

關於債務、利率與通脹的推演

- **疫情之下全球公共債務快速積累。**歷史上看，政府債務的急速積累常與戰爭相關，而當下新冠疫情對政府債務的衝擊更甚於有形戰爭。公共債務不僅僅是一個經濟問題，可能還會演變為一個複雜的政治問題。在貨幣政策無計可施的情況下，財政政策重回歷史舞臺的中央。這意味著政府在經濟中以主角身份回歸，歷史將進入一個由強勢政府主導的階段，市場機制失去往日的光環。
- **極低的利率水準為各國維持龐大的公共債務提供了條件。**一方面，極低利率使得公共債務付息率下降，降低了財政開支中的付息開支；另一方面，極低利率也降低了政府為赤字進行融資的成本，保持了債務的可持續性。
- **低通脹是低利率的前提。**債務可持續的關鍵就在於未來物價走勢，究竟是通脹還是通縮。政策制定者對此有著極度矛盾的心態。一方面，他們希望儘快走出通縮陰霾；另一方面，他們又不希望通脹重臨，當物價上漲成為趨勢，利率上行遲早會暴露公共債務的風險，引發債務危機，最後“曲終人散”。
- **在世界秩序解體的進程中，滯脹成為一種現實的可能。**需求不足在未來兩三年將主導經濟的基本關係，通脹的出現，更可能的場景是來自供給衝擊，例如自然災害、貿易禁運和經濟制裁，進而引發滯脹。增長下行而利率上行，債務風險一觸即發，結果是災難性的廣譜資產價格下跌。遺憾的是，這超出了經濟預測的範疇。

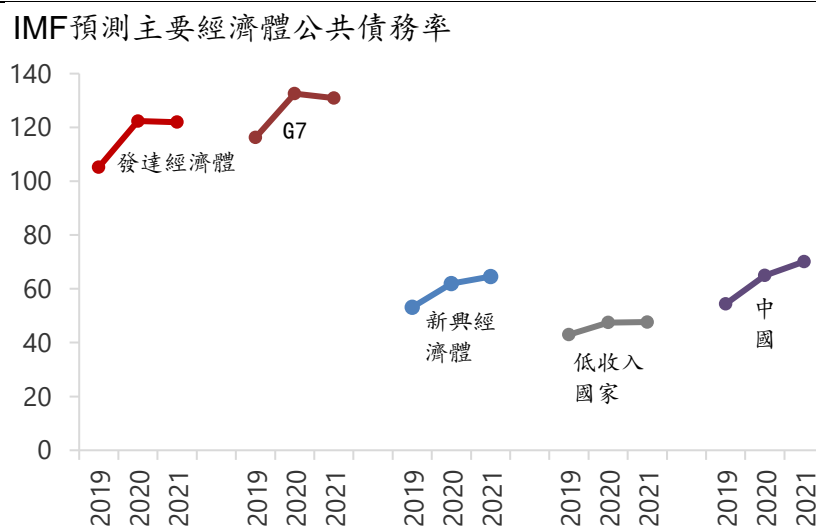
丁安華，首席經濟學家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

一、疫情之下全球公共債務快速積累

今年新冠疫情席捲全球，嚴峻的防疫形勢迫使各國政府通過大規模的財政赤字來維持經濟和社會的正常運行。一方面，經濟活動收縮導致國家庫房收入下降；另一方面，為維護就業和社會穩定政府財政開支大增。各國政府的財政赤字跳升，IMF 預測今明兩年全球的公共債務率（政府債務/名義 GDP），上升速度之快是戰後八十年間未見。

發達經濟體的平均公共債務率將超過 120%，跳升 18 個百分點。七大工業國尤甚，公共債務率逼近 140%。相較於發達經濟體債務的急速擴張，疫情下新興經濟體的債務率上升較為平緩，平均公共債務率在 60% 附近，僅為發達經濟體的一半，反映疫情之下中低收入國家財政動員能力不足。中國公共債務率在 65% 左右，上升幅度略高於新興經濟體均值（圖 1）。

圖 1：IMF 預測主要經濟體公共債務率（%）



資料來源：IMF、招商銀行研究院

歷史上看，政府債務急速積累常與戰爭相關。英國就是一個非常典型的例子。這個老牌帝國在歷史上有兩個公共債務激劇上升的時期：一個是 18 世紀末 19 世紀初的拿破崙戰爭時期，公共債務率曾達 200%；二是 20 世紀的第二次世界大戰時期，公共債務率超過 250%。戰爭迫使英國政府大量負債以維持龐大的國防開支，導致公共債務急速擴張。戰後國家重建、經濟增長拉大分母名義 GDP，公共債務率快速下滑。

回到當下，新冠病毒大流行無異於一場無形的戰爭，對政府債務的衝擊甚於有形戰爭。在疫情衝擊下，美國 2020 年財政年度赤字將到達 16%，公共債務率逼近 100%。國會預算委員會預計，未來十年美國公共債務率將持續處於甚至高於二戰時期的峰值（圖 2）。美國的情況並非特例，疫情之下幾乎所有國家的財政都面臨赤字上升債務高企的困境。歐洲各國陸續推出各種財政刺激計畫之余，歐盟委員會推出了高達 7500 億歐元的復蘇計畫。整體來看，這一輪疫情衝擊下的公共債務率上升，歷史罕見，相較戰爭時期更甚。

圖 2：美國政府債務佔 GDP 比重 (%)

預計美國國債佔GDP比重將達到二戰時期水準



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

二、如此高的債務率怎能持續？

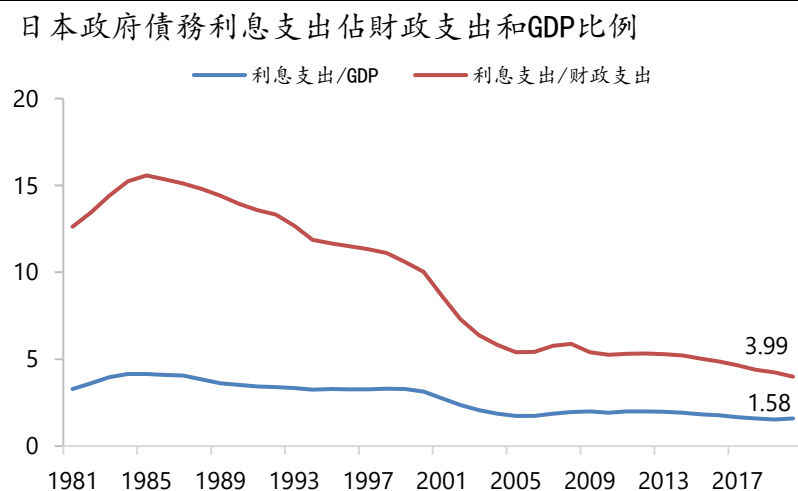
背離常規的一點是，政府債務水準高低似乎沒有對財政刺激規模大小形成約束。對比全球主要國家的公共債務率和政府財政刺激規模，我們發現高負債國家推出的財政刺激包反而越大。如此龐大的政府公共債務怎能持續？或許是時候思考一下這個問題。

複盤一下歷史是有益的。八年前歐債危機的場景，我們還記憶猶新。當時陷入危機的部分歐洲國家，其公共債務率大約在 150% 附近。這是一個可能的閾值嗎？新冠疫情再次將這些歐洲國家的公共債務率拉回甚至超過前期的高點。那麼，債務危機的昨日是否會重現？此次新冠疫情帶來的高公共債務如何可以持續？

更具啟示意義的例子，是日本。日本的公共債務率今年將突破 250%，是全球主要經濟體中最高的，沒有之一。而且日本的公共債務過去三十年持續上升，始終未有改善的跡象。詭異的是，日本的債務似乎不是問題：恰恰相反，日元還被廣泛信賴，甚至具有避險貨幣的特徵。

為什麼會出現這樣一種現象？150% 的公共債務率足以引發歐債危機，250% 公共債務率反而可以持續？必須找到令人信服的解釋。從債務可持續性角度觀察，利息支出是一個重要線索。資料顯示，日本政府付息率（利息支出佔名義 GDP 的比重）從 2009 年的 1.99% 降至 2019 年的 1.53%；佔財政支出的比重從 5.39% 降至 4.24%（圖 3）。這說明，日本政府為公共債務所付出的利息負擔是下降的，這為債務的可持續性提供了一種可信的解釋。

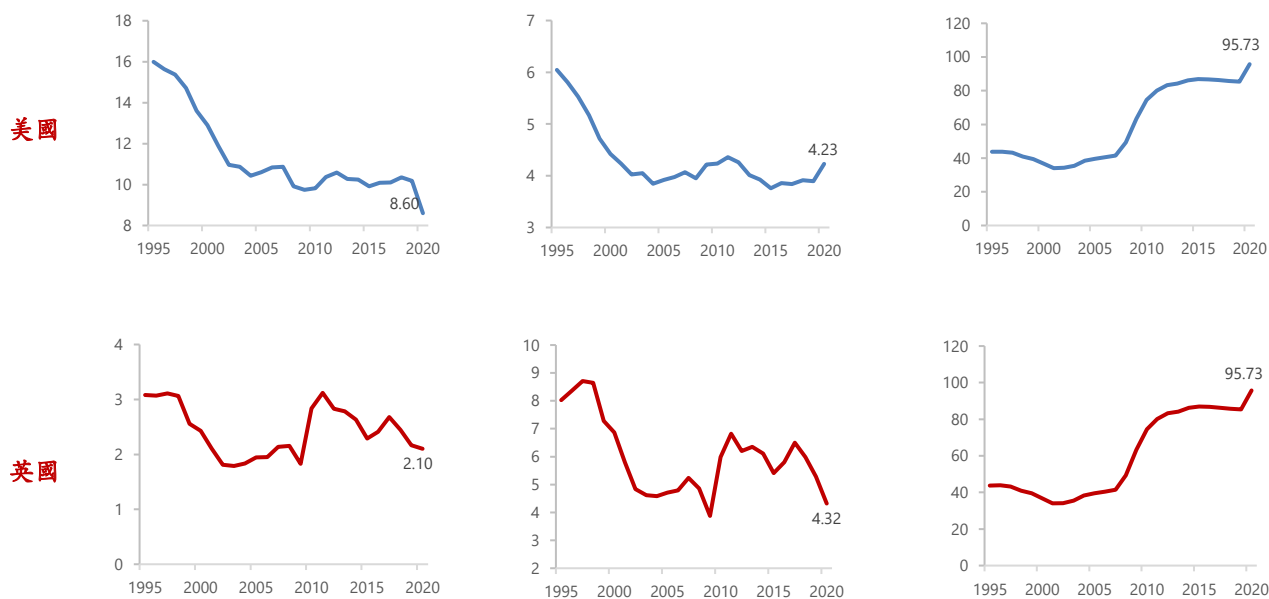
圖 3：日本公共債務的利息支出佔比 (%) ¹



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

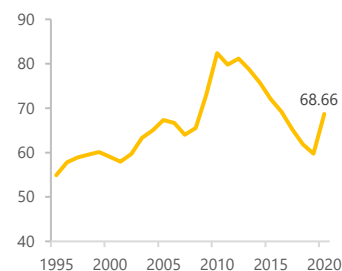
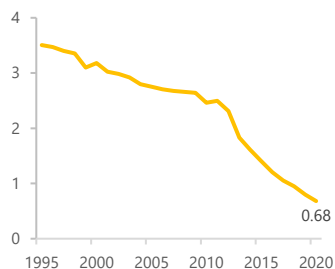
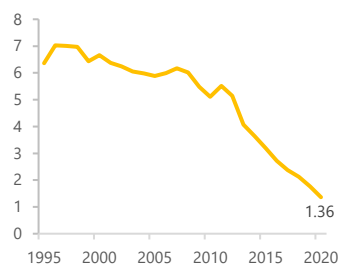
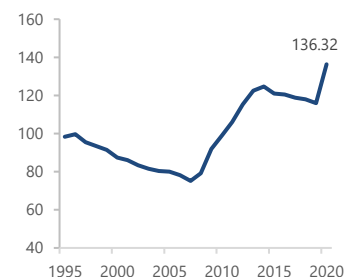
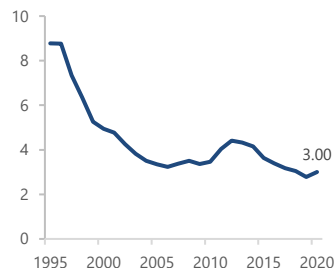
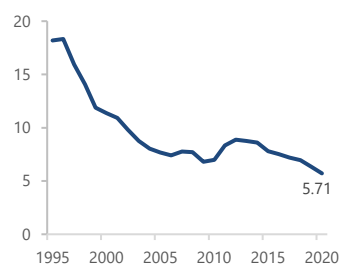
根據同一思路，我們分析美國、英國、德國和曾經爆發歐債危機的五個國家的政府債務利息支出的情況，發現無論是佔名義GDP還是佔財政支出的比重，均呈下行格局（圖4）。如此看來，債務危機似乎離我們還有一段距離。另一證據是，各國主權債務的CDS交易的價格，也說明金融市場並不預期一場迫在眉睫的主權債務危機。

圖 4：全球主要國家公共債務率和債務利息支出佔比 (%)



¹ 財政支出為經常性財政支出 (Current Expenditure)。

德國

歐債
危機
國家

資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

債務率上升，而付息率下降，唯一的解釋就是極低的利率水準。這就是如此之高的公共債務率之下各國還得以苟延殘喘的原因。事實上，全球市場上相當規模的國債目前交易在零利率甚至負利率的水準。其結果是，一方面，極低利率使得公共債務付息率下降，降低了財政開支中的付息開支；另一方面，極低利率也降低了政府為赤字進行融資的成本，保持了債務的可持續性。

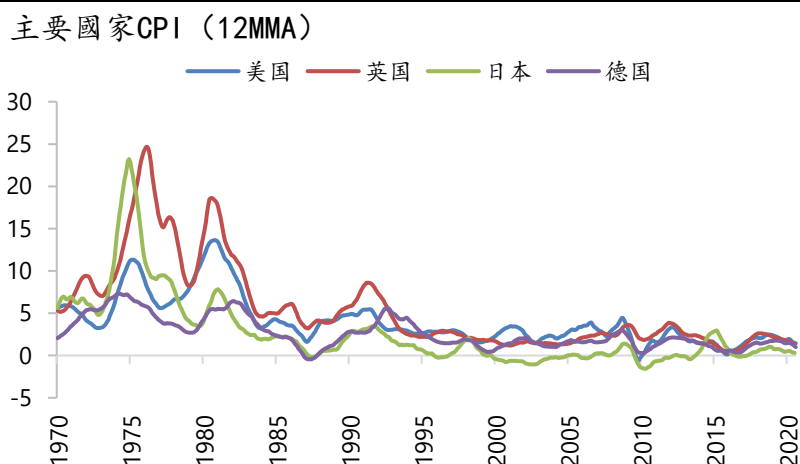
三、何時曲終人散？

如此看來，極低利率環境是公共債務可持續的關鍵。那麼，極低利率能維持多久？這就進入到經濟學分析的領域了，利率走勢的逆轉可能摧毀公共債務得以持續的所有邏輯，成為不可忽視的風險。

根本上，通脹水準決定利率水準。低通脹是低利率的前提，債務可持續的關鍵就在於未來物價走勢，究竟是通脹還是通縮？這恐怕是目前學術界爭議的核心問題之一。

學術界首先觀察到的一個現象是，過去十幾年菲力浦斯曲線走平，失業率與通貨膨脹的負相關關係基本上已經崩潰。這讓很多人舒了一口氣，他們認為即使疫後就業市場修復，通脹仍可能在低位徘徊。對投資者而言，半個世紀以來，全球通脹一直處於下行通道（圖5），沒完沒了的低通脹資料，為央行的低利率政策提供依據，市場逐漸失去了對債務累積的警覺，表現在金融市場上就是投資者對廣譜風險資產的追捧。

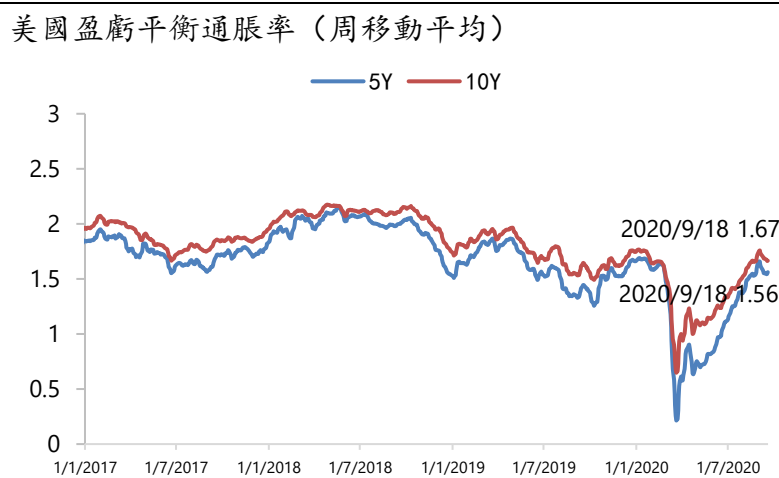
圖 5：全球主要國家通脹率 (%)



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

不過，學術界對通脹的重臨，依然保有高度的戒心。不單是因為通脹上升會顛覆債務可持續的全部邏輯；更是因為他們所信奉的經濟學教義邏輯如此清晰而有力：極度寬鬆的貨幣政策註定誘發通脹重回。美聯儲調整貨幣政策框架，宣佈採取“平均通脹目標制”之後，市場對通脹的預期出現V型反彈（圖6）。對於通脹的擔憂，擾亂了投資者的心態，一個明顯的證據就是黃金價格上漲。

圖 6：美國盈虧平衡通脹率 (%)



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

支持低通脹甚至通縮的理由，主要有三方面：一是全球人口老化導致的長期增長潛力下行；二是新冠疫情蔓延和貧富差距擴大抑制了居民消費和企業投資意願，導致需求進一步萎縮；三是線上經濟活動持續壓低通脹，技術創新結構性地改變了經濟形態。

支持通脹重臨的理由，也有三方面：一是貨幣政策與財政政策合謀，低利率加上大放水無可避免抬升物價水準；二是全球化逆轉，基於成本和效率的全球供應鏈受制於貿易保護主義的抬頭；三是地緣政治可能誘發供給衝擊甚至中斷，正如上世紀70年代一樣，導致滯漲這一最壞的經濟後果。

就通脹走勢而言，政策制定者有著極度矛盾的心態：既擔心他不來，又擔心他亂來。一方面，他們希望儘快走出通縮陰霾，美聯儲設定平均通脹目標制的意圖再明顯不過，就是允許通脹在一段時期高於目標水準；另一方面，他們又不希望通脹重臨，當物價上漲成為趨勢，利率上行遲早會暴露公共債務的風險，引發債務危機，最後“曲終人散”。

解決公共債務問題，還是需要通過經濟增長。不過，大部分學者對長期經濟增長缺乏足夠的信心。所以，溫和的通脹似乎是降低公共債務率的一條思路。不過，通脹一旦成為趨勢，極容易失控。要控制通脹就要提高利率，增加債務付息成本，加大再融資困難，甚至觸發債務危機。

四、大變局：供給衝擊下的債務風險

公共債務不僅僅是一個經濟問題，可能還會演變為一個複雜的政治問題。在貨幣政策無計可施的情況下，財政政策重回歷史舞臺的中央。這意味著政府在經濟中以主角身份回歸，歷史將進入一個由強勢政府主導的階段，市場機制失去往日的光環。這是不以人的意志為轉移的“大變局”。

在我看來，需求不足在未來兩三年將主導經濟的基本關係，也就是說需求拉動通脹重臨的概率不大。通脹的出現，更可能的場景是來自供給衝擊，例如自然災害、貿易禁運和經濟制裁，供給衝擊通常的結果就是滯脹，增長下行而利率上行，債務風險一觸即發，結果是災難性的廣譜資產價格下跌。在世界秩序解體的進程中，滯脹成為一種現實的可能。遺憾的是，這超出了經濟預測的範疇。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。