



李迅雷：资本红利消减与经济转型之问





国家统计局发布 2021 年国民经济数据显示, 65 岁及以上人口 20056 万人, 占全国人口的 14.2%, 这意味着中国已经步入深度老龄化阶段。所谓深度老龄化的定义是: 一个国家或地区 65 岁及以上人口占比超过 14%; 当超过 20% 时, 则进入超老龄化社会。这意味着我国的人口红利已经快速消减, 对此大家应该没有什么异议。而本文侧重讨论的是资本红利消减现象, 因为中国经济的增速在下移, 在人口红利消减的过程中, 对资本投入的依赖度不断上升, 但资本的回报率同样也在下移。当前人们对资本红利消减现象的认识或重视程度尚不够, 故本文将深度讨论资本红利的消减话

题，并就经济如何转型提出相应对策。

如何理解“资本红利”及其消减？

“人口红利”是一个耳熟能详的经济词汇，通常是指劳动力充裕、成本低廉且具备一定的素质，并且吃苦耐劳等。中国历史上曾经有过三次婴儿潮，第一次婴儿潮（1949-57年）出生的人口早已步入退休年龄，而规模最大的第二次婴儿潮（1962-1975年），从今年开始已经演变为“退休潮”，即劳动年龄人口将出现持续而且大幅度减少。因此，当今人口红利的消减现象没有任何争议。

但大家很少提及“资本红利”。所谓资本红利，简言之是指资本本积累、资本深化和资本存量调整的过程，以及资本市场发展使得储蓄转化为投资的能力增强，所带来的技术进步、劳动生产率提高和潜在经济增长空间拓展。

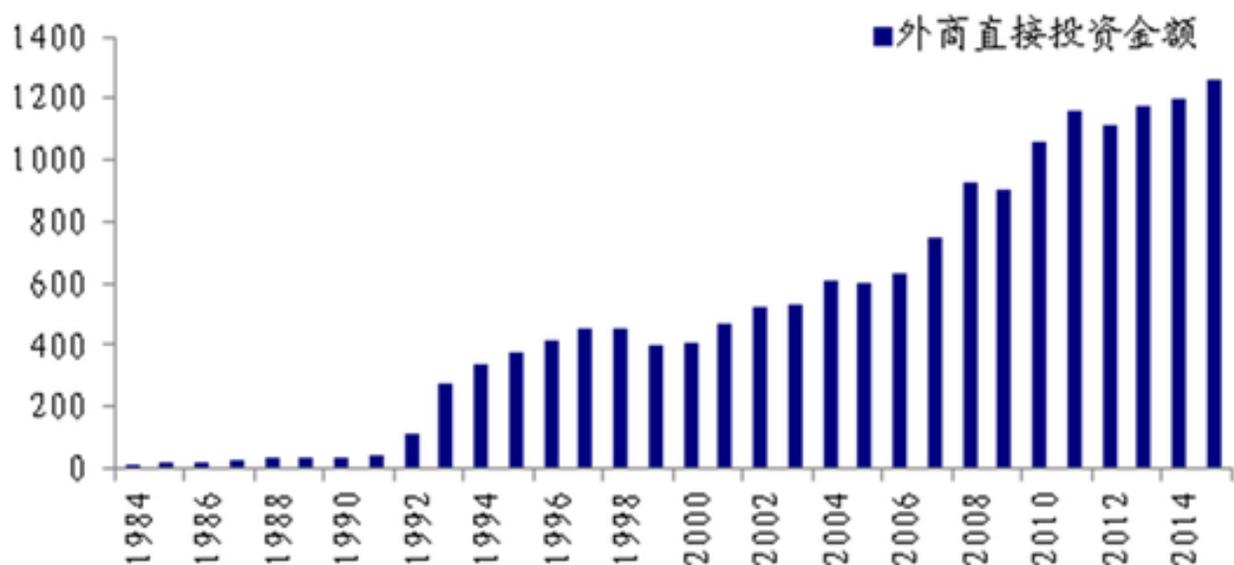
当前中国依旧是人口和劳动力数量第一大国，但很少人认识到，中国同时也是资本存量第一大国。根据麦肯锡公司的研究，中国的净资产从2000年的7万亿美元增长到2020年的120万亿美元，增长了17倍。同一时期，美国的净资产只翻了一番，达到90万亿美元。中国净资产高增长的主要原因是房地产大幅增值。

2000年以后，中国的通胀率水平较低，M2增速与名义GDP增速之间存在较大缺口，这被麦金农称为货币消失之谜。关于货币消失之谜的解

释，其实很简单，就是中国经历了货币化和资本深化的过程。我在十年前，曾写过一文：《中国式货币创造与财富效应》，认为中国货币创造主要是通过商业银行来创造，但是信用扩张的前提就是抵押物的总价值不断提高，过去 20 年，中国的房价和地价上涨幅度惊人。

这说明，过去 20 多年中国经济增长对资本的依赖度越来越大。中国在 70 年代末的改革开放之前，经济总量占全球不足 4%，货币化程度非常低，所谓既无内债，也无外债。为此，80 年代初开始，我国开始引进外资，大幅出口，以扩大基础货币规模和资本存量，这是中国货币扩张的第一阶段。在下图中可以发现，中国 FDI (外商直接投资) 的高增长应该是从 1992 年后开始的。

货币扩张第一阶段：FDI 大量流入

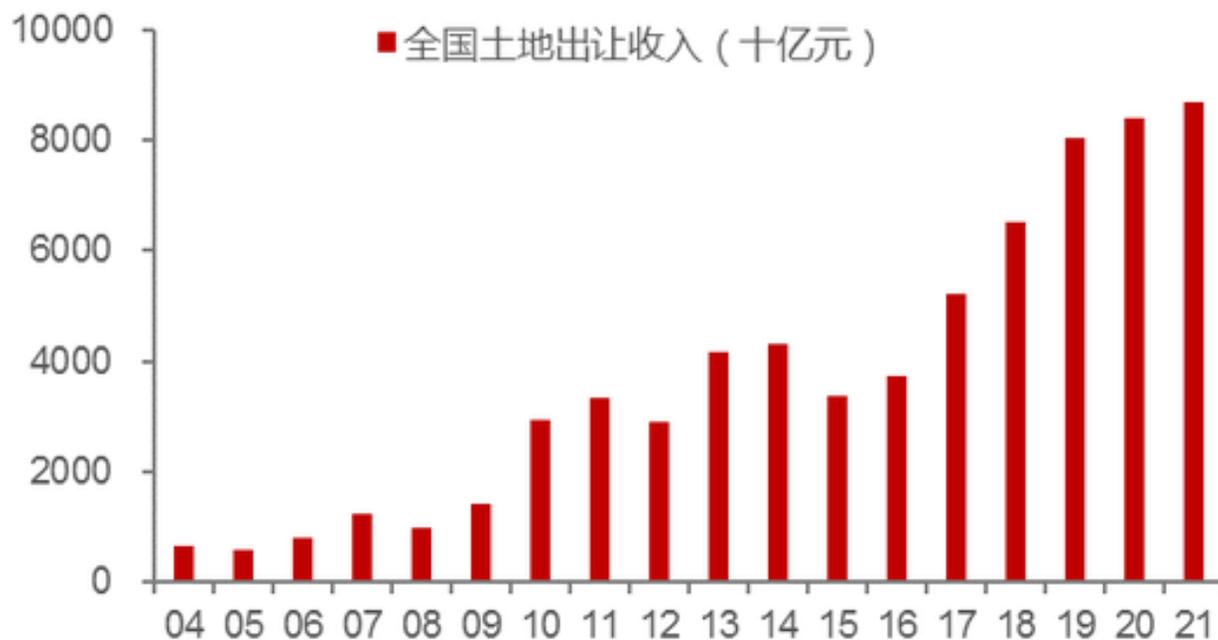


从大量外资流入到中国出口贸易崛起这个交叉切换过程很快，当大量

的外资引进之后，加工贸易就得到了一个飞速的发展，出口创汇产生大量的外贸顺差加上人民币升值预期下的大量外汇流入，使得央行不得不投放大量基础货币，开始了中国式货币创造的第二阶段。中国的外贸顺差超过100亿美元是从1995年才开始的，也就是人民币大幅贬值，即1994年将汇率双轨制变为单轨制之后。而2001年中国加入世贸后，出口顺差进一步扩大，至2008年达到近3000亿美元，2015年接近6000亿美元。2021年出口顺差接近7000美元，出口占全球总出口的份额超过16%。

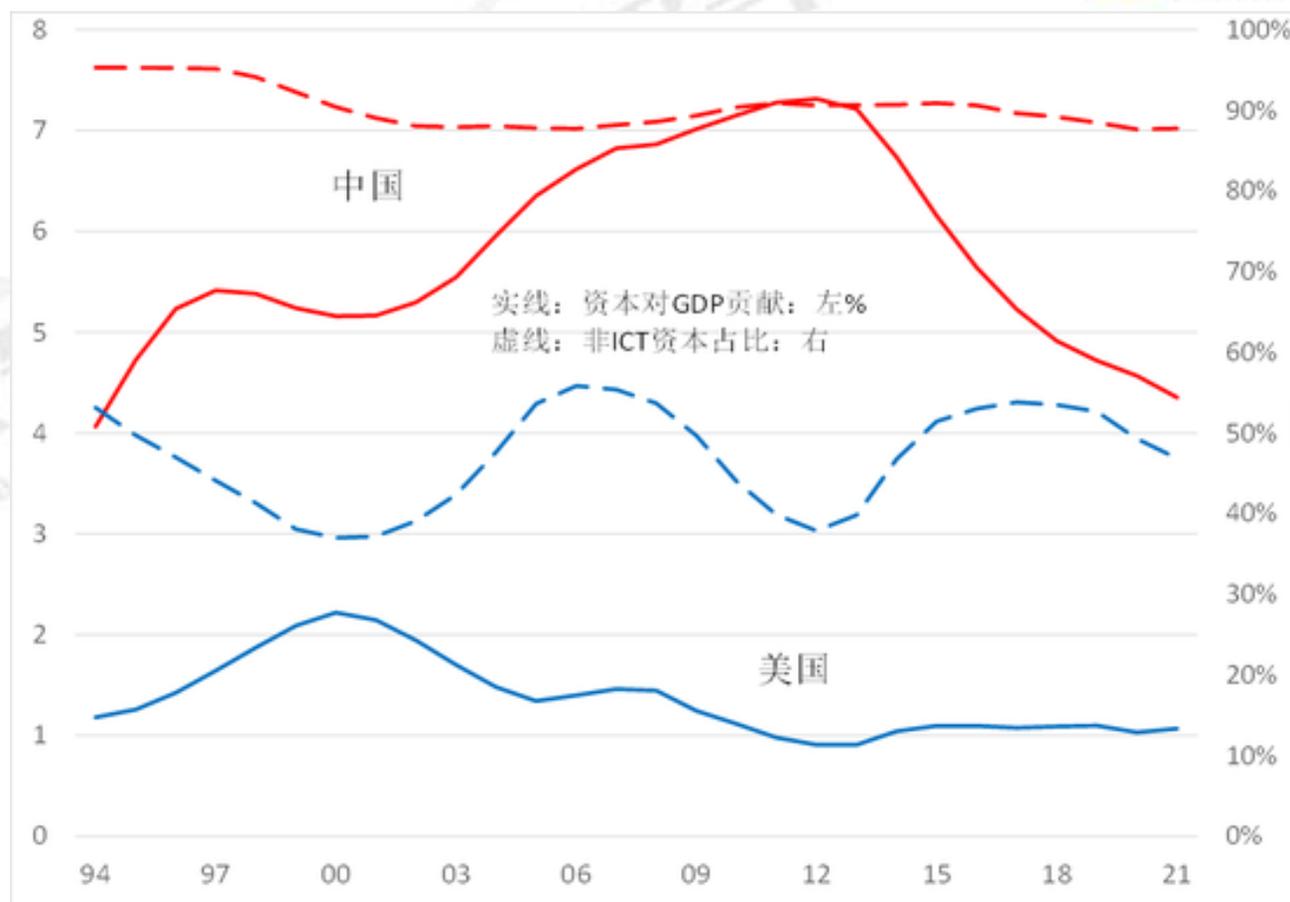
2000年之后，我国地方政府通过出让土地使用权的方式，大规模创造信用。因此，中国式货币创造的第三阶段，主要是以土地和房屋为抵押的信用扩张过程。很多人都在抱怨央行的货币超发导致房价暴涨，但我们不应简单认为货币超发导致了房价上涨，其实房子本身也在创造货币，因为房屋可以作为抵押品。你把房子抵押给银行，借钱之后再买房子，买了再抵押，再买房子，很多居民这么做，做的结果导致了房价不断上涨，抵押价格也是不断上涨，信用的扩张就得到了持续。

货币扩张第三阶段：土地信用扩张



尽管中国经济中资本的贡献如房地产和基建投资非常大，但不可否认的是，贡献率在不断下降。下图中，资本投入对 GDP 的贡献=ICT 贡献+非 ICT 贡献。其中，ICT 资本系指信息、通讯、软件投资等。

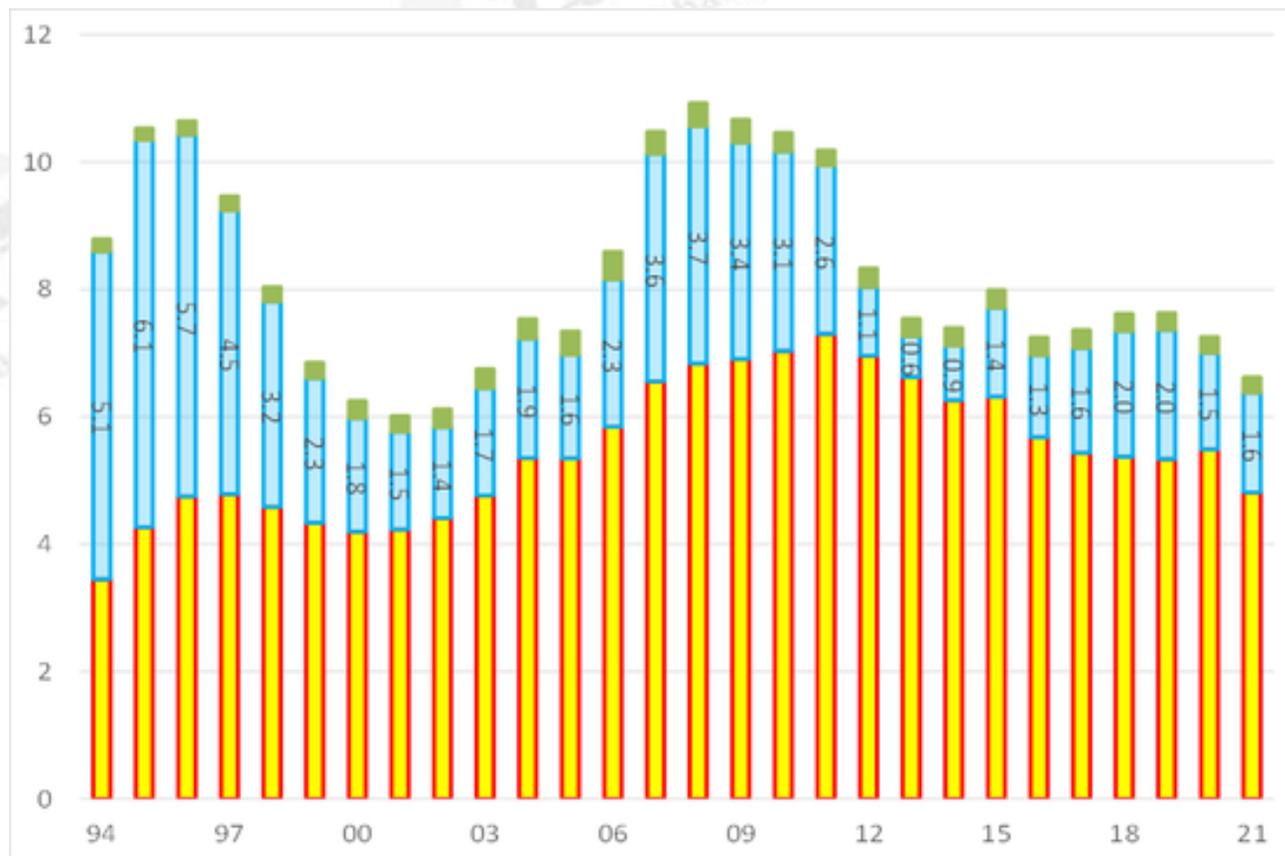
资本对 GDP 增长率贡献主要来自于非 ICT 领域 (%)



不难发现，首先，中国在进入的 2000 年以后，资本投入对 GDP 增长率的贡献显著上升，到 2012 年达到峰值，之后则逐步回落，回落幅度显著大于 GDP 增速的回落幅度；第二，资本投入对 GDP 增长之贡献，中国显著超越美国，但是就 ICT 在其中的占比而言，中国目前还仅为 10% 左右，而美国已过半。说明我国资本投入的构成中，信息科技等方面的含量比较低。

此外，我们简化劳动生产率的等式：劳动生产率增长=劳动力素质+全要素生产率+资本密度贡献，从劳动生产率提升的贡献度看，主要来自于资本投入，如资本密度（资本/劳动数量，下图中的黄色部分）的持续提升，当然增速也在持续下降。

我国劳动生产率构成及增速回落



这说明从劳动生产率增速的角度看，相比全要素生产率（蓝色）和劳动力素质（绿色）而言，资本密度的贡献也在下降。

资本红利的消减，不仅只体现在数据上，从当前的一些实际案例看，也可以得到印证。例如，居民部门房贷余额的增速从 2016 年 12 月的 35%

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_42383

