

## 宏观分析需要宏观思维

- 宏观分析不等于微观分析，将宏观经济简单类比为微观主体（如把经济比作一个企业）是对宏观经济的误解。只有用宏观思维来分析宏观经济，才能准确把握经济运行，给出恰当政策建议。
- 对宏观思维和微观思维的区分，诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼有过精辟阐述。他说：“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。”在国家的支出与收入之间存在着只有在宏观层面才有的反馈机制。这种反馈机制是微观思维所忽略的。
- 有一些宏观分析会陷入微观思维的误区，从而就中国经济运行得出偏颇的结论。对中国债务问题的分析是一个很好的例子。要分析中国的债务情况，需要问出两个问题：第一，为什么国内各经济主体愿意借入这么多钱？第二，为什么国内各经济主体愿意往外借出这么多钱？微观思维只注意到了第一个问题，而忽略了第二个问题。不通过结构改革化解国内消费不足、储蓄过剩的问题，而只是简单地压降杠杆率，既不能真正达成降低杠杆率的目的，也会给宏观经济带来风险。
- 宏观经济不是一个企业，宏观分析不等于微观分析，缺乏宏观思维的经济分析很容易得出偏颇的结论。要从源头上提升宏观政策的合理性和有效性，还需要更多运用宏观思维来分析中国经济，避免微观思维的宏观误用。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

[gao.xu@bocichina.com](mailto:gao.xu@bocichina.com)

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

宏观经济体是千千万万微观经济主体（居民、企业等）聚合而成的整体，宏观经济现象（如经济增长、波动等）产生于微观经济主体的活动。但宏观经济又不仅仅是微观经济主体的简单加总，而是微观经济相互联系而形成的复杂体。因此，**宏观分析不等于微观分析，将宏观经济简单类比为**一个微观主体（如把经济比作一个企业）是对宏观经济的误解，容易得出偏颇的经济分析结论。只有用宏观思维来分析宏观经济，才能准确把握宏观经济运行，给出恰当的政策建议。

## 什么是宏观思维？

对宏观思维和微观思维的区分，诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼在其 2014 年的一篇文章中有精辟阐述。在这篇题为《成功的商人不懂宏观经济》的文章中，有这么一段话<sup>[1]</sup>：

“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。**”

克鲁格曼在这里点出了宏观和微观的关键差异。哪怕是再大的企业，自己员工也只能占到企业客户群体的微小比例。因此，这个企业支付给它员工的薪水是多还是少，并不会影响它所面对的市场需求。企业并不能因为给自己员工多发了工资，就能多卖出产品。因为就算这个企业的员工收入更高，有了更强的购买力，企业客群的整体购买力不会因此变化多少。

但一个宏观经济体就不一样了。再小的国家，它所生产的产品和服务也主要卖给国内居民和企业。这样，**在国家的支出与收入之间存在着只有在宏观层面才有的反馈机制。**在国家经济需求不足的时候，国家政府增加自己的支出能够推升经济的总需求，而更高的总需求又会给政府带来更高的收入。仅具有微观思维的人很难理解这种“花钱越多、收入越多”的逻辑。但这恰恰是宏观思维的核心，也是凯恩斯理论的中心思想。

因此，克鲁格曼说：“**商界领袖给出的经济建议常常出奇地坏，尤其是在经济状况糟糕的时候。**”成功商人之所以成功，是因为他们深刻理解微观经济的运行。但当他们将来自于微观经营的经验应用于宏观经济时，往往会误解宏观经济运行，从而给出糟糕的坏主意。

克鲁格曼继续说：“可以设想一下，成功的商人对欠佳的经济运用商业经验时，会发生什么。他们或者她们（后者人数极少）看待糟糕的经济，就像是一家处境不佳的企业，需要削减成本，提升竞争力。商人会认为，要想创造就业，工资就必须下降，开支就需要削减，总而言之，要勒紧裤腰带。政府背负赤字去花钱，以及印钱这样的伎俩，肯定没办法解决问题，而问题肯定是根本性的。然而实际上，在经济受到抑制时，削减工资和开支只会加剧真正的问题，真正的问题是需求不足。反过来讲，政府背负赤字去花钱，以及大手笔地印钱却有很大帮助。”**正如克鲁格曼所指出的，有时有些宏观政策看起来确实有悖于微观常理。而只有把宏观经济中的反馈机制考虑进来，才能理解这些政策为何是恰当的。**

## 宏观思维看中国的债务问题

仅把批评的矛头指向企业家并不公允，至少他们还在企业经营上证明了自己的能力。值得注意的是，**有一些宏观分析也会陷入微观思维的误区，从而就中国经济运行得出偏颇的结论。**

对中国债务问题的分析是一个很好的例子。根据国际清算银行（BIS）的估计，截至 2020 年底，我国非金融部门总债务占 GDP 比例为 289.5%。而在 2010 年末，我国的这个比例只有 178.8%。有人据此认为中国债务负担过重，有爆发债务危机的风险，因而需要通过去杠杆来压低债务水平。不过，这些人如果看到目前全球各个国家的债务占 GDP 比例的平均数为 289.9%，比我国还更高，可能就不会对中国的债务水平那么忧心忡忡了。

但对担心中国爆发债务危机的人来说，更大的问题是他们看待经济所用的微观思维。在微观层面，一个企业如果举债过多，每年债务的还本付息会给企业带来沉重负担，大量侵蚀企业利润。更糟糕地，企业如果债务压力过重，很可能难于在市场上继续借债，因资金链断裂而倒闭。面对这样的企业，微观思维给出的建议是压缩成本、变卖资产来偿还债务，以降低企业的负债率，减小企业陷入债务危机的风险。在许多给中国经济提出的去杠杆建议背后，就是这种微观思维在起作用。

在微观层面分析企业的债务负担时，债务方（借入钱的主体）而非债权方（往外借出钱的主体）是分析对象，债权方的行为则是外生给定的前提条件。但在分析宏观经济的债务负担时，债务方和债权方都身处经济体中，且双方行为相互影响，因而都是需要分析的对象，而不能遗漏任何一方。

需要注意，中国国内的债务主要是内债，也就是中国欠中国自己的债。国际投资头寸表（IIP）显示，2020年末，我国对外净资产（中国持有的海外资产减去海外负债）总额为2.15万亿美元，占我国GDP的比例为14.6%。因此，别看我国国内债务规模不低，扣除外债之后，我国还拿出了2万多亿美元借给外国人。

所以，当我们看到我国国内债务占GDP比重接近290%的时候，一方面要知道这意味着国内居民、企业和政府等经济主体借了这么多债，另一方面则要明白这同时意味着国内各经济主体向外借出了这么多钱。毕竟一个巴掌拍不响。所以，要分析中国的债务情况，需要问出两个问题：第一，为什么国内各经济主体愿意借入这么多钱？第二，为什么国内各经济主体愿意往外借出这么多钱？微观思维只注意到了第一个问题，而忽略了第二个问题。

事实上，在分析中国宏观经济时，第二个问题比第一个问题更重要。不理解为什么国内这么多经济主体缺乏支出意愿、愿意把钱往外借出，而只是强行约束国内债务方不得增加债务规模，会带来两方面的后果。其一，在衔接债务方与债权方的金融市场上，会出现资金供大于求的情况，形成近些年时有发生“资产荒”的情况，催生金融资产价格泡沫。其二，债权方闲置的购买力（表现为债权方愿意借出的钱）没法传递到债务方那里变成支出带动需求，全社会因而陷入需求不足、经济增长乏力的状况。

因此，如果把中国经济看成一个企业，强行要求这个“企业”降杠杆，并不会让这个“企业”运行得更健康，反而会增加经济的宏观风险。因为中国这个“企业”的支出很大程度上决定了这个“企业”的收入，在经济中出借资金的意愿很强，而债务累积又比较少的时候，中国这个“企业”的支出会降低，让这个“企业”面临的需求也减少，进而让这个“企业”的收入更低，随之进入恶性循环，催生更大风险。

看到这里，有人会问，为什么中国经济中会有那么多经济主体宁愿把钱向外借出，也不把钱自己花掉？问到这个关键问题，就算进入了宏观思维的领域了。对这个问题的简明回答是：这是由中国经济的收入分配格局所决定的——消费者在国民收入中占比偏低，从而使得消费不足（消费是宏观经济的最终内需），而同时储蓄（等于收入减去消费）过剩（有关这个问题的更详细的分析可以参见拙作《宏观经济学二十五讲：中国视角》的第9讲与第22讲）<sup>[2]</sup>。

没有站在宏观思维中，问出前面这个关键问题，是国内去杠杆活动时常走入误区的主要原因。不通过结构改革化解国内消费不足、储蓄过剩的问题，而只是简单地压降杠杆率，既不能真正达成降低杠杆率的目的，也会给宏观经济带来风险。2018和2019年，国内曾因为过于严厉的去杠杆而给经济带来了沉重下行压力，也让民营企业严重受伤，工业企业资产负债率还因为经济的低迷而不降反升（笔者2019年3月发表的文章《去杠杆的旧误区与新思路》中对此有更多分析，可供参考）<sup>[3]</sup>。

## 分析中国经济更需宏观思维

每个人都是经济中的微观主体，在与其他微观主体的互动中形成了自己最初的经济认识。因此，人们在看待宏观经济时，往往把自己得自微观层面的经验套用到宏观分析上。但**宏观经济不是一个企业，宏观分析不等于微观分析，缺乏宏观思维的宏观经济分析很容易得出偏颇的结论。**

新冠疫情爆发之后，我国有效地控制了疫情在国内的蔓延，将疫情对生产活动的影响降到了最小。此外，欧美国家在疫情之后采取了极度宽松的宏观刺激政策，显著推升了这些国家的需求，让中国产能有了更广阔的国际市场。在这样的背景下，我国出口持续强势，带动国内经济明显向好。此时，国内政策如能更好基于宏观思维来调控，而不是像今年上半年这样让内循环过度冷却，国内经济本可以运行得更好（参见笔者 2021 年 8 月 17 日发表的文章《过度冷却的内循环》）<sup>【4】</sup>。

当然，在事实求实的导向之下，国内宏观政策总能适时纠偏。今年 7 月 30 日的政治局会议上，党中央明确要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，并“纠正运动式‘减碳’，先立后破”。这明显是针对今年上半年过紧的财政政策和有失偏颇的“减碳”政策说的。不过，**要从源头上提升宏观政策的合理性和有效性，还需要更多运用宏观思维来分析中国经济，避免微观思维的宏观误用。**如此，中国经济方能更好地行稳致远。（完）

【1】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>。

【2】徐高，2019 年，《宏观经济学二十五讲：中国视角》，中国人民大学出版社。

【3】徐高，2019 年 3 月 13 日，《去杠杆的旧误区与新思路》，  
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1627882439508183294&wfr=spider&for=pc>。

【4】徐高，2021 年 8 月 19 日，《过度冷却的内循环》，  
<https://www.bocichina.com/Details/detail?id=dataindex3352053>。

## 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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_26427](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26427)

