

从投资中寻找打开消费之门的钥匙

——【中国银河总量之声】系列之一

核心内容：

经济转型中的消费困局。在经历了入世之后的20年高速增长之后，从政府到市场在中国经济增长方式从投资和出口驱动向消费驱动转型这个问题上具有高度共识。但近年来居民消费增长乏力，即便是在政府出台各种消费刺激政策下，依然乏善可陈。两方面原因：首先，在经济转型过程中新旧动能衔接不畅，导致了在短期内经济增速低于潜在增速。向下的产出缺口对就业和收入造成负面影响，进而影响了消费能力。其次，传统的“三座大山”（教育、医疗、住房）加上近年来老龄化加速带来的养老难问题，导致居民预防性储蓄居高不下。

跨越中等收入陷阱中的投资瓶颈。中国在人均GDP层面刚跨越了中等收入陷阱，未来要实现2035远景规划中达到中等发达国家收入水平，依然需要在未来10年维持中高速增长，这意味着投资在经济转型过程中依然需要扮演重要角色。但伴随着土地财政弊端日益凸显，长期内挑大梁的基建和房地产投资模式无法为经济带来新的增量。此外，债务压力和产能过剩在一定程度上又制约了制造业投资。目前中国人均资本存量依然显著低于发达经济体，投资的必要性毋庸置疑，关键问题是“投哪里，如何投”。

从投资中寻找打开消费之门的钥匙：在全球百年大变局下思考中国经济问题需要突破原有的思维框架从投资中寻找打开消费之门的钥匙。我们认为当下应该从两个角度来探索如何通过投资来拉动消费：首先，从产业升级和转型的角度来加大新兴产业投资（新能源和数字经济），由此带来的产业链重塑和新经济增长点（新业态、新模式）可以增加就业和改善收入，同时也有助于提升中长期全要素生产率来对冲人口红利和资本回报的下降；其次，从改善民生角度加大教育、医疗、保障性住房以及养老等相关投资，除了这些投资本身也会带来相关就业和收入之外，更为重要的是可以降低家庭的预防性储蓄，令中国老百姓在“能消费”的基础上进一步“敢消费”。

从投资和行业配置层面，建议投资者重视补民生短板和发展短板相关领域的战略性投资机遇。本文初步测算了民生短板的投资缺口与新兴产业的投资空间。2023年至2025年，民生短板方面，养老、医疗、教育、保障房、市政、村庄建设等累计约存在64万亿元的空间。新兴产业投资方面，2023年至2025年，数字经济包含云计算、物联网等累计约有13.21万亿元规模

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

宏观分析师：高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

策略分析师：杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

宏观分析师：许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示：

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策效果不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 一、消费的困境 | 3 |
| (一) 短期：就业和收入预期..... | 3 |
| (二) 中期：收入分配、社会保障与预防性储蓄..... | 5 |
| (三) 长期：人口结构与贫富差距..... | 7 |
| 二、通过投资来解决消费困境 | 9 |
| (一) 投资也面临着问题，内需双重困境亟待突破..... | 9 |
| (二) 投资带动消费的实现机制..... | 10 |
| (三) 投资带动消费的效果验证..... | 13 |
| (四) 投资的资金来源..... | 19 |
| 三、民生短板的投资缺口测算 | 25 |
| (一) 养老供应的缺口..... | 25 |
| (二) 医疗保健行业的缺口..... | 27 |
| (三) 教育结构的优化..... | 30 |
| (四) 保障性住房..... | 33 |
| (五) 城市市政的投资..... | 34 |
| (六) 乡村基础设施的缺口..... | 37 |
| 四、新兴产业的投资空间测算 | 41 |
| (一) 数字技术创新投资缺口..... | 41 |
| (二) 新能源汽车行业投资缺口..... | 43 |
| 五、A股主线投资建议 | 44 |
| (一) 大消费细分领域..... | 44 |
| (二) 国产替代科技创新..... | 45 |
| (三) 近期政策投资主线..... | 47 |

7月24日中央政治局会议强调，“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。我们认为这一政策部署至少包含三个方面的战略判断：一是消费是国内需求的基础；二是消费主要依靠收入增加；三是需求与供给要在结构上匹配。本篇报告我们将分析这三个战略判断的政策指向及其带来的战略投资机遇。报告包括五个部分，第一章分析消费面临的短期、中期、长期问题；第二章分析投资面临的问题，其突破方向就是要从需求侧和供给侧两方面去解决抑制需求的因素；第三章测算民生短板投资的缺口，第四章测算新兴产业投资的空间，第五章给出市场启示。

一、消费的困境

当前消费低迷，存在短期、中期、长期三个方面的原因。短期主要是经济增长、就业和居民收入预期的问题；中期主要是社会信心和预防性储蓄的问题；长期主要是人口结构和社会结构问题。

（一）短期：就业和收入预期

2023年以来消费低迷再次受到关注。2023年上半年社会零售品消费同比增速8.2%，但从两年平均（2022至2023年）来看，社会零售品消费增速仅有3.7%，低于疫情前的8%的增速。从2022年下半年开始，社会零售品消费增速就已经跌入了2%至3%的水平。疫情封控放开后，社会零售品消费的增速在逐月走低，4月至5月两年平均增速跌到了2.6%，预期中的消费复苏并没有来临，消费增速持续低迷。与此对应，上半年CPI下行至-0.3%，PPI则连续10个月负增长。

图1：社会消费品零售总额增速（%）

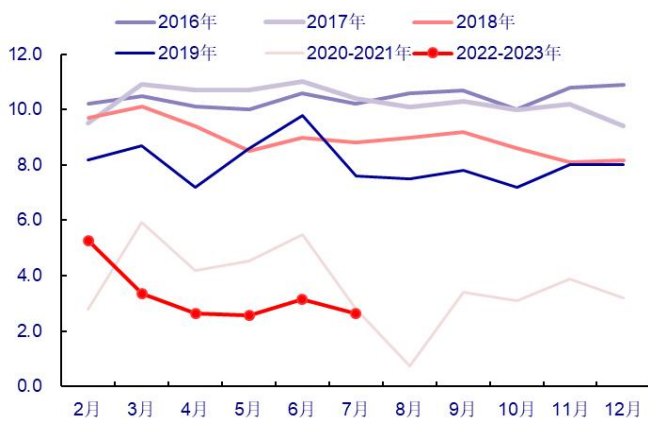
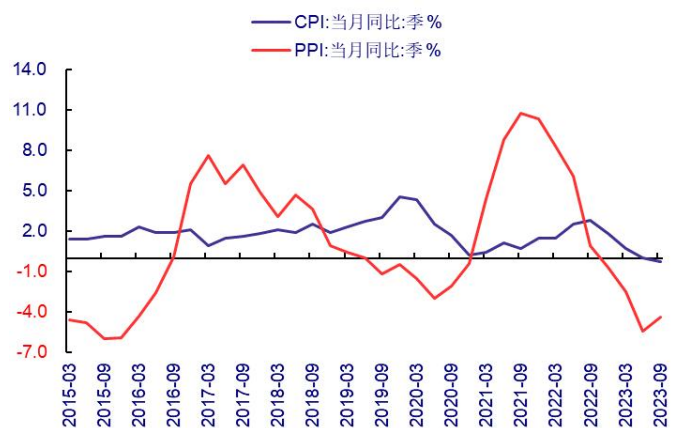


图2：CPI和PPI处于低位（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

社会整体消费不振的主要原因分为短期和长期。2022年延续下来的需求走弱主要是因为疫情封控和经济转型共同带来的。新冠疫情期间服务业、以及抗风险能力最弱的私营经济和个体经济受到的影响最为严重，而行业性调控政策则对2010年以来就业人数增长最快的信息传输软件服务业、房地产业，及教育培训与文化等行业冲击最为明显。

我国就业人口主要集中在私营经济和个体经济体中。截至 2019 年私营经济就业人口 2.28 亿人，个体经济就业人口 1.76 亿人，两者合计 4.05 亿人。而国有企业就业人口 5472 万人，有限责任公司就业人口 6607 万人，港澳台和外商企业就业人口 2360 万人。

我国就业人口同样集中在第三产业。2022 年第三产业就业达 3.45 亿人，占全部就业人口的 47%。2010 至 2021 年制造业平均增速为 0.47%，而第三产业就业平均增速是 4.4%，其中信息传输、软件服务，房地产业年均增速分别达到 16.3%和 13.6%。

图 3：不同行业的就业人口（万人）

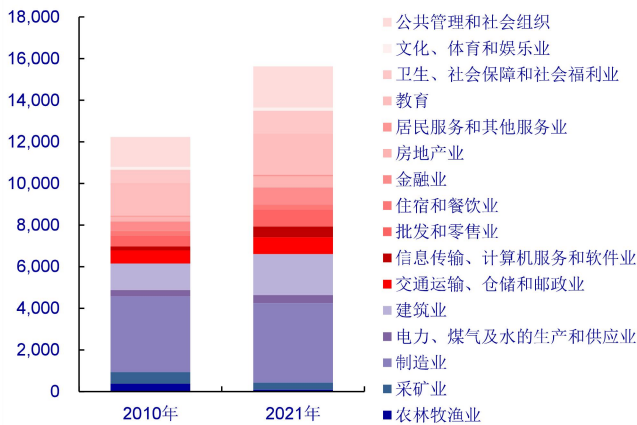
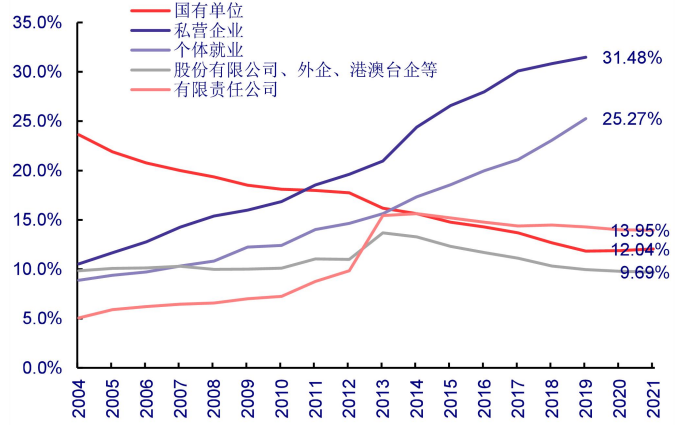


图 4：不同类型企业的就业情况（万人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

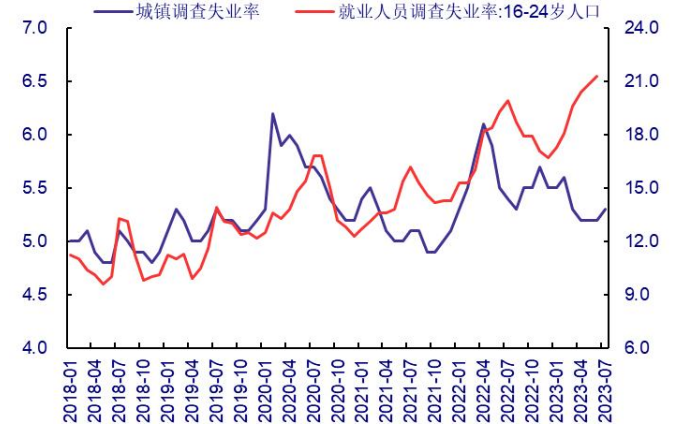
当前的就业问题更是结构性的，年轻人就业显得更为困难。2023 年城镇调查失业率有所下降，但复苏以一般的服务性消费为主。而 35 岁以下人群就业更多集中在信息技术、文体娱乐、科教文卫、金融与房地产等现代服务业领域，这些行业受到行业性调控政策、房地产周期、居民收入预期等多方面影响，景气度仍然低迷。2023 年高等院校毕业生人数创历史新高，这导致 16-24 岁青年失业率持续上行，6 月达到 21.3%。

图 5：35 岁以下人口就业比重（万人）



资料来源：青山投研中心，中国银河证券研究院

图 6：城镇调查失业率与 16 至 24 岁人口失业率 (%)

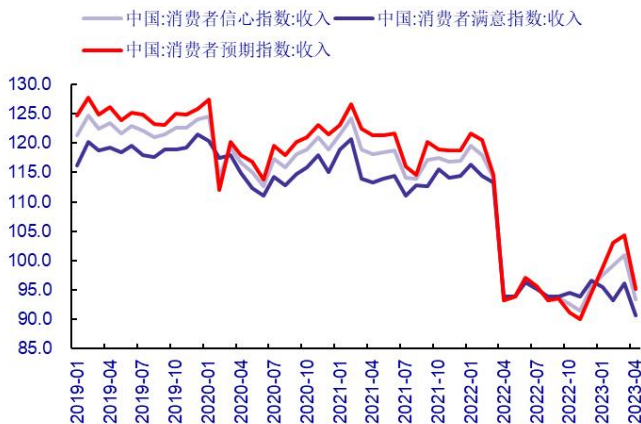


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

因此，新冠疫情降低了我国居民实际收入，同时也对未来收入预期形成了冲击。2023 年上半年居民实际可支配收入增长了 5.4%，仍然低于经济增速，更低于居民消费性支出。

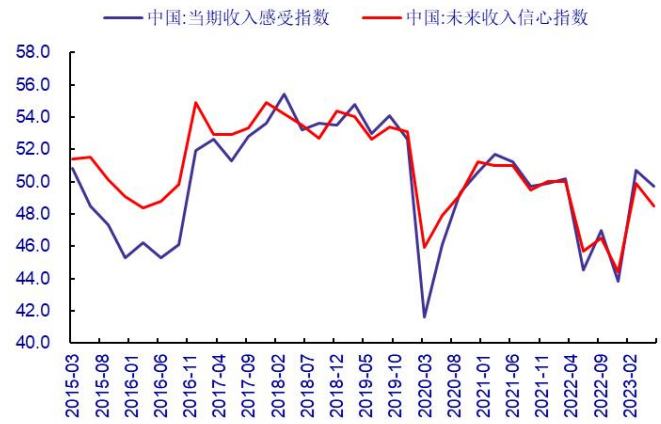
疫情期间，居民人均可支配收入的增速下滑，疫情结束后，消费者的当期收入感受和未来收入信心回升也并不稳定。2023年4月份央行的消费者调查显示，居民的收入预期指数、收入信心指数在2023Q2开始回落。

图7：消费者收入信心指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

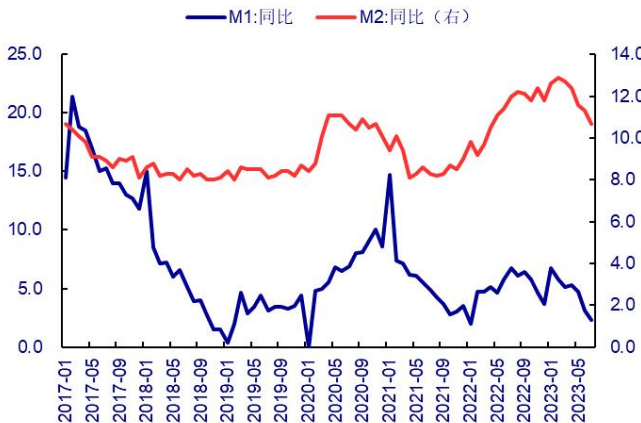
图8：中国当期和未来收入信心（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

正在经历调整的房地产行业同样也压低了全社会消费总额。房地产行业的低迷从两个方面影响了消费：首先，房地产行业是我国信用放大器，房地产行业的低迷使得信用投放持续收紧；其次，房地产相关消费低迷，带动房地产上下游价格的低迷。

图9：M1和M2增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：2022至2023年上半年各类消费品销量增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

与房地产关联紧密的居民信贷疲软，房地产开发商的资金来源持续走低，企业资金（M1）处于低位，社会投放资金（M2）回落。我国居民长期贷款持续低迷，2023年6月份居民长期贷款再次负增长，6月份居民贷款和存款同时降低，居民已经开始收缩资产负债表。另外，开发商的资金来源也不乐观，开放商从国内信贷、自筹资金持续下滑，而来自于定金预收款和住房抵押贷款的资金也在4月份拐点性下行。这些因素的影响下，年内M1始终较为低迷，6月份增速回落至2.3%。而M2虽然在2022年有所回升，但2023年M2的回落速度加快，6月份M2增速回落至10.7%。

与房地产相关的消费也处于低迷。居民建筑装潢材料、家用电器和家具的消费均处于低位，年内家用器具、交通工具、通讯工具价格均负增长。房地产相关的上游产品和中游产品的价格也持续负增长。

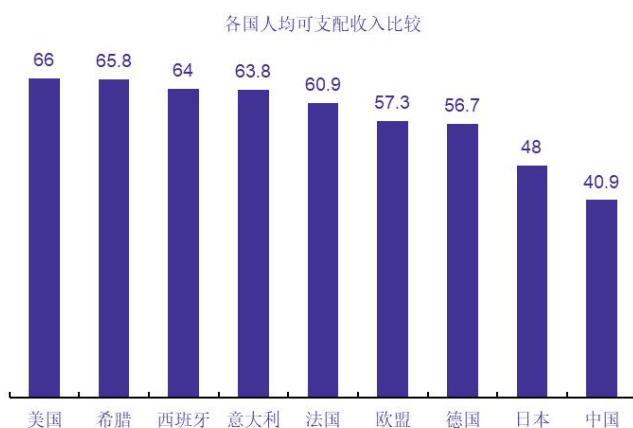
（二）中期：收入分配、社会保障与预防性储蓄

从更长时间段来看，相对于我国的生产能力来说，我国内需消费长期处于不足的状态。这主要是由于居民收入占 GDP 比重相对较低，且社会保障相对不足导致的。

我国居民收入占 GDP 比重并不高，且增长乏力。2022 年我国人均可支配收入占 GDP 的比重为 40.9%，低于发达国家水平。按支出法计算劳动报酬占 GDP 比重 2021 年回落至 44.9%，自 2010 年以来并未增长。工资收入占 GDP 的比重仅为 24.1%，而我国城镇居民总收入的 60.0% 和农村居民收入的 41.9% 均来自于工资收入。按国家统计局标准，2020 年中国约有 9.1 亿人低收入群体，占全国总人口比重超过 60%。6 亿人月收入不足 1000 元。而美国皮尤研究中心数据显示，2021 年美国低收入人群占比为 29%。

图 11：各国人均可支配收入占 GDP 比重（%）

图 12：劳动报酬占 GDP 比重（%）



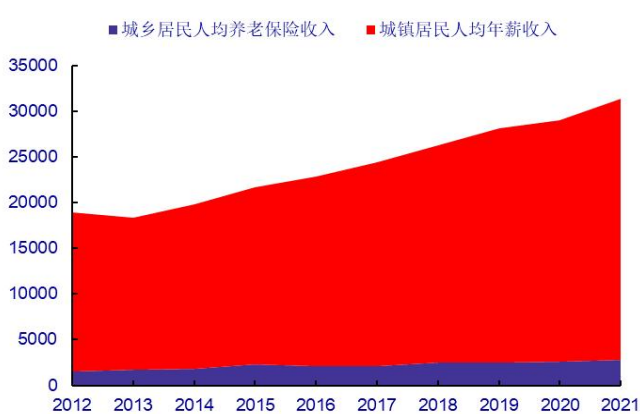
资料来源：2022 年统计年鉴，中国银河证券研究院

资料来源：2022 年统计年鉴，中国银河证券研究院

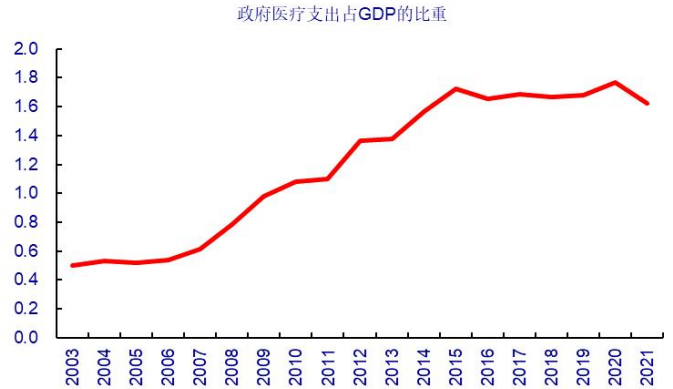
社会保障也仍然存在不足。中低收入群体抗风险能力差，因病返贫、中年失业等问题时常发生。同时老龄化加速，医疗、养老等方面不确定性提高。但数据显示，2021 年城乡居民人均年养老保险收入 2,823 元，而 2021 年城镇居民人均工资收入为 28,480 元，差距较大。城乡居民养老保险的覆盖人群为 1.3 亿人，而 2021 年我国 60 岁以上人口 2.6 亿人，覆盖率也有限。2021 年医疗支出占 GDP 比重约 6.57% 左右，且 2015 年后没有上升，低于国际水平；2021 年政府医疗支出占 GDP 的 1.6%，仍存在不足。

图 13：城乡居民人均养老收入和薪资收入对比（元）

图 14：政府医疗支出占 GDP 比重（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

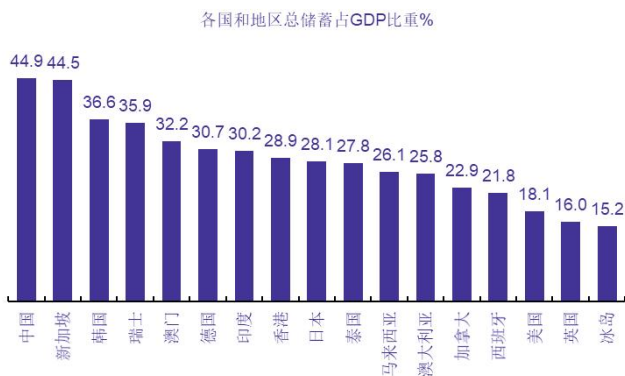


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

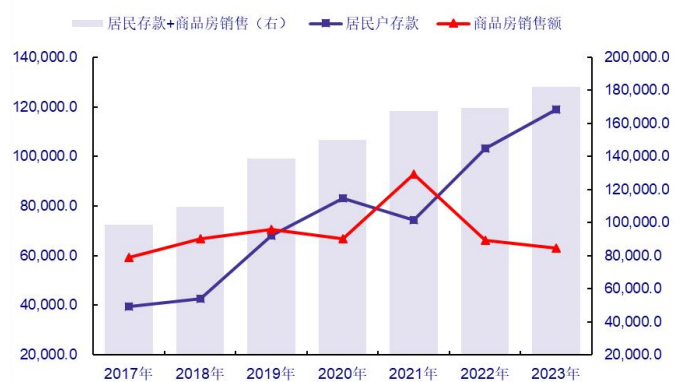
在收入偏低、保障不足、支出刚性的条件下，我国总储蓄率持续走高。2022 年开始居民存款大幅上行。目前我国总储蓄率为 44.9%，在全球处于较高水平。而美国和英国储蓄率分别为 18.1%和 16.0%，同为亚洲国家的日本和韩国储蓄率为 28.1%和 36.6%，澳门和香港储蓄率为 32.2%和 28.9%。居民在 2022 年和 2023 年减少了房产的购买，但之后并没有迅速转为增加消费，而是增加了自身储蓄，这也反映的是现阶段居民消费场景较为固定，同时对新冠疫情后的就业和收入预期存在忧虑，从而增加预防性储蓄。

图 15: 各国、地区总储蓄占 GDP 比重 (%)

图 16: 居民存款和商品房销售的互补 (亿)



资料来源: 快易理财网, 中国银河证券研究院



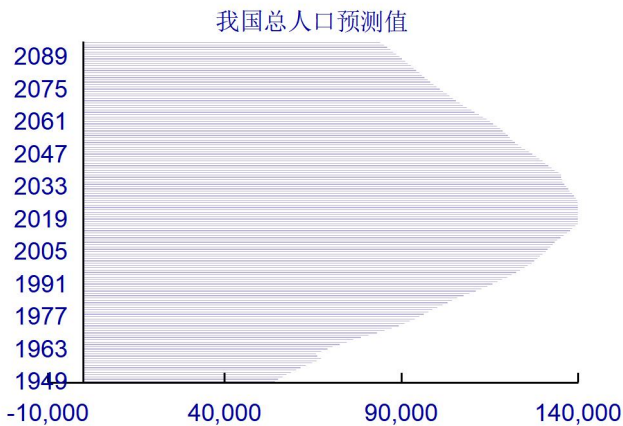
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 长期: 人口结构与贫富差距

社会消费整体是人口和收入的乘数，而我国总人口的结构性变化时间已经到来，劳动力人口的结构变化也会在 2025 年到来。贫富差距虽然近年来总体数据有所好转，但居民金融资产拥有量差距较大，这也直接影响整体消费水平。

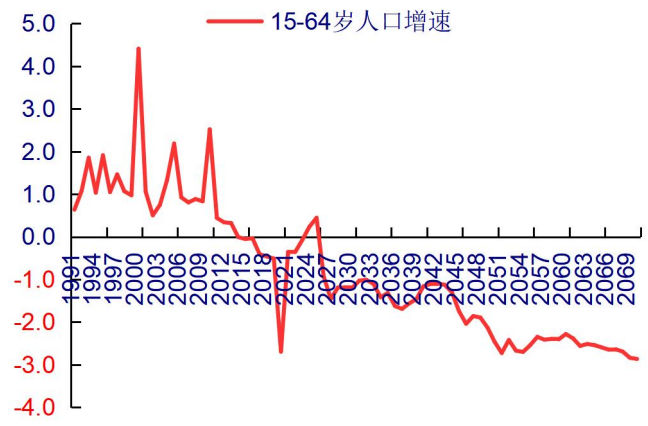
我国已经进入了人口变化的节点，2022 年我国总人口开始减少，且联合国预计未来至少 20 年总人口数量持续向下。人口结构变化带来的最显著的影响就是经济增长不能再依靠人口增长，而需要劳动生产率的持续增长。这就意味着现有行业未来可能都要面临存量竞争。由于人口下降速度可能较为迅速，这个过程对整体消费和经济的影响都较为深远。

图 17: 我国总人口预期变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 我国劳动力人口在 2025 年前仍然增长 (%)

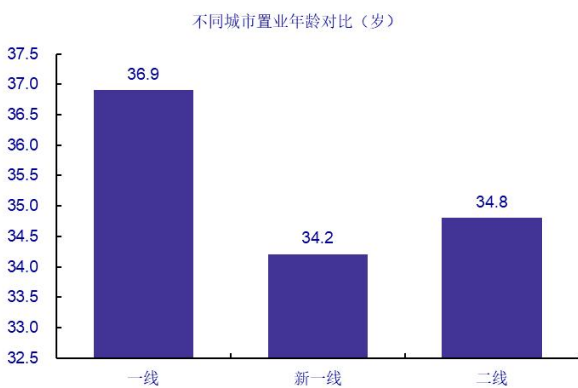


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国就业人口总数在 2025 年可能面临下降。我国创造社会财富的劳动力人口在 2023 年至 2025 年上行，但 2025 年可能出现下降，这意味着全社会的工资收入会出现下降。而工资收入是我国居民主要的收入来源，这一部分的下降意味着未来居民消费潜力下滑。这需要政府以及各行业通力合作开发更适宜的消费场景和消费环境。

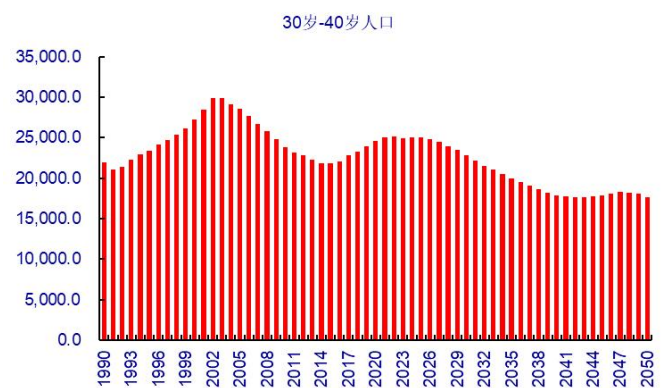
人口变化意味着经济结构的转变，对一些行业的影响是趋势性的。汽车方面，25 岁到 45 岁是购买汽车的主要年龄段。但 2025 年之后，汽车消费增速有所减缓，汽车制造业需要走向海外市场。房地产方面，30 岁到 40 岁是居民置业的主要年龄段。2015 年是我国这一年龄段人口再次上行阶段，但 2022 年中国进入适龄购房人口开始下行的阶段，人口结构变化叠加政策变化，使得房地产周期的下行更加猛烈，下游消费必然受到冲击。

图 19: 不同城市置业年龄



资料来源: 青山投研中心, 中国银河证券研究院

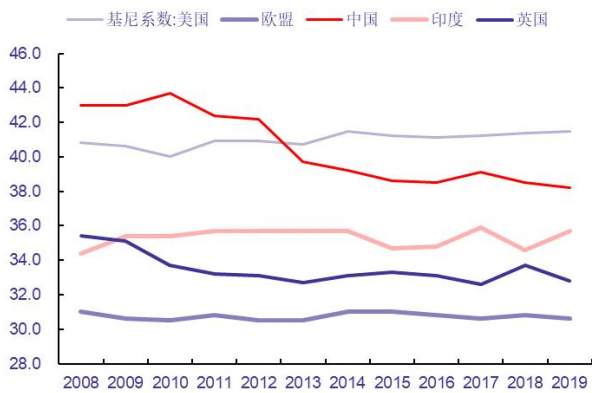
图 20: 30 岁-40 岁人口变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

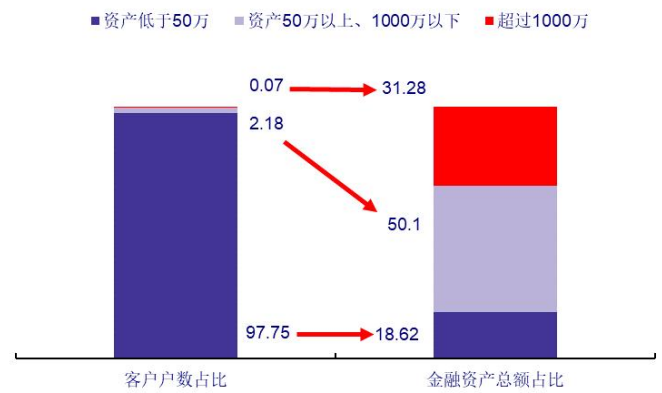
贫富差距方面，从基尼系数来看，我国仍然处于较高水平，但 2013 年后有所好转。但金融资产方面差距极为显著。招商银行客户资产显示，更少的人拥有更多的金融资产。此外，城乡差距、地区差距也导致中国居民消费同时存在升级市场和下沉市场。解决问题的方式主要是提升人口流动性。

图 21: 各国基尼系数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 招商银行客户金融资产占比 (%)



资料来源: 招商银行 2022 年年报, 中国银河证券研究院

二、通过投资来解决消费困境

(一) 投资也面临着问题，内需双重困境亟待突破

当前固定资产投资也面临着三个问题，前两个是资金来源问题，第三个是方向问题。

一是随着房地产行业的加速转型，土地出让收入收缩加重了地方政府收入压力，加快债务问题暴露，限制了政府投资能力。数据显示，土地出让收入增速在 2022 年同比下降 23.3% 的情况下，2023 年上半年继续同比下降 20.9%。相比于 2019 年每年 7 万亿左右的土地出让收入规模而言，地方政府收入大约减少了 2.5 万亿元。

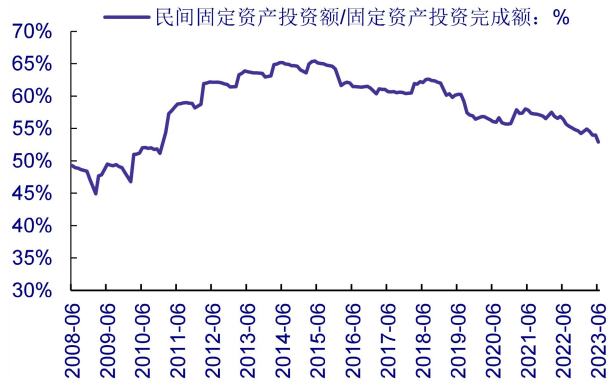
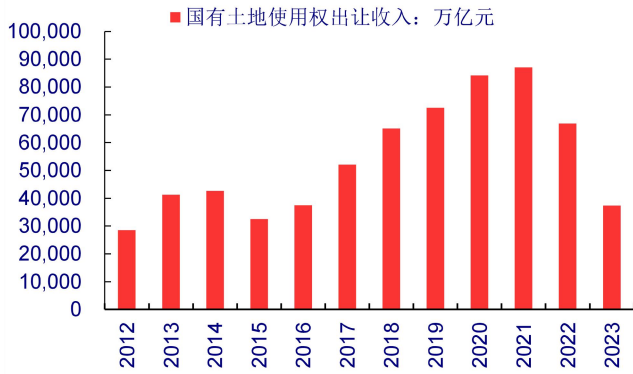
二是在内需不足与外需下行叠加，同时逆全球化趋势强化的局面下，民营企业 and 外资企业的投资意愿普遍受到影响。民间固定资产投资占固定资产投资完成额的比重最高是 2014 年至 2015 年，达到 64% 以上；但之后经历供给侧结构性改革、中美贸易摩擦、以及新冠疫情的连续冲击，比重已经降至 2022 年以来的 54% 以下。

三是路径依赖引发的投资效率问题与产能过剩问题。目前，房地产投资、基建投资、制造业投资占固定资产投资完成额的比重合计超过 80%，而对科技文卫、商务服务等现代服务业的投资相对不足，但后者却是吸收新增就业、补民生短板、补发展短板的主要行业。

综合而言，在三驾马车同时低迷，需求无法有效拉动供给的背景下，要更多去考虑以供给创造需求。特别是要利用投资的相对主动性，针对抑制消费的因素重点加速投资，这可能是突破当前内需双重困局的关键。

图 23: 2022 年以来土地出让收入显著下降

图 24: 2015 年以来民间投资占固定资产投资比重从 64% 降至 54%



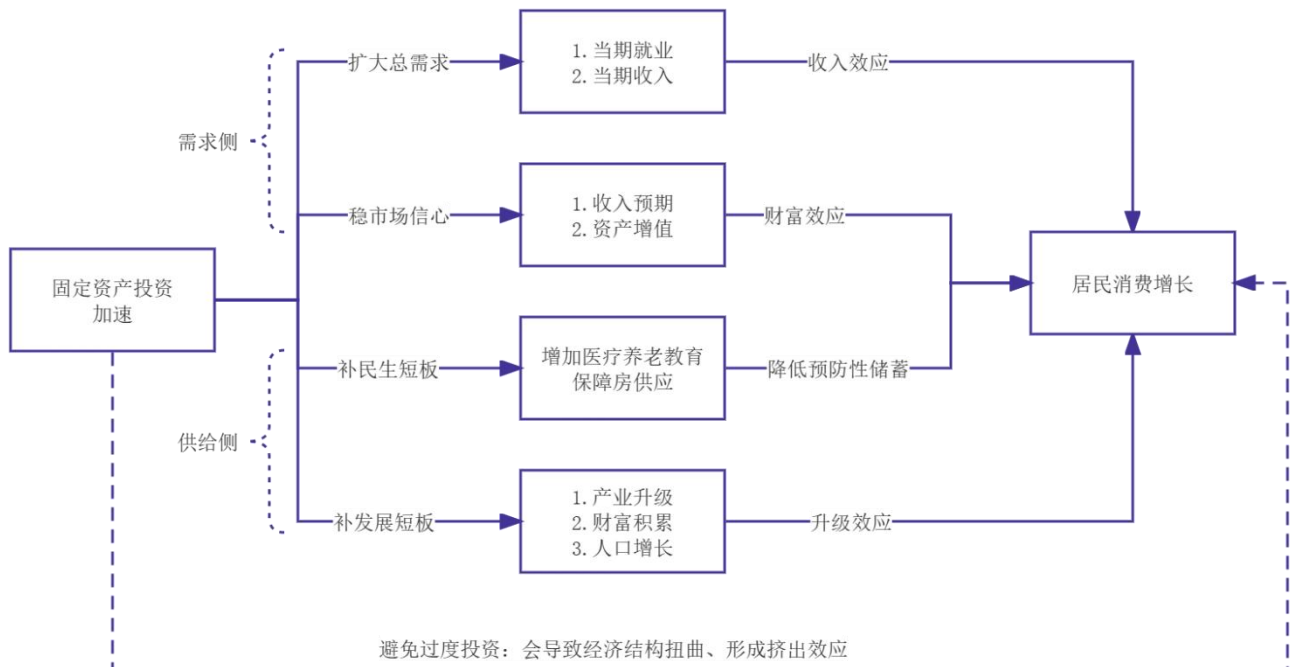
资料来源：Wind，中国银河证券研究院；2023 年为上半年数据乘 2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 投资带动消费的实现机制

在总需求不足的环境中，投资能够通过以下机制带动消费。一是带动当前就业与居民收入预期，形成收入效应；二是稳定市场信心，短期稳定金融资产与房地产价格，中长期实现居民财富持续积累，形成财富效应；三是从供给侧增加养老、医疗、教育、保障房、市政设施、农业农村设施等短板供应，降低居民的预防性储蓄，增加消费意愿；四是优化经济结构，拓展发展空间，提振长期信心，驱动人口自然增长，缓解压制消费的最大变量。

图 25：在总需求不足状态下，固定资产投资加速对消费具有四方面的带动作用



资料来源：中国银河证券研究院

1.需求侧：收入效应与财富效应

固定资产投资是拉动当期总需求的主要力量，因而会影响经济增长与就业率，进而影响居民的收入预期、消费与购房意愿。从微观机制来看，企业或政府要增加固定资产投资，必然会雇佣劳动力进行配套，从而带动就业，提升居民收入的预期。数据证明，名义GDP增速与城镇新增就业人口增速正向相关。其中，2010年至2015年名义GDP增速下行，城镇新增就业人口年度增速也趋于下行，2015年甚至转负。2016年至2017年名义GDP增速上行，城镇新增就业人口增速也开始回升。2018年至2019年随着中美贸易摩擦加剧，名义GDP增速与城镇新增就业人口增速也都再次回落。进入新冠疫情期间，波动进一步加剧，但两者仍然保持正相关性。因此在结构上，投资方向需要充分考虑中国就业的流动趋势。

图 26：名义 GDP 增速与城镇新增就业人口增速的正相关性

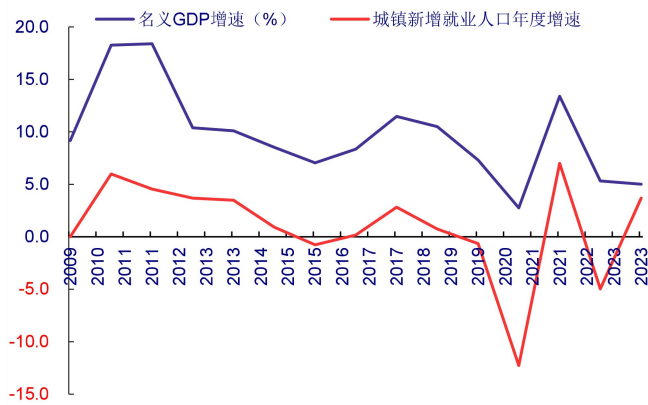
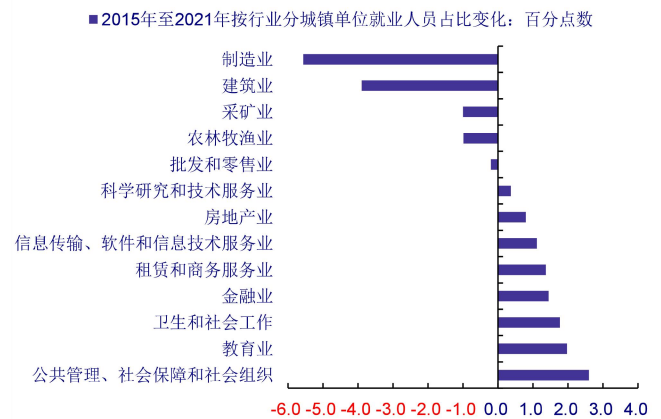


图 27：2015 至 2021 年城镇单位就业人员行业分布变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从财富效应的角度来看，当前加速投资可能会有短期和长期两方面的作用。短期而言，当前居民财富受金融资产和房地产价格调整的影响较大^①。此时加速投资可以驱动信贷扩张、稳定社会融资增速，缓解权益资产的调整压力；也能通过政策预期与信心恢复来稳定房地产价格，从而改善居民资产负债表，并通过财富效应带动社会消费。中长期而言，加速投资如果能实现居民收入的持续提升（这就需要供给侧与需求侧的结构匹配，并实现产业结构升级），改变长期收入预期，就可以实现社会财富的持续积累，从而全面提升居民消费的增长空间。

2.供给侧：补民生短板与发展短板

从就业分布和实际增长等数据来看，当前科技、信息技术、教育、商务服务等行业是需要补上的发展短板；文化、卫生、养老与社会服务、教育等是需要补上的民生短板。这些民生短板和发展短板行业，从需求侧看是当前产生新增就业的主要行业，从供给侧看又很多是制约消费和经济增长的关键性行业。补民生短板可缓解居民生活负担、降低

^①易纲（2020）《再论中国金融资产结构及政策含义》：居民资产负债表中，证券金额占比为 10.0%（其中股票为 9.1%），特定目的载体（理财、信托、基金等资产）总额占比为 17.2%；而以个人住房贷款为主的贷款余额规模已经从 2007 年的 5 万亿元升至 2018 年的 53.6 万亿元，年均增长达到 24.1%。

预防性储蓄；补发展短板投资则能拓展长期发展空间、提振长期发展信心。这最终都有助于解决人口结构与持续增长等长期问题。

当前补民生短板和补发展短板行业的投资占总体的比重都相对较低，近年来增速的波动也比较大，需要稳定发展。表 1 显示，房地产投资、制造业投资、基建投资（水利、环境和公共设施管理，交通运输、仓储和邮政、电力热力燃气和水三项）占固定资产投资的比重超过 80%，但作为吸收新增就业、改善供给结构的主体，现代服务业中近年来只有科技、商务服务行业的投资增速保持了较高增速；卫生和社会工作的投资在疫情期间高速增长，2023 年有所降速；教育、信息技术、文体娱乐等行业投资都阶段性受到行业性调控政策的影响，其中信息技术行业恢复较快，但教育和文体娱乐行业恢复偏慢。

表 1：2018 年以来各行业固定资产投资增速与 2017 年占比

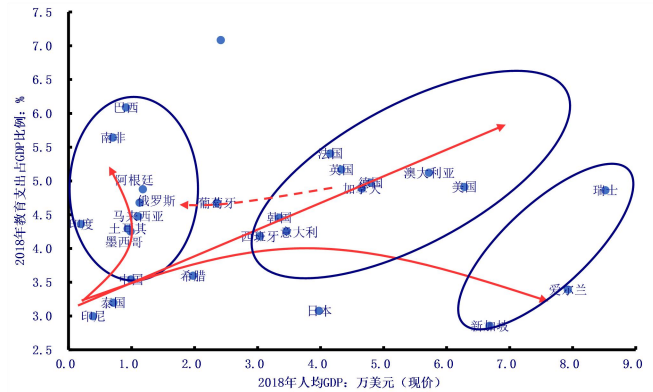
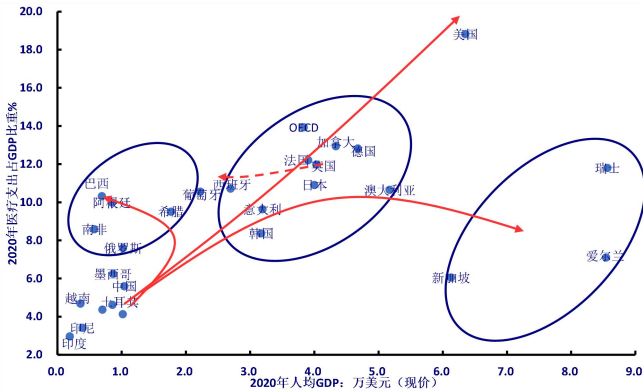
| 各行业固定资产投资 | 累计同比增速 | | | | | | 2017 年占比↓ |
|-------------------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | 2023H1 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | |
| 制造业 | 6.0 | 9.1 | 13.5 | -2.2 | 3.1 | 9.5 | 30.7% |
| 房地产业 | -6.7 | -8.4 | 5.0 | 5.0 | 9.1 | 8.3 | 22.1% |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 3.0 | 10.3 | -1.2 | 0.2 | 2.9 | 3.3 | 13.0% |
| 交通运输、仓储和邮政业 | 11.0 | 9.1 | 1.6 | 1.4 | 3.4 | 3.9 | 9.7% |
| 电力、热力、燃气及水的生产和供应业 | 27.0 | 19.3 | 1.1 | 17.6 | 4.5 | -6.7 | 4.7% |
| 农林牧渔 | 2.0 | 4.2 | 9.3 | 19.1 | 0.7 | 12.3 | 3.9% |
| 批发和零售业 | -4.2 | 5.3 | -5.9 | -21.5 | -15.9 | -21.5 | 2.6% |
| 租赁和商务服务业 | 9.3 | 14.5 | 13.6 | 5.0 | 15.8 | 14.2 | 2.1% |
| 教育 | 3.1 | 5.4 | 11.7 | 12.3 | 17.7 | 7.2 | 1.8% |
| 采矿业 | 0.8 | 4.5 | 10.9 | -14.1 | 24.1 | 4.1 | 1.5% |
| 文化、体育和娱乐业 | 1.3 | 3.5 | 1.6 | 1.0 | 13.9 | 21.2 | 1.4% |
| 公共管理、社会保障和社会组织 | 27.0 | 42.1 | -38.2 | -6.4 | -15.6 | -18.0 | 1.3% |
| 卫生和社会工作 | 2.3 | 26.1 | 19.5 | 26.8 | 5.3 | 8.4 | 1.2% |
| 信息传输、软件和信息技术服务业 | 14.2 | 21.8 | -12.1 | 18.7 | 8.6 | 4.0 | 1.1% |
| 住宿和餐饮业 | 0.5 | 7.5 | 6.6 | -5.5 | -1.2 | -3.4 | 1.0% |
| 科学研究、技术服务和地质勘查业 | 28.6 | 21.0 | 14.5 | 3.4 | 17.9 | 13.6 | 0.9% |
| 建筑业 | 24.2 | 2.0 | 1.6 | 9.2 | -63.8 | -13.9 | 0.6% |
| 居民服务、修理和其他服务业 | 23.3 | 21.8 | -10.3 | -2.9 | -9.1 | -14.4 | 0.4% |
| 金融业 | 8.1 | 2.4 | -7.0 | 23.3 | 17.8 | -10.8 | 0.2% |

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

需要强调，对于教育、医疗与社会保障等民生短板投资而言，国际经验表明保持社会福利支出增速与人均 GDP 增速相当是合意水平，这既能改善民生、降低居民预防性储蓄，也能保证财政可持续性以及对经济发展的支持。而巴西、阿根廷、俄罗斯、南非等陷入了“中等收入陷阱”的经济体，都是在人均 GDP 增长不足的情况下，由于福利支出过重，导致政府债务负担加重，影响了经济的转型进程。希腊、葡萄牙、西班牙等也有类似情况。

图 28：全球主要经济体人均 GDP 与医疗支出占 GDP 比重

图 29：全球主要经济体人均 GDP 与教育支出占 GDP 比重

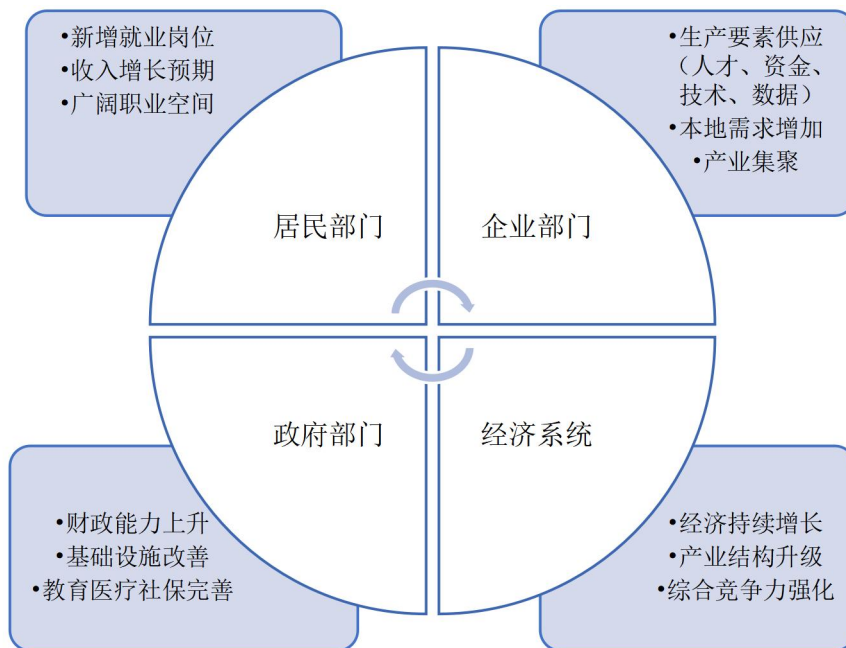


资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

最终的理想是，经济系统的每一个短板都得到了补强，每一个环节都没有缺失，呈现为充分就业、消费、生产景气、投资有效、财政可持续、技术进步。居民部门得到了就业岗位、收入增长预期与人生发展空间，然后就可以提供持续的要素供应与消费市场。企业部门利用要素进行生产，并研发新的产品与服务，满足持续增长的市场需求。政府部门向市场提供基础设施、公共服务，并实现最优税率和拉伐曲线。最终，经济系统实现可持续发展与结构升级。

图 30：补民生短板、补发展短板有助于实现经济系统持续升级，拓展长期发展空间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 投资带动消费的效果验证

1. 投资对宏观变量的影响

理论上, 首先投资可以创造出新增就业; 其次, 就业带动居民收入增长, 因此投资可能促进居民收入增长; 然后, 居民收入水平提高后, 居民消费支出会增加, 从而投资对消费支出可能有正向促进关系; 最后, 如果将居民收入减去支出得到的差额视作储蓄, 由于消费者的边际消费倾向递减, 因此当居民收入水平、消费水平同时上升时, 居民储蓄水平会上升, 即投资可能对居民储蓄有正向促进作用。

采用季度数据对上述分析进行验证, 结果如下: 1. 从城镇新增就业人数来看, 固定资产投资对就业增长在 10% 的显著性水平下有正向促进作用; 包含固定资产投资平方项的回归显示, 固定资产投资总额一次项系数显著为负、二次项系数显著为正, 当前固定资产投资总额位于对称轴右侧, 表明固定资产投资对于城镇新增就业人数的影响为正, 且斜率有递增趋势。2. 从全国居民人均可支配收入来看, 固定资产投资对收入的影响为负, 但不显著; 包含固定资产投资平方项的回归显示, 固定资产投资总额一次项系数为负、二次项系数为正, 但均不显著, 表明固定资产投资对于收入没有显著影响。3. 从全国居民人均消费支出来看, 固定资产投资对消费的影响为负, 但不显著; 包含固定资产投资平方项的回归显示, 固定资产投资总额一次项系数为负、二次项系数为正, 但均不显著, 表明固定资产投资对于消费没有显著影响。4. 从全国居民人均可支配收入减人均消费支出来看, 固定资产投资对储蓄的影响为负, 且在 10% 的水平下显著; 包含固定资产投资平方项的回归显示, 固定资产投资总额一次项系数为负、二次项系数为正, 但均不显著。如表 2、3 所示。

表 2: 固定资产投资对城镇新增就业、全国居民人均可支配收入的影响

| 回归结果 | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|--------------|----------|----|----------|----|-------------|-----|-------------|-----|
| | 城镇新增就业人数 | | 城镇新增就业人数 | | 全国居民人均可支配收入 | | 全国居民人均可支配收入 | |
| 固定资产投资完成额二次项 | | | 0.5496 | 显著 | | | -0.4727 | 不显著 |
| 固定资产投资完成额一次项 | 0.1730 | 显著 | -12.6486 | 显著 | -0.1722 | 不显著 | 10.8562 | 不显著 |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3: 固定资产投资对全国居民人均消费支出、人均收支差额的影响

| 回归结果 | (5) | | (6) | | (7) | | (8) | |
|--------------|------------|-----|------------|-----|--------------------|----|--------------------|-----|
| | 全国居民人均消费支出 | | 全国居民人均消费支出 | | 全国居民人均(可支配收入-消费支出) | | 全国居民人均(可支配收入-消费支出) | |
| 固定资产投资完成额二次项 | | | -0.4957 | 不显著 | | | -0.3428 | 不显著 |
| 固定资产投资完成额一次项 | -0.1088 | 不显著 | 11.4554 | 不显著 | -0.3120 | 显著 | 7.6846 | 不显著 |

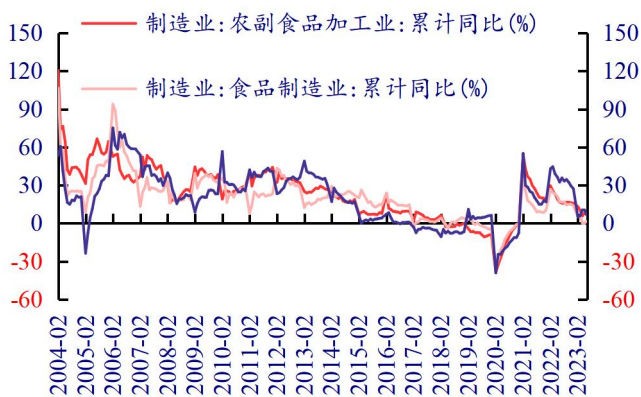
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2.行业投资的边际变化

大消费板块，可细分为食品、服装、住房、交通、服务及其他行业。从食品相关行业来看，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业的固定资产投资总额累计同比增速，2004至2005年增速先降后升，消费需求增长加快，固定资产投资增速上升至高位；2006至2012年增速先降后升，期间受全球金融危机冲击，2008年居民消费水平陷入低迷；2013年至2019年呈缓慢下降趋势并降至负值区间，期间经济增速缓慢下降，居民收入水平增长低于经济增长，从而我国长期维持低消费率和高储蓄率；2020至2021年，受疫情影响，增速深度下探后又升至较高水平；2022至2023年，增速总体下行，但仍然实现正增长。

农林牧渔业的固定资产投资总额累计同比增速，2004至2009年快速上升，2009至2019年呈下行趋势，2022年以来投资增速整体下行。烟草制品业的投资增速振幅较大，2023年总体增速较高，但也处于下行区间。

图 31：食品制造业等的固定资产投资总额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32：农林牧渔业等的固定资产投资总额累计同比



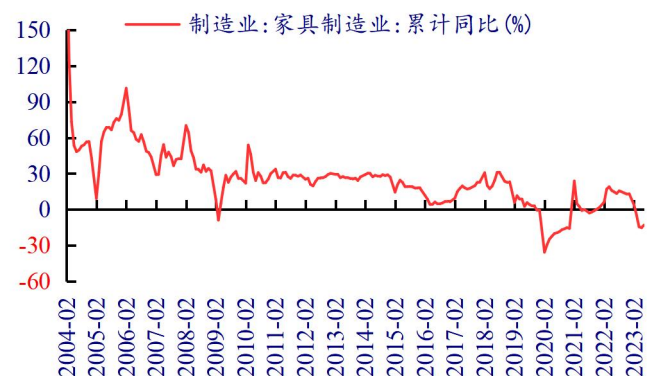
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：纺织业等的固定资产投资总额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 34：家具制造业固定资产投资总额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

纺织业、纺织服装、服饰业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，以及家具制造业的固定资产投资累计同比增速与食品行业走势相同。截至2023年6月，纺织业固定资产投资总额累计同比下跌2%，纺织服装、服饰业投资累计同比下跌5.3%，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业的投资累计同比下跌0.7%，均为负增长；而6月家具制造业投资累计同比下跌12.9%，受房地产行业销售端下行拖累。

服务行业方面，文教娱乐用品等制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业的固定资产投资总额累计同比增速，2004至2007年保持在40%左右的较高水平，2008至2009年投资增速降至低于10%；2010至2011年快速上升；2012年以来增速缓慢下滑。2022至2023年，投资增速下行。批发和零售业、住宿和餐饮业的固定资产投资总额累计同比增速与食品行业走势相似。医药制造业的固定资产投资增速，2010至2011年快速上升，随后维持在10%-20%区间窄幅波动。教育行业的固定资产投资增速，2009年增长较快，2010至2019年在10%-20%区间窄幅波动。

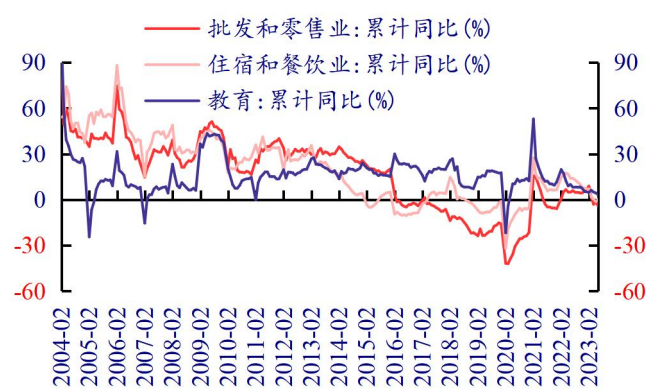
2022至2023年，服务行业各细分板块投资增速总体均呈下降趋势。截至2023年6月，其中，文教娱乐用品等制造业投资累计同比下跌2.8%，批发和零售业投资累计同比下跌4.2%，投资降速较大。

图 35: 医药制造业等的固定资产投资总额累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36: 批发和零售业等的固定资产投资总额累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37: 汽车制造业等的固定资产投资总额累计同比



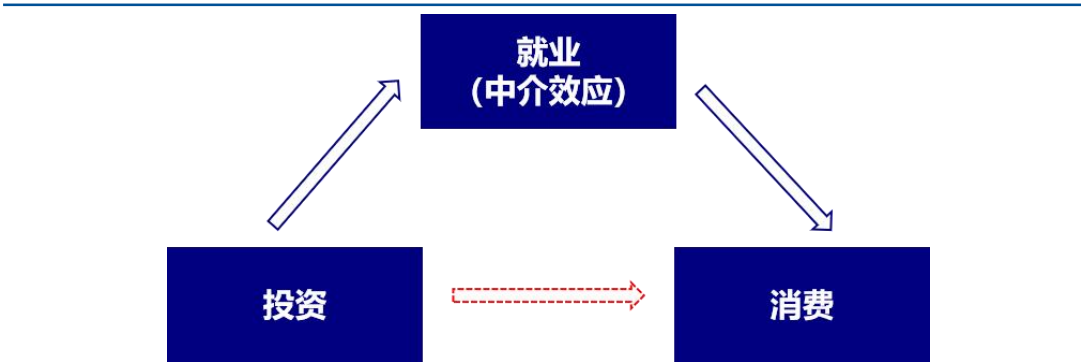
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

汽车制造业固定资产投资累计同比增速 2012 至 2019 年缓慢下行；2020 年出行受限，汽车制造业投资增速大幅下滑，2021 年增速上行但仍处于负值区间；2022 至 2023 年持续上行，受益于新能源汽车需求爆发。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速波动较大，2012 至 2014 年上行趋势明显；2015 至 2019 年增速整体下行；2020 至 2021 年，受疫情冲击较大，增速先降后升；2022 年至 2023 年增速总体下行。截至 2023 年 6 月，汽车制造业投资累计同比上升 20%，增速遥遥领先大消费其他板块。

3.投资对消费的溢出效应

计算投资对消费的溢出效应，首先建立在投资对消费有一定相互作用的基础上。根据理论逻辑，本文提出假设，投资对消费的影响存在中介效应，投资将通过影响就业和人均可支配收支，进而对消费产生影响。但由于投资传导至人均可支配收支具有一定延后效应，加之中国相关数据支撑不足，因此仅考虑投资通过影响就业而影响消费这一路径。

图 38：总体投资对总体消费的影响路径假设



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

为验证上述假设，首先对投资和消费的相关性进行测算，以确定投资与消费整体相关关系。其次对投资和就业的相关性进行测算，以验证投资对就业这一中介变量的影响是否成立。最后对投资、消费及中介效应整体进行回归，以观察中介效应的具体情况，并探究当前投资对总体消费影响的缺口。选取 2013-2023Q2 间各季度数据进行分析，变量如表 4。

表 4：回归涉及变量类型、符号、名称及计量说明

| 变量类型 | 变量符号 | 变量名称 | 变量计量及说明 |
|------|-------------------|---------------|------------------|
| 因变量 | $ln_Consumption$ | 社会消费品零售总额 | Ln(社会消费品零售总额当季值) |
| 自变量 | $ln_Investment$ | 固定资产投资完成额 | Ln(固定资产投资完成额当季值) |
| 中介变量 | $ln_Employment$ | 城镇新增就业人数 | Ln(城镇新增就业人数当季值) |
| 控制变量 | GDP | 国内生产总值 | GDP 不变价当季同比 |
| | PPI | 生产价格指数 | PPI 全部工业品当月同比 |
| | PMI | 制造业采购经理指数 | 制造业 PMI |
| | $M1_M2$ | 狭义货币同比-广义货币同比 | M1-M2 同比 |
| | CPI | 消费者物价指数 | CPI 当月同比 |

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

根据上述回归结论，固定资产投资完成额与城镇新增就业人数为开口向上的二次函数。在当前阶段，投资会对就业产生显著正向的促进作用，继续增加固定资产投资将增加城镇新增就业人数，投资对中介变量的影响成立。

结合中介效应回归结果，推测投资对消费的影响也非简单的线性关系，当投资位于较小区间时，增加投资将对消费产生较为显著的促进作用，但这种促进效应呈现边际递减态势，达到一定高点后，继续投资将导致过度投资，可能对消费产生一定的挤出效应，导致投资增加，消费反而减少的情况。因此投资对消费的影响也通过二次函数模型进行回归。对所有变量进行回归时，同样引入自变量二次项进行整体回归，回归(1)是投资与消费的回归，回归(2)是投资与就业的回归，回归(3)是投资、就业与消费的整体回归，结果如表 5。

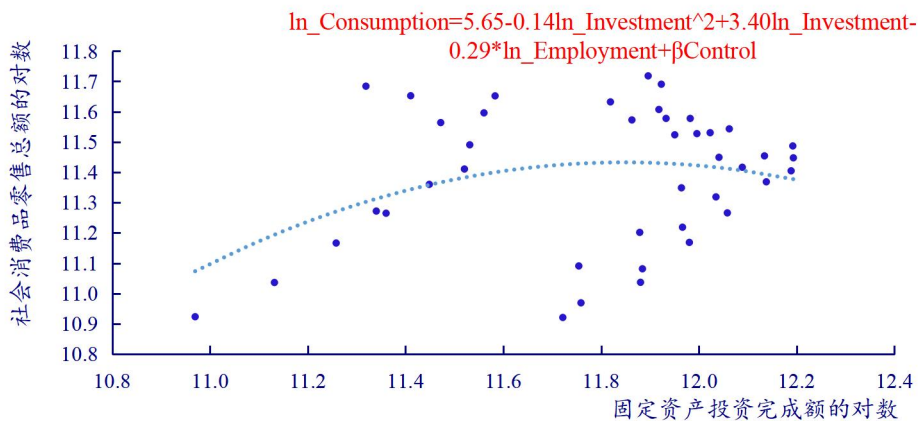
表 5: 总投资、总消费及其中介效应的回归结果

| | (1) 社会消费品零售总额 | | (2) 城镇新增就业人数 | | (3) 社会消费品零售总额 | |
|--------------|------------------|-----|-----------------|----|------------------|-----|
| 固定资产投资完成额二次项 | -0.306 | 不显著 | 0.564 | 显著 | -0.140 | 不显著 |
| 固定资产投资完成额一次项 | 7.217 | 不显著 | -12.977 | 显著 | 3.403 | 不显著 |
| 城镇新增就业人数 | | | | | -0.294 | 显著 |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

由结果可知，回归(1)和回归(3)展示的投资与消费关系均为开口向下的抛物线，直观结果如图 41。根据温忠麟等人(2014)采用的检验方法，综合依次检验法和 Bootstrap 法的优点,先对回归(2)中的显著性进行检验，可知投资的二次项和一次项系数均在 1%的显著性水平下显著，该模型整体上也通过 F 检验，表明模型整体的显著性成立。再对回归(3)中中介变量的系数进行显著性检验，可知其在 10%的显著性水平下显著。最后对回归(1)进行显著性检验，可知投资的二次项和一次项系数均不显著。因此，得出结论，投资对消费的直接效应不显著，只存在中介效应，即投资可以通过影响就业，进而传导至对消费的影响，检验了上述假设的成立。

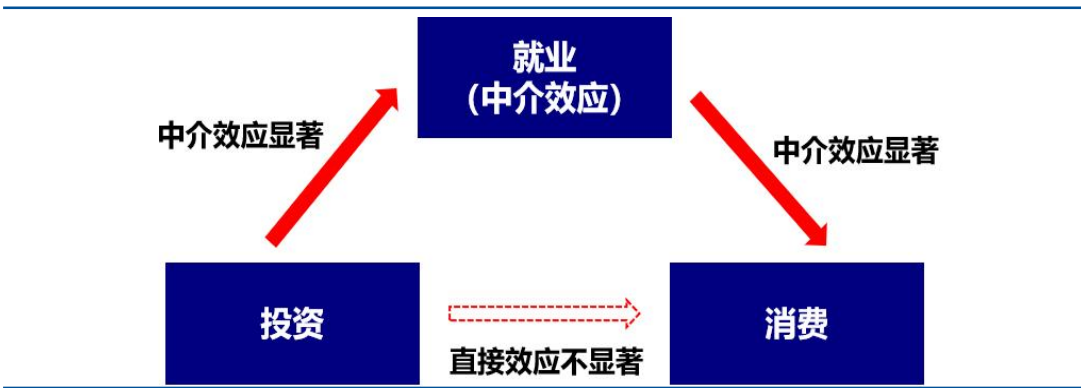
图 39: 固定资产投资完成额与消费社会消费品零售总额散点图及回归结果



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上，投资对消费的影响具有完全中介效应，即固定资产投资先对就业指标产生影响，通过计算可知，当前的固定资产投资规模已升至对称轴右侧，即继续增加固定资产投资，将增加城镇新增就业人数，增加投资对就业的利好效应显著，且理论上效应呈边际递增，表明目前加大投资具有一定的可行性，理论支撑相对完备。整体上看，投资对消费的影响为开口向下的二次函数，计算可知目前对称轴所在位置为“ $\ln_Investment=12.14$ ”处，截至2023年6月30日，我国固定资产投资总额的对数为11.82，尚位于对称轴左侧，因此增加投资仍能通过就业这一中介变量传导至消费，从而促进总体消费的增加，总投资存在缺口，可以通过增加投资的手段促进消费。

图 40：总体投资对总体消费的影响路径及效果



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

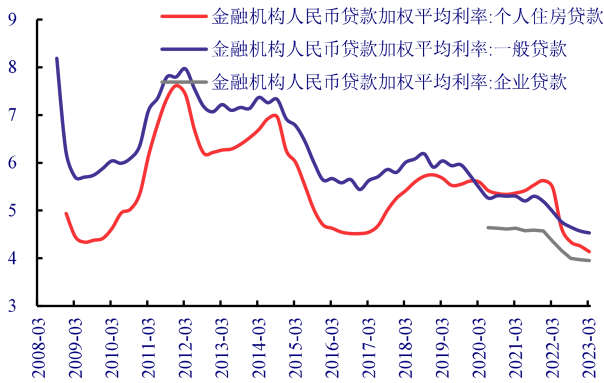
（四）投资的资金来源

投资面临的主要问题一是投向与效率，二是资金来源。关于投向与效率的问题，针对消费抑制因素去加速投资，可能是有效的解决途径之一。而资金来源也要考虑短期、中期和长期：短期由于通胀率为负抑制货币政策效果，因此主要靠财政支出节奏加快。中期，政策性金融工具在彻底走出赤字率约束之前，都将是支持投资的重要方式。未来以通胀率回归正常为标志，货币政策将逐渐恢复效果，实际财力实际也将恢复。长期，在财税体制改革的进程中，重点是要优化债务与经济增长的关系。

1.短期负通胀率限制货币政策效果，主要依靠财政支出加快

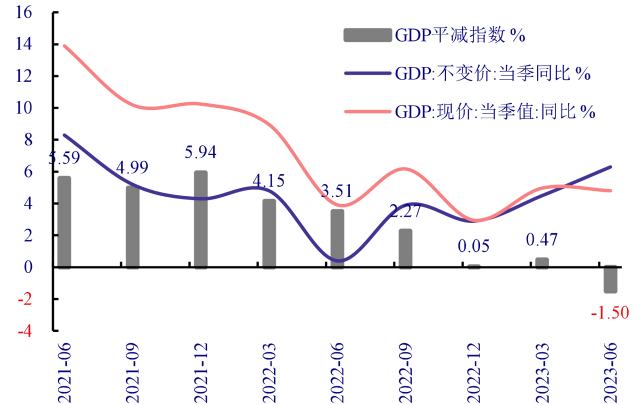
由于目前通胀率为负值，导致实际利率极高，货币政策到信用扩张的传导效果受限，因此尽管人民币贷款加权平均利率已经降低历史低位，但货币政策并没有明显促进企业投资与居民的购房与消费。而且从5月开始，货币供应量与社会融资增速已开始回落。尽管6月OMO利率、MLF利率、LPR调降10BP，但并没有停止下行趋势。在货币政策效果受限的情况下，财政政策与重点行业性调控政策应成为逆周期的主力。等通胀率回归正常（CPI到2%左右，PPI转正）之后，货币政策的实际效果将有所恢复。

图 41: 加权平均利率已经降至历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院;

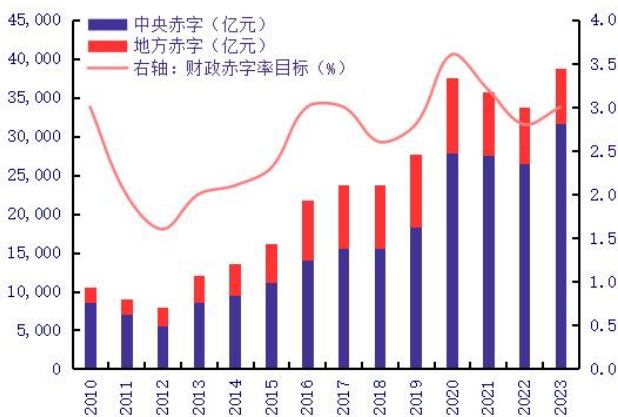
图 42: 2023Q2 的 GDP 平减指数出现罕见的负值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院;

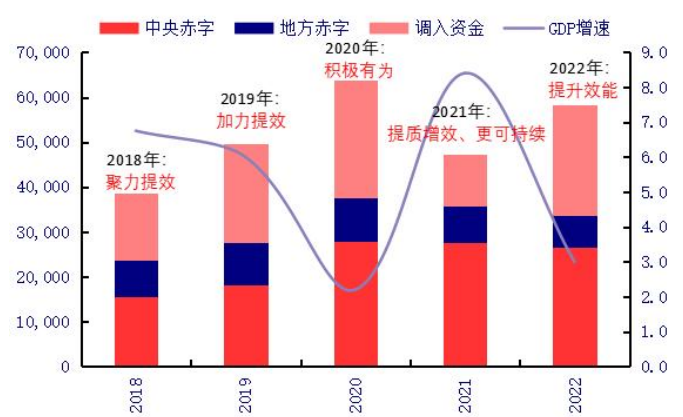
今年财政赤字率安排为 3%，虽然较去年提高 0.2% 个百分点，但实际财力弱于去年，且 4 至 6 月支出节奏明显放缓，这是今年上半年尤其是二季度经济复苏低于预期的重要因素。近年来财政赤字率的现实意义逐渐变小，尤其是 2015 年发行专项债以来，显性赤字率主要体现为财政“三本账目”之间收支调节的结果。政府性基金预算和国有资本经营预算虽然为预算内财政收入，但其收支差额并不纳入赤字计算，且每年盈余可调入一般公共预算用于弥补收支差额。2022 年，我国财政赤字虽然为 3.37 万亿元，赤字率为 2.8%，较 2021 年降低了 2000 亿元的赤字规模。但 2022 年从中央预算稳定调节基金、政府性基金预算以及国有资本经营预算调入资金合计为 2.45 万亿元，比 2021 年多调入 1.28 万亿元。

图 43: 2010 年-2023 年赤字水平及赤字率目标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院;

图 44: 2018 年-2022 年财政赤字及调入资金 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院;

因此 2022 年虽然中央及地方赤字低于 2021 年，但财政政策的逆周期调节力度较大。

而 2023 年虽然显性赤字增加了 5000 亿元，但调入资金大幅低于去年，其中又有 4000 亿元的调入资金虽然列入今年政府性基金预算，但已在去年大规模减税降费政策上实际上使用，总体来看今年赤字率及调入资金加总后实际略弱于去年。此外，今年上半年专项债发行进度偏慢，3.8 万亿的专项债额度截止 7 月底发行了 2.36 万亿，进度慢于 2020 年及

2022年。这可能有两方面原因：一是由于去年稳增长压力较大，导致大批项目集中开工，而今年以来项目收益率审核标准趋严；另一方面可能是去年7399亿政策性金融工具使用之后，部分专项债项目面临资金本不足的问题。

综上，我们认为今年消费不振的部分原因是年初在政策目标制定时，对于消费复苏的预期过于乐观，且忽略了经济复苏初期投资对于消费的显著拉动作用，导致今年整体财力对于投资的支持偏弱。加上去年投资项目集中上马，在4月份储备项目发行完毕后，5至7月短暂出现了“项目空窗期”，这也是二季度经济增速低于预期的重要因素。

2. 中期准财政政策和财政支出结构优化是重要抓手

中期来看，3%红线还需要发挥一定的预期管理的作用，在这一时期，准财政政策和财政支出结构的优化将是财政支持投资的重要抓手。

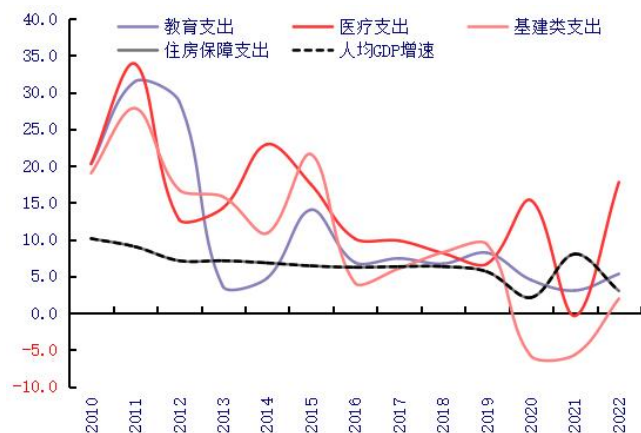
一是准财政政策应是助力投资拉动内需的重要工具。从工具使用便利性和资金杠杆撬动作用来看，政策性金融工具的对于基建投资的拉动作用都好于当前的专项债。中诚信国际测算，去年农发行投放的2459亿元资本金，涉及项目总投资近3万亿元，理论撬动倍数约为12.2倍；而进出口行投放的684亿元，带动项目总投资也接近万亿，理论撬动倍数约为14.6倍。以政策性开发性撬动倍数为12-14倍估算，7399亿元额度或可拉动基建投资8.9-10.4万亿元。如表6所示。

表6：2022年政策性开发性金融工具撬动作用测算

| | 规模 | 落地时间 | 2022年可发挥投资效果时长 | 撬动基建投资(12倍) | 撬动基建投资(14倍) |
|-----|-------|---------|----------------|-------------|-------------|
| 第一批 | 3000亿 | 2022年7月 | 0.5年 | 3.6万亿 | 4.2万亿 |
| 第二批 | 4399亿 | 2022年9月 | 0.3年 | 6.2万亿 | 6.2万亿 |
| 合计 | 7399亿 | / | / | 8.9 | 10.4 |

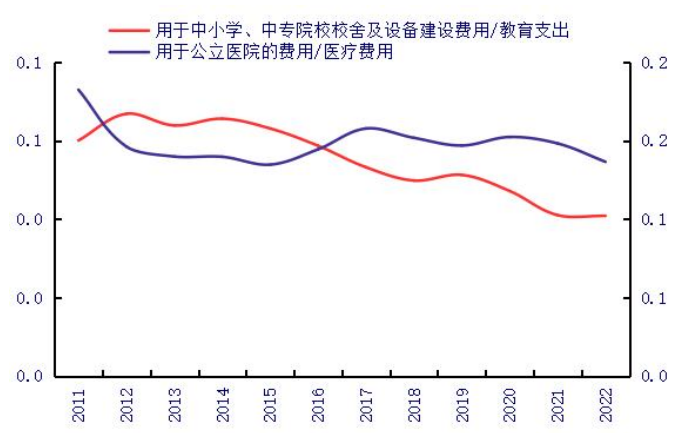
资料来源：中诚信国际，中国银河证券研究院整理

图45：一般公共预算支出中各类支出增速与人均GDP增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：教育和医疗支出中用于校舍和公立医院的费用占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

特别是，随着当前中央对地方债务风险化解一揽子政策的逐步落地，过去地方政府基于“土地财政”的预算外融资方式需要逐步向中央财政统筹方式转化。而在债务融资向中央统筹的过程中，由于3%赤字率红线短期内尚难突破，意味着中央赤字和地方一般赤字的硬约束将持续存在，而不计入赤字内的财政空间以及预算外准财政空间目前主要是专项债和政策性金融工具，国有资本经营预算更多起到临时性流动性补充作用。目前实践中专项债资金的使用灵活性及资金撬动率都不及政策性金融工具，且专项债项目立项到形成实际工作量又极其依赖政策性金融工具作为项目资本金。因此，我们认为在彻底走出赤字率约束前，政策性金融工具将是支持投资的重要方式。

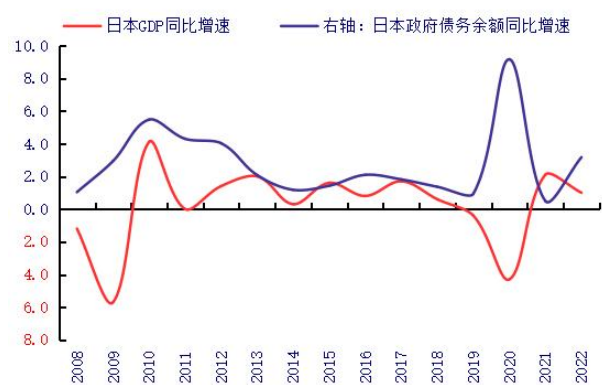
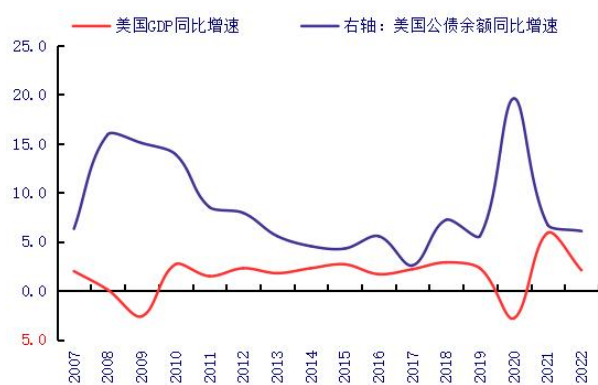
二是财政支出结构的优化仍存在较大空间和必要性。过去三年，由于疫情防控需求的客观存在，医疗卫生支出增速显著提升，而主要用于基础设施建设的城乡、农林水事务、交通三项支出的合计增速自疫情之后显著低于人均GDP增速，2023年财政预算草案中用于基建投资的预算内安排资金为6800亿元，上调了400亿元，但考虑之前较低基数，今年对投资拉动作用有限。其次，我国医疗及教育支出虽然过去几年增速较高，但其中用于校舍及医院建设的资金占比较低。以教育支出为例，2021年财政支出总计约为3.74万亿元，但其用于中小学、职业学校校舍建设的合计资金总额仅422.97亿元（用于职业学校建设资金仅36亿），仅占总体教育支出1.1%，且自2010年至今占比显著降低。我们认为，过去长期欠账的职业学校、医院、养老等与民生相关的基础设施建设仍有较大空间，且此类投资兼备拉动内需、解决就业、促进消费的多重功能，是财政逆周期调节的重要方向。

3.长期要优化债务与经济增长之间的关系

在经济面临内需不足时，对赤字和债务的传统认知往往会制约政府投资对需求复苏的引领作用。政府债务增长与经济增长本就是“此消彼长”的对应关系。但我国因为过去中央与地方财权与支出责任不匹配的问题，显性政务债务率与GDP增速的“逆周期”效应不显著（逆周期调节效果自疫情才开始有所体现），导致地方政府的隐性债务实际承担了稳经济的主要作用，但目前来看地方隐性债务规模大幅缩减，且显性赤字率又未显著增长，部分制约了财政的宏观调控力度。因此，长期来看无论是从加大财政调控力度还是化解隐债风险的角度，都需要重新认识债务问题和央地财税体制问题。

图 47：美国 GDP 与政府债务同比增速（%）

图 48：日本 GDP 与政府债务同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 49：中国 GDP 与政府债务同比增速

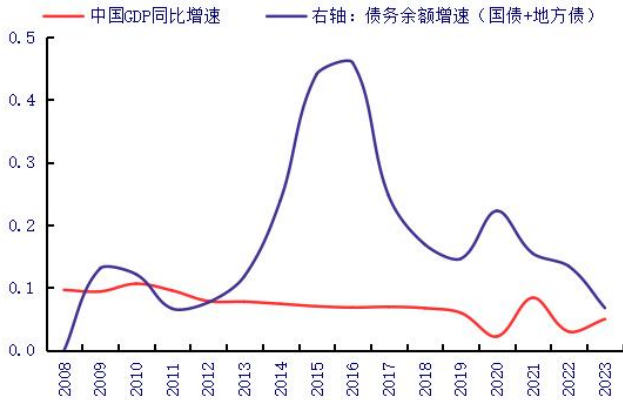


图 50：中国城投债存量规模及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院；注 2015 年后大幅增长主要是算法调整问题

长期来看，我们认为不应仅盯住 3% 的赤字率目标，或者说随着经济社会发展阶段的演化，人口老龄化的加剧，突破 3% 赤字率及 60% 负债率的“旧约”只是时间早晚的问题。这从任何一个发达国家的经验来看，都是经济发展的客观规律。3% 的赤字率目标为欧盟在 1991 年制定，目前来看其执行效果并不理想。欧元区成员国虽然完成了货币统一，但各国之间财政独立，拥有自主举债的能力。为对成员国的财政纪律进行了约束，设定了 3% 的赤字率及 60% 负债率红线。但从实际执行情况来看，希腊和意大利早在加入欧元区之初负债率便处于 100% 以上，且欧元区整体负债率水平也始终处于 60% 以上。赤字率方面，希腊、葡萄牙也一直超过 3%，整个欧元区也在 2008 年金融危机之后的五年时间里始终高于 3%。因此，即使是世界著名的“马约”缔造国欧盟也难以严格执行其在 1991 年制定的财政纪律。而欧债危机的爆发在一定程度上也源于欧盟僵化的财政纪律。尤其是在应对外部经济冲击时，僵化的财政纪律往往会导致政府丧失进行逆周期政策调节的能力和最佳窗口期。在有力欧债危机的经验之后，2020 年当欧洲再次面对“新冠疫情”的外部冲击时，欧盟财长会议在年初 3 月份便宣布暂停履行“马约”中的赤字率和负债率约束。

图 51：欧洲各国政府负债率水平

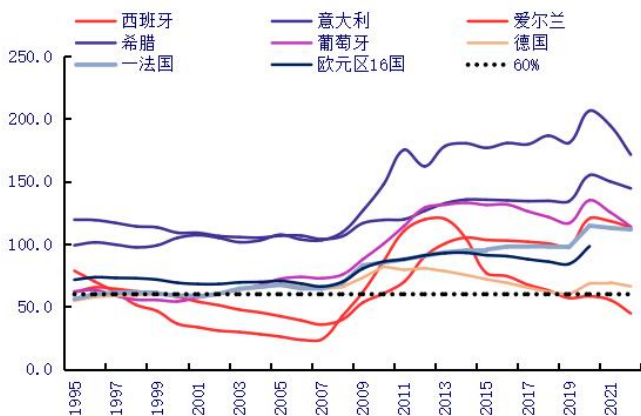
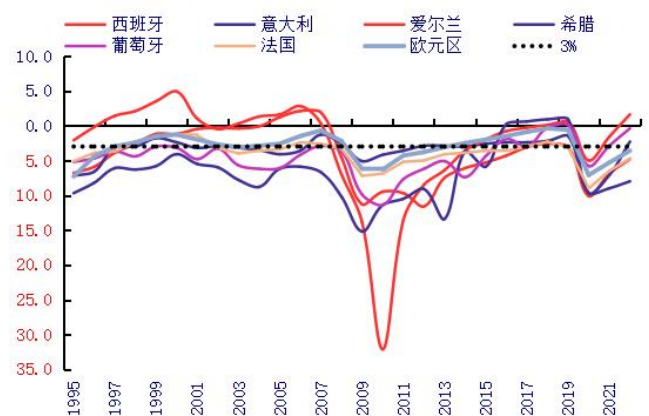


图 52：欧洲各国财政赤字率水平 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

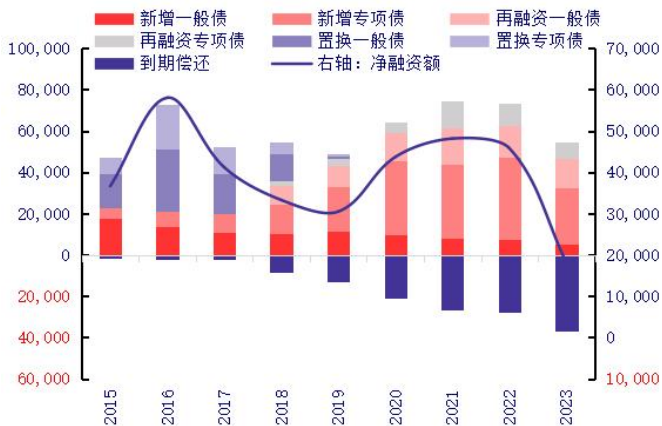
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3%目标赤字率的实际意义已经越来越小，目前政策层较为严格的执行纪律目标更多的意义体现在管理市场主体预期。如楼继伟在《基于国情背景认识财政预算有关问题》一文中所述“在中国，现阶段3%的指标更多的是一条心理防线，不守住这条防线也确实容易引发经济主体的不理性行为，但与此同时客观上形成了对财政政策的束缚。这种赤字有害的思维影响深远。”我们认为，伴随我国经济发展进入新增长阶段、人口老龄化问题日益严重，财政的支出压力将持续提升。且目前来看，如将专项债计算在内，我国广义赤字率水平已经超过3%，而在目标赤字率的约束下，政府通过专项债发挥逆周期调节的方式也逐渐显现了一些问题。

目前部分专项债项目已经有实质“一般化”的趋势。目前专项债项目主要由地方政府主导实施及主导发行，往往在面临投资支出压力时对项目审计不严的情况，继而导致项目实际收益较弱，隐性风险上升。根据专项债性质，其主要投向政府投资条例范围内，能形成现金流以覆盖利息支出成本的项目。而从当前专项债券的发行来看自2019年开始用于再融资的专项债金额及占比逐步提升，反映出项目现金流对利息支出的覆盖程度是显然不足的。而中央显然也注意到了这一问题，在今年的专项债项目审计中，加大了对项目收益率的审计，这也部分导致了4月份之后专项债项目审批节奏的放缓。

图 53：2015-2023 年政府债务融资分项及净融资金额 (亿元)

图 54：2015-2023 再融资专项债占比 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院；注：2023 年为上半年数据

资料来源：Wind，中国银河证券研究院；注：2023 年为上半年数据

中央杠杆率提升及引入多元融资主体或是未来专项债改革的方向。而从长期来看，我们认为鉴于政府主导投资的传统基建中，能满足项目收益率要求的项目将逐渐减少，未来一方面中央或需要突破赤字率的约束，通过增加中央债务融资额度，避免因专项债发行而再次造成地方债务风险的积累。另一方面，当前中央在投资中多次提及要发挥财政资金的撬动作用，引导多元主体的参与，我们认为未来引入多融资主体的专项债项目创新或许也是政策选项之一。例如，对于当前我国亟需投资的新能源、新基建、数字经济等领域的投资项目，政府专业化程度有限，盲目投资有可能产生债务风险，未来可以将专项债融资主体由政府向运营商、开发商转移，或通过专项债资金补贴予以增信。

三、民生短板的投资缺口测算

(一) 养老供应的缺口

近年来，我国老年人口规模日益庞大，人口老龄化程度逐步加深。2022年，60岁及以上人口达2.80亿，占总人口比例为19.8%。人口老龄化趋势中，蕴藏着丰富的养老需求，加快了养老产业的发展，包含老年医疗卫生服务、养老照护服务、老年社会保障等在内的多个行业持续扩容。在政策层面，为实施积极应对人口老龄化国家战略，推动老龄事业和产业协同发展，《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》于2021年底发布，以此推动养老供给的不断完善。当前，养老供给与需求之间的缺口，将为下一步的投资决定提供指引。

首先，对于未来三年老年人口的数量及分布作出预测。根据2022年联合国对于中国人口的预期，在低、中、高生育率条件下，预期值均高于实际值。因此，参考低生育率条件下不同年份的预期，结合2022年中国实际总人口数，给出2023-2025年中国总人口数的预测值。我们判断，未来三年中国总人口数将呈下行态势。对于老年人口，以60-64岁、65-69岁、70-74岁、75岁以上为分组依据，通过观察近年来各组人口占总人口比例的发展趋势，给出2023-2025年各组人口占总人口比例预测值。结合中国总人口数的预测，可以得出未来三年各组人口数量。如图55-56所示。

图 55：中国总人口数预测

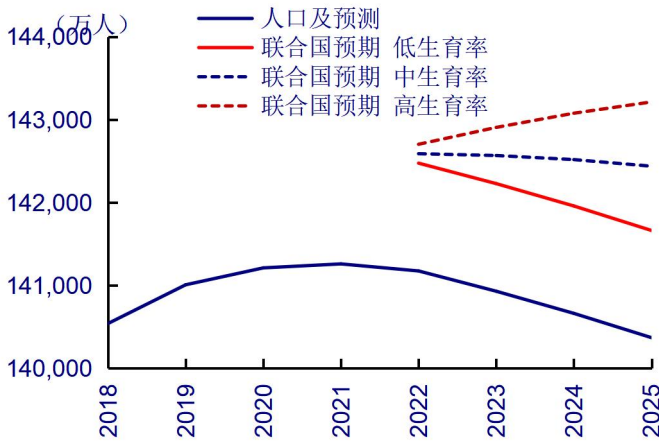
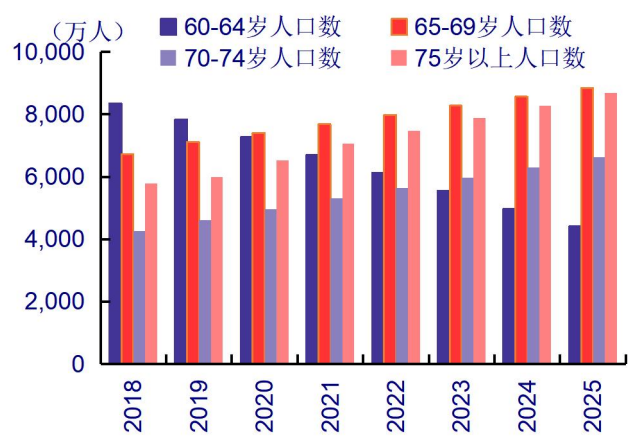


图 56：老年人口数量及分布预测



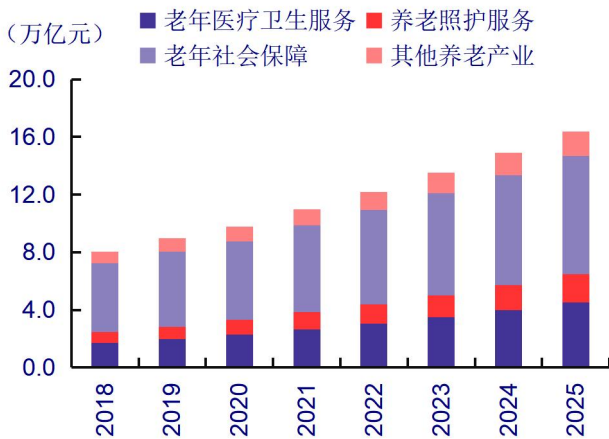
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

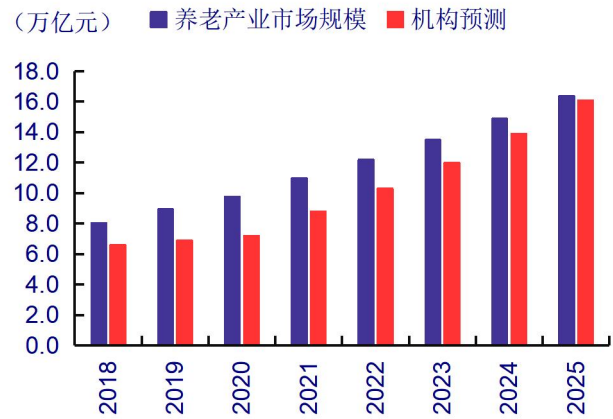
从供给侧来看，养老产业包括老年医疗卫生服务、养老照护服务、老年社会保障及其他产业。以老年医疗卫生服务为例，分别对于60-64岁、65-69岁、70-74岁、75岁以上组别，估算其人均年度开支，以此计算出每一组年度开支总额，进而得到每一年的老年医疗卫生服务规模。需要注意，由于医疗行业渗透率的提升及收入水平的提高，人均老年医疗卫生服务开支随时间逐步加大，因此在估算人均开支时要赋予相应增长系数。由此推算出2023-2025年养老产业市场规模分别为13.50、14.89和16.38万亿元。如图57-58所示。

图 57：养老产业市场规模预测

图 58：市场规模预测对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



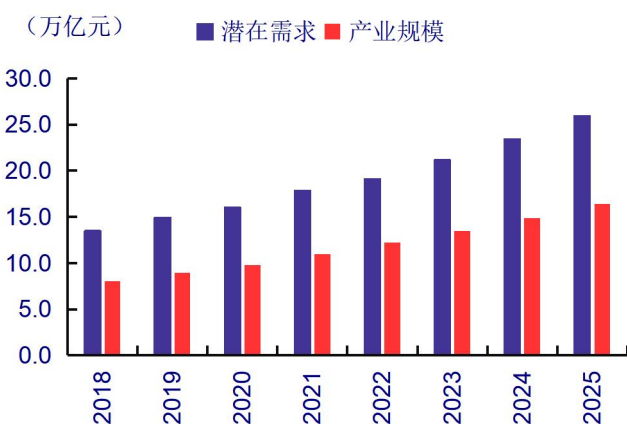
资料来源: Wind, 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

从需求侧来看,《中国城市养老服务需求报告(2021)》对于一线、新一线和二线城市的调研结果显示,2021年,60岁以上群体预期人均养老支出8341元/月。对于其他城市,在考虑消费水平、医疗成本等因素后,我们假定2021年,60岁以上群体预期人均养老支出在4000元/月左右。假设每年人均养老支出预期增速与人均可支配收入预期增速保持一致,人均可支配收入预期增速恢复至疫情前水平,即9%左右,可以得出按上述城市分类时,未来三年中每年的人均养老支出预测值。同时,2020年,一线、新一线和二线城市人口占比为36.1%。假定这一占比保持基本稳定,结合中国总人口数的预测,可以得出未来三年一线、新一线和二线城市的人口数量,以及其他城市的人口数量。由此,计算加总后,给出2023-2025年养老产业潜在需求分别为21.17、23.44、25.95万亿元。如图59所示

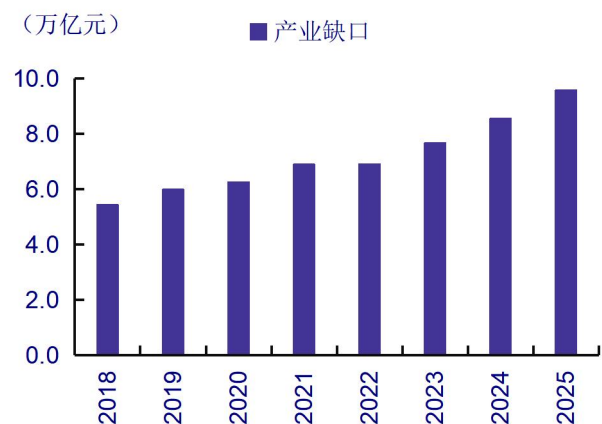
考察产业规模和潜在需求的差值,可知,2023-2025年养老产业缺口预测分别为7.67、8.55、9.57万亿元。因此当前养老产业发展水平无法满足老年人丰富的养老需求。为应对人口老龄化趋势,我国仍需加大养老产业供给力度,创新养老服务新业态。如图60所示。

图 59: 养老产业潜在需求预测

图 60: 养老产业缺口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）医疗保健行业的缺口

我国医疗行业长期处于供不应求的状态，行业投资存在明显缺口。由于医疗保健是关乎民生和社会福祉的大问题，常有相关政策出台，推动医疗行业不断发展。

图 61：我国人口老龄化率 (%)

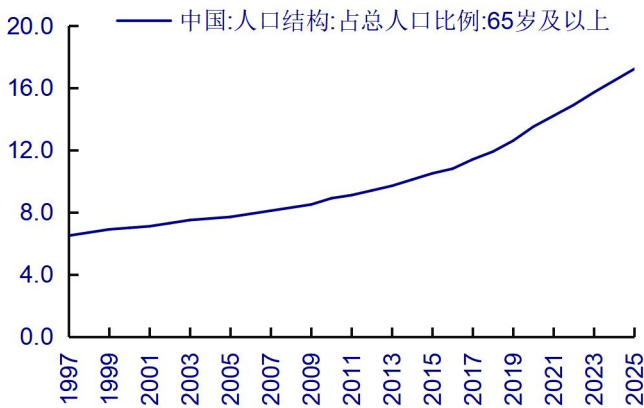
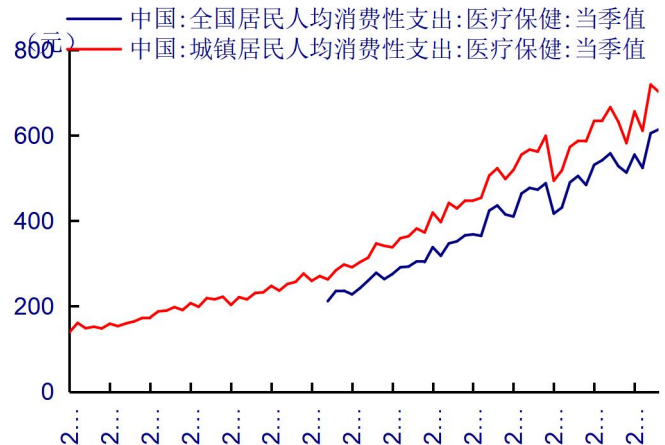


图 62：全国和城镇居民医疗保健人均消费性支出



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

随着我国人口老龄化趋势的加剧，人们对医疗服务、健康保健等需求越来越高。根据图 55 并结合上述对人口老龄化的测算可知，2022 年我国人口老龄化率已达 14.9%，预计 2025 年将达到 17.21%。加之受疫情冲击后，人们对健康的重视程度持续提升，全国和城镇居民医疗保险人均消费性支出持续上行，展现出医疗行业巨大的市场空间和商机。如图 61-62 所示。

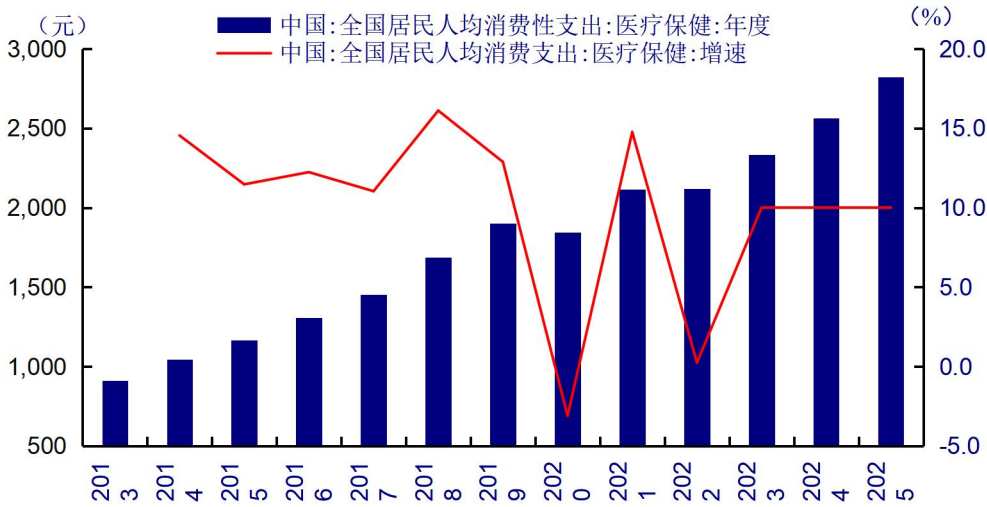
技术进步和应用也极大地影响着医疗行业发展。信息技术、生物技术、医学影像等高科技手段的不断革新和应用，不仅提升了医疗服务质量和效率，也带动了医疗器械、医药制品等产业链上下游的快速发展。此外，近年来，随着新医改的持续深化推进，医疗行业整体发展前景广阔，测算其投资缺口具有重要意义。

对于医疗行业的缺口，通过计算该行业的需求与潜在需求之差进行测算。医疗行业的需求，通过对全国居民人均消费性支出和人口进行测算，两者的乘积即为行业整体的需求。医疗行业的潜在需求也类似，通过对全国居民医疗保健行业潜在需求和人口的乘积算得。

2013 年至今，除 2020 年和 2022 年受疫情影响，医疗保健支出产生较大波动导致增速为负，其他年份下，我国全国居民医疗保健人均消费性支出均呈稳步上行态势，且增速均保持在 10% 以上，增长动力较为明显。预计疫情影响逐渐减弱后，全国居民医疗保健人均消费性支出将逐步恢复至 2019 年左右增速。因此将 2023-2025 年各年增速按照 10% 估算，测算得到 2023-2025 年全国居民医疗保健人均消费性支出预计值。如图 63 所示。

将全国居民医疗保健人均消费性支出与上述预计的总人口数相乘，即得到医疗保健行业的实际需求规模，如图 64 所示。到 2025 年，预计我国实际需求规模将达到 3.96 万亿，较 2022 年的 2.99 万亿有较大增幅。

图 63：全国居民人均医疗保健消费性支出及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对于潜在需求的预测, 由于缺乏国内直接数据, 考虑通过其他国家的相关数据进行预测。根据 2022 年世界卫生组织发布的全球医疗评估报告, 日本再次位居世界首位, 中国则排名第 64 位。早在 2018 年的评估报告中, 日本就位列世界第二, 仅次于瑞典。但考虑到瑞典人口较少和社会压力较小, 五年前的日本已经在医疗水平上成为真正的第一。可认为日本医疗供给充足, 潜在需求能被更大程度地释放, 选取日本国民医疗费的历史数据作为测算我国潜在需求的基准。

图 64: 全国居民医疗保健消费性支出及其预测

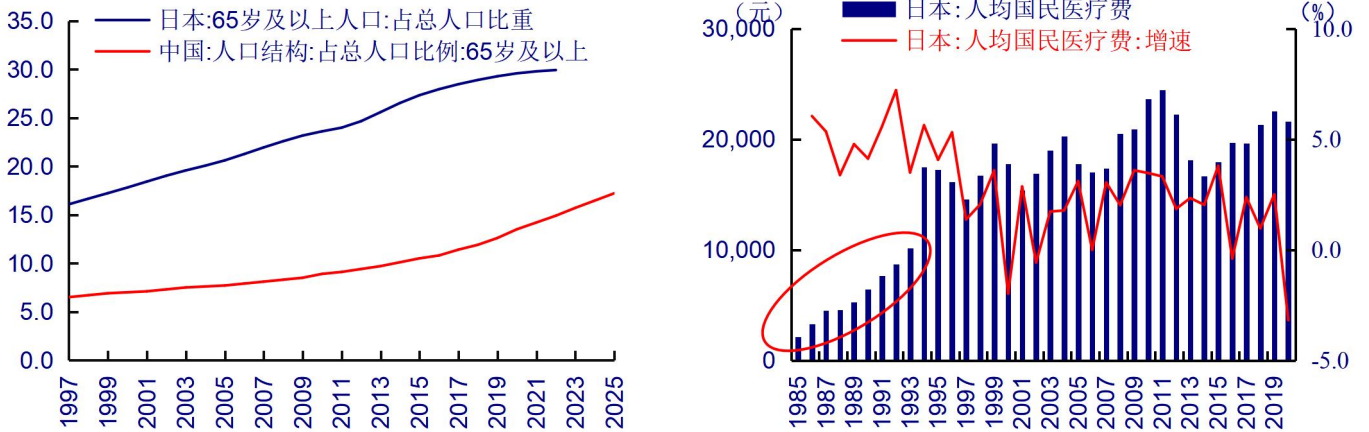


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内研究显示, 65 岁以上人群的平均医疗费用是 65 岁前人群平均费用的 3-5 倍, 50% 以上的费用是 65 岁以后产生的, 因此医疗保健的潜在需求与老龄化程度有很大关联。根据图 64 可知, 日本老龄化程度非常高, 目前我国老龄化程度近似于日本的 1990 年前后, 老龄化率达 13% 左右。因此, 近似将日本 1986-1993 年的人均国民医疗费看作中国 2018-2025 年的医疗保健行业潜在人均需求。

图 65: 中国与日本的老龄化程度

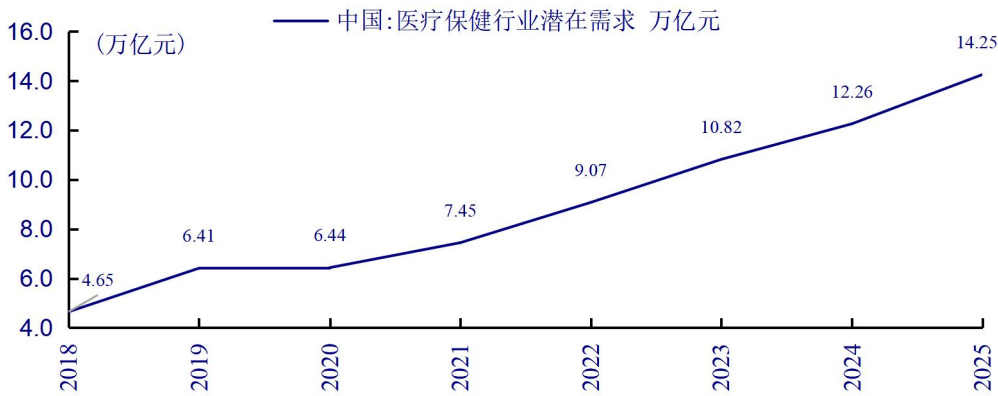
图 66: 日本人均国民医疗费及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

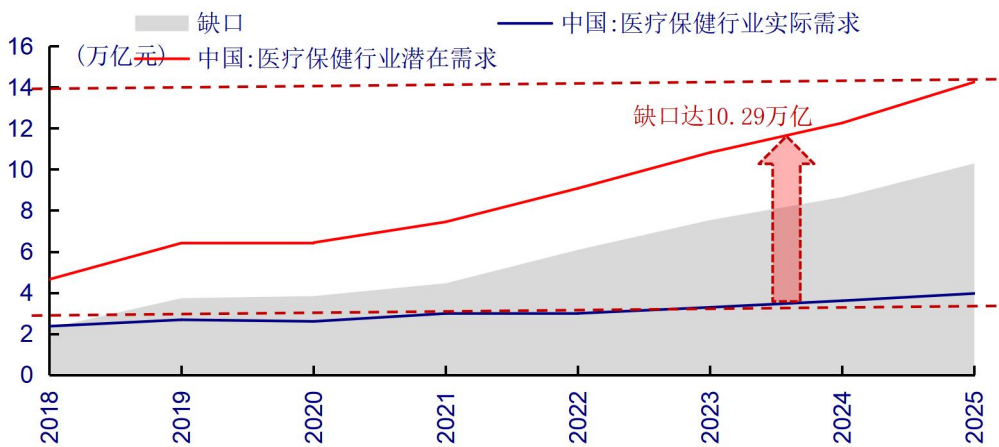
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 67: 医疗保健行业潜在需求



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 68: 医疗保健行业缺口预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据上述预测，用医疗保健行业潜在人均需求乘预计的人口数，即得到全国医疗保险行业潜在需求，如图 67 所示。可知 2025 年医疗保健行业潜在需求达 14.25 万亿元，存在明显缺口，可以通过投资带动消费这一路径以更好地促进消费。

根据上述预测，医疗保健行业缺口如图 68 所示。2025 年行业缺口达 10.29 万亿元，表明医疗保健行业尚待进一步投资。

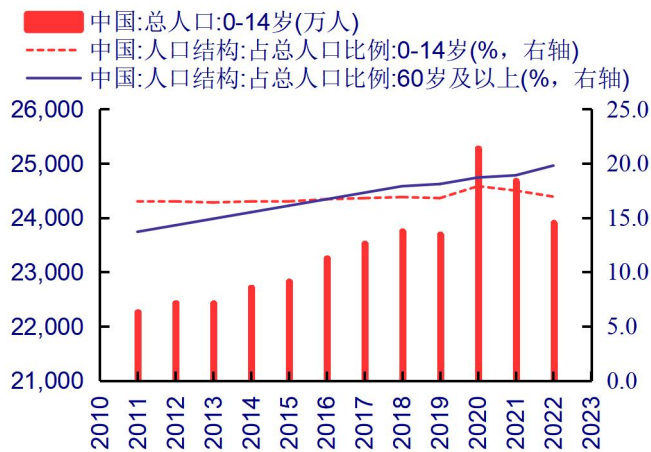
(三) 教育结构的优化

1. 各阶段教育

我国人口出生率下滑、老龄化加快，2022 年 0-14 岁人口总数下滑至 23908 万人，占全国人口比例为 16.94%，而 60 岁及以上人口数为 28004 万人，占全国人口比例为 19.8%，未来入学儿童将逐渐减少。如图 69-70 所示。

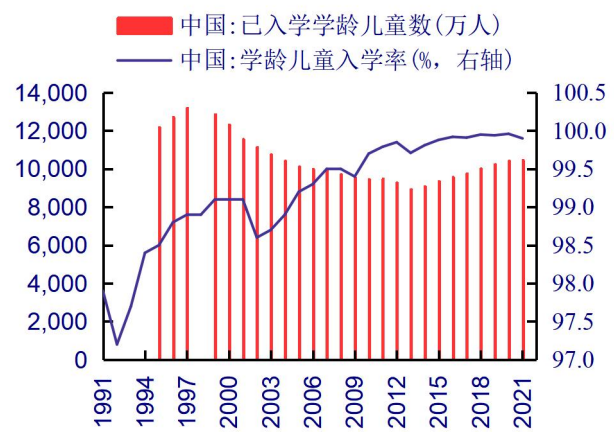
据教育部统计数据，2022 年全国共有各级各类学校 51.85 万所；学历教育在校生 2.93 亿人；专任教师 1880.36 万人。新增劳动力平均受教育年限达 14 年。

图 69：全国 0-14 岁人口数量及占比



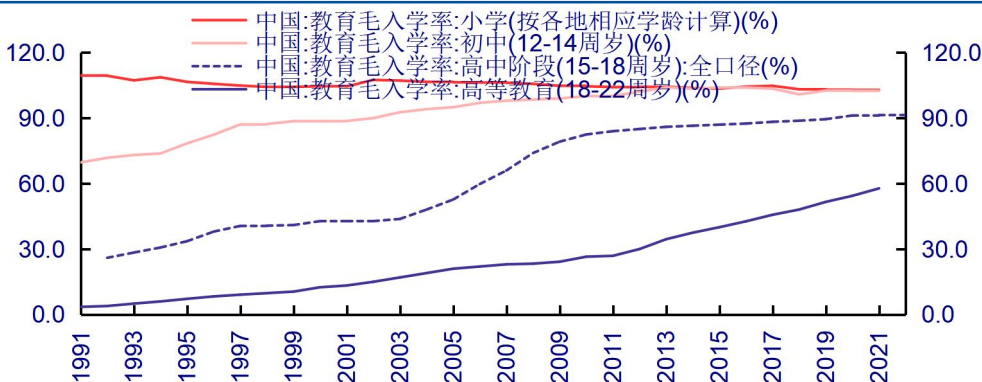
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 70：入学学龄儿童数与学龄儿童入学率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 71：中国小学、初中、高中、高等教育毛入学率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022年，学前教育毛入园率89.7%，比上年提高1.6个百分点。义务教育办学条件进一步改善2022年，九年义务教育巩固率95.5%，比上年提高0.1个百分点。2022年，高中阶段毛入学率91.6%，比上年提高0.2个百分点。2022年，**高等教育毛入学率59.6%**，比上年提高1.8个百分点。如图71所示。

2022年，全国普通、职业本专科共招生1014.54万人，比上年增长6.11%。全国共招收研究生124.25万人，比上年增长5.61%。全国共招收成人本专科400.02万人；在校生933.65万人。招收网络本专科280.89万人；在校生844.65万人。如图72所示。

2022年，全国共有高等学校3013所。其中，普通本科学校1239所（含独立学院164所）；本科层次职业学校32所；高职（专科）学校1489所；成人高等学校253所。另有培养研究生的科研机构234所。**各种形式的高等教育在学总规模4655万人**，比上年增加225万人。如图73所示。

图 72：各类高等教育招生数

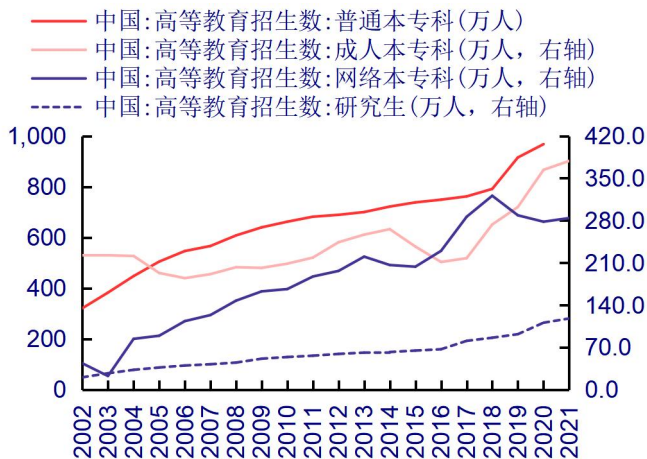
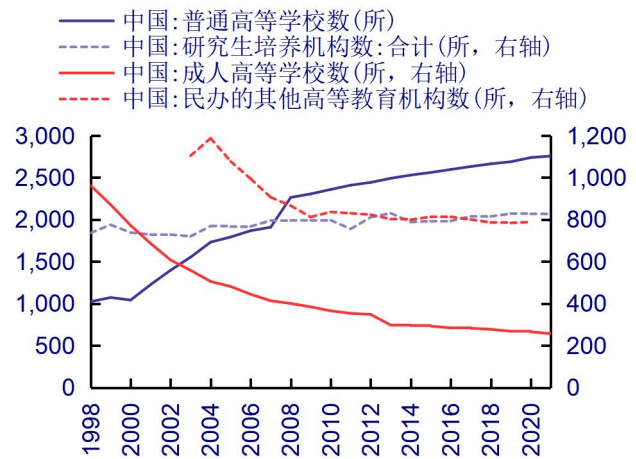


图 73：高等教育学校或机构数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022年，全国共有各级各类民办学校17.83万所，占全国学校总数的比例为34.37%；在校生5282.72万人，占全国在校生总数的比例为18.05%。

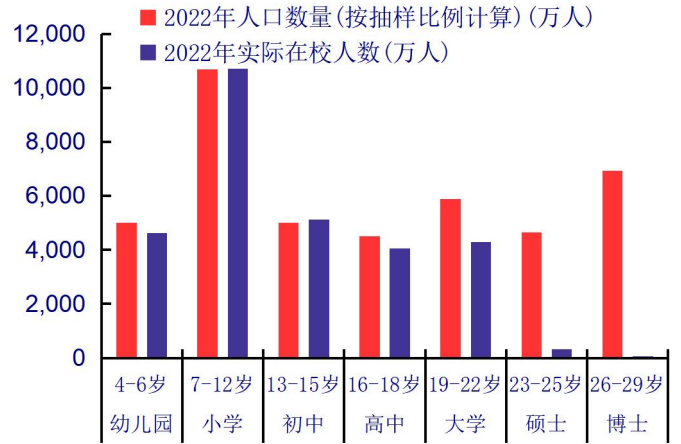
2. 教育缺口

按2021年人口抽样调查的各年龄段比例计算，2021年30岁以下人口占比约34.1%，30-60岁之间人口占比约46.9%，60岁以上人口占比约18.9%。随着出生率逐渐下降，以及人均寿命延长，未来30岁以下人口占比将逐渐缩小，60岁以上人口占比逐渐扩大。根据2021年人口抽样调查的年龄结构，估算2022年各教育阶段对应年龄人口数量，与2022年实际在校人数对比。结果发现，幼儿园、小学、初中两者相差不大，符合我国九年义务教育普及的事实。高中阶段对应年龄的人口数量约4506万人，高于实际在校人数（约4053万人），缺口约为453万人，占对应年龄人口数量的10%左右；而大学阶段对应年龄人口数量约5881万人，实际在校人数约4289万人，缺口约1592万人，占对应年龄人口数量的27%左右；硕士与博士实际在校人数远低于对应阶段人口数量，大多数人选择大学毕业就工作，且硕博招生人数较少。如图74-75所示。

图 74：2022 年 1-34 岁人口数量(按抽样比例计算)



图 75：2022 年各阶段学龄人口与实际在校人口数量比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 76：中国成人教育市场规模



资料来源：德勤，中国银河证券研究院

图 77：中国职业教育市场规模



资料来源：前瞻产业研究院整理数据，中国银河证券研究院

根据相关测算显示，自 2015 年中国成人教育市场规模逐年增长，2020 年我国成人教育市场规模达 11077 亿元，2013-2020 年年均复合增长率为 12.6%。若未来按照 12.6% 的年增速增长，则 2025 年我国成人教育市场规模将达 20030 亿元。如图 76 所示。

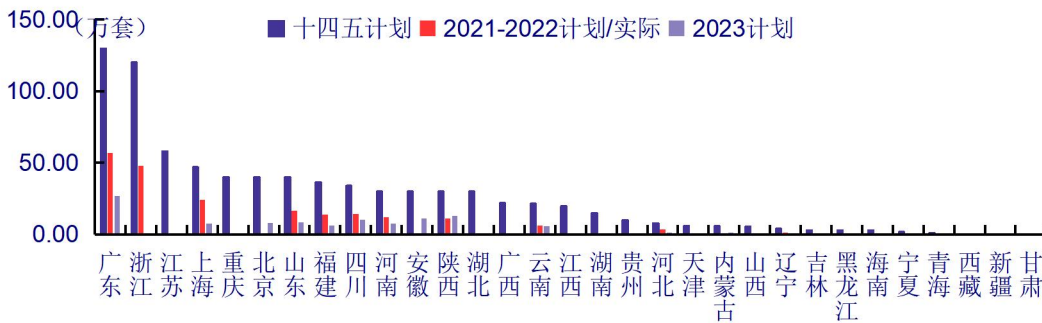
目前我国的职业教育市场规模在一定程度上受到了 2020 年疫情的影响，规模有所下降且增速下降。据前瞻产业研究院测算数据，2021 年我国职业教育的市场规模为 6530 亿元左右，2015-2021 年年均复合增长率为 10.8%。若未来按照 10.8% 的年增速增长，则 2025 年我国成人教育市场规模将达 9844 亿元左右。如图 77 所示。

(四) 保障性住房

随着我国经济发展水平不断提高，人口逐渐向大城市转移，在人口净流入规模较大的城市，住房问题备受关注。我国不断推进住房保障工作，当前已建成世界上最大的住房保障体系。其中，“十四五”时期，我国将以发展保障性租赁住房为重点，进一步完善住房保障体系，增加保障性住房供给。各地积极响应，持续推进保障性租赁住房的筹建。

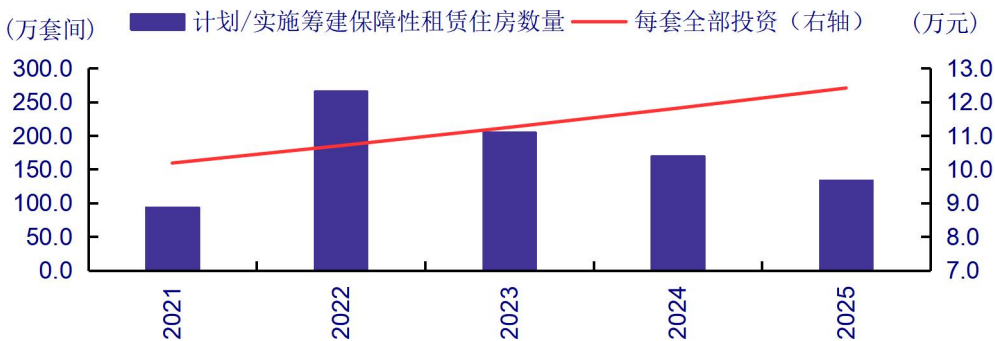
具体来看，2021-2025 年，全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套间，预计可以帮助 2600 多万新市民、青年人改善居住条件。其中，广东省计划筹建近 130 万套间，浙江省 120 万套间。如图 78 所示。

图 78：部分省市保障性租赁住房计划筹建数量



资料来源：各省市住建部, 中国银河证券研究院

图 79：全国计划/实施筹建保障性租赁住房数量及每套全部投资

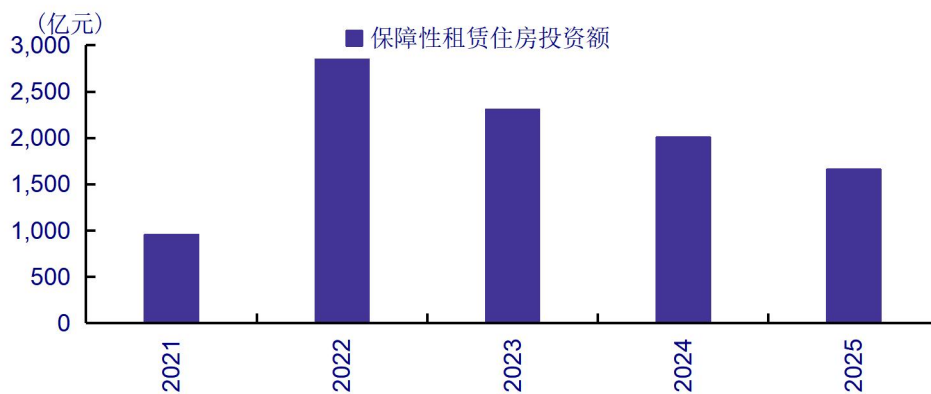


资料来源：住建部, 中国银河证券研究院

不完全统计，2021-2022年，已披露省市计划/实施的保障性租赁住房筹建数量占“十四五”期间这些省市计划筹建数量的41.46%。2023年已披露省市计划的保障性租赁住房筹建数量占“十四五”期间这些省市计划筹建数量的23.60%。以该比例推算，2021-2022年全国筹集建设保障性租赁住房360万套间，与住房和城乡建设部公布数据一致。其中，2021年开工建设和筹集94万套间，2022年达266万套间。2023年全国计划筹集建设保障性租赁住房205万套间。2024-2025年，仍需筹建至少304万套间保障性租赁住房，年均筹建152万套间。为达成目标，各省市通常提前进度，因此我们假设2024、2025年分别为170和134万套间。如图79所示。

从投资成本来看，住房和城乡建设部统计数据显示，2022年1-10月，全国保障性租赁住房已开工建设和筹集233.6万套间，完成投资1750亿元。以此推算，2022年1-10月每套间保障性租赁住房的投资约为7.49万元，而房地产建设施工期一般为1-2年，若假设1-10月完成全部项目建设的70%，则每套间保障性租赁住房对应的全部投资为10.7万元。同时，2021年中国竣工房屋造价为3891元/平方米，过去五年平均增速为5.07%，以该增速推算2023-2025年每套间保障性租赁住房对应的全部投资分别为11.24、11.81和12.41万元。如图80所示。

图80：全国保障性租赁住房投资额预测



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

结合计划筹集建设保障性租赁住房数量的预测，我们判断，2023-2025年，保障性租赁住房投资额分别为2308、2008和1663亿元。随着保障性租赁住房建设进程的不断推进，我国住房保障体系将进一步完善，带动我国城市住房问题的解决。

（五）城市市政的投资

市政行业是指城市的基础设施建设和维护，重点行业包括供水、燃气、集中供热、公共交通、道路桥梁、排水、园林绿化、市容环境卫生及其他。2030年中国城市化率预计将达70%，市政行业需不断扩大规模和提高质量。其次，市政行业将受益于技术创新和环保意识的提高，如智能城市建设的兴起和可持续发展。最后，市政行业较大地受益于政府政策的支持。2018年全国两会提出“新型城镇化”战略，陆续出台各行业层面的补短板、促发展政策，以及一系列税收优惠、财政补贴政策等。因此，预计市政行业相关固定资产投资规模将进一步扩大，进行投资测算具有较大意义。2023年，受台风“杜苏芮”影响，全国多地遭遇严重洪涝灾害。8月1日，财政部、应急管理部紧急预拨1.1亿元中央自然

灾害救灾资金；8月6日，财政部、应急管理部再次紧急预拨3.5亿元中央自然灾害救灾资金；8月9日，财政部、水利部紧急预拨10亿元，对国家蓄滞洪区运用期间群众的水毁损失予以补偿，预计2023年市政投资较以前年份有较大提升。

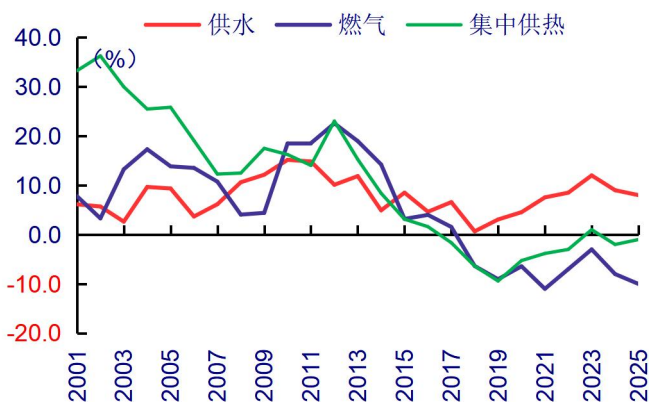
选取各行业的全国城市市政公用基础设施建设固定资产投资数据，通过5年移动平均计算增速以测算整体趋势，并结合近年的环境、自然灾害、疫情及利好政策进行适度调整，预测2023-2025年各行业城市市政公用设施建设固定资产投资规模，最后加总得出城市市政重点行业的固定资产投资规模。

图75-76分别展示了供水、燃气和集中供热三个民生保障性市政行业的固定资产投资增速和总规模测算情况。供水行业上，2001年至今固定资产投资规模增速持续为正，近年来增速呈持续上行态势。结合行业现状，国家高度重视国家水网工程的建设实施，持续出台多项政策促进行业发展。2021年，水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》等，加快构建国家水网。2023年5月，《国家水网建设规划纲要》发布，提出完善水资源配置和供水保障体系、流域防洪减灾体系、河湖生态系统保护治理体系，要求进一步提升水旱灾害防御能力、水资源节约集约利用能力、水资源优化配置能力、大江大河大湖生态保护治理能力。政策的持续发力，加之2023年国家财政对洪涝灾害的紧急拨款，预计2023-2025年供水行业相关固定资产投资规模将维持较高位。

燃气行业固定资产投资于2010-2014年经历快速增长，主要投资于天然气管道的普及，而后行业固定资产投资逐渐趋稳，增速逐年下行。2023年，受严重洪涝灾害影响，多地燃气管道被冲断，预计将产生较大投资。结合2018年以来的负增速，预计2023年跌幅将有所收窄，2024-2025年逐渐回归2020-2021年水平。

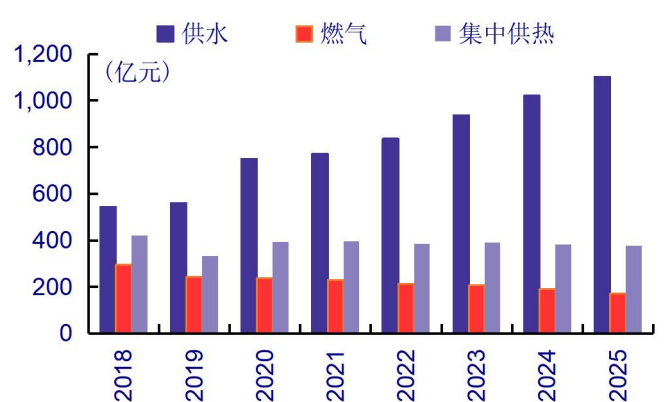
集中供热行业固定资产投资近年均呈现负增长，行业投资规模逐渐企稳。近年来，在绿色低碳等背景下，政府出台多项政策，促进燃煤清洁高效开发转化利用，推动了集中供热行业技术层面的发展，近年投资增速有所回升。2023年，受洪涝灾害影响，多地供热相关管道和设备有待修复，预计2023年集中供热行业投资将小幅上行，而后逐步回归至2021年水平左右。

图 81：供水、燃气和集中供热行业固定资产投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 82：供水、燃气和集中供热行业固定资产投资规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

出行相关市政行业主要包括公共交通、道路桥梁和排水三个行业，投资增速及规模测算如图 81-82 所示。2000 年以来，公共交通行业固定投资增速均保持正值，近年来受疫情影响，出行和相关设施建设有所减少，行业投资增速也持续下行。2023 年，随着疫情影响逐渐减弱，出行需求增加，预计行业投资增速也将有所恢复。加之《关于优先发展城市公共交通的实施意见》等政策和自然灾害导致的公共交通损失影响，预计 2023-2025 年投资增速保持较快增长。

道路桥梁行业固定资产投资增速自 2018 年触底后小幅反弹，目前保持小幅稳定的正增速。2022 年出台《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，随着政策催化，道路桥梁行业固定资产投资有望稳步增长。2023 年受极端天气影响，多地出现道路坍塌和桥梁断裂情况，预计 2023 年固定资产投资投入将出现较大增加。

近年排水行业增速在 10%-17% 区间波动，受气候因素影响，具有一定周期性规律。2023 年受“杜苏芮”影响，排水行业受到较高重视。6 月相关部门发布《加强城市排水应急管理工作的通知》，政策层面提供支持，预计 2023 年增速达较高区间，而后逐渐回落。

图 83：公共交通、道路桥梁和排水行业固定资产投资增速

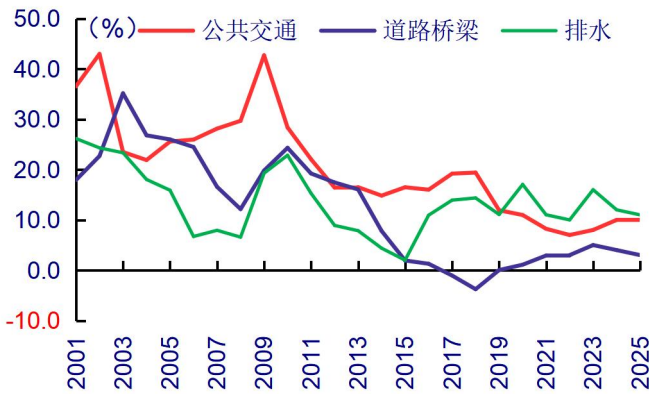
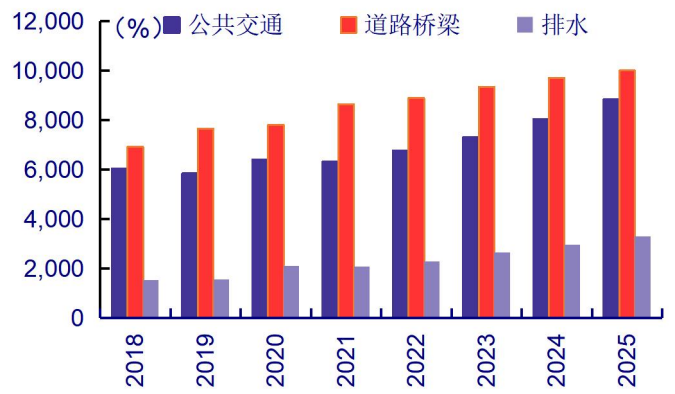


图 84：公共交通、道路桥梁和排水行业固定资产投资规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

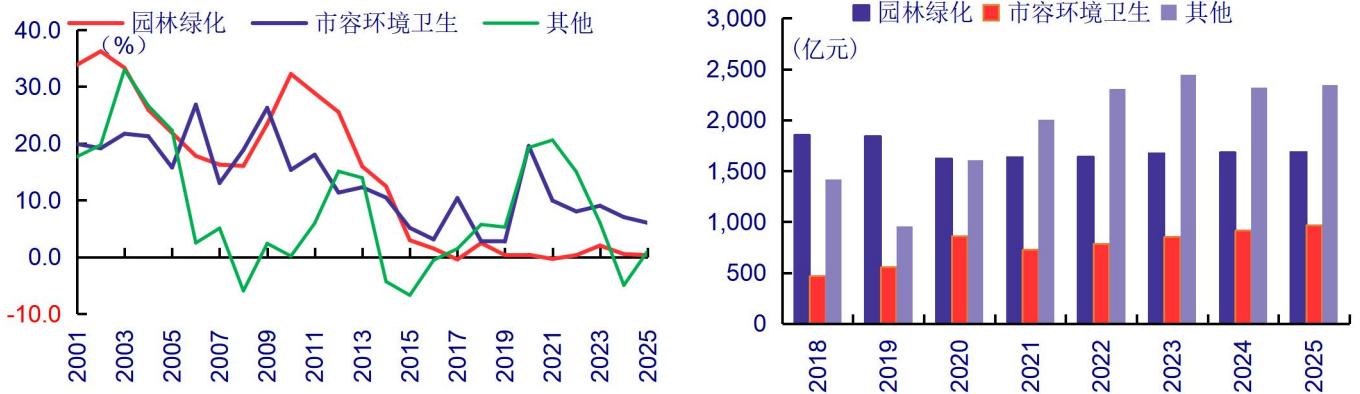
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

环境及其他行业主要包括园林绿化、市容环境卫生及其他行业，相关测算如图 79-80 所示。园林绿化行业固定资产投资规模自 2016 年起保持稳定，年度增速均在 0% 附近。2023 年夏季，多地经历洪水、山洪等地质灾害，园林绿化产业遭受较大损失。就北京而言，截至 8 月 4 日，园林绿化产业领域总经济损失预计 3.77 亿元。因此预计 2023 年园林绿化投资增速将较以前年度有明显回升，2024-2025 年影响逐渐减弱，增速逐步回归正常水平。如图 85、86 所示。

市容环境卫生行业近年增速趋缓，考虑到 2023 年地质灾害对市容和环境卫生的影响，预计 2023 年增速将趋于上行。其他行业存在周期性因素影响，根据 10 年左右的长周期进行增速预测。

图 85：园林绿化、市容环境卫生及其他固定资产投资增速

图 86：园林绿化、市容环境及卫生和其他固定资产投资额

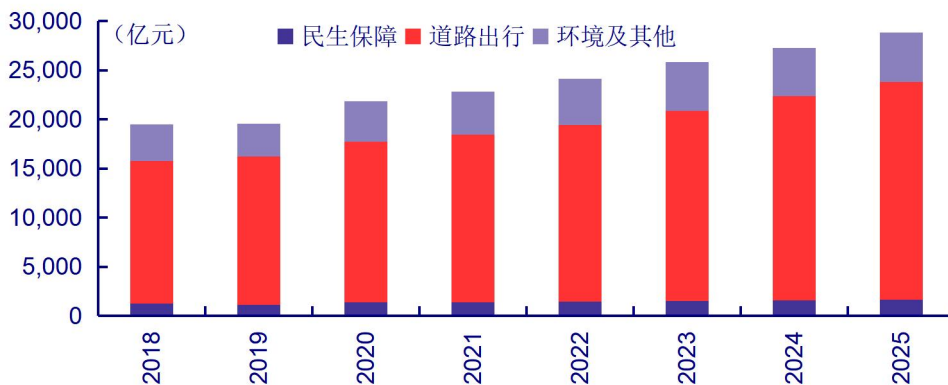


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对上述三个板块进行汇总, 测算的城市市政重点行业规模如图 81。2023-2025 年, 预计城市市政重点行业固定资产投资总规模分别将达 2.58、2.73 和 2.88 万亿元, 市政投资规模有望持续扩容。如图 87 所示。

图 87: 城市市政重点行业固定资产投资规模预测

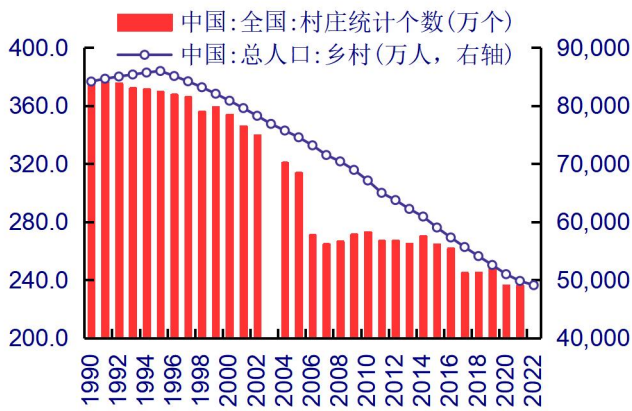


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) 乡村基础设施的缺口

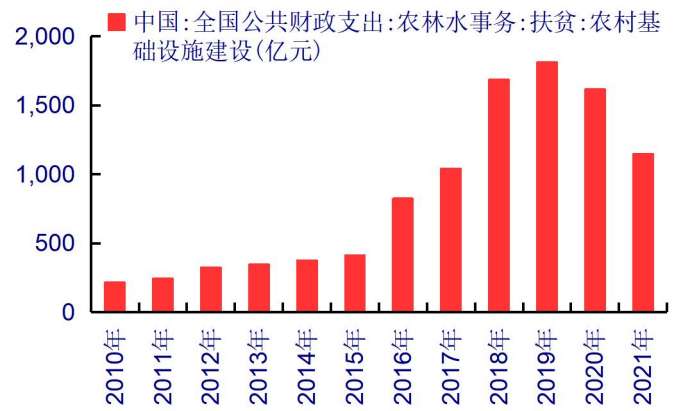
乡村基础设施, 包括防洪涝设备、水利灌溉、田间道路、气象设施、等为农业生产服务的设施, 还有电力设备、垃圾处理和污水处理设备、供气供暖设备等为农民生活服务的基础设施。我国大多数乡村地区基础设施滞后, 影响了农村生活质量和发展潜力。1990 年以来, 中国村庄个数和乡村人口总体呈持续下滑趋势。截至 2021 年底, 中国有 236.3 万个村庄; 截至 2022 年底, 中国乡村人口总数为 4.91 亿人。另一方面, 全国财政支出中对农村基础设施建设的支持力度总体呈上升趋势。乡村振兴建设资金需求量较大, 虽然财政对“三农”领域投入不断增加, 但财政支持缺口较大的情况依然存在。如图 88-89 所示。2023 年乡村振兴投资金额为 100 亿元, 比去年增长了 20%。其中, 农村基础设施建设投资金额为 30 亿元, 主要用于修建农村公路、桥梁、水利设施等, 以提高农村基础设施水平, 改善农民生产生活条件。

图 88：中国村庄个数与乡村人口数



资料来源：前瞻产业研究院整理，中国银河证券研究院

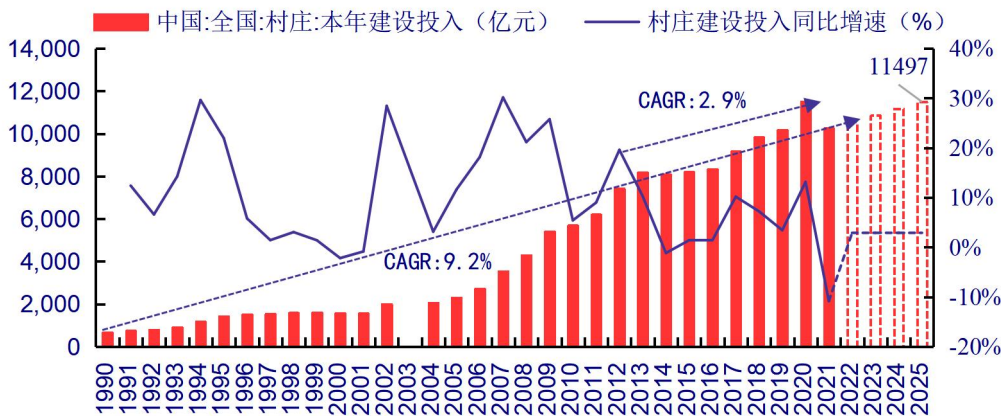
图 89：全国公共财政支出：农村基础设施建设



资料来源：德勤，中国银河证券研究院

据住房和城乡建设部公布的数据，1990 年至 2021 年，中国全国村庄建设投入年复合增速为 9.2%，但 2013 年以后增速明显放缓，2013 年至 2021 年年复合增速为 2.9%。若按 2.9% 的增速计算，则 2025 年中国全国村庄建设投入有望达到 11497 亿元。如图 90 所示。同时，2021 年，全国 31 个省（包括直辖市、自治区）村庄建设投入平均值为 329.8 亿元/省，其中贵州等 18 个省投入低于均值。如图 90 所示。

图 90：2021 年中国全国村庄建设投入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1990 年至 2021 年，中国全国村庄建设投入中市政公用设施建设投入年复合增速为 16.1%，但 2013 年至 2021 年年复合增速为 7.7%。若按 7.7% 的增速计算，则 2025 年中国全国村庄建设投入有望达到 4517 亿元。如图 90 所示。

村庄建设投入中，市政公用设施建设包括供水、燃气、集中供热、道路桥梁、排水、园林绿化、环境卫生等方面。2021 年，全国 31 个省（包括直辖市、自治区）村庄建设投入中市政公用设施投入平均值为 107.8 亿元/省，其中江西等 19 个省村庄内市政公用设施投入低于均值。如图 91 所示。

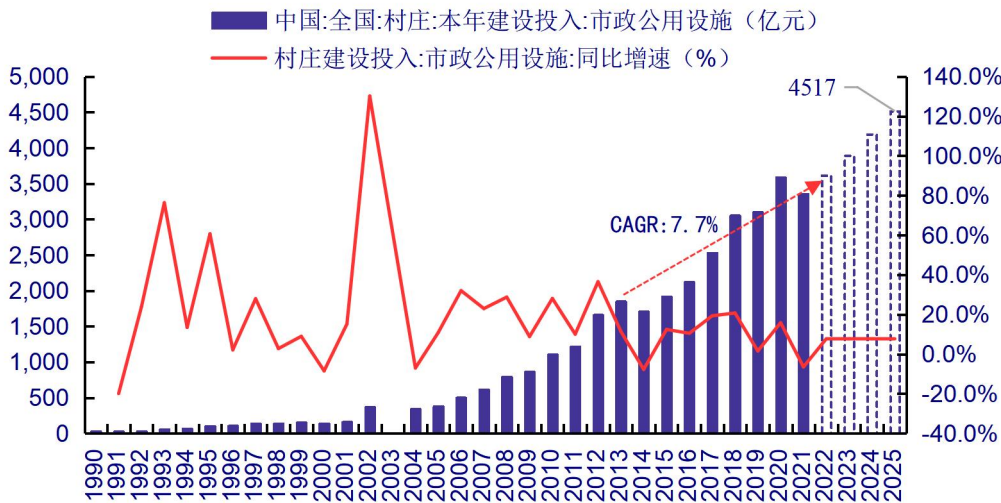
图 91：2021 年中国各省村庄建设投入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1990 年至 2021 年，中国全国村庄建设投入中住宅建设投入年复合增速为 7.5%，而 2013 年至 2021 年年复合增速为 0.6%。若按 0.6% 的增速计算，则 2025 年中国全国村庄建设投入有望达到 5267 亿元。如图 92 所示。

图 92：2021 年中国全国村庄建设投入（市政公用设施）及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

村庄建设投入中，房屋建设包括住宅、公共建筑、生产性建筑等方面。2021 年，全国 31 个省（包括直辖市、自治区）村庄建设投入中房屋建设投入平均值为 222.0 亿元/省，其中贵州等 18 个省村庄内房屋建设投入低于均值。如图 93、94 所示。

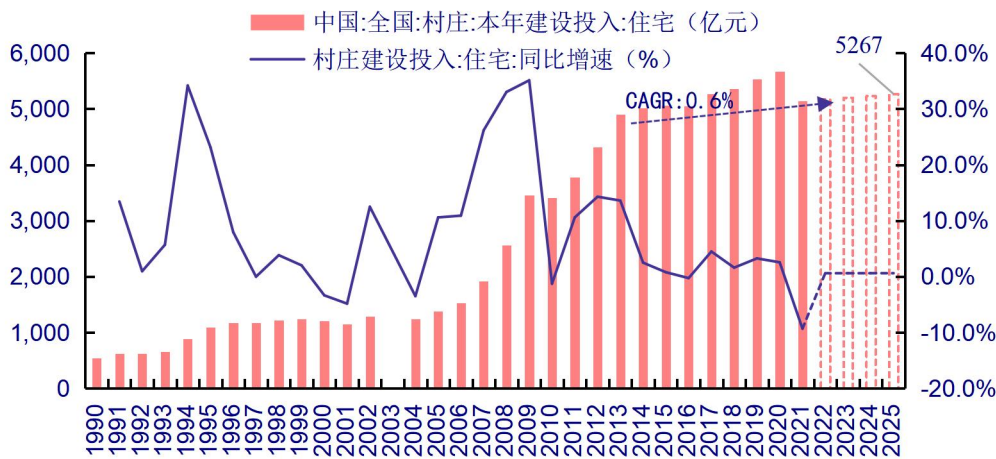
截止 2020 年 1 月 20 日，汽车充电桩分为两类，价格也有所不同：慢充电桩，一般常见的 7kW、11kW 充电桩价格在 500-3500 左右；快充桩比较贵，一般 15KW 快充桩要 1 万元左右，加上施工方约 5000 元，一共要 15000-20000 元。假设村庄安装充电桩每台需 1 万元左右，则华东华南 9 个省共 89.4 万个村庄，大约需要 89.4 亿元，不到 100 亿元。如图 95-97 所示。

图 93：2021 年中国各省村庄建设投入：市政公用设施



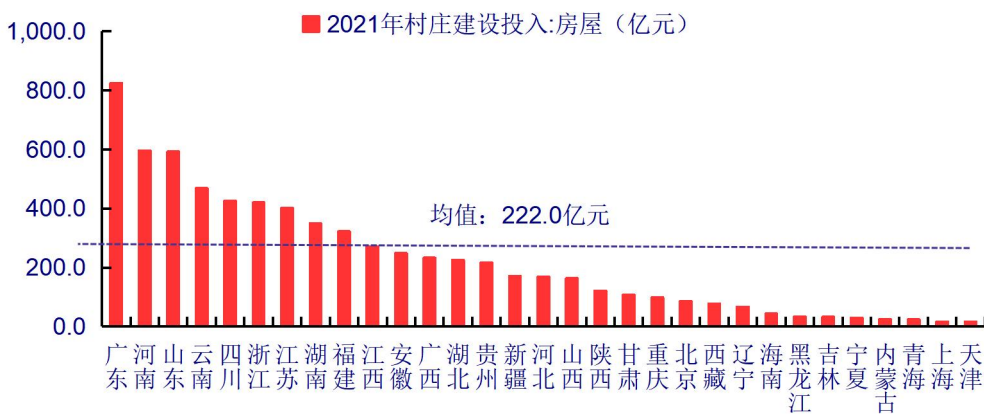
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 94：2021 年中国全国村庄建设投入（住宅）及同比增速



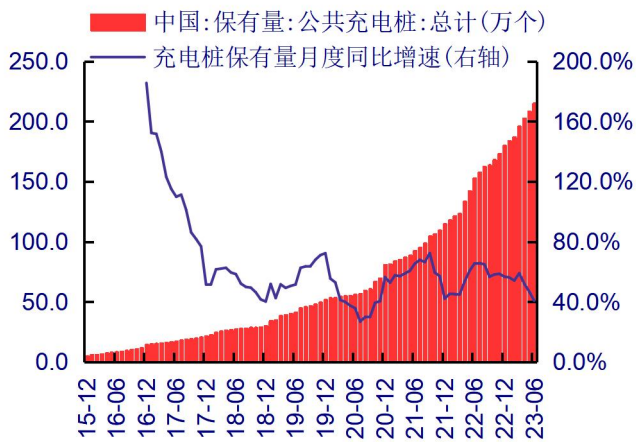
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 95：2021 年中国各省村庄建设投入：房屋



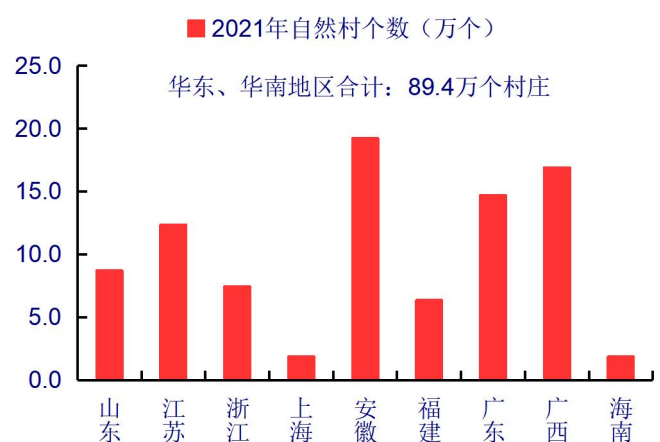
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 96：中国公共充电桩保有量及其增速



资料来源：前瞻产业研究院整理，中国银河证券研究院

图 97：华东、华南地区自然村庄数量



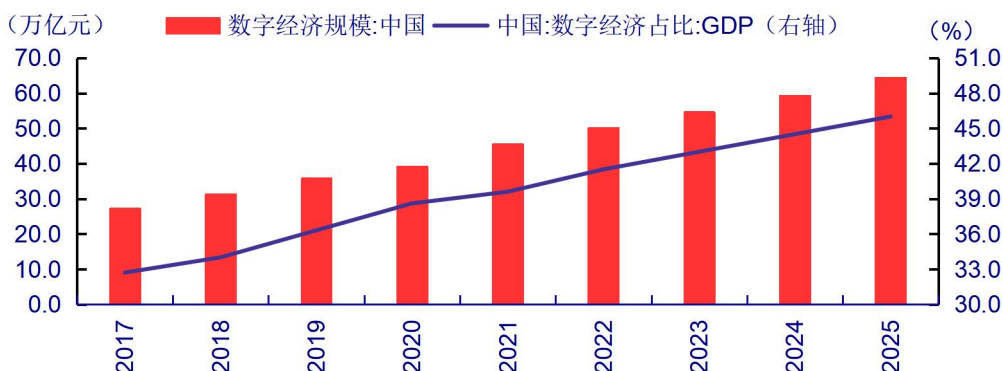
资料来源：德勤，中国银河证券研究院

四、新兴产业的投资空间测算

（一）数字技术创新投资缺口

随着新一轮科技革命和产业变革不断深入，全球经济呈现出数字化趋势，我国也持续推进经济的数字化转型。2015 年 12 月，在第二届世界互联网大会开幕式上，习近平首次提出“数字中国”这一概念。2017 年 10 月，党的十九大报告明确提出建设数字中国，“数字中国”首次被写入党和国家纲领性文件。回顾“十三五”时期，我国数字化建设不断推进，数字经济取得了亮眼的成绩。2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》提出，“十四五”期间要迎接数字时代，随后国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出不断做强做优做大我国数字经济，为构建数字中国提供有力支撑。在“数字中国”战略下，云计算、物联网、大数据、人工智能等新一代数字技术的发展备受关注。数字技术创新投资缺口的测算，对于未来建设具有重要的参考价值。

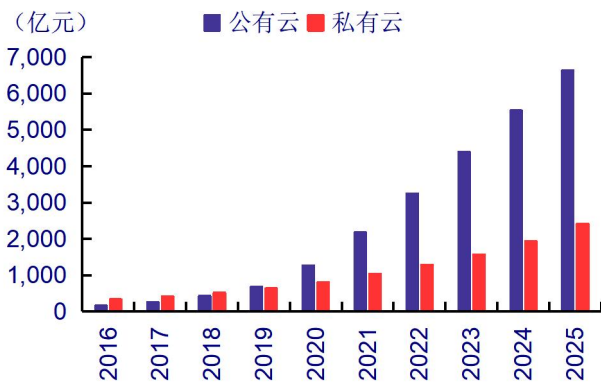
图 98：中国数字经济规模预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

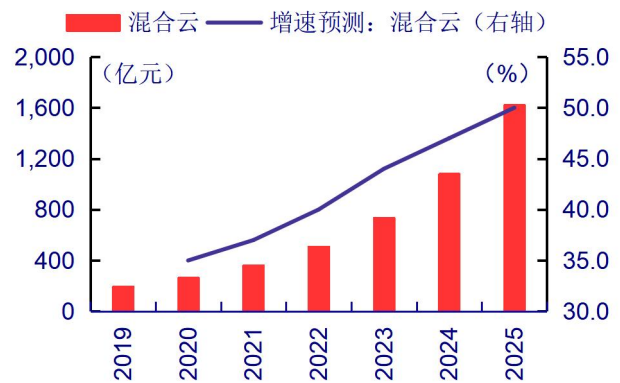
从数字经济来看，据中国信通院发布的《全球数字经济白皮书（2022年）》，发达国家数字经济占GDP比重为55.7%，其中德国、英国、美国数字经济占GDP比重均超过65%。相比之下，2022年，中国数字经济规模50.20万亿，占GDP比重为41.50%，仍有较大提升空间。假设“十四五”期间，中国GDP增速预期在5%左右。随着“数字中国”建设持续推进，数字经济占GDP比重逐年抬升，预计2023-2025年数字经济规模分别为54.62、59.35、64.41万亿。如图98所示。

图 99：公有云和私有云市场规模预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

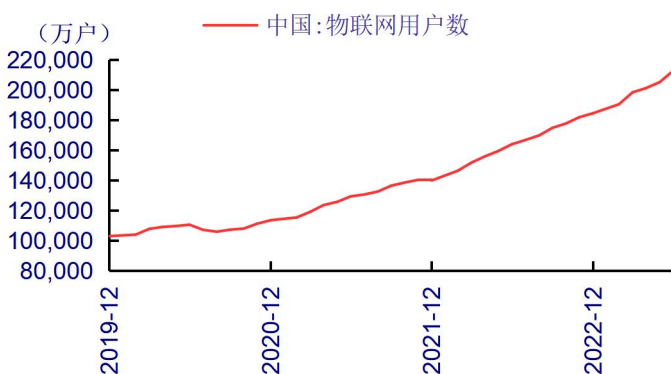
图 100：混合云市场规模及增速预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

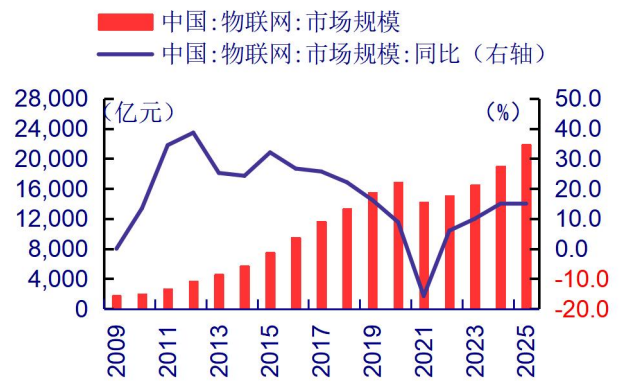
具体到数字技术层面，以云计算和物联网为例，分别测算其未来三年的市场规模。从云计算来看，近年来随着华为云、阿里云、腾讯云等企业竞争加剧，公有云平台由规模扩张的态势逐步向高质量发展的目标转变，公有云市场由前期的高速增长转为进入稳定增长阶段，预计未来三年市场规模增速进一步放缓。私有云市场整体呈现扩张态势，预计未来三年增速维持在20%以上。混合云兼具公有云和私有云的优势，更好地迎合业务场景需要，满足企业多元化的需求，随着企业对云计算服务需求持续增长，混合云市场有望持续扩容。预计2025年，公有云、私有云及混合云市场规模分别为6646、2427、1624亿元，云计算市场规模总计1.07万亿元。如图99-100所示。

图 101：中国物联网用户数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 102：物联网市场规模预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

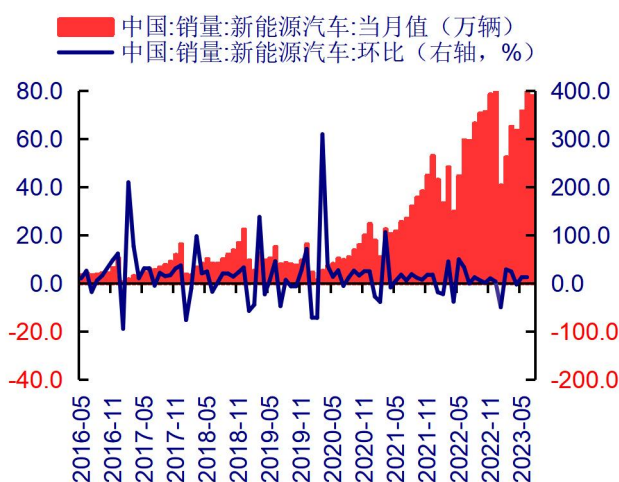
从物联网来看，中国物联网用户数量在2020年受疫情影响小幅下滑，此后一直维持较高增速，2023年6月用户数量达21.23万户，物联网普及率不断提升，为未来扩容打下坚实的用户基础，呈现出良好的发展态势。市场规模方面，2019年以前，中国物联网市场规模增速始终维持在15%以上，2020年以来在疫情冲击下，部分场景增速不及预期，2021年市场规模甚至出现负增长。随着疫情影响减退，物联网在各行各业的不断深入，预计未来三年中国物联网市场规模仍将保持10%-15%左右的增长速度，2025年物联网市场规模的预测值为2.18万亿元。如图101-102所示。

（二）新能源汽车行业投资缺口

全球气候变化和环境问题日益严重，各国政府纷纷出台政策支持新能源汽车的发展，以期实现绿色、低碳、可持续的交通转型。在这个过程中，新能源汽车市场规模不断扩大，潜在市场足迹日益显现。根据国际能源署（IEA）的数据，2022年电动车销量超过1000万量，呈指数级增长。2023年第一季度全球新能源电动汽车销量达230万量，比去年同期增长约25%。预计2023年全球销量同比增长35%，达到1400万辆，占汽车市场整体份额将增至18%。其中，中国、欧洲和美国等主要市场的增长尤为突出，全球60%的电动汽车销售发生在中国，全球已售出的电动汽车一半以上在中国。

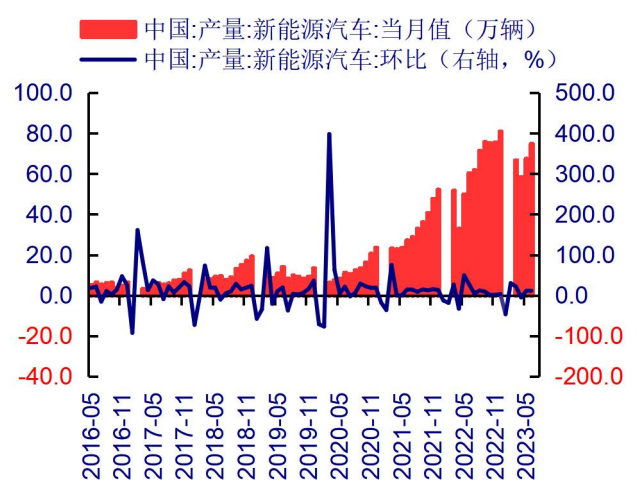
新能源汽车市场呈现出的迅猛增长的态势主要得益于政策扶持和市场需求的驱动，2022年，生态环境部、国家发展和改革委员会等七部门联合印发《减污降碳协同增效实施方案》，明确提出2035年新能源汽车占比达到50%的目标。多项鼓励新能源汽车发展的政策措施出台，如补贴、免费停车、免费充电等，使得新能源市快速发展。中汽协发布数据显示，7月份，汽车产销分别完成240.1万辆和238.7万辆，环比分别下降6.2%和9%，同比分别下降2.2%和1.4%。其中，新能源汽车产销分别完成80.5万辆和78万辆，同比分别增长30.6%和31.6%，市场占有率达到32.7%。7月汽车出口39.2万辆，环比增长2.6%，同比增长35.1%，其中新能源汽车出口10.1万辆，环比增长29.5%，同比增长87%，新能源汽车表现出明显的增长，新能源汽车市场正在快速扩张，如图103-104所示。

图 103：中国新能源汽车销量



资料来源：wind，中国银河证券研究院

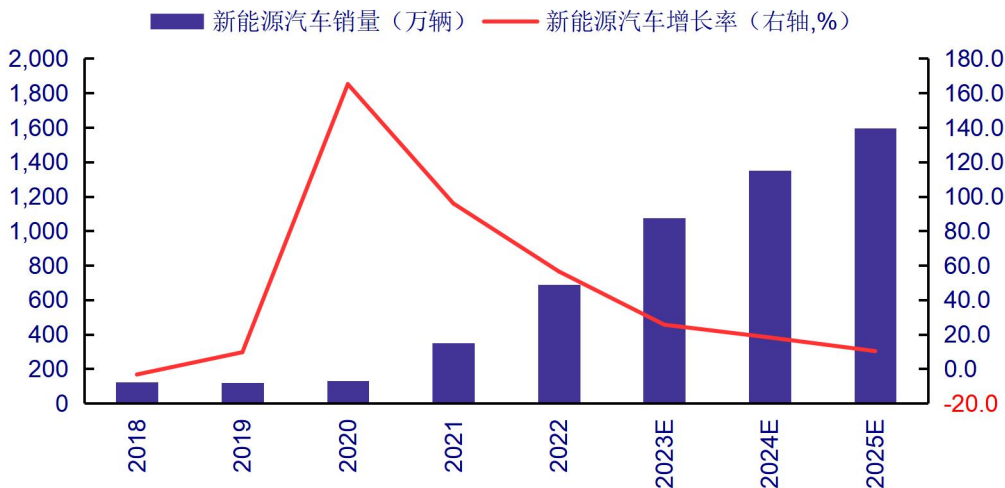
图 104：中国新能源汽车产量



资料来源：wind，中国银河证券研究院

在当前全球经济复苏和国内稳增长促消费的经济发展主线下，经过快速增长后的新能源汽车产业仍将维持高速增长，我们预计 2023 年新能源汽车行业将以 40.5% 的增长速度扩张，随着行业发展进入成熟期，市场逐渐饱和转向中低速增长，实现稳步发展，我们预计 2025 年新能源汽车销量将达到 1786 万辆，如图 105 所示。

图 105：未来新能源汽车市场测算



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、A 股主线投资建议

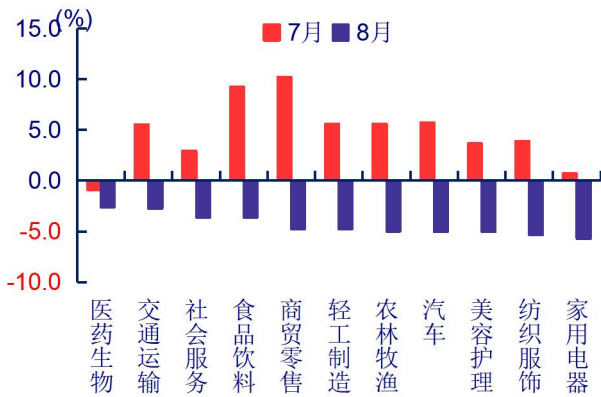
（一）大消费细分领域

7 月，从 PPI 同比来看，生活资料价格下降 0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.11 个百分点。其中，食品价格下降 0.9%，衣着价格上涨 1.5%，一般日用品价格上涨 0.8%，耐用消费品价格下降 1.5%。从 PPI 环比来看，生活资料价格上涨 0.3%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.07 个百分点。其中，食品价格上涨 0.3%，衣着价格上涨 0.6%，一般日用品和耐用消费品价格均上涨 0.2%。整体来看，消费行情有所好转。

7 月，大消费板块多数行业录得上涨，8 月则开始回调。从 7 月 CPI 数据来看，食品烟酒、纺织服饰、文旅教育、中药、医疗服务等板块价格小幅上扬，表明供需关系有改善，随着促消费政策措施逐步落地，未来消费板块业绩有望稳中有增。如图 106、107 所示。

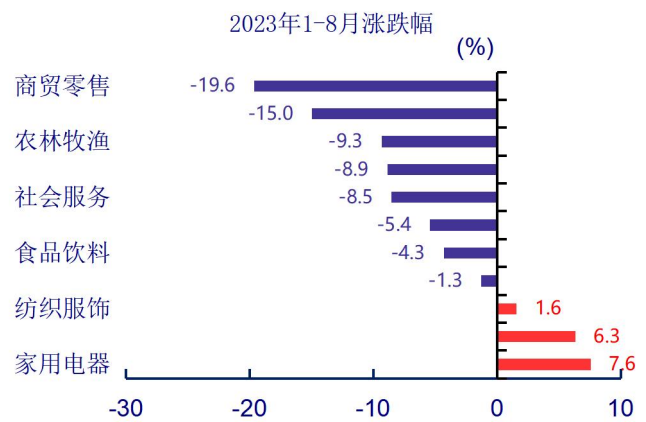
从估值及其分位数来看，8 月以来，消费行业估值及其分位数略有回调，估值分化明显。截至 8 月 11 日，大消费板块中，仅汽车、社会服务、商贸零售的 PE 估值水平高于 2010 年以来 60% 分位数，其中，汽车、商贸零售行业估值水平长期维持在 80% 分位数左右，而社会服务行业的估值水平呈持续下降趋势。纺织服饰、食品饮料、美容护理、轻工制造等行业估值处于中低水平，农林牧渔、家用电器、交通运输、医药生物等细分行业的估值处于历史较低水平。其中，医药生物的 PE 估值处于 2010 年以来 8.83% 分位数水平，6 月以来持续回调。如表 7 所示。

图 106: 2023 年 8 月消费行业纷纷回调



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 107: 2023 年 1-8 月消费行业多数下跌 (截至 8 月 11 日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7. 消费行业 PE (TTM) 及其分位数

| 证券简称 | PE(TTM) | | | | | | 证券简称 | PE 估值分位数(2010 年以来) | | | | | |
|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 3月底 | 4月底 | 5月底 | 6月底 | 7月底 | 8月 | | 3月底 | 4月底 | 5月底 | 6月底 | 7月底 | 8月 |
| 医药生物 | 23.95 | 24.44 | 28.27 | 26.92 | 26.75 | 26.03 | 医药生物 | 3.61 | 5.35 | 12.64 | 10.38 | 10.07 | 8.83 |
| 纺织服饰 | 24.03 | 23.93 | 24.59 | 25.19 | 25.79 | 24.35 | 纺织服饰 | 35.13 | 34.07 | 38.90 | 43.28 | 46.37 | 37.04 |
| 食品饮料 | 35.58 | 33.10 | 28.65 | 28.80 | 31.47 | 30.33 | 食品饮料 | 68.83 | 59.97 | 32.76 | 33.55 | 49.91 | 43.36 |
| 家用电器 | 14.50 | 14.63 | 13.33 | 14.83 | 14.70 | 13.86 | 家用电器 | 29.48 | 31.81 | 14.96 | 34.79 | 32.91 | 19.86 |
| 美容护理 | 57.28 | 52.54 | 45.50 | 44.95 | 46.73 | 44.33 | 美容护理 | 88.66 | 81.14 | 64.73 | 62.08 | 69.28 | 58.86 |
| 农林牧渔 | 98.03 | 36.94 | 27.66 | 28.65 | 30.27 | 28.77 | 农林牧渔 | 93.68 | 42.14 | 18.97 | 20.69 | 26.38 | 21.07 |
| 社会服务 | 122.90 | 109.15 | 85.05 | 84.34 | 85.62 | 82.62 | 社会服务 | 95.10 | 91.38 | 85.12 | 84.20 | 85.60 | 82.18 |
| 交通运输 | 12.38 | 12.71 | 12.82 | 12.76 | 13.93 | 13.55 | 交通运输 | 5.81 | 7.23 | 7.88 | 7.49 | 14.31 | 11.62 |
| 汽车 | 30.79 | 29.26 | 27.84 | 30.40 | 32.08 | 30.53 | 汽车 | 86.24 | 80.84 | 76.35 | 84.24 | 89.61 | 84.80 |
| 商贸零售 | 38.27 | 38.46 | 35.66 | 34.63 | 38.18 | 36.40 | 商贸零售 | 80.69 | 81.00 | 71.72 | 69.37 | 80.37 | 74.97 |
| 轻工制造 | 31.09 | 28.30 | 29.19 | 30.15 | 31.61 | 30.11 | 轻工制造 | 43.42 | 35.00 | 36.96 | 40.18 | 45.27 | 40.06 |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 注: 更新至 8 月 11 日

(二) 国产替代科技创新

自 2023 年年初以来, TMT 板块整体显著跑赢沪深 300 指数。上半年, 在 ChatGPT 及人工智能相关概念催化下, 通信行业累计大涨 50.66%, 传媒行业累计上涨 42.75%, 计算机行业累计上涨 27.57%, 电子行业累计上涨 11%。但 6 月下旬以来, 受市场情绪降温影响, TMT 板块普遍回调, 近期持续处于震荡区间。如图 108 所示。

从估值来看, 自二季度以来, 伴随着市场对于人工智能主题行情的热度, TMT 板块经历了先上涨而后回调的过程。当前 TMT 板块估值分位数表现相对分化, 其中, 截至 8 月 11 日, 国产硬软件、计算机和数字经济处于估值相对高位, 均在 70% 以上, 通信和国产化创新指数则处在估值相对低位。如表 8 所示。

图 108：2023 年以来 TMT 板块累计涨跌幅



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

表 8：TMT 行业 PE (TTM) 及其分位数

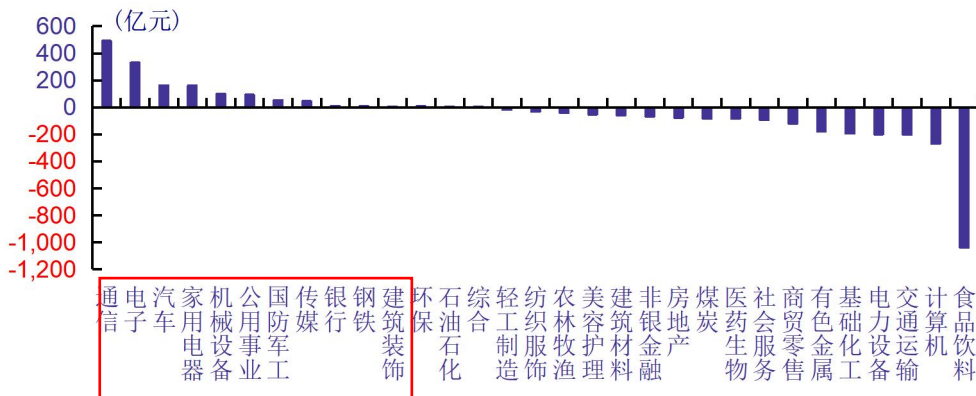
| 证券简称 | PE(TTM) | | | | | | PE 估值分位数%(2010 年以来) | | | | | |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 3月底 | 4月底 | 5月底 | 6月底 | 7月底 | 8月 | 3月底 | 4月底 | 5月底 | 6月底 | 7月底 | 8月 |
| 国产化创新指数 | 23.34 | 23.30 | 22.28 | 23.04 | 23.05 | 21.79 | 32.76 | 23.56 | 17.31 | 28.74 | 28.99 | 13.03 |
| 国产软硬件指数 | 99.41 | 108.64 | 106.90 | 112.81 | 105.98 | 104.92 | 94.68 | 99.75 | 97.25 | 99.31 | 96.68 | 96.31 |
| 国产电脑指数 | 58.23 | 72.23 | 72.88 | 72.96 | 69.61 | 67.19 | 41.16 | 59.98 | 61.89 | 62.12 | 56.48 | 52.93 |
| 自主科技 | 37.88 | 42.54 | 41.18 | 44.65 | 43.40 | 41.84 | 32.64 | 36.67 | 40.80 | 52.30 | 47.01 | 44.14 |
| TMT 指数 | 39.10 | 41.92 | 41.62 | 41.76 | 39.96 | 38.98 | 21.34 | 24.89 | 27.21 | 27.57 | 23.07 | 21.17 |
| 电子 | 34.24 | 35.92 | 43.67 | 44.76 | 44.52 | 42.88 | 19.43 | 24.32 | 42.74 | 46.28 | 45.31 | 41.05 |
| 计算机 | 65.15 | 69.41 | 69.46 | 69.69 | 67.16 | 66.27 | 77.98 | 83.76 | 83.85 | 84.29 | 80.37 | 79.22 |
| 传媒 | 42.54 | 46.90 | 48.19 | 47.55 | 45.37 | 44.32 | 52.72 | 61.71 | 64.11 | 62.87 | 57.79 | 55.32 |
| 通信 | 31.12 | 30.78 | 31.34 | 34.77 | 32.94 | 32.03 | 9.07 | 8.45 | 9.47 | 22.10 | 13.19 | 10.98 |
| 数字经济 | 40.32 | 47.70 | 46.01 | 48.09 | 46.75 | 45.43 | 57.42 | 66.03 | 77.99 | 95.69 | 83.25 | 72.73 |

资料来源：wind, 中国银河证券研究院 注：更新至 8 月 11 日

政策层面，7 月 24 日，中央政治局会议重点强调 AI 和数字经济，提出“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展”的说法。8 月 4 日，在四部门联合召开的新闻发布会上，发改委提到“强化国家战略科技力量，加强创新能力建设，发挥科技型骨干企业引领支撑作用”，强调“支持突破‘卡脖子’问题”。相关政策不断出台，持续引领 TMT 板块的未来发展。

从公募基金二季报来看，公募基金增持最多的前五大行业分别为通信、电子、汽车、家用电器和机械设备，进一步印证了国产替代科技创新的投资主线。同时，7 月 PPI 分行业同比表明，计算机、通信和其他电子设备制造业边际改善。叠加上述政策的持续催化，TMT 板块有望迎来新一轮上涨机会。如图 109 所示。

图 109：公募基金二季度各行业增减持情况



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

（三）近期政策投资主线

上半年投资者情绪低迷，股市缺乏增量资金，存量资金博弈下，投资者追逐热门题材，降低了对基本面的关注。但热门题材炒作是短期的，大涨之后易大跌，投资长期终究需要回归到业绩。下半年随着经济复苏加快，投资者信心增强，增量资金有望入场，市场将更加关注业绩表现。随着 A 股上市公司中报的逐渐披露，第三季度的投资主线主要依赖于业绩修复的细分行业。加之，根据 A 股投资环境的边际变化，当前 A 股市场存量博弈为主，增量概率偏弱，因此，关注业绩绩优及政策催化背景下的主线投资机会。

中国经济稳步复苏态势不变，政策利好将持续助力市场向好。7 月 24 日召开中共中央政治局会议，会议指出要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；要积极扩大国内需求，**发挥消费拉动经济增长的基础性作用**；要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。**要推动平台企业规范健康持续发展**。上半年国内生产总值同比增长 5.5%，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，社会消费品零售总额同比增长 8.2%。虽然二季度经济斜率放缓，但是 5、6 月份已开始显现积极因素，消费开始回升，预期稳中向好。总的来看，在政策呵护下 GDP 复合增速有望在三四季度有所支撑，给市场提供实质性利好。

随着近期政策频发，助力我国经济在新常态下保持平稳运行的良好态势，叠加宏观经济预期回暖，提振投资者信心。实质性利好有望带动增量资金进入市场，结束 A 股磨底，市场震荡向上。我们认为在政策利好的驱动下，提振投资者情绪，市场有望震荡向上。具有长期增长动能的行业可创造稳健的业绩，好业绩是不褪色的投资理念。在低位找确定性增量，即业绩持续复苏+受益于政策利好是 8 月配置主要方向。投资策略应当聚焦受益于政策助力板块里的低估值价值股+成长型价值股。8 月我们建议战略性布局中特估、数字经济、消费等板块里的价值股。

在此，基于政策分析，继续推荐数字经济、中特估、消费板块等标的，见表 9 所示，即我们前期推的十大金股，预判未来这些标的仍具有上行空间。

表 9：相关标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2023 年 7 月末）

| 股票代码 | 股票名称 | 行业 | 推荐理由 | EPS (元) | | | | PE(X) | | | |
|-----------|------|------|-------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 0700.HK | 腾讯控股 | 传媒 | 核心业务稳健，视频号、新游有望贡献增量 | 19.34 | 15.28 | 18.06 | 20.13 | 15.18 | 20.36 | 17.23 | 15.45 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 计算机 | AIGC 加固入口优势，流量变现能力预期提升 | 3.15 | 3.68 | 4.6 | 5.79 | 50 | 42.77 | 34.17 | 27.18 |
| 600941.SH | 中国移动 | 通信 | 数据要素推进有望加速，算网夯实拓宽市场新空间 | 5.87 | 6.4 | 7 | 7.63 | 11.52 | 14.72 | 13.46 | 12.35 |
| 001380.SZ | 华纬科技 | 汽车 | 新产品、新客户稳步推进，受益新能源快速增长 | 1.17 | 1.13 | 1.47 | 1.85 | 26.9 | 27.85 | 21.41 | 17.01 |
| 600489.SH | 中金黄金 | 有色 | 金价牛市助黄金央企估值回归 | 0.44 | 0.6 | 0.69 | 0.73 | 18.75 | 17.68 | 15.4 | 14.51 |
| 601668.SH | 中国建筑 | 建筑 | 2023H1 新签订单稳健增长，中特估有望受益 | 1.22 | 1.38 | 1.53 | 1.65 | 4.47 | 4.36 | 3.93 | 3.64 |
| 600030.SH | 中信证券 | 非银 | 行业龙头地位稳固，持续受益政策红利 | 1.42 | 1.73 | 2.09 | 2.46 | 13.8 | 12.32 | 10.65 | 7.85 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 食品饮料 | 以坚实业绩增长打消短期忧虑 | 6.64 | 8.6 | 10.53 | 13.19 | 33.91 | 26.16 | 21.37 | 17.99 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 家电 | 空调高景气延续，盈利端有望迎来修复 | 4.21 | 4.82 | 5.12 | 5.63 | 13.9 | 12.13 | 11.43 | 10.39 |
| 600963.SH | 岳阳林纸 | 轻工 | “浆纸+生态”双核驱动发展，碳汇成长空间广阔 | 0.34 | 0.4 | 0.46 | 0.57 | 21.54 | 18.41 | 16.06 | 12.83 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：本部分主要引用银河策略团队 2023 年 8 月投资组合报告：政策利好频现，助力 A 股向上-2023 年 7 月 31 日。7 月中央政治局会议以及近期各部委落实政治局会议精神，相继出台了若干“促销费”与投资、防风险及“稳增长”的政策。本部分基本上是基于政策支持的投资方向。

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 社会消费品零售总额增速 (%) | 3 |
| 图 2: CPI 和 PPI 处于低位 (%) | 3 |
| 图 3: 不同行业的就业人口 (万人) | 4 |
| 图 4: 不同类型的企业的就业情况 (万人) | 4 |
| 图 5: 35 岁以下人口就业比重 (万人) | 4 |
| 图 6: 城镇调查失业率与 16 至 24 岁人口失业率 (%) | 4 |
| 图 7: 消费者收入信心指数 | 5 |
| 图 8: 中国当期和未来收入信心 (%) | 5 |
| 图 9: M1 和 M2 增速 (%) | 5 |
| 图 10: 2022-2023 年上半年各类消费品销量增速 (%) | 5 |
| 图 11: 各国人均可支配收入占 GDP 比重 (%) | 6 |
| 图 12: 劳动报酬占 GDP 比重 (%) | 6 |
| 图 13: 城乡居民人均养老收入和薪资收入对比 (元) | 6 |
| 图 14: 政府医疗支出占 GDP 比重 (%) | 6 |
| 图 15: 各国、地区总储蓄占 GDP 比重 (%) | 7 |
| 图 16: 居民存款和商品房销售的互补 (亿) | 7 |
| 图 17: 我国总人口预期变化 | 8 |
| 图 18: 我国劳动力人口在 2025 年前仍然增长 | 8 |
| 图 19: 不同城市置业年龄 | 8 |
| 图 20: 30 岁-40 岁人口变化 | 8 |
| 图 21: 各国基尼系数 (%) | 9 |
| 图 22: 招商银行客户金融资产占比 (%) | 9 |
| 图 23: 2022 年以来土地出让收入显著下降 | 9 |
| 图 24: 2015 年以来民间投资占固定资产投资比重从 64% 降至 54% | 9 |
| 图 25: 在总需求不足状态下, 固定资产投资加速对消费具有四方面的带动作用 | 10 |
| 图 26: 名义 GDP 增速与城镇新增就业人口增速的正相关性 | 11 |
| 图 27: 2015 至 2021 年城镇单位就业人员行业分布变化 | 11 |
| 图 28: 全球主要经济体人均 GDP 与医疗支出占 GDP 比重 | 12 |
| 图 29: 全球主要经济体人均 GDP 与教育支出占 GDP 比重 | 12 |
| 图 30: 补民生短板、补发展短板有助于实现经济系统持续升级, 拓展长期发展空间 | 13 |
| 图 31: 食品制造业等的固定资产投资总额累计同比 | 15 |
| 图 32: 农林牧渔业等的固定资产投资总额累计同比 | 15 |
| 图 33: 纺织业等的固定资产投资总额累计同比 | 15 |
| 图 34: 家具制造业固定资产投资总额累计同比 | 15 |
| 图 35: 医药制造业等的固定资产投资总额累计同比 | 16 |
| 图 36: 批发和零售业等的固定资产投资总额累计同比 | 16 |
| 图 37: 汽车制造业等的固定资产投资总额累计同比 | 16 |
| 图 38: 总体投资对总体消费的影响路径假设 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 39: 固定资产投资完成额与消费社会消费品零售总额散点图及回归结果 | 18 |
| 图 40: 总体投资对总体消费的影响路径及效果 | 19 |
| 图 41: 加权平均利率已经降至历史低位 | 20 |
| 图 42: 2023Q2 的 GDP 平减指数出现罕见的负值 | 20 |
| 图 43: 2010 年-2023 年赤字水平及赤字率目标 | 20 |
| 图 44: 2018 年-2022 年财政赤字及调入资金 | 20 |
| 图 45: 一般公共预算支出中各类支出增速与人均 GDP 增速 | 21 |
| 图 46: 教育和医疗支出中用于校舍和公立医院的费用占比 | 21 |
| 图 47: 美国 GDP 与政府债务同比增速 | 22 |
| 图 48: 日本 GDP 与政府债务同比增速 | 22 |
| 图 49: 中国 GDP 与政府债务同比增速 | 23 |
| 图 50: 中国城投债存量规模及同比增速 | 23 |
| 图 51: 欧洲各国政府负债率水平 | 23 |
| 图 52: 欧洲各国财政赤字率水平 | 23 |
| 图 53: 2015-2023 年政府债务融资分项及净融资金额 | 24 |
| 图 54: 2015-2023 再融资专项债占比 | 24 |
| 图 55: 中国总人口数预测 | 25 |
| 图 56: 老年人口数量及分布预测 | 25 |
| 图 57: 养老产业市场规模预测 | 25 |
| 图 58: 市场规模预测对比 | 25 |
| 图 59: 养老产业潜在需求预测 | 26 |
| 图 60: 养老产业缺口 | 26 |
| 图 61: 我国人口老龄化率 | 27 |
| 图 62: 全国和城镇居民医疗保健人均消费性支出 | 27 |
| 图 63: 全国居民人均医疗保健消费性支出及其增速 | 27 |
| 图 64: 全国居民医疗保健消费性支出及其预测 | 28 |
| 图 65: 中国与日本的老龄化程度 | 28 |
| 图 66: 日本人均国民医疗费及其增速 | 28 |
| 图 67: 医疗保健行业潜在需求 | 29 |
| 图 68: 医疗保健行业缺口预测 | 29 |
| 图 69: 全国 0-14 岁人口数量及占比 | 30 |
| 图 70: 入学学龄儿童数与学龄儿童入学率 | 30 |
| 图 71: 中国小学、初中、高中、高等教育毛入学率 | 30 |
| 图 72: 各类高等教育招生数 | 31 |
| 图 73: 高等教育学校或机构数量 | 31 |
| 图 74: 2022 年 1-34 岁人口数量(按抽样比例计算) | 32 |
| 图 75: 2022 年各阶段学龄人口与实际在校人口数量比较 | 32 |
| 图 76: 中国成人教育市场规模 | 32 |
| 图 77: 中国职业教育市场规模 | 32 |
| 图 78: 部分省市保障性租赁住房计划筹建数量 | 33 |
| 图 79: 全国计划/实施筹建保障性租赁住房数量及每套全部投资 | 33 |
| 图 80: 全国保障性租赁住房投资额预测 | 34 |

| | |
|---|----|
| 图 81: 供水、燃气和集中供热行业固定资产投资增速 | 35 |
| 图 82: 供水、燃气和集中供热行业固定资产投资规模 | 35 |
| 图 83: 公共交通、道路桥梁和排水行业固定资产投资增速 | 36 |
| 图 84: 公共交通、道路桥梁和排水行业固定资产投资规模 | 36 |
| 图 85: 园林绿化、市容环境卫生及其他固定资产投资增速 | 36 |
| 图 86: 园林绿化、市容环境及卫生和其他固定资产投资额 | 36 |
| 图 87: 城市市政重点行业固定资产投资规模预测 | 37 |
| 图 88: 中国村庄个数与乡村人口数 | 38 |
| 图 89: 全国公共财政支出: 农村基础设施建设 | 38 |
| 图 90: 2021 年中国全国村庄建设投入及同比增速 | 38 |
| 图 91: 2021 年中国各省村庄建设投入 | 39 |
| 图 92: 2021 年中国全国村庄建设投入 (市政公用设施) 及同比增速 | 39 |
| 图 93: 2021 年中国各省村庄建设投入: 市政公用设施 | 40 |
| 图 94: 2021 年中国全国村庄建设投入 (住宅) 及同比增速 | 40 |
| 图 95: 2021 年中国各省村庄建设投入: 房屋 | 40 |
| 图 96: 中国公共充电桩保有量及其增速 | 41 |
| 图 97: 华东、华南地区自然村庄数量 | 41 |
| 图 98: 中国数字经济规模预测 | 41 |
| 图 99: 公有云和私有云市场规模预测 | 42 |
| 图 100: 混合云市场规模及增速预测 | 42 |
| 图 101: 中国物联网用户数 | 42 |
| 图 102: 物联网市场规模预测 | 42 |
| 图 103: 中国新能源汽车销量 | 43 |
| 图 104: 中国新能源汽车产量 | 43 |
| 图 105: 未来新能源汽车市场测算 | 44 |
| 图 106: 2023 年 8 月消费行业纷纷回调 | 45 |
| 图 107: 2023 年 1-8 月消费行业多数下跌 (截至 8 月 11 日) | 45 |
| 图 108: 2023 年以来 TMT 板块累计涨跌幅 | 46 |
| 图 109: 公募基金二季报各行业增减持情况 | 47 |
| | |
| 表 1: 2018 年以来各行业固定资产投资增速与 2017 年占比 | 12 |
| 表 2: 固定资产投资对城镇新增就业、全国居民人均可支配收入的影响 | 14 |
| 表 3: 固定资产投资对全国居民人均消费支出、人均收支差额的影响 | 14 |
| 表 4: 回归涉及变量类型、符号、名称及计量说明 | 17 |
| 表 5: 总投资、总消费及其中介效应的回归结果 | 18 |
| 表 6: 2022 年政策性开发性金融工具撬动作用测算 | 21 |
| 表 7: 消费行业 PE (TTM) 及其分位数 | 45 |
| 表 8: TMT 行业 PE (TTM) 及其分位数 | 46 |
| 表 9: 相关标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2023 年 7 月末) | 48 |

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

杨超：策略分析师。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn