

2023 及后疫情时期全球经济展望

重回增长轨道

分析师：沈明高



SAC 执证号: S0260522030002



020-66338835



minggaoshen@gfgroup.com.
hk

分析师：欧亚菲



SAC 执证号: S0260511020002



SFC CE.no: BFN410

020-66335066



oyf@gf.com.cn

请注意，沈明高并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

- **后疫情时期，全球经济或渐次开启战后第四轮增长周期。**自 2011 年起全球经济进入下行调整期，去全球化与世纪疫情叠加，本轮调整时间已远长于前两周期。2023 年中美经济周期错位逆转，我国有条件先于美国及其他发达国家重回增长轨道。从增量规模看，我国进入中等发达国家，也是全球经济进入上行周期的必要前提。
- **“滞胀”强劲倒逼，或现长尾效应。**三年疫情即将结束，历时四十年的“大缓和”时代也随之终结，利率拐点、强美元、再分工将重构全球增长格局，一些国家汇率大幅振荡、寻找新均衡很可能只是开始。疫情及结构性因素加剧全球增长失衡，不仅对短期全球增长产生重大影响，也会对未来增量产生“疤痕”影响。
- **全球经济从“大缓和”转向“大分化”。**“滞胀”与汇率超趋势变化，冲击二战后形成的发达经济与新兴市场经济存量板块，区域分化方兴未艾。全球更多资源向头部国家集中，以美国和中国为代表的大国，在存量资源方面的竞争加剧，除非经济因素外，资源、技术与市场规模选择对全球第五次产业链转移产生深刻影响。
- **全球可持续复苏需要新动力。**其一，中国经济特别是消费力量的崛起，为全球增长提供新增量；其二，以数字化为核心的新一代通用技术（GPT）的广泛应用，提升劳动生产率水平；其三，由去全球化到区域化、再到全球化 2.0，提高各国在全球增长中的参与率，优化全球分工、提升全球资源配置效率。
- **我国经济重回增长轨道的路径逐渐清晰。**就总量而言，从现在到 2035 年，需实现年均 5% 左右的经济增长。从结构上看，最终消费是经济增长的持久动力，驱动传统产业的改造升级和战略性新兴产业的培育壮大。为此，中央经济工作会议提出，要统筹好当前和长远的关系，前置关键政策和制度安排，包括要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落实下来。
- **内需驱动资产重估。**大变局的实质，是一个全球资产再定价的过程。2023 年，部分高债务、阔负利差国家，本币仍有超趋势贬值风险；中美经济周期错位逆转，人民币贬值压力缓解，A 股估值有修复空间，但全球利率进入上行长周期，驱使包括美股在内的高 PE 市场估值中枢下行；长期看，全球能源/新能源、消费和金融板块，我国消费经济、科创经济板块表现总体好于市场。
- **风险提示。**发达国家滞胀反复，治理难度大；高息、强美元增加全球经济超预期深度衰退的风险；贸易摩擦、供求格局剧变增加石油价格暴涨暴跌的风险；新的区域增长动能不明确，全球经济陷入长时期低增长；地缘冲突存在恶化、失控风险。

目录索引

一、“滞胀”倒逼.....	6
(一) 基础性通胀水平抬升.....	6
(二) 汇率变局.....	8
(三) 那些消失的增长.....	9
二、从“大缓和”到“大分化”.....	13
(一) “大分化”挑战与机遇并存.....	13
(二) 头部国家竞争加剧.....	16
三、后疫情时期全球经济持续复苏的动力.....	20
(一) 中国消费发挥关键角色.....	22
(二) 新一代通用技术广泛应用.....	23
(三) 先区域化再全球化?.....	25
四、我国经济重回增长轨道的路径.....	28
(一) 明确 2023 年及长期增长目标.....	28
(二) 培育增长新动力.....	29
(三) 关键政策和制度安排前置.....	31
五、内需驱动资产重估.....	33
(一) 汇率波动或持续.....	33
(二) 资产重估进行时.....	34
(三) 消费经济：兼具广度与深度.....	36
(四) 科创经济：布局 GPT 爆发赛道.....	38
六、风险提示.....	38

图表索引

图 1: 彭博一致预期: 主要国家 GDP 增速与预期.....	6
图 2: 彭博一致预期: 主要国家 CPI 增速与预期.....	6
图 3: G20 发达国家平均从中国进口占总进口比重与单位进口价格同比变化.....	7
图 4: 1980 年以来美国一年期国债收益率与美元指数走势.....	8
图 5: 主要国家本币兑美元汇率走势 (2020 年 1 月=1)	8
图 6: G7 与“金砖五国”劳动力人数趋势 (亿人)	9
图 7: 美、欧、日、韩、中、印 12-24 岁人口劳动力市场参与率 (%)	10
图 8: 美、欧、日、中、印服务外贸差额 (正数为盈余, 亿美元)	11
图 9: 2003 年以来全球航空业收入 (亿美元)	11
图 10: 美、欧、日、中、印、越南历年外商投资 (FDI) 额 (亿美元)	12
图 11: 疫情对全球 GDP 总量的冲击.....	13
图 12: 全球 GDP、居民消费支出与货物出口实际增速 (%)	14
图 13: 2000-2023 年主要国家居民消费占 GDP 比重 (按本币计, %)	14
图 14: G20 新兴市场国家消费占 GDP 比重与全球实际 GDP 增速.....	15
图 15: 欧元区主要国家实际 GDP 走势 (1998 年为 1)	15
图 16: 新兴市场主要国家美元计价的实际 GDP 走势 (2008 年为 1)	16
图 17: 全球实际 GDP 增速及美国主要部门占 G20 发达国家比重 (%)	17
图 18: 全球 GDP 实际增速及中国主要部门占 G20 新兴市场比重 (%)	17
图 19: 2021 年全球 FDI 流入排名前 20 的国家和地区 (增量规模, 十亿美元)	18
图 20: 中美欧工业电价比较 (便士/千瓦时)	19
图 21: 1960 年以来全球 GDP 总量走势 (现价美元, 万亿美元)	20
图 22: G7 与“金砖五国”人均 GDP 相对美国的比重 (美元现价, %)	21
图 23: G7 与“金砖五国”历年 GDP 总量 (现价美元计, 万亿美元)	22
图 24: 中美 GDP、消费、制造业增加值之和占 G20 的比重.....	23
图 25: 美国制造业劳动生产率增速, 1987-2020 年.....	24
图 26: 美国非农行业劳动生产率增速, 1947-2020 年.....	24
图 27: 美国高科技行业增加值占 GDP 比重 (%)	25
图 28: 欧洲、亚洲和北美洲区域内货物贸易占对外贸易总额比重 (%)	26
图 29: G20: 2021 消费占比与 GDP 增速.....	27
图 30: 我国货物进口区域结构 (%)	27
图 31: 中美 GDP 总量, 1980-2035 年预期.....	28
图 32: 日本、韩国、葡萄牙和中国人均消费支出、人均制造业增加值 (2105 美元不变价, 美元)	29
图 33: 我国居民人均消费支出走势与预期 (以 2015 年不变价美元计)	30
图 34: 全球信息与通讯技术 (ICT) 市场份额 (%)	32
图 35: 全球前 20 大新兴市场经济体债务占 GDP 比重 (%)	33
图 36: 中国、印度、巴西、墨西哥、德国、日本和韩国与美国 10 年期国债利差 (百分点)	34
图 37: 2000 年以来 G20 主要股指估值水平.....	35

图 38: 美国标准普尔 500 历史 PE (倍) 35

图 39: 1950 年以来美国 CPI、主要资产及石油价格的累计涨幅 (1950 年=100)
..... 36

图 40: 2019 年我国各省人均 GDP 及当年对标国家 (2015 年美元不变价, 美元)
..... 36

图 41: 日本、韩国、中国、广东、湖南、陕西人均汽车拥有量 (辆/人) 37

2022年，是一个全球资产再定价的年份。全球利率拐点已现，高息、强美元将深刻影响并改变世界经济格局，全球市场深幅调整，区域分化加剧，这一切很可能是全球经济重回增长轨道的开始。

世纪疫情始于三年前，进一步改变了原本就面临增长失衡的全球经济走势，其影响今年才开始显现。一是进一步透支了发达国家的宏观政策，加大后续调整的代价。二是加快了逆全球化进程，全球产业链、供应链持续重组，发展安全提上很多国家和企业的议事日程。三是抬高全球基础性通胀水平，历时40年的“大缓和”时代结束，进入“大分化”调整期。四是确认利率长周期拐点的到来，“滞胀”是拐点的主要标志之一，美国十年期国债收益率于2008-2022年间完成磨底过程，进入上行长周期。

后疫情时期，全球及我国经济如何重回增长轨道，是明年乃至未来一个时期值得观察的重要趋势。12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，宣告我国后疫情时期正式到来。

二战以来，全球经济经历了三轮快速上涨周期，发达国家与发展中国家的参与面逐步扩大。第一轮是二战以后发达国家主导的快速复苏，于七十年代末的石油危机之后结束。第二轮是八十年代中期到九十年结束前，日本和互联网经济快速崛起，中国开始参与全球分工，直至互联网泡沫破灭、亚洲金融危机前后结束。第三轮是2001年中国加入WTO之后，全球化进入新高潮，到全球金融危机之后的若干年结束。

展望未来，全球经济有机会开启新一轮增长浪潮，但需要有重量级新增长动能的加持。从时间上看，第三轮增长峰值之后的调整期已经远超过前两轮，为开启全球战后第四轮增长浪潮蓄积了一定的势能，挑战在于新动能的规模能否带来足够的增量。世界银行数据显示，2021年，全球GDP总量为96.1万亿美元，较全球金融危机之后的2009年增长了58.1%。按现价美元计算，全球经济每增长1个百分点，需要近1万亿美元的GDP增量，相当于新增一个荷兰的经济规模。目前全球过万亿美元GDP的国家只有17个，印尼（1.2万亿美元）、荷兰（1万亿美元）和沙特（8300亿美元）分列全球第16、17和18位。

2023年中美经济周期错位逆转，我国有条件先于美国以及其他发达经济体重回增长轨道。“滞胀”倒逼将明年全球经济推到衰退的边缘，实现可持续复苏需要更长时间。未来，全球增长新动能很可能来自三个方面，包括足够规模的新动能增量（如我国消费实力的崛起）、以数字化为代表的新一代通用技术（General Purpose Technologies, GPT）的广泛运用，以及逆全球化逐步转向区域化、全球化2.0等。

相对而言，我国潜在优势明显，明年经济回暖确定性高。中央经济工作会议明确要求统筹经济质的有效提升和量的合理增长，关键改革措施和制度安排前置，加快发挥消费的基础作用和投资的关键作用，可以为全球经济带来不可或缺的经济增量。从增量规模看，从现在到2035年，我国进入中等发达国家，既是我国经济重回增长轨道的结果，也是全球经济重回增长轨道的必要条件。

一、“滞胀”倒逼

如果一定要用经济指标来衡量全球大变局，那么，“滞胀”与汇率超趋势波动就是两个最为关键的指标。

站在全球经济史角度看，2022年是一个具转折意义的重要年份。发达国家自全球金融危机之后极度宽松的货币政策，包括史上罕见的零利率甚至负利率政策，遭遇了“滞胀”强劲倒逼。今年以来，美联储进入超预期强加息周期，于今年6、7、9和11月连续4次加息75个基点，将基准利率从年初零利率水平经7次加息快速提升至12月的4.25-4.5%区间。市场预期美联储将继续加息，明年将基准利率提升至5-6%之间。

在实行了十多年的低利率政策之后，高息美元以及与之相应的强美元，对全球经济产生重大冲击，特别是对那些高债务、低增长的经济体而言，意味着本币巨大的贬值压力、偿债付息和再融资压力，明年全球经济衰退风险明显提升。从另外一个角度看，经济衰退是一个市场出清的过程，为后续的可持续复苏奠定基础。

（一）基础性通胀水平抬升

进入2022年，发达经济体普遍出现了明显的滞胀。如去年所料，2022年，发达国家GDP增速总体显著低于2021年底的预测，而通胀水平则显著高于当时的预期¹。以美国为例，2021年11月时彭博一致预期预测，今年实际GDP和CPI增速分别为3.9%和3.7%，一年之后的现在分别调整为1.8%和7%，调整幅度之大在宏观经济预测史上非常罕见（图1、2）。在公布今年第7次加息之后，美联储将今年美国GDP增速调整为0.5%，虽好于之前预测的0.2%，但仍大幅低于目前的彭博一致预期。

图 1：彭博一致预期：主要国家GDP增速与预期

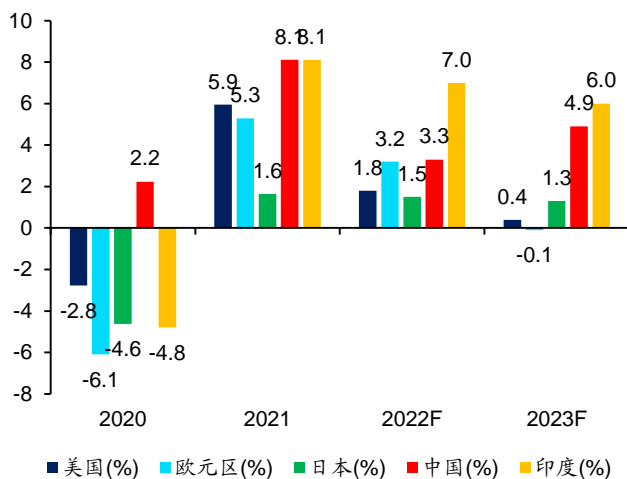
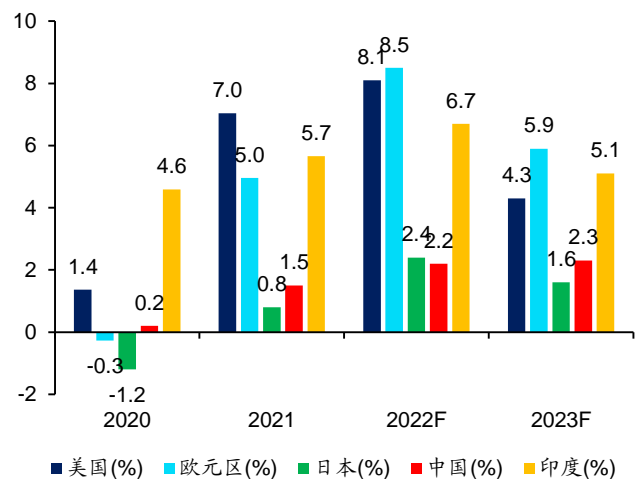


图 2：彭博一致预期：主要国家CPI增速与预期



说明：本报告所有预期数据均于2022年12月1日获取。

数据来源：CEIC, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源：CEIC, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

¹ 见“2022 全球经济展望：复苏逆行”，广发证券发展研究中心研报，2021年11月27日。

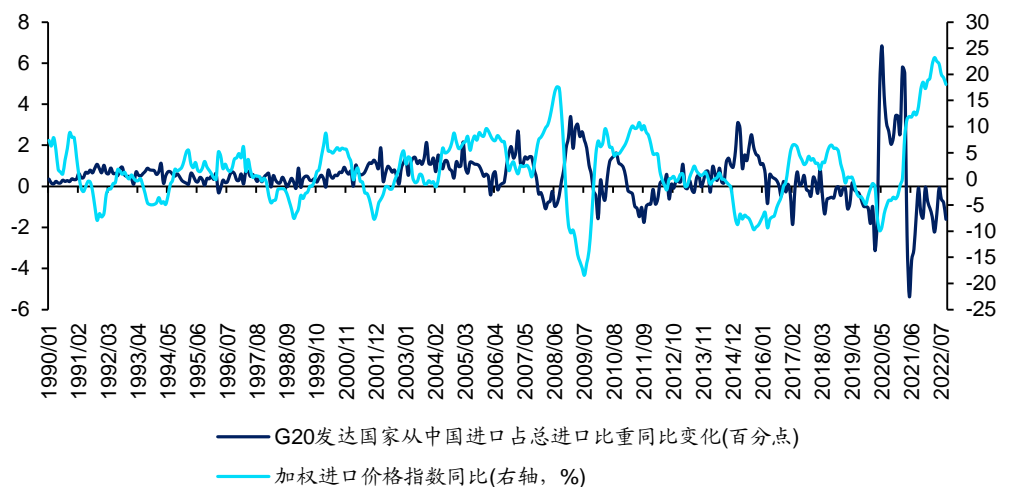
导致发达经济体全面滞胀的核心原因，既有俄乌战争等偶发因素，也有逆全球化、老龄化等结构性因素，也是发达国家为避免增长放慢而透支宏观政策的必然结果。本轮美国为首的发达国家通胀涉及面广、粘性高，除非以深度衰退为代价，否则加息很难短期内达到抑制通胀效果，“滞胀”的长尾效应很可能将持续至明年甚至更长的时间。目前市场对美欧及全球经济明年衰退幅度的预测仍有很大分歧，但处在衰退边缘是共识，大幅衰退的风险不能完成排除。

除宽松的流动性条件、高油价、工资和房租上涨等推动发达国家通胀快速上升之外，产业链转移对全球基础性通胀的影响更大，也将产生更为长远的影响。近年来的去全球化加速资源错配，降低了全球增长效率，抬升全球制造业基础通胀水平，未来发达国家通胀中枢水平保持相对高位的确信性高。一方面，全球出口增速放慢，具出口优势国家的比较优势难以发挥；另一方面，全球产业链基于非经济原因加速转移和重构，也在很大程度上降低了增长效率。

自工业革命以来，全球已经发生了四次产业链大规模转移，正在进行的是第五次。与前四次不同，本次产业链转移发生在从高度全球化到部分去全球化的转折时期，既有产业链转移的内在经济驱动因素，也有地缘政治摩擦、中美脱钩、产业政策等非市场驱动因素带来的全球产业链重组，呈现产业链“双向转移”的特征，即中高端制造业向发达国家和地区回流的“再工业化”，中低端制造业向欠发达国家和地区转移。

从历史经验看，去中国化是发达经济体基础性通胀水平上升的主要原因之一。中美贸易摩擦，加快了我国劳动力密集型产向东南亚、印度和非洲转移的速度，这些国家制造业不具产业链规模优势，通胀上升压力大、短期生产成本优势并不明显。中国加入WTO之后，发达国家从中国进口占比月度数据于2015年9月达到峰值的20.1%，疫情爆发初期，受供应链影响，于2020年5月达到23.9%，在疫情期间总体保持较高水平，但这很可能是一个暂时现象。G20发达国家中，从中国进口占总进口比重的同比变化，与单位进口价格变化高度负相关（图3）。

图 3: G20发达国家平均从中国进口占总进口比重与单位进口价格同比变化

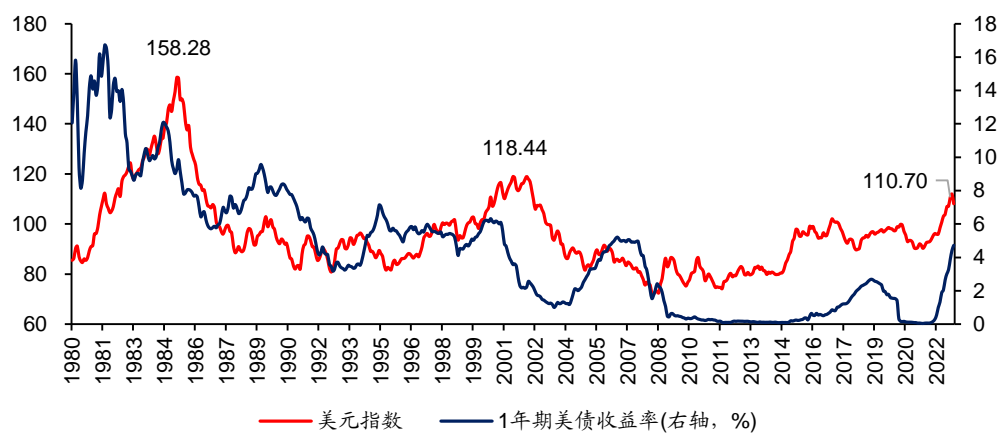


数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

(二) 汇率变局

美元进入高息、强货币时代，是过去四十多年来第三次。目前，美国一年期国债收益率为4.7%左右，距2008年之前的峰值水平仅一步之遥，本轮加息周期结束时，或接近上个世纪末6%左右的水平（图4）。与此相应，美元快速转强，美元指数从去年90左右的低位一度升值超过110，考虑到欧洲和日本经济基本面不具备大幅加息条件，本轮加息周期中美元指数仍有可能振荡上行，出现超趋势的升值，接近甚至超过本世纪初的高位118左右。

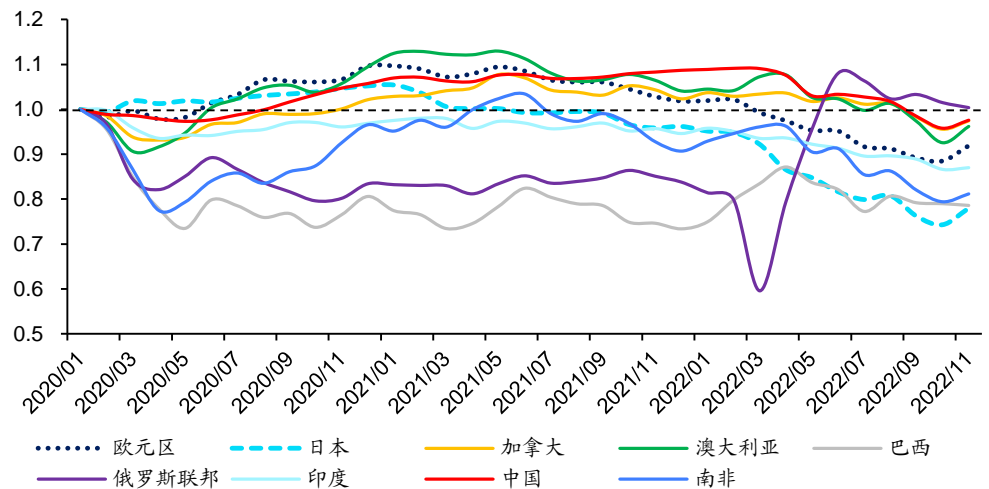
图 4：1980年以来美国一年期国债收益率与美元指数走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受美元激进加息影响，全球主要货币均相对美元大幅贬值。如果以疫情开始时的2020年初为1，到今年10月几乎所有主要货币均对美元贬值，其中日元对美元汇率一度下滑至0.74，最近虽有所反弹，仍为0.79（图5）。

图 5：主要国家本币兑美元汇率走势（2020年1月=1）



说明：以各国本币的美元价值计，大于1表示相对美元升值。数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

今年一些国家本币相对于美元汇率的大幅振荡调整很可能只是开始，有可能推动发达经济与新兴市场经济板块重组。长期来看，一个国家本币对美元汇率的走势，反映了这个国家经济基本面与美国之间的相对差异，是衡量一个国家经济相对竞争力的主要指标之一，也是一个国家成功与衰落的主要标志之一。全球主要经济体GDP总量占美国的比重，2011年达到近期峰值水平，但2022年，基于彭博一致预期的预测，欧盟下降了34.8个百分点，日本下降了23.7个百分点，英国下降了5个百分点，新兴市场经济体巴西、俄罗斯和墨西哥分别下降了9.2、3.8和1.7个百分点，仅我国和印度同期有所增加，分别上升了16.9和2.9个百分点。反过来看，美国GDP占全球的比重，从2011年的21.1%提升到了2021年的23.9%。本币对美元贬值是一些国家GDP相对于美国的重要性下降的主要原因，如果高息、强美元的压力持续，将会增加高债务国家明年本币贬值的压力。

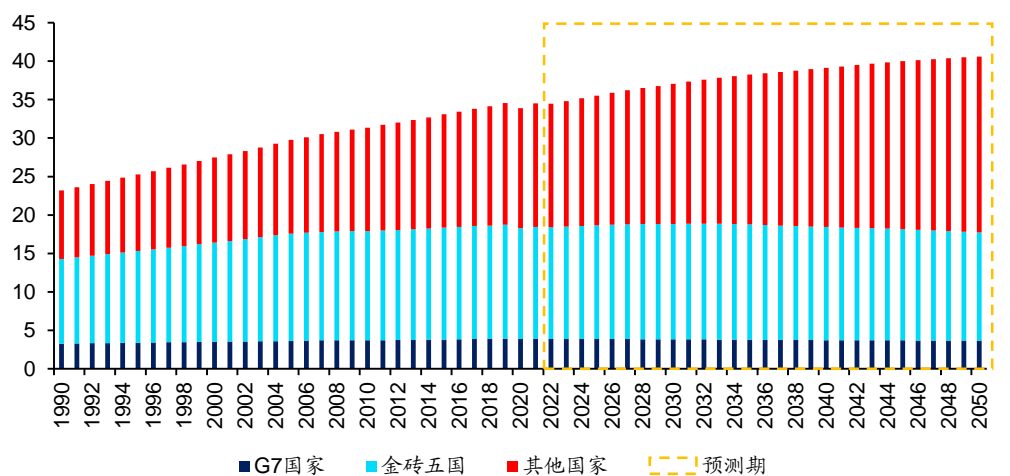
（三）那些消失的增长

同样地，导致全球经济“滞”的因素也很多，主要以结构性因素为主，新冠疫情更加深了全球增长失衡。明年，疫情的一次性冲击明年将逐步缓解，但叠加地域及结构性因素，对全球经济的影响不仅仅是短期增长速度的放慢，也对未来增量产生“疤痕”影响，将加快催生全球经济结构新的变局。

1. 高质量劳动力数量减少，市场参与率下降

随着人口老龄化进程加速推进，劳动力市场发生了重大结构性变化，较高质量劳动力数量持续减少。发达国家和主要新兴市场国家的劳动力人口占比总体趋于下降，相对而言，受教育程度相对较低的低收入国家劳动力数量占比上升。本世纪以来，到2021年，全球劳动力总人数增长了28%，其中G7、金砖五国和其他地区增速分别为11.7%、14.7%和47.8%（图6）。据联合国人口署最新预测，从现在到2050年，全球劳动力人数将突破40亿关口，增长17.7%，但G7、金砖五国劳动力数量将分别下降6.4%和3.4%，占比则分别从2021年的11.3%和42.2%大幅降至9.0%和34.7%。

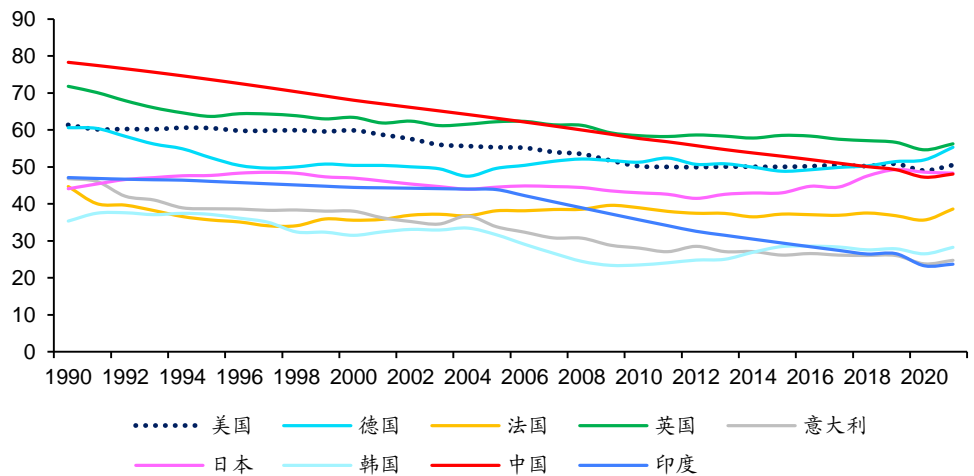
图 6: G7与“金砖五国”劳动力人数趋势（亿人）



数据来源：世界银行 WDI，联合国统计署，CEIC，广发证券发展研究中心

值得重视的是，全球主要经济体劳动力市场参与率长期下行，疫情则加剧了这一进程。据统计，全球15-24岁年轻人群的劳动力市场参与率不断下降。2021年，美国、中国和印度年轻人的参与率为50.5%、48.1%和23.7%，较2000年分别下降了9.4、20和20.8个百分点，与此同时人口老龄化程度较为严重的德国和日本，2021年参与率则分别为55.3%和48.3%，较2000年增加了4.9和1.3个百分点（图7）。受疫情冲击影响，2020年，主要国家中除德国之外，参与率均出现了不同程度的下降，其中印度下降了3.3个百分点，意大利、英国和中国分别下滑超过两个百分点，美国下滑1.8个百分点。2021年虽有所反弹，美国、英国、意大利、日本、中国和印度等均还没有回到疫情前水平。

图 7：美、欧、日、韩、中、印12-24岁人口劳动力市场参与率（%）



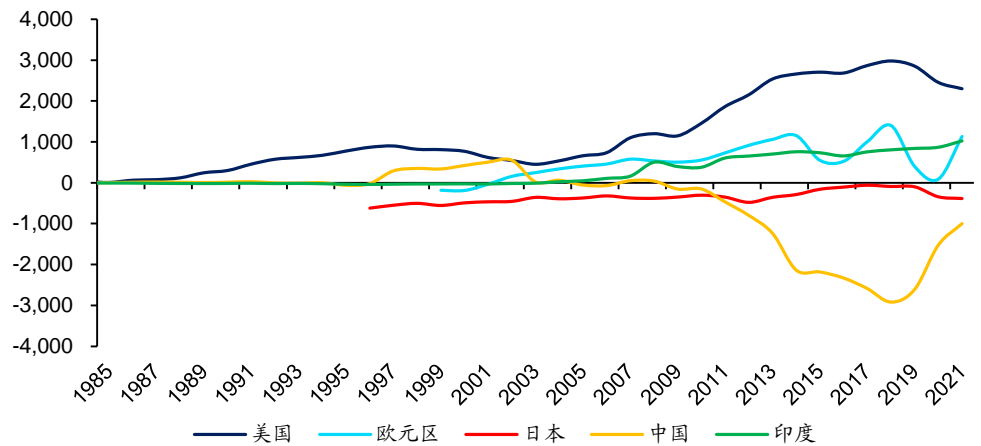
数据来源：MacroTrends，广发证券发展研究中心

2. 消失的服务业贸易

全球贸易受疫情冲击较大，其中对服务贸易的冲击更大。然而，疫情只是其中部分原因，放缓从疫情前的2019年就已经开始，中美贸易摩擦或是另外一个主要原因。以美国为例，2018年服务贸易顺差峰值水平时曾高达近3000亿美元，2019-2021年每年分别较上年下降4.2%、14%和6.3%，同时欧元区服务贸易盈余大幅波动（图8）。与此相应，我国服务贸易逆差于2018年见底，为-2921.7亿美元，到2021年已减少至不到1000亿美元，收缩近三分之二。

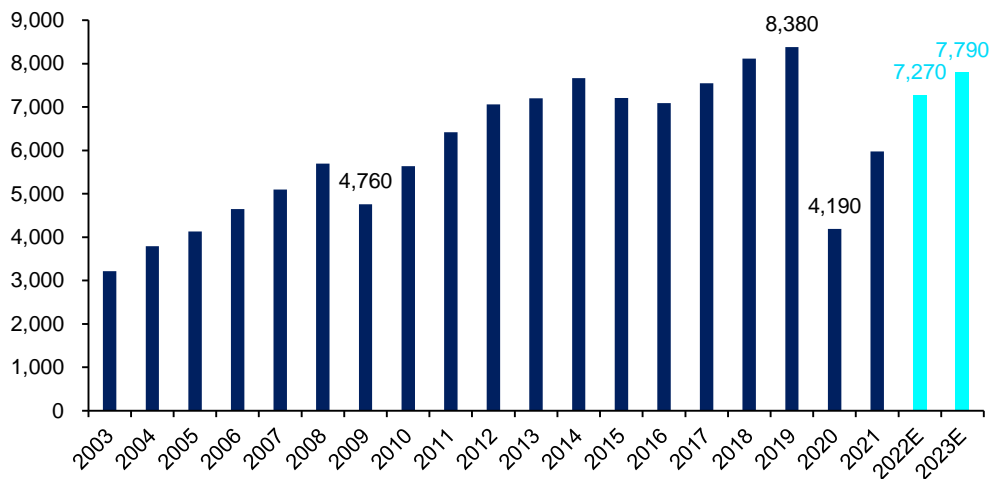
与疫情紧密相关的服务业包括餐饮、航空旅行等众多行业，营收所受冲击较大，高息环境更加大了一些企业的再融资风险，有可能引发企业倒闭潮。其中，航空业的“疫情疤痕”显而易见。2020年，全球航空业收入较上一年下降过半，且复苏缓慢，预计到2023年仍不能完全回到疫情前的水平（图9）。

图 8: 美、欧、日、中、印服务外贸差额 (正数为盈余, 亿美元)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 9: 2003年以来全球航空业收入 (亿美元)

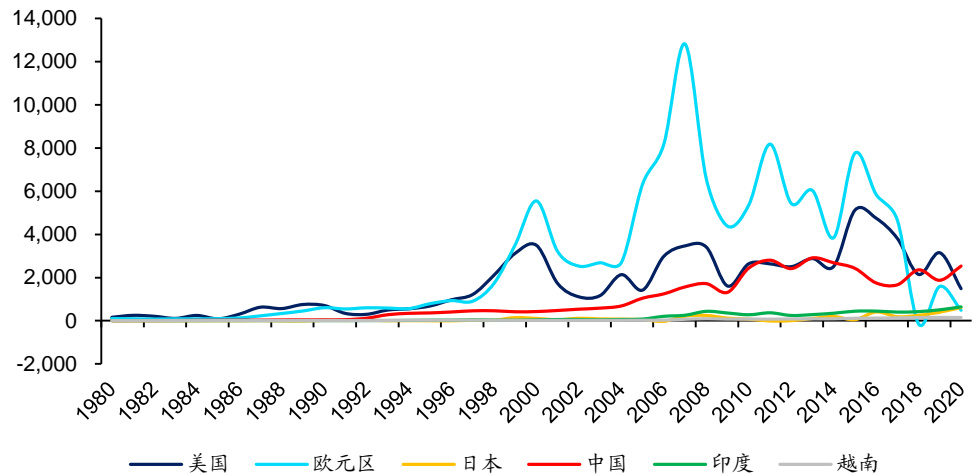


数据来源: 国际航空业协会, 艾媒智库, 广发证券发展研究中心

3. 跨境投资显著放慢

去全球化与疫情叠加, 改变了长期以来全球分工持续深化的局面。从2015年到2020年, 全球跨境投资规模大幅度收缩。在发达经济体中, 外商投资 (FDI) 额基本上回到了上个世纪末、本世纪初的水平, 欧元区FDI额度从2015年的近8000亿美元持续下降, 近年几乎停滞; 美国也从同期峰值时的5000多亿美元, 下滑到2020年的不到三分之一 (图10)。相对而言, 新兴市场经济总体保持较好的增长势头, 我国吸引的FDI额度在高位保持相对稳定, 印度维持增长态势, 越南2020年的FDI额度较2015年增长了1.3倍, 但规模仅为我国的6.2%。最新数据显示, 2021年之后, 随着全球产业链转移的加快, FDI流入呈区域分化趋势。

图 10: 美、欧、日、中、印、越南历年外商投资 (FDI) 额 (亿美元)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

4. 产业安全重要性提升

受疫情、地缘冲突等影响,制造业企业更加关注供应链安全问题。根据毕马威于2021年中对全球146家全球制造业企业CEO的调查²,从新冠疫情对公司组织架构未来三年的影响角度看,有68%的CEO表示将确保供应链韧性作为主要工作,列所有影响之首。在回答公司面临的最大挑战时,25%的CEO认为是供应链风险,而为了降低这一风险,35%将高度关注自己供应链的延展性,如将采购面扩大至三级和四级供应商;31%将考虑调整地域布局,增加来自新区域的供应商,以提升供应链韧性;22%将考虑增加本土采购;另外12%将考虑更多战略性安排措施,比如签订更长期限的合同等。

5. 疫情造成巨量直接和间接损失

高昂的疫情防控成本以及城市封闭等因素,直接影响了全球经济的活跃度。据国际货币基金组织预测³,到2024年,新冠疫情将使全球付出12.5万亿美元的代价,相当于2021年全球96.1万亿美元GDP的13%,年均影响约为全球GDP的2.6个百分点(图11)。

疫情不仅造成了短期经济活动的直接损失,还减少了学生获得知识的能力,将产生长远的影响。联合国教科文组织、联合国儿童基金会和世界银行2021年联合发布的报告⁴认为,全球16亿学生受到学校关闭的影响,尽管有线上远程教学作为替代,但有更多的证据显示,学习效果大打折扣,有些学生甚至永远不会再回到教室。据估计,与面对面的教学相比,巴西圣保罗的学生通过远程教育只获得了28%的知识,同时学生辍学风险增加了3倍多。按照现值计算,学校关闭的结果,使这一代学生一生累计所得有可能减少17万亿美元,相对于2021年GDP的17.7%,较2020年时估算的10万亿美元损失大幅提升。在中低收入国家,学校长时间关闭,处于“学习贫困”

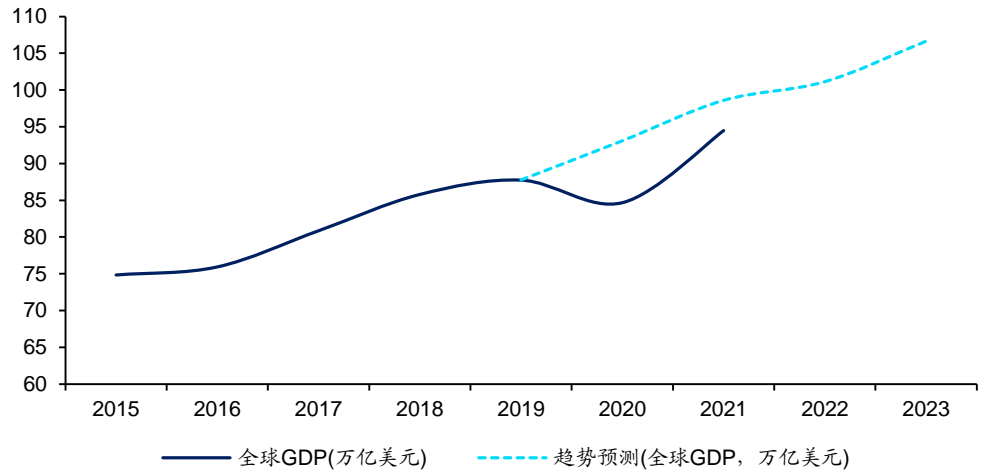
² KPMG: Global Manufacturing Prospects 2022.

³ COVID-19 to Erode More than \$12.5 Trillion from Global Economy – IMF. By Investors King Contributor, Jan 21, 2022.

⁴ The State of the Global Education Crisis: A Path to Recovery. A joint UNESCO, UNICEF, and World Bank report, 2021.

的孩子比例将从疫情前已经很高的50%快速提高到70%。

图 11: 疫情对全球GDP总量的冲击



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

二、从“大缓和”到“大分化”

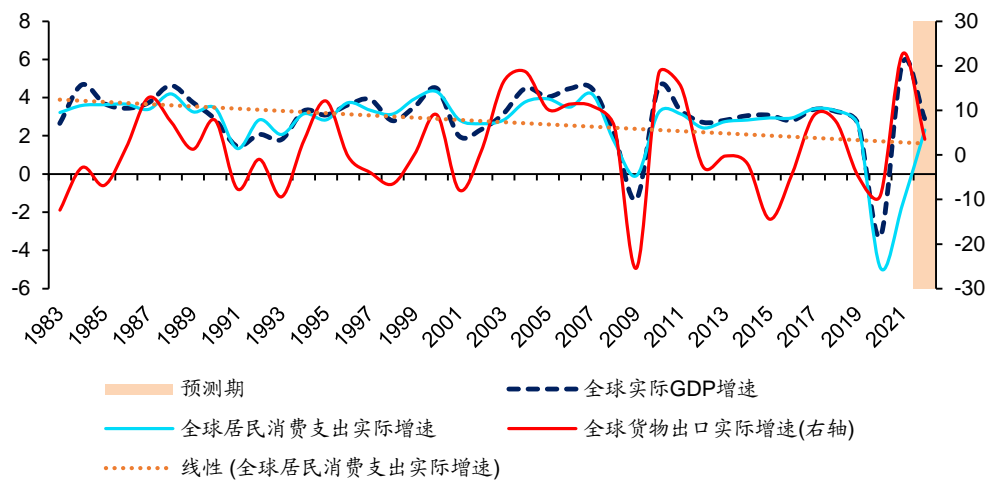
发达国家“滞胀”，宣告了长达40年的“大缓和”时代结束，全球经济转向以“大分化”为特征的调整期，发达国家与新兴市场国家存量板块有可能出现碰撞和漂移。短期看，美国仍是发达经济体乃至全球增长的中心与主要区域增长动能，我国的优势在规模，包括市场规模、产业链规模、创新规模优势，发挥规模优势需要启动内需与进一步推动高水平开放并举，积极参与全球分工。

（一）“大分化”挑战与机遇并存

全球区域经济大分化有总量的原因，既有全球总需求不足，也有如人口老化、增长效率下降、逆全球化等结构性原因，各国经济基本面差异扩大，最终通过汇率的激烈调整来达到新的均衡。

全球经济增长中，消费是源动力，与GDP增速高度正相关。从长期趋势来看，全球居民消费支出实际增速总体呈下行趋势，从八十年代的4%左右，下降至目前的2%左右（图12）。同时，出口的算术平均实际增速，也从本世纪初十年（2000-2009）的5%，下滑至第二个十年（2010-2019）的2.1%。如果消费是蛋糕，那么出口就是蛋糕上的奶油，对全球经济的增长发挥着边际影响。消费下行趋势，短期还看不到有明显改善的动力，这使得GDP增速放缓的趋势短期难以逆转。

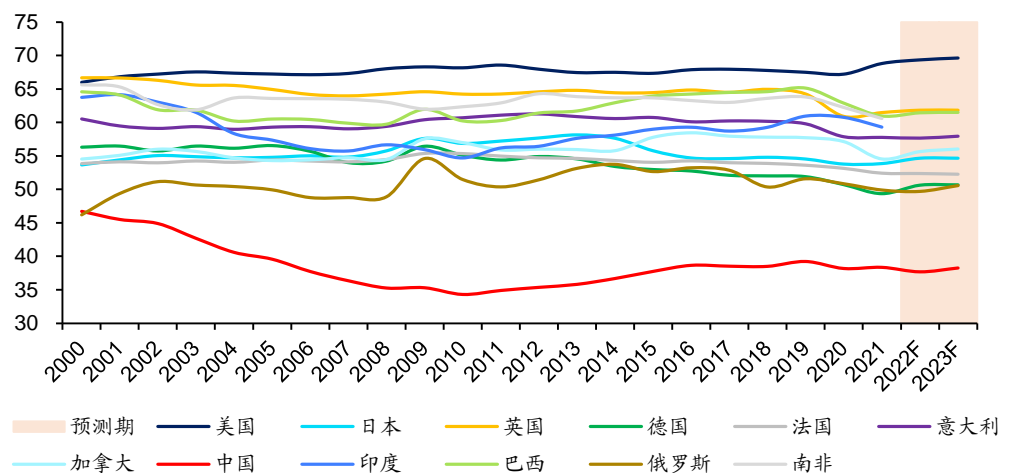
图 12: 全球GDP、居民消费支出与货物出口实际增速 (%)



数据来源: 世界银行, 欧盟委员会, EuroMonitor, 世界贸易组织, 广发证券发展研究中心

短期主要国家消费占GDP比重提升速度持续放慢, 美国是少数例外, 但其增量不足以对冲其他国家的减量。根据彭博一致预期推算, 主要国家消费占GDP的比重保持相对稳定, 与2021年相比, 2023年居民消费占GDP比重提升较快的为加拿大和德国, 分别上升1.5和1.3个百分点(图13)。美国居民消费占比最高, 在2021年68.8%的基础上, 略微提升0.8个百分点, 我国占比最低, 在低位徘徊。按照这个预测, 2023年大多数国家消费占比仍难以回到疫情前2019年水平, 仅美国有一个2.1个百分点的提升, 占比提升至69.6%, 如能实现, 这将是2000年以来美国的最高占比水平; 日本基本持平, 其他发达国家如英国、德国、加拿大等分别有2.4、1.2和1.7个百分点的降幅, 新兴市场经济中中国和巴西分别下降1.0和3.6个百分点。

图 13: 2000-2023年主要国家居民消费占GDP比重 (按本币计, %)

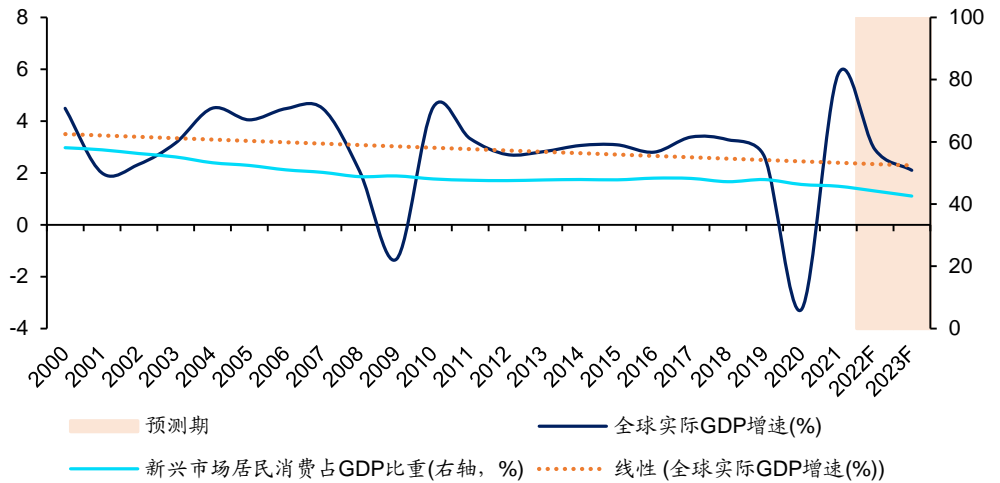


说明: 2022 和 2023 年数据按彭博一致预期推算。数据来源: 世界银行, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

G20国家中, 新兴市场经济体的消费还难以成为全球增量的主要来源, 这是新兴市场国家人均GDP向美国收敛的最大障碍。2000年以来, 新兴市场国家居民消费占GDP比重总体趋于下降, 从2000年的58.1%, 下降至2021年的45.7%, 预计到2023年会

进一步下滑至42.5%，与全球实际GDP增长中枢下行一致（图14）。从因果关系看，到目前为止，新兴市场经济的消费增长是全球增长的结果，而不是原因。

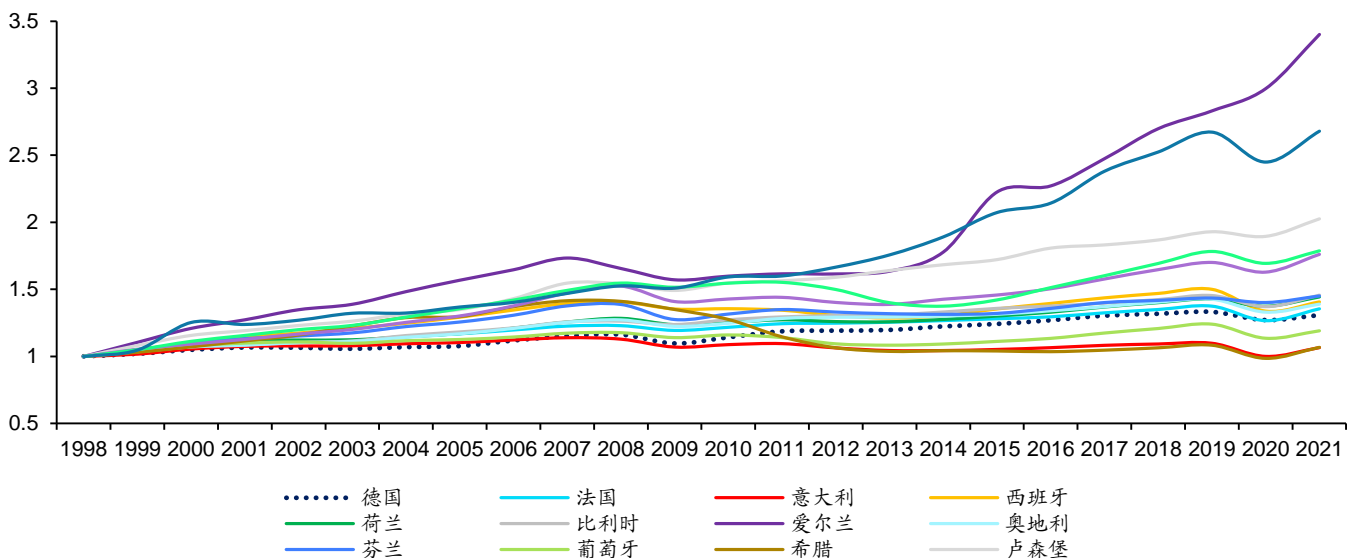
图 14: G20新兴市场国家消费占GDP比重与全球实际GDP增速



数据来源：世界银行，Bloomberg，广发证券发展研究中心

全球总需求不足倒逼的必然结果，是区域经济增长格局的大分化和大重组。二战以来，发达经济体板块总体稳定，但长达80年左右的稳定格局正在被打破，1999年设立的欧元区在一定程度上延缓了调整的节奏和时间，欧元区国家的分化主要表现为欧元的趋势线走弱和区内国家经济增速的分化，包括日本在内的非欧元区国家主要表现为本币贬值，欧日经济板块下沉趋势明显。与欧元区设立之前的1998年比，区内主要国家的实际GDP基本处于停滞状态，23年间德国实际GDP仅增长了30.7%，法国类似，处于底部的希腊、意大利和葡萄牙仅增长不到10%，只有少数小国如爱尔兰、马耳他和卢森堡等从中受益（图15）。

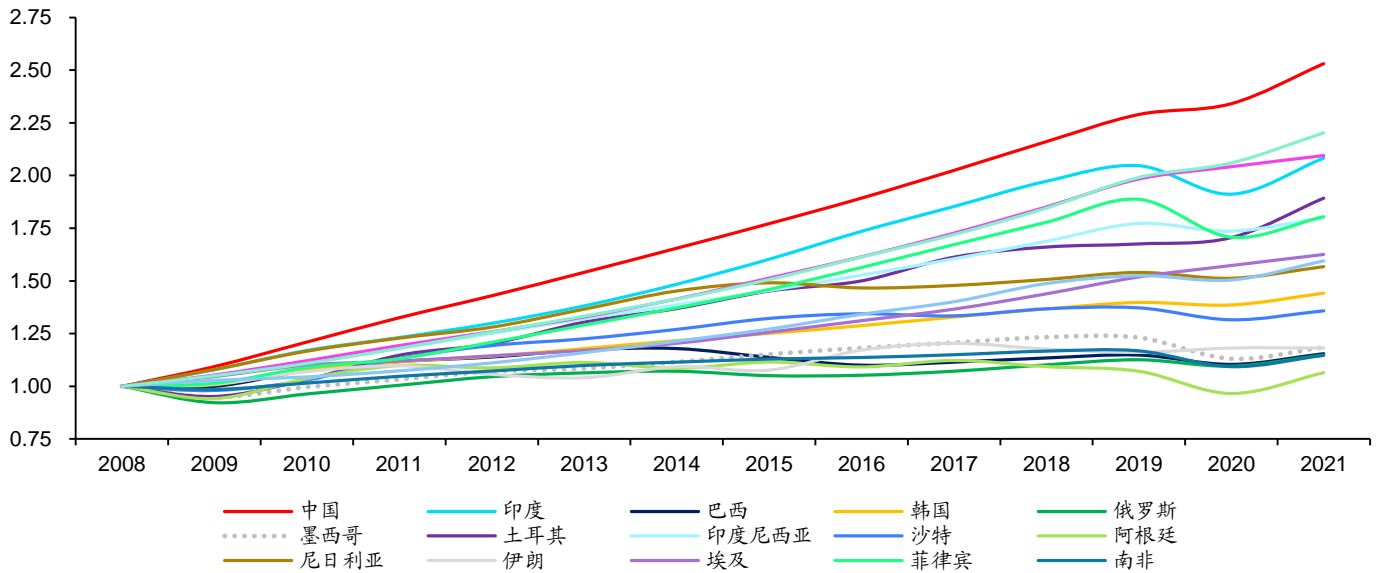
图 15: 欧元区主要国家实际GDP走势（1998年为1）



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

就新兴市场经济体而言，本币对美元大幅度贬值是导致美元计价GDP负增长的主要原因。2008-2021年间，我国美元计价的实际GDP增长了1.5倍，印度、越南和孟加拉都有1倍以上的增长，而南非、伊朗、墨西哥等仅增长不到20%（图16）。本世纪以来，南非本币对美元的贬值幅度高达近20%，是其成长性不彰的结果。

图 16: 新兴市场主要国家美元计价的实际GDP走势（2008年为1）



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

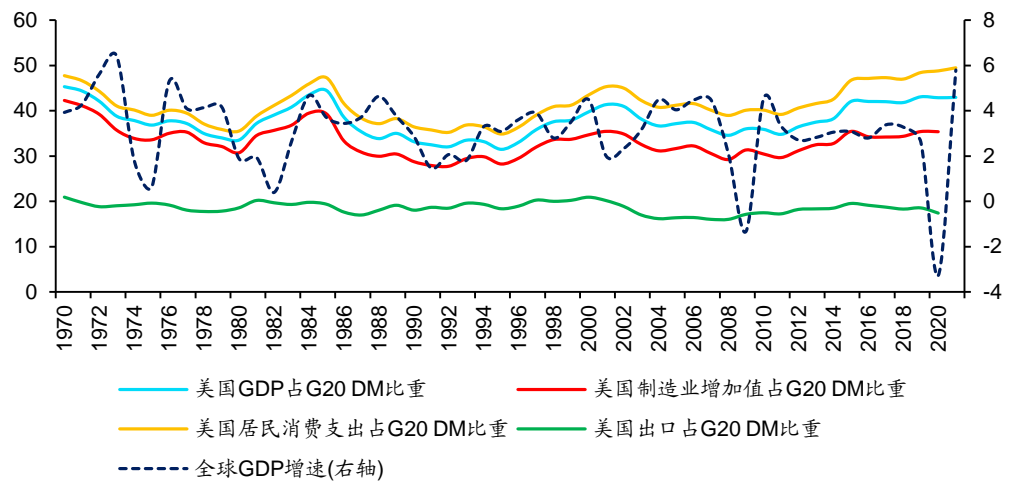
全球大分化的结果，有可能使得二战以来形成的发达国家板块出现松动，包括我国在内的部分新兴市场经济国家有可能跻身中等发达国家行列。今年以来，日元的大幅贬值，使得其美元计价的人均GDP有可能低于我国台湾，就是一个例子。未来，如果美元持续保持强势地位，一些国家汇率的大幅调整，很可能有更多类似的事件发生。

（二）头部国家竞争加剧

在全球大分化的同时，更多资源向发达经济体和新兴市场经济体中的头部国家集中，以美国和中国为代表的大国，在存量资源方面的竞争加剧。

全球金融危机之后，美国在发达经济体的重要性再次提升。美国GDP占G20发达国家的比重从2011年的低点34.8%，逐步回升至2021年的43%，为1985年以来的新高（图17）。特别地，美国消费依然发挥着全球增长的稳定器的作用。相对而言，美国居民消费支出占G20发达国家的比重高于GDP份额，更显著高于制造业增加值份额，其占比已从2008年的近期低位39%，大幅提升至2021年的49.5%，为1970年有完整统计数据以来的新高，提升幅度高达10.5个百分点，而同期GDP占比提升8.4个百分点，制造业增加值占比提升仅6个百分点左右，出口占比则相对稳定，显示了美国消费的韧性。

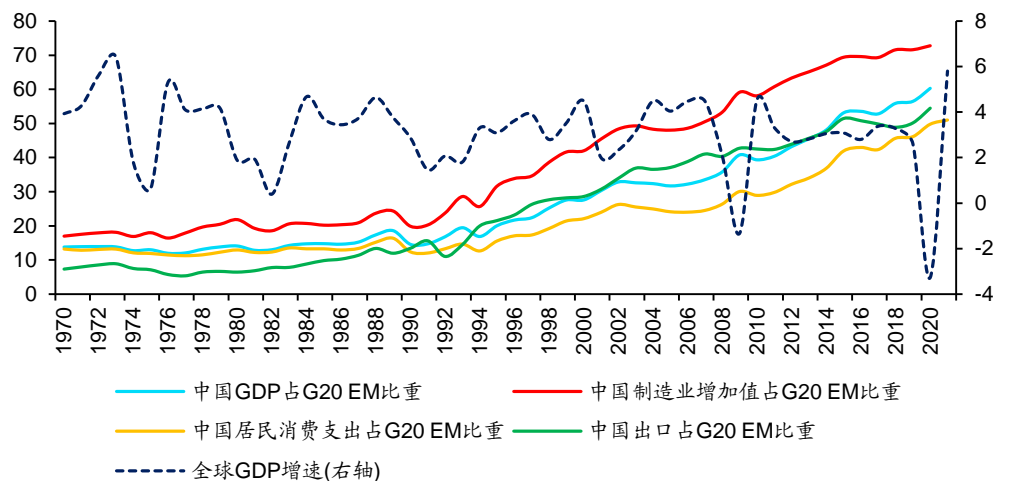
图 17: 全球实际GDP增速及美国主要部门占G20发达国家比重 (%)



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

新兴市场经济中，我国的重要性也明显提升。只是我国的增长模式正好与美国相反，制造业增加值占G20新兴市场经济10个国家的比中高于GDP份额，更高于居民消费份额（图18）。2008-2020年，我国GDP份额从35.8%大幅提升至60.3%，增加24.5个百分点，其中居民消费占比上升了23.4个百分点，略快于制造业增加值的19.5个百分点，但2020年居民消费占比为49.8%，低于制造业增加值占比23个百分点。相比之下，我国出口占比一直保持与GDP相当份额，2015年之后出口份额进入平台期，维持在50%上下。

图 18: 全球GDP实际增速及中国主要部门占G20新兴市场比重 (%)

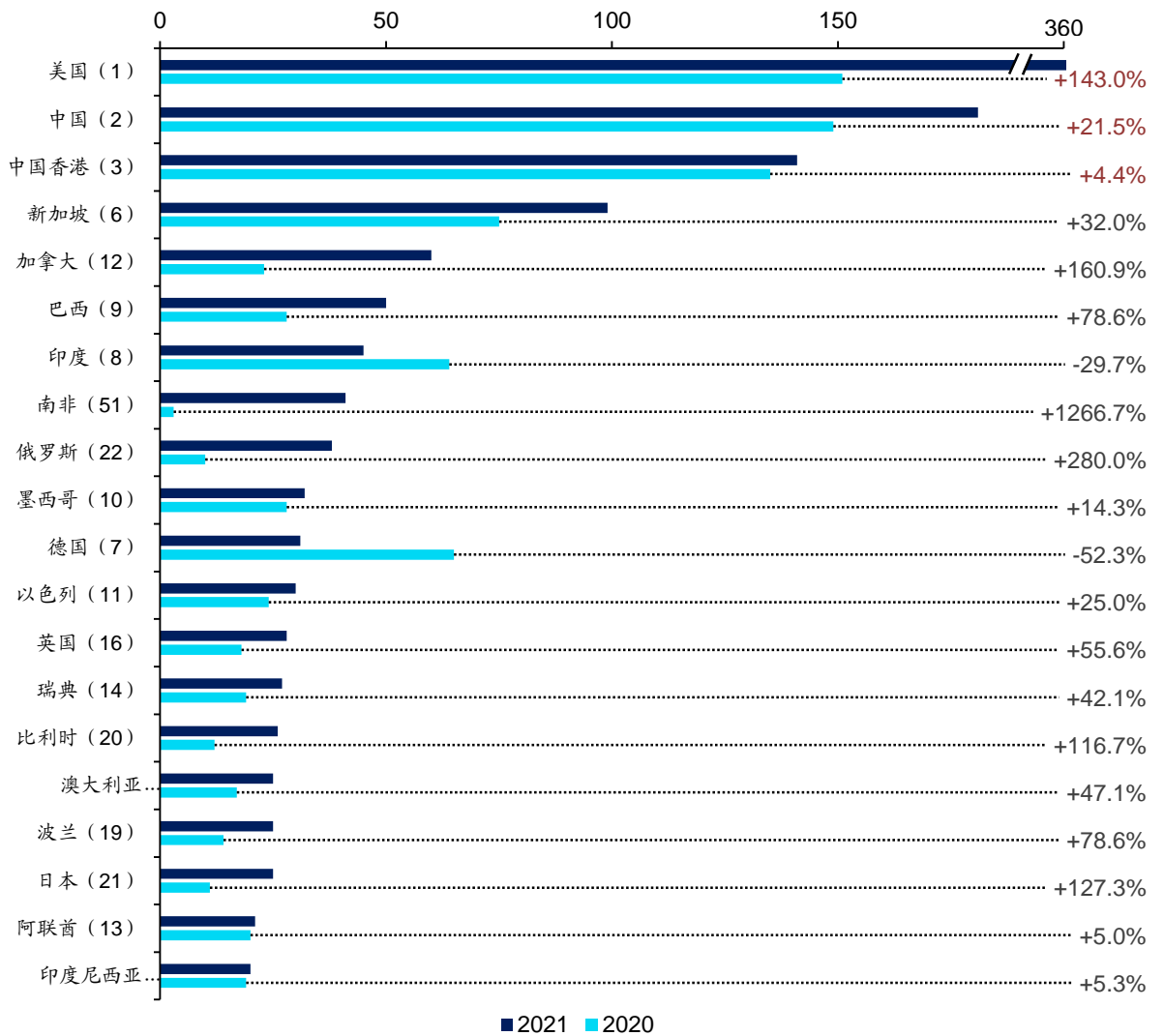


数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

与此同时，中美在投资和资源领域的竞争加剧。近年来，在“再工业化”战略推动下，全球资本加速向美国汇聚。2021年，流向美国的FDI达到3670亿美元，较上年激增143%，超越了中国内地与中国香港的总和（图19）。这也是美国历史上第三高的FDI流入规模，仅次于2015年和2016年。相对而言，我国的FDI流入也有较快的成长，2021年较上一年增长21.5%，规模仅次于美国。此外，受美国“科技战”影响，一些新兴市场的高科技产业也向美国转移。最近的一个例子就是我国台湾，据媒体

报道，台积电在亚利桑那州设厂，已开始兴建第二期工程，预计2026年开始生产3纳米制程，现阶段正在兴建的第一期工程预计于2024年量产4纳米制程，两期工程总投资金额约达400亿美元，是亚利桑那州史上最大规模的直接投资案，也是美国最大的外来直接投资之一⁵。

图19：2021年全球FDI流入排名前20的国家和地区（增量规模，十亿美元）

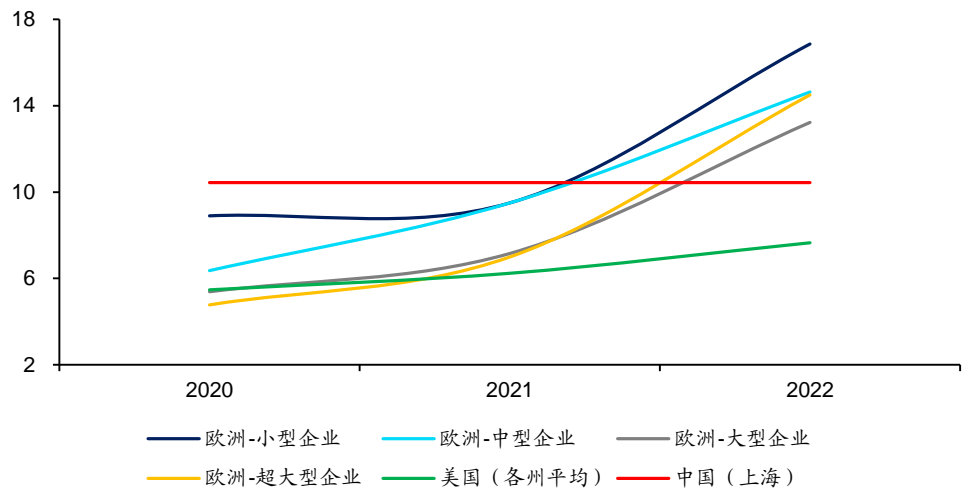


说明：图中的国家排序按照 2021 年排名列示，每个国家之后括号内的数据为其 2020 年的排名情况。数据来源：UNCTAD, FDI/MNE database, 广发证券发展研究中心

今年以来，欧洲受能源危机影响，大量高技术和高能耗企业外迁。美国凭借其工业电价的显著优势成为欧洲产业转移的首选，较之中国吸引的相关产业投资更多且规模更大，其中生物医药、化工与汽车为最主要的转移领域。数据显示，目前美国工业电价在主要国家中最低，仅为我国上海的73.4%和欧洲超大型企业的52.3%（图20）。

⁵ 环球网，2022年11月21日。

图20: 中美欧工业电价比较 (便士/千瓦时)



说明: 上海的工业电价为我国最高, 且我国不同地区间的电价差异不大, 故选用上海电价为代表; 数据来源: Eurostat, CEIC, U.S. Energy Information Administration, 广发证券发展研究中心

在争取欧洲投资方面, 中美各有优势。除非经济因素外, 资源、技术与市场规模选择对全球第五次产业链转移产生深刻影响。

在生物医药领域, 美国生物技术和创新医疗器械企业的创新研发均位世界前列, 欧洲生物医药企业近年对美投资较为活跃, 且多为高附加值的研发生产环节。相较于我国, 美国吸引欧洲生物医药企业投资的主要优势有三:

一是消费水平高, 2021年美国医疗支出占GDP的比重为16.9%, 高于我国11.9个百分点;

二是监管体制完善, 新药品种获批速度快;

三是价值回报体系利于产生高销售额, 同一品种更易在美国获得高定价。

化工领域是典型的高能耗产业, 今年以来欧洲在美国和中国均有布局, 且体量上我国更大。例如, 巴斯夫投资100亿欧元, 在我国广东湛江正式投产一体化基地首套装置, 为迄今为止其在海外最大的投资项目, 也是重化工领域的首个外商独资项目; 而巴斯夫也计划在美国扩大MDI产能至60万吨/年。

汽车领域受限于运输成本和较高的关税水平, 普遍呈现零部件生产向整车生产集聚、整车制造向区域消费中心集聚的特征。美国与中国作为全球最大的两个消费市场, 持续吸引欧洲汽车企业加大投资。此外, 受《通胀削减法案》等产业政策的影响, 美国对汽车特别是新能源汽车的本土化率提出了硬性指标, 一定程度上也使得欧洲在美国的投资增加, 投资领域逐步向新能源转向, 如布局新能源汽车制造、动力电池制造及研发等。

三、后疫情时期全球经济持续复苏的动力

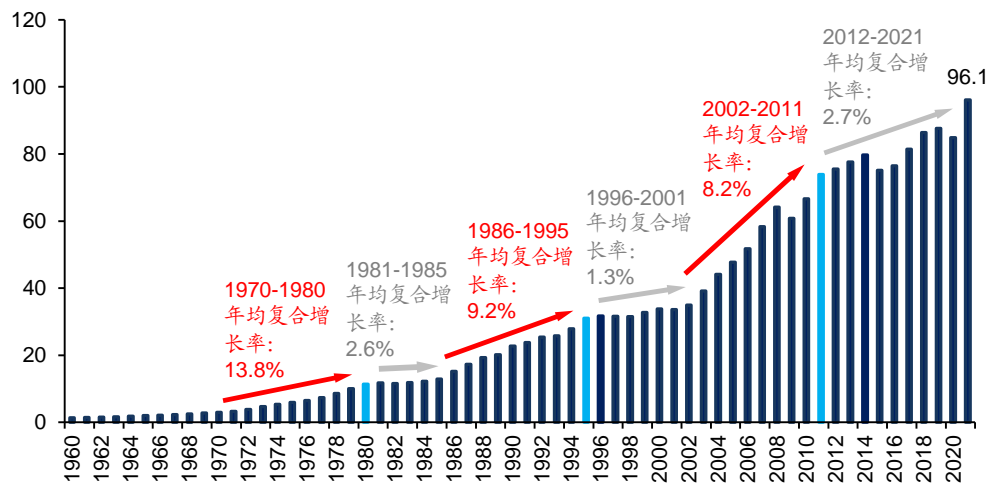
从过去经验来看，全球经济复苏并重新进入快速增长周期，意味着全球名义GDP增速回到高个位数甚至两位数的增长。在经济增量方面，过去美国及发达国家的消费发挥了关键角色，未来中美消费的重要性将显著提升。

短期而言，全球经济复苏仍存很大的不确定性，我国逆周期增长的可能性较大。明年发达国家经济进入衰退调整的可能性大，美国增长动力仍然后劲不足。12月14日公布的经济预测摘要显示，美联储预计2023年美国GDP增长0.5%，2024年增长1.6%，2025年增长1.8%，美国经济很有可能将进入若干年的低速增长时期。与此同时，我国经济正式进入后疫情时期，尽管未来一、二个季度仍然受疫情影响较大，但二十大后，特别是最近召开的中央经济工作会议中，政府稳增长力度明显提升，明确了扩内需的基本政策方向，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。

2023年中美经济周期错位逆转几成定局，有可能先于美国重归增长轨道。

从较长的趋势看，二战以来，特别是1960年以后，全球经济经历了三轮快速上涨周期，从全球GDP增长速度来看，三个高峰分别出现在1980年、1995年和2011年前后，与主要国家人均GDP占美国比重的峰值水平相当（图21）。早期，主要新兴市场经济体基本没有参与，但最近一轮参与面扩大。

图 21：1960年以来全球GDP总量走势（现价美元，万亿美元）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

第一轮上行周期：二战以后发达国家经济低位复苏，整个七十年代进入快速增长期，于七十年代末石油危机之后结束，期间名义GDP年均复合增速达13.8%，平均CPI通胀率为8.8%，主要增长动力是以德国和日本为核心的经济体在战后进入高速增长期，作为战胜国的其他主要发达国家全面参与其中。

第二轮上行周期：八十年代中期到九十年中期，直至互联网泡沫破灭、亚洲金融危机结束，期间名义GDP年均复合增速为9.2%，平均通货膨胀率为7.1%，主要增长动力是日本和互联网经济快速崛起，中国开始参与全球分工。

第三轮上行周期：2001年中国加入WTO之后，到全球金融危机之后结束，期间名义GDP年均复合增速为8.2%，平均通货膨胀率为4.6%，全球化进入新高潮，新兴市场经济参与面大幅扩大。

高速增长周期的特征非常明显，即使扣除物价因素，全球实际GDP也能保持一个较快的增速。上述三轮上述周期中，实际GDP增速分别为5%、2.7%和4.6%，而在这三轮快速增长之后的调整期，实际GDP增速均为负值，分别为-4.5%（1981-1985）、-2.5%（1996-2001）和-0.1%（2012-2021）。

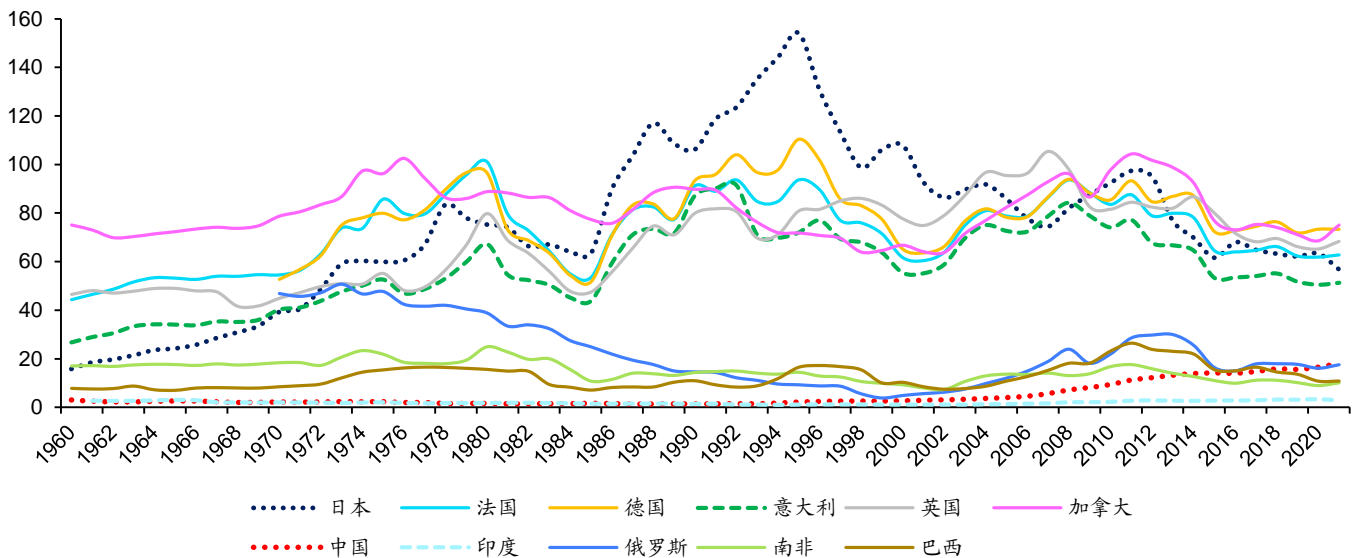
从时间上看，第三轮增长峰值之后的调整期已经超过以往两轮增长，开启全球战后第四轮增长浪潮具备了一定的势能和条件。具体而言，2011年以来的调整，持续时间长，波及面广。

1. 大多数国家人均GDP占美国的比重自2011年前后峰值水平出现了持续下降。2021年，日本人均GDP相当于美国的56.7%，较2011年峰值水平97.4%下降了40.7个百分点，这一占比低于上一轮的谷底，即2002年的86.4%，甚至也低于再上一轮的谷底，即1985年的63.5%，为G7国家仅有（图22）。

2. 在G7和金砖国家中，与美国人均GDP占比保持持续增长的仅中国和印度，较2011年分别增加6.9和0.1个百分点，俄罗斯、南非和巴西分别下降11、7.5和15.6个百分点。

3. 本轮调整时间持续长于前两轮。2011年至今，已持续11年，明年有见底的可能性。上两轮从谷峰至谷底，G7除美国之外的6个国家，平均分别持续6.3年和8.7年。

图 22: G7与“金砖五国”人均GDP相对美国的比重（美元现价，%）



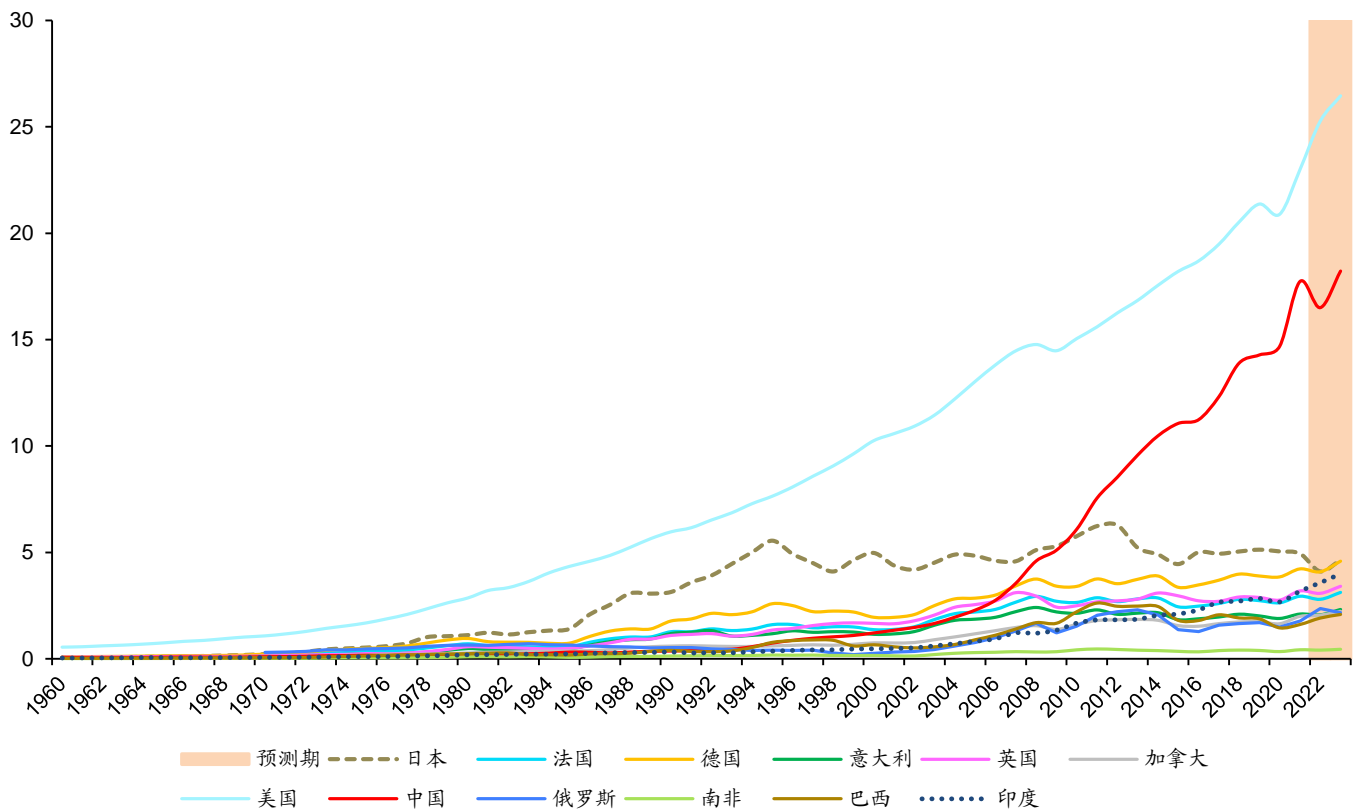
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

未来，驱动全球经济复苏的新增长动力很可能来自以下三个方面：1. 中国经济特别是消费力量的崛起，为全球增长提供增量；2. 以数字化为核心的新一代GPT技术的广泛应用，提升劳动生产率水平；3. 由去全球化到区域化、再到全球化2.0，提高各国在全球增长中的参与率，优化全球分工、提升全球资源配置效率。

（一）中国消费发挥关键角色

推动全球经济复苏，需要较大体量的经济增量。从全球GDP总量结构看，G7和金砖五国中，美国、中国和印度保持了持续上升的势头，其他主要经济体的总量基本保持平台水平（图23）。相对而言，中美经济体量大，对全球增长的重要性高。2021年，三国按美元计价的名义GDP之和为43.9万亿美元，占全球45.7%，占G7加金砖五国之和的68.7%。从增量来看，2016-2021年这5年中，12个国家的GDP共增加了13.5万亿美元，其中86.4%来自美、中、印三国，而中国又占了三国增量的55.7%，美国和印度分别占36.8%和7.5%，在增量方面中国较美国和印度具明显的优势。

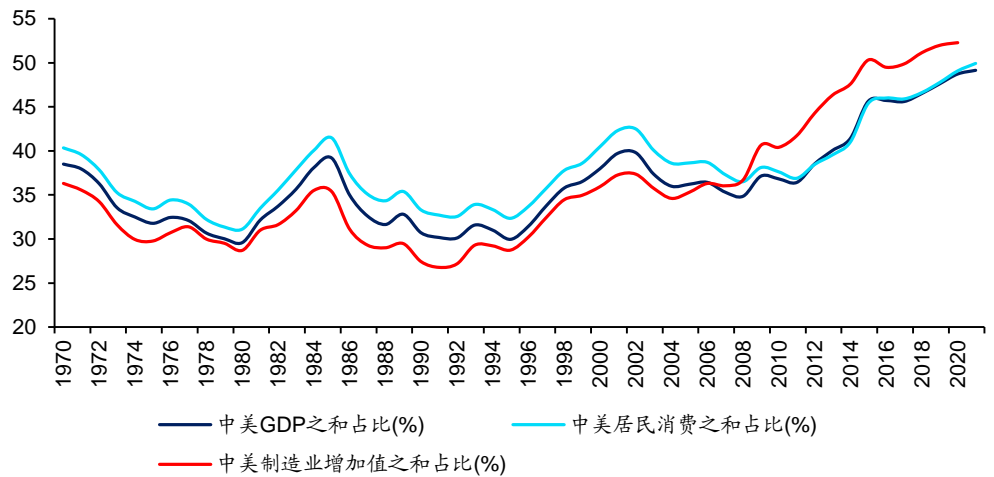
图 23: G7与“金砖五国”历年GDP总量（现价美元计，万亿美元）



数据来源：CEIC, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从结构上看，未来中国经济对全球增量的贡献，将主要不是来自制造业，而是消费。2021年，中美经济总量之和占G20比重接近50%，其中，中美占比分别为21.4%和27.7%。2008年前，中美两国消费之和大于制造业增加值之和，两国合计以消费需求驱动了全球增长，但之后，制造业增加值反超消费，是2011年之后全球进入增长下行期的一个主要原因（图24）。前面分析提到，2023年美国消费占GDP的比重将提升至69.6%，为2000年以来最高占比水平，假设明年美国名义GDP如彭博一致预期那样增加到25.3万亿美元，消费占比提升2.1个百分点，将为全球带来5000亿美元左右的增量，在驱动全球增长中仍然存在着明显的增量赤字。

图 24: 中美GDP、消费、制造业增加值之和占G20的比重



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

弥补增量赤字的主要来源之一，是提升我国消费占全球的比重，即我国消费增速应至少快于全球平均水平，也快于名义GDP增速水平。G20居民消费总量中，美国占34.9%，是我国15%的2.3倍。如果美国居民消费支出放慢1个百分点，至少需要我国增加2个百分点以上，才能对冲美国的放慢。再从人均消费支出看，我国人口是美国的4.3倍，2021年人均消费支出是美国的10%左右，假设美国人均消费支出年均增长3.5%（2018-2021年化水平），到2035年，我国人均消费支出名义值需年均增长10%左右，才能达到美国25%的水平，这一增速将明显快于名义GDP增速，大概率需要人民币对美元升值的配合才能完成。如果能够实现，我国GDP支出法中居民消费支出规模将从目前的6.8万亿美元，增加到27万亿美元，为全球带来约20万亿美元的消费增量。

（二）新一代通用技术广泛应用

工业革命之后，技术进步是驱动全球经济增长的主要动力。从较长的趋势看，二战以后的1947-1973年，美国劳动生产率每年增长2.8%，之后大幅放慢，后来互联网产业的发展再次推动了1996-2004年劳动生产率的快速增长（图25、26）。这两次快速增长期，均领先战后全球三轮增长浪潮，部分原因可能是其他国家追赶美国需要一定的时间，当美国劳动生产率增速开始放慢时，其他国家正逐步赶上，因而这些国家人均GDP开始向美国收敛。然而，过去15年左右，数字技术快速发展，从智能手机、无线宽带到云计算和机器学习等，但2006-2019年劳动生产率增速不增反降，年均仅增长1.5%。

问题是，为什么近年来互联网和数字化快速迭代、升级，没有能够有效提升美国的劳动生产率水平呢？

图 25: 美国制造业劳动生产率增速, 1987-2020年

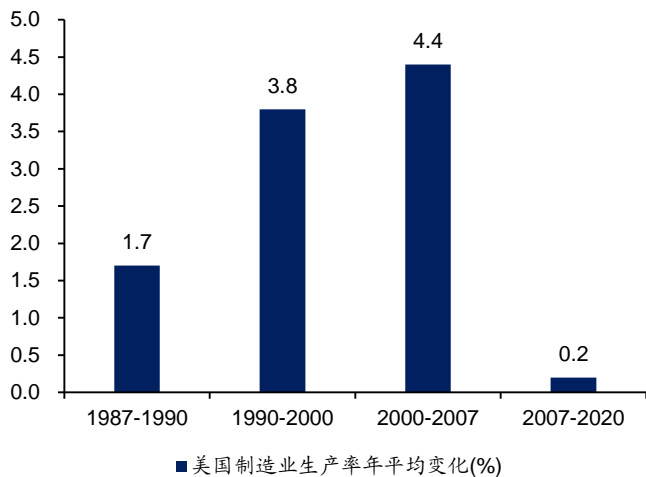
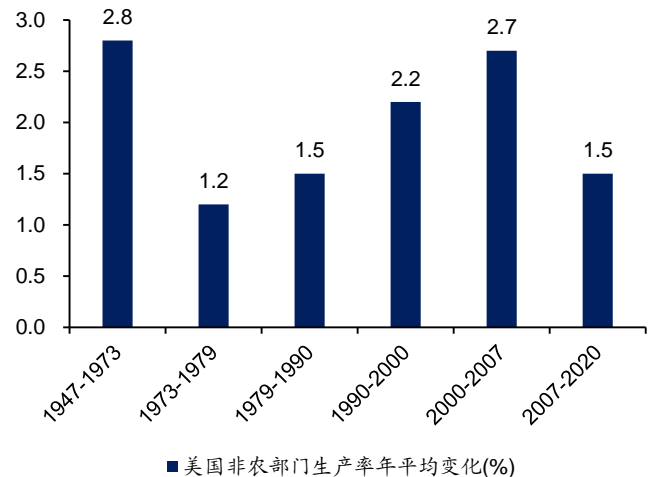


图 26: 美国非农行业劳动生产率增速, 1947-2020年



数据来源: 美国劳工部, 广发证券发展研究中心

数据来源: 美国劳工部, 广发证券发展研究中心

美国斯坦福大学教授Erik Brynjolfsson和Georgios Petropoulos⁶认为, 通用技术(GPT)是经济增长的主要引擎, 这些技术应用场景广、对经济的带动面宽, 且随着时间不断改进。只是与很容易衡量的有形设备投资不同, 充分发挥现代通用技术的潜力, 通常需要大量无形资本投入以及为适应技术变迁带来的生产组织的再造, 企业往往需要设计新的业务流程, 培养适应新技术的管理经验、培训员工、改进软件、建立其他配套的无形资产等。由于这些无形资产的投入并不完全计入企业的资产负债表或国民账户, 实质上低估了当期劳动生产率水平。只有经过一个较长的时期之后, 有时甚至是一代人之后, 这些无形资产带来的好处才能转换为看得见的生产率增长, 到那个时候, 落地生产率水平就有可能被高估, 这种先低后高的形状, 也称“J型曲线”。

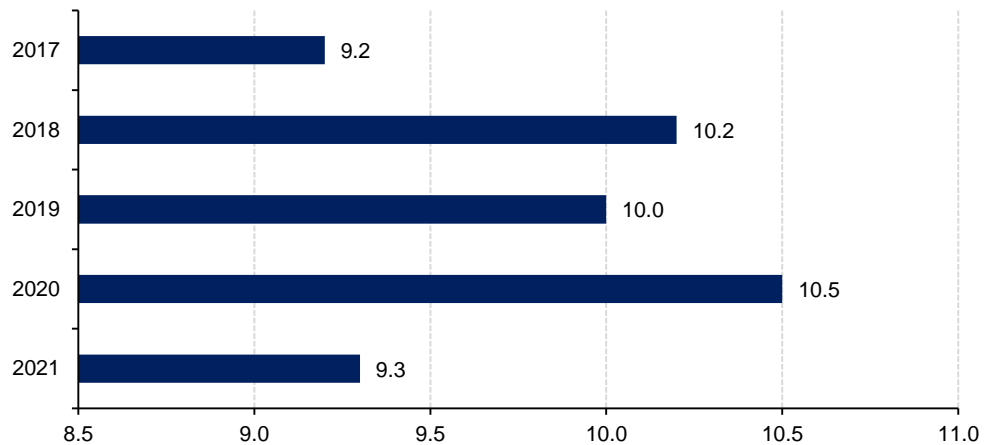
因此, 这两位教授的结论是, 未来美国等劳动生产率水平的改进, 将有可能媲美甚至超过上个世纪九十年代的互联网繁荣时期⁷。实际上, 2021年第一季度, 美国劳动生产率增长达到了5.4%, 这很可能预示着一个新趋势的开始。

历史经验也支持这样的判断。例如, 当初电被发明之后, 企业花了很长时间才理解如何使用电来推动制造业创新, 包括设立新的生产线以及发明新应用场景如电器等, 前后用了大概40年时间, 生产率水平才有明显改进。同样地, 瓦特发明蒸汽机后, 由于早期蒸汽机过于昂贵, 受益企业不多, 对经济的正面影响并不明显。随着蒸汽机技术的成熟和成本的不断下降, 大约50年之后, 英国经济才真正享受到工业革命的红利。这或许部分解释了为什么近年来, 美国高科技企业占美国GDP的比重一直没有上升(图27)。

⁶ The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies. By Erik Brynjolfsson, Daniel Rock, and Chad Syverson, NBER Working Paper, Jan 2020.

⁷ The Coming Productivity Boom. By Erik Brynjolfsson & Georgios Petropoulos, MIT Technology Review, June 10, 2021

图 27: 美国高科技行业增加值占GDP比重 (%)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

在无形资产投资方面,发达国家仍然具有较新兴市场经济更为明显的优势,使得发达国家有可能再次引领下一阶段经济复苏。其他相关研究显示,从十九世纪到最近25年前,企业主要投资于看得见的有形资产,如基础设施和机器设备,包括铁路、汽车等。最近25年来,企业对无形资产如知识产权、研究、软件和组织管理技能等的投资大幅增加。麦肯锡发布报告估算,2019年美国 and 欧洲十国的总投资中,大约40%投资于无形资产,较1995年时的29%大幅增加⁸。2020年之后的新冠疫情,在很大程度上加快了数字化进程和无形资产投资。

(三) 先区域化再全球化?

在开启新的全球化2.0之前,区域化很可能是一个重要的过渡阶段。未来驱动区域化的主要因素包括:一是重构产业链、供应链,提升全天候产业安全水平;二是更加贴近终端需求,特别是市场规模和潜力较大的地区具有显著优势;三是规避地缘政治以及贸易摩擦风险。

随着去全球化、新一代技术的规模优势日益明显,推动形成区域内循环和经济区域化发展已经是一个新趋势。早期的全球化,着眼于全球范围内高效分工,而新时期经济发展的区域一体化,将形成新的自由贸易圈,为此新的区域贸易协定应运而生,如跨太平洋伙伴关系协定(TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴谈判(TTIP)、区域全面经济伙伴关系(RCEP)和亚太自贸区倡议(FTAAP)等,全球各区域经济合作强化的趋势渐显。截至目前,全球区域贸易协定存量已达356份,2021年当年新增数量创历史新高。

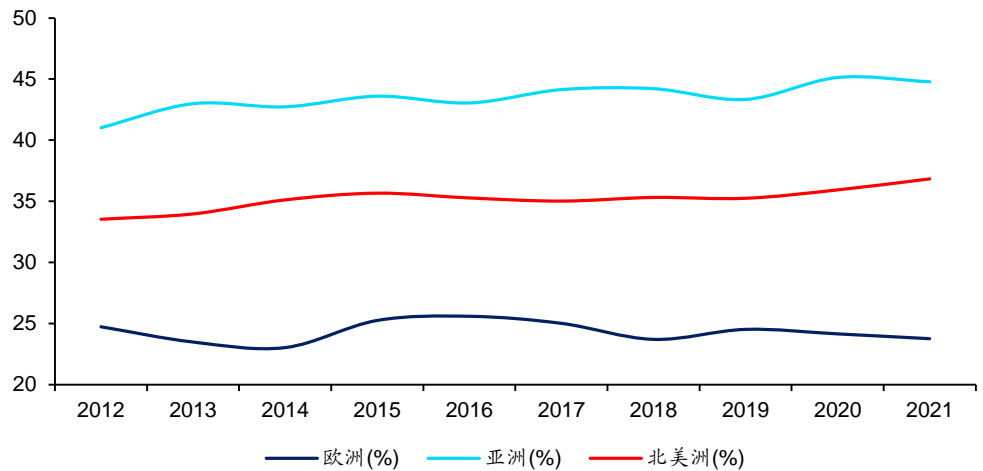
亚洲地区已经成为全球经济区域化发展的前沿地带。包括“一带一路”倡议(“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”)、区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)、“10+1”区域合作机制(东盟-中国)、“10+3”区域合作机制(东盟+中、日、韩)、中非论坛、中国-东盟自由贸易区等区域合作机制与平台,加强了亚洲地区内部、亚

⁸ The rise of intangible capitalism. By Eric Hazan, McKinsey & Company, Nov 2021.

洲与其他地区之间的贸易与投资联系。

比较而言，北美和亚洲很可能成为未来两大经济增量区域，随经济结构的调整和供应链重组，区域化趋势会更加明显。考虑到地理位置以及地缘关系，再加上区域自由贸易体系的建立，区域内贸易的比重将逐渐上升。相比于其他地区，亚洲不同国家间经济与产业发展的梯次跨度大，区内国家间贸易占比长期高于北美地区和欧洲，2012年为43%，较北美和欧洲分别高9和19.5个百分点，到2021年，占比进一步提升到44.8%（图28）。北美地区区内贸易占比上升更快，同期从34%，上升至36.8%，增加了2.8个百分点；同时，欧洲地区占比在原本较低的水平上保持相对稳定。

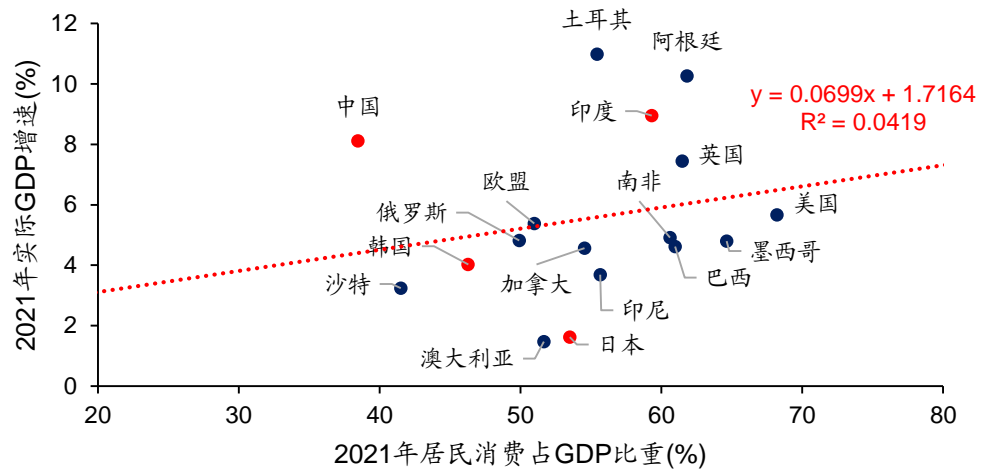
图 28：欧洲、亚洲和北美洲区域内货物贸易占对外贸易总额比重（%）



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

在区域化过程中，规模优势的重要性不断提升。每个重要经济区域，都会有一个或若干个重要经济体发挥着区域增长领袖的作用，从这个角度看，亚洲优势尤其明显。2021年，全球前十大经济体中，北美地区有美国和加拿大，欧洲有德国、英国、法国和意大利，而亚洲有中国、日本、印度和韩国。更为重要的是，中国和印度具有显著的人口规模优势，经济处在快速上升的通道，区域增量势能明显好于北美和欧洲。另外，亚洲主要国家中，除印度外，日本、韩国的消费占比与欧洲相当，我国的消费潜力空间较大，未来消费占比持续上升的过程中，将为整个区域的增长带来足够规模的增量空间，并外溢其他地区（图29）。

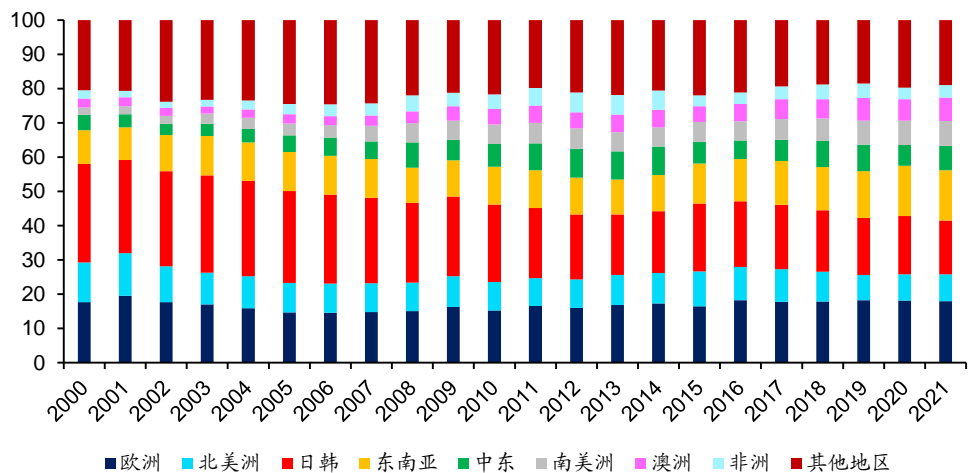
图 29: G20: 2021消费占比与GDP增速



数据来源: 世界银行, CEIC, 广发证券发展研究中心

考虑区域增量规模, 就我国而言, 制定一个清晰的亚洲战略的重要性在上升。在重构产业链方面, 亚洲大多数国家与我国有明显的互补性, 一方面, 我国劳动力密集型产业向亚洲其他地区特别是东南亚等地区转移, 相对于延长了我国的产业链, 我国的进口需求增长为亚洲经济发展注入新的动力; 另一方面, 我国具有完整的全产业链条, 有条件成为亚洲地区的资本品供给中心。目前, 我国进口结构的变化反映了上述优势: 一是来自发达国家的进口占比快速下降, 其中从欧洲、北美洲和亚洲发达地区日韩的进口占比从2000年的58%, 下降至2021年的41.5%, 降幅为16.6个百分点, 从北美洲和日韩进口降幅最为明显, 分别为3.7和13.1个百分点, 从澳大利亚进口占比提升了4.1个百分点, 凸显了对原材料的依赖(图30)。二是从新兴市场经济体的进口占比提升, 提升幅度最大的是南美洲和东南亚, 分别增加5.1和4.9个百分点。

图 30: 我国货物进口区域结构 (%)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

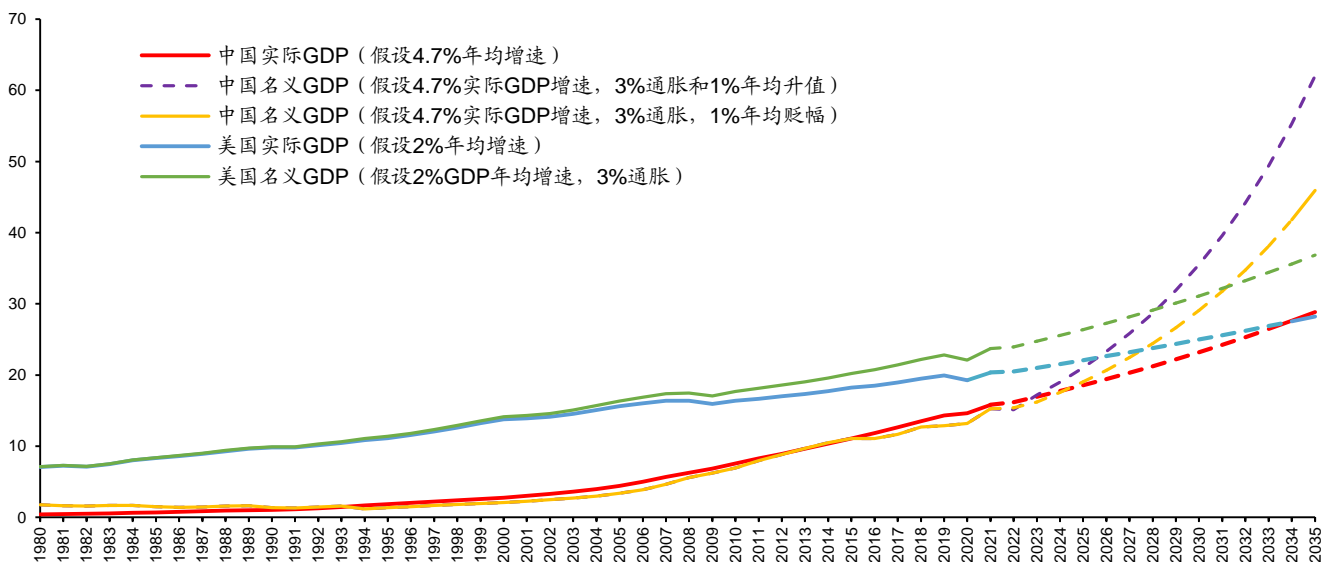
四、我国经济重回增长轨道的路径

我国经济尽快重回增长轨道，是我国实现中国式现代化这一长期目标的必然要求。二十大报告提出，到2035年，我国人均GDP达到中等发达国家水平，并明确了基本路径，即（1）“要坚持以推动高质量发展为主题”；（2）“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，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平”；（3）要“加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展”，多途径推动经济实现“质的有效提升和量的合理增长”。在最近召开的中央经济工作会议上，更特别强调要“统筹当前与长远”政策、“统筹经济质的有效提升和量的合理增长”，“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，并将一系列改革和制度安排前置。

（一）明确 2023 年及长期增长目标

我国总量目标相对清晰，重回增长轨道就是要从现在到2035年，实现年均5%左右的增长。我们在之前的报告中分析，到2035年达到中等发达国家水平，要求我国人均国内生产总值达到中等发达国家入门级水平2万美元左右⁹。在给定汇率前提下，人均GDP需要在2020年基础上实现翻番，对应复合年均增速4.7%，考虑到我国人口增速放缓，总量增速需实现5%左右。从日韩早期经验看，这一目标完全可以实现，在人均GDP跨过1万美元门槛之后的15年里，两国分别实现了5.7%和6.1%的年均增速。就GDP总量而言，按照上述假设路径，基于2015年美元不变价，进一步假设未来美国实际GDP年均增速为2%、我国为4.7%，我国经济总量有可能在2035年前超过美国成为全球最大经济体（图31）。

图 31：中美GDP总量，1980-2035年预期（万亿美元）



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

⁹ “提质增量并举，提升人民币资产配置价值”，广发证券发展研究中心，2022年11月25日。

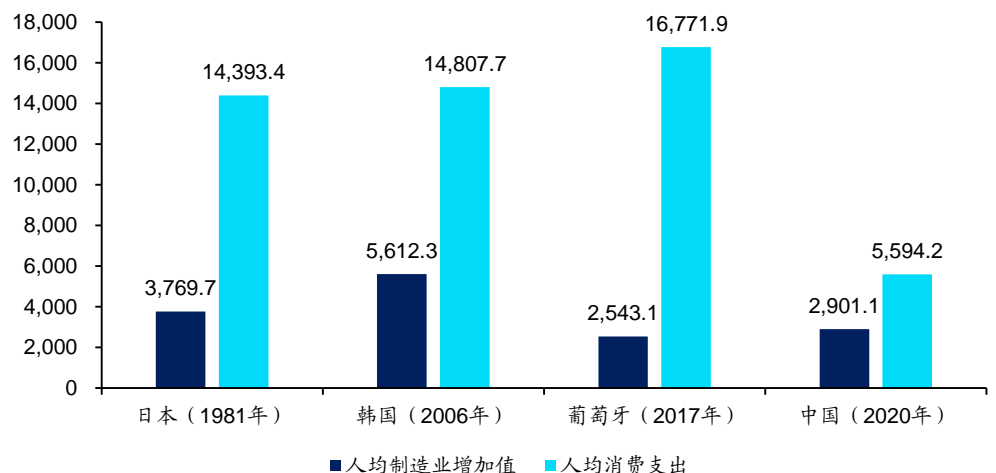
在现实生活中，我们感受最明显的是现价美元计算的名义GDP值，这需考虑包括CPI和人民币对美元汇率的变化。进一步假设，中美两国年均通货膨胀水平保持在相同的3%左右，略高于过去十年的水平，名义GDP的比较主要取决于人民币对美元汇率的变化，假设两种可能情景，即：（1）从现在到2035年，人民币对美元年均升值1%；（2）年均贬值1%。由此可以推算，我国名义GDP超过美国的时间可能会提前至2028年和2032年，如果人民币能够保持一个相对强势的地位，超过美国的时间可能会提前。如上述情景分析中的任一情形能够落地，中美两国经济形成的增量，将完全有可能推动全球经济进入战后第四轮增长浪潮。

（二）培育增长新动力

为了实现可持续的增长，需要进一步明确增长增量的来源。总体看，在外需放慢、房地产调整的大背景下，我国经济的增量将主要来自消费与制造业部门。今年中央经济工作会议之前的政治局会议明确指出，要“发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。在最近公布的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》中，更直陈“最终消费是经济增长的持久动力”。至此，我国增长的战略思路已经基本形成，那就是要扩大内需，以消费驱动传统产业的改造升级和战略性新兴产业的培育壮大，积极应对目前我国经济面临的内外部挑战。

基础作用和关键作用之分，也明确了在未来增长中，消费增量的重要性将大于投资。从国际经验看，按2015年美元不变价计算，人均GDP达到2万美元时，日本、韩国和葡萄牙的人均消费支出相对显著高于制造业增加值（图32）。按可比价计算，日韩当时平均制造业增加值是我国2020年的1.6倍，平均人均消费支出是我国的2.6倍，高出1倍，显示我国提升消费的潜力巨大。需要指出的是，受货币化程度影响，我国消费支出可能有低估的成分，特别是在服务业（教育、医疗）、住房等非贸易领域，低估的成分较高。

图 32：日本、韩国、葡萄牙和中国人均消费支出、人均制造业增加值（2015美元不变价，美元）

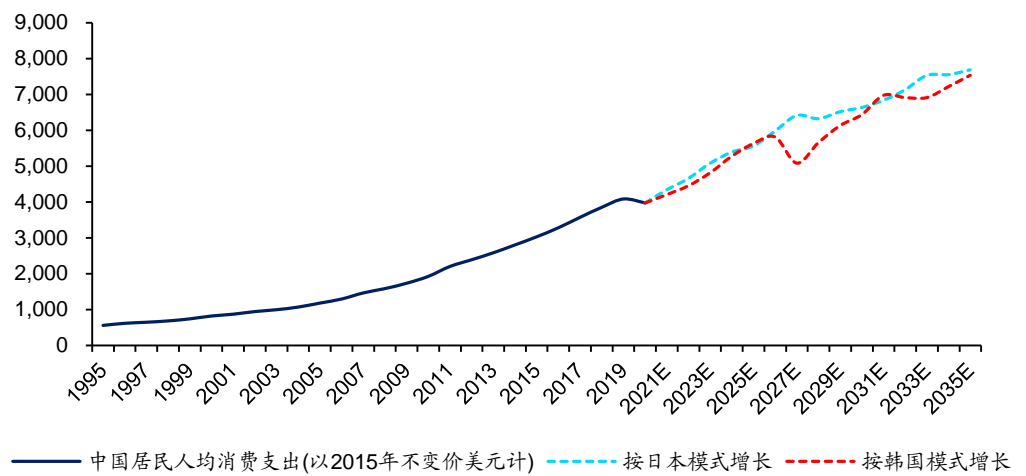


说明：按 2015 美元不变价计算，日本于 1981 年、韩国于 2006 年、葡萄牙于 2017 年达到 2 万美元左右。数据来源：世界银行，联合国统计署，广发证券发展研究中心

进一步而言，未来我国消费实力的提升，要超越当初日韩人均GDP过万美元之后的水平。2020年，按2015年美元不变价计算，我国人均GDP过万美元，与1966年日本和1991年的韩国水平相当，此后的15年里，日韩人均消费支出年增长分别为4.5%和4.4%。如按这一趋势增长，我国人均消费支出到2035年仅为美国的14%左右，这里假设美国人均消费支出增速按每年2%增长（图33）。按同样的假设，从现在到2035年，如果我国人均消费支出要达到美国的四分之一，则需要年化增速8.3%；再到2050年达到美国的50%，需要年化增速7.6%。

因此，从长期增长目标看，4.5%左右人均消费支出实际增速应该是我们的基准，8%左右的增速（隐含适度的人民币对美元升值）应该是我们争取的目标。作为对照，2009-2019年疫情前的10年间，我国居民消费支出年均复合增速为9%。

图 33：我国居民人均消费支出走势与预期（以2015年不变价美元计）



说明：按现价美元计，中、日、韩人均 GDP 分别在 2018 年、1960 年、1987 年达到美国同期水平的 15.8%，图中横轴 0 时点对应各国达到这一水平的时点。数据来源：世界银行，CEIC，广发证券发展研究中心

在投资方面，未来将更加偏重于为建设现代化产业体系所需的高端制造业投资、新兴基础设施投资，以及与消费相关的服务业投资，包括教育、健康和养老等。《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》中，进一步明确了扩大内需的方向。消费主要管量，制造业管质。纲要提出，要在“关键核心技术实现重大突破，以创新驱动、内需拉动的国内大循环更加高效畅通”。纲要指出，推动消费和投资规模再上新台阶，是扩大内需的远景目标。这表明：

其一，最终消费是经济增长的持久动力。要顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。

其二，在投资方面，聚焦关键领域和薄弱环节，努力增加制造业投资，加大重点领域补短板力度，系统布局新型基础设施，提高投资效率，促进投资规模合理增长、结构不断优化，增强投资增长后劲。中央经济工作会议更特别强调，要“狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大”。

（三）关键政策和制度安排前置

目前，我国长期增长目标和新增长动能的方向已经明确，但要实现增长目标、培育新动力，关键政策和制度安排需前置，唯此才能显著改善市场预期，以政策和制度增量带来实实在在的经济增量。

从内外大环境来看，明年及未来若干年，全球与中国通胀水平将保持明显的落差，即外部通胀压力大于内部。这为更加积极的货币和财政政策创造了一个良好的环境条件，如果能抓住这一关键机遇期，及时加大政策力度，可推动我国经济加快重回增长轨道。

1. 短期“增量”政策加快落地

受全球经济放慢影响，明年出口“减量”是大概率事件，短期“增量”较“提质”更具紧迫性。影响明年增长预期的关键存量政策调整已陆续出台，对明年增长产生积极影响，但力度还嫌不足。

其一，稳地产。相对于供给侧政策调整，我国房地产更需要需求侧改革，建立房地产发展的长效机制。目前，房地产政策放松三箭已发，政策底已现。贷款融资“第一支箭”、债券融资“第二支箭”、股权融资“第三支箭”落地，表明“三箭齐发”支持房企融资，缓解房地产企业融资性赤字。下一步，市场的关注点在于需求侧长效机制安排，实质性改善房地产企业现金流，包括加快城市化政策落地，放松新市民和改善性住房需求，建立分层房地产市场等。

其二，优化疫情防控。最近疫情防控政策的优化，有助于投资者改善对明年经济和市场的预期。在过渡期，需出台系列消费支持和企业纾困政策。海外多数国家在2021年新冠Delta疫情冲击过后开始逐步放松疫情管控政策，今年则进一步转向了“与新冠共存”的策略。综合海外做法，无论何种模式，疫情管控放松后，消费出行可能经历短期阵痛，然后才出现明显的趋势性改善。疫情管控放松对制造业同样有提振效果，但全面放开后由于成本端和需求端冲击，海外部分国家制造业生产还没有出现预期中的明显改善。

中央经济工作会议进一步明确了明年经济增量方向，主要包括以下几个方面：

第一，扩大内需。具体包括增强消费能力，增加居民收入，实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。

第二，建设现代化产业体系。具体包括攻坚关键核心技术和零部件薄弱环节，提升资源生产和供给能力，提升传统产业在全球产业分工中的地位与竞争力，加强前沿技术研发和应用推广，发展数字经济，布局新领域、新赛道。

第三，推动国企改革，保护民企。具体包括深化国企改革，坚持分类改革方向，保护民营企业产权和企业家权益。

第四，高水平对外开放。具体包括吸引外资，扩大市场准入，加大现代服务业开放力度，保护知识产权，加入高标准经贸协议。

为将上述增量落地，财政政策要“加力提效”。为此，要优化组合赤字、专项债、贴息等工具，推动财力下沉。这或意味着，未来中央财政与产业政策的配合度将更加密切，信用等级最高的中央政府将加大融资规模，不排除在现有基础上，将赤字率提高至4%或以上，财政支持向居民部门倾斜，包括由中央政府发放人民币现金消费券等配套政策，帮助中低收入人群改善消费能力，尽快实现疫后生活、生产正常化。与此同时，货币政策将更“精准有力”，以保持流动性合理充裕。从现在到明年初，降准、降息措施出台可能性大。

2. “提质”政策和制度安排前置

培育新动能是一个慢变量，需要将相应政策、制度安排和结构性改革前置。中央经济工作会议也特别强调一系列政策和制度的前置，改善市场预期，主要包括：

首先，更好统筹当前和长远经济与政策的关系，即短期稳增长政策需兼顾长期高质量发展目标，有可能会出台长短政策组合拳。

其次，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。

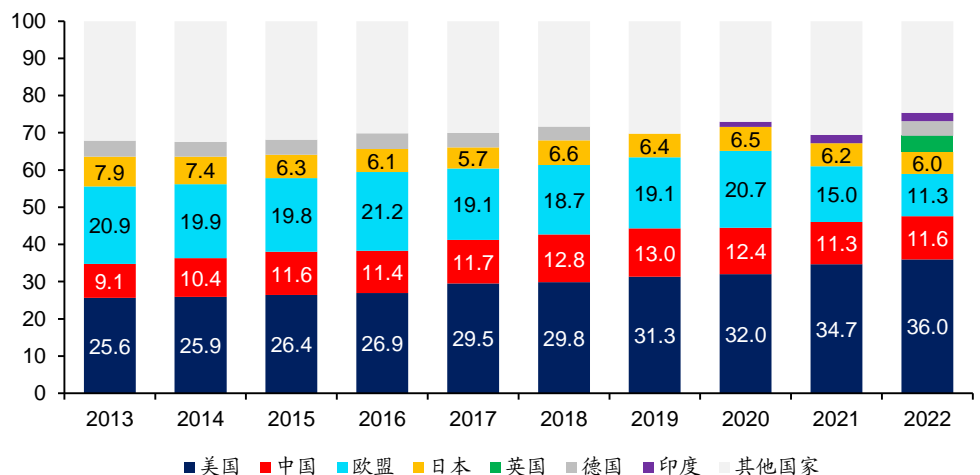
第三，要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落实下来。

第四，加大现代服务业领域开放力度，推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。

第五，推动形成“科技-产业-金融”良性循环。

此外，在创新驱动方面，“完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位”，即明确政府与市场在创新方面的分工。在基础研究、技术路线和需求相对明确的领域，加强政府支持力度。在前沿科创、技术路线选择方面，充分发挥市场力量特别是民营企业的积极性。同时，要“优化产业政策实施方式”，加强对产业赛道和下一代产业技术的前瞻性研究，产业政策更加聚焦，更具可操作性，提升我国先进制造的市场份额（图34）。

图 34：全球信息与通讯技术（ICT）市场份额（%）



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

总结而言，政策和制度安排重在实现五大关键平衡，即增长与安全、政府与市场、公

平与效率、科技与民生、内循环与外循环。特别是要厘清政府与市场的边界；建立基于真实价格信号的定价机制；政策更加注重“先立后破”，预先设置红绿灯，为新旧动能转换提供配套政策支持；推动高信用等级政府加杠杆，将中央与省级财政、国有资产纳入整个国家的资产负债表中统一考虑等。

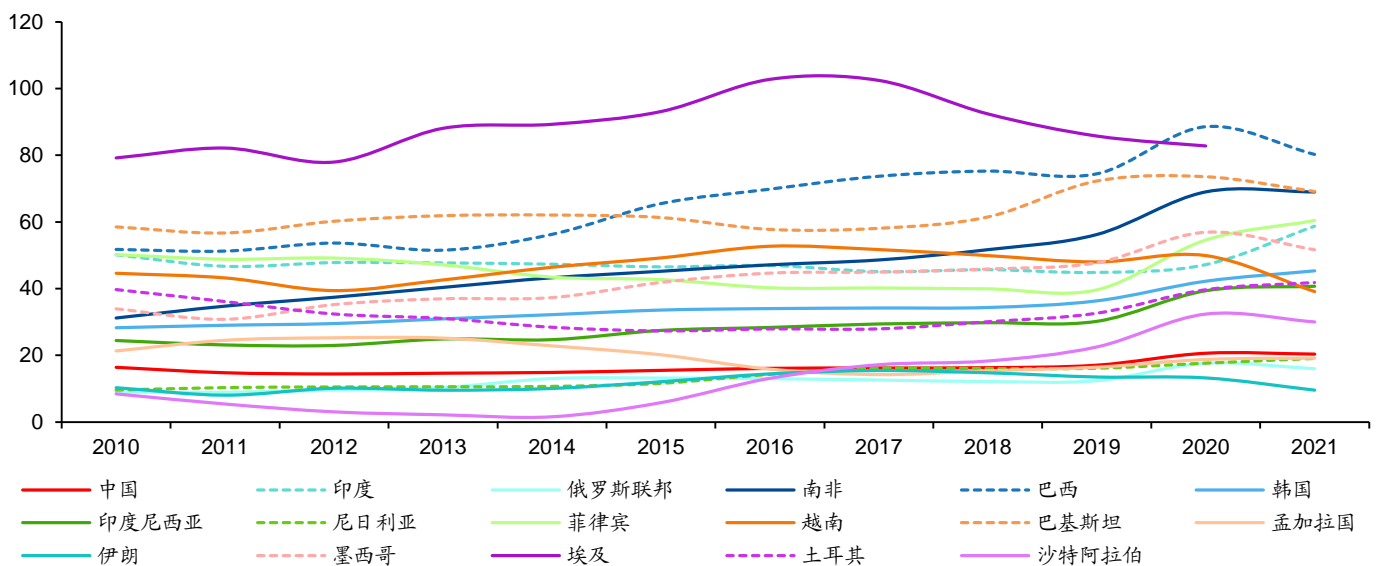
五、内需驱动资产重估

后疫情时期，全球经济重回增长轨道，需要中美两国经济形成合力，这在去全球化仍是进行时的大背景下，在时间上仍有很大的不确定性。未来，相对确定的是：其一，2023年中美经济周期错位发生逆转，我国经济在今年的基础上低位反弹，以美国为首的发达经济体进入下行周期，欧美经济衰退不是小概率事件。其二，高息、强美元环节或持续，区域分化有可能进一步深化，除日韩之外的亚洲经济增长或优于欧美；其三，在扩内需战略之下，我国消费与制造业逐步成为增长的主动力，重点关注消费经济与科创经济，政策和制度安排前置仍是关键所在。

（一）汇率波动或持续

全球资产再定价的核心是利率、汇率和股市价值重估。美元利率步入上行周期，相对于疫情前而言，高息、强美元是基准情形。明年市场再定价持续，全球资产价格很可能将大幅震荡。2023年，主要投资机会来自三个方面：第一，部分高债务国家本币贬值压力加大，如巴西、南非、印度、墨西哥和菲律宾等（图35）。第二，部分与美负利差较大的国家，如日本和欧洲等，本币汇率仍有可能出现超趋势变动。第三，人民币对美元负利差有所收窄，贬值压力缓解，如果提质增量政策能够实质性落地，将逐步提升人民币的相对强势地位，总体利好我国股市。

图 35：全球前20大新兴市场经济体债务占GDP比重（%）

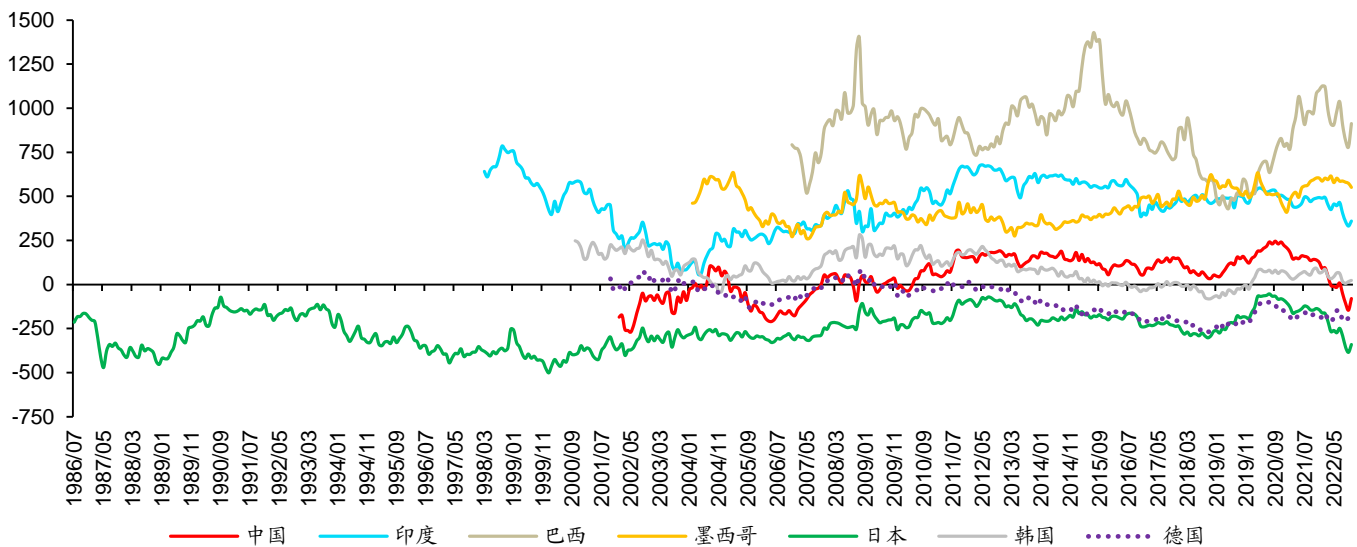


说明：根据 MSCI 的统计，全球前 20 大新兴市场国家为中国、印度、俄罗斯、南非、巴西、韩国、印尼、尼日利亚、菲律宾、越南、巴基斯坦、孟加拉、伊朗、墨西哥、埃及、土耳其、沙特。数据来源：MSCI, CEIC, 广发证券发展研究中心

决定人民币汇率走势的因素很多，包括外汇供求、通胀、利率、货币供应、国民收入、资源增量、资本转移、政治因素以及投机因素等。综合而言，中美利差反映了中美两国基本面之差，与人民币对美元汇率变动高度正相关，利差缩窄或转负，人民币贬值，反之则反是。全球来看，主要国家均保持与美元正利差，日本和近来的德国除外，日本长期与美国保持负利差关系，德国与美国利差则是在2008年之后转负，在一定程度上反映了欧美与日美的经济基本面差距，也是今年欧元和日元对美元大幅贬值的主要原因（图36）。

未来，人民币汇率之锚有可能将从过去的出口为主，逐步转向制造业竞争力和全要素生产率的提升，这是逐步缩小并逆转目前中美负利差的基础，推动人民币对美元升值。“双碳”战略有可能催生这一代人最大的产业，即可再生能源，我国在这方面已经取得了显著的先发优势，随着可再生能源比重的逐步上升，有潜力成为人民币之锚，以区别于传统的石油美元。

图 36: 中国、印度、巴西、墨西哥、德国、日本和韩国与美国10年期国债利差（百分点）



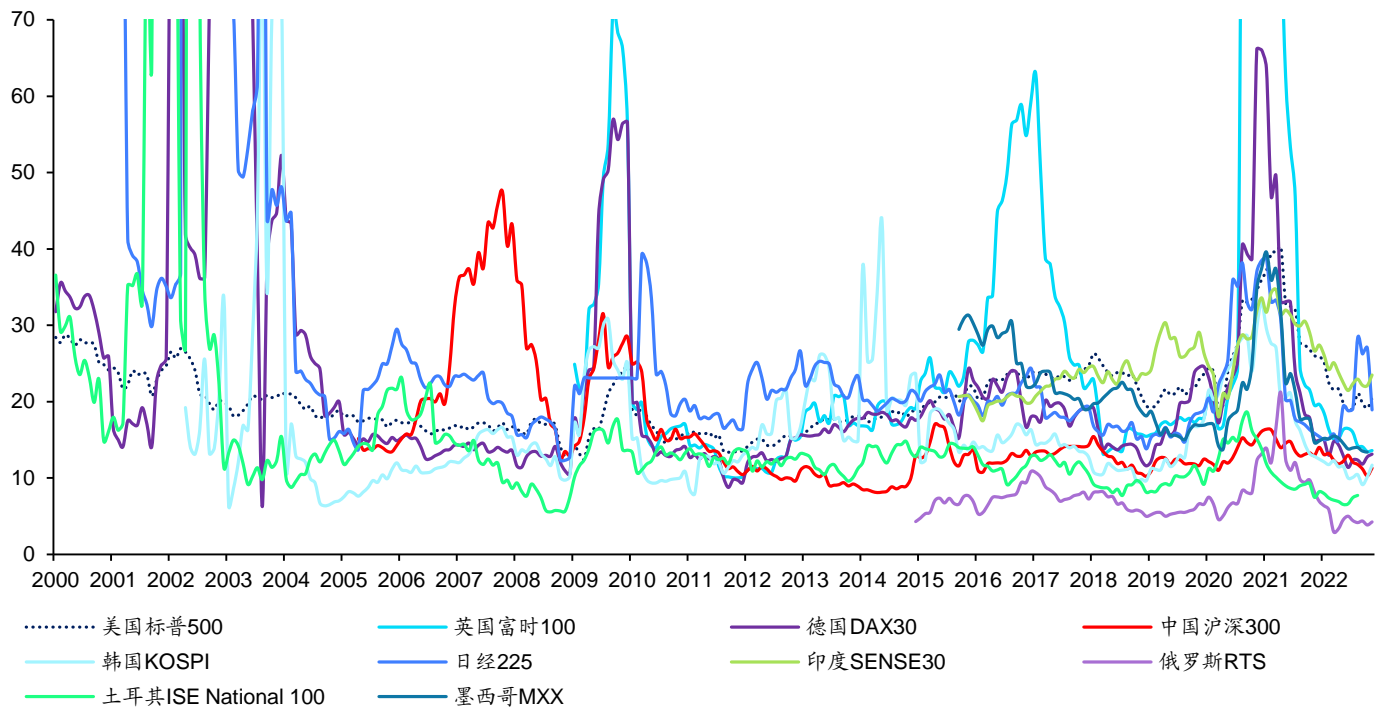
数据来源：Wind，英为财经，广发证券发展研究中心

（二）资产重估进行时

低利率时期形成的全球资产高估值不可持续，部分资产价格在寻找新均衡的过程中将出现激烈波动。全球利率进入上行长周期，将驱使高PE市场估值中枢下行。

首先，中美经济周期逆转，我国增长动能从出口、房地产转向消费和制造业主导的内需增长，增长自主性加大，中国沪深300或有重估的空间。截止今年11月底，中国沪深300的PE估值水平为11.3倍，在主要国家中仅略高于俄罗斯（4.3倍）和土耳其（7倍左右），与英国、德国、韩国和墨西哥主要股指的估值水平相当，与标普500（20.5倍）、日经指数（18.9倍）和印度（23.5倍）股指的估值水平差异较大（图37）。这一估值水平在很大程度上反映了我国新旧动能转换期的基本特征，比如中美一年期国债收益率利差仍然为负，而印美利差虽有收窄但仍然高达2.2个百分点；未来，我国内需主导的增长新格局形成，将为我国股市重估创造良好的经济基本面基础。

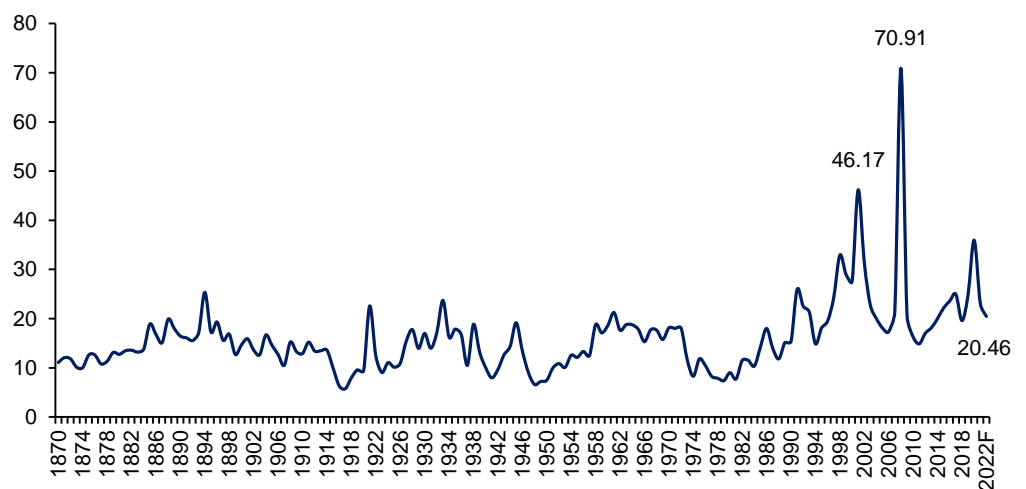
图 37: 2000年以来G20主要股指PE (TTM, 倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

其次, 包括标普500在内的高估值市场, 有向下重估的压力。从1870年以来的美国股市历史看, 标普500的PE估值很难突破25倍, 大多维持在20倍以下, 但1982年美国十年期国债收益率进入下行长周期以来, 20倍以上的估值基本是常态。具体来看, 1950-1981年, 标普500的平均PE水平为13.8倍; 而1982-2022年, 平均PE水平提升至22.7倍, 相差近9倍(图38)。随着利率进入上行周期, 标普500的估值中枢有可能逐步向40年前的水平靠拢。

图 38: 美国标准普尔500历史PE (倍)

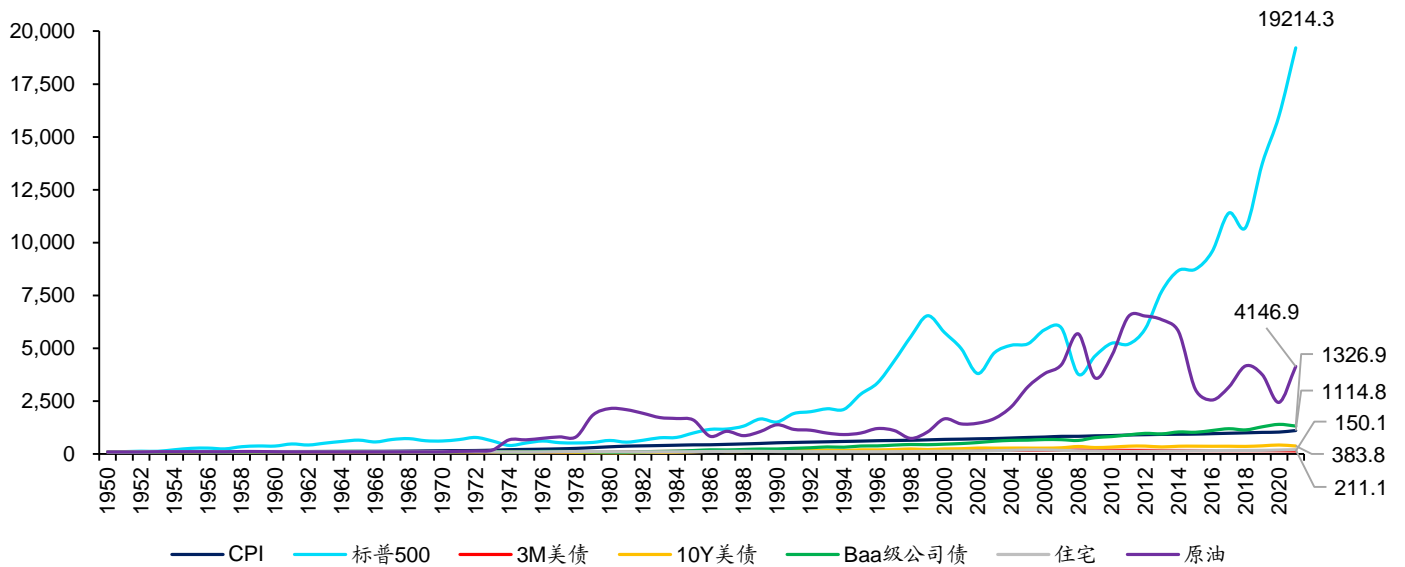


数据来源: Mulptl, 广发证券发展研究中心

再者, 在利率上行周期中, 股指总体难有杰出表现, 结构性机会大于市场机会。从美国主要资产1950年以来的表现看, 1950-1981年间的利率上行周期中, 能源(新能

源)、消费和金融(通胀收益者)获益明显,房地产和债市有阶段性机会(图39)。1981年之后,标普500是绝对的王者,其次为Baa级公司债,再次为房地产和原油。

图 39: 1950年以来美国CPI、主要资产及石油价格的累计涨幅(1950年=100)

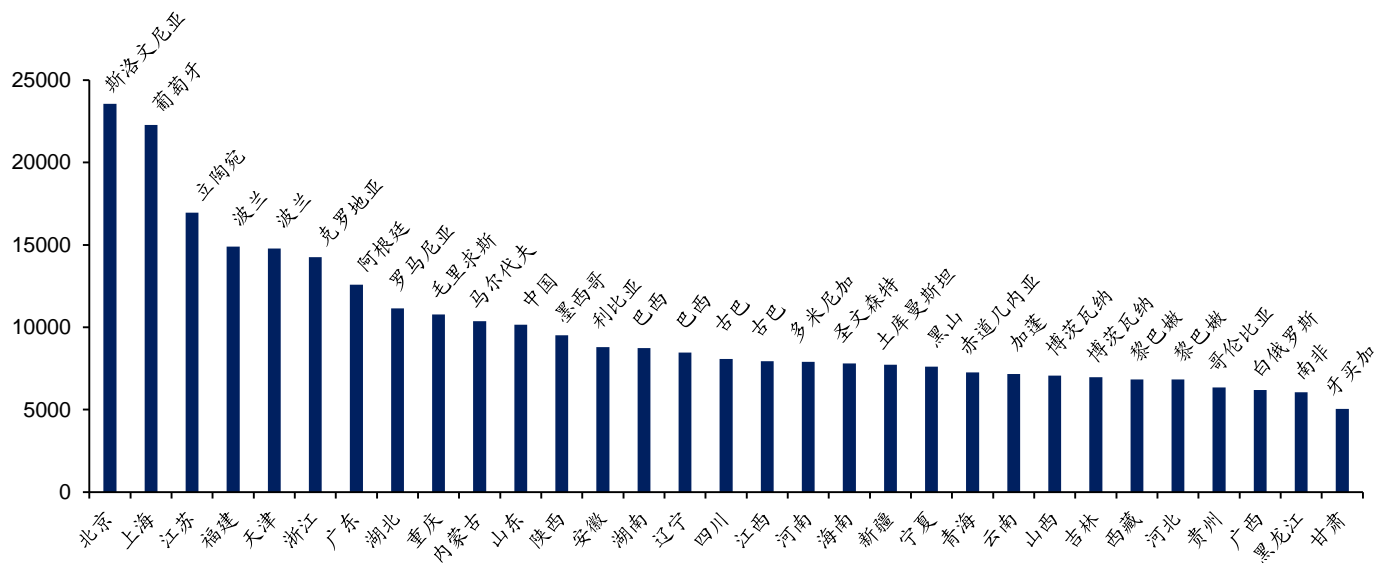


说明: CPI和油价为名义值,其他为实际值。数据来源: 纽约大学, Our World in Data, 广发证券发展研究中心

(三) 消费经济: 兼具广度与深度

我国地域广,经济发展区域差距大,消费实力的地域梯次非常明显,表明我国消费市场兼具广度和深度。疫情前,北京和上海人均GDP已经接近中等发达国家水平,而中西部地区大部分省份经济实力仍处在中低收入国家行列(图40)。尽管处在不同的发展阶段,过去十年各省居民消费支出仍然保持了两位数增长。2000-2019年,沿海地区的浙江、江苏和广东年均增速分别为11.7%、11.3%和10.2%。

图 40: 2019年我国各省人均GDP及当年对标国家(2015年美元不变价,美元)



说明: 各省柱子上方为可对标国家名称。数据来源: 世界银行 WDI, CEIC, 广发证券发展研究中心

中央经济工作会议专门提出，要支持新能源汽车和养老服务等消费。未来，我国消费升级的几个关键赛道值得关注。

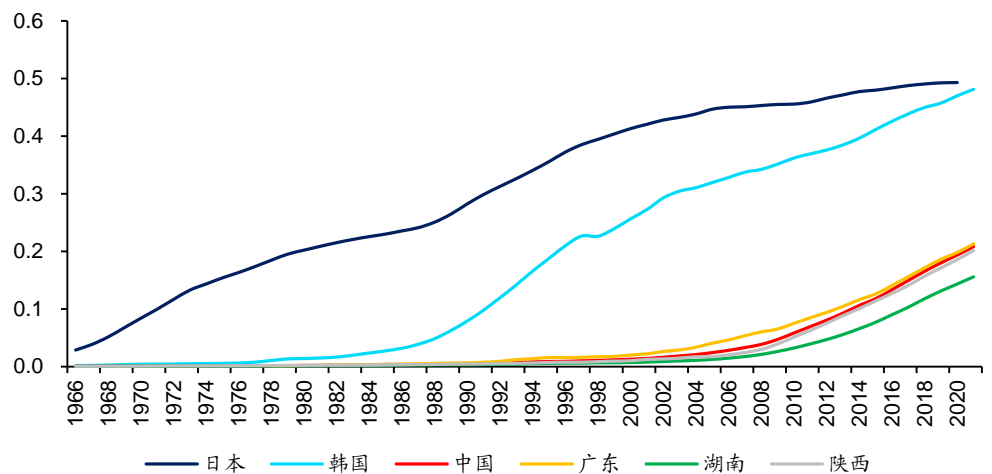
第一，传统消费与消费升级并举，必选消费与可选消费相得益彰，特别是消费者分布广的赛道，更容易培育消费品牌、分享品牌红利。以小家电为例，随着人均收入水平提升，人们对生活品质要求随之提高，在消费升级的引领下我国小家电市场快速增长。2021年我国小家电市场零售额达271亿美元，同比增加12.9%。发达国家人均小家电消费额是我国的4~6倍，国际对比视角下中国的小家电市场仍有很大的增长空间。

第二，关注美好生活相关的中高品质消费产业发展潜力。以预制菜为例，近年来我国餐饮连锁化趋势以及外卖行业的蓬勃发展，餐饮企业对于成本优化、餐品标准化和出餐效率的要求提升，再加上家庭小型化趋势和生活节奏加快，B端和C端市场对预制菜的需求都快速增长。2021年我国预制菜市场规模为3137亿元，5年复合增速超过20%。

第三，新改革措施出台，有利于服务业市场扩容。服务业既有规模庞大的传统消费，如教育和医疗，基于互联网的新消费业态也呈爆发式增长。中央经济工作会议特别提出要加大现代服务业领域开放力度，属于供给侧改革推动消费增长的主要方向之一。

第四，关注新消费，包括养老和新能源汽车。我国汽车消费已经接近中等发达国家水平。近年来，我国新能源汽车产销规模持续创新高、超预期。2022年前三季度我国新能源汽车产销量分别为471.7万辆和456.7万辆，同比增长120%和110%，总量继续稳居全球第一。新能源市场渗透率达23.5%，已经提前实现产业规划中2025年渗透率20%的发展目标。我国居民的汽车消费能力，已经远超过当初日韩与我们现在人均GDP相当时的水平。2021年我国人均汽车拥有量，相当于日本的1981年和韩国的1996年，而我国目前的人均GDP水平相当于日本的1966年和韩国的1991年前后（图41）。

图 41：日本、韩国、中国、广东、湖南、陕西人均汽车拥有量（辆/人）



数据来源：CEIC，Wind，广发证券发展研究中心

（四）科创经济：布局 GPT 爆发赛道

科创经济是我国现代化建设中航道最宽的制造业板块。二十大报告提出，要建设现代化产业体系，构建一批包括新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。综合来看，驱动这样产业赛道的一个共同因素就是数字化，目前阶段科创经济实质上就是数字经济，只是前者更加强调技术发现和创造过程，而后者更关注技术本身。

2023年及可见的未来，科创经济的核心就是要关注无形资产投资驱动的GPT爆发赛道。数字技术就是现阶段最具张力的通用技术（GPT），数字技术本身就是新一代信息技术，是人工智能的基础，也是部分新材料的下游，同样可以为生物技术、新能源、高端装备和绿色环保带来革命性的技术工具和技术支撑，大幅提升这些产业创新和技术迭代的速度。未来GPT爆发的赛道，将具备以下特点：

其一，通用性高，如高端基础零部件中的微特电机。微特电机是微型电机和特种精密电机的统称，为工业自动化、办公自动化、家庭自动化、武器装备自动化必不可少的组件。我国是全球最大的微特电机生产国，产能占全球的73.9%，2020年企业总产值约2400亿，在家电领域占据绝对优势，未来将向工业电机和汽车电机方向继续拓宽产业赛道。

其二，大市场，如新能源。根据Vision Research测算，2021年全球可再生能源的市场规模为8871亿美元，到2030年将扩大至3.2万亿美元，年复合增长率为15.4%，其中，2021年亚太地区可再生能源的市场份额为40.6%。

其三，大机会，如生物医药。在生物制药上游领域，2024年国内该产业规模有望达到千亿级。但受制于研究起步较晚、人才聚集度低等因素，国内大部分高端试剂、实验耗材和仪器设备仍为欧美供应商垄断。

其四，发展安全，如进口替代。从产业发展安全的角度看，以广东为例，广东进口产品类别相对集中，“进口替代”确定性高。从外贸结构看，2021年，广东进口最多的四类商品分别为处理器及控制器（占进口总额的13.8%，下同）、其他集成电路（9.6%）、存储器（9.3%）和通信设备的零件（5.0%），合计占比37.7%，这些产品主要参与广东电子、机械、汽车等行业的再生产活动，也是未来广东需要补齐的中上游短板。进口替代确定性高，主要有两个原因：一是需求明确；二是技术可行性已经过验证。

六、风险提示

全球经济重回增长轨道，短期不确定性、风险性因素非常多，这些因素有可能带动全利率、汇率、股市宽幅振荡，这些因素包括：（1）发达国家滞胀反复，治理难度大；（2）高息、强美元增加全球经济超预期深度衰退的风险；（3）贸易摩擦、供求格局剧变增加石油价格暴涨暴跌的风险；（4）新的区域增长动能不明确，全球经济陷入长时期低增长；（5）地缘冲突存在恶化、失控风险。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。