



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

第一排

中国金融改革的近距离思考

China's Financial Reforms
—Through Eyes of a Front-bencher

孙国峰 / 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

第一排

中国金融改革的近距离思考

China's Financial Reforms
—Through Eyes of a Front-bencher

孙国峰 / 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

第一排——中国金融改革的近距离思考/孙国峰著

北京: 中国经济出版社, 2012. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0964 - 7

I. ①第… II. ①孙… III. 金融改革 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 163520 号

责任编辑 乔卫兵 张梦初

责任印制 石星岳

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京金华印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 29

字 数 450 千字

版 次 2012 年 1 月第 1 版

印 次 2012 年 3 月第 2 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0964 - 7/F · 8993

定 价 68.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

中国金融 40 人论坛书系编委会

- 主 任：陈 元 国家开发银行董事长
 谢 平 中国投资有限责任公司副总经理
 钱颖一 清华大学经济管理学院院长
- 主 编：管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
 黄益平 北京大学国家发展研究院教授
 魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济部副部长
 阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
 袁 力 中国人寿保险股份有限公司董事长
 钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任
- 执行主编：王海明 中国金融 40 人论坛秘书长
- 编 委：廉 薇

序

发展中国家大多是在金融体系、金融机构自身存在不同程度缺陷的条件下进行金融改革的，我国金融改革的初始条件同其他发展中国家有许多相似之处，同时又处于计划经济向市场经济转轨的过程中，始终面临着保持经济平稳较快增长的任务，这就决定了我国金融改革必须要与金融调控相结合，决定了改革的系统性、复杂性特点，决定了改革要统筹兼顾、瞻前顾后、突出重点、相互促进。因此，系统研究我国金融改革问题具有重大的理论和现实意义。

在我指导孙国峰同志学习期间，他就对重大理论问题有自己独立的思考和见解。毕业后他在人民银行货币政策司工作多年，一直站在金融宏观调控和货币政策操作的第一线，参与设计了创建银行间债券市场、启动公开市场操作、人民币汇率形成机制改革等重大金融改革，对货币政策和金融市场改革有着深入的思考和原创性的研究。他尊重并认真钻研主流货币理论，但并不迷信教科书上的定论，经他反复研究并经过多年货币政策操作检验的新货币创造和银行运行理论对货币理论与当前政策实践都具有重要意义。

本书是孙国峰同志的论文集，其内容发端于货币理论，以金融改革为主线，论及货币政策、货币市场、债券市场、外汇市场和股票市场，体现了作者的学识和驾驭能力。这些文章从一个近距离观察者的角度，为读者展示了波澜壮阔的中国金融改革的一个侧面，也为关心研究中国金融改革的同志们提供了讨论的议题，有助于拓展思维和决策参考，是一部饱含第一线同志思考结晶的著作。

伴随着经济全球化和改革的深化，中国金融面临更加复杂和艰巨的挑战。党的十七届五中全会提出要深化金融体制改革，反思国际金融危机的一个重要共识也是必须深化金融改革。在金融改革进程中，如何把握改革与调控的



第一排——中国金融改革的近距离思考

关系，如何协调各方面改革的节奏，如何实现总体最优的改革路径，这些都需要我们进一步解放思想，实事求是地对改革的各种问题进行深入研究。

作为作者的一家之言，本书提出的理论有待进一步辨析，一些观点还可以更加充分地讨论。我希望孙国峰同志能继续努力，也希望有更多的有识之士加入中国金融改革的研究中来，从各种角度进行探索，更好地为推进中国金融改革，进而为加快转变经济发展方式服务。

尚福林

前言

略论传统货币银行理论的思想根源

传统货币银行理论在逻辑上和实践上都难以解释货币创造和银行运行。为了自圆其说，金融理论界又创造出很多新的概念和思想来填补传统理论的漏洞，但由于传统理论建筑在错误观念的沙滩上，因此在实际运用中，往往会造成南辕北辙的结果。比如各家商业银行在做次年业务规划时，都会首先预测次年的存款增长，然后在此范围内匡算贷款增量，但当次年贷款速度比较快的时候，就会发现存款增长快于预期，然后再调增贷款预测，接着又会发现存款增长，如此循环往复。

但问题是，在如此长的时间里，理论和实践上存在的问题并没有动摇传统货币银行理论的地位。2001年拙作《信用货币制度下货币创造和银行运行》一文发表后引起了热烈的讨论，时至今日一些新观念已逐渐为理论界和金融界所接受，但仍会时不时有传统理论的观念冒出来，扰乱人们的思维和行为。因此，我对传统货币银行理论耐久性的疑惑超出了对其理论本身的怀疑。而且我发现，传统货币银行理论在中国流布甚广，而且更加根深蒂固，其理论普及性和所产生的负面影响甚至大于货币银行理论的发源地——西方国家，于是一直有特别大的兴趣去观察其基本现象、探究其思想根源，以便厘清发生与发展的深层次原因。经过十多年来的思考，我总结了以下五方面的原因：

一、人们愿意接受和坚持先入为主的观念，哪怕与事实明显不符

观念的力量是巨大的，特别是和人们的直觉相吻合的观念。当人们遇到与观念不符的现象时，首先想到拒绝承认现实。



第一排——中国金融改革的近距离思考

20年前，我还是一个大学生的时候，寒假在中国农业银行哈尔滨分行南岗分理处会计科实习，几乎在顷刻之间就颠覆了我在课堂上学到的货币创造理论。这个科分四个组：记账、同城、联行、综合，我首先在记账组上岗实习。第一件工作是贷款记账，信贷科通过文件传送带（实际上就是一个空心铁管）发给我一份贷款合同的副本，我来填写记账凭证，在一家借款企业在农业银行南岗分理处的存款户上增加 $\times\times\times\times\times$ 元。“咦，贷款的钱在哪儿呢？”我怀疑地问。“不是已经在它账上了嘛”，回答是轻松和斩钉截铁的，我这才明白我已经完成了一笔真正的货币创造。在南岗分理处的这个发现，喜悦感远远超出了我在此期间练成无名指弹钞的微妙乐趣，同时也引起我对货币创造理论的怀疑。直到现在，我都佩服南岗分理处的同事们对货币创造理论的透彻理解和成功实践，但同时也更加困惑，为什么，成千上万的银行员工在每天发放贷款的记账动作中不会怀疑传统货币银行理论；为什么，与传统货币银行理论明显不符的事实却无法对错误理论形成挑战？

拒绝承认现实是第一反应，哪怕对于每天从事实践工作的银行柜台人员也是如此，而那些信奉传统货币银行理论的研究人士，则不仅仅是拒绝承认现实，他们忙于用循环派生等理论来修补既有观念，甚至以“货币创造是一个高度抽象的宏观理论模型，而不是具体的会计账户分析”为由，逃避现实。比如地心说。地心说符合人们的直观感受，但在解释星球运行时遇到很大障碍，为了完善地心说，托勒密（90—168年）将地心说的模型发展完善，为解释某些行星的逆行现象（即在某些时候，从地球上看到那些星体的运行轨迹，有时这些星体会往相反方向行走），因此他提出了本轮的理论，即这些星体除了绕地轨道外，还会沿着一些小轨道运转。随着天文观测的准确度愈来愈高，地心说所构成的体系越来越不能配合实际观测，于是天文学家将本轮一个个地加到既有体系上，到了后期，每个天文学家都不知道每个行星应该有多少个本轮。即使在《天体运行论》出版以后的半个多世纪里，日心说仍然很少受到关注，支持者更是寥寥无几，甚至在伽利略发现了支持日心说的新天文现象后，日心说仍被无视和曲解，多年之后才真正取代地心说。我相信，如果应用无数个本轮，地心说对天体运行轨道的解释可以无限地接近日心说，但这又有什么意义呢？日心说可以非常简洁地解释天体运行轨道，其预测精度远远高于地心说，而最为关键的是——地球的确是绕着太阳旋转的，而不

是相反。真理和谬误，从结果上看也许只有一线之隔，但却有本质上的不同。

类似于地心说的本轮，传统货币银行理论用所谓的循环派生来解释货币创造，到最后都不知道货币要循环派生多少次，还要用积分算。18年前，我在人民银行研究生部的入学考试中遇到一道题，“某银行增加原始存款10000元，其法定准备金率为20%，现金流出率为10%，问银行体系所能创造的最大存款货币总额为多少？”我第一反应是按照教科书的标准写出了长长的循环派生公式，这无疑可以确保拿到全分；过了一会我又觉得积分方式更简单，就改成了积分公式，因为这与循环派生公式在逻辑上是一致的，我想这也可以得分；在交卷前的最后一刻，突然发现根本不需这么复杂的公式，只要将银行持有的准备金都变成法定准备金和被提现就会达到最终状态，而且这个动作完全可以由一家银行独自瞬间完成，也就是说银行贷款的数量并不受持有准备金数量的制约，银行体系最终的存款就是这家银行最终的存款，只要将其准备金除以法定准备金率加提现率即可。稍经犹豫，我改成了只有简单的一个等式： $R/(r+c)$ 。正是对这道题的解答正式引发了我对传统货币银行理论的彻底怀疑，并促使我开始了试图重建货币银行理论基础的思考之旅。在思考的过程中，使我对新货币银行理论抱有足够信心的，除了它可以将货币创造和银行运行以极为简明的方式表述并用于实践之外，关键的是，事实上确实是贷款在创造存款，而不是相反。

二、一个人在生活中形成的基本观念对理论的建立有着潜移默化的影响。

儿童时代的第一个所谓的“金融”概念是存钱罐，父母给了几个硬币，就珍惜地放进去，要买玩具时打破存钱罐把存下的钱取出来。还有不少的书籍也在向父母们灌输这样一种观念，要让孩子从小就了解“金融”。但实际上，金融的核心是信用，把硬币放进存钱罐与金融没有任何关系，只是硬币放置地点的转移。而且在这个过程中，儿童的头脑中还形成了一个错误的概念，就是从天而降的硬币——现金，儿童无论如何都不会去想、也想不到他手里的硬币是从哪里来的。传统货币银行理论中不知从哪里来的原始存款就像是儿童手里的硬币。在传统理论中，所谓的“原始存款”要不然是凭空产



第一排——中国金融改革的近距离思考

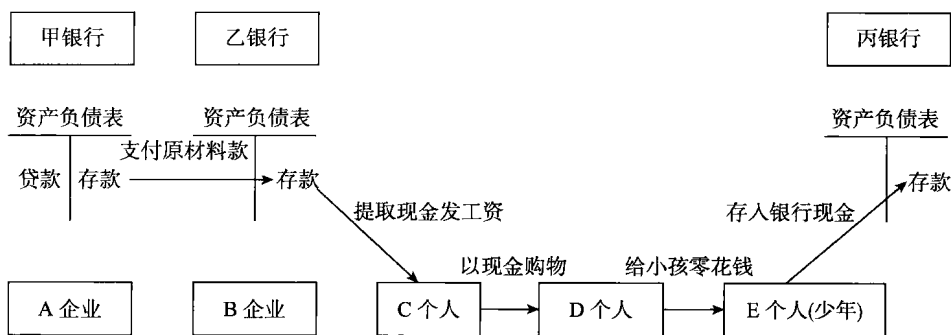
生（或强行假定）的所谓的“第一笔”存款，要不然就是从居民手中吸收的现金（儿童手里的硬币），再不然就是中央银行发放的再贷款。奇怪的是中央银行再贷款是商业银行的负债，商业银行在资产负债表上哪里找得到存款？所以传统理论进一步打补丁说中央银行提供再贷款后形成社会中的现金，商业银行再把现金吸收回来形成所谓的“原始存款”。且不说，为了形成社会中的现金，商业银行必须先贷款，客户再提取存款，商业银行再提取在中央银行的存款（因借用再贷款而形成），在形成所谓的“原始存款”前实际上已经发生了贷款和存款行为，也就是说“原始存款”不可能“原始”，单就传统货币银行理论对现金的这份执著，对现金外生的想象，对分析现金来源的本能拒绝，和儿童时代对存钱罐的理解是何等相似啊。

存钱罐的进一步发展就是稍大一些的少年去银行存钱，这形成了每个人对银行的最初认识。基于对存钱罐的认识，他们自然而然地将银行理解为无非是一个大些的存钱罐，银行就是吸收他们存款的地方，他们存进去的钱就是银行的“原始存款”。再稍微大一些，少年就会奇怪银行为什么会付给自己利息，这时父母就会解释说，那是因为银行将你存入的“钱”贷款给其他人，赚了更高的利息，给你一部分利息后，剩下的是银行的利润，人们对银行不过是“资金”的转手中介的所谓“间接金融”的概念就此形成。一个人成长过程中对货币的认识是“先现金、后存款”，“先存款、后贷款”，这种认识方向恰好和货币的真正运行过程是相反的。

这种以现金为起点，伴随着模糊的“资金”概念的传统货币银行观念形成后，极难改变。因此传统理论对货币的描述都偏重于实物货币，在讲到信用货币时也着重于与实物货币的联系，而对于信用货币以其他主体的负债为自己的货币这一关键之处反而置若罔闻。

事实上，货币制度的发展过程，是从实物货币制度到混合货币制度，再到信用货币制度，所以货币银行理论在实物货币和信用货币的混合制度下强调黄金的基础地位，在信用货币制度下也强调现金的基础地位。但现金并不是凭空产生，或者能用一句简单的“中央银行将现金投入流通”所能解释的，现金的来源一定是客户从银行提取存款，而存款又都是来源于贷款，因此现金并非是信用货币制度的货币起点，贷款才是货币的起点。从实践上看，客户从银行提取的现金要远远大于他们存入银行的现金，提取现金也要比存入

现金更为普遍，这才能解释为什么社会中流通的现金越来越多，而不是越来越少。因此现金不仅与货币创造全无关系，更谈不上是货币创造的前提，而且在银行的实际运行中，现金没有任何重要地位可言。传统货币银行理论以银行吸收客户存入现金作为货币创造的起点，犯了本末倒置的错误。如下图所示，货币创造和银行运行真正的基础是银行的贷款行为，是从甲银行向A企业贷款形成A企业在甲银行的存款开始的，经过转账和提现，最终被一个少年以现金方式存入银行，从而形成了他心目中的“原始存款”和银行运行的起源。



货币创造和流通示意图

幸好有赖于美国人的过度消费，美国青少年从小耳濡目染父母的信用卡账单，进入大学后自己也使用信用卡，对信用和贷款的认识比较早，因此对货币创造的错误认识相对较轻。而中国人受信用不发达以及高储蓄传统的影响，错误观念更加坚固。

三、单式记账法与复式记账法

实物货币时代的记账方式是单式记账法，即对每笔经济业务只在一个账户进行登记，也就是所谓的“流水账”。单式记账法是实物货币思路在会计上的体现。中国在历史上一直使用单式记账法，资产负债的概念不强。所以反映在对现代银行的理解上，就始终没把银行的存款真正当作银行的负债，反而在潜意识里将其当作是银行的资产。同样，也往往将资本金和利润这种负债方的概念当作是资产。



信用货币时代应用的是复式记账法。复式记账法为资本主义的发源地——威尼斯和热那亚首创，将借方列在左端、将贷方列在右端相互平衡的格式则出现在威尼斯。这并非偶然，因为当时的威尼斯已经有广泛的合伙经商。资产负债表是复式记账法的具体应用方式，一项资产或负债的增减必然对应着另一项负债或资产的增减，即“有借必有贷，借贷必相等”。银行贷款增加的同时，存款也增加；转账或提现引起的银行存款减少的同时，银行在央行存款也减少。比如2011年以来媒体上关于法定存款准备金率上调空间的讨论中，有人提到理论上法定存款准备金率上限为100%，即“金融机构将所有存款都放到央行的账户，但这会让金融机构基本丧失贷款的能力，导致其无法正常经营”，这就是传统货币银行理论所谓“缴存准备金”理念的具体体现。按照这种说法，商业银行在缴纳法定存款准备金时在其资产负债表上会体现为负债方的存款减少，而资产方的“在央行存款”增加，资产负债一增一减，很明显这根本不符合资产负债平衡的会计基本原则。实际上，中央银行要求商业银行持有一定的法定准备金与商业银行的存款等负债并不发生任何转移或支付的关系，也没有任何操作上的联系。法定准备金是中央银行负债，只和中央银行其他负债以及资产相关。中央银行提高法定存款准备金率，或者存款货币扩张都意味着商业银行需要持有更多的法定存款准备金，商业银行需要用持有的对中央银行债权转换为法定存款准备金，或者向中央银行借入更多债务以增加对中央银行的债权，这些都不涉及商业银行对客户的债务，理论上中央银行可以将法定准备金率定在从0到无限大（注意，并非是100%）的任一水平，当然，这也要求中央银行要提供相应的基础货币，而事实上法定准备金也必然全部来自于中央银行而不是来自于银行。

实际上，“用存款发放贷款”、“用超额准备金发放贷款”、“用存款缴存准备金”这几种观点，都是在潜意识里用单式记账法，将“银行增加存款”和“银行发放贷款”都只记了一笔流水账，相当于在复式记账法下只在负债方记了存款增加以及只在资产方记了贷款增加，而没有资产负债表的其他项目来对应。

银行贷款的实质是银行与客户间的债权交换，也是信用交换。双方同时增加对对方的债权，当然，同时对对方的债务也增加。反映在双方各自的资产负债表上，就是资产和负债同时增加：银行得到了贷款资产和存款负债，

客户得到了贷款负债和存款资产。这种交换对双方都是有利的，银行可以从中得到利差收入，客户付出了负利差成本，但得到的资产不是普通的资产，而是可以被其他人所接受的资产——货币。

受传统货币银行理论影响，人们进行分析时不自觉地应用单式记账法，没有将银行的存款真正当作银行的负债，反而在潜意识里将其当作银行的“资产”，认为客户的贷款行为结果是银行得到了债权，客户得到了债务，而没有意识到，客户不会无故地有了一笔负债，而一定同时有资产的增加，否则客户的资产负债表又怎么会平衡呢？同样，银行也一定有负债的增加。货币银行理论在分析到这一步的时候，就会用诸如“资金”或“可贷资金”这样的模糊概念来含混地试图填补漏洞，这种模糊概念又与钱庄对中国人的影响有关。

四、钱庄对中国人的影响

新中国成立之前中国一直实行混合信用货币制度，其中实物货币（在中国主要是白银）的影响力要高于信用货币。在这种社会经济条件下，银行的运作更类似于钱庄。

银行和钱庄运行机制的区别在于，实物货币时代的货币（黄金）对于钱庄来说是资产，而信用货币时代的货币（存款）对于银行来说是负债。这个区别产生了一个显著的结果：钱庄贷款时是贷款资产增加，货币资产减少；而银行贷款时是贷款资产增加，货币负债增加。在这个过程中，钱庄的总资产不变，而银行的总资产增加了。这就是说，银行能够创造资产，而钱庄不能创造资产。

因此，在传统理论者看来，如同钱庄有100两黄金存款只能发放不超过100两黄金的贷款一样，银行有100元存款，就有100元“可贷资金”，也只能发放不超过100元的贷款，存款的扩张只能靠存款转移到其他银行再去实现。而实际上，一家银行完全可以一次性发放超过其存款量或持有的准备金数量的贷款，将传统理论中银行体系的存款扩张在一瞬间完成。换言之，如果法定准备金率是20%，一家银行持有100元超额准备金，这家银行可以一次性发放500元贷款。这500元贷款直接对应同时（不是大概的有前有后的



第一排——中国金融改革的近距离思考

同时，而是真正的没有一秒钟时间错位的同时）产生的 500 元存款，本身是自求平衡的。这时，因为银行有 500 元存款负债，按规定需要持有 100 元法定准备金，因此银行即将持有的 100 元超额准备金资产转变为 100 元法定准备金资产。以上行为包括两个动作，一个是银行贷款创造存款，资产增加，同时负债增加，是平衡的；另一个是银行用超额准备金缴纳法定准备金，一项资产增加，一项负债减少，也是平衡的。而重要的是，这两者是两个相互独立的动作。只要银行持有的超额准备金能够支撑银行贷款创造出来存款所需缴纳的法定准备金，银行想一次性发放多少贷款都行，完全不受持有超额准备金数量的制约，和现有的存款数量更是没有关系，更遑论存款量会制约贷款量了。2008 年全球金融危机前，美国的花旗银行等大银行持有的超额准备金只有几亿美元，而并不妨碍它一次性发放几十亿美元的贷款。目前中国商业银行总体持有的超额准备金只有 1 万亿元左右，一个季度的贷款量就远超此数，商业银行只有在每旬根据新的存款余额计算新的法定准备金时才需要考虑超额准备金是否足够的问题。

从这个意义上说，调控银行体系流动性要对银行信贷行为发挥作用在很大程度上依赖了商业银行管理者的传统理论观念，即他们认为银行的运行类似于钱庄，用超额准备金发放贷款，反之收回贷款则会增加超额准备金。实际上，收回贷款并不能等额增加超额准备金，只是因为同时减少了存款，可以释放出收回贷款量乘以法定准备金率的数量准备金。如果法定准备金率比较低，提现率也比较低，银行间货币市场发达的话（发达国家大多数情况下是如此），超额准备金数量对银行信贷行为的影响就很小。当商业银行管理者在实践中终于发现这一事实后，中央银行调控流动性数量来控制银行信贷方式的效力就会削弱。

在实物货币时代，公众向钱庄借了黄金后，黄金的使用就与钱庄的资产负债表无关了。而在信用货币时代，公众通过贷款得到存款后，其使用则直接影响银行的资产负债表。存款与在其他银行存款和现钞的转化，必然使银行等额减少基础货币。反方向的运动则必然使银行等额增加基础货币。对单个银行而言，银行间存款转移和存款现钞相互转化（对银行总体而言，只有存款与现钞的转化），直接影响银行经营的基点——基础货币。为支持存款创造，就必须增加基础货币。为增加基础货币，就必须与其他银行争夺存款，

或将客户从存款中提取的现钞再吸收回银行，但实际上前者除了提高所有银行的存款利息成本外没有任何意义，因为它并不影响准备金总量，后者更只是一种想象，因为社会中的现金是不断增加的，客户从银行提取现钞要远远大于去银行存现钞。

由于中国在新中国成立前实行漫长的实物货币和信用货币兼而有之的混合货币制度，新中国成立后又长期实施计划经济，没有真正的商业银行，缺乏信用货币制度的实践，所以传统货币银行理论在中国的影响非常深远，与西方发达国家相比，由此导致的错误应用也就更多。

五、中文和中国人的形象思维方式

由于中文是一种表意文字，最初是由象形文字发展而来的，导致中国人在看字或说话时，会先在大脑中形成一种影像，所以中国的唐诗、宋词等文学作品都非常讲究意境。它们不仅内容精彩，而且在发音、用字上也都遵循着一定的规范。比如杜甫《登高》一诗中的“无边落木萧萧下，不尽长江滚滚来”，其中“萧萧下”这三个字的笔画中都有一竖，像树叶飘零，而“滚滚来”三个字的笔画中都有一捺，像长江浪涌，字形具事物仪态，读音有双声连绵，从而营造出一种深远的意境。中文的这些特点对于文学创作很有意义，但在经济学研究和政策研究过程中却容易引发问题。中文的特质容易引导中国人“观念先行”的思维方式，而这种观念的形成并未经过严格的逻辑推理，而是瞬间形成的，所谓望文生义。在一些基本概念的理解上就存在这个问题，比如中国人说到一些抽象名词时就可能附加上名词本身的图像，图像替代了逻辑，就容易产生“自以为是”的观念，而且这种观念一旦形成就很难改变。仔细考察便不难发现，在中国无论是政策解释、理论分析还是学术文献当中都或多或少带有这种色彩。比如，在说到“货币”概念时，中国人的头脑中往往会产生类似于现金，或者虽然没有明确形状但却隐约存在的某种实物的图像，会很难接受“货币是信用”这样一种抽象的概念。而西方的字母文字则不会让人在读写时轻易地形成图像，或者即使形成图像，西方人也并不会将其应用到经济学的研究、分析、辩论当中，他们应用的是逻辑。

因此，中文很难将一些经济、金融领域的概念解释清楚，导致中国人对



第一排——中国金融改革的近距离思考

这些概念缺乏清晰、准确的认识。比如传统货币银行理论中的资金，原始存款、存款派生循环等。存款派生循环最早见自米什金教授在教科书《货币金融学》中提出的存款派生的例子，就是一个人存进银行 100 元钱，银行在交纳 20 元钱准备金后，再将剩下的 80 元钱贷给别人；然后这第二个人又存钱了；银行再贷出去——如此循环，最后算出来一个总的贷款量和存款量。2003 年 12 月末的一个下午，我在哥伦比亚大学米什金教授的办公室里，拿着他那本教科书，和他深入讨论了三个小时。我试图说服他，这个存款派生的例子是错的，其实银行可以直接创造出这个最终的总贷款量和存款量，不需要这个派生的过程。最终他同意这个例子是错误的，至少对于解释货币创造理论是不必要的，表示将在修订教科书时删除这个例子。但是，对于学习货币银行理论的人们来说，特别对于中国人来说，它早已成为人们头脑中关于货币创造的固有模式，满脑子都是存了又贷，贷了又存这个图像，很难形成信用货币制度下银行直接通过贷款创造存款的逻辑分析框架，因而怎么也解释不了为何商业银行既不需要大规模增加准备金，也不需要其他条件，就可以一下子贷出几万亿贷款的现象。

我想，上文提到的一些思维模式不只拖累货币银行理论，对我们从事经济学和政策研究来说可能也不无影响。为此，我们应常存戒惕之心，警醒自己注意如下几点：第一，不能不经过深入思考就直接得出结论，需要经过逻辑验证，从逻辑出发得出结论；第二，虽然有时用中文确实很难把一些金融经济类的文章表述清楚，比如关于货币创造的分析，但还是要努力写明白，这是一个挑战；第三，在辩论、讨论当中要应用逻辑的框架，以此为基础进行分析，而不是基于各自的观念盲目争论，在很多时候很多情况下，我们发现争论者说的完全是不同的事，各说各的，根本就没在一个逻辑体系里面讨论问题。

对于信用货币制度下的金融运行机制，笔者曾希望只表述新理论。我在《中国货币政策传导机制研究》（1995 年）的内容提要里曾写道“与评论传统理论相比，建立一个新的框架显然更具意义，因此本文以论述新体系为主，而只在文中相应部分略提及对有关传统货币理论的批评”。但后来却深感于传统理论影响之深，在重建货币银行理论基础时不能回避对传统理论的评论，因此在写作《信用货币制度下的货币创造和银行运行》（2001 年）时，为避

免行文简单使文章有轻率之嫌，不得不对传统理论的主要论点逐一评论，并和新货币银行理论的论点详细对比。在这些写作中，我无时无刻不感到传统货币银行理论的思想根源之复杂，破除其旧有观念之困难，从而再进一步认识到，要正本清源，除了力图阐明新货币银行理论的逻辑以及揭示传统理论的错误之外，还需要尽可能地对传统理论的思想根源进行抽茧拔丝的分析。因此，在1998年开始写作《信用货币制度下的货币创造和银行运行》时随笔写下的几句感想，经13年来的反复思考，筚路蓝缕，终衍成此文。

新货币银行理论所包含的思想和提供的方法，其实十分简单。我曾经向从未学过经济学和金融学的中国学生和美国学生讲解新货币银行理论，他们都觉得并不难理解，之后我再提到诸如存款循环派生之类的传统货币银行理论概念，他们都觉得甚为荒唐。因此，如果大众从学习金融学时就此入手，则不接受新理论倒是一件难事。在这里，且借用凯恩斯先生的一句话“困难不在于新说本身，而在摆脱旧说”。

1998年8月第一稿

2011年7月第二稿