

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。

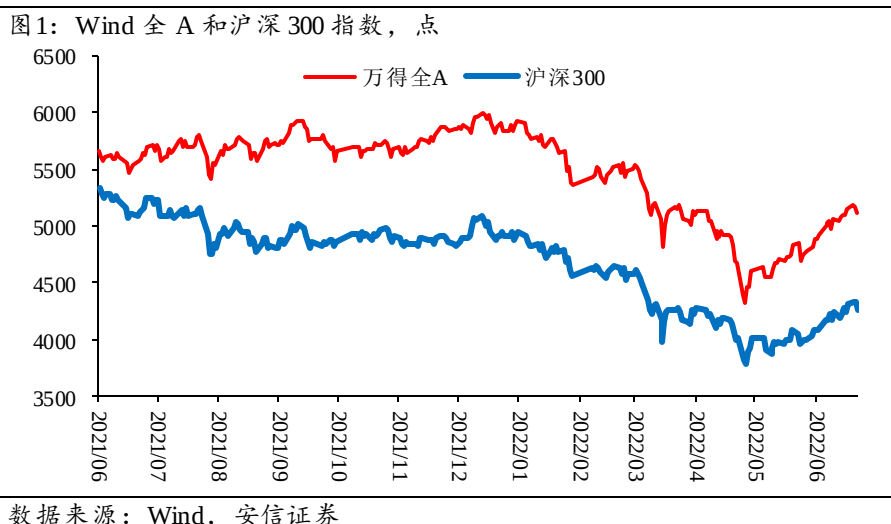
1 本文根据作者在 2022 年 6 月 28 日安信证券 2022 年中期策略会上的演讲发言整理而成。题目出自唐代诗人刘禹锡的《浪淘沙》。此处意指今年在内外部不利因素的剧烈冲击下，A 股的估值一度接近历史极值水平，不少公司的投资价值凸显，就像大风吹沙后露出的黄金一样。随后市场终于迎来触底反弹。

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。



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。

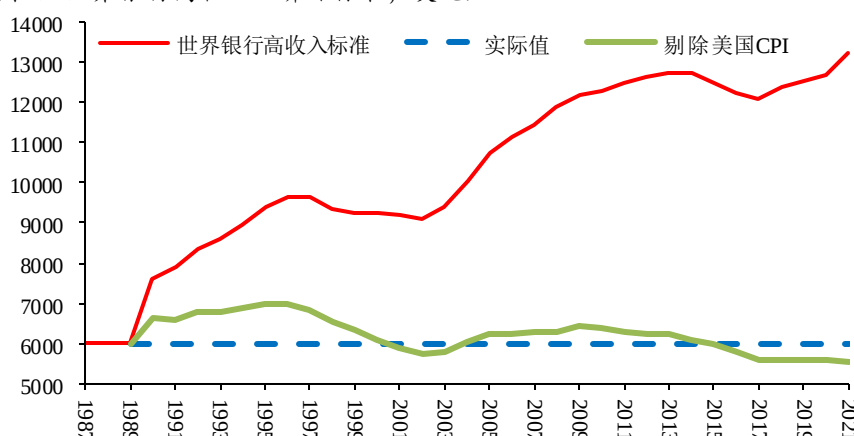
（一）我国即将跨过世界银行定义的高收入经济体门槛

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	1990	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	1991	圣马力诺	2007	阿曼	2014（2015）	阿根廷
海峡群岛	新西兰	1993	开曼群岛	2007	斯洛伐克共和国	2014	塞舌尔
丹麦	挪威	1994	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	1995	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	1995	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	1996	希腊	2010	圣马丁（荷兰）		
沙特阿拉伯	英国						
巴林	美国						
关岛	维尔京群岛						
阿鲁巴岛							

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。

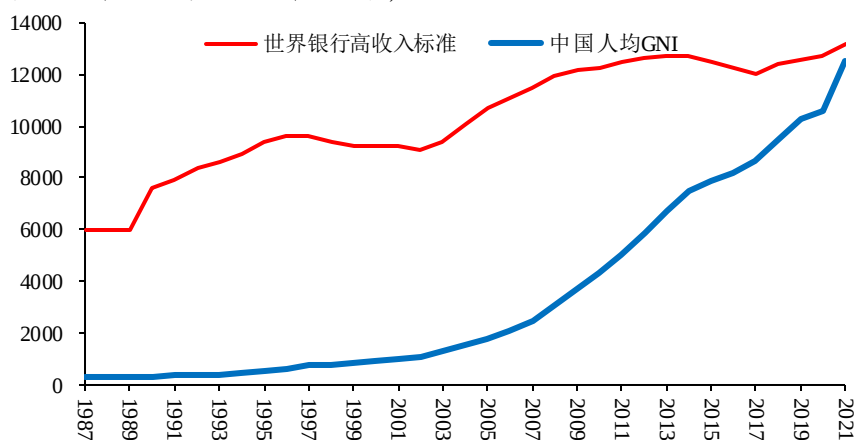
我们曾在两年多以前预测中国将于 2022 年跨过高收入门槛，但由于出现了一些内外部的冲击，例如疫情形势的变化、全球通胀的上行、美联储加息以及美元大幅升值等，这些冲击使得中国在 2022 年能否跨过这一门槛出现变数。

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，应该还是没有悬念的。

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与国际接轨的程度，IMF则更加关注出口的多样性以及国际收支情况，而联合国较为重视预期寿命和受教育年限等指标。

表 3：国际组织对发达经济体的定义

机构	发达经济体标准或组织成员标准
IMF	IMF 称其分类主要参考人均 GDP，出口多样性（排除人均 GDP 较高的单一资源出口国），国际收支数据；但其强调这些并不是决定经济体分类的唯一因素，这些分类也不是基于严格的经济或其他标准，它随着时间的推移而发展；近年来大多数列入发达经济体的样本都与加入欧元区有关，例如立陶宛。
OECD	该组织文件宣称，申请加入的经济体必须遵守两点基本价值观：(1) 致力于法治和保护人权的民主社会；(2) 开放、透明和自由市场经济；在申请过程中需经过贸易、卫生、农业、教育、科技、投资等方面的专业评估和审查，并对现有政策法规体系做出相应调整，与国际标准接轨。
联合国	这一样本从 2010 年以来未发生变化；36 个经济体基本是联合国高人类发展指数排名靠前的样本，2020 年全球共有 66 个高人类指数经济体；指数由人均 GDP、预期寿命、受教育年限和预期受教育年限组成，其缺点在于分项指标间高度相关。

资料来源：IMF、OECD、UN、安信证券

在这样的背景下，我们试图通过对国际组织的成员以及其认定的发达经济体进行人均 GDP 的比较，以不同组别的人均 GDP 中位数或 33% 分位的水平来界定何为“中等”。

表 4 展示了不同国际组织标准下这一“中等”水平的具体情况。

表 4：不同国际组织样本下的中等发达经济体人均收入水平

组织	发达经济体（或高收入经济体，个）	人均 GDP 中位数（万美元）	人均 GDP 33% 分位数（万美元）
世界银行	53*	3.2	2.3
OECD	38	4.0	2.3
联合国	36	4.0	2.5
IMF	40	4.1	3.2

数据来源：IMF、WB、OECD、UN、安信证券；主要参考 2020 年现价水平；2020 年世界银行 80 个高收入经济体中，人口不足 100 万的有 27 个，在计算时予以剔除。

在此分类下，如果认为中等发达国家是该群体的中位数水平，则人均 GDP 应该在 4 万美元/人左右，至少不应明显低于 3.2 万美元/人。假设不考虑未来通货

通胀和汇率的影响，基于 2021 年中国人均 GDP 的 1.25 万美元，要在 2035 年达到 3.2-4 万美元的水平，不能说完全没有可能，但至少难度也是相当大的。

但是如果类比世界银行的做法，将发达经济体按人均 GDP 分为高、中、低三组，以中间组的下限，即 33%分位数作为中等发达经济体的门槛，则这一标准约在 2.3-3.2 万美元/人。

综合考虑不同组别的样本差异以及我国自身人均收入翻一番目标等因素来看，我们所理解的“中国进入中等发达国家序列”的标准，即是在 2035 年我国人均 GDP 达到 2.5 万美元/人（不变价）。

如表 5 所示，以 2021 年的 1.25 万美元/人为起点，在未来 14 年达到 2.5 万美元/人这一门槛所需的年均复合 GDP 实际增速约 5%。

表 5：达到中等发达国家标准所需的经济增速和汇率

中国	2021 年	2035 年	至 2035 年的实际 GDP 复合增速（跨度为 14 年）
人均 GDP（万美元/人）	1.26	2.5	5.0%
人民币实际有效汇率指数	100（定基数）	114.9	4.0% （叠加汇率每年升值 1%）
美元兑人民币	6.5	5.7	

数据来源：IMF、WB、OECD、UN、安信证券

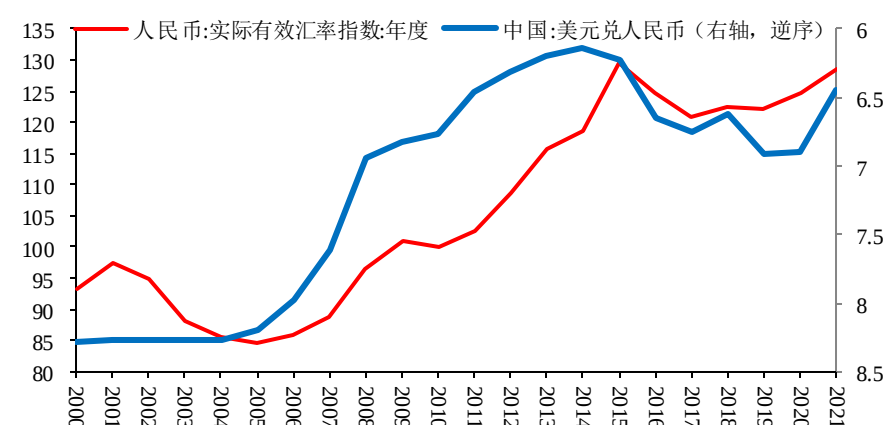
一些学者和市场参与者认为，5%的长期经济增速是有可能实现的，但是也需要付出很多努力。然而由于人均 GDP 基于美元计价，此处的计算还需要考虑汇率的影响。

如图 4 所示，过去 20 多年剔除通胀后的人民币实际有效汇率指数基本上保持年均 1.3%以上的增速，这背后反映出了我国国际竞争力和劳动生产率持续上升等诸多因素的影响。

如果在未来增长之中，考虑到国内劳动力市场富有弹性、工资增速稳定的话，那么人民币汇率可能延续此前的升值趋势。

在此条件下，若到 2035 年，我国 GDP 以本币计价的实际复合增速能够保持 4%，叠加 1%或略多一点的汇率升值，就能够达到 2.5 万美元/人的中等发达国家门槛，实现晋升中等发达国家序列的目标。

图4：人民币实际有效汇率指数与美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，安信证券

注：1997-2021 年人民币实际有效汇率指数年均增速为 1.3%

(三) 在东亚经济体转型背景下考察我国的长期经济增长

基于上述对中等发达国家标准的讨论，接下来进一步考察中国经济增长的长期趋势。

三年前我们提出了一个基本的研究思路，即：将中国的经济增长放到其他东亚经济体的历史增长中进行对标。

这样做的假设在于，经济增长和发展的过程基本上是一种重复。

尤其是对于追赶型经济体而言，其经济增长和发展的历程，是对已经实现长期高速增长、人均收入达到高水平的经济体所经历的增长过程的一种重复。

而之所以将中国放在东亚经济体长期增长背景下来看待，主要的想法是中国与日本、韩国、中国台湾有着非常相似的文化背景和历史传统。

比如说，这些地区的人民十分节俭，储蓄率居于全球高位；工作勤奋，看重现世生活的幸福；重视教育，人力资本积累迅速；整体上服从权威、遵守秩序等。

以上特征均有利于经济发展，促使这些经济体在现代化过程中维持了非常惊人的长期经济增速。

沿着这样的思路出发，通过人均 GDP、第二产业相对第三产业占比等指标，如表 6 所示，可以发现中国 2010 年的经济发展程度，相当于 1968 年前后的日本、1991 年前后的韩国和 1987 年前后的中国台湾。

在这样的条件下，把中国的 GDP 增长率，与其他东亚经济体进行对比，其表现的趋势是比较接近的，包括在过去十年中国的经济减速与他们在历史上所经历的也是十分相似的。

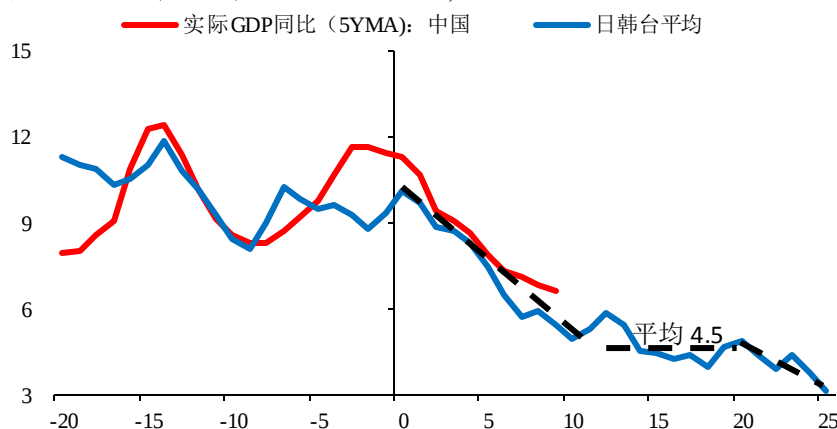
表 6：中国发展阶段与日本、韩国以及中国台湾的对标，年

经济体	中国	日本	韩国	中国台湾
对标基准	2010	1968	1991	1987

数据来源：安信证券

注：对标阶段主要参照人均 GDP、第二产业增加值/第三产业增加值等指标得出。

图5：东亚经济转型中的实际 GDP 增速，%



数据来源：Wind，安信证券

注：“日韩台平均”是对经济转型相应阶段的日本、韩国、中国台湾实际GDP增速的算术平均。

基于这样的对照来看，如图 5 所示，中国的长期经济增长中枢将在 2025-2030 年逐步回落到 4-5% 的区间，并可能在随后进一步减速。

如前所述，若能继续维持这样的增速，叠加汇率升值等因素，到 2035 年我国实现晋升中等发达国家序列的目标，应该说是完全有可能的。

（四）对批评意见的讨论

在我们此前的预测结果提出以后，出现了一些不同的意见。这些意见主要指出了两个方面的事实。我们也同意这些事实都很重要，并且在最近这几年也确实都有一些表现。

其中第一个意见是，中国经济长期增长的国际环境，与其他东亚经济体在历史对标时期所面对的，可能存在不小差异。

正如上文所讨论的那样，截至 2020 年全球高收入经济体的人口占比不超过 16%，而如果未来等到中国跨过高收入门槛之后，这一比例将至少翻一番。

从这个角度来看，作为超大型经济体，中国在和平崛起的发展后期，与其他东亚经济体的重要差别在于，其对国际地缘政治格局将产生深远影响。

尽管日本在上世纪 80 年代完成崛起后，曾爆发过严重的日美贸易摩擦，但其对国际秩序的影响力与我国相比，可能不在一个数量级上。

我国的崛起可能对现有地缘政治和国际秩序带来影响，进而使得我国经济长期增长所面临的国际环境发生变化。而我们先前的历史对照之中没有很好地包含这一变化，因此这些批评意见毫无疑问是有道理的。

第二个批评意见是，我国与其他东亚经济体的政治制度存在差异。在经济追赶的过程中，这种差异对经济增速的影响是否完全可比，至少不是那么一目了然。

我们同意这些批评意见有一定的道理，所以想去进一步考察这些因素是否、以及在多大程度上可能对长期经济增长产生影响。

（五）经济体在高收入状态下继续维持长期增长的支撑性因素

沿着以上的对照思路以及对中等发达国家定义的讨论，我们可以对 1987 年以来跨过高收入门槛的经济体进行分析，试图回答上述问题。

首先，一个需要强调的重要事实是，对于在 1987 年以后跨过高收入门槛的这一组经济体而言，并非所有的经济体在此后都能够继续维持较高的增长。

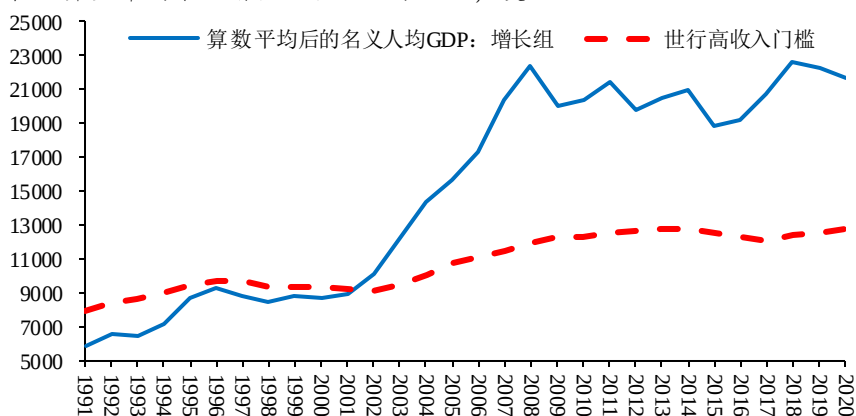
即便是这些已经跨过高收入门槛、取得了阶段性成果的经济体，也未必都能够保持增长、乃至最终跨越中等发达经济体的门槛。

因此我们对 1987 年以后跨过高收入门槛、人口在 500 万以上的大型经济体做一个长期增长的评估。按照长期增速将其简单分成两个组，其中一组是在跨过高收入门槛以后继续增长的经济体（定义为增长组），另外一组是跨过高收入门槛以后增长相对缓慢的经济体（定义为停滞组）。

以名义人均 GDP 水平来看，如图 6 所示，增长组在跨过高收入门槛以后，在长期之内确实能够维持人均 GDP 的稳定增长，但是这些经济体的人口在评估样本中的占比大约只有 1/3，而其 GDP 占比略高于 50%。

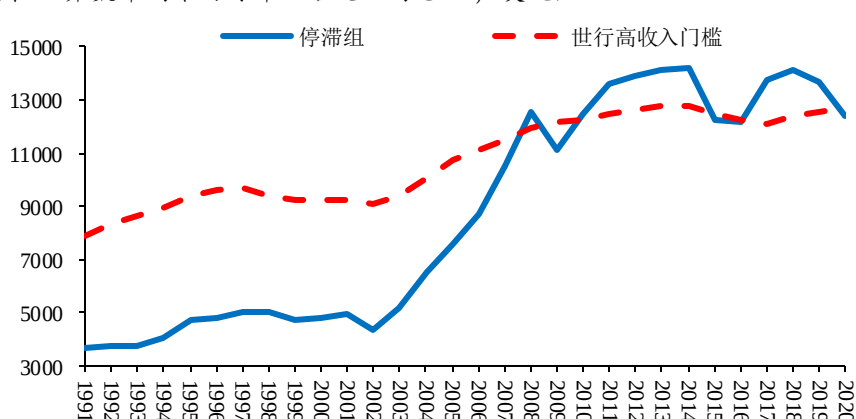
如图 7 所示，相应的停滞组在跨过高收入门槛后，其人均 GDP 与世界银行高收入门槛的读数基本一致，整体增长趋于停滞，其人口占评估样本的比重约 2/3，GDP 占比略低于 50%。

图6：算数平均下的增长组名义人均 GDP，美元/人



数据来源：Wind，安信证券

图7：算数平均下的停滞组名义人均 GDP，美元/人



数据来源：Wind，安信证券

注：已剔除委内瑞拉 2014 年以后的数据点。

以前我国学术界讨论过中等收入陷阱，即很多国家在达到中等收入水平以后基本停止增长，始终难以跨过高收入门槛，当时警惕的是我国是否也会陷入中等收入陷阱。从现在的数据来看，我们完全有把握说中国将很快跨过高收入门槛。

但是，从 1987 年以来迄今为止的其他经济体数据来看，即便跨过了高收入门槛，无论是在经济体个数上、还是在人口占比上，都仍然只有约 1/3 的经济体能够维持长期增长，乃至最终跨入中等发达经济体序列。

造成这一现象的原因是什么？

毫无疑问，这是一个复杂、开放的问题。而研究这一问题的意义在于，在我国迈向 2035 年成为中等发达国家、实现这一宏伟愿景的过程之中，将会面临哪些困难和挑战？在哪些方面还有工作需要进一步加强？

为了回答这个问题，我们试图从制度、文化背景、社会价值取向等层面提出一些定量的观察和比较。

这背后基本的假设是，一个经济体能够跨过高收入门槛，毫无疑问地表明它已经克服了很多问题，取得了很多成就；进而当它在一个较高的发展水平上，要想继续实现相对比较高的增长，那么制度、文化背景、社会价值取向等因素，将产生更加重要的影响。

而基本的做法是，针对 1987 年以后跨过高收入门槛的经济体，我们设想从五个大类、20 多个细项指标中，量化地评估其实现进一步长期经济增长的潜力。

如表 7 所示，这五个大类分别是：（1）给定经济体与欧美国家、特别是与英美之间的关系；（2）在经济体内部，民粹主义在多大程度上比较活跃、或者在多大程度上得到了控制；（3）法治水平在全球范围来看是高还是低；（4）对研发教育的重视程度如何；（5）对外部世界的开放程度如何。

为了衡量五个大类的的影响，我们进一步把它细分为 20 多个分项，对每个分项进行定量的打分。这些打分的过程和规则，多数借鉴了文献上的研究，比如在衡量重视研发与教育的程度时，会使用到研发支出占 GDP 比重、科研人员和专利授权数量的人口比例等；在衡量对外开放程度时，会考虑到外商直接投资、资本管制、关税税率等。

表 7：对经济体的五个方面进行量化评估

打分维度	子项指标	指标阐释
与欧美的关系	外贸依赖	对美国以及欧盟的进出口额占自身进出口总额的比重
	OECD/欧盟	欧美主导的政治经济国际组织，成员国关系相对密切
	军备进口	从欧美国家（不包括俄罗斯、土耳其等）进口军备额占自身总军备进口额的比重；数据来自斯德哥尔摩国际和平研究所的武器转让数据库
	宗教信仰	取信仰基督教（天主教+新教+东正教）人口占比和信仰新教人口占比两类进行等权重得分加总
民粹主义 (逆向得分)	民粹主义绝对排名	将民粹主义政党在议会选举中的得票率，作为衡量其民粹主义程度的代理指标，政党立场标签参考 TIMBRO、卫报数据库以及维基百科词条
	民粹主义上升幅度	以民粹主义政党得票率的变化幅度或参政执政情况为衡量标准
	福利支出/财政支出	代表与社会保障、就业等相关的财政资金占财政总支出的比重
	财政支出/GDP	代表财政支出占经济体 GDP 的比重
法治水平	政府债务/GDP	代表政府存量债务占经济体 GDP 的比重
	世界正义工程法治指数	国际通用的量化法治指数，从数百项代表参数中抽象出了 9 项一级评价指标，同时纳入实质性和程序性元素，分别是：（1）有限政府；（2）没有腐败；（3）秩序和安全；（4）基本权利；（5）开放政府；（6）强制性执法；（7）能够获得民事审判途径；（8）有效的刑事司法；（9）非正式司法。
	世界银行法治指数	世界银行用于衡量人们对社会规则的信心和遵守程度的看法，特别是合同执行质量、财产权、警察和法院，以及犯罪和暴力的可能性；属于世界银行全球治理指数（WGI）分项指标，其他 5 项分项指标为：话语权和责任、政治稳定性和不存在暴力、政府效率、规管质量、腐败控制
	盖洛普法律秩序指数	由国际知名调查机构盖普洛公司发布，主要衡量社会治安与居民安全感
研发与教育	研发支出/GDP	反映一个经济体的研发支出相对于经济总量的水平，是衡量研发创新程度的重要指标
	教育支出/政府支出	衡量政府用于发展教育事业的财政支出比重，反映重视教育程度
	提供培训企业占比	属于世界银行营商环境调查的子指标，代表提供正规人力培训的企业占比
	每百万人科研人员	代表从事科学研究或具备技术能力的人口占经济体总人口的比重
	每百万人专利授权	世界知识产权组织统计的专利授权数量与经济体总人口的比值，区别于专利申请
对外开放	进出口/GDP	经济体进出口总额与 GDP 的比值，是衡量经济体融入全球贸易的常用指标
	FDI 与 ODI	代表 FDI 和 ODI 的流量与经济体当年的固定资产投资比例、以及存量与 GDP 的比例，反映经济体参与海外投资和吸引外商投资的程度
	资本管制	KA_OPEN 指数，由 Chinn-Ito 基于 IMF 的《汇兑安排与汇兑限制年报》进行量化调整，代表经济体从法律法规和管制政策层面界定的法定资本账户开放程度
	关税税率	由经济体最高行政单位指定税率的高级税种，反映本地市场对外开放程度
	营商环境	世界银行衡量某地区的企业经商环境友好程度，共 10 项子指标：开办企业、申请建筑许可、获得电力供应、注册财产、获得信贷、投资者保护、缴纳税款、跨境贸易、合同执行、办理破产

资料来源：安信证券

以上定量描述，是对这些经济体在高收入状态下的制度环境和社会价值取向等方面的基本刻画，目的是想观察制度环境和社会主流价值取向，是否有助于维持长期经济增长。

比如，就民粹主义而言，在很多中等收入经济体，包括一些刚刚跨过高收入门槛的经济体，由于历史传统、文化、宗教等原因，南美、中东欧的一些地区有着比较普遍的民粹主义倾向，主要表现为精英和民众之间的对立，民众对精英的不信任，以及精英需要通过大量的转移支付和再分配等方式去笼络民众。而这样的社会主流价值取向不利于经济在更高水平上的继续增长。

其他一些制度层面的因素也是一目了然的。比如，就重视研发与教育的程度而言，我国长期执行科教兴国的国策，在研发投入等方面的表现都很不错。

又如，在多大程度上能够保持对外开放、积极参与国际竞争等，这些因素都反映了制度环境和普遍的社会价值取向，对经济增长产生影响。

如表 8 所示，基于上述讨论的分类量化评估，我们对人口 500 万以上、1987 年以后跨过高收入经济体，按照其长期经济增速排序，从中间截断分为增速高（增长组）和增速低（停滞组）的两组进行打分。

表 8：从五个方面考察经济体的得分情况

经济体	与欧美关系	民粹主义	法治水平	研发与教育	对外开放	样本总分	样本平均分	分组总分	转化为百分制
增长组	25.5	21.975	25.0	23.075	24.5				
韩国	4.075	4.05	4.7	4.75	3.25	20.825			
捷克	4.25	4.225	4.4	4.275	4.55	21.7			
葡萄牙	4.5	4	4.7	3.85	4.7	21.75	20	120	80 (100)
希腊	4.25	2.725	3.55	3.175	4.1	17.8			
斯洛伐克	4.2	3.85	3.6	3.3	4.3	19.25			
波兰	4.225	3.125	4.05	3.725	3.6	18.725			
停滞组	20.7	21.525	18.7	20.425	20.3				
匈牙利	3.975	3.1	3.7	3.875	4.65	19.3			
智利	3.975	4.35	4.15	3.075	3.4	18.95			
克罗地亚	3.9	4.3	3.3	3.125	4.1	18.725	16.9	101.7	67.8 (100)
阿根廷	3.4	3.3	2.7	3.175	2.65	15.225			
委内瑞拉	2.85	2.725	2.25	3.075	2.35	13.25			
俄罗斯	2.6	3.75	2.6	4.1	3.15	16.2			

数据来源：世界银行，CEIC，IMF，安信证券

对于最终的得分情况，我们想强调两点。

第一，在跨过高收入门槛以后，能够维持相对高增长的样本均值为 80 分，而难以持续增长或增速较低的样本，其均值得分不到 70 分，那么这样的得分差别在统计上的表现如何？

从统计检验来看，如表 9 所示，可以确定的说这两组的得分差别是十分显著的。对于增长组而言，其在价值取向和制度支撑方面的得分系统性高于停滞组。

因此，基于一些先验的知识，对一个经济体的社会价值取向以及制度环境所做的定量评估，与随后我们所看到的长期经济增长结果之间，具有一致性，并且分组之间的差异在统计上是显著的。

表 9：增长组与停滞组得分差异的显著性检验

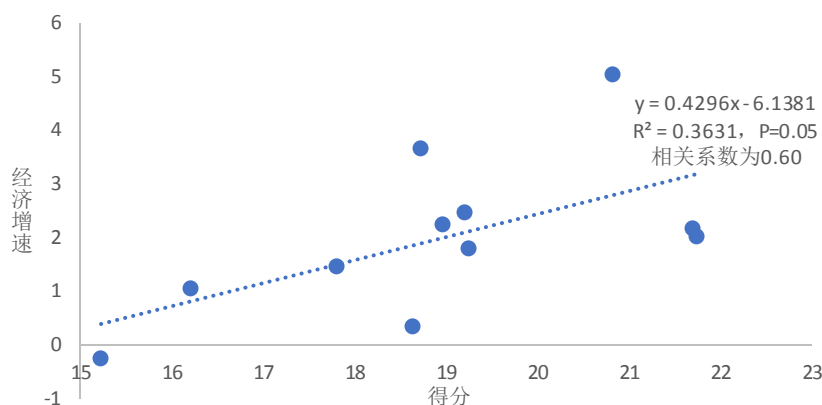
t-检验						
			增长组	停滞组		
平均			20	16.92		
方差			2.75	5.86		
观测值			6	6		
			异方差假设	等方差假设		
t Stat			2.574	2.574		
P(T<=t) 单尾			0.015	0.014		
t 单尾临界			1.833	1.812		
P(T<=t) 双尾			0.030	0.028		
t 双尾临界			2.262	2.228		
方差分析：单因素方差分析						
差异源	SS	df	MS	F	P-value	F crit
组间	28.521	1	28.521	6.624	0.028	4.965

数据来源：安信证券

第二，进一步去把样本汇总在一起形成散点图来观察，如图 8 所示，横轴为各国的得分，纵轴为相应的长期经济增速，其相关系数、拟合优度等统计指标至少是可以接受的，在显著性水平上也是可以通过检验的。所以这些得分在一定程度上能够对长期经济增长显示出预示作用。

特别重要的是，从统计结果来看，得分每差 1 分，长期经济增速就相差 0.4 个百分点。因此制度环境、社会价值取向等因素对于长期经济增速的影响确实是不容忽略的。

图8: 各经济体跨过高收入门槛后的长期经济增速与得分, %, 分



数据来源: Wind, 安信证券
已剔除极值点委内瑞拉

此外, 考虑到一个经济体的长期经济增速与它的长期汇率变动存在一致性, 如果一个经济体的长期经济增速高, 那么它的汇率表现也相对较强, 而如果长期经济增速低的话, 它的汇率通常也会出现一些问题。

事实上, 就所谓的停滞组而言, 其一方面表现为本币经济增速非常低, 另外一方面表现为它们相对美元的汇率普遍都出现了或大或小的问题。

因此在长期经济增速发生变化的情况下, 汇率的相应调整会放大经济增长对以美元计价的人均收入的影响。

表 10: 对 1987 年以后跨过高收入门槛的经济体分组

经济体	跨过高收入门槛的时间点	按本币计价的实际 GDP 复合增速			按美元计价的实际 GDP 复合增速		
		跨过后 10 年	跨过前 5 年至跨过后 10 年	跨过后 15 年	跨过后 10 年	跨过前 5 年至跨过后 10 年	跨过后 15 年
增长组							
韩国	1995	5.4	6.4	5.0	2.4	3.8	2.2
葡萄牙	1994	2.8	2.2	2.0	3.1	1.4	3.0
希腊	1996	4.0	3.1	1.5	2.8	0.4	1.3
波兰	2009	3.7	4.0	3.7	1.5	3.7	1.5
斯洛伐克	2007	2.3	4.0	2.5	1.5	7.7	1.8
捷克	2006	1.7	2.7	2.2	0.9	5.7	2.0

停滞组							
智利	2012	2.2	2.9	2.2	-3.0	0.4	-3.0
匈牙利	2007	1.2	2.0	1.8	-2.8	1.5	-2.0
克罗地亚	2008	0.0	1.3	0.3	-2.4	1.8	-2.3
俄罗斯	2012	1.0	1.4	1.0	-9.1	-6.1	-9.1
阿根廷	2014	-0.3	1.3	-0.3	-30.2	-21.6	-30.2
委内瑞拉	2014	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind，安信证券

注：委内瑞拉自 2014 年后经济增速趋于负 20%，同期兑美元汇率暴跌，故未予以计算；当时间跨度不足 10 年或 15 年时，计算区间截至 2019 年。

（六）以先发经济体样本检验评分系统的可靠性

为了进一步验证前述评分系统的可靠性，我们在 1987 年以前即已成为高收入经济体的样本中（定义为先发组，剔除英国和美国）进行了随机抽样，并使用相同的方法对其进行打分。

为了避免新样本的加入对原有样本的排名得分产生较大扰动，我们每次只抽取一个先发组的新样本，与原先 12 个样本在具体分项的数值分布区间进行比对后，赋予相应的得分。考虑到经济发展阶段的可比性，在数据可得的情况下，对先发组主要以 70-90 年代的数据为打分基础。

（1）与欧美的关系

一是以对美国和欧盟的进出口金额占样本总进出口金额的比重，来衡量其对欧美的外贸依赖程度，例如荷兰和德国的这一比重约 66%，在原先 12 个样本中排在第 6-7 名之间，故在满分 1 分制的条件下给予其 0.7 分。

二是通过是否属于 OECD 或欧盟的成员，来衡量其政治经济关系的密切程度，属于成员国即得 1.5 分，不属于则得 0.75 分；属于委员会观察员得 1.35 分（例如新加坡、中国台湾）；属于强化合作伙伴得 1.2 分（例如巴西、中国）。

三是通过从欧美进口（不包括俄罗斯、以色列、土耳其、日本等）的军备数额占样本总军备进口额的比重来衡量其与欧美的军事关系密切程度，这也是国际政治方面的文献用来衡量两个样本之间军事互动或拉拢程度的常用指标，数据来自斯德哥尔摩武器转让数据库。其中先发组经济体几乎所有的军备进口均来自欧美主要国家，以美、德、英、法为主。

四是通过信仰基督教和新教的人口占比进行两类排名等权重得分加总，来衡量样本与欧美的文化联系密切程度。其中单独计算信仰新教人口占比的原因在于，促使样本得分更好地平衡与美国、英国的文化关联程度，避免因信仰天主教和东正教人口占比过高而放大了样本与欧美的文化关联度。

此外，在衡量样本与欧美关系的维度中，我们还参考了国际知名智库皮尤研究所调查的一国人民对美国的好感度等指标，其情况与上述指标的排名类似。

（2）民粹主义（逆向得分）

尽管民粹主义与长期经济增长的关系错综复杂，但一般认为其对经济发展的影响偏负面，故样本的民粹主义程度排名越高，其得分越低。

一是通过民粹主义政党在议会选举中的得票率来衡量样本的民粹主义绝对程度，避免了民粹主义领军人物在诸如总统选举中可能因参选人数量少、得票率被动放大的影响，数据来自当前文献主要采用的 TIMBRO 数据库。

二是通过民粹主义政党得票率的变化情况，来衡量样本的民粹主义上升幅度。例如当民粹主义政党由在野党成为执政党时，其样本的该项得分也会有所降低。而当一个样本的民粹主义程度始终较高时，例如南美，其民粹主义的上升幅度事实上是弱于一些东欧国家的，例如波兰，因此南美在此项的得分并不会太低。

三是通过福利支出/财政支出的比重，来衡量样本政府的民粹主义倾向，其中的福利支出主要为社会保障和失业救济等支出。其他的财政支出/GDP、政府债务/GDP 等指标的设置逻辑与此相似，其假设均基于民粹主义政府倾向于在全社会经济资源中占有更大的支配权。

（3）法治水平

一是采用国际文献常用的世界正义工程法治指数（World Justice Project，简称 WJP）来量化样本的法治水平。该指数从数百项代表参数中抽象出了 9 项一级评价指标，同时纳入实质性和程序性元素，分别是：（1）有限政府；（2）没有腐败；（3）秩序和安全；（4）基本权利；（5）开放政府；（6）强制性执法；（7）能够获得民事审判途径；（8）有效的刑事司法；（9）非正式司法。

二是通过世界银行法治指数⁶来衡量样本中的群体对社会规则的信心和遵守程度的看法，特别是合同执行质量、财产权、警察和法院，以及犯罪和暴力等方面。以此与世界正义工程法治指数作出一定程度的区分，突出契约精神和产权保护方面的得分权重。

三是采用盖洛普法律秩序指数，由调查机构盖洛普公司发布，侧重于衡量社会治安与居民安全感。

（4）研发与教育

一是通过研发支出/GDP 衡量样本对研发投入的重视程度，属于文献中最常用的主要指标。

二是通过教育支出占财政支出的比重衡量样本政府对教育事业的重视程度。

⁶ 该指标属于世界银行全球治理指数（WGI）的分项指标，其他 5 项分项指标为：话语权和责任、政治稳定性和不存在暴力、政府效率、规管质量、腐败控制。

三是通过世界银行营商环境报告中的提供培训的企业占比来衡量样本的工作技能培训情况，在数据缺失的情况下赋予样本排名 66%分位的得分。

四是通过每百万人科研人员数量衡量样本的科技人才储备状况。

五是通过每百万人专利授权数量衡量样本的技术创新能力，区别于专利申请数量。

（5）对外开放

一是采用文献常用的进出口额/GDP 来衡量样本参与全球贸易的程度。

二是采用（FDI+ODI 的流量）/固定资产投资以及（FDI+ODI 的存量）/GDP 来衡量样本利用外商直接投资以及海外投资的程度。对两个指标分别进行排名打分后加总。

三是采用文献常用的 Ka_open 指数来衡量样本从法律法规和管制政策层面界定的法定资本账户开放程度，该指标是基于 Chinn-Ito 方法下对 IMF 公布的《汇兑安排与汇兑限制年报》的量化调整，在文献模型中通常作为二元哑变量使用，此处我们采用其转化前的绝对平均值进行排名打分。

四是采用世界银行公布的所有产品加权平均适用税率衡量样本的关税水平，通常情况下关税水平越低，代表样本国内商品市场对外开放程度越高，从而得分越高。

此外，我们还参考了世界银行对各经济体营商环境的排名情况，但由于其 2021 年暂停发布，故不计入得分。

如表 11 所示，以上五大方面的赋分权重相同，满分均为 5 分，但每个方面的子项指标权重有所不同。在一些以 GDP 作为分母的指标中，适当降低了其得分权重，避免经济体量的大小对得分影响过大；对一些国际机构编制的、文献通用的指标，适当提高了其得分权重，以增强打分评价依据的可靠性。此外，在排名间隔的扣分幅度上，采取单项满分的 1/20（即 1 分制下，每下降一名减少 0.05 分）进行扣减，避免排名靠后的样本与排名靠前的样本单项得分差距过大。

为避免年度指标或得分的偶然性，我们普遍采用了 15 年左右的时间跨度平均值作为排名依据，并在不同组之间作了年代区分，避免一些随时间而增长的指标出现高估，即更多地使用先发组上世纪 70-90 年代的表现，与增长组 2000 年以来的表现作比较。

表 11：对五大方面定量评估的打分权重与规则

打分维度	子项指标	打分权重与规则
与欧美的关系	外贸依赖	1 分制，每下降一名减少 0.05 分
	OECD/欧盟	1.5 分制，属于该组织得 1 分，不属于得 0.75 分；委员会观察员得 1.35 分；强化合作伙伴得 1.2 分
	军备进口	1.5 分制，每下降一名减少 0.075 分
	宗教信仰	2 组 0.5 分制相加，每下降一名减少 0.025 分
民粹主义 (逆向得分)	民粹主义绝对排名	2.5 分制，每下降一名减少 0.125 分
	民粹主义上升幅度	0.5 分制，每下降一名减少 0.025 分
	福利支出/财政支出	1 分制，每下降一名减少 0.05 分
	财政支出/GDP	0.5 分制，每下降一名减少 0.025 分
	政府债务/GDP	0.5 分制，每下降一名减少 0.025 分
法治水平	世界正义工程法治指数	2 分制，每下降一名减少 0.1 分
	世界银行法治指数	2 分制，每下降一名减少 0.1 分
	盖洛普法律秩序指数	1 分制，每下降一名减少 0.05 分
研发与教育	研发支出/GDP	2 分制，每下降一名减少 0.1 分
	教育支出/政府支出	1 分制，每下降一名减少 0.05 分
	提供培训企业占比	0.5 分制，每下降一名减少 0.025 分
	每百万人科研人员	0.5 分制，每下降一名减少 0.025 分
	每百万人专利授权	1 分制，每下降一名减少 0.05 分
对外开放	进出口/GDP	1 分制，每下降一名减少 0.05 分

FDI 与 ODI	1 分制，每下降一名减去 0.05 分
资本管制	2 分制，每下降一名减去 0.1 分
关税税率	1 分制，每下降一名减去 0.05
营商环境相对排名	2021 年暂停发布，不计入得分

资料来源：安信证券

在此条件下，如表 12 所示，先发组剔除英美后的随机抽取样本平均得分为 21.1 分（满分 25 分），在得分上限受到约束的情况下，依然比增长组要高 1.1 分。在分项表现上，如表 13 所示，先发组在法治水平和研发与教育方面明显领先于增长组，但是在与欧美的关系、对外开放以及民粹主义方面的得分与增长组较为接近。如表 14 所示，在统计检验上单尾检验显示出分组得分的差异是显著的，表明先发组的整体得分要系统性得高于增长组，这或许能够部分解释先发组长期以来较好的经济增长表现。

表 12：对 1987 年以前跨进高收入组的经济体随机抽样后打分

总得分	比利时 21.625	澳大利亚 21.275	荷兰 21.55	德国 20.725	丹麦 21.375	西班牙 20.025
维度一：与欧美关系	4.35	4.15	4.3	4.325	4.55	4.45
外贸依赖	0.8	0.45	0.7	0.7	0.75	0.9
OECD/欧盟	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
军备进口	1.5	1.5	1.5	1.425	1.5	1.5
宗教信仰	0.55	0.7	0.6	0.7	0.8	0.55
维度二：民粹主义（逆向得分）	3.975	4.55	3.15	3.4	3.375	3.725
民粹主义绝对排名	2.5	2.375	1.75	1.875	1.75	1.875
民粹主义上升幅度	0.5	0.425	0.3	0.325	0.35	0.375
福利支出/财政支出	0.5	0.85	0.55	0.45	0.7	0.65
财政支出/GDP	0.225	0.425	0.225	0.3	0.225	0.425
政府债务/GDP	0.25	0.475	0.325	0.45	0.35	0.4
维度三：法治水平	4.65	4.85	5	4.85	5	4.65
世界正义工程法治指数	1.9	1.95	2	1.95	2	1.8
世界银行法治指数	1.95	2	2	1.95	2	1.9
盖洛普法律秩序指数	0.8	0.9	1	0.95	1	0.95
维度四：研发与教育	4.2	4.35	4.275	4.05	4.35	3.75
研发支出/GDP	1.75	1.7	1.8	1.9	1.85	1.4
教育支出/政府支出	0.8	0.825	0.85	0.5	0.8	0.8
提供培训企业占比	0.35	0.35	0.35	0.275	0.35	0.375
每百万人科研人员	0.4	0.475	0.375	0.425	0.45	0.275
每百万人专利授权	0.9	1	0.9	0.95	0.9	0.9
维度五：对外开放	4.45	3.375	4.825	4.1	4.1	3.45
进出口/GDP	0.85	0.5	0.85	0.5	0.7	0.5
FDI 与 ODI	1	0.625	0.975	0.6	0.8	0.65

资本管制	1.6	1.6	2	2	1.6	1.3
关税税率	1	0.65	1	1	1	1

数据来源：世界银行，CEIC，IMF，安信证券

注：对人口 500 万以上、1987 年以前成为高收入经济体（剔除英国、美国）的样本进行随机抽样。

表 13：分组得分汇总

组别	与欧美关系	民粹主义 (负向得分)	法治水平	研发与教育	对外开放	分组得分 (样本平均分)	转化为百分制
先发组	4.4	3.7	4.8	4.2	4.1	21.1	84.4
增长组	4.3	3.7	4.2	3.8	4.1	20	80
停滞组	3.5	3.6	3.1	3.4	3.4	16.9	67.8

数据来源：安信证券

表 14：先发组与增长组得分差异的显著性检验

t-检验		
	先发组	增长组
平均	21.10	20
方差	0.38	2.75
观测值	6	6
异方差假设		
等方差假设		
t Stat	1.511	1.511
P(T<=t) 单尾	0.091	0.081
t 单尾临界	1.943	1.812
P(T<=t) 双尾	0.182	0.162
t 双尾临界	2.447	2.228

数据来源：安信证券

（七）东亚经济体的得分对比

考虑到我国与东亚经济体发展转型历程的相似性，我们可以对日本、韩国以及中国台湾进行同样的量化评估比对。如表 15 所示，整体而言，东亚组的表现弱于先发组，但强于增长组。其中，日本得分（21.45）更是高于先发组样本平均值（21.1），而韩国（20.8）、中国台湾（20.6）也较为接近这一平均值。

对于先发组、日韩以及中国台湾的进一步打分和比较显示，从制度环境和社会价值取向等角度来评估在高收入阶段经济进一步维持长期增长的潜力，似乎是可行的。

如果使用同样的标准来评估，可以发现我国现阶段在一些项目上的得分比较突出，在另外一些项目上存在差距。

表 15：东亚经济体的得分

总得分	日本 21.45	韩国 20.825	中国台湾 20.55
维度一：与欧美关系	4.15	4.075	3.925
外贸依赖	0.65	0.45	0.6
OECD/欧盟	1.5	1.5	1.35
军备进口	1.5	1.425	1.425
宗教信仰	0.5	0.7	0.55
维度二：民粹主义（逆向得分）	4.175	4.05	3.9
民粹主义绝对排名	2.5	1.875	1.75
民粹主义上升幅度	0.5	0.3	0.275
福利支出/财政支出	0.45	0.9	1
财政支出/GDP	0.425	0.5	0.475
政府债务/GDP	0.3	0.475	0.4
维度三：法治水平	4.95	4.7	4.4
世界正义工程法治指数	2	2	1.7
世界银行法治指数	2	1.8	1.7
盖洛普法律秩序指数	0.95	0.9	1
维度四：研发与教育	4.775	4.75	4.675
研发支出/GDP	2	2	2
教育支出/政府支出	0.95	0.95	0.85
提供培训企业占比	0.325	0.3	0.325
每百万人科研人员	0.5	0.5	0.5
每百万人专利授权	1	1	1
维度五：对外开放	3.4	3.25	3.65
进出口/GDP	0.45	0.75	0.9
FDI与 ODI	0.55	0.6	0.7
资本管制	1.6	1.4	1.4
关税税率	0.8	0.5	0.65

数据来源：世界银行，CEIC，IMF，安信证券

（八）我国迈向 2035 年中等发达国家仍需努力

如果说前述的研究多少有一些价值，那么最主要的启示或许在于，从现在到 2035 年，我国要继续维持较高的经济增长水平，以至于能够成功跨过中等发达国

家的门槛，那么在制度环境和社会价值取向层面上，毫无疑问我们还有许多工作要做。

用比较流行的话来讲，我国的经济增长正在从高速增长转向高质量增长，而实现高质量增长需要一个高水平的制度支撑。

从长期来看，我国完全有可能像其他东亚经济体所表现的那样，在跨过高收入门槛以后依然能够实现较高的经济增长。

但是从历史经验来看，这一结果并非跨过高收入门槛以后就一定能实现，也不是说站在现在、不做任何工作就一定能实现。至少从 1987 年以后跨过高收入门槛的经济体来看，迄今为止仅有 1/3 的经济体能够继续维持增长，乃至跨过中等发达国家的门槛。

因此面对迈向 2035 年目标的困难与挑战，只有继续坚持以经济建设为中心的价值取向，增强法治建设，深化对外开放，不断补齐制度短板，我们才有可能继续实现相对比较高的长期经济增长，进而在 2035 年进入中等发达国家序列。

股市的长期繁荣，取决于经济体是否能够不断产生新的伟大公司。在我们去年策略会对中国市场过去十几年的历史梳理之中，也显示出这一点，即在长期之内，只有能够实现不断增长的上市公司，才能实现相对更高的收益。

当前 A 股上市公司的主要构成部分，已经由低增长行业和国有企业，转换为中高增长行业和民营企业。相对来讲，能够实现长期增长的新的上市公司，在整个市场之中的占比总体上也越来越高。

在这样的条件下，从现在展望到更远的将来，一个在长期之内能够维持较高经济增长的宏观环境，对于不断涌现出新的长期增长的上市公司至关重要。而后

者是奠定股票市场长期繁荣最重要的基石。因此在这样的逻辑链条下，市场此前对长期经济增长确定性和可见度的忧虑，需要得到认真的回答。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼
邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
邮编: 100034