

需要全面纠偏对我国债务的认知

- 进入2023年2季度，我国经济增长下行压力明显加大。当前各方虽普遍赞同应该通过更有力的宏观政策来稳增长，但在如何稳增长方面仍存在分歧。分歧的焦点是对我国债务的认识。
- 我国的债务，必须要放在我国消费不足、储蓄过剩、内需不足的宏观背景中才能得到完全的理解。我国因为企业部门与居民部门的财富效应联系被割裂，在投资回报率下降的时候，流向企业部门（尤其是国有企业和股权高度集中的私企）的收入并不会自动变成企业向居民的分红。这就使得我国消费不足、储蓄过剩的问题不会被市场自动纠正，从而长期存在。由于内需之中，消费才是最终需求，投资只是派生需求，所以当消费占经济的比重偏低，就会衍生出现内需不足的问题。
- 给定我国储蓄过剩、内需不足的宏观大环境，我国需要加杠杆。此时首先应该由政府来加杠杆——即政府发债来扩大财政支出。政府债务的约束，不在政府债务规模本身是大是小，而在于政府债务作用下的内需是否超过了国内供给能力。只要国际收支保持健康，并且没有通胀压力，政府加杠杆就不会碰到紧约束，可以持续进行。
- 过去几年我国的去杠杆政策并未减慢国内债务率的上升速度，反而有推高债务率的倾向。此外，去杠杆政策还更为明显地打击了经济中最具活力的民营部门，并给货币政策带来了明显干扰。当前，中国经济需要的是全面纠偏对我国债务的认知，放松自我施加在中国经济上的约束，从而扭转过去几年我国经济的不利走势，重塑各方信心，让经济发展重回正轨。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

进入 2023 年 2 季度，我国经济增长下行压力明显加大。当前各方虽普遍赞同应该通过更有力的宏观政策来稳增长，但在如何稳增长方面仍存在分歧。分歧的焦点是对我国债务的认识。有观点认为我国债务规模较大，爆发债务危机的风险不低，因此应该继续推进去杠杆政策来控制债务风险。也有观点则认为我国债务风险被夸大了，去杠杆政策给经济增长带来明显阻力，应该调整。

因为我国社会融资中超过 95% 是债权型融资（银行信贷和债券融资），社会融资发放会直接推升国内债务规模。所以在过去几年中，去杠杆政策往往会演变成对社融增长的约束，从而导致实体经济融资紧缩。因此，对债务的认知决定了对实体经济的社会融资投放规模，因而会高度影响国内经济增长状况。

1. 分析债务的微观逻辑与宏观思维

担心债务风险，为去杠杆政策辩护的人很容易找出支持其论点的理由。根据国际清算银行(BIS)的估算，我国国内非金融部门（居民、非金融企业及政府）的总债务占 GDP 比重，已经从 2008 年末的 139% 上升至 2022 年末的 297%。我国的债务与 GDP 的比例，不仅明显高于新兴市场国家的平均水平，甚至还在 2022 年超过了发达国家的平均水平。面对如此之高，且还在上升的债务率，有理由对债务危机的风险高度警惕。毕竟，欠债欠得多了，还不起钱的风险自然上升。而在近些年经济增长减速大背景下，国内投资回报率普遍走低，借债投资行为的可持续性也随之下落。（图表 1）

图表 1. 次贷危机之后，我国非金融部门总债务占 GDP 比重持续上升



资料来源：BIS，中银证券

如果债务扩张有市场力量加以约束——那些债务规模大的借债主体发债会更困难——情况可能还好点。但在市场高度关注的地方政府债务领域，政府信用和地方政府融资平台个体信用之间缺乏清晰的边界。这一方面减弱了地方政府融资平台债务扩张所受的市场约束，另一方面也让融资平台的债务风险向财政传染。而财政是宏观经济稳定的关键防线，不容有失。从以上这些分析来看，国内通过去杠杆政策来控制债务风险很有必要。要得到这一结论，看上去甚至都不需要什么经济分析，仅凭个人生活常识即可。

以上这些逻辑虽然有其道理，但它们都是局限在微观层面的片面思考，并未把握宏观经济运行的全貌，因而容易得出误导性的结论。仅举一个简单的例子即可看出这一点。在其 1936 年出版的传世名著《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯写下了这么一段话：

“财政部可以用旧瓶装满钞票，然后把把这些旧瓶选择适宜深度，埋于废弃不用的煤矿中，再用垃圾把煤矿塞满，然后把产钞区域开采权租与私人，让私人企业把这些钞票再挖出来——如果能够这样办，失业问题就没有了；而且影响所及，社会之实际所得与资本财富，大概要比现在大许多。当然，大兴土木要比这合理些。如果有政治上或实际上的困难，使政府不能从事于此，则以上所提对策，也聊胜于无。”^[1]

这段话便是后来经常被人提起的“挖坑理论”之由来。

从前述分析债务的微观逻辑出发，凯恩斯的“挖坑理论”显得完全没有道理、甚至违反常识。财政部雇人来做挖坑填坑这样毫无意义的事情，当然不可能创造什么回报，除了增加政府债务，加大债务风险之外，看不出有任何好处。当然，为去杠杆政策辩护的人不会拿“挖坑理论”来说事。毕竟，再自大的人，也不会认为宏观经济学的创始人、伟大经济学家凯恩斯会不懂欠债还钱的道理。

事实上，凯恩斯的“挖坑理论”凸显了宏观分析与微观分析的不同。诺贝尔经济学家得主克鲁格曼在 2014 年曾写过一篇名为《成功商人不懂宏观经济》的文章。文章里有这么一段话：“国家并不是公司。国民经济政策，即使是在一个小国，也需要考虑在商业生活中常常无关紧要的某些类型的反馈。例如，即使是最大的公司，也只会把一小部分的产品卖给自己的员工；然而即使是极小的国家，大多数商品和服务也主要是卖给国内的。”^[2]

克鲁格曼指出了宏观分析和微观分析的关键差异。在微观分析中，会把研究对象（如微观企业）看成是外在环境的被动接受者，不考虑研究对象对外在环境的影响。一个再大的公司，也不可能通过给自己员工加工资的方式增加市场对自己公司产品的需求。毕竟，公司员工人数再多，也只能占到公司产品客群的一小部分。所以，就算公司员工的收入和支出因为加工资而上升，他们也没法让市场上对公司产品的需求增加多少。

但在宏观分析中，宏观经济体作为研究对象，其行为会很大程度上改变经济体的状态。比如，政府增加开支的行为可以增加经济中居民的收入和支出，进而反过来增加政府的收入。所以，宏观经济体不是经济环境的被动接受者，而很大程度上是经济环境的决定者。因此，对宏观经济体而言，在支出与收入之间存在着微观层面不具有的反馈效应。

回到凯恩斯的“挖坑理论”。当政府出钱雇人在地上挖坑填坑的时候，它可以那些失业的人重新有了工作和收入。这些人再将其收入花出去，可以让更多失业的人找到工作、获得收入。这样，政府虽然在看似无意义的事情上花了钱，却可以带动数倍于政府支出的民间支出，从而将经济从需求不足的状态中解放出来——这非但不会带来债务危机，反倒还能让经济变得更好。这便是宏观经济学所说的“乘数效应”的产生机理。

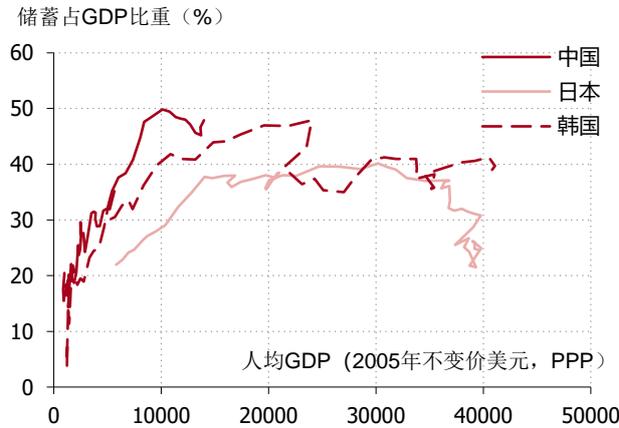
当然，“挖坑理论”需要在特定宏观背景中才能成立。按照凯恩斯的说法，只有经济中存在大量“非自愿失业”的时候，财政支出才具有“乘数效应”。而有大量非自愿失业人口存在的时候，也就是经济中供给过剩（劳动力供给过剩）、需求不足的时候。而如果经济中不是供给过剩，而是需求过剩，也即不存在非自愿失业的时候，财政开支会挤出民间需求，而不会起到刺激总需求的效果。这是因为当供给不足、资源有限的时候，政府如果还雇人去挖坑，就必须得让准备挖坑的人先放下他们手里自己的工作。而这会让这些工作对应的需求无法被满足。于是，挖坑带来的政府需求扩张会被民间需求的下降所抵消，因而无法增加经济的总需求。

从对“挖坑理论”的分析可以看出，分析宏观经济需要宏观思维。而宏观思维有两个要点：第一、要将宏观经济中的反馈效应（如支出和收入之间的联系）纳入考虑；第二、对宏观经济现象的分析必须要放在宏观经济的大背景中进行——就算是同一件事情（比如政府借债来扩张开支），在不同的宏观经济背景中，结果可能截然不同。没有看到宏观经济的大背景，只是单纯地就债务谈债务，没法真正弄懂债务的前因后果。

2. 我国消费不足、储蓄过剩局面的形成

中国的债务，必须要放在我国消费不足、储蓄过剩的宏观背景中才能得到完全的理解。我国是一个高储蓄的国家。根据国际货币基金组织的估算，2022 年我国国民总储蓄率为 46%。这虽然已经低于我国 2008 年创下的 52% 的储蓄率峰值，仍然是世界其他国家地区平均储蓄率的差不多两倍。即使把我国放到崇尚节俭的东亚儒教文化圈中对比，我国的储蓄率仍然算高的。对比我国与日本和韩国的发展轨迹，可以发现我国在各个人均 GDP 水平上，储蓄率基本上都高于日韩在对应人均 GDP 水平的储蓄率。我国的高储蓄率可能跟崇尚节俭的文化有关，但节俭不是我国高储蓄的唯一原因。（图表 2）

图表 2. 我国储蓄率高于同处东亚的日本和韩国



资料来源: PWT, 中银证券

我国储蓄的独特性, 在企业储蓄与居民储蓄的跨国对比中体现得更清楚。国民总储蓄由居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄三部分共同组成^[3]。居民储蓄和企业储蓄是国民总储蓄的主要来源。相比前两者, 政府储蓄规模一般较小, 而且有些时候会是负的 (政府此时是储蓄的净借入者)。

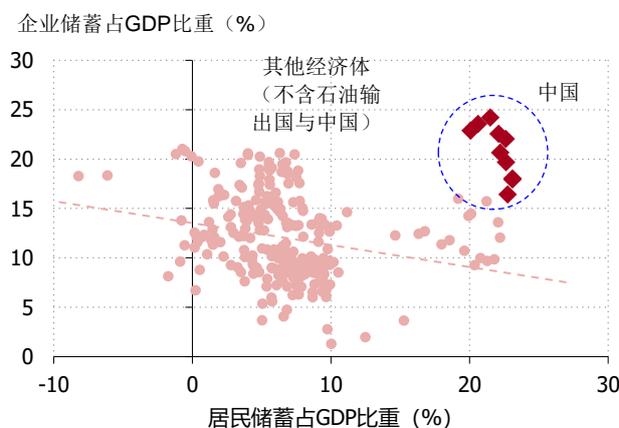
除开我国和石油输出国, 世界上大多数国家在企业储蓄和居民储蓄之间存在此消彼长的负相关关系。对这种负相关关系, 经济学早有研究。在萨克斯和拉雷恩所著的畅销宏观经济学教材《全球视角的宏观经济学》中, 第4章4-10节有这么一段话:

“如果企业多储蓄, 那么家庭就会少储蓄, 因为他们认为企业是在为他们做储蓄……当家庭用他们自身的储蓄来对企业储蓄的变动做补偿的时候, 就说他们‘戳穿了企业的面纱’。因为企业由家庭所有, 所以企业政策的变化并不影响家庭的基本消费决策。”^[4]

换言之, 当企业部门为居民部门所拥有的时候, 企业与居民之间会有财富效应上的联系。因为在这种情况下, 企业储蓄归根结底也是居民财富的一部分。如果企业储蓄比较高, 居民在享受了高企业储蓄带来的财富效应后, 就无需自己再做太多居民储蓄。

与世界上绝大多数国家不同的是, 我国居民储蓄和企业储蓄都很高, 且二者之间没有明显的负相关关系。这反映了我国居民和企业两大部门的财富效应联系被割裂。我国企业部门中有相当比例的国有企业, 资产归国家所有。而我国民营企业的股权也并不为居民部门较为平均的持有, 而是有相当程度的集中度。因此, 我国广大老百姓直接持有的企业部门股权其实并不多, 普通老百姓通过股权享受到的来自企业部门的财富效应不明显。我国大部分老百姓不会认为企业是在为他们做储蓄, 更不会因为企业储蓄的上升而降低自己的个人储蓄。因此, 我国居民储蓄和企业储蓄都很高, 加起来让国民总储蓄更高。(图表 3)

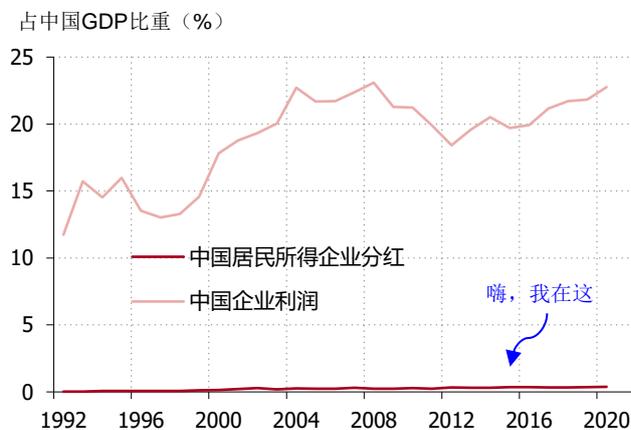
图表 3. 中国居民储蓄与企业储蓄都很高，且二者之间缺乏其他国家的那种此消彼长的负相关关系



资料来源: UNData, 中银证券

资金流量表的数据也显示，我国居民部门从企业部门得到分红不多。2020 年，我国企业部门利润总额为当年我国 GDP 的 22.8%。而同一年，我国居民从企业部门得到的分红总额仅为当年 GDP 的 0.4%，还不到当年企业总利润的 2%。事实上，2020 年企业向居民的分红还算高的。2019 年之前，企业向居民的分红占 GDP 比重一直低于 0.4%。（图表 4）

图表 4. 我国居民部门从企业部门得到的分红不多



资料来源: CEIC, 中银证券

在市场经济中，企业部门向居民部门的分红是调节企业储蓄和投资行为的重要一环。企业部门只做投资，不做消费。按市场经济的原则，企业部门的投资规模应该跟随投资回报率的变化而灵活调整。投资回报率高的时候，应该增加投资规模。此时企业部门应该少向居民部门分红，多向居民部门融资，从而增大投资规模。而当投资回报率比较低的时候，就应该减少投资规模。此时企业应该少向居民部门融资，多向居民部门分红。通过融资和分红，企业部门与居民部门之间可以建立起资源双向流动的渠道，从而使得资源在投资回报率这一价格指挥棒的引导下，在消费与投资之间做最优配置。在这一市场机制的调节下，储蓄过剩、投资过剩的问题不会发生——因为投资回报率低了，资源就会自动流向居民部门，变成居民消费。

我国企业向居民分红不多，表明我国调节消费与投资的市场化机制失灵了。企业部门几乎不向居民部门分红，使得企业部门的利润较为刚性地转化成了企业储蓄，并进一步变成企业投资。理论上，如果企业部门投资规模过大而压低了投资回报率，此时最有效的投资方式其实是减少投资，把准备用来投资的资源拿去消费掉。但我国因为企业部门与居民部门的财富效应联系被割裂，在投资回报率下降的时候，流向企业部门（尤其是国有企业和股权高度集中的私企）的收入并不会自动变成企业向居民的分红。这就使得我国储蓄过剩、投资过剩的问题不会被市场自动纠正。这是中国经济长期消费不足、储蓄过剩的原因所在，也是我国与西方国家一个重要差别。

这样的局面有利有弊。有利的一方面是，它让我国总储蓄长期处在较高位置，因而让我国有了高储蓄支撑的高投资，以及随之而来的快速资本积累，给我国经济增长带来了强大动力。此外，因为企业储蓄中有不小的份额掌握在国企手中，也增强了我国政府集中力量办大事的能力。

不利的一方面则是，由于分红渠道不畅，企业部门的利润（对应着资本的回报）向居民部门的流动受阻，让我国居民部门收入占经济比重低于世界上大部分国家，从而导致我国消费占经济比重明显偏低，出现了消费不足的问题。而由于居民福利主要取决于消费水平，消费不足也让我国经济增长对居民福利的带动作用受限。更重要的是，消费不足、储蓄过剩所衍生的内需不足，会让我国经济增长缺乏内生持续性。

3. 从储蓄过剩到内需不足

一个经济体的总需求由消费、投资和净出口三大块组成。其中，净出口是外需，更多决定于国际经济环境，而不太能受经济体自身的控制。只有消费和投资这两个内需才是被经济体自身所决定的。内需之中，消费才是最终需求，投资只是派生需求。消费占经济的比重偏低，就会衍生出内需不足的问题。

对市场化主体（居民和企业）而言，投资只是获取投资回报的手段。当投资规模过大而压低了投资回报率的时候，市场化主体的投资意愿会相应降低。但由于我国企业部门向居民部门的分红渠道不畅，投资意愿下降并不会自动导致资源从企业部门流向居民部门，因而也就难以提振居民收入和消费。于是一方面，企业的内生投资意愿因投资回报率降低而下降，另一方面资源又难以从企业流向居民，没法让居民收入和消费相应上升。这样一来，企业投资意愿不高，消费又起不来，内需就会相对经济供给能力而显不足。经济增长就会因为需求不足而缺乏内生的持续性。

事实上，从 20 世纪 90 年代中期以来，我国就一直处在内需不足的状态。期间，仅在 2003 年至 2008 年次贷危机爆发前的这段时间里，强劲外需暂时掩盖了内需不足的问题。在那之前的 1998 至 2002 年，我国曾经历过 5 年的因需求不足而形成的长期通货紧缩。而在次贷危机打压了外需，以及“四万亿”刺激政策退出之后，我国又再次面临需求不足带来的通缩压力。（图表 5）

图表 5. 在 1998 到 2002 年，我国曾经历长期的通缩



资料来源：万得，中银证券

我国如要有效推进消费转型，增加消费占经济的比重、降低储蓄率，需要在居民、企业和政府这三大部门之间，做有利于居民部门的收入分配改革，从而增加居民收入（尤其是居民的财产性收入）占经济的比重。过去几年我国推动的减税降费政策，是往这个方向迈出的正确一步。但每年数万亿元人民币的减税降费规模，相比我国现在 120 万亿元的 GDP 而言，还是有些太少。而且，降费降税更多偏向于企业部门而非居民部门，对居民和企业两大部门间的收入分配调节作用有限。在降费降税之外，更有力的部门间收入分配改革尚待推出。

因此，我国因收入分配结构而来的消费不足、储蓄过剩、内需不足的状况会长期存在。对中国经济的分析需要基于这个宏观大背景而展开。脱离这个大背景而空谈债务，只能得到刻舟求剑的结论。

4. 中国需要正确加杠杆

弄清楚了我国的宏观大背景后，现在可以转向对我国债务情况的分析了。有三个重要问题需要依次回答：我国是否应该加杠杆？我国经济中谁应该来加杠杆？我国经济加杠杆的约束在哪里？

问题一、我国是否应该加杠杆？答案是“应该加”。

给定我国储蓄过剩、内需不足的宏观大环境，扩大内需和稳定经济增长的关键在于如何将储蓄充分地转化成为投资。企业部门作为一个整体是储蓄者，但投资机会在企业部门内部的分布并不均匀，更不会与企业储蓄的分布匹配得上。因此，企业部门投资的大部分还是需要通过金融体系的融资来支持，要靠融资来将储蓄转移汇集到有投资机会和意愿的企业那里去。而我国融资结构为债权型融资所主导，社会融资中超过 95% 是银行信贷和债券融资。因此，如何将储蓄转化为投资的问题，实际上等价于如何通过债务融资方式把储蓄用到投资上。所以，在当下的宏观经济环境中，我国经济需要加杠杆，而不是去杠杆。

在加杠杆的过程中，投资回报率和债务的回报率可能都会下降。正如前文所述，当投资太多而压低投资回报率的时候，最有效的投资方式其实是少投资，多消费。但当我国的收入分配结构让这样的部门间资源转移难以发生的时候，继续投资就是必要的选择。换言之，在全社会债务回报率下降的过程中，仍然需要进一步加杠杆。这不是最优的选择，却是在收入分配结构之约束条件下的约束最优。

不这么做、不加杠杆，我国经济结构并不会因为经济增长的减速而自动优化，反而可能会陷入生产过剩带来的经济萧条。这方面，1998 到 2002 的 5 年是前车之鉴。当时，我国经济因为需求不足而被迫进入“去产能”状态，大量企业倒闭、数千万工人被分流下岗。而我国在 2003 年走出通缩，迎来经济繁荣，也不是因为过剩产能被清除干净了，而是因为 2001 年加入 WTO 之后，外需明显走强，将我国内需不足的问题给掩盖了。

问题二、我国经济中谁应该来加杠杆？答案是“应该由政府来加杠杆”。

宏观经济中能够加杠杆的主体无非是居民、企业和政府这三大部门。其中，居民和企业由受到微观债务约束的微观主体组成的。无论是微观的居民、还是微观的企业，他们的收入都并不决定于他们的支出。居民和企业借的债太多，超出其收入所能支撑的水平时，居民部门和企业部门有可能出现债务危机。

但政府与居民和企业不一样。政府是宏观经济主体，其收入很大程度上受到自身支出的影响。而且政府拥有铸币权，可以印钞来偿还用本币借入的债务。在加杠杆的能力方面，政府显著强于居民和企业两大部门。此外，在当前内需不足的宏观环境中，政府开支会对民间开支有带动作用。政府加杠杆创造需求，可以发挥“乘数效应”，稳增长和稳需求的效果会好于单纯的居民加杠杆和企业加杠杆。因此，在我国经济需要加杠杆的时候，首先应该由政府来加杠杆——即政府发债来扩大财政支出。

问题三、我国经济加杠杆的约束在哪里？答案是“约束在国内供给能力，体现在国际收支和通胀上”。

政府的债务约束与微观居民和企业的债务约束有很大不同，必须要用宏观思维，在一定的宏观背景中才能分析清楚。政府债务的约束，不在政府债务规模本身是大是小，而在于政府债务作用下的内需是否超过了国内供给能力。而内需是否超出了国内供给能力，可以从国际收支和通胀两方面指标中看出来。只要国际收支保持健康（保持经常账户顺差），并且没有通胀压力，政府加杠杆就不会碰到紧约束，可以持续进行。

如果内需超过了国内供给能力，宏观经济可能会出现两种后果：要么需要从国外净进口供给来弥补国内供给能力不足的缺口，要么形成需求拉动的通货膨胀。无论哪种后果出现（或者共同出现），政府债务扩张都将不可持续。

一个国家如果要从国外净进口供给，其国际收支必然恶化，会出现经常账户逆差，以及随之而来的外债累积。外债是一个国家的硬约束。国际上除了美国作为国际储备货币发行国，可以用本币借外债之外，其他国家都只能用国际硬通货（通常是美元）来借外债。外债如果累积太多，一定会超出这个国家持有的国际硬通货之偿付能力，从而引发外债危机，也即所谓的国际收支危机。

而如果一个国家通胀稳不住，受需求拉动而不断上升，存量债务的价值虽然会被通胀稀释，但国家信用也会受损，从而让政府再难以发新债来支撑开支。此时，政府就算开动印钞机来收铸币税，也只会通胀火上浇油，让通胀最终演化成为恶性通货膨胀，令国家经济陷入极大混乱。

上述的两种情况，便是政府债务碰到紧约束时会出的状况。而反过来说，如果一个国家国际收支健康，同时通胀稳定（或者有通缩），那么这个国家政府债务的累积就是可持续的。这方面，国际上有正反两个例子可做参考。

正面的例子是日本。2022年末，日本政府债务占GDP比重已经上升到228%，远高于我国77%的水平，甚至接近了我国政府债务和企业债务总和占GDP的比重。但由于日本国际收支长期健康（长期有经常账户顺差），且通胀长期处于低位，所以日本很高的政府债务水平并未带来什么严重后果，债务可持续性没有问题。（图表6）

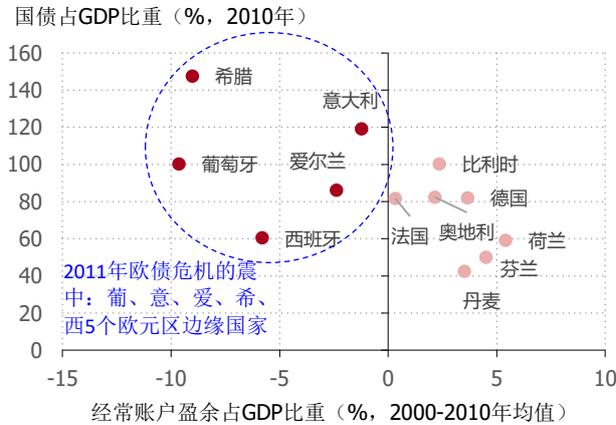
图表 6. 日本政府债务占 GDP 比重已经上升到 228%，并没有爆发债务危机的迹象



资料来源：BIS，中银证券

反面的例子是2011年欧债危机的震中，葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙这5个欧洲边缘国家。债务危机之所以在这5个国家爆发，并不是因为它们的国债规模太高。事实上，在欧债危机爆发的仅仅一年前，西班牙国债占GDP比重还低于德国。爱尔兰的国债水平也只是与德国相当，并低于比利时。这5个边缘国家爆发债务危机的根本原因，是它们在欧债危机爆发之前的10年里，国际收支长期恶化，长时间有经常账户赤字，以及随之而来的大量外债累积。所以，尽管这5个国家的国债规模并不都很高，但因为它们是欧元区主要国家中经常账户赤字最大的5个，所以欧债危机在它们那里爆发。（图表7）

图表 7. 2011 年“欧债危机”之所以爆发于葡、意、爱、希、西 5 个边缘国家，不是因为它们国债规模太高，而是因为它们经常账户逆差太大



资料来源: IMF, 中银证券

我国的通胀和国际收支约束显然没有收紧。近两年来，我国面临的更多是通缩的压力。而从1994年至今，我国已连续29年录得经常账户顺差。长期的经常账户顺差让我国累积了大量海外资产。国际投资头寸表(IIP)数据显示，2022年我国对外净资产规模(我国持有的海外资产减去我国外债)已上升至2.53万亿美元，是2022年我国GDP的14%。如果有人担心我国债务规模太大了，别忘了我国还向海外净借出了2.53万亿美元。因此，我国政府债务的约束没有收紧，政府在加杠杆方面有很大空间。(图表8)

图表 8. 我国国际收支长期健康，从而让我国累积了规模庞大的海外净资产



资料来源: 万得, 中银证券

当我国处在当前这样内需不足的状态时，政府既有加杠杆的空间，也有加杠杆的必要。财政当然是宏观经济稳定的一道重要防线，但这道防线该怎么用，却需要用宏观思维来分析和判断。现代财政政策理念是财政要逆周期行事，在经济下行的时候发挥需求稳定器的作用。如果只是用分析企业的微观逻辑来看待政府，要求财政要量入为出，控制债务规模，其实没有理解政府债务的真正约束所在，会把财政变成经济波动的放大器。在当前中国经济面临较大下行压力的时候，政府理应加杠杆来创造需求，发挥扩大内需、稳定增长的作用。

当然，仅仅说政府要加杠杆还不够。是中央政府加杠杆、还是地方政府加杠杆？是通过显性的国债来加杠杆，还是放任隐性政府债务增长来加杠杆？地方政府融资平台作为政府创造需求的利器，该如何在政府加杠杆中发挥作用？加杠杆过程中财政与货币又该如何配合？这样的问题还可以举出很多，并且都值得深入分析。但考虑到本文已有万字的长度，实在不宜在此处展开这些问题，而只能将讨论留给未来的文章了。

5. 过去几年去杠杆的历史回顾

以上是用宏观思维，在理论上对我国债务做的分析。而最终，实践才是检验真理的标准。从2016年我国全面启动供给侧改革，并将去杠杆作为供给侧改革五大任务之首开始，去杠杆一直是我国宏观政策的主要方向。对过去几年的历史做一下回顾，有助于更好评价去杠杆政策，以及这一政策反映出的过去几年国内对债务的主流认知。在过去几年与去杠杆政策相关的经济数据中，可以得出两点结论。

第一、去杠杆政策并未减慢国内债务率的上升速度，反而有推高债务率的倾向。2018-2019年、以及2021-2022年，是我国两波强力去杠杆政策的推进期。在这两段时间里，国内社融增速明显放缓，但同期我国债务率（债务占GDP比重）与全球平均债务率的比值却不降反升，表明在这两段时间里，国内债务率升幅反而更明显地超过国际平均债务率的升幅。事实上，观察过去几年我国债务率和全球债务率的比值数据，可以发现它与我国社融增速负相关，表明去杠杆政策倾向于让国内杠杆率更快上升，放松去杠杆政策反倒有助于减缓国内杠杆率的升势。（图表9）

图表 9. 近几年来，每当我国国内社融增速放缓的时候，我国债务规模就会相对海外更快上升

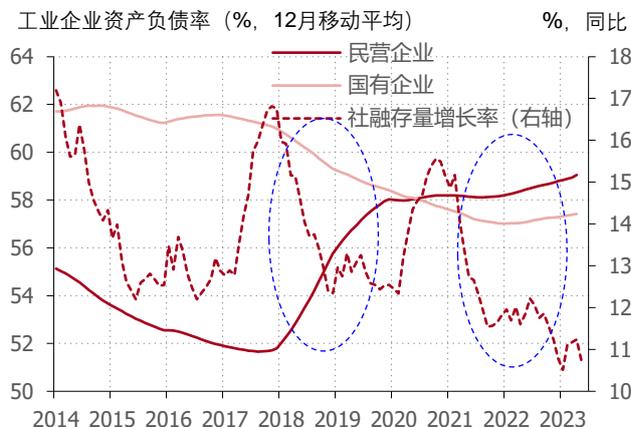


资料来源：BIS，中银证券

有人可能会认为这样的结果反直觉，但这恰恰体现了宏观与微观的差异。债务率是个分数，分子是债务规模，分母是名义GDP。去杠杆政策在压低社融增速，抑制债务规模增长的时候，也会给经济增长和通胀带来负面影响，从而压低处在分母位置上的名义GDP的增长。寄希望于去杠杆政策只压低分子，而不影响分母，从而能降低分数值，是在用微观静态逻辑来思考宏观动态的经济，很难得到想要的结果。

第二、去杠杆政策还更为明显地打击了经济中最具活力的民营部门。在2018-2019年、以及2021-2022年这两段时间里，民营工业企业的资产负债率都在社融增速放缓的同时明显上升。同期国有工业企业资产负债率却有所下降。这是因为相比国企，民企抵御风险的能力更弱。在去杠杆政策带来的融资紧缩、经济下行的环境中，民营企业更难拿到融资，经营情况恶化得更快。（图表10）

图表 10. 2018 年以来的两轮去杠杆, 令民营企业资产负债率明显上升, 同期国企资产负债率则趋势性下降



资料来源: 万得, 中银证券

观察工业企业亏损面数据, 也能看到去杠杆政策给民营企业带来的压力。2018 年至今, 国有工业企业的亏损比例大致稳定在 30% 出头的位置。而同期, 民营工业企业的亏损比例则从 2018 年年初的 12%, 上升到最近的 25%, 翻了一番还多。(图表 11)

图表 11. 过去几年, 民营工业企业的亏损面显著扩大, 而国企亏损面基本稳定



资料来源: 万得, 中银证券

对民营企业在我国经济中的重要性, 各方早有认识。刘鹤副总理在 2021 年中国国际数字经济博览会开幕式的致辞中说到: “民营经济为我国贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇就业、90% 以上的市场主体数量。”^[5] 去杠杆政策显然不会以打击民营企业为目标。但不以这为目标, 却产生了这样的结果, 只能说明在政策设计中, 以及政策所反映的债务认知方面出现了偏差。

最后, 去杠杆政策还给货币政策带来了明显干扰。如前文所述, 去杠杆政策往往落脚于对社会融资的打压之上。而银行体系正是通过发放信贷和购买债券来在实体经济中创造广义货币的。可以说, 社会融资的发放是货币政策传导路径的第二环节——传导路径第一环节是央行在金融市场的基础货币投放。在货币政策传导路径的两个环节中, 央行能直接掌控第一环节, 却只能间接影响第二环节。央行的宽松货币政策可以较为直接地增加金融市场流动性。但这只是为金融体系更好将储蓄转化为投资提高了便利性, 而并不会自然转化为实体经济融资的宽松。如果社会融资增长被去杠杆政策抑制, 央行的宽松政策就难以传导到实体经济中。

在 2023 年 6 月 14 日发表的《降息是无奈的选择》一文中，笔者曾说：“在货币政策传导路径阻塞的时候，短期利率的降低未必能刺激向实体经济的融资投放，反倒可能推升金融市场中的杠杆交易，加大金融风险。^[6]”货币政策传导路径之所以受阻，使得央行在决定是否降息时左右为难，正是因为去杠杆政策抑制了社会融资的增长。

6. 结语

过去几年，中国经济增长一直面临比较明显的下行压力，令预期转弱、信心不稳。经济的弱势很大程度上来自于去杠杆政策带来的自我紧缩。去杠杆政策的初衷当然是好的，但良好的愿望未必会带来好的结果。缺乏宏观思维，忽略我国经济的宏观背景、以及这种背景产生的原因，仅凭微观逻辑而就债务谈债务，很容易形成对债务的偏颇认知，进而影响到政策。

当前，中国经济需要的是全面纠偏对我国债务的认知，放松自我施加在中国经济上的约束。必须要纠正那些在理论上站不住脚，在实践中也被证伪的看法，从而让各方对债务这个关键问题的认识更加全面准确。这样方能让政策更加切合中国实际，从而扭转过去几年我国经济的不利走势，重塑各方信心，让经济发展重回正轨。（完）

【1】凯恩斯的“挖坑理论”出自《就业、利息和货币通论》一书的 10(VI)节。

【2】克鲁格曼，2014 年 11 月 4 日，《成功的商人不懂宏观经济》，<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20141104/155920728159.shtml>。

【3】储蓄的定义是收入减去消费。居民储蓄等于居民收入减去居民消费。企业储蓄等于企业收入减去企业消费。这里的企业收入不是会计意义上的企业营收，而是企业分红之后的利润。又由于企业消费为零，所以企业储蓄就是企业分红之后的利润。

【4】杰弗里·萨克斯、费利普·拉雷恩，《全球视角的宏观经济学》，上海人民出版社，1997 年版，157-158 页。

【5】新华社，2021 年 9 月 6 日，《刘鹤出席 2021 中国国际数字经济博览会开幕式》，https://www.gov.cn/guowuyuan/2021-09/06/content_5635619.htm。

【6】徐高，2023 年 6 月 14 日，《降息是无奈的选择》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10141。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371