

## 中国主权资产负债表及其风险评估(下)\*

李 扬 张晓晶 常 欣 汤铎铎 李 成

**内容提要:**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。对主权资产负债表的风险评估表明:(1)总体上,中国主权净值为正,因而,在相当一段时间内,发生主权债务危机的概率极低;(2)近期的风险点主要体现在房地产信贷与地方债务上,而中国的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。这些风险大都是或有负债风险,且与过去的发展方式密切相关;(3)主权债务动态的模拟进一步揭示出维持经济增长率与利率之差对于化解债务风险的重要性。因此,转变经济发展方式,保持经济持续增长,是应对主权债务风险的根本途径。

**关键词:**资产负债表扩张 或有负债风险 转变发展方式 持续增长

### 四、“中国特色”的资产负债表扩张

本文上篇的讨论对象是中国的主权资产负债表,其主体是政府;下篇讨论的对象扩展至中国的国民资产负债表,其主体除了政府,还包括了企业、金融机构和居民。这么处理的理由是,只有从整个国民资产负债表的角度,才能较为全面地概括出“中国特色”;并且更重要的是,国民资产负债表尽管涉及多个部门(包括私人部门),但这些部门的资产负债表扩张,都很大程度上与政府或主权相关,从而体现出政府主导经济的鲜明特点。因此,在后文评估主权债务风险的时候,其实也涉及到私人部门(如房地产)的风险转移,这和上篇中通过探讨全社会杠杆率来把握主权债务可能的最大范围一样,都是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。

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。

#### (一)结构变迁中的资产形成

##### 1. 出口导向型工业化与对外资产的积累

中国工业化的迅速推进,在形成大量工业固定资产的同时,还在出口导向引领下形成巨额贸易顺差,并由此带来大量的对外资产积累。这构成中国资产积累特别是主权资产积累中至为突出的一个特点。

中国的工业化经过了漫长的历程。上个世纪90年代特别是新世纪以来,工业化进程加速,制

\* 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成,中国社会科学院,邮政编码:100732,电子信箱:zhang\_xj@cass.org.cn。本文系李扬主持的国家社科基金重大委托元项目“中国发展道路”研究的成果之一,项目批准号为10@ZH013。孙涛、程锦锥、张磊、陈昌兵、王佳、殷剑峰、曾刚、陈炼等对本文的撰写亦有贡献。作者张晓晶、常欣、汤铎铎与李成均为《中国社科资讯》特聘专家。

制造业部门扩张明显。这可以在联合国工业发展组织(UNIDO)提供的数据中得到印证。从制造业增加值增长率看,2000—2005年,中国制造业增加值年均实际增长率达到11.11%;同期,整个亚洲地区为8.85%,整个发展中国家仅为6.7%。2005—2009年,中国制造业增加值年均实际增长率进一步提升至12.25%,较亚洲和发展中国家分别高出2.92和4.89个百分点。再从制造业增加值占GDP的比重看,2000年,中国制造业增加值占GDP比重为32.12%,分别比亚洲国家和发展中国家的该比重高出9.52和12.32个百分点。2005年,中国的这一比重提高到34.11%,分别高出亚洲国家和发展中国家9.68和13.16个百分点。2009年,中国制造业增加值占GDP的比重进一步提高到35.7%,与上述两个参照系的差距达到9.66和14.05个百分点。

中国制造业的崛起与实施对外开放战略密不可分。在经济全球化大背景下,中国积极加入全球分工,并凭借自身独特的要素禀赋和相应的比较优势,吸引全球制造业链条中劳动密集型的加工装配环节不断移入,很快就确定了以加工为重点的全球制造业重要基地的地位。<sup>①</sup> 改革开放初期,中国制造业在全球制造业增加值中所占比例尚不足4%。上世纪90年代中后期开始,特别是加入WTO后,中国制造业在全球的地位迅速提升。根据世界银行发展指数(WDI),中国制造业增加值全球占比从2001年的7.6%持续攀升至2009年的18.1%,成为仅次于美国的全球第二大工业制造国(2009年美国制造业增加值占全球的比重为18.8%)。2010年中国制造业增加值占全球的比重虽有所回落,仍达到17.6%,与美国的全球占比差距也有所缩小(2010年美国制造业增加值占全球的比重为18.2%),成为名副其实的制造业大国。中国制造业在全球地位的提升,带动了货物贸易顺差大幅度增加。2001—2007年,货物贸易顺差占GDP的比重从2.6%大幅上升至9%(见图1)。2008年之后,在全球金融危机的冲击下,各国对外部门普遍萎缩,中国的货物贸易顺差占GDP之比才逐渐回落。

贸易顺差的持续增加,导致中国对外资产迅猛积累,这主要表现为国际投资头寸表中由官方持有的储备资产特别是外汇储备资产迅速增加。2006年以来,中国一直是全球官方外汇储备增长最快的国家,并且成为全世界第一个官方外汇储备超过3万亿美元的国家。如果再加上货币黄金、特别提款权和在基金组织中的储备头寸,中国官方储备资产的总规模在2011年底达到33020亿美元。由于外汇储备占中国对外总资产的七成左右(见表1),外汇储备的快速增长,自然导致中国对外总资产迅速扩张。从国际比较的视角看,中国外汇储备与总资产之比在新兴市场国家中高居第二位,仅次于印度(见图2)。由于新兴市场国家外汇储备占总资产的比重显著高于发达国家,因此,这也意味着中国的这一比重在全球比较中处于相对突出的位置。

在中国现行的外汇管理体制下,新增的外汇资产主要进入了央行的资产负债表,并导致后者外汇占款大量增加。这一动态,可以在央行资产负债表的资产构成上清晰地看出来。与世界其他主要央行不同,外汇储备资产构成中国人民银行资产的主体。新世纪以来,外汇储备占款的比重不仅长期位居第一位,且有不断提高之势。2000年,它占央行资产之比还不到60%,2010年便提高到

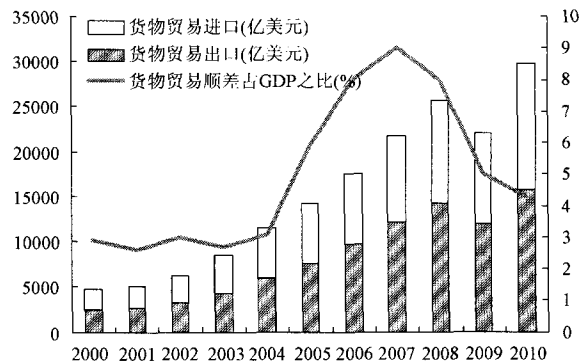


图1 中国货物贸易进出口及顺差与GDP之比

资料来源:国家外汇管理局,国家统计局。

<sup>①</sup> 加工贸易占出口比重长期维持在50%以上,但随着2008年国际金融危机的爆发,加工贸易比重开始低于50%,与此同时一般贸易出口比重有所上升。

80% (见表2)。就外汇储备资产占央行总资产的比重进行比较,2010年,中国人民银行分别达到美、英、日和欧央行的1.3、8.1、2和1.2倍。外汇储备资产的快速膨胀,带动了中国央行的资产规模迅速扩张,并于2006年使中国人民银行成为世界上最大的中央银行。<sup>①</sup>截至2010年底,中国央行的资产总额高达3.9万亿美元,占当年GDP的67%。从资产规模看,中国央行分别是美联储和欧洲央行的1.6倍和1.5倍;从资产占GDP比重看,中国央行则分别达到美联储和欧洲央行的4倍和3倍(孙涛,2011)。

表1 中国储备资产与对外总资产的变动情况

	储备资产 (亿美元)	对外总资产 (亿美元)	储备资产 占比(%)
2004	6186	9291	66.6
2005	8257	12233	67.5
2006	10808	16905	63.9
2007	15473	24162	64
2008	19662	29567	66.5
2009	24513	34571	70.9
2010	29142	41260	70.6

资料来源:根据历年国际投资头寸表整理得到。

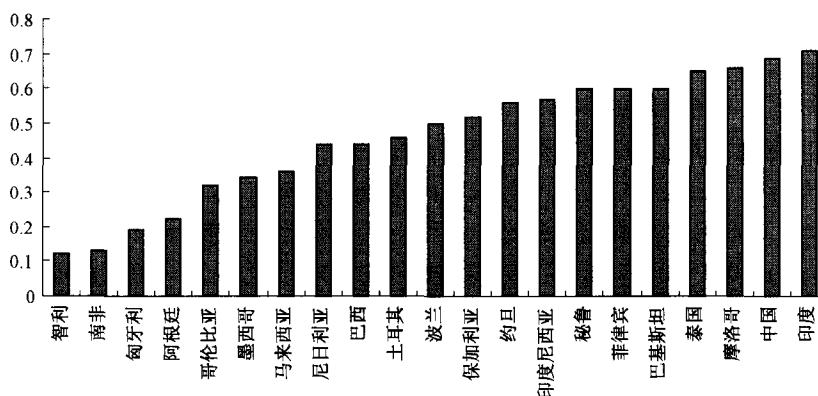


图2 2010年新兴市场国家外汇储备与总资产之比

资料来源:Lane和Milesi-Ferretti数据库(2010)。

表2 近年来中国央行资产负债表的资产项目结构(单位:%)

时间	国外资产	外汇	货币黄金	其他国外资产	对政府债权	对其他存款性公司债权	对其他金融性公司债权	对非金融性部门债权	其他资产
2000	61.09	59.94	0.33	0.83	2.79	12.24	12.76	0.06	11.05
2001	66.71	65.61	0.26	0.84	2.22	5.07	17.07	0.05	8.88
2002	73.8	68.09	0.2	5.51	9.65	4.65	7.67	0.04	4.2
2003	78.49	72.25	0.16	6.08	7.82	4.07	5.72	0.02	3.88
2004	81.45	76.98	0.29	4.18	6.88	3.15	5.07	0.02	3.43
2005	81.67	77.26	0.29	4.12	6.8	3.1	5.01	0.02	3.4
2006	81.79	77.41	0.29	4.09	6.74	3.1	4.97	0.02	3.38
2007	81.38	77.22	0.28	3.87	6.62	3.65	4.88	0.02	3.46
2008	81.64	77.55	0.28	3.81	6.51	3.63	4.8	0.02	3.41
2009	81.59	77.57	0.28	3.74	6.47	3.66	4.77	0.02	3.49
2010	83.09	79.75	0.26	3.08	5.95	3.66	4.37	0.01	2.93

资料来源:根据各年货币当局资产负债表整理得到。

## 2. 基础设施资产积累

新世纪以来,中国城镇化推进加速。2000—2011年,城镇人口占总人口比重从36.22%提高到

<sup>①</sup> 中国人民银行分别于2004年6月、2005年9月和2006年1月先后超过美、欧和日央行,成为资产规模最大的中央银行。

51.3%，年均提高1.37个百分点，比1990—1999年的年均增长速度提高0.44个百分点。城镇化进程的加速，致使基础设施和房地产资产的规模迅速扩大。

首先看基础设施规模的扩张。随着城镇化的推进，中国在电力、交通运输、通讯以及市政公用事业（给排水、管道燃气、供热）等基础设施领域进行了大规模投资。据估算<sup>①</sup>（见图3），2001年，中国城镇基础设施投资为10391.77亿元，2010年便大幅增加到60705.4亿元，增长4.84倍。经过固定资产投资价格指数平减，实际增长仍达3.57倍，年均增长18.4%。特别是2009年以来，在国家巨额投资刺激计划的推动下，基础设施行业的投资规模出现了迅猛增长。铁路部门投资规模的扩张尤其明显，2009年增长63.5%，为近年来的高点。整个“十一五”期间，铁路基本建设投资完成1.98万亿元，是“十五”时期的6.3倍。

本世纪以来，中国基础设施投资占全社会固定资产投资的比重，始终保持在20%以上。基础设施投资占GDP的比重总体上呈上升之势（见图3），2009年和2010年，曾达到15%以上高位。这一比例远远超过世界银行1994年世界发展报告《为发展提供基础设施》中给出的经济性基础设施投资占GDP的比重不少于5%的政策建议。

长期且高强度的投资，使得中国基础设施水平迅速提升。新世纪以来，中国电力生产和消费量增长了1.7倍，高速公路里程增长了3.5倍，电话和互联网普及率分别提高了67和30个百分点，用水和燃气普及率分别提高了33和47个百分点，集中供热面积增长了3倍。至2010年底，中国的电网规模高居世界第一，发电装机规模连续15年居世界第二，高速公路里程、铁路营业里程以及其中的电气化铁路运营里程均居世界第二，高速铁路投入运营里程居世界第一，固定电话和移动电话用户数双双稳居世界首位，互联网上网人数和互联网宽带接入用户数于2008年跃升全球第一后继续稳居全球首位。

就代表基础设施发展水平的主要指标进行国际比较，我们当可对新世纪以来中国基础设施建设的成就有更为深刻直观的印象。由表3可见，在电力消费量、公路密度、港口基础设施质量、国际互联网接入户数和百人拥有电话线路数等主要基础设施领域，中国的指标不仅全面高于中等收入国家，而且大多高于世界平均水平。<sup>②</sup>

### 3. 房地产资产积累

在城市化加速推进和住房货币化改革的背景下，城镇居民的住房资产迅速累积。值得指出的是，这里的房地产资产积累只考虑城镇住宅房地产价值，未考虑农村住房与商业房地产价值。如果

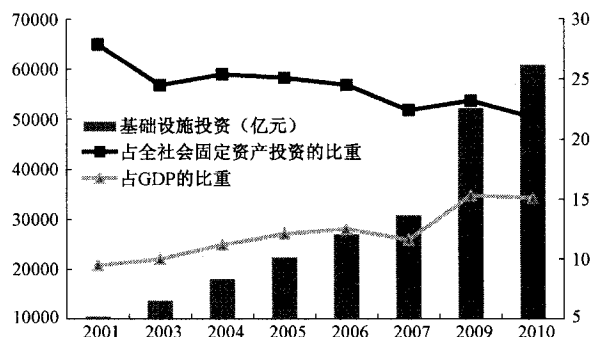


图3 基础设施投资规模与占比的变动

资料来源：根据《中国统计年鉴》相关年份的有关数据整理。

<sup>①</sup> 我们将《中国统计年鉴》中分行业固定资产投资数据中的下述几类作了加总，即：电力、燃气及水的生产和供应业，交通运输和邮政业，电信和其他信息传输服务业，以及公共设施管理业（主要包括市内公共交通，轨道交通，城市道路、排水及污水处理等市政工程，垃圾处理等环境卫生业，园林绿化业等）。

<sup>②</sup> 需要指出的是，在目前的投融资体制下，在基础设施行业中特别是由中央管理的行业中，民营资本进入依然相对困难，仍存在比较严重的国有资本“一股独大”现象，特别是至今仍政企不分的铁路部门，私人资本进入微乎其微（以2010年的情况看，在铁路运输业固定资产投资中，私人控股的部分只有2%）。这就意味着，城镇化提速过程中大量基础设施资产的累积实际上构成国有经营性资产的重要组成部分。由此也就在一定程度上解释了我们之前在编制主权资产负债表过程中发现的非金融企业国有资产快速增长的原因。

表 3 基础设施发展水平的国际比较

	电力消费量 (人均千瓦时,2009)	公路密度 (公里,2008)	港口基础 设施的质量 (分值,2010)	接入国际 互联网的用户 (每 100 人,2010)	每 100 人所拥有 的电话线路数量 (2010)
中国	2631.4	39	4.321	34.38	22
世界	2803.23	30.2	4.296	30.16	17.24
中等收入国家	1675.15	23.1	3.876	23.79	13.69

注:(1)公路密度为国家公路网的总长度与国家陆地面积之比。公路网包括国内的所有道路:快速路、高速公路、主道或国道、次级或地区道路以及其它城市或乡村道路。(2)港口基础设施的质量数据来自于世界经济论坛与相关研究机构合作进行的企业高管意见调查,衡量其对本国港口设施的感受。调查问卷回复采用行业加权平均值进行汇总。最近一年的数据与上一年数据相结合创建出两年的移动平均值。分数从 1(港口基础设施十分不发达)至 7(根据国际标准,港口基础设施十分发达高效)。

资料来源:世界银行世界发展指标数据库(WDI)。

加入后者,房地产资产积累额将会更大。

由于缺乏直接数据,我们按照如下三个步骤对其进行了估算。第一步,采用国家统计局住户调查中提供的城镇居民人均住房建筑面积以及城镇人口数,计算出历年城镇居民住房存量面积。第二步,折旧处理。本文参考了税法关于房屋折旧率最低年限 20 年的规定,并考虑到中国住房寿命一般约为 40—50 年的实际情况,采用了每年 3% 的折旧率。同时,考虑到房地产价值由房产与地产价值两部分构成,而后者一般并不存在折旧问题,所以,我们需要估算房产(或地产)占房地产价值的比例,并据以准确为房地产价值进行折旧。根据国家统计局公布的 1998—2010 年相关数据计算,得出地产价值(土地购置费用)约占房屋销售总值的 20%。据此,本文仅就住房价值(或面积)的 80% 进行折旧。第三步,由此计算出的经折旧调整后的住房面积再乘以相应年份的城镇住宅均价,即可得出城镇住房总价值。应当指出,由于数据缺失,以上计算中忽略了 1978 年及以前住房存量面积对考察期内住房面积的影响。但考虑到这一初始存量数值较小并经历了较长时期的折旧,这一忽略对住房价值估算影响甚微弱。<sup>①</sup>

由图 4 可见,自住房市场化改革以来,城镇住房总价值由 1998 年的 10.1 万亿元迅速扩张超过 7 倍,到 2010 年已达 71.9 万亿元。<sup>②</sup>在此期间,除受到国际金融危机严重影响的 2008 年外,住房价值增速普遍快于同期名义 GDP 增速,由此导致两者之比从 1.2 倍升至 1.8 倍。这主要归因于房屋单价上升、人均居住面积改善,以及城镇人口

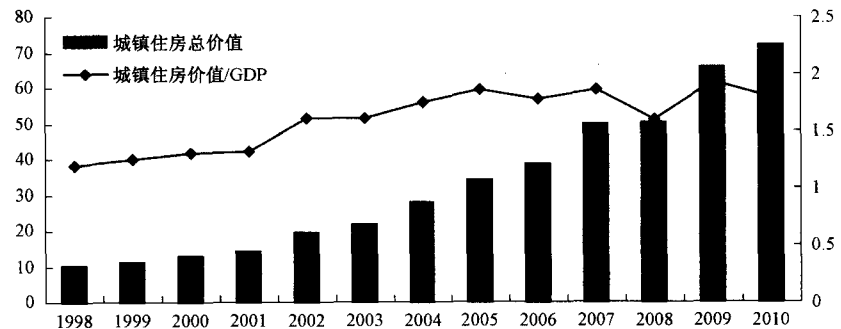


图 4 城镇居民住房价值(折旧调整后)

资料来源:CEIC 及课题组估算。

注:1. 此处房产价值以 3% 的年折旧率计算。2. 城镇住房价值以左轴表示,单位万亿元;其余两比率以右轴表示。

<sup>①</sup> 1978 年,我国城镇住房存量面积仅为 11.55 亿平方米。即使将之全部视为 1978 年当年新建,按上述折旧方法,到考察期起始的 1998 年,便已折旧至原价值的 50%,合当年价 1.1 万亿元,仅占本文估算的该年住房价值 10.1 万亿元的 11%。同时应注意到,由于折旧的存在,1998 年实际上是受此问题影响最大的一年,而其对以后各期的影响逐渐削弱。

<sup>②</sup> 作为参考,如按照 2% 或 4% 的折旧率计算,则 2010 年住房价值分别为 79.5 万亿元和 64.4 万亿元。

增加等因素。就单项变化而论,1998—2010年,以上三因素的增幅分别为255%、169%和161%。

敏锐的读者立即会指出:本文的估算同其他一些学者的估算差异较大。例如,汪涛曾估算2010年中国城镇住房价值约为30万亿元,占当年GDP的75%。<sup>①</sup>这里的差异不在于年折旧率的选择(均为3%),而在于对住房面积的估算:汪涛估算的住房面积,由1985年的住房总面积加上此后的住房累积竣工面积而来;本文则采用了统计局的住户调查数据。所以选择后者,是因为,在我们看来,由于相当规模的自建房、小产权房并未纳入统计,仅仅根据统计报告的住房竣工面积来估算住房面积,远不能反映中国城镇住房的实际情况。

## (二) 赶超体制下的负债形成

在中国过去30多年的高速增长过程中,政府一直在发挥主导性作用。在这种体制所决定的发展模式下,一方面,政府直接介入经济活动,从而形成了大量显性意义上的政府负债特别是地方层面的政府负债;另一方面,政府对经济活动大量进行间接干预或提供隐性担保,使得国有企业、商业银行的不良贷款以及社保基金缺口成为政府的隐性或有负债。

### 1. 赶超体制下的增长优先战略

迄今,在中国的政绩考核体系和政治激励结构中,经济增长和财政收入增长最为重要,因此,发展经济成为地方全部工作的中心。近年来,随着科学发展观的兴起,一些衡量社会发展和可持续发展的指标也开始被纳入对地方官员的考核和评价体系之中。但是,由于经济发展是“硬道理”,上述的积极变化仍不足以动摇GDP在整个考评体系中的核心地位。

地方政府强烈的增长偏好,可以在各地“十二五”规划设定的GDP目标中清楚地看出来(表4)。国家“十二五”规划设定的GDP年均增长预期指标为7%,但是,各省规划的GDP增长目标全部超过此限:除了北京、上海等少数经济发达省(市)的经济增速指标保持在一位数之外,绝大部分省份的经济增速指标都确定在10%以上。平均而言,全国31个省区市“十二五”GDP预期年均增长率达到10.5%左右。其中,有些省份甚至提出在“十二五”期间实现GDP翻一番、乃至人均GDP翻一番的目标,这就意味着接近年均15%或更高一些的经济增长速度。反观“十一五”,当时国家确定的GDP增长规划为7.5%,地方层面则提升至10%,后者高出前者30%。从中央与地方预期增长目标的差距看,“十二五”规划比“十一五”规划显然进一步扩大。这说明,中央倡行科学发展观以来,地方政府的GDP偏好未有稍减。

表4 各地“十一五”和“十二五”规划中的GDP年均增长率

	“十一五”规划	“十二五”规划
北京	9%	8%
天津	12%	12%
河北	11%左右	8.5%
上海	9%	8%
江苏	10%以上	10%左右
浙江	9%左右	8%左右
福建	9%以上	10%以上,力争翻一番
山东	10%左右	9%左右
广东	9%以上	8%以上
海南	9%以上	10%以上
辽宁	11%左右	11%
吉林	12%以上	12%以上
黑龙江	10%以上	12%以上,五年翻一番
山西	10%	13%,五年翻一番
安徽	10%以上	10%以上,力争翻一番
江西	11%	11%以上,力争翻一番
河南	10%左右	9%以上
湖北	10%以上	10%以上
湖南	10%以上	10%以上
内蒙古	13%以上	12%以上
广西	10%以上	10%,力争翻一番
重庆	10%	12.5%,五年翻一番
四川	9%左右	12%左右
贵州	10%以上	12%以上,五年翻一番
云南	8.5%以上	10%以上,力争翻一番
西藏	12%	12%以上
陕西	11%左右	12%以上
甘肃	10%	12%以上
青海	10%以上	12%,五年翻一番
宁夏	10%以上	12%,五年翻一番
新疆	9%	10%以上

资料来源:根据各地“十一五”和“十二五”规划文本整理。

① 见财新网:<http://economy.caixin.com/2011-02-23/100228236.html>。

## 2. 建设型政府与地方政府债务扩张

突出经济增长的赶超体制,塑造出了典型的建设型政府。各级政府承担大量的经济职能,相应将大量的资财和精力投入生产经营领域,是建设型政府的主要特征。<sup>①</sup> 根据国际货币基金组织2008年《政府财政统计年鉴》的资料,我们对有关国家政府根据职能分类的财政支出结构作了比较(选择2007年的数据,主要是为了剔除金融危机这一非常态事件下,政府深度介入经济事务对财政支出结构的扭曲性影响)。从表5可以看出,无论是与发达经济体还是与新兴和发展中经济体相比,无论是与转轨经济体还是与具有政府主导传统的东亚经济体相比,中国政府在经济事务方面的支出比例均显著偏高。在所有可获得数据的国家中,中国是除不丹之外经济性支出占比最高的国家,比次高的国家高出了13个百分点左右。

表5 中国与若干国家政府财政支出结构的比较(2007)(单位:%)

	一般公共事务	国防	公共秩序和安全	经济事务	环境保护	住房与社区生活设施	健康	文化娱乐和宗教事务	教育	社会保障
中国	18.2	5.24	4.98	37.68	3.21	0.44	2.51	1.27	9.32	17.15
美国	13.47	11.54	5.71	9.98	—	1.85	21.06	0.87	16.93	18.59
德国	13.61	2.41	3.51	7.23	1.1	1.93	14.01	1.36	9.09	45.75
法国	13.28	3.39	2.41	5.36	1.66	3.62	13.72	2.9	11.24	42.41
意大利	15.98	3.14	3.89	10.23	1.83	2.16	12.75	3.05	11.22	35.93
日本	12.91	2.59	3.89	10.55	3.55	1.81	19.6	0.43	10.74	33.93
新加坡	12.37	27.99	6.24	9.81	—	12.19	6.04	0.48	20.82	4.07
波兰	12.58	3.89	4.72	10.15	1.4	1.7	10.62	2.64	12.72	39.57
乌克兰	7.66	3.04	5.25	13.54	0.66	2	9.05	1.9	14.01	42.89

资料来源:IMF《政府财政统计年鉴2008》。

从中央层面看,中国政府的经济性支出占比在有关国家比较中并不是特别突出(见表6),因此,所谓政府的“建设型”,目前主要体现在地方层面。这种特征,可以从城镇固定资产投资项目隶属关系的变化中反映出来。数据显示,进入新世纪后,地方项目的增长率要显著高于中央项目(见图5)。这就导致地方项目占比不断增加,从2002年开始超过80%,到2010年已超过90%。这表明,地方投资占主导,构成中国近年来投资领域的重要趋势。

一方面,地方政府承担了大量的经济建设职能,另一方面,体制性的资金来源却严重不足,这使得地方政府不得不通过大量非规范的负债来支撑其雄心勃勃的投资计划。“地方融资平台”应运而生有了长足发展。<sup>②</sup>据国家审计署资料,至2010年底,全国省、市、县三级政府共设立融资平台公司6576家,其中省级165家、市级1648家、县级4763家。从这些公司的经营范围看,以政府建设项目融资功能为主的3234家,兼有政府项目融资和投资建设功能的1173家,还进行其他经营活动的2169家。

地方政府平台公司的融资形式主要有两大类:<sup>③</sup>一类是银行贷款。在2008—2009年的大规模

<sup>①</sup> 在理论上,中国一直把“建设性”视为社会主义国家及其政府区别于资本主义国家及其政府的主要特征。据此,投资优先于消费,生产优先于生活,在各个领域被奉为主臬。从国家预算上看,建设性支出一向构成中国政府支出的主要项目。近年来,随着“民生为本”理念的兴起和提高消费在GDP中占比的任务的提出,中国经济的“建设优先”的特征方才缓慢消退。上个世纪末,中国财政界开始提出建设“公共财政”的目标,其中一个重要的转变方向,就是减少投资性(建设性)支出,增加公共消费性支出。

<sup>②</sup> 事权与财权不匹配(主要是财权不足),是中国地方政府始终面临的问题。因此,绕过中央政府的规制,不遗余力地“跑部”争取资金,敏锐地发现并抓住一切新的资金来源,成为各级地方政府的重要经济行为。在“融资平台”于2009年大行其道之前,“打包贷款”和“土地财政”等,都曾成为地方政府筹资的重要渠道和手段。

<sup>③</sup> 除此之外,还包括“信政合作”和“银信政合作”形式的融资。但由于相关资料披露不全,地方政府平台公司这一类融资的规模,尚难以掌握。

表6 中国与若干国家中央政府财政支出结构的比较(2007)(单位:%)

	一般公共事务	国防	公共秩序和安全	经济事务	环境保护	住房与社区生活设施	健康	文化娱乐和宗教事务	教育	社会保障
中国	60.49	11.37	1.82	19.67	0.03	0.27	0.16	0.32	1.22	4.65
美国	13.4	19.96	1.53	5.91	—	1.95	25.18	0.15	2.39	29.54
德国	14.56	3.68	0.5	5.37	0.06	0.71	20.35	0.15	0.59	54.03
意大利	19.98	3.52	4.08	6.39	0.4	0.5	13.54	0.83	10.9	39.87
韩国	24.02	11.33	5.48	17.63	—	4.42	0.99	1.01	15.36	20.73
新加坡	12.37	27.99	6.24	9.81	—	12.19	6.04	0.48	20.82	4.07
波兰	13.88	4.63	5.29	6.8	0.21	0.42	11.58	0.9	11.48	44.82
乌克兰	23.52	3.65	6.24	11.58	0.58	0.59	3.1	0.84	5.81	44.08
智利	7.71	6.51	7.02	14.3	0.32	1.49	15.94	0.71	17.24	28.76
墨西哥	38.36	3.04	2.72	8.11	—	6.92	4.95	0.56	24.73	20.12

资料来源:IMF《政府财政统计年鉴2008》。

信贷扩张中,地方政府融资平台曾是重要的融资主体。根据银监会的统计,截至2009年末,地方政府融资平台贷款余额为7.38万亿元,占一般贷款余额的20.4%。其中,2009年地方融资平台新增贷款约为3.05万亿元,占全部新增一般贷款的34.5%。另一类是发行各种与市政债券相似的“城投债”(包括企业债、中期票据、短期融资券等)。根据债券市场统计,截至2010年6月末,城投债余额为4882.5亿元。

贷款和发债,形成地方政府债务。审计署资料显示,2010年底融资平台公司政府性债务余额49710.68亿元,占地方政府性债务余额的46.38%,其中,政府负有偿还责任的债务31375.29亿元,政府负有担保责任的债务8143.71亿元,其他相关债务10191.68亿元,分别占63.12%、16.38%、20.50%。从层级看,省级8826.67亿元、市级26845.75亿元、县级14038.26亿元,分别占17.76%、54%和28.24%。

分解2010年底全国地方政府性债务资金(已支出部分)的投向(见图6),可以发现:占据前三位的分别是市政建设、交通运输和土地收储整理,合计占比达到72%。这些均与城市基础设施建设直接相关。这一事实进一步昭示我们:城市化逐步深化,构成当前及未来中国经济增长的主要引擎。因此,城市基础设施投资构成当前及未来我国投资的主要内容,地方政府则构成此类投资的主体。

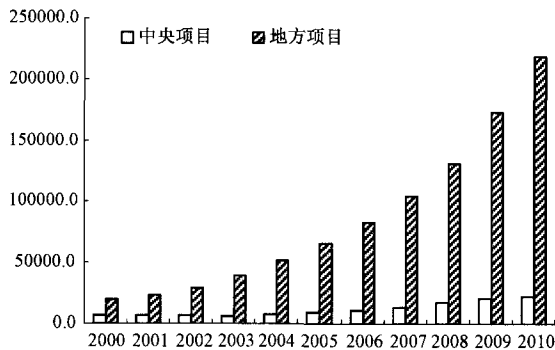


图5 按隶属关系分城镇固定资产投资的变化(亿元)  
资料来源:《中国统计年鉴2011》。

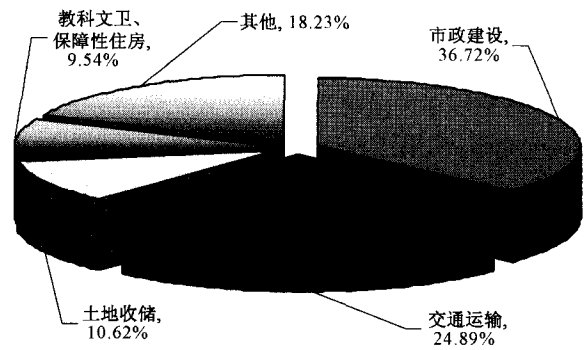


图6 2010年底全国地方政府性债务资金投向情况  
资料来源:审计署2011年6月发布的《全国地方政府性债务审计结果》。

3. 政府隐性担保与或有负债



中国过去三十年的成功赶超,政府发挥了相当大的作用。这个作用不仅体现在它们作为投资主体直接参与经济建设,而且体现在它们提供了大量的隐性担保,支持国有企业和国有金融机构发展,同时,还承担了大量经济转型的成本。

对国有企业的隐性担保,主要有如下三种形式:(1)对国有企业亏损挂账的隐性担保。在传统计划经济条件下,国有企业的亏损由国家财政提供全额补贴。1985年“拨改贷”改革后,中央财政为国有企业支付的亏损补贴(企业应向财政上缴而实际未上缴的收入)总体上呈下降趋势,但国有亏损企业的亏损额(补贴后的亏损)却呈逐年上升趋势。这些亏损额基本上都以亏损挂账的形式存在。这意味着,中央财政实际上对国有企业的亏损挂账提供着隐性担保。(2)对国有企业间债务的担保,典型的如上世纪90年代的清理“三角债”。(3)对国有企业拖欠国有银行贷款的担保,这实际上也是政府对于金融业的隐性担保。因为这些不良贷款最终会由中央政府承担。

政府对于金融业的隐性担保,除了上面提到的对于其不良资产的处理(包括核销剥离等),还体现在通过发行债券或直接注入财政资金的方式提高银行资本充足率,以及在最后关头提供银行存款保险等。<sup>①</sup>

中国政府提供的一项重要隐形担保,就是承担了改革转型的主要成本。其中,社会保障欠账最为显著。在传统体制下,中国一直实行“低工资、低消费、高积累”的政策。从1952年到1978年,职工平均货币工资从445元增长到615元<sup>②</sup>,增长了38.2%,而物价上涨了21.5%(零售价格指数从1952年的82.3上升到1978年的100)。考虑到通货膨胀率,实际工资增长16.7%,年均增长仅为0.6%。而积累率却由1952年的21.4%增长到1978年的36.5%,其中个别年份甚至高达40%以上。<sup>③</sup>这种分配格局,使得国有企业无法为职工积累社会保障基金,从而积下大量历史欠账。这些历史欠账是政府过去长期实施“竭泽而渔”高额积累政策形成的,因此,将其列为政府或有负债,有着充分的理由。

## 五、中国主权资产负债表风险评估

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。当前,希腊等“欧猪五国”(PIIGS)、乃至意大利、法国、英国和美国等发达经济体陷入危机而难以自拔,主要归因于其主权资产负债表均落入了高负债和高杠杆率的窘境,其清偿力被国际社会严重质疑,有些国家甚至严重到非有外部援助而不可终日的程度。相反,中国由于资产负债表的净值为正,在相当长时期内,基本上不存在来自清偿力的风险。

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(currency mismatch)、期限错配(maturity mismatch)和资本结构错配(capital structure mismatch)。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,我们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。

<sup>①</sup> 应当看到,政府对金融业提供隐性担保,不只是中国特有的现象,这在成熟市场经济国家中也很普遍。

<sup>②</sup> 数据来自《新中国五十五年统计资料汇编》。

<sup>③</sup> 数据来自《中国统计年鉴》1981年。

## (一) 资产负债表错配与或有负债风险

### 1. 资产负债表错配风险

前已述及,资产负债表错配,主要有货币错配、期限错配和资本结构错配三种形式。

“货币错配”风险。当一个权益实体(包括主权国家、银行、非金融企业和家庭)的收/支活动使用了不同的货币计值,其资产和负债的币种结构不同,从而导致其净值或净收入(或者兼而有之)对汇率的变化非常敏感,即出现了货币错配。2010年,中国的对外资产为41260亿美元,对外负债为23354亿美元,净国际投资头寸达到17907亿美元。由于外币资产大于外币负债,中国面临的主要问题是债权型货币错配。这与亚洲金融危机及此次危机中危机国家普遍面临债务型货币错配存在明显区别。在中国外汇资产的币种结构中,约60%—70%是美元,20%—25%是欧元,其余则为英镑、日元等。从2005年7月启动新一轮人民币汇率形成机制改革至2011年末,人民币对美元汇率中间价已累积升值31.4%,这一变化,使得中国外汇资产蒙受了巨大的账面损失。今后人民币若继续升值,此类损失依然不可避免。

“期限错配”风险。中国正处于城镇化加速发展的过程中。城镇化需要大量的投资。相比于工业化,城镇化投资不仅规模巨大,而且期限更长。在资本市场发展滞后,长期资金供给机制很不完善的条件下,商业银行本就存在的“借短用长”风险更加彰显。地方政府的情况亦然。它们承担着大量的城市基础设施投资。这些投资周期长、见效慢,需要5—10年方能产生现金流。然而,支持这些项目的资金来源高度依赖于土地出让金、税收收入、中央代地方发行的债券,以及通过地方融资平台所筹措的一些中短期融资。这就导致债务期限与项目的现金流分布的严重不匹配。这些错配虽然一般不会产生“偿付风险”,但一定有“流动性风险”存在其中。

“资本结构错配”风险。所谓资本结构错配,主要指经济主体过分依赖负债融资,而资本金或所有者权益(equity)在融资结构中的比例过低。通过国际比较我们发现(图7),中国非金融企业债务占总债务的比重为62.4%,比其它国家的比重要高30到40个百分点。这凸显出以银行为主导、以债务融资为主体的中国金融体系的痼疾。毫无疑问,这种资本结构错配,使得中国的非金融企业的债务水平和杠杆率均处于极易引发危机的境地。

### 2. 或有负债风险:房地产信贷风险

这里的或有负债风险主要包括房地产信贷风险和社保基金缺口风险。

房地产信贷风险属于金融部门资产负债表的风险。但考虑到政府对于金融部门提供着隐性担保,这一风险最终会由政府来部分承担,因此,我们将它归入政府的或有负债风险之中。在历史上,中国处理商业银行的坏账,曾先后采取过政府注资的再资本化方式,以及坏账剥离后由央行再贷款予以替代的方式等加以解决。这些方式将风险从银行部门转移到政府部门,最终形成了国家主权风险。

中国的房地产信贷风险暴露,以房地产开发贷款与住房抵押贷款占银行业全部贷款的比重来衡量,始终没有超过20%。就国际标准而言,这一水平并不算高。同时,中国目前的按揭贷款与抵押品价值比率(loan-to-value ratio)平均低于70%。因此,家庭部门住房抵押贷款的杠杆率水平尚处于低位。从银监会披露的商业银行不良贷款分行业情况看,房地产业和个人住房按揭贷款的不良贷款比率分别为1.26%和0.37%,与其他行业或项目的不良贷款率相比,其水平并不太高。由此可以认为,银行部门的房地产贷款的风险暴露,仍然处于可控的范围之内。

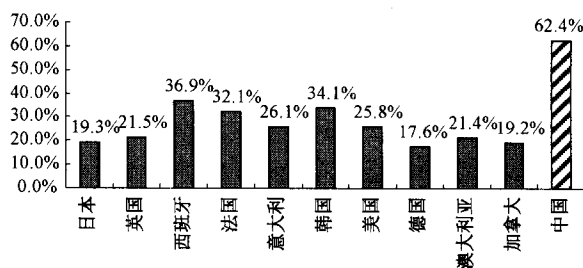


图7 非金融企业债务占总债务比重的国际比较

资料来源:中国数据来自课题组估算,其它数据来自MGI(2012)。

尽管银行贷款对房地产业直接的风险敞口不大,但间接的风险需要重视。首先,在中国银行业的贷款业务中,抵押贷款占比较高。从工、农、中、建、交五大行的情况看,所放贷款的30%—45%是抵押贷款,特别是房地产抵押贷款。以房地产为抵押担保的贷款,除了家庭住房抵押贷款和开发商抵押贷款之外,还包括主要以国有企业土地使用权为抵押担保的地方融资平台贷款、其他基础设施投资和产业投资抵押贷款等。如果房地产价格出现大幅度下滑,抵押品的价值就会相应缩水,一旦债务人出现违约的情况,银行部门就会遭受较大损失。<sup>①</sup>与此同时,由于房地产业的前向和后向产业关联度较高,是国民经济中占据系统重要性地位的产业,一旦房地产业出现大幅度向下调整的情况,将不可避免地冲击大量相关产业,进而对银行系统的资产质量形成连锁性不良影响。此外,地方政府融资平台也与房地产业高度相关。在贷款项目自身现金流有限的情况下,债务偿还对土地出让收入的依赖性极大。审计署的审计结果显示,2010年底,地方政府负有偿还责任的债务余额中(67109.51亿元),承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为25473.51亿元,占38%,共涉及12个省级、307个市级和1131个县级政府如果房地产业遭遇困境并影响到土地出让收入的规模,地方融资平台的贷款质量也将受到负面影响。

在实践中,上述间接风险转化为现实风险而集中爆发的必要条件,是房地产价格的深度调整。其充分条件,则存在于住房价值相对于GDP和居民收入的比值之高低。如果住房价值/GDP以及住房价值/居民可支配收入的比值较高,则房地产价格的深度调整极有可能引发房地产市场危机,且极有可能进一步引发全面的经济危机。

将危机前的2006年和危机后的2008年中国的住房/GDP比值同美国、日本、欧洲等世界主要发达国家的相应比值进行比较<sup>②</sup>(图8),我们看到,无论独自统计城镇住房还是将城镇、农村住房合并统计,中国的住房价值与GDP的比率均处于较低水平。就此而论,中国房地产市场的风险总体可控。

然而,住房价值/居民可支配收入比率的国际比较(图9)却显示了令人不安的情形。中国城镇住房价值/居民可支配收入的比率高于所有进行比较的发达国家,说明这一市场已很难持续发展。究其原因,一方面,作为分母,中国居民的收入在GDP中的占比低于发达国家60%的平均水平,亟需扭转;另一方面,作为分子,中国城镇住房价格在城镇化加速推进的背景下,可能上涨得过于剧烈了。

### 3. 或有负债风险:社会保障基金缺口

另一个或有负债风险是社会保障基金缺口。从一些发达国家近来发生的主权债务危机看,社会保障体系的资金缺口、特别是养老保障体系的资金缺口,是全面性经济危机最重要的诱因。因此,面对体制转轨和人口老龄化的双重挑战,中国必须高度重视社会保障基金缺口尤其是养老保险基金的支付缺口问题。

就体制转轨的挑战而言,1995年,中国确立了社会统筹和个人账户相结合的企业职工基本养老保险制度。这是现收现付制与基金积累制并存的一种“统账结合”新模式。由于统账结合的养老保险模式是在现收现付、没有任何资金积累的情况下建立起来的,对于过去没有个人账户的“老人”和个人账户积累额较少的“中人”,便会出现养老金支付上的资金缺口。这是体制转轨形成的缺口。对于因传统体制下中老年职工缺乏养老金积累而形成的这笔历史欠账,实质上采取的是向“新人”和“中人”的个人账户透支的办法,由此导致按新体制缴费的在职职工的个人账户事实上沦

<sup>①</sup> Kiyotaki and Moore(2002)曾将资产负债表的风险传导机制划分为直接与间接两类途径。其中,间接传导的渠道就是通过资产市场的价格变动,来改变贷款抵押品的价值。Kiyotaki & Moore特别指出,由于日本企业向银行融资时往往以固定资产(如房地产)作为抵押品,间接传导效应尤其明显。鉴于中国银行部门对房地产抵押贷款的依赖,资产负债表的间接传导机制应当关注。

<sup>②</sup> 选用2006年和2008年的数据,旨在反映住房市场在国际金融危机爆发前后的不同表现。

为空账。

就人口老龄化的挑战而言,目前中国的人口结构正在发生根本性的变化,老龄化问题日益加重。最新的第六次人口普查数据显示:中国大陆总人口为13.4亿人,其中0—14岁少年儿童人口2.22亿,占16.6%,比2000年人口普查下降6.29个百分点;15—59岁年龄人口为9.4亿,占总人口比重70.14%,比2000年人口普查上升3.36个百分点;60岁及以上老年人口总量增至1.78亿,占13.26%,比2000年人口普查上升2.93个百分点,其中65岁及以上人口占8.87%,比2000年人口普查上升1.91个百分点。这些数据显示两个重要信息:其一,中国总人口的增长远低于以往人口预测和规划的水平;其二,在人口结构方面,少子化和老龄化则又明显超出了以往的人口预测和规划。这意味着,近20年来,在人口预测与规划中普遍存在着对生育水平的严重高估,进而导致高估出生水平并低估人口老龄化程度的问题(郭志刚,2011)。

人口老龄化超出预期,给现行养老保险制度带来更大挑战。一方面,随着老年人口不断增加,城镇养老保险参保离退休人员增多,养老保险基金支出规模持续扩张;另一方面,随着劳动年龄人口增长放缓,城镇养老保险参保职工人数和征缴收入的增长也相应放缓。一增一减,极有可能导致社会统筹基金入不敷出,只能通过挪用个人账户来实现当期支付平衡。

无论是体制转轨还是人口老龄化,都带来养老保险个人账户的空账(即个人账户的资金被挪用于当前的养老金发放)问题。目前这一规模已达1.4万亿元。这样,统账结合模式中按照积累制设计的个人账户,在出现空账的情况下,事实上逐步演变为现收现付制。不仅如此,一些地方还出现基本养老保险基金当年收不抵支的情况。根据人力资源和社会保障部统计,不考虑当年财政补贴,2010年一年养老保险征缴收入收不抵支的省份共有15个,缺口达679亿元。未来,欲做实个人账户,保证养老金的按时足额发放,就需要财政承担起支付责任。另外,现行的部分积累模式中,企业应缴未缴或缴纳不足的部分,届时都可能由财政兜底。这意味着,养老金的缺口,可能实实在在地转变为政府的负债来源。

与此同时,为了实现养老保险全覆盖的目标,包括城镇居民以及农村居民在内的非正式就业人

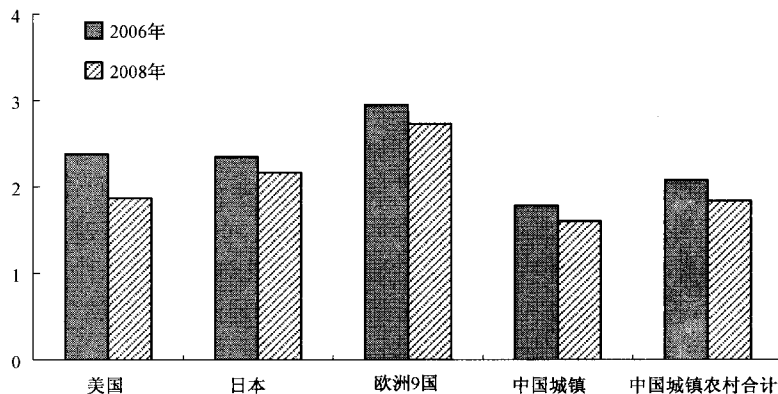


图8 住房价值与GDP比率的国际比较

注释:1. 美国、日本、欧洲9国的住房价值估算来自McKinsey Global Institute (2009),GDP数据来自IMF。2. 欧洲9国指比利时、丹麦、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、西班牙、英国。

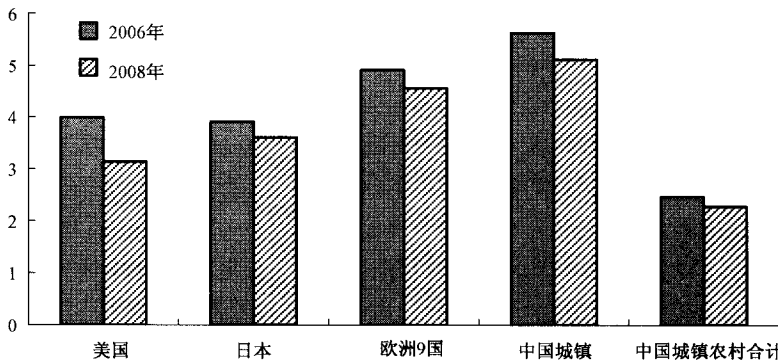


图9 住房价值与居民收入比率的国际比较

注:此处,我们将美国、日本、欧洲9国的GDP乘以0.6得出居民收入。该经验数值,亦即劳动者报酬在GDP中的占比,同许多关于发达经济体的实证研究结果一致。参见Arpaia et al., 2009。

群也被纳入社会保障范畴,这更需要财政给予直接的补贴。如果再考虑到医疗、失业保险制度存在的资金不足问题,全口径的社会保险欠账规模和政府的支付责任将更大。总之,作为社会保障体系资金缺口的最终支付者,政府的或有债务风险,特别是“长寿风险”(指由于医疗技术突破等导致人口预期寿命的延长)带来的增量负债问题,必须引起高度重视。

综合以上,就中国而言,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,而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。而无论哪一类风险,都与当前的发展方式密切相关。也就是说,应对或化解风险的最佳办法是转变发展方式;同时也需要从政策层面有更为积极的应对,比如,精心设计房地产市场发展与调控政策,探讨体制性地解决地方债务问题的路径等等,就显得更为紧迫。

## (二) 债务清理与部门之间的风险转移

由于中国政府拥有大量的主权资产(2010年达到140多万亿),债务的清理过程一般不会引发较大的风险。在历史上,我们曾经动用外汇资产注资金融机构,有效地解决了大批金融机构的不良资产处置及再资本化问题;我们也曾用国有股减持收益充实社保基金,为社保体系积累了可观的战略储备;我们还曾通过出让国有土地和(或)出售地方国有资产的方式,化解地方融资平台债务风险等等。应当认为,和发达经济体以及世界上大部分新兴经济体相比较,中国巨额的主权资产、正的政府权益,以及能够在诸种社会账户之间用“移山填海”的方式寻求均衡的能力等,均显示出极大的优越性。

中国政府在1998年发行特别国债2700亿元,以补充国有独资商业银行(即工行、农行、中行及建行)的资本金。1999年又成立四家金融资产管理公司,在1999—2000年从四家银行向资产管理公司剥离近1.4万亿元的不良资产。2003—2005年,再次剥离中行、建行、工行的不良贷款,汇金公司也分别于2003年向中行建行、2005年向工行进行注资,以利其上市。2006年3月,华融公司、长城公司、东方公司和信达公司四家资产管理公司对上述不良资产的加权平均资产回收率不到1/4,实际损失为1万亿左右。再加上2003年到2005年中行、建行和工行财务重组过程中的5000多亿不良资产剥离,仅这一阶段的不良资产剥离成本就达1.5万亿以上。这还不包括数额可观的资产核销和银行注资。2008年农行不良资产(其中可疑类贷款2173.23亿元、损失类贷款5494.45亿元、非信贷资产489.27亿元)剥离8156.95亿元。对于上述不良资产,以2007年12月31日中国人民银行对农行1506.02亿元免息再贷款等额置换不良资产;其余6650.93亿元形成应收财政部款项,并自2008年1月1日起按3.3%的年利率对未支付款项余额计息。农行与财政部建立“共管基金”,用以在15年内偿还农行应收财政部款项的本金,并支付相应利息。共管基金的资金来源包括存续期内农行向财政部分配现金股利、上缴中央财政的企业所得税、不良资产处置回收资金扣除回收费用后的部分,以及财政部减持农行股份收入等。转让资产相关的全部权利由财政部享有,全部风险由财政部承担。不同于其他国有银行,农行不良资产处置方式将委托农行处置。财政部委托农行成立专门的资产处置机构进行清收。这主要是考虑到农行不良资产构成“笔数多、单笔数额小、分布区域广”,不宜使用传统的资产管理公司模式。

中国不良资产的处置还包括农信社改革成本,以及证券公司重组中的注资(这些资金基本上来自证券投资者保护基金和央行再贷款,其中证券投资者保护基金的股本金和垫付资金来源分别是财政出资和央行再贷款<sup>①</sup>)。

中国的主要银行在改革前都是由政府全资拥有的,股份制改造后也是国有控股。截至2010年

<sup>①</sup> 2005年,中国成立了证券投资者保护基金,由国务院独资设立,财政部出资63亿作为注册资本和基金股本金,央行出资617亿作为垫付资金(将来需要偿还央行)。

底,中国全部银行业股权结构中,国家股占比 53.85%,国有法人股占比 6.81%,非国有股占比 39.34%。其中,工、农、中、建、交五大银行股权结构中,国家股占比 68.19%,国有法人股占比 1.36%,非国有股占比 30.45%。12家全国性股份制银行股权结构中,国家股占比 3.60%,国有法人股占比 25.93%,非国有股占比 70.47%。基于这种产权关系,多年来,中国政府迫使银行发放了大量非商业性贷款。这些贷款形成了中国银行业不良资产的主要来源。正如中国人民银行行长周小川(2004)曾经指出的,在上个世纪在 90 年代及 90 年代以前,银行业所形成的大量不良资产的主要构成部分,约 30% 来自于各级政府直接的行政命令和行政干预,另约 30% 主要是为支持国有企业所造成的,还有大约 10% 来自于地方和司法执法的行政环境,再有 10% 左右来自于国家主导的产业结构调整,包括主动关停并转一些企业。除此之外的大约 20% 的不良资产,来自银行自身经营管理不善,也包括机制方面的问题。在此情况下,由政府动用其掌握的其他资源来处置国有银行不良资产,应当是顺理成章的事。同理,由于中国政府是中国银行业的唯一大股东,政府为其银行注资,亦属题中应有之义。

处置银行不良资产有很多方式,包括坏账剥离、核销不良资产、注资、发行特别国债、发行央行票据和再贷款以及吸引财务投资者等。经过这些处置,银行不良资产率下降很快。但是,这些处置并不表明不良资产存量消失了,只不过是很大部分发生了部门之间的转移,其中的大部分由商业银行的不良资产变成了央行的再贷款或财政负债,从而导致主权资产相应减少。我们之前所作的主权负债时间序列分析表明,银行不良资产从 2000 年的 21731 亿下降到 2010 年的 4336 亿,与此同时,处置不良资产形成的或有负债却从 2000 年 1.4 万亿上升到 2010 年的 4.2 万亿。两者间“此消彼长”的关系,由此可见一斑。

### (三) 主权债务的动态与可持续性

前已述及,危机过后,政府面临的最大挑战之一就是如何消减公共债务。首先需要明确的是,在现代经济中,政府是宏观经济运行的稳定器和调控者,因而,其去杠杆化的进程要远远落后于私人部门。也就是说,一直要到私人部门去杠杆进程基本结束,经济开始恢复增长之后,政府才能有环境、有余暇去消减自身债务。其次,正如 Reinhart & Sbrancia (2011) 指出的,配合相对稳定的温和通胀,金融压抑是政府消减债务的最有效手段。下面我们将进一步论证,一个增长稳定并伴以温和通胀和低利率的宏观环境,比较有利于消减公共债务,而相反的环境,则会令公共债务问题进一步恶化。

假设政府债务和 GDP 的比值为  $z$  (即政府债务余额  $Z/GDP$ ),这一比值主要由四个变量决定,即政策赤字率( $f$ ,政策赤字也即基本逆差,是排除债务利息支出后,财政自主支出  $E$  和财政收入  $T$  之差)、通货膨胀率( $\pi$ )、经济增长率( $n$ )和利率( $i$ )。政府债务余额变化由政策赤字和利息支出决定,有:

$$\frac{dZ(t)}{dt} = - [T(t) - E(t) - Z(t)i(t)] \quad (1)$$

上式意味着财政收入增加会减少政府债务余额,财政自主支出和利息支出增加会增加债务余额。设  $Y$  为实际产出, $P$  为价格水平,则有  $GDP(t) = Y(t)P(t)$ 。因此有:

$$\frac{dz(t)}{dt} = \frac{d[Z(t)/GDP(t)]}{dt} = \left\{ \frac{dZ(t)}{GDP(t)} - \frac{Z(t)}{GDP(t)} \left[ \frac{dY(t)}{Y(t)} + \frac{dP(t)}{P(t)} \right] \right\} / dt$$

将(1)式以及  $\frac{dY(t)}{Y(t)} = n(t)$ ,  $\frac{dP(t)}{P(t)} = \pi(t)$ ,  $\frac{E(t) - T(t)}{GDP(t)} = f(t)$ ,  $\frac{Z(t)}{GDP(t)} = z(t)$  代入上式即可得,在任意时间  $t$ ,政府债务负担率的变化由下式决定:

$$\frac{dz(t)}{dt} = f(t) - z(t)[n(t) + \pi(t) - i(t)] \quad (2)$$

假定其它四个量为常数,上式即是关于 $z(t)$ 的一阶微分方程,可以通过求解(2)式来探讨债务负担率的路径,并通过改变参数值进行比较动态分析。式(2)的解为:

$$z(t) = \frac{f}{n + \pi - i} + ce^{-(n+\pi-i)t} \quad (3)$$

其中 $c$ 为任意常数。这一结果和余永定(2000)给出的结果一致。

(3)式的最基本含义是,当政策赤字率、增长率、通胀率和国债利率保持某种稳定关系时,随着时间推移,国债负担率有收敛到特定稳定水平的趋势。在(3)式中, $n + \pi - i$ 的取值非常重要。首先, $z$ 最终能稳定下来的一个关键条件是 $n + \pi - i > 0$ 。也就是说,名义增长率( $n + \pi$ )要大于名义利率,或者说实际增长率要大于实际利率( $i - \pi$ )。否则,国债负担率会出现爆炸性增长。其次, $n + \pi - i$ 的大小决定了国债负担率的收敛速度。显然,增长率和利率之差越大, $z$ 向稳定水平的收敛速度就越快,反之则越慢。最后, $n + \pi - i$ 的大小决定了可持续的政策赤字率水平。 $f/(n + \pi - i)$ 代表 $z$ 的最终均衡值,如果合理的均衡值一定,那么 $n + \pi - i$ 的大小实际上就决定了政策赤字的空间。显然,增长率和利率之差越大,政策赤字的空间也就越大。比如说,如果国债负担率的合理水平是60%,那么,1%的增长率和利率差就意味着政策赤字率不能超过0.6%,3%的增长率和利率差就意味着政策赤字率不能超过1.8%。

前面讨论的(1)、(2)、(3)是一个微分方程系统,我们可以用相应的差分方程系统进行政策情景模拟[余永定(2000)也进行了相似操作,不过,遗憾的是该文在进行模拟时没有将利率纳入考虑]。各变量的表示形式不变,将时间 $t$ 放在下标表示离散时间,则政府债务负担率 $z_t = Z_t/Y_t P_t$ 的演化路径将由下列差分方程系统决定:

$$Z_t - Z_{t-1} = iZ_{t-1} + Y_t P_t f \quad (4)$$

$$Y_t = Y_0(1 + n)^t \quad (5)$$

$$P_t = P_0(1 + \pi)^t \quad (6)$$

其中 $f$ 、 $\pi$ 、 $n$ 和 $i$ 是常数,可以通过不同赋值来探讨 $z_t$ 的路径。正如上文所强调的,最关键的是 $n + \pi - i$ 的取值,它决定了国债负担率是收敛还是发散,收敛速度的快慢,以及政策赤字的操作空间。下面,中国通过设定六个情景,来进行具体说明。

表7列出了各种情景的初始值和相关参数的赋值情况,表8则给出了相应的模拟结果。

在情景一中,由于经济停滞,导致 $n + \pi - i$ 小于零,因而国债负担率走上发散路径,每年以大约3%速度增长,20年增加了约60%。如果条件不变,这种恶化会一直持续下去,直至债务最终崩溃,出现大面积违约和经济动荡。

情景二和情景三对比了不同 $n + \pi - i$ 取值下收敛速度的不同。二者的初始条件相同,都是200%的高债务,政策赤字率也均为2%。情景二的增长率和利率差为6%,这种条件下,20年后国债负担率降幅超过一半,最终达到91%。情景三的增长率和利率差为2%,这种条件下,20年间国债负担率只下降了约30%,仍然处在169%的高位。Reinhart & Sbrancia (2011)指出,在1945年到1980年间,美国和英国消减的债务平均每年占GDP的3%—4%,澳大利亚和意大利则达到5%。这种强度的去杠杆比较接近情景二设定的情形。

情景四和情景五对比了不同政策赤字率导致的最终均衡值差异。两种情景其它条件相同,只不过情景四的政策赤字率为3%,均衡的政府债务负担率为50%,情景五赤字率为6%,均衡政府债务负担率为100%。如果都从零负债出发,此后每年后者的负担率差不多都是前者的2倍。情景四最终会稳定在50%的水平,情景五则会稳定在100%的水平。情景四和情景五的对比涵义明确。宏观环境良好和财政节俭(austerity),会让政府债务稳定在适宜水平,相反,则会出现危险的高债务水平,就像目前很多发达经济体一样。

最后,情景六是对中国债务负担率的一个模拟。假设2011年中国政府债务负担率为40%,此后20年的平均经济增长率为6%,通货膨胀率为3%,利率为5%,政策赤字率为3%,那么,中国的政府债务负担率会缓慢上升,2030年达到60%,最后会稳定在75%的水平(即 $f/(n+\pi-i)$ )。

以上模拟分析表明,政府债务占GDP比重的演进路径主要取决于增长率和利率之差。首先,只有增长率大于利率,国债占比才会收敛,否则就会出现爆炸性增长。其次,增长率和利率之差越大,国债占比向稳定水平的收敛速度就越快。最后,增长率和利率差的大小还决定了可持续的财政赤字水平。从中国的宏观环境看,只要增长率和利率之差可以保持在一个较高的水平,就意味着政府自身债务风险不大,政府债务占GDP的比重会处在比较稳定的水平。因此,经济的可持续增长是应对主权债务风险的有力武器。

表7 各情景初始值及相关参数赋值

	情景一	情景二	情景三	情景四	情景五	情景六
初始值( $z_0$ )	60%	200%	200%	0%	0%	40%
政策赤字率( $f$ )	2%	2%	2%	3%	6%	3%
通货膨胀率( $\pi$ )	2%	3%	2%	3%	3%	3%
经济增长率( $n$ )	0%	8%	4%	8%	8%	6%
利率( $i$ )	3%	5%	4%	5%	5%	5%
$n+\pi-i$	-1%	6%	2%	6%	6%	4%

表8 国债负担率演化路径情景模拟

年份	情景一	情景二	情景三	情景四	情景五	情景六
2011	60%	200%	200%	0%	0%	40%
2012	63%	191%	198%	3%	6%	41%
2013	65%	182%	196%	6%	12%	43%
2014	68%	174%	194%	9%	17%	44%
2015	71%	166%	193%	11%	22%	46%
2016	73%	159%	191%	13%	27%	47%
2017	76%	152%	189%	16%	31%	48%
2018	79%	145%	187%	18%	36%	49%
2019	81%	139%	186%	20%	40%	50%
2020	84%	133%	184%	22%	43%	51%
2021	87%	128%	182%	23%	47%	52%
2022	90%	123%	181%	25%	50%	53%
2023	93%	118%	179%	27%	53%	54%
2024	96%	113%	178%	28%	56%	55%
2025	99%	109%	176%	30%	59%	56%
2026	102%	105%	175%	31%	62%	57%
2027	105%	101%	173%	32%	64%	58%
2028	108%	97%	172%	33%	67%	59%
2029	111%	94%	171%	35%	69%	59%
2030	114%	91%	169%	36%	71%	60%

## 六、结论与政策建议

本文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我们发现,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力武器。

(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,我们认为,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,放缓对外资产积累;同时鼓励藏汇于民、促进对外直接投资、推动人民币国际化。更重要地,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),扩大地方债试点,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、铁路等非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。<sup>①</sup>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

<sup>①</sup> 2010年中央国有资本经营预算收入中,调入财政用于社会保障的开支为10亿元,占当年央企净利润的比重仅为0.1%。2011年有40亿元被调入财政用于社会保障支出,占央企净利润的比重也仅为0.4%。

市场转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。

#### 参考文献

- 国家统计局国民经济综合统计司,2005:《新中国五十五年统计资料汇编》,中国统计出版社。
- 郭志刚,2011:《六普结果表明以往人口估计和预测严重失误》,《中国人口科学》第6期。
- 何平,2001:《中国养老保险基金测算报告》,《社会保障制度》第3期。
- 贾康等,2007:《关于中国养老金隐性债务的研究》,《财贸经济》第9期。
- 刘向耘、牛慕鸿、杨娉,2009:《中国居民资产负债表分析》,《金融研究》第10期。
- 孙涛,2011:《人民银行意外夺魁全球最有影响力央行力压美联储》,《新世纪》7月18日。
- 汪涛,2011:《住房存量价值占GDP75%》,《财经网》2月23日。
- 余永定,2000:《财政稳定问题研究的一个理论框架》,《世界经济》第6期。
- 周小川,2004:《央行行长周小川谈银行改革和金融改革》,2004年北京国际金融论坛发言。见 <http://business.sohu.com/2004/05/19/71/article220177151.shtml>。
- Goldsmith, R. W., 1966, "The Uses of National Balance Sheet", *Review of Income and Wealth*, Vol. 12(2), 95—133.
- International Monetary Fund, 2011, "Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users", Washington, DC: International Monetary Fund.
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John. Moore, 2002, "Balance-sheet Contagion", *American Economic Review*, May, 46—50.
- World Bank, 1994, *Infrastructure for Development*, Oxford University Press.
- World Bank, 1997, *Old Age Security: Pension Reform in China*, WB, Washington D. C.

## China's Sovereign Balance Sheet and Its Risk Assessment(II)

Li Yang, Zhang Xiaojing, Chang Xin, Tang Duoduo and Li Cheng  
(Chinese Academy of Social Sciences)

**Abstract:** During 2000—2010, the national balance-sheet of China demonstrated a rapid expansion. The accumulation of external wealth, infrastructure and housing assets constitutes the dominant drivers of assets expansion, which recorded the historical process of the structural change of industrialization under export-led strategy and the accelerating urbanization. The liability expansion of all levels of government and SOEs, which overtakes the private sector, indicates the institutional feature of government dominance in China's economic activities. Further analysis on the risk assessment of sovereign balance sheet shows: (1) Generally, China's sovereign equity is positive thus there's almost no possibility for China to have a sovereign debt crisis. (2) the short-term sovereign balance sheet risk is housing credit and local government debt, while the medium to long run risk is concentrated in external balance sheet, corporate debt and social security account. These risks are mostly contingent liabilities and closely related to the traditional development model. (3) the simulation of debt dynamics shows maintaining the difference between GDP growth rate and interest rate is crucial for debt liquidation. Therefore, transforming the development model and sustaining economic growth are the fundamental approaches to cope with sovereign debt risk.

**Key Words:** Balance-sheet Expansion; Contingent Liability Risk; Transformation of Development Model; Sustainable Growth

**JEL Classification:** E10, H63

(责任编辑:晓 喻)(校对:晓 鸥)