

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。

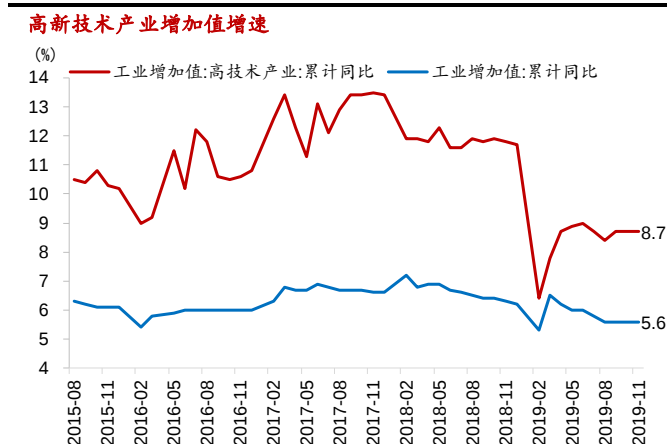
关于保增长，一个共识是中国潜在增长速度毫无疑问正处于下行通道。原因一方面是劳动生产率的进步处于停滞，另一方面是劳动人口的收缩。四十年来，我国的劳动生产率得到了极大的提升，根本的原因在于制度改革和市场开放，人们获得了基本的选择自由，生产力的解放推动了社会流动，劳动人口实现从低生产率部门向高生产率部门转移，进而提升了整体经济的生产率水平。遗憾的是，有证据显示，近年来我国劳动生产率的改善面临瓶颈，这里有更深刻的原因，不是通过技术创新就可以解决的。至于劳动人口的收缩，更是不争的事实。

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

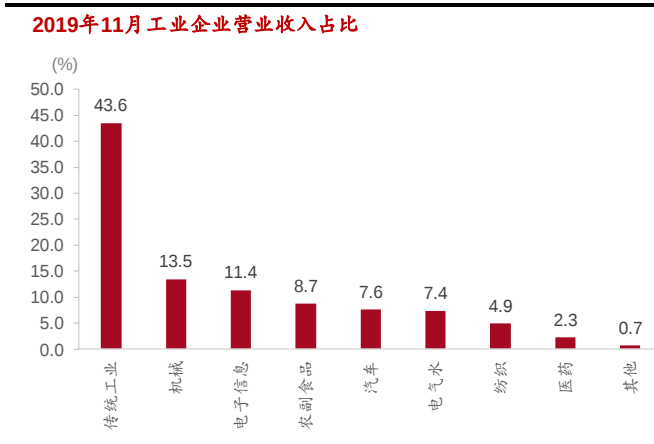
业收入占比就接近一半（44%）。短期内保增长只能以大放水、基建投资、地产投资为抓手，意味着在经济发展模式上走“回头路”。

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

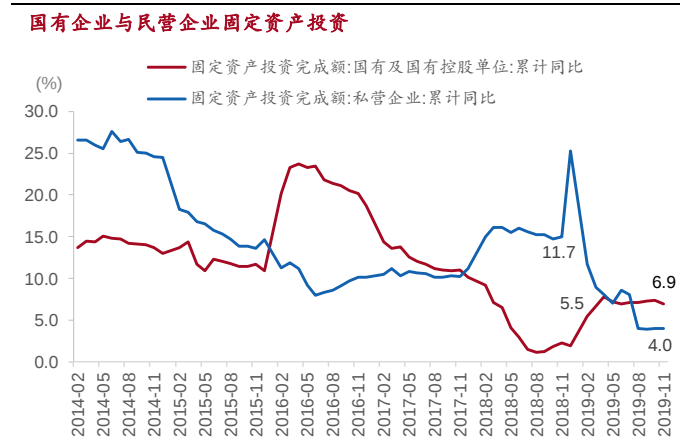
图 2：传统工业营收占比接近 50%



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

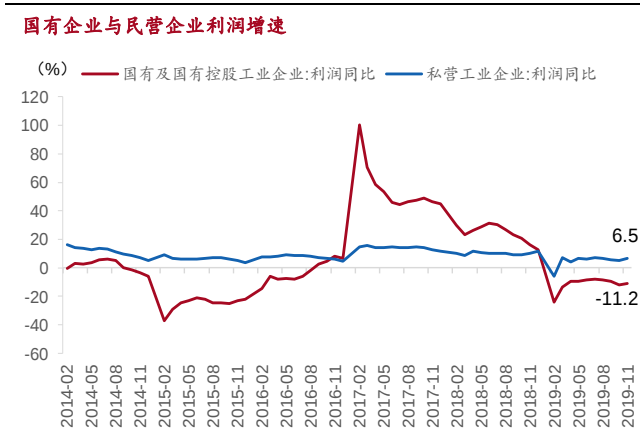
第二，过高的增长诉求，不利于民营企业的发展。因为政府要实现增长目标，必将压力施加于国有企业身上，这一方面为国企部门埋下隐患，另一方面挤出民营企业。一年来，中央政府对于民营企业的态度是积极的，然而民营企业信贷需求依然在萎缩。过于强调经济增长目标，在各级政府的压力下，国有企业必须站出来，民营企业自然退下去，使得我国经济结构出现恶化的倾向。

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



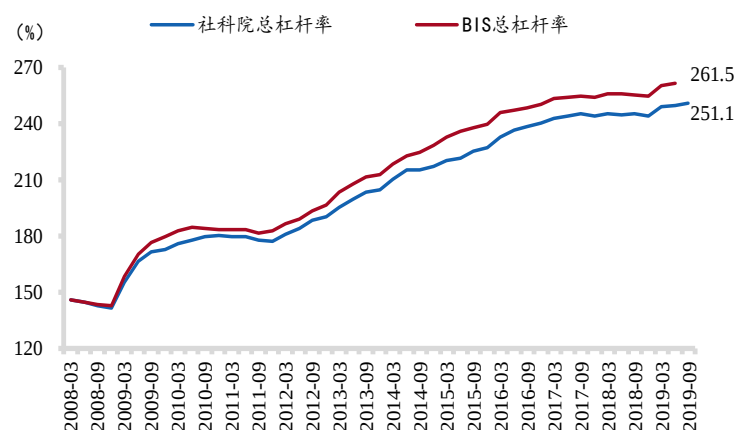
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

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

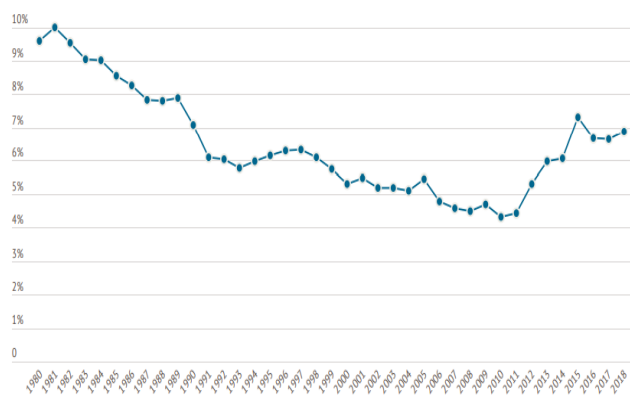
第二点，我想同大家分享的是中等收入陷阱问题。这其实是一个模糊的、有争议的甚至被错误理解的问题。我们通常把中等收入陷阱和拉美现象放在一起讨论，世界银行对于高收入国家的界定标准大约是 12500 美元/年，拉美国家特别是阿根廷、巴西、智利等国的人均国民收入水平长期处于中等水平，无法进入高收入行列。如何解释这一现象？有人提出中等收入陷阱，即存在一个难以逾越的阈值。从经济发展史的角度来看，拉美现象之所以发生，真正的原因不是这个人为界定的阈值，而是这些国家在二次世界大战之后长期实行左翼民粹经济政策之故。拉美有很多左翼民粹领袖，历史上著名的如阿根廷的贝隆、智利的阿连德、委内瑞拉的查韦斯，都是非常重要的左翼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

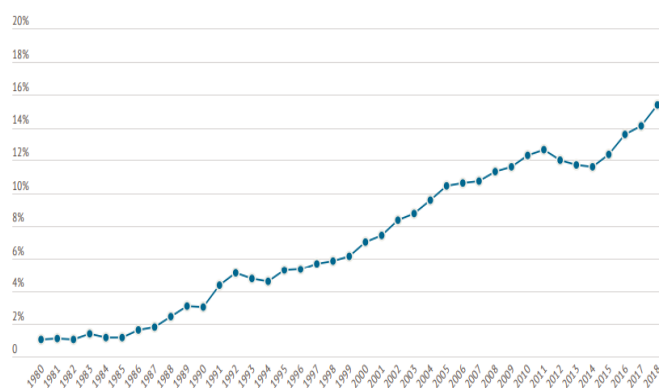
粹与民主最大的不同在于，民粹认为“民意”是多元的，对不同意识形态的政治主张持开放的态度，强调多元的群体利益和政治权力之间的制衡。

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

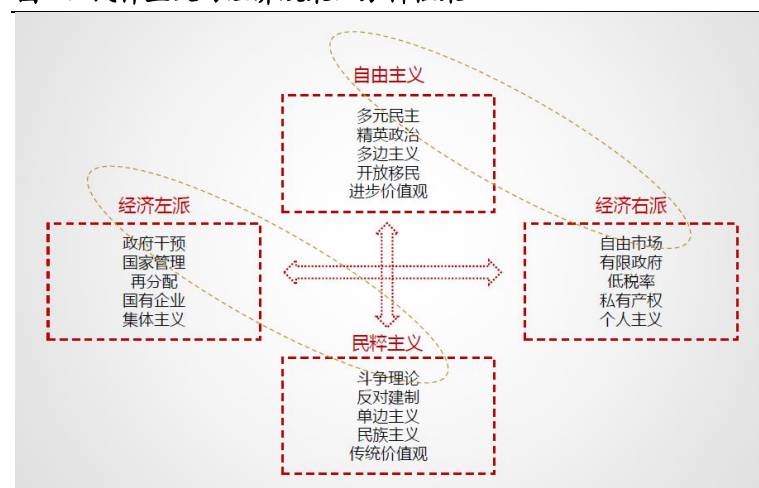
图 7：欧洲右翼民粹政党平均投票支持率不断上升



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

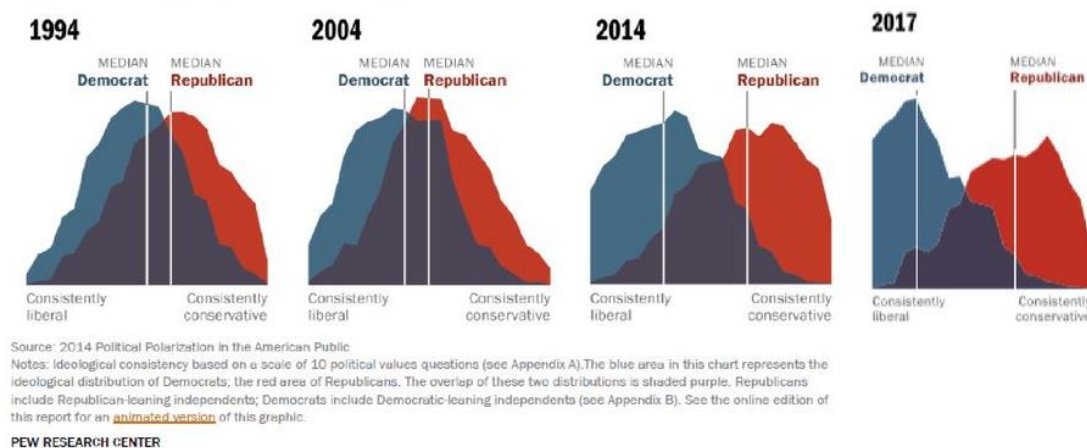
基于英美在世界秩序和全球治理中的核心大国地位，理解英美右翼民粹的未来发展就显得非常重要，它将在五年或更长的时期持续影响全球的政治、经济和贸易格局。不过，我们不必悲观。福山（Francis Fukuyama）曾说过，左翼是右翼身份政治的先驱。民粹共同的特征是强于政治动员，弱于经济政策。拉美现象的历史启示在于，民粹的领袖注定无

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

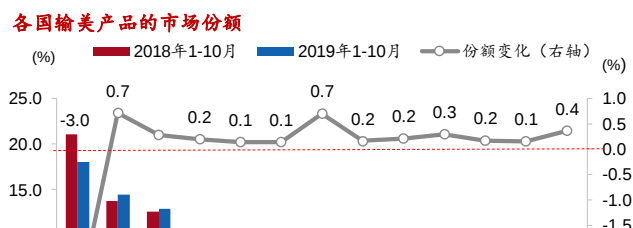
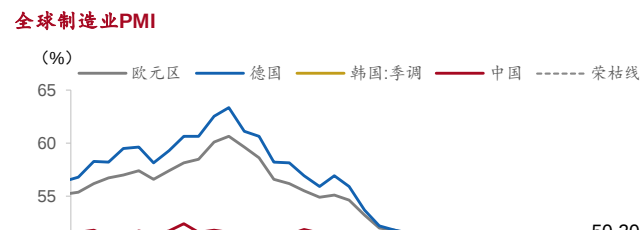


图 11：中国制造业不景气拖累全球产业链



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_8011

