

2007 年以来中国金融体系的结构变化¹

殷剑峰 国家金融与发展实验室副主任、浙商银行首席经济学家、对外经贸大学金融学院教授

一、引言

从金融体系和整个经济体系的相互关系看，货币和信用是两个最重要的宏观金融变量。主流经济学对货币、信用及其与宏观经济关系的认识在经历了一个长期的历程后(Gertler, 1988)，最终演化成了三种观点 (Schularick and Taylor, 2010)：其一，“无关论” (Irrelevance View)，货币和信用只是覆盖在宏观经济上的一层面纱；其二，“货币论” (Money View)，货币重要，但货币供应仅仅在短期影响产出，长期则是货币中性；其三，“信用论” (Credit View)，以“金融加速器效应”为代表，认为信用重要，但在经济周期性波动中，信用所扮演的角色至多只是被动地传导冲击的渠道。

这三种观点虽有差异，但总体上看，货币和信用的地位即使不能被忽略，也远非那么重要。全球金融危机后，主流经济学的认识发生深刻反转。由于金融危机前信用膨胀催生了资产价格快速上涨，危机后信用急剧收缩对经济形成严重打击，货币、尤其是信用对宏观经济的影响受到格外关注，信用可得性 (credit availability) 和信用获得的条件 (如利率) 被认为比货币重要得多 (Stiglitz, 2017)。在宏观金融政策方面，对危机的自然反应则是推出了宏观审慎政策框架，在这个框架中，广义信贷 (Broad Credit) 成为监测系统性风险的关键指标 (弗雷克萨斯，莱文，2016)。

在货币银行学教科书中，“货币”是担负支付、计价和价值储藏职能的手段。各国的统计制度虽存在细微差异，不过一般都是根据可变现 (用于支付) 的程度，将“货币”分为 M0 (现金)、狭义货币 M1 (现金+活期存款) 和包括 M1、准货币 (储蓄存款和定期存款) 的广义货币 M2。在教科书中，“信用”一般是指有明确债权债务关系的债务融资工具，包括贷款、债券、资产证券化产品等。事实上，在不兑现的信用本位制下，除了现金是无限法偿的纯支付工具之外，广义货币中的各种存款以及不在广义货币统计范畴中的存款 (如银行存入央行的准备金和中央政府在央行的存款) 与信用一样，都具有明确的债权债务关系——它们是存

¹ 本文基于笔者在《中国社会科学》2018 年第 3 期文章“中国资金存量表的统计和分析”，进行了修改和补充数据。

款人的资产，构成银行或者央行的负债。

关于货币和信用创造的机制和关系，早在 18 世纪就有所谓“信用媒介学说”和“信用创造学说”之争（刘契敖，1982）。在前者，银行在受信（接受存款）之后方可对外授信（发放贷款）；在后者，银行信用可以直接创造货币，因而授信业务决定了受信业务。现代教科书中的货币供给机制认为是先有货币、后有信用，即银行吸收存款，然后发放贷款，进而形成派生存款。银行创造派生存款的能力取决于基础货币与货币乘数，前者包括现金和存款准备金——这是银行的资产和央行的负债。在基础货币一定的情况下，货币乘数中的法定准备金率、超额准备金率和现金漏损率等决定了货币供应量。然而，在信用本位制下，实际发生的过程更可能是先有信用、后有货币，即商业银行发放的贷款变成借款人在银行的存款，而贷款创造存款的能力取决于法定准备金率（以及法定资本充足率）（孙国峰，2001）。

在贷款创造存款的情况下，银行的信用创造对应着货币创造。对于非银行金融机构和非金融部门而言，它们也可以购买或者发行债务融资工具，进而参与到信用创造活动中，但它们的负债不是货币。最早意识到这个问题的是格利和肖，在 1960 年出版的《金融理论中的货币》中，他们分析了银行、非银行金融机构和非金融部门在货币信用创造中的作用、机制以及对宏观经济的影响。与主流经济学将各部门资产负债相互轧差的“净额货币论”不同，他们提出了包含各部门资产负债关系的“总额货币论”。他们认为，“所有金融中介机构都创造金融资产。货币系统购买初级证券时，创造货币。其他中介机构购买货币时，则创造各种形式的非货币的间接资产。”也就是说，银行、非银行金融机构、甚至非金融部门都在创造信用，因为“货币系统和非货币的中介机构在这方面的区别，并不在于哪个创造了和哪个没创造，而在于各自创造了独特形式的债务。非金融的支出单位和金融中介机构在这方面的区别，是前者创造初级证券而后者创造间接证券。”（第 172 页）

由于扣除现金的广义货币只是银行的负债，而信用不仅仅表现为银行的贷款，还可以是其他非银行金融机构和非金融部门持有或发行的债券、证券化产品等资产，因此，金融体系的结构变化（例如非银行金融机构的崛起）就会对货币和信用的关系产生影响。通过对 18 世纪至 20 世纪初主要经济体金融结构演化规律的分析，戈德史密斯（1969）指出，金融发展就是金融结构的持续演化。在金融结构演化的过程中，伴随金融相关率（金融资产与实物资产之比）的不断上升，商业银行的地位持续下降。虽然戈德史密斯没有直接讨论金融结构演化过程中货币和信用的关系，但是，从有关金融机构资产份额、中介比率等指标的看，这必然意味着包括、但不限于贷款的信用与主要是银行负债的货币之间的脱钩。

上世纪 90 年代后关于金融体系结构的研究再次兴起（例如，Allen and Gale, 2000），

不过，如同戈德史密斯的著作一样，都未直接论及金融结构变化过程中货币和信用的关系。2008 年全球金融危机之后，这个问题开始得到重视。例如（殷剑峰，2009），对美国次贷危机前金融体系结构变化的研究发现，随着非银行金融机构和资产证券化的发展，美国广义货币 M2 与信用总量的比例从上世纪 70 年代持续下跌到金融危机爆发前。信用与货币的脱钩不仅限于美国，关于主要经济体的研究也发现（Jorda, Schularick and Taylor, 2016），由于非银行金融机构在信用创造活动中的作用日益提升，上世纪 70 年代后主要经济体中的杠杆率、即信用/GDP (credit/GDP) 大幅度超越了 M2/GDP。在主要经济体信用与货币脱钩的过程中，家庭部门是明显加杠杆的部门，表现为按揭贷款与 GDP 之比（以及对应的家庭部门住房自有率）自上世纪 80 年代持续、快速上升。

非银行金融机构的崛起不仅使得信用与货币脱钩，而且，货币和信用创造的机制也日趋复杂化，其中最为重要的因素是“影子银行”。影子银行在不同经济体中有着不同的形式，不过其本质都是在监管关注的范围之外创造货币和信用的机构、市场和产品。例如，中国的影子银行主要表现为在银行资产负债表外创造货币和信用的非银行金融机构交易（如信托、基金和券商资管以及保险债权计划等），此外，中国还存在独特的“银行的影子”——在银行资产负债表上不被统计为信贷的信用创造活动。全球金融危机后，虽然“影子银行”的规模发生萎缩，但非银行金融机构扩张的步伐并未停止。根据国际货币基金组织的报告，由于银行业受到危机和危机后严格监管的双重打击，信用创造活动从银行信贷转向了债券市场，进而推动非银行（Non-banks）在欧美乃至新兴经济体的进一步快速发展。

包括影子银行在内的非银行使得货币和信用创造机制日趋复杂，信用与货币脱钩，随后的分析表明中国亦是如此。不过，如同格利和肖的研究，在各经济部门彼此之间发生直接或者间接金融交易关系的经济体中，不仅非银行在货币和信用创造中发挥着作用，而且非金融部门也是如此。由于这些交易关系，作为存款的主体部分，货币与信用之间并无区分的必要。宏观金融理论和政策应该针对这个充满联系的世界做重新思考。

为了分析相互联系的多部门经济，我们采用一个久被忽视的工具：资金流量/存量表——它记录了各种银行、非银行金融机构以及非金融部门的资金往来活动。关于资金流量表的研究发端于上世纪 50 年代（Copeland, 1952），但囿于数据可得性和分析工具的匮乏，这项研究长期处于非主流的地位。随着统计数据的完善，资金流量表已经能够揭示出很多有价值的信息。例如，美联储资金流量/存量表中记录了 1945 年以来部门间季度交易数据，从这些数据中完全可以看到 2008 年次贷危机发生前货币信用运行出现的异常情况，以及危机爆发后“影子银行”的迅速萎缩（殷剑峰，2009）。次贷危机后，国外学者也逐渐认识到资金流

量/存量表是一个未被挖掘的金矿（Charles R. Hulten and Marshall B. Reinsdorf, 2015）。国际货币基金组织的一个报告初步挖掘了这个金矿，发现仅仅看杠杆率难以合理解释次贷危机，进一步通过对美国资金流量/存量表中部门间资产和负债关系的分析，该报告揭示出危机前日益脆弱的资金交易链条（Ashok Vir Bhatia and Tamim Bayoumi, 2012）。

本文将基于存款（其中主体部分是广义货币）和信用两类工具，尝试编撰中国资金存量表，分析资金存量的部门分布和关系，揭示在相互联系的多部门中货币和信用的创造机制。第二、三节利用可得信息，编撰 2007 年以来我国资金存量的部门一部门表（季度数据），并展示我国金融体系的典型特征和结构性变化。第四节将利用类似于投入—产出表中的矩阵方法，对部门间资产负债直接和间接的交易关系进行分析。最后一节是结论和建议。

二、货币信用存量的部门一部门表统计方法概述

参考殷剑峰、王增武等（2014, 2017）关于“信用总量”的编制思路，本节基于可得信息，统计了七个部门在货币和信用两类工具上的资产和负债关系。

第一步是确定统计的金融工具。全部金融工具可以分为六大类²。第一，现金，这是无限法偿的纯支付工具；第二，扣除现金的广义货币，包括作为央行负债的准备金和作为银行负债的纳入广义货币的存款；第三，信用，有明确债权债务关系的债务融资工具，包括不纳入广义货币的存款、贷款、债券及非银行金融机构提供的各种债务融资工具；第四，契约型工具，具有委托代理性质的工具，如保单、共同基金和其他理财产品等³；第五，权益类工具，包括上市公司股票、非上市公司股权等；第六，衍生品，反映或有债权债务关系的工具。我们关注的是六类工具中扣除现金的广义货币（以下简称“货币”）和信用。

第二步是划分经济部门。理想的状态当然是部门划分越细越好，但囿于数据的掣肘，我们只能将全社会的经济部门分为七个：中央银行（简称“央行”）、存款类金融机构（简称“银行”）、非存款类金融机构（简称“非银行”）、非金融企业（简称“企业”）、居民、政府（包括中央政府和地方政府）和国外等。这其中之所以将中央政府和地方政府合并，是因为地方政府债务中（如 2015 年 1 季度以来开始实施地方政府债务置换的地方政府债券）存在着中央的隐性担保。

² 前述 IMF 报告中，将金融工具分为两类：产生负债的工具（debt-creating）和其他工具，前者即为本文关注的两类金融工具。Ashok Vir Bhatia and Tamim Bayoumi, "Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis" 2012, IMF Working Paper

³ 我国银行的保本类理财产品被统计为银行表内的负债。

第三步就是编撰反映部门之间资产负债关系的部门—部门存量表。公布的资金流量/存量表只是部门—工具表，它不是部门—部门表，无法说明某个部门通过某种金融工具与其他部门之间形成的资产（运用）和负债（来源）关系（From-Whom-to-Whom, FWTW）。通俗地说，资金流量/存量表只能告诉我们哪个部门持有哪种形式的金融资产或者金融负债，但不能告诉我们“钱从哪儿来、到哪儿去了”。

表 1 央行和其他存款性公司资产负债表的可得信息

	部门	资产	负债
货币	央行		<i>不包括现金的准备金</i>
	银行	<i>不包括现金的准备金</i>	<i>存款</i>
	非银行	<i>对银行债权：存款</i>	
	居民	<i>对银行债权：存款</i>	
	企业	<i>对银行债权：存款</i>	
	政府	<i>对央行和银行债权：存款</i>	
信用	央行	<i>对各部门债权</i>	<i>对各部门债务</i>
	银行	<i>对各部门债权</i>	<i>对各部门债务</i>
	非银行	<i>对央行和银行债权、对其他部门债权</i>	<i>对央行和银行债务、对其他部门债务</i>
	居民	<i>对央行和银行债权、对其他部门债权</i>	<i>对央行和银行债务、对其他部门债务</i>
	企业	<i>对央行和银行债权、对其他部门债权</i>	<i>对央行和银行债务、对其他部门债务</i>
	政府	<i>对央行和银行债权、对其他部门债权</i>	<i>对央行和银行债务、对其他部门债务</i>
	国外	<i>对央行和银行债权、对其他部门债权</i>	<i>对央行和银行债务、对其他部门债务</i>

资料来源：中国人民银行。注：表中斜体加粗的科目为可得信息。

为了得到货币和信用两类工具的七部门 FWTW 资金存量表，我们可以直接利用的是人民银行公布的央行资产负债表和其他存款性公司资产负债表。这两张表记录了央行和银行对其他五个部门通过货币和信用工具形成的资产负债关系（见上表中斜体加粗字体），其中，货币的资产负债关系完全确定（因为货币只是央行和银行的负债）。当然，这里尚需要做一些调整。第一，这两张表中只有央行对中央政府的债权和负债，以及银行对中央政府的债权，没有包括地方政府；第二，央行对银行的负债只包括银行在央行的准备金，没有将银行持有的央行票据统计进去；第三，银行对银行的资产大于银行对银行的负债，这与复式记账法不符，因为一个部门对另一个的资产必然等于一个部门对另一个部门的负债。以下我们将会对这三点进行调整。

剩下五个部门没有金融资产资产负债表，为了进一步明确这五个部门之间的资产和负债关系，即表 1 中五个部门的“对其他部门债权”和“对其他部门债务”，我们采取金融工具识别的方法——由于货币的资产负债关系明确，我们只需要分析信用工具。

在表 2 中，全部信用工具被分为四类。第一，贷款。贷款是银行资产，根据《存款类金

融机构本外币信贷收支表》，贷款的负债方也可以从此表得到。需要注意的一个处理是，由于以下在统计部门资产负债时，我们将机关团体存款作为政府的资产，因此，这里也应该将机关团体贷款作为政府的负债。但是，由于信贷收支表并未单独列示这一贷款，因此我们以银行对地方融资平台的贷款代替。总体看，这类工具的资产负债关系是明确的，并且，在考虑银行持有的债券之后（见以下债券分析），这类工具的资产负债关系与其他存款性公司资产负债表上的资产负债关系完全一致。

第二，债券。债券包括在银行间、交易所市场和离岸市场中发行的各种金融和非金融债券，这类工具的负债方基本清楚⁴，但资产方需要估算。幸运的是，中央国债登记结算公司和上海清算所均公布了各类债券的持有者结构。虽然交易所市场没有公布持有者结构，但交易所债券存量只占全市场的 10%左右。因此，可以基本准确地推算出债券的资产方。

第三，非银行创造的信用工具。这类工具包括资金信托中扣除银信合作和证券投资的部分、券商资管计划和基金子公司专户中具有债权投资性质的部分（票据、股权质押回购、资产收益权等）、委托贷款⁵以及非银行持有的债券。非银行创造的信用工具归属于非银行的资产，但负债方需要分析。各部门在债券项下对非银行的负债可以根据非银行持有的债券统计，委托贷款统计为企业负债，剩下的就是资金信托、券商、基金和保险公司的债权投资。我们将资金信托中的政信合作和保险、券商资管、基金子公司专户中投资于地方融资平台和基础设施的部分归属于政府负债，其余部分算作企业负债。

第四，银行同业业务创造的信用（即所谓“银行的影子”）。银行对银行的资产大于银行对银行的负债，其中差额部分反映了银行通过同业业务为企业创造的信用，这部分我们统计为银行的资产和企业的负债。

表 2 信用工具的资产方和负债方统计

金融工具类别	金融资产方和资产种类	金融负债方和负债种类
贷款	银行	非银行：非存款类金融机构贷款 居民：住户贷款 企业：非金融企业及机关团体贷款、票据融资、融资租赁 政府：平台贷款 国外：境外贷款
债券	根据中央国债登记结算公司和上海清算所债券持有者结构统计债券的资产方	央行：央行票据 银行：政策性金融债、商业银行债、离岸人民币债 非银行：保险公司债、证券公司债、证券公司短期

⁴ 需要注意的是，考虑到“城投债”为地方政府隐性债务，我们将其列为政府而非企业的债务。

⁵ 银行大量从事委托贷款业务，但这些业务属于银行表外业务，我们将之归于非银行项下。

		融资券、其他金融机构债 政府：国债、地方政府债、城投债、离岸人民币债 企业：企业债、公司债、短期融资券、中期票据、离岸人民币债
非银行信用创造	非银行：委托贷款、非银行（资金信托、券商、基金和保险公司）的债权投资、非银行持有的债券	根据债券发行人和各种债权投资的方向统计负债方
银行同业创造的净信用	银行	企业
数据来源：根据中国人民银行的“其他存款类金融机构资产负债表”、“存款类金融机构本外币信贷收支表”，中央国债登记结算公司、上海清算所的债券持有者结构，信托业协会的信托数据，证券业协会的券商和基金数据计算。		

将表 1 和表 2 的统计合并，我们就可以得到七个部门在货币和信用两种工具下形成的金融资产和金融负债关系，由此即可展开全社会资金流动的分析。

三、基于货币和信用的资金存量表和金融体系的结构变化



根据上述方法，我们编制了 2007 年 1 季度至 2017 年 4 季度的部门间货币信用存量表。从总规模看（图 1），我国货币信用存量从 2007 年的 114 万亿增长到 2017 年的 510 万亿。从年度增量看，2009 年较之 2008 年有显著上升，此后直至 2012 年，年度增量维持在 30 到 40 万亿之间；从 2013 年开始增速加快，年度增量分别于 2013、2015 和 2016 年突破 40 万亿、50 万亿和 60 万亿；2017 年，随着监管环境的变化，增量规模迅速下降到 40 万亿。在规模膨胀的同时，部门间的交易结构、净融资和杠杆率都发生了深刻变化。

1. 金融结构：银行主导的间接金融体系

我们来观察一下部门间货币信用存量的资产负债交易关系，这可以揭示出金融体系的结构特点。以 2017 年 4 季度为例，表 3 统计了七个部门的资产负债。其中，横向看为某一个

部门对七个部门的负债，纵向看为某一个部门对七个部门的资产。例如，央行对银行、非银行和政府的负债分别为 24 万亿、1 万亿和 3 万亿，央行对银行、非银行、国外的资产分别为 11 万亿、1 万亿和 22 万亿。

表 3 部门间资产负债关系（万亿，2017 年 4 季度）

	央行	银行	非银行	居民	企业	政府	国外	负债
央行	0	24	1	0	0	3	0	28
银行	11	26	26	65	56	28	2	213
非银行	1	28	0	0	0	0	0	29
居民	0	40	0	0	0	0	0	40
企业	0	87	39	0	0	0	0	126
政府	2	32	13	0	0	0	1	47
国外	22	5	0	0	0	0	0	27
资产	35	243	79	65	56	30	3	510

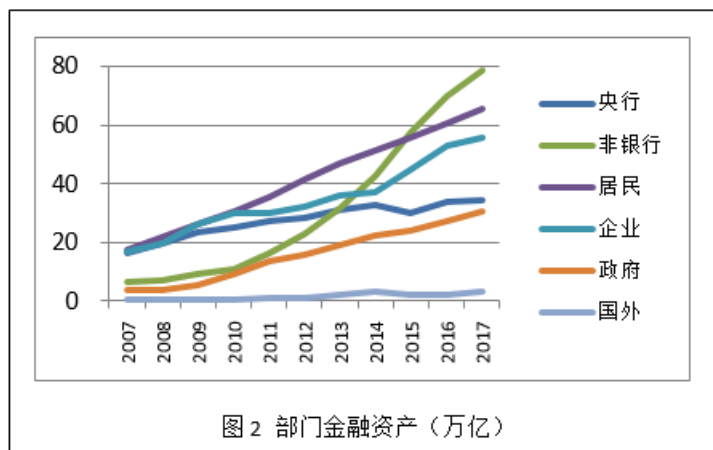
注：由于这里的单位是“万亿”，因此，一些部门交易被忽略了，例如，居民持有的国债。

首先，我国的金融体系是一个间接金融体系。这里需要再次明确一下什么是“直接金融”和“间接金融”（格利和肖，1994）：前者指的是非金融部门之间相互融资行为，如居民购买企业债券；后者指的是非金融部门通过金融机构（银行或者非银行）购买其他部门发行的证券的行为。从表 3 可以看到，居民、企业和政府等三个非金融部门间基本不存在相互的资产负债关系，因此，非金融部门中的资金盈余都是通过金融部门间接地转化为资金短缺部门的融资。在信用工具中，债券按理说是直接金融工具，且近些年我国债券市场、尤其是非金融企业债券市场发展非常快，但债券主要还是由金融机构、尤其是银行持有，因此，债券与其他信用工具（如银行贷款）一样成为间接金融的一个部分。

我国的间接金融体系同时又是以银行为主导。从各个部门资产和负债的份额看，银行是规模最大的部门，在金融部门中，其资产、尤其是负债远远超过非银行。与主要经济体相比，“间接金融”并非特例（参见米什金：《货币金融学》第十一版，中国人民大学出版社），因为多数国家的居民部门都是通过金融部门间接地持有对企业和政府部门的资产，但银行相对较大的规模则是中国特色。例如，根据美联储资金存量表，截至 2017 年 1 季度，私人 and 公共养老金的资产规模为 19.5 万亿美元，超过银行的 18.5 万亿美元，加上共同基金（14.6 万亿美元）和寿险公司（6.9 万亿美元），美国非银行金融部门的资产规模远远大于银行部门。

其次，在银行主导的间接金融体系中，非银行自 2011 年开始迅速崛起。不过，非银行主要扮演的是“银行的影子”的角色。图 2 显示，非银行的金融资产于 2011 年、2013 年、2014 年、2015 年分别超过政府、央行、企业和居民的金融资产，目前金融资产已经仅次于

银行。非银行自 2011 年的快速发展显然与当时的宏观政策环境有关：在 2009 年“四万亿”放出了数十万亿的信贷之后，货币金融政策自 2011 年开始收紧，而前期信贷投放形成的固定资产项目依然需要融资，这为非银行替代银行腾出了空间。不过，从非银行的资金来源看（图 3），也正是从 2011 年开始，非银行对银行的负债规模迅速扩大，目前非银行负债中几乎完全依靠银行的资金来源。所以，与其他国家非银行的崛起不同，我国的非银行更多地扮演的是银行的通道——即广义的“银行的影子”。



最后，在非金融部门中，企业的负债规模最大，企业资金来源越来越依靠非银行（图 4）。企业负债从 2009 年迅速上升，而企业的负债结构发生了深刻变化。在 2011 年之前，企业负债中 90% 以上来自银行。2011 年之后，非银行资金来源在企业负债中的比重不断上升，截止 2017 年，非银行资金来源占比已经达到 30%。与企业资金来源越来越依靠非银行相对应，非银行的资金运用中对企业的金融资产份额自 2009 年的 20% 提高到目前的 50%。



图4 企业部门负债结构

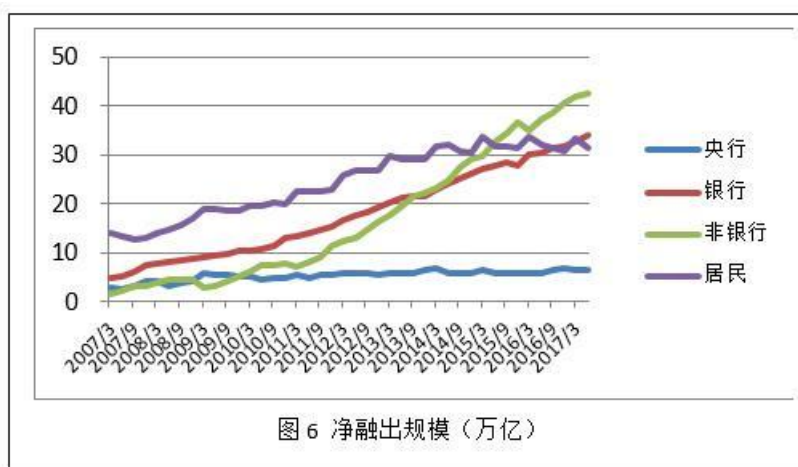
除了上述特点之外，可以看到，我国以银行为主导的间接金融体系还是一个相对封闭的体系。国外部门主要同央行发生资产负债关系，且国内的对外资产（国外部门的负债）远超过对外负债（国外部门的资产）。虽然我们这里只是从货币信用的角度进行考察，但即使是国际收支平衡表和国际投资头寸表的规模和结构看，相对封闭依然是我国金融体系的特色。

2. 部门净融资变化

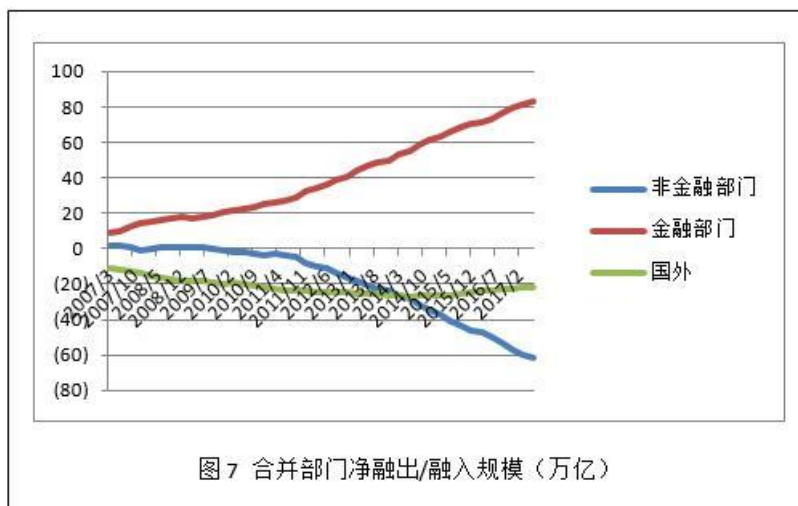
从净融资的角度考察，我国金融体系在过去十年间发生的结构性变化更加突出。根据各个部门在货币和信用两类工具上金融资产和负债的多寡，可以将七个部门分为净融出部门和净融入部门。净融入部门包括企业、政府和国外，一个显著的特点是（图5）：在2012年前，净融入规模由大到小依次是国外、企业和政府；2012年后，净融入规模由大到小依次是企业、国外和政府。2012年后，企业部门的净融入规模上升速度明显加快，而国外部门的净融入甚至在2015年开始下降——这主要是外汇占款及其对应的外汇储备下降造成的。就政府部门而言，其净融入规模具有显著的周期特点：2009年“四万亿”期间有一明显的上升，2015年后再次上行。



净融出部门包括三个金融部门和居民部门（图 6）。净融出部门的变化特点有三：第一，2012 年后非银行净融出规模迅速上升，分别于 2013 年 3 季度和 2015 年 2 季度超过银行和居民，已经成为最大的净融出部门——尽管银行的资产负债规模要比非银行大得多；第二，银行部门的净融出规模上升速度虽然慢于非银行，但快于居民部门，至 2016 年 4 季度其净融出规模已经超过了居民部门；第三，居民部门的净融出规模自 2014 年 1 季度（31.74 万亿）开始就停止增长，甚至有下降迹象（2017 年 2 季度为 31.36 万亿）。



如果进一步将七个部门合并为金融部门、非金融部门和国外部门，考察三个合并部门净融出和净融入变化，可以看到（图 7），以 2009 年 4 季度为界，在此前我国的非金融部门的金融资产和负债基本平衡，净融资额为零，而金融部门的净融出与国外部门的净融入基本相等；在此后，非金融部门净融入规模急剧上升，于 2014 年 2 季度超过国外部门。



结合我国以银行为主导的间接金融体系特征，这种现象的发生表明，在 2009 年 4 季度之前，我国的金融运转处于一种“自给自足”的平衡状态：在非金融部门中，居民部门的净融出通过金融部门资产负债运作间接地变成了企业和政府部门的净融入，而金融部门的净融出则通过持有外汇储备的形式变成国外部门的净融入。在 2009 年 4 季度之后，由于政府、以及企业部门净融入规模的扩大，同时，居民部门金融资产积累放缓、金融负债显著增加导致净融出趋于平稳⁶，单靠居民部门的净融出已经无法满足政府和企业的净融入需求，而是需要金融部门提供额外的净融出资金。

换言之，从净额的角度看，2009 年 4 季度前我国的金融部门只是一个“转换者”：将居民部门的资金盈余转换为对企业和政府两个赤字部门的融资；在 2009 年 4 季度之后，我国的金融部门则不仅是一个“转换者”，还变成货币信用的“创造者”：为企业和政府两个赤字部门创造超过居民部门资金盈余以外的额外信用。⁷传统的观点认为，金融体系的角色和功能是吸收资金盈余部门（主要是居民部门）的储蓄，然后贷给资金短缺部门（主要是企业部门）。但 2009 年以来的实际情况是，金融体系在媒介资金盈余和短缺部门的基础上，还扮演了信用创造的角色——这些信用并没有对应的储蓄。

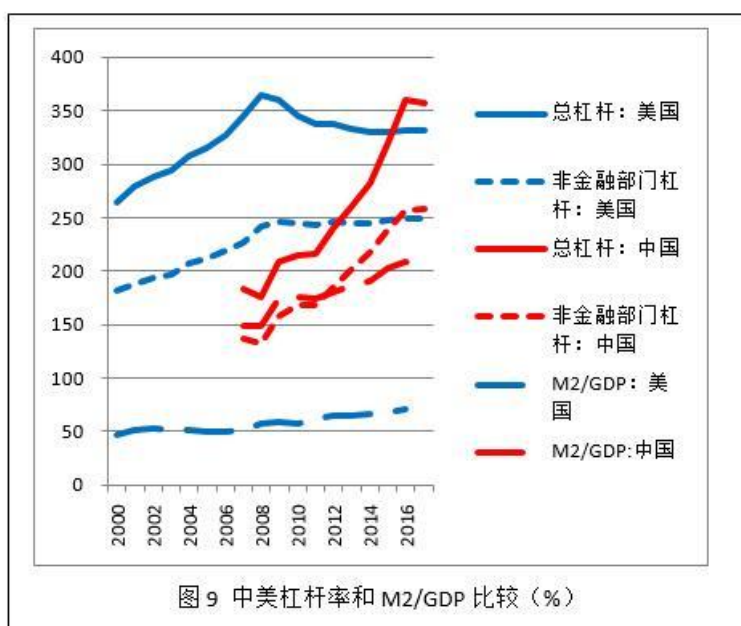
3. 部门杠杆率

信用扩张的一个自然结果就是杠杆率的提升。图 8 给出了 2007 年以来的杠杆率及其部

⁶ 这种趋势反映了居民部门发生的两个深刻变化：其一，2010 年居民部门储蓄率达到高点，此后一路下降，新增储蓄的减少使得金融资产积累速度放缓；其二，由于房地产市场的行情和按揭贷款增加，居民部门新增负债规模上升。

⁷ 即格利和肖所说的“创造业务”和“转换业务”。

门结构。如同很多研究指出的那样，在非金融部门中，全球危机以来加杠杆的主要是企业，与 2009 年相比，2016 年企业部门杠杆率上升了 60 个百分点，但 2017 年企业部门加杠杆的速度显著放缓；政府部门的加杠杆行为实质是地方政府，2017 年监管环境的变化使得政府部门开始去杠杆；中国居民部门的杠杆率虽然显著低于主要经济体，但加杠杆的速度值得警惕，2017 年在其他部门去杠杆的同时，居民部门的杠杆依然在上升。与非金融部门相比，金融部门加杠杆的速度实际上更快。作为一个比较，图 9 显示，中国非金融部门杠杆率已经与美国持平，而加入金融部门的总杠杆率已于 2015 年超过美国——2015 年也是中国金融业增加值/GDP 超过美国的年份。不过，2017 年起中国包括银行和非银行在内的整个金融部门都开始去杠杆。



由于 2011 年后的信用扩张主要是非银行，而非银行在创造信用资产的同时，在其负债

端并不同时创造货币，因此，如同前述关于其他主要经济体的研究一样，广义货币供应量 M2 与信用越来越脱钩了。图 9 显示，从 2012 年开始，非金融部门杠杆率超越了 M2/GDP，至 2017 年前者已经高于后者 55 个百分点。当然，由于中国金融体系是一个银行主导的间接金融体系，作为一个比较，可以看到中国的 M2/GDP 远远高于美国，因为在美国的金融体系中，非银行占据了主导地位。

四、货币信用存量的部门间交易关系分析

先前建立的部门一部门货币信用存量表展示了部门间资产负债交易关系，但这种关系是静态的，没有考虑到整个交易网络形成的联动效应。利用本节介绍的矩阵分析方法，我们可以看到，所有部门都是交易网络的一个节点，都在直接、间接地创造货币，尤其是信用。在对整体金融活动的影响上，所有部门都具有自我强化的机制，并存在强烈的顺经济周期效应。同时，与银行主导的间接金融体系特征相一致，在整个交易网络中，银行是核心，而银行和企业间的双增强机制对整体的金融活动具有最强烈的影响。

1. 两部门分析示例

我们先以一个两部门的系统为例，其中 $i=1$ 部门为净融出部门， $i=2$ 部门为净融入部门。令 $FA_i (i = 1,2)$ 为 1、2 部门的金融资产， $FL_i (i = 1,2)$ 为 1、2 部门的金融负债， x_{ij} 为 $i(i=1,2)$ 部门对 $j(j=1,2)$ 部门的负债/资金来源（即 j 部门对 i 部门的资产/资金运用）。令 y_i 为净融出规模（对于净融入部门等于零）， z_i 为净融入规模（对于净融出部门等于零），则可以编制反映两个部门间资产和负债关系的资金来源运用表如下：

表 4 两部门金融负债（资金来源）与金融资产（资金运用）表

	部门 1	部门 2	负债	净融出	资产/负债
部门 1	x_{11}	x_{12}	FL_1	$y_1 > 0$	FA_1
部门 2	x_{21}	x_{22}	FL_2	$y_2 = 0$	FL_2
资产	FA_1	FA_2	$FA = FA_1 + FA_2$ $= FL = FL_1 + FL_2$		
净融入	$z_1 = 0$	$z_2 > 0$		$y_1 = z_2$	
资产/负债	FA_1	FL_2			TFA $= FA_1 + FL_2$

在上表中，行向反映了部门 1、2 的负债构成，部门负债与部门净融出之和等于部门资产（对于净融出部门）或部门负债（净融入部门）。例如，对于净融出的部门 1 来说，有如下关系：

$$x_{11} + x_{12} = FL_1 \quad FL_1 + y_1 = FA_1 \quad (1)$$

上表的列向反映了部门 1、2 的资产构成，部门资产与部门净融入之和也等于部门资产（对

于净融出部门)或部门负债(净融入部门)。例如,对于净融入的部门 2 来说,有如下关系:

$$x_{21} + x_{22} = FA_2 \quad FA_2 + z_2 = FL_2 \quad (2)$$

同时,我们可以得到两部门总金融资产等于总金融负债,净融出等于净融入:

$$FA = FA_1 + FA_2 = FL = FL_1 + FL_2 \quad y_1 = z_2 \quad (3)$$

这里,我们推出一个关键概念:金融活动总量(Total Financial Activity, TFA)。金融活动总量反映了整个经济各个部门间金融活动的总和,它等于净融出部门的金融资产与净融入部门的金融负债之和:

$$TFA = FA_1 + FL_2 \quad (4)$$

金融活动总量与总金融资产和总金融负债的关系为:

$$TFA = FA + y_1 = FL + z_2 \quad (5)$$

为什么 TFA 而不是总金融资产/负债反映了金融活动的总和呢?因为总金融资产/负债不能完全反映部门间的金融交易活动。举例来说,在这个两部门经济中,假设总金融资产和负债是固定的 \overline{FA} 和 \overline{FL} 。存在两种情形:其一,各部门金融资产都等于各自的金融负债,从而净融出/融入为零;其二,部门 1 拥有全部金融资产,部门 2 拥有全部金融负债。在这两种极端情形下,金融活动总量分别为:

$$TFA_1 = \overline{FA} = \overline{FL} \quad TFA_2 = 2\overline{FA} = 2\overline{FL} \quad (6)$$

在情形 1 下,由于各个部门资产负债匹配,既没有资金盈余,也没有资金短缺,自给自足使得金融活动总量 TFA_1 简单地等于总金融资产/负债。在情形 2 下,资产负债分布极端不均匀,部门 1 的金融资产等于部门 2 的金融负债,净融出/融入等于全部金融资产/负债,金融活动总量 TFA_2 就等于 2 倍的总金融资产/负债。在这两种情形下,虽然总金融资产/负债都一样,但情形 1 不存在部门间的金融交易活动,而情形 2 则是部门间金融活动达到了极大化。

简单地推算即可得知,金融活动总量与总金融资产/负债存在如下关系:

$$FA = FL \leq TFA \leq 2FA = 2FL \quad (7)$$

金融活动总量位于 1 倍的总金融资产/负债和 2 倍的总金融资产/负债之间。部门间资产负债不匹配程度越严重,部门资金盈余和短缺越大,则部门间的金融交易活动越大, TFA 越大。

2. 七部门资产负债关系分析

由第二节关于部门净融出和净融入的分析可知,2009 年 4 季度后,在净融入部门中,政府、尤其是企业部门的净融入大幅度增长;在净融出部门中,银行、尤其是非银行净融出大幅度增长。因此,我国金融活动总量 TFA 的增速快于金融资产和金融负债的增速。现在的

问题是，在 TFA 快速增长的背后，货币信用创造运行机制发生了什么变化？

为了回答这个问题，我们继续将上面两部门分析示例推广到本文的七个部门，从行向看则有：

$$\sum_{j=1}^{j=7} x_{ij} + y_i = x_i \quad (8)$$

上式中，对于净融出部门 $x_i = FA_i$ ，对于净融入部门 $x_i = FL_i$ 。令 $a_{ij} = x_{ij}/x_j$ ，即 i 部门对 j 部门的负债占 j 部门金融资产（对于净融出部门）或金融负债（对于净融入部门）的比重，则上式变为：

$$\sum_{j=1}^{j=7} a_{ij} x_j + y_i = x_i \quad (9)$$

由此，构造反映七个部门资金来源运用行向关系的矩阵表达式：

$$AX + Y = X \quad (10)$$

其中， A 为 a_{ij} 构成的方阵， X 、 Y 分别为 x_i 、 y_i 构成的列向量。

表 5 A 矩阵（2017 年 2 季度）

	央行	银行	非银行	居民	企业	政府	国外
央行	0.00	0.09	0.01	0.00	0.00	0.07	0.01
银行	0.27	0.11	0.34	1.00	0.39	0.66	0.07
非银行	0.02	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
居民	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业	0.00	0.39	0.52	0.00	0.00	0.00	0.13
政府	0.05	0.12	0.14	0.00	0.00	0.00	0.02
国外	0.66	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

方阵 A 从行向看反映了部门 i 通过负债与其他部门建立的联系，从列向看反映了部门 i 通过资产与其他部门的关系。以 2017 年 2 季度的数据为例（表 5），从行向看，非银行存在对央行的负债（占央行资产的 2%）和对银行的负债（占银行资产的 12%），但是没有对其他部门的负债；从列向看，非银行对央行、银行、企业、政府的资金运用相当于非银行金融资产的 1%、34%、52% 和 14%，非银行没有对其自身和居民、国外的资金运用。

与上节部门一部门货币信用存量表一样，虽然从方阵 A 可以直观地看到部门间资金运用和来源的关系，但这只是一种静态的关系，没有考虑到部门间交易网络形成的联动效应。为此，我们将（10）变换，得到各个部门资金运用/来源与净融出部门净融出规模的关系：

$$X = (I - A)^{-1}Y \quad (11)$$

列昂惕夫逆矩阵 $(I - A)^{-1}$ 中的元素 t_{ij} 反映了第 j 个净融出部门单位净融出资金对第 i 个部门

金融资产（对于净融出部门）或金融负债（对于净融入部门）产生的扩张效应。

$$(I - A)^{-1} = \begin{pmatrix} t_{11} & \dots & t_{17} \\ \dots & \dots & \dots \\ t_{71} & \dots & t_{77} \end{pmatrix} \quad (12)$$

如果从行向加总，则有 $\sum_{j=1}^7 t_{ij}$ ，即所有净融出部门同时一次性扩张一个单位净融出对*i*部门金融资产（净融出部门）或者金融负债（净融入部门）的影响——反映了*i*部门资产或者负债被净融出部门拉动的能力，我们称之为净融出部门对*i*部门的“金融拉动乘数”（Financial Pulling Multiplier）。将净融出部门的元素从列向加总，则有 $\sum_{i=1}^7 t_{ij}$ ，反映了第*j*个净融出部门增加一个单位净融出所创造的金融活动总量 TFA。我们将列向加总的元素称为净融出部门的“金融推动乘数”（Financial Pushing Multiplier）。

经过上述变换，部门间交易网络产生的联动效应就反映出来了。再以 2017 年 2 季度的数据为例（表 6）。虽然从方阵 A 的行向看，非银行没有跟央行、银行之外的部门建立资产负债关系，但列昂惕夫逆矩阵表明，非银行自身和居民部门的净融出都会对其金融资产产生影响；方阵 A 的列向表明非银行没有与居民、非银行自身和国外建立资产关系，但是，这里可以看到，非银行净融出规模的变化对这三个部门都有影响。之所以发生这种变化，就是因为两个部门虽然没有直接的资产负债关系，但是，通过与其他部门的资产负债关系，使得两个部门间接地联系在一起。例如，非银行和居民之间没有直接的资产负债关系，而非银行通过对银行的资产和负债，建立了与居民部门间的联系。

	央行	银行	非银行	居民
央行	1.12	0.27	0.19	0.27
银行	1.03	2.56	1.64	2.56
非银行	0.14	0.31	1.20	0.31
居民	0.15	0.39	0.25	1.38
企业	0.57	1.19	1.28	1.19
政府	0.20	0.36	0.37	0.36
国外	0.76	0.23	0.16	0.23

类似地，从列向看，则有：

$$\sum_{j=1}^7 x_{ji} + z_i = x_i \quad (13)$$

令 $b_{ij} = x_{ji}/x_i$ ，即*i*部门对*j*部门资产占*i*部门金融资产（对于净融出部门）或金融负债（对于净融入部门）的比重。则上式变为：

$$\sum_{j=1}^{j=7} b_{ij} x_j + z_i = x_i \quad (14)$$

由此，构造反映七个部门资金来源运用行列关系的矩阵表达式：

$$BX + Z = X \quad (15)$$

其中， B 为 b_{ij} 构成的方阵， X 、 Z 分别为 x_i 、 z_i 构成的列向量。同样以 2017 年 2 季度数据为例，我们给出 B 矩阵的具体数值（表 7）：

表 7 B 矩阵（2017 年 2 季度）

	央行	银行	非银行	居民	企业	政府	国外
央行	0.00	0.04	0.01	0.00	0.00	0.04	0.81
银行	0.69	0.11	0.39	0.54	0.70	0.70	0.19
非银行	0.02	0.10	0.00	0.00	0.27	0.25	0.00
居民	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业	0.00	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
政府	0.09	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
国外	0.00	0.01	0.00	0.05	0.00	0.01	0.00

B 矩阵与 A 矩阵一样，都是静态资产负债关系的表现。进一步由上式可以得到各个部门资金运用/来源与净融入资金规模的关系：

$$X = (I - B)^{-1}Z \quad (16)$$

列昂惕夫逆矩阵 $(I - B)^{-1}$ 反映了净融入部门单位净融入资金产生的资金运用规模和资金来源规模扩张效应。

$$(I - B)^{-1} = \begin{pmatrix} \widetilde{t}_{11} & \dots & \widetilde{t}_{17} \\ \dots & \dots & \dots \\ \widetilde{t}_{71} & \dots & \widetilde{t}_{77} \end{pmatrix} \quad (17)$$

列昂惕夫逆矩阵中的元素 \widetilde{t}_{ij} 反映了第 j 个部门净融入规模对第 i 个部门金融资产或者金融负债的影响。如果从行向加总，则有 $\sum_{j=1}^{j=7} \widetilde{t}_{ij}$ ，反映了所有净融入部门同时一次性扩张一个单位净融入对 i 部门金融资产或金融负债的影响。类似的，这是净融入部门对 i 部门的“金融拉动乘数”。如果从列向加总，则有 $\sum_{i=1}^{i=7} \widetilde{t}_{ij}$ ，反映了第 j 个净融入部门增加一个单位净融入所创造的金融活动总量 TFA。类似地，我们称之为净融入部门的“金融推动乘数”。

以 2017 年 2 季度数据为例（表 8），在 B 矩阵中，尽管居民、企业、政府之间没有资产负债关系，但是，通过列昂惕夫逆矩阵变换，这三个部门间均建立了交易关系。其中，三部门负债对各自本身的净融入反映最大，系数均大于 1，即本部门净融入增加 1 元钱，本部门负债增加的净额大于 1 元。

	企业	政府	国外
央行	0.14	0.19	0.95
银行	2.13	2.20	2.14
非银行	0.67	0.66	0.44
居民	0.59	0.61	0.60
企业	1.47	0.48	0.47
政府	0.24	1.26	0.31
国外	0.06	0.07	1.06

3. 金融乘数、宏观经济与部门间网络关系

为了探究 TFA 增长背后的货币信用机制,我们首先来比较下七个部门的金融拉动和推动乘数(见下表)。就金融推动乘数而言,由大到小依次为居民、国外、非银行、政府、企业、银行和央行;就金融拉动乘数(等于净融出部门和净融入部门拉动乘数之和)而言,由大到小依次为银行、企业、居民、央行、国外、政府和非银行。这表明,各个部门推动金融扩张和被其他部门带动扩张的能力存在差异。那么,如何衡量各个部门总的金融扩张能力呢?

表 9 各部门金融乘数(倍数)

	央行	银行	非银行	居民	企业	政府	国外
净融出部门的金融拉动乘数	2.27	6.96	1.47	1.80	3.62	1.17	2.03
净融入部门的金融拉动乘数	1.31	6.21	1.05	1.99	2.61	1.63	1.12
金融拉动乘数	3.59	13.17	2.53	3.79	6.24	2.80	3.15
金融推动乘数	3.03	5.03	5.26	6.02	5.11	5.21	5.61
金融推动拉动乘数	10.88	66.25	13.31	22.82	31.89	14.59	17.67

金融推动拉动乘数(金融拉动乘数与金融推动乘数之积)是一个直观的指标,因为它反映了一个部门推动金融活动总量扩张,随后又被新增金融活动总量带动的能力。以银行部门为例,银行净融出增加 1 元,通过金融推动乘数导致金融活动总量扩张 5.03 元,新增的金融活动总量(如果均匀分布在各个部门的话)又反过来通过 13.17 倍的金融拉动乘数拉动银行部门资产增加 66.25 元。事实上,只有银行部门在拉动的过程中是具有扩张效应的,因为七个部门同时扩张 1 元拉动的部门金融资产或者负债扩张,唯有银行是超过 7 元,其他部门均小于 7 元。所以,从拉动和推动的复合效应看,乘数效应由大到小依次是银行、企业、居民、国外、政府、非银行和央行。

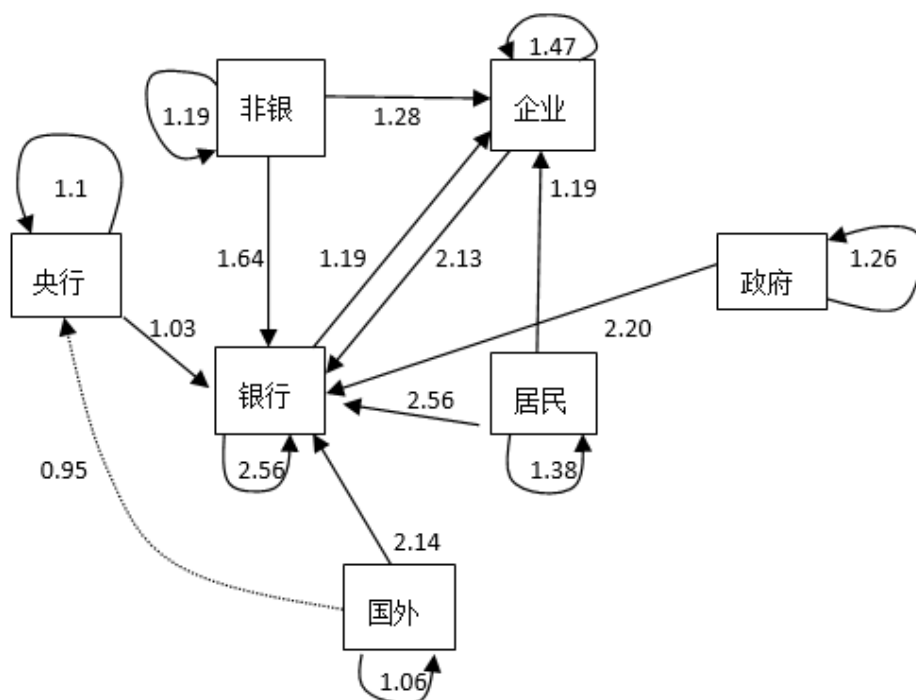


图 10 由两个逆矩阵系数刻画的部门间网络（2017 年 2 季度数据）

以 $(I - A)^{-1}$ 和 $(I - B)^{-1}$ 中的系数来考察各个部门的金融乘数效应，可以清楚地看到部门间金融交易的网络效应。这里，我们只看两个逆矩阵中大于 1 的系数，因为只有大于 1 的系数才说明部门间通过交易产生了扩张效应，而那些系数小于 1 的交易关系则说明每经历一次交易，交易规模都将被缩小一轮。以 2017 年 2 季度的系数为例，观察部门间的交易网络（见图 10），可以发现三个特点：

第一，自增强机制。每个部门金融资产/负债对本部门净融出/净融入的反应系数均大于 1，这意味着每个部门都存在内在的扩张或者收缩效应，但这种效应除了银行之外均是递减的。例如，企业净融入增加 1 元将导致负债规模增加 1.47 元，扣除增加的 1 元净融入，新增的净融入为 0.47 元，这在下一轮扩张效应中只能带来更少的负债和净融入增加。唯有银行的内在扩张效应是持续增强的，1 元净融出将导致 2.56 元新的资产增加，从而发生 1.56 元新的净融出增加，后者又将通过 2.56 的倍数效应持续扩大银行资产和净融出；

第二，银行和企业间的双增强机制。尽管每个部门之间都彼此影响（两个逆矩阵的系数均大于零），但只有银行和企业之间存在双向的金融乘数效应，因此，只需要银行和企业两个部门间的交易即可以推动整个系统的货币信用扩张，而且，由于银行资产对其自身净融出的反应（2.56）和银行资产对企业净融入的反应（2.13）均大于 2 倍，银行和企业间相互增强的扩张效应（或相反地是收缩效应）最为强烈。与此相比，其他部门均缺乏这种两部门相互增强的机制，都需要通过第三方——银行；

第三，银行显然是整个系统的核心。如果将银行从整个系统剥离，那么，金融乘数效应只存在于非银行与企业、居民和企业之间，而且，这种效应只有第一轮，第二轮均是递减的。至于央行、政府、国外部门，由于丧失了与银行的资产负债关系，都将没有扩张或收缩效应。可以看到，银行之所以是核心，一方面是因为银行净融出带来的金融推动效应，另一方面更是因为银行资产扩张被其他部门拉动的能力——除了央行和非银之外，银行对其他所有部门净融出/融入的反应系数均在 2 倍以上。

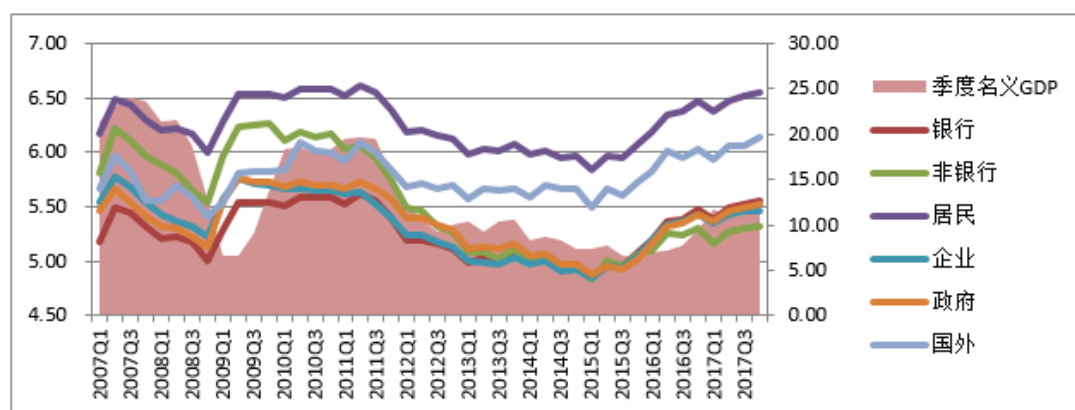


图 11 2007 年 1 季度-2017 年 4 季度金融推动乘数（左轴）与名义 GDP 同比（%，右轴）

最后，如果将各个部门金融推动乘数与季度名义 GDP 同比增速进行比较，我们发现除了央行的金融推动乘数之外，各个部门的金融推动乘数具有非常典型的顺周期效应（图 11）⁸。利用分布滞后模型对各个乘数与名义 GDP 同比增速进行计量分析，可以看到领先一个季度的金融推动和拉动乘数对当季名义 GDP 具有显著影响。这些计量模型表明：第一，主流经济学过往关于货币还是信用哪个对经济有影响或哪个影响更大的争论并无太大意义，因为作为银行负债的货币和各个部门作为金融资产或金融负债的信用一起，都通过部门间网络交易关系联结在一起，进而对宏观经济产生影响；第二，货币信用既会通过各个部门净融出/融入的增加成为导致经济波动的冲击，也是传播和放大这些冲击的渠道；第三，虽然如前所说银行在整个系统中居于核心地位，但这并不意味着唯有银行才会对经济产生影响，所有部门资产负债表的变化都会通过资金交易关系产生宏观影响。事实上，计量模型表明，以非银行、企业的金融推动乘数作为因变量的模型效果更好，而且，企业金融推动乘数对名义 GDP 的影响系数要大于银行。

表 10 名义 GDP 同比增速作为因变量的分布滞后计量模型（2007 年 1 季度-2017 年 2 季度）

	银行	非银行	居民	企业	政府	银行（拉动）
--	----	-----	----	----	----	--------

⁸ 由于篇幅关系，这里没有列出金融拉动乘数与名义 GDP 同比的关系图。

C	-16.7194 (0.0327)	-12.9621 (0.0006)	-20.0206 (0.0329)	-20.1590 (0.0011)	-16.9128 (0.0142)	-15.0762 (0.0112)
NGDP(-1)	1.3058 (0.0000)	1.2785 (0.0000)	1.3096 (0.0000)	1.2750 (0.0000)	1.3422 (0.0000)	1.2921 (0.0000)
NGDP(-2)	-0.4945 (0.0003)	-0.5796 (0.0000)	-0.4979 (0.0003)	-0.5109 (0.0000)	-0.5221 (0.0001)	-0.4805 (0.0002)
MBANK(-1)	3.7792 (0.0191)					
MNONBANK(-1)		3.1726 (0.0001)				
MHOUSEHOLD(-1)			3.7024 (0.0211)			
MBUSINESS(-1)				4.5111 (0.0004)		
MGOV(-1)					3.6619 (0.0073)	
MMBANK(-1)						1.3178 (0.0005)
R-squared	0.9292	0.9454	0.9288	0.9416	0.9325	0.9337

变量说明：NGDP 为名义 GDP 同比增速，MBANK、MNONBANK、MHOUSEHOLD、MBUSINESS、MGOV 分别为银行、非银行、居民、企业、政府的金融推动乘数，MMBANK 为银行的金融拉动乘数。

既然各种金融乘数与名义 GDP 存在典型的顺周期效应，而银行又是整个网络的核心，因此，有必要讨论一下央行货币政策的传导渠道。无论是以“量”（货币供应量）为中间目标，还是以“价”（基准利率）为中间目标，货币政策要么是通过央行资产端的公开市场业务，要么是通过央行负债端的准备金政策，对银行的资产负债表产生影响，进而传导至整个系统。从银行对央行净融出的反应系数看（见图 12），银行对央行净融出的反应系数从 2016 年 1 季度开始逐步提高，2017 年 3 季度开始超过 1 倍。与此同时，央行金融推动乘数也迅速上升，至 2017 年 4 季度已经接近 4 倍。这说明央行的货币政策操作对金融活动总量的影响越来越大，但比较各部门金融推动乘数可以看到，央行的影响力依然有待加强。

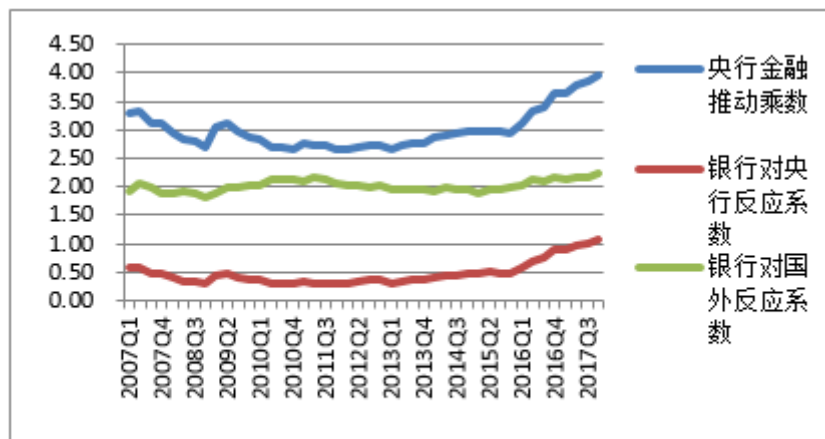


图 12 央行金融推动乘数和银行反应系数

从银行对国外净融入的反应系数看，一直稳定在 2 倍左右。由于国外对银行负债远远小于对央行负债，这个较高的系数更多地是反映了国外通过央行对银行资产端的间接影响：国外的负债主要构成央行的资产，央行资产的变化必然对应于其负债的变化，而央行负债的变化对应的又是银行持有对央行资产——准备金的变化。所以，银行对国外净融入的反应系数远高于银行对央行净融出的反应系数，表明央行通过其负债端的货币政策操作、即准备金政策更具有效力。

五、简短的结论和政策建议

通过建立基于货币和信用两类金融工具、涵盖七个部门的部门—部门资产负债表，本文刻画了自 2007 年以来我国金融机构和非金融部门在货币、信用创造中的机制和关系，以及各个部门通过对金融活动总量的影响，进而对经济产生影响的渠道。

直观地观察部门—部门资产负债表，我们发现，我国金融体系是一个银行主导和相对封闭的间接金融体系。但是，过去十年间，我国的金融体系已经发生了重大的结构变化，主要表现为：非银行金融机构在信用创造中的作用日益重要，非银行已经变成净融出最大的部门；银行内部的资产负债结构也在发生变化，尤其是对居民和企业负债的比重不断下降，银行资产负债结构的变化与非银行的崛起导致 M2 和信用脱钩；在非金融部门中，居民部门资产增速趋缓、负债增速加快使得居民净融出趋于平缓，企业部门负债增速加快并导致企业部门成为最大的净融入部门，而政府部门的净融入呈现周期性特征。上述变化使得我国的间接金融体系从 2009 年前自我平衡的状态，转变为 2009 年后需要依靠金融部门为赤字部门（企业和政府）创造越来越多的额外信用的状态。这一转变固然反映了我国金融体系开始由货币信用的“转换者”变为“创造者”，但也说明，非金融部门、尤其是企业的负债日益值得关注，而金融体系的健康运转日益重要。

利用矩阵方法对各个部门影响金融活动总量的分析表明,虽然非银行已经成为最大的净融出部门,但银行依然是整个交易网络的核心,银行对金融活动总量的影响远大于其他部门,而银行和企业之间的双增强机制是整个系统创造货币信用的“永动机”。当然,在创造货币信用和影响金融活动总量方面,所有部门都发挥了作用。正如格利和肖所说,不是哪个部门创造了、哪个部门没有创造,而是各个部门在整个交易网络中居于不同位置、具有不同的机制和渠道。从对各种金融乘数的分析看,大多数都具有典型的顺周期效应,并领先于名义 GDP 周期一个季度。因此,对金融乘数展示出来的金融周期进行调控,理论上是可以影响经济周期的。既然银行是系统的核心,那么,货币政策传导渠道自然需要通过银行资产负债表。然而,由于银行对央行净融出反应系数较低,传统的央行公开市场操作的效力依然有待提高,而央行负债端准备金政策依然是最有力的货币政策工具。

既然所有部门都是金融交易网络中相互联系的节点,都参与到货币信用的创造活动,那么,我们就需要防止各部门共同扩张或者共同收缩导致的巨幅震荡。2017 年 1 季度以来,随着监管环境变化,银行和非银行的资产扩张速度迅速放缓,尤其是银行与银行之间、银行与非银行之间的相互融资更是从此前 2 位数以上的增长率下降到 4 季度的个位数。在非金融部门中,去杠杆也显著降低了企业和地方政府负债增速。此外,作为非金融部门中唯一的净融出部门,居民部门的储蓄率自 2010 年以来就进入下降的拐点。在我国的金融体系已经从此前匹配资金盈余和短缺转变成“凭空”信用创造的背景下,这些共同放缓的因素会产生何种影响,需要密切关注。为了防止巨幅震荡,一个有力的对冲机制就是扩大央行净融出对整个体系的影响——在这方面,通过降低法定存款准备金率进而减少央行负债显然比增加央行资产更加有效。

当然,从金融发展的长远角度看,需要思考我们究竟需要什么样的金融体系。根据银行和资本市场的相对地位,各国金融体系一般被分为“银行主导”和“市场主导”两类,前者典型如日本、德国,后者典型如美国、英国。市场主导和银行主导各有优缺点(Allen and Gale, 2000),例如,市场主导更容易为新技术提供融资,但也更容易受到资产价格波动的冲击;银行主导能够通过银行与企业之间的长期合作关系来保持企业的稳健经营,但银行主导在新技术面前通常反应迟钝。由于市场主导和银行主导在资源跨期配置中的不同机制,因此,在经济增长的不同阶段,两者就表现出不同的比较优势(殷剑峰, 2005)。

如果说我国的金融体系要从银行主导转变为资本市场发挥更大作用的市场主导的话,需要纠正的一个误区就是,无论是银行主导,还是市场主导,金融发展的一个趋势都是从“直接金融”向金融中介发挥重要作用的“间接金融”发展。没有强大的金融中介、尤其是非银

行金融中介，资本市场难以顺利发展。因此，未来需要扭转我国非银行从属于银行的“银行的影子”的角色，加大力度发展养老基金、共同基金、寿险公司等非银行机构投资者，使我国当前以银行为主导的间接金融体系发展为非银行机构投资者与银行共同协调发展的间接金融体系。

参考文献

- 戈德斯密斯, 1969: 《金融结构和经济发展》, 上海三联书店, 上海人民出版社, 1994 年第一版
- 格利和肖: 《金融理论中的货币》, 贝多广译, 上海三联书店, 1994 年 10 月新 1 版
- 刘契敖, 1982: 《国外货币金融学说》, 中国展望出版社, 1983 年第一版
- 孙国峰, 2001: 《信用货币制度下的货币创造和银行运行》, 《经济研究》2001 年第 2 期
- 孙国峰, 贾君怡: 《中国影子银行界定及其规模测算》, 《中国社会科学》2015 年第 11 期
- 殷剑峰, 2006: 《金融结构与经济增长》, 人民出版社, 2006 年第一版
- 殷剑峰, 2009: 《美国居民低储蓄率之谜和美元的信用危机》, 《金融评论》2009 年创刊号
- 殷剑峰, 2014: 《金融大变革》, 社科文献出版社
- 殷剑峰, 王增武, 2014: 《影子银行与银行的影子》, 社科文献出版社, 2014 年
- 殷剑峰、吴建伟、王增武等: 《钱去哪了》, 社科文献出版社, 2017 年
- 泽维尔·弗雷克萨, 拉克·莱文, 2016: 《系统性风险、危机与宏观审慎监管》, 中国金融出版社, 2016 年第一版
- Allen, Franklin and Douglas Gale. 2000. *Comparing Financial System*. Massachusetts Institute of Technology.
- Ashok Vir Bhatia and Tamim Bayoumi, "Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis" 2012, IMF Working Paper.
- Copeland, M. A., "A Study of The Money Flows in the United States" 1952, NBER, New York.
- Charles R. Hulten and Marshall B. Reinsdorf, "Measuring Wealth and Financial Intermediation and Their Links to the Real Economy 2015", University of Chicago Press.
- Mark Gertler, "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20, No. 3 (August 1988, Part2)
- Moritz Schularick and Alan M. Taylor, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008" 2010, www.nber.org.
- Joseph E. Stiglitz, "The Theory of Credit and Macro-economic Stability" 2016, www.nber.org.
- Oscar Jorda, Moritz Schularick and Alan M. Taylor, "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts" 2016, www.nber.org.