

2024 年 04 月 27 日

证券研究报告|行业研究|军工行业深度报告

国防军工

解读 2024 年中国军费

报告摘要

军费是我国军工行业的主要资金来源和物质基础，特别是军费中的装备费用，是军工行业供给主体军品业务收入的主要来源，消化军工产业的主要供给产能，支持相关供给主体发展。因此，在对军工行业进行研究、分析和预测中，对军费的深入研究是必要的。

国际局势变乱交织，百年变局加速演进。俄乌冲突、加沙冲突延宕，红海局势持续紧张，叠加全球多国将举行重要选举、世界经济增长动能不足等诸多不确定因素，多国军费在 2023 年高基数的背景下依旧维持增长，全球军费开支呈现持续增长态势。2024 年我国国防支出预算 16655.4 亿元，增长 7.2%，增幅与 2023 年持平，继续位于 2020 年以来高点。

2024 年政府工作报告中明确提及，2024 年要“打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战”，“抓好军队建设‘十四五’规划执行”。五年规划与 2027 年国防建设目标的计划性，将对未来几年军工行业的需求形成刚性约束和明确指引，也将进一步打消当前市场的关键疑虑，**军工行业需求无忧**。

另一方面，军工行业的范畴今非昔比，已扩容至民机、低空经济、军贸、信息安全、军贸、商业航天等诸多军民结合领域，军工行业的市场空间和天花板，得到数量级和实质性的抬升。政府工作报告也提出了“积极培育新兴产业和未来产业”，“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。

军费相关数据可获得性较差，且统计口径难以统一，由此带来了较大的研究难度，大部分研究机构也仅能做到浅尝辄止。在两会国防预算公布之后，我们尝试再向前做进一步的研究和探讨。

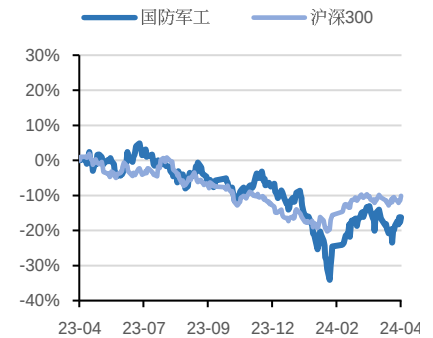
我们对全球及中国军费做了深入的比较分析，并对驱动军费增长的因素做了探讨，并结合当前的国际局势和中国所处境况，对中国未来军费进行了预测，在前述基础之上，给出以下五个判断：

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

严慧 研究助理
SAC 执业证书: S0640123080006
联系电话: 010-59562539
邮箱: yanhui@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：我国形成新型军兵种结构布局 —2024-04-21

航天产业月报：春风十里，星途渐明，商业航天市场持续扩容 —2024-04-21

军工行业周报：军事信息化和智能化浪潮来临 —2024-04-14

股市有风险 入市需谨慎

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

① **对全球军费的判断**：俄乌冲突及巴以冲突或将加速全球新一轮的军费开支。

② **对中国军费投入的判断**：我国军费有望维持中高速增长，呈现出抗周期性、逆周期性。

③ **对中国军费结构的判断**：装备费用占比持续提升，以智能化、信息化、体系化为特征的新域新质装备以及低成本化装备或将成为重点投入方向。

④ **对军费使用效率的判断**：供给需求双向改革举措同发力，促使军费整体适用效率稳步提升。

⑤ **对军费影响军工板块行情的判断**：政府对国防投入力度继续抬升，有望助力军工板块走势再次进入上行通道。

对于 2024 年，本次两会披露的军费增速下，更值得关注的在于**政府对国防投入财政支持力度的持续提升**，将有望为 **2024 年军工板块走势恢复性增长，重新进入上行通道，直到实现 2027 年建军百年目标**提供核心支撑。

军工行业全面观点请参考 **《飞雪迎春到——军工行业十问十答&2024 年投资策略》**。

正文目录

一、 中国军费：2024 年增速维持稳定，预计增长 7.2%	6
(一) 中国国防预算编制审批程序	7
(二) 中国国防支出变化趋势	8
(三) 中国军费全球第二，不足美国四分之一	12
(四) 中国军费预算管理能力和逐渐提高	13
(五) 中国军费支出结构：倾斜装备投入，武器装备建设跨越式发展	14
二、 一内一外两大因素，共同影响中国军费	17
(一) 内部因素：经济发展决定国防开支	17
(二) 外部因素：潜在威胁刺激军费投入	21
三、 中国军费全球第二，二十年增长十倍	25
(一) 中国军费累计投入远低于美国	25
(二) 中国人均军费投入不足	26
(三) 经济高速增长，军费负担相对合理或偏小	27
(四) 军费长期投入促使军贸业务实现顺差	29
四、 有关军费的五个判断	33
(一) 关于全球军费的判断：全球新一轮军费开支或将持续保持较高增 速	33
(二) 关于中国军费投入的判断：我国军费有望维持中高速增长，呈现 出抗周期性、逆周期特性	34
(三) 关于中国军费结构的判断：装备费用占比持续提升，新域新质领 域有望成为重点投入领域	38

（四）关于军费使用效率的判断：供给需求双向改革举措同发力，促使军费整体使用效率稳步提升.....	42
（五）关于军费增速影响军工板块行情的判断：政府对国防投入力度继续抬升，有望助力军工板块走势再次进入上行通道	44
五、 风险提示.....	50

图表目录

图 1 两会期间国防部新闻发言人关于国防支出部分发言内容.....	7
图 2 中国国防预算编制审批程序.....	8
图 3 中国 GDP 和国防支出趋势（亿元）	9
图 4 全国公共财政支出、国防支出及 GDP 增速变化趋势（%）	9
图 5 中国对国防投入的财政支持力度再次回升	10
图 6 2022 年主要财政支出项目占比（%）	11
图 7 全国国防支出、公共财政支出以及 GDP 之间的比例关系（%）	11
图 8 近年全球军费投入及增速（万亿美元，%）	12
图 9 2023 年全球主要国家国防支出占比（%）	13
图 10 2023 年全球主要地区国防支出占比（%）	13
图 11 2023 年全球主要国家军费投入（十亿美元）	13
图 12 近年来中国中央本级国防支出决算、预算增速及预算完成率（%）	14
图 13 中国军费投入及用途.....	15
图 14 2010-2017 年中国军费构成及变化趋势（%）	15
图 15 我国军费与经济发展相互影响的关系示意图	17
图 16 我国公共财政支出（万亿元）与 GDP（万亿元）的走势变化.....	18
图 17 军费带来的溢出效应与国家经济发展的关系示意图.....	19
图 18 近年来中国财政支出主要项目占比（%）变化情况.....	20
图 19 近年全国公共财政支出中主要项目占全国公共财政支出合计的比例变化趋势（%）	20
图 20 2009-2024 年中美军费预算（万亿元）及其占 GDP 的比例对比（%）	22
图 21 2001-2022 年全球军费投入概况（亿美元）	25
图 22 2003-2022 年中国军费投入（亿美元）以及与美国等国家的对比情况（累计投入情况）	26
图 23 2001-2022 年中国与部分国家的人均军费累计投入情况对比（美元/人） .	27
图 24 主要国家军费占 GDP 比例（%）	27

图 25 主要国家军费占财政支出比例 (%)	28
图 26 主要国家 2012-2022 年军费复合增速以及 2022 年军费负担情况	29
图 27 2002-2023 年中国军贸进出口净值 (百万 TIVs)	30
图 28 2004-2023 年中国军贸出口概况 (百万 TIVs)	30
图 29 2004-2023 年中国军贸进口概况 (百万 TIVs)	31
图 30 多国已开始通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性	33
图 31 我国军费受到的影响因素	35
图 32 近年国家公共财政支出中主要项目 (除国防支出) 决算合计占财政支出比例 情况 (%)	36
图 33 军费增速测算结果与真实军费增速对比 (%)	37
图 34 2016-2027 年中国军费 (百亿元) 及增速 (%) 变化趋势	37
图 35 2017-2028 我国军费及装备费用收入增速 (%) 变化趋势及预测结果	39
图 36 高“效费比”追求下对武器装备智能化、信息化、体系化的推动	40
图 37 各项改革措施与军费使用效率逻辑关系示意图	42
图 38 2024 年央企经营指标与总体目标再次优化	43
图 39 2019-2022 年军费增速与核心军工上市公司收入增速对比	44
图 40 2019-2024 年国防军工 (申万) 指数与沪深 300 指数走势对比情况	45
图 41 近 10 年来军工上市公司数量快速增长 (单位: 家)	46
图 42 “十二五”以来我国军费及 GDP 增速变化的两个阶段	47
图 43 军工行业收入变化与军费增速走势	48
图 44 政府对国防投入的财政支持力度与军工行业收入增速在多数时期下存在同向 变化	48
图 45 未来三年军工行业有望迎来新的上行周期	48
 表 1 2024 年全球九大全球性趋势预测	23
表 2 2004-2023 年中国军贸出口概况 (百万 TIVs) 及出口装备案例	31
表 3 2004-2023 年中国军贸进口概况 (百万 TIVs) 及国产先进装备案例	32

一、中国军费：2024 年增速维持稳定，预计增长 7.2%

根据 3 月 9 日十四届全国人大二次会议公布的国防预算数据，我国 2024 年的国防支出为 1.69 万亿元，比 2023 年增长 **7.2%**。

自 2016 年以来，我国国防预算增长率已连续 9 年降至个位数，增长幅度维持在 6.6%-8.1% 之间。2016 年至 2024 年，国防费预算增幅分别为 7.6%、7.0%、8.1%、7.5%、6.6%、6.8%、7.1%、7.2% 和 7.2%。2020 年受宏观环境影响，中国国防费增速一度放缓。但随后伴随我国经济社会持续健康发展的同时，军费维持适度增长，国防实力和经济实力同步提升。2024 年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，要抓好军队建设“十四五”规划执行，加快实施国防发展重大工程，打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战。

中国的军费增长用于军事现代化和军队改革，这是因为中国的军事人员、装备、训练水平长期与自身防御性国防政策需要，与世界多数大国军事水平，与国际地位和维和等国际责任要求之间存在较大差距，是一种“补偿式”的增长，是为了能够在维护国家安全上达标。此外，中国国防经费的增长还受到国际环境影响，当前中国周边局势复杂，维护国家安全、主权和发展利益是迫切要做的事情。所以必须要适度地提高军费，维护国家安全。

2024 年 3 月 9 日，国防部发言人在采访中指出，“本年度增加的国防支出主要用于以下几个方面：一是推进军队建设‘十四五’规划执行，保障重大工程、重点项目实施，全面加强练兵备战，巩固提高一体化国家战略体系和能力。二是加快国防科技创新发展，推进现代化后勤建设，实施国防科技和武器装备重大工程，加速科技向战斗力转化。三是深化国防和军队改革，构建现代军事治理体系，提高现代军事治理能力。四是改善部队练兵备战和官兵工作生活保障条件，健全体现军事职业特点的待遇政策制度。全军将树牢过紧日子思想，强化高效低耗理念，坚持勤俭办一切事业，提高国防资源使用效益。”对比 2023 年两会时期的相关表述（如下图所示），可以看出，**作为“十四五”的中期之年，我国国防建设中将更落实在保障重大工程、重点项目实施，加快国防科技创新发展，构建现代军事治理体系等领域，进一步印证了 2024 年我国武器装备建设仍将维持高质量发展。**

图1 两会期间国防部新闻发言人关于国防支出部分发言内容



资料来源：国防部，中航证券研究所整理

（一）中国国防预算编制审批程序

根据论文《关于增强国防预算透明度的思考》（2017年，周捷）介绍，我国国防预算的编制和审批程序如下：

- ① 国防部门采取自下而上的方式提出国防费概算，经汇总之后由后勤保障部提出年度国防预算概算，并报中央军委审定后报送财政部；
- ② 财政部对中央各部门概算进行测算并综合平衡，然后拟定中央各部门的预算限额指标（国防部门也包含其中），报国务院批准后下达；
- ③ 明确预算限额指标后，在国防部门中，年度国防预算草案由后勤保障部编制，财政部审核后将其纳入中央预算草案，再经国务院审定后就完成了国防预算草案编制工作；
- ④ 国防预算作为中央预算的组成部分，以中央预算草案的形式由国务院提交全国人民代表大会审批；
- ⑤ 全国人民代表大会讨论审查中央预算草案之后，会出现两种情况：一是做出通过中央预算草案的决议，另一种是做出修改中央预算草案的决议。

如果人大会议做出修改的决议，那么根据全国人大批准的预算决议，国务院对中央预算进行修订，然后再下达中央各部门的预算指标。

图2 中国国防预算编制审批程序



资料来源:《关于增强国防预算透明度的思考》(2017年,周捷),中航证券研究所

(二) 中国国防支出变化趋势

根据时代特点,我们将1989年至今分为四个阶段:

阶段一,1989年至1998年,改革创新,经济快速发展,GDP复合增速19.47%,高于军费增速15.71%;

阶段二,1999年至2008年,在地缘政治等事件因素刺激下,我国加大了对国防建设的支持力度,GDP复合增速15.03%,略低于军费增速16.27%;

阶段三,2009年至2018年,为应对金融危机,我国采取了一系列经济刺激政策,在恢复经济活力的同时,也带来了严重的通货膨胀,此阶段我国加强经济扩张力度,GDP复合增速11.38%,略高于军费增速9.58%。

阶段四,2019年至今,我国内部面对经济增速下行压力,同时外部环境不确定性增大,且中美贸易摩擦呈加剧之势,叠加宏观环境变化影响,我国经济增速虽有所放缓,但放眼全球,却是带领经济迅速反弹的主要经济体。再到近期的俄乌冲突、巴以

冲突等，多国已开始宣布通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性，更凸显出强军强国的必要性和紧迫性。中国的国防开支总体上与国家经济发展水平相协调，保持国防开支适度稳定增长，是维护国家主权、安全发展利益，履行国际责任义务，适应中国特色军事变革的需要。在此阶段，军费复合增速 6.56%，略高于 GDP 复合增速 6.06%。

2023 年中国 GDP 为 1260582.10 亿元，同比增速 4.64%（现价）；全国国防支出 15800.00 亿元，同比增长 7.2%。2024 年，根据预算报告草案，中央国防预算增长目标 7.2%（即 16655.2 亿元，较 2023 年将增加 855.2 亿元），高于 2024 年中国经济社会发展主要预期目标 5% 左右。

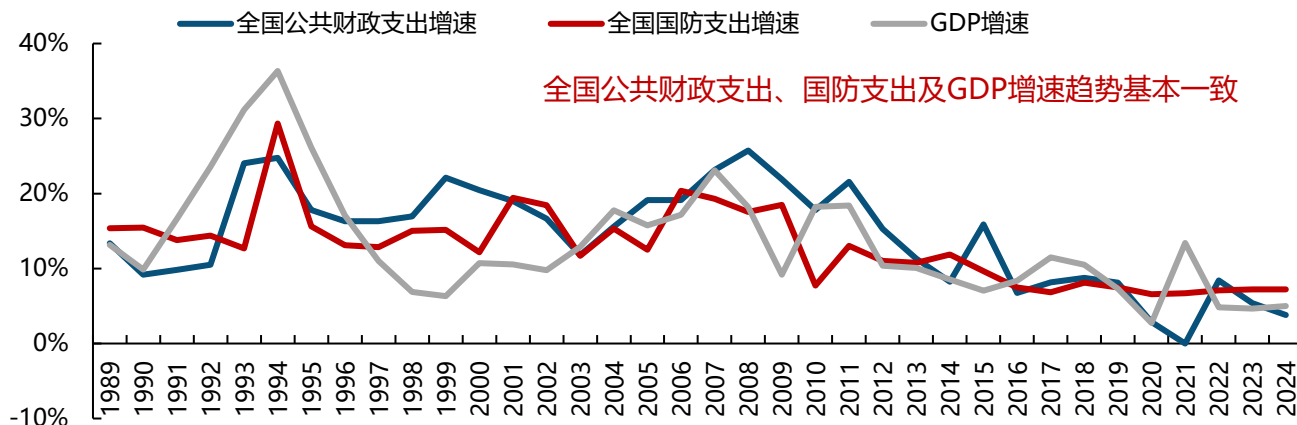
图3 中国 GDP 和国防支出趋势（亿元）



资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所（备注：2021 年及之前军费数据采用财政部公开的全国国防支出决算数据，2022 年及之后采用两会上提出的全国国防支出预算草案数据）

全国国防支出增速与当年公共财政支出增速的相关性最高，上一年 GDP 增速比当年 GDP 增速对当年国防支出的影响更大。对 1989-2024 年数据进行分析，全国国防支出增速，与当年公共财政支出增速的相关系数 0.72，与当年 GDP 增速相关系数 0.54；全国国防支出增速，与上一年全国公共财政支出增速的相关系数为 0.67，与上一年 GDP 增速的相关系数为 0.59。

图4 全国公共财政支出、国防支出及 GDP 增速变化趋势（%）

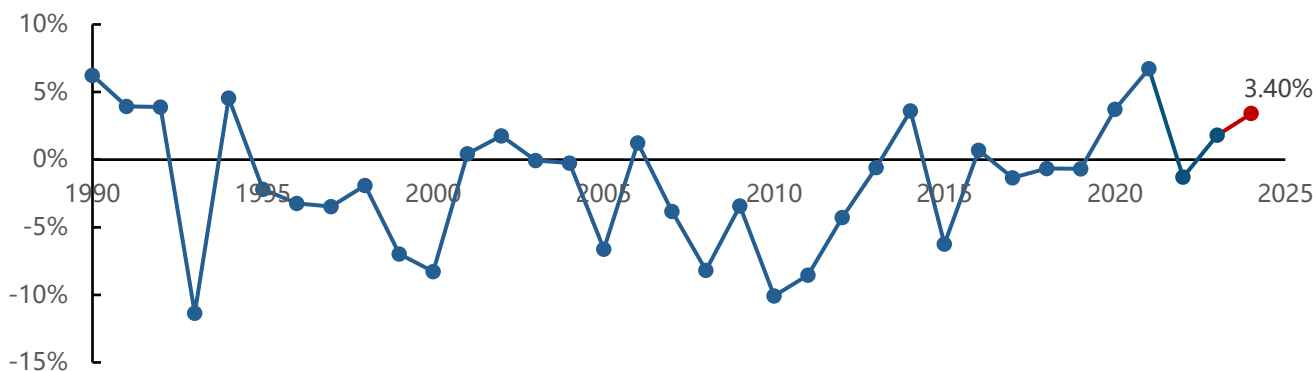


资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所（备注：2022 年及之前军费数据采用财政部公开的全国国防支出决算数据，2023 年之后采用两会上提出的全国国防支出预算草案数据）

全国公共财政支出项目包括教育、社会保障和教育、城乡社区事务、农林水事务、一般公共服务、医疗卫生与计划生育、公共安全、国防等多个方面。根据公开数据，2022 年，全国国防支出占全国公共财政支出比例 5.66% 排名第七位（与 2021 年排名相同）；教育是最大支出项目，占比 15.14%；社会保障和就业占比 14.05%，医疗卫生与计划生育 8.65%。

从财政支持力度来看，2024 年中央政府对国防投入的支持力度再次回升。军费增速与公共财政支出增速的差值一定程度可反映出我国政府对国防建设的支持力度，即“财政支出越少，军费投入越多，则说明国防建设投入力度越大”，在 2022 年该差值一度跌至-1.3% 后，2023 年回升至 1.8%，2024 年则再度提升至 3.4%。

图5 中国对国防投入的财政支持力度再次回升



资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所（备注：2022 年及之前军费数据采用财政部公开的全国国防支出决算数据，2023 年之后采用两会上提出的全国国防支出预算草案数据）

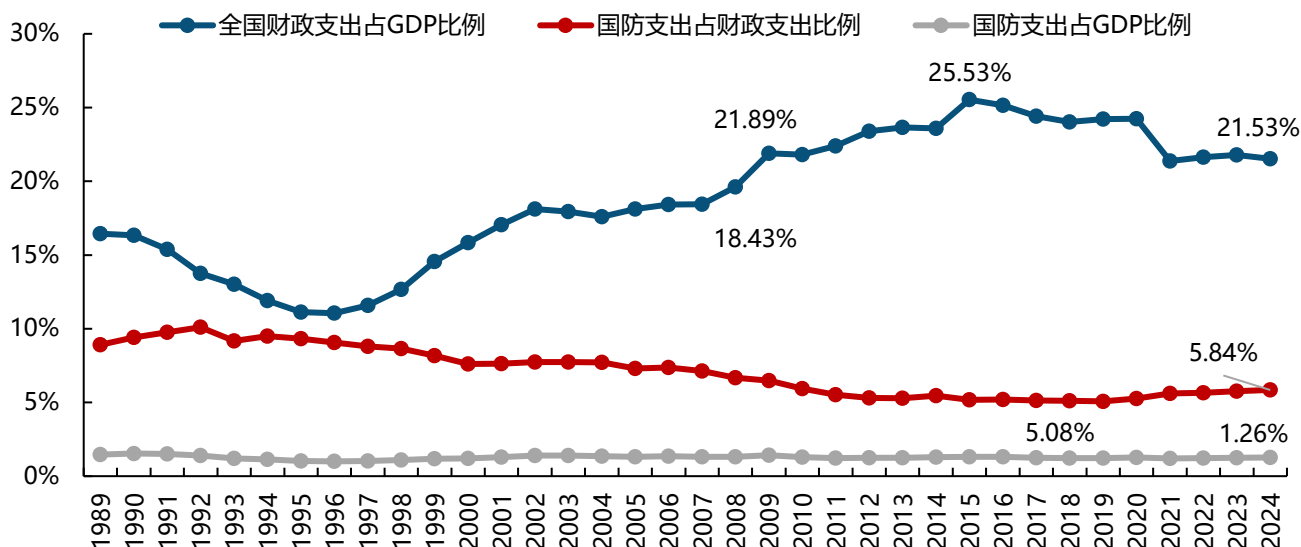
图6 2022 年主要财政支出项目占比 (%)



资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所

外部因素也是重要的因素之一。1991 年苏联解体，为了应对国际环境巨变，1992 年全国国防支出增加明显，占当年全国公共财政支出比例由 1991 年 9.75% 增至 1992 年的 10.10%，之后逐年下降，于 2019 年降至 5.08%，之后呈上升趋势，于 2024 年达到 5.84% 的高点；2007-2009 年发生全球金融危机，为了保障经济和社会稳定，全国公共财政支出大幅增加，占 GDP 比例由 2007 年的 18.43% 增至 2009 年的 21.89%，期间国防支出占比下降 0.65pcts。

图7 全国国防支出、公共财政支出以及 GDP 之间的比例关系 (%)



资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所

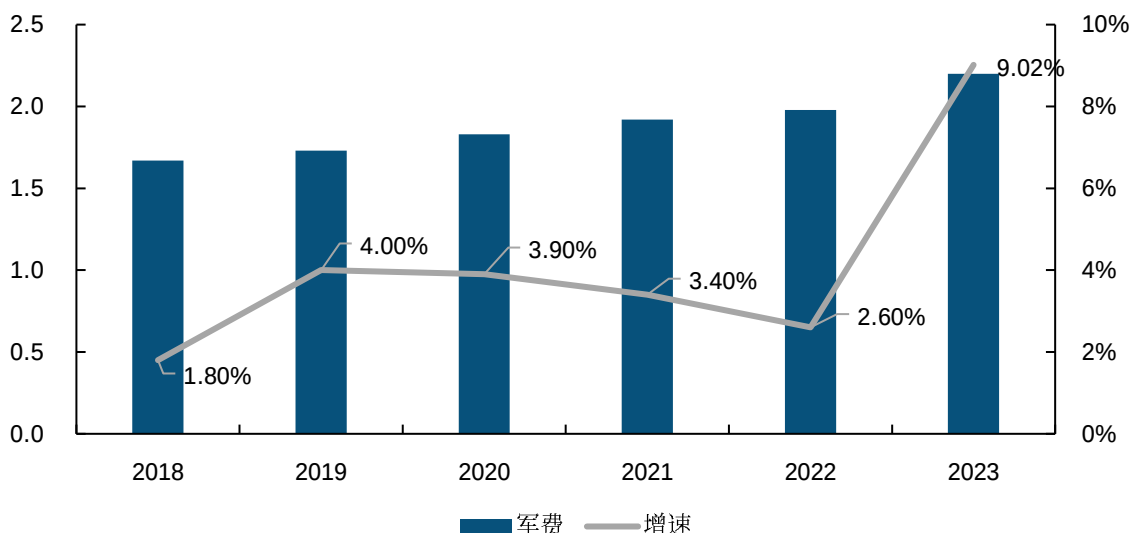
2023 年，中国国防预算支出占 GDP 比例为 1.25%，较上年的 1.22% 有所提升；国防支出占全国财政支出比例为 5.75%，相较于上年的 5.66% 有所上升。可以看出，中国国防费占国内生产总值的比重多年保持基本稳定，低于世界平均水平，增长幅度也是比较适度、合理的。国防费的规模，是综合考虑国防建设的需求和国民经济发展

的水平而确定的，这也是世界各国的通行做法。国防费的增长，既是应对复杂安全挑战的需要，也是履行大国责任的需要，而中国的前途是同世界的前途紧密联系在一起。中国的军事现代化，不会对任何国家构成威胁，反而是维护地区稳定与世界和平的积极力量。

（三）中国军费全球第二，不足美国四分之一

2023 年，全国防支出约 15800 亿元，约合 2244 亿美元。根据英国国际战略研究所（IISS）数据，2023 年全球国防总支出达到 2.20 万亿美元，同比增长 9.02%，创下了 2018 年以来的新高。其中，中国占比 10.20%，全球排名第二，较大幅度领先于其他国家，不过仍然仅相当于美国国防支出 9055 亿美元的 24.78%。

图8 近年全球军费投入及增速（万亿美元，%）



资料来源：IISS，中航证券研究所

具体来看，我国国防支出情况占全球的比例情况如下：

2001-2010 年，中国国防支出合计 4134.15 亿美元，占全球比例 3.44%；

2011-2020 年，中国国防支出合计 14337.94 亿美元，占全球比例 8.13%；

2021 年，中国国防支出 2090 亿美元，占全球比例 10.89%；

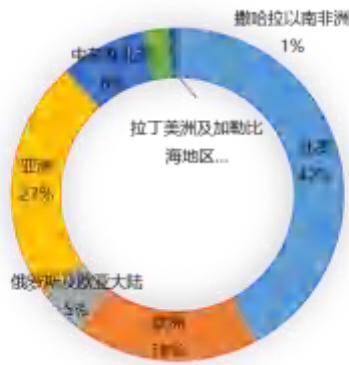
2022 年，中国国防支出 2296 亿美元，占全球比例 11.60%；

2023 年，中国国防支出 2244 亿美元，占全球比例 10.20%。

2024 年，中国国防预算增长目标 7.2%，即 16655.4 亿元。

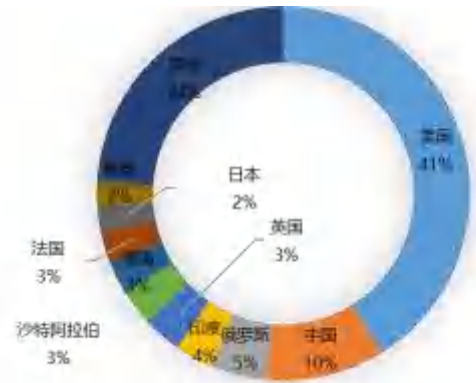
随着 2022 年俄乌冲突的爆发，加剧了全球局势的不确定性，多国已开始通过提高军费投入来积极应对。2023 年，美国军费增速高达 11.9%，俄罗斯军费增速更是在俄乌冲突背景下达达到 36.8%，日本军费增速也破双，达到 26.4%，韩国、澳大利亚等多国军费也已脱离了 2022 年的 GDP 增速数据，创下历史新高。

图9 2023 年全球主要国家国防支出占比 (%)



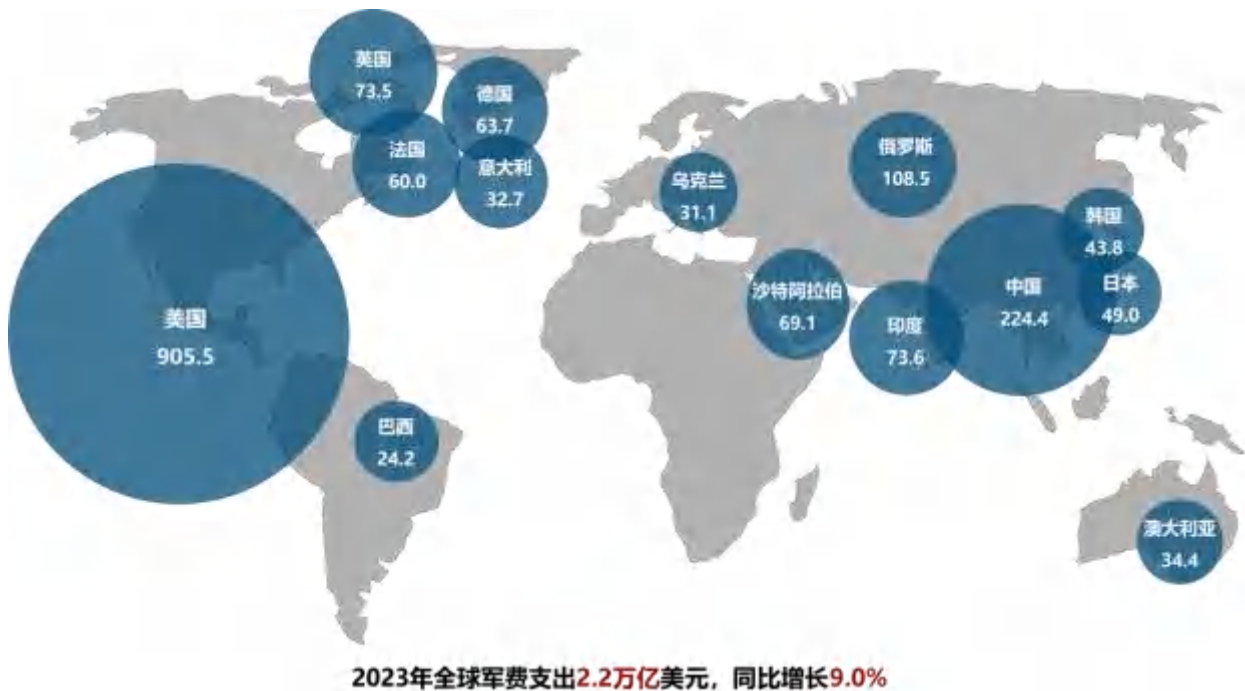
资料来源：IISS，财政部，中航证券研究所

图10 2023 年全球主要地区国防支出占比 (%)



资料来源：IISS，财政部，中航证券研究所

图11 2023 年全球主要国家军费投入 (十亿美元)

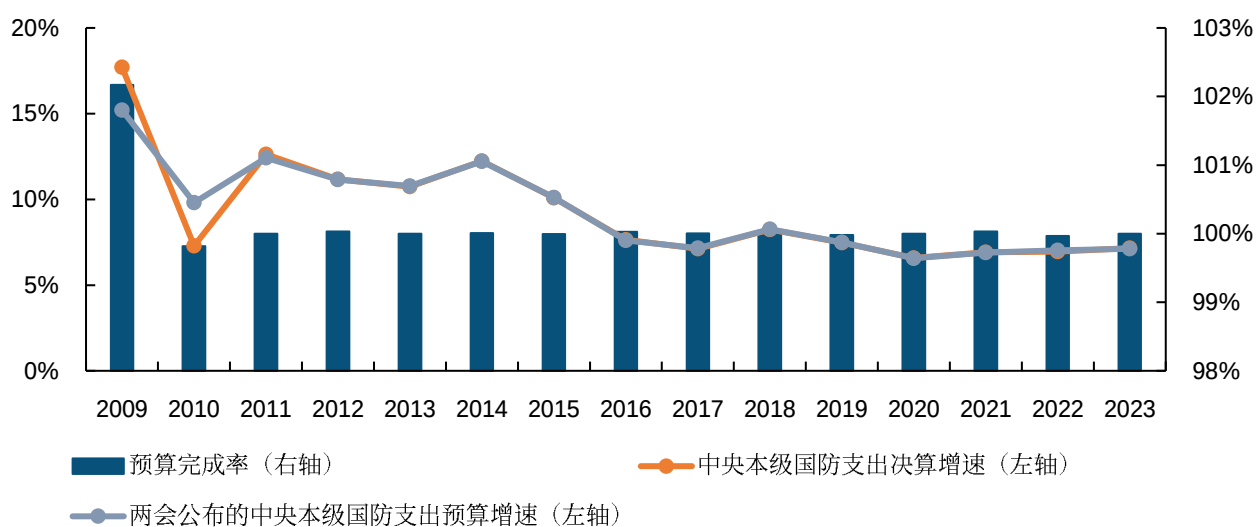


资料来源：IISS，财政部，中航证券研究所

(四) 中国军费预算管理能力的提高

近年来，中国财政部一般在两会结束后正式公布当年的中央本级军费预算，而国防支出决算则一般在会在次年年中公布。基于以上二者数据求得的国防支出预算及决算增速对比，可以看出，我国国防支出的预算完成率（决算与预算的比值）正在逐年趋近于 100%，表明了我国当前军费使用执行力正在逐步加强，而伴随预算完成率能力的提升，我国国防支出预算增速及决算增速的差异总体也在逐渐减小。

图12 近年来中国中央本级国防支出决算、预算增速及预算完成率（%）



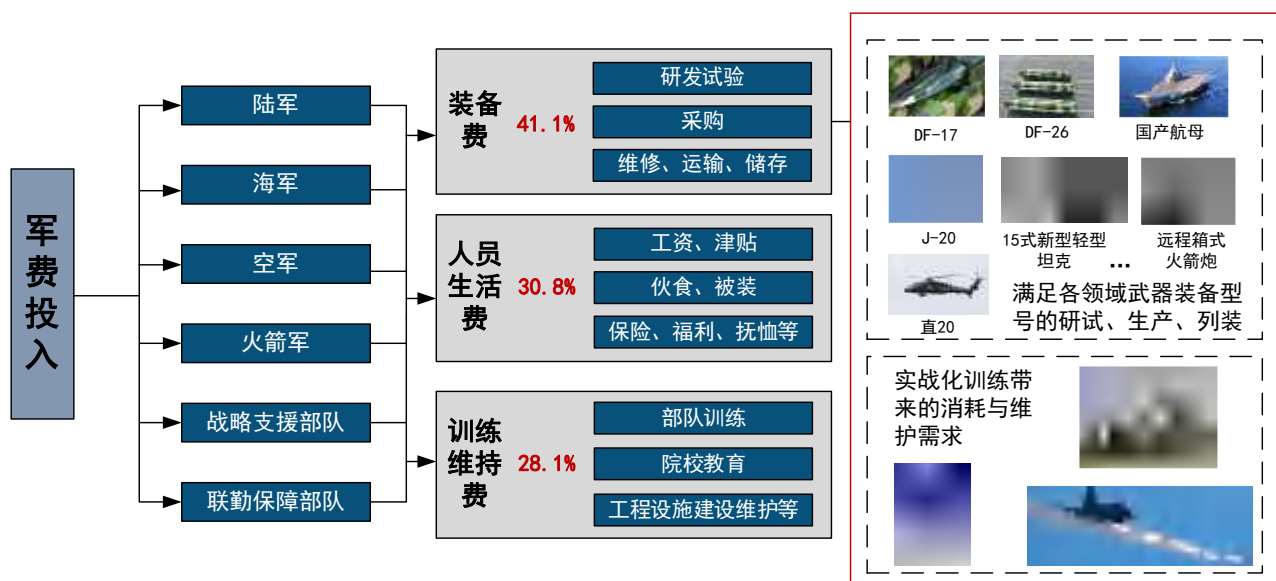
资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所

（五）中国军费支出结构：倾斜装备投入，武器装备建设跨越式发展

2019年《新时代的中国国防》白皮书指出，中国国防支出主要由人员生活费、训练维持费和装备费三部分组成：

- ① 人员生活费用于军官、文职干部、士兵和聘用的非现役人员，以及军队供养的离退休干部工资、津贴、伙食、被装、保险、福利、抚恤等；
- ② 训练维持费用于部队训练、院校教育、工程设施建设维护以及其他日常消耗性支出；
- ③ 装备费用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输、储存等。

图13 中国军费投入及用途



资料来源：中航证券研究所整理（备注：军费支出比例的数据来自 2017 年中国国防白皮书）

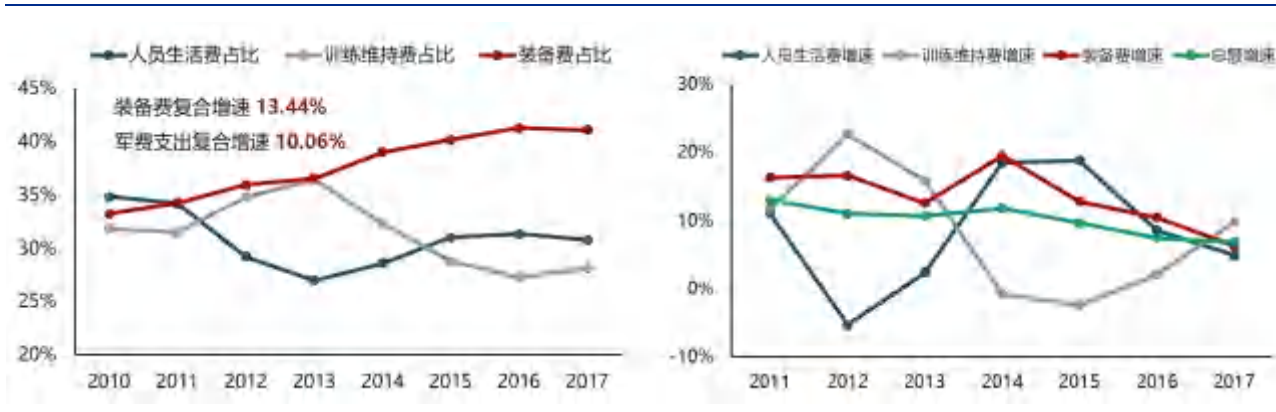
2010-2017 年，国防支出用于装备费的占比逐年提升，由 2010 年的 33.25% 增至 2017 年的 41.11% (+7.85pcts)。期间，训练维持费占比下降 3.76pcts，人员生活费占比下降 4.09pcts。

2010-2017 年装备费用的复合增速为 13.44%，大幅超过了国防支出的复合增速 10.06%；训练维持费和人员生活费复合增速 8.10% 和 8.12%，低于国防支出复合增速。

其中，**2015-2017 年训练维持费增速提升明显，反映出实战化训练投入加大。**

习近平总书记于 2019 年 1 月在中央军委军事工作会议上强调“要强化战斗队思想，坚持战斗力这个唯一的根本的标准，各项工作和建设、各方面力量和资源都要聚焦军事斗争准备、服务军事斗争准备，推动军事斗争准备工作有一个很大加强”。随着实战化训练的推进，我们认为训练维持费用将继续保持较快的增长。

图14 2010-2017 年中国军费构成及变化趋势（%）



资料来源：国防白皮书，中航证券研究所

用较小的损失达成更大的战略、战术目的是古往今来作战形态变化的根本驱动。在明确高“效费比”追求的前提下，提前研判作战需求、作战形态的变化是判断武器装备后续发展方向的基础。以智能化、信息化、体系化为特征的新域新质装备无疑是符合现代战争装备的高“效费比”追求的。

伴随智能化技术的发展进步，无人装备，尤其是小型无人装备的协同作战能力、正面战场杀伤能力将进一步提升，届时智能、无人化装备有望成为各国军队的“刚需”，为军工行业带来新的发展机遇。同时，信息安全、电子对抗技术与军用卫星互联网为代表的信息化技术是解决战时通信、网络攻击、情报支援、侦察、反侦察的重中之重。当前，武器装备信息化已是国际共识之一，世界多国已经将新式装备信息化水平作为考核装备性能的核心指标，同时多国正在实施的传统武器装备信息化改装也是这一共识的外在表象。现代战争已经从传统的单一军种、单一平台间的竞争转为一个体系与另一体系的竞争，为适应装备体系化作战运用需求，需要创立体系化装备论证、体系化装备研制、体系化装备列装、体系化形成作战能力的装备建设发展模式。

另一方面，自俄乌冲突发生以来，低成本装备一定程度上成为了这场冷战后少有的高强度、高烈度战争的“主角”考虑到俄乌双方，尤其是俄罗斯作为传统的军事强国有较为全面的先进装备技术储备与产业链条，世界各国战场态势感知、战略分析机构对于此前战争中“低成本武器装备的活跃本质上是受迫于技术局限性的无奈之举”的判断进行了重新审视。我们认为，低成本装备的“异军突起”本质仍是武器装备极致效费比的追求，与此前航空装备选择高精尖化发展的内核一致。将武器装备的高精尖化与低成本化并行，使装备体系化、集团化发展可能才是未来装备发展的主线。

二、一内一外两大因素，共同影响中国军费

我们认为，影响军费投入有一“内”一“外”两大主要因素：国家经济发展和受到的外部安全威胁。

从《新时代的中国国防》的表述中可以看出，我国国防建设与我国经济发展状况，以及我国所处的国际环境存在密不可分的关系，具体表现如下：

① 国防是经济的保障，而经济是国防的基础。国防建设是国家安全与经济发展的基本保证，而国防建设和军队建设又要与国家的经济发展状况相适应，这也就决定了军费不可避免的与国家经济发展存在关联。

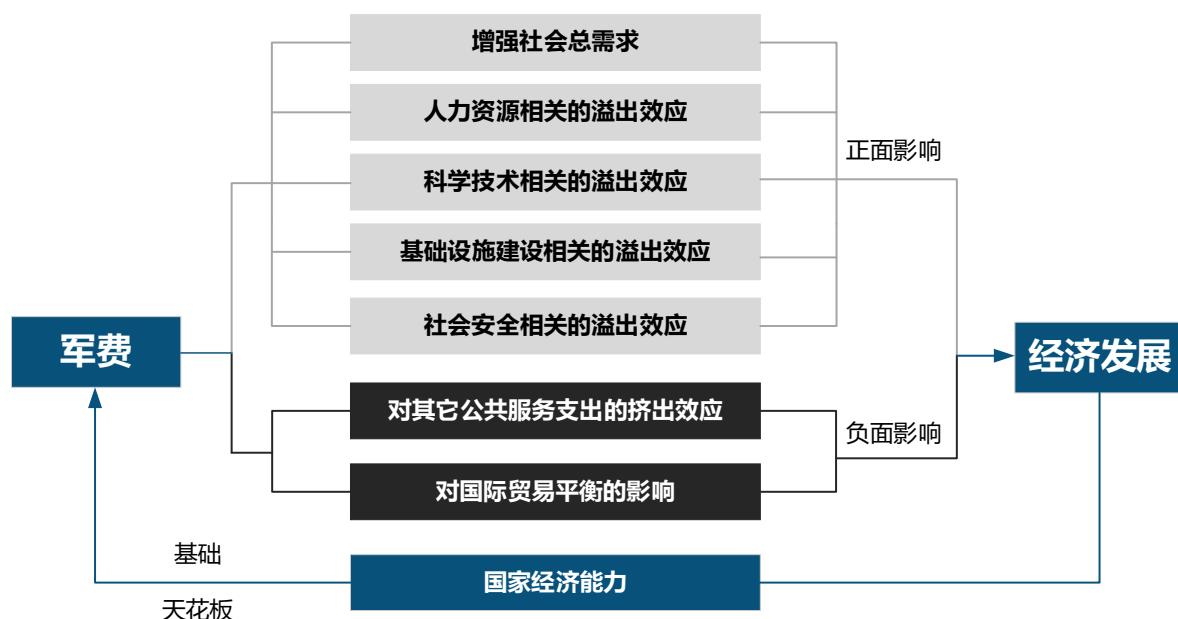
② 伴随着世界多极化格局的不断发展，国与国之间在争夺资源方面的竞争和战略要地方面的斗争日趋激烈，无论是传统的国防安全问题还是非传统的安全威胁，都不断地影响着国家的经济及政治等方面的利益，进而直接带来了国家对国防建设的需求。

（一）内部因素：经济发展决定国防开支

国家经济发展对军费的影响，并非仅存于国家经济发展水平对军费的单方面影响。由于军费同样也会对国家经济发展产生影响，因此需要将军费与经济发展的关系视为一个闭合回路来进行分析。

其中，经济发展直接决定了军费的基础及天花板，而军费的支出将对经济发展同时兼具正面影响与负面影响。具体来看，正面影响主要包括军费可以增强社会总需求，以及对非国防领域的人力资源、科学技术、基础设施建设及社会安全等四个方面存在的溢出效应；负面影响主要包括军费对其他公共服务支出带来的挤出效应以及对国际贸易平衡的影响。

图15 我国军费与经济发展相互影响的关系示意图

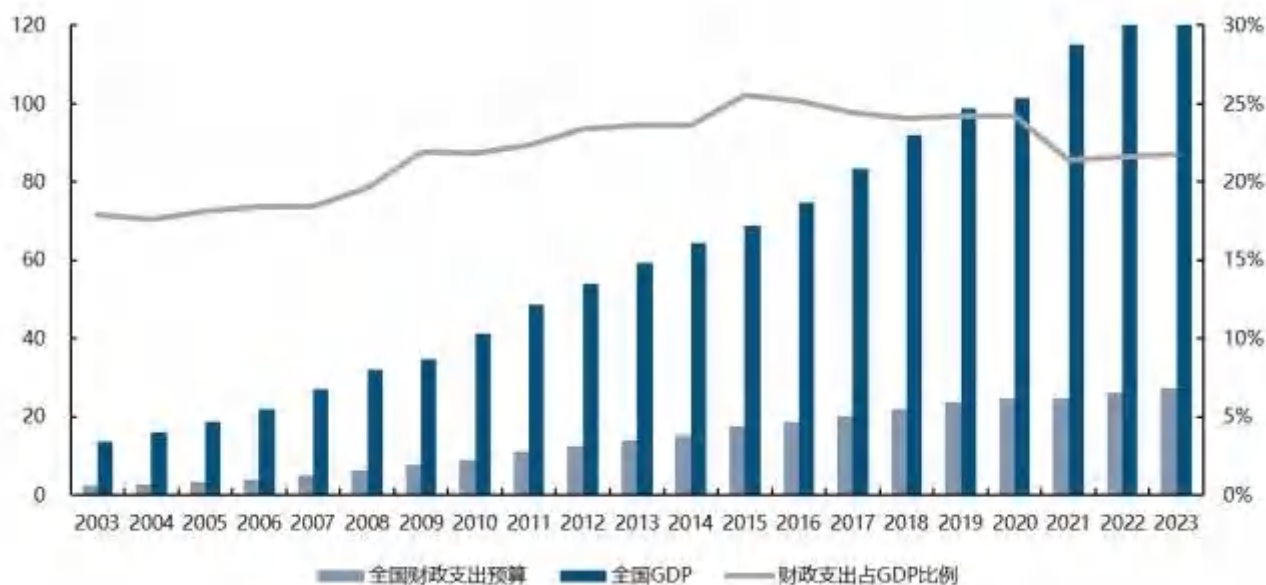


资料来源：《中国国防的经济效应及其影响因素》，《中国国防支出与经济增长关系的动态分析》，中航证券研究所整理

我国经济发展对军费的影响主要通过国家财政支出中的国防支出项目实现，即一个国家经济实力决定了财政支出的规模，也就决定了军费规模未来增大的可能性。

国家军费与国家经济增长存在明确的正相关性。瓦格纳法则表明，当国民收入增长时，财政支出会以更大比例增长，即政府支出与 GDP 存在正相关性。伴随 GDP 的增长，政府支出占 GDP 的比例将逐渐提高。从下图所示的我国财政支出与 GDP 数据可以看出，近年来我国相关数据走势总体符合瓦格纳法则。因此我们判断，国家军费开支作为财政支出的重要组成部分之一，与国家经济增长也存在明确的正相关性。

图16 我国公共财政支出（万亿元）与 GDP（万亿元）的走势变化



资料来源：Wind，中航证券研究所

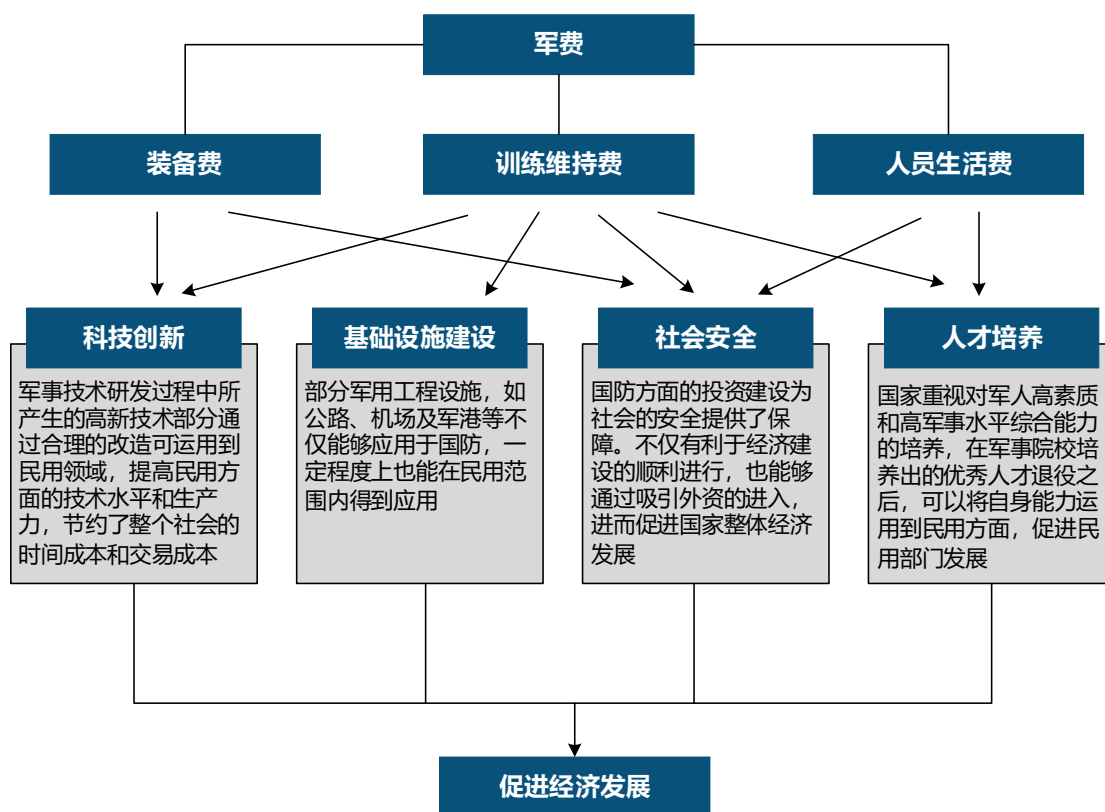
(1) 军费对经济发展存在正反两方面影响

军费对经济发展的正面影响，主要包括对社会总需求的正向作用以及军费使用过程中引起的溢出效应两个层面。

在社会总需求层面，军费支出作为一种正面性财政政策的体现，可以通过设备等物质资本购买增加社会的总需求，充分利用社会闲置的生产能力，并且能够通过乘数效应的作用加大社会总需求，在一定程度上提高资本存量利用率，从而推动整个国家经济的增长。

在军费带来的溢出效应层面，军费中的人员生活费、训练维持费和装备费可以对非国防领域的人力资源、科技创新、基础设施建设以及社会安全等四个方面产生溢出效应。

图17 军费带来的溢出效应与国家经济发展的关系示意图



资料来源：《中国国防支出与经济增长关系的动态分析》，中航证券研究所

军费对经济发展的负面影响，主要集中在军费对其他公共财政项目支出（特别是一些可以影响社会劳动生产效率的项目支出）产生的挤出效应，以及打破国家间的贸易平衡两个层面上。

在挤出效应层面上，我国近年来在国家财政支出中平均占比超 4% 的项目包括一般公共服务、国防（即军费）、公共安全、教育、社会保障和就业（以下简称社保与就业）、医疗卫生与计划生育（以下简称卫生）、城乡社区事务、农林水事务以及交通运输等 9 个支出项目。从 9 个主要财政支出项目占总财政支出的比例变化情况可以看出，

其合计占财政支出比例超过 77%，且变动幅度较小。其中，支出占比保持总体稳定增长的项目为卫生、社保和就业、农林水事务；支出占比变化较小的为城乡社区事务、教育、交通运输；支出占比下滑的是公共安全、国防和一般公共服务。

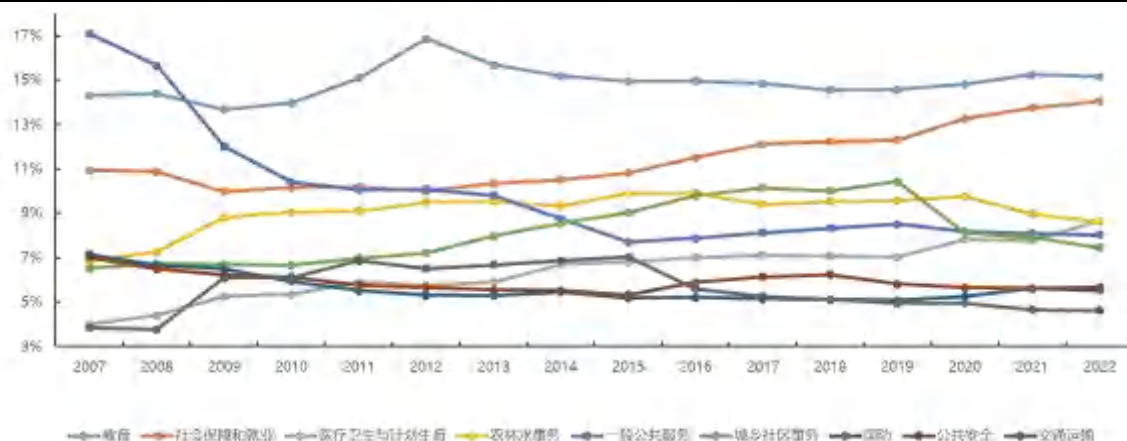
图18 近年来中国财政支出主要项目占比（%）变化情况

序号	财政支出项目	2007 年占比 (%)	2022 年占比 (%)	变动比例 (pcts)
1	医疗卫生与计划生育	4.00%	8.65%	4.65
2	社会保障和就业	10.94%	14.05%	3.11
3	农林水事务	6.84%	8.64%	1.80
4	城乡社区事务	6.52%	7.46%	0.94
5	教育	14.31%	15.14%	0.83
6	交通运输	3.85%	4.62%	0.77
7	公共安全	7.00%	5.53%	(1.47)
8	国防	7.14%	5.66%	(1.48)
9	一般公共服务	17.10%	8.01%	(9.09)
	合计	77.70%	77.76%	0.06

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

近年来，国家财政支出中的医疗卫生、农林水事务、社保与就业基本保持了稳定的上涨趋势，我们认为主要原因是国家加强了对扶贫、自然灾害防治和救助、全面实施就业优先政策以及推进卫生健康体系建设等改善民生相关项目的投入力度所致。

军费和一般公共服务近年来占国家财政支出比例有所下降，我们认为主要原因是在国家严控“三公”经费预算，取消低效无效支出等政策手段下，促使用于保障机关事业单位正常运转，支持各机关单位履行职能，保障各机关部门的项目支出需要等功能的一般公共服务支出占比的持续快速下降所致；而军费方面，与其他世界大国相比，我国国防支出占国内生产总值和财政支出的比重、人均国防费均明显处于低位。

图19 近年全国公共财政支出中主要项目占全国公共财政支出合计的比例变化趋势（%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在军费对国家贸易平衡影响层面上,军费的增加必然会增加军事设备生产的需求,而对于发展中国家来说,先进的生产设备和技术都掌握在发达国家手中,因此就会加大对武器装备的进口,进口的增加会影响到贸易之间的平衡,从而削弱一个国家的经济实力。

(2) 基于定性分析及实证研究得到的综合结论

《中国国防的经济效应及其影响因素》基于 1952-2012 年的中国军费、经济增长及公共支出之间关系,提出了我国的军费与公共支出存在“挤出效应”,存在预算权衡关系,即军费的增加是以公共支出的减少作为代价的,同时在长期上,我国的军费支出对于经济增长整体上存在负向因果关系;《中国国防支出与经济增长的动态关系》通过建立扩展的菲德尔三部门模型,把非国防部门分为非国防公共部门和私有部门,对 1982-1993 年,1982-2003 年和 1982-2016 年三个时间段的国防支出、GDP 增长数据进行了相关平稳性检验和回归分析,并得到了以下结论:

① 国防支出和非国防公共部门产出对经济增长的规模效应一直为正,国防支出和非国防公共部门都会购买生产要素和原材料等等,在一定程度上会增加需求;

② 国防支出对非国防公共部门产出的影响整体为负,即正的溢出效应小于挤出效应,但是这种整体的负面影响处于减弱的趋势。而国防支出对私人部门产出的影响整体上已经由负转为正,即正的溢出效应从小于挤出效应到逐渐大于挤出效应,国防部门与私人部门在技术和人才方面的交流逐步深入,国防支出不仅提供了更加稳定了内外部环境,军用技术民用化进程的加快也给私人部门产生了的经济效益。

结合以对我国经济发展及军费关系的定性分析与以上学术界的实证研究结论,我们做出如下结论:

① 军费(国防支出)作为我国财政支出的重要组成部分,与国家经济增长存在明确的正相关性;

② 军费可以通过购买生产要素和原材料等对社会总需求起到正面促进作用,同时军费对人力资源、科技创新、基础设施建设以及社会安全带来的溢出效应也有助于促进国家经济发展;

③ 军费对非国防公共部门及私人部门存在挤出效应,会对经济增长产生负面影响;

④ 军费增长可能会对国际贸易的平衡有负面影响;

⑤ 在军费对经济发展的整体影响上,基于我国早期经济数据的实证研究表明,军费对国家经济增长存在长期的负面影响,但在我国加大对军民两用技术应用的拓展以及军地人才联合培养力度等政策背景下,军费通过对其他非国防部门的溢出效应带来的正面影响已经出现超过由挤出效应带来的负面影响趋势。

(二) 外部因素：潜在威胁刺激军费投入

《新时代的中国国防》中指出，当今世界正经历百年未有之大变局，世界多极化、经济全球化、社会信息化、文化多样化深入发展，和平、发展、合作、共赢的时代潮流不可逆转，但国际安全面临的不稳定性不确定性更加突出，世界并不太平。

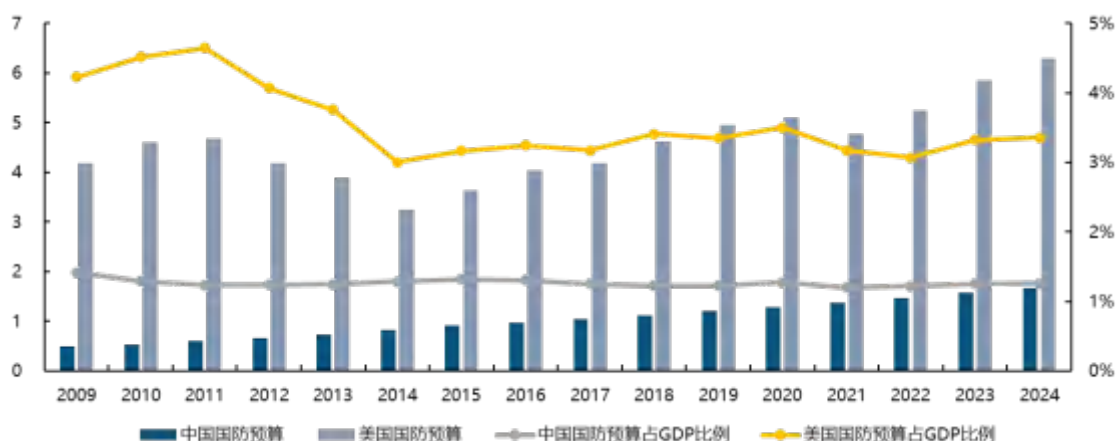
在世界经济和战略重心继续向亚太地区转移的进程中，亚太地区已成大国竞争的焦点区域，地区安全不确定性加剧。2022 年 2 月，美国总统拜登发布了执政以来的首份《印太战略》，在拜登政府的新印太战略中公开宣传“将把注意力放在从南亚到太平洋岛屿的该地区每个角落，以强化其长期地位和承诺”。其后根据美国《防务新闻》援引五角大楼官员的表述，称中国为“美军持续长期的挑战”和“头号挑战”。伴随美国印太战略的事实，印太地区诸国如日、韩、澳、新等均公开宣布提高 2023 军费预算，其中据彭博社、美国防务新闻等媒体称，日本首相岸田文雄提出，在五年内（预计到 2027 财年）将日本国防开支占其国内生产总值的比重由 1%上调至 2%。

欧洲方面，俄乌冲突的爆发不仅破坏了地区安全局势，更为其他国家带来了强军的警示，加速新一轮军费提升。截至目前，如德国，波兰均已接连宣称将大幅提高未来的军费预算，而这些国防工业基础薄弱的国家在强军建设中，很大程度需要依赖军贸，通过进口军事强国生产的先进武器装备提升自身的国防实力，而这也进一步提升部分军贸出口强国的实际国防经费规模，进而同时进一步加大地区局势的不稳定性。整体来看，我们预计，以俄乌冲突为代表的地区冲突与潜在战争可能性的影响是极其深远且难以准确预判的，军强方能国安，为了应对巨大的不确定性，全球各国军费未来将维持提速增长之势。

另一方面，以美国为首的西方发达主义国家不断加强军事装备方面的研究开发，各种新技术和新设备层出不穷，全球军事技术水平发展日趋不平衡。发达国家不断加大军事技术和装备的出口，直接加剧地区之间的冲突和军备竞赛，导致相关国家不断增强国防投入力量保卫国防安全。

目前，从中美军费预算及其占 GDP 的比例变化对比中，可以明显看出我国军费预算与美国差异明显，一部分原因为中美经济发展水平存在巨大差异所致，而从两国军费预算占 GDP 的比例可以看出，还有一部分原因来自于我国军费预算占 GDP 比例仍显著低于美国。

图20 2009-2024 年中美军费预算（万亿元）及其占 GDP 的比例对比（%）



资料来源：Wind，国防科技信息网等，中航证券研究所整理（注：中国国防预算数据采用我国历年两会公布的中央本级国防预算数据，美国国防预算数据中，2009 年采用了众议院通过的《国防授权法案》披露的国防支出预算，其余年份均采用总统签署《国防授权法案》披露的国防支出预算，中美货币换算用汇率采用当年年度美元兑人民币平均汇率，2024 年中美 GDP 数据均为估算数据，其中中国数据采用两会设定的经济增长目标增速测算，美国数据采用 IDM 预测增速测算）

《中国国防支出的经济效应及其影响因素研究》中对我国国防支出与国际军事大国（美国、俄罗斯、印度），以及中国台湾地区在 1961-2012 年的国防支出之间的相互关系进行的实证研究结果表明，中国作为世界第二大经济体和世界排名前三的军事大国，与其他军事大国之间在国防支出上是具有紧密联系的。其中，美国的国防支出会对我国军费存在正向因果关系，即美国的国防支出对我国军费存在正相关性。

我们认为，出现该现象的主要原因包含两方面：一方面，国际战略竞争呈上升之势。美国调整国家安全战略和国防战略，奉行单边主义政策，挑起和加剧大国竞争，大幅增加军费投入，加快提升核、太空、网络、导弹防御等领域能力，损害全球战略稳定，同时美国在重返亚太战略背景下，强化亚太军事同盟，加大军事部署和干预力度，给亚太安全增添复杂因素；另一方面，近年来，中国特色军事变革取得了重大进展，但机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大，而美国不断在进行军事技术和体制创新，谋求绝对军事优势。综上，在此背景下，美国的国防支出必然会对中国的军费产生显著的影响。

根据中国社会科学院世界经济与政治研究所的相关研究，该机构对 2024 年的全球形势和世界格局主要发展趋势作出了预判。可以看出，全球局势呈现出治理体系离散化、美西方国内政治极端化、世界经济“再全球化”等态势，同时大国博弈也为各国带来了调整战略以应对新的国际局势的机遇。

表1 2024 年全球九大全球性趋势预测

序号	十大趋势
1	全球治理体系离散化
2	美西方国内政治极端化
3	世界经济“再全球化”
4	产业政策主流化
5	美国对华战略明朗化
6	全球经济发展低碳化
7	国际货币体系多元化
8	人工智能武器化
9	全球生产与交换数字化
10	核与太空威胁现实化

资料来源：中国社会科学院世界经济与政治研究所，中航证券研究所整理

2024 年，在动荡变革的全球大趋势下，世界面临新的不稳定、不确定和难预料因素。在各种因素的相互作用下，全球原有趋势持续演化，国际动荡变革期的特点凸显。俄罗斯难以摆脱在国际上的孤立状态，对外政策面临的形势更加严峻。中亚和高加索地区将继续保持外交多元的态势。欧洲将采取“双管齐下”的策略，一方面持续致力于构建与美国的建设性关系，另一方面将加强自身实力发展，以减轻美国大选可能对欧洲的影响。欧美关系能否适应新的环境，以及如何保持双边关系的韧性，将取决于 2024 年美国大选的结果。非洲形势将呈现稳中有乱、乱中有韧、变乱交织、复苏发展的特征。大国博弈仍是非洲国际关系的底色。墨西哥、委内瑞拉、乌拉圭等拉美七国将举行大选，地区政治力量格局将面临新的调整，拉美经济延续低迷增长态势，中短期内整体上仍有抗风险能力。亚太地区经济发展机遇与挑战并存，地区安全局势不确定性进一步上升，地区内多场重要政治选举接踵而至，地区合作双向态势仍将延续。

2024 年大选是美国政治走向的风向标，重要社会议题将引领选举政治。美国经济有望软着陆，但通胀下行趋势受阻。拜登政府寻求对华接触与对话，难改对华竞争路线，中美继续探寻和平相处之道。我们预计中美博弈将长期而反复，短时期内难以转向，在此背景下，未来我国军费受到外部因素，特别是美国国防支出的影响可能将持续加深。

三、中国军费全球第二，二十年增长十倍

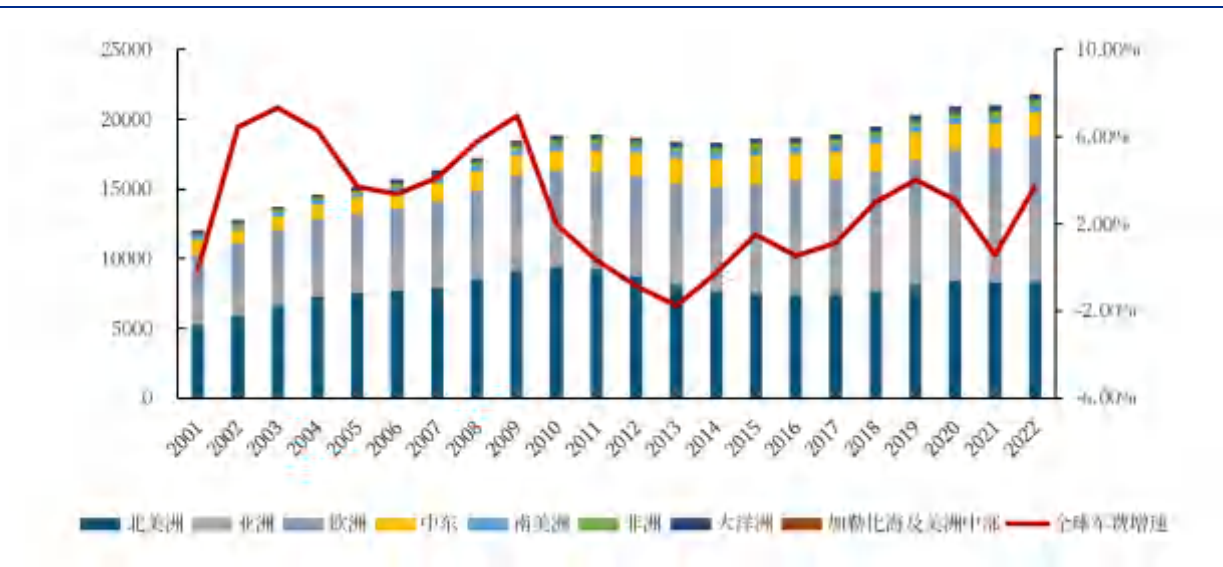
根据 SIPRI 军费相关数据（目前 SIPRI 仅公开披露 2022 年及往年数据），2022 年全球军费支出 21819 亿美元，同比增长 3.70%。

2022 年，全球军费前十名国家依次为：美国（8769 亿美元）、中国（2296 亿美元）、俄罗斯（864 亿美元）、印度（814 亿美元）、沙特阿拉伯（750 亿美元）、英国（685 亿美元）、德国（558 亿美元）、法国（536 亿美元）、韩国（464 亿美元）、日本（460 亿美元）。其中，美国军费占全球的 40.19%。

2001 年至 2022 年，全球军费支出合计 36.71 万亿美元，年均复合增长率 2.88%。其中，北美、欧洲及亚洲由于经济体量较大，是全球军费支出重要区域，分别占比 46.78%、21.52%和 22.01%。

2001 年至 2022 年，美国累计支出 14.03 万亿美元，占北美洲 81.68%，占全球 38.21%，大幅领先于其他国家。

图21 2001-2022 年全球军费投入概况（亿美元）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所

（一）中国军费累计投入远低于美国

为了应对复杂的地缘政治环境以及维护国家利益，中国军费长期保持着相对较高的增速，2022 年全国国防支出 2296 亿美元，全球排名第二位。对中国影响较大的几个军事强国包括美国、俄罗斯、日本和印度，根据 SIPRI 官网数据，中国与各大军事强国累计军费投入对比情况如下：

美国：2022 年中国军费仅相当于美国军费的 26.18%；相较于 2003 年已经提高了 21.28pcts，但也仅达到美国的四分之一；2003-2022 年，美国军费累计投入 13.32 万亿美元，是中国 2.25 万亿美元的 5.91 倍，投入远多于中国；而从 2023 年的军费数据来看，中国国防预算约为美国四分之一。

日本：2007 年中国国防投入首次超过日本，2022 年中国中央国防预算日本军费的 5.0 倍；2003-2022 年，日本累计投入 0.97 万亿美元，是中国累计投入的 42.98%；从预算数据来看，中国 2023 年军费预算相当于日本的 4.3 倍。

俄罗斯：由于地缘政治等原因，俄罗斯保持着一定规模的军费投入，2003-2022 年累计 1.18 万亿美元，是中国的 52.27%。不过，俄罗斯的经济相对较差，2022 年 GDP 仅为 2.24 万亿美元，是中国 GDP（17.96 万亿美元）的 12.47%；从预算数据来看，2023 年中国国防预算是俄罗斯的 3.12 倍。

印度：2022 年印度军费投入 814 亿美元，相当于中国的 35.44%；2003-2022 年期间，印度军费年复合增长率 8.82%，累计 9659.52 亿美元，相较中国军费投入差距较大；从预算数据来看，2023 年中国国防预算是印度的 3.10 倍。

图22 2003-2022 年中国军费投入（亿美元）以及与美国等国家的对比情况（累计投入情况）



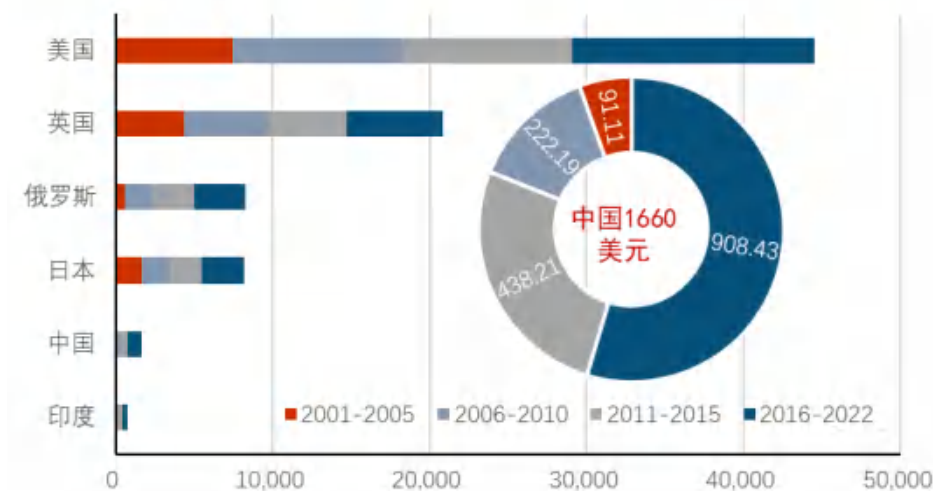
资料来源：SIPRI，新华网，中航证券研究所

（二）中国人均军费投入不足

在人均国防支出方面，美国在世界上排名第一，2001-2022 年累计人均投入月 44519 美元；其次是英国，累计人均投入 20847 美元；中国和印度相对较少，分别为 1660 美元和 771 美元。

中国人口规模庞大，过去二十余年，虽然国防支出已经成为全球第二位，但是人均累计支出仅为 1660 美元。2001-2005 年，人均累计投入 91.11 美元，占 2001-2022 年期间人均累计投入的 5.49%；2016-2022 年，人均投入 908.43 美元，占比 54.73%。

图23 2001-2022 年中国与部分国家的人均军费累计投入情况对比（美元/人）



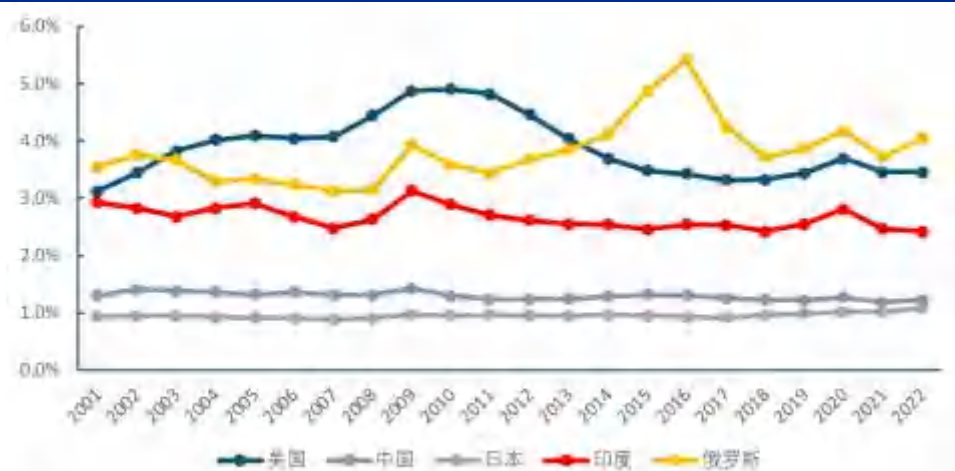
资料来源：Wind，财政部，中航证券研究所

（三）经济高速增长，军费负担相对合理或偏小

美国 2001-2011 年先后发动阿富汗战争、伊拉克战争和利比亚战争，军费持续增加。2001 年军费占 GDP 及政府财政支出比例分别为 3.1%和 9.6%，于 2011 年分别增至 4.8%和 12.4%。

2023 年 12 月底美国通过了《2024 财年国防授权法案》，总额高达 8742 亿美元，比上一财年增长约 163 亿美元。该法案还批准在 2024 财年和 2025 财年为乌克兰安全援助计划拨款 3 亿美元。

图24 主要国家军费占 GDP 比例（%）

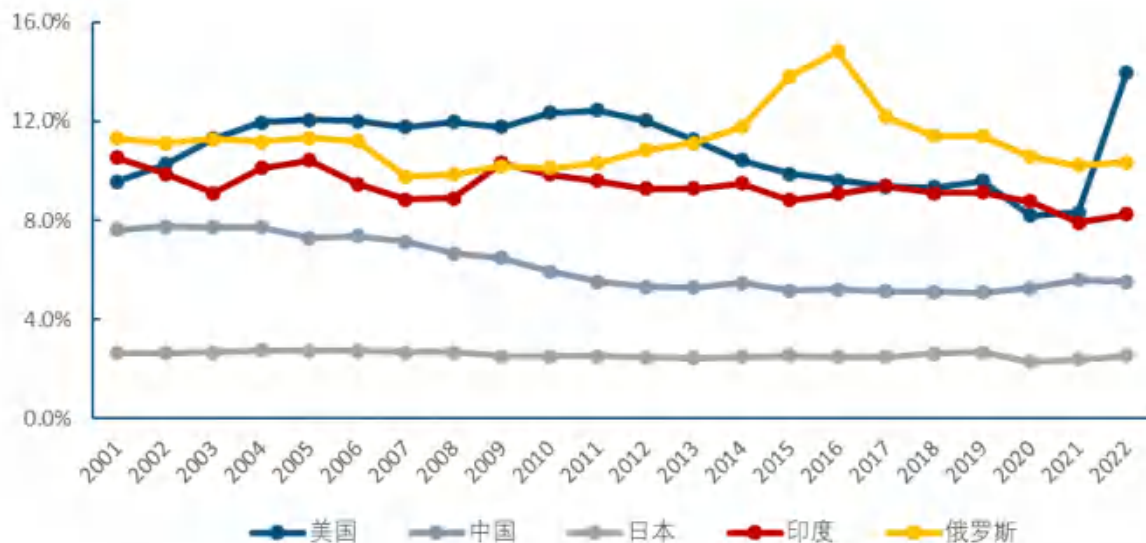


资料来源：SIPRI，中航证券研究所

作为二战战败国，日本被要求不能拥有军队，仅保留自卫队，所以军费负担相对最轻。过去二十年（2001-2022 年），日本每年国防支出占 GDP 比例均保持在 0.9%左

右，占政府财政支出比例保持 2.5%左右。

图25 主要国家军费占财政支出比例（%）



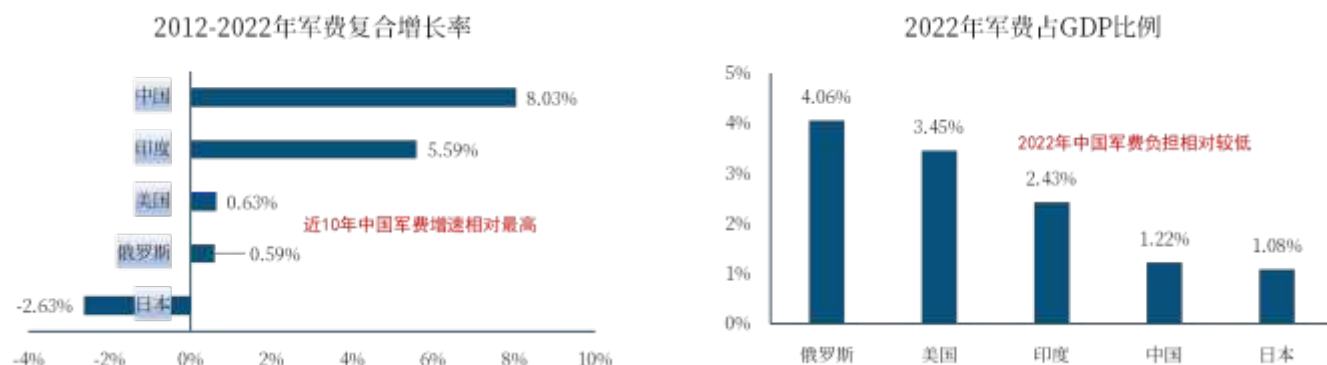
资料来源：SIPRI，中航证券研究所（SIPRI 未公布美国 2022 年数据，美国数据使用军费/财政收入计算，结果可能存在偏差）

由于地缘政治的原因，俄罗斯先后参与了多场中东战局以及乌克兰边境战争，国防负担相对较重。特别是 2015 年，叙利亚请求俄罗斯出兵打击恐怖主义，卢布大幅贬值。以美元计价，俄罗斯军费 2016 年国防支出同比增长 4.26%，占 GDP 和政府财政支出比例达到历史新高，分别为 5.5%和 14.8%。2022 年俄罗斯与乌克兰发生热战，且以美国为首的西方国家对俄罗斯实施了经济制裁，因此 2022 和 2023 年俄罗斯的军费占 GDP 和政府财政支出的比例持续上升。

印度与中国都是新兴经济大国家，军费投入保持着稳定的增长，占 GDP 及政府财政支出比例相对稳定。

2012-2022 年，我国国防支出增长较快，年复合增长率 8.03%，远高于印度（5.59%）和美国（0.69%）。今年受到俄乌冲突等事件影响，俄罗斯军费年均复合增速转为正值 0.59%，日本军费年均复合增速仍为负值-2.63%。不过相比于不断扩大的经济总量规模，中国军费负担仍然相对较轻。2022 年，国防预算占 GDP 比例 1.22%，低于俄罗斯、美国、印度的军费负担。

图26 主要国家 2012-2022 年军费复合增速以及 2022 年军费负担情况



资料来源：SIPRI，中航证券研究所

（四）军费长期投入促使军贸业务实现顺差

受益于我国通过军费在武器装备方面的长期投入，近年来，国产装备质量和种类均获得了显著的提升。根据 SIPRI 的军贸趋势指标，中国军贸进出口实现此消彼长的趋势。我们根据中国军贸的进出口平衡情况，将其划分为四个时期，即贸易逆差期（2002-2009 年）、贸易顺差期（2010-2017 年）以及贸易平衡期（2018-2021 年）以及贸易顺差期（2022 年始），具体各阶段特点如下：

① 贸易逆差期（2002-2009 年）：此阶段我国军贸进口量较大，其中，飞机、发动机、导弹、舰船等“三航”（航空、航天、航海）高端信息化武器装备居多；

② 贸易顺差期（2010-2017 年）：此阶段我国军贸出口量快速增长，出口产品以飞机、导弹、装甲车等武器装备为主，飞机的进口量有所下降，但发动机进口量有所增长，凸显我国飞机总装领域进步明显；

③ 贸易平衡期（2018-2021 年）：此阶段我国军贸出口量有所下滑，进出口整体处于平衡状态，“三航”高端信息化武器装备出口占比有所提升。

④ 贸易顺差期（2022 年至今）：受俄乌冲突影响，全球地缘政治环境趋于紧张，多国开始加速军费投入。伴随着国际局势变化，我国军贸出口量出现显著增长，这或是下一阶段贸易顺差期的前置信号。

图27 2002-2023 年中国军贸进出口净值（百万 TIVs）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所

中国 2014-2023 年军贸进口 110.95 亿 TIVs，相较 2004-2013 年期间（193.81 亿 TIVs）下降 42.75%，主要是飞机、导弹及舰船进口指标大幅下降。

中国 2014-2023 年军贸出口 166.90 亿 TIVs，相较于 2004-2013 年期间（101.40 亿 TIVs）增长 64.60%，从细分领域上来看，主要是飞机、防空武器装备、舰船、装甲车、海军武器装备、导弹等武器装备出口趋势明显增加。

图28 2004-2023 年中国军贸出口概况（百万 TIVs）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所（注：TIV 是 SIPRI 基于武器装备单价提出的一种衡量军事资源贸易的指标量，可用于研究趋势）

表2 2004-2023 年中国军贸出口概况（百万 TIVs）及出口装备案例

类别	中国军贸出口规模显著增加				
	2004-2013 (百万TIVs)	2014-2023 (百万TIVs)	增幅 (%)	变化趋势	出口装备代表
飞机	3195	4764	49.11%	增加	枭龙战机、翼龙无人机等
舰船	1926	4314	123.99%	显著增加	S26T型潜艇、071E型登陆舰等
装甲车	2452	2825	15.21%	增加	VN-1装甲车、VT4坦克等
导弹	1397	2469	76.74%	显著增加	东风-21C导弹等
防空武器装备	243	1303	436.21%	显著增加	红旗-9、前卫-2等
传感器	555	430	-22.52%	减少	雷达探测器件等
火炮	354	523	47.74%	增加	PLZ-45式自行火炮等
海军武器装备	18	35	94.44%	增加	-
发动机	0	27	-	增加	-
合计	10140	16690	64.60%	显著增加	

资料来源：SIPRI，中航证券研究所（注：TIV 是 SIPRI 基于武器装备单价提出的一种衡量军事资源贸易的指标量，可用于研究趋势）

图29 2004-2023 年中国军贸进口概况（百万 TIVs）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所（注：TIV 是 SIPRI 基于武器装备单价提出的一种衡量军事资源贸易的指标量，可用于研究趋势）

表3 2004-2023 年中国军贸进口概况（百万 TIVs）及国产先进装备案例

中国军贸进口规模显著减少					
类别	2004-2013 (百万TIVs)	2014-2023 (百万TIVs)	增幅 (%)	变化趋势	国内对应装备代表
飞机	7022	3208	-54.32%	显著减少	歼-20、运-20、直-20等
发动机	2565	5374	109.51%	显著增加	涡扇-10系列航空发动机等
导弹	3675	743	-79.78%	显著减少	东风17、东风31、东风41等
舰船	3771	177	-95.31%	显著减少	“山东号” 航母、055型驱逐舰
传感器	1084	775	-28.51%	减少	红外热像仪能等
防空武器装备	1124	581	-48.31%	减少	红旗12A防空导弹系统等
海军武器装备	140	237	69.29%	增加	鹰击12反舰导弹、鱼10高速鱼
合计	19381	11095	-42.75%	显著减少	-

资料来源：SIPRI，中航证券研究所（注：TIV 是 SIPRI 基于武器装备单价提出的一种衡量军事资源贸易的指标量，可用于研究趋势）

四、有关军费的五个判断

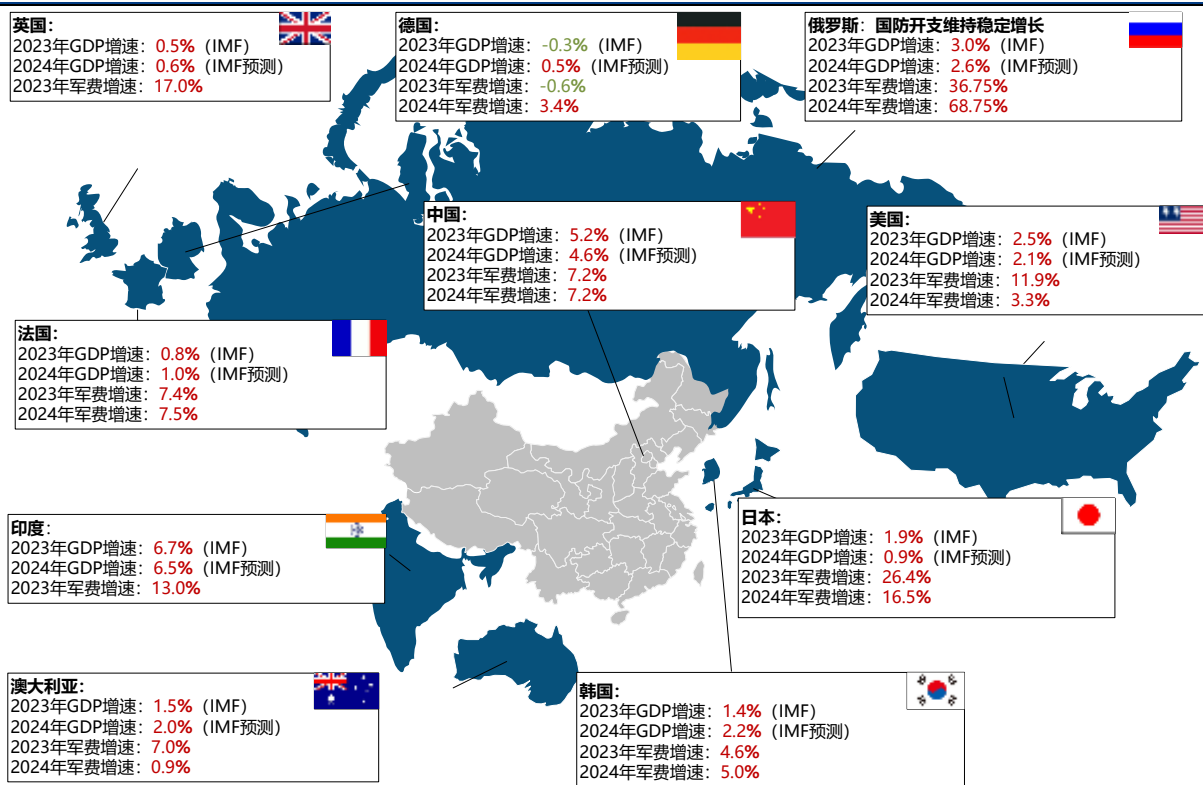
（一）关于全球军费的判断：全球新一轮军费开支或将持续保持较高增速

世界处于百年未有之大变局，多国 2024 年军费维持快速增长，且增速明显脱离 GDP 增速，以应对全球局势的不确定性。目前来看，俄乌冲突、巴以冲突的爆发，不仅破坏了地区安全局势，更为其他国家，尤其是欧洲各国带来了强军的警示，加速新一轮军费提升。而相关欧洲各国，尤其是北约成员国中自身国防工业基础相对薄弱的国家，其军费的重点使用方向便是向美国进行军贸采购。仅以 F-35 为例，俄乌冲突后洛马公司便获取了多个国家的意向订单。

俄乌冲突及巴以冲突或将继续加速全球新一轮的军费开支，部分国家军费或以军贸形式流向其他军事强国。目前世界处于百年未有之大变局，多国已开始通过提高军费投入来积极应对。2024 年，美国军费预算 8863 亿元，增速 3.3%，俄罗斯军费增速更是在俄乌冲突背景下达到 68.75%，值得注意的是，日本军费增速也破双，达到 16.5%，韩国、日本等多国军费也已脱离了 2024 年的 GDP 增速数据，创下历史新高。值得注意的是，一些部分国防军工产业薄弱的国家在大幅提高自身军费投入的同时，军费中的部分装备采购费用或将流向美国等军事强国，进而同时进一步加大地方局势的不稳定性。

整体来看，我们预计，俄乌冲突及巴以冲突的影响是极其深远且难以准确预判的，军强方能国安，为了应对巨大的不确定性，全球各国军费未来将维持提速增长之势。

图30 多国已开始通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性

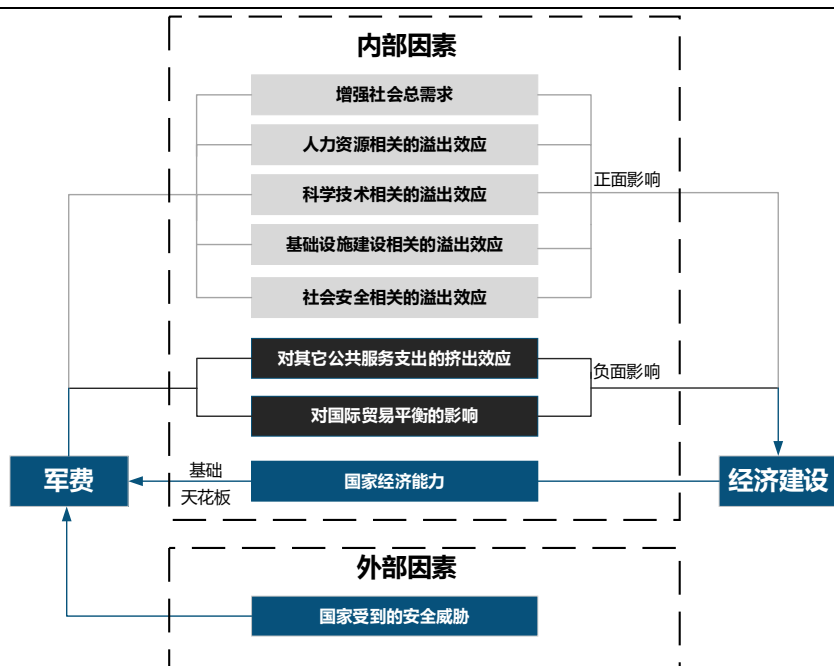


资料来源：中国青年网，解放军报，观察者网，中国新闻网，中国航空报，新华社，中航证券研究所整理

(二) 关于中国军费投入的判断：我国军费有望维持中高速增长，呈现出抗周期性、逆周期特性

结合第二章对影响我国军费因素的分析，对我国军费产生影响的因素可以汇总如下图所示。

图31 我国军费受到的影响因素



资料来源：《中国国防的经济效应及其影响因素》，《中国国防支出与经济增长关系的动态分析》，中航证券研究所整理

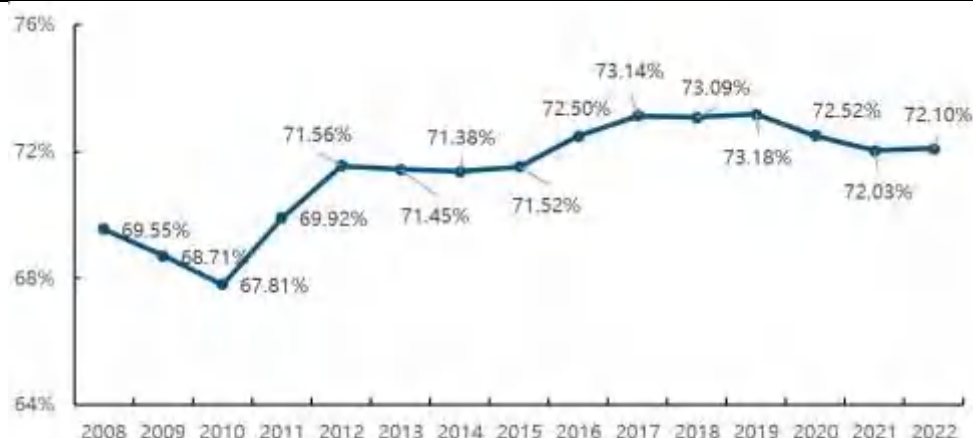
综合前文并结合当前我国所处的环境以及经济发展状况，我们做出以下判断：

① 我国提高了对现代化武器装备体系的建设力度，将促使军费通过购买生产要素和原材料等对社会总需求产生的正面效应持续增长。

② 当前，在我国加大了军民两用设施、技术的推广以及军地人才双向培养的力度背景下，军费对基础设施建设、人力资源、科学技术以及社会安全带来的溢出效应将持续增长。

③ 不考虑军费，2010 年以来，国家财政支出中平均占比超 5% 的 8 个项目（分别为一般公共服务、公共安全、教育、社保与就业、卫生、城乡社区事务、农林水事务及交通运输）合计占国家财政支出比例总体保持了增长态势，尽管 2020 年该比例出现了一定下降，但从 2024 年两会披露的《政府工作报告中》，明确提出“全方位夯实粮食安全根基、强化能源资源安全保障，加强重点储备设施建设、有效维护产业链供应链安全稳定，支撑国民经济循环畅通。”我们判断，8 个项目支出合计占比总体有望继续保持稳定，并维持在 70% 以上的水平。

图32 近年国家公共财政支出中主要项目（除国防支出）决算合计占财政支出比例情况（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

④ 军费增长可能会对我国国际贸易的平衡有负面影响，但伴随我国国防科技水平的提升以及国家对技术自主可控的重视，这种负面影响将会被持续削弱。

⑤ 在军费对经济发展的整体影响上，我国早期经济数据的实证研究表明军费对国家经济增长存在长期的负面影响，但在我国加大对军民两用技术应用的拓展以及军地人才联合培养等政策背景下，军费对其他非国防部门的溢出效应带来的正面影响已经开始呈现超过挤出效应带来的负面影响的趋势，从长期看，我国军费对国家经济发展产生的整体负面影响将逐渐削弱，甚至有望转为整体正面影响。

⑥ 2020年以来，受宏观环境影响，我国GDP增速出现显著放缓，但由于应对得当，2021年我国经济发展保持全球领先地位，GDP在2021年实现了8.1%的高增速；但受宏观环境影响2022年我国GDP增速为3.0%，2023年我国GDP增速为5.2%，有所回升。我们预计，在未来十四五期间，我国GDP更大可能是一个平稳增长的趋势。

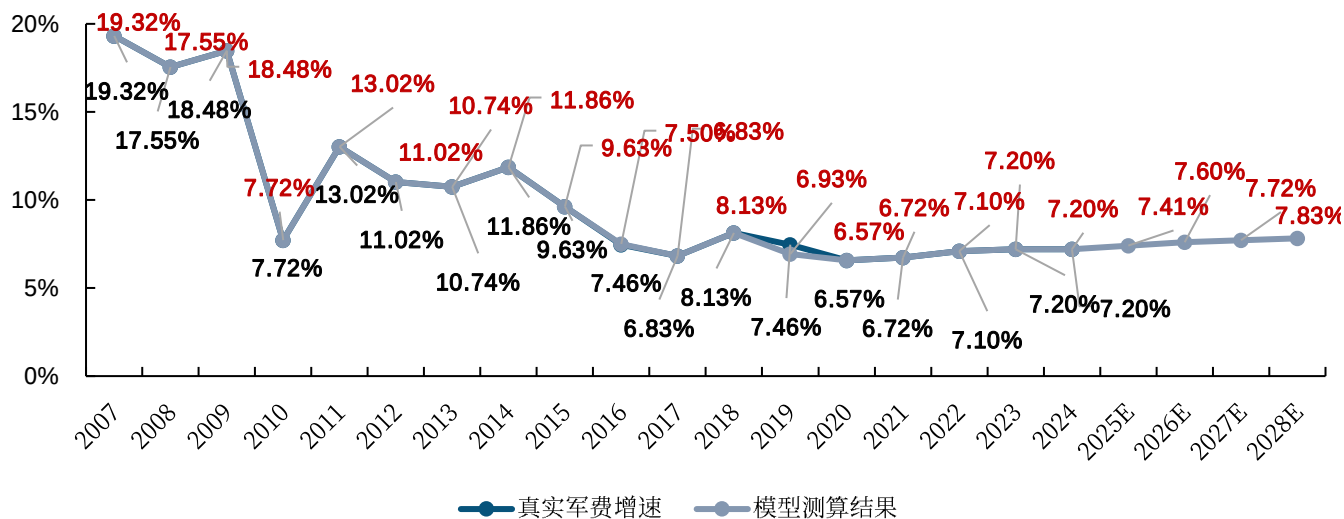
⑦ 目前，根据拜登政府发布的美国2024财年国防预算。2024财年美国的国防预算为8863亿美元，比2023财年国防预算增长3.2%。而2025年美国国防预算有望达到8952亿美元，增速1.0%。我们判断，当前因俄乌冲突等因素导致美国2023财年国防预算增长近14%后，对于“十四五”未来几年美国军费或将维持一个较为平稳的增长速度，进入稳定增长期。

基于以上7个判断，我们选取了中国GDP同比增速（测算年份前一年）作为中国经济发展的量化指标；8个主要公共财政支出项目占国家财政支出比例作为衡量我国军费对其他非国防财政支出项目综合影响的量化指标；美国国防支出预算（包含其他部分国家国防支出预算对美国国防支出增速带来的修正因子）的增速作为我国军费受到外部影响的量化指标。我们将以上三个指标视为自变量，中国军费增速视为因变量，基于2007-2024年的宏观数据对我国未来的军费增速建立了符合我们判断结论的军费增速预测模型。

通过该模型，我们对2007-2028年我国军费增速进行了测算，结果如下图所示，

可以看出，该模型在 2007-2024 年的军费增速预测结果与真实军费增速符合较好，而对 2025-2028 年军费增速预测的结果表明，我国未来军费增速将有望持续维持中高速增长。

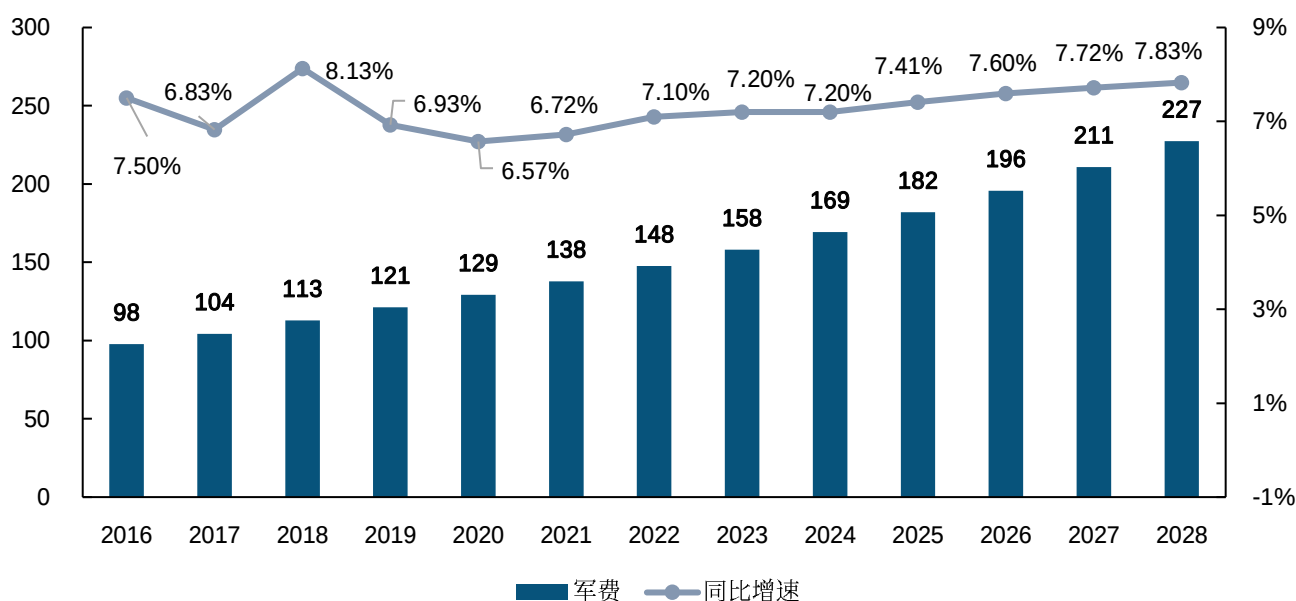
图33 军费增速测算结果与真实军费增速对比（%）



资料来源：Wind, Neural Net Fitting, 中航证券研究所整理

基于本文提出的军费增速预测模型对我国未来五年的军费进行测算，结果如下图所示，可以看出，我国军费将继续保持稳定增长，在 2027 年或将突破 2 万亿元。

图34 2016-2027 年中国军费（百亿元）及增速（%）变化趋势



资料来源：Wind, Neural Net Fitting, 中航证券研究所整理（注：2016-2022 军费数据及增速采用财政部公开的全国国防支出决算数据，2023-2024 年军费增速采用 2024 年两会上提出的全国国防支出预算草案数据，2025-2028 年军费数据及增速为本文军费模型测算结果）

我们认为，关于未来军费呈现中高速的增长判断符合我国对国防的需求。二十大报告中，对外部环境的相关描述为“世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开”、“世界又一次站在历史的十字路口”，而十九大报告中描述为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比更趋平衡”，十八大报告为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比朝着有利于维护世界和平方向发展”。从“和平与发展仍然是时代主题”，到“国际力量对比更趋平衡”，再到“世界又一次站在历史的十字路口”，外部环境之复杂、挑战之严峻不言而喻。

但正因挑战严峻，更要在挑战中**保安全**，在挑战中**谋发展**。在二十大报告中，“安全”和“发展”的词频分别为“**安全**”91次，“**发展**”239次，首提“**以新安全格局保障新发展格局**”；相比之下，十八大报告（“安全”36次，“发展”301次）和十九大报告（“安全”55次，“发展”232次）中“发展”相对于“安全”的词频比要更高，我国对于国防建设支持力度大概率将保持持续提升态势。关于国防建设可能减速的怀疑不攻自破。

（三）关于中国军费结构的判断：装备费用占比持续提升，新域新质领域有望成为重点投入领域

在我国军费保持稳定健康的增长背景下，我国武器装备已经取得了一定的进展，2021年11月，国防部的例行记者会上，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校曾披露，我军武器装备建设已经实现跨越式发展、取得历史性成就。包括：

① 在装备建设总体形态上，淘汰一代装备、压减二代装备、批量列装三代以上装备，基本建成以三代为主体、四代为主干的装备体系。传统地面作战、近岸防御装备数量适度压缩，远海防卫、远程打击等新型装备加速发展。

② 在联合作战装备体系上，陆上重、中、轻装备比例更加优化、整体推进建设，海上航母编队、两栖编队装备系列化发展，空中制空作战、电子对抗、运输投送等装备体系不断完善，中远程精确打击能力不断增强，基础信息网络覆盖国土。

③ 在骨干装备建设发展上，15式新型轻型坦克、远程箱式火箭炮、直-20直升机列装部队，首艘国产航空母舰、075两栖攻击舰、055万吨驱逐舰下水入役，歼-20飞机、歼-16飞机、歼-10C飞机代次搭配、形成实战能力，东风-17导弹、东风-26导弹等**批量装备**。

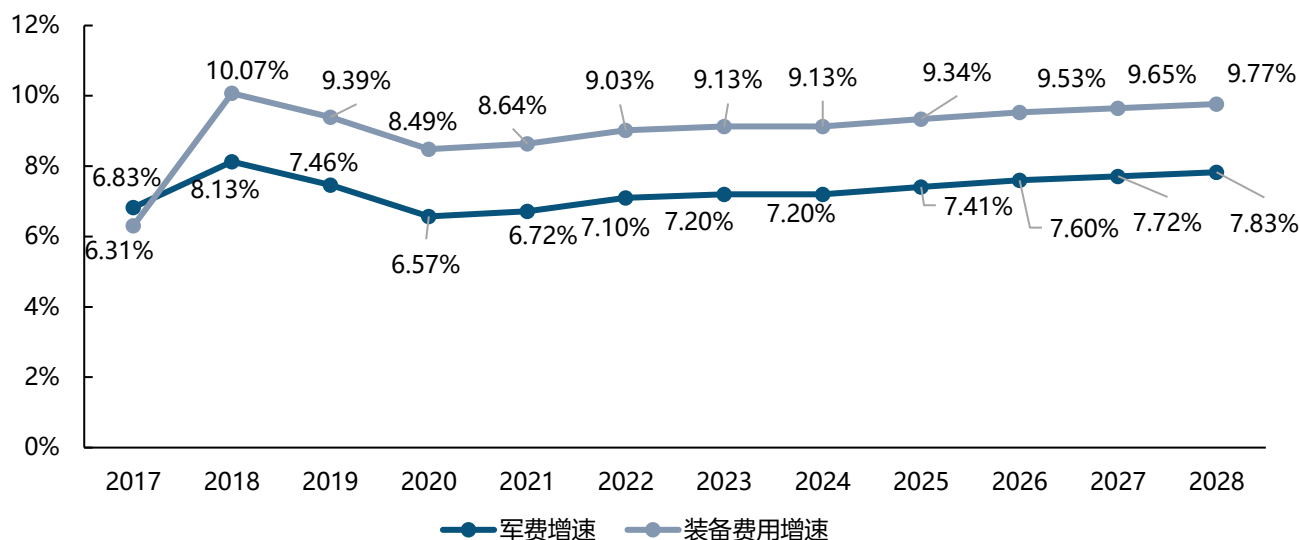
④ 在装备建设管理体系上，积极推进装备现代化管理体系建设，健全与新体制相适应的装备建设管理机制和工作模式，自主创新、国产替代、自主研发与开放交流相结合的装备发展格局正在构建。部队维修保障体系进一步完善，保障能力不断提高，全军装备发展建设和使用保障综合效益有效提升。

并重点提出了“加快构建武器装备建设新发展格局，全力以赴加快武器装备现代化，在新的起点上推动我军武器装备建设再上一个大台阶。”

由此可以看出，我国“十四五”军工行业需求侧发展的核心逻辑主要集中于三、四代骨干装备，特别是远海防卫、远程打击类装备的“质”与“量”需求的快速提升。

基于 4.2 节对 2025-2028 年军费的增速预测结果，假设我国装备费用占军费比例在 2028 年可以达到 50%，对 2024-2028 年装备费用增速的预测结果如下图所示。

图35 2017-2028 我国军费及装备费用收入增速（%）变化趋势及预测结果



资料来源：Wind，《新时代的中国国防》，中航证券研究所整理（注：2017-2022 军费数据及增速采用财政部公开的全国国防支出决算数据，2023-2024 年军费数据采用 2023-2024 年两会上提出的全国国防支出预算草案数据，2025-2028 年军费数据及增速为本文军费模型测算结果）

在军费中的装备费用具体使用方向上，我们认为在武器装备追求高“效费比”、高精尖与低成本化并行下，新域新质各领域装备或将成为传统武器装备外的另一个重点投向。

（1）武器装备在高“效费比”追求下将更加体系化、智能化、信息化

用较小的损失达成更大的战略、战术目的是古往今来作战形态变化的根本驱动。在明确高“效费比”追求的前提下，提前研判作战需求、作战形态的变化是判断武器装备后续发展方向的基础。智能化、信息化、体系化发展无疑是符合现代战争的高“效费比”追求的。无论是智能化、无人化发展减免的战斗人员损失、信息化发展带来精确制导武器的低成本、高回报的定点打击能力还是体系化发展用最合适的武器装备解决问题的经济、高效的作战方式，究其根本均是在减小损失的同时最大化达成战略意图的发展模式。

图36 高“效费比”追求下对武器装备智能化、信息化、体系化的推动



资料来源：中航证券研究所

综合来看，可以预见的是，伴随智能化技术的发展进步，无人装备，尤其是小型无人装备的协同作战能力、正面战场杀伤能力将进一步提升，届时智能、无人化装备有望成为各国军队的“刚需”，为军工行业带来新的发展机遇。同时，信息安全、电子对抗技术与军用卫星互联网为代表的信息化技术是解决战时通信、网络攻击、情报支援、侦察、反侦察的重中之重。当前，武器装备信息化已是国际共识之一，世界多国已经将新式装备信息化水平作为考核装备性能的核心指标，同时多国正在实施的传统武器装备信息化改装也是这一共识的外在表象。现代战争已经从传统的单一军种、单一平台间的竞争转为一个体系与另一体系的竞争，为适应装备体系化作战运用需求，需要创立体系化装备论证、体系化装备研制、体系化装备列装、体系化形成作战能力的装备建设发展模式。

(2) 装备高精尖与低成本化有望并行发展

但自俄乌冲突发生以来，低成本装备一定程度上成为了这场冷战后少有的高强度、高烈度战争的“主角”。考虑到俄乌双方，尤其是俄罗斯作为传统的军事强国有较为全面的先进装备技术储备与产业链条，世界各国战场态势感知、战略分析机构对于此前战争中“低成本武器装备的活跃本质上是受迫于技术局限性的无奈之举”的判断进行了重新审视。

美国大西洋理事会在 2022 年 9 月便明确声明“俄乌战争为美国敲响了警钟……应加快从少量精密且昂贵的装备向大量小型低成本系统的转变……尽管美国一直重视采购精密且昂贵的装备，但成本相对低廉且易获得的技术对未来空战和太空战更为重

要”。

我们认为，低成本装备的“异军突起”本质仍是武器装备极致效费比的追求，与此前航空装备选择高精尖化发展的内核一致。与在 F-22 首次参与的北约“红旗”军演中，5 代机 F-22 对 4 代机的战损比达到 36:1 对航空装备领域的震撼一样，千元级别的消费无人机在一定程度上完成了数千万美元的“察打一体”无人机的部分功能这一事实也开启了低成本高效费比航空装备的全新篇章。千元级别的无人机在功效上部分完成了千万量级察打一体无人机的作用且击落成本远高于其采购价值才是其在近期战争中大规模应用的原因，本质上来看低成本装备的发展重点不在成本的低廉而在于效费比的高效。正如斯洛伐克全球安全政策研究院的研究所示，“无人机的广泛使用也在改变对防空的要求，使用昂贵导弹打击链家无人机或无人机群是没有意义的，需要更低成本的导弹、其他动能或电磁对抗系统”。

武器装备的核心在于对抗性，无人机的大规模使用令较小规模的军事力量甚至非国家军事主体获得了挑战拥有较强空中力量的常规军队的手段。正如低成本作为针对武器装备高精尖化的反制手段一样，针对低成本装备的反制措施也已经引起世界各方的重视。装备的发展没有永恒的路径依赖，方向性往往只能指引一段时间内的行业趋势，因此矫枉无需过正，将武器装备的高精尖化与低成本化并行，使装备体系化、集团化发展可能才是未来装备发展的主线。

(3) 新域新质领域

在信息化、现代化、智能化的趋势下，国防军工建设将向作战范围跨域联合、装备体系互融互通、武器装备智能化的方向发展。在党的二十大报告中便提出、强调“打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展，统筹网络信息体系建设运用”。可以预见，**对新域新质武器装备的研发投入会是我国下一阶段武器装备发展的重点之一。**

在俄乌冲突中，乌方在美国的各类信息化装备的支持下勉强达到了信息系统支持下的机械化作战，即在物理域和电磁域谋求“看得远、反应快、打得准”，以精确打击（美援“海马斯”火箭弹等）为主、电磁域控制（美援助电子对抗设备等）为辅，通过降低、剥夺敌方信息系统能力，来压制敌方机动力和火力的发挥，实现“降维降代”攻击（将敌方降低至单平台机械化战争）的战争形态。

而俄罗斯虽被称为第二军事强国，但投入战场的高端武器装备并不多，作战理念和打法依然留有深深的机械化战争的痕迹，人们甚至能看到二战时坦克集群、大纵深作战的影子。俄方虽然在冲突初期一定程度上针对乌军通信系统进行了压制，但伴随美西方的军事援助，俄军在电子战、情报战能力上逐步弱于乌军。整体来看，俄军战斗力的生成是基于单平台武器打击为基本形态的加和模式。在该模式中，电子设备(信息系统的雏形)依附于装备平台，为单平台完成任务的能力提供支持，服从于单平台机械化战争，因此本次冲突中俄军仅仅达到了单平台机械化战争的水平通过对本次俄乌

战争的深入观察，可以发现现代信息化战争中的三项重要“胜负手”，并可以此牵引未来新技术新装备的发展。一是通过卫星互联网技术实现高效信息支援，二是通过电子对抗技术实现战场单向透明，三是通过智能化无人化装备实现集群精确打击。

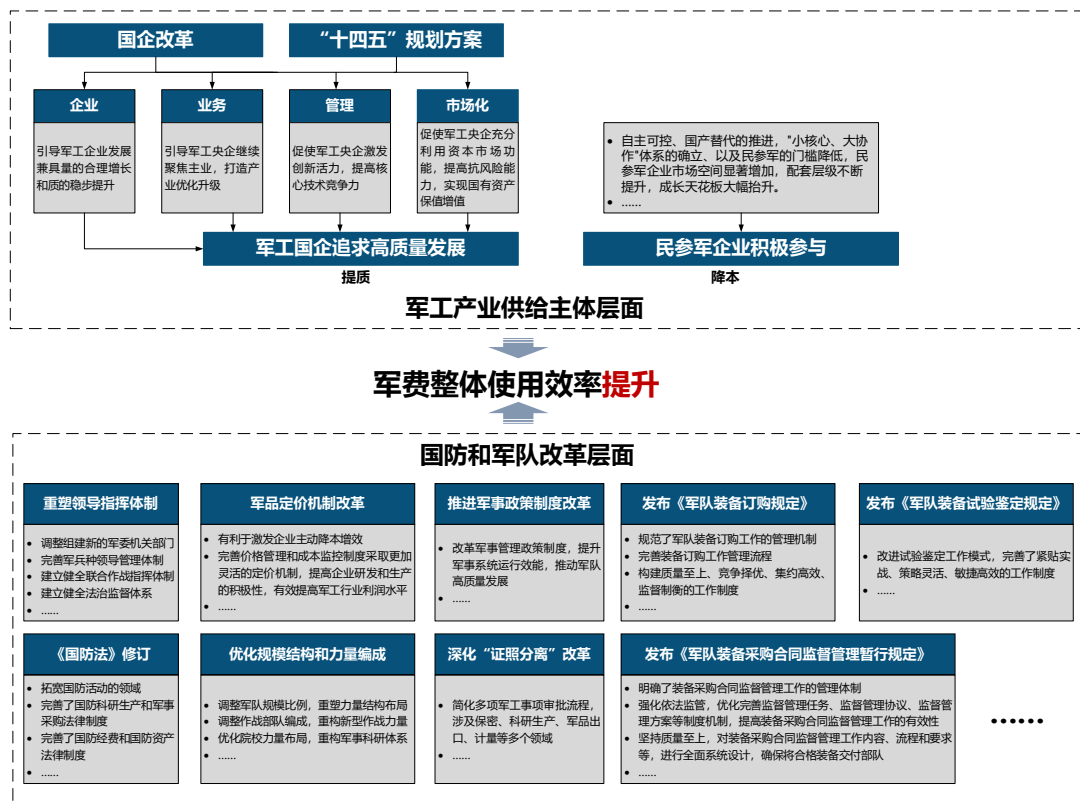
近年来，以新域新质作战力量主要包括的无人装备、空天以及信息网络等子领域不断兴起，对军工行业的发展形成正向驱动，拓展行业空间、抬升行业天花板。无人装备、信息安全、模拟仿真等新兴军工子领域在供需两侧均得到长足发展。

综上，我们认为，军费将继续从下游带来对军工行业产品质与量的需求提升，进而带动供给主体的稳定发展，同时促进全行业产品质量，生产效率的提升。在可得数据的基础上，我们判断，**新域新质装备有望成为我国军费中装备费用的重点投入领域之一。**

（四）关于军费使用效率的判断：供给需求双向改革举措同发力，促使军费整体使用效率稳步提升

近年来，我国陆续开展和推进以国防和军队改革为代表的需求侧改革、军工央企深化改革以及鼓励民参军企业参与军工配套等供给侧举措，两大方向同时发力，有助于我国军费整体使用效率实现稳步提升。各项改革措施与军费使用效率提升的逻辑关系如下图所示。

图37 各项改革措施与军费使用效率逻辑关系示意图



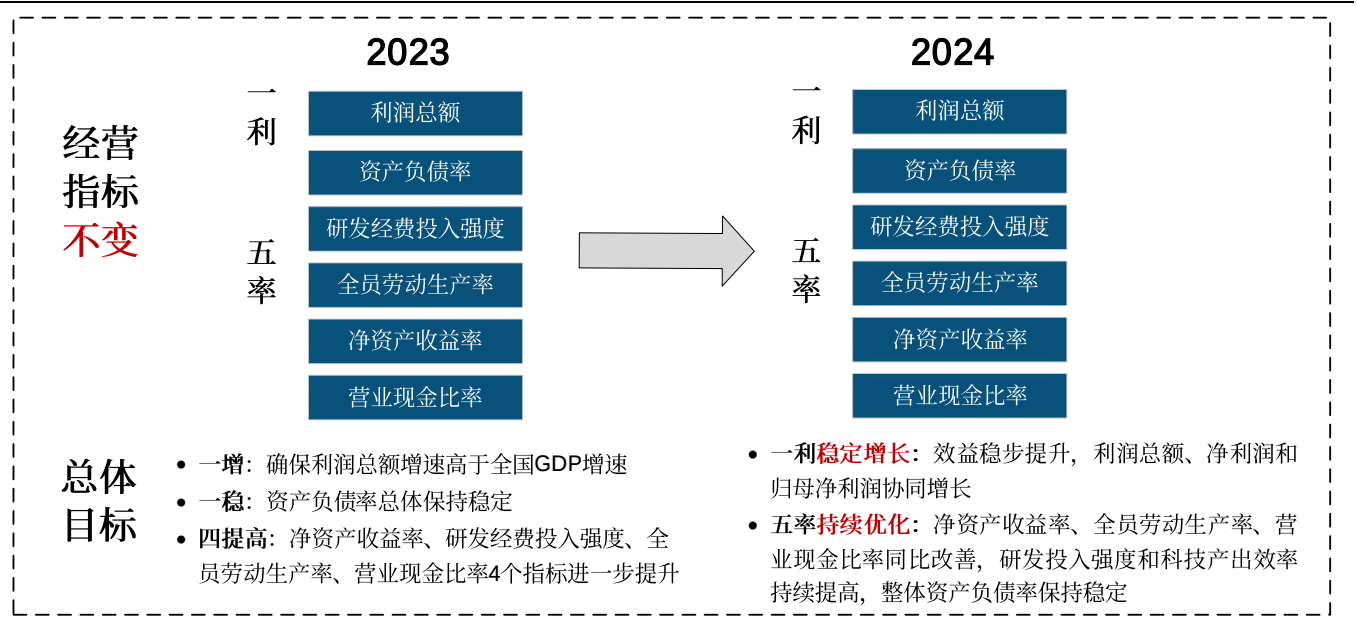
资料来源：《新时代的中国国防》，中国知网，光明日报，新华社，政府网站，中航证券研究所整理

具体来看，国防和军队改革层面，截至目前，本轮军改的目标计划基本实现，军队规模结构和力量编成改革已阶段性完成，未来更聚焦于政策制度的深化改革，从而实现军队软硬实力相互协调，同频共振。我国不断推出《军队装备采购合同监督管理暂行规定》、《军队装备试验鉴定规定》以及《军队装备订购规定》等规范装备订购相关工作制度。我们认为，伴随军改的持续深入，对我国军费使用效率提升的力度也将不断加强。

军工产业供给层面，军工装备生产“提质”与“降本”齐头并进提升军费使用效率。

军工央企是军工行业供给侧的“国家队”主力，也是军工行业发展的主要引领者，军工央企发展路径依托于通过深化改革，实现军工产业各领域高质量发展。根据 2023 年 12 月末国资委召开的中央企业负责人会议，2024 年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定，在高质量发展中防范和化解风险，坚决当好服务全面建设社会主义现代化强国的战略性力量、带动我国产业体系全面升级的引领性力量、推动国家经济社会发展的支撑性力量。相较于 2023 年初的“一增一稳四提升”的总体目标，2024 年国资委对央企的经营目标偏向稳中求进、以进促稳的基调。

图38 2024 年央企经营指标与总体目标再次优化



资料来源：中国新闻网，新华社，中航证券研究所整理

民参军企业方面，近年来，民参军企业迎来了历史性发展机遇，随着自主可控、国产替代的推进，“小核心、大协作”体系的确立、以及民参军的门槛降低，民参军企业市场空间显著增加，配套层级不断提升，成长天花板大幅抬升。而由于可以发挥灵活的机制，实现较好的成本控制的优质民参军企业一般具有较强的竞争力，在其扩大

市场规模，取得更多军工装备配套订单的同时，也将促进军工装备生产的降本增效，进而提升装备费用的使用效率。

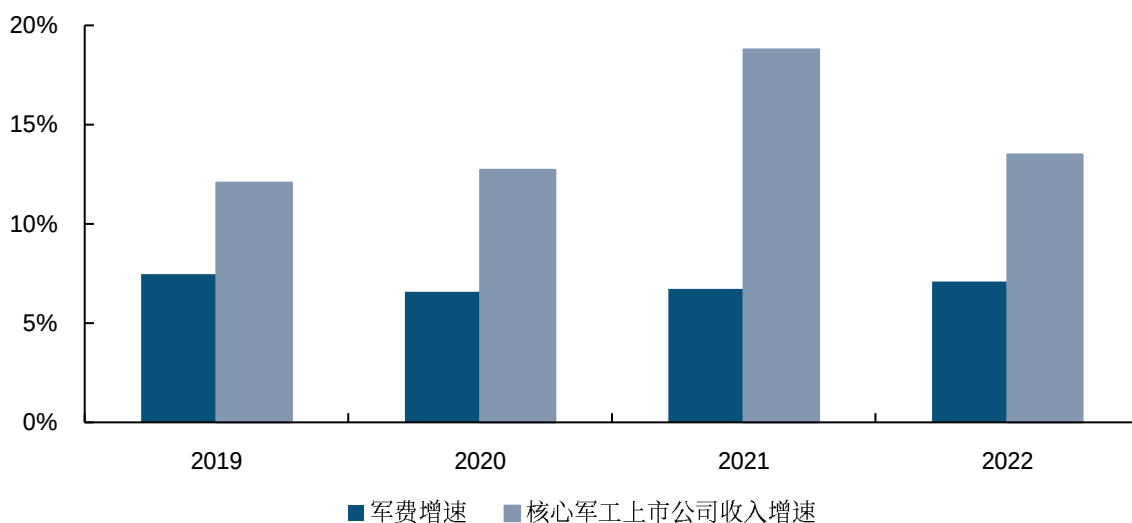
综上，我们判断，伴随我国深化国防和军队改革、军工央企深化改革以及民营企业参军日益深入，供给需求双向改革举措将同时发力，促使我国军费使用效率持续提升稳定的提升。

（五）关于军费增速影响军工板块行情的判断：政府对国防投入力度继续抬升，有望助力军工板块走势再次进入上行通道

军费增速与核心军工上市公司收入增速以及军工板块行情整体走势关联度不高。

从军费增速与我国核心军工上市公司收入增速的数据对比来看，2019年-2022年，我国军费增速分别为7.5%、6.6%、6.7%、7.1%，而核心军工上市公司收入整体增速分别为12.1%、12.7%、18.8%以及13.5%，可以发现，4年中，核心军工上市公司收入增速均高于军费增速，特别是在军费增速相对较低的2020年和2021年中，核心军工上市公司收入整体增速更是远高于军费增速。

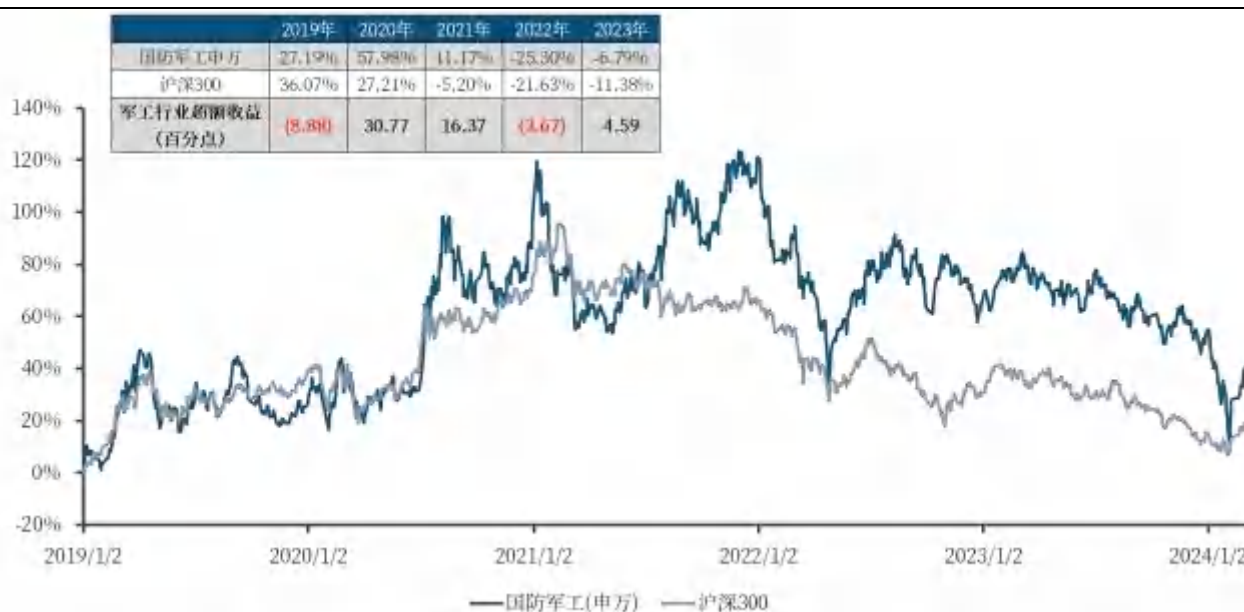
图39 2019-2022年军费增速与核心军工上市公司收入增速对比



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

同时，从军费增速与我国军工板块行情走势对比来看，2019年-2023年，我国军费增速分别为7.5%、6.6%、6.8%、7.1%、7.2%，而国防军工（申万）指数2019-2023年的涨跌幅分别为36.07%、27.21%、-5.20%、-21.63%、-11.38%，可以看出，军费增速较高的2019年和2022年军工行业的超额收益反而更低。

图40 2019-2024 年国防军工（申万）指数与沪深 300 指数走势对比情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

我们认为，近年来，尽管军费增速与军工产业发展节奏在关联逻辑上存在联系，但关联程度或日益下降，在投资逻辑层面上，相对于军费增速，建议更关注政府对国防的投入力度变化。主要原因如下：

（1）“大军工”时代下，军费不再是军工行业的唯一物质来源，资本市场已逐渐成为军工企业发展的新“活水”

“十四五”时期，军工行业将持续处于一个成长和价值兼备且景气度持续提升，高景气增长预期不断被巩固、兑现验证并强化的时期。军工行业的范畴今非昔比，已扩容至民机、低空经济、信息安全、军贸、商业航天、民船等诸多军民结合领域，军工行业的市场空间和天花板已得到数量级和实质性的抬升。除了军工自身的提质补量需求之外，“大军工”已然为行业打开了更高的天花板。民机梦想照进现实，军贸将由替补变为主力，低空经济实质性提速，卫星互联网、商业航天全国开花如火如荼，中国民船市场份额屡创新高。2024 年政府工作报告中明确提出了“积极培育新兴产业和未来产业”，“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。

“大军工”的各个领域中，传统军工行业主体依然是中坚力量，如军工主机厂作为军贸主体持续发挥核心作用，军用航空配套厂商也将保障商用飞机及发动机的生产制造，信息安全军工企业在信创领域承担着关键角色，各军工集团也将低空经济、民机、商业航天等领域作为战略发展方向和第二增长曲线。当然，在此过程中，各行业的生产关系和竞争格局会作出相应调整和适应，行业内也会涌现出一批新的更有活力的产业主体。

这些“新”领域均扩充了我国军工行业的下游需求空间，国内军费投入力度已

经不再是军工板块的唯一收入来源，无法体现军工板块整体需求侧的变化。

另一方面，伴随着近年来军工行业的高景气发展，无论是军工一级发行市场还是二级再融资市场活跃度都在不断提升，科创板的推出以及注册制改革促使越来越多军工企业通过 IPO 上市募资，军工企业通过 IPO 或资产重组等方式实现上市募资，为军工行业快速发展提供了物质保障，资本市场已然逐渐成为军工企业发展的新“活水”。

图41 近 10 年来军工上市公司数量快速增长（单位：家）



资料来源：iFind，中航证券研究所（2023 年数据截至 12 月底）

（2）相较于军费，政府对国防投入力度对军工板块走势影响更大

“十二五”至今来看，军工板块走势存在以 2-3 年下跌，随后 3 年左右上涨的周期性特点。我们发现，军工板块走势同军工行业收入增速存在较强的关联性，而军工行业收入增速的周期性主要是三方面因素共同作用的结果，即：军工行业发展底层增速、军工行业发展计划性、政策调整及改革深化的阶段性扰动。“十二五”以来，军工行业收入增速形成周期性的主要原因，主要系军工产业在波动的军费增速下，叠加五年规划与国防建设目标中的计划性（具有周期性趋势），以及近年来各类军工行业发展政策与改革下的短期影响（具有短期阶段性扰动）共同作用下的一种外在表征。

军工行业收入的主要来源仍以我国国内国防财政支出（即军费）为主。毋庸置疑，军费变化会直接传导并反映于军工行业的收入变化上。军费方面，军工行业收入增速围绕军费增速波动，但二者并不是简单的函数关系。但可以观察到，政府对国防建设支持力度（军费增速与公共财政支出增速的差值），与军工行业收入增速在大多数时间保持了同向变化，即“财政支出占比越少，军费投入占比越多，则说明国防建设投入力度越大”。因此我们认为，在研究军费增速对军工板块的影响时，可以更多从政府对国防建设支持力度的层面来进行分析。

“十二五”以来，根据军费增速的变化可以分为两个阶段，即加强经济扩张力度

以及国防建设与经济发展并重两个阶段，具体如下：

① **加强经济扩张力度阶段（2012-2018 年）**：为应对金融危机，我国采取了一系列经济刺激政策，此阶段我国加强经济扩张力度，GDP 复合增速略高于军费增速。

② **国防建设与经济发展并重阶段（2019 年至今）**：我国内部面对经济增速下行压力，同时外部环境不确定性增大，且中美贸易摩擦呈加剧之势，叠加宏观环境变化影响，我国经济增速有所放缓。而在俄乌冲突后，多国已开始宣布通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性，更凸显出强军强国的必要性和紧迫性。中国的国防开支总体上与国家经济发展水平相协调，保持国防开支适度稳定增长。在此阶段，军费复合增速略高于 GDP 复合增速。

图42 “十二五”以来我国军费及 GDP 增速变化的两个阶段



资料来源：iFinD，中航证券研究所

军工行业收入增速早期围绕军费增速波动，但 2019 年后形成独立走势。我们注意到，军费作为我国军工行业的主要资金来源和物质基础，其增速变化本应与军工行业收入增速走势具有较强的一致性，但是从二者对比来看，走势关联程度并不高。

具体来看，在 2011-2018 年加强经济扩张力度阶段，军工行业收入增速基本上围绕军费增速上下波动，主要系五年规划与国防建设目标等计划性带来的周期性波动（详情见后文分析）。而在国防建设与经济发展并重的新阶段，军费增速趋于稳定，但军工行业收入增速变化基本已经脱离军费增速变化，形成独立走势。我们认为主要原因系近年来，军费作为国家财政资金的拨出，在落地到供给侧的过程中，还受到了包括军费使用效率提升、武器装备投入在军费中占比提升、军改及各产业发展政策等诸多因素影响，当前，军工行业的收入变化与军费变化已经不再是简单的函数关系。

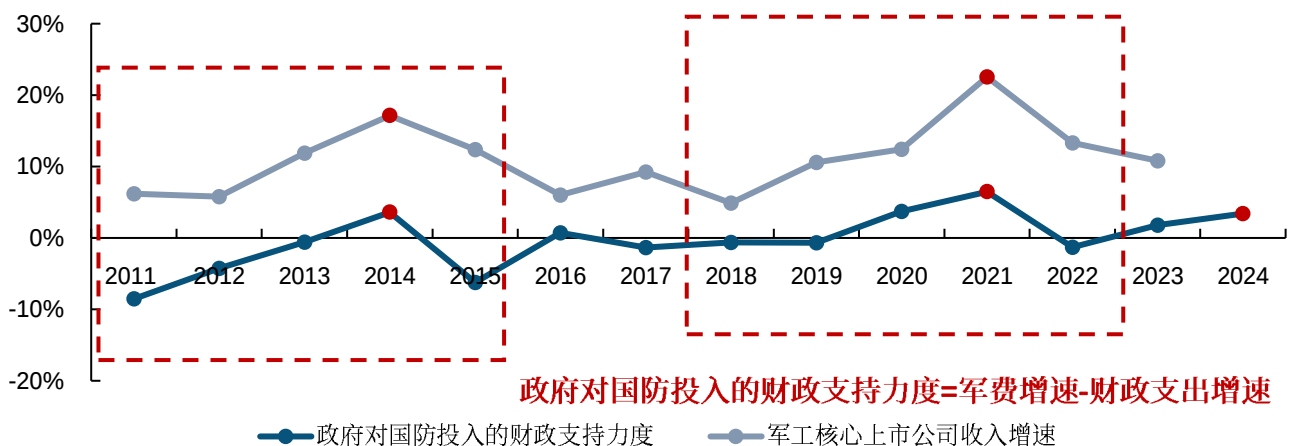
图43 军工行业收入变化与军费增速走势



资料来源：iFinD，中航证券研究所

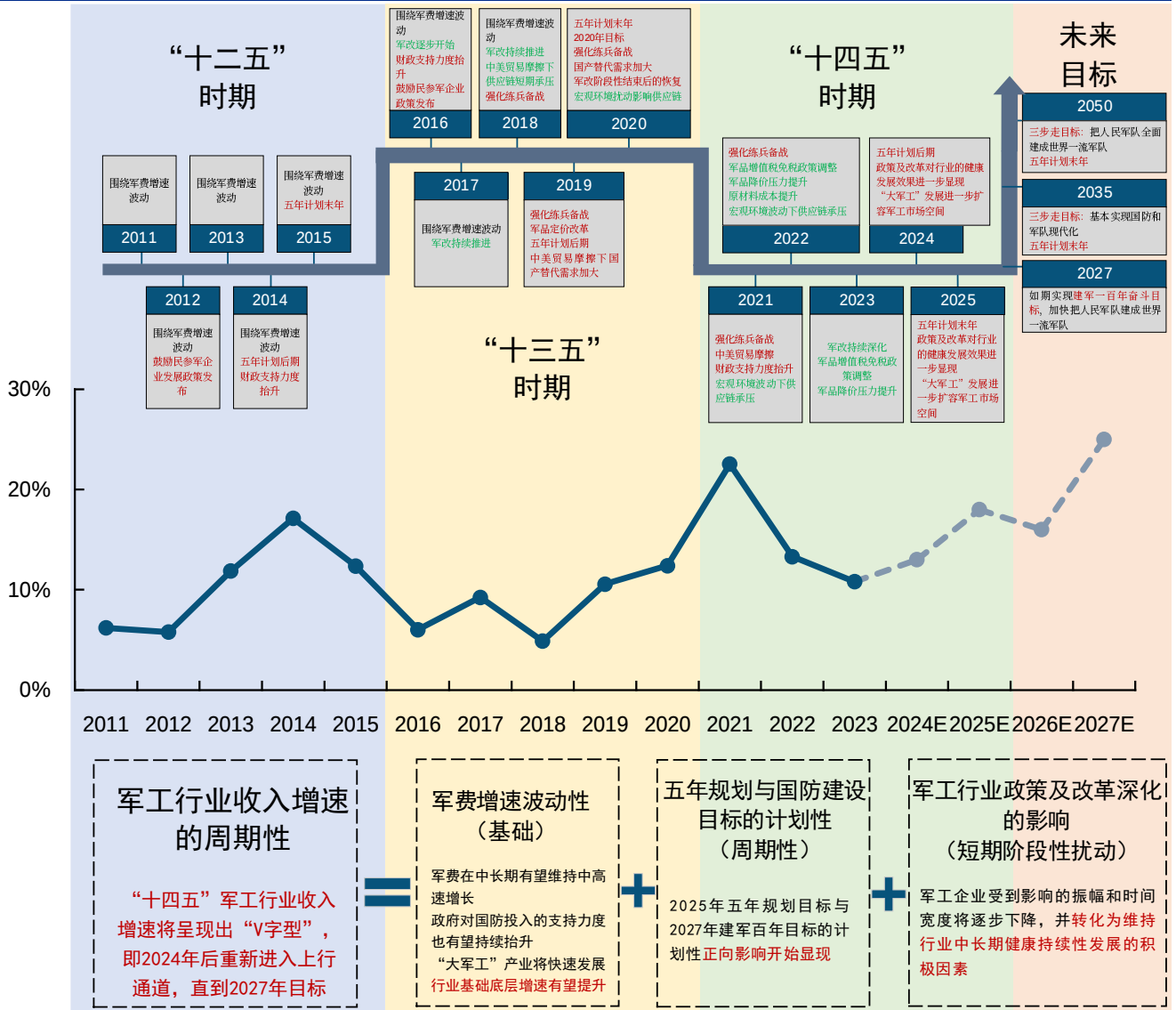
尽管近年来军工行业收入增速与军费增速出现偏离，但政府对国防建设支持力度，仍然与军工行业收入增速在大多数时间保持了同向变化。从2024年以来的数据来看，政府对国防投入的财政支持力度基本与军工行业的收入增速呈现出正相关性变化，如2014年及2021年军工行业收入增速的极值同样也是政府对国防投入财政支持力度指标的极值。而2024年政府对国防投入财政支持力度的持续提升，将有望为2024年军工板块走势与军工行业收入增速出现恢复性增长，重新进入上行通道，直到实现2027年建军百年目标提供核心支撑。

图44 政府对国防投入的财政支持力度与军工行业收入增速在多数时期下存在同向变化



资料来源：iFinD，中航证券研究所（注：2023年军工行业收入增速仅为前三个季度的公开数据）

图45 未来三年军工行业有望迎来新的上行周期



资料来源：iFinD，中航证券研究所

五、风险提示

- ① 军费作为军工行业的需求侧指标之一，在传导至供给侧过程中可能受到其他因素的影响；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 新质新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637