

信用创造

刘成 著

Credit Creation

生活·读书·新知 三联书店

信用创造

刘成 著

Credit Creation

生活·读书·新知 三联书店

Copyright © 2017 by SDX Joint Publishing Company.

All Rights Reserved.

本作品版权由生活·读书·新知三联书店所有。

未经许可，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

信用创造 / 刘成著. — 北京: 生活·读书·新知三联书店, 2017.6

ISBN 978-7-108-05917-8

I. ①信… II. ①刘… III. ①信用货币—研究
IV. ① F820.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 080177 号

责任编辑 祝晓风

装帧设计 蔡立国

责任印制 宋 家

出版发行 生活·读书·新知 三联书店

(北京市东城区美术馆东街 22 号 100010)

网 址 www.sdxjpc.com

经 销 新华书店

印 刷 北京隆昌伟业印刷有限公司

版 次 2017 年 6 月北京第 1 版

2017 年 6 月北京第 1 次印刷

开 本 880 毫米 × 1230 毫米 1/32 印张 13

字 数 280 千字

印 数 0,001—5,000 册

定 价 42.00 元

(印装查询: 01064002715; 邮购查询: 01084010542)

前言

这本书是关于信用创造问题的一项专门研究。信用创造问题是经济学特别是金融学的一个基本理论问题，与我国当前金融领域面临的诸多问题也直接相关。本书研究的主要内容是，在信用货币制度下，货币以及类货币高流动性金融工具是如何创造的，与实体经济的货币资金供应存在什么关系。几乎在所有的宏观经济学和货币金融学的著作中，都会涉及信用创造问题，但大都局限于银行体系的货币信用创造。本书拓宽了对这个问题的研究范围，涵盖贵金属货币流通情况下的银行信用创造、信用货币制度下银行体系的信用创造、非银行金融机构的信用创造、影子银行体系的信用创造、互联网金融领域中的信用创造、离岸货币市场上的信用创造，等等。与此相对应，分别研究了金融体系演变中信用创造发生的变化、对实体经济货币资金供应产生的作用，以及货币供应量、社会融资规模的衡量等有关问题。

本书的内容不需要复杂的数学计算，在研究方法上，我借鉴了资金流量核算的基本原理。简单地说，就是任何一项资金活动都必须有来处、有去处，“有借必有贷、借贷必相等”，在抽象

出不同经济活动主体的基础上，利用矩阵账户来反映它们之间的资金联系。在20世纪90年代初刚刚接触资金流量分析的时候，我就深感它能把不同经济主体的资金联系揭示清楚，对于分析资金运行特别是各个经济主体之间的资金流动很有价值。本书通过对资金流量分析方法的借鉴和应用，将不同经济主体的资产负债联系起来建立矩阵账户，以反映金融机构的信用创造怎么创造、创造了什么、为谁而创造。事实上，统计核算理论和会计理论像数学一样具有实证的性质，可以使我们对一些现象和事物的认识更加深刻，更加有逻辑性，更加接近事物的本质。

对信用创造问题，国内鲜有专门的研究著作。也可能是我孤陋寡闻，感到研究这个问题可资参考的文献实际上并不多，只散见于一些著作和论文中，且较多彼此相传，有的仅仅是换换例子而已。其实，我们常常就是在深信不疑的彼此相传中失去了提问的勇气。在本书的写作过程中，我阅读了大量著述的相关内容，曾经在大学里讲授有关课程的经历现在发挥出了作用。特别是黄达教授所著的《金融学》和对银行信用创造问题作了深入系统剖析的《宏观调控与货币供给》，刘絜敖所著的《国外货币金融学说》，盛松成所著的《社会融资规模理论与实践》《中央银行与货币供给》，谢平、邹传伟、刘海二所著的《互联网金融手册》，李斌、伍戈所著的《信用创造、货币供求与经济结构》，周莉萍所著的《影子银行体系：自由银行业的回归？》，以及李扬、周莉萍所著《信用创造》、孙国锋所著《信用货币制度下的货币创造和银行运行》和《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》等论文。国外的文献中，早期研究信用创造

问题的著作汗牛充栋，但同样失之重复，且大多与现实特别是我国的实际很有距离。我感到受益显著的是熊彼特在《经济发展理论》中关于信用问题的论述，20世纪80年代初钱德勒所著的《货币银行学》，米什金所著的《货币金融学》，美国学者格利和肖的经典著作《金融理论中的货币》，以及高顿关于影子银行信用创造的一系列论文，等等。他们关于信用创造问题的研究成果和精彩的观点、论断，给了我很大启发。本书事实上也正是近年来一边工作一边学习这些著作、论文基础上的一些思考和体会。虽然信用创造和对实体经济的资金供应是研究金融和宏观经济的基本理论问题，但于此亦有甚多误解和歧义。我在撰写本书的过程中，尤其希望自己能够弄清、深化、细化对一些基本问题的认识，同时大胆并且也是谨慎地提出了自己的观点和意见，以求引起读者的思考。不过由于自己水平能力有限，且研究涉及的内容广泛，有的与实际联系紧密但自己又没有从事过相关具体金融工作，书中的错误和遗漏必然难免，这令我内心不免忐忑。但愿它能够作为一个靶子，如果能够引起对这个重要问题的任何重视和启发，抑或是任何认真的批评和建议，我都会感到无比的欣慰和高兴。

刘成

2016年8月21日

目录

前言	1
第一章 引论	1
一、问题的提出	1
二、研究思路和主要方法	5
三、基本框架和主要内容	17
第二章 信用创造：货币视角的理论分析	23
一、引言	23
二、信用与信用创造	24
三、分析信用创造的不同视角	32
四、从货币视角对信用创造的再认识	46
五、金融体系信用创造与实体经济货币资金供应	61
六、小结	71

第三章 中央银行—商业银行的信用创造	75
一、引言	75
二、贵金属货币制度下的银行信用创造	77
三、贵金属货币制度下银行信用创造和货币资金 供应	94
四、信用货币制度下的银行信用创造	101
五、信用货币制度下银行信用创造和货币资金 供应	143
六、小结	160
第四章 非银行金融机构的信用创造	165
一、引言	165
二、银行与非银行金融机构的异同与演化	167
三、保险公司等非银行金融机构信用活动分析	176
四、财务公司的信用活动分析	183
五、非银行金融机构的信用活动与实体经济资金 供应	191
六、小结	209
第五章 影子银行的信用创造	213
一、引言	213
二、发达国家影子银行体系及信用创造	215
三、我国的影子银行及其信用创造	251
四、影子银行体系与实体经济货币资金供应	272

五、小结	279
第六章 互联网金融的信用创造	285
一、引言	285
二、互联网金融：一种新的金融模式？.....	287
三、互联网金融中的货币形式	296
四、第三方支付、虚拟账户与信用创造	305
五、互联网货币与实体经济的货币资金供应	322
六、小结	326
第七章 离岸货币市场的信用创造	331
一、引言	331
二、现金跨境流动与离岸货币市场信用创造	333
三、存款货币跨境流动与离岸货币市场信用创造	341
四、跨境资金流动与国内货币资金供应	365
五、小结	373
第八章 结论和启示	377
一、关于信用创造体系问题	377
二、关于实体经济货币资金供应问题	383
三、关于完善货币调控问题	393
四、关于改进金融管理问题	398

第一章

引论

一、问题的提出

金融是现代经济的核心，而信用是现代金融的灵魂。因为，现代经济中使用的货币是信用货币，资金供应和融通主要通过信用活动实现，金融机构经营信用活动并创造各种金融资产，金融宏观调控主要通过调节信用的扩张和收缩完成，整个国民经济表现为信用经济。就金融学科来说，怎么强调信用问题的重要性都不过分。

我们不可能对信用问题在一本书里做全面、系统的研究，只想集中讨论信用创造（credit creation）与实体经济货币资金供应这个基本的问题，以及涉及到的有关金融宏观调控和监管问题。金融体系是信用活动的具体组织形式的总和，信用创造是金融体系扩张信用、融通资金和供应资金的机制，金融宏观调控和监管本质上是对金融体系信用创造机制及规律的运用，以达到服务实体经济和实现金融自身稳定的政策目的。显然，信用创造问题是其中一个核心的也是基本的问题。

以我们过去的目光看——当然直到现在，主流金融学、货币银行学的内容仍是如此——金融体系虽然日益丰富完善，包含各种各样的金融机构、信用形式、市场组织，但占据中心的始终是中央银行—商业银行体系。信用创造指的就是银行体系的信用创造，金融宏观调控实际上就是银行信用的调节，翻看一下经济学和金融学的辞书、教科书，这些似乎久成定论。熊彼特认为，早在1885年纽科姆就初步分析了银行信用创造机制，论证了原始存款与派生存款的乘数关系。20世纪初由菲利普斯（C. A. Phillips）在其《银行信贷》（*Bank Credit*）一书中提出了比较完整的分析框架。此后，以货币乘数理论为中心的现代货币供给理论就基本形成，以中央银行—商业银行体系为核心的金融宏观调控体系在实践上逐步建立和完善，并取得了积极和明显的成效。这也使银行信用创造理论长时期完全独占了信用创造理论的领地。20世纪50年代以拉德克里夫（Radcliffe）勋爵为首的“货币系统运行研究委员会”（The Committee on the Working of the Monetary System）提出的报告，60年代后格利和肖（John G. Gurley & Edward S. Shaw）对非银行金融机构信用活动的研究，以及此后托宾（Tobin）关于信用的新观点，既有很强的挑战性，又有足够的远见卓识，但长期以来却仍然只能待在西方主流经济学的夹缝里并几乎被遗忘。近二三十年来，延续了自19世纪就已开始的对货币内生还是外生的深入讨论，一度激起了对传统货币创造理论特别是货币乘数理论的挑战。但总的来看，对信用创造问题的研究似乎被银行体系的高楼大厦遮掩，失去了空间，只是作为几乎是最成熟的一个理论在经济学和金融学的教材里来回翻烧饼。

但是，在 2007 年国际金融危机爆发以来，我们在危机的震颤中仿佛一夜之间惊奇地发现，金融体系远远不是银行体系所能概括的，银行体系被一个与其平行发展的庞大体系包围着。这就是影子银行体系（shadow banking system）。广义的影子银行体系包含了所有的非银行金融机构及金融活动。正是这个影子银行体系出了问题，导致了罕见的国际金融危机。对影子银行问题的研究一下子成为现实急迫的任务，这其中包括对影子银行体系中信用创造机制的研究，使信用创造这个金融学的基本问题再次回到人们的视野。这是可以理解的。因为，要认识影子银行，就要研究影子银行信用创造的规律；要调控影子银行，就要遵循影子银行信用创造的规律。可喜的是，在不是很长的时间里，对影子银行及其信用创造机制问题的研究，国内外学界都取得了丰富的成果。

从我国的情况看，金融体系的变化同样是巨大的。在新中国成立后的很长一段时期，信用活动被限制得几乎只剩下了银行信用，而银行也基本上只剩下中央银行与商业银行职能于一身的中国人民银行一家。¹ 改革开放后，金融体系随着经济体制和金融体制改革迅速发展壮大，金融机构体系逐步建立，金融市场体系逐步形成，金融宏观调控体系不断完善。特别是在 2010 年后，国内理论界几乎在很短时间里形成了一致的看法，在原有的银行体系之外，我国影子银行体系也正在加快形成，并且在金融体系中发挥着越来越大的作用。一方面，金融体系的活力大大增强了，金融创新源源不断，金融机构多种多样，金融市场深度发展，

¹ 参见张健华：《中国金融体系》，中国金融出版社 2010 年版，第 3 页。

金融产品层出不穷；另一方面，金融体系的变化特别是影子银行的发展极大地改变了金融微观基础运行的状况，而我们对中央银行—商业银行体系之外的信用创造活动同样知之甚少，探讨甚少，对其规律更是认识不足，因而金融宏观调控以及金融监管都面临前所未有的挑战。

比如，在货币供应量快速积累、 M_2/GDP 屡创新高、各种融资方式加快发展、融资规模持续膨胀的情况下，我们却越来越困惑地感到，实体经济资金紧张，融资难、融资贵的问题突出，金融体系创造的大量资金不知都到哪儿去了。

再如，货币政策调控体系面临困境，货币乘数越来越不稳定，金融创新使货币供应量指标与宏观经济主要指标之间的相关性降低，既有的货币调控机制有效性下降，新的价格型调控机制短期内难以建立起来，现有的货币调控理论和实践面临困境。

又如，作为影子银行体系的金融机构和金融活动，正在日益形成一种游离于传统中央银行—商业银行体制货币供应机制之外的信用创造机制，并且逐步蚕食着银行体系的领地。它们在创造什么？又是怎么创造的？会带来什么样的风险？下一步金融调控和金融监管应当怎样应对这样的变化？

还有，第三方支付、P2P、众筹等互联网金融机构和金融活动方兴未艾，这里可能发生像银行一样的信用创造活动吗？比特币以及类似的互联网货币究竟是金融发展过程中的插曲，还是代表着未来信用创造和货币供应体系变革的方向？

此外，随着人民币国际化加快发展，离岸人民币市场规模不断扩大，信用创造会不会在离岸市场上发生？货币资金的跨境流进流出

对实体经济的资金供应有何影响？对中央银行货币调控又有何影响？

类似的问题我们还可以罗列不少。这些问题，应当进行全方位的系统研究，成因十分复杂。但从金融角度可以发现，或多或少、或深或浅、或直接或间接地与金融体系信用创造这个基本问题相关。如果从信用创造这个角度出发，我们可以整理出这样一条思考和研究这一系列问题的路径：既然在信用货币制度下各种资金供应和资金融通都是金融体系信用活动的结果，我们希望弄清楚，在金融体系日益复杂化的今天，是什么样的金融机构和经济主体通过什么样的信用活动，创造了什么、怎么创造以及为谁而创造，对金融运行和宏观经济特别是实体经济货币资金运行会有什么样的影响，在此基础上金融宏观调控及金融监管又该如何改进和实施。

二、研究思路和主要方法

上面的问题，如果作一简单回答，可以说，金融体系中的金融机构和金融活动进行了信用创造，“生产”出来各种各样的金融产品或者金融工具。它们之中有的是向实体经济供应资金的形式，有的则是金融体系自身资金融通的形式。而那些关键的对金融运行发挥重要作用，同时又与实体经济运行密切相关的金融产品总量指标，正是金融调控赖以实现货币政策目标的对象。当然，我们所说的金融体系是抽象的结果，它的内涵随着金融发展而变化，这相应引起资金运行、金融调控和货币政策的变化。

信用的本质是资金融通，反映的是债权债务关系。任何信用活动都涉及至少两个经济主体，可以抽象为借方和贷方，有借必

有贷，借贷必相等。信用活动的结果，具体表现为市场上形形色色的金融产品或金融工具，对贷出资金的一方是资金的运用，也是持有的资产；而对借入资金的一方是资金的来源，也是承担的债务。¹信用活动的这个特点，使我们可以用复式记账的方式来记录和表现信用活动以及相应产生的资金运动。例如，储蓄存款是住户与银行之间的一种信用活动形式，对住户这样的经济主体它是一种资产或资金的运用，而对银行来说它是一种负债或资金的来源。对金融工具而言，债权和债务、资产和负债、资金来源和资金运用，就像是一个硬币的两面。我们对任何一种金融工具，都可以从这两个方面进行考察。

为了从经济运行总体层面把握资金关系，我们借鉴资金流量账户（Flow of Funds Accounting）分析方法，把经济金融活动主体简单划分为住户（或个人）、非金融企业（或企业）、政府（或财政）和金融机构（或金融体系）四类，同时考虑到这些经济主体与国外各类经济主体的经济联系，可以把“国外”本身抽象为与上述四类经济主体一样的活动主体，姑且就称之为“国外”。美国经济学家科普兰（M. A. Copeland）早在20世纪40年代即首创资金流量表，以复式记账的方法来刻画上述经济主体之间各种金融活动及其资金往来关系。我国在20世纪90年代开始研究资金流量表的编制，现在国家统计局和中国人民银行也编制和公布了资金流量表。下表是由中国人民银行公布的2013年资金流量表（金融交易部分）。

1 信用活动既可以形成债权关系，也可以形成股权关系。我们一般笼统地将其称为债权债务关系，只有必要时才涉及股权关系的分析。

2013年资金流量表

单位: 万元

部门 交易项目	顺序号	住户		非金融企业		政府		金融机构		国内合计		国外		总计		No.	
		运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源		
净金融投资	1	48913		-37421		15809		-15838		11463		-11463		0	0	1	
资金运用合计	2	90763		110701		36402		250782		488649		28411		517060	517060	2	
资金来源合计	3		41850		148122		20593		266620		477185		39874			3	
通货	4	3250		321		78		31		3680		235		3915	3915	4	
存款	5	55888		59271		36597		3932		155687		1154		156841	156841	5	
活期存款	6	19804		6879		8769				35452				35452	35452	6	
定期存款	7	35621		28110		17508				81239				81239	81239	7	
财政存款	8					5766				5766				5766	5766	8	
外汇存款	9	173		4514		64		-168		4583		446		5029	5029	9	
其他存款	10	289		19769		4489		4100		28647		708		29355	29355	10	
证券公司客户保证金	11	-85		-88		-58		-75		-305		-5		-310	-310	11	
贷款	12		41850		103757		29		148049		145637		2671		148308	148308	12
短期贷款与票据融资	13		17828		26445				44273		44273				44273	44273	13
中长期贷款	14		22482		23378				45860		45860				45860	45860	14
外汇贷款	15		15		3450		-48		5764		3416		2607		6023	6023	15
委托贷款	16				26164				26164		26164				26164	26164	16
其他贷款	17		1526		24320		77		25987		25923		64		25987	25987	17
未贴现的银行承兑汇票	18				7756				7756		15511				15511	15511	18
保证金	19	13160		841			7336			14001				14001	14001	19	
金融机构往来	20							5763		5763		8603		14367	14367	20	

续表

部门 交易项目	顺 序 号	住户		非金融企业		政府		金融机构		国内合计		国外		总计		No.
		运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	运用	来源	
准备金	21							14302	14302	14302	14302			14302	14302	21
证券	22	4881		5508	22340	-563	12949	27701	4139	37527	39428	2058	156	39584	39584	22
债券	23	4117		4559	18111	-1088	12949	27027	3555	34615	34615			34615	34615	23
国债	24	3737		410		-486	12949	9288		12949	12949			12949	12949	24
金融债券	25			2325		-758		9906	11473	11473	11473			11473	11473	25
中央银行债券	26			-12		-8		-7898	-7918	-7918	-7918			-7918	-7918	26
企业债券	27	381		1835	18111	164		15732		18111	18111			18111	18111	27
股票	28	764		949	4229	525		674	584	2912	4813	2058	156	4969	4969	28
证券投资基金份额	29	369		382		253		325	1352	1329	1352	23		1352	1352	29
库存现金	30							442	420	442	420		22	442	442	30
中央银行贷款	31							413	413	413	413			413	413	31
其他(净)	32	13300		28318		95		12882	54655	54595	54655	60		54655	54655	32
直接投资	33			4517	15926					4517	15926	15926	4517	20443	20443	33
其他对外债权债务	34			3875	3132	0	279	2656	1476	6531	4886	4886	6531	11417	11417	34
国际储备资产	35							26606		26606			26606	26606	26606	35
国际收支错误与遗漏	36				-4788						-4788			-4788	-4788	36