

论文 NO. 2017 年 9

发表时间：2017 年 9 月 14 日

# 国家资产负债表视角下的金融稳定

**张晓晶：**

国家金融与发展实验室副主任、

国家资产负债表研究中心主任；

**刘磊：**

国家金融与发展实验室研究员。

**摘要：** 本轮国际金融危机以来，对于金融稳定性的关注可以说超出了以往。人们从不同角度、运用不同方法来审视金融稳定性，由此所带来的对于宏观经济学、金融学以及二者关联的反思亦是前所未有的（或许只有大萧条所产生的理论冲击可与之相提并论）。本文拟从国家资产负债表的视角来讨论金融稳定。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

## 一、金融稳定性研究

金融稳定性一般被认为是金融机构稳定性和金融市场稳定性之和，金融危机是缺乏这种不稳定性的直接后果。现实中，观察危机很容易，但考量稳定性却难得多，因此大部分文献是围绕着金融不稳定性 and 金融危机这些问题来展开的。在欧洲，自 14 世纪起已有了较为完整的金融危机记载。当时英王爱德华三世由于战争失败而对意大利的银行家违约，从而造成了银行破产形式的金融危机。在之后的几个世纪里，总是周期性地发生各类危机事件，一些关于商业周期的思想也充斥在古典经济学家的文献中。

最初的理论比较倾向于将危机解释为由经济系统之外的冲击所引致，例如歉收、战争、政府主导的货币贬值等，这也是李嘉图的代表性观点。在那个时候，经济活动与金融活动并不分家，对金融危机和经济危机的区分也并不明显。对于发生危机后的应对机制是讨论的重点。早在 1802 年，桑顿就认为在面临银行流动性危机时，中央银行可以充当最后贷款人的角色。这一思想在白之浩的《伦巴德街》一书中得以条理化，最终贷款人通过向全世界显示充足的货币准备来防止挤兑发生。这一理论从实践出发，促成了各国央行在金融稳定性中的重要职能。

理论经济学中对于“危机”一词最为系统规范的解释，起源于马克思的《资本论》。在《资本论（第二卷）》中，马克思将资本主义生产划分为两大部类，并认为两大部类间只有保持一个特殊的生产比例才能达成稳定的经济增长。但由于资本家对利润的无限追求，这种平衡状态很难保持，由此使危机从“可能性发展成为现实性”。这开创了从整个经济体的内生性角度论述危机理论的先河。在《资本论（第三卷）》中，马克思进一步提出了虚拟资本的概念，并认为从实物资本向虚拟资本的转化成为危机发生的直接原因。之

后凯恩斯提出的有效需求不足理论与马克思的思路基本一致，都是从经济系统内生性的角度认为需求有天然低于供给的趋势，因此危机总是难以避免的。凯恩斯继而对克服这类危机（即增强金融稳定性）给出了药方：用政府购买来弥补私人支出的不足。这类分析的一个重要特点是强调经济变量中的流量指标，主要是供求的均衡匹配。由于忽视了存量的变化，例如政府部门杠杆率的积累并没有被充分考虑，这些政策建议也产生了诸如滞胀这样的不良后果。

与凯恩斯同时代对大萧条的另一理论解释是费雪的债务紧缩理论。费雪认为经济衰退所引发的资产价格紧缩加重了企业家的实际债务负担，从而降低了投资需求。这里已经将企业的资产负债表加入到理论模型中来，将存量因素（债务）与流量因素（投资）通过资产价格联系在一起。此后关于金融稳定性的研究主要顺着几个不同的方向进行，和资产负债表的联系也为更紧密。这包括明斯基的金融不稳定性假说，伯南克的金融加速器模型，Diamond 和 Dybvig 的银行挤兑模型，以及金融脆弱性研究和金融传染研究等。

另一个方向是对这种金融系统性风险的度量标准。对风险的有效度量是防范危机、增强稳定性的前提条件，因此众多学者和国际机构对这一问题也较为重视。度量的主要角度集中在银行资产负债表的各类比率上，如杠杆率、资本充足率、不良贷款率等。如何构造这类指标以及对指标临界值的预警是这类研究的主要方向。Calvo 等人最初提出了多元回归构建指标体系的方法，IMF 则在此基础上构建了“金融稳健性指标”。这些指标是国际金融监管及压力测试的主要依据，美国监管当局自 2009 年起每年都会对金融体系做压力测试，即监管资本评估项目（Supervisory Capital Assessment Program，简称 SCAP）。国内学者对我国金融系统性风险的估算也做了大量实证工作，如刘春航和朱元倩从多角度系统探讨了我国金融系统性风险的度量框架，中国银监会也自 2012 年起定期为银行做压

力测试。

金融危机实际上就是各种类型的违约，银行违约、贷款者违约、政府违约、政府通过超发货币来实质性违约等等。根据 Goodhart 和 Tsomocos 的总结，违约总是会涉及到不同主体的不同风险偏好，这一特殊性质使金融稳定性理论很难纳入到主流经济学的同质人模型中去，因此关于金融稳定性的研究在大部分时间也都游离于主流经济学之外。现有研究或者偏于实证，或者不能形成一个完整的均衡理论。尤其是在经历了将近 20 年的所谓“大缓和”时代，经济学家自认为已经熨平了周期，对金融稳定性的忽视就更加严重。虽然各国央行和国际金融机构也在定期发布金融稳定性报告，但并未正视风险。IMF 在 2007 年 4 月的《世界经济展望》中甚至认为“全球经济的风险已经非常低”！直至 2008 年全球金融危机的再一次爆发，金融稳定性问题才又重新回归人们的视野，大量的研究文献也才开始从多方面开始对这一问题进行反思。这其中，最具影响力的是 IMF 所倡导发起的资产负债表研究方法。

## 二、资产负债表方法（BSA）

所谓资产负债表研究方法（Balance sheet approach，简称 BSA），就是利用国家（及部门）资产负债表来从事经济金融分析的方法。这一方法由 IMF 首倡，随着主权债务危机的爆发而蔚然成风。

国家资产负债表的主要功能，是依靠一系列处理数据的方法，用精心设计的理论框架，表列整个国家的“家底”，并依托这一框架，揭示各经济主体主要经济活动之间的对应关系，借以勾画一国经济运行的机制。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，它可为政府探讨对策空间提供基本依据。进一步，对这些存量指标

（有别于作为流量指标的 GDP 等）进行时间序列分析，比较其年度间变化，它还有透视一国多年经济增长“累积效应”的功能。如果更深入地分部门考察资产负债结构、变动趋势及其同其他部门的关联，我们还可从存量视角对各国经济的结构特点与体制特征进行解构，从而揭示发展方式转型面临的问题，启示未来经济发展的方向。

尽管对资产负债表等存量分析方法的关注只是近年来骤然升温，但在学术研究领域，编制、研究国家资产负债表已经有较长历史。早在 1936 年，就有美国学者提出把企业资产负债表编制技术应用于国民经济的构想。资产负债核算作为一种成熟的宏观经济核算方法，形成于 20 世纪 60 年代。作为此领域的开创性工作，Goldsmith 等人曾编制了美国自 20 世纪初至 1980 年若干年份的综合与分部门的资产负债表。Revell 试编了 1957-1961 年英国的国家资产负债表。自 1975 年始，英国的国家资产负债表正式由官方发布。在加拿大，以账面和市场价值计算的国家资产负债表，从 1990 年开始编制。至今，大部分 OECD 成员国家都至少公布了不含有实物资产的金融资产负债表。

资产负债表方法的兴起是与金融危机紧密相连的。早在 1979 年，克鲁格曼的一篇研究支付危机的论文中就采用了资产负债表方法分析财政赤字的货币化对固定汇率的影响。这可以看作是现代经济学应用资产负债表方法的研究开端。需要指出的是，在相当长的时期中，资产负债表一直在国民经济核算的大框架下，仅仅作为一种统计方法进入人们的视野。而自上世纪 90 年代拉美（如墨西哥、巴西等国）和亚洲地区相继爆发大规模金融危机以来，关于国家资产负债表编制和研究方法的讨论日趋活跃，其功能也超越单纯的统计核算，逐渐显示出成为宏观经济分析基本方法之一的强劲势头。其中尤为值得注意的是，2003~2005 年的短短 3 年间，国际货币基

金组织便发表了十余篇国别资产负债表分析，并极大地推动了相关研究的发展。2007年金融海啸席卷全球，资产负债表分析方法进一步得到了学界、政府以及国际机构的广泛重视与认可，国内也有学者敏锐地跟上潮流，并用之对中国经济问题展开了初步分析，如易刚、李扬等。

总体上说，近年来在讨论金融危机的学术创新浪潮中，应用国家与部门资产负债表展开的研究已取得了重要进展。如Allen等人指出的，资产负债表方法的特点与优势在于，通过这一方法，可以清晰地界定出四类主要的金融风险，即：期限错配、货币错配、资本结构错配以及清偿力缺失（其中，前三项错配，即期限错配、货币错配、和资本结构错配，又可统称为资产负债表错配），而分析考察这四类问题，则是揭示危机根源，认识危机的传导机制，理解微观经济主体应对危机的行为方式，以及研判应对政策的关键所在。其核心政策建议为宏观审慎和微观审慎监管。具体到各部门的资产负债表上，则明确建议采用审慎性原则：少计资产、多计负债。这一政策建议深入人心，并在实际监管过程中成为指导性原则。

理论界最初对于资产负债表的应用，大部分局限于金融部门、政府部门、企业部门等独立的分部门研究中。虽然偶尔也有一些研究将国民经济整体综合到一起来分析，但本质依然是基于各部门自身的。由于这种分析方法基于微观企业的资产负债表，具有比较直观的经济学含义，也更容易被大众和政策制定者所理解。

这类研究主要有三个方向。最初的研究集中于政府资产负债表对货币危机的影响，国债中内债与外债的结构是影响金融稳定性的重要指标。除了上文提到的克鲁格曼开创性论文外，还有一些学者也对这一研究方向做出了贡献。第二个发展方向是在原有分析中加入人们的行为因素，一些基于资产负债表的自我实现预言会引发或

者加速危机。Cole 和 Kehoe 在分析墨西哥比索危机时认为，国外的短期债务大量到期以及外汇资产短缺造成了投资者的自我恐慌，从而是危机的预期成为现实。这类分析方式实际上是 Diamond 和 Dybvig 的银行挤兑模型的另一种表达，之后大量分析金融危机的文章也是基于这种思想。第三个方向则是将私人部门的资产负债表和政府资产负债表放到一起做综合研究。辜朝明在分析日本经济衰退时，即是采用的企业资产负债表衰退这一思路。

### 三、国民财富方法（NWA）

如果说第一阶段的资产负债表方法是侧重于依据审慎原则对分部门的资产负债表进行分析，那么，第二个阶段的方法就可以被称做“国民财富方法”（National Wealth Approach，简称 NWA）。这是资产负债表方法的一个最新研究分支。IMF 对其研究和应用进行了系统性总结和推广。与前一个阶段的研究相区别，这种研究方法主要以国家资产负债表（而不是各部门独立的资产负债表）为基础，或者说不是各部门独立资产负债表的简单加总。

由欧盟委员会统计办公室、国际货币基金组织、经济合作与发展组织、联合国统计司和地区委员会以及世界银行这 5 个组织共同发布的国民统计账户体系（System of National Accounts，即 SNA）“是一套基于经济学原理的严格核算规则进行经济活动测度的国际公认的标准建议”，其目标在于“提供一套综合的概念和核算框架，以便建立一个适于分析和评估经济表现的宏观经济数据库。该数据库的存在是制定明智、合理的政策并进行决策的先决条件”。其特点是全面性（包含全部经济体）、一致性（特定活动对所有参与主体采用相同规则）和完整性（对流量和存量同时测度）。目前这一体系已经更新至第 5 个版本，即 SNA2008。其基本框架是一个账户序列，从经常账户到积累账户，再到资产负债表，囊括了宏观经济中

最重要的存量和流量指标。

IMF 的大量宏观金融分析框架都是建立在 SNA 体系之上的，其中包括 2014 “政府财政统计手册”（GFSM2014）、2009 “收支平衡与国际投资头寸手册，第六版”（BPM6）以及 2000 “货币与金融统计手册”等。IMF 的这些文件主要用于宏观框架内的政策分析，而不是金融部门的审慎性监管。

基于 SNA 体系的国家资产负债表，有许多不同于所有者权益的特点，对表中数据的理解和应用也不能直接从商业资产负债表的概念出发。

我们在分析研究中所用到的资产负债表分为两种类型：企业资产负债表（business balance sheet）和国家资产负债表

（national balance sheet），分别基于的是企业会计原则和国民账户统计体系 SNA 原则。二者在许多科目上并不一致，例如“利润”这一企业会计中的科目，在国民账户体系中并不存在对应项。有一些科目虽然在二者中同时存在，但却有完全不同的含义。更进一步，对这两种资产负债表的运用方向，存在着本质区别：企业资产负债表基于会计上的审慎性原则，主要作用于对金融部门的审慎性监管；而国家资产负债表基于国民账户统计中的一致性原则，主要作用于宏观经济政策的制定及其效果的预期。

SNA 体系是由一系列账户顺序排列而成的，主要包括经常账户、积累账户和资产负债表。经常账户又包括生产账户、收入分配账户和收入使用账户，描绘了某个部门生产过程所产生的增加值、对增加值的收入分配、以及对分配部分的消费与储蓄；积累账户主要包括资本账户和金融账户，分别描述了对储蓄部分的实物积累和金融积累。这部分实物积累相对应的是资产负债表中实物资产的变动，金融积累则对应了金融资产和负债的变动。这一系列账户从头

到尾一一对应，形成一个逻辑上完全严密的统计体系。这个方法的重要特点在于每一期的金融净积累数额恒等于零（暂不考虑国外部门），即在任何时点金融资产都等于负债（SNA 体系中不存在实物负债的概念，全部负债都为金融负债），全社会的金融资产与负债相加为零。这一重要原则是在企业资产负债表中无法体现的，即使将全社会所有部门的企业资产负债表相加，也无法保证金融资产与负债相加为零的性质。

这里需要特殊说明的是股权和股票资产。众所周知，每个部门的融资都可以通过两种方式进行：股权和债权，而资产负债率即是这个部门债权总额与债权加股权总额之比。这在企业资产负债表中，是显而易见的关系。但在 SNA 体系中并不能这样划分。举例来说，政府持有国有企业的股份，对于政府来说属于金融资产的一部分，根据 SNA 金融资产恒等于负债的原则，这部分股权对于企业来说只能划分为负债。这一划分方式，初看起来并不符合逻辑，也会影响到对全社会资产负债率的估算，但这里始终强调的是国家资产负债表主要用于宏观经济政策以及对金融危机的预防，而不是对各部门的审慎性监管。因此这种方式具有其重要的优势，我们将在后文展开表述。

为了坚持这一金融资产恒等于负债的原则，在记账中也要对普通商业会计记账方式进行改进。在一般的会计原则中，普遍采用的是复式记账原则，即“有借必有贷，借贷必相等”。举例来说，在银行危机中，银行需要减记一笔不良贷款。那么商业银行的资产负债表需要在资产和负债两方同时记录这笔操作：资产方记录一笔贷款余额下降，负债方要将自有资本减记相应金额，这才能达到资产负债表的平衡。但在 SNA 体系中，这两步操作显然是不够的。除了银行账户发生相应变化之外，还要在这笔不良贷款所对应的企业资产负债表中记录下这一行为。也就是在企业的负债方减掉相应的银

行贷款负债，同时所有者权益中加进这一数额。这一操作体现了国民经济的整体性：我们可以将其视为一个封闭的水管，任何一笔资金流动都有相应的流出方和流入方，在这个大水管中不存在黑洞。由此形成了 SNA 记账中的“四步体”（quadruple entries），一笔交易需要在资产负债表的四处有所体现。相应的“借”和“贷”概念也被国民账户体系中的“来源”和“运用”所替代。

#### 四、国家资产负债表编制与研究的最新进展

需要强调的是，无论是资产负债表方法（BSA）或是其分支之一的国民财富方法（NWA），都要基于国家资产负债表的编制与分析。没有后者的数据支撑，再好的方法也不过是纸上谈兵。

就国内而言，中国的资产负债表编制与研究起步较晚，但也取得了不少成就。在新兴经济体中是佼佼者（在 G20 新兴经济体中，只有墨西哥官方发布年度国家金融资产资产负债表，只有阿根廷、印度和南非发布部分部门的非金融资产数据）。

中国国家统计局在上世纪 90 年代就引进了国家资产负债表，并在 2004 年发布了 1998 年的国家资产负债表。且在 1997 年和 2007 年两次出版《中国资产负债表编制方法》，但之后统计局的国家资产负债表的编制一直处于试编阶段，且未公开发布。

2012 年，关于国家资产负债表研究，几乎是同时出现了三批力量。一个是曹远征牵头，另一个是马骏牵头，分别编制了一些年份的中国国家资产负债表；还有就是李扬牵头的中国社会科学院课题组。再后来，又有新生力量加入，如余斌以及杜金富等人，他们更侧重于政府资产负债表的编制。国家统计局计划在 2017 年底发布中国 2015 年的国家资产负债表。

目前，坚持编制与定期发布国家资产负债表数据的就只有中国

社会科学院国家资产负债表研究中心，并由隶属中国社会科学院国家金融与发展实验室的国家资产负债表研究中心负责编制发布。该中心编制估算了自 2000 年以来的中国国家资产负债表以及自 1996 年以来的债务杠杆率，相关数据成为分析研判国家能力、财富构成与债务风险的权威依据，并被国际货币基金组织、世界财富与收入数据库以及国际主流学术期刊所引用，由此奠定了中心在该领域的国际话语权。主要研究成果囊括了首届“孙冶方金融创新奖”在内的诸多重要国内学术奖项。

就国际而言，全球主要发达国家都有定期公布的国家资产负债表。但由于学术界对存量经济指标的理解和应用尚缺乏共识，各国编制资产负债表的目的也不尽相同，因此各国的国家资产负债表仍没有形成如 GDP 这类流量指标一般的统一标准。2008 年的全球金融危机推动了全球各国资产负债表编制的进展。金融危机之后，美联储和欧央行对国家资产负债表和资金流量表所体现出的指标更为重视。由欧央行几位经济学家编写了两卷本的从资金流量表分析金融危机的著作，这标志着中央银行学者从国家资产负债表角度理解这次金融危机的尝试。

除经济学家外，国民账户统计专家也开始对这一问题产生兴趣。由 OECD 组织的“金融统计研讨会”是一年一度探讨改善金融统计指标质量的学术会议。2016 年 10 月，这一会议的年度主题定为“资产负债表数据的汇编与运用”。来自 IMF、国际清算银行（BIS）、6 个国家的央行（智利、德国、印度、日本、墨西哥和葡萄牙）、以及澳大利亚国家统计局的专家学者参与了这次会议。IMF 也在 2015 年 3 月举办过类似的深度研讨会“资产负债表及各部门账户”，召集全球学者对这一问题进行讨论。对国家资产负债表的编制普遍有三点共识。首先，各国标准尚未统一，基于各国特殊情况的不同假设为资产负债表的国际比较造成困难，因此急需建立具有可

操作性的国际统一标准。第二，各国国家资产负债表存在一些普遍的缺陷，例如时效性较差、频繁修正、缺乏与企业资产负债表的比较以及实物资产估值标准不统一等，这些困难需要全球统一的标准来解决。第三，越来越多的政府与学者开始对国家资产负债表进行研究，取得的进步越来越大。

对国家资产负债编制规范的进一步统一，是当前各国所需要解决的重要问题。IMF 也在呼吁建立一个跨国合作“全球资产负债表项目”，召集相关的专家学者分享经验并统一各国间的假设标准和统计规范，从而使国家资产负债表对金融危机和金融稳定性研究产生更重要的作用。这需要宏观经济学家、国民账户统计专家和金融专家的密切配合。

## 五、NWA 视角下的金融稳定

在国家资产负债表视角下，对许多经济行为的认识会增加一个角度，对问题的观察也更为全面。与传统资产负债表方法相比，NWA 为我们提供了三个增强金融稳定性的途径：危机的预警、损失的估算与政策反应。在这三个方面，采用国家资产负债表更有可能得出正确的结论。

### 1、无效投资与金融危机的延时预警

当银行发现并减记一笔非金融企业的违约贷款时，在国家资产负债表中所反应的是一笔净资产从银行部门向非金融企业部门的转移。国民净财富并未发生变化，而只是在部门间转移了。在现实中，违约贷款是造成金融危机的重要导火索。我们在讨论杠杆率、债务率等指标时，本质也是在担心违约贷款大规模爆发对国民经济和金融体系的系统性影响。这里将违约贷款看作一笔财富转移，有利于对金融危机的提早预警、加强金融稳定性。

银行减记贷款发生在一瞬间，一般是与确认这笔贷款无法偿还的某一事件相伴随的。但在实际经济过程中，这一财富转移过程并非瞬间完成，一笔贷款成为违约贷款也是在很长一段时期内逐步经历量变到质变的过程。因此，之前在国民经济账户中所记录的各项经济指标是有“水分”的，需要进行调整。最终确认的这笔财富转移，应该在经济运行过程中分步记录下来，但实际的国民账户统计中并没有记录。由此得出的一个重要结论是，由生产过程所记录的经济增加值被高估了，这部分表面上看来是由企业生产所产生的增加值，实际上仅仅是银行部门的财富转移产生的。多记增加值的一个主要途径在于将无效投资确认为真实投资。这部分无效投资并未带来总产出和总资产的上升，而仅仅是经济活动中的中间消费。借鉴 IMF 经济学家 Frecaut 提供的数值范例，我们简要复述如下。

	非金融企业	统计指标	现实经济指标
	1、生产账户		
1	产出	5000	5000
2=3+4	中间消费	2000	2300
3	正常成本	2000	2000
4	无效投资	0	300
5=1-2	增加值 (GDP)	3000	2700
	2、收入分配账户		
6	劳动者报酬	2600	2600
7=5-6	经营剩余	400	100
8	利息支付	120	120
9	股息支付	70	70
10=7-8-9	初次分配收入	210	-90
11	收入税	110	110
12=10-11	储蓄	100	-200
	3、积累账户		
12	储蓄	100	-200
13=14+15	固定资本形成	1000	700
14	实际经济价值	700	700
15	无效投资	300	0
16=12-13	净借出(+)/借入(-)	-900	-900
17=-16	银行贷款净增额	900	900

	4、资产负债表		
18	固定资产	1000	700
19	银行贷款	900	900
20=18-19	所有者权益	100	-200
	银行资产负债表		
21	对企业贷款	900	900
22	存款	800	800
23=21-22	所有者权益	100	100
	国民财富		
24	非金融企业	100	-200
25	银行	100	100
26=24+25	总体	200	-100

注：数据源自 Frecaut 的论文

表 1 是一个典型的 SNA 账户序列，描述了非金融企业的生产账户、收入分配账户、积累账户和资产负债表。为了总结无效投资对整体经济的影响，后面还列出了银行资产负债表和整体国民财富。

在第一部分“生产账户”中，一笔 300 单位的无效投资使中间消费从 2000 变为 2300。这笔中间消费并未在统计账户中显示出来，因此相应拉高了统计数据上显示的 GDP。实际生产过程中所产生的增加值只有 2700，却被误记为 3000。无效投资（中间消费）被误记为投资是导致 GDP 虚高的重要原因。

第二部分“收入分配账户”不受影响。但由于整体增加值下降了，储蓄也相应由正转负。

第三部分“积累账户”中从银行的 900 单位贷款不受影响，但这部分贷款的用途需要重新解释。统计指标显示的是这 900 贷款加上企业的 100 储蓄共同转化为当期的 1000 投资，从而使固定资本也增加 1000。但真实情况是这 900 贷款仅形成了 700 的净投资，其余部分则是用于弥补 200 单位的储蓄缺口，这部分缺口是由无效投资所带来的。

由此，在“资产负债表”中虽然显示了 100 单位的所有者权益，但真实情况却是：这笔净股权是负的。

银行的资产负债表并未受到影响，这与企业资产负债表分析方法有重大区别。按照传统审慎性原则，当银行发现一笔疑似不良贷款后，会提取相应的准备金，这又会影响到银行的资本金。但从国家资产负债表角度看，问题的起源在于企业，问题的发展也全部表现在企业部门。增加金融稳定性更应该从问题的源头入手，而这个源头并不是银行部门。只把监管重点放在金融部门，会忽视一些重要风险的积累，并使得对风险的预警产生延时。

总之，加强金融稳定性的重点在于对整个国家资产负债表进行全面监控，及时发现问题的源头，并提早从源头上进行监管，降低金融危机发生的可能。

## 2、风险损失的过高估计

金融危机发生时，对整体经济损失的精确估算是重要的。这既会影响到政策制定者面对危机时的政策反应，也会影响到参与经济活动的各部门信心。然而，如果没有一个整体国家资产负债表框架的话，极容易在传统审慎性原则下高估危机所带来的损失。上表的例子中，非金融企业 300 单位的无效投资可能会对银行资产质量产生影响，一旦成为不良贷款就会使银行资本金遭受相应损失。但同时，由于这笔无效投资，GDP 在过去虚增了 300 单位。现实经济并未遭受损失，这笔财富仅仅是从银行部门转移到了企业部门。银行受到资本金下降的影响会进一步缩减贷款，影响到宏观经济运行，但损失并不应包括这 300 单位的不良贷款。

在“四步体”记账法的框架内，任何金融资产的交易都是金融资产从一个部门流动到另一部门，既不会凭空产生，也不会蓦然消散。在对损失的估计中，只能计算一次，或者是企业部门、或者是

银行，而不能二者同时重复计算。只有一种情况，会使金融交易对实物资产和实际经济产生影响，那就是金融资产和负债的分布影响到了实际经济中的投资和生产。如上例中，银行不良贷款的增加会影响到其资本金，进而影响银行的放贷能力。不能获得充分融资支持的企业，无法实现理想中的投资规模，从而拉低了投资和产出，这才是真实的影响。企业部门也类似。当企业资产负债率恶化、利息支出过高时，其只能用新增储蓄偿还负债会减轻未来的财务压力。如果用储蓄偿还负债的效用高于用其进行投资的效用，企业便失去了投资意愿，而是将目标设定为修复其自身的资产负债表，投资和产出也被相应拉低了。这一循环就是辜朝明所描述的资产负债表衰退。

IMF 的经济学家也曾以 1990 年代末印尼金融危机为例，用国家资产负债表估算过金融危机所带来的实际损失。作者将 500 亿美元的银行违约贷款损失进行拆解和溯源，并认为最终银行的损失应为 330 亿美元，而对 GDP 的影响则为 100 亿美元。这种精确的拆解与估算有利于政策制定者做出更准确的反应。

### 3、对风险的过度反应

有了对风险的过度估计，就一定会产生政策的过度反应。甚至一些本不该造成系统性风险的事件，由于审慎性原则的过度监管，最终会通过自我实现预言而造成人为的金融危机。

举例来说，银行对房地产开发企业的一笔短期贷款，由于一些偶然的环境因素暂时成为了不良贷款。银行究竟是应该减记这笔贷款并减小未来的放贷规模，还是采用借新还旧的策略用一笔新增贷款来缓解企业财务压力，这是银行和监管当局所面临的选择。实行不良贷款减记，无疑会损害到经济增长，但却是在经济增长本身已经面临瓶颈之时预防更大规模系统性风险的正确处理途径。然而，

如果实体经济本身并没有出现问题，房地产企业无法按时还本付息仅仅是一些暂时性事件的影响（比如政府的地产调控政策），或者仅仅是由于房地产企业自身资产负债表的结构问题（比如大量短期负债对应着长期资产），那么审慎的监管政策便会伤害到实体经济的正常发展。更为严重的是，如果这一循环持续下去，银行的不良贷款会进一步增加，从而引发系统性金融危机。讽刺的是，这类金融危机的产生恰恰是由于审慎性监管原则所引发的。

因此，为加强金融稳定性，在实际政策反应中应尽量掌握整体宏观经济的状况，将实体经济和实物资产作为判断基准。例如，在分析银行不良资产时，应将审慎性标准下得出的不良资产再一分为二：一部分是借款者确实已经丧失还款能力，这部分资产已经实现了财富从银行到企业的转移；而另一部分仅仅是银行出于审慎原则下的记账，这部分财富转移并未发生，在 NWA 原则下应该忽视这部分不良资产。

这里尤其需要强调的是流动性危机。由于外部市场变化、人们的心理影响、短期的政策变化等因素产生的流动性危机在发生之初，并没有对实体经济和实物资产产生任何影响。相比于真实的危机，其影响也小的多。但处理不当的流动性危机既有可能上升为系统性金融危机，也有可能在其他类型的金融危机之中使问题加剧。在处理这类问题时，应有更清醒的认识，做出与审慎性原则相反的处理方式。这次全球金融危机与大萧条的一个重要区别，就在于美联储对危机的反应和处理方式上。在面临流动性危机时，由政府背书的流动性供给很大程度上缓解了危机的规模和影响。

## 六、NWA 视角对分析当前中国金融稳定的含义

NWA 强调应以实物资产（净财富）作为国家资产负债表及金融稳定性分析的基石。既然金融资产的交易是财富中性的，其规模大

小只能通过间接的方式影响净财富在国家部门间的分配。国家净财富的绝对数额以及其在各部门间的分配比例才是在处理和预警危机时最重要的“锚”。起源于实体经济的危机，直到其爆发时对银行等金融部门所产生的作用只是由于实物资产与金融资产的不匹配。对危机的预警与应对，也应重点放置于对实物资产和实体经济的影响上。

### 1. SNA 偿付能力是应对危机的“压舱石”。

所谓 SNA 偿付能力 (SNA-solvent)，是指在面临危机时，从国家资产负债表角度，尤其是从实物资产净值角度计算出的偿付能力。这种估算一般会比从基于审慎性原则下的估算结果更为乐观。尽管偿付能力视角有时候会对资产的流动性或变现能力估计不足，但这种从全局上考察危机的方法，能够处乱不惊，更有利于形成处置危机的有序方案。

结合中国的净资产数据，在面对金融风险问题上，我们相当于吃了定心丸，不必被一些危机的言论吓倒，或者出现一些局部性的风险就临大敌、过度紧张。我们最近的估算结果表明，2000-2016 年，中国主权负债从 19.3 万亿元上升至 126.2 万亿元，上升 5.5 倍；中国的主权资产也同步增长，从 35.9 万亿元上升至 229.1 万亿元，上升了 5.4 倍。这样，中国政府所拥有的资产净值在该段时期显著上升，从 16.5 万亿元上升到 102.9 万亿元，上升了 5.2 倍。即使剔除掉变现能力较差的行政事业单位国有资产以及国土资源性资产，我们的政府部门资产净值也为 20.7 万亿元。无论宽口径还是窄口径，中国的主权资产净额都为正。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。不过，包括养老金缺口、银行显性和隐性不良资产在内的或有负债风险，以及后融资平台时代地方政府新的或

有负债风险值得关注。

2. 在防范和应对金融风险时，应把重点放在实体经济中，尤其是企业部门。

虽然在传统的企业资产负债表方法中，某些核算原则会导致全社会存在净财富损失；但在 SNA 体系中，金融资产是中性的，只存在财富转移，不存在金融损失。因此大部分反映在银行体系中的风险其实只是实体经济问题的二阶反应，其背后的核心问题在于企业的投资不善（无效投资）。传统应对金融风险的步骤按照顺序一般是对银行的紧急支持、债务重组、企业重组。这是以金融部门为核心的监管思路，对问题的处理是间接的。在 SNA 体系中，问题出在企业，那么对企业进行有效管理特别是企业资源的有效配置显得更为重要。这也是中国当前面临的重要问题。由于经济结构等因素，当前还存在大量只能靠政府或银行“输血”才能维持的僵尸企业。这些企业在经济活动中制造了大量的无效投资，浪费了财政补贴、银行贷款以及其他的实物和人力资源。这也是当前政府大力去产能的重要背景，只有化解产能过剩、清理僵尸企业，才能从根本上增强中国金融的稳定性，并有助于缓解财政压力和道德风险问题。

3. 完善宏观监管框架，在真实银行坏账率上升前预警风险。

从实体经济的无效投资到银行的资产减记有一个过程，银行坏账往往是这个过程的最后一步。也就是说，在我们看到银行出现坏账之前，实体经济部门（企业）无效投资的损失早已发生了。银行资产减记只是对这一过程的最终确认，是延迟反应而已。当前我国的银行不良资产比率仍处于较低水平（如图 1 所示）。但随着经济增速下台阶以及大量僵尸企业的存在，加上美国进入加息周期给中国利率上升带来的压力，未来企业还款付息能力将面临严峻考验。另外，我们的金融体系还面临影子银行、表外业务等问题，这些问题

或者不在监管当局的视野之内（中国银监会将影子银行定义为未纳入监管的金融活动），或者已经纳入监管范围但还未有全面认识。这些都是我们在判断银行风险时需要格外注意的。中国目前正在建立一整套兼具宏观审慎政策性质和货币政策工具性质的监管框架，将国家资产负债表纳入考虑后将使这一框架更为完整。

此外，为加强在应对危机中的财政恢复能力，政府还可以对不良资产做出更积极的管理。例如，在当前监管规则下银行减记不良贷款不会影响到财政收入。而按照 NWA 方法这笔减记本质上是财富的转移，政府可以在这笔转移支付过程中适当征税，从而进一步加强财政恢复力以应对风险。

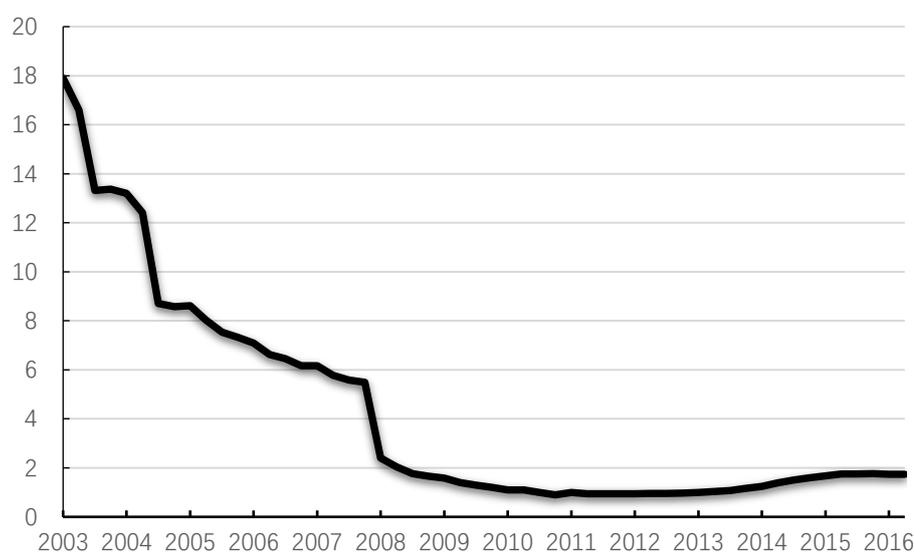


图 1 商业银行不良贷款比率 (%)

注：数据源自中国银监会

#### 4. 既要宏观审慎，又要防止对风险反应过度。

加强金融稳定，既要宏观审慎，时时刻刻把防范风险放在第一位，又要客观实际，对风险的范围和程度有清醒认识，避免过度反应。这是对政策当局的严峻考验。

本轮国际金融危机之后，国际组织、中央银行、监管当局和学术界都开始广泛关注宏观审慎政策。有效的宏观审慎政策框架一般包括时间维度和结构维度两个层面，核心是必须具备逆周期调节杠杆的能力和手段。针对金融机构的顺周期加杠杆问题，巴塞尔协议III在最低监管资本要求之上增加了逆周期资本缓冲、系统重要性附加资本等新的要求，并对金融机构流动性提出了更高要求。针对金融市场，各国也在尝试采用逆周期和跨市场的杠杆管理，如房地产市场的贷款价值比（LTV）、股市和债市的杠杆率/折扣率规则等。中国人民银行自2016年起将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估体系（MPA），从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行情况七大方面对金融机构的行为进行多维度的引导。此外，自2016年5月起将全口径跨境融资宏观审慎管理扩大至全国范围的金融机构和企业，对跨境融资进行逆周期调节，控制杠杆率和货币错配风险。在具体方法上，人民银行的MPA具有鲜明的“中国特色”：一是在考察信贷偏离程度时，中国更重视信贷增长要满足实体经济发展的合理需要。国际上主要通过考察整体信贷和GDP比值与趋势值的偏离程度来确定逆周期资本缓冲，而中国考察的是信贷增速与名义目标GDP增速的偏离。二是国际上逆周期资本缓冲的比例对所有金融机构都是一样的，而中国还要考察每个金融机构对总体信贷偏离的影响，对总体偏离程度影响大的金融机构要求更多的逆周期资本缓冲。

影子银行和表外业务的过快发展，在不断拉长金融体系内部的资金运转链条，产生大量资金空转现象，这些资源未能实现有效服务于实体经济的目的。从图2中可以明显看出2009年以来我国金融部门内部的资金往来占比不断增加，这是影子银行不断发展的直接体现。在缺乏监管的环境下，金融部门内部的杠杆水平快速增加，很容易由局部风险引发金融部门的系统性风险。然而金融体系从整

体上对实体部门的支持并未发生显著变化，新增存款、贷款和社融总量与 GDP 的比例在近 20 余年内基本保持稳定，金融危机后还略有下降（如图 3 所示）。由于金融部门内部链条加长，实体经济相应的融资成本也随之上升，大量无效投资也由此产生。加强 MPA 监管，实质是在金融部门内部去杠杆，防止金融部门内部的过度杠杆化，而在国家资产负债表层面则表现为更有效的为实体经济服务，降低实体经济的财务成本。

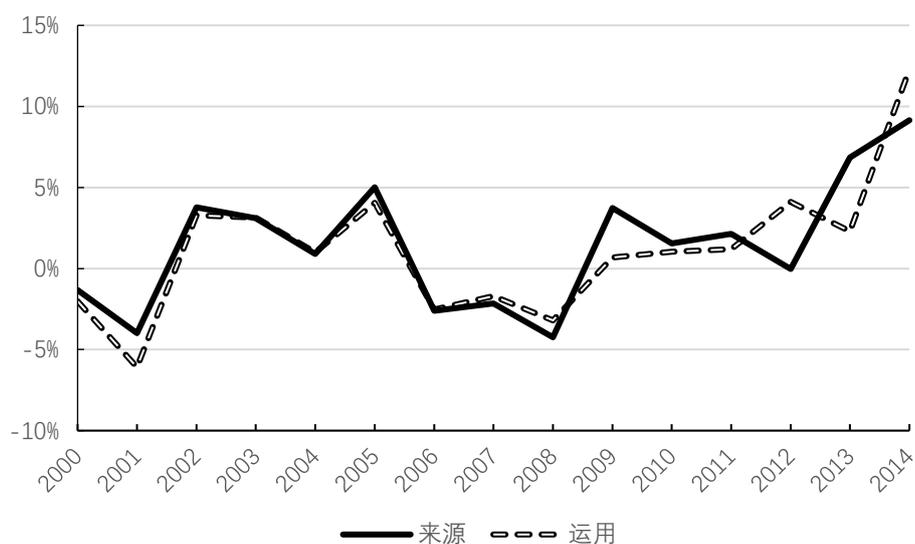


图 2 金融部门的金融机构往来（来源和运用）与资金来源和运用合计的比例

注：数据为中国人民银行的资金流量表

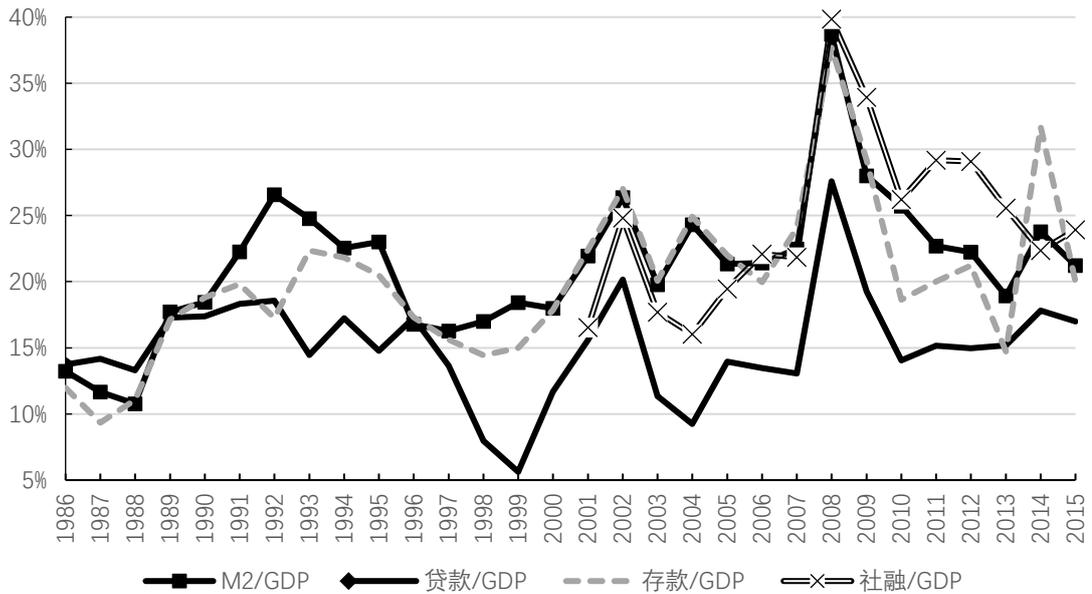


图3 金融资产增量与GDP比值

注：数据源自中国人民银行、国家统计局

出于防范金融风险（或危机）的需要，中国人民银行的MPA（以及监管部门的“监管风暴”）是完全有必要的。问题只在于，宏观（甚至微观）审慎要做到什么程度，特别是这些政策怎样和保持稳定增长一致起来。前面提到，审慎原则下的不良资产可分成两部分：一部分是借款方确实没有还款能力（财务上破产），这部分资产（或财富）已经从银行转到了企业；另一部分同是银行根据审慎原则（如MPA）所形成的不良资产，这部分的财富转移事实上并未发生。比如一些企业还本付息困难可能只是短期的（如政府加强了调控、监管或短期负债对应长期资产形成的期限错配），这时候单纯强调MPA就可能不利于实体经济正常发展。换言之，如果为实现金融部门去杠杆，单纯强调MPA，就可能难以真的降低金融风险。相反，这种做法若伤及实体经济，还会恶化金融稳定。因此，我们需要在实施MPA的时候，兼顾NWA的视角，即实体经济的财富转移或减记是否真实发生，以及由此造成的对于金融稳定的实质性影响。