

反思货币和信贷创造

余永定

阿代尔·特纳勋爵是一位成功的金融家和著名经济学家，2008年他临危受命出任英国金融服务局主席，英国金融服务局是全世界最权威最严格的金融监管机构之一，其职责是对包括银行、保险、证券和期货在内的金融服务行业进行监管，以保证金融市场的高效、有序、廉洁和公平。在担任金融服务局主席期间，他对全球金融监管改革做出了重要贡献。最近几年来，特纳勋爵活跃于各种学术论坛，对当代金融的一系列重大问题阐发自己独到的见解。在2015年完成的重要著作《债务和魔鬼》一书中，他对造成2008年金融危机的原因进行了深入系统分析，并就如何克服危机后遗症，恢复全球经济增长提出了有异于主流观点却令人信服的政策建议。特纳新著的理论和政策价值是无可怀疑的。正因如此，《债务和魔鬼》得到了国际学术界的普遍好评。正如斯蒂格利茨教授所说：“《债务和魔鬼》是货币经济学中的标志性著作，对政策改革具有深远意义。”

我与特纳勋爵相识多年，对他的判断力、博学和雄辩一向十分佩服。但是，令我更为敬重的是，尽管身为伦敦金融城的重要成员和英国上院议员——他有一个拗口的封号：伊克钦斯维尔男爵（Baron Turner of Ecchinswell），作为学者，特纳却能超越自身地位的限制，对市场原教旨主义的种种谬误毫不留情

* 本文是作者为中信出版社的新书《债务和魔鬼》一书所写的序言。——编者注

地加以批判。特纳一直积极支持中国的改革与开放，热心推动中英之间的相互理解。从这本书中，我们也可以看到他对中国经济确实有相当深入的了解。他的许多政策建议确实值得我们认真研究。

《债务和魔鬼》的书名实际上已经点出了特纳这部著作的主题。在歌德的诗剧《浮士德》第二部第34章“第一幕之御花园”中有这样一个情节：

首相（宣读通告）

“为发钞事，各宜知晓：

这是价值一千克隆的钞票。帝国内埋藏有无数财宝，都作为钞票的确实担保。国家正准备开辟财源，宝藏发掘，立即兑现。”

皇帝

“我看这是胡闹，这是莫大欺骗……”

财政大臣

“……陛下想象不到人民多么欢欣。瞧瞧你的城市吧，原来死气沉沉，而今却熙来攘往，无比繁盛！”

皇帝

“老百姓真会把这当作十足的金银？可以用这支付军队和百官的工资？我虽然觉得奇怪，也只好任其通行……”

梅菲斯托

“……人们用惯了纸币就不要别的东西。从今而后在帝国各地，珠宝、黄金、纸币都将绰绰有余。”

梅菲斯托就是诱使皇帝发行法币（fiat money）以弥补财政赤字（“支付军队和百官的工资”）的魔鬼。经济发展离不开货币和融资。

一个国家可以在信贷融资和政府印钞之间做出选择。信贷持续扩张的结果必然是债务积累。因而所谓“在债务和魔鬼之间”，按我的理解，就是如何在私人银行发放信贷和开动印钞机这两种融资方式之间做出选择。例如，中国在推行“四万亿”刺激计划选择的就信贷融资。而伯南克主张的“直升机撒钱”则是货币融资，或中国俗称的“印票子”。在《债务和魔鬼》一书中，特纳对最近几十年银行信贷增长的特点、存在的问题及相关原因做了翔实描述和深入分析。他特别分析了信贷增长过快造成的债务积压（debt overhang）对经济增长和金融稳定的危害，并在此基础上提出：在有严格限制的情况下，有必

要利用货币融资（赤字融资）以支持经济增长、克服金融危机后遗症。

《债务和魔鬼》一书内容十分丰富。下面，我仅从一个中国读者的角度出发，谈谈对此书一些重要观点的看法。

金融密集度

1980年以来全球金融业急剧发展，各项金融指标对GDP之比不断上升。金融业成为最赚钱的行业，大批本来可以成为优秀科学家和工程师的年轻人无论教育背景是数学、物理还是化学，都一股脑儿进入金融行业成为分析师、交易员和银行家。一时间，金融业成为具有无限发展前景的行业。

作为一个发展中国家，中国对于西方发达国家颇具神秘色彩的发达金融体系和活跃的金融活动自然是艳羡不已，经过30多年的努力，终于也建成了一个基础设施完善、规模庞大的资本市场。中国一直认为“金融深化”是一个毋庸置疑的目标。中国金融现代化应该如何进一步推进？我以为，特纳提出的“金融密集度”这个概念具有很强的现实性和指导意义。他指出，金融市场具有一种脱离社会需要而过度发展的内在倾向，并警告我们：公共政策的制定不应从定义出发，被金融创新、市场完善（market completion）和流动性多多益善这些假设所支配。他认为，少一点金融活动可能更好。例如，征收交易税可能使经济变得更有效率。公众所能享用的是产品和服务而不是金融服务。后者只不过是使公众所实际享用的产品和服务能够被生产出来的必要条件。金融服务是为了使经济顺利运行所必须付出的代价，因而这里有一个成本—收益的问题。因而，必须对“金融密集度”增加的利弊加以分析。

20世纪70年代后一个值得注意的现象是，在金融增长，即实体经济拥有越来越多金融资产和负债的同时，金融体系内部金融机构之间相互拥有的资产与负债急剧增长。金融机构相互之间的金融交易量远远超过相应的实体经济之间的交易。例如，石油期货的价值是实际石油生产和消费的10倍，全球外汇交易量是全球贸易量的73倍，全球利率衍生合同是全球GDP的9倍。金融机构是最终储蓄者和最终借款者之间实现资源跨时配置的中介。各种金融工具是实现这些资源配置的载体。而金融活动存在的唯一理由是改善资源配置。但是有些金融活动，如套利、套汇活动仅仅是因市场缺陷而有其存在的理由；另一些金融活动似乎就根本没有其存在的理由。例如，以毫秒计的高频交易，对实际资源配置的改善大概就毫无作用。一种金融产品在不同金融机构之间反复倒

足准备金要求后，第二家银行也把多余的货币贷给自己的客户。这样，货币的创造过程会继续延续下去，直至中央银行的新准备金被各家银行吸收用于支持各自新创造的活期存款。从上述过程中可以看出，货币（活期存款）的出现是信贷发放的结果。如果客户提取存款，则货币就会采取现金和硬币的形式。特纳告诉我们，在英国，98%的“货币”采取了银行支票的形式，只有2%是现钞和硬币。信贷是银行资产，货币是银行负债，两者是一块硬币的两面。信贷发放的过程就是货币创造的过程，而信贷偿还过程就是货币湮灭（货币“回笼”）的过程。在部分准备金制度下，银行体系的信贷创造能力受限，因而其货币和购买力创造能力不是无限的。但在西方一些发达国家，如英国和澳大利亚，中央银行对商业银行并无准备金要求。在这种情况下，商业银行的信贷和货币创造能力理论上无限的。

中国读者习惯于分析货币供给量变化对经济的影响。例如，从货币数量公式——货币供应量的增长速度 = 物价增长速度 + 收入增长速度——出发，我们习惯于说，如果货币供应增长速度过快就会导致通货膨胀等。货币数量公式是个重要公式，但失之过简。在这个公式中，货币仅是流通手段，我们无法看到作为价值贮存的货币。这里没有储蓄，也没有存贷。为了使这个公式更贴近实际，我们需要对这个公式加以补充和修正。例如，我们知道，银行发放的贷款可以分为流动资金贷款和长期贷款两类。流动资金贷款实际上是向经济注入流通手段，使商品和服务的交易得以顺利进行。当相关交易完成，即借款人通过出售自己的产品得到收入后，流动资金贷款被借款人偿还。在这一定时点上，新增货币和贷款量都为零。由于在不同时点上都有新流动资金贷款的发放和偿还，在经济中将始终存在一定量的流通手段，使整个经济的交易活动得以顺利进行。

长期贷款的性质与短期贷款有所不同，此时所涉及的不仅是购买力的创造，而且是购买力的暂时让渡。储蓄者以银行为中介，将自己出售产品和服务取得的货币形态收入暂时让渡给借款者。储蓄者之所以能够取得货币收入，则首先是因为银行通过向其产品和服务的购买者发放贷款，创造了相应的货币和购买力。无论如何，借款者把从银行“借来”（银行其实只是中介）的、本来属于储蓄者的货币用于购买他所需的产品和服务。长期存款和贷款实际上是银行分别同储蓄者（存款者）和借款者签订的长期合同。在其他情况都不变的条件下，同银行仅仅发放流动资金贷款时相比，此时进入和退出流通的货币

(活期存款支票、现钞和硬币) 数量以及通过货币的媒介作用得以实现的产品和服务数量都不会发生变化。

注意到货币作为交易媒介和价值贮存手段的区别、认识到储蓄存款只不过是一种关于货币和购买力的暂时让渡的契约之后, 就不难理解为何中国广义货币与 GDP 之比为世界之冠, 但通胀却相对温和。货币数量公式中的货币是 M1。而广义货币 $M2 = M1 + \text{储蓄存款}$ 。M2 不但同经济规模、流通速度有关, 而且和储蓄(投资) 的规模有关。

在传统货币数量公式中, 货币追逐的对象是新创造的价值——GDP, 而不包括过去创造但现在已经存在的资本品。然而, 正如特纳所特别强调的, 在现代经济中, 居民和企业从银行取得贷款, 主要并非用于购买产品(消费品和投资品) 和服务。银行创造信贷也并非主要为企业和居民购买消费品和投资品而是用于购买已有资产。在全球金融危机爆发之前, 中央银行的正统理念是: 只要能把利率维持在魏克赛尔的“自然利率”水平上, 即稳定的低通胀水平上, 中央银行就不必过于操心信贷的增长状况, 因为企业借款是为了投资, 所以其借款量不会超过预期投资创造的新购买力。特纳指出, 银行提供的贷款大多被用来购买早已存在的资产, 如房地产。特纳特别强调, 在西方发达国家, 房贷并不一定主要用于盖新房。例如, 在英国房贷就主要是用于买二手房。

在特纳看来, 房贷之所以成为银行信贷的最重要组成部分, 是因为房地产已成为居民财富的最重要组成部分。而这又是房地产价格不断上升的结果。1970 年英国房产与 GDP 之比是 120%, 2010 年已经上升到 300%。法国同期则由 120% 上升到 371%。发达国家房地产价格的上升 80% 来自土地价格的上升, 只有 20% 来自地上建筑物价格的上升。对房地产价值与 GDP 之比的上升, 特纳的解释是: 信息通信技术 (ICT) 发展所需的投资相对较少, 而它的飞速发展及其在资本品中的广泛应用, 不可避免地使房地产和基础设施建设之类的投资在所有投资的价值中的比例不断上升。随着房地产重要性的提高, 银行越来越喜欢为房地产投资提供融资, 有房地产作为抵押, 也使得风险评估变得简单。以不动产为抵押的贷款则增强了信贷供应、贷款需求和资产价格的正反馈。对此的注脚是, 从 2000 年到 2007 年, 美国住房抵押贷款增长了 134%, 房价上涨了 90%。西班牙和爱尔兰的相应数字分别是 254% 和 120% 以及 336% 和 109%。

特纳关于信贷被用于购买现存资产的观点非常重要，非常有助于我们理解中国信贷增长速度极高而通货膨胀率相对较低的原因。更重要的是它也可以解释，为什么在经济周期的上行阶段，银行信贷具有无限扩张的冲动。由于资本市场的发展，银行为企业和居民提供信贷所创造的货币（M1），通过各种迂回曲折的途径进入资本市场中的二级市场，追逐已有的金融资产——各类影子银行产品、股票和债券。货币大量流入资本市场导致资产价格上升，而资产价格上升又导致对信贷、货币需求的进一步上升。于是，银行提供更多的信贷，创造更多的货币，资产价格进一步上升。尽管资产泡沫在膨胀，但由于银行信贷所创造的部分货币一直停留在资本市场，并未流入实体经济，通货膨胀率可能不会因信贷和货币的增长而相应上升。以物价稳定为最终目标的中央银行往往对资产价格的上升掉以轻心。其结果是资产泡沫持续上涨，以至于导致金融危机的爆发。

2008年全球金融危机的爆发迫使各国中央银行深入反思本国的货币政策。鉴于资产泡沫对经济的严重损害和中央银行维护金融稳定的职责，同发达国家类似，中国似乎也不应将通货膨胀率等传统目标作为衡量货币政策是否适度的唯一尺度。换言之，即便通货膨胀不严重，也不一定意味着信贷增长速度或货币供应量增长速度是适宜的。

债务和通货紧缩

特纳指出，债务是一种契约，不管事业的成败，借款人都必须按事先约定还本付息。理论上，经济是完全可以依靠股票融资运转的。但由于信息不对称造成考核成本过高，投资者难以控制经理和企业家的自肥行为。而债务融资则为投资省去了这些麻烦，因为一切已经事先约定，只要企业不倒闭，投资者就可以收到固定的回报。但是这种债务契约同时造成了许多麻烦。企业可以在没有股市的情况下生存，但没有新增信贷，企业不通过借新债还旧债（rollover）就无法生存。一国经济的“债务密集度”越高，该国经济就越受投资者信心和银行贷款能力的影响。

信贷与债务的关系是显而易见的：信贷增量的累积即债务存量。信贷的急剧扩张意味着债务的快速增长。2009年中国的银行信贷暴增9.59万亿元，贷款余额同比增长31.74%，从此，中国企业债务一路上升。今天，中国已成为世界上企业负债率最高的国家。

信贷的过度扩张不但会制造资产泡沫导致金融危机，而且在资产泡沫崩溃之后还会使经济由于债务积压而陷入长期不景气状态。泡沫经济崩溃之后，日本企业大力去杠杆，从净借款者成为净储蓄者。即便利率降到零，它们也不从银行贷款以增加设备投资。这就造成了日本长达20年的低速经济增长和通货紧缩。在美国，类似的情况则发生在居民部门。货币政策在这种情况下是无效的。尽管存在银行惜贷问题，但最重要的问题还是企业和居民部门没有贷款需求。

特纳指出，现代经济中的金融不稳定性来自银行创造信贷、货币和购买力的无限能力同土地之类要素的刚性供给之间的矛盾。特纳的这一观点似乎暗示了为什么债务存量不能无限增长。实体经济的急剧扩大必然导致投资收益的迅速下降，债务违约事件迟早会发生。一旦出现债务违约事件，羊群效应必然迅速席卷整个经济体，导致债务危机的发生。

特纳在欧文·费雪的债务—通货紧缩理论基础上，讨论了债务影响经济的因果链条。他把费雪的债务—通货紧缩动态过程做了这样的描述：

1. 债务清偿导致资产廉价出售；
2. 存款货币的收缩；
3. 价格水平下降；
4. 企业资产净值的更大下降，加速了企业的破产；
5. 利润同时下滑；
6. 产出、贸易和就业减少；
7. 悲观蔓延、信心缺失；
8. 囤积货币，货币流通速度进一步下降；
9. 名义利率下降，但实际利率上升。

企业的去杠杆化过程可能始于资产泡沫崩溃之前，也可能始于资产泡沫崩溃之后。但不管怎么说，在费雪那里，债务—通货紧缩的恶性循环是从企业或金融机构去杠杆开始的。

从西方的经验出发，特纳对中国的债务和通货紧缩问题进行了讨论。他指出，中国经济是投资驱动的，投资又是信贷驱动的。在2008年后的“四万亿”之后，中国面临两种脆弱性：一是在资本密集型部门，存在着由信贷融资支持的过度投资所致的产能过剩（over capacity）；二是由地方政府主导融资的房地产投资和基础设施投资，而地方政府所能做的是卖地，因而其偿还贷款

的能力以土地价格上涨为条件。前一脆弱性是传统的产能过剩；而后一脆弱性，在特纳看来，非常类似他在发达国家所看到的信贷—房地产价格的正反馈。一旦形势逆转，债务负担将变得过于沉重，大量违约将无法避免。2014—2015年中国经济减速产生了巨大的通货紧缩效应。中国目前面临的两个挑战是：如何找到一个“信贷密集度”较低的增长模式；如何处理由于高信贷密集度增长造成的高债务所带来的问题。特纳认为，中国的增长潜力依然很大，随着经济的增长，债务与GDP之比将会下降。因而，只要中国能够实现向信贷密集度较低的增长模式的转变，就完全有可能解决现在的高债务存量问题。

信贷密集度或信贷密集率（credit intensity ratio）是国际投资银行界目前讨论中国信贷和债务问题的一个重要概念，其定义是每增加一单位GDP所需要的信贷量。高盛则将“信贷密集度”定义为信贷增量与投资之比，用来衡量信贷在支持投资方面的效率。我以为，不论如何定义，信贷密集度的提高不外乎反映了两个现实：在实体经济中是投资效率下降，在虚拟经济中是金融的中介效率下降。前者意味着为创造一单位GDP需要更多的实际投资；后者意味着为把一单位的实际资源由储蓄者配置到投资者，需要银行发放更多信贷。金融的中介效率下降为何会导致高盛意义上的“信贷密集度”提高呢？首先，这同直接/间接融资的比重有关。其次，更为重要的是，伴随“金融密集度”的提高，金融效率（如何衡量是另一个问题）下降了。储蓄者存入银行的存款，不是通过银行贷款的发放而直接转化为投资者（最终借款者）的购买力。银行通过吸收存款取得的资金首先要进入影子银行体系，经过反复交易和层层加价之后，最后才以银行贷款的形式转化为投资者（最终借款者）的购买力。可见，为了降低信贷密集度，中国必须提高投资效率和融资效率。但是，随着中国经济的增长，债务对GDP之比将会下降吗？不一定，在投资和金融效率不断下降的情况下，较快的经济增长可能意味着更快的债务增长。

当然，中国目前必须处理的更急迫的问题是通货紧缩。中国面临两个恶性循环：产能过剩—通货紧缩的恶性循环和债务—通货紧缩的恶性循环。在中国，通货紧缩的起点是过度投资。过度投资导致经济过热、物价上涨或经济结构严重失调。政府实施宏观调控，压缩有效需求，于是出现“产能过剩”（严格说是库存增加）。投资是当期有效需求的重要组成部分。企业减少投资必然进一步导致当期有效需求的减少，从而导致产量、产能过剩的进一步恶化。通货紧缩恶性循环的另一条路径是企业实际债务增加。由于债务是按照名义值计

算的，不会因物价的调整而调整。在其他情况不变的条件下，生产者价格的下跌意味着企业实际债务的增加和利润的减少。如果企业以利润最大化为目标，企业会因实际利率的上升而减少投资。如果企业投资仅受资金约束，利润减少将迫使企业减少投资。由于企业盈利状况的恶化，银行要么停止对企业的贷款，要么提高风险贴水。其结果都是企业减少投资，从而导致当期有效需求的减少和产量、产能过剩的恶化。目前，对于中国来说，前一个循环是主要危险。未来，后一个循环可能成为主要危险。

赤字融资

增加公共财政赤字，通过印钞为财政赤字融资是宏观经济政策中的禁忌，是《债务和魔鬼》中的魔鬼。但是，既然依赖信贷融资已经铸成债务的达摩克利斯之剑，在有严格限制的情况下，是否能利用货币融资（赤字融资）以支持经济增长呢？特纳问道：既然实行量化宽松，英格兰银行已经用去 3650 亿英镑，为什么英格兰银行货币政策委员会在 2009—2010 年不能支持通过直升机撒钱的办法弥补 350 亿英镑的财政赤字呢？特纳指出，不应该以不可避免地会引起严重通胀和破坏财政纪律为由，排斥使用货币融资的办法以摆脱债务积压和克服通货紧缩。中国目前正巧面临企业债、地方政府债居高不下，通货紧缩长期不见好转的严重挑战。中国必须增加有效需求以避免经济硬着陆。进一步扩大银行信贷增速的办法已经证明不仅难以刺激实体经济增长而且会导致金融风险的进一步上升。在万不得已的情况下，尝试一下梅菲斯托的魔法也未尝不是一个办法。

结束语

《债务和魔鬼》不仅可以帮助经济学者对被奉为圭臬的一系列经济学教条进行反思和重新认识，而且可以帮助政策制定者找到解决中国目前所面临的宏观经济学难题的灵感。总而言之，《债务和魔鬼》是一部我们不可不认真研读的好书。