

# “十四五”时期中国金融改革发展监管研究

中国人民大学课题组\*

**摘要：**金融是现代经济的核心，是实体经济的血脉。党的十九届四中全会明确提出了金融业发展的重要指导方针：健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，加强金融服务实体经济，推动经济高质量发展。要以此为目标，从构建服务于实体经济和科技创新的现代金融体系、完善现代中央银行制度、大力发展资本市场和完善金融体系功能、深化金融对外开放、防范金融风险、推进金融科技发展六个方面，加快推动我国“十四五”时期的金融改革开放和发展。

**关键词：**“十四五规划”；现代金融体系；金融开放；金融风险；金融科技

经过改革开放 40 年，我国各方面都取得了巨大成就，中国特色社会主义进入了新时代。伴随着中国经济的发展、市场的开放和改革的推进，中国的金融也发生了翻天覆地的变化。从以传统信贷业务为主导的单一金融业态，发展成为一个涵盖信贷市场、货币市场、资本市场、金融科技、财富管理、支付清算等多元化的金融业态。金融业态的多元化，推动了中国金融功能的转型升级和效率提升，逐渐从单一融资的金融功能发展成为融资与财富管理并重。金融风险也由改革开放初中期的单一机构风险（资本不足风险）演变成机构风险与市场风险并存的格局。金融监管模式与之相适应，也由“大一统”的模式历经“分业监管”到目前正在探索的功能监管模式。在过去 40 年的金融变革中，中国一直坚持市场化的改革方向，在资源配置方式、风险分散机制和监管模式改革等领域朝着现代金融方向推进，在开放和国际化方面秉承试错性探索的原则，并积极拥抱金融科技带来的变革。目前，中国金融已从改革开放之初的传统、落后的计划性金融，转变成初具现代化金融功能特征的市场化金融。中国经济

\*中国人民大学课题组组长：吴晓求教授。

课题组成员（以姓氏拼音为序）：郭彪、何青、刘泽豪、罗煜、钱宗鑫、瞿强、宋科、谭松涛、涂永红、许荣、张成思、赵锡军、庄毓敏。

是大国经济，中国也必须构建与大国经济规模、结构和特征相匹配的大国金融。因此，中国金融应该是开放的，具有强大的基于市场的资源配置、财富管理和风险分散功能相统一的特征。“十四五”规划时期，中国金融面临开放加速、金融科技实践的冲击，应延续市场化的方向进行结构性改革，顺应技术性特征和国际化趋势，探索适合中国的大国金融模式。

金融是现代经济的核心，是实体经济的血脉。党的十九届四中全会明确提出了金融业发展的重要指导方针：健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，加强金融服务实体经济，推动经济高质量发展。要以此为目标，从以下六个方面，加快推动我国“十四五”时期的金融改革开放和发展。

## 一、构建服务于实体经济和科技创新的现代金融体系

### （一）存在的主要问题与原因

1.金融市场化深度有待提升。现代金融体系是高度市场化的体系。当前中国金融仍存在利率调控机制和传导机制不完善、人民币汇率市场化形成机制不健全、资本市场定价机制不畅通等问题。从利率角度看，中国金融市场对存贷款利率水平的显性管制已经解除，但是，利率市场化形成机制尚未真正建立，利率型政策调控工具效果有待加强，利率传导机制仍待完善，且市场化利率水平在资金定价过程中的影响力偏小。与此同时，金融机构对存贷款基准利率的依赖较强，自主定价能力偏弱，国有企业和地方政府预算软约束依旧明显。从汇率角度来看，近年来，人民币汇率改革主要强调了人民币在合理水平上基本稳定这一目标，并在此前提下尽可能推动其它目标的实现。然而，随着中国经济社会的发展，人民币的风险管理、跨境流动、国际影响力提升等需求变得越来越重要。解决这些问题的关键在于推进人民币汇率形成机制的市场化。从资本市场定价角度看，长期以来，受非市场化发行和退市制度、地方政府行政干预和隐性担保等因素的影响，无论债券市场还是股票市场都不同程度地存在着定价扭曲，并由此带来了金融资源配置效率低下，金融功能弱化等问题。

2.金融国际化范围亟待扩大。现代金融体系是开放的体系。开放不但使一个国家能够在全球范围内实现资源配置和风险分散，还能够通过相关制度和法治的建设，促进一国经济和社会的长期稳定发展，实现国家文明与现代化。当前，我国金融开放程度落后于经济发展程度，无法适应经济全面开放的要求，没有充分发挥好以开放促改革、以开放促发展的作用。

3.金融科技化程度有待提高。现代金融体系是科技创新驱动体系，要求科技成为金融脱媒和金融开放之外推动金融发展的第三种重要力量。金融科技的力量在一定程度上打破了金融供给在时间、空间上的约束，提升了金融服务的质量、效率和可获得性，不仅独立形成了一种金融业态，还将帮助传统金融业更具效率地管理风险、拓展客户。当前我国金融科技

在增加金融服务供给、提高金融效率、推动普惠金融、防范金融风险等方面仍有较大发展空间。

4.金融监管能力尚需加强。现代金融体系必须是能够识别并有效防范风险的体系。随着经济的发展,社会对金融服务的需求在发生变化,金融监管也应随着本国金融结构和金融风险的变化而做出应对。随着中国金融向现代金融体系转变,单一信贷资产逐渐发展为多元化金融资产,证券化资产占比将提升。这将导致风险的来源从资本不足为主转向资本不足和透明度不足双重风险并存。一方面,识别出具体的风险点帮助更好地完善金融监管;另一方面,不同风险互相扩散、交织,导致金融风险存在异变性和复杂性,给金融监管带来新的挑战。

## (二) 总体思路

提高金融服务实体经济的能力,是“十四五规划”期间中国金融改革的最终目标,因此,应当从满足微观主体的金融需求出发,设计好现代金融体系服务居民和企业的机制和结构;从提高资源配置效率、形成风险分散机制出发,建立健全开放、透明、高效的资本市场;从金融创新和金融安全角度出发,提升金融监管水平(吴晓求,2019b)。

1.加大金融服务实体经济力度,切实推动经济高质量发展。金融发展要不断满足经济社会发展和人民群众生活水平提升带来的金融需求变化,离开了实体经济需求,金融的自我发展是不可持续的(Buera and Kaboski, 2012; 刘伟, 2018)。但是,随着经济社会发展、经济结构转型和居民财富增长,金融服务于实体经济的内涵也在不断发生变化。当前,中国金融要越来越多地向经济高质量发展和居民多样化财富管理的需求倾斜,越来越多地向科技创新企业和消费类企业倾斜,越来越多地向民营企业和中小微企业倾斜。这就需要切实转变金融服务实体经济的方式,构建一个涵盖银行信贷、便捷支付、风险投资、债券市场、股票市场、衍生品市场等全方位、多层次的金融支持服务体系,更好地满足不同经济主体、不同风险特征的金融需求。

2.持续推进金融市场化改革,进一步完善市场化的利率决定机制。不断提升金融机构的资产管理能力和风险管理能力,加快利率衍生品市场的发展,大力培育金融市场基准利率体系,推进存贷款基准利率与金融市场基准利率并轨。持续推进汇率形成机制市场化,逐渐增强人民币汇率弹性,扩大外汇市场投资交易功能,逐步推进资本项目下的人民币可自由兑换,支持人民币在跨境贸易和投资中的使用,推动人民币国际化以及中国国际金融中心建设。改革和调整金融结构,加大直接融资比重,推动资本市场发展。

3.稳步推进金融对外开放。不断提高和拓宽外资金金融机构的参与度,完善资本市场双向开放机制,提升跨境资本流动的便利度。加快形成涵盖金融机构国际化、人民币国际化、金融市场国际化的现代金融体系。大力提升国内金融机构的全球资产配置能力和风险管理能力,协调推进金融业对外开放的税收、会计、评级等配套制度,完善与金融业开放相适应的风险评估体系,健全跨境资本流动宏观审慎管理架构,提高可兑换条件下的风险管理水平。切实推进国际金融中心建设,完成从金融大国向金融强国的转变。

4.高度重视金融科技发展。充分运用现代科技成果创新金融产品、经营模式、业务流程,推动金融发展提质增效,进一步改变金融市场格局。利用大数据、人工智能、物联网等技术手段,改善金融服务的质量和效率。不断缩小数字鸿沟,服务长尾人群,缓解小微企业融资难、融资贵问题。防范技术壁垒、综合经营等引起的金融风险,加大金融消费者保护力度。

5.大力发展资本市场。要不断提高资本市场信息透明度,全面推行证券发行注册制度,完善证券交易制度,健全退出机制。加大资本市场对外开放力度,优化投资者结构,引导更多中长期资金进入市场。提高资本市场定价效率,培育资本市场的财富管理功能。完善多层次资本市场体系建设,提升资本市场支持关键核心技术创新和服务实体经济的能力。

6.加快推动金融监管框架和制度变革与创新,更加关注透明度风险。实现微观审慎监管与宏观审慎政策的有效协调配合,特别关注微观审慎监管与宏观审慎政策的衔接与可转换性。充分利用监管科技手段,建立智能动态的金融市场监测系统和金融风险防控系统,加强新型金融风险的识别与防范,提升金融监管的实践效果。进一步健全与完善“一委一行两会”的金融监管体制,加强国际协调,确保不发生系统性金融风险。

## 二、完善现代中央银行制度、健全市场化利率形成机制

### (一) 存在的主要问题

1.央行的专业性地位和政策制定与施行中的独立性有待提升,货币政策稳定性与连续性不足。央行货币政策目标较多,多重目标之间的权重不甚清晰。央行承担较多刺激经济增长、促进就业和维护金融稳定等长期任务,使得市场对货币政策的短期预期不稳定,增大了经济波动性。央行在政策制定和施行中的独立性尚显不足,使得政府债务货币化冲动有所增强,加大了未来系统性风险集中爆发的可能性。

2.基础货币投放主动性尚需加强,投放工具仍需丰富。被动投放基础货币仍然占据较大比例,货币市场短期调节工具需要进一步充实,短期国债市场深度不足,制约了回购交易开展。结构化投放工具效果有限,实施过程中存在监管套利现象。

3.基准利率市场化程度有待提高,反映市场资金真实供求的能力有限。贷款基础利率(LPR)报价以中期借贷便利(MLF)操作利率为基准加点形成,而MLF的形成过程中,行政干预存在较大影响,导致MLF的市场化程度不足,没有完全反映市场出清的利率水平,进一步导致银行贷款成本与流动性不完全匹配,资金市场存在一定程度的扭曲。

4.货币政策定向调控能力有限。货币政策用于调节经济结构具有一定局限性。市场经济条件下,资金会存在由低收益部门流向高收益部门的激励。定向货币政策往往只能在初期取得一定的短期效果,随后政策效果会由于资金市场化流动和监管套利而减弱。

### (二) 改革的目标与重点

1. 货币政策目标应聚焦主次，增强央行独立性。央行应以币值稳定为首要目标，其次考虑经济增长。货币政策主要作为短期稳定器，不应过度作为长期工具使用。防范化解风险应通过专门的金融稳定工具实现。货币政策应用于推迟债务风险爆发时，应当明确退出时间表。要进一步增强央行独立性，从体制机制上逐步减少对货币政策的干预，赋予央行独立决策利率、货币供应量等重要中间目标的能力（Stein，2012）。

2. 优化基础货币投放结构和抵押品结构。根据经济运行状况，合理确定基础货币结构。首先通过降低存款准备金率增加货币乘数，释放流动性资金。存款准备金率降到较低水平后，再通过央行增持有价证券增加基础货币投放。央行直接持有的国债规模增加不宜过快，防止赤字过度金融化。

3. 加快推动数量型货币政策向价格型货币政策转型，完善市场化调控机制。要逐步实现数量型中间目标到价格型中间目标的转变，通过公开市场操作调整基准利率并传导到终端利率。合理选择市场化基准利率，考虑将基准利率从MLF利率改为银行间回购定盘利率（FDR利率），并将其统计范围扩展到全部金融机构，提高基准利率地位和市场认同。要尽快消除存贷款利率与货币市场利率“双轨并行”的格局，择机将存款利率与货币市场基准利率挂钩。

4. 加快货币市场子市场建设和货币政策工具创设。要加强利率工具在基础货币价格形成中的作用，建设数量型与价格型并重的多维度货币政策工具体系。适当考虑超额准备金利率的使用。

### 三、大力发展资本市场，完善金融体系功能

#### （一）存在的主要问题与原因

1. 资本市场核心功能需要重新定位。长期以来，中国资本市场片面强调为企业提供融资服务，而忽视了其他功能的发挥。然而，当财富管理功能无法实现的时候，市场缺乏必要的活力与韧性，融资功能的发挥也大打折扣。随着居民财富的积累和人口老龄化速度的加快，居民家庭快速扩张的财富管理需求与资本市场整体的低投资回报率之间的矛盾日益突出。资本市场迫切需要满足居民日益增长的家庭财富管理需求。与此同时，市场定价能力薄弱导致大量资金沉淀在盈利能力低下的企业中，资源优化配置的目标难以有效实现。资本市场需要从重视单一的融资功能过渡到融资、财富管理和资源优化配置三者并重的阶段。

2. 上市公司质量亟待提升。中国资本市场上市公司的质量整体偏低，体现为企业整体盈利能力较低、成长性以及成长的持续性不足。从证券发行的角度看，在审核制的框架下，企业发行上市的标准过于关注其当前和历史的财务指标，对企业未来发展潜力缺乏有效的评估。过高的发行门槛导致上市资格成为一种稀缺品，进而阻碍了退市机制的顺利运行，资本市场难以真正实现“优胜劣汰”。从公司治理角度看，由于缺乏有效的外部监督机制和有利的淘汰

机制，控股股东掏空上市公司的事情时有发生，公司价值遭受损害。

3. 投资者结构有待进一步优化。中国股票市场上个人投资者规模庞大，整体理性程度偏低，交易行为很大程度上受到个人情绪的干扰。这种情绪驱动的交易活动加大了资产价格的波动，降低了资产价格的信息含量。当非理性交易成为市场普遍存在的活动时，由此带来的噪音交易风险就成为市场一类重要的风险来源，进而影响理性投资者的套利行为，降低市场有效程度。与此同时，当投资者非理性程度较高时，上市公司有更大的激励去迎合投资者而不是专注于公司业务的发展和长期盈利能力的提升，这对资本市场整体发展会造成根本性的影响。

4. 资本市场透明度监管有待进一步提高。对于资本市场而言，透明度是其生存和发展的基础。中国资本市场虚假信息披露、操纵市场、内幕交易等违法违规行为相对严重。究其根源，一是资本市场的法律制度体系不够完善。从公司法、证券法等法律到股票发行条例、信息披露、退市准则等都应逐步修订完善。二是违法违规成本过低。上市公司通过虚假信息披露获得巨额收益而无需承担太多经济成本，从而严重影响了市场的声誉。

## （二）总体改革思路

1. 构建融资和财富管理功能并重的资本市场。中国资本市场的改革要与我国现行的供给侧结构性改革相结合，配合实体经济的调整，加强创新以适应市场需求。不能把资本市场看成是一个简单的融资市场，看作是商业银行借贷、融资的市场化延伸。一个无法为投资者提供合理投资回报、缺乏财富管理功能的资本市场，长期看会严重损害其融资功能的效率。这一理念如果无法形成，就无法深刻理解资本市场在现代金融体系的核心价值，变革就会找不到正确方向（吴晓求，2019b）。

2. 提升资产定价效率，实现资源优化配置。传统金融依赖商业银行信贷融资，而信贷市场只是现代金融体系中的一部分。资本市场的发展要求以市场为风险定价的基础，为不同资金供给者和需求者提供融资工具选择和交易对手匹配，进而完成金融资源的市场化配置。在这一过程中，价格是一切市场行为的基础。当市场丧失了价格发现能力的时候，相关活动主体的决策行为就缺乏依据，就会是扭曲、甚至错误的。资本市场改革的一个重要内容就是围绕提升资产定价效率，完善包括推动一级市场定价的市场化程度、改善上市公司信息披露质量、优化投资者结构在内的各项制度设计，其中，最重要的是总结科创板注册制的制度，全面推行股票发行的注册制改革。

3. 完善资本市场制度建设，提升上市公司质量。上市公司是市场价值的创造者。上市公司质量的提升既要依靠自身经营管理能力的提升和内部治理结构的完善，也离不开资本市场制度体系的完善。要进一步加快发行制度改革，完善退市机制设计，确保市场优胜劣汰的竞争法则，优化资源配置效率。逐步引导建立多元化的分析师评价体系，建立上市公司多元化评价体系，完善上市公司内部治理体系和外部监督机制，切实提升上市公司整体质量。

4. 明确监管目标，创新监管模式。一国金融监管的框架取决于该国金融市场风险的来

源和特征，资本市场的风险主要是由信息不透明带来的，因此，信息披露和市场透明度监管是资本市场监管的核心。监管部门需要对信息披露的内容、方式以及信息披露违规后的处罚措施做出具有可操作性的制度规定，并确保其公正执行。同时，借助大数据、机器学习等新型手段，建立资本市场综合信息监管平台，实现智能化市场监管防控（周小川，2018）。

## 四、进一步扩大金融对外开放，推动人民币国际化

### （一）存在的主要问题

1.人民币汇率形成机制不够完善，人民币尚未实现完全可自由交易。金融对外开放需要完善人民币汇率形成机制。人民币汇率机制改革的市场化方向没有变，在操作层面上秉持的逻辑是谨慎的、探索性的试错方法。目前人民币的汇率，离完全浮动的汇率制度仍有一段距离。在没有达成浮动汇率的情况下，人民币仍无法实现完全可兑换性，人民币的跨境流动将会受限，这会降低中国金融开放的成效，也会影响人民币的国际使用。汇率机制不完善的情况下进行金融开放，监管部门会常常陷入国内均衡和外部均衡取舍的两难境地，也不利于形成一致稳定的市场预期。

2.人民币的双向流动机制还不通畅，境外资本投资比例过低。人民币的资本流动包括境外人民币对内投资和境内人民币对外投资，目前来看，两个方面的流动都存在诸多限制。出于审慎监管的需要，人民币的对外投资需要多部门严格审批。在“一带一路”的框架内，中国已经在逐渐完善人民币对外投资的途径机制，中国对外投资规模也在逐年提高。但是境外资本投资国内资本市场的比例仍处于较低水平，2019年中国资本市场上的外资占比只有3%。若境外机构持有的人民币没有稳定的资产池进行保值增值，将会抑制其他国家和地区使用人民币的意愿。

3.国际货币竞争加剧，需要较长时间形成人民币网络效应。世界经济增长正在趋缓，中美关系从合作走向竞争，国际环境严峻而复杂。美元作为主要国际货币，给美国带来了巨大铸币收益，人民币国际化将触动美国的核心利益。金融的对外开放和人民币的国际化，削弱了以美元为代表的主要国际货币的影响力，使得国际货币竞争更加激烈，人民币国际化面对巨大竞争压力。同时，货币的使用具有路径依赖性，一旦形成货币支付习惯，除非有重大的利益变化，很难更改和替代。2015年人民币汇率形成机制改革以来，美元走强，持有人民币的红利大大缩小，无论贸易还是金融计价结算，使用人民币的动机有所减弱。只要人民币未迈过网络效益门槛，受到规模小、交易成本高的约束，人民币国际化就缺乏竞争优势。

4.与金融对外开放相适应的法律体系与法治水平尚待完善，市场透明度、契约精神亟待提升。目前，国际上已有包括国际清算银行支付结算体系委员会和国际证监会组织联合发布的《金融市场基础设施原则》、《金融市场基础设施法》、《金融市场基础设施和证券及衍生品

交易市场行为条例》等完备的国际立法规范，但中国尚没有清晰透明且具有可操作性的综合立法。此外，随着经济的快速发展，社会越来越需要契约精神。有了契约精神、履行承诺，才能有效维护市场和社会秩序，提升金融市场参与者信心。随着中国金融的进一步开放，更迫切需要加强信用体系建设，推动更完善的信息披露制度和市场透明度。金融中介机构是信息的过滤者和发布者，会计师事务所、律师事务所、资信评估机构以及各种金融中介机构的专业化能力仍需提升。同时，法治水平和道德约束的形成需要政策稳定性作为支撑，不连贯、不一致的政策会削弱制度的可信性，这对中国监管部门等政策制定者提出了更高要求。

## （二）改革目标与路经

1.短期路径与目标。中国金融市场开放的短期目标是进一步提升市场在金融资源配置中的决定性作用，更好地服务于经济的高质量发展。包括四个层次：不断提高外资机构对中国金融的参与度；进一步拓宽资本市场双向开放机制，提升跨境资本流动便利度和效率，不断提高资本市场的国际化程度；进一步深化人民币汇率制度改革，建立市场化汇率形成机制；通过实施高效率的货币政策和金融监管，维护人民币币值的合理稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。逐渐完成中国金融业从被动适应现有国际金融规则和国际金融体系到积极参与国际金融规则和体系建设的角色转变（吴晓求等，2020）。

2.长期路径与目标。从长期看要形成一体两翼的战略目标，其中人民币国际化、资本市场开放乃两翼，而一体是构建新的国际金融中心（吴晓求，2019b）。中国要逐渐形成市场化和国际化的金融体系，确立主要国际金融中心的地位，完成从金融大国向金融强国的转变。在这一过程中，中国将在国际金融领域发挥越来越重要的建设性作用。

一是形成国际化金融体系。着重要从金融机构国际化、人民币国际化、资本市场国际化三个方面入手，建设国际金融中心和国际金融体系。金融机构国际化体现在两个方面，区域分布国际化、服务产品国际化。人民币国际化是中国金融国际化的重要目标，人民币能够成为国际上普遍认可的计价、结算及储备货币。没有人民币国际化，就无法全面启动中国金融的开放。资本市场国际化的重点是双向开放，扩大人民币的跨境流动规模，加强资本流动的监测和预警。金融监管应实现宏观审慎与微观监管的协调与平衡。建设新的国际金融中心是构建现代金融体系的核心。新的国际金融中心主要是人民币计价资产的交易中心和全球财富管理中心。

二是要不断完善人民币国际化的基础设施和配套体系建设。完善 CIPS 规则设计和系统功能，发挥其在技术、安全、便捷方面的后发优势，为参与者提供更好的动态管理、流动性支持和金融风险管理服务。充分考虑海外需求，提高各类市场主体参与的便利化程度，适度匹配和延长交易结算时限。推动清算行转型为离岸做市行，丰富离岸人民币利率产品，探索离岸人民币流动性调节机制。完善人民币大宗商品、金融产品的衍生品市场，推出国际认同的人民币金融产品标准，提高人民币衍生品市场的国际性，为人民币资产管理提供完备的风险管理、对冲工具。加快推动税收、会计、评级等制度国际接轨，为境内外投资者提供透明、



可信的配套服务。积极推进境内评级体系发展和适度开放，加强行业监管，为境内外投资者提供充分可信的风险定价参考。此外，化解境内外法律及监管适用差异，以场景适用或立法条款等形式，在跨国主体认定、违约处理、争议解决等方面明确和协调处理方式，消除境外投资者的顾虑。

三是要大力发展数字货币与人民币电子商务，为一些国家替代美元提供手段、渠道和清算机制。在苏州、深圳等城市试点数字货币的基础上，加快完善数字货币的投放、发行、运营和回流体系。中国幅员辽阔，各地区的经济发展水平不一，在数字货币的推广使用过程中，需要总结可复制、可推广的方式方法，这些经验可以帮助世界其他国家发展数字货币。尤其是对于委内瑞拉、伊朗、俄罗斯等对于美元霸权有抵制情绪的国家，数字货币是非常有吸引力的替代性产品，在帮助当地稳定货币价值的同时，推动了人民币国际化发展。

四是要在各个金融市场提高人民币资产管理能力，加强对资本项下人民币跨境使用的管理和整体规划，稳妥有序推进资本项目开放。将上海打造成为与伦敦、纽约一样的全球金融中心，将深圳建设成为与旧金山齐名的金融科技中心和新兴产业的培育和孵化中心。放宽货币市场准入资格，进一步发展外汇衍生品市场。允许适度投机交易，增强市场的深度和广度。尽快解决境外投资者在不同账户之间的头寸转换问题。提高中国配置、调度国际金融资源和人民币资产管理能力。

五是要坚定不移、审慎有序地推动人民币成为全球重要货币，在经常项下系统地推进人民币跨境使用，充分发挥人民币国际化服务实体经济、促进贸易投资便利化方面的积极作用。在资本项下，加大以人民币定价的金融资产的交易。在中方提供主要资金进行的“一带一路”重大项目建设中，应设定最低比例的人民币额度。增强货币互换的计划性和针对性，争取将人民币纳入对方国家金融体系，使得相关国家商业机构可以借到人民币用于进口支付。精简人民币跨境使用相关程序，避免产品多头监管，提高跨境投融资审批流程的便利性和透明性，协调不同管理机构，整合建立便捷的信息和政策查阅平台。

## 五、开放条件下的金融风险及其防范

### （一）可能存在的风险

1.跨境资本流动风险。金融开放必然会加剧跨境资本流动，加剧资产价格波动，增加资本市场风险。短期国际资本流动存在严重的套利动机，容易在国内金融市场景气时，资本过度流入，滋生资产价格泡沫。在金融市场衰退时，资本过度流出，导致资产价格急速下跌，引发流动性危机。不仅如此，在开放条件下，外部经济金融事件更容易通过资本流动传导到中国资本市场，加剧资本市场波动。

2.汇率大幅波动风险。金融开放后汇率面临着自由浮动与安全性之间的权衡。金融开放

后，浮动汇率是必然选择，这将对经常项目带来直接影响，进出口企业的国际竞争力也会遭到冲击。同时，汇率波动也会影响着境内人民币投资的收益率，由此导致国际游资频繁的进出，加大金融市场的波动性。在宏观经济层面，汇率自由波动也对央行货币政策、外汇储备提出了更高的要求。若宏观调控出现失误，汇率自由波动还会引发更大的金融风险。

3.房地产市场风险。资本自由流动和汇率弹性增加，使得中国房地产市场价格波动加剧，增加房地产市场风险。房地产在中国家庭和企业的资产组合中占有较大比重，房地产部门对中国宏观经济有重要贡献。由于房地产投资者通常使用金融杠杆，房地产部门的景气周期又和金融部门密切联系在一起。房地产价格高估时，在金融市场封闭的条件下，由于国内缺少替代的投资品种，房价调整可能比较平稳。但金融开放增加了多种资本投资渠道，可能加速高估的房价调整，房地产价格下跌，导致其作为抵押品价值下降，容易导致企业和金融机构的流动性问题。

4.金融机构风险。开放背景下更加激烈的竞争和更加复杂的业务网络增加了金融机构可能面临的各种风险。在竞争压力下，容易产生过度风险承担，增加金融机构的流动性风险和倒闭风险。开放也增加了国内金融机构的业务范围，在更加广泛的业务联系下，外部经济金融事件对国内金融机构经营状况将产生更大的影响，加剧其经营风险。在金融机构国际化过程中，容易因为不适应新的经营环境而产生合规风险。

5.金融监管风险。跨境资本流动增强内外市场联动，要做到穿透式监管，消除监管真空地带和监管套利行为，必须依赖监管国际合作。一国金融政策（尤其是利率和汇率政策）的政策效力会被相应的跨境资本流动所冲抵，导致金融政策抵消或无效，加大了中国金融政策制定和实施的难度，监管部门与金融市场的沟通变得更加重要。金融开放之后，如何改进现有的监管框架，与其他国家监管机构和国际组织共同合作，实现功能监管目标，防范和及时化解金融风险是金融开放后必然要面临的问题。

6.实体产业风险。金融开放扩大了单一外部事件冲击和行业冲击对中国实体产业的影响，尤其是对纺织服装、机械制造、软件服务等参与全球竞争的产业。丰富了企业进行现金流管理的工具和手段，但也增加了业务风险和相关业务人员的操作风险。在金融开放条件下，外部冲击对实体产业的影响被放大，若实体企业自身的产业竞争力较弱则会在投机性资本的冲击下遭受巨大损失。境外金融机构倾向于抢占优质大客户、大型龙头企业的市场，市场竞争的结果会导致大企业的融资成本下降，而中小企业、民营企业的融资成本攀升，可能影响供给侧改革。

7.高额债务风险。金融开放可能进一步提高家庭和企业的杠杆率，提高外债比重，增加债务风险和汇率风险的双重叠加风险。在人民币国际化实现之前，如果没有政府管制，大量外债可能仍然以外币形式存在。在人民币汇率下行的情况下，外债的人民币负担加大，会进一步加剧债务风险。而债务问题的加剧又会反过来加剧人民币下行压力，造成双重风险。

## （二）防控思路与重点

1.总体原则。要继续遵循“渐进、审慎、可控”原则，做到金融市场有预期、金融机构有准备、金融监管有安排、国际合作有保障，坚守住不发生系统性金融风险的底线。要协调有序地推进金融领域改革，处理好实体经济和金融部门、国内产业经济和跨境资本流动的关系。金融开放顺序和层次，要与国内金融体系成熟程度、实体经济风险抵御能力相适应(裴长洪、刘洪愧，2018)。

2.具体举措。一是增强资本市场韧性，完善资本流动宏观管理机制。进一步深化资本市场改革，促进多层次资本市场发展，增强境内资本市场吸收冲击的能力。提高金融机构资产管理水平，促进各类资产定价理性化。推动金融开放常态化，提高因时制宜的资本管控能力，深入研究资本流动政策与其它经济政策的搭配问题，进一步提高宏观调控能力。

二是加快推动外汇市场建设，增强市场竞争力，化解汇率风险。坚持汇率市场化改革，在增加汇率灵活性的同时引入更多交易主体，提高汇率市场深度，使得人民币汇率更能反映市场供求和预期。丰富外汇期货和外汇期权产品，加快推出汇率指数相关产品，降低人民币与美元、欧元等主要货币的对冲成本，降低企业管理汇率风险的成本。不断推动金融业态、金融产品、金融基础设施等领域创新，通过科技创新提升金融机构实力、金融市场的竞争力和防范金融市场风险的综合能力，降低汇率波动对中国金融体系的冲击。

三是坚守“住房不炒”，推动房地产市场健康可持续发展。防止房地产价格非理性大起大落，确保房地产价格相对稳定。提高租户保护水平，推动租房市场发展，以坚实的基本面作为房地产市场发展的根本动力。促进房地产金融合理健康发展，保证房地产市场必要的流动性，防范流动性危机。

四是加强金融机构人才队伍建设和国际化经营能力。鼓励境内金融机构通过多种方式吸引和激励国际化专业人才，为境内金融机构发展提供人力资源保障。进一步推动功能监管和综合化监管改革。在金融监管方面兼顾中国特色和国际惯例，同时完善制度保障，促进中国国内金融机构提升国际化水平。

五是进一步加强金融支持实体经济发展的能力。改善国内营商环境，提高实体企业的竞争力和资信。引导金融资本多渠道服务实体经济，坚持市场化引导手段，强化金融机构处理信息不对称的能力，通过金融机构的择优能力，促进产业发展。

六是建立与经济发展相适应的债务结构。充分重视外币债务对金融风险的影响，综合考虑涵盖整体和局部债务、内部和外部债务、显性和隐形债务、私人部门债务和政府部门债务等在内的国家债务整体水平。要综合协调财政政策与货币政策化解债务风险，与实体经济发展、房地产风险和金融机构风险相统一，真正做到风险化解而不是风险转嫁。

## 六、金融科技发展的深刻影响和发展重点

### （一）主要影响和问题

1.推动金融脱媒，改变市场格局。金融科技创新金融产品、经营方式、风控流程等，运用现代科技成果推动金融业创新发展。与传统银行支付相比，第三方支付操作更加便捷高效，并嵌入了电子商务和社交等互联网平台，对零售端客户有极强的吸引力，因此迅速分流了原属于银行的支付业务。从长期来看，随着客群整体数字能力的提升，第三方支付不排除未来介入大额资金交易的可能，银行支付中介功能将会弱化。金融科技发展还引发零售信贷市场竞争，一定程度上替代传统银行信用中介功能，推动金融脱媒。大数据信贷的发展让一些科技公司进入信贷市场，与银行在零售信贷市场开展竞争，也部分替代了传统银行的信用中介功能，加速金融脱媒。

2.增加金融供给，提高服务效率。金融科技发展促使经营成本显著下降，主要体现在减少对物理网点的依赖，云计算和分布式架构等技术发展降低机构前期成本和后续基础设施成本，提高金融服务提供商的工作效率和客户的管理效率。利用金融科技可以改善传统的低效率组织结构，改进复杂和耗时的预审批、中期管理和后期监督与控制。利用大数据、人工智能、物联网等技术分析客户金融需求，针对客户个性化需求和差异化风险偏好，提供金融产品与服务。减少了筛选的时间成本和资金成本，服务流程实现了优化，运营效率得到了提升，客户可以快速接触到优质服务。

3.服务长尾客群，助力普惠金融。金融科技拓展了传统的风险评估手段，可以借助现代科技手段实现更为全面的信用评估，提高金融机构的信用风险管理能力。利用大数据可以识别出具有低违约风险的优质服务对象，可以有效地防止高违约风险的客户从事高风险的投资活动，更有针对性地快速提供优质服务。通过金融科技不断缩小数字鸿沟，服务长尾人群，缓解小微企业融资难、融资贵等问题，解决成本与收益不匹配、效率和安全难以兼顾等普惠金融发展所面临的问题，进一步服务没有被传统信贷体系覆盖的人群，有助于实现真正的普惠金融。

4.金融风险变异，增加监管难度。基于大数据、人工智能、区块链等新技术的金融创新，其有效性、稳定性和安全性存在不确定，风险有出现变异的可能。同时，技术进步带来的机构综合化经营，使得系统性风险增加，也使得透明度监管变得更加困难。金融科技公司的兴起和互联网金融产品的推出，打破了金融业原本子行业之间的隔阂，通过一个平台，可以对接支付、储蓄、信贷、保险、理财、股票、基金等几乎各金融大类的产品，提升客户的黏性，推动金融业朝着更加混业的方向发展。这为既有的分业监管模式带来了挑战。此外，非法集资等金融诈骗活动打着金融科技的旗号蒙蔽金融素养相对较低的普通群众，也为监管带来了很大挑战。

### （二）发展思路和重点

1.抓住新一轮技术革命机遇，引导金融科技健康有序发展。金融科技发展为金融乃至经济发展带来了巨大的机遇，要认真学习习近平总书记关于区块链技术的论述，加快推进金融

科技和产业创新协同发展。结合央行等各部委和地方政府规划,努力建立健全金融科技发展的基础设施,加强金融与科技的协调发展,增进金融科技落地的实践效果,拓展人民群众获得金融服务的渠道,提升人民群众对金融服务的满意度,在全球金融科技发展占据领先水平。在监管方面,应继续对金融科技的发展保持开放、包容态度,在风险可控的前提下,用战略眼光和前瞻性视角出台切实可行的政策、引导金融科技健康有序发展。

2.利用金融科技提升金融的效率,推动金融转型升级。金融科技契合市场需求,是中国金融改革的内生力量(吴晓求,2015)。要制定符合市场要求和未来发展趋势的金融科技发展战略规划,尤其应重视科技人才培养和业务模式探索,逐渐将金融科技的变革应用到金融机构和金融市场中来。借助金融科技的手段来提升金融服务的效率,推动金融供给侧改革,实现金融业转型升级。当前,国内外顶尖金融机构已经制定了自己的金融科技发展战略规划,重视相关人才的培养和引进,部分传统金融机构也正在与金融科技公司合作。政府应该引导金融机构和金融科技公司的竞争合作,积极提供线下应用场景,抢占全球金融科技的竞争高地。

3.引导金融科技朝数字普惠金融方向发展。要理性看待P2P网贷平台的风险爆发等金融科技发展过程中出现的问题。P2P出问题并不意味着整个金融科技体系都不行,P2P更多是实践操作中走了歪路,因此要引导金融科技朝着正确的方向发展。金融科技要利用好其普惠性的特点,抓住金融科技纳入之前无法得到金融服务的群体,扩大金融覆盖面。在数字普惠金融的框架中,以现代科技为依托,使得银行、非银行金融机构、移动网络运营商等作为金融服务的提供商,通过数字化交易平台、代理网络和消费者接受设备等要素的组合,高效率、低成本地获取客户信息,削减运营开支,优化风险管理,让经济能力较差的群体能够以可承担的价格享受到征信、支付、信贷、储蓄、理财、保险甚至是证券等正规金融服务。要用强大的数据体系看清风险的成因,合理管控风险。

4.以央行为主导稳妥推进官方数字货币发展。当前,全球对将数字货币引入货币体系的呼声越来越高,私人机构如Facebook已宣布即将发行名为Libra的数字货币。数字货币的出现引发了人们对去中心化货币发行机制可行性的探讨。现代经济中,中央银行发行现钞,通过控制存款准备金率等手段调控商业银行准备金,创造基础货币;商业银行根据基础货币数量发放贷款,在此过程中创造信用货币。这种“中央银行-商业银行”的货币创造机制已经成为现代货币经济的柱石。要明确的是,数字货币只是基础货币供应形式的改变,不是机制的改变。本质上数字货币只有仍然依靠国家信用才能成为稳定的货币。中央银行发行数字货币要解决一系列基础性的问题。例如,数字货币的发行机制中商业银行的位置,商业银行在数字货币发行中扮演的角色,数字货币和现行法定存款货币如何共存等。央行要稳妥推进数字货币发展,在风险可控的前提下,利用成熟可靠的技术稳步推进。

5.加快推动监管科技发展,防范系统性金融风险。要关注如何有效引入当前热门领域中的技术力量,加强监管能力及效率。通过科技手段服务监管需求,实施穿透式监管,提高监

管效率（吴晓求，2019a）。首先，要关注顶层设计，统筹规划监管体系框架、技术标准、保障措施等顶层设计，完善数据安全、技术标准、政府管理制度、信息披露等方面的法律法规，构建新型监管体系。其次，要培育良好的产业生态圈，监管科技公司、明确金融机构及监管机构的分工，积极探索新场景、新技术、新生态，快速有效地推进新技术在监管领域的应用。最后，要加强科技人才队伍建设，推动新兴科技在金融监管中的运用。

6. 严厉打击新型金融犯罪，加强金融消费者权益保护。要加强金融科技监管，严格市场准入。市场准入审核是净化金融科技生态的第一步，要贯彻落实好“所有金融业务都要纳入监管，任何金融活动都要获取准入”的基本要求，凡实质从事法定特许金融业务的，一律须申请并获得相关牌照，才可以开展业务并接受持续监督。要尽快完善相关基础性法律法规，尤其应明确网络借贷机构的性质及其法律地位，使互联网金融企业的经营活动做到有法可依，有法必依，防止不法分子打擦边球进行非法集资，同时也要鼓励和支持合法的网络借贷活动，避免“一刀切”。要建立和健全信用体系，实现跨部门的信息共享。加强大数据发展过程中的个人隐私保护，加紧出台相关立法。还要通过对投资者加强教育，对其投资行为进行合理的引导以规避和防控金融诈骗风险。

#### 参考文献：

- (1) 刘伟：《习近平新时代中国特色社会主义经济思想的内在逻辑》，《经济研究》，2018年第5期。
- (2) 裴长洪、刘洪愧：《习近平时代对外开放思想的经济分析》，《经济研究》，2018年第2期。
- (3) 吴晓求：《互联网金融：逻辑与结构》，中国人民大学出版社，2015年。
- (4) 吴晓求：《中国金融监管改革：现实动因与理论逻辑》，中国金融出版社，2019a年。
- (5) 吴晓求：《中国资本市场研究报告（2019）——现代金融体系：中国的探索》，中国人民大学出版社，2019b年。
- (6) 吴晓求、郭彪、方明浩、李诗瑶：《中国金融开放：模式、基础条件和市场效应评估》，《财贸经济》，2020年第5期。
- (7) 周小川：《数字货币和电子支付或多方案并行》，《中国证券报》，2018年。
- (8) Buera, F. J. and Kaboski, J. P., 2012, "The Rise of the Service Economy", *American Economic Review*, 102(6), pp. 2540~2569.
- (9) Stein, J.C., 2012, "Monetary Policy as Financial Stability Regulation", *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), pp. 57~95.

# Research on The Fourteenth Five-Year Plan of Finance Development and Regulation

Research Group on Financial Reform  
(Renmin University)

**Abstract:** Financial system as the core of the modern economy is the blood of the real economy. The Fourth Plenary Session of the Nineteenth Central Committee of the CPC made it clear that modern financial system is adaptive, competitive and inclusive. This is not only an important governance policy about financial sector put forward by the CPC Central Committee, but also a new goal and task to strengthen financial support to real economy and achieve high-quality development. This paper suggest that accelerating the promotion Chinese financial system reform and opening up during the Fourteenth Five-Year Plan period should focus on the following six points: building a modern financial system supporting real economy and technological innovation, improving the modern central bank system, developing the capital market, expanding financial opening up, preventing financial risk, and developing financial technology.

**Key words:** the Fourteenth Five-Year Plan; modern financial system; financial opening up; financial risk; Fintech

## “贷款创造存款”理论的逻辑形成和历史演进

张成思

中国人民大学财政金融学院，中国财政金融政策研究中心

根据已有文献的研究脉络(如 Werner, 2014),“贷款创造存款理论”(loan creates deposit, LCD)由著名经济学家维克塞尔(Wicksell)于1907年在《经济学期刊》(Economic Journal)发表的文章中正式提出并系统阐释,其思想更早可以回溯到19世纪50年代,此后在1910年代得到包括熊彼特在内的诸多经济学家的关注和支持,1920年德国经济学家阿尔伯特·哈恩(Albert Hahn)在他的《银行信贷的经济理论》一书中更是非常全面地介绍了商业银行不需要先有储户存款就能通过发放贷款(或者购买有价证券)创造存款货币的过程。在此基础上,LCD理论于1930年代之后就进入了标准的货币银行学和宏观经济学教材(如萨缪尔森的经济学教材),其更常见的名称是银行的信用创造理论(credit creation theory)。

有意思的是,维克塞尔1907年的文章主题是利率上升对物价的影响,但是在开篇就对LCD理论进行了明确而又详细的阐释,即:银行的贷款业务至少不会立即受到任何资本的限制,银行不需要先有存款也能通过发放贷款创造货币。从核心内容看,LCD理论认为,不应该把银行简单地视为吸收存款的金融中介(无论单一银行还是整个银行体系),而是强调银行的信用与货币创造职能。每个银行在执行贷款合同或者购买金融产品时(银行资产项下业务),都可以凭空创造信用和货币。LCD理论特别强调,银行发放贷款并不需要先获得存款,这一思想与其他银行理论(如部分准备金理论和银行中介理论)的逻辑形成鲜明的对比。

既然银行不需要先获得存款来发放贷款,银行贷款能够创造新的信用与货币,那么随着时间的推移,银行资产负债表和货币供应量度量指标在银行信贷增长时期就会呈现出上升趋势。在这一理论框架下,应该区分两类银行存款。一是由外部资金支持的存款,即原始存款,与存款人或债权人的资金投放有关;二是贷款支持的存款,即派生存款,由银行在其贷款交易中发起。LCD理论对银行贷款的解释的核心在于“贷款人”和“借款人”之间的相互负债(债权人-债务人)关系,而不是像外部资金支持的存款和银行部分准备金理论标准下的债权人-债务人关系。从这个意义上说,此类银行业务的本质可以看成是借据的交换。

LCD理论的最大特色是提出了银行“先有贷款、后有存款”的逻辑,即贷款创造存款而不是存款制约贷款。银行在发放贷款时,虽然没有新的外来存款,但可以将贷款金额记入借款人的账户(相当于贷款给客户后,客户又存回银行)。银行发放贷款可以使资产负债表变



长，但并不一定需要现金、央行准备金或与其他银行资金。

不难看出，LCD 理论的基石不再是储蓄，而是债务。银行创造存款，而不是储户；银行的客户来创造贷款，而不是银行自身。这一原则意味着，内部货币的创造（即货币供应量中超过货币基础的部分）实际上依赖于银行客户的借款意愿，而不是银行的放贷意愿。事实上，LCD 理论的思想可以回溯到 1850 年代。例如，MacLeod(1856)明确提出这种观点，他认为银行不是经营资本（即单纯地作为中介吸收存款发放贷款），而是创造资本，即银行存款可作为购买力；银行主要业务不是借贷，而是创造信用。大多数情况下信贷与信用是一回事，但对银行这样一个特殊的机构来说并不成立，原因有二。一是在初始信贷关系的基础上，银行又多增加了一层反向的信贷关系，后者来自于银行发行的存款，是银行的信用<sup>1</sup>。二是银行的信用可以作为购买力成为货币。对非银行金融中介的普通信贷关系而言，即便再增加一层反向关系也无法像银行一样创造信用，关键就在于银行存款可以被广泛接受，成为信用货币。惟有在两个原因的递进关系下，双边的信贷才能产生多边的信用货币，而非银行金融中介难以将这种双边信贷关系拓展延伸。

当然，本质上存款人与银行之间的关系必然是借贷关系，存款在银行的资产负债表上必然以负债的形式呈现。早期的银行信用发展理论(Howe, 1915)指出，银行贷出的不是狭义货币而是信用，即银行贷出的是自己发行的信用。但 LCD 理论强调这种信用关系不同于普通的借贷关系，因为存款不是来自于被动地借入，而是银行通过贷款业务主动创造产生的（Davenport, 1913）。类似的表述也可以在熊彼特（Schumpeter, 1954）的书中找到，他指出之所以“银行的存款是借来的”这种表述不合适，是因为这给存款人强行扣上了贷款人的“帽子”，并批判了利率决定论给人们带来的“储蓄增加信贷供给”的思维定势，认为存款行为并不能与存款人愿意贷出资金划等号。为了理解 Schumpeter 的观点，我们可以将银行存款看作一种“证券”，这种证券的发行没有时间限制，且发行后买方随时可以收回，存款人综合考虑自己的投资意愿与流动性需求后选择买入这种“证券”，但并不是有意成为信贷的供给方。

对于 LCD 理论思想和逻辑，有几点需要特别说明。首先，LCD 理论只关注银行贷款业务与存款货币创造之间的关系，不够全面。银行作为存款类金融机构，吸收的存款并非全部来自于主动开展的资产端业务。正如前文所述，在这一理论框架下，应该区分两类银行存款：一是由外部资金支持的存款，存款行为发生后，银行在会计上会增加该存款人的存款，相当于以内部货币（由私人金融机构产生的购买力）交换外部货币（由货币当局发行的购买力），货币总量不受影响；二是贷款支持的存款，由银行在其贷款或其他购买资产交易中发起，货币总量增加。虽然在实际使用中二者的功能完全一致，外界从结果上无法分辨，但这两类存款产生的途径其实是存在本质区别的，LCD 理论只能说明贷款可以创造第二类存款。

---

<sup>1</sup>需要特别说明的是，本质上来说“信贷”的内涵是小于“信用”的，因为“信用”并不必然以贷款的形式产生，内部存款货币和银行贷款本质上都是债权债务关系，都是“信用”的一种。但此处提及的“信用”特指银行发行的内部存款货币。此外，现代货币制度背景下，货币本身就是信用，即便是央行所发行的外部货币也是信用货币，所以这样的称呼并没有问题。

其次，LCD 理论并不能完全颠覆其他银行理论，也不能说明传统货币银行学教材中介绍的多倍存款创造过程存在错误，不同理论更多地体现为看待银行问题的不同视角。如果从动态视角看银行的业务与经营活动，LCD 理论具有现实合理性，毕竟准备金和资本要求等只需要在特定时间点得到满足，因此其并不总是发放贷款的实际先决条件。所以，在一定情况下，即使银行没有收到任何新的存款或准备金，也可以发放新的贷款，从而创造新的存款。但是，从银行的实际经营活动来看，一方面银行间清算一般很难恰好出现彼此抵消而没有准备金转移的情况，另一方面贷款发放也不是任何情况下都能完全脱离存款业务的制约。各商业银行存贷款利率差别并不大，净息差较为一致，因此在存贷业务上的利润严重地取决于资金数量而非价格，现实生活中大大小小的银行网点也都承担着“揽存”的任务，这与 LCD 的核心主张并非完全相符。

第三，LCD 理论的逻辑也具有局限和制约。从 LCD 理论的核心逻辑来看，商业银行可以通过发放贷款或者购买有价证券创造存款货币，而不需要实际支付现金。仔细想一下这个过程不难发现问题：银行发放贷款赚取利息、购买证券获得股息，而这个过程银行却不需要支出现金；按此逻辑，银行的利润可以无限扩张。显然，这与现实并不相符，商业银行的利润不仅没有通过贷款（或者购买证券）业务得到无限扩张，反而面临越来越多的盈利挑战。即便在理论上，银行可以轻松地用笔写出存款货币（或者现代背景下，通过在计算机中输入数字）来实现扩张，但实际操作中银行对待这些资产业务的态度并没有如此随便，购买资产的行为要受到市场条件的影响，发放贷款的决定要综合借款人偿债能力和抵押品价值等多重的考虑。资产收益和违约风险都是必须考虑的因素，凭空创造出资产的美好愿景没有那么容易实现。此外，本质上银行也必须满足存款客户的支取需求，如果贷款等非流动资产占比过高，很容易导致存款人信心不足，甚至发生流动性危机，因此贷款与流动资产的占比要保持平衡，而且业务开展也要考虑存款端可能的流动性需求。

第四，LCD 理论忽视了借款人的意愿和反应。LCD 理论强调银行在资产负债表上的主动地位，贷款不受制于存款，关注贷款与存款的关系而忽视了贷款本身的供求关系。银行提供贷款供给，必然面临着借款人借款意愿的制约。因此这种在贷款上的主动同时也意味着相对于客户的被动，银行能够发放多少贷款（也就是产生多少存款）受制于客户有多少借款的需求，如果没有借款人自然没有贷款，也就没有存款创造。借款人的主动权还体现在对持有存款的选择上，如果将获得的贷款以现金形式提取（或转存至其他银行），银行则会损失现金储备（或在央行的准备金账户余额），限制存款创造的规模。因此，贷款创造存款的规模受到借款人资金需求和持有偏好的制约。

第五，LCD 理论的适用性很大程度上取决于整体金融发展水平。如果银行存款成为绝对主导的支付方式，贷款以存款的形式发放，每笔贷款都创造出相应的存款，银行多占用的准备金数量仅须等于贷款额乘以存款准备金率。而如果一个经济体的日常支付由现金主导，那么银行存款此时作为支付方式的地位较低，存款创造贷款比贷款创造贷款更具现实意义。

贷款以现金方式发放，每发放一笔贷款银行都会损失全额的现金储备。银行无法轻松地通过会计记录增加自己的现金，所以贷款所需的现金主要来自于存款所吸收的现金，在这种情形下，假设每吸收一笔存款都在留下相应比例的准备金后再贷出剩余部分更为合理。从这一分析角度我们也可以清晰地看出，在 LCD 理论中，并不是准备金数量限制存款量，存款量限制贷款量，而是因为存款本身就来自于贷款，所以本质上来说是准备金数量直接限制贷款量，这里存款量与贷款量的关系只是表面上数字的限制，与存款创造贷款理论中单笔业务资金来源的限制有着本质的差别。

如果宏观地来看，银行贷款创造存款过程实际受到的各种限制也可以被归纳为经济周期和央行操作两类影响。经济周期影响银行的贷款意愿和客户的借款意愿。央行操作有两种影响途径，一是直接影响准备金量进而限制贷款规模，二是通过调整利率来影响银行经营和客户存款借款决策中的成本收益分析结果。

总的来说，LCD 在理论上是无法证伪的，银行存款纳入货币量统计和银行贷款业务的会计处理也都可以成为其现实中的佐证。但正如前文所述，LCD 理论的成立并不代表着其他银行理论的错误，不同的理论源于不同的切入角度，而不同的研究视角适用于不同的情形。因此切忌将贷款创造存款视为观察银行业务和货币问题的绝对普适准则，本文所提到的各种理论局限应引起足够重视。

## 参考文献

- [1] Davenport, H. J. (1913), *The Economics of Enterprise*, New York: Augustus M. Kelley.
- [2] Hagemann, H. (2010), "L. Albert Hahn's economic theory of bank credit", *Department of Economics Working Paper Series*, WU Vienna University of Economics and Business, 2948.
- [3] Howe, R. H. (1915), *The Evolution of Banking; A study of the development of the credit system*, Chicago: C. H. Kerr & Company.
- [4] MacLeod, H. D. (1856), *The Theory and Practice of Banking*, 2 vols., London: Longman, Greens and Co.
- [5] McLeay, M., Radia, A., and Thomas, R. (2015), "Money creation in the modern economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54, 14-27.
- [6] Schumpeter, J. A. (1954), *History of Economic Analysis*, New York: Oxford University Press.
- [7] Werner, R. A., 2014. How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking. *International Review of Financial Analysis* 36, 71-77
- [8] Werner, R. A. (2016), "A lost century in economics: Three theories of banking and the conclusive evidence", *International Review of Financial Analysis*, 46, 361-379.
- [9] Wicksell, K. (1907), "The influence of the rate of interest on prices", *The Economic Journal*, 17(66), 213-220.