



日本特有的「主銀行制」加速了資產負債表的惡化。圖為日本中央銀行。

「資產負債表衰退」一詞近期大熱，略帶學術氣又不那麼學術，很容易被市場人士和公眾當作專家意見接受，媒體傳播效果頗佳。仔細分析則不難看出，野村綜合研究所首席經濟學家辜朝明的思路和結論均出自上世紀凱恩斯對30年代大蕭條的研究，只是用「負債最小化」替代了凱恩斯的「流動性陷阱」。但負債最小化的核心假設既無理論基礎，也缺乏實證支持。

日本「經濟病」的啟示



明辨篤行 許小年
前中歐國際工商學院
經濟學教授

1990年前後，日本的資產泡沫破滅，由此陷入了長期的經濟衰退。衰退的原因有多種，直接的導火線是資產價值在泡沫破滅後大幅縮水，但剛性的債務卻一分錢不能減，這種會計賬目調整的不對稱性，造成資產負債表的失衡，即通常所講的「資不抵債」，企業存在破產的危險。根據辜朝明的說法，企業這時不得不將盈利用於償還債務，而不是投資和擴大業務，經營目標從利潤最大化轉變為負債最小化。當所有的企業都這樣做時，社會總需求萎縮。

對於這樣的資產負債表衰退，貨幣政策無效（流動性陷阱），即使中央銀行增發貨幣，商業銀行也願意投放信貸，但企業不想借錢，因為他們正在削減債務或者叫做「去槓桿」，努力恢復資產負債表的健康。

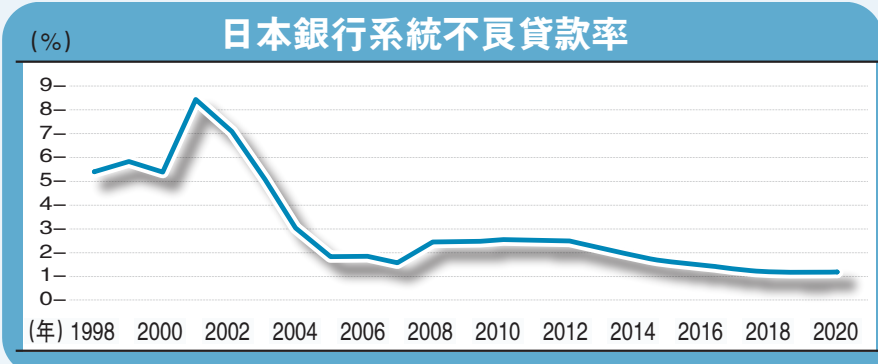
辜朝明遵循標準的凱恩斯主義學說，以需求分析為主線，認定需求不足為經濟衰退的根源，主張財政政策優先，如果說學術上有些新意的話，那就是用資產負債表的崩壞為凱恩斯的「流動性陷阱」做了一個註釋。所謂「流動性陷阱」，是指蕭條期間利率對經濟活動的影響甚微，凱恩斯注意到了這個現象，但沒有說明它的來源。現在辜朝明說，因為企業的行為已變為「負債最小化」，增發貨幣、降低利率對減少債務負擔的貢獻微乎其微，貨幣政策因此是無效的。

銀行貸款不良率急升

「資產負債表衰退」一說提醒人們關注經濟存量的長期結構，特別是資產負債比，而不能只看GDP等短期流量指標。當GDP增長成為最重要的公眾話題和政策目標時，人們忽視了增長的源泉和增長的代價，宏觀政策被當作唯一的增長動能，繁榮背後的債務連同可能的嚴重後果被一起置之腦後，直到泡沫破裂，一切為時已晚。從這個角度看問題，「資產負債表衰退」之說無疑具有積極的警示作用。試想，如果有人在上世紀80年代提出這個概念，日本還會經歷失去的十年、二十年，乃至三十年嗎？

論及如何修復資產負債表，辜朝明只講信貸需求，不講信貸供給。信貸需求來自企業，辜朝明便緊緊盯住企業的資產負債表，有意無意地忽略信貸供給方——銀行的資產負債表。實際上，金融和企業乃國民經濟的一體兩面，生硬地將兩者切割開來，在企業大面積資不抵債的情況下，仍然假設銀行的資產負債表基本健全，不僅邏輯上說不通，而且也缺乏實證的支持。辜朝明得出的一些非同凡響的結論，大多源於這個「實體—金融」截然兩分的方法論。

為了支持自身的觀點，辜朝明给出了一些數據和觀察，比如日本貸款利率從1991年開始一路走低，2000年至2007年僅為1%到2%，在如此



有利的條件下，企業沒有增加負債，未償付企業債券的存量在2002年之後反而是下降的，說明金融機構基本健康，問題都在企業這一端。不知什麼緣故，辜朝明不去直接查看銀行的資產負債表，而是引用企業債券市場數據，迂迴地證明銀行資產負債表的完好，數據和結論不相關，這是在證明什麼呢？

眾所周知，銀行資產是由現金、企業貸款、居民貸款、股票、債券、房地產等幾大項組成，日本泡沫經濟破滅後，企業與居民債務人違約，證券和地產價格暴跌，各類資產的價值大幅縮水，貸款不良率迅速上升，2001年達到危險的8%以上，銀行的資產負債表慘不忍睹。

至於日本特有的「主銀行制」（Main-bank System）加速了資產負債表的惡化。所謂「主銀行制」，即行業的主導企業和一家大銀行保持長期穩定的合作關係，銀行持有企業的股份，承擔企業幾乎所有的融資業務，審查企業的投資計劃，監督計劃的執行，並根據投資的結果決定企業高管的獎懲。主導企業的供應商、渠道商甚至客戶通常也和主銀行有密切的業務往來，眾多企業圍繞銀行形成財團利益共同體。當財團的成員企業發生虧損而無力償債時，主銀行通常會對「自家人」施以援手，繼續發放貸款，致使銀行的壞賬愈滾愈多。

壞賬積累到一定程度，銀行必須動用資本金進行核銷，如果資本金告罄，總資產小於總負債，銀行便進入技術破產（Technically Insolvent）或者賬面破產狀態。銀行資不抵債的消息一旦在市場上傳開，個人和機構儲蓄者爭相提出存款，銀行的庫存現金耗盡，只能宣布倒閉，技術破產變成實際的破產。受到擠兌威脅的銀行，會採取一切可能的措施，回收貸款，起碼也要緩發甚至停發貸款，信貸的供給因此而減少。供給和需求同時下降，信貸市場萎縮乃至癱瘓，利率不再具有調節供給和需求的功，旨在影響市場利率的貨幣政策失效。較之企業「負債最小化」，我們對凱恩斯「流動性陷阱」的解釋更為完整也更貼近現實。

必須強調的是，貨幣政策無效並不意味着財政政策有效。政府花錢創造需求，或許可以減輕經濟衰退的程度，但在銀行倒閉的危險解除之前，信心仍然虛弱，儲蓄者不敢存錢，銀行不敢放貸，市場融資功能缺失，經濟無法擺脫衰退。重建信心的關鍵是清理金融體系中的不良資產，恢復金融機構資產負債表的平衡，小泉內閣

正是抓住了這個再清楚不過的關鍵環節，才成功制止了金融和經濟的螺旋式下墜。

意識到金融問題是不可忽視的，辜朝明在後續著作《大衰退時代》中專闢一章講銀行問題，書中承認銀行危機的事實，承認因泡沫破滅造成大量的不良資產，資本充足率過低，銀行喪失了清算和融資功能，必須由政府注資救援。但他隨即筆鋒一轉，雲淡風輕地說：救援措施通常一兩年就可見效，例如，1997年10月日本爆發全國範圍的銀行危機，1999年便恢復了正常。

辜朝明接着又回到他先前的論斷：經濟衰退的主要原因在企業部門，企業要麼正在修復資產負債表，要麼找不到投資回報大於貸款利率的項目，總之問題還是信貸需求疲軟，沒人借錢，政府必須站出來，「擔當起最後借款人的角色」。政府注入銀行的資金，辜朝明主張要優先用於發放貸款，而不是核銷壞賬。至於市場上缺乏投資機會的問題，辜朝明建議，國家成立一個委員會，由獨立於各黨派的、受過高度訓練的專家組成，負責判斷和選擇收益率高於債務成本的公共工程項目。順便說一句，從政府干預走向計劃經濟，這是凱恩斯主義者的天然傾向。

治病藥方 改革開放

近些年來，日本企業界和學界對於「失去的三十年」開展過深刻的反思，今天讀起來毫無過時之感。其中，三木谷父子（三木谷良一、三木古浩史）的觀點值得借鑒。兩人分析日本經濟停滯的原因大致包括：1）政府官僚機構主導的產業政策，抑制了私營部門的競爭力；2）過度監管，保護落後，壓制創新；3）年功序列制等傳統管理方法已成企業提高競爭力的障礙，有創造力的年輕人不能憑業績升遷至重要崗位；4）終身僱傭制，勞工生產效率低；5）大公司結成游說集團例如日本經團聯，尋求政策保護，排斥創新競爭；6）社會封閉，國民意識保守陳舊。

三木谷父子將腫、僵化的政府官僚機構主導的經濟稱之為「國家資本主義」，不僅使增長減速，而且國家積累了大量債務，二人給「日本病」開出的藥方竟是四個字：改革開放。

令筆者感慨的是，這些真知灼見似乎已被日本的政策制定者和公眾淡忘。中國甚至不知道日本仍有如此堅定的體制改革者，反而讓「資產負債表衰退」的舊酒新瓶吸引了注意力。

從供給側發力 促進綠色轉型



中金點睛 彭文生
中金公司
首席經濟學家

業內經常提到的「綠色溢價」，衡量的是清潔能源成本與化石能源成本之差，推動綠色轉型就是要採取措施降低清潔能源成本或提升化石能源成本，最終讓綠色溢價轉負。因此，綠色溢價的概念蘊含着實現綠色轉型的兩個基本路徑：一是通過碳市場、碳稅等碳定價機制提升化石能源成本，在需求側抑制高碳活動，歐盟採取的是這種方式；二是通過科技進步與綠色投資來加大新能源供給，降低清潔能源成本，這是中國推動綠色轉型的主要方式。

判斷綠色轉型路徑是否有效的基礎在於能否糾正外部性。對於碳排放而言，收益是個體的，損害由整個社會乃至全球來承擔。碳市場、碳稅等碳定價機制要求個體為碳排放支付價格，將負外部性造成的社會成本內部化，由此實現對外部性的糾正。同樣的邏輯也適用于理解供給側發力路徑。科技研發與綠色投資具有正外部性，投入的成本由個體承擔，形成的技術進步與綠色產能卻是整個社會受益更多。如果沒有政策激勵，則個體對科技研發與綠色投資的投入意願低於整個社會的合意水平。政府可以通過補貼或者其他政策措施將正外部性內部化，以激勵個體進行綠色科技研發與產業投資。總之，從糾正外部性的角度看，綠色溢價所蘊含的需求側發力與供給側發力兩條路徑都可以促進綠色轉型。

需求側發力本質上是一種減法措施，通過碳定價機制糾正負外部性難免付出經濟代價。如果碳市場要兼顧減排與增長，則需要背離「減法促減排」的初衷，將碳市場做成為供給側發力提供資金支持的融資手段。問題是碳市場存在交易成本高、碳價波動大的內在缺陷，用碳市場去間接支持供給側發力，不如直接以供給側為政策發力點更有效。這在一定程度上可能解釋了，為什麼歐盟碳市場的活躍度、碳價格都比中國碳市場高很多，但在促成新能源裝機方面遠不如中國有效。

作為「加法促減排」的轉型思路，供給側政策可以更直接、更有效的將綠色創新、投資的正外部性內部化，以充分發揮新能源的規模經濟效應，進而更

有效推動全球綠色轉型。這或許也是歐美近期更多採用中國式供給側發力思路的內在原因。

在綠色轉型過程中，大國優勢還體現為更有能力克服土地規模不經濟的約束。風電光伏等清潔能源功率密度普遍比化石能源低得多，意味着綠色轉型需要使用的土地面積將顯著提升。研究表明，如果用清潔能源替代現有化石能源，所需土地面積將至少佔全球的2.6%，而現階段全球所有能源僅佔用全球土地面積的0.4%。與此同時，土地使用具有天然的競爭性和排他性，綠色轉型可能加劇不同土地用途之間的競爭，放大土地規模不經濟的負面影響。

因此，在綠色轉型過程中，大國優勢不僅體現為人口規模大、經濟體量大，也包含陸地、海洋等國土面積大。國土面積廣大，通常意味着有更多閒置土地資源來發展新能源產業，盡可能削弱綠色轉型與其他土地用途之間的競爭性；面積大的國家通常跨越多個經緯度、包含多種地貌，具有更顯著的時間、氣候等時空差異，可統籌發展水電、太陽能、風能等多樣化的清潔能源，增強能源供應韌性與抗風險能力。

充分發揮規模效應

有規模未必有規模效應，在當前形勢下充分發揮新能源的規模經濟性，中國需要重視如下三個問題：

- 1) 作為高耗能行業，全球數字經濟耗電量增速已經達到全球可再生能源發電量增速的2至3倍。中國數字經濟發展全球領先，有必要在加強數字治理的探討中增加綠色維度。
- 2) 中國分散的清潔能源用地管理機制，導致綠色轉型過程中存在一些低效的區域競爭問題，清潔能源裝機存在一定的區域割裂性。未來可能需要加大清潔能源土地使用的統籌力度，加快跨區域電力交易市場建設，通過全國一盤棋來充分發揮中國的空間大國優勢，以削弱土地規模不經濟的約束。
- 3) 由於地緣政治、能源供應安全等非經濟原因，製造業產能去中心化是逆全球化的核心訴求之一，新能源的製造業屬性或增強貿易保護主義動向。中國需要更加充分地釋放超大规模市場的需求優勢，向共建「一帶一路」國家開放綠色產業鏈，讓更多小型經濟體和發展中經濟體分享中國的規模優勢，以推動全球實現更低成本的綠色轉型。



中國需要加大清潔能源土地使用的統籌力度，通過全國一盤棋充分發揮空間大國優勢。

辣招鬆綁激活樓市 有助促消費



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

樓市疲弱，銀主盤數目亦比一年前多約五成，部分財務公司急於出貨，目標是「要錢唔要貨」。他們如此心急，除了因為息口上升帶來壓力；物業成交低迷，亦令他們擔心出貨愈慢，損失愈多。小業主被這種氣氛所感染，加上媒體的廣泛報道，令樓市的下行壓力更大。樓市不穩，其連鎖效應亦殃及各行各業，甚至整體經濟。

樓市表現差勁又豈止香港？內地同

樣遇上這困局。內地近期已加大力度去保經濟、穩樓市，放寬或撤銷部分房地產的銷售和按揭限制，希望透過激活樓市，為整體經濟帶來動力。內地的措施已立竿見影，一線城市的房地產交投開始轉趨活躍，股市亦因此回穩。

香港同樣需要致力去拚經濟，特區政府近期的重點就是要激活「夜經濟」，推動港人提升消費支出；同時亦成立專責小組，期望盡快推出措施，刺激港股成交量。

其實，拚經濟最直接有效的方法，莫過於激活樓市。十多年前特區政府推出的辣招，原意是不希望見到香港地產市場出現泡沫。今天港人的財富已經累積豐厚，超過100萬個住宅已經沒有按揭貸款，這些有實力的業主，不少都希望增持物業作自用或收租，特區政府只要鬆綁部分的辣招，就可以釋出很多資金來激活樓市。

當樓市被激活、樓價回穩，市民就毋須擔心財富被蒸發，消費意欲自然提高，各行各業都可以受惠。特區政府當然知道與房地產相關的行業實在是非常多，樓市回穩所帶來的好處，普羅市民同樣會感受得到。既然市民和特區政府都明白這是讓經濟可以再起動的方法，就應該放膽推行。



當樓價回穩，市民毋須擔心財富被蒸發，消費意欲自然提高。