

国家大账本：21 世纪 中国经济的“存量赶超”

◎ 张晓晶 刘 磊 邵兴宇

提 要：

经过 20 年的发展，我国 GDP 已经由 2000 年的 10 万亿元，攀升到 2019 年接近 100 万亿元；而财富存量由 2000 年的不到 39 万亿元，上升到 2019 年的 675.5 万亿元。2000–2019 年，我国名义 GDP 的复合年均增速为 12.8%，社会净财富的复合年均增速为 16.2%，财富增速快于名义 GDP 增速（更快于实际 GDP 增速）。由于 GDP 是流量指标，财富是存量指标，在这个意义上，中国经济的“流量赶超”已经让位于“存量赶超”。

21 世纪的头 20 年非常不平凡：经历了世纪初的互联网泡沫破灭，2008 年的国际金融危机，2018 年开始的中美贸易摩擦，以及 2019 年底爆发的新冠肺炎疫情。但这些并没有能够阻挡中国经济前进的步伐。自 2001 年加入 WTO，中国经济进入了新一轮快速增长的周期^①；面对国际金融危机以及百年不遇的疫情冲击，中国经济均实现了率先复苏。这 20 年，中国经济不仅增长业绩突出，财富积累也表现不凡，甚至是以更快的速度。

根据最新估算，我国社会总资产已经由 2017 年的接近 1400 万亿元，上升到 2019 年的 1655.6 万亿元。考虑到 2019 年的社会总负债达到 980.1 万亿元，则社会净财富为 675.5 万亿元，人均社会净财富为 48.2 万元。其中居民部门财富为 512.6 万亿元，居民人均财富为 36.6 万。

经过 20 年的发展，我国 GDP 已经由 2000 年的 10 万亿元，攀升到 2019 年接近 100 万亿元；而财富存量由 2000 年的不到 39 万亿元，上升到 2019 年的 675.5 万亿元。2000–2019 年，我国名义 GDP 的复合年均增速为 12.8%，社会净财富的复合年均增速为 16.2%，

① 新世纪头一个 10 年，是 GDP 增长最快的 10 年，年均增速超过了 10%。

财富增速快于名义 GDP 增速（更快于实际 GDP 增速）。由于 GDP 是流量指标，财富是存量指标，从这个意义上，中国经济的“流量赶超”已经让位于“存量赶超”。

下面我们将穿越 20 年跨度的国家资产负债表数据，展示 21 世纪中国经济的“存量赶超”。

一、财富规模演进

社会净财富由于不含负债，因此是真正意义上的一国财富（“国富”）。所谓的“国富”比较，大都以社会净财富作为基准。就 20 年的时间跨度来看，我国财富规模大幅增长，充分反映出改革开放的巨大成就。

从社会净财富由国内非金融资产和对外净资产的构成来看：国内非金融资产由 2000 年的 38.4 万亿元，上升到 2019 年的 661.9 万亿元；国内非金融资产是社会净财富的主体，2019 年占比达到

98%。对外净资产由 2000 年的 0.48 万亿元，上升到 2019 年的 13.6 万亿元；对外净资产为正且具有一定的规模，意味着就全球而言，中国是净储蓄的提供者（图 1）。

从社会净财富由政府部门净资产与居民部门净资产的构成来看：广义政府净资产由 2000 年的 8 万亿元，上升到 2009 年的 40 万亿元，2015 年的刚刚超过 100 万亿元，到 2019 年的 162.8 万亿元；居民部门净资产由 2000 年的 30.6 万亿元，上升到 2007 年 100 万亿元，2011 年 200 万亿元，2014 年近 300 万亿元，2017 年的 400 万亿元，直至 2019 年的 512.6 万亿元（图 2- 图 3）^①。

二、中美财富比较

财富相比于 GDP，在衡量一国综合实力方面无疑更具有代表性。因此，越来越多的研究也将国际竞争置于财富比较之上。事实上，最初的财

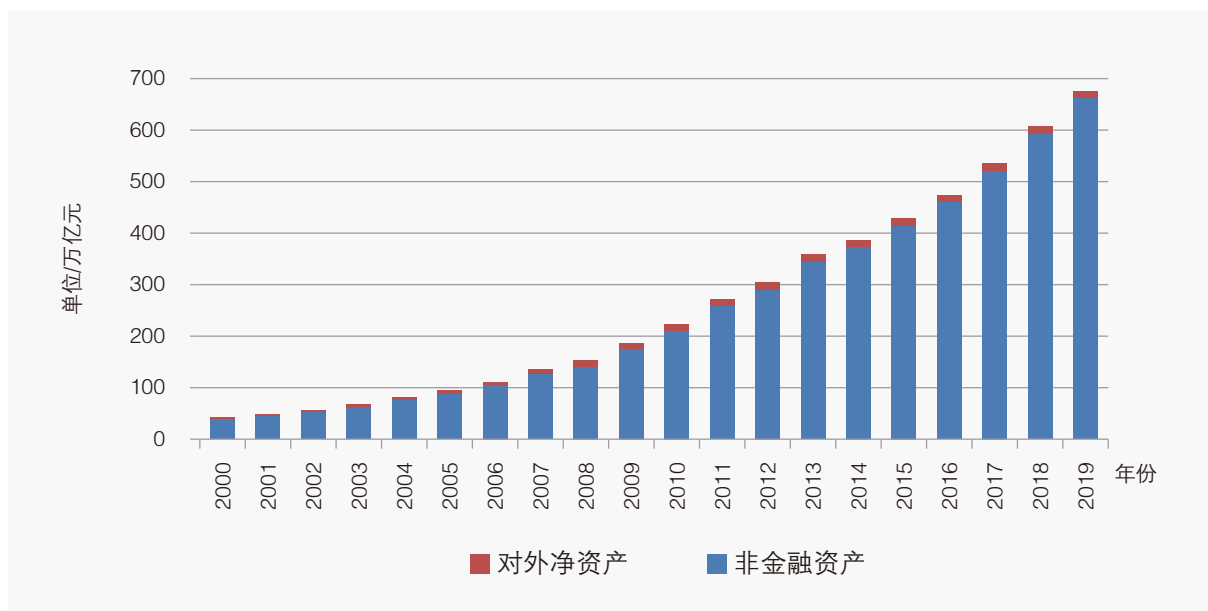


图1 财富规模的演进（2000-2019年）

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

^① 加总结果有出入，是因为小数点后四舍五入的问题。

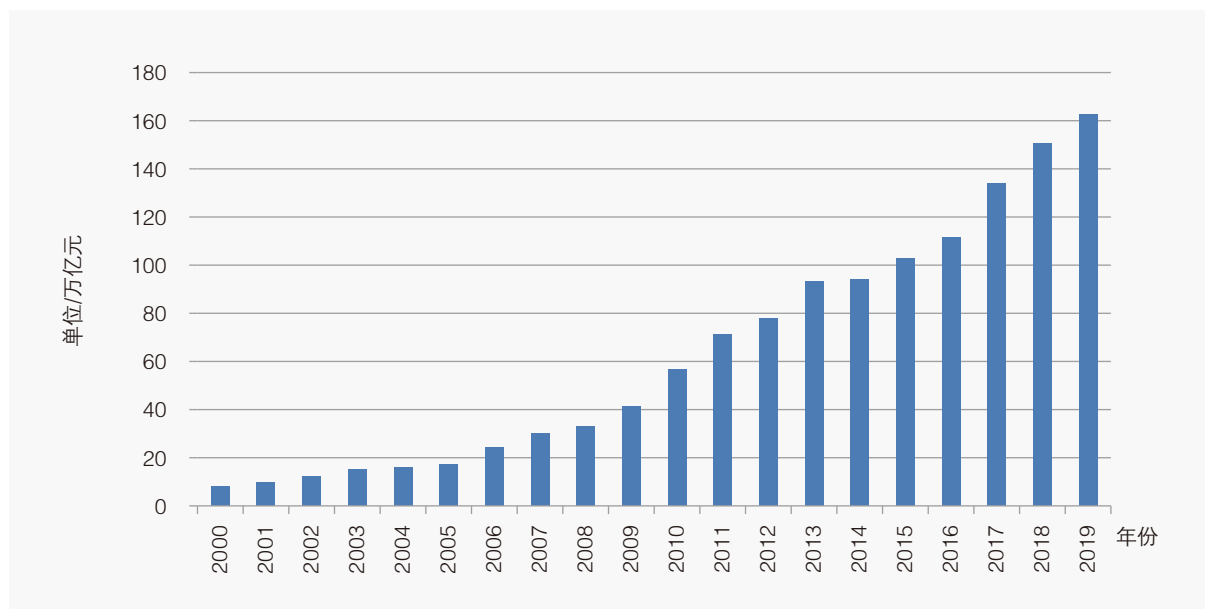


图2 政府部门净资产（2000-2019年）

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

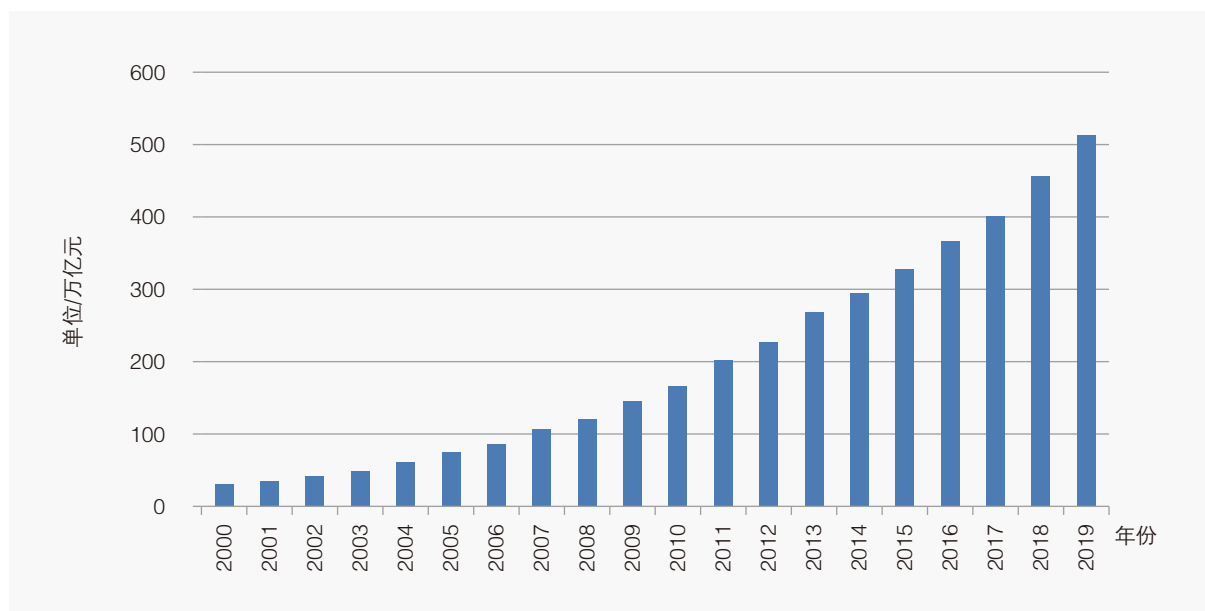


图3 居民部门净资产（2000-2019年）

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

富估算和研究（如配第的“政治算术”）也主要是出于国家间竞争（甚至战争）的需要。正因为如此，财富角度的国际比较在大国竞争时代具有更为重要的参考价值。

鉴于数据的可获得性，我们以2018年的数据作比较（中国的数据已经更新到2019年）。社会净财富和GDP全球前四位的国家分别是美国、中国、日本和德国。其中，中国的GDP占美国的

65%，社会净财富占美国的 80%。并且，中国的社会净财富超过紧随其后的日、德、法、英四国之和，但中国的 GDP 则略低于后四国之和（表 1）。这表明中国经济在存量赶超方面更为突出。

由图 4 可知，在 21 世纪的头 10 年，中国的 GDP 占美国比重一直高于中国财富占美国比重；但 2009 年之后，这一情况发生逆转，中国财富占美国之比一直高于 GDP 占比。这从数据角度印证了这样一个判断：“我们正在进入财富时代、资产负债时代。从国际比较看，如果说过去 30 年主要是流量赶超的话，那么现在已进入存量赶超的时代。”^①

中国相对于美国的存量追赶，除了经济快速增长加上高储蓄、高投资，也包含价值重估因素。后者除了一般资产价格波动，还有人民币汇率波动。2005 年 7 月汇改以来，直到 2015 年 7 月，10 年间人民币相对美元的较大幅度升值（美元兑人民币从 2005 年 6 月的 8.27 升值到 2015 年 7 月的 6.12），是造成中国财富占美国比重较快上升

的重要因素。

考虑到各国国家资产负债表统计口径不完全一致，在进行财富国际比较的时候要非常谨慎。仅就中美情况而言，两国财富比较就面临非金融资产特别是土地资产处理方法不一致的问题。具体来说，美国在国家资产负债表估算当中，将居民及非营利机构部门、非金融非公司企业部门和非金融公司企业部门持有的建筑物与土地价值合并计算未做拆分。但在处理金融部门、联邦政府部门和州政府部门数据时，鉴于数据的可获得性，美国方面选择了只计算地面建筑物价值而忽略了土地价值^②。也就是说，之前在我们的国际比较中，美国的社会净财富未包含政府部门的土地价值，而中国包含了土地价值（主要是国有建设用地价值）。从可比性角度，如果我们将国有建设用地价值扣除（2018 年为 31.5 万亿元人民币，约合 4.6 万亿美元），那么 2018 年中国的财富规模将缩减为 84 万亿美元，占美国财富的比重由原来的 80% 下降为 76%。

表 1 社会净财富与 GDP 的国际比较（2018 年末）

	美国	中国	日本	德国
社会净财富	1102087	885595	299074	230935
GDP	206119	133944	48442	38451
	法国	英国	加拿大	澳大利亚
社会净财富	178250	132878	86379	83759
GDP	27044	27323	16299	13392

资料来源：各国统计部门公布的国家资产负债表及 ECB 公布的各国金融资产资产负债表，GDP 为名义值。为简化起见，后文数据中凡涉及各国国家资产负债表的均不再单独标识数据来源。

注：除澳大利亚外其他国家均为 2018 年末数据。澳大利亚较为特殊，其国家资产负债表以每年 6 月 1 日为核算期末，列报为 2019 年 6 月数据。后文国际比较部分，如不作特殊说明，都为这一时间。根据国际标准，各国汇率采用 2018 年期末汇率，具体数值为美元兑人民币（6.86）、美元对日元（109.7）、欧元兑美元（1.15）、英镑兑美元（1.28）、澳元兑美元（0.70）、美元兑加元（1.36），下同。

① 韩文秀：《中国经济的存量与流量》，收入《中国经济新常态与政策取向》（吴敬琏、刘鹤、樊纲、易纲、吴晓灵、许善达、蔡昉主编），中国经济出版社，2015 年。

② 关于以上估算范围和方法的问题可进一步参考美国 BEA 公布的 Wasshausen（2011）和 Bond, et al（2007）等相关论文。

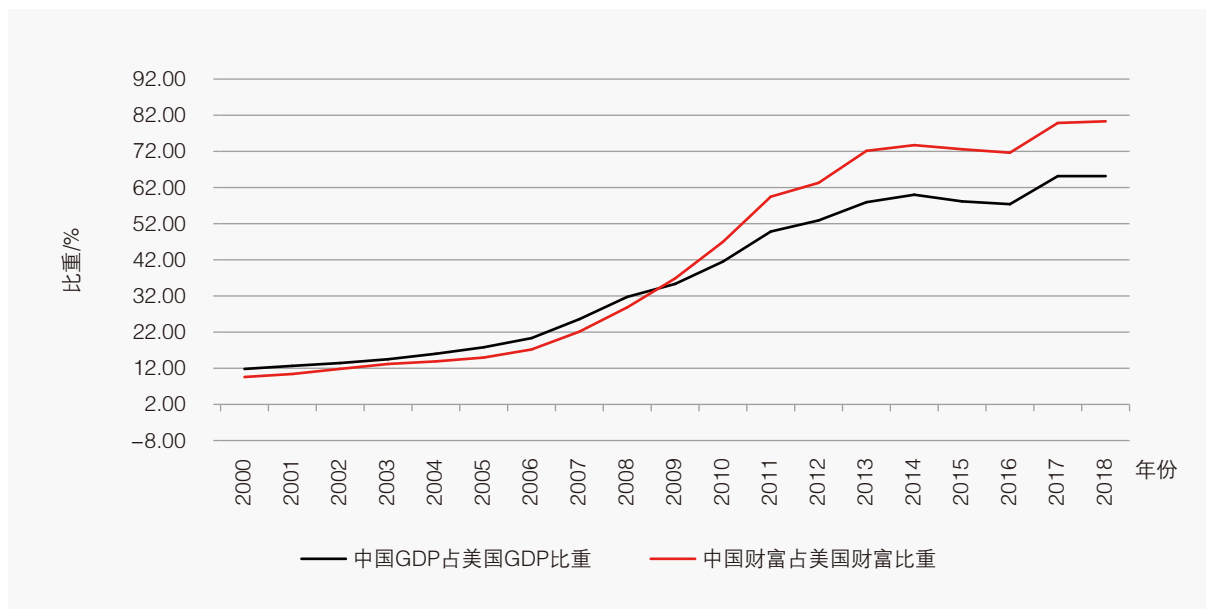


图4 流量追赶让位于存量追赶

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

作为一种参考比对，这里也展示一下皮凯蒂团队在 WID 数据库中估算的中美财富情况。按照这一数据，中国财富占美国比重在 2015 年就已经达到 76%；并且这一占比是从 2000 年的四分之一左右上升到 2015 年的四分之三左右。需要注意的是，皮凯蒂在估算了各国净财富的名义水平后又通过一个缩减指数将其还原为不变价格下的资产负债表，同时其估算范围也与 SNA2008 存在一定差距，这些都是造成 WID 数据与我们的估算结果^①存在差异的主要原因。

皮凯蒂团队主要是基于国家资产负债表方法进行的财富估算。除此之外，还有其他视角的财富比较。比如，阿罗等人^②基于自然资本、人力资本、再生资本以及石油资本收益变动与碳排放损失作为财富构成所作的研究表明，2000 年，中美财富分别为 19.40 万亿美元与 84.89 万亿美元，中国财富占美国比重为 22.9%，这和皮凯蒂团队的

研究结果（25.3%）比较接近。而世界银行 (World Bank, 2011) 基于自然资本、生成资本与城市用地、无形资产以及国际投资净头寸作为财富构成所作的研究结果显示：2005 年中美财富分别为 25.09 万亿美元、217.62 万亿美元，中国财富占美国比重为 11.5%，这与我们的估算结果（15.0%）较为接近，而与皮凯蒂的结果（33.4%）有很大差距。

还有就是联合国环境规划署（UNEP）等倡导的包容性财富（inclusive wealth）的估算。包容性财富基本上沿着阿罗当初的思路，且持续推出研究报告（不过目前也只估算到 2014 年）。以包容性财富来衡量，自 1990 年以来，中国财富占美国比重一直处在 60% 以上，且上升态势并不十分明显。这表明，从可持续发展角度来看，自 1990 年以来，中美差距并未大大缩小。

将国家资产负债表方法与包容性财富方法进行比较，后者突出自然资本、人力资本和“可持

① 根据我们的估算，2015 年中国财富占美国比重为 72.6%。

② Arrow, K., Dasgupta, P., Goulder, L., Mumford, K., and Oleson, K. (2010), Sustainability and the Measurement of Wealth, NBER Working Paper No.16599.

续性”，强调代际福利和未来，与国家资产负债表方法强调资产负债平衡及风险应对有较大不同。而且，包容性财富（如自然资本）估算难以获得非常可靠的统计数据，不得不依赖于较为复杂的估算程序（如影子价格的估算）；而国家资产负债表作为国民经济核算体系的一个重要组成部分，统计体系本身更加成熟，且在四式记账法下，资产与负债之间相互参照，可信度更高。

上述分析表明：第一，关于财富的估算还没有一个统一标准；相对而言，国家资产负债表方法更可靠一些，接受度也更高一些。第二，财富估算方法取决于考察的视角。包容性财富估算以及其他方法，是对国家资产负债表方法的一个补充，这意味着我们利用后者进行财富比较的时候，也要保持一种谨慎态度。比如对中国财富占美国比重上升很快这样一个事实要慎重对待，因为包容性财富视角下中美财富之比其实并没有发生很大变化。

尽管如此，以财富来衡量的中国综合国力处于世界第二，而且比 GDP 所显示的更接近于美国的实力，总体上是站得住脚的。不过，考虑到中国人口差不多是美国的 4.3 倍，因此，尽管从全社会角度，中国财富占到美国的 80%（扣除土地价值，占比为 76%），但从人均角度看，中国财富占美国比重则还不到 20%。

进一步分析，特别是从资源配置效率与未来发展潜力角度看，中国的财富数据远不如总量指标显示的那样乐观。

首先，僵尸企业与地方隐性债务问题。由于数据的可获得性，这个问题还未能在资产负债表中得到充分反映。尽管部分地方隐性债务如融资平台债务已在企业部门中得到体现，但其他形式的地方隐性债务则没有纳入。僵尸企业并非中国独有（比如 OECD 国家有专门对于僵尸企业的估算），但这个问题在中国更为严重。因此，如果考虑僵尸企业与地方隐性债务，那么我国的社会净财富将进一步缩水。

其次，财富质量问题。比较财富质量可以有

多个维度。比如住房，在中国可能只管得了 20 年，发达经济体可能会是 50 年甚至 100 年。因此，估算中国的住房价值，折旧就要比发达经济体高。基础设施存量价值或其他资本存量的估算也存在类似问题。有人估算中国的住房存量价值非常高，一个重要原因就是没有认真考虑折旧；或者考虑了，折旧率的选择也有问题。还有就是财富的流动性和变现能力问题。由于我国金融市场发育程度低于美国，对各类商品及资产的国际定价权有限。在面临危机时，财富变现能力低于美国。例如，中国政府的大量对外净财富是以美国国债的形式持有，而这部分财富的最终变现尚依赖于美国政府和金融体系的配合。

第三，财富效率问题。财富存量是产生收入流量的基础。财富收入比越高，单位财富所产生的收入越低，产出效率相对越低。我国社会净财富与 GDP 之比自 2000 年的 350% 上升到 2018 年的 613%，折射出财富效率的较快下降。尽管发达经济体的财富收入比也呈上升态势（反映出财富效率下降是共性），但中国财富收入比的增速是最快的，从而财富效率下降也最为明显（见图 5）。

三、财富积累

中国 2000–2019 年的社会净财富复合年均增速为 16.2%，2019 年是 2000 年的 17.4 倍；2000–2019 年名义 GDP 的复合年均增速为 12.8%，2019 年是 2000 年的 9.9 倍。中国近 20 年来社会净财富增速高于名义 GDP 增速。

图 6 展示了各主要经济体财富增速与名义 GDP 增速的对比。有两点发现：其一，从基本趋势上看，财富增长的波动与 GDP 相似，体现出存流量的一致性，也从侧面反映出基于国家资产负债表的财富估算是比较可靠的。其二，总体而言，财富增速高于 GDP 增速，而中国尤为明显。

中国社会净财富相对于 GDP 以更快的速度增长，主要来自于两方面的贡献：较高的储蓄率和价值重估效应。较高的储蓄率直接对应较高的固

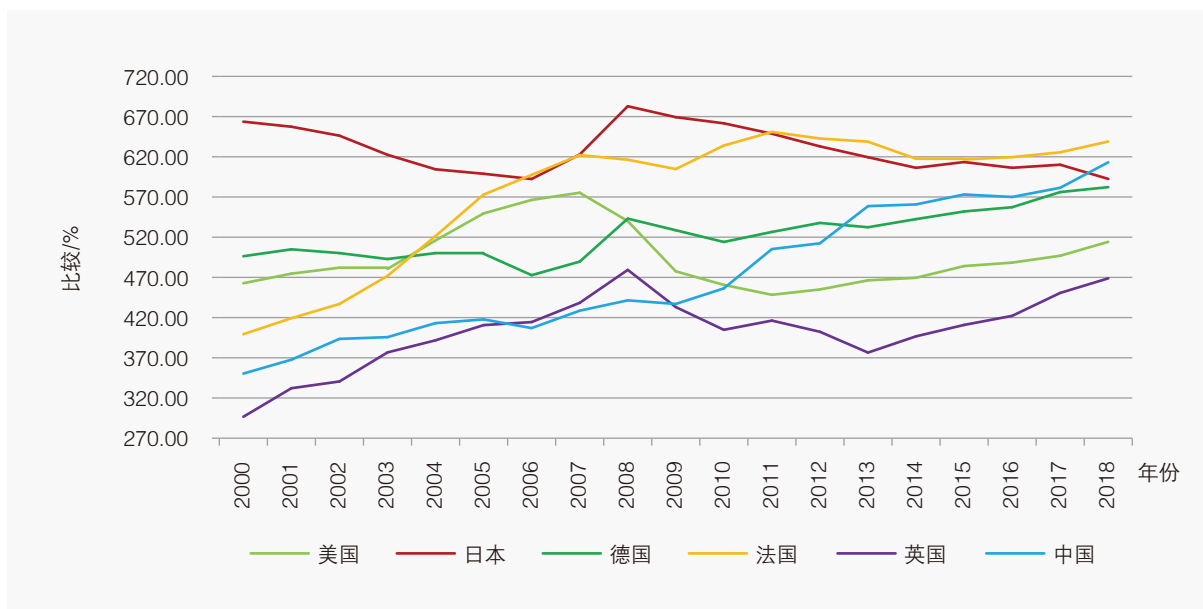


图5 社会净资产/GDP的国际比较

资料来源：各国资产负债表，国家资产负债表研究中心（CNBS）。

定资本形成率，各部门的固定资本形成带来了非金融资产的每期增量。在每期的总产出中，消费占比相对较小，而投资占比相对较高，促进了我国财富总量的更快增长。财富总量上涨的另一个因素是价值重估过程——土地增值、股票、房地产价格上涨等因素均促进了存量资产的市场价值上升。

四、财富分配

2019年，我国675.5万亿元的社会净财富中，居民部门财富为512.6万亿元，占比76%；政府部门财富为162.8万亿元，占比24%。从时间序列来看，居民财富占比呈现波动，2000–2005年呈上升态势，2005–2011年呈下降态势，2011–2019年又呈上升态势。2000–2009年居民财富平均占比为78.4%，而2010–2019年平均占比下降至75.2%。

根据国家资产负债表的编制方法，社会净财富按一定比例分配到居民和政府手中；企业部门的净资产根据居民和政府的股权持有比例进行分

割，最终也归于居民或政府所持有，企业部门净值为零（图7）。以这样的视角对财富分配进行国际比较（见图8），可以发现：

第一，2008年国际金融危机爆发以来，发达经济体政府的资产净值呈下降趋势，英美进入了负值区间；而中国相反，危机以后，政府财富占比还略有上升。

第二，中国政府净资产占比远远高于几个主要发达经济体。英、美政府净资产是负值，日本、法国和加拿大政府持有净资产占比在0–5%之间；德国政府持有资产的比例略高，2018年为6%。而中国政府的净财富占比大体上超过20%。

国际货币基金组织整理了58个经济体政府和公共部门资产负债表情况，相关数据不同于各国统计部门所公布的资产负债表，且覆盖国家范围更广，可用来对政府财富占比的国际比较作出补充。这58个经济体和中国政府部门持有的净资产占GDP的比重如图9所示（我们选出净资产占比排名前10的经济体，再加上G7国家）。

可以看出，中国政府持有净资产的比例排名非常靠前。这些国家中政府持有净资产/GDP高

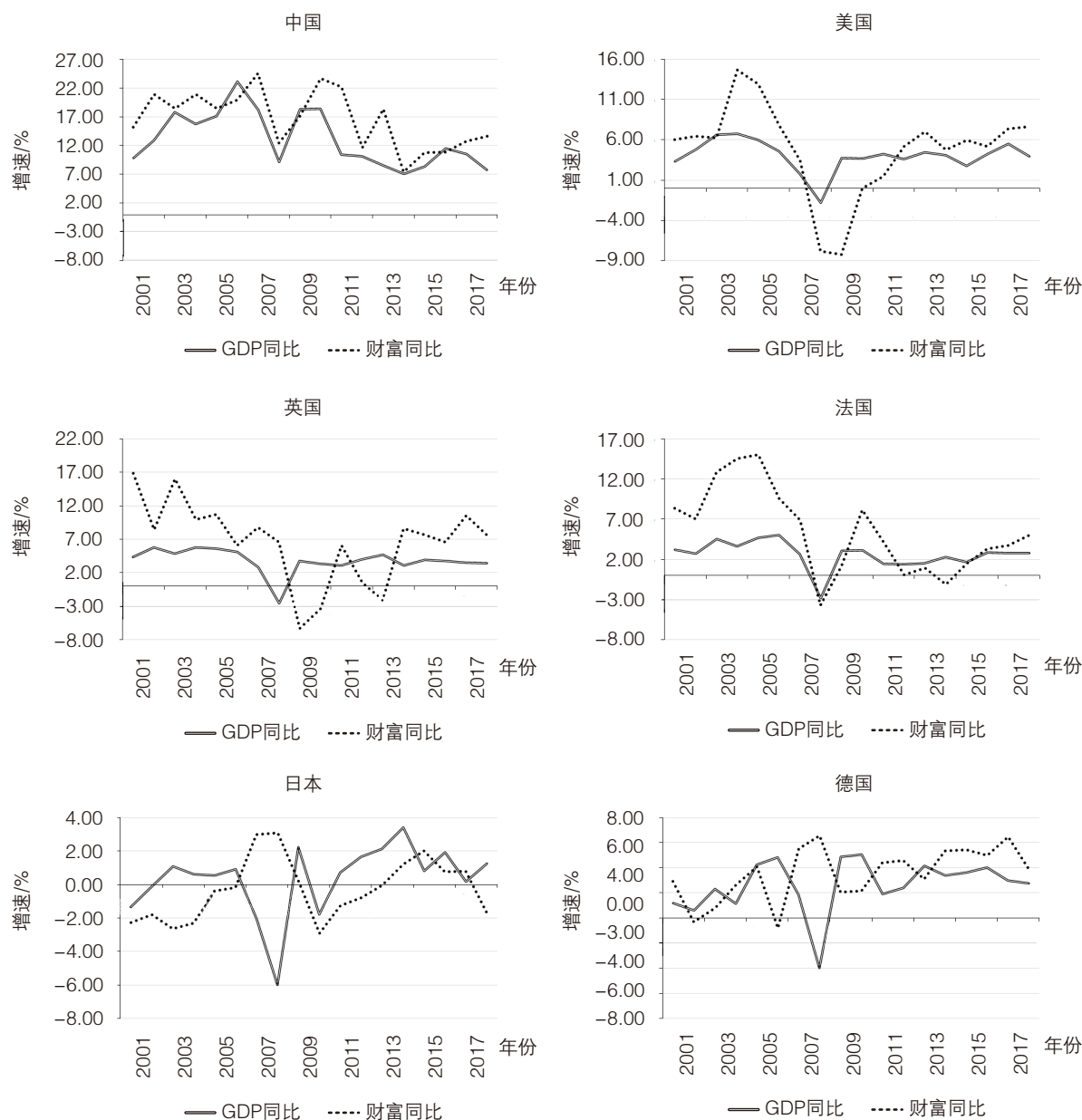


图6 各国财富增速与GDP增速对比

资料来源：各国资产负债表，国家资产负债表研究中心（CNBS）。

于中国的仅有6个，分别是挪威、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、捷克、俄罗斯和澳大利亚。这些国家或者是典型的资源型国家，国内净资产中有一大块比例是自然资源，且被政府持有；或者是经济制度与中国较为类似。在G7国家中，除加拿大外，其他国家的政府净资产均为负值。

需要指出的是，图9与图8呈现的国际比较

有所差异。特别是日本与德国政府净资产在图8中为正，在图9中为负。这是由于各国统计部门标准不同而IMF“强行”使其一致的结果。主要差别就在于养老金。日、德两国统计部门所公布的政府资产负债表中都没有养老金负债，而IMF给加上了，导致两国政府净资产下降较多，由正转负。

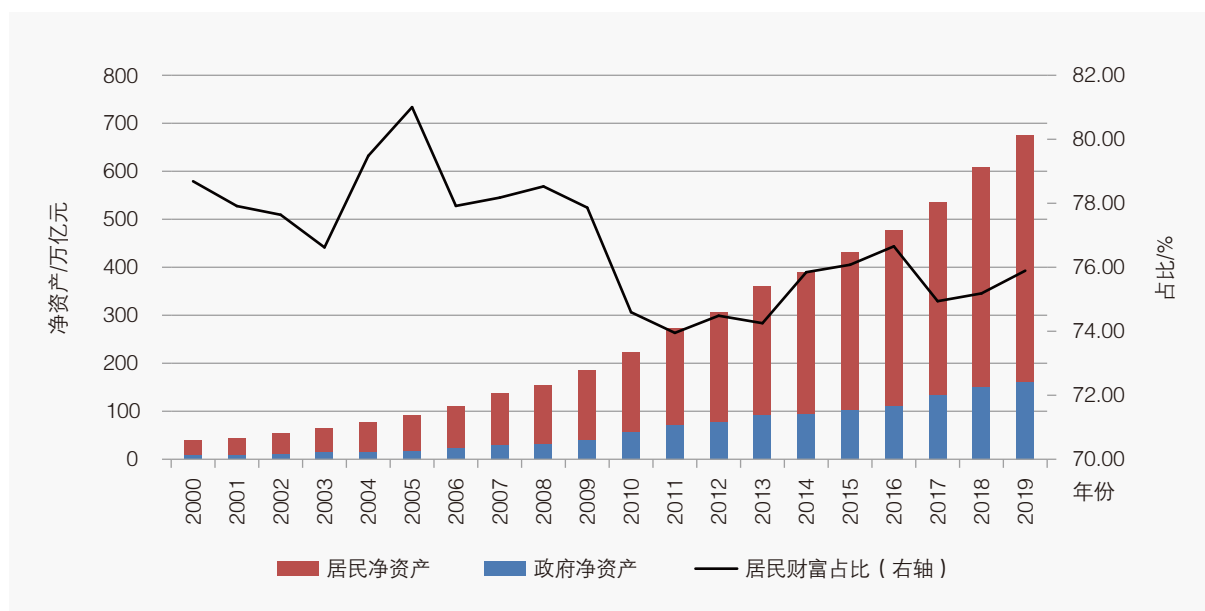


图7 中国的财富分配（2000-2019年）

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

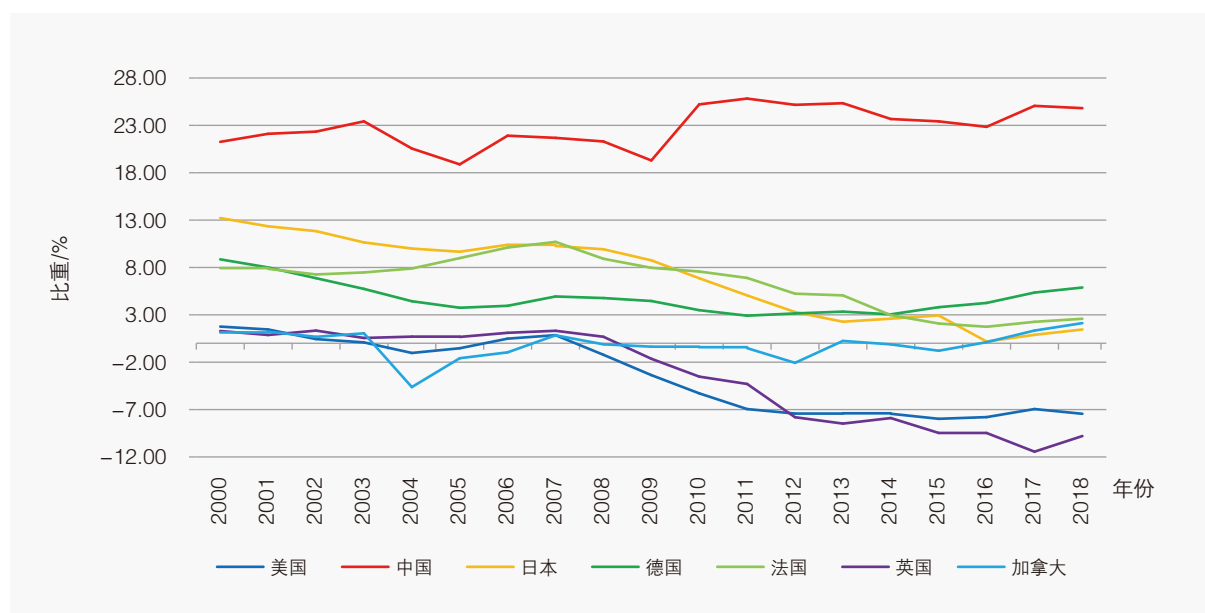


图8 政府部门净资产占社会财富比重

资料来源：各国资产负债表，国家资产负债表研究中心（CNBS）。

注：对各国非金融企业、金融机构部门和国外部门的资产净值作了划分，按照居民和政府部门所占比例划分到这两个部门，即将未被物化的剩余索取权按照股权比例进行划分，从而只剩居民和政府持有资产净值。

就国际比较而言，我国财富分配结构偏重于政府部门有两个重要原因：

一是国民收入初次分配结构中政府占比较大。

生产税净额是国民收入初次分配中最具影响力的因素，是政府收入的主要来源。2018年，我国政府部门初次分配总收入11.7万亿元，其中有9.6

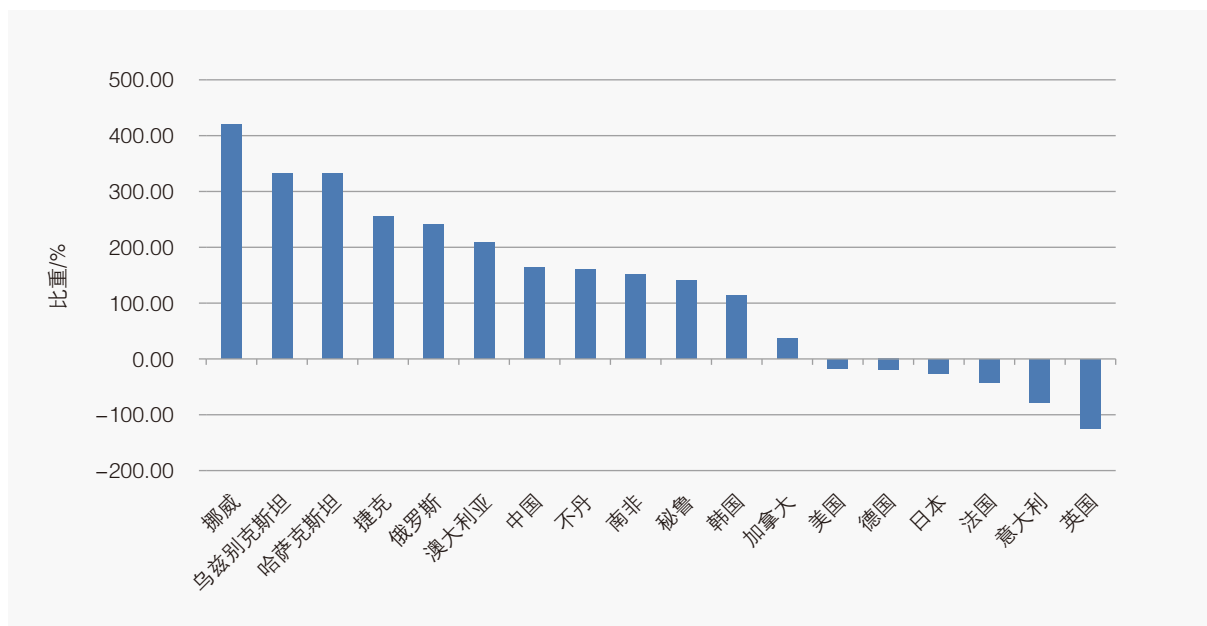


图9 政府部门净资产占GDP比重（2016年）

资料来源：IMF Public Sector Balance Sheet，国家资产负债表研究中心（CNBS）。

注：此处数据来源于IMF，而上一张图的数据来自于各国统计部门，两个来源的数据并不完全一致，如根据澳大利亚统计部门的数据，其政府净资产/GDP大约在80%左右，但IMF数据则超过200%。但这一差别对我们的国际比较结果影响不大。

万亿元来自于生产税净额。中国生产税净额占全部GDP的比例在15%左右，而美国的这一比例仅为7%左右，其余主要经济体也均处于13%以下水平。由于生产税净额比例的较大差异，中国政府在初次分配中所占有的收入比例也较大，从而形成了长期的财富积累。与生产税占比较高形成对比的是，中国劳动报酬（劳动者报酬包括工资、奖金，以及雇主为员工缴纳的社保支出）在初次分配中占比相对较低。美国劳动者报酬在GDP中的比例长期保持在60%-70%之间，其余主要经济体多数也在55%以上水平，而中国的这一比例仅为50%左右。

二是中国政府部门的债务存量相对较低。国际货币基金组织最新估算的各国政府债务规模与GDP比重如图10所示。在可比较的15个国家中，只有俄罗斯和印度尼西亚政府杠杆率低于中国，而几个主要发达国家则远高于中国的水平。自国际金融危机后，全球主要经济体多数经历了政府部门加杠杆过程，政府部门债务规模大幅扩张，

而我国政府债务的扩张速度有限，目前还保持着较低政府杠杆率。但这一特征主要体现了我国特有的债务扩张模式，部分掩盖了地方政府的隐性债务。与各国不同的是，我国债务扩张过程由政府主导下的国有企业和地方融资平台等承担。根据我们的估算，地方政府融资平台所发行的城投债券余额从2007年的3亿元飙升至2019年末的8.9万亿元，在全部非金融企业债余额中的占比也从不到1%上升至38%的水平。正是由于一方面政府财富积累（比如由融资平台债务所形成的基础设施存量）不断上升，另一方面，政府融资平台债务却归到企业部门，这就使得政府部门净资产上升更快。如果在政府资产中扣减掉隐性债务，政府净资产的上升速度就没那么快了。

针对居民部门，我们进一步对财富积累的贡献率进行拆分，如表2所示。居民部门财富积累的驱动力在危机前后出现了一次较大转折。在危机后，非金融资产对居民财富积累的贡献率普遍有所下滑，而金融资产特别是金融资产中净股权

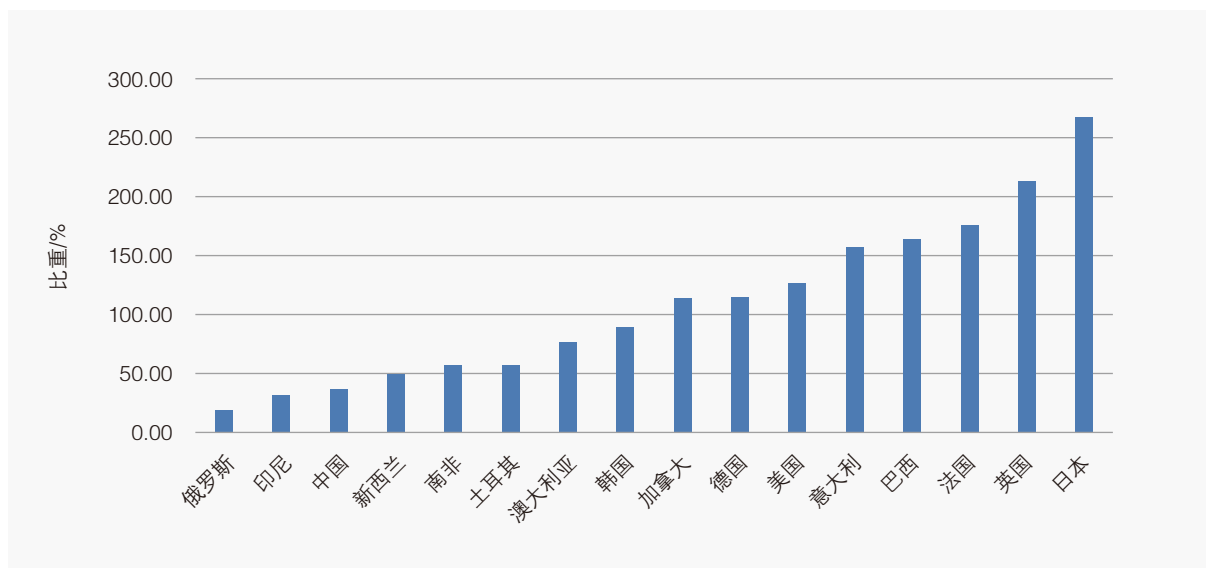


图10 政府负债占GDP比重（2016年）

资料来源：IMF Public Sector Balance Sheet，国家资产负债表研究中心（CNBS）。

注：此处比较的数据是政府负债（liability），而非政府债务（debt）。在一般情况下，负债规模要高于债务规模，而我们一般所谈到的宏观杠杆率，指的是债务规模/GDP。因此本图中所列的政府负债/GDP，应略高于政府杠杆率水平。以美国为例，2016年政府负债/GDP在本图中显示为126.5%，而国际清算银行公布的美国政府部门杠杆率为100.1%。

的贡献水平则有不同程度的上升。以美国为例，在危机前非金融资产对居民财富积累的平均贡献率达到2.9%，危机期间转负，危机后尽管反弹至1.8%，但仍明显低于危机前水平。相应地，美国金融资产对财富积累的作用由2.9%上升为3.9%。发生这一转化的主要原因在于两点：一是全球经济增长普遍下行，实物资产积累速度下降；二是全球金融市场特别是股票市场在危机后恢复速度较快，大部分发达国家的股票市场指数已经超过了危机前的水平。就全球整体而言，金融资产是中性的，只存在财富转移，不存在金融损失，以金融为主导的财富积累模式本质上反映了全球整体财富积累乏力，越发转向存量博弈。这与金融危机后全球陷入“长期停滞”的典型事实是一致的。

就中国而言，居民财富积累的特征与发达经济体并不一致。危机后，中国金融资产对于居民财富积累的贡献度有所下降，从危机前的4.9%下滑到4.3%，其中净股权的作用也从3.3%下滑到2.8%。居民部门金融资产积累速度下降，除了金

融危机后经济增速下行降低了居民金融财富的积累速度外，还有两个值得考察的因素。

首先，我国直接融资市场发展缓慢，尤其是股权融资市场对社会财富分配作用较小。自危机之后股票及股权资产在全社会总金融资产当中的占比稍有下滑，从2007年最高点的37%下降到2019年的29%；而这一点与中国股票市场表现一般、比不上美国等发达经济体也有关系。

其次，居民部门所持有的股票及股权比例在2013年之后有所下降。为应对2008年国际金融危机，中国出台了大规模刺激计划，政府驱动经济的特征愈加显著：一方面是地方政府债务迅速扩张，另一方面国有经济规模也在壮大。2013年之后，政府持有的净财富占比和政府持有的股票及股权占比都有所上升。这使得居民部门持有的股票及股权资产占比下降，股权价值上升带来的财富积累效应向政府部门而非居民部门倾斜。

总之，与发达经济体迥异的财富分配结构既反映出当前中国非常明显的发展阶段特点——如政府主导的经济赶超，也表现出了中国经济的制

表2 居民部门财富积累贡献率拆分及国际对比（2018年）

	美国			中国		
	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年
居民财富平均增速	5.8	0.4	5.7	10.7	10.4	8.4
非金融资产贡献增速	2.9	-1.3	1.8	5.8	4.9	4.0
净金融资产贡献增速	2.9	1.7	3.9	4.9	5.5	4.3
其中：净股权	2.2	0.0	2.3	3.3	3.6	2.8
其他	0.7	1.7	1.6	1.6	1.9	1.5
	日本			德国		
	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年
居民财富平均增速	-0.8	-0.8	1.5	2.3	2.7	3.7
非金融资产贡献增速	-1.9	-0.5	-0.3	1.1	1.7	2.1
净金融资产贡献增速	1.2	-0.3	1.8	1.2	0.9	1.6
其中：净股权	0.7	-0.7	0.9	0.0	-0.2	0.4
其他	0.5	0.4	0.9	1.2	1.1	1.2
	英国			法国		
	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年
居民财富平均增速	7.0	1.6	1.7	6.1	2.5	5.0
非金融资产贡献增速	6.1	1.2	0.9	5.7	0.7	2.8
净金融资产贡献增速	0.9	0.4	0.8	0.4	1.7	2.2
其中：净股权	0.4	-0.1	0.3	-0.3	0.3	0.5
其他	0.5	0.5	0.5	0.7	1.4	1.7
	澳大利亚			加拿大		
	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年	2001-2006年	2007-2012年	2013-2018年
居民财富平均增速	11.21	4.87	7.93	-0.7	4.6	4.7
非金融资产贡献增速	8.98	3.77	6.15	-2.5	3.1	2.5
净金融资产贡献增速	2.23	1.10	2.50	1.7	1.6	2.2
其中：净股权	1.58	-0.09	0.72	1.2	1.1	1.3
其他	0.65	1.19	1.77	0.5	0.5	0.9

度性特征——以公有制为主体。政府主导下的经济赶超客观上要求经济资源更多流向公共部门；而公有制为主体的所有权结构，包括大量国有企业以及公有土地等，使得政府存量资产规模庞大。

相较而言，西方发达经济体一般是公共财政而非生产建设性财政，土地私有化以及国企占比极小，这些都决定了发达经济体的政府净资产占比很小甚至为负。

五、金融相关率

财富积累的过程，既可以是非金融资产的增长，也可以是金融资产的增长。而金融资产与非金融资产积累速度的差异，将重塑金融与实体经济之间的关系，并对未来的增长与稳定有着不同的含义。

考察一国金融资产规模与非金融资产规模之间的比例关系，即所谓的金融相关率（Financial Interrelations Ratio，即 FIR），是戈德史密斯提出来的概念，其初衷是以此来衡量一国的金融发展并进行国际比较。金融相关率在考察的这些工业化国家中，基本由 1850 年的 0.4 左右，上升到 19 世纪末的 0.8 左右，在大萧条之前的 20 世纪 20 年代甚至超过 1。就美国而言，从一战开始，金融相关率就处在领先水平，在大萧条之前超过 1.2 的水平，之后有所回落。平均而言，美国金融相关率高于欧洲大国，这基本反映出美国与欧洲金融结构的不同特点：即美国的金融化程度要更高一些。在戈德史密斯看来，金融相关率的基本趋势是上升的，但到一定阶段会趋于稳定；而且，欠

发达国家的金融相关率要远低于发达国家。不过，戈德史密斯的研究具有一定的局限性。首先，20 世纪 70 年代以来的金融自由化与金融创新，导致金融大发展，金融相关率会有一个跃升，而这一点由于考察样本时间的局限，还没有得到很好的反映。

图 11 展示了几个主要国家金融相关率的变动趋势。自 20 世纪 80 年代以来，发达国家普遍放松了金融监管，各国金融部门迅速膨胀。即使这一过程中经历了多次金融危机，并在 2008 年后各国相继强化了金融监管，但各国金融相关率仅受到短暂影响，特别是主要发达经济体实施了大规模的量化宽松政策，由央行向商业银行释放基础货币，并且央行开始大量购买国债和 MBS 等金融资产，从而延续了金融相关率整体上行的态势。金融相关率的上升一定程度上反映了全球“金融化”（financialization）的基本趋势。

结合 21 世纪头 20 年金融相关率的变化，可以发现：第一，金融相关率并没有如戈德史密斯所言会稳定在一个值附近，相反还一路攀升。唯一的例外是德国，自国际金融危机以来，金融相

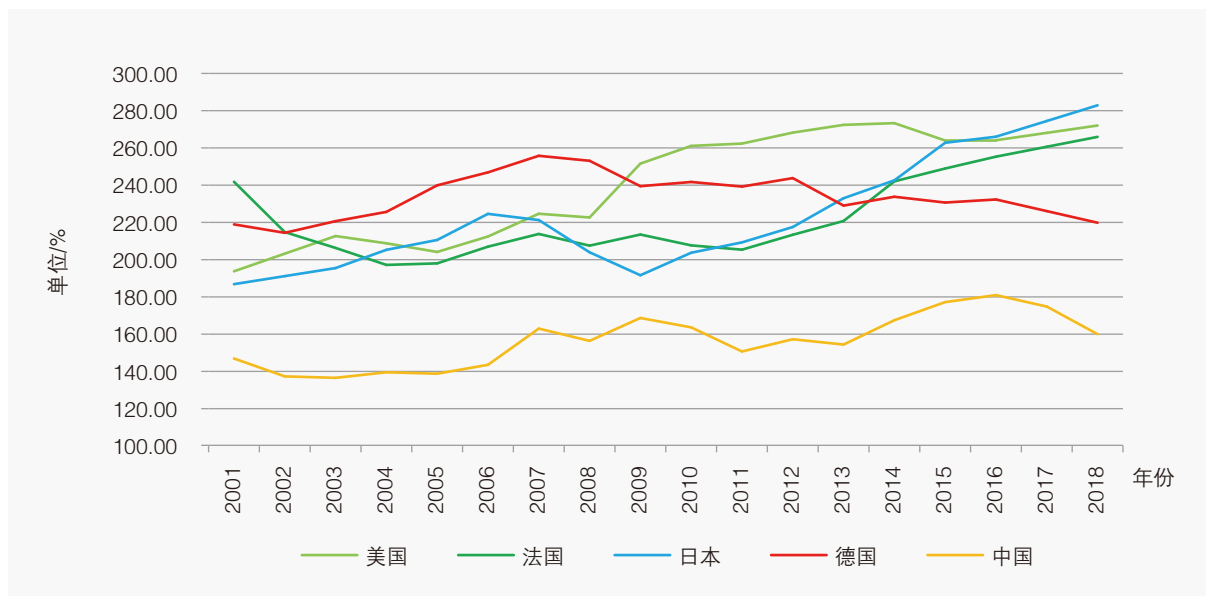


图11 全球主要经济体金融相关率均持续大幅上行

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

关率一路下行；其他国家上升态势均较为明显。第二，相较而言，中国金融相关率的上升是相对平缓的，但也从2000年的1.4上升到2016年的1.8，然后有所下降。这一变化与近年来中国金融去杠杆有着密切关联。

六、金融风险

经过40余年的改革开放，中国积累了大量财富，但同时也积累了不少体制性、结构性的问题和风险。中央由此将防范化解重大风险作为三大攻坚战之首。

就金融风险而言，一方面，经过三年多的治理，风险得以缓释，防风险攻坚战取得初步成绩；另一方面，中国总体金融风险仍处在高位，且有向政府和公共部门集中的态势。

（一）去（稳）杠杆政策缓释金融风险

宏观杠杆率是金融脆弱性的总根源。因此，去（稳）杠杆取得实效，使得总体金融风险有所

缓释。

首先从金融杠杆率来看。金融杠杆率的峰值出现在2016年末，近三年出现较大幅度下降（见图12）。无论从资产方数据还是负债方数据来衡量，2019年的金融杠杆率均已明显回落至2013年左右的水平。在金融去杠杆政策下，银行表外业务明显收缩，影子银行规模大幅下降。银保监会课题组的报告显示：到2016年底，我国影子银行规模已经相当庞大，广义影子银行超过90万亿元，狭义影子银行亦高达51万亿元。经过三年专项治理，影子银行野蛮生长的态势得到有效遏制。截至2019年末，广义影子银行规模降至84.80万亿元，较2017年初100.4万亿元的历史峰值缩减近16万亿元。风险较高的狭义影子银行规模降至39.14万亿元，较历史峰值缩减了12万亿元^①。

其次从实体经济杠杆率（即宏观杠杆率）来看，图13显示，从2016年到2019年底，宏观杠杆率保持基本稳定（包含某些时段的去杠杆）。特别值得一提的是企业部门的去杠杆。我国企业部

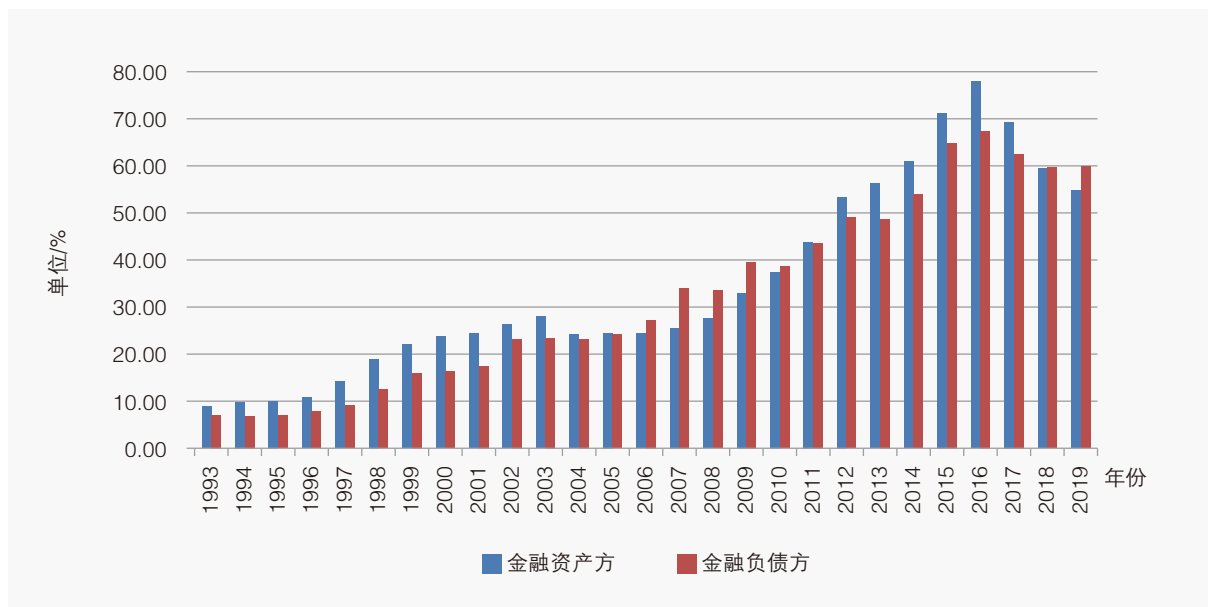


图12 金融部门杠杆率有所下降

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

^① 中国银保监会政策研究局统计信息与风险监测部课题组：《中国影子银行报告》，《金融监管研究》，2020年第11期。

门的杠杆率在全球都是名列前茅的，因此也是去杠杆的重中之重。在去杠杆政策的作用下，我国企业部门杠杆率从2017年一季度的160.4%一路下降到2019年底的151.3%，三年时间下降了9.1个百分点，是非常了不起的成绩。

（二）中国总体金融风险仍处在高位，且有向政府和公共部门集中的态势

从规模上看，在百年不遇的新冠肺炎疫情冲击下，我国宏观杠杆率大幅攀升。截至2020年3季度，我国宏观杠杆率达到270.1%，与全球杠杆率（发达经济体+新兴经济体）273.1%的水平非常接近，但高出新兴经济体杠杆率（208.4%）61.7个百分点。疫情冲击导致我国总体金融风险进一步上升。

从结构上看，金融风险有向政府和公共部门集中的趋势。这可以分别从资产端与负债端来考察。

资产端分析。易纲估算了金融资产的风险承担情况。这一分析基于较多的假设，这些假设与

中国的国情以及相关的监管规则是相吻合的^①：对于存款，假定金融机构承担居民部门存款风险的90%，承担其他部门存款风险的80%，其余的存款风险由居民及其他部门分别承担。对于贷款，假定金融机构承担贷款70%的风险。假定抵押、保证贷款违约损失率为50%，即金融机构和借款人各承担50%的风险。对于理财和信托，考虑到刚性兑付尚未完全打破，假定其中80%的风险由金融机构承担。对于债券，其中国债、地方政府债、央行票据对持有者而言可视为无信用风险资产，这部分债券的风险由政府部门承担，除此之外，其他债券的风险由持有者承担。此外，通货、准备金和中央银行贷款、国际储备资产视作政府部门应承担的风险资产。

基于以上假设，以各部门风险资产占总金融资产比重来衡量该部门风险承担情况，得出2018年的风险分布：居民部门占比9.4%，企业部门占比13.8%，政府部门占比17.7%，金融机构占比54.5%，国外部门占比4.6%。其中，金融机构与

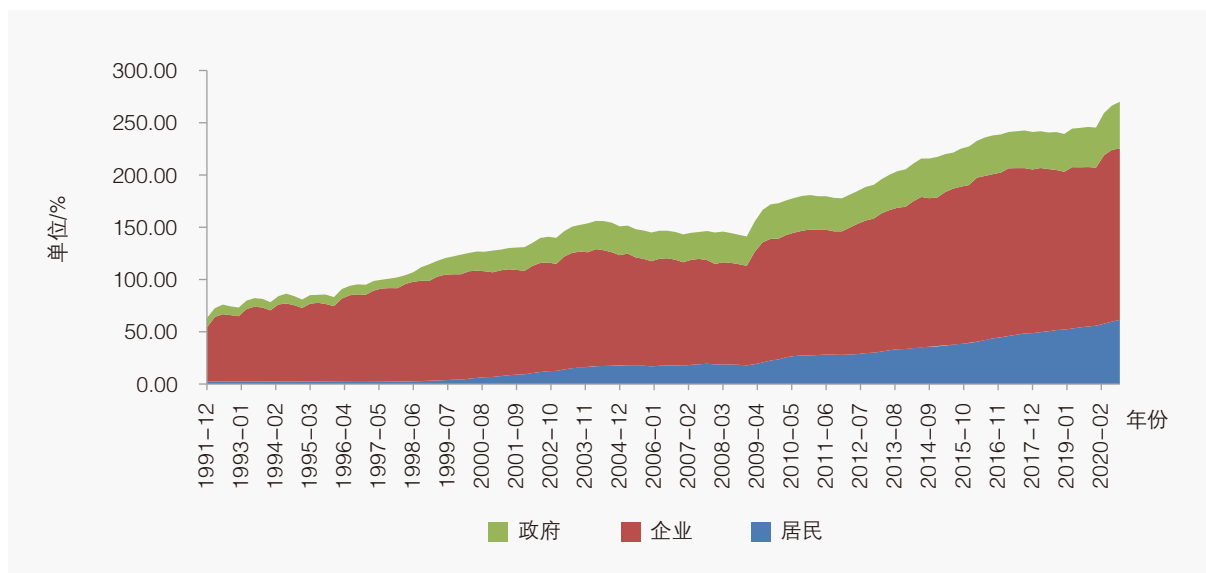


图13 实体经济部门的杠杆率变化

资料来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）。

① 我们尝试将这些分析用于国际比较。但由于国情不同，很多参数假定都会有明显不同。由于未能找到可信的依据来进行参数设定，最后放弃了这方面的国际比较。

政府部门风险承担比重处在前两位。考虑到我国金融企业绝大部分为国有经济性质,再加上即便是民营金融机构,最终也存在政府救助问题(为防止系统性风险的发生),因此相关风险损失最终还要由政府买单。假定金融机构的80%都由政府来兜底,那么,最终政府部门所承担的金融资产风险为61.3%。

负债端分析。2018年我国实体经济总债务中,居民部门占比21.8%,企业部门占比63.1%,政府部门占比15.1%。我们假定私人部门债务基本上由私人部门承担,而公共部门债务主要由政府承担。根据这一需要,将企业部门分成国有企业与非国有企业,其中国有企业与政府部门合成公共部门,非国有企业与居民部门合成私人部门。我们的估算表明,国有企业债务占企业部门债务比重从2015年初的57%上升到2018年底的67%。依此数据,2018年公共部门债务风险承担大约在57.4%左右(见表7),这与从资产端的分析是比较接近的。

因此,无论是从资产端还是负债端分析,广义政府或者说公共部门的金融风险承担都占到六成左右,说金融风险向公共部门集中亦不为过。

七、存量视角下的“存量改革”

我们一般将始于20世纪70年代末的改革称作增量改革(或渐进式改革)。增量改革是指在不根本触动传统体制情况下,在体制外发展。因此,增量改革能够实现“帕累托改进”,即大家福利都得到改善,激励相容,因而相安无事。但存量改革完全不同。存量改革是一种利益调整,难以实现“帕累托改进”:一部分人福利改进往往会带来另一部分人的福利损失。增量改革可以是“只进不出”,在位者的利益不会受损;而存量改革必须是“有进有出”,即有人要“让出地盘”。所以,如果说改革开放之初我们是以“进入”的方式来推进增量改革,那么在改革开放40余年后的今天,我们则需要的是以“退出”的方式来推进存量改革。

中国自然资源部海洋战略规划与经济司发布的《2020年中国海洋经济统计公报》显示,初步核算,2020年全国海洋生产总值80010亿元,同比下降5.3%。
图/中新社



回到国家资产负债表视角下的存量改革，主要涉及财富存量和债务存量的调整，以及从动态角度重塑增量与存量的关系。

（一）财富存量的优化配置

当前我国的社会财富存量中，政府财富占比接近四分之一，在全球范围内都处在较高水平。政府掌握着大量的资源与资产，为应对各类风险、实现经济安全和国家安全提供了重要保障。但与此同时，如何盘活这些存量资产，提高政府财富的利用效率和效益，也是推进存量改革的重要内容。

政府掌握的公共财富如何得到高效利用，是全球性话题，并非中国所独有。邓达德与福斯特在《新国富论：撬动隐密的国家公共财富》一书中指出：政府在全球范围内持有的公共财富即使保守估计数目也十分惊人，收益率即使仅仅提高1%，也将给国库增加7500亿美元的收入。通过对中央在全球范围内持有的资产进行专业化管理，可以很容易地将收益率提升3.5%，即能够额外产生2.7万亿美元的公共收入，这个金额超过了现阶段在全球的基础设施建设（包括交通、能源、水利和通信设施等所有项目）的总和。《新国富论》重点关注的是商业性资产，显然，还不包括自然资源、行政事业单位（如中国的科、教、文、卫）等大量非商业性（或非经营性）资产。

就中国而言，政府配置的资源涵盖政府代表国家和全民所拥有的自然资源、经济资源和社会事业资源。当前政府配置资源中存在的问题包括：市场价格扭曲、配置效率低下、公共服务供给不足等。因此，需要推进存量改革，大幅减少政府对资源的直接配置，更多引入市场机制和市场化手段，提高资源配置的效率和效益。

首先，自然资源方面，要以建立产权制度为基础，实现资源有偿获得和使用。法律规定明确由全民所有的土地、矿藏、水流、森林、山岭、

草原、荒地、海域、无居民海岛、滩涂等自然资源，建立明晰的产权制度、健全管理体制，发挥空间规划对自然资源配置的引导约束作用；对无线电频率等非传统自然资源，推进市场化配置进程，完善资源有偿使用制度。

其次，国有经济方面，要完善退出机制，优化国有资本布局。推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉和国计民生的重要行业和关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。完善国有资本退出机制，研究国家持股金融机构的合理比例，对系统重要性金融机构保持控制力，对其他机构按照市场化原则优化股权结构，激发社会资本活力；采用PPP、混合所有制等方式推进国有企业改革，提高国有资源的配置效率。

第三，推出REITs，盘活基础设施存量资产。不动产投资信托基金（REITs）起源于20世纪60年代的美国，目前在全球40多个国家和地区得到发展。截至2019年底，全球公募REITs市场总市值已超过2万亿美元，资产范围包括写字楼、商场、公寓、酒店、仓储等商业设施，以及公路、机场、港口、通讯、水电气供应、数据中心等基础设施。我国推出的公募REITs试点，聚焦基础设施领域，在一系列方面具有重要意义。目前我们估算的政府部门资产负债表中的公共基础设施资产为9.56万亿元，这只是全社会公共基础设施资产中的一部分，既不包括城市内部的那些商业化、企业化运作的市政公用基础设施，也未包括那些跨城市、跨省份（或者说由省政府或中央政府）投资和运营的非市政公共基础设施。综合各方面的文献，全口径的基础设施存量资产约为37万亿-53万亿元^①。如果这些基础设施存量资产能够通过REITs得以部分盘活，不仅为国有企业和地方政府应对债务问题提供了解决方案，也大大有利于存量资源的重新优化配置。

① 有的研究直接用城镇基础设施累计投资额100多万亿元来当作基础设施存量资产，是严重高估的。

第四,改革“科教文卫”,创新公共服务供给方式。建立政府主导、社会参与、自主运行、公众监督的多元化公共服务供给体制。各地区各部门可以根据需要和财力状况,通过特许经营、政府购买服务等方式,扩大和改善公共产品和服务供给;放开教育医疗养老等行业的市场准入,放松价格管制,促进公平竞争;在清产核资、界定产权的基础上,进一步打破部门行政化分割,构建共享平台,实现公共科技、教育、医疗、文化等资源开放共享。

(二) 存量债务处置与“可持续”债务积累模式

在存量债务结构中,国有企业债务以及地方政府债务是“大头”(这也是债务风险向政府部门集聚的主要“体征”),是债务处置的重点。

国有企业债务。在非金融企业部门,国有企业债务占比达六到七成。因此,国有企业处置是企业部门去(稳)杠杆的关键。首先,由于这里有不少是融资平台债务,原本属于政府债务范畴,但新《预算法》不予确认。建议地方政府债务置换中也要覆盖这一块。其次,通过市场化、法治化债转股,化解部分国有企业债务。第三,僵尸国企的有序退出也是非常重要的一环,是存量改革的题中应有之义。僵尸国企的特点,就是其收入流已经无法覆盖债务利息支出。僵尸国有企业的退出,不仅可以消解部分债务,释放出一定的社会资源,而且也为企业的进入腾出空间,有利于存量资源的优化配置。

地方政府债务。一是扩大地方债券发行,不仅是用于弥补当年的赤字,减少增量的隐性债务;还将用于置换存量的隐性债务(如融资平台债务)。尽管新《预算法》实施后,大量融资平台债务都进入了企业部门,但实际上,很多融资平台债务是用于公益性或准公益性的项目,属于政府职责范围。从这个意义上,置换这些存量隐性债务,政府义不容辞。这样做的好处是,既降低了企业部门杠杆率又减少了地方政府隐性债务。二是盘活政府存款。2019年末我国政府存款33.9万亿元(机关团体存款加上财政性存款),占当年

GDP的34.4%。这一庞大规模的存款也显示出我国政府财政资金的运行效率有限。对比其他国家,美国2016年政府存款规模9160亿美元,占GDP的5%;德国2016年政府存款规模3308亿欧元,占GDP的11%;英国2016年政府存款863亿英镑,占GDP的4%;日本2015年政府存款80.4万亿日元,占GDP的15%。政府存款比例过高,与高压反腐、严格财经纪律从而导致地方政府“少作为”有一定关系。因此,盘活政府存款,一方面可以促进地方政府有所作为,另一方面也可以短期内缓解财政资金不足的问题。三是通过地方政府资产(如地方国企等)的处置,部分化解债务风险。地方政府掌握的主要资产包括项目和国企。资产处置有两种办法,一种办法是将项目和国企出售。20世纪90年代末,出售国企给民资,从而实现了“抓大放小”。这样一来,政府退出了利益链条,减少了对市场的直接干预;同时也盘活了资产存量,增强了经济活力。另一种办法是保留项目与国企,通过混合所有制改革和PPP(公私合作模式)等吸引民资进来。引资的项目和国企能够带来现金流,可以应对还债压力。我们的国家资产负债表数据显示:2019年末,我国非金融企业国有股权资产共计64.9万亿元,其中中央政府持有17.8万亿元,地方政府持有47.1万亿元;金融机构国有股权资产共计20.1万亿元,其中中央金融企业国有资产14.9万亿元,地方金融企业国有资产5.3万亿元。行政事业单位净资产共计27.0万亿元,其中中央行政事业单位净资产3.8万亿元,地方行政事业单位净资产23.2万亿元。加总非金融企业、金融机构和行政事业单位的国有资产,共计112万亿元,占当年GDP的113.5%,其中由地方政府持有的资产为75.6万亿元,占当年GDP的76.6%。地方政府可适当减持这部分资产,通过混合所有制改革等方式引入民间资本,以此来弥补部分收支缺口。

“可持续的”债务积累模式。债务存量处置是解决“历史遗留”问题,而转变债务积累模式,使之“可持续”则更为关键。中国经济之所



中国国家资产负债表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。图 / 中新社

以发展这么快，是因为形成了“四位一体”的赶超体制：即国有企业、地方政府和金融机构互相支持，中央政府最后兜底。这种体制的优势在于：所有风险都由中央政府扛着，国企、地方政府与金融机构就可以只管发展，不顾风险。如此方可在短期内快速动员大量资源，使经济得以更快发展。不过，这样的赶超体制，同样也是当前我国杠杆率（特别是公共部门杠杆率）高企的体制根源。因为国有企业的软预算约束、地方政府的扩张冲动以及金融机构的体制性偏好，会在中央政府担保或兜底的支持下“变本加厉”，导致信贷扩张“任性”，激励与行为方式发生扭曲，从而形成大量的债务积累和风险集聚。我国金融机构对于拥有国资或政府背景的投融资项目一般都会产生隐性担保和刚性兑付的期待或幻觉。这样一种“体制保障”，实质上是在道义上对于政府的“绑架”。有了这样的“保障”或潜规则，“欠债还钱”的市场铁律就会被打破，道德风险就会产生，而金融资产（信贷资源）的定价就会扭曲，进而带来金融资源配置的低效和扭曲。由此可以判断，正是

因为政府干预（以各种显性或隐性的方式）扭曲了风险定价，使得更多信贷资源流向公共部门，这是债务风险向公共部门集中的根本原因。因此，取消政府隐性担保、打破刚兑，包括打破“国企信仰”，让传统的公共部门债务积累方式无法为继，这样才能形成以市场化风险定价为基准的“可持续”的债务积累模式。具体来说：一是硬化国企与地方政府的预算约束，弱化扩张或赶超冲动，破除隐性担保和兜底幻觉。二是突出竞争中性，纠正金融体系的体制性偏好，让不同性质的企业在获得金融信贷方面享有相对平等的待遇。三是稳步推进破产重组，让市场清理机制发挥“强制性”作用。这包括推进国有企业的破产重组，清理僵尸企业，以及对债务问题较为严重的地方政府进行债务重整，形成较强外部压力。四是允许国企（甚至地方政府）债务违约，让风险定价真正走向市场化。

（作者单位为中国社会科学院国家资产负债表研究中心。本文为《中国国家资产负债表2020》一书的主报告，有删节）