

中國經濟的雙重變奏

保增長與調結構，如同雙重變奏。經濟下行期，兩個主題的矛盾愈來愈明顯。逆全球化的右翼民粹主義升溫，逐漸解構了一百年來的全球經濟運行邏輯。中國作為全球貨物貿易最重要的供應鏈節點，明顯受到外部衝擊，全球貿易活動的收縮，拖累全球經濟復蘇。不過，環顧全球，負利率趨勢蔓延，在追逐收益率的推動下，中國資產對於外資依然頗具吸引力。全球貨物貿易與資本流動的變局，將是未來市場的長期主題。

- **調結構與保增長的雙重變奏。**中國思想界一直存在“雙重變奏”，即啟蒙與救亡，兩者最不相容的地方在於個人意志與集體意志的根本矛盾。在當今中國經濟當中，調結構是啟蒙；保增長是救亡。在經濟下行以及內外部矛盾壓力疊加之下，調結構與保增長之間便需要做出權衡。由於中國潛在增速下行，保增長就可能徒勞無功、勉為其難。重要的是，過於強調 GDP 的增長速度會惡化我們的結構性指標，將中國拖回到依賴國有經濟和傳統經濟的老路上，也將導致宏觀杠桿率的惡化。可見，過於追求速度的旋律，就會壓制調結構的主題。
- **中等收入陷阱：民粹經濟政策的宿命。**拉美國家特別是阿根廷、巴西、智利等國的人均國民收入水平長期處於中等水平，無法進入高收入行列。從經濟發展史的角度來看，拉美現象之所以發生，真正的原因不是這個人為界定的閾值，而是這些國家在二次世界大戰之後長期實行左翼民粹經濟政策之故。民粹的本質是分你我，將一個社會分為互相排斥的兩個陣營——“善良的人民”和“腐敗的精英”。民粹主義普遍具有反精英、反建制、排斥差異、否定多元主義的特點。傳統按左右來劃分經濟思想的框架，已無法解釋民粹主義經濟政策的特徵。如今，民粹主義與經濟右派思想結盟，已發生在美國、英國這兩個長期對民粹免疫的國家之中，我們正面臨右翼民粹百年來首次登上舞臺的情況。冷戰後一整套政治和經濟邏輯都開始失去其解釋力。基於英美在世界秩序和全球治理中的核心大國地位，理解英美右翼民粹的未來發展就顯得非常重要，它將在五年或更長的時期持續影響全球的政治、經濟和貿易格局。
- **貨物貿易與資本流動的變局。**貨物貿易變化的端倪已出現。中國產品失去美國市場的份額，一定程度上拖累出口製造業的投資和生產。而由於中國製造在全球貿易產業鏈上的重要地位，進而導致整個貿易供應鏈的解體和重構。貿易活動的收縮成為制約全球經濟增長的主要因素，這一趨勢預計還將持續一段時間，直到另一條具有規模效應的貿易供應鏈出現。如今負利率已經成為德國、日本、瑞士、瑞典等經濟體貨幣政策操作的新常態，更有向其他經濟體蔓延的趨勢。但是，中國、美國、印度、澳洲等主要經濟體還沒有進入負利率區間。這種收益率的落差將導致資金跨境流動的深刻變化。中國作為為數不多的實施正常貨幣政策的國家，中國資產不論是債券資產還是權益資產，都具有全球吸引力。在加大金融對外開放的背景下，海外投資者特別是養老金、保險公司、信託公司等長線機構投資者，在追逐收益率的驅動下，可能進一步加大中國資本市場的配置。中國依然是一個對國際資本有很高吸引力的國家。從這個角度講，中國資產具備配置價值的觀點是成立的，這也是能持續若干年的主題。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

一、調結構與保增長的雙重變奏

我今天講的大概有三方面內容。首先是調結構與保增長的問題。一百年前，發生了對於中國現代化進程影響深遠的“五四運動”。回顧中國思想史的變化，進而追溯中國經濟思想史的演變，會有很深的啟發。如今大家在回憶“五四運動”的時候，都有各自不同的解讀。在著名思想家李澤厚先生看來，“五四運動”以來，中國思想界一直存在“雙重變奏”：一是啟蒙，一是救亡。

什麼是啟蒙？啟蒙是指“五四運動”早期的新文化運動，主要通過學習西方文明中的民主與科學，尊重個人的意志和選擇，對中國傳統文化進行革新。啟蒙源於西方，核心元素包括科學理性、獨立思考、個人主義等等，啟蒙破除了中國人過去對皇權的崇拜。什麼是救亡？“五四運動”的另一主題是反帝、救亡。這直觀體現在“五四運動”當天，北京的大學生沖上街頭，反對當時的外交失敗。

從思想史的變遷看，雙重變奏如同音樂的兩個主旋律在不斷的反復、衝突、變化、變異。百年的真實歷史是，救亡的主題在相當大的程度上壓制了啟蒙的主題。啟蒙與救亡，最不相容的地方在於個人意志與集體意志的根本矛盾。啟蒙講的是個人價值和個性解放，是科學與理性；在救亡的旗幟下個人意志毫無意義，救亡是鐵血精神，是集體力量，是高於一切的戰鬥激情。

回到我們今天的主題，在經濟思想和經濟政策方面，我們依然可以感受到五四以來這種雙重變奏的深邃迴響。過去的四十年，市場化改革無疑是深刻的啟蒙，政府的作用類似救亡；而更好地發揮政府的作用通常壓制市場配置資源的改革主題，延續百年的雙重變奏。

我們今天要談的是調結構和保增長的雙重變奏。調結構是啟蒙；保增長是救亡。在經濟下行以及內外部矛盾壓力疊加之下，調結構與保增長之間便需要做出權衡。

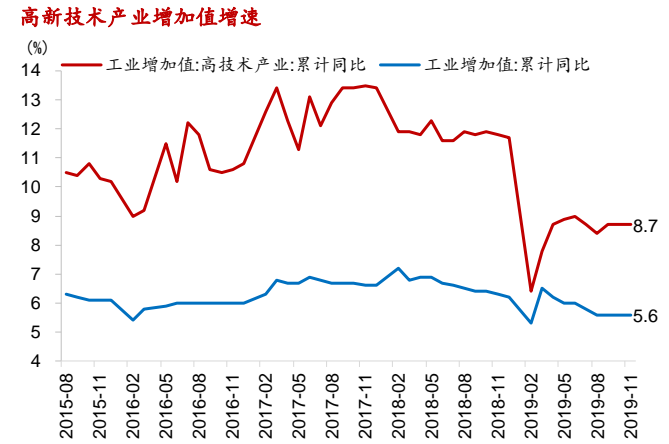
關於保增長，一個共識是中國潛在增長速度毫無疑問正處於下行通道。原因一方面是勞動生產率的進步處於停滯，另一方面是勞動人口的收縮。四十年來，我國的勞動生產率得到了極大的提升，根本的原因在於制度改革和市場開放，人們獲得了基本的選擇自由，生產力的解放推動了社會流動，勞動人口實現從低生產率部門向高生產率部門轉移，進而提升了整體經濟的生產率水平。遺憾的是，有證據顯示，近年來我國勞動生產率的改善面臨瓶頸，這裡有更深刻的原因，不是通過技術創新就可以解決的。至於勞動人口的收縮，更是不爭的事實。

既然承認潛在增速下行，保增長就可能徒勞無功、勉為其難。重要的是，過於強調GDP的增長速度會惡化我們的結構性指標。

第一，儘管當前我國的“新動能”處於快速增長當中，但在我國經濟中的占比仍然很小，短期內不能成為拉動經濟增長的中堅力量。若有很強的增長訴求的話，我們依然要借助傳統部門。依靠傳統部門的投資來發力保增長，很有可能惡化業已出現的產能過剩，使得供給側改革的成果付之流水。從規模以上工業數據看，僅採掘、冶金和石化等傳統工業的營

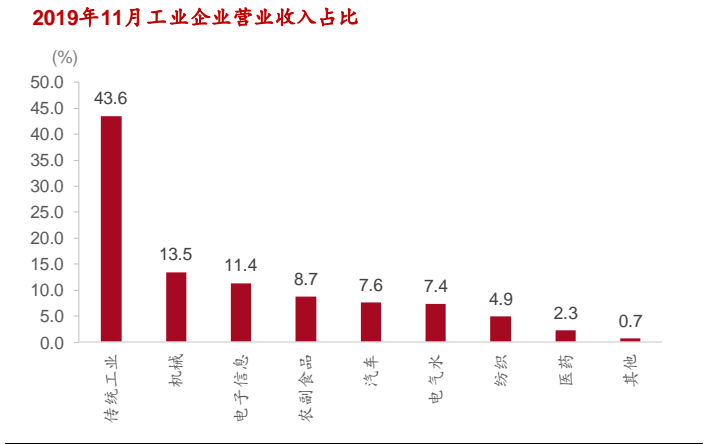
業收入占比就接近一半（44%）。短期內保增長只能以大放水、基建投資、地產投資為抓手，意味著在經濟發展模式上走“回頭路”。

圖 1：高新技術產業增速較工業整體更高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

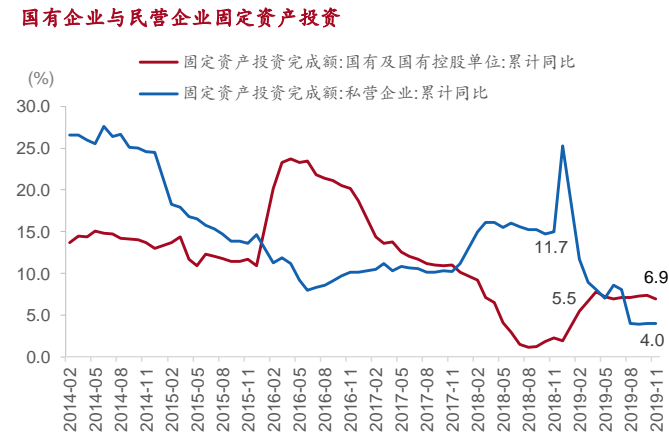
圖 2：傳統工業營收占比接近 50%



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

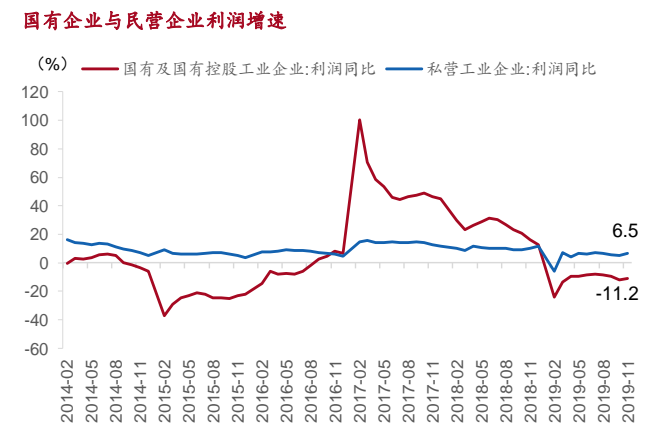
第二，過高的增長訴求，不利於民營企業的發展。因為政府要實現增長目標，必將壓力施加於國有企業身上，這一方面為國企部門埋下隱患，另一方面擠出民營企業。一年來，中央政府對於民營企業的態度是積極的，然而民營企業信貸需求依然在萎縮。過於強調經濟增長目標，在各級政府的壓力下，國有企業必須站出來，民營企業自然退下去，使得我國經濟結構出現惡化的傾向。

圖 3：民企固定資產投資增速快速下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 4：2019 年民企盈利狀況顯著優於國企



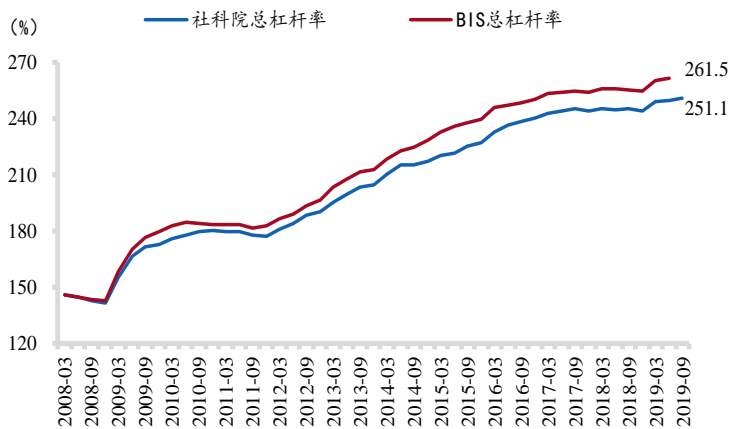
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

第三，過於追求增長速度，可能導致宏觀杠桿率的惡化。從杠桿率看，現在比較困擾的問題是如何把國有企業的杠桿率納入到全球比較框架中。國外私人部門的杠桿率是私人部門的杠桿率，政府部門的杠桿率是政府部門的杠桿率，而中國有獨特的、龐大的國有企業部門，若將這部分納入公共債務的框架，那完全是另一幅圖景。2019 年在保增長的要求下，特別是專項債前置發放的情況下，穩定了相當一段時間的宏觀杠桿率又出現了跳升。可見，

保增長與調結構之間，已經呈現出越來越激烈的矛盾。過於追求速度的旋律，就會壓制調結構的主題。

圖 5：2019 年一季度我國宏觀槓桿率跳升 5.1pct

我國宏觀槓桿率情況



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

二、中等收入陷阱：民粹經濟政策的宿命

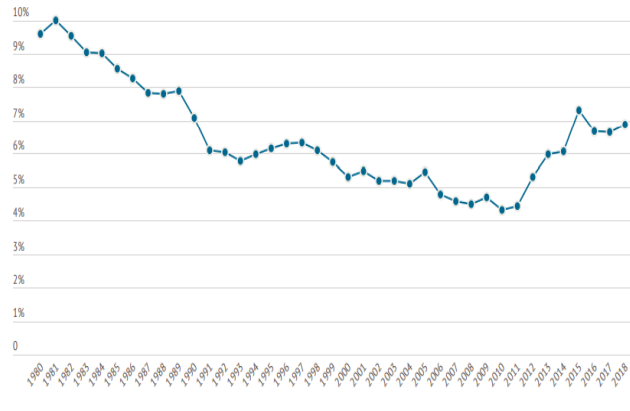
第二點，我想同大家分享的是中等收入陷阱問題。這其實是一個模糊的、有爭議的甚至被錯誤理解的問題。我們通常把中等收入陷阱和拉美現象放在一起來討論，世界銀行對於高收入國家的界定標準大約是 12500 美元/年，拉美國家特別是阿根廷、巴西、智利等國的人均國民收入水平長期處於中等水平，無法進入高收入行列。如何解釋這一現象？有人提出中等收入陷阱，即存在一個難以逾越的閾值。從經濟發展史的角度來看，拉美現象之所以發生，真正的原因不是這個人為界定的閾值，而是這些國家在二次世界大戰之後長期實行左翼民粹經濟政策之故。拉美有很多左翼民粹領袖，歷史上著名的如阿根廷的貝隆、智利的阿連德、委內瑞拉的查韋斯，都是非常重要的左翼民粹領袖。拉美現象的啟發，不在於虛構的中等收入陷阱，而在於民粹經濟政策的失敗。

眼下，右翼民粹風潮湧起，特朗普上臺、英國脫歐是兩個標誌性的事件。民粹在美國和英國這兩個歷史最悠久的自由主義國家興起，不能不令人擔憂。很多人都會問，什麼是民粹主義？什麼是民粹主義經濟政策？

民粹主義 (Populism) 確實難以被精確定義，因為這個概念被廣泛用於描述特徵迥異的政黨、政治運動、意識形態和政治主張。簡單來看，民粹的本質是分你我，將一個社會分為互相排斥的兩部分，即同質而互相敵對的兩個陣營——“善良的人民”和“腐敗的精英”。任何民粹的領導都會說“我”是人民的代表，而“你”是腐敗的精英、資本家，這就是民粹主義核心的“二分法”。民粹主義普遍具有反精英、反建制、排斥差異、否定多元主義的特點，它極力迎合“人民”，醜化“敵人”，製造對立、拒絕妥協，反對多元相互制衡，引導民眾對社會和政治系統不信任，挑戰主流秩序和現行制度，讓“人民”的意志回歸政治的中心。可見，民

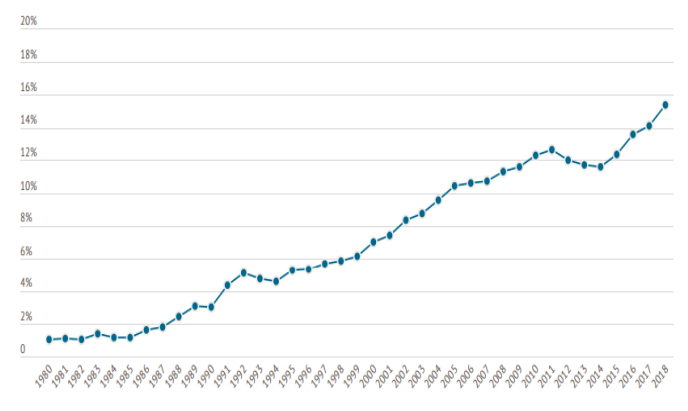
粹與民主最大的不同在於，民主認為“民意”是多元的，對不同意識形態的政治主張持開放的態度，強調多元的群體利益和政治權力之間的制衡。

圖 6：激進左翼民粹主義在歐洲出現反彈



資料來源：Timbro、招商銀行研究院、招銀國際研究

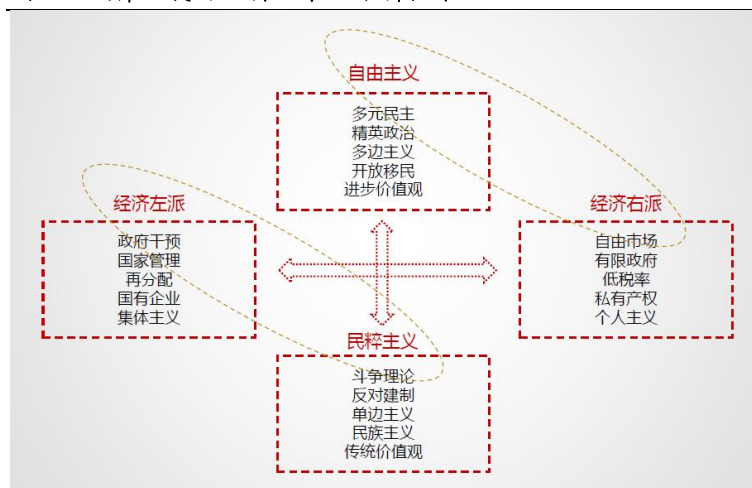
圖 7：歐洲右翼民粹政黨平均投票支持率不斷上升



資料來源：Timbro、招商銀行研究院、招銀國際研究

傳統上，我們對經濟思想和經濟政策是以左右劃分的。最左端是蘇聯模式下的計劃經濟；中間偏左是國家管理、政府干預、福利主義；中間偏右是有限政府、私有產權；最右端是徹底的自由放任。這套按左右來劃分經濟思想的框架，無法解釋民粹主義經濟政策的特徵。理解民粹，需要一個全新的分析維度。民粹主義的對立面是自由主義，自由主義主張多元共存，而民粹主義主張二元對立。從歷史上看，自由主義通常與右派經濟思想結盟，民粹主義通常和左派經濟思想結盟。但如今，民粹主義與經濟右派思想結盟，已經發生在美國、英國這兩個長期對民粹免疫的國家之中，我們正面臨右翼民粹百年來首次登上舞臺的情況。冷戰後一整套政治和經濟邏輯都開始失去其解釋力。

圖 8：民粹主義的經濟政策：分析框架



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

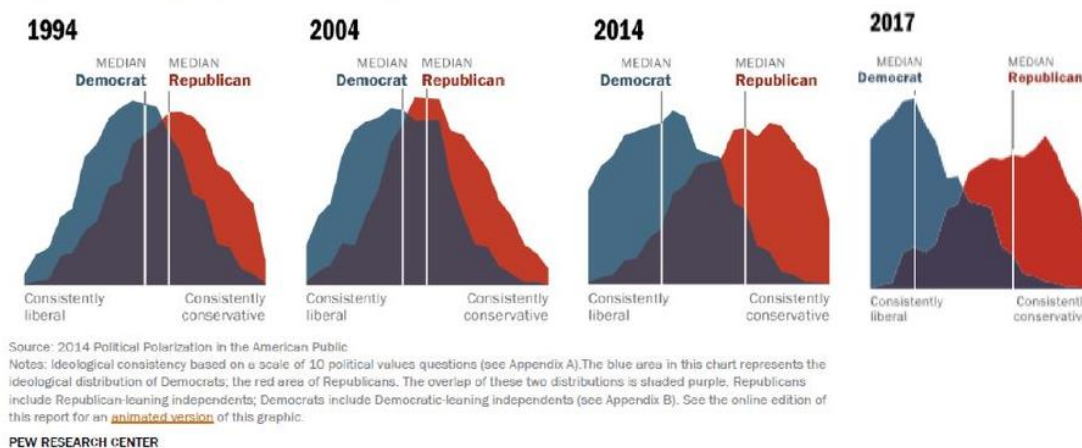
基於英美在世界秩序和全球治理中的核心大國地位，理解英美右翼民粹的未來發展就顯得非常重要，它將在五年或更長的時期持續影響全球的政治、經濟和貿易格局。不過，我們不必悲觀。福山 (Francis Fukuyama) 曾說過，左翼是右翼身份政治的先驅。民粹共同的特徵是強於政治動員，弱於經濟政策。拉美現象的歷史啟示在於，民粹的領袖註定無

法兌現他們對人民作出的宏大敘事和空洞承諾，不管是左翼還是右翼，都將被人民拋棄。對此，我們需要的是耐心和時間。

圖 9：美國式民粹的寫照：兩極化

Democrats and Republicans More Ideologically Divided than in the Past

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



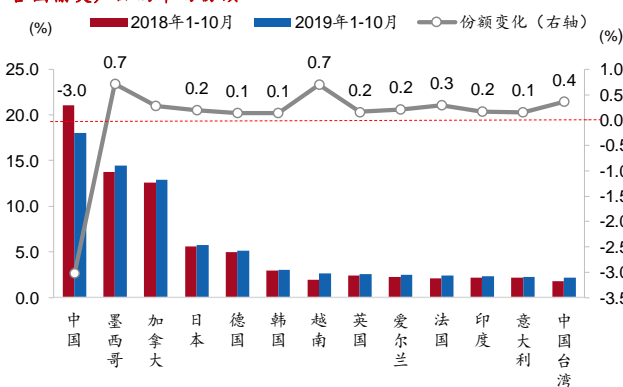
資料來源：Pew Research Center、招商銀行研究院、招銀國際證券

三、貨物貿易與資本流動的變局

第三，我們分析一下民粹主義逆全球化的背景下，國際貨物貿易與資本跨境流動的變局。

圖 10：中國出口失去部分美國市場份額

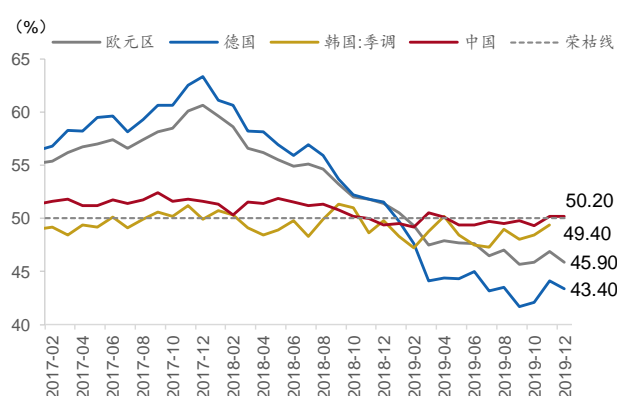
各国输美产品的市场份额



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 11：中國製造業不景氣拖累全球產業鏈

全球制造业PMI



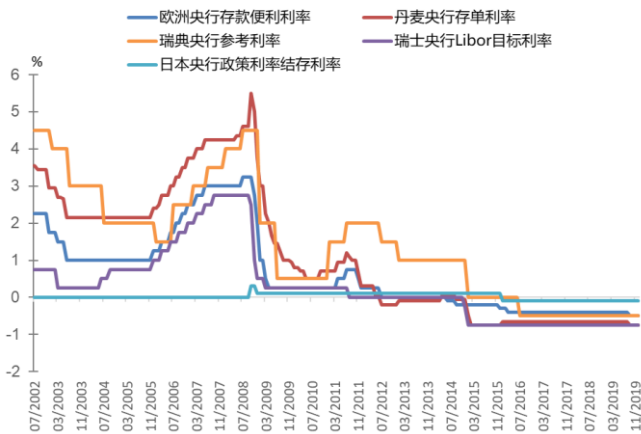
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

首先是貨物貿易，變化的端倪已經出現。2019年，中國出口產品占美國進口市場的份額減少約3個百分點，相應的墨西哥、越南、中國臺灣等的份額占比上升。中國產品失去美國市場的份額，一定程度上拖累了我國出口製造業的投資和生產。而由於中國製造在全球貿易產業鏈上的重要地位，進而導致整個貿易供應鏈的解體和重構。未來極可能呈現這

樣一種邏輯：中國出口增長特別是對美出口放緩，影響中國出口製造業的生產活動，導致中國相關進口需求回落，進而影響其它向中國出口的国家，最終拉低全球貿易活動和影響經濟增長。追溯到這條供應鏈的最前端，我們發現中國的主要進口來源國均受到不小的衝擊。例如德國、日本、韓國，製造業 PMI 明顯下滑並處於榮枯線以下。這是當前全球經濟形勢的一大特徵，即貿易活動的收縮成為制約全球經濟增長的主要因素，這一趨勢預計還將持續一段時間，直到另一條具有規模效應的貿易供應鏈出現，有能力替代中國出口。當然，這裡的變化仍有很大的不確定性。

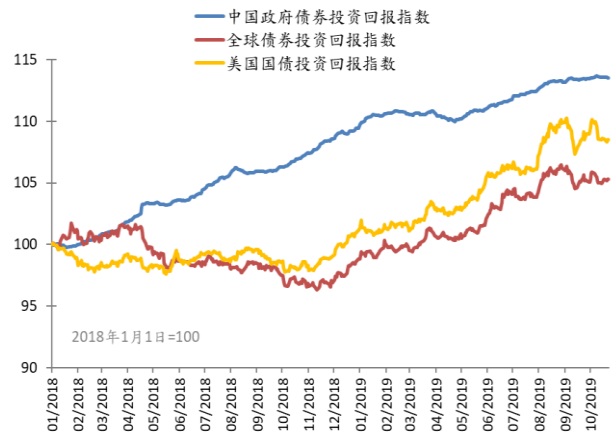
另外是資本流動，我們知道影響資本跨境流動的一個重要因素是利差，因為資本註定要追逐更高的收益率。在負利率湧現的背景下，資本如何尋找出路？如今負利率已經成為德國、日本、瑞士、瑞典等經濟體貨幣政策操作的新常態，更有向其他經濟體蔓延的趨勢。但是，中國、美國、印度、澳洲等主要經濟體還沒有進入負利率區間。國與國之間存在一定的乃至擴大的利差，這種收益率的落差將導致資金跨境流動的深刻變化。中國作為為數不多的實施正常貨幣政策的國家，中國資產不論是債券資產還是權益資產，都具有全球吸引力。在加大金融對外開放的背景下，海外投資者特別是養老金、保險公司、信託公司等長線機構投資者，在追逐收益率的驅動下，可能進一步加大中國資本市場的配置。這也可以很好地解釋過去幾年外資投資中國債市的背後動因，並且很可能是一個長期趨勢。因此，如果我們進一步加強對外開放，建立更好的制度環境，我相信中國依然是一個對國際資本有很高吸引力的國家。從這個角度講，中國資產具備配置價值的觀點是成立的，這也是能持續若干年的主題。

圖 12：已有五個經濟體實行負利率政策



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 13：中國債市的收益率具有很高吸引力



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

(本文根據丁安華先生在 2019 年 12 月 25 日西安新財富中國財富管理年會上的演講整理。)

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。