



- 经济研究论丛
- 重大课题进展
- 学术成果发布
- 研究机构动态
- 国际学术文献
- 学者动态
- 经济学书刊热点
- 国际交流项目
- 学术资讯中心投稿邮箱:jjybjb@163.com

中国主权资产负债表及其风险评估

时间: 2013-05-08 稿件来源: 中国人民大学书报资料中心

历史上, 全球经济危机多有国际债务危机相伴。探索危机产生的根源, 分析危机蔓延的进程, 研讨解救危机的措施, 必须撩开层层面纱, 追溯到危机国家之资产、负债状况及其动态平衡关系上。一国经济健康状况的好坏, 集中反映在该国的资产负债表中。

国民资产负债表的主要功能, 是用精心设计的理论框架和一系列处理数据的方法, 表列整个国家的“家底”, 并揭示主要经济活动之间的对应关系。这套框架不仅有助于我们准确把握国家经济的健康状况, 了解可能产生冲击的来源及强度, 而且在危机期间, 它可为政府的对策空间提供基本依据。

一、中国主权资产负债表(2000~2010)试编

本轮国际金融危机凸显了主权资产负债表的重要性, 因此, 文章侧重编制的只是中国主权(sovereign)资产负债表。主权资产负债表不同于国民(national)资产负债表, 后者是国民经济所有部门资产负债的加总合并, 而前者只是政府或“主权”相关部门资产负债的加总合并。需要指出的是, 在标准的分部门资产负债表中, 一般都没有主权资产负债表(通常只有政府资产负债表)。文章提供的主权资产负债表是一个加总, 它包括了政府(中央与地方)、国有或国有控股金融机构(包括央行)、非金融国有企业这几个部门, 相当于广义的政府资产负债表。

主权资产负债表中的主权资产是指政府拥有或控制的资产, 包括其它可动用的资源; 主权负债是政府的直接负债以及隐性担保所产生的或有负债。主权资产负债表很大程度上是与私人部门资产负债表相对的, 因此, 这里不包括纯粹的私人部门。首先, 居民部门不含在内。因为对于居民部门的资产, 政府不可直接动用(尽管不排除战时或其他特殊时期的征用), 并且政府一般也没有义务承担居民负债的偿还责任。其次, 私人企业部门的负债也不含在内, 因为私人企业部门的资产不由政府直接掌控, 因而其负债也不应由政府承担。尽管私人部门的危机会蔓延到政府部门(如美国的次贷危机), 从而可能会恶化主权资产负债表, 但私人部门本身并不直接进入主权资产负债表。

基于前述界定, 中国的主权资产主要包括六项: 国有经营性资产、国有非经营性资产、政府所拥有的资源性资产、对外主权资产、全国社会保障基金国有资产、政府在中央银行的存款。中国的主权负债主要包括六项: 中央政府的债务(内债和外债)、“准国债”(各政府部门和政策性机构所发行的有财政担保的债券)、地方政府债务、国有企业债务、以金融不良资产及其转化形式存在的或有负债、以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口。

文章在上述基本框架的前提下, 先讨论数据来源和估算方法, 再分别对主权资产和主权负债的各组成部分进行分析、估算和加总, 获得主权资产/负债的时间序列数据。在此基础上, 编制了2000~2010年的主权资产负债表。

二、中国总债务水平与全社会杠杆率

根据编制的主权资产负债表, 文章从国际比较的角度来解读和判断中国的总债务水平及全社会杠杆率。

从总量看, 中国的总债务水平低于大多数发达经济体, 但比其他金砖国家(不包括南非)都高。2011年日本和英国的总债务/GDP已经超过500%, 西班牙、法国、意大利和韩国都超过300%, 美国、德国和加拿大相对较低, 但也都超过270%。在金砖国家中, 2010年巴西的总债务/GDP为148%, 印度为122%, 俄罗斯只有72%, 都低于中国的168.9%。通过比较可以看出, 中国的总债务/GDP(或全社会杠杆率)仍属比较适中的水平, 尚处于温和、可控的阶段。不过, 鉴于中国的

作者投稿查询系统

点击进入 >>

《经济研究》
过刊查询 >>

• 经济学的思想与方法
---上海财经大学 田国强

more >>

债务水平近年来上升较快，我们应当对此保持警惕；如果将地方债务考虑在内，中国的政府债务将有倍数增长并带动总债务水平较大幅度提高，从而达到不可坐视的程度。

另外，非金融企业债务占比极高，构成中国债务结构的突出特点（其占总债务的比重高于所有统计国家）；其它部门，尤其是居民部门和金融机构，占比均较小。这种状况，与中国的经济发展方式和金融体系的特点密切相关。迄今，中国的金融结构仍然保持以间接融资为主的特色，绝大部分的金融资源通过银行中介进行配置。由这种金融结构决定，中国企业的负债率必然高悬。在经济平稳增长的时期，银行贷款构成企业主要的负债来源，有成本低、风险小的好处，但若经济出现大幅度波动，经济增长率出现趋势性下降，则企业负债的相当部分就可能形成不良资产，从而损害企业和银行资产负债表的健康。不过，这种状况已经有所改变。尽管非金融企业债务占GDP的比重仍处于比较危险的高位，但非金融企业债务占总债务的比重已经从1996年的76%下降到2010年的62.4%。

债务对GDP的比重究竟居于何种水平为佳，迄今并无定论。但是，可以确认的是，债务不断上升，还债压力逐渐增大，风险将会不断积累。这里，显然会有一个阈值，超过它，继续上升的债务将利大于弊，而且有可能引发金融和经济危机。Cecchetti et al. (2011) 利用18个OECD国家1980年到2010年的资金流量表进行估计，研究结论表明，政府部门和居民部门的债务阈值是85%（债务/GDP），企业部门的债务阈值则是90%（债务/GDP）。就此而论，中国的企业部门债务（占GDP比重）于2010年达到105.4%，显然不是好消息。

问题的复杂之处在于，由于国民经济的各个部门是密切联系、相互影响的，一个部门的债务变化将会影响其他部门的债务状况。麦肯锡的一项针对日本情况的研究（MGI, 2010）给出了一个令人不应的例证。1995年，日本企业的总债务占GDP的比重为148%，2000年降低到125%，2005年进一步降低到91%。10年间总共降低了57个百分点。然而，另一方面，日本政府债务占GDP的比重却急剧上升：1995年为84%，2000年上升为131%，到2005年则进一步上升为180%。10年间总共上升了96个百分点。企业债务之下降与政府债务之上升究竟有没有直接联系，其联系机制为何，显然需要我们进一步研究。

正是因为总量与构成总量的部门不同，正是因为构成总量的各个部门之间可能存在着此长彼消的关联，在进行一国资产负债表分析时，就其总量展开分析和就其部门展开分析，两者不可偏废。

三、主权资产负债表风险评估方法

2000~2010年，中国的国民资产负债表呈快速扩张之势。对外资产、基础设施以及房地产资产迅速积累，构成资产扩张的主导因素。这记载了出口导向发展战略之下中国工业化与城镇化加速发展的历史进程。在负债方，各级政府以及国有企业的负债以高于私人部门的增长率扩张。这凸显了政府主导经济活动的体制特征。为了对主权资产风险的形成与转移机制有更加深刻的理解，文章对中国的主权债务风险进行了全面的评估。

对于主权资产负债表的风险状况，至少可以从宏观和结构两个层面进行评估：宏观层面的评估，揭示的是主权国家的债务风险及相应的清偿力风险。债务水平及全社会杠杆率，是衡量资产负债表宏观风险的主要指标。结构层面的风险可大别为三种类型。其一是资产负债表错配风险。它包括货币错配、期限错配和资本结构错配。这三种错配所形成的风险集中体现为流动性风险。其二是债务在部门之间转移所蕴含的风险。它考察的是构成国民资产负债表的若干主体各自资产负债的风险状况，以及这些风险的相互关系。这里揭示的是债务风险的部门分布，以及资产和负债的产权关联。基于此，可以明确梳理出债务清偿的可能路径以及资产负债的产权变动关系。其三是主权债务的动态与可持续性。在对政策赤字率、通货膨胀率、经济增长率和利率等基本经济变量做出一系列假设的条件下，主权债务动态与可持续性刻画的是政府债务余额变化的若干前景。这种分析，显然构成国民资产负债表战略的重要参考基础。

四、结论与政策建议

通过对国民资产负债表的扩张以及主权资产负债表的全面审视，基本结论如下：

首先，中国的国民资产负债表于2000~2010年呈快速扩张之势。对外资产、基础设施以及房地产资产迅速积累，构成资产扩张的主导因素。这记载了出口导向发展战略之下中国工业化与城镇化加速发展的历史进程。在负债方，各级政府以及国有企业的负债以高于私人部门的增长率扩张。这凸显了政府主导经济活动的体制特征。

其次，中国主权资产负债表的风险总体较小，近期内没有发生主权债务危机的可能，但是，或有负债风险的积累值得关注。

1. 通过编制主权资产负债表发现，按宽口径匡算，2010年中国主权资产净值接近70万亿，按窄

口径匡算，主权资产净值在20万亿左右；并且2000~2010年各年主权资产净额均为正值且呈上升趋势。这表明，中国政府拥有足够的主权资产来覆盖其主权负债。因此，相当长时期内，中国发生主权债务危机的可能性极低。

2.对总债务水平与全社会杠杆率（即总债务/GDP）的分析显示：中国的全社会杠杆率虽高于金砖国家，但远低于所有的发达经济体，总体上处在温和、可控的阶段。但是，近年来该杠杆率的提高速度很快，必须引起关注。分部门的分析显示：企业负债率（占GDP比重）很高，构成中国资产负债表中的显著特色。2010年，该负债率已逾100%，超过OECD国家90%的阈值，值得高度警惕。未来看，居民负债还有较大空间；从国际经验看，随着经济进入较高的发展阶段，总债务水平将会进一步提高，政府资产净值也可能由正转负，需要我们未雨绸缪。

3.模拟分析表明，政府债务占GDP的比重演进路径主要取决于增长率和利率之差。因此，保持经济的可持续增长是应对主权债务风险的有效武器。

4.主权资产负债表近期的风险点主要体现在房地产信贷与地方债务上，中长期风险则更多集中在对外资产负债表、企业债务与社保欠账上。而这些风险大都是或有负债风险，且都与过去的发展方式密切相关。

通过主权资产负债表及其风险的评估，文章认为，应将促进发展方式转型作为应对资产负债表风险的根本手段。具体政策建议如下：

1.为降低对外资产负债表中的货币错配风险，应注重扩大内需，减少对外需依赖，放缓对外投资积累；同时鼓励藏汇于民、促进对外直接投资、推动人民币国际化。更重要的是，在债权型错配状况短期内很难扭转的情势下，我们应更加积极主动地利用主权财富基金的机制，降低货币错配的风险。

2.减少经济活动的政府性主导或干预，降低或有负债风险。政府主导在赶超体制下发挥了重要作用，但也因此积累了比成熟市场经济体更多的或有负债。降低或有负债风险的根本途径是减少政府对微观经济活动的干预，进一步推动市场化改革和政府转型，将隐性或有负债转变为显性直接负债，明确负债主体并使之多元化。

3.重塑中央地方财政关系和创新城市化融资机制，化解地方政府债务风险。一是在央地财政关系上，解决地方财权与事权不匹配的问题，需要有深思熟虑的顶层设计。二是要创新城市化融资模式。一方面需要推动财税改革，为地方提供新的主体税源（如财产税），扩大地方试点，增加资金来源；另一方面加大政策银行的作用，以政策性银行或国家发行特别国债的方式，替换地方融资平台部分；并通过将一些公用事业项目的证券化以及银行展期，以解决地方政府资产负债表中的期限错配问题。

4.推动债务性融资向股权融资格局的转变，降低全社会的杠杆率，缓解企业的资本结构错配风险。中国的金融体系以银行为主导。举凡储蓄的动员、聚集以及分配，主要通过银行体系来进行。依赖银行体系提供资金，既加重了企业资产负债表的资本结构错配风险，又提高了全社会的杠杆率。因此，在中国未来的金融发展中，应大力发展资本市场，创造有利于股权资本形成的机制，多渠道增加股权资本的供给，推动中国金融结构从债务性融资向股权融资格局转变。

5.调整收入分配格局，深化国有经济布局的战略性调整，应对社保基金缺口风险。可考虑进一步扩大国有资本经营预算收入的规模，包括：进一步扩大国有企业利润上缴的主体，除中央企业外，地方国有企业、铁路等国资委管理的垄断性行业、国有金融企业等，也要尽快实行资本分红；同时，进一步提高国有企业利润上缴的水平，动态调整分红比例。在此基础上，加大国有资本经营收入补贴社会保障的力度。此外，进一步实施国有股减持充实社会保障储备资金。在境内证券市场增持部分国有股充实全国社会保障基金的基础上，对非上市国有企业、控股上市公司的上级集团公司、已上市非增发部分的国有股份，在合理确保国有经济控制力的前提下，都可逐步酌情减持，并将减持收益部分划转社保基金。

作者：李扬，张晓晶，常欣，汤绎绎，李成；单位：中国社会科学院

摘自《经济研究》（京），2012.6、7

主管单位：中国社会科学院 主办单位：中国社会科学院经济研究所

经济研究杂志社版权所有 未经许可 不得转载 京ICP备10211437号

本网所登载文章仅代表作者观点 不代表本网观点或意见 常年法律顾问：陆康（重光律师事务所）

国际标准刊号 ISSN 0577-9154 国内统一刊号 CN11-1081/F 国内邮发代号 2-251 国外代号 M16

地址：北京市西城区阜外月坛北小街2号 100836

电话/传真：010-68034153