

# 银行的真相

迈克尔·库姆霍夫、佐尔坦·雅卡布

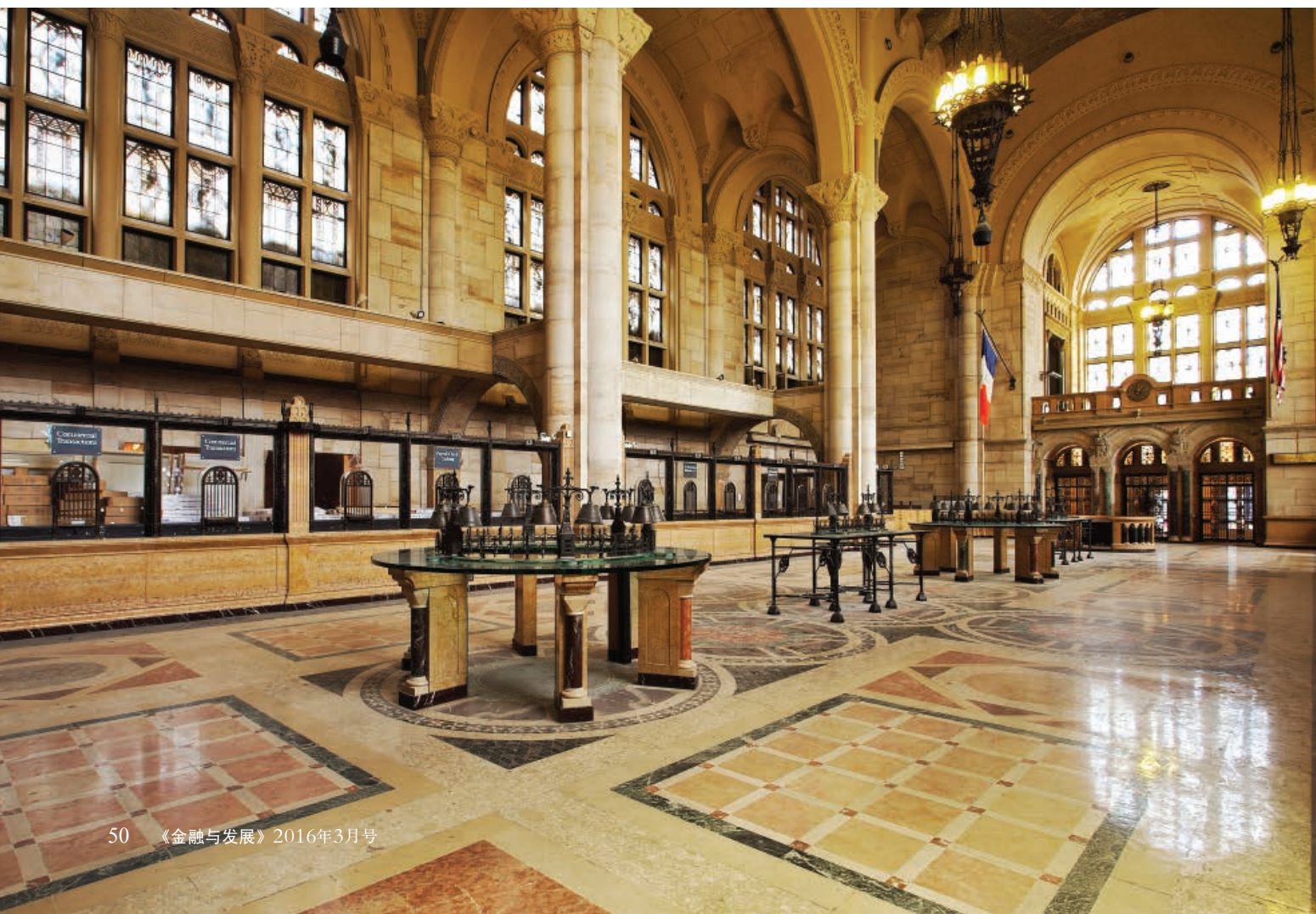
银行可以通过放款创造新货币，因此触发并扩大了金融周期

银行业问题是触发并延长过去百年中全球两大经济危机（1929年经济大萧条和2008年经济大衰退）的关键因素。对银行业体系的监管不力助长了这两次危机的爆发。因此，经济学家们面临着提供应对政策的艰巨挑战，以避免惨痛的历史重演。

上世纪30年代，专研国民经济运行的宏观经济学家对危机做出的响应与现在截然不同。当时，美国存在两个支持银行业彻底改革的主要竞争提案：最终成为《格拉斯-斯蒂格尔法案》的提案——此法案

将商业银行和投资银行分离开来，建立了存款保险计划，并允许国家银行建立更多分支机构——以及100%储备银行的提案，依据此提案，对于每位银行客户存入的每一块美金，银行保险库或中央银行储备金中必须为其提供一美元现金作为担保。

当时，美国大多数顶尖宏观经济学家都支持100%储备银行提案，其中包括所谓的芝加哥经济学派创始人、来自耶鲁大学的欧文·费雪（Irving Fisher）。这些宏观经济学家支持这一提案的主要原因之一是



在大萧条之前，他们刚刚开始接受银行业本质的一些基本事实，而在此之前经济学界并未发现这些真相，具体而言，银行会通过创造新的活期存款为新贷款提供资金（Schumpeter, 1954）。换言之，当银行为客户发放新贷款时，该贷款的发放通过创造与贷款金额相等的新存款实现，且需以同一客户的名义。这是金融体系的一个主要弱点，这一判断的原因有二。

首先，如果银行在贷款时能够自由创造新的货币，那么在银行对借款人的还款能力判断失误的情况下，银行创造金融繁荣—萧条周期的能力就会被放大。其次，货币的创造与债务的创造永远紧密相联，这是现代统计方法可以验证的事实（Schularick 和 Taylor, 2012）。

因此，100% 储备银行提案的目的在于通过货币创造使银行不能为贷款提供资金，同时实现存款机构和信贷机构的分离，以便继续发挥银行的所有其他传统职能。存款机构会相互竞争，为客户提供电子支付系统，并限定在该支付系统中客户必须以中央银行发行的货币（其中部分货币可能需要承担利息）交易；信贷机构会互相竞争，吸引这种货币并在积累到足够额度时将其借出。

在柏内斯和库姆霍夫（Benes 和 Kumhof, 2012）的研究中，我们通过使用现代定量工具发现了证明 100% 储备银行提案具有多种优势的证据。在这里明确一点，本文并非为 100% 储备银行提案辩护；我们在此处提及相关历史是因为它对于银行性质的确定非常重要。

在上世纪 30 年代，较为温和的《格拉斯—斯蒂格尔法案》获批，美国金融体系最终得以稳定。但这种成功也带来了副产品，到了 60 年代，人们基本上忘了战前有关银行业本质的重要教训。事实上，那段时间，银行开始从经济运行方式的大多数宏观经济模型中完全消失。

## 对经济大衰退毫无防备

这有助于说明为什么在面对 2008 年经济大衰退时，宏观经济学家最初对于分析银行与宏观经济间的相互影响毫无准备。如今，有规模庞大的研究机构专门针对这一主题进行研究，但相关文献中仍然存在诸多难题。

其中多项难题都表明，我们已经忘记了 30 年代的教训（Jakab 和 Kumhof, 2015）。具体而言，其实所有近代主流新古典主义经济学研究都以“可贷资金的中介机构”这一银行定义为基础。这一定义具有严重的误导性，其最早诞生于 19 世纪，主要反映在上世纪五六十年代的经济研究中。

但我们支持的是“通过创造货币提供资金支持”这种表述，这与上世纪 30 年代芝加哥学派的经济学家观点相一致。在应对金融及其他冲击时的宏观经济响应方面，这两种观点给一个国家带来的启示是截然不同的。这显然关系到当今关键政策的选择。

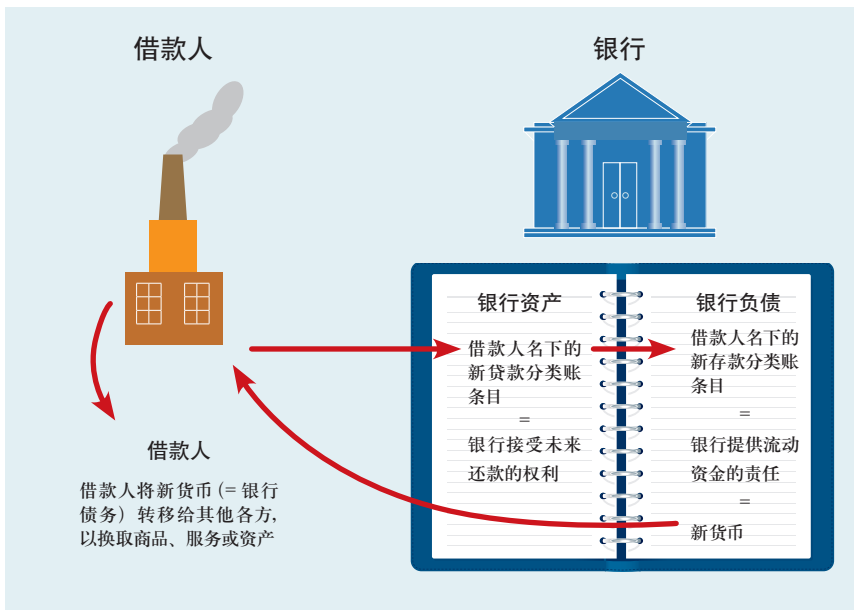
在现代新古典主义可贷资金中介理论中，银行被视为实际储蓄的中介机构。在这一表述中，借贷以银行向储户收取此前保存的实际资源（一次性消费品、耐用消费品、机器和设备等）的押金开始，并以将上述实际资源出借给借款人结束。但是，现实世界并不存在这种机构。银行家能够收取并借出的实际资源的可贷资金并不存在。银行当然会收取支票或类似的金融工具，但是这类工具要想实现价值，就必须利用金融体系内部其他领域的资金，它们不能作为金融体系外部新资金的存款。新资金只有通过新的银行贷款产生（或当银行购买额外的金融资产或实物资产时产生），通过银行家在发放贷款时键盘输入的账簿条目产生。这说明，这些资金在贷款前并不存在，而且其表现形式是电子条目或过去采用的纸质分类账条目，并非实际资源。

## 新资金只有通过新的银行贷款产生。

提供资金当然是银行的重要业务，其具体步骤如下。假定银行家已批准借款人贷款。贷款的发放包括新贷款的银行录入，记录在借款人名下，作为账簿上的资产和等量新存款，同时也是记录在借款人名下的负债。这是一种纯粹的簿记交易，银行存款，即金钱是所有现代经济体普遍接受的交易媒介，因此这种簿记交易具有重要的经济学意义。我们的研究团队成员中有一位公司银行家，他曾多次见证此类交易。显然，这类交易在任何情况下都不涉及中介机构。作为一名有银行业从业经验的经济学家，瓦纳（Werner, 2014）为我们提供了较为详实的实际贷款发放步骤。

我们在文中多次提到“银行存款”这个术语，旨在将所有非股权银行负债包含在内——即从支票账户到长期债务证券的所有负债——因为这些债务可以以货币的形式体现，虽然不同债务在流动性方面差异较大。而开户存款的创建通常为支票账户的形式，新银行负债的最终持有人通常需要正利率，利率水平取决于他们对流动资金超出金融资产收益的程度所做的估计。

在这种情况下可能会产生两个误解。第一，新创造的存款不会因借款人在购置商品或资产时的消费而“消失”。如果商品或资产的卖方将款项存在其他银行中，这些存款可能会离开借款人银行，但它不会离开整个银行体系，除非基础贷款已经偿清。这突出了将银行视为互联网金融体系组成部分而非独立银行的重要性。第二，我们无理由假定这类贷款会被立即偿还。相反，发放贷款的真正原因是将这部分资金用于支持其他经济活动，因此产生了对流动资金的额外需求，进而导致了对银行存款的额外需求。如果将这些资金用于支持收益相对较低的经



假设条件下作为“可贷资金的中介机构”的银行会选择与现实世界“通过创造货币提供资金支持”的银行非常不同的措施组合。

总体而言，可贷资金中介模型中的银行将无法在危机期间快速缩减资产负债表。如果存款人为应对衰退形势而减少储蓄的积累（与以前相比），那么可贷资金的合计存款充其量会随时间推移逐渐下降。另一种理论上可行的缩小银行资产负债表规模的方法是，存款人在危机期间从银行获得私人债券或股票。但是经验证据表明，在危机期间，非金融部门持有的非银行债务或股票不会出现明显增长。而且，对于危机期间如何缩小银行贷款账户规模（与证券账户相对应），这种

济活动，会造成商品或资产价格上涨，额外产出降低。但是，采用我们的新式概念框架，可以对这种差别进行量化。

### 通过创造货币提供资金支持

银行“通过创造货币提供资金支持”的职能一直在全球主要中央银行的出版物中反复出现——见 McLeay、Radia 和 Thomas (2014a, 2014b) 的研究成果，了解他们对此做出的精辟概括。但是，将这些见解融入宏观经济模型才是长期摆在我们面前更加艰巨的挑战。因此，我们在研究过程中建立了包含“通过创造货币提供资金支持”的银行经济模型范例，然后将此模型的定量预测结果与其他相同的“可贷资金的中介”模型的相关结果进行对比。

在此，我们还应该补充说明一点，通过创造货币提供资金支持的观点在后凯恩斯经济文献中已为人所熟知，但是与我们的方法相比，有两点不同。首先，它不以现代新古典主义理论中的优化家庭和企业为特征，而这两者已成为主流经济学的必要特征，至多再包含政策机构。其次，它倾向于完全按照需要建立信用和货币模型，银行的角色非常被动。我们研究的附加值是对更现实的世界做出假设，在这个假设的现实世界中，信贷风险会限制银行的信贷供给，流动性偏好会限制非银行金融机构的货币需求。

在对这些模型行为进行比较的模拟实验中，我们假定在单一季度中，借款人不还款的几率显著增长。依据实际假定条件——即银行必须在借款人不还款前设置贷款利率且依据当前贷款合同在一段时间内遵守这些利率，银行将遭受重大的贷款损失。银行对此做出的响应是在制定新贷款合同时考虑到风险增加和资本缓冲的减少。这迫使他们减少新贷款的发放并提高已发放贷款的利率。但是，

解释并未做出说明。

因此，随着资产负债表规模的缓慢变化，中介模型中的银行会持续为风险较大的借款人发放贷款。为补偿这种风险，他们会大幅提升贷款利率以确保持续盈利能力。

另一方面，通过创造货币提供资金支持的银行可以立即大规模减少放款数量，如果他们想通过这种方式提高盈利能力的话。在此重申一点，这种灵活性是可能实现的，因为存款代表着货币购买力，并不代表实际储蓄，两者的区别在于：前者的创造速度与消灭（可通过簿记条目实现）速度同样快，而后者只能通过减少产量或增加资源消耗的方式来降低。货币创造模型中的银行可立即要求利用现有存款偿还一大部分现有贷款，导致银行贷款和存款立即、同步和大幅收缩，而中介模型中的银行基本不存在初期变化。

由于与中介模型相比，这种放款的削减可降低现有企业银行借款人的贷款与抵押资产的比率，从而降低未偿贷款的风险，银行初期提高剩余贷款利率差的幅度远远小于中介模型中的银行。他们对此做出的响应大都是采用数量配给的形式，而非变更非利率差。这一点在银行杠杆行为中的表现也很明显，银行杠杆率——银行资产与净资产之比——是一个重要的资产负债比率。在中介模型中，银行杠杆率受到影响后增长，这是因为损失及净资产的减少远远超过贷款的逐渐增加。在创造货币模型中，杠杆率要么保持不变，要么下降，其原因是贷款的快速减少至少与净资产的变化规模相同。最终，货币创造模型中的 GDP 收缩通常会远远大于中介模型，造成这种情况的主要原因是严苛的信贷配给和随之而来的整个经济体内部流动资金的短缺。

要证实货币创造模型的这些特征与实际数据更加相符并不难。最重要的是，单个银行或国家银行体系的银行

放贷呈现出频繁、大规模的快速增长。与一般中介模型相比，货币创造模型预测银行杠杆比率在经济繁荣时期增长，在紧缩时期下降，在低迷时期信贷配给更加严苛，再次与实际数据相符。

## 储蓄并不会为投资提供资金，融资和创造货币才是能为投资提够资金的良方。

出现这些差异的根本原因是，依据关于中介模型的表述，整个体系的总存款必须通过储蓄实物资源进行积累，依其性质判断，这将是一个缓慢渐进的过程。另一方面，在关于货币创造模型的表述中提到，银行可以瞬间创造并消灭存款，因为这一过程涉及簿记交易，不涉及实物资源。虽然存款对于银行体系以外的实物资源的购买和销售来说必不可少，但存款本身并非实物资源，几乎可以实现零成本创造。

虽然在贷款数量快速增长方面，银行没有面临技术限制，但他们仍面临其他制约因素，其中最重要的是银行对未来盈利能力和偿付能力的自我评价——尤其在金融周期的繁荣时期，即当所有银行同时决定增加贷款发放时。实物资源储蓄的可用性不会限制贷款发放和存款创造，央行储备金的可用性亦是如此。现代央行努力实现利率目标并且必须提供银行体系实现这些目标所需的储备金。这一事实与非常普遍的银行业存款乘数表述不相符，即银行通过多次使用央行储备金的开户存款发放贷款。

总体而言，我们的工作基于这样的事实：银行并非实际可贷资金的中介机构，正如主流新古典主义宏观经济学文献中普遍假定的一样。相反，银行通过为其借款人创造新的货币购买力提供融资支持。理解这两者间的区别将对解决一系列实际问题产生重要影响。本文将以一个示例结尾，但同样的示例还有很多。

### 实际影响

许多政策通过拉动储蓄鼓励实物投资，因为人们认为这样做能够为投资提供资金。这一观点的问题在于储蓄并不会为投资提供资金，融资和创造货币才是能为投资提够资金的良方。投资项目的银行融资不需要前期储蓄，而是创造新购买力，以便投资者购买新的工厂和设备。一旦完成购买，卖方（或交易链更下一层）即开始储蓄货币，他们变成了国民账户统计中的储蓄方，但这种储蓄是放款和投资的会计核算结果，不是经济原因，否则就会混淆实际资源（储蓄）和基于债务的货币（融资）两者的宏观经济学角色。再次重申，此处所述并非新观点；至少可追

溯到凯恩斯的研究 (Keynes, 2012)。但许多经济学家似乎都忘记了这个事实，因此，这一观点在许多政治辩论中被忽略。

这些见解的言外之意在于政策应将高效金融体系放在首位，这样的金融体系能够识别并资助有价值的项目，不应将鼓励储蓄的措施作为工作重点并寄希望于通过储蓄为预期投资提供资金。“通过创造货币提供资金支持”的方法非常明确，即通过为实物投资项目提供资金，储蓄将是意料之中的结果。■

迈克尔·库姆霍夫 (Michael Kumhof) 是英格兰银行研究中心高级研究顾问，佐尔坦·雅卡布 (Zoltán Jakab) 是IMF研究部的经济学家。

---

#### 参考文献：

- Benes, Jaromir, and Michael Kumhof, 2012, "The Chicago Plan Revisited," IMF Working Paper 12/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Jakab, Zoltán, and Michael Kumhof, 2015, "Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds—And Why This Matters," Bank of England Working Paper 529 (London).
- Keynes, John Maynard, 2012, The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume 27, reprint of 1980 edition (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- McLeay, Michael, Amar Radia, and Ryland Thomas, 2014a, "Money Creation in the Modern Economy," Bank of England Quarterly Bulletin Q1, pp. 14–27.
- , 2014b, "Money in the Modern Economy: An Introduction," Bank of England Quarterly Bulletin Q1, pp. 4–13.
- Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor, 2012, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008," American Economic Review, Vol. 102, No. 2, pp. 1029–61.
- Schumpeter, Joseph A., 1954, History of Economic Analysis (New York: Oxford University Press).
- Werner, Richard A., 2014, "Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? The Theories and the Empirical Evidence," International Review of Financial Analysis, Vol. 36, pp. 1–19.