

# 粤港澳大湾区：联通就是创新

## 报告摘要：

- **当初深圳特区开启高速增长，如今粤港澳大湾区奠基高质量发展。**

粤港澳大湾区经济建设，与八十年代初的“经济特区”、九十年代初的浦东新区开发一样，具有里程碑式的意义。从现在到2035年，是中国经济将从高速增长转向高质量发展、从工业化转向现代化、从发展中国家升级为发达国家的的关键时期。粤港澳大湾区互联互通，是未来十五年国家的重大发展战略之一。

- **与世界成熟湾区相比，大湾区有差距，但也是潜力。**

按照世界银行的定义，人均国民总收入超过12056美元即为高收入国家。2017年，粤港澳大湾区人均GDP为2.2万美元，大湾区已属高收入地区。然而，大湾区人均GDP仅是东京湾区的40%左右，纽约湾区的近四分之一，旧金山湾区的五分之一。

- **大湾区的优势（一）：规模经济与城市化。**

粤港澳大湾区人口近7000万，分别是东京、纽约和旧金山湾区的1.6、3.4和8.9倍，具有明显的规模经济优势。国际经验表明，城市化率高的国家，人口集中度高。美国居住在前三大城市群的人口，占全国人口的48%，中国前三大城市群的人口，仅为全国的28.3%。未来粤港澳大湾区人口倍增的可能性大。

- **大湾区的优势（二）：创新升级与互联互通。**

广东省具有“世界工厂”的制造业地位。以单独经济体计算，广东制造业规模排名位列世界第五位。广东省在制造业的转型升级方面具有明显的领先优势，2017年，工程师人数和R&D投入占全国的比重分别为14%和13.3%，高于同期GDP占比。在大湾区内，开放就是改革，联通就是创新。下一步，需要实现资金的有限跨境流动，满足资产和资源全球配置需求。

- **大湾区的机会：世界级企业摇篮、贸易新枢纽和资源资产配置平台。**

第一，互联互通优化区内资源配置，培育世界级企业，包括消费、零售、医疗健康和下游制造业等在内的传统竞争性行业集中度将继续提高；受益于规模经济，中游制造将崛起；创新升级以及新业态，决定区内高质量发展的空间。第二，中国低端制造业向东南亚国家转移，将彰显大湾区贸易新枢纽的地位。第三，跨境资源和资产配置是经济发展到一定阶段的必然要求，粤港澳大湾区有条件成为全球投资和资产管理的重要平台。

- **核心假设风险：**

互联互通政策推动慢于预期。

分析师： 沈明高



SAC 执证号：S0260519010002

SFC CE No. ATQ771



852-37191055



minggaoshen@gfgroup.com.hk

## 相关研究：

美联储结束加息周期无碍利率倒挂	2019-03-25
货币政策传导机制不畅倒逼转型	2019-03-15
转弯处的中国经济：一个中期视角	2019-02-25

联系人： 陈蒋辉 852-37191030

(香港) georgechen@gfgroup.com.hk

## 目录索引

一、差距与潜力 .....	5
(一) 经济发展水平差距大 .....	5
(二) 区内发展不平衡 .....	6
二、核心优势 .....	6
(一) 规模经济 .....	7
(二) 创新升级优势 .....	7
(三) 城市化动力 .....	9
(四) 互联互通优势 .....	11
三、三大机会 .....	12
(一) 世界级企业的摇篮 .....	12
(二) 国际贸易新枢纽 .....	14
(三) 跨境资源和资产配置平台 .....	15

## 图表索引

图 1: 中国战略性区域发展部署.....	4
图 2: 广东、香港和澳门人均 GDP (美元) .....	6
图 3: 香港深圳和广州经济结构 (2017, %) .....	6
图 4: G20 国防开支及其占 GDP 的比重 (2016) .....	7
图 5: 商品出口占全球份额超过 2% 的行业数目 (2016).....	7
图 6: 中美日德人均 GDP 与人均消费支出 (美元, 2016) .....	8
图 7: 中美日德参与 R&D 的研发人数 (万人) .....	8
图 8: 广东: 工程师人数占全国比重 (%) .....	8
图 9: 广东: R&D 投入占全国比重 (%) .....	8
图 10: 主要省市研发投入规模 (亿人民币, 2017) .....	9
图 11: 大湾区创新机构行业分布 (2014-2016 年) .....	9
图 12: 城市新经济总量排名前 20 名 (2018 年 7 月—2019 年 1 月) .....	9
图 13: 美国前三大城市群人口占比 (2010, %) .....	10
图 14: 中国前三大城市群人口占比 (2017, %) .....	10
图 15: 中国: 人均资本存量与城市化率 (%) .....	10
图 16: 日本: 人均资本存量与城市化率 (%) .....	10
图 17: 中国与广东省常住人口城市化率 (%) .....	11
图 18: G20: 城市化率与消费增长 (2016 年) .....	11
图 19: 全球百强消费零售企业分布 (家, 2015 年) .....	13
图 20: 全球 250 强零售企业分布 (家, 2017 年) .....	13
图 21: 广东工业 GDP 占全国工业 GDP 的比重 (%) .....	14
图 22: 广东省各行业工业增加值占比, 2016 年.....	14
图 23: 日本国别贸易结构 (%) .....	15
图 24: 广东省国别贸易结构 (%) .....	15
表 1: 全球主要大湾区概况, 2017 年.....	5
表 2: 大湾区所在国家和地区的主要情况 .....	6
表 3: 2017 财富世界 500 强企业: 中美对照 .....	13
表 4: G20: 人均 GDP 与非储备外币资产占 GDP 比重 .....	15
表 5: G20: 人均 GDP 与非本币负债占 GDP 比重.....	15

2月18日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，明确粤港澳大湾区的战略定位为“充满活力的世界级城市群”，并在构建高质量发展的体制机制方面走在全国前列。

从现在到2035年，是中国经济将从高速增长转向高质量发展、从工业化转向现代化、从发展中国家升级为发达国家的 key 时期。粤港澳大湾区建设，是未来十五年左右国家的关键发展战略之一。

纲要为大湾区建设提出了两阶段发展目标：

- 到2022年，初步建成“要素流动顺畅”的国际一流湾区和世界级城市群框架；
- 到2035年，“大湾区内市场高水平的互联互通基本实现”，全面建成国际一流湾区。

当初深圳特区开启高速增长，如今粤港澳大湾区奠基高质量发展。从历史的角度看，粤港澳大湾区建设，是继深圳特区（1980年）、上海浦东新区（1990年）、京津冀协同发展（2015年）和长江经济带发展（2016年）等之后，中国的又一战略性重大区域发展部署（图1）。大湾区覆盖自贸区、自由港，跨越“一国两制”三大关税区，在全国乃至全球都具有独特的地理位置优势。粤港澳大湾区有条件成为继深圳特区和上海浦东新区之后，新时代的发展高地，不仅带动本地区的经济发展，也是全国经济转型升级发展的领头羊。

四十年后，历史再一次将目光投向中国南方。从横向比较看，粤港澳大湾区有条件、有实力跻身包括纽约湾区、旧金山湾区和东京湾区在内的世界级湾区。大国必临海，现代化的大国必有耀眼的湾区经济。

图 1：中国战略性区域发展部署



数据来源：基于政府公开信息，广发证券发展研究中心

## 一、差距与潜力

粤港澳大湾区是指由香港、澳门两个特别行政区和广东省的广州、深圳、珠海、佛山、中山、东莞、肇庆、江门、惠州等九市组成的城市群，是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体。与美国纽约湾区、旧金山湾区和日本东京湾区等世界领先的湾区经济相比，粤港澳大湾区仍属起步阶段，这既是差距也是潜力。

### （一）经济发展水平差距大

在四大主要湾区中，粤港澳大湾区的人均GDP水平较低，这是实力差距的综合体现。从全国人均GDP水平来看（按可比价格计算），目前的中国仅相当于美国的1934年、日本的1957年和韩国的1987年前后。按照世界银行的定义，人均国民总收入超过12056美元即为高收入国家。2017年，粤港澳大湾区人均GDP为2.2万美元，大湾区已属高收入地区。然而，大湾区人均GDP仅是东京湾区的40%左右，纽约湾区的近四分之一，旧金山湾区的五分之一（表1）。即使与新兴市场相比，仅是同期新加坡人均GDP的38%，韩国的74%和台湾的88%。

与此同时，大湾区制造业占比高但人均GDP低，说明制造业仍偏低端。从第三产业占GDP的比重看，粤港澳大湾区为65.6%，比东京和旧金山湾区低将近20个百分点，比纽约湾区低将近25个百分点。未来大湾区的一个重要趋势是，在制造业占比下降的同时，通过制造业升级和生产率水平的提高，使人均GDP向发达国家靠拢。

表 1: 全球主要大湾区概况，2017 年

	粤港澳大湾区	东京湾区	旧金山湾区	纽约湾区
GDP (亿美元)	15,134	19,000*	8,375	17,177
GDP 占本国比重 (%)	12.4	43.3*	6.3	8.86
GDP 增速 (%)	7.0	3.6*	4.8	3.3
人口 (百万)	69.6	44.0	7.8	20.3
人口占本国比重 (%)	5.0	29.7*	2.4	6.2
面积 (平方公里)	55.9	13.5	17.9	34.5
人均 GDP (万美元)	2.2	5*	11.3	8.5
人口密度 (万人/平方公里)	125	279*	44	59
单位面积 GDP (亿美元/平方公里)	270.7	1407.4*	467.9	497.9
第三产业占比 (%)	65.6	82.3*	82.8*	89.4*
世界 500 强企业总部数量	20	38	12	23
集装箱码头世界排名	深圳 (3) 香港 (6) 广州 (7)			
国际机场排名	香港 (8)	东京 (4)		
- 客运量	香港 (1)	东京 (5)		纽约 (22)
- 货运量				
股票交易所排名	香港 (5) 深圳 (8)	东京 (3)		纽约 (19)

数据来源: BEA, CEIC, HKTDC, 广发证券发展研究中心。说明: \*为 2016 年数据。

## （二）区内发展不平衡

由于包括劳动力和资本在内的生产要素不能在大湾区内自由流动，阻碍了区内分工和专业化发展。在人工成本方面，中国大陆的人工成本最低，2017年最低工资仅为香港的21.5%、日本的13.5%和美国的13.2%（表2）。相对而言，中国大陆的融资成本是最高的，中国大陆十年期国债收益率是香港的1.8倍。无论从存量法还是增量法来衡量，中国大陆的直接融资比例都较低。此外，中国大陆的总税率最高，随着制造业的转型升级，中国与发达国家在先进制造等方面的竞争面临挑战。

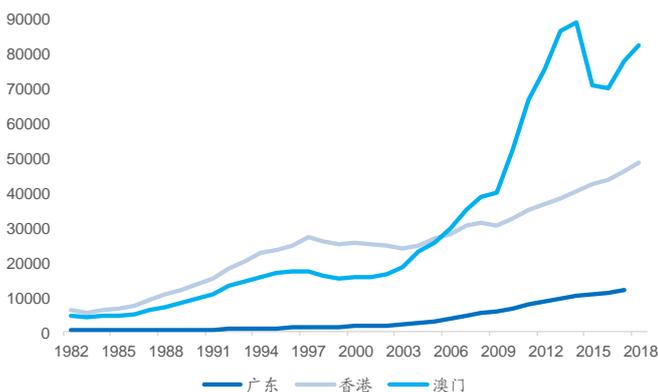
表 2: 大湾区所在国家和地区的主要情况

	中国大陆	香港	美国	日本
最低工资（2017，美元）	1,988	9,245	15,080	14,773
十年期国债利率（%，2017）	3.23	1.83	2.76	0.001
总税率（%，占商业利润的百分比，2017）	64.9	22.9	43.8	46.7
直接融资比例（%，存量法，2015）	41.9	-	72.4	58.2
直接融资比例（%，增量法，2015）	26.4	-	44.0	19.7

数据来源：CEIC，World Bank，中国人民银行，广发证券发展研究中心

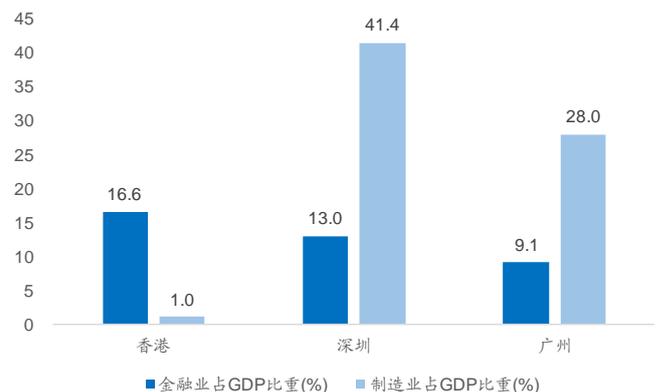
大湾区内经济发展不平衡，资源有效配置空间大。2017年，广东省人均GDP为11979美元，仅分别为同期香港和澳门的25.9%和15.4%（图2）。大湾区内，实体经济与金融分割明显，本土实体经济与港澳所代表的国际金融市场之间难以完全有效对接。广东仍然是制造业为主的经济体，2018年，广东省第二产业（含制造业、采矿业等）占GDP比重为41.8%，略高于全国的40.7%。在大湾区内，2017年，深圳和广州制造业增加值占GDP的比重分别为41.4%和28%，与金融主导的香港经济明显不同（图3）。

图 2: 广东、香港和澳门人均GDP（美元）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 3: 香港深圳和广州经济结构（2017，%）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

## 二、核心优势

从实体经济发展阶段来看，珠江三角洲地区正经历着从数量到质量增长的转型，规模经济、创新升级和城市化将是未来三大新动能、新优势；同时，有三个市场互联互通和三个关税区区域整合的潜力，而这是大湾区显著区别于中国其他地区 and 全球其他湾区经济的独占优势。

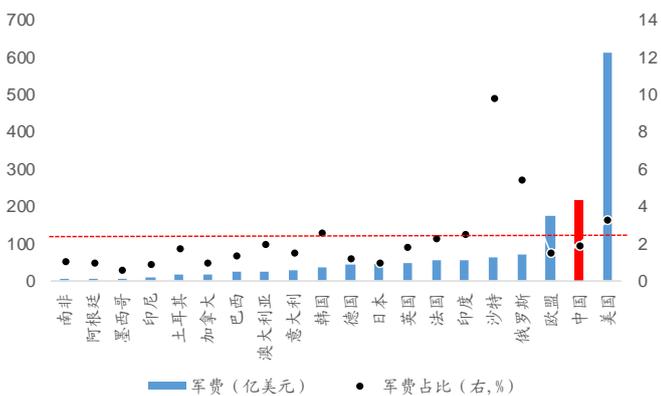
### （一）规模经济

规模经济是中国的核心竞争优势之一。从这个角度看，中国高端制造业真正的竞争对手是美国，而低端制造业的竞争对手未来主要是印度。粤港澳大湾区背靠整个庞大的中国大陆市场，将得益于以下源自规模经济的细分优势：

首先，投资规模优势。投资总量大，但人均投资低。以2016年国防开支为例，中国2016年国防开支占GDP的比重为1.9%，低于G20国家2.2%的平均水平，但中国国防开支的总量已超过欧盟，仅次于美国。随着中国GDP总量的上升，中国国防开支将逐步接近美国（图表4）。在中国制造业升级过程中，军工和包括高铁在内的部分重化工业（如大型机械装备制造等）的发展将获得显著的领先优势。

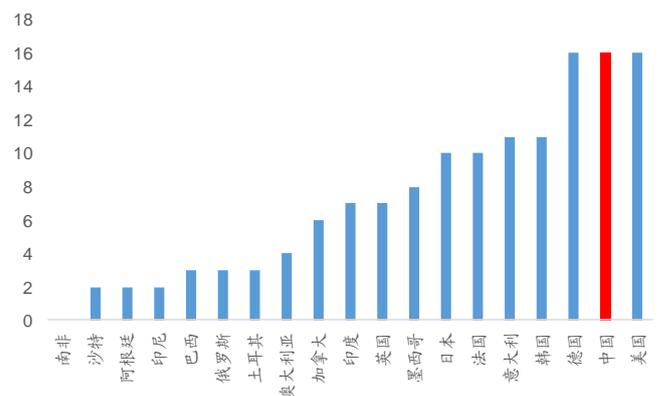
其次，产业链优势。中国是制造业产业链全球最长、最全的国家之一。世界贸易组织将货物出口分为17大行业，其中美国、中国和德国的出口行业门类最全。美中德三国各有16大行业的出口占全球市场份额超过2%，远高于第二梯队的意大利、韩国、法国和日本（图表5）。这意味着，中国可以在上下游整合、跨行业协作以及专业人才集聚等方面拥有的优势，是其他较小规模国家难以比拟的。

图 4：G20国防开支及其占GDP的比重（2016）



数据来源：World Bank，广发证券发展研究中心

图 5：商品出口占全球份额超过2%的行业数目(2016)



数据来源：WTO，广发证券发展研究中心

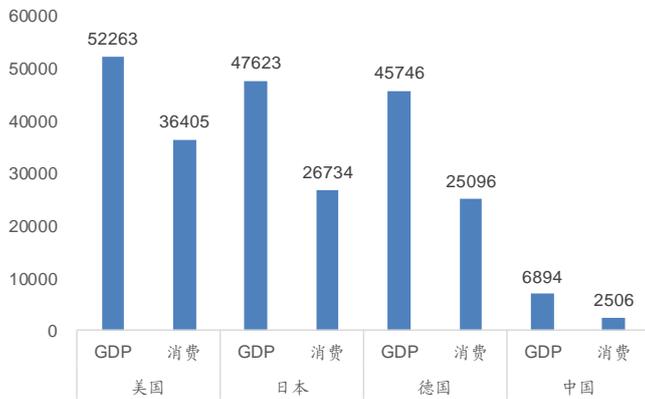
第三，消费升级与规模优势。从消费规模及其增量来看，中国是兼具人口规模和收入增长的大国。中国世界级互联网企业的崛起，反应了消费市场的规模优势。从目前的市值来看，中国互联网巨头阿里巴巴和腾讯，已经与美国的Facebook市值相当，但与亚马逊仍有一定的距离。按照2010年美元计价，目前中国的人均GDP分别是美国、日本和德国的13.2%，14.5%和15.1%，但人均消费支出仅分别为6.9%，9.4%和10.0%（图表6）。粤港澳大湾区人口高达6960万，分别是东京、纽约和旧金山湾区的1.6、3.4和8.9倍，具有明显的人口规模和消费市场优势。未来中国消费升级将成为全球需求增长的主要来源，与此相适应的一批世界级企业在中国诞生和壮大只是时间问题。

### （二）创新升级优势

创新与升级是中国经济高质量发展的核心内容之一，也是中国避免掉入“中等收入陷阱”的利器。

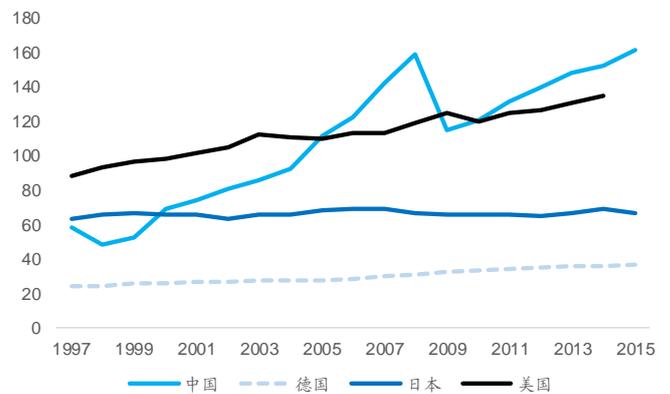
中国具有明显的工程师红利。目前中国参与R&D的研发人数已超过美国，成为全球参与研发人员最多的国家，已经远远拉开了与日本和德国的距离（图表7）。工程师和研发人员数量的增加和集聚，无疑有助于提高创新成功的概率，为中国先进制造业发展注入创新活力。

图 6：中美日德人均GDP与人均消费支出（美元，2016）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 7：中美日德参与R&D的研发人数（万人）



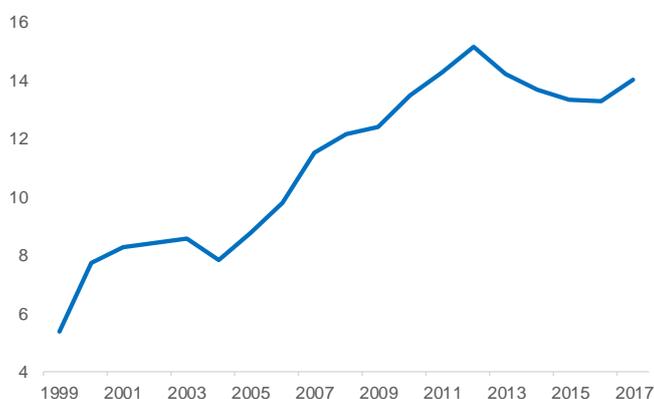
数据来源：World Bank，广发证券发展研究中心

广东省具有“世界工厂”的制造业地位。以单独经济体计算，广东制造业规模排名位列世界第五位。

更为重要的是，广东省在制造业的转型升级方面具有明显的领先优势。2017年，广东省工程师人数和R&D投入占全国的比重分别为14%和13.3%，高于同期GDP占比（10.9%左右），显示发展的质量优于全国平均水平（图8和9）。尽管最近几年工程师人数占全国的比重有所企稳，但较20年前该比例已经倍增。同时，自2005年以来，R&D投资占比上升势头明显，创新成功的概率很大程度上决定于工程师人数占比和研发投入占比之乘积。

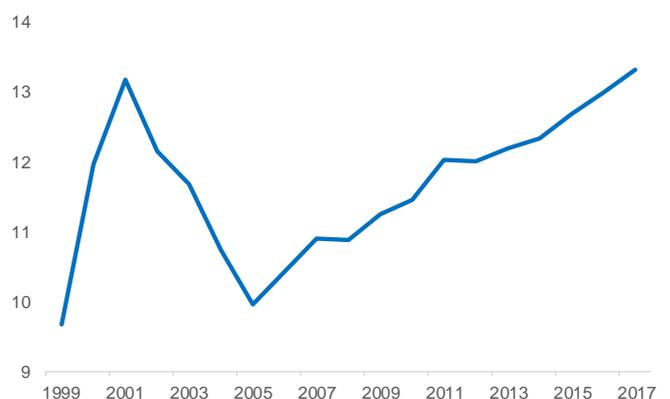
此外，从绝对规模来看，2017年广东省居主要沿海省市R&D投入首位（图10）。在粤港澳大湾区创新机构行业分布上，制造业占比较大，510个入围创新机构中共有340个创新机构隶属制造业，占到入围创新机构的三分之二（图11）。

图 8：广东：工程师人数占全国比重（%）



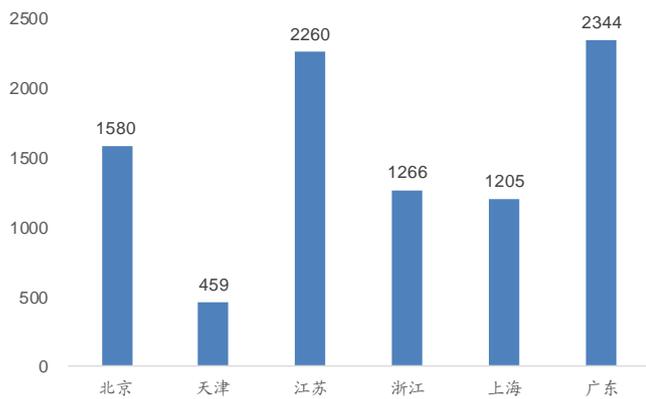
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 9：广东：R&D投入占全国比重（%）



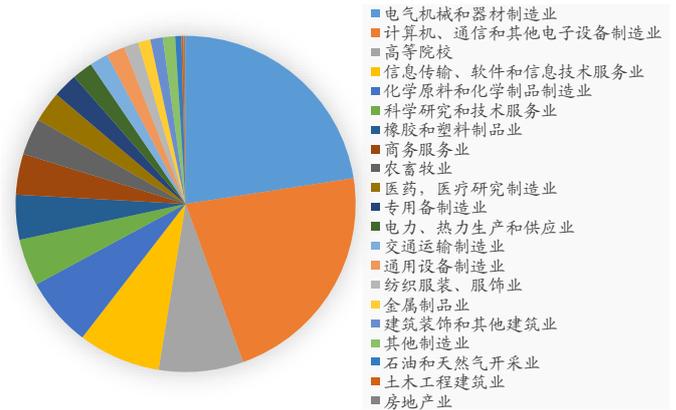
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 10: 主要省市研发投入规模 (亿人民币, 2017)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

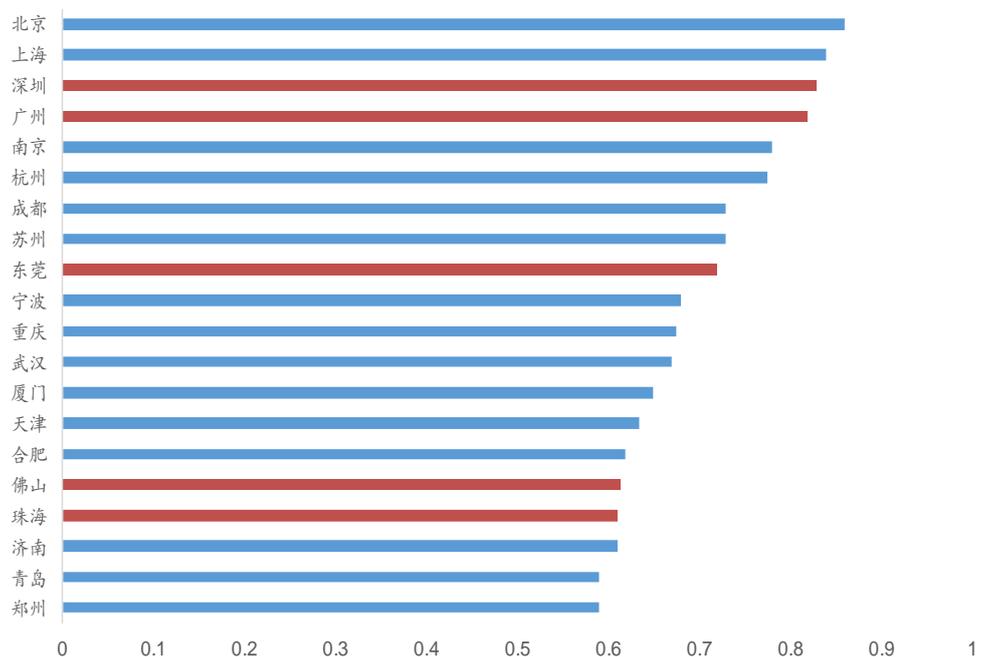
图 11: 大湾区创新机构行业分布 (2014-1016年)



数据来源: GDI, 广发证券发展研究中心

与此相应的是, 粤港澳大湾区中, 包括广州和深圳在内的5个城市的新经济总量位列全国城市排名前20, 数量与包括上海、江苏和浙江在内的长三角持平, 而京津冀只有北京和天津两个城市入围 (图12)。与制造业升级一道, 新经济、新业态和新动能的培育, 代表了创新的方向和创新的增量。

图 12: 城市新经济总量排名前20名 (2018年7月—2019年1月)



数据来源: 财新传媒, 广发证券发展研究中心

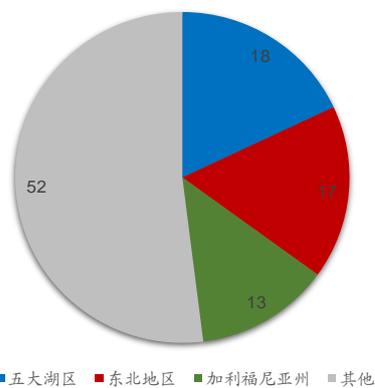
### (三) 城市化动力

城市化是现代化的载体。从出口市场份额、制造业份额和城市化率三个基本指标来看, 中国城市化潜力最大。截至2017年底, 中国按照常住人口计算的城市化率是58.5%, 相当于美国上世纪三十年代、日本上世纪五十年代和韩国上世纪八十年代的水平, 而这些国家正是从当时 (与目前中国人均GDP水平相当) 的基础上, 成功实现现代化, 进入世界发达国家行列。

倘若按照户籍城市化率来比，中国实际的城市化率仅为40%多，显著低于上述国家现代化的初始水平。今年，在国家发改委发布的《2019年新型城镇化建设重点任务》中，明确提出城区常住人口100万-300万的城市要全面取消落户限制，城区常住人口300万-500万的城市要全面放开放宽落户条件，有利于大湾区加快城市化进程。

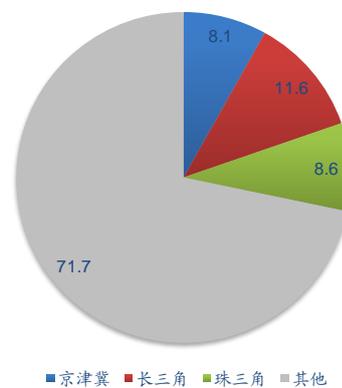
城市化的结果是，人口的相对集中居住和经济的集约化发展。仅东京湾区的人口，就占日本人口的近40%。在美国，居住在前三大城市群（包括五大湖区、东北地区和加利福尼亚沿海地区）的人口，占全国人口的48%（图表13）。相比之下，中国包括珠三角（包括香港和澳门）、长三角和环渤海地区的人口，仅为全国的28.3%（图表14）。可以预料，未来有更多的人口将向主要城市群集中，在信息化、大数据和人工智能不断发展的现在，城市化带来的机会要远大于挑战。

图 13: 美国前三大城市群人口占比 (2010, %)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

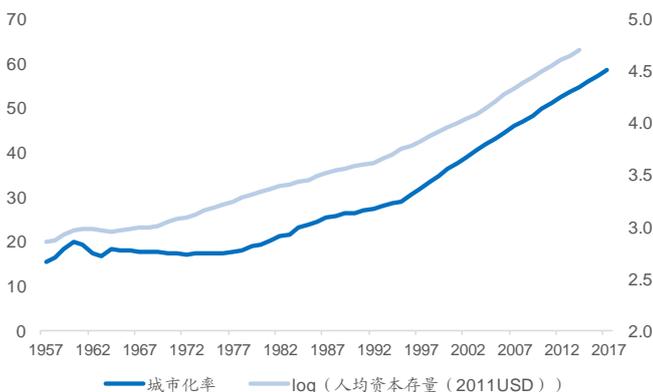
图 14: 中国前三大城市群人口占比 (2017, %)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

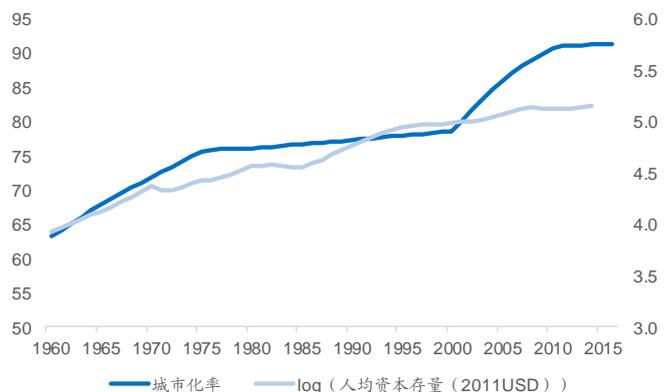
从历史经验来看，城市化率提高是经济可持续发展的过程。中国与日本类似，人均资本存量与该国的城市化率高度正相关。随着城市化率的提高，人均资本存量进一步提升，是固定资产投资的新增长点（图表15和16）。

图 15: 中国: 人均资本存量与城市化率 (%)



数据来源: CEIC, Penn World Table, 广发证券发展研究中心

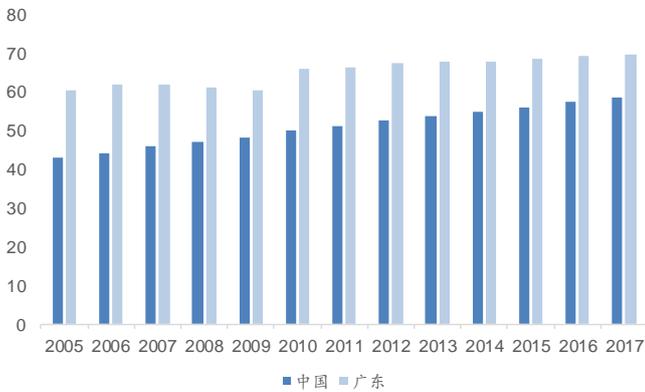
图 16: 日本: 人均资本存量与城市化率 (%)



数据来源: CEIC, Penn World Table, 广发证券发展研究中心

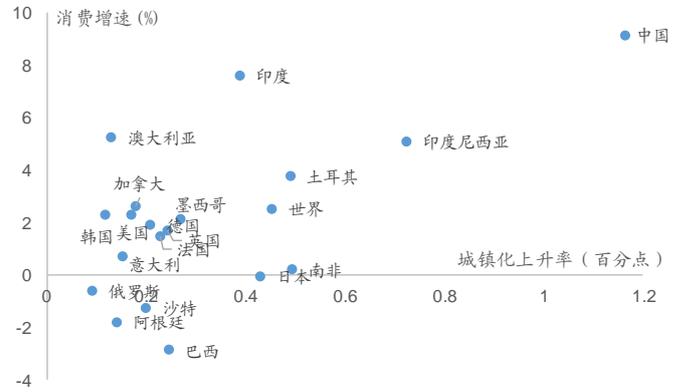
广东省的常住人口城镇化率一直领先于全国，2017年为69.9%，但与世界发达国家相比，仍有很大的上升空间（图表17）。从国际经验来看，消费增速与城市化率的提升有着非常显著的正相关关系（图表18）。例如，2016年，中国城镇化率提升了1.2个百分点，是G20国家中消费增长最快的国家。

图 17：中国与广东省常住人口城市化率（%）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 18：G20：城市化率与消费增长（2016年）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

#### （四）互联互通优势

港澳金融市场与珠三角实体经济互联互通，是粤港澳大湾区发展的突破口，也是我国经济高质量发展、金融供给侧结构性改革的核心内容之一。

在大湾区内，开放就是改革，联通就是创新。

粤港澳大湾区涵盖香港国际金融中心，使得金融领域的改革与创新的成本较其他地区更低。对区内资本市场开放就是改革，可以借鉴港澳金融市场发展的经验；联通区内市场，就是创新，可以快速提升区内综合金融服务实力，加快区内分工、资源最优配置和优势产业的发展。

在一个开放的市场经济中，市场能够有效地配置资源，对接实体经济的金融需求。银行信贷、直接融资（IPO和发债）、信托、保险和租赁是五大服务实体经济的基本金融形式。

粤港澳大湾区的现实是，受三大关税区的物理隔离，资本市场存在着明确的壁垒，区内要素只能有限流动。IPO通过在公开市场发行股票的方式，募集资金支持企业发展，这样的形式在融通湾区资源方面已经发挥着重要的作用。统计数据显示，截至2017年底，内地企业在香港上市总数为1051家，总市值为22.52万亿港元，其中广东省达217家，占五分之一。在2017年港交所新增的55家内地上市公司中，广东企业14家，占比达25%。

实现大湾区内全面互联互通，是提高区内资源配置效率的主要途径。根据《粤港澳大湾区发展规划纲要》，大湾区内互联互通将分两步完成：到2022年，实现要素流动顺畅；到2035年，实现高水平的互联互通。我们认为，流动顺畅是指管制逐步减少，是过去不可能的流动成为可能；高水平的互联互通，即是基本没有管制的要素自由流动。

从大湾区融合的角度来看，需要循着金融通的思路，构建区内资本通道，以渐进实现互联互通的最终目标。

现有的股票通、债券通和基金通等，实现了二级市场的有限联通。随着未来规模控制的逐渐放松，最后实现两地资金的自由流通，这是一个资本市场渐进、有序开放的过程。

下一步，需要实现资金的有限跨境流动，满足两方面的需求：一是资产配置需求；二是资源配置需求，即跨境投资并购需求。从顺序上来看，可以优先满足长期资金的资产配置需求，其次满足实体经济资源配置需求，再逐步开放短期跨境需求。

### 三、三大机会

早期的深圳特区建设，处在中国改革开放初期，在连接了国内和国外两个市场方面发挥了重要作用，开启了中国高速增长的四十年。目前的粤港澳大湾区建设，首先要实现区内市场的互联互通，进而实现与全球市场的联通，很具有挑战性，却也是开启高质量发展承上启下的关键一步，蕴藏着巨大的机会。

#### （一）世界级企业的摇篮

随着全球经济中心的转移，世界级企业更替频繁。在1955年财富世界500强名单中，只有60家公司出现在2016年的榜单中。在1955-1994年中，每年有8.5家新企业跻身500强，近来（1995-2016年）更替速度加快到了每年14.2家。2000年中美日拥有的500强企业数296家，到2017年为298家，基本保持稳定，但中国的企业数却从10家增加至115家，美国和日本分别从179、107家减少至132、51家。2017年财富世界500强中，中美两国之和为247家，占据了半壁江山（表3）。

同样变化的，是世界级企业的行业结构。相对于美国而言，中国世界级企业较多的5个行业是工程建设、能源、材料、汽车和零部件、工业品，总数为50家，远多于美国的20家；而美国有46家世界级企业集中在健康医疗、零售、食品饮料烟草、食品及药品零售、运输物流和媒体5大优势行业，中国在这些行业只有7家；在其他领域，或者世界级企业少，或者中美差距不明显。

从现在到21世纪中叶，如果中国三大城市群的人口占比接近发达国家水平，大湾区的人口规模有倍增的可能，占全国10%左右；如果大湾区的人均GDP接近日本2016年的水平，即使不考虑通货膨胀的因素，这也将是一个近6.7万亿美元的经济，是日本2016年GDP的1.37倍。

相比于纽约湾区的金融驱动和旧金山湾区的科技创新驱动，东京湾区是粤港澳大湾区的升级版。深入分析东京湾区的发展历程，可以给粤港澳大湾区提供有益的启示。总结来看，二战之后，东京湾区的经济主要经历了港口经济、工业经济、服务经济、创新经济四个阶段，粤港澳大湾区或正处在从工业经济向服务经济转型的关键节点。

基于以上分析，我们认为，未来大湾区世界级企业有可能分布在以下三大领域：

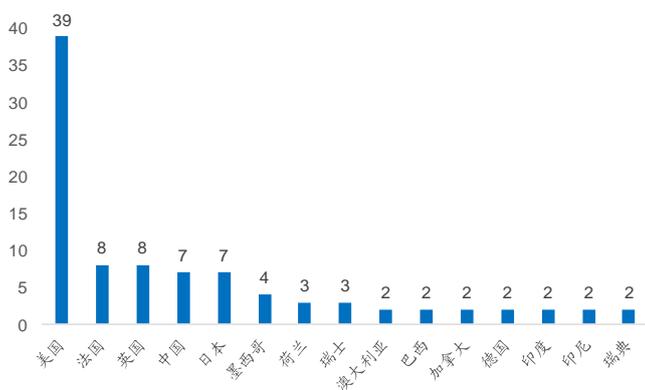
1. 传统竞争性行业集中度提高，主要包括消费、零售、医疗健康和下游制造业。2015年，在全球百强消费零售企业中，美国39家，中国仅为7家，甚至不如法国和英国（图19）。从全球250强零售企业来看，2017年，中国仅为13家，远少于日本的31家（图20）。受人工成本上升和技术进步影响，传统行业整合的部分加快，应关注竞争性领域世界级企业的崛起。

表 3: 2017 财富世界 500 强企业: 中美对照

行业	总数	公司数量		数量占比%	
		美国	中国	美国	中国
健康医疗	27	15	2	56	7
零售	17	11	2	65	12
食品饮料烟草	16	9	0	56	0
食品及药品零售	20	5	0	25	0
运输物流	19	6	3	32	16
媒体	3	3	0	100	0
金融	118	27	26	23	22
科技	44	14	13	32	30
电信	18	4	3	22	17
化工	7	2	1	29	14
家用消费品	3	1	0	33	0
服装	2	1	0	50	0
航空及国防	14	6	6	43	43
商业服务	3	0	0	0	0
餐饮酒店	0	0	0		
贸易	28	8	9	29	32
工业品	15	4	6	27	40
汽车及零部件	34	2	7	6	21
材料	16	0	7	0	44
能源	83	14	22	17	27
工程建设	13	0	8	0	62
合计	500	132	115	26	23

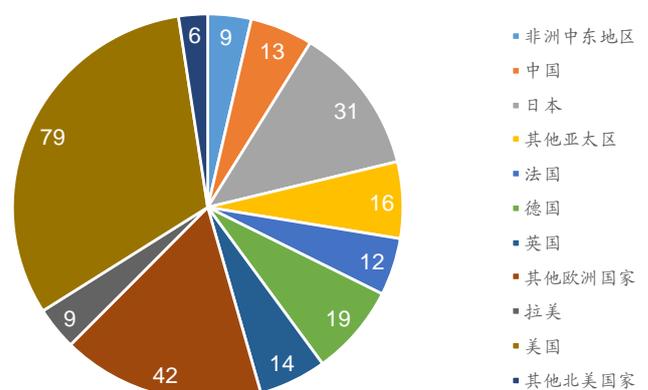
数据来源: Fortune, 广发证券发展研究中心

图 19: 全球百强消费零售企业分布 (家, 2015年)



数据来源: PWC, 广发证券发展研究中心

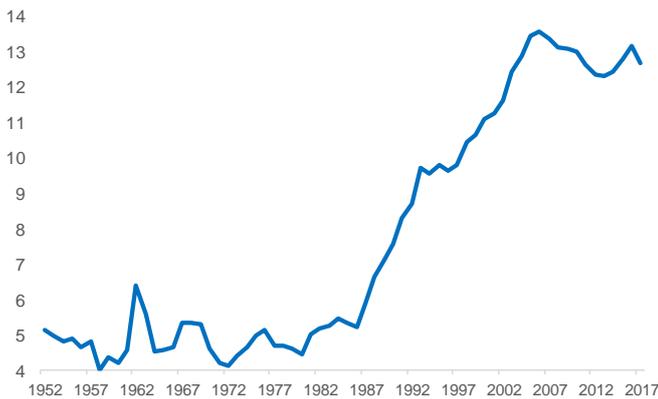
图 20: 全球250强零售企业分布 (家, 2017年)



数据来源: Deloitte, 广发证券发展研究中心

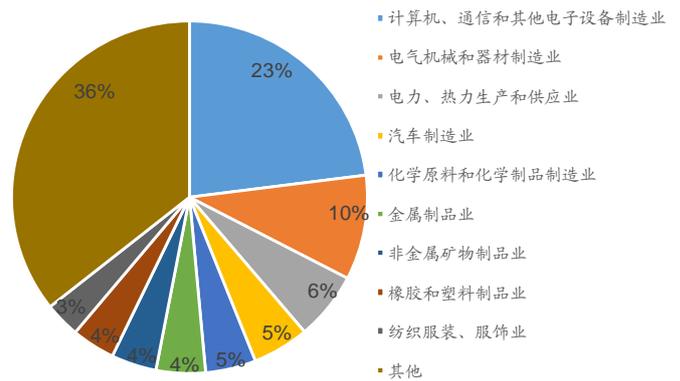
2. 受益于规模经济，中游制造将崛起。改革开放之后，广东省工业GDP占全国的比重迅速上升，从1978年的4.7%上升到2006年的13.6%，之后开始企稳（图21）。从全国来看，制造业转型升级始于2016年，当年全国制造业人工成本占总成本的比重达45%左右，相对于全国而言，广东省制造业的转型升级早了十年左右。2016年，广东省排名最前的两大制造业行业是：1）计算机、通讯和其他电子设备制造业，2）电气机械和器材制造业，两者之后占整个工业增加值三分之一（图22）。类似地，在东京湾区的38家全球500强企业中，行业主要集中分布在电子、汽车、金融保险领域。

图 21：广东工业GDP占全国工业GDP的比重（%）



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 22：广东省各行业工业增加值占比，2016年



数据来源：广东省统计局，广发证券发展研究中心

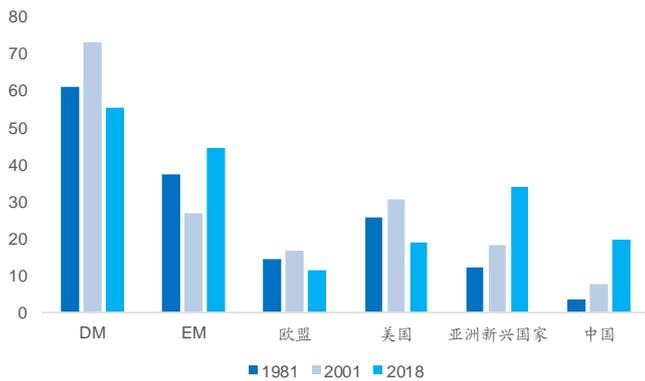
3. 创新升级，以及新业态的崛起，决定区内高质量发展的空间。广东省统计资料显示，2018年，规模以上先进制造业增加值占规模以上工业增加值比重为56.4%；高技术制造业增加值占31.5%。在相关行业中，新兴工业产品产量快速增长，新能源汽车比上年增长206.1%，碳纤维增强复合材料增长49.4%，服务器增长35.4%，工业机器人增长28.3%，智能电视增长17.0%。

## （二）国际贸易新枢纽

中国低端制造业向东南亚国家转移，将彰显大湾区贸易新枢纽的地位。经过四十年的发展，中国低端制造业的竞争优势逐步消失中，转型和转移是两大根本路径。我们认为，全球正经历着第四轮低端制造业的转移浪潮，前三次分别是英国转移到美国，从美国转移到日本和德国，从日本和德国转移到中国，这一轮很可能是从中国转移到东南亚国家。

中国目前面临的转型，正如上个世纪八十年代的日本。从1981年开始，日本贸易的重心从发达国家转向中国和亚洲其他新兴市场国家。与1981年相比，2018年日本与亚洲新兴市场国家的贸易占比上升了22个百分点（图23）。改革开放初期，香港是广东省重要的转口贸易港，1978年广东省出口额超亿美元的仅有香港，出口额为6.35亿美元，占全省出口总额45.7%。之后，广东省与发达国家的贸易占比迅速增加，2001年，广东省与美国的贸易规模占近四分之一（图24）。自2001年以来，广东省的贸易中心又重回亚洲，到2018年，与美国的贸易占比下降了12.7个百分点，而与东盟的贸易占比增加了8.4个百分点。在低端制造业转移的大背景下，我们预期这一趋势将持续。

图 23: 日本国别贸易结构 (%)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 24: 广东省国别贸易结构 (%)



数据来源: 广东省统计局, 广发证券发展研究中心

### (三) 跨境资源和资产配置平台

跨境资金流通是为了实现两大需求: 其一, 跨境配置资源, 属于一级市场需求, 世界级企业通过全球投资和并购优化资源配置。其二, 跨境配置资产, 属于二级市场需求, 个人和机构投资者通过持有资产组合实现资产的保值和增值。

资产配置是经济发展到一定阶段的必然要求, 粤港澳大湾区有条件成为全球资产管理的重要平台之一。国际经验显示, 一个国家随着人均GDP增加, 该国的非本币资产占GDP的比重也随之上升, 这是全球配置资产的必然结果。同样重要的是, 跨境资本流动通常是双向的, 即非本币资产与非本币负债占GDP的比重同步上升。

G20各国经验表明, 人均实际GDP (2010年美元) 每增加1000美元, 非储备的外币资产占当年GDP的比率上升约3.26个百分点 (表4)。全球化进程, 大大提高了两者之间的相关程度。1994年前, G20国家人均实际GDP每增加1000美元, 非本币资产 (不含官方储备) 占GDP比重增加1.23个百分点。按每五年的时间跨度划分, 1995-2015年间, 比重变化逐年递增, 分别增加2.13、2.77、4.18、4.42个百分点。

类似地, 非本币负债占比也与各国的经济发展水平高度相关。人均实际GDP每增加1000美元, 非本币负债占GDP的比重将提高2.83个百分点 (表5)。与非本币资产类似, 随全球化程度的提高, 对外负债占当年GDP的比重增加的速度逐步加快。

表 4: G20: 人均GDP与非储备外币资产占GDP比重

样本区间	样本数目	人均实际 GDP 增加 1000 美元, 非储备外币资产占当年 GDP 比重上升 (%)
2011 - 2015	100	4.42
2006 - 2010	99	4.18
2001 - 2005	92	2.77
1995 - 2000	84	2.13
1994 年前	182	1.23

数据来源: 财新智库, 广发证券发展研究中心

表 5: G20: 人均GDP与非本币负债占GDP比重

样本区间	样本数目	人均实际 GDP 增加 1000 美元, 非本币负债占当年 GDP 比重上升 (%)
2011 - 2015	100	3.97
2006 - 2010	99	3.75
2001 - 2005	92	2.26
1995 - 2000	84	1.90
1994 年前	182	0.72

数据来源: 财新智库, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

互联互通政策推动慢于预期。

## 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	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。