

BETWEEN DEBT
AND
THE DEVIL

*Money, Credit,
and Fixing Global Finance*

债务和魔鬼

货币、信贷和全球金融体系重建

[英] 阿代尔·特纳 (Adair Turner) ©著

王胜邦 徐惊蛰 朱元倩◎译



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

BETWEEN DEBT
AND
THE DEVIL

债务和魔鬼

货币、信贷和全球金融体系重建

[英] 阿代尔·特纳 (Adair Turner) 著

王胜邦 徐惊蛰 朱元倩 译

图书在版编目 (CIP) 数据

债务和魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建 /
(英) 特纳著；王胜邦，徐惊蛰，朱元倩译。--北京：
中信出版社，2016.4
(比较译丛)
书名原文：Between Debt and the Devil: Money,
Credit, and Fixing Global Finance
ISBN 978-7-5086-5962-6

I. ①债… II. ①特… ②王… ③徐… ④朱… III.
①债务危机—研究 IV. ①F810.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 041289 号

BETWEEN DEBT AND THE DEVIL by Adair Turner
Copyright © 2016 by Princeton University Press
Simplified Chinese translation copyright © 2016 by CITIC Press Corporation
ALL RIGHTS RESERVED
本书仅限中国大陆地区发行销售

债务和魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建

著 者：[英] 阿代尔·特纳
译 者：王胜邦 徐惊蛰 朱元倩
策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)
出版发行：中信出版集团股份有限公司
(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)
(CITIC Publishing Group)
承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16

版 次：2016 年 4 月第 1 版

京权图字：01-2015-7749

书 号：ISBN 978-7-5086-5962-6/F·3609

定 价：59.00 元

印 张：18.25 字 数：280 千字

印 次：2016 年 4 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

刘明康

中国银行业监督管理委员会前主席

特纳先生这本著作高屋建瓴、大气磅礴、观点犀利，在不计其数的讨论金融危机的专著中可谓独树一帜，抓住“过度负债”这个历次金融危机的共同主题，详尽分析了本轮金融危机之前欧美发达经济体“过度负债”的表现、原因和后果以及政策应对，深入批判了危机之前的传统经济理论和政策方法。本书的理论观点和政策主张对于破解中国经济金融运行面临的困境具有重要的借鉴。

沈联涛

香港大学亚洲全球研究所高级研究员，香港证券期货事务监察委员会前主席，
中国银行业监督管理委员会首席顾问

许多政策制定者和监管者拥有处理2007—2008年全球金融危机的第一手经验，然而阿代尔·特纳先生卓尔不群，既能把握系统性危机的全貌，又能掌控细节；本次危机源于过度负债，并在心理、社会、制度安排和顺周期性等诸多方面产生反馈效应。正如特纳先生指出的，信贷创造非常重要，不能完全交由银行家来解决。面对纷繁复杂的金融体系，许多人只会提出批评，但特纳先生却能提出建设性的解决方案。本书将带领读者深入了解金融政策的制定与实施，以及如何避免悲剧的重演。

谢平

清华大学五道口金融学院教授

特纳勋爵经历丰富，既是观察深入、亲历金融危机的市场参与者，又是推动监管改革、作风强硬的监管者，更是博学多识的专家学者。多重身份使特纳勋爵对金融系统、金融危机和金融监管有独到、深刻的思考。我至今仍记得2009年读Turner's Review时受到的启发。特纳勋爵在这本书中提出，金融体系的系统性特征使其不可避免地创造过量债务，而债务过度膨胀正是本次金融危机的主导因素。这个观点提供了观察金融危机的新视角，对目前存在债务积压问题的中国有一定借鉴意义。

余永定

中国社会科学院世界经济与政治研究所前所长、研究员、博导

《债务和魔鬼》不仅可以帮助经济学家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。

乔治·索罗斯

本书对于金融体系在后危机时期暴露的内在缺陷进行了最为深刻的剖析，势必会引发一场关于如何预防危机再度发生的政策大讨论。

保罗·沃尔克

美联储前任主席、美国经济复苏顾问委员会主席

这是一部扛鼎之作，思想性和学术性兼具，令人折服。阿代尔·特纳厘清了货币、信贷及误入歧途的金融学理论之间相互交织的复杂联系，明确指出了其中的症结所在以及未来的风险隐患。

约瑟夫·斯蒂格利茨

诺贝尔经济学奖得主

特纳对于当代金融体系的洞察深刻而新颖，这源于他作为当局者的专业积淀。《债务和魔鬼》是货币经济学的标志性著作，必将对金融政策改革产生深远影响。

阿蒂夫·迈恩

《房债》的作者之一

此书非同寻常，是认识债务与当代经济之间病态关系的必读之书。

巴里·艾肯格林

加州伯克利大学教授

阿代尔·特纳一贯鞭辟入里，不仅有逻辑缜密的分析、忠言逆耳的结论，而且还开出了对症良方。在本书中，作者就金融改革提出了彻底而务实的建议。随着金融危机的阴云消散，改革动力正在消失，新的危险正在悄悄走近。但愿特纳吹响的号角能够引发共鸣。

肯尼斯·罗高夫

《这次不一样：八百年金融危机史》的作者之一

本书翔实深刻而又通俗易懂，字里行间渗透着作者的精心构思和深入研究。从管制信贷激增的种种问题，到处理信贷激增“后遗症”的诸多挑战，本书可谓涵盖了发达经济体债务政策的方方面面。

罗伯特·斯基德尔斯基

《凯恩斯传》作者

本书对银行体系提出了尖锐批评，对传统观念构成了强有力的挑战，让人手不释卷。

2002年，我为中信出版社刚刚成立的《比较》编辑室推荐了当时在国际经济学界产生了广泛影响的几本著作，其中包括《枪炮、病菌与钢铁》、《从资本家手中拯救资本主义》、《再造市场》（中译本后来的书名为《市场演进的故事》）。其时，通过20世纪90年代的改革，中国经济的改革开放取得阶段性成果，突出标志是初步建立了市场经济体制的基本框架和加入世贸组织。当时我推荐这些著作的一个目的是，通过比较分析世界上不同国家的经济体制转型和经济发展经验，启发我们在新的阶段，多角度、更全面地思考中国的体制转型和经济发展的机制。由此便开启了“比较译丛”的翻译和出版。从那时起至今的十多年间，“比较译丛”介绍了数十种译著，内容涵盖经济学前沿理论、转轨经济、比较制度分析、经济史、经济增长和发展等诸多方面。

时至2015年，中国已经成为全球第二大经济体，跻身中等收入国家的行列，并开始向高收入国家转型。中国经济的增速虽有所放缓，但依然保持在中高速的水平上。与

此同时，曾经引领世界经济发展的欧美等发达经济体，却陷入了由次贷危机引爆的全球金融危机，至今仍未走出衰退的阴影。这种对比自然地引发出有关制度比较和发展模式比较的讨论。在这种形势下，我认为更有必要以开放的心态，更多、更深入地学习各国的发展经验和教训，从中汲取智慧，这对思考中国的深层次问题极具价值。正如美国著名政治学家和社会学家李普塞特（Seymour Martin Lipset）说过的一句名言：“只懂得一个国家的人，他实际上什么国家都不懂（Those who only know one country know no country）。”这是因为只有越过自己的国家，才能知道什么是真正的共同规律，什么是真正的特殊情况。如果没有比较分析的视野，既不利于深刻地认识中国，也不利于明智地认识世界。

相比于人们眼中的既得利益，人的思想观念更应受到重视。就像技术创新可以放宽资源约束一样，思想观念的创新可以放宽政策选择面临的政治约束。无论是我们国家在上世纪八九十年代的改革，还是过去和当下世界其他国家的一些重大变革，都表明“重要的改变并不是权力和利益结构的变化，而是当权者将新的思想观念付诸实施。改革不是发生在既得利益者受挫的时候，而是发生在他们运用不同策略追求利益的时候，或者他们的利益被重新界定的时候”^①。可以说，利益和思想观念是改革的一体两面。囿于利益而不敢在思想观念上有所突破，改革就不可能破冰前行。正是在这个意义上，当今中国仍然是一个需要思想创新、观念突破的时代。而比较分析可以激发好奇心，开拓新视野，启发独立思考，加深对世界的理解，因此是催生思想观念创新的重要机制。衷心希望“比较译丛”能够成为这个过程中的一部分。

钱颖一

2015年7月5日

^① Dani Rodrik, “When Ideas Trump Interests: Preferences, Worldviews, and Policy Innovations,” NBER Working Paper 19631, 2003.

Between Debt
and the Devil

中文版序言

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：货币、信贷和全球金融体系重建》（以下用《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：

这是价值一千客隆的钞票。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定货币（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时，选择的的就是信贷融资，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（国内生产总值）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卖，每次倒卖都会给金融机构带来收入。实体经济为这种金融活动付出了高昂代价。但对于社会来说，这种付出是否物有所值，则大可怀疑。高金融密集度的唯一受益者恐怕就是金融家们了。经济的金融化是最近20年来全球性贫富差距迅速扩大的重要原因。特纳指出，即便在全球金融危机爆发之后，伦敦2500个银行家的年薪依然在100万英镑以上。这种情况大概不是伦敦所特有的。不仅如此，由于建立在金融创新基础上的各种衍生金融产品的出现，金融市场、金融体系变得异常复杂，这种复杂性使金融体系变得十分不稳定。

特纳提出的“金融密集度”概念提醒我们，金融机构和金融产品的发展是有其合理界限的，过犹不及。金融深化必须与经济发展的需要相适应。金融发展必须服务于实体经济。特纳告诉我们：金融虽然在经济发展中扮演着极为重要的角色，但凡事都要有个度，金融和经济发展之间的关系不是线性的和无止境的。在到达某一点之后，金融活动的进一步增加、金融密集度的进一步提高对经济发展是有害的。

我以为，特纳关于金融密集度不应过高的告诫对中国金融改革蓝图的制定有重要参考价值。金融活动必须有益于实际资源配置的改善，对金融机构的设置和金融工具的创造必须严加监管，对于金融欺诈必须坚决打击。中国经济的希望在于实体经济、在于制造业，金融只能充当第二小提琴手。否则中国必将为金融业的过快、无序发展付出沉重代价。

信贷扩张与货币创造

正如特纳所指出的，银行创造信贷、货币和购买力。银行发放贷款的同时创造等量货币。贷款可在以后偿还，但货币马上可以使用。这样，通过期限转换（maturity transformation）购买力就被创造了出来。对于这一过程，我们可以考察得更为细致一些。教科书告诉我们，在部分准备金制度下，中央银行从银行（或居民）购买国债，银行在中央银行的准备金等额增加。银行在满足准备金要求后，把多余的货币贷给客户，并在客户存款账户中计入等额活期存款。客户据此可开立等额银行支票以购买产品和服务。产品和服务的出售者则把支票存入另一家银行。而第二家银行则会为存入支票的客户（产品和服务的出售者）在其账户中计入一笔存款。此时，这第二家银行将把所得支票存入中央银行的账户。中央银行于是把与支票等额的准备金从第一家银行的账户划入该家银行的账户。由于第二家银行的准备金和活期存款等量增加，在满足准备金要求后，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，使产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，流动性贷款被借款人偿还。在这一时点上，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对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年英国房产对GDP之比是120%，2010年已经上升到300%。法国则由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。对房地产价值在GDP中比重的上升，特纳的解释是：信息和通信技术（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。对此的脚注是，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的理由。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产生的产能过剩（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型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，债务对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换，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