宏观研究

【粤开宏观】风景这边独好：点评《中国2020年国民经济统计公报》

2021 年 02 月 28 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S030052011000
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】财政资金去哪了——中国财政政策 2020 全面回顾与 2021 年展望》2021-01-26

《【粤开宏观】从地方两会看 2021 中国经济》2021-02-02

《【粤开宏观】政府债务形势分析：风险、成因及治理路径》2021-02-09

《【粤开宏观】一马当先：广东发展模式成功的三大关键》2021-02-17

《【粤开宏观】中国财政形势分析：当前形势及中长期改革方向》2021-02-22

导读：2021 年 2 月 28 日，国家统计局发布《2020 年国民经济和社会发展统计公报》。2020 年，面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务以及新冠肺炎疫情的严重冲击，中国采取果断的疫情防控举措和及时、有效的财政与货币等政策，成功控制疫情，维护了经济社会稳定，三大攻坚战、供给侧改革、六稳、六保取得巨大成绩。本文主要回顾 2020 年中国经济社会成就，展望未来的机遇与挑战。我们的基本结论是：1）中国的制度、市场和人才红利优势逐步凸显，前景广阔，孕育巨大的投资机会，2023 跨入高收入经济体行列，2028 年前后成为全球第一大经济体；2）但是有四大挑战必须高度重视：**人口危机、财政社保压力、产业链升级受阻、中美全面摩擦。**

摘要：

一、中国国民经济和社会发展成就

1、**2020 年中国 GDP 规模首次突破 100 万亿元，达 101.6 万亿元（即 14.7 万亿美元），GDP 实际增速 2.3%，中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。**美国 2020 年 GDP 为 20.9 万亿美元，增速-3.5%，中国 GDP 相当于美国的 70.3%，中美差距正在快速缩小。中国有望在 2028 年前后跃升为第一大经济体,但是人均 GDP 和经济质量及结构仍有较大差距。2020 年人均 GDP 预计为 72447 元，比上年增长 2.0%，连续两年超 1 万美元，2023 年前后或跻身高收入经济体行列。

2、**疫情对经济的冲击不均衡，服务业和消费受损严重，导致服务业对 GDP 增长贡献率大幅下降，消费首次对经济增长负贡献。**第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 7.7%、37.8%和 54.5%，对 GDP 增长的贡献率分别为 9.5%、43.3%和 47.3%，较上年变化 5.6、10.7 和-16.2 个百分点，**第三产业的贡献率较上年大幅下降。**从最终需求看，最终消费支出、资本形成总额和净出口对 GDP 增长的贡献率分别为-22.0%、94.1%和 28.0%，比上年变化-80.6、65.2 和 15.4 个百分点，对经济的拉动分别为-0.5、2.2 和 0.6 个百分点，**消费首次对经济增长负贡献。**

3、**新经济新产业快速发展，数字经济占 GDP 比重接近 40%，独角兽企业数量居全球第二。**中国 5G 建设领跑全球，2020 年新增 58 万个 5G 基站，累计建成 71.8 万个 5G 基站；2020 年信息服务业增加值同比增速 16.9%，在所有行业中增速最高；新能源汽车、集成电路产量较上年增长 17.3%和 29.6%；高技术制造业、装备制造业占规模以上工业增加值的比重为 15.1%和 33.7%。**据 CB Insights 数据，截至 2020 年末，全球独角兽企业有 538 家，其中美国 289 家，中国 105 家**；互联网消费贡献突出，全国网上零售额同比增长 10.9%。

4、城镇化水平超过 60%，空间依然巨大，城乡区域协调发展稳步推进，进入城市群都市圈发展阶段。

5、供给侧改革继续深化，巩固并深化去产能，聚焦于降成本和补短板。去产

能方面，2020 年四季度产能利用率上升至达到 78%，为供给侧改革以来的高点；去库存方面，2020 年末商品房待售面积 49850 万平方米，与上年基本持平；降成本方面，新增减税降费规模创历史新高，企业利润率上升；补短板方面，公共卫生等薄弱环节投资较快增长。

6、三大攻坚战成效显著。全面脱贫取得历史性成就，贫穷县全部摘帽；“十三五”期间实现 5575 万农村贫困人口脱贫；节能减排和污染防治取得积极进展，2020 年万元 GDP 能耗比上年下降 0.1%，能源结构持续优化；宏观杠杆率阶段性攀升，后续将逐步趋于稳定。

7、对外开放步伐持续加快。外商投资准入负面清单由 40 条减至 33 条；RCEP 正式签署，中欧投资协定如期达成，积极考虑加入 CPTPP 等，目前我国已与 26 个经济体签署了 19 个自贸协定。金融对外开放加快，商业养老保险领域对外开放进一步加快；加快推进海南自由贸易港建设等。

8、就业形势超预期，收入差距有所缩小，社保、教育、文化方面取得积极进展。全年城镇新增就业 1186 万人，明显高于 900 万人以上的预期目标；城乡人均收入比值为 2.56，比上年缩小 0.08；按照收入五等分划分，2020 年最高 20%收入的高收入群体与最低 20%收入的低收入群体的人均收入之比为 10.2 倍，低于 2019 年的 10.35 和 2018 年的 10.97。

二、中长期看有四大挑战：人口危机、财政社保压力、产业链处于中端、中美全面摩擦

一是人口出生率下降，人口老龄化加快上升。2020 年，公安部口径统计的出生人口为 1003.5 万，较上年减少 175.5 万人，下降幅度约为 14.9%。**人口出生率下滑不仅与生育政策有关，更取决于生育成本和观念的变化。一是建议将人口生育权利返回家庭和个人，逐步放开生育政策。二是解决生育成本问题，从财政税收、社保、医疗、教育、住房、就业制度等方面降低生育成本。人口问题是国家和社会问题，人口红利影响国家和全社会，成本不应仅由家庭尤其是女性成本，要建立起国家、社会和家庭共同承担生育成本的制度。**

二是财政形势严峻，人口老龄化快速上升加剧财政紧张。2020 年，财政税收增速低，税收增速创半个世纪以来新低。财政收入增速为-3.9%，为 1976 年以来的最低增速；税收收入增速为-2.3%，为 1969 年以来最低增速。财政收入占 GDP 比重连续五年下降；财政收支差达 6.3 万亿，创历史新高。1962-1972 年是中国人口生育高峰，意味着 2022 年开始将迎来人口退休高潮，社保压力巨大，延迟退休以及国资划转社保必须尽快实施。

三是中国产业链仍有待进一步升级，科技创新水平仍不足。最关键的是激发企业家、思想界和科学家创新的积极性，改革科技创新体制。若科技创新体制不改革，科技创新容易沦为重复劳动和劣币驱逐良币。

四是外部环境的中美贸易及地缘政治摩擦将长期存在，中美全面博弈可能开启，要抛弃幻想，坚定不移改革开放。拜登并未改变长期对华强硬的态度。拜登政府把民主和人权视为对华政策的核心，可能联合盟友频繁打出人权牌、知识产权牌及信息安全牌等，同时阻止中国崛起为技术和产业强国。

三、2021 年展望：斜坡下的反弹，预计 GDP 增速高达 9%

2021 年经济的两大逻辑是疫情后+政策正常化，经济增速前高后低。四大支

撑力量：**低基数、库存周期和产能周期启动、海外经济重启、美国刺激经济。详见正文。**

风险提示：经济增长不及预期

目 录

一、中国国民经济和社会发展状况：神女应无恙，当惊世界殊 6
（一）GDP 达 14.7 万亿美元，相当于美国的 70%，2028 年前后有望成为世界第一大经济体 6
（二）人均 GDP 连续两年超 1 万美元，2023 年前后或跻身高收入经济体行列 8
（三）疫情打击服务业和消费，导致服务业对 GDP 增长贡献率大幅下降，消费首次对经济增长负贡献 8
（四）新经济新产业快速发展，数字经济占比近 40% 11
（五）城镇化率超过 60%，空间依然巨大，进入城市群都市圈发展阶段 14
（六）供给侧改革继续深化，巩固并深化去产能，聚焦于降成本和补短板 15
（七）房产投资保持较强韧性，制造业投资低迷但产能周期上升，高新制造业快速发展 16
（八）三大攻坚战成效显著：全面脱贫取得历史性成就，节能减排和污染防治持续推进 18
（九）改革开放实现重要突破，金融对外开放加快，积极推动中外多双边贸易投资协定 18
（十）货币供应量和社会融资规模合理增长，信贷结构优化 19
（十一）就业形势超出预期，居民收入差距有所缩小，社保、教育、文化、卫生健康等方面取得积极进展 19
二、中长期看有四大挑战：人口危机、财政社保压力、产业链受制于人、中美贸易摩擦 20
三、2021 年展望：四大力量驱动，预计 GDP 增速高达 9% 24

图表目录

图表 1： 中美 GDP 总量差距快速缩小 7
图表 2： 中美 GDP 实际增速 7
图表 3： 2020 全球部分经济体增速 7
图表 4： 中国人均 GDP 连续两年突破 1 万美元 8
图表 5： 服务业对 GDP 增长贡献率大幅下降（%） 9
图表 6： 消费对经济增长的拉动为负贡献（单位：百分点） 9
图表 7： 2020 年我国居民消费结构升级 10
图表 8： 饮料、通讯器材等类别消费增速上升（%） 10
图表 9： 数字经济占 GDP 比重近 40% 11
图表 10： 2019-2020 年全国 5G 基站累计建设（万个） 12
图表 11： 信息服务业增长高达 16.9%，所有行业中增速最高 12
图表 12： 近年来全球每年新增独角兽公司数量 13
图表 13： 2020 年快递业务量破 800 亿件 13
图表 14： 固定宽带用户数逐年增加，移动宽带用户达 13 亿户 14
图表 15： 我国人口和城市化率稳步提高 15
图表 16： 联合国预计 2050 年中国城镇化率 80% 15
图表 17： 当前中国城镇化率与主要发达国家仍有较大差距 15
图表 18： 2020 年四季度我国产能利用率达高点 16
图表 19： 2020 年房地产投资增速达 7.0%，韧性强（%） 17
图表 20： 高新技术制造业投资增速远高于制造业整体（%） 17
图表 21： 货币供应量合理增长，M2 增速有所上升（%） 19
图表 22： 2020 年收入分配更加公平，主因脱贫攻坚的转移性收入增加 19

图表 23： 中央对人口生育政策的变化 21
图表 24： 出生人口大降，老龄人口比例快速上升 21
图表 25： 老龄化率上升速度加快 22
图表 26： 各国 R&D 支出占 GDP 的比重 23

一、中国国民经济和社会发展状况：神女应无恙，当惊世界殊

（一）GDP 达 14.7 万亿美元，相当于美国的 70%，2028 年前后有望成为世界第一大经济体

2020 年中国 GDP 规模首次突破 100 万亿元，达 101.6 万亿元，相当于 14.7 万亿美元，为世界第二大经济体。美国 2020 年 GDP 为 20.9 万亿美元，中国 GDP 相当于美国的 70.3%，中美差距正在快速缩小。受疫情影响，2020 年中国 GDP 实际增速 2.3%，远低于 1978-2008 年高速增长期的平均增速 9.8%，但仍远高于美国 2020 年增速-3.5%。据 IMF 估计，2020 年全球 GDP 总量达 82.8 万亿美元，其中，中国和美国占全球 GDP 比重分别为 17.8%和 25.3%，第三大经济体日本占全球 GDP 比重仅为 6.1%。中美主导全球。

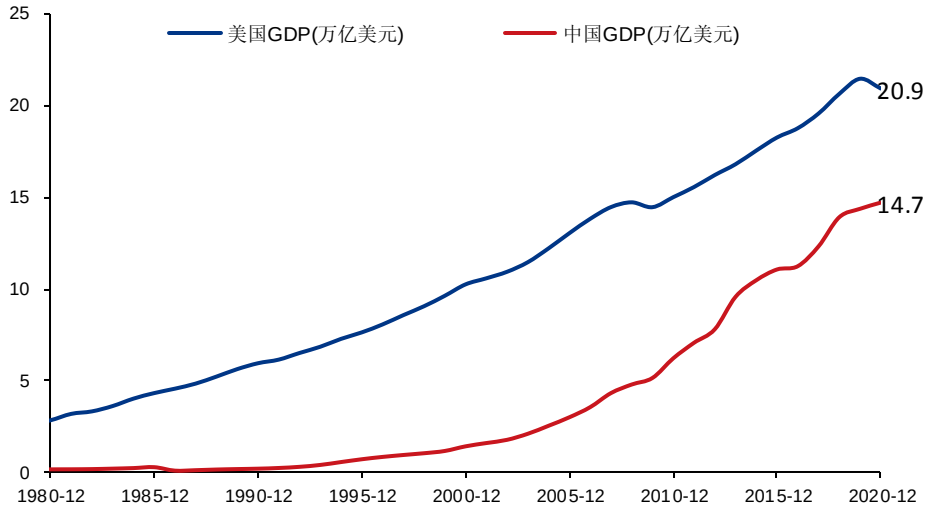
面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，**中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体**。IMF 预测 2020 年全球 GDP 总量缩减 3.8 万亿美元，中国当年新增 GDP 3641 亿美元，是全球经济增长的最大贡献者

2028 年前后中国有望跃升为第一大经济体,但是人均 GDP 和经济质量及结构与美国比仍有较大差距。中国是个大国，区域发展不平衡问题依然突出。如果中国经济保持 6%左右的增长，则在 2028 年前后，中国将超越美国成为全球第一大经济体，全球政经格局和治理版图进入新的篇章。中国正处于世界百年未有之大变局，逆全球化、民粹主义甚嚣尘上，不确定性明显增强，面临前所未有的机遇和挑战，形势较以往更为严峻，必须深化改革开放，加快构建新发展格局。

机遇方面，中国有巨大的制度、市场、人才红利优势，前景广阔：中国有全球最大的统一市场（14 亿人口），有全球最大的中等收入群体（4 亿人群）；中国的城镇化进程距离发达国家仍有 20 个百分点的空间，潜力大；中国的劳动力资源近 9 亿人，就业人员 7 亿多，受过高等教育和职业教育的高素质人才有 1.7 亿，每年大学毕业生有 800 多万，人口红利转向人才红利；中国的新经济迅速崛起，独角兽数量仅次于美国；中国拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家；中国 GDP 潜在增速在 6%左右，是美国的 2-3 倍；中国共产党的领导以及社会主义的制度优势越发凸显，坚定不移的改革开放释放出巨大活力。

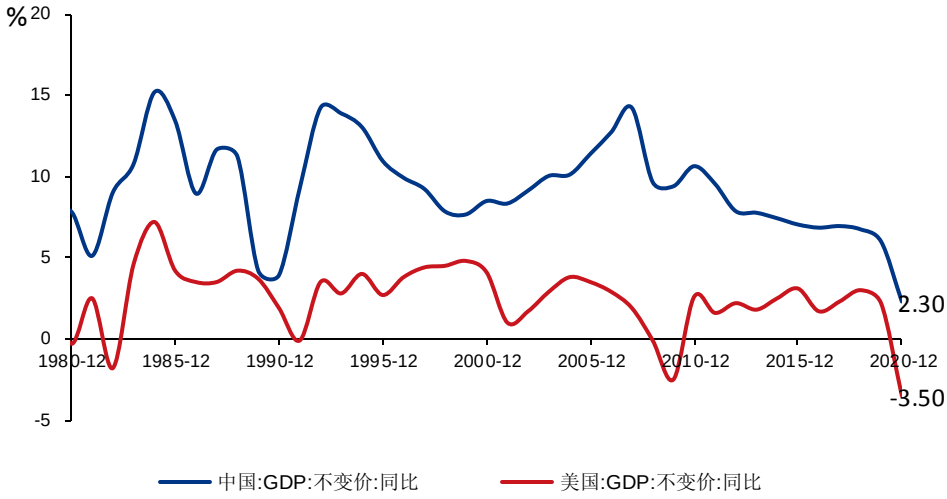
挑战方面，中国内外部面临人口、财政、产业链和中美冲突四大风险。人口危机（老龄化与生育断崖）渐行渐近，财政压力尤其是基层财政困难日益突出，产业链仍处中端及科技创新不足，中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性。我国在科技创新、高端制造、金融服务、大学教育、关键核心技术、军事实力等领域跟美国仍有巨大差距，必须继续谦虚学习、韬光养晦，坚持改革开放。

图表1：中美 GDP 总量差距快速缩小



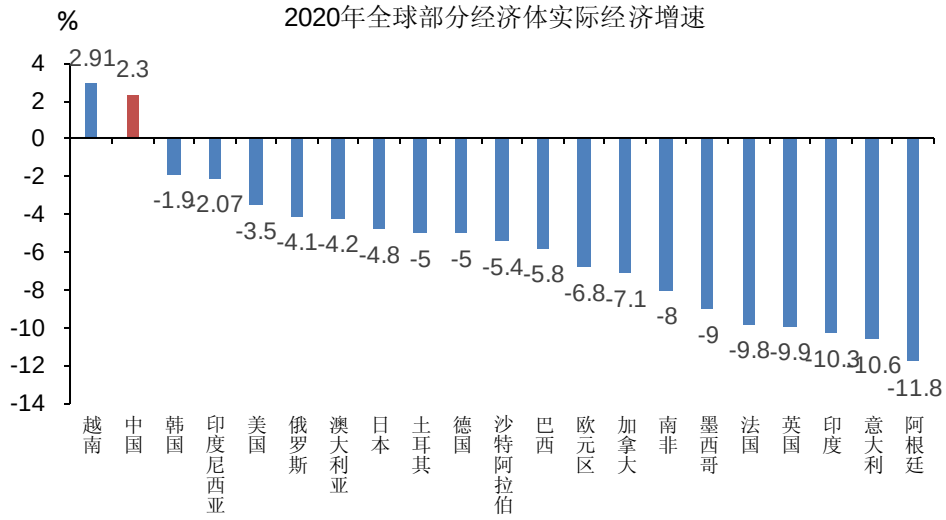
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：中美 GDP 实际增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：2020 全球部分经济体增速

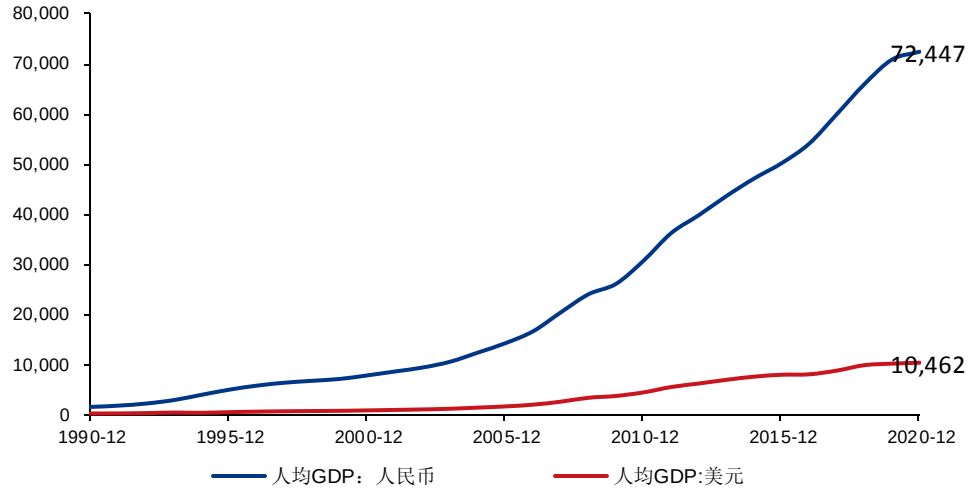


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）人均 GDP 连续两年超 1 万美元，2023 年前后或跻身高收入经济体行列

2020 年中国人均 GDP 预计为 72447 元，比上年增长 2.0%。以美元计价，我国 2020 年人均 GDP 约为 10462 美元。按世界银行标准，高收入经济体人均 GDP 门槛约为 1.25 万美元。如果中国能够转型成功，按照 6%左右的速度再增长 3 年左右，在 2023 年前后中国将跨越中等收入陷阱，跻身高收入经济体行业。

图表4：中国人均 GDP 连续两年突破 1 万美元



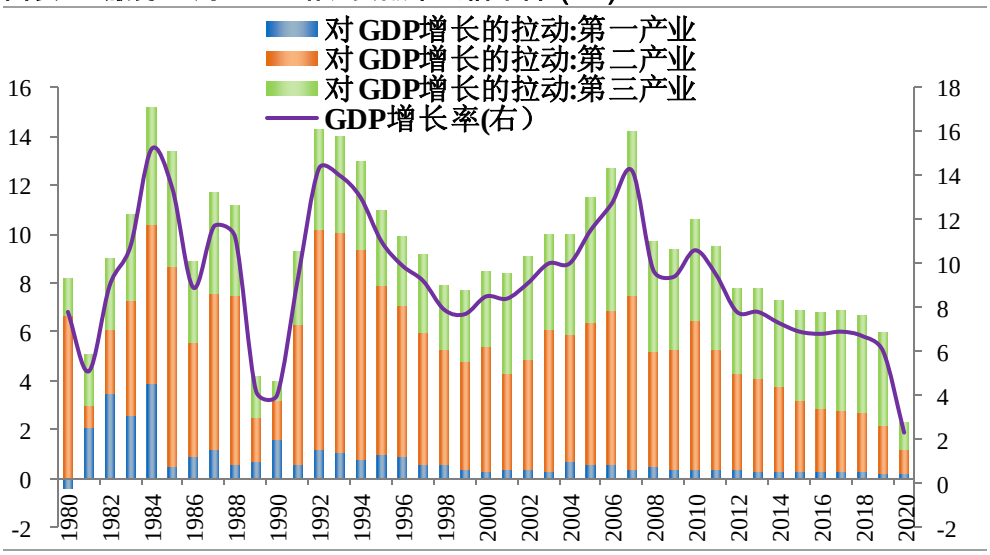
资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）疫情打击服务业和消费，导致服务业对 GDP 增长贡献率大幅下降，消费首次对经济增长负贡献

2020 年新冠疫情对经济增长产生重大冲击，各行业受到的冲击并不均衡，服务业和

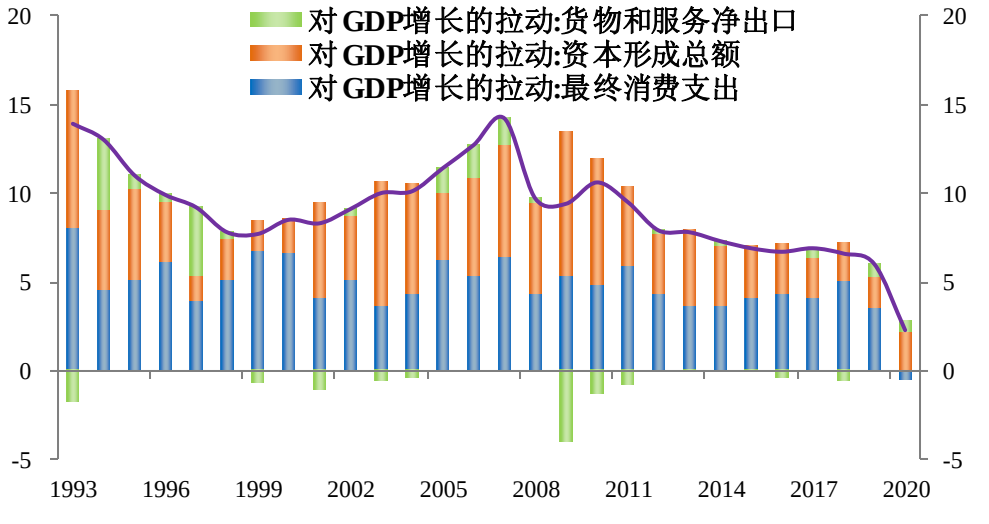
消费受打击较大。从产业看，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 7.7%、37.8%和 54.5%，对 GDP 增长的贡献率分别为 9.5%、43.3%和 47.3%，较上年变化 5.6、10.7 和-16.2 个百分点，其中第三产业的贡献率较上年大幅下降。从最终需求看，最终消费支出、资本形成总额和净出口对 GDP 增长的贡献率分别为-22.0%、94.1%和 28.0%，比上年变化-80.6、65.2 和 15.4 个百分点，分别拉动 GDP-0.51、2.16 和 0.64 个百分点，消费首次对经济增长负贡献。

图表5：服务业对 GDP 增长贡献率大幅下降（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：消费对经济增长的拉动为负贡献（单位：百分点）

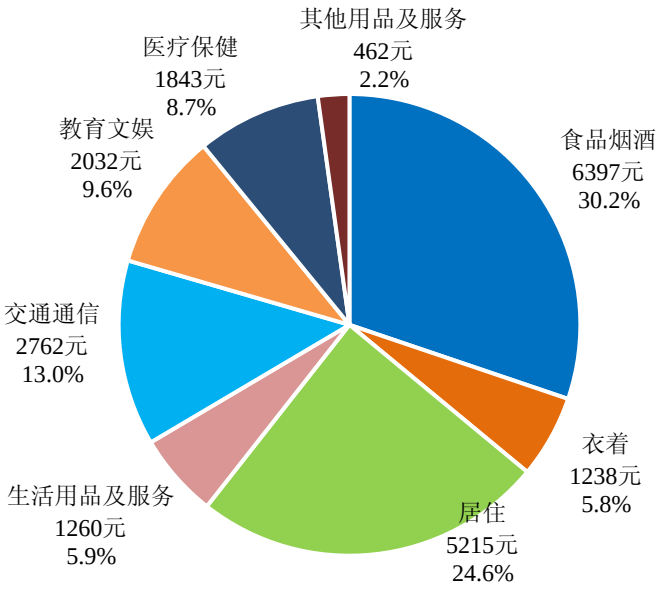


资料来源：wind、粤开证券研究院

受疫情影响，2020 年居民恩格尔系数有所回升，服务性消费下降，同时线上消费大幅增长。2020 年全国居民人均消费支出中食品烟酒支出占比为 30.2%，较 2019 年提高 2 个百分点。根据联合国粮农组织提出的标准（恩格尔系数达到 30%-40%为富裕水平，低于 30%为最富裕水平），我国 2017-2019 年已连续三年保持在“最富裕”水平。2020 年疫情导致娱乐文化和旅游等消费占比被动下降，恩格尔系数短期暂时反弹，但仍接近 30%，伴随我国经济逐步回归正常化，预计恩格尔系数也将逐步回落。

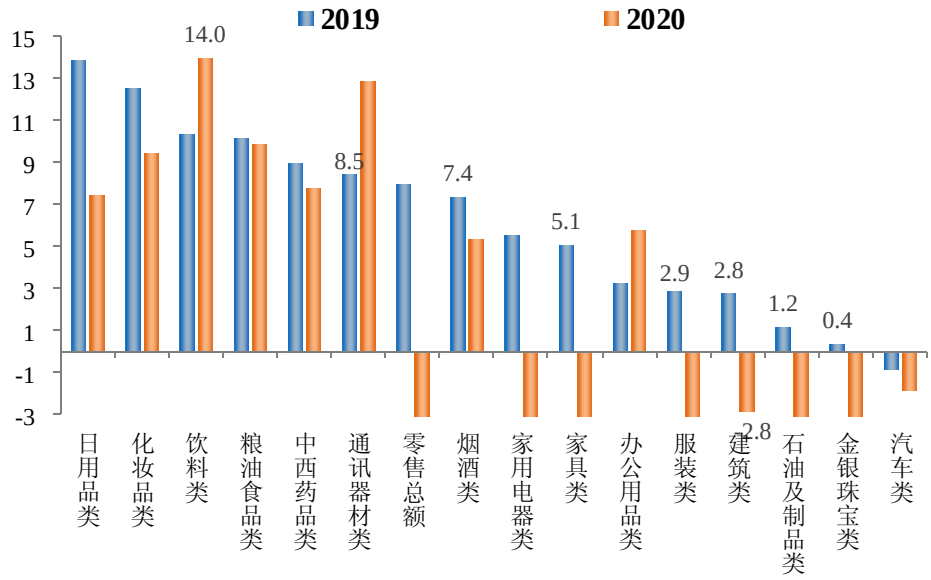
同时，全国居民人均消费支出中，服务性消费占比为 42.6%，比上年下降 3.3 个百分点。2020 年社会消费品零售总额 39.2 万亿元 ,比上年下降 3.9% ,增速较上年放缓 11.9 个百分点。从消费类别看，通讯器材类同比增长 12.9%，疫情期间，居家办公、网课以及上网时间大幅增长，提高了消费者购买和更换新机的意愿；受国际油价大幅下滑、国际争端、出口受阻等因素影响，石油及制品类零售总额下降明显，同比下降 14.5%；服装类及金银珠宝类等非生活必需品类商品需求低迷，同比增速分别为-6.6%和-4.7%，分别较上年增速下降 9.5 和 5.1 个百分点，带动消费增速下行。

图表7：2020 年我国居民消费结构升级



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：饮料、通讯器材等类别消费增速上升（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

即便 2020 年中国消费负增长，中国仍是全球最重要的消费市场，从生产大国走向消费大国。未来消费在经济增长中将发挥基础性作用，孕育大量投资机会。14 亿人口和 4 亿中等收入群体的庞大市场和规模效应（欧洲只有 7.4 亿人，美国有 3.3 亿人，日本是 1.3 亿，我国拥有全球最大的统一市场）；居民收入和就业的持续改善推动消费继续扩张；从住行向服务消费升级；疫情爆发促进线上消费和相关行业发展，扩大新的消费增长点，刺激消费，拉动国内国外"双循环"的市场需求。

（四）新经济新产业快速发展，数字经济占比近 40%

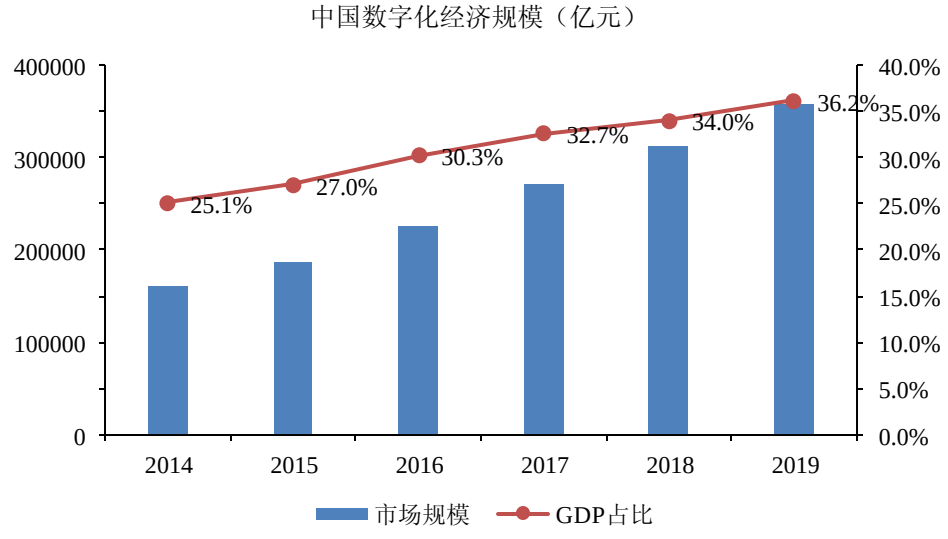
整体上生产增长放缓，传统行业增速低。2020 年规模以上工业增加值同比增长 2.8%，增速逐季回升，较上年放缓 2.9 个百分点。其中，传统行业增速明显放缓，纺织、造纸、化学原料和化学制品制造业增速分别为 0.7%、1.2%和 3.4%，较上年放缓 0.6、3 和 1.3 个百分点。

与此形成鲜明对比的是，新产业新业态快速崛起，全球最好的新经济就在中美。2020 年高技术制造业和装备制造业工业增加值分别比上年增长 7.1%和 6.6%，增速分别比规模以上工业快 4.3 和 3.8 个百分点。新兴工业产品产量快速增长，新能源汽车和集成电路分别增长 22.4%和 29.5%。

近年来，中国大力发展数字经济，数字产业化加速创新，产业数字化深入推进。据中国信息通讯研究院统计数据，中国 2019 年数字经济规模世界第二，增速第一。中国在数字经济全球竞争中的位置，将保持数字经济全球第二大国的地位，有望实现"快速领跑"。2020 年疫情加速了数字化转型，线上办公、线上消费等新业态持续发展，中国新经济在全球领先，数字经济已成经济的重要组成部分。线上办公，工作模式更加灵活；消毒机器人在医疗领域的应用，提升效率又能保障人身安全；在线教育平台大量增加，实现"停学不停课"；线上消费占比提高。疫情期间，5G、大数据、人工智能及物联网等数字经济的应用，推动了产业结构的优化升级。

2014 至 2020 年中国数字经济增加值规模不断增加，占 GDP 的比重不断提高。2019 年中国数字经济增加值规模为 35.84 万亿元，GDP 占比为 36.2%，接近 40%。数字经济已经成为全球经济发展的新动能，中国与发达国家的数字经济发展水平还有一定的距离，要凭借着强大的国内市场优势，不断进行技术创新和模式创新，加快促进数字经济与实体经济的融合发展，拓展经济发展新空间。

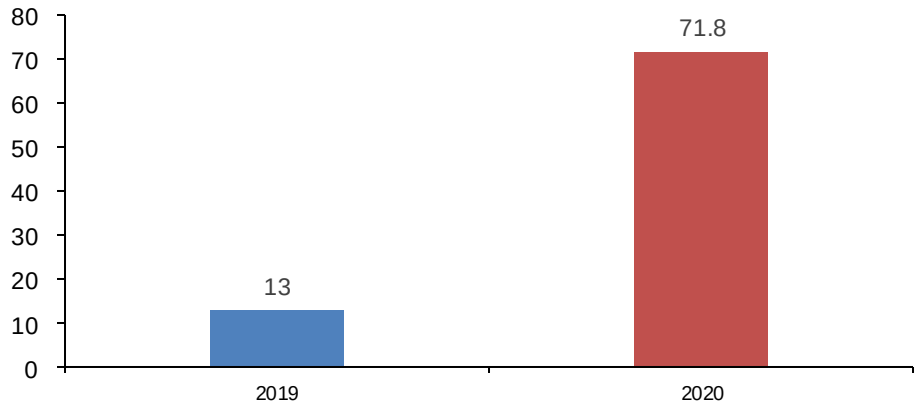
图表9：数字经济占 GDP 比重近 40%



资料来源：中国信息通信研究院、粤开证券研究院

当前我国数字经济发展呈现四大新特征。一是中国 5G 建设持续领跑全球。我国在 5G 领域建设已达到国际先进水平，截至 2019 年底中国共建成 5G 基站超 13 万个。2020 年新冠肺炎疫情导致远程访问的需求激增，5G 部署全面提速，全国新增 58 万个 5G 基站，累计达成 71.8 万个 5G 基站，5G 手机在国内市场出货量占比连续数月超 60%，5G 智能终端领域持续领航。**二是城市建设重点向发挥数据价值聚焦。**2020 年以来，各地方智慧城市政策中均提出要加大城市数据开发利用。截至 2020 年 10 月，全国 66%的省级行政区（不包含港澳台地区）、73%的副省级和 35%的地级行政区上线了政府数据开放平台。**三是制造业数字化持续深化。**据国家工业信息安全发展研究中心数据，2020 年中国规模以上工业企业生产设备数字化率、关键工序数控化率分别达到 49.4%和 51.7%，生产效率平均提高 44.9%。**四是电子政务持续提效，排名再创历史新高。**《2020 联合国电子政务调查报告》报告显示，我国电子政务发展指数（EGDI）排名已升至全球第 45 位，较 2018 年报告提升 20 个位次，达到历史新高。

图表10：2019-2020 年全国 5G 基站累计建设（万个）

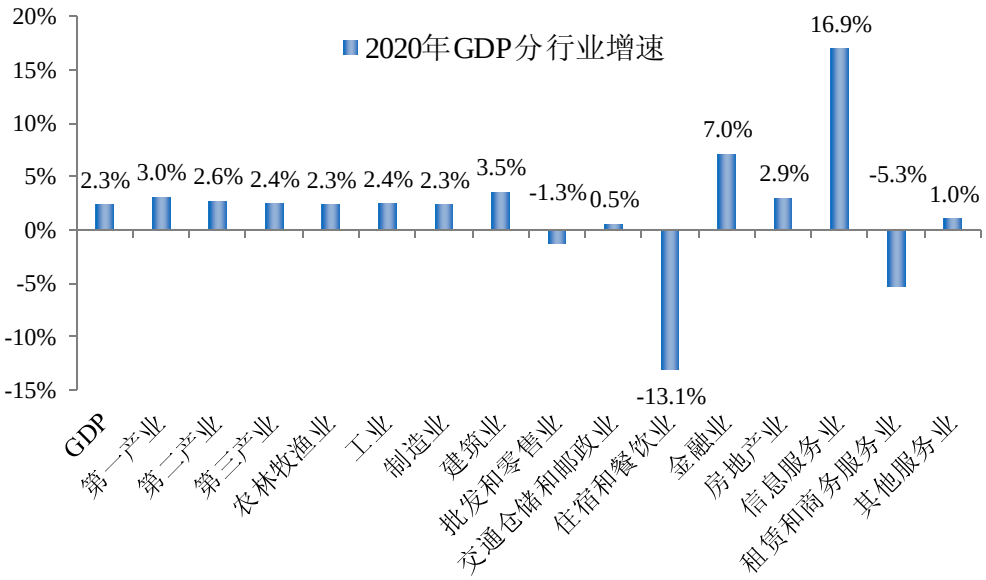


资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

2020 年，信息服务业一枝独秀，增速高达 16.9%。全年软件和信息技术服务业完成软件业务收入 81616 亿元，按可比口径计算，比上年增长 13.3%。从子行业来看，移动游戏、网络购物约车平台、旅游平台、大数据云计算等众多子行业都诞生了一批独角兽企业，使得中国企业在全球创新创业领域的话语权迅速提升。**据 CB Insights 数据显示，截至 2020 年末，全球独角兽企业有 538 家，其中美国 289 家，中国 105 家，位居第二，**这得益于中国巨大的消费市场，中美两国独角兽数量合计占全球比重 73.2%。2018、2019 及 2020 年中国新增独角兽公司分别为 32、17 和 10。未来信息服务业与人工智能、AR、VR 技术结合仍将释放巨大的增长潜力，为中国经济发展提供重要动能。

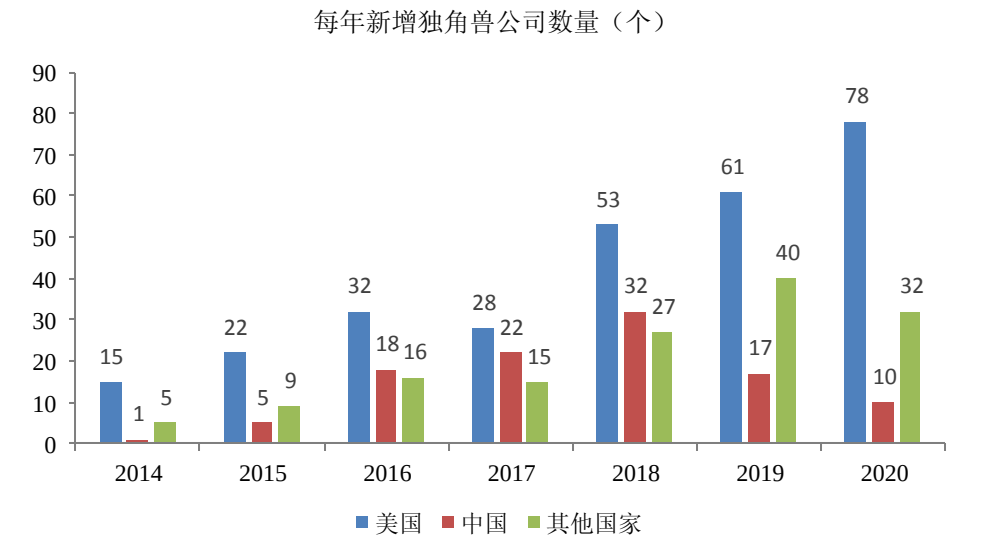
互联网消费贡献突出。全国网上零售额 117601 亿元，比上年增长 10.9%。全年实物商品网上零售额增长 14%，占社会消费品零售总额的比重达 24.9%，比上年提高 4.2 个百分点。全年完成邮政行业业务总量 21053.2 亿元，比上年增长 29.7%。全年快递业务量 833.6 亿件，快递业务收入 8795 亿元。全年完成电信业务总 136758.3 亿元，比上年增长 28.1%。全年移动互联网用户接入流 1656 亿 GB，比上年增长 35.7%。

图表11：信息服务业增长高达 16.9%，所有行业中增速最高



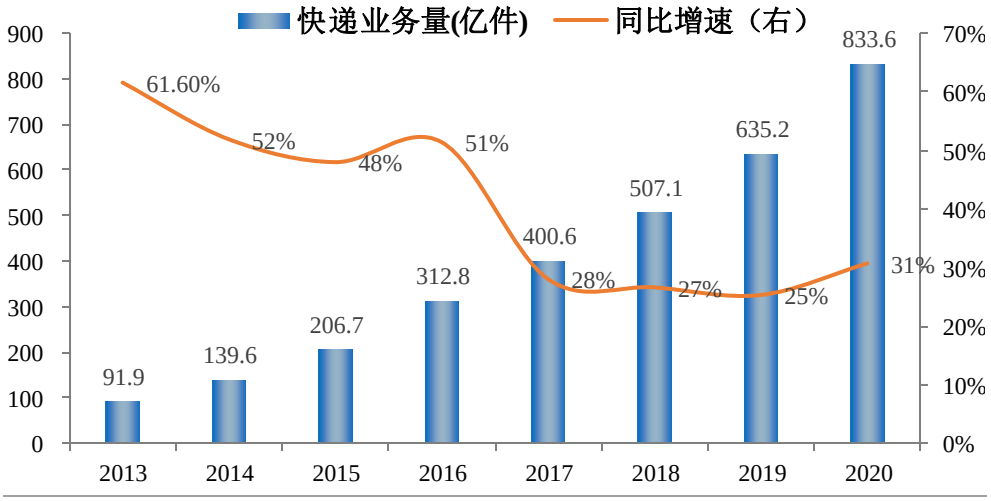
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：近年来全球每年新增独角兽公司数量



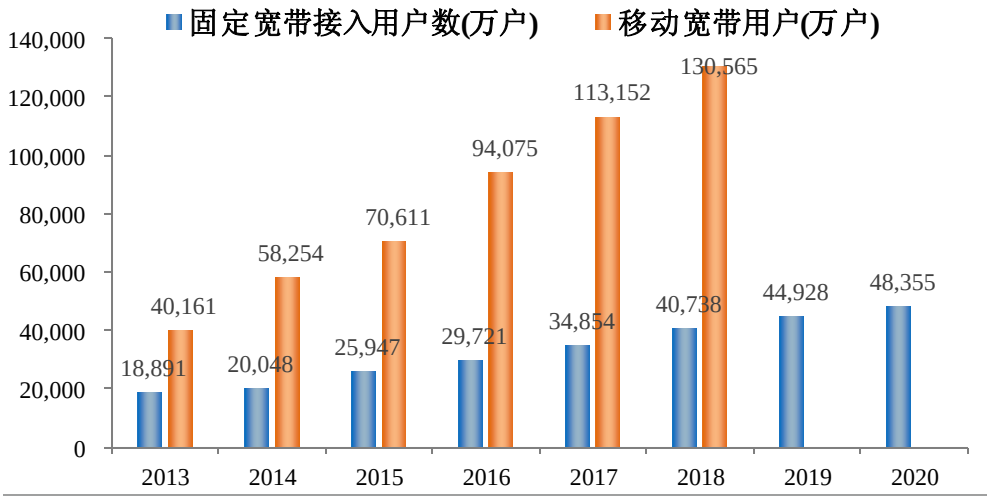
资料来源：CB Insights、粤开证券研究院

图表13：2020 年快递业务量破 800 亿件



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

图表14：固定宽带用户数逐年增加，移动宽带用户达 13 亿户



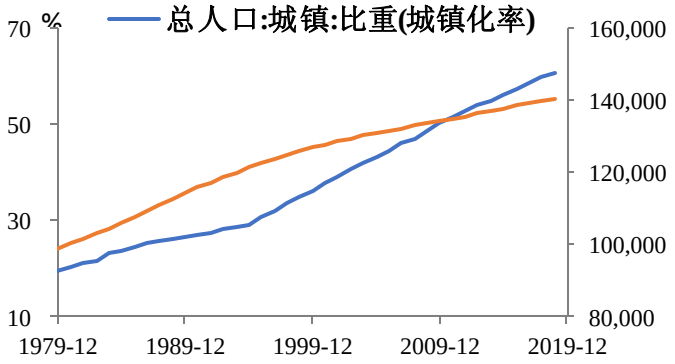
资料来源：wind、粤开证券研究院

（五）城镇化率超过 60%，空间依然巨大，进入城市群都市圈发展阶段

2020 年城镇化率超过 60%，城乡区域协调发展仍在稳步推进。由于 2020 年人口普查相关数据要在 4 月份公布，2020 年我国户籍人口、城镇化率等详细数据暂未披露。但从 2019 年数据仍可观察到，过去四十年，中国城镇常住人口从 1.8 亿快速增至 8.5 亿，净增加 6.7 亿，城市化率从 18.96%提升至 60.6%，提高 41.64 个百分点，深刻地改变了中国经济社会格局，成就了过去中国重化工业、大规模基础设施投资、房地产、消费升级等的飞速发展。截至 2019 年，中国 60.6%的城市化率稍高于世界平均水平 55.7%，但明显低于高收入经济体的 81%和中高收入经济体的 66%，中国城市化还有约 20 个百分点的空间。2019 年中国户籍人口城镇化率为 44.38%，比 2018 年提高 1.01 个百分点。全国人户分离人口 2.80 亿人，其中流动人口 2.36 亿人，户籍改革和公共服务均等化有待推进。2019 年第一、二、三产业就业人口占比分别约为 25.1%、27.5%和 47.4%，其中第一产业就业人员占比大幅高于第一产业占 GDP 比重，第一产业就业人口向第二、三产业的转移还将持续。

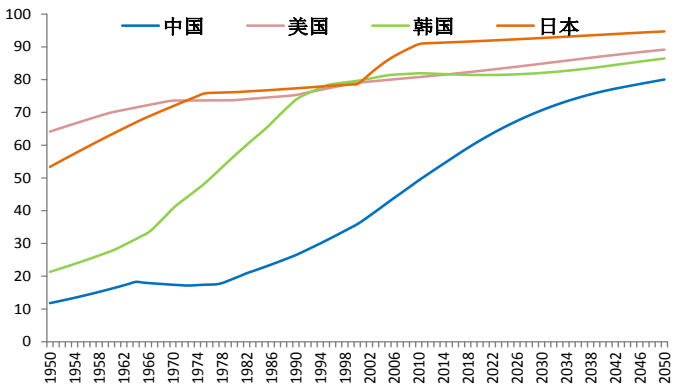
未来 10 年中国将新增 1.6 亿城镇人口。《国家人口发展规划（2016-2030）》预测，中国人口将在 2030 年前后达到峰值，此后持续下降，届时中国城市化率将达 70%。因此，2030 年中国城镇人口将比 2020 年增加约 1.6 亿，新增城镇人口将带来基础设施、地产、新零售、医疗卫生、文化娱乐等多个领域的广泛需求，为我国经济发展提供重要引擎。

图表15：我国人口和城市化率稳步提高



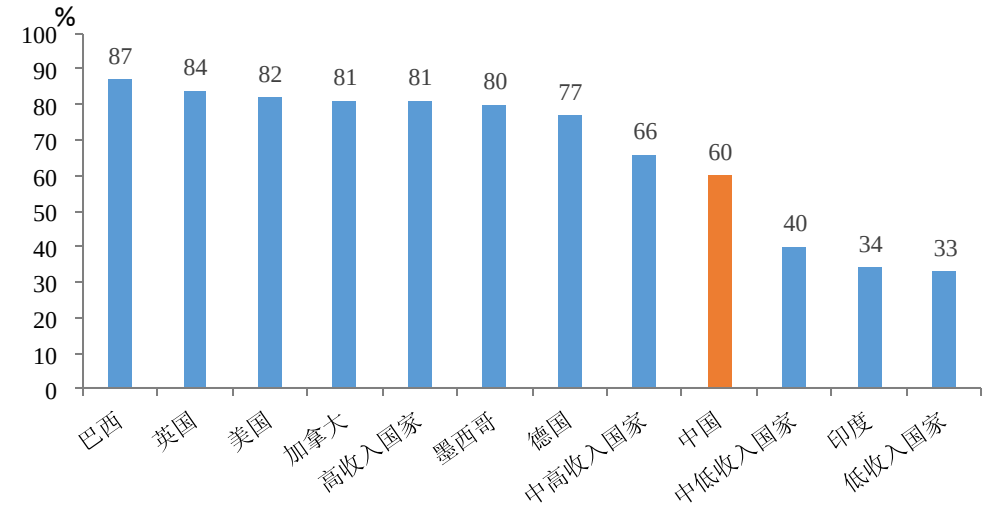
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：联合国预计 2050 年中国城镇化率 80%



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表17：当前中国城镇化率与主要发达国家仍有较大差距



资料来源：世界银行、粤开证券研究院，图中数据为 2019 年数据

（六）供给侧改革继续深化，巩固并深化去产能，聚焦于降成本和补短板

2015 年 12 月中央经济工作会议首次提出供给侧结构性改革，聚焦于五大任务“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。随着“三去”工作取得较好成果，经济结构和质量实现更高水平的均衡，供给侧改革从“减法”走向“加法”。疫情爆发后，以减税降费为主导的“降成本”继续推进，工业企业利润率上升；同时为对冲经济社会风险，实行积极的财政政策和宽松的货币政策，适度抬升了宏观杠杆率，符合形势需要；更加聚焦于补短板，

尤其是公共卫生领域、民生和新基建投资增速较高。

去产能方面，2020 年在煤炭去产能总体提前完成任务的基础上，继续优化煤炭产业结构，继续淘汰不具备安全环保条件、不符合产业政策及低效无效的煤矿产能。全国产煤地区 2020 年关闭退出煤矿共 600 座，合计化解煤炭过剩产能超 1.5 亿吨。2020 全年全国工业产能利用率为 74.5%，比上年下降 2.1 个百分点。黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率分别为 78.8%，提高 0.8 个百分点。**从季度看产能利用率逐季上升，2020 年第四季度，经济增速回到正常轨道，产能利用率持续上升至供给侧结构性改革以来高点，达到 78%。**

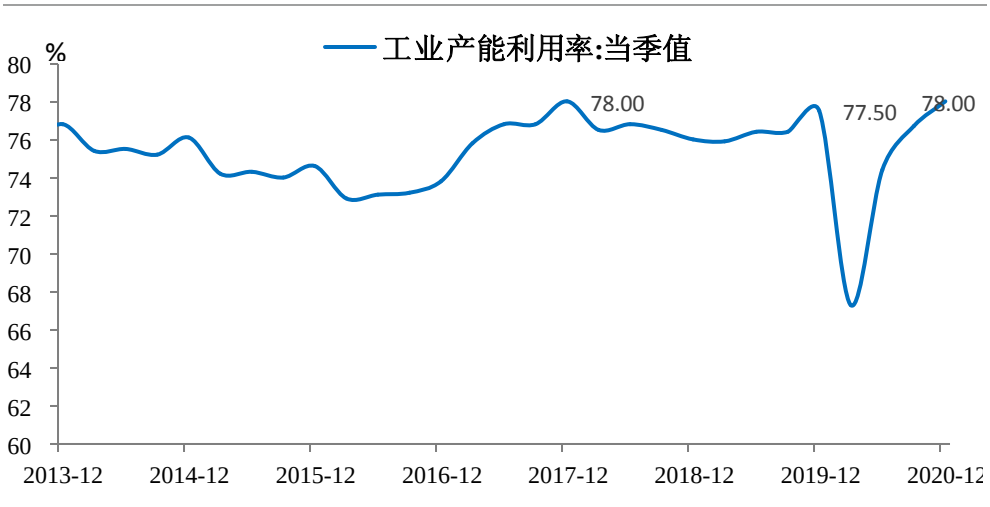
去库存方面，2020 年末商品房待售面积 49850 万平方米，与上年基本持平。2020 年房地产投资增速坚挺，是拉动经济增长的主要动力。房地产销售逐步上升，全年房地产销售累计同比增长 2.6%。

去杠杆方面，受疫情影响，**2020 年全年宏观杠杆率从 2019 年末的 246.5%上升至 270.1%，增长了 23.6 个百分点，但增幅呈逐季回落态势，四季度已出现"去杠杆"，**四季度较三季度下降 1.1 个百分点。在相对宽松的货币政策下债务增速上升和经济增速放缓是主要驱动因素。

降成本方面，企业成本继续降低，费用略增，利润率上升。2020 年，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本和费用合计为 93.06 元，比上年增加 0.03 元；其中，每百元主营业务收入中的成本为 83.89 元，降低 0.11 元。全年新增减税降费超过 2.5 万亿元，为 399 万户纳税人办理延期缴纳税款 292 亿元。企业效益总体回升，2020 年规模以上工业企业主营业务收入利润率为 6.08%，比上年提高 0.2 个百分点；2020 年全国规模以上工业企业实现利润总额 64516.1 亿元，比上年增长 4.1%，继续保持较快增长。

补短板方面，薄弱环节投资较快增长。2020 年，社会领域投资分别比上年增长 11.9%，其中教育投资增长 12.3%，卫生投资增长 29.9%。

图表18：2020 年四季度我国产能利用率达高点



资料来源：wind、粤开证券研究院

（七）房产投资保持较强韧性，制造业投资低迷但产能周期上升，高新制造业快速发展

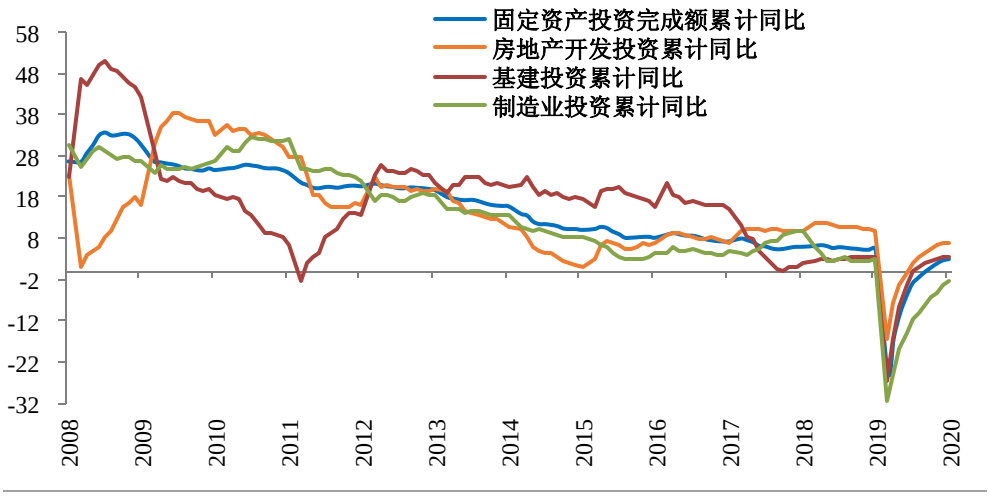
2020 年全社会固定资产投资 51.9 万亿元，累计同比增长 2.9%，较上年回落 1.1 百分点。其中，东部、中部、西部和东北地区投资分别增长 3.8%、0.7%、4.4 %和 4.3%。

东部新兴产业蓬勃兴起，中西部接续东部转移产业，东北人口外流转型困难。

2020 年地产投资、基建和制造业投资累计同比增长 7.0%、3.4%和-2.2 %。2020 年房地产投资、销售的韧性较强，是经济增长的主要支撑力。房产投资增速快主要源于宏观上相对宽松的货币政策和微观上房企在“三道红线”压力下加快投资、降低促销回笼资金。

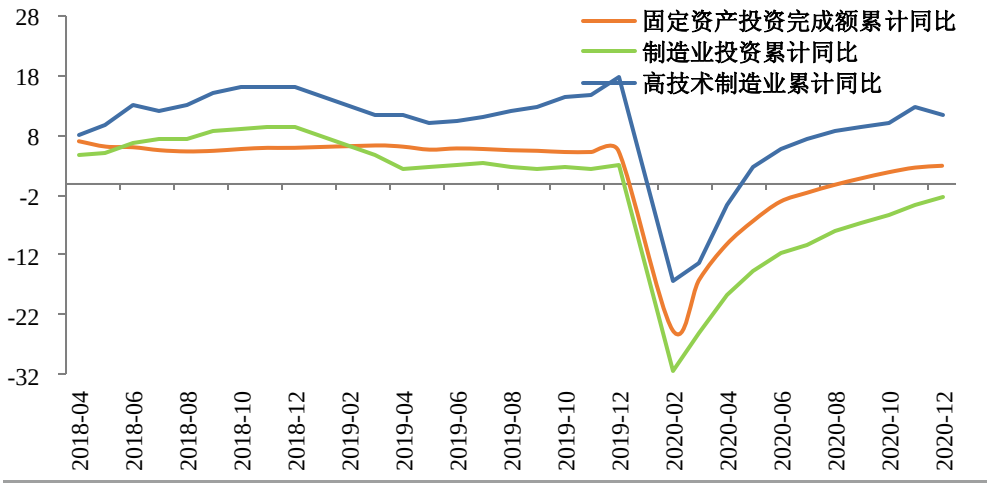
制造业投资增速为负，但累计降幅整体上逐月收窄。制造业投资受到企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振，需求改善及产能利用率上升预示产能上升周期开启。其中高技术制造业同比增长 11.5%，增速比制造业投资整体快 13.7 个百分点。2020 年计算机通信、专用设备制造、金属制品投资分别同比增长 12.5%、-2.3%和-8.2%。偏下游的行业如农副食品加工、纺织业、化学原料及制品分别为-0.4%、-6.9%、-1.2%。受 2020 年新冠疫情的影响，以及人口老龄化趋势明显，政府持续加大医疗卫生事业的投入，医药制造行业投资增速达到了 28.4%。

图表19：2020 年房地产投资增速达 7.0%，韧性强（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：高新技术制造业投资增速远高于制造业整体（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

（八）三大攻坚战成效显著：全面脱贫取得历史性成就，节能减排和污染防治持续推进

一是脱贫攻坚成效显著。经过 8 年艰苦奋斗，中国如期完成了新时代脱贫攻坚目标任务。现行标准下农村贫困人口全部脱贫，贫困县全部摘帽，消除了绝对贫困和区域性整体贫困，近 1 亿贫困人口实现脱贫。特别是，随着脱贫攻坚力度的加大，连续 7 年来我国每年减贫 1000 万人以上，“十三五”时期实现 5575 万农村贫困人口脱贫。

二是节能减排和污染防治取得积极进展。能耗强度继续下降，2020 年万元 GDP 能耗比上年下降 0.1%，天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的 24.5%，上升 1.1 个百分点，能源结构持续优化。全国 337 个地级及以上城市空气质量平均优良天数比例为 87%，比上年提高了 5 个百分点。细颗粒物（PM2.5）年平均浓度 33 微克/立方米，比上年下降 8.3%。

三是宏观杠杆率阶段性攀升，主要是为了应对突发的疫情，采取了相对宽松的财政和货币政策，效果显著。随着经济持续恢复和社会稳定，宏观杠杆率将逐步趋于稳定。杠杆率从 2019 年末的 246.5%攀升至 270.1%。2020 年 M2 同比增长 10.1%，高于名义 GDP 增速，M2 与 GDP 之比是 264%，比上年上升 63.5 个百分点。根据财政部数据，2020 年底中国政府债务为 46.55 万亿元，较上年增加 8.6 万亿元，负债率为 45.8%，较上年增加 7.5 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。地方政府债务余额 25.66 万亿元，较上年增加 4.35 万亿元，占 GDP 的 25.3%，控制在全国人大批准的限额之内。

（九）改革开放实现重要突破，金融对外开放加快，积极推动中外多双边贸易投资协定

在全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂的背景下，2020 年中国对外开放步伐持续加快。6 月全国外商投资准入负面清单由 40 条减至 33 条，自贸试验区外商投资准入负面清单由 37 条减至 30 条。11 月第二届进博会召开，来自 130 多个国家和地区的 3000 多家企业签约参展。RCEP 正式签署，世界上人口最多、经贸规模最大、成员构成最多元、最具发展潜力的自由贸易区正式启动。中国和日本首次达成双边关税减让安排，实现了历史性突破。2020 年中央经济工作会议还强调“积极考虑加入全面与跨太平洋伙伴关系协定”（CPTPP）。中国考虑加入 CPTPP，将进一步促进区域经贸发展，维护多边贸易体制，积极参与全球经济治理体系改革，构建面向全球的高标准自由贸易区网络。

金融对外开放加快。12 月国务院政策例行吹风会上，银保监会副主席黄洪强调，商业养老保险领域对外开放将进一步扩大，养老保险公司、养老金管理公司等专业机构也有望加速扩围。

加快推进自贸区试点，推动高层次改革开放新格局。自贸试验区作为我国改革开放的试验田，数量已经达到了 21 个，面向全国复制推广，成效显著。海南自由贸易港取得新成效；粤港澳大湾区建设为今后国家打造更高水准的国际经贸和科技合作新平台，RCEP 正式签署后，粤港澳大湾区将迎来更大发展机遇。

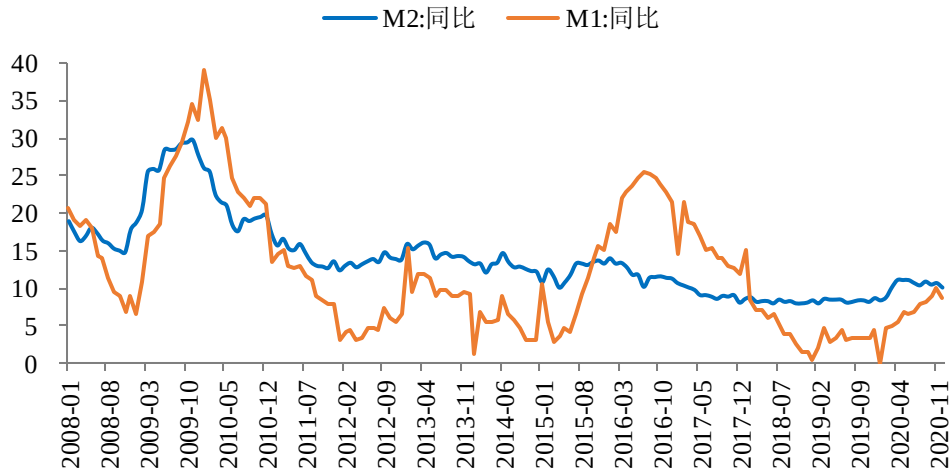
2020 年市场主体大量增加，吸引外资势头较好。2020 年全国新登记市场主体 2502 万户，日均新登记企业 2.2 万户。在全球跨境投资大幅下滑的背景下，2020 年实际使用外商投资金额 10000 亿元，增长 6.2%，折算为 1444 亿美元，增长 2.4%。

（十）货币供应量和社会融资规模合理增长，信贷结构优化

2020 年相对宽松的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，为中国率先控制疫情、复工复产提供了有力支撑。2020 年末广义货币供应量（M2）余额 218.7 万亿元，增长 10.1%，比上年末高 1.4 个百分点。2020 年净现金投放 7125 亿元，同比多投放 3144 亿元。

2020 年末社会融资规模存量 284.83 万亿元，增长 13.3%，增速比去年高 2.6 个百分点。全年社会融资规模增量 34.86 万亿元，按可比口径计算，比上年多 9.19 万亿元。其中企业债券和股票融资明显高于去年，2020 年末，企业债券存量 27.62 万亿元，同比增长 17.2%。企业综合融资成本明显下降，2020 年 12 月企业贷款加权平均利率为 4.61%，较上年同期下降 0.51 个百分点。

图表21：货币供应量合理增长，M2 增速有所上升（%）



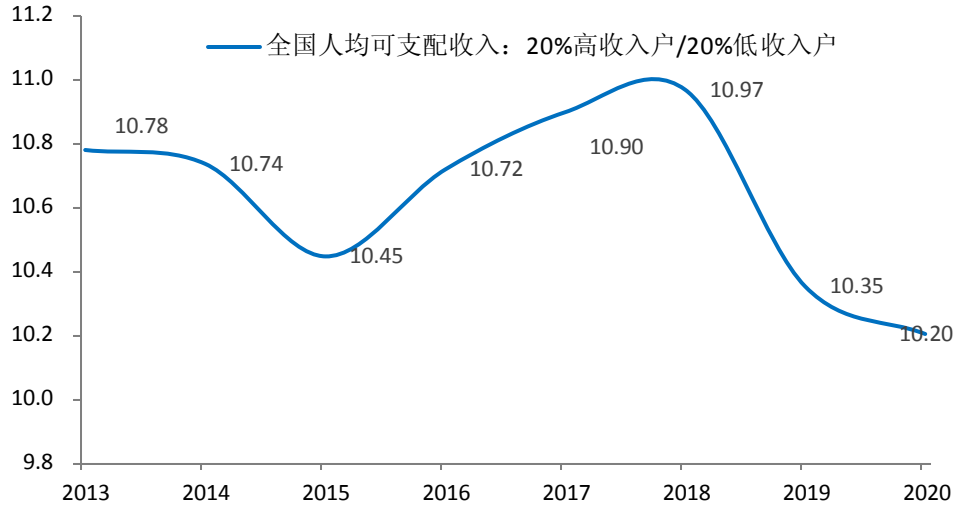
资料来源：wind、粤开证券研究院

（十一）就业形势超出预期，居民收入差距有所缩小，社保、教育、文化、卫生健康等方面取得积极进展

就业形势超预期。全年城镇新增就业 1186 万人，明显高于 900 万人以上的预期目标，完成全年目标的 131.8%。2020 年年均城镇调查失业率为 5.6%，低于 6%左右的预期目标。2020 年末，城镇登记失业率为 4.24%，低于 5.5%左右的预期目标。

居民收入差距有所缩小。全年全国居民人均可支配收入 32189 元，比上年名义增长 4.7%，扣除价格因素实际增长 2.1%，与经济增长基本同步。居民人均可支配收入 43834 元，比上年名义增长 3.5%，扣除价格因素实际增长 1.2%；农村居民人均可支配收入 17131 元，比上年名义增长 6.9%，扣除价格因素实际增长 3.8%。城乡人均收入比值为 2.56，比上年缩小 0.08，城乡居民收入差距有所缩小。**按照收入五等分划分，2020 年最高 20%收入的高收入群体与最低 20%收入的低收入群体的人均收入之比为 10.2 倍，低于 2019 年的 10.35 和 2018 年的 10.97。**主要是因为近年来持续加强脱贫攻坚，通过转移支付加大对贫困人口的补助。

图表22：2020 年收入分配更加公平，主因脱贫攻坚的转移性收入增加



资料来源：国家统计局，粤开证券研究院

社保方面：2020 年末，全国参加城镇职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险、职工基本医疗保险人数分别比上年末增加 2150 万、978 万、1498 万。参加城乡居民基本医疗保险人数为 101678 万人。**教育方面：**2020 年，九年义务教育巩固率为 95.2%，比上年提高 0.4 个百分点；高中阶段毛入学率为 91.2%，提高 0.7 百分点。**文化方面：**2020 年末全国文化系统共有博物馆 3510 个，公共图书馆 3203 个。**卫生健康方面：**年末全国共有医疗卫生机构 102.3 万个，基层医疗卫生机构 97.1 万个；专业公共卫生机构 1.4 万个；卫生技术人员 1066 万人，增加 56 万人。全国共有 8177 家医疗卫生机构提供核酸检测服务，总检测能力达到 1153 万份/天。

二、中长期看有四大挑战：人口危机、财政社保压力、产业链受制于人、中美贸易摩擦

一是当前中国人口问题的核心早已不是“刘易斯拐点”，而是“渐行渐近的人口危机”，出生率大幅下降。据公安部数据，截至 2020 年 12 月 31 日，2020 年出生并进行户籍登记的新生儿共 1003.5 万，较 2019 年下降 175.5 万人。一般而言往年公安部统计新生儿数据比统计局的人口低 200 万左右，因此 2020 年统计局最终公布的数据预计在 1200 万左右，而 2019 年的出生人口数为 1465 万，出生人口预计下跌超 200 万，高于近年来年均下降 100 万的水平，全面二孩政策不及预期。

人口快速老龄化，中国“未富先老”，对经济的供需两侧均带来负面冲击。据联合国人口预测数据，中国人口年龄中位数从 1980 年的 22 岁快速上升至 2015 年的 37 岁，预计 2020 年中国的人口年龄中位数（38.4）正式超过美国（37.8），2030 年将升至 43 岁；2019 年 65 岁及以上人口比例达 12.6%，上升速度明显加快，预计到 2050 年达约 30%；15-64 岁劳动年龄人口比例在 2010 年达峰值。

人口老龄化严重、劳动力人口比重下降、人口红利逐渐消失将对我国经济带来负面影响。从需求侧来看，老龄化降低社会总需求，进而降低耐用消费品和投资需求。总量上人口出生率下降将降低潜在与实际消费需求，结构上人口老龄化加剧，对养老金、年金等预防性资金的需求与担忧，将进一步降低其消费欲望。**从供给侧来看，生育率下降降低全要素生产率和创新活力。**年轻劳动力供给不足，导致劳动力支付的报酬上升，劳

动成本相应增加，从而使得企业的投资减少，阻碍经济的发展；人口老龄化还会降低劳动生产率，另外，一个人最富创造力的年龄为 30-40 岁，当这个年龄段的人减少，创造力变少，专利数也相应减少，对国家转型升级和企业创新将会带来负面影响。

图表23：中央对人口生育政策的变化

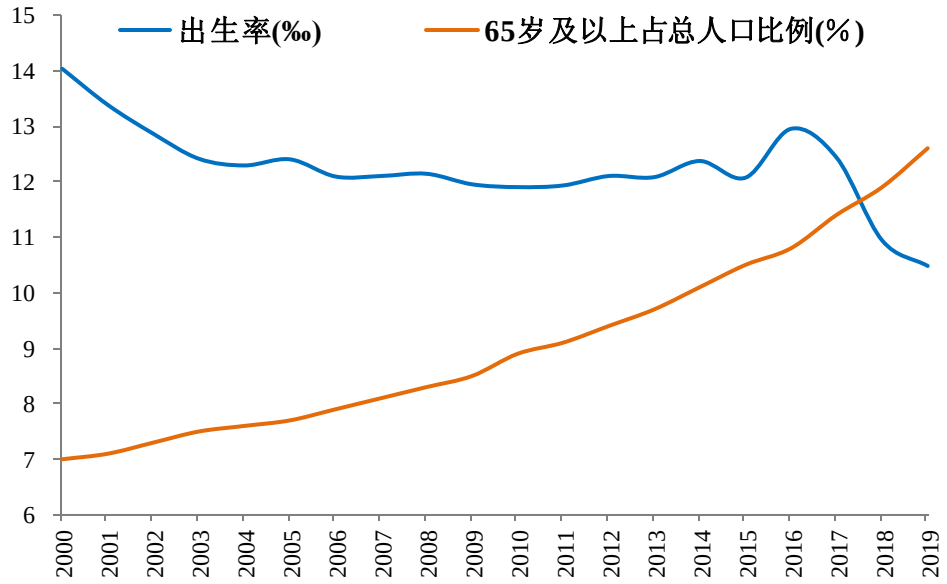
十八届三中全会（（2013 年 11 月 9 日-12 日））	实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。
十八届五中全会（2015 年 10 月 26 日-29 日）	促进人口均衡发展，坚持计划生育基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动。
十二届全国人大常委会第十八次会议（2015 年 12 月 21 日-27 日）	会议表决通过《人口与计划生育法修正案(草案)》,“全面二孩“政策于 2016 年 1 月 1 日日起施行。
十九届五中全会(2020 年 10 月 26 日-29 日）	积极应对人口老龄化，增强生育政策的包容性。

资料来源：公开资料整理，粤开证券研究院

近年来中央对开放生育态度逐步转变，近期国家卫健委对东北放开生育试点的两次回复，也反映了中央对人口生育问题的重视。十八届三中全会以来，中国分步骤放宽生育限制，从对独生子女开放“单独二孩”，到“全面二孩”政策开放，再到 2020 年十九届五中全会“积极应对老龄化，增强生育政策的包容性”，均反映了中央顺应形势变化，逐步放松人口生育的战略和政策导向。2021 年 2 月，针对全国人大代表提出“建议国家率先在东北地区全面放开人口生育限制”的建议，国家卫健委答复称“东北地区可以立足本地实际进行探索，提出实施全面生育政策的试点方案”。

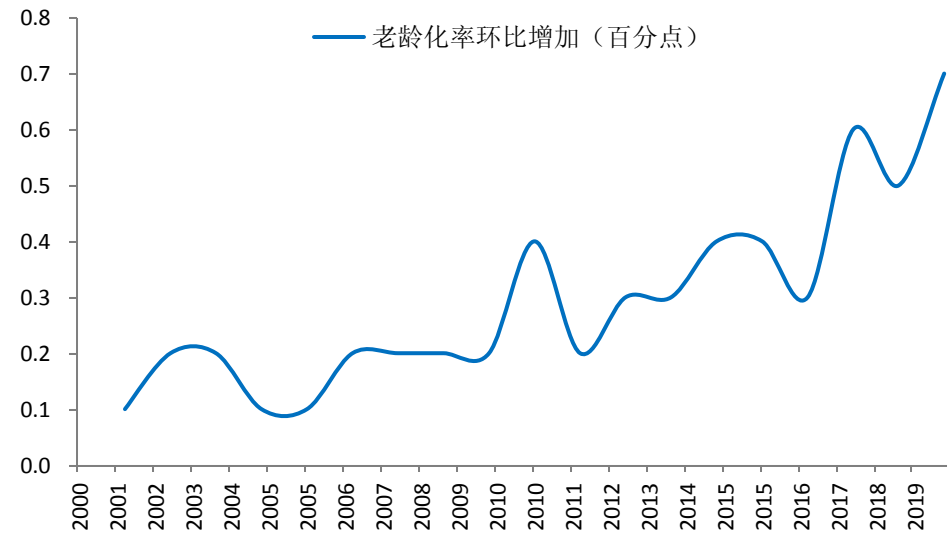
人口出生率下滑不仅与生育政策有关，更取决于生育成本和观念的变化。一是建议将人口生育权利返回家庭和个人，逐步放开生育政策。二是解决生育成本问题，从财政税收、社保、医疗、教育、住房、就业制度等方面降低生育成本。人口问题是国家和社会问题，人口红利影响国家和全社会，成本不应仅由家庭尤其是女性成本，要建立起国家、社会和家庭共同承担生育成本的制度。具体而言，第一，实行差异化的个税抵扣及经济补贴政策，覆盖从怀孕保健到 18 岁或学历教育结束。第二，加大托育服务供给，大力提升 0-3 岁入托率从目前的 4%提升至 40%，并对隔代照料实行经济鼓励。第三，进一步完善女性就业权益保障，并对企业实行生育税收优惠，加快构建生育成本在国家、企业、家庭之间合理有效的分担机制。第四，加强保障非婚生育的平等权利。第五，加大教育、医疗投入，保持房价长期稳定，降低抚养直接成本。

图表24：出生人口大降，老龄人口比例快速上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表25：老龄化率上升速度加快



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是中国财政形势严峻，社保压力即将显现。2020 年，财政税收增速低，税收增速创半个世纪以来新低。财政收入增速为-3.9%，为 1976 年以来的最低增速；税收收入增速为-2.3%，为 1969 年以来最低增速；14 省市财政收入负增长，较 2019 年增加 8 个，四大直辖市均负增长。财政收入占 GDP 比重（狭义宏观税负）连续五年下降；财政收支差达 6.3 万亿，创历史新高，考虑到专项债、特别国债后的实际赤字率为 10.8%；23 省市区财政自给率不足 50%，地方财政越发困难，对中央转移支付及债务的依赖度提高；地方政府对中央转移支付和土地出让收入依赖度高，其中，东部地区一般公共预算收入和土地出让收入占比高，西部地区依赖中央对地方转移支付及税收返还；社保对一般公共预算的依赖度持续攀升，社保收入中高达 2 万亿来自一般公共预算补贴收入，占社保

收入 28%，财政支出的 8.7%；政府负债率提高至 45.8%，专项债余额超过一般债，虽然风险总体可控，但部分地区债务率较高，且偿还时间集中在 2021-2025 年。

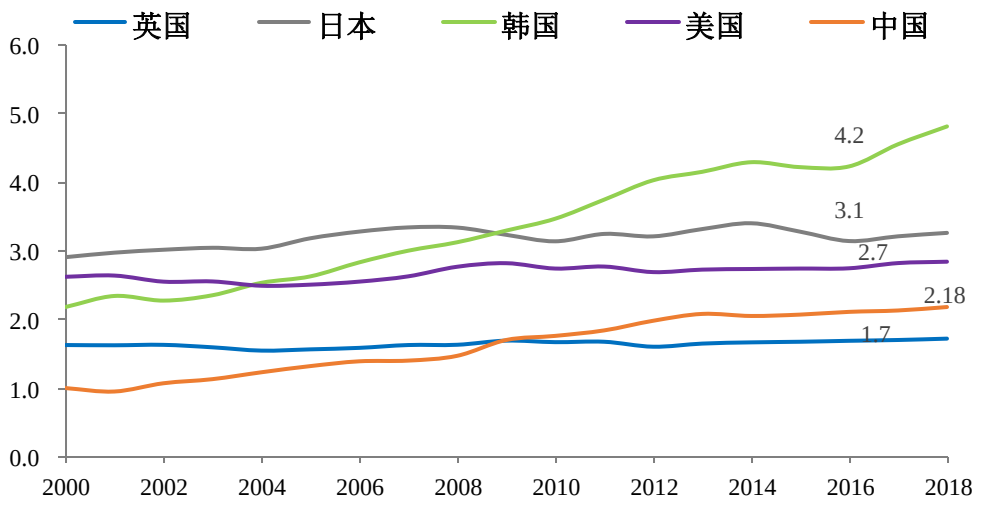
在百年未有之变局的时代背景下矛盾和风险多发，不确定性明显增强，财政必须发挥好防线的作用。非常规的、大规模刺激性财政政策在经济恢复后要逐步退出，这意味着缺乏大规模债务支撑后的地方政府的财政收支压力更大，更加考验政府的理财能力，尤其是财源建设、大数据理财、优化支出结构、绩效管理、零基预算、中期规划和宏观指导等。

三是中国产业链仍有待进一步升级，科技创新水平仍不足。当前全球产业链总体呈现明显的"四元格局": 以美国为主输出高科技、高附加值创新产品与技术，位居产业链最上端。以日本、德国为主导输出中高端制造业，位于产业链中上游。而中国是全球最大的原材料输入国以及最大的制造业输出国，以生产中低端加工产品为主，附加价值相对低下，位于产业链中下游。而其他国家则总体以原材料为主要输出，位于产业链最下游。

近年来，部分发达国家出现产业链回流现象，实体清单暴露中国"卡脖子"关键核心技术困境。在民粹主义抬头、贫富差距加剧、疫情冲击的背景下，部分国家出于对成本、风险和韧性的三方面考虑，转移产业链的客观需求正在提高。尤其是 2018 年以来，美国政府多次发布实体清单，涉及中国企业、高校和研究机构，涵盖军工、芯片、核电、安防、人工智能、网络安全等多个领域，其中不乏有华为、中兴、海康威视等中国行业佼佼者。限制高新科技产品和技术的输入受阻，阻碍了我国高科技行业的创新发展，对产业链向前继续延伸造成了负面冲击。2019 年据中国工程院对 26 类有代表性制造业产业进行国际分析比较，我国有 15 类产业与国际水平仍呈现较大差距，也充分暴露出我国在产业链核心环节和核心技术上存在重大缺陷。尽管近年来中国不断加大研发投入，在部分高科技领域与发达国家的差距逐渐缩小，但与发达国家相比仍有一定差距。2018 年我国研发支出占 GDP 的比重为 2.18%，分别低于韩国、日本和美国 2.6、1.1 和 0.6 个百分点。

伴随全球化重构加速，我国经济增速换挡，产业链升级已迫在眉睫。中国需持续加大科技创新投入，科学布局产业链，确保重点产业安全发展，注重从制度、配套环境、技术等领域推动产业链升级，确保关键产业创新发展、自主可控，以亚太地区产业链供给和需求为中心，构建、强化"中国+"区域经济协调发展。

图表26：各国 R&D 支出占 GDP 的比重



资料来源：OECD、粤开证券研究院

四是外部环境对华不利，中美贸易和地缘政治摩擦将长期存在。拜登政府上台后，将加大对基础设施及科技研发的投资，通过提高国内实力提高美国信誉。未来美国将通过联合盟友取得科技领先，确保底层数字技术规则由美国制定。美国将采用强硬措施，阻止中国崛起为技术和产业强国。拜登政府回归价值观外交，把民主和人权视为对华政策的核心要素。在巩固好国内民主基础之后，美国价值观将着重于反腐败、反独裁主义及促进全球人权保护。未来美国可能联合盟友频繁打出中国人权牌、知识产权保护牌及信息安全牌等，向中国继续施压。

过去传统的国际经济大循环难以持续，中国发展的战略机遇期内涵发生重大变化。在外需面临重大调整的背景下，中国需要重新调整外需内需、投资消费和产业结构，并在降低关税、保护知识产权、服务业开放、户籍制度改革、多层次资本市场发展等方面进行一系列变革。

三、2021 年展望：四大力量驱动，预计 GDP 增速高达 9%

2021 年经济形势，可以用“斜坡下大反弹”概括，两大逻辑是疫情后+政策正常化，经济增速前高后低，GDP 增速预计 9% 。9%的增速不意味着经济过热，而是意味着经济重回正常轨道，要结合 2020 的低增速来分析，两年平均实际增速接近 6%。

四大主要驱动力量：低基数；库存周期和产能周期启动；全球经济重启；美国刺激经济恢复。

2021 年全球经济因疫苗研发和接种而重启，中国经济增长的主要支撑力从 2020 年的房地产和出口切换到 2021 年的消费、制造业投资和出口。具体图景是：一是出口主要从防疫物资出口（疫情错位和政策差异）切换到全球经济恢复逻辑；二是消费主要是因为就业和收入边际好转，餐饮和服务业恢复；三是制造业投资受到企业盈利水平边际改善和信贷支持的提振，产能周期上升。其一，当前内外需持续修复，企业主动补库存，产能利用率创供给侧结构性改革以来新高。2020 年四季度产能利用率达到 78%。企业面临需求旺盛的情况，新订单、企业经营预期指数持续高位，带动采购量、库存指数上升，新订单与产成品库存指数之差变大，企业补库存动力强劲。在 2020 年低基数的基础上，由于低基数效应，2021 年的经济数据同比增速会比较高。

2021 年四大风险：一是政策风险。政府部门可以从财政收入、企业利润和居民收入三者微观主体利益出发做宏观决策。二是减税降费与财政可持续性的矛盾在逐步凸显，直达基层的转移支付常态化和制度化可能导致省级政府的积极性弱化、资金效率低下。三是要高度关注房地产等高杠杆部门的债务风险，避免政策正常化边际收紧导致的房地产风险转化为金融风险。四是警惕二次疫情和中美贸易摩擦升级至金融战对外需、产业链和金融稳定的冲击。

从更长期看，中国经济在“十四五”期间仍要重寻“中速增长平台”，实现增速换挡，正式迈入“5”时代，但更高质量、更加安全和更可持续的发展。2021 年经济的关键逻辑是后疫情时代和政策正常化；2022-2025 的逻辑是高质量发展、新发展格局以及经济增速迈向“5”时代。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com