



No. 2125

Working Paper

信用货币创造机制的历史演进逻辑

张成思 尹学钰 刘泽豪

【摘要】 本文对“存款创造贷款”和“贷款创造存款”两种信用货币创造机制的历史演进逻辑进行详尽阐释，阐明“创造”一词只体现存款和贷款数量增加的发生顺序，而不代表两种业务之间具有绝对的逻辑先后关系。本文强调，两种机制的核心差异在于贷款的自主性，与银行的经营决策、所处的监管环境等多种因素有关，这一结论对两种机制在实践中的适用性带来一定启示。金融监管政策约束较松时，银行可以按客户的借款意愿提供贷款并直接创造出存款。然而金融监管政策约束较紧时，银行需要在存款侧进行监管套利才能发放贷款，此时的贷款只能创造出流动性和安全性都劣于银行存款的“影子负债”。因此，忽视金融监管环境对银行贷款自主性的限制容易导致流动性风险扩散和系统性风险积聚。

【关键词】 信用货币 货币创造 金融监管 影子银行

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2125



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

信用货币创造机制的历史演进逻辑

张成思¹ 尹学钰² 刘泽豪³

【摘要】本文对“存款创造贷款”和“贷款创造存款”两种信用货币创造机制的历史演进逻辑进行详尽阐释，阐明“创造”一词只体现存款和贷款数量增加的发生顺序，而不代表两种业务之间具有绝对的逻辑先后关系。本文强调，两种机制的核心差异在于贷款的自主性，与银行的经营决策、所处的监管环境等多种因素有关，这一结论对两种机制在实践中的适用性带来一定启示。金融监管政策约束较松时，银行可以按客户的借款意愿提供贷款并直接创造出存款。然而金融监管政策约束较紧时，银行需要在存款侧进行监管套利才能发放贷款，此时的贷款只能创造出流动性和安全性都劣于银行存款的“影子负债”。因此，忽视金融监管环境对银行贷款自主性的限制容易导致流动性风险扩散和系统性风险积聚。

【关键词】信用货币 货币创造 金融监管 影子银行

一、引言

信用货币是币材本身并无内在价值而以信用为基础发行的货币。1945年开始的布雷顿森林体系和1976年开始的牙买加体系分别切断了黄金与纸币在国内和国际上的自由兑换关系，成为信用货币制度在全球范围推行的分水岭。“信用”一词原本用于描述信誉程度，在经济学语境下常用于概括借贷关系。参与主体的信誉和社会关系决定了信用活动的产生，信用关系赋予了债权人未来从债务人处获得一定数量商品和服务的权利。通常认为，货币产生于商品交换的过程中，是可以被普遍接受并用于购买商品服务的一般化媒介。当某种信用代表的权利具备了一般性，持有这种债权购买商品和服务也可以被普遍接受时，就具备了成为信用货币的条件。

中央银行和商业银行的信用具有较高认可度，是合适的信用货币发行方。20世纪初期，资本主义银行自主发行的可兑换银行券和中央银行集中发行的可兑换中央银行券都是信用货币。现代中央银行发行的信用货币一般是不兑现的法定货币，但货币发行仍是中央银行的负债。现代商业银行发行的信用货币主要是存款货币，存款人是银行的债权人，有权向银行兑换中央银行货币。

存款货币是现代信用货币体系中最重要的一部分。存款货币的供给与银行的经营决策及经济运行中内生货币需求紧密相连，使得商业银行在货币体系中的重要地位凸显。虽然现金也是货币的组成部分，但是社会支付习惯的改变和支付清算体系的发展使得现金在货币供给中的占比日益减小，且不具有派生功能。因此，现代信用货币创造机制主要是指银行存款货币的创造机制

¹ 张成思，中国人民大学国际货币研究所学术委员，经济学博士，中国人民大学财政金融学院教授，中国财政金融政策研究中心研究员，博士生导师

² 尹学钰，中国人民大学财政金融学院博士研究生

³ 刘泽豪，经济学博士，中国人民大学财政金融学院讲师

（张成思，2019）。

存款货币的创造机制可以分为“存款创造贷款”（Deposits Creates Loans, DCL）和“贷款创造存款”（Loan Creates Deposit, LCD）。其中，“创造”一词只体现了存款和贷款数量增加的发生顺序，而不代表二者之间具有绝对的逻辑先后顺序，两种机制的核心思想在于解释银行资金的来源和运用。LCD 机制是指，银行在贷款或购买资产时可以直接创造出相应的存款，但这不能排斥实践中银行因存款增加而扩张贷款的动机。DCL 机制则强调，银行发放贷款的资金需要来源于存款或其他负债。显然，DCL 机制也不意味着发放贷款不会增加存款。

基于领域内的经典文献，本文的一个创新在于，提炼出 DCL 和 LCD 两种机制的核心差异——银行贷款业务的自主性。贷款自主性弱的银行（或者银行处于贷款自主性较弱的周期时），需从存款中创造贷款，此时主要体现为贷款受到存款约束。而银行的贷款自主性越强，越有可能直接以贷款方式创造出存款。因此，如果过度局限于 DCL 的逻辑，容易忽视银行贷款的自主扩张，导致信贷总量失控。贷款业务的自主性受到多种因素的影响。一方面，存款人的存款意愿、贷款人的贷款需求和银行的经营决策等都可能影响银行存贷款业务之间的关系，影响贷款自主性；另一方面，来自外部的金融监管政策也强有力地约束着银行的业务实践，限制贷款自主性。

本文的另外一个创新是将 DCL 和 LCD 两种机制与实践中银行面临的监管相结合，考虑为规避监管而产生的影子银行体系，分析了银行监管政策的严格程度对两种机制适用性的影响。结果表明，当所受监管约束较松时，银行可以按客户的借款意愿提供贷款，呈现出“贷款创造存款”。而在所受监管约束（例如，存款准备金要求）较紧时，银行需要在存款侧进行监管套利才能发放贷款，此时的贷款无法创造出真正的存款，而只能创造出流动性和安全性都劣于银行存款的“影子负债”。因此，忽视银行面临的金融监管等实际经营约束，过度强调“贷款创造存款”，容易导致流动性风险扩散和系统性风险积聚。

二、“存款创造贷款”机制的文献演进

在 DCL 机制中，发放贷款以吸收存款为前提，核心逻辑在于将存款视为银行的资金来源，贷款视为银行的资金运用，因此，存款能够约束贷款。这一逻辑实质上源于早期的信用中介论（张成思，2020），即银行业务是信用出让者和信用受让者之间的融通，前者和后者在 DCL 机制中分别对应存款人和贷款人。

信用中介论产生于 18—19 世纪金本位货币制度的背景下，主要代表包括亚当·斯密（1776）、大卫·李嘉图（1817）和约翰·穆勒（1848）等（李扬和周莉萍，2014）。他们认为，银行的功能是充当储蓄和投资的中介。通过促进资本的分配和转移，银行能够提高资本的利用效率，但不能创造出新的资本。信用中介论的观点基于对商业银行起源的认识。“金匠论”认为，西方商业银行的前身是保管金子的金匠铺。因此，储蓄是银行的初始功能。

在 19 世纪初，有学者认识到，银行存款总量多于现金（Humphrey，1987）。但早期信用中介论只体现了吸收存款和发放贷款的简单承接，不能解释银行体系内存款总量的增加 Pennington

（1826）指出，如果借款人将贷款资金再存入银行，存款总量就会在初始存款上增加。由此，在信用中介论的基础上，以银行吸收存款为起点，多倍存款派生理论在贷款后又串联了存款，解释了存款派生的逻辑。

在部分存款准备金制度下，银行在接受一笔初始存款后，需要将其中一部分留作准备金，余下的部分才能用来发放贷款。而在获得由贷款资金形成的新存款之后，银行仍会将多于准备金的资金贷出。Torrens（1837）认为，“接受存款—留存准备—发放贷款—形成存款”的过程会一直持续下去，直到所有银行作为一个整体共同达到存款乘数（总存款量 / 初始存款量）的上限（准备金比率的倒数）。Marshall（1926）完整归纳了这一过程的数学表示。设存款准备金率为 r ，某银行在接收了数量为 X 的初始存款后，将其中 rX 留作准备金，将剩余 $(1-r)X$ 贷出。借款人将收到的 $(1-r)X$ 用于生产经营并存入下一家银行，该行收到 $(1-r)X$ 存款，再将其中 $r(1-r)X$ 留作准备金，将剩余 $(1-r)2X$ 贷出。一直重复下去，最后，所有银行的存款量之和为 $D=X+(1-r)X+(1-r)2X+\dots=X/r$ 。

Samuelson 在经典教材《经济学》中以银行资产负债表的变化体现了这一过程（Samuelson, 1948）。假设法定存款准备金率为 20%，A 银行新增了来自外部的 1000 元现金存款。A 银行只能贷出 800 元，保留 200 元作为存款准备金。体现在资产负债表上，负债侧“存款”增加 1000 元，资产侧“现金准备”和“贷款和投资”两个科目各增加 200 和 800 元。由于 200 元现金退出了流通，存款货币增加了 1000 元，货币总量增加了 800 元。

A 银行的借款人将收到的 800 元现金存到 B 银行之后，B 银行可以贷出 $800 \times (1-20\%) = 640$ 元现金，B 银行的借款人再将这 640 元存到 C 银行……无限循环的结果是整个银行体系的总存款增加为 $1000/20\%=5000$ 元，总现金准备为 1000 元，如表 1 所示。整个银行体系实现了从 A 银行接受的 1000 元初始存款，到共 5000 元存款的多倍派生。从货币总量的角度看，1000 元流通中的现金变为了 5000 元存款货币。

表 1 整个银行体系的资产负债表

资产		负债	
现金准备	+1000	存款	+5,000
贷款和投资	+4000		
总计	+5000	总计	+5,000

资料来源：Samuelson（1948）

Samuelson（1948）还强调，表 1 中的情形不可能由单个银行实现。即便 A 银行以存款的形式发放了 4000 元贷款，但形成的 4000 元存款可以随时被提取，存款余额并不能维持，因此，银行不能“凭空创造货币”（Create Money Out of Thin Air）。得出这一结论的关键在于 Samuelson（1948）以原始存款数量严格限制了单个银行的贷款业务。如果只有一家垄断银行，该行贷出的款项会全部被存回（Davenport, 1919）。因此，在贷出款项中，存回本银行的比例能够影响该银

行自身的存款派生能力，Phillips（1920）将这一比例设为 k ，推导出了单个银行的存款派生乘数。

在多倍存款派生过程中，准备金率的大小不仅受法定要求的影响，还与银行的决策有关。虽然 Samuelson（1948）将 r 设为法定存款准备金率，但 Marshall（1926），Davenport（1919）和 Phillips（1920）都只将 r 解释为准备金率，并无“法定”的限制。法定存款准备金率是银行持有准备金的最低限度，其倒数是银行存款派生的最高限度。在实践中，银行可能选择持有更多准备金以应对流动性需求。

此外，前述模型均假设银行贷出的资金依然是银行体系内的存款。但在现金经济中，借款人可以将部分资金提取为现金，此时，这笔现金既不构成银行的准备金，也不构成存款，无法支持下一步贷款，银行的存款派生能力无从发挥，这就是“现金漏损”（Cash Drain）的现象。在存款派生过程中加入一个新的参数可以解决这一问题。设现金漏损量对贷出资金量的比率为 (c) ，那么 $D=X/(c+r)$ 。

至此，多倍存款派生的核心过程已经明确，后续的研究主要致力于两个方面。一方面，继续细化模型内容，如将准备金分为法定和超额两部分，区分活期和定期存款，增加不同参数以丰富存款乘数本身的形式（Shelby，1958）；另一方面，将存款派生与广义的货币问题相结合。货币乘数融合了流通中的现金、商业银行在中央银行的存款准备金和银行存款三大关键的货币元素，对研究与货币相关的宏观问题做出了基础性的贡献。

随着金融创新的发展，为追求更高收益，银行存款资金不断流向其他新型金融产品，这就是“金融脱媒”的现象。与现金漏损相似，其他金融产品对银行存款的替代也会限制银行的存款派生能力（Tobin，1963）。李宏瑾和苏乃芳（2017）在传统多倍存款派生模型中引入了金融脱媒比率，发现金融脱媒使货币乘数的形式变得更加复杂，降低了货币数量的可控性，直接影响了现代中央银行对货币调控模式的选择。

由于非银行金融中介创造的信用工具也具备一定程度的货币职能，商业银行的存款乘数还被拓展为金融中介的流动性资产乘数（Smith，1959）。这种拓展仍以商业银行的 DCL 机制为基础，只是视角更广阔，认为其他金融中介机构的资产业务也受限于已有负债，而这正是以 Gurley & Shaw（1956）为代表的金融中介理论的出发点，即银行和其他金融中介都是间接融资的实现渠道。

在现代银行体系中，金本位制度下的现金收付假设不再成立。不仅贷款不一定被提取为现金，存款增加也不一定以现金形式取得，而是可以通过同业资金划转的方式完成。与 Samuelson（1948）的原版教材相比，第 19 版《经济学》（Samuelson & Nordhaus，2010）改善了现金收支假设，将表 1 中“现金准备”（Cash Reserves）科目的名称改成了“准备金”（Reserves）。尽管银行可以通过同业拆借及时弥补短期准备金的不足，但准备金约束仍然存在，银行也需要考虑借入资金的可得性和成本，因此，DCL 机制的核心逻辑仍然成立。

第 19 版《经济学》教材还删去了对 LCD 观点的批判，不再将表 1 称为单个银行不可能实现的情形。事实上，存款货币的多倍派生不是简单由“存款创造贷款”完成的，而是由“存款—贷

款—存款”的循环串联起来的，已经包含了 LCD 的过程。总的来看，DCL 机制在近代主要以多倍存款派生模型和金融中介理论为载体。本文揭示了相关理论模型假设的精简之处，有助于透彻认识单个银行和银行体系的实际情况，从而灵活应用 DCL 机制解释现实存贷款现象。

三、“贷款创造存款”机制的文献演进

在“贷款创造存款”机制中，银行先发放贷款，然后即可直接创造出存款。这一机制的核心在于，贷款资金并不来自已有存款，而是来自银行创造存款货币的能力，因此，存款不会制约贷款。这种思想可以追溯到早期的信用创造论。MacLeod（1856）提出，银行业不是在经营资本，而是增加了资本；银行的业务不是贷款，而是创造信用，这些信用按需支付且能履行等量现金的所有职能。

更早地，Law（1750）切断了货币与商品价值之间的必然联系，认为由政府集中发行信用货币有利于经济的全局调控。但本文主要研究现代信用货币的另一种形式—银行存款货币。银行创造信用货币的特殊之处在于：一方面，与中央银行发行的法定信用货币相比，发行存款信用货币是银行自主决策的行为；另一方面，与私人信用相比，银行信用可以创造出新的购买力。

在一般的信用关系中，债权人牺牲了当前享有的权利。但在银行信用关系中，存款在流通中与等额现金的作用相同，存款人没有做出牺牲，因此，银行发行的流通信用（Circulation Credit）与交易过程中产生的商品信用（Property Credit）不能混为一谈（Mises，1912）。在极端的“纯信用经济”中，所有收支都通过唯一一家银行的存款转账进行，其信贷扩张不受任何限制（Wicksell，1898）。

Hayek（1931）将储蓄分为两部分，自愿储蓄（Voluntary Savings）来自当期放弃消费产生的剩余，而强制储蓄（Forced Savings）来自银行信用创造产生的存款。银行信用创造形成的资本激活了之前未被使用的经济资源，增加了生产活动和收入，将银行信贷与商业周期联系在了一起（Hahn，1920）。

Schumpeter（1934）还将投资分成“循环中的当前信贷”（Current Credit in the Circular Flow）和“信贷现象”（Credit Phenomenon）两类。在“循环”中，银行发行的信用媒介只是对已有商品和过去服务的一种凭证，因此，信贷以经济发展已经产生的购买力为限，当前的信贷供需决定信贷关系的形成。但在“信贷现象”中，企业家的信贷需求内生地使银行创造出了新的信贷供给和购买力。

在 Wicksell（1898）的“纯现金经济”、Mises（1912）的“商品信用”、Hayek（1931）的“自愿储蓄”、Schumpeter（1934）的“循环”中，货币只承担了商品交易背后的媒介作用，不影响经济均衡。然而，货币也可以是“非中性”的，银行体系的信用创造能够增加货币量，信贷资金的新生和内生性质改变了商品供需和储蓄 - 投资的静态均衡。Wicksell（1898）首次提出了这种理念，解释了储蓄和投资的动态均衡，对 Mises（1912）和 Schumpeter（1934）的理论都产生了影响（Festré，2002）。

20 世纪中叶，美国非银行金融机构快速发展，金融中介理论的地位不断上升。然而Pritchard（1947）指出，商业银行作为中介的研究基础是错误的，活期存款中只有一部分代表了储蓄，大部分则是作为支付手段。Culbertson（1958）认为，银行信贷扩张的自主性会引致不稳定因素，并由此指出，金融机构只能融通已有储蓄和投资的设定是 Gurley & Shaw（1956）无法解释美国经济波动的原因。

以弗里德曼为代表的货币主义学派认为，由准备金率和现金比率构成的货币乘数可以维持稳定，因此，中央银行可以通过改变基础货币数量有效控制货币供应量，并基于货币数量论中货币与收入的直接关系调控实体经济（Friedman, 1956）。然而在 1957 年，拉德克利夫报告（The Radcliffe Report）基于英国货币政策实践指出，对货币供给的控制应附属于利率政策，因为调整货币量难以调控总需求，中央银行在管理经济方面是被动的。

货币主义的主要反对者托宾认为，微观个体的决策（Tobin, 1963）和金融创新的发展（Tobin & Brainard, 1963）都弱化了中央银行对商业银行存款量的控制，外生货币供给假设的可信度逐渐降低。早在 19 世纪中叶，通货学派和银行学派就曾对货币供给是经济活动的原因还是结果各执己见，而弗里德曼和托宾在货币理论上的分歧开启了有关货币供给内生性与外生性的学术争论（Arestis & Howells, 2001）。

20 世纪 70 年代，后凯恩斯主义将货币供给的内生性融入了完整的经济理论。不同于新古典主义，后凯恩斯主义关键特征之一是生产经济的货币化。货币供给由银行体系发放信贷驱动，由经济中的需求决定，中央银行按一定利率向银行体系提供相应的基础货币。因此，贷款产生存款，存款产生准备金，货币供给能够适应货币需求（Lavoie, 1984）。

在货币如何具有内生性的问题上，后凯恩斯主义主要分为两派。水平主义（Horizontalists）认为，中央银行外生地设定利率，并在这一利率上“水平地”提供银行所需的准备金数量，货币供给是完全弹性的（Kaldor, 1970; Moore, 1979）。结构主义（Structuralists）则认为，货币供给不是完全弹性的，利率是由市场供求内生决定的，货币供给曲线向上倾斜（Dow, 1996; Goodhart, 1989; Wray, 1992），但在长期内仍是趋于水平的（Arestis & Howells, 1996）。

货币供给的内生性特征不仅丰富了货币理论研究，而且对货币政策的实施具有启示意义。如果货币供给是内生的，那么以货币数量论为基础的货币调控模式无效。Woodford（2000）提出的“新Wicksell”框架设定了一种以金融资产支付的“完全无现金经济”，并在此基础上研究了基于利率调控的“没有货币的货币政策”。Borio（2014）指出，不应以真实经济刻画货币经济，须认识银行信用创造导致的实体经济扭曲，才能充分认识货币政策在宏观经济中的作用。Werner（2016）重温了信用创造论的思想，并分析了其对现代金融体系的启示。

在实践层面上，包括欧洲央行（ECB, 2011）、英格兰银行（Jakab & Kumhof, 2018; McLeay et al., 2014）、德意志联邦银行（Deutsche Bundesbank, 2017）在内的多个中央银行均强调以 LCD 机制认识银行信贷和货币问题的重要性。Jakab & Kumhof（2018）批评大多数教科书中使用的存款乘数模型与现实严重脱节，并提出了一个银行通过货币创造提供融资（Financing through Money Creation, FMC）的框架，认为 FMC 模型比动态随机一般均衡模型

（DSGE）的模拟结果更符合现实中银行资产负债的高波动性。

从纯技术角度来说，在复式记账体系下，银行可以无限地发放贷款并创造存款，但资产和负债同时等额增加只是一种简单的会计结果。在实际操作中，贷款还是会受到其他外在约束和个体决策的限制，如监管要求和客户提取存款使银行在贷款前仍需考虑已有的或可得的准备金数量，借款人的贷款需求不会趋于无限，偿债能力等因素也会影响银行基于风险的贷款决策。

纵观 LCD 机制的演进历程，其被提出时并非是一个货币问题，而是通过说明银行开展资产业务和创造存款货币的过程，分析银行信贷和新增货币供给对经济产生的影响。LCD 机制强调银行贷款业务的自主性，如果局限于 DCL 机制下存款约束贷款的逻辑，则无法准确理解银行体系信贷总量的扩张机制。

四、影子银行与两种机制的适用性评述

Schumpeter（1954）指出，在第一次世界大战之前，人们到银行存取款仍须使用铸币，因此，信用中介的思想诞生于极强的现金收支约束背景下，并且肯定了 Crick（1927）对银行贷款能够创造出存款的正确认识。但本文发现，Crick（1927）的核心逻辑实际上并不是 LCD，反而是 DCL，他表述的“贷款创造存款”现象只是将“存款—贷款—存款”中的第二环节分解出来。对于银行贷款数量可以超过新接受的现金，Crick（1927）的解释是，贷出资金不会被全部取走。这本质上还是来自对现金约束的认识，而没能透彻地看到银行存款作为信用货币的作用。因此，不能断章取义地以“贷款创造存款”的表述辨析 LCD 机制，而是要认识到两种机制最根本的逻辑差别。

即便实践中，银行可以通过同业拆借补足所需准备金，贷款不受已有存款的约束，借入资金的约束仍然存在，这也是 DCL 机制中负债约束资产逻辑的体现。只要约束存在，银行贷款的自主性就会受到影响。相似地，只要银行业存在竞争，LCD 过程创造出的存款就可能被转移走，而这不代表银行贷款就不会创造出存款。因此，本文强调，二者不是逻辑互斥的理论，而是被理解为不同的机制。在不同的理论和实践背景中，银行信贷的主要作用不同，两种机制的重要性也有着不同的排序。

虽然二者以存款和贷款的关系命名，但实质上是两种理解银行资金来源和运用的逻辑。因此，DCL 机制仍可以成为研究非银行金融中介借贷业务的理论基础，而 LCD 机制在复杂的金融市场中仍可以用于说明货币供给的内生性。随着金融创新的发展，影子银行业务逐渐稳定成为现代金融市场的一个重要层次。金融稳定理事会将影子银行体系定义为，由正规银行系统以外的实体和活动构成的，能够引发系统性风险或带来监管套利的信贷中介体系（FSB，2011）。影子银行游离于监管体系之外，业务的透明性较传统银行更差，但具有诸如期限、信用和流动性转换等曾经专属于银行的功能。

Pozsaretal.（2012）将美国的影子银行体系分为有官方隐性担保的政府支持企业（如房利美等）、官方间接担保的“内部”信用中介（与银行紧密关联、受同一金融控股公司影响的资产管理公司等），以及无法受益于官方担保的“外部”信用中介（相对独立于银行的多元化经纪自营商）

三个子系统。“外部”信用中介可以进行类似于银行的借贷转换，只是在具体的负债和资产形式上更为多元化，主要通过证券化和担保融资技术提供中间信贷，将不透明的、有风险的长期资产转换成类似货币的短期负债，搭建起错综复杂的证券化链条。

美国影子银行业务的发展得益于其在处理次级贷款上的比较优势（Pozsar et al., 2012），而在我国的信贷政策和金融监管抑制下，影子银行更体现为对商业银行融资的补充，是传统银行用来绕过监管的渠道。我国影子银行的证券化比例较低，且链条更短，负债端的产品种类也更为单调，主要包括非保本的理财产品和信托公司发行的信托产品（Torsten et al., 2018）。

从中国的实践来看，2018年4月末正式印发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）统一了针对影子银行的监管标准，消除多层嵌套，减少监管套利。而我国M2（广义货币）的统计口径包含非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。因此，资管新规有效消除了金融体系内部的资金往来，导致2018年6月中国M2同比增速放缓，反映了影子银行与信用货币创造之间的密切关联。

事实上，通过将表内的贷款资产转换为同业资产或其他投资，银行可以在一定程度上突破与贷款相关的监管边界。例如，银行A受信贷政策或自身指标限制，无法直接向企业B贷款，转而求助机构C代替A向B贷款，资金由A实际支持。A的资产端新增拆放同业或信托受益权，负债端新增存款，C新增贷款资产和对A的同业拆入或信托负债。因此，A和C共同完成了这笔实质上的贷款。在这种情况下，银行贷款不受限于客户存款，而是更依赖于借款人的资金需求。此时，LCD机制可以更好地刻画信用货币的创造。

但在金融监管政策（以存款准备金要求为例）较紧时，银行的边际决策会受到影响。假设银行实际的存款准备金率已经处于监管临界值上，此时即便可以规避与贷款余额相关的监管，银行仍然缺乏与这笔业务新创造出的存款相对应的准备金。影子银行业务为阻止存款余额增加提供了渠道（例如，将新增存款转化为同业负债），或者将其彻底移出资产负债表（例如，发行理财产品）。虽然实践中银行很少处于存款准备金约束的临界值上，但是存款侧的监管套利行为可以降低所需的准备金量，增强资产的盈利能力，并且有助于规避利率限制、存贷比要求等其他与存款相关的监管，因此，银行具有较强的动机。

然而，存款在银行负债结构中的地位和作用是无法被轻易替代的。由于同业负债的额度大、期限短，参与银行众多且关系复杂交错，当市场遇到流动性冲击时，其稳定性明显较存款更差。例如，在2019年5月24日包商银行被接管后，同业存单市场的融资功能被迅速冻结，与接管前一周（5月20日—24日）相比，5月27日—31日的同业存单发行量下降了78.6%，发行成功率由87.9%降至73.5%，AAA级同业存单的平均发行利率下降了4.25基点⁴。

同样，理财产品与存款也不是等价的。一方面，从流动性的角度看，理财产品的流动性显然要差于存款。在产生系统性流动性冲击时，变现理财产品类资产需要折价。另一方面，从风险的角度看，虽然此前刚性兑付的现象曾普遍存在，但由于理财产品不受存款保险的保障，其隐含风

⁴ 资料来源：Wind 数据库

险也更大。在当前打破刚性兑付的背景下，如果银行出现经营困难，存款偿付的保障是要优于理财产品的。因此，在受到监管严格约束的情况下，银行贷款创造出的不是真正的存款，而是流动性和安全性均劣于存款的“影子负债”。反过来，存款创造出的总是真正的贷款。

这一结论具有一定的政策含义。在危机中，市场的流动性恰恰是由真正的存款所保障的。真正的存款由于有存款保险机制，是流动性的供给方，而“影子负债”是流动性的需求方。如果贷款直接创造出的“影子负债”总规模过大，会加剧市场的流动性短缺，放大危机的严重程度。因此，从宏观审慎的角度出发，如果过度强调“贷款创造存款”，会忽视可能引起的风险扩散和风险积聚机制，对整个市场的稳定造成不利影响。相反，“存款创造贷款”突出了存款作为市场流动性来源的作用，更符合防范化解重大风险的政策目标。

五、总结

本文阐释了 DCL 和 LCD 两种信用货币创造机制，追溯其思想可以分别对应于早期的信用中介论和信用创造论。本质上，DCL 和 LCD 机制并不是互斥的关系，而是分别以存款业务和贷款业务切入，对银行资金的来源和运用给出了不同的解释，并不指向存款和贷款之间绝对的逻辑先后关系。事实上，在 DCL 机制中，贷款创造存款的过程恰恰构成了后续实现多倍存款派生的一个必要环节。

DCL 和 LCD 两种机制的根本差异在于银行贷款业务的自主性。DCL 机制强调银行业务所面临的收支约束；而 LCD 主张，银行可以突破现金或实物商品的限制创造信贷。DCL 认为，银行将储蓄者牺牲的当期购买力转向投资；而 LCD 认为，储蓄不代表着当期的牺牲，因为银行存款完全可以代表同样的购买力。DCL 认为，存款是银行借入的一种资金来源；而 LCD 强调，银行存款因可以成为货币而具有特殊性。DCL 认为，银行是借入资金后贷出的信用中介；而 LCD 认为，银行发行信用货币的信用创造功能更为突出。

另外，金融监管政策的严格程度能够影响 DCL 和 LCD 机制的适用性。在金融监管政策约束较松时，银行可以通过创造存款的方式直接发放贷款，或者为规避监管通过其他资产科目发放实质上的贷款，银行开展贷款业务具有较高的自主性，因此，LCD 可以更好地刻画信用货币的创造。当金融监管政策约束较紧时，银行发放贷款必须通过同业负债和理财产品等“影子负债”替代存款进行监管套利，规避准备金比率要求、存款利率限制等监管要求，增强资产的盈利性，因此，贷款无法创造出标准定义上的存款。

在影子银行体系存在的环境下，LCD 逻辑的成立并不代表着贷款一定会创造存款，贷款还可能创造出流动性和安全性都要劣于真正存款的“影子负债”。在危机期间“影子负债”会加剧流动性短缺，忽视金融监管等 LCD 的约束因素容易导致流动性风险扩散和系统性风险积聚。同时，局限于

DCL 机制而忽视贷款自主性容易导致对宏观信贷扩张的片面认识，需要以动态变化的理念正确理解两种机制的逻辑内涵与实践启示。

参考文献

- [1] 大卫·李嘉图. 政治经济学及赋税原理[M]. 南京: 译林出版社, 2011
- [2] 李宏瑾, 苏乃芳. 金融创新、金融脱媒与信用货币创造[J]. 财经问题研究, 2017 (10): 40-50
- [3] 李扬, 周莉萍. 信用创造[J]. 金融评论, 2014, 6 (1): 1-12+123
- [4] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究[M]. 北京: 商务印书馆, 2008
- [5] 约翰·穆勒. 政治经济学原理[M]. 北京: 华夏出版社, 2009
- [6] 张成思. 现代金融学: 货币银行、金融市场与金融定价[M]. 北京: 中国金融出版社, 2019
- [7] 张成思. 现代金融学的历史演进逻辑[J]. 金融评论, 2020, 12 (3): 1-26+124
- [8] Arestis P, Howells P. Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with “Convenience Lending”[J]. Cambridge Journal of Economics, 1996, 20 (5): 539-551
- [9] Arestis P, Howells P. The 1520-1640 “Great Inflation”: An Early Case of Controversy on the Nature of Money[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2001, 24 (2): 181-203
- [10] Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt? [J]. Journal of Banking and Finance, 2014, 45 (8): 182-198
- [11] Crick W F. The Genesis of Bank Deposits[J]. Economica, 1927 (20): 191-202
- [12] Culbertson J M. Intermediaries and Monetary Theory: A Criticism of the Gurley-Shaw Theory[J]. American Economic Review, 1958, 48 (1): 119-131
- [13] Davenport H J. The Economics of Enterprise[M]. New York: Macmillan Company, 1919
- [14] Deutsche Bundesbank. The Role of Banks, Non-Banks and the Central Bank in the Money Creation Process[R]. Deutsche Bundesbank Monthly Report, 2017, 69 (4): 13-33
- [15] Dow S C. Horizontalism: A Critique[J]. Cambridge Journal of Economics, 1996, 20 (4): 497-508
- [16] European Central Bank (ECB). The Supply of Money-Bank Behaviour and the Implications for Monetary Analysis [R]. Monthly Bulletin, 2011, No. 63
- [17] Festré A. Money, Banking and Dynamics: Two Wicksellian Routes from Mises to Hayek and Schumpeter[J]. American Journal of Economics and Sociology, 2002, 61 (2): 439-480
- [18] Financial Stability Board (FSB). Shadow Banking: Scoping the Issues[R]. A Background Note of the Financial Stability Board, 2011 (12)
- [19] Friedman M. Studies in the Quantity Theory of Money[M]. The Quantity Theory of Money—a Restatement. Chicago: University of Chicago Press, 1956
- [20] Goodhart C. Has Moore Become Too Horizontal? [J]. Journal of Post Keynesian Economics, 1989, 12 (1): 29-34
- [21] Gurley J G, Shaw E S. Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process[J]. Journal of Finance, 1956, 11 (2): 257-276
- [22] Hahn L A. Economic Theory of Bank Credit[M]. Oxford: Oxford University Press, 1920
- [23] Hayek F A. Prices and Production[M]. New York: Augustus M. Kelly, 1931
- [24] Humphrey T M. The Theory of Multiple Expansion of Deposits: What It Is and Whence It Came[J]. FRB Richmond Economic Review, 1987 Mar, 73 (2): 3-11
- [25] Jakab Z, Kumhof M. Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds—Facts, Theory and Evidence[R]. Bank of England Working Paper Series, 2018, No. 761
- [26] Kaldor N. The New Monetarism[R]. Lloyds Bank Review, 1970 (97): 1-17

- [27]Lavoie M. The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money[J]. Journal of Economic Issues, 1984, 18 (3): 771-797
- [28]Law J. Money and Trade Considered With a Proposal for Supplying the Nation with Money[M]. Edinburgh: Heirs and Successors of Andrew Anderson, 1750
- [29]MacLeod H D. The Theory and Practice of Banking[M]. London: Longman, Greens and Co, 1856
- [30]Marshall A. Official Papers[M]. London: Macmillan, 1926
- [31]McLeay M, Radia A, Thomas R. Money Creation in the Modern Economy[R]. Bank of England Quarterly Bulletin, 2014 (Q1): 14-27
- [32]Mises L. The Theory of Money and Credit[M]. Indianapolis: Liberty Fund, 1912
- [33]Moore B J. The Endogenous Money Stock[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 1979, 2 (1): 49-70
- [34]Phillips C A. Bank Credit[M]. New York: Macmillan, 1920
- [35]Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A B, Boesky H. Shadow Banking[R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 2012, No.458
- [36]Pritchard L J. The Nature of Bank Credit: A Comment[J]. American Economic Review, 1949, 37 (3): 399-402
- [37]Samuelson P A. Economics[M]. New York: McGraw-Hill, 1948
- [38]Samuelson P A, Nordhaus W D. Economics, 19th ed[M]. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2010
- [39]Sayers R S. Economic Writings of James Pennington[M]. London: The London School of Economics and Political Science (1963), Pennington J. Observations on the Private Banking Establishments of the Metropolis: First Memorandum to Huskisson, 1826
- [40]Schumpeter J A. The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle[M]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934
- [41]Schumpeter J A. History of Economic Analysis[M]. New York: Oxford University Press, 1954
- [42]Shelby D. Some Implications of the Growth of Financial Intermediaries[J]. Journal of Finance, 1958, 13 (4): 527-541
- [43]Smith W L. Financial Intermediaries and Monetary Controls[J]. Quarterly Journal of Economics, 1959, 73: 533-553
- [44]Tobin J. Commercial Banks as Creators of "Money"[R]. Cowles Foundation Discussion Papers, 1963, No. 159
- [45]Tobin J, Brainard W C. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls[J]. American Economic Review, 1963, 53 (2): 383-400
- [46]Torrens R. A Letter to the Right Honourable Lord Viscount Melbourne on the Causes of the Recent Derangement in the Money Market and on Bank Reform[M]. London: Longman, Rees, Orme, Brown, and Green, 1837
- [47]Torsten E, Steven K, Feng Z. Mapping Shadow Banking in China: Structure and Dynamics[R]. BIS Working Papers, 2018, No. 701
- [49]Werner R A. A Lost Century in Economics: Three Theories of Banking and the Conclusive Evidence[J]. International Review of Financial Analysis, 2016 (46): 361-379
- [50]Wicksell K. Geldzins und Güterpreise[M]. Jena: Fischer, 1898
- [51]Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money[J]. International Finance, 2000, 3 (2): 229-260
- [52]Wray L R. Alternative Approaches to Money and Interest Rates[J]. Journal of Economic Issues, 1992, 26 (4): 1145-1178

The Historical Evolution Logic of Credit Money Creation Mechanism

Zhang Chengsi, Yin Xueyu and Liu Zehao

(School of Finance, Renmin University of China)

Abstract: This paper sorts out the literature and evolution logic of two credit money creation mechanisms, “Deposit Creates Loan” (DCL) and “Loan Creates Deposit” (LCD). Under the DCL mechanism, banks need to issue loans from existing deposits. While under the LCD mechanism, the ability to issue deposit money allows banks to directly create equivalent deposits while issuing loans. An in-depth understanding of both mechanisms is a prerequisite for analyzing bank business, money, and credit.

It is found that the term “create” only reflects the order of occurrence of deposits and loans, and does not represent an absolute logical sequence. DCL and LCD are more like different views of loan-deposit relations rather than two exclusive theories. The DCL mechanism describes the constraints faced by banks, while the LCD mechanism describes banks’ credit expansion. The key difference lies in the autonomy of loans, which is related to factors including the bank’s business decision and the regulatory environment. For banks with relatively weak loan autonomy, loans need to be made from existing deposits. The stronger the autonomy of loans, the more likely banks can directly create deposits through loans. This conclusion has enlightening significance for the application of these two mechanisms in practice.

When regulatory constraints are loose, banks can provide loans directly according to customers’ willingness to borrow. Therefore, the LCD mechanism can better describe the process of credit money creation. However, when regulatory constraints (such as reserve requirements) bind, banks need to carry out regulatory arbitrage on their deposits to issue loans. Under this circumstance, loans cannot create real deposits, but can only create “shadow liabilities” whose liquidity and safety are both inferior to those of bank deposits. Therefore, ignoring the constraints of financial regulatory environment on banks’ loan autonomy easily leads to the spread of liquidity risks and the accumulation of systemic risks.

Key words: Credit Money; Money Creation; Financial Regulation; Shadow Banking



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn