

我的赤字，你的盈余

从家庭财务说起。如果一个家庭的收入高于支出，我们说该家庭处于财务盈余（Surplus）状态。如果支出高于收入，那就处于财务赤字（Deficit）状态。

这里盈余和赤字是对家庭财务状态的定性描述。很显然，如果要做定量分析，只需要定义一个名为“盈余”的变量：

$$\text{盈余} = \text{收入} - \text{支出}.$$

作为变量的盈余可正可负，正值表示处于盈余状态，负值表示处于赤字状态。

得到每个家庭的盈余后，我们还可以把它们加起来，从而得到“住户部门”（Household sector）的财务盈余。

在宏观经济统计和分析中，我们经常把不同类型的个体加总（Aggregate），得到不同的“部门”（Sector）：把家庭加总，得到住户部门；把金融机构加总，得到金融机构部门（以后简称**金融部门**）；把非金融企业加总，得到非金融企业部门（以后简称**企业部门**）；把政府机构加总，得到广义政府部门（以后简称**政府部门**）；把所有贸易伙伴加总，得到**国外部门**。

加总帮助我们降维和简化。微观个体无数，它们之间的交易近乎无穷。但加总后，宏观经济可以表现为**若干部门**之间的交易。从无穷到若干，宏观分析因此而可行。

就像每笔微观交易一样，部门间的交易也产生部门的收入和支出。比如企业部门雇佣住户部门的劳动力，于是产生住户部门的一项收入和企业部门的一项支出，即劳动者报酬。**资金流量表**记载了每年宏观部门之间以及内部的交易。分析这张表，理解不同部门的收入（即资金来源）和支出（即资金运用），是宏观经济分析的基本功。

当然，再把所有部门加总起来，那就是宏观经济。宏观经济作为一个整体，财务盈余理论上必然为零。为什么？因为每一笔交易产生价值相等的收入和支出：消费者在超市买一瓶2元的矿泉水，消费者支出2元，超市得到2元收入；企业向供应商买一台1万元的机器，企业支出1万元，供应商得到1万元收入；家庭买一套100万元的房子，家庭支出1百万元，开发商得到1百万元的收入，等等。所以整个经济的总收入必须等于总支出，即财务盈余为零（实际数据会有一些的统计误差），或者说“财务平衡”。

对微观个体（家庭、企业等）来说，财务平衡比较少见。只有“月光族”算是财务平衡的。大多数有积蓄，也就是有正的财务盈余。少数要透支信用卡，也就是有赤字。

同样的，宏观部门一般也有不平衡的收入和支出。以住户部门为例，因为家庭收入总体上高于支出，所以住户部门一般处于财务盈余状态。以2021年为例，住户部门的财务盈余为14.3万亿元，约为当年GDP的12.4%。

事实上，住户部门的盈余正是中国家庭财富的增量。要让家庭财富高增长，就要保持较高的住户部门盈余。而要保持较高的住户部门盈余，就需要其他部门保持较大的赤字。哪些部门能贡献赤字呢？

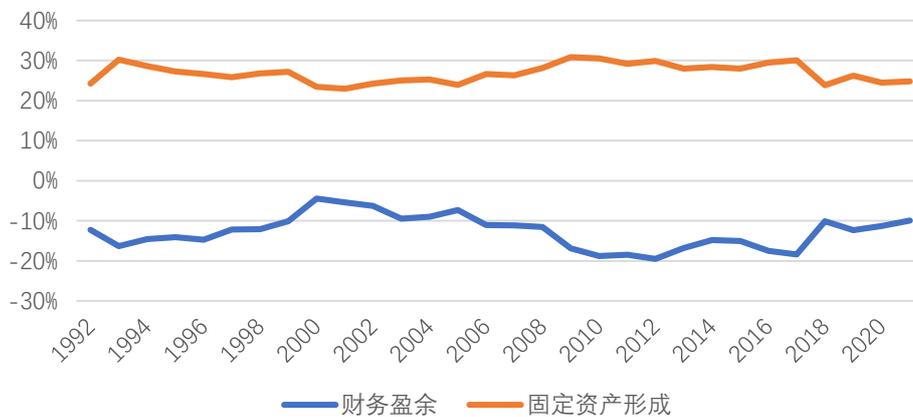
企业部门

最大的贡献者是企业部门。以 2021 年为例，企业部门财务赤字为 11.4 万亿元，约为当年 GDP 的 10%。值得一提的是，这里的赤字状态并非亏损，而是总支出（包括劳动者报酬、生产税、所得税、利息、以及投资支出等）超过总收入（包括增加值和财产收入），其中投资支出显然不是企业经营成本。

在 2021 年，企业部门创造的增加值总额约 73 万亿，而可支配收入（增加值+财产收入-劳动者报酬-生产税-利息股息地租等-所得税财产税等）达 24 万亿元。如果这是一家企业，那么这家企业有 33% 的净利润率，盈利能力相当可观。但因为在投资方面的支出接近 30 万亿元，所以企业部门处于财务赤字状态。

如图一所示，从 1992 年至今，企业部门一直保持较大的赤字，是贡献赤字的主力军。同时我们也能看到，企业部门赤字和投资支出的走势基本互为镜像：企业部门投资占 GDP 比例下降，其财务赤字占 GDP 比例就缩小；投资扩大，财务赤字就扩大。所以我们可以说，支持住户部门盈余的主力是企业部门的投资。

图一：企业部门财务盈余和投资支出
(%GDP)



如果对投资的理解仅仅停留在它对增长的贡献上，就会低估投资的作用。投资下降带来的，不仅仅是未来增长乏力，而且是当前收入下降。

试想，因为某种原因，企业投资意愿下降，于是整个企业部门财务赤字缩小。这时候就需要其他部门增加赤字，以维持整个经济的财务平衡。如果没有其他部门挺身而出，那么住户和企业部门的收入必须下降，宏观经济随之缩水。

金融部门

金融部门因为投资支出有限，一般处于盈余状态。2021 年金融部门可支配收入有 3.5 万亿元，投资支出仅 0.2 万亿元，所以财务盈余达 3.3 万亿元，约为当年 GDP 的 2.8%。

金融部门的一个作用是把企业部门赤字转化为金融资产，供住户部门持有，帮助家庭积累金融财富。比如企业部门赤字对应着股票、公司债、银行贷款等金融资产。其中银行贷款又对应着低风险的银行存款，后者是中国居民财富的主要形式。

因为保持盈余状态，金融部门自身也积累金融财富，表现在资本金上升。长期来看，要为不断扩大的实体经济服务，不断上升的资本金显然有必要。

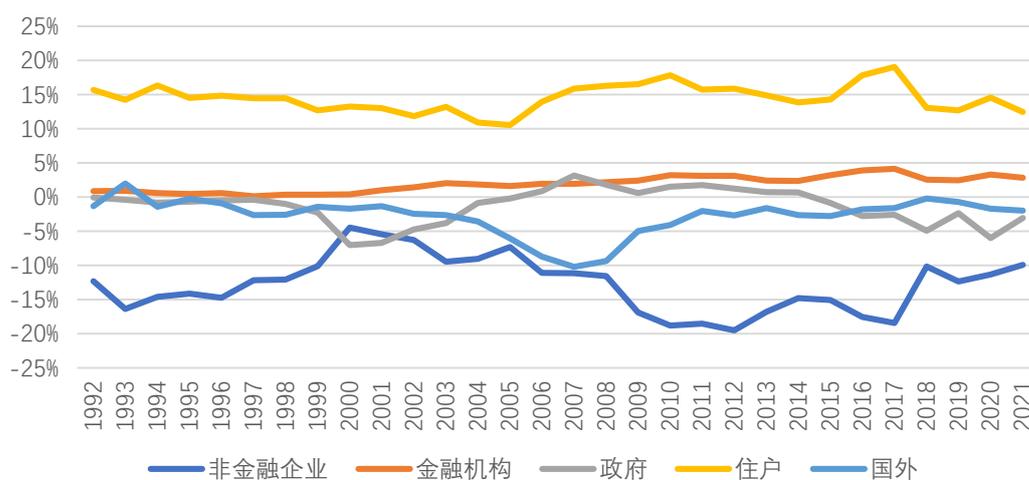
国外部门

国外部门的财务盈余等同于我国的**经常账户**赤字 (Current account deficit)。试想如果只有一个外国人，那么他就是我国的国外部门。如果他从我国的进口超过向我国的出口，那么我国对他有贸易盈余 (经常账户的主要部分)。而他在我国的资金流量表中，处于财务赤字状态。

因为中国长期维持贸易盈余，所以国外部门长期处于财务赤字状态。以 2021 年为例，国外部门的财务赤字为 2.3 万亿元，约为当年 GDP 的 2%。

国外部门的赤字曾经非常重要。从 2001 年 (中国加入 WTO) 到 2007 年，国外部门赤字从 GDP 的 1.3% 扩大到 10.2% (图二)，给当时中国经济高速发展提供了强力“外援”。在那段时期，企业部门赤字也从 GDP 的 5.4% 扩大到 11.1%。那是中国经济发展的黄金时期。

图二：部门盈余 (%GDP)



2008 年金融危机后，企业部门和国外部门走势分化。随着进口迅速上升，尤其是富起来的国人出国旅游买买买，国外部门赤字占 GDP 比例调头下降，而企业部门赤字占 GDP 比例继续发力上升，维持了中国经济较快的增长。

政府部门

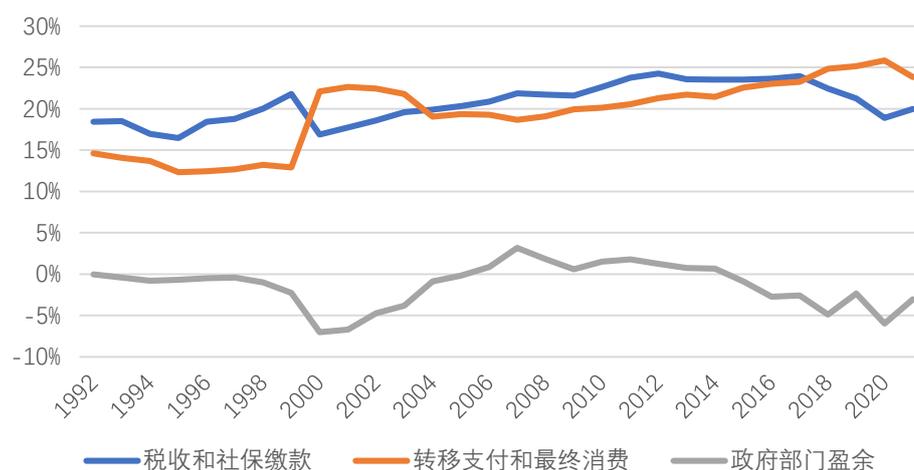
政府部门可能处于盈余，也可能处于赤字状态。2006 到 2014 年，政府部门处于盈余状态。2015 年到 2021 年，政府部门一直处于赤字状态。2021 年政府部门财务赤字达 3.5 万亿元，约占当年 GDP 的 3%。

政府部门的财务状态自然受到经济影响。如果经济向好，财政收入跟随上升，于是财政盈余倾向上升。比如在繁荣的 2007 年，政府部门盈余曾经达到当年 GDP 的 3.2%。

但更重要的是，政府部门财务状态也会反过来影响经济。事实上，我们可以把政府部门盈余看作财政政策的中介变量。赤字扩大（盈余缩小）对应着扩张性的财政政策。赤字缩小（盈余扩大）对应着紧缩性的财政政策。所谓逆周期财政政策，就是在经济疲弱时实施扩张性财政政策，扩大赤字，在经济过热时实施紧缩性财政政策，减少赤字。

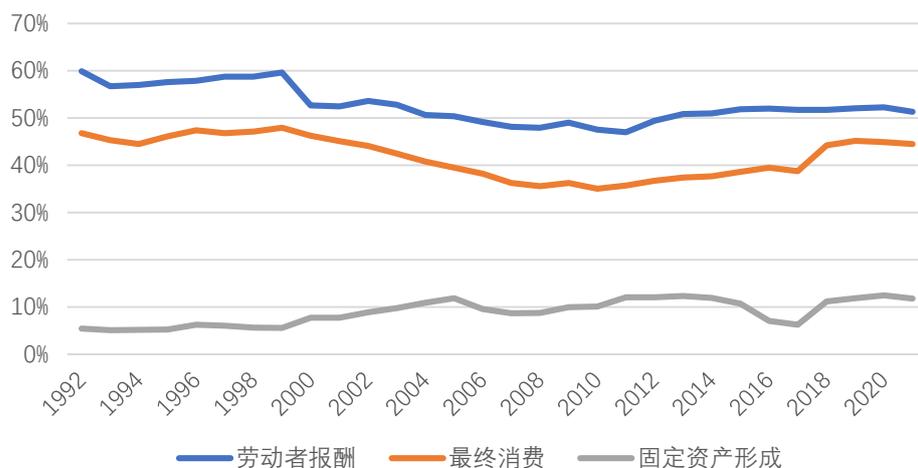
在 2018 和 2020 年，我们都能看到财政政策的逆周期操作。2018 年是中国经济内外交困的一年，外有贸易冲突，内有投资低靡。后者表现在，企业部门赤字突然从 GDP 的 18% 缩水到 10%（图二）。在这样的情况下，政府部门转移支付和政府消费逆势增加了 3.7 万亿元，占 GDP 比例从 23.3% 上升到 24.8%（图三）。同时，在减税降费影响下，税收收入和社保缴款仅增加 1 万亿元，占 GDP 比例从 23.9% 下降到 22.4%。于是政府部门财务赤字从 2017 年的 2.1 万亿元（2.6%GDP）扩大到 4.5 万亿元（4.9%GDP）。

图三：政府部门收入和支出（%GDP）



当然，救 2018 年经济的主要功臣并非政府部门，而是住户部门。在这一年，住户部门盈余从 GDP 的 19% 下降到 13%，有力对冲了企业部门赤字的缩水，让 2018 年经济实现较快增长（名义 GDP 增速为 12%）。

图四：住户部门 (%GDP)



住户部门盈余占 GDP 比例为什么出现这么大降幅？不是因为收入下降，如图四所示，2018 年劳动者报酬（住户部门收入的主要部分）占 GDP 比例稳定。而是住户部门的最终消费和投资的大幅上升。住户部门消费从 GDP 的 38.7% 上升到 44.2%，同时住户部门固定资产形成从 6.2% 上升到 11.2%。后者其实就是居民购买新房。换句话说，是居民的买买买，包括买房在内，救了 2018 年经济。

而 2020 年是疫情第一年，政府部门再次发力，其财务赤字从 2019 年的 2.3 万亿元扩大到 6.1 万亿元（约为当年 GDP 的 6%），让中国经济在全球经济困难的 2020 年仍然实现了小幅增长。

货币政策的作用

在正常经济环境下，货币政策能通过调节融资成本和意愿来调节企业部门赤字，从而维持总需求。这里用一个假想例来理解这点。

假想一个家庭正常年收入 10 万元，支出 9 万元，所以给住户部门带来 1 万元盈余，表现在银行存款增加 1 万元。假设该家庭今年减少消费 1 万元，于是增加 1 万元盈余和银行存款。换句话说，如果宏观经济其他都不变，该家庭带来 1 万元总需求的缺口。

这时如果银行找到一家打算升级厂房的企业，把这 1 万元贷给该企业，那么银行就完成其使命，即匹配企业财务赤字和家庭财务盈余。匹配赤字和盈余，也就是匹配需求和供给。假设供给不变，住户部门盈余增加，反映其需求下降，需要另一个部门增加赤字（需求）来匹配，从而稳定总需求。

如果企业贷款意愿较低，那么银行的工作就难做了。这时候央行就该出马，让货币政策发挥作用。央行可以降息，降低银行负债成本，从而引导银行降低贷款利率，从而吸引贷款客户。如果降息能刺激贷款需求和企业投资，那么家庭财务盈余就能被消化，总需求就能稳定。但如果因为某种原因，政策错误或政策局限（如

零利率下限)，央行没有及时降息，那么银行可能无法找到足够的贷款需求，于是总需求会因为家庭节省开支而下降。

更糟糕的场景是，央行虽然及时降息，但无法说服企业贷款和投资。比如在极度悲观的宏观环境中，无论货币多么宽松，贷款需求可能依然疲弱（传说中的“流动性陷阱”）。不仅家庭节省开支，企业也试图减杠杆，于是出现大规模的需求缺口，宏观经济进入深度衰退。

此时，财政政策就是“全村的希望”，因为这时只有政府部门有能力和意愿扩大赤字。但财政政策只是调节周期的工具，算是权宜之计，用于扭转悲观预期，让家庭消费起来，企业投资起来。政府部门赤字不能无限扩大。等到经济改善，还需要缩小赤字，给未来留下“政策空间”。

零和博弈

把各国经济再加总，我们得到全球经济。很明显，全球的盈余必须为零，除非找到外星人跟我们贸易。

换句话说，各国的“外国部门”赤字（或贸易盈余），加起来必须为零。如果各国都想在外国部门找到赤字，那么必然只有部分国家满意，而其他国家要失望。这是个零和博弈。

这是为什么，尤其对于中国这样的大国，国外部门赤字无法持续扩张。“赤字国”（例如美国）会说，我的赤字是你的盈余，你跟我非亲非友，我为什么要把赤字送给你？

这个问题不可能在个体层面出现，“盈余家庭”从不需要看“赤字家庭”的脸色。在宏观层面，却是个非常现实的国际政治问题。搞的不好，不仅可能会有贸易纠纷，还可能引发军事冲突。例如鸦片战争，就是彼时的盈余国（英国）用坚船利炮逼迫赤字国（大清）开放市场。斗转星移，如今最大的赤字国（美国）恰恰是第一军事强国，于是盈余国只能用卑微地做“乙方”。

最近几年中国外贸盈余不断扩大，2023 年达到 5.8 万亿元，即 GDP 的 4.6%，相当于两个越南 GDP，比 2019 年扩大近一倍。已经可以看到，新一轮贸易摩擦的阴云正在不远处形成。

2024. 4. 10