

证券研究报告 / 宏观专题

## 跨越中等收入

### 报告摘要：

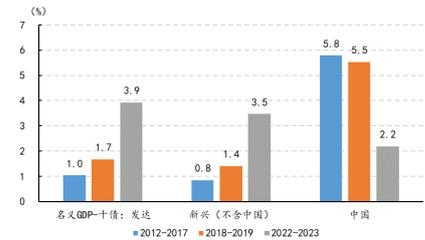
近期 10 年期国债利率快速下行，2024 年 3 月 6 日已跌破 2.3% 的关口，创下 2020 年 4 月以来的新低。与此相关有三个现象值得注意。现象 1 是中国 10 年期国债利率长期低于名义 GDP 增速，这与其他国家的情况不同。原理上，长期均衡应该是经济增速约等于利率，且约等于工资增长率。发达国家名义 GDP 增速与 10 年期国债利率基本是匹配的。例如美国的名义 GDP 增长和它的长端债券利率是具有可比性的。日本和韩国也是如此。但是中国的情况完全不一样，在过去很长一段时间，中国的名义 GDP 增速远远大于 10 年期国债利率。第二个现象是在最近的几年时间，全球经济增速与利率的差值在扩大，中国反而在缩小。在疫情之前，中国名义 GDP 增速与利率的差值明显高于发达和新兴经济体，而疫情后中国名义 GDP 增速与利率的差距大幅缩小。第三个现象是产能过剩、投资效率偏低的事件时有发生，近期高技术制造业产能利用率开始弱于传统产业。

理解中国高增长、低利率的现象，我们可以从中国跨越中等收入的发展模式说起。按照文献中的定义，我们把人均收入达到美国的 20%，并在 30 年内达到美国 45% 以上的称为成功跨越中等收入组，否则称为失败组。我们发现的第一个特征是成功跨越中等收入组，跨越时间基本在 20 年左右。第二个特征是投资率、储蓄率是区分成功组和失败组最重要的变量。成功组保持着较高的储蓄率和投资率，失败组则投资、储蓄率较低。中国相比成功组有更高的储蓄率和投资率。第三个特征是产业结构方面，成功组呈现出去工业化的特点，而服务业占比不断上升。这说明跨越中等收入不需要维持过高的工业占比，而需要发展生产性服务业，比如科研、信息服务、金融等。相比成功组，中国没有过早去工业化，工业占比反而是偏高的，第三产业则占比偏低。中国跨越中等收入的模式选择拥有极高的储蓄和投资水平，人均资本存量水平远高于成功组和失败组。由于资本边际报酬递减，中国资本回报率因而比另外两组更低，这样便能解释之前提出的为什么中国是高名义增长但利率偏低。从各国情况来看，我们发现储蓄率越高，经济增速和资本回报率的差异就越大。中国的情况并不特殊，就处在均线的位置上。短期内中国高储蓄的情况难以改变，这意味着经济增长和利率的差异不应该快速收窄，而应该在一定程度上维持。换句话说，这意味着当前的利率仍然过高，如果利率往下降，经济增速回升，那么经济增长和利率的差异能够重新扩大。

中国高投资率引申出来的一个问题是产能过剩。在 2019 年之前，传统产业更容易过剩，但近几年高技术产业也出现产能过剩问题。我们发现高技术产业的资本回报率开始出现系统性的降低，向传统产业的资本回报率收敛，而在这之前，高技术产业的资本回报率通常高于传统产业。从政策角度来说，如果 ROA 越低，政策利率倾向于调降。当前中国工业企业 ROA 偏低，意味着政策利率仍然有下降的空间。

风险提示：宏观经济波动风险。

### 相关数据



### 相关报告

- 《【东北宏观】2024 春超预期，日央行即将转向》  
--20240318
- 《【东北宏观】内生融资需求待提振》  
--20240316
- 《【东北宏观】能源通胀回升，服务粘性依旧》  
--20240313
- 《如何理解非农强劲，失业率上升？》  
--20240311
- 《【东北宏观】春节错位，食品饮料价格回升，PPI 仍然低迷》  
--20240310

## 目 录

1.	利率与经济增速 .....	3
2.	跨越过中等收入 .....	9
3.	投资储蓄再平衡 .....	19

## 图表目录

图 1:	美国十年期国债利率与经济增速 .....	3
图 2:	日本十年期国债利率与经济增速 .....	4
图 3:	韩国十年期国债利率与经济增速 .....	4
图 4:	发达经济体十年期国债利率与经济增速 .....	5
图 5:	新兴经济体十年期国债利率与经济增速 .....	5
图 6:	中国十年期国债利率与经济增速 .....	6
图 7:	各国十年期国债利率与经济增速 .....	6
图 8:	各国经济增速与十年期国债利率之差 .....	7
图 9:	各国实际经济增速与实际利率的散点图 (2012-2019) .....	7
图 10:	各国实际经济增速与实际利率的散点图 (2022 年) .....	8
图 11:	高技术制造业和其他制造业的产能利用率 .....	8
图 12:	各国人均 GDP 占美国人均 GDP 的比例 .....	9
图 13:	迈过中等收入的成功组和失败组 .....	10
图 14:	迈过中等收入的时间大致需要 20 年 .....	11
图 15:	迈过中等收入的成功组和失败组的储蓄率情况 .....	11
图 16:	迈过中等收入的成功组和失败组的投资率情况 .....	12
图 17:	迈过中等收入的成功组和失败组的农业占比 .....	12
图 18:	迈过中等收入的成功组和失败组的工业占比 .....	13
图 19:	迈过中等收入的成功组和失败组的服务业占比 .....	13
图 20:	迈过中等收入的成功组和失败组的经济增速 .....	14
图 21:	迈过中等收入的成功组和失败组的人均资本存量 .....	14
图 22:	迈过中等收入的成功组和失败组的人均资本存量与美国的比例 .....	15
图 23:	迈过中等收入的成功组和失败组的资本回报率 .....	15
图 24:	各国储蓄率、经济增速与资本回报率之差 (人均 GDP 占美国 20% 的时点) .....	16
图 25:	各国储蓄率、经济增速与资本回报率之差 (2015-2019 年) .....	16
图 26:	各国储蓄率、经济增速与资本回报率之差 (2015-2019, 人口 1000 万以上) .....	17
图 27:	迈过中等收入的成功组和失败组的抚养比 .....	17
图 28:	迈过中等收入的成功组和失败组的人力资本指数 .....	18
图 29:	中国年度资本回报率测算 .....	19
图 30:	中国上市企业季度整体 ROIC .....	20
图 31:	工业企业 ROA .....	20
图 32:	高技术企业和其他制造业的 ROA .....	21
图 33:	高技术企业 ROA 和产能利用率 .....	21
图 34:	政策利率同比变化和工业企业 ROA .....	22

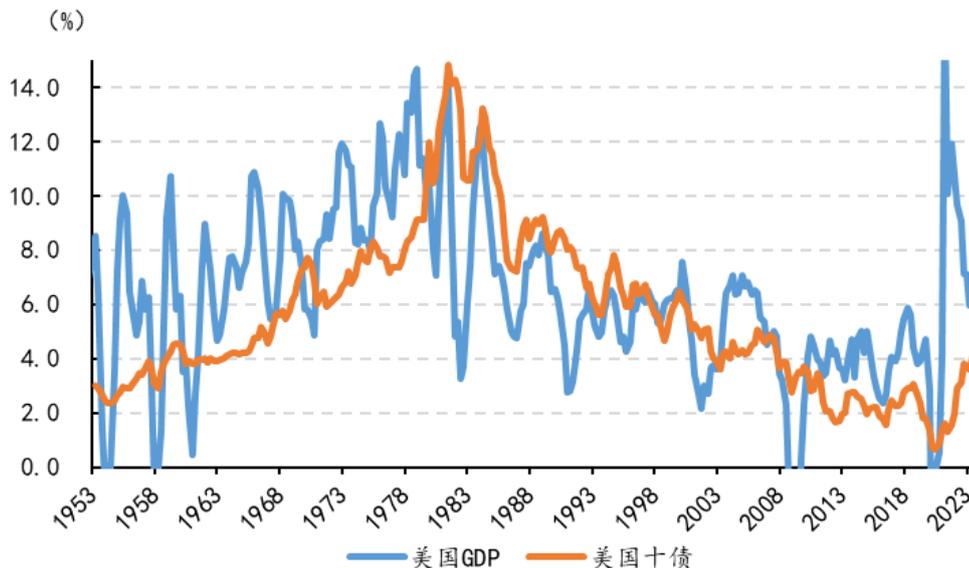
## 1. 利率与经济增速

近期 10 年期国债利率快速下行，2024 年 3 月 6 日已跌破 2.3% 的关口，创下 2020 年 4 月以来的新低。

与此相关有三个现象值得注意。现象 1 是中国 10 年期国债利率长期低于名义 GDP 增速，这与其他国家的情况不同。原理上，长期均衡应该是经济增速约等于利率，且约等于工资增长率。甚至在《21 世纪资本论》里，皮凯蒂发现从长期历史数据上来看，资本回报率大于经济增速，然后就产生了持续的贫困分化。

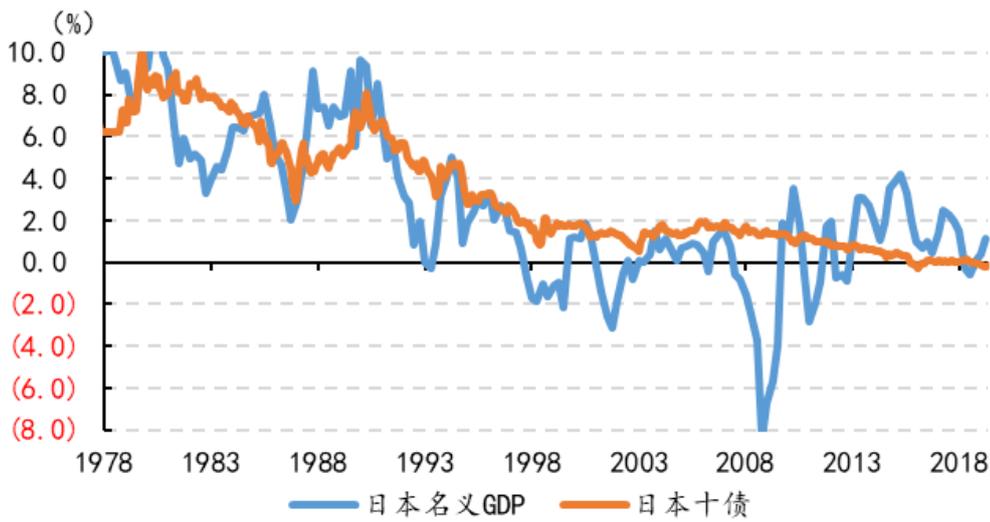
发达国家的情况来看，名义 GDP 增速与 10 年期国债利率基本是匹配的。例如美国的名义 GDP 增长和它的长端债券利率是具有可比性的，基本是一致的。对于日本来说，它在经历了经济转型期之后，二者也是可比的，包括韩国也是如此。

图 1：美国十年期国债利率与经济增速



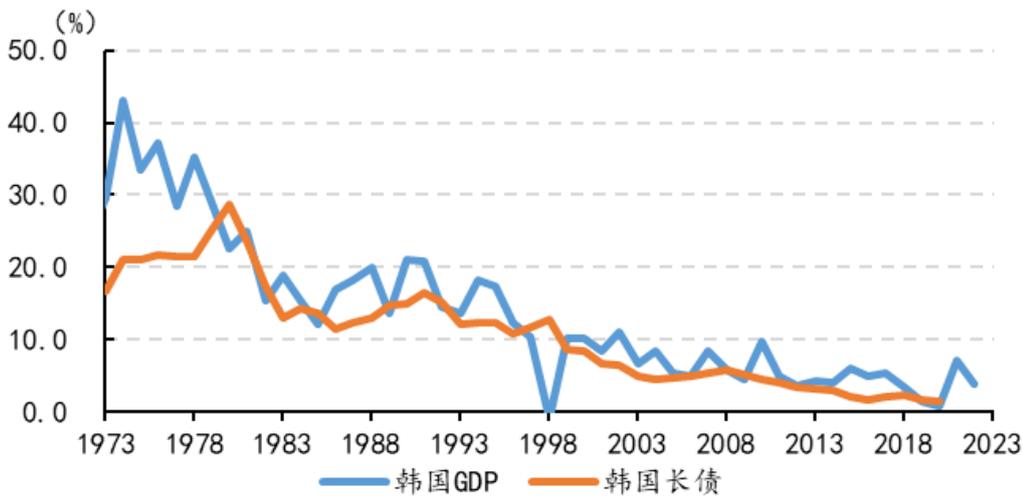
数据：Wind，东北证券

图 2：日本十年期国债利率与经济增速



数据 : Wind, 东北证券

图 3：韩国十年期国债利率与经济增速



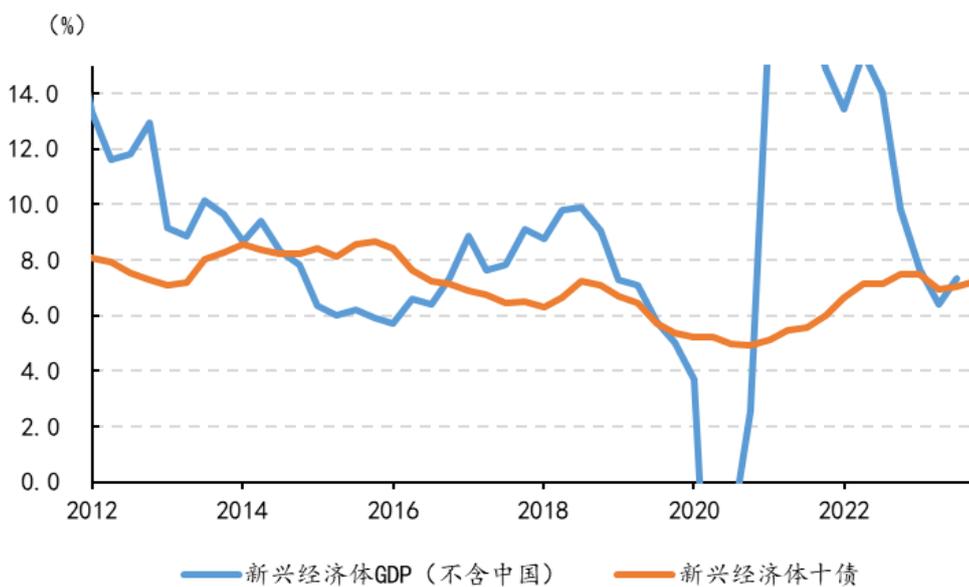
数据 : Wind, 东北证券

图 4：发达经济体十年期国债利率与经济增速



数据：Wind，东北证券

图 5：新兴经济体十年期国债利率与经济增速



数据：Wind，东北证券

但是中国的情况完全不一样，在过去很长一段时间，中国的名义 GDP 增速远远大于中国的 10 年期国债利率。过去，中国名义 GDP 增速常常有 8% 以上，但是十年期国债利率基本上没有到过 5% 以上，这是一个巨大的差异。

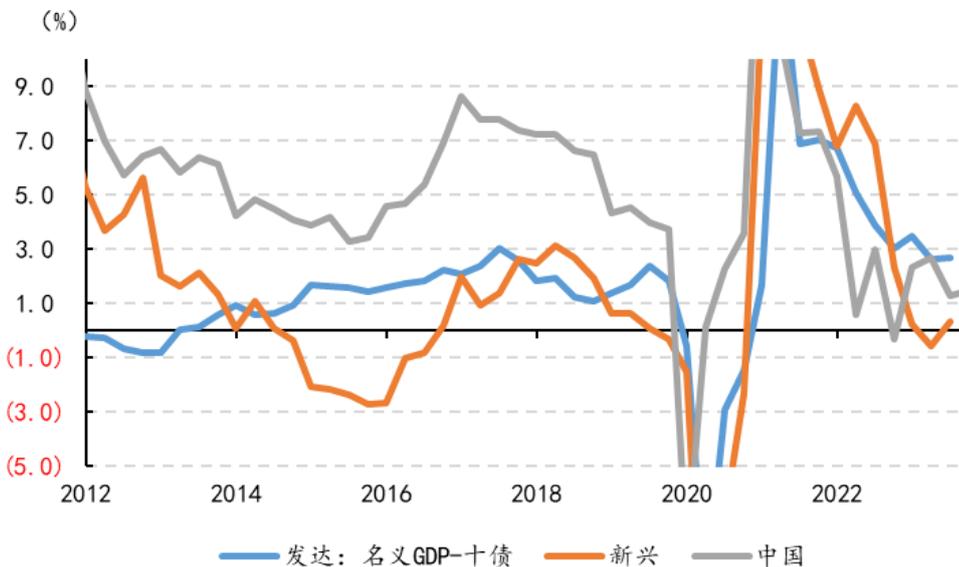
图 6：中国十年期国债利率与经济增速



数据：Wind，东北证券

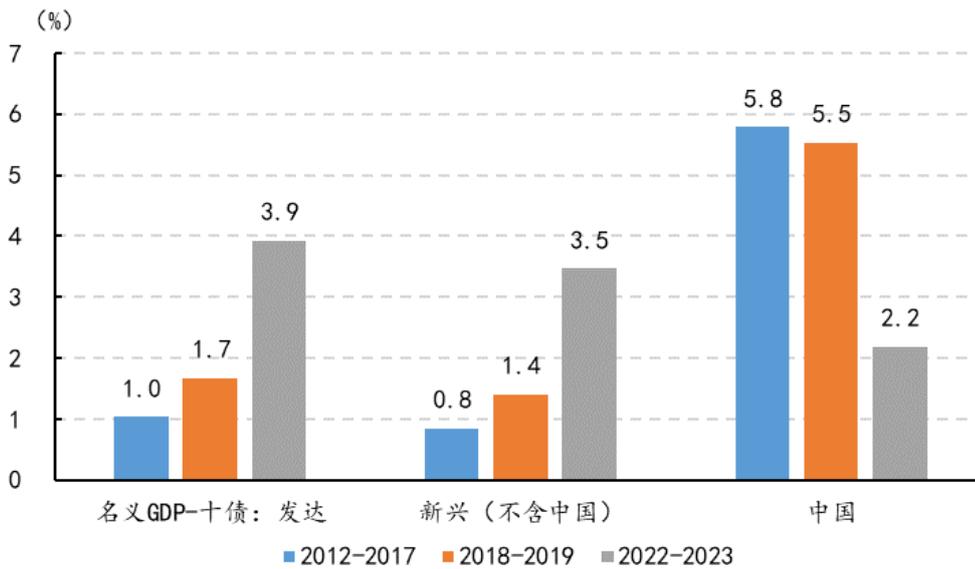
第二个现象是在最近的几年时间，全球经济增长与利率的差值在扩大，中国反而在缩小。在疫情之前，中国名义 GDP 增速与利率的差值明显高于发达和新兴经济体，而疫情后中国名义 GDP 增速与利率的差距大幅缩小。

图 7：各国十年期国债利率与经济增速



数据：Wind，东北证券

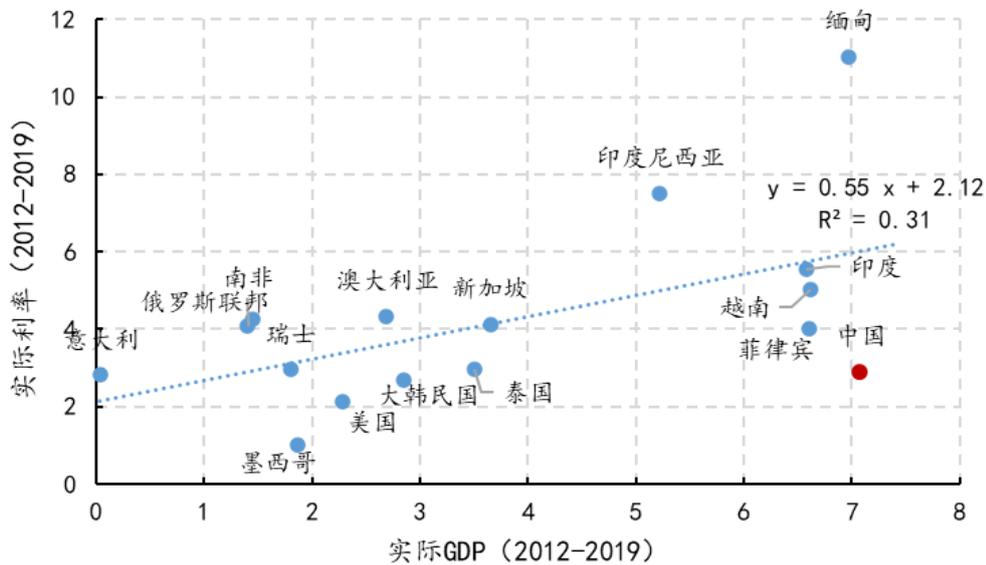
图 8：各国经济增速与十年期国债利率之差



数据：Wind，东北证券

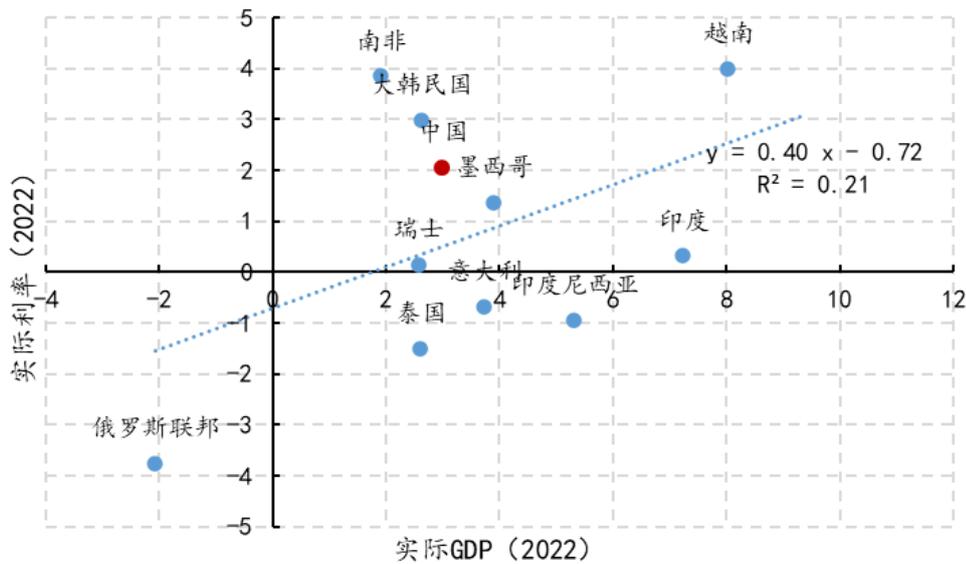
改用实际利率和实际 GDP 仍然有类似的效果，中国在疫情前位于增长高、利率低的位置。但近期开始位于利率偏高、增长偏低的位置。这意味着现在的实际利率还是偏高，应该压得更低。

图 9：各国实际经济增速与实际利率的散点图（2012-2019）



数据：Wind，东北证券

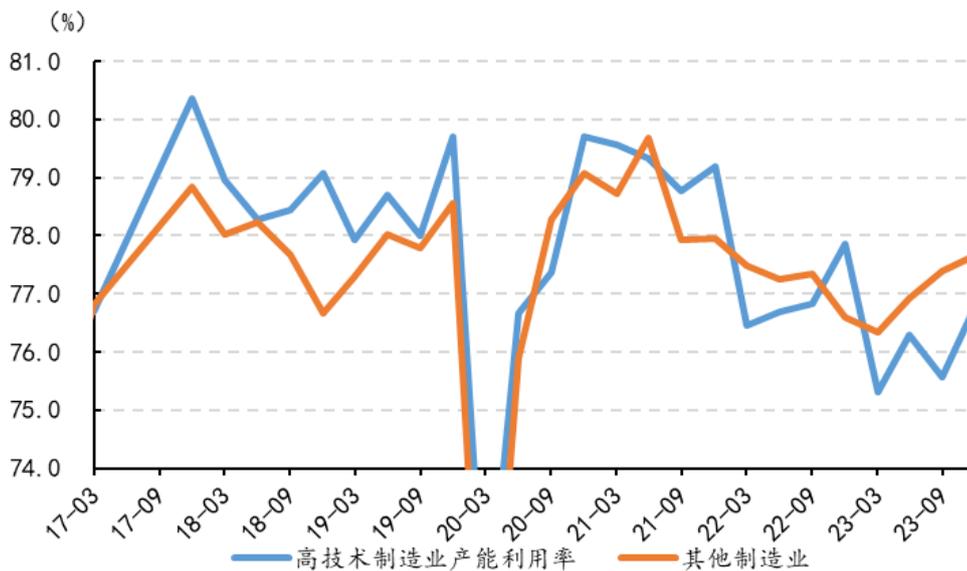
图 10：各国实际经济增速与实际利率的散点图（2022 年）



数据：Wind，东北证券

第三个现象是产能过剩、投资效率偏低的事件时有发生，近期高技术制造业产能利用率开始弱于传统产业。近年来观察到的新能源汽车降价，光伏产业出清，可能代表部分高技术产业也在面临着产能过剩压力。

图 11：高技术制造业和其他制造业的产能利用率

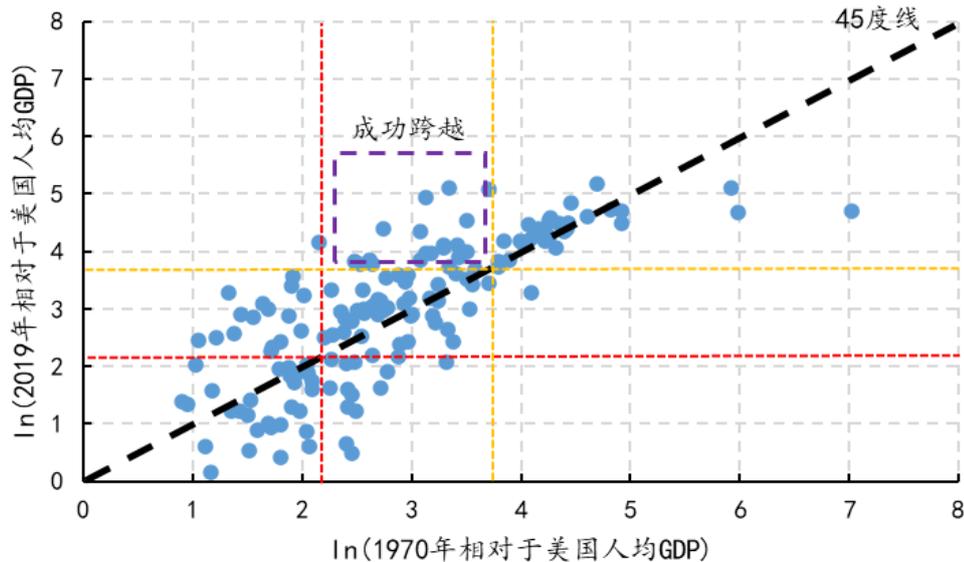


数据：Wind，东北证券

## 2. 跨越过中等收入

理解中国高增长、低利率的现象，我们可以从中国跨越中等收入的发展模式说起。按照文献中的定义，中等收入定义为美国人均 GDP 的 8%-45%，中国目前约占美国 20%左右。我们把人均收入达到美国的 20%，并在 30 年内达到美国 45%以上的称为成功跨越中等收入陷阱组。

图 12：各国人均 GDP 占美国人均 GDP 的比例



数据：Wind，东北证券

本文选取人均收入曾经达到过美国的 20%，且人口在 500 万以上的经济体作为样本，并按照 30 年内是否成功迈过 45% 的门槛分为成功组和失败组。典型的成功组包括中国香港、日本、韩国、葡萄牙、新加坡等经济体，典型的失败组包括巴西、阿根廷、智利等拉美经济体和伊拉克、伊朗等中东经济体。

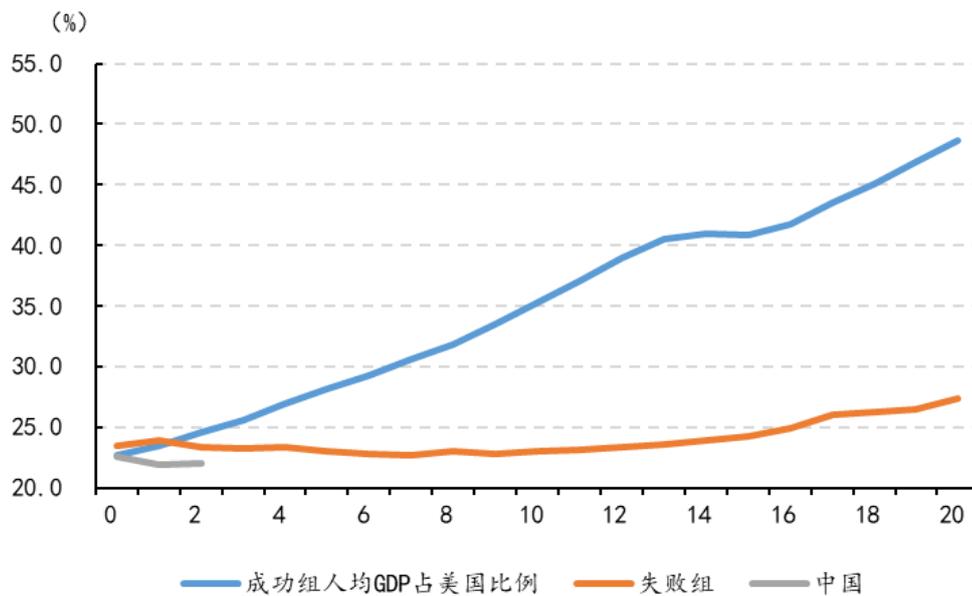
**图 13：迈过中等收入的成功组和失败组**

国家编号	名称	达到美国20%的时间	起始年份人均GDP/美国 (%)	达到20%的30年后占比 (%)	2019年占比 (%)	成功组	失败组	人口 (百万)
ARG	阿根廷	1992	21.4	34.9	34.9	0	1	44.8
AZE	阿塞拜疆	1990	20.3	25.5	25.5	0	1	10.0
BGR	保加利亚	1974	21.3	21.0	35.9	0	1	7.7
BRA	巴西	1976	20.1	18.8	23.1	0	1	188.2
CHL	智利	1951	29.0	25.0	37.2	0	1	11.6
COL	哥伦比亚	1950	22.1	25.0	21.8	0	1	26.9
DZA	阿尔及利亚	1960	31.4	24.2	17.9	0	1	19.2
ECU	厄瓜多尔	1950	20.9	25.6	17.7	0	1	11.0
HUN	匈牙利	1970	23.9	33.1	52.5	0	1	9.9
IRN	伊朗	1973	21.0	22.5	20.6	0	1	38.7
IRQ	伊拉克	1970	20.0	15.4	18.1	0	1	26.3
MEX	墨西哥	1950	31.7	45.3	30.5	0	1	127.6
MYS	马来西亚	1977	20.1	34.9	44.1	0	1	31.9
POL	波兰	1970	22.8	29.2	52.4	0	1	35.5
ROU	罗马尼亚	1978	20.0	33.4	45.5	0	1	19.4
THA	泰国	1995	20.3	27.7	27.7	0	1	65.4
TUR	土耳其	1950	21.2	26.6	42.1	0	1	83.4
UKR	乌克兰	1990	30.3	20.2	20.2	0	1	48.8
GRC	希腊	1951	22.3	48.4	45.5	1	0	11.1
HKG	中国香港	1960	21.9	67.5	93.5	1	0	6.7
JPN	日本	1952	20.1	66.6	62.5	1	0	128.5
KAZ	哈萨克斯坦	2005	20.6	45.4	45.4	1	0	16.4
KOR	大韩民国	1983	20.0	61.9	64.4	1	0	47.4
PRT	葡萄牙	1953	20.3	33.4	54.1	1	0	9.9
RUS	俄罗斯联邦	1999	20.5	45.4	45.4	1	0	144.3
SGP	新加坡	1969	20.2	72.5	139.8	1	0	5.8
TWN	中国台湾	1970	21.7	71.1	77.1	1	0	22.0

数据：Wind，东北证券

我们发现的第一个特征是成功跨越中等收入组，跨越时间基本在 20 年左右。2017 年中国达到美国的 20%，经过 20 年的努力，到 2037 年左右，我们应该基本上能实现这个目标。

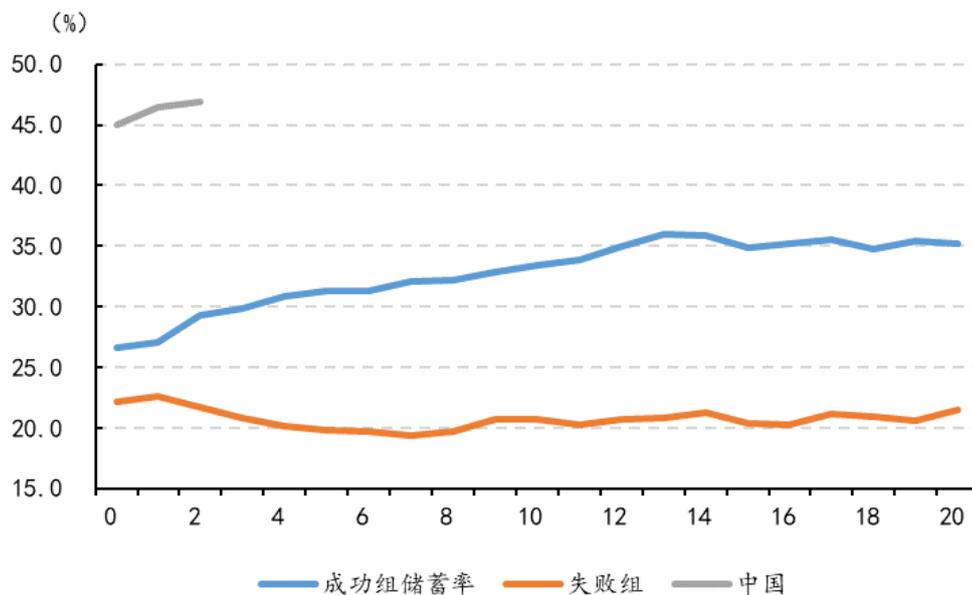
图 14: 迈过中等收入的时间大致需要 20 年



数据 : Wind, 东北证券

我们发现的第二个特征是投资率、储蓄率是区分成功组和失败组最重要的变量。成功组保持着较高的储蓄率和投资率，失败组则投资、储蓄率较低。而中国相比成功组有更高的储蓄率和投资率。

图 15: 迈过中等收入的成功组和失败组的储蓄率情况



数据 : Wind, 东北证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/588045022121006054>