



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第77期）

## 资产负债表：冲击表现与修复路径选择

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年11月



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

# 疫情与周期调整下的资产负债 表冲击、表现与修复路径

**袁海霞**

中诚信国际信用评级有限公司研究院执行院长

中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

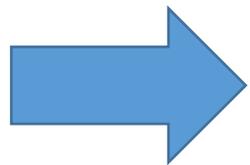
财政部政府债务咨询专家

2023年11月

# 资产负债表

衰退? VS 冲击?

刺激? VS 改革?



凯恩斯：流动性陷阱假说

费雪：债务-通缩螺旋

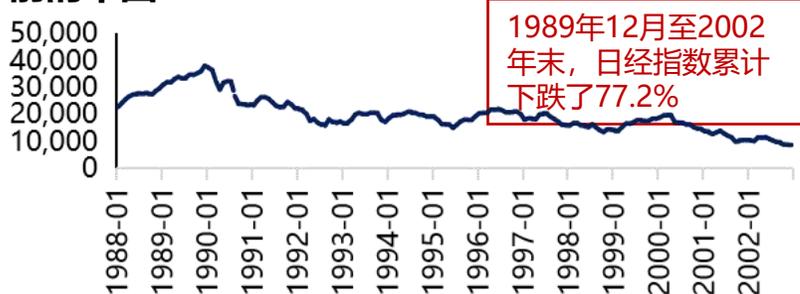
明斯基：金融不稳定假说

辜朝明：资产负债表式衰退

## 主要观点

- 1、近期，关于中国是否会陷入资产负债表式衰退的争论层出不穷。从实际经济表现看，中国确实面临一定的资产负债表冲击，但与日本90年代面临的经济衰退相差甚远；

### 日本经济危机期间股票市场下滑幅度远大于当前的中国



--- 东京日经指数：月均值



— 上证综合指数：月均值

### 中国房价同比下跌程度远小于日本90年代，三线城市跌幅高于一二线城市

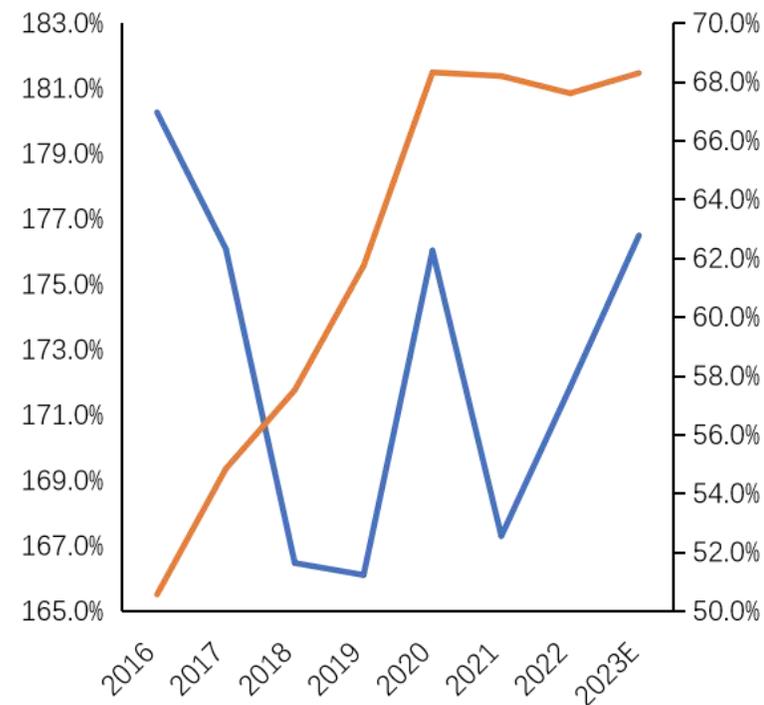


— 日本住宅价格指数 — 东京住宅价格指数  
— 神奈川住宅价格指数 — 千叶住宅价格指数



— 百城样本住宅平均价格 — 百城住宅价格：一线城市  
— 百城住宅价格：二线城市 — 百城住宅价格：三线城市

### 预计2023年企业及居民部门杠杆率均有所上行



— 中国企业部门杠杆率 — 中国居民部门杠杆率

## ■ 主要观点

- 2、此轮资产负债表冲击中，**居民和企业部门体感较重**，消费降级、投资意愿下滑明显，而**政府部门资产负债表局部受损但整体尚可**；
- 3、**资产负债表修复的核心逻辑**：资产负债表受损是一种经济表现，理清影响其修复的核心逻辑，本质还是需要回归到中国经济增长的分析来看：（1）当前中国经济调整是周期性、趋势性以及结构性因素叠加的深度调整，疫情加速了调整节奏和调整深度，并不改其趋势；（2）影响资产负债表修复的**三条逻辑主线**包含：谨慎动机增强下居民行为函数发生显著变化、“求生存”目标下企业行为偏向风险最小化、土地财政弱化及债务约束下政府行为空间受到挤压；（3）房地产是三条逻辑主线的交点，**房地产的深度调整触发了三条逻辑主线的变化**；
- 4、影响我国资产负债表修复的原因既有周期性、结构性、趋势性问题等长期因素，也受市场信心不足、预期偏弱等短期因素影响；而这些问题都不是靠短期的宏观调控可以解决的，需要我们持续推进改革。我们需要透过现象看本质，只有多措并举有的放矢，短期调控与中长期改革相结合，解决或缓释制约经济修复的核心因素，促进经济持续修复，才能根本上促进资产负债表修复。

# 目 录

- 一、当前各部门资产负债表表现：冲击受损后迈向修复中**
- 二、影响资产负债表修复的逻辑主线
- 三、资产负债表修复的路径选择与建议

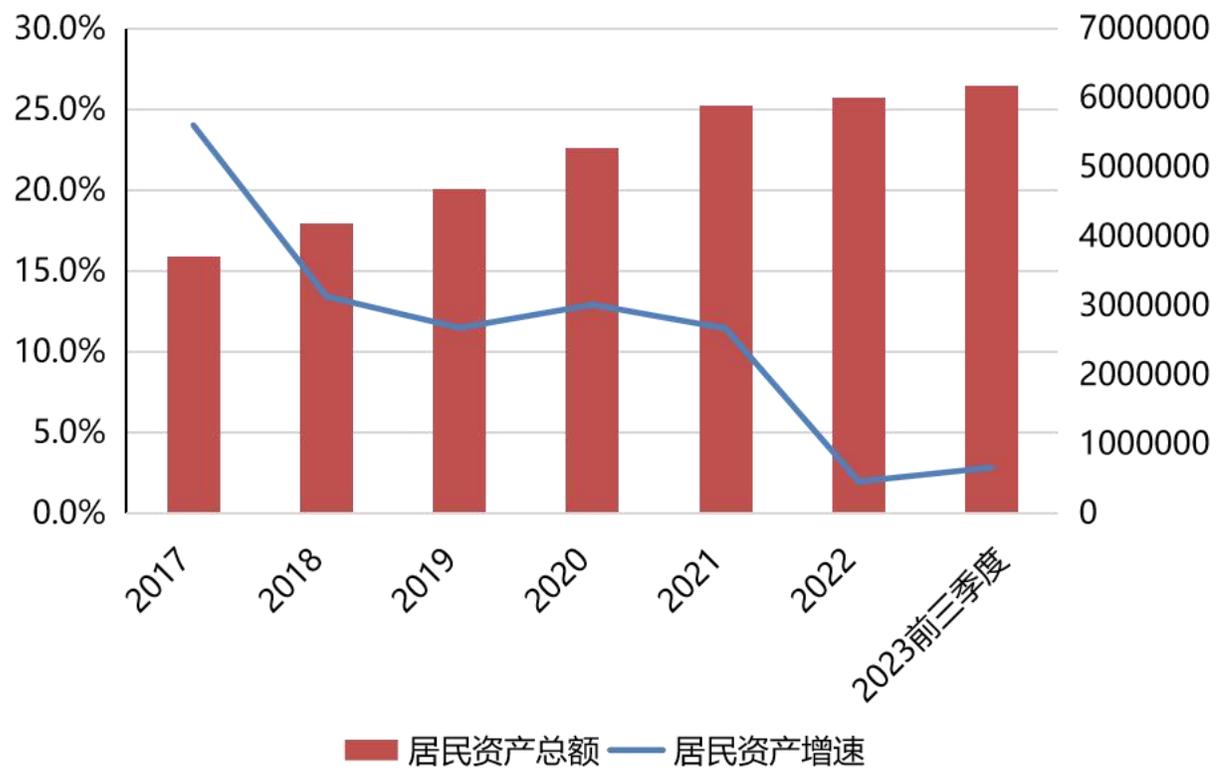
## ■ 居民部门：超额储蓄与提前还贷现象并存，杠杆率首度连续下滑

➤ 1.1 从资产端来看，房产资产缩水是居民资产增速下行的主要拖累项

位 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023前三 季度	2023.Q3相较 2022年变化	2022年相较 2021年变化
居民金融负债	405150	478954	553296	631901	711100	749397	796172	46775	38297
通货	58495	60464	64000	70665	76122	87756	89272	1516	11634
存款	651983	724439	821296	934383	1033118	1212110	1347449	135339	178992
<b>银行理财</b>	<b>262906</b>	<b>196156</b>	<b>208260</b>	<b>230154</b>	<b>258100</b>	<b>246085</b>	<b>225526</b>	<b>-20559</b>	<b>-12015</b>
金融资产									
公募基金	57960	67838	72029	89602	114579	125939	141802	15863	11361
私募基金	22201	25413	28166	33916	40541	40564	41590	1026	23
<b>股票</b>	<b>184151</b>	<b>148039</b>	<b>174946</b>	<b>234069</b>	<b>311882</b>	<b>243113</b>	<b>286272</b>	<b>43159</b>	<b>-68769</b>
<b>债券</b>	<b>7305</b>	<b>7822</b>	<b>8546</b>	<b>8014</b>	<b>8016</b>	<b>7338</b>	<b>7803</b>	<b>464</b>	<b>-677</b>
保险准备金	105518	115485	129556	146780	156791	171025	182443	11418	14234
实物资产									
<b>住房</b>	<b>2201632</b>	<b>2689361</b>	<b>2997708</b>	<b>3347974</b>	<b>3686938</b>	<b>3654831</b>	<b>3623011</b>	<b>-31820</b>	<b>-32107</b>
汽车	113859	126303	137181	148678	161117	172692	184843	12151	11575
农村固定资产	32815	33867	34948	36066	37220	38412	39578	1166	1191
资产总计	3698826	4195185	4676638	5280302	5884423	5999864	6169590	169725	115441

## 一从资产结构来看，多重因素影响下的存款类资产大幅增加

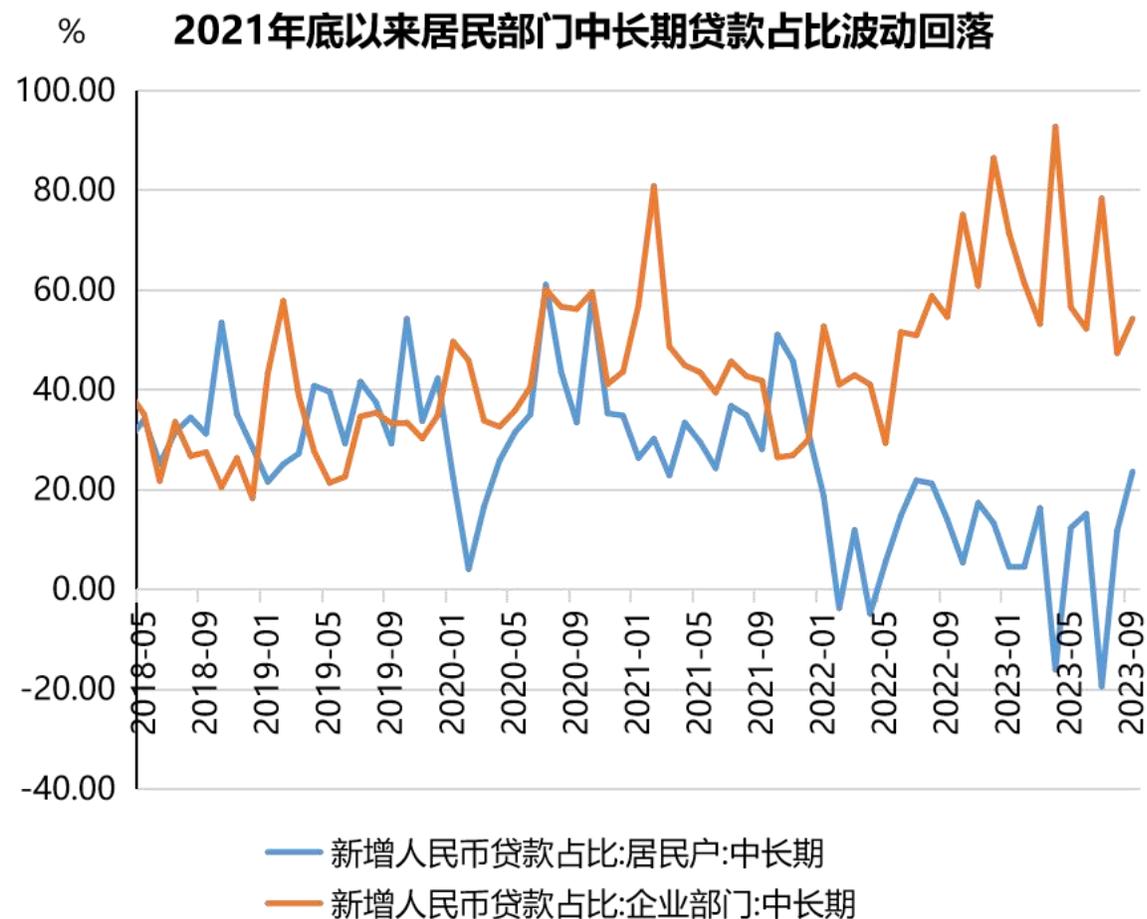
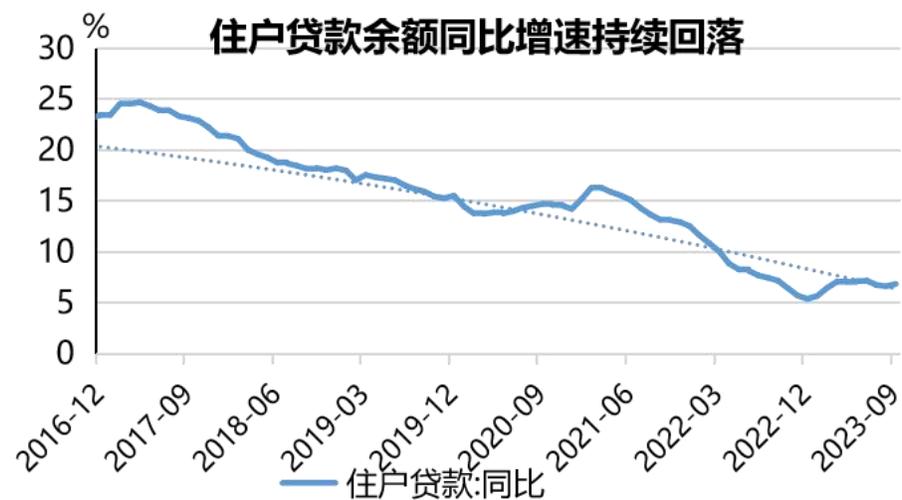
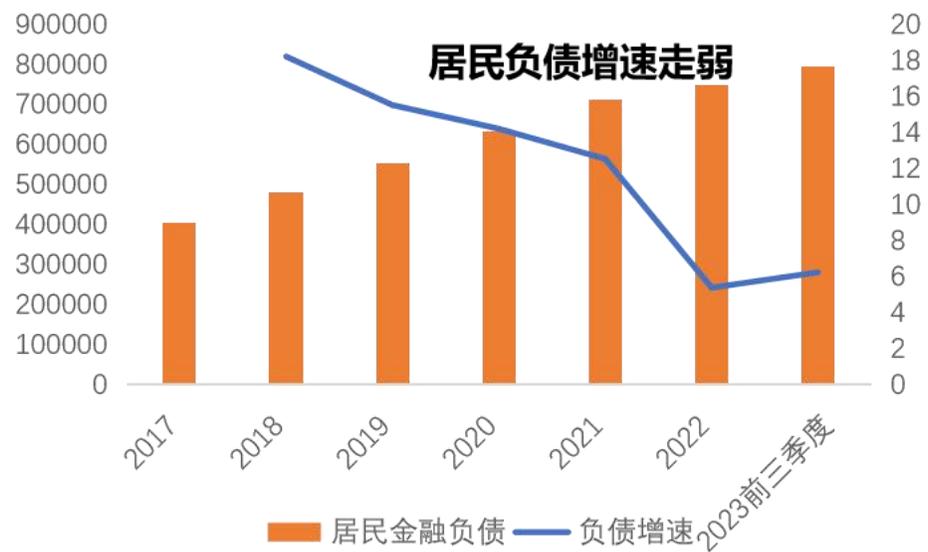
### 居民资产增速出现显著回落



### 居民部门超额储蓄现象仍存

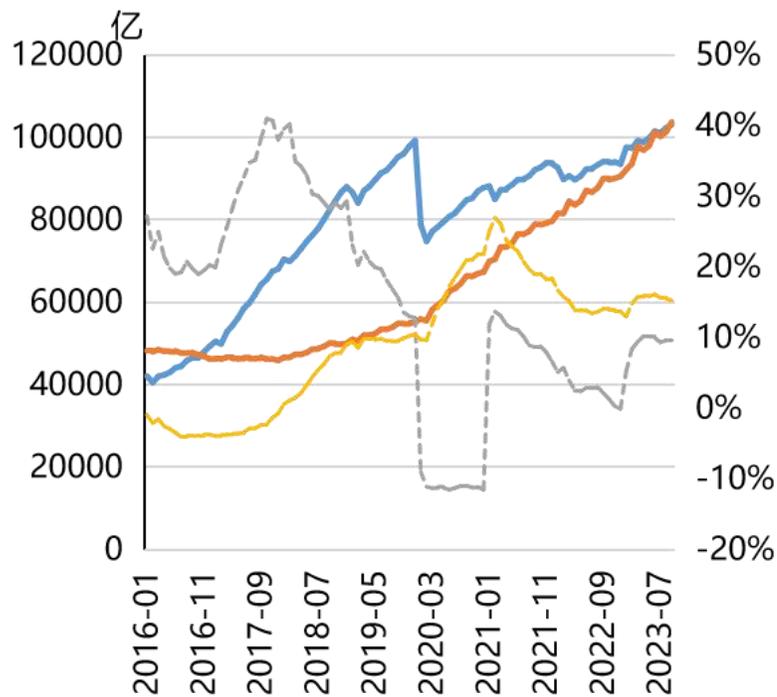


## ➤ 1.2 从负债端来看，住户贷款新增规模有所收缩，贷款余额增速总体回落



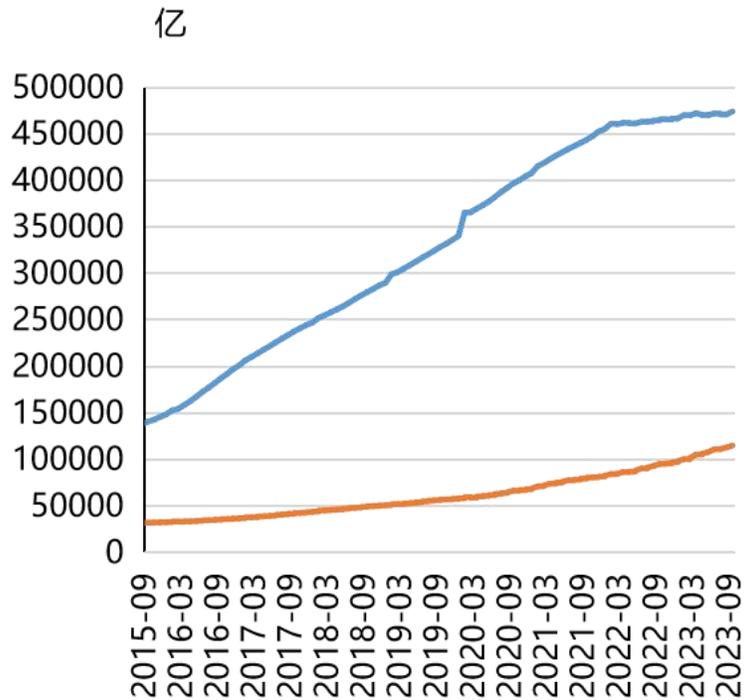
# 一从负债结构来看，短期贷款受疫情冲击更明显，中长期贷款则更多受房地产市场调整影响

### 居民消费贷款显著回落后缓慢恢复



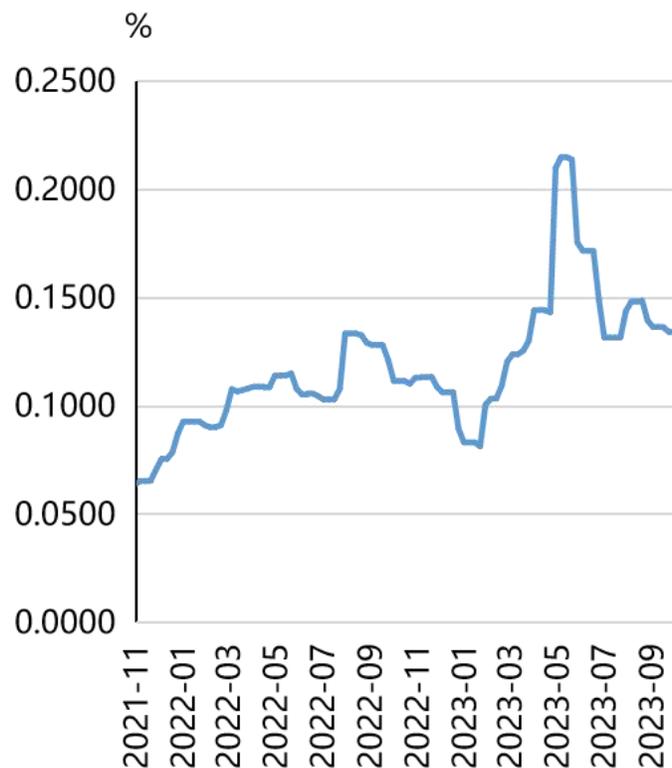
— 短期贷款:消费贷款  
— 短期贷款:经营贷款  
- - - 短期消费贷款增速:右轴  
- - - 短期经营贷款增速:右轴

### 居民按揭贷款增长趋势显著放缓



— 中长期贷款:消费贷款 — 中长期贷款:经营贷款

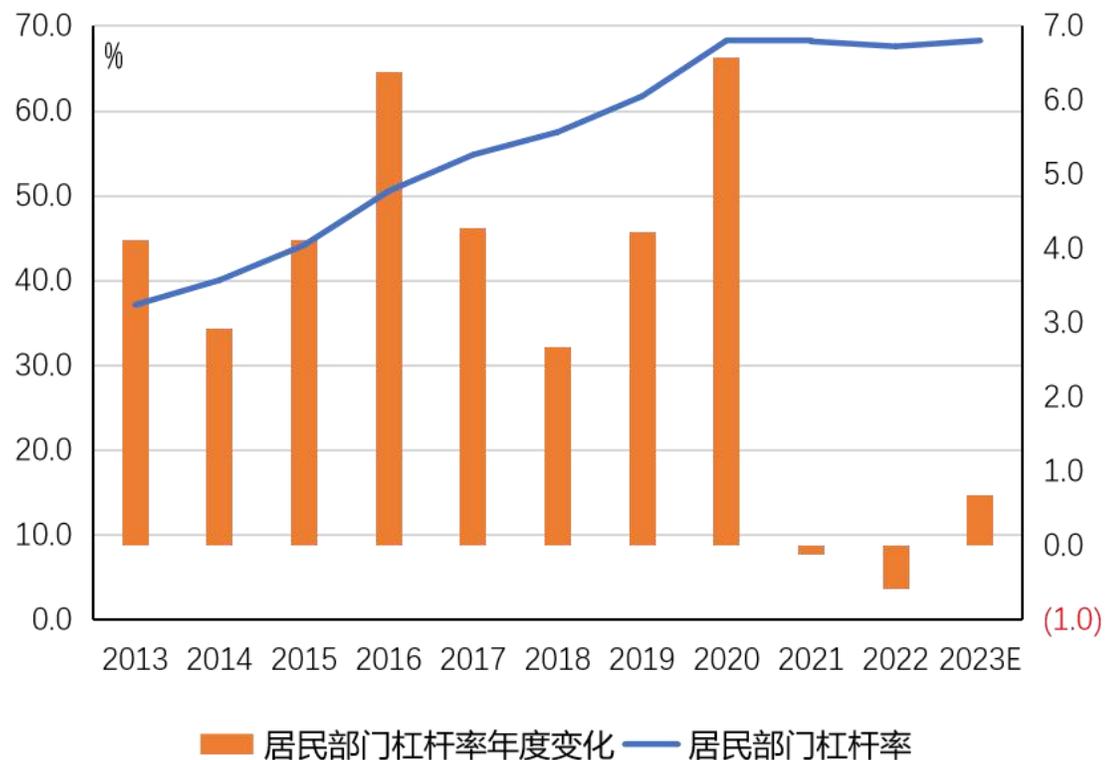
### RMBS条件早偿率指数一度超过20%



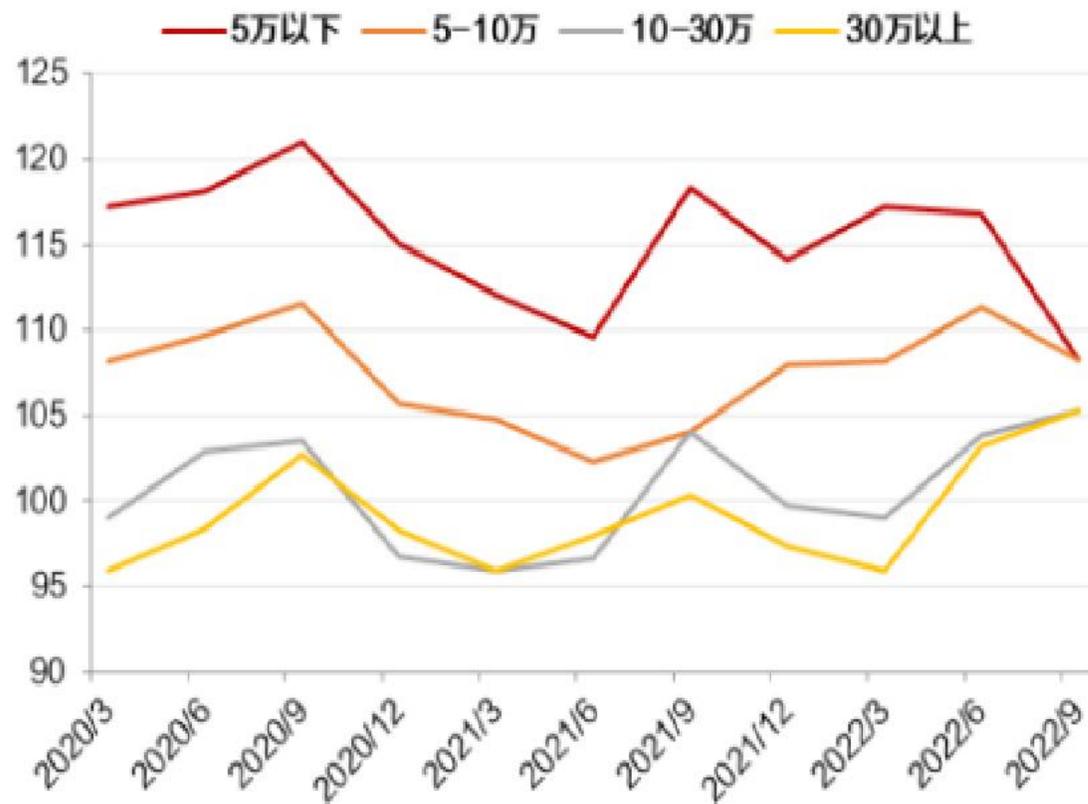
— RMBS条件早偿率指数:周:平均值

➤ 1.3 从杠杆率来看，今年居民部门杠杆率仍将有上升，高收入人群或开始相对负债扩张

居民部门杠杆率变动自2021年以来显著变异



中高收入家庭负债指数开始扩张



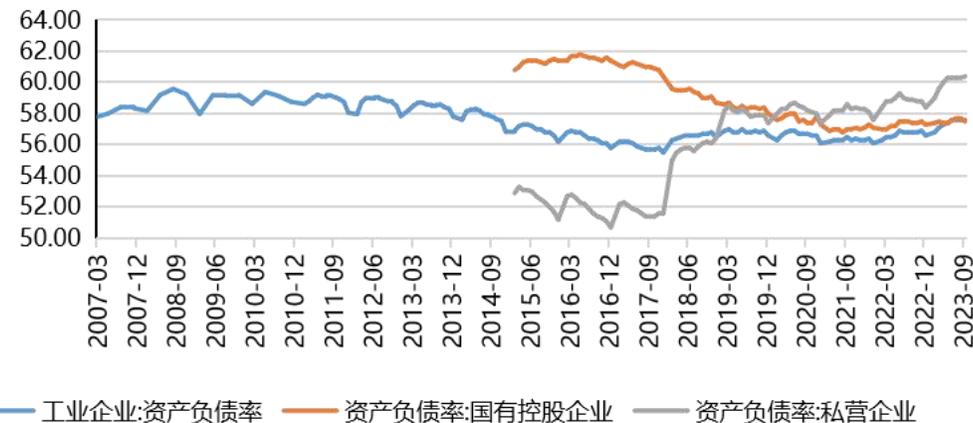
# ■ 企业部门：资产负债表未到衰退程度，现金流恶化下企业修复分化，总杠杆率被动攀升

## ➤ 2.1 资产与负债面临增长乏力约束，非金融部门杠杆率处于全球较高水平

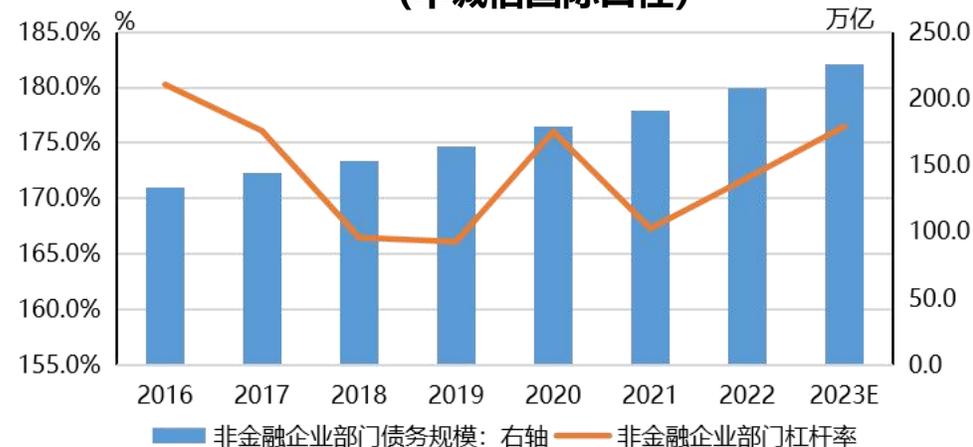
### 规上工业企业的资产增速低于负债增速



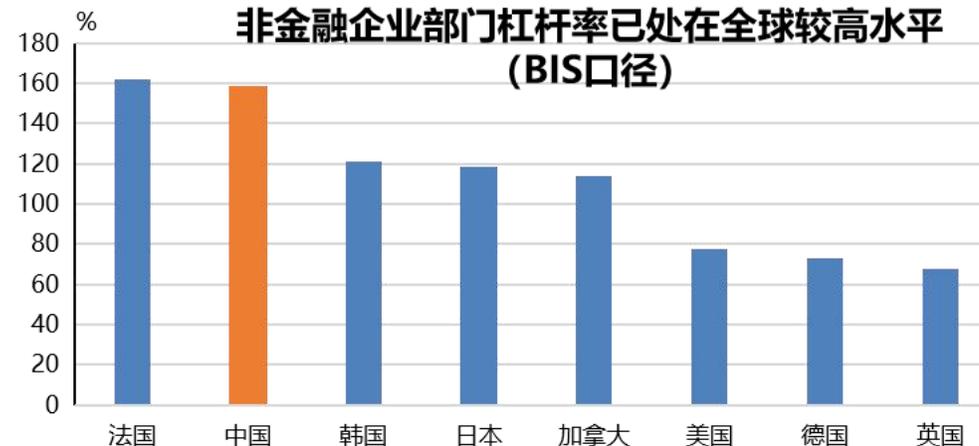
### 私营工业企业的资产负债率持续上行



### 2023年我国非金融企业部门杠杆率或达176.5% (中诚信国际口径)

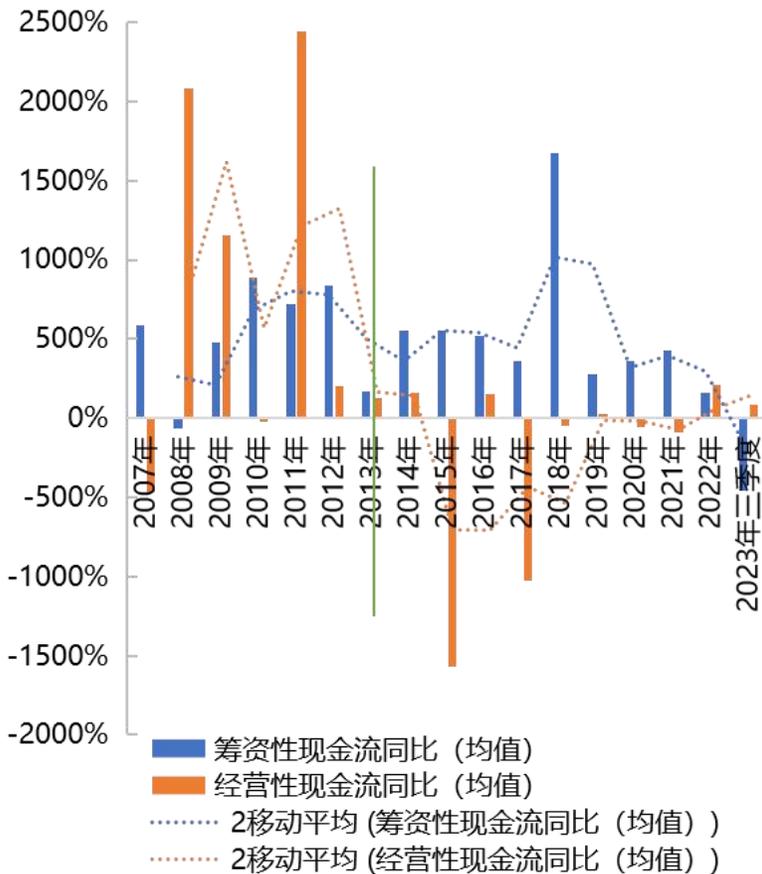


### 非金融企业部门杠杆率已处在全球较高水平 (BIS口径)

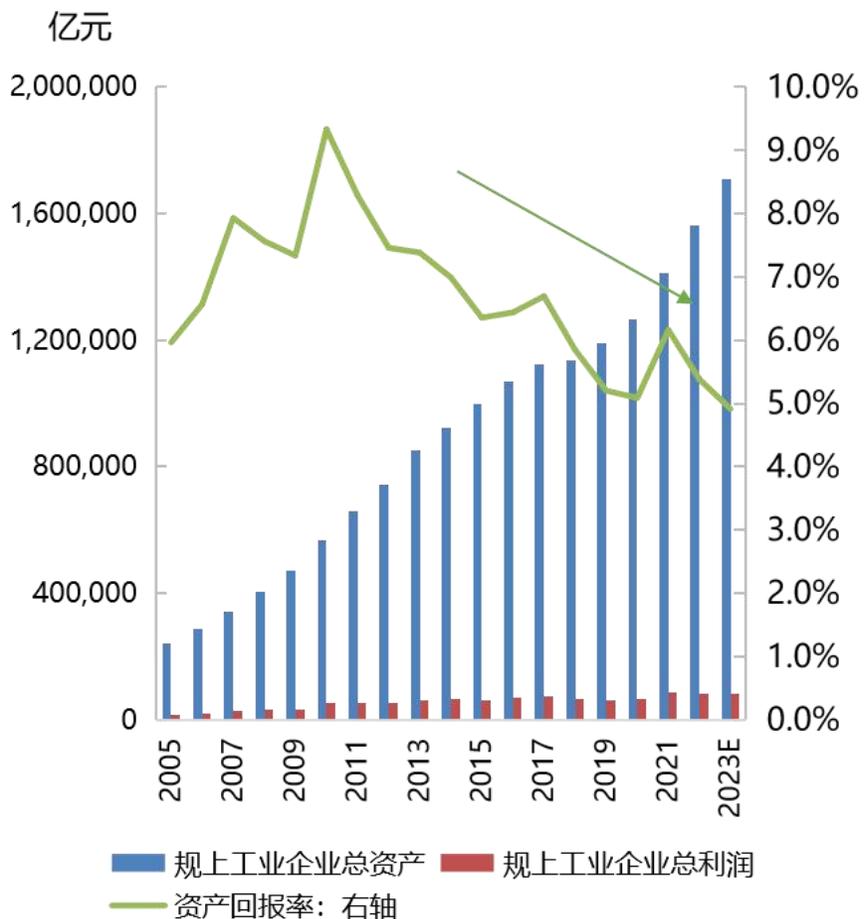


## ➤ 2.2 从原因来看，企业资产负债表调整主要受资产回报下滑影响

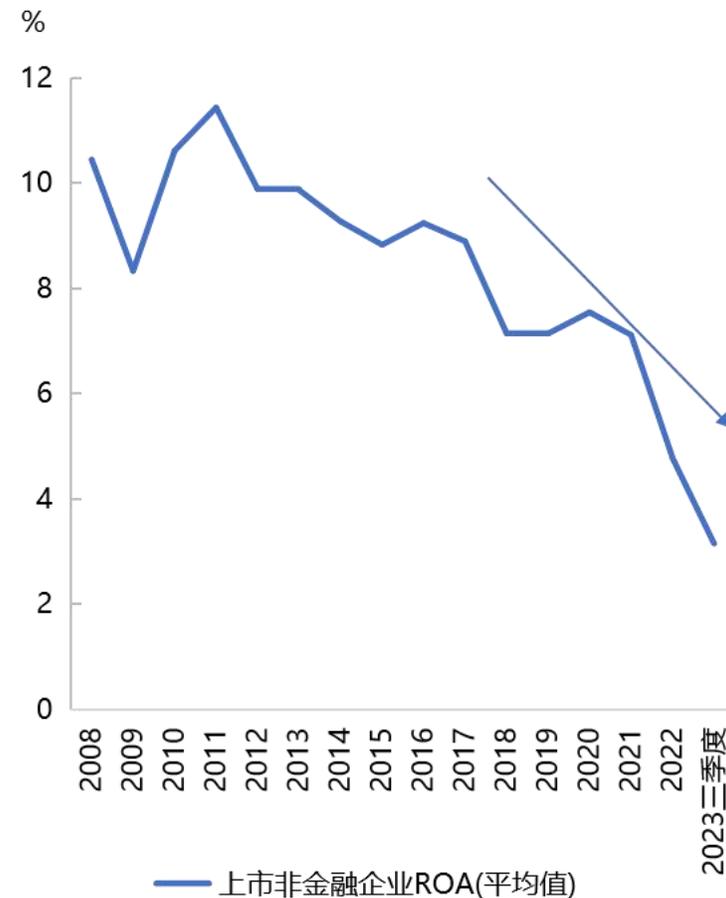
### 经营与筹资现金流增速在2013年前后明显变化 疫情冲击下二者同步走弱



### 近年来规上工业企业资产回报率处在较低水平



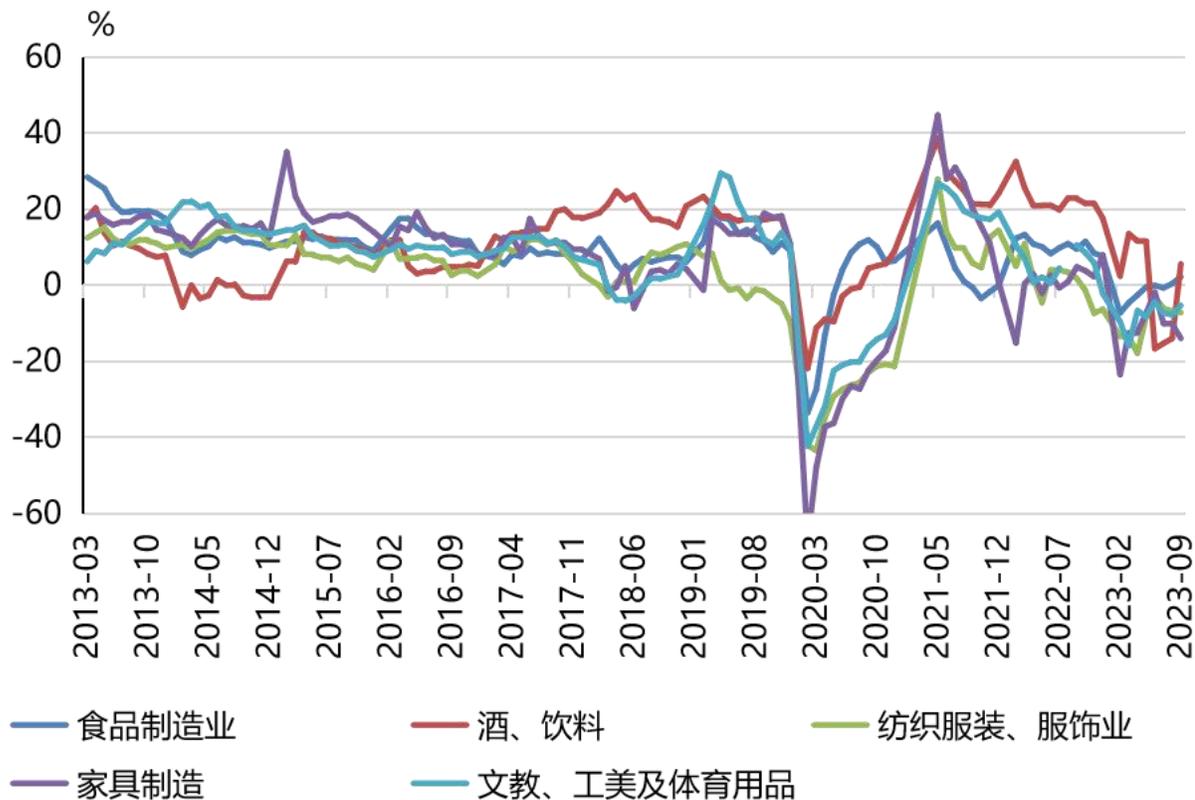
### 上市公司资产回报率下降至低位



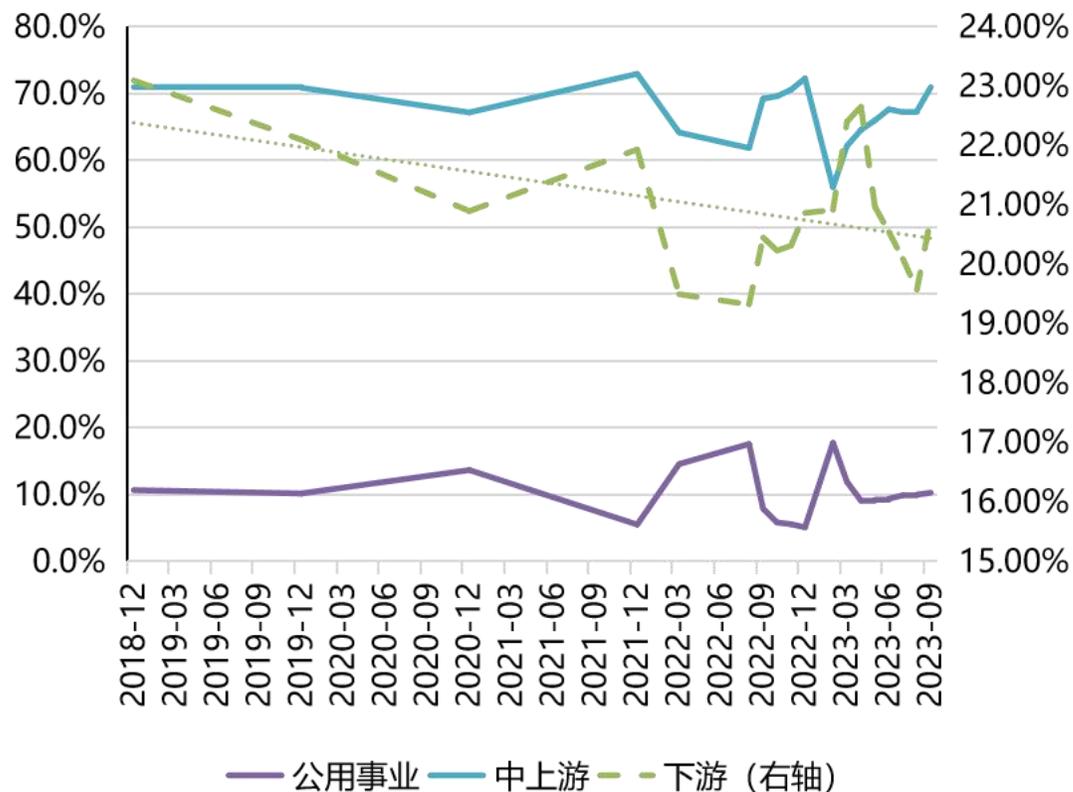
## ➤ 2.3 疫后企业修复呈现分化态势，现阶段修复进程较缓的企业主要涉及三类：

### — (1) 受疫情影响需求收缩较大的下游制造行业

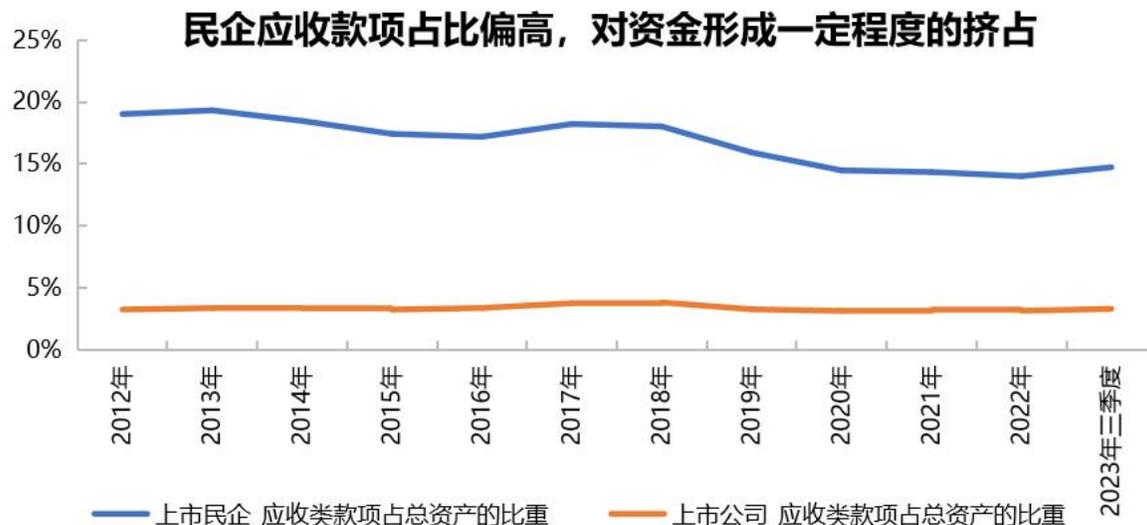
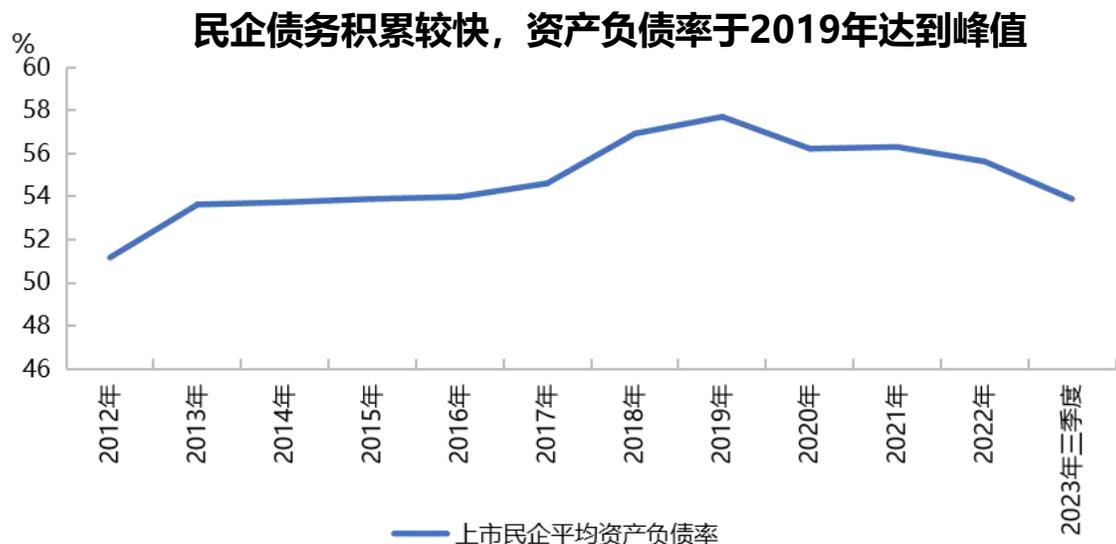
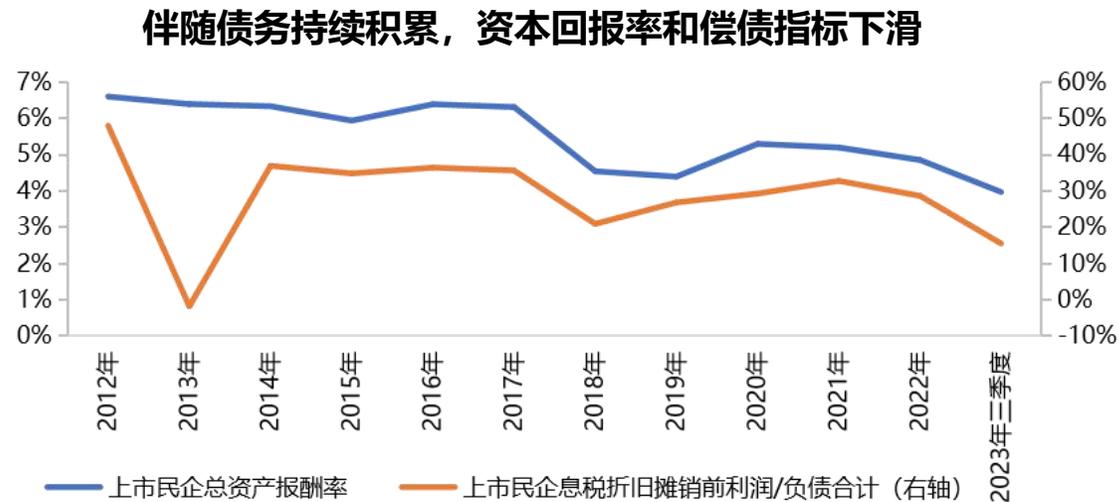
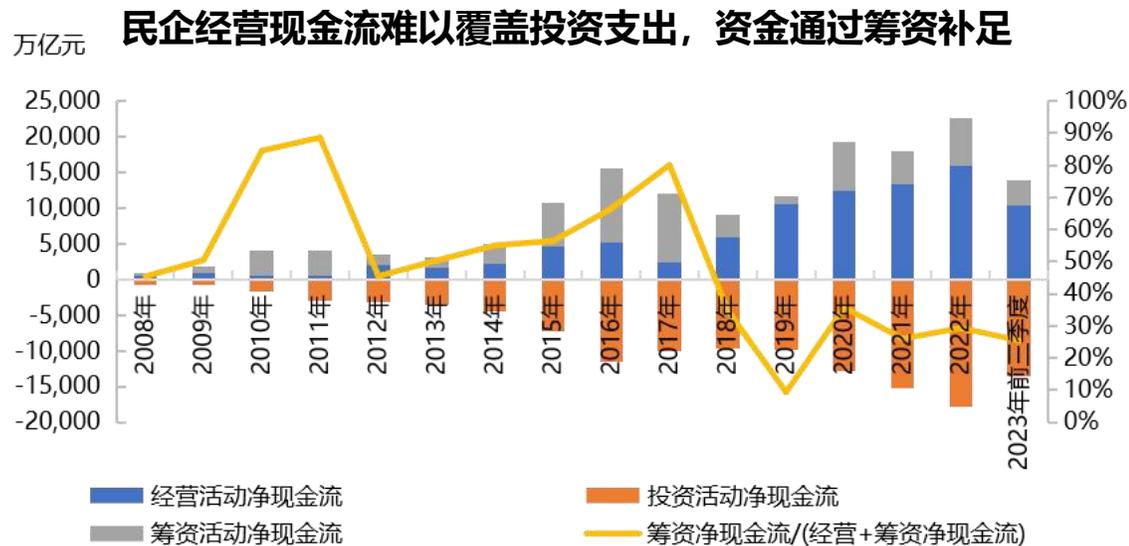
#### 下游制造行业利润增速大多仍处于负增长区间



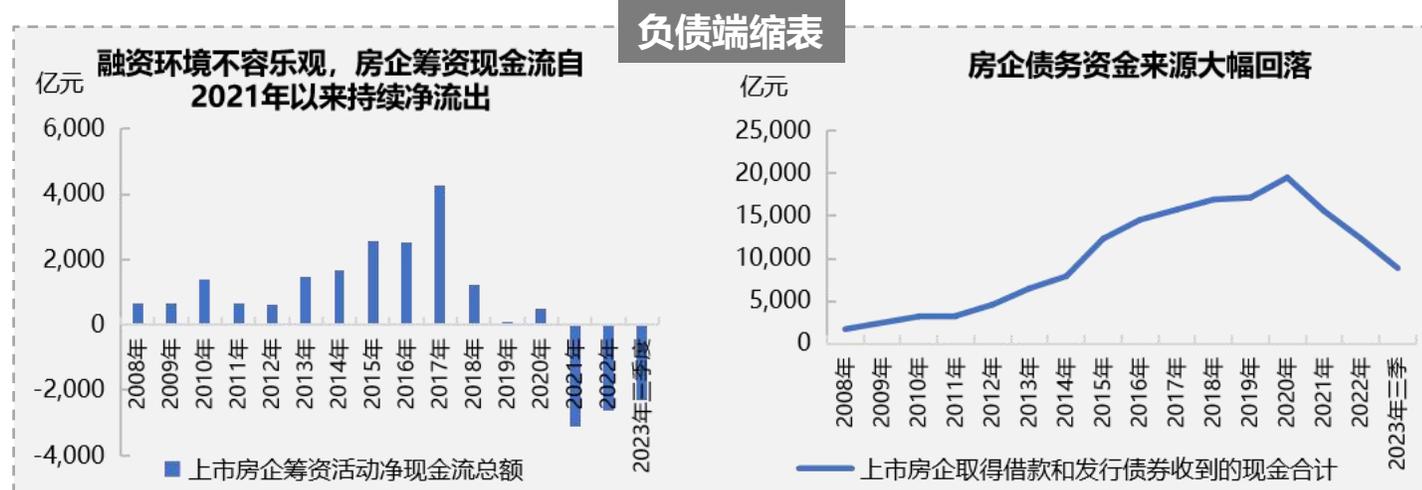
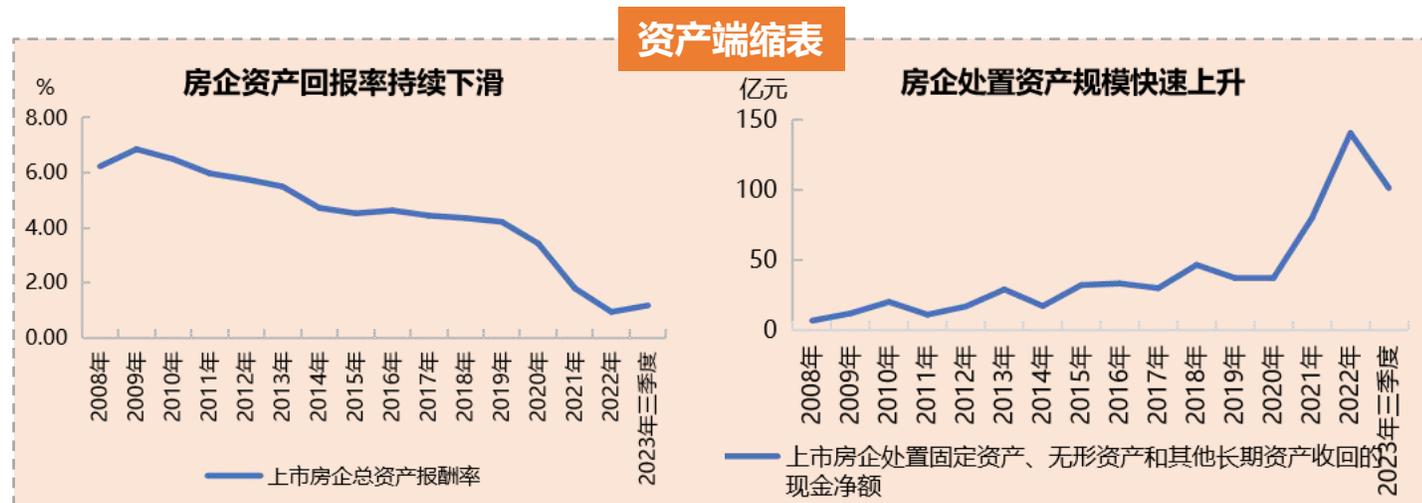
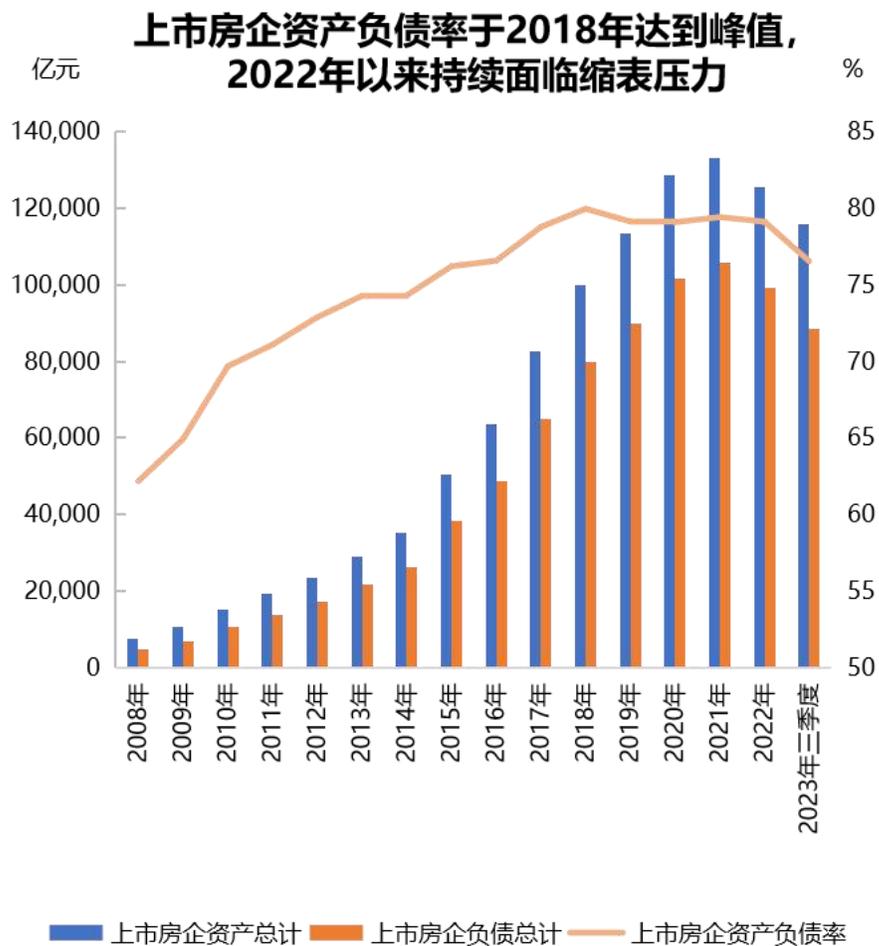
#### 工业下游行业利润占比仍处于较低水平



## （2） 债务过快积累且资产回报不足的企业

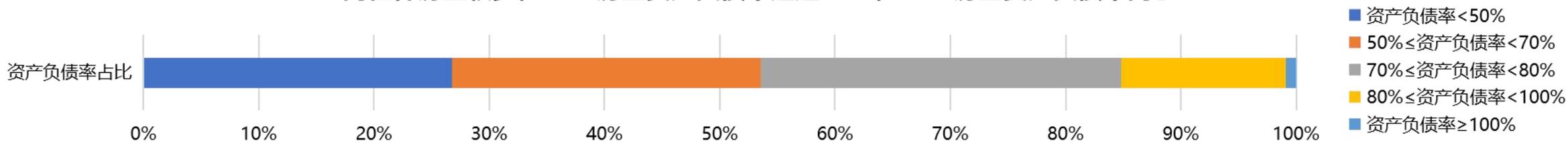


### （3）处于转型调整阶段的房地产行业面临资产负债表收缩压力

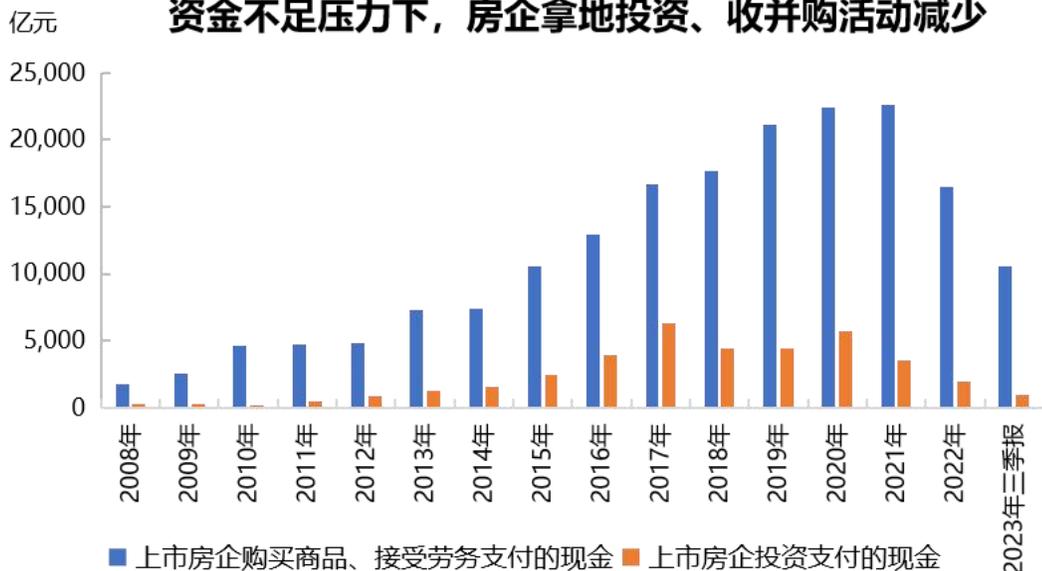


## -当前房企资产端与负债端陷入失衡，资产负债表收缩及其影响仍在继续

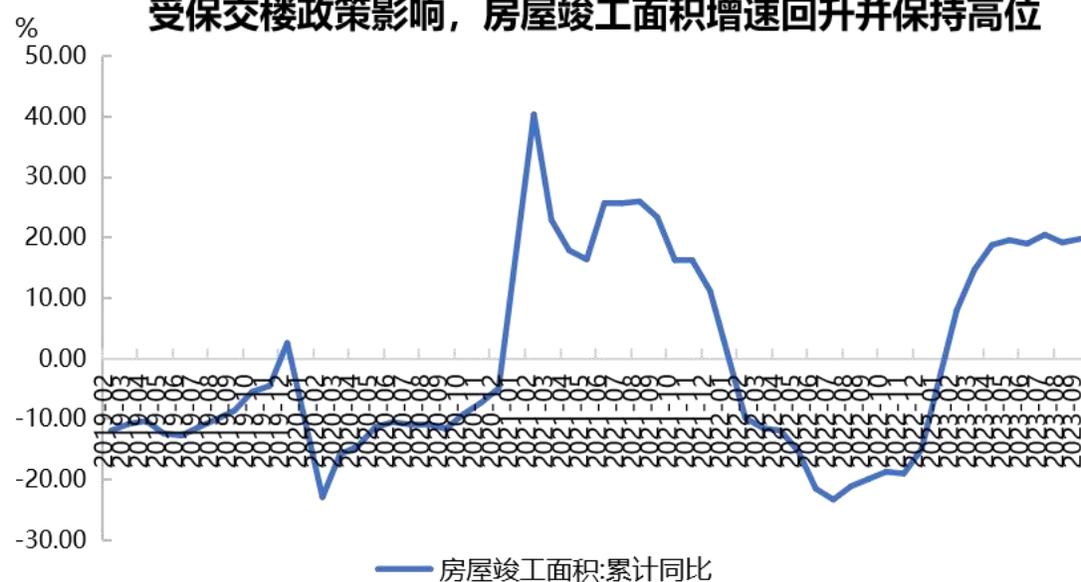
高杠杆房企较多，45%房企资产负债率超过70%，15%房企资产负债率高于80%



资金不足压力下，房企拿地投资、收并购活动减少



受保交楼政策影响，房屋竣工面积增速回升并保持高位

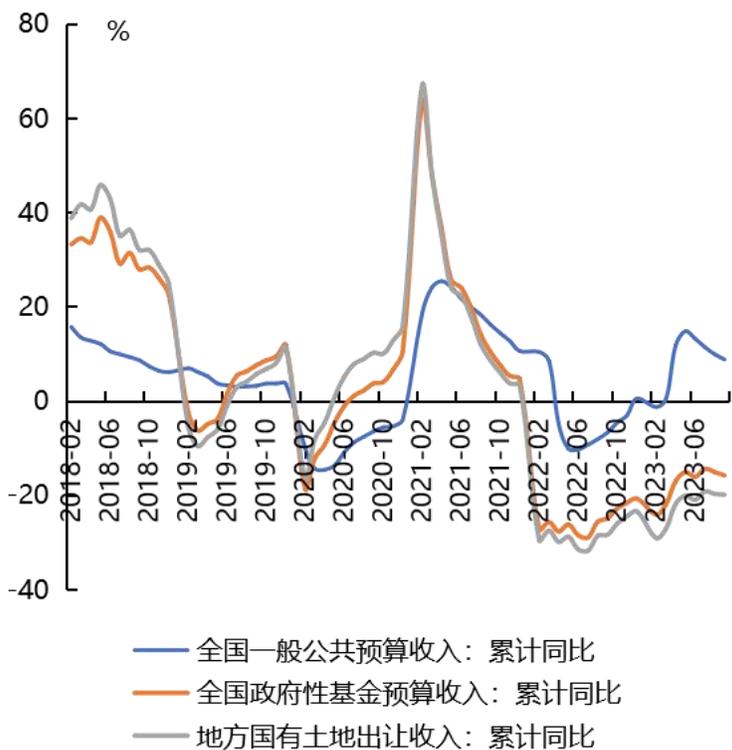


当前房企资产端与负债端陷入失衡，资产负债表收缩及其影响仍在继续.....

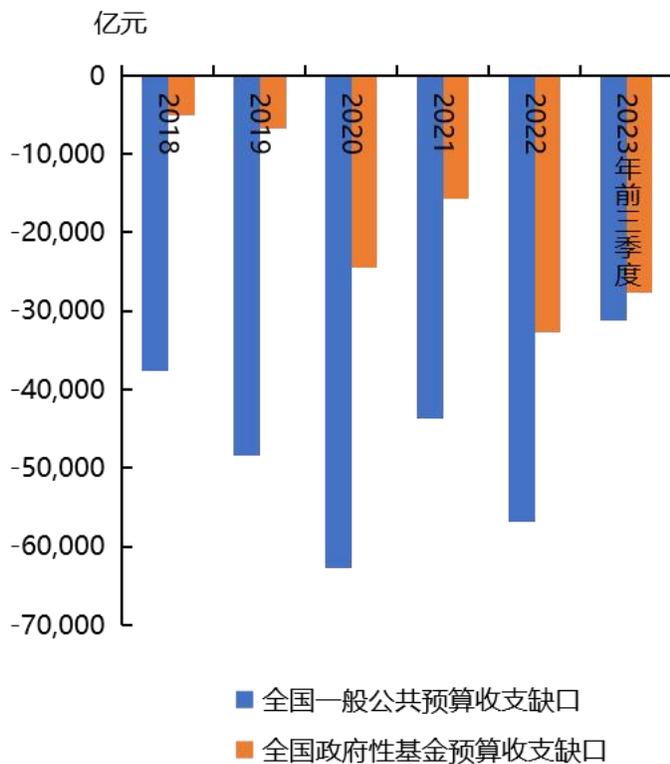
## ■ 政府部门：财政收支承压下地方政府债务规模快速上升，资产负债表局部受损但总体尚可

### ➤ 3.1 疫情冲击、房地产深度调整下，政府财政收支缺口加大

疫情冲击叠加房地产深度调整下财政减收明显

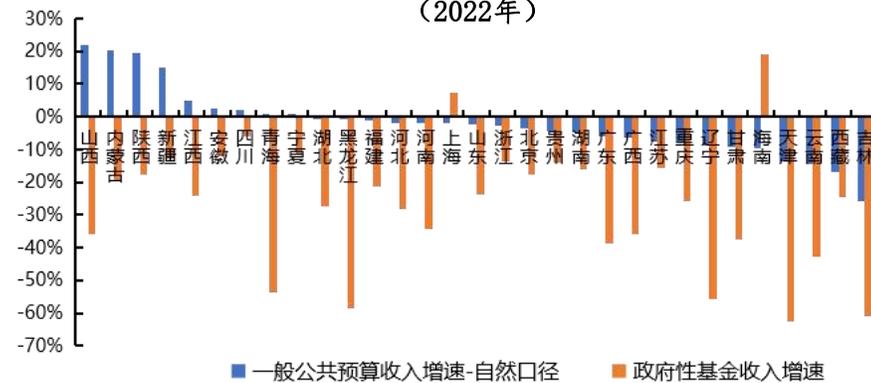


近年来财政收支缺口保持高位

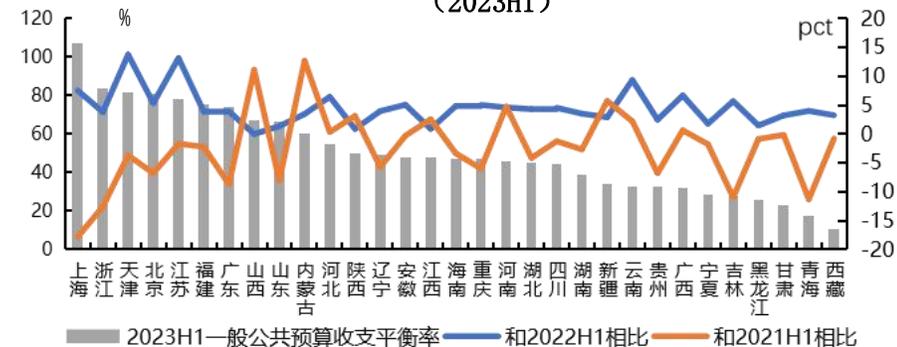


地方财政持续承压

仅9省一般公共预算收入正增长，29省政府性基金预算收入下降（2022年）

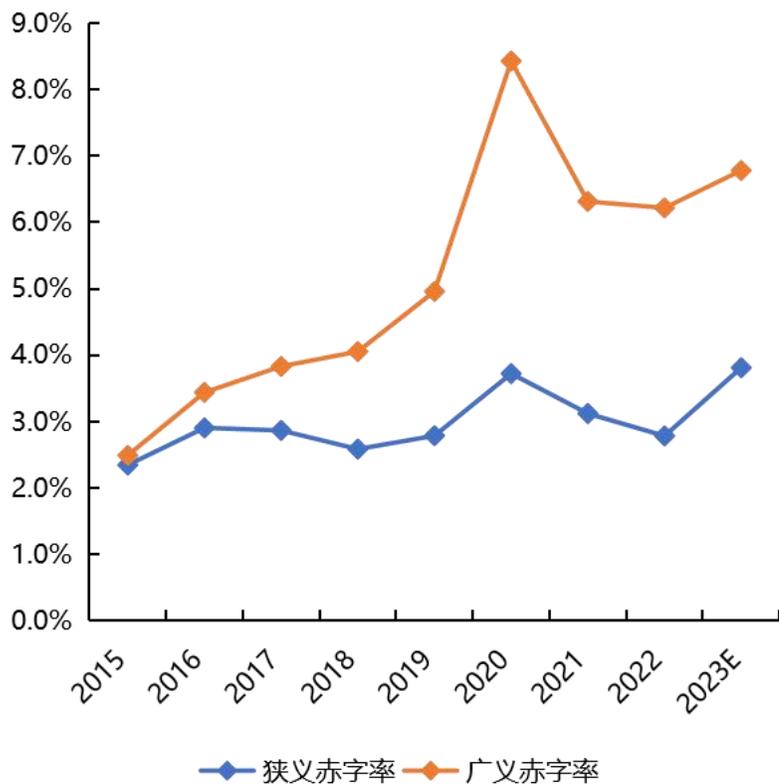


超七成省份（22省）财政平衡率较2021年同期回落（2023H1）

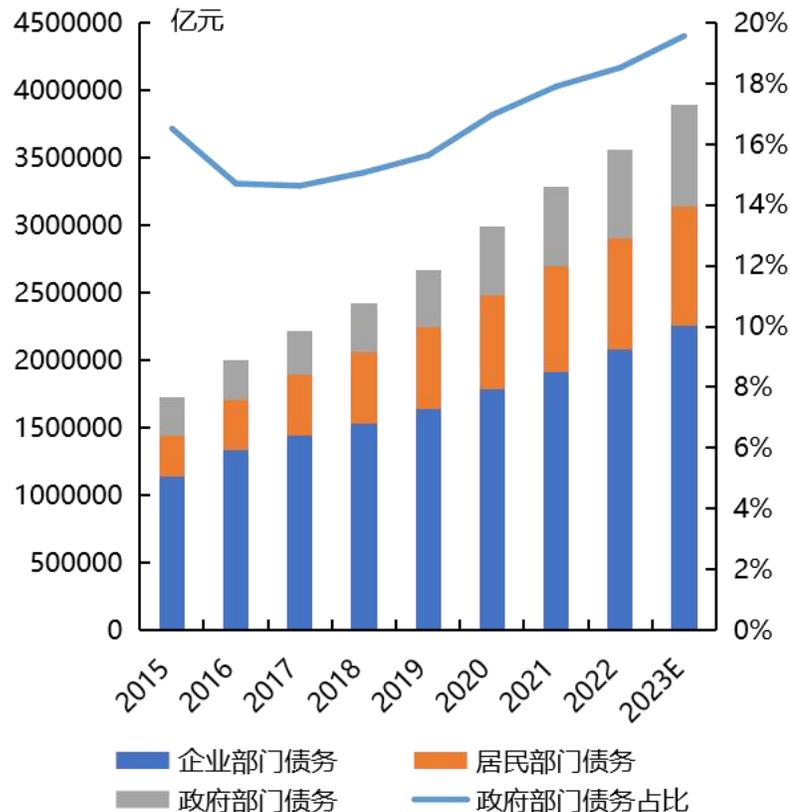


— 扩张性财政政策持续发力，政府债务规模尤其是地方政府债务快速上升，但从国际比较看整体较低

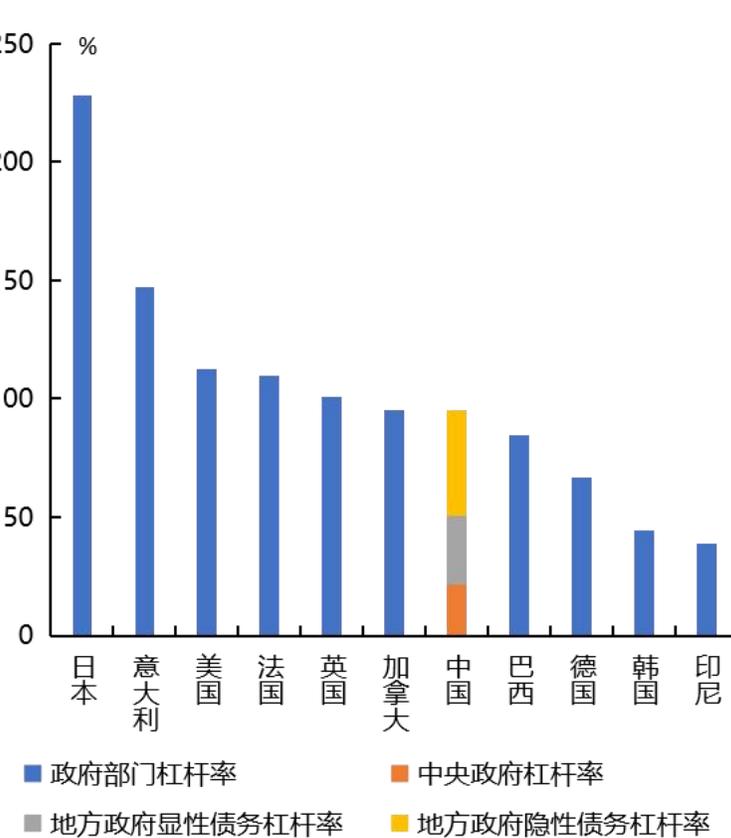
近年来稳增长压力下积极财政政策持续发力



政府部门债务快速增长且占比持续抬升



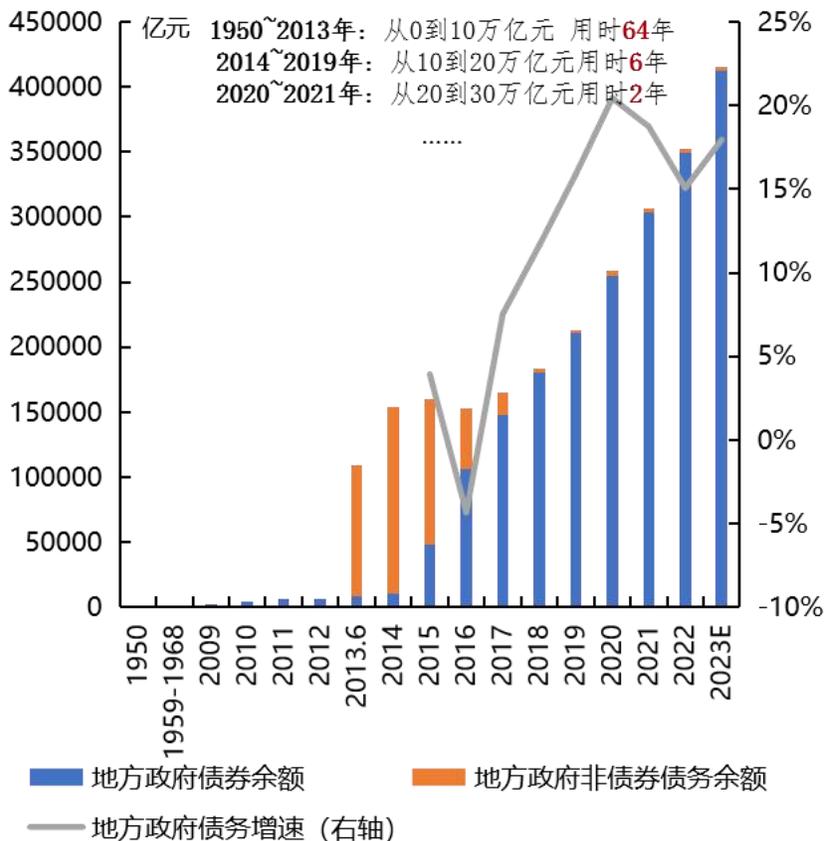
中国政府部门杠杆率相比其他国家较低



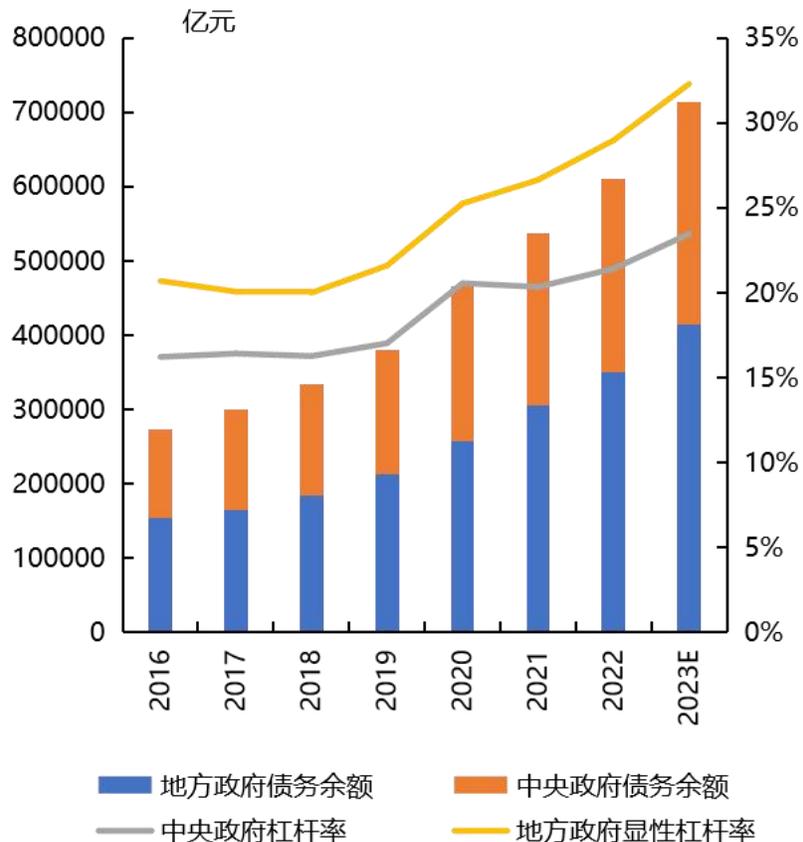
注：广义赤字率另含特别国债、新增专项债、2022年盘活的用于项目建设的专项债

## — 地方政府为加杠杆主体，中央财政仍有较大空间

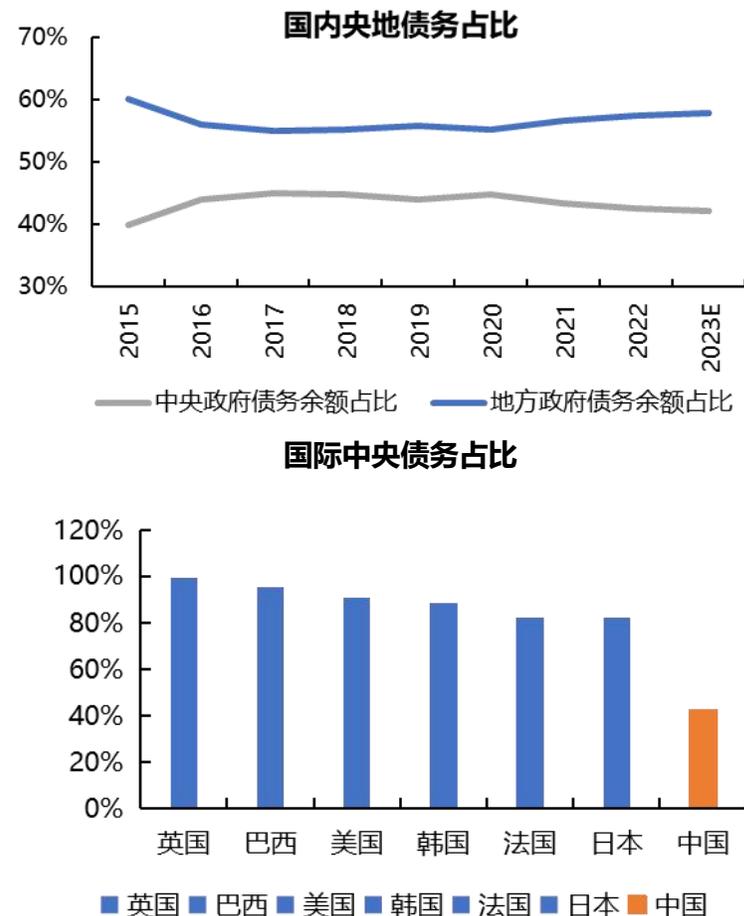
### 近年来地方债快速扩容



### 地方政府债务余额及杠杆率明显高于中央



### 我国中央政府债务占比较低



## ➤ 3.2 地方政府性债务的结构性及区域性风险较为突出

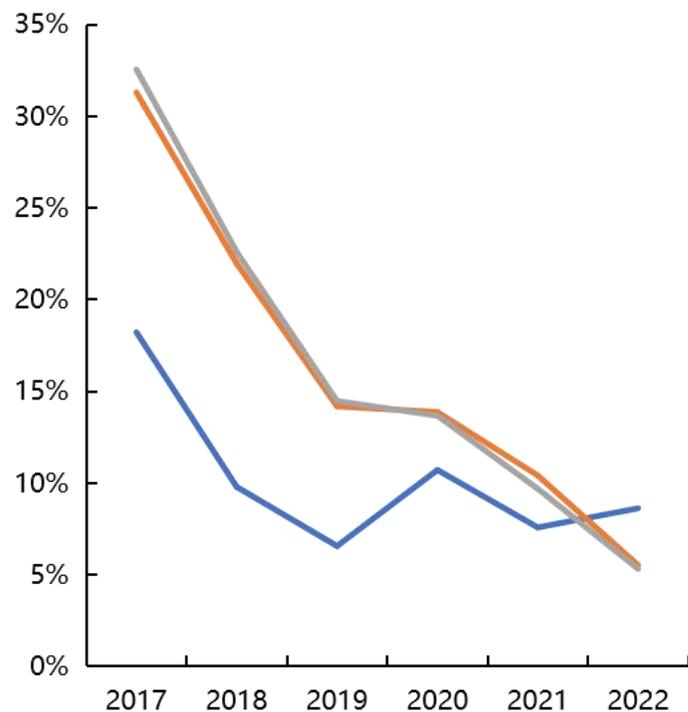
- 1. 在控增化存下，以融资平台为主要载体的隐性债务增速虽有放缓，但存量规模仍较大

### 2022年五个口径计算下的地方政府隐性债务规模

(单位: 万亿元)

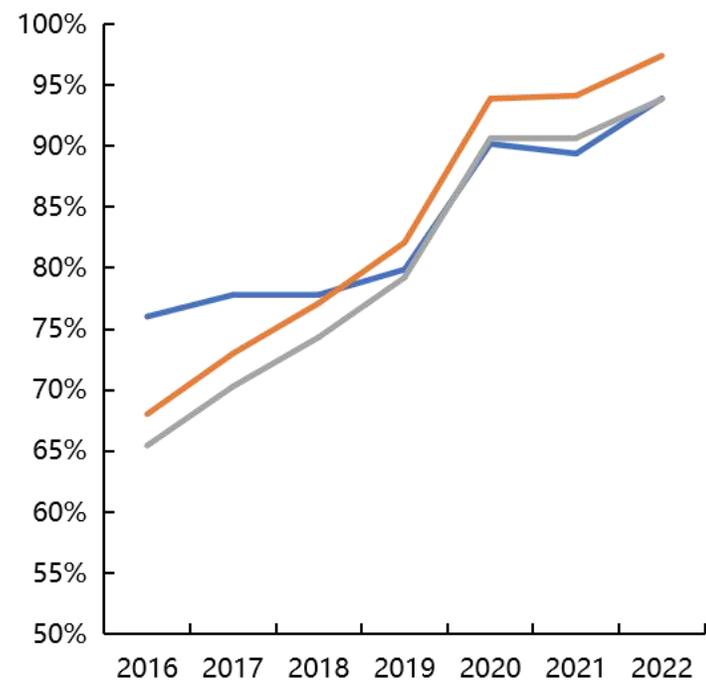
口径	融资平台 贷款	融资平台非 标	融资平 台债券	政府付 费型 PPP	抵押补充 贷款 (PSL)	隐性 债务	平台债 务占比
口径一	30.52	3.27	12.62	3.15	3.15	52.64	88.03%
口径二	融资平台有息债务			政府付 费型 PPP	抵押补充 贷款 (PSL)	隐性 债务	平台债 务占比
	50.64			3.15	3.15	56.88	88.94%
口径三	纯平台 有息债务	准平台 其他应收款		政府付 费型 PPP	抵押补充 贷款 (PSL)	隐性 债务	平台债 务占比
	45.99	0.35		3.15	3.15	52.59	88.03%
口径四	融资平台有息债务 (剔除江浙北上广所有融资平台)			政府付 费型 PPP	抵押补充 贷款 (PSL)	隐性 债务	平台债 务占比
	32.67			3.15	3.15	38.97	83.83%
口径五	融资平台有息债务 (剔除部分经营性现金流覆盖能力 较强的平台)			政府付 费型 PPP	抵押补充 贷款 (PSL)	隐性 债务	平台债 务占比
	40.54			3.15	3.15	46.84	86.55%

### 隐性债务规模增速持续放缓



— 口径一 — 口径二 — 口径三

### 含隐性债务的政府负债率有所抬升



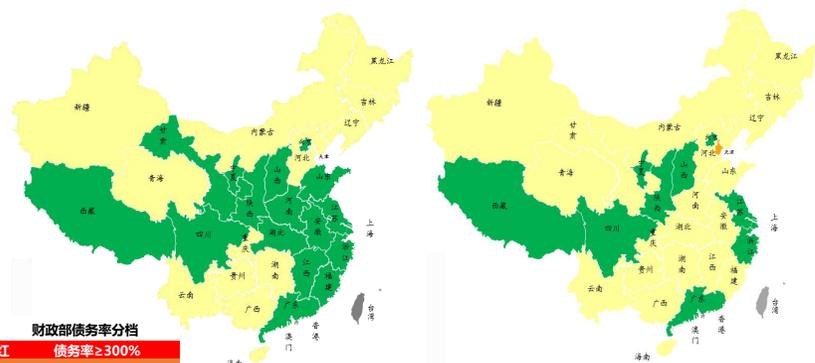
— 口径一 — 口径二 — 口径三

## 地方财政承压下区域风险被动上升，且分化加剧

### 显性债务口径下红橙黄绿分档

2021年

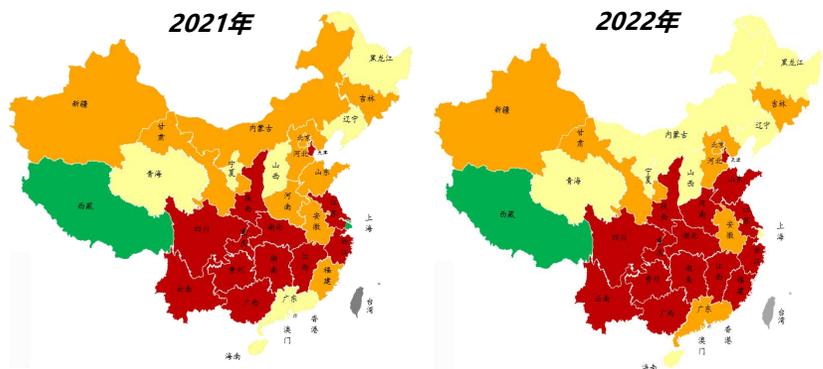
2022年



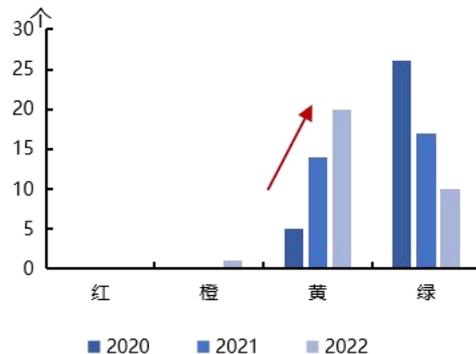
### 广义债务口径下红橙黄绿分档

2021年

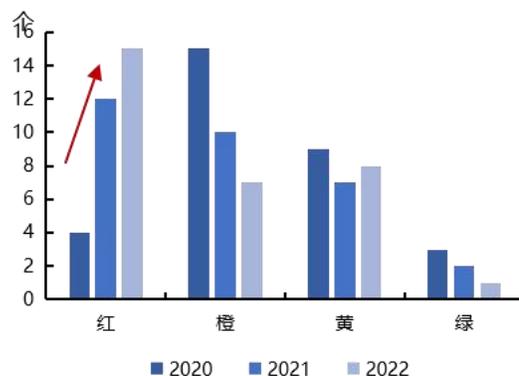
2022年



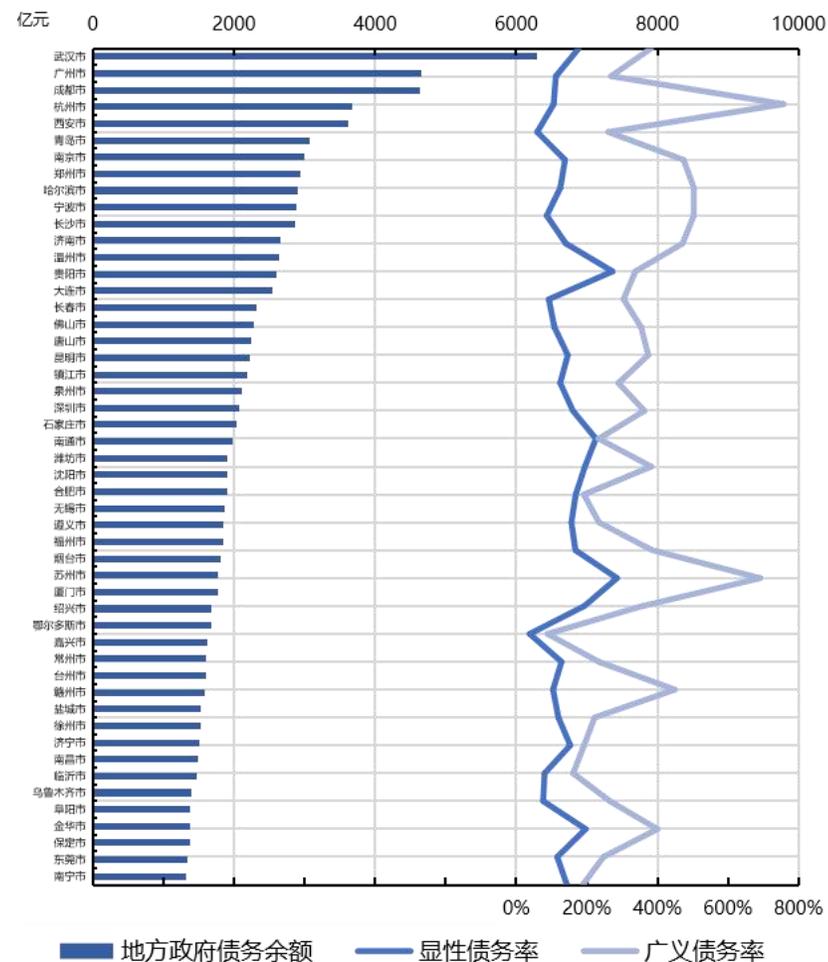
### 2020~2022年显性债务率分档中由绿到黄省份数量大幅上升



### 2020~2022年广义债务率分档中纳入红档省份个数大幅上升

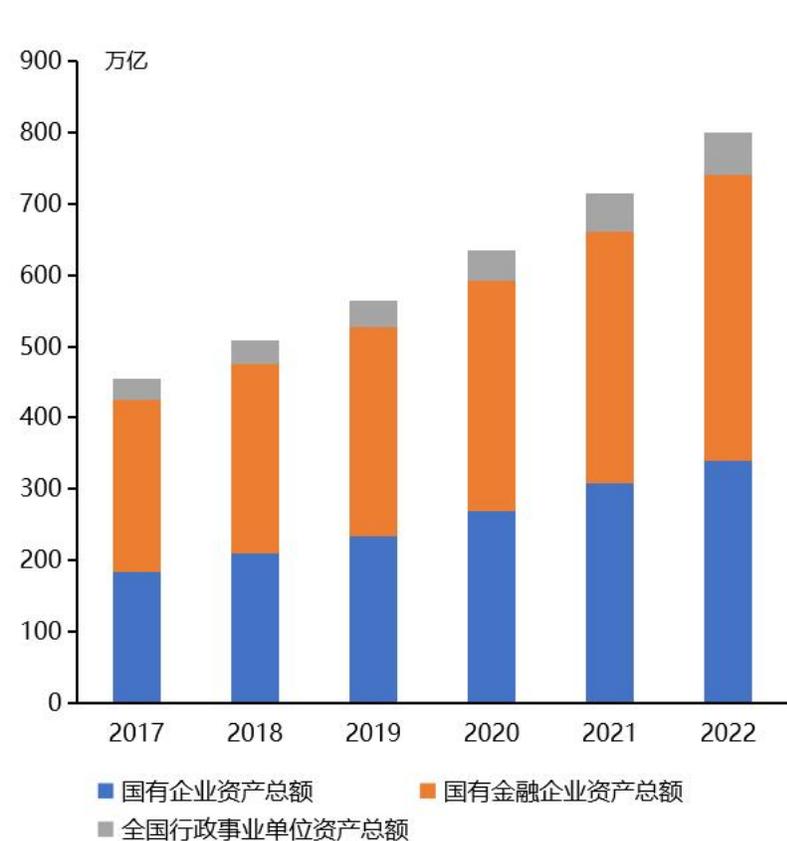


### 2022年地方政府债务余额TOP50地级市

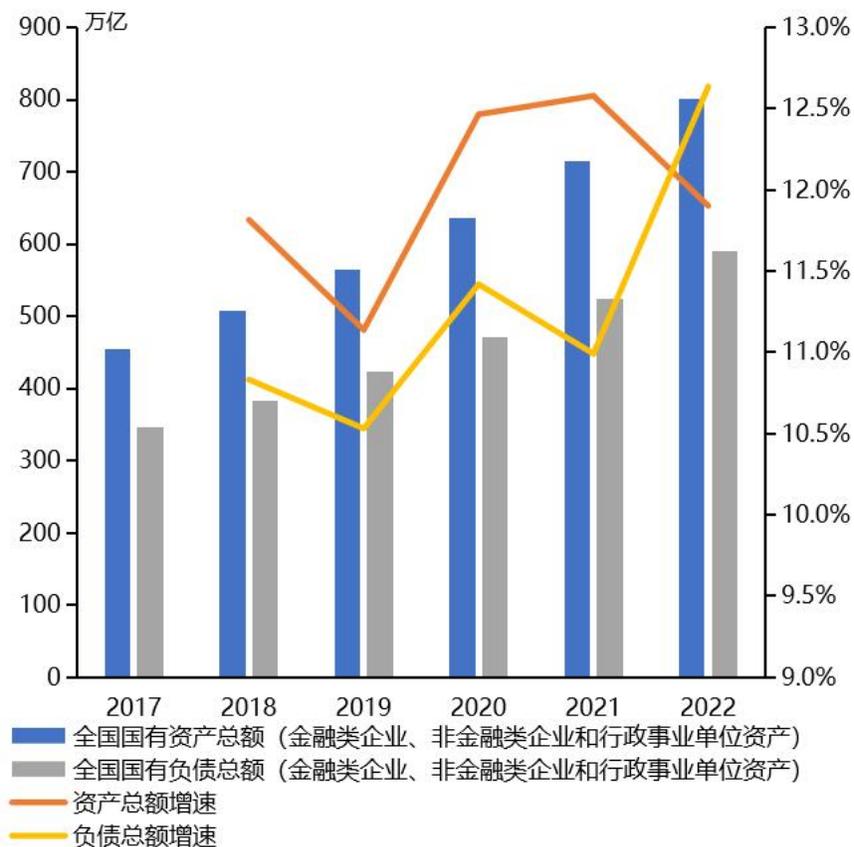


### ➤ 3.3 考虑庞大的资产端保障后，总体风险尚可，更多是流动性风险

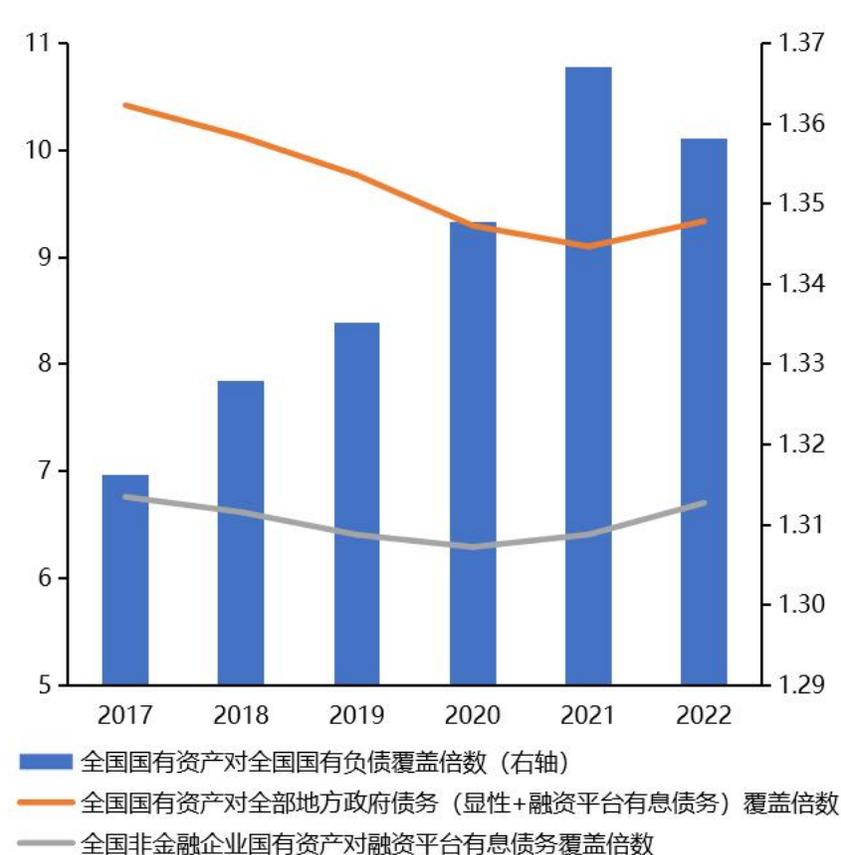
全国国有资产总额规模庞大且稳步增长，2022年已超800万亿元



全国国有资产总额增速整体高于国有负债总额增速

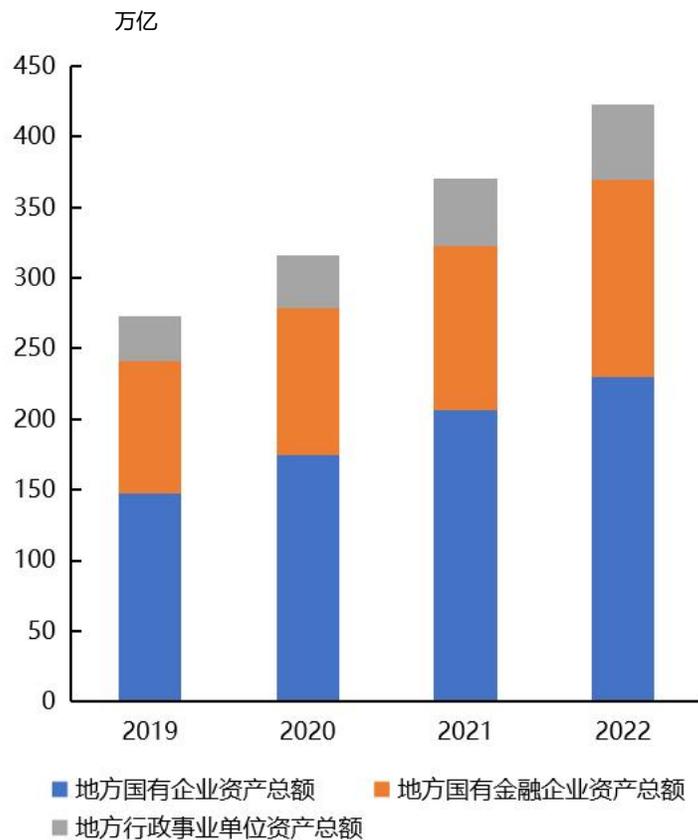


国有资产对地方政府性债务的覆盖倍数较高

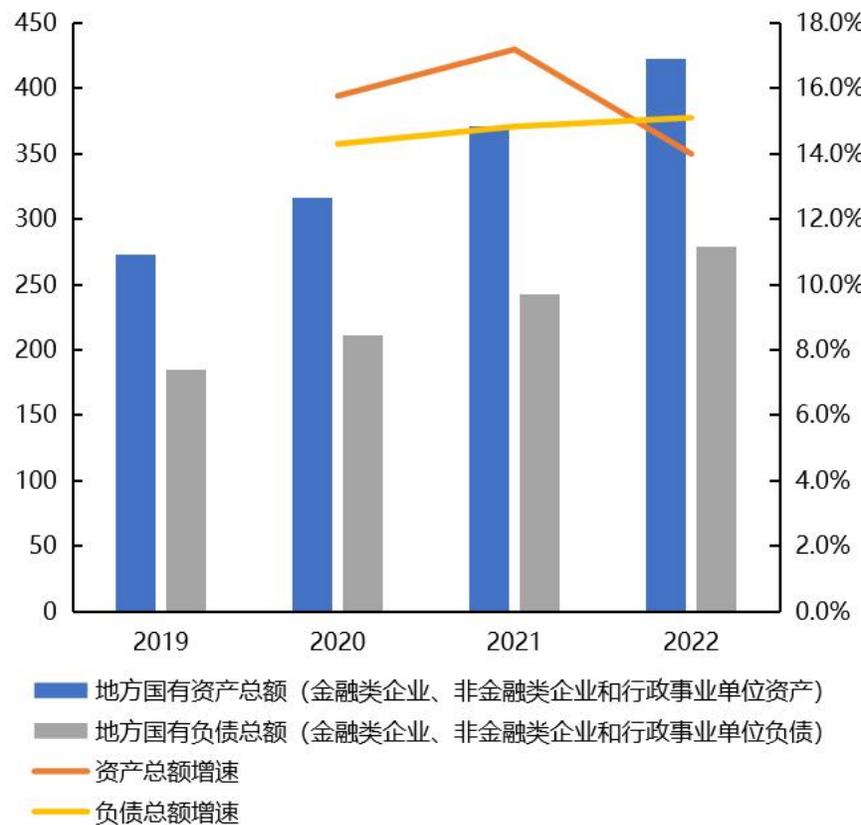


### ➤ 3.3 考虑庞大的资产端保障后，总体风险尚可，更多是流动性风险

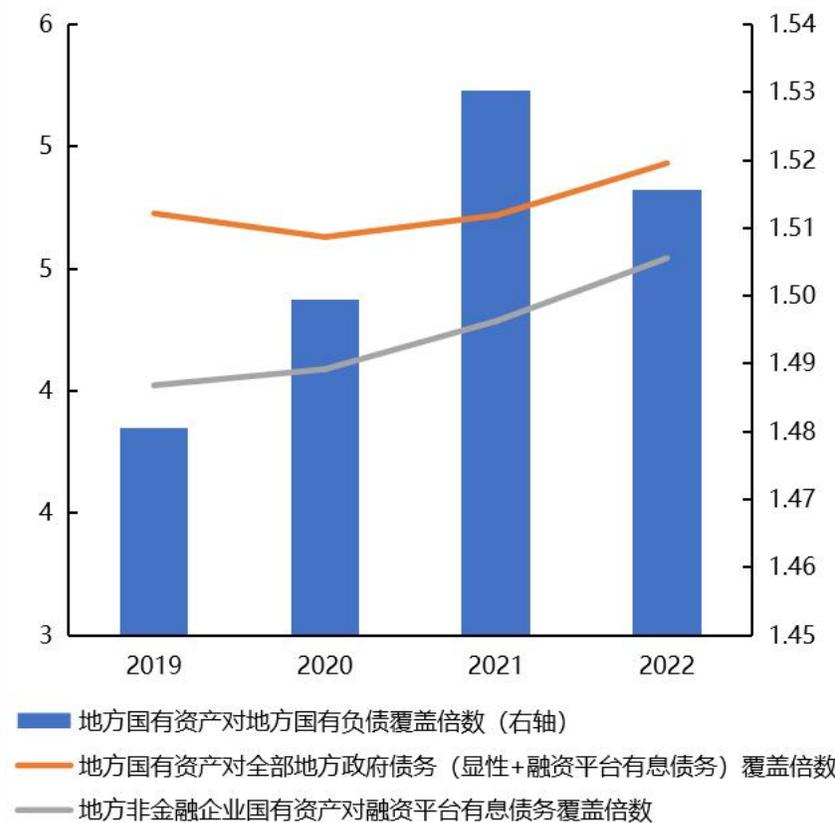
地方国有资产总额持续增长，  
2022年已超400万亿元



地方国有资产总额增速整体高于负债增速  
2022年有所下降



地方国有资产对地方政府性债务的覆盖倍数  
同样较高



注：2017-2018未公布地方国有金融企业资产规模，此页3图暂从2019年开始统计。

# 目 录

- 一、当前各部门资产负债表表现：冲击受损后迈向修复中
- 二、影响资产负债表修复的逻辑主线
- 三、资产负债表修复的路径选择与建议

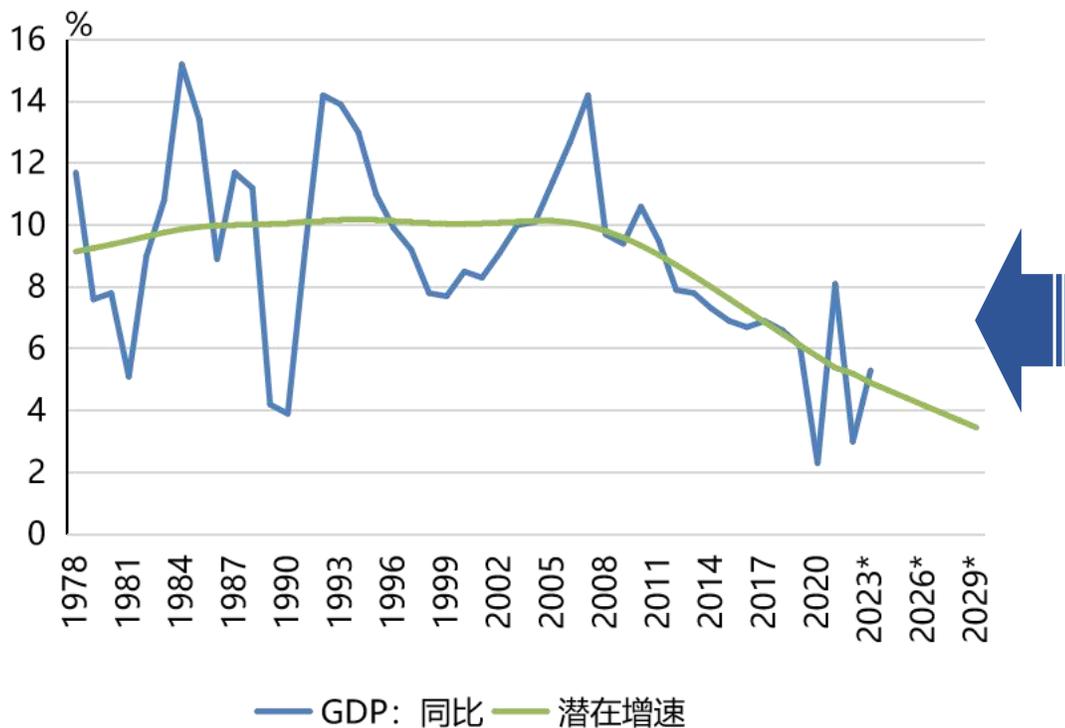
## ■ 不可忽视的周期性、趋势性、结构性因素叠加下的中国经济调整

周期性

结构性

趋势性

多重因素影响下我国中长期增速有下行压力



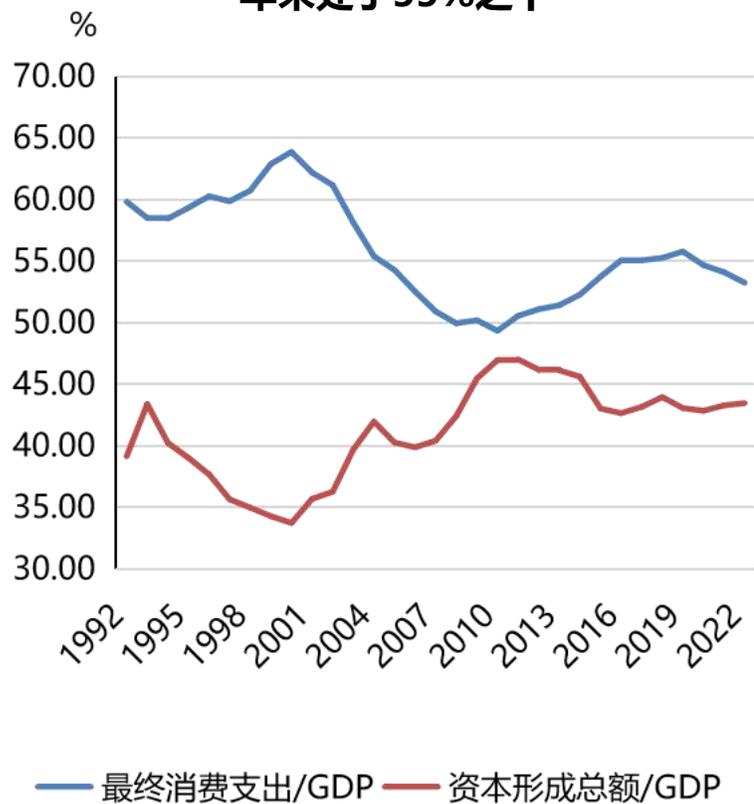
疫情影响长期化：磁吸效应

西方对中国经济的叙事模式改变

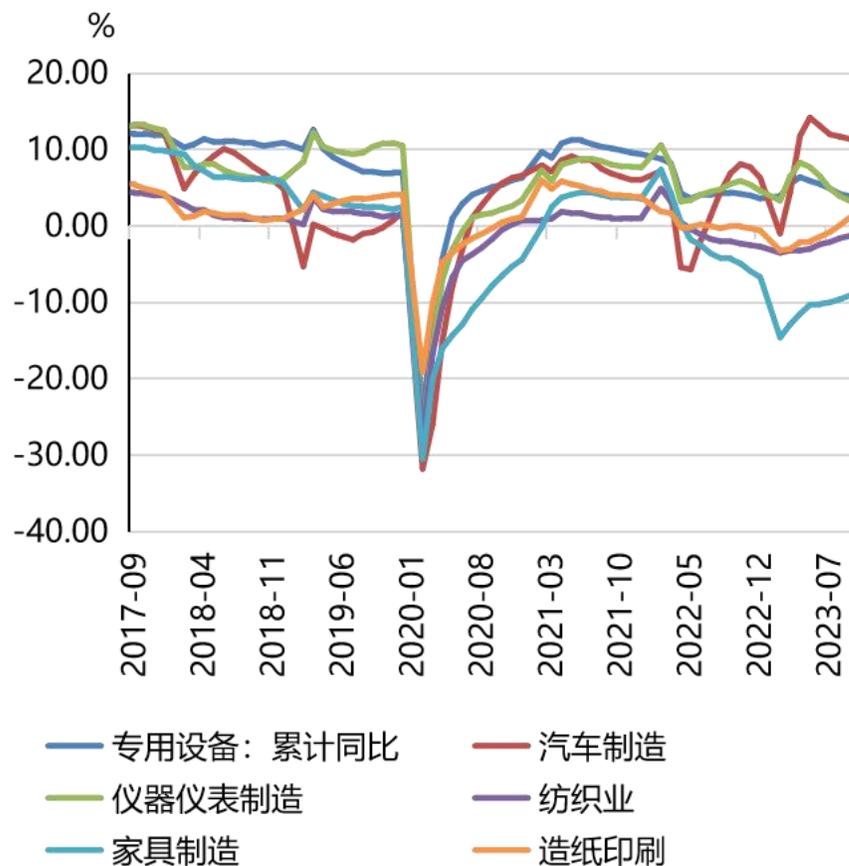
大国博弈、地缘政治风险下产业转移或超预期

## 一 周期性、趋势性、结构性因素叠加下的经济调整

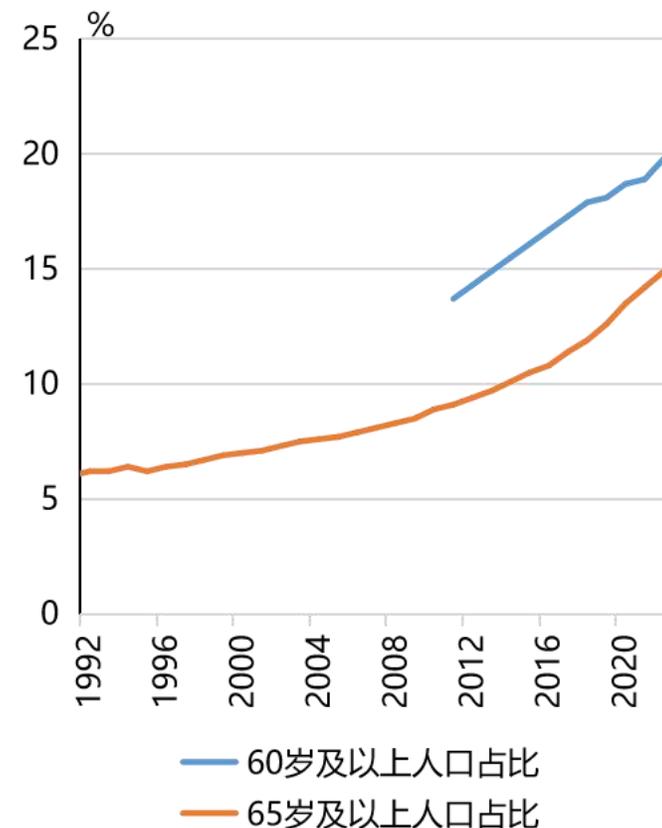
### 我国最终消费率（包含政府消费）近年来处于55%之下



### 高新技术产业增加值增速显著高于传统产业



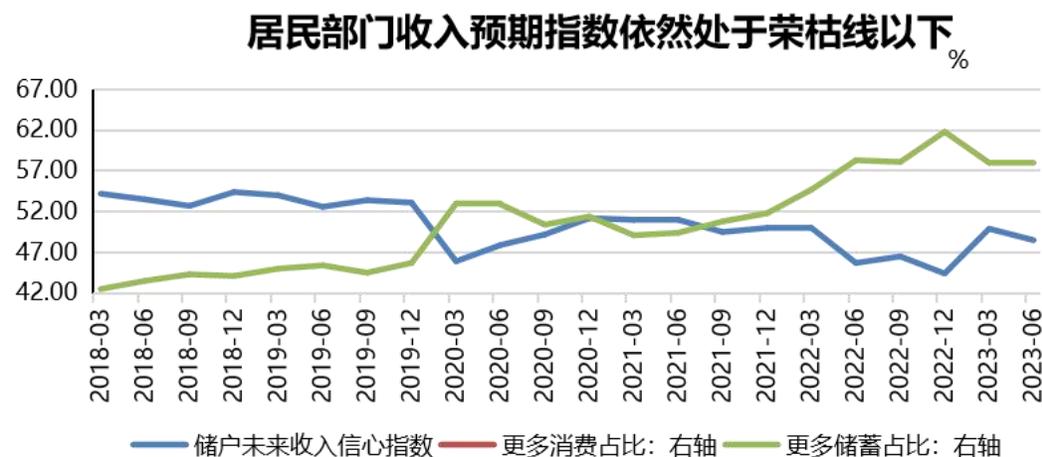
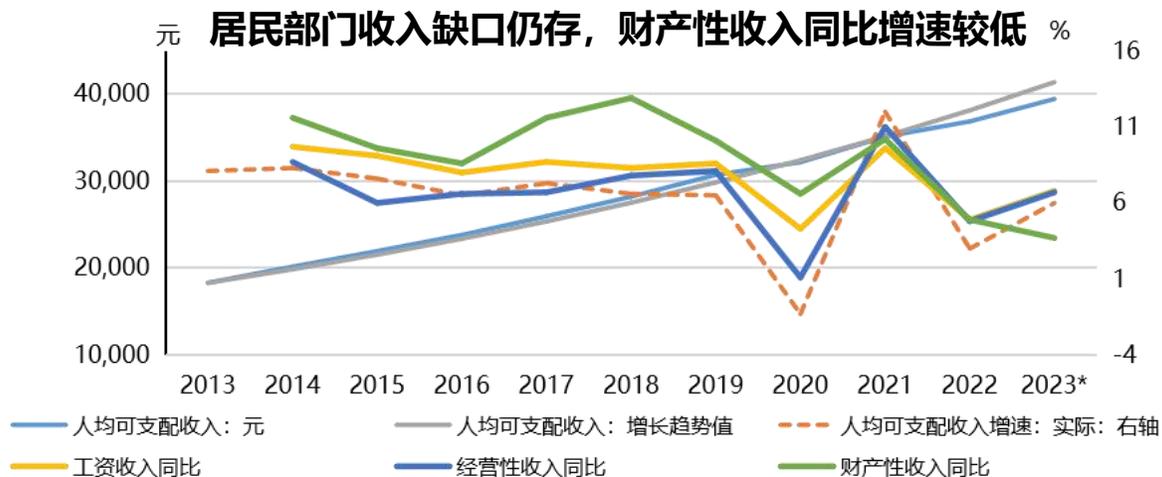
### 我国人口结构老龄化持续加深



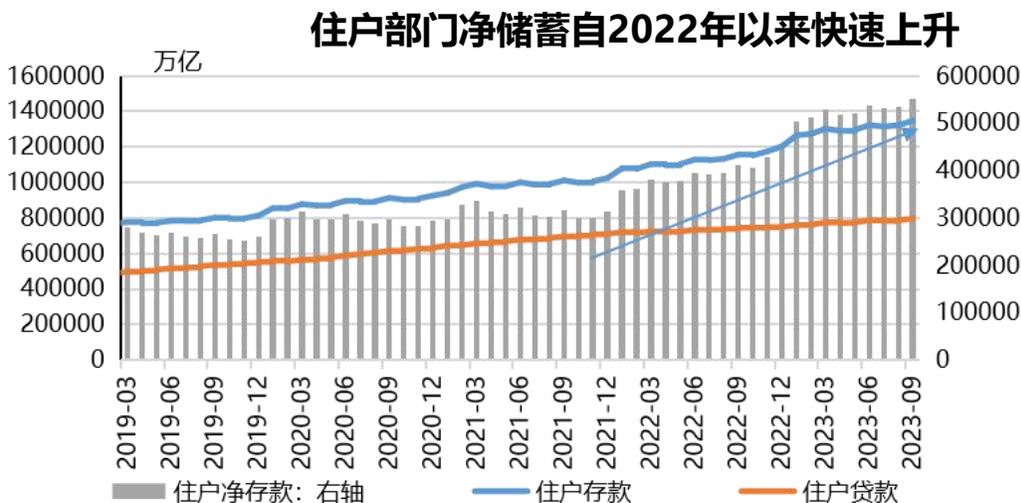
## ■ 影响资产负债表修复的三条逻辑主线

1. 疫情磁吸效应和收入预期变化、谨慎动机增强等影响下居民行为函数发生显著变化

➤ 1.1 新增超额储蓄、减缓新增贷款、赎回理财产品变化反应居民风险偏好降低、流动性偏好增强

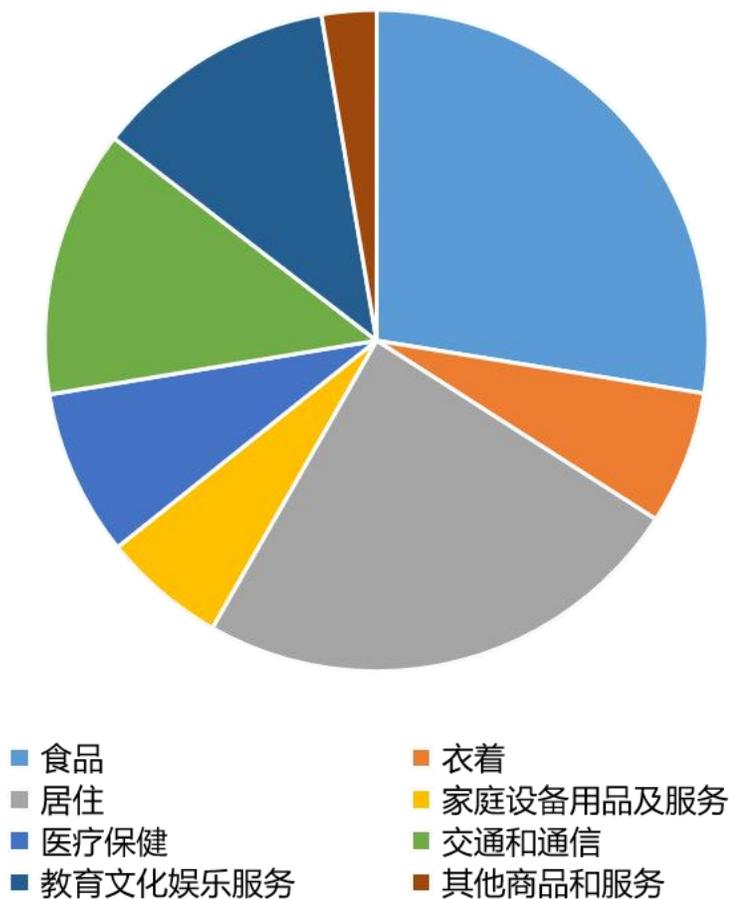


### 居民边际消费倾向在持续下降

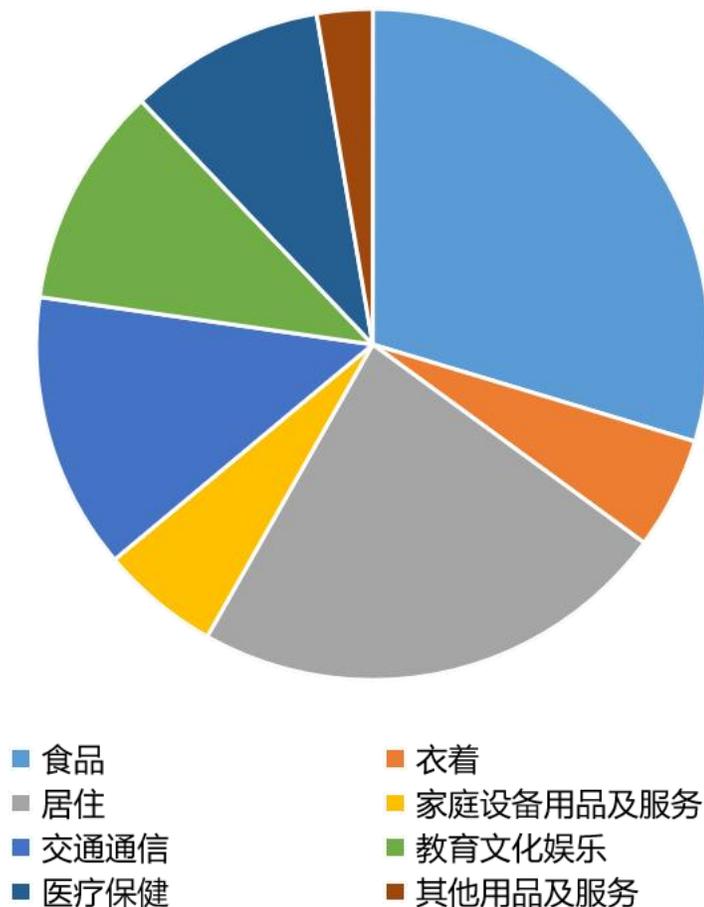


➤ 1.2 从居民消费行为来看，受疫情磁吸效应影响，消费降级现象持续存在

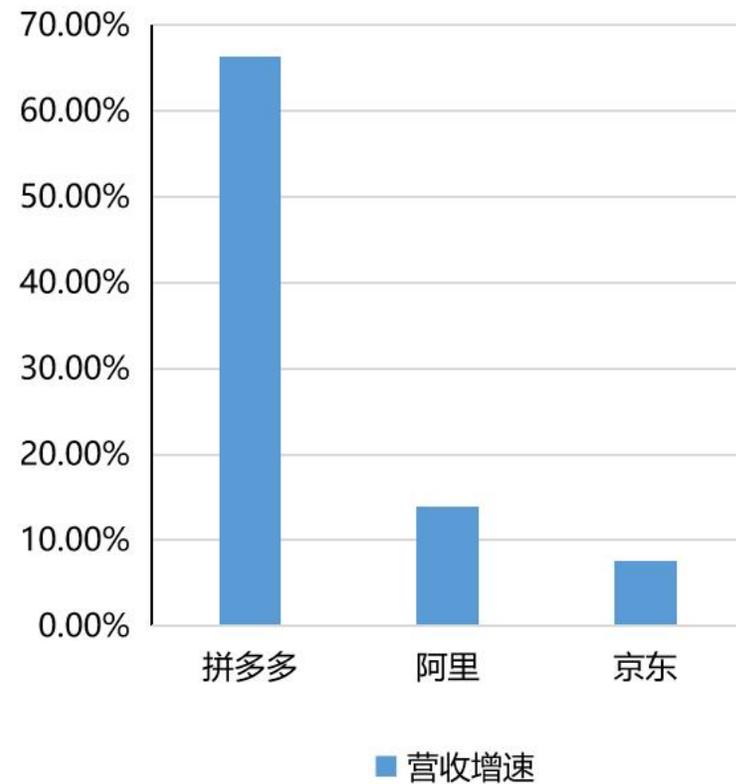
2019年居民消费结构



2023年前三季度居民消费结构

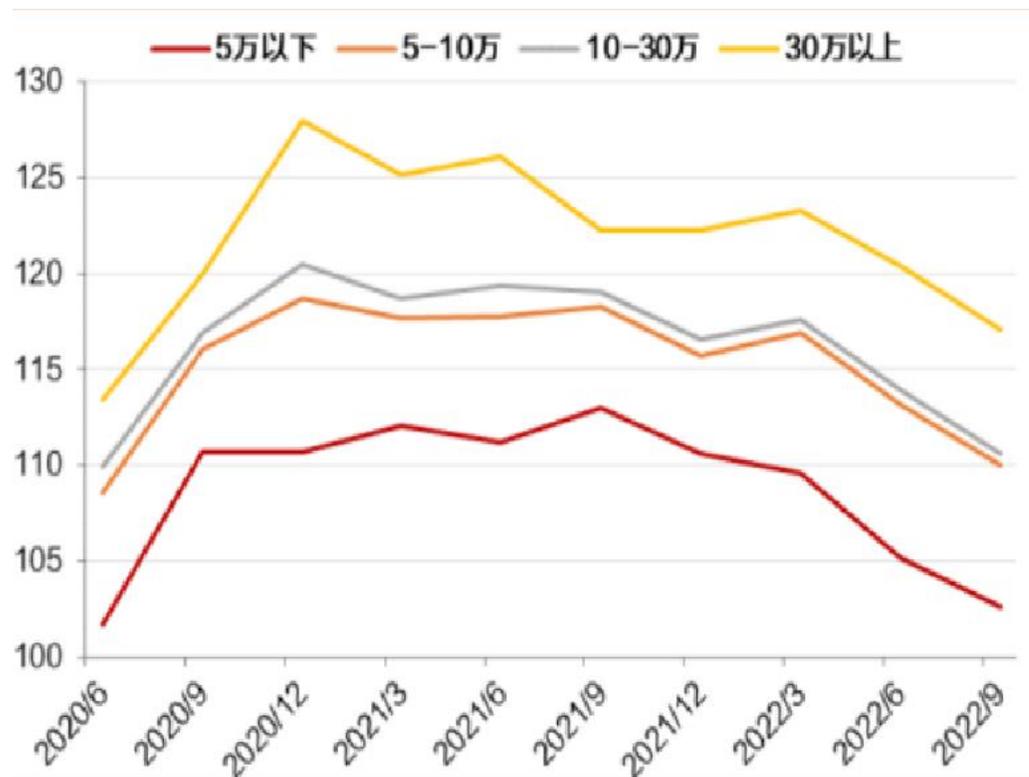


今年二季度拼多多营收增速较快



➤ 1.3 从消费的收入结构上看，作为消费基本盘的低收入人群，其消费收缩或更为严重

家庭消费变动指数总体回落

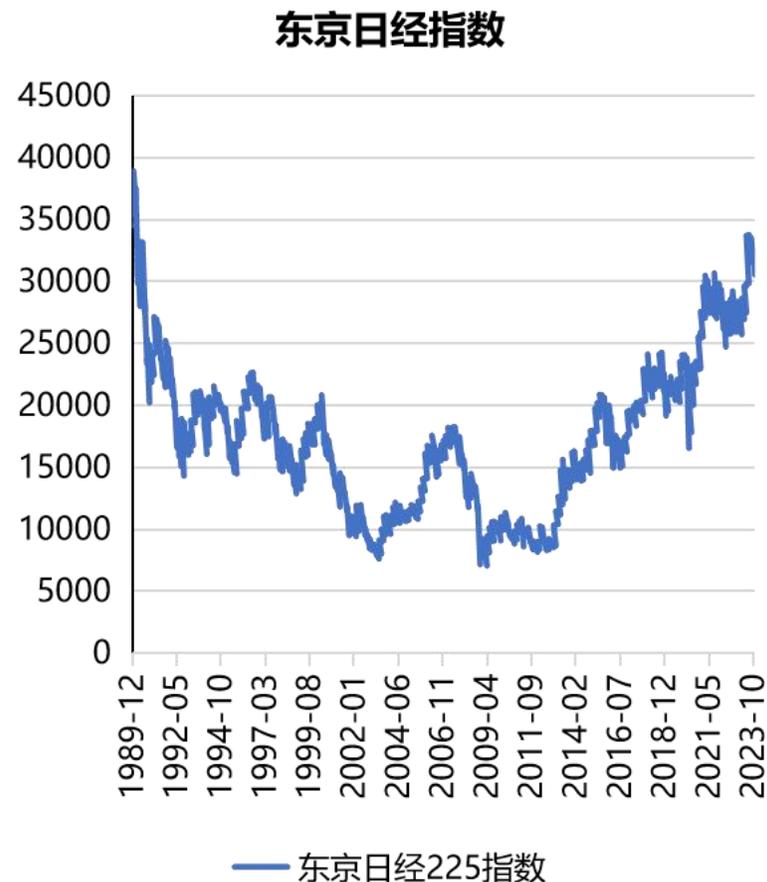
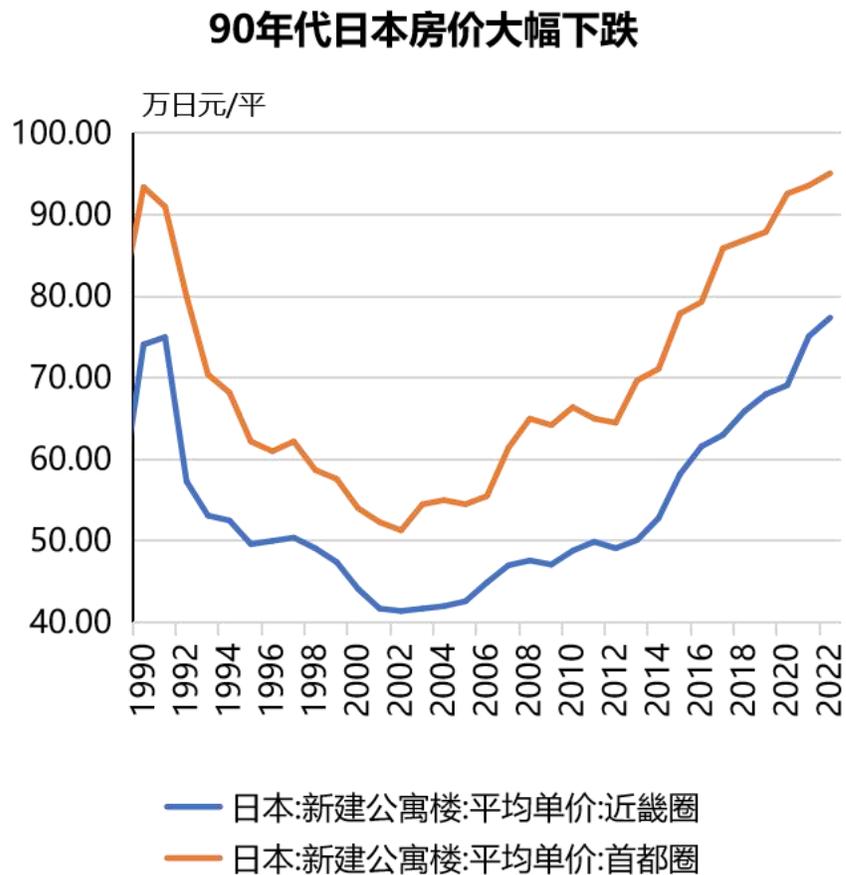
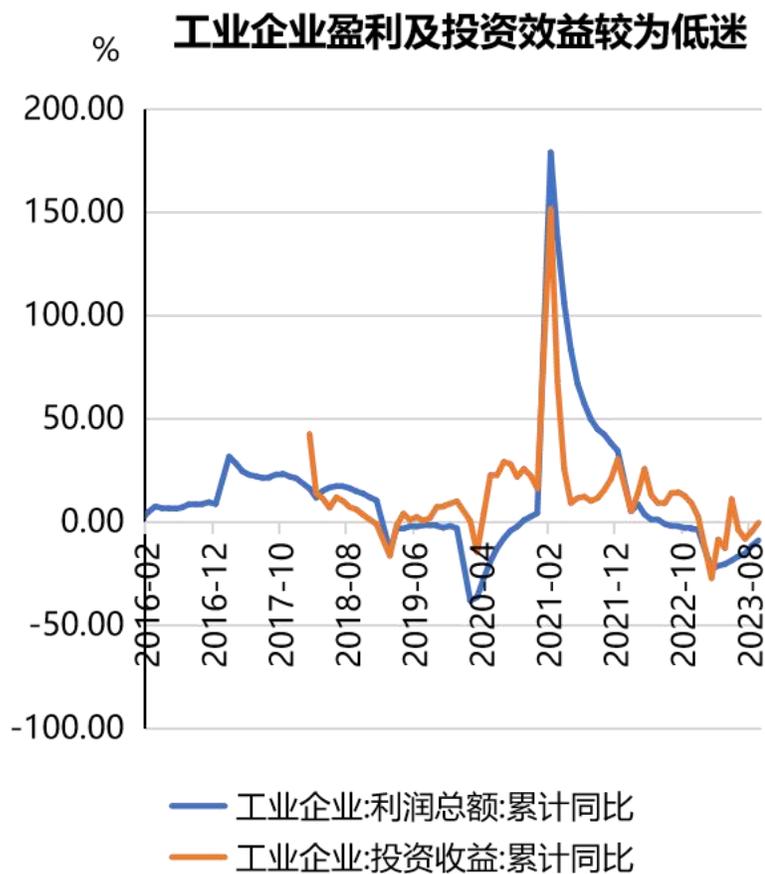


家庭消费预期指数有所分化



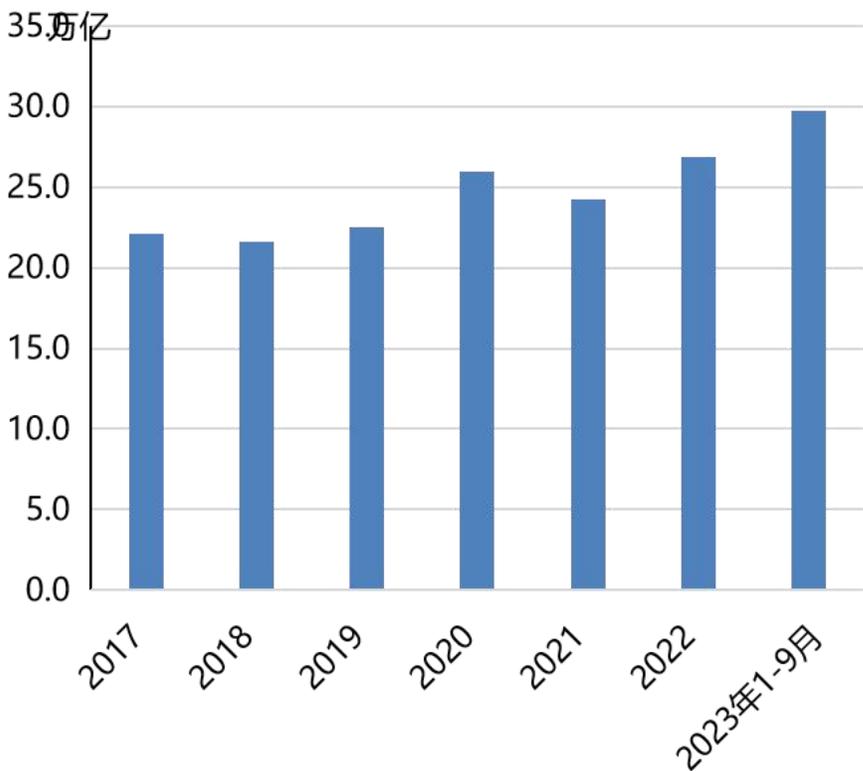
## 2. “求生存”目标下企业行为风险最小化

➤ 2.1 从企业行为的变化原因上来看，企业盈利的下滑和投资效益的恶化是主要原因



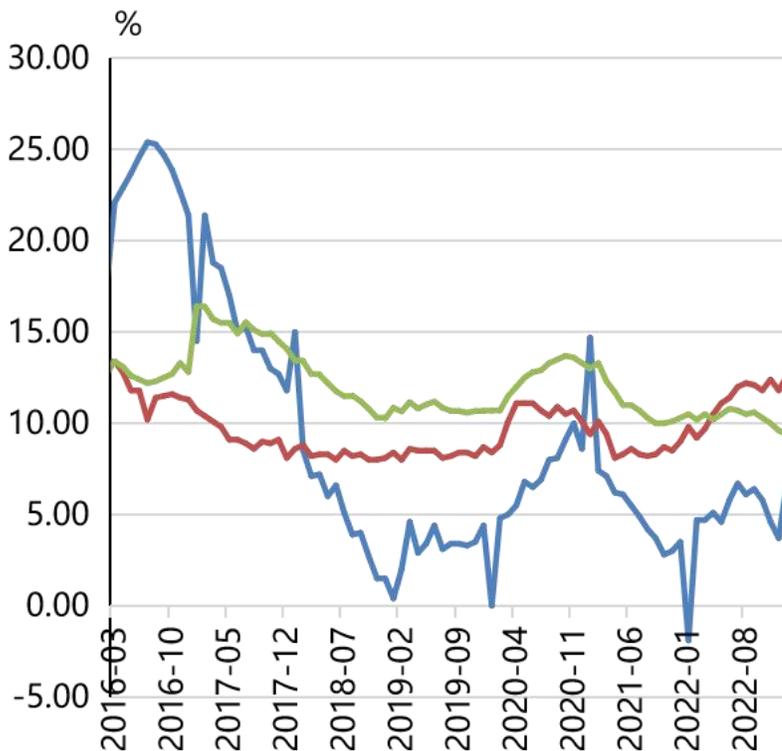
## 2.2 “求生存”目标下企业行为风险最小化：自发融资需求相对较弱

政府债券融资占社融规模（月均值）持续走高



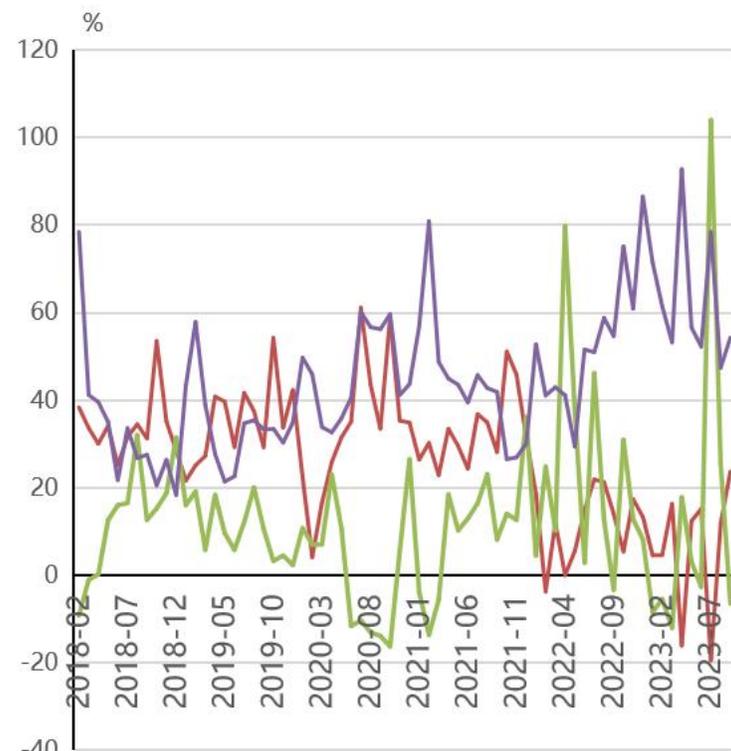
■ 政府债券融资规模/社融规模：月均值

今年以来M1同比增速持续走低，M2与社融剪刀差持续存在



— M1同比 — M2同比 — 社融存量同比

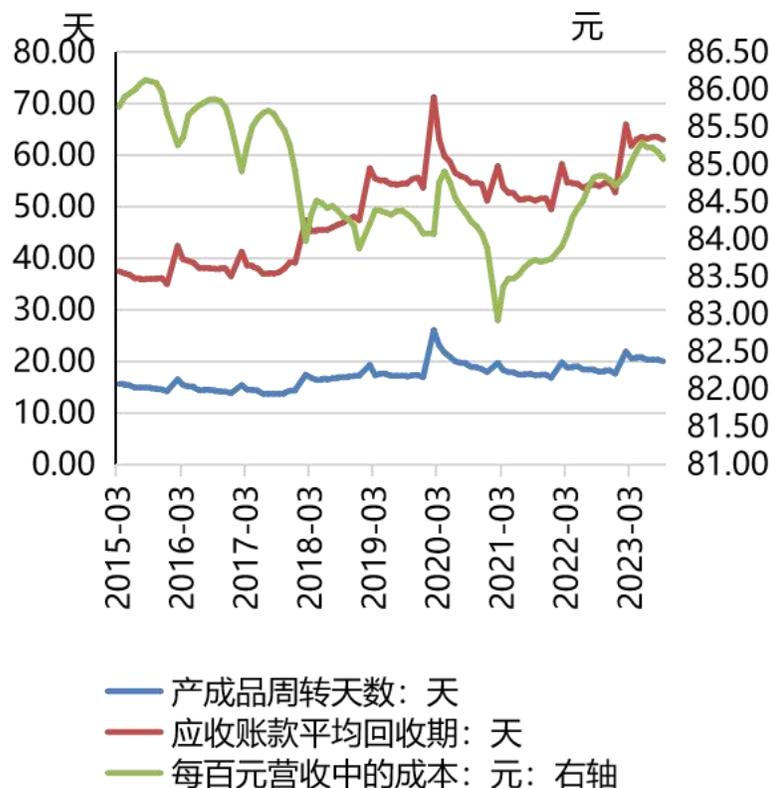
企业中长期贷款占比总体有所改善



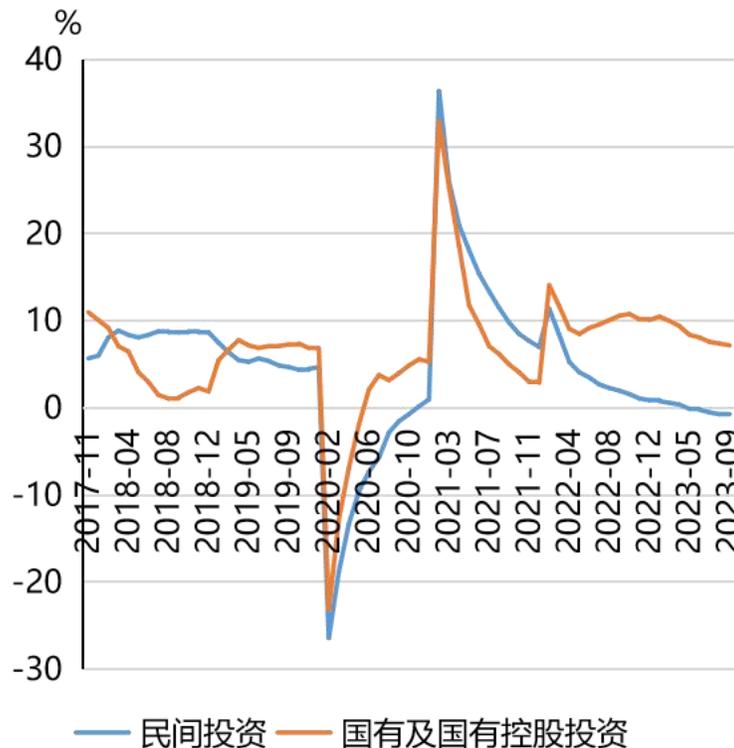
— 居民户：中长期贷款占比 — 企业：中长期贷款占比  
— 企业：票据融资占比

➤ 2.3 “求生存”目标下企业行为风险最小化：周转变慢、成本较高、利润修复偏慢等诸多因素影响，扩大生产与投资的意愿不足

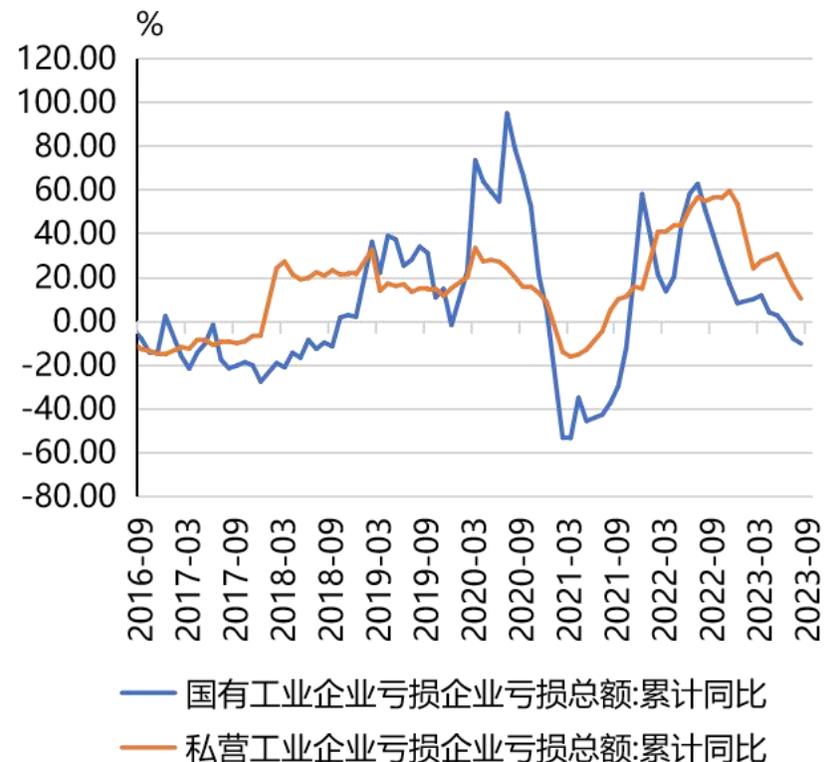
工业企业周转流通速度偏慢、成本高



民间投资与国有投资同比增速



私营工业企业亏损面依旧较大



### 3. 土地财政弱化、债务约束下地方政府行为空间受挤压



有限政府--无限政府

当前债务问题核心是流动性问题

房地产超调下的土地财政弱化

财政资金使用结构与效率错配

财政减收、脆弱性上升

土地抵押融资受限

“债务-资产”转化效率不高

投资收益与现金流承压

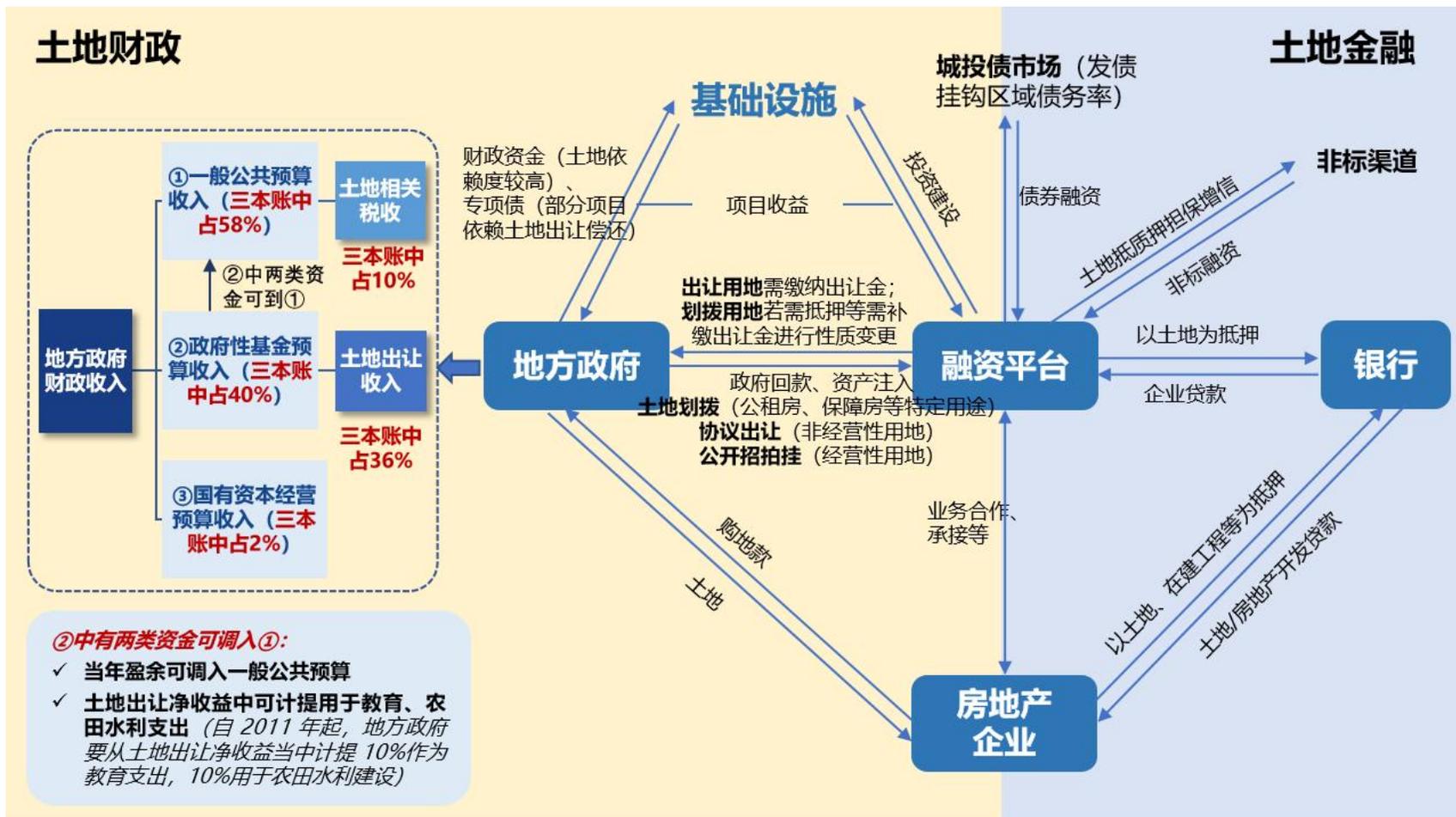
地方政府还本付息承压，隐性债务尤甚

2023年估算	付息规模 (亿元)	占GDP比重 (%)	占社融比重 (%)	占综合财力比重 (%)
情形1: 仅地方债付息	11882	0.92	0.31	4.06
情形2: 地方债付息+融资平台债务付息	42896	3.31	1.13	14.66
情形3: 地方债到期量*还本比例+地方债付息+城投债到期量*还本比例+融资平台债务付息	52086	4.01	1.37	17.80

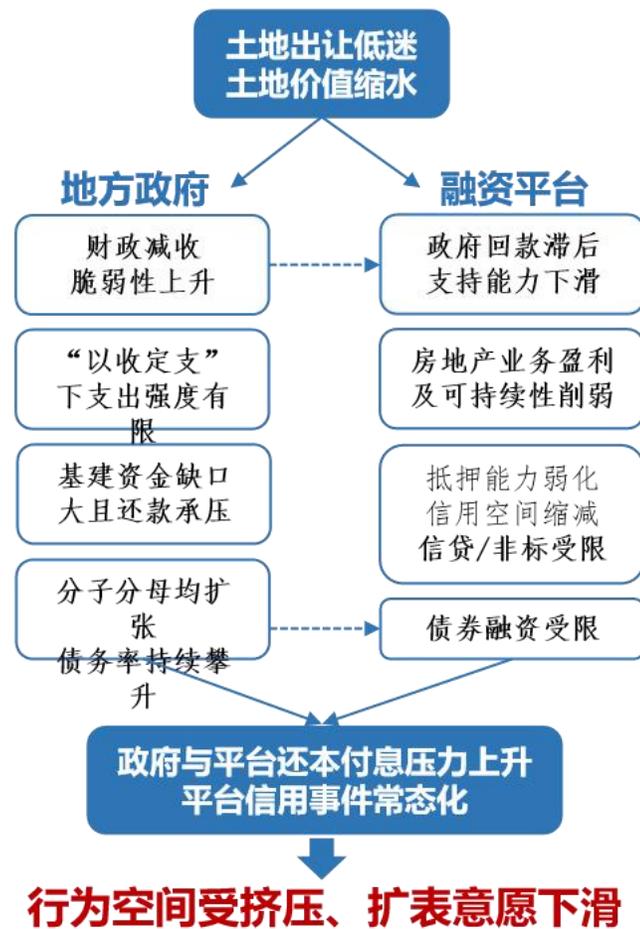
还本付息压力上升

债务约束下  
行为空间受挤压  
扩表意愿下滑

### 3.1 土地财政和土地金融难以为继，制约地方政府扩表意愿

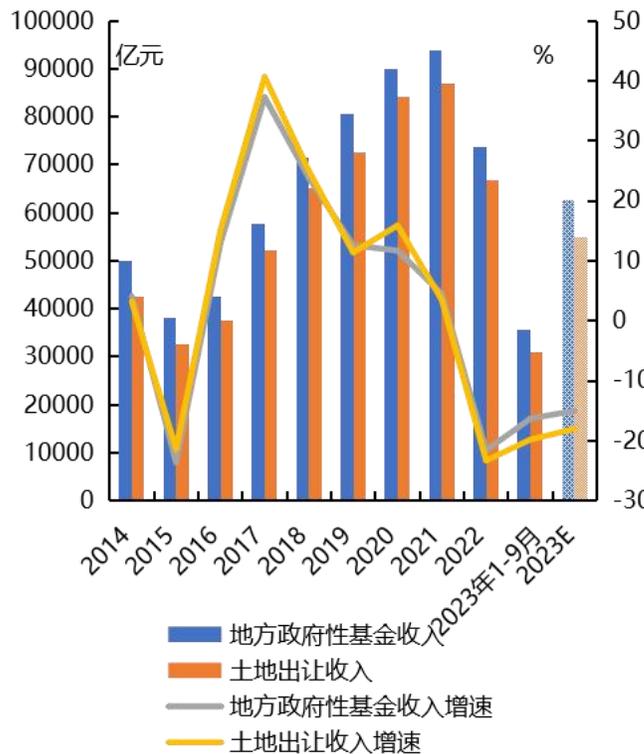


#### “以地谋发展”模式难以为继

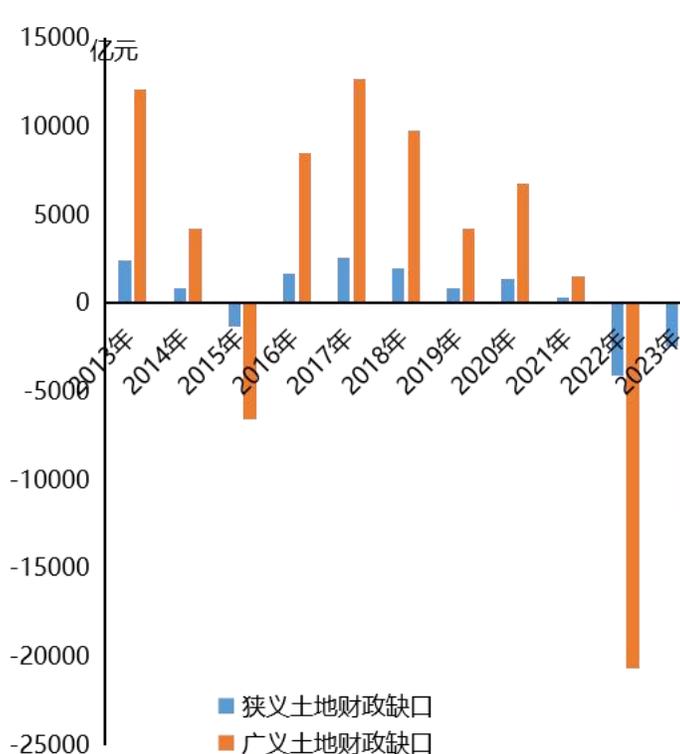


## 土地财政弱化下地方财政减收、脆弱性上升，偿债能力削弱

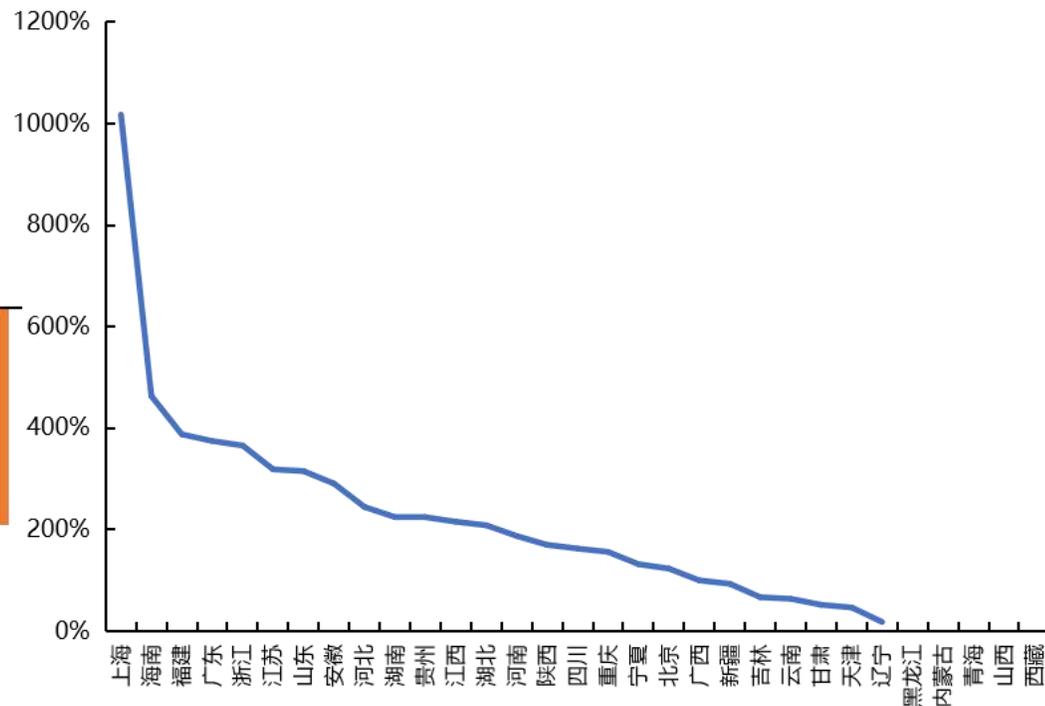
### 土地出让收入难大幅改善 地方政府性基金收入承压



### 广义土地财政缺口或仍超万亿 狭义土地财政缺口或超2000亿



### 各地土地出让收入对区域债务利息支出的覆盖程度分化明显 西部及东北地区普遍较弱 (2022年)



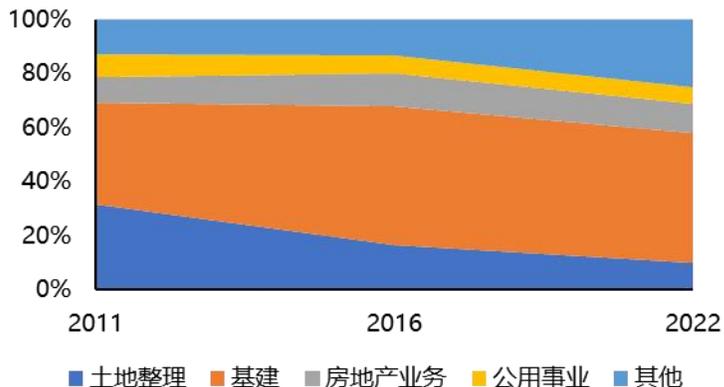
注：2023年地方政府性基金收入、土地出让收入增速按-15%、-18%估算

注：①青海、山西、西藏、内蒙古、黑龙江无2022年土地出让收入数据  
②区域债务指地方债及城投有息债务，城投债务利息支出按2022年末存量城投债平均票面利率估算

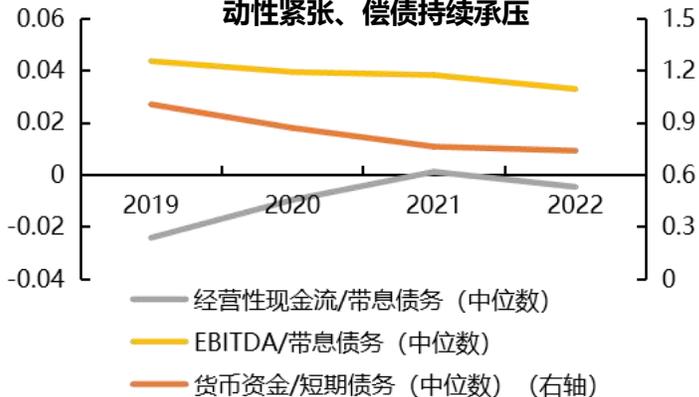
# 土地相关业务收缩、抵押融资受限、政府回款滞后等影响融资平台偿债及发展

## 城投土地相关业务或继续收缩

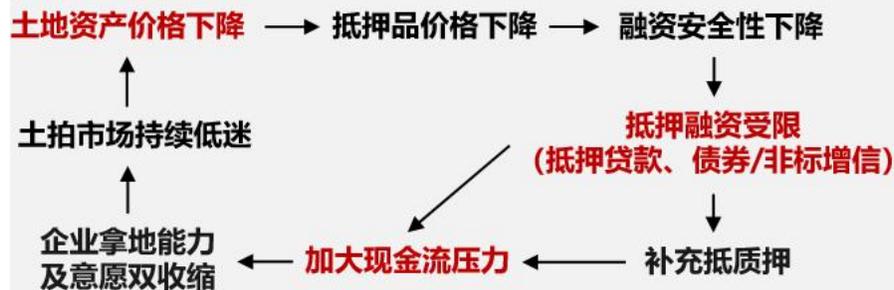
土整仍为城投主要业务之一但占比下降明显



## 以房地产业务为最主要业务的城投流动性紧张、偿债持续承压

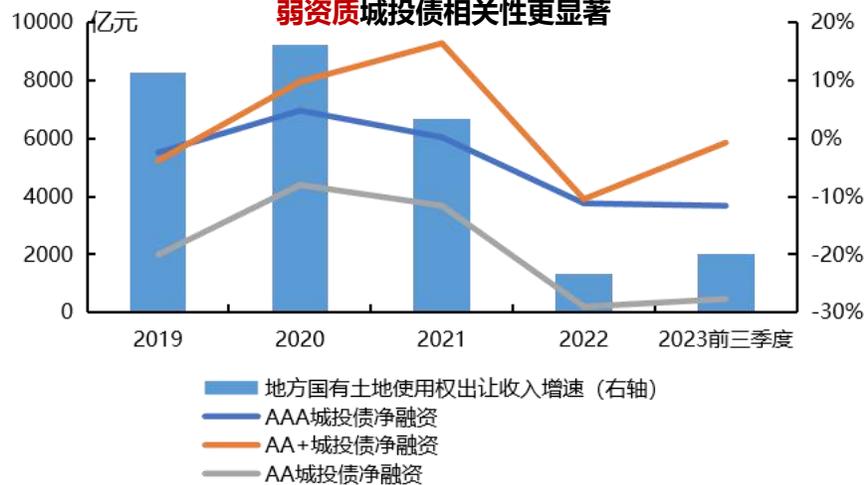


## 城投土地抵押融资进一步受限



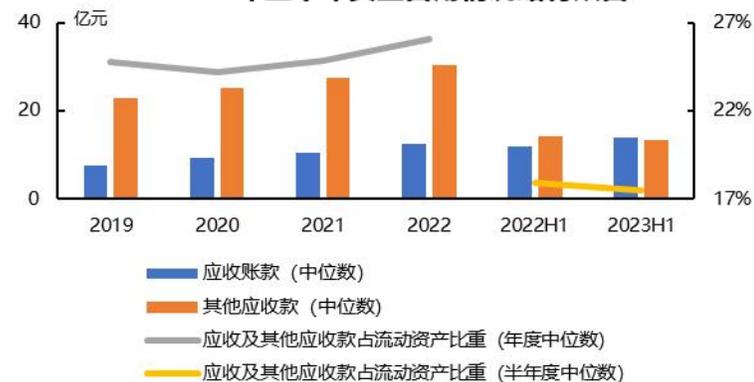
## 以城投债为例，净融资与土地出让收入大致呈正相关

弱资质城投债相关性更显著

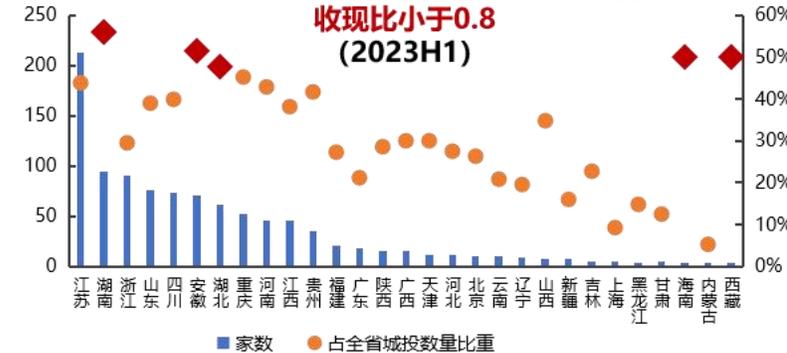


## 政府回款滞后等加大城投流动性压力

近年来应收类款项占比上升  
2023年上半年资金占用情况略有改善

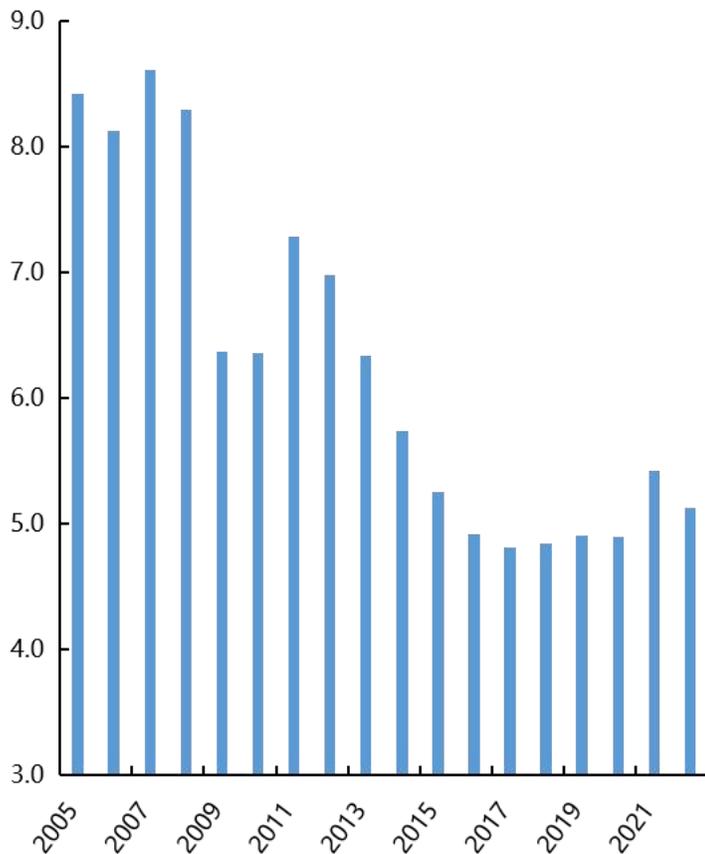


## 湖南、安徽、海南等省有半数融资平台收现比小于0.8 (2023H1)



## ➤ 3.2 “债务-资产”转化不足，政府投资收益及现金流承压

### 单位基建投资对GDP拉动效应边际减弱



### 专项债资金闲置、挪用等问题仍存

根据审计署历年审计披露：

- 2019年：503.67亿元新增专项债资金闲置
- 2020年：55个地区专项债余额1.27万亿元中有413.21亿元未严格按用途使用
- 2021年：10个地区136.63亿元专项债券资金未按用途使用，违规用于企业经营、人员工资等；33个地区217亿元专项债资金闲置1年以上
- 2022年：47个地区违规挪用157.98亿元专项债；5个地区虚报33个专项债项目支出进度，有60.27亿元结存未用

### 超八成专项债项目本息覆盖倍数不足2倍 (2023年前三季度)

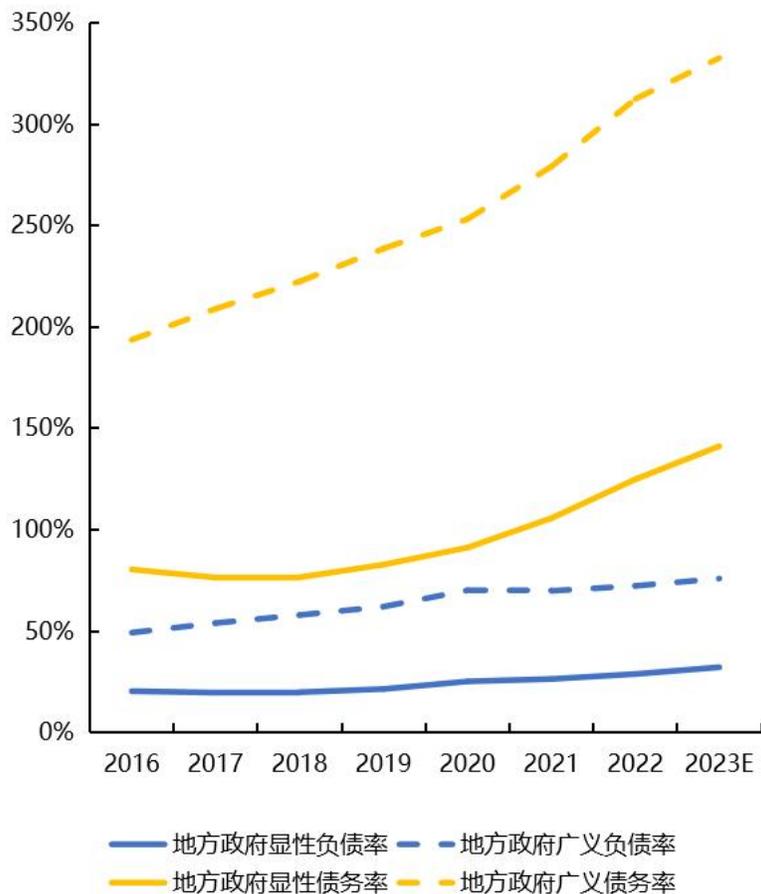


### 专项债基建投资撬动能力仍待提升

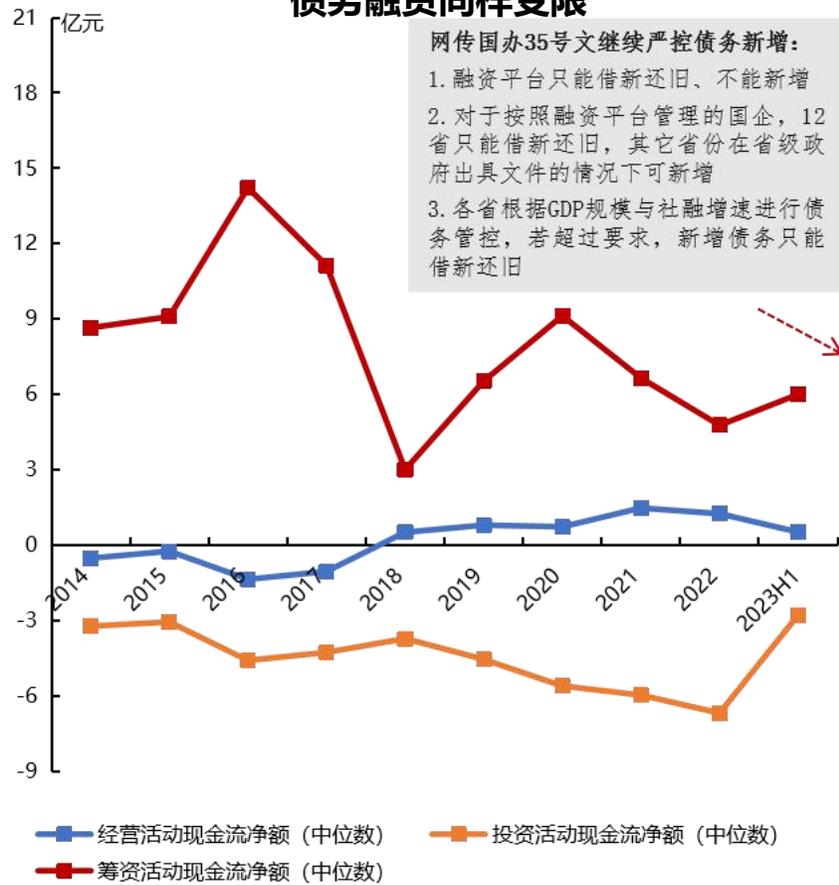
项目开始时间	项目期限	估算指标	估算规模
2023年之前	/	专项债当年投入	2.50
2023年	≤1年	项目总投资规模 (按80%到位)	0.28
		项目资本金合计 (按10%到位)	0.33
	>1年	专项债当年投入 (非资本金项目)	0.54
2023年之后	/	专项债当年投入	0.01
基建投资撬动规模	/	/	3.67

### 3.3 债务约束下地方政府“债务-投资”模式受限，地方政府逆周期宏观调控作用需要减弱，中央政府有空间

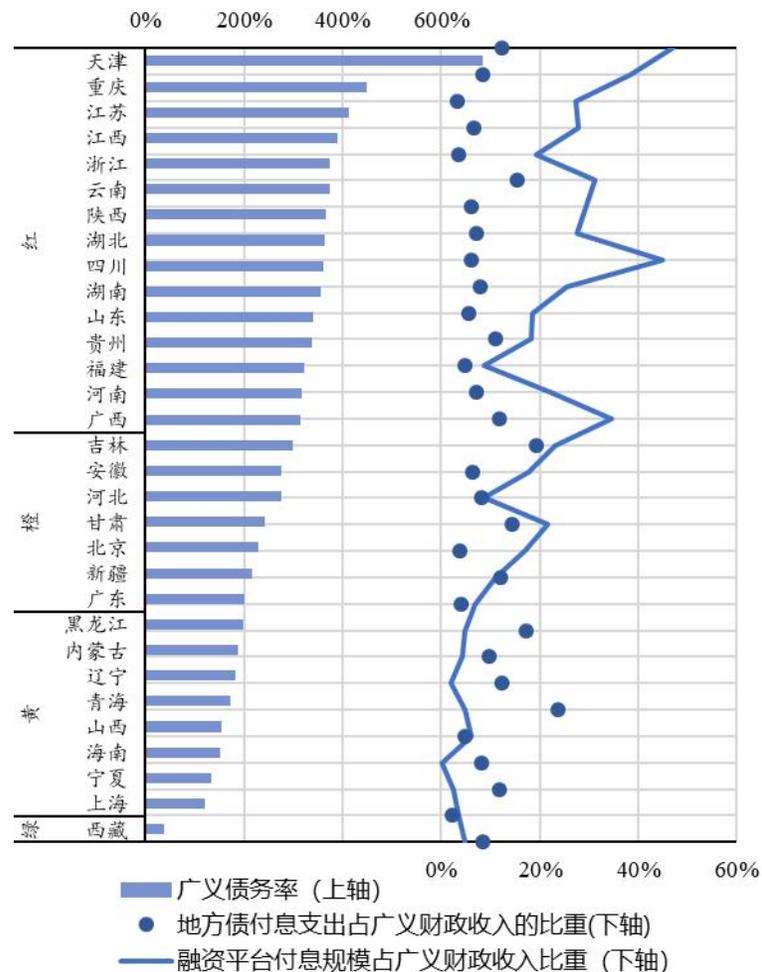
负债率、债务率等仍是财政扩张的重要考量指标



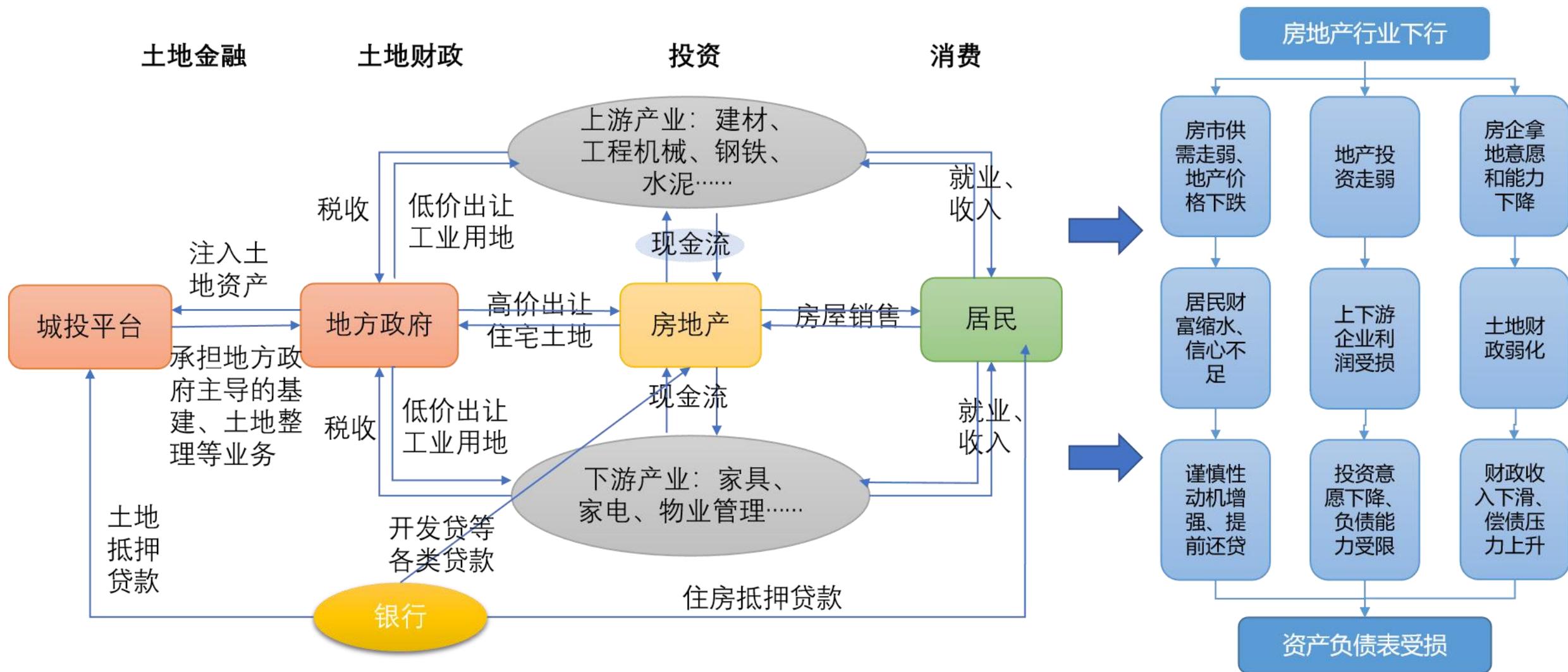
严控新增及非标违约频发下融资平台债务融资同样受限



付息压力进一步成为当前地方扩张硬约束

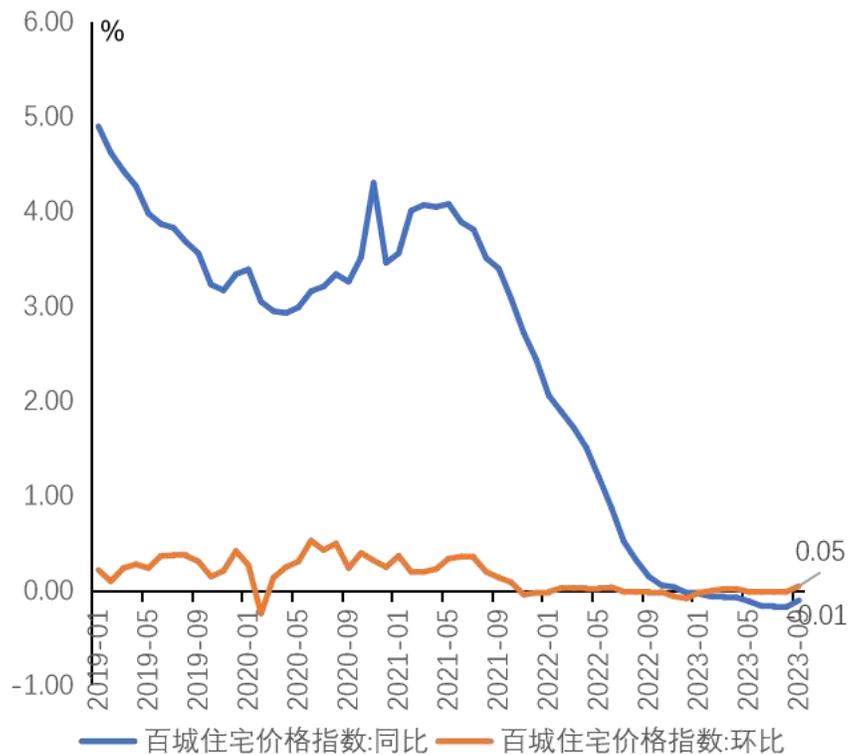


## ■ 预期偏弱下房地产是三条逻辑主线的交点

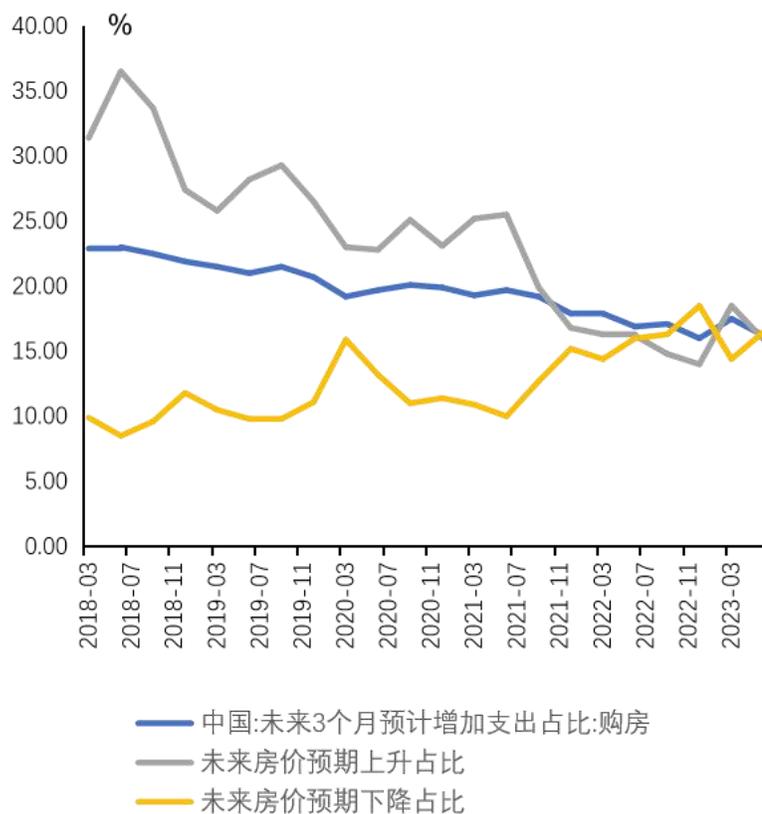


房价下跌导致居民资产缩水，储蓄意愿增强，消费投资意愿下降，冲击资产负债表

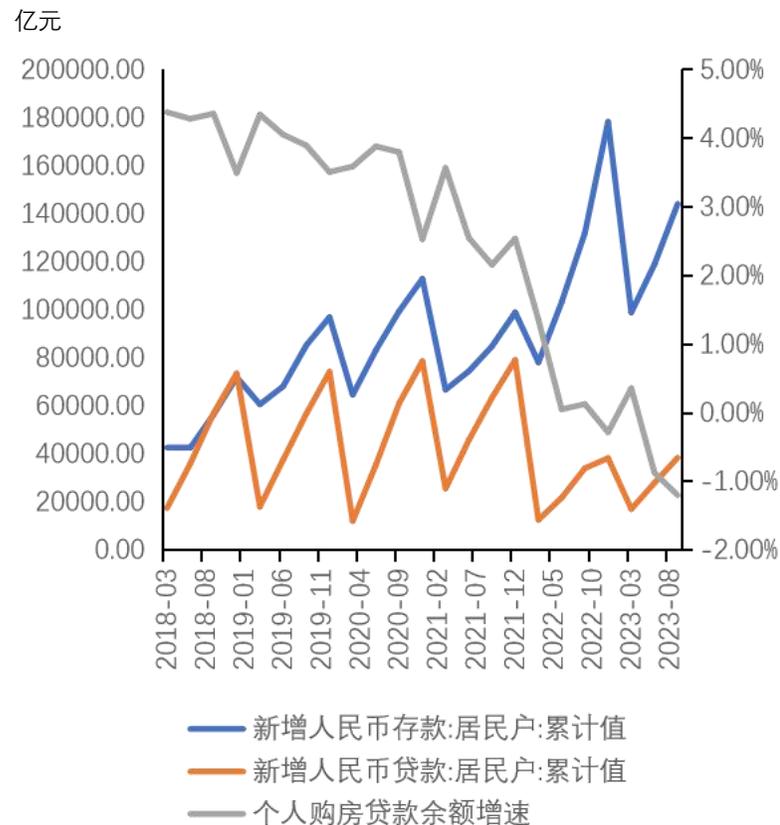
百城房价指数同比延续下跌，环比止跌



居民购房信心不足，预期房价下跌占比提高

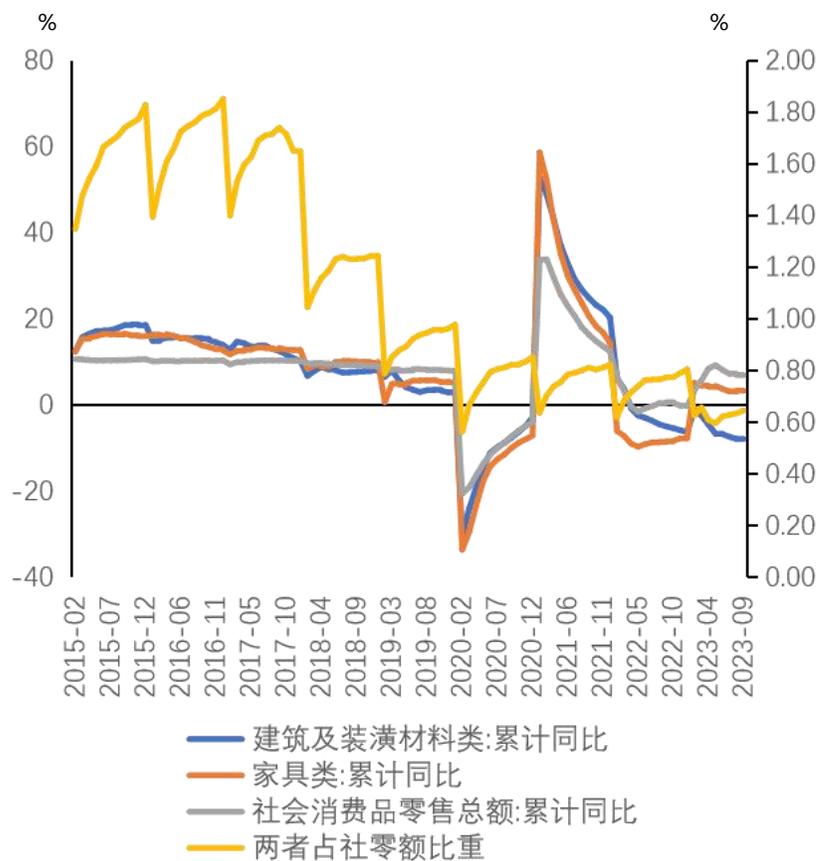


居民新增存款与新增贷款之差持续扩大  
个人购房贷款余额增速转负

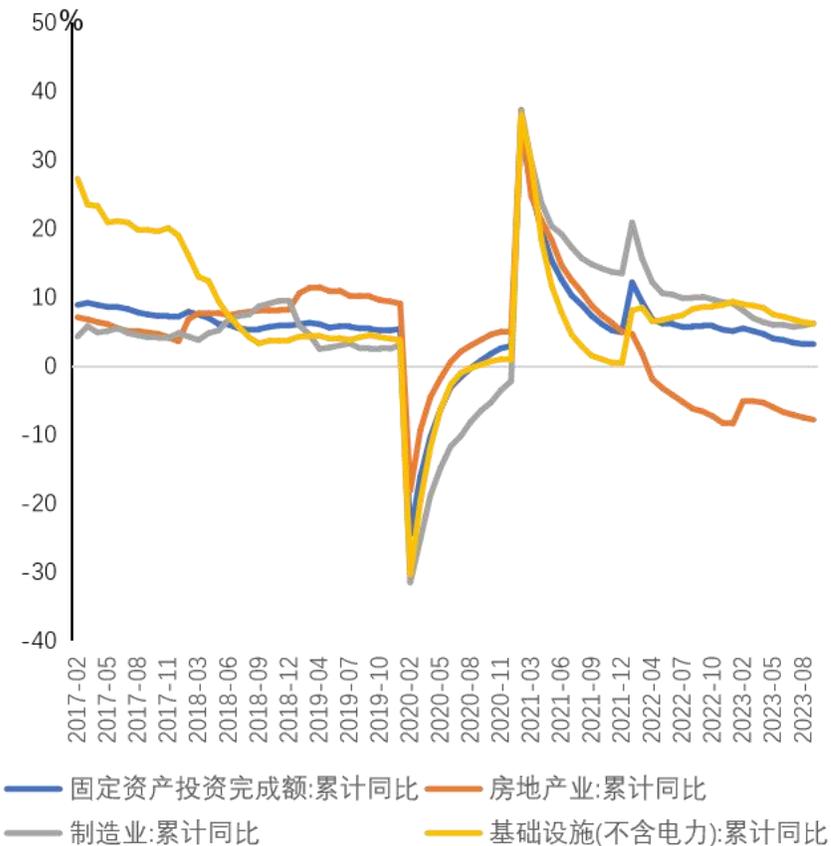


## ➤ 房地产上下游产业多，地产走弱通过产业链冲击企业部门资产负债表

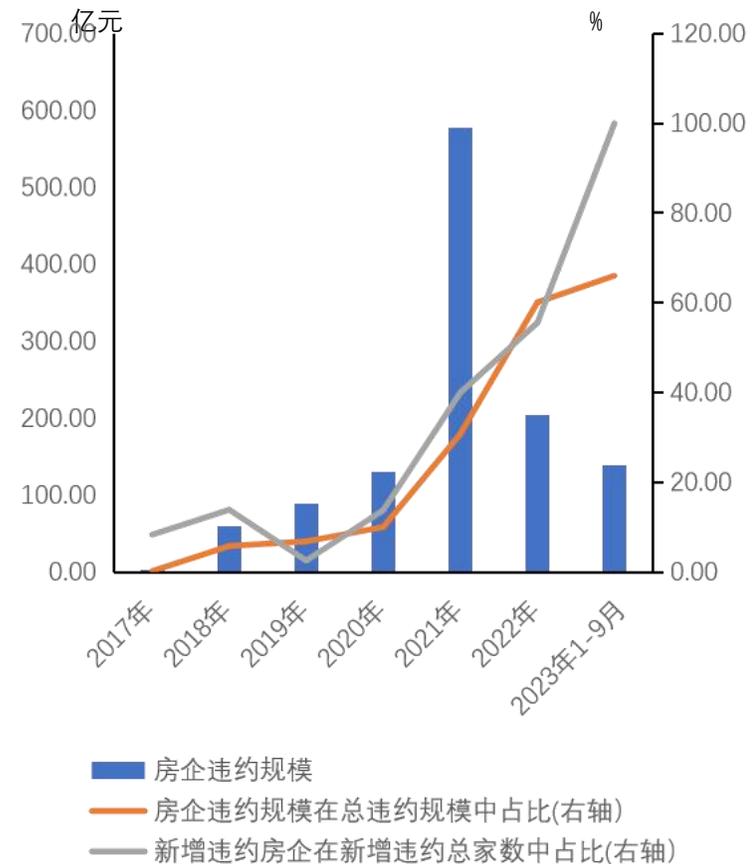
### 地产板块相关消费持续低迷 上下游行业企业利润受损



### 地产投资下行拖累整体投资修复 企业投资意愿低迷

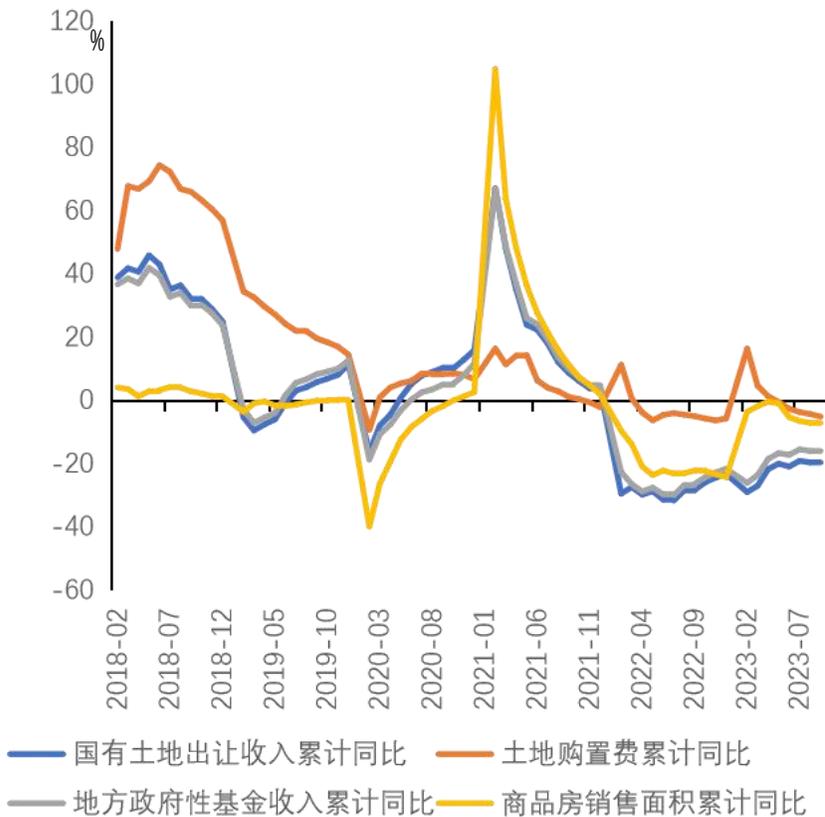


### 房企信用风险底部释放 风险蔓延或引发金融系统风险共振

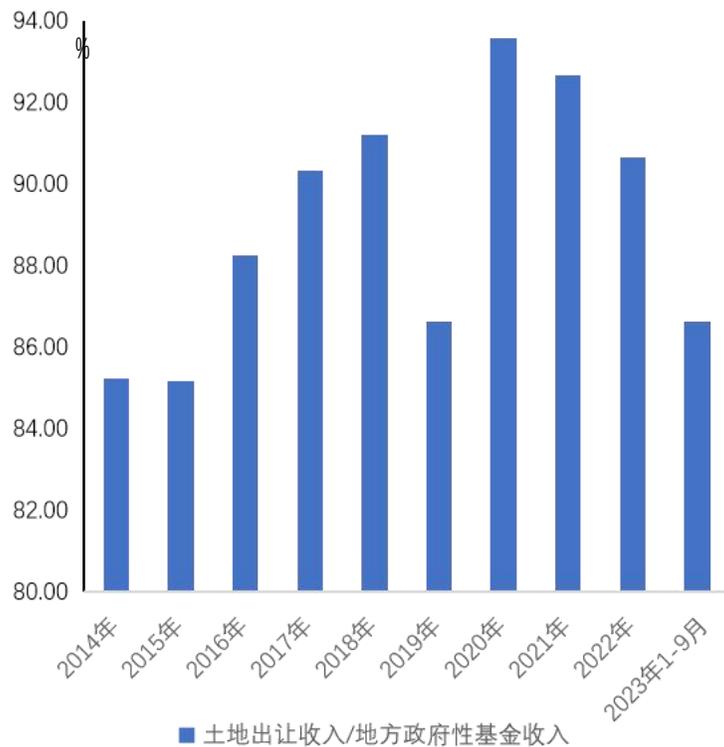


## ➤ 房地产行业深度调整下土地财政难以为继，进一步加剧地方财政脆弱性

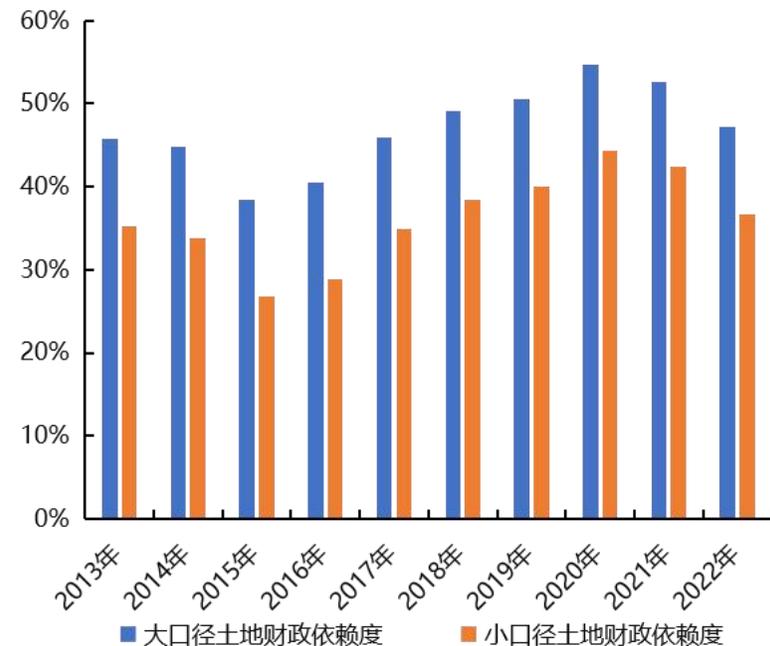
### 房企拿地意愿下降，土地财政弱化



### 2020年土地出让收入占比达顶峰后连续下滑



### 仅考虑土地出让收入的土地财政依赖度持续超过30%，2020年为最高值44%

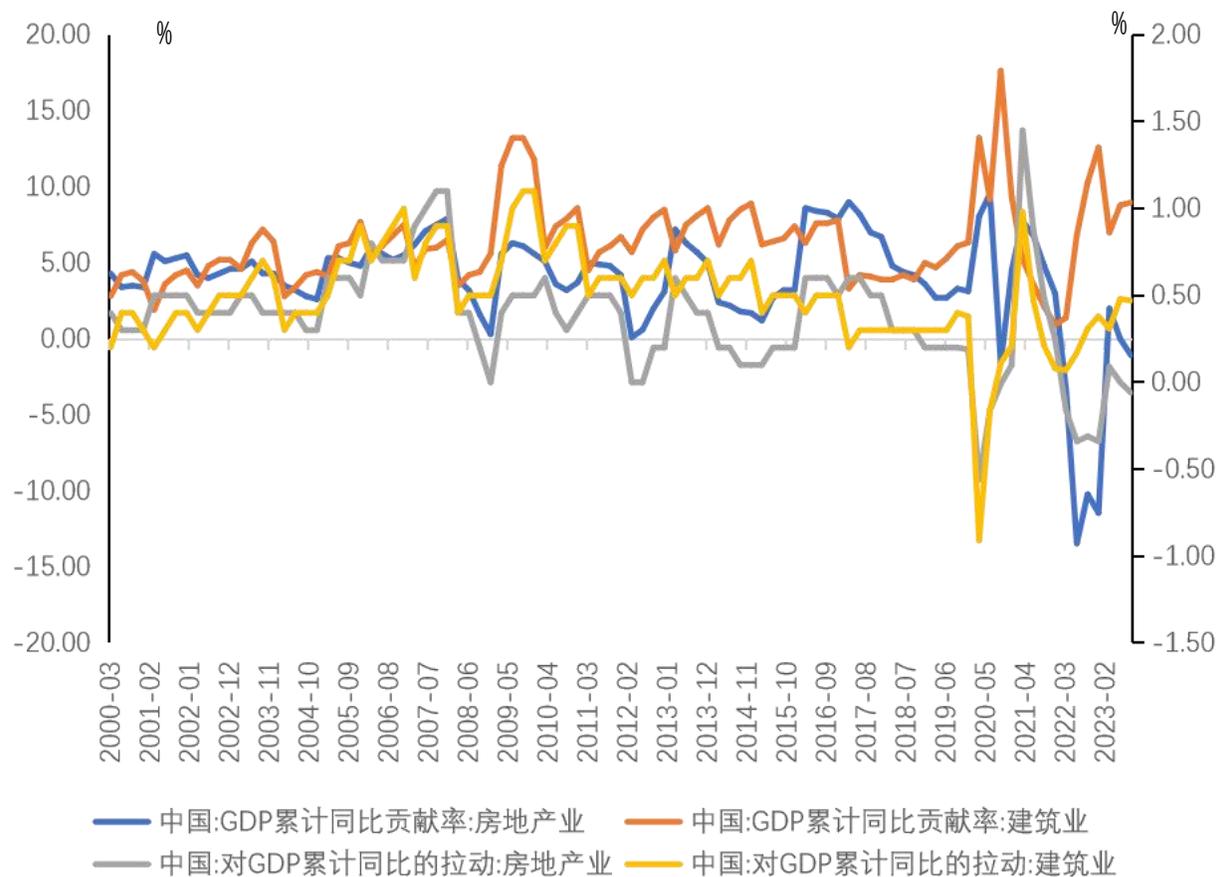


注：①小口径土地财政依赖度=土地出让收入/（地方政府性基金收入+地方一般公共预算收入）

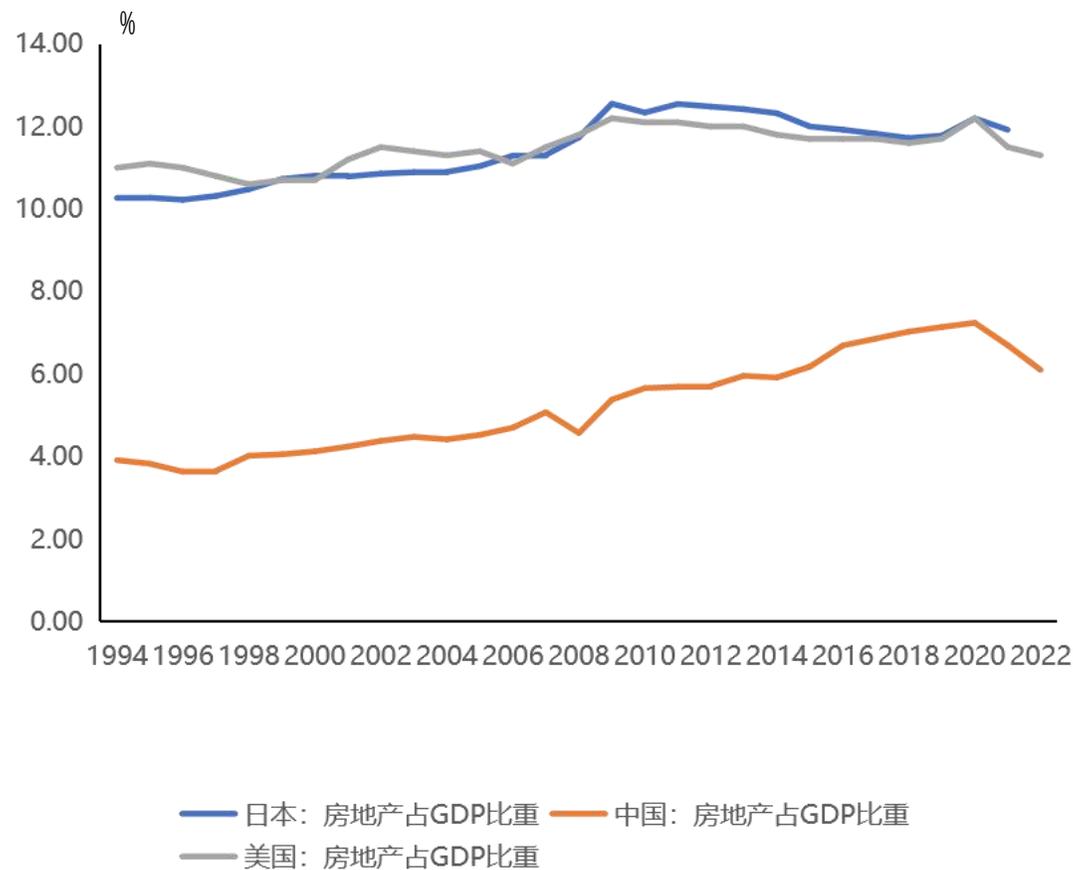
②大口径土地财政依赖度=（土地出让收入+土地相关税收）/（地方政府性基金收入+地方一般公共预算收入）

➤ 中长期看房地产仍是经济增长的重要支撑，还需要进一步的政策放松与结构性调控

考虑建筑业后我国广义房地产对GDP增长贡献率接近10%



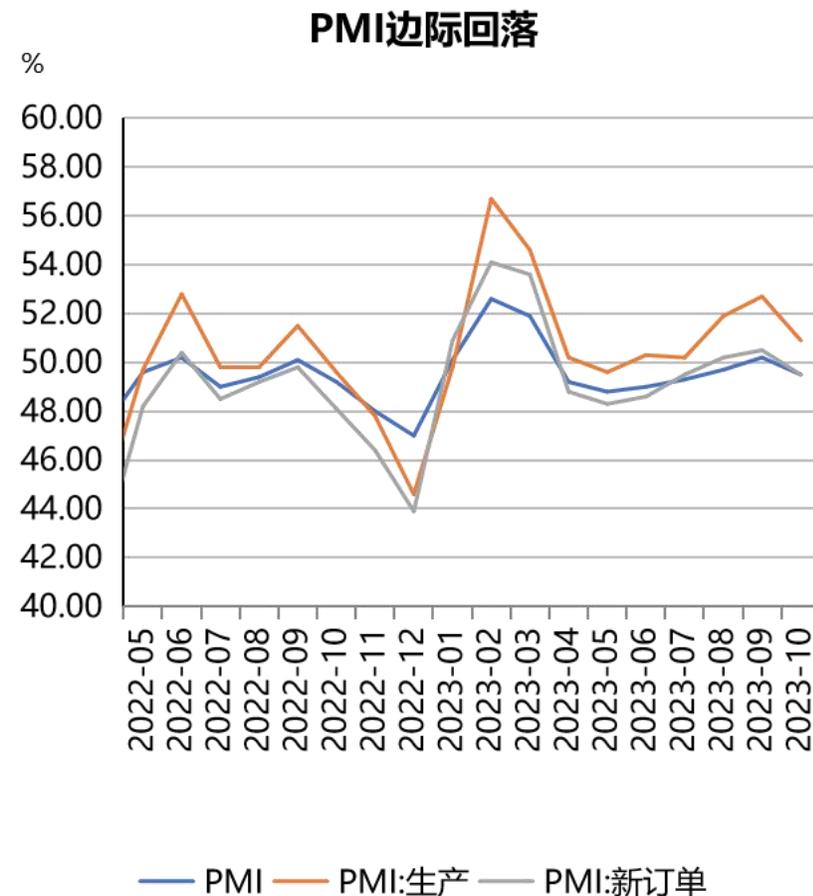
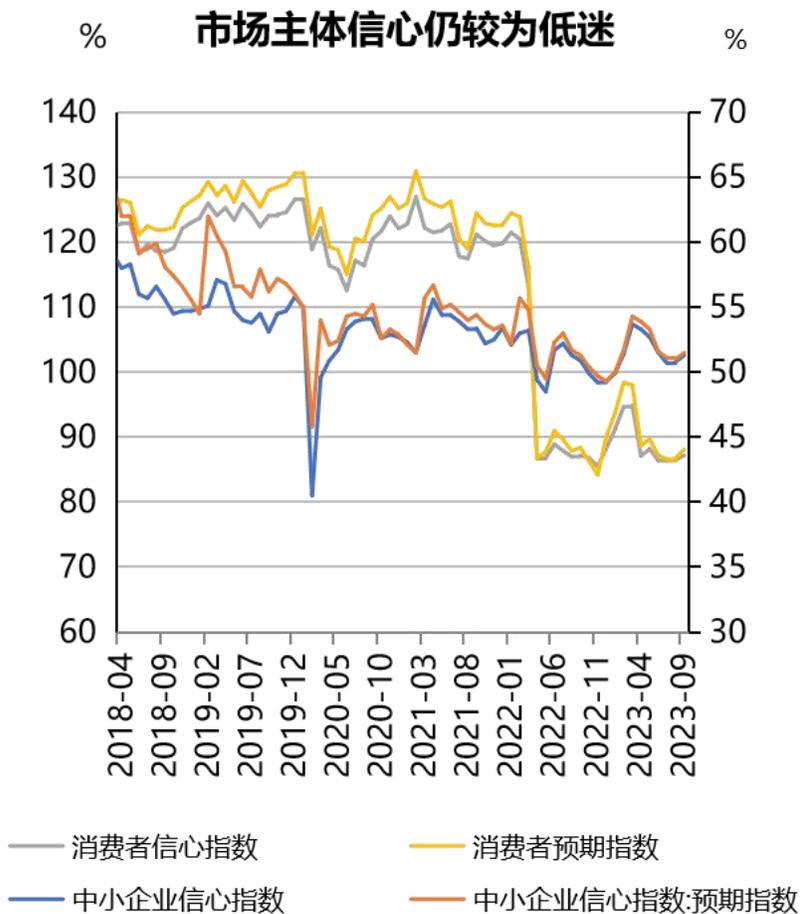
美日房地产增加值占GDP比重均超过10%



# 目 录

- 一、当前各部门资产负债表表现：冲击受损后迈向修复中
- 二、影响资产负债表修复的逻辑主线
- 三、资产负债表修复的路径选择与建议

## ■ 提振信心、改善预期是推动资产负债表修复的核心所在



## ■ 促消费、稳基建，发挥内需尤其是消费对经济增长的带动作用

➤ 刺激消费的核心在**收入**，可以短期稳消费和中长期收入分配改革相结合

### 不同补贴形式下的拉动乘数与GDP撬动

补贴形式，每单位补贴 (注：最后一行为规模)	撬动的新增消费 (直接乘数)	撬动的新增GDP (间接乘数)
折扣类消费券	0.5	1.8
全民普发现金	1.2	4.3
针对低收入发现金	1.3	4.7
现金类或数字货币补贴，限定时效	1.5	5.4
针对4000万低保人群发放1000亿 现金类或数字货币补贴，限定时效	1500亿	5400亿 (拉动GDP 增长0.45个百分点)
向1.2亿乡村人口发放3000亿现金 类或数字货币补贴，限定时效	4500亿	1.6万亿 (拉动GDP 增长1.35个百分点)

注：GDP以2022年的现价规模为基数

### 调整完善个税体系

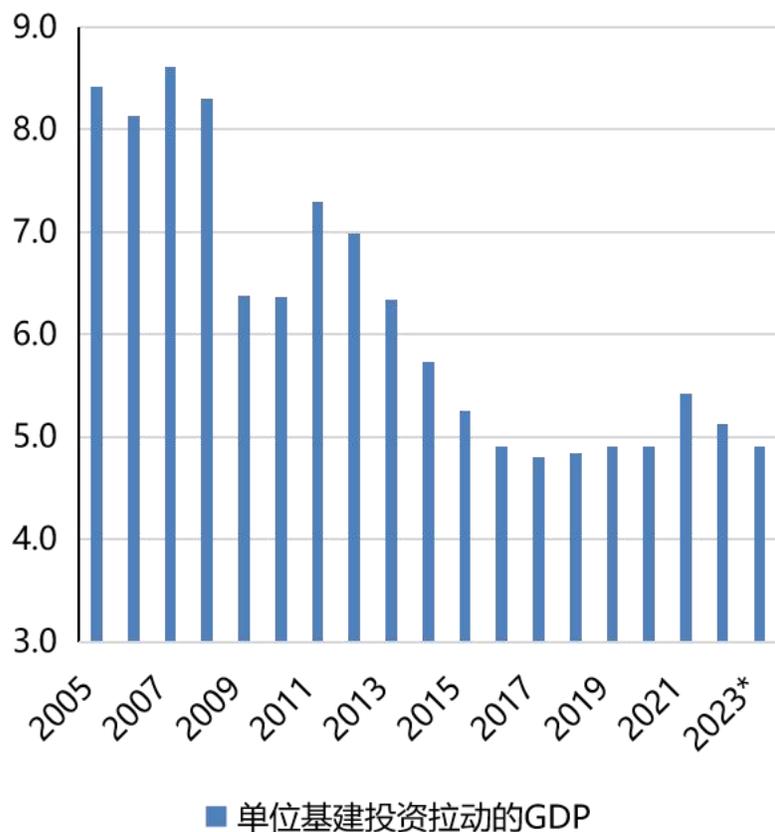
- ✓ 下调中低档个税税率
- ✓ 延续并加大个税优惠政策力度
- ✓ 研究建立个人与家庭申报相结合的所得税税制

### 我国居民部门的初次收入分配占比偏低

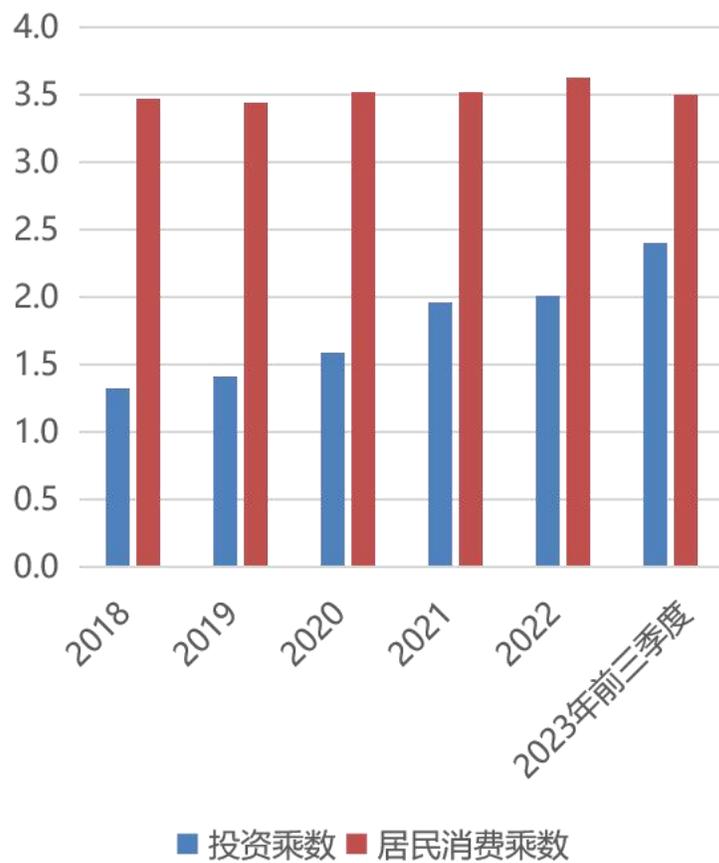
	居民	非金融企业	金融企业	政府部门
中国 (2020)	62.04	22.46	4.43	11.08
美国 (2021)	89.59	11.74	2.67	4.99
英国 (2021)	75.69	12.86	2.12	9.34
德国 (2021)	71.63	17.93	0.87	9.57
巴西 (2020)	67.71	14.46	3.84	13.99
法国 (2021)	66.99	16.32	1.29	15.41

## ➤ 基建、消费两手抓，发挥内需对经济增长的带动作用

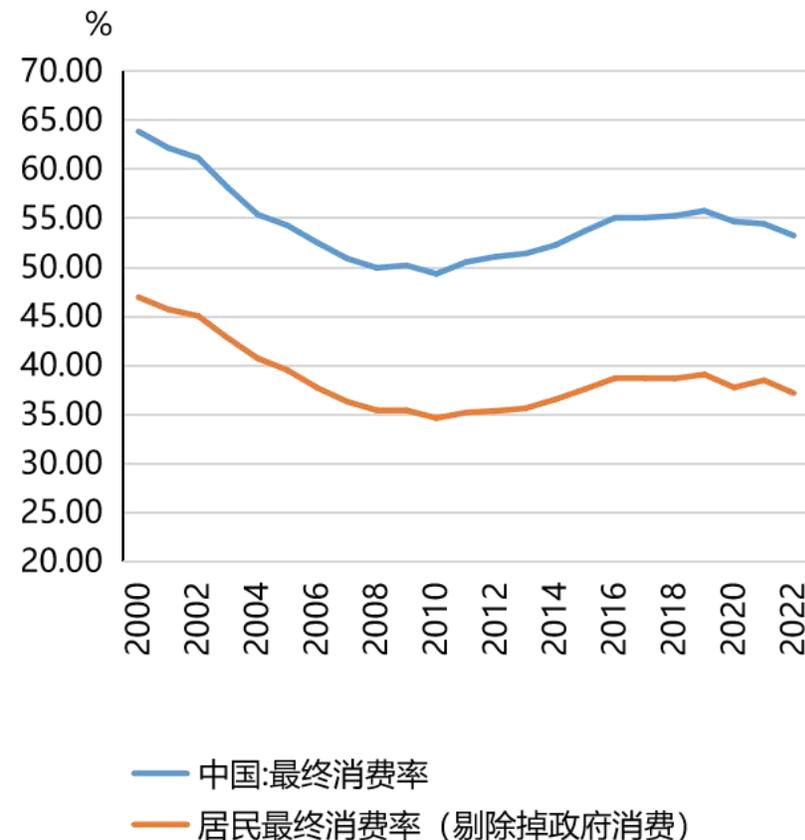
### 单位基建投资拉动的GDP总体在降低



### 居民消费乘数大于投资乘数

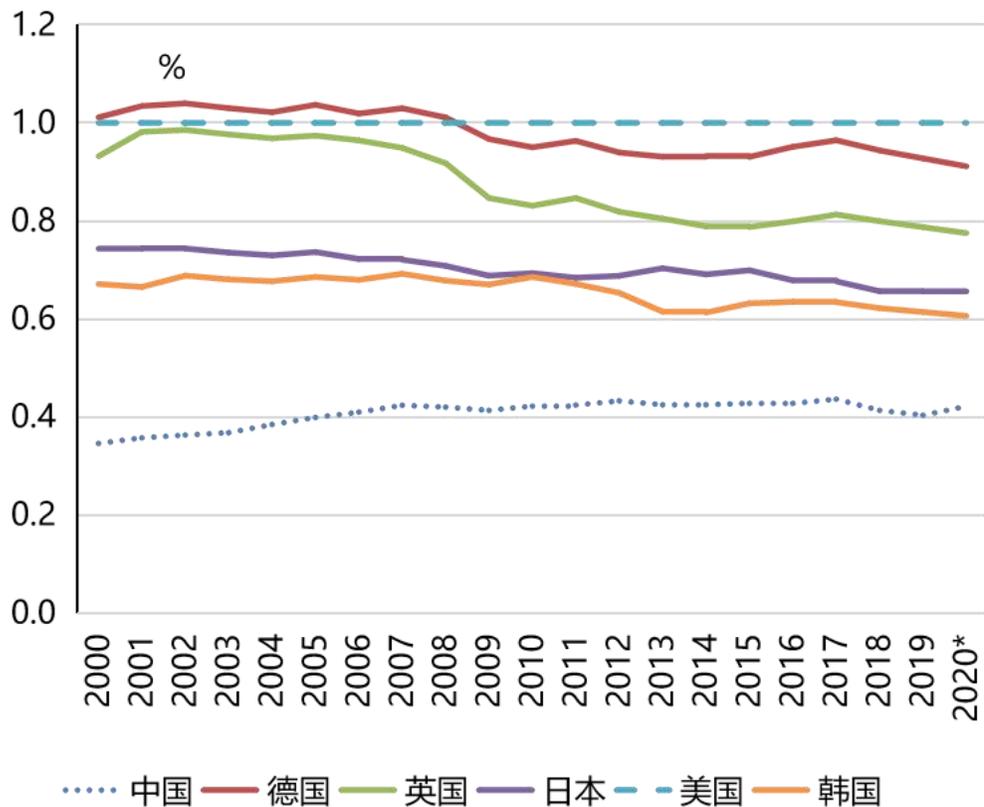


### 居民部门最终消费率偏低

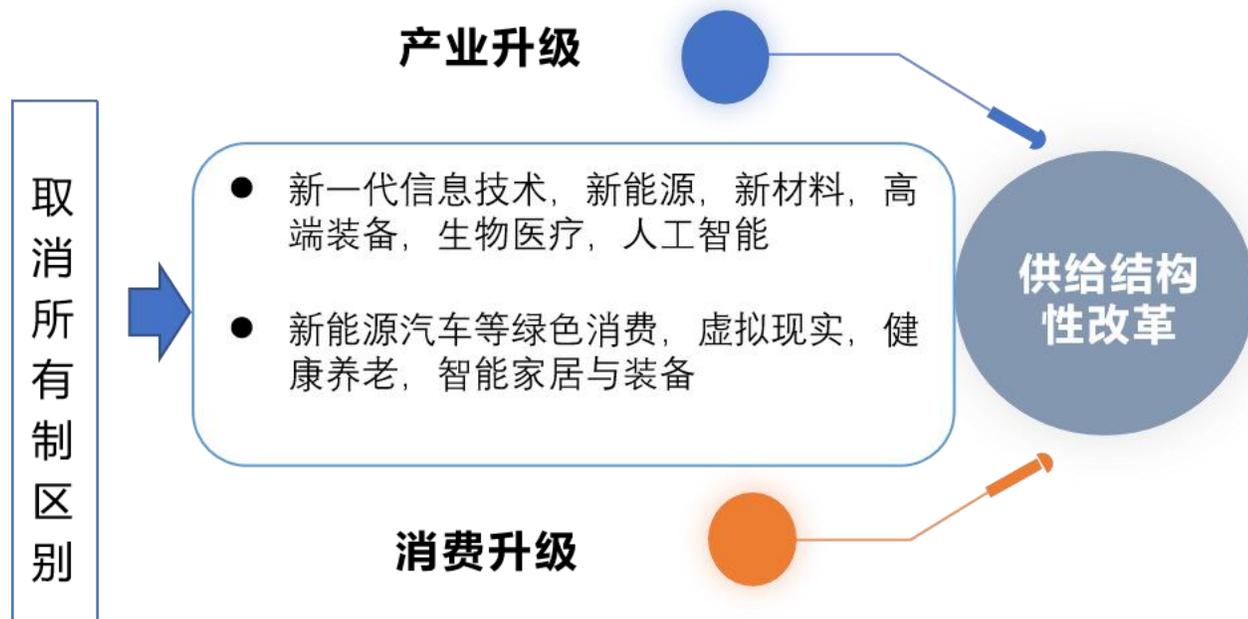


## ■ 进一步深化改革推进开放，释放要素市场与企业主体活力

我国全要素生产率目前仍低于主要发达国家  
(美国=1)



国企民企公平参与市场，供给侧改革推动产业与消费升级



## ■ 提高赤字率容忍度，在增长中化解地方债务问题

➤ 万亿国债增发将提升赤字率至3.8%，可拉动明年GDP 0.6-0.7个百分点，且有利于地方化债顺利推进

### 赤字率突破3%，风险可控下为未来宏观调控提供了必要空间

- ✓ 赤字率由3%提升到**3.8%左右**，中央政府杠杆率上升0.8个百分点至23.5%，政府部门整体杠杆率将上升至55.6%，仍处于合理区间
- ✓ 在风险整体可控的前提下，更需关注到此次赤字率上调对于稳增长及未来宏观调控的政策意义
  - 提升我国防灾减灾救灾能力，积极带动国内需求，巩固经济回升向好的基础
  - 进一步提升宏观调控的灵活性，通过适时适度突破传统约束，释放政策稳增长的强烈意图

### 进一步优化政府部门债务结构，有利于地方债务化解顺利推进

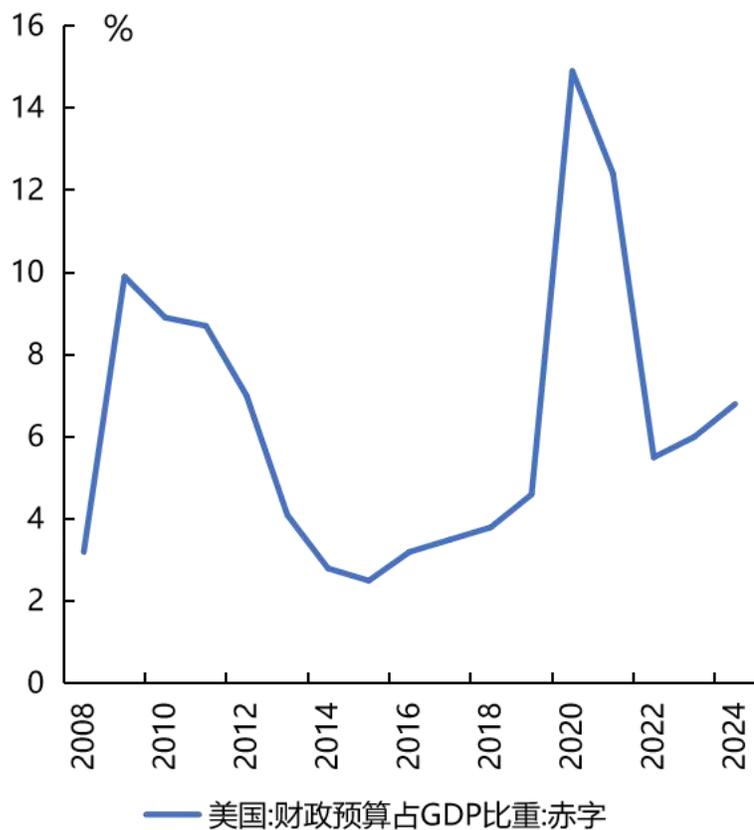
- ✓ 此次灾后重建等领域以增发国债支持，**进一步优化政府部门债务结构，提升了资金与项目的匹配度**
- ✓ 还本付息均由中央承担，**不会加剧地方政府付息压力**，且在一定程度上或遏制隐性债务再度扩张，也为**“一揽子化债”提供更多空间**

### 进一步支撑投资与增长，理论上可拉动2024年GDP约0.6-0.7个百分点

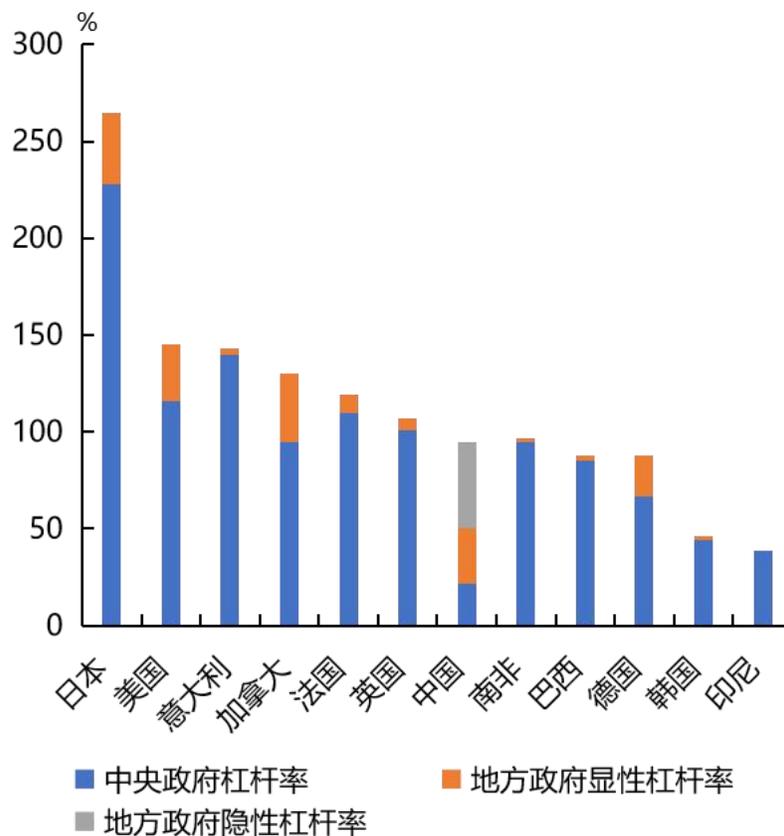
四季度安排使用完5000亿元			
是否有撬动效应	没有撬动效应	15%资金有撬动效应	30%资金有撬动效应
拉动投资 (万亿)	1	1.15	1.3
四季度 (50%实物工作量, 万亿)	0.5	0.575	0.65
2023年GDP (百分点)	0.39	0.45	0.51
2024年 (50%实物工作量, 万亿)	0.5	0.575	0.65
2024年GDP (百分点)	0.37	0.42	0.48
四季度仅使用完2000亿元 (实物工作量进度20%)			
是否有撬动效应	没有撬动效应	15%资金有撬动效应	30%资金有撬动效应
拉动投资 (万亿)	1	1.15	1.3
四季度 (20%实物工作量, 万亿)	0.2	0.23	0.26
2023年GDP (百分点)	0.16	0.18	0.20
2024年 (80%实物工作量, 万亿)	0.8	0.92	1.04
2024年GDP (百分点)	0.59	0.68	0.77

➤ 3%赤字率不应是硬性约束，建议灵活把握政府加杠杆空间，赤字率可安排3.4%以上

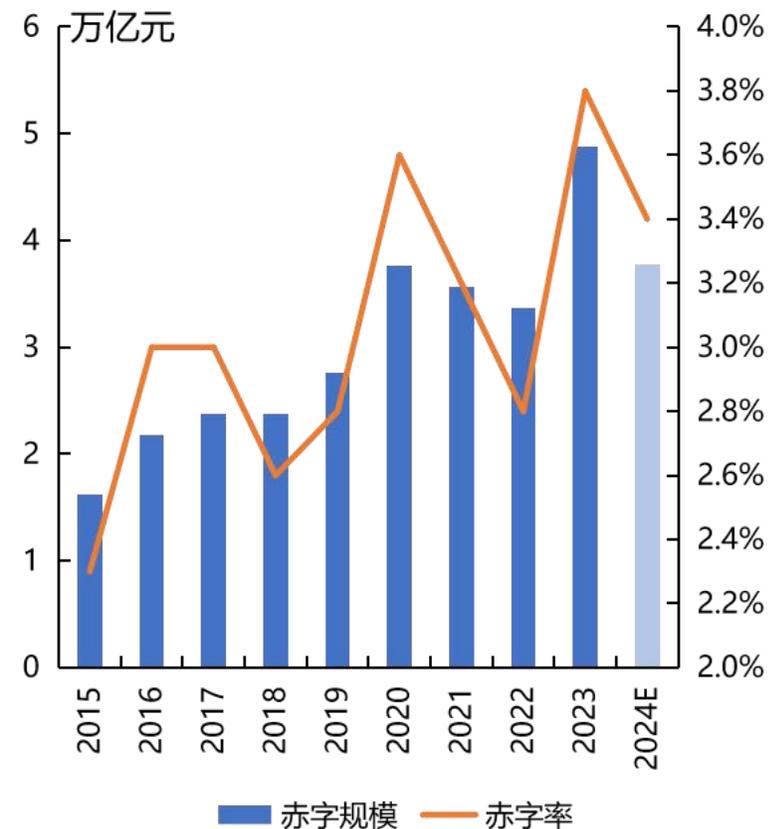
美国赤字率常年在3%以上



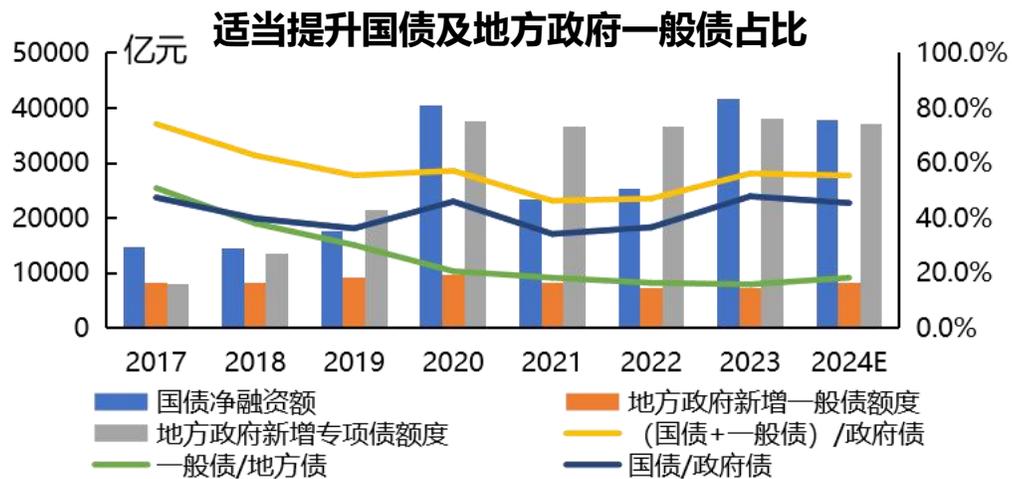
与美国、日本等国比，我国政府部门杠杆率相对较低



2024年赤字率可安排3.4%以上



➤ 在未来央地赤字分配中，可适当向中央政府进一步倾斜



### 3.4%赤字率下2024年中央赤字可按占比上升至82%安排3.8万亿

单位: 亿元	赤字率	赤字规模	中央赤字	新增一般债	新增专项债	中央杠杆率	地方杠杆率
假设1	3.0%	40717	33388	7329	37000	24.62%	33.54%
假设2	3.4%	46146	37839	8306	37000	24.95%	33.61%
假设3	3.6%	48630	39876	8753	37000	25.22%	33.80%
假设4	3.8%	51574	42291	9283	37000	25.28%	33.68%

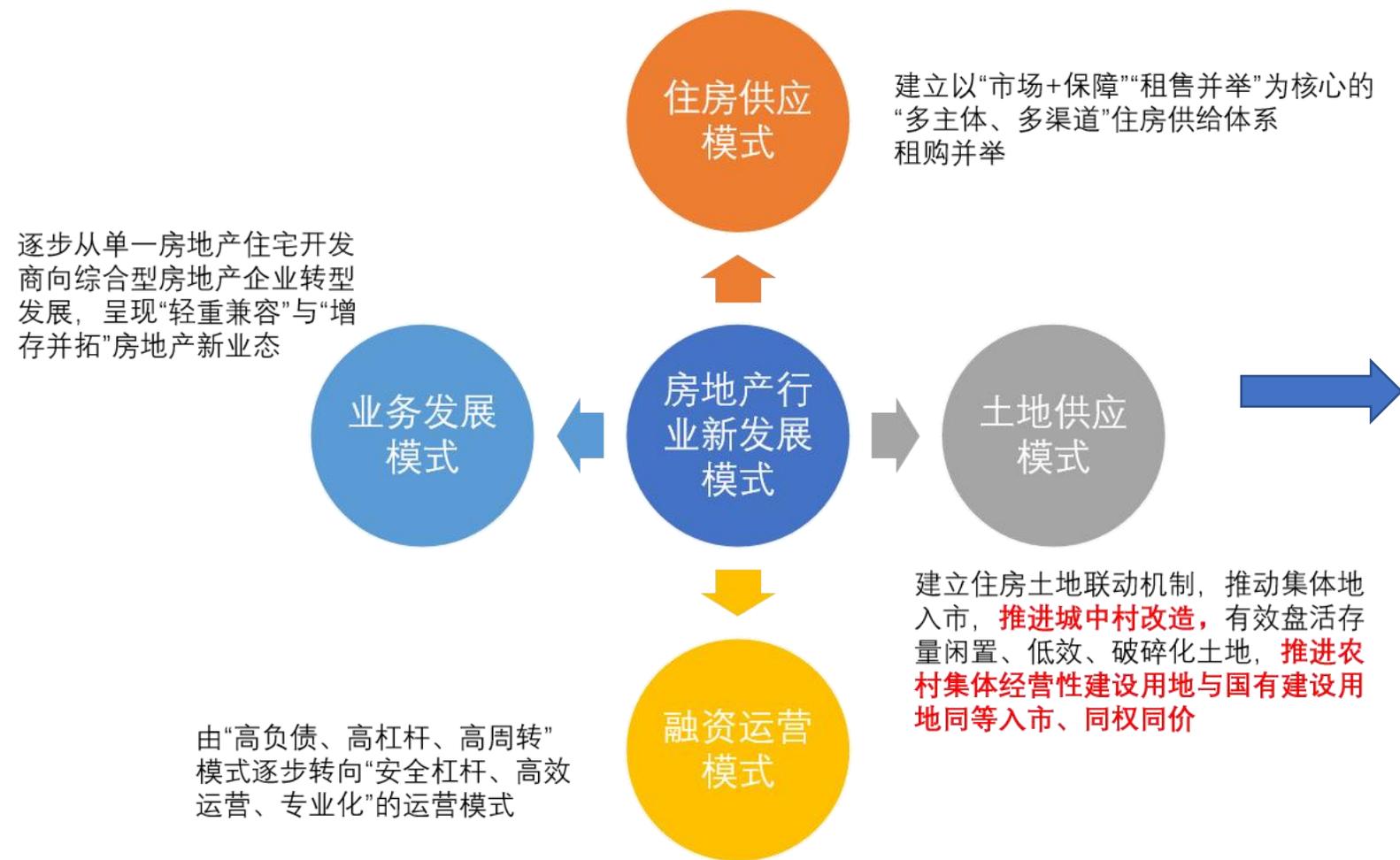


## ■ 防范房地产硬着陆，引导行业向新发展模式平稳转型

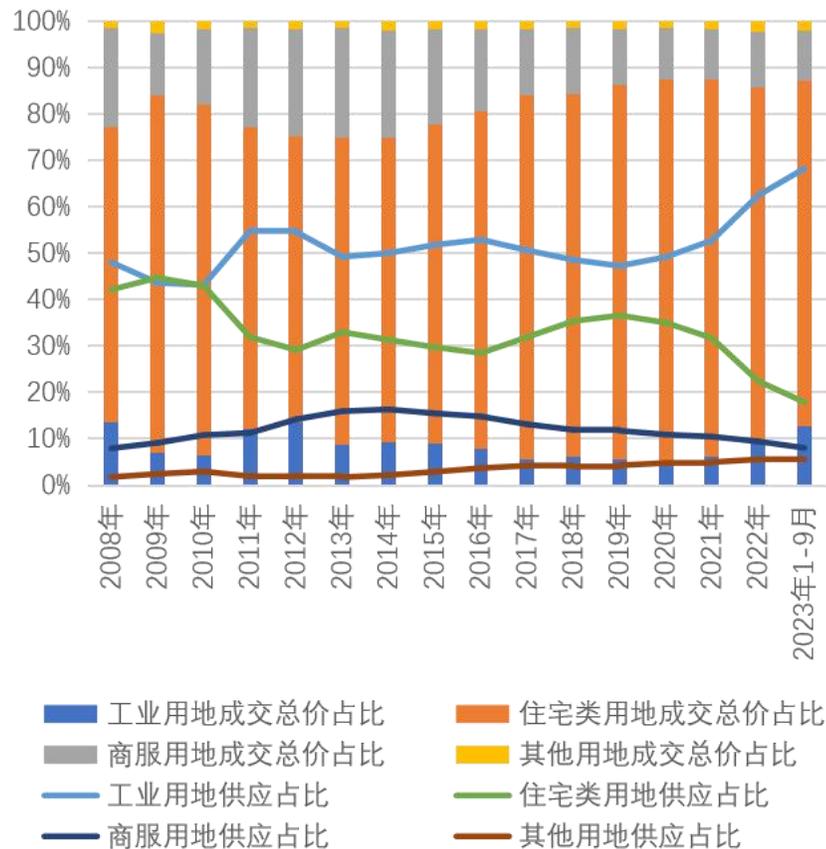
» 短期仍需加大力度“稳预期、稳房价、稳地产”，纠偏房地产市场超调，避免硬着陆，特别是核心一线城市仍有较大放松空间

一线城市	近期房地产优化政策	限购政策	限贷政策
北京	9月1日，发布“认房不认贷”； 9月12日，海淀29个热门小区取消二手房交易指导参考价挂牌限制	全市限购； 本地户籍：除通州外家庭2套、单身1套 非本地户籍：连续5年社保1套，通州额外要求连续3年通州社保	认房范围：全市，认贷范围：全国 首付比例：首套政策性住房30%、普通住宅35%、非普通型住宅40%；二套则为60%、60%、80%； 贷款年限25年
上海	9月1日，发布“认房不认贷”； 9月7日，放松临港新片区人才限购； 9月7日，调整公积金最长贷款期限； 10月18日，优化公积金首套认定标准； 10月24日，放松金山区三个重点区域人才限购；	全市限购； 本地户籍：家庭2套，单身1套 非本地户籍：家庭5年社保，单身限购；临港片区1年社保可买1套，金山区，3年社保可买1套	认房范围：全市，认贷范围：全国 首付比例：首套35%；二套，普通住宅50%、非普通住宅70% 贷款年限30年
广州	8月30日，9月1日，发布“认房不认贷”； 9月20日，放松近郊限购，缩小限购区域	越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙限购 本地户籍：家庭2套，单身1套 非本地户籍：2年社保1套	认房范围：全市，认贷范围：全国 首付比例：首套30%，二套40% 贷款年限30年
深圳	8月30日，发布“认房不认贷”； 9月11日，优化离婚购房； 9月28日，降低房贷利率下线	全市除深汕合作区限购； 本地户籍：落户满3年+3年社保2套、落户未满足3年+5年社保1套；单身1套 非本地户籍：5年社保1套	认房范围：全市，认贷范围：全国 首付比例：首套30%，二套，普通住宅70%、非普通住宅80% 贷款年限30年

## ➤ 中长期需妥善引导房地产行业转型



**供应土地中6成为工业用地，住宅用地仅占2成  
工业用地成交总价占比仅10%，住宅用地占比超70%**



## - 把握城中村改造与保障性住房建设机遇，推动房企转型升级

**本轮城中村改造面积预估接近10万平  
总投资规模5.4万亿元、年均0.54万亿元**

**2023年全国棚户区改造和保租房建设及其对  
投资拉动作用预测**

城市层级	城区人口规模	数量	代表城市
超大城市	超过1000万	8	北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、成都、武汉
特大城市	500万-1000万	14	东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连、苏州
I型大城市	300万-500万	13	石家庄、合肥、南宁、厦门、太原、贵阳、乌鲁木齐、宁波、无锡、福州、长春、南昌、常州

城市名称	城区人口(万人)	自建房占比	城镇人均住房建面(m <sup>2</sup> )	城中村待改造面积(万m <sup>2</sup> )	城中村改造成本(元/m <sup>2</sup> )	城中村改造总投资额(亿元)	年均城中村改造投资额(亿元)
上海	2487	2%	28.3	1407.64	6700	943.12	94.31
北京	2189	2.70%	30.6	1808.55	6700	1211.73	121.17
深圳	1749	35%	20	12243.00	6700	8202.81	820.28
重庆	3205	4%	33.1	4243.42	5600	2376.32	237.63
广州	1868	11.10%	28.1	5826.48	6700	3903.74	390.37
成都	2094	5.90%	35.4	4373.53	5600	2449.18	244.92
天津	1387	2.30%	31.9	1017.64	5600	569.88	56.99
武汉	1245	13.90%	39.6	6852.98	5600	3837.67	383.77
东莞	1047	11.10%	28.1	3265.70	5600	1828.79	182.88
西安	1218	9%	36.7	4023.05	5600	2252.91	225.29
杭州	1194	13.80%	35.9	5915.31	5600	3312.58	331.26
佛山	950	11.10%	28.1	2963.15	5600	1659.36	165.94
南京	931	11.20%	39	4066.61	5600	2277.30	227.73
沈阳	907	4.10%	32	1189.98	5600	666.39	66.64
青岛	1007	13.70%	34.6	4773.38	5600	2673.09	267.31
济南	920	13.70%	34.6	4360.98	5600	2442.15	244.22
长沙	1005	18.00%	40.6	7344.54	5600	4112.94	411.29
哈尔滨	1001	2.10%	31.7	666.37	5600	373.16	37.32
郑州	1260	17.60%	39.8	8826.05	5600	4942.59	494.26
昆明	846	16.20%	38.5	5276.50	5600	2954.84	295.48
大连	745	4.10%	32	977.44	5600	547.37	54.74
合计	29255	/	/	91422.31	/	53537.92	5353.79

	情形一	情形二
预估保租房建设数量	250万	200万
按2022年套均投资额	7.5万元	
完成开发投资额	1875亿元	1500亿元
较去年，对房地产投资的拉动	-0.05%	-0.34%
预估棚改安置住房数量	170万	200万
套均投资额	30.4万元	
完成开发投资额	5168亿元	6080亿元
较去年，对房地产投资的拉动	1.13%	1.82%

## ■ 小结

- 当前我国虽面临一定程度的资产负债表冲击，但和日本的情况完全不同，尚未陷入资产负债表衰退。
- 修复资产负债表的核心逻辑还是需要回归到中国经济增长的分析来看。资产负债表受损是一种经济表现，影响我国资产负债表修复的原因既有周期性、结构性、趋势性问题等长期因素，也受市场信心不足、预期偏弱等短期因素影响，疫情加速了调整节奏和调整深度，并不改其趋势。
- 我国面临的问题都不是靠短期的宏观调控可以解决的，需要我们持续推进改革，只有多措并举、有的放矢，短期调控与中长期改革相结合，解决或缓释制约经济修复的核心因素，促进经济持续修复，才能根本上促进资产负债表修复。

**莫道今年春将尽，明年春色倍还人。**

——引自杜审言《春日京中有怀》



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



# 聚焦“资产负债表：冲击表现与修复路径选择”， CMF 专题报告发布

11月15日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第77期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“资产负债表冲击、表现与修复路径”，来自国内学界、企业界的知名经济学家**李迅雷**、**陆挺**、**伍戈**、**管清友**、**袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中诚信国际信用评级有限公司研究院执行院长、中国人民大学政府债务研究中心联席主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**袁海霞**代表论坛发布题为《疫情与周期调整下的资产负债表冲击、表现与修复路径》的CMF中国宏观经济专题报告。

## 报告围绕以下三个方面展开：

- 一、当前各部门资产负债表表现：冲击受损后迈向修复中
- 二、影响资产负债表修复的逻辑主线
- 三、资产负债表修复的路径选择与建议

今年以来，受疫情疤痕效应、地产行业低迷、信心不足与预期偏弱等因素影响，实体经济部门资产负债表受到一定冲击，企业投融资意愿有所下降，居民部门出现超额储蓄、提前还贷、消费降级现象。针对资产负债表冲击，今年引起了市场的讨论高潮。从宏观理论角度看，凯恩斯流动性陷阱假说、费雪的债务-通缩旋螺、明斯基金融不稳定假说等理论均对此具有一定的解释性，而辜朝明的资产负债表式衰退理论也沿袭了上述传统宏观经济理论。

从实际经济表现看，中国确实面临一定的资产负债表冲击，但与日本上世纪90年代由资产泡沫破裂引发的经济衰退相比，不管是造成经济调整的原因还是经济表现都存在很大差异。其一，当前中国经济调整更多是周期性、结构性、趋势性多重因素叠加而引致的，从外部环

境来看，全球化红利消退、逆全球化趋势加强以及地缘政治、大国博弈复杂化都加剧了外部经济的不确定性，从内部环境来看，疫情磁吸效应下微观主体的居民、企业行为模式都发生了变化。此外，供求的结构性失衡持续制约经济修复，特别是二季度以来房地产“二次探底”以及出口下行进一步加大经济下行压力。但也要看到，三季度以来经济修复呈现企稳迹象，由此来判断中国进入长期衰退还为时尚早。其二，与引发日本90年代陷入衰退的资产价格大幅下行相比，我们存在较大差异：股票市场方面，虽然上证综指有所下跌，但跌幅远小于日本当年股市的跌幅。房地产价格方面，当前我国房价下降程度远小于日本当年的情况；尤其从结构上看，我国局部特别是三四线城市房价下跌较多，这与日本当年由东京大阪核心区域房价下跌引发全国房价下跌完全不同；而且日本房地产领域的下跌更多集中于企业资产负债中占比非常大的工业地产和商业地产，对于中国而言，工业用地长期稳定并且低廉，此轮房地产下跌集中在住宅用地。从居民和企业部门杠杆表现来看，我国企业部门和居民部门杠杆率在2021年存在一定的下行，但2022年就有所企稳上行。综合上述因素，我国与日本90年代的情况相差甚远，现在断言中国陷入资产负债表衰退有失偏颇。

## 一、当前各部门资产负债表表现：冲击受损后迈向修复中

### （一）居民部门：超额储蓄与提前还贷现象并存，杠杆率首度连续下滑

房产资产缩水是居民资产增速下行的主要拖累项。去年以来居民资产缩水主要表现在股票、理财和房地产三项，其中房地产是最大的缩水项目，2022年至2023年前三季度约累计缩水6.4万亿。存款的增加成为居民资产的主要支撑项，其背后是显著的超额储蓄现象，2022年超额储蓄约8万亿；2023年前三季度居民户新增储蓄14.4万亿，已经超过去年同期。

住户贷款新增规模有所收缩，贷款余额增速总体回落。2023年前三季度住户新增贷款4万亿元，较2022年同期的3.5万亿略有回升，但远小于2021年同期的6.9万亿元。2021年3月份以来住户贷款余额同比增速显著回落，其中短期贷款受疫情冲击更明显，中长期贷款则更多受房地产市场调整影响。短期贷款受疫情冲击更明显，中长期贷款受房地产市场调整影响更明显。特别是今年6月RMBS条件早偿率指数曾一度上升至20%以上，后续随着还贷利率的调整，贷款早偿情况有所缓解，但早偿率指数仍处于较高水平。

今年居民部门杠杆率仍将有上升，高收入人群或开始相对负债扩张。居民部门杠杆率变动自2021年以来出现显著变异，2021、2022年连续两年杠杆率出现收缩，这是自2008年金融危机以来的首次。随着地产政策调整，居民负债总体或将保持稳定，考虑到今年GDP平减指数较低，居民杠杆率或较去年有所回升，约为68.3%左右。根据微观调查数据，2022年下半年开始低收入群体的家庭负债指数明显回落，而中高收入群体反而略有增加。

## （二）企业部门：资产负债表未到衰退程度，现金流恶化下企业修复分化，总杠杆率被动攀升

资产负债表未到衰退的程度，但资产与负债端面临增长乏力的约束。自去年二季度以来，工业企业的资产与负债增速开始回落，但是资产增速回落的更快，其中私营工业企业的资产负债率持续上行且已处于60%以上的高位，或处在被动加杠杆的区间。上市企业资产总额、负债总额增速也均呈现放缓。今年三季度以来政策与信贷支撑下企业部门杠杆率有所企稳，加上今年名义GDP增速偏低，2023年企业部门杠杆率或为176.5%左右，高出去年4.6个百分点，全球来看已处于较高水平。资产回报下滑是企业部门资产负债表调整的主要原因。2013年开始，伴随经济发展进入新常态，企业经营业绩增长承压，尤其是近年来受经济结构转换及疫情冲击影响，资产回报率下滑至低位，拖累资产端增长，带来资产负债率被动抬升压力。以规模以上工业企业为例，今年1-9月利润同比为下降9%，利润收缩幅度依然较大，资产回报率由2010年的9.3%波动下行至2020年的5.1%，预计今年或将回落至4.9%。

企业疫后修复呈现分化态势，现阶段修复进程较缓的企业主要涉及三类：一是受疫情影响需求收缩较大的下游制造行业。疫后经济需求修复主要体现在接触性服务行业，但工业与制造业的下游行业消费需求修复较慢。截至2023年9月，服装纺织、家具制造、文教工美及体育用品的累计利润同比仍为负值。从工业下游行业的利润占比来看，今年二季度以来下游行业利润占比总体回落，一度回落至20%以下，9月当月工业产品消费有所回暖，下游行业利润占比也回升至20.8%，但考虑到基数的影响，总体来看下游行业利润修复依然偏慢。二是债务过快积累且资产回报不足的企业，以民企为代表。民企普遍前期业务扩张较快，主动加杠杆使得债务过度积累，不过其资产回报在近年来波动下滑，叠加外部筹资难度大，影响疫后修复进程；此外，“三角债”问题下拖欠民企应收账款现象严重，民企资金挤占程度更深，加大民企资产负债表修复难度。三是处于转型调整阶段的房地产行业。2021年下半年以来房企

资产端、负债端持续收缩，前者受回报率下滑以及处置资产规模上升影响，后者则主要受制于融资环境恶化，且负债相比于资产压降更明显，推动房企被动降杠杆。现阶段房企资产端与负债端陷入失衡，是亟需修复的重点领域。

### （三）政府部门：财政收支承压下债务规模快速上升，资产负债表局部受损但总体尚可

近年来，在疫情冲击、大规模减税降费实施以及房地产深度调整的背景下，政府财政收支缺口加大，地方财政尤为承压。同时，稳增长压力下积极财政政策持续发力，广义财政赤字率近年来均保持在6%以上，今年考虑万亿增发国债之后或在6.8%，政府部门债务规模快速上升，2023年末规模或达73.6万亿，杠杆率或较2019年抬升近17个百分点至55.8%，考虑地方隐性债务后约接近100%，但从国际比较看目前我国政府部门杠杆率整体仍较低。但从结构看，近年来伴随地方官员单一GDP政绩考核向多元目标综合政绩考核逐步转变，地方替中央承担了更多的逆周期宏观调控职责，加杠杆幅度明显高于中央，地方债务规模快速攀升占比持续增加，而中央政府债务仅占四成左右，远低于美国、日本等发达国家80%以上的比重，中央财政仍有较大空间。

聚焦到地方政府看，当前地方债务风险整体可控，但结构性及区域性风险较为突出。一是“控增化存”下以融资平台为主要载体的隐性债务增速虽有放缓，但存量规模仍较大，2022年规模在52-57万亿之间，风险不容忽视；二是地方财政承压下区域债务风险被动上升，且异质性加剧。但若从“资产-负债”视角看，我国国有资产合计超过800万亿，地方政府拥有超200万亿的非金融国有资产，对隐性债务以及政府部门广义债务的覆盖倍数均较高，政府部门资产负债表整体仍无大碍，不存在资不抵债问题。当前地方债务问题更多是流动性问题，特别是财政付息压力不容忽视，2023年地方债付息规模或达1.19万亿元，占地方广义财政收入的比例或升至6.22%，若再考虑城投债务付息，这一比重将超20%。

## 二、影响资产负债表修复的逻辑主线

### （一）不可忽视的周期性、趋势性、结构性因素叠加下的中国经济调整

后续如何修复资产负债表，需要理清影响其修复的核心逻辑；资产负债表受损是一种经济表现，本质还是需要回归到中国经济增长的分析来看，当前的中国经济调整是周期性、趋

势性以及结构性因素叠加的深度调整，疫情加速了调整节奏和调整深度，并不改其趋势。除潜在增速的走低压力以及超预期因素的冲击之外，需求结构的失衡、供给结构的转型、人口红利的逐步消失都形成了当前中国经济的调整压力，疫情的中长期影响也不可忽视。

## （二）影响资产负债表修复的三条逻辑主线

### 1、疫情磁吸效应和收入预期变化、谨慎动机增强等影响下居民行为函数发生显著变化

疫情影响下收入与收入预期是推动居民行为模式转化的主要原因。居民部门距离疫情前的增长趋势线依然存在9%左右的收入缺口，居民的工资性收入和经营性收入有一定修复（截至今年三季度增速分别为6.8%与6.7%），但财产性收入增速偏低，居民对于未来的收入预期指数依然处在荣枯线之下。居民行为变化体现在：一方面，居民风险偏好降低、流动性偏好增强。2022年以来居民曾出现新增超额储蓄、减缓新增贷款、赎回理财产品等现象，说明居民部门风险偏好降低、流动性偏好增强。今年以来居民净存款规模显著扩大，从2022年底的45.4万亿上升至2023年前9月的55.1万亿，居民谨慎性动机依然较强。另一方面，受疫情疤痕效应或者磁吸效应影响，消费降级现象持续存在。与疫情前的2019年相比，2023年前三季度居民在食品、医疗方面的消费支出占比出现显著上升，在教育文化娱乐、交通通信、家庭设备领域的支出占比有所下降。2023年中秋节、国庆节假期8天，国内旅游人均消费支出为2019年的97.5%，仍未恢复至疫情前水平。从消费的收入结构上看，作为消费基本盘的低收入人群，其消费收缩或更为严重。从微观调研的家庭消费变动指数来看，2022年下半年开始低收入群体消费收缩更显著。从家庭消费预期指数来看，2022年下半年开始中高收入群体的消费预期有所回落，低收入群体的消费预期有所回升，但依然处于较低位置。

### 2、“求生存”目标下企业行为风险最小化

从企业行为的变化原因上来看，企业盈利的下滑和投资效益的恶化是主要原因，这与1990年代日本企业受工业用地与商业用地大幅贬值影响，企业行为从盈利最大化转向负债最小化有着本质区别。总体上而言我国企业的资产端更为稳健，工业企业的用地成本较低，企业的土地与厂房等固定资产并未大幅减值。从企业融资行为来看，自发融资需求相对较弱。其中新增中长期贷款边际改善主要受到政策的驱动，特别是今年以来专项债发行较大、央行引导加大信贷投放的月份企业中长期贷款新增规模较高，新增社融中政府券融资规模的占比（月

度均值)由2018年的21.6%上升至2023年前三季度的29.8%。今年以来M1增速持续走低,也表明企业活力依然不足,对于资金的利用并不充分。从企业投资与生产行为来看,在产成品周转速度较慢、成本较高、利润修复偏慢的背景下,企业扩大生产与投资的意愿或仍不足。其中民间投资累计同比持续下滑,今年5月以来持续为负增长,4月以来房地产投资当月同比跌幅始终大于16%。

### 3、土地财政弱化、债务约束下地方政府行为空间受挤压

当前政府债务问题的核心是流动性问题,与房地产超调下的土地财政弱化、财政资金的使用结构与使用效率错配等关系密切,债务约束下地方政府扩表意愿下滑,逆周期调控职能亦受限。一方面,在房地产行业持续调整背景下,土地财政和土地金融模式难以为继,地方财政大幅减收,偿债能力削弱,且在当前“以收定支”的基调下支出强度有限,制约地方政府扩表;同时融资平台持续面临土地相关业务收缩、抵押融资受限、政府回款滞后等问题,影响偿债及发展。另一方面,财政资金效率不高,仍存在闲置、挪用、使用低效等问题,且基建投资边际效益降低,融资平台资产回报率显著下滑,专项债资金仍面临与项目性质错配、收益偏低的矛盾,“债务-资产”转化效率有待提升,投资收益及现金流承压。上述约束下地方政府以往的“债务-投资”模式进一步受限,行为空间受到挤压,在过去三年承担的逆周期宏观调控作用也需要减弱,应回归本位,交由中央政府承担,中央政府承担也有利于宏观成本最小化。

#### (三) 预期偏弱下房地产是三条逻辑主线的交点

长期以来,我国都依赖房地产拉动经济,其对居民、对上下游产业、对土地财政、对经济增长影响深远,在新的经济增长动能成熟之前,房地产的深度调整触发了上述三条逻辑主线的变化,对中国经济及各部门资产负债表产生冲击。对居民部门来说,住房占我国居民总资产的比例超过65%,占负债的比例接近76%,房价下跌会导致居民资产缩水,谨慎性动机增强,消费和投资意愿下降,冲击资产负债表。对企业部门来说,房地产行业涉及产业链条长,上下游产业在GDP中占比达到20%-30%,地产走弱会通过产业链、资金链冲击上下游企业的利润与投资,以及房企信用风险释放,传导至金融市场导致投资者风险偏好下降,企业部门融资难度加大,制约其资产负债表修复。对政府部门来说,与房地产密切相关的国有土地出让

权收入占政府性基金预算收入的90%左右，占一般公共预算收入的20%左右，土地资产价格或土地出让收入大幅下行都将加剧区域财政收支压力，进一步加剧地方财政脆弱性。

由于本轮房地产市场超调是由前期全面密集落地的政策调控叠加疫后经济下行直接引发，下行周期更长、风险释放更为剧烈，烂尾风险及保交付质量不佳对民生及购房预期产生极大负面影响，同时房企不良债务也加剧金融机构风险，行业修复更为困难，因此，近期密集出台的优化政策传导及消化需要一定时间。**考虑到房地产行业在国民经济体系中的重要作用，在新的经济增长动能成熟之前，我们仍然需要房地产支撑经济运行的底。**从美国和日本房地产发展经验看，人口结构转变与城镇化趋缓并不意味着房地产行业“超调”下行，在供需基本平衡的存量时代，仍可通过提升人均住房面积与住房自有率、构建保障性住房体系等措施，实现房地产行业可持续发展。因此，我们需要进一步的政策放松与结构性调控，推动房地产行业市场化发展。

### 三、资产负债表修复的路径选择与建议

资产负债表受损是一种经济表现，影响我国资产负债表修复的原因既有周期性、结构性、趋势性问题等长期因素，也受市场信心不足、预期偏弱等短期因素影响；而这些问题都不是靠短期的宏观调控可以解决的，需要我们持续推进改革。我们需要透过现象看本质，只有多措并举有的放矢，短期调控与中长期改革相结合，解决或缓释制约经济修复的核心因素，促进经济持续修复，才能根本上促进资产负债表修复。

#### （一）提振信心、改善预期是推动资产负债表修复的核心所在

今年二季度以来消费者信心指数、企业家信心指数均有所下滑，其中消费者信心指数、预期指数及满意指数的常态中位数为120%左右（100%为中立值），但截至今年9月仍在90%以下。PMI在三季度逐月边际回升，但10月较9月回落0.7个百分点至49.5%，再次回落至收缩区间，体现出经济修复的波折性。在这种背景下，需要降低政策的不确定性，持续改善预期，只有企业挣到钱、百姓有钱花，信心才能根本改善，因此还需要进一步加大稳增长力度。

#### （二）促消费、稳基建，发挥内需尤其是消费对经济增长的带动作用

**刺激消费的核心在收入，短期稳消费和中长期收入分配改革相结合。**短期建议向低收入群体发放现金或数字货币，特别是针对边际消费倾向比较高的中低收入人群。经我们估算，若针对低保人群发放1000亿现金类或数字货币补贴，可撬动约5400亿新增GDP，拉动经济增长0.45个百分点。同时考虑到过往经济发展中农业反哺工业的事实，需要我们进一步考虑对农业和农民的反哺，因此可以考虑向乡村人口发放现金补贴。中期来看，需要调整完善个税体系，促进中等收入群体的消费能力与意愿。长期来看，要加大收入分配改革，近年来我国居民部门在初次收入分配中的占比要显著低于英、美、德以及巴西等经济体。

**基建、消费两手抓，发挥内需对经济增长的带动作用。**近年来基建投资的边际效率呈现显著下降，单位基建投资对应的GDP从2007年的高点8.6降至2023年（预计值）的4.9，但目前仍是托底经济的重要的一条“腿”。一方面，需要加快已开工项目建设、避免烂尾项目，提升建设质量；另一方面，需要加快基建投资的结构调整，结合国家发展战略以及民生领域、短板领域的需求，促进基建支出向消费基础设施、养老基础设施、数字基础设施等领域倾斜，在托底投资的基础上持续放大基建对于消费的支撑与拉动作用。从稳定与扩大消费来看，一方面我国居民部门最终消费率仅有37.17%（2022年），还有较大提升空间，一方面近年来消费拉动乘数高于固定资产投资乘数（2023年前三季度分别为3.5、2.4），促进消费对于经济增长的拉动效果或更好。

**长短期政策相结合，给与企业修养生息空间，为进一步发展积蓄力量。**当前制约企业部门修复的重要原因在于周转流通速度偏慢、成本偏高，短期的财政政策与货币政策调整依然可以发挥作用，比如通过减税降费、加大信贷支持以及引导实体融资成本下行来降低企业成本、助力修复，从而提升其投资意愿。中长期需给予企业休养生息的环境，减税降费的总体取向需要长期坚持，同时通过改善微观主体的信心，提升企业家的信心来稳定预期。最重要的是，持续优化政府与市场的关系，发挥市场在资源配置中的基础性与决定性作用，真正做到“政府的归政府、市场的归市场”，为迈向高质量发展积蓄力量。

**（三）进一步深化改革开放促进创新，释放要素市场与企业主体活力，以持续的制度变革推动全要素生产率的提高**

改革以来，我国经济增长的奇迹离不开改革开放对于全要素生产率的提升，但与美英日等主要国家相比，我国全要素生产率有较大提升空间，2020年我国 TFP 仅为美国的61%。当前推进要素市场改革是促进全要素生产率提升的重要方向。此外，需要进一步将供给侧改革与扩大内需战略有机结合，通过供给侧结构性改革推动产业升级。在微观主体的竞争机制层面，建议取消所有制区分，释放市场主体尤其是民营经济的活动。

#### **（四）提高赤字率容忍度，在增长中化解地方债务问题，构建债务管理长效机制**

我们此前呼吁的提升赤字率容忍度在近期政策已有体现，四季度拟增发万亿国债并计入赤字，赤字率上升至3.8%，突破了3%的传统约束，有利于巩固成果、提振信心。同时此次灾后重建等以增发国债支持，符合中央金融工作会议优化政府债务结构的要求，进一步提升资金与项目匹配度，有利于缓解地方刚性支出压力，为地方化债提供一定空间。与美国、日本的海外主要经济体相比，我国政府部门尤其是中央政府部门杠杆率较低，且企业、居民加杠杆动力仍较弱，因此对于2024年，建议政府部门尤其是中央政府继续加力，在保障财政可持续、债务风险可控的前提下预算赤字率可安排在3.4%以上；同时，央地赤字分配中，可适当向中央政府倾斜，让更多的宏观调控职责回归本位，若按赤字率3.8%估算，中央赤字规模或突破4万亿。

中长期需在发展中解决问题，促进债务形成机制转变。一是进一步提升全要素生产率，加快传统动能调整升级，同时加快新动能培育，加大政策和资金支持，推动新旧动能有效衔接与转化。二是持续推进财税体制改革，适当上移教育社保等领域事权与责任，减轻地方刚性支出压力，并优化央地间公共支出的分摊比例，完善转移支付机制。三是构建债务管理长效机制，加快推动债务合并监管，进一步完善信息披露、风险预警、考核问责机制，合理控制增量、优化成本与债务结构，并将地方政府考核与 GDP 和债务发展相结合。四是推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变，合理优化公共财政投资方向，并依托国企改革加快城投转型，提升国资运作效率。

#### **（五）纠偏房地产市场超调，引导行业向新发展模式平稳转型**

短期仍需加大力度“稳预期、稳房价、稳地产”，纠偏房地产市场超调，避免硬着陆，进一步打开需求端限制性政策，特别是核心一线城市房市政策仍有较大放松空间。通过一线

城市房市修复带动二三线城市房市改善，但并不意味着要走老路，**中长期仍要妥善引导房地产行业平稳转型**。其一，针对当前中国房地产市场面临的结构性供需失衡，匹配市场需求建立多层次住房供应体系；其二，优化土地供给制度，建议科学合理把握土地供应节奏、结构，增加住宅用地供给。同时，优化存量用地盘活机制，推动集体地入市，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价，提高土地要素配置效率；其三，探索“轻重兼容”与“增存并拓”房地产新业态；其四，创新房地产融资运营模式，健全房地产风险防范长效机制。

此外，还可积极推动城中村改造和保障性住房建设，**盘活改造各类闲置房产，为房地产行业打开新的可持续增量空间**。据中诚信国际测算，本轮城中村改造面积预估接近10万平，总投资规模5.4万亿元、年均0.54万亿元；若2023年保租房建设达到250万套，套均投资与2022年持平，则可完成1875亿元投资；若全国棚户区改造建设达到170万套，则可完成5168亿元投资；三者合计共实现12443亿元投资额，预计对2023年房地产投资贡献率或将超过10%。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“中国资产负债表现状、未来资产负债表的修复路径以及着力点”等问题展开讨论。

长江证券首席经济学家**伍戈**指出，我们需要关注资产负债表存量和增量之间的关系。结合历史经验和我国现实情况，**疫情导致的存量经济受损对未来增量经济产生了显著的影响，即居民和企业短期内不会通过扩大债务来增加消费和投资，政府财政前期受损导致后期支出有限**。

从本质来看，经济增长目标是核心问题，它决定了财政政策和货币政策的发力程度。因此，合理的GDP目标有利于摆脱价格低迷，推动经济尽快回归正常轨道。同时，未来中国经济发展的着力点应在于增大市场力量，而不是依赖简单的刺激政策。

中泰证券首席经济学家**李迅雷**认为，从动态角度来看，由于我国房地产进入下行阶段、地方政府债务压力较大和人口老龄化加速，我们现在面临未富先老和未富先债两大压力，所以应关注进一步扩表、进一步加杠杆的问题。

从结构角度来看，我国地方债占比过高，应通过增发特别国债或者扩大地方融资债规模进行置换，进而改善政府债务的结构性问题。

宏观经济是系统性、全面性的，仅仅通过提高中央政府的杠杆率水平和降低地方政府杠杆不足以解决现在的问题。因此，以股权财政为目标的国企改革，尤其是央企改革，仍有进一步推进的必要。在人口老龄化加速的背景下，我们可以通过提高国有股权划拨给全国社保的比例来解决养老缺口。

野村证券中国首席经济学家陆挺通过对中日经济的比较探讨了辜朝明先生的资产负债表理论对中国的适用性，认为中国房地产市场调整与1991年日本房地产泡沫破灭存在很大差异，主要表现在资产受损程度不同、资产受损类型不同、资产受损方还款意愿和能力不同。更深层次的差异则体现在中日经济发展水平不同、中国房地产通过对各类主体的收入冲击（而非资产负债表）影响经济、当前中国经济复苏乏力受到外部复杂环境和内部环境的叠加影响。

结合辜朝明先生提出的政策建议，陆挺认为中国传统货币政策空间有限，财政政策还有加大空间，但不能全盘否定货币政策的有效性，同时也需要重视财政支出的挤出效应和结构性改革。

如是金融研究院院长管清友认为，不能低估国际关系变化、合成谬误、民众心态对于经济运行和资产价格的影响。当下中国经济面临的最大问题是总需求不足和供给端过剩带来的极度“内卷化”。

但中国经济在应对困难挑战中显现强劲韧性：1）制造业生态更为系统和完善，即使存在产业外溢和产业主动转移的现象，中国产业的竞争力仍然很强；2）中国企业市场发展富有余量，国内国外两个市场仍有拓展空间；3）中国尚未进入低欲望社会。接下来，应推动加入CPTPP成为加快经济复苏的重要切口，始终坚持改革开放，继续融入全球化。

# 伍戈：资产负债表受损与增量政策选择

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在CMF宏观经济热点问题研讨会（第77期）上的发言

## 一、资产复制表存量受损影响未来增量经济

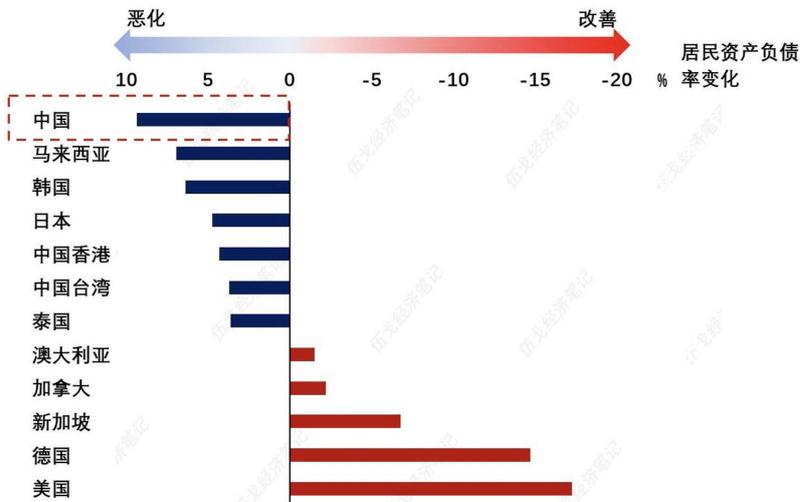
资产负债表是一个存量概念。关于资产负债表的讨论有必要区分存量和增量的影响。

对比疫情三年各个国家的资产负债表情况，我们发现存量对于增量的影响非常大。欧美大部分经济体的微观主体（尤其是居民）资产负债表有所改善，这主要得益于欧美国家在疫情期间的补贴政策。而资产负债表受损的主要是亚洲经济体，因为亚洲国家的补贴力度不及欧美国家。疫情三年的存量改善或存量受损对于未来经济优化路径的影响是不一样的，总体而言，亚洲经济体的经济修复强度低于欧美经济体。

### 1、居民资产负债表

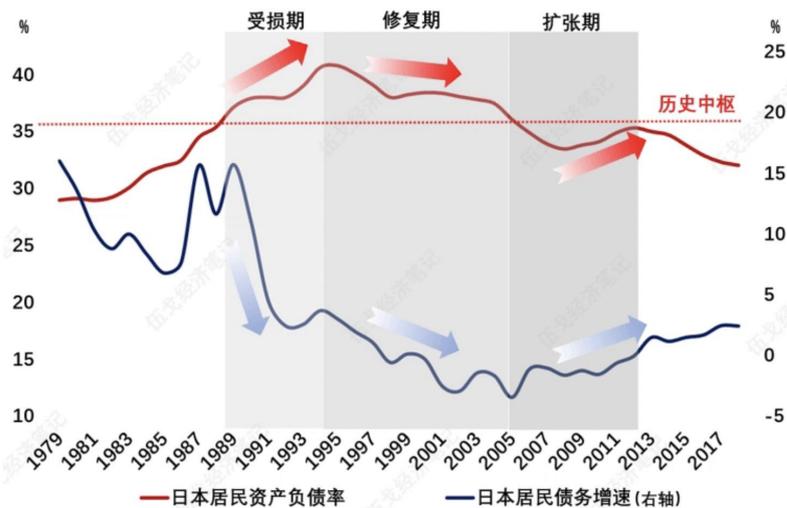
总体来看，我们和大部分亚洲经济体一样，居民的资产负债表出现受损，且与其他经济体相比受损幅度相对偏高，这与我们疫情管控持续时间较长和管控程度相关。从历史角度来看，如果一国居民前期存量的资产负债表受到损害，他们并不会立马增加债务去消费和投资。当疫情结束后，居民希望让过去高存量的资产负债表回到常态，即实现资产负债率的下降，这也是我们所提到的“修复”。在向历史中枢回归的过程中，居民短期内没有动力去增加债务。从下图可以发现，存量受损对居民增量行为可能会产生实质性影响，而这是在过去研究中有所忽视的地方。

## 居民资产负债表：中国的状况



资料来源：CEIC、WIND，笔者测算  
注：资产负债率=居民债务余额/(累计的可支配收入+新增债务-消费支出-利息支出)。

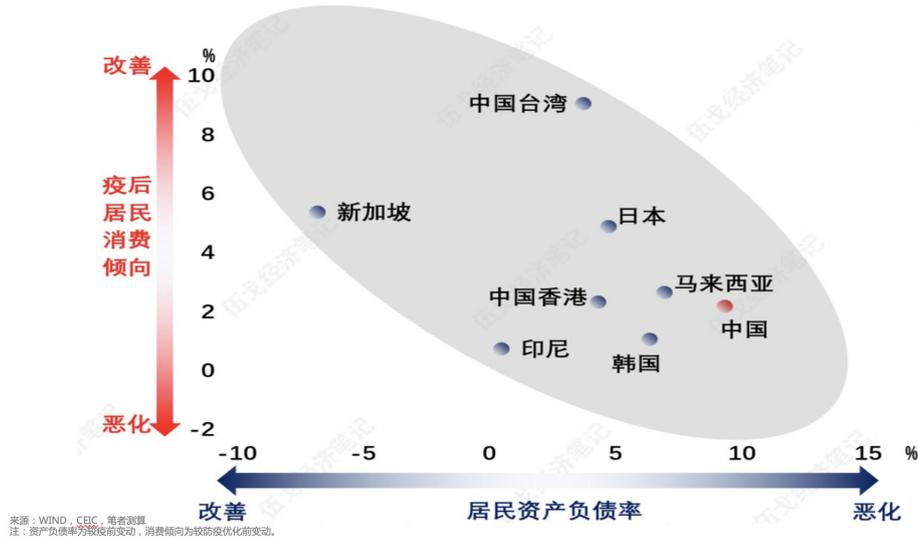
## 受损后修复需要时间



资料来源：WIND，笔者测算

国际对比来看，居民资产负债表损伤越严重的国家，其居民的边际消费倾向修复速度越慢。尽管各国疫后平均消费倾向有所改善，但前期存量受损的严重程度决定了疫后消费倾向改善的速度。

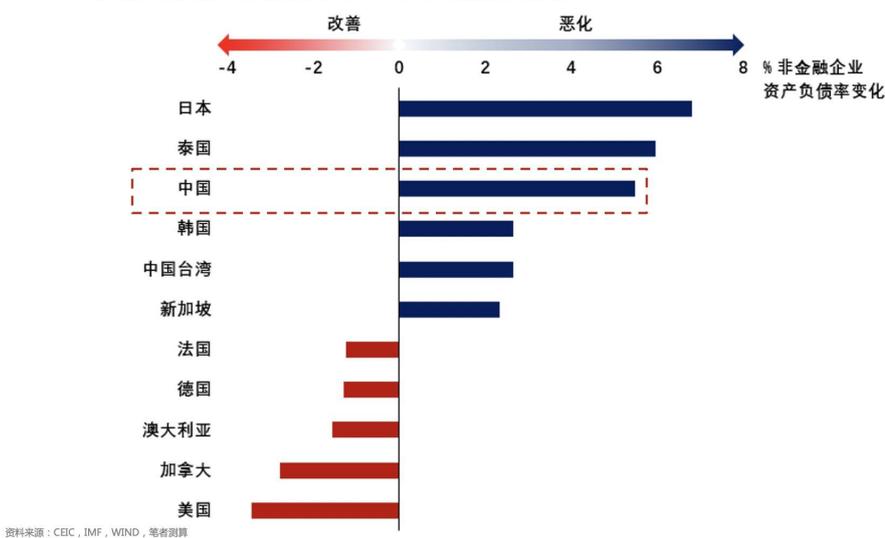
## 资产负债表受损越重，消费倾向修复也越弱



## 2、企业资产负债表

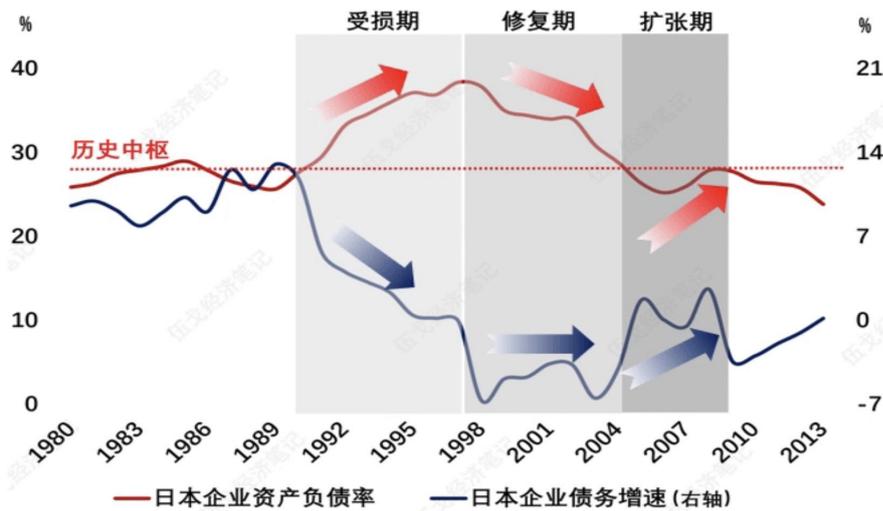
中国企业资产负债表在疫情期间受到损害，但中国的受损程度不如其他亚洲国家，这可能与中国减税降费等企业扶持政策相关。但与欧美国家相比，中国的企业资产负债表受损仍然是严重的。

### 企业资产负债表：中国的情况



历史上看，企业的资产负债表在受到疫情冲击、出现受损后希望回到历史均值。在向历史中枢回归的过程中，企业债务增速在相当长的时间内会保持相对低位，这今年的情况几乎一样，也和其他国家的经验相似。

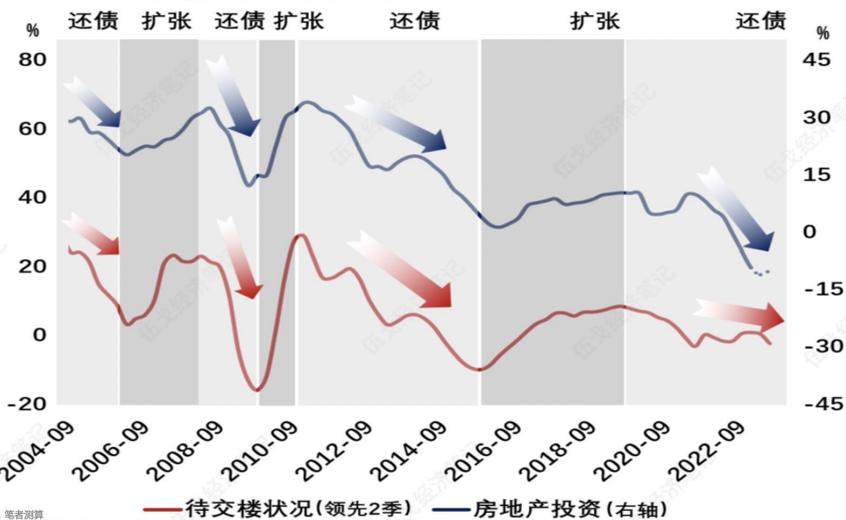
### 企业受损到扩张：中间是修复期



资料来源：WIND，日本内閣府，笔者测算

以房地产企业为例，今年房企的主要任务是“保交楼”，其本质是还旧债。所以他们追求的不是投资收益最大化，而是负债最小化。这是典型的资产负债表受损后的衰退过程或修复过程。

### 房企先还旧债，再言扩张



资料来源：WIND，笔者测算  
注：2023年取复合增速。待交楼为上市房企预收账款占总资产比重。

### 3、政府资产负债表

政府资产负债表和居民、企业资产负债表面临相似的问题，即存量受损需要一定时间才能化解。从下图可清晰看到政府资产负债率的上升往往会领先于下一年的财政支出增速，这说明政府的资产负债表往往会对未来一年政府的财政支出产生影响。如果过去一年政府资产负债率环比增速明显上升，那第二年广义的财政支出一定是下降的。虽然我们11月份新发1万亿的国债，导致财政赤字有所上升，但是1万亿的财政赤字可能难在今年形成实物工作量。从今年全年来看，广义财政赤字率下降会对短期经济增速产生偏负向的影响。

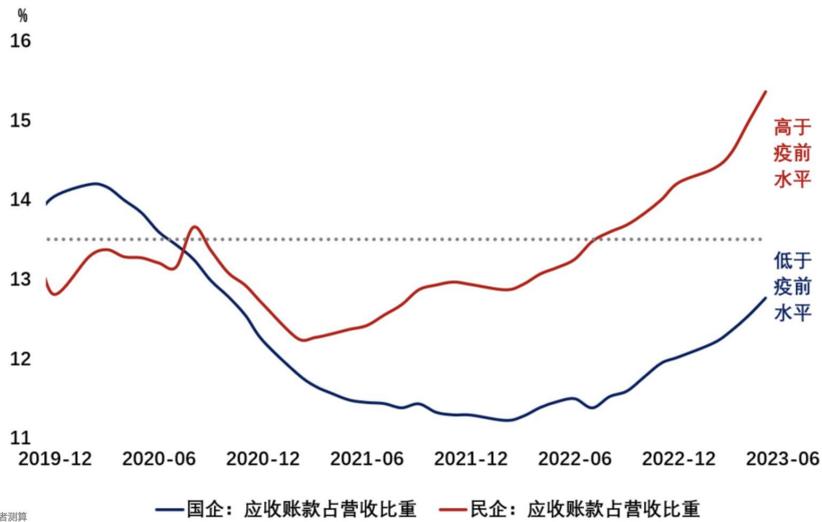
#### 财政前期受损，后期支出受限



### 4、交叉资产负债表影响

第四个资产负债率的问题与企业和政府相关，也就是交叉的资产负债表受损。由于很多政府项目拖欠了企业（尤其是民企）的债务，使得整个资产负债表受损情况变得更加复杂化。

## 民企账款被拖欠形势严峻



总体而言，在讨论中国资产负债表这个问题的过程中，我们认为存量受损是不可避免的，但我们更加在意的是增量。如果今年存量受损，那么增量政策可以弥补这些损害。但从财政政策来看，今年的广义财政赤字率呈下降趋势。从货币政策来看，实际利率从去年四季度开始显著上升。研究发现，实际利率会领先于经济环比增速两个季度左右。所以，现在处于高位的实际利率对于当下这个季度甚至明年一季度的经济增速都有抑制作用。

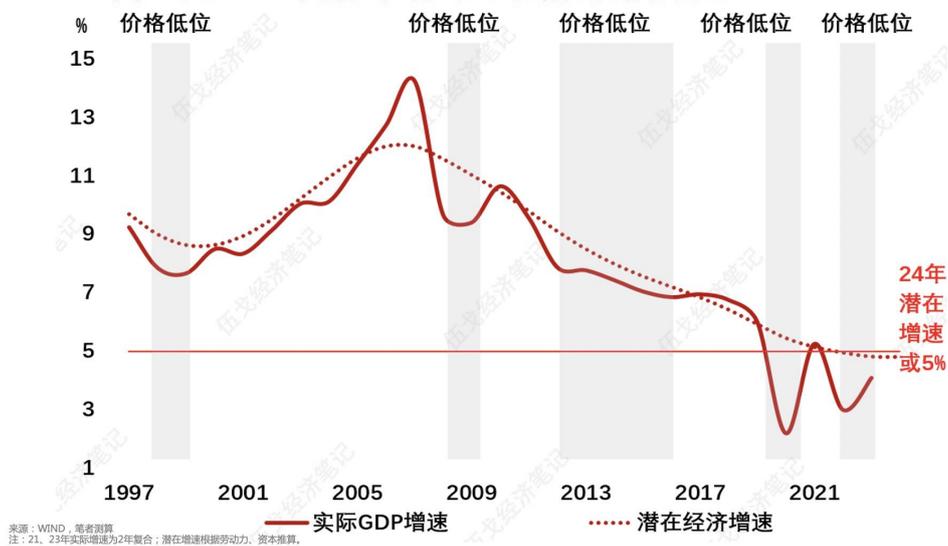
## 实际利率仍压制经济，但政策刺激加码？



## 二、增量政策很关键

在高质量增长的情况下，今年政府工作报告将经济增长目标定在5%左右，但5%的目标是建立在去年上海疫情导致经济增速极低的基础上。对较低基数进行复合增速测算，今年增速目标大概在4%左右，低于潜在增速，从而无法充分实现产能利用，也没有办法实现价格充分的正增长。所以，如果经济实增速目标本身是低于潜在增速的话，就会出现负的产出缺口，进而产生一系列问题。

### 合理的GDP目标，有助于摆脱价格低迷



从某种意义上说，潜在增速下降并不那么令人担忧，因为人口老龄化等问题是一个历史自然的过程。但我们担心偏离潜在产出或出现负的产出缺口，这可能是造成今年经济很多问题的核心原因。

相对今年而言，明年中国的经济状况可能会有所好转。明年的经济增速目标大概率会高于今年4%的复合增速，更接近潜在增速，使价格的环比更多向潜在增速靠近，特别是名义GDP可能会开始高于实际GDP，进入相对正常的状况，这有利于明年居民、企业的风险偏好上升。

## 三、政策建议

关于未来资产负债表的修复路径以及着力点，有以下两点政策建议。

**第一，要有行动的勇气去处置地产企业的风险。**针对市场失灵的行业要成立专门的机构化解风险。如果房企不购地，意味着地方政府的土地出让收入存在严重的“漏损”现象。尽管一方面通过发债给财政“加水”，另一方面如果地方财政在“漏水”。在这种情况下，即使加大逆周期政策力度，也无法实质性地走出价格低位循环。

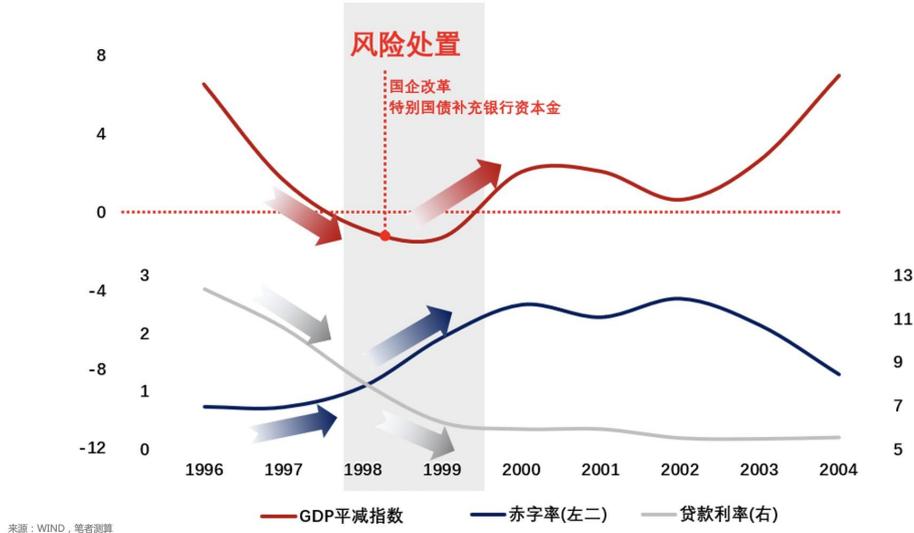
日本泡沫经济危机后采取了很多刺激政策，但初期并不理想。后来他们加大对某些领域的风险处置，特别是房地产和金融相关行业，逆周期政策最终取得了较好效果。中国上世纪90年代面临通缩的时候也是如此。

美联储前主席伯南克在《行动的勇气》中提到，为了摆脱经济通缩的威胁，通过政府力量的介入来缓解市场失灵的领域尤为关键。

### 扭转价格的力量：国际经验



## 扭转价格的力量：中国经验



**第二，增强市场化力量。**以房地产市场为例，如果房地产的问题是市场化过度造成的，那么可能政府可以介入。但如果是由市场化程度不彻底导致的，则应该加大市场化的力量。处理好国有企业和民营企业之间辩证关系的关键问题。

改革开放四十年，是民营经济不断壮大的四十年，也是民间投资不断上升的四十年。但今年的民间投资在某些月份已转为负数，这对预期信心产生很大影响。**如果民营企业发展受阻，我国的就业则会受到威胁，进而影响到消费和经济高质量可持续发展。**

# 李迅雷：中央应适度加杠杆，改善政府债务结构

李迅雷 中泰证券首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（总第77期）上的发言

## 一、中央政府应进一步加杠杆

首先，从静态和动态两方面讨论资产负债表问题。从静态来讲，我国不存在资产负债表的衰退问题，因为现在企业部门、居民部门和政府部门的杠杆率水平仍在抬升，根据中国社会科学院金融研究所统计，上半年我国实体部门杠杆率上升10.8个百分点，其中：非金融企业部门上升6.9个百分点，政府部门上升2.3个百分点，居民部门上升1.6个百分点。因此，总体而言我国资产负债表仍处于稳定扩张状态。其中非银企业部门的抬升速度更快，这可能和去年疫情影响相关。现在中央政府发行1万亿元特别国债加杠杆，而地方政府需要通过化债来降杠杆。因为从我国整体宏观杠杆率在全球处于较高水平，和发达经济体的杠杆率水平接近。根据社科院李扬团队测算，我国宏观杠杆率水平在283%左右。但从动态角度来看，为了经济平稳增长，我们仍然应该进一步扩表、进一步加杠杆的问题，具体原因有以下三点。

**第一，我国房地产进入长周期的下行阶段。**尽管房价目前的跌幅不算太大，但随着人口老龄化加速和城市化进程放缓，房地产调整时间可能会较长。如果参照日本、美国、欧盟房地产周期的案例，调整时间均超过10年，故我们应该未雨绸缪，做好充分的应对准备。

**第二，地方政府债务压力较大。**一方面，现在不少地方政府面临债务到期能否按时偿还的风险。另一方面，地方政府未来债务的还本付息压力难以化解，而债务的利息支出会进一步影响到其当期的财政支出、投资等决策。

**第三，人口老龄化加速。**自2022年以来，始于60年代初的第二次婴儿潮中出生的人口已经步入“退朝”期，中国60岁以上老人的数量急剧增加，这一增长可能要持续到2034年。人

口老龄化会加大我国社会保障、医疗、养老等方面的支出压力，因此，政府部门还需要加杠杆。

## 人口老龄化加速和城镇化进程放缓，房地产的长周期拐点

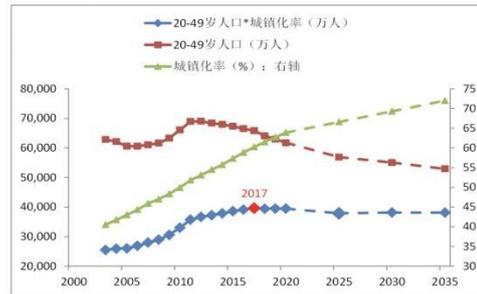
- 人口结构和城镇化率决定房地产的大拐点。一方面，劳动年龄人口减少导致住房总量需求萎缩。我国28个大中城市平均住房空置率为12%，处于相对较高区间，且老龄人口占比越高的城市，住房空置率也更高。另一方面，随着我国常住人口城镇化率达到65%，城镇化率的提升速度开始放缓，新城区开发也遇到瓶颈。
- 过去市场上最大的两大板块：金融、地产，今后可能都面临收缩。当然收缩中也有结构性机会，比如间接融资规模收缩，直接融资比重可能会提高。

图表：中日老龄化进程及人均GDP（现价）变化



数据来源：wind，中泰证券研究所

图表：我国20-49岁人口与城镇化率



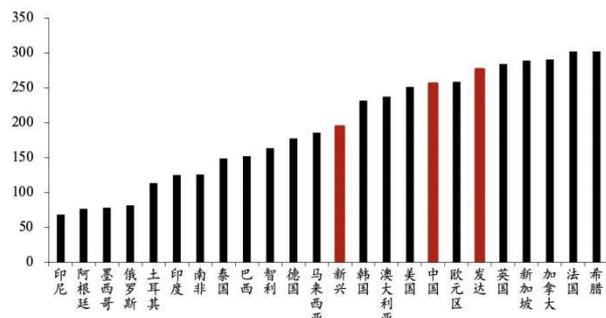
数据来源：wind，中泰证券研究所

所以，我们不能仅仅关注当下资产负债表是否衰退这一问题，更要思考未来可能会出现的问题应如何解决、如何处置。中国目前面临的情况和日本当年并不一样，日本在失去的三十年之前，1994年日本人均GDP水平已经接近4万美元，是现在中国人均GDP水平的3倍。但1994年日本政府的杠杆率水平非常低，而现在我国政府杠杆率水平加上地方政府隐性债务大概在100%以上。所以，我们现在面临两大压力：未富先老和未富先债。

## 为何要让政府加杠杆：西方未老先富，我国未富先债

- 盘活国有资产，实现从土地财政到股权财政的转型。我国目前的宏观杠杆率水平已经处在全球较高水平，按国家金融与发展实验室的统计，2021年为263.8%，接近发达国家平均水平。
- 但与其他国家不同的是，我国的中央债占比极低，地方债（含城投债）占比过高，这就导致地方政府的信用风险被充分暴露。
- 按照中央提出的“谁家的孩子谁家抱”要求，不少地方政府要承担的债务显然超过他们的承受范围。尤其在土地出让收入大幅下降的情况下，风险更加暴露无遗。例如，2022年有13个省土地出让金对政府债务利息覆盖程度不足100%（2021年只有5个），扣除城投拿地之后恶化更加明显。

全球主要经济体宏观杠杆率（%，2021年）



来源：WIND，中泰证券研究所

## 二、改善政府债务结构

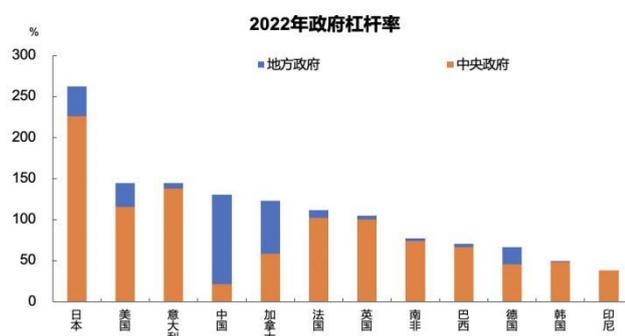
其次，我们需要从总量和结构两方面讨论资产负债表问题。从政府杠杆率总水平来讲，我国明显低于日本、美国等发达经济体，个人推算美国联邦政府加上州政府的杠杆率在145%左右，而我国加上隐形债后，中央加地方的杠杆率满打满算在110%左右，从国际比较看并不高。而且，从政府资产的角度看，债务的杠杆率水平就更低了。但我国的政府债务存在明显的结构性问题，即地方债占比过高，这与其他发达经济体的情况是相反的。

目前，我国中央政府的杠杆率水平大概在20%左右，地方政府杠杆率高达90%左右。所以，改善我国政府债务结构十分必要，这不仅可以降低地方政府的债务压力，而且会使政府的付息成本下降。中央政府的信用是最高的，所以其举债成本最低，债务利息也较低。相比之下，地方政府的融资成本非常高，尤其是地方融资平台隐性债务融资成本，我估计平均在6%左右。所以，应通过增发特别国债或者扩大地方再融资债规模进行置换，进而大幅减轻地方政府的还本付息压力，改善政府债务的结构。

### 政府债务余额对应的杠杆率：中国地方债占比过高

- 中国政府的杠杆率水平大约在110%左右，并不算特别高。相比美国的145%，日本的260%，明显要低，而且也低于意大利、加拿大、法国和英国。
- 但中国的地方债（含隐形地方债）占比高达74%，应该是全球最高的。
- 当土地财政收入大幅下降，地方债务风险已经出现。对于谁家的孩子谁来抱需要有落实方案

政府杠杆率的国别比较



来源：Wind，中泰证券研究所

## 三、推进以优化股权财政为目标之一的国企改革

宏观经济是系统性、全面性的，仅仅通过提高中央政府的杠杆率水平和降低地方政府杠杆不足以解决当下尤其是未来面临的严峻问题。因此，有必要以优化股权财政为目标之一，推进国企改革，尤其是率先推进央企改革。

例如，在人口老龄化加速的背景下，我们可以通过提高国有股权划拨给全国社保的比例来部分弥补养老缺口。目前 A 股市场央企整体的估值水平较低，为了使央企股权能够提升估值水平、更好发挥央企在资源整合、并购重组中的作用，监管部门领导在去年年末的时候提出，要探索建立中国特色的估值体系。2010年，央企的市值占整个 A 股市场的市值是50%，而2022年这一比重仅为27%，下降将近一半，这可能和民企不断上市有关，但也与央企的估值水平在过去10多年来持续下降有关。根据权威部门的数据，2022年我国国有企业资产规模大概为339.5万亿元，与房地产总市值规模接近。故可以通过盘活国有资产来优化资产负债表。具体来看，如今民企投资意愿不足，因为在 PPI 为负的情况下，实体经济的投资回报率持续下降。最近国资委出台相关文件，鼓励民企积极参与到国企混改、战略性重组和专业化整合，这样，既可以通过混改，让民企参股，甚至在完全竞争性行业控股，来改善民间投资意愿不足问题。同时，国企还可以通过完善公司治理结构，如股权运作（例如股权激励等）提升国有企业估值水平，这样既可以优化企业部门的资产负债表结构，也可以优化政府资产负债表的结构。

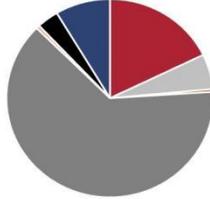
总体来讲，尽管我国现在不存在资产负债表的衰退问题，但需要着眼未来，是有必要进行结构优化，这对于经济转型、避免发生系统性风险、提升投资者信心、促进消费等都有一定的支持作用。

## 盘活央企优质资产，增加资本市场对央企的价值认同

- 国有经济在我国经济体制内占重要作用，其对高质量发展的引领作用明显。在盘活央企优质资产、助推央企做大做强的思路之下，首先要增加资本市场对央企的价值认同，从而引领社会资本对央企的价值认同。
- A股市场是上市央企提高融资效率的重要渠道，截至2023年5月10日，我国共有上市公司5170家，其央企数量占比8.59%。按中位数衡量，央企PE TTM估值为26.52倍，仍低于民营企业、其他企业和外资企业。同时，央企也贡献了A股大部分的利润，2023年一季度央企在A股市场上的净利润占比达52.21%。截至2023年5月10日，A股上市公司市值共计91.83万亿，其央企的总市值占比为30.26%。

图表：A股上市公司属性分布

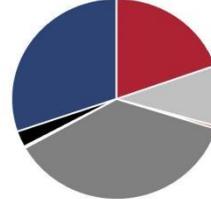
地方国有企业 公众企业 集体企业 民营企业 其他企业 外资企业 中央国有企业



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：A股上市公司市值分布

地方国有企业 公众企业 集体企业 民营企业 其他企业 外资企业 中央国有企业



来源：Wind，中泰证券研究所

# 陆挺：理性看待“资产负债表衰退”理论

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在CMF宏观经济热点问题研讨会（第77期）上的发言

## 一、理解“资产负债表衰退”理论背景

### 1、宏观经济学的诞生与资产负债表

宏观经济学诞生于上世纪30年代的大萧条时期，当时经济学家普遍认为供给和需求自动平衡，在这样的情况下不会出现经济剧烈波动、供需不均衡等问题。即使供需有所波动，价格调整机制也会很快使供需重新平衡，供给重新满足需求或者需求来满足供给。但随着大萧条下市场失灵情况的发生，宏观经济学家开始关注市场失灵的原因，研究的脉络大致分为两类。

第一条脉络直接涉及价格机制，即探究是否存在工会或其他原因，导致垄断定价及菜单成本等问题，进而导致生产和消费不匹配。

第二条脉络围绕资产和负债展开。在工业革命后，现代经济增长的一个重要前提就是通过储蓄的积累形成规模化的投资，包括股权投资和债权投资。由于股权投资涉及复杂的合约，大量储蓄转化为债权投资。因此，债务的确带来了经济的增长，但也显著增加了整个经济体的风险，尤其是如果通过举债形成了资产泡沫，那么泡沫破灭就会对需求造成很大的影响。

### 2、辜朝明“资产负债表衰退”理论的贡献

辜朝明先生资产负债表的观点实际上是往原有的宏观经济学的框架里填了一块“砖”。

过去的八九十年中，从费雪到米什金，再到伯南克，都对其中的机制进行了很多阐述。辜朝明先生的独特贡献在于，他看到了日本八九十年代的不同情况。在日本泡沫破灭后，其金融体系相对稳定，金融机构的放贷能力没有明显减弱，也没有出现像伯南克所说的银行明显降低放贷比例的情况。事实上，在日本90年代房地产泡沫破灭后，日本进入长时间的低利

率状态，企业仍然能比较容易地借到资金。房地产泡沫破灭带来的最大变化在于日本企业行为发生了变化。日本企业的目标从原来的利润最大化转为生存最大化，垫款意愿急剧下降，企业在这个过程中通过积极还款来修复资产负债表。然而，这种变化也带来了问题。对单个企业来说，这是一种理性的还款行为，但当这种变化变成一种集体行为，那么整个企业部门就从原来的净借款方变成了净储蓄方，市场经济中没有了净借款方，导致总需求减弱。因此，辜朝明先生看到了一类特殊的行为在特定情况下，尤其是资产泡沫破灭下，有可能使得总需求减弱。

## 二、“资产负债表衰退”理论是否适用于中国经济

对于辜朝明先生的资产负债表理论，既不能刻意贬低也无需夸大。我们必须承认，辜朝明先生的资产负债表理论是建立在一个特定情形下的，最起码它是以发达经济体为背景的，它的政策建议也更适用于某些特定情况下的发达经济体。所以，当我们探讨“资产负债表衰退”理论是否适用于中国经济、其政策建议是否适用于我们当下的形势时，我们需要针对目前的中国与90年代的日本有什么区别进行具体分析。在过去几年中，中国经历了房地产市场的巨大调整，多地房价确实出现了明显下行的情况，与1991年日本房地产泡沫破灭存在类似之处，但经过仔细分析，两者之间还是存在很大的差别。

### 1、两国的房地产泡沫不可一概而论

#### 1) 资产受损程度不同

日本在90年代初期，同时遭遇了股市和土地市场的巨幅下跌，日经指数从其1989年的高点到2002年的低点一共下跌78%，日本全国土地价格在1991年到2005年期间共下跌54%，而中国的房价下跌远没有如此恶劣，并且股市在过去几年相对平稳，没有发生巨幅下跌的情况。

#### 2) 资产受损类型不同

日本地产泡沫主要集中在东京、大阪等六大都市。就地产类别来看，泡沫主要集中在商业地产，其次是工业地产，最后才是住宅地产。而中国的情况恰恰相反，这一轮房价调整幅

度最大的并非一线城市，而是广大中小城市。我们的房地产泡沫危机集中在住宅，而非工业地产等方面，因为中国的工业用地一般都通过低价进行招商引资，所以工业地产价格波动极小。实际上这些方面与日本产生的差异，对研究整个资产负债表的问题和企业行为会有很大的影响。

### 3) 资产受损方还款意愿和能力不同

日本众多企业在80年代末卷入地产泡沫，这些企业的确受到了很大影响。然而90年代是全球化高速推进的年代，因此90年代也是日本企业的黄金年代，很多日本企业虽然资产受损了，在本国的收益不高，但在国际上开拓了很多新市场，从而带来了修复资产负债表的能力。

中国这一轮房地产泡沫一定程度的破灭，对三类人群和结构影响最大。一是开发商，二是地方政府和地方政府融资平台，三是拥有房地产的居民，尤其是在高点买入一线城市房地产的家庭。除此之外，中国广大的制造业企业和其他各类企业并没有深度参与房地产的投资，中国的工业用地价格保持平稳状态。因此，中国的企业并没有因为房地产市场的萎缩受到资产负债表严重受损的影响。而真正受损的房地产企业和地方政府融资平台则确实欠缺还款能力。

## 2、两国之间存在深层次差异

### 1) 两国经济发展水平迥异

日本在1990年就已经是世界上最发达的国家之一，人均GDP是美国的106%，而现在的中国人均GDP也只有美国的16%左右。日本在1990年的城市化率就达到了77%，人口高度集中在大城市，而中国现在的城市化率只有64%，城市户籍人口只有46%。同时，日本在1990年已经高度开放，金融高度自由化，几乎没有跨境资本管制，这也吸引了很多跨国公司到东京等城市设立亚太总部，从而把整个商业地产的泡沫集中在东京和大阪这样的大都市，而非低线城市。

### 2) 中国房地产并非通过资产负债表冲击经济

房地产对中国经济的冲击主要直接体现在对各类主体的收入冲击方面，而不是对其资产负债表的冲击。房地产在此次下跌前对中国经济贡献了25%的GDP和38%的政府收入，该行业的萎缩本身就是对总需求的巨大冲击，尤其是对上下游企业应付账款的违约和大幅削减向政府购地的行为，又导致了连锁反应。这些反应主要体现在收入方面，而非资产负债表方面。同时必须看到本轮房地产下跌的背后，该行业本身存在相当多问题，包括管制过多、信心不足、预售制度带来的保交房等问题。因此中国目前的房地产下跌不能完全套用发达国家房地产泡沫破灭的模式。

### 3) 中国经济复苏乏力的成因多样

当前中国经济复苏乏力的主要原因还有三个。一是主要经济体进入加息周期，加速经济下行，尤其是欧洲地区严峻形势导致中国出口外需疲软。二是地缘政治风险增加，导致外商直接投资显著下降，对房地产和整个经济都产生了一定影响。三是由于过去几年的种种原因，我国民营企业家的信心受到一定的冲击。

## 三、“资产负债表衰退”理论对中国经济政策的启示

辜朝明先生对中国经济开出了一些“药方”，这些“药方”有真知灼见，同时也有不切合中国实际的部分，需理性看待。

他的“药方”可以总结为三点。一是不要浪费时间在货币政策和结构性改革上；二是要增加财政支出，尤其是增加中央财政支出以弥补民间需求不足；三是要发钱，把已经建造起来的楼盘建完，解决保交房问题。

### 1、传统货币政策空间有限，需加大财政支出

从有价值的部分看，首先，现在中国确实存在传统货币政策空间小的问题，整个三年疫情期间我国央行一共只降息了0.5个百分点。为了让银行进一步压缩存款利率，央行在疫情后也继续降息了一定空间。然而实际上降息空间已经非常有限，尤其是如果再进一步降息的话，居民需要存更多的钱才能满足未来的消费，从而可能进一步降低当前的居民消费。因此辜先生的理论在这方面存在参考价值。

第二，很关键的一点在于，我们现在的确面临总需求不足的问题，需要增加中央财政支出，即要以中央财政支出替代地方财政支出。最有价值的一点建议是，**我们一定要把保交房工作做好**。因为保交房涉及到政府的信誉，涉及到广大国有银行的信誉。保交房建立在中国的预售制上，而预售制度就是以政府监管作为重要前提的，保交房工作没有做好，就是我们政府监管工作没有做好。所以，扩大财政支出一方面可以重新建立政府信心、银行信心和开发商信心，另一方面，也是一个可行的投资方向，可以增加对建筑业的需求，从而带来正向外溢效应。

## 2、货币政策不能全盘否定，房地产监管需调整优化

辜朝明先生的政策建议也有明显的缺陷。首先，不能轻易地全盘否定货币政策，因为中国的货币政策实际上比一般国家的货币政策更为广义，还包括按揭贷款利率等。因此央行和金融监管机构已经在货币政策和信贷政策方面有所举措，在过去两个月对按揭贷款利率和存量房贷利率做出了调整。

第二是中国的房地产下跌不仅仅是一个泡沫破灭的过程，实际上还有监管过度的问题，尤其是存在部分管制措施不适用于受监管情况的问题。欣喜的是，从8月份以来中央政府已经对这些方面做出了一定调整，很多地方的限购限售限价政策得到了很大程度的放松，但仍有提升空间。

第三是除了传统货币政策还存在一点空间外，非传统货币政策，包括动用央行的资产负债表，在一定程度上参与城中村改造、保障房建设和保交房工作上还有一定的空间。尤其是对保交房工作来说，地方政府缺乏能力，最后势必需要中央政府甚至央行来提供帮助，才能做好保交房工作。

## 3、重视财政支出的挤出效应，结构性改革不能忽视

辜朝明先生的政策建议还有两点未考虑到的内容。一是关于财政支出的挤出效应。在民间信心受到一定冲击的情况下，如何提升信心和稳定预期是当务之急。同时，中国作为一个新兴市场国家，人均GDP只有美国人均GDP的16%，需要考虑大量财政支出的后续影响。并且财政支出需要流向有效率的问题，否则将会存在后遗症的问题。这些问题或许发达国家不用

考虑，但对中国就是一个大问题。

二是不能忽视结构改革问题。辜朝明先生的观点存在合理性，对成熟的经济体而言，用结构改革来解决短期内总需求不足的方法是不足取的。但是中国在各方面还存在改进空间，用结构改革来提升信心和扩大总需求还是非常重要的。特别是在房地产方面，还有结构化改革的空间。一方面要放松大城市的限价限售限购政策，另一方面要改进土地资源的配置机制，城市住宅商业和公共建设用地的供给数量应该和就业、户籍人口或者参加社保人数的这些指标紧密挂钩。要考虑到城市规模效应，挂钩的模式甚至可以适当向中心城市和城市群倾斜，加大这些城市的住宅用地供应。同时，应该根据指标适度地减少中小城市的库存用地供应，这样在总土地供应格局不变的情况下，通过市场化的方式和人口流动的指标，能制定更为有效的土地和资金配置机制，在放松调控的同时，也不会让房价失控。随着人口急剧向中心城市和城市群增加，无论是房地产投资还是基础设施投资都会更加有效。

# 管清友：聚焦复杂经济形势，加入CPTPP或成经济复苏新切口

管清友 如是金融研究院院长

以下观点整理自管清友在CMF宏观经济热点问题研讨会（第77期）上的发言

## 一、从“三个低估”看当前中国经济形势

### 1、不能低估国际关系变化对于经济运行和资产价格波动的影响

基于当时的重大国际关系变化，日本从90年代开始出现了所谓“失去的十年”、“失去的二十年”和“失去的三十年”。同样，今天的中国也处于这一进程中，基于当前的国际关系局势，中国面临着世界未有之大变局。然而，在衡量国际关系变化产生的影响时存在一个困难，即国际政治因素难以量化的问题，并且国际政治因素各环节相互影响，难以分析。分析中国当前的经济形势或中国是否陷入资产负债表衰退时，这个问题更像是一个维度的问题，或者说是另一个维度的问题影响了我们当下的状态。就好比在一篇著名的文章《为什么延安路隧道不是直的？》中，当我们仍然在探讨小百货商店如何提高销量时，却对旁边设立的大型超市毫不知情，甚至互联网电商已经蓬勃发展起来了。因此，不能低估国际关系对经济运行和资产价格的影响，这是来自另外一个维度的影响，就像近年来大家所探讨的很多成熟的商业模式被替代掉了，因为打败你的不是同行，是时代，这是另外一个维度的冲击。

除了达成共识的因素外，国际关系变化对日本的影响还有两个因素很重要。一是美日贸易战。80年代时日本曾一度领先于美国将近二十年的半导体产业遭受了毁灭性打击，以至于很多半导体产业链被转移出去。这些产业链迁移相当大程度上成就了台湾、韩国等地区的半导体产业发展，但对日本来说，一个已经对美国形成技术和产业优势的重要产业遭遇了重大打击，对整个经济影响还是比较大的。

二是日本在1990年遭遇了一次重大的国际油价上涨。与70年代的两次石油危机不同，70年代时日本的产业还蓬勃兴起，而1990年的日本已经遭受了美日贸易战的重创，难以承受1990

年油价上涨带来的巨大冲击。所以，我们不能低估国际关系变化对一个国家的经济运行及股市、债市、楼市的影响。

这两个问题同样反映在今天的中国身上。我们经历了贸易战、脱钩断链，也在经历着短期内两国关系的修复，这些国际关系变化对中国最大的影响在于大国关系的不确定性引发了一系列预期的不确定性。当企业的预期紊乱或预期不确定时，资产价格一定是缩水的。资产缩水而负债刚性，就会产生一系列反应。

## 2、不能低估合成谬误对于经济运行和资产价格的影响

近年来我们讨论了很多问题并努力做出调整，包括民营企业信心不足问题、民间投资下滑问题和整个房地产处于寻底的过程中的问题，调整的时间长度和烈度我们都需要重新适应。当我们复盘历史上很多政策，包括监管政策、产业政策或公共政策，就会发现的确产生了一系列合成谬误。单看一个政策可能是正确的，例如教育培训行业治理、金融强监管、地方债务约束、房地产调控政策，都是必要且正确的，但当这些政策合力发力时，可能就产生了远比我们想象中更多的合成谬误，对企业投资行为和居民消费行为产生了巨大影响。

在中国的语境下，关于政府和市场的关系，并非是简单的政府和市场的关系，应该说我们是一个大的政府的概念和市场的概念，以致于这种合成谬误导致人们对市场在资源配置中是否还起决定性作用都产生了疑问。产生合成谬误的原因其实还是一个悬而未决的问题。对于日本，除了有《广场协议》和其本身一些宏观政策的失误，合成谬误也是日本遭遇很多问题的一个原因。因此，不能低估合成谬误对于整个经济运行状况、企业家信心、资产价格的影响。

## 3、不能低估中国人心态变化对于经济运行和资产价格的影响

尽管西方经济学中有所谓的理性预期学派，但心态变化仍无法量化。中国人心态变化主要体现在两个方面。一是中国人最喜欢买房，但这两年突然不买了，情况急转直下；二是中国人自古讲究“不孝有三，无后为大”，但近年来年轻人突然不生孩子了。韩国今年的总和生育率只有0.78，中国的总和生育率只比韩国高一点，低于日本的总和生育率，这是始料未及的情况。这两种主要的心态变化当然有疫情冲击的影响，已经有很多专家讲了要防止塔西

它陷阱。另外还有在移动互联网的发展下，尽管存在信息茧房，但信息的传递交流总体更快更便捷了，公众的信息和观点趋向于分层化。对照日本当年的变化，一旦形成了资产负债表衰退或收缩的预期，那么这种预期就不会马上结束。因此不能低估中国人心态变化在生育、住房、投资消费等方面的影响。

## 二、总需求不足和供给端过剩带来“内卷化”

关于当前中国经济形势下的应对手段，我们不能反对扩张性的财政货币政策，但必须承认扩张的空间有限。并且，当下中国面临的最大的问题还是总需求不足和供给端几乎全线过剩的问题，甚至从静态看过剩问题更为严重。这种问题反映为各产业上的极度竞争和“内卷化”，从国内市场“卷”到国际市场，以至于这种过剩情况影响到了全球经济，人们也产生了这种全产业链过剩会对全球经济产生什么样的影响的疑问。我们认为这种竞争已经超出了所谓竞争的概念，演变成了极度“内卷化”。

## 三、严峻环境下中国经济仍显韧性

中国现在面临的挑战总体上比日本当年面临的挑战更大，经济形势变化过程可能比资产负债表衰退的过程要更加复杂，但中国也有自己的一些优势和韧性，主要表现在三个方面。

### 1、制造业生态更为系统和完善

过去四十年特别是过去二十年中，中国成为世界工厂，生产制造能力非常扎实，即使有产业外溢和产业主动转移的现象，中国产业的竞争力仍然很强。比较而言，日本由于国土限制未能成为一个长期在本土生产的世界工厂，这也是导致90年代日本“失去的十年”的一个重要原因，而是充分利用国际市场，借助东南亚、拉美地区等地区大量生产，形成了新一轮的全球化。

### 2、中国企业市场发展富有余量

一方面中国企业有出海机会，另一方面中国市场的孔隙度仍然很大，因为中国还有6亿农民，城镇化率刚过50%，所以企业还有两个出路，一是出海，二是下沉，当然这两个出路都面临我们所说的“内卷化”挑战。

### 3、中国尚未进入低欲望社会

虽然从直观感受上中国现在不再像前两年金融泡沫化时期的高欲望社会，但中国也还没有陷入日本所谓的M型社会或低欲望社会，顶多称得上一个中欲望社会。因为中国人民追求财富的愿望还在，即人民对美好生活的向往还是我们努力的方向，这源于中国地区的梯度、城市的梯度和城乡的梯度。同时，农民群体确实到了需要我们返哺的时候，我们不能一直用城乡二元结构牺牲农民群体的利益。

## 四、推动CPTPP作为经济复苏新抓手

中国目前面临的问题从静态看是结构性问题，从动态看是系统性问题。针对加快经济复苏，最重要的是找到切口，且这个切口可接受。类似于上一轮加入WTO的切口，这一轮经济复苏可以以加入CPTPP为切口。因为无论是官方还是民间的心声，中国始终坚持改革开放，希望继续融入全球化。但加入CPTPP与加入WTO有所不同，加入WTO可以先加入，之后慢慢达到一系列政策、标准等要求，但加入CPTPP需要达到标准之后再加入，并且CPTPP的诞生过程对中国的加入增加了难度，因此需要中国主动对标CPTPP高标准，积极推动申请进程。



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

