

2016年12月13日

致命的自负与墨菲斯托诅咒

宏观经济学第二次读书报告

授课教师：樊潇彦

孙栩生

陈太中

任威龙

刘柏江 13262259587

《债务和魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建》

摘要：

伴随着雷曼兄弟的轰然倒塌，全球金融危机拉开大幕。轰轰烈烈的金融危机如今已过去了8年之久，全球并没有从此次海啸中走出来，金融危机的余波一直在经济上空盘旋震荡，全球经济在艰难中复苏，在可能再次倒塌的危机中蹒跚前行。

从危机以来，全世界人民就没有停止对贪婪的银行家，不负责任的抵押贷款发放人，谜一样的金融机构的声讨，拿着纳税人的钱去补银行家贪婪的窟窿似乎已经让大家听的耳朵生茧。然而，纵观数据，整个发达经济体救助金融危机的成本只占GDP的3%左右，美联储在清掉所有的购买资产之后已经实现了盈利，即救助成本是负的。而发达经济体平均核算的真实GDP相较于危机前下滑了10%-15%，相比于救助成本，整个经济失去了太多，而且看不到曙光。

从西方经济学家眼中，危机如果只去责怪贪婪的银行家就太肤浅了，对于金融危机的反思不绝于耳。西方以教科书般的方式救活了银行体系，避免了流动性危机和金融体系的混乱，但是并没有救活经济。人们开始回溯前人的经典，开始反思金融危机发生的深层次原因，开始反思哪些我们习以为常的经济学原理也许并不是那么正确，故本文取名“致命的自负”。正是这些致命的自负造就了现在的局面，本文试图对《债务与魔鬼》这本书进行梳理，找出作者对经济金融体系的深刻反思，给出作者的结论：现在的金融系统有过量负债的倾向，以及债务危机发生之后的漫长去杠杆导致了经济活力的消失。同时作者给出了如何避免债务危机的一再发生，以及面对现在的债务积压局面该如何解决。传统的解决方法是增加流动性以促进新的信贷从而促进经济，然而面对债务积压的局面，人们面临还款压力以削减支出导致消费意愿与投资意愿的双双下降，注入大量的流动性并不能导致投资信贷的同比上涨，反而推高了投机性信贷的比例，这也许是迎来第二波衰退的原因。作者说，如果我们打破偏见考虑以发行法币的方式为债务融资，也许是走出危机的唯一选择。浮士德里魔鬼墨菲斯托化身为纸币，引诱国王发行这神奇的纸张，整个国家顿时经济活力四射，人民欢呼，魔力无边。当然，以发行法币的方式为赤字融资向来被视为禁忌，极有可能引发恶劣的通货膨胀。但是老一代的经济学家哪怕是强烈的自由市场经济学者如弗里德曼、西蒙斯等都提出过激进的改革方案，废除银行系统的货币创造功能改为法币融资。一方面选择信贷融资很有可能是经济危机循环的原因，另一方面发行法币为赤字融资却被视为禁忌与魔鬼，经济就在债务与魔鬼的权衡中艰难前行，此为书名之含义。

本文展开方式为危机发生的原因，金融危机过去这么久为何经济不见起色，如何避免危机再次发生，现在的债务积压局面如何解决，最后谈一谈对我国经济的启示。

目录

正文目录：

一、 危机发生的内在原因	3
(一) 华盛顿共识	3
(二) 货币政策操作：通货膨胀目标区	6
(三) 依赖信贷促进经济增长的信念	7
二、 危机之后的衰退	8
三、 空空如也的政策清单	9
四、 如何防范金融体系过度负债的趋势	10
(一) 先解决经济依赖信贷的三个原因	10
(二) 结构性安排	10
(三) 金融监管	10
五、 解决债务存量	11
(一) 伯南克直升机撒钱	11
(二) 公开的债务核销	11
(三) 对银行注资	12
六、 对中国的启示	12

图表目录：

图 1：美国金融和保险业增加值占 GDP 的比重	3
图 2：美国私人部门总负债占 GDP 的比重	3
图 3：美国个私人部门负债情况与 GDP 增长情况对比图	4
图 4：现在的信贷结构	5
图 5：17 个发达经济体房地产占全部信贷份额	5
图 6：1700-2010 年法国各类资本占国民收入比例	5
图 7：信贷与资产价格周期	5
图 8：费雪通缩循环和信贷周期资产价格循环	6
图 9：美国平均收入增长趋势（1980 年=100）	7
图 10：杠杆转移：英国、美国、西班牙、发达经济体整体以及全球私人与公共债务占 GDP 的比例	9
图 11：中国社会融资总量	12



一、危机发生的内在原因

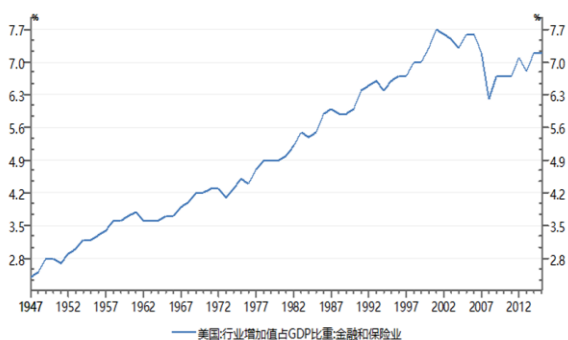
危机发生的内在原因就是金融系统的自身过度负债倾向，对于这个倾向，可以总结为三个深层次的原因：“华盛顿共识”，以低通胀为目标的货币政策操作，依赖信贷促进经济增长的信仰。

（一）华盛顿共识

1989年，针对拉美国家的转型问题，西方发达资本主义国家提出了《华盛顿共识》，要求国内的金融体系自由化，放弃资本流动的管制，贸易自由化等等新自由主义的政治经济理论，秉承了自亚当斯密以来的自由主义思潮。本文主要针对其中金融体系的自由化，资本流动的自由化加以分析。

在08年金融危机以前，发达国家纷纷解除了金融市场的种种管制，如美国在大萧条之后的利率管制法案《Q条例》，禁止跨洲开设银行的《麦克法登法案》，禁止银行混业经营的《格拉斯-斯蒂格尔法案》等等，金融体系蓬勃发展，金融创新频出。同时伴随着金融密集度的提高，经济体的负债水平也显著上升，新的体系建立在信贷证券化，信贷结构化以及信贷衍生产品的基础上，这些创新与影子银行体系的相互交织使整个的负债水平空前上升，传统的银行资产端以投资性贷款为主，现在的大银行其资产端主要以各类机构互相拥有的债权为主。

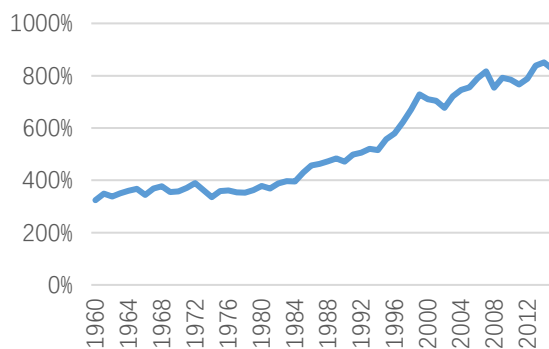
图 1：美国金融和保险业增加值占 GDP 的比重



数据来源：Wind 资讯

备注：上图定义的私人部门是指居民和非盈利机构、非金融非公司企业、非金融公司及金融部门之和

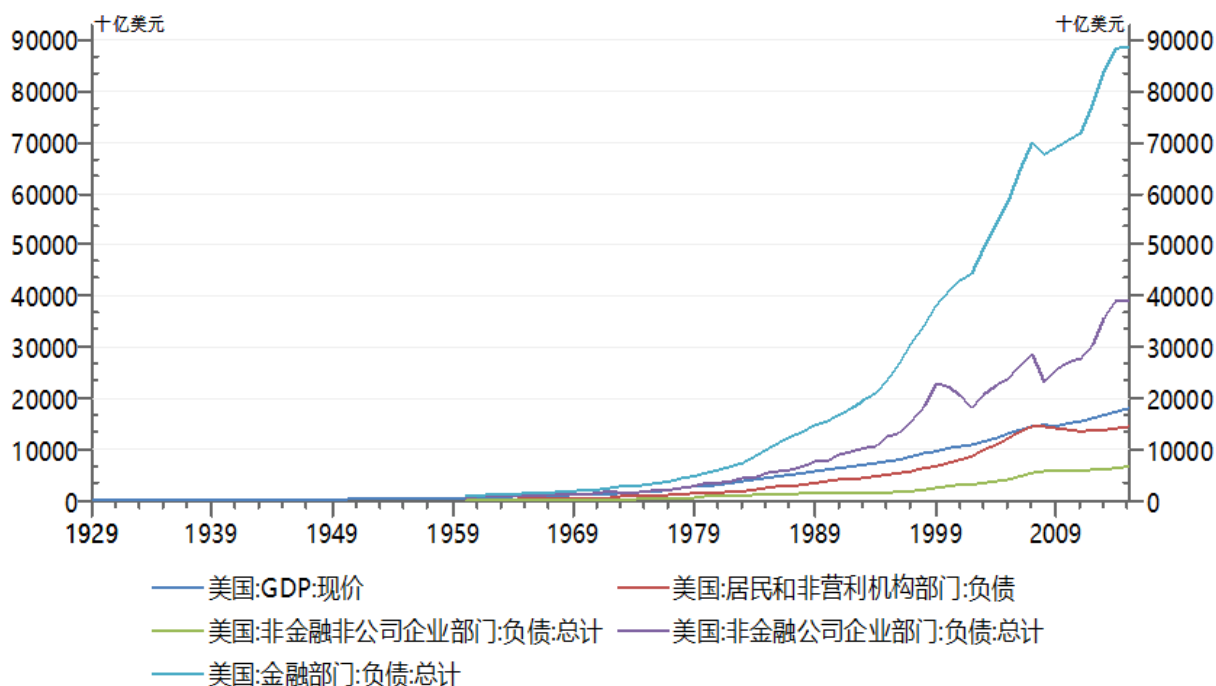
图 2：美国私人部门总负债占 GDP 的比重



数据来源：Wind 资讯

金融危机以前的传统理论认为，金融系统的复杂性、集中度上升对于经济的影响是正面的，至少也是无害的。更多的金融交易促进了市场的流动性，对于价格发现更完善，更多的信贷工具可以惠及经济中的每个参与者，更完善的风险管理技术可以使金融机构安全性显著上升，更多的衍生产品可以使风险更有效的分散以及转嫁到每个愿意承担风险人的身上，整个经济体的稳定性，安全性都显著上升。正如美国经济学会主席卢卡斯在 2003 年所言：“从所有实际目标来看，防止萧条的核心问题已经解决，而且实际上已经解决了几十年了。”

图 3：美国各私人部门负债情况与 GDP 增长情况对比图



数据来源：Wind 资讯

然而，金融海啸还是来了，而且它引起的衰退是如此之深，以至于 8 年来都没能走出阴霾。作者指出，过度的金融发展并没有那些显而易见的好处，可能还有重大缺陷。金融市场的发展类似倒 U 型曲线，过度的自由化反而有害，并没有强有力的证据证明金融市场像商品市场一般充分的自由化。主流经济学忽略了银行体系以及影子银行体系创造债务与购买力的惊人能力，这些都是衰退的深层次原因。

1. 过量的流动性

有效市场假说认为越多的交易使流动性上升，使价格发现的更合理。然而，詹姆斯·托宾指出了“信息套利效率”与“基本估值效率”，这二者的区别在于，即使天下没有免费的午餐，也不代表整个市场的定价是充分合理的，整个市场偏离的情况已经很多次了，总的来看市场很可能是整体非理性的。斯蒂格利茨指出，普通商品的交易来源于交易者内在偏好的动机最终决定了交易价格，而金融市场的交易绝大多数交易动机来源于价格信号本身，人们热衷于对于预测价格进行交易进而引发更大量的交易。有效市场的流动性假说在此也站不住脚，高频交易发展的微秒级别的预测价格对于资本配置更合理完全站不住脚，过量的流动性交易完全就是内部的零和博弈，而且浪费了大量的人力物力。

过量的流动性虽然有社会成本，但人们对这种“过量的资管”花费成本也就 GDP 的 1% 左右，然而相对于金融危机前 GDP 增长趋势下降了 10%–15%，这才是巨额的花费，其来源主要是过量的金融导致了不稳定的系统。作者也并非批评市场原教旨主义，不完美并不代表计划和管制更好，其金融自由化的浪潮加剧了过度负债的问题。

2. 过度负债问题（个人理性下对未来的线性外推与未来不可预测的矛盾）

图 4：现在的信贷结构（以英格兰银行为例）

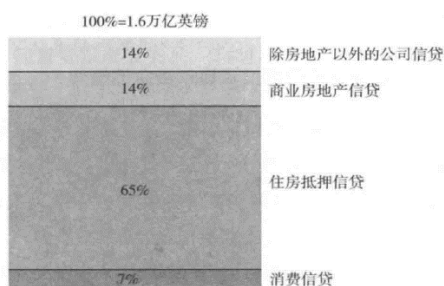


图 4.1 2012 年英国银行信贷分类情况

资料来源：英格兰银行

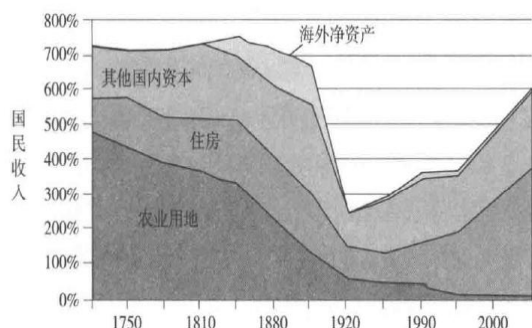
数据来源：英格兰银行

图 5：17 个发达经济体房地产占全部信贷份额



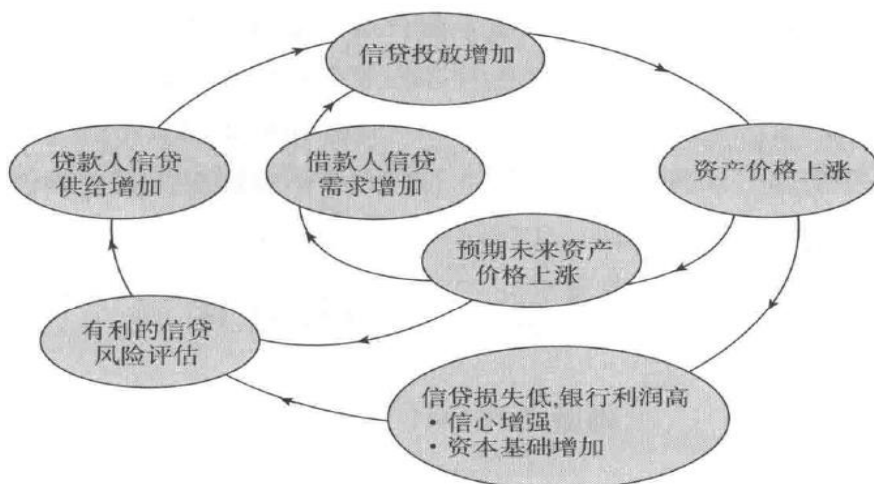
数据来源：《债务与魔鬼》原书

图 6：1700-2010 年法国各类资本占国民收入比例



数据来源：《债务与魔鬼》原书

图 7：信贷与资产价格周期

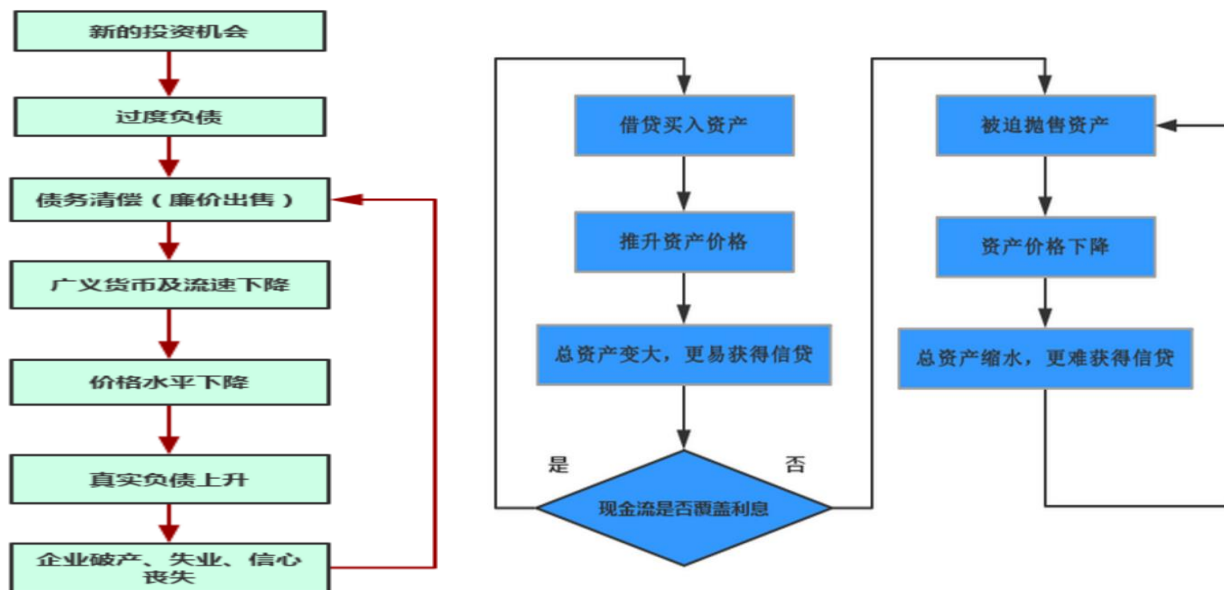


数据来源：《债务与魔鬼》原书

在信贷市场自由的配置下，每一个决策者可能都是理性的，但金融体系有可能引发过度的负债问题，如以抵押品借入的消费型信贷。在经济学理论里原本为了平滑一生收入与支出借入的消费型信贷，有可能伴随着资产价格周期而盲目借入，继而导致资产价格崩溃后的紧缩。由于人们习惯性的线性外推和未来的不可预测性，

也有可能引发过度投资的贷款增多。

图 8：费雪通缩循环和信贷周期资产价格循环



数据来源：《债务与魔鬼》原书

3. 更多发风险管理手段

- 1) 为信贷定价：为风险定价增强了市场的流动性，如果每个人都简单的观察他人对风险的定价，就会显著强化信贷周期。
- 2) 逐日盯市和抵押品：个体理性下的安全却使被迫追加保证金或资产的人廉价出售资产满足需求，这就造成了资产价格的进一步下跌，强化信贷周期。
- 3) VAR：缺陷在于样本太小以及未来的不可预测性。假定在正常时期，交易员的风险偏好降低接受更多的头寸导致价格上升的预期自我实现也会强化信贷循环。

以上这些完善的风险管理手段统统造成了顺周期的金融体系。另外，影子银行体系的兴起使整个金融系统变得更加难以看清，一个美国货币市场基金的购买者可能在为法国某个 CDO 产品进行融资。而且影子银行体系的绝大多数资金都并未支持商业投资而更多的依赖于抵押贷款链条，因此更是一种火上浇油。

(二) 货币政策操作：通货膨胀目标区

伴随着发达国家 70 年代出现的滞胀现象，各国央行纷纷抛弃了数量型工具转而采用价格型工具，认为魏克赛尔的“自然利率”是自动维持经济储蓄等于均衡的目标。只要盯住通胀，让经济自然的均衡与增长。

货币量增速=通货膨胀率+收入增速，这个简单的公式中，货币供应量的增速都是在商品市场追逐物品的货币，即 M1。但是如前文所说，大量的信贷都是在房地产市场里打转，如果没有到商品市场追逐商品必然不会带来明显的通胀，因此盯住低

通胀的政策目标有可能掩盖了实际已经负债过多的情况。负债/GDP 的显著上升伴随着货币流通速度的下降。我们不能仅仅盯住通胀判断信贷的多寡，还要判断信贷的用途或流向。

(三) 依赖信贷促进经济增长的信念

如前文所说，如果大量的信贷并没有用于支持实体投资，那么我们就要反思一下是否需要这么多的信贷促进经济增长。

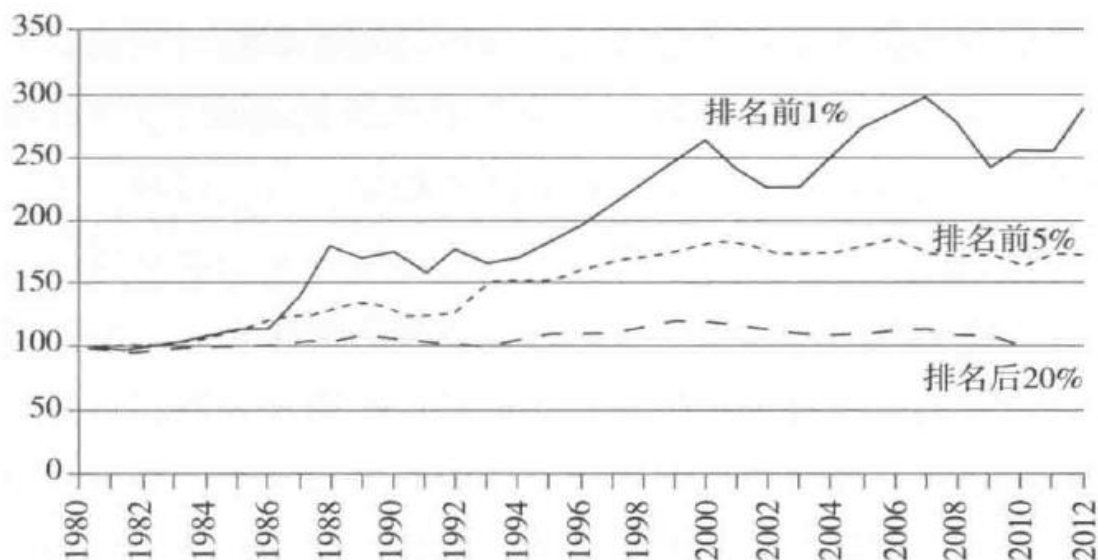
1. 房地产重要性显著上升

土地的重要性在现代越来越高，乍看难以解释，实际上具有如下原因：现代商业的投资需求相对便宜，FACEBOOK 的估值高达 1500 亿美金，人均投资不到 5000 美金，而且软件行业的边际成本几乎为 0。根据国际货币基金组织测算，1990-2014 年间，资本设备相对于当期服务与商品价格贬值 33%，这就导致了土地在资本品中的价格相对上升。另一个原因在于消费模式的转变：人们一部分消费（食品等）趋于饱和，一部分消费（数码产品，软件）需求上升价格却在下降，而住房是一个收入弹性显著大于 1 的产品，大城市的聚居效应使人们对房地产的投资和投机都疯狂上涨。

2. 贫富差距

《21 世纪资本论》一书展示了现阶段贫富差距扩大的现象，其原因很复杂在此不展开，但是因为富人的边际消费倾向低，而穷人的边际消费倾向高。为了维持当期的消费不变以维持 GDP 增速，银行开展了很多零抵押消费贷款，使穷人更多的靠信贷消费。伴随着资产价格周期引起的财富效应，穷人也许借入了更多非理性的消费贷款，但这一过程可能反而加剧了贫富分化。

图 9：美国平均收入增长趋势（1980 年=100）



数据来源：《债务与魔鬼》原书

3. 全球性失衡

以德国、中国为代表的显著经常账户顺差和以美国和欧猪五国为代表的显著逆差都说明了经常账户的全球贸易失衡，加上资本流动的开放，更多的资本流动（国际金融课程谓之国际资金流动）与实体经济无关，据统计，1998-2008年期间，全球经常账户顺差占GDP比重从0.5%上升到了2%。本来一国内债务融资还是有一定约束的，资本流动的开放打破了这一约束，本国居民可以向国外借债从而强化了错误的消费信贷、投资信贷以及房地产信贷循环。IMF也明确发表文章表示，资本账户的自由流动并没有显而易见的好处。改善资本配置效率，发现价格，增强流动性等等好处可能会被加剧破坏金融体系不稳定性的坏处所抵消。

4. 实际利率长期走低

发达经济体的实际收益率早在15年前便开始走低，这一过程也造成了人们“打着灯笼找收益”促进了资管行业和金融膨胀，最终导致了投机性信贷的增长。但这个原因众说纷纭且并不明朗，从原理上看肯定是经济的合意储蓄率过高导致的。指责中国的巨额顺差且伴随着高储蓄从而投资打压美国国债收益率这个原因只能部分解释这个趋势，毕竟走低从15年前就开始了。还有的可能是贫富分化导致了高收入人群的储蓄率相对提高以及投资的相对廉价导致的投资需求相对下降。

二、危机之后的衰退

危机之后，面对着巨额的债务积压，各国开始了漫长的去杠杆过程，这个过程非常痛苦且漫长，这也就是危机8年之后依然没能走出泥潭的根本原因。危机发生之时各国以教科书式的方法和速度修复破损的银行体系，恢复了人们对于银行体系的信心和流动性，避免了更大的危机，然而修复了银行体系并没有修复经济，我们当前面临的不是破损的银行体系而是深层次的去杠杆。事实上，与人们的预期大相径庭，经济在之后从未走上去杠杆的轨道，全球债务/GDP仍然持续上升，并且速度不减，屡创新高，08年之后的六年至今已上升38个百分点，达到212%。

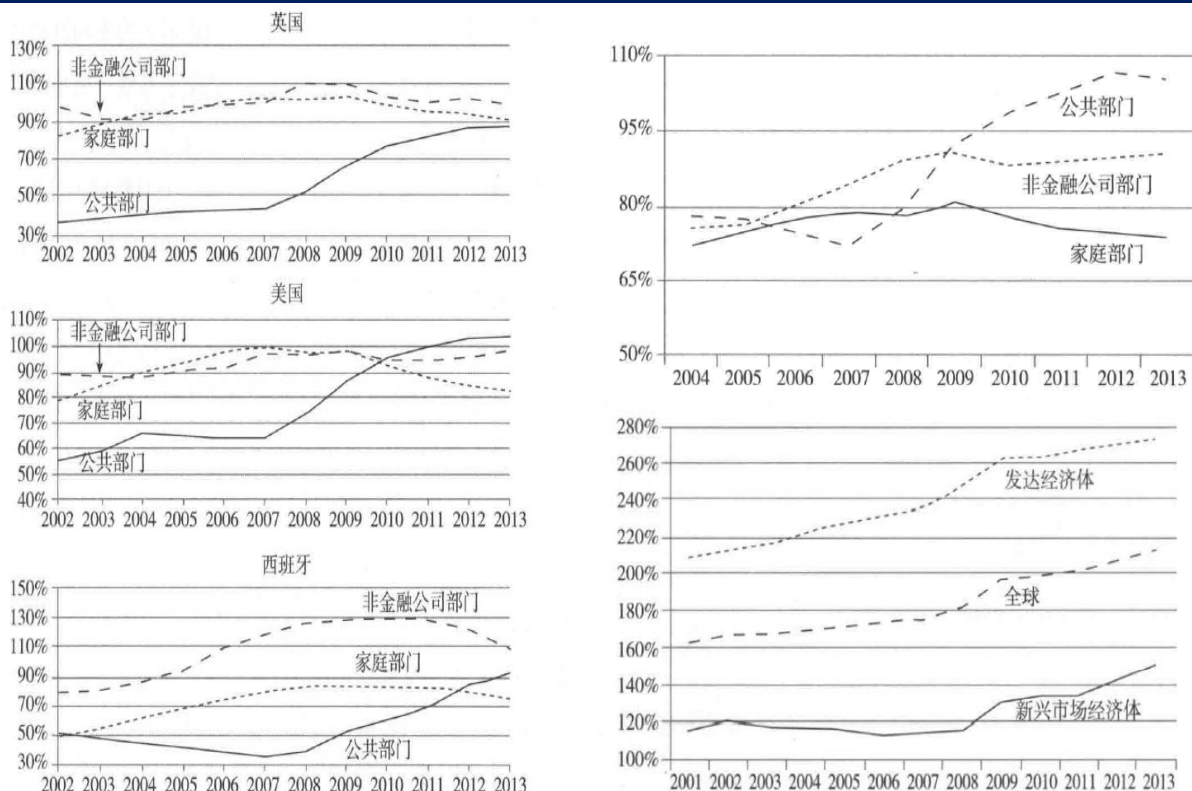
日本就是典型，90年代鼎盛时期东京千代田区的土地价格总和超过了整个加拿大，泡沫破裂之后某些地段的价格下跌了80%，这种以房地产信贷驱动的繁荣在衰退之后往往是深层次的。辜朝明在《大衰退》一书中表达了这种观点，日本面临的是“资产负债表”的衰退，企业为还债务削减支出从净借款者变成了净储蓄者，这种情况下不论利率如何降低都很难刺激新的借贷产生。

美国的情况发生在家庭部门，家庭部门为了去杠杆开始削减支出，而且贷款方并没有增加支出来补齐需求缺口，因而面临需求不足的情况，企业因为对需求不足的理性预判导致投资需求也进一步下降，因此也存在利率即使降低也很难借贷的情况。

不仅去杠杆的过程痛苦，其解决也非常困难，为了对抗家庭部门去杠杆，日本和美国的公共部门就必须扩大赤字保持经济的稳定，这就造成了杠杆从私人部门向公共部门的转移。



图 10：杠杆转移：英国、美国、西班牙、发达经济体整体以及全球私人与公共债务占 GDP 的比例



数据来源：《债务与魔鬼》原书

事实上，很多国家去杠杆都是依赖于他国加杠杆所致，比如德国，一部分就可以看成中国加杠杆（4 万亿）的结果。

三、空空如也的政策清单

面对去杠杆化的难题，我们真的没什么可做了吗？

财政政策：正如上文所述，为了抵抗私人部门去杠杆，公共部门必须加杠杆，但是长期的加杠杆会对政府信用产生影响，根据国际货币基金组织的财政监测报告，日本要实现公共部门去杠杆必须在 2020 年前把目前 6% 的基本赤字转变为 5.6% 的盈余而且持续 10 年之久，到 2030 年才能将净政府债务降到 GDP 的 80%。为了实现公共债务占 GDP 比重降为 60% 的目标，希腊必须在之后的 10 多年持续维持 7% 的预算盈余；爱尔兰、意大利和葡萄牙为 5%，西班牙为 4%。这些基本不可能。

货币政策：从 QE 到负利率，央行已经做了所有能做的货币政策，为市场提供了巨额的流动性，推升资产价格，恢复人们对银行体系的信心。面对缺乏实际的贷款需求和未知的经济前景，一方面银行只能处于持币观望状态，另一方面出于个体理性考虑也显然会进一步投资推升资产价格的抵押贷款，又走回了老路。同时 QE 的效果会使拥有资产的人更加富有，而拥有资产的毕竟只是少数，加剧了贫富分化进而导致了上文所述的更依赖信贷的效果，最终货币政策这种强心针可能会使经济拖入更深的泥潭。

四、如何防范金融体系过度负债的趋势

理论上一个经济依赖股权融资是最稳健的方式，然而债务有其独特的好处。债务合约可以缓和信息不对称的逆向选择与道德风险，对于资本主义国家早期的资本动员和发展起到了非常重要的作用，但是我们可以看到在现阶段的经济形式中过度的负债趋势非常明显，因此如何防范成为了一个重要问题。

(一) 先解决经济依赖信贷的三个原因

上文讲述了现在的经济非常依赖信贷增长，我们需要转变一种经济增长方式，即低密度信贷型经济，那么首要的是解决依赖信贷促进经济增长的三个原因，房地产的重要性、贫富差距以及全球失衡。然而作者在书中也表明了这三者是现阶段经济的趋势，很难解决或者非常复杂，只能小部分缓和。

(二) 结构性安排

有没有可能找出一种结构性的安排来改变整个金融体系呢？

1. 比如弗里德曼和西蒙斯这些早期的自由主义市场经济的拥趸早就发现金融体系或者说银行体系的内生不稳定性，他们提出了一种“芝加哥计划”，建议废除银行制度，转而改变为 100%准备金的银行体系。银行只能转移购买力而不能创造购买力，这种做法显的非常激进，这可能会让我们丧失信贷的好处。另一个问题在于目前金融创新的步伐难已停止，即使管住了传统银行，也管不住影子银行体系自发创造购买力。
2. 既然从个体理性的角度来说“好的债务”可能对社会而言是不好的，因此债务问题属于典型的外部性问题，可不可以对债务进行征税以防止债务污染，至少改变现阶段明显有利于债务的税收制度，例如债务融资可以节税等等。
3. 《房债》一书作者指出可以金融创新一种混合股权和债务的共享式债务工具，比如住房抵押贷款的利息根据房价上升而上升，随房价下降而下降，以防止抵押贷款的过度膨胀。但是同理这种金融创新会制造新的风险，发明出对未来房价赌博的新工具，只要再从别的渠道借入杠杆就可以对这种工具进行对赌。

可见并没有一劳永逸的制度安排可以从根上解决这个问题，那么能做的只能是加强金融监管。

(三) 金融监管

1. 鉴于信贷的顺周期性，Basel III 已经明确规定了逆周期资本，只是数量还是太少，作者认为应该大幅提高逆周期资本的准备。
2. 大幅提高 Basel III 里规定的资本充足率要求，限制银行发放贷款的能力。
3. 提高商业银行的准备金率而不是西方现在基本接近 0 的准备金率，目的同样是限制银行创造购买力的能力。

4. 除限制贷款数量的政策外，还应该限制贷款的可达性，比如禁止零抵押贷款的广告宣传，提高抵押贷款的抵押比率，人们会抨击这条对穷人不公平，使贷款更难以获得，然而从历史数据表示，在次贷危机中受伤最终的正是穷人。
5. 限制信贷的结构，传统只关注贷款数量要转向关注贷款的流向。不能以银行单个机构的风险来算风险权重，而要以社会成本来算风险权重，比如抵押贷款的风险权重应显著上升。
6. 货币政策不能只盯住通胀，还要考察整个贷款的增量，同时一定得限制金融创新，分业经营，政策性专门银行，限制资本流动。

以上的做法被很多人批评是反市场，反自由，并给予监管机构太多的含糊不清的权力，毕竟没有人能说明白什么样的负债占 GDP 的比重是危险的，何时拥有资产泡沫。但是正如作者指出的，金融自由化的好处并不像商品自由化那样显而易见，想要以一套清晰规范+自由市场的经济管理方法已经在金融危机后破产。还是那句话，并没有一劳永逸的方法。而改革核心是不仅管理债务数量还要管理债务结构。

五、解决债务存量

面对空空如也的政策清单，我们还有什么能做的吗？作者指出，我们从未弹尽粮绝，还有一个备选方案刺激长期的名义需求不足：直升机撒钱。

米尔顿·弗里德曼清楚地解释了为什么名义需求不足问题总会有一个备选的解决方案——政府可以用直升机撒钱，人们会捡起钱进行消费，名义 GDP 将会增长，同时也会抬高通胀和实际产出。其效用取决于人们消费了多少新增财富而不是储蓄了多少。事实上，如果撒下的钱并用于消费的金额仅占当期 GDP 的几个百分点，当然不会造成很高的产出和通胀上涨。如果是名义 GDP 的许多倍，当然表现为通胀的上升，因为潜在的实际产出主要受制于供给因素。很简单的三个原因，我们总可以通过印钱刺激名义需求，如果印的太多会产生恶性通胀，如果印的太少仅产生较小的潜在预期效应。

但是危险在于货币融资的最初效应有可能被后来的私人信贷创造所损害，所以必须对私人信贷创造加以限制，最初的版本就是弗里德曼提出的百分之百准备金银行配合小规模财政赤字公开货币融资是相辅相成的。作者认为我们发行货币的时候可以提高准备金要求。

公开货币融资的三种方式：

（一）伯南克直升机撒钱

现代版本可以使用三年的税收减免等等方式。英格兰银行 QE 花费了 3750 亿英镑，若只花费 350 亿英镑进行直升机撒钱也许效果早已胜过如今。

（二）公开的债务核销

上文已经论述了，日本与欧猪五国想要避免大家对于公共债务的担忧似乎已经不可能了。03 年的日本放弃了伯南克建议的公开对公共债务进行核销，反而是开始了更大规模的 QE，导致了积重难返的债务负担。从另一个角度讲，赤字刺激经济必然对应未来盈余紧缩经济。想要保证持续的刺激效果，核销方式似乎也是可行的。

（三）对银行注资

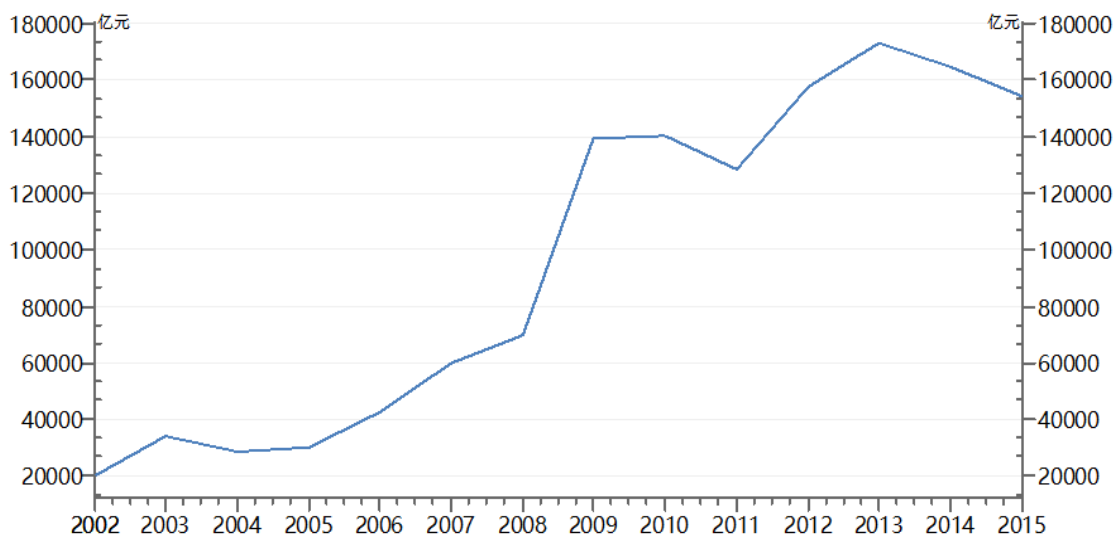
这种方式不是处理历史形成的债务积压，而是在不恶化去杠杆的过程下，加快金融体系的清理速度，建立更稳定的金融体系。在去杠杆化的过程中，应提高银行的资本充足率，然而这会导致银行减少放贷，政府此时可以注资给银行系统提高资本充足率以实现更温和的去杠杆同时不提高公共赤字。相比于前两种像甜蜜的毒药，这个政策是一次性的，可以避免滥用。

政策禁忌：这个禁忌最主要来源于央行独立性的消失，但是作者认为只要有合理的政治框架，就如 QE 需要大家来投票一样，直升机是否撒下美元完全也可以由大家独立投票决定，这并不会危害央行的独立性。总之，魔鬼的盒子已经打开，一方面是不循环的债务逻辑，一方面是政策的禁忌，经济如何瑟瑟发抖地前行？

六、对中国的启示

去杠杆似乎已成为了谈论中国经济的经典语言，人人都在谈中国经济的转型去杠杆，本文最后探讨一下本书对中国经济的一些启示与帮助。

图 11：中国社会融资总量



数据来源：Wind 资讯

中国经济面临两大难题，一个是政府主导投资信贷配给造成的过度投资，另一个是金融市场化下带来信贷自由配置造成的房地产信贷循环，与此对应的是中国目前面临两个债务通缩循环，一个是四万亿刺激下的过度投资导致的产能过剩通缩循环；另一个是中国土地政策导致地价上涨刺激下的房地产信贷循环。前一个目前比较重要，后一个发展很快，值得重点关注。

作者认为中国目前政府的杠杆率很低，政府债务占 GDP 的总量仅为 39%，还有很大空间。因此只要保证经济增速，防范房地产信贷的过度膨胀，未来是可以不花费太大成本，不需要货币融资从而降下来杠杆的。

另外一个是中国的失衡，07年温家宝总理指出“中国经济存在着不稳定，不平衡，不协调，不可持续的结构性难题”。①中国的储蓄率过高，导致的投资过度对于经济资源配置是不可持续的低效率，中国应该建立全面的社保医疗网络等等减少人们对未来的担忧降低储蓄率刺激当期消费。②同时最重要的是转变经济增长方式，这种信贷管制到放开的转轨远比想象中的困难，也许稍不注意就会造成信贷错配以及膨胀。③另外中国经济的开放步伐由于过量的顺差也充满挑战。一方面随着资本账户的开放可能会加速中国的信贷周期问题，另一方面中国经济对于外溢的溢出效应可能会产生更大的影响。

