



经济数据初现资产负债表缩 表端倪，须强力稳增长



中国 4 月居民部门的新增贷款为负，引发了市场对中国未来陷入资产负债表缩表风险的担忧。

那么，何为资产负债表缩表？

资产负债表缩表指的是，当一个国家整体经济泡沫破灭后，企业所持有的资产价格大幅下跌，但是债务却仍旧维持原值，此时很多经营良好的企业会因为资产价值下跌变得资不抵债，从而陷入技术性破产，但企业的利润表仍旧正常，在相当长一段时间内，企业都会维持经营并将经营所得用以还债，以求尽快恢复资产负债表。当整个经济体中多数企业都在理智修复资产负债表时，却会在整个经济体中形成“合成谬误”，由于多数企业甚至个人都在致力于还债而不是扩大支出进行投资，整个国家的总需求就会收缩，从而形成通货紧缩的螺旋形下跌，最后甚至将国家经济拖向大衰退。

资产负债表一旦出现缩表，造成的伤害比一般的经济衰退更大也更难应对，具体体现在三个方面：一是持续时间长，如果资产价格下降较多，债务水平较高，资产负债表修复需要更长时间，缩表或持续多年，如日本 1990 年后的资产负债表缩表引发的衰退普遍认为持续了 15 年左右；二是资产负债表缩表引发的衰退深度大，衰退和金融危机相互强化，如果没有足够强有力和正确的政策应对，衰退的深度甚至可以接近大萧条；三是货币政策传统传导路径失效，企业和家庭在已经资不抵债，需要通过还债来修复资产负债表时，放松货币政策也无法让企业和家庭增加债务，利率再

低，企业和家庭也不愿意多借钱。因此，在资产负债表发生缩表期间，由于企业都在净还债，央行的货币政策几乎失效，只有借助于政府实施积极的财政政策，充当起经济中借款人的角色，填补上企业缺失的总需求，才能够遏制经济通缩。二战后，国际范围内出现了两次典型的资产负债表缩表，分别是 1990 年前后日本房地产泡沫破灭和 2000 年前后德国互联网泡沫破灭。其中，日本 1990 年之后为“防止价格上涨和实现以内需为中心的可持续增长”，提高贴现率、限制土地融资、新增地价税，日本股市楼市先后跳水，资产负债表缩表使得日本进入了“失落的二十年”。德国 2000 年互联网泡沫破裂之后，德国股市与房价价格下行，企业和居民部门使用盈余偿还债务。日本与德国区别在于日本至今未脱离资产负债表缩表阴影，而德国成功通过一系列制度改革恢复增长。

2021 年中国结构性去杠杆，国内股票市场、房地产市场资产价格有所缩水，经济数据初现资产负债表缩表端倪。（一）宏观经济层面 宽信用效果未能充分显现。2022 年 5 月新增人民币贷款 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元，虽较 4 月的 6454 亿元有所增长，但受疫情影响仍大幅弱于 3 月的 3.13 万亿元。5 月住户贷款增加 2888 亿元，同比少增 3344 亿元，表明房地产调控政策放松尚未见到明显成效，在房贷利率明显下调大背景下居民购房意愿依然不强。企业部门中长期信贷偏弱，5 月社融数据显示，企业中长期贷款占比和增速均持续下降，企业近 3 个月新增中长期贷款合计占比 47.2%，前值 49.2%；企业中长期贷款增速为 11.5%，前值 11.7%，已经接近疫情以来最低水平，表明企业扩张意愿明显不足。（二）地方政

府层面 一是土地拍卖市场遇冷，恐影响地方财政。2021 年实施土地供应“两集中”政策过程中，第二轮集中土拍明显遇冷，大量城市出现土地流拍现象。土地溢价率从之前的 10%以上，跌落至 5%以下。而 2019-2020 年两年的土地转让收入占地方政府性基金收入的九成以上，一旦地方财政受到明显影响，将传导至城投平台、专项债等负债端。

二是地方政府隐性债务规模从 2021 年开始出现回落。使用发债城投带息负债规模减去非政府债券形式存量政府债务作为地方政府隐性债务的代理指标。采用银保监会城投债统计口径测算，隐性债务规模由 2015 年至 2020 年逐步上升，但 2021 年三季度首次出现缩小，且持续回落，地方政府隐性负债规模整体上升趋势存在逆转迹象。

三是城投平台杠杆率回落至 60%以下。采用 700 家有连续数据的城投平台的财务数据进行测算，2021 年以来城投平台带息负债规模同比增速在 6%附近上下波动，处于 2016 年以来相对低位；带息负债杠杆率从 2012 年底约 65%降至 2021 年底约 59%。造成中国经济面临资产负债表缩表风险的原因主要包括两个方面：

其一，新冠肺炎疫情的反复冲击已转变成一场持久战，一方面，以旅游业、餐饮业为代表的行业受疫情影响最为直接且持久，持续的现金流问题逐渐转变为资产负债表问题，不少经济主体已经资不抵债。另一方面，受疫情影响，居家办公、数字经济、外卖团购等加速取代许多原有的线下服务模式，许多跟不上数字转型的企业直接面临资产负债表问题乃至倒闭，

其相应资产价值大幅缩水还会影响其他经济主体。

其二，某些重要行业发展模式转变引发资产价值重估、资产负债表调整。一方面，房地产和土地是中国主要的资产类别之一，近一年来房地产市场发生的调整，不仅影响房地产企业的资产负债表，也会影响政府、家庭和很多企业的资产负债表。另一方面，近年来中国还对互联网和教育培训等行业从反垄断、数据安全、金融监管等法规案进行了规范，有利于促进相关行业的发展更加行稳致远，但也改变了市场对这些行业增长轨迹的假设，最直接体现在相关企业股票市值大幅变化。

更积极的财政政策扩充政府资产负债表 如果资产负债表出现缩表风险，即使央行采取降低利率、注入流动性等宽松政策也很难改变企业偿还贷款、缩小负债的意愿，货币政策面临失效风险。有效政策是政府先行加杠杆，实施更积极财政政策，才能完成稳增长目标。尤其是基建投资加码，财政部 2022 年预算草案公布的一般公共预算支出增速为 8.4%，增量在 2 万亿左右，投向基建的比例约 12%；2022 年新增专项债 3.65 万亿元，21Q4 还有 1.2 万亿专项债资金结余，其中约 60%投向基建领域；预计 2022

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43811

