

金融危机中的流动性变化及其管理

胡志浩(《经济学动态》2009年第4期)

【摘要】通过这次危机中美国流动性的变化，我们可以看到，对于流动性的理解不能再停留于传统的数量指标和单一利率水平分析上，流动性必须是一种对经济金融运行状况的全面考察。风险状况、货币环境、金融市场环境、金融创新都是影响流动性形成的重要因素。即使美国已经开展了积极的救助措施以应对危机，但风险状况和宏观经济形势的恶化使得美国的流动性恢复尚需时日。金融管制让我国免受了本次金融危机的直接冲击，但坚持市场化改革仍将是未来的发展方向。面临危机，我们可以将流动性管理与市场化改革有机结合起来，这对我们既是挑战，也是机遇。

【关键词】金融危机 风险 流动性

一、引言

从流动性内涵所对应的金融体系层次来看，流动性可以分为资产流动性、市场流动性、银行体系流动性和全社会的整体流动性状况四个层面。对于流动性被考察的主体而言，流动性还可以相应地划分为内部流动性和外部流动性两个范畴。关于金融危机所导致的流动性风险问题，IMF在2008年4月的金融稳定报告中指出，流动性可以从市场流动性和融资流动性两个角度来考察，并且这二者之间有着密切的关联，这种关联现实地表现为流动性的“自我强化”¹。

现实经济中，市场流动性、银行体系流动性容易相互交织，从而形成了一个整体的流动性螺旋。并且，在这个螺旋式运动中，金融创新的出现也起到了巨大的助推作用。例如，银行资产可以迅速地在金融市场被证券化转让，金融衍生产品的风险分散功能也使得融资活动似乎更加便捷可行，从而整个经济体的融资便利性将在流动性螺旋中被迅速放大。

而一旦流动性螺旋的运行中任何一个环节出现了断裂，流动性的膨胀将嘎然而止，整个经济体的流动性将迅速掉转直下，朝着紧缩的方向螺旋式下降。这一过程已经在本次金融危机中得到了充分的体现。当美国引发的次贷危机最终演变成信贷危机、金融危机和经济危机时，金融市场、银行体系和整个宏观层面的流动性状况发生了根本性改变。原来在市场上本

¹ 这种“自我强化”表现为市场流动性与融资流动性之间的滚动扩张与交替收缩。

可以便捷流通的有价证券转眼间就变成了烫手的山芋，债券下跌、股价缩水，红红火火的金融市场一下就变得满目狼藉。银行体系同时也遭受重创，不仅大量的市场投资受损，同时传统的信贷业务也面临了极大的压力。金融机构普遍出现资金缺口，为了度过难关，各家机构只有不计成本地抛出手中的资产，以满足陷阱式的流动性需求。而这又将对金融资产的市场价格形成进一步的冲击，从而将流动性危机推向更黑的深渊。以雷曼兄弟控股公司事件为例，2008年9月中旬，雷曼申请破产倒闭。在申请破产时，雷曼的资产为6390亿美元、负债为6130亿美元，这是一次典型的“非资不抵债”破产案例。看似大于负债的资产中，其实有很多都是不具有真实流动性的资产，如果要将这些资产变现，雷曼兄弟必将面临大幅损失。加之已经公布可能面临的数百亿美元的投资损失，即使账面存在的260亿美元权益也难以承受相应损失。因此，雷曼只有紧急申请破产，以求自救。而此时，雷曼负债中有4500亿左右为短期负债，这些短期债务又是其他金融机构或投资者的重要资产组合。尤其是许多的货币市场基金²，大量地持有了雷曼发行的短期债券，一旦雷曼申请破产保护，相关短期债券价值严重缩水，包括货币市场在内的整个金融市场即刻面临了剧烈冲击。这也是导致2008年9月美国金融危机再次升级的直接原因。

二、危机中美国流动性的变化

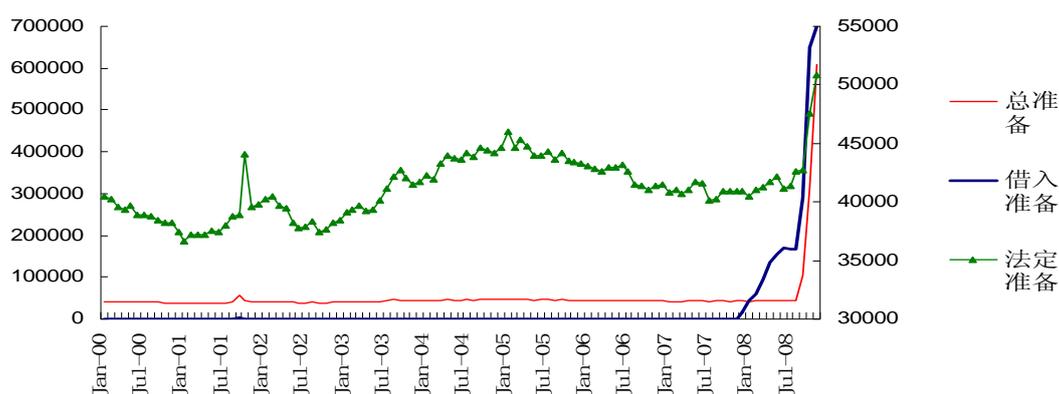
1. 传统指标难以衡量的美国流动性状况

2008年12月初，美国国民经济研究局（NBER）宣布：美国从2007年12月开始进入经济衰退。美联储甚至于2008年12月16日将联邦基金目标利率降至史无前例的0-0.25%区间。美国联邦基金市场是美国存款机构进行准备金交易的场所，联邦基金利率由该市场交易形成，因此这一市场在美国金融体系中占据十分核心的地位。在美联储推出定期拍卖（TAF）之前，美国联邦准备金体系中的借入准备基本上保持在5亿美元以下。TAF的推出，使得借入准备于2007年12月当月就达到了154亿美元。随着金融市场的不断恶化，联储逐步加大了TAF的现金投放，借入准备扶摇直上至2008年11月份的6987亿美元（见图1）。事实上，从2008年1月开始，美国存款机构的总准备水平就开始持续低于借入准备，长期为负的非借入准备金表明，存款机构已经完全依靠中央银行提供的现金以应付资金流转。虽然，美联储于2007年末就开始持续加大了现金投放，但总准备金水平的显著变化直到2008年9月才开始出现³。

² 货币市场基金已经成为了当今美国存款的重要替代手段，货币市场的崩溃将对整个美国乃至全球的流动性流通形成致命打击。

³ 美国准备金的供需关系符合以下恒等式：准备金总需求（法定准备金+超额准备金）=准备金总供给（借入准备+非借入准备）。

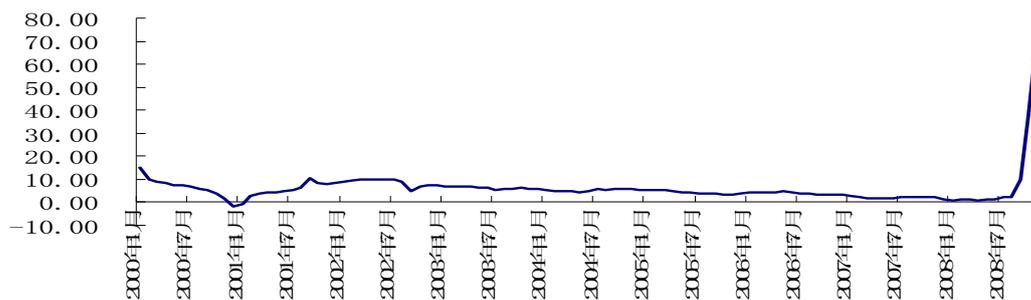
在 2008 年 9 月之前，美国总准备金量基本上维持在 440 亿美元左右，其中，法定准备金一般维持在 420 亿美元左右，超额准备金一般维持在 20 亿美元左右。到 2008 年 9 月末，存款机构的超额准备迅猛增加，超额准备由 8 月份的 19.87 亿美元迅速攀升到 11 月 5590 亿美元。金融危机的升级，导致存款机构大量储备现金以应对流动性支付就是造成超额准备快速增长的关键原因。而法定准备金方面，危机升级使得投资者将更多的其他金融资产逐步转换为活期存款，从而导致存款机构的法定准备需求也由 2008 年 9 月的 424 亿美元上升到 11 月的 504 亿美元（见图 1）。



资料来源：美联储统计数据；法定准备参见右轴。

图 1 美国准备金状况(单位: 百万美元)

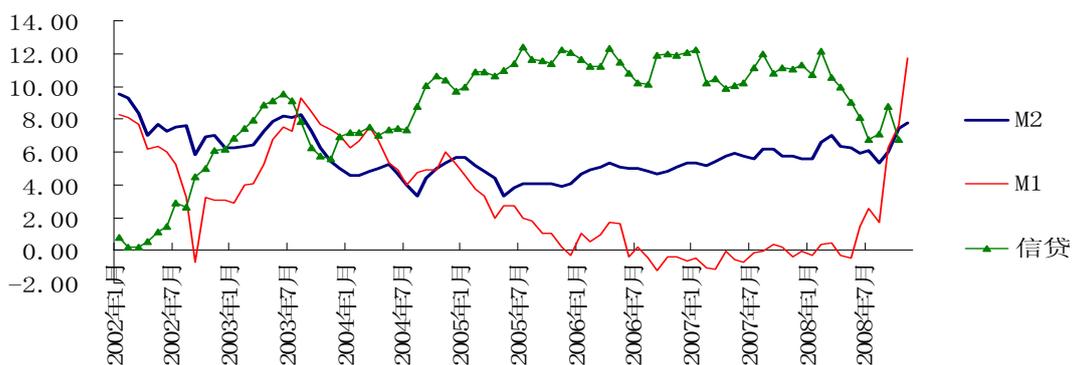
即使在 2008 年 9 月之前，美联储已经通过 TAF 在向市场提供了 9200 亿美元的流动性支持，但实际上美联储一直十分注重基础货币的总量控制。到 2008 年 8 月份，美国的基础货币仍然控制在 8400 亿美元，当月同比增长 2.1%。并且在这之前的 5 年内，美国的基础货币数量都受到有效的控制。一直以来，为了保证 TAF 所投放的现金不对市场形成过度的冲击，美联储对危机机构提供现金支持之后，又通过公开市场操作，用卖出债券的方式从市场回收了大量现金。美联储的资产负债表显示，2008 年 1 月美联储持有联邦债券 7134 亿美元，到 2008 年 6 月则减少到 4788 亿美元。但到 2008 年 9 月份，危机开始对整个货币市场构成威胁，美联储陆续推出了一系列针对货币市场的救援机制。为了维护货币市场的稳定，美联储只能是不遗余力地注入现金，以确保美国融资体系的持续运转。这就导致了美国的基础货币迅速上升到 11 月 14353 亿美元，同比增速达到 73.6%（见图 2），创下了自美国联邦储备体系成立以来的最高记录。



资料来源：美联储统计数据。

图 2 美国基础货币同比增速(单位：%)

受实体经济步入衰退的影响，美国信贷存量增长从 2008 年开始逐渐下滑，增速由 2008 年初的 11% 下降到 3 季度的 8%。虽然危机使得房地产和商业贷款已经出现了明显的增速下滑，但不断下降的贷款利率和借贷消费的习惯仍然在支持着美国消费信贷的强劲增长。预计经济和就业状况的持续恶化，消费信贷的回调将不可避免。值得关注的是，次贷危机爆发以来，美国的货币供应并未出现紧缩。M2 的同比增速一直保持在 5% 以上，2008 年 11 月的增速还达到了 7.76%，为近 4 年来的最高增速。M1 同比增速不降反升，增速由 2008 年 5 月的零增长迅速攀升到 11 月的 11.75%（见图 3）。危机之下，美国货币供应增长不降反升的原因有三点：一是联储大量注入现金，使得流通中的现金大幅增长。二是金融危机所导致的风险恐惧，使得大量金融资产转移成活期存款等低风险资产。三是经济危机对信贷的冲击还未完全显现，信贷增长仍在支撑货币供应的创造。

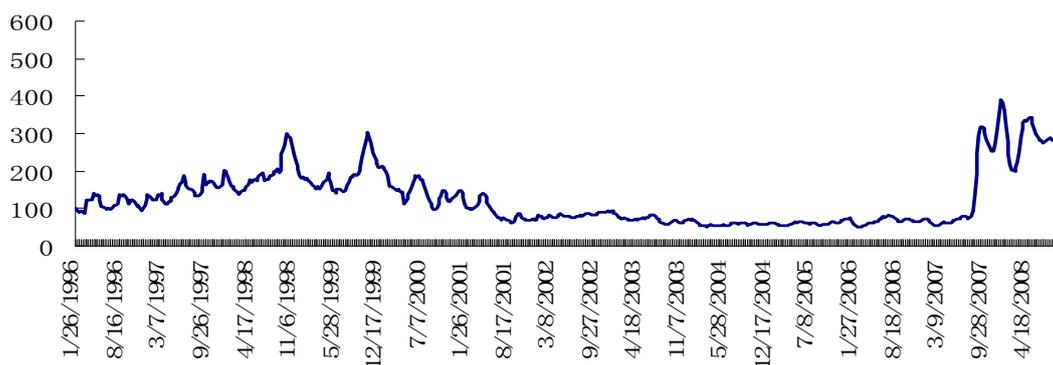


资料来源：美联储统计数据。

图 3 美国货币供应存量与信贷存量同比增速(单位：%)

2. 风险状况才是衡量当前美国流动性的关键指标

如果从原有的传统考察指标来看，无论是利率水平、基础货币、超额准备金、信贷还是货币供应量，在强劲的增速下，我们都难以得出美国当前面临流动性危机的结论。但事实上，风险溢价大幅上升，金融资产严重缩水，金融机构普遍面临融资困境才是当前流动性危机的真实写照。即使金融当局进行了大量的现金投放和资金援助，但这仍然难以满足金融体系迅速膨胀的流动性需求。彭博公司以美国政府债券收益率与同业拆借利率价差、三个月同业拆借利率与隔夜拆借（Overnight index swap, OIS）价差、汇率买卖价差、股票市场每日价格变化/交易量等指标为基础编制出了市场流动性指数。数据表明，流动性出现危机的情况下，各种市场价差将迅速扩大，股票市值大幅萎缩，市场流动性指数迅速攀升。流动性指数由2007年8月份的90左右迅速上升到2007年10月份的310，这一水平甚至超过了亚洲金融危机和网络泡沫破灭时的状况。但危机带来的灾难还远未停止，2008年9月危机开始全面侵蚀货币市场，整个金融体系的流动性危机再次升级，流动性指数一度攀升到2008年10月初的515（见图4）。

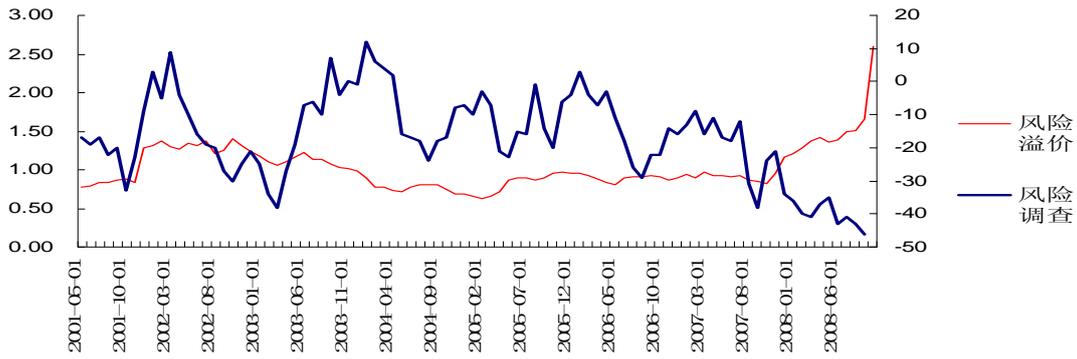


资料来源：Bloomberg 数据。

注：该指数2006年1月为100，指数越高，表明市场流动性压力越大。

图4 彭博（Bloomberg）流动性指数

所有市场参与者的风险承受力迅速下降是全面流动性危机的显著特点，这直接表现为风险溢价的大幅上升。美林公司对全球基金经理的风险调查指数表明，从2007年中旬开始，全球基金经理的风险承受意愿呈快速下降趋势，风险调查指数从2007年7月的-12持续下降到2008年9月份的-46。而美国三十年公司债券的风险价差（穆迪AAA级与BAA级相比）从2007年11月开始持续上升，到2008年8月，风险价差已上升到1.51%。至2008年10月，价差又攀升到2.6%，为26年来的最高水平（图5）。

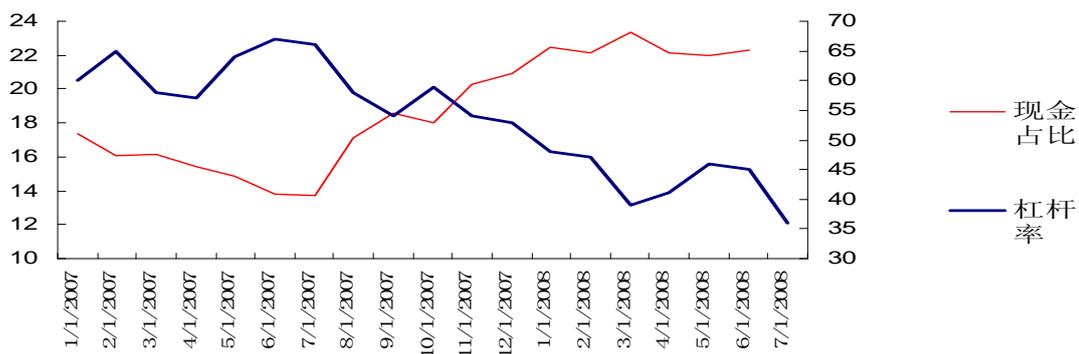


资料来源：美联储统计数据、IMF 金融稳定报告 2008 年 10 月。

注：风险调查为美林公司全球基金经理调查指数，风险溢价为美国 30 年 AAA 级与 BAA 级公司债券收益率之差（见左轴）。

图 5 风险调查与风险溢价(单位: 风险溢价为%)

当市场流动性危机爆发时，金融机构大量出售金融资产，通过去杠杆化（deleverage）来尽量减少损失，并借此来满足自身融资的需求。对冲基金是金融市场典型的高杠杆交易者，面临危机的冲击，全球对冲基金的平均杠杆比率已经由 2007 年 6 月的 67 倍一路下降到 2008 年 7 月的 36 倍。而同时现金在对冲基金总资产中的占比却由 2007 年 6 月的 13.78% 持续攀升到 2008 年 6 月的 22.3%（见图 6）。这表明，对冲基金等金融机构的去杠杆化加剧了流动性螺旋式收缩的过程。可以预见，近期的货币市场动荡势必还会进一步加大对对冲基金的现金占比。

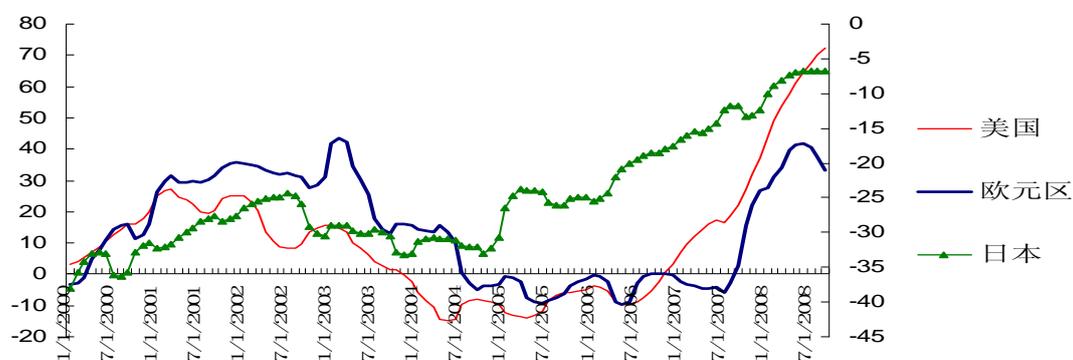


资料来源：IMF 金融稳定报告 2008 年 10 月。

注：杠杆率参见右轴。

图 6 全球对冲基金现金占比与杠杆率变化

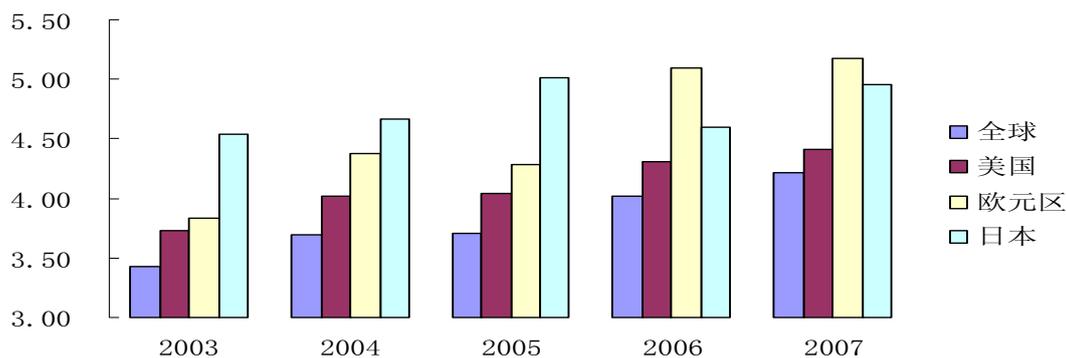
信贷市场上，虽然迄今为止美国的信贷增速只出现缓慢回落，但银行信贷紧缩的意向却已经十分明显。调查数据显示，美国银行家贷款紧缩意向从 2007 年初开始不断加强。到 2008 年初，贷款紧缩意向调查指数就已经超过了 2001 年经济衰退时的水平，并且随着危机的不断升级，紧缩意向越来越明显，2008 年 9 月的美国银行家贷款紧缩指数已经达到了 72.46，成为三十年来的最高点（见图 7）。但危机的爆发并未使得美国信贷链条出现断裂，信贷增速从 2008 年初才开始出现缓慢回落。虽然占据信贷半壁江山的房地产贷款自 2007 年初就出现了增速明显放缓的趋势，但工商企业贷款从 2008 年 6 月左右才开始出现增速持续放缓的迹象，而同时，消费信贷的增速一直比较强劲，因此目前美国信贷市场的困境仍未充分显现。随着美国就业形势的日益严峻，低利率的借贷条件也将难以刺激消费的增长。随着消费信贷增速的下滑，美国或许即将面临信贷增速的快速下滑。



资料来源：IMF 金融稳定报告 2008 年 10 月。

图 7 全球银行信贷紧缩意向调查

金融资产总值的迅速扩张和收缩也是流动性状况改变的重要指标。前面的分析中已经指出，危机状况下美国风险规避意愿迅速上升，低风险资产需求的急剧扩张使得市场流动性和融资流动性受到了空前的压力。而在此环境下，股票市场大幅跳水，债券市场也严重分化，流动性螺旋下滑使得全社会的金融资产价值迅速缩水，整个经济体的流动性水平急剧收缩。而在危机爆发之前，包括美国在内的全球金融总量却保持着十分迅速的增长势头，美国金融资产与 GDP 之比由 2003 年的 3.7 倍持续上升到 2007 年的 4.4 倍（见图 8）。低风险评估导致的融资便利一方面会扩大融资规模，另一方面还会助推金融资产存量的估值（例如股票、衍生产品等），从而导致全社会的金融资产总值迅速膨胀。相信，待 2008 年统计数据公布之后，包括美国在内的全球金融存量与 GDP 比值势必会出现明显的下降。



资料来源：IMF 统计数据。

注：金融资产存量只包括股票市场、债券市场和银行资产总额三项，未完全包括衍生产品、外汇等其他金融工具。

图 8 金融资产存量与 GDP 之比(单位：倍)

综上所述，我们能够归纳出以下的这个结论：流动性更多地是一种状态，而并非只是一种具体的数量表现或单一利率价格。如果要对流动性状况进行衡量，有两个关键的因素需要认真分析。一个是全社会金融资产总值的迅速变化，另一个就是全社会风险偏好的转变。随着金融创新的不断演进，目前用任何一种金融资产数量来衡量全社会的流动性都不再合适，这也是为什么各国货币当局相继放弃信贷和各类货币总量作为政策中介目标的原因。但社会总体金融资产的迅速膨胀，则必然是流动性扩张的体现。另外，在资产价值迅速膨胀的同时，整个经济体会不自觉地出现风险麻痹，这表现为更多的资产被错误地包装为低风险资产，而同时投资者也越来越容易接受高风险资产。一旦流动性膨胀的链条断裂，全社会的资产总值将迅速下滑，原有的风险承受能力将顷刻丧失。

三、美联储面临危机所采取的流动性救助措施

危机中的状态表明，在面临系统性风险时，整个经济体的流动性需求将迅速膨胀，而危机所导致的金融链条断裂又将对流动性的供给形成致命的打击。此时，中央银行作为最后的贷款人，必须通过向市场提供外部流动性支撑，才能遏制住危机的不断恶化。

尤其是 2008 年以来，次贷危机逐渐升级至金融危机，面对危机的扩散，美联储动用了多项前所未有的举措以应对复杂的形势。联储从提供资金和稳定市场信心两个方面入手，期望在最短的时期内稳定金融环境。美联储流动性支持的手段大致可以分为四类：一是通过再贴现、TAF、PDCF、AMLF、CPFF 和 MMLFF 等手段向市场注入短期现金；二是通过 TSLF 机制，用联储手中的低风险证券（如联邦债券）兑换金融机构手中的低流动性证券，以缓解市场压

力；三是间接地对金融机构进行注资救助，以保证金融链条的完整；四是迅速降低联邦基金利率，从而遏制实体经济快速衰退，为恢复市场流动性创造条件。

再贴现是联储为出现流动性困难的金融机构提供的融资便利。在 2003 年 1 月以前，联邦基金利率一直是高于联储的再贴现利率。但碍于再贴现的负面影响⁴，金融机构一般都在市场融资无法获得的情况下才去寻求再贴现支持。联储于 2003 年 1 月一改再贴现的运作模式，将基本再贴现利率提升到超出联邦基金目标利率 1 个百分点的水平，从而弱化了再贴现对金融机构运行的负面影响。面对金融危机的升级，美联储迅速地降低再贴现率，再贴现率由 2007 年 7 月的 6.25% 迅速降至 2008 年 12 月中旬的 0.5%。另外，联储还同时大幅降低了再贴现率对联邦基金利率的溢价，再贴现溢价由 2007 年 7 月的 1% 下降到 2008 年 3 月 0.25%，并且这一溢价水平一直保持至今。降低再贴现率及其溢价对市场有两个重要影响：一是降低融资成本。再贴现率不仅是金融机构向联储直接申请再贴现的融资成本，并且联储随后推出的许多融资便利工具的资金成本都将参照再贴现利率；二是通过缩小公开市场操作和融资便利之间的区别，进一步弱化市场对申请再贴现机构的名誉担忧。

为了进一步减轻再贴现窗口的名誉影响，联储于 2007 年 12 月推出了定期拍卖机制 (Term Auction Facility, TAF)。该机制允许所有可进入再贴现窗口的金融机构使用更为广泛的抵押品，通过拍卖机制获得联储资金，并且提供资金的期限相对较长。仅 TAF 这一项，从 2008 年 1 月 14 日到 12 月 15 日，联储就共计向市场提供了 22450 亿美元的短期现金支持，其中 13 天信贷 1500 亿、17 天信贷 1500 亿、84 天信贷 3250 亿，85 天信贷 1500 亿，余下的皆为 28 天信贷。这一机制的推出，也使得美国银行体系准备金状况发生了重要的变化。

为了将市场中缺乏流动性的证券置换出来，从而为金融市场提供间接的流动性支持，美联储于 2008 年 3 月开始实施定期证券借贷机制 (Term Securities Lending Facility, TSLF)。这一工具允许联储用联邦债券去换取一级交易商手中的特定证券，换取方式以一级交易商报价拍卖的方式进行。这种机制看似并未对金融体系直接注入现金，但将具有流动性的证券替换出丧失流动性的资产，从而遏制流动性危机在其他产品的扩散，实质上就是对整个金融体系注入流动性支撑。

为了缓解一级交易商⁵的资金压力，美联储于 2008 年 3 月启动了一级交易商信贷机制 (The Primary Dealer Credit Facility, PDCF)。PDCF 机制中，一级交易商必须提供合格

⁴ 金融机构到联储申请再贴现，容易让市场对申请再贴现金融机构的支付能力产生怀疑

⁵ 美联储在证券市场上仅仅只与一级交易商进行交易，这些交易商正是美国金融市场的重要参与者。

的抵押品以获取资金⁶。作为一种隔夜融资便利，一级交易商可以以再贴现基本信贷利率从纽约联储的再贴现窗口获得融资。

2008年9月，雷曼的破产给美国的货币市场造成了前所未有的冲击。货币市场的投资者、金融中介和融资者都面临了前所未有的压力。货币市场关系到美国金融体系正常运转，为此美联储果断出手，于9月份之后先后推出了 AMLF、CPFF 和 MMIFF 三大工具。

通过资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具（The Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF），美联储可以以再贴现基本信贷利率向美国存款机构和银行控股公司提供融资，以便让这些金融机构从货币市场基金手中购买资产支持商业票据（ABCP），从而间接为货币市场基金提供支持，以稳定 ABCP 市场与货币市场的流动性。

纽约联储根据商业票据融资工具（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）机制设立一个特殊目的机构（Special purpose vehicle, SPV），通过 SPV 向票据发行者购买无担保商业票据和资产担保（asset-backed）商业票据，从而为美国的货币市场提供流动性支持。这一机制意味着，美联储可以通过这一机制绕过金融机构直接对工商企业实施融资支持。面对融资体系的困境，财政部相信，这项机制对于防止金融市场和经济出现分崩离析的局面是十分必要的。财政部将向纽约联邦储备银行注入特别存款，从而支持特殊时期下该机制的运行。

货币市场投资者融资便利（Money Market Investor Funding Facility, MMIFF）允许纽约联储以基本再贴现利率向 SPV（由私人部门成立）融资，以便 SPV 向合格的货币市场投资者购买规定的短期票据。

当美国第五大投行贝尔斯登出现破产危机时，美联储为维护整体市场的稳定，积极斡旋其他金融机构对其进行救助。2008年4月16日，摩根大通宣称拥有贝尔斯登49.87%的股权，两家机构的并购活动随即正式展开。为了最终促成并购交易的达成，美联储史无前例地通过成立全资子公司 Maiden Lane 购买了300亿摩根大通不愿接受的部分贝尔斯登资产。2008年7月9日，摩根大通与贝尔斯登顺利完成整合。美联储设立公司购买资产，实际上就是间接注资金融机构，从而稳定市场环境，为恢复市场流动性和融资流动性创造积极条件。

在美联储意识到金融危机将演变为经济危机时，联储果断地实施了降息举措。十次降息行动将联邦基金目标利率由2007年8月的5.25%迅速下降到2008年12月中旬的0~0.25%。虽然降低利率水平并不能立竿见影地改变流动性状况，但整体融资成本的降低能够缓和实体

⁶ 必须是主要清算银行2008年9月12日规定的第三方融资安排的合格抵押品。

经济快速衰退的趋势，从而为金融形势的稳定谋求一定的信心支持。

四、美国的流动性恢复将是一个漫长的过程

从危机中美国流动性的变化上可以看到，对于流动性的分析绝对不能仅停留于传统的数量指标或是单一利率水平分析上，流动性必须是一种对经济金融运行状况的考察。流动性的考察必须密切关注经济整体的融资便利程度，这其中不仅要关注利率这一显性的融资成本，同时还要考虑到全社会的融资可得性与风险偏好。例如，抵押贷款证券化是一种金融创新，这一工具在为贷款机构提供流动性的同时，也间接地提高了贷款申请者的融资便利性，因此这就是社会流动性提升的过程。美国次级抵押贷款债券的创造过程中，在最初的抵押贷款发放上，就存在着对信用风险的评估不足，而证券化及其随后的派生过程又将风险一层层的包裹起来，让整个金融体系在风险麻痹的状态下任由流动性迅速扩张。但纸终究包不住火，次级抵押贷款问题的暴露最终危及到相关的证券化资产，而大量证券持有机构的亏损又将危机放大到整个金融体系。

有些观点十分担忧，认为美国为应对危机，短期内投入了大量的现金，这些沉积的现金是否又会掀起一股流动性巨浪？对此，我们应该先总结一下影响流动性的几个主要因素：

第一，风险偏好与风险管理。无论是资金的推动，还是乐观预期的诱导，当整体经济的风险偏好不断提升时，流动性扩张将成为必然的结果。如果这时缺乏有效的风险揭示和风险评估，一些蕴含较高风险的资产将被视作高流动性资产而淹没在流动性螺旋中。一旦风险开始暴露，这些被高估的资产将率先成为流动性链条断裂的缺口。而流动性链条的重新恢复需要一个漫长的过程，这需要风险偏好逐步回归到正常水平，以确保信用链条的完整。在风险偏好提升的过程中，有效、谨慎的风险管理能够对流动性的派生起到十分关键的制衡作用。

第二，货币环境。宽松的货币环境是派生流动性的前提条件，这包括低廉的融资成本和便利的融资可得性。在相同的风险背景下，利率水平越低，金融机构的资金头寸越充裕，则货币环境越为宽松。当前，美国利率水平处于历史低点，而准备金、货币供应都为历史最高水平，但风险承受力的迅速萎缩却导致了货币环境的恶化。美国当局所采取的流动性救助，正是希望用宽松的货币政策和信心支撑来对抗流动性的快速收缩。

第三，金融市场环境。金融市场中信息分布、中介机构运营状况、交易平台、资产类型以及市场的深度和广度等也都是影响市场环境的重要因素。信息在市场中的分布越均匀，中介机构报价的买卖价差越小，说明信息对称性越强，市场的流动性也就越高；中介机构交易

越活跃，融资越便利⁷，市场的流动性也将越强；交易平台越透明，产品信息和交易者资信暴露越充分，市场的流动性也会越充分⁸；越是标准化的资产类型，流动性越高，而为对手交易设置的产品则容易面临流动性不足；具有更大深度和广度的市场，其总体的流动性将更高，其遭受流动性冲击的抵御能力也更强。现实中，美国大量场外交易的金融产品所滋生的信息不对称问题，无疑给流动性危机造成了雪上加霜的影响。

第四，金融创新。金融创新能够在全社会范围内，对风险进行分散，从而提升整体经济的风险承受能力。证券化产品、衍生产品的推出，能够提升整体经济的融资便利程度，并相应带来金融结构的变化。但金融创新是把双刃剑，在缺乏有效风险管理下的创新，容易滋生风险麻痹，从而放大金融风险的危害。

第五，流动性的自我升级特征。流动性的创造具有极大的内生性，因此，在流动性膨胀和收缩的过程中，运动的惯性特征十分明显。特别是当流动性链条开始断裂，出现流动性螺旋式收缩时，货币当局实施宽松的货币政策并不能迅速抑制住紧缩的趋势。尤其当金融危机开始显著影响到实体经济时，流动性的调整就与实体经济的运行息息相关。

回头来看美国目前的流动性环境，虽然美联储动用了史无前例的手段以实施流动性救助，但目前整体市场还未摆脱风险恐惧的状态，任何一点风吹草动都会带来一次新的流动性冲击。市场的风险偏好仍然处于历史低点，三月期与隔夜的同业利率价差频频创出历史新高，对于未来的不确定使得期限较长的资金交易十分困难。美联储在救助过程中，同时采取了降息和大量现金注入的手段，而慌不择路的救助行动也让美联储在货币环境调控上面临了极大的挑战。当美联储 2008 年 9 月开始连续推出多项救助手段，并加大救助力度时，联邦基金市场开始出现实际利率（Effective rate）连续低于目标利率（Target rate）的情况。尤其是 2008 年 10 月 10 日以来，联邦基金实际利率均低于政策目标利率 40~70 个基点。为了应付困境，从 2008 年 10 月开始，美联储将对存款货币机构的法定存款准备金和超额存款准备金支付利息。向法定准备准备金支付利率实际上是变相地给予金融机构“税收补贴”，以减轻金融机构的负担。向超额准备金支付利息则是为了在大量注入现金的同时，能够有效保证联邦基金目标利率的实施。在 2008 年 10 月初，法定存款准备金利率为 1.4%，高于同期的超额准备金利率 0.75%，到 2008 年 11 月 19 日，法定存款准备金利率和超额准备金利率均调整到了 1% 的水平。理论上，当金融机构短期现金充裕时，它完全可以将资金存入联

⁷ 金融中介机构的融资成本越低，融资可得性越强，融资杠杆越高表明其融资越便利。

⁸ 当然，风险暴露瞬间的信息披露会带来流动性冲击，但这并不是市场透明度的真正含义，而恰恰是暴露出之前市场透明度不够的弊端。因此，在信息不对称状态下的流动性扩张是最为危险的，所有风险麻痹状态下产生的流动性都不具有持久性。

储以获取利息收入，从而维持联邦基金利率向目标利率靠拢。但目前，政府支持的金融机构（例如，房利美和房地美等）在联储的超额准备金存款并不能获取利息收益，因此这些机构将大量的救助资金投入短期基金市场中，从而对基金目标利率的实施形成了冲击。但 11 月份超额准备金利率的提升还是促进了市场利率向目标利率的靠拢，11 月 19 日之后的一段交易日，联邦基金利率随之提升了近 30 个基点。12 月中旬之后，联邦基金目标利率降至 0~0.25%，法定准备与超额准备的利率也随后降至 0.25%。

另外，美国金融体系中存在的许多弊端还未能得到有效治理。其中最为重要的三个方面包括：第一，市场信息有效披露有待完善，尤其是大量对手型交易的金融产品，其场外交易的信息如何披露成为未来改革的焦点，这也预示着整个场外交易市场必须面临重大调整。第二，进一步规范中介机构的运营，尤其是加强对各类投资机构风险管理的监控，对其融资杠杆实施科学管理。第三，保持金融创新的合理推进，特别是一些衍生品创新，必须遵循信息披露充分、杠杆扩张适当、层次派生有序的指导原则。但目前美国金融当局尚未能从救火的状态中解脱出来，有关制度建设还有待局势稳定之后才能完全展开。而这些整顿才是从根本上稳定市场环境和恢复市场信心的关键。

加之金融危机逐步升级至经济危机，所有依托于实体经济的融资活动势必会出现大幅收缩。宽松的政策在悲观的经济预期下，其短期效果将十分有限。美国的流动性复苏还将历经一个漫长的过程。如果未来美国的流动性状况出现好转，那以下明显的信号将依次出现：首先，三个月与隔夜的同业利差逐步缩小，表明金融市场的情绪开始稳定；随后，美联储开始减少流动性救助，并回收投放的现金；最后，随着经济由危机逐步进入复苏状态，美国的利率水平开始缓慢提升，同时市场的风险溢价将逐步降低。而未来新的流动性泛滥是否会再次出现，则需要从影响流动性的因素出发，重新审视当时的金融环境。

五、启示

危机前后的过程告诉我们，考察流动性不能再局限于传统的数量指标或单一利率水平的变化，必须从整体金融状况来把握流动性问题。风险状况、货币环境、金融市场环境、金融创新都是影响流动性形成的重要因素。过去我们一直把流动性管理的目光都锁定在货币政策上，事实上，风险监管、金融市场完善、金融结构变化同样也是影响流动性状态不可忽视的因素。因此，未来的流动性调控中，必须要对货币政策实施的金融环境变化进行全盘考虑。

这次发端于美国的金融危机对中国金融体系的直接影响相对有限，这得益于目前我国金融体系对内、对外的双重管制。对外资本流动的管制切断了国际流动性变化对中国金融体系的直接影响，虽然经常项和直接投资下的资金大量流入给我国的货币政策带来了巨大的压

力，但资本项下依然严格的管制却将国际金融风险隔离于本土之外。另一方面，国内金融管制使得金融创新活动进展缓慢，这就使得国内流动性扩张环境相对简单，银行渠道仍然是流动性派生的核心通道⁹，当面临国内流动性膨胀时，金融当局最终通过信贷数量控制等手段以抑制国内的流动性膨胀。

但管制绝不是长久之计，因此我们需要用更为有效的市场机制来替代管制。这次金融危机让我国经济面临了挑战，但同时也为我们的市场化改革带来了机遇。一方面，完善的市场机制有助于改善我国的流动性环境。当前我国经济面临增长下滑的压力，管理当局希望通过宽松的流动性环境给予支持，但原有的信贷渠道在形势逆转的情况下，扩张力量将十分有限。推进多层次资本市场建设，有序拓宽各种融资渠道，既能改善我国的流动性环境，同时又能不断完善我国的金融市场体系。另一方面，危机的经验也使我们必须更为冷静地对待市场化发展。金融危机让我们再次意识到市场并非万能，信息不对称、外部性等缺陷始终是市场建设需要重点关注的难题。因此，我们在金融市场的建设中，尤其要注意市场的透明度建设。新市场、新机制、新产品的推出要始终关注信息披露和风险管理。另外，这次金融危机给我国放松资本项目管制再次敲响警钟，如果不加快国内金融市场化改革，而贸然推进资本流动自由化，这势必会让中国的经济金融体系遭遇重创。

参考文献

李扬，2003：《国债规模：在财政与金融之间寻求平衡》，《财贸经济》第1期。

陆磊，2007：《论银行体系的流动性过剩》，《金融研究》第1期。

彭兴韵，2007年：《流动性，流动性过剩与货币政策》，《经济研究》第11期。

许小年，2007：“化解流动性过剩的根本之道”，《财经》6月11日，总第187期。

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2007, “Liquidity and Leverage” (New York: Federal Reserve Bank of New York). [http://www.ny.frb.org/research/economists/adrian/Liquidity Leverage 25Sep 2007. pdf](http://www.ny.frb.org/research/economists/adrian/Liquidity%20Leverage%2025Sep2007.pdf).

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008, “Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges” (Basel, Bank for International Settlements, February). <http://www.bis.org/publ/bcbs136.htm>.

Emmanuel Farhi, Mikhail Golosov, and Aleh Tsyvinski, 2007, “A Theory of Liquidity and Regulation

⁹ 虽然近年来，我国股市也经历了膨胀和收缩的过程，但相对严格的风险隔离，使得股市剧烈波动尚未危及到整个信贷链条的完整。

- of Financial Intermediation” , *NBER Working Paper*, No. 12959
- Evan Gatev, Til Schuermann, Philip E. Strahan, 2006, “Managing Bank Liquidity Risk: How Deposit-Loan Synergies Vary With Market Conditions” , *NBER Working Paper* No.12234
- Frank, Nathaniel, Heiko Hesse, and Ulrich Klueh, forthcoming, “Term Funding Stress and Central Bank Interventions During the 2007 Subprime Crisis,” IMF Working Paper
- Garleanu, Nicolae B., and Lasse Pedersen, 2007, “Liquidity and Risk Management,” NBER Working Paper No. 12887
- International Monetary Fund (IMF), 2008, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- International Monetary Fund (IMF), 2008, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- Michaud, François-Louis, and Christian Upper, 2008, “What Drives Interbank Rates? Evidence from the LIBOR Panel,” Bank for International Settlements Quarterly Review (March).
- Persaud, Avinash D., ed., 2003, Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk.