

“重估中国”系列报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组

联系人: 袁征宇

yuanzhengyu@gjzq.com.cn

1990年代末的转型，对当下有何启示？

1990年代末，我国也曾面临内部转型和外部压力的挑战、经济增长明显放缓。依靠结构性改革、辅以扩张性政策，我国成功跨越转型阵痛期、重返高增长轨道。彼时应对的思路是什么，对当下有何启示？本文梳理，供参考。

1990年代末我国曾经历通货紧缩，经济站在转型发展的“十字路口”

受亚洲金融危机影响，1990年代末有效需求不足问题突出、经济增长明显放缓。1998年，出口形势急转直下、外需支撑的高速增长难以维系，经济增速连续两年“破8”。微观表现看，企业部门盈利大幅缩水，投资需求萎缩、负债扩张大幅放缓；居民部门收入增速下降、消费低迷，资产负债表也出现收缩。

传统增长动能转弱、信用收缩压力增大，“大干快上”的投资驱动模式面临调整。90年代工业部门低水平的重复投资催生了大量过剩产能，供需失衡下、简单扩大再生产已不可持续。前期因过度扩张积累的大量债务也浮出水面、银行坏账高企面临“技术性破产”。实体经济陷入企业经营恶化-居民失业加剧-内需持续萎缩的恶性循环。

依靠结构性改革重返高增长，通过宽松政策管理转型期下行风险

为摆脱经济增长困境，政府大力推行结构性改革、培育新的增长动能。1998年，国家启动国企三年脱困改革，国有经济部门重组后、资源错配问题得到改善。为进一步缓解供给过剩，政府还逐步放开外贸经营权、调增出口退税税率，鼓励私营企业开拓海外市场。需求侧改革也同步推进，商品房市场建立后房地产成为新的经济增长引擎。

政府还积极实施扩张性的政策组合补位需求，以对冲结构性改革带来的短期紧缩影响。1998年起，政府大幅提升赤字率、通过发行长期建设国债加大基础设施建设投资。为恢复信用扩张功能，财政部还向四大国有银行定向发行特别国债补充资本金，成立四大AMC系统性剥离不良贷款。货币政策保持连续宽松、消费贷款成为新的信用扩张方向。

以史为鉴，转型阵痛期是经济破局的必经之路，新兴产业和服务消费或成为新的增长点

以1990年代为鉴、经济破局并非一蹴而就，转型需要时间、政策需要配合。1990年代末经济用了五六年时间才恢复“活力”、扩张动能不断增强。为实现转型期的平稳过渡，货币宽松和财政发力或是对冲需求的阶段性下行的必要条件。经济的破局还需要相应的改革推进，以实现全要素生产率持续增长和资产回报率的稳步提升。

高质量发展要求下、新兴产业和服务消费或有望成为经济增长新的驱动力。近年来，新兴产业逐步壮大、“三新”经济对第二产业的贡献抬升至19.4%。与此同时，消费结构升级推动下、最终消费对GDP的贡献由49.3%升至53.2%。新旧动能转换关键期，产业政策持续发力或加速打造多极产业集群，保障类政策加力支持或可推动扩大消费基本盘。

风险提示

政策效果不及预期，地缘冲突加剧。

内容目录

一、1990 年代末我国曾经历通货紧缩，经济站在转型发展的“十字路口”.....	4
(一) 1990 年代末有效需求不足问题突出、经济增长明显放缓.....	4
(二) 传统增长动能转弱，“大干快上”的投资驱动模式面临调整.....	5
二、依靠结构性改革重返高增长，通过宽松政策管理转型期下行风险.....	7
(一) 政府大力推行结构性改革、培育新的增长动能.....	7
(二) 实施扩张性的政策组合补位需求，对冲结构性改革带来的紧缩影响.....	9
三、转型阵痛是经济破局必经之路，新兴产业和服务消费或成为新的增长点.....	11
(一) 经济破局并非一蹴而就，需要改革转型和相应政策配合.....	11
(二) 高质量发展要求下、新兴产业和服务消费有望成为经济增长新的驱动.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 1990 年代末，经济增长明显放缓.....	4
图表 2: 1990 年代末，价格水平持续下降.....	4
图表 3: 1990 年代末，工业企业盈利不振.....	4
图表 4: 1990 年代末，工业部门投资快速回落.....	4
图表 5: 1990 年代末，收入增长放缓.....	5
图表 6: 1990 年代末，居民资产负债表受到冲击.....	5
图表 7: 1990 年代，工业部门主导经济扩张.....	5
图表 8: 1990 年代，产能过剩问题不断累积.....	5
图表 9: 1990 年代，内需发育不足.....	5
图表 10: 1990 年代末，外需出现断崖式萎缩.....	5
图表 11: 1990 年代末，供需失衡导致库存滞销.....	6
图表 12: 1990 年代末，经营状况恶化、资金周转不畅.....	6
图表 13: 1990 年代末，城乡收入差距扩大.....	6
图表 14: 1990 年代末，城镇就业快速恶化.....	6
图表 15: 1990 年代末，企业借贷成本远高于利润率.....	6
图表 16: 1990 年代末，四大行账面不良率迅速攀升.....	6
图表 17: 1997-1998 年国企利润迅速恶化.....	7
图表 18: 1997 年，制造业分行业盈利情况.....	7
图表 19: 兼并重组后，国有工业企业数量锐减.....	7
图表 20: 职工就业人数也大幅减少.....	7
图表 21: 1990 年代末，出口退税税率大幅抬升.....	8

图表 22: 出口退税刺激取得了一定效果	8
图表 23: 民营和外资企业成为出口主体	8
图表 24: 1990 年代以来外贸经营权政策变化	8
图表 25: 1996 开始, 年城镇化明显加快	8
图表 26: 房改后, 个人住房销售面积快速增长	8
图表 27: 1998 年后, 房地产投资进入高速增长期	9
图表 28: 建筑活动保持高速增长	9
图表 29: 政府赤字率和杠杆率快速攀升	9
图表 30: 政府加大基础设施投资建设规模	9
图表 31: 基建投资依靠长期建设国债融资	9
图表 32: 政府调整税收政策、减轻企业负担	9
图表 33: 发行特别国债向国有大行注资	10
图表 34: 四大 AMC 对口剥离四大行不良资产	10
图表 35: 人民银行连续采取降息、降准	10
图表 36: 货币宽松对信贷的刺激有限	10
图表 37: 居住和出行类支出快速增长	11
图表 38: 农村居民消费支出修复慢于城镇居民	11
图表 39: 1990 年代, 转型阵痛期持续时间较长	11
图表 40: 工业结构调整、重工业占比进一步提升	11
图表 41: 扩张性政策组合贯穿 1990 年代转型期	12
图表 42: 基础设施投资对冲经济下行	12
图表 43: 经济改革推动全要素生产率回升	12
图表 44: 改革后, 工业企业经营绩效明显提高	12
图表 45: 第二产业三新经济发展动能持续提升	12
图表 46: 近年来, 高技术制造业投资占比快速提升	12
图表 47: 近年来, 企业不断加大研发支出投入	13
图表 48: 2022 年, 股权投资集中于硬科技行业	13
图表 49: 经济增长逐步由投资转向消费驱动	13
图表 50: 疫情前服务消费支出占比趋势性提升	13
图表 51: 我国服务消费提升空间较大	13
图表 52: 农村家庭耐用品消费仍有扩张空间	13
图表 53: 顶层设计对产业支持力度增强	14
图表 54: 景气赛道是中央政策支持的重点	14
图表 55: 我国就业保险覆盖率并不高	14
图表 56: 中国国抚育成本远高于欧美等发达国家	14

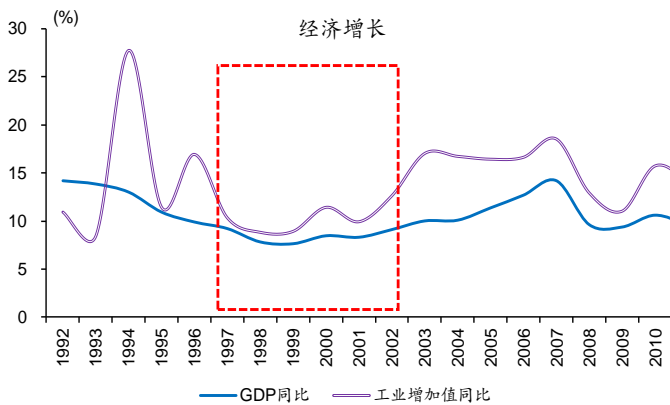
1990 年代末，我国也曾面临内部转型和外部压力的挑战、经济增长明显放缓。依靠结构性改革、辅以扩张性宏观政策，我国成功跨越转型阵痛期、重返高增长轨道。彼时应对的思路是什么，对当下有何启示？本文梳理，供参考。

一、1990 年代末我国曾经历通货紧缩，经济站在转型发展的“十字路口”

(一) 1990 年代末有效需求不足问题突出、经济增长明显放缓

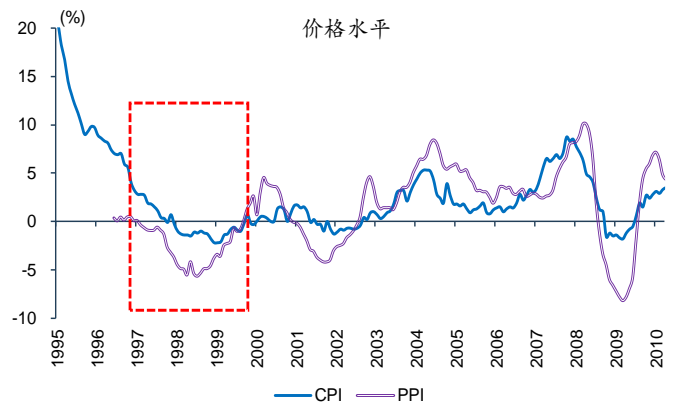
外需冲击下、有效需求不足问题凸显，1990 年代末经济增长失速。1997 年，我国刚刚经历一轮通胀治理、价格水平趋于正常，但过度扩张埋下的隐患并未解决。亚洲金融危机爆发后、出口形势快速恶化，供需失衡下经济增速连续两年“破 8”、1999 年 GDP 同比增速降至 7.7%。价格水平也持续下降，1997-1999 期间 PPI 连续 31 个月负增长。

图表 1: 1990 年代末，经济增长明显放缓



来源: Wind、国金证券研究所

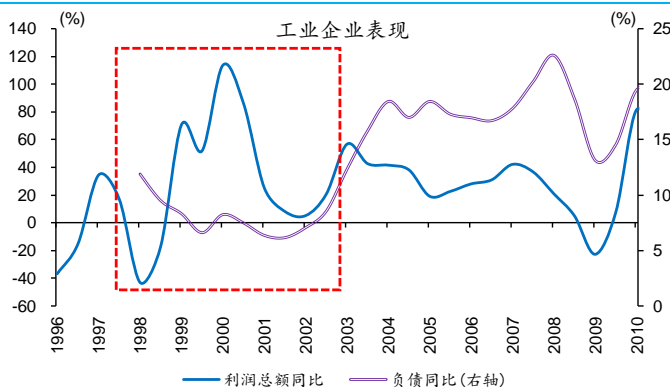
图表 2: 1990 年代末，价格水平持续下降



来源: Wind、国金证券研究所

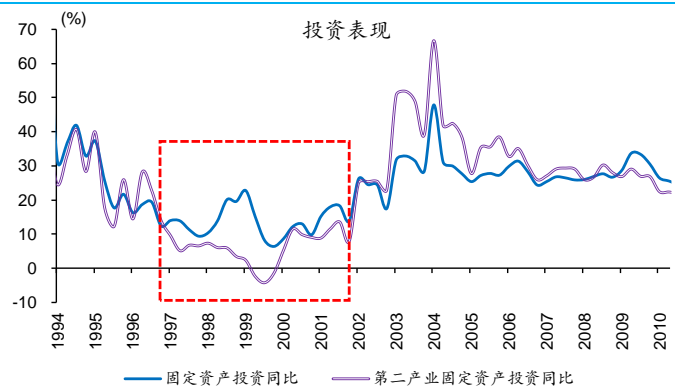
受经济环境恶化影响，企业部门盈利大幅缩水、投资需求萎缩。1990 年代末，工业部门过度扩张的副作用开始显现，大量工业企业由盈转亏、利润同比增速一度下探至-43.2%。盈利大幅萎缩造成资产负债表受损、企业负债同比增速持续低迷。资本开支也则断下式下跌、第二产业固定资产投资增速由 1996 年的 13.9% 降至 1999 年的-1.5%。

图表 3: 1990 年代末，工业企业盈利不振



来源: Wind、国金证券研究所

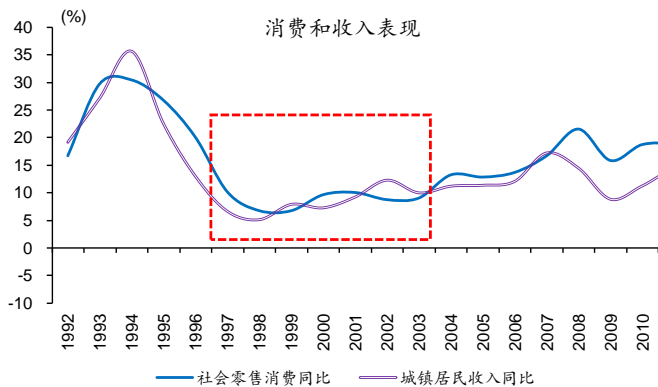
图表 4: 1990 年代末，工业部门投资快速回落



来源: Wind、国金证券研究所

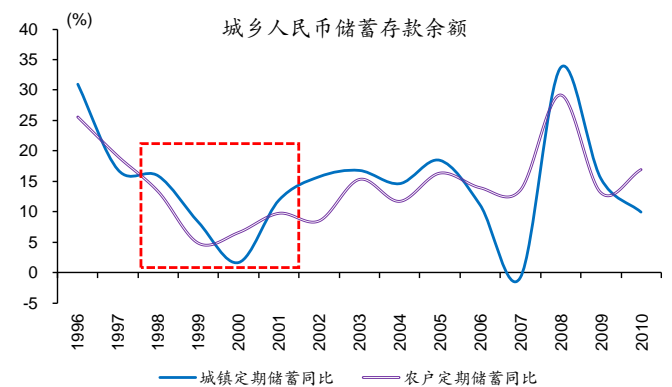
企业部门的衰退向居民部门传导，居民收入和资产增长放缓。企业部门的收缩很快在居民部门显现，居民收入和消费增速回落至低位，其中城镇居民收入同比增速降至 5.1%、社会零售消费同比增速降至 6.8%。居民部门的资产负债表也同样受到冲击，城镇定期储蓄余额同比增速回落至 1.7%、农户定期储蓄余额同比增速回落至 4.8%。

图表 5: 1990 年代末, 收入增长放缓



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 1990 年代末, 居民资产负债表受到冲击

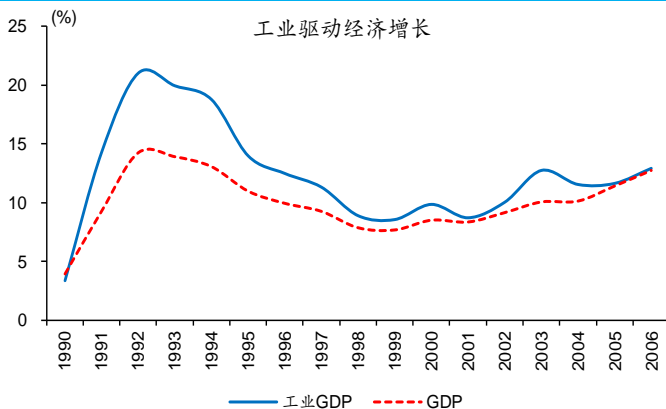


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 传统增长动能转弱, “大干快上” 的投资驱动模式面临调整

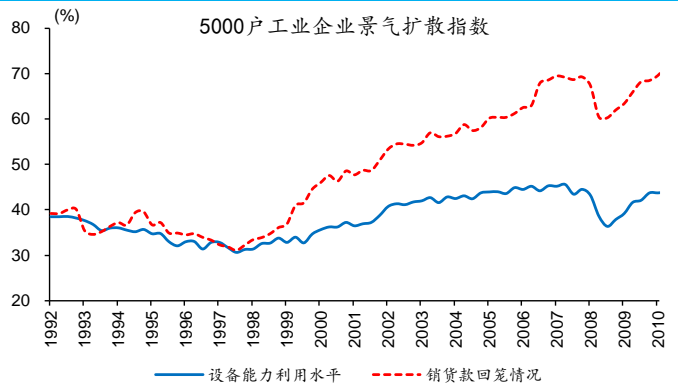
低水平的重复投资催生大量过剩产能, 传统经济扩张模式难以为继。90 年代, 以国有企业为主体的工业部门扩张是经济增长的核心动能, 但下游需求远跟不上投资端的扩张、产能利用水平和销售款回笼情况持续变差。彼时, 我国内需的发育远不如外需, 以追赶指数衡量我国人均 GDP 还不到美国的 10%、但外贸依存度已攀升至 30% 以上。在亚洲金融危机冲击滞后影响下, 出口和外商投资断崖式回落、传统扩张动能快速衰减。

图表 7: 1990 年代, 工业部门主导经济扩张



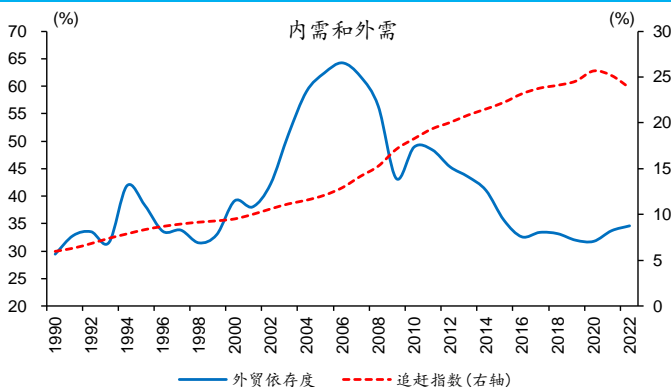
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 1990 年代, 产能过剩问题不断累积



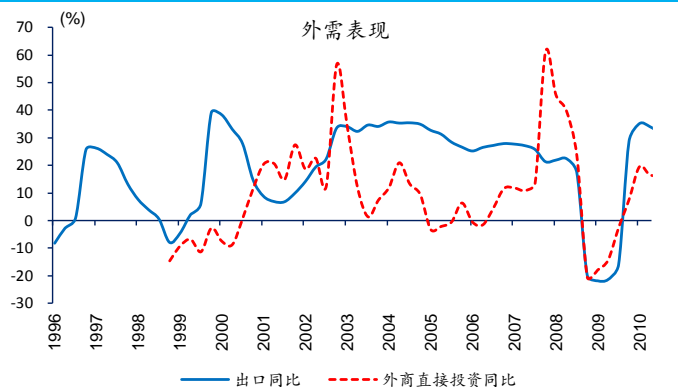
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 1990 年代, 内需发育不足



来源: Wind、国金证券研究所

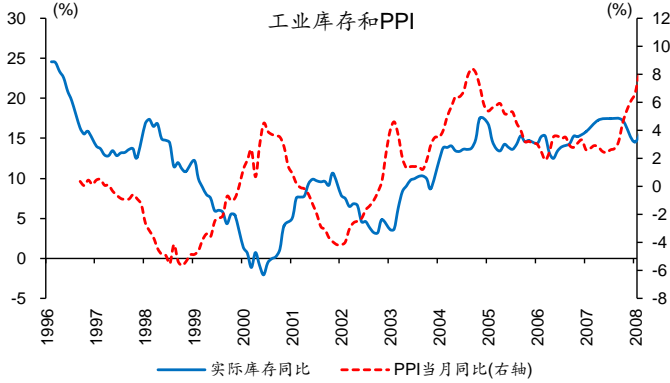
图表 10: 1990 年代末, 外需出现断崖式萎缩



来源: Wind、国金证券研究所

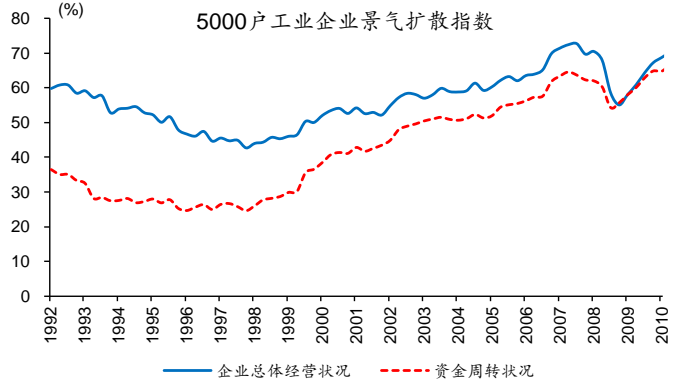
伴随传统动能弱化，微观主体在实体经济中的活动也难以维系。产能过剩问题爆发后，工业品价格水平快速回落，但实际库存水平仍维持在高位。产品积压造成资金周转不畅，企业经营状况迅速恶化。随着城镇和乡镇企业停工倒闭，失业群体迅速扩大、居民收入增长明显放缓；大量农民工由城市返回农村、城乡收入差距进一步扩大。

图表 11: 1990 年代末，供需失衡导致库存滞销



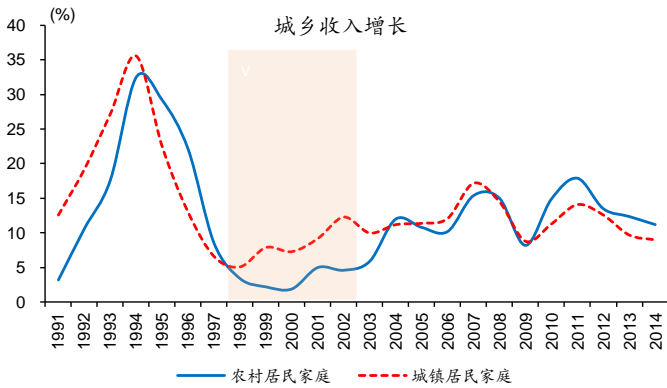
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 1990 年代末，经营状况恶化、资金周转不畅



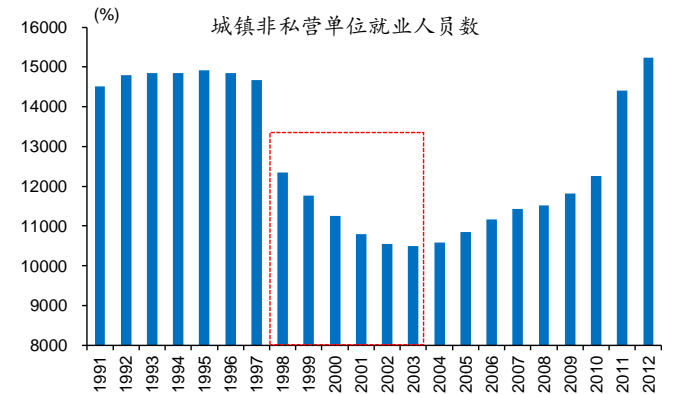
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 1990 年代末，城乡收入差距扩大



来源: Wind、国金证券研究所

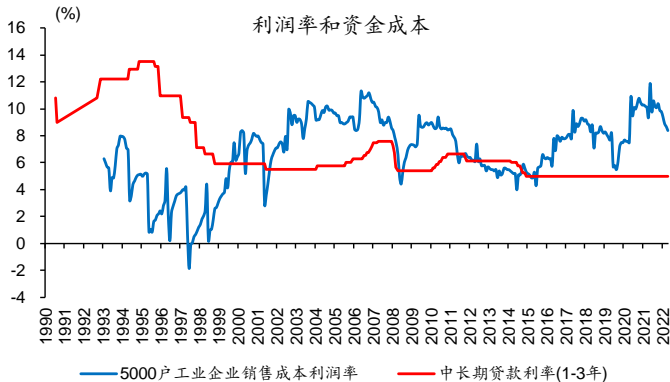
图表 14: 1990 年代末，城镇就业快速恶化



来源: Wind、国金证券研究所

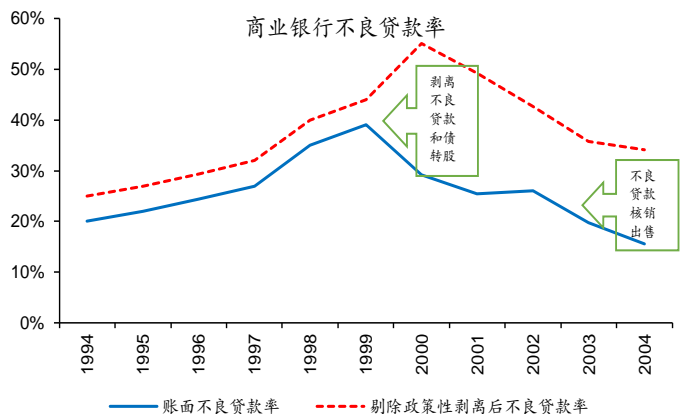
前期积累的大量债务也浮出水面，银行坏账高企面临“技术性破产”。90 年代以来，工业部门资本开支的大幅扩张主依赖于商业银行的信贷供给，但彼时的中长期贷款利率远高于销售成本利润率、债务可持续性依赖工业企业的高速扩张。随着企业部门扩张大幅放缓，资金链断裂、大量贷款无法得到偿还，四大国有银行的账面不良率一度高达 39%。

图表 15: 1990 年代末，企业借贷成本远高于利润率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 1990 年代末，四大行账面不良率迅速攀升



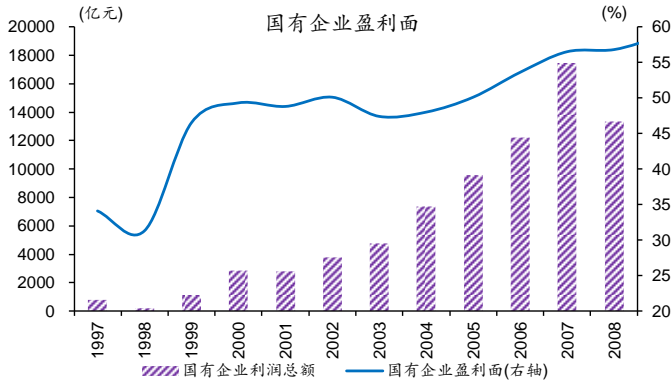
来源: 施华强(2005)、国金证券研究所

二、依靠结构性改革重返高增长，通过宽松政策管理转型期下行风险

(一) 政府大力推行结构性改革、培育新的增长动能

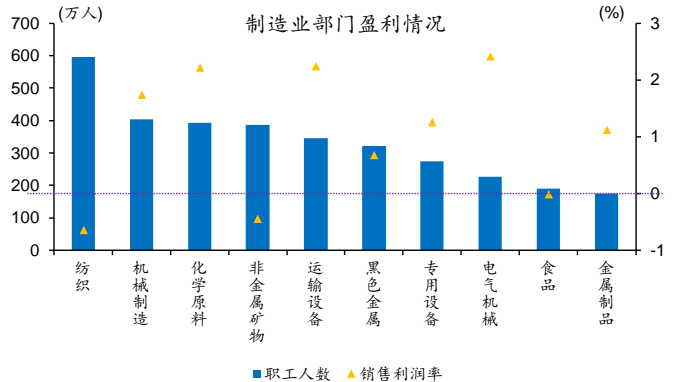
重组国有经济部门、提高资源配置效率。1998年，国企开始实施改制和重组、彼时仅30%的国有企业盈利，规模较大、亏损最为严重的纺织、非金属矿物等行业受到的影响最大。兼并重组后，国有工业企业数由1995年的11.8万家减少至1999年的6.1万家，国有经济和城镇集体经济职工就业人数分别较1995年下降2619、1412万人。为降低国企下岗潮的冲击，1998年中央财政安排144亿元用于国企下岗职工基本生活保障和再就业。

图表 17: 1997-1998 年国企利润迅速恶化



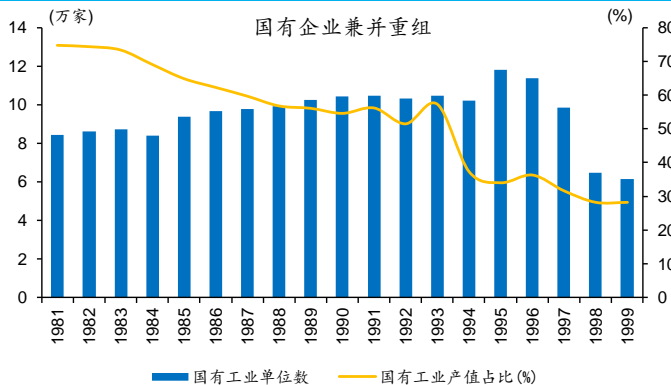
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 1997 年, 制造业分行业盈利情况



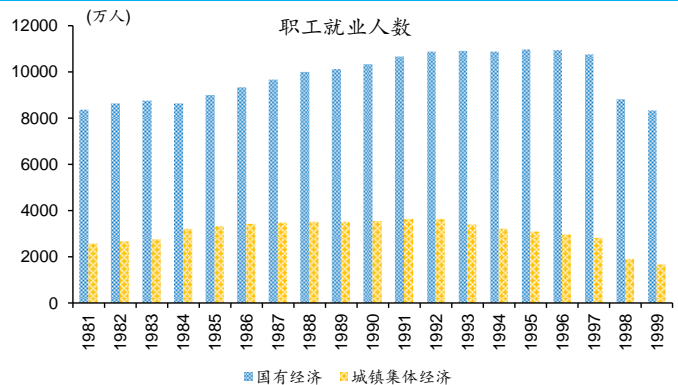
来源: 1997 年中国统计年鉴、国金证券研究所

图表 19: 兼并重组后, 国有工业企业数量锐减



来源: 新中国 50 年统计资料汇编、国金证券研究所

图表 20: 职工就业人数也大幅减少



来源: 新中国 50 年统计资料汇编、国金证券研究所

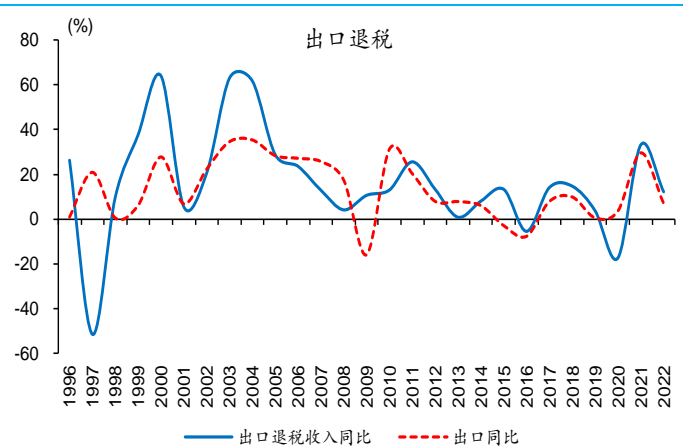
放开贸易限制、对外输出过剩产能。为进一步缓解供给过剩，1998-1999 年政府陆续调增纺织、化工、机械、电子等行业的出口退税税率，取得了一定促进出口增长的效果。与此同时，政府还逐步放开外贸经营权、鼓励私营企业开拓海外市场。2001 年底，伴随中国正式加入 WTO，出口成为支撑我国经济发展的另一重要驱动力。2022 年，民营和外商投资企业出口占比达到了 80% 以上、较 2001 年提升 25 个百分点。

图 21: 1990 年代末, 出口退税税率大幅抬升

90年代至金融危机前我国出口退税政策调整情况		
1995年	农产品、煤炭、工业产品。	下调(2-4个百分点)
1998~1999年	纺织原料及制品、化工原料、煤炭、钢材、水泥、船舶、食糖、铝、锌、铅、机械设备、电子仪表。	上调至几乎接近征税水平
2004年	原油及其制品、木材、稀金属、食用分类、分割肉类;此外,除规定保持退税率不变的商品外,凡当时出口退税率均为17%和15%的货物,其出口退税率一律调低到13%;凡当时征税率和退税率均为13%的货物,其出口退税率一律调低到11%。	取消或下调(2-5个百分点)
2005年	部分“高污染、高耗能、资源性”产品,钢材、纺织品等易引起贸易摩擦的商品。	取消或下调(2-5个百分点)
2007年	重大技术装备、计算机生物医药产品。	上调(2-4个百分点)
	濒危动植物、原油及其制品、肥料染料等化工制品部分船舶和有色金属加工品;部分化学品、橡胶皮革毛皮制品、部分钢材产品和贱金属产品、家具钟表玩具等杂项制品,共涉及2381项商品。	取消或下调(2-6个百分点)

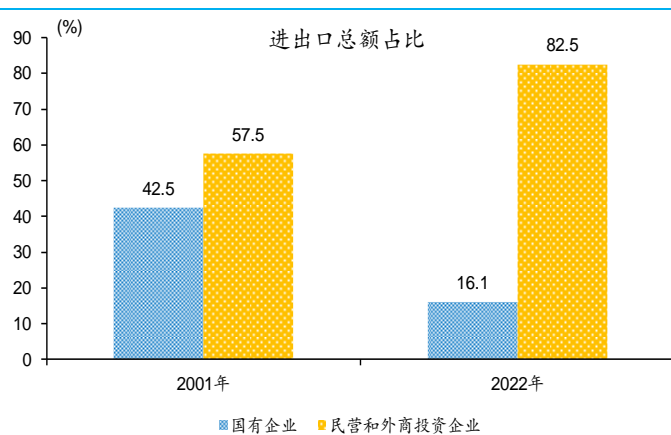
来源:《进出口税收文件汇编》、范子英和田彬彬(2014)、国金证券研究所

图 22: 出口退税刺激取得了一定效果



来源: Wind、国金证券研究所

图 23: 民营和外资企业成为出口主体



来源: Wind、国金证券研究所

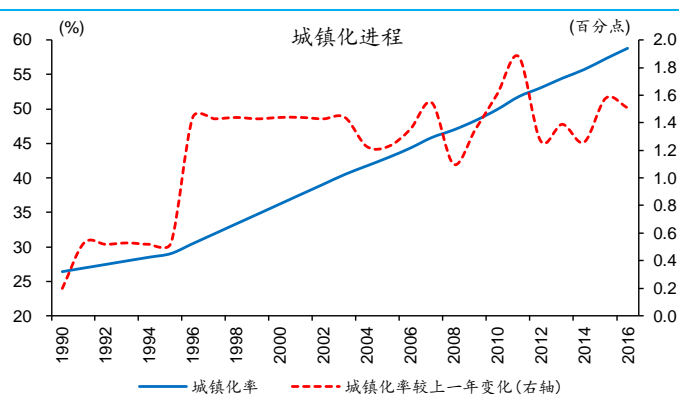
图 24: 1990 年代以来外贸经营权政策变化

90年代以来外贸经营权政策变化	
1994年	颁布实施《对外贸易法》，确立了外贸经营权许可制度，使外贸经营权管理有了法律层级的规范。
1998年	经国务院批准，外经贸部开始赋予私营生产和科研院所自营进出口权。
2001年	外经贸部颁布了《进出口企业经营资格管理规定》。
2002年	“进出口经营资格管理系统”网络开始在全国联网运行。
2003年	商务部印发《商务部关于调整进出口经营资格标准和核准程序的通知》，进一步降低门槛、规范审批程序。

来源: 商务部、国金证券研究所

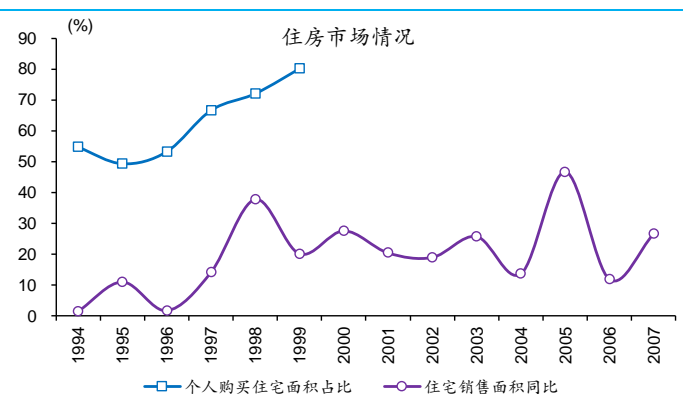
全面停止实物分房，确立房地产作为新的经济增长点。1998 年房改之前，住房供给不足的问题已经凸显，农民工大量进城、城镇化加速，但彼时住宅销售以单位和集体购房为主，个人购买住宅面积占比还不到 20%。伴随商品房市场的建立，土地开发面积迅速攀升、房屋建筑施工需求旺盛，带动房地产开发投资高速增长、年均增速超过 20%。

图 25: 1996 开始, 年城镇化明显加快



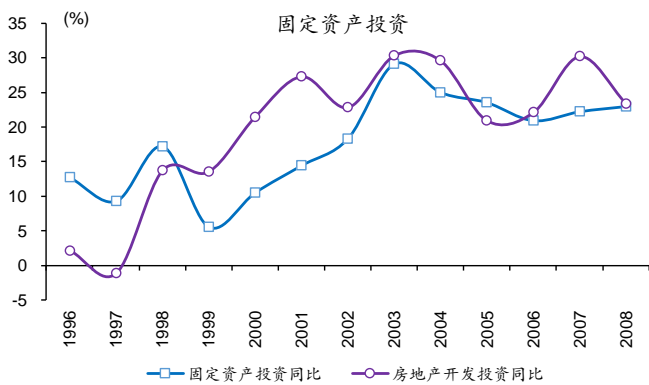
来源: Wind、国金证券研究所

图 26: 房改后, 个人住房销售面积快速增长



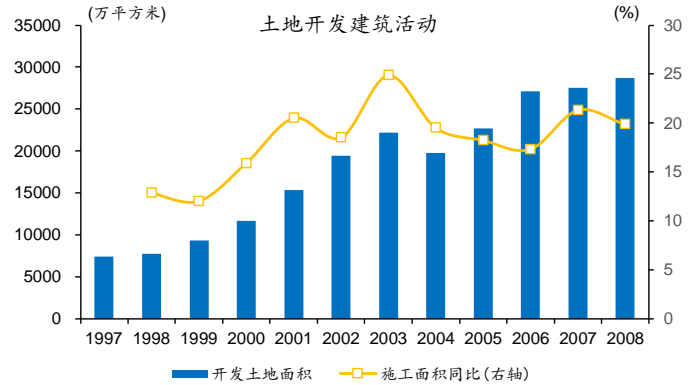
来源: 新中国 60 年统计资料汇编、国金证券研究所

图表 27: 1998 年后, 房地产投资进入高速增长期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 建筑活动保持高速增长

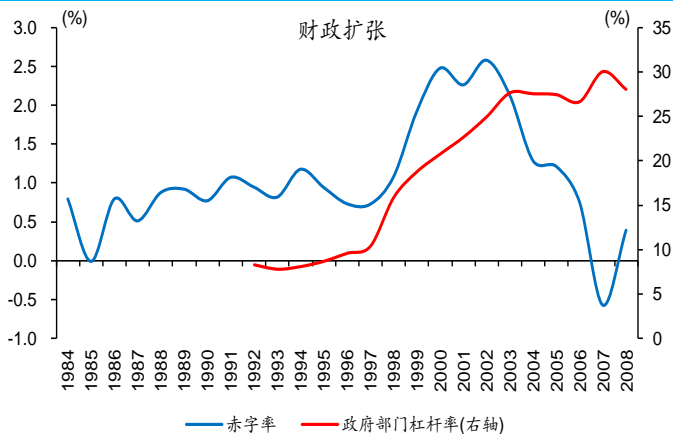


来源: 新中国 60 年统计资料汇编、国金证券研究所

(二) 实施扩张性的政策组合补位需求, 对冲结构性改革带来的紧缩影响

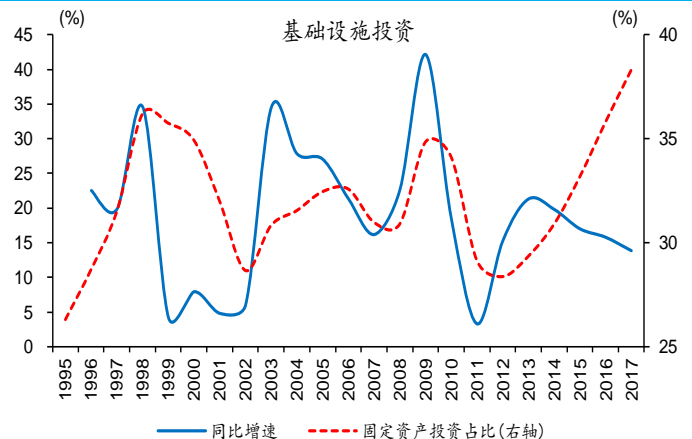
中央加杠杆发力基础设施建设投资。1998 年起, 政府大幅加杠杆、通过发行长期建设国债加大基础设施建设投资。1998 年-2001 年, 国家向四大国有银行累计定向发行了 5100 亿元的长期建设国债, 相关投资进一步带动了 1 万亿以上的配套贷款。与此同时, 政府还调整税收政策减轻企业经营负担, 包括提高出口退税税率、降低关税税率、减半投资方向调节税、减免企业所得税等。一系列财政刺激下, 经济在低位企稳。

图表 29: 政府赤字率和杠杆率快速攀升



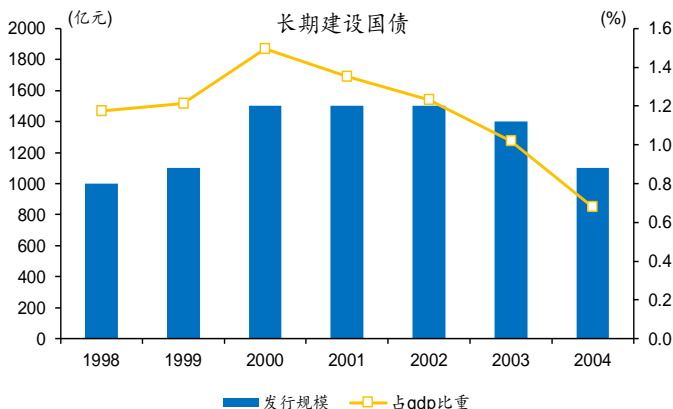
来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 政府加大基础设施投资建设规模



来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 基建投资依靠长期建设国债融资



来源: Wind、中国财政统计年鉴、国金证券研究所

图表 32: 政府调整税收政策、减轻企业负担

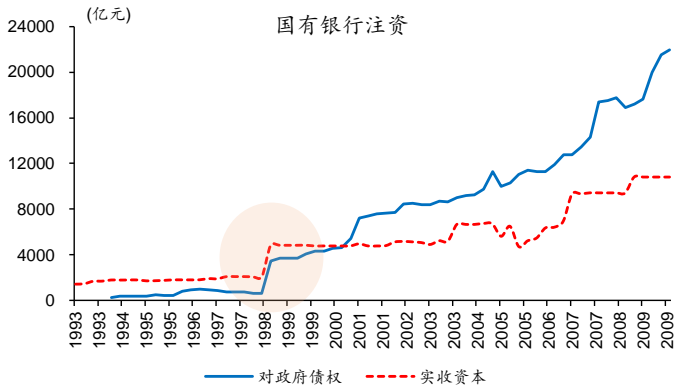
	主要内容
出台措施	分批提高纺织原料及制品、纺织机械、煤炭、水泥、钢材、船舶和部分机电、轻工产品的出口退税率, 加大了“免、抵、退”税收管理办法的执行力度。
	对一般贸易出口收汇实行贴息办法, 中央外贸发展基金有偿使用项目专项资金也正式开始使用。
	调整进口设备税收政策, 降低关税税率, 对国家鼓励发展的外商投资项目和国内投资项目, 在规定范围内免征关税和进口环节增值税。
	从1999年起, 减半征收固定资产投资方向调节税, 至2000年暂停征收。
	对符合国家产业政策的技术改造项目购置国产设备的投资, 按40%的比例抵免企业所得税。
	对涉及房地产的营业税、契税、土地增值税给予一定的减免。

来源: 财政部、国金证券研究所

系统性剥离不良贷款、恢复银行信用扩张功能。1998年，财政部向四大国有银行定向发行2700亿元特别国债，用于补充资本金。1999年，国务院批准成立信达、华融、东方和长城四家AMC，剥离四大行共13939亿元的不良贷款、同时以债转股的方式消化四大行3574亿元的不良债权。2003年股份制改造期间，再次核销了中行和建行1969亿元的不良贷款。一系列措施下，四大行的账面不良贷款率由1999年的39%降至2004年的15.57%。

图表 33: 发行特别国债向国有大行注资

图表 34: 四大 AMC 对口剥离四大行不良资产



来源: Wind、国金证券研究所

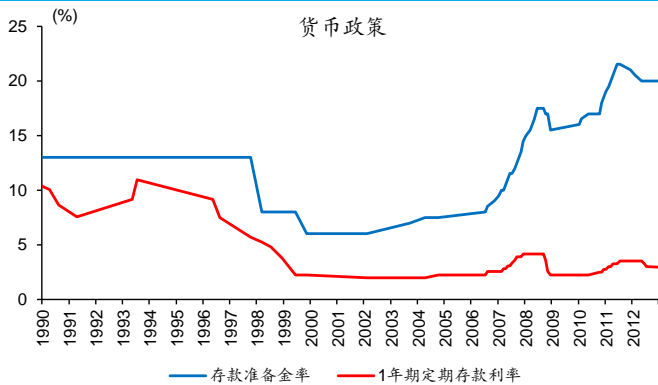
1999年债转股安排					
资管公司	信达	华融	东方	长城	
对口银行	建行	工行	中行	农行	国开行
持有协议转股金额(亿元)	1759	1095	603	117	477
贷款收购规模(亿元)	3730	4077	2674	3458	
收购占比(%)	28.8	17.9	20.4	24.6	

来源: 中国金融年鉴、国金证券研究所

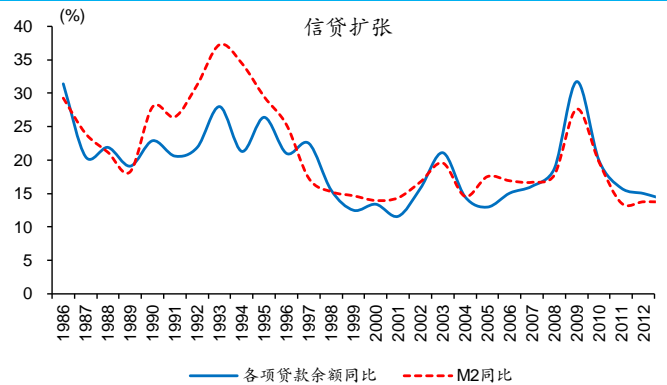
货币政策持续宽松、刺激居民部门信用扩张。1998年3月起，央行连续3次降低存款准备金率、由13%降至7%；1年期定期存款利率连续调降7次、由1993年的10.98%降至2002年的1.98%；但货币宽松的效果有限、M2同比增速和信贷余额同比增速并未快速回升。央行还发布了《关于开展个人消费贷款的指导意见》，主要以住房消费贷款和汽车消费贷款为主、城镇居民消费得以较快修复。

图表 35: 人民银行连续采取降息、降准

图表 36: 货币宽松对信贷的刺激有限

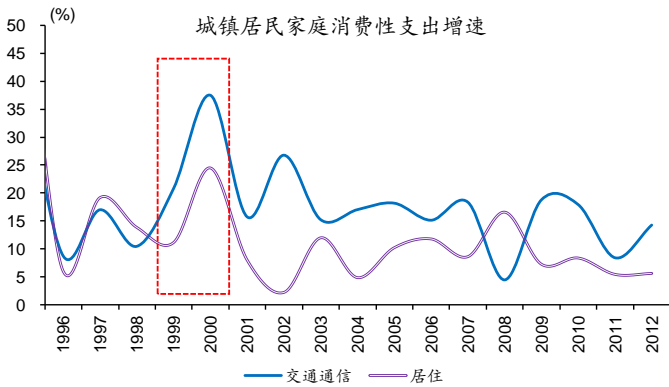


来源: Wind、国金证券研究所



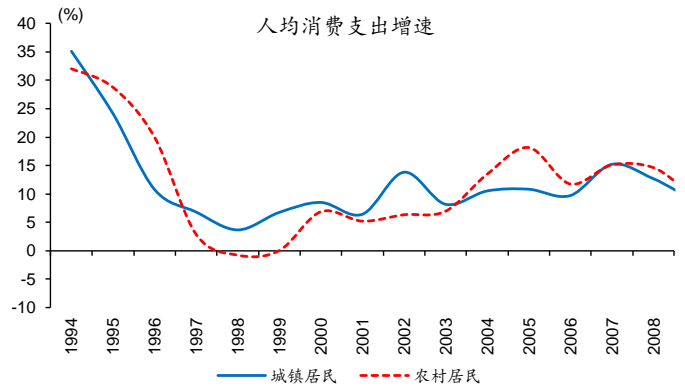
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 居住和出行类支出快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 农村居民消费支出修复慢于城镇居民



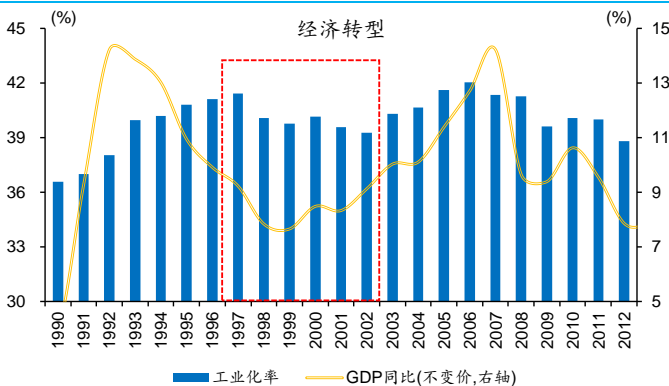
来源: wind、国金证券研究所

三、转型阵痛是经济破局必经之路，新兴产业和服务消费或成为新的增长点

(一) 经济破局并非一蹴而就，需要改革转型和相应政策配合

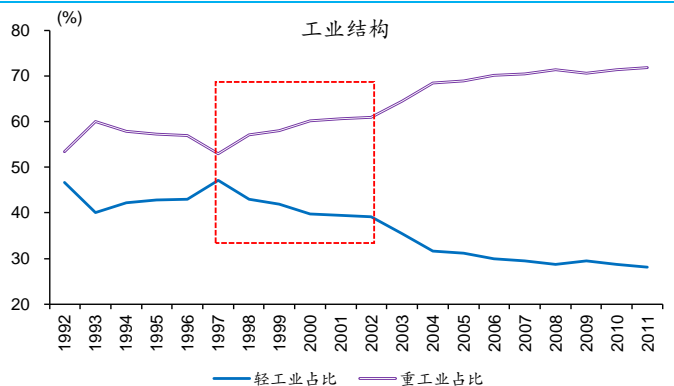
以 1990 年代为鉴、经济破局并非一蹴而就，改革转型需要时间。把 1997 年作为转型的起始点、经济用了 6 年时间才实现突围，2003 年 GDP 重返两位数增长、录得 10.04%，工业化率也止跌回升、回到 40%以上。伴随工业结构调整、过剩产能出清，重工业迅速增长、再次成为经济增长的引擎，重工业占比重工业占比由 53%升至 64.5%。

图表 39: 1990 年代，转型阵痛期持续时间较长



来源: Wind、国金证券研究所

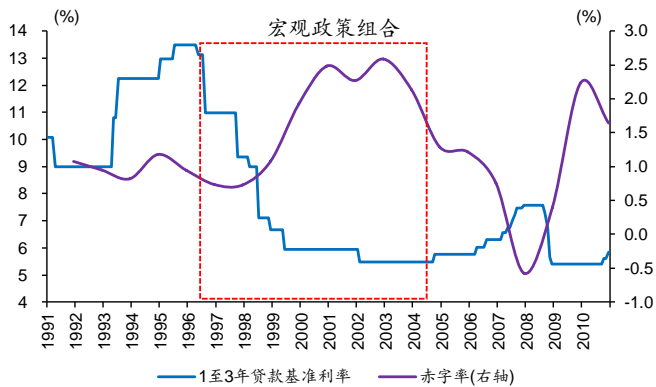
图表 40: 工业结构调整，重工业占比进一步提升



来源: Wind、国金证券研究所

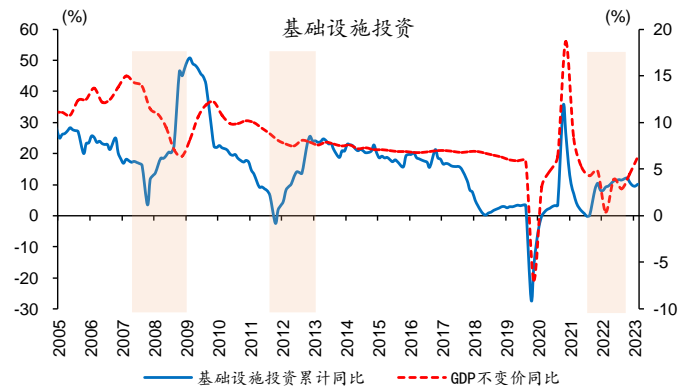
为实现转型期的平稳过渡，货币宽松和财政发力或是必要条件。1990 年代，为对冲转型带来的紧缩影响，当局积极实施扩张性的政策组合。1-3 年期贷款基准利率由 1996 年的 13.5%连续调降至 2003 年的 5.5%，政府赤字率由 1997 年的 0.73%升至 2002 年 2.6%。以基建拉动内需的财政扩张手段，在经济下行压力较大时期均较好发挥了托底作用。

图表 41: 扩张性政策组合贯穿 1990 年代转型期



来源: Wind、国金证券研究所

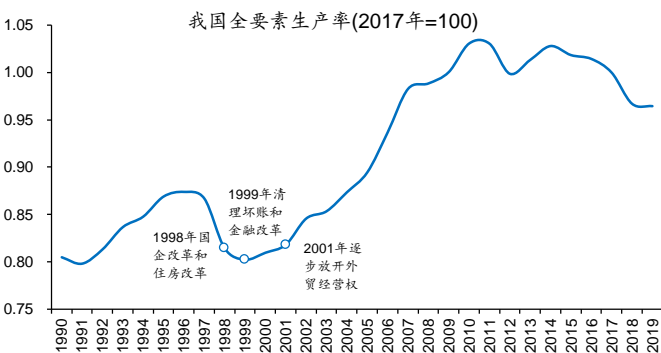
图表 42: 基础设施投资对冲经济下行



来源: Wind、国金证券研究所

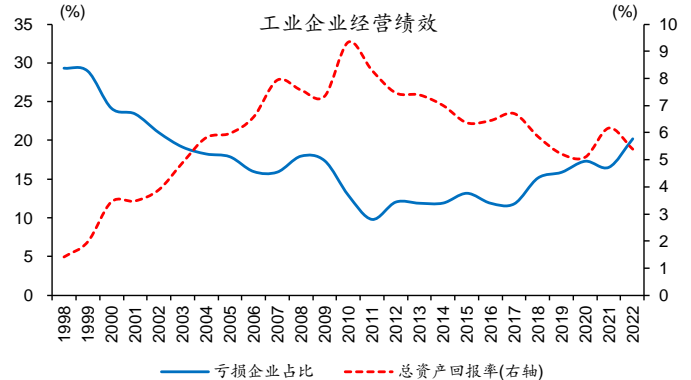
在经历了改革转型的深度调整之后,经济才能实现真正意义上的破局。1990 年代,资源配置的无效率拖累全要素生产率大幅回落,在经历了 1998 年国企改革、1999 年金融改革和 2001 年外贸改革后才走出洼地。生产率重返增长背后,微观主体经营绩效明显提升,亏损工业企业占比由 30% 降至 20% 以下、总资产回报率由 1.4% 升至 5% 以上。

图表 43: 经济改革推动全要素生产率回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 44: 改革后,工业企业经营绩效明显提高

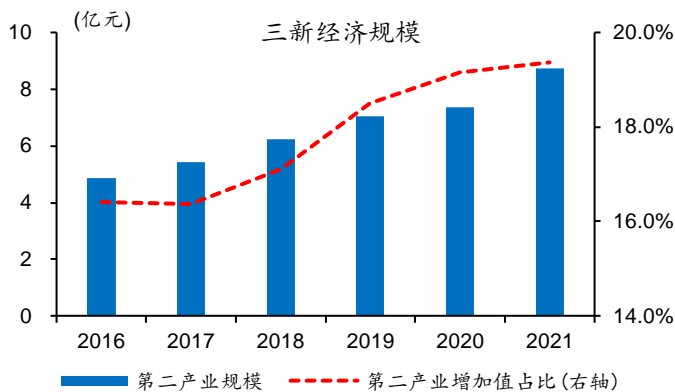


来源: Wind、国金证券研究所

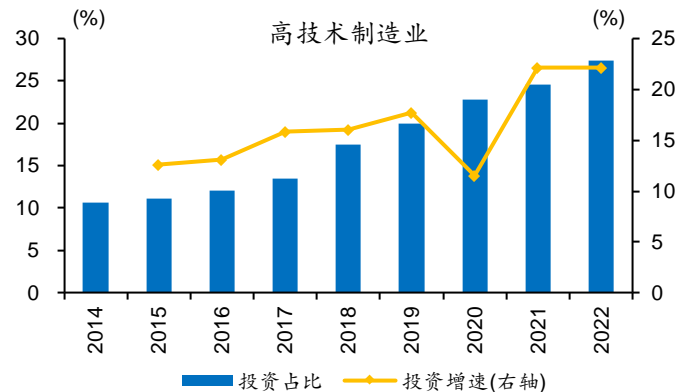
(二) 高质量发展要求下、新兴产业和服务消费有望成为经济增长新的驱动

近年来,新兴产业逐步壮大、产业趋势进一步强化,对经济拉动不断增强。伴随产业结构调整,“三新”经济对第二产业的贡献由 2019 年之前的不足 7% 抬升至 2021 年的 19.4%。新兴产业扩张带动企业研发投入增长、高技术制造业投资占比抬升至 2022 年的 27.5%,股权投资也主要投向信息技术、半导体、生物医药等硬科技领域。

图表 45: 第二产业三新经济发展动能持续提升

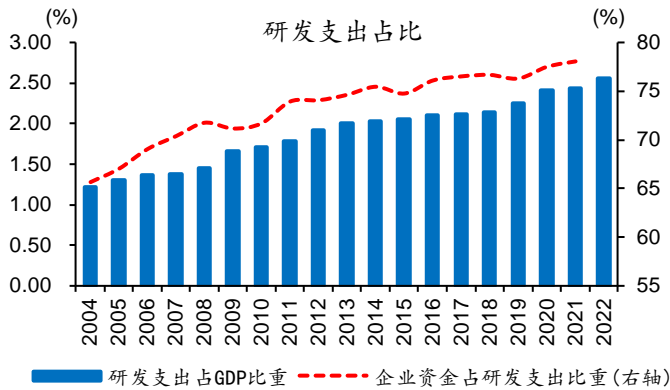


图表 46: 近年来,高技术制造业投资占比快速提升



来源: Wind、国金证券研究所

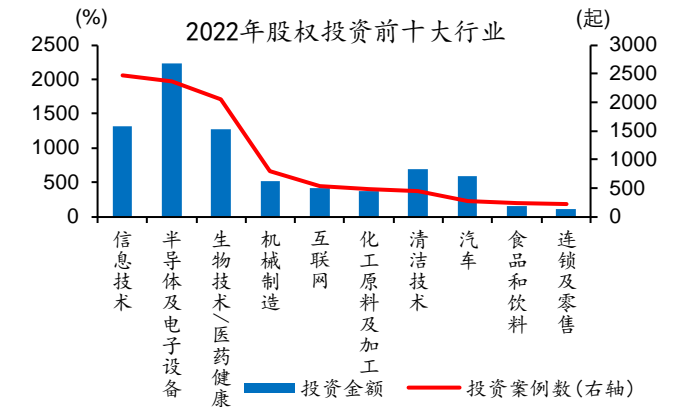
图表 47: 近年来, 企业不断加大研发支出投入



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

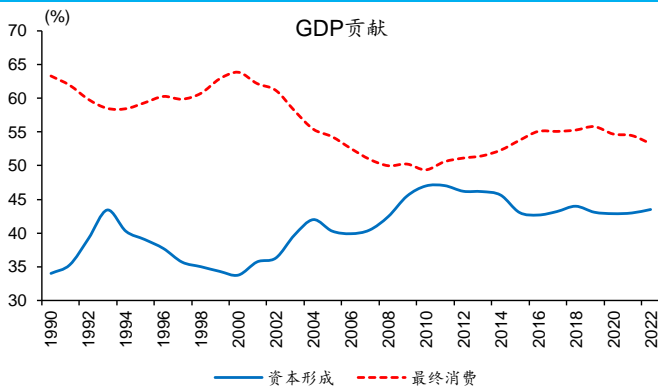
图表 48: 2022 年, 股权投资集中于硬科技行业



来源: 清科研究、国金证券研究所

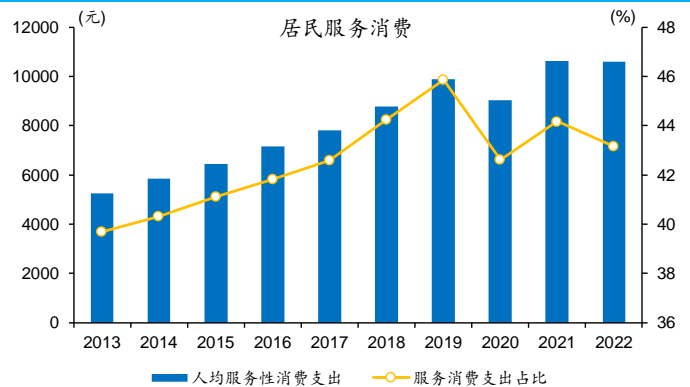
与此同时, 经济逐步由投资驱动转向消费驱动, 消费有望发挥更强支撑作用。2010 年以来, 资本形成对经济增长的贡献由 47% 降至 43.5%、最终消费则由 49.3% 升至 53.2%。本轮消费需求扩张主要由消费结构升级是驱动, 服务消费占比伴随经济发展水平提高趋势性提升。相较城镇居民, 农村居民在耐用品消费方面的提升空间仍较大, 特别是空调、家用汽车等大宗商品, 每百户拥有量分别为 92 和 32 台, 明显低于城镇家庭平均水平。

图表 49: 经济增长逐步由投资转向消费驱动



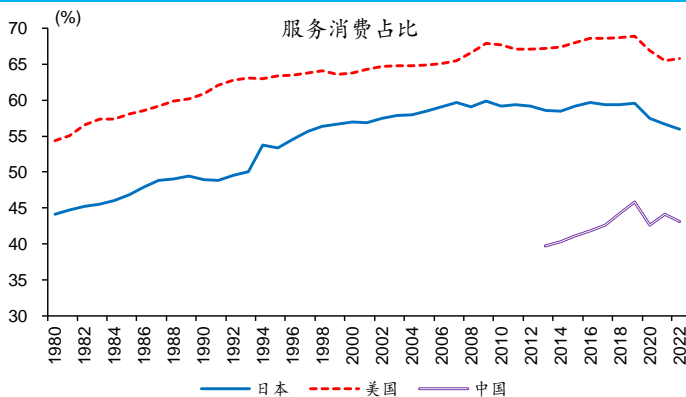
来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 疫情前服务消费支出占比趋势性提升



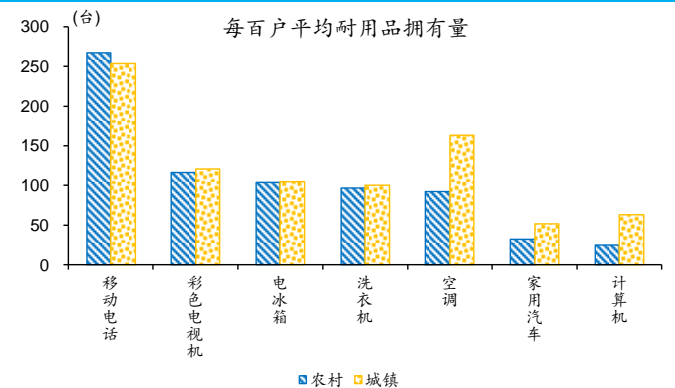
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 我国服务消费提升空间较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 52: 农村家庭耐用品消费仍有扩张空间



来源: 国家统计局、国金证券研究所

新旧动能转换关键期，产业政策持续发力或加速打造多极产业集群，保障类政策加力支持或可推动扩大消费基本盘。近年来，中央围绕建设现代化产业体系多次对产业转型升级进行顶层部署，其中数字经济和绿色经济等景气赛道是重点支持方向。相较新兴产业，我国消费基本盘有待培育，民生兜底水平仍不高。就业保障方面，我国仅 1/3 的就业人员参保失业保险；生育保障方面，我国抚育成本远高于同期的海外经济体。

图表 53: 顶层设计对产业支持力度增强

图表 54: 景气赛道是中央政策支持的重点

会议/政策	目标	相关产业政策	涉及产业
“二十大” 报告	2035年: 实现高水平科技自立自强, 进入创新型国家前列; 建成现代化经济体系, 形成新发展格局, 基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化...	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上, 推进新型工业化, 加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。 推动战略性新兴产业融合集群发展, 构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。 加快发展物联网, 建设高效顺畅的流通体系, 降低物流成本。	制造业、基础设施、数字经济等 信息技术、生物技术、新能源等 物联网
	未来五年: 经济高质量发展取得新突破, 科技自立自强能力显著提升...	加快发展数字经济, 促进数字经济和实体经济深度融合, 打造具有国际竞争力的数字产业集群。 优化基础设施布局、结构、功能和系统集成, 构建现代化基础设施体系。	数字经济 现代化基础设施
“十九大” 报告	2035年: 基本实现社会主义现代化...基本公共服务均等化基本实现...	建设现代化经济体系, 必须把发展经济的着力点放在实体经济上, 把提高供给体系质量作为主攻方向, 增强水利、铁路、公路、水运、航空、管道等基础设施网络建设...	基础设施网络建设
	2020年: 坚定实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略...使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。	突出关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新, 为建设科技强国、质量强国、航天强国、网络强国、交通强国、数字中国、智慧社会提供有力支撑。 要坚持农业农村优先发展...建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系, 加快推进农业农村现代化 构建市场导向的绿色技术创新体系, 发展绿色金融, 壮大节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业。	前沿科技 现代农业 节能环保产业

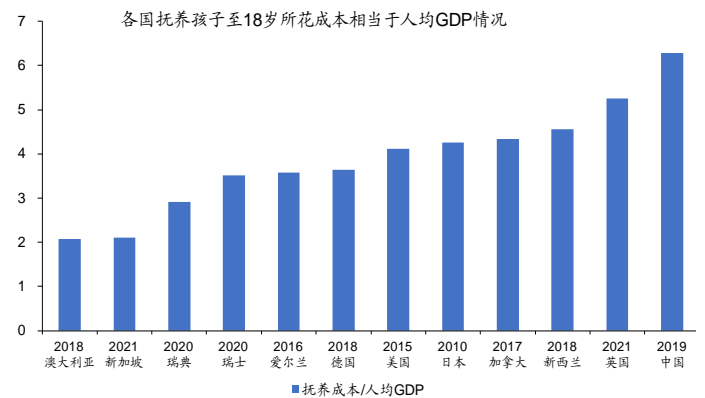
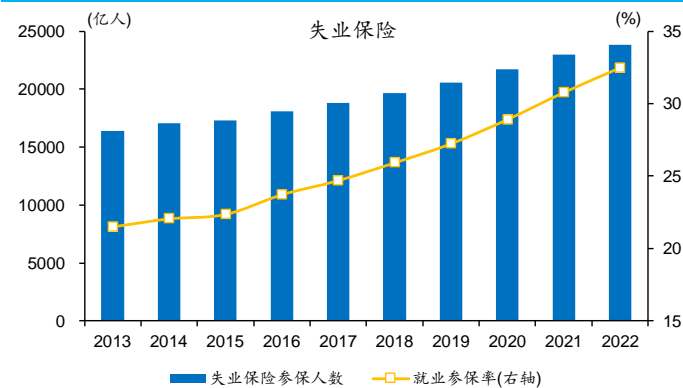
产业领域	政策名称	发文单位
数字经济	“十四五”数字经济发展规划	国务院
	数字中国建设整体布局规划	国务院
	加强数字政府建设的指导意见	国务院
	关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见	国务院
	关于促进数据安全产业发展的指导意见	工信部等十六部门
绿色发展	关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见	国家能源局
	关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案	发改委、国家能源局
	“十四五”工业绿色发展规划	工信部
	关于推动能源电子产业发展的指导意见	工信部等六部门
	关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知	发改委、国家能源局
	关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知	工信部等八部门
	科技支撑碳达峰碳中和实施方案(2022—2030年)	科技部

来源: 政府网站、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 55: 我国就业保险覆盖率并不高

图表 56: 中国国抚育成本远高于欧美等发达国家



来源: Wind、国金证券研究所

来源: 育娲人口研究、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1990 年代末我国曾经历通货紧缩, 经济站在转型发展的“十字路口”。1) 受亚洲金融危机影响, 1990 年代末有效需求不足问题突出、经济增长明显放缓。2) 传统增长动能转弱、信用收缩压力增大, “大干快上”的投资驱动模式面临调。

经济依靠结构性改革重返高增长, 通过宽松政策管理转型期下行风险。1) 为摆脱经济增长困境, 当局大力推行结构性改革、培育新的增长动能。2) 政府还积极实施扩张性的政策组合补位需求, 以对冲结构性改革带来的短期紧缩影响。

以史为鉴, 转型阵痛期是经济破局的必经之路, 新兴产业和服务消费或成为新的增长点。1) 以 1990 年代为鉴、经济破局并非一蹴而就, 转型需要时间、政策需要配合。2) 高质量发展要求下、新兴产业和服务消费有望成为经济增长新的驱动力。

风险提示

1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。

2、地缘冲突加剧。俄乌冲突恶化，中美贸易摩擦增多等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402