



博源文库

中国经济观察丛书

中国国家资产负债表研究

A Study of China's National Balance Sheet

马 骏 张晓蓉 李治国 等 / 著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



博源文库

中国经济观察丛书

中国国家资产负债表研究

A Study of China's National Balance Sheet

马 骏 张晓蓉 李治国 等/著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国家资产负债表研究/马骏等著. —北京: 社会科学文献出版社, 2012. 12

(博源文库·中国经济观察丛书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 3917 - 4

I. ①中… II. ①马… III. ①资金平衡表 - 研究报告 - 中国 IV. ①F231.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 253919 号

· 博源文库· 中国经济观察丛书 ·

中国国家资产负债表研究

著 者 / 马 骏 张 晓 蓉 李 治 国 等

出 版 人 / 谢 寿 光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 邓泳红

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 吴 敏 任文武

责任校对 / 师敏革

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20

版 次 / 2012 年 12 月第 1 版

印 次 / 2012 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 3917 - 4

定 价 / 59.00 元

印 张 / 21.6

字 数 / 386 千字

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

序 言

本书为博源基金会发起和支持的国家资产负债表研究课题的成果。该课题于2011年初立项，由马骏、张晓蓉主持，组织了复旦大学和其他机构的研究力量，历时近两年，作了大量的数据分析、专题研究和对国际经验的整理。在研究过程中，课题组和博源基金会总干事何迪组织召开了十几次内部讨论会，咨询了几十位国内外官员和专家。

该研究的阶段性成果的摘要曾在《财经》杂志（2012年6月11日）以题为《化解国家资产负债中长期风险》的文章发表，引起了各方面的高度关注。与6月的版本相比，本课题的最终报告修改和细化了对若干部门资产负债表的估算，扩大了所预测的养老金缺口的口径（现在既包括了企业养老金的统筹账户，也包括了机关事业单位的养老金），增加了对长期卫生费用和财政压力的预测，改进了对国有企业资产负债表的估计，并对国际经验和在中国的运用进行了更深入的讨论。

1. 什么是国家资产负债表

国家资产负债表（National Balance Sheet）是将一个经济体视为与企业类似的实体，将该经济体中所有经济部门的资产（生产性和非生产性、有形和无形、金融和非金融）以及负债分别加总，得到反映该经济体总量（存量）的报表。其中，各经济部门的资

产负债表即为部门资产负债表 (Sector Balance Sheet)。不少国家的政府已经非常关注其中的“政府资产负债表”和“公共部门资产负债表”，用以判断政府和公共部门的净资产状况，协助制定可持续的财政政策。

“国家资产负债表”并非一个新的经济概念，在一些国家已经成为国民经济核算体系中的重要组成部分。20 世纪 60 年代，以研究金融结构和金融发展而著称的美国经济学家、耶鲁大学教授 Raymond Goldsmith 即开始研究国家资产负债表。20 世纪 70 ~ 80 年代，英国、加拿大、瑞典、澳大利亚、捷克等国的经济学家纷纷开始编制本国的国家资产负债表。目前部分发达国家的官方统计部门定期公布其国家资产负债表，如加拿大、英国、日本和澳大利亚。

2. 国外对国家资产负债表的研究和应用

在不同的阶段，国家资产负债表被经济学家和政府从不同角度用来分析经济、金融风险及其变化趋势。20 世纪 60 年代，Goldsmith 指出编制国家资产负债表有以下用途：①可用于研究一国在某一时刻的资产和负债的关系，特别是金融机构的头寸大小；②可观察一国的金融结构在时间上的变化；③可进行国家资产负债结构的国际比较；④可用于比较各国的金融发展进程；⑤可提供具体某项资产或负债的数据用于特定研究，如生产性的有形资产、具有流动性的金融资产等。

1997 年爆发的亚洲金融危机再次引起了经济学界对国家资产负债表的关注。此次危机更多地揭示出银行部门、公司部门和公共部门的资产负债错配。除了银行危机与货币危机同时出现之外，亚洲金融危机之前和期间还显现出其他新特征：融资规模的爆发式增长、私人部门与本国居民间交易的支付困难，以及剧烈和大规模的经济调整。因此，识别国家和部门资产负债表中的各种错配（如货币错配、期限错配和资本结构错配）对预防货币危机、维护金融稳定有重要的作用。考察部门间资产负债表的内在关系，还可揭示危机在不同部门间的传递途径，为政府采取适当的调整政策提供依据。

自 20 世纪 90 年代开始，经济学家开始关注政府或公共部门资

产负债表分析，尤其是或有负债的研究。关于政府或公共部门债务的分析，国际上大多数按照世界银行经济学家 Hana Brixí（白海娜）在 20 世纪 90 年代提出的财政风险矩阵法。这种方法将政府债务分为两大类：第一类是“显性债务”和“隐性债务”；第二类是“直接债务”和“或有债务”。显性债务和直接债务基本上是目前大部分政府官方发表统计中已经包括的数据。但是，统计、估算、预测和管理隐性与或有负债却十分困难，也是对政府财政可持续性的最大挑战之一。Hana Brixí（白海娜）和马骏主编的《财政风险管理：新理念与国际经验》（2003）对国际上政府和公共部门负债分析和管理的的方法作了系统的综述。其中，对金融机构注资的财政成本、地方政府隐性负债、养老金缺口、环境治理成本等是近十几年来各国研究的关注点。

关于政府或公共部门资产的估算，若干已经发布了政府或公共部门资产负债表的国家，如英国、澳大利亚、新西兰等，已经有相对成熟的方法。这些国家的公共部门资产不但包括了公共部门的金融资产（存款、政府持有的股份和其他有价证券等），也包括公共部门的实物资产，如建筑物、森林、矿产和土地资源等。比如，澳大利亚统计局的 Cadogan-Cowper 和 Comisari（2009）等专门总结了如何在资产负债表上反映土地资源的方法论。

1997 年戈登·布朗担任英国工党政府财政大臣，英国财政部在当年的财政预算中正式提出用金箴规则（Golden Rule）和可持续投资规则（Sustainable Investment Rule）指导财政政策，《财政预算报告》中首次出现公共部门净资产数据及其预测值。金箴规则要求防止公共部门净资产水平的大幅下降；可持续投资规则将政府投资数量约束在借款能力之内，可以防止公共债务急剧上升带来的危机。1998 年 3 月，英国财政部推出《财政稳健法》（Code for Fiscal Stability），旨在以公开、透明、可信为基础，完善财政政策实施和公共债务管理的框架。这个新的框架要求不单单考虑债务水平指标，同时要看公共部门资产负债表，尤其是净资产指标。在考察财政可持续性时，公共部门资产负债表同时给出了负债和资产随

时间变动的情况，比传统的借款和债务数据更具信息优势。

3. 中国国家资产负债问题研究的一些基础性工作

目前，我国各个部门——财政部、中央银行、企业、商业银行和其他金融机构等分别编制各自的资产负债表。国家统计局许宪春等著的《中国资产负债表编制方法》（2007）以《中国国民经济核算体系（2002）》中对资产负债核算新的修订为依据，提供了资产负债核算概述、资产负债表编制方法、资产负债表、资产负债核算指标解释。该书对国家资产负债核算的基本概念、核算原则、表式结构、基本编表方法、国民资产的估价等方法进行了讨论，并对非金融企业部门、金融机构部门、政府部门、住户部门和国外部门资产负债表的编制方法和并表方法进行了讨论，还编制了中央和若干地方2004年和之前的一些资产负债表。除此之外，还有一些学者从概念和方法的层面对中国资产负债表进行过讨论。

在本课题组和中国银行课题组于2012年6月分别发表关于国家资产负债表的初步研究之前，对中国国家资产负债表的研究还存在几个问题。第一，虽然有方法的讨论，但多数研究没有实际编制和定期发表结果；第二，统计局在2007年曾发表过2004年和以前的国家资产负债表，但此项目工作此后没有继续下去；第三，多数研究还主要停留在统计方法和数据层面，缺乏对政策含义的分析；第四，目前各部门的资产负债表尚无法反映隐性和或有负债，因此缺乏前瞻性的判断能力。

对于地方政府的隐性和或有债务问题，贾康（2009）基于一些调查数据，作出了一些初步估计。2011年，国家审计署、人民银行、银监会、财政部、发改委等机构都对地方融资平台的负债进行了统计和调研。其中，国家审计署（2011）发表了对地方债务的审计报告。关于中国的养老金改革的负债和转轨成本，世界银行（1997）、财政部、劳动与社会保障部都做过研究。在发表的文献中，王燕等（2001）和马骏、翟凡（2001）使用了CGE和人口模型对不同改革情景下的养老金负债和改革成本进行了估算。沈毅（2011）和艾慧等（2012）对养老金的缺口进行过预测，但在一些

假设上过于乐观。国家统计局和国家环保总局试图用绿色 GDP 的概念对环境成本进行估算，但公开的成果有限。上述研究都是对政府资产负债表的某一个部分进行的专题研究，因此可以说，对政府或公共部门资产负债表面临的中长期风险的总体研究还基本处于空白，在此基础上的政策分析框架还没有建立起来。

4. 对中国国家资产负债表研究的意义

我们认为，结合中国的实际情况，深入研究中国的国家资产负债表，至少有以下几个方面的重要政策意义。

(1) 摸清国家的家底，了解当前的“存量风险”

有了国家资产负债表，全国人民、人大和政府就可以了解国家和各个部门的资产、负债和净资产的情况。如果有国家净资产的公开数据，老百姓和人大就可以判断国家的“富裕程度”和变化趋势。政府对出现负（的净）资产的部门应予以重点关注，及时采取措施防止风险扩大和扩散。资产负债表将同时帮助政府了解哪些部门有可出售或划拨的（正的）净资产，在适当的时候可以用来解决其他部门的负资产问题。

(2) 将中短期经济政策的长期成本显性化

许多政策可以带来短期利益，刺激经济和缓解社会压力（“花钱买稳定”），却导致了当前难以识别的长期成本。由于目前缺乏分析工具和公开的信息渠道，这些长期成本有多大、应该由谁买单、何时发生等关键问题均不得而知，事实上鼓励和纵容了政府的许多短期行为。这类短视政策包括：①地方融资平台的过度举债；②在不提高退休年龄的条件下政府对养老金替代率的过度承诺将导致的财政成本；③环境污染导致的长期财政成本；等等。在国家资产负债表的基础上，本研究建立的“政府显性债务的可持续模型”可以通过分析这些政策对今后政府债务影响的预测来反映政策的长期成本。

(3) 将结构性因素变化导致的长期成本显性化

例如，人口快速老化是中国今后财政和债务可持续性面临的最大挑战。在国家资产负债表基础上建立的“政府显性债务的可持续模型”也可以用来预测这些因素导致的养老金缺口、卫生费用

增长对财政压力的规模及其将会发生的时点。

(4) 帮助规划国有企业和养老金体系的配套改革

许多重大改革将涉及部门间资产和负债的重新配置。比如，我们需要清晰地了解养老体系的未来支付缺口的大小和发生的时点，才能判断在何时需要将多大规模的国有资产划拨到社保系统。同时，只有摸清国有企业资产、负债、净资产和上市股份的“家底”及隶属关系，才能规划国有企业的下一步“资本化”的改革。建立一个国有企业部门的资产负债表，科学预测养老金未来的收支平衡，是这项规划配套改革的重要基础。

(5) 引起对人口老龄化带来的财政压力的重视

虽然从定性的角度，许多人都同意未来的卫生费用将大幅上升，但到目前为止还没有对其导致的财政压力的定量分析。本研究的预测表明，从长期来看，卫生费用的增长将成为继养老金缺口之后第二大财政压力。这已经不仅仅是一个卫生政策问题，而更多的是对财政可持续性的挑战，必须引起最高决策层的关注。

(6) 帮助规划地方平台问题的解决方案、提高地方财政透明度

地方财政在今后几年内面临的主要挑战是地方融资平台的不良债务。综合的解决方案必然要考虑各种具体措施，如从地方资产的存量中拿出一部分来变现、增加地方政府直接发债、中央转移支付等。规划这些措施的前提是编制各地方政府的资产负债表，“盘点”每个有平台的地方政府有多少资产，哪些是目前可以变现的（如上市企业股份），哪些是未来通过金融操作（如证券化）后可以变现的，哪些地方政府有支付能力因而可以发更多的地方债来为平台提供再融资，等等。

此外，地方政府直接发债是迫使地方财政提高透明度的重要市场机制，因为时刻变动的地方债收益率是资本市场对地方政府财政风险最及时、最敏感也往往是最准确的判断。在逐步成熟的资本市场上，市场参与者（包括保荐人、基金经理、机构分析员等）将迫使独立发债的地方政府提供资产负债表和财政收支表等更详尽的信息，并披露各项地方政策对财政稳健性的影响。

(7) 帮助判断人民币国际化和资本项目开放对中国对外资产负债的影响

通过对中国国际投资头寸表（即对外资产负债表）的分析，可以识别出中国目前对外资产负债结构的一些缺陷，如对外资产收益率过低、对外支付的收益较高、货币错配导致的风险较高等。比较已经实现货币国际化的其他国家的对外资产负债表，可以预测人民币国际化将能明显改善中国对外资产负债结构。对另一个亟须判断的问题——中国资本项目开放是否会导致大规模的资本净流入或净流出，从而对国内金融市场、汇率和实体经济形成冲击——也可以在基于对外资产负债表的研究框架中得到有用的分析结果。

博源基金会在发起和支持国家资产负债表研究方面有若干优势：第一，该项研究在国际上已经有一些理论和经验，但在国内刚刚起步，博源可以利用其国际视野将这些方法运用到国内；第二，该项研究涉及金融市场和大量数量、模型分析，这是博源和其成员的学术资源的优势所在；第三，这是一项超越任何单一部门职责的研究项目，博源作为民间智库的超脱性可显优势。

5. 本研究的内容

本研究详细总结了国家资产负债表编制的国际经验和方法，运用估值法编制了1998~2010年的中国国家资产负债总表和居民部门、企业部门、中央政府、地方政府、中央银行、商业银行的部门资产负债表，并初步估算了2011年国有企业资产负债表和政府持有的上市公司的股份市值。本研究还对国家资产负债表未来所面临的风险进行了一系列专题分析和预测。比如，本研究估计了未来38年的养老金缺口、广义卫生总费用对财政的压力以及地方、铁路债务和环保治理成本对财政支出的需求，并将这些估计纳入政府债务可持续性模型，对政府显性债务的长期趋势作了预测。本研究还对中国的对外资产负债表所面临的结构性问题和在资本账户开放条件下的变化趋势进行了分析。本研究是首次由民间估算的较完整的中国国家资产负债表和对相关政策的分析。

(1) 对 2002 ~ 2010 年国家资产负债表的分析

本研究的估算显示,中国国家总资产从 2002 年的 113 万亿元上升到 2010 年的 421 万亿元,总负债从 2002 年的 45 万亿元上升到 2010 年的 202 万亿元,非金融资产从 2002 年的 60 万亿元上升到 2010 年的 201 万亿元,金融资产从 2002 年的 53 万亿元上升到 2010 年的 220 万亿元。国家层面的资产负债率在 2006 ~ 2007 年明显下降,2007 年达到最低的 39.7%,2008 ~ 2010 年持续上升,2010 年上升到 48%。近年来地方政府债务大幅增加是导致国家资产负债率上升的原因之一。国家净资产从 2002 年的 68 万亿元上升到 2010 年的 219 万亿元,但净金融资产波动较大,2002 年为 8 万亿元,2005 年为 3 万亿元,2007 年达到 36 万亿元,2008 年下降到 11 万亿元,2010 年为 18 万亿元。无论是净资产还是净金融资产,家庭均最高,而企业和地方政府的净金融资产为负。

在界定政府狭义债务和政府广义债务的基础上,本研究推算出 2010 年政府狭义负债率为 20.3%,而政府广义债务则高达 55.6%。若仅考虑国债与准政府债务等政府狭义负债,政府债务负担在近两年没有明显变化,更谈不上恶化。但是,若进一步考虑政府负有偿还或担保责任的地方债与铁路债,政府广义负债率从 2008 年的 46.9% 上升到 2010 年的 56.6%,两年内突然上升近 10 个百分点。从这个角度看,政府债务负担已经显著上升,应该警惕政府债务负担的进一步恶化。

(2) 对资产负债表未来风险的专题研究的若干结论

在编制资产负债表的基础上,本研究还运用与资产负债表概念相关的方法和模型对政府债务可持续性、养老金缺口和改革、卫生费用、地方债务、对外资产负债等宏观和政策问题进行了初步的讨论,并提出一系列用于识别、量化和化解国家资产负债表中长期经济风险的政策建议:

①如果不改革,政府债务的长期可持续性将面临巨大挑战;

②按问题的严重性排序,国家资产负债表面临的中长期风险主要来自养老金、医疗、环保成本、地方融资平台和铁路债务;

③这些风险发生的时点来看，今后十年是改革的机遇期。但如果不改革，长期风险将可能导致财政危机；

④短期内就应当规划一个地方平台解决方案；

⑤应要求地方编制和公布政府资产负债表，以利于分析地方债务风险指标，确定可以独立发债的地方政府，推动地方债市场的发展；

⑥应充分估计养老金问题带来的巨大压力，启动国有股份大规模划入社保体系的改革和提高退休年龄；

⑦重视老龄化导致的卫生费用对财政的长期压力；

⑧人民币国际化有助于改善中国对外资产负债结构；

⑨资本项目开放对汇率和资本净流入的风险可控。

6. 对三份国家资产负债表的比较

2012年6月11日本课题组在《财经》杂志上发表了课题阶段性成果的摘要，题为《化解国家资产负债中长期风险》。曹远征牵头的中国银行研究小组同时在《财经》发表了他们对国家资产负债表的研究成果。9月8日，李扬牵头的中国社会科学院课题组也发表了一份对国家资产负债表的研究报告，侧重研究政府资产负债表。

第一财经编辑许以升等人比较了这三份资产负债表，并特别关注到三个课题报告估算的政府资产负债表中的净资产规模十分不同。本课题组6月的报告中估算的2010年政府净资产为38万亿元，曹远征的报告对2008年政府净资产估算为17万亿元，李扬的报告对2010年政府净资产估算的结果约为70万亿元（宽口径，包括了国土资源性资产和行政事业单位资产）和20万亿元（窄口径，不包括国土资源性资产和行政事业单位资产）。本课题组估算的政府净资产高出曹远征版本和李扬窄口径版本的主要原因，是在资产方包括了政府持有的十几万亿元的上市公司股份市值。本研究估算的政府净资产远低于李扬宽口径版本的原因是基本上没有包括“国土资源性资产（尚未开发的矿产和未出售的土地）”。

关注这个话题的人士提出了两个十分有意义的问题：一个是，既然各个研究成果的估算结果都是政府的净资产为正，为什么本课

题组和中行的报告比李扬的报告更担心债务可持续性所面临的风险？换句话说，净资产为正是否可以成为判断是否存在债务风险的主要标准？另一个是，如果将 50 万亿元的国土资源性资产和行政事业单位资产纳入资产负债表的统计，是否表明政府资产负债表的健康程度得到大幅度的提升？下面将分别讨论这两个问题。

（1）净资产为正能否作为判断没有债务风险的主要标准

许多人的直观结论是，如果政府资产负债表显示的净资产为正，就表明政府资产负债表是健康的。本研究对这个问题的回答是，当前净资产是否为正，对判断当前资产负债表的健康程度有一定帮助，但不能作为判断是否存在债务风险的主要标准。尤其是对未来资产负债表健康程度的判断，更不能仅仅看当前的净资产是否为正。从财政理论角度和在债券市场上用来判断债务风险，有一系列其他更有意义的指标，具体讨论如下。

第一，一个政府的净资产为正，未必表明该政府没有偿债风险。因为，在任何一个时点，是否存在偿债风险不光取决于净资产是否为正，还取决于资产的可变现能力和资产负债期限的匹配性。如果大量资产都是无法变现的固定资产，或者一旦集中抛售就会使资产大幅贬值，则即使在账面上有正的净资产也可能面临违约风险。这就是中国地方政府目前所面临的问题。我们的研究发现，中国地方政府的净资产为正，但金融净资产为负，表明地方政府虽然持有了许多基础设施和其他非经营性资产，但资产中可变现的部分（如持有的上市公司股票和现金）有限。在这种情况下，如果某些地方政府债务期限结构过分偏于短端，就可能出现违约。

俄罗斯就是“净资产为正”却发生违约的典型案列。俄罗斯是一个自然资源极其丰富的国家，按照俄罗斯科学院社会政治研究所的估算，俄罗斯已经探明的矿产储量占全世界的 21%；该国学者在 2006 年估计这些资源的总价值大约为 30 万亿美元，几乎相当于其当年 GDP 总量的 30 倍。历史上，私营部门在矿产业赚到 100 元，政府就会从税收和出售采矿权中获得约 30 元的财政收入，因此可以推算这些储备能给政府增加 10 万亿美元的资产，相当于

2006 年俄罗斯 GDP 的 10 倍，或政府债务的几十倍。这样一个有巨额“净资产”的国家竟然在 1998 年发生了对外债务违约，而违约事件的导火索恰恰又是国际大宗商品价格的下跌，导致经济停滞、财政收入下降、经常项目从盈余转为赤字。在求助 IMF 而未能力挽狂澜之后，俄罗斯选择了外债和国内债务一起违约，并将卢布贬值。

俄罗斯绝对不是资源丰富国家违约的唯一案例。巴西、南非、苏丹、尼日利亚、安哥拉、委内瑞拉等主要资源的产地国都曾经发生过债务违约。虽然没有人仔细计算过这些国家和政府的资产负债表，但从人均矿产品资源的持有量来看，如果将自然资源按当前价格将其算做“资产”的话，有很大把握可以认为这些国家和政府都是有巨大的净资产的。

第二，即使一个国家政府的净资产为负，也未必表明该国当前一定会出现偿债危机。比如，如果一个国家可以持续用很低的利率获得融资，利息支出占其财政支出的比例因此可以控制在较低的水平，债务占 GDP 或财政收入的比重可以保持稳定，就可以不出现偿付危机。最典型的例子是日本。日本政府的净资产长期为负，如 2008 年底日本中央政府的净负债为 300 万亿日元。即使如此，我们并没有看到日本发生国债危机，这当然要归功于日本国债购买者和持有者（其中 90% 以上为日本本国银行和居民）愿意以极低的利率来持有日本政府债券。

第三，以“当前净资产为正”为理由更难以得出未来没有债务风险的结论。我们研究中国国家资产负债表的目的，如果只是停留在判断今天中国政府是否会违约这个问题上是没有太大意义的（谁都知道不会）。真正有意义的问题是，将目前的资产负债表作为一个基础或起点，预测和判断未来的资产负债表所面临的风险。

如果本研究的关注点是未来债务风险，则当期净资产是否为正，只是影响未来偿债能力的诸多因素之一，更重要的因素在于未来负债是否会大幅上升。比如，由于人口老龄化在中长期将导致养老金缺口的大幅上升、医疗费用上升将导致更大的财政支出压力、环保和融资平台的欠债需要偿付等都会造成未来政府债务负担的加

重。这也正是为什么本研究报告用了一半以上的篇幅对这些未来风险进行预测。本研究的结论是，虽然从短期来看中国政府并没有面临明显的债务风险，但中长期的风险绝对不容忽视。如果不改革，中国在2040~2050年将面临目前欧美式的债务风险绝对不是天方夜谭。

此外，经济增长的速度、利率的高低，也是决定长期债务可持续性的的重要因素（见第六章关于“债务可持续性公式”的附录）。相对一个基准情景，较低的经济增长率意味着较高的债务占GDP的比重；较高的利率意味着较高的财政赤字，并会通过增加赤字融资来扩大债务风险。但是，这些因素都无法在“当前净资产”这个指标内体现出来的。

第四，用来判断政府债务可持续性的最常用指标是债务占GDP的比重是否能够保持稳定，这已经是财政理论界和国际机构的共识。其他有用的指标包括债务与财政收入的比例、还本付息支出占财政收入（或支出）的比例等。这些指标背后的经济学含义是，一个政府只有维持健康的经济活动（GDP）及由此创造健康的财政收入，才能保持对债务的支付能力。

（2）将国土资源性资产和行政事业单位资产纳入资产负债表，债务风险就减少了吗

上文已经说明，一国政府是否面临偿债风险，主要应该看其财政收入能否足以偿债。那么，如果在政府资产负债表中资产方加入更多的资产，如政府持有的上市公司的股份、行政事业单位的资产、国土性资源，是否政府的财政收入能力和由此而来的偿债能力就提高了呢？结论是，有的资产可以增加政府财政能力，有的则不能。

第一，政府持有的上市公司股份可以提高政府的偿债能力。在正常的财政收入（如税收收入）不足以满足支付责任、政府融资也面临困难的情况下，可以通过卖掉所持有的上市企业（和部分未上市但较容易找到买家的国有企业）股份来获得“私有化”收入，以作为应急的财政收入的补充。因此，这类可变现的资产越多，抵御债务风险的能力就越强。

值得注意的是，以上结论的强弱取决于这些上市国有企业是否已经向政府预算上缴红利。如果它们在股权被出售之前已经向政府每年足额上缴了红利，则一次性向私营部门出售这些股权后，政府虽然会获得一次性变现收入，但今后的财政收入将减少（因为这些股份的未来红利将归私营部门投资者所有）。

第二，行政事业单位的资产，除少数闲置的以外，大多数不能提高政府的偿债能力。政府、学校、公立医院的大楼，多数是不能卖的，否则政府到哪里去办公，学生到哪里去上学？

第三，对已经探明储量和政府目前持有的大部分自然资源（土地和矿产品），无论是否纳入资产负债表中，并不改变政府财政收入的能力，因此也不改变政府偿债能力。这是因为，中国政府（中央和地方）在 2011 年已经从土地出让收入和其他土地和国有资源有偿使用收入中得到了约 3 万亿元的收入，这些自然资源的存在是政府在未来维持出让土地和采矿权收入的条件，并不能提升财政收入的能力（财政收入占 GDP 的比重）。换句话说，如果不把这 40 多万亿元自然资源纳入资产负债表，财政收入能力和偿债能力并没有因此降低；如果把这 40 多万亿元自然资源纳入资产负债表，财政收入能力和偿债能力并不会因此提高。^①

① 除了已经被地方政府所属的土地储备中心所持有的土地价值以外，我们在政府资产负债表中暂没有考虑其他土地资源和矿产资源。理由如下：第一，对已经探明储量和政府目前持有的大部分自然资源（土地和矿产品），无论是否纳入到资产负债表中，并不改变未来政府财政收入的能力，因此也不改变政府偿债能力。在政府资产负债表中过多地加入这些“资产”，容易产生政府“净资产”和政府偿债能力突然大幅提高的假象，有一定的误导作用。第二，因为尚未开发和开采，这些资产的可变现性十分有限，从应付偿债压力的能力来说，远不如政府持有的现金和上市公司股份等流动性资产。第三，这些资产的未来盈利能力十分不确定，是否应该用当期的市场价格来计算这些资产价值还有很大争议。从国际经验来看，在经济危机过程中（也常常是债务危机发生、需要变现资产的时候），土地和矿产品的价格一般会大幅下降。第四，由于土地产权制度改革的前景还不明确，土地开发的补偿成本和土地出让的未来的净收益也将面临相当的不确定性。第五，多数使用权已经明确的矿产资源已经反映在政府持有的上市企业（如中石油、中石化、中煤、神华）的股价中，既然我们已经将政府持有的上市公司股份的市值计为资产，这些部分矿产品价格就不应该再重复计算。

从另一个角度来理解这个问题：如果政府将这 40 多万亿元自然资源一次性卖给私人部门或外国，将其变为资产负债表中的现金，是否增加了其今后偿债的能力？答案是否定的。因为，这些自然资源一次性卖掉之后，政府今后就放弃了每年约 3 万亿元的出让土地和采矿权的收入，就必须每年动用财政储备中的现金来弥补新增的约 3 万亿元赤字。因此比较一次性出售这些资产获得现金和每年取得约 3 万亿元的财政收入，这两种情形下政府的偿债能力是一样的。

第四，如果突然发现了新的、今后开采后可获得盈利的自然资源，那就可能提升政府未来的财政收入能力和偿债能力。

综上所述，本研究的结论是，并不会因为某一份资产负债表扩大口径，比另外一份多显示了 50 万亿元的自然资源性资产和行政事业单位资产，政府未来的财政收入能力和未来偿债能力就会有提高。

可以再用一个例子来说明这个道理。有学者说人力资源也是一个国家的“资产”，这似乎有一定的道理。如果该学者在中国的国家资产负债表中，突然将中国约 13 亿的人口以每人 10 万元的“估值”（因为他估计每人今后可以创造至少 10 万元的价值）计算出中国有相当于 130 万亿元的人力资本，是否中国突然间就大幅增加了偿债能力、资产负债表变得更健康了呢？显然不是。中国约 13 亿的人口并没有因为该学者将其价值纳入资产负债表而增加，经济增长潜力也没有因此而变化。只是由于人为地选择了更大的“资产”口径，将净资产做大了而已。

从“资产与负债口径应该匹配”的角度，也易于理解为什么“口径”变化导致的净资产变化经常有很大的误导性。假设通过扩大“资产”的口径，放入更多的资产（如将未来有收益的某些资产的现金流折现成现值，将其价值视为“资产”的当前估值），从而提升净资产，与此同时，就应该将许多未来的支出责任的现值算成“负债”，扩大“负债”口径。如果只将“或有资产”纳入，而不将“或有负债”纳入资产负债表，就会人为地高估净资产，