

《债务与魔鬼》读书报告

徐知睿，周鑫，王林琛，潘子欣，郭曾渝

2008年，临危受命的阿代尔·特纳出任英国金融服务局主席，以其严厉高效的政策治理着这场大抵要归罪于“主流观点”的金融危机；同年，大洋彼岸的中国，也在危机中重新审视起“金融深化”的实现方式。而特纳在《债务与魔鬼》中关于金融密集度、信贷、货币、特别是债务的理解和建议，则为我们透视过去的危机与国际金融的未来提供了新的洞见。

不知何时，金融业成为了全球一流大学优秀人才的首选。在复旦，拿着最高的高考分涌入经济学院的我们也时而有一个问题——为什么是金融？或许是我们未来的对手并非来自金融所本应服务的实体经济领域，而是依赖顶尖人才的学识发明创新产品和交易策略的其它金融机构。日趋复杂的金融体系与飙升的金融密集度，带来了实体经济急剧膨胀的信贷与资管业务。而主流观点对金融创新与自由的推崇，则让市场的效率和债务的累积来到了如今回首时必然“危险”的边缘。

一、《债务与魔鬼》的主要观点

金融是否应该完全自由？

特纳基于金融有脱离实体经济的内在倾向，指出了完全的市场自由反而会带来无效率。加之人们的集体非理性，我们必须意识到金融市场的活跃并不代表完美，它不会总是带来对社会有益的金融活动规模。

此外，银行还具有某种原罪——它自身“必然会创造出过量错误的债务，从而造成金融不稳定，并引发危机”。教科书中对于银行吸纳存款转而放贷的虚幻描述，让银行主动积极创造信贷的本质缺乏披露。遑论影子银行的推波助澜，大量信贷被注入当期消费和过度投资，特别是对房地产的狂热，让变本加厉的信贷周期下，债务积压到了各部门无法承受经济下挫的地步。当“魔鬼”终于来临，我们才恍然发觉，不但债务难以消失，而且政策工具无济于事。

那么，我们该如何修复银行与政策？危机之下，我们回顾历史，又会重新发现些什么？

金融抑制提供了答案。韩国和日本的信贷配置管控带来了经济繁荣，特别是将信贷配置到生产性行业起到了关键作用。相反，放松信贷导致的不理性投资和资产泡沫最终又引起衰退。但是管控并不容易，伴生的腐败寻租行为也挑战着实施这一政策的实际难度。具有放大效应的国际资本流动则带来另两个困境：资本并非由富国流向穷国；而资本往往会同信贷一般配置到非生产性的领域。

修复方面，主要是对银行和基本面的修复。银行问题的核心关切是信贷创造，增强自救能力是主要着力点。但如何补充流动性应当审慎考虑——英国融资换贷款业务的供求事实，就说明仅仅增加银行流动性并不能将资金最后再投资于实体经济。正如我们近期观察到，中国央行的“放水”让余额宝的利率降至了2.5%，但钱还是在货币市场上空转。从基本面的角度，

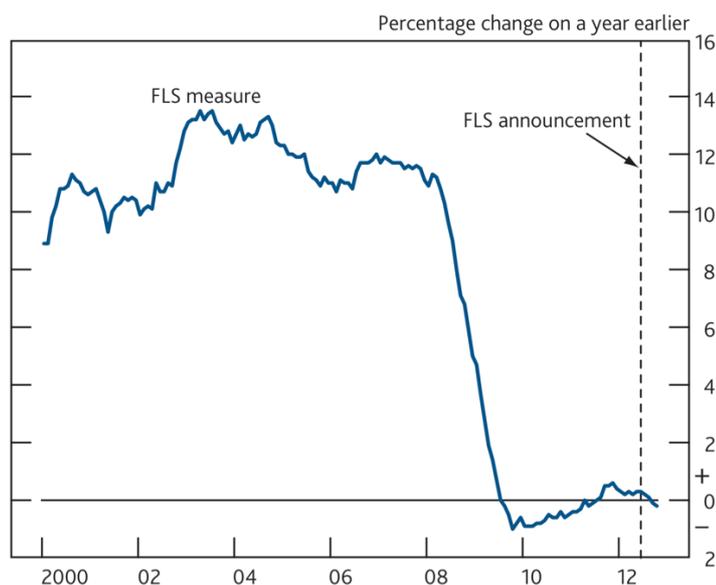
平抑房价、促进再分配、全球协调治理等则回应了前文提及的房价重要性上升、贫富差距扩大和全球失衡等问题。

同时，特纳特别强调从债务本身解决问题。在废除银行、对债务污染征税和鼓励债务股权混合风险共担工具三种方法之外，还应当管控债务规模——全面从国家、企业、个人、银行四个方面限制信贷创造。全书最终，特纳开出通过财政赤字货币化来应对危机的药方：不应一味规避使用货币融资手段，反而可以审慎使用来对冲去杠杆引致的通缩风险。

特纳从机制到对策的全面表述深入地分析了08年这场罕见的危机。理论分析之外，金融政策究竟应该如何制定，现实情况又是怎样的？英国央行于2012年8月推出的融资换贷款计划(Funding for Lending Scheme, FLS)引起了我们的注意。这一旨在增加银行业流动性的同时扩大信贷规模的政策如何作用，能否为实体经济中真正需要信贷的家庭和企业提供低利率贷款，都为我们应用和检验特纳的观点提供了机会。

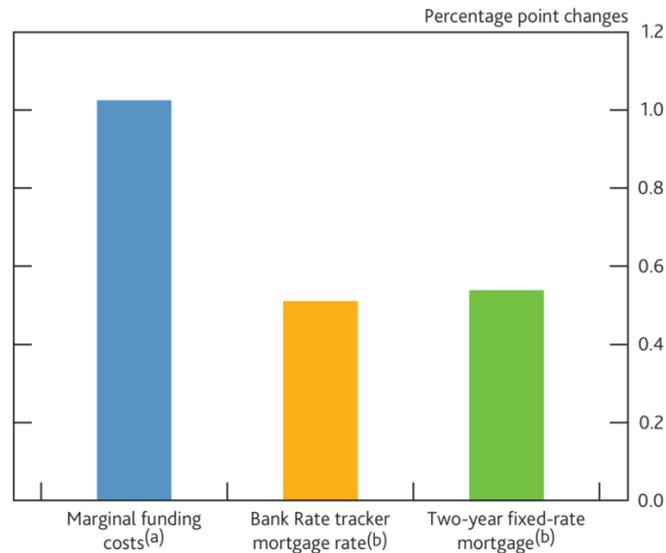
二、FLS的机制设计

自金融危机爆发以来，英国货币政策委员会（MPC）已经为经济提供了大量刺激，首先将银行利率降至0.5%，然后通过购买3750亿英镑的资产作为其量化宽松计划的一部分(QE)。尽管货币政策采取了极为宽松的立场，但过去两年的产出基本持平。在FLS宣布之前，家庭和PNFC部门的贷款存量已接近三年没有增长。



来源：Quarterly Bulletin 2012 Q4, BoE

同时，截至2012年5月底，也即在FLS启动之前的12个月中，欧元区危机的加剧导致银行融资成本以及贷款利率上升。由于贷款利率的变化通常跟随融资成本的变化而滞后，因此信贷条件的进一步收紧是可能的。



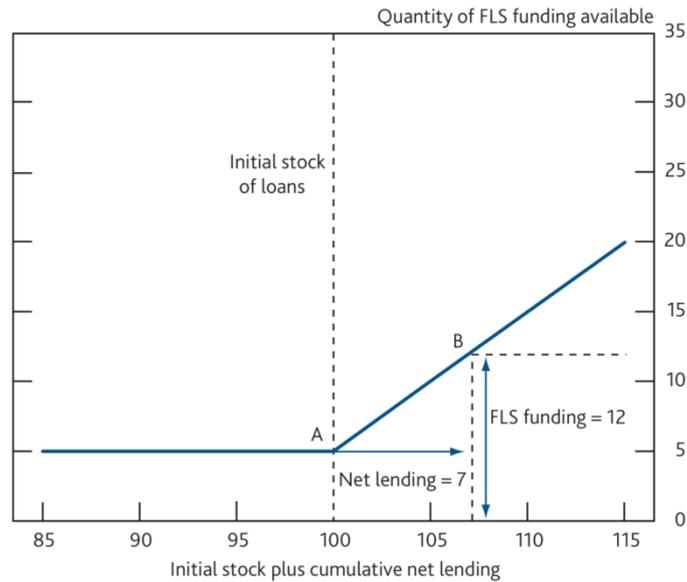
来源：FLS explanatory note, BoE

在私人部门贷款数量没有增长、银行融资成本预计提高并可能在长时间内损害银行向家庭和企业信贷流动的情况下，2012年7月13日英格兰银行和英国财政部推出了融资换贷款计划（FLS）。FLS是对银行融资成本上升对英国经济构成威胁的直接政策回应，旨在激励银行和房贷商增加对英国家庭和私人非金融公司（PNFCs），也即“实体经济”的贷款。它通过向银行和房贷商（以下简称“银行”）提供长期稳定低于市场利率的资金来实现这一目标，提供资金的价格和数量与他们向英国“实体经济”贷款的表现相关联。

(1) 贷款数量

FLS资金的数额如何随银行贷款金额的变化而变化如图3所示。为了激励所有银行（有融资需求或者正试图去杠杆）放贷，每家银行在开始至少可以借入5%的现有实体经济贷款（截至2012年6月）。

银行在2012年6月底至2013年12月底的18个月内（以下称“参考期”），有资格借入额外的相当于任何正的净贷款的资金（新贷款减去还款）。如果银行有足够的抵押品，则通过FLS获得的资金数额没有上限。例如，2012年6月底拥有1000亿英镑实体经济贷款（图3中的A点）的银行最初将有资格获得50亿英镑的资金。如果该银行在参考期间再净贷款70亿英镑，它将转移到图3中的B点，并能够再借入70亿英镑的资金，总计120亿英镑。由于任何净贷款都带来了额外的廉价资金的可能性，FLS体现了扩大信贷供给的强大动力。



来源：Quarterly Bulletin 2012 Q4, BoE

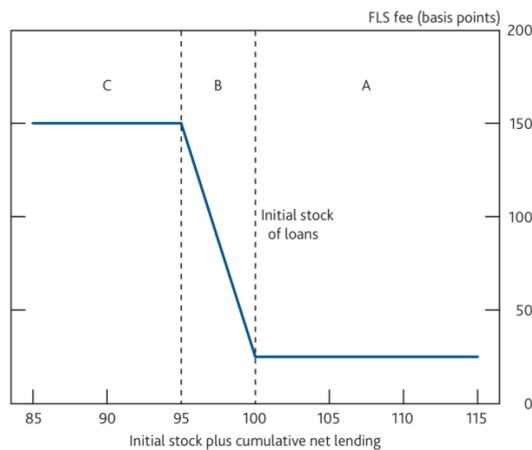
(2) 资金价格

在银行的所有融资手段中，从FLS借入资金的价格是最低的。与此同时，收缩净贷款规模的银行必须支付更多。图4显示了支付FLS资金的费用如何随贷款额的变化而变化：

在参考期内维持或扩大贷款规模的银行每年支付FLS资金0.25%的费用（A区）。这意味着在FLS启动时，与其他融资的价格相比有相当大的折扣。

收缩净贷款规模少于5%的银行，每一个百分点的贷款规模下降需额外支付0.25%（B区）。该费用线性增加，最高为1.5%。例如，一家初始库存为1000亿英镑的银行，在参考期内减少了30亿英镑（即3%），将支付1%的费用。

收缩净贷款规模超过5%的银行，支付1.5%的费用（C区）。-5%的门槛是根据该计划启动时的贷款预期设定的，以使大多数英国主要银行在参考期结束内不会进入C区。



来源：Quarterly Bulletin 2012 Q4, BoE

三、FLS的实际效果

FLS是否真的在降低融资成本的同时促进了信贷的合理配置? 实际证据表明, 融资换贷款计划FLS实施后, 银行融资成本显著下降, 但是进入实体经济的资金并未有明显的增长:

1、私人部门贷款增速在融资换贷款计划出台前跌幅一度超过15%, 在融资换贷款计划出台后虽然实现了快速的反弹, 但是在2013年经历了短暂的正速上升后依然掉头向下, 在2013年11月末英格兰银行宣布缩减融资换贷款计划规模后信贷同比增速更是加速下滑, 基本维持在-10%以下。也就是说流入实体经济的信贷资金依然不乐观, 只是放缓了下降速度而已。

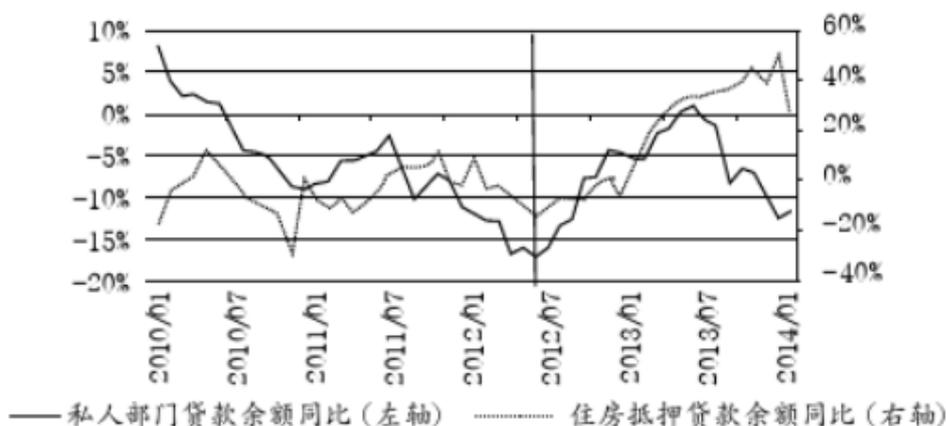


英国融资换贷款计划前后的私人部门贷款增长率

来源: Wind

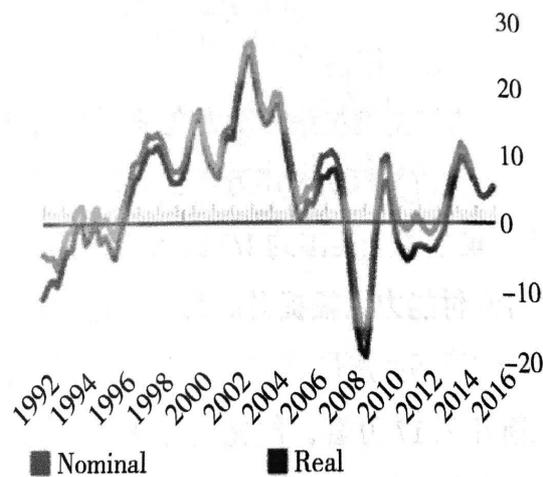
2、住房抵押贷款余额同比增速在融资换贷款计划实施后呈现明显快速上升趋势, 同比增速在2014上半年一度接近50%。流入房地产市场的资金较多, 由于融资换贷款计划允许参与计划的英国银行和房屋贷款协会以较低流动性的贷款、证券为抵押品向中央银行介入高流动性的国债, 而这些机构在获得资金后用于投放房屋贷款和个人消费贷款, 直接促进了住房抵押贷款的大幅上涨。英国2012年银行信贷数据显示, 住房抵押信贷占65%, 为房地产以外的其他资产投资融资信贷不超过14%。

英国私人部门贷款和住房抵押贷款同比增速



来源: wind、CEIC

3、信贷利率在融资换贷款计划后整体呈现下滑趋势，但是降幅有限。没有引导资金流向实体经济，资金流入房地产市场较多，一定程度上直接推高了英国房价。



英国房价同比增长率
来源：Nationwide

4、也有研究表明，除了Nationwide，英国几家大银行的到期债务水平均高于或略小于其FLS额度。英国银行业可能会将FLS额度用于为到期债务提供融资，从而降低融资成本，成为英国央行给英国银行业提供的“免费的礼物”，因而不能起到扩大实体经济信贷规模的作用。

四、FLS的评价与中国的未来

在FLS这个被特纳评价为欧元区版的融资换贷款计划中，计划总规模4000亿欧元最后只落实了800亿，低至0.1%的年利率仍未打动银行的根本原因，被总结为“廉价的信贷供给虽得以保障，但在债务积压的影响下，信贷需求仍然不足。”英国希望通过“融资换贷款”以降低家庭和公司部门实际支付的利息成本，从而激发实体经济的活力。然而由于英国不同利益主体的互相博弈，信贷未能按计划流向实体经济部门，反而一定程度上扩大了房地产泡沫。

可以说，FLS作为一种结构性的货币政策，出于实证中多方因素的考量，并非足够优秀的缓解实体经济融资难问题的方式。相反，由于融资获得的便利，资金反而更可能出现错误配置的倾向。或许正如特纳所言，“仅依赖中央银行和监管当局自身无法实现金融体系和经济的稳定，如果不采取其它配套措施，我们不可能成功地修复”。因此，与当时英国现状相似的中国，应当采取什么样的信贷政策？

2018年，中国面临急剧挑战的国际环境主要是金融危机后的国际经济不景气，和中美贸易战互相加征关税。在国际贸易条件不断恶化的当下，扩大内需弥补贸易缺口就显得越发紧迫。所以中国在2018年相继推出了许多新型信贷政策，下文将对其做出一些效果分析和绩效推测，以期政策在实行过程中能取得更好效果。

对于中小企业而言，贷款难的问题是市场机制的内在弊病，但是只获得了总信贷额度20%的中小企业提供了75%以上的创新能力。相关政府有时应当出台相关政策、适当地扭曲信贷配置，为中小企业赢得更多的贷款。例如近期（2018年10月）各地纷纷出台中小企业融资担保政策：建立以省级政策性担保平台为龙头、多层次担保力量共同发挥作用的融资担保体系，系统性地增强了对中小企业的融资增信能力。此外还对企业管理者进行培训，意图提高企业的还款意识、降低贷款风险。这些政策一定程度上缓和了中小企业贷款难的问题，期待相关政府未来的进一步举措。

而大型企业，特别是国有企业，一直是中国信贷的“主力军”。2018年10月24日，中国一汽获得了高达一万亿人民币的授信。据了解本次授信，一汽会先使用600亿从德国购进部件。这种购买性信贷在短期内确实可以创造产值、拉动经济，但是缺乏长久效益、并有可能导致产能过剩，造成资源浪费。相关学者指出国有企业资产负债率高、资本利用效益低；国有企业贷款资金过多地用于扩大投资规模以期增加利润，这种过度扩张带来的却是贷款的持续增加以及负债风险的加大。对国企债务种种变相的税收优惠无异于“实际上对杠杆资产投资形成了有效补贴”。因此，中国目前对国有企业的信贷政策仍存在问题，没有对信贷流向做好合理管控。

结合前文，英国融资换贷款计划实施过程中存在的问题中，有以下方面值得我们思考。

一是如何有效引导企业获得信贷资金后投资于生产部门，而非重蹈金融危机的覆辙使资金过度流向房屋贷款和个人消费贷款方面？二是如何合理提高企业信心、改变市场预期，避免授信后企业不扩张信贷规模的情况？

借鉴英国经验，在信贷政策的落实环节中我国应当配套做好监管措施，合理引导企业将信贷资金向研发性部门倾斜，避免房地产贷款与消费贷款的过度增长；在市场信心方面，央行、证监会等部门也应当出台相关政策，稳定市场信心、确保资金的良性运转。此外，针对大型企业的购买性信贷，政府也应该加强引导。对国有企业的大量授信一定程度上引致了长期高水平的投资增长率，使投资占GDP比重不断上升。如果这种趋势长期保持下去，必定会造成产能过剩、资源大量浪费。

表1 我国的投资与GDP情况表

年份	投资总额 (亿元) /SrMsnt	投资增长率 (%)	GDP (亿元)	GDP增长率 (%)	投资/GDP (%)
1999	29854.7		89677.1	8.4	33.29
2000	32917.7	10.3	99214.6	8.3	33.18
2001	37213.5	13.0	109655.2	8.3	33.94
2002	43499.9	16.9	120332.7	9.1	36.15
2003	55566.6	27.7	135822.8	10	40.91
2004	70477.4	26.6	159878.3	10.1	44.08
2005	88773.6	26.0	184937.4	11.3	48.00
2006	109998.2	23.9	216314.4	12.7	50.85
2007	137323.9	24.8	265810.3	14.2	51.66
2008	172828.4	25.9	314045.4	9.6	55.03
2009	224598.8	30.0	340506.9	9.6	65.96
2010	278121.9	23.8	413030.3	21.3	67.34
2011	311485.1	23.8	489300.6	18.5	63.66
2012	374694.7	20.3	540367.4	10.4	69.34
2013	446294.1	19.1	595244.4	10.2	74.98
2014	512020.7	15.2	643974	8.2	79.51
2015	561999.8	9.8	689052.1	7.0	81.56
2016	606465.7	7.9	743585.5	7.9	81.56
2017	641238.4	7.0	827121.7	11.2	77.53

年份	国有及国有控股企业 固定资产投资总额 (亿元)	投资增加额 (亿元)
2000	16504.44	556.68
2001	17606.97	1102.53
2002	18877.35	1270.38
2003	21661.00	2783.65
2004	25027.60	3366.60
2005	29666.90	4639.30
2006	32963.40	3296.50
2007	38706.30	5742.90
2008	48704.90	9998.60
2009	69692.50	20987.60
2010	83316.50	13624.00
2011	82494.80	-821.70
2012	96220.20	13725.40
2013	109849.90	13629.70
2014	125005.20	15155.30
2015	139711.30	14706.10
2016	129038.50	-10672.80
2017	139073.30	10034.80

结合国有企业投资与我国GDP情况来看，国企无疑是中国当前经济的核心支柱，但是国企的效率与达标程度却始终不够令人满意。而无论信贷政策如何变化，我们总是观测到信贷优先流向国企，因此我国的金融政策若想要发挥更佳的效果，还需要产业政策与深化改革的配套进行。金融与实体的改革相组合，不只是政策的方向和目标，更应是政策的开始。

《债务与魔鬼》的分析与英国FLS的经验为中国提供了一扇如何善用信贷政策的窗口，信贷配置已经受到了多国货币当局的注目，但是如何引入配套措施打好政策组合拳仍是一个迫切的命题。尤其是考虑到中国特殊的产业结构和市场机制，如何突破对国企信贷优惠的路径依赖，合理地估计和化解债务积压带来的政策阻力，以此让实体经济的各微观个体全面受惠于有引导的信贷政策，将是中国这一场信贷治理能否成功的关键所在。