

共同富裕如何影响投资？

核心观点

共同富裕将带来增量固定资产投资，对于基建投资，其一是发力弥合区域、城乡等方面的发展差距，其二是推进公共服务均等化的实现，发挥基建补短板；共同富裕背景下政府发挥主导作用的保障性安居工程的增长难以有效支撑地产投资，在稳定宏观杠杆率的整体背景下，保障房领域未来超预期的部分应重点关注住房公积金存量盘活的相关政策；制造业方面，制造业高质量发展将促进就业扩容提质，共同富裕有助于制造业投资持续发展；制造业扩大海外市场份额、重塑全球产业链格局，也有助于通过出口创收做大国民收入蛋糕。

近期共同富裕相关政策落地，国内资本市场波动加剧主要是投资者情绪受短期政策不确定性影响，从海外经验来看，贫富差距的控制并不改变其长期股债双牛的格局。整体看我们认为，2021年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 共同富裕如何影响房地产投资？

在房地产长效机制的作用下，以地产企业为主导的住宅和商业地产投资可能逐步下滑。共同富裕背景下政府发挥主导作用的保障性安居工程的增长难以有效支撑地产投资。从整体规模来看，保障性安居工程在地产投资中的估算占比约为20%。结合过去5年的平均复合增速地产投资的拉动作用约2%。从今年以来土地成交面积负增速的情况来看，保障性安居工程的拉动作用难以支撑地产投资。

从细分领域来看，在棚改规模逐年下降后，未来保障性安居工程需要重点关注保障性租赁住房 and 老旧小区改造两个方面，然而短期内大幅拉动地产投资存在难度。一是保障性租赁住房方面，部分核心城市现有增速已经较高，进一步增长空间有限。二是老旧小区改造对地产投资的拉动不宜过分乐观。原因如下：第一、待开工老旧小区库存已不多，后续需观测施工进度带动的投资情况。第二、老旧小区估算投资总额在地产投资中占比有限，约为5%-6%。第三、老旧小区改造并非全部属于地产投资。此外，无论政府还是地产企业参与保障房投资都面临债务约束的限制。前者受财政纪律约束、后者受三条红线等长效机制约束。在稳定宏观杠杆率以及债务面临约束的整体背景下，保障房领域未来超预期的部分应重点关注住房公积金存量盘活的相关政策：一是可能参与保障房投资建设；二是可能增加对一线城市居民房租的支持力度。

□ 共同富裕目标下，基建将如何发力？

十九大五中全会表示“实现共同富裕不仅是经济问题，而且是关系党的执政基础的重大政治问题”，在共同富裕的目标下，基建如何发力？我们认为，发力方向主要有两个方面，其一，贫富差距的本质是发展的不均衡、不充分问题，基建可以不断发力以弥合区域、城乡等方面的发展差距进而落实共同富裕；其二，以人为本的共同富裕目标下，核心要不断增强人民群众的获得感、幸福感和安全感，在弥合收入、财富差距之外，要不断推进公共服务均等化的实现，基建补短板可以发挥重要作用。

□ 共同富裕如何影响制造业投资？

创收和高质量发展是协调收入分配的主要实现途径之一，共同富裕政策与就业及制造业高质量发展密切相关。制造业高质量发展将促进就业扩容提质，共同富裕有助于制造业投资持续发展。结构上看，从初次收入分配的角度看，技术要素和数据要素的发展及配置效率的提高均指向高技术制造业、制造业信息化发展；双碳目标的实现过程则对应新能源行业及积极进行技改的传统制造业发展。通过制造业高质量发展扩大海外市场份额、重塑全球产业链格局，有助于通过出口创收做大国民收入蛋糕，高端制造业对出口的拉动也将更加明显，其高附加值及高毛利意味着对制造业投资和国民财富的拉升效率更高。

风险提示：共同富裕行动纲要对投资结构有不同侧重，影响投资总量及结构。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 共同富裕如何影响房地产投资？	3
1.1. “住有所居”是践行共同富裕、推进公共服务均等化的重要抓手	3
1.2. 保障房三支柱之一的保障性租赁住房将是未来的重点发展方向	3
1.3. 房地产长效机制下，保障性安居工程的增长难以有效支撑地产投资	3
1.4. 债务约束下保障房领域重点关注住房公积金存量盘活的相关政策	6
2. 共同富裕目标下，基建将如何发力？	6
3. 共同富裕如何影响制造业投资？	10
3.1. 从收入调节、稳定就业的角度，共同富裕有利于制造业发展	10
3.2. 制造业侧重高质量发展，利好高技术制造业及绿色领域	11
3.3. 通过制造业高质量发展扩大海外市场份额、重塑全球产业链格局，有助于通过出口创收做大国民收入蛋糕	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：经济欠发达地区需要更高的基建投入	7
图 2：“十三五”有关基本公共服务体系	8
图 3：各个省市城市市政公共设施一览（2019 年数据）	10
图 4：净出口对 GDP 贡献大幅提高	13
图 5：高技术制造业带动制造业上涨	13
表 1：我国保障性安居工程投资规模估算（亿元）	4
表 2：我国老旧小区改造的投资总额估算	5
表 3：部分省市公布老旧小区改造计划的投资单价估算	5
表 4：我国重点“补短板补链”领域	12

1. 共同富裕如何影响房地产投资？

1.1. “住有所居”是践行共同富裕、推进公共服务均等化的重要抓手

国务院曾于 2017 年发布《“十三五”推进基本公共服务均等化规划》（以下简称《均等规划》）；此后国家发改委在《均等规划》的基础之上发布《国家基本公共服务标准（2021 年版）》（以下简称《服务标准》），其中重点指出应该通过 9 个方面推进公共服务的均等化，分别是：幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶、优军服务保障和文体服务保障。其中提及“住有所居”，说明未来践行共同富裕、推进公共服务均等化的过程中，保障房的建设将是重要抓手。

《服务标准》中重点涉及三个领域，分别是公租房、城镇棚户区改造和农村危房改造，分别对应我国保障性安居工程中的重要领域。我国的保障性安居工程共包括四大类。一是保障性住房建设，包括公共租赁住房、经济适用房、两限房等；二是棚户区改造；三是农村危房改造和游牧民定居工程；四是其他项目支出。城镇老旧小区改造工程于 2019 年起被纳入保障性安居工程的统计口径并单设独立的统计口径，将是未来重点发展方向。

1.2. 保障房三支柱之一的保障性租赁住房将是未来的重点发展方向

住建部在 7 月 8 日发布的《〈关于加快发展保障性租赁住房的意见〉解读》中明确指出“加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”，基本明确了我国住房保障体系的顶层设计，三者分别对应新市民新青年、困难群体和购房存在困难的群体，分别瞄准不同的需求类型。一是保障性租赁住房，主要针对人口净流入重点城市中新市民和新青年的住房问题。以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。二是公共租赁住房，主要针对城镇住房和收入双困难家庭，目前已经基本解决，未来不再是发力重心。2021 年 8 月住建部在国新办发布会中表示对于城镇户籍的低保、低收入住房困难家庭，已经做到了应保尽保，说明未来该领域将不再是发力重心。三是共有产权住房，主要帮助有一定经济实力但买不起房子的居民尽快改善居住条件。共有产权住房是指政府提供政策支持，由建设单位开发建设，销售价格低于同地段、同品质商品住房价格水平，并限定使用和处分权利，实行政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房。三种类型中，保障性租赁住房将是未来政策的重要抓手，住建部住房保障司司长曹金彪曾表示“新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市，在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例力争达到 30% 以上”。

1.3. 房地产长效机制下，保障性安居工程的增长难以有效支撑地产投资

在房地产长效机制的作用下，以地产企业为主导的住宅和商业地产投资可能逐步下滑。一是三道红线严重限制了重点房企的扩表速度，房企投融资能力受到明显约束。二是五档分类在金融领域约束银行对地产企业的信贷供给。三是集中供地则侧重从供地节奏等供给端因素进行调控。受长效机制影响，今年地产企业拿地面积明显下滑，未来建安投资将受连带影响。在共同富裕背景下政府发挥主导作用的保障性安居工程投资能否发力将成为未来地产投资趋势的核心影响因素。

从整体规模来看，房地产长效机制下，保障性安居工程的增长难以有效支撑地产投资。我国当前对保障性安居工程的数据披露尚不完全，住建部自 2012 年起不规律公布保障性安居工程的投资规模及建成套数，2015 年后不再公布，转向公布棚户区改造的开工套数和投资规模，保障性安居工程在 2015 年后仅披露财政支出规模。根据 2015 年前数据，财政支出在整体保障安居投资中的平均占比约 28%，我们据此估算 2015 年后保障性安居工程中除棚改以外的投资规模，可测算得到 2015 年后保障性安居工程在地产投资中的平均占比大约在 20% 附近。根据估算结果，2015-2019 年间保障性安居工程的

年均复合增速为 11.6%，结合比重对地产投资的拉动作用约 2%。从今年以来土地成交面积负增速的情况来看，保障性安居工程的拉动作用难以支撑地产投资。

表 1：我国保障性安居工程投资规模估算（亿元）

	财政:保障性安居工程	财政:棚户区投资	财政支出在保障安居投资中的占比	房地产开发投资	保障性安居工程投资 (15 年后为估算值)	保障安居在地产投资中的占比
2012	3148.8	580.1	29.2%	71803.8	10800.0	15.0%
2013	3013.3	713.1	26.9%	86013.4	11200.0	13.0%
2014	3428.6	886.9	32.0%	95035.6	10700.0	11.3%
2015	3907.4	1289.7	25.4%	95978.8	15400.0	16.0%
2016	4390.9	1722.4		102580.6	24206.2	23.6%
2017	3791.6	1684.8		109798.5	25826.2	23.5%
2018	3697.5	1667.8		120263.5	24554.6	20.4%
2019	2941.2	1086.2		132194.3	18538.6	14.0%

资料来源：Wind，住建部，浙商证券研究所

从细分领域来看，在棚改规模近年来逐步下降后，未来保障性安居工程中需要重点关注保障性租赁住房 and 老旧小区改造两个方面的规划进展情况，然而短期内大幅拉动地产投资抬升存在难度。

一是进一步保障性租赁住房的建设进展。如上文所述，这一类型的保障房已经成为未来发展的重点领域。虽然曹金彪司长要求在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30% 以上；然而根据我们估算，十三五期间北京、上海、深圳等核心城市新增保障房在新增供应总量中的占比均已超过 30%（各地数据公布口径不统一，估算结果可能存在误差），因此保障性租赁住房可以对地产投资提供的增量拉动空间可能有限。另一方面，保障型租赁住房面积较小，最高不得超过 70 平方米，以江苏为例，A、B、C、D 四类保障租赁房对应的面积分别为 35、50、60 和 70。

二是进一步关注老旧小区改造的进展。城镇老旧小区改造工程于 2019 年被纳入保障性安居工程的统计口径，国务院曾于 2020 年刊发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，其中提出到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。从投资规模来看，老旧小区改造对地产投资的拉动作用不宜过分乐观。主要原因如下：

第一、待开工的老旧小区库存已不多，后续需观测施工进度带动的投资情况。根据住建部在 8 月 31 日国新办新闻发布会更新的数据，“十四五”期间，我国将基本完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。根据政府工作报告，2019、2020、2021 年末老旧小区的改造计划分别为 1.9 万、3.9 万和 5.3 万个（2019 年前的旧改规模极小，此处忽略不计）。其中 2020 年实际开工 4.03 万个，超额完成目标；截至 2021 年 7 月新开工改造 4.22 万个，已占年度目标的 78.2%，惠及 764 万户居民，同样存在超额完成目标的可能。如据此计算，2022-2025 年仅剩余 10.7 万个小小区待开工，待开工的老旧小区库存已不多，开工动能衰减后对投资的后续拉动作用需要重点观测施工过程的衍生投资情况。

第二、即便是略显高估的投资估算总额在地产投资中的占比也相对有限，位于 5%-6% 之间。投资规模方面，各部委曾在不同场合披露我国老旧小区改造的相关数据，我国待改造的老旧小区数量约 21.9 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约 40 亿平方米，估算投资总额达到 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。如果按照官方对于投资规模的初步统计数估算，旧改投资在地产投资中的占比位于 5%-6% 之间（以 2020 年地产投资数据估算），即便大幅增长对于投资的拉动作用也较为有限。如果根据当前部分省市公布老旧小区改造计划方案估算单家，按户数口径计算，户均投资单价约在 10000 元左右；按面积口径估算，每平方米投资规模超过 100 元。据此计算，4 万亿元的总体改造投资规模可能还存在一定程度的高估。

第三、老旧小区改造并非全部属于地产投资。根据《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，老旧小区改造共分为三大类：分别是基础类对应外墙以及供水、供电、燃气、消防、通讯设施改造等；完善类对应建筑节能改造、加装电梯等；提升类对应周边养老、托育、家政配套设施。其中诸多重点领域诸如基础类和完善类项目的投资主体并非房地产企业，相关资本开支不属于房地产开发投资范畴，可能被归入基建或制造业投资。未来需持续关注其改造进展以及是否有更详尽的数据进一步披露。

表 2：我国老旧小区改造的投资总额估算

部委（官员）	时间	内容
住建部 倪江波	2019 年 5 月	全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。
国务院（仇保兴）	2019 年 3 月	据初步估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。
住建部（黄艳）	2019 年 7 月	截至 5 月底，各地上报需要改造的城镇老旧小区 17 万个，涉及居民上亿人。
住建部	2021 年 8 月	“十四五”期间，我国将基本完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造。
历年政府工作报告	2019、2020、2021	2019、2020、2021 年末老旧小区的累计改造进程分别达到 1.9 万、3.9 万和 5.3 万个

资料来源：公开渠道信息统计，浙商证券研究所

表 3：部分省市公布老旧小区改造计划的投资单价估算

省份	来源	总金额 (亿)	户数(万 户)	小区数 (个)	面积(万 平米)	户均金额	每平方米 金额
河北省老旧小区改造三年行动计划(2018-2020 年)							
河北	2019 年度全省城市老旧小区整治改造计划的通知	129.6	141.3	5739	11500	9171.3	112.7
安徽	老旧小区改造考评工作	25.9	20.4	523	1871	12696.1	138.4
浙江	老旧小区改造考评工作	145.0	46.0	987		31521.7	
山东	十三五时期居民住房工	205.0	252.0	7698	21400	8134.9	95.8

作情况							
陕西西安		74.0		417	500		1480.0
关于全面推进城镇老旧小区改造工作的实施意见							
江苏		139.0	42.8	1130	3800	32476.6	365.8
关于推动城市老旧小区等环境改善的指导意见							
广东		10.2	15.3	264	1050	6634.0	96.7
江苏扬州	十三五期间	5.3	4.0	137	441	13250.0	120.2

资料来源：公开渠道信息统计，浙商证券研究所

1.4. 债务约束下保障房领域重点关注住房公积金存量盘活的相关政策

除了上文提到的原因外，无论政府还是地产企业参与保障房投资均将面临债务约束。前者受财政纪律约束、后者受三条红线等长效机制约束。无论商业住宅还是保障房投资均可能带来债务杠杆的增长，在稳定宏观杠杆率以及债务面临约束的整体背景下，保障房领域未来超预期的部分应重点关注住房公积金存量盘活的相关政策。

新加坡是全球范围内公有住房发展最成功的国家之一。我们认为新加坡公有住房制度运转的核心主要源自于其对住房公积金的高效利用。具体方式是：新加坡通过《中央公积金法》建立中央公积金制度并成立中央公积金局，居民缴纳高额公积金后，公积金局除了留存部分余额应对提款需求和开展投资外，部分公积金储备通过低息贷款等形式对房屋发展局进行注资，由其负责公有住房（组屋）的建设并以明显低于市价的价格向国民进行销售。房屋发展局产生的亏损由财政进行补贴。如 2017-2019 年房屋发展局平均每年的亏损约为 16.8 亿美元，仅占当年政府收入规模的 2.2%。从补贴规模不难发现，政府实际需要对公有住房进行额外补贴的力度有限，核心仍是住房公积金的有效运作。此外，单个家庭仅可拥有一套组屋、隔代遗传不可多套持有等规定也保证了存量组屋的有效利用，避免房屋资源闲置。

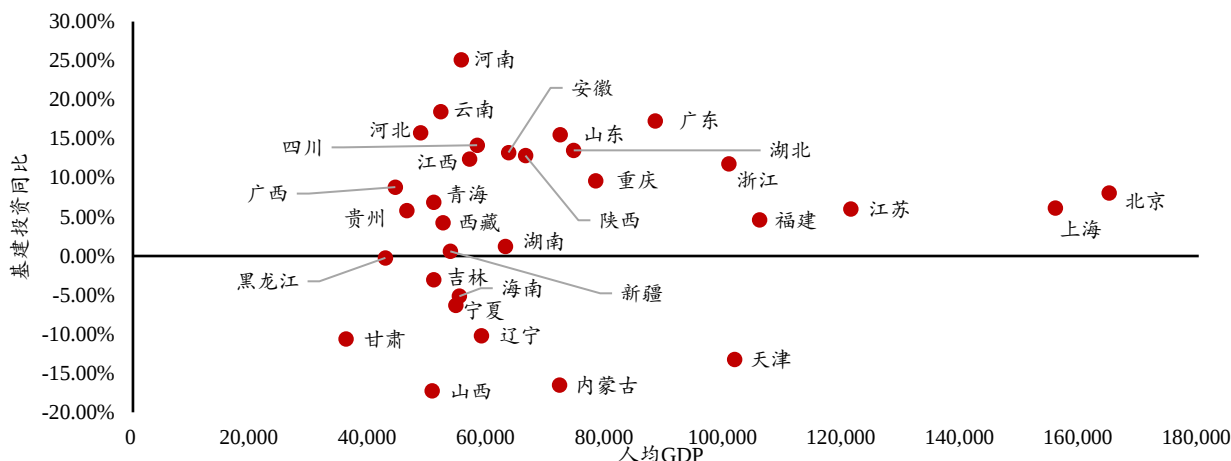
借鉴新加坡经验，如果我国在保障房体系的建设过程中有效盘活公积金的存量作用，可能对地产投资发挥额外的拉动作用。我国实际于 2009 年起便已启动试点工作，以住房公积金为资金来源发放保障性住房建设贷款，首批在 28 个城市的 133 个项目中开展试点，首批试点贷款额度仅 493 亿元；此后试点范围小幅扩大但实际规模仍然有限。截至 2020 年末，该项试点累计向 373 个试点项目发放贷款 872.15 亿元，已累计回收试点项目贷款 866.54 亿元，当前贷款余额仅 5.61 亿元，2018 年后未再发放新增贷款。在共同富裕的政策导向下，一是该项试点政策可能重启进一步支持保障房投资；二是参照新加坡经验，不排除未来公积金直接参与保障房项目建设的可能。截至 2020 年末，我国住房公积金缴存余额达 7.3 万亿，每年公积金缴存盈余的情况下规模仍然保持正增长，该项存量资产的盘活可能对地产投资产生额外的拉动作用，未来应重点关注该领域的政策发展；三是未来可能扩大对一线城市居民缴纳房租的支持力度。

2. 共同富裕目标下，基建将如何发力？

共同富裕目标下，未来基建有何调整？弥合发展差距和促进公共服务均等化是重点。2021 年 Q3 以来，一系列纲领性文件和产业政策的接连颁布，使得“共同富裕”成为市场关注的核心问题，从十九大五中全会措辞来看，在百年未有之大变局的外部环境和新发展格局的背景下，“实现共同富裕不仅是经济问题，而且是关系党的执政基础的重大政治问题”，那么在共同富裕的目标下，基建如何发力？我们认为，发力方向主要有两个方

面，其一，贫富差距的本质是发展的不均衡、不充分问题，基建可以不断发力以弥合区域、城乡等方面的发展差距进而落实共同富裕；其二，以人为本的共同富裕目标下，核心要不断增强人民群众的获得感、幸福感和安全感，在弥合收入、财富差距之外，要不断推进公共服务均等化的实现，基建补短板可以发挥重要作用。

图 1：经济欠发达地区需要更高的基建投入



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

发展不平衡、不充分的长期累积是造成贫富差距的重要原因。收入分配体系下，初次分配来源于要素贡献，再分配则依靠财税体制等对初次分配进行调整，三次分配则依赖社会自愿进行补充。我们认为贫富差距失衡是长期收入分配累积的结果，背后是长期经济发展不平衡、不充分，特别是在地区之间、城乡之间、产业之间等方面均存在不同程度失衡，因此调整当期贫富分配格局的重点之一是弥合发展不平衡、不充分问题，我们认为基建的进一步发力有助于实现共同富裕目标。

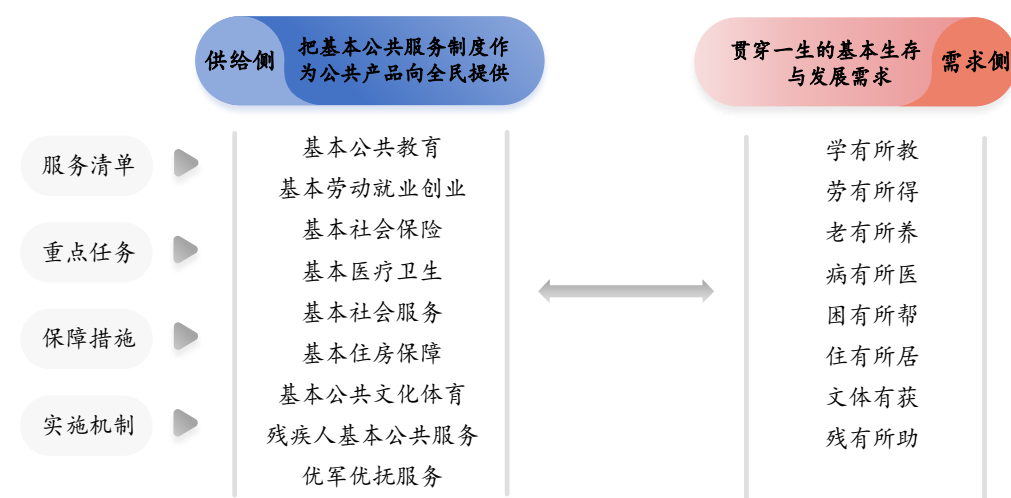
首先，我国东中西部不同地区存在较大的发展差异，中西部基础设施发展空间仍大，不论是承接东部产业转移还是培育自身产业发展，都需要在基础设施建设方面加码扩围，以此推动中西部落后地区增长潜能的释放，基建对区域发展的拉动不仅体现在投资端，更体现在其正外部性带来的综合效果。促进国内大循环带动规模经济效益、加速要素流转以促进劳动力和资本的流动、消除信息不对称和技术孤岛导致的发展困境，能够更好地通过协调、开放和合作实现更高水平和更快的经济发展。”十四五”规划已经有所部署，比如完善出疆入藏、中西部等战略骨干道路建设，推进中西部高速铁路和普速铁路的建设，实施中西部地区中小城市基础网络完善工程等。

其次，我国城镇化道路仍有持续发展的空间。在大国大城的城市化和城乡协调发展的城镇化政策基调下，要发挥基建在促进更高水平发展和补短板方面的积极作用，通过新基建、高水平传统基建等投资促进核心城市和大城市群的发展，不断完善和提升中小城市、城镇、乡村的基建设施，从而弥合发展差距。”十四五”规划要求“提高交通通达深度，推动区域性铁路建设，加快沿边抵边公路建设，继续推进‘四好农村路’建设，完善道路安全设施”，并提出优化投资结构要加快补齐市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等基础设施领域的短板。

最后，基建发力促进产业升级与高质量发展。共同富裕的本质不是均等富裕也不是杀富济贫，与缩小贫富差距相对水平相比，我们认为通过发展提升绝对财富水平也必不可少，基建发力对产业升级和高质量发展有重要意义，特别是以 5G、云计算、大数据等

领域为代表的新基建有助于动能切换、创新驱动和培育新增长点的落地，”十四五”规划明确将加快建设新型基础设施作为建设现代化基础设施体系的第一项任务。此外，在“碳达峰”“碳中和”的长期目标下，非化石能源的新增投资建设、传统行业的技改投资、低碳新技术的新增投资是未来主要的固定资产投资领域，我们认为光伏、特高压、储能等泛基建领域的投资值得关注。

图 2：“十三五”有关基本公共服务体系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

推进共同富裕强调以人为本，推进公共服务均等化增强人民获得感。我们认为，除了改善发展不平衡外，改善基建以促进公共服务均等化是通过再分配手段调节贫富差距的重要方式，原因在于：通过研究 OECD 国家经验，考虑不同国家的发展阶段、增长中枢和制度特征等因素，可以发现初次分配存在极限，较难将基尼系数调配到较低水平，弥合贫富差距需要再分配手段的调节，除了财税体制的传统手段外，由于以人为本是共同富裕的重要落地地，不能仅仅着眼于收入和财富的分配，更重要的是提升人民的获得感、幸福感和安全感，这需要政府提供更加完善、高质量的基本公共服务。当前我国存在基本公共服务在地区间、城乡间的非均等化问题，基础教育、公共医疗、社会保障等方面较为典型，因此我们认为推进基本公共服务均等化是有效缩小贫富差距的重要方式。

提升公共设施质量，推进基本公共服务均等化。2017 年，我国推出“十三五”推进基本公共服务均等化规划，力求实现全体公民都能公平可及地获得大致均等的基本公共

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26106

