

## 疫情大概率开启中国经济“5时代”

### ——肺炎疫情影响评估（二）

宏观深度

#### 投资要点：

- **实现2020年小康目标，全年GDP增速只需5.0~5.6%。**根据日前国家统计局公布的第四次经济普查对历年GDP的修订结果，再考虑GDP翻一番目标中可能存在四舍五入的技术性问题，我们估算出2020年全面建成小康社会的GDP增速只需在5.0%~5.6%即可，无需保持6%的GDP增速。
- **疫情影响暂时有限，2020年各季度GDP增速都无需高于6%。**疫情对我国经济带来短期冲击，且影响大概率集中在一季度。根据近期全国各省市防控状况及对开工复产情况的评估，预计今年一季度企业开工时间要比2019年一季度减少20个自然日左右，因此我们将一季度GDP增速范围调至2.0-4.0%。在此基础上估算出全面建成小康社会，二、三、四季度GDP增速都不需要超过6%，只需维持在5.3~5.8%即可。换言之，2020年各季度GDP增速均无需高于6%（在实际中不排除个别季度增速超6%的可能），疫情防控阻击战和全面建成小康社会两大硬任务均可完成，但二、三、四季度实现5.3~5.8%的GDP增速并不容易，需财政和货币政策合力协作。
- **中长期潜在经济增速进入下行通道，未来GDP大概率由进入“5”时代。**一国潜在经济增速取决于劳动力、资本和全要素生产率。当前我国人口红利加速时代正在过去、资本积累放缓、全要素生产率水平短期难获大幅提升，预示潜在经济增速还将处于下行通道。当前潜在经济增速水平在6%左右，预计未来大概率进入“5”时代。
- **经济结构转型期：阵痛难免，需理性对待。**我国经济已步入结构转型期：一是制造业为主向服务业为主转型；二是经济增长方式由投资驱动向消费驱动转变。潜在增速下降和结构转型叠加，使经济体系内隐藏的内部问题逐渐激发和暴露出来，同时新旧动能转换带来短期效率损失，转型阵痛难免，需理性对待。如第二产业增速放缓、服务业劳动生产率偏低、居民人均收入与消费增速下行等，亟待高技术产业增量提速，但研发投入显效需要时间；第三产业中服务业劳动生产率的提高，需加大服务业尤其是现代服务业开放力度；居民收入和消费提速，需要劳动生产率的提高和收入分配制度的改革。上述新动能的培育、现代服务业的发展、消费增速的提高，都需要一个过程，这个过程需要定力和耐心。
- **疫情冲击大概率正式开启中国经济“5时代”。**当前我国潜在经济增速在6%左右，且在中长期内仍将处于结构转型期，因此经济恰好处于从6%向5%的“增速换挡”窗口期。此次疫情对经济的影响是暂时的，也是有限的，其冲击大概率使一季度经济增速出现较大幅度下降，但随后会出现较大幅度回升，在全年各季度增速均低于6%的情况下，也不会影响小康目标的实现。为追求高质量发展，当前增速也无需超过6%的潜在经济增速水平。因此，此次疫情将大概率正式开启中国经济“5时代”。

#### 伍超明

 财信国际经济研究院 副院长  
 财富证券 首席经济学家

#### 李沫

 宏观经济研究中心 高级研究员  
 电话：18811575811  
 邮箱：limo@hnjrkj.com

#### 陈然

 宏观经济研究中心 研究员  
 电话：18811464006  
 邮箱：chenran\_warden@163.com


财信宏观经济研究中心微信号

## 正文

年初以来，面对新型冠状病毒肺炎疫情的意外冲击，人民群众生命安全和身体健康受到威胁，我国经济增长压力也陡然增加。为此，2月3日中央政治局常务委员会会议要求“把疫情防控工作作为当前最重要的工作来抓”。与此同时，2020年是全面建成小康社会目标实现之年，也是全面打赢脱贫攻坚战收官之年。因此，今年我国将完成实现小康社会目标、收官脱贫攻坚战、取得疫情防控阻击战胜利等几大硬任务。

在这三大硬任务中，疫情防控阻击战是当前最为急迫的，这场战役越早日完成、影响越小，越能为后两个任务尤其是小康目标的实现留出时间和空间。从中长期看，我国经济当前正处于新旧动能转换、增速换挡的调整期，潜在经济增速下降。据测算，2019年我国潜在GDP增速在6%左右，而2019年四季度实际GDP增速也为6.0%。结合短期经济形势和中长期经济增长趋势，我们认为这次疫情对经济的冲击是短暂的，不会改变长期趋势，但这次疫情可能大概率使中国经济增速正式换挡进入“5时代”。

本报告首先根据国家统计局最新公布的GDP修正数据，估算出实现2020年GDP规模较2010年翻一番的小康社会目标所需的GDP增速，再结合肺炎疫情对我国一季度经济影响的评估结果，计算出为实现小康目标，今年二、三、四季度需保持怎样的GDP增速水平；最后分析我国中长期潜在经济增长趋势，判断我国中长期经济增速是否会换挡进入“5时代”。

### 一、2020年实现小康目标，GDP增速只需5.0-5.6%

2020年1月17日，国家统计局在公布2019年全年国民经济运行情况的同时，更新了第四次全国经济普查对历年数据的修订结果，上调2014-2018年不变价GDP增速0.1个百分点，同时也调整了2014-2018年以1978年为基期的GDP指数数据。我们根据上述第四次经济普查结果，以及实现小康目标GDP规模较2010年翻一番的要求，再进一步考虑翻一番中可能存在四舍五入的技术性问题，分别计算不同程度翻一番（假设误差在1%以内）下2020年实际GDP增速要求。结果显示，2020年实现全面建成小康社会目标的实际GDP增速，只需在5.0%~5.6%之间即可（见表1），无需保持6%的增速水平。

表1：第四次经济普查对翻一番目标的影响

第四次经济普查对翻一番目标的影响				
计算使用指标	不变价GDP增速		GDP指数（1978=100）	
翻一番程度（%）	100	99	100	99
2020年GDP增速要求（%）	5.6	5.1	5.5	5.0

资料来源：WIND，国家统计局，财信研究院

### 二、疫情影响暂时有限，预计2020年GDP增速低于6%

如果没有新型冠状病毒疫情的冲击，我国 2020 年 GDP 增长 5.3-5.6% 是很容易的，小康目标实现压力很小。但 2020 年春节前夕新冠病毒爆发并迅速扩散蔓延，给 2020 年经济增长带来了一些压力。随着疫情的持续发酵，区域封闭、交通管制、限制出行、延长春节假期、推迟企业复工时间等防控举措不断出台，这些都会对我国的经济带来一定的短期冲击，但不会改变经济增长的长期趋势。

根据国内公开的信息，当前疫情主要集中在湖北省尤其是武汉市。随着防控措施的逐步落实到位，乐观情况下，疫情有在 2 月见到峰值的可能，这样新型冠状病毒疫情对经济的影响主要集中在一季度。我们预计一季度 GDP 增速大概率降至 4.5-5.5%（具体参见报告《疫情影响几何——肺炎疫情评估（一）》）。当然，这种预测的风险集中在疫情峰值或拐点的延后，如果疫情拐点没有在 2 月份出现，那么对 GDP 的影响程度会更大些。根据近期全国各省市防控状况及对开工复产情况的影响，预计今年一季度企业开工时间要比 2019 年一季度减少 20 个自然日左右，因此我们将一季度 GDP 增速范围调至 2.0-4.0%。

在假设 2020 年一季度不变价 GDP 增速分别为 2.0%、3.0% 和 4.0% 的情景下，如果实现小康目标的 GDP 增速保持在 5.0-5.6%，即最低增速为 5.0% 的情况下，二、三、四季度 GDP 增速均不需要超过 6%，只需维持在 5.3~5.8% 即可（见表 2）。因此，综合来看，2020 年无论是单季度还是全年 GDP 增速，均无需超过 6%，但在实际中不排除个别季度增速超 6% 的可能。结合疫情的影响，预计今年全年 GDP 增速基本在 6% 以下。

表 2：疫情冲击下实现小康目标，2020 年二三四季度 GDP 增速最低要求（%）

	情境一	情境二	情境三
2020 年实现小康目标 GDP 增速最低要求		5.0	
一季度 GDP 增速	2.0	3.0	4.0
二三四季度 GDP 增速	5.8	5.6	5.3

资料来源：WIND，国家统计局，财信研究院

### 三、潜在经济增速下降，未来大概率步入“5 时代”

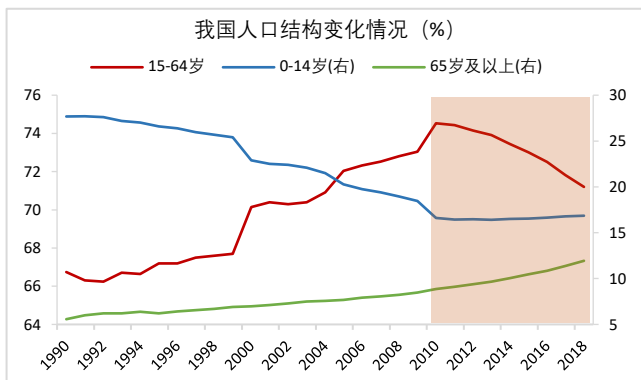
根据宏观生产函数公式  $Y = A * F(K, L)$ （A、K、L 分别为技术水平、资本存量和劳动力数量），一个国家的实际经济增速，短期内会受需求因素的影响而出现波动，但中长期看主要取决于供给因素，在经济学理论中表现为潜在经济增速。

潜在增速是由资本、劳动力和全要素生产率等供给因素共同决定的，其中全要素生产率是一个“余值”，即经济增长中不能够被资本、劳动力等要素投入所解释的部分，通常用来衡量技术或制度创新带来的额外经济增长。从劳动力、资本和全要素生产率三个维度看，我国潜在经济增速在降低。

一是劳动力比重持续下降，叠加我国就业人员受教育程度增长进入“平台期”，人口红利加速大时代正在过去。从我国人口的年龄结构看，自 2011 年起我国劳动力人口比重（15-64 岁）持续下降，由 2010 年末的 74.5% 下降至 2018 年的 71.2%。与之相反，“老龄化”和“少子化”现象加重，如同期 65 岁及以上人口比重逐年上升，由 2010 年

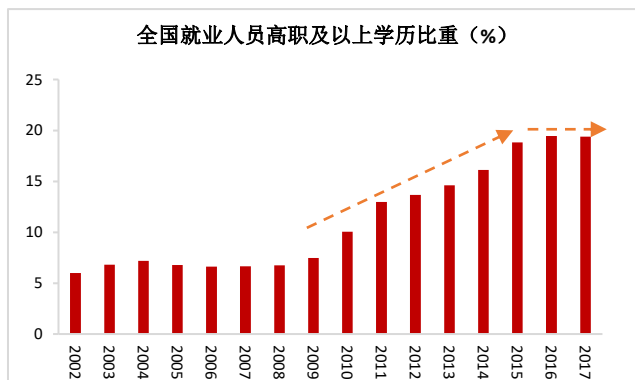
末的 8.9% 提高至 2018 年末的 11.9%；0-14 岁人口比重长期维持在 16~17% 的低位水平，未来我国劳动力补给能力或将长期不足(见图 1)。换言之，劳动力数量带来的人口红利，自 2011 年以来正在逐渐消失。

图 1：我国人口结构变化情况 (%)



资料来源：WIND，财信研究院

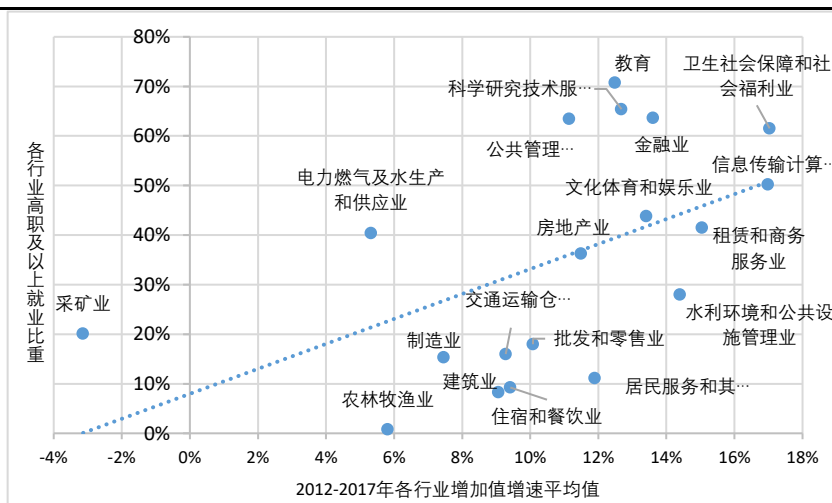
图 2：全国就业人员高职及以上学历比重 (%)



资料来源：《中国劳动统计年鉴》，财信研究院

从我国就业人员受教育程度看，2015 年以来我国高职及以上学历就业人员比重增长进入“平台期”，比重几乎不再增长(见图 2)。受教育程度是衡量劳动力质量的重要指标，其与经济增长具有明显的正向关系。根据我们统计，2012-2017 年期间高职及以上学历就业人员比重越高的行业，其平均增加值增速越高，即受教育程度确实一定程度上促进了经济增长(见图 3)。受教育程度进入“平台期”，或表明劳动力质量带来的人口红利增速将逐步放缓。

图 3：受教育程度在一定程度上促进了经济增长

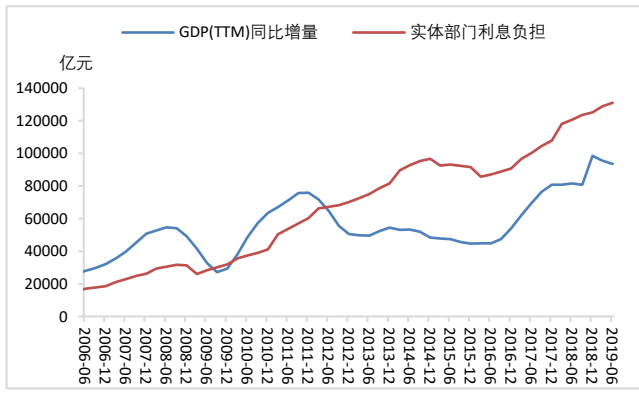


资料来源：《中国劳动统计年鉴》，WIND，财信研究院

二是高杠杆和低回报，我国资本积累速度放缓。后金融时期我国实体经济加杠杆速度明显加快，由 2008 年末的 142.6% 提高至 2019 年二季度末的 261.5%，提升幅度全世界居首。伴随着杠杆率的不断提升，我国实体经济部门利息负担日益加重。根统计，我国实体部门利息负担已于 2012 年超过 GDP 增量，且随后两者差距未见明显缩小(见图 4)，利息负担加剧将制约企业投资行为。根据测算，2008 年以来我国资本回报率趋于下

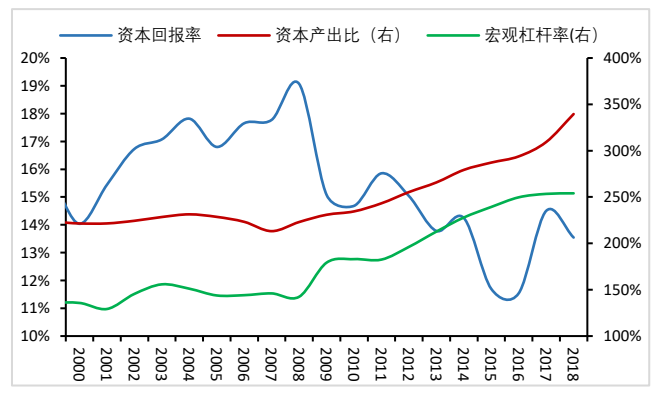
行（2017年的提高是由去产能政策导致的资产价格上涨带来的），资本回报率的下降亦抑制企业的投资意愿（见图5）。高杠杆和低回报并存，使我国资本积累速度明显放缓，如2008年以来，我国资本产出比持续上升，资本的积累速度已低于GDP增速，其对GDP的贡献持续下降。

图4：我国实体部门利息负担过重



资料来源：WIND, BIS, 财信研究院

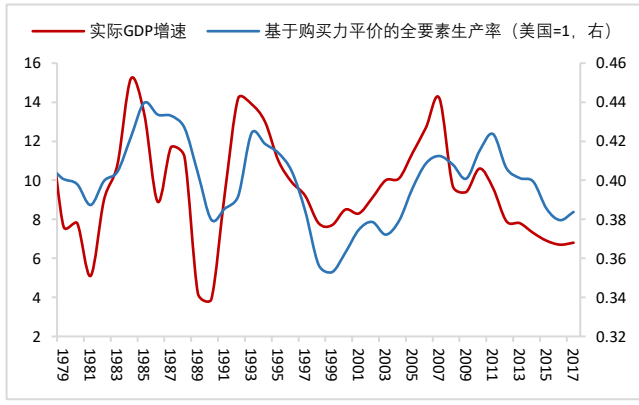
图5：高杠杆和低回报同时存在，资本产出比提高



资料来源：WIND, 财信研究院

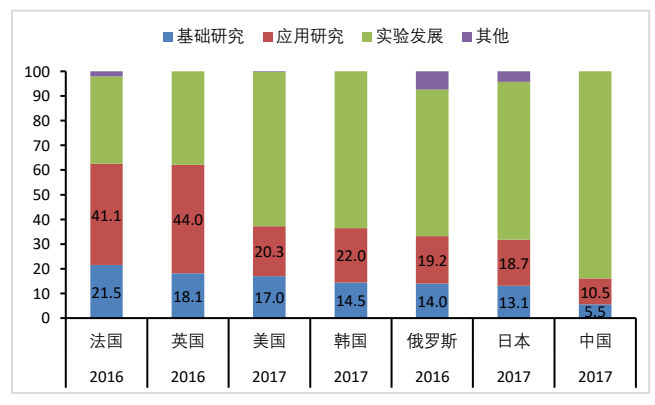
三是我国全要素生产率水平偏低，短期内难获提升。根据宾大世界表（Penn World Table）数据，与美国相比，2017年我国基于购买力平价的全要素生产率水平仅有0.38%，即我国全要素生产率水平不足美国的四成，且2011年以来，上述指标呈下降趋势，表明我国全要素生产率提升速度亦不如美国（见图6）。如前所述，全要素生产率通常用来衡量技术或制度创新带来的额外经济增长。在制度创新方面，我国持续推进国资国企、金融供给侧等改革措施，但制度改革是一项长期工作，短期内对全要素生产率的提振或有限。技术创新方面，改革开放以来我国技术水平在全球化红利的带动下不断进步，但随着逆全球化浪潮的兴起，传统技术增长方式“技术引进和模仿”已难以为继，以美国为代表的发达经济体对我国实行技术封锁，自主创新能力是未来我国技术水平提升的关键。但2017年我国基础研究投入在研发总投入中的比重仅有5.5%，远低于其他国家13%~22%的水平（见图7），基础研究积累不足将拖累我国技术创新，我国全要素生产率水平短期内大幅提升的概率不高。

图6：我国全要素生产率水平偏低



资料来源：PWT, 财信研究院

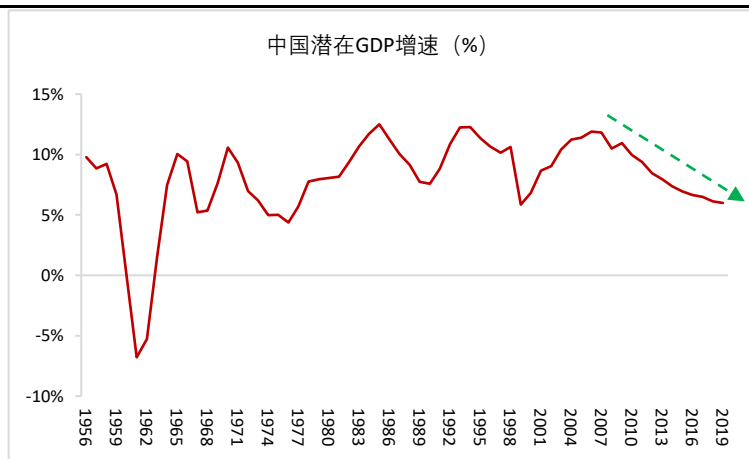
图7：研发支出中基础研究比例不足



资料来源：OECD, 财信研究院

综合上述分析，在人口红利加速大时代逐渐过去、资本积累放缓、全要素生产率短期难获提升的背景下，未来潜在经济增速或将继续下行。根据我们测算，2019年我国潜在经济增速已经降至6%左右的水平（见图8），未来我国经济增长大概率步入“5”时代。

图8：我国潜在经济增速进入下行通道

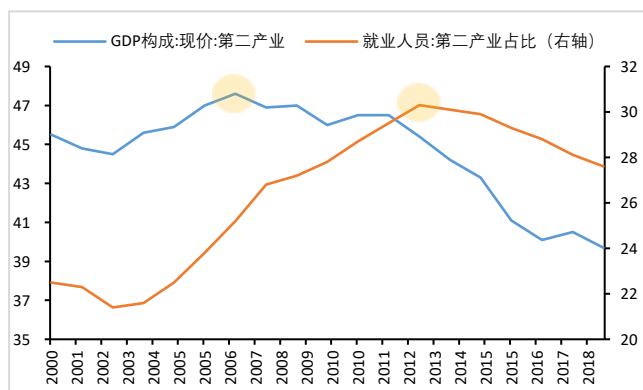


资料来源：WIND，财信研究院

#### 四、经济结构转型期阵痛难免

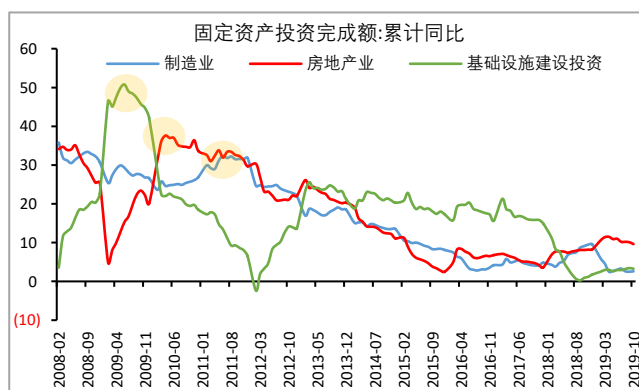
我国已步入经济结构转型期。2011年以来，我国潜在和实际GDP增速均进入下行通道，很大部分原因在于中国正处在结构转型期。一方面制造业向服务业转型。第二产业GDP与就业人员占比分别于2006年和2012年迎来拐点（见图9），而第三产业GDP与就业人员占比不断攀升。另一方面经济增长方式由投资驱动型向消费驱动型转变。2008年金融危机以来，基础设施、房地产与制造业投资增速已相继达到峰值（见图10），投资增速逐步放缓，投资与消费对GDP增长的贡献持续分化。值得一提的是，2019年三季度居民服务消费首次超过货物消费，占居民总消费的比重达50.6%，表明经济结构转型正不断深入。

图9：第二产业GDP、就业人员比重拐点



资料来源：WIND，财信研究院

图10：基建、房地产与制造业投资增速相继达到峰值



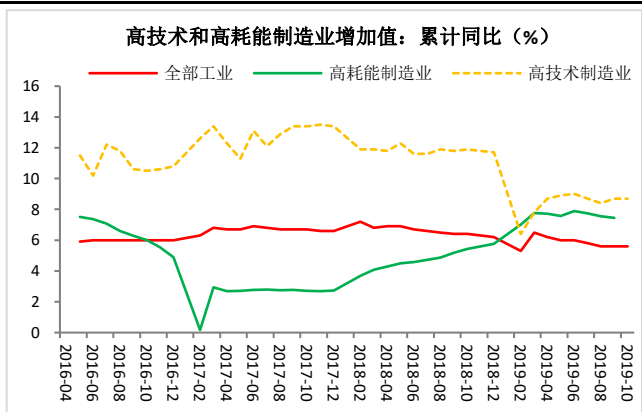
资料来源：WIND，财信研究院

理性对待转型阵痛。经济增长引擎转换需要生产要素重新优化配置，还会面临经济

效率的损失，因此经济结构转型期间经济体内部的问题和矛盾会逐渐激发和暴露出来，对经济增速产生一定的拖累。

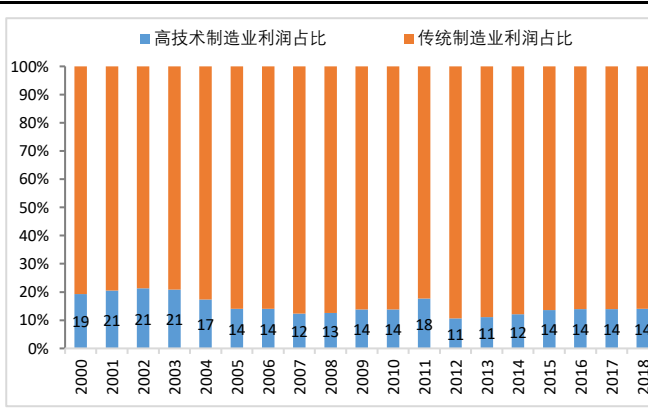
一是第二产业升级亟待高技术产业增量提速，但研发投入显效需要时间。2019年以来高技术制造业工业增加值增速有所下滑，而高耗能制造业增加值增速自2017年起提高较快(见图11)。高技术制造业占制造业利润的绝对比重偏低，不足两成(见图12)，高技术产业对经济增长的拉动有限，传统产业仍左右着整个工业的发展变化。高技术产业的增量提速，需要研发投入和科技创新，但目前我国在研发、教育中的投入仍不足，与发达国家相比存在差距(见图13)。上述问题短期内难以解决，新旧动能转换任重道远，对待转型，需要更多的耐心和时间。

图 11：高技术与高耗能制造业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：国内高技术制造业利润占比仍不足两成



资料来源：世界银行，财信研究院

图 13：我国研发、教育投入与发达国家存在差距

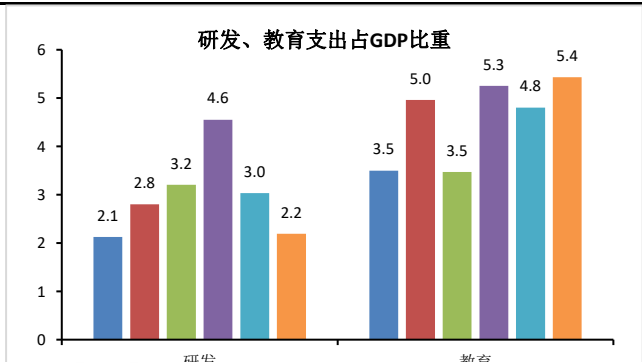
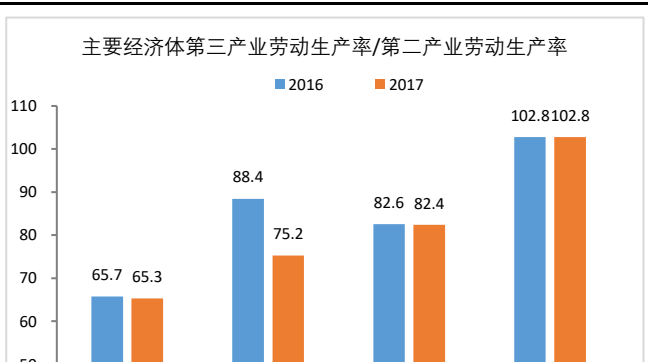


图 14：中国服务业劳动生产率远低于第二产业



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\\_7360](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7360)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn