

· 重大基本理论问题研究（十八） ·

# 重新理解增长

## ——一个基于会计学的宏观经济模型

赵燕菁

**【内容摘要】** 将基于货币对称性发展起来的会计学引入宏观经济分析领域，以资产—负债恒等作为“元规则”，把宏观经济变量映射至资产—负债框架之中，通过判断资产端或债务端的约束状况，可以重新理解增长，并划分其不同阶段。借此复盘中国经济增长历程，探析经济问题产生的深层次原因，有助于制定更具针对性的宏观经济政策。当下，经济政策制定的重心可放在精准判断宏观经济形势，明确房地产市场企稳的市场作用，以及确定国债的投向和规模上。这一全新的宏观经济模型提供了一个直观的宏观变量分析框架，在资产负债表规则的基础上，引入三大会计报表中的另两个报表——利润表和现金流量表，进一步扩展了模型的模拟范围。

**【关键词】** 增长 会计学 宏观经济模型 资产负债表 信用货币 房地产市场

**【作者】** 赵燕菁，厦门大学经济学院教授。（福建厦门 361005）

### 宏观资产负债表：一个新的分析框架

所有经济学模型，本质上都是对真实世界的模拟，帮助人们理解复杂的经济活动。模型设置的规则越接近现实，据此得出的结论就越贴近真实。目前主流的宏观经济学模型，是在实物货币时代，基于新古典均衡范式建立起来的体系。随着信用货币的出现，经济形态由古典实体经济转向现代信用经济，这个历史悠久的模型越来越偏离真实世界。<sup>①</sup>

要突破宏观经济学这一困境有两条主要技术路线：一条是维持基本规则，对模型进行微调；另一条是另辟蹊径，重置模型规则。目前，多数宏观经济研究选择的是第一条路线。本文偏向后者，尝试基于会计学规则，设计一套新的宏观经济模型，以期通过这一简洁直观的分析工具，帮



助研究者深入理解不同经济政策的宏观效果。

如果用资产负债表表示，债务端和资产端一定相等，这是会计学最基本的规则。资产负债表的债务端（收入），记录的是“钱从哪里来”；资产负债表的资产端（支出加结余），表示“钱到哪里去”。其中，债务端根据融资契约不同，分为负债（liability）和权益（equity）两项，可分别记为  $L$  和  $E$ ；资产端根据资产形态不同，分为固定资产（fixed assets）和流动资产（current assets）两项，可分别记为  $Af$  和  $Ac$ ，资产负债表的基本框架如图 1 所示。

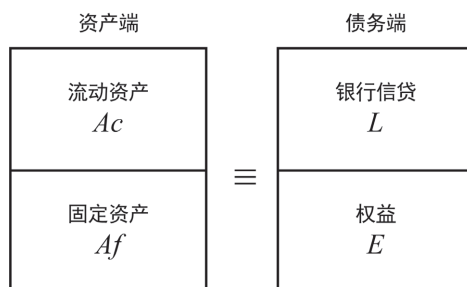


图 1 资产负债表的基本框架

资产—负债恒等规则在新宏观经济模型中的地位，大约相当于新古典经济学中的供需均衡规则。用“资产—负债恒等假设”取代“供给—需求均衡假设”，作为新宏观经济模型的“元规则”，亦可以简单、直观地刻画经济增长过程中主要宏观经济变量之间的相互影响。当然，相关分析也存在两个缺点：一是无法记录非货币分工的经济活动；二是由于发端于微观领域，无法通过加总直接用于刻画宏观经济。在本文中，我们把解决前一个缺点的难题留给其他分支学科，将注意力集中在解决后一个缺点上。

要用会计学理论分析宏观经济问题，还必须将货币引入资产—负债分析。为此，我们首先要将宏观经济变量映射到资产—负债框架中。在这个框架里，货币来自债务端：一是间接融资，即债务项，也就是商业银行通过购汇和信贷创造出市场上流通的狭义货币；<sup>②</sup>二是直接融资，即权益项，包括股票和债券等所有高流动性资产创造出的货币，由于这部分资产随时可以在市场上套现，也被视作广义货币。相应地，资产端对应的是宏观经济里的投资，表示债务端的货币流向哪里。按照会计规则，货币的流向也分为两部分：一部分形成固定资产，一部分成为流动资产。就前者而言，在会计学理论框架下，市场主体既是生产者也是消费者，因此消费和投资都属于资产负债表中的固定资产项；<sup>③</sup>后者则对应宏观经济中的储蓄。宏观资产负债表的基本内容与框架如图 2 所示。

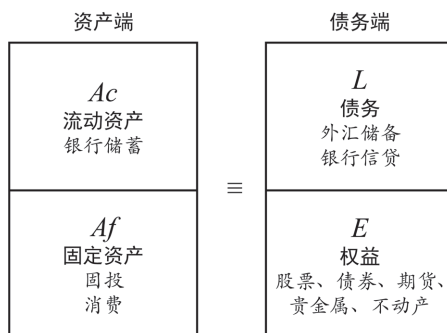


图 2 宏观资产负债表的基本框架

一旦可以内生货币，会计模型的研究层次便可以从微观提升到宏观。我们可以将真实的经济变量代入模型，模拟各种经济政策的宏观效果。在这个新的模型中，宏观经济的总量就是资产负债表的总值，经济增长和衰减现象可以分别与资产负债表的扩张和收缩相对应。根据资产负债表相等规则，用消费法（债务端）测度的经济规模，理论上必定等于用生产法（资产端）测度的经济规模。但多数情况下，一个国家资产负债两侧的潜在规模不会正好相等，<sup>④</sup>资产负债表两端涨缩不同步是多数宏观经济问题的根源，二者的落差就是宏观经济学所说的“潜在增长力”，其既是增长的动力，也是衰减的原因。一个经济规模的上限，是由资产负债表中较短的一侧决定，抓住其中的约束端，也就抓住了宏观经济的关键——只要约束端能实现扩张，经济就会增长；反之亦然。在这一框架下，主导市场交易活动的宏观经济管理者，其工作目标将不再是追求最优资源配置（均衡），而是通过管理资产负债表促进经济增长。具体来说，宏观管理的第一步，就是要作出正确的判断——当下经济面临的是债务端约束还是资产端约束；基于此，才能进入宏观管理的第二步——提出有效的宏观政策，借助货币和财政政策工具，改变货币流向，最大程度释放经济的增长潜力。

### 货币的本质：债务端管理

在宏观经济的复杂体系中，宏观资产负债表管理最大的难点在于债务端管理。由于宏观债务端肩负货币创造的功能，因而与债务端的微观层面存在巨大差异。货币作为宏微观分析的分水岭，使得许多微观经济的“常识”，一旦被应用于解决宏观经济问题，就会变得“反常”。因此，想要精准把握宏观资产负债表的运行规律，就必须正确理解宏观债务端，尤其是货币的本质。

在传统经济学模型中，货币被视为中性的。<sup>⑤</sup>相应地，会计恒等式成立的基础，是假定货币在度量异质劳动时稳定不变，所谓“宏观”大体上就是微观的加总。在实物货币时代，这一假设大致成立。<sup>⑥</sup>进入信用货币时代后，货币不再是“自然的恩赐”，而是能够被生产出来的“商品”，货币的种类、价格（利息）、数量和品质（流动性）会像其他商品一样变化，其数量和流向由此成为可被管理的经济要素，货币恒定的假设难以为继。<sup>⑦</sup>正是因为货币在宏观层面具有可控性，宏观经济才得以从微观经济中分离出来。所谓宏观管理，本质上就是通过调控货币总量实现对经济总量的把控，货币也因此处于宏观经济的核心位置。<sup>⑧</sup>就此而言，所有宏观经济问题都可以看作货币在资产负债表各项中分布状态的外在表现。<sup>⑨</sup>

货币之所以会对宏观经济产生影响，是因为经济增长取决于分工专业化（而非新古典经济学的资源优化配置）。亚当·斯密在《国富论》开篇就强调，集体合作能够完成以往单独劳动无法实现的经济活动，并将分工置于所有经济问题的核心。<sup>⑩</sup>与分工相对应的就是交换，当交换对象超过两个时，计算异质劳动之间的相互交换比例就会变得非常复杂。此时，需要借助一种大家都需要的商品（即货币），作为中介来降低交易成本。有了货币，任何劳动只要确定了与货币的交换比例，也就确定了与所有劳动之间的交换比例，货币组织分工的作用如图3所示。由于货币的非人格属性，依靠货币的分工效率远超依靠组织的分工效率。<sup>⑪</sup>这意味着分工工具决定分工效率，作为组织分工（交换）最有效的工具，货币数量将会直接影响分工规模和效率——若货币不足，经济只能处于依靠制度分工的低水平状态。<sup>⑫</sup>

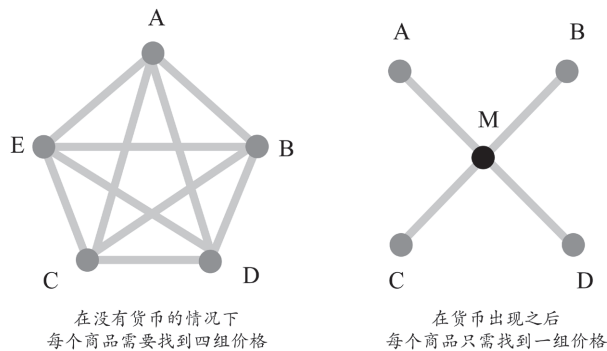


图3 货币组织分工图解

如果把随时兑换任意商品的属性称为“流动性”，实物货币必然是流动性最好的商品，货币的这一特性决定了其必然稀缺。这意味着当货币总量不变时，社会财富总量“近似守恒”——一个主体财富增加（比如政府加税），必然导致另一个主体财富减少（比如企业利润下降）。而应对货币稀缺主要有两条途径：一是通过制度设计，减少分工对货币需求；<sup>⑬</sup>二是增加货币供给，提高分工效率。在实物货币时期，货币是通过不断试错被发现的，贵金属本位制是实物货币制度发展的巅峰，增量财富只能通过贸易、掠夺或战争等方式从外部转移。真正解决货币稀缺约束的，是信用货币的出现。<sup>⑭</sup>所谓“信用”，指的是未来的权益。信用货币的创造，是指通过一系列市场化过程，将未来权益升级为符合货币要求、具有更高流动性的“商品”。这意味着与实物货币相比，信用货币有着截然不同的本质。

信用货币的生成涉及金融，而任何金融合约都可以看作抵押品和承诺的组合，抵押品匮乏是经济发展的重要约束，<sup>⑮</sup>在这个意义上，金融过程也是寻找抵押品的过程。经过不断比选，不动产成为资本生成最优质的抵押品，<sup>⑯</sup>其背后是以政府信用为支撑。虽然政府的公共服务也是人人都需要的，但城市基础设施难以作为政府融资的抵押品，因为这些资产缺乏流动性，而使用这些基础设施的土地则是“人人都需要”的，前者的流动性可以通过后者得到市场化表达。房地产市场的作用就是将非标准化的城市基础设施，提炼成具有高流动性的权益。<sup>⑰</sup>如果将这些非标准化的权益作为银行的抵押品，银行通过评估将非标准化的权益进一步折算成流动性更高的货币，货币就能以信贷的方式流入市场。显然，没有强大的资本市场，货币很难被创造出来。<sup>⑱</sup>如果说未来收益是生产货币的“原料”，银行就是生产货币的“工厂”，借助资本市场增信，将未来的权益转化为高流动性的货币。

理解了信用货币的生成机制，才能理解企业家（包括公共企业家）在经济中为何重要，不仅是因为他们“建立一种新的生产函数”，更在于他们在创造生产要素和生产条件的“新组合”<sup>⑲</sup>时带来了大量融资需求。普通消费者所花的每一分钱，追根溯源，都关联这些融资需求。企业家与资本市场、银行系统、贸易活动一起，共同构成了货币生产的闭环。就此而言，管理宏观经济就是管理这个闭环，进而实现对货币供需的有效调控。

### 增长的五个阶段

以上利用会计学中的资产负债表建立了一个静态的宏观分析框架，而要将这个静态的框架动

态化,需要借鉴发展经济学,将静态资产负债表进一步动态化。发展经济学中最重要的一对概念,就是资本与劳动。将二者引入资产负债表,债务端( $L + E$ )表示资本——每个资产的货币收入( $M_i$ )乘以市场给出的贴现倍数( $K_i$ )的总和;资产端( $Ac + Af$ )表示劳动——每个劳动力( $L_i$ )与其生产率( $P_i$ )乘积的总和,二者的关系如以下等式所示:

$$\sum^n LP_i = \sum^m MK_i \textcircled{1}$$

这个等式和资产—负债相等的会计含义是一致的,即债务端创造的货币总量等于所有劳动货币收入的总和。由于货币总量决定了能够参与货币分工的劳动总量及其收入水平,这就决定了资本(货币)和劳动(就业)之间存在镜像式的相互定义关系——任意一侧的过剩,都是由另一侧的不足定义的,资产负债表框架下资本与劳动的镜像关系如图4所示。而刘易斯的二元经济理论尚未深入阐述的含义是,在劳动力无限供给(过剩)的条件下,货币(资本)的数量决定参与分工的人口数量。只要货币增加,卷入分工的劳动就会增加,从而推动经济增长。

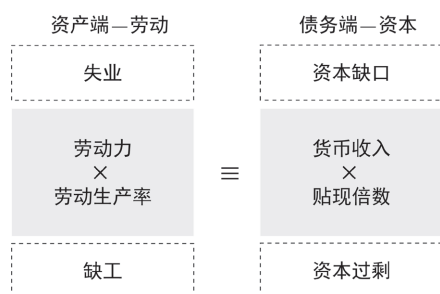


图4 资产负债表框架下资本与劳动的镜像关系

按照资产负债表“约束端决定增长”的规则,根据资产端和债务端的相对关系,我们可以把增长分为如下五个阶段:

(1)“马尔萨斯陷阱”阶段。在劳动(资产端)充裕而资本(债务端)不足的阶段,也即劳动总量 > 资本总量的情况下,经济面临债务端约束。如果资本的增长速度低于劳动的增长速度,即  $V_{LP} > V_{MK}$ , 过多的人口追逐有限的货币,会导致经济陷入“洪亮吉—马尔萨斯陷阱”。<sup>④</sup>如果人均资本不断降低,那么劳动只有不断降价,才能争取到有限的货币。而劳动力价格下降会进一步加剧资本短缺,整个经济由此陷入贫困螺旋。

(2)“刘易斯增长”阶段。当资本的增速快于劳动的增速,随着参与货币分工的人口不断增加,整个经济随之进入所谓的“刘易斯增长”阶段,<sup>⑤</sup>其特征是劳动生产率(工资)稳定在一个固定的水平。<sup>⑥</sup>处于这一阶段的国家通常被定义为发展中国家。在此阶段,资本相对于劳动的扩张速度至关重要,只有满足  $V_{LP} < V_{MK}$ ,才有可能使全部劳动卷入货币分工,经济才可能获得跨越“洪亮吉—马尔萨斯陷阱”所必需的初始速度。

(3)“索洛技术进步”阶段。当全社会的劳动力都已充分卷入货币分工,如果债务端继续扩张,资产端就必须以劳动生产率提高(技术进步)作为增长的新动力。在这一阶段,劳动工资水平开始迅速抬升。

(4)“马克思资本过剩”阶段。如果技术进步出现停滞,而债务端持续扩张,就会出现资本过剩的情况。在这种情况下,要实现经济增长,就必须通过贸易或对外投资输出资本,利用其他经济体的剩余劳动,从而继续维持资产负债表的平衡。随着输出的资本越来越多,资产端占比随

之降低，经济就会出现“脱实向虚”。进入这一阶段的国家，通常被定义为发达国家。

(5) 高收入陷阱阶段。当剩余劳动、资本输出带来的增长机会都被利用殆尽，经济会陷入“高收入陷阱”，此时资本—债务落差消失，政府难以通过任何一端的扩张拉动经济增长。进入这一阶段后，技术进步往往是跳出高收入陷阱的唯一动力。

基于资产负债表的经济增长阶段划分如表 1 所示：

表 1 基于资产负债表的经济增长阶段划分

资产端（劳动总量）与债务端（资本总量）的关系	劳动总量 > 资本总量		劳动总量 < 资本总量		劳动总量 = 资本总量
资产端与债务端增速	$V_{LP} > V_{Mk}$	$V_{LP} < V_{Mk}$	—	—	—
经济发展阶段	“马尔萨斯陷阱”阶段	“刘易斯增长”阶段	“索洛技术进步”阶段	“马克思资本过剩”阶段	高收入陷阱阶段
增长特征	劳动收入低	劳动收入固定	劳动收入迅速抬升	资本输出利用外部劳动	依靠技术进步
对应国家	低收入国家	发展中国家	中等收入国家	发达国家	后发达国家

以上对经济发展阶段的划分显示，推动宏观经济增长的主要动力几乎都来自债务端的扩张。这与“将生产视作财富之源”的微观经济常识存在显著差异。对现代经济而言，资本或者说货币的增加，或是宏观经济增长的动力之源。

## 复盘中国经济增长

依托这一新的增长理论，我们可以重新审视中国四十余年的改革开放历程。1979 年改革开放伊始，中国面临较为严重的债务端约束，资本匮乏是制约经济增长的主要瓶颈。过去四十多年，中国取得的巨大增长成就，主要是通过改革和开放两条并行路径，借助债务端的扩张实现的。

首先是“开放”战略取得重大成效。随着 1971 年布雷顿森林体系解体，摆脱黄金约束的美国创造出大量资本，债务端的迅速膨胀推动美国进入资本过剩阶段。为维持资产负债表平衡，美国对外大规模输出资本和产业转移。中国抓住了历史机遇，通过开放为这些资本匹配了廉价且优质的劳动力，逐渐形成了完整的制造业产业链。同时，通过出口换汇和银行结汇，创造大量货币（外汇占款）。特别是 2001 年加入 WTO 后，中国出口呈现爆发式增长，债务端随之迅速扩张。

其次是“改革”力量的重大突破。从债务端结构来看，如果说负债项的扩大主要依靠的是外汇储备，权益项的扩张则主要归因于房地产市场的快速发展。从 1987 年深圳土地出让“第一拍”开始，历经 1998 年房改、2004 年土地出让“招拍挂”（招标、拍卖、挂牌）制度实施，中国形成了空前的房地产市场。在 2020 年之前，不动产（特别是住房）一直被视为中国流动性最好的资产。<sup>④</sup>

作为劳动相对过剩而资本不足的国家，中国经济属于债务端约束型。尽管“改革”和“开放”是两个不可分割的过程，但从资本（货币）创造的角度看，前者经由土地（房地产）市场给中国创造了大量流通货币；后者通过外汇占款创造基础货币。从对中国资产负债表扩张的贡献来看，“改革”的作用相对更为显著。如果以资产负债表债务端的外汇储备代表“开放”，以权益

(尤其是其中的不动产)代表“改革”，借助相关数据进行比较，可以进一步佐证上述论断。以2020年为例，当年银行累计结汇按人民币计价约14万亿元，<sup>⑤</sup>房地产市场贷款余额高达49.6万亿元。从对应的货币创造量角度看，“改革”创造的流通货币量影响更大。<sup>⑥</sup>除了债务和权益之间的比较，从权益市场结构内部看，相较于股市和债市，中国的房地产市值在全球主要经济体中也处于领先地位。据估算，2020年中国债市总市值约124.5万亿元，股市总市值约86.4万亿元，住房市值约418万亿元。<sup>⑦</sup>从扩张宏观资产负债表的角度看，以房地产市场为代表的改革成为中国经济增长的重要引擎。

到目前为止，大多数人还是习惯从房地产市场能够带动就业和投资的角度，即从资产端入手来解释房地产市场在中国经济增长中的作用。笔者认为，这些都是房地产市场发展的“副产品”。房地产市场的真正价值，在于为债务端的其他项目提供初始信用和资本。从抵押信用贷款的角度看，中国规模巨大的地方债，其底层信用更多来自土地出让；中国企业融资的信用很大程度上是基于其不动产升值；中国家庭部门的财富扩张，也主要来自住房升值。<sup>⑧</sup>对于处于二元经济、劳动相对过剩的大型经济体，只要内生出足够的资本，中国对外部市场的依赖就不是必需的，<sup>⑨</sup>这也是“经济双循环”尤其是内循环的底气所在。

基于以上分析，我们可以发现中国经济增长的主要推动力量来自债务端（特别是房地产市场）的扩张，这与我们熟知的增长解释大相径庭。这个结论还可以通过资本和劳动关系的变化进一步检验。图5显示的是1970—2016年中国内地、日本和亚洲四小龙的劳动与资本价格比，2008年开始，中国内地劳动价格和资本价格之比出现陡升。由于这一阶段劳动价格的变化相对稳定，二者之比陡升的唯一解释就是资本价格出现了大幅变化。

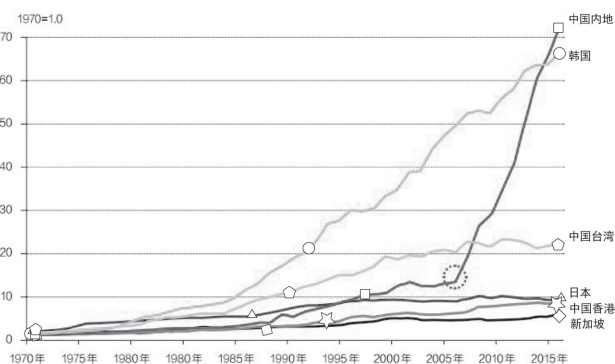


图5 中国内地、日本和亚洲四小龙劳动与资本价格比

数据来源：Asian Productivity Organization, *APO Productivity Databook 2018*, <https://www.apo-tokyo.org/wp-content/uploads/2018/11/APO-Productivity-Databook-2018.pdf>.

究竟是什么引发了资本价格的大幅变化？图6显示的是1999年以来中国土地出让收入和城市房价变化，对比图5和图6可以看出，2005—2006年之后，地方政府土地出让收入大幅增加，资本历史性地从稀缺转向充裕。2008年可以说是中国经济的“刘易斯拐点”，自此之后，资本增速大幅超过劳动增速。依靠土地和房地产市场提供的强大动力，中国得以跨域“洪亮吉—马尔萨斯陷阱”，剩余劳动被快速吸收。在2021年房地产价格出现松动之前，中国甚至进入了技术进步（劳动价格上涨）推动增长的阶段。房地产市场的繁荣也推动了权益项的增长，中国的资产负债表

随之快速扩张。与此同时，充裕的廉价资本孵化了大量高科技企业，全球产业链分工也由此迅速重塑。

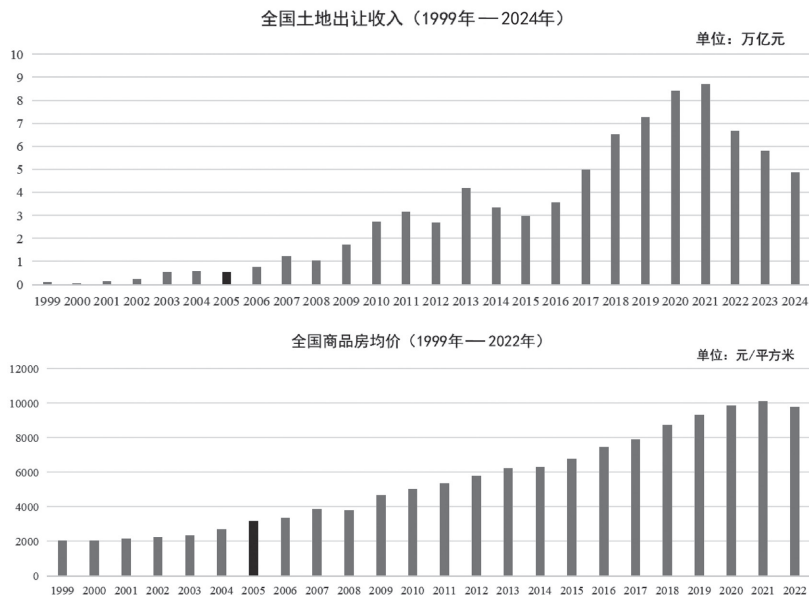


图6 中国土地出让收入及房价变化

数据来源：1999—2017年土地出让收入来自前瞻数据库，2018—2024年土地出让收入来自财政部每年发布的财政收支情况说明。1999—2022年全国商品房均价来自前瞻数据库。

然而，长期以来我们对房地产市场在经济增长中的关键作用缺乏充分认知。由于房地产市场为几乎所有经济主体提供了底层信用，房地产市场的收缩也极易引发包括地方债在内的资本市场的风险，几乎所有市场主体的资产负债表都会随之出现收缩，甚至蔓延到资产端。

### 未来中国经济政策的重心

由于我国经济处于债务端约束型发展阶段，债务端的收缩会带来整个资产负债表的收缩。具体表现为，地方政府、企业、家庭部门减少借贷，加快集中还贷。在债务端缩小的同时，资产端的储蓄项不断膨胀，进而导致固定资产项即内需进一步减弱。可以说，我国当前经济遇到的问题正符合宏观资产负债模型的理论预期。借助宏观资产负债表也可以直观地观察到，内需减少虽体现在资产端（实体经济），但其根源在债务端（金融市场）。如果债务端约束得不到缓解，扩大内需就如同“无源之水”。换言之，若想解决当前经济问题，宏观政策不能仅在资产端发力，还应将政策重心转移到债务端，通过大幅扩张负债项，促使权益项止跌企稳，从而达到修复资产负债表的宏观目标。运用这一全新的宏观经济分析框架，未来经济政策的重心有三：

首先，精准判断宏观经济形势。当前经济究竟面临哪些问题？这些问题又是如何产生的？对此众说纷纭。但倘若将其置于新的分析框架中，原因便一目了然，即这主要是由于以房地产市场为核心的资本市场出现收缩，进而触发了资产负债表债务端的收缩。因此，相应的宏观政策应围绕一个核心目标展开，即尽快使宏观资产负债表的债务端企稳，最关键的是让权益项重新步入有

序扩张轨道。

其次，进一步明确房地产市场企稳的市场作用。在宏观经济中，市场主体由四个部门构成：中央政府、地方政府、企业和家庭。<sup>④</sup>宏观资产负债表则由这四个部门的资产负债表加总而成。在这四张资产负债表中，家庭融资主要通过房地产市场，企业融资主要通过股票市场，地方政府融资主要通过土地市场，<sup>⑤</sup>中央政府融资主要通过债券市场。目前，这四个市场中中央政府的资产负债表最健康。因此，中央政府更能够发挥推动房地产市场企稳的主体作用。中央政府扩张资产负债表的主要工具是国债，通过大规模发行国债，可以弥补其他几个部门资产负债表的萎缩。<sup>⑥</sup>

最后，确定国债的投向和规模。中国过去推动房地产市场企稳的常规做法是将新增债务直接投入资产端的固定资产投资和消费领域。这一做法之所以能取得很好的效果，是因为不易察觉的货币放大效应。假设：企稳前国家的资产负债表总额为 100 万亿元，其中资产端储蓄（银行存款  $Ac$ ）50 万亿元，消费 / 固定资产投资（ $Af$ ）50 万亿元；债务端直接融资（银行贷款  $L$ ）50 万亿元，间接融资（权益  $E$ ）50 万亿元。为实现企稳，中央政府需要增发 25 万亿元国债向社会融资，资产负债表的债务端会因此扩张 25 万亿元。与之对应的是，在央行不增发基础货币的情况下，社会购买国债将导致 25 万亿元的货币从资产端的储蓄项（ $Ac$ ）转移到债务端的权益项（ $E$ ），即资产端的储蓄项（ $Ac$ ）将减少 25 万亿元。在债务端约束条件下，按照资产—负债恒等规则，此时资产负债表两端会同时扩大 25 万亿元。就资产端而言，在储蓄项（ $Ac$ ）减少 25 万亿元的情况下，消费和固定资产投资项（ $Af$ ）需扩大 50 万亿元——除其中 25 万亿元用于弥补储蓄减少外，还需额外通过举债扩表 25 万亿元，才能实现资产负债表的平衡。举债投资修复资产负债表的作用机制如图 7 所示。

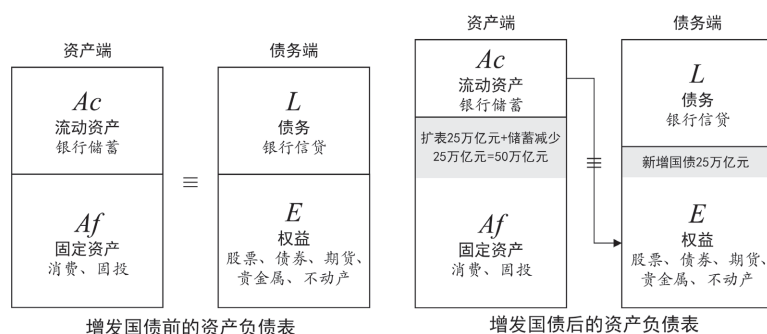


图 7 举债投资修复资产负债表的作用机制

需要特别指出的是，中央政府将国债直接投入到固定资产投资（ $Af$ ）以拉动经济增长的前提是，经济中存在大量能够形成资产的潜在投资项目。在城市化的增量扩张阶段，这类项目俯拾皆是。但随着城市化进入存量提效阶段，基础设施建设基本完成，可以拉动固定资产投资的项目日益减少，强行投资只会带来更多的无效资产和过剩产能。<sup>⑦</sup>此时，更有效率的做法不是将国债投入已经过剩的固定资产投资，而是投向可以用于修复和优化地方政府、企业和家庭部门资产负债表的项目。然后，中央政府再利用这三个部门增加的税收来偿还国债。表面上看，这种做法似乎并没有创造更多的实物资产，但实际上却有助于盘活存量资产，以及消化因债务端收缩而形成的过剩产能和相关失业劳动力。同样是前文假设的 25 万亿元国债，倘若将其投入房地产市场、股市后带来估值放大  $\lambda$  倍，<sup>⑧</sup>整个资产负债表的扩张规模就不再是 25 万亿元，而可能是  $25\lambda$  万亿元，由此拉动的相关内需将可能超过 100 万亿元。

## 宏观经济理论模型：拓展与超越

实现宏观经济目标有多种政策路径，以上仅是以极简方式演示了一种可能的策略。相较于现有的宏观分析，本文构建的新的宏观经济模型可能对传统理论作出若干改进。

第一，新模型有助于解决“消费者—生产者”分离难题。杨小凯较早意识到将市场武断地划分为纯消费者和纯生产者是新古典框架的一大缺陷。在这一框架下，供给与需求成为所有经济分析的核心，“供需均衡”被设定为比“增长”更为优先的经济目标，经济学也从古典时期的“如何增加财富”悄然转变为新古典时期的“如何配置财富”。杨小凯认为，只有构建“市场参与者兼具生产者和消费者双重身份”的分析框架，分工才能重新成为经济分析的核心，增长也才能重新成为经济的首要目标。<sup>⑧</sup>遗憾的是，杨小凯试图通过改进数学工具将分工引入经济学分析的努力并未成功。原因在于，他虽然提出了正确的问题，但“超边际分析”并非合适的工具。实际上，“既是消费者，又是生产者”的决策模式在现实世界中一直被广泛运用，会计学便是典型代表。只要新模型采用会计规则，用“资产负债恒等”取代“供给需求相等”作为经济学分析的基准，这一难题便能迎刃而解。

第二，新模型提供了一个直观的宏观变量分析框架。这一简洁框架使宏观经济决策者能够同时观察和分析多个宏观变量之间的互动关系。在基于一般均衡的框架中，需要借助多个独立的模型，才能将利率、汇率、贴现率的变化与就业、通胀、通缩、增长以及衰退等宏观经济现象联系起来，这对宏观经济决策者提出了更高的专业要求。而在新模型中，上述经济变量被整合到一个自洽的框架里，任何一个孤立经济变量的变化对其他经济变量的影响都能直观地显现出来。这为宏观经济政策的制定提供了极大便利，显著提升了各种经济政策之间的协调一致性。例如，根据资产负债恒等规则，如果资产端 ( $Ac + Af$ ) 的增速大于债务端 ( $L + E$ ) 的增速，会引发通缩；反之，如果债务端的增速大于资产端的增速，会导致通胀。面对通胀，如果政府出台政策调整市场，则可能引发通缩。与房地产市场相关的资产端会出现衰减，表现为价格内卷、产能过剩，甚至出现一些企业倒闭，货币还会从消费 / 固定资产投资 ( $Af$ ) 流向储蓄 ( $Ac$ )，最终导致消费或投资降级。一直以来，资本市场都被认为是经济基本面的被动反映。在新的宏观经济模型里，如果经济是债务端约束型，那么股市、房市就是经济的自变量而非因变量——资本市场的涨跌将在很大程度上影响经济的基本面。

第三，新模型区分了微观和宏观。准确区分宏观经济问题和微观经济问题，能够使经济调控措施更加精准、有效，避免各部门将自身问题盲目纳入宏观调控范畴而引发负面效应。明确区分二者后，还可以更好理解为什么许多在微观层面被视为“常识”的认识，在宏观层面上却是错误的。以通货膨胀和通货紧缩为例，很多人认为前者不好，因为购买同样的商品需要支付更多的钱，却难以理解后者哪里不好。在新模型里，通缩意味着消费者总收入减少的速度比商品价格下降的速度更快，严重的通缩甚至会导致消费者失业，被迫退出货币分工。储蓄也是如此，对微观主体而言，储蓄越多越有安全感，但如果所有人都只储蓄不借贷，市场上流通的货币总量就会减少，消费和投资活动也会随之停滞。有了宏观资产负债表这一分析工具，我们便能更好理解为何许多在微观层面是“好的”指标，在宏观层面却可能是“坏的”，进而避免用微观政策解决宏观问题，或用财政工具代替金融工具，或误判问题的属性，把货币问题带来的症状当作经济问题的原因。<sup>⑨</sup>

第四，新模型澄清了一些理论误区。在传统理论看来，资本市场高估值形成的所谓“泡沫”在任何时候都被认为是“不好的”，是导致金融危机的根源。但在宏观资产负债表里，高估值的资本市场也可以最大化债务端规模，释放债务端约束下的潜在增长力。<sup>⑧</sup>假设一个拥有 10 元现金流的资产，在 A 市场和 B 市场的估值分别为 50 元和 100 元，显然后者的“泡沫”更大。但若同样亏损 50 元，在 A 市场将赔光本金，而在 B 市场还能剩余 50 元。同样，在 A 市场融资 50 元投资，形成 60 元的资产，这无疑是一次成功的投资；而在 B 市场融资 100 元投资，形成 90 元的资产，看似是一次亏损的投资。但如果要问哪个市场的投资效率更高，答案可能是泡沫更大的 B 市场。因为所有资本市场的估值，都是对未来收益的贴现，两个市场投资的真实成本都是 10 元，不同之处在于，一个形成了 60 元的资产，另一个则形成了 90 元的资产。对不同估值资本市场的投资效率分析如表 2 所示。在这个例子里，尽管 B 市场发生了金融危机，但创造的资产却比 A 市场更多。那么，是捅破“泡沫”，防止出现系统性金融危机？还是接受周期性经济波动的后果，把政策的重点放到经济波动后的资产重组上，即在 90 元资产基础上重建新的资产负债表？答案是不言而喻的。

表 2 不同估值资本市场的投资效率分析

		估值	损益	剩余	融资	形成资产
10 元现金流 资产	A 市场	50 元	-50 元	0 元	50 元	60 元
	B 市场	100 元		50 元	100 元	90 元

大萧条前是美国工业化发展最快的时期，在此期间美国几乎每隔 10 年就会经历一次危机，泡沫自然破裂，也正是在这一时期，美国取代英国成为世界头号工业大国。而日本在 20 世纪 90 年代主动刺破经济泡沫，救市不力，此后连续“失去了三十年”。美国和日本的实践表明，“高泡沫”却能不断自我修复的市场，相对好过“低泡沫”但没有金融危机的市场。是否存在高估了“危”，而低估了“机”？经济学研究的重点不应该是追求市场完全不出问题，而应该聚焦在市场出现问题后如何更好地修复。按照这一逻辑，当前政策重点应放在如何有效修复市场上。

当然，与目前已经成熟的其他模型相比，本文构建的新模型还不够完善，但与长期停止迭代的主流宏观经济学模型相比，新模型具有更强的拓展性。其中一个明确的发展方向就是，在资产负债表规则的基础上，引入三大会计报表中的另外两个报表——利润表和现金流量表，扩展新模型的模拟范围。具体的工作可以概括为以下三个步骤：第一步，将资产负债表还原为两阶段增长模型<sup>⑨</sup>的第一个公式：资本性收入 - 资本性支出 = 资本性剩余。其中，资本性收入就是资产负债表的债务端 ( $L + E$ )，资本性支出就是资产端的固定资产项 ( $A_f$ )，资本性剩余就是资产端的流动资产项 ( $A_c$ )，与这个公式对应的就是资产负债表。第二步，引入两阶段增长模型的第二个公式：运营性收入 - 运营性支出 = 运营性剩余，与这个公式对应的就是利润表。其中，运营性收入是资产负债表各项带来的一般性收入，运营性支出是各项产生的一般性支出，运营性剩余就是收入减去支出后的利润。由于第一个公式和资产负债表一样表示的是存量，第二个公式也就是利润表表示的是流量，两者无法直接加总。在宏观视角下，众多存量实际上可以视作一个流量，通过对第一个公式（资产负债表）进行微分运算，公式一就转变为流量公式。第三步，将两个公式合并——资本性收入与运营性收入之和，减去资本性支出与运营性支出之和，等于资本性剩余与运营性剩

余之和，从而得到会计学的第三个报表——现金流量表。这个报表的含义是，即使资本和运营的剩余都是正的，如果在时间上不匹配，同样可能引发财务危机。

当然，任何模型都是对真实世界的模拟，而非真实世界本身。基于会计学框架的全新宏观经济模型也不例外。受篇幅所限，本文只能以极简的方式勾勒出这一模型的主要规则以及可能的应用方向。需要强调的是，建立新的宏观分析框架的目的并非取代或否定现有的主流经济学分析框架，而是为研究者和宏观经济决策者提供一个新的选择。相信多个相互竞争的模型会比单一模型更能促进各自的迭代和进化。<sup>⑨</sup>

注释：

① 比如，被广泛运用的 DSGE 模型将经济波动单纯归因于某些脱离现实的外生冲击，严重忽略或低估了货币政策对宏观经济的重要作用，导致其对现实经济现象缺乏解释能力。参见保罗·罗默：《宏观经济学的困境》，秦蒙译，《政治经济学报》2017 年第 1 期。

② 这部分货币不包括银行内部的债务，比如商业银行对央行负债形成的基础货币。

③ 在新古典经济学框架下，由于市场主体被处理为纯生产者与纯消费者，因此宏观分析中的投资和消费才分别统计。

④ 一个典型的例子就是对中美两国 GDP 的比较。很多人认为美国经济数据中的用电量、工业品产量都低于中国，因此，中国的真实 GDP 应该高于美国。这种只从资产端出发进行经济总量比较的做法是不正确的。事实上，美国的债务端规模（货币创造）大于中国，而大多数国家的经济都是债务端约束型（缺少货币），在全球化背景下，美国可以凭借货币创造攫取其他国家的资产。

⑤ 有关主流经济学的货币“面纱论”，参见黄有光：《经济学何去何从？——兼与金碚商榷》，《管理世界》2019 年第 4 期。

⑥ 这是由于在实物货币时代，货币数量的增长非常缓慢。此时，宏观经济是无数微观经济的总和，二者在结构上具有较高的相似性，管理货币的规模和流向主要依靠战争和劫掠等极端手段。

⑦ 在现实经济中，并不存在纯粹自发的市场，如果说市场经济中存在所谓的“无形的手”，那么这只手就是货币。无论执政者是否意识到，其决策都极有可能通过影响货币，进而对宏观经济形势产生影响。

⑧ 柳欣最早指出这一点。他认为科学技术虽然能使人们的生活水平提高，但并不是 GDP 增长的动力，GDP 增长的动因是人们希望按竞争价格获得更高利润或更多货币。这表明货币在经济增长中起到了核心驱动作用，人们为了获取更多货币而进行生产、投资等经济活动，从而推动了经济增长，而不是像主流经济学所强调的技术等因素是经济增长的主要动力。这一发现揭示了需求创造的秘密。参见柳欣在南开大学政治经济学研究中心双周学术研讨会上

的发言，<https://ces.nankai.edu.cn/2012/0928/c8423a88044/page.htm>，2012 年 9 月 28 日。

⑨ 柳欣早就发现，经济总量等同于货币总量。他认为有多少货币，就有多少 GDP，GDP 与生产函数无关，与技术无关。参见柳欣：《经济学与中国经济》，北京：人民出版社，2006 年，第 8—10 页。若将柳欣的货币定义为宏观资产负债表的债务端（广义货币）而不是主流经济学的 M1、M2，这一观点就可以完美成立。

⑩ 参见亚当·斯密：《国富论》，重庆：重庆出版社，2005 年，第 x 页。亚当·斯密虽然发现了分工生产在经济中的关键角色，但忽略了分工与货币的密切关系。

⑪ 总体来看，在改革开放前，中国走的是第一条道路；改革开放后，中国选择了第二条道路。实践表明，第二条货币路线更优。

⑫ 杨小凯：《发展经济学：超边际与边际分析》，北京：社会科学文献出版社，2019 年，第 575—576 页。

⑬ 家庭、企业乃至计划经济等，都是在货币不足条件下实现高水平分工而产生的制度。

⑭ 由于与实物脱钩，信用货币被认为是主权国家依靠强制力随意发行的，这种认识存在严重偏差。纸币仅仅是携带货币的一种便利工具，发行货币所依赖的“锚”（如金银、硬通货、稀缺物资等高流动资产）才是真正的货币。

⑮ 王永钦、吴炯：《中国创新型货币政策如何发挥作用：抵押品渠道》，《经济研究》2019 年第 12 期。

⑯ 阿代尔·特纳：《债务与魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建》，王胜邦等译，北京：中信出版集团，2016 年，第 60 页。

⑰ 企业也是一样，通过股票市场把非标准化的机器设备表示为标准化高流动性的股息，使得权益在资本市场上能够通过交易被估值。

⑱ 需要指出的是，之所以信用货币大都由主权国家发行，并非因为其政府可以随意“印发”货币，而是因为政府可以通过指定纳税货币，使其相较于其他竞争性商品具有更大的流动性，因为“人人都需要交税”。虽然政府可以通过指定纳税货币来提高货币的流动性（迫使更多人使用货币），但无法强迫市场接受没有信用的权益。

①⑨ 约瑟夫·熊彼特：《经济发展理论》，王永胜译，上海：立信会计出版社，2017年，第74页。

②⑩ 显然，这个等式与柯布-道格拉斯生产函数  $Q = AK^\alpha L^\beta$  表达的劳动—资本—技术进步之间的关系是不同的。该生产函数的要素替代弹性为常数，这意味着在生产过程中，劳动和资本之间的替代关系是相对稳定的，不受投入量和产出水平的影响。而在资产负债表中，当资本不足时，劳动的投入和技术进步是不相容的，一个要素的增加必然导致另一个要素的减少，且二者的比例无论怎样组合，总产出都是不变的。

③⑪ 参见赵燕菁：《专业分工与城市化：一个新的分析框架》，《城市规划》2000年第6期。

④⑫ 参见 William Arthur Lewis, “Economic Development with Unlimited Supplies of Labour,” *The Manchester School*, vol.22, no.2, 1954. 刘易斯在该文中首次提出二元经济发展模型。

⑤⑬ 这个阶段如果强行推进技术进步，提高人均资本占有水平，就会以牺牲就业为代价，反而会抑制经济跨越“洪亮吉—马尔萨斯陷阱”。这也是林毅夫基于资源禀赋和比较优势提出的“新结构主义”经济学的底层逻辑。

⑥⑭ 研究显示，2000—2023年中国住房市值从23万亿元急剧攀升至432.5万亿元。参见任泽平：《中国住房市值报告：2024》，微信公众号：泽平宏观，2024年10月9日。

⑦⑮ 国家外汇管理局：2020年我国外汇储备规模32165亿美元，光明网，2021年1月22日。

⑧⑯ 中国人民银行：《2020年金融机构贷款投向统计报告》，2021年1月29日。

⑨⑰ 任泽平：《中国住房市值报告：2021》，微信公众号：泽平宏观，2021年9月19日。

⑩⑱ 内因是事物变化的根据，外因是事物变化的条件。在这个意义上，可以说“改革”对中国经济的贡献要远大于“开放”，至少两者也是同等重要。

⑪⑲ 当然，一旦完全实现市场化，也即经济从劳动过剩而资本不足的二元经济变为资本过剩而劳动不足的一元经济，货币的经济增长效应就会消失，货币继续扩张只会导致经济不断虚拟化。

⑫⑳ 可以把这四个部门看作大小不同的四类“企业”。前两类除了法律意义上的“政府”外，还涵盖具有平台属性的公司（如大型互联网公司）；后两类则是借助平台公司运行的应用型企业，其中，家庭可视为最基础的“小微企业”。针对企业类型的不同划分，参见赵燕菁：《平台经济：寻找最优的产权边界》，《探索与争鸣》2021年第2期；赵燕菁、宋涛：《平台经济的公共属性与市场边界》，《社会科学》2023年第11期。

⑬㉑ 许多分析将地方债包括各种隐形债，与中央债合并计算，

认为政府总负债率过高，并无举债空间，这种观点并不准确。国债和地方债的信用分别源自中央税收和地方土地，自1994年分税制改革后，两个市场主体的信用就是相互独立的。

⑭㉒ 就国债发行而言，目前的约束更多来自理论上的“债务恐惧”和“债务厌恶”，而非现实中的“债务约束”。相对于其他经济主体（家庭、企业和地方政府），中央政府近乎拥有无限寿命和信用，因而除非发生极端情况，否则以本币发行的国债几乎不存在违约问题，我国中央政府还存在相当大的“信用冗余”和举债空间。

⑮㉓ 政府实施大规模财政刺激计划，加大对基础设施建设等领域的投资，短期内对经济有一定拉动作用；但长期来看，会导致政府债务负担过重，财政风险不断积累，后续财政政策的空间和效力也会受到限制。

⑯㉔ 如果股市、房市价值修复得足够快，其他市场主体就会跟随中央政府把钱从储蓄转移到权益。

⑰㉕ 杨小凯的理论起点是“消费者—生产者事先是相同的”。在他的分析框架中，每个人都同时具有消费者和生产者的双重身份。他认为专业化生产形成的分工可以达到一个“角点均衡”，而一个既是消费者又是生产者的自给自足者也可以达到一个“角点均衡”。这与传统经济学中生产者和消费者天然分离的假设不同。参见杨小凯、黄有光：《专业化与经济组织——一种新兴古典微观经济学框架》，张玉钢译，北京：经济科学出版社，1999年，第3页。

⑱㉖ 20世纪80年代，日本经济高速发展，资产价格大幅上涨，形成巨大泡沫。1991年前后，泡沫经济崩溃，房地产和股票市场价格暴跌，企业和家庭资产大幅缩水，银行等金融机构产生大量不良贷款，经济遭受重创。尽管日本央行采取了一系列宽松的货币政策，多次降息并实施量化宽松政策，但由于初期政策迟缓、反复且力度不足，导致日本经济陷入长达30年的停滞。

⑲㉗ 高泡沫意味着廉价资本，这对那些资本价格高度敏感的创新性风险投资至关重要。因为只有当泡沫达到一定程度，风险投资才有可能发生。

⑳㉘ 两阶段增长模型将经济增长描述为由资本型增长和运营型增长两个不同阶段构成的过程。关于两阶段增长模型，参见赵燕菁等：《城市化转型：从高速度到高质量》，《学术月刊》2019年第6期。

㉑㉙ 若要对不同的经济学模型进行比较，有三个标准可供参考：其一，看哪个模型更简洁，更便于非专业人士理解和运用；其二，看哪个模型兼容性更强，更能将原有模型的研究成果转化为自身的特殊情形；其三，看哪个模型的逻辑链条更长，更能支持复杂的连续推理。本文提出的新模型也需接受这三条标准的检验。

编辑 李梅高原