



蒋飞：如何看待 IMF 下调中国中期 GDP 增速？



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



1

IMF 下调中国未来 5 年 GDP 增速

2月3日国际货币基金组织(IMF)发布中国2022年第四条磋商报告,该报告下调了中国未来五年的GDP增速。这一结论与我们《中国潜在经济增速初探 20221123》的结论相似,引起市场的关注。该报告是根据《国际货币基金组织协定》第四条,IMF每年会向中国派遣一个工作小组,就经济发展情况和政策进行讨论,提出评估意见撰写出来的。

今年的报告重点是对疫情后的中国经济复苏进行预测以及对未来几年中国经济增速的预估。对于2023年,该报告预测中国GDP增速达到4.2%,当然IMF也指出该预测值是1月9日得出的,1月31日更新的《世界经

济展望》已经上调至 5.2%。我们就按照 5.2%来进行讨论。

对于未来五年的 GDP 预测，今年的报告与去年相比，2025 年的增速下调了 0.9 个百分点，2026 年也下调了 0.9 个百分点，2027 年的增速降至 3.8%，显著低于 2023 年的 5.2%。我们前期测算“十五五”期间（2026-2030）中国 GDP 增速会回落，与 IMF 方向较为一致，比社会上多家研究机构的预测都低。但其中我们对 2025-2027 年的预测值还是高于 IMF 这次报告中的预测值——IMF 给出了更快的下降预测。

“随着劳动力的萎缩和资本投资回报的减少，未来几年的增长将取决于推动生产率增长下降。如果不进行改革，我们目前估计未来五年的增长率将降至 4%以下。” IMF 这么解释。IMF 把劳动生产率的下降归因于低效的国有企业部门以及经济活力下降，并指出归根结底是改革的缓慢和滞后。这与我们在《破旧立新，储粮过冬——2022 年宏观经济展望》观点较为相似。同时该报告也给出了改革的建议：“提高家庭消费在需求中的作用、逐步提高退休年龄以增加劳动力供应、加强失业和医疗保险福利以及改革国有企业以缩小与私营企业的生产率差距。确保民营企业和国有企业之间的竞争中性，消除地方保护主义，更多地依靠市场力量。”我们在《中国潜在经济增速初探 20221123》以及其他多篇报告中都给予了改革的建议。

表 1: 中国 GDP 增速预测

	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
2022IMF 预计 GDP 增速	5.2	5.1	5.0	4.9	--
2023 年 IMF 预计 GDP 增速	5.2	5.1	4.1	4.0	3.8
长城证券预计 GDP 潜在增速	5.5	5.2	4.9	4.5	4.1
长城证券预测就业数量增速	-0.03	-0.06	-0.1	-0.13	-0.17
长城证券预测资本增速	6.7	6.1	5.5	4.9	4.2
长城证券 TFP 预测	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66

资料来源: IMF, 长城证券研究院

2

要素增速下降是 IMF 下调的原因

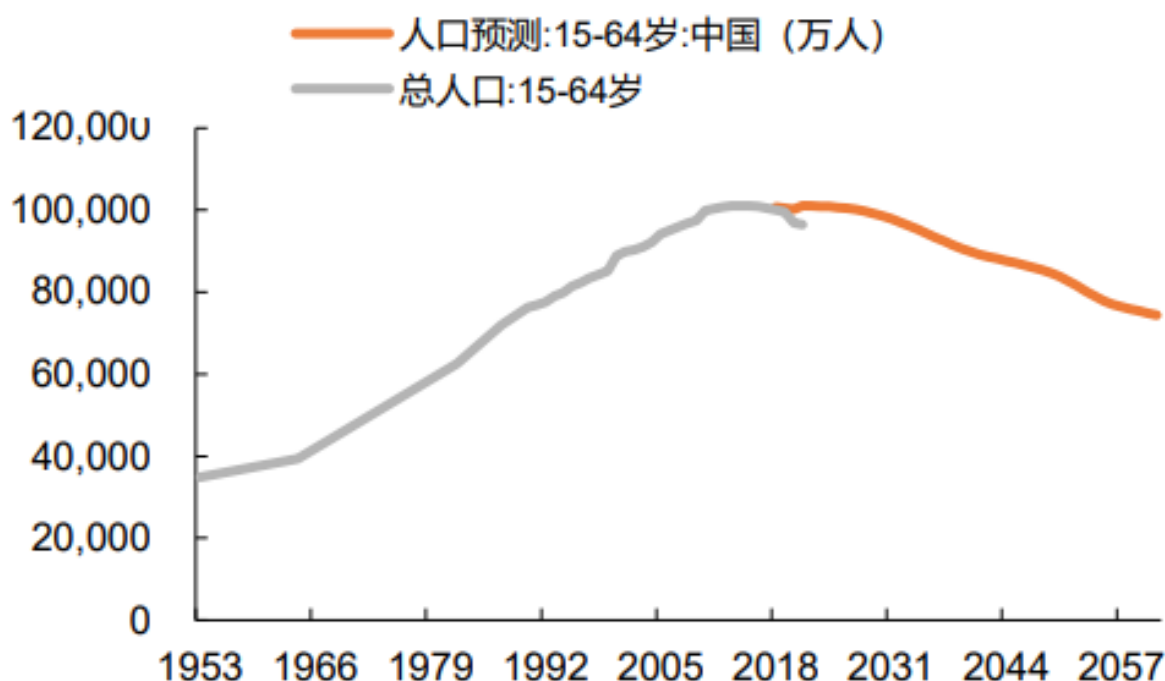
2.1 人口超预期下降

我们比较了一下去年 2021 年的报告和这次 2022 年的报告, 发现 2021 年的报告中 IMF 研究团队并未考虑人口的变化, 2022 年新增的观点认为“人口统计学上的下降在中期增速上产生较大的影响”。1 月 17 日中国统计局公布了 2022 年中国人口为 141175 万人, 比上一年减少了 85 万人, 61 年以来首次负增长。我们认为这一现象促使 IMF 重视考虑劳动力数量的变化, 虽然报告中并未公布对未来几年中国人口和劳动力数量的预测。

《中国潜在经济增速初探 20221123》中我们已经预测未来几年就业数量的增长, 其中 2023-2027 年增速分别是-0.03%/-0.06%/-0.1%/-0.13%和-0.17%, 全部都是负增长。我们的预测主要来自于 OECD 对 2022—2030 年中国 15~64 岁人口的数据, 并根据劳动力数量和就业数量的稳定相关关系来推导。但 1 月 17 日公布的最新数据显示, 2022 年中国实际劳动力数量为 9.65 亿人, 与 OECD 的预测值 10.11 亿人明显不同。我们认为之前

的预测可能会有所偏高，下一步我们将深入分析中国未来劳动力增速。

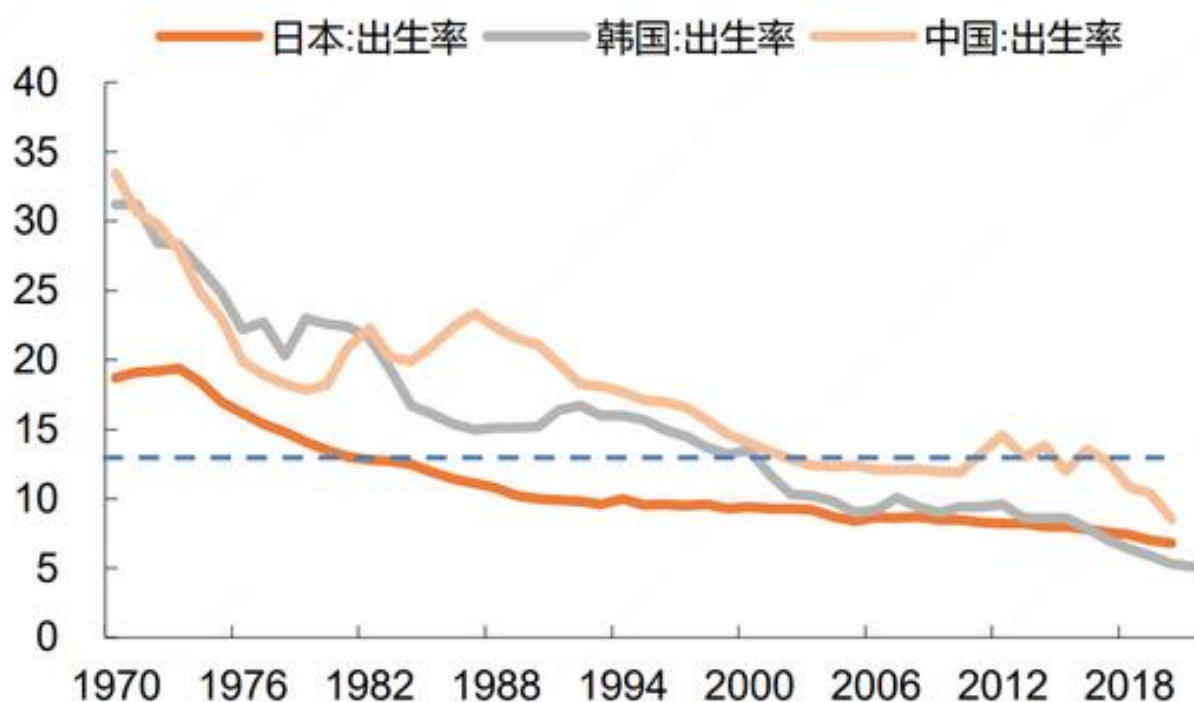
图 1: 中国人口和 OECD 预测



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

《中国人口或将过历史峰值 20221220》中我们已经分析指出人口增速的下降是经济负担重造成的，而更深层次的原因是居民杠杆率高。从日本和韩国的经验来看，杠杆率上升最快的时候也是生育率下降最快的时候。如果未来中国能够成功控制居民杠杆率，我们的生育率会保持平缓下降态势。当然，现在我们已经无法避免未来几年老龄化带来的挑战，针对这一问题，IMF 建议把退休年龄从 60 岁（男性）和 55 岁（女性）提高到 65 岁。

图 2: 中日韩三国出生率



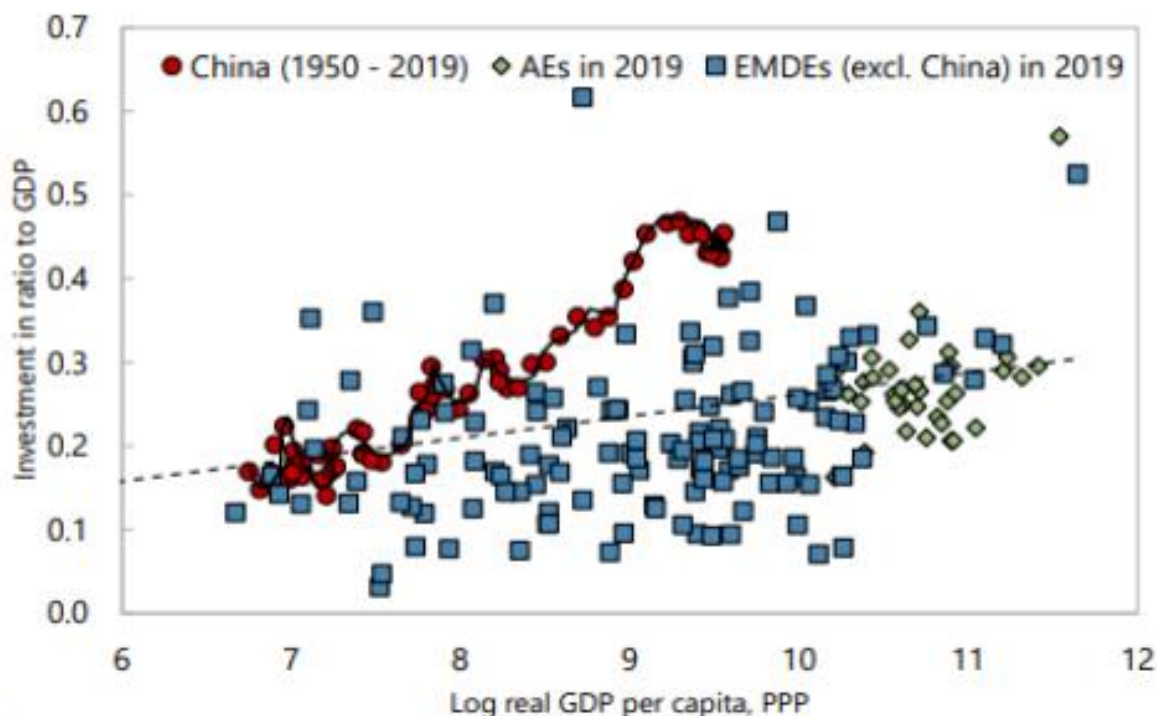
资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

2.2 资本回报率持续走低

IMF 报告中指出中国的投资是“过度”的, 报告比较了发达国家经济体和发展中经济体的投资占比以及中国 1950-2019 年的投资占比, 可以明显看出中国的投资占比持续走高并且高于其他国家。同时去年的报告也指出中国的投资回报率持续走低, 并把原因归因于投资占比过高以及改革滞后。

图 3: 过度投资增长

Growth with Excessive Investment



资料来源: Penn world Table and IMF staff calculation, 长城证券研究院

《破旧立新，储粮过冬——2022 年宏观经济展望》以及其他多篇报告中也指出，中国投资回报率持续走低是当前中国经济转型面临的一大问题。我们在《中国潜在经济增速初探 20221123》中也发现中国资本存量

的增速正在不断下降，而资本存量占 GDP 的比重却在不断上升，这反映了中国经济正在经历从高速增长向高质量发展的转型。

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_52076

