

# 中国主权资产负债表及其风险评估(上)\*

李 扬 张晓晶 常 欣 汤铎铎 李 成

**内容提要:**本文基于国民资产负债表的理论框架,运用现有数据并通过必要的估算,初步编制了2000—2010年的中国主权资产负债表。结果显示,中国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,在不短的时期内,中国发生主权债务危机的可能性极低。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,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。

**关键词:**资产负债表方法 主权资产负债表 全社会杠杆率

## 一、引言

历史上,全球经济危机多有国际债务危机相伴。随着经济全球化逐步深入,且经济活动日渐金融化,债务危机更构成经济危机的基本要素。因此,探索危机产生的根源,分析危机蔓延的进程,研讨解救危机的措施,我们必须撩开层面纱,追溯到危机国家之资产、负债状况及其动态平衡关系上。这是因为,在如今的情势下,一国经济健康状况的好坏,集中反映在该国的资产负债表中。认识及此,越来越多的研究者倾向于用资产负债表的分析框架来从事宏观经济、特别是经济周期的研究,由此,他们也倾向于将上世纪80年代以来的各次经济危机刻画为“资产负债表冲击”。

在上述实践和理论背景下,当中国地方融资平台债务问题浮出水面之时,人们开始担心中国的主权债务风险,更有人据以唱衰中国。面对这种挑战,编制中国的国家资产负债表(特别是政府资产负债表),深入剖析中国债务的源流、现状及发展前景,便成当务之急。

国民资产负债表的主要功能,是用精心设计的理论框架和一系列处理数据的方法,表列整个国家的“家底”,并揭示主要经济活动之间的对应关系。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,它可为政府的对策空间提供基本依据。进一步,作为存量指标(有别于作为流量指标的GDP),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。

编制国民资产负债表并非新事物。早在1936年,就有美国学者提出把企业资产负债表技术应用于国民经济的构想(Dickinson and Eakin, 1936)。国民资产负债核算作为一种成熟的核算方法,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

\* 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、程锦维、张磊、陈昌兵、王佳、殷剑峰、曾刚、程炼等对本文的撰写亦有贡献。

至1980年若干年份的综合与分部门的资产负债表(Goldsmith and Lipsey, 1963; Goldsmith, 1982)。Revell(1966)试编了1957—1961年英国的国民资产负债表。自1975年始,该表正式由官方发布(Holder, 1998)。在加拿大,以账面和市场价值计算的国民资产负债表,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资产负债表。我国国民资产负债表的研究与编制工作起步较晚。虽然国家统计局曾于1997年和2007年先后两次出版《中国资产负债表编制方法》,但迄今中国官方资产负债表仍处于试编阶段,至今尚未对外公布过相关数据,而且,该表可能只是国民经济核算的一个中间参考指标或中间产品。这种几近空白的状况,使得编制中国国民资产负债表特别是主权资产负债表具有了更大的紧迫性和挑战性。

尽管问世已久,但是,在相当长时期中,国民资产负债表方法(Balance Sheet Approach, BSA)却一直在国民经济统计的大框架下,仅仅作为一种统计方法进入人们的视野。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,关于国民资产负债表方法的讨论日趋活跃,其功能也逐渐超越单纯的统计,显示出上升为宏观经济分析基本方法之一的势头。<sup>①</sup>2007年全球金融海啸爆发以来,这一分析方法更得到了学界、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(易纲, 2008; 李扬, 2009)。可以说,在讨论本轮金融危机的学术创新浪潮中,应用BSA和国家部门资产负债表数据展开的研究已经形成重要流派。

Allen et al. (2002)指出,从理论上讲,通过BSA研究金融危机,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,<sup>②</sup>而分析考察这四类问题,则是揭示危机的根源,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。除了用于对危机展开宏观层面的分析,目前的资产负债表研究正在向如下三个领域展开:第一,研究部门(国家)资本结构与金融稳定及货币危机之间的关系,如Allen et al. (2002)、侯杰(2006);第二,考察部门间金融风险的分担与转移,如Gray et al. (2007)、侯杰(2006);第三,分析一国或地区的债务、资本结构与金融稳定性之间的关系,如Haim & Levy (2007; 以色列), Mathisen & Pellechio (2006; 南非), Lima et al. (2006; 哥伦比亚), 以及Rosenberg et al. (2005; 新兴市场)。应当说,所有这些研究均取得了令人兴奋的成果。

本文旨在编制中国的资产负债表,并尝试运用其中提供的数据回答时下被国内外热议的若干问题。我们十分清楚这项研究蕴含的风险,但是,我们愿意直面挑战。鉴于数据的可获得性及估算方法可能存在的争议和不足,我们不敢高估本文提供的数据的精准性,力求正确提出编制中国资产负债表的方法,确立科学的资产负债表分析框架,并谨慎地收集、估算各类数据,进而小心地运用这些成果,对我国主权资产负债表的风险进行评估。

本报告拟分上、下两篇。其中,上篇侧重于主权资产负债表的编制,以及总债务水平和全社会杠杆率的估算,下篇侧重于分析中国资产负债表的扩张机理,以及对主权资产负债表的风险评估。

本文(即上篇)的结构安排如下:首先介绍国民资产负债表的基本框架,其次试编中国的主权资产负债表,最后,估算中国的债务总水平与全社会的杠杆率。

## 二、基本框架

国民资产负债表(National Balance Sheet)是以一国总体经济存量为考察对象,反映某一时点上经济体的资产负债总规模及结构状况。按照联合国、国际货币基金组织、OECD以及欧共体委员会

<sup>①</sup> 如Mathisen & Pellechio(2006)介绍,从2003年到2005年,国际货币基金组织便发表了十余篇国别资产负债表分析。

<sup>②</sup> 其中,前三项错配,即期限错配、货币错配、资本结构错配,又可统称为资产负债表错配。

共同制定的国民账户体系(SNA2008),一国的资产负债表又可划分为非金融企业、金融公司(包括中央银行)<sup>①</sup>、政府(包括各级政府、社保基金以及政府控制的非盈利机构)、居民(也称住户)、面向居民的非盈利单位<sup>②</sup>以及非住户部门(即国外部门)。表1即来自SNA2008标准的国民资产负债表。该表还提供了具体数值,仅为示例需要,非特指某一经济体。表中空格部分为“不适用”。观察表1,我们可以直观地加深对于各部门各科目间的关系、加总方式以及会计恒等式的理解。

表1 国民资产负债表:部门与加总

	非金融企业	金融公司	政府	住户	面向居民的非盈利单位	总体经济	国外部门	加总
非金融资产	2351	93	789	1429	159	4821		4821
生产性资产	1374	67	497	856	124	2918		2918
固定资产	1326	52	467	713	121	2679		2679
存货	43		22	48	1	114		114
贵重物品	5	15	8	95	2	125		125
非生产性资产	977	26	292	573	35	1903		1903
自然资源	964	23	286	573	35	1881		1881
合约、租约、牌照	13	3	6			22		22
商誉及其它无形资产	3							
金融资产	782	3421	396	3260	172	8031	805	8836
货币化黄金与特别提款权		690	80			770		770
通货与存款	382		150	840	110	1482	105	1587
债务证券	90	950		198	25	1263	125	1388
贷款	50	1187	115	24	8	1384	70	1454
股权与投资基金份额	80	551	12	1749	22	2414	345	2759
保险、养老金与标准化的担保方案	25	30	20	391	4	470	26	496
金融衍生品与员工股票期权	5	13	0	3	0	21	0	21
其它应收/付款	150		19	55	3	227	134	361
金融负债	3221	3544	687	189	121	7762	1074	8836
货币化黄金与特别提款权						0	770	770
通货与存款	40	1281	102	10	38	1471	116	1587
债务证券	44	1053	212	2		1311	77	1388
贷款	897		328	169	43	1437	17	1454
股权与投资基金份额	1987	765	4			2756	3	2759
保险、养老金与标准化的担保方案	12	435	19		5	471	25	496
金融衍生品与员工股票期权	4	10				14	7	21
其它应收/付款	237		22	8	35	302	59	361
资产净值	-88	-30	498	4500	210	5090	-269	4821

资料来源:Commission of the European Communities, IMF, OECD, UN and World Bank, 2008, *System of National Accounts 2008*, pre-edited version of Volume 1.

① 也有将央行归入政府部门的,如 Allen et al. (2002)。

② 是指不受政府控制并向居民提供免费或象征性收费服务的机构,包括专业协会、宗教组织、慈善机构以及研究单位等。

参照表1以及国家统计局(2007),我们编制出适合中国国情的国民资产负债表简单框架(见表2)。其中,主栏为资产与负债项目及其差额,宾栏是国民经济各部门及合计加总。

表2 国民资产负债表框架

	非金融企业	金融机构	政府	住户	国内部门合计	国外部门	总计
非金融资产							
固定资产							
存货							
其他非金融资产 (土地、无形资产、 递延资产及其他资产)							
金融资产/负债							
(一)国内金融资产/负债							
通货与存款							
贷款							
股票及其他股权							
债务证券							
保险准备金							
其它应收/应付款项							
(二)国外金融资产/负债							
直接投资							
证券投资							
其他投资							
(三)储备资产							
黄金储备与特别提款权							
外汇储备							
资产负债差额(资产净值)							

资产负债表的基本逻辑关系可以大致归纳为:

- (1) 总资产 = 负债 + 资产净值
- (2) 总资产 = 非金融资产 + 金融资产

考虑到负债即金融负债,<sup>①</sup>同时,由于国民资产负债表中的(一国)金融债权和(另一国)金融债务互为镜像,它们同时发生,规模相等,方向相反,即在全球(或所有经济体)范围内,金融资产 = 金融负债,我们可以将(1)、(2)合并,得到:

- (3) 资产净值 = 非金融资产

(3)式成立的前提是纳入了国外部门。加入国外部门,一方面是出于会计平衡的需要,另一方面,也只有像联合国或IMF这样将全球所有经济体视为一个整体的国际机构,考察国外部门才有意义(表1即是以全球为考察对象)。就单个经济体而言,有实际意义的是国内部门合计,因此可以忽略国外部门与总计这两栏。

进一步看,金融资产/负债包含三项,项目(一)是国内金融资产/负债,项目(二)、(三)其实就是我们通常所说的国际投资头寸表。由于国内金融资产 = 国内金融负债,即项目(一)中的资产负

<sup>①</sup> 由于非金融资产不存在相互借贷和债权债务关系,因此,它只反映在持有者的资产方即使用方,而不反映在负债方即来源方。这样,资产负债表中的负债方只含有金融类负债。

债完全抵消,那么国内部门合计的净金融资产就等于(二)、(三)项的加总,也就等于净国际投资头寸,于是有:

$$(4) \text{国内部门的资产净值} = \text{非金融资产} + \text{净国际投资头寸} = \text{非金融资产} + \text{国内部门净金融资产}$$

比较(3)和(4)不难发现,当具体考察一个经济体时,合并资产负债表往往会丢掉很多有用的信息。因此,SNA2008对于资产负债表的合并加总持保留态度。

以上给出了国民资产负债表的部门划分、科目类别以及加总办法和一些会计恒等式,这些构成了编制资产负债表的基础。

### 三、中国主权资产负债表(2000—2010)试编

本轮国际金融危机凸显了主权资产负债表的重要性,因此,本文侧重编制的只是中国主权(sov<sup>er</sup>eign)资产负债表。主权资产负债表不同于国民(national)资产负债表,后者是国民经济所有部门资产负债的加总合并,而前者只是政府或“主权”相关部门资产负债的加总合并。<sup>①</sup>需要指出的是,在标准的分部门资产负债表中,一般都没有主权资产负债表(通常只有政府资产负债表)。本文提供的主权资产负债表是一个加总,它包括了政府(中央与地方)、国有或国有控股金融机构(包括央行)、非金融国有企业这几个部门,相当于广义的政府资产负债表。主权资产负债表中的主权资产是指政府拥有或控制的资产,包括其它可动用的资源;主权负债是政府的直接负债以及隐性担保所产生的或有负债。

主权资产负债表很大程度上是与私人部门资产负债表相对的,因此,这里不包括纯粹的私人部门。首先,居民部门不含在内。因为对于居民部门的资产,政府不可直接动用(尽管不排除战时或其他特殊时期的征用),并且政府一般也没有义务承担居民负债的偿还责任。其次,私人企业部门的负债也不含在内,因为私人企业部门的资产不由政府直接掌控,因而其负债也不应由政府承担。尽管私人部门的危机会蔓延到政府部门(如美国的次贷危机),从而可能会恶化主权资产负债表,但私人部门本身并不直接进入主权资产负债表。

基于前述界定,我们认为,中国的主权资产主要包括六项:国有经营性资产、国有非经营性资产、政府所拥有的资源性资产、对外主权资产、全国社会保障基金国有资产、政府在中央银行的存款。中国的主权负债主要包括六项:中央政府的债务(内债和外债)、“准国债”(各政府部门和政策性机构所发行的有财政担保的债券)、地方政府债务、国有企业债务、以金融不良资产及其转化形式存在的或有负债、以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口。下面,我们首先讨论数据来源和估算方法,再分别对主权资产和主权负债的各组成部分进行分析、估算和加总,获得主权资产/负债的时间序列数据。在此基础上,编制2000—2010年的主权资产负债表。

#### (一)数据来源与估算方法

主权资产负债表的编制涉及到大量的数据。迄今还没有公开发布的主权资产负债表,很大程度上受制于数据的可获得性。为编制2000—2010年中国主权资产负债表,我们充分利用现有的各方面统计资料,并对无法直接获取的数据进行了估算。这里就主权资产/负债各组成部分的数据来源和估算方法做出说明。

##### 1. 国有经营性资产

国有经营性资产包括非金融企业国有资产和金融企业国有资产。其中,非金融企业国有(总)资产是将国有企业国有资产总额与国有企业负债相加得到。数据来自相关年份的《中国财政年

<sup>①</sup> 这种相关程度(即政府可动用其资产并须为其偿还负债)的界限有时候取决于政府自己的解释。

鉴》。需要说明的是,这里国有企业国有资产总额实际上是国有权益的概念。在国有企业所有者权益总额(即净资产总额)中,除了国有权益外,还包括其他所有者的权益(如在合资、合作和股份制国有企业中的外商和港、澳、台、集体企业或个人所有者的权益),需要予以扣除,由此得到的国有企业中的国有权益,才是政府真正能够支配和动用的资产。当然,从动态的角度看,国有企业运营过程中所产生的不良资产也需要从国有权益中扣除。也就是说,政府实际可用于清偿债务的资产规模可能要小于现存的国有权益规模。

国有经营性资产中的金融企业国有资产的数据,是根据财政部和《中国金融年鉴》的有关资料测算的。其中,2009年、2010年的数据是根据财政部提供的中央金融企业和地方金融企业资产负债表,分别计算获得中央金融企业和地方金融企业的国有资产,并作了加总。需要说明的是,考虑到中央金融企业中其他国有法人的权益已基本体现在非金融企业国有资产中,我们做了剔除,得到归属财政部(包含汇金公司)的国有资产。而在地方金融企业国有资产中,有的已经体现在非金融国有企业的资产负债表中(从现实经验来看,地方金融企业国有资产中有较大一部分属于国有企业法人),但由于缺乏进一步的数据,无法测算地方金融企业国有资产中非金融国有企业所占比例,因此无法进行剔除,这里特别指出。

由于2000—2008年的数据无法直接计算得到,我们做了估算。其中的核心步骤是基于财政部和《中国金融年鉴》披露的有关资料,获得金融业的所有者权益数据。根据2009年和2010年财政部数据的平均值,中央与地方金融企业的权益占比分别为56%和44%。归属财政部的国有资产占中央金融企业所有者权益的60%,地方金融企业的所有者权益中有40%是国有资产。从经验上判断,这一比例近年来大体保持稳定。在前述所有者权益估算的基础上,我们按照这一比例分别计算中央金融企业和地方金融企业的国有资产情况,再进行加总得到金融行业的国有资产。

在上述国有权益的基础上,再加上政策性银行金融债,得到金融行业国有(总)资产。

## 2. 国有非经营性资产

国有非经营性资产,即行政事业单位国有资产的数据,来自相关年份的《中国会计年鉴》。

## 3. 政府拥有的资源性资产

这里,我们重点对国土资源的价值进行了估算。我们参考了World Bank(2006)的研究思路。基本方法是将国土资源(不含油气矿产资源)的现时总价值理解为未来一定时期从国土资源中获取的净产出(即总收益扣除成本费用,亦即资源租金)的折现值之和。由于数据所限,此处未对耕地、草地、森林等不同资源收益进行详细的分类计算,而仅以笼统的“农林牧渔业总产值”代替,并统一采用40%为租金率。<sup>①</sup>此外,同World Bank(2006)一样,本文选择采用了25年折现期(约一代人),因而将折现率定为4%。

## 4. 对外主权资产

作为对外主权资产的储备资产数据,2004—2010年直接来自国际投资头寸表。2000—2003年的数字根据2004年国际投资头寸表和相关年份国际收支平衡表推算。然后根据各年度人民币汇率年平均价,将美元数据折算成人民币数据。

## 5. 全国社会保障基金国有资产

数据来自CEIC和全国社会保障基金理事会相关年度财务报告。

## 6. 政府在中央银行的存款

数据来自货币当局资产负债表。

<sup>①</sup> 40%的租金率标准是在World Bank(2006)的估计基础之上,综合考虑得出。事实上,世界银行列出了以下数据:耕地租金率(共九种作物):玉米30%,米51%,小麦34%,香蕉42%,葡萄31%,苹果36%,橘子36%,大豆27%,咖啡8%;牧场:45%。

## 7. 中央政府的债务

其中,中央财政国内债务余额的数据,2000—2004 年来自 CEIC;2005—2010 年来自《中国统计年鉴》(自 2006 年实行国债余额管理后,开始正式披露中央财政国内债务余额情况)。

中央政府的债务中,主权外债的数据来自国家外汇管理局。基于下文中将要论及的宽口径主权外债的定义,2000 年的数据为国务院有关部委、国内银行和非银行金融机构、中外资企业借入的外债总和;2001 年的数据为国务院部委、中资银行和非银行金融机构、外资金融机构、中外资企业借入的外债总和;2002—2005 年的数据为国务院部委、中外资银行和非银行金融机构、中外资企业借入的外债总和;2006—2010 年的数据为国务院部委、中外资银行、中外资企业借入的外债总和。然后,根据各年度人民币汇率年平均价,将美元数据折算成人民币数据。

## 8. “准国债”(各政府部门和政策性机构所发行的有财政担保的债券)

这里我们重点考察了政策性银行金融债,数据来自 CEIC。

## 9. 地方政府债务

2010 年的数据综合了审计署和银监会的资料;2000—2009 年的数据根据审计署 2011 年 6 月发布的《全国地方政府性债务审计结果》中地方政府性债务余额增长率变化数据进行推算。

## 10. 国有企业债务

这一部分的数据,来自相关年份的《中国财政年鉴》。需要指出的是,在地方国有企业中,相当程度上包括了地方政府融资平台这一有政府背景的实体。因此,在并表加总时,我们作了必要的调整以防止交叉重复。具体来说,2010 年国有企业债务的数据,是扣除了审计署正式披露的地方政府融资平台债务的数据。

## 11. 以金融不良资产及其转化形式存在的或有负债

首先是银行不良资产,各年的数据来源和计算方法如下:2000—2001 年为四大国有商业银行不良资产的情况,2000 年来自各行年度报告加总(其中,农行不良资产率未反映在年报中,是根据该行 2006 年和 2000 年间不良资产率变动幅度的有关数据推算的);2001 年根据中国人民银行《2002 年货币政策执行报告》以及银监会 2003 年上半年工作报告中的有关数据推算。2002—2003 年为主要银行业金融机构不良资产的情况,包括国有商业银行、政策性银行和股份制商业银行;2004 年为主要商业银行不良资产的情况,包括国有商业银行和股份制商业银行;2005—2010 年为商业银行不良资产的情况,包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行。2002—2010 年的数据均来自银监会。

其次是处置银行不良资产形成的或有负债。这大致分为几个时段:2000—2003 年的数据,反映的是 20 世纪 90 年代末四家资产管理公司通过发债和人民银行再贷款,接受工、农、中、建、国开行不良资产政策性剥离的情况。2004 年的数据,主要反映的是中、建、交行可疑类、损失类贷款商业性剥离,以及中、建行损失类资产核销的情况;另外也包括人民银行以票据方式等额置换中行和建行一部分不良资产的情况。2005—2007 年的数据,反映的是工行、上海银行不良资产商业性剥离、农信社央行票据和再贷款,以及央行再贷款资产损失的情况。2008—2010 年的数据,反映的是通过人民银行免息再贷款等额置换以及农行与财政部建立“共管基金”的方式,剥离农行不良资产(包括可疑类贷款、损失类贷款和非信贷资产)的情况。

## 12. 以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口

这部分的数据我们没有自己估算,直接借鉴有关权威机构的估算,取平均值得到。

### (二) 主权资产分析

#### 1. 国有经营性资产

经营性国有资产是国家作为出资者将资源投入生产经营、以获取利润作为目标的资产。按照

企业的经营属性,这部分国有资产等于非金融企业国有资产加上金融企业国有资产。

非金融企业国有资产是国有经营性资产的主体。至2010年底,中央非金融企业(含国资委监管企业和中央部门管理企业)国有资产为9.3万亿元,地方非金融企业国有资产为9.2万亿元。非金融企业国有资产合计为18.5万亿元。再加上国有企业的负债总额,非金融企业国有总资产为59.1万亿元。

金融企业国有资产主要指国家对金融企业各种形式的投资和投资所形成的权益,以及依法认定为国家所有的其他权益。根据我们的估算结果:2010年中央金融企业国有资产2.2万亿元,剔除中央金融企业中其他国有法人的权益,归属财政部(包含汇金公司)的国有资产2万亿元。地方金融企业国有资产1万亿元。全国金融行业的国有资产为3万亿元。再加上政策性银行金融债,金融企业国有总资产为8.2万亿元。

## 2. 国有非经营性资产

非经营性国有资产是指行政单位和事业单位所占用的国有(公共)财产。作为政府履行公共行政和公共事务职能的支撑,这部分资产是国家主权资产的组成部分。就中国而言,考虑到政府的规模特征,这部分资产在国家主权资产中占有相对突出的地位。截至2010年底,全国行政事业单位的国有资产总额达到7.8万亿元。从资产内部构成看,固定资产占有相当比重。2010年行政事业单位的固定资产占资产部类的比重分别为46.3%和39.4%。这在一定程度上决定了国有非经营性资产的流动性相对不足。同时,由于这部分资产具有专用性,其市场不存在或不发达,导致其可变现净值可能低于账面价值或评估价值(张国生,2006)。因此,在进行财政风险分析和匡算偿债资源时,行政事业单位非经营性资产的这种特殊性,需要引起注意。

## 3. 政府所拥有的资源性资产

主要指由国家法律规定属国家所有的经济资源,如国有土地、森林、矿产、河流、海洋等。我们按照前述说明的方法,估算出2000年中国国土资源总价值为15.9万亿元(当年价)。作为参考,World Bank(2006)按照林木资源、非木森林资源、耕地、牧场、以及保护区(protected areas)分类估算了2000年中国国土资源合计总价值为2.16万亿美元,以当年比价约合17.8万亿人民币,两者差距不大。依据同样的办法,我们估算出2010年全国国土资源总价值为44.3万亿元。

我国《宪法》规定:“城市的土地属于国家所有。农村和城市郊区的土地,除由法律规定属于国家所有的以外,属于集体所有;宅基地和自留地、自留山,也属于集体所有。”这就意味着集体所有的土地,不属于国有资产。但通过法律程序变更,如对土地实行征收或者征用,则集体所有的土地变更为城市土地,也进入资源性国有资产的范畴。因此,44.3万亿元的国土资源估值可视作国有土地资源性资产的最大值。

当然,中国资源性资产的变现形式比较特殊,由于不允许出售所有权,只能转让开发使用权,因此,资源性资产的收益主要体现为使用权转让收入,纳入政府公共收入体系。以2010年为例,国有土地使用权出让金收入达到2.8万亿元,占政府性基金收入的82%。

## 4. 对外主权资产

从国际投资头寸表可以看出,中国的对外资产主要包括对外直接投资、证券投资、其他投资与储备资产。而对外主权资产主要是国际投资头寸表中由官方持有的储备资产。中国储备资产规模从2004年的6186亿美元增加到2010年的29142亿美元,对外主权资产的积累非常快。

## 5. 全国社会保障基金国有资产

全国社会保障基金是中央政府集中的国家战略储备基金,由中央财政拨入资金、国有股减持或转持所获资金和股权资产等构成。截至2010年末,全国社保基金权益7809.18亿元。此外,全国社会保障基金理事会受做实个人账户试点省(自治区、直辖市)委托管理的个人账户资金及其投资



收益,即个人账户基金权益 566.40 亿元。两者相加,全国社会保障基金理事会管理的基金权益总额为 8375.58 亿元。需要指出的是,全国社会保障基金国有资产与前述非金融企业国有资产和金融企业国有资产可能存在着重复核算。因为在国有股减持或转持的过程中,实际只涉及履行出资人职责的部门调整,即由国资委或财政部调整为全国社会保障基金理事会,前述非金融企业国有资产和金融企业国有资产并未发生实质性转移。当全国社会保障基金再将该部分资产进行统计时,可能产生重复计算。

#### 6. 政府在中央银行的存款

这主要反映在央行的资产负债表中,主要是指各级财政国库开设在中国人民银行国库单一账户上的财政国库存款,即在国库的预算资金(含一般预算和基金预算)存款,包括中央国库存款和地方国库存款。国库存款与其它财政存款(未列入国库存款的各项财政在商业银行的预算资金存款以及部分由财政部指定存入商业银行的专用基金存款等,作为银行存款体现在行政单位的资产项中)共同构成财政性存款。它是各级财政部门代表本级政府掌管和支配的一种财政资产。2010 年底,政府在中央银行的存款达 2.4 万亿元。

我们分别对以上各类主权资产进行估算并加总,获得 2000—2010 年的中国主权资产及构成(见图 1)。从中可以看出,相对于其它资产,非金融企业国有资产以及储备资产的增长非常迅速。

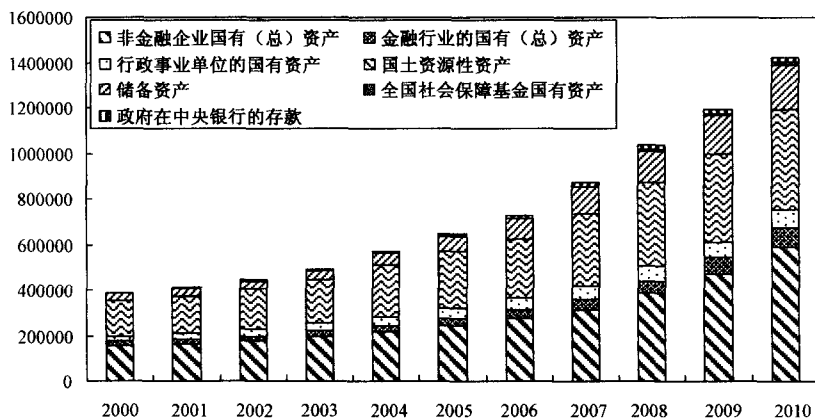


图 1 中国主权资产的规模与构成(亿元)

资料来源:课题组估算。

### (三) 主权负债分析

#### 1. 中央政府的债务(内债和外债)

截至 2010 年底,中央财政国内债务余额 66987.97 亿元;国务院部委借入的主权外债余额 387.9 亿美元,以当年汇率平均价计算,折合人民币 2625.9 亿元。与此同时,中外资银行、中外资企业等私人部门借入的外债余额 2988.4 亿美元,折合人民币 20230 亿元。这些私人部门的对外债务通常情况下应由债务单位来偿还,不过,一旦发生资金不足难以偿还的状况,就需要由政府动用预算来兜底。因此,我们认为,也有必要将其纳入主权外债的统计之中。这样,国外债务余额共计 3376.3 亿美元,折合人民币 22855.9 亿元。

#### 2. “准国债”(指各政府部门和政策性机构所发行的有财政担保的债券,如政策性金融债等)

政策性银行发债虽然是市场行为(其发债规模和定价根据其自身资信确定,所筹资金也是市场化运用),但是以国家信用为依托。因此,如果风险控制不力,或受到国内外经济金融冲击而贬损,这部分债务可能最终转化为主权债务,因此,这些债务应视作公共部门的或有负债。2010 年,政策性银行金融债余额为 52363.16 亿元。

### 3. 地方政府债务

主要包括两部分:一是近年来地方政府融资平台债务。根据国家审计署的统计,2010年底地方政府性债务余额中,融资平台公司举借的为49710.68亿元。但国家审计署统计的地方政府融资平台债务,只包括地方政府正式介入的债务,对于非正式融资担保而产生的债务则没有计算在内。因而国家审计署的统计很可能低估了地方政府融资平台的债务规模。在这方面,银监会对地方政府融资平台债务的界定相对更宽泛。其基本做法是把地方政府支持的非正式担保的项目也计算在内。根据银监会的估算,地方政府债务总额为9万亿元。二是非融资平台公司的地方政府债务。举借主体涉及地方政府部门和机构、经费补助事业单位、公用事业单位和其他单位。根据国家审计署的统计,这部分债务合计为57464.23亿元。上述两部分相加,地方政府债务接近15万亿元。这与中国人民银行估算的14万亿元地方政府债务规模比较接近。

### 4. 国有企业债务

从理论上讲,国有企业是自主经营、自负盈亏的法人主体和经济实体,因此其债务应由企业自己来承担。但是,从出资人的角度看,政府与国有企业间存在着割不断的联系。从法理上说,当国有企业不能偿还债务的时候,财政就不得不按照其出资比例承担起企业清偿债务的责任。而且,从社会稳定的角度出发,政府也会对国有企业进行一定的救助,承担最后支付人角色。因此,将国有企业债务视为政府的或有债务是合理的。

截至2010年底,全国国有企业负债总额40.6万亿元,其中中央国有企业负债20.8万亿元,地方国有企业负债19.8万亿元。在中央国有企业中,中央管理企业负债14.8万亿元,中央部门管理企业负债6万亿元(其中包括铁道部负债1.89万亿元,含贷款1.25万亿元,以及铁路短期融资券、中期票据以及铁路建设债券等债务融资工具约6000亿元)。如前所述,地方国有企业与地方政府融资平台的负债数据存在重叠,在处理时进行了剔除。

### 5. 以金融不良资产及其转化形式存在的或有负债

这主要包括银行不良资产和其它金融机构(如证券公司和保险公司)不良资产,以及处置银行不良资产形成的新的或有负债。从商业银行现有的不良资产看,2010年银行业五级分类不良贷款总额共计4336亿元。当然,不良贷款中除了损失类贷款,次级类和可疑类贷款中有一定比例是可以收回的,因此实际的不良资产规模要小一些。

银行处置其不良资产有很多方式,包括剥离和核销不良资产、注资、发行特别国债、央行票据和再贷款以及吸引财务投资者等。但是,无论如何处置,只是不良资产发生了形式上的变换,绝不意味着它们已经消失(如由商业银行的不良资产变成了央行的不良再贷款)。因此,银行不良资产的一部分仍然作为主权负债存留着,另一部分则转化成了其它形式的或有负债。1999年以来,包括四家国有商业银行和国家开发银行政策性剥离不良资产,2003—2008年四家国有商业银行股份制改造财务重组过程中剥离可疑类、损失类不良资产和核销损失类资产,以及央行再贷款资产损失等在内,处置银行不良资产形成的或有负债约为4.2万亿元。

### 6. 以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口

主要是指养老保险制度转轨时旧体制留下的养老保险隐性债务负担的规模。对此,国内外机构已做过大量研究测算,如原劳动部社保所(1995)、世界银行(1996)、原国务院体改办(2000)、财科所(2007)等。估算的结果不尽相同,低则1—2万亿,高则6万亿,平均3.5万亿元左右。

我们分别对以上各类主权负债进行估算并加总,获得2000—2010年中国主权负债及构成(见图2)。从中可以看出,相对于其它负债,政府债务(中央加地方)、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。

#### (四) 主权资产负债表

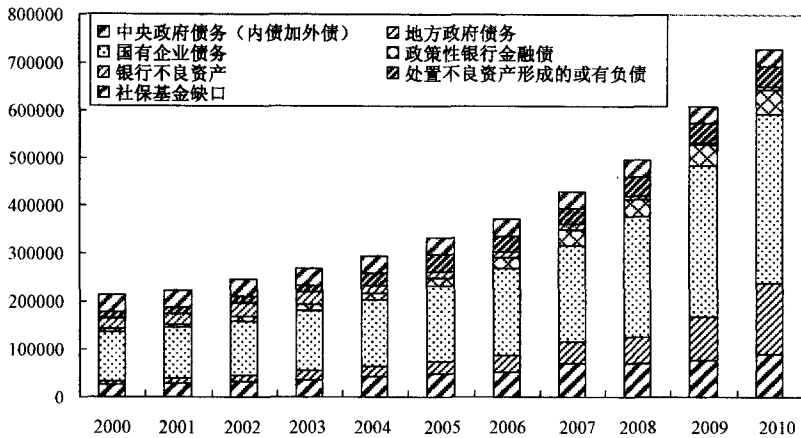


图2 中国主权负债的规模与构成(亿元)

资料来源:课题组估算。

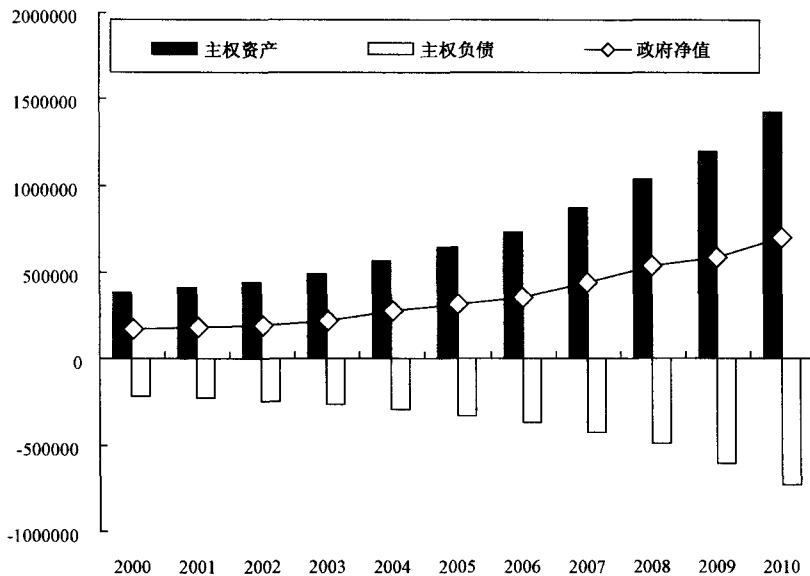


图3 中国主权资产/负债及政府净值(2000—2010)

资料来源:课题组估算。

通过对以上各个部分主权资产和主权负债进行加总,我们可以得到各年度中国主权资产和主权负债以及相应的政府(或主权)净值。图3反映了2000—2010年主权资产、主权负债和政府净值的变动情况。从中可以看出,11年来,中国主权资产和主权负债都呈扩张的态势,而主权资产的增幅要高于主权负债,从而,我国政府净值的规模一直处于不断增长之中。

综合以上主权资产与主权债务,我们可以编制2000—2010年的中国主权资产负债表。以下仅以2010年的主权资产负债表为例进行分析。

表3显示,按宽口径匡算,2010年中国主权资产净值为69.6万亿。但考虑到行政事业单位国有资产变现能力很差(因为要履行政府职能),以及国土资源性资产的使用权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)<sup>①</sup>,因此,以窄口径来统计,即扣除行政事业单位国

有资产,并以2010年的土地出让金2.8万亿替代国土资源性资产44.3万亿,从而主权资产将由142.3万亿减少到93万亿。这样一来,窄口径的主权资产净值只有20万亿左右。以上分析表明,无论从宽口径还是窄口径来看,中国的主权资产负债表都比较健康,其资产净额为正。这意味着,中国政府有足够的资源作为偿债保证,短期内没有发生主权债务危机的可能。

关于主权资产负债简表的匡算与编制,有几点需要说明:

对于资产,其一,可能存在低估的情况。一方面,如果基于市场价值来估算,主权资产规模可能会扩大。比如,有研究(沈沛龙、樊欢,2012)通过上市公司的相关数据来匡算国有股的市场价值,并得出国有资产账面值的低估。另一方面,国土资源性资产评估以土地净产出进行折算也可能存

<sup>①</sup> 如果未来的土地出让制度进行调整,将土地批租制改为土地年租制,也就是将一次性收取几十年的土地出让金改为每年收取一次土地年租金(土地使用费),那么每年的国土资源性资产的收益会进一步缩减。

在低估现象,因为随着城镇化的推进,部分土地用途会发生改变,其价值也会发生变化。其二,同时可能存在高估的情况。一方面,从可变现能力看,主权资产总规模又可能存在高估,因而对行政事业单位国有资产以及国土资源性资产应进行适当的扣除。另一方面,从核算角度看,可能存在重复计算,从而高估主权资产。

表 3 2010 年中国主权资产负债简表(单位:万亿元)

资产		负债和政府净值	
政府在中央银行的存款	2.4	中央财政国内债务	6.7
储备资产	19.7	主权外债	2.3
国土资源性资产	44.3	非融资平台公司的地方政府债务	5.8
行政事业单位的国有资产	7.8	地方政府融资平台债务	9.0
非金融企业国有总资产	59.1	非金融国有企业债务 (扣除地方政府融资平台债务)	35.6
金融行业的国有总资产	8.2	政策性银行金融债	5.2
		银行不良资产	0.4
		处置银行不良资产形成的或有负债	4.2
全国社会保障基金国有资产	0.8	养老金隐性债务	3.5
资产合计	142.3	负债合计	72.7
		政府净值	69.6

对于负债,将确定性负债与或有负债简单加总得出总负债是有争议的。这主要源于对风险程度的判定以及相应的或有负债演变成确定负债的风险概率赋值存在分歧。由于选取的概率值不同,得出或有债务的数额也不同。因此,如何确定合适的概率值也是值得考虑的一个问题。我们这里的估算没有选取概率,而是直接加总,因此负债规模或有高估。

尽管存在以上的问题,但并不影响我们对主权资产负债表的总体判断。

#### 四、中国总债务水平与全社会杠杆率

尽管本文侧重于主权资产负债表,但鉴于各部门之间的风险转移,考察各部门加总的债务水平与杠杆率,有助于理解经济体的总体风险,也使得下篇主权资产负债表风险的评估有一个更为广阔的背景依托。进一步说,主权资产负债表中之所以包含了或有负债,恰恰是由于其它部门的显性债务在某些特定条件下转化成了或有主权负债。因此,考察所有部门的总债务,对于可能出现的或有负债规模也会有一个较为全面的判断。

由前面资产负债表中的“负债”转到这里的“债务”,并不是相同概念的不同表述,其中的差别需要略作说明。IMF(2011)新近公布的《公共部门债务统计指南》对债务进行了详细定义和分类。第一,债务是以债务工具形式表现的负债,所以,债务只是负债的一部分。债务工具共分为六大类:特别提款权(SDRs)、通货和存款、债务证券(debt securities)、贷款、保险、养老金和标准化的担保安排以及其它应付款。第二,除了资产净值、投资基金份额、金融衍生品和员工股票期权外,所有负债都可以看作是债务。第三,根据特定的法律、制度和实际安排,债务也存在其它的定义。因此,从所包含债务工具的角度出发,厘清相关定义非常必要。一般的狭义的债务定义只包括:通货和存款、债务证券以及贷款。第四,债务证券是作为债务凭证的可流通金融工具,一般有明确的还本付息安排。包括以下九类:汇票、银行承兑汇票、商业本票、可流通存款单、债券、可流通贷款、不分红优先股、资产支持证券和抵押债务、金融市场交易的相似工具。

从中国金融体系的特点和数据可获得性两方面考量,本文采用狭义的债务定义,即仅考虑通货

和存款、债务证券以及贷款。通货是中央银行的负债,存款主要是商业银行的负债,它们同时也是中国货币供应的主要构成部分。由于考察债务的主要目的是评估杠杆率风险,而通货和存款并不构成金融部门的主要风险或风险较小,因此,我们依照惯例,即使在计算金融部门债务的时候,也将通货和存款剔除。按 IMF(2011)的界定,标准的债务证券包括本票、商业票据、债券、可转让贷款等九类,而中国以债券为主,其它债务工具有的存量很小或没有。因此,中国的债务大体上可以分为两类,即债券和贷款,其中又以贷款为主,债券在最近十几年增长较快(图4)。

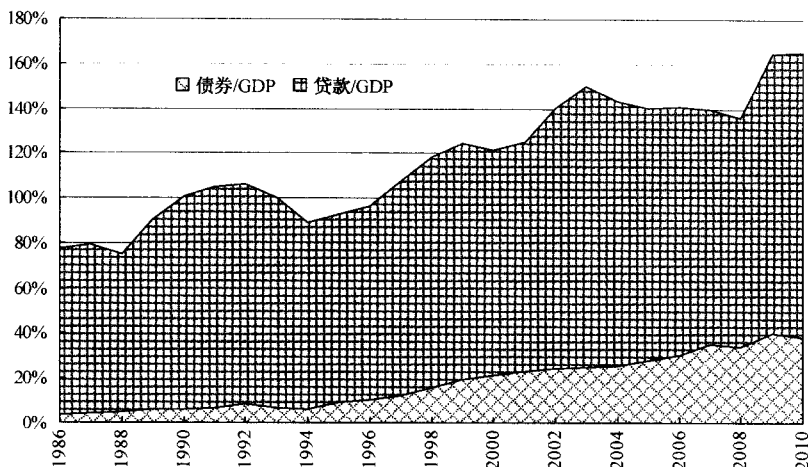


图4 中国贷款/GDP和债券/GDP

数据来源:CEIC。

一般而言,总债务是居民、企业和政府三部门债务的加总(Cecchetti et al., 2011),也有的加上了金融部门债务(MGI, 2010, 2012)。这里依照麦肯锡(MGI)的研究,对居民、企业、政府与金融机构四大部门的债务进行加总。

居民部门的全部债务都是贷款,没有债券。非金融企业的债务有两部分,除贷款之外还有企业债。金融机构不考虑通货和存款,剩下的主要是金融债,分政策性金融债和其它金融债两部分。政府部门加总了中央政府内债和外债。出于国际比较的需要,这里没有纳入地方政府债务。实际上,在一些发达经济体,中央并不会为地方层次的债务负责,地方债务过大可申请破产,这和中国情况完全不同。也因为如此,在IMF的政府债务统计中一般也不含地方债务。显然,如果考虑地方债务,2010年的中国政府债务占GDP的比重将从现在的22.4%上升到43.5%,几乎要翻一倍。

图5显示了1996年至今中国总债务及各部门债务占GDP的比重。尽管总债务占比基本保持上升态势(2003年到2008年有所回落,是一个去杠杆的过程),但在1997年亚洲金融危机爆发之后,2000年IT泡沫破灭之后,以及2008年国际金融危机爆发之后,全社会杠杆率迅速提高。危机冲击对于总债务增长的影响可见一斑。

针对以上数字可以产生大量有意义的分析结果。限于篇幅,本文仅从国际比较的角度来解读和判断中国的总债务水平及全社会杠杆率。

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。如表4所示,2011年日本和英国的总债务/GDP已经超过500%,西班牙、法国、意大利和韩国都超过300%,美国、德国和加拿大相对较低,但也都超过270%。在金砖国家中,2010年巴西的总债务/GDP为148%,印度为122%,俄罗斯只有72%(MGI, 2012),都低于中国的168.9%。通过比较可以看出,中国的总债务/GDP(或全社会杠杆率)仍属比较适中的水平,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;如果将地方债务考虑在内,中

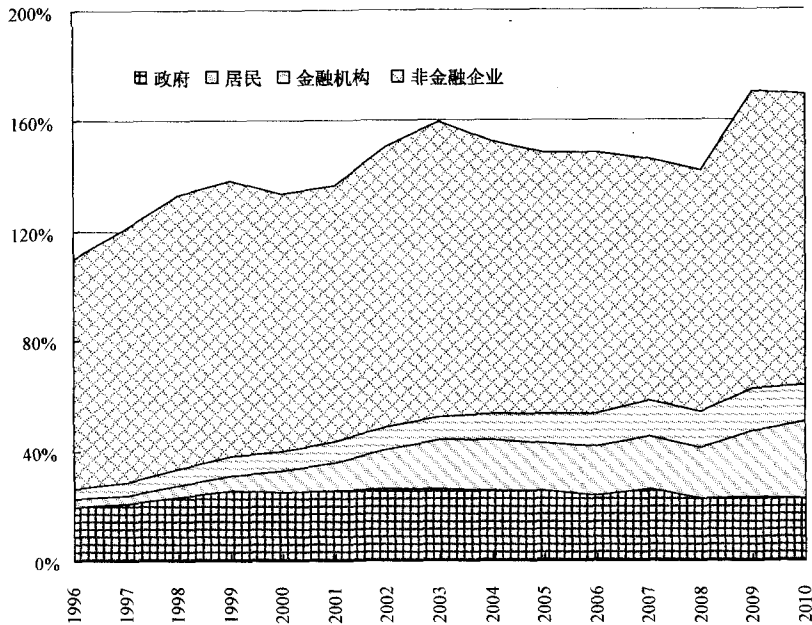


图5 中国各部门债务占GDP比重

数据来源:课题组估算与CEIC。

国的政府债务将有倍数增长并带动总债务水平较大幅度提高,从而达到不可坐视的程度。

表4 中国与发达经济体债务结构和总杠杆率的比较(占GDP的比重,%)

	居民债务占比	非金融企业债务占比	金融机构债务占比	政府债务占比	总债务占比
日本	67	99	120	226	512
英国	98	109	219	81	507
西班牙	82	134	76	71	363
法国	48	111	97	90	346
意大利	45	82	76	111	314
韩国	81	107	93	33	314
美国	87	72	40	80	279
德国	60	49	87	83	279
澳大利亚	105	59	91	21	276
加拿大	91	53	63	69	276
中国	28	105.4	13	22.4	168.9

注:中国数据为2010年,课题组估算;其它数据来自MGI(2012),为2011年第2季度数(仅意大利为2011年第1季度数)。

由表4可见,非金融企业债务占比极高,构成中国债务结构的突出特点(其占总债务的比重高于所有统计国家);其它部门,尤其是居民部门和金融机构,占比均较小。这种状况,与中国的经济发展方式和金融体系的特点密切相关。迄今,中国的金融结构仍然保持以间接融资为主的特色,绝大部分的金融资源通过银行中介进行配置。由这种金融结构决定,中国企业的负债率必然高悬。在经济平稳增长的时期,银行贷款构成企业主要的负债来源,有成本低、风险小的好处,但若经济出现大幅度波动,经济增长率出现趋势性下降,则企业负债的相当部分就可能形成不良资产,从而损及企业和银行资产负债表的健康。不过,从图4和图5可以看出,这种状况已经有所改变。尽管非金融企业债务占GDP的比重仍处于比较危险的高位,但非金融企业债务占总债务的比重已经从1996年的76%下降到2010年的62.4%。

美国的居民债务、日本的政府债务和英国的金融机构债务非常突出。美国居民债务占 GDP 的比重为 87%, 占总债务比重达到 31.2%, 高于其它三部门的债务占比, 从而凸显了负债式消费或寅吃卯粮的特点。<sup>①</sup> 日本政府债务占 GDP 的比重已经高达 226%, 占总债务的 44%, 其它三部门的债务则相对较小。这是因为泡沫经济破灭后, 日本经济持续低迷, 政府不得不反复使用财政政策刺激经济, 以至债台高筑。英国的特点则是金融机构债务占比较大, 其占 GDP 的比重高达 219%, 占总债务的 43%。英国形成这一特点的原因在于, 它是事实上的全球金融和商务中心(英格兰银行行长曾经指出, 整个英国就是一个大的离岸金融中心)。许多外国企业在英国设有分支机构, 并进行相关业务, 其资产和负债会在统计中被当作英国企业计入。由于这些企业大多数是金融企业, 因此英国的金融部门债务相对较高。比英国更为极端的例子是冰岛和爱尔兰, 二者在危机前都致力于打造国际金融中心。冰岛的总债务/GDP 在最高峰时达到惊人的 1189%, 其中金融部门就有 580%; 爱尔兰的总债务/GDP 也曾经达到 700% 以上的高位, 其中金融部门债务占比曾高达 421%。

债务对 GDP 的比重究竟居于何种水平为佳, 迄今并无定论。但是, 可以确认的是, 债务不断上升, 还债压力逐渐增大, 风险将会不断积累。这里, 显然会有一个阈值, 超过它, 继续上升的债务将利大于弊, 而且有可能引发金融和经济危机。Cecchetti et al. (2011) 利用 18 个 OECD 国家 1980 年到 2010 年的资金流量表进行估计, 研究结论表明, 政府部门和居民部门的债务阈值是 85% (债务/GDP), 企业部门的债务阈值则是 90% (债务/GDP)。就此而论, 中国的企业部门债务(占 GDP 比重)于 2010 年达到 105.4%, 显然不是好消息。

问题的复杂之处在于, 由于国民经济的各个部门是密切联系、相互影响的, 一个部门的债务变化将会影响其他部门的债务状况。麦肯锡的一项针对日本情况的研究(MGI, 2010)给出了一个令人不安的例证。1995 年, 日本企业的总债务占 GDP 的比重为 148%, 2000 年降低到 125%, 2005 年进一步降低到 91%。10 年间总共降低了 57 个百分点。然而, 另一方面, 日本政府债务占 GDP 的比重却急剧上升: 1995 年为 84%, 2000 年上升为 131%, 到 2005 年则进一步上升为 180%。10 年间总共上升了 96 个百分点。企业债务之下降与政府债务之上升究竟有没有直接联系, 其联系机制为何, 显然需要我们进一步研究。

正是因为总量与构成总量的部门不同, 正是因为构成总量的各个部门之间可能存在着此涨彼消的关联, 在进行一国资产负债表分析时, 就其总量展开分析和就其部门展开分析, 两者不可偏废。

#### 参考文献

- 国家统计局, 1997, 2007:《中国资产负债表编制方法》, 中国统计出版社。
- 侯杰, 2006:《国家资本结构与新兴市场国家金融危机》, 中国人民大学, 博士学位论文。
- 李扬, 2009:《要从资产负债表来控制资产泡沫》, 2009 年夏季达沃斯论坛发言。http://money.163.com/09/0910/15/51S2VHQJ00253NDC.html。
- 沈沛龙、樊欢, 2012:《基本可流动性资产负债表的我国政府债务风险研究》,《经济研究》第 2 期。
- 吴优, 2002:《国民资产负债核算与会计资产负债核算的比较与转换》,《统计研究》第 4 期。
- 易纲, 2008:《中国能够经受住金融危机的考验》,《求是》第 22 期。
- 张国生, 2006:《改进我国政府资产负债表的思考》,《财经论丛》第 3 期。
- Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini, 2002, "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis", IMF Working Paper, WP/02/210.
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli, 2011, "The Real Effects of Debt", BIS Working Paper No 352.
- Commission of the European Communities, IMF, OECD, UN and World Bank, 2008, System of National Accounts 2008, pre-edited

<sup>①</sup> 澳大利亚和加拿大居民部门的杠杆率其实比美国还高, 只是美国更常成为比照的对象而已。

version of Volume 1.

- Dickinson, Frank Greene, and Franzy Eakin, 1936, "A Balance Sheet of the Nation's Economy", University of Illinois.
- Goldsmith, R. W., and R. E. Lipsey, 1963, *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, Princeton University Press
- Goldsmith, Raymond W., 1982, *The National Balance Sheet of the United States, 1953—1980*, The University of Chicago Press.
- Gray, Dale F., Robert C. Merton, and Zvi, Bodie, 2007, "New Framework for Measuring and Managing Macrofinancial Risk and Financial Stability", NBER Working Paper, No. 13607.
- Haim, Yair, and Roe Levy, 2007, "Using the Balance Sheet Approach in Financial Stability Surveillance: Analyzing the Israeli Economy's Resilience to Exchange Rate Risk", No. 1/07, Bank of Israel.
- Holder, Andrew, 1998, "Developing the Public-sector Balance Sheet", *Economic Trends*, No. 540, 31—40.
- International Monetary Fund, 2011, *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Lima, Juan Manuel, Enrique Montes, Carlos Varela, and Johannes Wiegand, 2006, "Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities in Colombia, 1996—2003", IMF Working Paper, WP/06/5.
- Mathisen, Johan, and Anthony Pellechio, 2006, "Using the Balance Sheet Approach in Surveillance: Framework, Data Sources, and Data Availability", IMF Working Paper, WP/06/100.
- McKinsey Global Institute (MGI), 2010, "Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences", [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
- McKinsey Global Institute (MGI), 2012, "Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth", [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
- Revell, Jack, 1966, "The National Balance Sheet of the United Kingdom", *Review of Income and Wealth*, Vol. 12(4), 281—310.
- Rosenberg, Christoph, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller, Jens Nystedt, Alexander Pitt, and Brad Setser, 2005, "Debt-related Vulnerabilities and Financial Crises: An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries", IMF Occasional Paper, No. 240.
- World Bank, 2006, *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the 21<sup>st</sup> Century*, Washington D. C.: World Bank.

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

Li Yang, Zhang Xiaojing, Chang Xin, Tang Duoduo and Li Cheng

( Chinese Academy of Social Sciences )

**Abstract:** Based on the theoretical framework of the national balance sheet, this paper initially compiles a preliminary sovereign balance sheet of China from 2000 to 2010 through available data and necessary estimation. The results indicate that sovereign equity of every year is positive and gradually rising, showing that there's almost no possibility for China to experience a sovereign debt crisis in a relatively long time since the government has enough assets for debt liquidation. The analysis on the total leverage ratio of the society (or total debt/GDP) demonstrates that the ratio is generally at a moderate and manageable level because it is higher than that of BRICS countries but far below that of the advanced economies. However, it deserves attention as the leverage ratio rose sharply in recent years. The sectoral study reveals the eminent feature of China's balance sheet that the corporate debt ratio (as share of GDP) is very high. In 2010, the corporate debt ratio is above 100%, overtaking the threshold of OECD countries, to be highly alert.

**Key Words:** Balance Sheet Approach (BSA); Sovereign Balance Sheet; Total Leverage Ratio of the Society

**JEL Classification:** E10, H63

(责任编辑:晓 喻)(校对:昱 莹)