

破除 GDP 幻觉，解析“高质量”发展

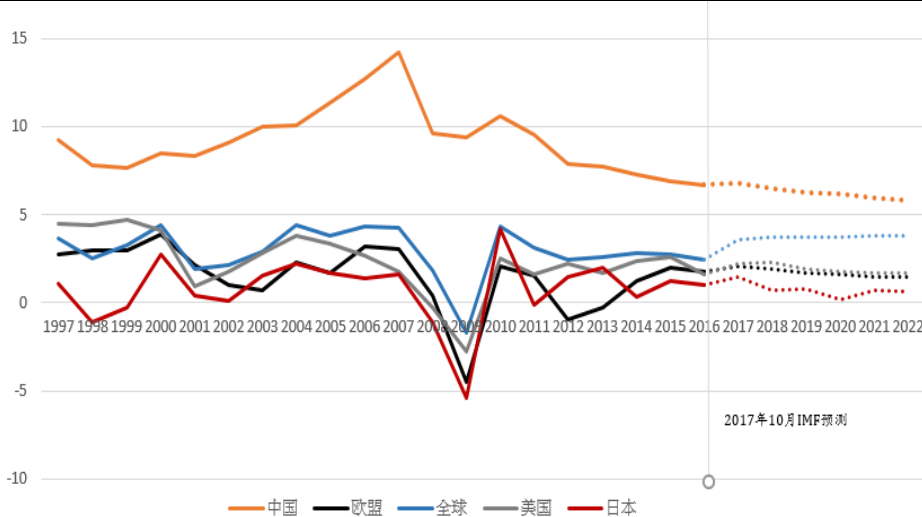
梗概：十九大的一个重要判断是中国已由“高速增长阶段”转向“高质量发展阶段”。去年底的政治局会议进一步强调，推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。在中国，以 GDP 增速高低来度量经济表现和地方政绩早已成为思维定式；相较而言，“高质量发展”是个新概念，还有许多问题值得深入思考。我们究竟应该如何“在新时代”的背景下理解“高质量发展”？从经济学的角度，增速和质量之间又有怎样的关系？

长期以来存在的 GDP 幻觉导致人们对中国经济的判断常常出现分歧。宏观分析师进行经济预测首先是 GDP 的增速，虽为 6.5 或是 6.7 争持不下，但大多预计今年的经济增速仍处于下行形态；而企业家、投资者乃至行业分析师的感受却是持续改善的企业盈利和越来越强的市场信心。宏观经济下行与微观盈利改善并存，这种认知矛盾的症结就在于如何理解名义价格的影响。当前压低 GDP 增速但改善企业盈利的主要政策工具就是供给侧结构改革，去产能以及环保督查使部分传统行业出现“速度与效益背离”的现象。供给侧改革实践的一个重要启发是，实现高质量增长，就必须破除 GDP 速度的迷思，不再单纯追求速度而忽视质量。中国人放慢些步伐，也许会走得更远更稳一些，也更优雅一些。

中国经济增速极低波幅背后是何力量？

从全球经济角度看，2017 年是个重要年份。发端于美国的这场全球金融危机，终于成为历史，世界主要经济体进入到一个同步增长的阶段。美国去年第三季度实现超过 3% 的增长，而预计在特朗普税改政策的刺激下，今年或有更快的增长。日本经济已经连续两年录得正增长，欧洲的情况也有明显改善。总的来看，主要经济体增势强劲，处于稳定复苏或加快增长阶段。2018 年全球增长有望回到危机前的趋势水平，预计增速可达到 3.8%，其中的三分之一来源于中国。

图 1: 全球主要经济体增速异常平稳



资料来源：IMF、招银国际研究

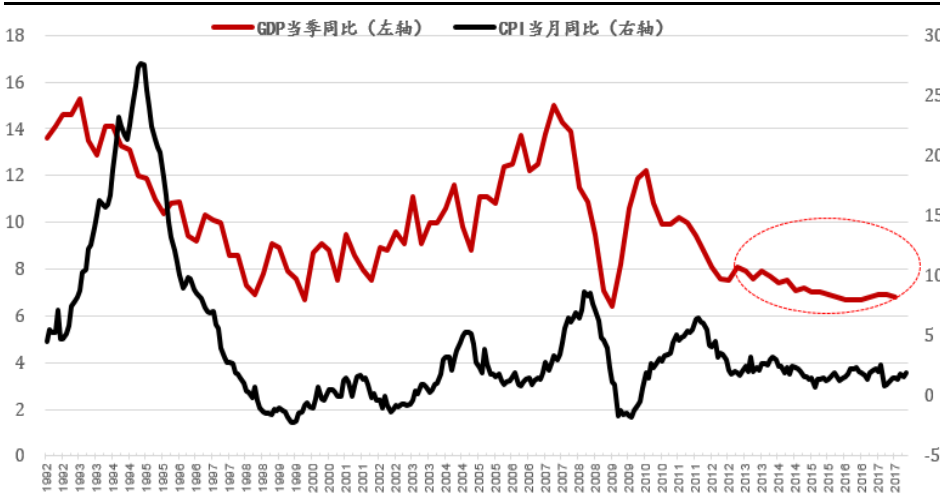
有趣的是，这一轮经济复苏有一个不同以往的显著特点，就是全球经济增长的波幅处于极低水平。由于中国对于世界经济增速的贡献比重大，这一特征注定与中国经济增速的波幅相关。事实的确如此：从 2012 年开始，也就是增速放缓至 8% 以下以后，中国经济增速几乎失去了波幅，呈现出一条平滑的“微笑曲线”。经济增速似乎被某种神秘力量控制住了，这会是什么力量呢？

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

图 2: 波幅“消失”: 中国的经济增长曲线更加平滑

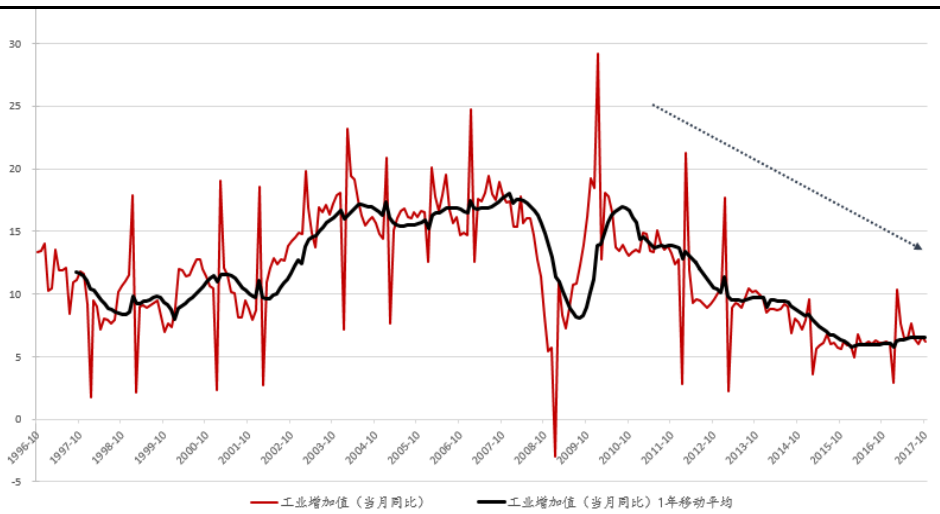


资料来源: Wind、招银国际研究

货币幻觉与 GDP 幻觉

从速度来看, 过去五年中国的 GDP 增速总体是下行的, 尽管 2017 年有所企稳回升。而工业增加值数据看起来更糟, 2012-2015 年的工业增加值增长的中枢在 8% 左右, 这两年降到了 6.5% 附近。因此一些宏观分析师坚持认为我们的经济还处于困难之中, 依然还在 L 型的底部。

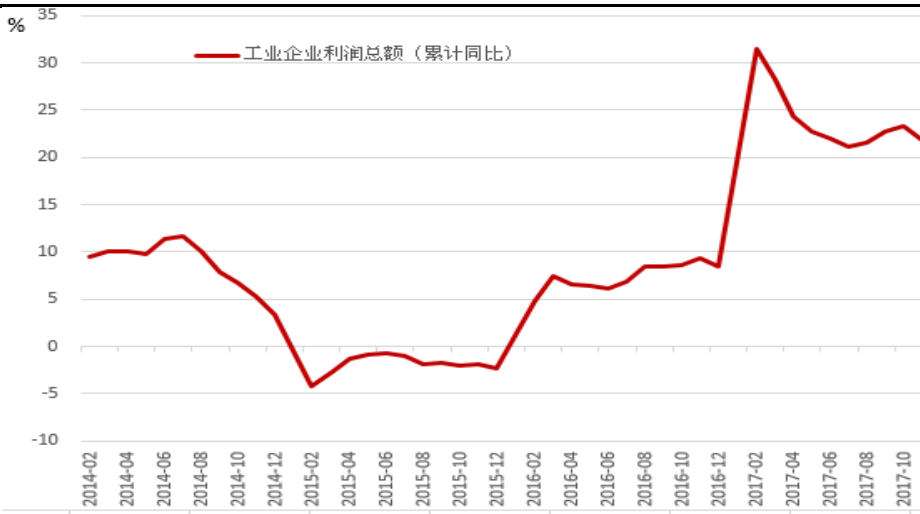
图 3: GDP 幻觉: 现在仍处于最坏时候之一



资料来源: Wind、招银国际研究

而另一边, 企业家和投资者却有着截然不同的看法, 从收入和利润的角度这两年的中国经济表现完全是另一幅图景。2017 年工业企业利润总额累计同比回升到 20% 的水平, 企业家对于经济环境和盈利前景也更有信心。从资本市场的表现看, 盈利改善加上估值回升, 上市公司股价上涨, 这个逻辑不难理解。

图 4: 工业企业利润快速增长



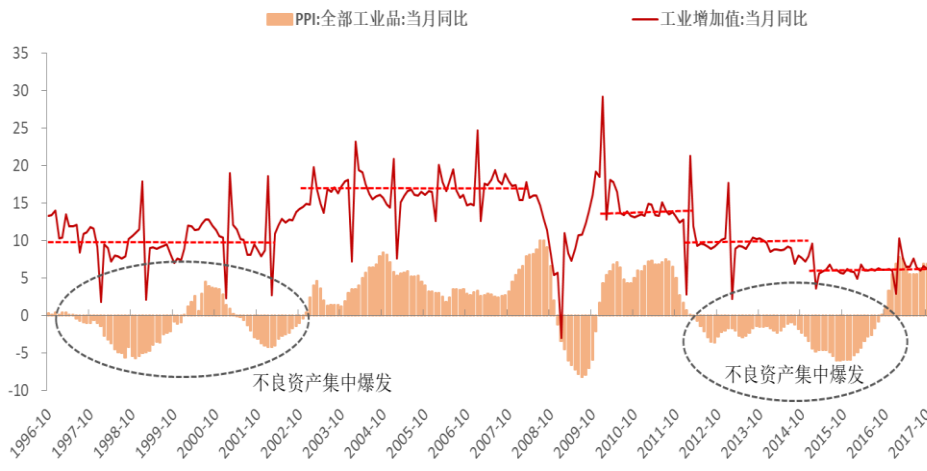
资料来源：Wind、招银国际研究

那么，为何在某些宏观分析师眼中，看到的是经济增速呈下行态势，而在企业家和投资者眼中经济表现却是向好呢？其中主要的认知差异就在于他们对于价格因素的不同思考方法。宏观经济学习惯将价格因素剔除出去，其背后的逻辑是要破除“价格幻觉”或“货币幻觉”（Money Illusion），以不变价格孤立地看待增速问题。实际 GDP 的计算就是跟从这个逻辑（实际 GDP=名义 GDP/价格平减指数），是将名义 GDP 进行价格指数缩减之后得出的结果。但是，这样的分析逻辑走到极致，就会产生另一种与“价格幻觉”刚好相反的“GDP 幻觉”（GDP Illusion），即过于关注实际 GDP 的增长速度，而忽视价格的变化。表现在两方面：一是在实体部门出现持续通缩的情况下，会造成经济虚假繁荣的幻觉；二是在实体部门价格出现回升的情况下，又会造成经济增长乏力的错觉。事实上，企业家和投资者关心的收入与利润的增长，这里包含着全面的名义价格信息。宏观的“GDP 幻觉”与微观的“价格幻觉”都是分析方法上的陷阱，需要细心体会。

GDP 数据本身是很重要的参考评价指标，使用 GDP 等数据本身并没有问题。真正危险的是不考虑价格因素，抱着 GDP 幻觉来分析判断经济，甚至将 GDP 增速异化为成为执政的目标。

从历史上看，我国实体经济有过两次极为困难的时期，导致银行不良贷款的集中大规模爆发：一是 1996-2001 年，这段时期出现了大量的不良资产，银行体系几乎陷入技术破产境地，催生了一系列金融改革措施。不过，反观这个时期的经济增速，都在 8% 的高位上，工业增加值在 10% 左右，都是很乐观的数据。因为这种高增长是由实体部门价格通缩反推上去的。2012-2015 年情况相似，PPI 连续 54 个月负增长推高实际增长数据掩盖了实体经济的困境。在我们经济最困难的时候，总有学者站出来说，中国的经济增速比国外高多了。这就是 GDP 速度幻觉。

图 5: GDP 幻觉与不良资产的爆发



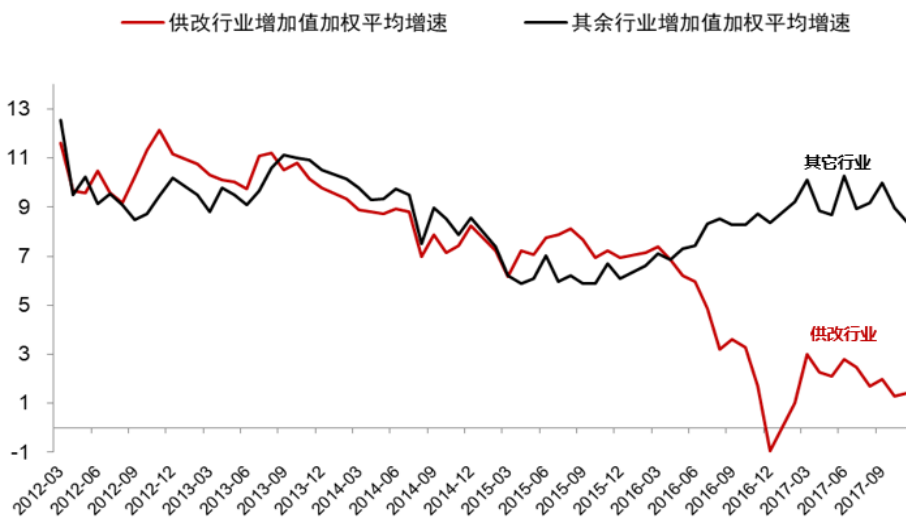
资料来源：Wind、招银国际研究

供给侧改革：压低速度，改善质量

最近两年供给端相关的术语大行其道，供给侧结构改革（Supply-Side Structural Reform, SSSR），成为了中国经济最关键的 policy 指引。该项政策正在对我们经济发展的速度和质量发挥不同的影响，是时候来破解“速度与质量”这个谜团了。

供给侧改革对不同行业有不同的影响，我们需要结合 GDP 增速和价格变动两个维度来理解供给侧改革的经济效果。从工业领域看，受改革影响最直接的是“去产能”行业，特别是煤炭和钢铁，直接压缩供给。影响次之的是环保督查影响大的行业，包括采掘、造纸、冶炼、水泥、化工等行业，去年行业的增加值几乎为零。所以，供给侧改革的直接效果是压低部分行业的产出，即压低了 GDP 的增速。

图 6: 供给侧改革压低部分行业产出

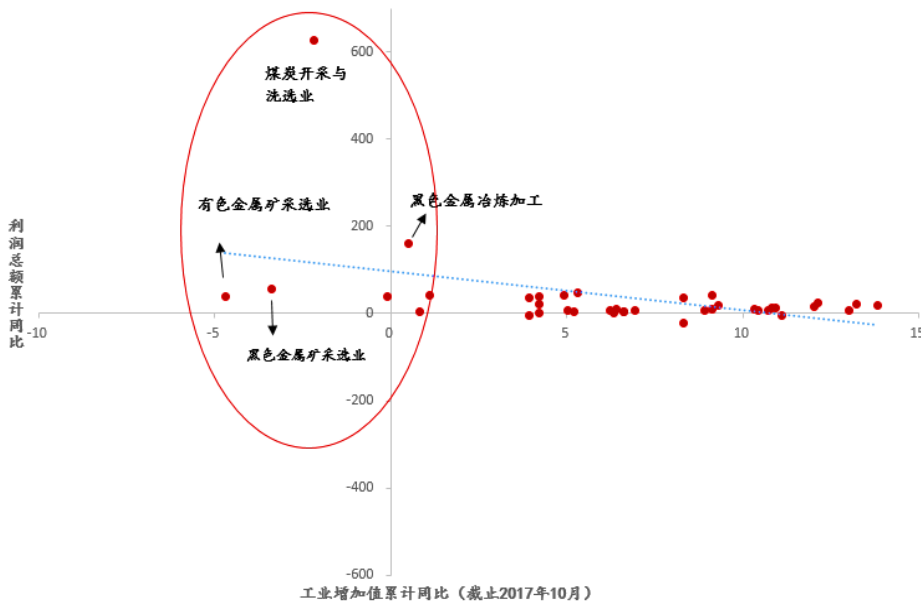


资料来源：Wind、招银国际研究。供改行业主要为受供给侧改革影响的行业，包括煤炭开采、黑色矿开采、有色矿开采、非金属矿开采、造纸、石化炼焦、化工、化纤、黑色冶炼、有色冶炼、非金属矿物制品等行业。

供给侧改革的另一个效果，在于提高了相关行业的出厂价格，从而切实提升了企业的盈利水平。从 2016 年实施供给侧改革开始，工业品价格走出为近五年的通缩阴霾，企业经济效益有明显改善，利润总额增长快速回升。

压低经济增速与提升企业盈利，这两种效果共同作用产生了目前经济增长的“速度与质量背离”现象，即行业增加值增速放缓，企业盈利改善却在加快。2016年，钢铁大类的黑色金属冶炼和压延加工业，工业增加值同比为-1.7%，但行业盈利改善超过230%；煤炭大类的煤炭开采和洗选业，工业增加值同比是-1.5%，但行业的盈利增加224%。2017年维持了这种低增速高盈利的势头，环保督查使得“速度与质量背离”的现象更加普遍。1至10月，煤炭行业工业增加值同比下降2.2%，但利润总额却出现了629%的增长；钢铁行业增加值为0.5%，利润却增长了162%；黑色金属矿采选业增加值同比减少3.4%，利润增长56%；有色金属矿采选业增加值同样为负，利润却改善了44%之多。若将工业行业的增加值增长和利润增长放在一起，可以观察到一个有趣的现象：行业GDP增长速度越低，利润总额的改善越明显。

图7: 行业增加值增速与盈利增长出现反向关系



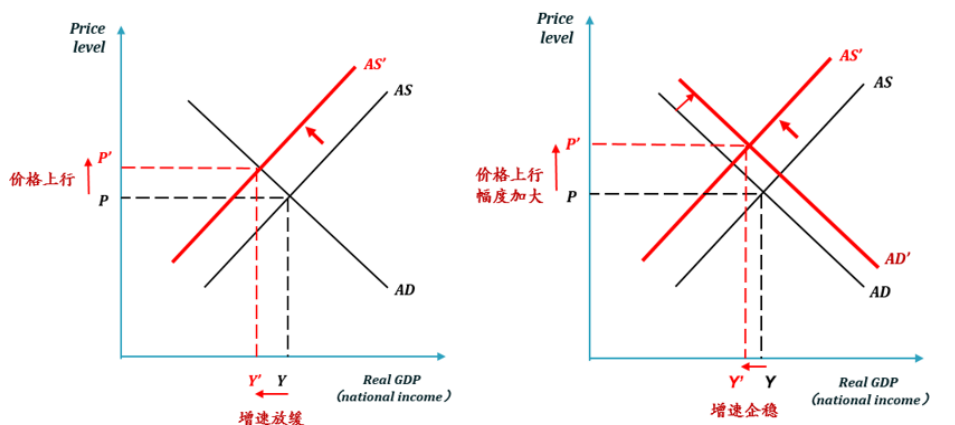
资料来源：Wind、招银国际研究

结构转型的经济解释

供给侧改革对不同的部门施加不同的效果，体现为经济结构的转型。大体上，可以将中国的经济部门分为传统部门和新经济部门。我们可以观察这两大部门在供给侧政策影响下总供给和总需求曲线的变化，从而理解中国经济结构转型的方向。

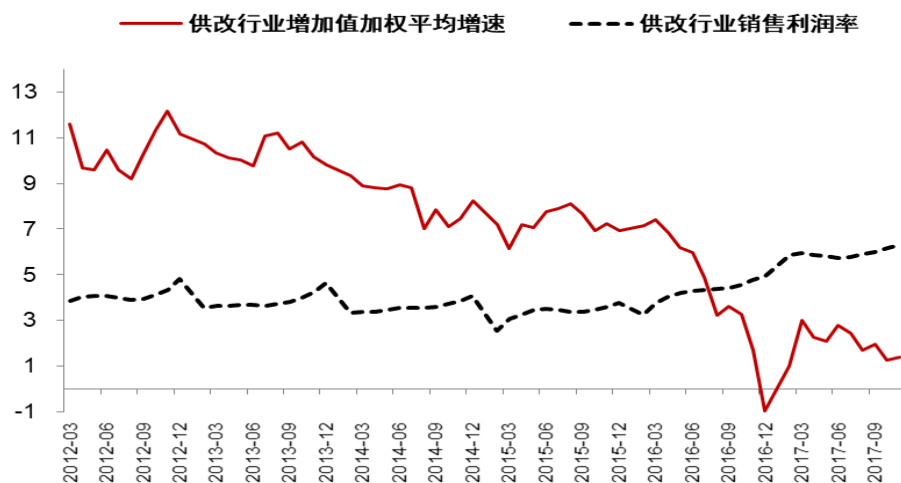
对于传统部门，供给侧改革最为关键的影响是供给收缩，供给曲线明显左移。在需求曲线不变的情况下，必然导致经济增速回落，市场均衡显著价格上行。而放在2017年的时空背景之下，由于外围经济复苏，实际需求曲线略微右移，其动态均衡的结果就是经济增速企稳，而价格上涨加快。由此可见，供给侧改革影响下，传统部门GDP增速放缓，而企业盈利明显改善。盈利当然是关乎发展质量的核心指标之一，供给压缩导致速度（放缓）与质量（改善）背离，对传统部门而言或许将成为一种常态。

图 8: 传统经济部门：供给曲线左移，价格上涨



资料来源：招银国际研究

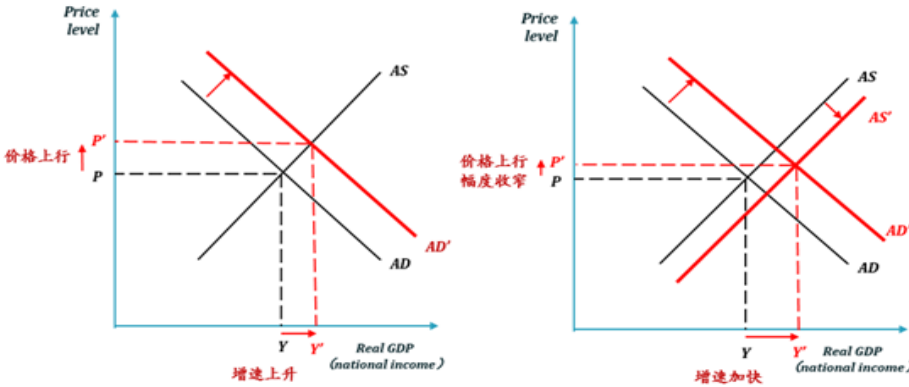
图 9: 受供给侧改革影响的传统部门盈利改善明显



资料来源：招银国际研究

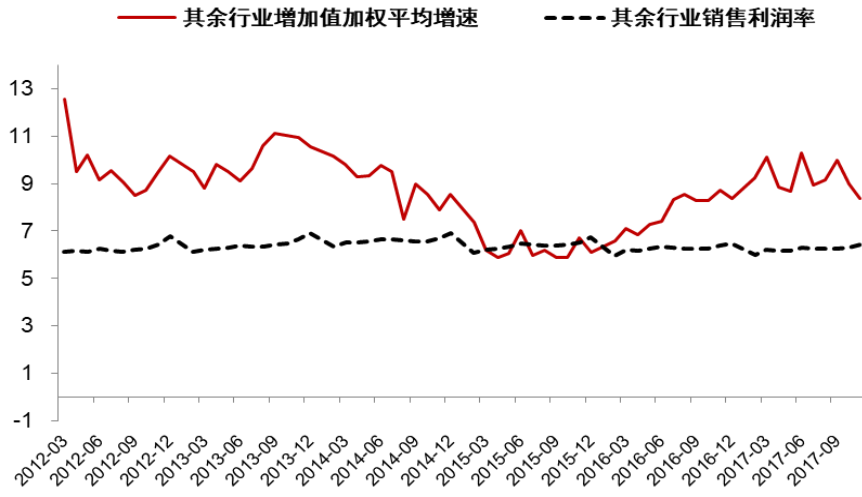
新经济部门，代表中国经济结构转型的方向。新经济部门的特征，首先表现为需求上升，需求曲线右移，在供给曲线不变的情况下，经济增速加快，市场均衡价格上行。随着新经济部门的大规模资本投入，供给自然会增多，供给曲线开始向右移，市场均衡的结果是经济增速进一步加快，而价格上行相对而言放缓。可见，对新经济部门而言，GDP 增速与价格变化的方向是一致的，速度（加快）与质量（改善）趋势吻合，这可能也是新经济部门发展的常态。

图 10: 新经济部门：需求曲线右移，增速加快



资料来源：招银国际研究

图 11: 对照其他行业利润无显著改善



资料来源：招银国际研究

供给侧改革对于传统部门出现“速度与质量背离”现象有很强的解释力。这些行业虽然出现了 GDP 增加值的下行，但价格回升盈利改善使得供求关系更加健康；行业盈利改善，有助于企业技术创新和升级换代，从而有利于结构调整、产业优化、环保投入，以及惠及更广泛的经济部门。在这种意义上，再纠缠于 6.5 或者 6.7 完全没有意义。供给侧改革的实践和效果提供的重要启发在于，要实现高质量增长，就必须破除一味追求 GDP 增长速度的迷思。我们不可再单纯追求速度而忽视质量。中国人放慢步伐，会走得更远更稳，走得更优雅一些。

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦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法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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责任。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)2000年英国不时修订之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年证券交易法规则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。