



宏观专题

日本“失去的十年”会在国内重演吗？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

刘子博

资格编号：S0120523040001
邮箱：liuzb@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**20世纪80年代，①极端的乐观预期和②信贷显著增加导致了日经济泡沫的初始形成，随后③长期宽松的货币政策、④金融与经济活动间的顺周期效应、⑤土地税制促使地价持续大幅上涨加剧了泡沫的膨胀。1990年，伴随货币政策收紧、股价及地价的先后重挫，日本经济泡沫开始破灭，20世纪90年代后期的金融危机进一步导致了日本实体经济衰退。1991年，日本银行以处置潜在金融机构破产风险为核心，明确了一系列风险处置基本思路，同时持续实施宽松的货币政策。但从实际效果上看，自1991年起日本实际GDP增速仍很少重返3.5%以上，多数年份日本实际GDP增长表现还弱于G7国家整体表现，前述政策效果难言乐观。
- 为解释货币策略有失灵，日本为何迟迟未能走出GDP增速较低环境的问题，日本著名经济学家辜朝明在总结美国、日本经验的基础上，则创造性的提出了“资产负债表衰退”（Balance sheet recession）概念。其基本逻辑是资产价值暴跌导致私营部门实际上已陷入资不抵债，私营部门致力于债务最小化而非利润最大化，因此即使宽松的货币政策一再降低融资成本，私营部门也只会融取资金后偿还存量债务而非新增投资或消费，因此GDP将持续萎缩至私营部门完成对资产负债表的修复或已无力新增储蓄。从应对上看，由于货币政策部分失效，因此财政刺激可能是帮助走出“资产负债表衰退”的最有力举措。
- 考虑到：①房价备案、土地出让均由政府主导使得国内管控资产名义价格下跌的能力较强。②自2021年至今，国内房地产行业整体下行引发担忧较多，但考虑到国内长期依赖住宅用地高价出让补贴工商业用地相对廉价出让的模式，但国内此前并不十分依赖私营部门加杠杆、扩大内需的发展模式，住宅用地价值下跌可能不会引发系统性的资产负债表衰退。③居民部门提前还贷可能更多由于缺乏心仪投资标的，而非实质性资不抵债。本文认为，国内尚未进入“资产负债表衰退”，但目前经济发展仍面临相关压力，叠加考虑中等收入陷阱、海外市场、人口老龄化、政府性债务风险等多种因素，当前国内财政政策需提前预留充足的政策空间。
- **风险提示：**（1）对“资产负债表衰退”的内涵可能理解不够深刻；（2）对私营部门是否真实资不抵债的深度调研可能有所欠缺；（3）对政府性债务处置方法的意见可操作性可能有待提高。

内容目录

1. 20 世纪 90 年代，日本经济泡沫是如何破灭的？	4
1.1. 经济泡沫的形成与破灭	4
1.2. 泡沫破灭的对策与结果	8
2. 何谓“资产负债表衰退”？	10
2.1. “资产负债表衰退”的基本逻辑	11
2.2. “资产负债表衰退”的应对方法	13
2.3. “资产负债表衰退”的识别路径	14
3. 国内可能陷入“资产负债表衰退”吗？	14
3.1. 为什么说国内尚未进入“资产负债表衰退”？	14
3.2. 国内需要预留更多财政政策空间，而这离不开政府性债务的妥善处置	17
4. 风险提示	18

图表目录

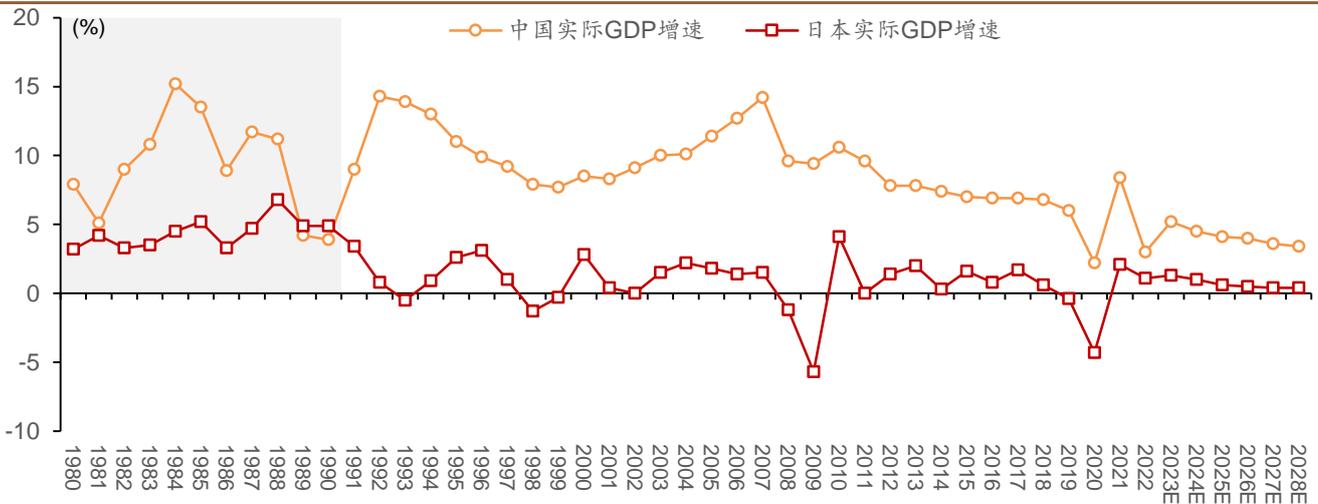
图 1: 自 1991 年经济泡沫破裂至今, IMF 测算的日本实际 GDP 增速很少重返 3.5% 以上	4
图 2: 20 世纪 80 年代, 日本 GDP 增长表现优于 G7 整体	5
图 3: 20 世纪 80 年代, 日本通胀控制情况优于 G7 整体	5
图 4: 20 世纪 80 年代, 日本取代美国成为全球汽车产量第一大国	5
图 5: 长期宽松的货币政策导致 20 世纪 80 年代日本债权融资成本较低	6
图 6: 地价水平及地价预期的持续上涨一度助长了日本经济泡沫期的金融顺周期性	6
图 7: 自 1988 年至 2004 年, 日本住宅地出让均价持续下跌	7
图 8: 20 世纪 90 年代, 在经济泡沫破灭、亚洲金融危机等多重冲击下, 日本破产企业对 应负债总额大幅增长	8
图 9: 亚洲金融危机期间, 日本国内商业银行的存量贷款规模持续同比下降 (%)	8
图 10: “资产负债承接”方案的基本框架	9
图 11: 经济泡沫破裂后, 日本银行长期奉行宽松的货币政策	10
图 12: 自 20 世纪 90 年代起, 日本经济增速时常低于 G7 国家整体表现, 日本经历了“变 革的三十年”	10
图 13: “资产负债表衰退”的基本逻辑	11
图 14: 日本非金融企业在零利率环境下持续净偿还债务长达近 10 年	12
图 15: 20 世纪 90 年代经济泡沫破灭期, 日本银行的贷款规模发生明显下滑	12
图 16: 私营部门缺乏借款意愿而非银行不愿放贷可能才是日本经济衰退的主要驱动因素	13
图 17: 财政刺激帮助日本货币供应在泡沫破灭后的修复期并未发生严重下降	13
图 18: 地方政府的投资冲动与“因地生财”模式共同推动了国内城投平台的迅速扩张, 分税 制改革仅为次要原因	15
图 19: 目前, 国内仍高度依赖住宅用地高价出让补贴工矿仓储用地廉价出让, 进而发展园 区工业化的路径	16
图 20: 2022 年 11 月, 政策端与资金端因素共同导致银行理财“破净率”激增	17
图 21: 长短结合、开源节流并举的政府性债务化解方案举例	18
表 1: 2023 年 1-5 月, 国内“招拍挂”土地成交总额同比跌幅进一步扩大	15
表 2: 与日本相比, 我国通过住宅用地高价出让弥补工业用地廉价出让的路径较为明显	16

1. 20 世纪 90 年代，日本经济泡沫是如何破灭的？

1.1. 经济泡沫的形成与破灭

自二战结束至今，日本经济增长大体历经了 3 个发展阶段。分别为 20 世纪 50 年代中至 70 年代初的高速增长期，期间日本实际 GDP 增长率多在 10% 以上；20 世纪 70 年代初至 90 年代初的稳定增长期，期间日本实际 GDP 增长率维持在 5% 左右；20 年 90 年代初至今的低速增长期，除个别年份因基数过低导致增速较高外，IMF 测算的日本实际 GDP 增速基本均难以突破 3.5%。

图 1：自 1991 年经济泡沫破裂至今，IMF 测算的日本实际 GDP 增速很少重返 3.5% 以上

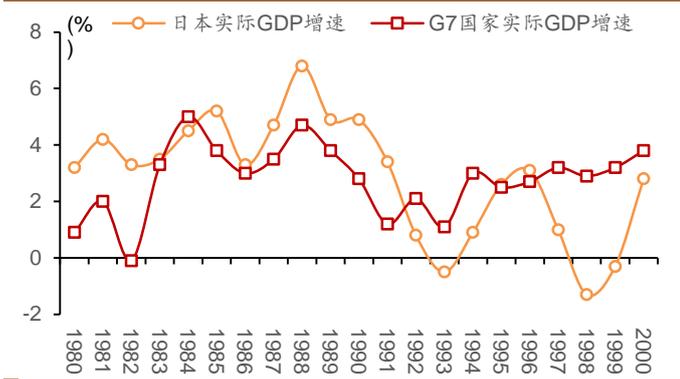


资料来源：IMF，德邦研究所

根据日本内阁府、昔日日本银行行长白川方明的研究，在 20 世纪 80 年代，①极端的乐观预期和②信贷显著增加导致了日本经济泡沫的初始形成，随后③长期宽松的货币政策、④金融与经济活动间的顺周期效应、⑤土地税制推动地价持续大幅上涨加剧了泡沫的膨胀。在泡沫初始形成时，①从宏观层面看，受益于出口产品竞争力较强等因素，与 G7 国家整体水平¹相比，日本 GDP 增速整体更高、通胀水平整体更低。在当时往往将通胀水平与经济增长相挂钩的环境下，上述数据使得日本的经济增长获得了更多认可度。从微观层面看，1971 年日本汽车产量约为 581 万辆，较当时全球第一大汽车生产国-美国仍有近 486 万辆的差距。但受益于丰田等日系车企的快速发展，截至 1981 年日本汽车产量已增长至 1118 万辆，较美国高出近 324 万辆，日本成功反超美国成为全球第一大汽车生产国。当时，日本政府发展经济与日本企业家经营企业的先进经验在全球范围内被竞相学习，日本人民的发展信心日益提高。

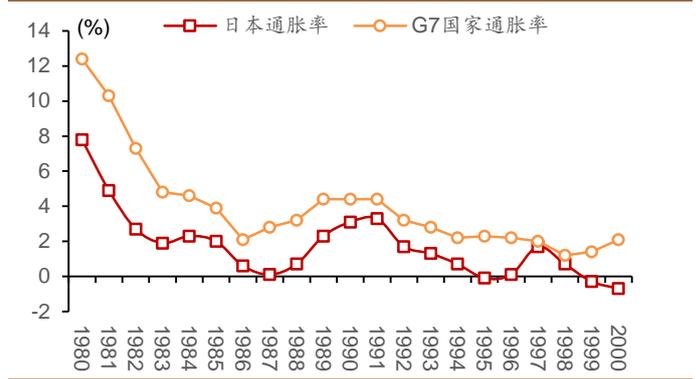
¹ G7 国家包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国

图 2：20 世纪 80 年代，日本 GDP 增长表现优于 G7 整体



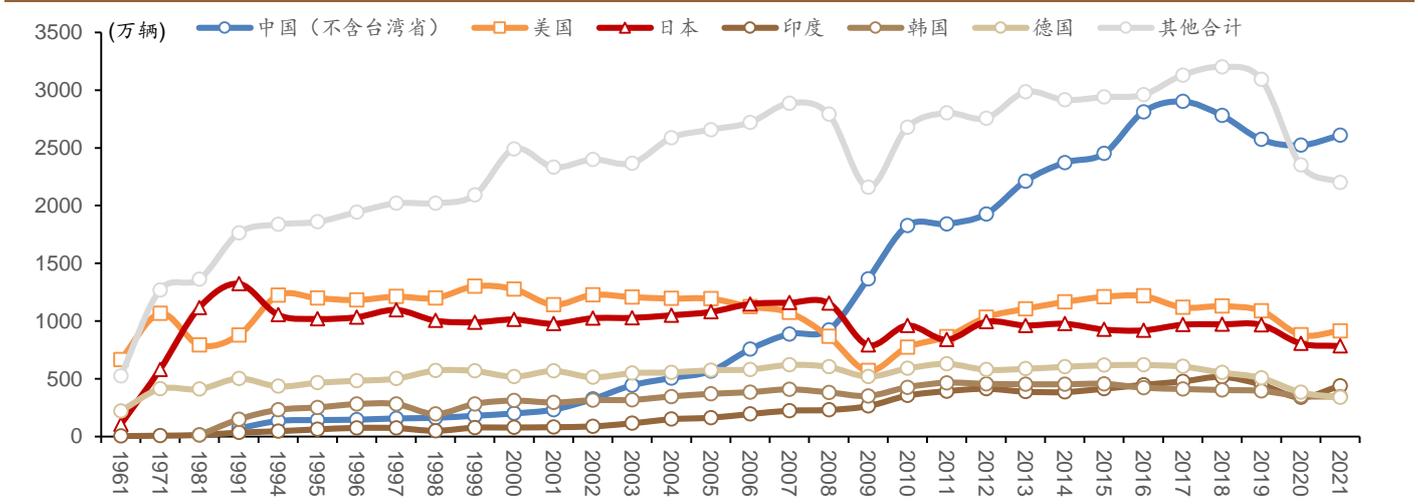
资料来源：IMF，德邦研究所

图 3：20 世纪 80 年代，日本通胀控制情况优于 G7 整体



资料来源：IMF，德邦研究所

图 4：20 世纪 80 年代，日本取代美国成为全球汽车产量第一大国



资料来源：United States Department of Transportation，德邦研究所

②极端乐观预期促使日本信贷显著增加，这反映为 1986 年日本经常项目盈余与 GDP 之比高达 4.1%，成为世界上最大的债权国；而 1985 年年末日本国内银行面向不动产的贷款达 20.1 万亿日元，到 1989 年年末增长至 48.8 万亿日元，年增长率达 25%（特别是 1987 年增长率高达 33%）。

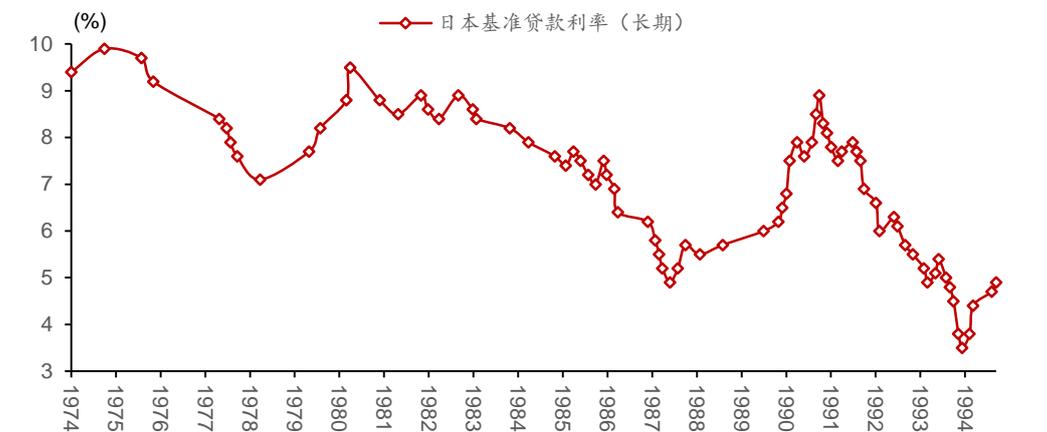
进入泡沫膨胀期后，③一方面，20 世纪 80 年代日本积极推动宽松的货币政策，特别是 1985 年 9 月《广场协议》（The Plaza Accord）导致美元持续贬值后，1987 年 2 月《卢浮宫协议》（the Louvre Accord）致力于阻止这一趋势恶化，为此日本同意减少贸易顺差并降低利率，低廉的信贷成本进而助长了泡沫。当 1987 年下半年日本适当收紧货币政策以免经济过热后，美元下跌导致美联储介入购回美元；叠加其他国际协调因素的影响，日元加息被迫放缓，日本财政部门也形成了“有贸易顺差的国家与债权国有责任维持低利率以向社会供应资本”的观念。最终，投资人形成了日本“永久低利率”的预期，原因是日元可能需要长期等待走势疲弱的美元复苏，如此进一步助长了泡沫的膨胀。

④另一方面，自 1982 年至 1987 年，为维护（特别是与美国的）国际收支关系，时任日本内阁总理大臣-中曾根康弘主导了依靠私营部门扩大内需的政策，以刺激国内需求、扩大进口、削弱出口。如伴随东京这一国际金融中心的崛起，许多人认为东京的办公用地供不应求，中曾根政府主导在东京及其周边地区的选定区

域出售公共土地，而且售价可达市场价格的 2-4 倍。与西方国家这类土地可能首先赋予政府部门购买权不同，日本的政府部门若要获取上述土地需要与私营部门高价竞争，类似的操作最终助推了私营部门加杠杆及土地价格的泡沫化，土地市场的繁荣进一步带动了房地产开发、建筑施工、钢铁水泥等日本国内需求的提振。在不动产贷款中，底层资产的价格上涨提高了抵押物的价值，可融资规模上升；而信贷规模的上升提振了市场情绪、改善了开发企业的业绩表现，进一步助推了底层资产的价格上涨，如此最终形成资产价格泡沫化的恶性循环。

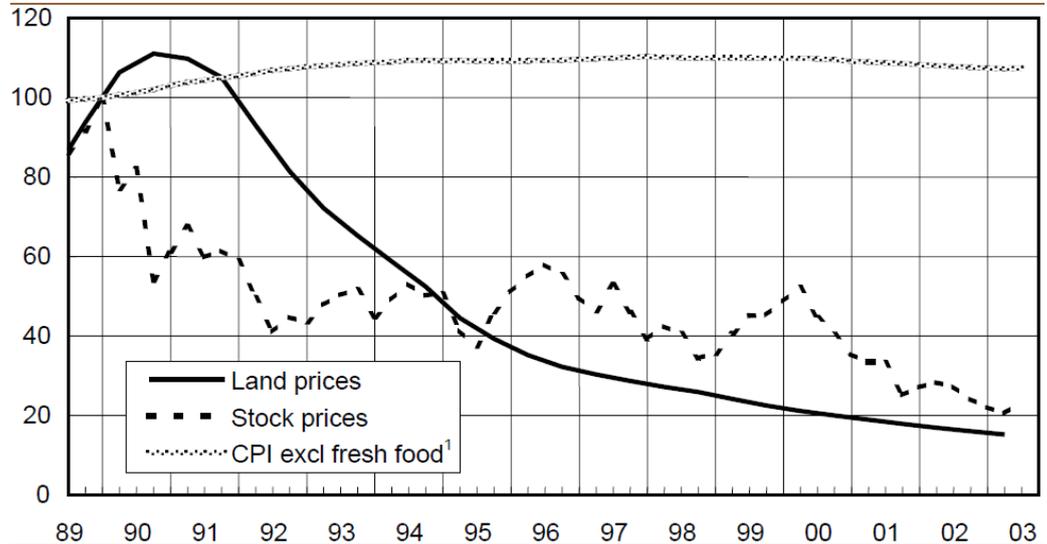
⑤此外，日本土地税制规定的土地交易税率较高、但长期持有土地的税率相对较低，因此在土地价格上升预期下，“捂盘惜售”成为看似较为理性的选择，最终这种群体性选择演变为一种合成谬误。²

图 5：长期宽松的货币政策导致 20 世纪 80 年代日本债权融资成本较低



资料来源：日本银行、德邦研究所

图 6：地价水平及地价预期的持续上涨一度助长了日本经济泡沫期的金融顺周期性



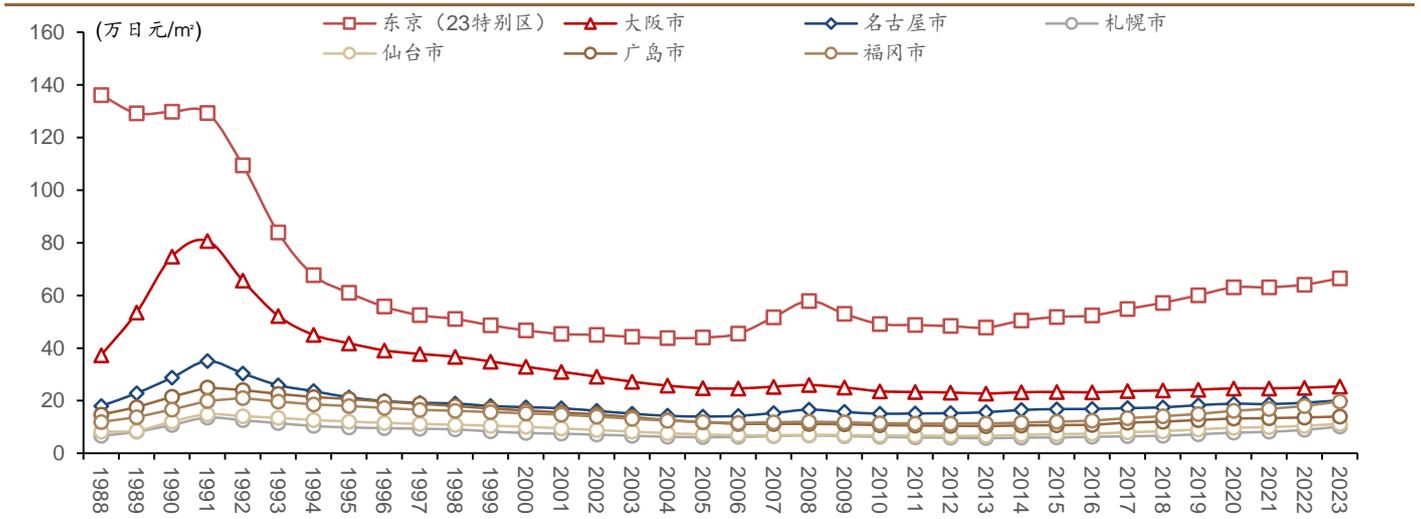
资料来源：《The asset price bubble in Japan in the 1980s》(Shigenori Shiratsuka)，德邦研究所
注：1984 Q4 = 100

1990 年，伴随货币政策收紧、股价及地价的先后重挫，日本经济泡沫开始破灭，20 世纪 90 年代后期的金融危机进一步导致了日本实体经济衰退。从股市看，日经指数平均点位在 1989 年 12 月末达到 38915.87 的高点，随后进入快速下降通道，1991 年股价最低点达 21456.76，1992 年更是创下 14309.41 的近 6 年最

² 具体可参考《国家土地使用规划法案》(the National Land Use Planning Act) 及 https://www.interface.com/en/services/real_estate/tips/taxes.html

低点。从土地市场看，1989年《土地基本法》修正土地政策，新政策包括增加城市区域的住宅用地供给、抑制投机土地交易等。此后，日本住宅地出让市场进入了长达超15年的下行周期，但其下跌起点略滞后于股市。以东京为例，1988年当地住宅地出让均价达136万日元/m²，但1992年当地住宅地出让均价已下降至109万日元/m²，1994年更是进一步下降至68万日元/m²，自1988年至1994年年均下降高达11%。截至2004年，东京住宅地出让均价仅为44万日元/m²，较1988年出让均价高峰已大幅下降67.8%。伴随股价及地价的先后重挫，日本经济泡沫开始破灭，实际GDP增速由此前5%左右下降至长期跌破3.5%的水平。20世纪90年代后期，亚洲金融危机爆发后，叠加前期泡沫破裂引发的经济遗留问题影响，日本实体经济所面临的经营环境进一步恶化，衰退压力有所增长。

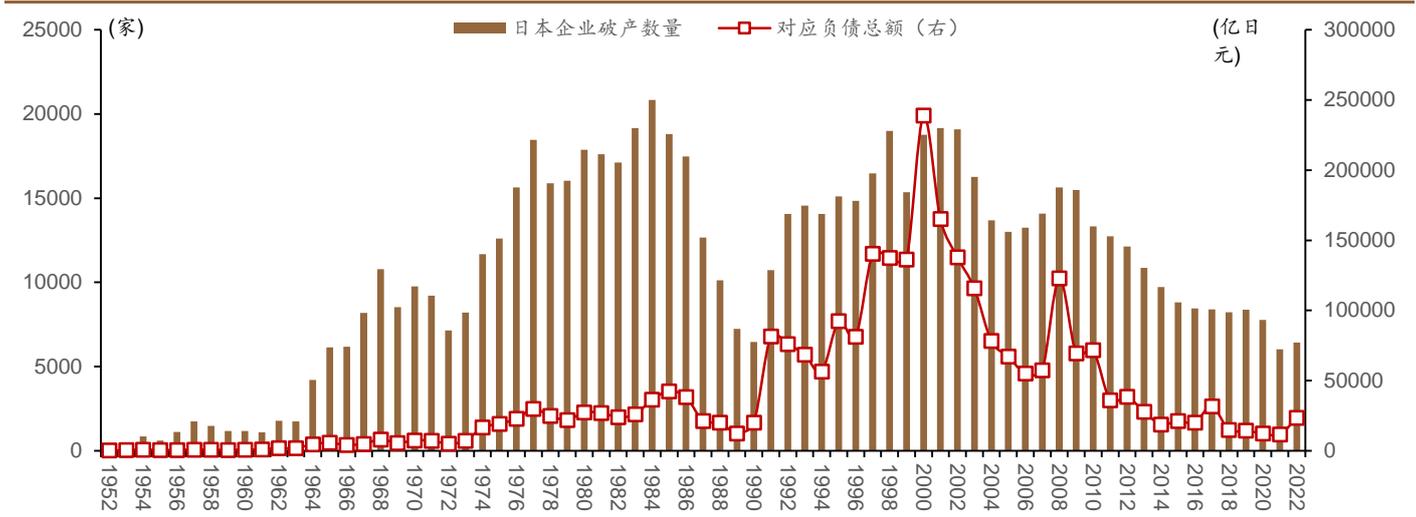
图7：自1988年至2004年，日本住宅地出让均价持续下跌



资料来源：日本国土交通省，德邦研究所

经济泡沫破灭、实体经济衰退导致金融机构的不良债权大幅增长，最终演化为日本银行业危机。股价和地价的先后重挫导致部分日本企业前期举债购买的资产已不再足值，在刚性债务的压迫下，日本破产企业数量有所上升，对应的负债总额同步激增。仅1991年，日本破产企业涉及的负债总额便高达81487.5亿日元，同比激增308%，较1987年至1990年的总和还高出近11%。1997年，在经济泡沫破裂尚未得到完全修复时，亚洲金融危机再度重创日本经济，当年日本破产企业涉及的负债总额攀升至140447.0亿日元，同比增速高达73%。自20世纪90年代初至2000年3月，日本已有110家存款保险制度的参与行解散，政府部门用于帮助解决银行不良贷款问题的总花费已达到86万亿元，相当于日本GDP的17%，相关资金主要用于银行冲销不良贷款及计提风险准备、存款保险机构向出险银行注资等。

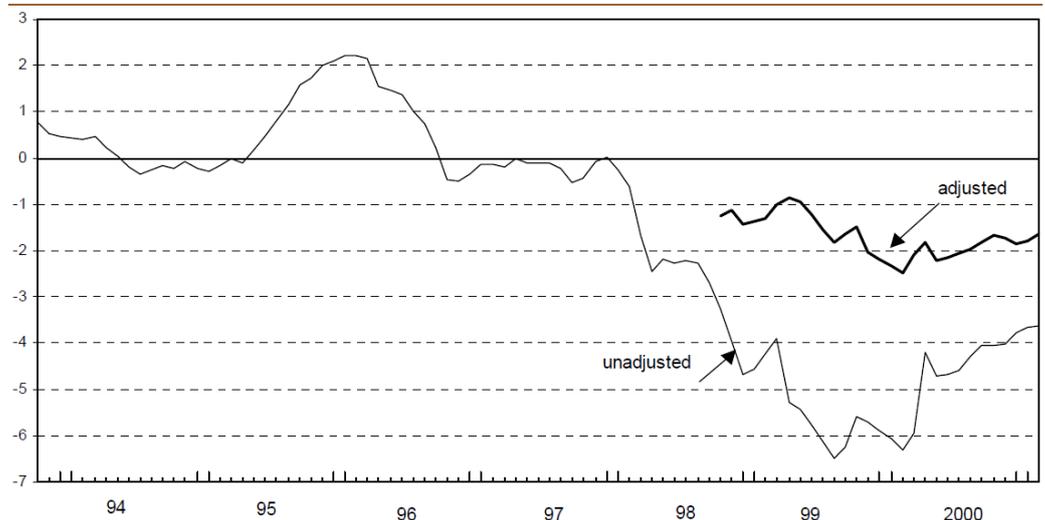
图 8：20 世纪 90 年代，在经济泡沫破灭、亚洲金融危机等多重冲击下，日本破产企业对应负债总额大幅增长



资料来源：Tokyo Shoko Research, 德邦研究所

银行业危机导致日本发生严峻的信贷收缩，实体经济的融资可得性与融资意愿双双下降导致了经济衰退的螺旋恶化。银行业危机爆发后，日本商业银行受制于维持资本充足率等监管指标的压力，同时自身盈利能力较弱、通过股票市场融资的能力有限，因此部分银行选择压缩资产规模，即收缩信贷以保证存续经营。具有导火索意义的是，1997 年 11 月 3 日，日本三洋证券提出《破产法》适用申请，次日公司的同业贷款违约，这是二战后日本首度发生同业贷款违约事件，如此引发了同业拆借迅速缩量，部分经营不佳的金融机构存款出逃，叠加部分企业自身缺乏借款意愿的因素影响，自 1997 年起，日本发生了多年信贷收缩，加剧了后续尽快复苏经济的难度。

图 9：亚洲金融危机期间，日本国内商业银行的存量贷款规模持续同比下降（%）



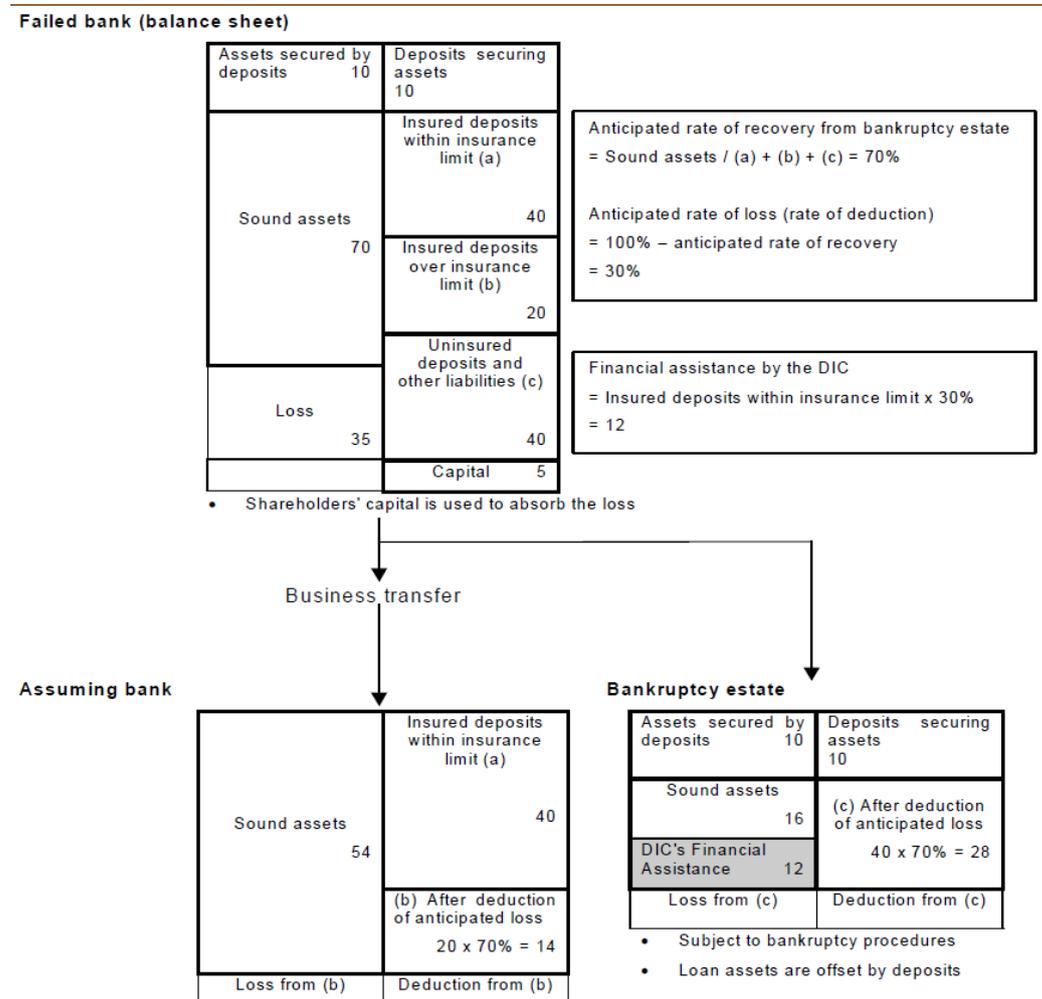
资料来源：《The financial crisis in Japan during the 1990s - how the Bank of Japan responded and the lessons learnt》(Hiroshi Nakaso), 德邦研究所
注：调整后的值（图中 adjusted）未考虑贷款减计、汇率波动等因素导致的存量贷款规模变动

1.2. 泡沫破灭的对策与结果

1991 年，日本银行以处置潜在金融机构破产风险为核心，明确了一系列风险处置基本思路。1991 年 1 月，日本银行明确了未来处置风险的 4 项基本原则，分别为：①通过稽核评估金融机构的真实贷款质量，对账面上仍未资不抵债，但进

行适当的不良核销或风险准备金计提后,或将陷入实质性资不抵债的金融机构(下文简称“风险金融机构”)纳入处置范围。②效仿美国经验,对风险金融机构的处置不再主要采取“存款赔付”方案,即一定额度以内的存款由存款保险机构赔付、剩余存款进入银行破产程序处置;而是采用“资产负债承接”方案(Purchase and Assumption),即由风险金融机构制定重组计划,若增加自有资本后仍有经营困难,由存款保险机构出资提供一定帮助,同时政府协调其他金融机构进行救济合并。③追究上述金融机构相关责任人的经营责任,以降低道德风险。④在风险处置过程中,必要时由日本银行参考政策利率提供带有一定援助性质的信贷资金。伴随股价、地价的持续下滑,日本银行的风险处置逐步从小型金融机构破产延伸至大型金融机构出险。特别是经过实地稽核,日本银行发现在泡沫经济时代,日本金融机构增长较为迅速的几类贷款最终基本均将资金输送向了建筑业和不动产行业,伴随地价下跌,几乎日本所有大型金融机构均出现了巨额不良债权,此时“大而不倒”已经不再是一个需要考虑的问题。

图 10: “资产负债承接”方案的基本框架

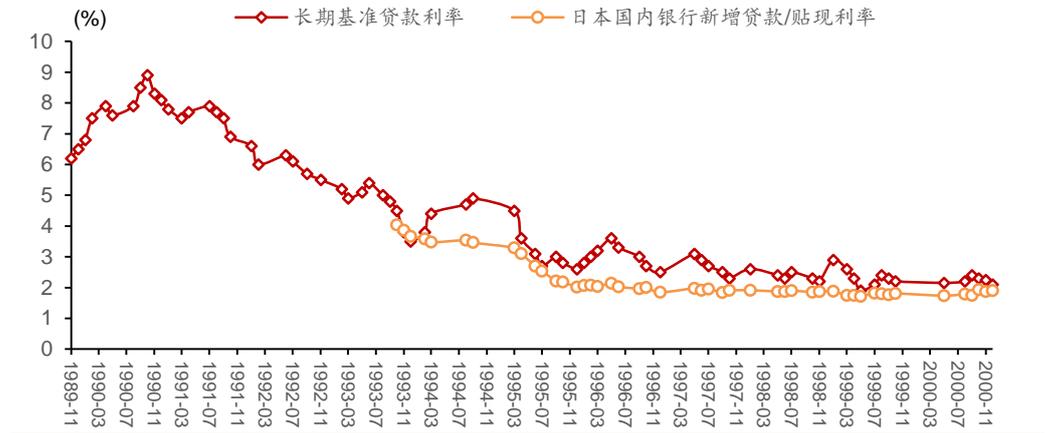


资料来源:《The financial crisis in Japan during the 1990s - how the Bank of Japan responded and the lessons learnt》(Hiroshi Nakaso), 德邦研究所

除了对风险金融机构的处置,日本银行还持续实施宽松的货币政策。1990年10月1日,历经前期快速加息后,日本银行长期基准贷款利率高达8.9%,经济泡沫破裂后,日本银行及时下调基准利率以期平稳金融市场,截至1993年12月1日,日本银行通过多达15次基准利率调整行为,将长期基准贷款利率下调至

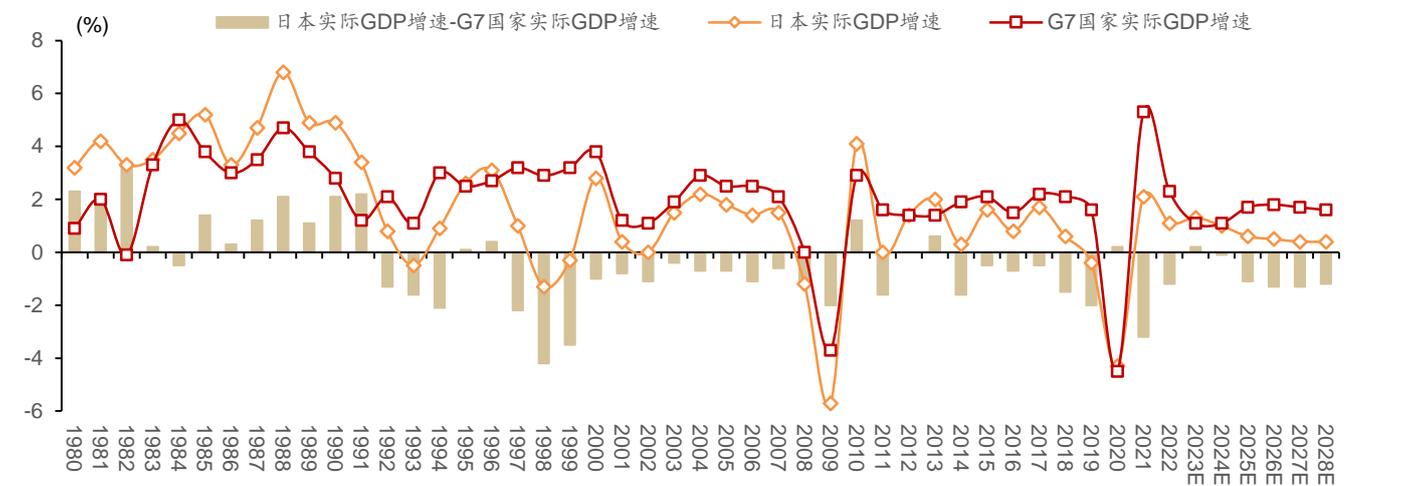
3.5%的阶段性低点。与此同时，日本国内银行新增贷款/贴现利率³整体也呈下降趋势。但从实际效果上看，尽管日本银行会同大藏省等政府部门联合处置风险、争取经济恢复，自1991年起日本实际GDP增速仍很少重返3.5%以上，多数年份日本实际GDP增长表现还弱于G7国家整体表现，前述政策效果难言乐观。尽管业界常用“失去的十年”（The Lost Decade）概括20世纪90年代经济泡沫破裂后的日本经济表现，但从经济增速实际表现上看，恐怕称其为“变革的三十年”更为恰当。

图 11：经济泡沫破裂后，日本银行长期奉行宽松的货币政策



资料来源：日本银行，德邦研究所

图 12：自 20 世纪 90 年代起，日本经济增速时常低于 G7 国家整体表现，日本经历了“变革的三十年”



资料来源：IMF，德邦研究所

2. 何谓“资产负债表衰退”？

关于 20 世纪 90 年代经济泡沫破灭后，日本为何迟迟未能走出 GDP 增速较低环境的讨论已持续了较长时间。Naoyuki Yoshino、Farhad Taghizadeh-Hesary 在亚洲开发银行工作论文中提出，银行放贷意愿下降、公共投资效率低下、人口老龄化、转移支付分配不合理、IS 曲线近乎垂直、日元升值共同导致了日本经济的长期衰退，其中人口老龄化是核心原因；但 2008 年诺贝尔经济学奖得主 Paul Krugman 认为流动性陷阱才是日本长期衰退的核心原因；而日本著名经济学家辜朝明（Richard Koo）则在总结美国、日本经验的基础上，创造性地提出了“资产

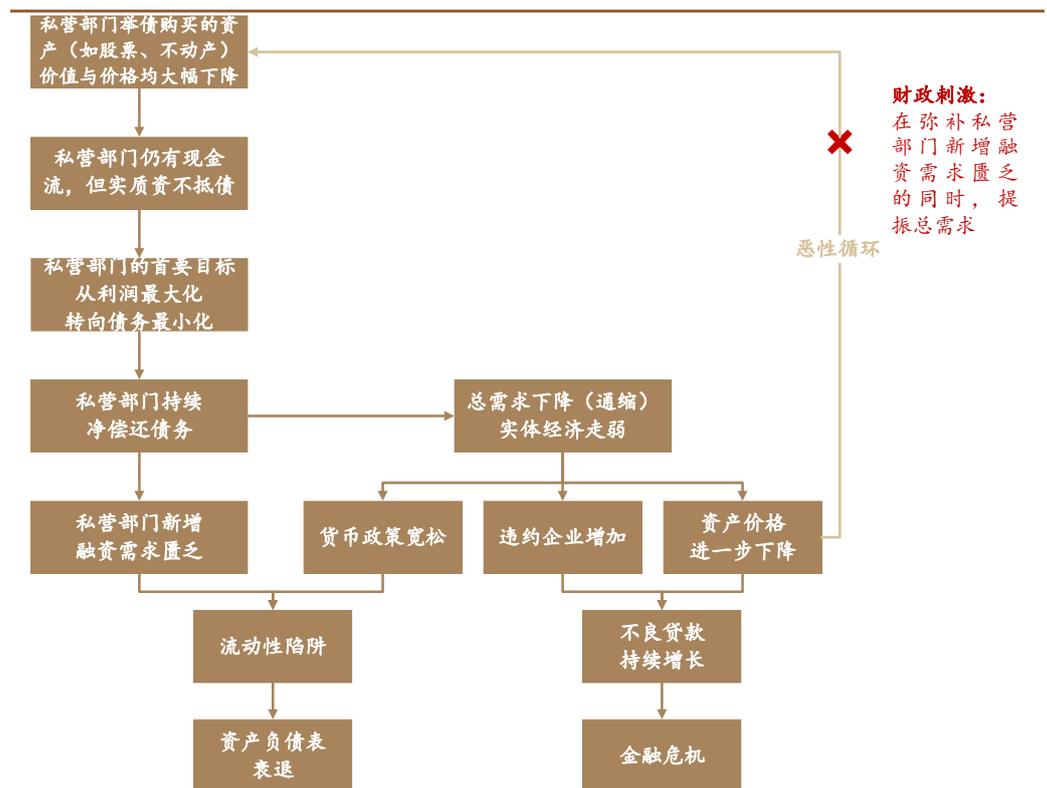
³ 1993 年 10 月前的官方数据暂缺

资产负债表衰退” (Balance sheet recession) 概念。

2.1. “资产负债表衰退”的基本逻辑

“资产负债表衰退”认为资产价值暴跌导致私营部门实际上已陷入资不抵债，私营部门致力于债务最小化而非利润最大化，因此即使宽松的货币政策一再降低融资成本，私营部门也只会融取资金后偿还存量债务而非新增投资或消费，因此GDP将持续萎缩至私营部门完成对资产负债表的修复或已无力新增储蓄。具体而言，“资产负债表衰退”认为虽然非金融企业仍有现金流，因此不会被迫进入破产清算，但由于股价、地价暴跌削弱了企业真实的资产价值，因此企业事实上已经陷入资不抵债的局面。此时，私营部门的首要任务是债务最小化，而非利润最大化，因此即使宽松的货币政策将融资成本压降至近乎“零利率”的环境，私营部门仍然不会大举负债进行投资或消费，而是长期致力于债务净偿还。由于A的支出是B的收入，因此这种长期债务净偿还带来的未借储蓄将导致上述资金在金融部门闲置，经济总需求将发生等额螺旋下降，进而诱发通缩。最终，只有私营部门的资产负债表得到修复，或者私营部门已经贫瘠到无法继续储蓄，“资产负债表衰退”才能停止。

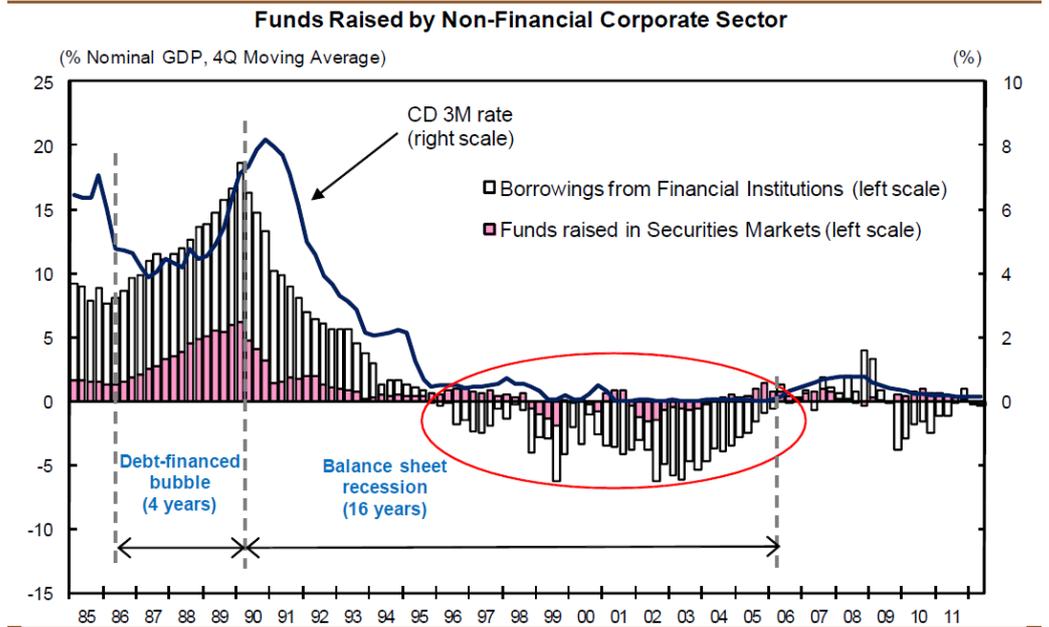
图 13：“资产负债表衰退”的基本逻辑



资料来源：德邦研究所基于 Balance Sheet Recessions and the Economics of Credit and Debt (Richard Koo) 绘制

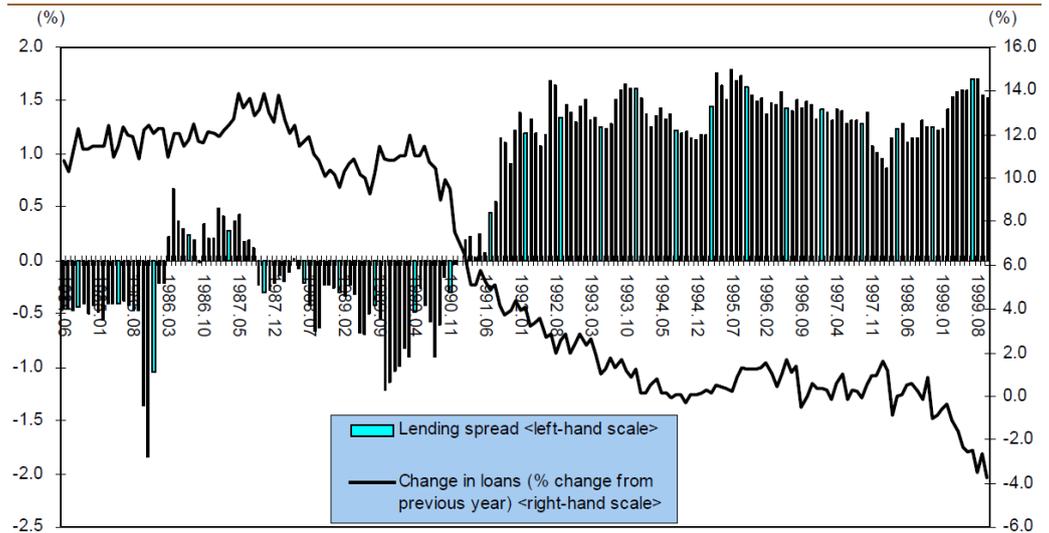
从 20 世纪 90 年代日本实际情况上看，“资产负债表衰退”理论的解释力度**相对较强**。如下图所示，自 1995 年起，尽管融资成本已接近于 0，但日本非金融企业的融资需求依然为负，无论是在信贷市场、还是在证券市场，非金融企业部门均呈现出持续债务净偿还的局面。同时，根据日本银行的调查，在“资产负债表衰退”期间，日本商业银行仍保有一定对外提供贷款的意愿，私营部门缺乏借款意愿，而非银行不愿放贷可能才是衰退的主要驱动因素。

图 14：日本非金融企业在零利率环境下持续净偿还债务长达近 10 年



资料来源：Balance Sheet Recessions and the Economics of Credit and Debt (Richard Koo)，德邦研究所

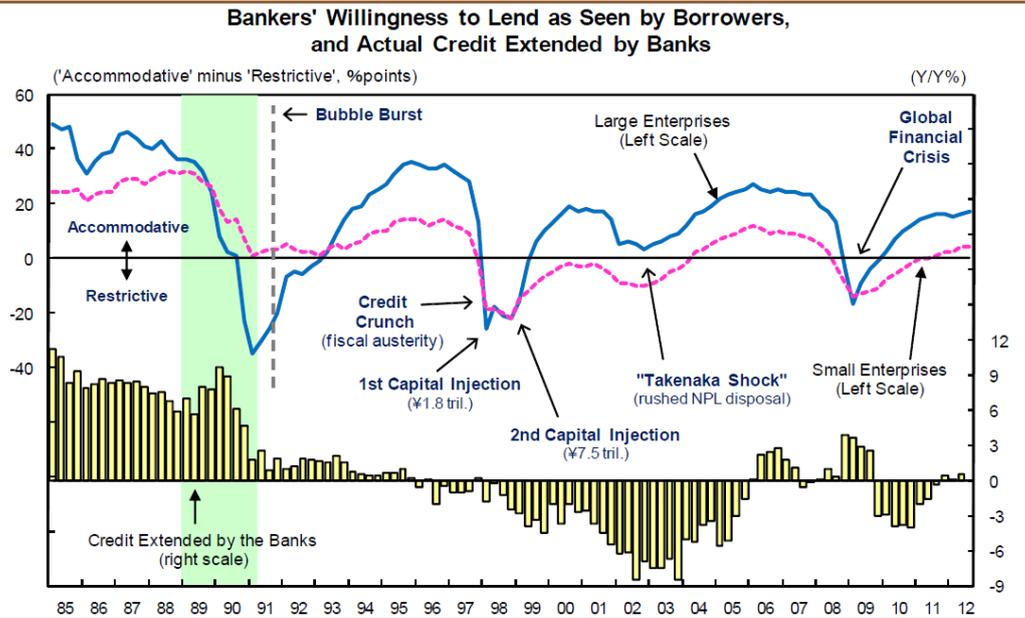
图 15：20 世纪 90 年代经济泡沫破灭期，日本银行的贷款规模发生明显下滑



资料来源：《The financial crisis in Japan during the 1990s - how the Bank of Japan responded and the lessons learnt》(Hiroshi Nakaso)，德邦研究所

注：Lending spread = average interest rates on new loans (domestic yen, banking accounts)
- CD (3-month) quotations.

图 16: 私营部门缺乏借款意愿而非银行不愿放贷可能才是日本经济衰退的主要驱动因素

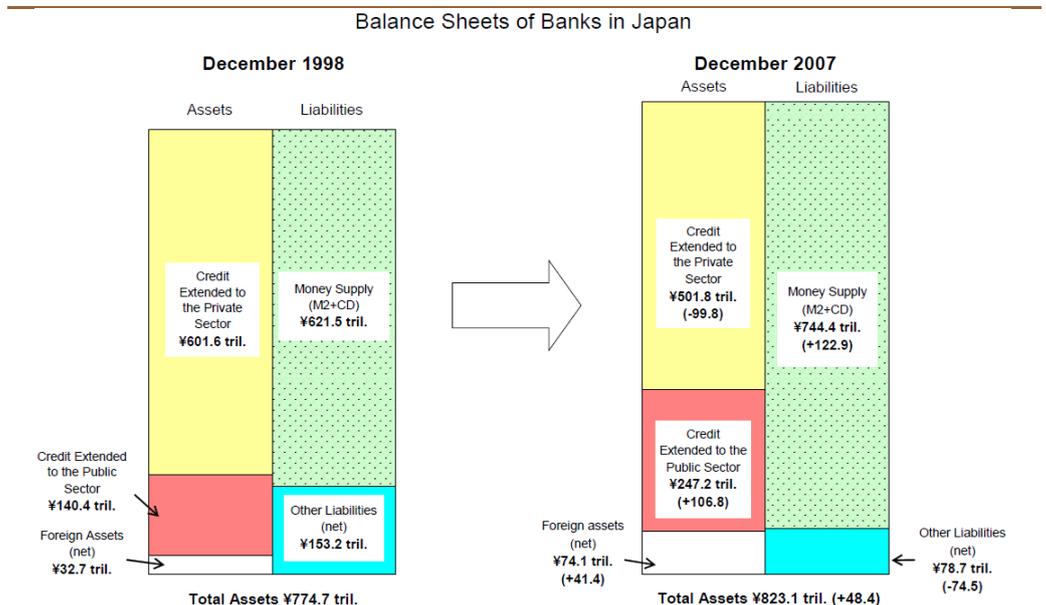


资料来源: Balance Sheet Recessions and the Economics of Credit and Debt (Richard Koo), 德邦研究所

2.2. “资产负债表衰退”的应对方法

由于货币政策部分失效，因此财政刺激可能是帮助走出“资产负债表衰退”的最有力举措。考虑到实际上已经资不抵债、经营目标致力于债务最小化的企业对融资成本并不敏感，因此新增举债需求不足将限制央行增加货币供应和信贷的能力，央行提供的流动性可能只会停留在银行系统内，而无法提振实体经济的发展势头，此时货币乘数可能很低甚至为负值。叠加考虑政府无法要求私营部门停止对资产负债表的修复后，包含央行在内的政府部门能推出的首选有效措施，可能是在私营部门借贷并消耗未借储蓄，即通过财政刺激避免货币供应因私营部门持续债务净偿还而发生萎缩。此外，由于“疤痕效应”的存在，经历了漫长而痛苦的去杠杆后，私营部门对举借债务可能会形成心理阴影，新增债务举借偏谨慎，因此上述财政刺激可能需要长期持续，政府部门可能还需要有针对性的提供税费减免等政策，鼓励私营部门加大投资与消费等。

图 17: 财政刺激帮助日本货币供应在泡沫破灭后的修复期并未发生严重下降



资料来源: The world in balance sheet recession - causes, cure, and politics (Richard Koo), 德邦研究所

2.3. “资产负债表衰退”的识别路径

通过公开数据识别“资产负债表衰退”可能较为困难，应重视对典型企业高层的一对一深度调研。“资产负债表衰退”认为虽然非金融企业仍有现金流，因此不会被迫进入破产清算，但由于股价、地价暴跌削弱了企业真实的资产价值，因此企业事实上已经陷入资不抵债的局面。此时，企业仍在正常存续经营，对外披露的财务数据仍未披露事实上已资不抵债的信息，同时企业出于通过私下债务净偿还持续修复资产负债表、避免破产的考虑，一般也不会承认上述事实。因此通过公开数据判断“资产负债表衰退”可能相当困难，最有效的方式可能是与有代表性的企业的高层进行一对一深入对话。

3. 国内可能陷入“资产负债表衰退”吗？

基于上文对 20 世纪 90 年代日本经济泡沫破灭前后的分析，对“资产负债表衰退”基本逻辑、政策措施等内容的讨论，本文认为国内尚未进入“资产负债表衰退”，但目前国内经济发展仍面临相关压力，叠加考虑国内政府性债务风险因素，当前国内财政政策需提前预留充足的政策空间。

3.1. 为什么说国内尚未进入“资产负债表衰退”？

房价备案、土地出让均由政府主导使得国内管控资产名义价格下跌的能力较强。在住宅出让方面，国内商品房新房销售多采用预售制，而商品房预售实行预售许可制度，在预售备案过程中，开发商需申报商品房的预售价格。⁴在极端情形下，政府部门可以通过约谈、政策约定等方式，调控新房销售价格。如 2021 年 8 月，岳阳市住建局发布《关于房地产市场新建商品住房网签成交价格限制的通知》，规定新房售价不得低于备案价格的 85%。同月，昆明房协组织房企召开座谈会，指出昆明房企若恶意降价将被约谈，情节严重者将停止网签。⁵在土地出让方面，国内并无土地私有制，城市的土地属于国家所有；农村和城市郊区的土地，除由法律规定属于国家所有的以外，属于集体所有；宅基地和自留地、自留山，也属于集体所有。虽然国有土地和集体所有的土地的使用权可以依法转让，国家依法实行国有土地有偿使用制度，但这一过程完全由政府部门主导。因此，国内房价备案、土地出让均由政府主导使得国内管控资产名义价格下跌的能力较强，进而因资产价格大幅下跌而引发私营部门看似仍正常存续、但事实上已大面积资不抵债的可能性受到削弱。2023 年 1-5 月，“招拍挂”出让土地成交总额同比跌幅进一步扩大至 27%，其主要原因是成交面积同比下降 18%，相对而言，成交均价同比下降 11% 的幅度更窄。尽管土地出让“有价无市”的确可能引发私营部门因持有资产的价值下降而发生流动性危机，甚至陷入破产境地，但国内经济压力会直接反映为私营部门破产数量的增长，大概率并不会演变为外界难以观察的“资产负债表衰退”。

⁴ https://www.gov.cn/gongbao/content/2002/content_70143.htm 及 <http://www.law51.net/law5/shangh95/dflaw156.htm>

⁵ https://m.thepaper.cn/rss_newsDetail_14446410?from=sohu

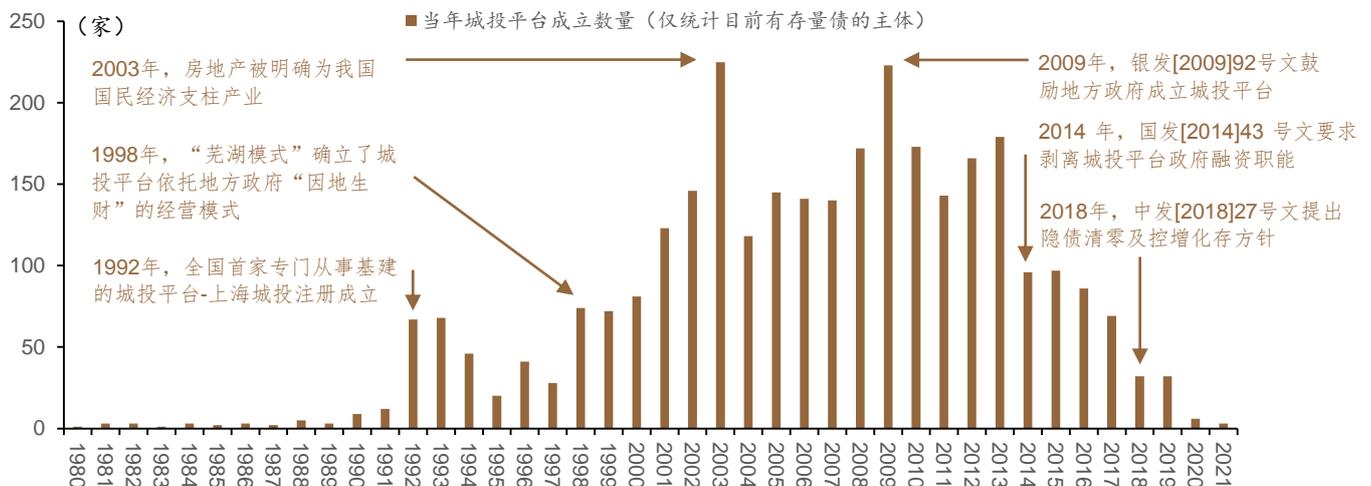
表 1: 2023 年 1-5 月, 国内“招拍挂”土地成交总额同比跌幅进一步扩大

年份	“招拍挂”成交面积 (万㎡)	同比增速	“招拍挂”成交总额 (亿元)	同比增速	“招拍挂”成交均价 (元/㎡)	同比增速
2015 年	189400	-	26813	-	1416	-
2016 年	183072	-3%	33500	25%	1830	29%
2017 年	203127	11%	49425	48%	2433	33%
2018 年	238218	17%	56881	15%	2388	-2%
2019 年	259620	9%	65623	15%	2528	6%
2020 年	282950	9%	77361	18%	2734	8%
2021 年	280712	-1%	75970	-2%	2706	-1%
2022 年	271208	-3%	57124	-25%	2106	-22%
2023 年 1-5 月	75215	-18%	11714	-27%	1557	-11%

资料来源:《26 图看懂土地出让新特征》, 德邦研究所

自 2021 年至今, 国内房地产行业整体下行引发担忧较多, 但考虑到国内长期依赖住宅用地高价出让补贴工商业用地相对廉价出让的模式, 住宅用地价值下跌可能受国内此前并不依赖私营部门加杠杆的影响, 不会引发系统性的资产负债表衰退。历史因素形成的财政收入结构决定了地方政府偏好通过加快工业化提高财政收入, 而工业化的具体路径以园区工业化为主。各地政府纷纷意识到设立产业园区后, 凭借其独有的政策优惠、成熟的硬件环境, 园区能够扮演当地招商引资及经济发展“火车头”的角色。而独有的政策优惠如税费减免、产业基金投入需要地方政府开源, 适逢 1998 年住宅与土地商品化改革, 地方政府由此明确了以住宅用地高价出让弥补工商业用地相对廉价出让的财政模式。从最新数据上看, 2023 年 1-5 月, 国内“招拍挂”出让住宅用地、商服用地、工矿仓储用地的成交均价分别为 7598 元/㎡、2720 元/㎡、340 元/㎡, 商服用地、工矿仓储用地的成交均价分别仅为住宅用地成交均价的 36%、4%, 且上述数值近年整体呈下降趋势, 如此反映出国内以住宅用地高价出让补贴工业用地廉价出让的模式甚至可能在日益强化。考虑到参考 CEIC 数据, 2021 年国内私人消费占国内生产总值百分比仅为 38%,⁶与日本在泡沫破裂前大举依赖私营部门加杠杆、扩内需不同, 国内此前并未通过这一方式刺激经济发展, 因此自 2021 年开始的住宅用地价值下跌, 可能并不会引发国内系统性的资产负债表衰退。

图 18: 地方政府的投资冲动与“因地生财”模式共同推动了国内城投平台的迅速扩张, 分税制改革仅为次要原因



资料来源:《从“网红城市”看城投基本面研究》, 德邦研究所

⁶ <https://www.ceicdata.com/zh-hans/indicator/china/private-consumption--of-nominal-gdp>

图 19: 目前, 国内仍高度依赖住宅用地高价出让补贴工矿仓储用地廉价出让, 进而发展园区工业化的路径



资料来源:《26 图看懂土地出让新特征》, 德邦研究所

表 2: 与日本相比, 我国通过住宅用地高价出让弥补工业用地廉价出让的路径较为明显

城市	上海			东京			
	年份	2015	2016	2017	2015	2016	2017
住宅用地价格 (人民币元/平方米)		18961	33416	17196	18743	19832	18458
商业用地价格 (人民币元/平方米)		28674	29200	36198	89800	101263	98265
工业用地价格 (人民币元/平方米)		1353	1347	1186	13765	14874	13981
住宅用地价格/工业用地价格		14.0	24.8	14.5	1.4	1.3	1.3
商业用地价格/工业用地价格		21.2	21.7	30.5	6.5	6.8	7.0

数据来源:《从“网红城市”看城投基本面研究》, 德邦研究所

居民部门提前还贷可能更多由于缺乏心仪投资标的, 而非实质性资不抵债。在分析国内是否面临“资产负债表衰退”的过程中, 很难绕开对 2023 年初居民“提前还贷”现象的讨论。参考《人民日报》报道, 2023 年初“提前还贷”在购房群体中流行开来, 部分购房者出于缩短贷款年限、减轻月供压力等不同考虑, 出现了扎堆提前偿还房贷的现象。⁷在本文看来, 上述行为可能是由于居民部门缺乏心仪投资标的, 例如在偏股混合型基金方面, 自 2023 年初至 5 月下旬收益为正的基金数量占比仅为 38%; 固定收益类资管产品方面, 2022 年 11 月中旬, 政策端和资金端因素共同导致利率债收益率快速上行, 银行理财“破净率”随之迅速攀升, 理财负债端的赎回压力传导至资产端的抛售压力, 银行理财“破净率”激增, 进而影响了部分居民的配置意愿。

⁷ http://paper.people.com.cn/rmrbhwb/html/2023-02/15/content_25965093.htm

图 20：2022 年 11 月，政策端与资金端因素共同导致银行理财“破净率”激增



资料来源：南财理财通，德邦研究所

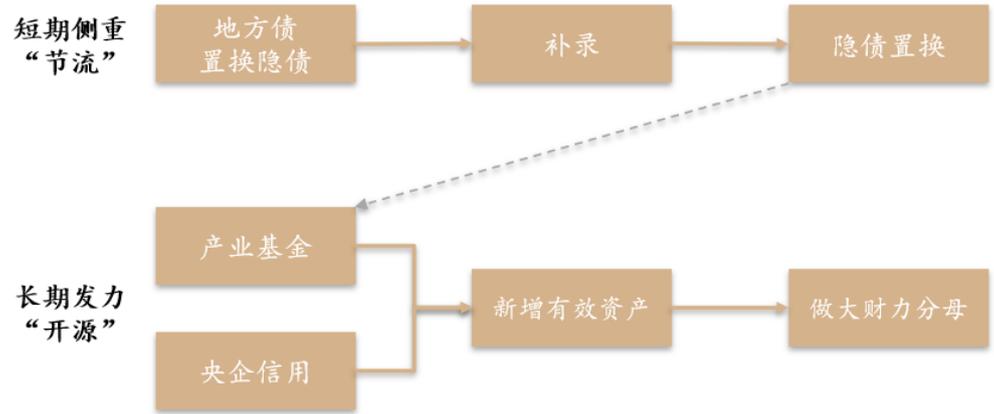
3.2. 国内需要预留更多财政政策空间，而这离不开政府性债务的妥善处置

在中等收入陷阱、海外市场、人口老龄化、政府性债务风险等多种因素的共同影响下，未来一段时间国内面临的经济增长压力仍然不容忽视，财政政策应预留更多空间以备不时之需。一方面，2022 年我国人均 GDP 已突破 8 万元，接近世界银行 2021 年制定的高收入国家标准（12695 美元），劳动力成本的上升可能导致我国在出口领域的一大优势-成本优势受到边际削弱，尽管国内产业链较为完整是东南亚等国家短期内难以匹敌的优势，但中等收入陷阱仍是值得关注的一大要点。另一方面，部分西方国家近年来贸易保护主义色彩浓重，我国在出口领域开始需要关注一个新的挑战-海外市场进入壁垒。此外，人口老龄化也是我国目前面临的重要挑战，截至 2021 年末，全国 60 周岁及以上老年人口 26736 万人，占总人口的 18.9%，该比例在 2012 年仅为 14.3%。⁸考虑到通常情况下，老年群体的消费需求低于青壮年群体，因此人口老龄化、出生率下降可能带来的国内总需求压力值得关注。最后，以城投债问题为核心的政府性债务风险亟需妥善解决，自 2021 年至今，在土地出让收入下降持续削弱地方政府本级财力的环境下，个别地区城投平台债务付息压力较为明显，风险处置迫在眉睫。

在市场化、法制化化解政府性债务的过程中，本文认为或可采取杠杆转移的方式。一方面，从债权人角度看，债券中非银持有部分的净退出或可通过地方金融资源进行弥补，其中城、农商行的投资业务或可考虑进行调整。另一方面，从债务性质角度看，或可通过隐性债务“置换+补录”的形式，借助地方债这一关键渠道，在坚守“谁家孩子谁抱”的前提下，推动“以时间换空间”的更好实施。

⁸ https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/26/content_5721786.htm

图 21：长短结合、开源节流并举的政府性债务化解方案举例



资料来源：德邦研究所绘制

4. 风险提示

- (1) 对“资产负债表衰退”的内涵可能理解不够深刻；
- (2) 对私营部门是否真实资不抵债的深度调研可能有所欠缺；
- (3) 对政府性债务处置方法的意见可操作性可能有待提高。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

刘子博，德邦证券研究所宏观组分析师。毕业于对外经济贸易大学，拥有 4 年美国收资产投研经验，曾从事境内高收益债买方研究。研究领域覆盖地方政府行为研究、地方财政、城投平台与地产行业，致力于在“自下而上”的视角下，通过研究地方政府行为完善大类资产配置思路。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。