

我国政府资产负债表长期风险影响因素分析

冯俊新、李时宇

摘要：对中国国家资产负债表的研究显示，中国政府净资产占 GDP 的比重大约在 50%-80% 之间。我们分别从负债和资产两个方面对政府资产负债表的潜在风险因素进行了分析，发现老龄化是负债方的最大风险，而经营性国有资产杠杆率的提高则是资产方的最大风险，而且资产方的风险不容忽视。以应对养老金缺口为例，我们比较了主要经济体在面对政府资产负债表危机时的政策空间。目前更高的政府净资产、更宽松的退休政策、更高的居民储蓄率等现象，意味着中国政府能够在应对诸如养老金缺口等资产负债表危机时有更多的自由度来选择一条更适合中国实际的资产负债表演进道路。

介绍

上世纪最后二十年，随着大批新兴经济体爆发金融危机，不少学者越来越多地关注主权经济风险，但主要局限于对新兴经济体的研究。而随着 2008 年全球金融危机的爆发，学者们也开始越来越多地把对国家整体经济风险的关注范围扩展到发达经济体。后来爆发的欧债危机，则让大家更加深刻地认识到，对于政府宏观政策的长期后果必须予以更多的关注。作为可以衡量一个国家整体经济风险，并体现宏观政策长期后果的研究方法，国家资产负债表的研究这几年也越来越多的引起了大家的关注。

这个领域的开创性工作，始于 Goldsmith (1962) 对于美国国家资产负债表的研究。越来越多的国家开始重视对于国家资产负债表的研究。后来，不少西方发达经济体都开始编制官方的国家资产负债表并采用其作为指导经济政策的一个衡量标准。比如英国国家统计局 (Office for National Statistics, ONS) 从 1975 年起开始每年发布国家资产负债表和部门资产负债表。1997 年，英国政府开始执行财政政策的金箴规则 (golden rule)，即不通过发行国债来弥补经常性赤字，把经常性支出和投资性支出分开，保证经常项目平衡，从而使得政府的长期偿债能力可持续。这意味着英国政府开始使用政府资产负债表平衡来作为长期财政政策的指导原则。而不同国家在发布本国的资产负债表的时候，都会考虑到本国的一些特殊因素而体现出不同的侧重点。比如加拿大的政府资产负债表中会强调政府控制的公共养老基金，这部分基金的计入能够极大改变该国政府的财政状况；澳大利亚作为一个资源丰富的国家，则在其国家资产负债表中强调了自然资源的价值；日本的公共债务规模庞大，则日本政府的报告中更多强调公共债务的可持续性问题。

在国内，虽然一直以来中国政府的不同部门也在对政府部门和国有企业的资产负债情况进行了统计，也有一些部门对某些重要因素进行了关注，但是这些数字并没有被进行全面的整合。

去年，关于中国的国家资产负债表研究成为了一个热门话题，比较有影响力的是三份研究成果，分别是中国银行研究小组（曹远征等，2012）、复旦研究小组（马骏等，2012）、社科院团队（李扬等，2012a, 2012b）。总体上来说，这三个团队的研究各有侧重点，中国银行和复旦的团队更多关注养老金等隐性负债对政府资产负债表的长期压力，社科院团队更多关注现有资产负债状况的形成路径和现实意义。但是，从结论上来看，这三个报告在衡量中国政府的资产负债表时，基本上形成一致，都认为由于政府掌握着巨额国有资产，所以在中短期内，中国发生主权债务风险的概率很低；而在中长期里，随着各种或有负债的逐步显性化，政府资产负债表中的负债项将可能上升，从而带来风险。

在下文中，我们将围绕着中国政府部门的资产负债表来展开分析。第一部分将对中国政府资产负债表的现状进行分析；第二和第三部分分别从负债和资产两个方面研究主要的潜在风险因素；第四部分对中国政府应对资产负债表潜在风险的政策空间进行了国际比较。

一、中国政府资产负债表的历史发展和现状

在这一部分，我们先简单总结一下已有结果中对于中国政府资产负债表的一些主要分析结论。

(1) 中国银行研究小组（曹远征等，2012）对中央政府的负债进行了较为深入的计算，他们的计算结果认为，2008年，中国政府部门的净资产为17.6万亿元，占当年GDP的56%。

而到了2010年，中央政府直接显性债务为7.59万亿，直接隐性债务中养老金债务为16.48万亿，以上两项直接债务占GDP比重2010年达到了60.5%。而在或有债务（隐性债务）中，铁道部债务2万亿（2011年底），政策性金融债托管余额6.5万亿（2012年4月），地方政府性债务余额10.7万亿（国家审计署2011年6月的104号公告中数据，截止2010年底），上述隐性负债如果有10%转化为真实负债，则为GDP的4.4%；而如果转化率更高的话，则中央政府的真实负债率会急速上升。所以他们认为，如果处理不好，中国政府或有债务的短期偿债压力将会逐步显现。

(2) 复旦研究小组（马骏等，2012）报告中计算出2010年中国中央政府的净资产为16.6万亿元，地方政府则为13.3万亿元，分别占GDP的41%和46%。

该报告使用了两个口径来计算中国政府2010年的债务水平，其中政府狭义

负债与 GDP 之比为 20.1%；政府广义债务与 GDP 之比则达 51.5%。（政府狭义债务界定为国债与四大资产管理公司（AMC）债务，政府广义债务是在其狭义债务的基础上加入地方政府债务与铁道部债务。）

另外，该报告中还分别考察了一些大家所关心的问题，如养老金支付缺口、环保成本、地方融资平台和铁路债务等对国家财政的影响，计算结果显示，2013-2050 年养老金累计支付缺口将相当于 2011 年 GDP 的 83%，而医疗费用上升带来的财政补贴累计相当于 2011 年 GDP 的 45%，相对来说，地方债和铁路债带来的压力只占 2011 年 GDP 的 5%，环保成本则为 10%左右。而在养老金收支缺口中，短期内，缺口压力来自于转轨压力；而长期则来自于人口老龄化带来的压力。也就是说，这份报告认为，国家资产负债表面临的中长期风险主要来自老龄化带来的养老金支付缺口以及医疗补贴上升。

（3）社科院团队（李扬等，2012a, 2012b）对中国政府资产的计算结果是，在不考虑资源性资产的前提下，2010 年窄口径政府净资产为 19.6 万亿元，约占 2010 年 GDP 的 49%。

报告与前两个报告最大的不同是对政府所拥有的资源性资产进行了估值，他们的计算结果显示，2010 年，在宽口径下，包括国土资源性资产（44.3 万亿）和行政事业单位的国有资产（7.8 万亿）后，政府净资产为 69.6 万亿元；而如果把国土资源的价值用土地出让金（2.8 万亿）替代，同时考虑到行政事业单位的资产多为固定资产，可变现性不强，对这部分资产进行剔除后，则窄口径下的政府净资产为 19.6 万亿元。与前面两个报告不同的是，这个报告强调，中国资产负债表中值得注意的是企业负债在整个社会经济中的突出地位。

政府所持有的资产主要分成经营类和非经营类资产两大部分。我们在表 1 中对中国政府所持有的国有资产数量的变化趋势进行了简单总结。通过表 1 我们可以发现两个趋势：（1）政府所持有的经营性资产（国有企业权益）占全部国有资产的比重在 1990-2002 年间不断下降，这体现了中国政府在经济中的职能转变（2003 年以后没有同口径的可比数据）。（2）国企在整个国民经济中的地位（最后一栏“政府持有国企权益/GDP”比重）2007 年前后发生了转折，在 2007 年以前处于单调下降，而 2008 年金融危机爆发以后则出现了上升趋势。

表 1 国有资产统计（1990-2011），单位：万亿元

年份	全部国有资产 (1)	政府持有国有企业权益 (2)	(2)/(1), %	全部国有资产 /GDP, %	政府持有 国企权益 /GDP, %
1990	2.3	1.6	72.2	121.7	87.8
1991	2.7	1.8	68.1	123.3	84.0
1992	3.1	2.2	70.2	114.0	80.0
1993	3.5	2.4	68.7	98.9	67.9

1994	4.3	3.0	69.4	89.1	61.8
1995	5.7	3.6	63.8	93.9	60.0
1996	6.6	4.0	61.4	92.6	56.9
1997	7.2	4.4	61.4	91.4	56.1
1998	8.2	4.8	58.4	97.4	56.9
1999	9.1	5.3	58.6	101.4	59.4
2000	9.9	5.8	58.2	99.6	58.0
2001	10.9	6.0	54.7	99.7	54.6
2002	11.8	6.5	55.3	98.3	54.4
2003		7.0			51.8
2004		7.7			48.4
2005		8.8			47.5
2006		9.6			44.5
2007		11.2			42.2
2008		13.4			42.8
2009		15.7			46.2
2010		18.5			46.2
2011		23.1			48.8

注：2001-2010 年数据来自 Li and Lin(2011)并利用中国财政年鉴的数据进行补充，2011 年数据来自马骏等（2012）

接下来是对经营性资产的分析，我们采用政府在国有企业中权益比重的变化来衡量政府经营性资产（国有企业）的变化趋势，一个明显的趋势就是在 2004 年和 2005 年完成银行改革以后，国有企业的股权结构正趋于多元化。

表 2 政府在国有企业资产中的权益变动（2001-2011）

年份	净资产总额	政府权益总额	政府权益比重
2001	6.1	6.0	97%
2002	6.7	6.5	98%
2003	7.1	7.0	99%
2004	7.7	7.7	100%
2005	8.7	8.8	100%
2006	9.8	9.6	98%
2007	14.5	11.2	78%
2008	16.6	13.4	81%
2009	19.9	15.7	79%
2010	23.4	18.5	79%
2011	32.0	23.1	72%

注：2001-2010 年数据来自《中国财政年鉴 2011》，2011 年数据来自马骏等（2012）

综上所述，现有的几份报告显示，从总量来看，中国政府净资产占 GDP 的比重大约在 50%-80%之间。而从结构来看，政府所持有的经营性资产占全部国有资产的比重在不断下降，而国企在整个国民经济中的地位 2007 年前后发生了转折，

也就是说在 2008 年金融危机爆发以后国企相对于整体经济出现了较大规模的扩张。

二、政府债务负担风险因素分析

前面已经对中国政府资产负债表的现状进行了简单介绍。下面我们就分别从债务和资产这两个方面对其中的风险因素进行分析。

2.1 老龄化对于养老基金的影响

前面我们已经提到，对于未来中国政府资产负债表来说，一个最大的潜在压力是人口老龄化带来的养老金缺口问题。事实上，在上个世纪 90 年代开始，当西方国家开始老龄化的时候，对西方国家可能因为人口老龄化所带来的财政压力，已经有了广泛的研究。这些研究后来促成了西方国家对于养老保障体系的改革，如提高退休年龄，对于养老金支柱的改变等等。而同期，对于中国可能因为养老金制度改革和人口老龄化带来的养老金缺口问题，国内外学者也进行了大量研究。如 World Bank (1997) 指出 1994 年中国养老金隐性负担占 GDP 的 46%-69%，Wang 等 (2004) 利用动态 CGE 模型计算出，2000 年隐性债务相当于 GDP 的 46%-48.3%；刘昌平 (2008) 通过养老金收支模型计算出，2006 年隐性债务占 GDP 比重在 59.9%-116.2%

在去年发布的几个国家资产负债表报告中，马骏等 (2012) 对养老金缺口对政府负债的影响进行了比较仔细的分析。他们把 2013 年到 2050 年城镇部门养老金累计缺口进行折现后发现，这个累计缺口相当于 2011 年 GDP 的 83%，其中城镇企业职工养老金统筹账户累计缺口为 69%，而机关事业单位养老金累计缺口为 14%。短期内，养老金缺口压力来自于转轨压力；而长期则来自于人口老龄化带来的压力。

人口老龄化带来的养老金缺口主要表现在如下几个方面：(1) 人口老龄化带来退休人员和在职缴费人员数量之比的大幅提高；(2) 目前养老金体系中的要求替代率平均达到 30% 以上，但是养老金统筹账户的实际缴费率却不到工资的 20%，两者相比会出现缺口；(3) 养老金转轨成本，即原来没有缴纳养老金的退休人员，需要为他们的养老金缴纳额外的费用；(4) 没有缴纳养老金的机关事业单位退休人员随着老龄化社会的带来而增加，这会给养老金带来额外负担。

老龄化带来的政府财政压力是一个全球性问题，我们首先从跨国比较的角度来对此进行简单分析。表 3 中列示了各国的老龄化速度。可以发现，中国的老龄化速度虽然很快，但是到 2030 年前，中国都比所有的主要发达经济体年轻；即使到了 2050 年，也不及发达经济体老龄化的平均水平（仅高于三个最年轻的发达经济体：澳大利亚、英国和美国）。当然，如果我们仅仅是在主要新兴经济体

中进行比较的话，中国的老龄化问题则是最严重的，到 2050 年，中国将会超越俄罗斯成为金砖五国中老龄化最为严重的国家。通过对老龄化预测的对比，虽然中国面临着快速老龄化的问题，但是横向来看，中国的老龄化问题并不是独一无二的。

表 3 主要经济体人口老龄化速度比较（65 岁以上人口占总人口比重）

国家	2010	2020	2030	2050
澳大利亚	13.4%	16.5%	19.8%	24.4%
加拿大	14.1%	18.3%	23.3%	26.2%
法国	16.8%	20.5%	23.6%	26.3%
德国	20.4%	23.2%	28.6%	32.8%
日本	22.7%	28.3%	30.5%	37.2%
韩国	11.1%	15.7%	23.8%	35.3%
西班牙	17.0%	18.9%	23.1%	33.1%
英国	16.6%	18.7%	21.1%	24.2%
美国	13.1%	16.2%	19.8%	21.2%
OECD 经济体平均	16.1%	19.6%	23.8%	29.0%
巴西	7.0%	9.6%	13.6%	22.8%
中国	8.2%	11.9%	16.2%	25.2%
印度	4.9%	6.2%	8.0%	12.8%
俄罗斯	12.8%	14.8%	18.4%	22.0%
南非	4.6%	6.2%	7.8%	10.1%
BRICS 平均	7.5%	9.7%	12.8%	18.6%

注：数据来源于 World Population Prospects, the 2010 Revision。

但是，虽然横向来看中国老龄化问题并不是独一无二的，但是如果不进行适当的改革，由于中国的老龄化速度很快，中国由于老龄化所带来的财政支出负担将会迅速增长。我们在表 4 中也分析了主要发达和新兴经济体预测由于养老金增加所带来的额外（相对于今天的）财政压力。我们可以发现，由于迅速的老龄化，中国政府需要额外支出的养老金累计数额在主要经济体中名列前茅，仅次于人口老龄化速度最快的韩国、人口结构恶化的俄罗斯，并和巴西相差不大。这个分析显示，虽然中国的老龄化问题并不是最严重的，但是中国政府仍然是主要大国中最需要对此问题进行提前准备的经济体。

表 4 养老金增加带来的额外财政压力比较

经济体	养老金额外支出金额贴现值/GDP	
	2010-2030	2031-2050
澳大利亚	5.8	17.9
加拿大	18.6	24.7
法国	-5.8	5.1
德国	6.1	24.2
日本	1.7	4.8

韩国	36.5	116
西班牙	8	25.6
英国	-3	15.6
美国	12.8	25.1
OECD 经济体	9.1	26.7
巴西	5.1	65.9
中国	27.3	67.4
印度	0	-1.9
俄罗斯	31.6	72.3
南非	8.9	17
新兴经济体	6.7	41.1

注：数据来源于 IMF（2011），计算方法为把历年养老金相对于基年的额外支出金额进行贴现所得。

而事实上，目前所有的财政支出和养老金支付预测都是根据现有的人口模型得到的结果。而一些研究也显示，现有人口模型的一些错误可能会让预测结果发生很大的改变。比如联合国人口展望数据库在 2011 年就对中国的人口预测进行过一次大幅修正。（蔡泳，2012）

在人口预测方面可能出现的两个偏差就是长寿风险（IMF，2012）和过早的老龄化（对总和生育率的高估，比如郭志刚（2011）就认为以往的人口数据高估了出生水平而低估了预期寿命），这些都可能导导致人口老龄化速度和规模的大幅提前，从而恶化政府的资产负债表。

2.2 地方政府债务和铁道部债务

地方政府债务和铁道部债务是目前被提及得比较多的政府潜在债务问题。但是即使采用较高的统计口径（假定为社科院报告的 14.7 万亿地方政府债务，加上 2 万亿的铁道部债务），这两个债务加总之和为 16.7 万亿。考虑到这些债务主要用于投资，背后都有对应的资产，所以跟国外地方政府的净债务状况并不相同。相比于中国政府的净资产规模（不同的估算从 16 万亿到 20 万亿不等），除非这些债务大规模违约，否则都不至于导致中国政府的主权债务危机。

2.3 新农保对财政负担不大

另外，在前面所提到的各份报告中，都没有认真提及农村居民养老保险所可能带来的债务负担。

2009 年我国新型农村社会养老保险开始在局部地区进行试点，到 2011 年将试点扩大到全国 60% 的县级地区中的农村，而到了 2012 年则开始覆盖全国。我国新型农村养老保险的基本原则是“保基本、广覆盖、有弹性、可持续”，也就是说，新农保是一个救济性质的养老保险，难以单独承担农村养老的重任，农村养老还必须与家庭等其他养老方式结合起来才行。这一个性质决定了，其所引起的

政府负担不应该太大。事实上，一些研究也显示，即使把目前新农保的保障水平适当提高，目前的新农保体系不会给政府增加太多负担。（如蒋云赞（2011）运用代际核算的方法，测算出目前的新农保体系不会给政府增加太多负担，其覆盖面扩大的快慢对财政体系的负担基本也没有影响；即使把全国的基础养老金都适当提高，从目前的每月 55 元提高至上海市每月 135 元的水平，给政府增加的负担不会过多。）

2.4 小结

总体来说，人口老龄化是中长期政府在负债方面所面临的重大风险，而虽然中国的老龄化问题并不是最严重的，但是中国的老龄化速度比较快（仅次于韩国），所以中国政府仍然是主要大国中最需要对此问题进行提前准备的经济体。相比之下，地方政府债和铁道部债除非发生极端情况，否则都不会导致中国政府的主权债务危机。

三、政府资产估值风险因素分析

现有的几份报告都集中于分析中国政府资产负债表的负债一侧，而对于资产一侧的风险提及较少。下面我们就集中分析一下政府资产中所可能存在的一些风险因素。这些风险因素主要集中于现有资产的估值风险上。我们分别从政府的经营性资产和非经营性资产这两个方面对风险进行描述。

3.1 政府经营性资产整体杠杆率上升的风险

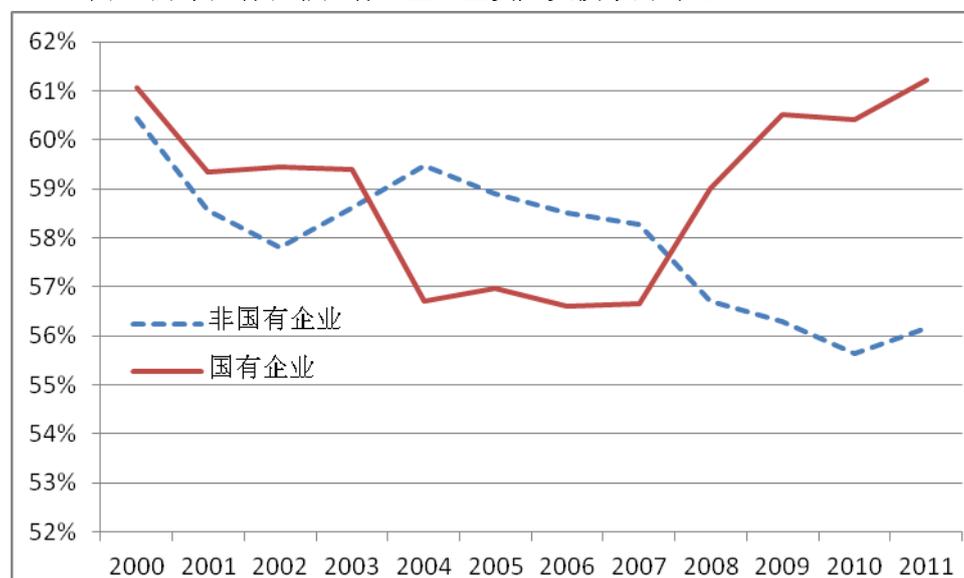
我们在前面已经看到，金融危机以来，国有企业在整个经济体中所占比重上升了。事实上，这种比重上升来源于在危机发生后，国有企业杠杆率的大幅上升。

（1）国有非金融企业的资产风险

正如李扬等（2012b）所指出的那样，与其他经济体相比，中国资产负债表的一个显著特点就是非金融企业债务占 GDP 的比重较高，即主要的杠杆体现在企业部门。如果经济出现大幅波动，企业部门的高杠杆可能会导致实体经济资产负债表质量的恶化。为了说明国有非金融企业的杠杆情况，我们在图 1 中对比了国有工业企业和非国有工业企业资产负债率的变化情况。需要关注的是，虽然在 2003 年以前，国有企业的杠杆率要高于非国有企业，但是在金融危机之前（2007 年以前），这个情况已经发生了很大的改变，国有企业的杠杆率从 2004 年到 2007 年一直维持在 57% 以下，比非国有企业还低了接近 2%。但是这个趋势在 2008 年以后发生了很大的改变。2008 年以来，非国有企业的杠杆率不断走低，这符合经济增速下降条件下的一般规律；但与此同时，国有企业的杠杆率提高，并已经大幅高于非国有企业 5 个百分点以上。实际上，我们进一步的分析还可以发现（见附表 1 和 2），这种提高主要来自于原来就资产负债率很高的行业。这说明，虽

然国有企业在经济中的地位上升了，但是这种上升是以提高杠杆率为代价的，在全球经济不景气并导致中国经济增速下滑的背景下，这种逆向调节可能会带来很大的风险。

图 1 历年国有和非国有工业企业资产负债率的对比（2000-2011）



数据来源：中国财政年鉴 2007 和 2011

（2） 国有金融企业资产的估值风险

国有资产中很大一部分来源于政府控股的金融企业。金融企业的资产价值是最容易受到经济波动影响的。在现行对国有资产的统计中，政府净资产中的很大一部分来源于国有金融企业。如按照李扬等（2012）的报告，2010 年底，在窄口径的主权资产总额 20 万亿元中，金融行业的国有总资产 8.2 万亿，占到了 40%；而按照马骏等（2012）的报告，在政府所持有的国有企业权益（2011 年底估算为 23 万亿）中，仅仅是央属的上市金融企业和未上市银行就占到了 4 万亿元，约占 20%，如果算上地方政府所属的金融企业，这个数字必然会更高。这说明，政府净资产中有约 30%左右是高波动性的金融企业资产。

（3） 国有金融和非金融企业的交互影响

在一个银行融资仍然非常重要的经济体中，实体经济企业的价值波动风险最终将会传导到银行系统中。而在金融危机以后的这一波国企扩张中，来自国有金融机构的贷款是最主要的融资来源，这意味着前面所述的国有非金融企业所面临的资产价值风险将会传导到同为国有资产的国有金融企业中。以上两个因素叠加，实质上意味着政府本身所控股的经营性资产的总体杠杆率在上升，而且国企内部的金融企业和非金融企业的交互联系加大，这两者结合起来都说明了政府经营性资产的整体风险在加大。

3.2 政府非经营性资产的估值风险

除了经营性资产以外，政府资产的另外一个重要组成部分就是非经营性资产。

马骏等（2012）认为，虽然中央政府和地方政府净资产占 GDP 的比重在 2010 年分别为 GDP 的 41%和 46%，但是这些资产中有很多不容易变现的非经营性资产，这可能会导致国有资产的流动性和偿债能力的缺失。此外，李扬等（2012）的报告中也同样提到了这一点。

事实上，通过表 5 我们可以发现，2010 年，行政单位和事业单位的净资产中固定资产所占的比重都超过了 3/4，这确实体现了非经营性资产的估值风险问题。

表 5 行政事业单位资产负债表（2010，单位：亿元）

	行政单位	事业单位
资产	30037	87206
#固定资产	15479	43203
#基本建设基金占用	3429	22459
负债	10158	30768
净资产	19879	56439
固定资产/净资产	77.9%	76.5%

数据来源：中国会计年鉴 2011

3.3 小结

总体来说，目前政府资产负债表中的资产部分所存在的估值风险问题可能更值得我们关注。

在经营性资产方面，虽然金融危机发生以来，国有企业在整个经济中的地位上升了，但是这种上升是以在中国经济增速下滑的背景下，通过提高杠杆率这种逆向调节方式为代价带来的，这种扩张可能意味着未来很大的风险。而且，由于国有非金融企业所面临的资产价值风险将会传导到同为国有资产的国有金融企业中，带来更大的风险。总体上来看，金融危机以后，政府整个经营性资产部门的总体杠杆率在提升，而且国企内部的金融企业和非金融企业的交互联系加大，这两者结合起来都导致政府经营性资产的整体风险在加大。

在非经营性资产方面，虽然非经营性资产有了很大的增长，但是其中大部分资产为固定资产的现实也意味着非经营性资产的变现能力很弱，估值风险也不小。

四、应对主权资产负债表恶化的政策空间对比

通过前面的分析，我们已经发现，中国政府目前的整体资产负债表虽然存在

一些潜在的风险，但是从总量上和短期内来看是非常健康的。但是，从长期来看，老龄化等问题可能会成为困扰政府资产负债表的问题。为了面对这些问题，不同学者也已经提出了很多政策建议。下面，我们就简单对比一下主要经济体之间在应对主权资产负债表恶化时的政策空间。

为了更加有的放矢，我们主要针对作为主权资产负债表中最大的或有负债部分——养老金缺口——进行了分析。

为了应对养老金缺口，可以使用的政策手段包括：注入政府资产、提高退休年龄、提高政府支出中社保支出的比重、降低替代率等等。

4.1 政府净资产对比

为了比较政府注入资产的能力，我们首先来比较一下不同经济体的政府净资产。

在前面对已有研究成果进行介绍的时候，我们就已经总结道，现有的几份报告对于中国政府净资产的估计大约都在 GDP 的 50%-80% 之间。然后，我们对比一下对政府资产负债表进行了比较详细披露的两个西方主要经济体——英国和加拿大的情况。但是在这次金融危机后，不论是英国还是加拿大，其政府净资产都出现了大幅的下降。在危机之前，两国政府净资产均为正值，而从 2008 年开始，两国的政府净资产都出现了大幅下降，到了 2011 年，两国政府净资产占 GDP 的比重都下降到了-14% 左右。虽然英国和加拿大已经算是西方主要经济体中财政表现不错的经济体，但是其净资产数量依然跟中国政府目前的状况存在很大的距离。（当然，我们也不能盲目乐观，需要注意到前面所涉及的中国国有企业资产的估值风险问题。）

表 6 英国和加拿大政府净资产的变化（单位：10 亿当地货币）

年份	英国			加拿大		
	政府净资产	GDP	政府净资产/GDP	政府净资产	GDP	政府净资产/GDP
2002	313.2	1068.6	29.3%			
2003	335.2	1136.6	29.5%			
2004	352.8	1199.9	29.4%			
2005	369.5	1262.7	29.3%			
2006	395.2	1333.2	29.6%			
2007	422	1412.1	29.9%			
2008	321.3	1440.9	22.3%			
2009	137	1401.9	9.8%	-126.052	1564.8	-8.1%
2010	-10.1	1466.6	-0.7%	-174.912	1664.8	-10.5%
2011	-196.5	1516.3	-13.0%	-252.468	1762.4	-14.3%

数据来源：英国国家统计局（Office for National Statistics）和加拿大统计局（Statistics Canada）

4.2 提高退休年龄的空间

随着人口寿命的延长和工作强度的降低，西方各国最常用的应对养老金压力的手段是提高退休年龄。我们在表 7 中对比了主要发达经济体和金砖五国的退休年龄，以及改革方向。通过金砖国家内部的横向对比可以发现，中国的退休年龄低于金砖国家的平均值；而在预期寿命方面，虽然中国依然显著低于发达经济体，但是已经显著高于金砖国家的平均水平。这说明，横向来说，中国的退休制度依然是宽松的。另外，如果我们利用六普的人口预期寿命数据，中国女性工人的退休金领取时间（27.4 年）是表中所列国家中最高的，而且男性和女性（干部）的退休金领取时间也已经达到了 OECD 国家的平均水平，并大大高于金砖五国的平均值。这个数字并不是说目前我们马上就要进行退休年龄的改革（而且从短期内的赡养比来看，目前改革的动力也并不是那么迫切），而是说明中国的退休政策其实是很宽松的，政策调整具有空间。

表 7 各国退休年龄现状和改革对比

经济体	预期寿命		法定退休年龄		退休年龄变化趋势
	男性	女性	男性	女性	
澳大利亚	79.5	84.0	65	64	2014 年前女性提高到 65 岁；从 2017 年到 2023 年逐步提高到 67 岁。
加拿大	78.6	83.2	65	65	
法国	78.1	84.8	60	60	2018 年提高到 62
德国	77.5	82.6	65	65	2029 年提高到 67
日本	79.6	86.4	64	62	2013 年男性提高到 65, 2018 年女性提高到 65
韩国	77.4	84.3	60	60	2033 年提高到 65
西班牙	78.7	84.7	65	65	
英国	78.5	82.4	65	60.5	2020 年女性提高到 65；然后在 2044 年同步提高到 68
美国	75.9	80.7	66	66	2027 年前提高到 67
OECD 国家平均	76.7	82.1	64.4	63.1	
巴西	69.7	76.7	65	60	
中国	71.6	75.0	60	55/50	
印度	63.6	66.7	58	58	
俄罗斯	63.0	74.9	60	55	
南非	51.4	52.8	60	60	
金砖五国平均	63.9	69.2	60.6	57.6/56.6	

注：

1. 各国退休年龄数据来自 OECD(2011)，为 2011 年数据；各国预期寿命数据来自 WDI，为 2010 年数据。

2. 中国女性退休年龄为干部 55 岁，工人 50 岁。

3. 为了统一数据来源这里使用了 WDI 的中国人口数据；实际上，根据第六次人口普查的公告，中国男性和女性的平均寿命已经提高到了 72.38 岁和 77.27 岁。

4.3 居民储蓄率高和正处于城镇化进程

我们在表 8 中还对比了不同国家的城镇化水平、居民储蓄率等指标。中国具有所有主要经济体中最高的居民储蓄率（不论是总储蓄率还是净储蓄率），即使跟人口结构相仿的国家相比，中国的储蓄率依然远远高于其他经济体。这说明，中国居民在退休以后所可以承受的公共养老金替代率相对于其他经济体来说可以更低。

另外，作为一个转型经济体，中国还面临着如城镇化这样的人口结构大转变。中国目前最主要的养老金体系是城镇社保体系，但是目前农民工进入城镇社保体系的途径依然存在不少制度性障碍，使得农民工真实进入城镇职工养老保险的比例不高。如果能够排除这些障碍，从中期来看，农民工进入到城镇养老体系将可以扩大缴费人群，从而提高城镇养老保险体系的可持续性。而相比之下，其他经济体（即使包括其他金砖国家）的城市化水平已经很高，并不具备这样的一个后发优势。因此，如果能够更好地引导城镇化的进程，将会在中期内缓解城镇养老体系的缺口恶化问题，从而减轻政府负债恶化的压力。

表 8 主要经济体关键宏观变量比较

国家	城镇人口比重	老年人口赡养率	国内总储蓄率 (2001-2011)	净国民储蓄率 (2001-2010)
澳大利亚	89.2	20.3	25.8	6.5
加拿大	80.7	20.8	23.6	8.8
法国	85.7	26.4	19.2	6.2
德国	73.9	31.2	23.2	7.6
日本	91.1	36.9	23.0	6.7
韩国	83.2	15.9	31.5	18.2
西班牙	77.4	25.3	23.4	6.7
英国	79.6	25.6	14.3	3.0
美国	82.4	20.0	13.3	1.3
OECD 平均	79.7	22.4	19.0	5.3
巴西	84.6	10.6	19.1	5.4
中国	50.5	11.5	47.8	37.9
印度	31.3	7.7	29.6	22.3
俄罗斯	73.8	17.7	32.5	22.1
南非	62.0	7.3	18.6	2.6
BRICS 平均	60.4	11.0	29.5	18.0

数据来源：WDI 数据库

4.4 财政支出结构调整空间

在关于中国政府财政支出的讨论中，李扬等（2012）通过跟其他经济体对比，发现无论是与发达经济体还是新兴经济体相比，中国政府在经济事务方面的支出

比例均明显偏高。这个说明，作为一个建设型政府，中国政府的支出结构跟很多其他经济体存在差异。从养老金支出的角度来看，我们在表 9 中对比了主要经济体公共养老金支出占 GDP 的比重（2020 年以后的均为预测数字）。结合表 8 中关于老年人口赡养率的数字，我们就可以发现，中国公共养老金支出占 GDP 的比重明显低于退休人口比例相当的其他新兴经济体（俄罗斯和巴西）。从财政支出的角度来看，相比其他经济体，为了应对老龄化问题，中国政府在支出结构调整方面所具有的空间也是相对较大的。

表 9 主要国家公共养老金支出占 GDP 比重（预测）

经济体	2010	2020	2030	2040	2050
澳大利亚	4.7	4.9	5.5	6	6.2
加拿大	4.9	6	6.8	6.6	6.3
法国	13.3	12.6	13.4	13.8	13.6
德国	10.6	10.7	11.7	12.3	12.5
日本	10	10.3	9.8	10.4	10.7
韩国	1.7	3.4	6.2	9.6	12.5
西班牙	9.2	9.8	9.7	10.8	12.4
英国	6.3	5.7	6.7	7.5	7.6
美国	6.8	7.4	8.5	8.6	8.3
发达经济体	8.4	8.7	9.6	10.4	11
巴西	9.1	9	10.4	13.4	16.8
中国	3.4	4.7	6.7	7.9	9.2
印度	1	1	1	0.9	0.7
俄罗斯	8.1	10	11.2	12.9	14.9
南非	1.9	2.4	2.8	3	3.5
新兴经济体	5.6	5.8	6.5	7.3	8.3

数据来源：IMF（2011）

4.4 小结

综上，我们对为了应对养老金缺口而可以使用的政策手段进行了跨国对比，我们发现，相比了其他主要经济体（主要发达经济体和其他金砖国家），中国具有更高的政府净资产、更宽松的退休政策、更高的居民储蓄率、更低的城市化水平、更多的财政结构调整空间，这些都意味着相比其他政府，中国政府在应对资产负债表的潜在风险时（以养老金为例）具有更高的政策空间。

最后需要指出的是，在这一部分里，我们只是强调，相比于其他国家来说，中国政府在应付资产负债表潜在风险时的政策空间是很大的。但是，这并不意味着我们认为其他国家的政策就是最优的，就是中国政府的模仿对象。实际上，对于更宽裕政策空间的解读应该是，这意味着我们有更多的自由来选择一条适合中国经济实际的资产负债表演进路径。

五、总结

近年来对于中国国家资产负债表的研究得到了很多关注，已有的研究结果显示，中国政府净资产占 GDP 的比重大约在 50%-80%之间。从资产结构来看，政府所持有的经营性资产占全部国有资产的比重在不断下降，同时国有企业的股权结构正趋于多元化。从相对于整体经济的规模来说，国有资产在整个国民经济中的地位 2007 年前后发生了转折，在 2008 年金融危机爆发以后国有资产出现了较大规模的扩张。

然后我们分别从负债和资产两个方面对政府资产负债表的潜在风险因素进行了分析，发现老龄化是负债方的最大风险，而经营性国有资产杠杆率的提高则是资产方的最大风险。

在负债方面，人口老龄化是中长期政府在负债方面所面临的重大风险。虽然横向来看，中国的老龄化问题并不是最严重的，但是中国的老龄化速度比较快（仅次于韩国），所以中国政府仍然是主要大国中最需要对此问题进行提前准备的经济体之一。相比之下，地方政府债和铁道部债除非发生极端情况，否则都不会导致中国政府的大规模债务危机。

在资产方面，目前政府资产负债表中的资产部分所存在的估值风险问题值得我们关注。我们从经营性资产和非经营性资产两个方面出发进行分析。在经营性资产方面，金融危机发生以来，在中国经济增速下滑的背景下，国有企业通过提高杠杆率这种逆向调节方式为代价进行扩张，这种扩张可能意味着未来很大的风险。而且，这种风险通过国有金融企业进行了放大。总体上来看，金融危机以后，政府整个经营性资产部门的总体杠杆率在提升，而且国企内部的金融企业和非金融企业的交互联系加大，这两者结合起来都导致政府经营性资产的整体风险在加大。在非经营性资产方面，虽然非经营性资产有了很大的增长，但是其中大部分资产为固定资产的现实也意味着非经营性资产的变现能力很弱，估值风险也不小。

最后，我们比较了主要经济体在面对政府资产负债表危机时的政策空间。以应对养老金缺口为例，由于中国具有更高的政府净资产、更宽松的退休政策、更高的居民储蓄率、更低的城市化水平、更多的财政结构调整空间，这意味着中国政府能够在应对养老金缺口时有更多的自由度来选择一条更适合中国实际的道路。

附表1 国有与非国有企业资产负债率对比——资产负债率最高的六个工业行业对比

行业	1999		2007		2009		2011	
	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有
黑色金属冶炼及压延加工业	66.0%	58.9%	64.3%	58.8%	65.4%	62.6%	68.0%	67.3%
电力、热力的生产和供应业	60.3%	58.1%	65.4%	57.6%	67.4%	64.7%	68.5%	66.2%
废弃资源和废旧材料回收加工业			67.3%	57.7%	69.5%	62.3%	63.8%	71.7%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	60.9%	56.2%	66.3%	51.8%	65.2%	61.0%	68.2%	59.9%
有色金属冶炼及压延加工业	61.9%	70.3%	58.5%	58.5%	58.6%	61.5%	60.9%	64.3%
化学纤维制造业	61.5%	63.1%	64.5%	49.6%	61.6%	57.6%	62.0%	61.7%
平均	62.1%	61.3%	64.4%	55.7%	64.6%	61.6%	65.2%	65.2%

附表2 国有与非国有企业资产负债率对比——资产负债率最低的六个工业行业对比

行业	1999		2007		2009		2011	
	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有	非国有	国有
烟草制品业	69.5%	47.1%	35.8%	24.7%	42.2%	23.8%	51.3%	24.2%
医药制造业	55.4%	62.7%	48.7%	49.6%	46.0%	47.7%	42.4%	45.8%
非金属矿采选业	56.4%	63.0%	47.9%	56.3%	46.1%	52.9%	45.4%	46.6%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	61.6%	75.3%	52.5%	60.1%	47.6%	63.6%	44.9%	62.9%
有色金属矿采选业	51.1%	67.9%	46.4%	49.8%	46.2%	49.1%	44.2%	51.5%
印刷业和记录媒介的复制行业	55.5%	56.7%	52.7%	47.4%	51.1%	39.8%	50.0%	38.9%
平均	58.3%	62.1%	47.3%	48.0%	46.5%	46.1%	46.4%	45.0%

参考文献

- [1] Goldsmith, W. R., "The Nation Wealth of the United States in the Postwar Period." Princeton University Press, New Jersey, 1962.
- [2] IMF, 2011. "The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies." IMF report, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/122811.pdf
- [3] IMF, 2012. "the financial impact of longevity risk." Chapter 4 in Global Financial Stability Report, April 2012.
- [4] Li, Shiyu and Shanglin Lin, 2011, "The size and structure of China's government debt", The Social Science Journal, Vol. 48, 2011, 527-542.
- [5] OECD(2011), Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries (www.oecd.org/els/social/pensions/PAG).
- [6] Wang, Yan, Dianqing Xu, Zhi Wang and Fan Zhai, "Implicit pension debt, transitional cost, options and impact of China's pension reform", World Bank Working Paper, 2001.
- [7] World Bank, 1997. Old age security: pension reform in China, in China 2020 series, Washington, D.C., 1997.
- [8] 蔡泳,2012.《联合国预测:中国快速走向老龄化》,《国际经济评论》2012年1月,73-81.
- [9] 曹远征,钟红,廖淑萍,叶蓁,2012a.《重塑国家资产负债能力》,《财经》杂志(2012年6月11日)324期.
- [10] 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》,2011年第6期
- [11] 蒋云赞:《我国新型农村养老保险对财政体系可持续性的影响研究——基于代际核算方法的模拟分析》,《财经研究》,2011,(12),4-15.
- [12] 李扬,张晓晶,常欣,汤铎铎,李成.《中国主权资产负债表及其风险评估(上)》.《经济研究》,2012年第6期,4-19.
- [13] 李扬,张晓晶,常欣,汤铎铎,李成.《中国主权资产负债表及其风险评估(下)》.《经济研究》,2012年第6期,4--21.
- [14] 刘昌平,《可持续发展的中国城镇基本养老保险制度研究》,中国社会科学出版社,2008.
- [15] 马骏,张晓蓉,李治国,等.2012b.《中国国家资产负债表研究》,北京:社会科学文献出版社,2012年12月.