



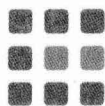
中国社会科学院
经济学部
ACADEMIC DIVISION OF ECONOMICS
CHINESE ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES

中国国家资产负债表2013

——理论、方法与风险评估

李 扬 等著

中国社会科学出版社



中国社会科学院
经济学部
ACADEMIC DIVISION OF ECONOMICS
CHINESE ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES

中国国家资产负债表2013

——理论、方法与风险评估

李 扬 张晓晶 常 欣 等著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国国家资产负债表 2013: 理论、方法与风险评估/李扬, 张晓晶, 常欣等著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 12

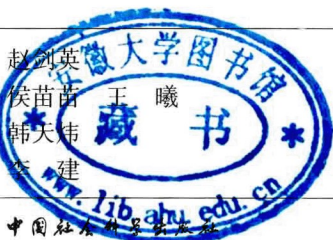
ISBN 978 - 7 - 5161 - 3819 - 9

I. ①中… II. ①李… ②张… ③常… III. ①资金平衡表—中国—2013 IV. ①F231. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 305589 号

出版人
责任编辑
责任校对
责任印制

赵剑英
侯苗苗 王 曦
韩天伟
李 建



出 版
社 址
网 址
发 行 部
门 市 部
经 销

中国社会科学出版社
北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
<http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
010 - 84083635
010 - 84029450
新华书店及其他书店

印刷装订
版 次
印 次

北京君升印刷有限公司
2013 年 12 月第 1 版
2013 年 12 月第 1 次印刷

开 本
印 张
插 页
字 数
定 价

710 × 1000 1/16
22
2
349 千字
68.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

前言

李 扬

一

2012 年，由我、中国银行首席经济学家曹远征博士、德意志银行大中华区首席经济学家马骏博士分别牵头的三支研究队伍，几乎同时展开了对中国国家资产负债状况的研究，并先后发表了长篇分析报告。在中国研究界，多支研究队伍不约而同地对一桩纯属“帝王之术”的枯燥论题展开探讨，实属罕见。那是因为，自 2011 年年底开始，很多国外研究机构和投资银行，借中国地方政府融资平台债务问题浮出水面且经济增长率有所下滑之机，此起彼伏地唱衰中国；少数国际评级机构甚至据以调降了中国的主权级别。中国经济学家自然不能坐视瓦缶长鸣。编制中国的国家资产负债表（特别是政府资产负债表），深入剖析中国各级政府债务的源流、现状、特征及发展前景，评估主权债务风险，我们责无旁贷。

二

资产负债表原本是企业实施科学管理不可或缺的基本工具。基于权责发生制，资产负债表通过一套精心设计的平衡表，在负债方，反映企业某一时点的负债总额及其结构，揭示企业现今与未来需要支付的债务数额、偿债紧迫性和偿债压力大小；在资产方，反映企业资产总额及其

构成，揭示企业在某一时点所拥有的经济资源、分布情况及盈利能力。将负债和资产结合起来，可据以评估企业的绩效，分析其财务的弹性和安全性，考量其偿债能力及经营的稳定性。

上世纪中叶，美国经济学家哥德施密斯开始尝试将资产负债表的独特分析功能引入国家治理（见 Goldsmith and Lipsey, 1963; Goldsmith, 1982），并试编了分部门及综合的国家资产负债表。其后，发达经济体纷纷效法。至今，大部分 OECD 成员国家都公布了不含有实物资产的金融资产资产负债表。

国家资产负债表在国家治理乃至经济分析领域中令人刮目相看，还是在上世纪 90 年代拉美危机之后。与过去的危机不同，拉美危机主要因过度借债引发，因而显现出债务危机的典型特征。如此，资产负债表作为一种能准确刻画一国债务风险、评估其偿债能力的分析框架，理所当然地获得了国际社会的青睐。

资产负债表被作为主流分析工具引入之后，便迅速取得了一系列新成果。其中尤其令人耳目一新者，在于对过去的危机的重新解释，特别是对危机的传导过程以及恢复过程中若干特别现象的解释。在这方面，日本野村综合研究所首席经济学家辜朝明的研究最为著名（辜朝明，2008）。在辜朝明看来，主流经济学对上世纪大萧条和 90 年代以来日本“失去的 20 年”的原因的解释不得要领。他认为，危机的问题不在货币的供给方，而在货币的需求方。经济的衰退，是由于股市以及不动产市场泡沫破灭之后，市场价格的崩溃造成在泡沫期过度扩张的企业资产大幅度缩水，致使其资产负债表失衡，负债规模严重超过其资产规模。因此，企业即便仍然运作，也已陷入了技术性破产的境地。重要的问题在于，在这种情况下，多数企业将自己的经营目标从“利润最大化”转向“负债最小化”，即：企业在减少乃至停止借贷的同时，倾向于将其能够利用的所有现金流都用于偿还债务，即不遗余力地“修复资产负债表”。倘若很多企业都奉行这种“负债最小化”对策，整个社会就会形成一种不事生产和投资、专事还债的“合成谬误”，于是，即便银行愿意提供贷款，也不会有企业前来借款。全社会的信用紧缩局面，就此形成。危机的恢复过程，也因此延缓。

此次“百年不遇”的全球经济危机再次彰显了资产负债分析的魅

力。此次危机，依然归因于发达国家的居民、企业和政府都负债经营或消费，金融机构则对应地进行高杠杆化运作。病因在此，危机的恢复，显然就以“去杠杆化”为必要条件。然而，去杠杆化至少涉及两个问题。其一，去杠杆化需要大量储蓄，需要大量资金投入；而储蓄率不易提高，资金更难寻觅。其二，去杠杆化作为经济恢复的主要路径，将全面引发“修复资产负债表”过程。在这个过程中，各经济主体获得新增资金后，其优先选择不是从事消费、生产和投资等货币当局希望产生的正常的经济活动，而是将之用于充实资本，减少债务，“修复”资产负债表。因此，在相当长的时期内，向经济注入资金，反而会产生消费停滞、投资不振，以及信贷市场萎缩的效果。

绝妙的例证发生在美国。虽然，几年来，由美联储和财政部放出的美元已经达到造成美国乃至全世界流动性泛滥的程度，但美国的信贷市场却仍在萎缩，以至于美联储的量化宽松操作不断加码，其资产负债也前无古人地扩张了三倍。

我们要特别指出的是，这一次，中国也实实在在地感受到了资产负债的冲击。一方面，企业债务、各级政府债务不断攀升，其严重性已经达到可被居心叵测者利用的程度；另一方面，货币和信贷供给巨额扩张，但实体经济仍然感觉“贷款难，贷款贵”。诸如此类的复杂问题，都需要迅速回答。编制中国的国家资产负债表，首先做到“心中有数”，显然是回答一切问题的基础和前提条件。

三

中国社会科学院“中国国家资产负债表研究”课题组成立于2011年，首批成果形成于2012年。当时，我们已经编制完成中国国家主权资产负债表（2000—2010年），主要成果于2013年发表于《经济研究》第6—7期。^① 课题组的研究成果多次被国际货币基金组织（IMF，

^① 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成：《中国主权资产负债表及其风险评估》（上、下），《经济研究》2012年第6—7期。

2013)、中国人民银行研究局、国内外一些知名投资银行引用。此外,关于中国主权资产负债表研究的英文论文,已经被收入国际货币基金组织出版的专著中^①。2012年9月,课题组召开了“中国国家资产负债表分析国际研讨会”,来自中国人民银行、国家统计局、世界银行、国际货币基金组织的专家及相关领域的60余位知名学者与会。专家们自然不吝溢美之词,但也尖锐地提出了进一步完善和推展的建议。这些建议,指导了本书的写作。

本书在2012年研究成果的基础上,全面更新了数据,并增加了中国国家资产负债表的编制与分析。

本书的重要发现可概括如下:

1. 2011年,中国的国家净资产(非金融资产加上净额对外资产)超过300万亿元。

2007—2011年,中国国家资产负债表急剧扩张:国家总资产从284.7万亿元增加到546.5万亿元;总负债从118.9万亿元增加到242万亿元;而净资产则从165.8万亿元增加到304.5万亿元。这三个指标在5年内均几近翻番,且增长速度均快于同期名义GDP的增幅。

国家整体的资产负债率,即总负债与总资产之比,总体呈上升趋势,特别是在受到金融危机影响较大的2009—2010年两年间,上升幅度较大;此后,在2011年虽有轻微回落,但仍旧远高于2007年的水平。这一结构变化表明,在国家资产形成中,对债务融资的依赖有所上升,进而造成债务风险相应提高。

2. 国家净资产增加额持续小于当年GDP,表明并不是全部的GDP都形成了真正的财富积累。换言之,在我们产出的GDP中,有一个相当大的部分是无效的。这是因为,GDP指标存在某些先天性缺陷:一些无效投资(对应的是产能过剩)甚至破坏资源环境的活动都被计入GDP了,从而在财富形成中须将这些部分剔除。以2010年为例,净资产增加额与GDP的差距高达7.5万亿元,占当年GDP的18.7%。虽然不能断言这7.5万亿元都被浪费或损失了,但至少表明这一年GDP的

^① Li Yang, Zhang Xiaojing, 2013, "China's Sovereign Balance Sheet and Implications for Financial Stability", in *China's Road to Greater Financial Stability: Some Policy Perspectives*, edited by Udaibir S. Das, Jonathan Fiechter, and Tao Sun, The IMF Press.

质量大有问题。

3. 近年来，总资产中存货占比急增，表明产能过剩问题非常严重。关于存货及其变化，向来可有两种解释：这既可能反映了企业对经济复苏的预期（更多地表现为主动补充库存，可理解为一种积极型存货增加），也可能同中国当下普遍存在的严重产能过剩有关（更多地表现为被动累积库存，可理解为一种消极型存货增加）。我们倾向于认为，后一方面原因，即产能过剩，可能是存货占比急增的主要因素。这值得高度警惕。

4. 主权部门（或广义政府部门，包括中央政府、地方政府、国有非金融企业、行政事业单位、中央银行，以及国有金融企业）的资产大于负债，净资产额为正。这表明，在相当长的时期内，中国发生主权债务危机的可能性很低。

2000—2011 年，中国主权资产和主权负债都呈扩张态势。在主权资产方，非金融企业国有资产以及储备资产的增长最为迅速。在主权负债方，政府债务（中央及地方）、国有企业债务以及处置不良资产形成的或有负债的增长非常迅速。

由于 12 年来我国主权资产的增幅均高于主权负债，我国主权资产净值的规模一直处于不断增长之中。从 2011 年的情况看，按宽口径匡算，中国主权资产净值为 87 万亿元。但考虑到行政事业单位国有资产流动性很差（因为要履行政府职能），以及国土资源性资产的使用权的流动性亦差，且也不可能一次性全部转让（事实上，最近每年的土地出让金只有两三万亿元），因此，窄口径的主权资产净值为 21.6 万亿元。

5. 2012 年，中央政府与地方政府加总的债务接近 28 万亿元，占当年 GDP 的 53%。如果将非金融企业、居民部门、金融部门以及政府部门的债务加总，那么全社会的债务规模达到 111.6 万亿元，占当年 GDP 的 215%。这意味着全社会的杠杆率已经很高。为了给经济发展创造一个长期稳定的环境，去杠杆化在所难免。

分部门看，截至 2012 年年末，企业部门杠杆率（企业债务占 GDP 比重）已达 113%，超过 OECD 国家 90% 的阈值，值得高度警惕。这些指标，在所有统计国家中高居榜首。这构成了中国债务结构的突出特

点。这种状况与中国的经济发展方式和金融体系以间接融资为主的特点密切相关。

住户部门未偿的贷款余额 16.1 万亿元（其中，消费性贷款 10.4 万亿元，经营性贷款 5.7 万亿元），占 GDP 的 31%。

非金融企业部门债务余额 72.12 万亿元，占 GDP 的 139%。考虑到非金融企业部门债务在相当程度上包括地方政府融资平台这一有政府背景的实体债务，为防止交叉重复，需要剔除地方政府融资平台债务规模，由此得到的非金融企业部门债务余额 58.67 万亿元，占 GDP 的 113%。

将中央政府债务和地方政府债务加总，得到 2012 年年末政府债务总额 27.7 万亿元，占 GDP 的 53%。

仅以金融部门发行的债券余额作为其债务，2012 年年末，金融机构债券余额合计 9.13 万亿元，占 GDP 的 18%。

将上述四个部门加总，得到中国经济整体的债务规模为 111.6 万亿元，全社会杠杆率为 215%。

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，属于比较适中的水平，尚处于温和、可控的阶段。不过，鉴于中国的债务水平近年来上升较快，我们应当对此保持警惕；如果将地方债务或者更宽口径的主权债务考虑在内，中国的政府（主权）债务将有较大增长并带动总债务水平较大幅度提高。对此，我们绝不可坐视不管。

6. 进入新世纪以来，中国国家和主权部门资产负债表均呈现出快速扩张之势。其中，在资产方，对外资产、基础设施，以及居民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等主权部门的负债规模以高于私人部门的速度扩张。这凸显了政府主导经济活动的体制特征。

7. 国家资产负债表近期的风险点主要体现在房地产信贷、地方债务，以及银行不良贷款等项目上，而中长期风险则更多地集中在对外资产、企业债务，以及社保欠账等项目上。无论哪一类风险，都与当前的发展方式与经济结构密切相关。因此，应对或化解风险的最佳途径，还

是转变发展方式，调整经济结构，实现健康、高效率、高质量、可持续的增长。

8. 如果继续执行现行养老保险体系，到2023年，全国范围内职工养老保险就会出现资金缺口；到2029年，累积结余将消耗殆尽；到2050年，职工养老金累计缺口占当年GDP的比例将达到91%。另外，到2050年，中国全社会总养老金支出（包括职工和居民养老保险）占GDP的比例将达到11.85%，这一水平与当前欧洲一些高福利国家的水平大致相当。

我们还在多种情境下分析了某些政策措施和养老金制度设计对养老保险财务的可持续的影响。发现，提高退休年龄和提高领取居民基础养老金年龄，可以起到很强的作用，能够大幅降低养老金缺口程度。同时，提高养老保险的投资收益率对降低养老金缺口也有一定的帮助，但作用相对较小。而维持高的养老保险替代率将明显提高养老保险潜在债务水平。我们更偏向于提高退休年龄和提高领取居民基础养老金年龄的对策，同时，我们主张提高投资收益率，并保持高的养老保险替代率。

当然，通过国有资产的股息积累或者出售国有资产的方式，以及通过提高税收、发行债券并对养老保险进行财政补贴来为养老保险融资，也是解决或缓解养老金缺口问题的可行选择。

四

中共十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出了“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”的战略任务。在国家最高层面上推动国家资产负债表的研究和编制工作，在当今世界实属罕见。这充分显示了中国政府努力“推进国家治理体系和治理能力现代化”的决心和智慧。

作为国家设立的最高社会科学研究机构的学者，我们将响应三中全会的号召，继续用我们的努力，做好国家资产负债表的研究和编制工作，为完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化，贡献绵薄之力。

目 录

第一编 总报告

1	导 言	3
1.1	研究背景	3
1.2	全书结构	6
1.3	几点说明	7
2	中国国家资产负债表：编制与分析	9
2.1	基本框架	9
2.2	国家资产负债表的编制	11
2.3	国家资产负债表分析	14
3	中国主权资产负债表编制与分析	23
3.1	数据来源与估算方法	23
3.2	主权资产分析	29
3.3	主权负债分析	32
3.4	主权资产负债表	36
4	总债务水平与全社会杠杆率研究	39
4.1	债务与杠杆率分析框架	39
4.2	中国各部门债务估算	42
4.3	债务水平的国际比较研究	45

5	中国特色的资产负债表扩张	50
5.1	结构变迁中的资产形成	50
5.2	赶超体制下的负债形成	57
6	资产负债表风险评估	66
6.1	资产负债表风险评估的一般框架	66
6.2	国家资产负债表错配与或有负债风险	68
6.3	部门间债务清理与风险转移	78
6.4	主权债务的动态与可持续性	80
7	基本结论与政策建议	86
7.1	基本结论	86
7.2	政策建议	87

第二编 部门分析

8	居民资产负债表	93
8.1	导论	93
8.2	中国居民资产负债表编制与分析	94
8.3	居民资产负债表研究结论	100
9	非金融企业资产负债表	101
9.1	非金融企业资产负债表编制	101
9.2	非金融企业资产负债表分析	105
10	金融部门资产负债表	113
10.1	中国现行的金融部门资产负债表统计体系简介	113
10.2	金融部门资产负债表的编制	117
10.3	本章附录：测算口径问题	129

11 中央银行资产负债表	131
11.1 资产项目及其结构变化	132
11.2 负债项目及其结构变化	138
11.3 央行资产负债表变动与货币政策：以外汇占款的 冲销为例	144
12 中央政府资产负债表	151
12.1 关于中国政府资产负债表的文献回顾	151
12.2 中央政府资产负债表的编制	153
12.3 中央政府资产负债表分析	156
13 地方政府资产负债表	160
13.1 地方政府资产估算	160
13.2 地方政府负债估算	162
13.3 地方政府资产负债表编制结果	167
13.4 地方政府债务风险分析	170
13.5 地方政府债务风险的形成与防范	174
14 对外部门资产负债表	187
14.1 中国国际投资头寸主要特征及国际比较	188
14.2 对外资产负债表方法的风险揭示	198
14.3 国际投资头寸的影响因素分析	201

第三编 相关专题

15 养老金缺口和隐性债务预测研究	213
15.1 导言	213
15.2 中国养老保险体系的基本框架和资金缺口计算 方法	214

15.3	中国 2010—2050 年的人口规模和结构预测	217
15.4	职工和居民养老保险人口的估算	227
15.5	养老保险收支缺口和隐性债务的预测	235
15.6	进一步的养老金收支情景分析和政策模拟	246
15.7	总结	256
16	居民住房资产价值研究	259
16.1	居民住房价值估算	259
16.2	住房价值与收入比——国际比较	262
17	中美国民财富比较与中国国土资源价值的估算	265
17.1	财富与收入的相互依存	265
17.2	中美国民财富比较	266
17.3	中国自然资本估算：以国土资源为例	270
18	资产负债表国际比较研究	273
18.1	导言	273
18.2	美国经验	273
18.3	日本经验	282
18.4	德国经验	286
18.5	英国经验	289
18.6	加拿大经验	294
18.7	各国资产负债表的共性特征	297
19	资产负债表方法与金融危机：一个研究应用	299
19.1	国家资产负债表及其分析方法：国际视角	300
19.2	资产负债表的风险传导：以本次金融危机为例	307
19.3	国家资产负债表与宏观经济政策及其启示	312
	参考文献	317

图 目 录

图 2-1	国家总资产规模 (2007—2011 年)	15
图 2-2	国家总负债规模 (2007—2011 年)	15
图 2-3	国家净资产规模 (2007—2011 年)	16
图 2-4	GDP 与净资产增加额的变动	17
图 2-5	国家资产负债率的变动 (2007—2011 年)	18
图 2-6	国家金融资产规模 (2007—2011 年)	18
图 2-7	国家非金融资产规模 (2007—2011 年)	19
图 2-8	工业化国家金融相关比的变动 (1850—1978 年)	20
图 3-1	中国主权资产的规模与构成	32
图 3-2	中国主权负债的规模与构成	35
图 3-3	中国主权资产/负债及政府净值	36
图 4-1	中国贷款/GDP 和债券/GDP	40
图 4-2	中国各部门债务占 GDP 比重	41
图 5-1	中国货物贸易进出口及顺差与 GDP 之比	52
图 5-2	2010 年新兴市场国家外汇储备与总资产之比	53
图 5-3	基础设施投资规模与占比的变动	55
图 5-4	按隶属关系分城镇固定资产投资的变化	61
图 5-5	2010 年年底全国地方政府性债务资金投向情况	63
图 6-1	部门间风险传导机制	67
图 6-2	非金融企业债务占总债务比重的国际比较	69
图 6-3	企业养老保险转轨成本	75
图 8-1	居民金融资产分项构成	98
图 8-2	居民资产负债率国际比较	99
图 8-3	居民金融资产负债率国际比较	99

· 2 · 目 录

图 9-1	非金融企业总资产、总负债和净资产与 GDP 比例	108
图 9-2	2000 年和 2012 年非金融企业总资产各项组成占比	109
图 9-3	非金融企业总资产主要组成占比的变化趋势	109
图 9-4	2000 年和 2012 年非金融企业负债各项组成占比	110
图 9-5	资产负债率变化趋势	111
图 9-6	流动比率变化趋势	111
图 10-1	金融机构资产和存贷款占 GDP 的比重	120
图 11-1	1985—2011 年间央行资产规模与国内生产总值之比	133
图 12-1	2007—2011 年中央政府资产负债	157
图 12-2	2011 年中央政府总资产分布结构	157
图 12-3	2011 年中央政府总负债分布结构	158
图 13-1	地方政府总资产的规模与构成 (2007—2011 年)	169
图 13-2	地方政府总负债的规模与构成 (2007—2011 年)	169
图 13-3	地方政府净资产的规模 (2007—2011 年)	170
图 13-4	2010 年年底全国地方政府性债务余额层级分布情况	171
图 13-5	2010 年年底全国地方政府性债务余额地区分布情况	172
图 13-6	按隶属关系分城镇固定资产投资的变化情况	177
图 13-7	2010 年年底全国地方政府性债务资金投向情况	178
图 13-8	分税制以来中央和地方财政自给率的变动情况	182
图 13-9	2010 年年底全国地方政府性债务资金来源情况	183
图 13-10	银行业金融机构总资产分布的变动情况	184
图 13-11	近年来主要商业银行利息收入在营业收入中的 占比情况	186
图 14-1	2012 年中国对外总资产组成	190
图 14-2	2012 年中国储备资产组成	190
图 14-3	中国对外总资产各项组成及其占总资产比例的 变化趋势	191
图 14-4	中国对外总负债各项组成及其占总负债比例的 变化趋势	192
图 14-5	中国对外总资产、总负债及净资产的变化趋势	193
图 14-6	美国、中国、日本、德国四国对外总资产、总负债和	

净资产占 GDP 之比	195
图 14-7 美国、中国、日本、德国四国对外总资产各项 组成占比	196
图 14-8 美国、中国、日本、德国四国对外总负债各项 组成占比	197
图 14-9 发达国家和新兴市场国家对外总资产及总负债	203
图 14-10 发达国家和新兴市场国家对外总资产及负债占 世界总资产和总负债比重	203
图 14-11 发达国家和新兴市场国家对外总资产及总负债占 GDP 比重	204
图 14-12 发达国家和新兴市场国家对外总资产及总负债占 GDP 比重 (除美国、日本、德国、中国四国)	204
图 14-13 2010 年 25 个发达国家和地区对外净资产	204
图 14-14 2010 年 21 个新兴市场国家和地区对外净资产	205
图 14-15 美国、中国、日本、德国四国经常项目差额占 GDP 比重	205
图 15-1 预期平均寿命增长趋势	221
图 15-2 分性别和年龄农村居民向城镇迁移概率	223
图 15-3 未来人口总规模和城市化率	224
图 15-4 全国人口抚养比的变化趋势	225
图 15-5 城镇人口抚养比的变化趋势	226
图 15-6 农村人口抚养比的变化趋势	227
图 15-7 退休老人预测	228
图 15-8 退休中人预测	230
图 15-9 退休新人预测	231
图 15-10 机关事业单位退休养老金人口	231
图 15-11 城镇职工养老金缴费人口规模预测	233
图 15-12 城乡居民养老保险金领取人口	234
图 15-13 城镇企业职工养老金收支预测	237
图 15-14 机关事业单位职工养老金收支预测	238
图 15-15 城镇职工养老金总体收支预测	239