

破除 GDP 幻覺，解析“高質量”發展

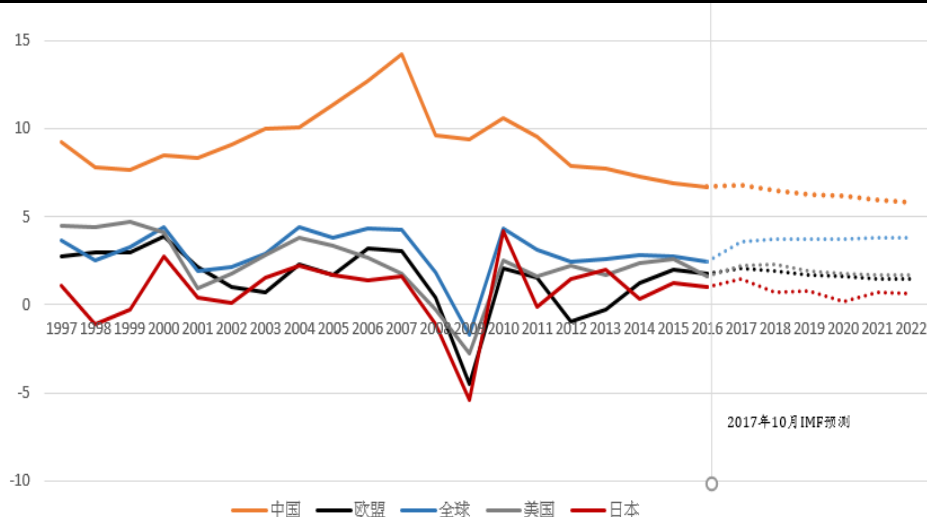
梗概：十九大的一個重要判斷是中國已由“高速增長階段”轉向“高質量發展階段”。去年底的政治局會議進一步強調，推動高質量發展是當前和今後一個時期確定發展思路、制定經濟政策、實施宏觀調控的根本要求。在中國，以 GDP 增速高低來度量經濟表現和地方政績早已成為思維定式；相較而言，“高質量發展”是個新概念，還有許多問題值得深入思考。我們究竟應該如何在“新時代”的背景理解“高質量發展”？從經濟學的角度，增速和質量之間又有怎樣的關係？

長期以來存在的 GDP 幻覺導致人們對中國經濟的判斷常常出現分歧。宏觀分析師進行經濟預測首先是 GDP 的增速，雖為 6.5 或是 6.7 爭持不下，但大多預計今年的經濟增速仍處於下行形態；而企業家、投資者乃至行業分析師的感受卻是持續改善的企業盈利和越來越強的市場信心。宏觀經濟下行與微觀盈利改善並存，這種認知矛盾的癥結就在於如何理解名義價格的影響。當前壓低 GDP 增速但改善企業盈利的主要政策工具就是供給側結構改革，去產能以及環保督查使部分傳統行業出現“速度與效益背離”的現象。供給側改革實踐的一個重要啟發是，實現高質量增長，就必須破除 GDP 速度的迷思，不再單純追求速度而忽視質量。中國人放慢些步伐，也許會走得更遠更穩一些，也更優雅一些。

中國經濟增速極低波幅背後是何力量？

從全球經濟角度看，2017 年是個重要年份。發端於美國的這場全球金融危機，終於成為歷史，世界主要經濟體進入到一個同步增長的階段。美國去年第三季度實現超過 3% 的增長，而預計在特朗普稅改政策的刺激下，今年或有更快的增長。日本經濟已經連續兩年錄得正增長，歐洲的情況也有明顯改善。總的來看，主要經濟體增勢強勁，處於穩定復蘇或加快增長階段。2018 年全球增長有望回到危機前的趨勢水準，預計增速可達到 3.8%，其中的三分之一來源於中國。

圖 1: 全球主要經濟體增速異常平穩



資料來源：IMF、招銀國際研究

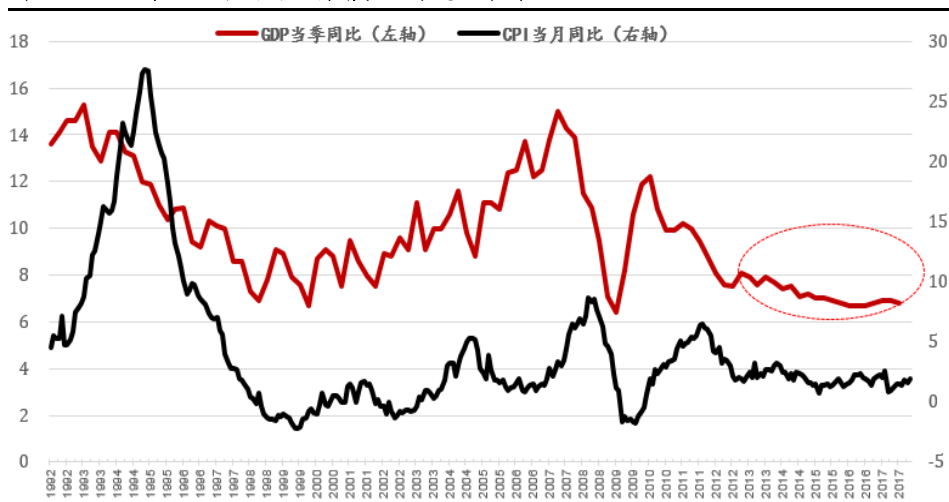
有趣的是，這一輪經濟復蘇有一個不同以往的顯著特點，就是全球經濟增長的波幅處於極低水準。由於中國對於世界經濟增速的貢獻比重大，這一特徵註定與中國經濟增速的波幅相關。事實的確如此：從 2012 年開始，也就是增速放緩至 8% 以下以後，中國經濟增速幾乎失去了波幅，呈現出一條平滑的“微笑曲線”。經濟增速似乎被某種神秘力量控制住了，這會是什麼力量呢？

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

圖 2: 波幅“消失”: 中國的經濟增長曲線更加平滑

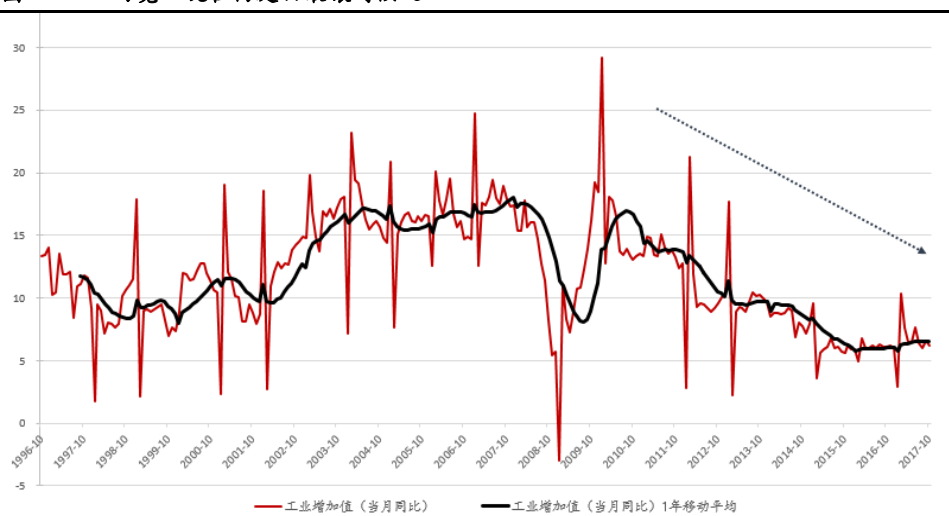


資料來源: Wind、招銀國際研究

貨幣幻覺與 GDP 幻覺

從速度來看，過去五年中國的 GDP 增速總體是下行的，儘管 2017 年有所企穩回升。而工業增加值資料看起來更糟，2012-2015 年的工業增加值增長的中樞在 8% 左右，這兩年降到了 6.5% 附近。因此一些宏觀分析師堅持認為我們的經濟還處於困難之中，依然還在 L 型的底部。

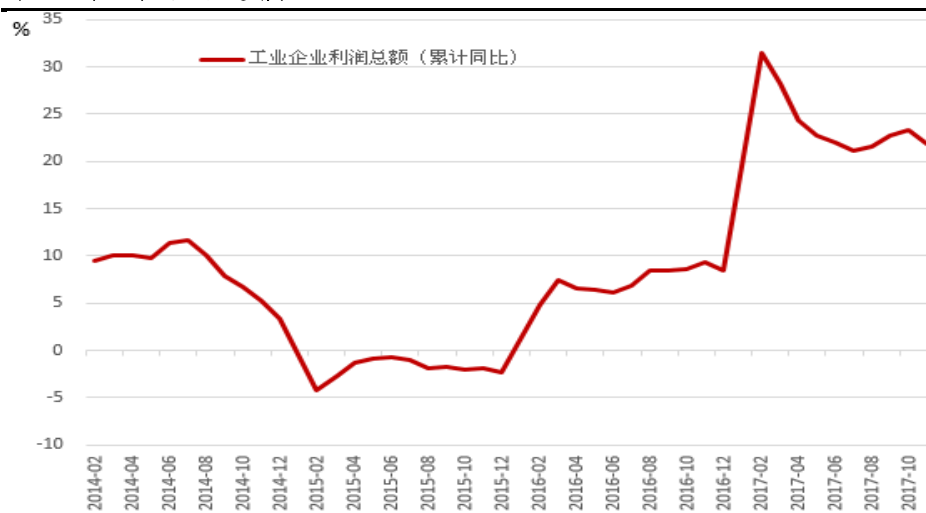
圖 3: GDP 幻覺：現在仍處於最壞時候之一



資料來源: Wind、招銀國際研究

而另一邊，企業家和投資者卻有著截然不同的看法，從收入和利潤的角度這兩年的中國經濟表現完全是另一幅圖景。2017 年工業企業利潤總額累計同比回升到 20% 的水準，企業家對於經濟環境和盈利前景也更有信心。從資本市場的表現看，盈利改善加上估值回升，上市公司股價上漲，這個邏輯不難理解。

圖 4: 工業企業利潤快速增長



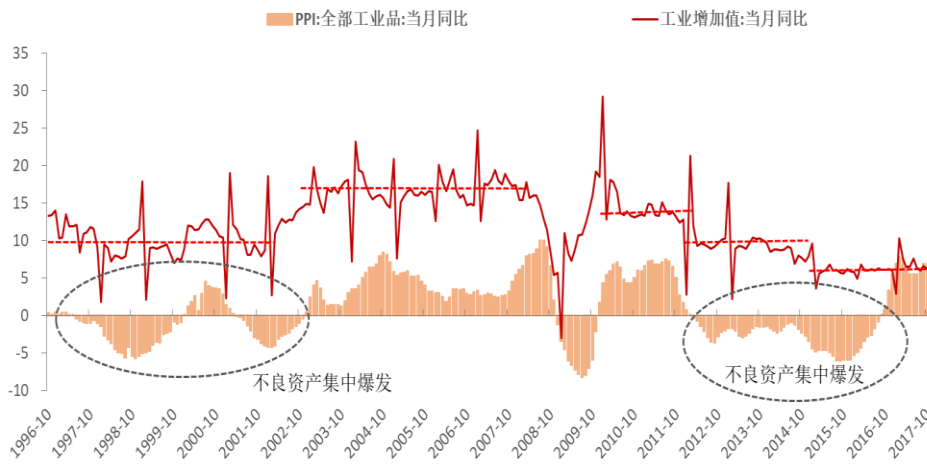
資料來源：Wind、招銀國際研究

那麼，為何在某些宏觀分析師眼中，看到的是經濟增速呈下行態勢，而在企業家和投資者眼中經濟表現卻是向好呢？其中主要的認知差異就在於他們對於價格因素的不同思考方法。宏觀經濟學習慣將價格因素剔除出去，其背後的邏輯是要破除“價格幻覺”或“貨幣幻覺”（Money Illusion），以不變價格孤立地看待增速問題。實際 GDP 的計算就是跟從這個邏輯（實際 GDP=名義 GDP/價格平減指數），是將名義 GDP 進行價格指數縮減之後得出的結果。但是，這樣的分析邏輯走到極致，就會產生另一種與“價格幻覺”剛好相反的“GDP 幻覺”（GDP Illusion），即過於關注實際 GDP 的增長速度，而忽視價格的變化。表現在兩方面：一是在實體部門出現持續通縮的情況下，會造成經濟虛假繁榮的幻覺；二是在實體部門價格出現回升的情況下，又會造成經濟增長乏力的錯覺。事實上，企業家和投資者關心的收入與利潤的增長，這裡包含著全面的名義價格資訊。宏觀的“GDP 幻覺”與微觀的“價格幻覺”都是分析方法上的陷阱，需要細心體會。

GDP 資料本身是很重要的參考評價指標，使用 GDP 等資料本身並沒有問題。真正危險的是不考慮價格因素，抱著 GDP 幻覺來分析判斷經濟，甚至將 GDP 增速異化為成為執政的目標。

從歷史上看，我國實體經濟有過兩次極為困難的時期，導致銀行不良貸款的集中大規模爆發：一是 1996-2001 年，這段時期出現了大量的不良資產，銀行體系幾乎陷入技術破產境地，催生了一系列金融改革措施。不過，反觀這個時期的經濟增速，都在 8% 的高位上，工業增加值在 10% 左右，都是很樂觀的資料。因為這種高增長是由實體部門價格通縮反推上去的。2012-2015 年情況相似，PPI 連續 54 個月負增長推高實際增長資料掩蓋了實體經濟的困境。在我們經濟最困難的時候，總有學者站出來說，中國的經濟增速比國外高多了。這就是 GDP 速度幻覺。

圖 5: GDP 幻覺與不良資產的爆發



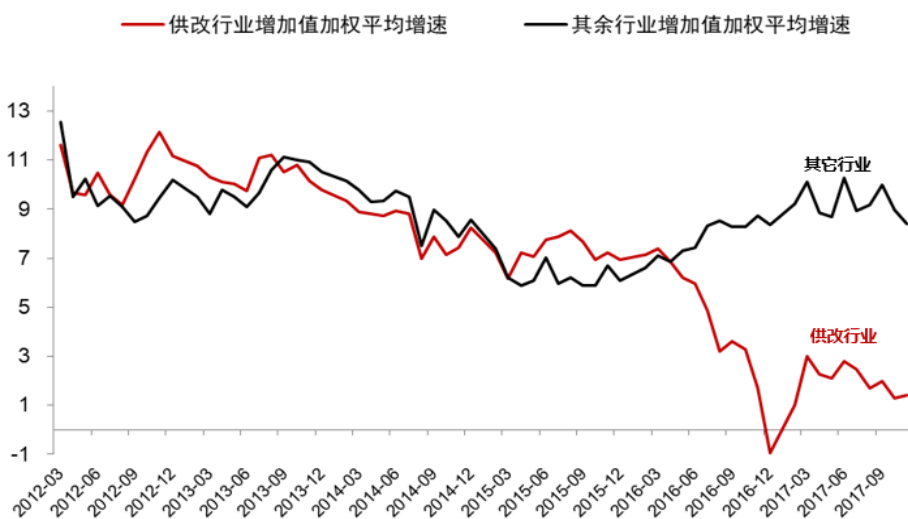
資料來源：Wind、招銀國際研究

供給側改革：壓低速度，改善質量

最近兩年供給端相關的術語大行其道，供給側結構改革（Supply-Side Structural Reform, SSSR），成為了中國經濟最關鍵的政策指引。該項政策正在對我們經濟發展的速度和質量發揮不同的影響，是時候來破解“速度與質量”這個謎團了。

供給側改革對不同行業有不同的影響，我們需要結合 GDP 增速和價格變動兩個維度來理解供給側改革的經濟效果。從工業領域看，受改革影響最直接的是“去產能”行業，特別是煤炭和鋼鐵，直接壓縮供給。影響次之的是環保督查影響大的行業，包括採掘、造紙、冶煉、水泥、化工等行業，去年行業的增加值幾乎為零。所以，供給側改革的直接效果是壓低部分行業的產出，即壓低了 GDP 的增速。

圖 6: 供給側改革壓低部分行業產出

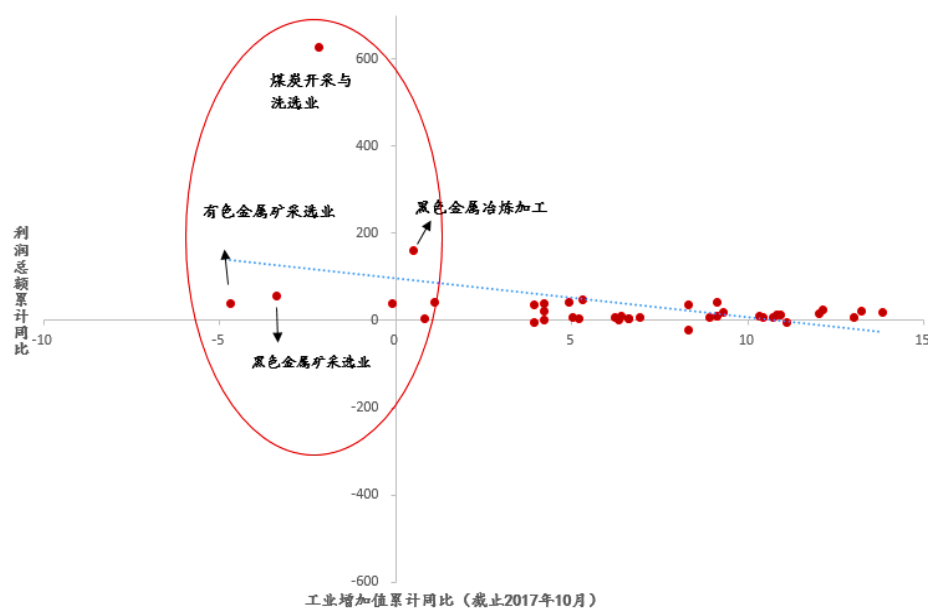


資料來源：Wind、招銀國際研究。供改行業主要為受供給側改革影響的行業，包括煤炭開採、黑色礦開採、有色礦開採、非金屬礦開採、造紙、石化煉焦、化工、化纖、黑色冶煉、有色冶煉、非金屬礦物製品等行業。

供給側改革的另一個效果，在於提高了相關行業的出廠價格，從而切實提升了企業的盈利水準。從 2016 年實施供給側改革開始，工業品價格走出為期近五年的通縮陰霾，企業經濟效益有明顯改善，利潤總額增長快速回升。

壓低經濟增速與提升企業盈利，這兩種效果共同作用產生了目前經濟增長的“速度與質量背離”現象，即行業增加值增速放緩，企業盈利改善卻在加快。2016年，鋼鐵大類的黑色金屬冶煉和壓延加工業，工業增加值同比為-1.7%，但行業盈利改善超過230%；煤炭大類的煤炭開採和洗選業，工業增加值同比是-1.5%，但行業的盈利增加224%。2017年維持了這種低增速高盈利的勢頭，環保督查使得“速度與質量背離”的現象更加普遍。1至10月，煤炭行業工業增加值同比下降2.2%，但利潤總額卻出現了629%的增長；鋼鐵行業增加值為0.5%，利潤卻增長了162%；黑色金屬礦采選業增加值同比減少3.4%，利潤增長56%；有色金屬礦采選業增加值同樣為負，利潤卻改善了44%之多。若將工業行業的增加值增長和利潤增長放在一起，可以觀察到一個有趣的現象：行業GDP增長速度越低，利潤總額的改善越明顯。

圖7：行業增加值增速與盈利增長出現反向關係



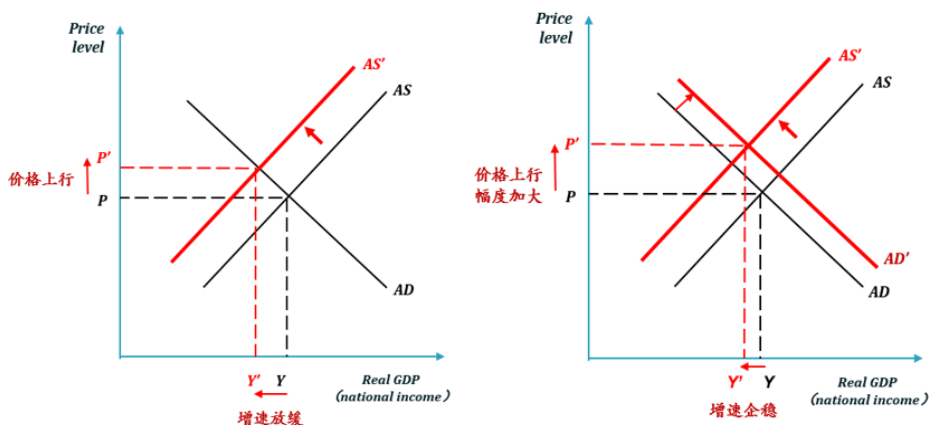
資料來源：Wind、招銀國際研究

結構轉型的經濟解釋

供給側改革對不同的部門施加不同的效果，體現為經濟結構的轉型。大體上，可以將中國的經濟部門分為傳統部門和新經濟部門。我們可以觀察這兩大部門在供給側政策影響下總供給和總需求曲線的變化，從而理解中國經濟結構轉型的方向。

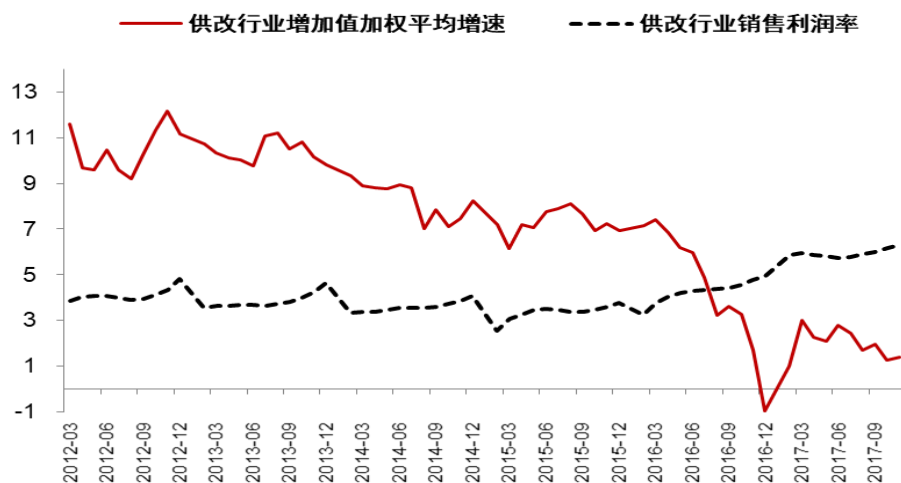
對於傳統部門，供給側改革最為關鍵的影響是供給收縮，供給曲線明顯左移。在需求曲線不變的情況下，必然導致經濟增速回落，市場均衡顯著價格上行。而放在2017年的時空背景之下，由於週邊經濟復蘇，實際需求曲線略微右移，其動態均衡的結果就是經濟增速企穩，而價格上漲加快。由此可見，供給側改革影響下，傳統部門GDP增速放緩，而企業盈利明顯改善。盈利當然是關乎發展質量的核心指標之一，供給壓縮導致速度（放緩）與質量（改善）背離，對傳統部門而言或許將成為一種常態。

圖 8: 傳統經濟部門：供給曲線左移，價格上漲



資料來源：招銀國際研究

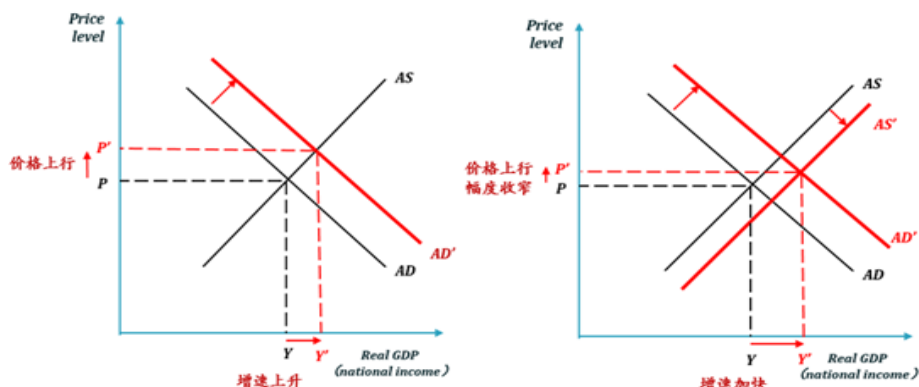
圖 9: 受供給側改革影響的傳統部門盈利改善明顯



資料來源：招銀國際研究

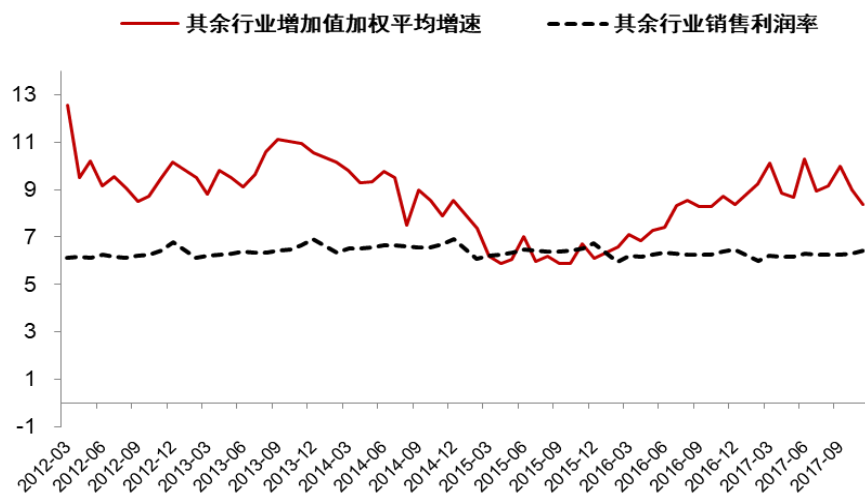
新經濟部門，代表中國經濟結構轉型的方向。新經濟部門的特徵，首先表現為需求上升，需求曲線右移，在供給曲線不變的情況下，經濟增速加快，市場均衡價格上行。隨著新經濟部門的大規模資本投入，供給自然會增多，供給曲線開始向右移，市場均衡的結果是經濟增速進一步加快，而價格上行相對而言放緩。可見，對新經濟部門而言，GDP 增速與價格變化的方向是一致的，速度（加快）與質量（改善）趨勢吻合，這可能也是新經濟部門發展的常態。

圖 10: 新經濟部門：需求曲線右移，增速加快



資料來源：招銀國際研究

圖 11: 對照其他行業利潤無顯著改善



資料來源：招銀國際研究

供給側改革對於傳統部門出現“速度與質量背離”現象有很強的解釋力。這些行業雖然出現了 GDP 增加值的下行，但價格回升盈利改善使得供求關係更加健康；行業盈利改善，有助於企業技術創新和升級換代，從而有利於結構調整、產業優化、環保投入，以及惠及更廣泛的經濟部門。在這種意義上，再糾纏於 6.5 或者 6.7 完全沒有意義。供給側改革的實踐和效果提供的重要啟發在於，要實現高質量增長，就必須破除一味追求 GDP 增長速度的迷思。我們不可再單純追求速度而忽視質量。中國人放慢步伐，會走得更遠更穩，走得更優雅一些。

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。

招銀證券投資評級

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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)2000年英國不時修訂之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。