

货币信贷内生扩张 及其经济效应研究

Endogenous Expansion of Money
& Credit and Effects on Economy

■ 朱太辉 著



中国金融出版社

货币信贷内生扩张 及其经济效应研究

Endogenous Expansion of Money
& Credit and Effects on Economy

■ 朱太辉 著



中国金融出版社

责任编辑：肖 炜

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

货币信贷内生扩张及其经济效应研究 (Huobi Xindai Neisheng Kuozhang Jiqi Jingji Xiaoying Yanjiu) / 朱太辉著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8031 - 1

I. ①货… II. ①朱… III. ①贷款管理—研究 IV. ①F830. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 151782 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 25

字数 320 千

版次 2015 年 10 月第 1 版

印次 2015 年 10 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8031 - 1/F. 7591

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

《货币信贷内生扩张及其经济效应研究》是朱太辉在其博士学位论文的基础上，吸收国内外最新理论研究成果，并结合自己近年来在工作实践中对金融体系运行的观察与思考，修订而成。作者邀我作序，盛情难却，也愿意借此机会，谈谈这本书的研究主题以及自己关于货币理论的一些思考。

首先，经济学作为社会科学的一个分支，应该是“问题导向，事件推动”的，作者在博士论文的写作和毕业后的研究工作中，对此是深有体会的。本书从对20世纪30年代“大萧条”和2008年以来国际金融危机成因、影响、对策的疑问出发，研究了逻辑递进的两个问题：货币信贷扩张为什么具有“自我实现”的内生性，以及货币信贷内生扩张会对实体经济和政策调控产生什么影响？按照经济学教科书中传统的货币供给乘数理论，中央银行控制基础货币发放，商业银行在此基础上进行多倍存款创造（即货币供给），然后根据存款发放贷款。依此逻辑反推，除去货币供给乘数理论中相关技术参数的影响，货币供给最终是由中央银行控制，是外生的。然而，这一传统的货币供给理论与金融危机史、政策调控实践并不吻合。从金融危机史来看，大多数金融危机爆发前都出现了长期的内生性货币信贷扩张。同时，此次金融危机后，世界主要国家都实施了量化宽松的货币政

策，但从欧美日的经济实践看，效果并不明显^①，如同“推绳子”。此外，危机后巴塞尔委员会和世界各国推行了逆周期资本监管，如果货币信贷扩张确实存在较强的内生性，那么逆周期资本监管控制信贷扩张的能力及其预期效果也将存在疑问。

其次，作者跳出传统货币信贷扩张内外生争论的“存与贷”因果分析，从货币和信用的关系入手，基于现实中广泛存在的不确定性，论证了货币信贷扩张的内生性根源。作者对18世纪以来主要的货币信贷扩张内外生争论的历史背景、演变过程进行了较为详细的述评，指出传统货币供给乘数模型的三个重要潜在假设在现实中的局限性：一是经济活动具有无限大的信贷需求；二是银行的经营模式是“先存后贷”，即在时序上先有存款再有贷款；三是货币流通速度是稳定的。当前，货币学派和后凯恩斯学派的内外生争论集中在“存与贷”因果分析上，结果都是自说自话，又都缺乏对货币本质的解释，难免陷入了“鸡生蛋还是蛋生鸡”的争论迷局。作者抛弃“存与贷”的分析思路，基于货币和信用的内在关系，论证了货币供给和信贷扩张内生性的根源：由于不确定性的普遍存在，经济主体之间的商业信用需要通过信用级别更高的商业银行信用来代替和清算，通过信用升级来降低风险。这样的思论颇有新意！

对此，我们可以用一个简单的思想实验来深化理解。假设A的院子里突然掉下来一块陨石，价值100万元，这是一笔纯粹的新增财富。B想向A借用这块陨石，将其加工成更值钱的工艺品。如果A和B住在一个偏远的荒岛上，B给A写一张欠条就可以了。这张欠条代表一份私人借贷关系，也就是商业信用。但在现代复

^① 这得到了圣路易斯联邦储备银行2015年7月一份研究报告的支持。

杂的市场经济中，这张私人欠条的价值既缺乏信用保证，也没有办法转手流通，因此 A 要求 B 支付现金货币。如果 B 在银行有存款，取现支付，便会破坏经济中原有的货币数量和财富之间的对应关系，导致通货紧缩。由于 B 利用陨石可以创造更大的价值，因此为了满足新增财富流通需要、维持价格水平稳定和促进未来经济发展，一个可行的方法是商业银行从中央银行申请再贷款。同时假设货币流通速度不变，那么商业银行的再贷款会导致 100 万元的基础货币从中央银行流到商业银行，再由商业银行贷给 B 用于购买支付，最终流到 A 的手里。这个例子简要描述了货币信贷的创造过程，从中可以清晰地看出，现代经济中的信用货币表面上看是中央银行的负债，实质上是中央银行信用（欠条）对私人部门商业信用（欠条）的替代，货币信贷的扩张是商业银行信用替代私人部门信用和中央银行信用替代商业银行信用的信用升级过程。这也同时表明，货币的作用并不是简单地降低经济活动中的交易成本，其更重要的意义在于它维系现代经济中政府信用、银行信用、商业信用的等级关系。在货币的基础上，各种借贷关系或者商业信用才能发展起来，经济发展才能富于弹性。

再次，作者关于货币信贷扩张的内生性论证考虑了货币金融制度和实践的最新发展，从实践中来，到实践中去。作者综合货币信贷扩张的内外生争论述评、两次大危机的案例分析以及不同货币银行制度对货币信贷扩张影响的制度分析，甄别出货币信贷扩张的内生性是本质存在的，与货币银行制度无关。而且，货币信贷扩张的内生性并不是要否认外生性，货币信贷扩张由内生和外生双轮驱动，货币金融制度、金融实践发展以及经济增长阶段影响的只是内生性和外生性的相对大小。2008 年美国次贷危机

的爆发，很大程度上是由于资产证券化、信用衍生品交易、“发起—分销”的信贷经营模式、金融监管制度改革滞后等提高了经济主体的风险偏好，强化了货币信贷扩张的内生性，与持续宽松的货币政策等外生因素一起推动了货币信贷的长期扩张。作者由此补充论证，随着金融制度和金融创新的发展，当外生的货币信贷供给与内生的货币信贷需求不一致时，货币在支付手段职能和价值储藏职能之间的转换、货币在实体经济循环和在金融体系循环之间的转换、准货币（即货币化程度较高的金融产品）对货币的替代、影子银行体系对传统银行体系的替代等内生力量，会缓解甚至消除外生因素对货币信贷扩张的控制。这种系统全面、贴近现实的论证较为少见，大大增加了所述观点的说服力。

最后，作者在后凯恩斯理论分析框架的基础上，尝试引入奥地利学派的结构主义思想，修正传统的 IS-LM 分析框架，分析了货币信贷内生扩张的经济影响。作者吸收后凯恩斯学派中货币流通理论的时序分析、适应性理论的适应性分析以及结构性理论的流动性偏好分析，初步构建了一个货币信贷内生扩张的多阶段动态模型，推动了货币信贷内生理论的发展。在此基础上，作者将货币信贷内生扩张引入 IS-LM 分析框架，修正了原有的 IS 和 LM 模型。修正后的 IS-LM 分析框架结合奥地利学派的结构主义分析，既有助于解释货币如何进入经济系统，也更好地论证了货币信贷的内生反馈机制使得货币信贷容易陷入扩张过度，从而引发资源错误配置——总量错配或者结构错配，在经济扩张阶段加速经济扩张，在经济衰退阶段延长经济衰退。在某种意义上，修正后的分析框架进一步解释了明斯基的经济金融不稳定假说。

本书思路清晰，观点新颖，论证翔实，但也还存在一些值得

充实和改进的地方。

在理论上，货币经济学的一个根本性难题是如何将货币真正纳入宏观经济分析框架，而解决好这个难题需要深刻地理解货币与信用的关系。在书中，作者论证指出，货币的本质是信用，与商业信用都是经济主体之间的借贷关系，区别是货币的信用级别要高于商业信用。出于分析货币信贷扩张的内生性需要，这一论证并无不妥，但还不完整。要想将货币信贷引入宏观经济分析框架，进一步完善现有的宏观经济周期理论，还需要对货币和信用的关系进行深入分析。静态地从商业银行的资产负债结构看，其负债为广义货币，在数量上大致等于贷款（即信用）。但从动态分析看，银行的负债与贷款具有截然不同的意义。其负债是基于基础货币扩张形成的，代表的是过去已经存在的财富和价值；而贷款则是将已有的财富进行重新配置，在一个不断扩大的生产结构中，由于不确定性的普遍存在，代表的是预期的未来价值。换言之，货币代表的是过去的既有价值，而信用则是在此基础上，对既有资源的跨期配置，代表的是未来的不确定价值，因此货币是中性的，而信用是非中性的^①。就此而言，作者将货币供给和信贷扩张笼统论之，有失偏颇。

在实证上，作者关于货币信贷扩张内生性的根源在于，经济主体在不确定性普遍存在的经济环境中，需要将低等级的商业信用转化为高等级的银行信用的理论观点，如果辅以必要的实证支持，无疑会大大提升说服力。其实，作者自己也认识到了这一问

^① 本人曾于2005年在《经济学动态》上发表了一篇文章《货币理论的困境与展望》，简要分析了货币理论面临的困境，并在分析货币和信用的联系和区别的基础上，提出了一个新的分析框架。

题，但认为货币（银行负债）和信用（银行资产）在统计上没有前后时序关系，已有的计量检验无力而为。其实，一个可行的方法是进行资金流量表分析。在广义的资金流量表中，资金流量包括实物资金运动和货币资金运动，前者反映收入分配及消费、储蓄、投资、进出口等引致的资金活动，后者则反映为调剂资金余缺而进行金融交易所产生的资金运动，这两个部分通过资金余缺联系在一起，完整地反映了资金在企业、家庭、政府、国外部门、银行体系之间的变化和联系。如果对资金流量表进行时段切片分析，分析各个时期国内商业信用（企业投资、家庭消费带来的信用需求）、政府信用（政府债务变化）以及国外信用（净出口贸易带来的外汇储备变化）对银行贷款（商业银行信用）的影响，以及银行贷款与基础货币（中央银行信用）的变化关系，应该会对商业信用与银行信用的转换关系得出一个较为清晰的印证。事实上，英格兰银行一直非常注重从资金流量表来分析货币供给和银行信贷的变化。

当前国内外的主流经济学和货币金融学教科书中，货币供给大多局限于传统的外生理论——货币乘数理论，极少涉及货币供给内生理论。因此，本书对于经济金融领域的理论研究与实际工作具有较高的参考价值。

作者有志于学术，假以时日，不断探索，相信在上述领域能够做出更多有价值的学术成果。

瞿 强

中国人民大学财政金融学院教授
中国财政与金融政策研究中心主任

2015 年 10 月

目 录

第1章 引言	1
1.1 研究问题与研究背景	1
1.1.1 问题提出	1
1.1.2 概念界定	7
1.1.3 信贷扩张、货币供给与经济活动的关系变化	11
1.2 相关文献综述	13
1.2.1 主流学派关于货币信贷对宏观经济影响的争论	13
1.2.2 货币信贷扩张影响宏观经济的机制：外生还是内生？	21
1.3 研究思路和框架设计	33
第2章 货币信贷扩张的内生性论证	38
2.1 货币信贷扩张的内生性：理论发展述评	39
2.1.1 通货主义与银行主义的内/外生争论	39
2.1.2 凯恩斯理论中的内/外生观点	47
2.1.3 货币信贷扩张外生理论的发展和内生修正	51
2.1.4 后凯恩斯学派货币信贷扩张内生理理论的构建	62
2.2 货币信贷扩张的内生性：两次大危机的案例分析	67
2.2.1 货币信贷内生扩张的计量检验	67
2.2.2 两次大危机期间货币信贷波动的比较分析	68

2.2.3	两次大危机期间货币信贷波动的实证检验	76
2.3	货币信贷扩张的内生性：制度视角的分析	81
2.3.1	货币信贷内生扩张的“演变式制度分析”	81
2.3.2	货币信贷内生扩张的“变革式制度分析”	84
2.3.3	货币信贷扩张的内生性本质	86
2.3.4	中央银行制度下货币信贷内生扩张的现实表现	88
2.4	小结	90
第3章	货币信贷内生扩张机制和模型构建	92
3.1	货币信贷内生扩张的货币流通机制	92
3.1.1	货币流通理论的起源与特点	92
3.1.2	货币流通理论的货币信贷内生扩张机制	94
3.1.3	货币流通理论中货币信贷内生扩张机制的独特性	97
3.2	货币信贷内生扩张的适应性机制	100
3.2.1	适应性内生理理论的起源与发展	100
3.2.2	适应性内生理理论的货币信贷扩张机制	103
3.2.3	适应性内生理理论的货币信贷扩张模型	108
3.3	货币信贷内生扩张的结构性机制	111
3.3.1	结构性内生理理论的起源与发展	111
3.3.2	结构性内生理理论的货币信贷扩张机制	115
3.3.3	结构性内生理理论的货币信贷扩张模型	120
3.4	货币信贷内生扩张的综合模型构建	123
3.4.1	货币学派和后凯恩斯学派的内/外生争论迷局	123
3.4.2	货币信贷内生扩张的基础：商业信用向银行信用转变 ...	124
3.4.3	货币信贷内生扩张的动态综合模型	130

3.5 小结	137
第4章 资本市场发展与货币信贷内生扩张新机制	140
4.1 资本市场发展下信贷经营模式的转变	140
4.1.1 传统银行业在融资领域的地位显著下降	141
4.1.2 信贷证券化及相关衍生品交易不断发展	143
4.1.3 资本市场发展下的信贷经营新模式：“发起—分销” ...	150
4.2 资本市场发展下货币信贷内生扩张的新机制	155
4.2.1 “发起—分销”模式通过提高市场效率促进货币信贷 扩张	156
4.2.2 “发起—分销”模式通过弱化监管约束促进货币信贷 扩张	159
4.2.3 “发起—分销”模式通过提高杠杆率促进货币信贷 扩张	160
4.2.4 “发起—分销”模式下的货币信贷内生扩张综合 模型	160
4.3 货币信贷内生扩张新机制与次贷危机	163
4.3.1 次贷需求增加的背景和原因	164
4.3.2 次贷供给内生扩张的过程	169
4.3.3 次贷内生扩张的“合成谬误”：次贷危机	173
4.4 小结	177
第5章 货币信贷内生扩张的宏观经济效应	179
5.1 货币信贷内生扩张与资源错配：总量分析	180
5.1.1 “资本积累”与信贷需求	180

5.1.2	货币信贷内生扩张、融资结构转变与资源总量错配	181
5.1.3	货币信贷内生扩张与资源总量错配的进一步论证	183
5.2	货币信贷内生扩张与资源错配：结构分析	186
5.2.1	奥地利经济学派的特点分析	186
5.2.2	奥地利经济学派的资本结构理论	188
5.2.3	货币信贷内生扩张、资本结构转变与资源结构错配	195
5.3	货币信贷内生扩张与经济周期波动：修正的 IS-LM 模型	198
5.3.1	传统的 IS-LM 模型：传统经济学的解释	199
5.3.2	引入货币信贷的 IS-LM 模型修正	202
5.3.3	引入货币信贷内生扩张的 IS-LM 模型构建	206
5.4	货币信贷内生收缩与经济衰退：新的信贷解释视角	211
5.4.1	经济危机并不是一个特殊情况	211
5.4.2	危机和衰退是对前期扩张的修正	212
5.4.3	货币信贷内生收缩与经济衰退	217
5.5	小结	219
第 6 章	中国的例证：2008—2014 年	221
6.1	危机应对与货币信贷内生扩张：2008—2009 年	221
6.1.1	危机前货币信贷扩张内生性的实证检验	221
6.1.2	危机应对政策和货币信贷总量的内生扩张	226
6.1.3	危机应对和地方政府融资平台贷款内生扩张	231
6.1.4	危机应对和房地产市场贷款内生扩张	234
6.2	政策收紧后信贷借道影子银行内生扩张：2010—2014 年	235
6.2.1	银信合作促使银行信贷继续内生扩张	237
6.2.2	民间借贷推动企业信贷继续内生扩张	243

6.3 货币信贷持续扩张的结果：资源错配与风险积累	254
6.3.1 地方政府融资平台面临着流动性风险	254
6.3.2 房地产泡沫在调控中不断放大	261
6.3.3 民间借贷爆发资金链断裂风险	265
6.4 小结	270
 第7章 货币信贷内生扩张与政策应对	272
7.1 货币信贷内生扩张与危机前货币紧缩政策的效力分析	272
7.1.1 货币政策关注利率还是货币总量？	272
7.1.2 货币信贷内生扩张下利率调控政策的传导机制	277
7.1.3 货币信贷内生扩张下利率调控政策的效力分析	280
7.2 货币信贷内生扩张与危机后经济刺激政策的效力分析	284
7.2.1 危机后宽松利率政策的效力分析	284
7.2.2 危机后“量化宽松”与“信贷宽松”政策的效力 分析	286
7.2.3 危机后积极财政政策的效力分析	292
7.3 货币信贷内生扩张与逆周期资本监管的效力分析	295
7.3.1 危机后的逆周期资本监管改革	295
7.3.2 货币信贷内生扩张对逆周期资本监管效力的影响	299
7.3.3 货币信贷内生扩张下的金融监管新思考	302
7.4 小结	304
 第8章 结论	306
8.1 主要研究结论	306
8.2 政策建议和改革启示	312

8.3 创新和不足	318
8.3.1 创新之处	318
8.3.2 不足之处	320
附录：货币供给的内外生争论迷局	322
参考文献	345
后记	381

第1章 引言

1.1 研究问题与研究背景

1.1.1 问题提出

经济发展史表明，金融危机或者经济危机爆发前，经济的持续增长和高涨在很大程度上是由货币和信贷持续扩张引致的，并且这种信贷扩张体现出了“自我实现”（Self-fulfilling）的特点。具体而言，货币、信贷与GDP的比率在经济增长阶段通常会上升，而在经济衰退期间通常会下降（Kliesen 和 Tatom, 1992）；而且在经济增长达到最高点之前，信贷扩张通常已经结束，在经济下滑或者衰退之前信贷收缩已经开始。我们暂且将货币信贷扩张的这种“自我实现”称为货币信贷扩张的内生性或货币信贷内生扩张，其准确定义下文给出。

1929年开始的经济大萧条和此次国际金融危机就是货币信贷内生扩张引发危机的例证^①，美国经济在两次危机爆发前都经历了长期的货币信贷扩张。从第一次世界大战开始的1914年到股市崩盘的1929年期间，除了1921年的信贷缩减外，美国经济经历了长达15年的信贷扩

^① 奥地利学派将1929年金融危机及之后的大萧条归因于美国政府之前的干预导致的货币和信贷持续扩张，而Taylor（2009）认为次贷危机引发的这次金融危机的根源也在于美联储过于宽松的货币政策引致的信贷持续扩张。

张, 商业银行信贷总额增长了近两倍^①。次贷危机爆发前, 美国联邦基金利率从 2000 年 9 月的 6.52% 多次持续下调, 到 2003 年 7 月低落至 1.01% 的极低水平, 并且 1% 左右的联邦基金利率一直持续到了 2004 年 5 月^②, 此后联邦基金利率虽然上调, 但仍处于低位; 在美联储这种宽松货币政策的刺激下, 美国的信贷持续扩张, 从利率开始下调的 2000 年到次贷危机爆发的 2007 年, 美国商业银行的信贷余额增长了近一倍^③。

对于货币和信贷扩张的这种“自我实现”及其给经济带来的灾难性影响, Kindleberger (2005) 的名著《疯狂、惊恐和崩溃》(*Manias, Panics and Crashes*) 列举了大量的史实证据^④。另一部危机史著作《这次不一样》(*This Time Is Different*) 基于大量的数据资料和充实的经验分析, 认为各类危机的一个共同特征是过度举债 (excessive debt accumulation), 无论是政府、银行、企业还是消费者, 繁荣时期的过度举债酿成了更为巨大的系统性风险 (Reinhart 和 Rogoff, 2009)^⑤。相对于 Kindleberger (2005)、Reinhart 和 Rogoff (2009) 的历史研究, Mendoza

① 美国大萧条前信贷扩张的详细情况参阅 Persons (1930)。

② 这期间, 美国联邦基金利率最高水平为 2003 年 8 月, 最低水平为 2003 年 12 月的 0.98%。

③ 美国各年的信贷数据来源于美联储网站 (<http://www.federalreserve.gov/>)。值得一提的是, 格林斯潘 (Alan Greenspan) 1966 年在其“黄金与经济自由 (Gold and Economic Freedom)”一文中将美国 1929 年的金融危机及之后经济大萧条的原因归结为政府干预引发的信贷扩张, 但他却在 40 年后重蹈了他曾经批评过的政策, 结果在 21 世纪初引致了又一次大危机和大萧条。

④ Kindleberger 在该书中明确指出, “很可能就是货币和信贷的扩张促成了投机狂潮”, “将经济引向过热和崩溃的投机主要建立在信贷固有的不稳定性基础之上”。

⑤ Reinhart 和 Rogoff (2009) 认为, 之所以会出现过度负债, 是因为社会大众每次都相信, 过去的许多繁荣景象都曾造成灾难性的崩溃, 但这次不一样, 当前的繁荣是建立在坚实的经济基础、结构改革、技术创新以及良好的政策之上的。

其实, 早在 19 世纪中期, 英国学者查尔斯·麦基 (中文版, 2009) 的金融史著作《幻想与癫狂》就已反映了经济主体的“这次不一样”心理。麦基通过分析历史上的典型金融危机发现, 每次金融危机之后, 人们都会反省自身的愚昧和疯狂, 但是一旦经济复苏和持续增长, 人们的愚昧和疯狂又会悄然而生, 引致泡沫和危机。