



宏观研究

# 【粤开宏观】资产负债表衰退：理论缺陷，不适用于当前的中国

2023年07月11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

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】区分资产负债表衰退的三种情形》2023-07-06

《【粤开宏观】积极发挥财政在防范化解重大风险中的作用》2023-07-07

《【粤开宏观】稳住房地产，解决财政和城投风险》2023-07-07

《【粤开宏观】财政支持扩大内需的实现路径》2023-07-07

《【粤开宏观】当前财政、城投问题的症结在房地产》2023-07-07

## 摘要

当前中国主要经济指标下行，社会和市场上出现了将当前的中国经济与 1990 年代的日本进行类比的分析，以及对中国经济“日本化”的担忧，辜朝明提出的“资产负债表衰退”理论一时成为显学，被认为对当前的中国经济有较强的解释力。

我们认为，虽然此时的中国与彼时的日本之间有许多相似之处，但刻舟求剑式的强行对照并不可取，中国的当下绝不是日本的 90 年代，日本的昨天不是中国的明天，中国的市场规模更大、人口数量红利转向素质红利、城镇化进程还有较大空间，中国经济有更大的潜力、更强的韧性与更广阔的回旋余地，最关键的是，中国人民对美好生活有着热切向往。

对于资产负债表衰退，我们认为其理论本身存在重大缺陷，而且并不适用于当前的中国，本文将从经济理论、经济形势、政策建议三方面进行阐释。

## 一、资产负债表衰退在理论上存在哪些不足？

“资产负债表衰退”理论浅显易懂，尤其是揭示了市场主体的微观行为机制，同时借助日本经济起落这一热点话题广为传播，在公众中享有极高的知名度；但该理论也存在明显不足，导致其在学术界的影响力相对有限。同样是研究美国大萧条与日本大衰退，伯南克获得了 2022 年诺贝尔经济学奖，其金融加速器模型至今仍被学术界广泛使用。在 2023 年 6 月的 RePEc/IDEAS 全球前 10% 经济学家排行榜中，伯南克位居第 32 位，而辜朝明却未能上榜。不同于一般大众对故事性的热衷，学术界在专业性上有着更高要求，这是导致辜朝明在二者中知名度出现巨大差异的原因。

首先，经济活动最终都会体现为资产负债表的变化，资产负债表是记录经济活动结果的，资产负债表衰退是一种结果，以结果作为原因是该理论最大的弊端。其次，资产负债表衰退违背了经济理论的一致性原则。辜朝明把经济周期的上行和下行阶段相割裂，认为企业将分别以利润最大化和负债最小化为目标。再次，资产负债表衰退不满足经济理论的普适性原则。资产负债表严重受损属于强假设，并非经济下行的必要条件；即使微观主体的资产负债表保持健康，经济也完全可能出现衰退风险。资产负债表衰退更像是一个极端情境下的案例，对学界的吸引力自然有限。

## 二、当前中国经济是否出现了资产负债表衰退？

“资产负债表衰退”理论之所以能在中国受到热捧，有两个客观原因。其一，过去几年中，部分群体的资产负债表确实受到了严重冲击；其二，中国经济似乎出现了“流动性陷阱”的迹象。当前居民和企业信贷需求不足，居民购房意愿低迷且出现提前还贷现象，1-5 月民间投资负增长。

但仅凭上面两点仍不足以得出中国经济出现资产负债表衰退的结论。不同于日本 1990 年代初巨大的房地产泡沫破灭导致近乎全社会的资产负债表严重受



损，当前中国并未出现相似情况。随着疫情消退、各方协力“保交楼”，相关群体的资产负债表在逐步修复。当前微观主体面临的问题更多是总需求不足导致的收入增速放缓，即现金流量表方面的冲击。今年“五一”假期全国国内旅游人次和旅游收入分别恢复至 2019 年同期的 119.09%和 100.66%，反映出居民消费意愿仍然强烈，但消费能力受到了收入的限制，与日本“低欲望社会”截然不同。

**私人部门信贷需求不足也并非微观主体追求债务最小化，而是源于实际利率偏高、信贷约束与预期低迷。**第一，当前实际利率仍处相对高位，抑制了居民和企业的借贷意愿。实际利率（金融机构人民币贷款加权平均利率-GDP 平减指数当季同比）从 2021 年四季度的-0.5%升至 2023 年一季度的 3.4%。第二，即使私人部门存在信贷需求，也会因为诸多约束而无法实现。例如，一线城市的限购限贷政策限制了部分居民的合理房贷需求，商业银行在放贷时更偏向于国有企业，民企和小微企业贷款要求提供充足的抵押品等。第三，总需求不足背景下，居民预期未来收入增速放缓，企业预期新建项目资产回报率下降，叠加期房烂尾、中美贸易摩擦、教培等部分行业受监管政策冲击等因素对居民和企业信心的影响，削弱了私人部门的信贷需求。

### 三、货币政策与结构性改革真的无效吗？

辜朝明在 2023 年 6 月的一次演讲中建议：“（中国）不要把时间浪费在货币政策上，不要把时间浪费在结构性改革上，而是应该将所有精力都放在财政刺激上以保持经济的运转。”

**上述政策建议未免过于绝对，失之偏颇。**一方面，中日两国的经济基本面与政策空间均不相同，不能照搬日本的政策方案。结构性改革着眼长远、见效时间长，短期内对稳增长的应急作用有限，但是假以时日可以发挥出更大效果，比如消费问题，仅凭刺激政策效果有限，长期要靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等。另一方面，即使对于日本来说，这一政策方案也难言正确。伯南克等经济学家便认为，日本“失去的三十年”在很大程度上要归咎于日本政府未能果断且持续地实施宽松货币政策，而美联储在 2008 年金融危机后实施的量化宽松等非常规货币政策被证实取得了良好效果。我们认为，财政政策、货币政策与结构性改革完全可以同步实施，协调配合，要平衡好短期应急和中长期改革。

**风险提示：**经济下行压力超预期、稳增长政策超预期



## 目 录

一、资产负债表衰退在理论上存在哪些不足？ .....	4
二、当前中国经济是否出现了资产负债表衰退？ .....	6
三、货币政策与结构性改革真的无效吗？ .....	8

## 图表目录

图表 1: RePEc/IDEAS 全球前 10%经济学家排行榜中, 伯南克位居第 32 位 .....	5
图表 2: 2021 年下半年以来, 个人住房贷款增速快速下滑 .....	6
图表 3: 1-5 月民间固定资产投资完成额累计同比-0.1% .....	6
图表 4: “五一”假期数据显示, 居民的消费意愿仍旺, 但消费能力受限 .....	7
图表 5: 当前实际利率仍然偏高 .....	8



中国作为一个后发的追赶型经济体，一方面要学习先发经济体的成功经验，另一方面也要吸取它们的失败教训，通俗来说，就是“摸着它们过河”。而与中国一衣带水的日本，便是极好的研究案例，既有二战后经济腾飞的“日本奇迹”，又在“日本第一”“日本可以说不”的巅峰时刻轰然崩塌，在泡沫破灭后沉沦于“失去的三十年”和“低欲望社会”。

社会和市场上出现了将当前的中国经济与 1990 年代的日本进行类比的分析。诚然，此时的中国与彼时的日本之间存在许多相似之处，例如都是外向型经济、房地产在经济金融中占比较高、面临人口老龄化问题、受到美国在贸易科技领域的打压等。但刻舟求剑式的强行对照并不可取，中国的当下绝不是日本的 90 年代，日本的昨天不是中国的明天，中国经济有着更大的潜力、更强的韧性与更广阔的回旋余地。例如，中国拥有巨大的国内市场、经济纵深空间大，城镇化进程还有较大空间，供给侧结构性改革与金融去杠杆极大地化解了经济金融的风险点，在外部打压下加快实现高水平科技自主自强，最关键的是，中国人民对美好生活有着热切向往。

**当前中国经济遭遇暂时的逆风：**生产、消费、房地产销售和投资、制造业投资、出口等主要经济指标纷纷下行，CPI 和 PPI 持续低迷，6 月制造业 PMI 连续第三个月处于收缩区间，青年失业率持续创新高，反映出经济面临宏观上的总需求不足、微观上的市场主体信心不振等问题。这再度引发了社会对中国经济“日本化”的担忧，辜朝明提出的“资产负债表衰退”理论一时成为显学，被认为对当前的中国经济有较强的解释力。

对于资产负债表衰退，我们认为其理论本身存在重大缺陷，而且并不适用于当前的中国，本文将从经济理论、经济形势、政策建议三方面进行阐释。

## 一、资产负债表衰退在理论上存在哪些不足？

辜朝明对日本经济有着独特视角与深刻理解，并由此提出“资产负债表衰退”的概念。他将日本“失去的三十年”归因于资产负债表衰退，认为 1990 年代初的泡沫破灭导致企业资产负债表失衡，企业负债严重超过资产，陷入了技术性破产的窘境。在这种情况下，企业将其目标从“利润最大化”转为“负债最小化”，在停止借贷的同时，将所有可用现金流都用于债务偿还，不遗余力地修复受损的资产负债表。由此出现了即便银行愿意继续发放贷款，也找不到借贷方的异常现象。

辜朝明随后将“资产负债表衰退”理论一般化和体系化，他将经济周期分为“阴阳”两个阶段：当经济周期处于“阳”态阶段时，企业资产负债表健全，将利润最大化作为经营目标，利率正常，存在通货膨胀倾向，这时政府可以有效地运用货币政策工具来调控经济，而财政政策工具由于会产生挤出效应则应该尽量避免运用；然而当经济周期处于“阴”态阶段时，企业资产负债表失衡，出现资不抵债现象，企业大规模转向负债最小化模式，将经济拖入资产负债表衰退之中，此时利率降至极低点，通货紧缩现象发生，货币政策完全失灵，政府必须大胆使用财政政策工具来刺激经济复苏。

“资产负债表衰退”理论浅显易懂，尤其是揭示了市场主体的微观行为机制，同时借助日本经济起落这一热点话题广为传播，在公众中享有极高的知名度；但该理论也存在明显不足，导致其在学术界的影响力相对有限。同样是研究美国大萧条与日本大衰退，伯南克获得了 2022 年诺贝尔经济学奖，其金融加速器模型至今仍被学术界广泛使用。在 2023 年 6 月的 RePEc/IDEAS 全球前 10% 经济学家排行榜中，伯南克位居第 32 位，而辜朝明却未能上榜。不同于一般大众对故事性的热衷，学术界在专业性上有着更高要求，这是导致辜朝明在二者中知名度出现巨大差异的原因。


**图表1: RePEc/IDEAS 全球前 10%经济学家排行榜中, 伯南克位居第 32 位**


IDEAS 25 YEARS Economic literature Authors Institutions Rankings Help/FAQ MyIDEAS

Top 10% Authors, as of June 2023

Explanations Ranking More

Customize this ranking.

The rankings

Rank	Author	Score
30	Robert Ernest Hall Department of Economics, Stanford University, Stanford, California (USA)	41.78
31	Lawrence H. Summers Harvard Business School, Harvard University, Cambridge, Massachusetts (USA) Harvard Kennedy School, Harvard University, Cambridge, Massachusetts (USA)	42.42
32	Ben S. Bernanke Economic Studies, Brookings Institution, Washington, District of Columbia (USA)	43.96
33	Rangan Gupta Department of Economics, Faculty of Economic and Management Sciences, University of Pretoria, Pretoria, South Africa	46.18
34	Rene M. Stulz Department of Finance, Fisher College of Business, Ohio State University, Columbus, Ohio (USA)	47.45
35	Thomas J. Sargent Department of Economics, New York University (NYU), New York City, New York (USA)	51.39

资料来源: <https://ideas.repec.org/top/top.person.all.html>、粤开证券研究院

首先, 经济活动最终都会体现为资产负债表的变化, 资产负债表是记录经济活动结果的, 资产负债表衰退是一种结果, 以结果作为原因是该理论最大的弊端。资产负债表记录了微观主体行为和处境的最终结果, 在任何经济下行期中, 必然伴随着居民和企业资产负债表的恶化。若照此来看, 所有经济衰退都能被叫做“资产负债表衰退”, “这次不一样”变成了“每次都一样”。要区分经济冲击幅度大、持续时间长的资产负债表衰退与暂时性的资产负债表受损。

其次, 资产负债表衰退违背了经济理论的一致性原则。辜朝明把经济周期的上行和下行阶段相割裂, 认为企业将分别以利润最大化和负债最小化为目标。然而经济学讲究微观主体行为的内在一致性, 如果微观主体的行为逻辑不一致, 那么就无法根据外部环境和约束条件的变化来合理推测其未来动向, 经济预测和政策建议也将化为一滩泡影。没有一致性原则的约束, 对经济现象的解释也将五花八门、无法判断优劣, 结果便是陷入“公说公有理, 婆说婆有理”“事后诸葛亮, 事前猪一样”的怪圈。

再次, 资产负债表衰退不满足经济理论的普适性原则。资产负债表严重受损属于强假设, 并非经济下行的必要条件; 即使微观主体的资产负债表保持健康, 经济也完全可能出现衰退风险。根据传统的主流经济理论, 当居民预期未来收入增速放缓, 便会削减当前的消费支出, 增加预防性储蓄; 当企业预期新建项目的资产回报率下降, 也会暂缓产能扩张, 降低投资规模; 居民消费和企业投资减少导致总需求下降, 造成合成谬误和节俭悖论, 经济下滑、失业上升、通货紧缩, 又进一步恶化居民和企业的预期和信心。传统经济理论更具普适性, 适用范围更广、解释力更强, 资产负债表衰退更像是一个极端情境下的案例, 对学界的吸引力自然有限。





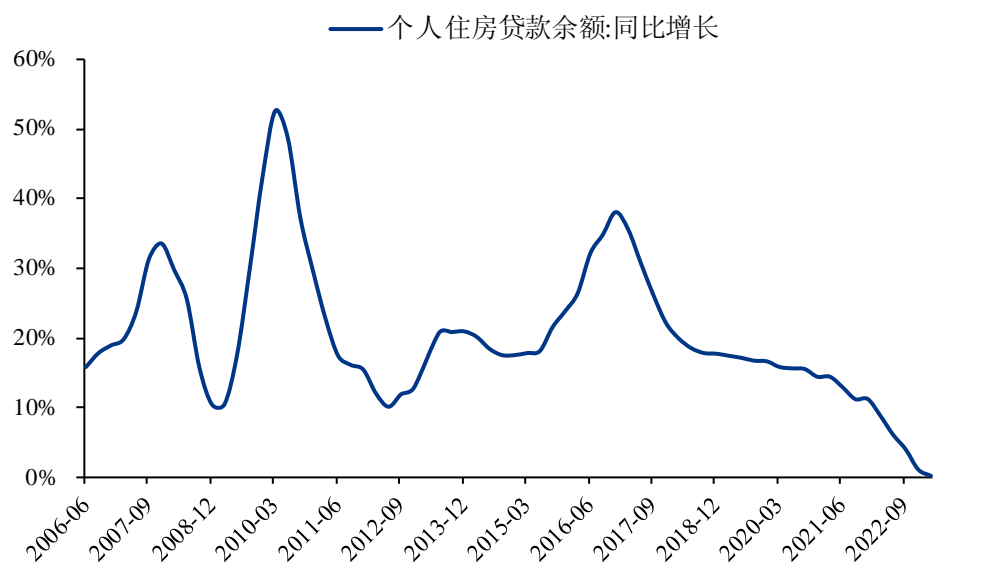
## 二、当前中国经济是否出现了资产负债表衰退？

“资产负债表衰退”理论之所以能在中国受到热捧，有两个客观原因。

其一，过去几年中，部分群体的资产负债表确实受到了严重冲击。例如，疫情对那些“手停口停”的中低收入人群造成了巨大伤害，部分楼盘期房烂尾导致那些购房家庭蒙受重大损失，部分地方政府运动式、一刀切的行政措施也影响了企业的正常生产经营。

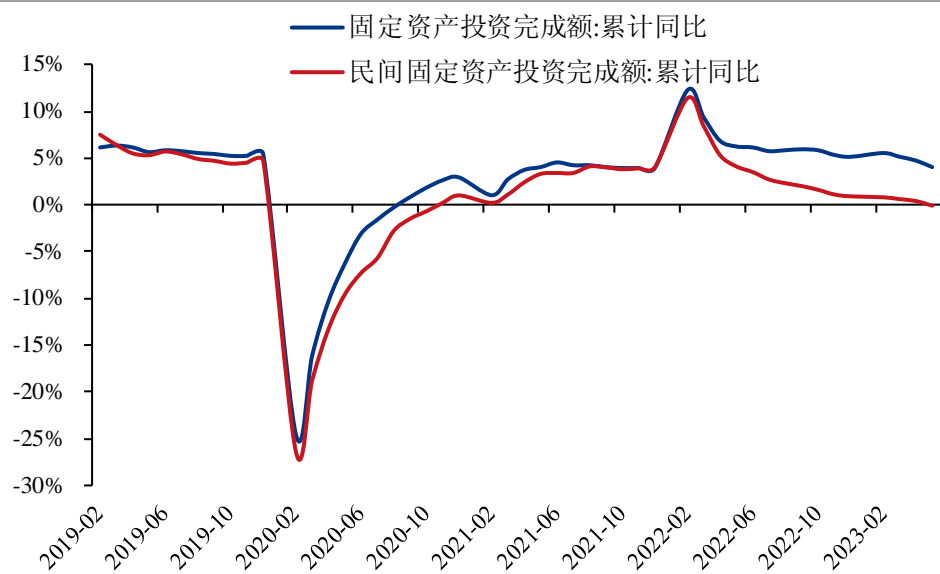
其二，中国经济似乎出现了“流动性陷阱”的迹象。当前居民和企业信贷需求不足，居民购房意愿低迷且出现提前还贷现象，1-5月民间投资负增长，似乎反映出经济落入“流动性陷阱”，印证了辜朝明的理论。

图表2：2021年下半年以来，个人住房贷款增速快速下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：1-5月民间固定资产投资完成额累计同比-0.1%

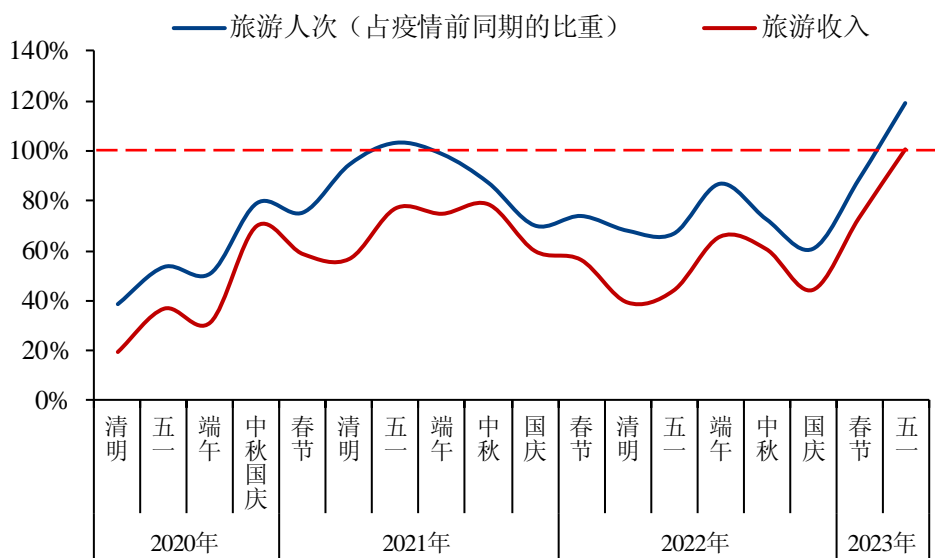


资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）



但仅凭上面两点仍不足以得出中国经济出现资产负债表衰退的结论。不同于日本1990年代初巨大的房地产泡沫破灭导致近乎全社会的资产负债表严重受损，当前中国并未出现相似情况。随着疫情消退、各方协力“保交楼”，相关群体的资产负债表在逐步修复。当前微观主体面临的问题更多是总需求不足导致的收入增速放缓，即现金流量表方面的冲击。今年“五一”假期全国国内旅游人次和旅游收入分别恢复至2019年同期的119.09%和100.66%，反映出居民消费意愿仍然强烈，但消费能力受到了收入的限制，与日本“低欲望社会”截然不同。

图表4：“五一”假期数据显示，居民的消费意愿仍旺，但消费能力受限

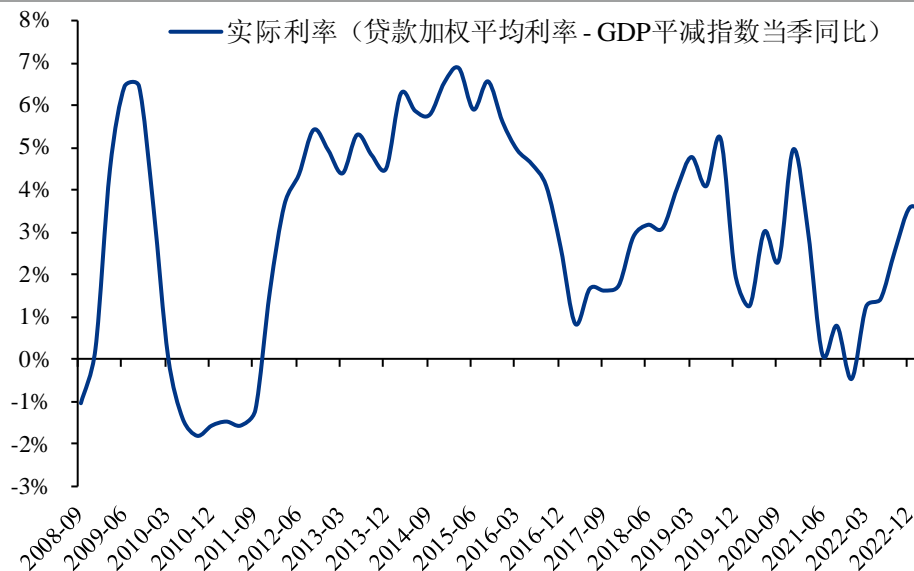


资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院

私人部门信贷需求不足也并非微观主体追求债务最小化，而是源于实际利率偏高、信贷约束与预期低迷。**第一**，虽然当前政策利率与贷款利率处于历史低位，反映了货币政策和金融体系对于实体经济的资金支持，但实际利率仍处相对高位，抑制了居民和企业的借贷意愿。实际利率（金融机构人民币贷款加权平均利率-GDP平减指数当季同比）从2021年四季度的-0.5%升至2023年一季度的3.4%。**第二**，即使私人部门存在信贷需求，也会因为诸多约束而无法实现。例如，一线城市的限购限贷政策限制了部分居民的合理房贷需求，商业银行在放贷时更偏向于国有企业，民企和小微企业贷款要求提供充足的抵押品等。**第三**，总需求不足背景下，居民预期未来收入增速放缓，企业预期新建项目资产回报率下降，叠加期房烂尾、中美贸易摩擦、教培等部分行业受监管政策冲击等因素对居民和企业信心的影响，削弱了私人部门的信贷需求。因此，货币政策仍有发挥空间，进一步降准降息，压低实际利率，消除不合理的信贷约束，畅通货币政策传导渠道，刺激消费和投资，都能极大地改善当前经济困境。



图表5：当前实际利率仍然偏高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、货币政策与结构性改革真的无效吗？

辜朝明在 2023 年 6 月的一次演讲中建议：“（中国）不要把时间浪费在货币政策上，不要把时间浪费在结构性改革上，而是应该将所有精力都放在财政刺激上以保持经济的运转。”

上述政策建议未免过于绝对，失之偏颇。一方面，中日两国的经济基本面与政策空间均不相同，不能照搬日本的政策方案。结构性改革着眼长远、见效时间长，短期内对稳增长的应急作用有限，但是假以时日可以发挥出更大效果，比如消费问题，仅凭刺激政策效果有限，长期要靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等。另一方面，即使对于日本来说，这一政策方案也难言正确。伯南克等经济学家便认为，日本“失去的三十年”在很大程度上要归咎于日本政府未能果断且持续地实施宽松货币政策，而美联储在 2008 年金融危机后实施的量化宽松等非常规货币政策被证实取得了良好效果。

我们认为，财政政策、货币政策与结构性改革完全可以同步实施，协调配合，要平衡好短期应急和中长期改革。

**首先，我们同意在当前经济环境下，财政政策应该发挥更大作用。我们也持续呼吁财政政策加大力度稳增长：**一是新增政策性开发性金融工具，缓解项目资本金不足问题，撬动更大规模的社会资本参与项目建设，为稳增长项目政策落地提供有力支撑。二是加快今年新增专项债额度的发行进度，同时尽快动用专项债结存限额空间，剩余空间超过 1 万亿元。三是发行长期建设国债，提前建设十四五期间的重大项目工程，扩大总需求，稳定信心和预期；同时将腾出的财力给中低收入人群发放补贴尤其是提高农村地区的养老金，促进消费或提高抗风险能力，保民生、稳增长。四是发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。五是防范化解地方政府债务风险，避免系统性风险导致区域经济受到重大负面冲击，为稳增长提供良好的宏观环境。





其次，货币政策仍有发挥空间，一方面提振私人部门信贷需求，降低实体融资成本与债务负担，另一方面配合财政政策的实施。总量政策方面，当前商业银行的加权平均法定存款准备金率为 7.6%，1 年期 MLF 利率为 2.65%，都有进一步下调的空间，有助于保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。结构性政策方面，当前仍有不少结构性货币政策工具使用规模偏低，例如截至 2023 年一季度，收费公路贷款支持工具、民企债券融资支持工具（第二期）、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划等的使用量均为 0。要建立和完善激励机制，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，促进金融机构继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

最后，坚持改革开放，破除阻碍生产力发展的不合理制度性因素，提高经济潜在增长率。例如，逐步放开户籍制度限制，地随人走、土地分配向人口流入地区倾斜，房地产的租售同权，教育、医疗、养老等民生领域改革等。



## 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。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 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](http://www.ykzq.com)