



宏观研究

【粤开宏观】资产负债表不是不想奋斗，只是被现金流量表束缚了手脚

2022年06月12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

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】汽车消费刺激政策重出江湖，稳消费稳增长》2022-05-29

《【粤开宏观】更大力度的财政政策出台，力保经济大盘稳定》2022-05-30

《【粤开宏观】汽车消费，谁主沉浮？——影响中国汽车消费的长期因素》2022-05-30

《【粤开宏观】疫情下的北上广深财政：凉热不同》2022-06-06

《【粤开宏观】全球粮食危机：表现、成因及影响》2022-06-07

摘要

近期市场掀起了一轮关于“资产负债表衰退”的讨论，担忧中国经济会滑入日本式的长期低迷。对症才能下药，把脉中国经济，资产负债表是否真的不想奋斗？

一、“资产负债表衰退”的真正含义

1、“资产负债表衰退”这一概念最早由辜朝明于2003年提出，描述的是一种极端情境下的经济状态：资产价格暴跌使得居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在微观主体黯然舔舐伤口的漫长岁月中，常规货币政策失灵，若没有政府的大力救助，经济将陷入长期衰退，直至私人部门彻底修复资产负债表。典型案例是日本在1990年代初房地产泡沫破灭后“失去的二十年”、美国1929-1933年的“大萧条”以及2007-2009年的“大衰退”。

2、然而“资产负债表衰退”在使用中经常被扩大化，成为解释普通经济衰退的机制。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”。因此，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。

3、近期市场上关于“资产负债表衰退”的讨论存在一个隐忧：一方面，在论证上，使用了扩大化的解释，居民和企业资产负债表受损，因此属于“资产负债表衰退”；另一方面，在经济和政策含义上，又使用了原始解释，将日本“失去的二十年”作为参照。这就把当前中国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力夸大为了日本式的“资产负债表衰退”，将严重影响市场信心和政策制定。

二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”

1、资产负债表受损有三种情形：第一，资产价格下跌导致资产缩水；第二，经营不景气，利润表亏损导致所有者权益减少；第三，利润表和资产负债表短期不错，但是资产缺乏流动性，例如应收账款收不回来，现金流量表恶化，严重的话，可能因资金链断裂而被迫清算倒闭。

2、“资产负债表衰退”通常是第一种情形：资产价格暴跌导致资产端骤然大幅减值，大批居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在巨额债务压力的逼迫下，将未来所有能够动用的现金流都用于还债。

“资产负债表衰退”一般出现在巨大的资产价格泡沫破灭之后：一是泡沫催生时，首付或保证金比例很低，资产价格缓冲垫很小，极易被击穿；二是泡沫的参与者众多，泡沫破裂的影响更加广泛；三是泡沫破裂后资产价格跌幅更大，更容易在短期内出现大量资不抵债的情形。

3、资产负债表受损的第二种和第三种情形更为常见，尤其是当经济下行压力



较大时，比如当前时期。居民和企业收入减少，但支出刚性，入不敷出下，只能想方设法开源节流，减少消费和投资，增加预防性储蓄，静待外部冲击消失和经济好转。由于此时微观主体主要面临的是收入或现金流方面的问题，我们暂且将其统称为“现金流量表冲击”。若“现金流量表冲击”长期持续，也有进一步恶化为“资产负债表衰退”的可能。

4、当前经济形势与辜朝明定义的“资产负债表衰退”相去甚远。国内资产价格虽有波动，但总体房价相对平稳、股市在经历内外冲击后持续反弹，居民和企业财富未全面出现崩塌式大幅减值。

5、受疫情爆发及间歇性反弹的冲击，我国居民、企业和地方政府的现金流量表遭遇了突出困难。居民失业增加、收入减少，导致消费和房地产销售下滑；企业销售下滑、生产中断、房租利息人工支出刚性，导致就业和投资下降；地方政府财政收入减少、支出责任增加，收支矛盾加剧，制约财政刺激效果；金融上，居民和企业信贷需求不足，“宽货币”向“宽信用”传导不畅。由于疫情反弹等导致未来不确定性增大，微观主体行为趋于避险化，增加预防性储蓄，减少消费和投资，进一步加大经济下行压力。

三、当务之急是打好“现金流保卫战”，防止恶化为“资产负债表衰退”

1、“资产负债表衰退”与“现金流量表冲击”的经济和政策含义完全不同。经济含义上，“资产负债表衰退”意味着经济将陷入长期衰退，“现金流量表冲击”则表明经济只是遇到暂时性困难，前者将使市场预期进一步转弱，后者则有助于稳定公众信心。政策含义上，“资产负债表衰退”是因为资产价格暴跌导致微观主体资不抵债，因此首先需要稳定资产价格，同时政府要加杠杆以对冲私人部门降杠杆；“现金流量表冲击”则是居民和企业入不敷出，因此政府要做的是帮助私人部门开源节流，缓解资金链紧张。前者是“重症需下猛药”，后者是“帮一把，扶上马”。

2、当前面临的是“现金流量表冲击”，因此当务之急是保护微观主体的现金流。对于居民，保就业保民生，比如给中低收入群体补贴等；对于企业，保市场主体，比如落实留抵退税、缓缴社保、减免房租、延缓支付利息等；对于地方政府，保基层运转。

3、除了防止微观主体的资金链继续恶化以外，政府还应加大稳增长力度，提振总需求，使各部门的现金流进入良性循环。居民的消费和购房支出是企业的收入，企业的工资支出是居民的收入，下游企业的订单支出是上游企业的收入。当前居民消费和企业投资意愿较为低迷，需要宏观调控政策进行有效提振。

4、我们相信，在力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策的作用下，微观主体的积极性和活力将逐步被激发，中国经济的市场优势、制度优势和政策优势等中长期有利条件将再度发挥出作用，经济运行将重回需求回升、供给畅通和预期转好的轨道，为党的二十大胜利召开创造良好的、平稳健康的经济环境。

风险提示：疫情反复、外部冲击加剧、国内政策效果不及预期



目 录

一、“资产负债表衰退”的真正含义	4
二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”	5
（一）引发资产负债表受损的三种情形	5
（二）当前经济直面“现金流量表冲击”，未来不确定性增大导致微观主体行为趋于避险化	6
三、当务之急是打好“现金流保卫战”，防止恶化为“资产负债表衰退”	9
（一）现金流是生命线，保就业保民生、保市场主体、保基层运转	9
（二）把稳增长放在更加突出位置，避免滑入“资产负债表衰退”	9

图表目录

图表 1：1980 和 1990 年代，日本经历了一轮巨大的地产泡沫催生与破灭	4
图表 2：地产泡沫破灭后，日本经济陷入长期停滞	5
图表 3：上证综指高于疫情之前	6
图表 4：居民失业率明显上升	7
图表 5：制造业 PMI 新订单指数跌至收缩区间	7
图表 6：地方政府土地出让收入大幅下滑	8
图表 7：2022 年 2 月和 4 月，居民新增中长期贷款出现负值	8



一、“资产负债表衰退”的真正含义

“资产负债表衰退”这一概念最早由辜朝明于 2003 年提出，原意是指：经济衰退是由于股市以及不动产市场的泡沫破灭之后，市场价格的崩溃造成在泡沫期过度扩张的企业资产大幅缩水，资产负债表失衡，企业负债严重超出资产，因此，企业即使运作正常，也已陷入了技术性破产的窘境。在这种情况下，大多数企业自然会将企业目标从“利润最大化”转为“负债最小化”，在停止借贷的同时，将企业能够利用的所有现金流都投入到债务偿还上，不遗余力地修复受损的资产负债表，希望早日走出技术性破产的泥沼。

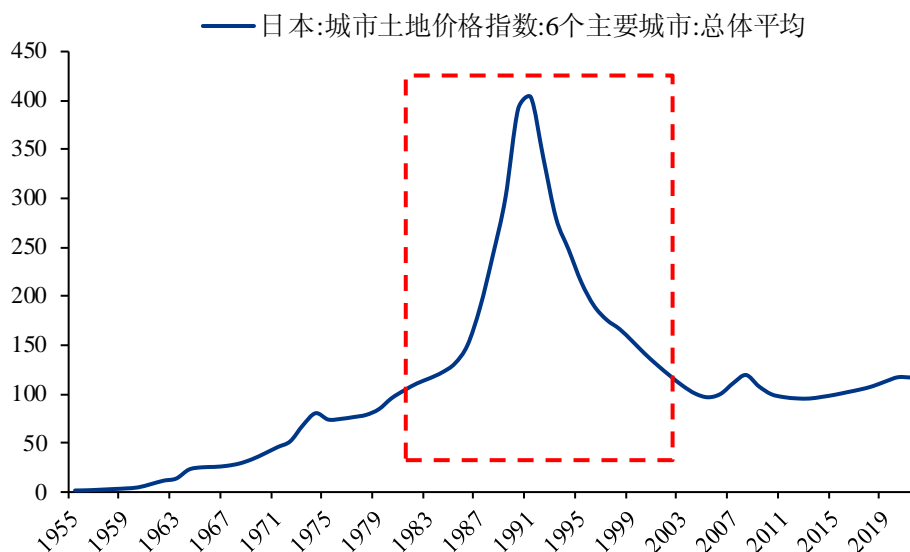
“资产负债表衰退”描述的是一种极端情境下的经济状态：资产价格暴跌使得居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在微观主体黯然舔舐伤口的漫长岁月中，常规货币政策失灵，若没有政府的大力救助，经济将陷入长期衰退，直至私人部门彻底修复资产负债表。典型案例是日本在 1990 年代初房地产泡沫破灭后“失去的二十年”、美国 1929-1933 年的“大萧条”以及 2007-2009 年的“大衰退”。

然而“资产负债表衰退”在使用中经常被扩大化，成为解释普通经济衰退的机制：由于受到某种冲击，家庭和企业的资产负债表受到损害，于是不得不增加储蓄并偿还债务，减少消费和投资，总需求下滑，进而导致经济陷入衰退。就这个层面而言，这与费雪（1933）的“债务-通缩循环”以及凯恩斯（1936）的“有效需求不足”理论并无多大不同。

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”。因此，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。

近期市场上关于“资产负债表衰退”的讨论存在一个隐忧：一方面，在论证上，使用了扩大化的解释，居民和企业资产负债表受损，因此属于“资产负债表衰退”；另一方面，在经济和政策含义上，又使用了原始解释，将日本“失去的二十年”作为参照。这就把当前中国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力夸大为了日本式的“资产负债表衰退”，将严重影响市场信心和政策制定。

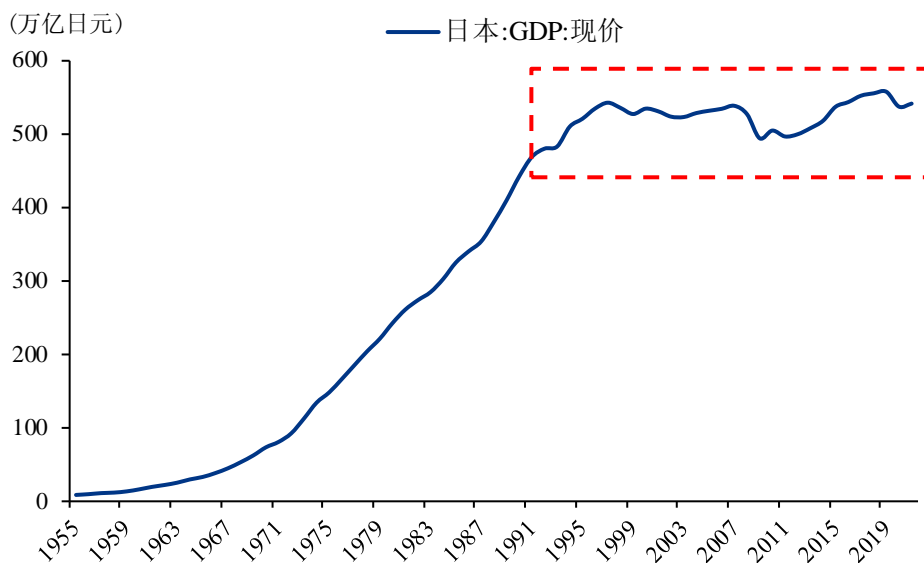
图表1：1980 和 1990 年代，日本经历了一轮巨大的地产泡沫催生与破灭



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：地产泡沫破灭后，日本经济陷入长期停滞



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、当前中国经济面临的不是“资产负债表衰退”，而是“现金流量表冲击”

如果一定要给当前中国经济面临的下行压力进行命名的话，我们认为准确的叫法是“现金流量表冲击”，而非“资产负债表衰退”。

（一）引发资产负债表受损的三种情形

如前所述，微观主体所有行为和处境的最终结果都会反映到资产负债表上。但不是所有资产负债表受损都会导致“资产负债表衰退”，要区分具体原因和后果。

资产负债表受损有三种情形：第一，资产价格下跌导致资产缩水；第二，经营不景气，利润表亏损导致所有者权益减少；第三，利润表和资产负债表短期不错，但是资产缺乏流动性，例如应收账款收不回来，现金流量表恶化，严重的话，可能因资金链断裂而被迫清算倒闭。

“资产负债表衰退”通常是第一种情形：资产价格暴跌导致资产端骤然大幅减值，大批居民和企业陷入资不抵债的恶劣处境，在巨额债务压力的逼迫下，将未来所有能够动用的现金流都用于还债。例如张三买了100万元的房子，三成首付，但是房价突然下跌了50%，银行收走房子，张三还倒欠银行20万元，于是被迫秉持“负债最小化”原则抓紧还钱。

但若房价只是下跌了20%，那么对于张三来说，三成首付亏了二成，房子还能继续住，正常还房贷就行。可能会因为“财富效应”而导致心情郁闷或削减一些开支，但总体的生活水平不会出现太大下滑。

回顾历史，我们会发现，“资产负债表衰退”一般出现在巨大的资产价格泡沫破灭之后：一是泡沫催生时，首付或保证金比例很低，资产价格缓冲垫很小，极易被击穿；二



是泡沫的参与者众多，泡沫破裂的影响更加广泛；三是泡沫破裂后资产价格跌幅更大，更容易在短期内出现大量资不抵债的情形。

资产负债表受损的第二种和第三种情形更为常见，尤其是当经济下行压力较大时，比如当前时期。居民和企业收入减少，但支出刚性，入不敷出下，只能想方设法开源节流，减少消费和投资，增加预防性储蓄，静待外部冲击消失和经济好转。**由于此时微观主体主要面临的是收入或现金流方面的问题，我们暂且将其统称为“现金流量表冲击”。**

当然，若“现金流量表冲击”长期持续，也有恶化为“资产负债表衰退”的可能。长期入不敷出，利润表上出现净亏损，同时资产负债表上，负债端所有者权益下降，资产端消耗货币资金，其他资产也将出现减值。终有一天，微观主体也将陷入资不抵债的困境，加剧经济下行压力。

（二）当前经济直面“现金流量表冲击”，未来不确定性增大导致微观主体行为趋于避险化

若将当前经济形势与辜朝明定义的“资产负债表衰退”进行对照，便会发现二者相去甚远。国内资产价格虽有波动，但总体房价相对平稳、股市在经历内外冲击后持续反弹，居民和企业财富未全面出现崩塌式大幅减值。

图表3：上证综指高于疫情之前



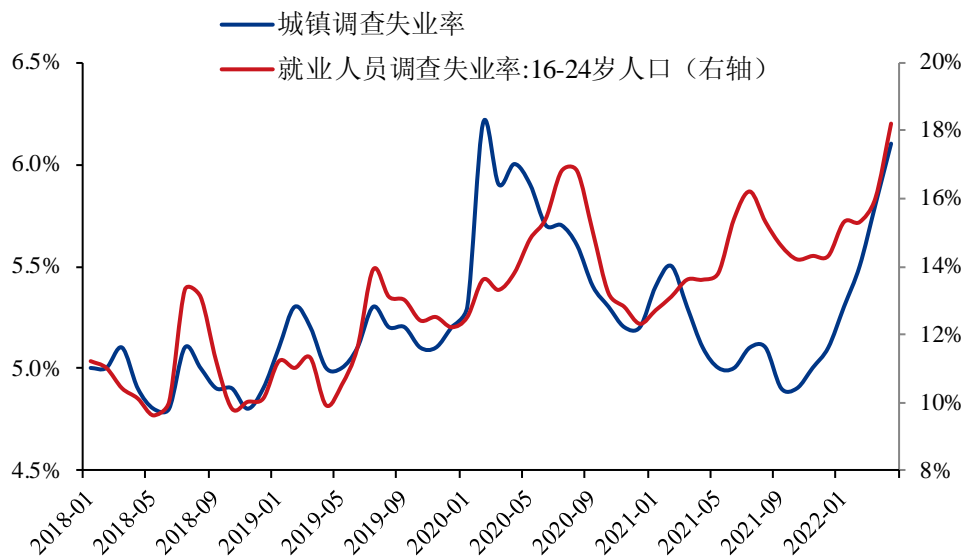
资料来源：Wind、粤开证券研究院

但受疫情爆发及间歇性反弹的冲击，我国居民、企业和地方政府的现金流量表遭遇了突出困难。

居民失业增加、收入减少，导致消费和房地产销售下滑。2022年4月城镇调查失业率为6.1%，连续6个月上升，16-24岁青年失业率更是高达18.2%，均显著高于2019年同期的5.0%和9.9%。居民人均可支配收入增速持续下滑，与此同时，平均消费倾向下降，2022年一季度人均消费支出占可支配收入的比重仅为61.8%，显著低于2019年同期的65.2%。再加上疫情对居民消费场景的限制以及居民对房企债务风险的担忧，社会消费品零售总额和商品房销售额更加低迷，4月同比分别下降11.1%和46.6%。



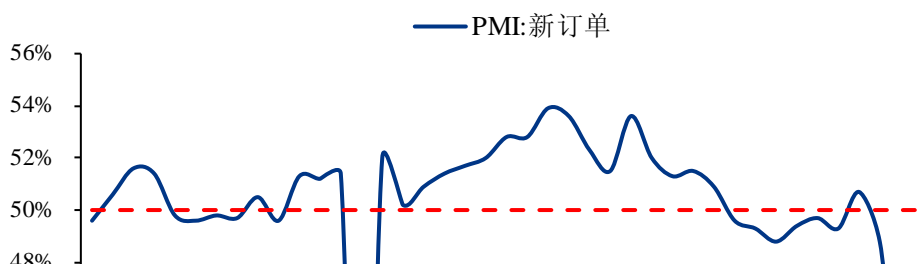
图表4：居民失业率明显上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

企业销售下滑、生产中断，导致就业和投资下降。终端需求下降导致企业销售收入减少，而工资、房租、贷款利息等仍需照常支付，企业入不敷出，只能裁员降薪，导致居民处境恶化。此外，疫情反弹使得人员流动受限、市内和城际交通受阻、供应链产业链紧张，严重干扰正常的生产秩序。4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，是自2020年一季度之后首次出现负增长；服务业生产指数同比下降6.1%，连续两个月负增长。市场前景变差加上资金紧张，企业当然不会盲目扩张，投资随之下降。1-4月房地产投资、制造业投资、基建投资累计同比均较1-3月明显下滑。

图表5：制造业 PMI 新订单指数跌至收缩区间



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_42900



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>