

从资产负债表角度 考察人口结构的宏观含义

徐盛发 巴曙松*

摘要: 中国“人口红利”趋于弱化的主要影响是低利率格局将逐步发生改变, 从而提高负债方融资的整体成本, 这反过来将对资产方投资配置产生冲击。为此, 本文从国家资产负债表的角度考察人口结构变迁的宏观含义, 人口红利趋于消失意味着融资杠杆能力的弱化以及投资效率的降低, 这将导致一个经济体合适的、可持续的潜在增长率逐步呈现下行态势。人口结构对国家资产负债表的冲击也限制了政策的腾挪空间, 经济增长中枢速度的平稳回落以及通货膨胀中枢水平的上升, 意味着决策者如果以低物价和高增长组合作为政策目标, 将可能导致紧缩过度或刺激过度。

关键词: 国家资产负债表 融资风险 资产价格 杠杆率

一、引言及文献综述

20 世纪 70 年代, 伴随着主要经济发达国家逐渐迈入老龄化阶段, 关于人口结构转变与经济发展之间的问题开始引起学界的广泛关注。Mankiw 和 Weil(1989) 根据资产需求的生命周期理论首先分析了人口因素对房地产价格的影响; Gassenheimer 等(1998) 则分析了老龄化对金融结构的影响, 而且老龄化引起的政府债务增加将导致利率的抬升, 从而对金融稳定造成冲击。

人口结构的变化, 通常会通过影响劳动力的供给和储蓄总量的潜在能力对经济增长产生直接或间接影响。从劳动力供给角度讲, 人口结构转变带来了劳动力总量的相对改变。由于劳动分工能够带来规模经济效益, 劳动供给量下降可能弱化工分效应, 总的产出以及人均收入水平可能随之下降。人口结构的变化也会改变国民收入中消费和储蓄的分配比例, 这会影响经济增长。Kelly(1973) 从公共投资的角度分析, 如果人口结构进入老龄化的速度加快, 那么个人收入中用于养老、护理和医疗等的支出将会大幅上升, 从而减少投资支出的比例, 无论是私人储蓄还是公共投资都将因此而减少, 导致经济增长和人均收入增长的速度下降。Feldstein(1995) 的研究表明, 社会保障支出的增加会减少约 60% 的私人储蓄。

近年来, 学者们也开始研究中国的人口结构对经济增长的影响。中国目前已经进入一个低生育阶段, 正在急速发生和提早到来的人口转变, 导致中国进入劳动年龄人口所占比重较高的阶段, 这为劳动力的供给提升和储蓄率的提高, 从而为经济增长提供了所谓的“人口红利”(王德文、蔡昉 2004)。中国的人口红利是在改革开放创造了日益符合市场经济制度环境的前提下, 通过二元经济的发展过程, 参与经济全球化而得以实现的(蔡昉 2008)。对中国改革开放以来经济增长的研究表明, 中国的总人口抚养比降低 1%, 会导致经济增速提升 0.115%。郑长德(2007) 基于我国各省级行政区 1989 - 2005 年的人口统计数据和经济统计数据研究了各地区人口结构转变对储蓄率的影响, 分析表明, 储蓄率与少儿抚养比之间存在负相关关系, 与老年抚养比存在正相关关系。另一方面, 美国战略与国际研究中心的研究认为, 人口结构的转变将来会成为挑战中国经济可持续增长的重要因素, 而且中国很可能已经未富先老(Jackson and Howe 2004)。

但是, 现有的研究人口结构转换对经济增长和通货膨胀影响的文献中, 从资产负债表的角度研究人口结构转变对一国的经济冲击尚不多见。本文尝试从这一角度出发, 厘清人口结构变化对国家资产负债表的可能冲击, 并据此引申出相应的政策含义。

* 徐盛发, 东北大学工商管理学院, 邮政编码: 110004, 电子信箱: xushengfa@sohu.com; 巴曙松, 东北大学工商管理学院, 邮政编码: 100010, 电子信箱: bashusong@gmail.com。

二、人口结构转变:历史回顾与国际比较

通常,单纯考察人口结构的动态演进过程,生育率低于标准水平的2.1、65岁以上人口占比大于14%、15~64岁劳动人口停止增长、人口总量开始下降是四个逐步跨越的拐点,每经历一个拐点,人口结构的正面效应会削弱、负面效应会强化;考虑到发展中国家普遍存在的“二元结构”,同时附加经济发展阶段、人口转移、人均收入等一些变量,人口与经济结构的变迁过程存在“刘易斯拐点”、“人口红利拐点”、“库兹涅茨拐点”三个发展的时间窗口,前面两个拐点的跨越意味着一国的潜在增长率会下移,后一个拐点的跨越则被认为是一国成功转型的关键。

相比于其他国家,中国的老龄化过程具有速度更快、间隔更短、发展水平更低的特点。

1. 速度更快。按照国际标准,如果将65岁以上人口占比从7%提高至14%作为衡量一国人口“老化”的标志,可以发现西方主要发达国家完成这一转变的时间跨度通常在40~100年。亚洲国家完成这一转变所经历的时间远远低于发达国家,日本仅仅在25年的时间里就过渡到了“老龄化社会”。从中国的状况看,第六次人口普查数据显示,65岁及以上人口占8.87%,比2000年人口普查上升1.91个百分点,未来10年中国人口老龄化将以更快的速度推进。根据联合国的保守预测,中国65岁以上人口占比最早将在2025年达到甚至超过14%,换言之,中国和日本一样,将花费25年时间完成这一跨越。

2. 间隔更短。如果将生育率低于标准水平的2.1、65岁以上人口占比大于14%、15~64岁劳动人口停止增长、人口总量开始下降作为人口结构变迁的四个拐点,对比发现:日本跨越这四个拐点的间隔分别为30年、10年、5年,而中国则为20年、0年、5年,这意味着中国将会比日本以更短的时间分别跨越人口结构的四个阶段;进一步对比,日本在20世纪50年代末跨过“刘易斯拐点”,90年代中期跨越“人口红利拐点”,期间的时间跨度接近40年,也正是在这一时期,日本成功实现向发达国家的转变,然而中国在2003年前后迎来“刘易斯拐点”,到2015年前后关闭“人口红利窗口”,所经历的时间仅10余年,因此,当前中国所面临的人口结构转变压力远远大于日本。考虑到作为新兴市场的印度,将在未来10年内持续享有“人口红利”所提供的优势,中国面临的周边市场的竞争压力也将更大。

3. 发展水平更低。整体上对比,日本、韩国、新加坡、中国香港的人口红利窗口关闭时,其发展水平已经很高,人均国内生产总值(GDP)均已达到2~3万美元,而中国在面对这一问题时,人均GDP尚不足1万美元,换言之,中国过早地在较低发展水平上不得不面对这一客观约束。

三、人口结构动态变化的潜在风险

经验分析中,人口结构的中长期效应通常体现在以下几个方面:(1)潜在增长率是否会系统性下移?如果将各个国家在人口红利窗口关闭前后的经济增长率进行比较,通常会发现人口结构与经济增长之间存在一定的负相关性,这是多数人认为人口老龄化会导致经济增长系统性下滑的直接证据。特别是在把这一实证关系对应于中国的情况时,日本往往成为一个典型的案例,并认为中国可能会重复日本“失落的十年”,然而不同国家的具体情况又存在明显的差异。亚洲国家在老龄化超过7%的时候就减速,而其他欧洲国家包括美国则在老龄化程度更高的时候经济才进入减速期。(2)潜在通货膨胀率是否会系统性下移?大样本的分析通常会发现,人口快速老龄化的经济体平均的通货膨胀率较低,甚至会经历通货紧缩,日本和部分欧洲国家曾出现类似的情况;相反,人口抚养比较低的经济体通常会经历通货膨胀,墨西哥是一个案例。然而,中国的“二元结构”特征却使之成为一个反例,人口红利期间,劳动力要素价格的非市场定价,使中国经历了高增长与低通货膨胀的格局,那么未来中国是否会逐步过渡到“低增长、高通胀”并最终过渡到“低增长、低通胀”,从而收敛于人口结构老化之后的均衡结果?

对于这些问题的回答,本文试图从资产负债表角度提供一个新的分析视角。上述担忧是否会在未来变成事实,关键就取决于人口结构的变化将会对中国政府、企业、家庭及银行的资产负债表产生多大的影响,而具体的冲击渠道也将表现为三个方面:资产方、负债方及杠杆率。

(一)融资能力(负债方)

1. 工资上涨、政府收入与企业盈余被压缩的趋势:收入分配结构的调整及其影响

将利润表合并到资产负债表之后,经营性收入是负债融资的渠道之一,而且这部分融资目前也未包含到中国人民银行目前提出的“社会融资总量”的概念之中,但是这部分政府收入和企业自有资金一直是一个重要融资渠道。然而,“刘易斯拐点”的到来,以及“人口红利”的终结意味着,如果劳动生产率不能明显提升,那么劳动者报酬在收入分配的占比将会逐步上升,相反,政府和企业收入在收入分配中的占比将下降。从数据上

看,过去的20多年,劳动者报酬在GDP收入中的占比一直处于持续的下行趋势,直到2007年达到低谷,不足40%,而企业收入则持续上升,也在2007年达到46%的峰值水平,可以预期的是,人口结构的变化将逐步改变甚至逆转这一趋势,从而使得企业盈利和企业收入面临收缩。

2. FDI 存量资金的退出风险

改革开放以来,中国的城市化和工业化快速发展,特别是地方政府的GDP激励机制成为吸引大量外商直接投资(FDI)进驻中国的关键推动力,然而,第六次人口普查的数据基本确认三个事实:城市化率超预期、人口结构老化速度超预期、“人口东进”趋势的接近终结。这意味着FDI留驻中国的投资收益可能逐步呈递减趋势,这是因为:(1)“刘易斯拐点”之后,FDI所享有的低劳动力成本优势将走向终结,特别是考虑到近年中国劳动力人口的绝对递减趋势,这种优势结束的速度可能快于预期;(2)FDI进驻中国的渠道除了形成制造业和出口部门的厂房、机器等固定资产投资之外,还通过中国房地产资产价格的上升获取投资收益,然而随着房地产价格上行态势的趋缓,特别是考虑近期的房地产调控政策对价格的压制,可能会增大FDI存量资金投入于房地产的潜在风险;(3)考虑到未来中国中西部地区仍存在较大的城市化空间和基础设施投资需求,但是能否成功承接东部地区完整的产业链尚存不确定性,而且基础设施投资效率的提升可能难以重复东部地区的路径,房地产价格也难以达到东部地区和发达城市的上升速度。因此,FDI留驻中国的潜在收益率面临下降的可能性(参见表1)。

表 1 中国的对外负债头寸(亿美元)

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
中国的对外负债头寸	6 527	8 156	10 503	12 281	14 629	16 381
1. 外国来华直接投资	3 690	4 715	6 144	7 037	9 155	9 974
2. 证券投资	566	766	1 207	1 466	1 677	1 900
2.1 股本证券	433	636	1 065	1 290	1 505	1 748
2.2 债务证券	133	130	142	176	172	152
3. 其他投资	2 271	2 675	3 152	3 778	3 796	4 508
3.1 贸易信贷	809	1 063	1 196	1 487	1 296	1 617
3.2 贷款	880	870	985	1 033	1 030	1 114
3.3 货币和存款	381	484	595	791	918	1 034
3.4 其他负债	200	257	377	467	552	742

数据来源:中国外汇管理局网站 (http://www.safe.gov.cn/model_safe/index.html)。

3. 储蓄率下降、真实利率上升所产生的融资成本整体上升风险

中国“人口红利”带来了宏观经济的高储蓄率、低利率与高投资率,然而随着“人口红利”向“人口负债”的转变,中国低利率的格局必将逐步发生改变,从而提高负债方融资的整体成本,这将反过来对资产方的投资配置产生冲击。特别是考虑到目前紧缩的货币政策,通过名义利率的提升,一定程度上加速了真实利率的上升过程。

(二) 投资收益下行风险(资产方)

按照前面的说法,将中国视为一个公司,那么该公司资产配置的主要渠道分别是:基础设施投资、重工业投资、出口部门的制造业投资以及房地产投资。从这个角度看,资产的主要形式便是:地方政府所获得的GDP高增速、出口部门所创造的外汇资产、房地产财富积累以及各种为生产活动而投资形成的固定资产。

根据《中国统计年鉴》资料显示,2010年中国资本形成总额达到19.16万亿元,占GDP的比重接近50%,然而其中约有50%左右的投资项目用于交通等基础设施以及房地产方面的投资性支出,其中仅房地产投资高达8.5万亿元;另外的50%投资于商品生产,以满足出口消费和国内的消费需求,这些大规模的投资建设活动带动了对国内钢铁、水泥等资源的需求。然而,人口结构的动态变化意味着原有投资模式下的资金配置效率将会下降,从而使经济增长的潜在水平面临实质性下行风险。

(三) 杠杆率的放大功能面临受限风险

1. 基础货币的创造机制弱化

进入21世纪以来,基础货币的扩张根源于中国充裕劳动力资源集中于制造业和出口贸易部门所创造的外汇储备及外汇占款。从2002年开始,在美国经济需求强劲扩张等带动下,中国的贸易顺差占GDP比重迅速上升,由2002年的不足2%逐步扩大至2007年的10%,2008年至2010年逐步回落到6%左右,从而使得外汇占款成为推动中央银行基础货币迅速增长的核心渠道,即外汇储备/基础货币逐步大于1(见表2)。然而从这个指标观察,外汇占款创造基础货币的效应自2004年和2005年之后开始逐步削弱,这与中国跨越“刘易斯拐点”,至少是35岁以下核心劳动人口在2003年达到峰值的时点非常吻合(参见表2)。因此,从这

个角度看,我们认为人口红利效应所产生的基础货币创造机制会逐步减弱,这将成为限制流动性扩张的根本因素。

表 2 外汇储备与基础货币的创造机制(亿元)

年份	外汇储备	基础货币	外汇储备/基础货币	外汇储备变化量(1)	基础货币变化量(2)	(1)/(2)
1999	14 061	33 620	42%	974	2 285	43%
2000	14 815	36 491	41%	753	2 871	26%
2001	18 850	39 852	47%	4 036	3 360	120%
2002	22 107	45 138	49%	3 257	5 286	62%
2003	29 842	52 841	56%	7 734	7 703	100%
2004	45 940	58 856	78%	16 098	6 015	268%
2005	62 140	64 343	97%	16 200	5 487	295%
2006	84 361	77 758	108%	22 221	13 415	166%
2007	115 169	101 545	113%	30 808	23 788	130%
2008	149 624	129 222	116%	34 456	27 677	124%
2009	175 155	143 985	122%	25 530	14 763	173%
2010	200 766	185 000	109%	25 611	41 015	62%

数据来源:中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn/>)。

2. 银行信贷内生创造 M2 机制弱化

随着“刘易斯拐点”的到来,人口结构趋于老化,城市化所带动的资产价格扩张及 M2 创造机制也将趋于弱化。从数据上观察,2003 年之后,M2/GDP 作为一个衡量流动性充裕程度的参考指标,其增速曾有所放缓,2009 年危机应对期间的大规模刺激使得该指标出现大幅增长,然而今年以来的信贷政策正常化则意味着 M2/GDP 将逐步重返原路,回归常态水平(见表 3)。

表 3 人口结构、银行信贷与 M2 的扩张机制(亿元)

年份	M2	银行信贷	M2 变化量(1)	银行信贷变化量(2)	(2)/(1)
2000	138 356.47	99 371.07	18 458.47	5 636.77	30.5%
2001	158 301.92	112 314.70	19 945.45	12 943.63	64.9%
2002	185 006.97	131 293.93	26 705.05	18 979.23	71.1%
2003	221 222.82	158 996.23	36 215.85	27 702.30	76.5%
2004	253 207.70	177 363.49	31 984.88	18 367.26	57.4%
2005	298 755.67	194 690.39	45 547.97	17 326.90	38.0%
2006	345 577.91	225 285.28	46 822.24	30 594.89	65.3%
2007	403 401.30	261 690.88	57 823.39	36 405.60	63.0%
2008	475 166.60	303 394.64	71 765.30	41 703.76	58.1%
2009	610 224.52	399 684.82	135 057.92	96 290.18	71.3%
2010	725 851.79	479 195.55	115 627.27	79 510.73	68.8%

数据来源:中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn/>)。

四、人口结构动态变化的政策含义

(一) 经济周期的波动更为短期化

从国家资产负债表的角度看,一个经济体合适的、可持续的增长水平或者稳态水平时的潜在增长率取决于负债融资能力、投资配置效率及杠杆率的使用空间。基于以上分析,随着融资约束的加强、资金配置效率的降低和杠杆功能的弱化,经济增速的潜在水平就可能会呈现一个逐步、逐级动态下行的过程。例如,综合世界银行、IMF 等多方面的分析,目前针对中国的潜在增长率水平的测算,最乐观的结果也没有超过 9.5%,悲观的结果则低于 8%,甚至更低。

换一个角度也可以说,随着经济增长中枢速度的平稳回落、以及通货膨胀中枢水平的一定程度的上升,整个经济体系可能需要在起伏中适应这种新的增长与物价的组合,在经济决策者依然以原来的低物价和高增长组合作为政策目标时,就可能导致紧缩过度,或刺激过大。

(二) 政策松紧度的变换会更为频繁,结构调整酝酿新的动力

2011 年一季度时,普遍担忧的是经济偏热和通货膨胀失控,当时的主基调是经济上行风险大于下行风险;然而目前市场的担忧已经切换到经济“硬着陆”和政策的超调,经济下行风险大于经济上行风险。特别是当出口遭遇劳动力成本上升、人民币升值,政府加强了对房地产市场的调控时,对经济下行的担忧已经明显加大。

从政策紧缩力度来讲,今年3、4月份银行信贷规模并未出现实质性压缩,银行间市场利率也已回落到合理水平,为什么实体经济感受到的紧缩程度与政策松紧度之间出现如此明显的背离?我们认为其中的一个重要原因是经济运行所面临的约束条件已经发生明显的变化。例如,目前银行贷款的各期限实际成本与2007年紧缩周期的末端相比,仍然存在约一个百分点的差距,但是加息所面临的经济周期环境已经明显不同,当前的经济增长能力与2007年相比,已经明显的弱化。再比如,目前企业感受到的资金成本与银行间市场的资金成本存在明显的反差,民间利率已经接近甚至超过2007年的水平,这里的原因除了监管政策的约束外,银行信贷在整个社会流动性创造中的杠杆功能已经有所弱化,单一观察银行信贷的资金成本已经不足以反映社会整体的融资难度。之所以会出现这种情况,很可能是因为人口结构变化所催生的趋势性冲击与周期性紧缩政策的短期冲击相互叠加在造成资产方扩张能力下降的同时,也使得负债融资的能力及杠杆率的使用空间有所抑制。

进一步分析,当面临趋势与周期相互叠加的困境时,政策本身既要防止过热,又要防止过度紧缩带来的“硬着陆”风险,这客观上使得政策的变换频度会明显高于以往,但是从松紧度的把握来看,松的“度”与紧的“度”都不可能太大。因为随着人口、资金等约束条件接近上限,实体经济与政策本身的腾挪空间已经被明显压缩。

参考文献:

1. 蔡昉 2008《刘易斯转折点——中国经济发展新阶段》,社会科学文献出版社。
2. 蔡昉 2009《未来的人口红利——中国经济增长源泉的开拓》,《中国人口科学》第2期。
3. 李海明 2010《人口老化的经济分析:近期研究文献述评》,《经济评论》第1期。
4. 南亮进 2008《经济发展的转折点:日本经验》,社会科学文献出版社。
5. 王德文、蔡昉 2004《人口转变的储蓄效应和增长效应》,《人口研究》第5期。
6. 张昊 2008《老龄化与金融结构演变》,中国经济出版社。
7. 郑长德 2007《中国各地区人口结构与储蓄率关系的实证研究》,《人口与经济》第6期。
8. 迈克尔·佩蒂斯 2003《中国经济存在软肋吗》,中译本,清华大学出版社。
9. Gassenheimer, Jule B., Franklin S. Houston, and J. Charlene Davis. 1998. “The Role of Economic Value, Social Value, and Perceptions of Fairness in Interorganizational Relationship Retention Decisions.” *Journal of the Academy of Marketing Science*, 26(4): 11–19.
10. Jackson, Richard and Neil Howe. 2004. “The Graying of the Middle Kingdom: The Demographics and Economics of Retired Policy in China.” Center for Strategic and International Studies.
11. Kelly, A. 1973. “Population Growth, the Dependency Rate, and the Pace of Economic Development.” *Population Studies*, 27(3): 405–414.
12. Mankiw, N. Gregory and David N. Weil. 1989. “The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market.” *Regional Science and Urban Economics*, 19(2): 235–258.
13. Feldstein, M. 1995. “Social Security and Saving: New Time Series Evidence.” National Bureau of Economic Research Working Paper 5054.

Examination on the Macroeconomic Implication of Population Structure: From the Perspective of Balance Sheet

Xu Shengfa and Ba Shusong

(School of Business Administration Northeastern University)

Abstract: China's “demographic dividend” leads to high saving rates, low interest rates and high investment rates on macroeconomic level. With the “demographic dividend” to the “population balance” changes, low interest rates will gradually change undoubtedly. Then the overall cost of financing in liability side will be increased, which has an impact on the investment allocation in asset side. From the balance sheet perspective of the whole country, we can expect the financial constraints will be strengthened and the efficiency of investment will be reduced as the disappearance of “demographic dividend”. The above three effects result in a slow downward trend of potential economic growth rate. In addition, from the economic cycle perspective, the change in population structure limits the operation space of policy, decreases the economic growth rates, and increases the inflation. That means either excessive economic contraction, or excessive stimulation will happen if the decision-maker has low prices and high growth portfolio as a policy goal.

Key Words: National Balance Sheet; Financing Risk; Asset Prices; Leverage

JEL Classification: J19

(责任编辑:彭爽)