

事缓则圆：把脉中国经济

报告要点：

● 对任何经济体来说，消费都是经济的稳定器。从消费率这一指标来看，即使在考虑了地产、出口、设备折旧等中国经济的独特特征之后，我国的最终消费率相较于主要发达国家还是偏低的。

● 这就是为何我们在经济稍稍发力后，马上就会遇到供应过剩的被动局面。历史复盘来看，当投资率下降，且需求无法很快跟上时，经济的稳定性都会受到影响。

● 消费是经济发展的结果而非原因。居民消费率的问题本质上是个总量问题：

- 1) 居民消费的症结是高储蓄率，高储蓄率的问题是社会保障问题；
- 2) 我们安全感的缺失并不源于财政在民生上不投入，而在人均维度上，我们财政的整个盘子偏小；
- 3) 消费是经济发展的结果，而非经济发展的原因，这导致我们需要重新考虑发展及结构的平衡问题。

● 协调供需问题，政府模式转变是关键问题之一：

- 1) 此前政府领投的模式能最大程度保证总量的增长，但在原始资本积累完毕后，这个模式对经济增长空间的透支一目了然；
- 2) 政府的角色正在从投资型政策向服务型政府转型，这也许能解释，近年来我们在政府加杠杆上的克制心态。

● 关键点之二是：国企这种特殊的安排在显著挤出居民的信用：

- 1) 我们金融体系给到企业的杠杆供应确实过高，中国企业的杠杆率要显著高于美欧日；
- 2) 金融本是一个加速器，这不是窗口指导能解决的问题，问题在于，在国资缺乏市场化退出机制的环境下，国企信仰进一步导致资源在供需分配上的失衡。

● 资本形成的时代注定落幕，全要素生产率的提升会主导慢经济时代的到来，在经济的木桶效应发挥作用之时，经济结构成为了发展的必要条件。

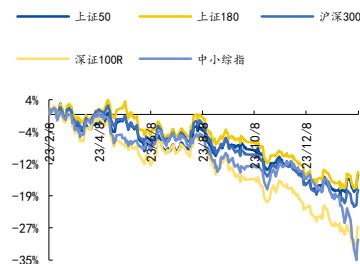
● 全要素生产率提升是个比资本形成更慢的变量：

- 1) 我们的工程师红利前景的确在，边际上，我们人口启蒙的进度非常快；
- 2) 但我们要接受折叠中国的事实，比如，在 40 岁及以上的中龄劳动者群体中，有 98% 没有接受过高等教育，这些群体还有 20 余年才会退出劳动力市场；
- 3) 人口结构的刚性是产业无法快速切换的制约，当前的经济转型速度可能已超过了人口的容忍能力，所以，短期的可交易性我们亦需要慎重斟酌。

主要数据：

上证综指：	2829.70
深圳成指：	8708.24
沪深 300：	3343.63
中小盘指：	3244.78
创业板指：	1707.02

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报：货币梗阻可以解释目前的一切》2024.02.04
- 《宏观与大类资产周报：还要等东风》2024.01.28

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

风险提示：国内宏观政策不及预期

目录

1. 为何我们的经济总是过剩	6
1.1 地产、出口、折旧都无法解释的低消费率.....	6
1.2 当供给侧出现冗余增长.....	8
2. 消费是经济发展的结果，而非经济发展的原因	9
3. 我们所能做的.....	12
3.1 政府模式面临切换	12
3.2 国企的篱藩.....	15
4. 全要素生产率推动的慢经济.....	17
4.1 经济发展存在木桶效应.....	17
4.2 事缓则圆：比资本形成更慢的工程师红利.....	18

图表目录

图 1: 我国消费率比起发达国家相对不足	6
图 2: 地产并没有影响消费率的相对高度	7
图 3: 抛掉地产来看中国的经济也更依赖投资	7
图 4: 中国贸易顺差占 GDP 比例已和欧元区相仿	7
图 5: 中国的固定资产折旧比起可比国家不算快	7
图 6: 制造业的产出相对于资本开支的比例在趋势性下降	8
图 7: 经济和通胀正在失去弹性	8
图 8: 需求落后于投资会导致经济失稳	9
图 9: 日本在失去的 20 年间资本形成的下滑幅度明显	9
图 10: 中国的劳动者报酬占 GDP 的比例并不低	9
图 11: 中国的储蓄率显著高于美欧日	10
图 12: 中国民生性财政支出占比相较于其他经济体的差距并不大	10
图 13: 我国的人均民生性财政支出显著低于欧美日	11
图 14: 在资本形成中, 中国政府的贡献远高于美国和日本	12
图 15: 中国的税费负担较轻	13
图 16: 效率驱动居民储蓄和政府赤字正负难以扭转	13
图 17: 政府储蓄相较居民存款增长缓慢	13
图 18: 政府财政存款与居民存款的差距持续拉大	14
图 19: 中国政府的消费占比不足 50%	14
图 20: 中国居民的杠杆率已和发达国家差异不大	15
图 21: 中国的供给端杠杆明显高于需求端	15
图 22: 中国企业部门杠杆率高	16
图 23: 国企对居民信用挤出相对明显	16
图 24: 国企利润占比表现	16
图 25: 中国的全要素生产率有上升空间	17
图 26: 高技术产业投资增速高于制造业平均水平	18
图 27: 我国高等教育毕业相对偏低	18
图 28: 近 30 年来我国本科生毕业了从 1.3% 上升至 27%	19
图 29: 近 30 年来我国本科生毕业了从 1.3% 上升至 27%	19
图 30: 各年龄 (岁) 未受高等教育者的占比	19

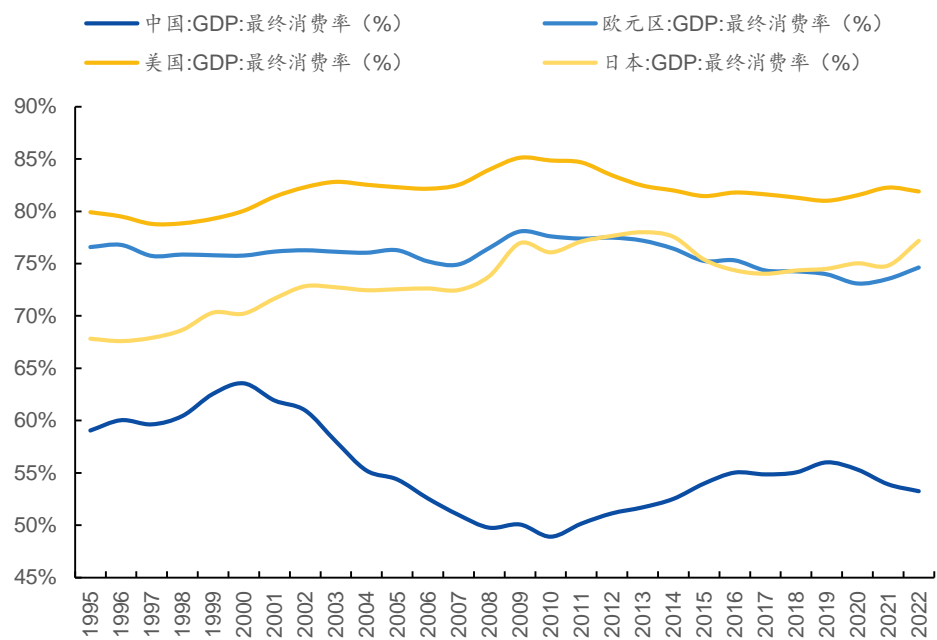
图 31: 受到更高等级的教育显著降低了失业的可能..... 20

1. 为何我们的经济总是过剩

1.1 地产、出口、折旧都无法解释的低消费率

无论对于哪个经济体来说，消费都是一个经济的稳定器，但目前中国经济值得担心的点，恰恰是消费率不足的问题。2022年，我们最终消费率约在53%左右，如果扣掉政府消费的话，居民消费率仅有37%左右，这个数据比海外主要发达国家（美、日、欧）明显更低，而且，比起发达经济体稳中有升的消费率来说，我们的消费率却在总体下滑，与发达国家的差距在逐渐拉大。

图 1：我国消费率比起发达国家相对不足

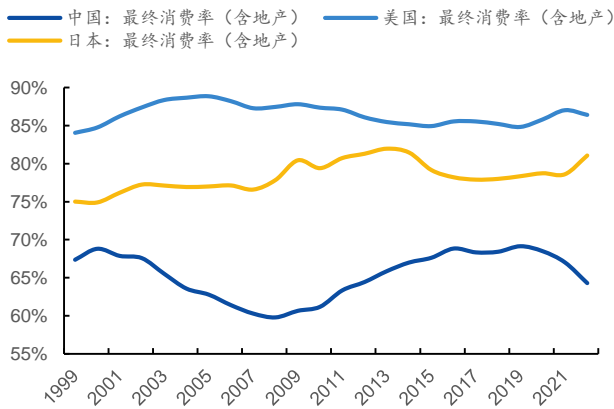


资料来源：Wind，国元证券研究所

这个消费率不足的问题，和中国经济的独特特征关系不大。

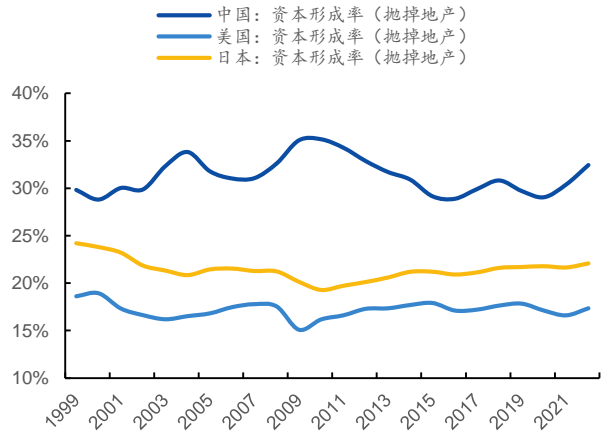
1) 消费率不能完全归结于地产，地产也许影响了趋势，但没有影响相对高度。对于消费不足来说，一个普遍的解释是：因为居民买房，所以挤占了消费资金，而房地产购买却计算在GDP的资本形成而非最终消费中。但如果把数据重新整理可以看到，地产对消费率的相对影响不过6-7个百分点，抛掉这个差异后，我们的消费率比起美日消费率来说，还是显著偏低。

图 2： 地产并没有影响消费率的相对高度



资料来源：Wind，国元证券研究所

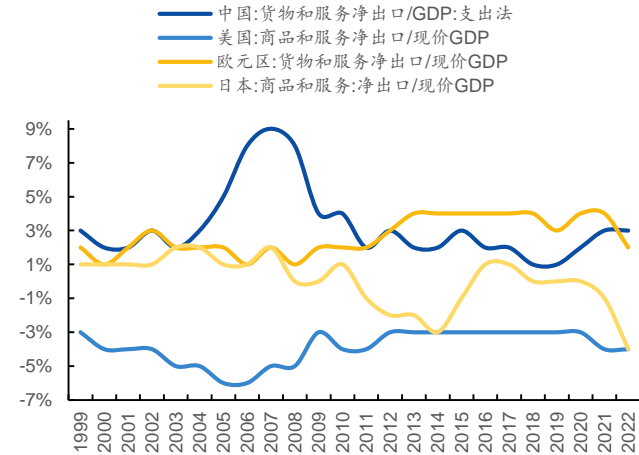
图 3： 抛掉地产来看中国的经济也更依赖投资



资料来源：Wind，国元证券研究所

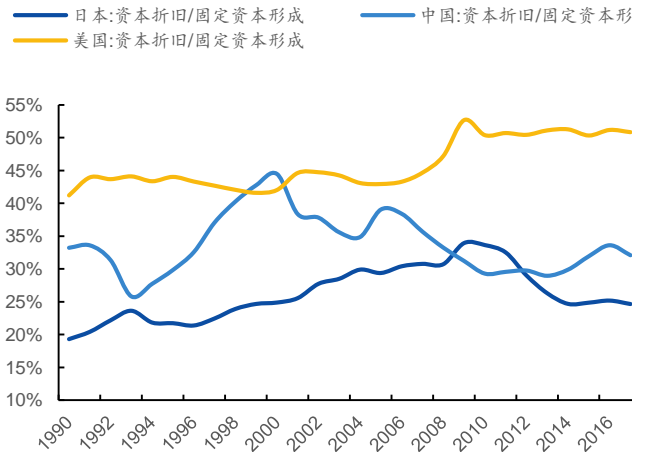
2) 即使考虑对外产能储备和折旧问题，我们的供需也平衡不了。一方面，中国的顺差水平占 GDP 的比例为 3% 左右，这个比例在当前已经和欧元区相仿，即使我们把对外产能考虑进去，也没法消化中国多出来的资本开支；另一方面，中国的固定资本折旧比起可比国家不算快，甚至要明显低于美国，这导致存量固定资产的规模可能相对庞大。

图 4： 中国贸易顺差占 GDP 比例已和欧元区相仿



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5： 中国的固定资产折旧比起可比国家不算快

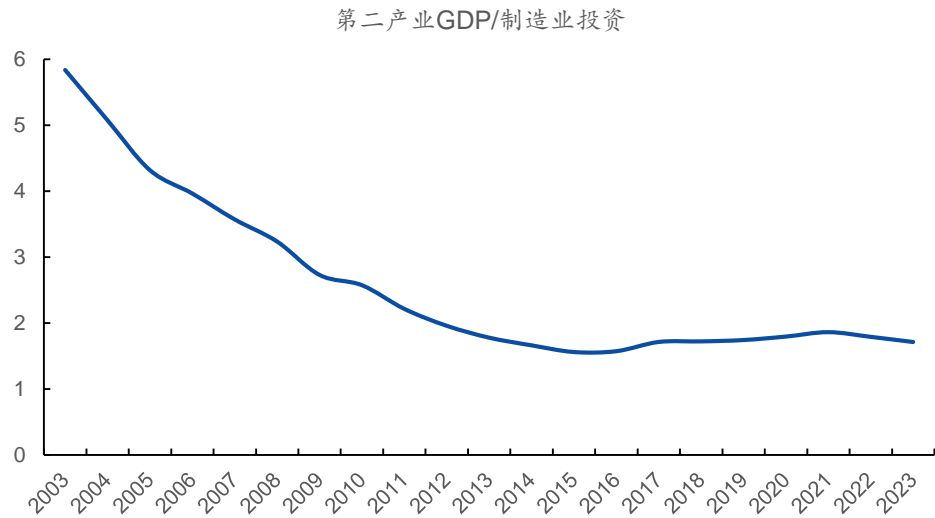


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 当供给侧出现冗余增长

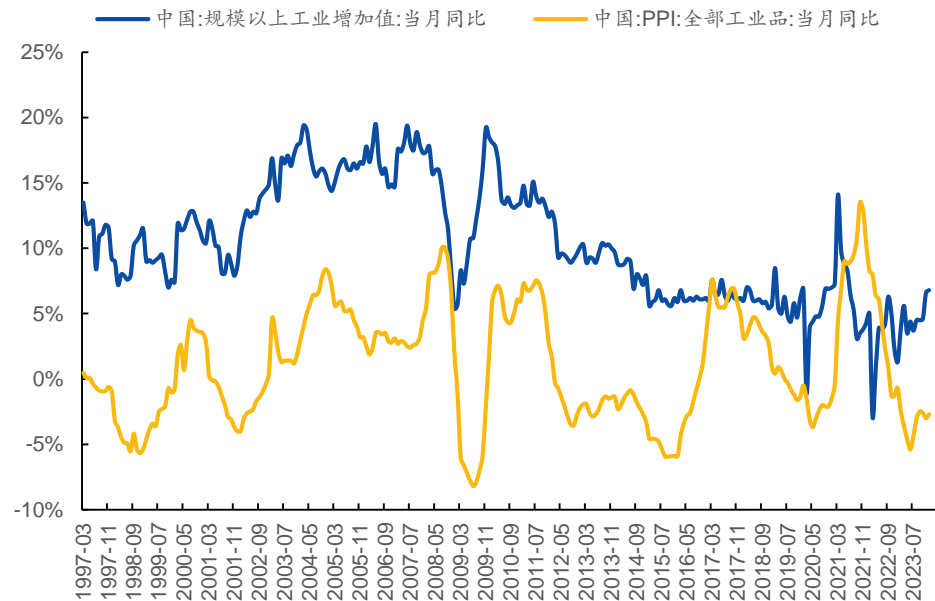
这就是为何我们在经济稍稍发力后，马上就会遇到供应过剩的被动局面。正是因为我们大量的刺激和资源都堆在供给端，所以制造业的产出相对于资本开支的比例在趋势性下降，且随着供应的过剩，我们经济增长和通胀在肉眼可见地失去弹性。近年来，只有在非常通彻的改革（如 2015 年供给侧改革）或非常激烈的政策刺激（如 2008 年及 2020 年）的情况下，增长和价格才会恢复一些向上的空间。

图 6： 制造业的产出相对于资本开支的比例在趋势性下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

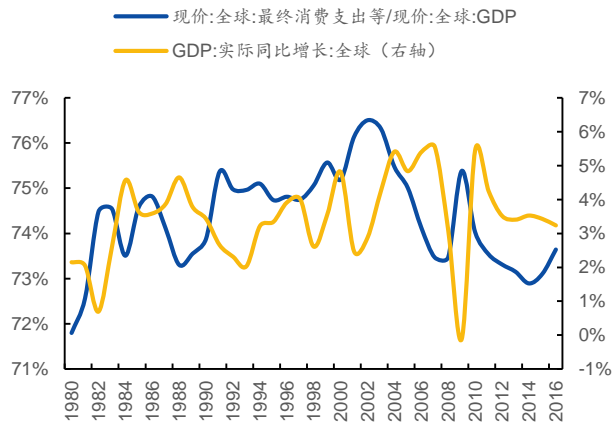
图 7： 经济和通胀正在失去弹性



资料来源：Wind，国元证券研究所

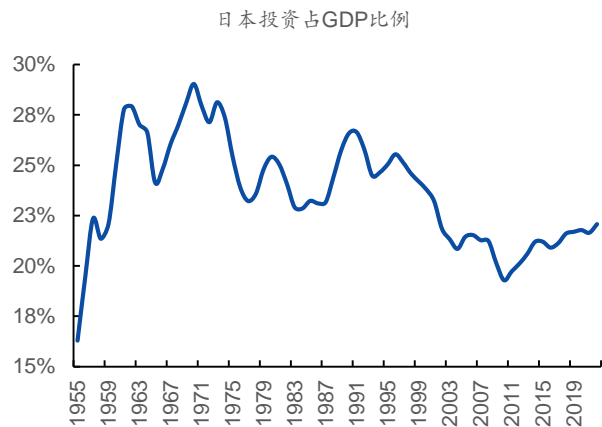
但是当供需矛盾走到极致，多余的产能投资必须走下舞台，且需求不能马上跟上的话，势必经济会失稳。这个情况在历史上比比皆是，譬如宏观上，一旦全球的投资率下降，都会伴随着一轮全球经济的衰退，此外，1857年美国的过剩危机，也源于此前十年美国高速进行的铁路建设突然停滞，日本此前所经历的失去的20年，资本形成的下滑幅度也是明显高于消费的。

图 8：需求落后于投资会导致经济失稳



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：日本在失去的 20 年间资本形成的下滑幅度明显

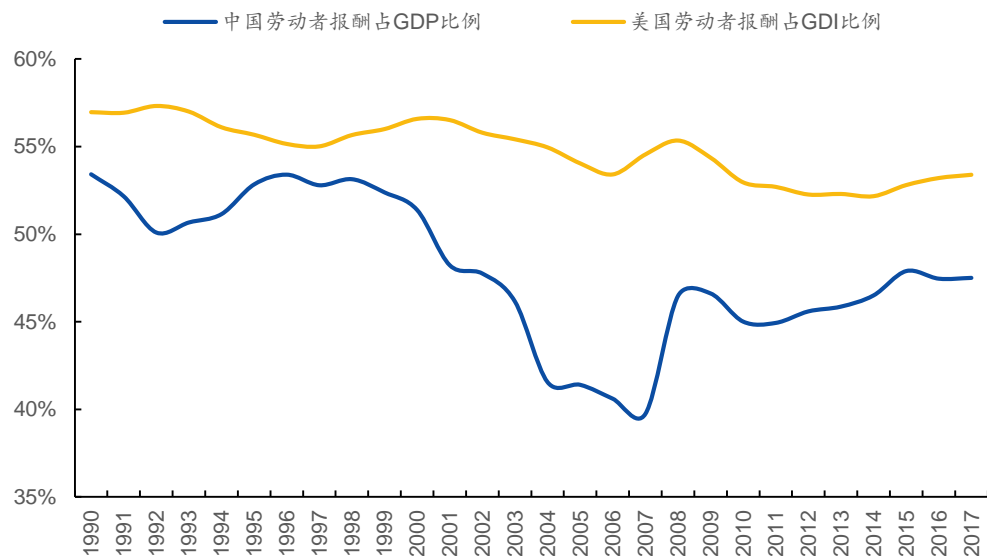


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 消费是经济发展的结果，而非经济发展的原因

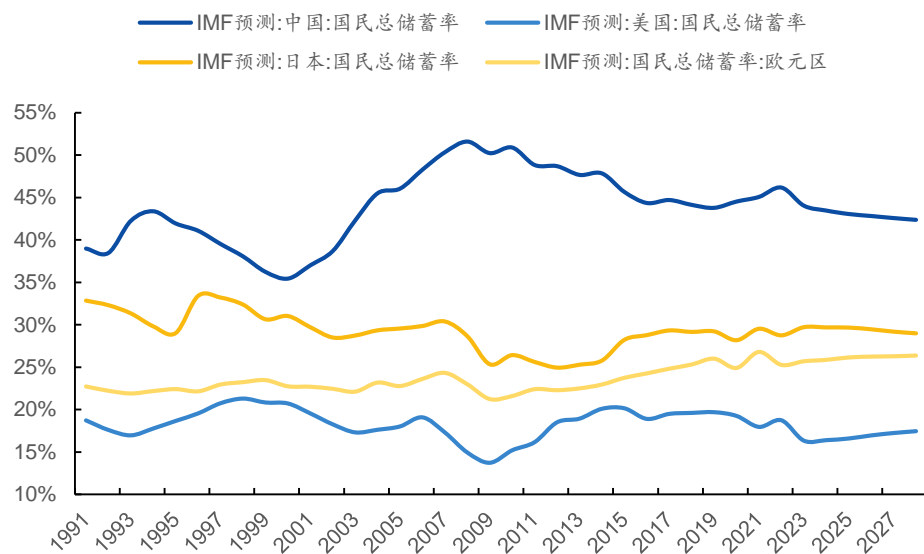
居民消费的症结是我们的储蓄率。中国的劳动者报酬占 GDP 的比例不算低，即使和美国比，也仅仅低 5 个百分点左右，根本无法解释最终消费率近 30 个百分点的中美差异，但我们同时看到，中国的储蓄率显著要高于美欧日，即使和储蓄率相对偏高的日本比起来，中国的储蓄率也要偏高 18 个百分点左右。

图 10：中国的劳动者报酬占 GDP 的比例并不低



资料来源：Wind，国元证券研究所

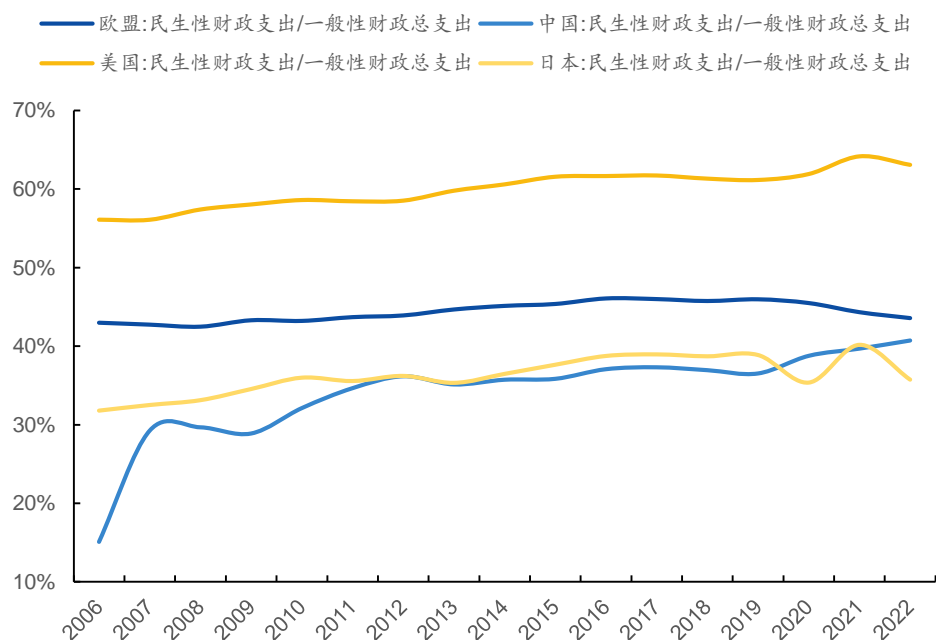
图 11：中国的储蓄率显著高于美欧日



资料来源：Wind，国元证券研究所

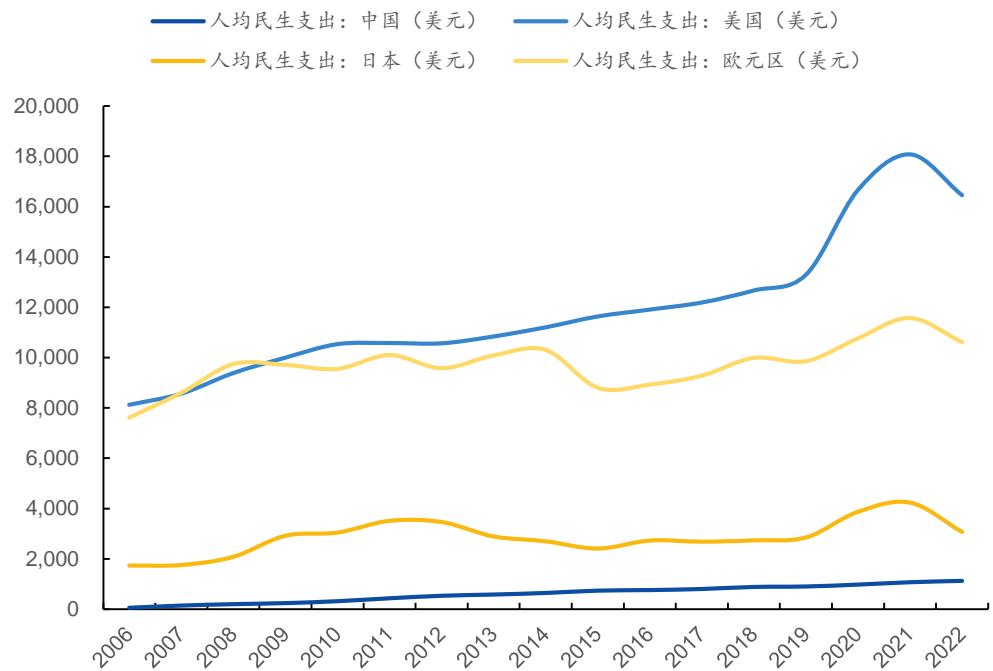
这又回到了增长的问题上。高储蓄率的问题是社会保障问题。中国民生性财政支出的占比与其他经济体大差不差，这说明我们安全感的缺失并不是由于财政在民生上不投入，而是落实在人均上，我们财政的整个盘子还是小，所以，我们的人均民生性财政支出只有美国的 6%、欧元区的 11%、日本的 37%，事实上，这个次序和各个经济体储蓄率的排序是基本呼应的。

图 12：中国民生性财政支出占比相较于其他经济体的差距并不大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13： 我国的人均民生性财政支出显著低于欧美日



资料来源：Wind，国元证券研究所

于是，一个死结出现了。如果我们经济要转型为消费型经济体，我们必须做大整个盘子，使民有所依，但如果我们想做大整个盘子，我们一定不能靠消费。我们在前面说过，任何一个经济体向消费转型的过程，都是一个经济放缓的过程，这个时候，我们应该如何摆正发展和平稳之间的关系，是一个必须要考虑的事情。

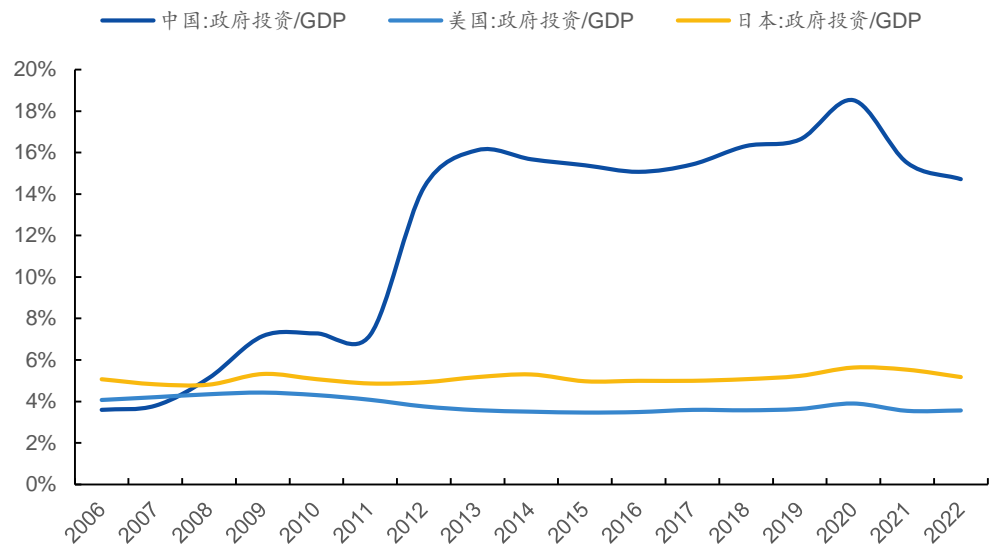
3. 我们所能做的

3.1 政府模式面临切换

在完成原始积累前，政府领投的模式是没有问题的，这个模式能最大程度保证总量的增长。

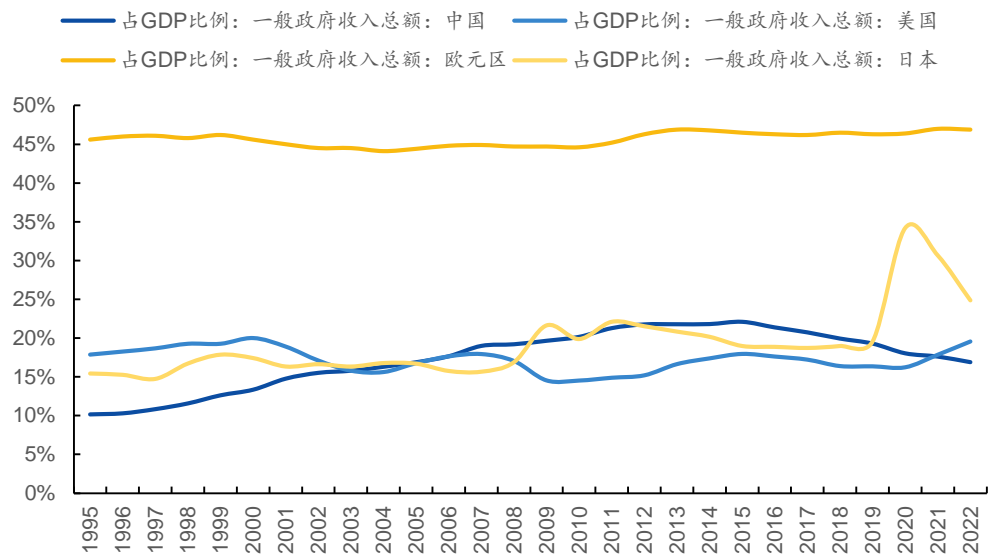
1) 事实上，政府的 GDP 竞赛的确是一个非常具有中国特色的模式。如果横向比较的话，中国在资本形成中，政府的贡献是远高于美日的，更高的政府投资一方面贡献了显著的中国经济增量，另一方面，正是因为基金性收入或政府引导基金的存在，才导致我们的税费负担相对于这些发达经济体来说要更轻。

图 14：在资本形成中，中国政府的贡献远高于美国和日本



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15： 中国的税费负担较轻

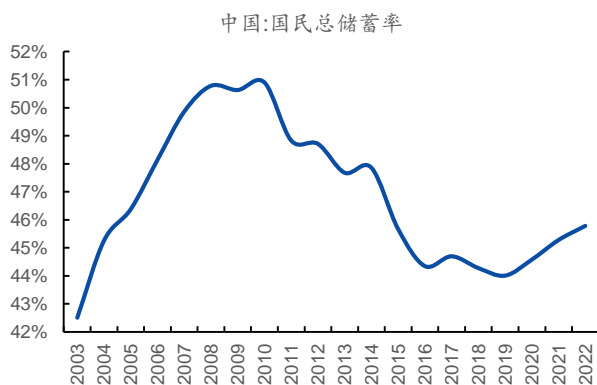


资料来源：Wind, 国元证券研究所

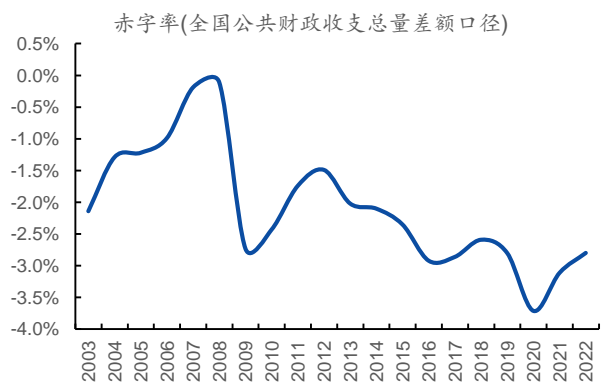
2) 政府领投的效率体现在：政府把控越多的资源，短期的经济总量的增长会越快。从经济性角度来讲，同样一笔钱，政府开支的效率肯定比民众要高，政府是连年存在赤字率的，但民众的储蓄率为正，这个格局在短期内很难改变，这也导致了，政府财政存款在多年来的增长非常缓慢，但居民存款却出现了成倍速度的增长，居民消费这块，的确已经形成了一个巨大的堰塞湖。

图 16： 效率驱动居民储蓄和政府赤字正负难以扭转

图 17： 政府储蓄相较居民存款增长缓慢

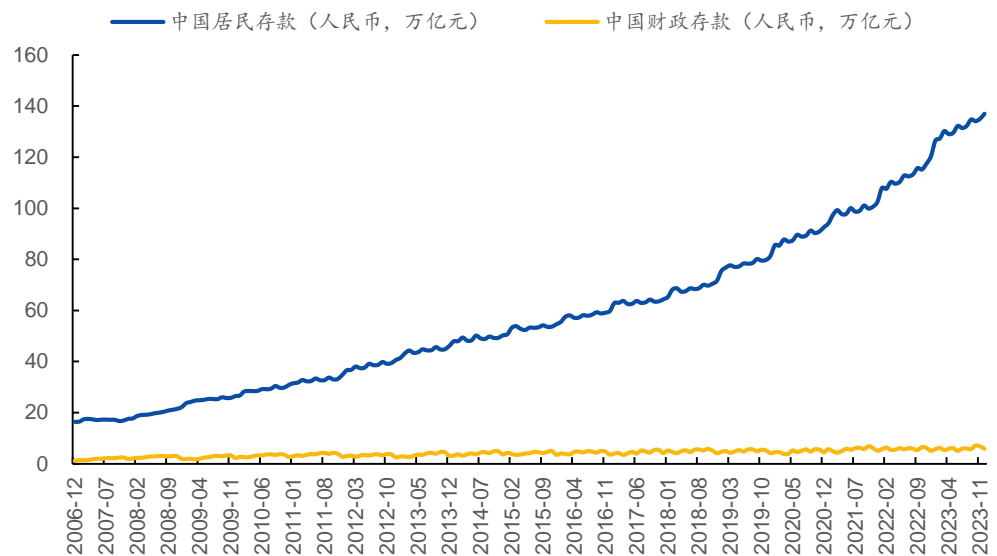


资料来源：Wind, 国元证券研究所



资料来源：Wind, 国元证券研究所

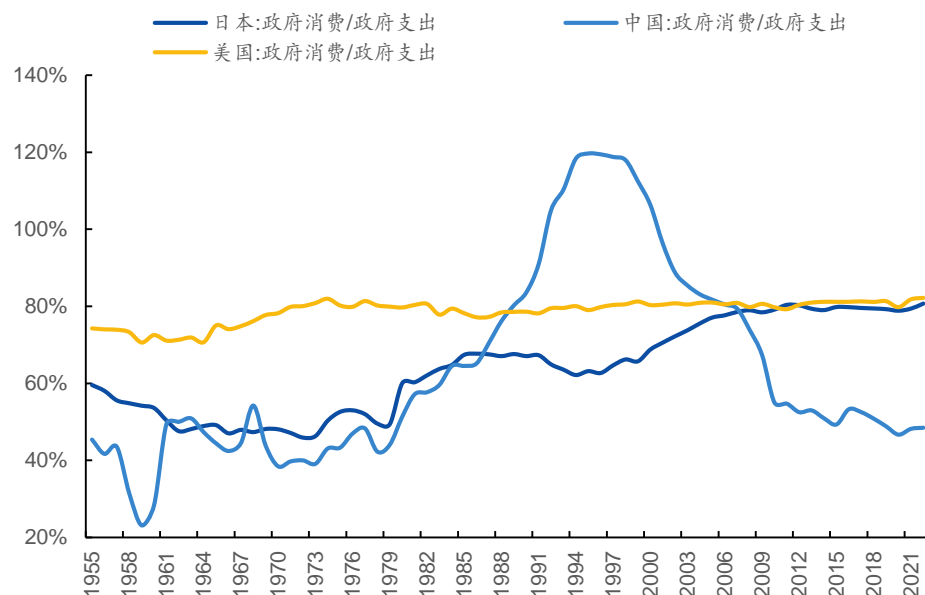
图 18：政府财政存款与居民存款的差距持续拉大



资料来源：Wind，国元证券研究所

但在原始资本积累完毕后，这个模式对经济增长空间的透支也是一目了然的。大量政府资源堆到供给侧，这是长期导致供需失衡的另一原因。比起其他国家来说，中国政府消费率偏低但投资率却偏高，和消费占比逾 80% 的美国和日本政府比，中国政府的消费占比仅不足半，且自分税制改革后，中国政府消费占支出的比例就持续下降。因此，政府的角色是时候向服务型政府转型了，这也许能解释，近年来我们在政府加杠杆上的克制心态。

图 19：中国政府的消费占比不足 50%

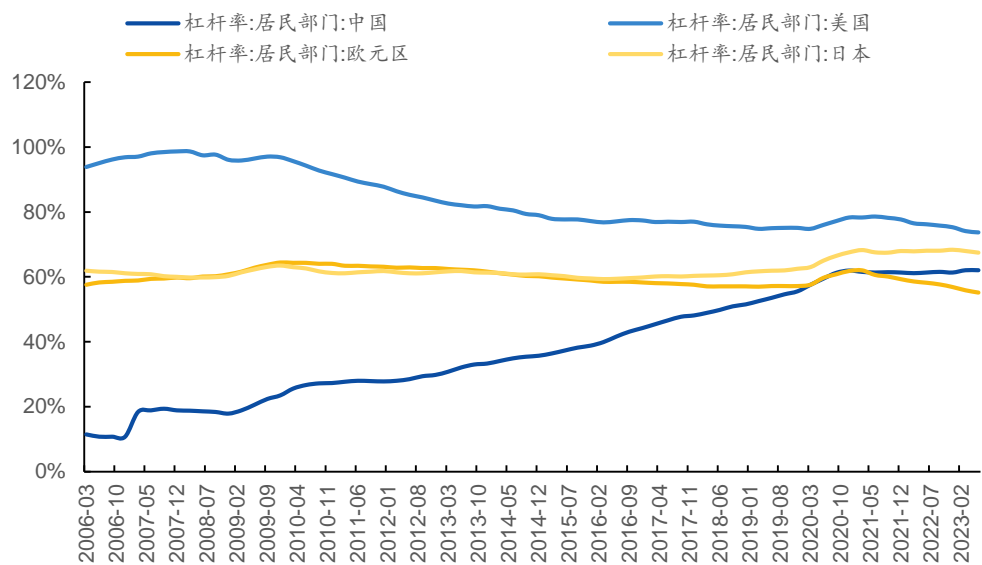


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 国企的篱藩

我们的金融杠杆大部分也加到了供给端而非需求端，这也是值得反思的一点。如今中国居民的杠杆率已和发达国家差异不大，甚至还要比欧元区居民的杠杆率略高（我们居民高储蓄率和高杠杆并存的原因应该是购房需求导致的）。

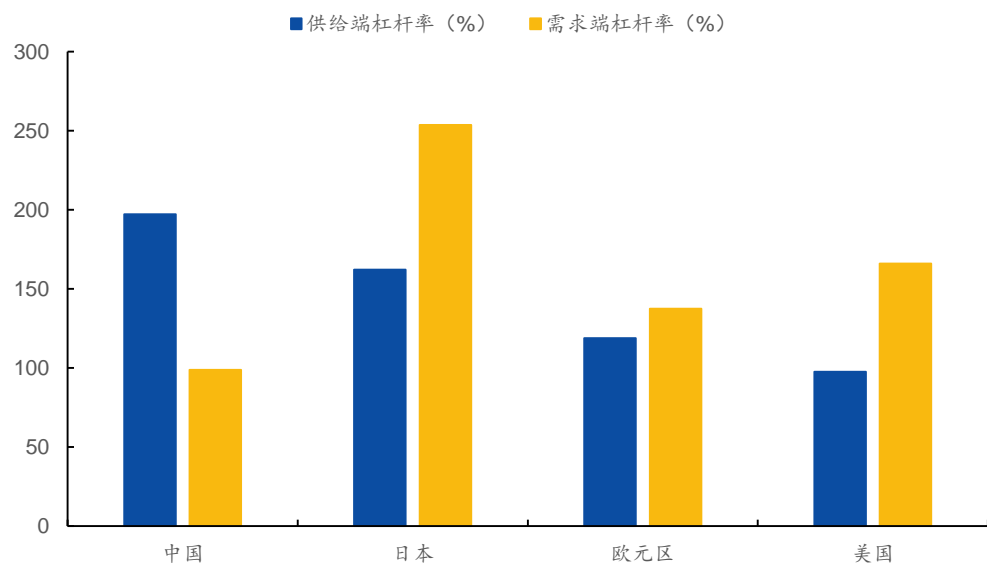
图 20： 中国居民的杠杆率已和发达国家差异不大



资料来源：Wind，国元证券研究所

但如果从供给和需求这两端的相对杠杆看，中国的供给端杠杆要明显高于需求端，这个现象在美日欧并不曾出现过，当然，这一部分原因在于政府以投资为目的拿走了相当多的资金供应（幅度约 24%）。

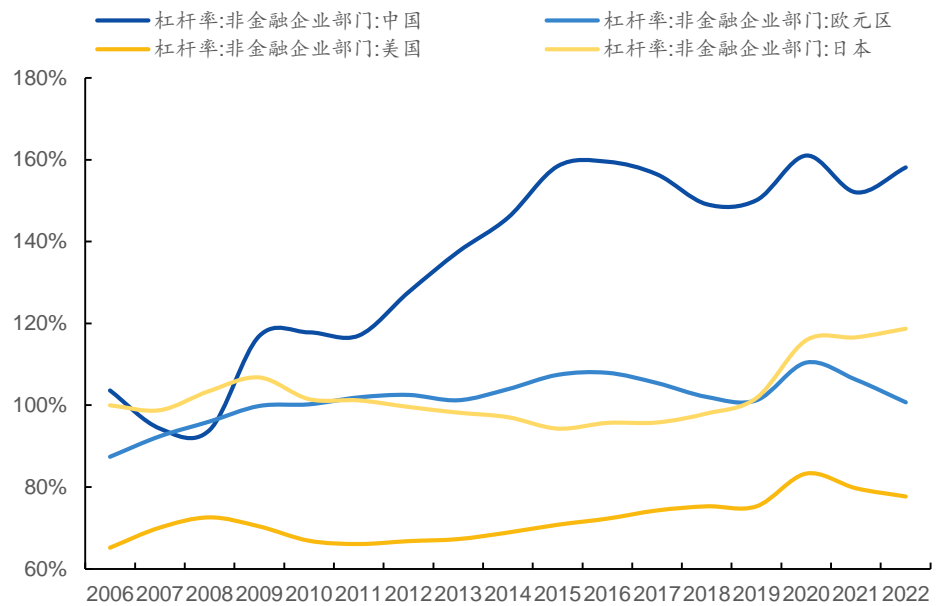
图 21： 中国的供给端杠杆明显高于需求端



资料来源：Wind，国元证券研究所

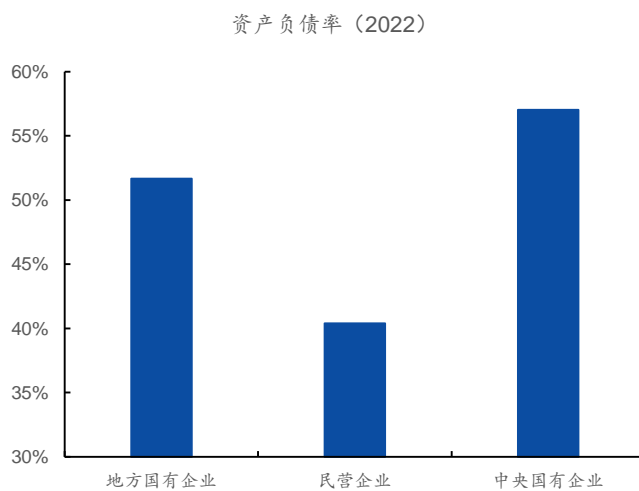
另一个原因是：我们金融体系给到企业的杠杆供应确实过高。我们会有约 53% 的金融资源给到企业部门，这个比例比起美国 (29%)、日本 (29%)、欧元区 (41%) 要明显更高。其根源应在于：我们缺乏市场化的国资退出机制，这导致我们的央企及国企享受着超乎一般企业的稳定性，这样，在信用分配时，国企对居民的信用挤出是非常明显的。

图 22：中国企业部门杠杆率高



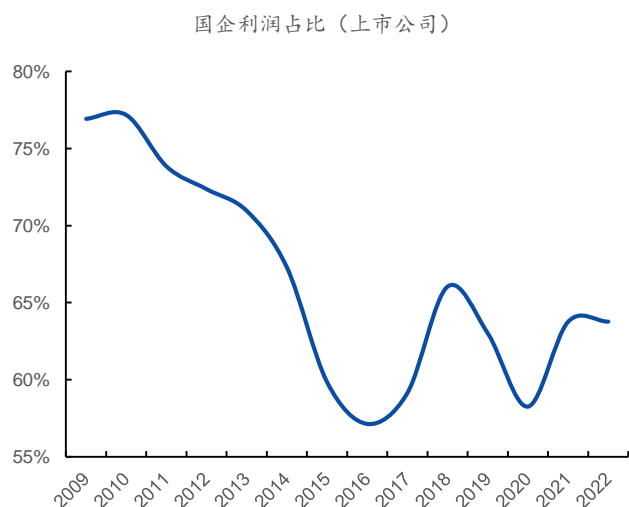
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 23：国企对居民信用挤出相对明显



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 24：国企利润占比表现



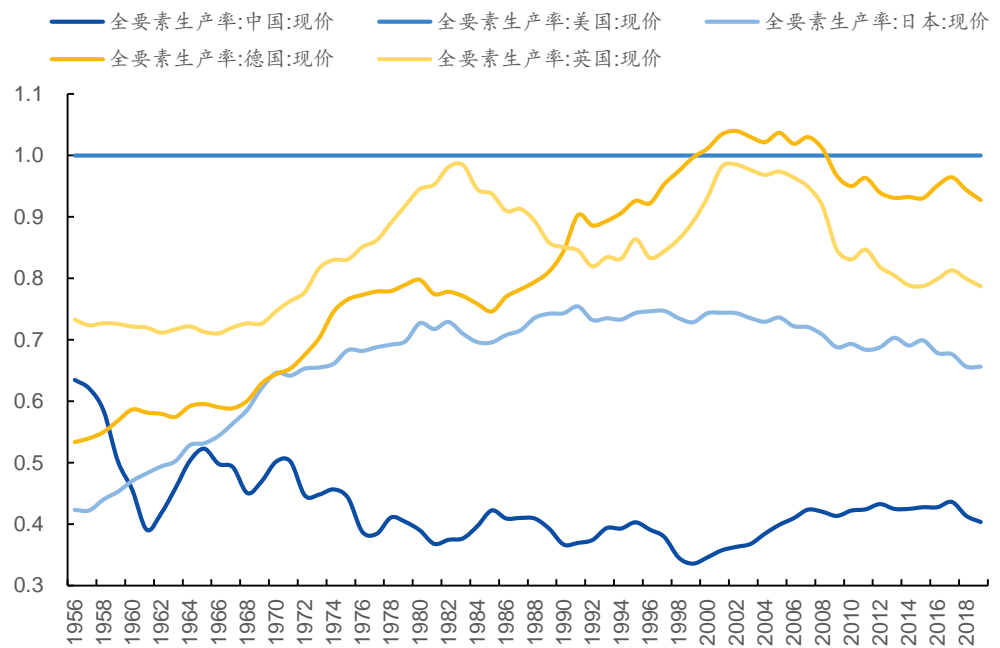
资料来源：Wind, 国元证券研究所

4. 全要素生产率推动的慢经济

4.1 经济发展存在木桶效应

资本形成的时代注定落幕，全要素生产率的提升会主导慢经济时代的到来。我们承认，无论是改变政府模式还是打破国企的篱藩，都与我们做高经济体量及做低储蓄率的目标彼此冲突，但考虑到经济稳定性，我们都必须接受一个更低的经济增长速度和起伏更低的周期，在经济发展的层面，更多的增长点要落在全要素生产率的提升上。

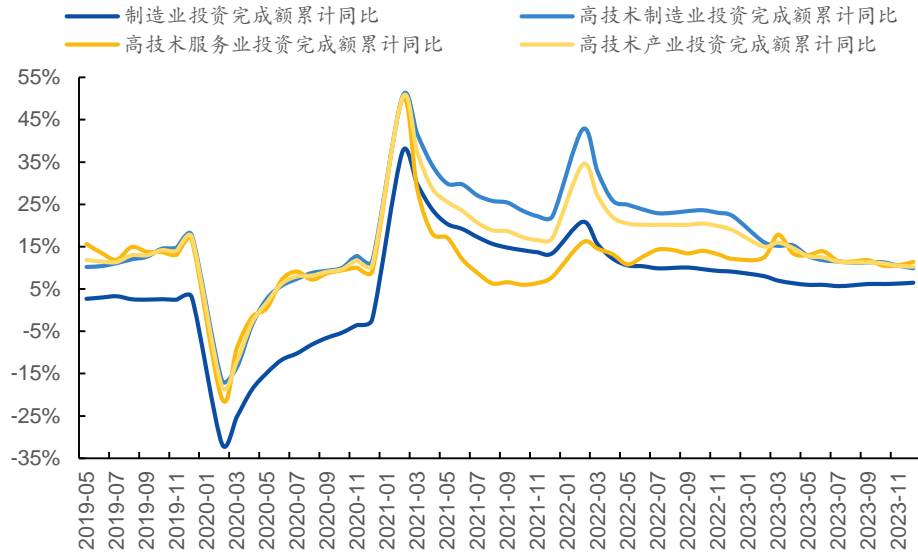
图 25： 中国的全要素生产率有上升空间



资料来源：Wind，国元证券研究所

从空间和趋势上，全要素生产率提升是一个值得关注的点。当前，我们的全要素生产率只相当于美国的 40%、德国的 44% 以及英国的 51%，为了缩短这个差异，我们现在已经把资源逐步堆在高技术产业的供给侧，比如，在大多数的时间里，我们的高技术产业的投资速度是快于制造业平均投资增速的。

图 26： 高技术产业投资增速高于制造业平均水平



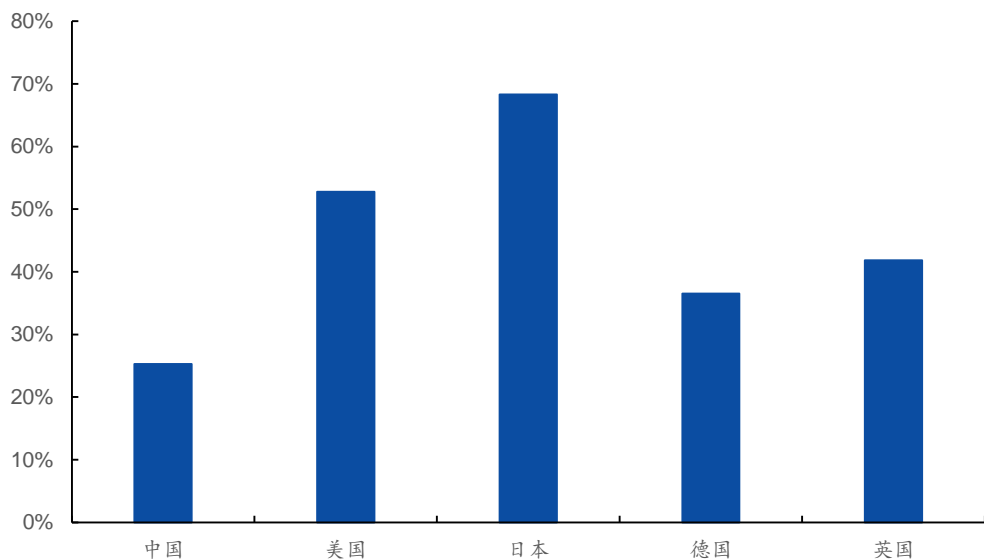
资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 事缓则圆：比资本形成更慢的工程师红利

但这是个比资本形成更慢的变量，这会影响短期的可交易性。

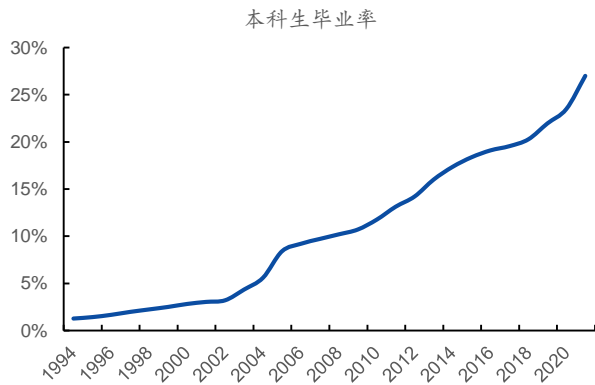
- 1) 产业升级依赖于工程师红利，这一方面我们的前景是存在的。比起美日英德来说，我们的教育环境基数是偏低的，我们的高等教育首次毕业率相对于偏低的德国来说还低 30%左右。但边际上，人口的启蒙趋势也同样非常明显，最近 30 年来，我们的本科及研究生毕业率分别从 1.3%和 0.1%上升至 27%和 3.8%。

图 27： 我国高等教育毕业率相对偏低



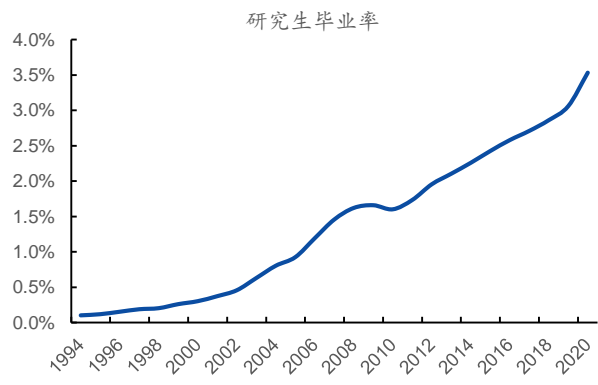
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：近 30 年来我国本科生毕业了从 1.3% 上升至 27%



资料来源：Wind，国元证券研究所

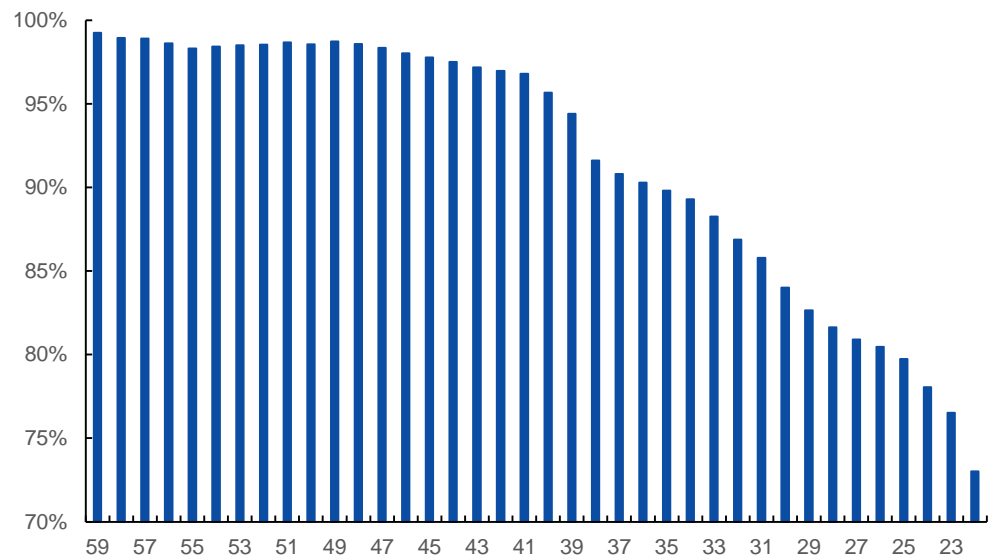
图 29：近 30 年来我国研究生毕业了从 1.3% 上升至 27%



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 但中国是折叠的。我们现在能看到中国引以为傲的独角兽数量及高产的发明专利，也能看到勃勃向上的新兴行业，但我们目前在岗的劳动力中，有逾 73% 没有接受过高等教育，此中，尤其在 40 岁及以上的中龄劳动者群体中，有 98% 没有接受过高等教育，这些群体在职业上非常固化，既无年龄优势，又无接受新鲜事物的学习能力，自己的职业轨迹无法随经济结构的革新而快速切换。

图 30：各年龄（岁）未受高等教育者的占比

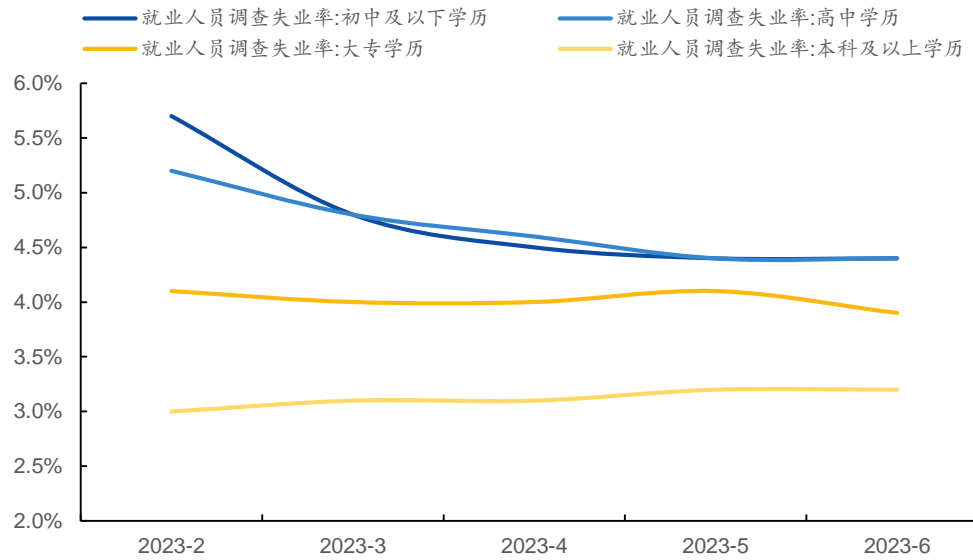


资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 人口供应的刚性是产业无法快速切换的制约，现在经济的转型速度可能已超过了经济的容忍能力。比如，在目前失业率的构成中，未受过高等教育的人群的失业率要明显高于受过高等教育人群的失业率，这已经说明，有一些劳动者已经被时代的列车甩下，如果这个情况长期发展下去，这种运动式升级将会达成一种长期失衡：大

量失业和大量新兴产业并存，这会导致财富进一步在供需及企业居民间失衡，这在短期，也会加剧储蓄率的上升，导致需求和供给更加无法匹配。

图 31： 受到更高等级的教育显著降低了失业的可能



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188