



链滴

如何判断银行间货币市场的资金面？

作者：[liruopeng](#)

原文链接：<https://ld246.com/article/1673442557501>

来源网站：[链滴](#)

许可协议：[署名-相同方式共享 4.0 国际 \(CC BY-SA 4.0\)](#)

<p>李若朋 2016-03-04 07:54 </p>

<p> 本文作者王超，华润银行金融市场部货币市场业务主管 2</p>

<p> 分析市场资金面，最本质的方法是从资产负债表着手，解析由“央行”、“银行”和“企业”构成的三层体系。</p>

<p> 在三层资产负债表之间，发生跨层的资金的流转，就会导致货币总量的流动性变化，发生向流转则总量增加，发生向上流转则总量减少；同一层级之间的流动，货币总量不会发生变化；银行间市场的流动性紧张与宽松，需要第二层、第三层“分别”满足平衡，或者本质上取决于第二层银行层面基础货币是否够用，因为第三层的缺口，理论上都可以靠第二层向第三层的信用扩张“无限”满足。之，如果基础货币因被抽离从而导致不足，就算第三层的衍生货币再多，也无济于事。</p>

<p> （一）“三层资产负债表”——央行、银行、企业 </p>

<p> 1</p>

<p> “三层资产负债表”的构成 </p>

<p> </p>

<p> 想要了解资金面，需要明确三件事情：一是到底什么叫资金面的平衡；二是总共有多少货币各种事件、机构行为对货币总量产生什么影响，会使之增加还是减少；三是银行间货币市场体系的流动性（可交易存款）总量，与货币总量之间的关系（不同市场间的货币转移）。想要了解系统的流动性量，最本质、最根基的方法就是从资产负债表下手，这也是我们“三层资产负债表”理论产生的源泉接下来我们就针对经济体系，以及银行间货币市场参与者的资产负债表进行关键的解构。所谓的“三资产负债表”，指的是“央行”、“银行”、“企业”的资产负债表。这个“三层资产负债表”的结是基于金融系统支付清算和货币衍生层级而客观存在的，只是一直被外界忽略。</p>

<p> 首先，我们来看“企业”的资产负债表。企业的资产负债表中“资产”一端，除了股权、债等各类资产项，真正最直接影响到资金面的当然就是现金。广义的现金分为三部分，库存现金、银行款和其他货币资金，而我们这里说的现金，影响到资金面的、可用于交易的“现金”，也就是“银行款”，在“企业”的资产负债表中是资产，对于“银行”而言则是资产负债表中的负债（插个题外话以小额纸钞、硬币的实体货币进行结算的部分，称之为“备用金”，根据需要划拨固定额度，先领后，这种方法也称之为定额预付法，在我国的会计体系中，这部分也一般放在“其他应收款”项下而非“现金”项下）。所有企业的“可交易存款”，都存放在银行。</p>

<p> 接下来，我们来看“银行”的资产负债表。同样的，银行也有自己的“可交易存款”（虽然交易存款从定义上是专指企业的，但其性质相同），也就是银行可用于各类投资的头寸，这部分头寸“银行”存放在“央行”的存款准备金，包括“法定存款准备金”和“超额存款准备金”。这里我们顾一下，在第二篇《金融支付清算系统特性》中我们谈到过，总行开立（在法人注册地的人民银行中支行）的是主要账户“法定存款准备金”账户，该账户连接的是最主要的超级“支付清算系统”，用缴纳法定准备金，也是最主要的清算渠道，账户中缴纳法定后多出的部分叫超额存款准备金；分支机开立的是“备付金账户”，“备付金账户”（部分）连接到各地区的辅助性的“第三方金融支付系统”，这些账户中的头寸无法用于缴准。同样的，基于支付清算需求，所有银行的可交易存款都存放在央，在有需求时通过央行的支付清算系统调用交易。这里需要注意的是，“银行”的存款准备金，是银的资产类“存款”，但是其存量却不一定与其负债端的、企业存在银行的“银行存款”相等，也并不一一对应，因此不能将这两层各自的“存款”相混淆。（存放同业部分的存款我们在后面会谈到）</p>

<p> </p>

<p> 最后，我们来看“央行”的资产负债表。因为央行的资产负债表比较神秘，所以我们多说几句。在央行的资产端，包括证券、贴现贷款、财政借款或透支、黄金外汇和特别提款权、在途资金和其资产等；在央行的负债端，包括发行在外的现金、银行存款、财政存款和其他负债等。我们可以看到央行做为国家最高的货币金融管理组织机构，本身没有“可交易存款”，而是通过向银行机构投放基础货币，再由银行机构派生衍生货币。这有点类似于航空母舰，本身没有直接的“攻击”手段，而是靠载机代为作战。</p>

<p> 到这里我们基本了解到了所谓“三层资产负债表”的架构成因：根据我国银行结算制度的规，企业之间的资金往来需要通过银行进行结算，而银行之间的结算，也全部依赖于他们在央行开立的户和这些账户连接的人行系统。所以由于支付清算体系的天然属性，整个货币流动体系被分为三层。者要强调，我们在这里将各机构的资产负债表分为一、二、三层，指得并不是上层比下层高级，而是付清算体系当中的记账、映射关系。事实上，企业才是各类经济活动中的中坚力量，第二层的银行所演的是服务提供者的角色，而央行则扮演了最终贷款人的角色，其终极目的是维护金融稳定。</p>

<p> 2</p>

三层资产负债表之间的关系

在这三层资产负债表中，牵一发而动全身，当某家企业收付款时，这家企业的存款行的“存款”（负债）会相应发生变化，而这家银行自己的可交易存款（资产：存款准备金）也会相应发生变化，最终反应在央行的负债当中。如果是企业之间的支付转移，则各自的银行也发生支付转移，在最大的央行层面则只是内部变化；如果是中国的货币体系之外流入、流出的货币，如国际贸易产生的影响则很可能因央行干预外汇市场而最终导致央行资产负债表的变化。所以我们说“三层资产负债表”之的关系为向下映射。我们局部来看，某一家银行和某一家企业的映射关系中，虽然银行的“可交易存款”和存放该银行的企业的“可交易存款”在存量上并不对等，但是在边际变化的“增（减）量”上却绝对的“映射”关系，即银行的“可交易存款”会完全描述企业“可交易存款”的变化。即，某一企业的可交易存款增加或减少，会立刻导致他开户的银行的可交易存款（存放央行）增加或减少相等量。

站在整体上看，如果发生了来自中国货币体系外的流转，则第二层仍然保留对第三层的描述即境外向企业流入多少头寸，企业的存款行也会增加多少头寸；如果是体系内的信用扩张，则第二层“可交易存款”总量，并不会因为第三层的“可交易存款”总量增加而增加！即银行给企业放贷，银体系自身不增加可交易存款。关于体系内的信用扩张，我们后面会更深入的讨论。

讲完了整体的框架，我们来看看一些常见的误区。一般来说大家可能对企业的钱都存在银行点没有什么认知障碍，但是对银行对这些存款（不管是一般性存款还是同业存款）的运用不是很清晰最偏颇的想法可能是金融机构的钱存放在银行，银行是不能用的；或者定期的钱才能用活期则不可以又或者一般性存款才可以用来放贷，同业存款则不可以；又或者有一些其他的版本，什么此类存款是该做什么的，另一些存款是用来做什么的。事实上，银行的负债端和资产端，天然并不会是一一对应，而是可能由于一些指标，比如存贷比（现已半取消，从监管指标降格为监控指标），比如ftp成本比如资本占用、流动性指标等等，才产生了间接的关系，尤其是一些边际上的限制（比如在资产负债对稳定后，想要新增一笔资产，就要考虑用什么负债去匹配，反之亦然），以便于全行资产和负债的筹。存款入了池子，就像是溪流进入了大海，这时你从海洋中捧起一掬海水，都是一样的水，是无法辨出是这捧水来源于哪一条溪流。另一方面，关于缴准，非银行从业人员可能会困扰，比较朴素的理方式是银行得到存款以后，缴一部分准备金（通过存放到自己在央行开的账户的方式），账户里剩下钱就可以拿去放贷款、做投资、或者融出资金等等。但“账户里剩下的钱”，账户是什么账户？实际央行是银行的银行，银行对于央行来说就像是“企业”，企业要进行经济活动、存款收付等，首先要银行开立账户，并由银行记账、代为清算，对于银行来说也是如此，银行可以给企业开立账户、记账并代为完成支付清算动作。但是银行自己的可交易存款，不能由自己完成自己开立账户、记账、清算动作，银行的这些需求，需要由位于支付清算体系中“更高一层”的央行来完成。当然，也存在银行另外一家银行开立账户并存入存款的情况，在这种情况下，银行的该笔头寸降格为“企业”的存款只不过与一般存款略有区分，类似于非银类机构的存款。

3

“支付结算”和“存款准备金”的故事

在《银行流动性管理那些事儿》第二篇中，我们曾经讲过银行处理企业支付结算的全过程，里我们用讲故事的语言再简单讲一遍：

<blockquote>

银行就像是大家的管家，你把钱存在管家那里，然后你去吃饭，吃完转过头对管家说，你替我付吧，于是管家掏出本子在自己的系统里做记录，减少了你的存款，然后管家掏出钱包，掏出几张钞票你付了钱。注意，在这里管家并不会把钱付给餐馆，而是付给餐馆的管家（银行），因为餐馆的钱也存在管家那里。此外，你不会介意这几张钞票是不是你当初存在管家那里的那几张钞票、编号一样不一样，对吗？钱就是钱，头寸就是头寸，就像是水。但是管家也不想总是现金交割，所以就出现了管家的管家——超级大管家（银行的银行——央行），当你对管家说付钱以后，你的管家给你记了账，并是去付给餐馆的管家几张钞票，而是对超级大管家（央行）说，“我是顾客的管家（银行），我的主要给餐馆钱，你从我的账户里扣钱给餐馆的管家吧”，于是超级大管家掏出大本子，本子上写着所有家的名字，他在你管家的名下减少了一笔钱，又在餐馆管家的名下增加了一笔钱，一次完整的支付结算就完成了。

</blockquote>

接下来我们继续讲“准备金”的故事：

<blockquote>

你存在管家（银行）那里 10 万块钱，然后他转手存给超级大管家（央行）两万块钱，其余的 8 块就拿去给餐馆放贷了，然后餐馆多了 8 万存款（这个我们后面再讲）。平时你有什么支付需求，他用自己在超级大管家那里的钱来支付。虽然你会吃饭，会买衣服，但是你也会有收入啊，比如你是卖

果的，别人买水果的钱就是收入端，进进出出的，两万块钱平时也将就着够用。在这里，管家（银行存在超级大管家（央行）那里的，就叫做“存款准备金”，超级大管家对众管家们是有要求的，例如少把客户 15% 的钱存过来，这个就叫“法定准备金”，你的管家很自觉，收了 10 万存 2 万，多存了 5 千，那这 5 千就叫做“超额准备金”。后来，刚好某一天你管家那里出款的比进款的多了，放在级大管家那里的 2 万块不够用了，这时候你的管家就向其他管家或者其他商户借钱，这就是“银行间币市场交易”；有时候因为众管家放在超级管家的多余的钱不够用且相互之间因为信任或担忧未来不意借钱，超级大管家就借钱给管家们，这就是“央行投放基础货币”。

</blockquote>

<p> 之前我们在本系列文中的第一篇中提到过，法定存款准备金的两大作用，其中之一就是满足常支付清算需求，另一个作用就是管控信用扩张。所以现在我们更加透彻的理解了，原来准备金存款不是银行交给央行的“保护费”，而是银行自己存在央行的存款，是“银行自己可以支配的钱”（可易存款）。这些钱可以用于支付结算、也可以投放资产，从出回购、买债券到放贷款都可以，但是首要满足客户的支付结算需求。银行吸收储户存款以后，首先会先变成存款准备金，然后再去投放资产白天，银行可以自由支配自己在央行存的钱，但是每天日终，这个存款准备金都要达到一定水平线，到了，就已经算是缴准了。前面我们提到过，这里再次回顾：企业存款存到银行，就像溪水汇入河流而银行再存入央行，就像河流汇入大海。溪水与河流之间汇聚交错。站在入海口时，我们会说这是来哪条哪条河流的水，河流流量影响着入海口的湍流，而我们无法分辨是哪条小溪的水，但我们都知道在源头上，全部的溪水聚成了全部的河流。

<p> （二）“三层资产负债表”之间资金的流转和信用衍生</p>

<p> 接下来我们看一看资金（存款）在不同层级之间的资产负债表之间流转，会发生什么有意思事情。在上一节，我们提到了三层资产负债表的关系是“向下描述”，这里“描述”的是银行、企业己“可交易存款”，是自己的“资产”，注意，是资产。

<p> 因为银行站在第二层资产负债表，存款有时对其而言是资产，有时是负债，所以容易被混淆我们要明确，第三层表的企业存款，对于企业是资产，对于银行是负债；相应的，银行的“可交易存款”，即存款准备金，对于银行是资产，对于央行是负债！而整个经济体系中的流动性，是银行和企业这里的企业是指其他市场参与者）自己的“可交易存款”，即专指自己资产端的存款，不管是企业存在银行的存款，还是银行存放在央行的存款。

<p> 在局部上、边际上，第二层中的“可交易存款”，完全映射了、描述了第三层中的“可交易存款”的变化。具体来说就是，第三层的“可交易存款”部分有任何的“变化”，都会相应的体现在第二层的负债端（企业存款），由于资产负债表的平衡，会立即体现在第二层的资产端（存放央行准备金）。

<p> 但是我们需要具体看这种变化来自于中国货币体系外的“凭空产生”，还是体系的“信用衍生”。</p>

<p> 对于体系外的“国际收支”，例如境外人民币流入，就像是在第三层放下一个叫“存款”的球，那第二层的资产负债两端和第一层的负债端会映射出相应的“存款”小球。而境外流入的外币，更为复杂。目前我国“外汇占款”有两个口径，“金融机构外汇占款”和“央行外汇占款”，而其中者计入银行的“信贷收支表”，后者才计入央行的资产负债表，影响基础货币的投放，这点不在本章讨论范围内，我们在下一章中详谈。

<p> 对于体系内的“信用衍生”，则很有意思。由信用扩张带来的第三层中企业的“可交易存款”的总量增加，并不会导致第二层中银行的“可交易存款”总量增加。这貌似与局部的“第二层中的可易存款完全描述了第三层中的‘可交易存款’的变化，第二层会因为第三层的增加而增加”相违背，局部”和“整体”产生了矛盾。这是因为，信用扩张是一个结果，信用扩张是需要付出代价的。第三的“可交易存款”的增加，本身就是来源于第二层的“可交易存款”，从第二层流向了第三层。我们过程分为两步：第一步，第二层（的可交易存款）流向第三层，第二层总量减少，第三层总量增加；二步，由于第三层总量增加，所以第二层由于其对第三层的“边际描述”而相应增加。结果：第二层变，第三层增加。所以如果我们深入进去看整个过程，则会发现，一切都很和谐，“局部”和“整体”，“过程”和“结果”，产生了统一。

<p> 央行并不直接掌握“可交易存款”，而是通过基础货币的投放和诸多货币政策来影响货币总量。同样的，银行也只能通过信用扩张来增加第三层的“可交易存款”，从而影响整个货币总量（或者后面会细分的市场流动性总量）。从结果来看，第三层资产负债表中的“可交易存款”增加，第二自己并未增加“可交易存款”，相应增加的是其他资产，如贷款，贴现票据，应收账款等等，总之不是“存放央行准备金”。局部增加的“存放央行准备金”，会被发起信用扩张的银行所减少的“存放行准备金”所抵消，从而达到结果上的平衡。

<p> 综上所述，信用扩张只能是自上而下的，上一层资产负债表可以通过信用扩张的

式使下一层资产负债表的“存款”扩张，但是反之则无法实现；信用衍生的过程中，自我层面的“存”无法依靠增加。想要增加市场流动性总量，只能通过“帮助”下一层增加总量，而增加整个体系的量。或者依靠更上一层的信用衍生。

说到这里，我们基本掌握了这一理论工具，接下来我们具体来看看各种情况下的资金流转所生的结果。以下我们将各层资产负债表中的角色予以简化，第一层资产负债表中的央行只有一家，我设定为 O；第二层资产负债表中的银行我们设定为两家，银行 A 与银行 B；第三层资产负债表中的企业我们也设定为两家，企业 A 与企业 B。企业 A 的存款都存在银行 A，企业 B 的存款都存在银行 B，行 A 和银行 B 的存款（资产）都存在央行 O（准备金）。

1

“第三层”资产负债表之间资金的流转

最典型的即是企业之间的资金支付结算。当企业 A、B 之间产生了股权、债权或者资产交易相应的也就会发生存款的支付转移。例如 A 支付给 B 1 亿元贷款，则在第三层资产负债表中，存款总并不发生变化，只是平行的转移过程。而由于 A、B 的支付转移是通过第二层银行实现的，会映射在二层资产负债表中，即：银行 A 接到企业 A 的指令，支付给银行 B 共计 1 亿元，银行 B 给企业 B 账增加存款 1 亿元，银行 A 吸收的存款减少 1 亿元，银行 B 吸收的存款增加 1 亿元。同时，由于第二层的银行支付结算是通过第一层的央行实现的，会映射在第一层资产负债表中。所以，银行 A 的存放行准备金减少 1 亿元，银行 B 的存放央行准备金增加 1 亿元，总量不变。

这时候我们来看看三层资产负债表：第三层发生了平层转移，总量不变；第二层发生了平层移，总量不变；第一层发生了表内转移，总量不变。

2

“第二层”资产负债表之间资金的流转

第二层之间的资金转移，是银行之间的资金转移。比如 A 银行给 B 银行“同业存款”1 亿。则 A 银行的资产端，减少了 1 亿的存款（存放央行准备金），同时增加了 1 亿的存放同业，A 银行的资产负债规模不变；相应的，B 银行的资产端增加了 1 亿的存款（存放央行准备金），负债端增加 1 亿的“同业存放”，资产负债表扩大 1 亿。注意，此时虽然 B 银行的资产负债表扩大，或者说整第二层资产负债表扩大了，但是是虚增的，因为整个银行体系的可交易存款（存放央行准备金）总量平层转移的，不增加的。或者我们看第一层资产负债表，央行 O 的负债端，“银行存款”总量并不因为银行之间的交易而增加（信用扩张只能自上而下）。与此同时，我们需要注意，第三层资产负债表中的企业可交易存款，并不会因为第二层资产负债表中银行相互之间的资金转移，而发生任何变化（射是自上而下的，不可逆）。比如你的钱存在工商银行，我的钱存中农业银行，并不会前一天工行存农行同业存款，你就发现你的存款变少了，而我的存款变多了。第二层中银行的可交易粗看（银行资端的存款），和第三层中企业的可交易存款（企业资产端的存款，银行负债端的存款）并无等价关系并不会发生逆向映射。

3

“第一层”、“第二层”资产负债表之间的资金流转

典型的例子包括再贷款、再贴现、公开市场操作、SLO、SLF、MLF、乃至降准等货币政策具。这些涉及到央行 O 向银行 A 和银行 B 注入流动性的事情，都会使银行的存款资产增加，即存放行（可交易存款）的增加。而降准这种减少“义务”或者“资产”的刚性要求，相当于较少了逆向的金流，也就相当于产生了正向的资金流。央行向银行注入流动性，也是后续银行向企业注入流动性的基础。同样的，央行与银行之间发生的事情，并不会影响企业自身在银行的存款。例如央行 O 投放公开市场操作 1 个亿，银行 A、银行 B 各得到 5kw。则第二层银行的资产负债表中，A、B 的资产端“存央行”总量增加 1 亿，负债端“卖出回购金融资产”总量增加 1 亿；第一层央行的资产负债表中，产端“买入返售金融资产”总量增加 1 亿，负债端“银行存款”总量增加 1 亿。第三层资产负债表不。所以总体存款（资产端）增加 1 亿。

4

“第二层”、“第三层”资产负债表之间的资金流转

典型的案例包括贷款、票据贴现、同业投资、同业借款……包括银行层面与企业层面之间一股权、债权类的关系，如两融、受益凭证，甚至质押式回购！这里为了让读者打破思维禁锢，我们分用银行给企业放贷，和银行给基金出钱这两种看似完全不同的事件来描述这种“跨层”的资金流转及影响。银行 A 给企业 A 放贷，通过受托支付的方式支付给企业 B 1 个亿。整个过程中，在第三层资产负债表中，企业 A 支付给企业 B 1 个亿，企业 A 存款不减少（因为用于支付的是来自 A 银行刚刚放的贷款），但是企业 B 存款增加 1 个亿，所以第三层资产负债表的存款总量增加了 1 个亿；在第二资产负债表中，银行 A 支付给银行 B 清算 1 个亿，银行 A 的可交易存款转移给银行 B 1 个亿，第二的可交易存款总量不变。或者我们继续简化，只有一家银行 A 和一家企业 A，A 给 A 放贷 1 亿。则

三层中企业 A 的资产端增加“银行存款”1 亿，负债端增加“银行贷款”1 亿，可交易存款增加 1 亿；第二层中，银行 A 的资产端增加“贷款”1 亿，负债端增加“企业存款”1 亿，可交易存款不变；第三层央行资产负债表不变（因为第二层中银行的存放央行总量不变）。三层表的货币（存款资产）总量增加 1 亿。需要注意的是，由于放贷是企业存款总量增加，所以整个银行体系的存款准备金缴准量增加，相应的超额存款准备金降低。当信用衍生扩张至极致时，则无法继续下去，超额存款准备金被消耗殆尽，这时想要继续扩张，就需要央行注入新的基础货币。

接下来我们看看另一个例子，银行间市场的从业者可能感到熟悉。这里面我们先设置一个打油的角色——基金 A。基金 A 是托管在银行 A 的，基金 B 是托管在银行 B 的。接下来我们设定一个场景，银行 A 当日冗余头寸 1 亿，基金 A 当日头寸为平，银行 B 当日缺口 1 亿，基金 B 当日缺口 1 亿。即 A: 1, A: 0, B: -1, B: 0

I. 当银行 A 出给银行 B 隔夜回购 1 亿时，银行 A、B，基金 A 的头寸持平，基金 B 缺口仍为 1 亿，市场总缺口没有得到平补，当日在央行投放流动性前，呈现紧张局面；

II. 当银行 A 出给基金 B 隔夜回购 1 亿时，银行 A、基金 A 和 B 的头寸持平，同时银行 B 也为基金 B 的钱托管在自己这里，所以当基金 B 得到 1 亿的同时，银行 B 的“存款准备金”也增加了 1 亿，市场实现了大和谐，头寸缺口被全部平掉了！这就是银行间货币市场发生信用扩张的威力。

然而就这么简单吗？其实并不是这样的。有读者可能会提出，基金 B 有缺口 1 亿，借来的并不会停留在自己的托管行，而是用于支付其他到期的隔夜回购，所以我们不能简单的设定“基金 B 缺口 1 亿”，“当基金 B 得到 1 亿可交易存款后其托管行 B 亦得到 1 亿可交易头寸”。

那么基金 B 的缺口到底来自哪里呢？缺口的本质，其实是在叙做融资之前，负债无法支撑资产。那缺口支撑的资产是什么呢？在我们前面举的例子当中，可以是资金交易的债权（例如出长借短的配），也可能是债券类的资产。其实二者本质上都是债权，我们在本质上不予区分。那这里的债权是谁的呢？分为几种情况，如果是第三层的其他市场参与者（可能是出给对方回购，可能是购买对方发的债券），则我们可以继续追下去，去看那个市场参与者用这笔负债支撑着什么资产，如此往复；如是第三层的企业，则相当于基金 B 的缺口来源于无法承接发生在该企业的信用扩张，而当基金 B 将行 A 出给自己的回购用于承接企业的信用扩张（当日购买该企业发行的债券）时，虽然在银行间货币市场中，基金 B 虽然不会有剩余头寸使银行 B 增加可交易存款，但该企业会增加 1 亿存款，在市场体外使银行 B（或 A）得到 1 亿可交易存款！这样也许银行 B 的缺口直接被平补，也许银行 A 得到当新增的 1 亿头寸，再出给银行 B，又平了！那如果基金 B 缺口支撑的债权资产是支撑对第二层银行债（如出给银行回购或购买银行发行的债券）的呢？情况相同，这时不管是银行 A 还是银行 B 发行的券（同业存单等），在银行 A 出给基金 B 的时候，虽然无法通过沉淀资金使托管行 B 增加头寸，但行 A 或者银行 B 会因为发行债券而新增 1 亿头寸。这里我们说基金 B 的缺口是当日新申购债券，而续做，是因为该类交易肯定是滚动操作，我们可以递归至最初始的信用扩张节点，如果后续某一日的易无法配平，说明之前节点的头寸也无法配平，或者说我们所举的例子一定不合理、存在纰漏，所以用讨论债券发行或者错配发生的初始日即可。

其实上面发生的事情，总结起来就是：基金等第三层机构本身不具备产生衍生货币的能力，是基金购买新发企业债券，完成了信用衍生的后半段，这时就需要银行向基金通过信用衍生来完成衍生的前半段，从而使衍生过程完整封闭。如果前半段没有完成，则会产生缺口。

（三）货币总量与银行间货币市场流动性

1、增加货币总量的途径

在《分析“资金面”的理论体系（上）》中我们得出结论，想增加货币总量，最好的方法莫过于第二层资产负债表中的银行资金流向第三层资产负债表中的企业，银行层面在支付过程中发生了平支付转移，总量不减少；而第三层资产负债表层面则通过信用扩张得到了存款资产（可交易存款）；或者说支付端在第二层损失了一份头寸，而收入端在第三层、第二层各得到了一份头寸。总量上增加一头寸！或者说，第二层的银行可以在不损耗本层可交易存款的基础上，通过信用扩张，给第三层注入流动性。

但需要注意的是，放贷完毕后，虽然银行的资产负债表中“存贷双增”，但其中的“存款”“负债”，那是企业的可动用头寸；在银行资产端，“存放央行准备金”并不会增加，增加的只是非款类的“贷款”资产！此外，即使是在第三层，如果得到头寸的企业并非银行间市场参与者，而是一企业，则增加的头寸是无效的，因为这部分头寸并没有参与到市场当中，虽然第二层看起来不损失头寸，但实际上银行要为此缴纳准备金，还是会减少一些，所以传统信贷扩张（非场内信用扩张）反而会致银行间货币市场流动性趋于紧张，直到衍生的新增货币通过认购产品等渠道回到市场当中。此外，于企业存款的增加，银行缴准基数增加，所以其实第二层资产负债表中的流动性是会减少的。但由于准基数的改变以旬为单位，所以这一过程会以“脉冲”的方式逐渐体现出来。

注：银行理财产品虽然有显性或隐形的银行信用背书（保本或非保本），但从支付结算的角

出发，只要是表外理财且没有资金池混用特征则与其他产品相同，属于第三层资产负债表。

2、金融体系“同业存款”与实体经济“一般存款”的关系

“第二层”向“第三层”流转的信用扩张方式，在经济体系中不一定拘泥于银行间市场，也必区分金融类企业还是一般企业（同业存款或一般存款）。毕竟存贷比只是央行创造出来限制信用扩的方式，不自然的将非银机构与企业隔离开。基金、券商、信托和从事实体经济的企业都在扮演第三表中的角色。或者我们再深入谈下去：银行购买基金产品——基金产品购买企业发行的债券；银行购券商两融或受益凭证——券商为股民提供资金；银行购买信托收益权——信托投放信托贷款。只要第层向第三层注入了流动性，其信用扩张的效果就已经产生，如果非要把一般企业存款作为信用扩张的极目标，则这层窗户纸有一万种捅破的方法。这也是多少年来监管与经营机构之间的较量：统计检测口径进化，监管指标的改良升级，游戏规则的改弦更张，一切都是信用扩张过程中利润和风险相爱相的故事。

说到底，非银存款及一般存款在一定程度上而言并没有本质区别，习惯了盯紧存贷比的读者时候应该跳出来看看，二者之间的转化只需要一种产品、一类记账方式、一个通道、或者一些新的玩。从这个角度上说，央行 2014 年底将所有非存款类存放纳入存款准备金缴存范围和各项存款统计口、2015 年 10 月修法取消存贷比等本身的探索之路（包括对信贷类的非标产品计提拨备损失等），愈发直击本质的。

3、银行间货币市场流动性的分层

至此，我们可以得出重要的结论：整个银行间货币市场的流动性是分为两层的，第二层银行可交易存款，即基础货币（减去现金），和企业第三层的市场参与者可交易存款（为方便起见忽略个可交易存款），即 M1（减去现金）中参与到市场的部分。其中第三层市场参与者的可交易存款总量是可以第二层银行在场内释放信用扩张来增加的，或者在场外释放信用扩张后，场外机构通过购等产品方式进入场内。而第二层的银行可交易存款总量，只能靠第一层的央行投放来补充。

所以第三层中有多少缺口都不怕，只要第二层的银行出给第三层的市场参与者钱（信用扩张，缺口都可以被填补；但是如果在第二层本身总量小不能满足缴准需求，则无论第三层怎么出钱给第层，或者第二层之间怎么辗转腾挪，整个市场都无法被平补！

所以，我们根本不去观察第三层的各企业、各市场参与者的缺口，只要第二层的银行，其可用存款总量，通过平补、流转之后，满足缴纳法定准备金的需求，则理论上只要在日内通过场内（回、购买债券等）、场外（贷款、贴现、购买债券等）的信用扩张再转移至场内（购买场内产品等），三层的缺口和需求总能被第二层满足的（因为扩张过程中并不损耗第二层的可交易存款总量）；但如第二层的总量不足以支撑第二层的缴准总量，那就出问题了。不管第三层如何出钱给第二层，都无法撑整个体系！这就是我们在前文中所提到的，信用扩张需要基础货币的支撑。举个极端的例子，如果行 A 缺口 1 亿，银行 B 缺口 2 亿，基金 A 冗余头寸 100 亿，基金 B 冗余头寸 200 亿，整个市场也法平衡！因为整个第三层的冗余头寸只是信用扩张的幻象，中间第二层的基础货币已经被“击其中渡，基础货币已经不足以支撑现有的信用扩张（具体原因可能是缴税、央行外汇占款减少、OMO 或其货币侦测释放的流动性到期等导致的基础货币减少）！推导的过程本文不再做描述，请读者自行分析思。提示一下，具有冗余头寸 200 亿的基金 B 出给银行 A 1 亿隔夜时，其托管行 B 的缺口就会从 2 亿为 3 亿（因为同业负债减少了 1 亿，其资产存放央行也会减少 1 亿）。

（四）银行货币市场的定位

所以，当我们在说银行间货币市场流动性时，我们到底在讨论什么？

1、货币总量与银行间货币市场流动性的真实关系

诚然，基础货币、信用扩张、货币总量，这些都会对银行间市场的流动性产生影响，但相信多人至今对二者的关系都只停留在一层模糊的理解上，盲人摸象般的体悟着数据边际变化带来的资金紧张与否的直观感受，却始终没有捅破这层窗户纸，去清晰的解构整体的框架。接下来让我们走完这后一步。

首先，一个市场的流动性，取决于两个因素，货币总量，以及货币总量中参与到该市场的可易存款（再次强调，是“资产端”的存款，对于银行是存放央行准备金，对于企业是银行存款。银行负债端”的存款那是企业的可交易存款，“资产端”的“存放央行准备金”才是银行的可交易存款）或者说总量是基础，参与到某一市场有效头寸是系数，讨论某一市场，就要考虑跟该市场有关的事情

其次，市场其实不是平层的，而是分层的，就像人不呼吸，不吃饭，都会死；如果不呼吸，再多也不行，不吃饭，再大口呼吸也不行；基础货币层（第二层）和衍生货币层（第三层）必须同时到平衡。

第三，衍生货币层（第三层）的衍生部分，需要第二层当中银行机构的主动操作，而在操作面，由于市场信心及其他原因，“可以做到”不一定等同于“做到”。所以前文中所说的“不用看第

层有多大缺口，只要第二层的基础货币充足就可以了”只能一厢情愿的存在于理论当中！

2、参与到市场的有效头寸

银行间货币市场只是很多个市场中的一个，其他的还有同业市场、票据市场、外汇市场，以股市、大宗市场，乃至其他另类投资市场，甚至楼市。各类市场有些有标准的统一平台，有些则是基同一类资产及监管政策的合集，有些市场则倾向于“一种概念”。不管哪一个市场，其本质都是用货与商品交换。这里的商品可以是股权、债权、其他、甚至是货币本身。换句话说，都与货币总量息息相关。除了银行间货币市场，同业市场或票据市场也很注重资金面的变化。

剥离开各个市场来看，如果货币基金规模降低，股票型基金规模增加，则银行间市场的流动总量便会降低（股票型基金总不会把增量都去做 GC001 吧）；如果保险资管认为房地产市场大有可，减少固定收益市场参与度，而增加另类投资（例如购买房产），则银行间市场的流动性也会削弱。就是在第三层资产负债表之间，企业是可以选择自己的不同市场参与者的角色的，虽然更多的时候是市场的。而企业之间也可以通过嵌套的方式间接参与市场，例如通过认购产品，参与到某一市场当中。

所以，银行间货币市场的总流动性 = 货币总量中参与到银行间货币市场的可交易存款 = 第二层的有效头寸 + 第三层的有效头寸而有效头寸和货币总量之间，到底存在什么关系呢？

首先看第二层的有效头寸。银行间货币市场是最敏感、最贴近货币总量及流动性的市场，是行流动性管理中最重要、最直接的市场。我们知道，银行的融资渠道有很多，分别对应着很多市场，经典的市场包括银行间货币市场、票据市场、同业市场。但其实各个市场所对应的资产负债期限不同同业市场由于开户难，监管严，流程长，所以周期较长，经常会出现三个月、半年、甚至一年的同业款，其对应的资产经常可以见到类信贷资产的动辄一两年的品种（当然同业也可做隔夜、7D，但是明占比较少）；票据市场，由于银票的天然周期为半年（电票可达一年），所以其中类资金业务的回购期限也被限制中资产的寿命以内，主流期限是集中在 7D~3M 之间；而银行间货币市场，则专注于短期限的市场，即隔夜、7D、14D，最多 1M。1M 以上的回购和拆借不是没有，但很少有人这样去。

其本质原因是银行间货币市场，除拆借、衍生品等其他交易品种外，最主流的是债券的买卖及基于债券质押的回购，其核心资产是“债券”。而债券几乎是流动性最强、最标准化的资产类别。最严格的流动性指标——速动比例，分子中的各项，“Marketable securities”是做为现金等价物，现金（和短期应收）一起算作流动性资产的一部分的。如果说票据市场、同业市场做的是中长期的事，关乎未来一段时间银行能否赚钱，则银行间货币市场则会关系到“银行能否活过今天”。今天，就当下这一天，是否会违法？（银行在第二层资产负债表中，作为第三层企业的服务者，无论参与任何场，都首先需要遵守《商业银行法》缴纳法定准备金，都在投放资产和筹措头寸间寻求着平衡，这就流动性管理的重要环节）。总结下来就是，银行间货币市场对应的是今天银行是否能活下来、是否能足准备金？尘归尘，土归土，上帝的归上帝，凯撒的归凯撒，今天的头寸变化，用于今天的缴准，参的是今天的银行间货币市场。所以银行层面的货币总量，都是参与到银行间货币市场的有效头寸。

第二层的有效头寸 = 第二层的货币总量 = 银行的可交易存款（存放央行）= 基础货币（去现金部分）或者说，第二层当中银行的可交易存款，其本质就是基础货币（减去现金部分），同时全部都是参与到银行间货币市场当中的有效头寸。

我们继续看第三层的有效头寸。影响第三层有效头寸的因素有两点，第三层中的货币总量，及其中的有效头寸。其中有效头寸部分很简单，就是有多少头寸是参与到银行间货币市场的。比如给一家房地产企业放贷，那他得到的存款可能是用于买地、盖楼的，而不是去参加银行间货币市场，为他并不是市场直接参与者（除非通过集团财务公司或者购买参与银行间市场的产品）。即：

第三层的有效头寸 = 第三层货币总量中参与到市场的头寸 = 第三层的衍生货币 + 第三层场外衍生货币（通过购买场内产品）转移到场内的一部分这里，希望各位读者带着以上理论去套用一些见的市场行为，去做一些习题：比如银行出钱给券商，比如基金做同业定期存款给银行（或者将账户活期转定期），比如基金出钱给银行理财等。

读者可能会发现，三层资产负债表有点像 M0、M1、M2。这种思路非常的好，但是 M0、M1、M2 体系，描述的是第三层资产负债表中企业的各类现金和准先进资产，而对第二层银行的可交存款，则存在着描述缺失。具体来看，他们的关系应该是，以上内容中，银行的可交易存款就是存款准备金，而基础货币 = M0 + 存款准备金（法定 + 超额），所以银行的可交易存款 = 基础货币 - M0 此外，第三层中的可交易存款（去除其中的非存款类存放）其实就是 M1，但有效头寸为“参与到银行间货币市场”的 M1 部分。

3、“真性紧张”与“假性紧张”

在讨论完“有效头寸”的概念以后，我们继续回到对银行间货币市场流动性的判断。刚才我

提到过，并不是“货币总量”充沛，就可以满足银行间货币市场的流动性需求，我们需要考虑到“有头寸”。此外，我们也谈及，只有当第二层、第三层资产负债表中的机构都平补掉缺口，才能使银行货币市场平稳运转。基于这一先决条件，我们发现，当市场发生流动性紧张时，分为两种情况：“真紧张”“与假性紧张”。

“真性紧张”即第二层的基础货币发生了不足，导致的流动性紧张。导致这一情况发生的原因，即是“第二层”向“第一层”产生了逆向的流动性流转。具体原因包括外汇占款降低、公开市场操作及其他货币工具投放的到期、央行发行央票等。具体情况我们将会《银行流动性管理那些事儿》第一篇中展开分析。

“假性紧张”即是第二层的基础货币自身充足，但由于其他原因导致的流动性紧张。“假性紧张”产生的原因，主要源自的实务操作层面，例如导致信用扩张的动力不足，或者由于流动性分配不均，信用扩张或头寸再分配效率有限等等。通过银行间市场慢慢创造、分配衍生货币需要一定的时间例如，在日初，第二层层面的银行层面总共的冗余头寸（超额准备金）为1000亿，但在第三层其他机构的缺口为3000亿，那第二层的银行只会融出1000亿，甚至800亿、500亿的资金，甚至不会去资给基金、券商，而是银行之间的平层流转。当这一批信用衍生完成之后，各托管行由于“映射”得了日初没有预计到的头寸时，会再进行下一步的衍生，直至整个第三层机构得到所需的衍生货币。这是资金面从紧张到缓解的写生图。但是在实务中，银行的头寸盘点肯定是趋于保守、自保为主，并没动力去完成“创造衍生货币以满足整个市场流动性”的天然使命。所以会发生“紧则更紧”、“松则松”的放大效应。这时候便需要央行出面，进行“窗口指导”等，进行微调，提高整个市场的效率。于央行如何观察市场，如何对“真性紧张”、“假性紧张”进行判断，进而采取行动，以及市场中发生的那些事情，请读者关注《银行流动性管理那些事儿》第三篇第五章的内容，我们将在第五章深入讨论。

（五）常见特殊案例分析

最后，我们再非系统性地谈一谈一些其他对以上理论应用有意思的事情，可以算是拿“三资产负债表”理论分析市场的实战吧。

1、债券和回购等特殊形态的现金流

债券作为一种标准化的债权凭证，债券在一级市场的发行和配置，以及上市后的二级市场买，都会在买方和卖方之间产生现金流，这样的现金流可能发生于任何层级之间：银行购买企业发行的券，算是信用扩张（二到三），基金购买企业发行的债券，不是信用扩张（三到三），基金将企业债卖给银行，等同于银行购买企业债券。基金购买银行发行的债券，是信用萎缩（把衍生货币交还给了行），基金把购买的银行债券卖给银行，是信用扩张（或者是信用萎缩的逆向，或者我们简单的看现金流是三到二，所以是扩张）。如果银行购买央票，则是二转一，即信用萎缩，银行交换给央行头寸。有一个很有意思的案例，如果基金向银行借钱，质押了国开债，算什么？银行的报表中风险资产总量没有增加。算是暂时性质的“基金把购买的银行债券卖给银行”，是信用扩张，因为资金回购虽然做一种资金业务，但是是建立在债券这种高流动性的资产之上的。基金购买银行债券时，相应的货币（寸）就已经间接被银行背书，在卖出或者质押（类似于短暂的卖出）时，则可以相应的使用银行信用

2、银行的可交易存款（基础货币）即是（银行间货币市场）有效头寸

例如，如果当银行间票据市场出现问题，流动性变差，银行远离这个市场时，会发生什么？票卖不掉了，“XX银行停止出资买票了”，所以“银行间市场紧了”——我们必须远离这些似是而非、模棱两可的说法。当银行之间进行票据转贴现交易时，卖票方得到头寸，买票方付出头寸，银行的总体可交易存款是平的，不会产生流动性总量的变化。因为银行之间的交易是“平层流转”，不产或消灭基础货币。假如票据市场出现问题，则具备头寸的银行会如何思考？观察资产端，票据比较烫，则“债券”、“买入返售金融资产”、乃至“存放央行准备金”，看起来都很安全。选择“债券”话则你从谁手里购买债券，谁就会得到头寸（如果对方是银行则银行间市场货币总量不变，如果是非机构则会产生信用扩张，使银行间市场货币总量增加）；选择“买入返售金融资产”就是出逆回购，选择债券类似（买入返售及卖出回购其实类似于一笔即期现券交易与一笔远期现券交易的组合，这点们在第三章，货币市场主要产品中有分析）；选择“存放央行准备金”，其实就是把钱还给央行，或说“什么都不做”，长此以往，就跟给自己“升准”没有区别。永远记住，并不是卖东西就会产生头，有卖就有买，有收款就有支付，影响头寸总量的应该是收付双方处于三层资产负债表的第几层，或说，这个现金流过程是否产生了信用衍生。

3、层内嵌套

这也是非常容易让人产生困扰的部分。比如刚才我们提到的，当基金出同存给银行时，货币市场流动性会减少。这是因为市场内的可交易存款减少了两份（基金和他的托管行），而增加了一份（

基金那里吸收同业存款的银行)；这个例子的简化版本就是，基金把在自己托管行存的活期结算款，成定期同业存款，那基金在短期内就无法再支配该款项，而其托管行其实没有增加头寸。比较令人困的是，在第二层资产负债表内，银行之间发生类似的事情呢？比如 A 银行在 B 银行存放了活期结算款，当 A 银行将其转为定期同业存款时会发生什么？第二层之间发生叠加关系了，感觉像是将空间折产生虫洞什么的。很可惜，什么都不会发生，存款总量不会发生变化。这是因为，当最开始 A 银行以期结算款方式存在 B 银行时，并没有产生类似基金存在 B 银行的“双份”头寸的效果。为什么？因为 A 银行存在 B 银行的头寸，并不是有效头寸，因为这部分存款不算在 A 银行的存款准备金内，只有放在央行的钱才是准备金。当 A 银行存给 B 银行时，这笔存款对于 A 来说就失去了有效性，无法缴，而 B 银行产生了更多的存款准备金，当 A 银行使用这笔存款购买资产时，等同于先将头寸调回，去使用，同时 B 银行失去了这笔存款的有效性。或者说，一笔头寸只能在支付结算层（第二层）产生份有效性。所以这只是带有债权属性的资金平层转移。为了便于理解，你也可以用一个奇特的角度，其理解为某一家银行的两家分行之间叙做同存（显然这不符合同业存款的定义，但也可以通过 ftp 间实现）。</p>

<p> (六) 总结 </p>

<p> 基于我国的存款准备金制度，以及支付清算体系，所有可交易存款都可被三层资产负债表描述。三层资产负债表之间的关系为向下描述、向下衍生。</p>

<p> 先看货币总量：当某一层内的角色资金产生平层流转时，货币总量不变；当第一层向第二层、第二层向第三层发生现金流转（向下）时，货币总量增加；当第三层向第二层、第二层向第一层发生金流转（向上）时，货币总量减少。</p>

<p> 再看市场流动性：银行间货币市场流动性不等同于货币总量。市场流动性总量为第二层中银可交易存款，与第三层中其他市场参与者可交易存款之和。第二层的总量取决于第一层央行的基础货投放；而第三层的总量取决于第二层所做的信用衍生，和市场参与者与非参与者之间的流转（场内场）。同时，只有第二层、第三层的流动性分别达到平衡时，市场总体才会达到平衡。其中，第二层的础货币尤为关键，否则会发生“真性紧张”。但即使第二层的基础货币充沛，第三层头寸严重不足时也会因为“假性紧张”而产生流动性不足。</p>

<p> 结成一段话：在三层资产负债表中，资金向下层流转增加货币总量，资金向上层流转减少货总量；市场流动性总量 = 第二层 + 第三层的有效头寸之和；但总量充足并不够，整个市场的平衡，要第二层、第三层分别同时满足平衡；其中第二层中的货币都是银行间货币市场的有效头寸，其总量衡取决于第一层的央行，而不受第二层自身及第三层影响；第三层中货币总量平衡取决于第二层对第层所产生的信用衍生，而且其中的有效头寸，还取决于市场参与者和非市场参与者的头寸分配，以及生过程和头寸再分配的效率。</p>

<p> 总之一句话：当第二层银行的头寸总量充沛时，理论上可以通过第二层、第三层之间的再分（平层间、场内外）和信用衍生达到平衡，但最终结果取决于实务操作层面的效率。如果银行层的总不足时，则必须、一定要靠央行投放基础货币。</p>