



# 资产负债表受损下的 宏观经济政策

王曲石 中国金融四十人研究院

钟 益 中国金融四十人研究院

盛中明 中国金融四十人研究院

孙子涵 中国金融四十人研究院

朱 鹤 中国金融四十人研究院

王曲石、钟益、盛中明、孙子涵、朱鹤(2022),“资产负债表受损下的宏观经济政策”,新金融评论工作论文,2022年第5期(总8期),中国金融四十人论坛。

# 资产负债表受损下的宏观经济政策

◎王曲石 钟益 盛中明 孙子涵 朱鹤

**摘要：**文章论证了，在疫情反复冲击，部分行业资产重估和我国中长期发展模式的转变等多重因素作用下，我国宏观经济可能面临资产负债表受损情况下的扩张乏力。文章回顾了国外资产负债表衰退的经验教训，指出资产负债表衰退时，经济面临较大下行压力，持续时间长，可能伴生金融危机，常规的宏观政策效果有限。文章提出，我国不仅要加大宏观政策逆周期调节力度，还要未雨绸缪，设计针对资产负债表受损情况下的政策措施，并给出了具体可以考虑的政策选项。

**关键词：**资产负债表 财政政策 货币政策

当下，中国的宏观经济正面临较大的挑战。一方面新冠病毒的狡猾和疫情反复给国内正常的生产生活秩序带来挑战，另一方面国际形势异常复杂多变，俄乌危机、美联储加快收紧货币政策等都对我国产生了明显的溢出效应。在百年未有之大变局下，面对世纪疫情，分析当下的宏观经济，不宜照搬历史，不能线性外推，更不可简单假设均值回归。当前我国宏观经济很可能面临资产负债表受损情况下的扩张乏力，宏观政策需要高度具有想象力和创造性才能更加有利于做到稳中求进，稳住经济基本盘。

---

作者系王曲石、钟益、盛中明、孙子涵、朱鹤，供职于中国金融四十人研究院。

## 一、中国经济可能正在面临资产负债表受损

资产负债表受损是指经济中有相当部分的经济主体资产方增长轨迹明显减速或出现下滑，资产增长速度赶不上负债增长速度，甚至已经出现资不抵债的情况。资产负债表受损经济主体会缩减支出、减少投资甚至主动去杠杆，这种行为模式显著不同于资产负债表健康的经济主体。微观经济主体行为模式的变化亦会影响宏观经济政策的传导机制和效果，传统的货币政策和财政政策效果会变差，必须使用更具想象力的政策组合。

造成中国经济面临资产负债表受损的原因主要如下：

最直接的原因是新冠疫情反复。新冠疫情对经济的影响已经由一场阻击战转变为了一场持久战，导致不少经济主体开始面临资产负债表问题。一方面，以旅游业、演艺业、接触性服务业为代表的受疫情影响最直接的行业长期现金流为负，短期尚可通过消耗自有资金和银行贷款暂时过渡，但在疫情进入第三年后，持续的现金流问题转变为资产负债表问题，不少经济主体已经资不抵债。例如，国内旅游收入在2019年为5.73万亿元，而2020和2021年分别仅为2.23万亿元和2.92万亿元，2021年的收入仅恢复到2019年的一半。星级饭店营业收入2019-2021年分别为1924亿元、1189亿元和1359亿元，2021年也仅相当于2019年的71%（见图1）。另一方面，疫情给生产生活方式带来的变化将深刻而持久，居家工作、线上办公、数字经济、外卖团购加速取代许多原有的线下服务模式。生产生活方式模式转变体现各个方面，如疫情加速了传统零售向线上转移进程，2021年社会消费品零售总额两年平均增长4.0%，而同期的网上零售额两年平均增长12.5%，明显高于线下消费。这一趋势延续至今，2022年1-4月社零同比增长-0.2%，而网上零售额同比增长3.3%，其中实物商品网上零售额占社零比重从2019年末的20.7%上升至2022年4月的23.8%（见图2）。又如在线经济规模显著增长，2021年网上外卖、在线办公、网约车、在线医疗、互联网理财用户规模分别为54416万、46884万、45261万、29788万、19427万，较2020年分别同比增长

29.9%、35.7%、23.9%、38.7%、14.4%（见图3）。即使疫情消退，上述商业模式的转变也难以逆转，许多跟不上数字转型的企业会直接面临资产负债表问题乃至倒闭，其相对应资产的价值大幅缩水（例如：商业地产）还会影响其它经济主体的资产负债表。

一些重要行业的发展模式转变引发资产价值重估进而导致资产负债表调整。房地产市场调整带来资产负债表冲击在美国、日本、西班牙等国均对经济产生过较大的负面影响。房地产和土地是我国主要的资产类别之一。房产是我国居民财富最主要的载体，根据中国人民银行调查统计司在《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》中公布的数据，2019年房产在家庭财产中的比重约为60%（见图4）。社科院编制的国家资产负债表数据则显示，2019年住房资产在居民部门总资产中的比重约为40%。房地产带来的直接和间接收入也是各级政府收入的重要来源。2020年16.2%的税收来自房地产业，超过90%的土地出让收入来自房地产用地出让。全国房地产行业相关税收和土地出让收入合计，占一般公共和政府性基金预算收入合计的比重约为36%。据估算，2019年近半数省（市）地方政府综合财力对房地产业的依赖度超过30%，江苏、浙江两省超过50%（见图5）。此外，房产和土地是很多企业重要的优质资产，这也使得房地产成为我国金融行业运行主要的抵押品和信用基础。因此，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。同时，近年来我国还对互联网平台和教培等行业从反垄断、数据安全、金融监管等方面进行了规范，有利于相关行业更加行稳致远，但也改变了市场对这些行业增长轨迹的假设，最直接的体现就是相关企业股票市值的变化，例如包含了众多国内平台企业股票的恒生科技指数已经从2021年2月的高点回调了超过60%，教培行业上市公司的股票回调则普遍超过90%，远超同期股市回调的幅度。一边是这些行业的资产价值有了较大幅度的缩水，另一方面这些行业前期的投入和已有的债务是基于旧的增长假设，如此剧烈的调整与股票泡沫破裂对相关行业资产负债表的影响可能比较类似。

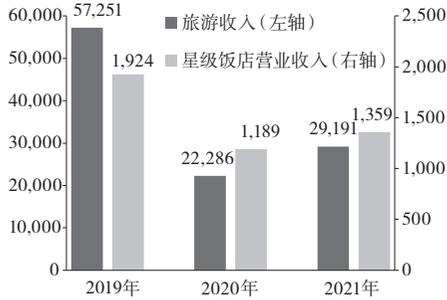


图1 旅游收入及星级饭店营业收入 (亿元)

数据来源：WIND。

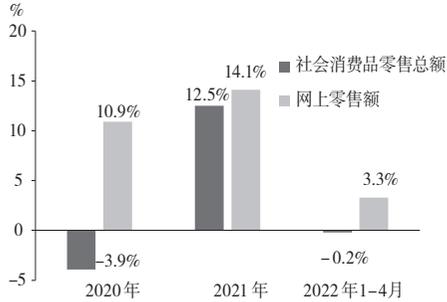


图2 社零及网上零售额同比增速

数据来源：WIND。

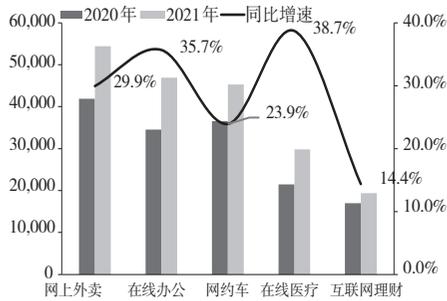


图3 在线经济规模显著增长

数据来源：中国互联网络信息中心，《第49次中国互联网络发展状况统计报告》。

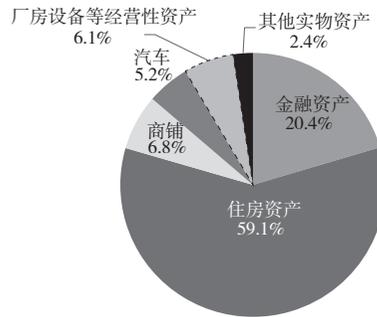


图4 2019年中国城镇居民家庭资产构成

数据来源：中国人民银行调查统计司，《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》。

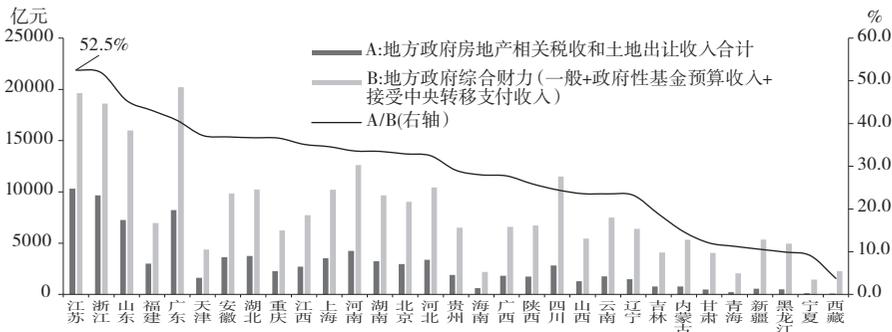


图5 2019年各省级行政区政府综合财力的房地产依赖度

数据来源：各省市财政厅、局。

估算说明：(1) 由于各省土地出让收入中来源于房地产用地的具体数值不可得，考虑到全国超90%的土地出让收入源自房地产用地，这里将各省的土地出让收入全部视为与房地产相关。(2) 内蒙古、山西、西藏未披露2019年全省(区)的土地出让收入，估算这三省(区)土地出让收入=2019年各省(区)政府性基金收入\*全国土地出让金占全国政府性基金收入的比重(85.9%)。

中长期增长模式变化伴随着资产负债表的调整。我国的经济增长已经由高速增长阶段进入了高质量增长阶段。与此同时，前期债务驱动的特征尚未完全消失。因此，我国的经济增速虽然已由高速增长转入了中高速增长，但债务增速仍然较高。一个简单衡量的指标就是单位GDP增量对应的债务增量。全球金融危机前，每新增1元GDP大致仅需要1元多一点新增债务融资。2009年为应对全球金融危机，我国实行了较为扩张性的财政和货币政策，当年新增1元GDP需要4.6元新增债务融资。此后，经过2010-2011年的宏观政策回归正常后，我国新增1元GDP对新增债务融资的需求稳定在3元左右，是全球金融危机前的2倍多。2020-2021受新冠疫情冲击，两年平均看单位新增GDP对应的新增债务融资4.1元(见图6)。2022年这一数字不排除进一步升高。增长模式的转变意味着前期基于过于乐观假设下积累的债务可能出现偿付问题，未来的收入和现金流可以支撑的债务规模恐怕无法像过去那样增长，对很多主体而言债务规模必须下降。

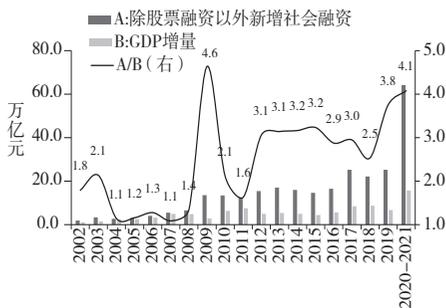


图6 单位GDP增量对应债务增量

数据来源：WIND。

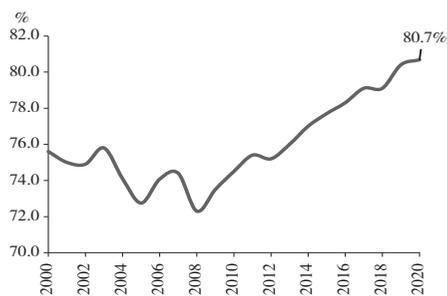


图7 全国房地产开发企业资产负债率

数据来源：WIND，张斌等《中国金融四十人论坛2022年1季度宏观政策报告》。

正是因为上述因素共同叠加，对我国企业、家庭和政府的资产负债表都造成了较为明显的负面影响，导致我国相当一部分经济主体可能处于资产负债表受损状态。

从企业资产负债表看，根据前面的分析，有以下三种特征至少一种的企业可能面临资产负债表受损问题：一是受疫情影响较大的企业；二是正在经历发展模式深刻转变的企业；三是前期负债过多而未来增长空间有限的企业。事实上，房地产行业具备上述全部三个特征，因此整个行业许多企业都面临严重的资产负债表问题。国家统计局数据显示，2010年以后房地产业务水平快速上行，资产负债率在2020年达到80.7%（见图7）。2020年房地产业上市公司（A股+主营业务在内地的港股上市企业）资产负债率在所有非金融行业为最高，达到79.3%，高于排名第二的资本货物业6.2个百分点，高于其他行业的幅度则在17-40个百分点不等（见图8）。此外，房地产业还可能存在大规模的表外债务。自2021年以来，房地产行业正式开始经历发展模式的深度调整。2021年4月到2022年4月这12个月中，商品房销售金额月同比增速已经从32.5%下降到了-46.6%，降幅近80个百分点（见图9）。有相当数量的房企已经发生实质性债务违约或处于违约边缘。2021年12月3日，恒大集团在其发展历史上首次公开宣布已经有16.5亿元欠款无法到期偿还。据统计，2021年共有14家房企的26只境外美元债发生实质性违约。截至

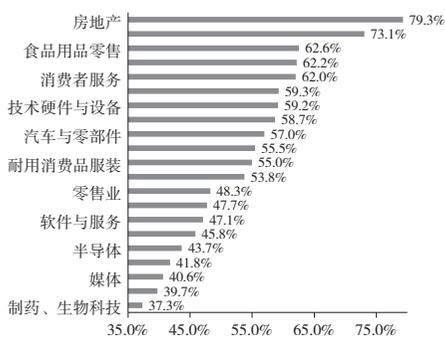


图8 2020年中国上市公司行业资产负债率

数据来源：国家统计局，张斌等《中国金融四十人论坛2022年1季度宏观政策报告》。

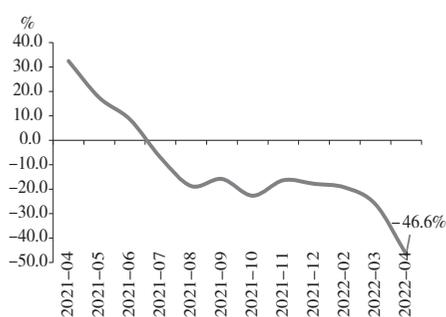


图9 商品房销售金额当月同比增速

数据来源：国家统计局。

2022年一季度末，上海票据交易所数据显示，有968家房地产企业作为票据承兑人在半年内出现了3次以上的付款逾期，世茂集团、融创中国等知名房企均在此列。中国面临资产负债表受损的行业并不局限于房地产业，但房地产业可能是情况比较突出，同时也有全局影响。

**从家庭资产负债表看**，中国家庭储蓄率较高，家庭部门在平均意义上资产远大于负债，尚无资产负债表问题。社科院编制的居民部门资产负债表显示，2019年居民部门总资产接近575万亿，总负债约为62万亿，形成净资产513万亿。中国人民银行调查统计司《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》也显示，我国城镇居民家庭资产负债率的均值为9.1%。尽管在平均意义上没有问题，并不代表特定人群没有问题。一方面，我国收入较低人群的负债率相对较高，低收入人群受疫情的影响也可能更为明显。根据中国人民银行的调查数据，2019年低资产家庭（资产少于10万元）中有负债家庭的平均资产负债率为111%，其家庭资产无法覆盖债务。而西南财经大学在《中国居民杠杆率和消费信贷问题研究报告》中公布的数据显示，2019年收入最低组家庭的总债务收入比高达1140.5%，其债务风险不可忽视。更为重要的是，对多数中国家庭而言，最重要的资产就是房产和人力资本（及其未来产生的收入流）。房地产市场的调整已经大幅削弱了房产持续增值的预期。疫情反复和对经济的影响，失业率的上升，部分行业遭遇的调整也让很多家庭对未来的收入有了更大的不确定性，从而必须对家庭未来的收入流进行重估。这些变化的共同影响就是部分家庭的资产方不再会像过去那样增长，甚至出现了下降。这些家庭相应的必须要对负债方进行相对的调整，或者少借债，或者减少债务。事实上，从最近一段时期的数据来看，确实如此：2022年1季度，居民杠杆率为62.1%，环比下降0.1个百分点。1季度居民中长期贷款增加1.07万亿元，同比下降46.0%，比上年同期少增9100亿元。4月份居民中长期贷款减少314亿元，同比少增5232亿元。

**从政府的资产负债表看**，2021年全国政府显性债务余额（国债与地方一般、专项债务合计）为53.7万亿元，显性政府负债率47%；此外，若按国际货币基金组织的估算，考虑政府具有偿还或者担保责任的地方隐性债务

(2021年为61.4万亿)，那么全国政府负债率将达到100.7%。其中，中央政府的负债率仍然较低，债务规模23.3万亿元，占全部政府债务（包括隐性债）的比例为20.2%，占全国GDP的比重为20.3%。地方政府的资产负债表则较为困难。一方面，包括隐性债务在内的地方政府债务或超过90万亿，占全国GDP的比重为80%（见图10）。即使不考虑隐性负债，不少地区的债务水平已经较高，2021年青海、贵州和天津的政府显性负债率分别为83.3%、60.6%和50.2%（见图12）。另一方面，受经济下行和房地产行业调整影响，地方财政的收入影响较大，而支出的刚性仍然很强，收支矛盾可能会进一步加剧。全国房地产行业相关税收和土地出让收入合计，占一般公共和政府性基金预算收入合计的比重约为36%。房地产行业的下行趋势给政府收入已经带来了较大负面冲击，2022年1-4月，与房地产交易密切相关的契税与土地增值税分别累计同比下降了27.4%和1.7%；地方政府土地出让收入则累计同比下降了29.8%（见图11）。与此同时，政府支出刚性较强，房地产相关收入下降，将给此前本就处于紧平衡状态的地方财政收支形势带来更大挑战。仅以纳入一般公共预算核算的地方政府一般债券的还本付息支出为例。2021年，青海、西藏全省（区）的一般公共预算收入连一般债的还本付息支出都不能覆盖，宁夏一般债的还本付息支出也占其全区一般公共预算收入的88.7%。在考虑接收中央转移支付后，仍有超半数省的一般债还本付息支出占其一般公共预算

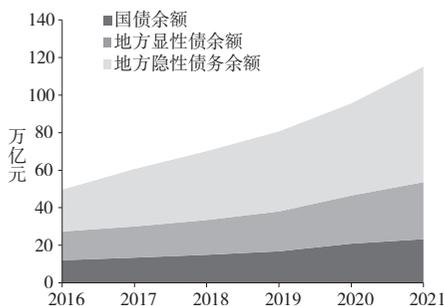


图10 2016-2021年全国政府债务余额  
数据来源：财政部（国债与地方显性债）、国际货币基金组织（地方隐性债）。

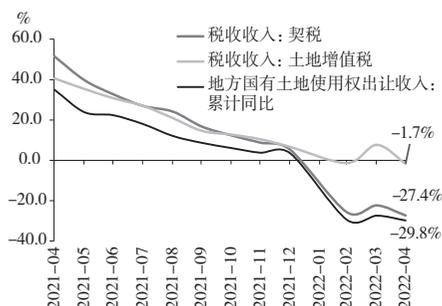


图11 契税、土地增值税和地方土地出让收入月累计同比增速  
数据来源：财政部、国家统计局。

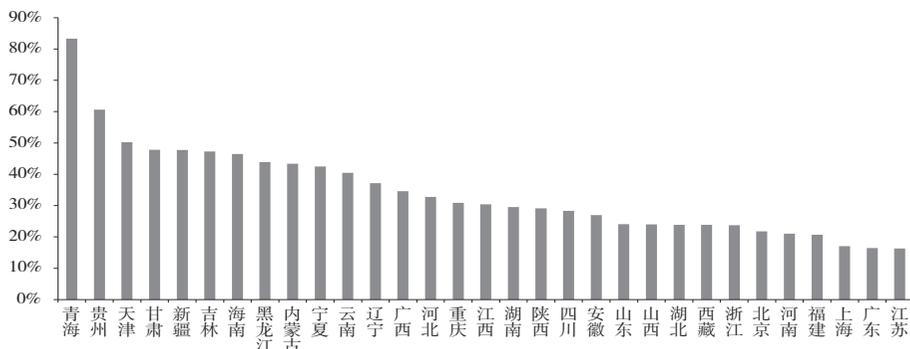


图12 2021年各省级行政区政府显性负债率

数据来源：财政部、国家统计局。

综合收入（本省收入+预算安排的中央转移收入）的比例超过10%；其中，宁夏、青海、内蒙古和辽宁的比例最高，分别为30.3%、25.4%、23.5%和21.5%。

总而言之，因为多重因素影响，目前我国有相当一部分企业，部分家庭以及不少地方政府的资产负债表可能处于受损状态。如果足够多的微观经济主体资产负债表处于受损状态，这些微观经济主体的行为就会有宏观效果。国外的经验教训表明，一方面，微观经济主体修复资产负债表的过程是一个消减支出、减少负债的过程，因此会有宏观的紧缩效应。另一方面，常规的宏观经济政策在面对资产负债表问题引发的衰退时，作用会比较有限。

## 二、国外资产负债表衰退的经验教训

考虑资产负债表受损的宏观影响和应对，有必要先回顾一下国外经历资产负债表衰退的经验教训。

资产负债表衰退的概念由经济学家辜朝明(Richard Koo, 2003)提出，其名称来源于关于资产负债表的会计恒等式： $资产=负债+所有者权益$ 。当资产价格下降导致企业和家庭的资产价值低于负债时，所有者权益为负，企业和家庭资不抵债。这时企业和家庭必须通过增加储蓄，归还债务才能重新回

到资能抵债。资产负债表衰退描述的就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。

与资产负债表衰退对应的是普通经济衰退。普通经济衰退由供给或需求的波动导致，是正常的经济周期的一部分。在普通的经济衰退中，企业和家庭由于资产负债表并未处于资不抵债的状态，企业和家庭是增加还是减少债务，是加杠杆还是去杠杆仍是正常的经济决定，受到利率等因素的影响。在资产负债表衰退中，由于资产负债表处于资不抵债的状态，减少债务和去杠杆是微观主体不得不面对的选择，利率等因素的影响不再重要。

资产负债表衰退比较典型的成因是过度借债后的泡沫破裂。一般的过程是企业和家庭过度借债，并投资于某种资产，历史上以房地产最为普遍，也包括股票，资产价格大幅上升形成泡沫。此后，资产泡沫破裂，企业和家庭的资产严重缩水，资产价值低于负债，资产负债表资不抵债，企业和家庭被迫开始增加储蓄，减少支出，归还债务，经济陷入衰退。

近年来比较典型的资产负债表衰退包括 1990 年房地产泡沫破裂后的日本和 2007 年次贷危机爆发后的美国。两次资产负债表衰退均由过度举债引发房地产泡沫，而后泡沫破裂导致。1990 年日本房地产泡沫破裂后，商业地产价格自高点回落 87%，住宅价格回落也接近 50%。美国在 2007 年次贷危机爆发后住宅价格回落接近 20%。房地产泡沫的破裂让两个国家大量的企业和家庭资产由正转负，是较为典型的资产负债表衰退。

资产负债表衰退造成的伤害远远大于普通的经济衰退，也更难应对。具体体现在：

**持续时间长。**资产负债表衰退持续的时间原则上取决于企业和家庭资产负债表修复的时间。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的时间就更长，衰退可以持续多年。日本 1990 年后的衰退普遍认为持续了 15 年左右。美国 2007 次贷危机后虽然自 2009 年就开始复苏，但此后的复苏多年都十分乏力。

**伴生金融危机。**资产价格的下降，资产质量的劣变，经济衰退加上去杠

杆引发的信用收缩，会使得金融部门高度承压。回顾起来，发生资产负债表衰退的国家通常伴生金融危机，1990年日本体现为银行业危机，2007年美国体现为影子银行危机。资产负债表衰退和金融危机往往是一个互相伴生和互相强化的关系。

**衰退深度大。**资产负债表衰退中，企业和家庭为修复资产负债表大规模的消减支出，提高储蓄率，因此会引发总需求大规模的下降，引发深度衰退。伴生的金融危机还会进一步加剧衰退的深度。衰退和金融危机会相互强化，如果没有足够强有力和正确的政策应对，衰退的深度可以接近大萧条。事实上，辜朝明认为大萧条就是一场由股市泡沫破裂引发的资产负债表衰退。

**货币政策传统的传导路径失效。**货币政策传统的传导途径是央行放松货币政策（降低利率或者增加基础货币供应），引起金融体系信用扩张和对应的企业和家庭负债上升，拉动总需求上升，进而实现经济复苏。在资产负债表衰退的情况下，上述传导路径将很难有效发挥作用。原因是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会愿意多借钱。而且，企业和家庭归还债务的过程，就是一个信用收缩的过程，是一个从实体部门到金融部门缩表的过程。

从上述的回顾不难看出，资产负债表受损情况下，常规的宏观政策，特别是货币政策，并不足以应对经济下行压力，而应对不当引发的经济下行会有较为严重的长期后果。

### 三、资产负债表受损下的宏观经济政策

当前，我国宏观经济很可能面临资产负债表受损情况下的扩张乏力，近期信贷增长动力不足就是比较明显的表现。在这种情况下，既要进行有力的逆周期调节，也需要针对资产负债表受损的实际情况，发挥想象力和创造性，有针对性的采取政策，这样才能有利于做到稳中求进，稳住经济基本盘。

常规宏观政策的逆周期调节作用应充分发挥，对冲短期的经济下行压力。

一是积极的财政政策有必要增加支出规模和赤字水平。今年再次突如其来的新冠疫情是年初制定预算时未曾预料到的“自然灾害”，有必要安排新的财政资金予以应对。基本的考虑可以是支出规模应在原有预算基础上再增加1万亿元左右，支出的领域似宜向基层倾斜，向增加居民消费和收入的领域倾斜，向受疫情影响更严重的企业和家庭倾斜，稳住总需求。考虑到地方政府的财政空间有限，收支难以平衡的部分可主要由中央政府通过增发国债或特别国债的方式予以支持。只有稳住经济，才可能稳住赤字率和债务规模，因此今年应该对赤字率和债务规模有较为务实的态度。

二是稳健的货币政策有必要在利率等总量工具上加大发力。我国尚有100-200个基点的降息空间，在当前经济面临较大下行压力的情况下应该大胆使用。降息可以一举多得：一是降低融资成本，边际上增加融资需求，提振总需求；二是降低全社会的利息支出，降息100个基点，全社会的利息支出下降2.5万亿元以上；三是对各类资产价格产生支撑，缓解资产负债表收缩的风险。我国前期珍惜正常货币政策空间就是为了在目前这样的突发情况有政策工具可以应对，经济稳住了，货币政策才有更大空间。

需要谋划有针对性的政策应对资产负债表受损的情况。资产负债表衰退实质是合成谬误，企业和家庭修复资产负债表无可厚非，但加总起来的宏观结果是整个经济需求崩塌和信用收缩。当前我国比较健康且有空间的是中央财政和中央银行的资产负债表，面对企业、家庭和地方政府有修复资产负债表需求，需要谋划中央财政和中央银行能否有政策工具予以应对。下面将讨论一些财政和货币政策选项，这些政策选项有些属于常规工具，更多的则是非常规政策。非常规政策必然充满争议，也会伴随副作用，这里列出来仅仅是为了讨论的目的，以便未雨绸缪，提前谋划。

一是中央财政面对资产负债表受损要主动担当。可以考虑在以下几个方面做好政策设计和储备：一是加杠杆。如果企业和家庭在做减法，减少债务，政府就需要适当做加法，适当加杠杆，避免总需求和杠杆率过快下降。二是置换和有序重组存量地方债务。在严明财政纪律的同时，需要有效降低一些地方政府的存量债务负担和利息支出。三是有针对性的吸收损失。新冠

疫情冲击很大一部分相当于自然灾害，相关的损失如果由微观经济主体承担，就会是很多企业和家庭不能承受之重。一些西方国家低收入家庭的资产负债表在经历了疫情之后反而是改善的，这个现象值得关注，相关的政策措施也可以研究借鉴。四是注入资本。资产负债表受损的情况下，会出现不少机构缺少资本的情况。运用财政资金及时市场化注资，可以降低风险，同时避免被动去杠杆。五是承接不良资产和债务。这里既可以包括企业的资产和债务，也可以包括金融机构的资产和债务，前提是相关企业和金融机构已经影响宏观稳定。上述五类政策，加杠杆属于较为常规的政策可以较快推出，置换和有序重组存量地方债务过去有过一些经验，可进一步完善政策设计和操作流程，遇到需求即可使用。吸收损失、注入资本和承接不良资产和债务等工具争议可能较大，操作中具体的问题也很多，但国外在疫情和金融危机期间均有实际使用的情况，可以预先做好调研设计，以备需要时可以尽快推出。

**二是中央银行面对资产负债表受损要考虑非常规工具。**货币政策传统的政策工具和传导方式很难应对资产负债表衰退，但这并不意味着央行束手无策。如果央行不得不承担应对资产负债表受损的任务，就必须使用非同寻常的政策工具。大致考虑起来，针对资产负债表受损央行可以有三类政策工具。第一类是帮助维持资产价格的工具。比如，央行直接或者通过撬动金融机构购买资产。第二类是帮助消减债务的工具，通过央行的资产负债表帮助消化部分债务。第三类是运用央行资产负债表修复其它部门资产负债表的措施。全球金融危机期间，美联储通过SPV承接了大量金融机构的不良资产，同时注入流动性。这实质上就是央行用自身的资产负债表来修复金融机构的资产负债表。这些非常规的央行政策工具争议可能比财政政策更大，副作用也很明显，但央行工具推出的时效性有时要快于财政政策，而且我国历史上也使用过央行资产负债表帮助解决商业银行资产负债表问题，国外央行也有一些经验可以借鉴，不妨提前谋划，需要时可以迅速推出。

必须要指出的是，上述的财政和央行政策都不能单打独斗，需要财政和央行高度协作。财政没有央行的配合，政策挤出效应会非常明显。央行没有

财政的配合，很多非常规的货币政策恐难以实施。

**三是加固金融体系保证不发生系统性风险。**国外的教训表明，资产负债表衰退时如果伴生金融危机，则杀伤力巨大。这通常是因为实体经济的资产负债表问题转化为了金融体系的资产负债表问题，而金融部门因为杠杆较高、资本不足等原因会放大风险。一旦发生系统性金融风险，又会反过来严重影响实体经济运行。金融风险处置起来成本更高，复杂度更大，传染性更强，全局影响更明显，因此不简单将风险向金融机构转移，及时迅速处置风险金融机构，并保证多数金融机构资产负债表的健康应是未来一个时期的重要工作。

**四是建立市场化、法治化的市场出清机制。**资产负债表受损的情况下，并不是所有企业都能存活。大量僵尸企业阻碍了市场出清和调整，短期稳定的代价是长期停滞。应该吸取日本的教训，建立市场化、法制化的市场出清机制，实现有序、高效处置问题企业和金融机构。

**五是稳定中长期政策预期。**我国当前面临的一些资产价值重估的情况，主要是因为市场信心不足，而信心不足又源自于不确定性增加，对增长前景不如过去乐观。我国经济中长期持续向好的基本面并未改变，提供更加稳定的中长期政策预期将有利于降低不确定性，从而起到提振信心，发挥增长潜力的作用。当资产价值得到修复，我国资产负债表受损的情况也会显著降低。

### 参考文献

- [1] 中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组.《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》[R].2020年.
- [2] 张斌等.《中国金融四十人论坛2022年第一季度报告：面向未来的房地产市场》[R].2022年.
- [3] 国际货币基金组织.《中华人民共和国2021年第四条磋商工作人员报告》[R].2022年.
- [4] 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心, 蚂蚁金服集团研究院.《中国居民杠杆率和消费信贷问题研究报告》[R].2019年.
- [5] 中国互联网络信息中心.《第49次中国互联网络发展状况统计报告》[R].2022年.
- [6] Richard Koo. Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications [M]. 2003年.

## Macroeconomic Policy with Damaged Balance Sheets

WANG Qushi, ZHONG Yi, SHENG Zhongming, SUN Zihan, ZHU He

**Abstract:** This paper demonstrates that damaged balance sheets will stifle China's economic expansion under the influence of multiple factors such as COVID resurgence, asset revaluation in some industries, and the transformation of medium and long-term growth models. By reviewing lessons learned from other countries, the paper points out that when balance sheets are damaged, the economy will face greater and longer-lasting downward pressure, sometimes in tandem with financial crises, limiting the effectiveness of conventional macroeconomic policies. The paper proposes specific policy options for enhancing counter-cyclical adjustment and designing proper tools against balance sheet recession.

**Keywords:** balance sheet, fiscal policy, monetary policy