



宏观研究

【粤开宏观】区分资产负债表衰退的三种情形

2023年07月06日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】5月经济进一步放缓，稳增长迫在眉睫》2023-06-15

《【粤开宏观】5月财政数据的四大特点与财政稳增长的五大手段》2023-06-18

《【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议》2023-06-20

《【粤开宏观】广义货币 M2 高增与经济和通胀低迷并存的原因》2023-06-20

《CEPA 签署二十周年，进一步深化香港与内地合作》2023-06-29

要点

大家都在讲资产负债表的衰退问题，实际上有不同情景，对应不同的解决方案。

第一种情景，资产负债表的资产端，资产价格大幅度暴跌，所以引发负债端被动收缩的行为，经济活动收缩并走向衰退。总体上看，现在我们国家的股票、房地产应该没有出现全面的暴跌，资产负债表衰退从总体上尚未出现。但是，我们要警惕低能级城市房地产价格以及销售量出现持续的下降。70 个大中城市里的三线城市价格已经连续一年半出现了同比负增长，其他低能级城市房产价格的下降幅度要引起更大的重视，因为对低能级城市的居民缺乏分散投资的能力，其资产负债表中房地产占比更高，影响也更大。这种情形下的应对策略是稳定股票、房地产等资产价格。这种情形的应对策略是稳定资产价格，包括稳定房地产价格和股票价格。

第二种情景，资产价格总体稳定，但是宏观经济形势往下走，带动企业收入和利润往下走。而支出是刚性的，这种情况下就出现了所有者权益和资产同时收缩。比如一季度规模以上工业企业的收入增速是-0.5%、利润同比是-21.4%，这样的情况下，资产端和所有者权益很自然地同时收缩。这种情况下的应对策略是实施积极的财政和货币政策，扩大总需求，解决企业订单和收入不足的问题。

第三种情景，资产负债表和利润表表面上都是比较健康的，但是资产的流动性特别差，存在大量的应收账款，甚至极端的情况下，一夜之间应收账款就成为坏账，导致整个现金流崩盘。我们最近在南方调研发现一个情况，有家企业的资产和营收都是几百亿，账上的利润也不错，但是整个现金流非常差，因为它收入的很大一部分来自于政府的补贴。而近年来政府收入下行，大量营收只是应收账款，导致这家公司非常脆弱，即使资产和营收几百亿，但随时处于破产和全面收缩的局面。

这是我刚才提的第三种情形，这样的情景就要解决债权债务关系的问题，就是4月中央政治局会议提出的要解决拖欠账款问题。3月底规模以上工业企业应收账款平均回款期是61.8天，基本上是仅次于2020年刚爆发疫情时最严重的时期。

以上是要区分资产负债表衰退的三种情形，再采取不同的应对办法。但是资产负债表扩张就一定是好的么？这里我特别想提出一种情形，那就是当进城农民工市民化进程不畅时，他回到农村建房子，由于建筑材料和人工成本上升，需要负债，当负债完成建房子后又进城打工还债。这个过程我们可以看到，一方面该部分农民工群体的资产负债表快速扩张，资产和负债同时大幅扩张，但另一方面其资产的流动性快速下降，他的房子只能在村集体内部流转，甚至难以流转；同时，他外出打工还债，导致的结局是物质资本下乡并被快速冻结、人力资本低水平进城。这种资产负债表的扩张恐怕不是我们想



看到的。

综上，我们可以看到解决资产负债表衰退涉及到房地产市场、金融市场、财政货币政策、城镇化乃至户籍制度等，是非常复杂的问题。三种情形中，第二种和第三种可能是更为常见的情形，又可为归结为现金流量表冲击。

第二个问题，在这样的情况之下，我们到底该怎么应对？

当我们讨论资产负债表衰退或者现金流量表冲击，实际上我们讨论的是中国经济形势的问题，当前仍是总需求不足，背后是大家所说的预期和信心不足。信心不足、预期不足的问题在哪里？这既有国际大环境和国内经济增速换挡的影响，也有政策、制度、法治等的落实有关。

近年来，越来越强调从单一 GDP 到多元目标考核，这导致地方政府的职能范围大幅扩张，一旦有事情没有做好就面临一票否决，所以地方政府行为偏向于从以前的积极作为转向避险和免责，缺乏足够的创造性执行。部分地方政府“一刀切”免责的执行方式导致的结果就是政府和市场之间的关系越来越不清晰，同时有些动作可能会对市场主体造成一些伤害。结合前面提及的，我们可以提出以下应对方案：

第一，稳定资产价格，尤其低能级城市房地产价格，同时要防止资本市场大幅异常波动。

第二，进一步扩大总需求。我赞同前面专家谈到的货币政策降息，这里我聚焦地讲讲财政领域。

1. 发行长期建设国债，实现长期建设国债、地方一般债和地方专项债三者并行的局面，用什么样的钱办什么样的事。现在的情况是，拿专项债去办一般债的事情。专项债原本含义是有专门的项目收益去偿还，但实际上有收益的项目不多，所以应该实事求是地解决这样的问题。有些项目周期比较长，超出地方政府的能力，我们就通过长期建设国债实现。

2. 稳定宏观税负，推动减税降费从过去数量和规模型转向效率和效果型，要讲效果，不能动辄谈规模。过去讲大规模减税降费，实际上导致了一个结果，即宏观税负快速下行，不管是广义的还是狭义的宏观税负都是连续七八年最低点，推升了政府债务的攀升。更有意思的情况是，减税降费导致债务同等规模上升，分子端把债务推升了，但是分母端因为居民、企业的信心不足，所以并没有转换成同等增速的 GDP 增长，所以出现负债率或者杠杆率上升的幅度更大的情况。这些年我们减税降费的效果逐年递减。

3. 通过中央和地方政府分地区、按比例的方式来发消费券短期提振消费，但长期要靠改革。关于财政发放消费券，它能改善居民的资产负债表，另外也有人认为它能够拉动经济。我个人感觉，中国这样的环境，让地方政府发消费券其实有问题，尤其中西部地区。我们中西部地区发的消费券带动了当地老百姓买产品，但是产品更多来自于东部地区，我们国家是生产地原则的增值税，所以中西部买了产品之后，最后的税收又到了东部地区去了，中西部地区发的消费券实际补贴到了东部地区。所以让地方政府发债是不太现实的，让中央政府来发也面临问题，不利于调动地方的积极性。如果分地区、按比例，西部地区可能就是中央承担 80%、地方 20%，中部可能就是五五分，东部地区可能主要是由地方政府，然后中央承担 20%，用这样的方式来扩大我们的总需求可能更好些。



第三，微观主体避险化与信心、预期不足的问题，这是要解决四个层面的问题。一是政策的稳定性和连续性，政策调整时要充分听取市场主体的意见，留出充分的时间给予市场主体调整资产负债表；二是制度的完备性，比如平台企业等问题，在《反垄断法》《反不正当竞争法》等制度的框架下去解决。三是法治的问题，积极落实法治精神。四是理论的问题，即要探讨清楚社会主义和资本的关系，包括企业家精神和资本在经济增长中作用的问题，包括共同富裕的问题，都需要在理论上做出重大的突破。

简单总结一下，我认为中国并没有出现资产负债表衰退，更多是现金流量表冲击，当前面临的是总需求不足、微观主体信心不足，要进一步扩大总需求，从四个层面提振信心。

风险提示：经济下行压力超预期，稳增长政策超预期



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com