

将债务比作鸦片错得离谱

- 当债务被不断妖魔化，对债务的紧缩政策时不时收紧时，经济会表现出债务周期的特点——紧缩政策严厉时，债务增长放缓、经济恶化；紧缩政策放松时，债务增长加速、经济向好。
- 这样的债务周期就像你掐住了一个人的脖子，令他接近窒息。这时，你掐得紧一些，他喘不过气，生命体征恶化；你掐得松一些，他喘上气了，生命体征就好一些。我国所谓的债务周期，本质是“掐脖子周期”。
- 更让人担心的是，面对着已经给中国经济带来极大伤害的“掐脖子周期”时，有人还在说掐得对，不掐的话、吸进去的空气都是鸦片。如果这样的观点影响了政策，将给中国经济带来严重伤害。

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

对中国的债务，市场上从来不缺乏争论。面对林林总总的观点，笔者主要是“立”，陈述自己的观点和逻辑，而较少点名批评别人的观点。但读到西京研究院赵建 2023 年 2 月 12 日发表的《中国不能再吸食债务鸦片，要重新激活市场经济和民营企业》（简称《债务鸦片》）一文之后，笔者实在是要提出商榷，否则谬种流传、恐贻害不浅。^[1]

对赵建该文标题中的后半段“要重新激活市场经济和民营企业”，笔者非常认同。但对标题前半段中的“中国不能再吸食债务鸦片”之说，笔者却无论如何不敢苟同。将债务比作鸦片，如果是玩笑也无所谓，但如果是打着“研究院”旗号发表的严肃观点，那就是严重误导。

赵建发表其《债务鸦片》一文之前，已经就债务和信用的问题发表过两篇文章，分别是 2023 年 1 月 30 日的《重启经济的关键并非债务，而是信用》（简称《重启经济》）^[2]，以及发表于 2023 年 2 月 6 日的《信用、债务与国运》^[3]。其中，《重启经济》一文作为系列文章的第一篇，较为完整地给出了赵建的思路。但此文存在概念不清、思维混乱的问题、部分论述还违背经济常识。从如此思路中得到的结论似是而非。

《重启经济》一文第一句话就犯了常识性错误。这句话说：“债务具有魔法功效，能凭空创造购买力和需求，因此在经济稳增长中非常重要。”事实上，通常的债务只带来购买力的转移，并不会凭空创造购买力。举个例子，张三将手中的一百块钱借给了李四，李四就因为借到的一百块钱而增加了一百块钱的购买力，并背负了对张三的一百块钱的债务。而这一百块钱借给李四之后，张三手里的钱会相应少一百块，令其购买力减少一百块。所以，在张三和李四的债务关系中，张三将手中的购买力转移给了李四，两人的总购买力并没有变化，没有什么凭空创造的购买力。

真正能凭空创造购买力的债务，是经济主体欠银行的债务。这是因为在现代法币体系中，银行不再像古代钱庄那样，需要先吸收存款才能发放贷款，而是发放的贷款直接创造存款。因此，当银行向实体经济发放贷款时，又或者银行购买实体经济发行的债券时，就在凭空创造货币，创造购买力。但如果仅仅因为银行能创造货币，就推而广之说债务都能凭空创造购买力和需求，“货币银行学”这门课就算白学了。

《重启经济》这篇文章的第一句话并非赵建的笔误。《债务鸦片》这篇文章的第一句话是：“一笔地方债投下去，就能立即凭空形成需求或货币购买力。”这里作者又犯了将银行体系的货币创造与债务形成混为一谈的错误，倒也错得一以贯之。如果地方政府的融资来自银行自有资金之外的其他来源，就只会发生购买力的转移，而没有购买力的凭空创造。

赵建思路的另一重要环节是对“信用”的论述。《重启经济》一文的核心观点如其标题所说——重启经济的关键是信用。但在什么是“信用”上，赵建的逻辑是模糊且混乱的。在《重启经济》中，作者将债务发生的信用基础分成了三类，笔者将其摘抄如下：

“以第一还款能力即主营业务收入和生产力的提高为信用基础发生的债务是‘天使’，能有效的在时间和空间上配置资源；以第二还款能力即抵押品价格的上涨为信用基础的债务扩张存在着一定的脆弱性。以第三还款能力——筹资性现金流或借新还旧的庞氏模式为信用基础形成的债务，则是纯粹的魔鬼。重启经济如果以此种债务为手段，则无异于饮鸩止渴、涸泽而渔。”——赵建，2023 年 1 月 30 日，《重启经济的关键并非债务，而是信用》^[1]

总结起来，赵建所说的第一还款能力无非是发债方现在（“主营业务收入”）和未来（“生产力的提高”）能挣到的钱；第二还款能力无非是抵押品价值；第三还款能力无非是新借的钱。

但有经济常识的人应该知道，借款分成抵押借款（抵押债务）和信用借款（信用债务）两种。抵押借款因为有抵押物的存在，风险较低。而信用借款能否被偿还，则基本靠借债主体讲信誉，因而风险较高。所以在百度百科中，“信用”一词才有如此定义：“所谓信用，是指依附在人与人之间、单位之间和商品交易之间形成的一种相互信任的生产关系和社会关系。”简单来说，“信用”就是“信誉”。这也是日常生活中、经济活动中、经济学理论中对“信用”的理解。赵建将人们通常理解的“信用”，再加上抵押物价值，合起来称为“债务发生的信用基础”，无非是牵强地想将债务和信用联系起来，以方便其后面论述。如此偷换概念，论述的严谨性自然无从谈起。

事实上，赵建思路的关键是他所定义的第三还款来源，即“筹资性现金流或借新还旧的庞氏模式为信用基础形成的债务”，他将其称为“纯粹的魔鬼”。按照赵建的说法，只要借债主体在借新还旧，就注定要迎来债务链条的崩塌。据此，赵建在后面将诸如地方债这样的债务归类为必然会崩塌的债务，视之为鸦片。

但事实上，筹资性现金流支撑的债务并不总是要崩溃。如果稍微了解一下如亚马逊这样的互联网巨头的发展史，就会知道这些公司创立之初都要经历很长的亏损期，要靠持续的筹资来维持经营，偿还之前的债务——这就是俗称的“烧钱”期。这些企业之所以没有像赵建所预言的那样，原因在于债务的可持续性最终建立在投资回报率与融资成本的差异之上。对一个有光明前途、投资回报率很高的企业，市场就应该给他大量融资。这样的企业不仅可以借新还旧、还可以将债务越滚越大。

将可持续债务与不可持续的“庞氏骗局”区别开的，是投资回报率与债务利息率的大小关系，而不是偿还债务的还款来源的形式。所以，赵建给的第三类还款来源的分类很不严谨，将苹果和鸦片分到了一起。而当赵建用他不严谨的分类，将苹果也说成是鸦片时，就犯了大错误。

在《债务鸦片》一文中，赵建还将矛头指向了我国地方政府发行的债券，字里行间将其比作“鸦片”。但这里除了赵建用混乱的逻辑得出了错误结论之外，我国地方债的复杂性确实也很高，很容易使不了解中国经济的人误判。在2022年7月25日笔者发表的《中国房地产业的困境和对策》一文中，笔者曾对此有详细论述。^[5]

简单来说，中国地方政府所做的基础设施投资项目，微观层面（项目层面）的回报率确实偏低，甚至普遍低于其发债的利息率。但这是因为政府投资的基建项目所创造的回报很大程度上体现在社会层面，是项目创造的外部性，没法转化成项目本身的回报。但地方政府手中的土地会因为这些投资项目而增值，地方政府可以通过卖地来变现政府投资项目带来的社会效益。因此，虽然在微观层面，基建项目投资回报率低于债务利息率，但在政府层面算大账，把政府卖地所变现的社会效益也考虑进来，其投资回报率能覆盖债务利息率，债务可持续。

正因有这么一套中国特有的机制，我国才能绕开基础设施投资微观回报率低的障碍，构建起了“地产+基建”的“经营城市”的商业模式，让我国成为别国艳羡的“基建狂魔”。这一模式是中国经济发展的“法宝”。不理解中国现实，错将“法宝”视为毒药，重启经济的设想只能变成对经济的新一轮伤害。

在《重启经济》一文中说道：“债务周期已经几乎取代实体经济周期，成为经济波动的主导力量”。对过去几年的中国来说，这句话基本成立，但成立的逻辑却与赵建的想法不同。债务的形成本来是市场配置资源配置的一种形式，是购买力在不同经济主体间转移的方式。在我国这个间接融资为主的经济体中，债务更是经济运行的血液——实体经济所获融资中超过九成是债权型融资。当债务被不断妖魔化，对债务的紧缩政策时不时收紧时，经济就会表现出债务周期的特点——紧缩政策严厉时，债务增长放缓、经济恶化；紧缩政策放松时，债务增长加速、经济向好。

这就像你掐住了一个人的脖子，令他接近窒息。这时，你掐得紧一些，他喘不过气，生命体征恶化；你掐得松一些，他喘上气了，生命体征就好一些。我国所谓的债务周期，本质是“掐脖子周期”。而更让人担心的是，面对着已经给中国经济带来极大伤害的“掐脖子周期”时，有人还在说掐得对，不掐的话、吸进去的空气都是鸦片。

因此，尽管笔者与赵建没打过多少交道，之前还曾在一次聚会上与他相谈甚欢，但在面对错得离谱、可能会带来极大危害的“债务鸦片”一说时，必须批驳之。赵建的论述概念错误、逻辑混乱，且缺乏基本常识，更是没有读懂中国经济的现实。我不怀疑赵建希望中国经济重启的良好愿望，但他的建议如果变成政策，将会带来事与愿违的结果。（完）

【1】 赵建，2023年2月12日，《中国不能再吸食债务鸦片，要重新激活市场经济和民营企业》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757615327589052972>。

【2】 赵建，2023年1月30日，《重启经济的关键并非债务，而是信用》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1756411278148572019>。

【3】 赵建，2023年2月6日，《信用、债务与国运》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757059154520142002>。

【4】 百度百科，“信用”词条释义，https://www.baidu.com/link?url=z0jBU4C5SFHc2QnKe5QcCeSWQim6_1hDawq1f_7ScLh0q0HsQg8oTxdolf2lrLDm8CWWhjK59sqJuJpwzxG6zkg-jCXWmx-8pfSyVPY6U4tu&wd=&eqid=9ecbc9ee000fb580000000363ea3a9e。

【5】 徐高，2022年7月25日，《中国房地产业的困境和对策》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9298。

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_52261

