



张涛：资管新规背后的经济背景



文/张涛

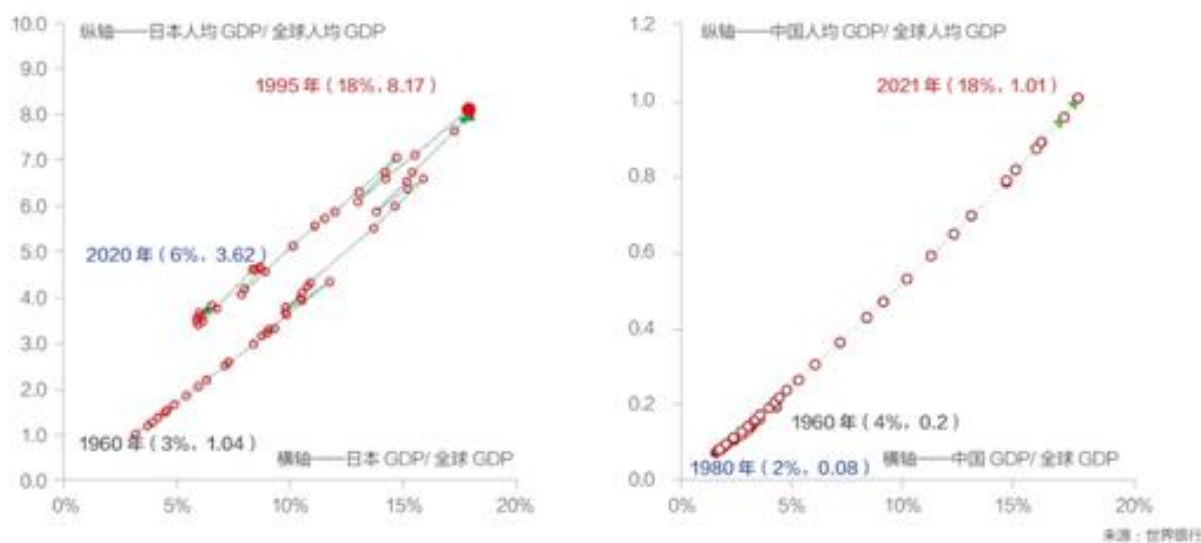


中国经济发展条件的新变化

截至 2021 年末, 中国人均 GDP 已超过 8 万元人民币, 按年平均汇率折算则已超过 12551 美元, 不仅首次超过世界人均 GDP 水平, 也距高收入发展阶段更近(2021 年世界银行制定的高收入国家最新标准为人均 GDP 超过 12695 美元), 相应中国经济总量的全球占比已经超过了 18%。与此同时, 中国经济运行的发展条件在持续调整, 例如, 按照第七次全国人口普查结果, 中国 15-64 岁的适龄劳动力比重在 2010 年触及峰值的 74.53%, 目前已降至 68.55%, 而中国 65 岁以上的人口比重则由 8.87% 上升至 13.5%; 另外, 中国的增量资本产出率 (投资增加量/GDP 增加量) 已经攀升至 6-7。这些均反映出经济发展的要素禀赋出现了实质性变化, 之前依

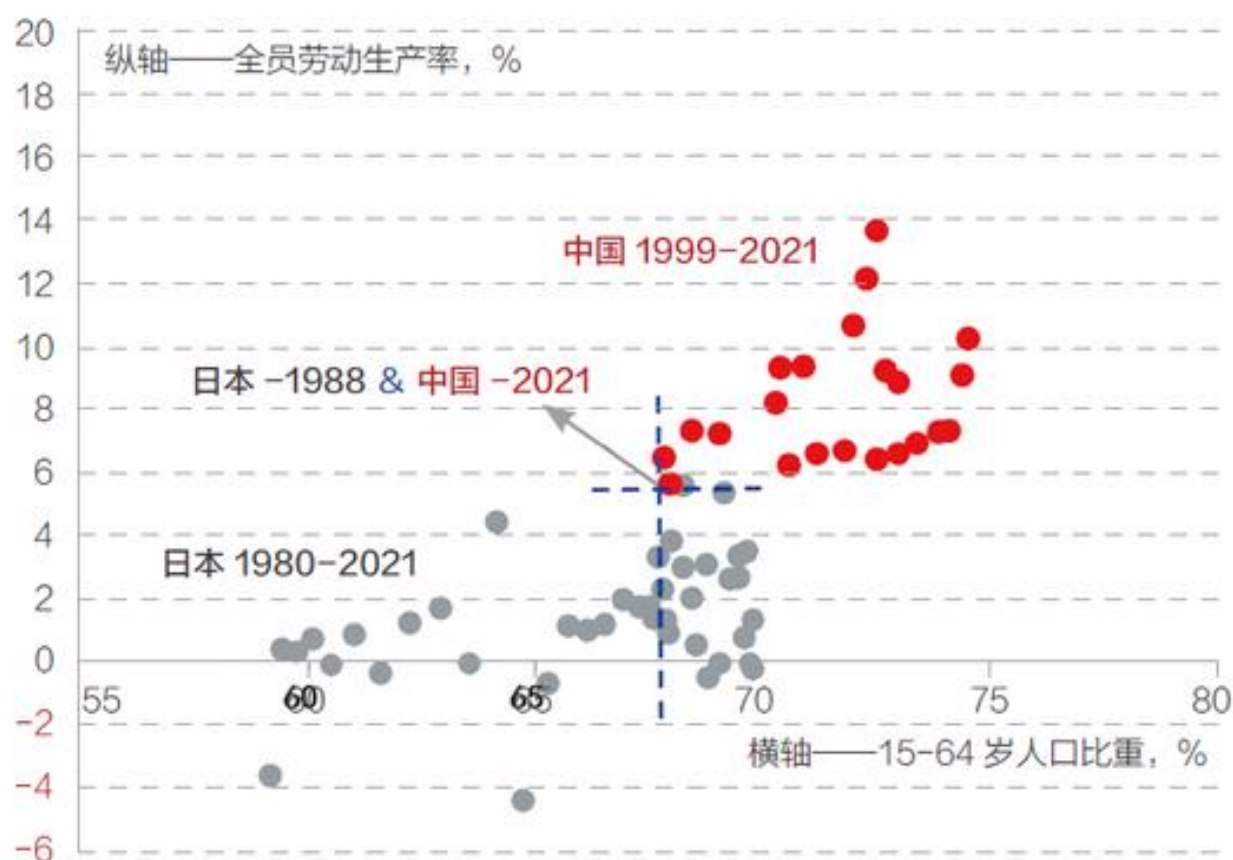
靠要素投入的高增长模式已难以为继。中国经济能否成功由高速度转为高质量发展，很大程度上取决于劳动生产率能否得到持续有效提升，这也是经济新发展格局的核心内容。

图 1：日本经济进阶的历史路径



在世界经济发展史，成功跨越“中等收入陷阱”并顺畅完成经济转型的国家尚属少数。以日本为例，日本经济在完成战后重建后，抓住了外部全球化和内部人口红利叠加机遇期，以很快的速度迈入了高收入发展阶段，但行进至上世纪 90 年代中期，其金融领域出现了一系列问题，之后日本经济占全球比重就止步于 18%，开始趋势性下降，人均 GDP 相对于全球平均水平的状况也趋势性变差，即日本经济陷入长期的“失落”。目前中国经济占全球比重已经超过 18%，而且维系高增长的要素禀赋已经出现趋势性变化，受限于人口总量，中国人均 GDP 刚刚接近世界平均水平，但是金融领域出现的诸多矛盾就与日本的当年相似。

图 2：中日劳动生产率与人口结构变化情况



来源：世界银行

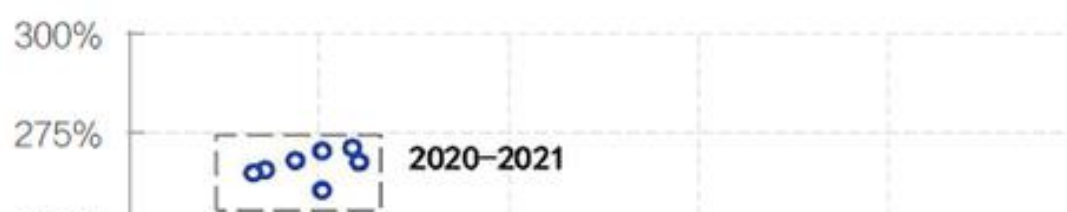
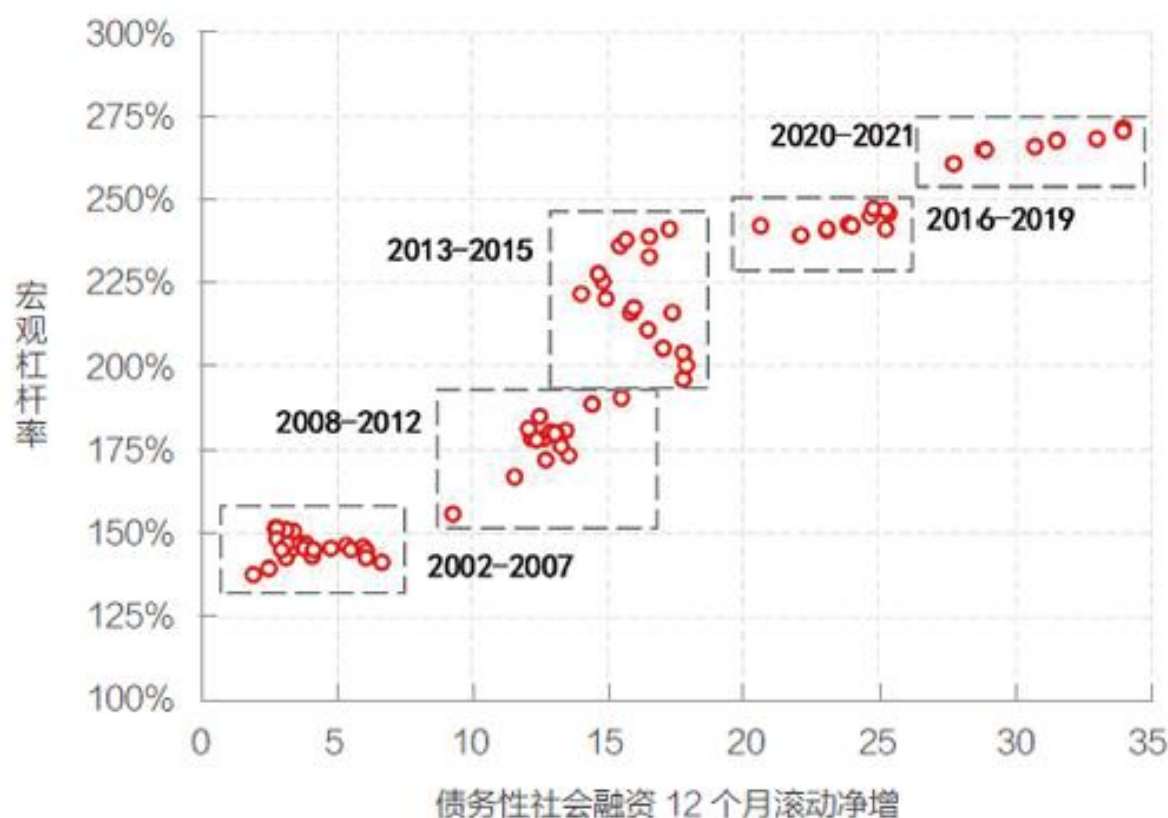
另外，日本的经验还显示，伴随经济发展要素禀赋优势的衰减，例如适龄劳动力人规模的减少，劳动生产率基本也同步下降。如用同一个观察框架去观察中国，也呈现出类似的趋势规律，不过鉴于中国经济高速时期全球技术水平、全球化程度均大幅高于日本同期，因此在相近要素禀赋阶段，中国劳动生产率理应要比日本高。但是疫情发生以来，中国劳动生产率快速与日本同阶段接近，要知道两者经济进阶的时间间隔超过 30 年，如 2020 与 2021 年期间中国劳动生产率平均为 5.6%，对应同发展阶段 1988

年日本的劳动生产率 5.4%，由此反映出当前中国劳动生产率亟待重返应有水平，其中金融如何发挥好支持实体的作用，就成为资管新规实施后要面临的首要任务。

宏观政策空间的新变化

新世纪以来，中国宏观杠杆率大幅提升了 146 个百分点，由 125% 最高升至 271%。推升宏观杠杆率的因素主要有三：一是应对全球金融危机，杠杆率由 2008 年的 141% 上升至 2012 年的 191%，4 年间提高了 50 个百分点，平均每年提高 12.5 个百分点。二是矫正金融空转，杠杆率由 2012 年的 191% 上升至 2015 年的 227%，3 年间提高了 36 个百分点，平均每年提高 12 个百分点。三是应对新冠疫情，杠杆率由 2019 年的 247% 上升至 2020 年的 271%，2 年间提高了 24 个百分点，平均每年提高 12 个百分点。2021 年杠杆率有所回落，至 264%。

图 3：宏观杠杆率变化情况



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42218

