

贷款创造存款理论的源起、 发展与应用^{*}

孙国峰

内容摘要：贷款创造存款理论认为，银行通过贷款等资产扩张创造存款货币，从信用和复式记账法的角度来分析货币创造机制。这一理论批判了传统货币理论，具有理论与实践意义，近年来已逐渐成为学术界和实务界的共识。首先，本文介绍贷款创造存款理论的逻辑内涵；其次，在该理论的基础上，分析货币政策传导机制与贷款创造存款的约束，并进一步探讨结构性货币政策、量化宽松政策、负利率政策、逆周期调节等相关问题；最后，梳理该理论的共识、推进以及未来研究方向。

关键词：贷款创造存款 信用货币 货币创造 货币政策

中图分类号：F831

文献标识码：A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2019.11.001

引言

贷款创造存款 (Loan Creates Deposit, LCD) 理论指银行通过贷款等资产扩张创造存款货币，运用于分析信用货币制度下的货币创造和银行运行，由孙国峰提出 (1996a, 1996b) 并全面阐述 (2001)。根据该理论，货币来源于银行资产扩张，而贷款是最具代表性的银行资产，贷款创造存款因此而得名。其中，贷款不仅是字面所指的贷款，而是包括银行发放信贷和买进客户资产等行为。孙国峰提出，应当从信用以及资产负债表复式记账的角度来观察和理解货币创造的机制，之后进一步发展了该理论并基于此分析了相关政策问题。

近年来，该理论引起来自世界主要中央银行、国际货币基金组织以及学术界的广泛共鸣，相关研究包括 Ryan-Collins (2011)，McLeay et al. (2014a, 2014b)，Jakab & Kumhof (2015)，Goodhart (2016) 以及 Li et al. (2017) 等。此外，Werner (2014a) 从实证角度验证了贷款创造存款理论。

迄今为止，货币供给主要包括四种不同理论：第一，存款创造贷款理论；第二，货币乘数理论；第三，政府创造货币的现代货币理论；第四，贷款创造存款理论。随着研究深入，贷款创造存款理论已逐渐成为共识。本文就贷款创造存款理论的源起、发展与应用进行阐释。

作者简介：孙国峰，中国人民银行货币政策司，美国普林斯顿大学客座教授，清华大学博士生导师。

*** 基金项目：**本文获国家社科基金重大研究专项项目“防范重大国际和地区金融危机冲击研究”(18VFH005)资助。

一、贷款创造存款理论的逻辑内涵

(一) 贷款创造存款的机制

孙国峰(1996a; 1996b; 2001)提出和发展的贷款创造存款理论指出,现代金融体系建立在银行信用货币制度基础上,银行通过发放贷款创造存款。在复式记账法下,资产方和负债方虽然是同时、同向变化的,但从逻辑顺序上看,应是“先有资产,后有负债;先有贷款,后有存款”。银行贷款创造存款货币的实质是债权、债务的交换。其中,客户以支付利差为代价,获得信用高、流动性强的货币(存款)。货币被创造后,可以发生形式的变化,由存款提取为现金,即将记名负债转化为不记名负债;也可在不同客户之间以存款转账的形式进行转移。最后,货币以消减客户存款,进而收回贷款的方式消失,银行资产负债同时减少相同数量。存款的创造、转化、转移和消失构成了一个完整体系。银行资产扩张创造货币有三种资产形式:一是贷款,即银行购买对货币持有主体的债权;二是购买第三方主体的债权,如外汇、国债等;三是给自己购买商品。三种形式的公平性不同,应划定银行创造货币能力的边界并予以管理,防止银行信用货币创造行为失控。

(二) 中央银行在货币创造中的作用

银行创造存款货币时面临根本矛盾,即银行作为一个存续期有限的企业,提供了具有公共品特征的货币,这必然引起流动性问题。同时,在多家银行独立运行的机制下,由于银行只能交换资产,而不能交换对客户的负债(存款),从而无法满足清算需求。中央银行的出现,一方面,作为一个有无限存续期的机构帮助银行解决了流动性问题;另一方面,提供了作为统一信用的基础货币,用以银行间清算。由此,银行贷款创造存款受中央银行在流动性方面的三个制约:清算制约、现金制约和法定准备金制约(孙国峰,2019)。引入中央银行后,贷款创造存款的机制依然成立。货币数量是由自下而上的内生需求决定的,最终取决于经济体系中因各种经济活动而不断创造的债权、债务关系。在信用货币体系下,信用货币是分层次的,即中央银行创造的基础货币层次和银行创造的货币层次,形成了双层结构。其中,就货币层次而言,所有存款货币都是银行创造的(孙国峰,1996a,1996b,2001)。

相比而言,“内在货币”和“外在货币”(格利和肖,1955;1960)将货币和基础货币视为并列的平行关系,忽视了货币创造的内在机制和动态过程,没有认识到在银行信用制度下货币创造权只属于银行,中央银行借助基础货币只能对银行创造货币的行为进行支持和制约,但不能直接替代银行的货币创造行为。熊彼特、明斯基以及后凯恩斯学派的存量流量分析以及现代货币理论(Modern Money Theory, MMT)也存在类似的内在缺陷。他们将银行的资产负债表和居民、企业、政府的资产负债表进行简单加总,从而混淆了作为货币创造主体的银行与其他主体会计记账的本质区别,进而混淆了信用和货币(孙国峰,2019c)。

(三) 传统货币供给理论的错误

1. 存款创造贷款

传统货币理论认为,银行从储户吸收存款,并用于放贷和投资(Mishkin, 1995)。这是一种实物货币观点,认为存在中立的“资金”,银行是资金的中介机构,银行体系通过吸收存款发放贷款的循环过程来创造货币。实际上,银行存款增加只对应超额准备金增加,而当银行贷款时又产生了新的存款,本身是资产负债同时增加自求平衡的,和原有存款无关,所有存款都是贷款创造的。因此,存款创造贷款理论本身存在逻辑矛盾,也难以解释金融运行的实践(孙国峰,2001)。

2. 货币乘数

贷款创造存款理论对货币创造、银行扩表及相关制约等的理论分析都是从经济主体行为出发而展开的,是动态的、内在的。反观传统货币乘数理论则是对货币创造进行表面的、静态的分解。它认为,货币总量是基础货币乘以货币乘数所得,而货币乘数在给定银行系统结构下保持不变。孙国峰(1996a; 2017a)指出,这种分析忽视了基础货币的供求关系。事实上,在信用货币制度下,中央

银行可以在短期内任意地改变基础货币量,而货币总量的其他部分难以进行相应的调整,这使得货币乘数理论上可以任意取值。即便不考虑中央银行,货币总量也是由实体主体的信贷意愿主导的,信贷意愿和准备金规模不存在逻辑上的必然联系,从而也使得货币乘数无法确定。可见,货币乘数可以作为一段时期对经济静态的经验观察,但不是货币创造机制的规律。

3.现代货币理论

货币创造历史演进的主要脉络是:私人信用货币—政府信用货币—银行信用货币(孙国峰,2019b)。在此过程中,货币创造的主体由私人转变为政府,进一步过渡为银行。很显然,现代货币理论实际上不是“现代”的货币理论,而是“古代”的货币理论。它违背了货币演进的历史规律,忽略了当今银行信用货币制度下银行作为货币创造中枢的核心作用,认为在现代货币体系下仍然是政府创造货币,这与现代经济金融的运行现实相悖,本质上是一种倒退。

二、基于贷款创造存款理论对货币政策的分析

(一) 货币政策调控方式与传导机制

货币政策的调控方式包括两类:一是直接调控,即中央银行通过直接控制银行的资产,来控制自身负债(基础货币);二是间接调控,即中央银行通过与银行交易,调整自身资产负债,并间接影响银行资产负债表。基于贷款创造存款理论,货币政策传导并非是从中央银行到银行再到公众的单向过程,而是在基础货币和货币两个层次上都要考虑供求关系的相互影响,从而建立以供求关系连接的包含中央银行、商业银行和实体经济的传导框架(孙国峰,1996a,1996b,2001)。

(二) 中央银行对银行贷款创造存款

银行的货币创造主要面临四个约束,一个内部约束来自银行自身的风险管理;三个外部约束则包括流动性约束、资本约束和贷款需求约束(利率约束)。在外部约束中,一是流动性约束。在结构性的流动性短缺的货币政策操作框架下,中央银行需要不断增加流动性供给以平衡供求,在提供流动性的过程中控制市场利率(孙国峰,2012,2017a)。孙国峰和蔡春春(2014)认为,流动性数量与利率水平不存在一一对应的关系,因而对流动性数量供给的调控难以实现利率目标,中央银行需要建立利率走廊。二是资本约束。在信用货币制度下,企业获得银行贷款创造的存款货币后进行生产,形成一定的利润积累,再把其中一部分投资到银行,银行有了资本金,再扩张资产创造货币支持实体经济,形成循环。在这种循环关系中,银行资本是重要纽带,也对银行资产扩张创造货币形成约束(孙国峰,2018b)。三是贷款需求约束(利率约束)。在贷款创造存款前提下,如果没有贷款需求,也就没有存款,贷款需求构成了货币创造的直接约束,因此中央银行可以通过调节政策利率以影响贷款需求进而约束银行货币创造行为。

(三) 结构性货币政策

在结构性流动性短缺的货币政策操作框架下,中央银行需要持续向银行体系提供流动性。在提供流动性的过程中,中央银行可以将流动性的量价和银行贷款创造存款的行为联系起来,通过设计激励相容机制,使得流动性投放发挥促进银行信贷结构调整的功能。

(四) 量化宽松政策

一国的金融体系结构和货币政策传导机制是影响量化宽松政策(QE)效果的重要因素。具体来说,以金融市场为主的经济体(如美国)金融市场产品丰富,因此其中央银行能够以资产购买的方式来传导货币政策,即采取QE;而以银行体系为主的经济体(例如,中国),货币政策传导的中枢在银行,货币政策操作主要针对银行贷款创造存款货币的行为(孙国峰,2019b,2019c)。2008年全球金融危机后,为应对信用收缩,发达经济体中央银行通过购买大量债券等资产来实施QE,但对于中国等以银行体系为主的国家,货币政策的着力点应当是银行,而非QE。

（五）负利率政策

许多学者认为，负利率政策压缩了银行净利差，恶化了其盈利能力，进而影响其信贷供给。此类分析是建立在存款创造贷款的假设之上。孙国峰和何晓贝（2017）认为，在贷款创造存款的银行信用货币制度下，负的存款利率不会损害银行的存款和信贷供给，因此，存款利率可以顺畅通过零下限，银行仍可保持正常的利差，宏观经济和物价可以迅速恢复，中央银行可以采用大幅度的负利率政策来应对通缩型衰退。

（六）中央银行逆周期调节作用

信贷体系具有一定的顺周期性，需采取逆周期的宏观审慎政策对信贷周期进行调控。导致金融体系顺周期行为的重要原因之一是银行的资产负债表效应，即来源于资产负债在流动性和价值两个方面的不对称性（孙国峰，2014b）。这种不对称性可能导致银行和企业资产负债表恶化。而中央银行处于信用货币体系的顶层，且具有永久存续期，因此不存在负债流动性和资本清算的压力，其资产不需要市值重估，从而实现了资产负债的对称性，有能力建立宏观审慎管理框架进行逆周期调节。

三、贷款创造存款理论的应用

（一）对存差与存贷比的解释

孙国峰（2002）对中国银行业“存差”（即银行存贷款的差额）在2001年前后不断扩大的现象进行剖析，阐述了贷款创造存款理论的现实意义，说明了贷款量和准备金规模的相对独立性，指出了传统理论中揽储放贷的谬误。在贷款创造存款的逻辑下，存款是银行信贷行为的结果。因此，用存款多元化运用来解释“存差”扩大，犯了本末倒置的错误。事实上，所有存款都来自银行的贷款或其他买进资产的行为，而银行用超额准备金购买国债等债券和外汇是引起资产多元化的主要原因。对银行体系而言，贷款=存款+现金，因此即使没有资产多元化，银行总体也是存款小于贷款的。

存贷比曾是中国重要的金融调控工具。基于传统的存款创造贷款理论，金融监管部门要求贷款余额不超过存款余额的75%。然而，根据贷款创造存款理论，存款来自银行资产扩张，银行创造贷款不受存款限制。Sun（2015b）认为，鉴于部分存款将以现金形式提取，存贷比实际中可能大于100%。从历史看，20世纪90年代至2011年期间，中国有大量外汇流入，银行从企业和个人手中购买外汇，所创造的存款约占存款总额的25%，使得75%的存贷比要求基本得到满足。本质上，此时75%的存贷比反映的是贷款创造75%、外汇创造剩下25%存款的事实。但自2012年以来，外汇流入放缓，银行减少购买外汇，存贷比的问题开始显现。为了满足存贷比监管要求，银行通过会计手段，将事实上的贷款在会计上记在同业等其他科目，即“银行影子”，这也是造成中国影子银行泛滥的一个原因。2012年后75%的存贷比反映了正常信贷业务和银行影子分别创造了75%和25%的存款。2015年银行存贷比要求从法律中删除，但在实际操作中，金融监管部门仍在一定程度上应用存贷比指标管理银行的流动性，导致问题并未完全解决。

（二）银行会计信息市场失灵

作为创造货币的特殊企业，银行的会计信息相较于普通企业而言，被赋予了更多的职责，既要消除委托代理关系中的信息不对称，还要消除监管体系中的信息不对称。因此，银行的经营不仅要遵循“中立”的会计原则，还受制于监管规定的“审慎”原则。在银行信用货币制度下，银行作为以盈利为目的的企业创造作为公共品的货币带来的天然矛盾，诱发银行在不同账户间进行调节，甚至移出表外的“银行影子”，导致委托代理关系和监管体系中的信息不对称，即银行会计信息市场失灵（孙国峰，2018c）。

（三）包含影子银行的银行货币创造机制

按照信用行为机制不同（货币转移型和货币创造型），中国影子银行业务可以划分为传统影子银行和银行影子（孙国峰和贾君怡，2015）。传统影子银行主要是信用中介，

表1 银行货币创造形式

资产	负债
贷款	居民、企业存款
外汇占款	财政存款
债券投资	非银行金融机构存款
银行影子	银行资本
表外资产(银行影子)	表外理财产品

资料来源：Sun（2018）

不涉及货币创造。而银行影子是指银行通过资产扩张创造货币，但却被不规范地记在了非贷款的其他科目下，以节约资产负债表空间的业务形态，这些业务的实质都是银行信贷业务。应按照实质重于形式的原则，从会计立法上明确要求银行将实质为银行债权和债务的业务记入表内，从而使中央银行可借助准备金率、信贷政策和资本充足率等工具，规范与调控银行的货币创造能力。

（四）信用货币体系下的货币国际化

货币国际化的本质是一国通过信用货币创造实现本币输出，货币之间的竞争实际是信用货币创造能力的竞争（孙国峰，2017）。境外人民币存款有三个创造来源：一是境内银行体系购汇创造；二是境内银行体系贷款创造；三是境外银行体系贷款创造或购汇创造（孙国峰，2014a）。其中，第三种方式的占比和影响基本可以忽略不计。在信用货币体系下，货币国际化的本质是一国银行体系通过资产扩张向境外主体提供信用货币，即资本项目输出，这既是人民币发挥信贷作用的核心渠道，也有利于提升国民福利。

（五）电子货币对信用货币体系的影响

孙国峰等（2014）从贷款创造存款理论出发，将电子货币界定为区别于银行信用法偿货币、代表私人债务的电子化货币形式，将原有的银行为唯一发行主体的信用货币制度扩展为银行发行法币和电子货币发行主体发行电子货币的多元化信用货币制度。在此制度下，当居民消费意愿较低但投资及生产意愿较高时，电子货币容易与法币达到共存的均衡。私人电子货币与法币共存流通，共同充当交易中介，且各自保持合适的规模能够促进生产且提高社会福利水平，有效的私人电子货币体系能够吸收经济体中过量发行的法偿货币。同时，货币当局有必要通过设置准备金率要求等措施对私人电子货币进行管理，以防止私人货币滥发带来的流通价值下降及潜在金融风险。当法律和技术条件具备且监管有效时，私人电子货币的发行能够与法币的发行有效竞争且相互补充，有助于二者均达到合理的发行规模。

（六）金融与实体经济良性循环

金融与实体经济之间的良性循环包括两个方向：一个是金融服务实体经济；另一个是实体经济支持和制约金融的发展。而银行信用货币制度中存在着银行以盈利为目的与创造货币公共品之间的天然矛盾，导致了内生的金融风险，表现为银行流动性的内在脆弱性、过度扩张的倾向及支持存量资产交易导致的资产泡沫。因此，金融与实体经济之间的良性循环对防范金融危机具有关键作用，需要通过强化金融支持实体经济、流动性约束、资本约束、银行会计管理等措施予以维持。可以观察两个指标——宏观杠杆率和资本充足率，以分别反映金融支持实体经济（资产向资本转化）的情况和实体经济对金融支持（资本向资产转化）的力度（孙国峰，2018b）。

（七）强化资本约束

资本是金融体系防范风险、弥补损失的重要防线，对于防控金融风险具有重要意义。在“公私合营”的银行信用货币制度下，银行作为以盈利为目的的企业创造作为公共品的货币，这一天然矛盾导致了银行具有过度创造货币的倾向，往往出于道德风险承担更大的风险而创造过多的货币，不仅削弱了内部的风险管理约束，还会通过“影子银行”等业务来规避外部约束，其结果会导致金融风险上升，甚至引发金融危机。因此，中央银行的约束和银行的反约束始终处于较量之中，三个外部约束的相对重要程度也在发生变化。为此中央银行不断强化资本约束，建立资本和流动性的双重约束，并加强监管以引导银行加强自身风险管理约束，共同构成金融风险的防控体系（孙国峰，2018）。例如，中国人民银行在通过资本约束控制银行信贷方面的成功实践，2016年中国人民银行建立宏观审慎评估体系（MPA），以强化资本约束机制（孙国峰，2017d，2019a，2019b）。

四、贷款创造存款理论的共识与推进

（一）贷款创造存款理论的相关阐述

亚当·斯密在《国富论》中将一般银行经营的信用形式分为票据贴现和“现金账户”的账簿信用两

种,认为银行信用能够节约流通的货币资本,以扩大生产。但其认为,货币的首要功能为流通手段,而银行的职能在于充当信用提供的媒介,并创造信用流通工具。这种建立在货币作为交易媒介的基础上所形成的信用媒介说,无法准确反映银行在资本积累、经济发展的重要作用。信用创造说应运而生。18世纪重商主义者约翰·劳认为,纸币是一种银行信用,信用量的增加与货币量增加均能形成财富,但其只讨论了纸币的信用创造方式。其后,随着信用制度的完善、银行的建立,麦克德鲁(1872)强调了创设转账存款的信用创造形式,并意识到银行的本质是信用创造和发行的主体,而不是借款者和贷款者的媒介者。Hahn(1930)进一步发展信用创造理论,不仅认为银行的主动授信业务优先于被动受信业务,资本的形成为信用创造的结果,而且指出用于支付的支票或存款凭条实为货币本身,无须兑换为本位货币就可以完成交易,但他又强调,在信贷过程中,中央银行和商业银行成了平行的竞争关系。Wicksell(1936)支持了货币是通过银行新增信贷创造出来的观点,进一步指出,纸币和硬币是货币银行体系内部循环的“漏出”形式之一,但他又认为,现实中价格水平仍受到贵金属货币开采量的影响。Schumpeter(1954)指出,银行向客户提供新的贷款时,可以通过创建与贷款相同金额的该客户存款的方式来创造货币。周升业和侯梦蟾(1963)提出,作为购买手段和支付手段的货币(现金形态与非现金形态),在社会主义条件下是信用货币,由银行按信用方式提供出来。国民经济中所有货币资金都是从放款渠道出来的,放款资金来源是和放款同时增减的。从这个意义上说,不可能存在先有存款,然后放款。黄达(1984)有“信用货币都是通过发放贷款投入流通的”的表述。张新泽(1997)也认为,银行资产业务同其负债业务没有直接关系,从贷款过程来看,是贷款产生了存款。尽管早期国内外学者提出了银行贷款创造存款的一些观点,但都是将银行贷款创造存款作为其想象中的所谓存款创造贷款、贷款又创造存款的循环链条中的一个环节,而这个链条的起点又是其想象的“原始存款”“外生货币”等,本质上仍是存款创造贷款的传统理论。孙国峰(1996a, 1996b, 2001)开创性地从资产负债表复式记账法的角度,全面、系统地提出了纯粹的贷款创造存款理论(LCD),认为完全不存在存款创造贷款的行为,不存在所谓的“外部货币”和“原始存款”,货币创造就是银行贷款创造存款的行为。之后,一些学者继续研究贷款创造存款理论。McLeay et al.(2014)认为,银行不仅仅是作为中介机构,而且是存款货币的创造者和消灭者。一方面,银行发放贷款,新增存款、创造货币;另一方面,客户偿还贷款,等量的货币遭到消灭;同时,银行销售政府债券、发行长期债和权益工具等也能消灭客户手中的货币。Li et al.(2017)通过一个代表性银行资产负债表的动态,研究了满足流动性覆盖率(LCR)时的货币创造过程,该研究显示LCR在信贷创造方面可能具有顺周期性。此外,Werner(2014a, 2014b)分析了银行的特异性,并首次从实证角度证实了贷款创造存款理论,即银行从无到有创造货币的过程。特纳(2017)在分析金融危机时,强调了银行通过发放贷款,创造信贷和货币,进而创造购买力。

(二) 贷款创造存款理论下的货币创造

1. 对货币产生的思考

1930年,凯恩斯在《货币论》中区分计算货币与货币本体,前者主要反映债务与价格,表现形式为契约与债务凭证;而后者以前者为存在基础,在履行契约或债务时用于交付。随着时代的发展,二者逐渐演化成作为债务凭证的“银行货币”和作为货币本体的“国家货币”。凯恩斯的货币理论在一定程度上显示出货币是一种债权、债务关系,也隐含着银行与国家处于两个层级、国家对货币信用的支持,并将国家货币区分为商品货币、名目货币和管理货币三种形态,虽然商品货币中尚存实物货币的思想,但是名目货币和管理货币已经在一定程度上与中央银行发行的现金和创造的准备金具有相近的含义。凯恩斯的问题在于认为存在所谓的“国家货币”,因此,没有提出完整的贷款创造存款理论,进而在《就业、利息和货币通论》中退回到完全的货币性思想。

近年来,一些学者在研究货币创造时越来越关注信用的问题,并推断货币并不是以物物交换的替代者的形式出现(格雷伯,2012)。这一点也被人类学家的研究所证实。在5000年前,人类已经在使用复杂的信用体系而非物物交换来进行物品交易,信用货币的出现远远早于原始实物货币和金

属实物货币。孙国峰 (2019b) 指出, 债权、债务交换使某一种债务成为一般性债务, 可以清偿其他所有债务, 这种一般性债务就是信用货币。人类货币演进的历史不是传统货币理论认为的从实物货币发展到信用货币, 而是从私人信用货币发展到政府信用货币, 再发展为银行信用货币, 信用货币是人类货币发展史的主要表现形式。

2. 货币创造主体的变化

在货币发展的进程中, 货币创造的主体发生了变化。欧瑞尔和克鲁帕提 (2017) 认为, 货币的载体是一种可转移的实体, 由人们信任 (或服从) 的权威创造, 具有货币价值特性, 可以用数字和货币单位明确化。孙国峰 (2019b) 提出, 在私人信用货币制度下, 发行货币的权威是部落首领或者宗教领袖, 货币的载体为棒木、贝壳等记录债务的工具; 在政府信用货币制度下, 权威来自于政府, 货币的载体为铸币、纸币; 在银行信用货币制度下, 货币创造的主体是银行, 银行的货币行为受到中央银行和政府的支持, 货币的载体为现金、存款等。

3. 货币创造的制约因素

Tobin (1963) 提出, 实践中银行不能无限创造货币, 并讨论了银行体系创造货币的限制。孙国峰 (2011) 提出, 货币创造有现金制约、清算制约和准备金制约, 并进一步提出银行货币创造的四个方面约束, 即流动性约束 (包含现金制约、清算制约和准备金制约)、资本约束、贷款需求约束 (利率约束) 以及银行内部风险管理约束 (孙国峰, 2019b)。Jakab & Kumhof (2015) 认为, 在现实世界中, 银行通过贷款创造存款提供融资, 受到盈利能力和偿付能力的限制。Cross (2018) 认为, 银行的货币创造能力受到监管要求的限制。McLeay et al. (2014) 认为, 限制银行货币创造的三个因素包括: 一是银行自身能够贷款的数量, 取决于市场对其利润要求、来自自身和监管政策要求的贷款风险管理; 二是作为货币持有者的住户和公司的行为; 三是货币政策。Borio (2019) 认为, 银行信贷供应反映了其风险-收益权衡的管理, 而银行存款则反映了非银行部门的投资组合偏好。

(三) 贷款创造存款理论下的存款准备金和货币供应量

1. 存款准备金

根据贷款创造存款理论, 贷款量和准备金规模没有直接联系, 贷款需求派生出的流动性问题, 间接地带来了准备金需求 (孙国峰, 2001)。银行的准备金和存款之间的数量关系是中央银行为了货币调控而人为设定的, 理论上法定准备金率可以无限大 (孙国峰, 2012)。因此, 准备金规模并不是贷款的强约束, 中央银行在理论上也不锁定准备金总量。实证经验表明, 现存的准备金并没有通过贷款限制货币创造 (Carpenter & Demiralp, 2012)。

虽然最低存款准备金被广泛地纳入银行监管中, 但在当今大多数发达经济体中, 准备金要求并不是货币政策框架的重要方面。中央银行实施货币政策, 一般是设定准备金价格 (利率) (Bindseil, 2004), 而不是调控准备金总量 (Disyatat, 2008)。例如, 英格兰银行目前并没有设置正式的准备金要求。Bernanke (2007) 表示, 美国准备金要求的限制作用明显减弱。Borio (2019) 认为, 理想中随着利率上升而下降的银行准备金需求曲线, 实际并不存在。超额准备金的数量取决于其持有的机会成本, 即隔夜利率与存款便利利率之差。

2. 货币供应量

孙国峰 (1996a) 提出, 货币乘数仅是没有行为意义的恒等式, 货币乘数理论没有意义。Borio (2019) 认为, 货币体系是双层结构 (Two-Tier), 即银行客户通过存款货币在各自账户上进行清算交易, 银行通过中央银行货币 (准备金) 在银行间市场上进行清算交易。在此基础上, 基础货币与货币供应量或银行信贷供应的确定并不存在显著的因果关系。换言之, 货币乘数并不是一个有用的概念。McLeay et al. (2014) 指出, 刺激居民增加储蓄的政策, 并不会增加中央银行的资金或创造新的贷款和存款。而 Bridges et al. (2011), Butt et al. (2012) 研究发现, 2008 年以来英国经济中货币增长低于危机前水平的重要原因是银行贷款下降, 而银行系统在金融危机期间大量购买股票、

债券等扩充资产对广义货币增长产生了重要影响。

(四) 以贷款创造存款理论解释经济和金融问题

Schularick & Taylor (2012) 研究发现, 货币创造与债务创造相对应, 而过高的债务 (货币) 量会引发金融危机。Jakab & Kumhof (2015) 研究发现, 与银行的金融中介理论相比, 在相同的冲击下, 贷款创造存款模型预测银行贷款的变化更大、更迅速, 并且对实体经济的影响更大, 从而放大经济周期的波动。Brunnermeier et al. (2017) 从货币创造开始分析金融风险的源头, 进而分析欧元危机产生的原因, 并指出银行资产负债两方面的变化共同构成了风险和金融危机的来源。特纳 (2017) 认为, 过度信贷引发了 2008 年全球金融危机, 一方面信贷投放创造的债务合约带来了负面影响; 另一方面多数信贷并未支持新的资本投资。孙国峰认为, 货币的本质功能是组织生产, 而不是交易媒介和价值储藏。

从量化宽松影响的研究看, McLeay et al. (2014) 认为, 量化宽松对银行贷款量的影响是双向的, 一方面, 会造成银行资产负债表快速膨胀, 以新增的存款匹配新增的资产; 另一方面, 也会促进公司发行债券和股票融资偿还银行贷款 (Butt et al., 2012; Bridges & Thomas, 2012)。

五、结 论

本文阐释了贷款创造存款理论的源起、发展及应用。应当注意的是, 货币创造存款理论与传统货币创造理论的政策启示有很大的不同。例如, 对准备金政策、存贷比政策、量化宽松政策和负利率政策有截然不同的解读。近期, 贷款创造存款理论逐渐被学术界所认同, 并且在理论政策层面取得了长足的进展, 但尚未建立起以贷款创造存款为基础全面解释经济运行、经济周期和利率决定的整体理论, 这需要全球学术界共同着力推进。

(责任编辑 边卫红)

参考文献:

- [1] 孙国峰. 中国货币政策传导机制研究[D]. 硕士学位论文, 中国人民银行研究生部, 1996a
- [2] 孙国峰. 中国货币政策传导机制研究[J]. 国际金融研究, 1996b (5): 63
- [3] 孙国峰. 银行间债券市场发展与中央银行货币政策调控[J]. 金融研究, 2000 (9): 76-83
- [4] 孙国峰. 信用货币制度下的货币创造和银行运行[J]. 经济研究, 2001 (2): 29-37+85
- [5] 孙国峰. 关于当前银行“存差”问题的思考[J]. 财贸经济, 2002 (10): 33-35
- [6] 孙国峰. 中国公开市场业务的实践与思考 (上)[J]. 中国货币市场, 2003a (3): 28-31
- [7] 孙国峰. 中国公开市场业务的实践与思考 (下)[J]. 中国货币市场, 2003b (4): 30-33
- [8] 孙国峰. 第一排——中国金融改革的近距离思考[M]. 中国经济出版社, 2012 年 1 月
- [9] 孙国峰. 资本输出——人民币国际化的战略选择[J]. 比较, 2014a (6)
- [10] 孙国峰. 中央银行的逆周期调节作用与资产管理公司在宏观审慎管理框架中的角色[J]. 新金融评论, 2014b (6): 119-139
- [11] 孙国峰. 结构性流动性短缺的货币政策操作框架[J]. 比较, 2017a (4)
- [12] 孙国峰. 信用货币视角下的人民币国际化[J]. 中国金融, 2017b (18): 14-15
- [13] 孙国峰. 货币政策工具的创新[J]. 中国金融, 2017c (4): 16-18
- [14] 孙国峰. 解读 MPA: 不断完善的宏观审慎评估体系[J]. 中国银行业, 2017d (11): 44-47
- [15] 孙国峰. 规则与自由裁量权——莱茵河两岸思想之争[J]. 比较, 2018a (1)
- [16] 孙国峰. 货币创造、资本约束与防控金融风险[J]. 财新周刊, 2018b (11)
- [17] 孙国峰. 银行会计信息市场失灵与监管[J]. 金融会计, 2018c (1): 11-15
- [18] 孙国峰. 货币政策回顾与展望[J]. 中国金融, 2019a (2): 41-43
- [19] 孙国峰. 货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判[J]. 经济研究, 2019b (4)

- [20] 孙国峰, 对“现代货币理论”的批判[J]. 中国金融, 2019c (15): 42-44
- [21] 孙国峰, 蔡春春. 货币市场利率、流动性供求与中央银行流动性管理——对货币市场利率波动的新分析框架[J]. 经济研究, 2014 (12): 33-44+59
- [22] 孙国峰, 邓婕, 尹航. 电子货币对信用货币体系的影响——基于自由竞争市场[J]. 金融研究, 2014 (10): 50-68
- [23] 孙国峰, 何晓贝. 存款利率零下限与负利率传导机制[J]. 经济研究, 2017 (12): 105-118
- [24] 孙国峰, 贾君怡. 中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角 [J]. 中国社会科学, 2015 (11): 92-110+207
- [25] Bernanke B. The Financial Accelerator and the Credit Channel, Speech at a Conference on the Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-First Century, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2007
- [26] Bindseil U. The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of the Reserve Position Doctrine[R]. ECB Working Paper No. 372, 2004
- [27] Borio C. On Money, Debt, Trust and Central Banking[R]. BIS Working Paper No.763, 2019
- [28] Bridges J, Rossiter N, Thomas R. Understanding the Recent Weakness in Broad Money Growth [J]. Bank of England Quarterly Bulletin, 2011 (1): 22-35
- [29] Brunnermeier M K, James H, Landau J P. The Euro and the Battle of Ideas[M]. Princeton University Press, 2016
- [30] Butt N, Domit S, Kirkham L, McLeay M, Thomas R. What Can the Money Data Tell Us About the Impact of QE? [J]. Bank of England Quarterly Bulletin, 2012 (4): 321-331
- [31] Cross G. Banks, Private Money Creation, and Regulatory Reform [J]. Journal of Financial Regulation and Compliance, 2018 (1): 20-34
- [32] Disyatat P. Monetary policy Implementation: Misconceptions and Their Consequences [R]. BIS Working Paper No. 269, 2008
- [33] Goodhart C A E. The Determination of the Money Supply: Flexibility Versus Control. Manchester School, 2017, 85 (S1): 33-56
- [34] Jakab Z, Kumhof M. Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds And Why This Matters [R]. Bank of England Working Paper 529 (London), 2015
- [35] McLeay M, Radia A, Thomas R. Money Creation in the Modern Economy, Bank of England Quarterly Bulletin Q1, 2014a: 14-27
- [36] McLeay M, Radia A, Thomas, R. Money in the Modern Economy: An Introduction, Bank of England Quarterly Bulletin Q1, 2014b: 4-13
- [37] Ryan-Collins J. Where Does Money Come From? A Guide to the UK Monetary and Banking System, London, New Economics Foundation, 2011
- [38] Schularick M, Taylor A M. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870—2008[J]. American Economic Review, 2012 (2): 1029-1061
- [39] Sun G. Financial Reforms in Modern China: A Frontbencher's Perspective[M]. Palgrave Macmillan, August 2015
- [40] Sun G. Reforms in China's Monetary Policy: A Frontbencher's Perspective[M]. Palgrave Macmillan, August 2015
- [41] Sun Guofeng (2018), Measuring Chinese Shadow Banking: Banks' Shadow and Traditional Shadow Banking, VOX China, February 2018
- [42] Werner R. How Do Banks Create Money, and Why Can Other Firms Not Do the Same? An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking[J]. International Review of Financial Analysis, 2014b (36): 71-77
- [43] Werner R. Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? —the Theories and the Empirical Evidence[J]. International Review of Financial Analysis, 2014a (36): 1-19

Abstract: The Loan Creates Deposit (LCD) theory points out that loan and other asset expansion of banks create deposit which is money. In recent years, with the deepening of research, the LCD theory has been developed continuously and has gradually become a consensus. This paper introduces the logical connotation of LCD theory, then analyses the transmission mechanism of monetary policy and the restrictions faced by banks to create deposit by asset expansion. Further, the paper explores related issues on structural monetary policy, quantitative easing policy, negative interest rate policy and counter-cyclical adjustment. Finally, the paper summarizes the consensus, advancements and future research directions on this theory. LCD theory interprets the mechanism of money creation based on credit and double-entry accounting, criticizes the traditional money theory, and has a certain theoretical and practical significance.

Keywords: Loan Creates Deposit; Credit Money; Money Creation; Monetary Policy