

## 超越地产周期——中国经济中长期发展机会

### 团队成员

#### 投资要点:

##### ➤ 核心观点

在人口结构和地产周期转折点出现后，未来中长期中国经济增长动力核心就是依靠持续的科技创新来推动新产业不断涌现和发展，在供给侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利逐渐褪去的影响，在需求侧通过高质量供给创造需求，利用新产业新产品来填补房地产的缺口。中国经济的超大规模市场优势非常突出，有利于摊薄各种固定成本和研发支出，大国经济有显著的鼓励创新的规模经济优势。与此同时，在当前以及今后相当长一段时期内，我国劳动力数量充裕质量优化，在全球范围内的竞争优势依然明显。正因如此，最近十几年我们看到中国企业在每一次科技和产业创新浪潮中都几乎没有缺席，从移动互联网、5G、新能源和新能源汽车、到如今的人工智能可以说都获得了一席之地。因此，我们对未来中国经济的中长期发展应该充满信心。中国企业正在世界范围内取得更大的长期竞争优势，企业盈利能力增强且更加稳健，在未来中国经济高质量发展阶段，中国股票市场也会充分受益。

##### ➤ 风险提示

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

## 正文目录

1	影响中长期的人口结构与地产周期变化.....	1
2	超大规模市场：规模经济优势突出.....	2
3	人口高质量发展：数量充裕质量优化.....	5
4	股票市场充分受益高质量发展阶段.....	7
5	风险提示.....	10

## 图表目录

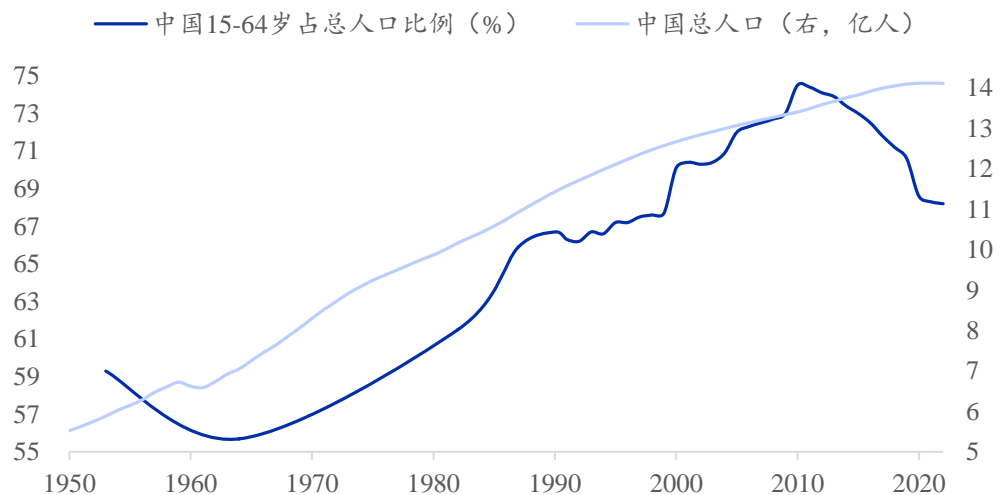
图表 1：中国人口总量与人口结构长期变化.....	1
图表 2：中国商品房销售面积与房屋新开工面积走势（亿平方米）.....	2
图表 3：中国美国日本德国研发支出占 GDP 比重走势（%）.....	3
图表 4：主要国家研发支出金额对比（亿美元）.....	3
图表 5：化工产品企业研发支出对比（亿美元）.....	4
图表 6：计算机电子光学产品企业研发支出对比（亿美元）.....	4
图表 7：医药制品企业研发支出对比（亿美元）.....	5
图表 8：中国出生人数长期走势（万人）.....	6
图表 9：OECD 预测 15 至 64 岁人口走势（亿人）.....	6
图表 10：中国与 G7 国家（除法国）本科毕业生人数对比（万人）.....	7
图表 11：1988 至 2019 年标普 500 全收益指数收益率分解（%）.....	8
图表 12：中美日德专利申请量全球占比对比（%）.....	9

## 1 影响中长期的人口结构与地产周期变化

国家统计局最新的数据显示，2022 年末我国全国人口 141175 万人，较上年末减少 85 万人，这是中国人口自 1962 年以来首次出现负增长。对人口结构以及由此引致的房地产周期变化，是影响未来中国经济中长期增长和发展的重要变量。

人口结构变化是一个长期趋势，在中国的老龄化和人口变化中，一般认为有两个重要意义的转折时点。一个是劳动力年龄人口的顶峰，我国大概在 2010 年前后已经达到，中国 15 至 64 岁人群占总人口比例在 2010 年达到历史高点 74.5%，之后逐步下降，到 2022 年下降至 68.2%。另一个是总人口峰值，不少观点认为可能我国在 2030 年前后达到（如国家人口发展规划（2016—2030 年）），联合国预测中国人口峰值可能在 2027 年前后达到。因此，无论是看劳动力人口还是总人口，中国人口增长的峰值都已经慢慢出现，中长期人口结构变化的拐点渐行渐近。

图表 1：中国人口总量与人口结构长期变化

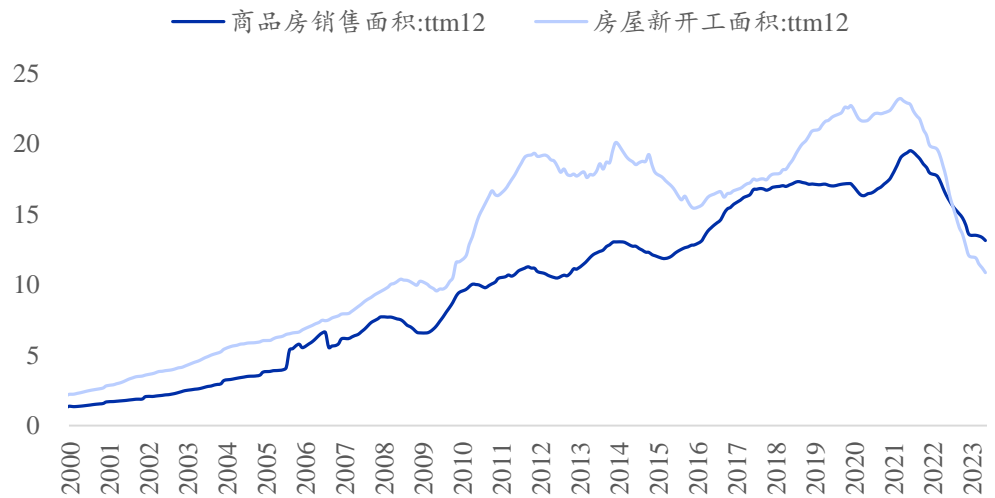


来源：Wind，华福证券研究所

人口变化会如何影响经济增长？从最简单的经济增长理论模型来看，经济总产出是一个关于（1）全要素生产率、（2）劳动力投入、（3）资本投入的生产函数。

一方面，从供给侧来看，当劳动力增长较快时，经济增速会较快，人均增速会高于总量增速，这就是我们通常说的“人口红利”。同样的道理，如果劳动力人口进入负增长，经济的潜在增长率就会降低，这是在供给侧对经济中长期经济增长产生的负面冲击。

另一方面，从需求侧来看，总人口变化会影响经济体的总需求，剔除劳动力因素影响外，总人口的减少会使得总需求下降，从而影响经济潜在增长率的实现情况。从这个角度出发，当下市场最担心的，就是因为人口结构变化，导致的未来中国房地产中长期下行周期。从短期数据看，我国的商品房销售面积和房屋新开工面积在 2021 年年中见顶后，最近两年呈现出快速回落态势。

**图表 2：中国商品房销售面积与房屋新开工面积走势（亿平方米）**


来源：Wind，华福证券研究所

因此，讨论未来中国中长期经济发展的机会，无疑就是从上述两个角度去回答：第一，供给侧来看，有什么新发展动能可以弥补劳动力人口红利褪去后对潜在经济增速的负面冲击；第二，从需求侧看，有什么新的产业和需求方向可以取代和填补房地产的空缺。

## 2 超大规模市场：规模经济优势突出

中国经济的超大规模市场优势非常突出。我国有 14 亿多人口，超过世界银行定义的高收入国家人口总和（最新数据 2021 年为 12.4 亿）。中国人均 GDP 超过 1.2 万美元，已经进入中等偏上收入国家序列，未来中国市场将继续成为全球最具发展潜力的消费和投资市场。

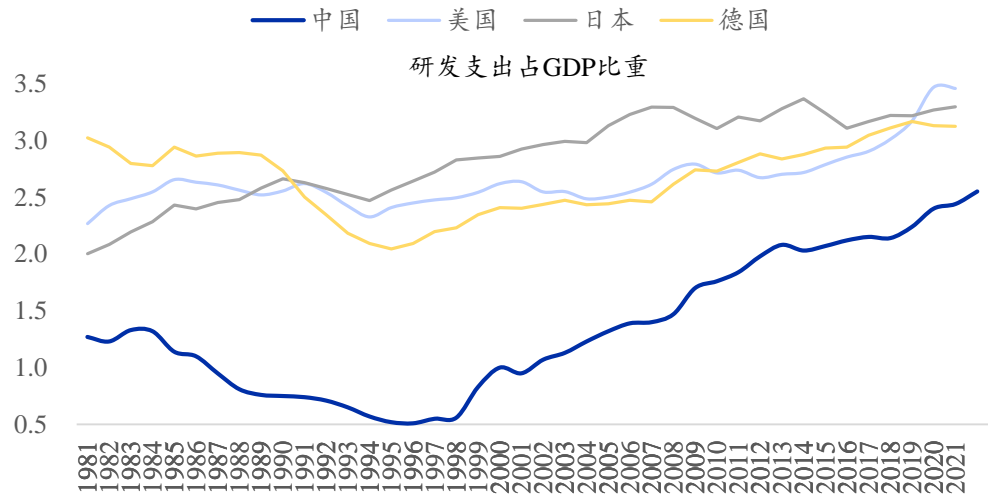
超大规模市场优势非但是说需求端空间足够大，更重要的是通过规模经济优势，能够形成强有力的科技创新竞争力。科技创新是经济增长和社会发展的主要推动力，在新一轮科技革命和产业变革，科技创新的重要性愈发突出。当前，数字经济、人工智能、生物医药、新能源等前沿技术领域正在发生革命性突破，通过提升全要素生产率深刻改变经济增长的生产函数，对人类社会的生产生活方式产生持续而深远的影响。科技创新发展速度之快、辐射范围之广、影响程度之深前所未有，因此成为各国不断增加投入竞争的制高点。

我们国家超大规模市场形成的规模经济优势，有利于摊薄企业进行科技创新发展新产业所需要前期大量投入的研发成本和固定成本。科技创新并不是有投入就能成功，获得成功是一个概率的问题，这个概率乘上取得成功后的回报，就是企业家的事前期望回报收益。而且创新成功往往又都是小概率事情，这就要求创新一旦获得成功后的回报要足够大，才能吸引更多的企业和资源在事前愿意投入。我国拥有超大规模的国内市场，这保证了新技术新产品一旦获得成功，将取得丰厚的市场回报。大国经济相比于小国经济有明显的鼓励创新的规模经济优势，我国超大规模市场资源禀赋优势

同样是全球经济中的稀缺资源，可以转化为强大的科技创新竞争力。

通过研发支出数据，我们可以明显看出规模经济对于科技创新的支持推动作用。中国的研发支出(R&D)占GDP比重从1997年起逐年持续抬升,从1996年的0.51%上升至2022年的2.55%。从数值上看目前中国研发支出占GDP比重与美日德等发达国家仍有一定差距，这主要是由发展阶段不同造成的，但从趋势上看中国研发支出占比上升的势头非常明显，且预计不久就能够接近发达国家水平。

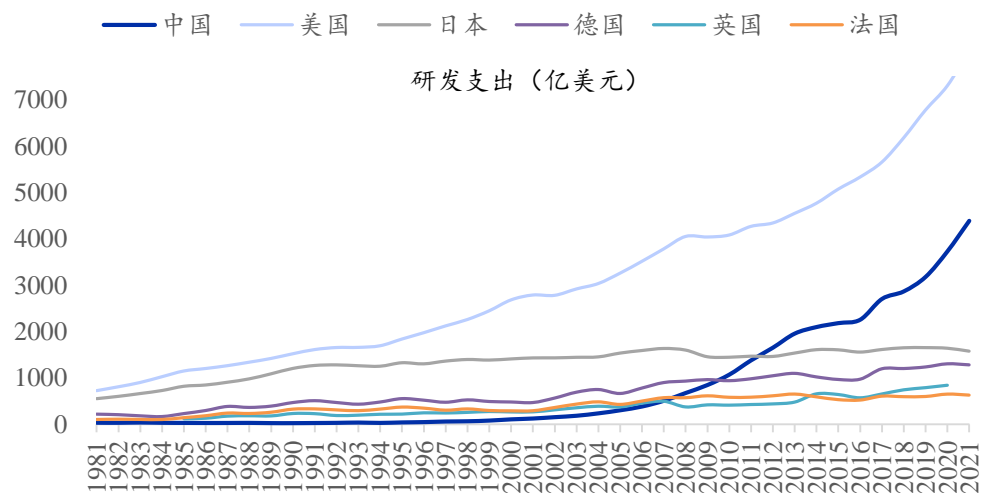
**图表 3：中国美国日本德国研发支出占 GDP 比重走势（%）**



来源：Wind，华福证券研究所

虽然目前我国研发支出占GDP的比重尚低于日本德国等国家，但由于中国经济规模体量大，中国研发支出的绝对金额在2007至2012年间先后超越英国法国德国日本等国家，目前已仅次于美国。

**图表 4：主要国家研发支出金额对比（亿美元）**

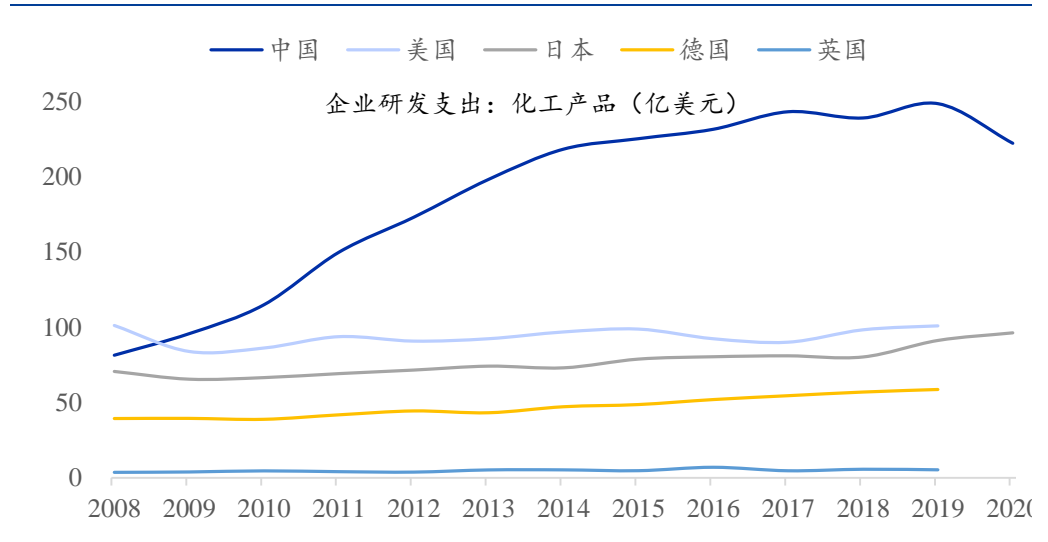


来源：Wind，华福证券研究所

研发支出持续增加是科技创新的能量和动力源泉。正是在规模经济和研发支出总量不断增加的背景下，我们已经看到了在部分新兴产业领域，中国企业的研发支出达

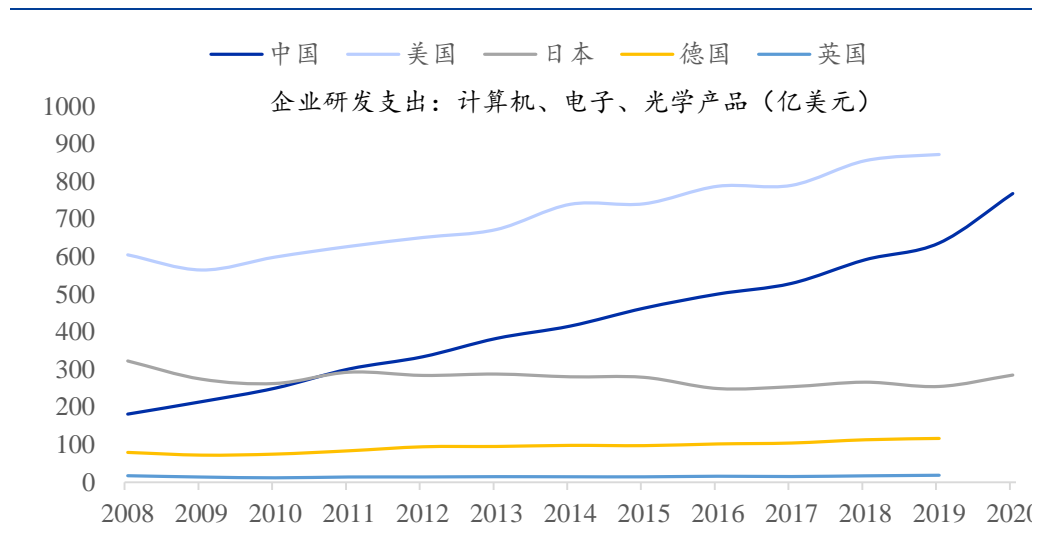
到了国际领先水平，比如化工产品行业；而在某些新兴产业领域，中国企业研发支出正在快速赶超，比如计算机电子光学产品行业；另外在部分行业领域，中国企业的研发支出和国际前沿差距还较大，比如医药制品行业，当然这是一个发展阶段的问题，未来会在发展中解决。

**图表 5：化工产品企业研发支出对比（亿美元）**



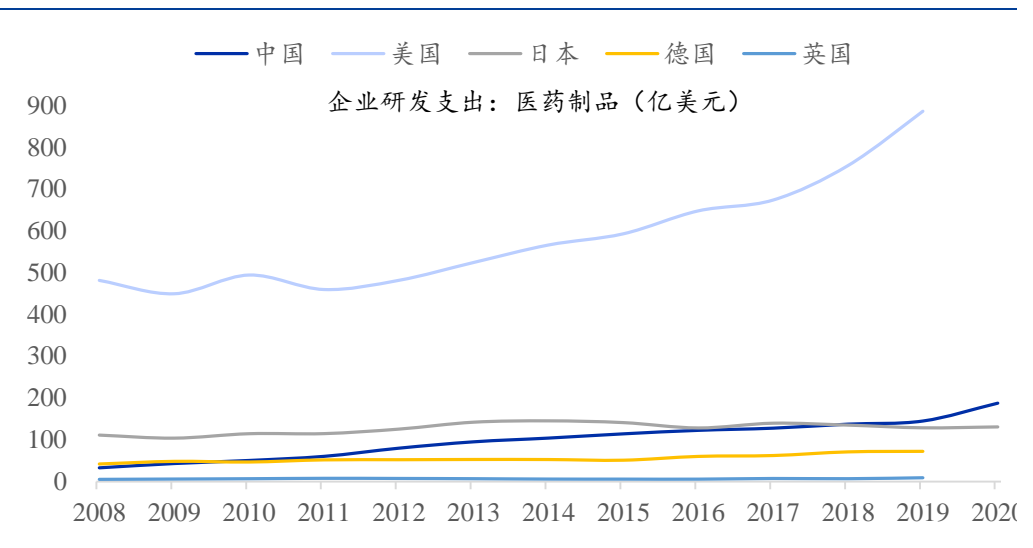
来源：Wind，华福证券研究所

**图表 6：计算机电子光学产品企业研发支出对比（亿美元）**



来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：医药制品企业研发支出对比（亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

超大规模市场下中国经济具有显著的规模经济优势，多种技术路线可以并行发展，市场拥有足够的潜在空间，有利于符合科技和产业方向、具备竞争潜力的企业快速发展。正是这一优势，我们看到 2008 年金融危机以后，中国企业在每一次科技和产业创新浪潮中都几乎没有缺席，从移动互联网、5G、新能源和新能源汽车、到如今的人工智能可以说都获得了一席之地。

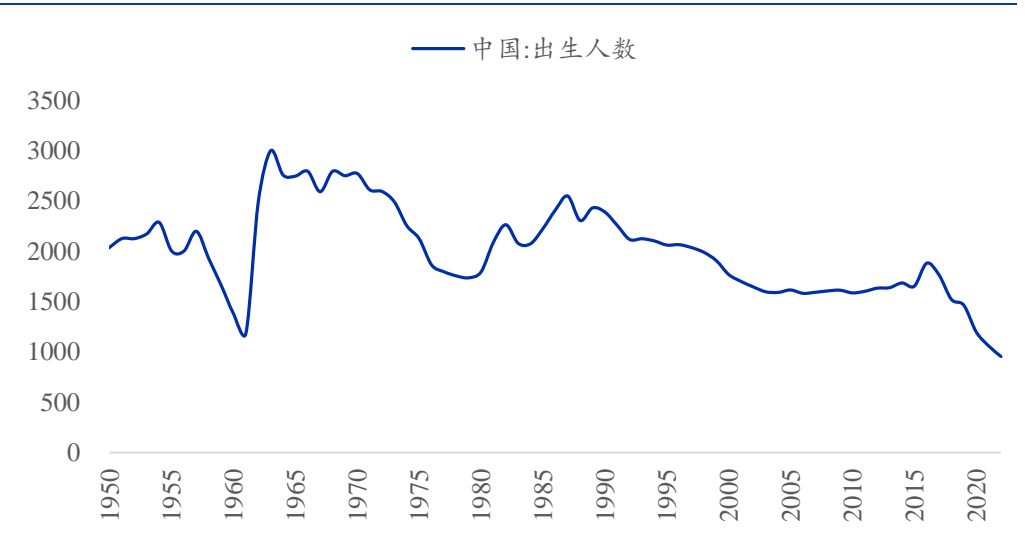
### 3 人口高质量发展：数量充裕质量优化

中国式现代化是人口规模巨大的现代化，人口问题是极其重要的全局性、长期性、战略性问题。中国人口总量以及人口结构变化受社会经济文化发展多方面因素影响，从中长期趋势看，要指望国内生育率水平大幅上升可能性并不大。未来中国会向着人口高质量发展方向前进，这个过程中，我们认为有两点值得注意：

第一，在当前以及今后较长时间内，中国人口总量依然数量充裕，劳动力规模巨大。从出生人口来看，从 2000 年到 2017 年，中国年均出生人数 1655 万非常平稳，再往前出生人口数字更高，在 1980 至 1999 年中国年均出生人数为 2165 万。我国的出生人口只是在 2018 年以后最近几年才出现了明显下降，如果以本科毕业 22 周岁左右来计算的话，这也就意味着在此后相当长一段时间内，中国每年依然会保持较大体量的新增劳动力。



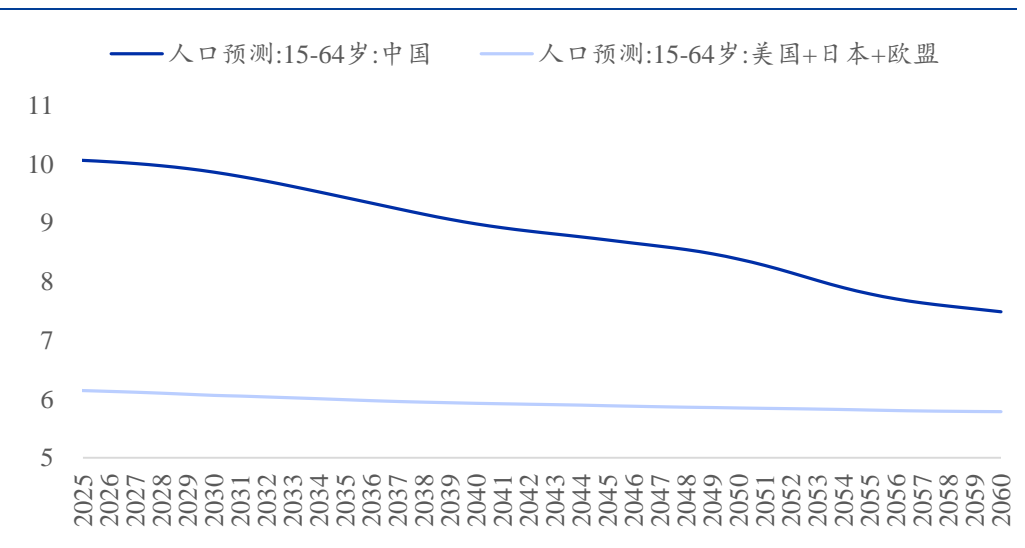
图表 8：中国出生人数长期走势（万人）



来源：Wind，华福证券研究所

而根据 OECD 的人口预测数据，即使考虑到未来劳动人口会出现下降，中国 15 至 64 周岁人群数量依然将长期高于美国、日本、欧盟国家总和，这将为中国式现代化提供持续的内需支撑和要素保障。

图表 9：OECD 预测 15 至 64 岁人口走势（亿人）



来源：Wind，华福证券研究所

除了数量之外，中国人口结构中一个鲜明特征就是劳动力质量在不断优化。我们知道，在几乎所有现代经济增长理论模型中，人力资本（Human Capital）都是现代经济增长的核心要素，而这其中教育是提高人力资本的主要手段。改革开放四十多年来中国教育发展有了长足进步，这极大地提高了我国人力资本水平，是未来经济发展的重要资源。

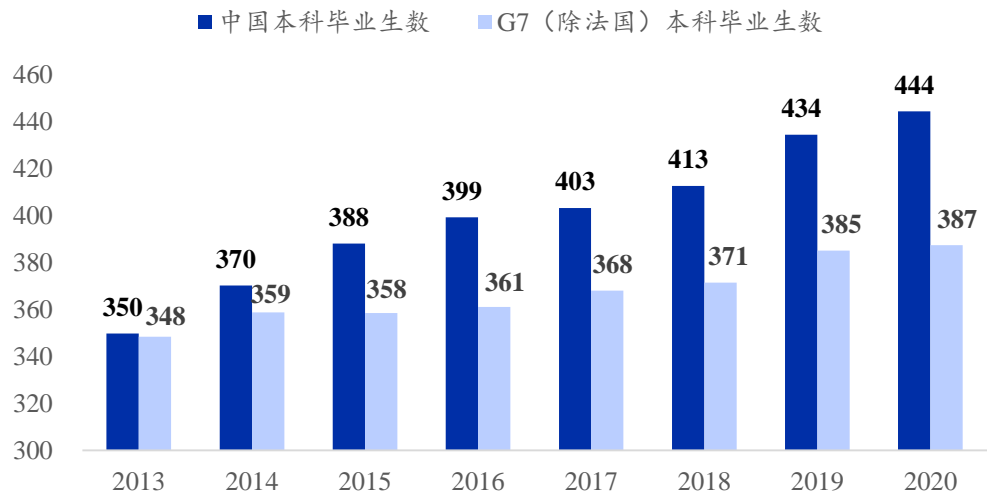
根据国家统计局统计，1964 年中国文盲率是 33.6%，到 1982 年改革开放初期文盲率仍有 22.8%。1986 年 4 月《中华人民共和国义务教育法》通过，明确规定国家实行九年义务教育制度，到 2020 年中国的文盲率已经下降到仅 2.7%。另一方面，



自 1999 年开始我国高等教育招生人数不断增加，高校本科毕业生人数从 2000 年的 50 万上升到 2021 年的 485 万。最近几年，中国每年的本科毕业生人数已经超过了 G7（除法国，因数据缺失）国家总和。

根据经济学基本原理，劳动者收入报酬取决于其劳动生产率，而几乎所有研究都认同教育回报率（Return to Education）非常重要。从一个长期的整体的视角来看，中国全面教育水平的持续提高，是推动我国劳动者劳动生产率提升的重要驱动力。

**图表 10：中国与 G7 国家（除法国）本科毕业生人数对比（万人）**



来源：Wind，华福证券研究所

因此总和来看，在当前和今后相当长一个时期内，我国劳动力数量充裕质量优化，在全球范围内的竞争优势依然明显。

#### 4 股票市场充分受益高质量发展阶段

当我们在讨论人口结构老龄化以及房地产周期见顶后，中国经济未来靠什么增长时，我们是在供给侧寻找能够顶替人口红利不断提高全要素生产率的变量、需求侧寻找房地产周期之后的新方向新产品。这个方向是明确的，就是依靠持续的科技创新来推动新产业不断涌现和发展，在供给侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利逐渐褪去的影响，在需求侧通过高质量供给创造需求，利用新产业新产品来填补房地产的缺口。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。

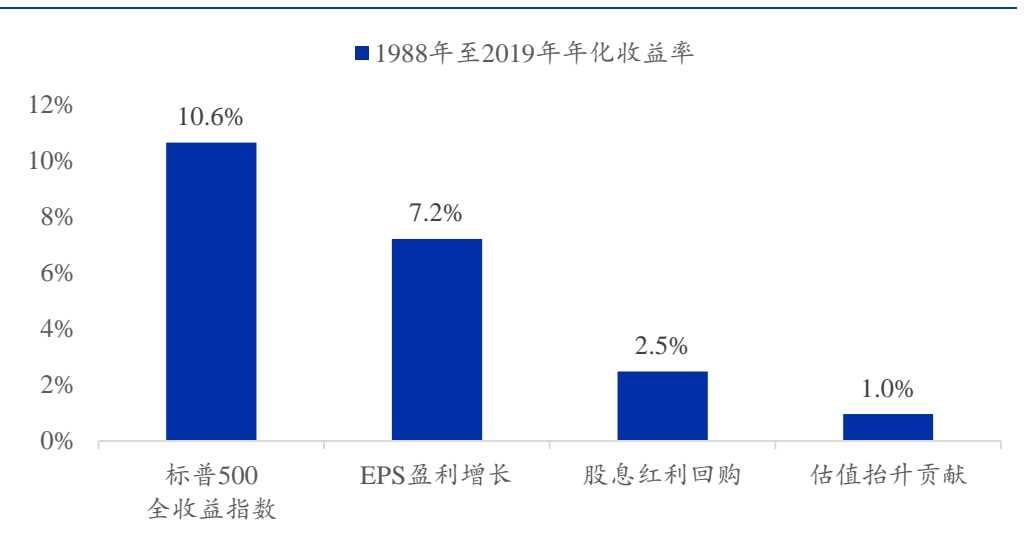
我们认为，在未来中国经济高质量发展阶段，中国股票市场会充分受益，这体现在：

第一，上市公司盈利能力更强更加稳定。美股市场无疑是全球股市中公认的长牛慢牛表现较好的市场，从 1982 年牛市启动至今，四十多年的时间里行情总体是不断向上的，指数调整幅度较大的只有大概五次：1987 年“黑色星期一”、2000 年互联网泡沫破灭、2008 年金融危机、2020 年新冠疫情短暂冲击、2022 年美联储大幅快速加息。2023 年上半年市场又再度见证了美股的大幅上涨。

那么美股的长牛慢牛是如何出现的呢？美股标普 500 全收益指数从 1988 年到 2019 年的年化收益率是 10.6%（标普 500 全收益指数包含股息红利和上市公司回购的回报，普通的标普 500 指数只包含上市公司市值增长部分的资本利得回报。考虑到 2020 年新冠疫情的影响，上市公司很多出现盈利亏损，因而使得估值等指标出现异常情况，这里我们将分解的时间截点选取在 2019 年末），在长达三十多年的时间里，指数整体获得了年化 10% 以上的收益率，是非常难能可贵的。标普 500 全收益指数 10.6% 可以分解成三个部分：首先上市公司的 EPS 盈利部分，年化约 7.2%，这是占比最大的。其次是股息红利回购，年化下来大概是每年 2.5%，这是第二重要的。最后是估值的抬升，年化下来大约每年 1.0% 收益率左右。

因此推动股市长牛慢牛的根本力量就是企业盈利的不断增长。就美股而言，其强大之处在于上市公司能够实现远超 GDP 增速的企业盈利增长。上市公司作为中国企业的优秀代表，在未来中国经济高质量发展阶段，其盈利能力和盈利稳定性预计会显著增强。事实上，A 股上市公司的这种盈利能力增强以及对市场行情的支撑作用，已经在不断显现。市场本身有其周期波动特征，这个无法回避，但从熊市中的下跌幅度来看，2008 年、2018 年、2022 年 A 股三次熊市 Wind 全 A 指数的跌幅分别为 63%、28%、19%，跌幅是依次收窄的，这与经济下行周期中 A 股上市公司盈利能力和稳定性增强有很大的关系。

**图表 11：1988 至 2019 年标普 500 全收益指数收益率分解（%）**



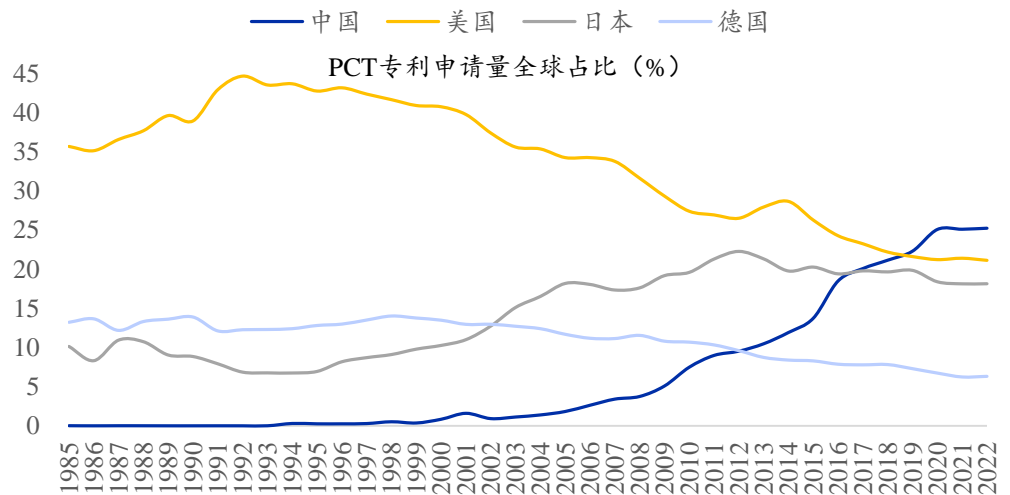
来源：Wind，华福证券研究所

第二，A 股市场投资机会更加丰富。一方面，从科技发展来看，当前新一轮科技革命和产业变革深入发展，数字经济、绿色能源、人工智能等方兴未艾。我国正在加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。高质量发展阶段，围绕科技创新和产业变革，将给 A 股市场带来更多投资机会。

另一方面，从经济发展阶段看，2019 年中国人均 GDP 首次达到一万美元，预计到 2035 年中国人均 GDP 达到中等发达国家水平，这意味着我国将成功跨越中等收入阶段，并在高收入阶段继续向前迈进一大步。近年来，中国企业特别是制造业世界

竞争力的提升是有目共睹的。而且随着时间的推移，在中国经济从人均 GDP 一万美元向两万美元前进之际，这种竞争力未来会越来越强。如果说前文中提到的研发支出是一个过程指标，那么专利申请数量在某种程度上可以理解为一个国家创新能力的结果指标。从数据中我们可以清晰地看到，中国专利申请量的全球占比最近 20 年来持续大幅提高，目前已经超过了美国、德国、日本等发达国家。

**图表 12：中美日德专利申请量全球占比对比（%）**



来源：Wind，华福证券研究所

综上所述，在人口结构和地产周期转折点出现后，未来中长期中国经济增长动力核心就是依靠持续的科技创新来推动新产业不断涌现和发展，在供给侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利逐渐褪去的影响，在需求侧通过高质量供给创造需求，利用新产业新产品来填补房地产的缺口。中国经济的超大规模市场优势非常突出，有利于摊薄各种固定成本和研发支出，大国经济有显著的鼓励创新的规模经济优势。与此同时，在当前以及今后相当长一段时期内，我国劳动力数量充裕质量优化，在全球范围内的竞争优势依然明显。正因如此，最近十几年我们看到中国企业在每一次科技和产业创新浪潮中都几乎没有缺席，从移动互联网、5G、新能源和新能源汽车、到如今的人工智能可以说都获得了一席之地。因此，我们对未来中国经济的中长期发展应该充满信心。中国企业正在世界范围内取得更大的长期竞争优势，企业盈利能力增强且更加稳健，在未来中国经济高质量发展阶段，中国股票市场也会充分受益。

## 5 风险提示

**地缘政治风险超预期。**俄乌地缘政治风险超预期外溢蔓延风险仍未消除，贸易摩擦有愈演愈烈的可能性。

**宏观经济不及预期。**当期经济仍然存在较多不确定性，复苏基础仍需巩固，外需走弱、民间投资不足、市场需求不足、通胀持续低迷等问题不利于企业效益改善。不过一系列政策措施正在出台，未来经济恢复情况有待观察。

**海外市场大幅波动等。**美国就业数据强劲导致美联储继续加息预期强烈，近期公布的欧美地区制造业 PMI、工业生产指数等经济指标明显走低，广义货币 M2 同比增速也降低至历史较低水平，海外经济仍存在衰退担忧。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn