

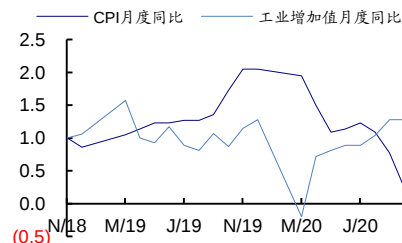
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2020 年 11 月 21 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.50

相关研究报告:

《宏观经济专题研究: 2020 年补偿性增长分析——再论疫情后经济增长(二)》——2020-05-28
 《宏观专题报告: 莫高看存贷变动对经济增长的影响》——2020-07-29
 《宏观专题报告: 下半年补偿性增长的潜力仍在》——2020-07-02
 《2020 年中期宏观经济报告: 复苏未尽》——2020-07-04
 《宏观经济专题研究: 历史上的两会——总量篇》——2020-05-28

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

“十四五”产业发展背后的经济逻辑

● 引入交易费用概念, 构建理解经济结构变化的全新分析框架

由于新古典经济学的抽象化处理, “供给-需求”分析框架无法分析经济的结构变化。引入交易费用的概念后, 整体经济运行可看成一个个交易的集合。不同的交易所需的交易费用不同, 这样经济运行就在总量基础之上有了结构因素。因此, 从交易费用的变化角度出发, 我们可以理解和分析经济出现的结构性变化。

● 一个简便的计量交易费用方式: 服务业增加值

第一产业与第二产业直接生产出有形物质产品, 而第三产业涉及的都是无形产品, 从这个区分来看, 第三产业更像是为了第一和第二产业发展而服务的产业, 接近交易费用的概念。实际上, 大多数学者衡量的交易费用项目大都出现在服务业列表中。

● 如何看待“十四五”规划及 2035 年远景目标下的产业发展方向?

以城镇化水平衡量经济发展水平, 2019 年中国的经济发展水平相当于 1950 年的美国、1983 年的韩国、1960 年的日本。

中国当前服务业占比与城镇化水平的对应关系与美国、韩国当年较为接近, 这意味着中国改革开放以来并没有出现杨小凯所说的“后发劣势”。

可以推论, 中国未来在进一步推进城镇化过程中, 面对的交易费用增加或也与海外国家基本一致, 交易费用造成的增长瓶颈或也集中在信息、金融、房地产、商业服务、健康这五大领域。人们为了发展经济、提高生活水平, 将不断加大对这五个领域的投入, 这五个行业的增长速度将明显高于整体 GDP 增速, 占比不断提升。

但当前中国金融业 GDP 占整体 GDP 比例明显超过 1950 年的美国、1983 年的韩国, 也明显超过 2018 年的韩国, 与 2019 年的美国持平, 明显偏高, 背后或主要是中国基建投资的异常火热所致。

由于中国金融业这种异常的蓬勃发展背后隐藏着巨大的政府隐性债务, 可持续性存在疑虑, 中央也已经开始对地方政府的筹资行为进行限制, 这或许意味着后续金融业的发展速度会慢下来, 相应地, 国内基础设施建设投资的增速可能也会显著放缓。

当然, 这并不意味着未来国内金融业没有发展的余地, 随着国内城镇化进一步推进, 基建投资产业链以外的产业发展也非常需要金融业的支持, 从这个角度来看, 中国金融业未来主要面临的是服务客户的转型问题, 而不是发展问题。

相比之下, 中国房地产业的发展并未脱离当前的发展阶段, 随着中国城镇化进一步推进, 仍然需要房地产业进一步发展以降低交易费用, 未来中国房地产业仍然具有较大的发展空间。但中国房地产业的发展面临着价格上涨过快的问题, 这可能削弱了其降低交易费用的能力, 背后主要的原因或源于土地供应的不合理, 我们也观察到国内部分热点城市土地供应不足, 地王现象频出。若未来国内土地供应方面能有改善, 中国房地产业的发展或一定程度上可以摆脱价格过快上涨的问题。

内容目录

新古典经济学“供给-需求”分析框架无法分析经济结构变化.....	4
威廉姆森关于交易费用的阐述.....	5
交易费用如何影响经济的结构变化.....	6
一个简便的计量交易费用方式：服务业增加值.....	6
服务业占比提升：全球经济增长史也是人们降低交易费用的奋斗史	6
城镇化率持续上升：城镇化是降低交易费用非常有效的手段	7
他山之石：从各国服务业结构变迁看交易费用如何降低	8
他山之石：1970 年之后的日本服务业结构变迁	9
他山之石：1950 年之后的美国服务业结构变迁	11
他山之石：1983 年之后的韩国服务业结构变迁	13
如何看待“十四五”规划及 2035 年远景目标下的产业发展方向？	14
中国有“后发劣势”吗？	15
金融、房地产作为未来重点发展产业存在的争议	16
“十四五”期间中国步入中高速增长平台的概率很大.....	22
国信证券投资评级.....	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 古典经济学中的“供给-需求”分析框架示意图	4
图 2: 各国 GDP 构成中服务业占比均呈现上升趋势	7
图 3: 各国城镇人口占比呈现逐年上升态势	8
图 4: 1970-1998 年日本服务业分项占现价 GDP 比例走势一览	10
图 5: 1994-2018 年日本服务业分项占现价 GDP 比例走势一览 (1)	10
图 6: 1994-2018 年日本服务业分项占现价 GDP 比例走势一览 (2)	11
图 7: 1994-2018 年日本服务业分项占现价 GDP 比例走势一览 (3)	11
图 8: 1950 年以来美国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (1)	12
图 9: 1950 年以来美国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (2)	12
图 10: 1950 年以来美国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (3)	13
图 11: 1983 年以来韩国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (1)	13
图 12: 1983 年以来韩国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (2)	14
图 13: 1983 年以来韩国服务业分项占 GDP 比例走势一览 (3)	14
图 14: 改革开放以来中国经济增长史同样是民众努力降低交易费用的奋斗史	16
图 15: 中、美、韩三国城镇化率与对应的金融业增加值占比比较 (1)	17
图 16: 中、美、韩三国城镇化率与对应的金融业增加值占比比较 (2)	17
图 17: 中、美、韩三国城镇化率与对应的房地产业增加值占比比较 (1)	18
图 18: 中、美、韩三国城镇化率与对应的房地产业增加值占比比较 (2)	19
图 19: 中国批发和零售业现价与实际增加值占 GDP 比例一览	20
图 20: 中国交通运输、仓储和邮政业现价与实际增加值占 GDP 比例一览	20
图 21: 中国住宿和餐饮业现价与实际增加值占 GDP 比例一览	21
图 22: 中国金融业现价与实际增加值占 GDP 比例一览	21
图 23: 中国房地产业现价与实际增加值占 GDP 比例一览	22

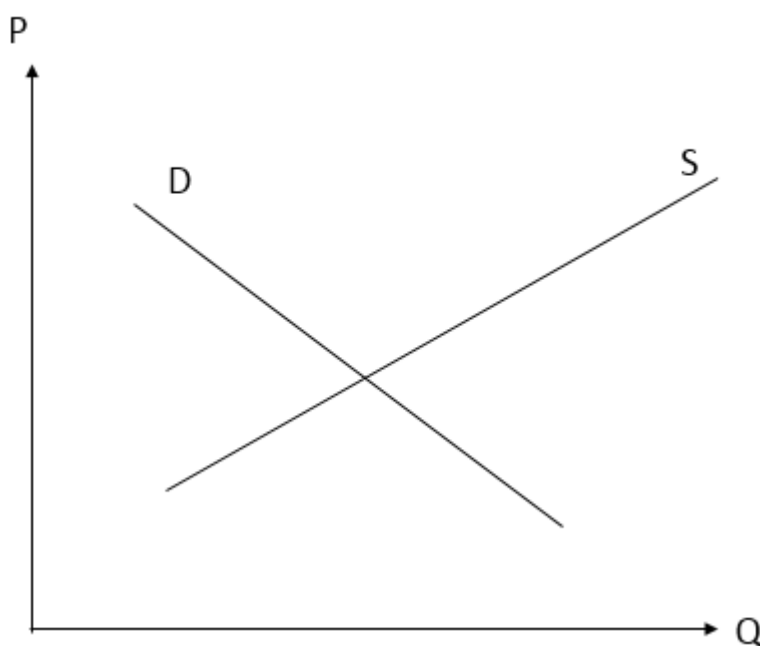
新古典经济学“供给-需求”分析框架无法分析经济结构变化

目前主流的宏观经济分析框架大都是源于新古典经济学中的“供给-需求”分析，其示意图如下所示。

新古典经济学将经济生活中所有的供给方抽象成一条供给曲线，将所有的需求方抽象成一条需求曲线，二者交点为市场均衡点。在此基础上，新古典经济学分析各种因素对供给或需求的影响，从而通过供给曲线或需求曲线的移动来判断价格与总产出的变化。

在新古典经济学的“供给-需求”分析框架下，我们可以很便捷地分析在不同因素影响下经济总量和整体价格的变化，但由于新古典经济学的抽象化处理，在“供给-需求”分析框架下，我们没办法分析供给的结构变化，也没办法分析需求的结构变化，从而无法分析经济的结构变化。

图 1：古典经济学中的“供给-需求”分析框架示意图



数据来源：国信证券经济研究所整理

随着国内经济进入结构转型期，国内经济总量和整体价格的变化幅度越来越小，经济总量和整体价格变化对资本市场的影响越来越小，反而结构性的变化对资本市场的影响越来越大，因此我们需要改变过去单一的“供给-需求”分析框架，寻找可以理解和分析经济结构变化的新分析框架。

新制度经济学通过引入交易费用的概念，给我们提供了理解经济结构变化的分析框架工具。

威廉姆森关于交易费用的阐述¹

2009 年诺贝尔经济学奖得主威廉姆森将交易视为经济分析的基本单位，而交易是通过契约进行的。他认为，组织制度问题可以表述为契约问题，可以在节约交易费用这个意义上进行探讨。从契约的角度出发，交易费用可分为“事前的”和“事后的”两类。所谓事前交易费用是指起草、谈判、保证落实某种契约的成本，也就是达成合同的成本；所谓事后交易费用是指契约签订之后发生的成本，它可以有许多形式：第一，当事人想退出某种契约关系所必须付出的费用；第二，交易者发现事先确定的价格等合同条款有误而需改变所必须付出的费用；第三，交易当事人为政府解决他们之间的冲突所付出的费用，如法院费用；第四，为确保交易关系的长期化和持续性所必须付出的费用，等等。

在此基础上，威廉姆森较全面地探讨了影响或决定交易费用的因素，他将这些因素归纳、区分为不同性质的两类：第一类因素主要涉及有关市场的环境和交易的技术结构所具有的特点，威廉姆森称之为“交易因素”，包括资产专用性、不确定性、潜在交易对手的数量和交易发生的频率；第二类因素是人的因素，即关于人性的两个特点——有限理性和机会主义倾向。威廉姆森认为，上述两因素的存在都会使交易费用产生或增加。交易双方为避免由此造成的损失而增加契约的复杂程度，这样，谈判、签约和履约的成本便会随之增加。潜在交易对手数目也是影响交易费用的一个重要因素。当市场是完全竞争的市场，即交易对手较多时，交易双方的相互依赖性较小，交易的搜寻和等待成本较小，合同易于达成和履行，而且，完全竞争的市场起着抑制机会主义行为的作用，从而减少交易者为防止机会主义行为而付出的代价。但是，当市场出现垄断时，交易对手数量大量减少，导致出现交易的“小数目问题”，增加交易的搜寻和等待成本，降低合同谈判成功的概率，从而增加交易顺利完成的费用支出，并且，处于非垄断地位的交易方对垄断者的依赖性很大，垄断者的机会主义行为的可能性大大上升，从而增大交易费用。

交易发生的频率对交易费用的影响主要表现在，经常发生的交易较一次性交易，更容易补偿交易的规制结构的确立和运行成本，相对降低交易费用。有限理性显然也会导致交易的搜寻、等待和讨价还价的成本增加，并且，为合同留下很多空白，从而增加履约的成本。上述因素的单独作用会导致交易费用的产生或增加，它们的综合作用显然更会放大交易费用。因此，威廉姆森认为，在四种基本因素综合相互作用下，市场作为一种交易管理机制便会因交易费用过高而失效：一是理性有限；二是机会主义行为；三是未来不确定性；四是交易的小数目条件。在市场作为交易管理机制失灵的情况下，企业制度就应运而生。

威廉姆森认为，交易费用分为两部分：一是事前的交易费用，即为签订契约、规定交易双方的权利、责任等所花费的费用；二是签订契约后，为解决契约本身所存在的问题、从改变条款到退出契约所花费的费用。事后的交易费用包括：①当交易偏离了所要求的准则而引起的不适应成本；②倘若为了纠正事后的偏离准则而作出了双边的努力，由此引起的争论不休的成本；③伴随建立和运作管理机构而来的成本，管理机构也负责解决交易纠纷；④安全保证生效的抵押成本。最后，交易费用概念扩展到包括度量、界定和保证产权（提供交易条件）的费用，发现交易对象和交易价格的费用，讨价还价的费用，订立交易合约的费用，执行交易的费用，监督违约行为并对之制裁的费用，维护交易秩序的费用，等等。迈克尔·迪屈奇把交易费用定义为三个因素：调查和信息成本，谈

¹《新制度经济学（第二版）》卢现祥、朱巧玲主编，北京大学出版社 2012 年 7 月

判和决策成本，以及制定和实施政策的成本。

交易费用如何影响经济的结构变化

引入交易费用的概念后，我们可以把整体经济运行看成一个个交易的集合，而不同的交易所需的交易费用是不同的，这样经济运行就在总量基础之上有了结构因素，从简单的二分法来看，经济可以分成交易费用低的部分和交易费用较高的部分。

随着技术进步以及社会制度变迁，不同交易所需的交易费用变化方向和幅度可能都是不一致的，在此情况下，交易费用越来越低的部分，交易会越来越顺畅，资源的利用效率会越来越高，增长前景也会比较好；交易费用比较高且下降偏慢的部分，交易比较困难，资源的利用效率偏低，增长前景也相对比较艰难。

此外，当经济增长遭遇瓶颈，往往意味着整体交易存在某些环节的交易费用高企，阻碍了整体交易的顺畅进行。为了破除经济增长瓶颈，在市场推动下，人们会优先想办法降低造成增长瓶颈的交易费用，在这个过程中，与经济增长瓶颈相关的产业会优先获得较好的发展，而后再扩散到整体经济受益。

因此，从交易费用的变化角度出发，我们可以理解和分析经济出现的结构性变化。

一个简便的计量交易费用方式：服务业增加值

交易费用的概念包罗万象，这使得交易费用的计量非常困难。在商业研究中，我们并不追求严谨的定义与证明，而是追求模糊的正确，基于这个考虑，我们推出一个简便的计量交易费用方式：用第三产业，也就是服务业增加值来作为一个经济体内交易费用的衡量。

之所以选择这个计量方式，是因为第一产业与第二产业直接生产出有形物质产品，而第三产业涉及的都是无形产品，从这个区分来看，第三产业更像是为了第一和第二产业发展而服务的产业，接近交易费用的概念。

当然，这个定义从学术上来看是不太严谨的，因为第三产业中也有很多无形产品是直接消费掉了，不存在明显的促进第一、第二产业发展的作用，但为了分析方便，在不影响整体结论的前提下，我们可以给与忽略。实际上，学术上大多数学者衡量的交易费用项目大都出现在服务业列表中。

值得注意的是，服务业增加值衡量的交易费用仅是真实交易体现出来的交易费用，还有很多交易费用由于没有公开交易或者没有交易，我们无法直接看到。服务业的发展还可以这么理解：降低交易费用使得交易可以发生。服务业衡量的交易费用是在市场经济下可以发生交易的交易费用。

服务业占比提升：全球经济增长史也是人们降低交易费用的奋斗史

从各国的 GDP 构成情况来看，一个很明显的趋势是服务业占比逐渐抬升。这种经济结构变化背后如何通过引入交易费用的分析框架去理解和分析呢？

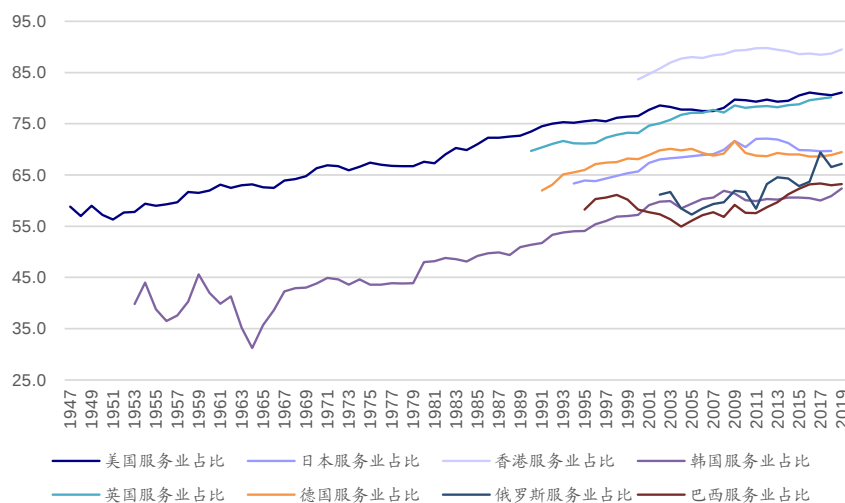
我们可以这么理解：服务业作为降低交易费用、促进第一和第二产业发展的产业，其占比逐渐抬升，说明交易费用随着经济增长而增加，因此人们不得不付出更多的努力去降低交易费用，由此服务业占比就逐渐抬升。

交易费用为何会随着经济增长而增加呢？如沃利斯和诺思所说，当经济变得越来越专业化和城市化，更多的交易是在没有长期关系的个人之间进行的，这时理性的消费者不得不更多地卷入搜寻和收集信息的活动中，从而使交易费用增长，另外，生产和运输技术变革对交易服务的需求也不断增加，如采用资本密集型的新生产技术，较大的商业组织对于要素和产出的合作以及监督生产和运输所涉及的大量合约等都会增加经济运行中的交易费用。

总而言之，经济增长的过程就是各种交易大幅增加与复杂化的过程，必然伴随着交易费用大幅增长，要持续促进经济增长，就需要更多的手段去降低交易费用，使得交易可以顺畅地进一步扩大与复杂化。由此可见，经济增长史也是人们降低交易费用的奋斗史。

值得注意的是，服务业占比越高并非表明经济增长态势越好。一个经济体运行中的交易费用除了受经济发展阶段影响，还由这个经济体的各种制度、文化等因素所决定，如果一个经济体因为制度、文化等因素导致交易费用非常高，即使人们很努力去降低交易费用，因此服务业占比很高，但相比其他交易费用比较低的经济体，这个经济体的经济增长前景可能仍会显得比较暗淡，这也就是杨小凯提出的“后发劣势”。

图 2: 各国 GDP 构成中服务业占比均呈现上升趋势



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

城镇化率持续上升：城镇化是降低交易费用非常有效的手段

在各种降低交易费用的努力中，推进城镇化是一个非常自然的思路。从常识出发，把经济运行中各类交易尽量地集中起来，就可以更好地想出办法降低这些交易的交易费用，城镇化就是一个非常好的把交易集中的方式，因此城镇化是降低交易费用非常有效的手段。例如，推进城镇化，各类交易集中起来后，人与人之间的协商就会变得很便利，相关协商成本无疑就会降低；再比如，各类

交易集中后，物理距离变短，运输等成本也会明显降低。

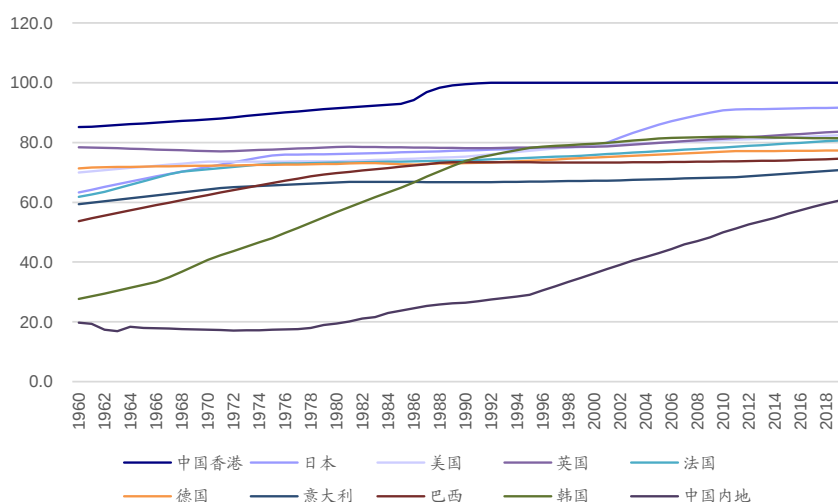
从各国经济发展的经验来看，随着各国经济规模逐渐扩大，我们确实看到各个国家的城镇人口占比（即城镇化率）逐渐抬升。城镇化水平也是衡量经济发展水平的一种标准。

截至 2019 年，我国城镇人口占比为 60.6%，而 2019 年美国、日本、韩国、英国、法国等发达国家的城镇人口占比均超过 80%，其中日本城镇人口占比高达 91.7%。

当前中国 61%左右的城镇人口占比大约是美国 1950 年的水平、日本 1960 年的水平、韩国 1983 年的水平、法国 1960 年的水平、意大利 1964 年的水平、巴西 1969 年的水平。

由此可见中国当前的经济发展水平仍明显低于美国、日本、韩国、英国、法国等发达国家，未来中国城镇人口占比还有非常大的提升空间，即中国整体经济运行交易费用进一步降低的空间仍然非常大，这也意味着中国经济增长的潜力很大，若中国整体经济运行的交易费用能得到有效降低，各种资源的利用效率将进一步提高，中国经济将继续维持较高速度增长。

图 3: 各国城镇人口占比呈现逐年上升趋势



数据来源：WIND，国信证券经济研究所整理

以上图表，以各同照各业外法方过至六月整四，一略

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1306

