

# 从金融存量表看中国货币供给与货币创造的新变化

○ 常 欣

(中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836)

**〔摘要〕**近年来,中国的货币供给与货币创造机制都发生了重大改变。从货币供给机制看,随着中国国际收支状况的变化,特别是资本项目的流动方向发生逆转,中央银行资产负债表中的对外占款规模显著收缩;相应地,对其他存款性公司债权规模快速扩张。未来或需利用基于国家信用的货币发行机制来改造央行资产负债表。而从货币创造机制看,在金融创新和金融脱媒的大背景下,同业存单——同业理财——委外投资的同业链条快速发展,对其他存款性公司资产负债表和金融机构信贷收支表带来显著影响,使得基于证券净投资的货币创造渠道的作用凸显。未来随着金融降杠杆进程的推进,这一渠道或将受到一定抑制,但在实体部门投资回报率等实质性约束条件未发生根本改变的情况下,该渠道仍可能有一定的作用空间。

**〔关键词〕**金融存量表;货币供给;货币创造;同业链条

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2017.12.003

过去几年,随着中国国际收支格局的变化,以及随着金融体系内部金融创新和金融脱媒趋势的加强,无论是中央银行的基础货币供给机制,还是商业银行的信用货币创造机制,都发生了重大的结构性变化。这些变化都可以通过金融部门的存量表反映出来。本文旨在通过货币当局资产负债表、其他存款性公司资产负债表以及金融机构信贷收支表来揭示这些变化,分析两大机制变化背后的机理。同时对两大机制的可能发展路径作一展望,特别是结合当下进行的金融降杠杆进程对金融机构间的信用扩张前景作一预判。

---

**作者简介:**常欣,中国社会科学院经济研究所宏观经济研究室主任、研究员、经济学博士、博士生导师。

## 一、新型国际收支格局下的货币供给机制调整

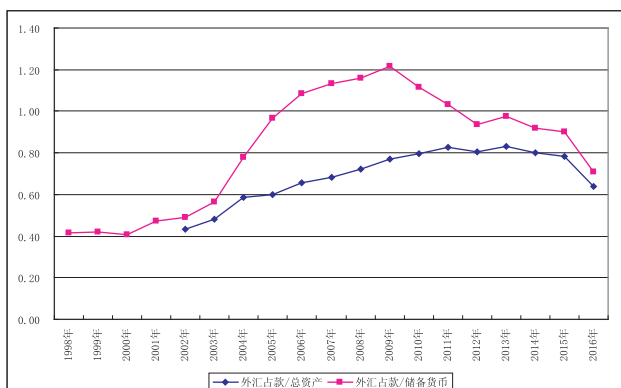
中国基础货币供给方式的演变过程,可以从货币当局资产负债表构成项目的变化中进行观察。这种变化主要体现为:在外汇资产收缩的同时,对其他存款性公司债权出现扩张。

### (一) 外汇占款的收缩

进入新世纪后,由于经常项目和资本项目双顺差带来持续的外汇流入,加之缺乏弹性的汇率机制,中国央行资产负债表中的外汇占款规模显著增长。2002年,外汇占款的规模首次超过再贴现和再贷款,成为央行投放基础货币的主要渠道。2009年,外汇资产与基础货币之比达到了121.8%的历史高点。2013年,外汇占款在央行总资产中的比重高达83%,再创历史新高(参见图1)。为抵消外汇占款大幅增长对基础货币的冲击,央行通过对冲操作,向商业银行发行央票收回流动性;同时大型存款类金融机构法定存款准备金率也曾一度被提高到21.5%的历史高位(中小型存款类金融机构法定存款准备金率亦达到19.5%)。

2014年下半年以来,在人民币汇率逐渐趋向合理均衡水平的背景下,人民币汇率由单边升值预期转化为双向波动预期,资本项目的流动方向相应发生了逆转,外汇占款增长速度随之显著放缓。2014年,央行外汇占款只增加了6400亿元,2015年和2016年更是分别减少了2.2万亿元和2.9万亿元。相应地,外汇占款占货币发行的比例显著下降至71%,在总资产中的份额也大幅下降至64%(参见图1)。由于外汇占款的持续下滑,央行资产负债表规模在2015年2月至12月期间被动缩减,缩减规模达到近2.8万亿元,下降幅度近8%,成为历史上持续时间最长也是规模最大的一次缩表。

图1 外汇占款占货币当局总资产的比例以及占储备货币的比例



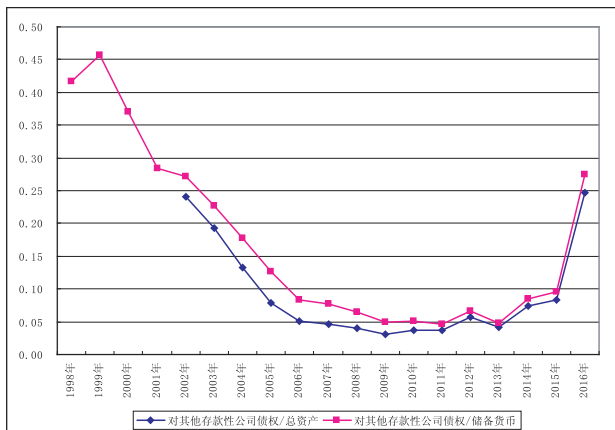
资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

### (二) 对其他存款性公司债权的扩张

在通过外汇占款投放基础货币的渠道趋于萎缩的背景下,为维持资产负债的平衡进而保持货币供给的平稳增加,央行在下调法定存款准备金比率以减少

对其他存款性金融机构负债的同时,也通过公开市场逆回购和各类再贷款便利操作进而扩张对其他存款性公司债权的方式向市场提供流动性以填补缺口。特别是央行先后创设了短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)等一系列新型货币政策工具来满足不同的流动性需求<sup>[1]</sup>。2014年底至2016年底期间,MLF余额增加了2.8万亿元,PSL余额增加了1.7万亿元。通过上述操作,央行对其他存款性公司的债权从2014年底的2.5万亿元明显增长至2016年底的8.5万亿元,扩张了近2.4倍;其占货币发行的比例从8%显著提高到27%;占央行总资产的份额也从7.4%显著上升至24.7%(参见图2)。这就意味着央行的货币供给机制已经发生了重要变化,从主要依靠外汇资产支撑逐步转向了由各类借贷便利等国内资产推动。

图2 对其他存款性公司债权占货币当局总资产的比例以及占储备货币的比例



资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

### (三)货币供给机制的未来路径展望

过去几年央行创设的新型货币政策工具,主要是为了满足金融机构交易的流动性需求,从基础货币投放的期限结构看,偏于短期,稳定性不足;未来可考虑财政部门创设公债资产、央行购买公债资产并长期持有的方式来投放基础货币,可以有效增加长期货币供给。在成熟经济体的央行负债表中,国债资产特别是长期政府公债产品都占到较大比重。比如美联储的资产结构以持有证券(包括国债、联邦机构债务证券和抵押贷款支持证券MBS等)为主,占比高达95%左右。其中,美联储持有的国债占总资产的比重在本轮金融危机爆发前曾高达85%左右。为应对危机,美联储大幅增持抵押贷款支持证券,同时也增持了一定比例的联邦机构债务证券,致使资产构成有所变化。尽管如此,国债的占比依然达到了55%左右。同时,在国际金融危机期间,美联储通过扭转操作增持长期国债并减持短期国债,使得中长期国债的占比已经逼近整体国债的占比。

目前中国央行持有的国债主要反映在货币当局资产负债表“对(中央)政府债权”科目中,即货币当局通过公开市场(二级市场)所购买并持有的政府发行的

债券规模。根据《中国人民银行法》的规定，“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”，但为执行货币政策，可以“在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”。该科目的规模在 2007 年曾有一次跃升<sup>[2]</sup>，其背景是当年 6 月，财政部经授权发行 2000 亿美元特别国债（折合人民币约 1.55 万亿元）用于购买央行外汇储备并注资中国投资公司，其中有 1.35 万亿元通过商业银行转手至央行（由后者在市场上购入），另外 2000 亿元通过市场方式发行。

这笔特别国债中的 10 年期品种（合计 7000 亿元左右，其中公开发行 1000 亿元左右）将陆续于 2017 年下半年到期，尤其是中央银行通过当时尚未上市的中国农业银行定向认购的 6000 亿特别国债将于 8 月到期。为做好特别国债兑付工作，财政部采取滚动发行的方式，在全国银行间债券市场面向境内有关银行定向发行 6000 亿元特别国债。另外约 1000 亿元的特别国债也将大概率采取全额续发的方式兑付。由于到期续作并不形成新净增规模和债券供给压力，对政府债务总额总体上不会构成影响。

在 2017 年 8 月特别国债滚动发行过程中，为维护银行体系流动性基本稳定，财政部在一级市场面向有关银行发行特别国债的同时，央行在二级市场开展公开市场操作，从公开市场业务一级交易商买入 6000 亿元特别国债。央行针对定向机构发行特别国债的对冲行为和提供的流动性支持，实现了财政政策与货币政策的有机配合，弱化了对债券一级市场发行和二级市场交易的挤出效应，可基本达到央行资产负债表不变、相关金融机构资产负债表不变和银行体系流动性不变的效果，相应减轻了特别国债到期续作对市场的冲击。

总地看，2007 年之后，央行对政府债权科目基本保持稳定，目前其规模仅占央行总资产的 4.4%。由此可见，进一步增加央行对政府债券的现券购买和长期持有还有很大空间，包括对正在持有的即将到期的特别国债进行转期。

当然，用这种基于国家信用的货币发行机制来改造央行资产负债表，非短期即能见效。这不仅需要进一步提升国债市场的深度和广度，尤其是扩大长期限国债品种的市场容量，为央行大规模操作提供可能；而且需要财政体制的深化改革，防止因政府债务软约束带来的潜在通货膨胀风险。

## 二、快速发展的同业存单一同业理财—委外投资同业链条

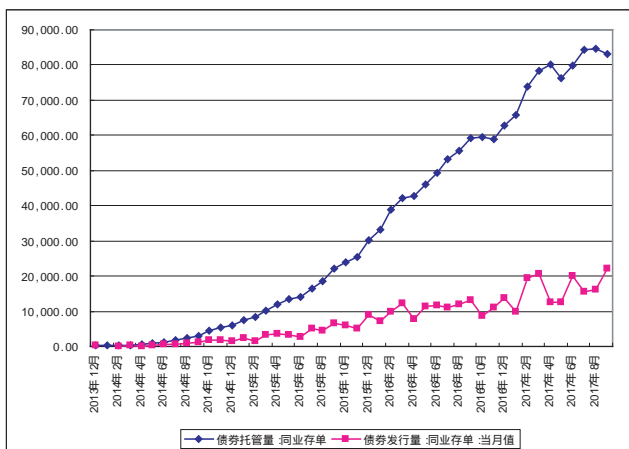
近年来，随着利率市场化进程的推进，金融脱媒加速，金融创新加快，金融机构间的同业业务大量兴起，以发行同业存单一购买同业理财—委外投资为主的同业套利链条开始扩张。

### （一）同业存单的兴起

同业存单是由银行业存款类金融机构法人在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证。随着 2013 年 12 月中国人民银行发布《同业存单管理暂行办法》，同业存单业务在银行间市场启动。其最初主要是作为渐进推进利率市场化

改革的重要举措而被推出。2014年,同业存单的发行规模尚不大,仅有8976亿元。此后发行量快速上升,2015年和2016年发行量分别达到5.3万亿元和13万亿元,年增长率分别高达490%和145%。由此带来同业存单余额占其他存款性公司总负债的比例逐渐提高,到2016年12月底占到了大约3%。相对于大型商业银行,中小型商业银行通过发行同业存单扩大自身资产负债表规模的积极性更强。在截至2016年底同业存单余额6.3万亿元(参见图3)的存量结构中,城市商业银行发行的未到期同业存单(存量)为3.2万亿元,占比50%;股份制商业银行存量为3万亿元,占比48%;国有商业银行存量为0.08万亿元,占比1.2%。

图3 同业存单发行量与托管量(亿元)



资料来源:Wind 数据库。

而从同业存单的持有人结构看,以商业银行、非法人机构即广义基金、政策性银行为主。截至2016年末的6.3万亿元同业存单中,商业银行合计持有47.8%(约3万亿),其中国有商业银行为11.1%(约7000亿),股份制商业银行为14.1%(约8800亿),城市商业银行为12%(约7500亿),农村商业银行及农村合作银行为8.7%(约5400亿),邮政储蓄银行为1.6%(约1000亿);广义基金持有35.1%(约2.2万亿);政策性银行及国家开发银行持有10.3%(约6500亿)。此外,非银行金融机构持有6.8%(约4300亿)。在这之中,股份行、城商行和农商行的互持有较大比重。

在利率市场化持续推进的背景下,发行同业存单已经成为中小型商业银行优化负债结构、进行主动负债的重要手段。进一步分析同业存单快速发展的动因,从发行的角度来看,主要体现在如下几个方面:

一是同业存单在会计处理上一般被计入银行应付债券科目而非同业负债,可以规避对同业负债规模的规定。根据中国人民银行联合银监会等机构于2014年4月发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》(127号文)之规定,“单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一”。该文对

同业业务类型的界定主要包括“同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业融资业务和同业投资业务”。由于发行同业存单所募集资金并不计入同业负债,因此不受总负债规模三分之一的约束。

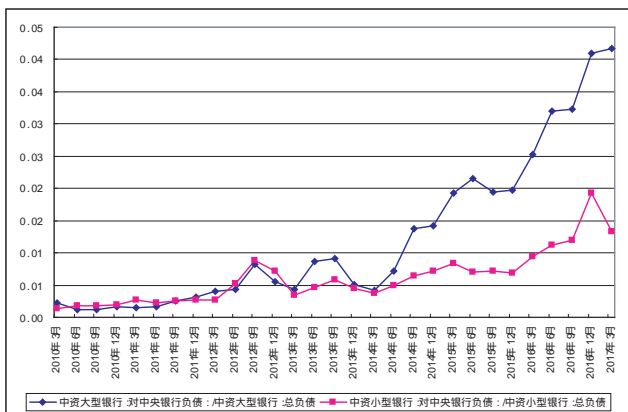
二是由于同业存单计入应付债券,而不计入存款,因此发行所得资金不需要缴纳法定存款准备金。

三是发行同业存单在一定条件下能够改善商业银行流动性风险考核指标。另外,总资产 2000 亿元以下的小银行一直没有正式实施流动性覆盖率(LCR)等流动性监管,因此对发行同业存单的总量尚未形成制约。

而在投资同业存单方面,具有可交易、可质押、节约资本占用(风险权重计提较轻)的好处,而且现阶段还没有被纳入 MPA 考核(宏观审慎评估体系)的广义信贷指标。

同业存单的快速发展还有一个重要原因,即与央行公开市场操作的市场结构密切相关。目前来看,央行通过逆回购特别是 SLF、MLF 和 PSL 这些新型货币政策工具向市场提供流动性投放,通常直接的交易对象主要是大型商业银行和政策性银行以及其他一级交易商。这是因为,从央行获得融资需要有充足的合格抵押品或质押品,尽管合格抵押品资产的范围在不断地扩宽,不仅包括国债、央行票据、政策性金融债,还包括高等级信用债和优质信贷资产,地方债也被正式纳入。但相对于大型银行,中小型银行能够提供的抵押品相对有限,由此造成了大型银行与中小型银行在从央行获得流动性工具支持的难易程度以及通过央行主动负债能力上的较大差异。大型商业银行对央行负债占总负债的比例从 2014 年的不足 1% 上升至 2016 年末的 4%,而同期小型商业银行的这一占比则仅从不足 1% 增加至 2%(参见图 4)。在这种情况下,中小型银行(还有非银行金融机构)只能通过包括同业存单在内的同业融入方式从大型银行的资金融出中间接获得流动性,形成对批发融资的过度依赖。于是,大型银行在某种程度上成为中小型银行的“中央银行”,甚至被称为“影子中央银行”或“影子央行”<sup>[3]</sup>。

图 4 大型银行和小型银行对中央银行负债占比



资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

## (二) 同业理财的兴起

所谓银行同业理财,是指银行相互之间购买理财产品,属于批发性销售,具有期限短、收益率较高、安全性较有保障(具有一定的刚性兑付特征)的特点。商业银行在通过发行同业存单获得资金后,通常投放于同业资产,包括投资同业理财产品,以赚取利差,特别是部分投资和配置能力不足的小银行倾向于购买大银行发行的理财产品做大理财规模并保证收益。

同业理财大多为非保本类理财。所谓保本类和非保本类理财,主要是从收益类型的维度进行划分的。其中保本类又可进一步分为保证收益型和保本浮动收益型。根据对理财业务的会计核算和资本计提的现行规定,保本类理财需要银行承担本金兑付违约的风险,故计入资产负债表内,属于表内理财(依照规定,结构性存款理财产品的保本部分也应纳入银行自身资产负债表核算),按照银行存在的风险接受资本计提等监管措施;而对于非保本浮动收益类理财,原则上银行并不承诺保本及承担相应风险,不进入资产负债表,属于表外理财,未受到计提相应风险资产、拨备和计算资本充足率的明确约束。近年来非保本表外理财规模不断扩张,存续余额从 2013 年底的 6.5 万亿元大幅增长至 2016 年底的 23.1 万亿元;占整体理财余额的比重则从 63.8% 提高到 79.6%。

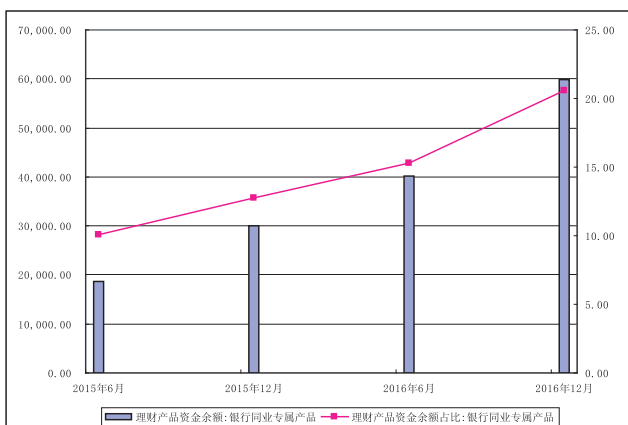
对于商业银行而言,发行同业理财通常不计入资产负债表(与同业存单类似,同业理财也是商业银行主动负债的工具,具有发行成本较低的好处,更加受到中小银行的青睐);购买同业理财,若以表内资金承接,则计入资产负债表(银行以自营资金购买同业理财在风险资本计提方面也相对灵活,可根据基础资产的具体情况,相应减少风险计提,减少资本占用);若以表外资金承接,也不计入资产负债表,只是显示在报表附注里(尽管根据监管部门的非书面指导意见,购买银行同业理财应是银行自营资金,计在银行同业投资项下,但实际做法上已有突破)。

2015 年 5 月,银行同业专属理财产品即同业理财规模首次超过私人银行客户专属理财产品,之后同比增速一路上升,到 2016 年 2 月达到最高点 491%,2016 年 12 月减缓至 100%。截至 2016 年末,银行同业理财存续规模近 6 万亿元,在全部理财产品余额中的占比从 2015 年初的 3.6% 迅速上升到 2016 年末的 20.6%(参见图 5)。

## (三) 委外投资的兴起

包括同业理财在内的银行理财产品,其业务运作方式,除了银行自主投资管理、购买其他金融机构产品(包括其他银行的理财产品、证券公司资产管理计划、资金信托计划、保险资产管理计划、基金公司资产管理计划等)、借助其他金融机构投资(银行将理财资金投资于其他金融机构的资产管理产品,银行提供投资项目并进行管理,承担投资风险,享有投资收益,受托资产管理机构收取资产管理费)外,还进行委外投资。在这种模式下,银行将理财资金委托给专业投资管理机构(主要是非银行金融机构)进行投资,约定收益率,受托机构对日常投

图5 同业理财的规模与占比(亿元,%)



资料来源:Wind 数据库。

资承担主动管理或投资顾问职责。对于部分中小银行而言,由于投资能力不足,委外业务在其理财业务中占比较高<sup>[4]</sup>。

通常来说,委外的受托方有信托、券商资管、保险资管、公募基金、基金专户、基金子公司、私募基金等,其中又以券商资管、基金专户和基金子公司为主要的委外投资管理人。根据中国证券投资基金业协会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务 2016 年统计年报》,截至 2016 年底,基金公司专户资金来源中银行委托资金为 2.73 万亿元,占有资金来源的比例为 58.1%;基金子公司专户资金来源中银行委托资金为 6.42 万亿元,占比 63.1%;基金公司及其子公司合计银行委外资金规模为 9.15 万亿,占总资金来源的比例为 61.52%。此外,证券公司定向资管计划的投资者中,银行和信托公司总委托规模为 12.68 万亿元,占比 86.4%。

一般来说,整个委外投资链条涉及两次套利:第一次是银行通过发行同业存单或同业理财从银行间市场募集资金,投资于委外产品,赚取利差;第二次是委外投资管理人受托管理银行资金,投资于包括同业存单在内的债券等资产,赚取利差。两次套利的过程同时也是两层加杠杆的过程:第一层加杠杆来自银行本身,表现为其扩表化的加杠杆;第二层加杠杆是受托资产管理人为获取更高收益,从货币市场上拆入资金,采用质押、期限错配等方式再次加杠杆。在某些情况下,受托资产管理机构还可能将资产管理工作再度委外投资给其他金融机构,实现“多层嵌套”,拉长资金源头与投资标的之间的距离。

银行委外投资的发展,驱动了资产管理机构规模的提升。事实上,在过去十年因应对全球金融危机而开启的金融业务创新过程中,银行与资产管理机构或非银行金融机构的合作模式就一直处于不断调整演变过程中,除了近两年兴起的通过同业存单、同业理财、委外投资等同业链条投资于标准化产品外,早前主要是通过银信合作<sup>[5]</sup>、买入返售等途径投资非标资产(“非标准化债权资产”的简



称)。此阶段的最初运作模式是银行理财资金通过信托通道直接发放信托贷款。2010年8月银监会发72号文规范银信理财合作业务,严控银信合作的规模,要求资产回表。之后,银行与信托合作又利用信托受益权转让的方式展开。在这种模式下,银行引入第三方即“过桥方”来担当通道,信贷资产转变为信托受益权,腾挪出来的资金大部分投向了非标资产。2013年3月银监会发8号文对银行表外理财产品投资非标资产进行规范,限制其规模。于是,大量非标业务从表外理财账户向表内转移,银行开始利用买入返售项进行包括信托在内的各类资管计划受益权的转让来做非标资产的投资,将贷款转为同业类型资产。2014年4月银监会发127号文规范金融机构同业业务,要求买入返售项下的金融资产必须是标准化的具有交易市场的资产。此后,商业银行将买入返售金融资产中以资产受益权为标的物的交易调整至应收款项类投资核算,但由于该科目在资本计提方面优势并不明显,同时经济不景气亦导致非标融资需求趋弱,再加上MPA宏观审慎监管框架实施全口径监管,这种模式也没有持续下去。

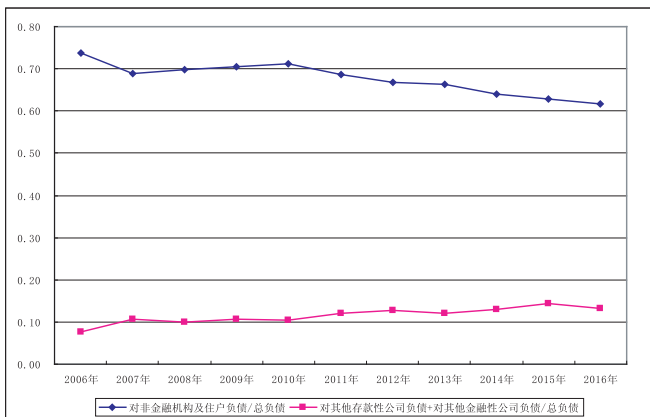
### 三、同业业务快速扩张背景下的货币创造机制变化

过去几年,在同业业务快速发展的环境下,银行业的报表受到了重要影响;相应地,货币创造机制也发生了明显变化。

#### (一)银行业存量表的变化

一方面是其他存款性公司的资产负债表发生了结构性变化。从负债端看,对非金融机构及住户的负债(主要体现为居民和企业银行的存款)占总负债的比例呈现一定的下降趋势,从2010年末的71%减少至2016年末的62%。与此同时,包括对其他存款性公司负债和对其他金融性公司负债在内的同业负债占总负债的比例呈现一定的上升趋势,从2010年末的10%提高到2015年末的14%(2016年微降至13%)(参见图6)。若同业存单也被计入同业负债,则银行同业负债在总体负债中的占比由2014年的13%上升至2015—2016年的16%。

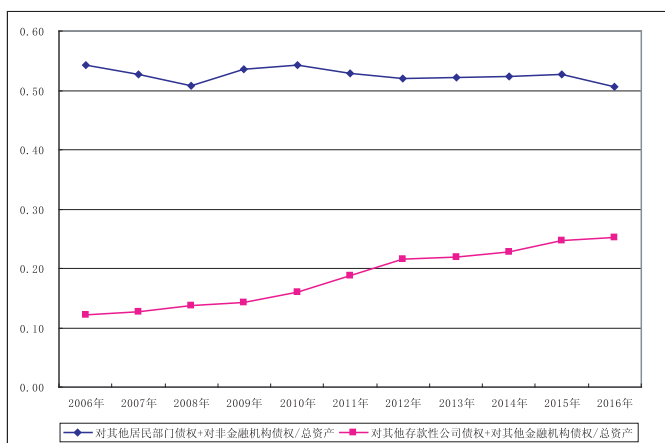
图6 其他存款性公司负债结构(占比)的变化



资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

从资产端看,对居民债权和对非金融企业债权(主要体现为银行向居民和企业提供的贷款)合计占总资产的比例略呈下降之势,从2010年末的54%减少至2016年末的51%;与此同时,加总对其他存款性公司债权<sup>[6]</sup>和对其他金融机构债权的同业资产占总资产的比重则呈现比较显著的上升态势,由2010年的16%提高至2016年的25%(参见图7)。特别是随着银行资金委外投资等业务所带来的银行与非银行金融系统之间同业投资的快速扩张,商业银行体系提供给非银行金融机构的融资规模,即对其他金融机构债权的增长十分迅猛,2010年末还不足2万亿元,2012年末就突破5万亿元,2014年之后发展更加迅速,截止到2016年末已超过26.5万亿元;其占其他存款性公司总资产的比重从2010年末的2%大幅提高到2016年末的12%。

图7 其他存款性公司资产结构(占比)的变化

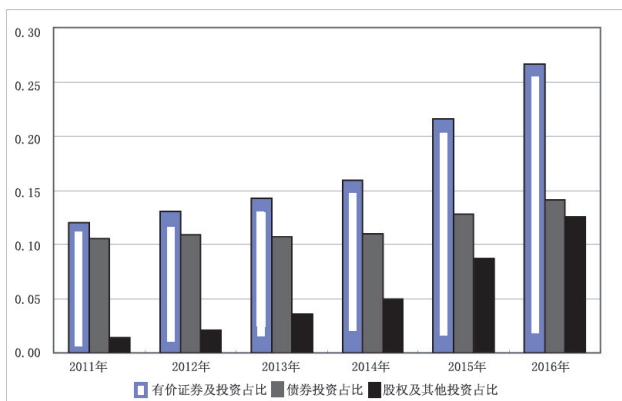


资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

另一方面,反映在金融机构信贷收支表(人民币,按部门分)中的突出变化则是在资金运用方面,债券投资、股权及其他投资以及整体的有价证券及投资科目的快速增长。从规模看,有价证券及投资合计从2011年末的10.9万亿元增加到2014年末的21万亿元,又进一步大幅增加到2016年末的46.8万亿元;其中的股权及其他投资则从2011年末的1.3万亿元增加到2014年末的6.5万亿元,又进一步大幅增加到2016年末的22.1万亿元。而从占比看,有价证券及投资合计在资金运用总计中的比例从2011年末的12%提高到2014年末的16%,又进一步提高到2016年末的27%;其中的股权及其他投资则从2011年末的1%提高到2014年末的5%,又进一步提高到2016年末的13%(参见图8)。无论从规模还是从占比看,2015年以来的上升都更为明显,特别是股权及其他投资科目的增幅尤其显著。这主要是受到其中的其他投资(基本体现为银行的同业投资,比如银行购买的非银行金融机构设立的各类资管计划)的拉动。

随着同业业务的快速发展,整个银行体系的资产负债表也处于持续扩张状态中,资产总额由2009年末的81万亿元提升至2016年末的230万亿元,年化增

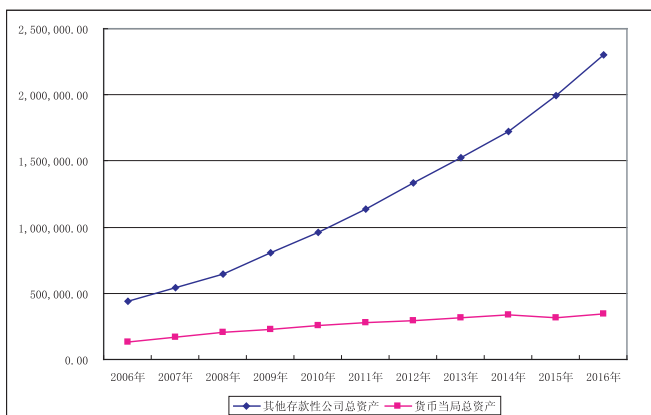
图 8 金融机构信贷收支表中有价证券及投资科目的占比变化



资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

长率为 16.1%，而同期现价 GDP 的年化增速为 11.4%。从银行资产规模与 GDP 的比值看，则由 2009 年末的 232% 上升至 2016 年末的 310%。再看商业银行与央行的资产比例关系，2010 年之前基本稳定在 3.5:1 左右，到 2016 年末已接近 7:1，意味着商业银行以两倍于央行的速度扩表(参见图 9)。这还只是计算的银行表内的资产规模，还没有考虑表外资产规模的扩张。如果表内、表外的资产加总起来，更将是一个相当庞大的规模。

图 9 商业银行与央行资产规模的对比(亿元)



资料来源:中国人民银行。

## (二) 货币创造渠道的变化

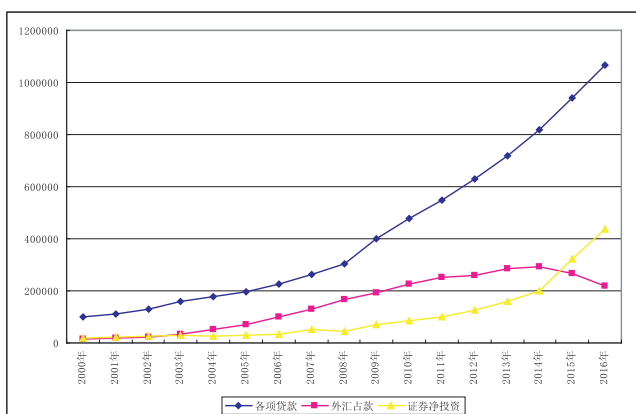
随着同业业务的快速发展,货币派生途径也发生了明显的变化。在经典的货币银行学理论中,货币创造是指在中央银行发行基础货币的基础上,商业银行所进行的货币派生。传统的货币创造过程通常被理解为“存款创造了贷款,贷款又变成了存款”,但现代商业银行体系的货币创造过程已经演变为“资产创造负债,贷款创造存款”。这就是说,商业银行的各种资产扩张行为,如发放贷款、购

买外汇、购买债券(主要指购买非银行类公司债券)等进行信用扩张,都会在负债方派生存款及创造货币。近几年商业银行金融创新推动下的同业业务操作作为一种资产扩张活动,也会对货币信用创造过程产生影响。

借鉴伍戈和李斌(2010)的分析思路,这里重点考察近年来货币创造渠道所发生的变化。按照中国人民银行公布的《金融机构信贷收支表(人民币)》“资金来源=资金运用”的统计原则,可以得到:各项存款+流通中的现金+金融债券+对国际金融机构负债+其他=各项贷款+外汇占款+有价证券及投资+黄金占款+财政借款+在国际金融机构资产。经过移项处理,可以得到:各项存款+流通中的现金=各项贷款+外汇占款+(有价证券及投资-金融债券)+(黄金占款+财政借款+在国际金融机构资产-对国际金融机构负债-其他)。在此基础上,将“各项存款+流通中的现金”简化为“货币”,“有价证券及投资-金融债券”简化为“证券净投资”,“黄金占款+财政借款+在国际金融机构资产-对国际金融机构负债-其他”简化为“其余项”,可以得到:货币=各项贷款+外汇占款+证券净投资+其余项。在不考虑其余项(由于其相对复杂,规模不大且变动不明显,再加上数据的可得性问题,这里不做分析)的情况下,金融机构派生创造货币的渠道可以归结为各项贷款、外汇占款以及证券净投资这三个方面。

从存量上来看,2000年以来各项贷款一直是货币创造最主要的渠道。外汇占款则是稳步增长,特别是从2003年开始,外汇占款成为货币创造的第二大渠道,但2015年和2016年则是连续下降,这一方面可能是国际收支变化的结果,另一方面也可能与统计口径的调整有一定关系。因为自2016年1月起,原来的金融机构口径外汇占款(为中央银行外汇占款和银行外汇占款之和)调整为中央银行外汇占款。而从证券净投资的走势看,也呈平稳增长态势,但2012年以来的增长开始加速,2015年和2016年的增长更是显著,超过了外汇占款成为货币创造的第二大渠道(参见图10)。

图10 从累计存量看货币创造的主要渠道(亿元)

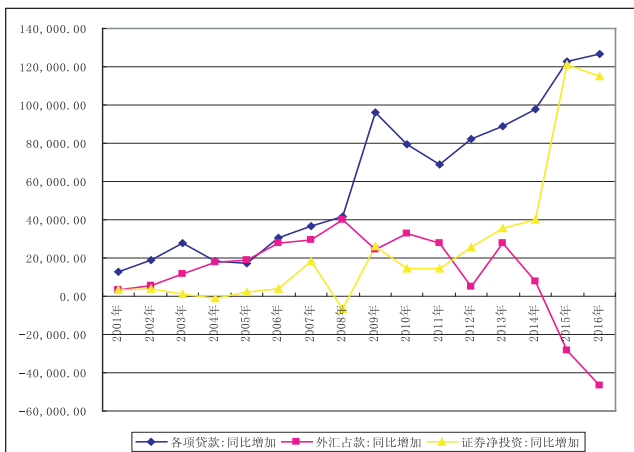


资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

从增量上来看,2000年以来各项贷款也基本保持着货币创造最主要渠道的

地位<sup>[7]</sup>,但在 2005 年和 2008 年外汇大量流入时期,外汇占款曾逼近甚至超过各项贷款而成为货币创造的最主要渠道。尤其值得注意的是,一度不太重要的证券净投资在货币创造中的作用日益显著。2012 年以来更是突飞猛进,持续超过外汇占款,2015 年甚至逼近各项贷款成为货币创造的主要渠道(参见图 11)。

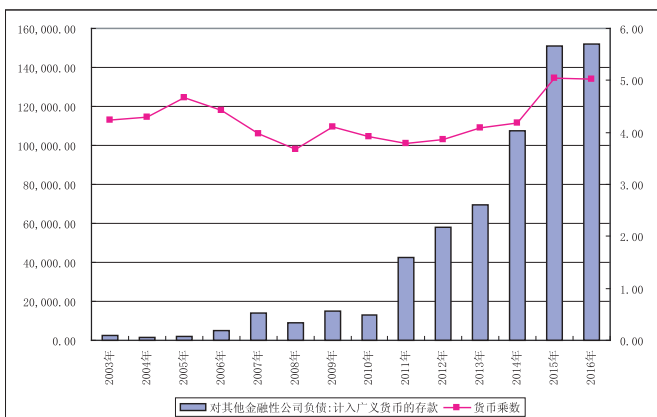
图 11 从同比增量看货币创造的主要渠道(亿元)



资料来源:根据中国人民银行统计数据计算得到。

从上述存量和增量的变化中,可以看到:近年来特别是 2015 年以来,随着直接融资市场和金融同业业务的较快发展,货币信用创造机制发生了重要变化,在外汇占款渠道的作用趋于衰减的同时,通过证券净投资渠道供给的货币明显增多,依托非银行金融中介和金融市场渠道的信用创造规模迅速扩大。在金融系统自身的货币创造能力显著上升的背景下,货币乘数自 2015 年以来也上升较为明显,处于历史上的高位。其背后的一个原因可能是,随着金融机构之间(主要是银行与非银行金融机构之间)的交易行为明显增多,非银行金融机构在银行中的存款规模大幅上升(参见图 12),当超额存款准备金在由银行体系向非银行

图 12 非银行金融机构存款规模与货币乘数(左轴单位:亿元)



资料来源:中国人民银行。

部门转移的过程中,由于非银行金融机构同业存款暂时不用缴纳法定存款准备金,因此基于非银行部门进行的信用扩张,实际上达到了提升派生乘数的效果。

#### 四、金融降杠杆进程的推进及其对货币创造机制的影响

过去几年同业业务的快速发展,在通过金融创新合理支撑一部分社会融资需求的同时,也带来一些问题,特别是普遍的期限错配问题。在开展同业业务的过程中,由于反复套利和加杠杆,资产和负债端之间存在多重期限错配,不仅商业银行进行期限错配操作,非银行金融机构也进行期限错配操作,这就容易引发流动性风险。再考虑到复杂的交易链条,或引发流动性风险的传染和扩散效应,极端情况下不排除触发系统性风险的可能。

针对同业链条快速扩张潜藏的风险隐患,2016年初开始采取温和降杠杆的举措,2016年三四季度之后,金融杠杆去化进程开始加快,2017年以来这一过程进一步加快。采取的措施主要包括两大方面:

一是货币政策方面。

持续低价的货币供给是前期金融加杠杆的基础。要实现金融降杠杆的目的,首要的是改变加杠杆所必需的宽松流动性环境。为此,央行一方面进行“缩短放长”操作,也就是通过收缩公开市场操作和再贷款的短期资金供给和增加长期资金供给来改变资金供应期限结构,由此拉长金融机构的融资期限,进而提高加权资金成本,使市场主体加杠杆、期限错配获取收益的难度和风险加大。另一方面是变相加息。2017年央行先后三轮提高政策利率,即分别于1月24日时隔六年后首次提升MLF政策利率,2月3日同时提高SLF利率和公开市场操作逆回购中标利率,3月16日美联储加息当日继续上调逆回购、SLF和MLF利率。通过增加金融机构负债成本,收窄资产与负债利差,引导金融机构降杠杆。

二是监管政策方面。

主要措施包括:

1.央行自2017年第一季度起将银行表外理财(表外理财总资产—表外理财现金余额—表外理财存款余额)纳入宏观审慎评估MPA的广义信贷指标。此前的广义信贷指标已经涵盖了央行口径各项贷款余额(含个人贷款、单位贷款、透支垫款、票据融资、融资租赁以及拆放给非存款类金融机构款项等)、债券投资(不包含银行持有的同业存单)、股权及其他投资(主要包含商业银行购买的证券投资基金、银行理财产品、资金信托、资产管理计划及其他特殊目的载体产品)、买入返售资产(包括买入返售债券、票据、贷款及其他资产等)、存放于非存款类金融机构款项等资金运用类别。经过扩围,广义信贷指标基本上囊括了银行体系的整个资金运用渠道。受广义信贷监管的影响,资金运用领域中的同业往来尤其是非银行金融机构的资金供应面临收缩的压力。

2.2017年3月底4月初,银监会连续出台八份加强监管的文件,其中最受关注的是针对“三套利”(监管套利、空转套利、关联套利)、“四不当”(不当创新、不

当交易、不当激励、不当收费)、“三违反”(违法、违规、违章)的治理举措,有不少是指向银行同业业务。与此同时,证监会、保监会也出台了规范通道业务等各自监管领域的降杠杆政策。

3.2017年2月,央行联合三大监管部门共同草拟资管统一监管文件,尽可能减少监管套利空间。在限定杠杆倍数,消除多层嵌套方面将加强监管。比较关注的是限制资管产品投资其他资管产品(基金中基金、管理人中管理人及金融机构一层委外投资例外);禁止金融机构提供旨在扩大投资范围、规避监管要求的通道服务等。

此外,同业存单作为加杠杆的关键工具,预计也将面临严格监管。根据2017年第二季度《货币政策执行报告》中所透露的信息,央行“拟于2018年一季度评估时起,将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。对其他银行继续进行监测,适时再提出适当要求。”

通过采取上述举措,金融降杠杆已经初见成效。广义货币M2增速明显下降,继2017年5月首次跌破10%后,6月继续出现个位数增速。这主要就是金融体系降低内部杠杆的反映。从其他存款性公司资产负债表看,截至2017年6月末,商业银行同业资产余额和同业负债余额比年初均减少了1.8万亿元,其中同业资产减少5.6%,同业负债减少2.3%。这种双收缩是自2010年以来首次出现的现象。从银行表外情况看,截至2017年6月末,银行同业理财<sup>[8]</sup>产品余额较年初减少2万亿元,降幅31%,连续5个月环比下降,占比也较年初下降7个百分点。银行理财中的委外投资较综合治理前减少5300多亿元。另外,从金融机构信贷收支表看,与信用创造密切相关的商业银行股权及其他投资等科目扩张减少,由此派生的存款及M2增速也相应下降。货币持有主体的变化对此也有所映证:2017年6月末非金融部门持有的M2增长10.2%,比整体M2增速高0.8个百分点;而金融体系持有的M2同比增长2.5%,比M2整体增速低6.9个百分点。这里金融部门持有的M2主要包含了证券公司客户保证金存款、非存款类金融机构同业存款(不含保险存款、保证金存款、客户保证金存款)以及保险存款(计入企业存款科目)。其中,其他金融部门(即非银行金融机构)持有的同业存款增幅放缓是M2增速出现较快回落的重要原因。

由上可见,前一阶段的金融降杠杆使得金融体系内部的信用扩张效应受到遏制。那么,金融降杠杆的走向如何?这也在较大程度上决定了货币创造机制的可能路径。可以预见的是,未来的一段时间内,在中性稳健的货币政策以及多维度、大力度的金融监管举措不会发生重大改变的情况下,基于监管套利的金融内部交易可能会继续受到约束。但银行资金最终能否脱虚入实,商业银行同业扩张的冲动最终能否受到根本抑制,或与实体经济部门的投资回报率能否取得可持续的改善密切相关。在过剩产能和僵尸企业未能顺利出清和退出,资本错配性扭曲未能实质性扭转的情形下,微观效益的阶段性改善恐怕难以持续,由此

导致资金在金融系统中的自我循环或将继续存在。再考虑到(适度且规范的)金融创新趋势的不可阻遏性,金融机构证券净投资渠道的信用创造功能就仍可能在一定时期内发挥其应有的作用。

### 注释:

[1]2017年初,央行还推出临时流动性便利操作(TLF)来缓解短期的流动性紧张,为春节假期间现金投放占比较高的几家大型商业银行提供流动性支持。

[2]在2001年初也有一次小幅提升,主因是央行购买为四大资产管理公司筹集资本金而发行的特别国债2800亿元。

[3]冯煦明:《只知道“影子银行”?你更应该知道“影子央行”》,《澎湃新闻》2017年5月10日。

[4]中国人民银行金融稳定分析小组:《中国金融稳定报告2017》,中国金融出版社,2017年。

[5]随着通道业务的逐步放开,银行也采取了银证合作、银保合作、银基合作模式,借用证券公司、保险公司、基金子公司作为通道投资非标资产。

[6]需要指出的是,其他存款类机构所持有的金融债特别是政策性银行债等也被纳入到对其他存款性公司债权科目中,而这不属于典型意义上的同业投资,需要作适当扣减。

[7]当然,这期间也经历了下降再上升的过程。这或许与统计口径调整有一定关系。2011年10月,央行修订了广义货币供应量(M2)的统计口径,将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款纳入统计范围。自2015年起,央行又进一步调整了金融机构存贷款统计口径,将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的款项纳入各项存款统计口径,同时在金融机构运用端又将存款类金融机构拆放给非存款类金融机构的款项纳入各项贷款统计口径。这就使得银行信贷通过非银行金融机构间接进行信用创造的部分被包含了进来。

[8]需要注意的是,同业理财口径有所调整,2017年理财中报的“金融同业类产品”指专门面向银行业、证券业、保险业等金融机构销售的理财产品,而此前理财年报的“银行同业类产品”是指专门面向银行同业发行的、由其他银行表内资金购买的理财产品。

### 参考文献:

[1][美]弗雷德里克·S·米什金(Frederic S.Mishkin):《货币金融学(第十一版)》,郑艳文等译,中国人民大学出版社,2016年。

[2]梁红:《中国货币发行机制20年未见之大变局》,《华尔街见闻》2017年3月15日。

[3]孙国峰:《信用货币制度下的货币创造与银行运行》,《经济研究》2001年第2期。

[4]伍戈、李斌:《货币创造渠道的变化与货币政策的应对》,《国际金融研究》2012年第10期。

[5]徐忠:《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》,《金融研究》2017年第1期。

[6]余永定:《社会融资总量与货币政策的中间目标》,《国际金融研究》2011年第9期。

[7]张平:《货币供给机制变化与经济稳定化政策的选择》,《经济学动态》2017年第7期。

[8]张晓慧:《货币政策回顾与展望》,《中国金融》2017年第3期。

[9]中国人民银行货币政策分析小组:《中国货币政策执行报告(2017年第二季度)》,中国人民银行网站。

[责任编辑:马立钊]