



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

中国国家资产负债表2018



李 扬 张晓晶 常 欣 等著

中国社会科学出版社



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

中国国家资产负债表2018



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. 2018 / 李扬等著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 11

ISBN 978 - 7 - 5203 - 3651 - 2

I. ①中… II. ①李… III. ①资金平衡表—中国—
2018 IV. ①F231.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 265929 号

出版人 赵剑英
责任编辑 王 茵 王 衡
责任校对 冯英爽
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 环球东方(北京)印务有限公司
版 次 2018 年 11 月第 1 版
印 次 2018 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 23.5
字 数 373 千字
定 价 95.00 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营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

应当关注“债务密集度”上升问题

(代序)

李 扬

我们对国家资产负债表的研究，始自 2011 年。自那以来，我们以《中国国家资产负债表》为总题目，连续出版了三部专著。现在读者诸君拿在手中的，就是这个系列成果的第三部。自 2017 年以来，回应社会各界希望更及时、更新统、更高频率得到国家资产负债的资料及相关研究成果的需求，我们又以国家金融与发展实验室《国衡论坛》之名，按季度发布国家资产负债表（主要是杠杆率）的分析报告，并可以在国家金融与发展实验室的网站上免费获得。

我们很高兴地看到，当初被我们戏称为“帝王之术”的这项枯燥的基础性研究工作，如今产生了越来越大的政策影响，且为越来越多的现实问题和理论问题的研究提供了坚实的数据基础和分析框架。很多研究人员在这项研究的基础上，向相关领域扩大，并且衍生出一批新的成果。在这篇序言中，我拟同大家讨论的“债务密集度”上升问题，便是这样的衍生成果之一。

全球债务规模和杠杆率仍在上升

如所周知，从 2007 年开始的国际金融危机是一场债务危机。既然是债务危机，减少债务和降低杠杆率是走出危机的必要条件。然而，IMF、NIFD 数据显示，截至 2018 年 4 月，全球债务水平高达 320 万亿美元，远远超过 2017 年年底的 237 万亿美元，同比增长了 83 万亿美

· 2 · 应当关注“债务密集度”上升问题(代序)

元。与此一致，全球的杠杆率也从2007年年底的209%，上升至2017年年底的245%，跃增了36%。债务规模膨胀和杠杆率上升的直接后果，破坏了金融与实体经济的稳定关联，降低了货币政策的效力，自不待言，甚至也对去杠杆的合理性，提出了质疑。在一片言之凿凿的“减少债务”和“降杠杆”政策宣示中，债务和杠杆率却稳步上行，的确是对十年来全球宏观经济政策的讽刺。

考量债务和杠杆率不降反增之现象并提出应对之策，可有两种思路。第一种思路，因循传统政策框架，密致地检讨过去减债和去杠杆政策的疏漏，动员更多的政策手段，并加强协同，把债务规模和杠杆率降下来。然而，在信用经济条件下，经济增长与债务增长保持着密切的正向对应关系，只要政策当局对经济稳定 and 经济增长有所顾忌，债务水平下降显然就十分困难。第二种思路是批判性的。鉴于债务和经济增长存在某种均衡关系，是否存在这种可能：某些条件的发展变化，使得这均衡点随时间的推移而在缓缓上升？换言之，高债务和高杠杆，如今或许是一种新常态？这第二种思路，近年来颇为一些处在前沿上的研究者推崇，早在2015年，英国前金融服务管理局（FSA）主席阿代尔·特纳勋爵在其著作《债务和魔鬼》^①中明确提出了这一假说。在他看来，如果这个世界如本·富兰克林1789年所说，“除了死亡和税收以外，没有什么事情是确定无疑的”，那么如今，在这确定无疑的事情清单中，显然应当将债务加上去。

为了更好地刻画债务与实体经济增长的关系，债务密集度概念应运而生。我们把“为了支持某一水平的GDP增长，需要创造的债务增量”定义为债务密集度，那么显然，全球金融危机以来，全球各经济体的债务密集度都在稳步上升（见图1）。这一现象在实体经济领域中的镜像，就是资本产出弹性持续下降，换言之，为了实现某一确定单位的GDP增长，我们现在比过去需要投入更多的资本。

债务密集度上升和资本产出弹性下降，意味着劳动生产率和全要素生产率下降。看来，这已不仅仅是一个金融现象。

^① 阿代尔·特纳：《债务和魔鬼》，中信出版社2016年版。



图1 全球杠杆率仍在上升 (2001—2017年)

资料来源：国家金融与发展实验室。

债务集中度上升的趋势潜在货币金融的发展进程中

从历史上看，人类社会脱离蒙昧时代，货币便出现了。货币的出现对经济发展有两方面的作用。首先是对实体经济的促进作用，其主要体现就是，它解决了储蓄和投资的跨期配置问题。也就是说，若无货币，每一个经济主体的当期储蓄都必须而且也只能转化为其当期投资，并且，这种转化只能“自我消化”，其低效率显而易见。货币的出现，改变了这种状况：生产者当年生产的东西若未完全消费（产生储蓄），他可以将之卖出，从而用货币的形式保有其储蓄，以备后用。

其次，货币的出现已经酝酿着经济的虚拟化。第一，货币一经产生，就有了价值和使用价值的分离，两者就可能不相一致。第二，由于货币供应很可能而且经常是与货币需求不对应的，通货膨胀或通货紧缩就有可能发生。事实上，一部货币史，就是探讨货币供应怎样与对货币的需求相吻合的历史；所谓对货币供求的研究，其核心内容就是努力寻找一种机制，使得货币的需求得以充分展示，使得货币的供应得以伸缩自如，进而，使得货币的供给和对货币的需求，经常吻合。

在货币的基础上，金融发展起来。在这里，金融指的是已经提供到

· 4 · 应当关注“债务密集度”上升问题(代序)

市场上的货币的有条件转移。正因为有了金融，举凡信用、期限和利率问题等，开始出现在经济生活中。

金融出现的革命性意义在于使得储蓄资源可以跨主体（在赤字单位和盈余单位之间调节余缺）、跨空间（储蓄从此单一地区向其他地区转移）转移，从而进一步提高了资源配置的效率。我们常说，市场经济条件下是“物跟钱走”，就是说，资源的配置现在体现为货币的配置，而货币的配置是通过货币的流通和金融交易完成的。在这里，虚拟的货币金融流动引领了实体经济因素的配置过程。

同时我们也看到，金融活动在货币流通的基础上产生之后，经济活动进一步虚拟化了，“金融上层建筑”也显著不断膨胀。这不仅表现在经济资源的实际流转逐渐被掩盖在货币借贷的洪流之下，还表现在货币交易自身开始成为目的，一批以经营货币为业的专门机构和人群应运而生。与此同时，当我们用存款/贷款的方式、用发行债券的方式、用发行股票的方式等，更为有效地展开资源配置的时候，诸如信用风险、市场风险、利率风险等新的风险也产生了。更有甚者，金融产品一经产生，其自身也就成为交易的对象；在其自身供求关系的左右下，金融产品的价格可以飙升、飘落，从而引起货币供求的盈缩，带来社会的剧烈动荡。

回到上文提及的“债务密集度”概念上来。金融发展的结果是经济增长的债务密集度显著提高。

金融发展的下一阶段就是金融衍生品的出现。这里所说的金融衍生品，指的是其价值是名义规定的，衍生于所依据的资产或指数的业务或合约。其中，“所依据的资产”指的是货币、股票、债券等原生金融工具。应当说，金融衍生工具的出现是有巨大积极作用的。通过远期、调期、互换、期货、期权等手段，通过一系列令人眼花缭乱的“结构性”“通道”“平台”操作，我们的经济社会得以大规模地规避和转移风险，得以大大提高了流动性，进而得以大大提高了资源配置效率。

然而，衍生金融工具的产生和发展，在使金融上层建筑进一步膨胀的同时，产生了对经济进一步疏远化的效果。如果说在金融原生品上，金融与实体经济的关系还是若即若离，在金融衍生产品上，这种联系是彻底地被割断了。因为金融衍生品本就不是根据实体经济来定义的，它的全部价值，都存在于其赖以产生的金融原生产品的价格波动之中。发展到这里，金融活动已经变成了一个影子、一种称呼、一种符号、一组数字。更有甚

者，对金融产品价格变化的追求甚至操纵，在衍生品市场上可能成为无可厚非的常规，因为它们本就是因应这些产品的价格波动而生的。

显然，金融衍生品的发展，使得经济增长的金融密集度的提高获得了几乎无限的空间。

这里的讨论无非是想提请研究者们注意这样的事实：从货币到金融，再到金融衍生品，资源配置效率在不断提高，实体经济亦日益发展；然而，经济增长的债务集中度也在不断上升，这个过程不仅使金融与实体经济日渐“疏离”，而且逐步弱化了货币金融政策的效力。

经济金融化的影响

自20世纪下半叶，金融创新大行其道，经济金融化逐渐进入了人们的视野，并潜在地改造着我们的世界。经济金融化正是不断提高债务密集度的主要驱动力。

不妨先从房地产市场说起。全球危机伊始，时任美联储主席伯南克便明确指出：危机的根源，在于金融对于实体经济日益疏远。关于实体经济，他给出了一个颇出人意料的定义——除了金融和投资性房地产之外的其他产业都是实体经济。这是一个非常有启发意义的定义。在这里，伯南克事实上指出了—一个很重要的发展趋势——随着金融创新不断发展，我们的经济正经历着一个不断金融化的过程。

这个过程，在投资性房地产市场上最早表现出来。房地产的流动性是极差的。一旦金融因素介入，即一旦在流动性极差的不动产业之上累加出足够多的创新金融产品，这个非流动的不动产便可能拥有足够的流动性。现实发展就是如此。首先，银行针对住房提供抵押贷款，其期限，美国最长可达50年，中国则是30年。长达30—50年的贷款活动出现在银行的资产负债表中，无疑会导致期限错配，即借短用长问题；倘若住房抵押贷款规模上升到一个显著水平，则会使提供抵押贷款的银行陷入严重的流动性不足风险之中。开辟抵押贷款的交易市场，是解决问题的途径之一。但是，抵押贷款期限过长、规模过大，以至于住房市场有一点风吹草动，市场交易便会停止，流动性风险将立即降临。

金融工程的出现，完美地解决了此处的期限错配问题。我们可以把足够数量和规模的抵押贷款聚合在一起，形成一个贷款池。进而，基于该贷款池中各贷款的现金流，对之进行分拆、重组、打包，形成符合要求的新的现金流，然后，以这些现金流为据，发行新的债券（抵押贷款证券），如此，通过被称作抵押贷款证券化的一系列操作，住房市场的流动性便奇迹般地提高了。

显然，抵押贷款证券化的原理是可以大范围复制和推广的，于是我们就有了各式各样的资产证券化。正是这样一些证券化产品，构成发达经济体影子银行体系的主体，其规模，如今在美国已达其社会信用总量的30%左右。

债务集中度不断提高的事实，还可以从各单个金融领域的发展及其同实体经济的关系的变化中观察到。例如，经济的证券化率（各类证券总市值/GDP）上升，金融相关比率（金融资产总量/GDP）不断提高，证券市场年交易量、信贷余额、年保费收入、外汇日交易量等对GDP的比率稳步上升，贸易相关的资本流动与非贸易相关的资本流动的比率的逆转（20世纪末已达1:45），等等，都是佐证。

毫无疑问，债务集中度不断提高，正逐步改变着人们之间的经济关系，使得债权/债务关系、股权/股利关系、风险/保险关系等金融关系，逐渐在经济社会中占据了主导地位。这种变化的潜在影响，仍待我们进行全面估计。

贫富差距扩大的影响

债务集中度提高，还同贫富差距加剧有关。

说到贫富差距，不能不提及法国年轻学者皮凯蒂（Thomas Piketty），以及他风靡一时的著作《21世纪的资本论》。正像其书名所显示的那样，皮凯蒂继承了马克思的分析思路，从资本和劳动两个基本要素及其相互关系来展开其全部分析。不过，马克思的理论兴趣从而其分析起点在生产领域，他关心的是，在流通和交换过程背后的剩余价值的生产过程，搞清楚资本生产的秘密后，他再将自己的视野扩展至流通、分

配和消费领域。皮凯蒂则不然，他的主要注意力集中于分配领域。他将经济高度抽象为资本和劳动力两大基本要素，并假定两者都被用于生产并分享产出的收益。在他的分析架构中，资本与劳动力的区别在于，资本可买入、卖出、拥有，而且从理论上讲可无限累积，劳动力是个人能力的使用，可获得酬劳，但不能被别人所拥有。皮凯蒂认为，由于资本回报率总是高于经济增长率，所以贫富差距是资本主义固有现象。他由此预测，发达国家贫富差距将会继续扩大。

根据皮凯蒂的研究，在可以观察到的300年左右的数据中，资本主义世界的投资回报平均维持在每年4%—5%，而GDP平均每年增长1%—2%。投资回报率高达5%，意味着每14年财富就能翻番，而2%的经济增长，则意味着财富翻番需要35年。在100年的时间里，资本拥有者的财富翻了7番，是开始的128倍，而同期整体经济规模只比100年前增大8倍。长此以往的结果是：虽然拥有资本和不拥有资本的人都较过去变得更加富有，但贫富差距变得越来越大。

对于这里讨论的问题而言，贫富差距扩大的意义是什么？其意义在于，穷人和富人处置自身收入和财富的方式存在根本性区别；正是这些区别，为债务密集度上升提供了又一基础。一般而言，富人的消费倾向较低，因而他们更倾向于用“理财”方式来处置自己规模庞大且增长迅速的储蓄；相反，穷人的消费倾向较高，他们用“理财”方式处置的储蓄只占一个较小的比重。基于上述分配结构，随着经济的增长，少数富人所拥有的国民收入和国民财富的比重将不断增大，例如，在发达经济体中，约10%的人群拥有70%以上的国民收入和国民财富。然而，这一部分富裕的少数人并不把自己的收入和财富直接投入发展实体经济，而是“用货币生产货币”“用金融生产金融”，正是他们的这种偏好，促成了金融上层建筑日趋膨胀，并因而提高了债务的密集度。

问题的国际方面

全球债务密集度不断提高，更同国际货币体系的演变有密切关系。1971年之前，国际储备货币与黄金挂钩，当时实行的是“双挂钩”

制，即美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩。形象地说，基于这种复杂的“挂钩”关系，1971年之前的国际货币体系存在一个“黄金锚”。

1971年《牙买加协议》以后，美元与黄金脱钩。在那之后的几年里，国际货币体系如无锚之舟，在全球危机的惊涛骇浪中风雨飘摇。最后，还是美国“打开了新世界的大门”，里根政府全面开启了以债务为锚发行美元的机制。这种机制，在其国内，使得公开市场交易，即在公开市场上买卖政府债务，成为货币政策操作的主要手段；对外，则使得美国的贸易逆差，成为各国乃至整个世界经济不断获得新增储备货币的主要途径。换言之，《牙买加协议》之后的国际货币机制的核心是世界经济和全球贸易的正常发展，要以美国不断产生贸易赤字，大多数国家不断产生贸易顺差为条件。

里根政府开创的“新范式”一经发动，便一发不可收。1981年，美国国债余额为9979亿美元。1983年“星球大战”计划实施时，美国国债余额为1.38万亿美元。1989年里根离任，该余额跃增为2.86万亿美元。这样一种通过买卖政府债务而调控货币发行的新范式，为美国政府的宏观调控开创了一种新模式，由于政府可以通过发债融资，支持其财政支出和货币体系运转，其对税收的依赖下降。正是在这个意义上，里根经济学开启的连续减税计划顺利实施并大获成功。

我们看到，以美国政府债务支撑美国国内货币体系和国际货币体系的体制机制，在危机以后似乎进一步加强了。2018年美国政府债务创下了21万亿美元新高，但特朗普政府依然可以同时实施大规模减税，其基本原因就在这里。

金融周期

金融密集度提高影响深远。一个最显著的影响就是经济周期变形了。近年来，大家的注意力都集中在金融周期上。

过去我们所知道的危机，都是生产过剩型危机。整个过程肇始于盲目生产，导致产品过剩，进而引发物价剧烈波动，然后，企业倒闭、失业率上升、市场萧条、银行关门、金融市场狂泻等，接踵而至。这种可

以被称作为“古典型”的危机，通常经过危机—萧条—复苏—繁荣四个阶段。而如今我们看到的危机已经有了显著的变化，主要变化有二：其一，整个危机的进程只留下了“上行”和“下走”两个阶段，且波动剧烈；其二，这个周期和实体经济周期日渐脱离了关系。过去的危机，主要表现为 GDP 的增长出现剧烈波动，如今，即便在危机中，GDP 的增长都相对平稳（见图 2），但是，金融市场却是天翻地覆、骤涨骤跌。



图 2 全球经济增长 (1980—2017 年)

资料来源：国家金融与发展实验室。

从 20 世纪 70 年代开始，随着金融创新的全面开展，经济不断“金融化”或“类金融化”，经济运行显著受到金融的“繁荣—萧条”周期的影响，经典的经济周期产生了大变形。主要表现在金融周期逐渐趋于主导，巨量的债务和货币源源不断地注入并滞留于经济体系。这不仅加大了金融体系对实体经济的偏离程度，而且使得金融方面的扭曲往往先于实体经济的扭曲发生，导致传统的经济危机机制发生了明显改变：在过量的货币和信用在实体经济中转化为全面通货膨胀之前，由资产价格高位崩溃带来的金融危机就已经爆发。

这一变化，对传统的中央银行宏观调控机制及其理论提出了挑战。教科书告诉我们的货币政策传导机制，主要有两条线索，一条是影响物

价，另一条是改变利率水平。物价变化，引起生产扩张或收缩；利率变动，提高或降低生产成本，这样一些变化，进一步引导了企业和居民的行为变化，进而引起经济增长的变化。如今则不同，在货币政策的两条传统渠道尚未来得及起作用时，资产的价格就改变了，这一变化，直接改变了市场主体的资产负债表，从而引发市场主体经济行为的调整。这不免让人想起《桃花扇》中的那句名吟：“眼看他起高楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了。”

这个变化的影响，全面而深刻。它告诉我们，要驱动同样水平的经济增长，如今需要提供越来越多的债务增量。债务的累积造成资产价格泡沫膨胀，形成金融周期。也就是说，在现代金融体系下，危机的发生可直接经由资产价格路径而非传统的一般物价和利率路径。这同时也回答了最近几十年一直困扰货币经济学界的一个问题——货币政策要不要管资产价格？过去的回答是“不”，现在的回答显然是“要”了。如此，诸如房地产市场、资本市场，大宗产品市场等，都要进入货币政策的眼界。这意味着，如果债务密集度不断提高的趋势得到确认，我们中央银行的宏观调控理论就须改写。

面向未来

以上，我们从多个角度，阐述了债务密集度上升的必然性和主要渠道，并初步讨论了其可能产生的影响。如果认可这样的趋势，并接受我们的解释，有一个“终极之问”便会提出：这个过程将把我们引向何方？

在2017年一个讨论金融科技、数字货币的会议上，主持人曾问过我类似的问题，当时我的回答是，按照这样的发展趋势，货币的消灭就有了现实的途径。在这里，我愿意用同样的回答来回应上述终极之问。我认为，经济金融化的进程，在提高债务密集度的同时，逐渐将一切都数字化。正是数字化，使得人人金融、物物金融有了现实的可能。正是这人人金融、物物金融的发展，为我们展开了货币消亡的现实途径。这让我忆起恩格斯的一句著名的论断：“凡在历史上产生的，必在历史中灭亡。”我们要做的，就是具体探讨其消亡的条件、路径和过程。

目 录

第一编 总报告

1	SNA 体系下中国国家资产负债表的编制	3
1.1	SNA 体系的发展与主要特征	3
1.2	中国国家资产负债表的编制	20
1.3	中国国家资产负债表的基本结果	42
2	2000—2016 年中国国家资产负债表的主要发现	44
2.1	国家资产负债表编制的最新进展	44
2.2	本次编制的创新与重要突破	46
2.3	来自国家资产负债表的主要发现	49
3	与皮凯蒂估算的对比	85
3.1	居民部门	85
3.2	非金融企业部门和金融部门	92
3.3	政府部门	96
3.4	小结	100

第二编 部门分析

4	居民部门资产负债表	104
4.1	编制方法	104

· 2 · 目 录

4.2	居民资产的结构变化	110
4.3	居民债务杠杆动态	114
4.4	居民住房贷款动态及相关风险	120
4.5	居民债务的流动性风险	124
4.6	互联网金融与小额贷款：近年居民部门债务的 新形式	126
4.7	结语与政策启示	128
5	非金融企业部门资产负债表	131
5.1	估算框架	131
5.2	数据概览	133
5.3	估算过程及结果	143
5.4	非金融企业部门资产负债分析	146
5.5	总结	149
6	政府部门资产负债表	155
6.1	政府部门资产负债表的编制及分析	155
6.2	关于政府债务端风险的进一步分析	170
6.3	未来政府债务端走向的若干影响因素分析	179
7	金融机构部门资产负债表	198
7.1	编制的基础	199
7.2	编制的说明	202
7.3	资产负债表分析	214
8	对外部门资产负债表	226
8.1	中国对外部门资产负债表	227
8.2	中国国际收支平衡表与跨境资本流动	237
8.3	对外投资收益和潜在风险分析	242

第三编 专题分析

9	机关事业单位养老保险隐性债务	255
9.1	2015 年改革以来养老保险的进展	255
9.2	机关事业单位养老保险的收支缺口和隐性债务分析	258
9.3	养老保险收支缺口、隐性债务与资产负债表的关系	274
10	中国的债务风险及其化解	276
10.1	引言	276
10.2	中国的“债务不可能三角”	277
10.3	金融体系的复杂性	281
10.4	“金融不稳定假说”与潜在金融风险	285
10.5	维护金融稳定的政策建议	304
10.6	防范金融风险：一个全球性课题	314
10.7	结论	315
附录一	各国非金融资产的统计范围	318
附录二	中国国土资源价值估算	322
附录三	中国国家资产负债表（2000—2006 年）	325
参考文献	343
后记	352

图 目 录

图 2-1	居民部门资产净值/GDP	54
图 2-2	政府部门资产净值/GDP	54
图 2-3	政府部门资产净值占全部国民财富的比例	55
图 2-4	社会净财富/GDP	56
图 2-5	居民部门总资产/GDP	57
图 2-6	金融部门总资产/GDP	58
图 2-7	政府部门总资产/GDP	58
图 2-8	非金融企业部门总资产/GDP	59
图 2-9	金融资产、非金融资产和 GDP 的年增速	64
图 2-10	各国金融行业增加值/GDP	66
图 2-11	各国金融资产/GDP	67
图 2-12	直接融资和间接融资的定义	70
图 2-13	2018 年第 2 季度末地方政府债券到期日期限结构	77
图 3-1	居民持有全部非金融资产的价值	87
图 3-2	居民持有住房资产的价值	88
图 3-3	居民持有全部金融资产的价值	90
图 3-4	居民部门负债的价值	91
图 3-5	居民部门的资产净值	91
图 3-6	非金融企业部门持有各类资产的价值	93
图 3-7	非金融企业部门负债（不包括股票及股权）的价值	93
图 3-8	非金融企业部门股票及股权的价值	94
图 3-9	金融机构部门持有金融资产的价值	94
图 3-10	金融机构部门负债（不包括股票及股权）的价值	95