

专题报告

中国经济进一步融入全球产业链的路在何方？

2020 年 5 月 18 日

从中国制造到中国资产系列报告五

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	6.1
CPI	2.9	3.1
PPI	-0.3	0.4
社会消费品零售	8.0	8.2
工业增加值	5.7	5.2
出口	0.5	3.0
进口	-2.8	4.0
固定资产投资	5.4	5.3
M2	8.7	8.0
人民币贷款余额	12.3	17.2
1 年期存款利率	1.50	1.50
1 年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.90	6.72

最新数据（4 月）

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	3.3
PPI	-3.1

资料来源：CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

高明

86-10-57601916
gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

核心观点：

中国经济进一步融入全球产业链的目标：在全球产业链上从先进制造国向先进服务和创新驱动升级，实现向创新驱动经济增长模式的转变，大力提升服务业在中国国内和国际间增加值中所占比重和份额，在向世界各国提供更高品质的商品和服务的同时满足国内市场不断增长的需求，稳步提升人均收入水平，成功跨越中等收入陷阱。

中国经济进一步融入全球产业链面临的国际环境。中国全球产业链地位所处的国际环境目前面临以下危险：一是，本次新冠疫情引发产业链从中国外迁的忧思；二是，政治压力和中美贸易摩擦直接加剧产业链从中国外迁的风险；三是，印度和越南等邻近国家积极通过优惠政策吸引国际投资者；四是，2016 年以来，国际直接投资陷入低迷期，我们面临不利的直接投资和供应链国际金融环境。当前的机遇在于：1、全球产业链中断恐慌带来的备份需求；2、全球最终需求来源地从发达国家向新兴市场迁移带来的机会；3、货物贸易全球产业链的停滞和服务贸易全球产业链的兴起；4、全球产业链知识密集度上升和劳动力密集度下降趋势带来的机遇；5、全球产业链变“短”，全球性减弱，区域性增强；6、逆全球化未成主流，日本和欧洲国家更支持全球化的主张。

中国经济进一步融入全球产业链的优势和不足。优势包括：1、工程师红利；2、集聚效应和规模经济优势；3、市场规模优势；4、数字经济先发优势；5、根据世界银行的《全球竞争力报告》，中国的整体竞争力比较均衡，金融体系的效率有所提高。不足包括：1、从全球竞争力看，中国在劳动力市场、产品市场、制度、技能和宏观稳定性方面还有进一步提升的空间；2、对知识产权的保护不够；3、对创新的鼓励和对失败的容忍度远远不够；4、对待来自越南和印度等经济体竞争的态度需适度调整；5、对中国企业家海外投资的态度需要转变。

中国经济进一步融入全球产业链将对中国股票市场产生的影响：一方面，更多的科技创新企业将在中国股票市场中脱颖而出。另一方面，更多的国际机构投资者将投资中国股票市场，持有中国资产。

再次强调，从中国制造到中国资产，从商品贸易到金融资产交易，从经常账户到资本和金融账户，中国对外开放的进程逐步加深，中国的资本市场也将更加异彩纷呈。

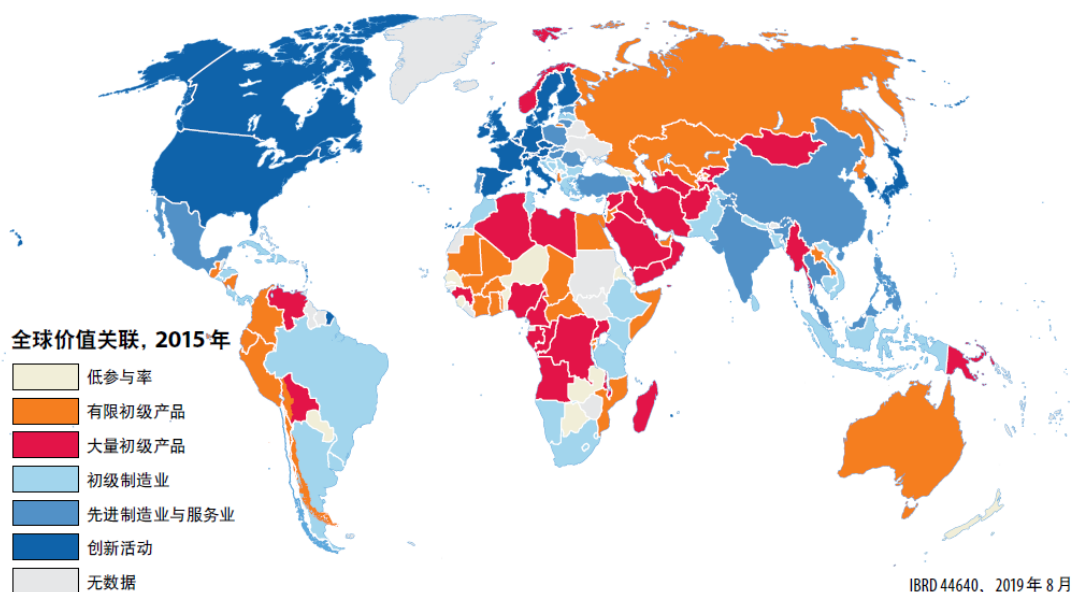
5月15日，美国商务部再度延长对华为临时许可的同时，要求即使芯片本身不是美国开发设计，但只要外国公司使用了美国芯片制造设备，就必须获得美国政府的许可，才能向华为及其附属公司提供芯片。此举再次引发市场投资者对于全球供应链问题的关注。在此我们不禁要问，回顾过去，全球产业链对中国经济的意义何在？环顾四周，中国当前进一步融入全球产业链面临怎样的国际环境？反躬自省，中国经济融入全球产业链的优势和不足有哪些？展望未来，中国经济下一步融入全球产业链的目标是什么，路在何方？

一、回望来时路：中国通过融入全球产业链崛起为“世界工厂”

我们在《正确评估中国在全球产业链中所处的地位-从中国制造到中国资产系列报告四》中提出，中国在改革开放40年，特别是过去20年中，通过融入全球产业链和分工体系，由初级制造国升级到先进制造和服务国。与美国、德国并列，在当前全球产业链三大中心之中位居其一，是世界工厂，在全球制造业增加值中占比高达25%。中国在全球产业链中的前向和后向参与度都比较高，居于产业链的枢纽位置。我们强调，中国经济之所以能够获得今日的成就，坚定对外开放和融入全球产业链及分工体系至关重要。未来，中国经济要想进一步成功转型升级，仍应将深入融入全球产业链作为突破口，这一点不应动摇。

图1：中国目前是先进的制造业和服务业国

地图 0.1 所有国家都参与了全球价值链——参与方式却不尽相同



IBRD 44640, 2019年8月

资料来源：《2020年世界发展报告》工作组根据2015年全球价值链分类数据计算的结果（参见本报告正文的专栏1.3）。

注释：一个国家的全球价值链关联类型基于（1）该国的全球价值链参与率，（2）该国贸易所专注的行业，和（3）创新措施。详情请参见本报告正文的图1.6。

资料来源：世界银行，招商证券

从2018年FDI流量的占比情况看，美国为第一大投资目的地国，占比19.4%；中国是第二大目的地国，占比为10.7%。印度排名第9位，占比3.3%；印尼和越南分别排名第15和16位，占比分别为1.7%和1.2%。从规模来看，印度和越南等对手目前仍不能与中国同日而语。

二、环顾四野：中国当前面临的国际环境有危也有有机

我们在《中国全球产业链地位所面临的八个挑战-从中国制造到中国资产系列报告二》中分析，中国全球产业链地位所处的国际环境目前面临以下危险：一是，本次新冠疫情

引发产业链从中国外迁的忧思；二是，中美贸易摩擦直接加剧产业链从中国外迁的风险竞争；三是，印度和越南等邻近国家积极通过优惠政策吸引国际投资者；四是，2016年以来，国际直接投资陷入低迷期，我们所面临不利的直接投资和供应链国际金融环境。

不过，危中有机，也应看到当前全球国际环境的变化也带来以下机遇：

1、全球产业链中断恐慌带来的备份需求。新冠疫情导致部分全球产业链短期中断，造成严重损失。可以预期，疫情过后，为避免此类损失，各个产业链条将更重视供应链的弹性，将选择更多的供应商作为备份。这样的变化一方面可能对中国现有的产业链带来一定分流的负面影响。但另一方面，中国也要做好迎接原本主要在欧洲产业链中心和北美中心布局的部分产业的转移需求，例如汽车整车、医疗器械等精密仪器、药品为代表的化工制剂等高端制造产业乃至一部分服务业。

2、全球最终需求来源地从发达国家向新兴市场迁移带来的机会。据麦肯锡估计，到2025年，新兴市场将消耗全球近三分之二的制成品，其中汽车，建筑产品和机械等产品将占据主导地位。中国的劳动年龄人口是全球主要的消费群体之一。预计到2030年，发展中国家将占全球消费总量的一半以上，其中除中国外印度、印尼、泰国、马来西亚和菲律宾等国将占全球消费量的35%。未来，全面加强重要新兴市场的经济、贸易和对外投资联系尤为重要。

3、货物贸易全球产业链的停滞和服务贸易全球产业链的兴起。麦肯锡的统计表明，过去10年服务贸易的增速比货物贸易快60%以上，一些子行业比如电信和IT服务，商业服务和知识产权收费等的增速更是快2到3倍。数字技术革命带来的商业机会，越来越多的自动化技术和先进的机器人技术在制造业中使用，解放了更多劳动力。同时，服务流程也可以通过人工智能（AI）和虚拟代理实现自动化，为服务贸易在全球的扩展提供可能。2005年至2017年，跨境带宽量增长148倍，即时和低成本的数字通信降低了交易成本，带来更多货物贸易机会，也使得国际服务贸易得到发展。例如，5G的应用和信息通信技术的快速发展，使得远程医疗，远程手术成为现实。

4、全球产业链知识密集度上升和劳动力密集度下降趋势带来的机遇。当前，自动化和人工智能对简单重复的低端劳动力是一种替代，削弱低劳动力成本的优势，降低劳动力套利贸易的必要性。同时，全球产业链的知识密集度越来越高。研发和无形资产的资本支出占收入的比重由2000年的5%上升到2016年的13%，制药和医疗设备行业的这一比重甚至高达80%。由于虚拟制造企业（专注于开发商品并将实际生产外包给合约商的企业）的崛起，商品生产的增加值占比下降，相应的，研发和设计等上游活动以及分销、营销和售后服务等下游活动创造的增加值占比上升。全球服务贸易产业链兴起和知识密集度上升的大趋势，恰与中国经济当前的创新驱动转型契合，实在是难得的机遇期，应牢牢抓住。

5、全球产业链变“短”，全球性减弱，区域性增强。麦肯锡研究认为，自2013年以来，区域内商品贸易份额增加2.7个百分点，尤其是亚洲和欧盟国家。不过，在全球三大产业链中心中，亚洲区和欧盟区本身的区内贸易就非常强，过去数年只是强化了这一趋势。未来中国应更为重视加强与亚洲区域内各国的经贸及投资合作，与此同时，中国仍应重视加强与北美产业链中心之间的生产、最终消费联系，并密切关注由于技术进步带来的全球性服务贸易机会。

6、逆全球化未成主流，日本和欧洲国家更支持全球化的主张。“德不孤，必有邻”。在全球化的问题上，国际货币基金组织等国际组织，日本和德国等发达国家更为支持全球化，反对逆全球化。中国应抓住时机，广结善缘。

三、反躬自省：中国进一步融入全球产业链的优势和不足

近期全球产业链问题是热门话题,但我们认为有部分对中国优势和不足的分析未跟上时代,未能用发展的眼光看问题,造成一定的误判。比如,当我们在谈论中国劳动力成本“偏高”时,其实这一事实本身是中国人均收入不断提高,实现小康社会的结果,是同一个事实的两面。更为重要的是,当我们在失去简单的劳动力成本优势的同时,我们在获得全球最大市场的新优势。回顾过去 30 年,中国能够在全产业链中保持一席之地,1990 年代依靠的是低的劳动力和资金成本,2000 年代依靠的是积聚效应和规模效应带来的成本优势,2010 年代则主要依靠工程师红利、科技创新和庞大的国内市场规模所产生的吸引力。有鉴于此,我们认为中国进一步融入全球产业链的真正优势包括:

1、工程师红利。随着时代的发展进步,工程师在各个技术领域攻克诸多工程科技难题,在推动国家科技进步、促进经济社会发展、维护国防安全等方面发挥重要作用。中国科协于 2016 年加入《华盛顿协议》,我国工程类专业本科教育质量标准得到国际认可,目前每年工学类普通本科毕业生超过 140 万人,工程师红利已取代人口红利,具备大量高素质和有秩序的工程师队伍将成为推动中国经济高质量发展的关键力量。

2、积聚效应和规模经济优势。截止 2018 年,我国经济技术开发区 219 个,高新技术产业开发区 156 个,海关特殊监管区 135 个,边境/跨境经济合作区 19 个。其中,全国 156 家国家级高新区分布在 29 省市,其中江苏、山东和广东三省高新区数量最多,分别为 17 家、13 家和 12 家,合计占比 26.92%。各种类型的开发区是我国经济转型发展的主战场,在集聚创新资源、深化产业协同等方面对区域经济发挥引擎作用。

表 1: 美国企业眼中的在华业务机遇

	技术和其他研发行业	工业和资源行业	消费行业	服务行业
1	国内消费增长/中产阶级规模扩大、收入提高 (46%)	国内消费增长/中产阶级规模扩大、收入提高 (36%)	国内消费增长/中产阶级规模扩大、收入提高 (73%)	中国公司的全球化和境外投资增长 (50%)
2	数字技术、包括电子商务和“互联网+” (44%)	持续的经济和市场改革 (35%)	日益增长的对外国品牌和高质产品的需求 (45%)	持续的经济和市场改革 (37%)
3	持续的经济和市场改革 (37%)	扩大业务范围以覆盖更多中国国内市场 (例如进入新城市、地区) (35%)	持续的经济和市场改革 (38%)	扩大业务范围以覆盖更多中国国内市场 (例如进入新城市、地区) (31%)

资料来源: 中国美国商会, 招商证券

3、市场规模优势。中国在全球产业链上的竞争优势,逐步由低劳动力和资金乃至环境成本转换到积聚效应带来的成本控制。现在看,巨大的市场规模应该是我们重要的一个优势。例如,前述美国中国商会的调查显示,企业一致认为中国消费增长和中产阶级扩大是最重要的商业机会。应扬长避短,以市场吸引国际人才、技术和投资。

4、数字经济先发优势。庞大人口数量带来的大数据,云计算,人工智能等应用领域的优势和数字经济优势。

5、中国的整体竞争力比较均衡,金融体系的效率有所提高。根据世界银行的《全球竞争力报告》,2007 年至 2019 年中国整体的竞争力排名有 34 位上升到 28 位,主要的改善是在金融系统的效率,信息与通信技术 (ICT) 的应用、商业活力和制度层面。

表 2: 中国 2007 年至 2019 年世界银行全球竞争力评分变化

排名	综合	制度	基础设施	ICT 应用	宏观稳定性	健康	技能	产品市场	劳动力市场	金融系统	市场规模	商业活力	创新能力
2019	28	58	36	18	39	40	64	54	72	29	1	36	24
2007	34	77	52	73	7	61	78	58	55	118	2	57	38
提升	6	19	16	55	-32	21	14	4	-17	89	1	21	14

资料来源：世界银行，招商证券

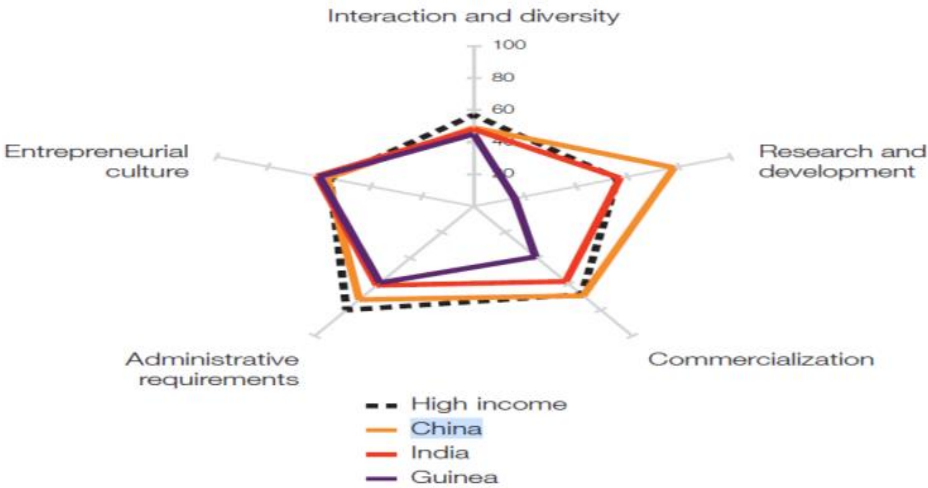
当然，更为重要的一点是，我们要清醒的认识到，中国要进一步融入全球产业链，亟待改进以下不足：

1、从全球竞争力看，中国在劳动力市场、产品市场、制度、技能和宏观稳定性方面还有进一步提升的空间。例如，薄弱的合同执行力遏制传统贸易的发展。全球产业链对契约制度的质量敏感。由于全球产业链的绩效取决于其最薄弱环节的效率，因此合同执行不力导致的生产延迟对全球产业链危害极大。前述对美国企业的调查显示，在华美企认为最大的挑战是“法律解释和执行不一致”。

2、对知识产权的保护不够。创新无国界，尤其在中国当前的发展阶段，保护知识产权既是保护其他国家的创新，更是在保护和促进中国的创新。在我们前期的调研中，部分被调查厂商称，外国供应商之所以不在中国国内设立芯片等部分高端零部件的备份供应商，主要的顾虑还是在知识产权保护层面。这也再次凸显我国吸引外资的重点应该由过去简单的优惠政策转变到优化投资软环境上来。

3、对创新的鼓励和对失败的容忍度远远不够。根据世界经济论坛的评估标准，创新包含五个方面：(1)多元化（劳动力多样化，集群发展状况，国际创新合作，多方利益相关者合作）；(2)商业化（使创新进入市场的能力：买方成熟度、商标申请）；(3)研发强度（科学出版物、专利申请、研发支出、研究机构突出指数）；(4)支持毁灭性创造的程度（通过便利公司的成立与关闭，包含：创业成本、时间、破产回复率、破产管理框架）；(5)企业文化（一个国家是否愿意承担风险和接受颠覆性想法，对创业风险的态度、委授权力的意愿、创新型公司的成长、接受颠覆性想法的公司）。参照对比可见，中国的研发能力突出，甚至超出发达国家水平，2017 年，全球 33% 市值的独角兽公司来自于中国，相较 2014 年上升了 12%；但中国在管理、互动与多元化相对薄弱，而企业文化、互动与多元化是美国、德国得以在创新层面领先于其他国家的重要支柱。而从企业家面对失败的态度演化情况看，日本、韩国、中国承担风险的意愿明显低于美国、以色列、德国，这也一定程度上对于颠覆性创新的出现造成了阻碍。在中国当前的发展阶段，有可能显得越发重要，是未来补短板的主要方向。

图 2：中国与竞争对手的创新生态系统表现对比

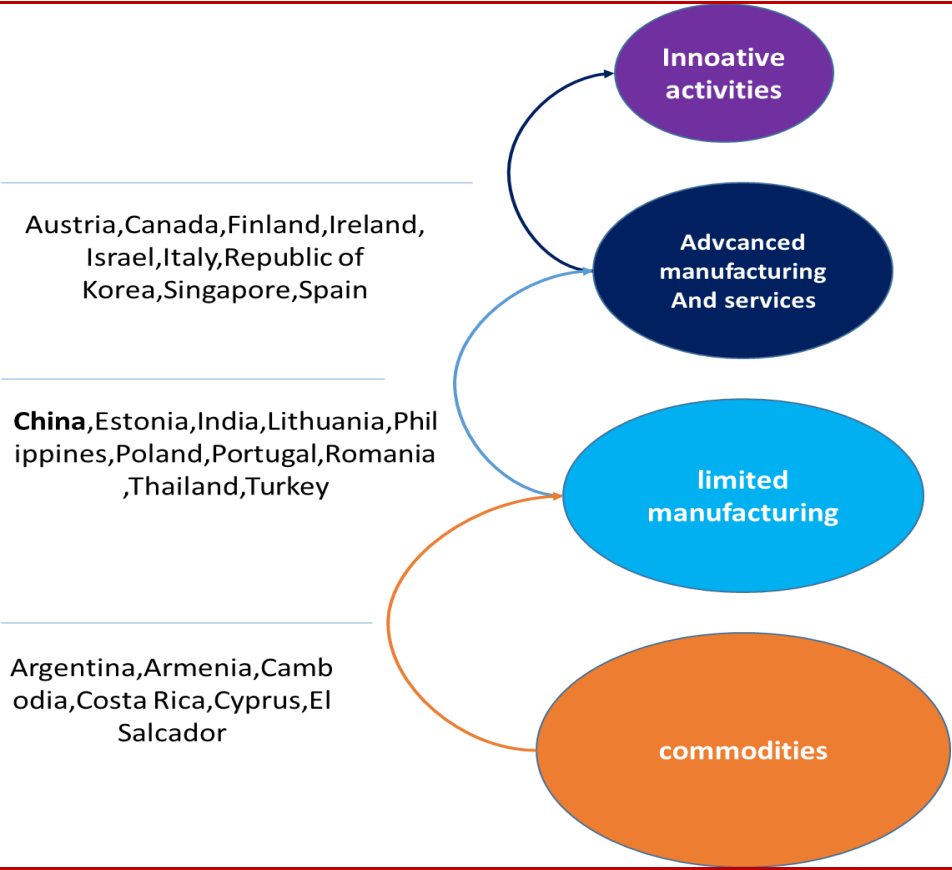


资料来源：世界银行，招商证券

4、对待来自越南和印度等经济体竞争的态度需适度调整。首先，中国的首要任务是实现自身的转型升级；其次，越南和印度等接受的产业转移对中国而言相当程度上是合作性而非替代性，和则两利；三是，重视印度等新兴经济体作为需求方和替代英美发达国家市场的地位和作用。

5、对中国企业家海外投资的态度需要转变。以曹德旺先生为例，不能将其视为“逃跑者”，而是“探索者”和“开拓者”。应将政策着力点放在想方设法做好对内开放优化国内投资环境的方面，而不是停留在谴责对外投资者层面。

图 3： 1990 年至 2015 年中国从初级制造国升级为先进制造国



资料来源：世界银行，招商证券

四、坚定目标：通过进一步融入全球产业链升级为创新驱动国

总体来看，我国进一步融入全球产业链的目标是通过对外开放促进国内的各项改革，利用好两个市场和两种资源，推动中国经济增长和人均收入水平的提升。未来 10 年，中国融入全球产业链的具体目标是在全球产业链上从先进制造国向先进服务和创新驱动升级，实现向创新驱动经济增长模式的转变，大力提升服务业在中国国内和国际间增加值中所占比重和份额，在向世界各国提供更高品质的商品和服务的同时满足国内市场不断增长的需求，稳步提升人均收入水平，成功跨越中等收入陷阱。

五、从中国制造到中国资产：进一步融入全球产业链将对中国股票市场产生的影响

一方面，更多的科技创新企业将在中国股票市场中脱颖而出。我们在《从中国制造到中国资产的思考》中提到，从金融服务实体经济的角度看，中国经济未来的转型方向是从先进制造国转型为先进服务提供国和创新驱动国。如果说大规模制造业的发展与间接融资为主的金融结构更为契合的话，显然科技创新行业的发展更需要直接融资的支持，资本市场尤其是股票市场更有利科技创新企业的发展。未来中国的资本市场将承担发现中国优秀的科技创新企业的重要使命，为其提供融资机会和通过并购发展壮大的正向激励，促进中国经济向创新驱动国的成功转型。

另一方面，更多的国际机构投资者将投资中国股票市场，持有中国资产。全球的产业链合作与国际资本流动密切相关。从包括中国在内的新兴经济体的国际资本流动情况看，上世纪 80 年代至 90 年代中，新兴经济体的国际资本流入以银行贷款和贸易信贷为主的“其他投资”项目为主；90 年代中至 2008 年次贷危机之前，新兴经济体的国际资本流入以实业投资和全球产业链布局密切相关的“直接投资”项目为主；2008 年次贷危机至今，特别是 2016 年以来，以股票投资和债券投资为主的“证券投资”项目正在成为新兴经济体吸引国际资本流入的主要方式。（我们将在近期推出的研究报告中对这一趋势作更详细分析。）这提醒我们，如果中国经济希望通过进一步融入全球产业链的方式来实现经济转型，必然要适应和借助这个全球资本流动的新趋势，积极通过开放中国的股票和债券市场，来“吸引外资”，并同时获得先进的管理理念，技术创新和优秀人才。未来中国资产注定将得到中国投资者和全球投资者的青睐，我们也将在中国股票市场中看到更多国际机构投资者的参与。

再次强调，从中国制造到中国资产，从商品贸易到金融资产交易，从经常账户到资本和金融账户，中国对外开放的进程逐步加深，中国的资本市场也将更加精彩纷呈。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。