

宏观研究框架系列（五）：

中国经济长期增长分析框架：成功经验、当前挑战、改革方向与投资潜力

相关研究报告

宏观专题报告20170509-宏观研究框架系列（一）：通货膨胀的分析及预测模型

宏观专题报告20180309-宏观研究框架系列（二）：关于中国跨境资本流动的一个分析框架

宏观专题报告20181224-宏观研究框架系列（三）：基于原油双重属性的五因子分析框架

宏观专题报告20190123-宏观研究框架系列（四）：短期经济波动框架：思想演变、分析模型与未来展望

首席经济学家

张明 中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿 一般从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

产出序列作为一个时间序列可以分解为趋势项和周期项，其中趋势项表征长期的经济增长，周期项表征短期的经济波动，二者构成了宏观经济学研究的两大主题。本篇报告我们统一运用新古典经济增长的框架，从劳动力数量、人力资本、实物资本、技术因素和制度因素五个方面，来分析中国经济长期增长的成功经验、当前挑战、改革方向以及投资潜力。

■ 1978-2007 年中国经济高速增长的动力。

改革开放前 30 年，劳动力数量、人力资本、实物资本、技术以及制度等五个方面的优势，共同推动了中国的高速增长。劳动力数量：人口红利 I 是数量的红利，劳动力占总人口的比例不断上升，背后是计划生育政策的实施；人口红利 II 是价格方面的红利，背后是改革开放后城乡二元分割被打破，大量低收入的农村劳动力流入城市，使城市能大力发展制造业。人力资本：对中低收入家庭来说，投资子女教育的回报率较高，他们愿意投资子女教育，人力资本积累较快。实物资本：前 30 年中国企业家愿意投资的原因有两个，一是内需和外需都很强，二是人口红利 I 提供了高储蓄率，压低了融资成本。需求强和融资成本低共同塑造了高回报率，导致实物资本积累较快。技术因素：前 30 年中国一方面由于与发达国家技术差距足够大，另一方面由于经济体量较小，可以充分发挥后发优势，以相对较低的成本引入外国的先进技术，实现技术进步。制度因素：前 30 年，每当经济增长陷入低谷，总有一次重大改革重塑经济增长动力，使中国经济可以持续高速增长。80 年代初的关键词是承包，包括农村联产承包制和城市的企业承包制改革；90 年代初的关键词是市场化，1992 年小平南巡和 1994 年十四届三中全会确定中国走市场化经济道路。90 年代末到 2000 年初国企改革、1998 年住房商品化和 2001 年中国加入 WTO。

■ 2008 年金融危机后经济增长持续放缓的原因。

2008 年金融危机之后，多重因素导致中国经济增长持续放缓。劳动力数量：人口红利 I 减退，劳动力占总人口的比例在 2010 年触顶后持续下降，背后是计划生育政策的双刃剑；人口红利 II 也逐渐消失，农民工工资的快速上涨导致劳动密集型产业面临税负高、融资成本高、劳动力成本高的局面，制造业优势不再。人力资本：对于中低收入的家庭来说，投资子女教育的回报率显著下降。理性的家庭会削减教育占家庭支出的占比，人力资本积累放缓。实物资本：过去十年中小企业融资难融资贵越发凸显，叠加危机之后内外需同时放缓，企业投资回报率大幅降低，企业家的投资热情降低，民营企业投资增速目前处于历史较低的水平。技术因素：中国目前技术水平与全球先进水平越来越近，经济体量全球第二，后发优势不再。但自主创新又受到三个条件的约束：第一，中国对知识产权保护不够重视；第二，所有制问题不利于激发企业的创新热情；第三，人力资本积累在显著放缓。

■ 中国经济未来的改革方向。

劳动力数量：人口红利 I 的下降无法避免，但可以延缓下降速度。具体措施有三：第一，全面放开计划生育，但效果存在不确定性；第二，延迟退休，也有助于降低社保压力；第三，放开移民，移入年轻人口，但争议较大。针对人口红利 II，需要发挥在城市工作农民工的积极性。具体如下：第一，户籍制度改革；第二，公共服务均等化；第三，加速土地改革，赋予农民工财产。上述六个政策可以缓解人口红利 I 和 II 的下行，但都不太容易推行。人力资本：重塑人力资本的积累需要通过收入再分配和教育体制改革。政府通过税收缩小贫富差距，具体税收手段包括遗产税、房地产税和资本交易利得税。教育体系的改革首先要大力发展高等职业教育，其次是教育的开放，逐步引入国外高校或者民办高校，形成公立和私立两个体系。实物资本：主要通过开放服务业、发展高端制造业和金融市场改革重新提高私人部门投资的意愿。其中，金融市场改革主要是发展直接融资市场，尤其是广义的股权融资，降低企业融资成本。技术因素：关键在于怎样激发自主创新，可以通过三项措施。第一，加强知识产权保护；第二，实行混改；第三，重塑人力资本积累。制度因素：制度创新主要通过深化改革，尤其是加快实体经济改革，如国企改革和土地流转。

■ 改革带来的潜在投资机遇。

劳动力市场方面：第一个是老年人市场，具体产业包括医疗养老产业、文化娱乐产业和终生教育培训产业；第二个是婴儿市场，中国未来会有一个“迷你”婴儿潮，虽然规模不大，但是人均消费力较强，带动小孩教育、家庭亲子旅游等相关领域发展。第三个是进城农民工市场。进城的农民工收入通常要低于城市原有居民，他们更偏向于性价比高的产品，如手机游戏、在线培训等。企业在设计相关产品时应该精准定位。人力资本方面，教育行业的投资机会主要包括民办的高等职业教育、民办高校和中外合作高校。实物资本方面，主要体现在服务行业的开放，以及高端智能制造业的发展。技术进步方面，主要是知识产权投资。知识产权可以被定价、交易，甚至可以作为基础资产进行延伸。制度变革方面，第一是地方国企混改可能会加快；第二是推进土地流转，但要保证土地最后一定在集体而不是个人手里；第三是防范系统性金融风险本身带来很多发展机会，如租售并举、资产证券化（MBS）以及市场化的不良资产处置等。

正文目录

一、	引言	5
二、	1978-2007 年经济高速增长的动力	5
三、	2008 年金融危机后经济增长持续放缓的原因	9
四、	中国经济未来的改革方向	12
五、	改革带来的潜在投资机遇	15

图表目录

图表 1	中国的实际 GDP 同比增速	5
图表 2	1978-2007 年中国经济高速增长的动力逻辑图	6
图表 3	改革开放前 30 年劳动力人口占比持续提升	6
图表 4	中国农村居民家庭收入远低于城市	6
图表 5	改革开放前 30 年中国固定资产投资变化	7
图表 6	中国资本形成总额/GDP 比例较高	7
图表 7	中国的高储蓄率	7
图表 8	日本储蓄率下滑老龄化加重	7
图表 9	改革开放前 30 年中国全要素生产率的贡献较高	8
图表 10	每一轮重大制度改革对走出低谷举足轻重（%）	8
图表 11	危机后中国经济持续放缓的主导逻辑图	9
图表 12	劳动力总人口于 2010 年触顶后持续下滑	10
图表 13	2008 年后农民工工资持续上涨	10
图表 14	危机后全球 GDP 和中国 GDP 放缓（%）	11
图表 15	中国储蓄率自 2010 年后持续下滑（%）	11
图表 16	2016 年中国居民新增贷款超过存款	11
图表 17	民间固定资产投资增速处于低位	11
图表 18	中国经济未来潜在改革的主导逻辑图	12
图表 19	改革开放至今的人均 GDP 及同比变化	13
图表 20	日本和美国、欧洲国家的移民政策截然不同	13
图表 21	全球主要国家退休年龄（岁）	13
图表 22	危机后中国劳动生产率趋势下滑	14
图表 23	企业利润处于较低水平	14
图表 24	改革带来潜在投资机遇的主导逻辑图	15
图表 25	我国老龄化趋势严重	16
图表 26	农村文娱消费支出比例目前还较低	16

一、引言

产出序列作为一个时间序列可以分解为趋势项和周期项，其中趋势项表征长期的经济增长，周期项表征短期的经济波动，二者构成了宏观经济学研究的两大主题。本篇报告我们主要探讨长期经济增长的分析框架以及其在中国的运用。

我们主要运用新古典经济增长的框架来分析中国长期经济增长的历史经验、目前现状、未来展望以及可能的潜在投资机遇。新古典经济增长分析框架可以简要表示为如下的生产函数：

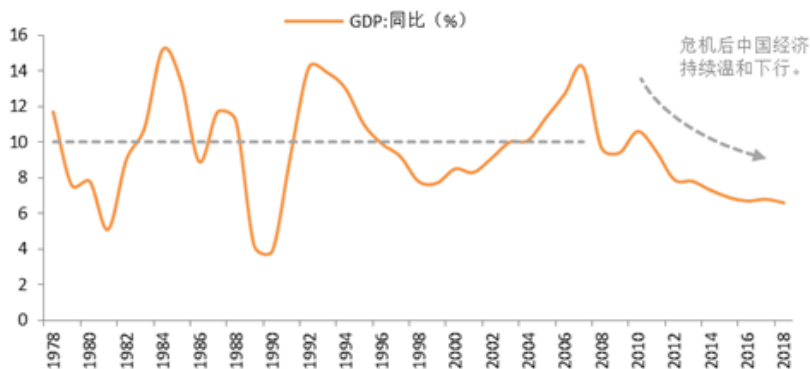
$$Y = T * F(K, A * L)$$

其中，Y 是 GDP 增速，代表长期经济增长。等式的右边是生产要素，L 是劳动力数量。其他条件不变，劳动力数量越多，通常增长越快。A 是劳动力质量，我们把它定义为人力资本，A*L 是整个劳动力要素对经济增长的贡献。K 为实物资本，就是我们通常说的厂房设备、交通工具等有形的资本。F 是生产函数，表示各种生产要素之间的组合方式。T 是全要素生产率（TFP），它是一个剩余项，指的是除了劳动力和实物资本之外，其他所有可能导致经济增长的要素。其中最重要的两个要素是技术和制度。

通过这样一个分解，我们把中长期内，导致一个国家经济增长快慢的生产要素分成劳动力数量、人力资本、实物资本、技术和制度这五个层面。通常情况下，劳动力数量越多或者劳动力占总人口比例越高、人力资本积累越快、实物资本积累越快、技术进步越快、制度越是激励人通过工作而不是寻租去增加福利，则经济增长速度越快；反之，经济增长就会放缓。

本篇报告分为四个部分，第一部分探讨 1978-2007 年中国改革开放前 30 年中国经济增长保持年均 10% 的动力来自何处，第二部分分析为什么从 2008 年金融危机爆发一直到现在，中国经济增长动力不断在衰减，第三部分研究未来十年中国政府想把经济增速维持在 6%-7% 左右，需要做哪些结构性的改革，第四部分是分析如果中国经济发生上述结构性变化，未来有哪些新兴行业值得关注和投资。

图表1 中国的实际 GDP 同比增速

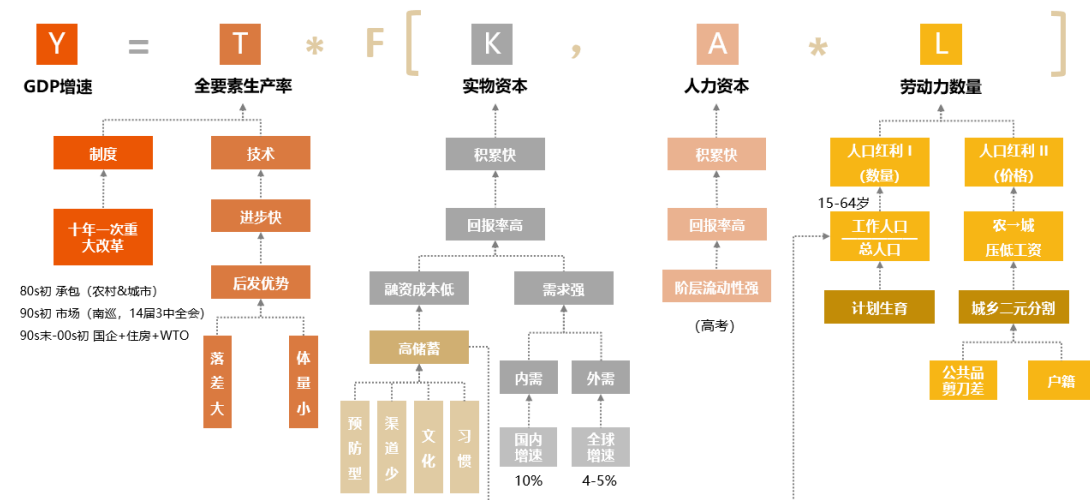


资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、1978-2007 年经济高速增长的动力

我们根据上述分析框架，分别从劳动力数量、人力资本、实物资本、技术以及制度五个因素分析 1978-2007 年中国经济保持高速增长的动力。

图表2 1978-2007 年中国经济高速增长的动力逻辑图



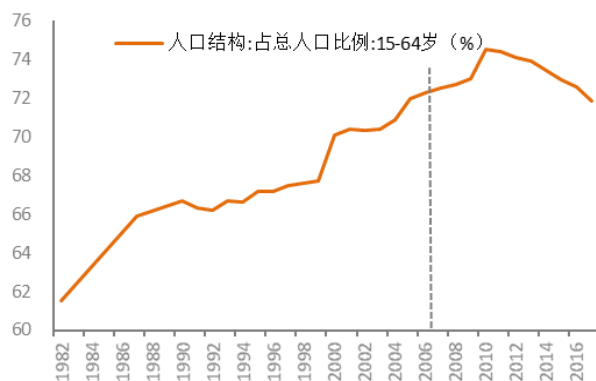
资料来源：平安证券研究所

1. 劳动力数量

在劳动力数量方面，中国有两个层次的人口红利。**人口红利 I**是指在改革开放前 30 年，劳动力占总人口的比例不断上升。由于中国在上世纪 50-60 年代出生人口增长较快，同时 1978 年前后实施的计划生育政策限制了每个家庭生育小孩的数量，降低了分母中非劳动力人口的数量，使得总人口中劳动力的比例快速上升。劳动力数量的增加，推动了经济增长，这是数量方面的红利。

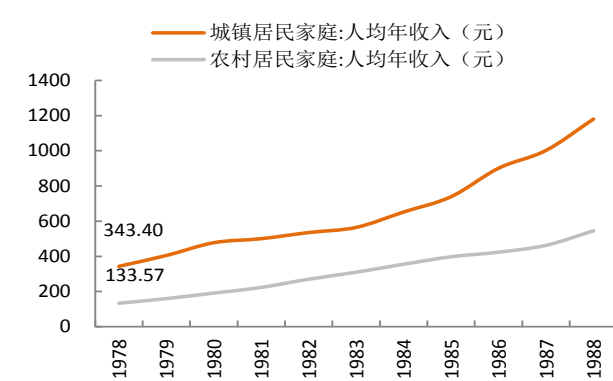
人口红利 II是指在改革开放前 30 年中国存在规模巨大的人口流动，大量年轻的农民工从农村向城市流动，为城市提供源源不断的劳动力。由于农民工的工资远低于城镇居民的工资水平，再加上中国加入 WTO，使得中国顺势成为全球的制造工厂。人口红利 II 是通过人口流动压低工资，使得中国成为全球的制造业中心，反映价格方面的红利。

图表3 改革开放前 30 年劳动力人口占比持续提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 中国农村居民家庭收入远低于城市



资料来源：WIND，平安证券研究所

2. 人力资本

衡量人力资本积累速度，是考察一个国家的中低收入阶层家庭有多大的收入比例投资于子女的教育。改革开放前 30 年中国的中低收入家庭有很强的激励投资于子女教育，因此人力资本积累速度很快。在 80 年代或者 90 年代，由于大学学费很低还有补贴，农村孩子考上大学之时就是家庭减负之时；

大学毕业之后，国企、公务员、外企都是较好的职业选择。这意味着对于一个家庭，投资子女的教育是最理性的，教育的回报率也较高。因此，“知识改变命运”和“鲤鱼跳龙门”在八九十年代非常流行。

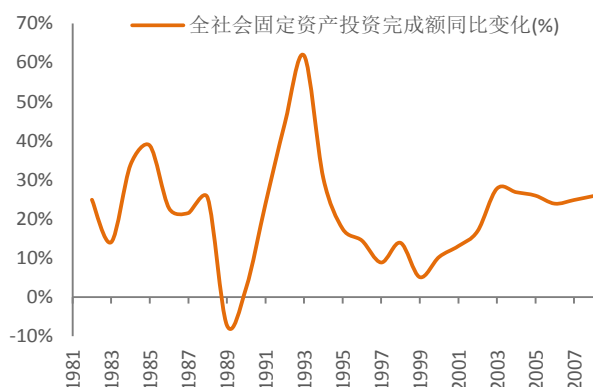
3. 实物资本

实物资本投资即固定资产投资，固定资产投资规模增长越快，经济增长越快。改革开放前 30 年，中国是一个典型的固定资产投资快速扩大的国家：在这期间中国的 GDP 增速平均每年约 10%，固定资产投资增速平均每年约 25%。到目前为止，中国投资(资本形成总额)在 GDP 中的占比高达 45%，是全球大国中固定资产投资比例最高的国家。

实物资本积累快是因为回报率高。改革开放前 30 年固定资产回报率高的原因有两点：第一，内需和外需都较强，没有形成过剩产能。内需强体现在前 30 年中国的 GDP 增速每年约 10%，外需强体现在前 30 年全球经济增速每年平均在 4%-5% 左右。第二，企业融资成本低，虽然投资率高，但中国储蓄率更高，可以为投资提供融通。这就导致中国投资基本上不用借外债，与拉美国家存在显著区别。

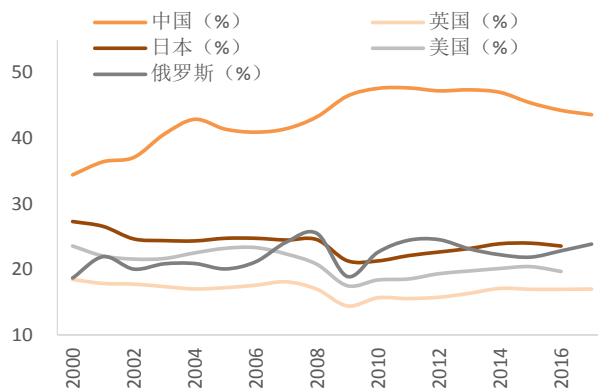
为什么中国的储蓄率如此之高？一般而言，人们只在工作阶段储蓄，幼年靠父母抚养（花父母的储蓄），老年花自身或子女的储蓄。如果总人口中工作人口占比上升，则储蓄率上升；反之，当这一比例降低时，储蓄率就会降低，此即生命周期理论。从宏观来说，这个因素对储蓄率的解释力最强。日本在近三十年储蓄率急剧下降，就是因为它发生了全球经济史上最严重的人口老龄化。

图表5 改革开放前 30 年中国固定资产投资变化



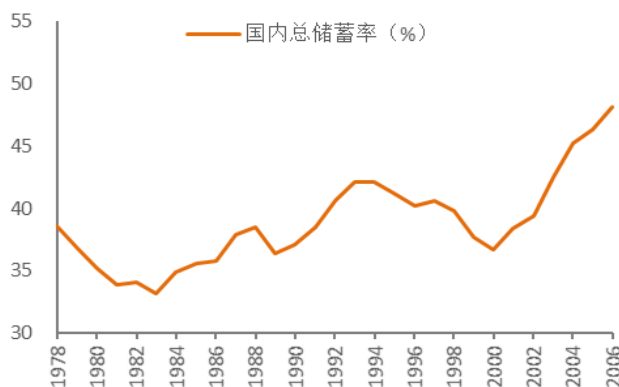
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 中国资本形成总额/GDP 比例较高



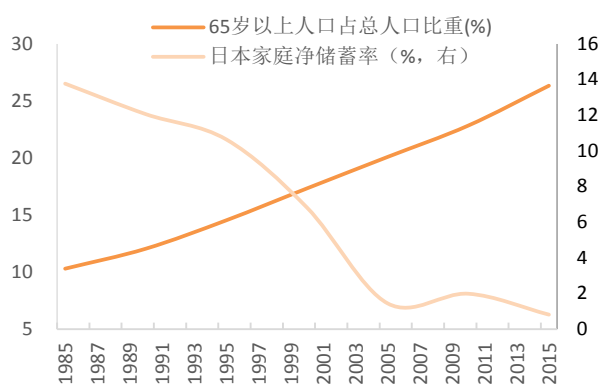
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 中国的高储蓄率



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 日本储蓄率下滑老龄化加重



资料来源：WIND，平安证券研究所

4.技术因素

如采用劳动生产率增速来衡量技术，可以发现中国在改革开放前 30 年中技术进步非常快。技术进步分为两种：内源性和外生性的技术进步。前 30 年中国的技术进步主要是外生性的。由于改革开放初期，中国的技术水平距离全球的先进技术水平差距较大，中国发挥了很强的后发优势，即，以较低的成本引入外国的先进技术，通过吸收消化变成自己的技术，实现技术进步。要充分发挥后发优势有两个前提条件：一是技术落差足够大，落差越大，引进技术相对于自主研发的成本就越低；另一个条件是经济体量小，20 世纪 70 年代末期，中国的 GDP 总量在全球排名不高，人均 GDP 规模排名更为靠后，在此背景下其他国家对中国的技术后发优势没有充分的关注。

图表9 改革开放前 30 年中国全要素生产率的贡献较高

中国经济 TFP 预测（%，基于官方数据的预测）					
年份	GDP	劳动力	人力资本	资本投资	全要素生产率（TFP）
1952-57	6.7	1.2	0.3	1.3	3.7
1957-65	2.4	0.6	0.7	2.6	-1.4
1965-71	5.3	1.0	0.0	2.8	1.4
1971-77	4.0	0.9	1.0	4.0	-2.0
1952-77	4.6	0.9	0.5	2.7	0.1
1977-84	9.2	0.8	0.9	3.9	3.3
1984-91	8.6	1.0	0.3	4.9	2.2
1991-01	10.4	0.2	0.5	5.7	3.7
2001-07	11.3	-0.5	0.5	6.1	4.8
2007-12	9.3	-0.2	0.4	7.7	1.3
1978-12	9.8	0.3	0.5	5.5	3.2

资料来源：<http://www.albertoforchielli.com/>，平安证券研究所

5.制度因素

制度因素是指重大的制度变革。尽管改革开放前 30 年中国年均 GDP 增速高达 10%，但是波动较大，如 1990 年 GDP 增速只有 4%，1994 年 GDP 增速快速升至 14%。在改革开放前 30 年中，中国 GDP 增速有三次低谷，第一次是 80 年代初期，第二次是 1989-1990 年，第三次是 1998-1999 年；而 GDP 增速每到低谷时，中国就会发生一次重大的制度变革，重塑经济增长动力。前 30 年中国大约十年进行一次重大变革：80 年代初的关键词是承包，包括农村联产承包制和城市的企业承包制改革；90 年代初的关键词是市场化，1992 年小平南巡和 1994 年十四届三中全会确定中国走市场化经济道路。90 年代末到 2000 年初，国企改革、1998 年住房商品化和 2001 年中国加入 WTO，其中房地产成为过去十五年中国经济增长最主要的引擎。

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_14028

