



No. 2230

Working Paper

# 从资金流向看流动性的内涵和机理

王国刚 相倚天

**【摘要】** “流动性”是金融领域中的一个基本概念，但学术界长期对此缺乏共识。马克思认为，货币流通推动了商品流通。凯恩斯提出了流动性概念，但缺乏清晰界定，存在着一系列缺陷。金融市场流动性的研讨，立足于卖方，忽视了买方的意向，将金融资产的变现性与流动性相混；实体企业的融资流动性，立足于资金需求者，忽视了资金供给者的要求。不论是金融市场中卖方持有的金融产品还是实体企业为融资发行的金融产品都是异质的，以此界定流动性，不免使得流动性的内涵杂乱无序。从学理上说，如果一个概念有着太多的内涵，它的科学性和适用性就将严重降低。从理论与实践的一致性角度看，应以货币资产（即资金）界定流动性的内涵，由此，在金融市场中的交易、实体企业的融资中，流动性都是由买方提供的。

**【关键词】** 资金流向 流动性 内涵 机理

**【文章编号】** IMI Working Paper NO. 2230



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 从资金流向看流动性的内涵和机理

王国刚<sup>1</sup> 相倚天<sup>2</sup>

**【摘要】**“流动性”是金融领域中的一个基本概念，但学术界长期对此缺乏共识。马克思认为，货币流通推动了商品流通。凯恩斯提出了流动性概念，但缺乏清晰界定，存在着一系列缺陷。金融市场流动性的研讨，立足于卖方，忽视了买方的意向，将金融资产的变现性与流动性相混；实体企业的融资流动性，立足于资金需求者，忽视了资金供给者的要求。不论是金融市场中卖方持有的金融产品还是实体企业为融资发行的金融产品都是异质的，以此界定流动性，不免使得流动性的内涵杂乱无序。从学理上说，如果一个概念有着太多的内涵，它的科学性和适用性就将严重降低。从理论与实践的一致性角度看，应以货币资产（即资金）界定流动性的内涵，由此，在金融市场中的交易、实体企业的融资中，流动性都是由买方提供的。

**【关键词】** 资金流向 流动性 内涵 机理

“流动性”是经济金融领域中的一个基础概念。从理论上讲，货币供求、货币政策、金融市场、社会再生产、产业资本循环、金融投资、国际资本流动和风险防范机制等均与流动性关联；从实践上看，货币政策调控对象和传导机制、金融市场走势变化、企业内源融资和外源融资、投资收益评估、风险压力测试、监管指标选择和化解系统性金融风险等也都与流动性相连；在更广的经济领域内，商品货币均衡、物价波动和通胀通缩、GDP 增长率、储蓄与投资、经济周期、国际资本流动、国际收支平衡等等都与流动性紧密相连。在经济学史上，20 世纪 30 年代凯恩斯提出了“流动性偏好”范畴以后，“流动性”就成为宏观经济学、货币银行学和主流金融理论的一个基础性概念。但如此重要的一个概念却长期缺乏基本共识，处于众说纷纭、莫衷一是的混乱境地。2007 年，兰德尔·克罗兹勒（Randall S. Kroszner, 2007）曾指出：在过去 6 个月，有 2795 篇文献涉及了流动性，但它们对“流动性”却有着 2795 种不同的界定。与罗格·弗格森（Roger W. Ferguson）2005 年所说的流动性并非是一个精确的概念<sup>3</sup>相比，克罗兹勒揭示的“流动性”界定在学术界中分歧更加突出。

<sup>1</sup> 王国刚，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心一级教授，中国社科院学部委员

<sup>2</sup> 相倚天，中国人民大学财政金融学院 2019 级博士生

<sup>3</sup> 参见 Roger W. Ferguson., 2005, Asset Prices and Monetary Liquidity. Retrieved from <http://www.Federalreserve.gov>.

从实践角度看，2006年“全球流动性过剩”的说法曾风靡国际舆论，明显影响了国际金融市场走势；2007年《政府工作报告》中强调要“综合运用多种货币政策工具，合理调控货币信贷总量，有效缓解银行资金流动性过剩问题”<sup>4</sup>；2008年美国金融危机爆发，在“现金为王”的背景下，破解流动性紧缺成为美联储的一项重要政策；2010年9月12日，《巴塞尔协议III》问世，将杠杆比率、流动杠杆比率等纳入了金融监管指标范畴，以降低银行体系的流动性风险。这表明，流动性已成为经济金融实践中的一个重要抓手。

“流动性”内涵的混乱，凸显了对其进行正本清源式梳理的理论价值和实践意义。毫无疑问，在经济金融运行中，究竟何为“流动性”？需要从本源予以探究和界定。国内外学者对“流动性”内涵的探讨涉及到了凯恩斯流动性、金融市场的流动性、实体企业的融资流动性、商业银行的流动性和宏观流动性等层面，限于篇幅，我们集中研讨前三个层面的内容。

## 一、马克思的货币流通理论

物资资料生产是人类各种经济活动的基本点。市场经济发展史上，货币产生使得物物交换转变为由货币媒介的商品流通。从每次交易的价格看，等量货币媒介着价值量相等的商品交易，由此，商品流通推进着货币流通，货币流通也推进着商品流通。马克思在阐述货币职能中将“货币”与“商品流通”视为等价范畴<sup>5</sup>。如果以W表示商品、G表示货币，则商品流通可表现为W-G-W-G...，货币流通可表现为G-W-G-W...。就此而言，不论是“货币”还是“商品”似乎均属流通范畴。如果不是停留在名称（即“商品”）上，而是深入到具体的商品交易中，就可发现同一商品的持续多次流通是缺乏经济意义的，也是与实践状况不符的。商品流通的实际状况是W<sub>1</sub>-G-W<sub>2</sub>-G...（其中，W<sub>1</sub>、W<sub>2</sub>等为使用价值不同的商品），即同一货币与使用价值不同的商品相交易，推进了商品流通。在这个过程中，对具体商品而言，一旦与货币交易后就退出了流通领域，即“商品一旦到达它充当使用价值的地方，就从商品交换领域转入消费领域”，<sup>6</sup>因此，并不存在它的连续性（或持续性）交易和由这种连续性交易所界定的“流通性”。在市场经济中，商品销售即“商品价值从商品体跳到金体上”，是商品的惊险跳跃，“这个跳跃如果不成功，摔坏的不是商品，但一定是商品占有者”。<sup>7</sup>因此，实体企业（即是商品生产者，下同）特别关注商品的销售进度和货款的回流状况，但这并不足以证明同一商品在

<sup>4</sup>引自温家宝《政府工作报告——2007年3月5日在第十届全国人民代表大会第五次会议上》，载中华人民共和国中央人民政府网站。

<sup>5</sup>参见马克思《资本论》第一卷第三章的标题，人民出版社2004年版。

<sup>6</sup>引自马克思《资本论》第一卷，第125页，人民出版社2004年版。

<sup>7</sup>引自马克思《资本论》第一卷，第127页，人民出版社2004年版。

流通中处于不断交易（从一个买家转手到另一个买家手中）从而有着持续的流通性。

与商品流通不同，在交易中，同一货币一次又一次媒介着使用价值不同的商品交易，表现为  $G-W_1-G-W_2\dots$ ，“商品流通直接赋予货币的运动形式，就是货币不断地离开起点，就是货币从一个商品占有者手里转到另一个商品占有者手里。或者说，就是货币流通”。更准确地说，“货币流通表示同一过程的不断的、单调的重复。商品总是在卖者方面，货币总是作为购买手段在买者方面。货币作为购买手段执行职能，是在同实现商品的价格的时候。而货币在实现商品的价格的时候，把商品从卖者手里转到买者手里，同时自己也从买者手里离开，到了卖者手里，以便再去同另一个商品重复同样的过程”。<sup>8</sup>货币通过与不同商品的连续性交易，表现出了它所具有的流通性。货币之所以具有购买力和流动性，基本成因是，货币作为价值体，代表着社会权利，“货币是一切权力的权利”。<sup>9</sup>商品与货币的交换过程，同时就是商品生产者的私人劳动获得社会承认的过程。如果这一交换不成功，则生产商品的私人劳动不能转换为社会劳动，生产者的再生产就将难以为继。

值得一提的是，受用持币者意愿、使用货币所需条件和制度约束等因素的制约，货币所具有的流通性也存在着差异。在贵金属货币条件下，处于窖藏状态的金银币不直接具有流通性，在零售小额交易中大额货币（如英镑）的使用常常受到限制，非官方铸制的金银在正规场合难以购物，因此，它们的流程度有着明显差异。在信用货币条件下，定期存款并不直接具有流通性，在使用电子货币的场合纸币受到限制，在使纸币的场合电子货币受到限制。显然，并非所有的货币在任何条件下都具有流通性。

在实践中，各种具有支付功能的金融工具（不论其是否纳入货币统计范畴）都有着货币功能，也都有着流通性。马克思指出：“商业信用，即从事再生产的资本家相互提供的信用。这是信用制度的基础。它的代表是汇票，是一种有一定支付期限的债券，是一种延期支付的证书。”<sup>10</sup>商业信用的金融工具载体由商业本票和商业承兑汇票等构成（简称“汇票”）。“随着商业和只是着眼于流通而进行生产的资本主义生产方式的发展，信用制度的这个自然基础也在扩大、普遍化和发展。大体说来，货币在这里只是充当支付手段，也就是说，商品不是为了取得货币而卖，而是为取得定期支付的凭据而卖。为了简便起见，我们可以把这种支付凭据概括为票据这个总的范畴。这种票据直到它们期满，支付日到来之前，本身又会作为支付手段来流通；它们形成真正的商业货币。就这种票据由于债权和债务的平衡而最后相互抵销来说，它们是绝对地作为货币来执行职能的，因为在这种情况下，它们已无须最后转化为

<sup>8</sup> 引自马克思《资本论》第一卷，第 137 页，人民出版社 2004 年版。

<sup>9</sup> 引自马克思《资本论》第一卷，第 825 页，人民出版社 2004 年版。

<sup>10</sup> 引自马克思《资本论》第三卷，第 542 页，人民出版社 2004 年版。

货币了。就像生产者和商人的这种相互预付形成信用的真正基础一样，这种预付所用的流通工具，票据，也形成真正的信用货币如银行券等等的基础。真正的信用货币不是以货币流通（不管是金属货币还是国家纸币）为基础，而是以票据流通为基础”。<sup>11</sup>与此同理，在现代电子技术条件下，各种“一卡通”等虽不计入货币统计范畴，但在确定的范围内也具有流通性。

从商品流通中可以看到，“流通性”有着三个主要特征：第一，它的直接载体是货币和具有货币功能的金融工具（如商业票据等，下同）。第二，它反映的是货币和这些金融工具所具有购买力（或支付能力，下同）。第三，在商品交易中，它持续地与不同商品交换而表现出流通性。在商品交易前，它通常由买方持有，表现为买方的需求；在商品交易中由买方支付给卖方，它是在购物中持续地由买方支付给卖方的等价流量，因此，有着明显的“流向”界定。

## 二、凯恩斯的“流动性”多元内涵及缺陷

从学说史角度看，“流动性（liquidity）”一词何时进入金融领域不得而知。希克斯（Hicks, 1962）查寻后认为：“如果翻看一本关于货币和金融领域的较早的实用书籍，似乎很难找到使用‘流动性’一词，它似乎最早出现于 20 世纪 30 年代的《麦克米伦报告（Macmillan Report）》（1931 年公开出版）和凯恩斯的主要著作中。”

20 世纪 30 年代初，由美国引发的全球经济危机爆发，为了选择应对举措，英国政府委派“金融产业委员会”对英国的金融业和工商业现状进行专项调查研究，该委员会以麦克米伦议员为首，凯恩斯是其中的委员之一。1931 年该委员会向国会提交了《麦克米伦报告》，认为在英国金融制度中存在着对中小企业融资壁垒现象（后称“麦克米伦缺口”）。该报告第 7 章《黄金和黄金的分布》认为，黄金产量不足可能会导致其他商品相对于黄金的价格下跌。黄金产量天然分布不均，而贸易不平衡更是加剧了这种不均。如果没有明确的干预措施，由于黄金供应不足而导致的价格下跌无疑将在未来发生。“在国际贸易中，使用资源换取包括黄金在内的流动性债权（liquid claim）的偏好对价格的影响与原始社会中的囤积行为是一样的”。流动性囤积（liquidity excessive）的后果比黄金短缺更严重。要改变黄金分布的不均是很难的。该报告提出一个大胆的建议，即持有黄金储备主要不是为了支持国内购买力，而是为了满足国际贸易平衡的不足（即建议英国放弃金本位）。该报告第 9 章《国际投资专题》强调：“流动性（liquidity）再次成为一个不利因素（drawback）——（居民）不愿冒险储蓄

---

<sup>11</sup> 引自马克思《资本论》第三卷，第 450-451 页，人民出版社 2004 年版。

是加深大萧条的重要原因，其影响不亚于企业不愿借贷和扩张。”<sup>12</sup>在这个报告中，“流动性”指的是以黄金为载体的国际货币，“流动性囤积”即为黄金囤积，“流动性债权”是国际贸易中买方未付货款所形成的卖方债权。

20世纪30年代，凯恩斯将“流动性”一词引入了主流经济学，先后在《货币论》（1930）和《通论》（1936）等著作中使用了流动性的概念，其内涵主要有四：其一，无损失的变现能力。在《货币论》中论及以何种方式投放贷款时，凯恩斯认为银行可以在承兑汇票和通知贷款、直接投资、给客户透支等方式中选择，“一般来说，与直接投资相比，给客户透支可以取得较大收益；而与承兑汇票、通知贷款相比，直接投资更有利可图。但是上述收益顺序并不是不可变的。从另一方面来说，承兑汇票和通知贷款比直接投资较为可靠地兑换成现金而不遭受任何损失；而直接投资比透支更具流动性。……总之，这种变化受前面所提及的收益性和流动性的影响。例如，当银行家感到投机活动和商业繁荣将要达到一个危险阶段时，他们将倍加关注其流动性低的资产的安全性问题，并设法将这部分资产转为具有较高流动性的资产”。<sup>13</sup>在此，在凯恩斯提出的“流动性”立足于银行贷款的本息回流，强调应重视贷款资产的变现性（即承兑汇票、直接投资和透支等形成的资产在不遭受任何损失的条件下转变为货币资产的难易程度差别）。这些分析与其对“银行资产转换的可能性”界定是一致的。其二，货币需求。在《通论》中论及个人消费偏好时，凯恩斯对大众的灵活偏好心理做了分类界定，认为：“对灵活偏好的三种分类可以这样定义：（1）交易动机，即个人或企业在当前交易中对货币的需求；（2）谨慎动机，即由与总资产的一部分等值的未来货币的安全需求引起的货币需求；（3）投机动机，即希望从比市场关于未来情况知道更多从而获利引起的货币需求。如果我们考虑资本边际效率，对高度组织的资本市场的需求会带给我们一个两难抉择。因为在不存在资本市场的情况下，处于谨慎动机的流动性偏好会上升，而如果有组织的资本市场存在，由投机动机引起的灵活偏好又会大幅度波动”。<sup>14</sup>在论及储蓄动机时，凯恩斯认为：“流动性动机——持有流动性资源以应付紧急情况、困难及萧条”是政府部门、大公司等的一个重要储蓄动机。<sup>15</sup>在这些论述中，“流动性”主要表现为对货币的需求，因此，被后人纳入到凯恩斯的货币需求理论范畴。其三，资产的适销性（marketability）。《通论》在论及利率与货币关系时，凯恩斯提出了“流动性保险金”概念，认为：“他们所愿意支付的数额

<sup>12</sup> 具体内容参见 Stamp J. C., 1931, The Report of the Macmillan Committee. The Economic Journal, Vol. 41, No. 163, pp. 424-435.

<sup>13</sup> 引自凯恩斯《货币论》，载《凯恩斯文集》中卷，第212页，中国社会科学出版社2013年版。

<sup>14</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第72页，中国社会科学出版社2013年版。

<sup>15</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第45页，中国社会科学出版社2013年版。

（用自身来衡量），为获得方便和安全的潜在处理权（除去利润或这项资产的持有成本）所支付的数额，我们称之为流动性保险金”，并认为：“不同商品在其内部均可具有不同等级的流动性保险金，比如货币在安全管理方面就能带来不同的持有成本，但本质的区别在于货币和其他非货币资产之间，货币的流动性保险金超过它的持有成本，而其他资产的持有成本超过流动性保险金”，<sup>16</sup>“流动性和持有成本是同等重要的，只有前者相对于后者较高时，货币的独特性才存在”。<sup>17</sup>一些文献在引用了凯恩斯的这段话后，将“流动性”的含义延伸解释为资产的适销性。阿恩特(Arndt, 1947)认为，流动性是资产的类货币性(the degree of moneyness)，即与普遍接受的支付工具的近似程度或易于转换为货币的程度。赫舒拉发(Hirshleifer, 1971)进一步认为，资产在使用过程中并非一定要转换为货币，他将流动性界定为“资产能够在一定时间内转换为可用于即时消费或再投资的形式的能力”。其四，流动性内涵不确定。凯恩斯认为：“并不存在流动性的绝对标准，存在的只是流动性的相对标准——在估计不同财富持有形式的相对吸引力时，账目中必须考虑的一项变动的保险金额，在考虑利润和持有成本的基础上做这种考虑。是什么带来流动性是很模糊的观念，且不同时期会发生变化，依赖于社会习惯和制度”。<sup>18</sup>不难看出，在凯恩斯的理论中“流动性”并非是一个可以清晰准确界定的概念。不仅如此，他的“流动性”范畴中还存在着一系列重要缺陷。

第一，未能说清“无损失”(without loss)的确切含义。凯恩斯之后，一些经济学家试图修补这一不足，但均无功而返。卡尔多(Kaldor, 1939)认为，凯恩斯的“流动性”在某种意义上与“完美可销售性(perfect marketability)”概念非常接近，即商品可以在任何时间以相同价格或几乎相同的价格出售的性质，因此，它可理解为具有完全流动性的资产存在一个价值基准，但这在现实中是不存在的。布隆芬布纳(Bronfenbrenner, 1945)将“无损失”的特点描述为商品的“完美流动性”，指的是商品持有人(出售商品后)确定可获得扣除通胀因素后的商品货币成本与商品在使用过程中的折旧的差额。这种变现结果虽然可以使持有人免受实际价格下跌的损失，但却没有考虑到持有人在持有期间获得的其他回报(值得注意的是，布隆芬布纳给出的定义中流动性的对象是商品而非债券等金融资产)。希克斯(Hicks, 1962)则将“没有损失”解释为，“在短期内变现的价格与在较长时间内变现的价格几乎相同”。

第二，逻辑矛盾。哈耶斯(Hayes, 2018)认为：“如果将流动性定义为资产转换为货币

---

<sup>16</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第95页，中国社会科学出版社2013年版。

<sup>17</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第101页，中国社会科学出版社2013年版。

<sup>18</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第101页，中国社会科学出版社2013年版。

的难易程度，那么‘货币的流动性’则看起来是同义语的反复”，在《通论》中，凯恩斯重点讨论了货币的流动性，同时提到了“在农业经济时代，土地是最具流动性的资产”，但土地的可转换性显然较低。维多利亚·希克（Victoria Chick，1983）指出：“不仅要按当前价格计算即时可转换性，还要按未来价格计算即时可转换性。如果资产作为价值存储而持有，则其流动性取决于其在未来日期的价格。资产的流动性程度可以根据其未来价格的不确定性来确定”。鉴此，哈耶斯得出结论，凯恩斯所说的流动性（liquidity）和可转换性（convertibility）是两个相互独立的概念，凯恩斯在《通论》中的流动性应定义为“相对于长期期望状态变化的价值的稳定性”。

第三，不同语境中的“流动性”差异甚大。一些经济学家认为，在凯恩斯理论中，“流动性偏好（liquidity preference）”和“流动性”是两个不同的概念。Culham（2020）认为：“流动性偏好描述的是投资者在货币、期限很短的类货币资产和具有资本不确定性的长期资产（这类资产向货币等交易媒介的转换率依赖于市场流动性）三者之间的选择”。公众愿意放弃利息收入而持有短期价格受保护的资产，是因为长期资产投资的资本和价格，取决于市场流动性，即其存在不确定性。投资者对资产的流动性偏好，实质是对资本（或本金）安全性的偏好。市场流动性（market liquidity）与流动性偏好理论中的“流动性”不同，市场流动性高并不表示资产的未来价格或收益具有的不确定性较低，然而较低的不确定性事实上正是流动性偏好的本质。例如，交易所买卖的股票通常具有较高的市场流动性，但价格波动也较高。流动性偏好可以视为对安全资产（如货币或类货币资产）的需求，指的是投资者倾向于避免具有资本不确定性的资产，而转向具有价格保护功能的资产，而不仅限于货币的资产（Ricks，2016）。

第四，“流动性”内涵不能满足分析的需要。凯恩斯认为：“财富所有者在任何时期用以表达他们对流动性的感觉的偏好是确定的，可以满足我们分析经济系统行为的需要。”<sup>19</sup>但实际上，他给出的流动性定义并不能满足经济金融分析的需要，如何使资产流动性的概念更加贴近实际交易情景从而利于研究分析成为学者们面临的重要挑战。Grossman and Miller（1988）明确指出，凯恩斯给出的流动性概念难以用数学语言准确描述，例如，芝加哥交易所的国债期货市场肯定比本地住宅市场流动性更高。但是二者的流动性具体差多少呢？它们之间的决定性区别是什么？国债期货市场的公开报价模式是否是其巨大流动性的来源或者还有其他原因？同时，“资产变现的难易程度”的说法也无法应用于真实交易场景。资产在变

---

<sup>19</sup> 引自凯恩斯《就业、利息和货币通论》，载《凯恩斯文集》上卷，第101-102页，中国社会科学出版社2013年版。



现（包括转变为法定货币或者其他类货币资产）过程中，资产持有者付出的交易成本（如成交价低于市场现有报价的部分）、完成交易的时间等均受到交易量大小的影响，难以直接体现。

### 三、金融市场流动性的多重含义

20世纪70年代以后，随着美国金融创新的展开，资本市场快速发展，由此，凯恩斯提出的流动性概念在沉寂了30多年后再次被诸多经济学家热议，基于金融资产交易的需要，市场流动性（market liquidity）概念应运而生<sup>20</sup>。在研讨初期，西方学者并不直接定义市场流动性的内涵，主要通过描述金融市场中的流动性特征来间接界定市场流动性，这种描述大致可分为定性和定量两类。

在定性描述方面，Black（1971）认为，股票市场只要具有了三个特征也就具有了流动性：一是想要立即买入或者卖出少量股票的报价总是存在的，且买卖双方报价差距很小；二是在没有其他信息的条件下，投资者可以接近市场现行价格的水平在较长的时间内买卖大量股票；三是投资者即刻买卖大量股票需要支付额外的成本（溢价买入或者折价卖出），成本高低与交易量大小正相关。Myers and Rajan（1998）做了更加简洁的描述，流动性好的资产需满足以下条件：资产易于估值（value）且潜在买方没有理由去怀疑资产的质量（suspect a “lemon”）；资产拥有众多不受财富约束（wealth-constrained）的潜在买方；资产拥有发达的机构来推动询价和交易。从这些定性分析看，“流动性”的含义已从“货币”转向了金融资产的“变现性”，或者说，从金融资产的买方转向了金融资产的卖方。由于货币在质上是同一的，只有量的区别，所以，在以货币界定的场合，流动性的含义是清晰的；但各种金融资产在质上有着种种差异，难以在量上统一计算，由此，在以卖方界定的场合，流动性的含义就必然千差万别了。

在以金融资产变现性界定流动性的基础上，一些学者进一步研讨了不同类型金融市场中出现的流动性差异。市场微观结构理论（Market Microstructure Theory）从交易中价格形成机制和市场结构角度展开分析，试图对市场流动性差异背后的逻辑做出理论解释。在金融交易中，瓦尔拉斯认为“拍卖者”假设<sup>21</sup>在现实中并不成立，与此相反，买卖双方之间因供求时

---

<sup>20</sup> 鉴于金融资产流动性不具有操作层面的意义，并且与市场流动性息息相关，故将对资产流动性的度量方法放在市场流动性中一起讨论。

<sup>21</sup> 瓦尔拉斯的拍卖者假设，即在拍卖人最终喊出能使市场供求相等的价格以前，参与交易的人只能报出他们愿意出售和购买的数量，但不能据此进行实际交易。只有在拍卖人喊出的价格恰好使得供求相等时，交易各方才可以实际成交。

间上不完全同步而产生的“脱节”（gap）却是真实存在的（例如，如果所有买者都在周一到达市场，而所有卖者都在周二到达市场，即使买卖双方对资产基准价值的估计是一致的，交易也无法达成）。为市场提供流动性的做市商（或称中介，intermediary）可以解决买卖双方供求时间不一致的问题，他们将帮助买卖双方达成交易（例如，在星期一向买方出售，在星期二从卖方购买资产），并从买卖价格的价差中赚取收益（Demsetz, 1968）。市场微观结构理论的代表人物 O'Hara(2003)则认为，流动性指的是买卖双方的匹配度(Liquidity refers to the matching of buyers and sellers)。基于流动性的买卖价差是交易者的交易成本，类似于投资者承担的税款。如果这些成本足够大，它们会因降低净资产收益率而有损资产价格，故而引入更有效的交易制度，减少市场摩擦来降低这些成本会对资产价格产生直接的积极影响。在这些文献中，流动性成为金融资产“成交”的代名词，资金供给方（即买方）和资金需求方（即卖方）之间的资金流向被进一步模糊了。

在金融资产定性描述的基础上，一些学者从资产定价等角度展开了“流动性”的定量刻画。Lippman and McCall（1986）认为：“资产的流动性是在最优（价格）策略下出售资产预期所需的时间”，更确切地说，资产流动性可以表示为完成交易所需的时间和变现价格的函数，其中，并未考虑到交易量对交易时间和交易成本的影响。Kyle（1985）从连续拍卖场景出发，将市场流动性分为三个方面：一是市场紧密度（tightness），即在短时间内改变头寸所要支付的成本，通常以买卖价差度量（做市商在做市服务方面的竞争越激烈，则买卖价差可能越小，市场紧密度越高）；二是市场深度（depth），即使资产价格发生给定幅度的变动所需要的交易量；三是市场恢复力（resiliency），即资产价格在遭遇一个随机的、受不充分信息引导的冲击后回到均衡状态的速度。此外，还可以包括市场宽度（breadth），即卖方最低报价与买方最高报价之差。在 Kyle 理论的基础上，Moorthy（2003）将市场流动性分解为时间、价格、交易量三个维度的流动性曲面，以此反映资产的市场流动性状况。<sup>22</sup>这些认识在实践面表现为，Van der Merwe（1999）将具有流动性的市场描述为“交易者能够很快地执行大额交易，且对现有市场价格影响很小”的市场；IMF（2008）在《全球金融稳定报告》中将市场流动性定义为资产持有人将资产变现且不对价格造成显著影响的难易程度。Holden et. al（2014）总结到，市场流动性（也称市场的交易流动性，transactional liquidity）可以简要解释为“能够在短时间内以低成本交易大量证券的能力”。在这些场合，“流动性”成为度量金融资产卖方在金融资产“变现”能力的概念，其流向是从卖方流向买方，与资金的流向正好

<sup>22</sup> 需要说明的是，流动性曲面的三个维度为：（1）时间：以给定价格完成给定交易量的交易所需时间；（2）价格：在给定交易时间内完成给定交易量的交易所花费的交易成本，通常以买卖价差表示；（3）交易量：在给定时间内以给定价格可进行的最大交易量。

相反，结果是在研讨金融资产流动性中资金供给者（买方）的诉求和行为特点被忽视了。

资金（即货币资产）是金融资产交易的媒介和价格度量的基础。由于金融市场中各种金融资产变现性之间存在着很强的相互影响，所以，一旦将市场流动性界定为金融资产变现性，受各种金融资产差异性的制约，要准确度量金融资产的流动性也就困难重重；如果再将金融资产卖方对收益的期待（或预期）纳入其中，则流动性的含义就更加难以捉摸了。以股票和债券为例，各种度量流动性的方法差别甚大。

### 1. 股票市场的流动性度量

从股票市场的流动性看，根据测算流动性所使用的数据频率，可将流动性指标分为基于低频（日度或月度）交易数据的流动性指标和基于高频（日内逐笔）数据的流动性指标两大类（Goyenko et. al, 2009）。

从基于高频数据的流动性指标看，相关文献大多以买卖报价差（bid-ask spread）作为度量市场流动性的主要指标。其基本界定是，在给定时间内，最低卖方报价和最高买方报价之差。在这些文献中，国内外学者基于逐笔交易和报价高频数据（TAQ）所计算的买卖报价差的度量方式主要有四种：一是绝对报价价差，即最高买价和最低卖价之间的差；二是绝对有效价差，即交易价格和最优买卖报价中间值之差的绝对值的两倍；三是相对报价价差，即绝对报价价差除以最优买卖报价的中间值；四是相对有效价差，即绝对有效价差除以最优买卖报价的中间值。在这四种方法中，一些人认为，相对买卖价差克服了股票价格高低对指标的干扰，因而更加合理（张峥等，2013；Chung and Zhang, 2014；Fong et al., 2017）。但给定时间内的买卖报价差只体现了流动性的价格维度，要反映真实的市场流动性状况，必须同时考虑交易时间和交易量，由此，日度买卖报价差由日内各时间间隔内的买卖价差加权平均后得到，其权重为每个时间间隔内的成交额占日成交额的比例。在计量分析中，买卖报价差指标的局限性有三：其一，中国交易数据的可得性较差，国外文献中通常使用逐笔交易数据计算日内买卖价差（Goyenko et. al, 2009），但中国只能得到 5 分钟内的交易数据（张峥等，2013）；其二，这一指标不能反映连续的卖单或买单对价格造成的冲击，而市场价格对连续卖单或买单的反应正是市场流动性的直接体现；其三，买卖价差主要受存货成本、交易成本和信息不对称因素的影响。中国的股票交易以散户交易为主，没有采用美国的做市商连续交易制度，交易机制的差异使得这一指标可能不适用中国市场。类似的指标还有市场深度，即在当期买卖报价下可以完成的最大成交量，也存在相同缺陷。后续研究拓展了买卖报价差指标，使其在不可获得日内高频交易数据的情形下也能估计流动性水平。例如，Goyenko et al.（2009）和 Holden（2009）提出的有效指针（effective ticks）；Corwin and Schultz（2012）

的买价（最高价）和卖价（最低价）比值法；Abdi and Ranaldo（2017）提出的基于股票收盘价、日内最高价和最低价的数据计算的价差指标（即日内收盘价的对数值，日内最高价对数值和最低价对数值之差）。

从基于低频数据的流动性指标看，海外学者提出了价格效应和反转效应。价格效应（price impact）是指股票交易量对股票价格变动的影响（Kyle，1985）。他们认为，在没有成交量时，股票的价格变化完全受基本面驱动；在交易量放大的驱动下，股票价格变化则主要受买卖压力的影响（Vayanos and Wang，2013）。在此基础上，他们提出了多种指标以度量和分析价格效应的规模：其一，Amivest 公司提出了 Amivest 比率，该比率用以度量市场深度，其界定是股价每变动一单位所需要的成交量，即成交量与价格变动的比率。但这一指标有着一个缺陷，即由于大盘股的成交量较大，基此计算的数值必然显著高于小盘股，难以比较大盘股和小盘股之间的流动性差异（Marsh and Rock，1986）。Hui-Heubel 比率对此进行了修正，将公司规模纳入其中，即分子为当日成交价格的振幅，分母为一段时间内成交量与收盘价的平均值和流通股总数之比。其二，从股市交易中的换手率对股价波动的影响入手，提出了 Martin 比率，即股票换手率和价格波动幅度之比。它与早期度量价格效应的方法（如 Dubofsky and Groth，1984）的区别在于，使用 20 个交易日日度收益率的绝对值之和与成交量之和的比值来度量流动性。其三，Amihud（2002）提出了非流动性指标  $ILLQ_{iy}$ <sup>23</sup>。该指标与股票流动性呈反比，考察了促使股票价格发生单位变动所需要的交易规模。中国股市中存在着与海外不同的特点（如涨跌停板制度限制等），这决定了各种价格效应的指标难以直接用于中国股市，鉴于此，中国学者基于中国股市机制提出了自己的认识。刘海龙和仲黎明（2006）在 Hui-Heubel 比率的基础上进行了优化调整，并提出了有效流速指标，即股票的日换手率与日内价格振幅之比；熊海芳和齐玉录（2019）在纳入涨跌停板等中国股市的特殊制度后，提出了改进版的流动性指标。

反转效应（price reversal effect）是股市价格效应的一种特殊情形。首先是 De Bondt and Thaler（1985）发现股票具有均值回复的特征，后续有研究解释为流动性较差的股票对信息可能存在过度反应，从而在市场完全消化信息后，其反转效应表现更为明显（Pástor and Stambaugh，2003）。<sup>24</sup>

<sup>23</sup>  $ILLQ_{iy} = 1/D_{iy} \sum_{d=1}^{D_{iy}} (\frac{|R_{iyd}|}{VOLD_{iyd}})$ ，（其中， $R_{iyd}$ 和 $VOLD_{iyd}$ 分别为股票*i*在第*y*年第*d*天的收益率和成交额， $D_{iy}$ 为股票*i*在第*y*年的总交易天数， $|R_{iyd}|/VOLD_{iyd}$ 衡量了每日成交额所引起股票价格变动百分比的绝对值）。

<sup>24</sup> 他们采用如下方程式计算个股的流动性： $r_{i,d+1,t}^e = \theta_{i,t} + \phi_{i,t} r_{i,d,t} + \gamma_{i,t} \text{sign}(r_{i,d,t}^e) \cdot v_{i,d,t} + \epsilon_{i,d+1,t}$ 。式中 $v_{i,d,t}$ 表示该股票在第*t*月第*d*天的成交量， $r_{i,d,t}^e$ 与 $r_{i,d+1,t}^e$ 分别为股票在第*t*月第*d*天的收益率和第*d*+1天的超额收益率。其中， $r_{i,d,t}^e = r_{i,d,t} - r_{m,d,t}$ （ $r_{m,d,t}$ 为根据流通市值加权的市场收益率）。 $\text{sign}$ 为符号函数，当 $r_{i,d,t}^e$ 为

如果一项资产主要由对冲基金等高换手率的投资者持有，那么，潜在购买者完成交易的搜寻成本就会低得多，其流动性也就更好。基于这一观点，Mahanti et al. (2008) 提出了潜在流动性指标，即持有某项资产的所有投资者的换手率的加权平均值，这一指标尤其适用于债券等流动性较差的资产。除此之外，还有成交量，换手率，零收益率天数 LOT (Lesmond et al., 1999) 等其他基于交易行为的流动性指标。

价格效应和反转效应从不同角度反映了市场流动性，二者有着互补关系 (Vayanos and Wang, 2013)。从形式上看，计算反转效应更简单，内在机理是：其一，计算价格效应需要更多的交易订单数据；其二，价格效应不能说明成交量是价格变动的原因，因为价格变化或者其他公共信息也可能导致成交量放大；其三，即使价格变动完全由成交量驱动，价格效应需要完全识别出流动性需求者所执行的交易，但在计算过程中，通常使用的根据成交价与最优买卖报价中间值的大小区分卖单和买单的方法可能存在错误。例如，由于做空制度的规定，卖空交易 (short sales) 的成交价通常会高于现行的市场价，使其被分类为买单，可能导致低估卖空交易的价格效应 (Asquith et al., 2010)。做市商的交易数据使得准确识别卖单或买单成为可能。Hendershott et al. (2011) 和 Edwards et al. (2007) 使用做市商的交易数据和存货信息分别研究了股票和债券市场的流动性。估计价格效应的困难反映了一个重要的理论问题，即价格效应不仅包括了交易量导致的价格暂时性变动 (反转效应主要反映这一影响)，还包括交易所传递的信息造成的价格的永久性变动。正如 Kyle (1985) 所指出的那样，在做市商是完全竞争且风险中性的条件下，反转效应应当为零。但即便如此，市场也并不具有完全流动性，正的价格效应恰恰反映了反转指标所没有反映出的非流动性。

## 2. 债券市场流动性

债券市场与股票市场有着明显差异。债券交易通常分散在场外市场中，一般很难获得逐笔交易的数据，由此，基于高频交易数据的日内流动性指标不适用于债券市场，如有效报价差等。学者们度量债券市场流动性的思路主要有两种：一是根据债券交易特征寻找新的流动性度量方法；二是套用基于低频交易数据的股票市场流动性指标 (李焰和曹晋文, 2005; 时文朝, 2008)。虽然也有学者利用债券市场披露的特定时段内的高频数据计算买卖报价差来度量债券市场流动性 (Bessembinder et al., 2006; Goldstein et al., 2007; Edwards et al., 2007 等)，但这一方法的适用性受到数据可得性的制约。长期以来，学术界和实务界对债券市场流动性的度量方法没有达成共识，指标选择的差异性很大。

---

正值、零和负值时分别取 1、0 和 -1。股票在第  $t$  月的流动性指标等于  $\gamma_{i,t}$  估计值的绝对值。对单只股票流动性指标进行平均即可得到整个股票市场的流动性。

Fleming (2001) 较早对美国国债市场的流动性度量指标作了系统的归纳, 主要包括度量市场深度的指标, 如日内最高价和最低价之差、日内最优买卖报价时的报单量或成交量, 此外, 还涉及到成交量、换手率、主动买单与主动卖单的成交额之差等其他指标。但这些指标难以实时反映债券市场的流动性, 因此, 实践中常用新券和老券的到期收益率之差来衡量债券的流动性。内在机理是, 在新券和老券的收益现金流相同的条件下, 二者的收益率差异主要源于流动性差异——新债的流动性越好, 市场价格越高, 到期收益率越低, 但这可能受到市场微观结构的影响。

Bao et al. (2011) 认为, 市场非流动性成因在于市场存在摩擦。假定这些摩擦源自交易成本和资本流动的限制等因素且其影响是暂时性的, 那么, 可以将债券的净价分解为基本面决定的价值和由市场非流动造成的短期扰动项两部分, 后者与前者独立且是随机游走的, 基于此, 可以定义市场非流动性的指标 $\gamma$ , 进而将由非流动性因素引起的价格短期波动部分从观察到的债券价格中分离出来,  $\gamma = -Cov(\Delta p_t, \Delta p_{t+1})$ , 其中 $\Delta p_t = p_t - p_{t-1}$ 。以投资级公司债券为样本, 发现该方法比买卖报价差、交易天数占比等指标能更好地解释流动性对债券收益率的影响。

Schestag et al. (2016) 详细比较了债券市场上的流动性度量指标在时间和截面两个维度上的一致性。他们从交易成本角度来定义债券市场的流动性, 先基于美国公司债券市场的高频(逐笔)交易数据<sup>25</sup>改进或重新测算了8个债券流动性度量指标<sup>26</sup>, 然后以此为基准, 同基于低频的日度交易数据构建的流动性指标进行对比, 发现两者均可以较好地反映债券市场的真实流动性水平, 这些指标计算方法与股票市场流动性度量指标基本一致, 不再赘述。其中, Corwin and Schultz (2012), Hasbrouck (2009) 和 Roll (1984)<sup>27</sup>提出的以 High-Low spread 为基础的三种指标最为有效, 但价格效应指标与基准的一致性较差。B. Nieto (2018) 更进一步, 在理论上放松了 Corwin and Schultz (2012) 指标给定的交易在日度上连续且波动率与时间成比例的假设, 使其更适用于通常不连续交易的债券市场。

### 3. 股票和债券市场流动性的联动

股票市场和债券市场流动性的联系非常密切。尽管股票收益率和债券收益率之间的无条

<sup>25</sup> 美国公司债券市场要求强制披露 18 月之前的所有场外交易数据, 因此可以得到逐笔交易的详细信息, 包括交易的性质 (买单、卖单或交易商主动交易)

<sup>26</sup> 这些指标包括

P\_PI\_Roll, P\_PI\_Gibbs, P\_PI\_EffectiveTick, P\_PI\_FHT, P\_PI\_HighLow, P\_PI\_Spread\_BGN, P\_PI\_Spread\_CBBT 和 P\_PI\_Spread\_Mean。

<sup>27</sup> Roll (1984) 提出的流动性指标公式为  $S = 2\sqrt{-Cov(\Delta p_t, \Delta p_{t-1})}$ , Hasbrouck (2009) 在其基础上进行了完善; Corwin and Schultz (2012) 也基于 High-Low spread 构建指标, 具体计算公式为:  $S = \frac{2(e^\alpha - 1)}{e^\alpha + 1}$ , 其中 $\alpha$ 是一个由股票的最高和最低价格计算的参数。

件相关性很低（Campbell and Ammer, 1993），但是二者的方差却呈现高度相关性（Fleming et al., 2003）。Chordia et al.（2005）首次证实了股票市场流动性和债券市场流动性之间的存在显著的关联波动，且指出这可能是市场交易行为导致的资金跨市场流动的影响。例如，一个负面信息冲击可能导致投资者为追求安全（fight to quality）而抛售股票买入债券；反之，当股价大幅上涨时可能吸引投资者将资金由债市转入股市，即二者之间存在相互影响。但这也可能是因为两个市场的流动性都受到某些共同因素的影响，如做市商的存货风险、货币政策的松紧等。Goyenko and Ukhov（2009）进一步分析二者之间的双向因果关系，证明了资金跨市场流动确实存在；股票市场流动性对货币政策放松的反应存在滞后性，而债券市场流动性则会立即反应，因此，债券市场流动性是货币政策传导到股票市场流动性的中介。但他们在论证传导过程时，并未严格排除可能存在的货币政策影响股票市场流动性的其他渠道。王茵田和文志瑛（2010）使用相同的方法研究发现中国股票市场和债券市场之间的流动性关系也支持 Goyenko and Ukhov（2009）的结论。

在股票市场和债券市场等金融市场中，在买入证券（股票、债券等）之前，买方（即投资者）拟投资的资金通常存放于存款账户中，与其他用途的存款融为一体，难以直接表现为购买证券的资金量；只有在证券成交时，买方才按照成交额支付所需资金（即流动性），因此，以成交量（或相似指标，如成交价、换手率等）计算金融市场的流动性似乎无可厚非。但这种计量方法有三个问题需要厘清：一是谁提供了流动性？在证券交易中，买方提供了资金并买入证券，使得卖方的证券得以卖出。如果买方不买入证券（从而不提供资金）则卖方的证券就将滞留于手中，因此，不是证券（或金融资产）自身具有流动性，而是资金具有流动性。二是成交量能够提供哪些信息？证券成交是买卖双方共同行为的结果，具体情形相当复杂。成交量增加、成交价提高、成交频率加快等几乎都可以证明流动性增加，反之，几乎亦可证明流动性减少（或紧缺）。但在一些条件下，这些指标又常常难以与资金的多少（或松紧）直接挂钩。以股市为例，总成交量增加可以在成交价下跌时发生，成交价上升可以在成交量减少时发生，换手率提高既可以在成交价上行时发生也可以在成交价下行时发生，如此等等。由此，从入市资金数量增减看，成交量、成交价、换手率等指标的变化只能作为度量的参考性信息，难以作为直接的度量指标。实际上，只要是成交量放大、成交价上行（乃至股指上行），根据价量一致的原理，都可以直接判断为流动性增加或流动性宽裕，反之，则可直接判断为流动性紧缺；但在价量不一致时，就难以直接判断流动性宽裕还是紧缺了。三是流动性高低能够保障收益率吗？在股市交易中，买方不可能拥有卖方的持股成本和收益率预期等信息，也不可能考虑到卖方售股的收益率高低，他们只能从“利己”角度抉择买入价

和买入量。从交易价格看，买入价越低，买方未来售股的风险越小、收益率可能越高，因此，将售股收益率预期带入流动性范畴，虽符合卖方的意愿，但却与买方的意愿相违背，同时，也不符合股市行情的波动式走势。

#### 四、实体企业的融资流动性

交易是市场经济的核心和基本现象。不论是商品还是金融资产，“流动”总是通过交易完成的，由此，从经济主体角度来看，也就有了微观主体（企业）的流动性、商业银行的流动性和宏观流动性等。凯恩斯在《通论》中曾论及个人和企业的货币需求。在现实中，流动性（或现金流）状况直接关系着企业的财务状况、再生产循环乃至破产风险，许多学者对此进行了研究。微观主体流动性的理论分析以探讨金融市场流动性为基础<sup>28</sup>，与后者相比，学者们集中地聚焦探讨微观主体的流动性的时间相对较晚，大量的文献问世于2008年美国金融危机之后，研讨的重心在于商业银行和企业因流动性问题而破产等问题。主要涉及三方面问题：

第一，企业的融资流动性。Williamson（2008）认为，微观主体流动性是经济主体将其财产转化为商品、服务或者其他资产的能力。Nikolaou（2009）指出，流动性的内涵有两个要点：其一，流动性是一个流量概念，即金融体系中的资金流；其二，流动性同时也包含实现资金流的能力。鉴此，他们认为，微观主体流动性关注的是微观主体在未来一段时间内资金流入和资金流出的匹配程度。微观主体在一定时期内资金流入渠道主要有三：一是企业自身的经营所得，通过销售产品和服务获得资金；二是将持有的证券类资产或变现能力较强的其他资产（如土地、房产、通用设备等）出售以换取资金；三是增加新的负债或者权益来获得资金，包括向银行等金融中介借贷或发行新的证券（股票或债券）等。其中，第一种渠道由企业的经营能力、行业情形和宏观经济决定，第二种渠道则受到金融市场流动性的显著影响，第三种渠道则与企业自身状况、市场流动性和宏观流动性密切相关。在金融学研究中，学者通常只关注后两种渠道，将其称为融资流动性（funding liquidity），在公司财务领域则被称为短期偿债能力，有的文献直接将两者等同，把微观主体的流动性定义为融资流动性。

现有研究中对融资流动性的内涵认知大体一致。虽然关于其内涵的描述有所差别，但均在微观企业和金融机构层面，从资产负债表出发关注其持有资产的市场流动性水平和获得额

---

<sup>28</sup> 企业短期内出售持有的金融资产或固定资产获取资金的能力取决于标的资产的市场流动性状况，因此，分析微观主体流动性的情况需要考虑其持有资产的市场流动性。



外流动性的能力。萨托里斯和希尔（1994）认为，如果资产在较短的时间内能够转换为现金，并且只需要承担较小的价值损失和交易成本，则认为该资产具有流动性；如果一个企业能及时偿还到期债务，则称它具有流动性，但他们并未明确提出融资流动性的概念。Borio（2000），Strahan（2008）和 Brunnermeier and Pedersen（2009）认为，微观主体的流动性指的是企业等微观经济主体能够及时地以合理的价格获取资金的能力，也称之为融资流动性；它具体表现为一个企业为了满足到期债务的支付义务，通过出售资产或进行外部融资而获得新资金的能力。Nyborg and Strebulaev（2004）认为，融资流动性更多地指金融机构获得外部融资所需的成本，成本的高低反映了流动性的大小。巴塞尔委员会（BCBS，2008）将流动性一般性地界定为银行为增加资产而融资，并在债务到期时偿还债务，且不会招致不可接受的损失的能力，这一定义与融资流动性的内涵非常接近。

在国内的研究中，彭兴韵（2007）认为，“在资产期限结构视角下流动性可划分为内部流动性和外部流动性，前者指一个经济主体的资产到期日曲线的截距和斜率，后者指一个经济主体的内部流动性不足时，由其他拥有多余流动性的企业或银行以及政府的相应机构（如中央银行）来提供的流动性”。从定义内容来看，“内部流动性”囊括了企业支付到期债务的义务，而“外部流动性”则更贴近融资流动性的内涵，即企业从外部获得资金的情况。孙彬等（2010）则聚焦于金融机构，提出融资流动性的涵义是，金融机构在缺乏资金的情况下，通过内部（内源融资）或者外部（如银行间市场等）的融资渠道获得资金的难易程度。李研妮和冉茂盛（2012）则认为融资流动性指企业或机构于较短的时间内获得资金的能力，在实践中应从现金流角度理解它，即一家实体企业的现金流入至少应大于或等于流出。吴卫星等（2015）将融资流动性界定为金融机构通过同业借款或质押式回购的方式获得流动性的能力。

第二，融资流动性的度量。企业资产可分为存量资产和增量资产，由此，融资流动性的度量也主要从这两个角度展开。

一些学者认为，存量融资流动性是指，企业通过出售自身资产获得资金的难易程度和所要承担的流动性折价。在企业存量资产由证券类资产构成的条件下，存量流动性与金融市场流动性的内涵相一致。但在分析企业持有的其他各种类型资产（如实物资产）中，他们提出了不同的度量方法。Shleifer and Vishny（1992），Sibilkov（2009）根据资产的市场价格构建了公司非证券类资产流动性的测度指标，认为企业资产在二手市场的销售价值反映了公司资产的流动性。Gopalan et al.（2012）则采用赋值法，对企业持有的不同类型资产进行赋值来反映企业的资产流动性水平（即存量融资流动性），这些资产被分为现金及现金类资产、

非现金类流动资产、固定资产，相应权重依次为 1、0.75 和 0.5。何光辉和杨咸月（2012）将企业的流动性定义为流动资产与流动负债的比率；胡泽等（2013）直接用经营性现金流和货币资金度量了企业的存量融资流动性水平。在这些文献中，一些学者们将企业的现金资产和非现金资产均视为流动性的组成部分，另一些学者则只关注企业的现金流量表，即只将现金类资产视作企业的流动性。Ajello（2016）通过现金流量表，用经营性现金流净额与资本、股利支出的差值来反映企业的流动性水平；Kim and Mauborgne（1998）把企业持有的现金量与总资产的比率视作企业的流动性水平；Opler et al.（1999）使用企业持有的现金及现金类资产价值与除现金、现金类资产以外的总资产的价值之比来衡量企业的流动性水平。

增量融资流动性，通常指企业从外部获得资金的难易程度和融资成本。大部分文献使用单一指标测度企业的增量融资流动性，但也有一些文献将多个指标通过某种权重组合在一起，综合地测度企业的增量融资流动性。Adrian and Shin（2010）从资金供给者的角度出发，将流动性定义为金融部门资产负债表规模的增长速度，用以反映企业外部融资的规模；胡聪慧和刘学良（2017）选取美国 TED 信用利差、Baa 级债券信用利差、股市买卖价差、股市做市商收益及商业银行股价为指标体系并运用主成分分析加权构建融资流动性测度，其更接近于描述一个微观主体的增量融资流动性；张力菠（2009）利用系统动力学模型，以极为微观的角度仿真模拟企业的现金流运动状况，以此分析企业的现金流缺口。

第三，企业的现金管理。在企业日常经营中现金管理至关重要，同时，现金管理会影响到企业持有的现金类资产数量，对企业的存量融资流动性产生直接影响。企业现金管理，通常指企业对所持有现金数量进行管理的机制和方法。在企业现金管理研讨中，学者大多探寻企业持有现金的最优水平及其影响因素，其主要有权衡理论、优序融资理论等。Opler et al.（1999）和 Bates et al.（2009）通过实证发现企业持有的现金数量呈现出向某个水平均值收敛的波动模式，认为这一水平就是最优现金持有量，同时预防性动机将使得企业持有超额现金，即企业进行外部融资需要时间和额外成本，为避免错过投资机会或无法满足额外流动性需求而违约，企业需要持有有一定数量的现金或现金类资产。Dittmar et al.（2003）认为，现金来源于企业的经营收益和利润水平，利润率高的企业才会持有更多的现金。Jensen（1986）根据委托代理理论认为，最优现金持有量应该使股东价值最大化，但企业管理者通常会持有超过这一数量的现金。Dittmar and Duchin（2010）从企业的内部制度角度研讨了制度因素对企业现金持有调整速度的影响，证明了企业内部治理情况与其现金调整速度的正相关关系。同样从公司治理的角度出发，Ozkan and Ozkan（2004）分析了信息不对称、企业股权结构等方面的治理特征与制度差异，对公司现金持有的影响。

宏观经济的不确定性也会对企业现金持有产生影响。Campello et al. (2011) 认为，宏观经济中存在的难以预期的外部冲击会迫使企业持有一定数量的现金以使财务具有足够弹性。Baum and Hourigan (2008) 将宏观经济的不确定性与企业个体风险分开，证明了随着宏观经济不确定性的增加，企业最优现金持有量也呈上升趋势。值得注意的是，除此以外，企业的融资约束，即增量融资流动性的一种表现，宏观经济中的货币总量等其他流动性概念都会对企业现金管理产生影响。

从实体企业融资流动性的研究成果看，各个学者从各自研究的角度探讨了“融资流动性”，但由于研究的具体对象、内容和角度不同，对融资流动性的界定、场景、度量 and 效应等的分析也不尽相同，其中既包含了实物资产、无形资产和证券资产的变现性，也包含了企业获得银行贷款、发行证券（债券和股票等）的增量融资，还包含了企业拥有的资金量与流动资产的比率（即流动性比率）等。但他们有一个共同点，即研究中着重考虑到了资金需求方的期待，忽视了资金供给方的意愿，未能从资金供给方的意愿深入研讨卖方资产变现性或发行证券（或申请贷款）应满足的相关条件 and 市场机制。

## 五、流动性内涵和机理中逻辑辨析

从上述各角度的文献中不难看到，在经济金融理论和实务层面很少有哪个概念像“流动性”这般混乱。从学理上说，如果一个概念有着太多的内涵（以至于近乎每个学者都可以从自己的研究角度出发予以界定并否弃他人的界定），不易于界定和达成共识，那么，它的科学性和适用性就将随着内涵的增加而降低。实际上，自凯恩斯提出的“流动性”就是一个含混不清的概念，此后，诸多经济学家从各自研究视角对“流动性”的界定更是五花八门。其中的逻辑错误至少有三：

第一，概念混乱。一些人从资产的变现性、可交易性、适销性、变通性等角度研讨了“流动性”，一些人进一步将流动性扩展到微观主体的“融资”范畴。实物资产或金融资产（除货币资产外，下同）都有着三个主要特点：一是它们的性质千差万别。且不说实物资产的性质差别极大，就是金融资产也因它们问世的契约条件不同而各不相同，因此，它们在量上是难以直接比较的。例如，面值 100 元的 5 年期年利率 5% 的债券与某个上市公司的 100 股股票之间很难直接比较它们收益率高低、可交易性强弱等。二是它们分别由意向不同的主体持有。以债券为例，有的持有人期望持有到期获得本息收益，有的持有人期望在到期日之前通过债券市场交易获得差价收益，有的持有人期望通过回购方式卖出（既获得融资又保住一部分利

率收益），有的持有人则将债券类资产作为资产组合中的底层资产，如此等等。三是获得收益。各种资产是相关经济主体获得收益的载体和依据，不仅各个资产的持有人对收益水平有着不同的期待，而且每种资产在不同的市场价格变化中也有不同的收益水平。例如，同一种股票在每日的交易中有着不同的成交价格。试图将这三个特点合为一体地纳入“流动性”概念之中，不免使得这一概念的内涵杂乱且不合逻辑。

第二，流向相反。“流动”中必有“流向”，缺乏持续的流向也就失去了“流动”的内涵。一个简单的事实是，不论哪个主体的实物资产或金融资产在该主体持有且不愿卖出的条件下，是不可流通的；在该主体有意愿卖出但无人购买的条件下，也处于不可流通（或非流动）状态。在形式上“ $F \rightarrow M \rightarrow F \rightarrow M \rightarrow F \dots$ ”（其中，M代表货币、F代表金融资产）似乎是成立的，但从实质上看，它是不成立的。一种具体的金融资产（如某种公司债券）持有人持续地进行卖出后再买入、买入后再卖出的操作，或许可能找到可以佐证的个案，但缺乏最基本的理论价值。要使得这一公式具有理论价值并与现实中的操作相符合，卖出和买入的金融资产就不应是同一种，只能是质上有着明显差异的不同种金融资产，即“ $F_1 \rightarrow M \rightarrow F_2 \rightarrow M \rightarrow F_3 \dots$ ”（其中， $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_3$ 等分别代表不同种的金融资产），由此一来，“流动”也就清楚了。在这个过程中，任一金融资产的持有人在卖出（或买入）持有的金融资产后，这一特定品种和特定数量的金融资产就暂时地退出了流通，即在一定时间内“不流动”了。即便是T+0交割方式，也几乎没有哪个投资者在一天内持续多次地卖出和买入同一种股票（或其他同一金融产品）。<sup>29</sup>显然，对该持有人所持有的特定品种特定数量的金融资产而言，并无“流动”一说。它的所谓“流动”就是卖出变现或可交易性。与此相反，在这个过程中，货币资产（或具有支付功能的金融产品，如商业票据等）通过与不同的金融资产交易持续地从一个主体手中流到另一个主体手中，因此，真正“流动”的不是金融资产，而是货币资产（即资金）。

在金融市场中，金融资产的卖出方既是金融产品的供给方又是资金的需求方，金融资产的买入方既是金融资产的需求方又是资金的供给方。金融资产买入方用于购买某只特定股票（或债券等）的资金数量，在该股票（或债券等）成交之前，是难以估算的。即便是在20世纪90年代初期中国购股者需要在证券营业部开立资金账户（即实行资金专门账户）的条件下，成交之前，也难以准确估算某个确定的日期内买入方用于购买某只特定股票的资金量。<sup>30</sup>在此背景下，借助“成交量”指标估算金融市场中的流动性（即资金）数量状况，是个没有

<sup>29</sup> 2022年1月14日，美联储副主席查德·克拉里达因在2020年2月下旬卖出一只股票基金的三天后又买入该基金的丑闻暴露而辞职。参见《美联储副主席涉交易丑闻辞职》，《参考消息》2022年1月12日。

<sup>30</sup> 除了需要对客户资金状况保密外，另一个重要原因是，客户将资金存放于“资金账户”中并不直接意味着当天（或未来的某个确定时间）必然用于购买股票，更不直接意味着必然用于购买某只特定的股票。

办法的办法。但它并不足以证明金融资产本身是持续流动的（从而具有流动性）。毫无疑问，金融资产的持有者有着卖出金融资产以收回本金、获得差价收益的内在需求，但这种需求只有在资金持有者买入金融资产的条件下才能成为现实，因此，不可能单方面成为流动性的内在动机。资金持有者买入金融资产的过程即是他们向金融市场交易提供流动性的过程。显然，在研讨金融市场流动性中，忽视资金持有者的意愿和动态，仅以成交量等指标来反映卖出方的“流动性”，是有失偏颇的。

实体企业的流动性来源于商品销售和银行贷款、发行债券和股票等。它们共同的特点是，实体企业作为卖方卖出了商品、债券和股票等，获得了由买方提供的资金。如果缺乏买方提供的资金，实体企业的商品和各种证券的发行都难以“流动”。银行贷款以资金的形式贷放，因而具有流动性。如果这些贷款以实物形式贷放，就将缺乏流动性。显然，在研讨实体企业的流动性中，不深入探讨资金持有者的意愿（如对商品性状、金融资产质量和可交易性等），仅局限于分析实体企业对资金的需求，是远为不足的，由此得出的结论也是不全面不充分的。另一方面，在这些场合，一些文献实际上研讨的并非实体企业的流动性，而是实体企业如何获得流动性。其暗含着，流动性的载体依然是“资金”，并非商品、债券或股票等。

商业银行的资金需求主要通过吸收存款、出售金融资产（如债券、票据等）和发行证券（如股票、债券等）来获得，不论是它的市场流动性还是融资流动性，最终都表现为资金的流入；此外，银行间拆借、从央行获得再贷款、信贷资产证券化以及出售非金融资产等所获得的流动性，最终也表现为资金的流入。另一方面，在商业银行的资产运用中，不论是贷款、购买债券和票据还是存放央行账户、银行间拆借以及购买办公所需条件（如设备、办公楼等）均表现为资金流出；同样，客户转款、提款等也表现为资金流出。因此，从资金流向看，商业银行的流动性是清晰的，也是容易把握的。

第三，总量膨胀。在宏观经济层面上，除了将不同统计口径的货币信贷总量纳入流动性范畴外，又将居民和企业 在商业银行的存款乃至银行承兑汇票、短期国债、政策性金融债、货币市场基金等所谓“一些高流动性资产”再纳入不同的宏观流动性范畴，不仅存在着一系列内在逻辑矛盾，而且将使货币政策的宏观调控陷入混乱。

逻辑矛盾主要有三：一是“高流动性资产”难以界定。何为“高流动性”？是每日换手交易一次还是每二日换手交易一次或是更长一段时间换手交易一次，恐难有准确的和绝对的界定。与“高流动性”对应的是“低流动性”，那么，“低流动性”又如何界定？一旦有了这些概念，某种资产的流动性高低就在很大程度上由主观意愿选择了。关键的问题不在于每种资产的流动性高低，而在于资产流动性高低是由资产的特性所引致的还是由交易中买入方的买入行为

（从而资金从买方流向卖方）所引致？在买方不追捧的条件下，成交量低迷，相关金融资产是很难呈现“高流动性”特点。不论是债券、股票还是金融衍生品的交易都呈现过高成交量和低成交量的情形，这说明了流动性高低的关键不在于资产本身而在于买方投资买入的意向。二是“高流动性”为什么只是一些金融资产的交易特点？诸多商品（如米面、蔬菜、水果等）几乎每天都在交易中，它们属于卖方的资产范畴，为什么不能纳入“高流动性”资产范畴，是否仅仅因为它们不属于金融资产范畴？如果答案是肯定的，则“流动性”范畴仅限于金融领域有何依据？需知，资金（即货币资产）是覆盖各种商品、劳务和金融资产的，货币政策的调控也不仅局限于金融领域。如果答案是否定的，则将各种商品也纳入到“流动性”范畴，那么，除了不可交易的物质（如阳光、空气等）外，还有什么不属于“流动性”之列？三是货币政策作为宏观调控政策，是一项仅调控金融市场和金融交易的政策还是覆盖经济金融运行中各项（包括商品、劳务和金融产品）交易的政策？如果是前者，仅在金融领域中研讨“流动性”或许有其道理；但如果是后者，则“流动性”就应覆盖经济金融活动的各类交易，由此将流动性的研讨局限于金融领域就是不充分不完整的。但一旦将各种非金融资产纳入“流动性”范畴，以货币和金融资产界定的“宏观流动性”也就难以成立了。

在以资金界定流动性的条件下，货币政策通过调控货币供应量（和具有支付功能的金融工具，如商业票据等）影响各种价格（商品价格、利率、汇率等）进而影响各类市场的供求关系和均衡状态。在此过程中，流动性起着交易媒介的作用，与交易主体是否盈利并无直接关系，也无保障交易主体获利的功能。正如商品交易中等价交换并不意味着商品卖出者必然获得利润一样，在金融资产的交易中买方并不承担必须使卖方获得差价收益的任何义务（更谈不上，要使卖方获得预期的差价收益）。一旦将以获利为目标的金融资产纳入到流动性范畴，以本金不损失或预期收益率不减少等来界定流动性，流动性的概念中也就增加了逐利的内涵，由此，作为交易媒介的流动性与交易对象对流动性的需求（即变现性等）也就相混了，再将这种界定带入货币政策的宏观调控范畴，在“维护币值稳定”的调控目标中加上了保障金融资产持有者获得满意的（或预期的）收益，不仅将使得央行调控失去基准和公允，而且将打乱宏观经济理论中的商品均衡和货币均衡。

从中国的各层次货币供应量看，在现实中，“流动性”既大于  $M_1$ （狭义货币）又小于  $M_2$ （广义货币）。流动性大于  $M_1$  的成因在于，除了流通中货币和机构的活期存款外，在电子化的条件下，居民储蓄存款中的活期存款、财政存款、证券公司客户保证金等也都有着支付功能，因此，以  $M_1$  界定流动性太窄。流动性小于  $M_2$  的成因在于， $M_2$  中包含着城乡居民的定期存款、非金融企业的定期存款等，2021年12月，这两项定期存款数额达 1123685.88

亿元，占“各项存款”的 48.38%和 M<sub>2</sub> 的 47.16%。定期存款在存期内是不可用于交易支付的，不具有流动性，因此，必须从以货币供应量衡量的流动性中扣除。但另一方面，在经济金融运行中也还有一系列不在货币供应量统计范畴中而在一定范围内具有支付功能的流动性资产，它们包括银行承兑汇票和商业承兑汇票、各种类型的“一卡通”、交通卡（如公交卡、高速公路卡等）、由商业银行托管的各种基金（如证券投资基金）、各种购物卡和商业机构的购物券以及各种兑换券（如航空公司的里程积累等）等。这些资产发挥着货币的支付功能，在一定范围内起着交易媒介的作用，因此，具有流动性。它们的存在和扩展使得“流动性”范畴突破了货币供应量的限制。

从国际范围看，一国的法定货币在其他国家通常不能作为货币使用（除非该国将他国货币界定为本国的法定货币，如美元等），因此，不具有流动性。同理，建立在一国货币基础上的各种衍生性支付工具在他国也不具有流动性。在国际范围内，国际货币媒介并推动着商品、劳务和金融产品交易，具有国际间的流动性。国际市场中交易的商品、金融产品等价格波动受到诸多因素影响，但不论交易价格如何波动，流动性都是由买方提供的。这是美联储调整货币政策取向、力度和节奏等具有很强的国际影响力的基础性成因。

## 参考文献

- [1] 凯恩斯.《凯恩斯文集》上卷[M].北京：中国社会科学出版社，2013
- [2] 凯恩斯.《凯恩斯文集》中卷[M].北京：中国社会科学出版社，2013
- [3] 刘海龙，仲黎明.证券市场流动性风险管理[M].上海：上海交通大学出版社，2006
- [4] 马克思.《资本论》第三卷[M].北京：人民出版社，2004
- [5] 马克思.《资本论》第一卷[M].北京：人民出版社，2004
- [6] 威廉 L.萨托里斯，耐德 C.希尔.36 小时现金管理课程[M].上海：上海人民出版社，1994
- [7] 何光辉，杨咸月.融资约束对企业生产率的影响——基于系统 GMM 方法的国企与民企差异检验[J].数量经济技术经济研究，2012，029(005):19-35.
- [8] 胡聪慧，刘学良.大宗商品与股票市场联动性研究:基于融资流动性的视角[J].金融研究，2017(7):17.
- [9] 胡泽，夏新平，余明桂.金融发展,流动性与商业信用:基于全球金融危机的实证研究[J].南开管理评论，2013(03):4-15.
- [10] 李研妮，冉茂盛.金融系统流动性及其风险的框架研究综述[J].预测，2012(01):75-80.
- [11] 李焰，曹晋文.对我国国债市场流动性的实证研究[J].财贸经济，2005(9):7.
- [12] 彭兴韵.流动性、流动性过剩与货币政策[J].经济研究，2007(11):59-71.
- [13] 时文朝.我国银行间债券市场透明度对流动性的影响研究[D].湖南大学，2008.
- [14] 孙彬，杨朝军，于静.融资流动性与市场流动性[J].管理科学，2010，23(1):81-87.
- [15] 王茵田，文志瑛.股票市场和债券市场的流动性溢出效应研究[J].金融研究，2010(3):12.
- [16] 吴卫星，蒋涛，吴锐.融资流动性与系统性风险——兼论市场机制能否在流动性危机中起到作用[J].经济

学动态,2015(03):62-70.

- [17] 熊海芳, 齐玉录. 一种考虑特殊市场制度的流动性指标的改进及应用[J]. 数量经济技术经济研究, 2019, 36(05):152-169.
- [18] 张力波. 基于系统动力学的企业资金流动性研究[J]. 统计与决策, 2009(16):2.
- [19] 张崢, 吴俚立, 黄志勇. IPO 的行业效应——从竞争和关注的角度[J]. 金融研究, 2013(09):180-192.
- [20] Abdi, F., & Ranaldo, A. (2017). A simple estimation of bid-ask spreads from daily close, high, and low prices. *The Review of Financial Studies*, 30(12), 4437-4480.
- [21] Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of financial intermediation*, 19(3), 418-437.
- [22] Ajello, A. (2016). Financial intermediation, investment dynamics, and business cycle fluctuations. *American Economic Review*, 106(8), 2256-2303.
- [23] Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5(1), 31-56.
- [24] Arndt, H. W. (1947). The Concept of Liquidity in International Monetary Theory. *The Review of Economic Studies*, 15(1), 20-26.
- [25] Asquith, P., Oman, R., & Safaya, C. (2010). Short sales and trade classification algorithms. *Journal of Financial Markets*, 13(1), 157-173.
- [26] Bao, J., Pan, J., & Wang, J. (2011). The illiquidity of corporate bonds. *The Journal of Finance*, 66(3), 911-946.
- [27] Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- [28] Baum, D. J., & Hourigan, P. D. (2008). New SEC rules on bank broker-dealer activities. *Business Law Today*, 17(3), 64-64.
- [29] Basel Committee on Banking Supervision. (2008). Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/bcbs144.htm>
- [30] Bessembinder, H., Maxwell, W., & Venkataraman, K. (2006). Market transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 251-288.
- [31] Black, F. (1971). Toward a fully automated stock exchange, part I. *Financial Analysts Journal*, 27(4), 28-35.
- [32] Borio, C. (2000). III. Special feature: Market liquidity and stress: selected issues and policy implications. *BIS Quarterly Review*.
- [33] Bronfenbrenner, M. (1945). Some fundamentals in liquidity theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 59(3), 405-426.
- [34] Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The review of financial studies*, 22(6), 2201-2238.
- [35] Campbell, J. Y., & Ammer, J. (1993). What moves the stock and bond markets? A variance decomposition for long-term asset returns. *The journal of finance*, 48(1), 3-37.
- [36] Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1944-1979.
- [37] Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the general theory*. MIT Press.
- [38] Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *The Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129.
- [39] Chung, K. H., & Zhang, H. (2014). A simple approximation of intraday spreads using daily data. *Journal of Financial Markets*, 17, 94-120.
- [40] Corwin, S. A., & Schultz, P. (2012). A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *The Journal of Finance*, 67(2), 719-760.



- [41] Culham, J. (2020). Revisiting the concept of liquidity in liquidity preference. *Cambridge Journal of Economics*, 44(3), 491-505.
- [42] De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- [43] Demsetz, H. (1968). The cost of transacting. *The quarterly journal of economics*, 82(1), 33-53.
- [44] Dittmar, A., & Duchin, R. (2010). The dynamics of cash holdings. Unpublished Working Paper.
- [45] Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- [46] Dubofsky, D. A., & Groth, J. C. (1984). Exchange listing and stock liquidity. *Journal of Financial Research*, 7(4), 291-302.
- [47] Edwards, A. K., Harris, L. E., & Piwowar, M. S. (2007). Corporate bond market transaction costs and transparency. *The Journal of Finance*, 62(3), 1421-1451.
- [48] Ferguson, R. W. (2005, May). Asset prices and monetary liquidity. In remarks given to the Seventh Deutsche Bundesbank Spring Conference, Berlin, Germany.
- [49] Fleming, J., Kirby, C., & Ostdiek, B. (2003). The economic value of volatility timing using “realized” volatility. *Journal of Financial Economics*, 67(3), 473-509.
- [50] Fleming, M. J. (2001). Measuring treasury market liquidity. FRB of New York Staff Report, (133).
- [51] Fong, K. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2017). C?. *Review of Finance*, 21(4), 1355-1401.
- [52] Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S., & Sirri, E. R. (2007). Transparency and liquidity: A controlled experiment on corporate bonds. *The review of financial studies*, 20(2), 235-273.
- [53] Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2012). Asset liquidity and stock liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 333-364.
- [54] Goyenko, R. Y., & Ukhov, A. D. (2009). Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 189-212.
- [55] Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of financial Economics*, 92(2), 153-181.
- [56] Grossman, S. J., & Miller, M. H. (1988). Liquidity and market structure. *the Journal of Finance*, 43(3), 617-633.
- [57] Hasbrouck, J. (2009). Trading costs and returns for US equities: Estimating effective costs from daily data. *The Journal of Finance*, 64(3), 1445-1477.
- [58] Hayes, M. G. (2018). The liquidity of money. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1205-1218.
- [59] Hendershott, T., Jones, C. M., & Menkveld, A. J. (2011). Does algorithmic trading improve liquidity?. *The Journal of finance*, 66(1), 1-33.
- [60] Hicks, J. R. (1962). Liquidity. *The Economic Journal*, 72(288), 787-802.
- [61] Hirshleifer, J. (1971). Liquidity, uncertainty and the accumulation of information. Western management Science Institute, University of California.
- [62] Holden, C. W. (2009). New low-frequency spread measures. *Journal of Financial Markets*, 12(4), 778-813.
- [63] Holden, C. W., Jacobsen, S. E., & Subrahmanyam, A. (2014). The empirical analysis of liquidity. *Foundations and Trends in Finance*, 8, 263-365.
- [64] International Monetary Fund. (2008). Global Financial Stability Report. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2008-Financial-Stress-and-Deleveraging-Macrofi-22027>
- [65] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- [66] Kaldor, N. (1939). Speculation and Economic Stability. *The Review of Economic Studies*, 7(1), 1-27.

- [67] Kim, W. C., & Mauborgne, R. (1998). Procedural Justice, Strategic Decision Making, and the Knowledge Economy. *Strategic Management Journal*, 19(4), 323–338.
- [68] Kroszner, R. S. (2007, March). liquidity and Monetary Policy. In speech delivered at the US Monetary Policy Forum, Washington, March (Vol. 9).
- [69] Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1315-1335.
- [70] Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A. (1999). A new estimate of transaction costs. *The review of financial studies*, 12(5), 1113-1141.
- [71] Lippman, S. A., & McCall, J. J. (1986). An operational measure of liquidity. *The American Economic Review*, 76(1), 43-55.
- [72] Mahanti, S., Nashikkar, A., Subrahmanyam, M., Chacko, G., & Mallik, G. (2008). Latent liquidity: A new measure of liquidity, with an application to corporate bonds. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 272-298.
- [73] Marsh, T. A., & Rock, K. (1986). Exchange listing and liquidity: A comparison of the American Stock Exchange with the NASDAQ National Market System. *American Stock Exchange*.
- [74] Moorthy, S. (2003). Liquidity in the equity market: a portfolio trader's perspective. *Liquidity black holes: Understanding, quantifying and managing financial liquidity risk*, 1, 21-40.
- [75] Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
- [76] Nieto, B. (2018). Bid–ask spread estimator from high and low daily prices: Practical implementation for corporate bonds. *Journal of Empirical Finance*, 48, 36-57.
- [77] Nikolaou, K. (2009). Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions.
- [78] Nyborg, K. G., & Strebulaev, I. A. (2004). Multiple unit auctions and short squeezes. *The Review of Financial Studies*, 17(2), 545-580.
- [79] O'Hara, M. (2003). Presidential address: Liquidity and price discovery. *The journal of Finance*, 58(4), 1335-1354.
- [80] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- [81] Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
- [82] Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political economy*, 111(3), 642-685.
- [83] Ricks, M. (2016). *The money problem*. University of Chicago Press.
- [84] Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market. *The Journal of finance*, 39(4), 1127-1139.
- [85] Schestag, R., Schuster, P., & Uhrig-Homburg, M. (2016). Measuring liquidity in bond markets. *The Review of Financial Studies*, 29(5), 1170-1219.
- [86] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The journal of finance*, 47(4), 1343-1366.
- [87] Sibilkov, V. (2009). Asset liquidity and capital structure. *Journal of financial and quantitative analysis*, 44(5), 1173-1196.
- [88] Stamp, J. C. (1931). The Report of the Macmillan Committee. *The Economic Journal*, 41(163), 424-435.
- [89] Strahan, P. (2008). Liquidity production in 21st century banking (No. w13798). National Bureau of Economic Research.
- [90] Van der Merwe, E. J. (1999). Monetary policy operating procedures in emerging-market economies. *BIS Policy Papers*, (5).

- [91] Vayanos, D., & Wang, J. (2013). Market liquidity—theory and empirical evidence. In *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 1289-1361.
- [92] Williamson, S. (2008). Liquidity constraints. *New Palgrave Dictionary of Economics*, Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan.

# **The connotation and mechanism of liquidity from the perspective of capital flow**

**Wang Guogang Xiang Yitian**

**Abstract:** "liquidity" is a basic concept in the financial field, but the academic community has long lacked consensus on it. Marx believed that the circulation of money promoted the circulation of goods. Keynes put forward the concept of liquidity, but it lacks a clear definition and has a series of defects. Based on the sellers, the current study of financial market liquidity ignores the buyer's intention and confuses the liquidity and cashability of financial assets. The financing liquidity of entity enterprises, based on the capital demanders, ignores the requirements of the capital suppliers. Whether the financial products held by sellers in the financial market or the financial products issued by real enterprises for financing are heterogeneous, so defining liquidity based on them inevitably makes the connotation of liquidity disordered. Theoretically, if a concept has too many connotations, its scientificity and applicability will be seriously reduced. From the perspective of consistency between theory and practice, the connotation of liquidity should be defined by monetary assets (i.e. funds). Therefore, in the financial market transactions and the financing activities of entity enterprises, liquidity is provided by the buyers.

**Key words:** cash flow; liquidity; connotation; mechanism



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn