



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平

杨耀武 杜邢晔

2020 年 10 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行、财富管理市场等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

不平衡的复苏、风险与政策应对

摘 要

从近期一些国家的经济表现看，发达国家居民实物消费恢复较好，但就业、产能利用和服务消费恢复却仍在半途，一些受疫情冲击严重的新兴经济体，处在非常缓慢的复苏进程中。综合全球疫情发展和一些经济指标，主要有以下判断：一是在有效和足够的疫苗或高效治疗手段推出之前，全球新冠疫情累计确诊和死亡病例还会持续攀升，但其对经济的冲击力度逐渐衰减；二是在疫情持续情况下，各主要国家货币政策仍将维持宽松，但一些国家的财政救助可能出现暂停和缩水局面；三是全球经济的恢复仍会持续，但斜率正逐步趋缓。

国内经济方面，从前三季度经济数据来看，我国各方面需求恢复仍不平衡，表现为国内最终消费恢复明显弱于固定资产投资和出口，同时民间投资占比较高的制造业投资恢复缓慢，表明经济增长的内生动力仍待修复；但第三季度数据显示，需求恢复逐步趋于平衡有望加快，这是投资乘数效应逐步发挥作用的正常逻辑。我们预计，如果境内疫情不发生大的反弹，中国经济在 2020 年第四季度将继续保持较快复苏势头，但恢复斜率较三季度趋缓，同比增速将达到 5.5% 左右，下半年经济增速为 5.2% 左右，全年有望实现 2.1% 的增长；2021 年中国经济增速可能在 9.5% 左右。如果按中国社科院经济研究所《中国经济报告（2020）》

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室
副主任

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

特殊资产行业运行

对 2020、2021 年中国潜在经济增速的估计，则 2021 年中国 GDP 总量较未受疫情影响情况下收缩 0.23%，已经非常接近潜在产出水平。但在后疫情时期，中国外贸出口增长的可持性面临一些挑战；劳动生产率增速放缓和杠杆率攀升，增加了实现稳增长和防风险长期均衡的难度。

目前，疫情对全球经济的冲击仍在持续，国内经济内生增长动力尚未完全修复，对重点群体的救助并保持一定的财政支出力度仍需持续；防范经济累积风险的任务将更趋复杂；在发展阶段、环境、条件变化的情况下，要更多依靠科技创新，提高资源配置效率，促进全要素生产率提升；推动劳动生产率提高基础上的居民收入增长，加快居民消费能力和层次提升。着力打破居民满足基本生活需求—人力资本难以提升—劳动生产率低—收入增长缓慢—只能满足基本生活需求的锁定状态；逐步形成广义人力资本积累—劳动生产率提高—收入水平提升—消费持续升级—人力资本再提升的良性互动。

目 录

一、全球经济仍在不均衡复苏进程之中，一些国家的需求恢复明显好于供给	1
二、中国经济有望保持较强劲复苏势头，但也面临不少风险与挑战	7
三、劳动生产率放缓与杠杆再次抬升	12
四、实现稳增长与防风险的平稳	16
（一）保持一定的财政支出力度并加强对重点群体救助	16
（二）注重防范经济中的累积风险	17
（三）持续提高劳动生产率并实现良性互动	17

一、全球经济仍在不均衡复苏进程之中，一些国家的需求恢复明显好于供给

根据世界卫生组织（WHO）的数据，截止 2020 年 10 月 21 日，全球累计确诊病例已突破 4 千万，是二季度末的 4 倍；共造成 112.2 万人死亡，是二季度末的 2.2 倍，死亡率为 2.8%，较二季度末下降了 2.1 个百分点。从二季度国内疫情防控取得重大战略成果以来，中国境内除个别地区短时间出现零星本土病例外，其余地区已多日未现新增本土病例。与境内疫情形成鲜明对照的是，海外疫情仍在持续蔓延，一些国家新增病例在一段时间下降后，又出现了快速反弹。美国累计确诊和死亡病例现已分别超过 812 万和 21 万，位于全球首位，紧随其后的是印度、巴西；这三国累计确诊和死亡病例已占全球一半左右。同时，一些拉美国家新增病例在较快增长；很多欧洲国家在放松管制措施后，新增确诊病例出现快速反弹，给经济复苏增加了不确定因素。

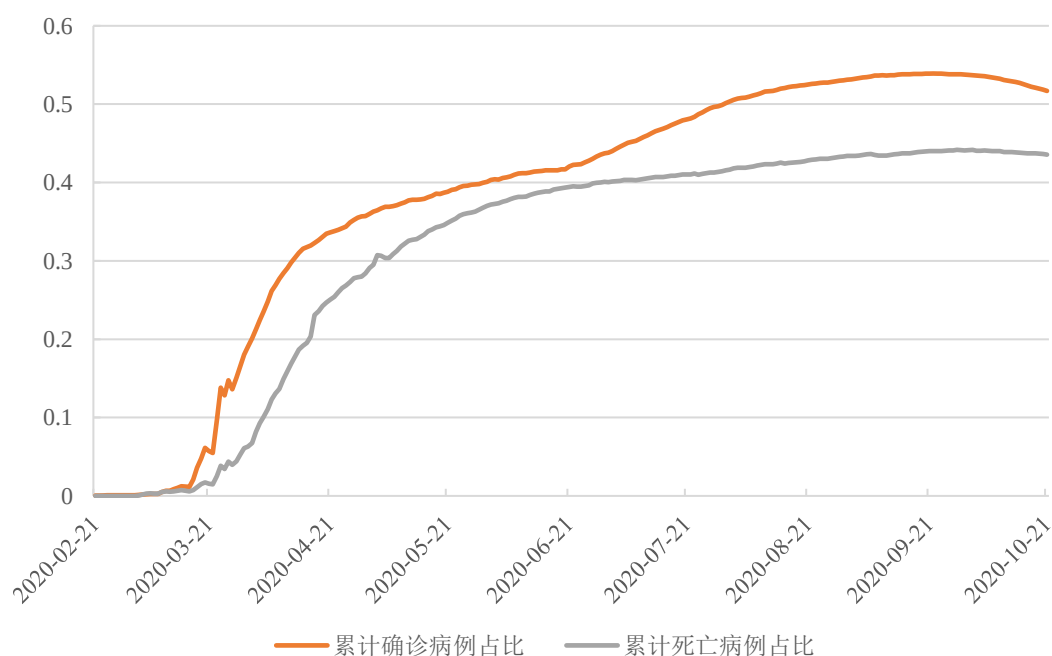


图 1 美、印、巴三国累计确诊与死亡病例全球占比情况

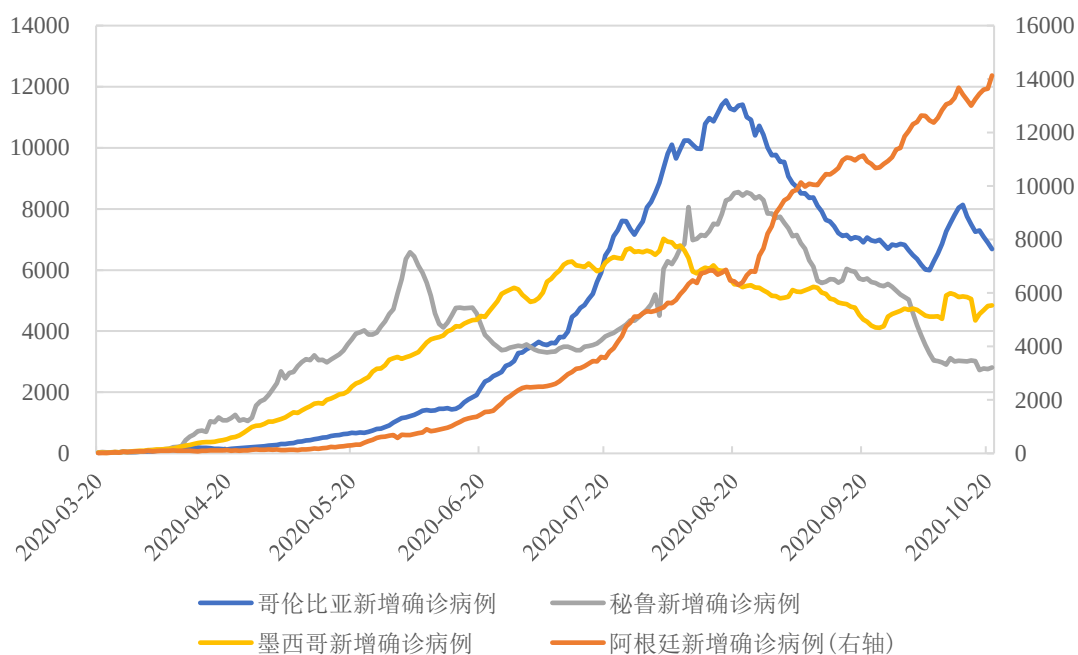


图2 拉美一些国家新增确诊病例情况

注：数据为7日移动平均值。

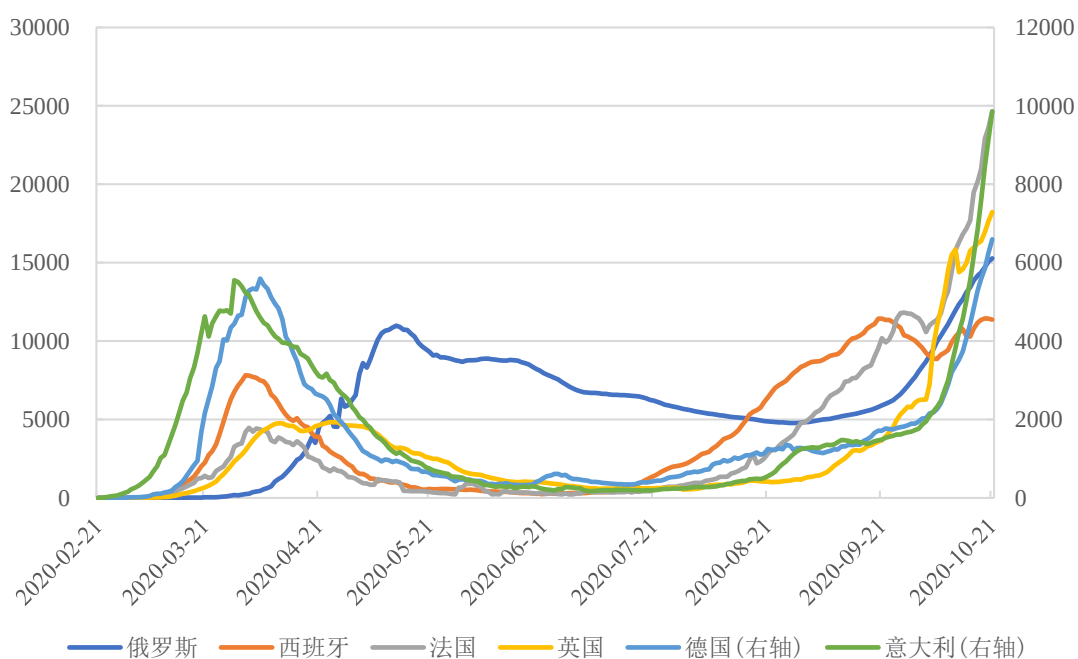


图3 欧洲部分国家在放松管制前后新增确诊病例情况

注：数据为7日移动平均值。

在实施一段时间的限制性措施后，一些国家由于居民习惯、意识和体制等多方面原因，新增病例未能得到完全控制，在经济急速下滑的情况下，不得不放松管制甚至强行推动复工，造成疫

情出现反复。目前来看，各国不大可能再大面积出台像二季度那样严格的限制人员流动的措施，随着医疗系统资源的调动和经验的积累，死亡率已大幅下降。在有效的疫苗和治疗手段出台之前，全球经济仍处在总体缓慢复苏的进程之中。

从发达国家近期经济表现来看，居民实物消费已恢复至疫情前水平，但就业、产能利用和服务消费恢复却仍在半途。美国、日本等一些国家上轮救助计划中，有相当一部分是直接针对家庭的现金救助。美国包括向失业人员提供每周额外 600 美元救济金和一次性补助。因此，一些发达国家的需求面特别是居民实物消费需求的恢复状况相对要好于供给面。美国 2020 年 7、8 月份的个人耐用品消费支出同比分别增长 11.7%、11.2%，个人非耐用品消费支出分别增长 3.6%、3.0%，已恢复至疫情前的水平，但个人服务消费支出仍收缩 8.1%和 7.3%，工业部门产能利用率三季度平均为 71.7%，工业总体产出较去年同期仍平均下降 7.0%，仅恢复了 4~5 月下跌幅度的约 50%。（图 4、图 5）

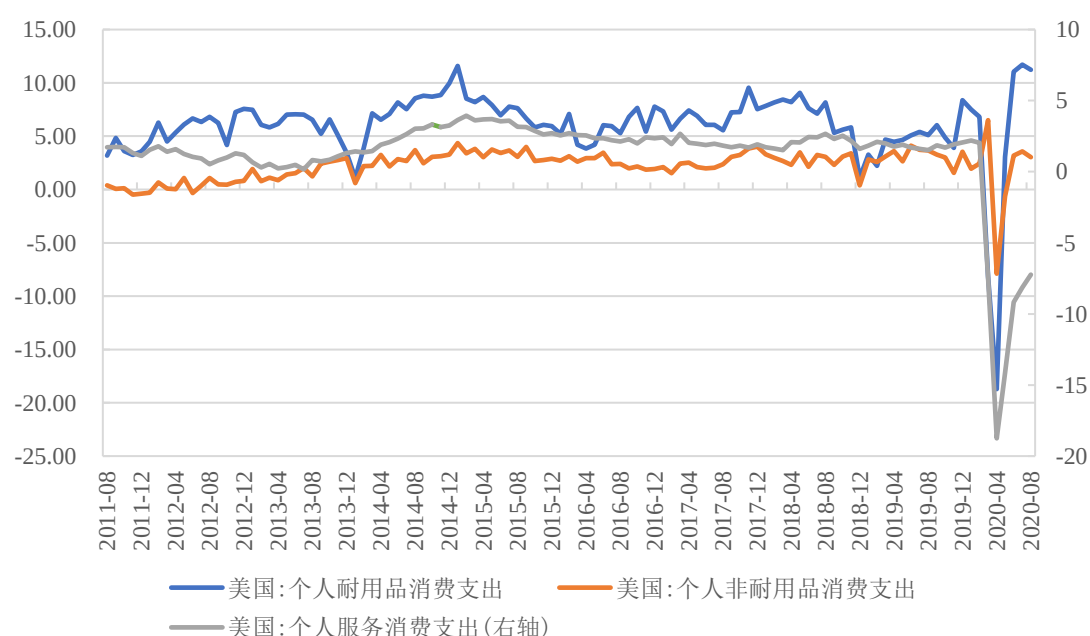


图 4 美国个人耐用品及非耐用品支出恢复情况

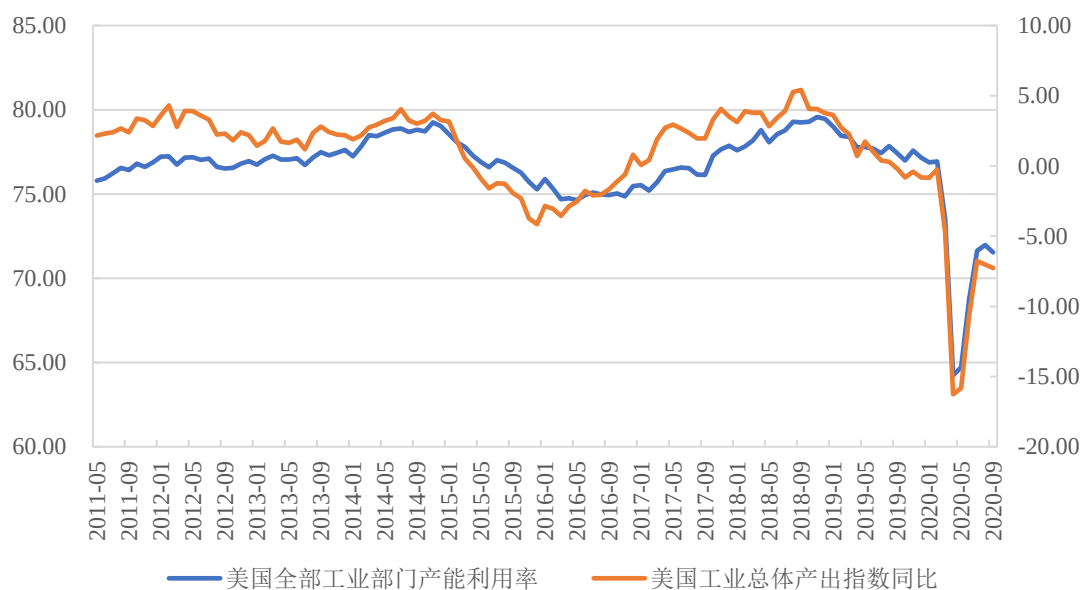


图5 美国全部工业部门产能利用率及总体产出指数恢复情况

美国失业率9月为7.9%，较6月份下降3.2个百分点，但仍比去年同期高出4.4个百分点，下降斜率逐渐趋平；同时在居民消费中占比过半的服务类消费，7~8月份较去年同期仍低7.7%，也仅恢复了二季度最大跌幅的不到50%，且上升斜率也较5~6月份明显走平。

欧元区国家零售销售指数，8月份同比增长3.7%，高于去年同期2.9%的水平，也比受疫情影响前1~2月份的平均水平高出1.4个百分点；制造业PMI在7~9月回升至50以上的扩张区间，表明制造业相对于二季度的低点环比上升，但工业生产指数7、8月份较去年同期分别下降7.1%和7.2%，其中有欧洲制造业中心之称的德国，制造业产能利用率9月份为75.2%，较二季度提高了4.9个百分点，但仍较去年同期下降了9个百分点；同时受第二波疫情的影响，欧元区服务业PMI在7、8月进入扩张区间后，9月份仅录得48，再次落入收缩区间。日本7、8月份的商业销售额同比增速分别为8.9%和9.5%，已经高于去年同期平均-2.1%和2018年同期平均4.2%的水平。日本两人及以上家庭月消费性支出，7~8月份同比平均下降7.3%，降幅较二季度的低点回升了8.9个百分点，但较去年同期下降了8.3个百分点，其

中文化娱乐、交通通信等服务类消费支出降幅分别超过 22%和 16%，跌幅居前两位，成为制约居民消费增长的重要因素。

一些受疫情冲击严重的新兴经济体，经济也处在缓慢复苏过程中。为受疫情影响的社会弱势群体提供补贴的巴西零售业物量指数 7、8 月份同比增长分别为 5.5%和 6.1%，超过去年同期 4.3%和 1.4%的水平；进入第三季度，巴西制造业 PMI 进入扩张区间并持续提高，9 月份为 64.9，显示制造业景气程度环比较二季度已有明显提升；服务业 PMI 三季度也在持续提高，但仅 9 月为 50.4，进入扩张区间；虽然制造业景气程度环比提升，但巴西工业生产指数 7、8 月仍低于去年同期水平；印度 7、8 月份工业生产指数同比分别下降 10.8%和 8.0%，下跌幅度较二季度明显收窄，但仍大幅低于去年同期水平；印度 9 月制造业 PMI 为 56.8 持续处于扩张区间，服务业 PMI 进入三季度虽在持续回升，但仍未进入 50 以上的扩张区间。

在疫情持续情况下，各主要国家货币政策仍将维持宽松，但一些国家的财政救助可能出现暂停和缩水局面。疫情的持续蔓延深刻影响着各主要国家财政和货币政策的走向。目前来看，各主要国家的货币政策仍将维持宽松，美联储甚至提出了“平均通胀目标制”，向市场传达未来将提高通货膨胀容忍度的信号；但一些国家的财政救助有可能出现暂停和大幅缩水局面，美国 3 月末通过的 CARES 法案中的一些救助项目陆续到期，特别是向失业人员提供的每周额外 600 美元救济已于 7 月末到期，同时特朗普行政命令批准的救灾基金在 10 月初可能基本耗尽，但美国两党就新一轮财政救助谈判继续陷入僵局；巴西将发放给低收入人群的补贴金计划延长至今年年底，但每月的资助额只有原先的一半，且提出了更高的领取标准，预计将有近 600 万人无法获得下一轮的救助。

受疫情冲击影响，国际货物贸易在 4、5 月份出现加速萎缩，6、7 月份随着经济复苏，国际货物贸易跌幅收窄，1~7 月主要国

家进出口累计金额较去年同期下降 12.2%。在全球经济逐步复苏的情况下，一些国际组织开始转为调高全球经济增速预期，10 月初国际货币基金组织发布的《世界经济展望》预计，2020 年全球经济将收缩 4.4%，较 6 月份发布的报告上调了 0.8 个百分点；其中发达经济体预计将收缩 5.8%，较 6 月份上调了 2.3 个百分点；新兴和发展中经济体将收缩 3.3%，相比 6 月份调降了 0.2 个百分点。

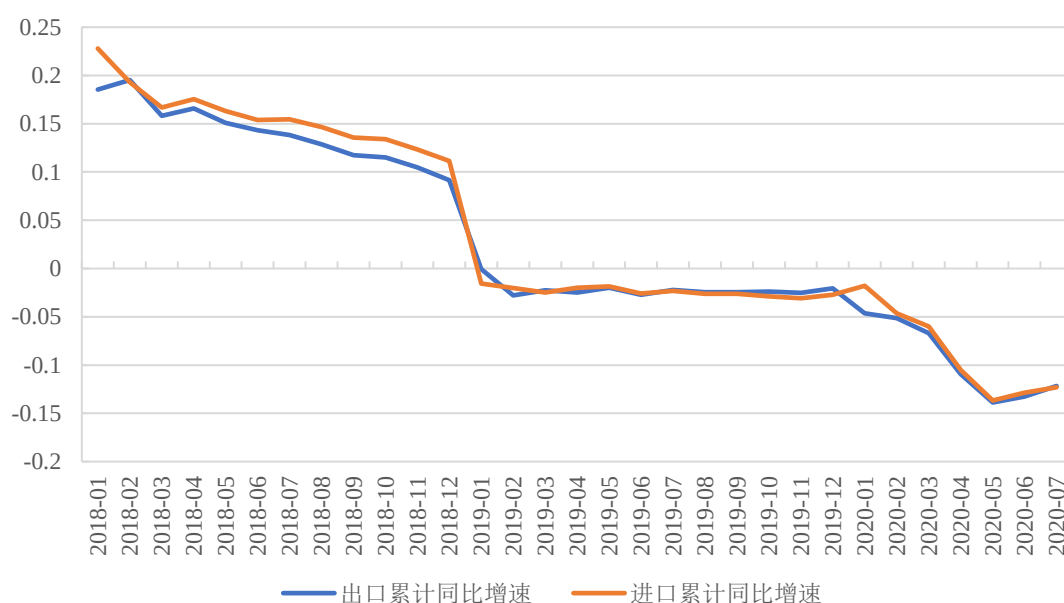


图 6 2018 年以来世界主要国家进出口累计同比增速

综合近期疫情发展和主要国家经济表现，我们有以下判断：

一是在有效和足够的疫苗或高效治疗手段推出之前，全球新冠疫情累计确诊和死亡病例还会持续攀升，但其对经济的冲击力度逐渐衰减。在各国医疗系统资源充分调动以及治疗手段丰富后，新冠疫情的致死率大幅下降；在一些国家采取一段时间的封闭措施后，由于居民习惯、体制等多方面原因，疫情在其国内并未得到非常有效的控制，而经济却急速探底，因此再次采取大面积封锁在经济和政治上已不可行，在此情况下，打消民众的顾虑，推动持续复工成为这些国家领导人不得不做出的选择。

二是随着疫情的持续，一些国家的宽松货币政策会继续持续一段时间，但财政救助计划可能会大幅缩水。这一方面是因为财

政的可持续问题，疫情冲击之下财政收入大幅减少，而大量增加的财政支出对一国的财政实力形成了巨大的挑战；另一方面也与长时间大力度财政救助会对就业市场恢复造成不利影响有关，短期对居民部门的财政救济可以提振需求，从而拉动供给面的恢复，但持续时间过长会降低居民劳动的意愿，对供给面恢复造成一些不利影响。

三是全球经济的恢复仍会持续，但斜率正逐步趋缓。随着疫情持续，人们逐步熟悉如何规范自身行为降低被感染风险；各国病毒监测和救治水平提高，死亡率逐步下降；同时民众的恐慌情绪缓解以及恢复常态化生产生活状态渴望增强。这些因素都有利于经济的持续复苏，但在疫情持续蔓延势头未得到根本扭转之前，全球人员流动、旅游、餐饮住宿、娱乐等服务行业会继续受到一定程度的抑制。短期封闭后，如果一些企业能恢复运行，则这些企业与劳动者之间的联系能够迅速复原，从而表现为经济活动一定程度的迅速反弹，给人一种经济要在底部 V 型复苏的假象，但一些退出市场的企业的劳动者需要花费时间重新找到新的工作，而且疫情持续情况下，部分企业很难满负荷运营或面临退出市场的风险，新的吸收失业劳动力的经济组织很难构建，因此经济恢复的速度会迅速放缓下来。

二、中国经济有望保持较强劲复苏势头，但也面临不少风险与挑战

2020 年前三季度，中国国内生产总值(GDP)同比增长 0.7%。分季度看，一季度同比收缩 6.8%，随着境内疫情防控取得重大战略性成果和推动复工复产取得积极成效，二季度同比增速由负转正，实现了 3.2%的增长，三季度经济恢复进一步加快，同比增长 4.9%，延续了较为强劲的复苏势头。在经济形势仍然复杂，不稳定性不确定性较大的情况下，7 月 30 日中央政治局会议强调，要确保宏观政策落地见效，财政政策要更加灵活适度、精准

导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。会议指出，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

从前三季度数据来看，我国各方面需求恢复仍不平衡，表现为国内最终消费恢复明显弱于固定资产投资和出口恢复状况，同时民间投资占比较高的制造业投资恢复缓慢，表明经济增长的内生动力仍待修复；但第三季度数据显示，需求恢复逐步趋于平衡有望加快。今年前三季度，城镇居民人均消费性支出同比下降 8.4%，较全年同期增长放缓了 12.7 个百分点；社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅较上半年收窄了 4.2 个百分点，但较去年同期增速低 15.4 个百分点，仅恢复了受疫情影响最严重时期跌幅的近一半；其中，餐饮业销售收入下降幅度较大，跌幅为 23.9%，商品零售跌幅为 5.1%。全国固定资产投资（不含农户）实现了 0.8% 的正增长，其中国有控股投资增长 4.0%，民间投资下降 1.5%；分行业看，制造业固定资产投资同比下降 6.5%，而基础设施建设和房地产开发投资均实现了正增长，基础设施建设投资同比增长 2.42%，房地产开发投资增长了 5.6%；以人民币计价的进出口同比增长 0.7%，较去年同期提高了 2.9 个百分点，其中，出口增长 1.8%，进口下降了 0.6%，净出口同比增长了 14.2%。（图 7、图 8）

进入第三季度，社会消费品零售总额同比增速在 8 月转正，并在 9 月实现了 3.3% 的增长，恢复速度有所加快，单从 9 月来看，已恢复受疫情影响最严重时期跌幅的 80% 以上；其中，餐饮业销售收入下降 2.9%，商品零售增长 4.1%。全国固定资产投资（不含农户），1~7 月同比增长较 1~6 月加快 1.5 个百分点，1~8

月较 1~7 月加快 1.3 个百分点，1~9 月较 1~8 月加快 1.1 个百分点，上升斜率持续趋缓。同时，以美元计价的出口金额上升斜率也现走缓迹象。

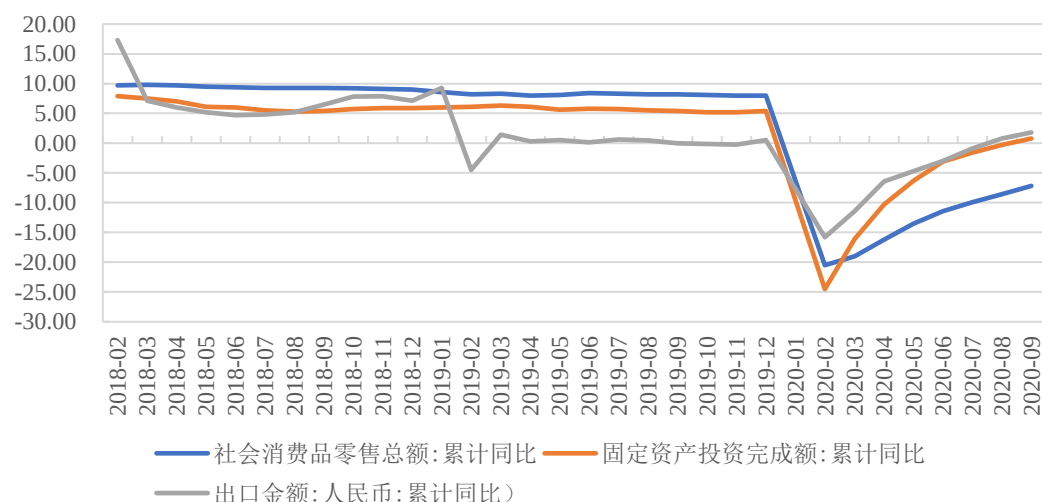


图 7 2018 年初至 2020 年 9 月中国主要需求累计同比增速

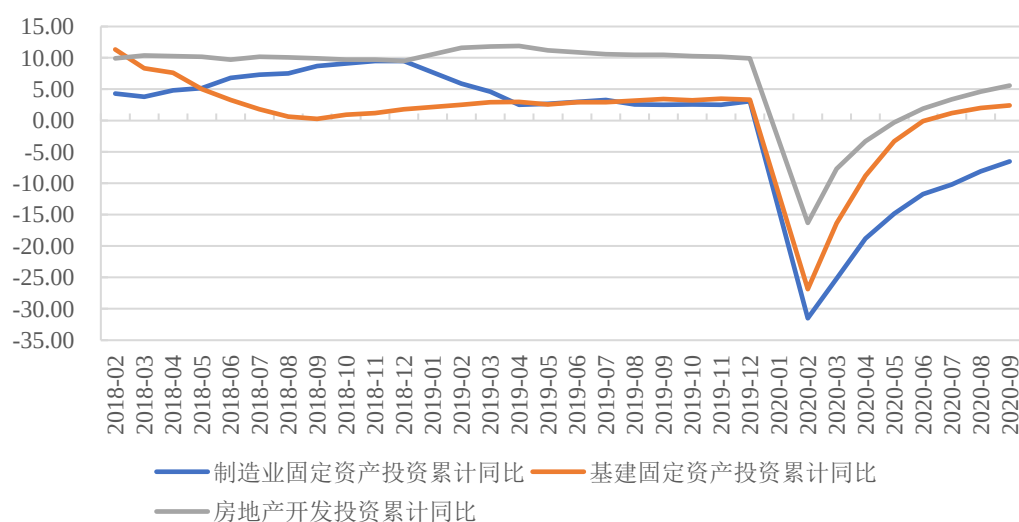


图 8 2018 年初至 2020 年 9 月中国主要投资项累计同比增速

从三大需求对 GDP 增长的拉动作用来看，疫情冲击之下，今年前三季度，最终消费需求、资本形成、货物和服务净出口对经济增长的拉动分别为-2.5、3.1 和 0.1 个百分点，其中货物和服务净出口对经济增长的贡献率达 14.3%，超过近几年的水平，表现好于预期。

今年第二季度以来，在境内疫情防控取得重大战略成果，而海外疫情持续蔓延的情况下，国内经济恢复进程明显好于发达国

家及全球平均水平，特别是复工复产状况明显好于世界其他地区。在世界很多地区产能恢复受阻，而部分需求必须持续的情况下，中国的产能实际上为全球提供了一个安全垫的作用，有效缓解了疫情对供给端冲击的影响。从世界贸易组织（WTO）已经公布的数据来看，虽然受疫情影响，世界主要国家出口出现了较严重的萎缩，中国出口在其中的占比明显上升，特别是进入二季度以来这种上升势头更为明显。在海外疫情持续，每日新增确诊病例持续攀升的情况下，中国外贸出口增速（滞后 1 月）与全球日新增确诊病例（不含中国）呈现出相同的走势。（图 9、图 10）

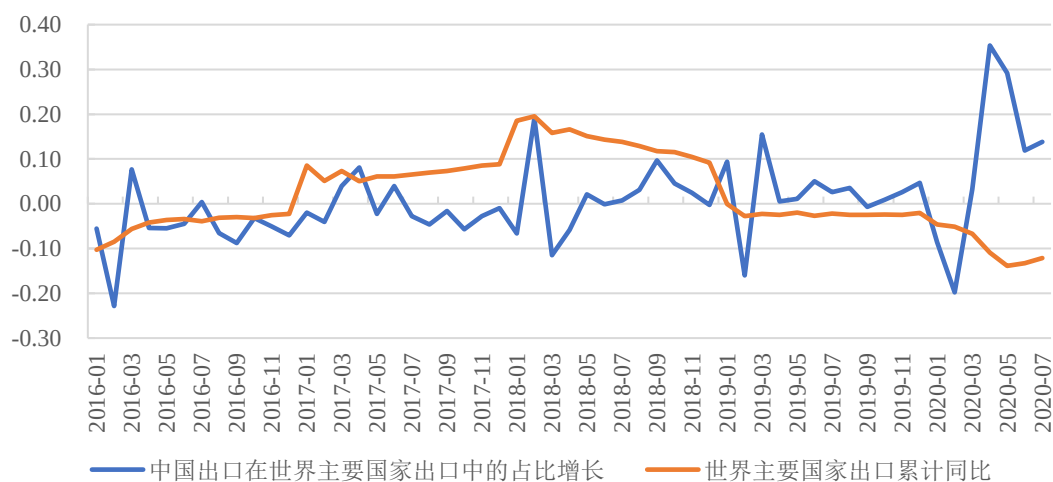


图 9 近年来世界主要国家出口累计同比及中国出口占比增长情况

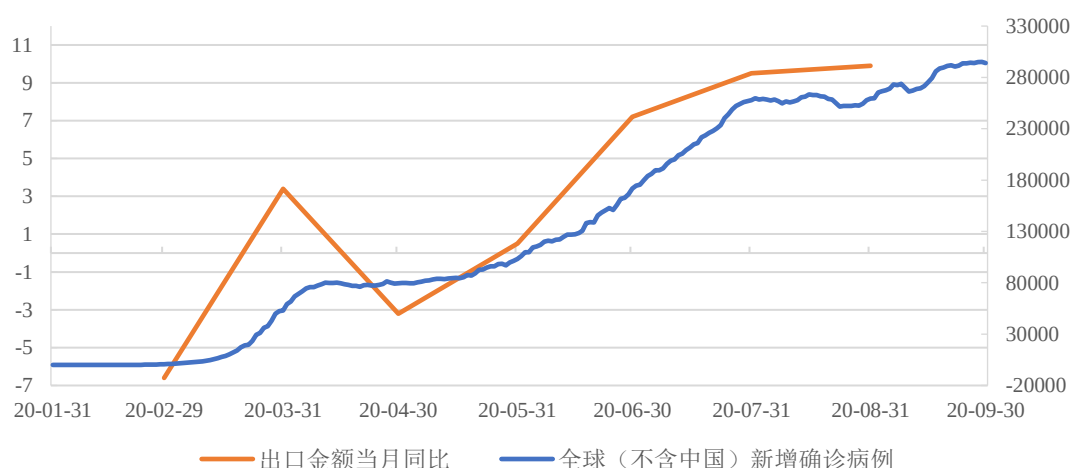


图 10 2020 年全球（不含中国）每日新增确诊病例与中国出口增长走势

注：每日新增确诊病例为 7 日内移动平均值，出口金额同比增速经滞后 1 个月处理。

在海外疫情持续，境内疫情防控取得战略成果的情况下，中国外贸出口短期内应该会维持一定的增速；在宽松财政和货币政策持续，一批重大在建工程和新开工项目的推动下，未来一段时间中国的投资需求会保持相对旺盛；同时，随着投资乘数效应的逐步释放，居民消费和民间投资也在缓慢的恢复过程中。因此，未来一段时间中国经济有望保持较强劲的复苏势头。但全球其他地区的产能利用也在缓慢恢复，受疫情影响，这一恢复进程可能会出现一些反复，但全球供给面总体逐步复苏的态势不会改变。同时，在后疫情时期，因疫情影响而造成的经济衰退和社会贫富分化加剧将促使一些国家民粹主义和民族主义浪潮进一步上升，全球社会之间的不信任感将增加，中国所面临的国际环境比疫情前可能不会有太大改观，甚至会出现一定程度的恶化，中国外贸出口、技术合作和对外投资可能会受到一些不利影响。这对中国进一步扩大内需特别是提升居民消费需求的数量和层次，着力打通供应链的堵点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局提出了较为迫切的现实需求。

综合各方面情况，我们预计，如果境内疫情不发生大的反弹，中国经济在 2020 年第四季度将继续保持较快复苏势头，但恢复斜率较三季度趋平，实现环比 2.2% 的增长，同比增速将达到 5.5%，预计今年下半年经济增速为 5.2%，全年将增长 2.1%。如果以受疫情冲击之前的 2019 年环比增速为基准，2021 年一季度继续保持更快环比增速，实现 2.0% 左右的增长，二三季度环比增速恢复到 2019 年水平，四季度环比增速有所下降为 1.5%，则 2021 年一季度同比增速由于低基数高达 19.6%，二至四季度同比增速分别为 8.5%、6.7% 和 5.9%，全年经济增速为 9.5%。如果按照中国社会科学院经济研究所《中国经济报告（2020）》在不考虑疫情影响情况下，对 2020、2021 年潜在增速水平 5.93% 和 5.75% 的估计，则 2021 年中国 GDP 总量较未受疫情影响情况下收缩了 0.23%，已经非常接近潜在产出水平。

表 1 2014~2021 年中国经济环比增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
一季度	1.8	1.9	1.5	1.7	1.9	1.9	-10.0	2.0*
二季度	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.3	11.7	1.3*
三季度	1.8	1.7	1.7	1.6	1.3	1.0	2.7	1.0*
四季度	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	2.2*	1.5*

注：资料来源国家统计局网站，2020 年四季度至 2021 年一季度环比增速为我们的预测值。

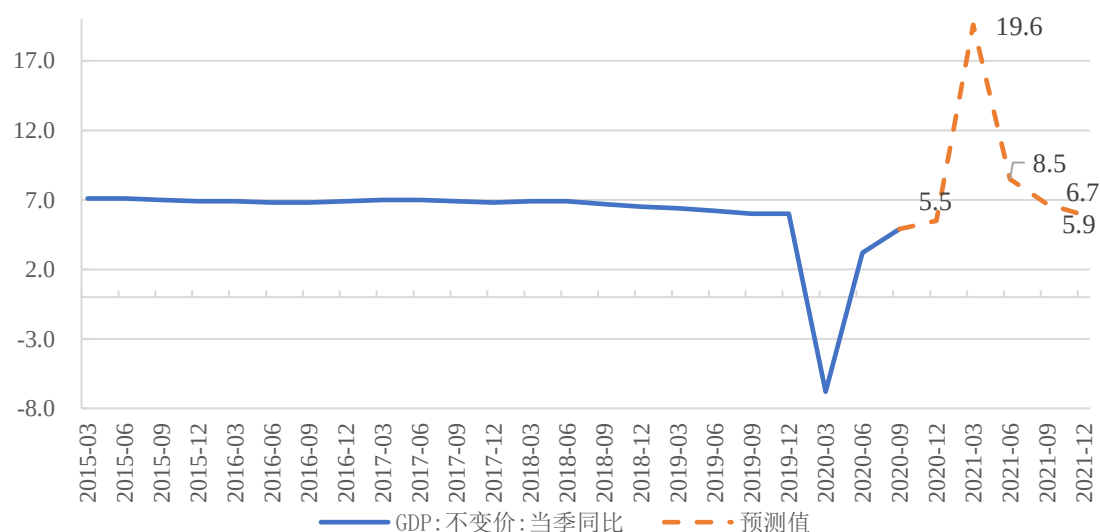


图 11 中国 GDP 季度增速预测

鉴于中国经济近期的强劲复苏势头，一些国际组织也在最新的预测中调高了中国经济今年的增速。世界银行（WB）10 月份发布的东亚太平洋经济半年报预计，2020 年和 2021 年中国经济将分别增长 2.0%和 7.9%，较 6 月份的预测均调高了 1.0 个百分点。国际货币基金组织（IMF）10 月份发布的《世界经济展望》报告预测，今明两年中国经济增速为 1.9%和 8.2%，其中今年的经济增速较 6 月调高 0.9 个百分点，仍维持明年经济增速不变。

三、劳动生产率放缓与杠杆再次抬升

过去几十年中，全球经济增长经历了逐步放缓的过程。特别是国际金融危机爆发后，不论是发达国家、新兴经济体还是低收入国家都出现了经济增长的放缓。根据世界银行的统计数据，

1961~2007 年高收入国家和新兴经济体聚集的东亚和太平洋地区的经济增速分别为 3.5%和 5.3%，2008~2019 年则分别下降到 1.4%和 4.3%。在国际贸易紧张局面等多重因素影响下，遭遇新冠疫情冲击之前的 2019 年，全年经济增速较 2018 年下降了 0.56 个百分点，为近 7 年来的最大降幅，并且这种增速下滑具有全球性。世界经济出现长期停滞的一个重要原因是 TFP 增长缓慢，新的技术进步未能有效提高经济效率。对于发达国家来说，TFP 增长明显减速可以解释国际金融危机后经济增速下滑的 40%，而发展中国家则更大（IMF SDNs, 2017）。这主要是因为发达国家早在金融危机之前就出现了 TFP 增长放缓的迹象（Fernald, 2014; Furceri, Celik and Schnucker, 2016），而发展中国家 TFP 增速的快速下滑则出现在国际金融危机之后（IMF SDNs, 2017）。对于技术进步放缓是否具有长期性还存在不少争议，因为人工智能（AI）和其他技术领域的重大突破将为生产率的提升提供广阔空间，同时服务业和 AI 等的发展，也可能彻底改变原有技术进步和劳动生产率的测算方式，但总体来看，今后一段时间效率冲击仍然是经济增速持续放缓的重要因素。

2019 年，中国经济增速为 6.1%，较 2018 年下降了 0.7 个百分点，为近 30 年来的最低增速。2020 年，在新冠疫情的冲击之下，经济增速有可能创下改革开放以来的新低。从宏观核算加以分析，一国经济增长取决于劳动生产率与人口的变化。

$$GDP = Y = \frac{Y}{L} \cdot \frac{L}{POP_L} \cdot \frac{POP_L}{POP} \cdot POP$$

这意味着，从经济增长核算来看，GDP 增长率=劳动生产率增长率+劳动参与率增长率+劳动年龄人口占总人口比例增长率+人口增长率。中国人口增长率自上世纪 70 年代以来长期处于下降状态，劳动年龄人口 2010 年开始下降，随着 1962~1972 年这波生育率高峰时期出生人口开始陆续步入退休年龄，中国劳动年龄人口占总人口比例今后一段时间会出现急速下降，这些趋势一时已不可扭转。在新冠疫情冲击之前，根据世界银行的统计数据，

中国的劳动参与率增长率长期为负，疫情冲击之下，会有相当一部分劳动力选择了退出劳动力市场。因此，在决定经济增速的四类分解因素中，今后可依靠的只有劳动生产率，其他三项均会对经济增长形成负面影响，且短期内根本无法扭转。

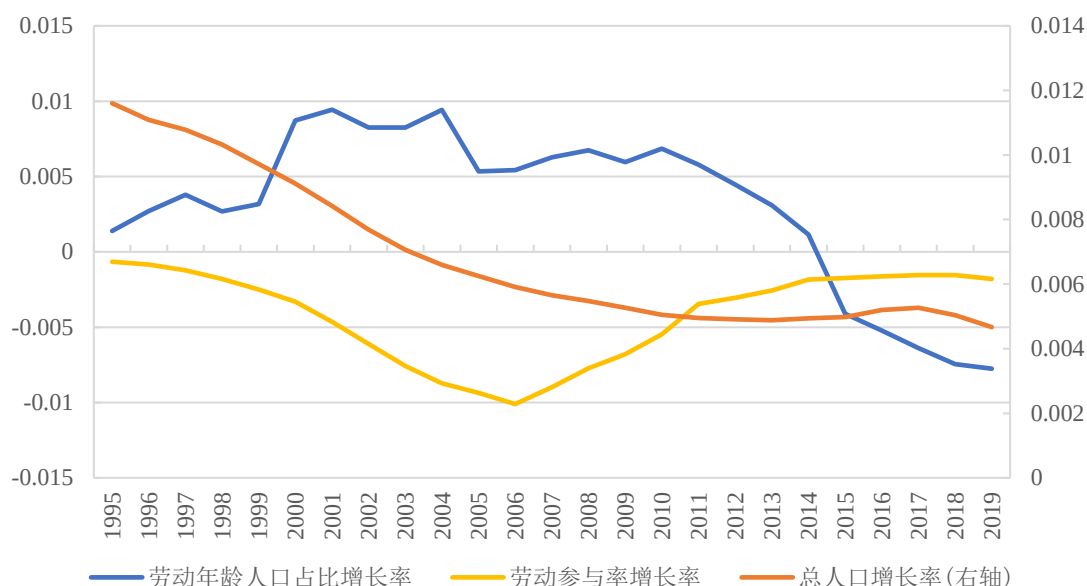


图 12 上世纪 90 年代中期以来的中国人口及劳动参与率增长状况

数据来源：国家统计局、世界银行；总人口增长率及劳动年龄人口增长率经 5 年移动平均。

在劳动生产率的一般核算方面，如果生产函数为柯布-道格拉斯形式（C-D 生产函数），两边同除劳动 L ，劳动生产率增长率等于全要素生产率（TFP）增长率与资本深化增长率的线性加总。劳动生产率指标比全要素生产率更容易计算，而且直接与劳动报酬相比，是一个宏观经济中重要的观察指标。

$$\dot{y}/y = \dot{A}/A + \alpha \dot{k}/k$$

从易于观测的劳动生产率的变化来看，本世纪初，中国劳动生产率快速上升，M2/GDP 比重稳中有降，但受 2008 年金融危机的冲击，劳动生产率增长开始放缓。为应对危机，2009 年货币激励启动，M2/GDP 开始快速上升，货币、信用和债务与 GDP 之比都呈现一致性的上升趋势。随着国内发展阶段逐步转变，劳动生产率增长持续放缓。随着供给侧改革的推进，2017 年中国劳动生产率有所提高，经济增速出现暂时回升，同时“去杠杆”政策

加强，M2/GDP 逐步缓中有降，但随着经济形势的变化，2018~2019 年劳动生产率又转为下降，2019 年 M2/GDP 杠杆率水平又有所抬升。在新冠疫情的冲击之下，2020 年中国劳动生产率增速预计下滑到 2.6% 左右，M2/GDP 可能会飙升至 2.1 左右的水平。

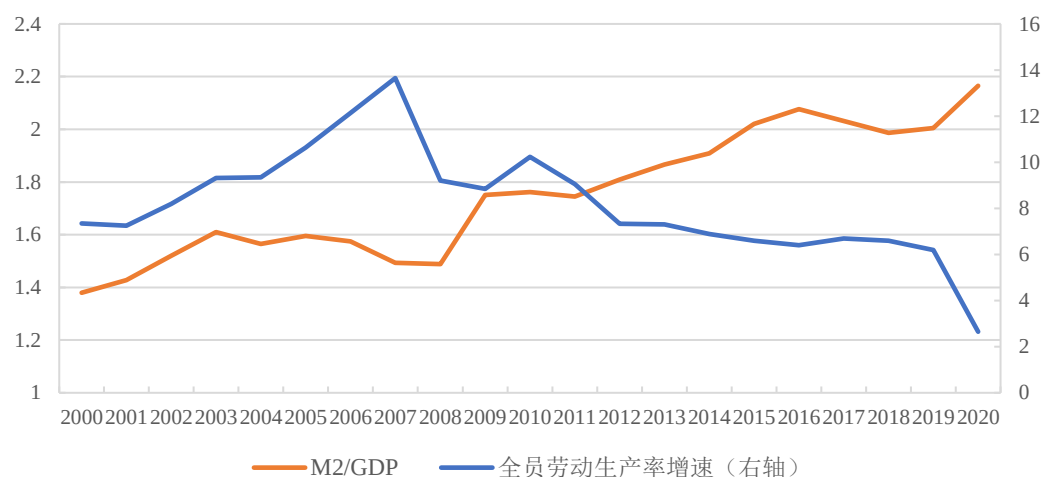


图 13 2000~2020 年中国全员劳动生产率增速与 M2/GDP 情况

注：2020 年的数值为在预测 GDP 增速和 M2 增速基础上的估计值。

从 A 股上市公司来看，剔除金融、房地产以及 ST 和 ST* 上市公司后，2020 年上半年，A 股上市公司劳动生产率增速较去年同期大幅下降了 12.2%，同时资产负债率上升到 57.1%，较 2019 年底上升了 0.8 个百分点。

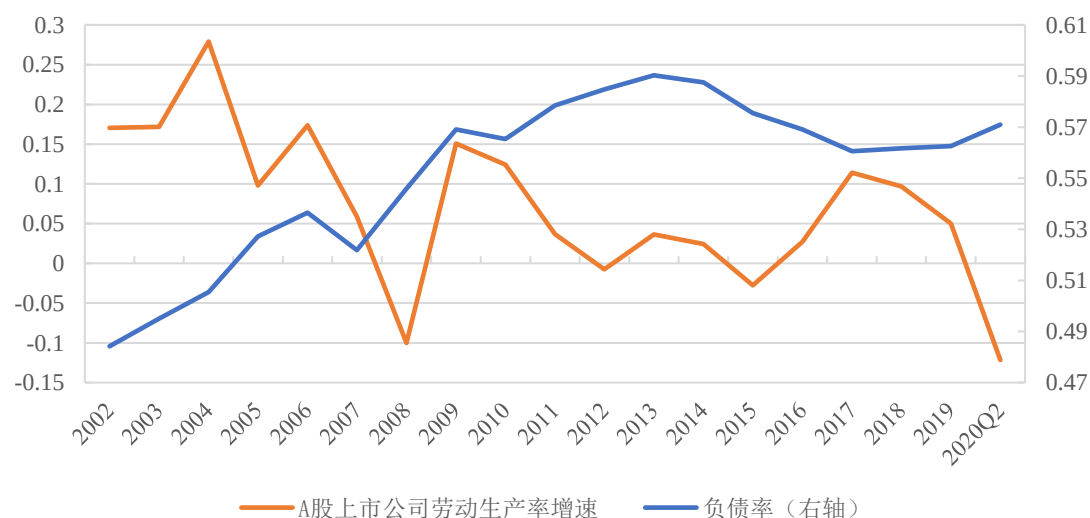


图 14 近年来 A 股上市公司劳动生产率增速与资产负债率情况

劳动生产率与杠杆率关系，实际上体现了实体经济与金融之间的均衡机制。劳动生产率提高才能有效维持增长，从而逐步吸收杠杆，否则负债会越来越侵蚀企业的盈利能力，从而影响整个宏观经济的稳定。

从决定劳动生产率变化的全要素生产率（TFP）来看，在以往的高速增长期，中国技术进步处于“干中学”的技术进步路径，引进设备相当于一方面实现了资本深化，另一方面由于人口红利，导致资本与劳动结合加快，使投资产出水平较高。随着中国技术进步的不断提高，引进设备投资已经不是提高 TFP 水平的重要因素，在劳动力增长逐步转负的情况下，当前最为重要的是通过研发投入和人力资本积累来提升 TFP。

四、实现稳增长与防风险的平稳

自年初新冠肺炎疫情在国内爆发以来，中国政府科学统筹疫情防控和社会经济发展。在相对较短的时间内取得了境内疫情防控的重大战略成果，经济增速在一季度出现较大负增长的情况下，二季度由负转正，三季度继续保持较为强劲的复苏势头，全年经济有望实现超过 2% 的增长，从而为特殊时期全球经济的稳定发挥非常重要的作用。目前，疫情对全球经济的冲击仍在持续，国内经济内生增长的动力尚未完全修复，对重点群体的救助并保持一定的财政支出力度仍需持续；防范经济累积风险的任务将更趋复杂和繁重；在中国发展阶段、环境、条件变化的情况下，更多依靠科技创新，提高资源配置效率，促进全要素生产率（TFP）提升；推动劳动生产率提高基础上的居民收入增长，加快居民消费能力和层次提升，实现广义人力资本提升与效率补偿，应该成为今后一段时期的工作重点。

（一）保持一定的财政支出力度并加强对重点群体救助

受疫情冲击影响，2020 年政府共安排了 1 万亿的特别国债

和 3.75 万亿的地方专项债，一批重大工程项目相继投入建设，这有力的拉动了经济增速恢复并将对未来产出增长发挥积极作用。目前，经济恢复的内生能力尚未有效复原，在注重投资效益的情况下，保持一定力度的建设项目支出是完全必要的。这些项目投资对经济增长乘数效应的发挥会以一种梯度的形式呈现出来，最先受益的是项目原材料供应商及项目雇佣劳动者，他们的收入会先期恢复，再通过其投资和消费影响到经济中仍在运行的微观主体，但已退出市场或因疫情防控需要无法恢复运营的经济主体则很难受益。这一方面会表现为经济中的居民消费需求和企业投资恢复较项目投资出现时滞；另一方面也可能造成居民消费和企业投资恢复效果不佳的局面，即出现乘数效应未能充分发挥作用的状况。这些已退出市场或因防控需要无法运营的主体应得到更直接有效的救助，这符合保障民生和恢复经济的双重需要。

（二）注重防范经济中的累积风险

在疫情冲击之下，政府和企业的平均负债水平都在快速上升，并且这种状况可能还会持续一段时间，债务的增长会形成累积效应，并且在融资成本较高的情况下，这种累积效应会更加强烈。要打破这种累积效应有两种办法，一种是提高负债后的收益水平，另一种是降低总体的融资成本。目前来看，负债的收益水平，在政府投资项目不断增加的情况下，储备较高收益的项目已变得越来越困难，企业维持资金运转是当务之急，提高收益一时还难以实现。因此，推动融资成本适度下降应该成为一个重要的政策选项。中国与一些发达国家利差近期走阔，实际为推动国内利率中枢适度下移提供了足够的空间。当前形势下，推动融资成本下降是减轻政府债务负担和企业实现资产负债表修复的必要手段。

（三）持续提高劳动生产率并实现良性互动

从中长期来看，只有提高劳动生产率才能实现中国经济的平稳较快增长，从而成功跨入高收入国家行列，而提升劳动生产率

的手段中，最持续有效的是提高全要素生产率（TFP）。改革开放进程中，技术引进和资源重新有效配置曾对中国 TFP 增长发挥了重要作用。当前，技术引进的难度加大，增强自主创新能力更为迫切，同时通过深化改革，实现资源更加有效的配置仍有相当空间。技术自主创新能力不可能凭空产生，除了构建有利于创新的激励机制外，最关键的还是人的素质提升，即实现广义人力资本的积累。这需要增加居民文化、娱乐、教育、体育和保健等方面的消费，打破居民满足基本生活需求—人力资本难以提升—劳动生产率低—收入增长缓慢—只能满足基本生活需求的锁定状态。逐步形成广义人力资本积累—劳动生产率提高—收入水平提升—消费持续升级—人力资本再提升的良性互动。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。