

No. 2521

研究报告

IMI | 现实世界中的货币流动性分析

王剑



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

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

国际货币网

1937

现实世界中的货币流动性分析¹

一、定位：让货币分析回到现实体系

出发点是将课本上抽象的货币理论还原到现实世界。传统教材多强调“贷款派生存款”这一单一渠道，而现实中的货币运行远比理论复杂。央行、银行、财政以及居民、企业和非银机构共同构成一个动态的资产负债体系，货币在其中不断派生、回流与重新配置。流动性这一概念虽在学术与实务领域频繁出现，其定义可以概括为资金与意愿的结合。然而，现实世界的运行机制远比课堂上学习的理论更复杂。只有在掌握了基本货币与银行体系知识的前提下，才能以这些理论为工具去理解现实中的多变量系统，看到知识在真实经济运作中的延展与偏离。

《中国货币资金分析精要》以实际工作经验为基础，尝试用现实世界的数据刻画货币流动的结构。报告并非重新构建理论体系，而是建立一套可追踪、可操作的现实分析框架，让受众能够看清资金从哪里来、流向哪里、以何种形式派生与消耗，并理解为什么“钱在系统里，却不一定流得出来”。通过将银行业务、监管指标和流动性变化联系起来，帮助受众在具体数据中识别流动性的来源、路径与真实结构，从而在理论与实践之间建立一座桥梁。

二、分析框架与基本逻辑（基础货币—广义货币—数据落地）

以一张最简 T 账户刻画银行资产负债结构：左侧为资产、右侧为负债，负债端的核心是存款，构成广义货币的主体；资产端对应央行准备金账户等科目。围绕这张表，日常分析分为三块：基础货币（准备金账户及其变化）；广义货币（各类业务引致的派生与回笼）；现实数据落实（逐笔映射政策与业务到可观测数据）。

基础货币部分，以超额准备金率作为刻画狭义流动性的“日常锚”。常态下，超储高—市场偏宽，超储低—市场偏紧；但存在情境性例外：在中小银行出险、风险偏好骤降时，机构倾向囤积超储，可能出现“超储高而市场仍紧”。决定超储的两条主线，一是“往杯子里加水”：央行投放基础货币（逆回购、MLF、SLF、PSL、国债买卖等）；二是“调杯子刻度”：下调/上调存款准备金率改变法定准备金的“虚线”高度。上述二者共同塑造准备金头寸与短端流动性。

¹作者：王剑 IMI 货币金融圆桌会议青年成员、国信证券经济研究所金融业首席分析师

广义货币部分，派生渠道远不止“贷款派生存款”。银行买债（含政府债与企业债）、表内（或通道）非标、外汇科目变化、财政存款的收支投放等，均会派生或回笼存款，进而改变M2的规模与结构。业内通常不把这些统称为传统“货币政策”，但它们与货币运行紧密相关，且常由宏观审慎与微观监管直接影响（如信贷投放总量管理、非标/同业的限额与口径要求等）。广义货币形成后再乘以存准率计算法定准备金，这条链条同样影响资金面的松紧；同时，财政与外汇账户对基础货币与广义货币双向产生作用，需并表观察。

现实数据落实方面，工作方法是把上述框架落到“逐笔可追踪的数据”：识别每一笔基础货币投放/回笼的数据口径；梳理每一类会派生广义货币的业务（贷款、买债、外汇、财政支出等）的统计口径与发布节奏，力求把图中的“箭头”一条条对应到可观测指标。为把货币市场与实体经济连上，还需参照社会融资规模：流动性与社融并非同一指标，但贷款、银行买企业债、政府债的承接等动作计入社融，能帮助判断资金是否进入实体端，从而在“狭义流动性—广义货币—实体融资”之间建立可操作的连接。

数据局限与代理变量需同步注明。资管与公募基金等的穿透统计尚不完备，诸如“银行自营买公募基金是否派生”“居民买基金是否仅为M2内部迁移”等情形，只能用原理与会计科目判定方向：银行买公募基金/资管产品类似“投放资产”可派生存款；居民以存款申购基金多为个人存款→非银存款的结构迁移，不改变M2总量，但因非银存款不缴准备金，会降低缴准需求、对流动性造成边际影响。由于缺少“银行持有份额”的精确全国口径，当前多借助业内代理变量与经验估计；“大资管综合统计”尚未全面落地前，这部分只能“尽可能精细、透明标注口径”。在这一框架下，可以追踪到哪家机构因监管指引调整了哪项指标、这会通过哪条科目链影响到基础货币/广义货币与资金面，从而为债券投资与实体流动性研究提供“可据以行动”的数据抓手。

三、核心机制与现实展开

（一）流动性的工作定义与现实差异。

流动性可概括为“有钱+意愿”。在债券端，“有钱即买”的特征更强：即便收益率不高，资金也倾向于配置低风险资产，不会长期停在活期；而股票端更受风险偏好与仓位管理影响，是否“满仓”取决于投资者预期。因此，本节聚焦银行间货币市场与广义货币，在这一领域更接近“有钱就会被投出去”的情形：当超额准备金充裕，商业银行为追求合理收益，通常会将其投向贷款、债券或其他资产业务，对应的是更强的流动性。

（二）基础货币与广义货币。

对于基础货币，常态下，超额准备金率越高，资金面越宽松；但存在情境性背离：在中小银行出险、风险回避上升时，机构倾向囤积超储，不愿出借，出现“超储高而市场仍紧”。超储受两条主线影响：一是央行投放基础货币（逆回购、MLF、SLF、PSL、国债买卖等，“往杯子里加水”）；二是调整存款准备金率（改变法定准备金“虚线”的高度）。两者共同决定准备金头寸与短端利率的松紧。

在广义货币的讨论中，除贷款外，银行买债（含政府债、企业债）、表内/通道非标、外汇科目变化、财政存款支出回流等都会派生或回笼存款，改变M2的规模与结构。此类变化常由宏观审慎与微观监管塑形（如信贷投放总量管理、非标限额、同业业务约束等），虽不总被归入“传统货币政策”，但与货币运行紧密相关。广义货币形成后，再经存准率折算为法定准备金，反过来影响头寸与资金面。

（三）“凭空派生”和并表视角。

现代商业银行的本质在于可派生存款：放出一笔100的贷款，对应记入客户100的存款，派生额超过银行实际持有的基础货币。同一原理适用于多种科目：

- 买楼的极端例子（用于说明会计记账）：银行资产端增加“楼”1亿，负债端为开发商存款1亿，本质与放贷一致——记账即派生；
- 买企业债：把“贷款”换成“债券”科目，同样派生存款；
- 通道/非标：穿“资管/信托”马甲，经济实质仍是对实体投放资金并派生存款。

在实际工作中，需要逐科目核对：凡与企业、居民、非银直接形成资产业务者，原则上都可能派生广义货币。

进行总量研判时，可将全国银行并为“一家银行”观察派生总量（借用全行业资产负债表），再下钻至机构分层。术语上，“其他存款性公司”与“商业银行”口径并不完全等同：除商业银行外，村镇、信用社、开发性/政策性银行也属于前者范畴，分析时需以统计口径为准。

（四）二级银行体系与流动性传导。

在二级银行体系中，银行间的同业市场是流动性运行的关键。以存准率10%为例，若银行A存放央行50、存款300，则需法定准备金30，超储+20；银行B存放央行50、存款600，则需法定准备金60，缺口10。B可通过压表（收回贷款）或向A借入基础货币（同业拆借、CD等）弥补缺口。

现实中结构更复杂：近年常见“小银行资金富余、大银行偏紧”的格局。若监管收紧小

银行同业投放，富余资金难以流向大行，只能被动流入债券市场，表现为债券利率下降、价格上升，而实体融资并未改善，形成“总量不松、局部偏宽”的现象。

此外，银行间还可通过买卖国债、贷款等资产调节流动性。居民在不同银行间迁移存款，也会引发基础货币与广义货币的同步转移，这些构成了真实世界中流动性的“传导链”。

（五）财政、利润与政策工具的外部影响。

在流动性分析的外部层面，财政收支、银行利润与央行工具共同塑造货币运行环境。居民向银行支付利息或费用时，银行负债端存款减少、利润增加，形成M2的缩量项。近年来银行利润每年达2至3万亿，部分年份超4万亿，相当于对约20万亿M2增量产生超过10%的收缩效应，显示利润分配会实质影响货币派生，应在流动性分解中单独列示。

财政政策亦具有显著的货币效应。银行承接财政赤字发债会占用基础货币（短期不改M2），财政支出落地后又形成新的M2扩张。经验显示，约70%至80%的赤字债券由银行体系持有，体现出“有节奏的货币化”。由于财政收支节奏滞后披露，其季度波动往往成为流动性变化的重要来源。

央行通过“借入式”和“买断式”工具调节基础货币。前者包括再贷款、MLF、SLF等，到期需偿还并计息；后者如公开市场买卖国债，资金更持久、管理成本更低。两类工具的规模可比，但对银行头寸管理的影响不同。1996年推出的公开市场操作在2023年底再度被强调，回归常规政策工具定位。

现实中，数据可得性仍有限。资管与公募基金的穿透统计尚不完备：银行买入公募或资管产品可派生存款；居民申购基金则是个人存款向非银存款迁移，M2总量不变，但因非银存款不缴准，会边际放松流动性。财政收支披露滞后至次月下旬，季度末报表与税期因素也会即时影响资金面。分析需结合超额准备金率、同业存单利率、票据余额、期限利差等代理指标进行实时研判。

四、理财、资管与支付体系的补充

理财与资管交易往往放大流动性波动。居民将存款购买理财或资管产品，相当于把个人存款变为非银存款，这类存款不缴准备金。当申购集中时，银行缴准需求下降，流动性短暂宽松；若资金迅速投出而未同步流动性管理，则反而可能造成局部紧张。理财集中还带来“羊群效应”，如2022年底债券价格波动引发理财集中赎回，对资金面形成冲击。目前具备理财托管资质的银行仅三十多家，集中托管有助于防范这种风险。

银行自营与理财账户间的双向买卖、银行买理财或理财买债，同样可在二级银行体系下用资产负债表变动来解释。受限于数据穿透度，现阶段仅能通过公开口径近似还原主要通道与规模。此外，支付公司原先在银行开户、居民在支付公司开户的“三级结构”已被清理，备付金全额存放银行，体系回归二级架构，统计更清晰。

五、总结

整体而言是以二级银行体系为核心框架，尽可能利用现实世界的数据进行刻画，追踪居民、银行、企业、非银金融机构及各类金融产品在体系中的实际运作，展现它们如何相互作用、派生与回流资金。通过这一分析框架，资金的流向、派生机制与流动性变化都能被看得见、算得清、解释得通。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战和对策	IMI
IMI Report No.2507	《人民币国际化报告 2024》系列五：贸易融资如何促进中小企业融入全球供应链？	IMI
IMI Report No.2506	《人民币国际化报告 2024》系列四：对外投资：中国企业国际化的互利共赢之路	IMI
IMI Report No.2505	《人民币国际化报告 2024》系列三：供应链金融助力全球供应链参与度	IMI
IMI Report No.2504	《人民币国际化报告 2024》系列二：外部冲击下金融支持对供应链及全球经济的影响	IMI
IMI Report No.2503	《人民币国际化报告 2024》系列一：国际货币金融体系如何提升全球供应链包容性和韧性？	IMI
IMI Report No.2502	数据资产入表	IMI
IMI Report No.2501	日本企业出海	中国人民大学财政金融学院课题组
IMI Report No.2415	跨境人民币观察报告（2024 年第 1 季度）	马勇
IMI Report No.2414	中国货币政策取向及前瞻	贾俊雪、刘勇政
IMI Report No.2413	中国财政政策：演进、逻辑与取向	中国人民大学国际货币研究所课题组
IMI Report No.2412	跨境人民币观察报告（2024 年第 3 季度）	IMI 中国数字金融合作论坛
IMI Report No.2411	中国财富管理行业如何做好数字金融大文章——中国财富管理行业趋势报告（2024 上）	中国人民大学 交通银行
IMI Report No.2410	跨境人民币观察报告（2024 年第 2 季度）	IMI
IMI Report No.2409	人民币国际化发展趋势与香港作为国际金融中心的机遇与挑战	IMI



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