

不畏浮云遮望眼

——中国经济增长的挑战与底气

◆ 核心观点

当前市场的波动反映出对经济增长的前景的担忧，中国即将跨过高收入经济体门槛-GNI1.32万亿美元(2021年)，我们根据1987年之后跨过高收入门槛的国家和国内经济发展的前沿地区、粤港澳大湾区的重要组成——珠三角9市以及京沪的发展情况，归纳出经济保持较高的长期增速的要素，从而回答我们是否应该对中国经济保持信心。

2035年达到中等发达国家水平的挑战。根据国际组织所认定的发达经济体的人均GDP或GNI的33%分位的水平和“人均收入翻一番”目标来刻画“中等发达国家”标准，即GNI2.4万亿美元左右，对应5%-5.2%的年化复合增速，目前看来是比较有希望的，但1987年之后跨越了高收入门槛的大型经济体并非都能保持持续的增长。

持续增长的高收入经济体的产业结构的特点。根据经济体在跨越门槛后的GNI增速表现划分为增长组和停滞组，增长组的产业结构相较于停滞组应该是更为优化的。从观察结果来看，1)增长组的服务业占GDP比重更高，抬升幅度也更大。2)高增长组制造业占比维持在相对较高的水平，并且一直是工业的主要构成。3)根据观察结果我们建立了一个刻画产业结构优化程度的指标K，经济体的K值和其跨越高收入门槛后年化复合增速呈显著的正相关关系。这一正相关关系在北京、上海、珠三角构成的样本城市中同样成立。**中国当前的K值是31，对应的增速是4.9%，如果未来K值能保持这一水平或有所提高，那么当我们到达2035年时，有较大的概率可以看到过去十多年实现了年化4-5%的经济增速。**

如何促进产业结构优化，即如何提高K值？我们从研发与教育、对外开放、资本市场发达程度等三个方面提出一些定量指标，从而为政策施行提供更多的中介目标。对前述经济体的以上三方面进行评分，结果表明增长组得分平均高于停滞组，北京、上海、珠三角K值高的地区在以上三要素方面的评价总体处于前列。

结论：K值所代表的产业结构优化总体与经济体跨过高收入门槛后的复合增速正相关，而教育与研发的程度、对外开放的程度、资本市场的发达程度则是促使产业结构优化的要素。与样本国家相比，中国在研发教育、对外开放、资本市场方面均有较大提升空间，预示着K值有提升的空间。

我们对国家政策的意图应有更深入的理解，对中国的长期经济增长也应怀有信心。重视教育与创新，坚定不移扩大对外开放，加快资本市场改革已经是国家重点推进的方向，包括以“现代服务业为主体、先进制造业为支撑”的战略导向都可以认为是在提升中国经济的长期增长潜力。

传统产业升级受到重视，短期经济增长压力有望缓解。我们构建的K值并没有对产业作好坏、高低的划分。“发展才是硬道理”，传统产业不能简单的用退出和淘汰来“一刀切”，对中国大多数没有达到高收入门槛的地区而言，传统产业改造升级尤其重要。日前召开的二十届中央财经委员会会议强调，坚持推动传统产业转型升级，不能当成“低端产业”简单退出。近年来一些地方将传统产业标签化、一味追求高技术产业的行为有望纠偏，经济增速有望提升，就业压力有望改善。

风险提示：国内政策不及预期、地缘冲突超预期

作者

潘宇昕

分析师

资格证书：S0380521010004

联系邮箱：panyx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-经济复苏的成色如何？》2023-04-24

《宏观深度-经济复苏中的波折与关键》2023-01-05

《二十大报告学习：创新驱动、安全保障，推动高质量发展》2022-11-04



正文目录

前言.....	3
一、 2035 年达到中等发达国家水平的挑战.....	3
(一) 高收入国家的定义.....	3
(二) 中等发达国家水平的测算.....	4
二、 持续增长的高收入经济体的产业结构的特点.....	5
(一) 样本国家的产业结构的观察.....	5
(二) 产业结构优化程度与长期增速正相关.....	7
三、 促进产业结构优化的要素.....	8
(一) 样本国家之间的观察和比较.....	9
(二) 样本城市之间的观察和比较.....	9
(三) 中国与样本国家的比较.....	10
四、 启示.....	11
五、 风险提示.....	11

图表目录

图 1 高收入国家的标准 (千美元).....	4
图 2 世界人口分布 (亿人).....	4
图 3 中国人均 GNI 与高收入门槛的差距 (美元).....	4
图 4 1987 年之后跨越了高收入门槛的经济体人均 GNI 逐渐分化.....	5
图 5 制造业与工业和服务业的比值: 分组.....	7
图 6 低增长组和高增长组的 K 值对比.....	7
图 7 1987 年后跨越门槛的国家长期增速与 K 值正相关.....	7
图 8 1987 年前跨越门槛的国家长期增速与 K 值相关性低.....	7
图 9 主要发达经济体上市公司市值占 GDP 的比重 (%).....	11
表 1 不同国际组织认定的发达经济体 2021 年人均 GNI 水平 (美元).....	4
表 2 增长组与停滞组各产业占 GDP 的比重.....	6
表 3 北上及珠三角主要城市的 K 值及对应的长期增速.....	8
表 4 指标选择.....	8
表 5 各项指标评分标准与权重.....	8
表 6 增长组与停滞组得分情况.....	9
表 7 北京、上海、珠三角 9 市各项指标表现.....	9
表 8 中国与增长组和停滞组的对比.....	10
表 9 2020 年的全球营商便利排名.....	10

前言

随着去年年底疫情防控政策的调整和疫情迅速达峰，到今年 3 月份的时候，我们的社会生活基本已经恢复到相对正常的状态，伴随疫情渐行渐远的是 A 股市场的明显修复，从 wind 全 A 的走势看，市场关于中国经济在疫情政策调整后进入强修复阶段的定价持续到 1 月底。之后随着政策利好的阶段性兑现、两会略显保守的政策表述、欧美银行风险的暴露以及进入二季度略显疲软的经济数据，市场进入震荡下行阶段。总的来看，外围市场的风险事件对国内的影响相对有限，当前市场的波动反映出市场对经济增长的前景和复苏动能的持续性产生了担忧。

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即将发生的事件——中国即将跨过世界银行定义的高收入经济体的门槛，从国际维度找寻处于类似发展阶段的国家，同时，目光投向中国经济发展的前沿地区、粤港澳大湾区的重要组成部分——珠三角 9 市（广州、深圳、佛山、肇庆、东莞、惠州、珠海、中山、江门），结合珠三角的经济发展情况归纳出中国经济有望保持较高的长期增速的要素，从而回答我们是否应该对中国经济保持信心。

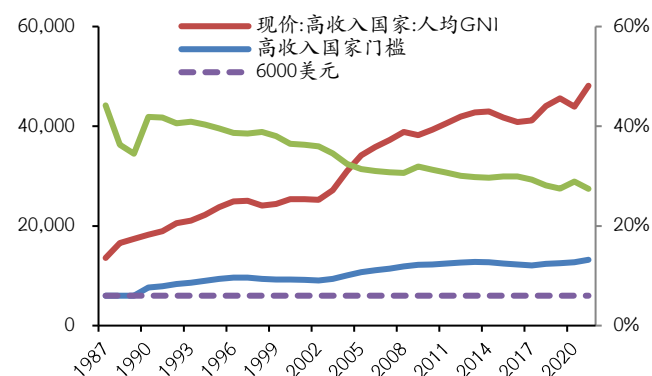
一、2035 年达到中等发达国家水平的挑战

十四五规划对 2035 年目标的表述是“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。”关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明也指出“‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。中央对于中国经济发展设置了两个阶段的目标，第一个是“高收入国家”，第二个是“中等发达国家”，中等发达国家是基于经济体横向比较而得出的概念，其中经济水平是最重要的衡量指标。

（一）高收入国家的定义

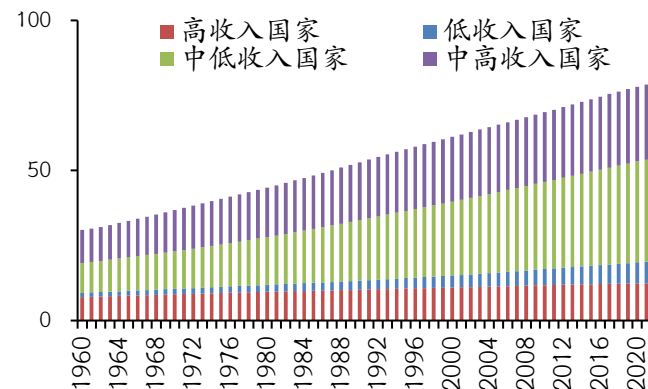
世界银行在 1987 年建立了国民收入的划分标准，并在之后根据特别提款权国家的 GDP 平减指数作为通货膨胀系数进行调整，其中高收入组的门槛在 1987 年为 6000 美元/人，从不变价的角度，这一高收入门槛实际上是没有变过的，如果以该门槛值占高收入国家人均收入的比重来看，这个标准还是在下降的。因此，理论上只要一个经济体能维持一定增长，迟早都能进入高收入国家行列。但事实上，2021 年世界银行数据显示，全球达到高收入的经济体从 1987 年的 41 个增长至 81 个，全球 218 个经济体中的大多数仍未跻身高收入国家行列；高收入经济体的总人口并未大幅增长，1987 年高收入国家人口总数约为 10 亿人，占全球人口的 20.1%，2021 年约 12.4 亿，占全球人口比重为 15.8%。

图1 高收入国家的标准 (千美元)



资料来源:世界银行、Wind、万和证券研究所

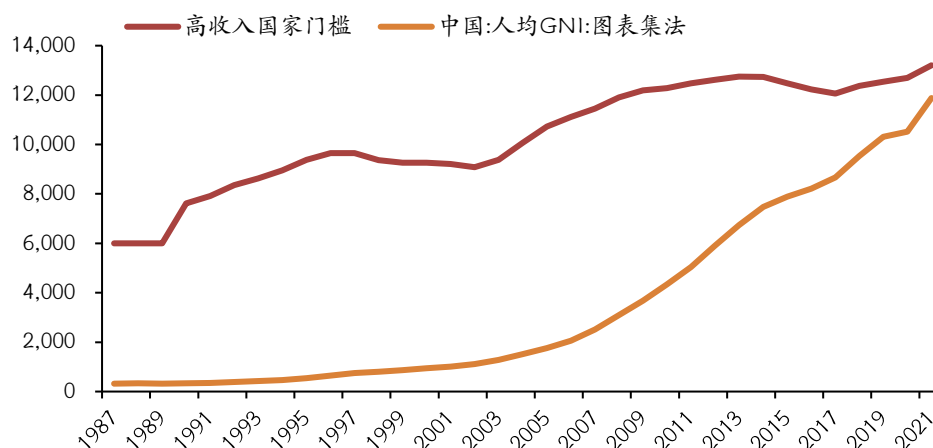
图2 世界人口分布 (亿人)



资料来源:世界银行、Wind、万和证券研究所

中国经济在过去的几十年里取得了举世瞩目的高速增长和人均收入的大幅增加, 2021 中国人均 GNI (图表集法) 已达到 11880 美元/人, 距离世界银行公布的 2021 年高收入门槛 13205 美元/人约 11% 的差距, 尽管最近两年由于疫情、美元升值等因素, 中国的经济增长受到一定冲击, 但是在“十四五”末达到世界银行所定义的高收入经济体的可能性是非常高的, 届时全世界生活在高收入国家的人口将翻一番多, 这将是人类历史上一个重要的里程碑。

图3 中国人均 GNI 与高收入门槛的差距 (美元)



资料来源:Wind、万和证券研究所

(二) 中等发达国家水平的测算

进入高收入行列之后的下一个目标是在 2035 年达到中等发达国家水平。什么是中等发达国家水平? 各类国际组织并未对发达经济体形成明确统一的定义, 除了参考 GDP、国民收入、工业化水平等“硬指标”外, 国际组织还会根据自身针对的领域特点, 加入其他的考核因素, 比如联合国侧重预期寿命和教育程度, IMF 侧重融入全球金融体系的程度等。在这样的背景下, 我们通过对不同国际组织所认定的发达经济体的人均 GDP 或 GNI 进行比较¹, 以其中位数或 33%分位的对应区间来刻画“中等发达国家”水平。

表1 不同国际组织认定的发达经济体 2021 年人均 GNI 水平 (美元)

国际组织	发达经济体/高收入经济体 (个)	人均 GNI 中位数 (万美元)	人均 GNI 33%分位数 (万美元)
世界银行	47a	3.5	2.3

¹ GNI 与 GDP 在数值上较为接近, 文本不作实质性区分

IMF	40	4.5	3.5
联合国	37	3.5	2.8

数据来源：WB、IMF、UN、Wind、万和证券研究所；a.剔除了人口不足100万的经济体

如果以发达经济体的 GNI 中位数作为中等发达国家的标准，则人均 GNI 在 3.5-4.5 万美元，基于 2021 年中国人均 1.19 万美元，在 2035 年达到 3.5 万美元的水平需要保持 8% 的复合增速，难度显然是不低。如果以 33% 分位数作为中等发达国家的门槛，结合人均收入翻一番的目标，从不变价的角度，这一标准在人均 GNI 2.4 万美元左右，对应 5%-5.2% 的年化复合增速。由于 GNI 以美元计价，而汇率本质上是国力相对变化的体现，如果人民币兑美元能保持相对稳定或小幅度的升值，那么我国在 2035 年达到中等发达国家是比较有希望的。

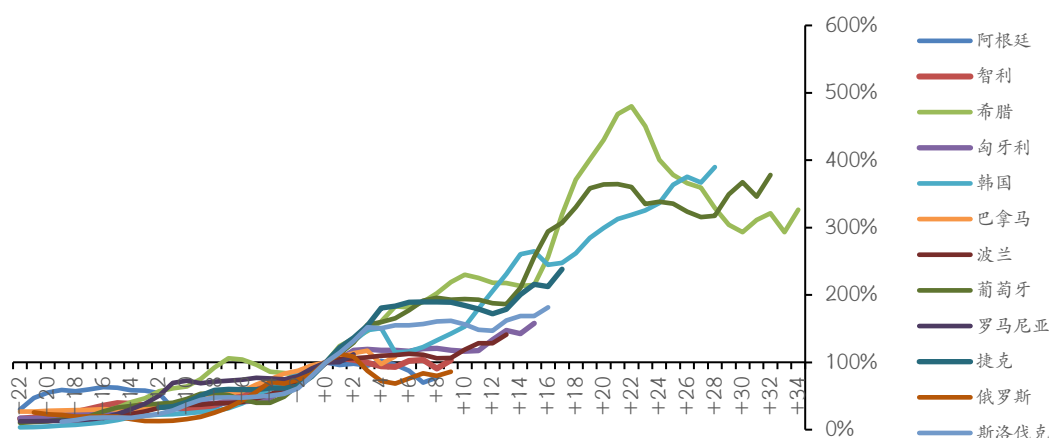
二、持续增长的高收入经济体的产业结构的特点

值得注意的是，在 1987 年之后跨越了高收入门槛的大型经济体并非都能保持持续的增长，对应的经济体在跨过高收入门槛后的人均 GNI 表现逐渐分层。2012 年以来中国经济也经历了明显的降速，疫情三年的平均增速是 4.5%，今年政府工作报告提出的国内生产总值增长预期目标是 5% 左右，近期 A 股的波动反映了市场对中国经济增长的信心有所动摇。在不远的将来，中国达到高收入门槛后如何才能保持长期的较快增长。

（一）样本国家的产业结构的观察

随着我国经济转向高质量发展，产业结构转型升级的概念深入人心，发达国家和地区的发展历程普遍伴随着产业结构的优化升级，即由第一产业占主体逐渐过渡到第二和第三产业占主体的产业结构。从经济增长的角度，优秀合理的产业结构应当对应高的长期增长。沿着这样的思路，我们将 1987 年以后跨过高收入门槛、人口在 400 万以上的经济体²，根据其 GNI 在跨过高收入门槛后的年化复合增速（后文简称为“长期增速”）表现划分为增长组和停滞组，增长组的产业结构相较于停滞组应该是更为优化的。

图 4 1987 年之后跨越了高收入门槛的经济体人均 GNI 逐渐分化



资料来源：Wind、万和证券研究所 注：横轴 0 点为各国跨过高收入门槛的时间，纵轴为相对 0 点时 GNI 的涨幅。

从观察结果来看，增长组的服务业占 GDP 的比重更高，抬升幅度也更大。2021 年增长组服务业占比平均为 60.8%，比停滞组的平均值高 4.2 个百分点；与 1990 年相比，增长组服务业占 GDP 的比重抬升了 11.0 个百分点，停滞组增长了 7.3 个百分点。高增长组平均在 1997 年进入高收入

² 罗马尼亚在 2019 年进入高收入国家行列，由于时间过短，没有纳入样本

行列，迄今服务业占比提高了 4.6 个百分点，停滞组平均在 2013 年进入高收入行列，迄今服务业占比下降了 0.6 个百分点。这中间的差异显然不能仅用时间跨度来解释。

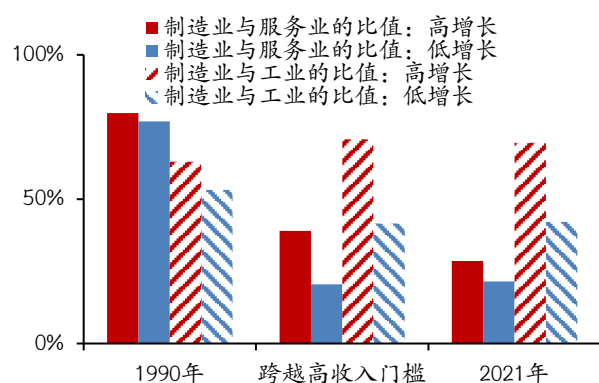
尽管高增长组的服务业占比高，工业占比低，但其制造业占比维持在相对较高的水平，并且一直是工业的主要构成。2021 年增长组制造业占比平均为 17.4%，与跨越高收入门槛时期相比，由于工业占比整体下降了 6 个百分点，制造业占比小幅下降了 1.1 个百分点，尽管如此，仍然比停滞组的制造业占比平均值高 5.2 个百分点。1990 年的制造业占比数据缺失，但通过观察三次产业占比，两组的制造业占比应该是较为接近的，然而在跨越高收入门槛时，制造业的差距就已经很显著了，高增长组制造业占比平均比低增长组高出 10.2 个百分点。从制造业与服务业的比重、制造业与工业的比重可以看出，高增长组的制造业基础整体好于低增长组。

表 2 增长组与停滞组各产业占 GDP 的比重

	增长组							停滞组					
	希腊	韩国	葡萄牙	捷克	斯洛伐克	匈牙利	平均	阿根廷	智利	巴拿马	俄罗斯	波兰	平均
2021 年产业结构 (%)													
农业	3.9	1.8	2.2	1.8	1.7	3.4	2.5	7.1	3.3	2.6	3.8	2.2	3.8
工业	15.3	32.4	19.7	30.3	28.2	24.3	25.0	23.6	31.7	27.7	33.2	27.9	28.8
服务业	68.2	57.0	64.7	58.8	59.1	57.0	60.8	52.5	54.6	66.0	52.9	56.9	56.6
制造业	8.6	25.5	12.4	21.1	19.7	17.0	17.4	15.5	8.7	5.4	14.4	16.7	12.1
跨越高收入门槛时产业结构 a (%)													
	1987	1993	1989	2004	2005	2006		2013	2012	2016	2012	2008	
农业	10.6	5.9	9.9	2.4	1.6	3.5	5.7	6.1	3.3	2.6	2.9	2.6	3.5
工业	28.0	36.2	29.1	33.6	31.9	27.2	31.0	24.0	30.6	28.4	29.1	28.7	28.2
服务业	61.7	49.1	61.0	54.5	54.8	56.1	56.2	53.9	56.3	65.0	54.5	56.0	57.1
制造业		24.6		22.7	20.6	19.7	21.9	15.0	9.8	6.2	11.4	16.1	11.7
较跨越高收入门槛时的变化值 (%)													
农业	-6.7	-4.1	-7.7	-0.6	0.1	-0.2	-3.2	1.1	0.0	0.0	0.9	-0.4	0.3
工业	-	-3.8	-9.5	-3.3	-3.7	-2.9	-6.0	-0.4	1.2	-0.8	4.1	-0.8	0.7
服务业	6.5	7.9	3.7	4.2	4.3	0.9	4.6	-1.4	-1.7	1.0	-1.6	0.9	-0.5
制造业		0.8		-1.7	-0.9	-2.7	-1.1	0.5	-1.2	-0.8	3.0	0.6	0.4
1990 年产业结构 (%)													
农业	9.4	7.6	8.8	6.3	7.4	14.5	9.0	8.1	8.2	8.1	15.5	8.3	9.6
工业	26.3	36.3	28.6	48.8	59.1	39.1	39.7	36.0	39.2	19.4	45.0	50.1	37.9
服务业	64.6	46.5	62.6	45.0	33.5	46.4	49.8	55.9	47.1	69.2	32.6	41.6	49.3
制造业		25.0					25.0	26.8	18.5	15.3			20.2
较 1990 年的变化值 (%)													
农业	-5.5	-5.8	-6.6	-4.4	-5.7	-11.2	-6.5	-1.0	-5.0	-5.5	-11.7	-6.1	-5.8
工业	-	-3.9	-8.9	-18.5	-30.9	-14.8	-14.7	-12.4	-7.5	8.3	-11.8	-22.2	-9.1
服务业	3.6	10.5	2.1	13.7	25.7	10.6	11.0	-3.3	7.5	-3.2	20.3	15.3	7.3
制造业		0.4						-11.3	-9.9	-9.9			-10.4

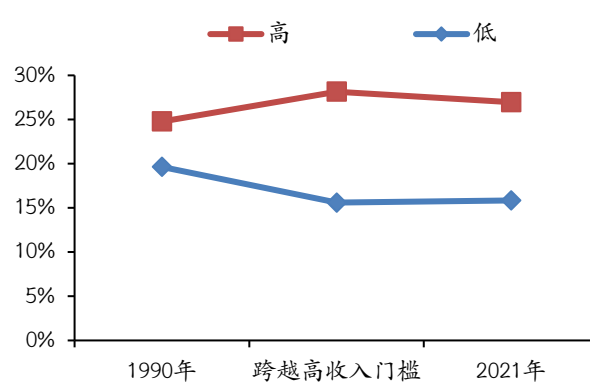
资料来源：Wind、万和证券研究所 a.跨越高收入门槛的时间按图表集法 GNI 超过当年世界银行公布的门槛值的年份，与世界银行确定其为高收入经济体的时间有一定差异，但差异不大

图5 制造业与工业和服务业的比值：分组



资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 低增长组和高增长组的K值对比

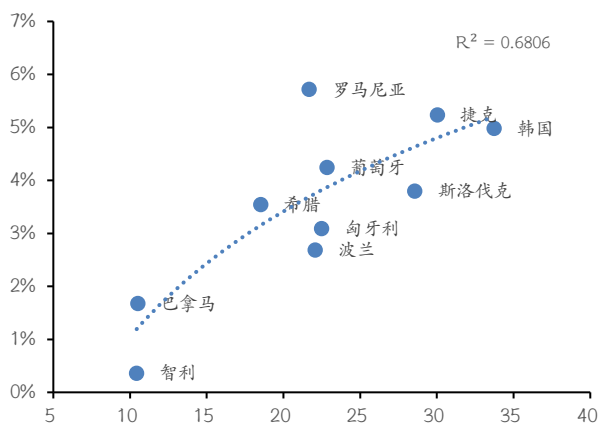


资料来源：Wind、万和证券研究所 注：K值定义见后文

（二）产业结构优化程度与长期增速正相关

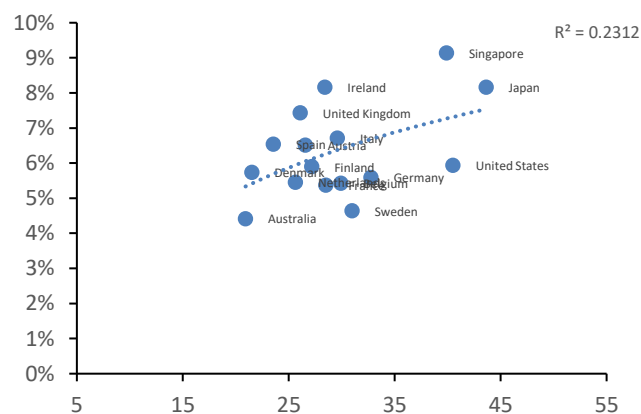
我们尝试建立了一个刻画产业结构优化程度的指标 K， $K = \text{服务业占 GDP 比重} \times \text{制造业占 GDP 比重} / (1 - \text{服务业占 GDP 比重})$ ，可以发现高增长组的 K 值平均高于低增长组（见图 6）。把样本国家汇总在一起形成散点图来观察，横轴为各国的 K 值，纵轴为跨过高收入门槛到 2021 年的年化复合增速，如图 7 所示，排除阿根廷和俄罗斯这两个在汇率和国际关系方面比较特殊的国家，经济体的 K 值和其长期增速呈现显著的正相关关系³。我们还发现，这种正相关仅存在于 1987 年之后跨过高收入门槛的国家，当我们选取 1987 年之前便已经是高收入国家的样本时，其 1975-2000 年的平均复合增速与各自对应的 2000 年的 K 值之间的相关性明显下降，这也符合我们的常识，当生产力发展到一定阶段时，三次产业结构的变化对长期增速的正向影响比较有限。

图7 1987年后跨越门槛的国家长期增速与K值正相关



资料来源：Wind、万和证券研究所

图8 1987年前跨越门槛的国家长期增速与K值相关性低



资料来源：Wind、万和证券研究所

考虑到国家政治经济体制的差异，我们又选取了国内经济较为发达的地区珠三角和北京、上海，考量其产业优化程度和长期增速的关系。珠三角经过改革开放 40 多年的发展，经历了天翻地覆的变化，2021 年珠三角人口达 7860 万，人均 GDP 约 1.8 万美元，已然相当于一个高收入经济体。珠三角人均 GDP 在 2012 年左右超过高收入门槛，到 2019 年的年均复合增速在 7% 左右，受疫情和贸易摩擦的影响这两年下降到 3.3%，按照珠三角的产业结构得出的 K 值为 47.0，对应的潜在长期增速在 6.3% 左右；北京和上海分别是我国重要的政治中心和经济金融中心，在 2011 年前后达到高收入门槛，到 2021 年的年均复合增速在分别在 8.5% 和 7.7%，按照其产业结构得出的 K 值分别为 56.7 和 64.0，对应的潜在长期增速分别为 7.0% 和 7.4% 左右。可见一线城市或地区的 K 值与其跨过高收入门槛后的长期增速的正相关关系总体也是成立的。

3如果去掉罗马尼亚，R 方达到 0.83

表3 北上及珠三角主要城市的K值及对应的长期增速

	上海	北京	广州	深圳	珠海	中山	东莞	佛山	珠三角
K 值	64.0	56.7	54.6	52.5	41.8	40.6	38.1	36.7	47
人均 GDP(美元)	26915	28524	23313	26924	24483	12427	16013	19703	17969
跨过高收入门槛后的复合增速 (%)	7.7	8.5	5.47	5.73	5.81	-0.49	4.55	4.26	3.3
跨过高收入门槛-2019 年复合增速 (%)	10.1	10.4	7.0	8.1				5.8	
K 值对应的潜在长期增速	7.4	7.0	6.8	6.7	5.9	5.8	5.6	5.5	6.2

资料来源：Wind、万和证券研究所

既然 K 值与经济体跨过高收入门槛后的平均复合增速正相关，我们可以有一个关于中国未来发展的设想：中国当前的三次产业结构对应的 K 值是 31，根据回归模型测算的潜在长期增速是 4.9%，如果未来 K 值能保持这一水平或有所提高，即产业结构进一步优化，保持汇率的相对稳定或小幅增长，那么当我们到达 2035 年时，有较大的概率可以看到过去十多年实现了年化 4-5% 的经济增速。

三、促进产业结构优化的要素

从 K 值的构建我们可以得知，优化产业结构的重点在于扩大服务业占比和建立以制造业为主的工业体系，这与我国“现代服务业为主体、先进制造业为支撑”的战略导向不谋而合。我们设想从制度层面提出一些定量指标的观察和比较，从而为政策施行提供更多的中介目标。选择的指标实际上也是政策实践中比较重视的，比如研发与教育的程度、对外开放程度、资本市场发达程度等三个方面。

表4 指标选择

领域	具体指标	量化规则
教育与研发	公共教育支出 (GDP%)，专利授权量，科研支出 (GDP%)，每百万人中的科研人员	读数越高，则排名越靠前，则分数越高
对外开放	贸易额(GDP%)，FDI+ODI (GDP%)，所有商品简单平均适用税率	贸易额、对外直接投资和外国直接投资占 GDP 的比重，读数越高，排名越靠前，分数越高；税率读数越低，则排名越靠前，则分数越高。
资本市场	上市公司总市值 (GDP%)	数值越高，则排名越靠前，则分数越高

资料来源：万和证券研究所

表5 各项指标评分标准与权重

评分纬度	评分规则
教育与研发	取 4 个分项指标均值
公共教育支出 (GDP%)	11 分制，排名下降 1 名扣 1 分，该项得分取 2019 至 2021 年均值，缺乏数据的以最近数据替代
专利授权量	
科研支出 (GDP%)	
科研人员每百万人	
对外开放	取 3 个分项指标均值
贸易额 (GDP%)	11 分制，排名下降 1 名扣 1 分，该项得分取 2019 至 2021 年均值，缺乏数据的以最近数据替代
FDI+ODI (GDP%)	
关税	
资本市场综合得分	
上市公司总市值 (GDP%)	11 分制，排名下降 1 名扣 1 分，该项得分取 2019 至 2021 年得分均值，缺乏数据的以最近数据替代

资料来源：万和证券研究所

（一）样本国家之间的观察和比较

我们对前述在 1987 年之后跨越了高收入门槛的经济体的以上三个方面的表现进行评分，2021 年的评价结果表明增长组综合得分平均高于停滞组，其中增长组在教育与研发方面的领先优势最大，对外开放次之，资本市场的优势相对较小。总体而言，研发与教育、对外开放、资本市场发达程度对各国的产业结构优化有一定的解释力度。

表 6 增长组与停滞组得分情况

	增长组							停滞组					平均
	捷克	韩国	葡萄牙	匈牙利	希腊	斯洛伐克	平均	波兰	智利	俄罗斯	阿根廷	巴拿马	
综合得分	28.7	23.7	21.0	20.1	18.4	13.5	20.9	23.7	21.8	10.8	11.9	9.4	15.5
教育研发得分	8.7	9.8	7.7	6.8	5.9	4.8	7.3	7.5	4.5	5.1	4.2	1.2	4.5
公共教育支出	8.0	6.3	7.0	5.3	3.0	4.3	5.7	9.3	11.0	1.3	8.7	1.7	6.4
专利授权量	8.7	11.0	5.0	4.3	7.0	5.7	6.9	8.3	3.0	10.0	2.0	1.0	4.9
科研支出	10.0	11.0	8.7	8.3	6.7	4.0	8.1	6.3	2.0	5.0	3.0	1.0	3.5
科研人员每百万人	8.0	11.0	10.0	9.0	7.0	5.0	8.3	6.0	2.0	4.0	3.0	1.0	3.2
对外开放得分	9.0	4.2	7.0	10.3	6.8	7.8	7.5	8.6	8.0	3.7	1.4	4.2	5.2
贸易额 (GDP%)	9.0	4.0	6.3	10.0	5.3	11.0	7.6	8.0	3.0	2.0	1.0	6.3	4.1
(FDI+ODI)/GDP	8.0	5.3	4.7	11.0	5.0	2.3	6.1	7.7	10.0	5.7	2.3	4.0	5.9
关税	10.0	3.3	10.0	10.0	10.0	10.0	8.9	10.0	11.0	3.3	1.0	2.3	5.5
资本市场得分	11.0	9.7	6.3	3.0	5.7	1.0	6.1	7.7	9.3	2.0	6.3	4.0	5.9
上市公司总市值/GDP	11.0	9.7	6.3	3.0	5.7	1.0	6.1	7.7	9.3	2.0	6.3	4.0	5.9

资料来源：wind、ceic、世界银行、万和证券研究所

（二）样本城市之间的观察和比较

为了进一步确认研发教育、对外开放、资本市场对产业升级的正面意义，我们考量了北京、上海、珠三角各市在以上三方面的表现。从 2021 年总体情况来看，K 值高的地区在教育与研发、对外开放、资本市场方面的评价总体处于前列，一线城市特别是北上深不出意料的各项指标都名列前茅。

表 7 北京、上海、珠三角 9 市各项指标表现

	上海	北京	广州	深圳	珠海	中山	东莞	佛山	惠州	江门	肇庆
K 值	64	56.7	54.6	52.5	41.8	40.6	38.1	36.7	33.1	30.9	21.5
人均生产总值 (万元)	17.4	18.4	15	17.4	15.8	8	10.3	12.7	8.2	7.5	6.4
跨过高收入门槛后的复合增速 (%)	7.7	8.5	5.47	5.73	5.81	-0.49	4.55	4.26	3.3		
教育与研发											
专利授权量 (/万人)	72	91	101	158	110	93	90	100	42	44	18
研发支出占 GDP (%)	4.2	6.5	3.1	5.5	2.9	2.3	4	2.8	3.4	2.6	1.1
研发人员 (/万人)	139	216	125	251	153	82	178	109	122	83	32
教育支出占 GDP (%)	2.4	2.9	2.1	3.1	3	3	2	1.6	2.8	2.5	3
对外开放											
外商直接投资占 GDP (%)	3.4	2.3	1.9	2.4	5.2	1.1	0.9	0.3	1.5	0.6	0.3
进出口总额占 GDP (%)	93.8	75.6	38.3	115.6	85.5	75.6	140.5	50.7	61.4	49.7	15.3
资本市场											
上市公司市值占 GDP (%)	239.9	502.4	85.3	483.4	166.4	96.2	39.8	109.6	105.1	33.8	21.5

资料来源：世界银行、各地方统计局、万和证券研究所

（三）中国与样本国家的比较

与样本国家相比，中国在研发教育、对外开放、资本市场方面均有较大的提升空间（见表8），预示着产业结构有进一步优化的空间。

教育与研发方面，中国的公共教育支出占GDP比重2015年以来维持在3.7%左右，比增长组和停滞组的均值都要低，仅略高于罗马尼亚和巴拿马；每百万人中科研人员数量为1455名，同样低于增长组和停滞组；研发支出和专利授权方面中国相对具有优势，远高于除韩国以外的所有样本国家，但与韩国的差距还比较大。

对外开放的方面，中国贸易额占GDP的比值2019-2021均值为36%，对外直接投资和外国直接投资占GDP比重三年均值约为2.55%，低于增长组和停滞组的均值水平，主要跟我国经济总量较高有关，但中国的关税相比增长组和停滞组也较高。此外，根据世界银行《2020年的营商环境便利报告》（表8），中国的营商环境的全球排名31位，相对较高，但是在跨境贸易、纳税、获得信贷等分项的排名较为靠后。总体看来，中国对外开放和营商环境便利程度还有待提高。

资本市场方面，中国上市公司市值占GDP的比重2019-2021年平均为73%，在样本国家中属于较高水平，仅低于捷克、韩国、智利，其余国家上市公司市值占GDP的比重均低于50%。资本市场是现代经济体系的重要组成部分，欧美及亚洲主要发达国家的上市公司市值占GDP的比重普遍超过100%。我们认为其中的差异一方面与我国的融资结构主要依赖于银行信贷体系有关，另一方面与上市公司的质量、资本市场制度不健全有关。结合近几年资本市场出台的包括注册制、再融资制度、设立北交所内的一系列改革措施，我们认为，随着直接融资比重和长期资本供给的提升，企业的多元化、差异化融资需求得到满足，中国上市公司市值占GDP的比重预计将提升。

表8 中国与增长组和停滞组的对比

	中国	增长组均值	停滞组均值
教育支出占GDP (%)	3.55	4.62	4.57
专利授权量 (件/每百万人)	338	457	51
研发支出占GDP (%)	2.26	2.02	0.68
科研人员 (人/每百万人)	1455	4854	1553
贸易总额占GDP (%)	36.04	119.65	66.06
(FDI+ODI)/GDP (%)	2.55	22.69	3.63
关税 (%)	6.09	2.38	5.41
上市公司总市值占GDP (%)	72.82	82.20	41.23

资料来源：wind、ceic、世界银行、万和证券研究所

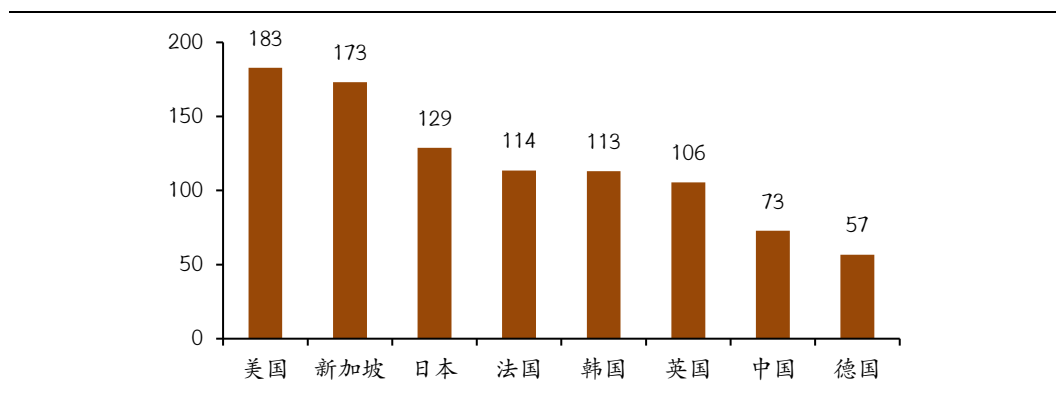
表9 2020年的全球营商便利排名

国家	全球排名	开办企业	办理施工许可证	获得电力	登记财产	获得信贷	保护少数投资者	纳税	跨境贸易	执行合同	办理破产
韩国	5	33	12	2	40	67	25	21	36	2	11
俄罗斯联邦	28	40	26	7	12	25	72	58	99	21	57
中国	31	27	33	12	28	80	28	105	56	5	51
葡萄牙	39	63	60	52	35	119	61	43	1	38	15
波兰	40	128	39	60	92	37	51	77	1	55	25
捷克共和国	41	134	157	11	32	48	61	53	1	103	16
斯洛伐克	45	118	146	54	8	48	88	55	1	46	46
匈牙利	52	87	108	125	29	37	97	56	1	25	66
智利	59	57	41	39	63	94	51	86	73	54	53
希腊	79	11	86	40	156	119	37	72	34	146	72

巴拿马	86	51	100	51	87	25	88	176	59	141	113
阿根廷	126	141	155	111	123	104	61	170	119	97	111

资料来源：世界银行、万和证券研究所，注：全球排名为在 190 个国家或地区中的名次

图 9 主要发达经济体上市公司市值占 GDP 的比重 (%)



资料来源：ceic、万和证券研究所

四、启示

通过以上研究，我们或许可以得出一个结论，K 值所代表的产业结构优化总体与经济体跨过高收入门槛后的复合增速正相关，而教育与研发的程度、对外开放的程度、资本市场的发达程度则是促使产业结构优化的要素。如果我们的结论有一定价值的话，那么我们对国家政策的意图应有更深入的理解，对中国的长期经济增长也应怀有信心。以“现代服务业为主体、先进制造业为支撑”的战略导向以及重视教育与创新，坚定不移扩大对外开放，加快资本市场改革，都是国家政策重点推进的方向，在对应领域出台政策措施都可以认为是在提升中国经济的长期增长潜力。

此外，我们构建的 K 值刻画的是三次产业的比例关系，并没有对产业作具体的先进还是传统、高级或是低级的划分，本质上看，产业不存在好坏、高低之分，“发展才是硬道理”。传统产业不能简单的用退出和淘汰来“一刀切”，对中国大多数没有达到高收入门槛的地区而言，传统产业改造升级尤其重要。继 2021 年中央经济工作会议提出促进传统产业升级，去年中央经济工作会议再次强调“提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力”，日前召开的二十届中央财经委员会第一次会议强调，坚持推动传统产业转型升级，不能当成“低端产业”简单退出。近年来一些地方将传统产业标签化、一味追求高技术产业的行为有望纠偏，经济增速有望提升，就业压力有望改善。

五、风险提示

国内政策推进不及预期、地缘冲突超预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>