



周天勇：资料与资产二元体制 并存-未来金融体系不稳定的 巨大隐患



按语：笔者想论述的是，少子化和老龄化加剧，在债务增长、货币增长和 GDP 增长三者从快依次减慢的经济运行和发展模式中，如果土地房屋为二元的非资产和资产分两部分维持现状不变，金融体系崩盘很可能是一个大概率事件。今天的部分为《二元体制经济学》专栏之十六。



1. 前面的话

从 1978 年以后的年代看，我们供应了较多的货币，但是 20 世纪 90 年代中后期的建设用地有偿出让和 1998 年的城镇住宅商品化两项体制改革，虽然诟病很多，但土地房屋从零到市场价溢值吸收了投放的巨额货币，改革的中后期没有造成消费物价的暴涨，并发挥了人民币币值稳定之锚的作用。

我们改革的目标是向着一元社会主义市场经济体制转轨。然而，目前

无市场价值的土地房屋资源、生活资料和生产资料与有价值的土地房屋资产二元体制并存。前面已经论述，资产因其可抵押性与国民经济高负债化，使资产与债务两个之间关系越来越加密切，二者已经成为货币供应模型中重要的内生变量。时至今日和面向未来，老龄化越来越加严峻，民生保障及公共服务需求范围愈加扩大和水平愈加提高，经济增长下行越来越多地需要扩大赤字去支撑，债务增长快于货币增长和货币增长快于 GDP 增长成为未来大概率的必然趋势，土地房屋资产作为债务的保证信用和货币币值之锚，尤为显得越来越为重要和紧迫。

目前来看，城镇住宅已经资产化，但是人口增长在放缓，少子化在加剧，老龄化退出房产增多，新住宅需求不再旺盛；由于住宅和商用土地需求相对收缩，新增出让土地流量资产部分也在边际减少。而债务相对于货币增多，货币相对于 GDP 增长，保证债务抵押信用和用于币值之锚的资产却在相对收缩，任其自然变化下去，金融乃至经济体系安全方面的后果可想而知。

这给我们提出很严肃的问题是：在社会主义市场经济运行中，一部分出让建设土地和城镇房屋是有价值的资产，但大部分土地和农村住宅是无市场价值的资源、生活资料和生产资料，这种二元体制与未来高负债经济模式需要足够的可抵押信用资产能够耦合运行吗？回答显然是否定的。

2. 债务和货币增长快于 GDP 增长的必然趋势

如果能让中国未来的经济增长趋于中高速，在加大改革力度的同时，

也需要刺激债务扩张和较宽松货币供应。2008 年美国次贷危机后，全球经济陷于低速增长的困境，为了挽救经济，世界各国大都采用了宽松的货币政策和扩张性财政政策刺激经济复苏。扩张性政策的实施，一方面导致政府部门杠杆率大幅上升，另一方面也带来了金融杠杆率以及债务/GDP 比率的提高。根据国际清算银行的数据，2008—2020 年，全球宏观杠杆率从 199% 上升至 289.9%；在货币政策宽松方式的选择方面，相比于降息，全球主要央行更需要的是量化宽松，主要原因是降息空间有限。全球金融危机已经过去十年，但当前主要央行的基准利率水平仍普遍较低。自 2019 年 7 月美联储议息会议后，美联储联邦基金利率目标区间已经降至 2%~2.25%，欧洲央行三大关键利率依然维持在零利率附近，日本央行迄今为止仍在实行负利率政策。

未来十五年中国债务余额相对于 GDP 和货币增长与其他国家相比更快的一个原因，是人口结构的经济主力人口提早迭代收缩和老龄化程度加深。新进入工作的人口迭代收缩，劳动年龄人口规模缩小，意味着提供养老金的基数也在收缩；然而，进入老年退休的人口比例则会越来越大，需要越来越多的养老、医疗等社保方面的支出。很可能会因老年人口比例提高和平均寿命延长，呈现为养老医疗保障金收支缺口越来越大和赤字越来越多，需要越来越庞大的债务供应来平衡。

未来需要缩小城乡、行业和群体间的收入和保障差距，提供均等的转移支付和社会保障，建立普惠的基本养老医疗保障，特别是形成公平的老

有所养、病有所医保障体系，以实现共同富裕。这需要更多的资金来逐步填平诸多养老医疗方面的差距，这也是未来养老医疗保障缺口加大的重要成因。我们根据马峻团队的研究和日本老龄化数据计算了 2021 到 2035 年中国社会保障养老和医疗的资金缺口，如表 1 所示。

表 1 2021—2035 年中国养老和医疗社会保障金缺口

阶段	2021-2025	2026-2030	2031-2035	合计
养老保障金缺口（亿元）	47723.89	105803.67	222341.32	375868.88
医疗保障金缺口（亿元）	29441.49	70712.35	134657.74	201498.39
合计	77165.38	176516.02	356999.06	610680.46

计算依据数据：马峻研究团队认为，中国养老金缺口到 2020 年将达到 0.2% 的 GDP，2030 年达 1.4% 的 GDP，2040 年达 3.1% 的 GDP，2050 年达 5.5% 的 GDP。马峻等：《中国国家资产负债表研究》，社会科学文献出版社，2012 年版。然而，2020 年根据人力资源与社会保障部和财政部的数据，养老金缺口已经达到了 0.47%，表中养老金缺口，按照马峻团队 2020 年 0.47、2030 年 1.4% 和 2040 年 3.1% 趋势推断。医疗保障缺口占 GDP 比例，参考钟政昊译：“日本债务积压问题：老龄化的重担”《日本公共部门资产负债手册（下）》，2019 年 10 月 15 日，其中研究的数据，日本财政对医疗保险计划的预算转移支付占 GDP 的比例从 1990 年的 1.2% 上升到 2016 年的 3.7%。这里从 2021 到 2035 年取了 0.32% 到 1.3% 的趋势。

从 20 世纪最后一个年代开始，日本先后四次调整量化宽松的货币政策。从各个阶段的货币政策可以看出货币政策的实施力度越发强烈，但是

除个别年份 CPI 出现短暂的增长外，依然没有走出消费物价低迷的处境。由于中国实施了比日本还要严格计划生育的政策，少子化、经济主力人口收缩和老龄化比日本要更加严重。因此，不断提高国民经济宏观负债率，逐步地降低资金利率，持续加大货币供应量，配合以大力度的经济体制改革和调水扩大土地供应，尽可能地支撑国民经济中高速增长，也是中国未来宏观调控和经济发展的必走之路。

我们先匡定 GDP 和资产增长速度：考虑年均 2% 的通胀目标和实际年均增长 4.73% 以实现人均 GDP 翻两番的目标，十五年名义 GDP 增长较乐观地从 7.43% 变动到 5.43%。GDP 规模则从 2020 年的 101.59 万亿元增加到 2035 年的 269.78 万亿元。

再来分高中低三种情形，货币增长速度变动趋势为 8%—6%、9%—7% 和 10%—8%，债务余额增长速度变动趋势为 11%—9%、12%—10% 和 13%—11%，则货币和债务规模将从 218.68 万亿元和 294.13 万亿元，分别增加到 597.6 万亿元和 121.73 万亿元，687.12 万亿元和 1394.38 万亿元，789.1 万亿元和 1595.30 万亿元。

需要说明的是，名义 GDP 增长速度是在我们前面研究的基础上确定的，这样的增长速度实际上包含了土地要素市场化配置和土地房屋资产化改革的潜能。如果没有这些改革，未来十五年自然经济增长的速度可能在 2.5% 到 3.5% 之间。如果以此再包含 1% 左右的通货膨胀，实际的货币和债务增长不可能到达前面仿真的速度。这里悖论性证明的逻辑在于：（1）如果是

低速度增长状况下，刺激增长货币和债务政策，以及老龄化的债务缺口，在体制不变的资产供应条件下，未来债务和货币体系崩盘的可能性要大得多；(2) 即使我们假定 GDP 增长符合预期，如果不放开拓宽资产化领域和增加资产的供给，债务链系统性断裂，资产价格暴涨或者暴跌，汇率跳水，都会使预期的增长目标流产。而只有土地房屋资产化改革，才能保证债务有抵押信用和币值有稳定之锚，使增长处于一个金融和经济体系安全的场景之中。也就是说，中高速安全稳定的增长，需要更多用途的土地房屋推进资产化的改革。

3. 资产价格暴涨与债务资产信用缺口推演

未来经济从安全增长方面看，主要源于资产的价格泡沫和巨额债务的资产缺口。这里用简单但实用的方法模拟推演。

(1) 货币供应与可能的资产价格暴涨

我们依据专栏十五文中货币模型 (1)，一方面，左边供给侧以 2020 年 GDP 和存量资产分别为 101.60 万亿元和 360.25 万亿元为基数，假定

而右的土地和房屋体制不变，结合货币供给与金融和实体经济人口数量减小

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_44045

