

大国博弈：世界格局的分化与重塑

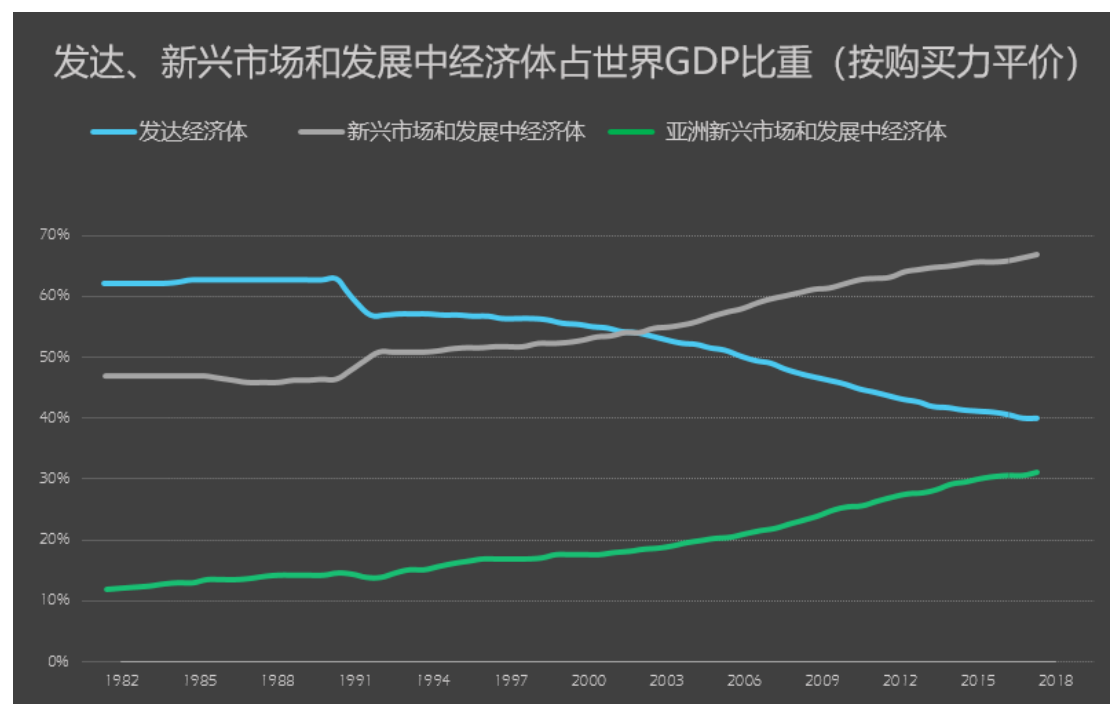
今年的国际形势依旧波谲云诡。在一番眼花缭乱的相互博弈后，二季度末中美元首同意重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。

这是阶段性的节点，却一定不是终点。在旷日持久的大国博弈里，中国人的底气何在？

世界格局再变化

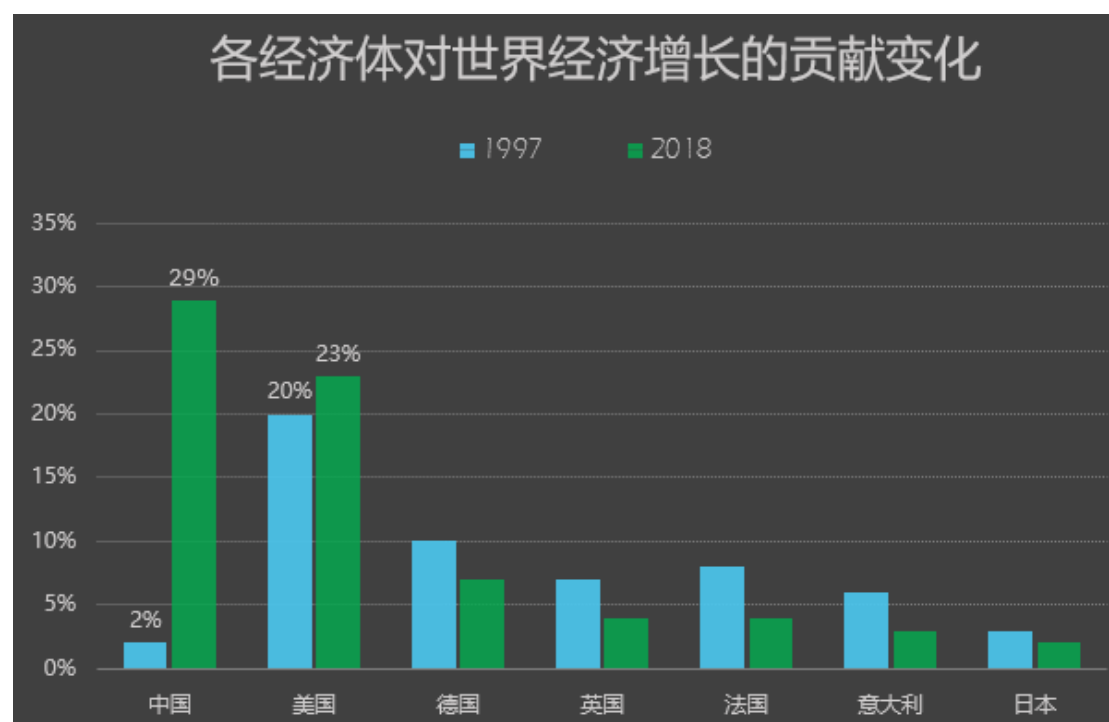
一超多强是现今世界的一种格局。“一超”指美国，“多强”指中国、俄罗斯、欧盟、日本等国家。纵观历史发展，在世界多极化的过程中，发达国家始终占据了世界格局的主导地位。

但是随着新兴市场的发展，现今的国际力量对比已经发生了根本性的改变。受惠于全球化，新兴市场和发展中经济体在世界贸易与投资中绽放异彩，经济实力总体大幅度增强。



资料来源：IMF

一个客观事实是，2008 年以来，新兴市场和发展中经济体在世界 GDP 中的份额已经超过发达国家且差距不断扩大，目前二者份额对比达到 6:4。这其中贡献最多的就是以中国为代表的亚洲新兴市场。



资料来源：wind

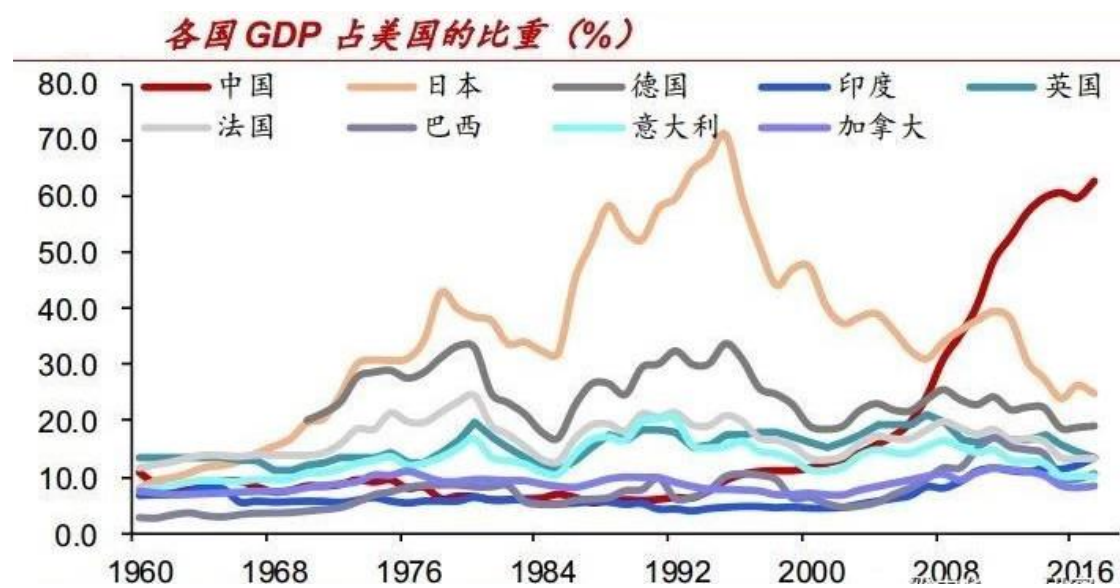
统计显示，以中国为代表的亚洲新兴市场约占过去三十年新兴市场 GDP 全球份额增量的 91%。这其中，又以中国的经济发展最受世界瞩目。中国经济在过去 40 年年均实际增速达 9.5%，GDP 总量占全球比重已达 16%。中国是全球经济增长的最大贡献者，中国对全球经济增长的拉动从 1979 年的 2% 上升至 2018 年的约 30%。

更强的经济实力给了新兴市场人民更好的生活水平，也给了他们争取更多利益的筹码。现阶段，全球经济治理体系步入变革调整期、大国竞争加剧期以及新兴大国崛起的关键时期，未来的世界格局将在大国博弈中重塑。而大国博弈主要表现为以美国为代表的发达经济体与以中国为代表的新兴市场大国之间的合作与竞争。

经济实力是中国的底气所在

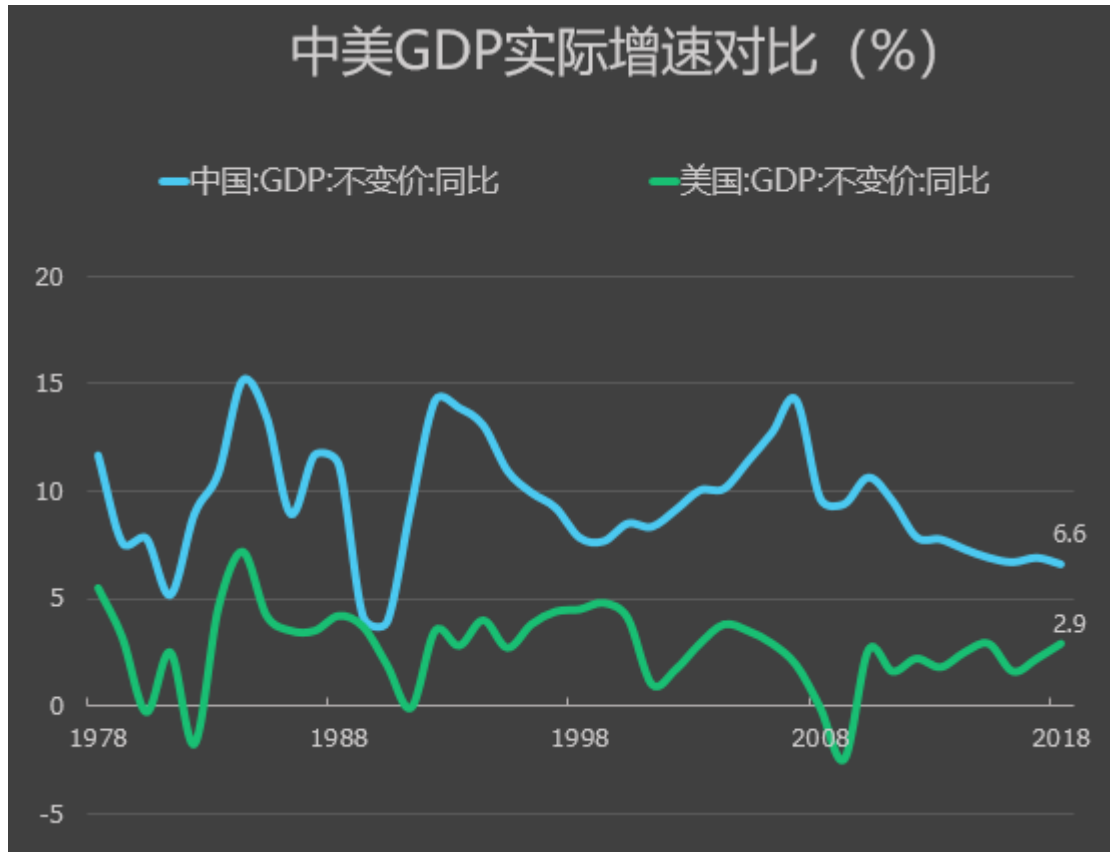
在波谲云诡的国际形势中，改革开放以来的经济发展是我国的最大底气。和复杂多变的博弈手段相比，绝对的力量永远是最为可靠的。中国有经济实力，这份实力是我们

参与博弈、争取自身利益的底气。



资料来源：World Bank，中泰证券研究所

2018 年，中国 GDP 的规模达到 90 万亿元，相当于 13.6 万亿美元，为世界第二大经济体。美国 2018 年 GDP 为 20.5 万亿美元，中国 GDP 已经相当于美国的约 66%。而且从新增生产总值来看，中国是当之无愧的领头羊，2018 年经济增量 1.4 万亿美元，相当于澳大利亚 2017 年的经济总量。



资料来源: wind

中美差距正在快速缩小。2018 年中国 GDP 实际增速 6.6%，虽然低于 1978-2008 年高速增长期的平均增速 9.8%，但是仍远高于美国 2018 年的增速 2.9%。据 IMF 估计，2018 年全球 GDP 总量达 84.8 万亿美元，其中，中国和美国占全球 GDP 比重分别为 16.1% 和 24.2%，第三大经济体日本占全球 GDP 比重仅 5.9%，中美主导全球。

在大国博弈的过程中，中美身为位列第一第二的强国，在竞争的同时，我们也必须承认两国经济体量巨大，存在必须进行合作的基础。所以，大国博弈绝不是一刀切。中美双方始终有竞争也有合作。

美国的主要出口品中，大豆对中国市场的依赖程度接近 50%，飞机接近 30%，汽车 20%，半导体、测控设备、塑料、医疗设备、化工产品的依赖程度也都在 10% 附近。主要进口产品中，玩具进口对中国的依赖程度接近 80%，电脑 66%，家具 56%，家用和厨房用具 48%，通信设备 45%，电视机 42%，服装接近 30%。

而中国的主要出口品中，玩具对美国市场的依赖程度高达 34%，家具 33%，鞋靴、机械、皮革、车辆及零部件、纺织服装、塑料制品的依赖程度都在 20% 以上。主要进口品中，飞机对美国来源的依赖程度达到 55%，油籽 33%，木浆及纸制品、杂项化学制品、

车辆及零部件都在 20%附近。

鉴于大国博弈的复杂性与长期性，未来大国博弈的关键点将在于谁能率先引领下一场技术革命，占据价值链的制高点。而这又与我国推动改革开放，推动技术的进步和经济增长效率提升的国家政策密切相关。

去年以来的减税降费，金融供给侧改革的推进，科创板的推出，以及进一步扩大开放，均反映出了政策的改革决心。对新产业、新动能的支持力度必将增加。做好自己的事，就没什么可怕的！

分化势不可挡

在世界格局分化重塑的同时，各国产业的分化同样在发生。分化已经成为大趋向，分化现象几乎无处不在。和大国博弈下的你追我赶不同，产业分化更多呈现出强者恒强的态势。毕竟，存量经济时代的趋势就是大的胜出，小的淘汰。

去年国家统计局的数据显示，不少产业规模以上企业的增长依然很快，但仔细观察，发现高增长的原因实质上是规模以上企业数量的减少，也就是说，强者恒强的趋势下，不少企业从过去的规模以上变为了规模以下，因此，国家统计局也有类似说明。



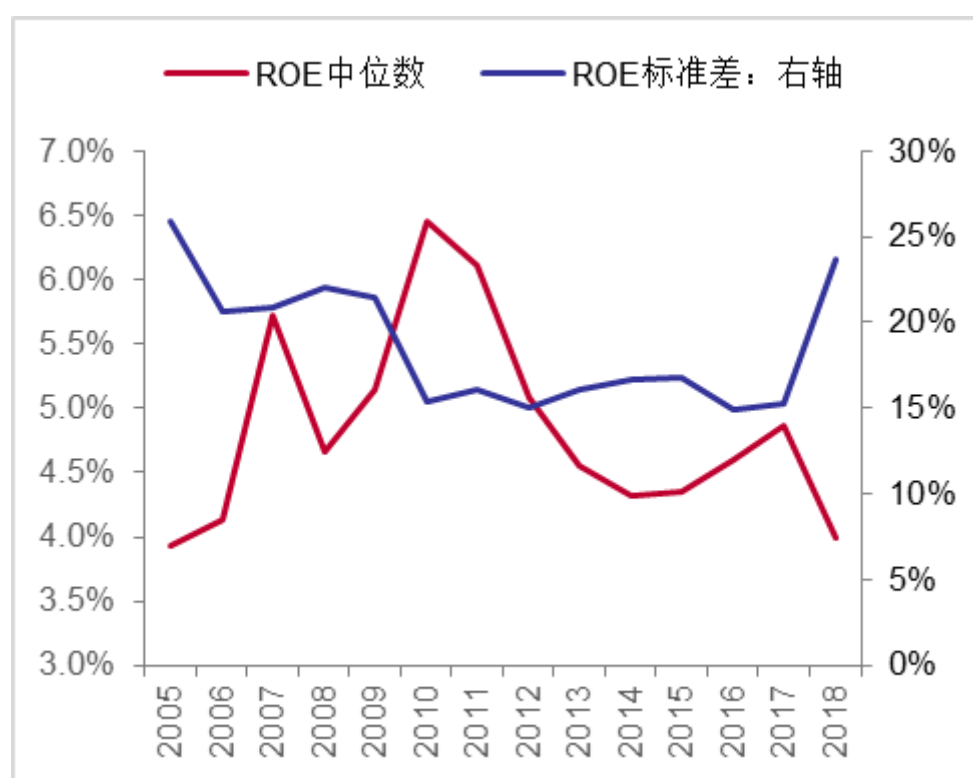
数据来源：Wind，中泰证券研究所

从直观上看也是如此。如 2011 年我国前十大地产商的销售额大约占全市场的 15%，如今已经占到 30%；又如，90 年代的时候，国内彩电品牌有 50 多个，如今只剩下 10 个；

空调品牌从 400 多个萎缩到如今的 50 个左右。而格力、美的、海尔三大家电巨头的市场份额仍在不断扩大。

上市公司的数据或许更能说明“分化”的趋势，如根据 2018 年的年报，上市公司扣除非经常性损益后的净资产收益率（ROE）中位数只有 4%，继续下降，但标准差明显放大，说明上市公司盈利分化明显。从亏损家数占比（21.5%）和亏损的总金额来看，2018 年都明显增大。

2005-2018 年上市公司 ROE 变化趋势



数据来源：Wind，中泰证券研究所

再如，30 亿市值以下的股票个数现今已经增加到 930 余家，壳资源大幅贬值。其实，更深层的背景就是经济的分化已经愈演愈烈，反映在股市上，小盘股指数（中证 1000）成交额占全市场的比重从 2017 年开始就掉头向下。

有人统计，截止 6 月 19 日，按自由流通市值计算，中证 200、中证 500、中证 1000 以及其它 1800 只股票的市值分别只有中证 100 流通市值的 43%、45%、43%和 41%，说明大部分股票的市值都太小。

强者恒强的态势下，中小市值公司在投资市场上的存在感减弱，中小型公司的发展

势头比不上大型公司。头部企业吸纳行业资源和业务的能力被市场一再证明和放大。分化已经势不可挡。

消费拉动经济增长

回顾美国股市过去 30 年的历史，500 亿美元以上大市值股票的市值占比从 10%上升到了 70%，A 股市场的大市值公司的集中度尽管有所提高，但离美国股市的集中度还很遥远。这是否说明未来 A 股市场的大市值公司的估值水平仍有较大的提升空间，或者其市值水平还将进一步增加呢？

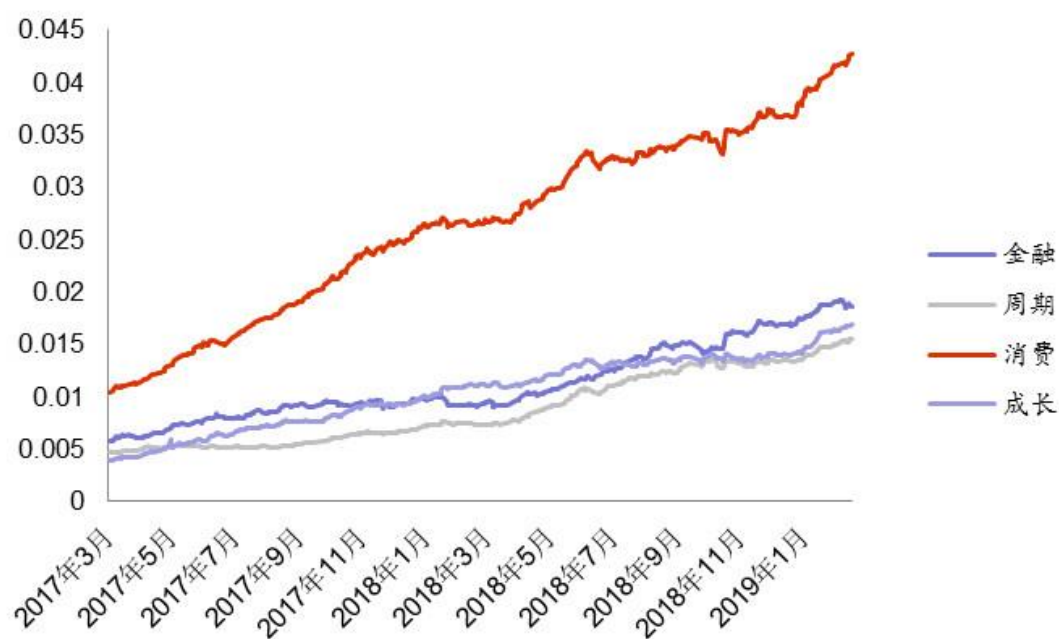
从分化的趋势看，一是产业升级将使得新动能比重不断提高。以科技进步为抓手，科技类企业的投资机会很多。同时，传统产业多受到产能过剩的影响，其增速会有所下降。尤其是周期性行业和低端出口商品相关行业，从逻辑上看，其未来竞争力均会不断下降。

从传统意义上讲，过去改革开放 40 年，形成一个非常“中国特色”的经济增长模式，即出口导向和投资拉动。今后，中国经济将和全球大部分经济体一样，都通过消费拉动，如去年 GDP 增长率中，76%来自最终消费。尽管很多人不看好消费，但相比投资和出口这两驾马车的降速，消费这驾马车肯定会跑得更快。

有人统计，从 2015 年上证综指涨到 5178 点至今的四整年内，各行业股票的总体表现，除了银行、家电和食品饮料上涨以外，所有行业都是下跌的，其中周期性行业板块的跌幅居前。而食品饮料板块涨幅达 90%以上，家电板块为 10%左右，银行板块由于估值优势，也有 10%的上涨。由此可见，消费的“结构性繁荣”依然可期。

北上资金持续高配消费股

北上资金持股占流通股本比例的中位数



数据来源：WIND，中泰证券研究所

二是行业集中度提升导致头部企业的估值提升空间更大。实际上，A 股市场的估值体系结构调整从 2016 年后就开始了，但总体看，头部企业整体估值水平仍然偏低，中小市值企业的估值水平总体还是偏高。因此，在资本市场国际化大背景下，估值体系的结构性调整，随着分化趋势的加大，还将走向深化。