

## 关于债务、利率与通胀的推演

- **疫情之下全球公共债务快速积累。**历史上看，政府债务的急速积累常与战争相关，而当下新冠疫情对政府债务的冲击更甚于有形战争。公共债务不仅仅是一个经济问题，可能还会演变为一个复杂的政治问题。在货币政策无计可施的情况下，财政政策重回历史舞台的中央。这意味着政府在经济中以主角身份回归，历史将进入一个由强势政府主导的阶段，市场机制失去往日的光环。
- **极低的利率水平为各国维持庞大的公共债务提供了条件。**一方面，极低利率使得公共债务付息率下降，降低了财政开支中的付息开支；另一方面，极低利率也降低了政府为赤字进行融资的成本，保持了债务的可持续性。
- **低通胀是低利率的前提。**债务可持续的关键就在于未来物价走势，究竟是通胀还是通缩。政策制定者对此有着极度矛盾的心态。一方面，他们希望尽快走出通缩阴霾；另一方面，他们又不希望通胀重临，当物价上涨成为趋势，利率上行迟早会暴露公共债务的风险，引发债务危机，最后“曲终人散”。
- **在世界秩序解体的进程中，滞胀成为一种现实的可能。**需求不足在未来两三年将主导经济的基本关系，通胀的出现，更可能的场景是来自供给冲击，例如自然灾害、贸易禁运和经济制裁，进而引发滞胀。增长下行而利率上行，债务风险一触即发，结果是灾难性的广谱资产价格下跌。遗憾的是，这超出了经济预测的范畴。

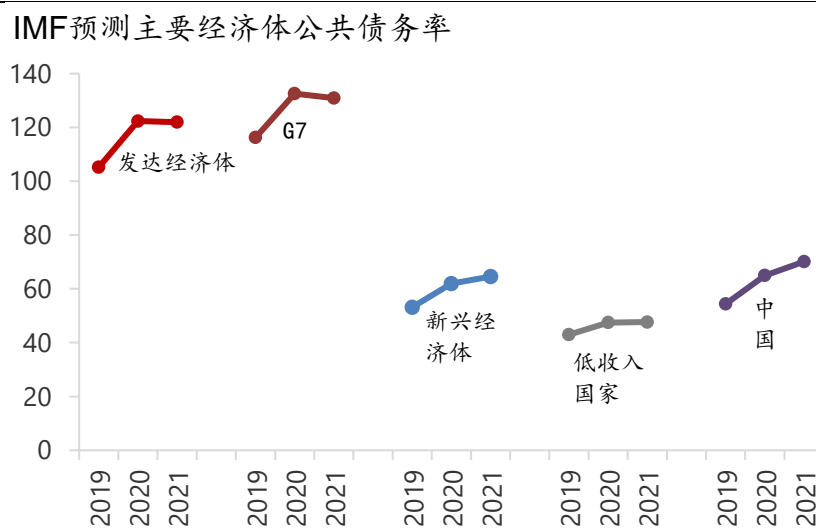
丁安华，首席经济学家  
(852) 3761 8901  
dinganhua@cmbi.com.hk

## 一、疫情之下全球公共债务快速积累

今年新冠疫情席卷全球，严峻的防疫形势迫使各国政府通过大规模的财政赤字来维持经济和社会的正常运行。一方面，经济活动收缩导致国家库房收入下降；另一方面，为维护就业和社会稳定政府财政开支大增。各国政府的财政赤字跳升，IMF 预测今明两年全球的公共债务率（政府债务/名义 GDP），上升速度之快是战后八十年间未见。

发达经济体的平均公共债务率将超过 120%，跳升 18 个百分点。七大工业国尤甚，公共债务率逼近 140%。相较于发达经济体债务的急速扩张，疫情下新兴经济体的债务率上升较为平缓，平均公共债务率在 60% 附近，仅为发达经济体的一半，反映疫情之下中低收入国家财政动员能力不足。中国公共债务率在 65% 左右，上升幅度略高于新兴经济体均值（图 1）。

图 1：IMF 预测主要经济体公共债务率（%）



资料来源：IMF、招商银行研究院

历史上看，政府债务急速积累常与战争相关。英国就是一个非常典型的例子。这个老牌帝国在历史上有两个公共债务激剧上升的时期：一个是 18 世纪末 19 世纪初的拿破仑战争时期，公共债务率曾达 200%；二是 20 世纪的第二次世界大战时期，公共债务率超过 250%。战争迫使英国政府大量负债以维持庞大的国防开支，导致公共债务急速扩张。战后国家重建、经济增长拉大分母名义 GDP，公共债务率快速下滑。

回到当下，新冠病毒大流行无异于一场无形的战争，对政府债务的冲击甚于有形战争。在疫情冲击下，美国 2020 年财政年度赤字将到达 16%，公共债务率逼近 100%。国会预算委员会预计，未来十年美国公共债务率将持续处于甚至高于二战时期的峰值（图 2）。美国的情况并非特例，疫情之下几乎所有国家的财政都面临赤字上升债务高企的困境。欧洲各国陆续推出各种财政刺激计划之余，欧盟委员会推出了高达 7500 亿欧元的复苏计划。整体来看，这一轮疫情冲击下的公共债务率上升，历史罕见，相较战争时期更甚。

图 2：美国政府债务占 GDP 比重 (%)

预计美国国债占GDP比重将达到二战时期水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

## 二、如此高的债务率怎能持续？

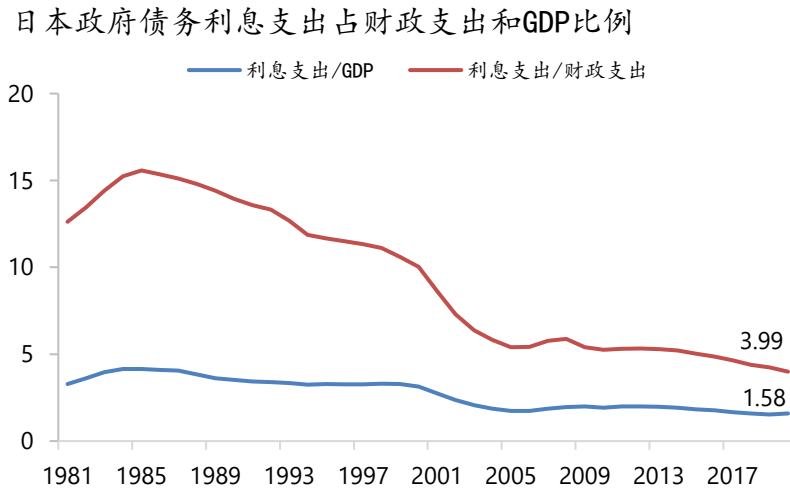
背离常规的一点是，政府债务水平高低似乎没有对财政刺激规模大小形成约束。对比全球主要国家的公共债务率和政府财政刺激规模，我们发现高负债国家推出的财政刺激包反而越大。如此庞大的政府公共债务怎能持续？或许是时候思考一下这个问题。

复盘一下历史是有益的。八年前欧债危机的场景，我们还记忆犹新。当时陷入危机的部分欧洲国家，其公共债务率大约在 150% 附近。这是一个可能的阈值吗？新冠疫情再次将这些欧洲国家的公共债务率拉回甚至超过前期的高点。那么，债务危机的昨日是否会重现？此次新冠疫情带来的高公共债务如何可以持续？

更具启示意义的例子，是日本。日本的公共债务率今年将突破 250%，是全球主要经济体中最高的，没有之一。而且日本的公共债务过去三十年持续上升，始终未有改善的迹象。诡异的是，日本的债务似乎不是问题：恰恰相反，日元还被广泛信赖，甚至具有避险货币的特征。

为什么会这样出现这样一种现象？150% 的公共债务率足以引发欧债危机，250% 公共债务率反而可以持续？必须找到令人信服的解释。从债务可持续性角度观察，利息支出是一个重要线索。数据显示，日本政府付息率（利息支出占名义 GDP 的比重）从 2009 年的 1.99% 降至 2019 年的 1.53%；占财政支出的比重从 5.39% 降至 4.24%（图 3）。这说明，日本政府为公共债务所付出的利息负担是下降的，这为债务的可持续性提供了一种可信的解释。

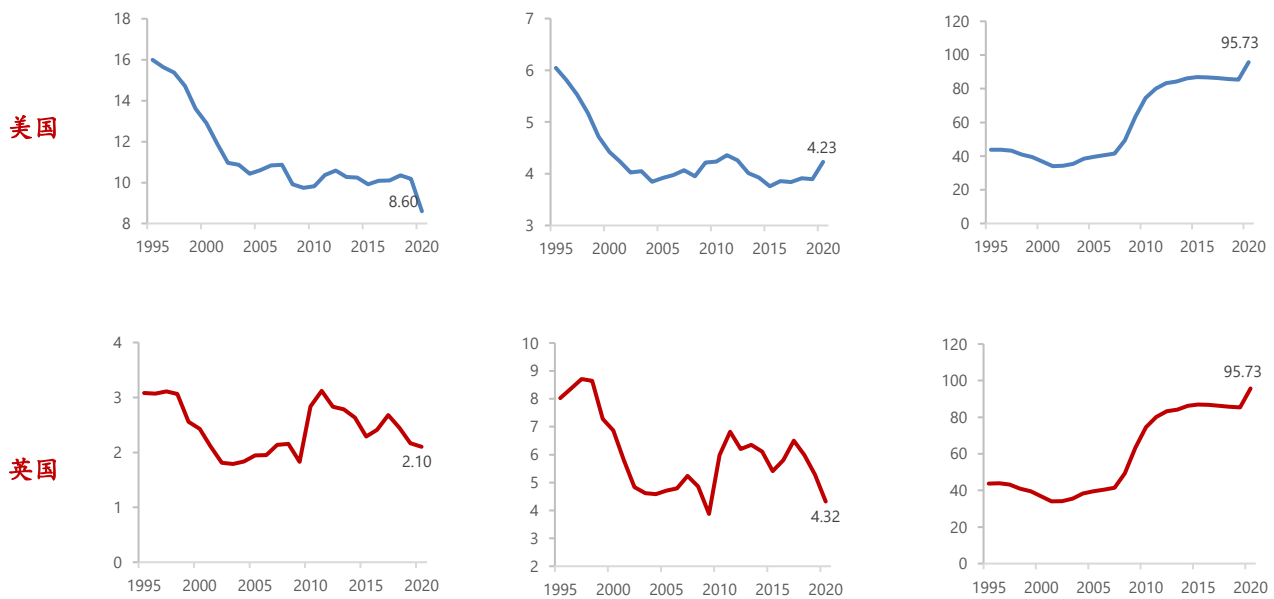
图3：日本公共债务的利息支出占比 (%) <sup>1</sup>



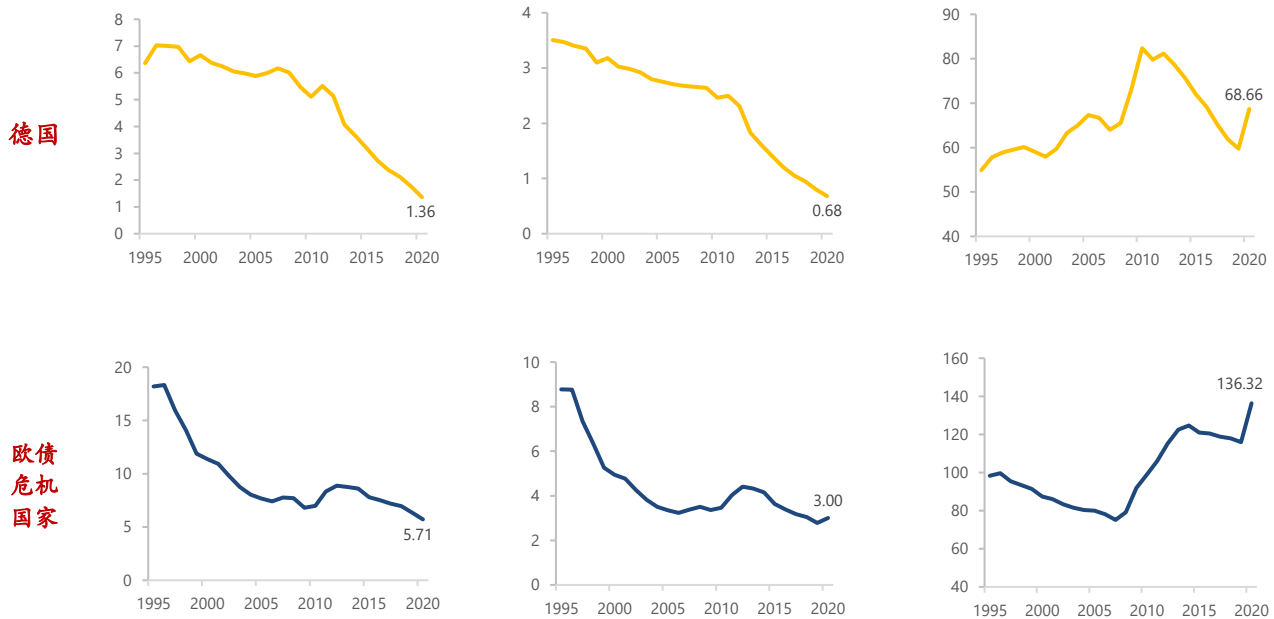
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

根据同一思路，我们分析美国、英国、德国和曾经爆发欧债危机的五个国家的政府债务利息支出的情况，发现无论是占名义GDP还是占财政支出的比重，均呈下行格局（图4）。如此看来，债务危机似乎离我们还有一段距离。另一证据是，各国主权债务的CDS交易的价格，也说明金融市场并不预期一场迫在眉睫的主权债务危机。

图4：全球主要国家公共债务率和债务利息支出占比 (%)



<sup>1</sup> 财政支出为经常性财政支出 (Current Expenditure)。



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

债务率上升，而付息率下降，唯一的解释就是极低的利率水平。这就是如此之高的公共债务率之下各国还得以苟延残喘的原因。事实上，全球市场上相当规模的国债目前交易在零利率甚至负利率的水平。其结果是，一方面，极低利率使得公共债务付息率下降，降低了财政开支中的付息开支；另一方面，极低利率也降低了政府为赤字进行融资的成本，保持了债务的可持续性。

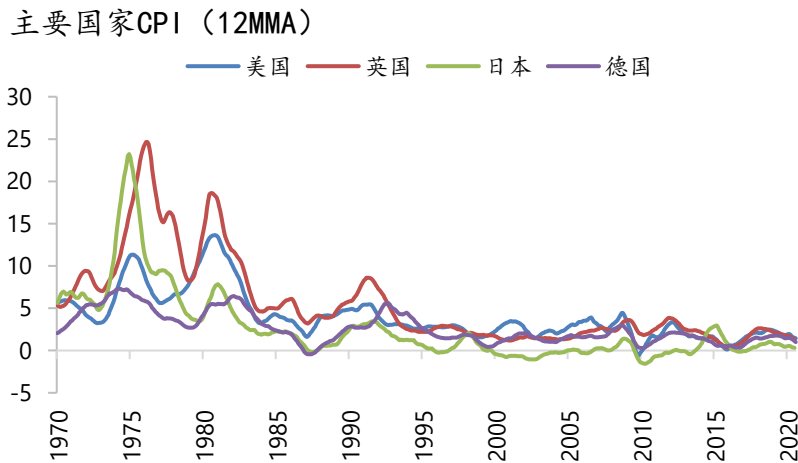
### 三、何时曲终人散？

如此看来，极低利率环境是公共债务可持续的关键。那么，极低利率能维持多久？这就进入到经济学分析的领域了，利率走势的逆转可能摧毁公共债务得以持续的所有逻辑，成为不可忽视的风险。

根本上，通胀水平决定利率水平。低通胀是低利率的前提，债务可持续的关键就在于未来物价走势，究竟是通胀还是通缩？这恐怕是目前学术界争议的核心问题之一。

学术界首先观察到的一个现象是，过去十几年菲利普斯曲线走平，失业率与通货膨胀的负相关关系基本上已经崩溃。这让很多人舒了一口气，他们认为即使疫后就业市场修复，通胀仍可能在低位徘徊。对投资者而言，半个世纪以来，全球通胀一直处于下行通道（图5），没完没了的低通胀数据，为央行的低利率政策提供依据，市场逐渐失去了对债务累积的警觉，表现在金融市场上就是投资者对广谱风险资产的追捧。

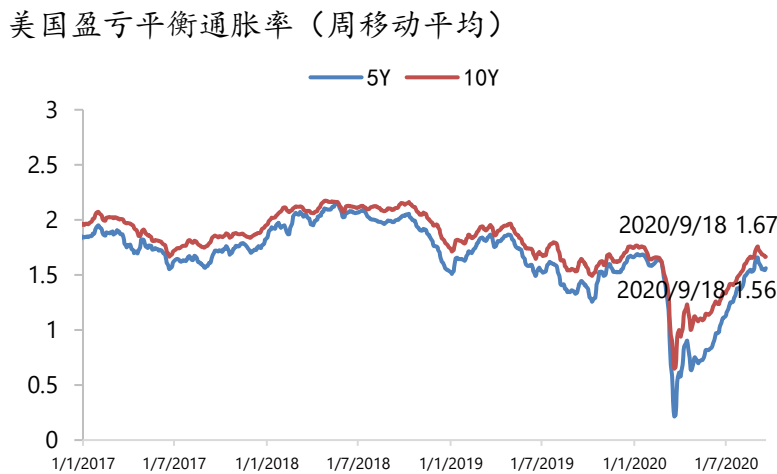
图 5: 全球主要国家通胀率 (%)



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

不过,学术界对通胀的重临,依然保有高度的戒心。不单是因为通胀上升会颠覆债务可持续的全部逻辑;更是因为他们所信奉的经济学教义逻辑如此清晰而有力:极度宽松的货币政策注定诱发通胀重回。美联储调整货币政策框架,宣布采取“平均通胀目标制”之后,市场对通胀的预期出现V型反弹(图6)。对于通胀的担忧,扰乱了投资者的心态,一个明显的证据就是黄金价格上涨。

图 6: 美国盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

支持低通胀甚至通缩的理由,主要有三方面:一是全球人口老化导致的长期增长潜力下行;二是新冠疫情蔓延和贫富差距扩大抑制了居民消费和企业投资意愿,导致需求进一步萎缩;三是线上经济活动持续压低通胀,技术创新结构性地改变了经济形态。

支持通胀重临的理由,也有三方面:一是货币政策与财政政策合谋,低利率加上大放水无可避免抬升物价水平;二是全球化逆转,基于成本和效率的全球供应链受制于贸易保护主义的抬头;三是地缘政治可能诱发供给冲击甚至中断,正如上世纪70年代一样,导致滞胀这一最坏的经济后果。

就通胀走势而言，政策制定者有着极度矛盾的心态：既担心他不来，又担心他乱来。一方面，他们希望尽快走出通缩阴霾，美联储设定平均通胀目标制的意图再明显不过，就是允许通胀在一段时期高于目标水平；另一方面，他们又不希望通胀重临，当物价上涨成为趋势，利率上行迟早会暴露公共债务的风险，引发债务危机，最后“曲终人散”。

解决公共债务问题，还是需要通过经济增长。不过，大部分学者对长期经济增长缺乏足够的信心。所以，温和的通胀似乎是降低公共债务率的一条思路。不过，通胀一旦成为趋势，极容易失控。要控制通胀就要提高利率，增加债务付息成本，加大再融资困难，甚至触发债务危机。

## 四、大变局：供给冲击下的债务风险

公共债务不仅仅是一个经济问题，可能还会演变为一个复杂的政治问题。在货币政策无计可施的情况下，财政政策重回历史舞台的中央。这意味着政府在经济中以主角身份回归，历史将进入一个由强势政府主导的阶段，市场机制失去往日的光环。这是不以人的意志为转移的“大变局”。

在我看来，需求不足在未来两三年将主导经济的基本关系，也就是说需求拉动通胀重临的概率不大。通胀的出现，更可能的场景是来自供给冲击，例如自然灾害、贸易禁运和经济制裁，供给冲击通常的结果就是滞胀，增长下行而利率上行，债务风险一触即发，结果是灾难性的广谱资产价格下跌。在世界秩序解体的进程中，滞胀成为一种现实的可能。遗憾的是，这超出了经济预测的范畴。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

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士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。