

# 预防资产负债表衰退



资产负债表衰退是指资产价格下跌后，企业和家庭的资产负债表中资不抵债，从而大幅度减少投资和消费需求，造成经济衰退。

历史上典型的资产负债表衰退包括1929年-1933年美国大萧条、20世纪90年代的日本经济衰退和2008年美国金融危机。资产负债表衰退理论源于对大萧条和日本经济衰退的研究，是关于大萧条的“债务—通缩”理论的发展。当前，中国部分企业投融资需求减少，居民贷款需求减少，引发了人们对中国经济陷入“资产负债表衰退”的担忧和讨论。梳理资产负债表衰退的理论机制和日本的经验教训，对研判中国的现实情况、预防资产负债表衰退有一定现实意义。

## 资产负债表衰退的溯源及分析

资产负债表衰退理论的前身是费雪在研究大萧条时提出的“债务—通缩”理论。在大萧条前，美国经济一片繁荣，企业大量举债，之后资产价格下跌使企业债务约束变大，企业不得不廉价出售资产以清偿债务，并减少生产和投资支出，这引起价格水平进一步下跌，企业资产价值进一步缩水，债务进一步攀升，形成债务增加和通缩的恶性循环。

后续研究将资产价格下跌推广至商品和服务价格下跌，将债务人需求减少延伸至债权人需求减少，并指出“债务—通缩”循环增加了金融市场信息不对称，信贷中介成本上升，信贷活动萎缩，金融经济与实体经济存在“金融加速器”效应，放大经济波动，使经济陷入深度衰退。为摆脱“债务—通缩”循环，需要发挥货币政策和财政政策的宏观调控作用，货币政策包括增加央行对商业银行的再贴现，实行通胀目标制，提高政策透明度，加强预期管理，提高个体预期通胀率等；财政政策包括增加政府支出、减税降费。不过，企业和家庭的贷款需求减少，货币政策面临流动性陷阱问题，对经济复苏的促进作用有限，而积极的财政政策可以扩大总需求，这是资产负债表衰退理论的滥觞。

资产负债表衰退理论源于日本学者辜朝明对美国大萧条和日本经济衰退的研究。该理论从微观主体出发，分析宏观经济问题，其理论机制是：当资产（股票和房地产）价格大幅下跌时，私人部门的经济行为目标发生重大转变，从追求“利润最大化”转向追求“债务最小化”，企业将大部分收入用于还债，不用于再投资，更不会从银行贷款用于投资；家庭将大部分收入用于还债，同时减少消费，基于银行信贷的消费逐渐消失。由于上述私人部门的行为目标出现重大变化，全社会信贷需求停滞或减少，中央银行刺激信贷的政策失去效果，即使央行把利率降低到零，私人部门也很少有借款意愿。信贷循环陷入停滞，经济活动萎缩，私人部门收入下滑，如此形成恶性循环，直到微观主体的资产负债表得到修复后，经济运行才恢复到正常状态。

由于资产负债表衰退往往伴随着金融危机，经济衰退和金融危机相互作用、相互强化，与传统的总需求总供给错配引起的衰退相比，资产负债表衰退对实体经济所造成的影响范围更广、时间更长、深度更大。

日本资产负债表衰退的应对政策与启示

日本从上世纪90年代开始经历了20余年的资产负债表衰退，大致分为三个阶段。

第一，经济繁荣催生资产价格泡沫。日

本在二战后经历40余年高速发展，表现出惊人的“日本速度”。1990年日本所有财产的总市值约为20万亿美元，相当于全世界20%的财富。从房地产市场来看，1991年最高峰时日本全国平均地价比1985年增长61.5%，其中同期商业地价增幅高达80.9%。东京、大阪等六大都市的地价1991年比1985年增长207.1%，商业地价同期增长高达302.9%，出现空前的房地产泡沫。从股票市场来看，1989年12月日本股票总市值为4万亿美元，接近全球资本市场总市值的45%。日本通信巨头NTT公司的股票市值超过美国电话电报公司、IBM、埃克森、通用电气、通用汽车等五家公司的市值总和，日本最大券商野村证券的股票市值比美国所有券商市值的总和还要大，股市也催生了巨大泡沫。

第二，政策转向导致地产和股市泡沫破裂。1989年，日本政府已意识到经济泡沫，连续三次提高贴现利率。日本银行利率也在短短一年多时间内从2.5%上调至6%。日本货币政策的突然转向率先刺破股市泡沫。1990年1月，日本股市到达历史最高点后急转直下，在三个月内暴跌幅度超过20%，自此日本股市陷入长达将近20年的熊市。1991年，日本的房地产泡沫也开始破裂，东京的地产泡沫首先被刺破，之后迅速蔓延至日本全境，房地产市场开启下跌历程。之后日本政府出台“地价税”政策，规定凡持有土地者每年必须缴纳一定比例的税收，在房地产繁荣时期囤积大量土地的所有者纷纷出售土地，日本房地产市场很快进入“供大于求”的时代，房地产价格全面快速下跌。

第三，经济陷入漫长的资产负债表衰退。自上世纪90年代资产价格泡沫破灭后，日本经济便进入了漫长的低增长时代。1997年下半年，日本经济增速开始下降，1998年出现负增长，数家大型金融机构陷入流动性困境甚至宣布破产，亚洲金融危机的爆发对本已陷入衰退的日本来说无疑雪上加霜。当日本经济出现缓慢复苏的迹象时，2008年美国次贷危机爆发，日元升值和外需低迷导致出口贸易受到冲击，经济下滑速度进一步加快，2009年一季度GDP增速为-11.9%，创下了二战后季度跌幅的新低，日本经济经历“失去的二十年”。在此期间，日本巨额的国民财富蒸发，破坏了数百万日本企业和家庭的资产负债表，导致企业和家庭更关注于还债而借贷不足，日本经济陷入“资产负债表衰退”局面。为应对资产负债表衰退产生的经济问题，日本政府采取了一揽子调控政策，效果各异。

首先，货币政策对资产负债表衰退无能为力。资产负债表衰退的一个调控难题是货币政策失灵，失灵的主要原因是“借款人消失”，银行有积极的放贷意愿，但企业不会增加银行贷款。在上世纪80年代末期，2.5%的官方贴现率催生了资产价格泡沫，然而到了1993年2月，同样的2.5%的利率却没有任何刺激效果，甚至之后的零利率依然如此。与此同时，衰退时期私营部门借贷对扩大货币供应量贡献减少，私营部门的净信贷额从1998年起转为负值并一直持续，同期政府部门的净信贷额保持正值，支撑了货币供应。

其次，持续的积极财政政策支撑了日本经济。日本政府在十余年的时间里动用了约140万亿日元财政支出抵御这场相当于20%日本GDP的企业需求和1500万亿日元

国民财富损失的经济衰退，这一有效措施也使日本的国内生产总值在经济泡沫破灭后依然保持增长。在这一过程中，高额的财政赤字使日本经济面临财政政策刺激中断的风险，1997年日本政府提出财政整顿计划，即削减财政赤字，引发连续五个季度的经济萎缩，导致了日本二战以来最严重的经济下滑，直至2003年日本重启财政政策刺激才使经济形势出现缓和迹象。

最后，财政政策影响货币政策效果。在经济衰退时期，日本的货币政策和货币供应完全依赖于财政政策。自1998年以来，政府成了唯一的借贷方，政府借贷的增加使货币供应量保持增加，强化了货币政策效果。如果政府停止借贷，那么不管日本央行采用何种方法都难以阻止货币供应量萎缩。特别是在经济衰退时期，大量企业为尽快修复自身受创的资产负债表而专注于偿债，不会选择向银行借贷以扩大投资。这时日本政府只能反其道而行之，在私营企业忙于偿债之时，借入并花掉那些私营企业不再需要的银行存款，以防止日本经济陷入灾难性的通货紧缩。总之，财政政策是日本保持货币供应量规模的重要稳定器。

日本上世纪90年代资产负债表衰退的演变历程以及采取的政策措施对中国有三点启示：一是资产负债表衰退遵循“资产价格暴跌→私人部门资产负债表受损→私人部门转向‘债务最小化’目标→融资需求和投资消费下降→经济衰退”的逻辑链条。资产价格下跌从而恶化私人部门资产负债表是导火索，私人部门改变经济行为目标是重要转折点，融资需求和投资消费的下降是引发经济衰退的连环因素。

二是持续的财政政策刺激是阻止资产负债表衰退的关键手段。在资产负债表衰退时期，私人部门压缩了投融资和消费需求，此时政府支出应发挥作用以弥补需求缺口，采取持续的积极财政政策，直至私人部门修复资产负债表。三是货币政策需配以财政政策支持才能发挥效果。当经济发生资产负债表衰退，货币政策效果甚微，需获得财政政策的支持，才能保持货币供应量的增长，为经济复苏注入足够的流动性。

## 中国资产负债表衰退风险

近年来，百年未有之大变局加速演进，在新冠肺炎疫情、全球经济政治军事变化等冲击下，中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。资产价格方面，在“房住不炒”基调下，三四线城市房价呈现下降趋势。股票市场在2021年初达到阶段性高点之后，面临一定的下行压力。中国的企业部门和家庭部门的资产负债表情况值得关注。

### 第一，企业和家庭的资产端。

在企业资产端，根据中国社会科学院编制的国家资产负债表最新数据，2019年中国企业（包括金融企业和非金融企业）的总资产为879.84万亿元。其中，金融资产占比为61%，非金融资产占比为39%。金融资产中，贷款占比为34%，债券和存款分别占比16%和15%，证券投资基金份额和股票及股权分别占比10%和7%。非金融资产中，固定资产占比为51%。由于在企业资产负债表中，房地产占据较大一部分，我们按照2019年-2021年房地产业投资在固定资产投资中的占比约24%测算，房地产在企业非金融资产中占比约为12%。

由此总计，在中国企业部门资产构成中，房地产和证券相关资产占比约为25%，已占所有资产的四分之一。如果资产价格持续下跌，企业部门的资产端将受到一定的负面影响。与此同时，由于受到新冠疫情反复、行业变革整顿等因素影响，旅游业、演艺业、房地产业、互联网平台和教培等行业的企业收入减少，其对应的资产价值缩水较大。

在家庭资产端，2019年中国居民的总资产为574.96万亿元，远高于总负债规模，净资产为512.62万亿元。其中，金融资产占57%，非金融资产占43%。金融资产中，股票与股权占52%，存款占35%，证券投资基金份额6%。非金融资产中，住房资产占93%。由此测算，中国居民部门资产中，住房和证券相关资产占比约为73%。当资产价格持续下滑，家庭部门资产端将产生较大的缩水。

### 第二，企业和家庭的负债端。

在企业负债端，中国企业的总负债规模与总资产规模持平，2019年为879.84万亿元，企业净资产为0。其中，股票及股权占34%，贷款占14%，金融企业存款占26%，证

券投资基金份额占9%，债券占6%，其他类型的负债占比均低于5%。可见，除部分负债（如股票及股权、证券投资基金份额、债券）随资产价格可变外，绝大部分的负债（如存款、贷款、准备金、保险等）基本保持稳定。

在家庭负债端，中国居民的总负债规模远小于总资产规模，2019年为62.34万亿元，主要为金融负债（即贷款），虽然中国居民的资产负债率不高，也有一定隐患。中国人民银行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》指出，城镇居民家庭负债参与率高，为56.5%；存在一定流动性风险；部分家庭债务风险较高，表现为：中青年群体负债压力大，债务风险较高；老年群体投资银行理财、资管、信托等金融产品较多，风险较大；刚需型房贷家庭的债务风险突出；部分低资产家庭资不抵债，违约风险高。

### 第三，企业和家庭的借贷情况。

从杠杆率来看，企业部门近年来主动去杠杆意愿明显。2017年以来，在政府“防风险”、结构性去杠杆背景下，中国非金融企业部门杠杆率持续下降，虽然在新冠肺炎疫情爆发初期政府“稳增长”政策的刺激下，杠杆率短暂上升，但自2020年下半年后，杠杆率又连续六个季度下降，目前非金融企业部门杠杆率回升为158.9%，仍低于疫情前峰值水平。居民部门杠杆率增速放缓，在十几年来快速上涨的趋势下，从2020年下半年开始增速明显放缓，并于2021年一季度略微下降，较前期减少0.4个百分点，截至2022年一季度居民部门杠杆率为62.1%。

从贷款规模和贷款意愿来看，私人部门的融资需求保持稳定。为应对新冠肺炎疫情冲击，金融部门加强了对实体经济的支持，不断降低企业融资成本，央行主动降低1年期中期借贷便利（MLF）利率，引导市场利率LPR下行，使2021年的企业贷款利率已经降至改革开放40多年来的最低水平，但私人部门并没有增加融资需求，自2020年下半年以来，金融机构各项贷款余额增速持续下降，至2022年4月达到最低点10.9%。中国人民银行开展的全国银行家问卷调查结果显示，自2021年一季度以来，贷款总体需求指数保持下行，2022年一季度有所回升，但比上年同期下降5.1个百分点。大型企业、中型企业和中小微企业贷款需求指数的变化趋势与贷款总体需求指数的变化趋势基本一致。

### 第四，中国私人部门的需求情况。

企业信心方面，由于受到奥密克戎变异毒株疫情影响，2022年4月制造业PMI降至近两年来的最低值，5月虽有回升但仍位于荣枯线以下，企业对未来信心需进一步增强。消费者信心方面，自2022年初开始，消费者信心指数下降较快，在2022年4月达到最低值，表明消费者对未来预期存在不确定性。固定资产投资方面，2020年至2022年固定资产投资平均增速为5.0%，并且呈下降态势。其中，制造业、房地产和基建投资的平均增速分别为5.2%、6.5%和3.7%，均低于疫情前的平均水平。同时，目前居民部门的消费、投资意愿下降，储蓄意愿上升。根据中国人民银行《2022年第一季度的城镇储户问卷调查报告》，目前倾向于“更多消费”的居民占23.7%，比上季度减少1.0个百分点；倾向于“更多投资”的居民占21.6%，比上季度减少1.9个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占54.7%，比上季度增加2.9个百分点。

综上所述，在新冠肺炎疫情反复、外部环境冲击、结构性调整的背景下，如果资产价格持续下行，可能引起私人部门资产端缩水、负债端扩张，中国经济将面临一定的资产负债表衰退风险，虽然目前中国经济未发生实质上的资产负债表衰退，但企业和家庭融资和投资消费需求的收缩值得警惕。

借鉴日本的经验，中国可采取以下措施防止资产负债表衰退。

一是加大财政政策支持力度，比如发行专项债或特别国债募集低成本资金，增加政府支出，支持基础设施建设，对受疫情影响较大的企业和家庭实施财政补贴、减税降费、留抵退税、发放消费券等措施，提振企业和家庭信心，增加有效需求。

二是加强货币政策和财政政策协调配合。降准降息等宽松的货币政策有一定必要性，力度与节奏要与财政政策保持协调，一方面保持货币供应量合理增长，为市场提供充足流动性，另一方面避免财政扩张增加政府债务负担。

三是实施更大力度的稳就业政策，进一步强化就业创业优先政策，增加就业岗位，保障居民收入稳定，夯实经济增长基础。