

中国经济的双重变奏

保增长与调结构，如同双重变奏。经济下行期，两个主题的矛盾愈来愈明显。逆全球化的右翼民粹主义升温，逐渐解构了一百年来的全球经济运行逻辑。中国作为全球货物贸易最重要的供应链节点，明显受到外部冲击，全球贸易活动的收缩，拖累全球经济复苏。不过，环顾全球，负利率趋势蔓延，在追逐收益率的推动下，中国资产对于外资依然颇具吸引力。全球货物贸易与资本流动的变局，将是未来市场的长期主题。

■ **调结构与保增长的双重变奏。**中国思想界一直存在“双重变奏”，即启蒙与救亡，两者最不相容的地方在于个人意志与集体意志的根本矛盾。在当代中国经济当中，调结构是启蒙；保增长是救亡。在经济下行以及内外部矛盾压力叠加之下，调结构与保增长之间便需要做出权衡。由于中国潜在增速下行，保增长就可能徒劳无功、勉为其难。重要的是，过于强调 GDP 的增长速度会恶化我们的结构性指标，将中国拖回到依赖国有经济和传统经济的老路上，也将导致宏观杠杆率的恶化。可见，过于追求速度的旋律，就会压制调结构的主题。

■ **中等收入陷阱：民粹经济政策的宿命。**拉美国家特别是阿根廷、巴西、智利等国的人均国民收入水平长期处于中等水平，无法进入高收入行列。从经济发展史的角度来看，拉美现象之所以发生，真正的原因不是这个人为界定的阈值，而是这些国家在二次世界大战之后长期实行左翼民粹经济政策之故。民粹的本质是分你我，将一个社会分为互相排斥的两个阵营——“善良的人民”和“腐败的精英”。民粹主义普遍具有反精英、反建制、排斥差异、否定多元主义的特点。传统按左右来划分经济思想的框架，已无法解释民粹主义经济政策的特征。如今，民粹主义与经济右派思想结盟，已发生在美国、英国这两个长期对民粹免疫的国家之中，我们正面临右翼民粹百年来首次登上舞台的情况。冷战后一整套政治和经济逻辑都开始失去其解释力。基于英美在世界秩序和全球治理中的核心大国地位，理解英美右翼民粹的未来发展就显得非常重要，它将在五年或更长的时期持续影响全球的政治、经济和贸易格局。

■ **货物贸易与资本流动的变局。**货物贸易变化的端倪已出现。中国产品失去美国市场的份额，一定程度上拖累出口制造业的投资和生产。而由于中国制造在全球贸易产业链上的重要地位，进而导致整个贸易供应链的解体和重构。贸易活动的收缩成为制约全球经济增长的主要因素，这一趋势预计还将持续一段时间，直到另一条具有规模效应的贸易供应链出现。如今负利率已经成为德国、日本、瑞士、瑞典等经济体货币政策操作的新常态，更有向其他经济体蔓延的趋势。但是，中国、美国、印度、澳洲等主要经济体还没有进入负利率区间。这种收益率的落差将导致资金跨境流动的深刻变化。中国作为为数不多的实施正常货币政策的国家，中国资产不论是债券资产还是权益资产，都具有全球吸引力。在加大金融对外开放的背景下，海外投资者特别是养老金、保险公司、信托公司等长线机构投资者，在追逐收益率的驱动下，可能进一步加大中国资本市场的配置。中国依然是一个对国际资本有很高吸引力的国家。从这个角度讲，中国资产具备配置价值的观点是成立的，这也是能持续若干年的主题。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

一、调结构与保增长的双重变奏

我今天讲的大概有三方面内容。首先是调结构与保增长的问题。一百年前，发生了对于中国现代化进程影响深远的“五四运动”。回顾中国思想史的变化，进而追溯中国经济思想史的演变，会有很深的启发。如今大家在回忆“五四运动”的时候，都有各自不同的解读。在著名思想家李泽厚先生看来，“五四运动”以来，中国思想界一直存在“双重变奏”：一是启蒙，一是救亡。

什么是启蒙？启蒙是指“五四运动”早期的新文化运动，主要通过学习西方文明中的民主与科学，尊重个人的意志和选择，对中国传统文化进行革新。启蒙源于西方，核心元素包括科学理性、独立思考、个人主义等等，启蒙破除了中国人过去对皇权的崇拜。什么是救亡？“五四运动”的另一主题是反帝、救亡。这直观体现在“五四运动”当天，北京的大学生冲上街头，反对当时的外交失败。

从思想史的变迁看，双重变奏如同音乐的两个主旋律在不断的反复、冲突、变化、变异。百年的真实历史是，救亡的主题在相当大的程度上压制了启蒙的主题。启蒙与救亡，最不相容的地方在于个人意志与集体意志的根本矛盾。启蒙讲的是个人价值和个性解放，是科学与理性；在救亡的旗帜下个人意志毫无意义，救亡是铁血精神，是集体力量，是高于一切的战斗激情。

回到我们今天的主题，在经济思想和经济政策方面，我们依然可以感受到五四以来这种双重变奏的深邃回响。过去的四十年，市场化改革无疑是深刻的启蒙，政府的作用类似救亡；而更好地发挥政府的作用通常压制市场配置资源的改革主题，延续百年的双重变奏。

我们今天要谈的是调结构和保增长的双重变奏。调结构是启蒙；保增长是救亡。在经济下行以及内外部矛盾压力叠加之下，调结构与保增长之间便需要做出权衡。

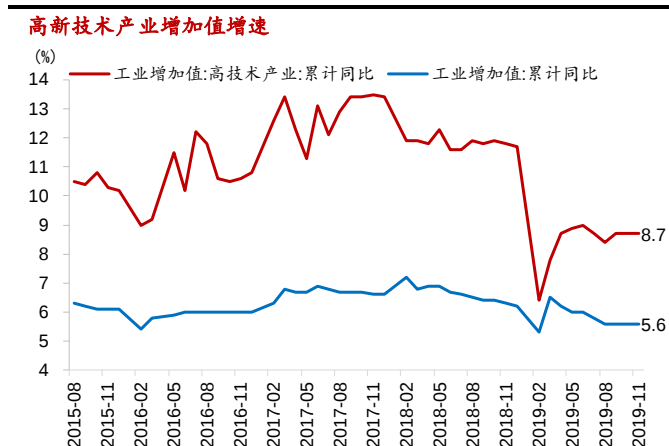
关于保增长，一个共识是中国潜在增长速度毫无疑问正处于下行通道。原因一方面是劳动生产率的进步处于停滞，另一方面是劳动人口的收缩。四十年来，我国的劳动生产率得到了极大的提升，根本的原因在于制度改革和市场开放，人们获得了基本的选择自由，生产力的解放推动了社会流动，劳动人口实现从低生产率部门向高生产率部门转移，进而提升了整体经济的生产率水平。遗憾的是，有证据显示，近年来我国劳动生产率的改善面临瓶颈，这里有更深刻的原因，不是通过技术创新就可以解决的。至于劳动人口的收缩，更是不争的事实。

既然承认潜在增速下行，保增长就可能徒劳无功、勉为其难。重要的是，过于强调GDP的增长速度会恶化我们的结构性指标。

第一，尽管当前我国的“新动能”处于快速增长当中，但在我国经济中的占比仍然很小，短期内不能成为拉动经济增长的中坚力量。若有很强的增长诉求的话，我们依然要借助传统部门。依靠传统部门的投资来发力保增长，很有可能恶化业已出现的产能过剩，使得供给侧改革的成果付之流水。从规模以上工业数据看，仅采掘、冶金和石化等传统工业的营

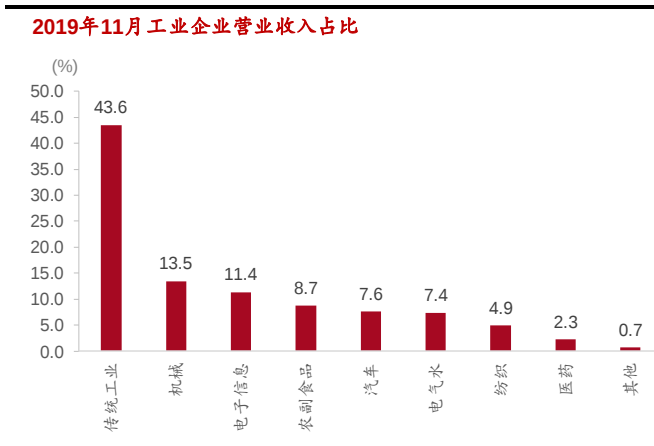
业收入占比就接近一半（44%）。短期内保增长只能以大放水、基建投资、地产投资为抓手，意味着在经济发展模式上走“回头路”。

图 1：高新技术产业增速较工业整体更高



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

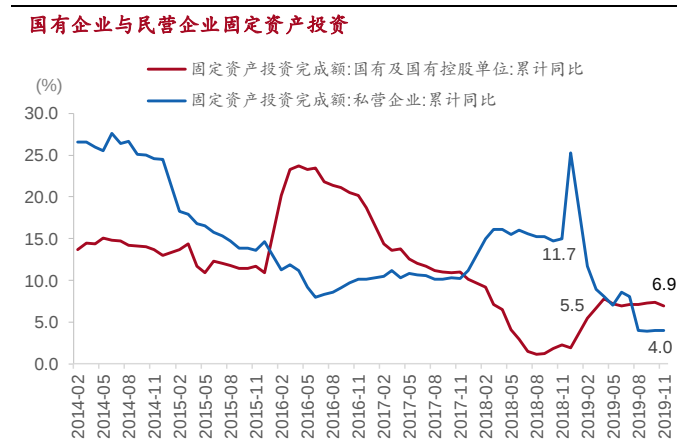
图 2：传统工业营收占比接近 50%



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

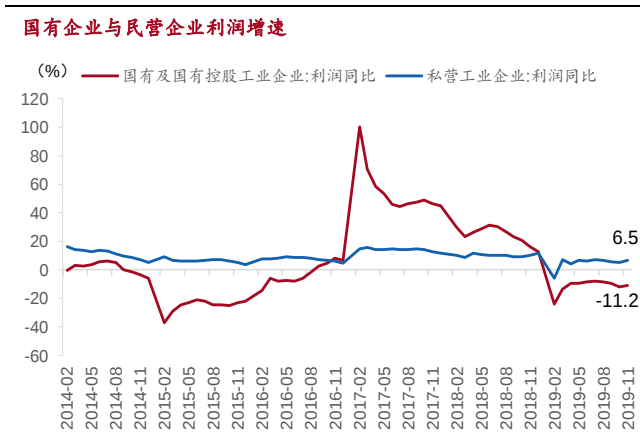
第二，过高的增长诉求，不利于民营企业的发展。因为政府要实现增长目标，必将压力施加于国有企业身上，这一方面为国企部门埋下隐患，另一方面挤出民营企业。一年来，中央政府对于民营企业的态度是积极的，然而民营企业信贷需求依然在萎缩。过于强调经济增长目标，在各级政府的压力下，国有企业必须站出来，民营企业自然退下去，使得我国经济结构出现恶化的倾向。

图 3：民企固定资产投资增速快速下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 4：2019 年民企盈利状况显著优于国企



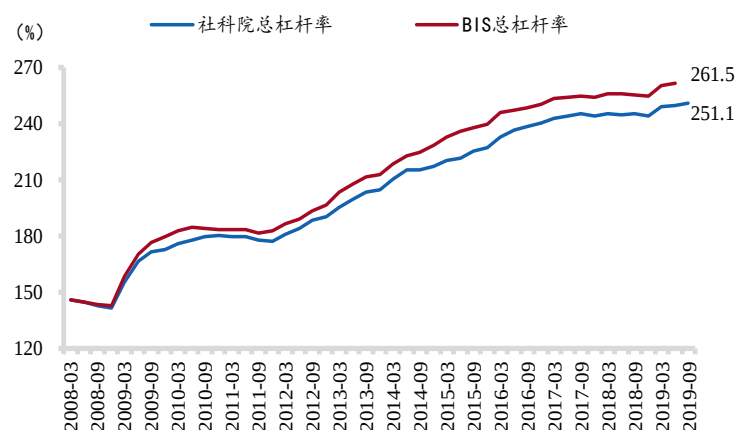
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

第三，过于追求增长速度，可能导致宏观杠杆率的恶化。从杠杆率看，现在比较困扰的问题是如何把国有企业的杠杆率纳入到全球比较框架中。国外私人部门的杠杆率是私人部门的杠杆率，政府部门的杠杆率是政府部门的杠杆率，而中国有独特的、庞大的国有企业部门，若将这部分纳入公共债务的框架，那完全是另一幅图景。2019 年在保增长的要求下，特别是专项债前置发放的情况下，稳定了相当一段时间的宏观杠杆率又出现了跳升。可见，

保增长与调结构之间，已经呈现出越来越激烈的矛盾。过于追求速度的旋律，就会压制调结构的主题。

图 5：2019 年一季度我国宏观杠杆率跳升 5.1pct

我国宏观杠杆率情况



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

二、中等收入陷阱：民粹经济政策的宿命

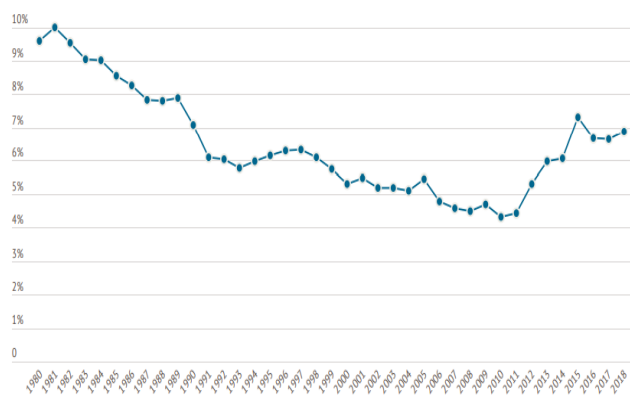
第二点，我想同大家分享的是中等收入陷阱问题。这其实是一个模糊的、有争议的甚至被错误理解的问题。我们通常把中等收入陷阱和拉美现象放在一起讨论，世界银行对于高收入国家的界定标准大约是 12500 美元/年，拉美国家特别是阿根廷、巴西、智利等国的人均国民收入水平长期处于中等水平，无法进入高收入行列。如何解释这一现象？有人提出中等收入陷阱，即存在一个难以逾越的阈值。从经济发展史的角度来看，拉美现象之所以发生，真正的原因不是这个人为界定的阈值，而是这些国家在二次世界大战之后长期实行左翼民粹经济政策之故。拉美有很多左翼民粹领袖，历史上著名的如阿根廷的贝隆、智利的阿连德、委内瑞拉的查韦斯，都是非常重要的左翼民粹领袖。拉美现象的启发，不在于虚构的中等收入陷阱，而在于民粹经济政策的失败。

眼下，右翼民粹风潮涌起，特朗普上台、英国脱欧是两个标志性的事件。民粹在美国和英国这两个历史最悠久的自由主义国家兴起，不能不令人担忧。很多人都会问，什么是民粹主义？什么是民粹主义经济政策？

民粹主义 (Populism) 确实难以被精确定义，因为这个概念被广泛用于描述特征迥异的政党、政治运动、意识形态和政治主张。简单来看，民粹的本质是分你我，将一个社会分为互相排斥的两部分，即同质而互相敌对的两个阵营——“善良的人民”和“腐败的精英”。任何民粹的领导都会说“我”是人民的代表，而“你”是腐败的精英、资本家，这就是民粹主义核心的“二分法”。民粹主义普遍具有反精英、反建制、排斥差异、否定多元主义的特点，它极力迎合“人民”，丑化“敌人”，制造对立、拒绝妥协，反对多元相互制衡，引导民众对社会和政治系统不信任，挑战主流秩序和现行制度，让“人民”的意志回归政治的中心。可见，民

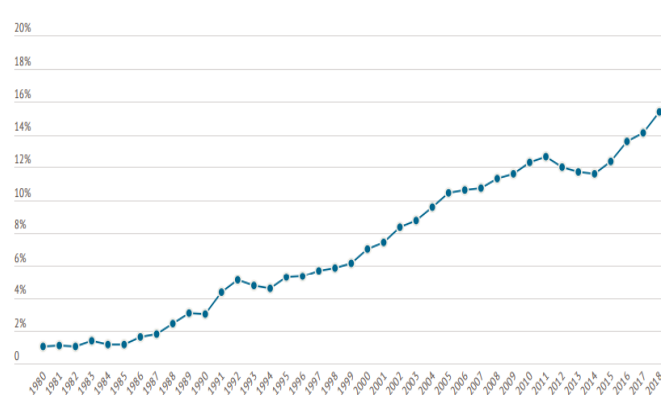
粹与民主最大的不同在于，民粹认为“民意”是多元的，对不同意识形态的政治主张持开放的态度，强调多元的群体利益和政治权力之间的制衡。

图 6：激进左翼民粹主义在欧洲出现反弹



资料来源：Timbro、招商银行研究院、招银国际研究

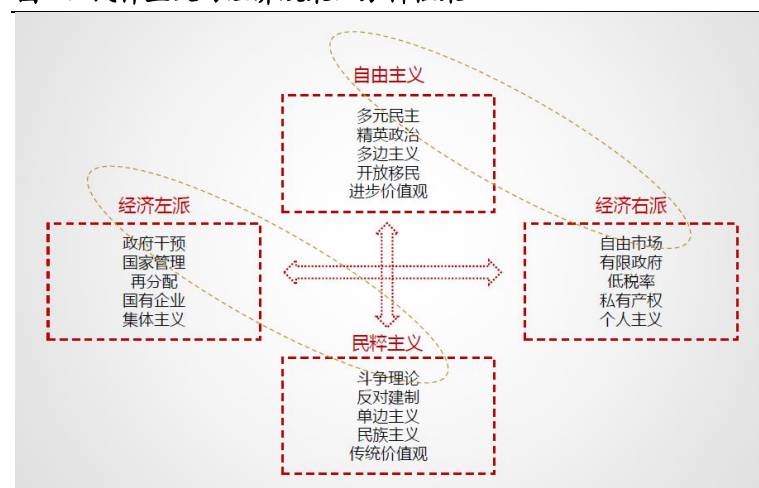
图 7：欧洲右翼民粹政党平均投票支持率不断上升



资料来源：Timbro、招商银行研究院、招银国际研究

传统上，我们对经济思想和经济政策是以左右划分的。最左端是苏联模式下的计划经济；中间偏左是国家管理、政府干预、福利主义；中间偏右是有限政府、私有产权；最右端是彻底的自由放任。这套按左右来划分经济思想的框架，无法解释民粹主义经济政策的特征。理解民粹，需要一个全新的分析维度。民粹主义的对立面是自由主义，自由主义主张多元共存，而民粹主义主张二元对立。从历史上看，自由主义通常与右派经济思想结盟，民粹主义通常与左派经济思想结盟。但如今，民粹主义与经济右派思想结盟，已经发生在美国、英国这两个长期对民粹免疫的国家之中，我们正面临右翼民粹百年来首次登上舞台的情况。冷战后一整套政治和经济逻辑都开始失去其解释力。

图 8：民粹主义的经济政策：分析框架



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

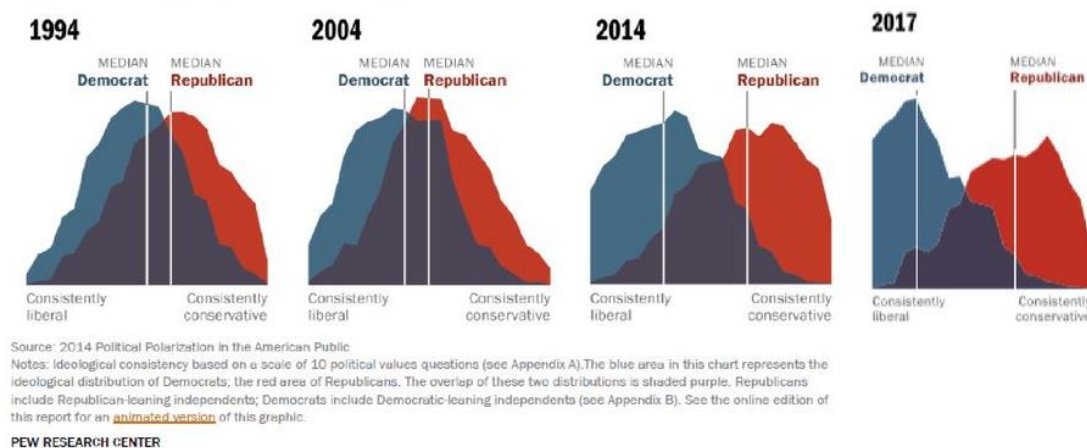
基于英美在世界秩序和全球治理中的核心大国地位，理解英美右翼民粹的未来发展就显得非常重要，它将在五年或更长的时期持续影响全球的政治、经济和贸易格局。不过，我们不必悲观。福山（Francis Fukuyama）曾说过，左翼是右翼身份政治的先驱。民粹共同的特征是强于政治动员，弱于经济政策。拉美现象的历史启示在于，民粹的领袖注定无

法兑现他们对人民作出的宏大叙事和空洞承诺，不管是左翼还是右翼，都将被人民抛弃。对此，我们需要的是耐心和时间。

图 9：美国式民粹的写照：两极化

Democrats and Republicans More Ideologically Divided than in the Past

Distribution of Democrats and Republicans on a 10-item scale of political values



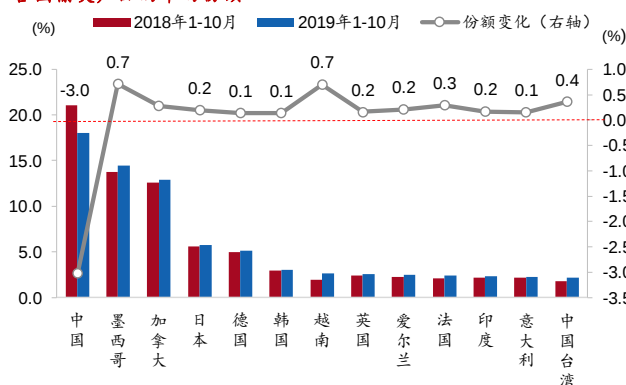
资料来源：Pew Research Center、招商银行研究院、招银国际证券

三、货物贸易与资本流动的变局

第三，我们分析一下民粹主义逆全球化的背景下，国际货物贸易与资本跨境流动的变局。

图 10：中国出口失去部分美国市场份额

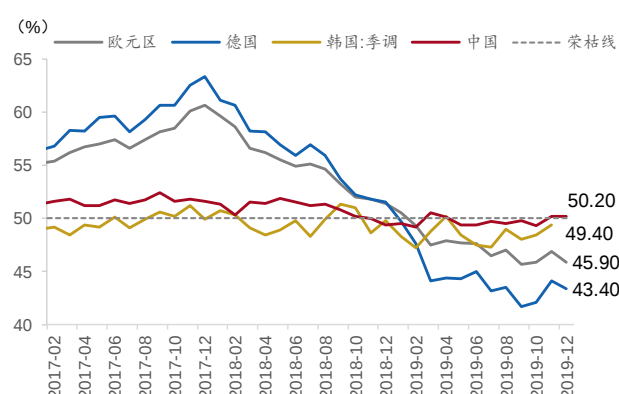
各国输美产品的市场份额



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 11：中国制造业不景气拖累全球产业链

全球制造业 PMI



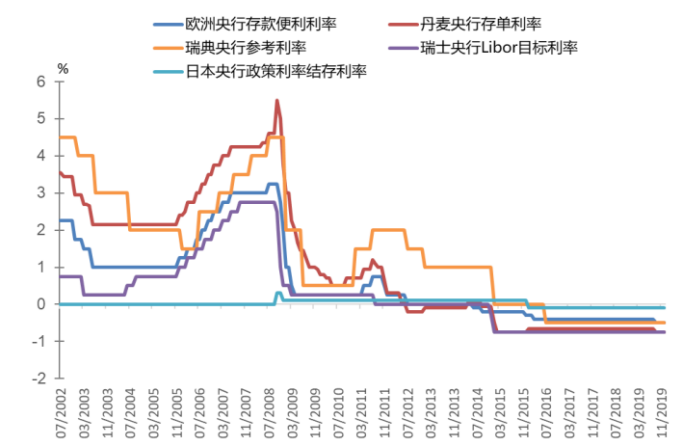
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

首先是货物贸易，变化的端倪已经出现。2019 年，中国出口产品占美国进口市场的份额减少约 3 个百分点，相应的墨西哥、越南、中国台湾等的份额占比上升。中国产品失去美国市场的份额，一定程度上拖累我国出口制造业的投资和生产。而由于中国制造在全球贸易产业链上的重要地位，进而导致整个贸易供应链的解体和重构。未来极可能呈现这

样一种逻辑：中国出口增长特别是对美出口放缓，影响中国出口制造业的生产活动，导致中国相关进口需求回落，进而影响其它向中国出口的国家，最终拉低全球贸易活动和影响经济增长。追溯到这条供应链的最前端，我们发现中国的主要进口来源国均受到不小的冲击。例如德国、日本、韩国，制造业 PMI 明显下滑并处于荣枯线以下。这是当前全球经济形势的一大特征，即贸易活动的收缩成为制约全球经济增长的主要因素，这一趋势预计还将持续一段时间，直到另一条具有规模效应的贸易供应链出现，有能力替代中国出口。当然，这里的变化仍有很大的不确定性。

另外是资本流动，我们知道影响资本跨境流动的一个重要因素是利差，因为资本注定要追逐更高的收益率。在负利率涌现的背景下，资本如何寻求出路？如今负利率已经成为德国、日本、瑞士、瑞典等经济体货币政策操作的新常态，更有向其他经济体蔓延的趋势。但是，中国、美国、印度、澳洲等主要经济体还没有进入负利率区间。国与国之间存在一定的乃至扩大的利差，这种收益率的落差将导致资金跨境流动的深刻变化。中国作为为数不多的实施正常货币政策的国家，中国资产不论是债券资产还是权益资产，都具有全球吸引力。在加大金融对外开放的背景下，海外投资者特别是养老金、保险公司、信托公司等长线机构投资者，在追逐收益率的驱动下，可能进一步加大中国资本市场的配置。这也可以很好地解释过去几年外资投资中国债市的背后动因，并且很可能是一个长期趋势。因此，如果我们进一步加强对外开放，建立更好的制度环境，我相信中国依然是一个对国际资本有很高吸引力的国家。从这个角度讲，中国资产具备配置价值的观点是成立的，这也是能持续若干年的主题。

图 12：已有五个经济体实行负利率政策



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 13：中国债市的收益率具有很高吸引力



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

(本文根据丁安华先生在 2019 年 12 月 25 日西安新财富中国财富管理年会上的演讲整理。)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。