

日本资产负债表衰退的成因与启示

华泰研究

2022年3月21日 | 中国内地

深度研究

研究员 张继强
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145

研究员 张大为
SAC No. S0570521090001 zhangdawei@htsc.com

联系人 吴靖, PhD
SAC No. S0570121070124 wujing018437@htsc.com

核心观点

“资产负债表衰退”理论认为上世纪九十年代日本资产泡沫破裂后，企业的目标从利润优先转为偿债优先，进而引发经济增长持续低迷。在此背景下，货币政策因缺失融资主体而传导失灵。近年来我国宽货币到宽信用的效率大打折扣，与日本当年情形类似，主因结构性改革过程中，旧经济融资受到政策抑制，而新经济体量难以扛起宽信用大旗。破解信用收缩困局需要从需求、供给、预期层面多管齐下，货币政策结构性工具可能是更好选择，财政抵补市场主体需求缺位有其必要性，但要兼顾持续性。此外，短期旧经济要稳住，投融资政策可适当松绑，中长期新经济继续做加法。

日本资产负债表衰退始末

1985年美国为缓解贸易失衡促成《广场协议》，推动非美货币升值。而日元升值打击出口，日本当局将重心转向扩大内需，财政货币政策双宽松、两年多维持超低利率，在此期间投机炒作盛行，股市房价大幅上涨。直到1989年，日本当局意识经济过热，日本央行启动加息，土地政策尤其是融资政策收紧，引发股市和房价相继大跌，进而又导致企业资产价值缩水甚至资不抵债、陷入技术性破产。资产泡沫破裂后，日本货币政策转为持续宽松，但融资需求始终低迷，日本陷入长期通缩。

“资产负债表衰退”期间，货币政策无效而财政有为

日本泡沫破裂后，财政货币政策刺激未能有效提振经济。经济学家辜朝明提出“资产负债表衰退”理论，认为资产泡沫破裂导致日本企业、居民资产大幅缩水而负债不变，资不抵债促使市场主体由“利润最大化”转为“负债最小化”，专注偿债而不愿新增债务。在此背景下，货币政策因缺失融资主体而传导失灵，财政政策直接创造需求仍起到稳增长的效果。

我国“借款人消失”形似而因异

近年来，我国宽货币到宽信用的效率大打折扣，同样表现为“借款人消失”，即融资主体缺失造成宽信用梗阻，但中日成因迥异。日本“借款人消失”一方面源于资产泡沫后的资产负债表衰退，另一方面为日本迈入工业化后期，高要素成本造成产业链外迁、本土缺乏投资机会。我国“借款人消失”因在结构性改革过程中，旧经济融资受到政策抑制，包括“房住不炒”、“隐债不增”、“上游负面清单”和“央企去杠杆”等，而新经济体量尚小且缺乏抵押物、难以扛起宽信用大旗。

破解信用收缩困局需要多管齐下

日本用实践诠释宽信用三个环节缺一不可：货币政策（流动性）、融资渠道（供给）和融资主体（需求），眼下寻找融资主体可能更关键，需要从需求、供给、预期层面多管齐下。货币政策方面，降息事半功倍、解决不了根本问题，而通过结构性政策、宽信用的同时助力结构转型，可能是更好的选择。财政政策方面，抵补市场主体需求缺位有其必要性。但是，财政扩张短期要拿捏力度、投向精准，中期要兼顾持续性。同时，财政与货币政策需要协调联动。此外，短期旧经济要稳住、先立后破，投融资政策可适当松绑，中长期以数字和绿色为方向的新经济继续做加法。

风险提示：土地财政收缩影响宽财政、融资监管严厉影响宽信用。

正文目录

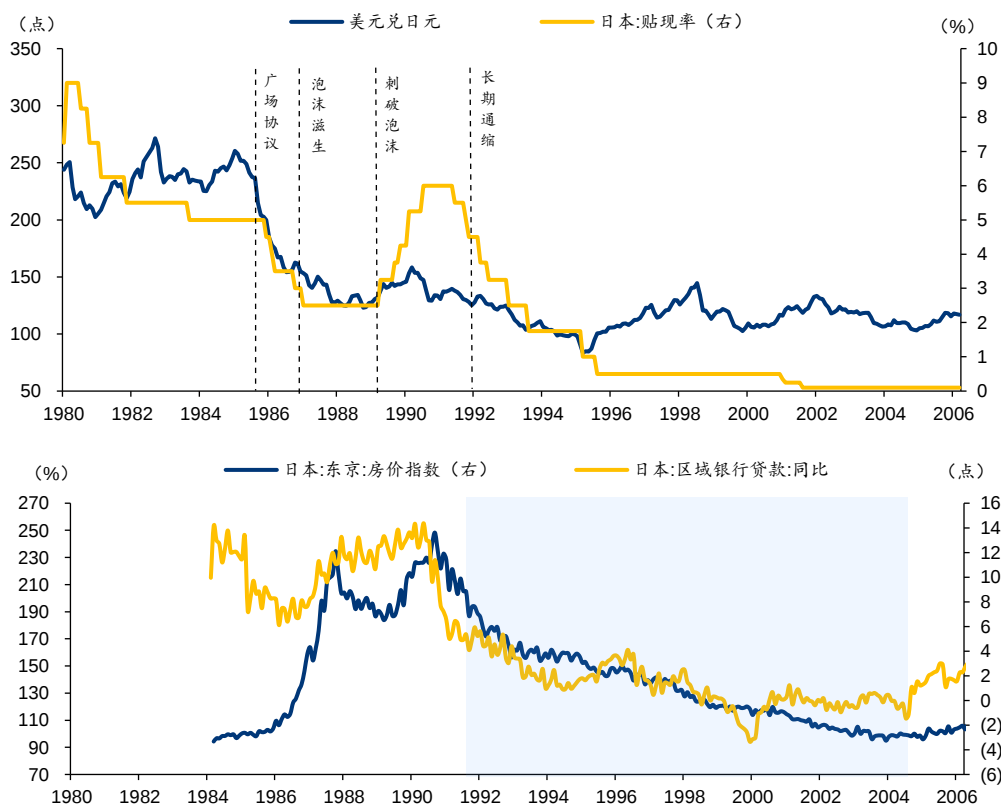
日本资产负债表衰退始末.....	3
阶段一：1985-1986：《广场协议》与日元升值萧条	3
阶段二：1987-1992：资产泡沫催生与刺破	5
阶段三：1993-2005：日本经济陷入长期通缩	7
日本政策刺激为何“无效”？	9
货币宽松为何失灵？	9
财政政策是否有效？	12
对我国有何启示	13
我国“借款人消失”形似而因异	13
如何破解信用收缩困局？	14
参考文献：	17
风险提示.....	17

日本经济学家辜朝明最早提出“资产负债表衰退”理论，用以解释上世纪九十年代日本资产泡沫破裂后，企业的目标从利润优先转为偿债优先，进而引发经济增长持续低迷的现象。我国当前面临房住不炒、隐债不增、央企去杠杆等约束，微观主体行为和目标也出现了类似的情形，日本当年的经验和教训，值得我们探索、借鉴。

日本资产负债表衰退始末

1985年美国为缓解贸易失衡促成《广场协议》，推动非美货币升值。而日元升值打击出口，日本当局将重心转向扩大内需，财政货币政策双宽松、两年多维持超低利率，在此期间投机炒作盛行，股市房价大幅上涨。直到1989年，日本当局意识经济过热，日本央行启动加息，土地政策尤其是融资政策收紧，引发股市和房价相继大跌，进而又导致企业资产价值缩水甚至资不抵债、陷入技术性破产。资产泡沫破裂后，日本货币政策转为持续宽松，但融资需求始终低迷，日本陷入长期通缩。

图表1：日本利率、汇率、房价与信贷演变历程



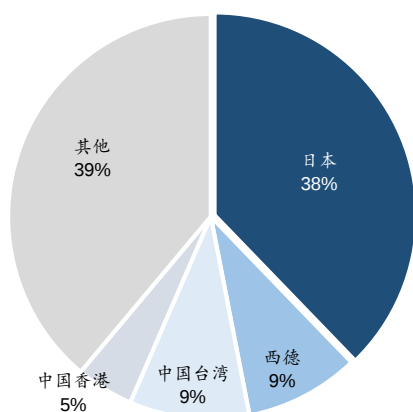
资料来源：Wind，华泰研究

阶段一：1985-1986：《广场协议》与日元升值萧条

为解决贸易失衡问题，美国力促日本签署《广场协议》，引导日元升值。二战后日本承接欧美产业链转移，依托强劲出口经济快速发展，1978年成为世界第二大经济体，1983年超越西德成为世界最大贸易顺差国。反观美国深受70年代大滞胀时代石油危机和通胀困扰，1980年前后CPI超过10%，美联储为抑制高通胀收紧货币政策，副作用是美元快速升值，五年间美元指数由85大幅上涨至126。强势美元造成美国产品竞争力下降，加上美国汽车耗油量相比日德产品更高，出口受损、贸易逆差拉大，1985年美国贸易逆差中，对日逆差约占38%。在此背景下，对日强硬、控制贸易逆差成为美国共识。

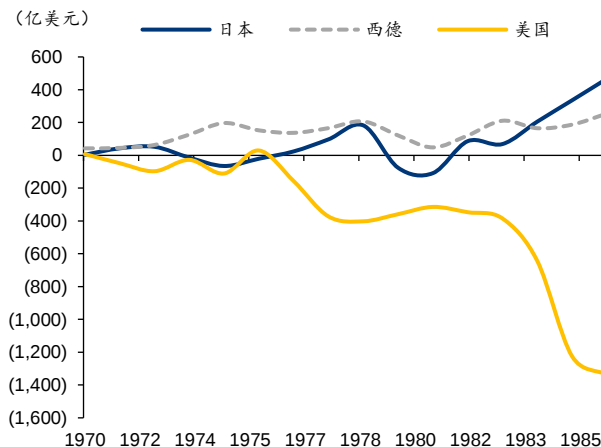
1985年9月，美、日、西德、英、法五国签订《广场协议》，约定各国在6周内抛售美元、买进本国货币（主要是日元与西德马克），引导美元贬值约10%-12%，而仅仅7个交易日后美元兑日元由1:240贬至1:215，美日汇率已实现干预目标。

图表2：1985年美国逆差结构



资料来源：Wind，华泰研究

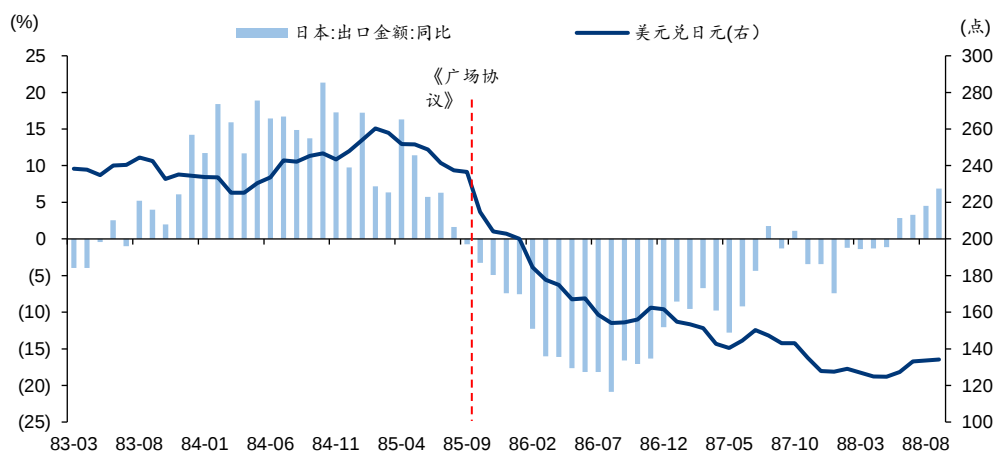
图表3：美国贸易逆差持续扩大



资料来源：Wind，华泰研究

日元持续升值，出口危机拖累日本经济。然而干预期结束后，日元升值并未止步，日本当局入市干预无效后，转而向美国寻求汇率支持。1986年下半年，美日两度发布《贝克-宫泽喜一联合声明》表示“愿意在外汇市场问题上进行合作”，但仍未有效阻止日元升值。1986年底，美元兑日元 1: 157、日元较《广场协议》前累计升值幅度已达 35%。汇率压力下，日本出口同比连续 22 个月负增长。1986 年日本实际 GDP 增速由上一年的 6.2% 腰斩至 3.2%，其中净出口对 GDP 的拉动率从 1.1% 下降为 -1.1%，解释了当年日本 GDP 73% 的下滑幅度。与此同时，日本产业开始加速向生产成本更低的东南亚转移。

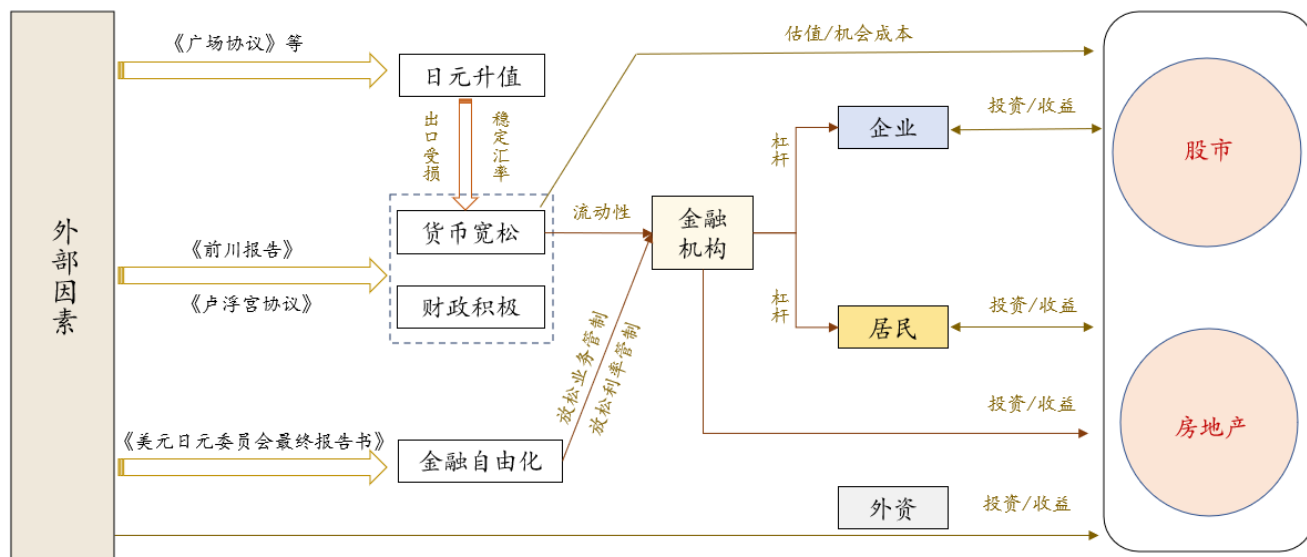
图表4：广场协议后，日本出口受到重创



资料来源：Wind，华泰研究

阶段二：1987-1992：资产泡沫催生与刺破

图表5：日本泡沫经济催生结构图



资料来源：华泰研究

在出口下行和美国施压的窘境下，1986年日本开始实施扩大内需政策。一方面对冲外需压力、另一方面也迎合美国对于缓解日美贸易失衡的诉求。1986年4月，日本央行主持制定《前川报告》提出实施扩张性财政金融政策、促进金融自由化等目标；1987年2月美日等七国签订《卢浮宫协议》，日本承诺将保持扩张性财政与货币政策以刺激内需、减少贸易顺差。日本央行在这两年时间内将贴现率¹由5%接连降至2.5%，刷新二战后新低。财政政策上，1987年日本推出约占GDP 2%的“紧急经济对策”计划，大量财政资金投入基建，并掀起新一轮“改造日本列岛热潮”。政策大幅刺激为经济泡沫埋下隐患。

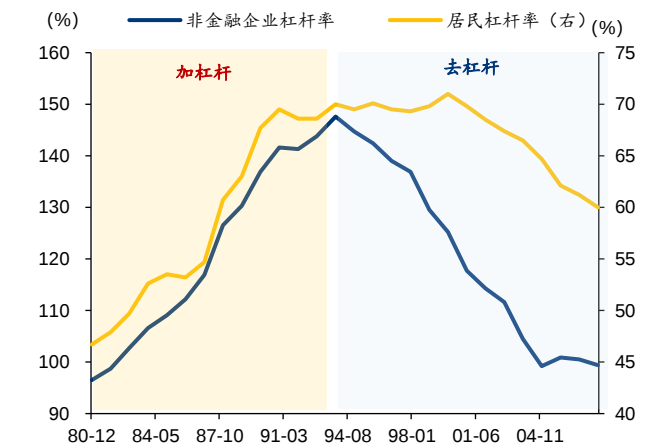
此外，日本加速推进金融自由化也助长了资产泡沫。日本当年也想成为全球金融中心，1984年美元日元委员会会议中要求日本推行金融自由化。实践上，其一，日本为企业融资拓宽渠道，例如1984年日本取消境内主体海外借款限制，放松公司债券市场准入限制，1987年设立商业票据市场等。其二，推进利率市场化并放松金融监管。1985年日本推动定期存款利率市场化，同时放松金融机构业务范围限制、提高放款上限等，而政府主导的“护卫船团”模式仍旧为银行提供隐性担保，银行盲目扩大信贷投放。其三，推动金融国际化，1984年日本废除外汇兑换日元限制，日元成为可自由兑换货币，对外金融开放间接加快了热钱涌入。

持续低利率为加杠杆提供了温床。1987年日本经济出现回暖迹象，但考虑到日元仍有升值压力、“黑色星期一”重创股市、外部有《卢浮宫协议》制约等，日本央行仅要求银行采取“克制的融资态度”，而未进一步收紧货币政策。日本持续27个月维持2.5%的超低利率，期间，M2增速中枢由8%攀升至11%、但CPI不足1%，信贷资金大量流入股市楼市等虚拟经济，抵押物升值促使信贷扩张不断强化。

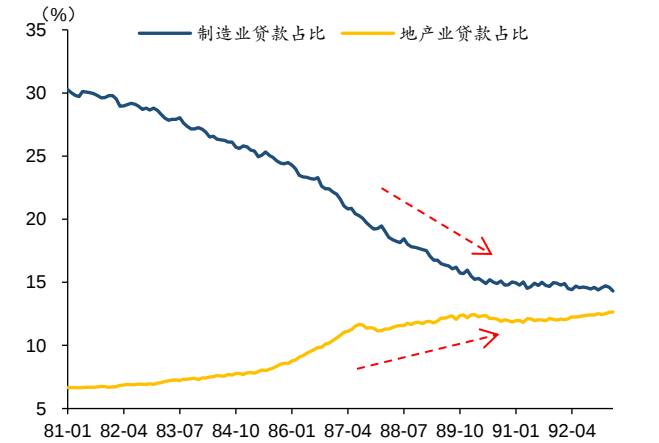
微观主体看，企业端，金融投机收益率胜过实体经营，据NHK报道，1989年“六鬼闹东京”之首的阪和兴业公司理财收入已超主业收入两倍，1986年至泡沫破裂前夕，日本企业杠杆率年均上涨7个百分点；居民端，1986-1989年间个人新增贷款年均增速约150%，日本全民炒股炒房。外资方面，日元持续升值预期与资产高收益吸引热钱涌入，而金融自由化则开启了制度便利，1986-1989年间，非居民在日本城市银行中存款年均增长160%。

¹ 全称官方贴现率，上世纪八九十年代日本央行重要操作目标之一。

从资产表现看,从1986年1月降息到1989年5月加息期间,日经225指数累计上涨163%,1989年底日本股票总市值达4万亿美元,占到全球资本市场总市值45%。房地产领域同样狂热,东京房价指数累计上涨80%,1989年底日本土地资产总价值约2000万亿日元,约为美国国土总价值的四倍,民间流传“卖掉东京可以买下整个美国”。

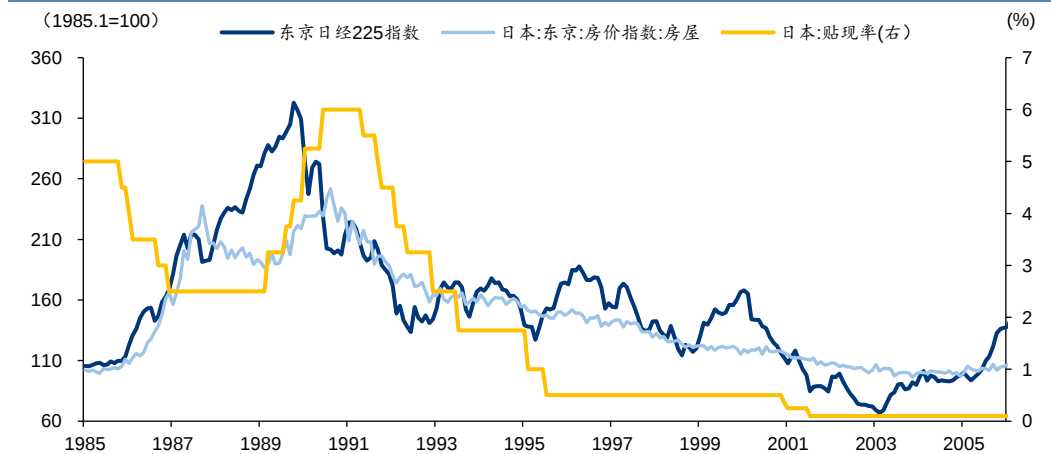
图表6: 泡沫破裂前,个人企业大幅加杠杆


资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 银行贷款快速涌入房地产行业


资料来源: Wind, 华泰研究

过热后知后觉,日本过快收紧货币与土地政策,刺破资产泡沫。1988年底日元汇率出现阶段性反弹、1989年CPI明显回升,日本为“防止价格上涨和实现以内需为中心的可持续增长”,1989年5月至1990年8月期间,将贴现率由2.5%连续提升至6%。同时1990年大藏省出台《关于抑制不动产行业融资报告》,限制土地融资,1992年修改税法,新增地价税、提高土地持有成本。一系列紧缩政策下,日本股市楼市先后跳水,日经225指数从高点至1992年阶段性底部的跌幅达60%,日本东京房价指数自1990年高点一年内跌去25%,外资流出也导致日元在3个月内贬值约10%。直至1991年7月,日本央行才开始降息救市,但收效甚微。

图表8: 货币政策收紧后,资产价格跳水


资料来源: Wind, 华泰研究

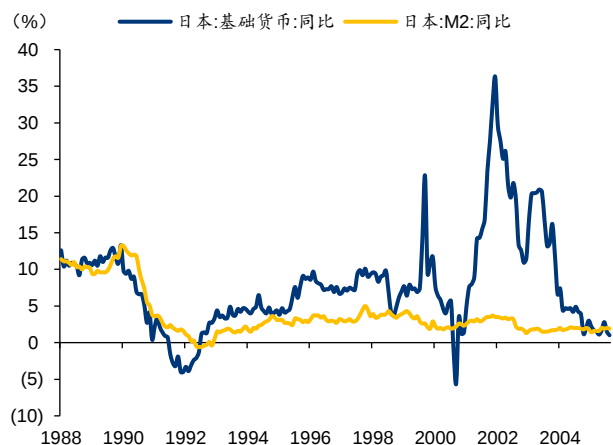
阶段三：1993-2005：日本经济陷入长期通缩

资产泡沫破裂后，日本推出空前的刺激政策以提振经济。为应对危机，日本央行自 1991 年开始接连下调贴现率，至 1995 年已从 6% 下调至 0.5%，同时基础货币投放增速维持在 8%。1999 年日本央行进一步将银行间隔夜拆借利率目标由 0.5% 下调至 0.04%，扣除中间费用后实质上已为 0，直到 2000 年经济阶段性回暖，零利率政策退出。然而好景不长，2001 年受到美国 IT 泡沫破裂、国内整顿财政等因素影响，经济重新跌入低谷，日本央行调降贴现率至 0.25% 但未见成效后，转而推出量化宽松政策，通过大量购买长期国债等方式加大公开市场操作力度，充裕的流动性再次将银行间隔夜拆借利率压降至 0.15%，直到 2006 年经济回暖、CPI 连续 4 个月回升，量化宽松政策才逐步退出。

财政方面，1990s 日本先后 9 次出台财政刺激计划，随之财政状况快速恶化，1999 年预算赤字率冲高至 8.2%，1992-2005 年，政府债务存量/GDP 由 50% 大幅扩张至 153%。期间，1997 年日本曾开启财政结构性改革，一方面削减财政支出，另一方面上调消费税率、停止所得税的特别减税政策，随后经济连续 5 个季度下滑，萧条程度为二战后之最，1998 年不得不推出史上最大规模的刺激计划扭转经济颓势。2001 年日本当局再次整顿财政，恰逢 IT 泡沫破裂，通缩缺口扩大，2001 年日本实际 GDP 下滑 2.4 个百分点至 0.4%，2002 年零增长，2003 年日本当局再次妥协加大财政力度，随后 GDP 增速回升至 1.5%。

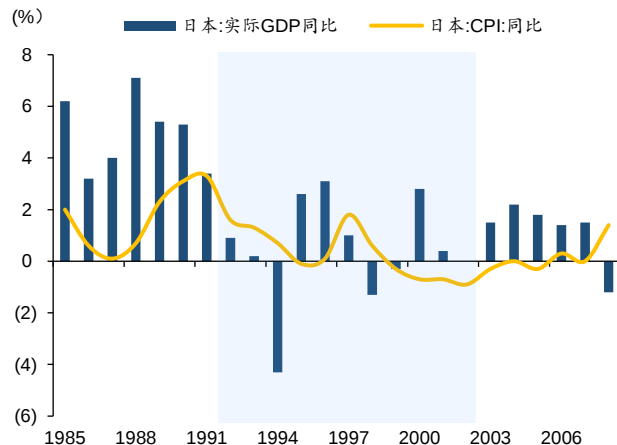
政策刺激未能激发市场主体加杠杆意愿，日本经济陷入长期通缩。日本实际 GDP 增速从 1987-1992 年均值 4.4%，下滑至 1993-2005 年均值约 0.8%，CPI 长期低于 1%。流动性方面，宽货币并未传导至宽信用，1993-2005 年间，接近零利率下 M2 增速中枢仅为 3%，个人贷款余额年均下滑约 6%，企业债务总额自 1995 年开始下行，直到 2005 年才有所回暖。就业方面，日本失业率自 1992 年开始持续攀升，21 世纪初企业开始大规模裁员，“终生雇佣制”破产，至 2002 年失业率达到历史高点 5.4%，1993-2005 年间日本失业率均值高达 4.1%。

图9：泡沫破裂后宽货币未传导至宽信用



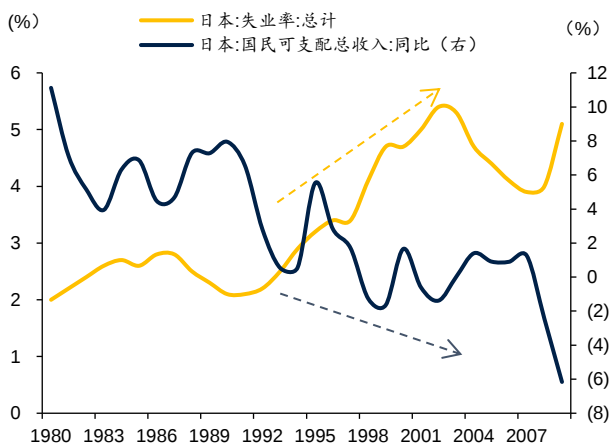
资料来源：Wind，华泰研究

图10：1990s 日本经济长期低迷



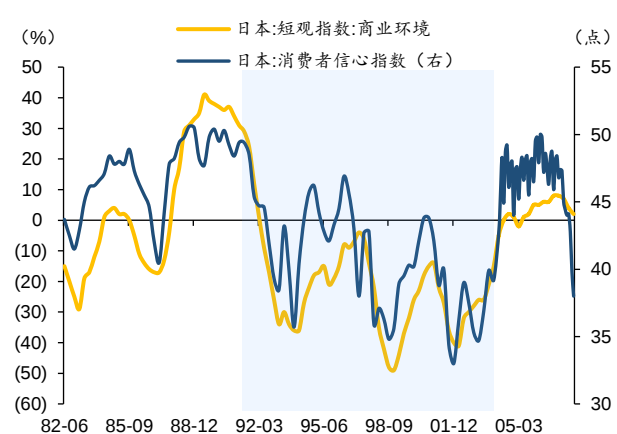
资料来源：Wind，华泰研究

图11：泡沫破裂后日本就业状况持续恶化



资料来源：Wind，华泰研究

图12：泡沫破裂后，企业、消费者预期转弱



资料来源：Wind，华泰研究

日本政策刺激为何“无效”？

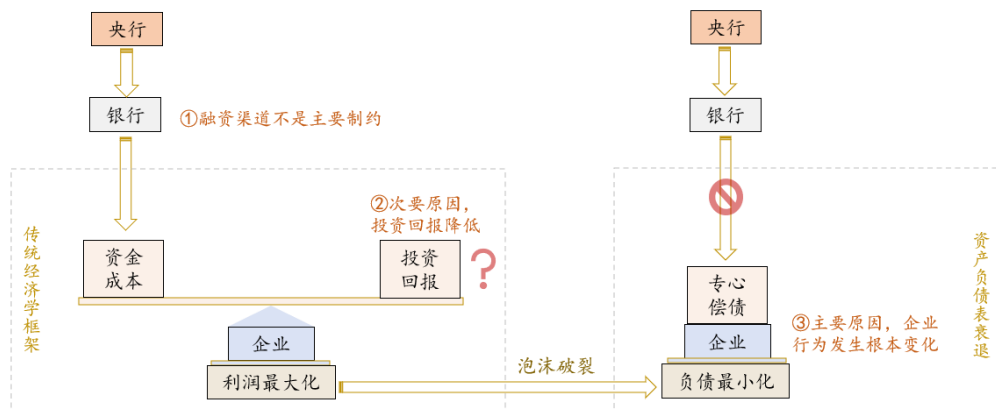
日本泡沫破裂后，财政货币政策刺激未能有效提振经济。经济学家辜朝明提出“资产负债表衰退”理论，认为资产泡沫破裂导致日本企业、居民资产大幅缩水而负债不变，资不抵债促使市场主体由“利润最大化”转为“负债最小化”，专注偿债而不愿新增债务。在此背景下，货币政策因缺失融资主体而传导失灵，财政直接创造需求仍起到稳增长效果。

货币宽松为何失灵？

我们分三步探讨：

- ①寻找宽货币到宽信用的梗阻——融资主体需求不足；
- ②在传统经济学框架内探讨融资需求为何不足——投资回报降低，但解释力不足。
- ③跳出传统经济学框架——泡沫破裂导致企业行为由“利润最大化”转为“负债最小化”，企业专注偿债而融资需求低迷。

图表13：日本货币政策失灵探讨



资料来源：华泰研究

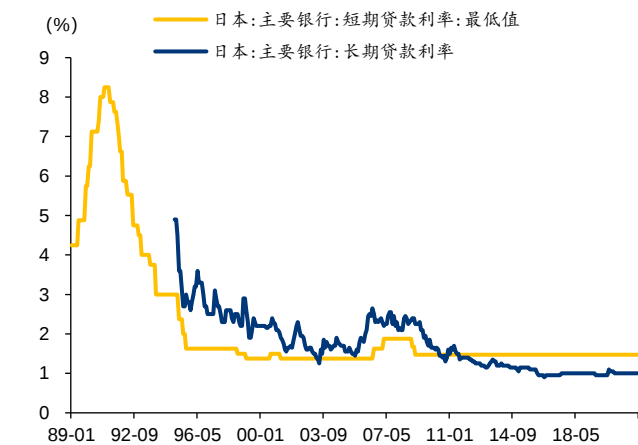
第一，从宽货币到宽信用需经过两个环节：融资渠道（供给）、融资主体（需求）。

从供给端看，日本泡沫破裂给银行体系造成不小冲击，一方面抵押物大幅贬值，银行不良债权激增、短期惜贷情绪升温；另一方面，信贷投放面临资本充足率等监管指标约束，外加 1997 年日本会计准则要求银行证券投资从历史成本计量转换为市价计量，资产减值迅速反应在表内，银行资本金压力陡增，信贷投放能力受到制约。我们在 2021 年 9 月 21 日报告《日本地产泡沫到银行危机启示录》中对供给因素有过详细探讨。

但以下证据说明，日本宽信用梗阻主要是融资需求不足，即出现“借款人消失”现象：

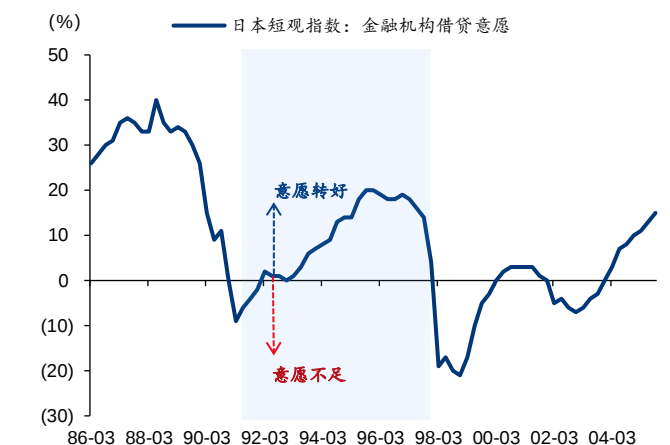
- 1) 信贷利率反映供需关系，1992 年后日本银行信贷利率持续走低，表征资金供过于求；
- 2) 日本央行面向企业《短观》问卷中包括“金融机构借贷意愿”调查，数值大于 0 表征金融机构借贷意愿较前好转。数据显示，1990s 大部分时间银行体系有充足借贷意愿；
- 3) 日本本土银行或因坏账问题制约，但外资行并不存在严重的不良贷款问题，外加 1997 年金融“大爆炸”时期日本大藏省放松外资行业务管制，但数据显示外资行信贷同样低迷；
- 4) 如果问题出在银行体系，企业还可通过资本市场直接融资。但在泡沫破裂后，企业债券总额长期停滞、甚至自 1999 年开始逐步减少。

图表14: 泡沫破裂后, 银行贷款利率持续下行



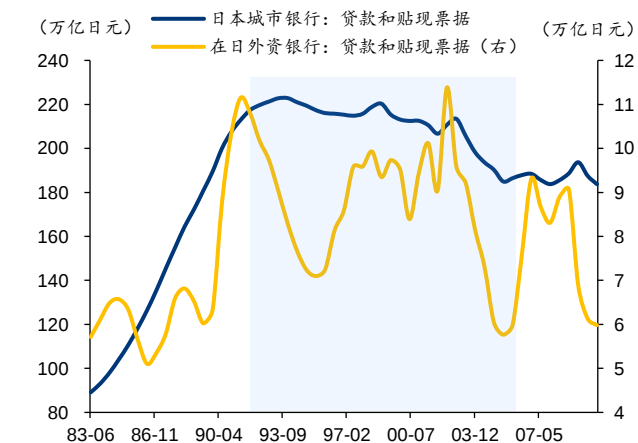
资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 1990s 金融机构大部分时间有充足借贷意愿



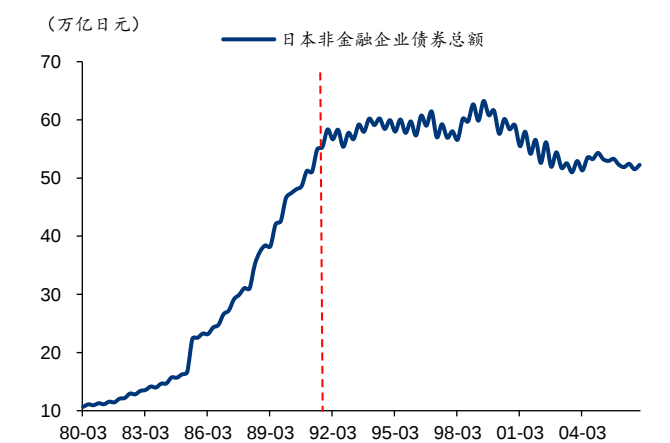
资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 外资银行贷款同样疲弱



资料来源: Wind, 华泰研究

图表17: 日本企业发行债券积极性不高



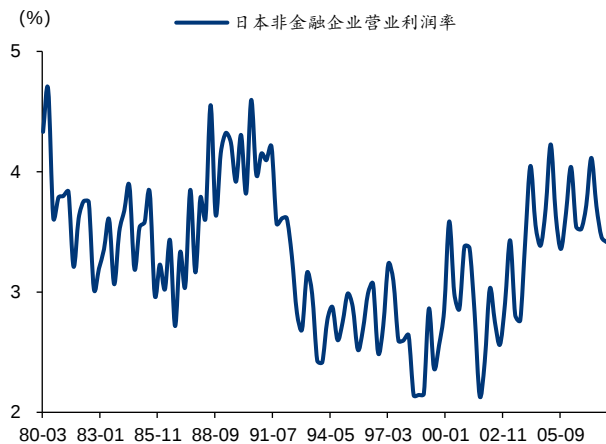
资料来源: Wind, 华泰研究

第二, 融资需求由何决定? 传统经济学理论以“利润最大化”为基础, 认为企业融资需求取决于融资成本与投资回报, 前者受货币政策主导, 后者由技术进步、要素价格等中长期变量主导, 且市场机制决定了投资回报降低与投资机会减少相伴相生。货币政策仅作用于融资成本端, 而对投资回报影响不大。

投资回报不足是“借款人消失”的原因之一, 但尚不足以解释日本货币政策失灵。辜朝明认为, 当经济体跨过“刘易斯拐点”后, 不断提高的人力等要素成本会导致国内投资回报率下降、投资机会减少, 产业链开始外迁。1970s 欧美产业链转移至日本, 1990s 日本产业链转移至韩国、中国台湾等均与此有关。

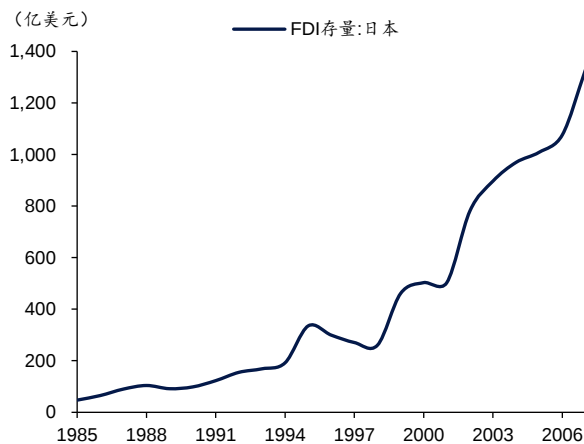
但是, 投资回报降低不足以解释日本货币政策失灵。理论上, 货币政策失灵意味着投资回报率的边际下降幅度超过了融资成本的边际下降幅度, 但后者在货币政策降息引导下可实现突变, 实体投资回报率的降低则是中长期趋势。并且, 日本衰退期间 FDI 仍保持净流入、非金融企业营业利润率自 1993 年开始进入上升通道, 也不支撑投资回报率持续低于融资成本的逻辑。在我们看来, 企业是否愿意组织生产, 不仅仅看利率水平一个要素, 就好比一个人, 蛋白质虽然有营养, 但仅靠蛋白质并不能带来健康。此外, 1970s 欧美产业链向日本转移的过程也并未出现货币政策失灵现象。

图表18: 上世纪90年代后期日本企业经营状况逐步好转



资料来源: Wind, 华泰研究

图表19: 日本衰退期间, FDI保持净流入趋势

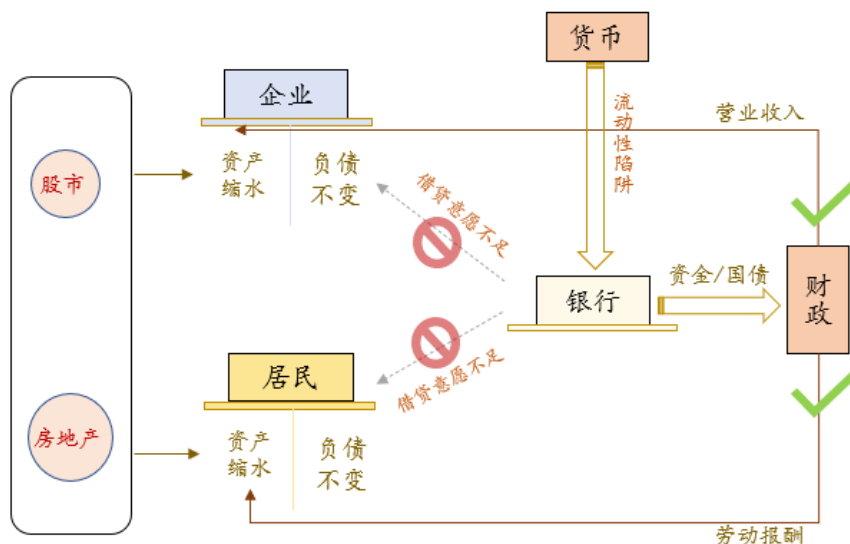


资料来源: Wind, 华泰研究

第三, 传统经济学框架并不能解释日本长期衰退, 原因在于“利润最大化”的经济学前提假设不再成立, 资产泡沫破裂导致企业转向追求“负债最小化”, 进而货币政策无效。

经济“景气”时期, 日本企业和居民大量融资投向股票和房产, 泡沫破裂后, 资产价值大幅缩水然而负债却保持不变, 企业资不抵债, 落入“技术性破产”。正常而言, 企业应当进入破产程序、自动出清, 随后经济陷入萧条。但是泡沫破裂后, 日本破产企业数并未激增, 原因在于当时日本企业经营能力并未严重受损, 企业销售额仍在增长、营业利润率也自1993年开始稳步回升, 企业仍具有偿债能力, 大规模破产不符合管理者、债权人、政府、银行等多方利益, 因而企业高层对外隐瞒技术性破产, 对内减少借贷、快速偿债, 企业经营目标由正常时期的“利润最大化”转变为“负债最小化”。因此, 企业面对非常低的融资成本也不愿融资, 反而不断清偿存量债务。这就好比一个人, 健康的时候追求的是生活品质, 而在久病缠身的情况下, 活命最重要。

图表20: 资产负债表衰退成因



资料来源: 华泰研究

财政政策是否有效？

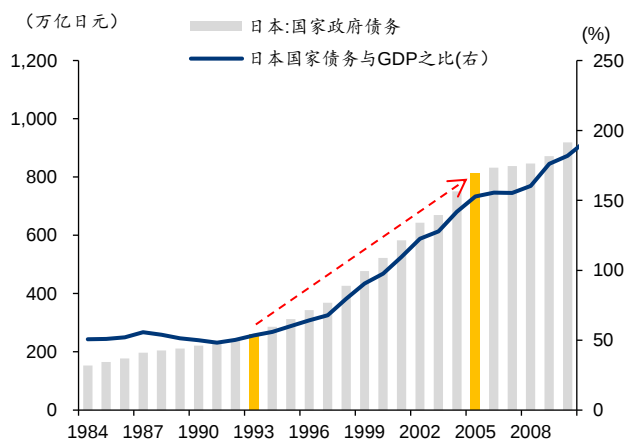
政府充当“最后借款人”，加杠杆扩大支出一定程度对冲了私人部门需求下滑，避免经济走向崩溃，财政政策依旧有效。企业、居民基于个体理性（自发降杠杆）而导致经济低迷。在此期间，政府大量发行国债弥补私人部门融资缺口，同时加大公共支出包括基础设施建设等，转化为企业和居民收入，避免了日本经济陷入需求收缩的恶性循环。

证据一：日本在泡沫破裂后，GDP 增速下台阶但绝对额仍维持在泡沫前的水平，人均 GDP 小幅提升，失业率维持在 6% 以内，与美国 1929-1933 大衰退期间经济总量萎缩 36%、失业率大幅提升至 25% 相比，日本的财政刺激并非失败。

证据二：日本当局曾在 1997 和 2001 年两次整饬财政，期间经济大幅下滑，而后重新加大财政力度才扭转经济颓势，侧面印证财政政策有效。

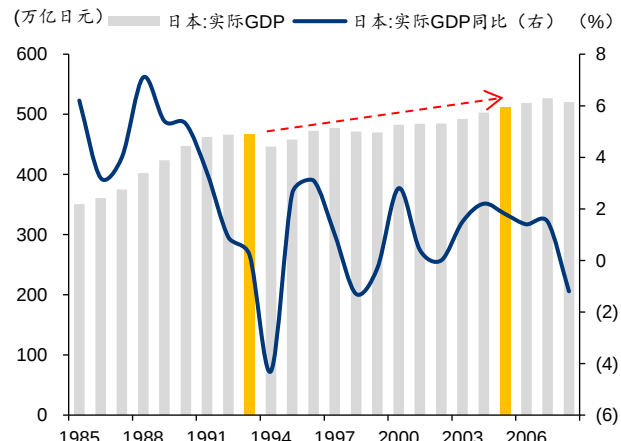
主流观点诟病日本大规模财政刺激后，经济依旧低迷、政府债务高企，但其实正是日本财政刺激将日本经济从“崩溃”拉回“低迷”。

图表21：日本债务负担快速加重



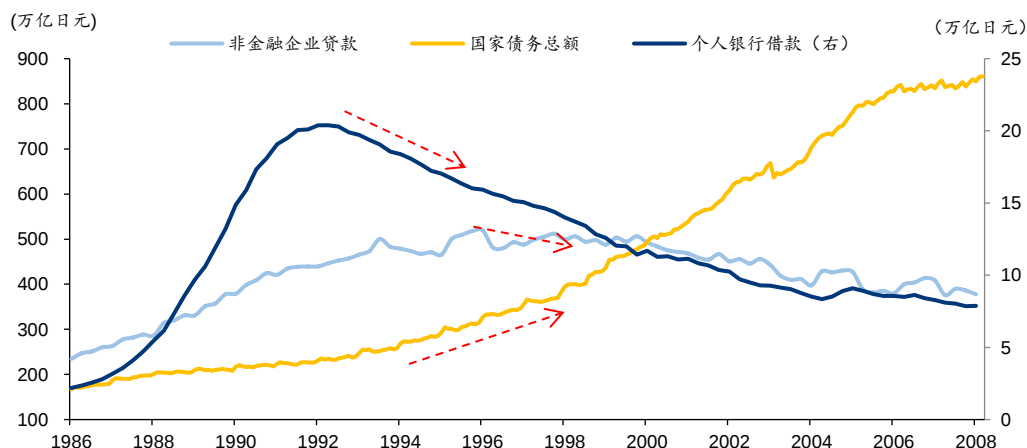
资料来源：Wind，华泰研究

图表22：泡沫破裂后，日本 GDP 仍维持在泡沫前水平



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：企业、个人去杠杆，政府加杠杆



资料来源：Wind，华泰研究

对我国有何启示

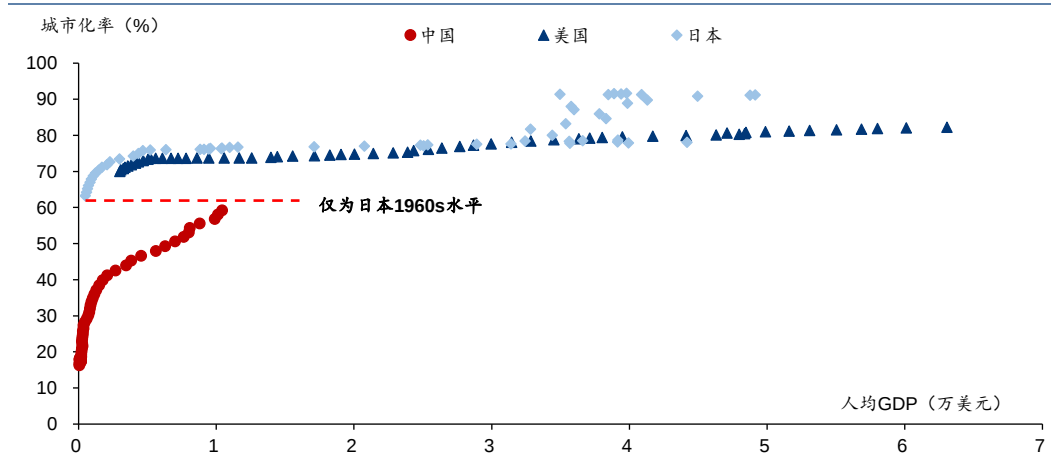
我国“借款人消失”形似而因异

近年来，国内宽货币到宽信用的效率大打折扣，同样表现为“借款人消失”，即融资主体缺失造成宽信用梗阻，但成因迥异。

日本“借款人”消失有两种原因，一种是资产泡沫后的资产负债表衰退。这源于货币政策不当，助长房地产泡沫又快速刺破，造成市场主体资产负债表严重受损、资不抵债，企业经营目标由追求利润最大化转向负债最小化。另一种是日本经济步入工业化后期，因本国劳动力等要素成本过高，造成产业链外迁、投资出海，而本土缺乏投资机会。

与日本不同的是，我国房地产领域风险可控，央行较早将房地产等金融风险纳入决策框架、构建宏观审慎与货币政策双支柱，内部政策失当的可能性较低，同时我国资本项并非自由流动，热钱快进快出带来的金融风险亦小，因此资产价值大幅缩水引发资产负债表衰退的概率低。另一方面，我国城市化率仅为日本 1960s 的水平，工业化远未饱和。

图表24：我国城市化率仍有提升空间



资料来源：Wind，华泰研究

我国“借款人消失”有新的原因，即在结构性改革过程中，旧经济融资受到政策抑制，而新经济体量尚小且缺乏抵押物、难以扛起宽信用大旗。房地产基建和钢铁水泥等重工业代表旧经济，在工业化初期扮演重要角色，其重资产特征对信用撬动效果显著，但弊端是不断推高地价房价、滋生金融风险，同时带来环境污染与产能过剩等问题。我国在 2011 年前后走过劳动力拐点、工业化速度放缓，“四万亿”投资的后遗症在 2015 年前后开始显现。于是，国内 2016 年拉开供给侧结构性改革序幕，近年来“高质量”取代“高增速”成为经济发展的主要目标，持续推动旧经济去杠杆，具体来说：

- （1）房住不炒：房地产融资受“三道红线”（约束房企有息债务增速）和集中度管理（约束金融机构涉房贷款占比和增速）限制，去金融化已成趋势；
- （2）隐债不增：城投面临隐性债务约束，未剥离政府隐性债务的企业新增融资受到限制；
- （3）上游清单：上游重工业存在“过剩”和“两高²”项目投资负面清单，新增产能严苛；
- （4）央企去杠杆：国企央企曾背负三年去杠杆³硬任务，目前仍有保持负债率稳定的要求。

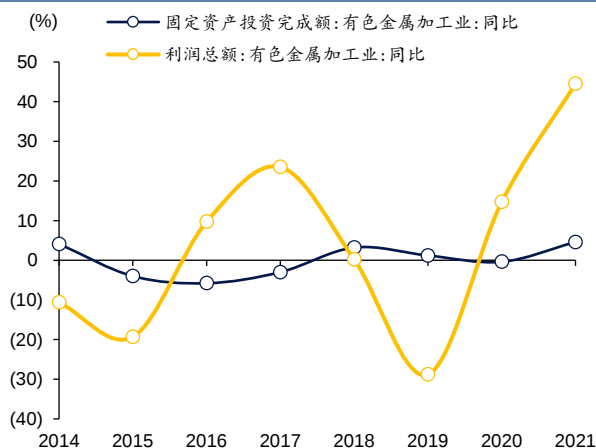
² “两高”即高耗能与高排放，主要包括煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼和建材等六个行业。

³ 2018 年中办和国办印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求国有企业资产负债率在 2018-2020 年降低 2 个百分点，之后基本保持在同行业同规模企业的平均水平。

于是，旧经济出现资产负债表被动衰退的特征。例如，2020 年“三道红线”规则出台后，房企转变高周转策略，2021 年上半年地产销售火热但开工低迷，降杠杆取代扩张成为企业首要目标。此外，据统计局，2021 年大宗商品涨价带动上游行业利润激增，有色金属加工业利润比 2019 年增长 1.6 倍，但电解铝作为“两高”管控重点，该行业 2021 年固定资产投资较 2019 年仅增长约 4%、资产负债率则下降近 4 个百分点，利润用于偿债而非扩大再生产。这些现象与日本资产负债表衰退表面相似，区别在于国内有更多被动约束、而非企业自发行为。

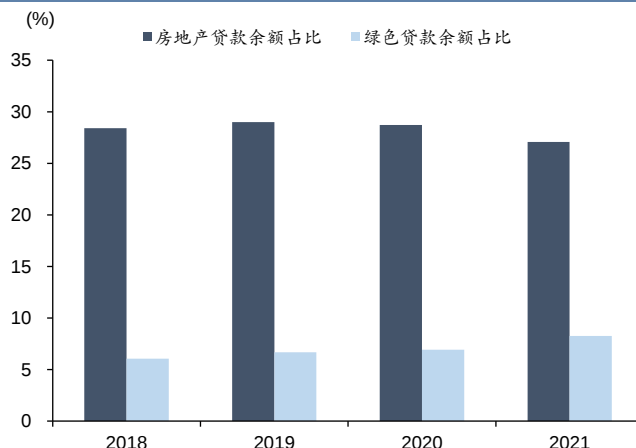
然而，新经济投融资体量尚难匹及旧经济，宽信用主体缺失。“十三五”时期国内就加大战略新兴产业扶持，据统计局，直到 2021 年，高技术产业（涉及医药通信等 6 类制造业、信息服务等 9 类服务业）投资仅占当年社会总投资约 6%，相比之下，房地产与基建投资合计占比则超过 40%，是前者 7 倍多。去年绿色经济在双碳任务催化下加速发展，但 2021 年底绿色贷款余额占比仅约 8%，相比之下，房贷余额占比仍有约 27%，是前者 3 倍多。换言之，当旧经济去杠杆、投融资增速下滑，新经济需要数倍其增速才能弥补信用收缩缺口。

图表25：有色金属行业投资与利润增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表26：房地产贷款与绿色贷款余额占比



资料来源：Wind，华泰研究

如何破解信用收缩困局？

日本用实践诠释仅靠宽货币解决不了宽信用。宽信用三个环节缺一不可：货币政策（流动性）、融资渠道（供给）和融资主体（需求），相比于单纯加大货币宽松力度，眼下寻找融资主体可能更关键。在我们看来，需要多管齐下。

其中，正如中央经济会议所言，中国经济面临的问题可以从需求收缩、供给冲击、预期转弱三个层面加以理解。中国继续通过技术创新、减碳投资等供给侧改革创造新需求，推动新经济做加法，这才是突破资产负债表衰退的核心。此外，预期层面看，平衡好共同富裕、资本无序扩张过程中公平与效率之间的关系，激发企业家精神。供给层面，避免双控、双碳一刀切。对房地产三道红线、信贷集中度管理等根据经济形势给予微调，实现良性循环和新循环模式。推动国企改革，尝试用更市场化的激励机制、管资本的方式替代简单的杠杆率约束。

货币政策方面：第一，降息有必要性，但事倍功半，解决不了根本问题。日本的经验已经表明，资产负债表衰退的阶段，降息有必要，但指望通过降低利率撬动投资不现实，甚至引发资产泡沫等副作用；第二，通过结构性政策比如碳减排工具，推动银行体系主动作为，宽信用的同时助力结构转型，可能是更好的选择；第三，财政与货币政策需要协调联动。政府工作报告中提出的央行利润上缴财政并通过转移支付直达实体，避免了欧美 QE 淤积在资本市场的弊端，也避免财政扩张中的国债发行、利率抬升挤出民间投资。

财政政策方面：抵补市场主体需求缺位有其必要性。货币如绳、可拉不可推，央行释放的流动性只存在于银行体系，如果经济下行叠加监管约束造成融资主体缺失，结果只会助长金融空转。相比之下，财政创造需求更直接。政府逆周期加杠杆，可间接抵补市场主体融资需求缺位。日本经济之所以在地产泡沫破裂后能够稳住而非收缩，财政发力功不可没。

但是，财政扩张短期要拿捏力度、投向精准，中期要兼顾持续性。

其一，力度有通胀之患。新冠疫情后美国财政赤字货币化（MMT）初步实践，客观上维护了居民等部门的资产负债表，解决了货币政策传导问题，但造成眼下美国高通胀压力；

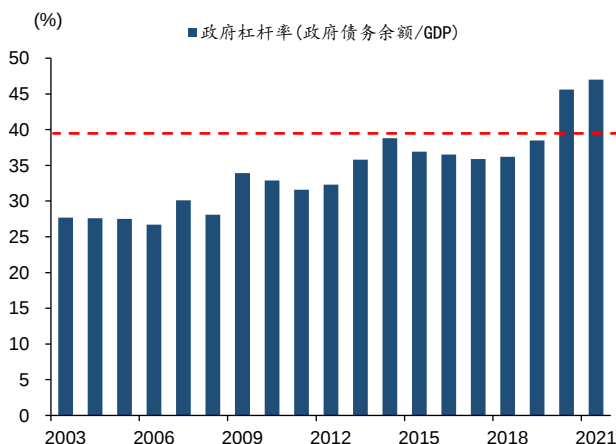
其二，投向有公平之嫌。政府的“有形之手”在干预自由市场时，无论减税还是投资，由于方向和规模难以精准考量，公平问题易存争论，即财政定向支持领域容易获得更好发展，而兼顾不到的环节可能认为被不公平对待；

其三，举债有风险之忧。政府存量债务膨胀速度如果持续超过经济增速（分子增速快于分母，负债率不断升高），财政本息偿付将挤占支出空间，尤其地方财政可能出现信用风险。对于外债占比高的新兴市场国家，还可能面临资本外流导致货币危机与债务危机的风险。

目前我国财政风险如何？

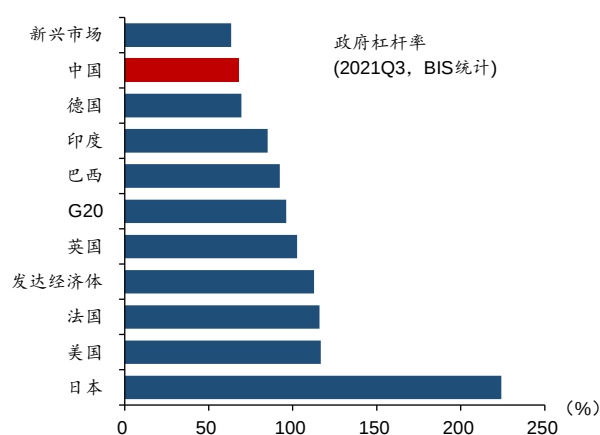
第一，政府总杠杆率不高、但疫后攀升较快。截至 2021 年末，我国中央财政国债余额为 23.27 万亿，地方政府债务余额 30.47 万亿，负债率或杠杆率（债务余额/GDP）为 47%，远低于国际警戒线的 60%和其他主要经济体，但疫情后攀升较快，2019 年我国政府杠杆率仅为 38.5%，两年时间升高近 10 个百分点。我国一般公共预算债务付息占支出比重已从 2016 年的 2.7%提升至 2021 年的 4.2%，2021 年的付息支出超过 1 万亿元。

图表27：我国政府杠杆率疫后攀升较快



资料来源：Wind，华泰研究

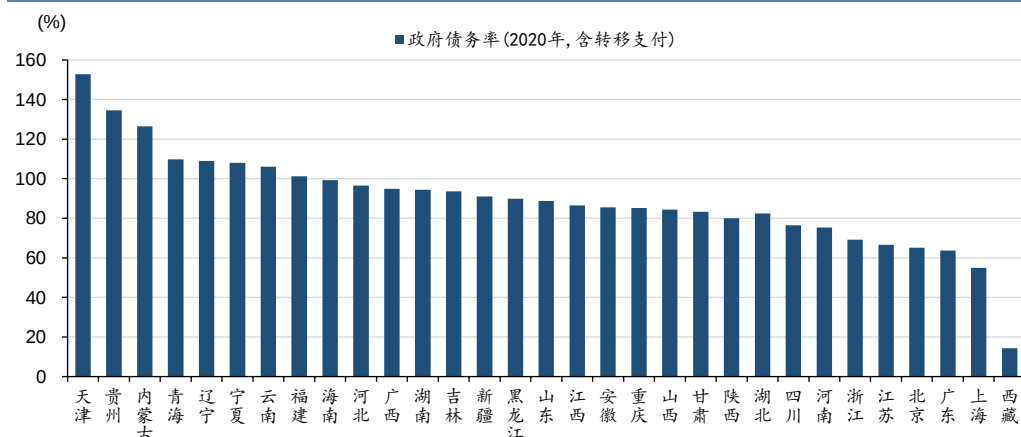
图表28：政府杠杆率国际对比（BIS口径）



资料来源：Wind，华泰研究

第二，地方财政债务风险相对高、区域分化大。据我们测算，2021 年我国地方政府债务率（债务余额/综合财力）达 102%，触及国际警戒线（100%~120%）的下限。其中还存在四点隐忧，一是对中央转移支付依赖度较高，102%的债务率是建立在 8.3 万亿央地转移支付的基础上，若分子换为地方本级财力则已突破警戒线；二是区域分化大，个别省区债务率已超出警戒线（见下图）；三是短期土地财政收入放缓压力大；四是地方专项债到期偿付压力增加。地方专项债创设于 2015 年、自 2018 年起大幅扩容，当时发行品种以 3、5 年期为主，因此未来到期压力逐渐增大。

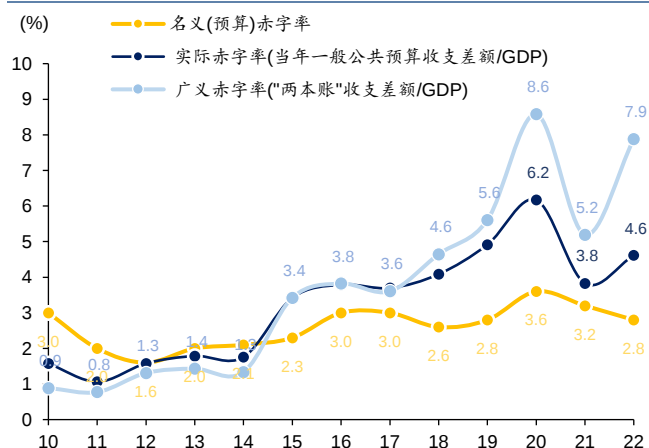
图表29： 地方政府债务率（2020年）



资料来源：Wind，各省财政厅，华泰研究

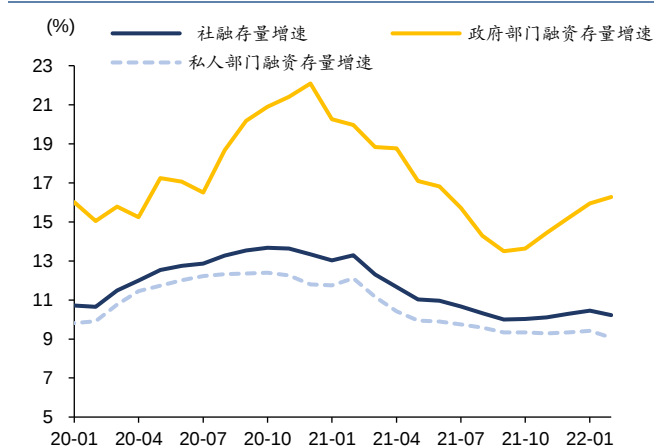
在财政可持续的考量下，今年我国财政预算赤字率下调至 2.8%（下调 0.4 个百分点）、地方专项债额度 3.65 万亿（持平于去年），但实际赤字显著提升，财政似紧实宽（详见 3 月 14 日报告《不同寻常的宽财政》）。此外，自去年四季度以来，我国政府债务存量增速持续提升，对冲了私人部门融资下滑、稳住了社融增速，显示出财政的积极一面。

图表30： 预算赤字率降、但实际赤字率升



资料来源：Wind，华泰研究

图表31： 政府债务存量增速升高对冲私人部门融资下滑



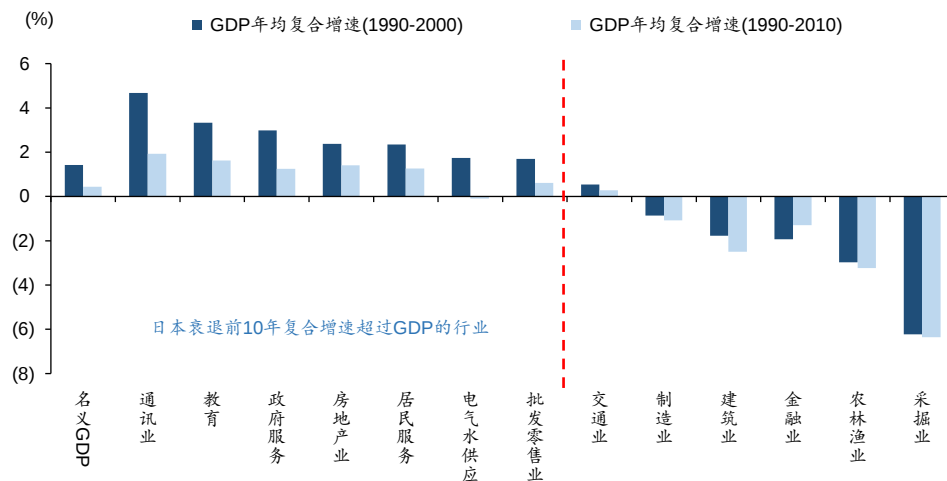
资料来源：Wind，华泰研究

财政发力以外还能做什么？旧经济融资或可适当松绑。国内融资需求不足的另一面是前述旧经济（地产、城投与上游重工业）融资需求潜力还未充分释放。经济转型非一日之功，需要在短期稳增长与长期高质量发展之间做好平衡，实现旧经济稳住+新经济做加法。

短期，旧经济要稳住、先立后破，否则容易造成需求坍塌和预期转弱的负反馈，因此需要投融资政策适当松绑、而非单纯靠货币宽松。过去两年针对旧经济的“指标约束”或存在一定的“合成谬误”和“层层加码”。一方面，非金融企业存在个体差异，全行业的债务健康标准不等于个体健康，短期可能造成个别企业流动性风险。另一方面，基层政府主管部门或金融企业在执行上层政策时，从“政治站位”角度出发，可能依据更严格的标准执行，导致相关行业去杠杆力度可能过猛。

中长期，以数字和绿色为方向的新经济继续做加法，通过结构性政策培育壮大新的融资主体。日本在房地产泡沫破裂后的十年间，金融业和建筑业持续收缩，经济稳定主要依赖通讯、教育和政府服务业的增长拉动。其中，通讯业是新经济的一面，而后者体现了财政积极有为。值得关注是，日本制造业其后并未增长，遏制房地产以提振制造业或存在悖论。

图表32：日本1990年之后十年和后二十年的分行业GDP复合增速



资料来源：Wind，华泰研究

参考文献

- [1] 辜朝明. 大衰退：如何在金融风暴中幸存和发展[M]. 东方出版社, 2008.
- [2] 辜朝明. 大衰退年代：宏观经济学的另一半与全球化的宿命[M]. 上海财经大学出版社, 2019.
- [3] 野口悠纪雄. 战后日本经济史[M]. 民主与建设出版社, 2018.
- [4] 张季风. 日本平成经济通论[M]. 社会科学文献出版社, 2017.
- [5] 浜野洁等. 日本经济史[M]. 南京大学出版社, 2018.
- [6] 池田信夫. 失去的二十年[M]. 机械工业出版社, 2012.
- [7] 王洛林, 余永定, 李薇. 20世纪90年代的日本经济[J]. 世界经济, 2001(10).
- [8] 袁钢明. 日本经济泡沫兴败及其对中国经济的启示——兼论日元升值的正面影响[J]. 国际经济评论, 2007(04).
- [9] 周仪. 广场协议后日本中央银行金融政策[D]. 南开大学, 2012.
- [10] 谢玮. 资产负债表衰退研究——对战后日本经济的再评述[D]. 中国社会科学院研究生院, 2012.
- [11] Woo D., Kanaya Akihiro. The Japanese Banking Crisis of the 1990's: Sources and Lessons[J]. IMF Working Papers, 2000(7).
- [12] 日本经济企划厅. 历年经济白皮书.

风险提示

- 1、**土地财政收缩影响宽财政**：目前楼市需求尚未企稳，房企拿地能力和意愿均不足，土地财政收入下滑压力大，可能制约财政发力。
- 2、**融资监管严厉影响宽信用**：如果投融资政策不作调整，宽信用仍缺乏融资主体。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、张大为，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、张大为本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司