

国内经济短期降速或源于分配机制改革而非资产负债表衰退

宏观研究 · 专题报告

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

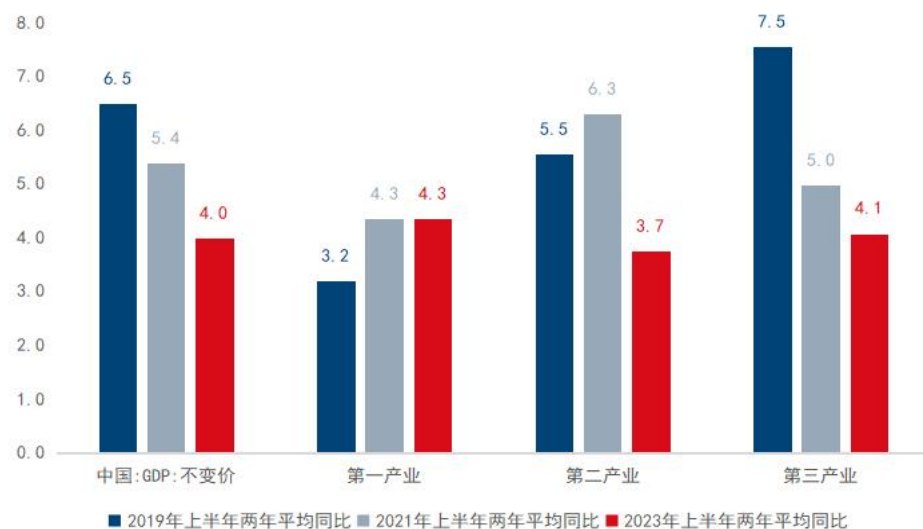
证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

- 【 01 】 从投资角度分析上半年中国经济形势
- 【 02 】 从交易费用视角看中国分配机制改革的合理性
- 【 03 】 小结

生产端：上半年制造业、交运、信息服务、房地产业明显偏弱

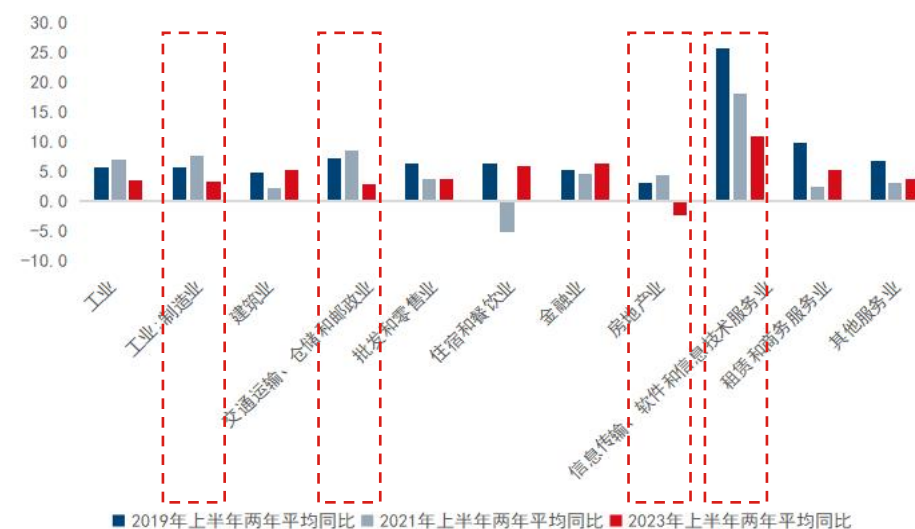
- 2023年、2021年、2019年上半年的两年平均同比对比；
- 2023年上半年两年平均同比既低于2021年上半年，也低于2019年上半年的分项构成经济的主要拖累；

图1：中国不变价GDP同比增速一览



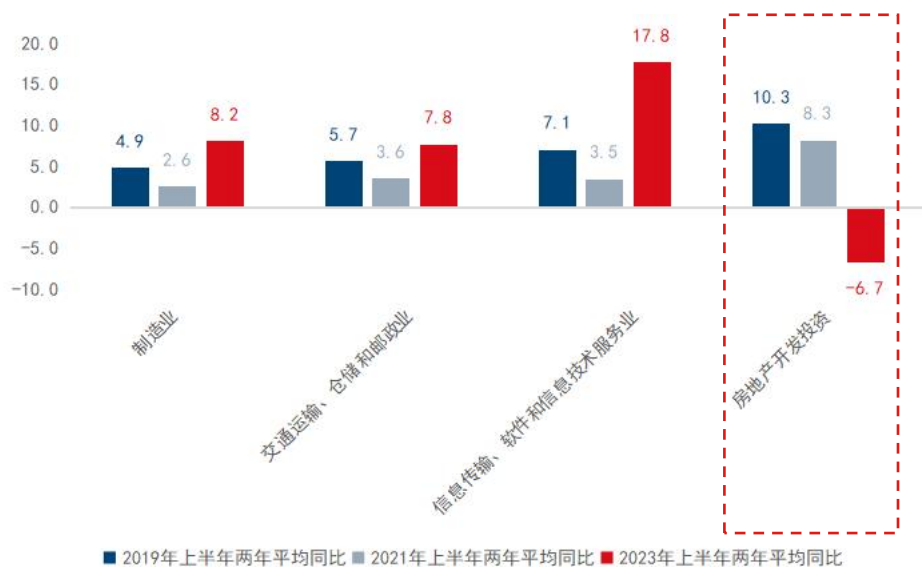
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：中国各细分领域不变价GDP同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：制造业、交运、信息服务、房地产业的投资表现

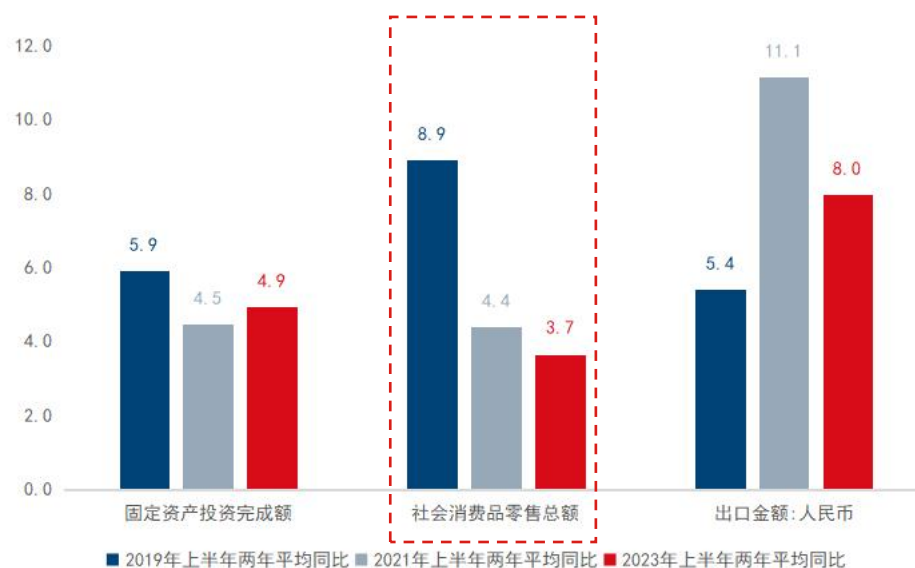


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 投资代表长期发展意愿，生产代表短期意愿；
- 上半年生产偏弱的制造业、交运、信息产业的投资表现均偏强，仅有房地产业明显偏弱；

需求端：上半年国内经济偏弱主要体现在消费

图4：国内三大需求增速比较



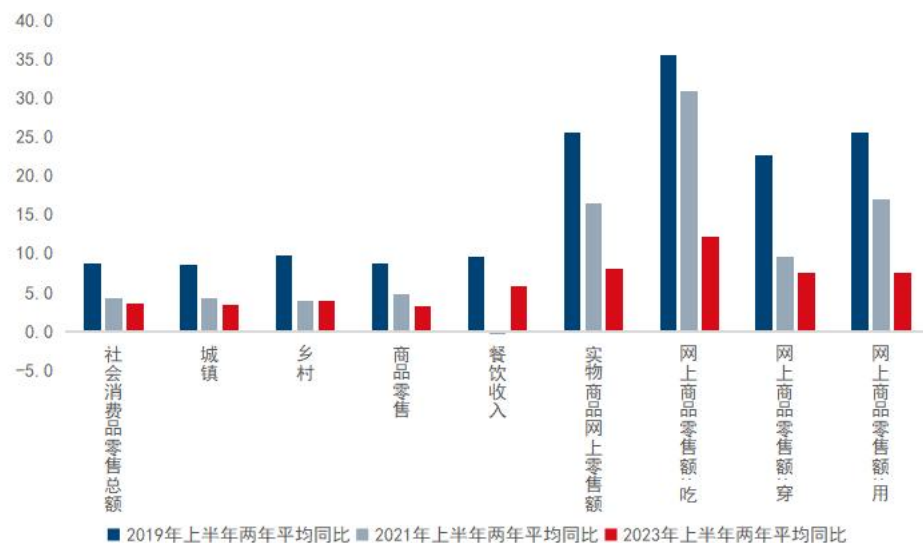
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年、2021年、2019年上半年的两年平均同比对比；
- 2023年上半年两年平均同比既低于2021年上半年，也低于2019年上半年的分项构成经济的主要拖累；

上半年国内消费需求偏弱普遍体现在不同消费产品中

- 今年上半年防疫政策完全放开，但消费增速仍明显偏低，且在不同消费产品中普遍体现，显示居民的消费能力和消费意愿存在明显不足；
- 有说法认为今年以来的消费低迷代表国内正在经历资产负债表衰退；

图5：中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：中国不同消费产品的销售同比增速一览

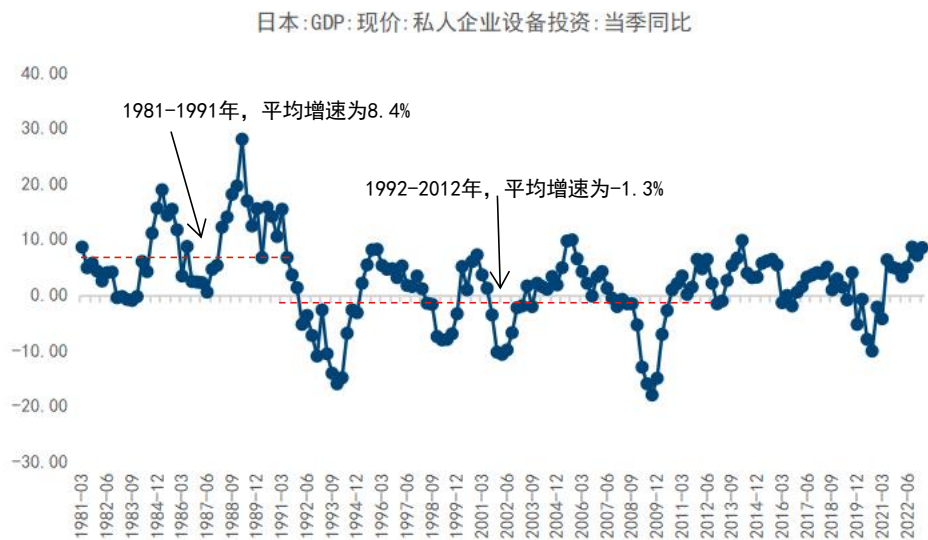


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

日本资产负债表衰退的显著特征是投资乏力

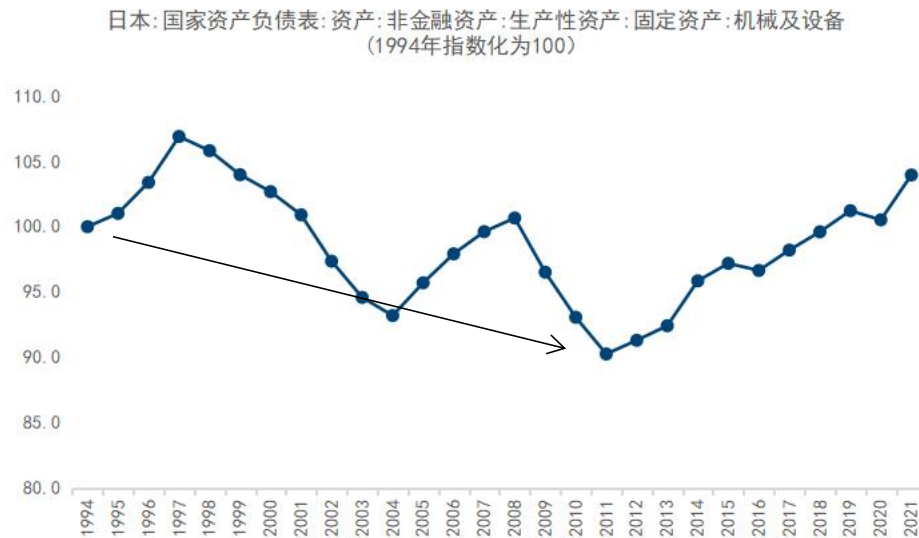
- 资产负债表衰退反映全社会对经济增长的预期均偏悲观，不仅是居民部门，企业部门也是如此；
- 日本资产负债表衰退的显著特征是投资乏力，特别是和产能密切相关的机械及设备投资；
- 1992年起，日本机械及设备投资增速经历了一个大台阶的下行，随后20年的平均增速为负值；

图7：日本现价GDP中私人企业设备投资当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：日本国家资产负债表中机械及设备资产存量走势一览

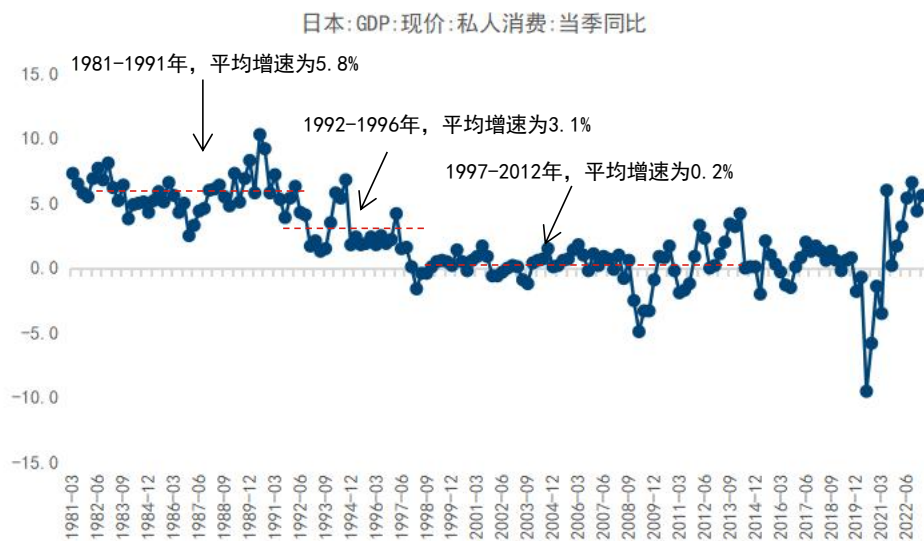


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

日本私人消费的恶化与失业率同步

- 1992-1996年，1997-2012年，日本私人消费增速经历了两个台阶的下行，失业率也经历了两次较明显的上升，二者起点基本同步；
- 结合投资的变化，日本私人消费增速第一次明显下台阶的时间点与投资增速一致，随后日本投资维持低迷状态，日本私人消费增速再次明显下台阶；
- 整体来看，日本企业部门的资产负债表衰退更加严重，造成失业率持续上升，日本企业部门的资产负债表衰退或是居民资产负债表衰退的关键推动力量；

图9：日本现价GDP中私人消费当季同比一览



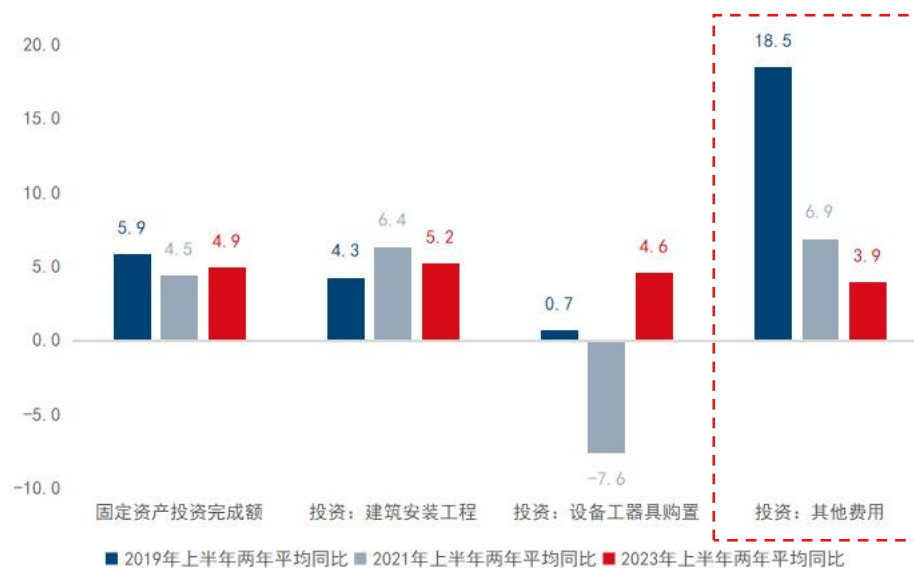
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：日本失业率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11：中国固定资产投资同比增速一览

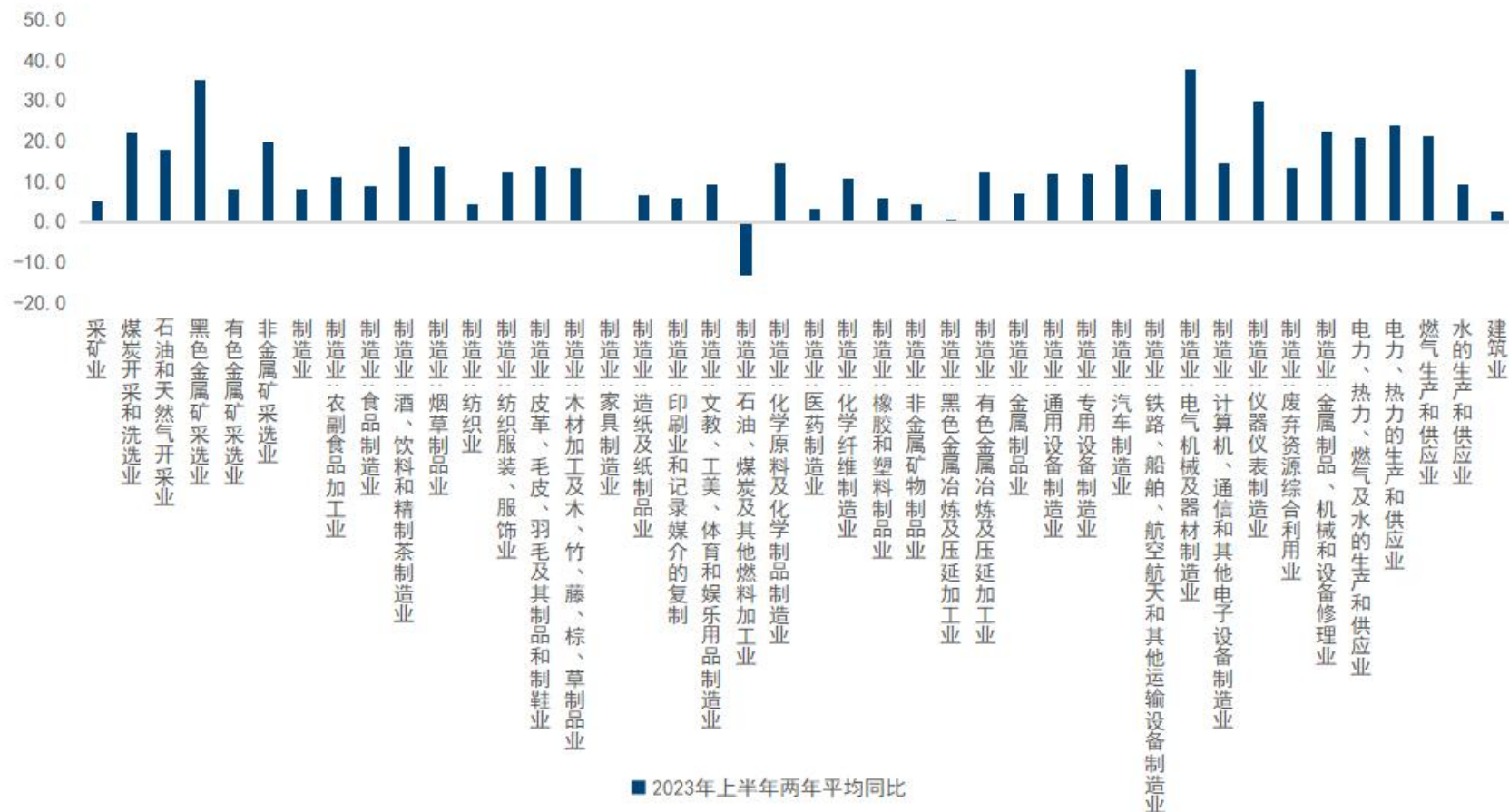


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年上半年中国固定资产投资完成额两年平均同比增速之所以低于2019年上半年，主要受包含土地购买在内的其他费用拖累，而设备工器具购置投资增速明显高于2019年，建筑安装工程增速也高于2019年；
- 当前中国投资状况远优于经历资产负债表衰退时的日本，我们认为中国并未经历所谓的资产负债表衰退；

上半年第二产业大多数子行业的投资实现了10%左右的两年平均增速

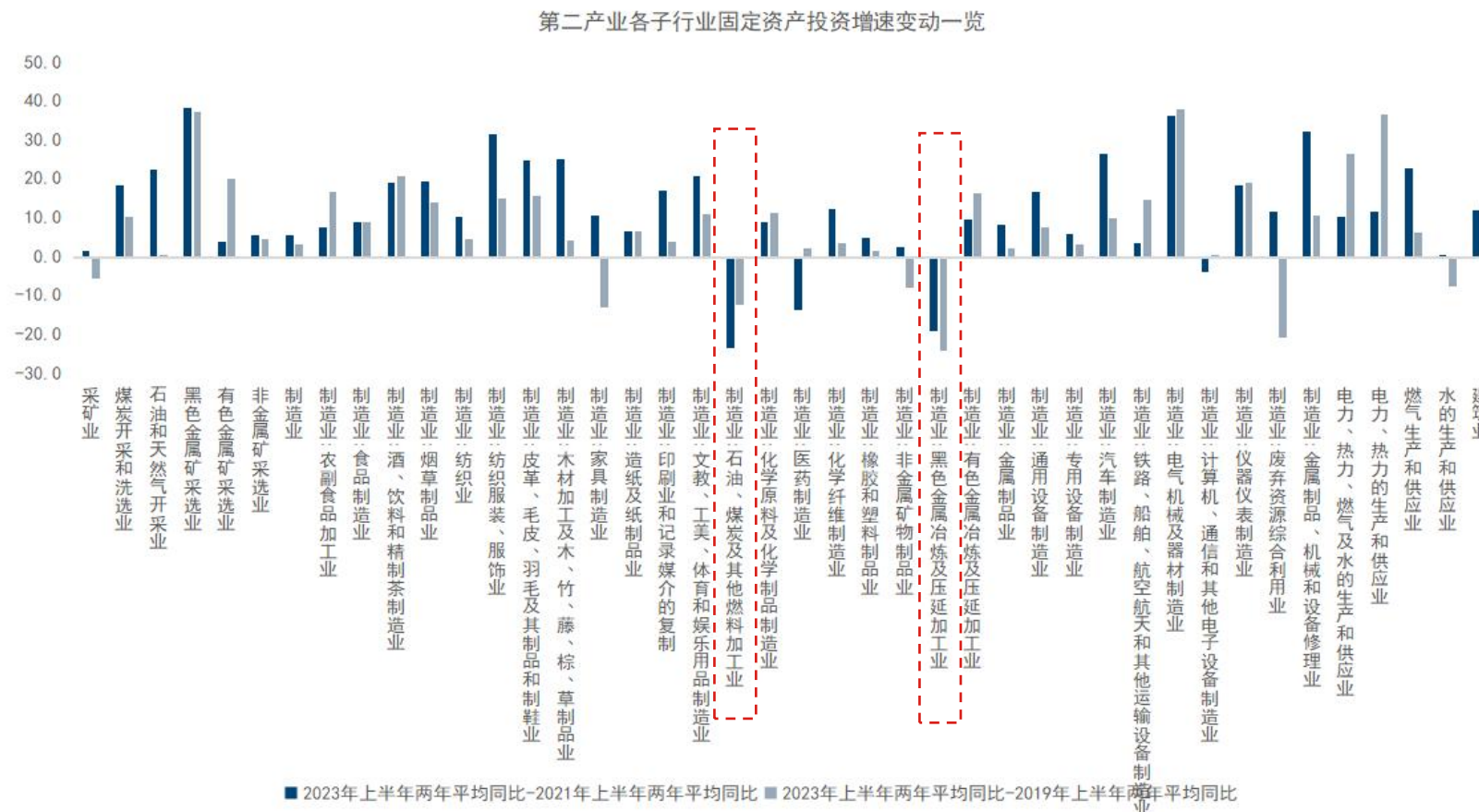
图12：中国实物生产最为重要的第二产业固定资产投资同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

和2021年、2019年上半年相比，今年第二产业投资增速普遍偏高

图13：2023年上半年中国实物生产最为重要的第二产业固定资产投资同比增速与2021年、2019年差值一览

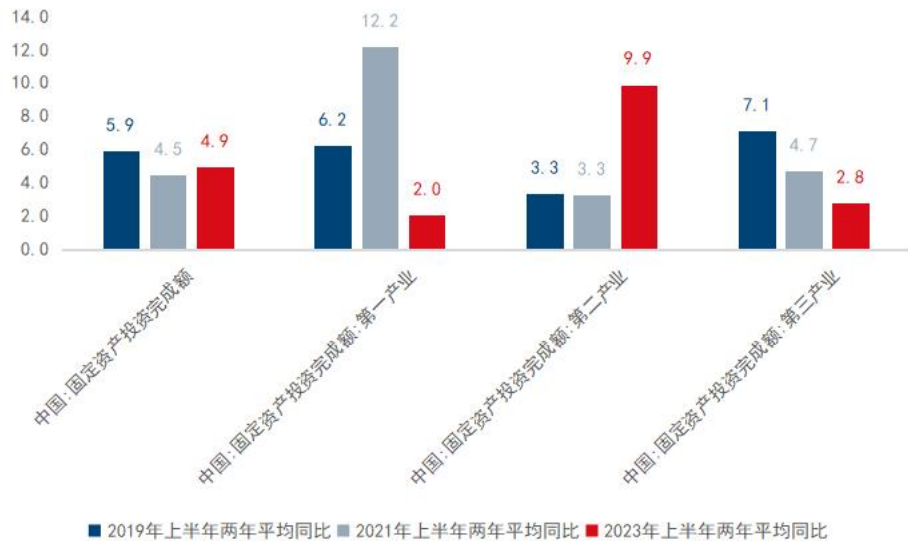


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

当前国内预期偏弱的领域集中在第三产业

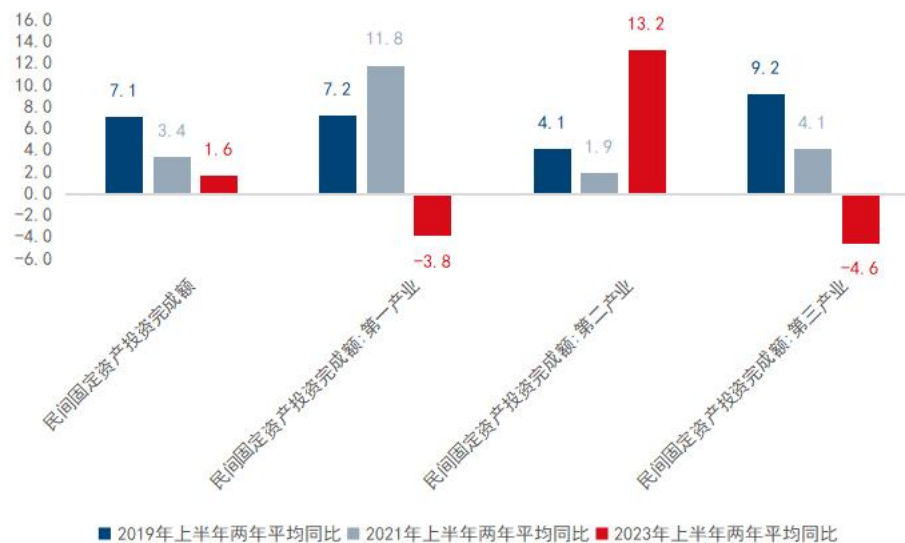
- 从整体固定资产投资角度看，2023年上半年第二产业表现亮眼，第三产业低迷；
- 民间投资中，第二产业与第三产业的差距更加显著；

图14：中国整体固定资产投资同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

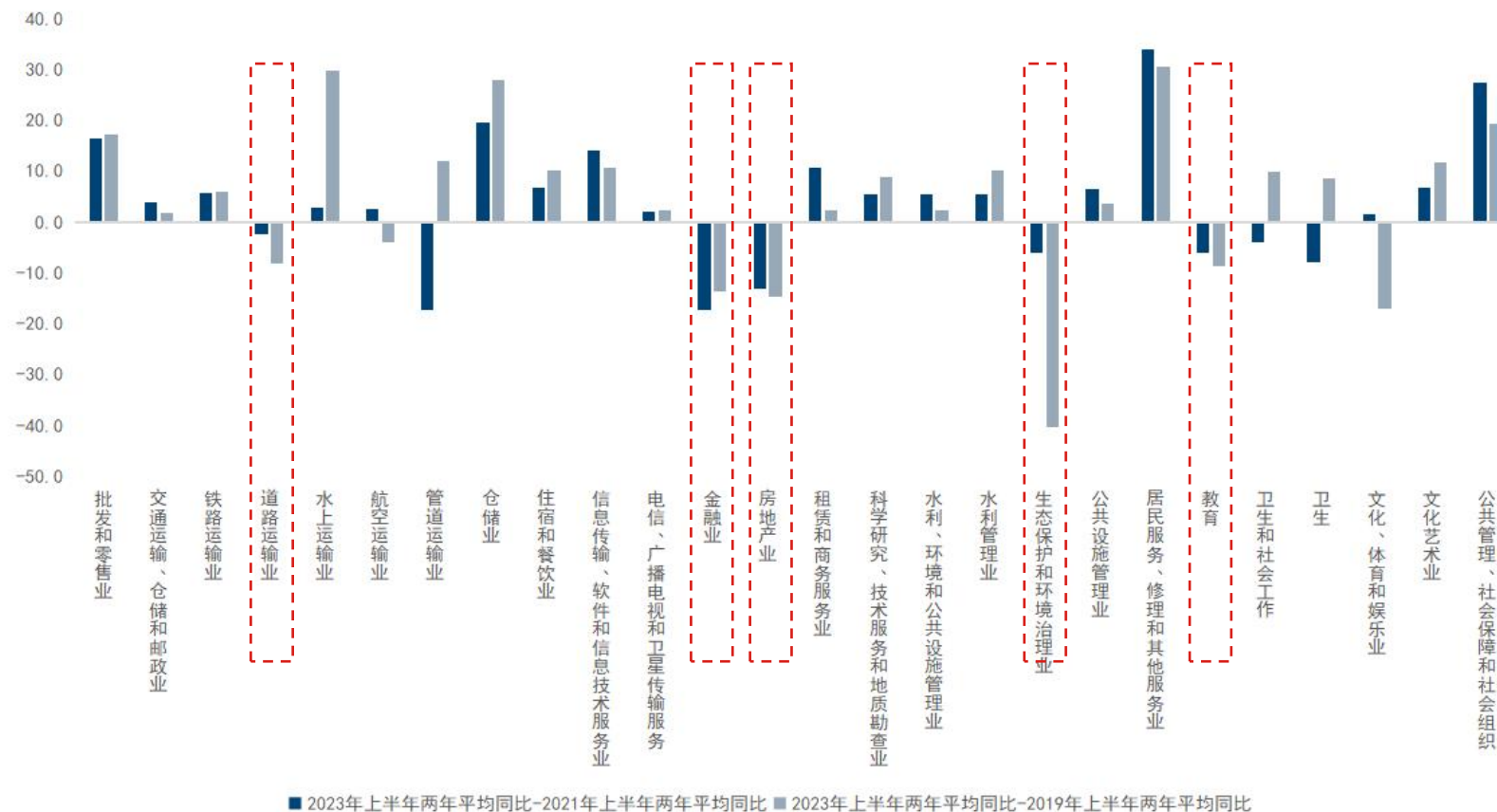
图15：中国民间固定资产投资同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上半年第三产业投资偏弱主要指向金融、房地产、政府支出

图16：2023年上半年国内第三产业各子行业固定资产投资同比增速与2021年、2019年差值一览

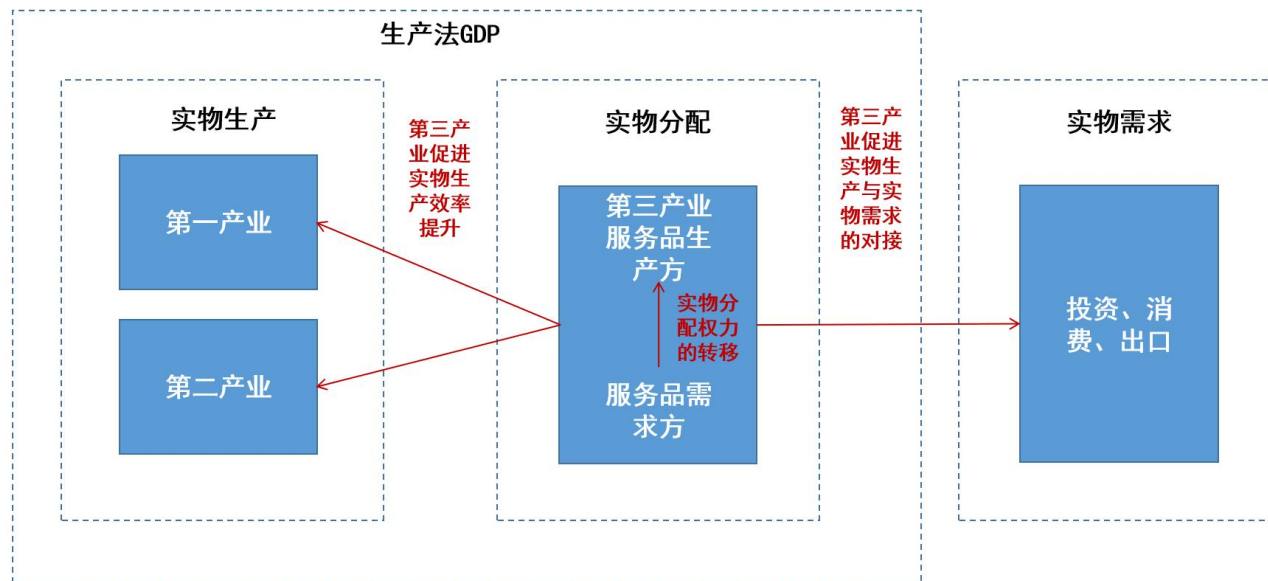


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 从生产法GDP来看，中国经济分为三大生产部门：第一产业、第二产业、第三产业。其中第一产业和第二产业是实物生产部门，可以将第三产业看成实物产品的分配部门；
- 2023年国内第三产业投资低迷指向分配部门的结构变化，即分配机制改革；

图17：2023年上半年国内第三产业各子行业固定资产投资同比增速与2021年、2019年差值一览

生产法GDP的重划分以及内在逻辑关系



3

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

01 科斯的企业边界

- ❖ 如果企业内部管理协调成本高于外部市场协调成本，那就不要强行纳入企业内部而要交给市场协调，这构成了企业的边界。

02 服务业与交易费用

- ❖ 将实物生产看成一个企业，则第三产业可看成实物生产企业边界之外市场协调成本的总和（即交易费用）。
- ❖ 第三产业包含多个子行业，代表不同领域的交易费用，其GDP占比代表经济资源在不同交易领域的分配比例。

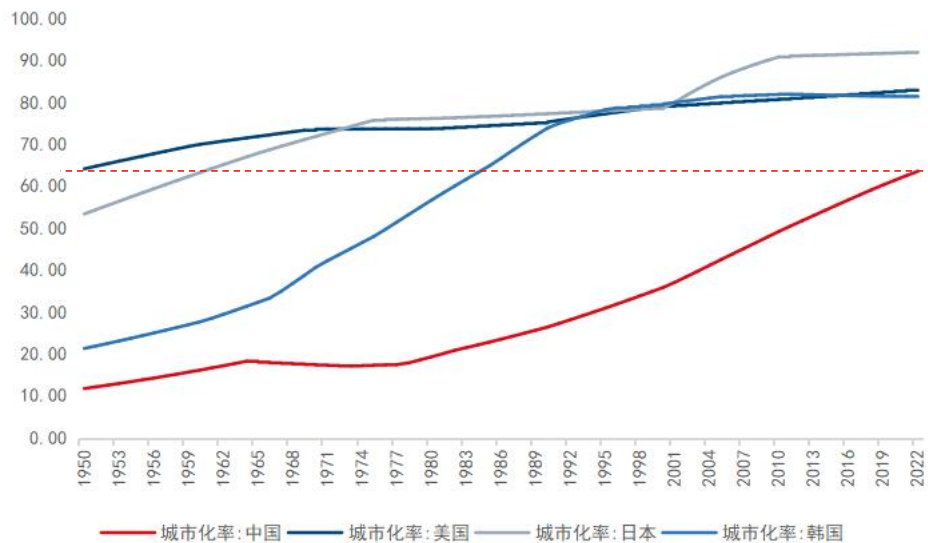
03 推论

- ❖ 美、日、韩是成功发展经济的国家，这些国家之所以能成功，是因为这些国家经济资源的合理分配，即这些国家在不同交易领域的交易费用比例相对比较合理。
- ❖ 将处于同样发展阶段的中、美、日、韩的单位交易费用进行比较，可以找到中国经济增长的优势和劣势。

以城市化率水平定位经济发展阶段

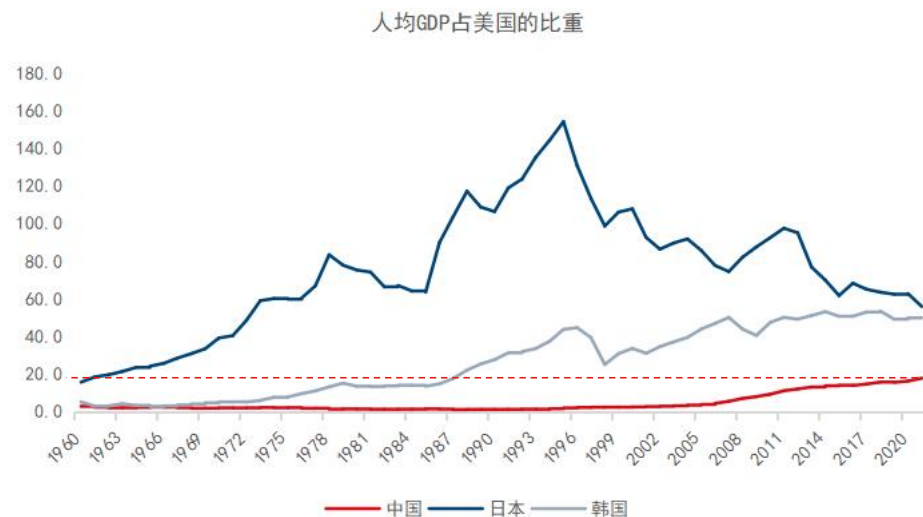
- 城市化是降低单位交易费用的有效手段，经济的发展伴随着城市化率的增长；
- 根据联合国发布的城市化率数据，2022年中国城市化率水平约为64%，相当于1950年左右的美国、1960年左右的日本、1985年左右的韩国；
- 2021年中国人均GDP占美国比重约为18%，也相当于1960年左右的日本、1985年左右的韩国；

图18：中国、美国、日本、韩国城市化率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19：中国、日本、韩国人均GDP占美国比重一览

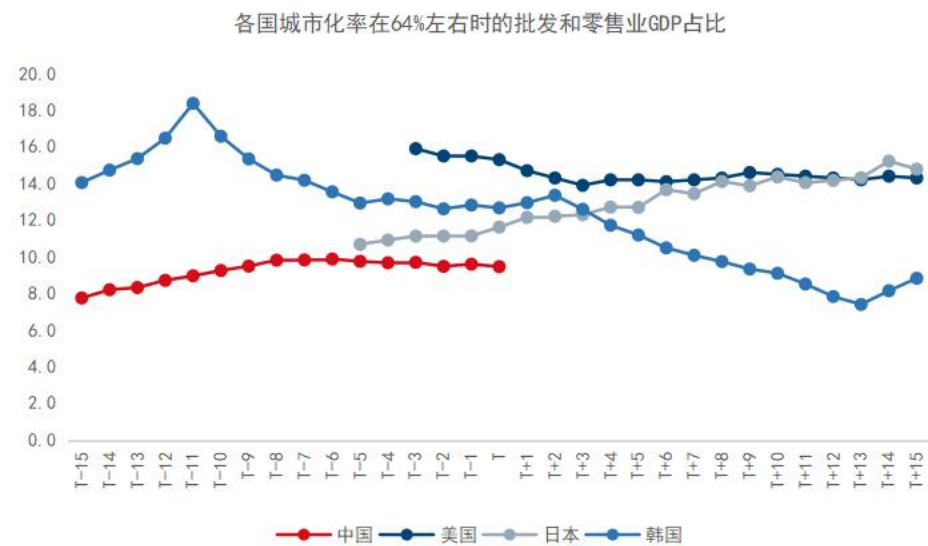


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

批发零售、交通运输领域的交易费用占GDP比例

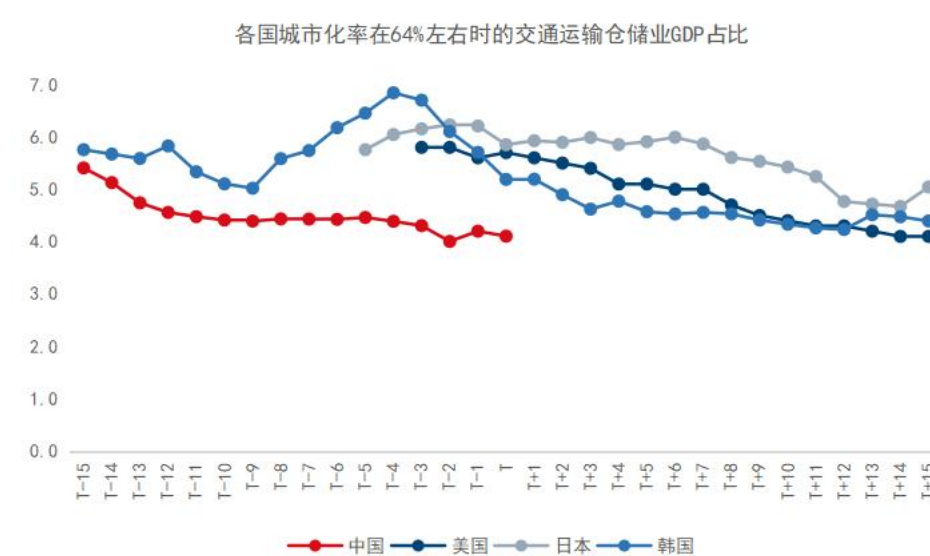
- 中国批发和零售领域的交易费用占比偏低，表明中国相关领域的单位交易费用更低，利于经济增长；
- 中国交通运输领域的交易费用占比偏低，表明中国相关领域的单位交易费用更低，利于经济增长；

图20：中国、美国、日本、韩国批发和零售业GDP占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21：中国、美国、日本、韩国交通运输仓储业GDP占比一览

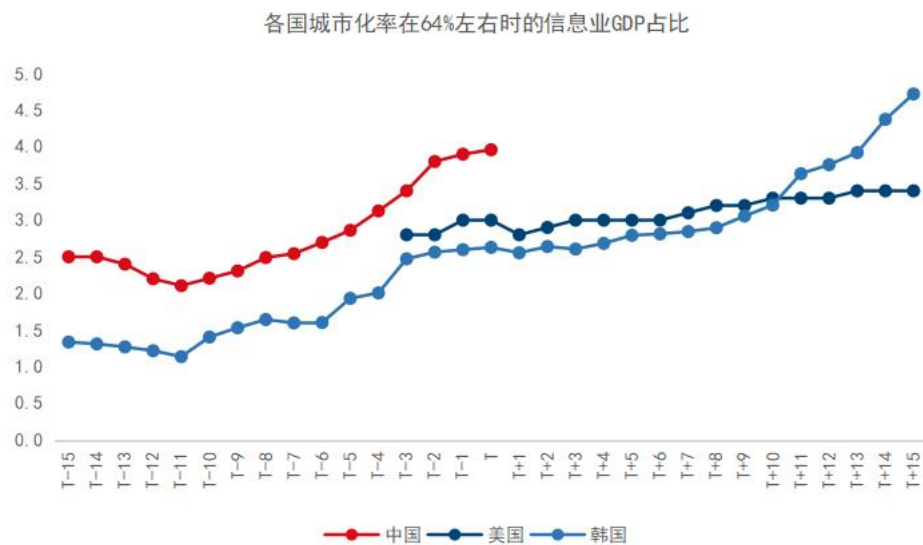


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

信息服务、商务服务领域的交易费用占GDP比例

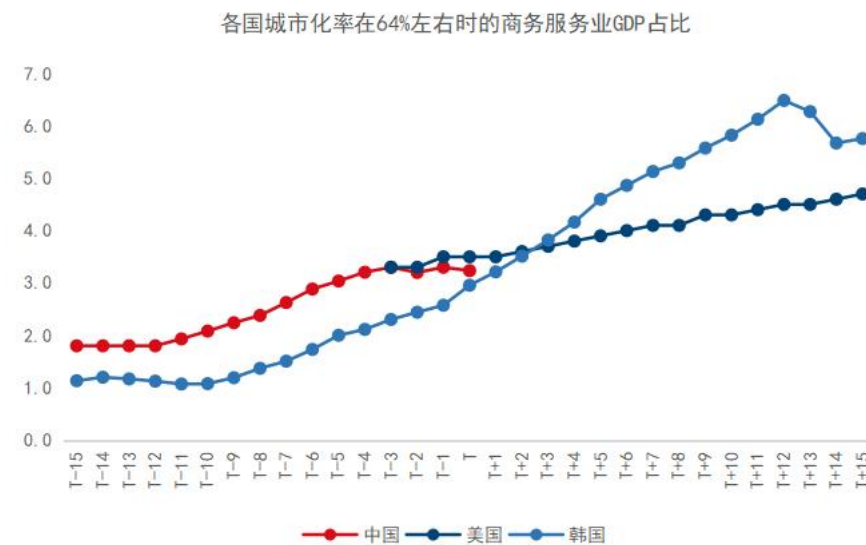
- 中国信息服务领域的交易费用占比偏高，表明中国相关领域的单位交易费用更高，或不利于经济增长；
- 中国商务服务领域的交易费用占比适中，表明中国相关领域的单位交易费用适中，利于经济增长；

图22：中国、美国、日本、韩国信息服务业GDP占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图23：中国、美国、日本、韩国商务服务业GDP占比一览

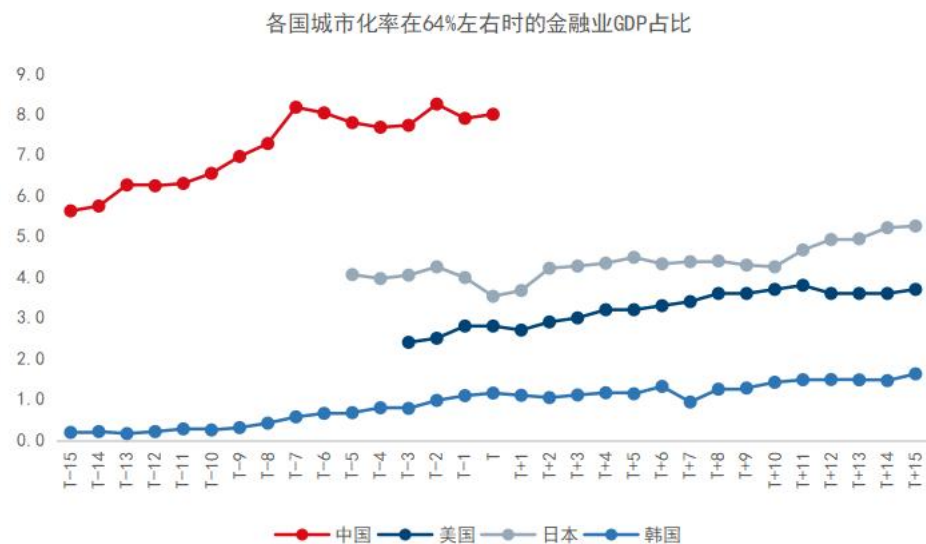


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

金融、房地产领域的交易费用占GDP比例

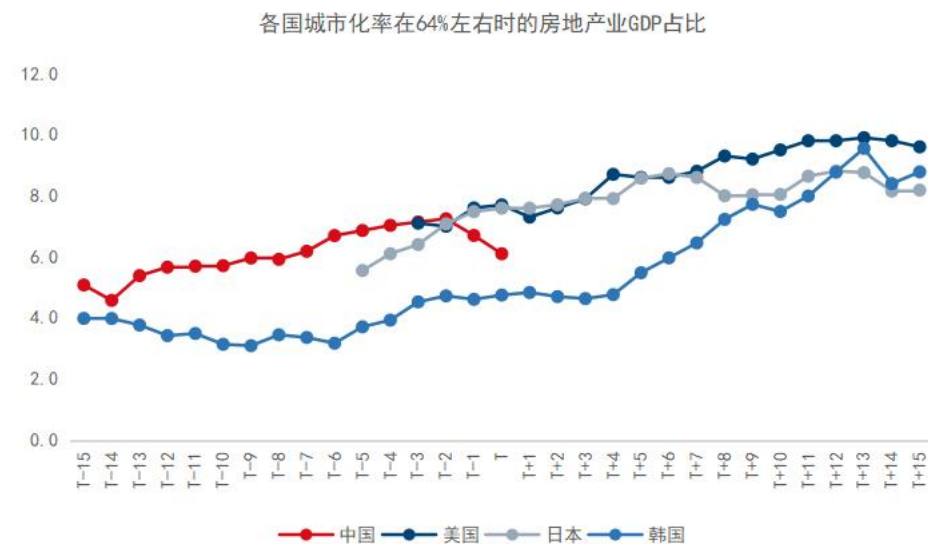
- 中国金融领域的交易费用占比偏高，表明中国相关领域的单位交易费用更高，或不利于经济增长；
- 中国房地产领域的交易费用占比很可能偏高，因为中国的自有住房虚拟租金采用成本法，海外采用租金法，若中国也采用租金法，中国房地产业GDP占比或上升3-4个百分点；

图24：中国、美国、日本、韩国金融业GDP占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图25：中国、美国、日本、韩国商务房地产业GDP占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 中国在交通运输、批发和零售领域的单位交易费用偏低，有利于经济增长；
- 中国信息服务业领域的单位交易费用偏高，或与该领域存在一定的垄断行为有关，随着反垄断政策的推进，2022年以来该领域投资再次迎来高增长，反垄断取得积极效果；
- 金融业和房地产业的单位交易费用偏高涉及到的因素非常复杂，其中一条比较明显的脉络是过多的金融资源流向土地市场，推高了相关的交易费用：
 - ✓ 在土地价格持续上涨背景下，地方政府的城投平台可以很便利地通过土地抵押获得大量资金，与此同时金融机构资产规模大幅扩张；
 - ✓ 房地产企业购买土地的资金大部分可以用土地为抵押品向金融机构借贷，在此过程中房地产企业使用少量资本金即可囤积大量土地，随后获得土地价格上涨带来的额外收益，与此同时金融机构资产规模大幅扩张；
 - ✓ 金融机构资产规模大幅扩张，金融业增加值快速增长，但地方政府城投平台投资的边际效益急速递减，土地价格上涨带动房价上涨给房企带来收益的同时又给经济正常运转带来较大的负担，因此GDP增速放缓，金融业和房地产业GDP占比明显上升；
- 当前国内土地市场低迷，源于政策限制资金流入土地市场，由此，之前围绕土地市场的经济运转模式出现停滞，造成摩擦性失业与消费低迷，但随着土地市场释放出来的金融资源流向更有效率的产业部门，新的就业岗位将逐渐增加，预计国内的摩擦性失业和消费低迷问题将逐渐得到解决，国内经济仍然具备较高的增长潜力；

- 一、政策调整滞后。
- 二、经济增速下滑。
- 三、国际贸易摩擦进一步升级。

谢谢!

国信证券  GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032