

吹尽狂沙始到金¹

高善文²

2022年7月2日

内容提要

A 股市场的历次大幅下跌，通常是流动性紧缩与盈利预期恶化相互作用的结果。而今年初至 4 月，在流动性总体平稳的环境下市场出现剧烈下跌。除了一些短期负面冲击因素之外，这一下跌反映出市场对长期经济增长前景的确定性和可见度产生了担忧。5 月以来，受估值修复和基本面改善的影响，市场转入超跌反弹的过程，这一过程有望延续。

此前我们预测，在东亚经济体转型的背景下，我国长期经济增长中枢将在 2025-2030 年期间回落到 4%-5% 的区间，并可能在此后继续减速。由于国际环境和社会制度方面的差异，我们对这一预测做了进一步补充和讨论。

通过对 1987 年以后跨过高收入门槛的大型经济体在制度环境和社会价值取向等方面的定量刻画，以及其与长期经济增速关系的对比研究，我们发现在高收入状态下，继续维持面向增长的价值取向和夯实高水平的制度环境，这对长期内继续维持较高的经济增速十分重要。

这也构成了 A 股市场不断涌现出新的、能够实现长期增长的上市公司的基本环境，从而对于奠定股市长期繁荣的基础至关重要。

¹ 本文根据作者在 2022 年 6 月 28 日安信证券 2022 年中期策略会上的演讲发言整理而成。题目出自唐代诗人刘禹锡的《浪淘沙》。此处意指今年在内外部不利因素的剧烈冲击下，A 股的估值一度接近历史极值水平，不少公司的投资价值凸显，就像大风吹沙后露出的黄金一样。随后市场终于迎来触底反弹。

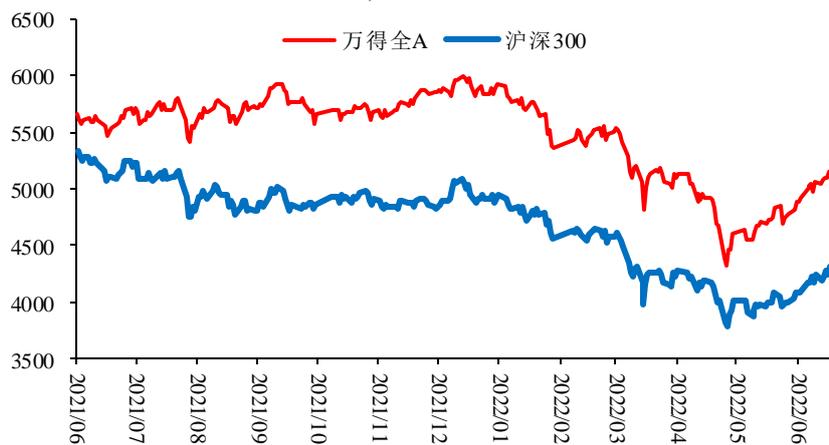
² 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

一、对当前市场情况的基本判断

如图 1 所示，今年初至 4 月底，房地产市场的调整、疫情的反复、俄乌战争的爆发，以及政策层面的变化，合并导致了国内权益市场的巨幅下跌。

图 1: Wind 全 A 和沪深 300 指数, 点



数据来源: Wind, 安信证券

4 月底 A 股市场已经下跌到了极值水平附近。

如表 1 所示，以市盈率估值，绝大部分的指数都已经回落至最后一个象限，低于 25% 分位数；以市净率估值，绝大部分的指数都在 10% 分位数以下。

此外，在 4 月底到 5 月初的这一段时间，从交易层面来观察，A 股市场对一些利空因素的反应已经明显钝化。

与历史上市场出现类似大幅下跌的背景相比，本轮市场下跌最显著的特点是，流动性层面并没有出现明显、广泛的紧缩。实际上年初以来的流动性环境基本稳定，甚至还存在小幅的放松。

过往市场的大幅下跌，往往是投资者对盈利前景的悲观预期与紧张的流动性环境相互作用的结果。而在今年前 4 个月的市场下跌过程之中，至少流动性紧缩的因素是可以排除的。

因此如果把历史上市场下跌之中，流动性紧缩所带来的影响在理论上剔除掉的话，那么可以认为，在这一轮的市场下跌中，投资者所反映出的对未来基本面的悲观预期，放在历史的估值角度来看，处于非常罕见和极端的状态。

表 1：今年指数最低点的跌幅和估值表现，%

	Wind 全 A	沪深 300	上证指数	创业板指	中证 500	中证 1000
年初至最低点跌幅	-27.0	-23.4	-20.7	-35.3	-28.9	-34.3
最低点的 PE 分位数	30.0	27.2	17.8	20.0	0.0	6.9
最低点的 PB 分位数	3.1	9.6	0.4	50.0	0.0	5.1

数据来源：Wind，安信证券；指数最低点选取时间为 2022 年 4 月 26 日；估值数据创业板起始于 2010 年 6 月 1 日，中证 1000 起始于 2014 年 10 月 17 日，其余数据起始于 2010 年 1 月 1 日。

直到今年 5 月初，如此极端的估值水平，可能已经完全吸收了一系列与基本面有关，包括已经发生、或可以预期的利空因素，甚至存在过度吸收的情况。

此后，除了市场通过自身交易力量推动的反弹以外，一些基本面因素也开始逐渐好转。比如疫情得到控制、银行信贷投放改善、流动性环境更趋宽松、稳增长政策发力、以及监管对前期政策的修正。

在这样的条件下，近两个月市场出现了明显的反弹。站在当下，我们倾向于认为，市场仍然处在由估值修复和基本面因素改善所推动的反弹进程中。结合交易面、基本面等情况来看，这一进程有望延续。

二、迈向 2035 年中等发达国家的困难和挑战

当回过头来反思今年初至 4 月市场大幅下跌时，除了众所周知的短期因素影响之外，一个不可忽视的因素是：市场对长期经济增长前景的确定性和可见度产生了忧虑。

在此背景下，有必要对中国经济长期增长的前景做进一步的评估，讨论的起点在于一个大概率发生的事件——中国即将跨过世界银行定义的高收入经济体的门槛。

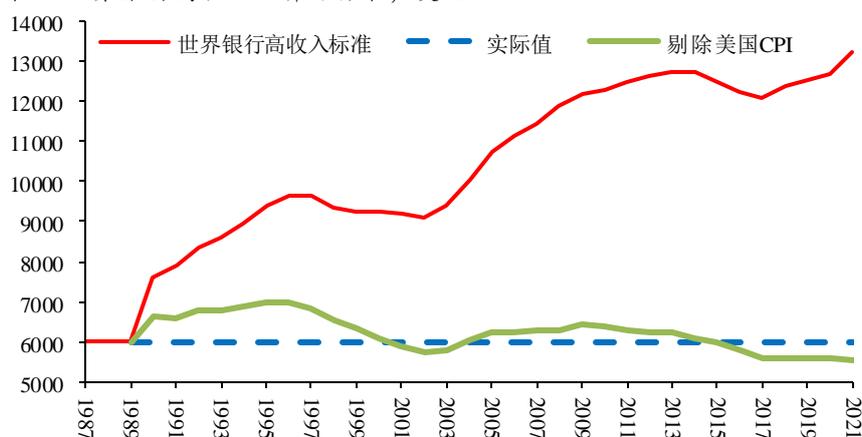
（一）我国即将跨过世界银行定义的高收入经济体门槛

如何衡量一个经济体人均收入水平的高低？

世界银行曾在 1987 年划定了高中低收入经济体的不同门槛。其中高收入组的门槛被确立为当年的 6000 美元/人。此后，世界银行通过对特别提款权国家的 GDP 平减指数进行加权处理，以此作为收入门槛的通货膨胀调整系数。

所以这一门槛自 1987 年以来在不变价层面没有发生变化，本质上是一个 30 多年来的固定标准，如图 2 所示。

图2：世界银行高收入经济体标准，美元/人



数据来源：Wind，安信证券

注：世界银行为了固定收入类别的门槛值，每年按照特别提款权（SDR）国家（当前为中、日、英、美、欧）GDP 平减指数的加权平均值进行通胀调整。

因此，当面对一个固定标准时，只要一个国家能够维持长期经济增长，理论上迟早都能跨过高收入门槛。但在现实层面上，晚近数据所反映的情况并非如此。

以世界银行今年 7 月 1 日公布的最新数据来看，在全球 217 个经济体之中，截至 2021 年仅只有 81 个经济体被划入高收入组别，如表 2 所示。这表明即使在门槛固定的条件下，迄今为止大多数经济体仍未能成功晋升为高收入经济体。

尽管从数量来看，目前有约 37% 的经济体进入了高收入组，但其中人口不足 100 万人的经济体有 27 个（12.4%）。而整个高收入组的人口总量占全球比重为 15.7%、GDP 总量占全球比重为 63.1%³。这说明全球仍有近 6/7 人口的生活水平还处于中等收入及以下的状态。

所以从人口的角度来看，尽管世界银行设定了一个不算太高、并且固定的高收入门槛，但是全球绝大部分的人口迄今为止仍然处在这一门槛以下。

³ 世界银行于今年 7 月 1 日最新公布的高收入经济体为 81 个，仅罗马尼亚和巴拿马在高收入门槛附近徘徊，而由于世界银行图表集法下的 2021 年人均 GNI 预计在 2023 年公布，故此处仍使用 2020 年数据。

表 2：世界银行标准下的高收入经济体

1987年之前成为高收入经济体		1987年之后成为高收入经济体（括号内数字为跌出高收入组的时点）					
澳大利亚	爱尔兰	1988	塞浦路斯	1997	斯洛文尼亚	2007 (2015)	赤道几内亚
奥地利	以色列	1989	巴巴多斯	2002	安提瓜和巴布达	2011	圣基茨和尼维斯
巴哈马	意大利	1989	马耳他	2006	捷克共和国	2012	智利
比利时	日本	1989	波多黎各	2006	爱沙尼亚	2012	立陶宛
百慕大	科威特	1989	安道尔	2006	特立尼达和多巴哥	2012 (2015)	俄罗斯
文莱达鲁萨兰国	卢森堡	1990	法属波利尼西亚	2007	匈牙利	2012	乌拉圭
加拿大	荷兰	1990	圣马力诺	2007	阿曼	2014 (2015)	阿根廷
海峡群岛	新西兰	1991	开曼群岛	2007	斯洛伐克共和国	2014	塞舌尔
丹麦	挪威	1993	列支敦士登	2010	圣马丁 (法国)	2014 (2015)	委内瑞拉
法罗群岛	卡塔尔	1994	中国澳门	2008	克罗地亚	2015	英属维尔京群岛
芬兰	新加坡	1994	摩纳哥	2009	直布罗陀	2015	瑙鲁
法国	西班牙	1994	葡萄牙	2009	拉脱维亚	2016	帕劳
德国	瑞典	1994	韩国	2009	波兰	2017 (2020)	巴拿马
格陵兰	瑞士	1994	新喀里多尼亚	2009	特克斯和凯科斯群岛	2019 (2020)	毛里求斯
中国香港	中国台湾	1994	北马里亚纳群岛	2010	库拉索	2019 (2020)	罗马尼亚
冰岛	阿拉伯联合酋长国	1995	希腊	2010	圣马丁 (荷兰)		
沙特阿拉伯	英国	1995					
巴林	美国	1995					
关岛	维尔京群岛	1995					
阿鲁巴岛		1996					

数据来源：世界银行，安信证券；罗马尼亚和巴拿马在世界银行 7 月 1 日公布的最新数据中，重返高收入组。

在过去几十年里，对全球经济格局来讲，最引人瞩目、令人惊叹的变化，就是中国经济的高速增长以及人均收入水平的大幅上升。

截至 2021 年，以美元计价的中国人均 GDP 已达到 12551 美元/人⁴。而世界银行于今年 7 月 1 日最新公布的 2021 年高收入门槛为 13205 美元/人⁵，因此中国与此门槛值的距离仅约 5%，如图 3 所示。

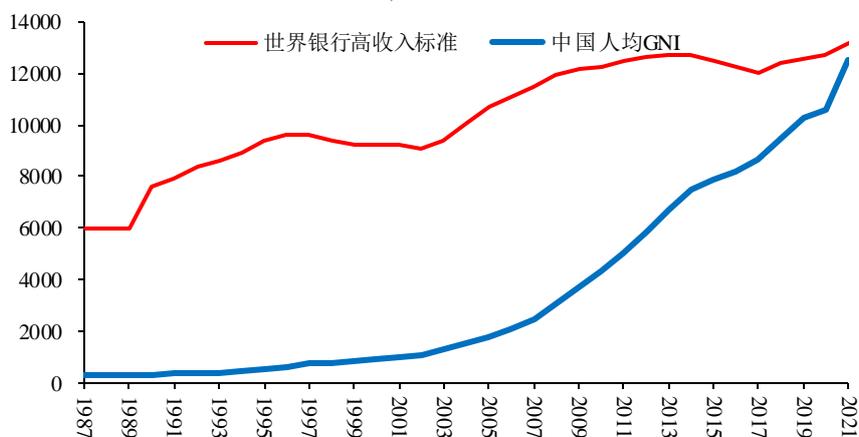
我们曾在两年多以前预测中国将于 2022 年跨过高收入门槛，但由于出现了一些内外部的冲击，例如疫情形势的变化、全球通胀的上行、美联储加息以及美元大幅升值等，这些冲击使得中国在 2022 年能否跨过这一门槛出现变数。

但是尽管如此，在不太遥远的将来，中国正式成为世界银行所定义的高收入经济体，应该是没有悬念的。

⁴ 中国 2021 年世界银行图表集法的人均 GNI 尚未公布，由人均 GDP 替代，二者差异较小。

⁵ 6 月 28 日策略会召开时，世界银行尚未公布这一标准，我们通过使用相同的通胀系数调整方法，当时预测的数值为 13085 美元/人。

图3: 世界银行高收入经济体标准, 美元/人



数据来源: Wind, 安信证券

注: 2021年世界银行高收入标准为7月1日最新公布值; 中国2021年世界银行图表集法的人均GNI尚未公布, 由人均GDP替代, 二者差异较小。

(二) 我国迈向2035年中等发达国家所需的经济增长

在我国人均GDP十分接近高收入经济体门槛的情况下, 政府以及市场参与者将目光投向了更远处, 即中国要在2035年跨入中等发达国家的行列。

那么, 中等发达国家究竟是一个什么样的发展水平呢?

目前来说, 国际上尚未有统一的标准和定义。如表3所示, 即使一些国际组织对此进行了部分定义, 但不同组织基于其自身性质的考虑, 对发达经济体定义的侧重也不尽相同。

例如, 在参考GDP等“硬指标”的同时, OECD也强调价值观以及政策法规

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_43503

