

· 金融体制与市场研究 ·

资产负债表衰退：理论脉络、 日本经验与中国挑战

张明 刘展廷

摘要：资产负债表衰退理论认为，当资产价格暴跌导致私人部门资产负债表恶化时，后者会转而追求负债最小化，从而导致经济陷入持久衰退。美国和日本都曾发生过资产负债表衰退，防范中国陷入资产负债表衰退，是经济金融体系平稳运行并助力经济高质量发展的重要保障。文章将厘清资产负债表衰退的理论脉络、梳理学界关于资产负债表衰退的争论、归纳学界相关最新研究成果，并对中国防范资产负债表衰退提出政策建议。

关键词：资产负债表衰退 日本经验 中国挑战 政策建议

一、引言

2023 年 6 月，野村综合研究所首席经济学家辜朝明在东吴证券（香港）策略研究会上用资产负债表衰退理论解释日本“失去的三十年”^①，并认为中国面临资产负债表衰退风险。一石激起千层浪，资产负债表衰退理论再度成为国内研究热点。

资产负债表衰退是指在资产价格泡沫破灭后，私人部门因资产负债表受损而抑制消费和投资，并加速偿债，进而导致国民经济陷入持久衰退。相较于一般经济周期波动，资产负债表衰退影响范围更广、破坏程度更大、持续时间更长。1929~1933 年的美国大萧条与 20 世纪 90 年代的日本经济衰退均为资产负债表衰退的典型示例。大萧条期间，美国 GDP 总量比危机前缩减了近三分之一，投资规模更是下降了 90%（刘哲希等，2016）。日本则在泡沫经济破灭后陷入“失去的三十年”。

当前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，这也是经济运行中问题集中暴露、风险易于积聚的阶段。当今世界正经历百年未有之大变局，逆全球化趋势抬头，地缘政治冲突加剧，深入研究资产负债表衰退理论、充分借鉴国际经验教训，对我国而言具有重大现实意义。

二、资产负债表衰退的理论脉络

（一）定义与理论发展

资产负债表反映了企业在会计期末的资产、负债和所有者权益情况，常被用于分析企业微观活动。美国学者戈德利在 1996 年发表的名为《货币、金融和国民决定：一种综合方法》的论文中，将资产负债表与宏观经济分析相结合，提出了宏观经济学的会计学基础，这种方法被认为是后凯恩斯主义现代货币理论的分析方法（李翀，2023）。1997 年，清泷信弘和摩尔（Kiyotaki & Moore, 1997）首次在信贷周期模型中引入资产负债表衰退理论，用以分析信贷约束条件变化对债务扩张的影响，以解释经济发展中的“小冲击，大周期”现象。2003 年，辜朝明系统地提出资产负债表衰退理论，并用其解释泡沫经济破灭后

作者简介：张明，中国社会科学院金融研究所研究员，中国社会科学院大学应用经济学院教授、博士生导师。刘展廷（通讯作者），中国社会科学院大学应用经济学院博士研究生。

^① “失去的三十年”是指从 20 世纪 90 年代初起，由于资产泡沫破灭，日本经济进入长达三十年之久的经济低速增长时代。

日本经济低速增长现象。

该理论认为,资产价格暴跌后,市场主体持有的资产价值严重缩水,大部分企业将经营目标从利润最大化转为负债最小化,引发大幅度、长时间的去杠杆行为,导致实体经济持续低迷。

(二) 运行机制及应对措施

资产负债表衰退的运行机理如下:

首先,在经济正常运行阶段,在良好的预期与信心下,私人部门会增加负债与投资。而一旦信心过度,这将导致市场上产生超额债务规模和对回报率不切实际的幻想,从而催生资产泡沫。其次,资产泡沫被刺破后,资产价格将会严重缩水,但由于债务水平保持不变,这将导致企业的所有者权益遭受侵蚀,最终陷入资不抵债境况。再次,尽管资产负债表遭到破坏,但企业经营状况仍然良好,可以产生正常的现金流。出于改善财务状况和保持良好信誉的目的,企业开始修复资产负债表,将经营现金流用于偿还债务,而非扩大生产,这意味着企业目标由正常状态的利润最大化转变为负债最小化。最后,居民和企业集体减少消费和投资,导致社会信贷需求减少,货币政策逐渐失效,经济陷入资产负债表衰退。直到微观主体资产负债表修复完成,经济才会恢复到正常状态。

辜朝明(2016)认为要让经济摆脱资产负债表衰退,政府应使用财政政策工具而非货币政策工具。在资产负债表衰退时,即使政策利率降低,市场流动性充裕,企业也不会举债加大投资。这意味着货币政策传导机制基本失效。相反,扩张性财政政策可以弥补因企业还债而产生的总需求缺口。例如,政府可以通过发行国债承接私人部门闲置的储蓄。并且,从增加有效需求的角度而言,增加财政支出要比减税更有效(张明,2023)。原因是增加财政支出可以有效促进私人部门运转,直接弥补总需求缺口。相比之下,减税不能通过刺激企业投资来增加总需求。此外,居民部门因减税节约的资金也可能被用于储蓄而非消费。因此,政府可以通过积极的财政政策,尤其是增加财政支出,来应对资产负债表衰退。

(三) 理论创新

辜朝明借鉴中国传统文化,创新性地“阴”和“阳”的概念融入资产负债表衰退理论。当经济处于“阴”态下,由于资产价格缩水,资产负债表受损,企业着力偿还债务,经营目标转为负债最小化。当所有企业均采取负债最小化策略时,在宏观层面就会产生合成谬误,导致经济陷入萧条。

当经济处于“阳”态下,企业拥有健康的资产负债表,以利润最大化为目标,愿意承担更多风险,通过举债扩大投资,市场借贷需求旺盛,货币政策对经济的调节作用显著(辜朝明,2016)。

(四) 资产负债表衰退理论与传统衰退理论的关系

在资产负债表衰退理论被提出之前,费雪的债务—通缩理论与凯恩斯创立的有效需求不足理论被视为解释经济萧条的主要理论。有效需求不足理论提出了应对衰退的宏观政策,但未解释经济衰退的底层原因。债务—通缩理论找到了经济衰退的关键因素,但未提出正确的政策建议(辜朝明,2016)。资产负债表衰退理论在一定程度上融合并发展了上述两大理论。

1. 资产负债表衰退理论与债务—通缩理论的关系

费雪通过分析美国大萧条时期前后各个经济变量的变化,创立了债务—通缩理论。该理论认为当企业负债过高时,如果政策紧缩或发生不利冲击,资产价格缩水导致企业被迫以低廉价格变卖资产以偿还债务,这将造成货币流通速度下降与物价水平下降。随后,企业资产净值进一步下降,通缩压力与实际债务上升。实际债务攀升导致企业投资意愿继续下降,致使总需求进一步减少,而后者将导致物价水平进一步下降,最终形成债务高企和通货紧缩的恶性循环(Fisher, 1932)。

债务—通缩理论找到了大衰退的底层原因,即企业持续偿债(辜朝明,2016)。该理论抓住了两个核心变量——过度负债和通缩。过度负债或通缩单独出现,对经济不会造成过度伤害,但当两者结合起来时,则会对经济造成严重损害。^①

^① 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

债务—通缩理论和资产负债表衰退理论都涉及通缩,但两者的因果关系完全不同:债务—通缩理论认为通缩是经济衰退的主要驱动力量,而资产负债表衰退理论则认为通缩是经济衰退的结果而非原因(辜朝明,2016)。两种理论在政策建议方面也有显著不同(辜朝明,2016)。费雪(Fisher,1933)主张使用货币政策,依托宽松货币政策实现再通胀,从而消除过度债务和通缩的恶性循环。辜朝明(2016)认为,由于企业经营目标变为负债最小化,即使货币政策极度宽松,企业依然没有借款动力。相反,积极的财政政策可以弥补因资产负债表衰退而引起的有效需求缺口,维持资产价格稳定,协助私人部门修复资产负债表。

2. 资产负债表衰退理论与有效需求不足理论的关系

凯恩斯(2009)认为,政府需要使用扩张性财政政策来弥补社会总需求不足。辜朝明(2016)认为,凯恩斯给出了应对衰退的正确建议,但未能解释总需求不足的底层原因。一方面,凯恩斯并未将私人部门资产负债表纳入其理论体系,且其理论完全继承了古典经济学派企业利润最大化的理论前提。另一方面,凯恩斯也并未解释资本边际效率突然崩溃的原因。^①

辜朝明(2016)认为,企业负债最小化是凯恩斯理论一直忽视的微观基础,如果将资产负债表衰退理论融入凯恩斯总需求不足的理论框架,就能从微观层面解释资产价格缩水后经济发展停滞和货币政策失灵现象。

(五) 理论缺陷

资产负债表衰退理论从微观主体角度提供了一个简洁模型来分析经济衰退成因。尽管该理论对经济衰退的解释力度较强,但仍存在以下缺陷,故而很难成为主流宏观经济学界认可的严谨经济学理论。

一是缺乏微观经济学理论基础。该理论根据经济运行状态不同,将经济分为“阴”和“阳”两种状态,企业在“阴”态时会将目标函数转变为负债最小化。然而,目标函数改变并不符合传统经济学要求。事实上,当企业面临过度负债时,企业利润最大化的结果就是减少负债并降低投资(Myers,1977)。换言之,当企业过度负债时,企业选择负债最小化并非是目标函数的改变,而是约束条件发生了变化。

二是缺乏微观事实基础。辜朝明认为,在资产负债表衰退阶段,日本企业依旧保持正常运行,依旧能够产生利润。但对于运营良好的企业而言,理性选择应该是举债扩大生产,产生更多利润来缩短还债周期。此外,辜朝明未提供日本企业盈利状况良好的证据。^②在经济衰退期间,日本的政府补贴和银行贷款催生了大量僵尸企业(Caballero et al.,2008)。这些僵尸企业生产效率低下,对日本经济发展产生了不利影响。

三是存在宏大叙事倾向。^③该理论试图运用资产负债表恶化这个单一因素去解释日本的长期经济停滞现象,但事实是日本在经济停滞时期还面临人口老龄化、家庭少子化、国际竞争加剧等问题。

三、资产负债表衰退理论能否很好地解释日本“失去的三十年”?

(一) 资产负债表衰退理论适用于日本的观点

不少学者认为,资产负债表衰退理论能够很好地解释日本“失去的三十年”(谭亚茹、庞德良,2018;张涛等,2022;靳毅,2022;杨小军等2015;尹中立,2012)。该理论之所以具有生命力,是因为日本在“失去的三十年”期间,存在一系列与资产负债表衰退相吻合的特征事实:

一是日本在经济衰退前出现了资产价格泡沫。广场协议签署后,日元大幅升值,国际资本迅速涌入日本股市与楼市,推高了国内资产价格。同时,日本央行实施的宽松货币政策导致资产价格泡沫加剧。

二是资产泡沫破灭导致资产价格迅速下跌。从1989年起,日本央行连续提高政策利率。1991年,

^① 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

^② 资料来源:“人大经济学教授驳‘辜朝明理论’:看到了病征,但没找到病因,这三大因素才是核心”,<https://www.nbd.com.cn/articles/2023-07-17/2919775.html>。

^③ 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

楼市泡沫被刺破,日本全境地产价格开始迅速回落。与此同时,日本政府颁布“地价税”政策,使得日本房地产开启了漫长的下跌之路。

三是资产端缩水叠加负债端刚性,导致日本私人部门的资产负债表迅速恶化。就资产端而言,资产泡沫破灭后,日本地产、股票等资产价格暴跌,企业和居民持有的资产价值严重缩水。就负债端而言,本币债务负担变化不大,但日元贬值导致外币债务负担上升(张涛等,2022)。以上两方面原因导致企业与家庭资产负债表进一步恶化。

四是私人部门资产负债表恶化致使需求下滑、借贷意愿不足(辜朝明,2016)。随着日本企业的资产负债表不断恶化,企业将经营目标转为负债最小化,借贷意愿显著下降。日本企业募集资金规模从1990年起逐年减少,到1998年,日本企业部门首次变为净储蓄者,即企业持续用经营资金还债,同时停止从私人部门吸收资金(辜朝明,2016)。

五是货币政策失去效力,陷入流动性陷阱。克鲁格曼认为日本在“失去的三十年”期间陷入了流动性陷阱(吉野直行、Taghizadeh - Hesary,2016)。日本央行自1991年后持续调低贷款利率,但收效甚微,日本企业的资金借贷需求并未增加。有研究表明,日本在经济衰退时期货币乘数持续降低,从1990年之前的12倍左右跌至2004年6.33倍的谷底(谭亚茹、庞德良,2018)。

六是政府运用积极的财政政策以避免经济衰退加剧。日本政府在资产泡沫破灭后的10多年间,财政支出高达140万亿日元,抵御了经济衰退引致的更大危害(辜朝明,2016)。经测算,如果政府不增加支出,日本的GDP将减少2000万亿日元,人均收入将回落到1985年的水平(杨小军等,2015)。

(二)资产负债表衰退理论不适用于日本的观点

一些学者认为,日本在“失去的三十年”期间的表现,并非都符合资产负债表衰退理论的演进逻辑。例如,有学者通过实证分析指出,日本经济衰退是垂直的IS曲线所致,而非平坦的LM曲线(吉野直行、Taghizadeh - Hesary,2016)。换言之,日本经济衰退面临的是结构性问题,而非资产负债表衰退所引致的流动性陷阱。因此这些学者认为,日本经济衰退另有其因,主要包括:

一是产业升级失败。第二次世界大战后,政府主导经济的发展模式曾为日本经济腾飞起到重要作用。但在20世纪90年代后,日本传统产业进入发展瓶颈,且未能在原有产业基础上实现技术创新与产业升级,这是日本经济陷入长期停滞状态的深层原因之一(左凯、魏景赋,2003)。朱尔茜和宋顺峰(2019)的实证分析指出,在1990~2007年期间,技术进步对日本经济的贡献为负,尤其在1990~1995年期间,技术进步的贡献持续下降。创新不足是导致日本经济长期停滞的重要原因。

二是人口老龄化加剧。有学者认为日本陷入经济衰退的最主要原因是人口老龄化及适龄劳动人口的快速减少(吉野直行、Taghizadeh - Hesary,2016)。一方面,日本是世界上老龄化率最高的国家之一,但日本法定退休年龄为60岁,致使多数老年人无法进入劳动市场,造成日本劳动人口供给减少。另一方面,人口老龄化加剧也迫使政府逐年增加社会保障福利支出,导致政府无法将更多资金用于建设性支出以扩大有效需求。

三是财政政策使用效率下降。1990年,日本政府采取扩张性财政政策增加公共投资,以提振经济发展。但当时日本国内基础设施建设已较为完善,同时公共投资的乘数效应降低,无法有效提振经济增长。究其原因,当时政府将大量资金投资于农村地区,由于基础建设投资在农村发挥的作用远小于城市,导致公共投资配置效率低下,且并未有效促进GDP增长(Yoshino & Sakakibara, 2002)。此外,公共投资更加集中于农村和农业生产部门,导致投资乘数急剧下降(Yoshino et al., 1998),公共投资对于日本经济的拉动作用逐渐转弱。

四是资本积累不足。有实证分析发现,在1990~2007年期间,除个别年份外,资本积累对于日本经济增长贡献为负,即资本积累拖累了经济增长。储蓄率不足、金融资金脱实入虚以及市场缺乏投资机会是造成资本积累不足的主要原因(朱尔茜、宋顺峰,2019)。首先,金融市场不景气以及储蓄率下降导致资金来源受限。其次,金融与实体经济脱离导致资本积累困难。最后,创新不足导致市场投资机会减少。

五是政策扭曲导致的资源错配。日本政府长期实施的扭曲经济政策导致投资及资源配置效率降低,这是导致日本经济陷入长久衰退的根本原因(闫坤、汪川,2023)。例如,使用低利率补贴企业是日本金融体系的重要目标之一。日本政府依托利率管制、数量调控和市场管控等手段,将利率维持在较低水平。在泡沫经济破灭后,日本政府继续采取这种扭曲的经济政策,持续向效率低下的企业提供资金援助,导致资源错配现象进一步加剧,最终造成市场中出现了大量僵尸企业和日本全要素生产率的下降(Hayashi & Prescott, 2002)。

四、当前中国经济是否面临资产负债表衰退?

(一) 资产负债表衰退理论适用于中国的观点

一些学者认为,资产负债表衰退理论同样适用于中国。这方面研究目前主要有两类观点。

一类观点认为,中国曾经发生过资产负债表衰退,但尚未出现系统性、大规模、持续性衰退。例如,中国证券市场于2001年后连续4年下跌,导致中国陷入小规模资产负债表衰退。之所以是小规模衰退,主要基于两点理由:其一,当时资产价格下跌仅限于股市,由于房地产发展尚处于起步阶段,股市下跌并未引起房地产价格快速下跌;其二,当时中国股市市值占GDP比重仅为15%左右,大多数企业与居民并未参与股票投资。因此,此次小规模资产负债表衰退仅对证券公司影响较大,对于居民及其他部门的影响较小(尹中立,2012;颜博,2013)。又如,有研究表明,中国在2012年发生过资产负债表衰退,当时居民收入并未下降,而消费水平却显著下降。这次资产负债表衰退并未造成中国经济发生实质性衰退,仅导致经济增速下滑(廖宗魁,2012)。

另一类观点认为,中国尚未发生资产负债表衰退,但当前中国的情况与20世纪90年代的日本非常类似,如果资产泡沫破裂,未来中国将陷入资产负债表衰退的局面。中国的资产负债表衰退风险主要源于以下特征:

一是中国房地产价格走势与20世纪90年代的日本非常相似。^①日本资产负债表衰退的起点是资产价格暴跌,其中房地产泡沫破裂是资产价格暴跌的关键因素。尹中立(2012)认为,在货币政策宽松时期,如果过多银行信贷进入房地产市场,开展投机活动催生资产泡沫,一旦信贷与货币政策收紧,资产价格下跌就会致使个人、企业甚至政府部门的资金链断裂,最终导致中国陷入资产负债表衰退。

二是中国企业的资金借贷需求萎缩与日本衰退时期相似。日本在经济衰退时期,企业借贷需求不断减少,企业部门在不断地清偿债务并增加储蓄,同时居民部门也在不断增加储蓄,导致经济无法正常运转。中国目前也面临与日本相似的问题,中国企业借贷意愿从2015年后开始减弱,2020年起问题开始加剧,但由于中国政府在持续增加借贷,抵消了企业借贷减少的负面影响,因此中国资产价格尚未大幅缩水。^②企业借贷意愿消失是资产负债表衰退的重要表征之一,这意味着中国未来可能会面临资产负债表衰退风险。

三是当前中国与20世纪90年代的日本同样面临严峻的人口老龄化问题。相较资产负债表衰退时期的日本,中国目前面临着更为严重的人口老龄化问题。日本于1994年步入深度老龄化社会(深度老龄化指65岁以上人口超过14%),当时日本已经成为发达经济体,人均GDP已达39933美元。中国于2021年步入深度老龄化社会,但人均GDP只有12556美元,并未达到发达国家水平。^③“未富先老”现象加重了学者对于中国陷入资产负债表衰退的担忧。

^① 资料来源:“野村综合研究所辜朝明:‘中国需要强大的财政刺激手段来应对未来可能的资产负债表衰退。’”,<https://finance.sina.com.cn/2023-06-29/detail-imyyxwap1833937.d.html>。

^② 资料来源:“野村综合研究所辜朝明:‘中国需要强大的财政刺激手段来应对未来可能的资产负债表衰退。’”,<https://finance.sina.com.cn/2023-06-29/detail-imyyxwap1833937.d.html>。

^③ 资料来源:“‘资产负债表衰退’成为热词 李迅雷:未来十年历史不会简单重复”,<https://finance.sina.com.cn/zl/china/2023-07-09/zl-imzaazyi5864976.shtml>。

四是中国债务风险加剧。从世界范围内看,目前我国宏观杠杆率^①处于全球较高水平。依据《中国金融稳定报告(2022)》数据,2021年年末,美国、日本与欧元区的宏观杠杆率分别为280.8%、419.9%、279.4%,同期我国杠杆率为272.5%^②,接近发达国家水平。依据国家金融与发展实验室的数据,2023年二季度中国宏观杠杆率从一季度末的281.8%上升至283.9%^③。宏观杠杆率处于高位且不断攀升,增加了中国经济陷入资产负债表衰退的风险。

(二) 资产负债表衰退理论不适用于中国的观点

很多学者认为,中国经济和日本经济具有实质上的不同,且中国不存在资产负债表衰退的典型特征(卢伟、徐唯燊,2023;罗志恒、马家进,2023;张明,2023)。其主要观点如下:

一是中日两国所处的经济发展阶段不同(卢伟、徐唯燊,2023)。日本在经济衰退前,已经历1956年至1973年的高速增长期与1974年至1991年的中高速增长期,这导致日本的发展空间逐步缩小。1992年,以现价美元计算,日本人均GDP已超过美国^④。而中国才刚开启中高速增长模式不久,人均GDP距离美国尚有一定差距,这意味着中国相较日本后发优势更加显著,经济增长的潜在动能更强劲。

二是相较衰退时期的日本,中国的创新优势明显。日本全要素生产率自20世纪60年代起开始快速增长,并在1990年到达峰值后陷入增长停滞阶段。20世纪80年代,日本全要素生产率相当于美国的70%,而中国2019年全要素生产率只有美国的40.4%,这预示着中国还有很大发展空间。中国当下强大的工程师红利^⑤也有助于助推全要素生产率进一步增长^⑥。此外,中国具备超大市场规模,这使得我们可以更好地通过规模经济来增强自身创新发展优势。

三是中国具有更强的内需潜力。一方面,中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家,全产业链叠加规模经济优势使得中国各行业拥有更高的效率优势,这标志着中国拥有强大的内需潜力与经济纵深^⑦。另一方面,尽管中国已经步入老龄化社会,但中国在劳动力总量方面具有绝对优势(连平、罗免劼,2023),这也为中国经济发展提供了强劲的内需潜力和要素保障。

四是中国与日本在体制上存在巨大差异。从体制上看,中国是“大政府、大市场”,日本则是“小政府、中市场”。具体而言,中国政府相较于日本政府具有更强的组织力与引导产业发展的能力^⑧。

五是中国货币政策与财政政策的自主性更强且发挥空间更大。货币政策方面,自1999年后,日本政策利率一直在0附近窄幅波动,而中国目前7天逆回购政策利率为1.8%,1年期MLF利率仍有2.5%^⑨,尚有充足的货币政策调整空间。财政政策方面,早在2005年,日本的政府杠杆率就高达145.8%,而中国政府部门2022年的杠杆率仅为77.7%^⑩。这为中国政府后续调控经济提供了更多政策工具。

六是中国居民部门杠杆率降低的具体成因与日本不同。近年来,中国私人部门信贷需求不足主要源于实际利率较高、悲观预期以及信贷约束(罗志恒、马家进,2023)。中国居民部门去杠杆主要受高资金成本与悲观预期影响,这与日本由资产负债表恶化引致的去杠杆有着本质区别。

① 宏观杠杆率是指全社会债务余额占GDP的比重。

② 资料来源:“中国金融稳定报告(2022)”,<https://www.pbc.gov.cn/jinrongwendingjiu/146766/146772/4889122/index.html>。

③ 资料来源:“[NIFD季报]资产负债表衰退还是资产负债表修复?——2023Q2宏观杠杆率”,<http://www.nifd.cn/SeriesReport/Details/3903>。

④ 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

⑤ 工程师红利是指一个国家的劳动年龄人口中,工程师人口数量庞大,所占比例高,从而为发展科技创新型经济创造了有利的人才条件。

⑥ 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

⑦ 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

⑧ 资料来源:“‘资产负债表衰退’成为热词 李迅雷:未来十年历史不会简单重复”,<https://finance.sina.com.cn/zl/china/2023-07-09/zl-imzaazyi5864976.shtml>。

⑨ 资料来源:“公开市场业务交易公告[2023]第223号”,<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125475/5134017/index.html>。

⑩ 资料来源:“[广发宏观]资产负债表衰退理论与海外经验案例的实质”,<https://mp.weixin.qq.com/s/jJUd2U959cz1xrGaYWtouw>。

五、结论与政策建议

如前所述,资产负债表衰退理论自产生以来就一直面临着很大争议。例如,该理论是灵光一现式基于现实观察的经验总结,还是一种严谨的经济学理论。又如,该理论是否能够很好地解释日本“失去的三十年”。再如,该理论能否很好地解释当前中国经济面临的挑战。

针对资产负债表衰退理论,笔者有三点评论。

第一,诸如日本这样的大型经济体陷入长期萧条的原因是多种多样的,不能用一个原因简单概括。但是,我们并不能因此否认资产负债表衰退这一思想模型的有效性。至少,这是笔者看过的诸多解释日本经济大萧条的理论中,非常简洁而锋利的一种思想模型。

第二,当前中国经济并未面临资产负债表衰退。其一,我们并未面临大规模的资产价格泡沫破灭,中国企业资产负债表资产端尚未出现巨大的财务损失,因此不至于进入负债最小化的经营阶段;其二,当前中国经济也尚未陷入流动性陷阱,通过宽松货币政策来提振经济增长的空间依然存在;其三,中国企业部门并未陷入旷日持久的去杠杆过程,有些行业的企业融资萎缩,不是企业需求端出了问题,而是信贷供给端造成的(如房地产行业调控限制了房地产开发商获得融资)。

第三,无论如何,辜朝明的资产负债表衰退理论为我们提示了一种值得重视的潜在风险。如果听任房地产市场自由下落或者地方政府债务集体违约,就会导致居民部门、企业部门与金融机构的资产负债表面临重大资产方损失,可能引发中国资产负债表衰退。而一旦有关主体集体去杠杆导致总需求持续萎缩,中国政府必须实施宽松的财政政策,用公共需求弥补因私人需求不足而造成的需求缺口。如果我们过度执迷于平衡财政的思想或者过度担心未来的政府债务问题,那么我们可能会重蹈日本经济的覆辙。2023年7月中央政治局会议宣布要对房地产行业相关政策进行调整,并采用一揽子政策来化解地方政府债务,这是防范此类风险的明智决定。

当前,中国经济增长面临两方面挑战。一是随着人口老龄化加剧以及传统依赖投资与出口拉动经济增长的模式难以为继,中国经济潜在增速不断下滑;二是国内外不确定因素增多引致的短期冲击,使得中国经济增速明显低于潜在增速,出现了持续的负向产出缺口,通胀低迷与失业率高企,这是负向产出缺口的明显表现。

我们应该如何应对上述挑战呢?一方面,中国政府必须通过开创改革开放新局面来提振中国经济,着力提高潜在经济增速。相关的结构性改革包括但不限于:如何坚定实施“两个毫不动摇”,鼓励民营经济发展壮大;如何促进各类要素在国内自由流动,塑造全国统一大市场;如何促进教育、医疗、养老等公共服务领域改革,提高年轻人生育意愿;如何在人口数量红利消退的背景下更加充分地利用人口质量红利;如何在风险可控的前提下实现高水平对外开放等。另一方面,中国政府应该通过更加扩张的财政货币政策尽快消除负向产出缺口。加强财政政策与货币政策的协调联动,并且让财政政策扮演更加积极而重要的角色。2023年10月,中国政府宣布增发1万亿元国债,使得2023年中央财政赤字占GDP比率上升至3.8%,这向社会传递了下一步财政政策有望进一步宽松的信号,有助于中国经济增速在新冠疫情后尽快回归至潜在增速附近。

参考文献:

- 靳毅,2022:“资产负债表衰退的表现、成因与启示”,《国际金融》,2022,9:25—32。
李翀,2023:“资产负债表作为宏观经济分析方法可行吗”,《中国社会科学报》,2023-8-18。
连平、罗免劼,2023:“人口负增长与中国经济增长潜力剖析”,《银行家》,2023,8:35—38+7。
卢伟、徐唯燊,2023:“‘资产负债表衰退’争论及对我国宏观经济政策的启示”,《中国经济时报》,2023-11-13。
罗志恒、马家进,2023:“资产负债表衰退:理论缺陷与适用性分析”,《国际金融》,2023,9:41—44。
廖宗魁,2012:“中国式资产负债表衰退”,《中国海关》,2012,6:73。
刘哲希、韩少华、陈彦斌,2016:“‘债务—通缩’理论的发展与启示”,《财经问题研究》,2016,6:3—11。
谭亚茹、庞德良,2018:“从资产负债表的角度分析日本经济大衰退的成因”,《东北亚经济研究》,2018,3:91—99。

- 颜博,2013:“经济危机理论新解读——欧美国家资产负债表衰退及其对中国的启示”,《经济问题探索》,2013,5:32—36。
- 闫坤、汪川,2023:“资产负债表的‘衰退’是否导致日本经济的‘失去’”,《经济导刊》,2023,11:85—87。
- 杨小军、李达、刘通,2015:“从资产负债表衰退看经济危机”,《金融发展评论》,2015,1:32—35。
- 尹中立,2012:“资产负债表型衰退理论假说及其对中国的启示”,《西南金融》,2012,1:4—6。
- 朱尔茜、宋顶峰,2019:“日本转型困境与‘失去的十年’——基于要素冲击分解的证据”,《统计与决策》,2019,3:146—150。
- 左凯、魏景赋,2003:“日本经济衰退原因的深层分析”,《世界经济与政治论坛》,2003,3:25—28 + 63。
- 张明,2023:“中国经济并未面临资产负债表衰退”,《中国社会科学报》,2023-8-18。
- 张涛、侯宇恒、苗子清、党印,2022:“资产负债表衰退:理论溯源、日本经历与中国情况的模拟”,《金融发展》,2022,2:1—17。
- 辜朝明,2016:《大衰退:宏观经济学的圣杯》,喻海翔译,北京:东方出版社。
- 吉野直行、Farhad Taghizadeh - Hesary,2016:“日本经济长期衰退的原因和对策”,《新金融》,2016,7:16—23。
- 约翰·凯恩斯,2009:《就业、利息和货币通论》,陆梦龙译,北京:中国社会科学出版社。
- Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap, 2008. “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan.” *American Economic Review*. 98(5): 1943 - 1977.
- Fisher, I., 1932. *Booms and Depressions: Some First Principles*. New York: Adelphi.
- Fisher, I., 1933. “The Debt - deflation Theory of Great Depressions.” *Econometrica; Journal of the Econometric Society*. 337 - 357.
- Hayashi, F. and E. C. Prescott, 2002. “The 1990s in Japan: A Lost Decade.” *Review of Economic Dynamics*. 5(1): 206 - 235.
- Kiyotaki, N. and J. Moore, 1997. “Credit Cycles.” *Journal of Political Economy*. 105(2): 211 - 248.
- Myers, S. C., 1977. “Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal of Financial Economics*. 5(2): 147 - 175.
- Yoshino, N., S. Kaji, and K. Kameda, 1998. “Choice of Monetary Policy Instrument and The Keynesian Multiplier.” *Financial Review*. 45.
- Yoshino, N. and E. Sakakibara, 2002. “The Current State of the Japanese Economy and Remedies.” *Asian Economic Papers*. 1(2): 110 - 126.

Balance Sheet Recession: Theoretical Framework, Japan's Experience, and China's Challenges

Zhang Ming¹ & Liu Zhanting²

(1. Institute of Finance, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing;

2. Faculty of Applied Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing)

Abstract: The theory of balance sheet recession suggests that when asset price crashes lead to a deterioration of private sector balance sheets, the latter turn to liability minimization, leading to a protracted recession. Both the United States and Japan have experienced balance sheet recessions. Preventing China from falling into a balance sheet recession is an important safeguard for the smooth operation of the economic and financial system and for high - quality economic and social development. This paper will: 1. Clarify the theoretical framework of balance sheet recession. 2. Sort out the academic debates on balance sheet recession. 3. Summarize the latest research results from the academic community. 4. Put forward policy recommendations to prevent balance sheet recession from occurring in China.

Key words: Balance Sheet Recession; Japan's Experience; China's Challenges; Policy Recommendations

(责任编辑:兰鹏 王祎)