用行为票据化,就会引入代表现实买卖的CP(Commercial Paper,商业票据)工具。这时图1-2中的“应付”就由“应付账款”变为“应付票据”。

三、流动性和非流动性

凯恩斯经济学中将流动性定义为特定资产向货币转换的便利性。这是一种以货币为中心的概念,意味着货币是衡量流动性程度的尺度。这一表述中的资产包括了实体资产和金融资产。不过,在金融资产方面,对其流动性以及流动性的成因,还是可以进一步探究的。

我们知道,一项金融资产通常表现为债权债务关系的统一。例如,现金是央行发行的对自己的债权,谁持有它谁就持有对央行的债权,与这一债权相统一的对方在央行的负债上,即作为央行对持有者债务的“流通中货币”;银行为贷款而发行的货币间接证券是借方持有的“银行存款”债权与银行承担的“存款货币”债务的统一;企业发行的股票是投资者持有的“股权”债权和企业承担的“股本”债务的统一;银行对企业发起的贷款是银行持有的“贷款”债权和借方承担的“借款”债务的统一。债权债务关系的债务一端在发行体的负债上,具有确定性,而债权一端在这一债权债务关系所能关联的经济主体的资产上,具有不确定性。基于这种统一性的认识,一项金融资产的流动性就取决于其债权债务关系中的债权一端所能关联的经济主体的范围。银行发行的货币间接证券具有最充分的流动性,并成为衡量流动性程度的尺度,这是因为它的债权一端能够将最广泛的经济主体关联起来,邻接到(Adjacent to)它的债务一端所在银行的负债上,构成债权债务关系的统一。这种广泛的邻接性当然是以作为发行主体的银行的权威性为靠山的。鉴于此,它的债权一端就在交易中体现为具有普遍可接受性,能够充当商品交换的媒介。而作为比较,企业自己发行的作为支付工具的债务则不然,由它的债务一端能够建立债权债务关系的范围是受限的,亦即能够被邻接到企业负债上的经济主体对象是有限的,所以其债权一端的流动性自然也就有限。再就银行发起的贷款而言,贷款债权在债权债务关系的建立上具有确定性,所以其流动性更低,甚至处于非流动性的状态。货币、应付票据、贷款三者流动性高低的排列是:货币>应付票据>

贷款。基于在这种统一性上的认知，可以把整个经济视为一种以银行为中心的构成，银行成为整个经济活动的中枢。

如以上图 1-2，当借方通过向银行借款获得一笔增量的银行存款，并向卖方支付时，借方和银行之间在货币上的债权债务关系就转换为商品交换的卖方和银行之间在货币上的债权债务关系。也就是说，借方以所持有的货币间接证券替代自己发行的、“交换不灵敏”的应付票据这种初级证券，来媒介使用价值的交换。之后，商品交换的卖方可以以其所获得的这种货币再同其他经济主体进行交易。基于银行发行的这种货币间接证券，它在对象、范围、时间的可接受性上没有“交换不灵敏”的缺陷。

银行成为整个经济的中枢，不仅因为银行是经济的资金源泉，向经济提供增量货币，还因为银行是支付结算机制的管理者，交易双方基于银行存款的支付要通过银行进行划转。银行能够在其负债一端将存款货币在不同经济主体的账户间进行结算划转，从而使交换得以实现、债务得以清偿。货币间接证券的这种债权债务关系就如同“物的神经”，其债权一端能够触及最广泛的经济主体，将它们邻接到其债务一端所在的中枢上，当债权一端作为流通手段媒介商品交换或是作为支付手段清偿债务时，它的债务一端就成为神经中枢的调节对象，实现中枢的结算功能。

就现金而言，它是中央银行发行的货币间接证券，其债权债务关系的债务一端在中央银行，由于央行具有更大的权威性，因此现金也就具有更加充分的流动性。当现金被用于流通手段和支付手段时，无须经过央行在其负债上进行结算，现金本身的过手就能实现清算。

凯恩斯经济学中关于流动性定义，是以资产向货币转换的便利性为参照进行评价的。就一项证券而言，该证券越是容易转换为货币，其流动性也就越高，而转换为货币的便利性又是与该项证券本身在确立债权债务关系上的邻接能力相关的。

在这方面的一个具体例子就是作为支付工具的 CP，它是以商业信用进行交易时被开出的记载债权债务关系的凭证，这种 CP 没有从货币的基础上解放出来。由于以 CP 能够确立债权债务关系的对象是被局限在一定范围的，并不广泛，因此用 CP 去重新获取使用价值，它在流通的对象、流通的范围、流通的时间、流通的可接受性等方面都是有局限性的，即存在“交换不灵敏”缺陷。实际上，影响一项证券在确立债权债务关系上的邻接能力的因素有很多，包括实在的担保性、社会的权威性和充分的便利性等，这些因素取决于其债务一端所在的发行主体的具体情况。在这些方面，CP 的发行主体远不如货币间接证券的发行主体，所以 CP 在与经济主体确立债权债务关系上的邻接能力就远远不及银行开