

信用创造*

李扬 周莉萍

〔摘要〕随着金融市场的发展及现代影子银行体系的兴起,新的信用创造主体和新的信用创造方式不断涌现,其对金融体系和宏观经济体系的影响也模糊难辨。本文沿着历史线索,从货币的视角出发对有关信用创造之文献进行了梳理和分析,以期对认识现代金融体系中的信用创造有所裨益。

关键词:信用创造 货币供给 金融创新

JEL 分类号: B10 B26 E40 E50

在汉语中,“信用”一词大致有两重含义。一重是信任且予以重用。《史记·陈涉世家》记载:“陈王以朱房为中正,胡武为司过……陈王信用之”,说的就是陈王信任并重用朱房和胡武的故事。另一重含义是遵守诺言,实践成约,从而取得别人的信任,如成语“信用昭著”(辞海,1980)。在西方国家,信用一词源于拉丁文 *credo*,其原初的涵义也是“信任(to trust)”。显然,无论内外,信用的核心意义都是信任和守信;前者指的是他人对某一主体诚信的体认,后者则指的是该主体自身的修养。信任和守信,是理解信用及其衍生用语的核心和基础。

信用作为一种经济、金融学范畴,其含义便是从这原初的“信任和守信”延伸和拓展而来。一般而言,信用指的是,在商品劳务的交换或货币资金有条件移转等经济过程中,授信人在充分信任受信人能够实现其承诺的基础上,根据双方订立的契约向受信人放贷(实物或货币),同时保障放贷的本金能够回流并有所增值的价值运动。在这里,放贷的载体,可以是实物也可以是货币,于是就有实物借贷、赊销和货币借贷等不同种类;放贷的主体,可以是任何机构和个人,于是就有国家信用、企业信用、银行信用、以及作为消费者个人信用的分别。

在纯粹货币金融的语境中,信用更进一步被抽象为一种交易等价物和(或)要求权(claim)。因为该等价物和(或)要求权的发行者被社会公众广泛信任,而且,作为实体货币的抽象化,这种货币要求权成本最低,故而它被社会公众普遍持有作为交易媒介。

本文所论信用,盖以上述界说为基础和出发点。

一、早期的信用媒介论与信用创造论

在西欧,信用和信用创造起源于 5000 年前的寺庙放款时代。但作为一种正式的学术概念,只是到了 19 世纪方才得到一定程度的讨论。其历史背景是,随着商业的发展,商品货币制度正在向信用货币制度演变,人们需要扬弃旧制度和构建新制度,需要一些新的思想和理论来论证这种创造的合理性。在信用货币制度构建、巩固和发展的过程中,有两个基本的实践活动不断助推着信用货币理论的构建:其一,随着第一次世界大战的爆发和结束,银行事务从制定规则时代开始转向建

* 李扬,中国社会科学院副院长,《金融评论》编委会主任,学部委员,经济学博士;周莉萍,中国社会科学院金融研究所,助理研究员,经济学博士。本文为《金融评论》主编特约稿。

立体制时代。此前在几个严格且简单的规则之上运行的银行体系,随着信用货币时代的到来宣告结束,而建立新的银行体制,必须回答有关货币运行的若干基础性问题,需要提出新的理论。其中,信用创造、其约束条件、可能产生的影响等等,就是其中最迫切需要回答者。其二,随着中央银行体制在全世界范围内逐渐建立、巩固并完善,货币发行权固然在法律上归于统一和垄断,但是,中央银行与商业银行等金融机构之间的货币和信用联系,仍然需要给出最基本的理论说明。

信用是解释银行、货币及实体经济之间内在联系机制的核心概念。在现代中央银行产生之前,如今我们熟知的围绕货币供求展开的理论分析还不存在。因此,那时学术界对货币及其与实体经济关系的探讨,集中围绕信用创造机制展开。在这个意义上,信用创造理论是现代货币供给理论的前身。当然,由于现代市场经济那时尚在努力脱离其蒙昧状态,这些探讨都只能是非系统、非正式的,常常是只言片语式的断想。

在资本主义经济的早期阶段,商业银行是全社会信用的中枢。因此,有关信用创造的古典理论,基本上都围绕商业银行的功能及其发行的信用工具展开。多数古典学派经济学家的眼光都局限于实物领域。在他们看来,储蓄不外乎只是消费的剩余,因此,银行的功能无非是将此剩余转移到那些需要投资的企业家手中。在整个资金转移的过程中,银行依凭其信用,一方面作为借款者的代表,从储蓄者那里吸引储蓄;另一方面作为出资人的代表,向借款者们分配这些储蓄。在这个过程中,银行的功能只是储蓄和投资的中介,是一个资本再分配的工具。此即信用媒介论之要义。另一些经济学家则不然,他们认为,只要银行信用不坠,经营可以持续,它们就有能力摆脱其吸收的存款的制约来发放贷款,在这个意义上,银行的基本功能就是为社会创造信用,为实体经济提供新的资本来源。此即信用创造论之要义。当然,作为古典时期的经济学家,信用创造论者们也同意贷款及由其支撑的投资最终要受制于储蓄的规模,但他们认为,在一个现实的经济中,这种平衡制约关系只是在长期动态意义上才存在。

(一)信用媒介论

18~19世纪的货币制度是金本位。这是理解信用媒介论学说必须记住的重要背景。信用媒介论创始于18世纪,盛行于19世纪,主要代表包括亚当·斯密(A. Smith)、李嘉图(D. Ricardo)、约翰·穆勒(J. Mill)等,以及现代学者利夫(W. Leaf)、兰普(A. Lampe)、曼斯塔特(H. Mannstaedt)等(刘黎敖,2010)。

亚当·斯密(1776)认为,银行信用可以节约流通费用(如资本家保有的准备金),减少金融货币和流通资本,从而有扩大生产,增加生产资本之功效。但是,银行信用的规模应该不超过社会流通所必需的金属货币数量,否则就会造成通货膨胀。确保做到这一点的途径,就是贷款须得以票据贴现的途径发放,而票据必须有真实经济交易的基础。此即著名的真实票据原则。

在信用理论上,李嘉图(1817)是斯密的继承者。他认为,信用的本质是促进资本转让,提高其利用效率。一方面,银行券及纸币代替了金属货币的使用,节约了流通费用,从而为国家增加了财富,为民众增加了享受品;另一方面,信用促进了资本再分配,促进了利润率的平均化。

约翰·穆勒(1848)也认为,信用不可能无中生有地创造任何物质财富,特别不可能增加生产资料。信用的基本功能是转移现有的沉淀资本,使其有息贷出并应用于生产,促进资本再分配,增加社会的可用资本,促成社会生产总额相应增加。同时他还认为,信用具有同现金一样的购买力,其增加也能影响物价。

古典主义的信用媒介论在现代学者的学说中亦有体现,例如,瓦什(Walsh,2003),米什金和埃金斯(Mishkin and Eakins,2006)等,也坚持认为商业银行等金融中介只是一种媒介,它们的功能是连接全社会的储蓄和投资,借以分配金融资源,引导资源配置。

(二)信用创造论

多数研究者都认为,信用创造论的先驱,是那位被称为骗子加预言家的法国人约翰·劳(John Law)。其他学者如麦克路德(Henry Dunning MacLeod),哈恩(Albert Hahn),凯恩斯(M. Keynes),哈耶克(V. Hayek),熊彼特(J. Schumpeter)等,均持此类观点。

约翰·劳是18世纪初著名的重商主义者。劳的时代有人发现了血液循环。借用这一发现,劳和其他一些人士就提出,信用是社会的血液。在《货币与贸易论——建议向国家供应货币》一书中,他指出:“当血液不在全身循环时,身体就失去活力,当货币不循环时,也会产生同样的后果”。他认为,无论其形态如何,货币的本质都是商品购买券,基本用途就是购买商品。因此,货币不需要一定是金银,社会可以依凭某种价值稳定的资产如土地为基础发行纸币。银行发行纸币就是提供银行信用。对于经济活动而言,信用是必要和有用的,它会对实体经济形成最初的冲击,从而推动生产和投资,进而增加财富,繁荣商业(Law, 1750)。总之,扩张信用能创造货币、创造财富、创造资本。

麦克路德不仅是一位经济学家,也是一位大律师,他以精通罗马法著称。因此,他对货币和信用的理解,同时拥有经济学和法学两个视角,从而提出了一些极具思想性的论断。他认为,货币、信用、财富的本质相同,都是一种命令、承诺或可以获得满足的交易权利,其共同特征就是具有购买力。货币是最高级和最抽象的信用形式,所有的货币都是信用,但并非所有的信用都是货币。他认为,信用创造内生于交易过程,与债权债务合约的产生和消亡紧密相关,完整的信用体系包括三个过程:信用契约(obligation)的创造、信用或债务的转移、契约的终止。在此过程中,信用创造了要求支付的权利和承诺支付的义务。银行绝对不是借款人和贷款人的媒介者,而是信用创造者。银行发行货币就是在创造信用,其规模并不受存款规模的限制,而受存款准备金率限制;银行过度发行货币会造成商业危机(Macleod, 1889)。

哈恩是一位德国学者,他笃信信用创造学说,并对前人的理论有所推进。在《银行信用的经济理论(Economic Theory of Bank Credit)》中,哈恩(Hahn, 1920)表达了一个不同于传统观念的想法:并不是所有的信用都须用储蓄方式获得或基于储蓄而产生。商业银行作为信用创造者,其信用创造功能不会受储蓄数量限制。资本形成不是储蓄的结果,而是信用创造的结果,信用创造是资本形成的第一要素。信用不等于资本,信用能促进资本的形成。由于近代社会存在技术进步和劳动后备军,其生产具有很大弹性,因而,可以通过信用的扩张促进商品生产。将信用中介引入之后,他进一步认为,现实中存在着两类银行:一类可以推动信用扩张,称信用创造银行(以不受存款限制的信用创造业务为主);另一类只是作为信用媒介,称信用表现银行(不以提供信用为主营业务)。信用创造银行可以无限地创造信用。因为在金本位下,纸币兑现黄金的义务只是一种形式,中央银行可以自行宣布停止兑现。

二、信用创造学说种种

在学术研究中,赞同信用创造学说的学者如麦克路德、魏克赛尔(Wicksell)等,一般都将一个纯信用经济作为信用创造的基础。纯信用经济与纯商品货币体系是货币金融体系的两个极端表现形式,纯信用经济意味着所有的支付都利用转账等非现金形式进行,纯商品货币体系则相反。

(一)瑞典学派

魏克赛尔和哈耶克都认为,银行活动的本质就是创造信用。这是一个极具洞察力的判断。但遗憾的是,他们都没有描述信用创造的完整过程。魏克赛尔在其名著《利息与价格》中提出,商品货币之后的所有货币(包括金属货币、银行券、纸币)都是一种要求权,都是信用货币,发达的信用货币

体系与纯粹的信用经济对应。在他看来,货币有两个维度:一个是现金通货维度,一个是速度维度。信用可以完成货币的第二个维度功能,即加速流通。在一个银行体系高度发达的经济中,信贷可得性变化将导致货币量变化,使货币利率脱离均衡的自然利率,从而打破资本的供给和需求平衡,最终影响到实体经济运行(Wicksell,1898)。

(二)奥地利学派

奥地利学派(Hayek,1931,1966;Mises,1912,1923)认为,金融中介就是有限存款准备金制度下的信用创造主体,它能将储蓄者与投资者联系起来。米塞斯(Mises,1923)的基本观点是,银行通过创造信用来创造货币。新创造的信用突破了储蓄的局限,为投资进行融资,从而打破原有的生产结构,形成繁荣-萧条周期的不同阶段。银行在信用创造过程中发挥核心作用。相比之前的学者,米塞斯的突出贡献在于,他不仅提出了银行活动是信用创造的观点,还对信用创造的种类给出了细致的区分。他认为,银行用存款人的存款和自有资金发放的贷款是商品信用,而不在货币范围之内且属新创造的信用中介即各类票券、存款等,则属于流通信用。在他看来,流通信用属于信用创造,银行通过创造流通信用超越了自有资金约束,“无中生有”地创造了信用。米塞斯的观点得到了奥地利学派其他学者包括马克卢普(Machlup)和塞林(Selgin)的支持和发展。奥地利学派认为,部分存款准备金制度下的货币创造就是信用创造,两者是统一的。至于信用创造的影响,哈耶克称这种由银行信用产生的储蓄为强迫储蓄(forced saving),并基于详细的分析指出,强迫储蓄不会导致经济增长,反而总会引致经济危机。

(三)凯恩斯主义

凯恩斯强调货币的价值贮藏功能,将货币视为一种未来商品。他关于信用创造的观点,被当时的学者称为与米塞斯观点相对的“新观点”。凯恩斯提出,在信用创造过程中,商业银行通过吸收存款-发放贷款的循环,发行负债凭证和交易媒介,充当了金融中介和经纪商。在部分准备制下,当商业银行用派生存款发放贷款时,并没有真正的储蓄介入(Kynes,1936)。此时,货币创造就是信用创造,而不是单纯的金融中介。

(四)自由银行学派

塞林(Selgin,1988,1996)提出了一种“合格防卫的新观点”。该观点介于米塞斯和凯恩斯之间,其核心内容是:即便实行部分存款准备制的银行是中介,它们依然可以创造信用。但是,只有当信用“独立于任何自愿的、货币持有者支出的节欲”时,其创造的才是信用。广义的信用创造不仅要求存在部分准备制的银行体系,也要求存在中央银行体系。在这一体系之下,信用媒介的创造与持有信用的中介的意愿相匹配的部分,不属于信用创造,而是金融中介,其功能仅仅是将储蓄转化为投资。如果银行发行的信用媒介和信用超过了实体经济的实际需求,信用创造就发生了。塞林还认为,实行部分存款准备制的自由银行体系能够阻止信用创造过程中的内在危险,避免经济危机和萧条。

(五)后凯恩斯主义

后凯恩斯主义者对于货币本质及其职能有着较为统一的认识,例如反对货币中性论和传统“二分法”理论框架,认为货币的本质是信用,并在构建模型过程中将两者视为同一概念。信用创造是后凯恩斯主义货币供给内生性观点的起点。以水平主义或适应主义观点为例,莫尔(Moore,1989)秉承希克斯(Hicks,1956)关于货币和时间关系的基本观点,分析了单周期内的信用创造和货币供给的关系,认为:(1)货币由信用驱动、而信用规模由实体经济发展的内在需求决定。(2)信用创造过程通过银行发放贷款实现,企业利用银行贷款解决生产成本问题,因此,贷款的规模由具有信用的企业或者个人决定,而贷款利率则取决于中央银行决定的基准利率以及一定的加成比例。(3)银行贷款创造银行存款,商业银行会依据存款来寻找储备,主要依赖于最后贷款人提供的流动性。因此,中央银

行是货币价格的制定者和货币数量的接受者。综上,举凡信用创造曲线、可贷资金曲线和货币供给曲线都是水平的,企业的融资需求能从商业银行和中央银行处得到满足,货币供给因而具有内生性。

莫尔用金融创新因素,证实了货币主义模型中高能货币和货币乘数的不可控性,进一步强调了货币供给的内生性。他认为,随着金融工具的创新,商业银行并不按传统模式运行,即坐等存款上门,而是主动根据经济目标和资金流动性需要,随时在国内或者其他金融市场上发行信用凭证来为其贷款筹资。并且,随着可转让存单和大量的其他融资工具的发展,商业银行事实上变成了连接资金供求双方的经纪人。而且,绝大多数可上市交易的金融工具并不为中央银行直接控制,这使得商业银行对于中央银行的依赖性更小。中央银行对商业银行的控制程度逐渐弱化,致使货币的外生程度随之减弱,从而加强了货币的内生性(Moore, 1989)。

后凯恩斯主义中的结构主义批评并修正了水平主义的货币供给理论,认为必须考虑家庭、企业、商业银行和中央银行的流动性偏好,这些因素将最终决定货币供给弹性,因而货币供给曲线不是水平的而是向上方倾斜的(Pollin, 1991; Arestis and Howells, 1996)。在论证货币供给内生性时,水平主义的默认前提包括单周期、货币是一种支付工具等;而结构主义论证的前提则是跨期、货币是一种价值贮藏手段。有此区别,两者的论证出现分歧并不奇怪。但是,无论是水平主义还是结构主义,他们都赞同信用创造与货币供给存在内在一致性,并以信用创造作为论证货币供给内生性的基本起点。这是后凯恩斯主义对信用创造理论的基本贡献。

(六)其他学者

沃纳(Werner, 2009, 2011)深受熊彼特关于信用创造观点的影响。他认为,货币的本质就是信用。按照目的分类,他将信用创造区分为有真实目的的信用创造(消费性信用创造、生产性信用创造)和投机交易的信用创造。其中,消费信用创造会导致没有增长的通货膨胀,生产性信用创造会导致没有通胀的增长,而金融交易中的信用创造则会导致资产泡沫。因此,信用创造的宏观经济影响如何,取决于其用途和目的。

在现代市场经济条件下,信用创造论显然较信用媒介论更切近金融体系运行的实际。如今,且不论资产管理在商业银行经营管理战略中早已占据了主导地位,就是其负债管理业务也早已挣脱了被动存款的束缚。在商业银行之外,非银行金融机构不仅通过多种形式发挥信用中介功能,它们也通过签发初始信用工具来发动信用创造过程。

三、信用创造机制:传统与现代

在实践中,理论所称的信用创造过程,就是金融机构对实体经济提供融资支持的过程。在这个意义上,信用创造是经济发展的充分条件之一。中央银行出现后,信用也成为货币政策的主要调控对象。

在历史上,有了商品经济,便产生了商业信用。银行信用只是商品经济发展到一定阶段的产物,在历史和逻辑上,它是商业信用的延伸。但是,银行信用一经产生,便显示出其优于商业信用的多方面特征,致使几乎所有的信用活动都集中于商业银行并采取银行信用的形式,这使得信用创造成为商业银行的基本功能和特征。

随着金融机构日趋多样化和金融市场深入发展,进一步的问题又产生了:商业银行之外的那些金融机构,乃至金融市场,是否也有信用创造能力,是否也能够参与信用创造的过程呢?我们注意到,类似的问题早在二十世纪六十年代就已被哈耶克(Hayek, 1966)敏锐地提出过,只是,限于当时的金融发展水平,这个极端重要的问题并没有得到认真的研究。

鉴于信用在历史上先于货币出现,我们可以合乎逻辑地认为,信用创造学说是现代货币供求

理论的前身。然而,正如货币因其成本低廉和银行网点广布而将其他一切形式的信用都排挤到社会经济生活的角隅一样,如今,以移动互联网为载体,以市场交易为基本渠道的互联网金融和影子银行体系,形成了一种游离于传统中央银行/商业银行货币供给机制之外的信用创造机制,并日益侵蚀着它们的传统领地。这些发展,再次证实了哈耶克早在半个世纪前就曾做出的信用创造机制多元性的论断。要深刻认识这些变革的全面意义及其昭示出的未来发展方向,我们必须再次返回事物的本质,从信用创造的原初状态开始重新审视。

(一)传统的信用创造机制:基于金融中介的信用创造机制

传统信用创造机制是外生驱动型的:中央银行发行货币,创造信用载体,商业银行吸收存款,同时评价贷款客体的信用级别,对贷款进行定价和配置,创造新的信用。随着企业或个人归还银行贷款,整个信用创造过程便告结束,货币被勾销。商业银行的信用创造活动是对因存、贷款期限错配而产生的资金时间价值的高度应用,只有将存款和贷款功能集于一体,形成存款-贷款-派生存款……的循环过程,信用创造功能方能充分发挥。除此之外,马克思(Marx,1894)认为,银行有三种创造资本的方法:第一,发行本行的银行券;第二,开出以二十一天为在伦敦兑付的汇票,但在开出汇票时,立即收进现金;第三,付出已经贴现的汇票,这种汇票之所以有信用,至少对有关地区来说,首先是并且主要是因为有了银行的背书^①。因此,汇票等票据也是信用创造的载体,这一载体在金属货币向信用货币过渡时期发挥了主要的作用,并在信用货币体系完善后,转变为商业银行的信用工具和信用创造方式。

米塞斯(Mises,1923)认为,在广义上,商业银行在传统信用创造机制中扮演两个角色:一是金融中介,即利用储户的储蓄创造商业信用,满足实体经济交易;二是通道角色,即提供支付清算服务。在这里,商业银行的信用货币供给和信用创造是两个并行且自我循环过程,一旦信用创造停止,这一循环便告终结。

商业银行的信用创造与货币供给紧密相关。在现代社会,货币供给增加的最主要渠道,就是商业银行的信用创造。据不完全统计,在大多数国家,商业银行的信用创造完成了97%的货币供给总量,其余3%来自中央银行(Werner,2011)。在传统的信用创造机制中,现代中央银行和金融市场监管者已经设计了有效的货币政策和金融监管工具来限制银行体系过多的信用创造,包括法定存款准备金率、流动性比率、预付比率、存/贷比、资本充足率等。

信用创造的基本流程可大致刻画如下:(商业银行)吸收存款等负债性资金——有限存款准备金制度、信用评价、贷款定价和配置——发放贷款——贷款转为存款——再发放贷款……。

(二)现代信用创造机制:影子银行以金融市场为核心

随着金融业的不断发展,信用创造的主体不再局限于商业银行。首先是各类非银行金融机构逐渐参与到信用创造者的队伍中来,然后,金融市场自身,通过不断开发新的交易和提升金融市场的流动性,也逐渐具备了信用创造的功能。这样一些发展,逐渐汇聚为一个新的概念——影子银行。

虽然影子银行只是在2007年全球金融危机发生以来才被世人关注,其发展历史其实已经长达30余年。

迄今为止,理论界尚无对影子银行的统一定义。在实践上,很多机构(例如金融稳定委员会、美联储等)倾向于使用资金流量表中的“其他金融中介”的数据来估算影子银行体系的信用规模。这一方法暗含着一个对影子银行的定义,即:它们是正规银行体系之外的信用中介实体或信用创造活动。简单地说,影子银行就是非银行的信用中介。

^① 马克思(1894):《资本论(中译本)》,人民出版社1998年版,第三卷,第615页。

非银行信用中介仍然是非常笼统的概念,由于实践上它们可能采取多种形式,我们仍有必要对其做深入分析。鉴于美国的影子银行体系相对发达,我们不妨以美国的实践为蓝本,对其做进一步划分。在美国,影子银行的主要构成有五:其一,由多种机构参与的资产证券化安排。其中,类如房地美和房利美的联邦政府发起设立的住房抵押贷款证券化机构,发挥最重要的作用,同时,在各类私人机构发起的证券化安排中,投资银行发挥重要的中介作用。其二,市场型金融公司,如货币市场基金、对冲基金、私募股权基金、独立金融公司、各类私人信用贷款机构等。其三,结构化投资实体、房地产投资信托、资产支持商业票据管道等。它们多由商业银行或金融控股公司发起,并构成其不可或缺的组成部分。其四,经纪人和做市商所从事的融资、融券活动,如隔夜回购等。其五,银行之外的各类支付、结算和清算便利,如第三方支付等等。

根据金融稳定委员会(FSB,2012,2013)对全球25个司法辖区和欧盟地区的资金流量表的“其他金融中介”的统计,2002年,影子银行的规模已达27万亿美元;2007年升至60万亿美元;2008年危机爆发,其规模稍减,但仍有56万亿美元之巨;2011年,危机稍有纾缓,便重拾增势,跃升至67万亿美元;2012年则回升至71.2万亿美元。2012年,影子银行的信用规模相当于该25个司法辖区当年国内生产总值的117%。就金融体系自身比较,影子银行体系创造出的信用规模约合金融体系总规模的25%~45%。

就功能与影响而论,影子银行体系同传统金融业存在巨大差异。就金融业最基本的信用创造功能而论,传统银行业主要依靠的是吸收存款、发放贷款和创造货币;而影子银行体系则主要通过开发交易活动和提升金融市场的流动性,提高传统金融产品的流通速度,或者通过对传统金融产品和服务“再构造”来向经济社会提供源源不断的信用。简言之,影子银行创造信用,对于货币当局紧紧盯住的货币存量并不产生显著影响。正因如此,影子银行体系的发展不仅逐步侵蚀了商业银行乃至传统资本市场的传统领地,而且从根本上削弱了货币当局的调控基础。

影子银行体系显然否定了传统信用创造机制中的货币乘数论。货币乘数论生效的基本前提,是假定商业银行是唯一的信用创造主体,而影子银行体系的存在,则意味着一个新的信用创造机制存在。此时,传统的信贷渠道被弱化和扭曲,货币当局通过调控商业银行的存款准备金率,已不能顺畅地将其政策意图传导至实体经济变量上。这样,传统的货币乘数失去了实践意义,从根本上说,货币当局的调控基础因此受到削弱。

然而,影子银行的独立信用创造机制能直接影响货币市场的资金供求和价格,弥合潜在的货币需求和货币供给缺口。与商业银行不同,影子银行体系的信用创造过程与货币市场的发展紧密相关。影子银行体系创造信用的过程集中在货币市场上;它们依托对大额、批发性金融工具的交易进行资金环流。应当说,这种信用创造过程与商业银行的信用创造过程没有本质区别。但是,除了2007年次贷危机时期以外,在过去的30余年中,影子银行机构一直没有资格获得最后贷款人的流动性支持,它们无法直接与中央银行进行交易,反过来,央行严密控制的基础货币的规模,也无法反映影子银行体系对高能货币的需求。因此,人们无法直接观察到影子银行体系的信用创造对货币供应的影响。但是,2007年次贷危机中,美联储直接在货币市场上大批购买影子银行机构的各种批发性证券资产,从而增加了基础货币,扩张了美联储的资产负债表,使影子银行机构的信用创造潜力有了公开释放和表现的途径和平台。这表明,经由影子银行体系进行的信用创造,对货币市场和货币政策的影响,已经达到了不可忽视的程度。

(三)信用创造机制的进一步挖掘

无论是传统的商业银行,还是新兴的影子银行体系,作为发挥信用创造功能的金融安排,其本

质都是信用中介。深入分析,信用创造机制之所以会加速货币流通、增加货币流量,在于其具备两个基本特征——期限转换和流动性转换。

1.期限转换

期限转换是信用中介的核心功能,它指的是商业银行借短贷长进行负债经营,将短期负债转换为长期资产,在存款人的存款合约到期期限和贷款合约的到期期限之间实现平衡。具有期限转换功能的机构不止于商业银行,还包括其他非银行金融机构。当然,并非所有的非银行金融机构都有此功能。这类机构可以统称为期限转换金融中介。早期的商业银行特许权法等将商业银行的短期负债——吸收的存款垄断化,但是,随着现代货币市场的发展,存款这种被动负债的劣势逐渐显现,并被多种形式的货币市场交易所代替,商业银行逐步依赖货币市场来实现主动负债。传统商业银行的期限转换模式主要是“短期债务+长期债权”,包括吸收短期存款+发放长期贷款,货币市场短期负债+发放长期贷款。货币市场短期负债包括各种期限低于1年的商业票据、资产支持商业票据等。期限转换最基本的功能就是创造货币、创造信用^①。商业银行通过期限转换创造了双重的货币要求权,即存款人对商业银行的要求权和商业银行对贷款人的要求权。双重要求权解决了信息不对称问题,降低了搜寻成本等交易成本,而这正体现了货币产生的最基本原因。

期限转换与期限错配。不成功的期限转换就是期限错配。商业银行会出现期限错配,从而产生流动性风险和利率风险等,并可能引发信用风险。但是,在多数国家里,对于银行体系的整体风险,存在着最后贷款人的显性担保,因而,其期限错配风险常常并没有人们一望之下那么大。相比而言,非银行金融机构的期限错配风险大,一则因其投资对象往往是未受到有效监管甚至索性就不受监管的非标准化债权资产,二则因为这些机构基本不在中央银行金融安全网的保护范围之内。更一般地说,期限转换的安全性取决于主体的信用,而主体的信用则取决于其担保的有无和强弱,投资的长期资产的价值,或者其拥有抵押品的价值。

美国影子银行的期限转换发生在货币市场上,因而具有典型的信用创造功能。影子银行机构利用资产支持证券管道机制、资产支持商业票据市场、回购等工具,向货币市场基金等机构进行超短期和短期融资,经历令人眼花缭乱的衍生品链条后,最终将资金投资于期限长于负债的信贷资产上。影子银行体系的期限转换功能也创造了多重货币要求权——各类货币市场工具如资产支持商业票据(ABCP)、货币市场基金份额等。就其具有创造信用的功能而言,它们是典型的准货币。

作为发展最为迅速的新兴经济体,中国的影子银行体系在短期内有长足的发展。中国的影子银行也介于直接融资和间接融资方式之间,其运行模式包括:向投资者发行一种货币要求权(信托、基金、理财产品)+发放贷款,即短期要求权+中长期贷款。影子银行的融资方式往往不是债务合约,而是一种包含货币要求权(多为信托、基金、理财产品)的金融市场工具、证券等,资产则是间接融资市场信贷等非标债权。但从其融资和投资期限及其获利模式上来看,影子银行创造了信用,资产端的长期信贷要求影子银行必须具备期限转换功能。因此,从本质上讲,“短期货币要求权+中长期贷款”的中国影子银行具有期限转换功能。

2.流动性转换

流动性转换是信用中介的第二个核心功能。它与期限转换是同一个过程,强调商业银行将存款人不流动的资金转换为随时可以提用的、富有流动性的活期存款,同时将这些富有流动性的短期负债再次转换为流动性较差但收益较高的长期资产,从而两次改变资产的流动性状态。发达国

^① 从创造信用的视角来看,商业银行投资于长期债券区别于发放长期贷款。贷款代表商业银行的信用,贷款不断创造存款,从而派生货币,也是商业银行创造信用的方式。而债券代表的不是商业银行的信用,而是发债主体的信用,如国家信用、企业信用等。在此过程中,商业银行的债券投资并没有充当资金流转的中介,从而并没有创造信用。

家的历史表明,越来越多的商业银行早在“脱媒”现象开始之际,就不再被动依赖储蓄存款取得资金,而是转向货币市场融资。虽然商业银行新型流动性转换的载体变成金融理财产品、货币市场基金等存款替代品,但流动性转换的过程没有本质差别。在中国,诸多非银行金融机构甚至商业银行也在用同样的模式实现流动性转换。

流动性转换是一个创造信用、创造流动性的过程。同时,流动性转换也是一个承担流动性风险的过程。因此,这个转换过程伴随一定的流动性风险和升水收益。流动性风险的主要表现是,存款人可能随时提取存款,从而使商业银行面临不能及时兑现的风险。流动性风险的升水收益俗称“利差”,它构成金融中介存在的基本理由之一,也是商业银行最初的盈利来源。

随着现代电子商务和网络经济的发展,非银行金融中介的信用创造开始脱离商业银行而独立存在,它们发展出令人眼花缭乱的独立的类存款账户、类货币支付媒介等,替代了商业银行传统的存款账户和货币。值得指出的是,这种信用创造的规模,并未体现在各国央行统计的货币总量指标中,但却切实影响着实体经济发展。显然,非银行金融中介的信用创造活动,对各国宏观调控和金融稳定提出了严峻的挑战。

四、信用创造的宏观效应

分析信用创造的宏观效应,首先需要厘清信用与货币的关系。

(一)货币和信用的基本关系

在信用货币制度下,信用创造与货币供给是紧密相连的。这种关系的主要表现是,在现实的经济交易过程中,信用与货币既彼此替代又相互补充。

关于货币和信用、货币供给和信用创造之间的关系,熊彼特(Schumpeter, 1954)最早理出了两种逻辑不同的经典分析思路——信用的货币理论(monetary theory of credit)和货币的信用理论(credit theory of money)。

信用的货币理论认为,定义货币是分析信用的前提。基于对交易和支付体系的历史演变过程的考察,信用的货币理论认为,货币先于信用而存在。在历史事实的基础上,信用的货币理论确定的分析逻辑是,首先给出货币的适当定义,考察经济交易过程中商品流和货币流的关系;然后从中提炼出货币、准货币、信用的定义并厘清它们之间的区别和联系。作为一种货币分析框架,信用的货币理论试图解释各类货币工具(货币和准货币)在交易过程和中介过程这两个分离的过程中所扮演的角色及其相互联系。

货币的信用理论则相反,它认为,应该先定义信用再定义货币,因而,应当用信用来解释和分析货币。例如熊彼特(Schumpeter, 1954)认为,无论是从实践还是经济分析的角度来看,货币的信用理论都优于信用的货币理论。古典经济学家如瓦尔拉斯,麦克路德,魏克赛尔等,以及新凯恩斯主义者包括斯蒂格利茨(Stiglitz),格林沃尔德(Greenwald),伯南克(Bernanke)等,都更倾向于从信用的角度关注货币问题。因此,货币的信用理论成为诸多学者构建宏观经济分析框架的基础之一。在货币信用论者中,魏克赛尔无疑最具开创性。他提出了一个纯信用体系(a pure credit system),也就是纯记账交易体系(a pure accounting system of exchange),并描述了该体系的运行过程。他主张从信用、准信用等货币之外的其他支付工具开始研究货币,从而提出货币的本质是信用的论断。这一论断无疑具有开创性,但遗憾的是,魏克赛尔没有进一步给出更完整的货币信用理论。

需要指出的是,无论是信用的货币理论还是货币的信用理论,始终都没有提出统一、完整的理论体系,充其量都只是一种逻辑思路或观念。然而,现代金融体系越发展,我们就越接近魏克赛尔

构建的“纯信用体系”。关于信用与货币的关系,我们可以分别出两种情况。一种情况是,信用创造直接造成货币流量和存量同时增加。在这种情况下,信用创造货币。另一种情况是,信用创造并不改变货币存量,但加速货币的流通,从而增加货币流量。在这种情况下,信用的产生并不相应创造货币。正因为存在上述两种情况,货币信用论优于信用货币论。

(二)信用创造对实体经济的影响

信用创造是否对实体经济产生了影响?在这一问题上,货币信用论的支持者如熊彼特、魏克赛尔、哈恩、米塞斯、哈耶克等,几乎都持赞同观点。但是,在信用创造对实体经济的影响机理方面,各方存在一定的分歧。

创新和信用是熊彼特经济发展理论的重要因素。在熊彼特(Schumpeter, 1934)看来,银行信用支撑了实体经济的周期性发展,与经济发展繁荣和衰退的阶段相对应,银行信用也顺次走过创造和勾销之路。那么,银行信用的盈缩是否为打破实体经济均衡的关键因素?对于这一问题,熊彼特和魏克赛尔的观点一致。他们都认为,打破实体经济均衡的商业投资选择来自技术进步。进一步,信用创造是否必然推动实体经济的生产发展?熊彼特认为,问题的关键取决于新创造的信用扩张到何处,如果扩张到市场尚未饱和的创新领域,就会推动实体经济发展,反之,则会出现过剩,此时,信用创造的结果是通货膨胀,以及全社会财富的重新分配。而米塞斯和哈耶克则认为,真正打破实体经济均衡的商业投资选择,来源于货币利率的变化,而后者由银行信贷决定(Mises, 1912; Hayek, 1931)。

德国经济学家哈恩(Hahn, 1920)认为,“资本形成是信用而不是储蓄的结果,并由此推断,信用的每一次扩张都同时意味着信用分配的变化,并最终会导致商品生产的扩张;如果没有信用扩张,这些货物不会被生产出来,因此信用扩张对于生产的作用类似于‘无中生有’”。但是,哈恩同时也指出,这一推断并不是无条件成立的,只有存在规模经济效应,并同时存在大量的潜在劳动力储备时,即生产保持足够弹性时,信用扩张才能导致生产扩展的结果。

(三)信用创造对总价格水平的影响

信贷扩张是否必然导致通货膨胀?信用媒介论者约翰·穆勒(1848)认为,银行券、支票等票据本身并不影响物价,影响物价的是信用。信用与货币有完全相同的购买力,其总量和流通速度的变化都能影响物价。信用创造论者则持相反观点。在此问题上,哈恩也继承并发扬了熊彼特的观点,他区分了正常的信贷(由储蓄支持的信贷)和不正常的信贷(无储蓄支持的信贷)。正常的信贷也称非通胀性信贷,不正常的信贷则称是通胀性信贷。

麦克路德(Macleod, 1889)认为,银行信用的增加与贵金属(货币)数量增加的效果一样,货币信用规模的扩张会使利率无边际地下降。如果新增货币量全部用于购买商品,则商品的价格必然上涨;若新增货币量全部用于购买债券,则债券的价格必然上涨而利率同时下降;若新增货币量一部分用于购买商品,另一部分用于购买债权,则商品价格上涨与利率下跌同时并存。

哈恩(Hahn, 1920)认为,信用创造意味着货币增加。首先,中央银行发行银行券、商业银行创造存款货币,都是增加货币供给,货币供给增加即购买力增加,最终表现为需求增加。假如供给不变,则需求增加会拉动物价上涨。其次,信用扩张后,借贷利率必然降低,企业家的财务成本降低,便能获得超额利润,于是他们竞相扩张,从而带动就业量增加。再次,信用扩张后,投资增加,从而延长迂回生产。综上,哈恩认为,信用扩张是经济繁荣的基本原因。

(四)信用创造与金融危机的关系

以米塞斯和哈耶克为代表的奥地利学派,提出“强制储蓄-繁荣-萧条”学说,并据以阐述了银

行信用创造与经济危机的密切关系。

米塞斯详细剖析了信用创造对宏观经济的影响机制。信用货币的增加会直接导致货币贬值、物价上涨。由此产生的强制储蓄效应会增加资本积累,降低货币利率(Mises, 1923),并引致经济进入上升时期。随着市场需求的增加,商业银行将不断提高货币利率,并连续供给信用。自然利率也在这一时期开始上升,但低于货币利率的上升速度。经济繁荣下出现价格上涨、利率上升、工资上涨、利润上涨、存货减少等等情形。但是,当银行开始改变信用创造的速度并停止削减自然利率,且达到足以使市场投资主体改变预期时,信用创造速度逐步削弱,实体经济的繁荣将会终止,并走向经济危机。

总之,在他们看来,经济繁荣和萧条周期的产生,源于银行的信用创造及其变化。简言之,如果银行不扩张信用,不把货币利率压低至自然利率之下,平衡就不至于被打乱。当然,经济的发展以及继而发生的经济萧条也就不会出现。

哈耶克(Hayek, 1931)认为,信用创造凭空增加了流通领域的货币,必然导致物价上涨。消费者用同样数量的货币只能得到比过去少的消费;消费资料的减少使生产资料相对增加,生产规模扩张和生产结构变化成为可能。而当生产规模扩张后,消费者的收入增加,其消费会恢复到原有水平,生产阶段突然减少,必然爆发经济危机。凯恩斯(Kynes, 1936)则对此不以为然,他否定了哈耶克的分析框架,认为,银行信用产生的储蓄是否为强制储蓄,须以充分就业条件下的储蓄为标准;实际储蓄量超过此标准才可谓强制储蓄,否则便不是。

2007 年开始的全球金融危机,再次开启了理论界关于信用创造及其与危机关系的讨论。在相关研究中,沃纳的研究较具代表性。沃纳(Werner, 2009)将信用创造分为消费型、生产型和投机型。他认为,2004 年以来的美国次级贷款市场就是被投机型的信用创造所主宰。信用创造与金融危机的基本关系为:信用创造-资产价格上涨-公司资产负债表得到提升-抵押品价值增加-正面的宏观经济展望-银行提高贷款/估值比率,更愿意贷款-信用创造……,由此,信用创造形成了一个完整的正反馈环,助推资产价格泡沫的产生。然而,在明斯基时刻,这一反馈环开始反转:信用创造减少-信贷阻塞、机构破产-失业率上升-总需求减少、经济增长率下降、通货紧缩-坏账增加-银行更加厌恶风险,减持风险资产-信用创造萎缩……。这两种截然不同的信用创造膨胀和萎缩的过程,对应着资产价格泡沫的产生和破灭,以及经济周期的繁荣和萧条,从而内在地形成了金融危机。

按照上述理论,在某种意义上,经济危机源自信用创造的终止。需要深入分析的问题是,信用创造(或者扩张)的极限是什么,为什么会终结?哈耶克(Hayek, 1931)的解释是,在封闭的经济体系中,信用扩张将引起累进的价格上涨。累进上涨的价格以及由此引起货币制度完全崩溃的危险,是无法克服的障碍,因此信用扩张不可能无限继续。奥地利学派上述理论有一定的合理性。它提供了理解银行信用创造和经济危机关系的视角。但显然,无论在商品货币制度、金本位还是现代信用货币制度下,银行信用扩张都是经济危机的原因之一,当然,这并非唯一原因。

五、小 结

与商业银行有关的信用创造理论,已经在 20 世纪的经济金融学说中得到了充分的阐述,包括商业银行的信用创造过程、规模与控制、宏观经济效应、与金融稳定的关系等。但是,随着金融市场的发达及现代影子银行体系的发展,信用创造机制发生了实质性改变,新的信用创造主体和新的信用创造方式出现,对金融体系和宏观经济体系的影响,至今我们还很难说已经看得十分清楚。

本文对有关信用创造之文献的梳理和分析,基本是从货币的视角展开的。这只是认识信用创造的一个角度。理论上,仍然存在其他角度来对信用创造进行分析,例如资本。当前,无论是发达经

济体还是新兴经济体,信用的创造机制都基于市场内在需求而不断创新,这使得金融体系的流动性供给相当富有弹性。这并不意味着金融体系可以随心所欲地创造信用,若干其他因素,主要是资本要求和金融机构普遍缺乏资本的现实,有效地约束了金融体系创造信用的能力。如此看来,跳出单纯货币视角,深入挖掘信用创造与资本创造、金融稳定、宏观经济发展的基本关系,或许可能为信用创造的研究开辟新局面。

参考文献

- 辞海编辑委员会(1980):《辞海》,上海辞书出版社。
- 李嘉图(1817):《政治经济学及赋税原理(中译本)》,译林出版社2011年版。
- 刘黎敖(2010):《国外货币金融学说》,中国金融出版社。
- 亚当·斯密(1776):《国民财富的性质和原因的研究(中译本)》,商务印书馆2008年版。
- 约翰·穆勒(1848):《政治经济学原理(中译本)》,华夏出版社2009年版。
- Arestis, P. and P. Howells (1996): “Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with ‘Convenience Lending’”, *Cambridge Journal of Economics*, 20, 539–551.
- FSB (2012): Global Shadow Banking Monitoring Report 2012.
- FSB (2013): Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.
- Hahn, L. (1920): *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, Tübingen 1920: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck); 2nd ed. 1924; 3rd rev. ed. 1930; Italian Translation as *Teoria Economica Del Credito*, edited and introduced by Lapo Berti, Naples 1990: Edizioni Scientifiche Italiane.
- Hayek, F. (1931): *Prices and Production*, 2nd ed. London: Routledge & Kegan Paul.
- Hayek, F. (1966): *Monetary Theory and the Trade Cycle*. Clifton, N.J.: Augustus M. Kelley. Original German 1929.
- Hicks, J. (1956): ‘Methods of Dynamic Analysis’ in *Money, Interest and Wages: Collected Essays on Economic Theory*, Vol. II, Oxford: Basil Blackwell, 217–235.
- Kynes, J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Atlantic Publishers & Distributors (P) Limited.
- Law, J. (1750): *Money and Trade Considered With a Proposal for Supplying the Nation with Money*, Edinburgh: Printed by the Heirs and Successors of Andrew Anderson.
- Macleod, H. (1889): *The Theory of Credit*, Longmans, Green and Co., London.
- Marx, K. (1894): *Das Kapital. Band III. Capital III*. Harmondsworth, Penguin.
- Mises, L. (1912): *The Theory of Money and Credit*, trans. H.E. Batson (Indianapolis: Liberty Fund, 1981).
- Mises, L. (1923): *On the Manipulation of Money and Credit*. Bettina Bien Greaves, trans. Percy L. Greaves, Jr., ed. Dobbs Ferry, N.Y.: Free Market Books, 1978 edition.
- Mishkin, F. and S. Eakins (2006): *Financial Markets and Institutions*, 5th ed, New York, Pearson.
- Moore, B. (1989): “On the Endogeneity of Money Once More”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 11, 474–478.
- Pollin, R. (1991): “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3, 366–396.
- Schumpeter, J. (1934): *The Theory of Economic Development. An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, Reprint Oxford University Press 1980.
- Schumpeter, J. (1954): *History of Economic Analysis*, Great Britain: Allen & Unwin (Publishers) Ltd.
- Selgin, G. (1988): *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*. Totowa, N.J.: Rowman and Littlefield.
- Selgin, G. (1996): *Bank Deregulation and the Monetary Order*. London: Routledge.
- Walsh, C. (2003): *Monetary Theory and Policy*, 2nd ed, Cambridge, MA, MIT Press.
- Werner, R. (2009): “Central Banking and the Governance of Credit Creation”, In *Where Next for International Financial Regulation*, Copenhagen, DK, Danish Institute for International Studies.
- Werner, R. (2011): “Economics as if Banks Mattered: A Contribution based on the Introductory Methodology”, *Future of Macroeconomics*, The Manchester School, 25–38.
- Wicksell, K. (1989): *Interest and Price*, Josephs Press 2007.

(责任编辑:程 炼)