



朱鹤：关于“资产负债表衰退”，四个问题需要厘清



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： 朱鹤



本文要点

4 月居民部门的新增贷款为负，引发了市场对居民部门缩表和中国未来陷入“资产负债表衰退”的担忧。观察下来，有四个需要厘清的问题：

❶ 资产价格暴跌只是引起资产负债表衰退的诱因，既不是充分条件，也不是必要条件。资产端的变化既有可能来自资产价值的实际变化，即资产价格暴跌，也有可能来自对资产估值的主观变化。

❷ 资产负债表衰退是对某种特殊的经济状态的解释框架，而不是一个

简单的概念。按照辜朝明的论述，资产负债表出现的问题是一种隐藏状态，降低负债并非资产负债表衰退的唯一表现。比降低负债更值得关注的是私人部门不断通过减少支出来增加储蓄的行为，这种行为一旦成为普遍现象，就会带来持续的总需求缺口和经济下行压力。

③资产负债表衰退的政策含义要比对现实的解释力更重要。

④ 宽松的货币政策对摆脱资产负债表衰退至关重要。强有力且持续的财政刺激，天然蕴含了对货币政策的宽松要求。

以下为正文：

围绕“资产负债表衰退”的四个流行误解

4 月居民部门的新增贷款为负，引发了市场对居民部门缩表和中国未来陷入资产负债表衰退的担忧。

资产负债表衰退指的是：企业和家庭因为资产负债表严重受损而不得不增加储蓄、减少消费和投资、归还债务和去杠杆而导致的经济衰退。

当下围绕资产负债表衰退的讨论非常多，其中不乏深刻洞见，但观察下来，有四个比较流行的误解。例如，资产负债表衰退源于资产价格暴跌，那是不是没有资产价格大幅调整就不需要担心资产负债表衰退了呢？又或者，既然传统的货币政策在应对资产负债表衰退时无效的，那是不是意味着就不需要货币宽松了呢？

本文试图通过厘清这些流行的误解，来增进对资产负债表衰退理论和当下经济状况的理解。

1. 资产价格暴跌只是引起资产负债表衰退的诱因，既不是充分条件，也不是必要条件。

资产负债表衰退本质是资产负债表突然出现了严重失衡，导致私人部门需要通过降低负债来完成资产负债表的再平衡。由于负债是刚性的，所以这种失衡往往主要来自资产端的变化。

资产端的变化既有可能来自资产价值的实际变化，也就是资产价格暴跌，也有可能来自对资产估值的主观变化。

比如，如果发现或预期到某种资产创造的未来现金流突然大幅下降，那么针对这类资产的估值就要大幅下调，之前看起来还可以的资产负债结构就不再合适了。

因此，如果之前的资产负债表足够稳健的话，资产价格暴跌或可不引起资产负债表衰退。反过来，即使资产价格没有出现暴跌，也可以由其他因素导致资产负债表失衡并引发资产负债表衰退。

2. 资产负债表衰退是对某种特殊的经济状态的解释框架，而不是一个简单的概念。

按照辜朝明的论述，资产负债表衰退其实是没有办法直接观测到的。

他强调，资产负债表出现的问题是一种隐藏状态，很多企业的资产负债表看起来好像是没有问题的。他也是在跟日本企业私下交流的过程中才了解到这个故事。

阅读辜朝明的几篇经典报告就不难发现，他主要的观察对象并不是资产负债表，而是资金流量表。反而是主流的研究框架更愿意观察资产负债表，比如美国学者阿蒂夫·迈恩等所著的《房债》。

之所以要关注资金流量表，是因为修复资产负债表的主要方法就是通过减少流出来增加储蓄。增加的储蓄可以用于偿还负债，也可以不偿还负债而只作为储蓄资产。无论何种方式，都是在完成资产负债表的再平衡。

换句话说，降低负债其实不是资产负债表衰退的唯一表现。比降低负债更值得关注的是私人部门不断通过减少支出来增加储蓄的行为，只不过大多数时候增加的储蓄都用来偿还负债了。

这种行为一旦成为普遍现象，就会带来持续的总需求缺口和经济下行压力。辜朝明是为这种行为提供了一个解释框架，并把它叫做“资产负债

衰退”

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_42630

