



经济结构转型系列报告之二

中国经济结构转型与中长期投资机遇展望

相关研究报告

策略专题报告*经济结构转型系列报告之一：
从中国经济结构转型看资本市场投资机遇，
2019.10.10

证券分析师

陈骁

投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟

投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿

一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含
对证券及证券相关产品的投资评级
或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页
的声明内容。

近年来，中国经济增速进入了漫长的下行探底阶段，资本市场对于中国经济前景的看法基本一致，即经济增速仍将缓慢下行。如果说名义经济增速的变动尚能较好地指导债券投资，那么总量经济增长对权益投资的意义则在明显减弱，我们需要从经济结构上来寻找产业投资和资本市场投资的亮点与机遇。基于各国经济发展阶段的相似性，本文通过分析经济发展和经济结构转型的国际经验，来探求中国经济未来的结构变化特征，并希望从中寻找中长期的投资方向。

■ 国际经验一：经济结构转型的国际经验和特征

从主要经济体的国际经验来看，一国经济结构转型前后主要具备三个典型特征：第一，国民收入水平达到一定高度后，经济结构转型才会开启；第二，经济结构转型开启的典型标志，一般是工业部门对经济体的贡献程度逐渐下降，这可能体现在多个指标上，并可以用来判断一个经济体是否进入结构转型的阶段；第三，经济结构转型成功后，该国经济增速一般都会出现显著的下滑。

■ 中国处于经济结构转型的什么阶段？

判断一国是否进入经济结构转型期的主要指标有四：一是工业部门增加值占比开始回落，二是人均 GDP 达到一定水平；三是工业部门就业占比开始回落；四是工业品消费占比的回落。按照这四个指标判断，中国经济大致已经在 2007-2012 年期间迈入了结构性转型的拐点，目前正处于经济结构调整的过程当中。

中国经济进入结构转型期之后有三个明显特征事实：第一，居民消费结构从制造业产品转为服务性产品，意味着中国经济逐渐由投资拉动转型为消费拉动的过程中，服务型消费将是主要的方向。教育、医疗、养老、居住等服务消费相关行业的发展存在较大空间。第二，人力资本密集产业的崛起，意味着越是具备个性创新、科技含量越高的行业，未来发展的速度和空间越大。第三，随着经济的发展与结构转型，人口持续向大城市转移。这可能意味着，尽管当前政府对于房地产市场的严控相当坚决，但人口向大城市的不断聚集，在中长期仍将形成对于超大规模城市房地产市场的有力支撑。

■ 国际经验二：美日韩经济结构转型及产业变化特征

总结美日韩三个经济体从工业部门主导转型为服务业主导的过程，其产业结构变化具备以下几点特征：①工业化进程开启后，农业在国民收入中的占比持续下降并长期处于低位。②美日韩各国的工业化进程都大致经历了从轻工业（劳动密集型）到重工业（资源密集型）再到高新技术产业（技术密集型）为支柱的变迁。③一国在完成工业向服务业转型后，工业和制造业在国民收入中的占比持续回落，但存在结构性差异：传统的、劳动密集型制造业占比下降，而新兴的、高技术含量的制造业占比上升或保持其优势地位。④一国的工业生产实力、知识技术与人才优势，无论是对后发经济体的赶超，还是对发达经济体转型后的发展，都具有重要意义。⑤转型后服务业占比持续上升，但也存在结构性差异：传统的、满足基本生活需求的服务业占比有所下降，但科技含量较高、人力资本密集型服务业

的占比提升且占据优势地位。⑥转型后的成熟经济体中，房地产与建筑业占比一直较高，这与经济转型过程中人口涌入大城市、整体城市化率不断提高的特征相一致。

■ 中国经济转型中的产业结构变化及投资机遇

中国当前已经开启了从工业向服务业的转型进程，并且正沿着美日韩等发达经济体产业结构变化的路径调整。因此，中国如果继续沿着这样的路线推进改革与产业结构调整，大概率能够跨越中等收入陷阱，实现经济结构的成功转型。

中国进入转型期后的产业结构变化具备如下特征：①行业存量结构上，工业在 GDP 中的占比回落而服务业占比提升；部分工业细分行业的存量结构存在明显变动，但总体较为稳定，与中国转型初期的现状相一致。②行业平均增速上，工业增速回落显著，传统服务业（住宿餐饮、批发零售）增速下降，人力资本和技术密集型服务业（IT 服务、金融、租赁商务）增速提升；工业细分行业中，传统、标准化、重工业行业的增速显著回落，个性化、高技术含量工业增速的排名显著提升。③工业主导产业上，中国工业化发展进程与日本有较好的映射关系，日本经验意味着未来信息产业、高端制造业、生物医药等方向潜力巨大。

结合美日韩的国际经验以及中国经济结构转型与产业结构调整的方向来看，中长期资本市场投资机遇主要在两大方向：第一，人力资本和技术密集型的现代服务业将有较大空间，如 IT 信息服务、科学技术服务、医疗保健、金融等。第二，个性化、高技术含量的高端制造业将大有可为，如生物医药、医疗器械制造、信息基础设施建设、集成电路、高端装备制造等。

■ 风险提示

1) 中国经济下行超预期，经济结构转型并未顺利完成而掉入“中等收入陷阱”，则中国中长期的产业结构变化可能无法遵循成功转型的发达经济体的路径。2) 中国的宏观调控政策与产业政策出现选择偏差，可能从政策层面影响或阻碍中国经济结构转型的进程。3) 全球经济出现较为极端的波动，如局部地缘政治冲突加剧，甚至发生战争，可能影响中国经济结构转型的步伐。

正文目录

一、	引言：宏观总量下行过程中需寻找结构性机遇.....	5
二、	国际经验一：主要经济体经济结构转型的特征.....	6
2.1	转型开始的标志：工业部门在经济中的贡献逐渐下降	6
2.2	转型启动的条件：国民收入增长达到一定水平	6
2.3	转型拐点后的特征：经济增速显著下滑	7
三、	中国处于经济结构转型的什么阶段？	9
3.1	四个指标判断中国经济所处的转型期	9
3.2	中国经济的三个转型期特征及内涵	10
四、	国际经验二：美日韩经济结构转型及产业变化特征	12
4.1	美国 1950-2010 年代的产业结构变化	12
4.2	日本 1970-2010 年代的产业结构变化	15
4.3	韩国 1970-2000 年代的产业结构变化	16
4.4	小结：主要经济体转型前后的产业结构变化规律	18
五、	中国经济转型中的产业结构变化及投资机遇	19
5.1	GDP 行业结构	19
5.2	工业行业结构	20
5.3	主导产业变迁	22
5.4	小结：中国结构转型进程中的中长期投资机遇	23
六、	风险提示	24
七、	附录：发展经济学与中等收入陷阱理论.....	24
7.1	发展经济学理论与经济阶段的划分	24
7.2	经济转型与中等收入陷阱	26

图表目录

图表 1	经济发展阶段与经济转型	5
图表 2	日本结构转型及工业部门占比回落	6
图表 3	韩国结构转型及工业部门占比回落	6
图表 4	主要经济体的经济结构转型时间	7
图表 5	主要经济体转型前后 10 年平均增速差距	8
图表 6	主要经济体转型前后的经济增速变化	8
图表 7	日本经济结构转型前后 GDP 增速下台阶	8
图表 8	中国工业与服务业部门增加值占比（现价）	10
图表 9	中国人均 GDP 水平（1990 国际元）	10
图表 10	中国第二三产业就业人员占比变动	10
图表 11	中国居民服务性消费占比变动	10
图表 12	中国居民服务性消费分项增速变动	11
图表 13	各行业增速与人力资源集中度的关系	11
图表 14	中国城市化率尚有提升空间	12
图表 15	2012-2017 年常住人口年均增速	12
图表 16	美国早期五次产业结构转型的经验	13
图表 17	美国 1950 年以来的产业结构变化（单位：%）	14
图表 18	美国“再工业化”战略的六大措施	14
图表 19	日本四次产业结构调整变迁	15
图表 20	日本 1970 年以来的产业结构变化（单位：%）	16
图表 21	韩国四次大规模的产业结构调整	17
图表 22	韩国 1970 年以来的产业结构变化（单位：%）	18
图表 23	2012 年前后中国 GDP 行业结构变化（行业增加值占比）	19
图表 24	1978 年至今中国 GDP 行业结构变化（行业平均增速，单位：%）	20
图表 25	1998-2018 年中国工业行业总产值结构变化（各行业总产值占比）	21
图表 26	2007-2019 年中国工业行业结构变化（行业平均增速，单位：%）	21
图表 27	中国各阶段的工业主导产业	23
图表 28	日本各阶段的工业主导产业	23
图表 29	经济发展阶段的不同划分	24
图表 30	经济发展阶段与经济转型	25
图表 31	中等收入陷阱示意图	26
图表 32	成功跨越中等收入陷阱的经济体	27
图表 33	中等收入陷阱的一般理论解释	27

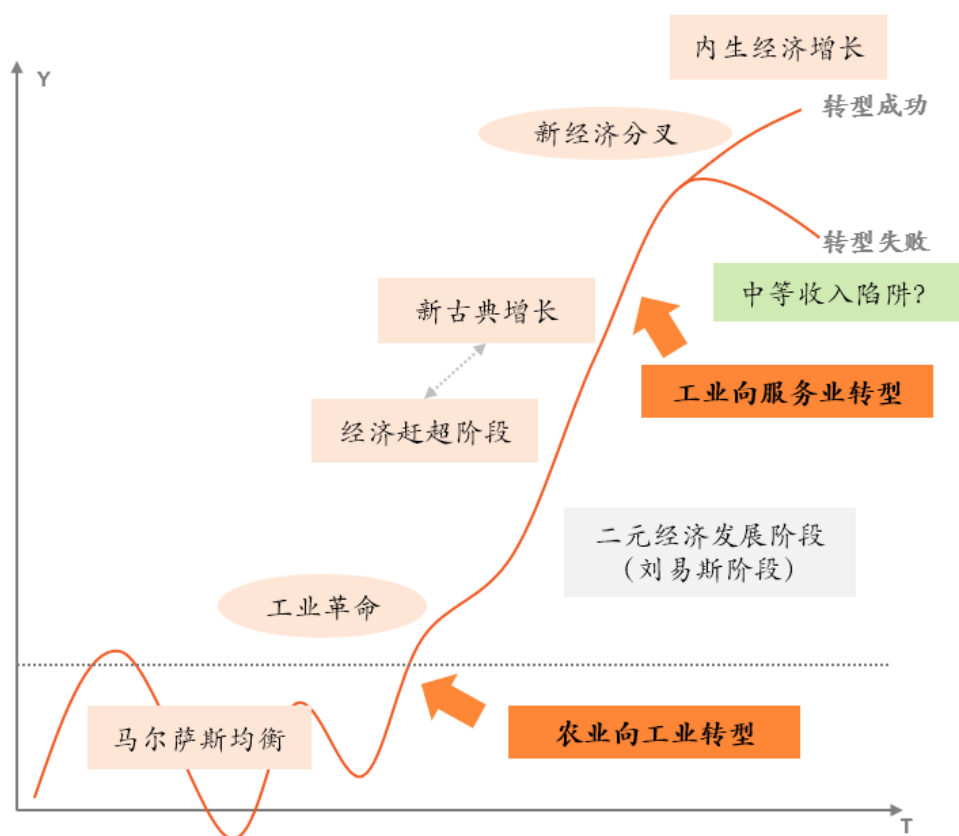
一、引言：宏观总量下行过程中需寻找结构性机遇

近年来，中国经济增速进入了一个比较漫长的下行探底阶段。目前，资本市场对于中国经济总量增长的前景看法基本一致，即经济增速仍将缓慢下行。如果说名义经济增速的变动尚能较好地指导债券投资，那么总量经济增长对权益投资的意义则在明显减弱。以总量指标来指导权益投资的意义变得越来越小，我们需要从经济结构上来寻找产业投资和资本市场投资的亮点与机遇。

本文研究的核心逻辑基于各国经济发展阶段的相似性。我们假定在经济发展的过程中，先行国家曾经经历过的路径和规律，后来国家往往亦步亦趋；也即是说，经济发展具有历史的比较意义。我们将通过分析经济发展和经济结构转型的国际经验，来探求中国经济未来的结构变化特征，并从中寻找中长期的投资方向和机遇。

早期的发展经济学将经济发展划分为不同阶段，一般而言，某一经济体的发展要经历诸如：马尔萨斯均衡、经济赶超（产业革命）、卡尔多典型事实下的经济增长（新古典增长）、新经济分叉（内生经济增长）等不同阶段；尤其后发国家，其必须经历的“经济赶超”阶段，实际上是决定着未来是否能够转入新古典和内生经济增长的关键时期。而我们讨论的“经济结构转型”是指经济活动依次在农业、工业和服务业之间的转移；其中，农业向工业的转型一般发生在经济体跳出马尔萨斯陷阱而进入经济赶超阶段的时期；工业向服务业的转型则通常发生在经济赶超阶段的后半段，并向纯粹新古典增长转变的时期¹。

图表1 经济发展阶段与经济转型



资料来源：社科院经济研究所，平安证券研究所

¹ 发展经济学及中等收入陷阱理论见本文第五部分附录详述。

二、 国际经验一：主要经济体经济结构转型的特征

如上所述，广义的经济结构转型是指经济活动依次在农业、工业和服务业之间的转移。但到目前为止，主要经济体农业向工业的转型已经在工业革命之后陆续完成，人类社会整体已经走出了“马尔萨斯陷阱”；因此，我们通常讨论的经济结构转型是指一国在工业化进行到一定程度后向服务业转型的过程。本文主要讨论的也是这种狭义的经济结构转型。

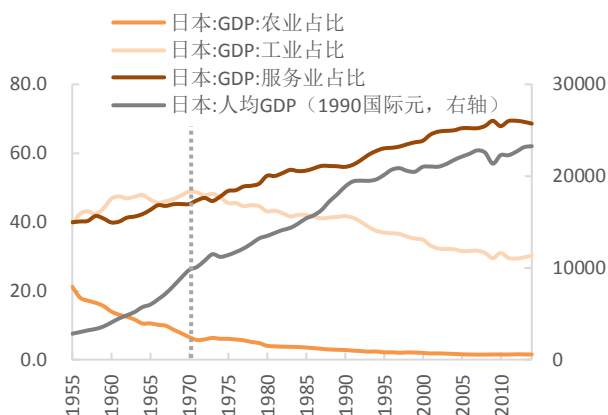
从主要经济体的国际经验来看，一国经济结构转型前后主要具备三个比较典型的特征²：第一，通常而言，一国的国民收入水平达到一定高度后，经济结构转型才会开启；第二，经济结构转型开启的典型标志，一般是工业部门对经济体的贡献程度逐渐下降，这可能体现在多个指标上，并可以用来判断一个经济体是否进入结构转型的阶段；第三，经济结构转型成功后，该国经济增速一般都会出现显著的下滑。

2.1 转型开始的标志：工业部门在经济中的贡献逐渐下降

一国从工业部门向服务业部门的转型，首先体现为工业部门在国民经济收入中占比的回落，实际上，我们通常也用这个指标来作为一国经济结构转型开始的标志。

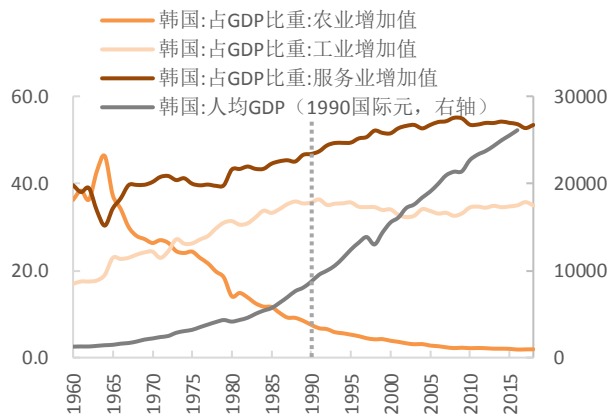
以日本和韩国为例：日本经济转型发生在 1970 年前后，其人均 GDP 为 9714 国际元，工业增加值在 GDP 中的占比开始回落。韩国经济转型发生在 1990 年前后，其人均 GDP 为 9811 国际元，工业增加值在 GDP 中的占比开始回落。

图表2 日本结构转型及工业部门占比回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 韩国结构转型及工业部门占比回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 转型启动的条件：国民收入增长达到一定水平

我们观察完成经济结构转型的主要经济体，启动从工业向服务业转型的一大共同点是国民收入水平（人均 GDP）达到了一定的高度，国际经验显示通常是在 8000-9000 国际元（1990 年不变价）左右。在达到这个收入区间之前，该国工业部门加速增长；而在此之后，工业部门的就业占比、增加值占比、消费部门的工业品占比等指标均会出现趋势性下降，工业对经济增长的贡献度逐步降低；而服务部门的就业、增加值和消费占比则持续上升。

从下表中可以看到，主要经济体经济结构转型的先后顺序大致是：美国、西欧、日本、南欧、亚洲四小龙。他们进入结构转型期的人均收入临界点大致在 7400-12000 国际元之间，平均为 9692 国际元。

² 张斌. 从制造到服务：经验理论与中国问题[J]. 比较, 2015(2)

元；工业增加值占比峰值在 34%-53%之间，平均为 42%左右。总体而言，几乎所有成熟的高收入经济体都经历了这样的结构转型变化。

图表4 主要经济体的经济结构转型时间

国别	转型元年	收入临界点 (单位: 1990 年国际元)	工业部门增加值份额 (单位: %)
美国	1950	9561	38
加拿大	1957	8607	39
英国	1960	8645	48
法国	1965	9165	38
德国	1969	10440	53
日本	1970	9714	44
澳大利亚	1970	12024	41
西班牙	1975	8346	38
意大利	1976	11308	40
中国香港	1981	11202	34
中国台湾	1986	7477	45
韩国	1992	9811	43
平均	-	9692	42

资料来源: 张斌《从制造到服务: 经验理论与中国问题》, 平安证券研究所

理论上, 一国发生经济结构转型的原因可以从如下两个角度解释:

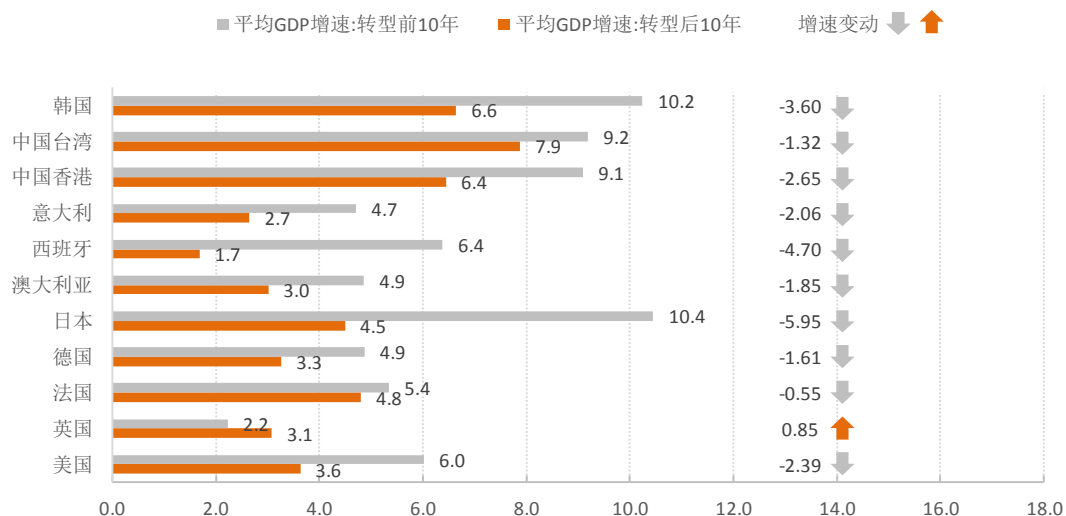
第一, 工业技术进步的速度快于服务业, 这带来相对价格的变化和服务业占比的不断提升。具体而言, 随着工业技术的不断进步, 工业制造的成本不断下降, 工业生产所需劳动力的数量也在不断下降; 这将造成工业品价格相对于服务品价格的下降, 以及劳动力从工业部门向服务业部门转移, 进而带来工业部门增加值占比的回落和工业部门就业比重的下降。

第二, 随着居民收入的增长, 消费者对标准化、批量化生产的工业制品的偏好逐渐下降, 而倾向于个性化的服务业产品。这类似恩格尔定律所反映的消费结构变化的规律: 一个家庭收入越少, 收入中用来购买食物的支出所占比例越大; 随着家庭收入的增加, 收入中用来购买食品的支出比例将逐渐下降。将类似的经验推广到一个国家及其工业和服务业部门——当一国的国民收入水平逐渐提高, 对产品的需求也将发生变化: 当对标准化工业品的需求达到饱和之后, 其对个性化的服务型消费的需求也将大幅上升。也即是说, 收入水平越高, 消费支出结构将更加倾向于服务业。

2.3 转型拐点后的特征: 经济增速显著下滑

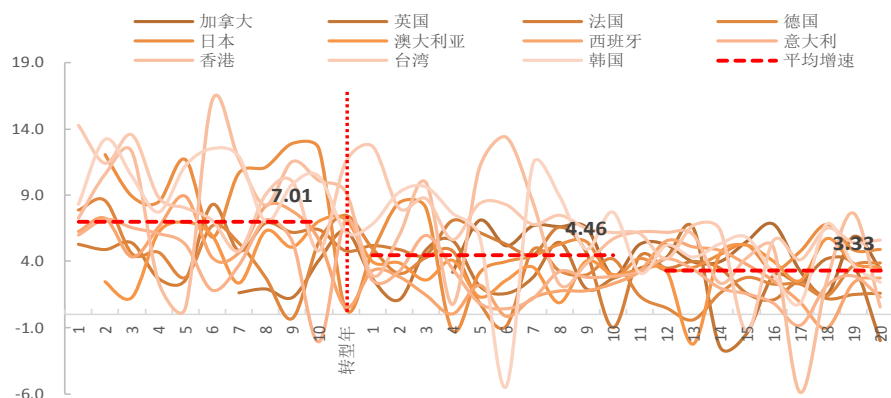
国际经验同样显示, 当一国的工业化高峰期结束后, 一般都会经历经济增速台阶式地下降。比较主要高收入国家经济结构转型前后 10 年的平均经济增速, 结果显示 11 个样本经济体当中, 除英国转型后 10 年经济增速高于转型前 10 年, 其余各国转型后 10 年的经济平均增速都有不同程度的下滑 (图表 5); 从趋势上看, 主要经济体转型后经济增速都出现了明显的台阶式下降, 并在转型后维持在较低的增长水平 (图表 6)。日本的趋势则更为明显: 日本在工业化高峰期的拐点发生在 70 年代初, 在此之前, 日本 60 年代平均经济增速为 10%左右, 70 年代后经济增速降至 4%左右, 比 60 年代增速降低了超过一半。

图表5 主要经济体转型前后 10 年平均增速差距（单位：%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 主要经济体转型前后的经济增速变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 日本经济结构转型前后 GDP 增速下台阶

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_9367

