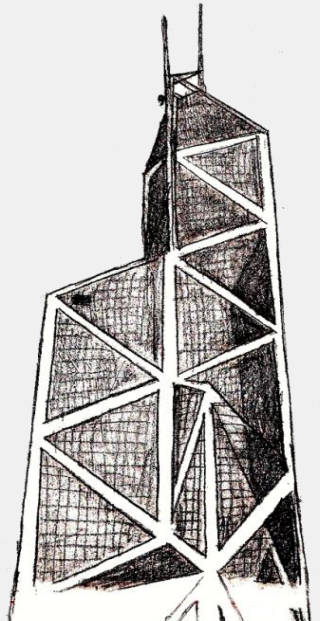
2021年中国经济展望
——复苏下半场

叶丙南
(8610) 8326 2112
bingnan.ye@bocigroup.com

2020年12月



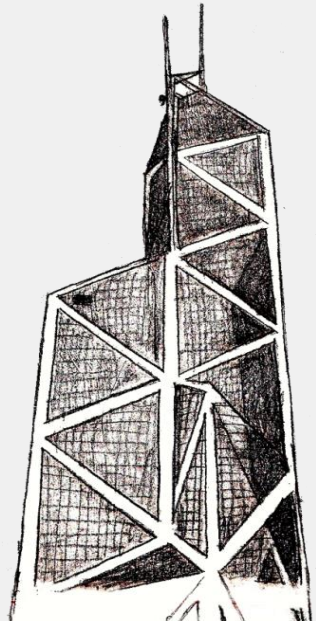
中銀國際
BOCI

请参阅本文件背面的重要信息披露及声明

目录

- 2021年中国经济预测
- 十四五规划与2035年远景目标
- 风险与挑战

(I) 2021年中国经济预测

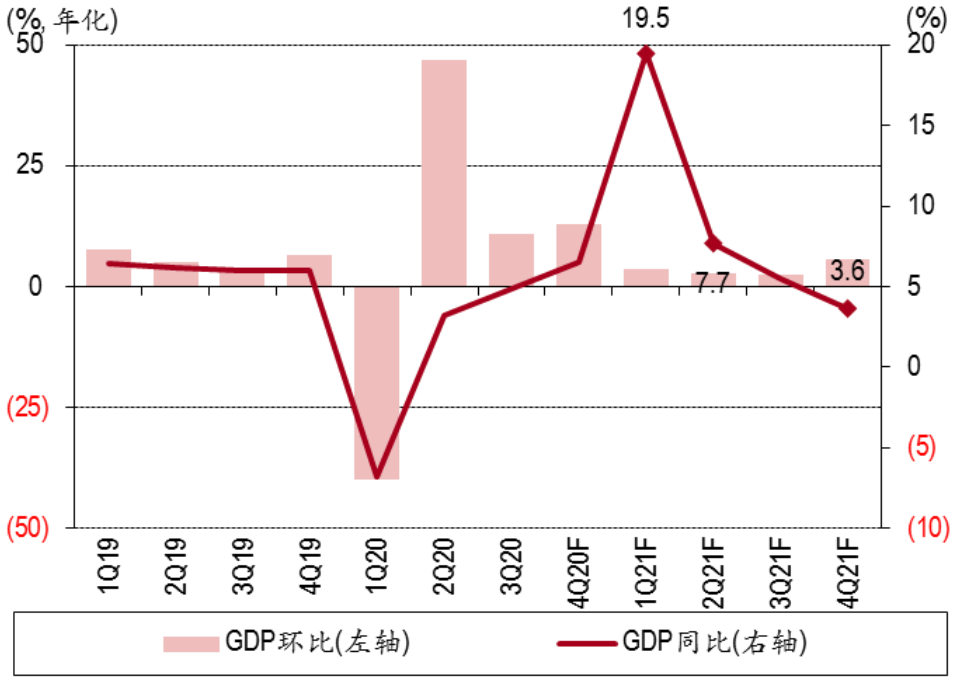


		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
GDP	**GDP**															
GDP增长 (%)	Real GDP (YoY %)	9.7	9.4	10.6	9.6	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.1	2.4	8.3	5.3
名义GDP (十亿美元)	Nominal GDP (US$ bn)	4,594	5,102	6,089	7,551	8,536	9,649	10,442	10,960	11,229	12,317	13,885	14,339	14,793	16,813	17,753
人均GDP (美元)	Per capita GDP (US$)	3,532	3,835	4,675	5,767	6,400	7,216	7,604	7,736	7,790	9,216	9,614	10,177	10,552	11,962	12,608
分行业GDP增长 (%)	**GDP by industry (YoY %)**															
第一产业	Primary industry	5.2	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	2.9	3.5	2.9
第二产业	Secondary industry	9.8	10.3	12.7	10.7	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	5.7	2.6	8.0	4.9
第三产业	Tertiary industry	10.5	9.6	9.7	9.5	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	6.9	2.2	9.2	5.9
对GDP增长的拉动 (百分点)	**Contribution to GDP growth (ppt)**															
消费	Consumption	4.2	5.4	5.0	6.3	4.4	3.9	4.2	4.9	4.6	4.0	4.4	3.5	(1.2)	4.5	3.4
投资	Investment	5.1	8.0	6.7	3.9	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.6	2.8	1.9	3.2	3.5	1.7
净出口	Net exports	0.3	(4.0)	(1.1)	(0.6)	0.2	(0.3)	(0.1)	0.6	(0.8)	0.3	(0.5)	0.7	0.4	0.3	0.2
国内需求增长 (%)	**Domestic demand (YoY %)**															
非农户固定资产投资	FAI	26.6	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	3.1	7.3	4.0
- 制造业	- Manufacturing	30.7	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(3.5)	9.0	5.0
- 房地产	- Property development	23.4	16.1	33.2	27.9	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	6.0	3.0
- 基础设施	- Infrastructure	22.7	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.7	5.0	3.0
社会零售额	Retail sales	21.6	15.9	18.8	18.5	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	15.0	7.8
货币条件	**Monetary conditions**															
M2增长 (%)	M2 (YoY %)	17.8	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.1	8.7	10.2	9.0	8.3
M1增长 (%)	M1 (YoY %)	9.1	32.4	21.2	7.9	6.5	9.3	3.2	15.2	21.4	11.8	1.5	4.4	8.9	7.8	6.9
新增人民币贷款 (万亿元)	New RMB loans (RMB trn)	4.9	9.6	8.0	7.5	8.2	8.9	9.8	11.7	12.7	13.5	16.2	16.8	19.5	20.7	21.7
新增社会融资规模 (万亿元)	Total social financing (RMB trn)	7.0	13.9	14.0	12.8	15.8	17.3	16.5	15.4	17.8	26.2	22.5	25.6	36.1	38.2	40.7
大型银行法定准备金率 (%)	RRR for large banks (%)	15.5	15.5	18.5	21.0	20.0	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	14.5	13.0	12.5	12.5	11.5
7年国债利率(%)	7Y T-bond rates (%)	2.21	3.29	3.71	3.33	3.45	4.58	3.59	2.84	3.00	3.90	3.17	3.05	3.30	3.05	2.95
1年期贷款基准利率/LPR(%)	1Y LPR (%)	5.31	5.31	5.81	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15	3.85	3.85	3.75
一般财政预算	**Public finance**															
财政收入同比 (%)	Fiscal income (YoY %)	19.5	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(5.3)	8.0	5.0
财政支出同比 (%)	Fiscal expenditures (YoY %)	25.7	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	3.8	7.0	5.0
财政赤字/GDP (%)	Deficit/GDP (%)	1.5	2.7	2.5	1.8	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.2	3.0
国际收支与汇率	**Balance of payment**															
商品出口同比 (%)	Exports of goods (YoY %)	17.4	(16.0)	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	1.7	7.5	5.0
商品进口同比 (%)	Imports of goods (YoY %)	18.5	(11.2)	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.7)	8.5	6.0
商品贸易差额 (十亿美元)	Trade surplus (US$ bn)	298	196	182	155	230	259	383	594	510	420	351	421	478	493	496
经常项目差额/GDP (%)	Current account balance/GDP (%)	9.0	4.8	3.9	1.8	2.5	1.5	2.2	2.8	1.8	1.6	0.2	1.0	1.6	1.5	1.3
金融项目差额/GDP (%)	Financial account balance/GDP (%)	0.8	3.8	4.6	3.5	(0.4)	3.6	(0.5)	(4.0)	(3.7)	0.9	1.2	0.3	0.3	0.1	(0.0)
FDI (十亿美元)	FDI (US$ bn)	171.5	131.1	243.7	280.1	241.2	290.9	268.1	242.5	174.7	166.1	235.4	155.8	152.7	168.0	176.4
ODI (十亿美元)	ODI (US$ bn)	56.7	43.9	58.0	48.4	65.0	73.0	123.1	174.4	216.4	138.3	143.0	97.7	93.8	103.2	108.3
外汇储备 (十亿美元)	Forex reserves (US$ bn)	1,946	2,399	2,847	3,181	3,312	3,821	3,843	3,330	3,011	3,140	3,073	3,108	3,120	3,100	3,080
美元/人民币即期汇率(年末)	RMB/US$ spot rate (year end)	6.82	6.83	6.59	6.29	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.87	6.97	6.60	6.70	6.85
物价指数同比 (%)	**Inflation (YoY %)**															
GDP平减指数	GDP deflator	7.7	(0.2)	6.9	8.0	2.3	2.1	1.1	0.0	1.5	4.3	3.5	1.6	0.6	1.1	2.2
CPI	CPI	5.9	(0.7)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.4
PPI	PPI	6.9	(5.4)	5.5	6.0	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(2.0)	1.5	1.8

复苏进入中后期

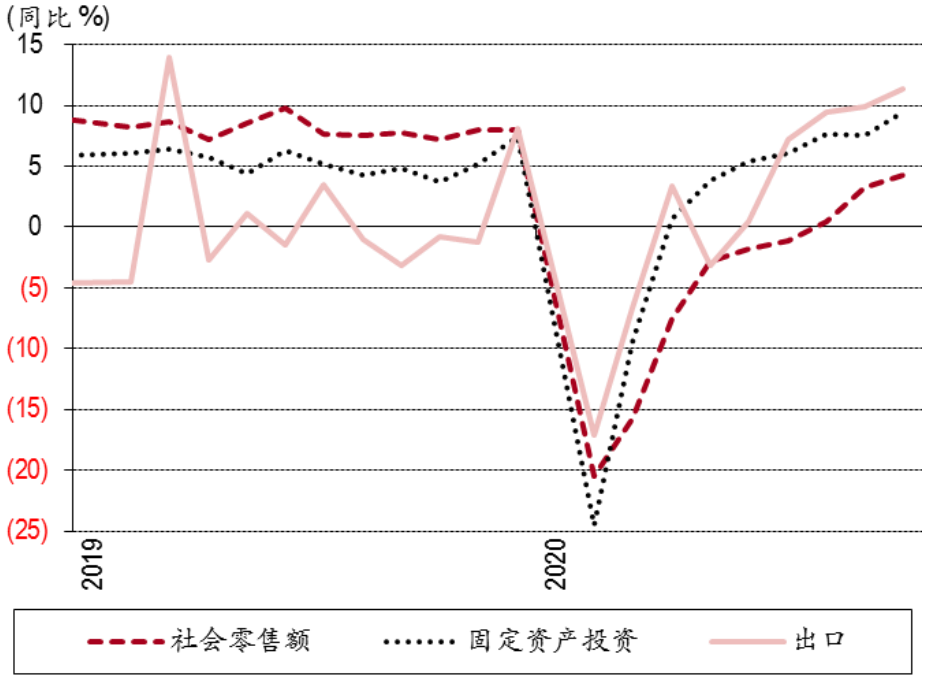
- 2021年中国经济将延续复苏，驱动力来自消费进一步恢复、海外加速复苏、制造业投资回升和工业再通胀。
- 但复苏进入中后期，GDP环比增速在2020年4季度小幅反弹后将显著下降，GDP同比增速将在2021年1季度达到19%以上峰值后大幅回落，第4季度可能降至4%以下，全年增速由2020年2.4%回升至2021年8.3%，2022年回落至5.3%。

GDP增速



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

三大需求增速

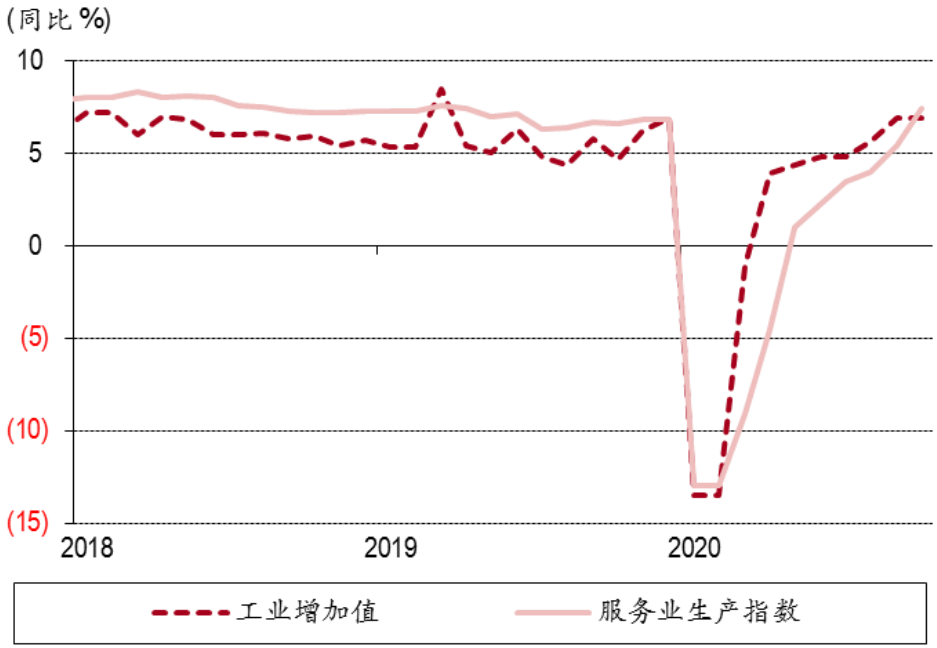


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

复苏进入中后期

- 供应链修复基本完成，大部分行业需求增速已回到疫情前水平
- 宽松政策力度开始递减，房地产政策和金融监管收紧，房地产、基础设施投资等领域面临“政策悬崖”风险

工业与服务业产出增速



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

分行业GDP增速

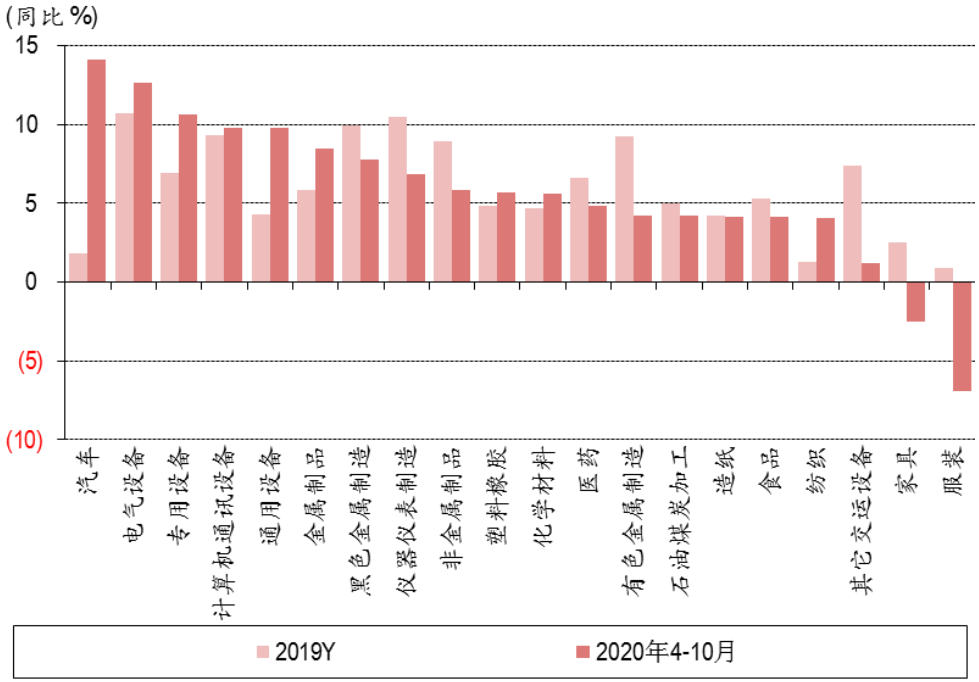
同比(%)	2019	1Q20	2Q20	3Q20
信息服务业	18.7	13.2	15.7	18.8
建筑业	5.6	(17.5)	7.8	8.1
金融业	7.2	6.0	7.2	7.9
房地产	3.0	(6.1)	4.1	6.3
制造业	5.7	(10.2)	4.4	6.1
交运邮政仓储	7.1	(14.0)	1.7	3.9
批发零售	5.7	(17.8)	1.2	3.1
住宿餐饮	6.3	(35.3)	(18.0)	(5.1)
租赁商务服务	8.7	(9.4)	(8.0)	(6.9)

数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

复苏进入中后期

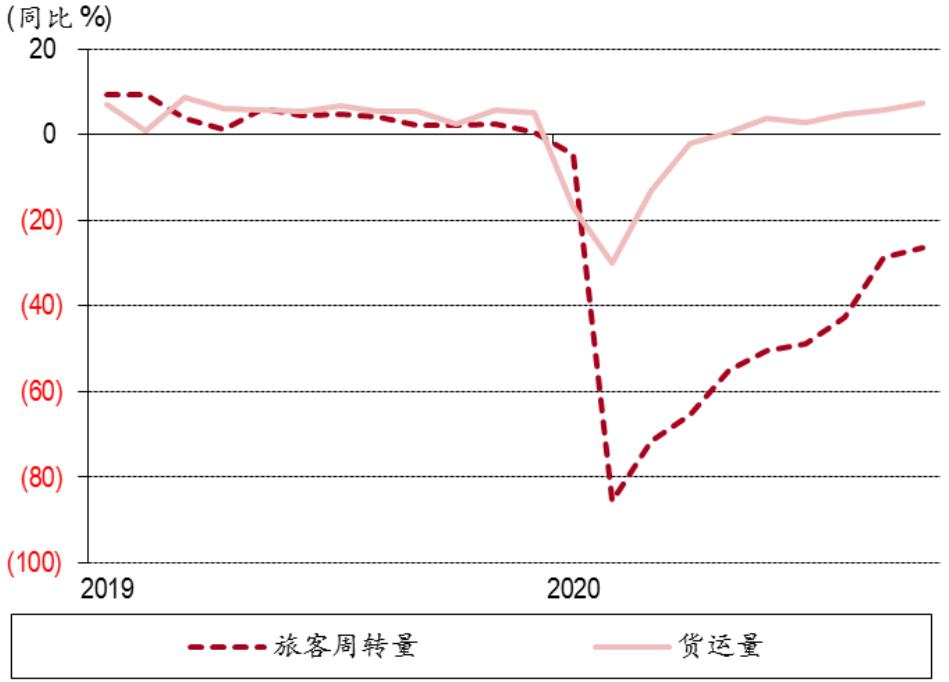
- 公共交通、商贸零售、社交活动、服务消费和工商业投资仍有进一步回升空间

分行业规模以上企业增加值增速



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

交通运输量增速



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

整体就业持续改善，局部失业压力较大

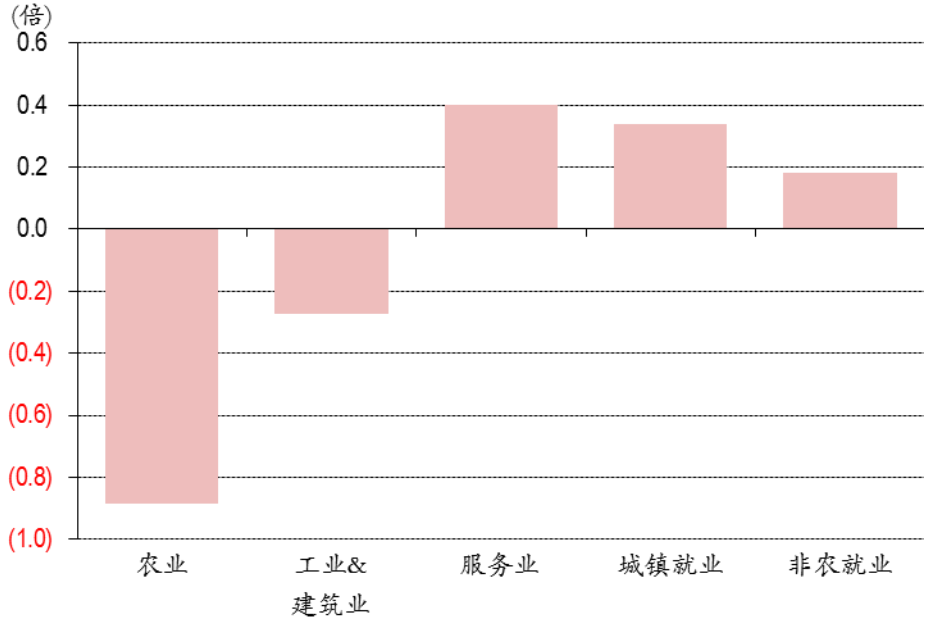
- 随着经济不断复苏，城镇调查失业率已降至接近疫情前水平，2021年或小幅回落至5%，政府目标可能是不超过5.5%
- 城镇化和服务业发展是驱动就业增长的重要因素

城镇调查失业率



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

主要部门就业弹性(就业增速/GDP增速)

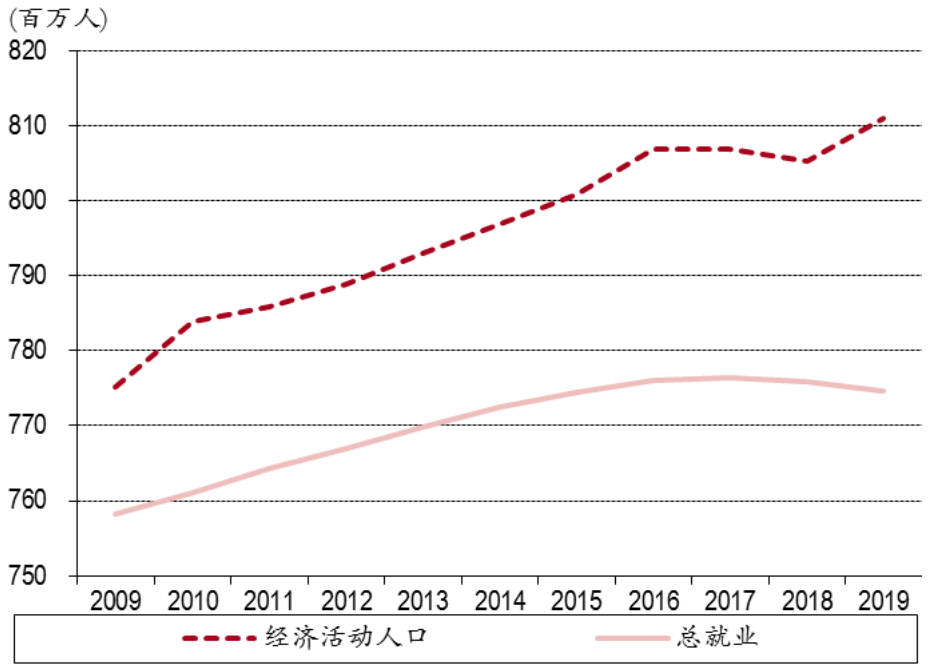


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

整体就业持续改善，局部失业压力较大

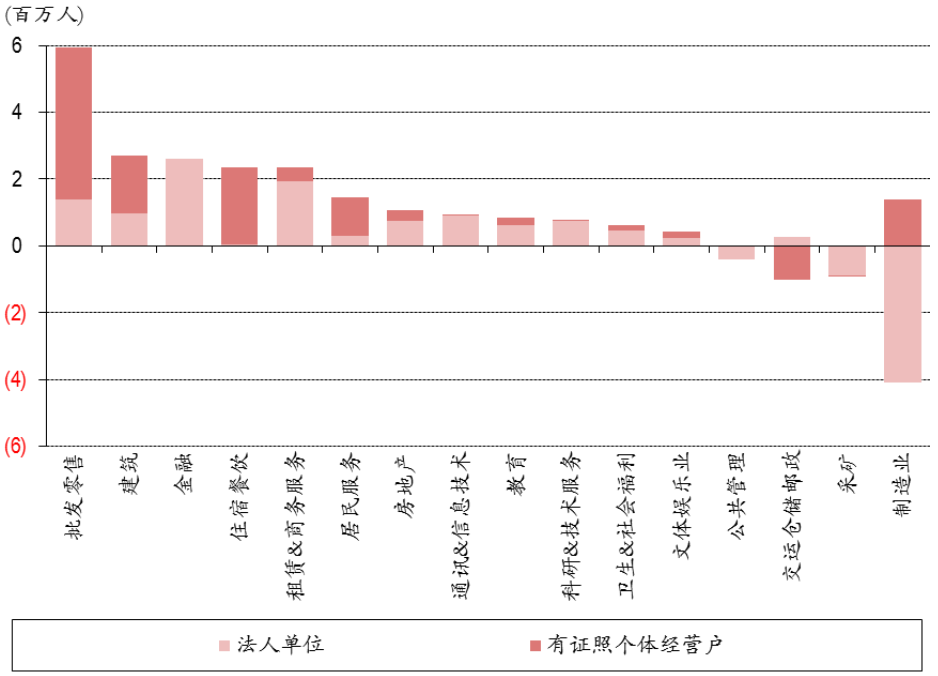
- 劳动年龄人口在2013-2014年见顶回落，延迟退休可能阶段性推升劳动参与率，年轻劳动力数量将持续下降
- 服务业占比提升将稳定或提升劳动力需求
- 经济结构和商业模式巨变带来结构性失业和摩擦性失业
- 高质量发展追求可能强化高质量就业机会的竞争

劳动力供应与就业人数



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

2013-2018年主要行业就业人数年均变化

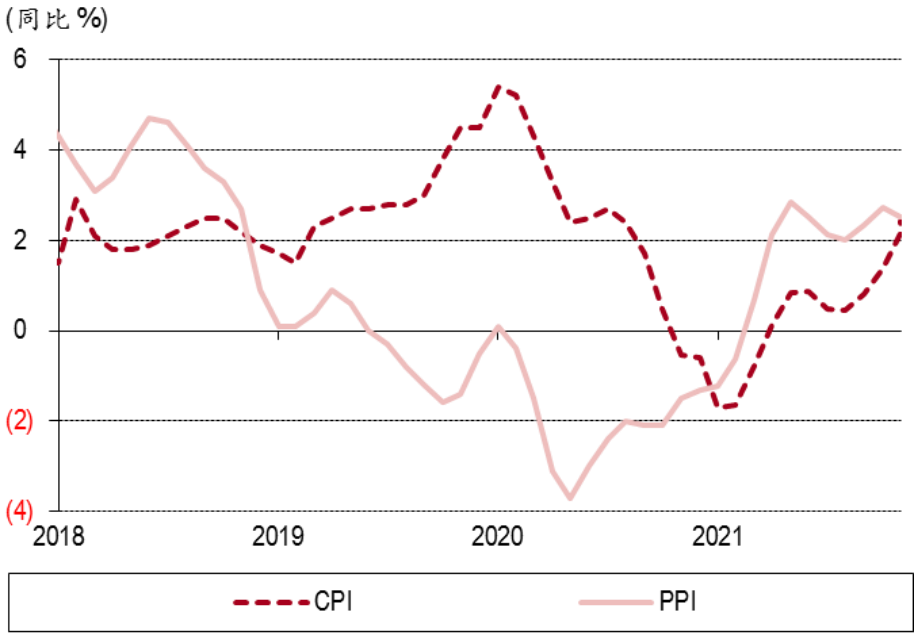


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

CPI受猪周期扰动，核心CPI和PPI回升

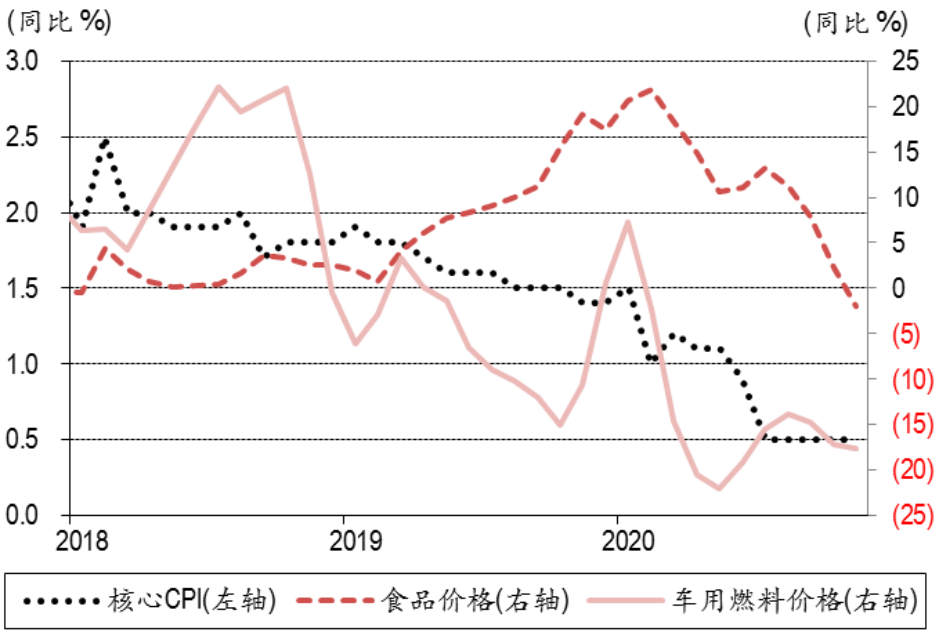
- 生猪供应周期将导致食品价格通缩，拖累CPI增速由2020年2.5%降至2021年0.9%
- 但核心CPI和PPI将随经济复苏而回升，非食品CPI增速从2020年的0.4%回升至2021年的2.3%，PPI增速由2020年-2%上升至2021年1.5%

CPI与PPI增速预测



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

核心CPI与食品、能源价格增速

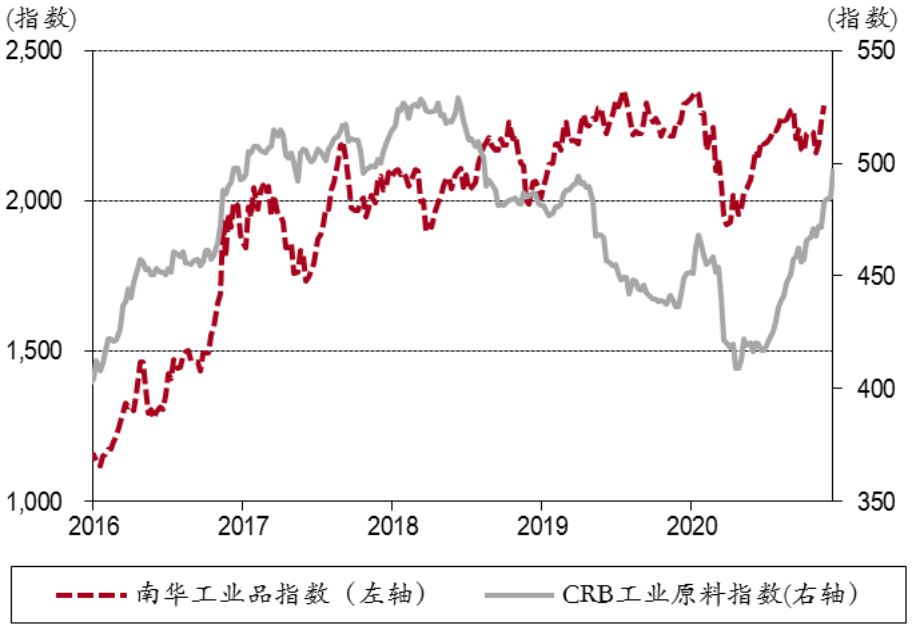


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

CPI受猪周期扰动，核心CPI和PPI回升

- 中国工业产能利用率已恢复至疫情前水平
- 海外供应链恢复慢于需求，需求进一步恢复将推升工业和商品价格

国内国际工业品价格



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

美国债市对增长和通胀预期

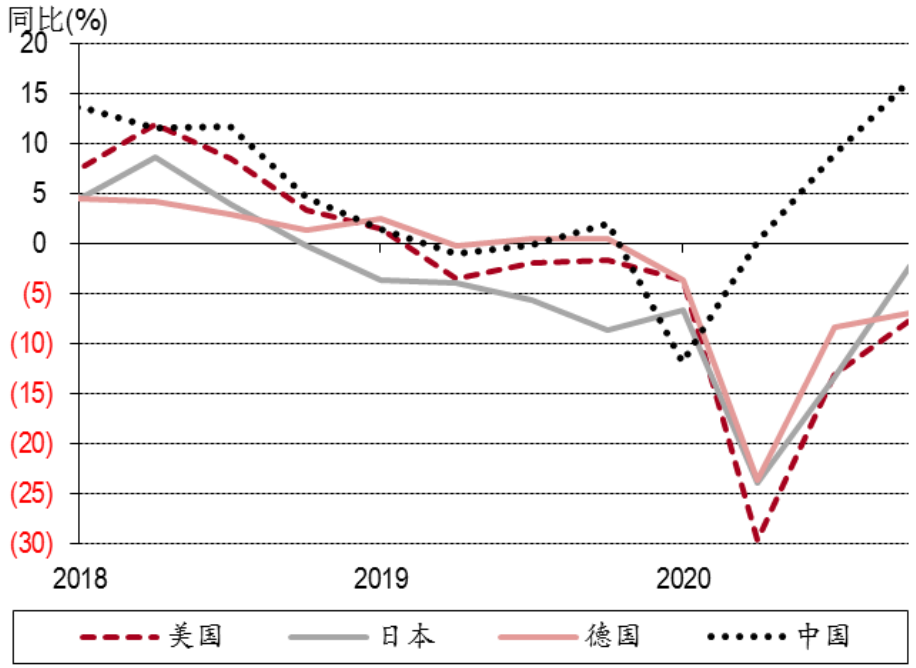


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

海外复苏将支撑中国出口

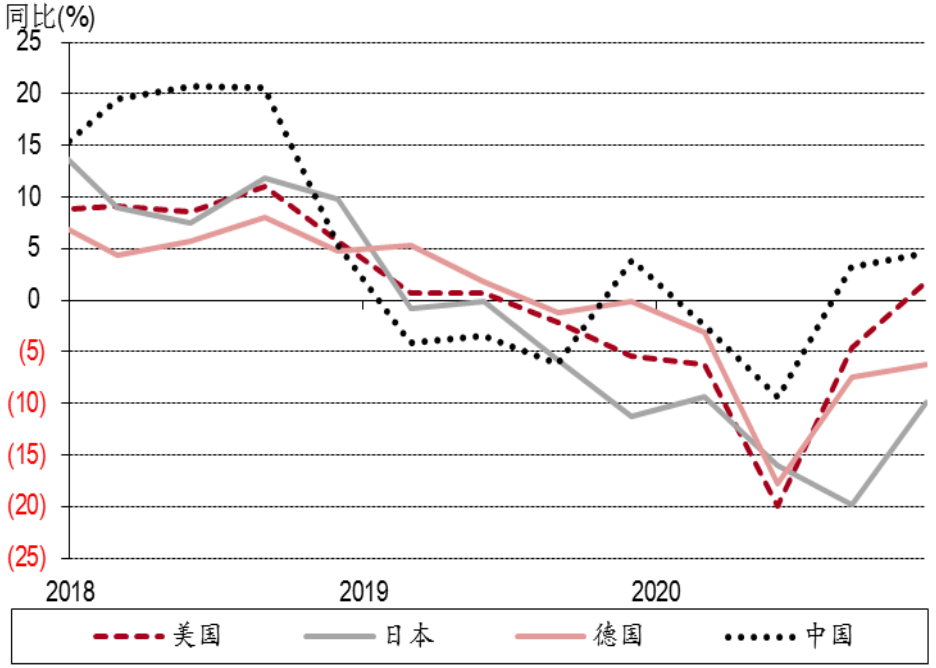
- 出口和进口增速由2020年1.7%和-0.7%上升至2021年7.5%和8.5%
- 2020年中国出口超预期，得益于中国供应链率先恢复

主要经济体出口



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

主要经济体进口

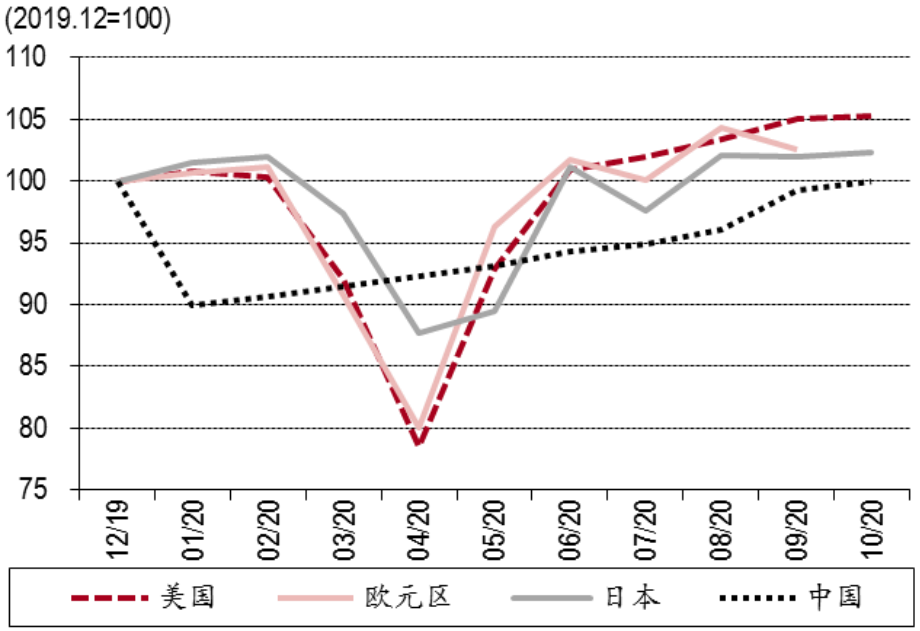


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

海外复苏将支撑中国出口

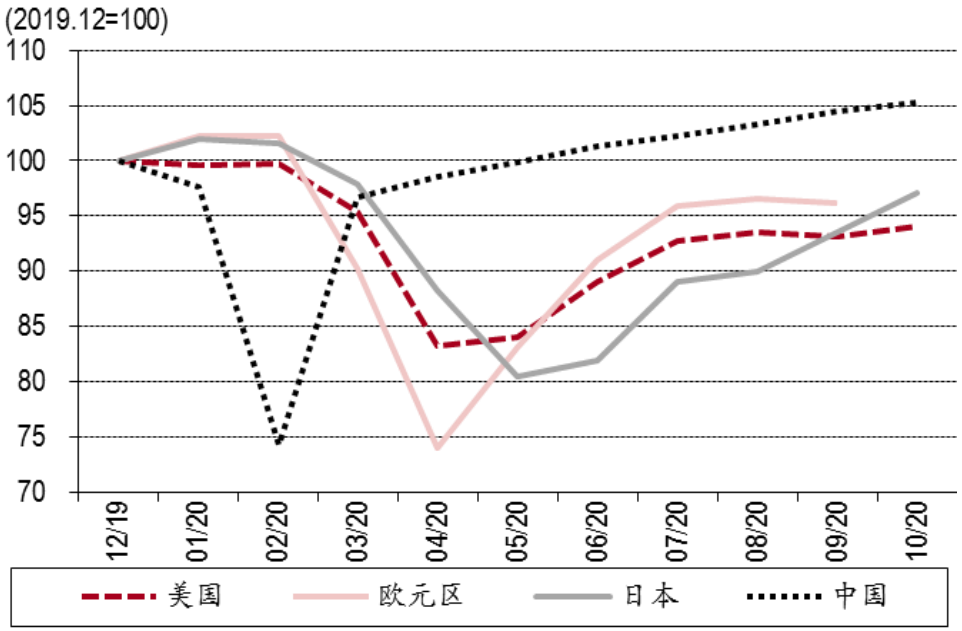
- 美欧家庭储蓄率低，政策重点是直接补贴家庭；中国家庭储蓄率高，政策重点是为企业减税降费，稳定就业
- 美欧零售恢复速度比中国快，而中国生产恢复速度比美欧快

零售额指数



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

工业产出指数

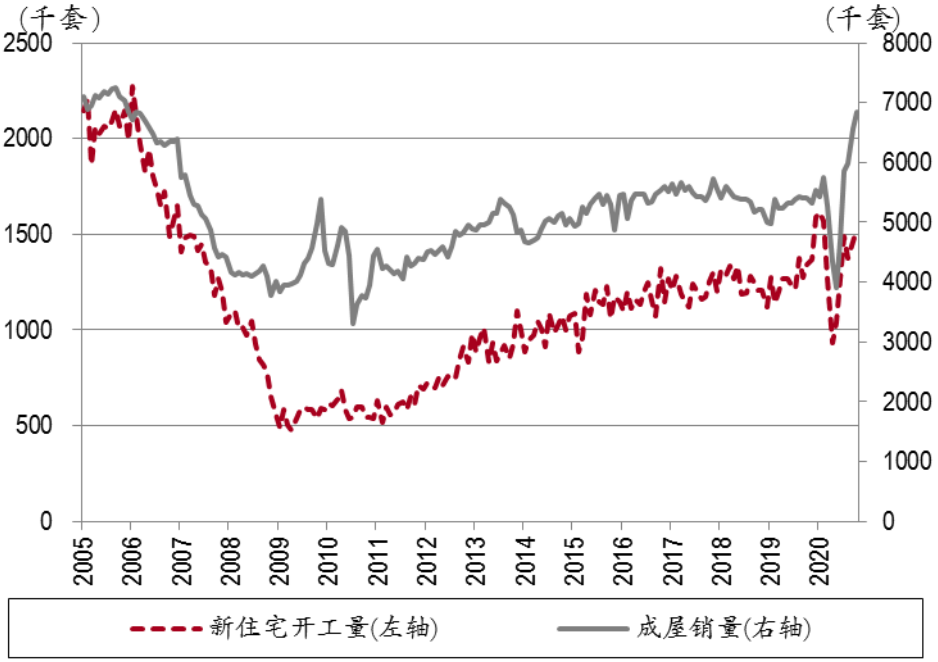


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

海外复苏将支撑中国出口

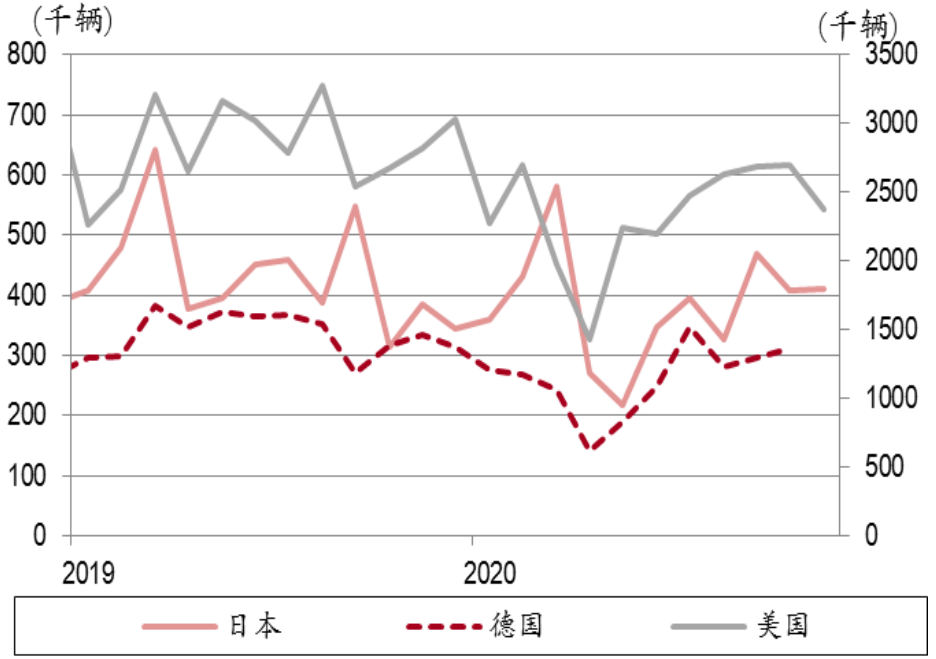
- 2021年海外供应逐步恢复可能抑制中国在全球出口中份额进一步上升空间
- 但海外需求加速复苏和价格上升将有力支持中国出口

美国房地产市场



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

美德日汽车销量

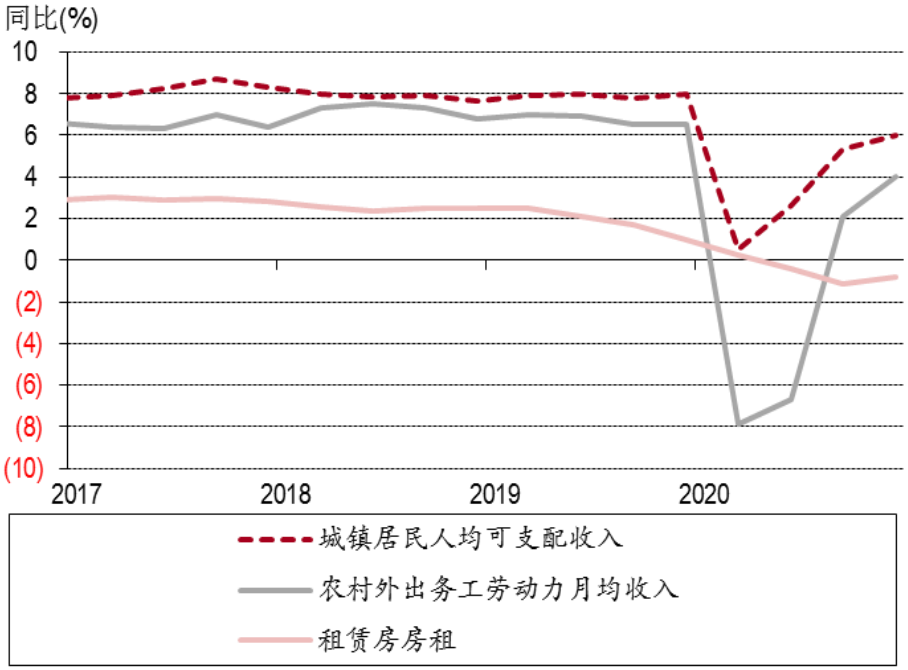


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

消费进一步恢复

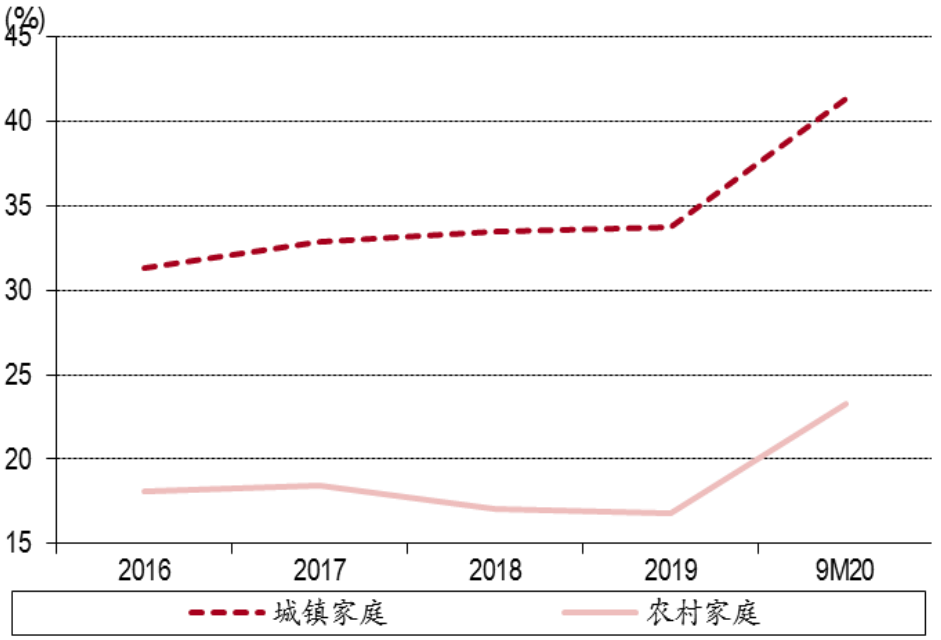
- 就业、收入和信心回升，将支撑消费进一步恢复
- 社会零售额增速将从2020年-3.9%回升至2021年15%

家庭收入



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

家庭储蓄率



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

消费进一步恢复

- 部分耐用品、社交类消费和服务消费有更大回升空间

限额以上企业分商品零售额增速

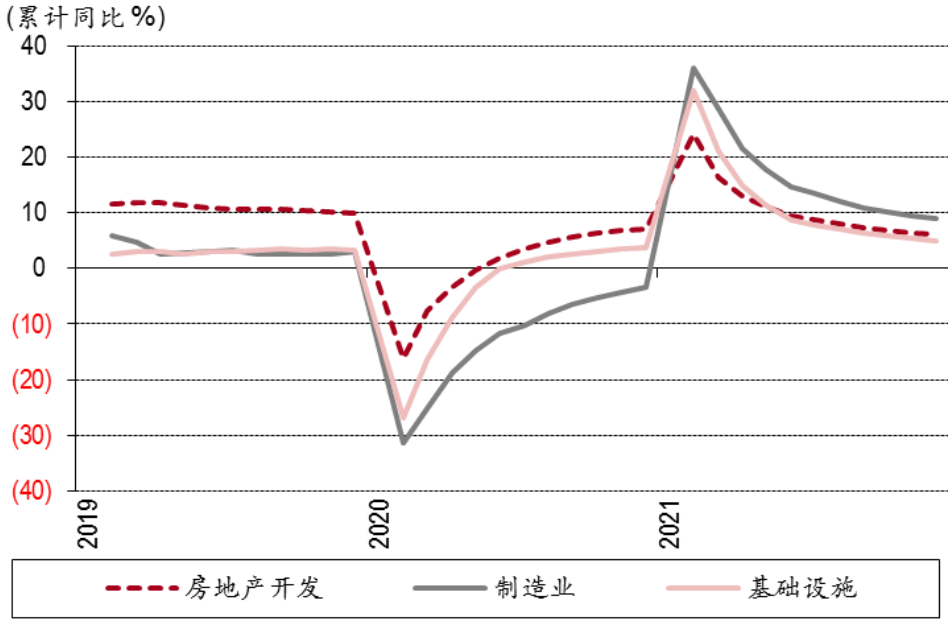
(同比 %)		2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020-10	2020年前10个月	2019年占比(%)
必选消费	食品	10.2	12.6	13.4	6.3	8.8	10.4	10.5
	饮料	10.4	4.1	16.3	15.2	16.9	12.8	1.5
	烟酒	7.4	(14.0)	10.3	8.6	15.1	2.6	2.8
	日用品	13.9	(4.2)	14.2	9.7	11.7	7.4	4.4
	中西药品	9.0	2.9	8.5	7.0	10.8	6.7	4.3
可选-线上活动	文化办公用品	3.3	(3.4)	5.5	7.4	11.7	0.0	2.3
	通讯器材	8.5	(3.6)	14.1	10.6	8.1	0.0	3.5
可选-中高端	化妆品	12.6	(13.2)	12.3	14.0	18.3	5.9	2.2
	金银珠宝	0.4	(37.7)	(7.6)	12.0	16.7	(9.8)	1.9
可选-社交属性	服装鞋帽、针、纺织品	2.9	(32.2)	(6.4)	3.3	12.2	(9.7)	9.8
房地产产业链	家用电器和音像器材	5.6	(29.9)	1.9	0.5	2.7	(7.0)	6.6
	家具	5.1	(29.3)	(1.3)	(2.9)	1.3	(8.7)	1.4
	建筑及装潢材料	2.8	(23.9)	(0.6)	(1.6)	4.2	(6.2)	1.5
石油相关	石油及制品	1.2	(23.5)	(13.7)	(13.4)	(11.0)	(16.1)	14.5
汽车消费	汽车	(0.8)	(30.3)	(1.6)	11.8	12.0	(4.5)	28.4

数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

房地产、基础设施投资面临“政策悬崖”风险

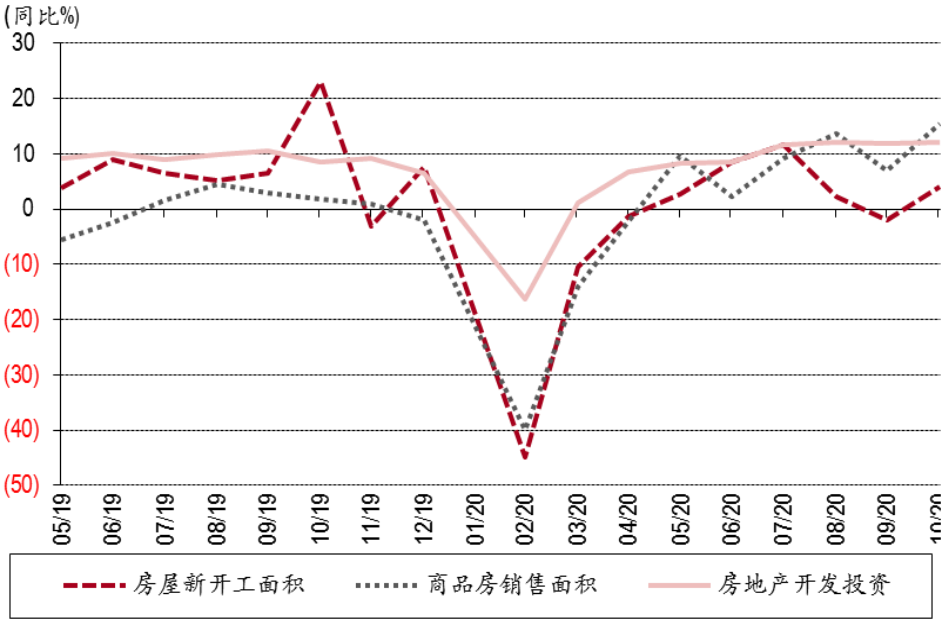
- 固定资产投资增速由2020年3.1%上升至2021年7.3%
- 房地产信贷政策收紧，货币和财政宽松政策力度递减，2021年2季度后房地产和基础设施投资面临下行压力

分行业固定资产投资



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

房地产投资

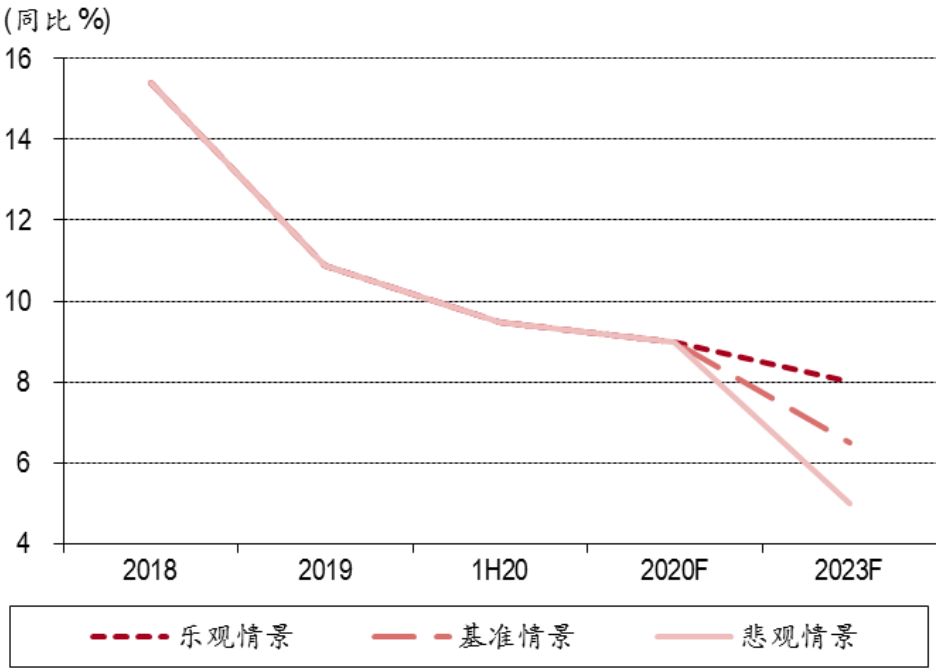


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

房地产、基础设施投资面临“政策悬崖”风险

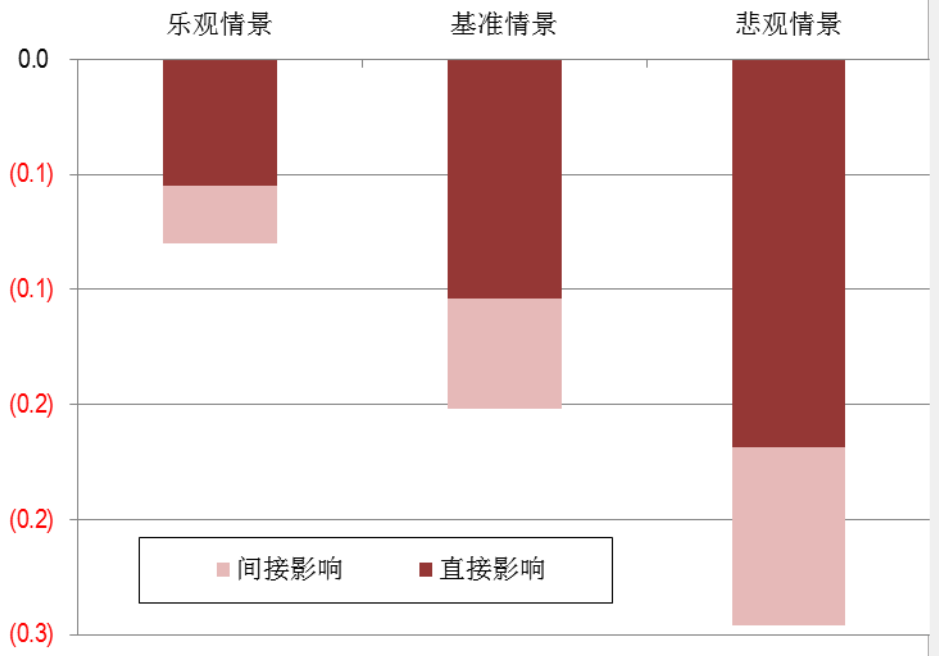
- 房地产投资可能从2020年7%放缓至2021年6%和2022年3%

“三条红线”对上市房企债务增速影响



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

“三条红线”对2021-2023年GDP年均增速影响

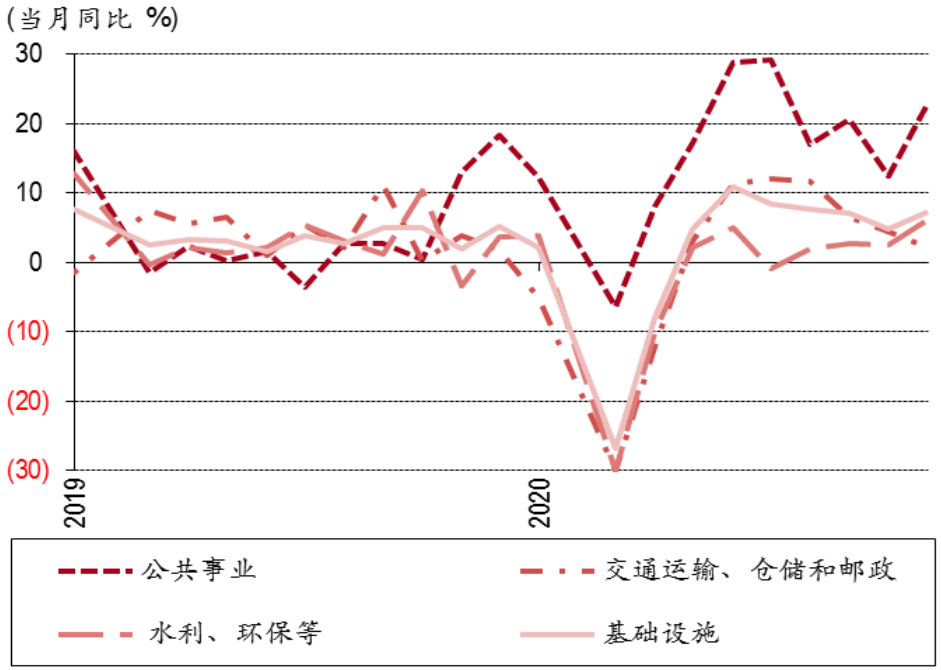


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

制造业投资加速回升

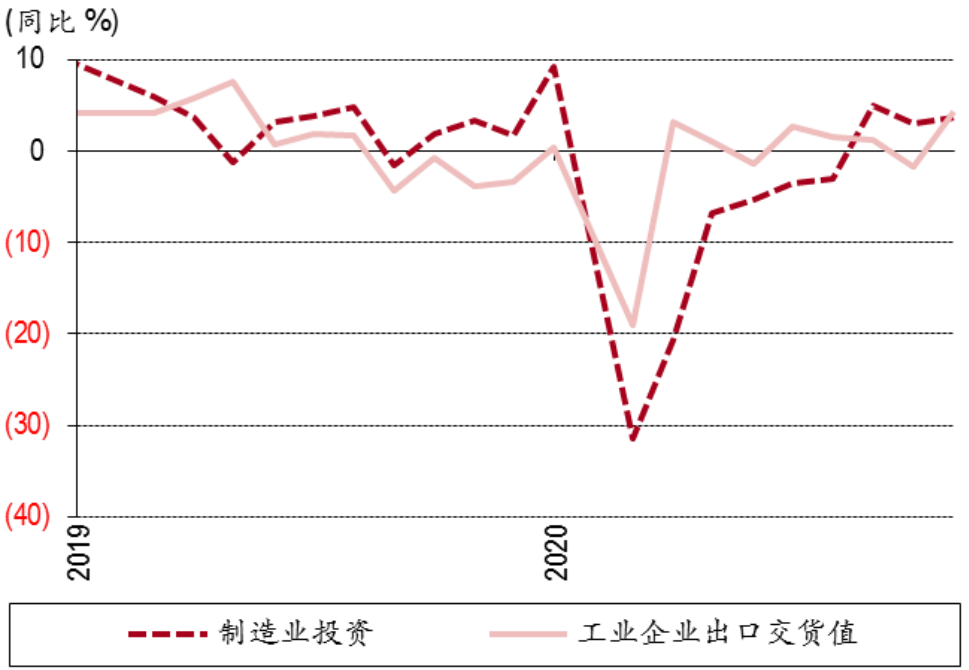
- 出口、消费强劲复苏和工业品价格上升，制造业投资增速由2020年-3.5%回升至2021年9%

基础设施行业投资



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

出口与制造业投资

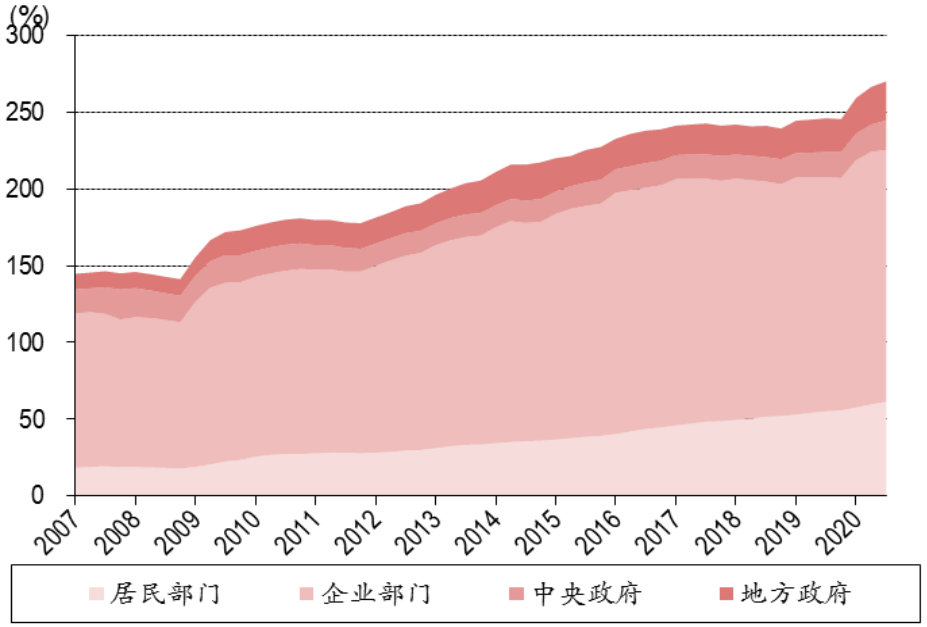


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

货币政策宽松力度递减

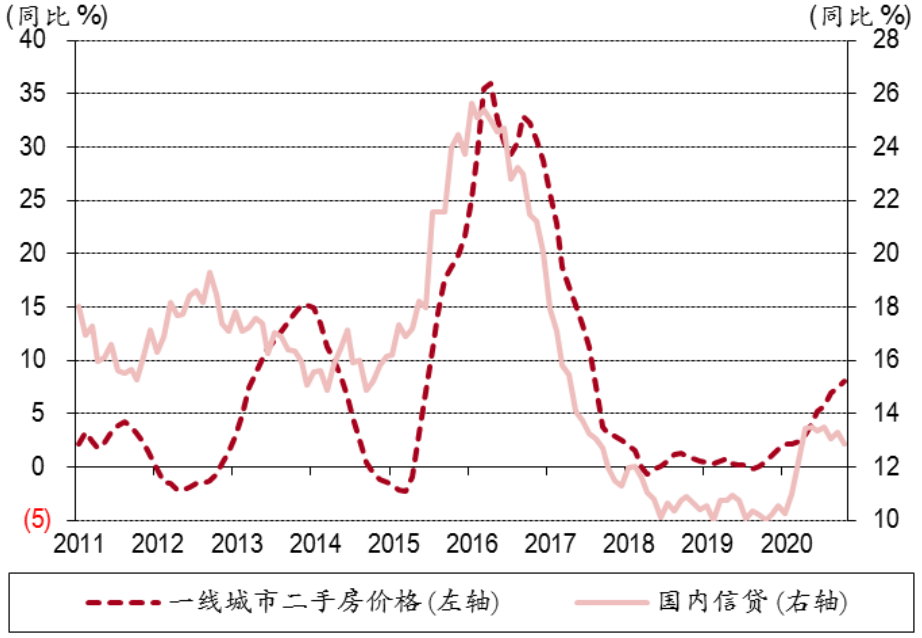
- 随着经济逐步复苏、债务率快速攀升和热点城市房价上涨，货币政策宽松力度开始递减

实体债务/GDP



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

信贷与房价

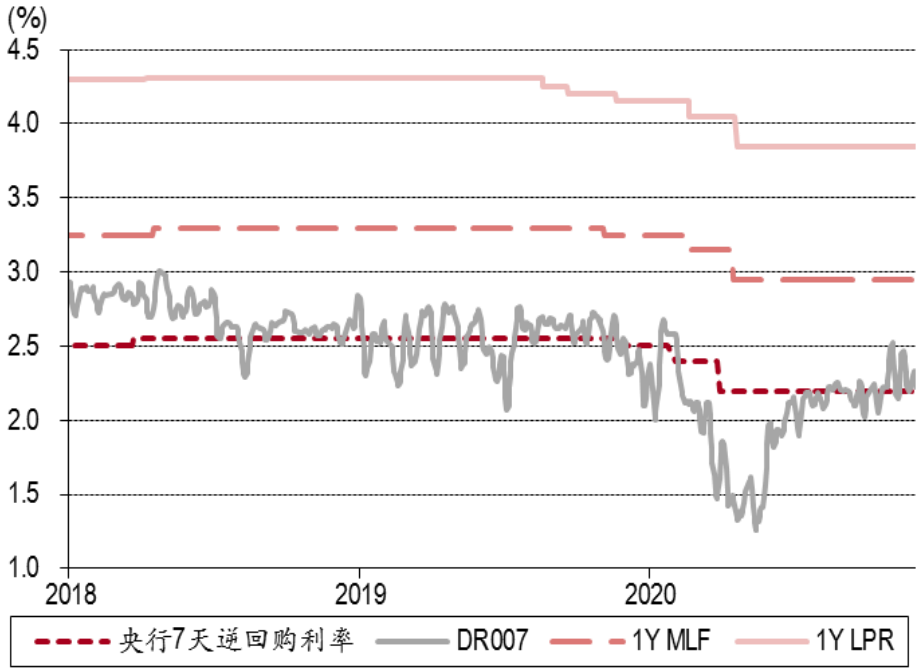


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

货币政策宽松力度递减

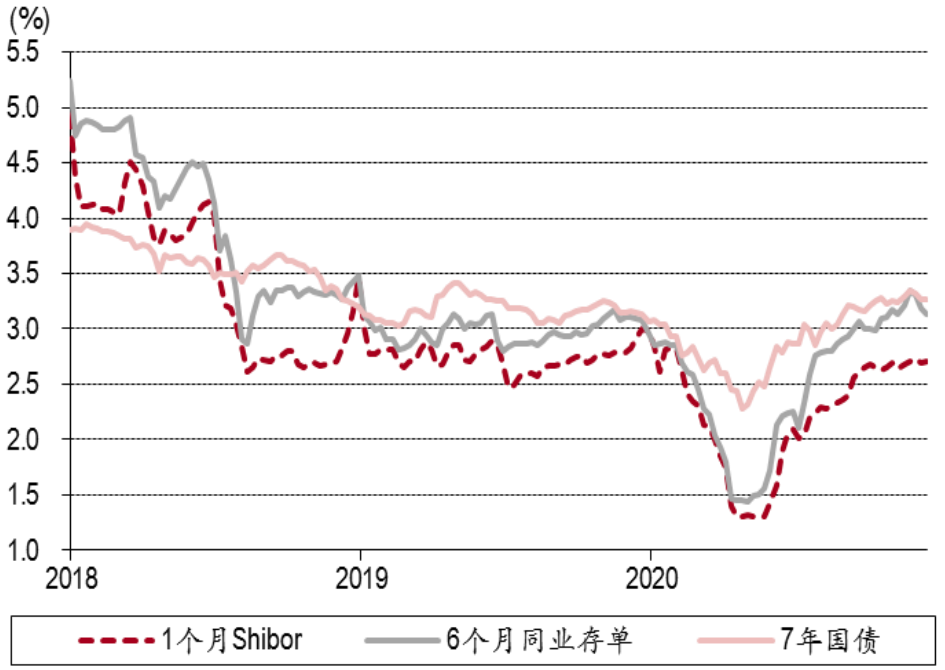
- 货币市场流动性收紧，金融市场融资成本已回到疫情前水平
- 2021年流动性将更加平稳，1季度市场利率或小幅上升，2季度后逐步下降
- 准备金率和LPR将保持不变

政策利率与货币市场流动性



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

金融机构与政府融资成本

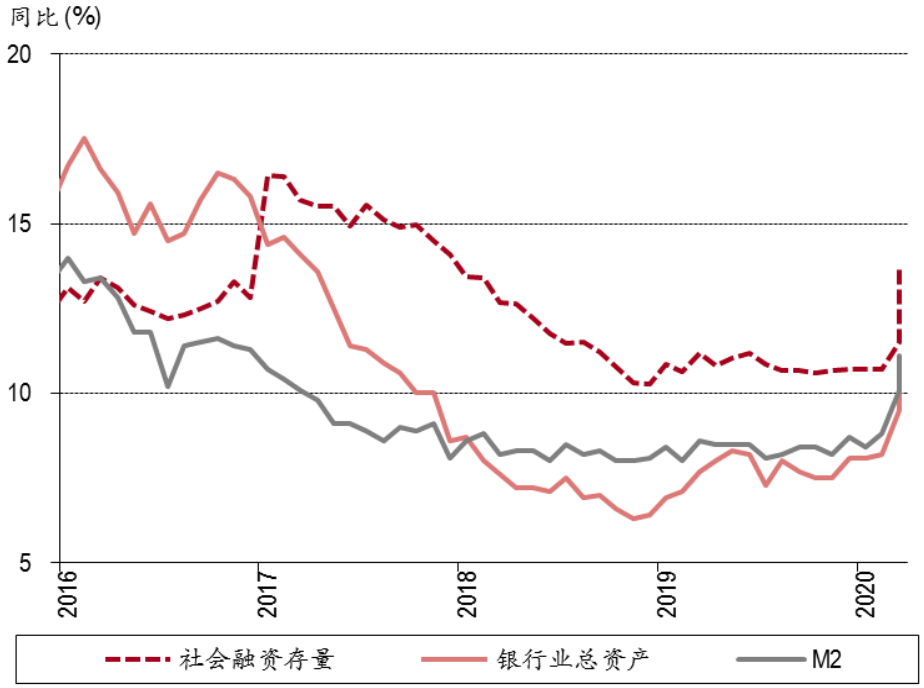


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

货币政策宽松力度递减

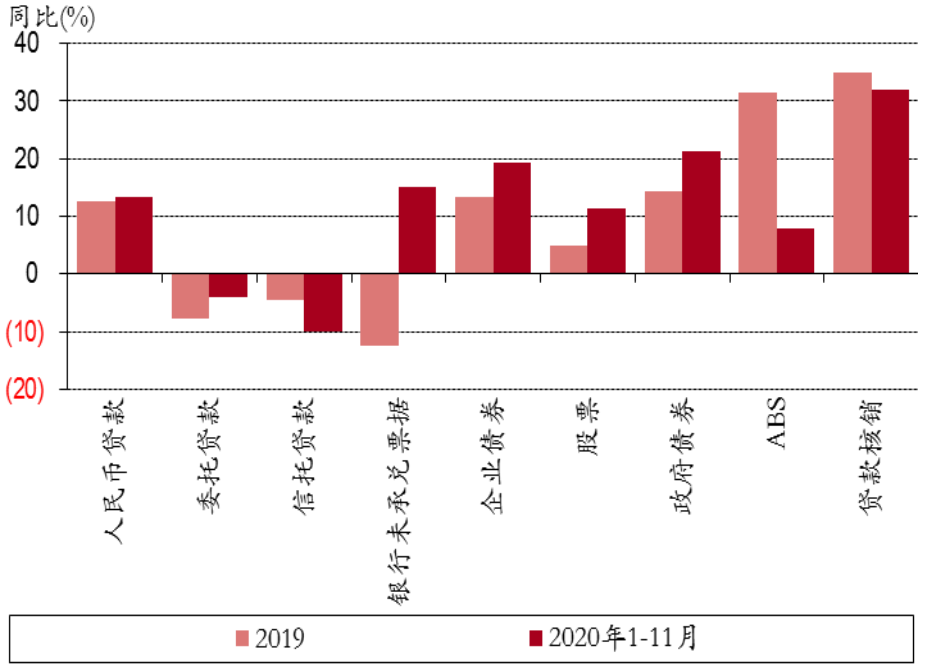
- M2增速从2020年末的10.2%放缓至2021年末的9%
- 房地产信贷总体偏紧，中小企业融资政策保持稳定，部分贷款优惠政策到期

信贷与M2增速



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

社会融资规模存量增速

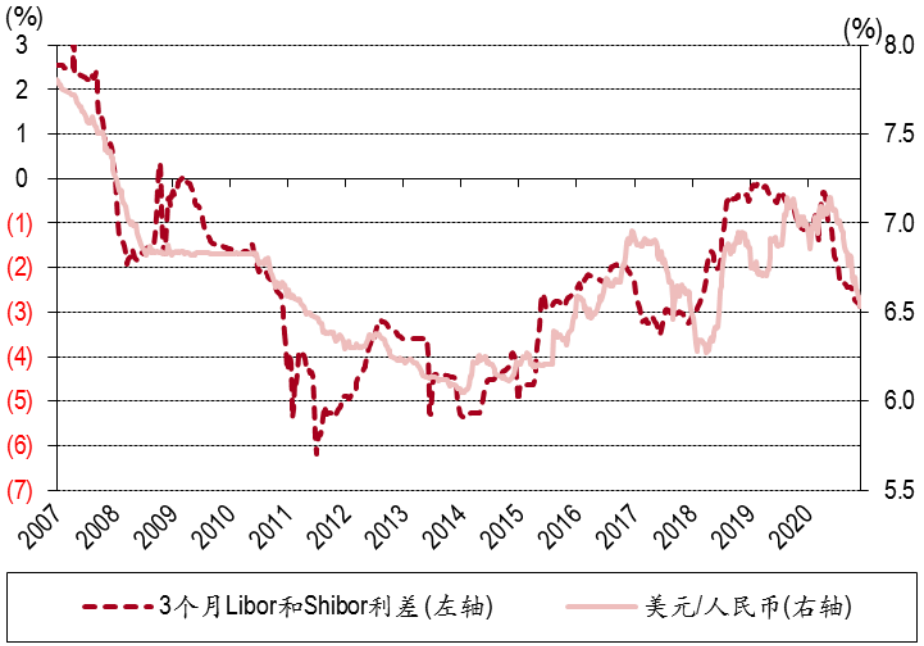


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

人民币对美元先升后贬

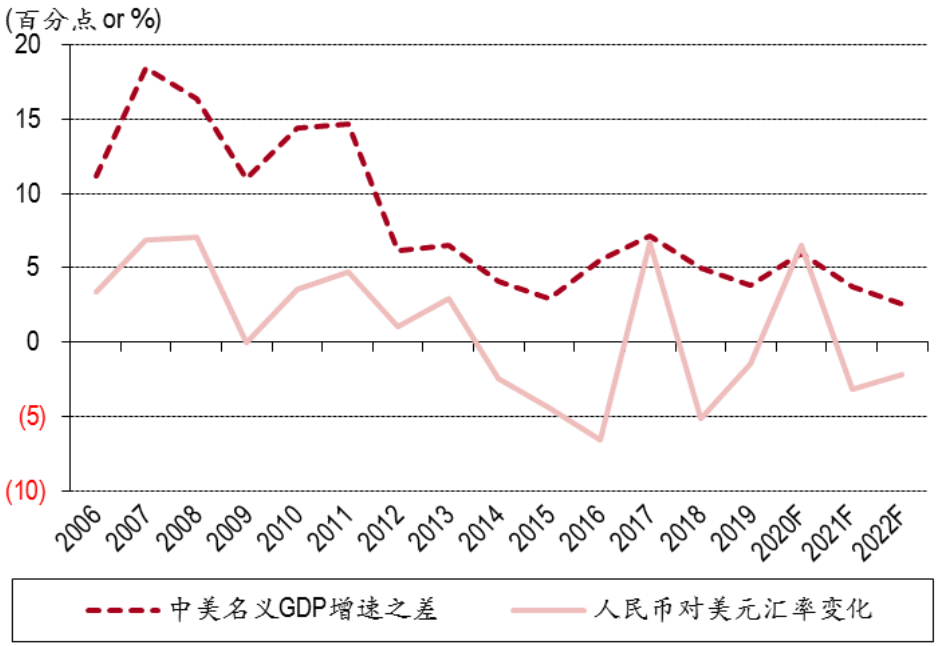
- 汇率与两种货币的利差密切相关，而利差反映两国经济基本面相对强弱
- 随着中国经济复苏基本完成而美国进入更快复苏，2021-2022年中美经济增速差和利差将有所下降，人民币对美元可能小幅走弱

美中利差与美元/人民币汇率



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

中美经济增速差与人民币对美元变化率

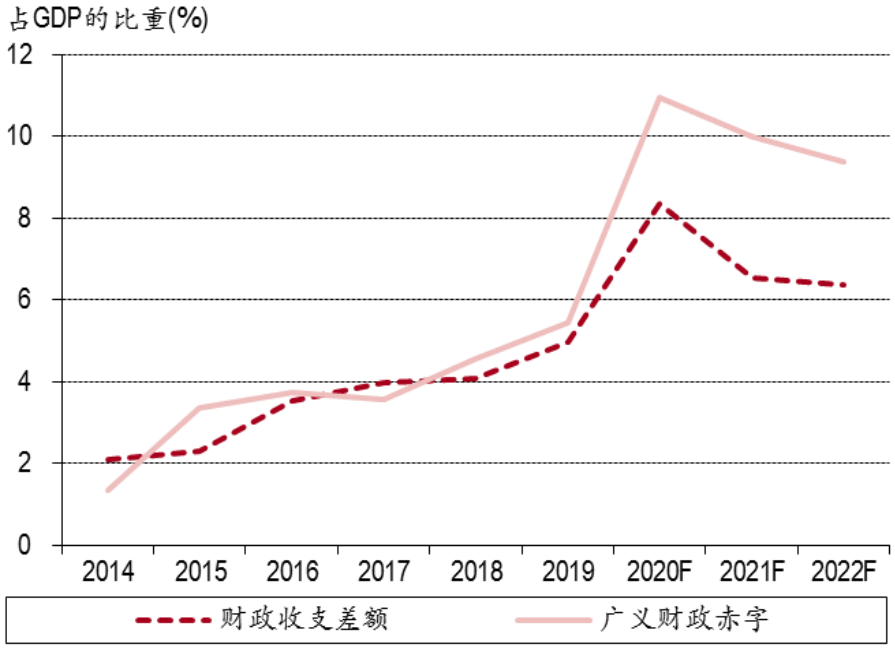


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

积极财政政策扩张力度下降

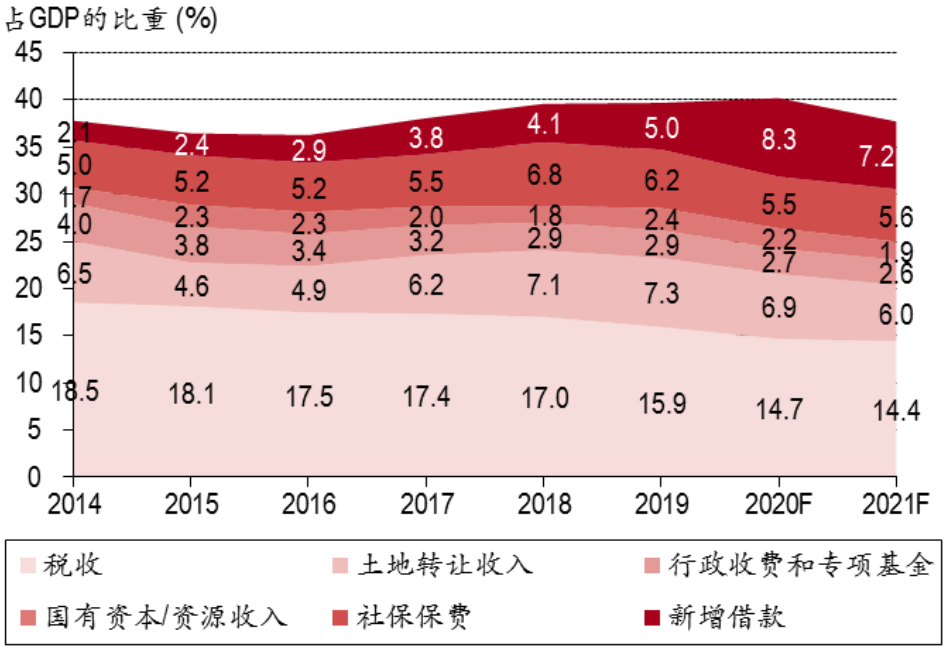
- 广义赤字/GDP从2020年8.3%下降至2021年6.5%
- 2021年一般预算赤字或小幅降至3.56万亿人民币或GDP的3.2%，地方政府专项债额度可能与2020年基本持平，不再有抗疫特别国债

广义赤字率



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

广义政府收入/GDP

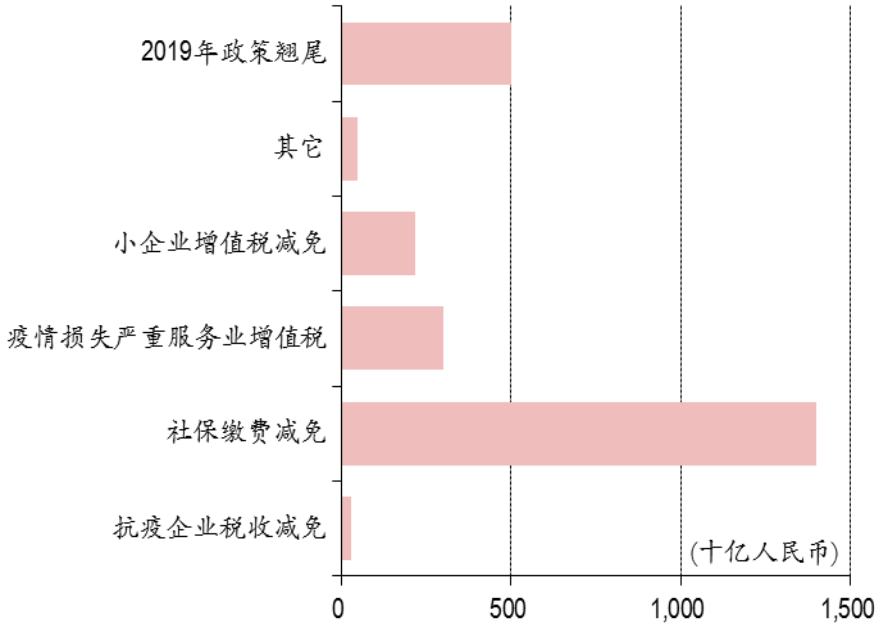


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

积极财政政策扩张力度下降

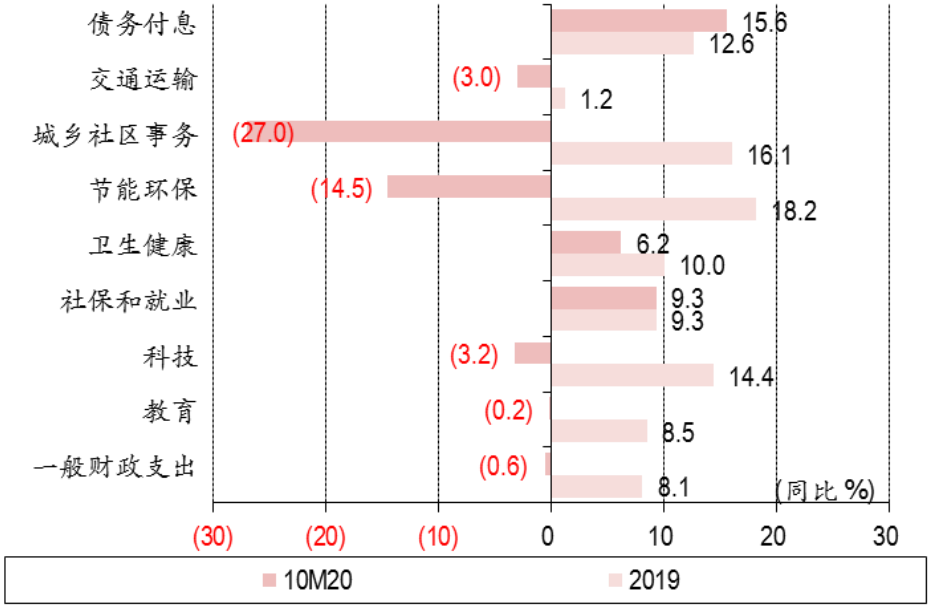
- 2021年减税降费力度将有所减小，2020年部分阶段性减税降费政策到期
- 2021年财政支出重点仍将集中在社会保障和就业、卫生、农林水利、教育、技术、节能减排和环境保护等方面，预计一般财政支出增长7%，重点领域支出增长超过8%

2020年税费减免



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

一般财政支出增速

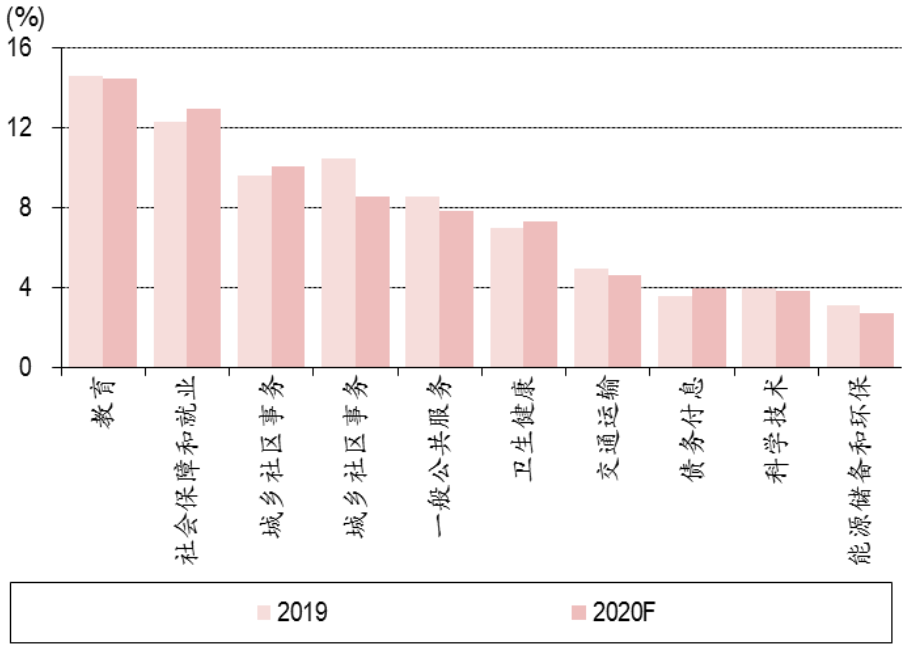


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

积极财政政策扩张力度下降

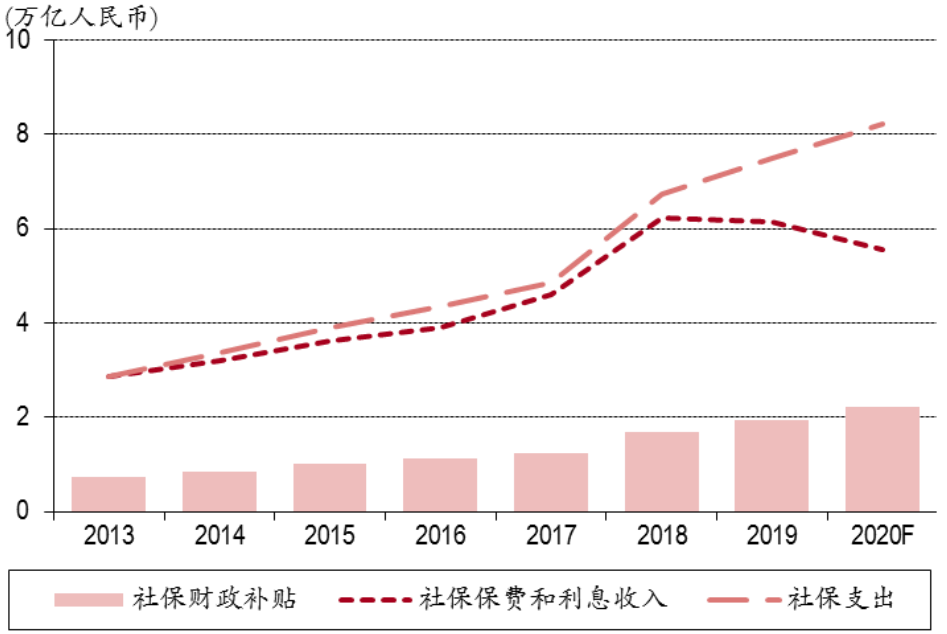
- 随着人口老龄化，社保基金的收支缺口快速扩大，财政对社保基金的补贴收入被迫加速增长
- 在迈向高质量发展和内需驱动过程中，财政支出不得不更多用于医疗卫生、教育、科技和节能环保等领域
- 公共资源对传统基础设施的投入被迫减少，地方政府债务风险也将抑制基础设施部门债务和投资增长

部分财政支出占一般财政支出比重



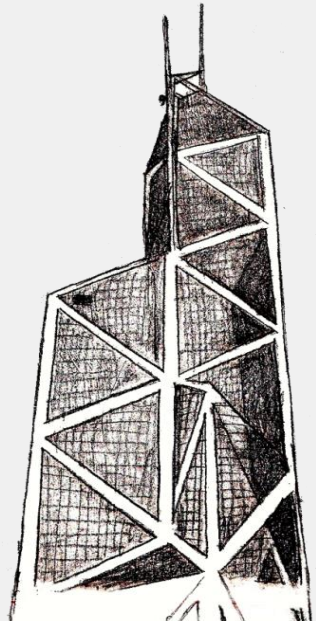
数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

社保基金赤字不断扩大



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

(II)十四五规划与2035年远景目标



2035年人均GDP达到中等发达国家水平

- “十四五”和2035年远景规划没有提出具体GDP增长目标，强调转向高质量发展，但提出2035年中国人均GDP达到中等发达国家的水平
- 2035年人均GDP达到2-2.5万美元：2021-2035年GDP年均增长2.5%-4%
- 2035年GDP相比2020年翻一番：2021-2035年GDP年均增长4.7%
- 中国致力于2035年后成为全球第一大市场

GDP规模与结构：美国VS中国

	美国		中国		中国/美国 (%)
	金额(万亿美元)	结构(%)	金额(万亿美元)	结构(%)	
国内生产总值	21.4	100	14.4	100	67.2
家庭消费	14.5	67.9	5.6	38.8	38.4
商品	4.5	21.1	2.8	19.6	62.5
服务	10.0	46.8	2.8	19.2	27.5
私人固定投资	3.7	17.3	5.0	34.9	135.9
住房	0.8	3.8	1.1	7.4	132.1
建筑	0.7	3.0	1.8	12.2	269.9
设备	1.2	5.8	1.7	11.7	135.2
知识产权	1.0	4.7	0.5	3.7	53.1
存货变动	0.05	0.2	0.1	0.7	194.8
政府支出	3.7	17.5	3.5	24.1	92.6
政府消费	3.0	14.0	2.4	16.6	80.0
政府投资	0.8	3.5	1.1	7.5	142.9
净出口	(0.6)	(2.8)	0.2	1.5	-

数据来源：万得资讯，中银国际研究

2035年后成为全球第一大市场

- 做大国内市场关键是扩大内需尤其是国内消费，重点是扩大中等收入群体、实现全民共同富裕以及提高家庭消费能力和消费意愿

家庭收入、资产负债与消费结构：美国VS中国

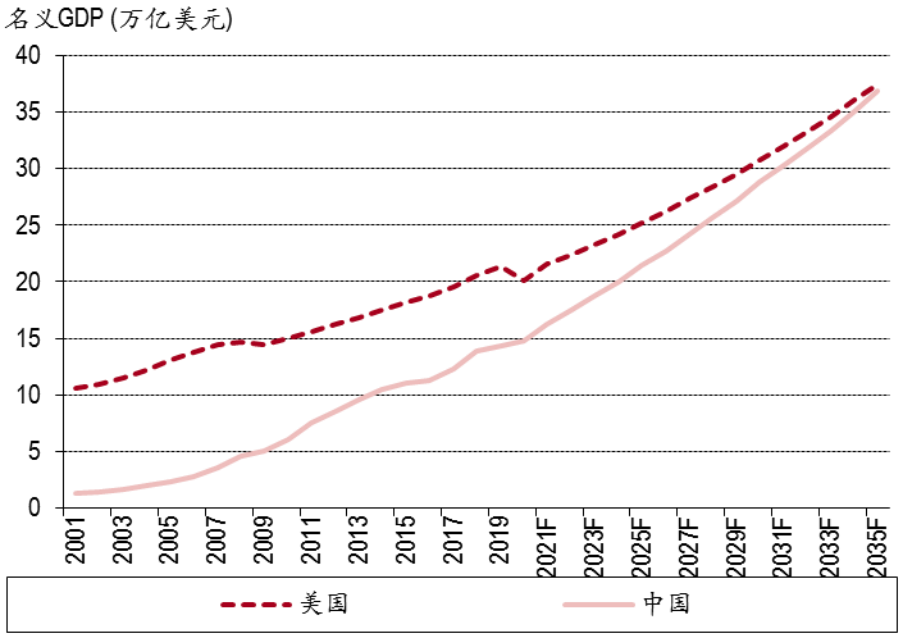
家庭收入和资产负债				家庭消费结构		
(万亿美元)	美国	中国	中国/美国(%)	(%)	美国	中国
可支配收入	16.3	8.4	51.5	商品和服务合计	100.0	100.0
工资	11.4	7.4	64.4	食品	7.7	19.0
财产性收入	5.4	0.6	11.4	食品服务和餐饮	6.9	7.9
家庭消费	14.5	5.6	38.4	服装	2.9	6.2
储蓄率(%)	7.5	33.6	446.1	房屋租赁	16.0	17.0
总资产	133.9	72.1	53.9	公共事业	2.5	4.0
现金存款	11.4	17.9	157.3	家庭设施和服务	7.5	5.9
有价证券	50.5	10.5	20.7	卫生保健	20.6	8.8
房地产	33.5	32.5	96.8	交通运输服务	9.2	9.9
总负债	16.4	7.8	47.9	通讯	1.9	3.4
抵押贷款	10.5	5.5	52.2	教育	2.8	6.0
其他债务	5.9	2.4	40.2	娱乐与文化	8.7	4.9
净资产	117.5	64.3	54.7	金融保险服务	8.1	4.5

数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

新型城镇化是扩大内需的重要支撑

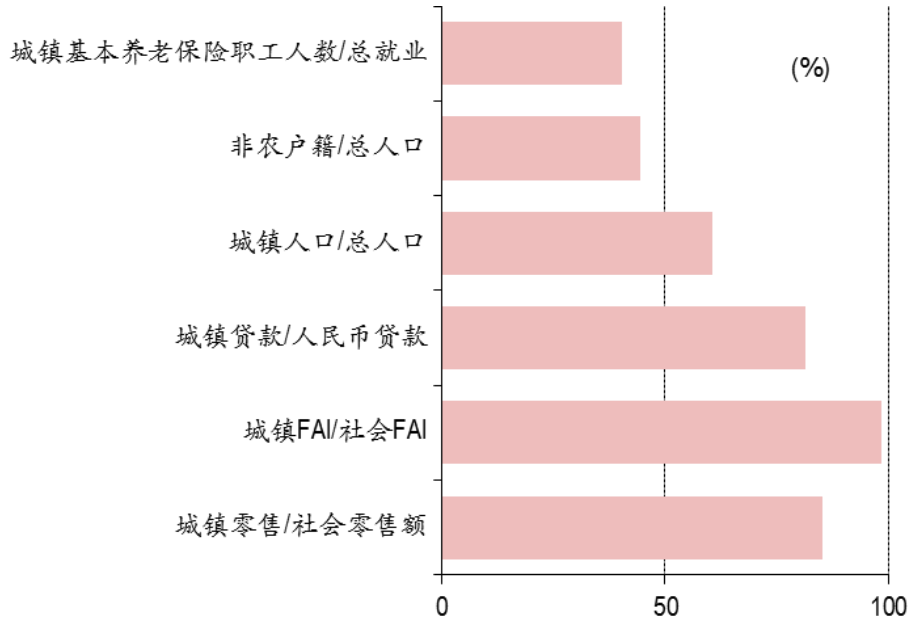
- 推动城镇流动人口转变为城市市民，扩大中等收入群体
- 发展服务业与推动城镇化可以相互促进，既满足家庭消费升级和服务消费上升需求，又提供更多高质量就业机会，在城镇化中吸纳更多就业
- 完善医疗保险、养老保险等社会保障体系，降低预防性储蓄，提高家庭消费意愿
- 破除汽车消费障碍

中美经济规模



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

中国城镇化率



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

节能环保是内需增长点

政策	方向	具体内容
结构调整	产业结构调整	重点行业超低排放补贴，阶梯水电价激励，“散乱污”治理，节能环保行业的优惠激励政策
	能源结构调整	清洁能源推广与提效，清洁取暖补贴，重点区域煤炭减量替代，资源定价政策
	交通结构调整	新能源汽车政策，柴油货车税收优惠，岸电激励政策
	农业结构调整	农药、化肥、地膜补贴，差别化农业补贴激励，耕地、草原、渔业生态补偿，农业污染处理优惠
生态环境空间管控	环境要素质量分区管控	水气土环境质量分区域管控，建设用地准入清单，农用地分类管理，受污染耕地治理
	生态空间和环境分区管控	生态保护红线、自然保护地差别化管控，海洋生态环境分区管控、生态补偿与损害赔偿
生态环境质量管理	质量管理体系	考评体系，质量管理体系
	污染物总量减排	各类污染物排放约束性指标管理，固定源与非固定源“双控”管理
	环境风险防控和应急管理	风险防范，健康风险管控，应急管理
生态环境市场经济	生态环境财政制度	财政预算支出，环境质量改善绩效导向的财政资金分配机制
	绿色税费价格政策	环保相关税收政策，环保基础设施公共服务收费，污染物处理费用
	生态环境补偿机制	综合生态补偿机制，重点生态功能区转移支付，跨省届流域上下游生态补偿机制，海洋生态环境损害赔偿责任制度
	生态环境权益市场交易机制	碳交易，排污权交易，自然资源产权制度
	绿色金融体系	环境信用评价制度，上市公司环境信息披露制度
多元环境治理	环保督察制度	定期督察，党政同责
	排污许可证管理	基于环境容量的排污许可，排污许可证管理技术体系
	各级党委、政府环保治理能力	先行示范区，省级以下生态文明绩效考核机制
	美丽中国全民行动	全面参与环保治理的意识和能力，人民环保督察员制度
全球生态环境治理	2030年可持续发展议程	落实议程，定期发布进展报告
	多边合作交流	创新多边合作思路，加强国际环保合作
	绿色“一带一路”	加强区域生态环保合作，编制绿色投资指引，推动环保标准国际互认
	绿色贸易与绿色责任投资	环境措施贸易合规性审查，降低、取消重污染行业产品的出口退税，提高出口量较大的“两高一资”行业环境标准，绿色供应链国际合作

科技创新和产业革命改变全球发展格局

名称	时间	特征	主导产业	基础设施	产业结构	受益国家	备注
第一次科技和产业革命：蒸汽革命	18世纪中叶至19世纪中叶	蒸汽机	纺织、纺织机械制造、制铁、铁路、海运	蒸汽动力的海陆交通网	农业仍是主要产业，防止、机械制造和运输业成为新兴产业	英	1870年工业产量占比：英国31.8%、美国23.3%、德国13.2%、法国10%
第二次科技产业革命：电气革命	19世纪下半叶至20世纪30-40年代	电气化	电力、钢铁、汽车、化学工业、电话、电报等有线无线通讯业	海陆空交通网，电话、电报等通讯网络	三次产业划分形成，工业替代农业成为主要产业，资本密集型产业和服务业快速发展	德、美	1913年德国GDP、钢铁和煤炭产量、铁路里程超过英国，电气产品占全球34%；1870-1913年英国贸易额增长87%，但德国和美国分别增加1.8倍和1.6倍
第三次科技和产业革命：信息革命	20世纪40年代至20世纪末	计算机、互联网、自动化	石化工业、汽车制造、计算机、通讯制造，电子商务、互联网	全球性的交通系统和通讯网络	农业占比继续下降，工业内部结构发生重大调整，服务业发展为占比最大的产业	美、德、日	1948年美国GDP占全球50%，出口占全球25%，黄金储备占全球66%，1970年以后德国、日本快速成长，亚洲四小龙迅猛增长，欧元区形成
新一轮科技和产业革命：数字技术革命	21世纪初至今	云计算、大数据、人工智能	数据产业以及被全面数据化的传统产业	互联网和无联网深度融合的全球网络空间	数据密集型	美、德、日、中国等新兴市场	

数据来源:国务院发展研究中心，《百年大变局：国际经济格局新变化》

科技创新推动中国产业链升级

中国产业链的安全性与领先性

安全性状态	产业类数	占比(%)
自主可控	6类	23
安全可控	10类	38.5
对外依赖高	2类	0.7
对外依赖极高	8类	30.8

产业	“卡脖子”环节
集成电路产业	光刻机
通信装备产业	高端芯片
轨道交通装备产业	轴承和运行控制系统
电力装备产业	燃气轮机热部件
飞机、汽车行业	设计、仿真软件等

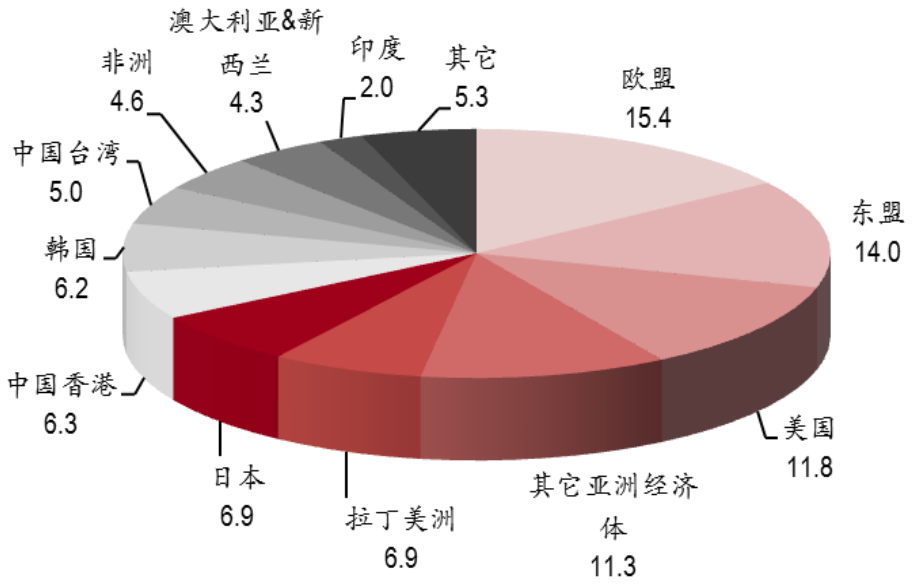
领先性状态	产业类数	具体产业
世界领先	5类	通信设备、先进轨道交通装备、输变电装备、纺织、家电
世界先进	6类	航天装备、新能源汽车、发电装备、钢铁、石化、建材
与世界差距大	10类	飞机、航空机载设备及系统、高档数控机床与基础制造装备、机器人、高技术船舶与海洋工程装备、节能汽车、高性能医疗器械、新材料、生物医药、食品
与世界差距巨大	5类	集成电路及专用设备、操作系统与工业软件、智能制造核心信息设备、航空发动机、农业装备

数据来源:中国工程院

加速开放扩大共同利益

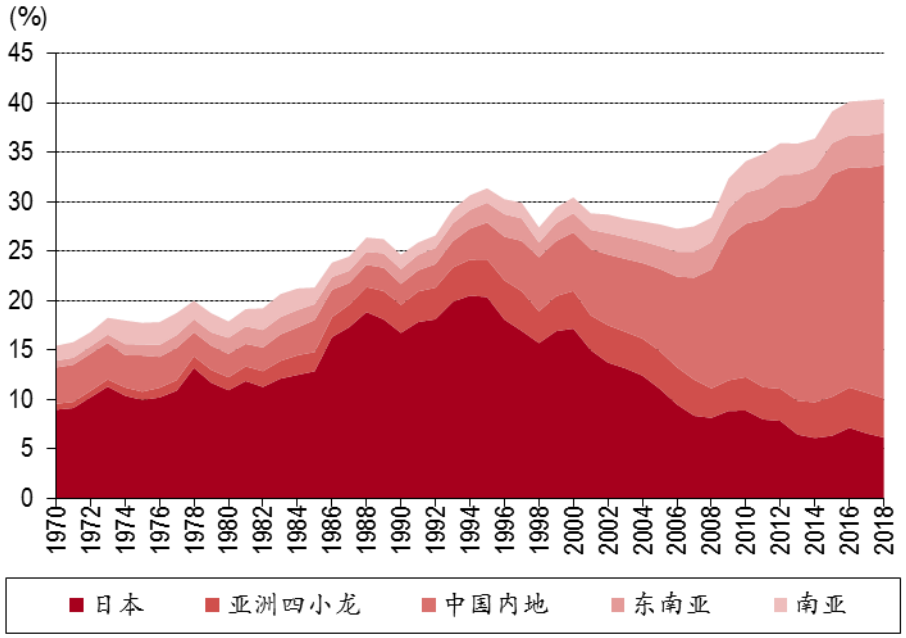
- 中国只要坚定不移推进改革开放，就能够依靠超大市场和全产业链配套体系，形成参与全球经济合作竞争的强大优势，更加主动塑造全球化，扩大中国经济朋友圈和与共同利益

中国对外贸易地区结构



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

亚洲经济体在全球工业增加值中占比



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

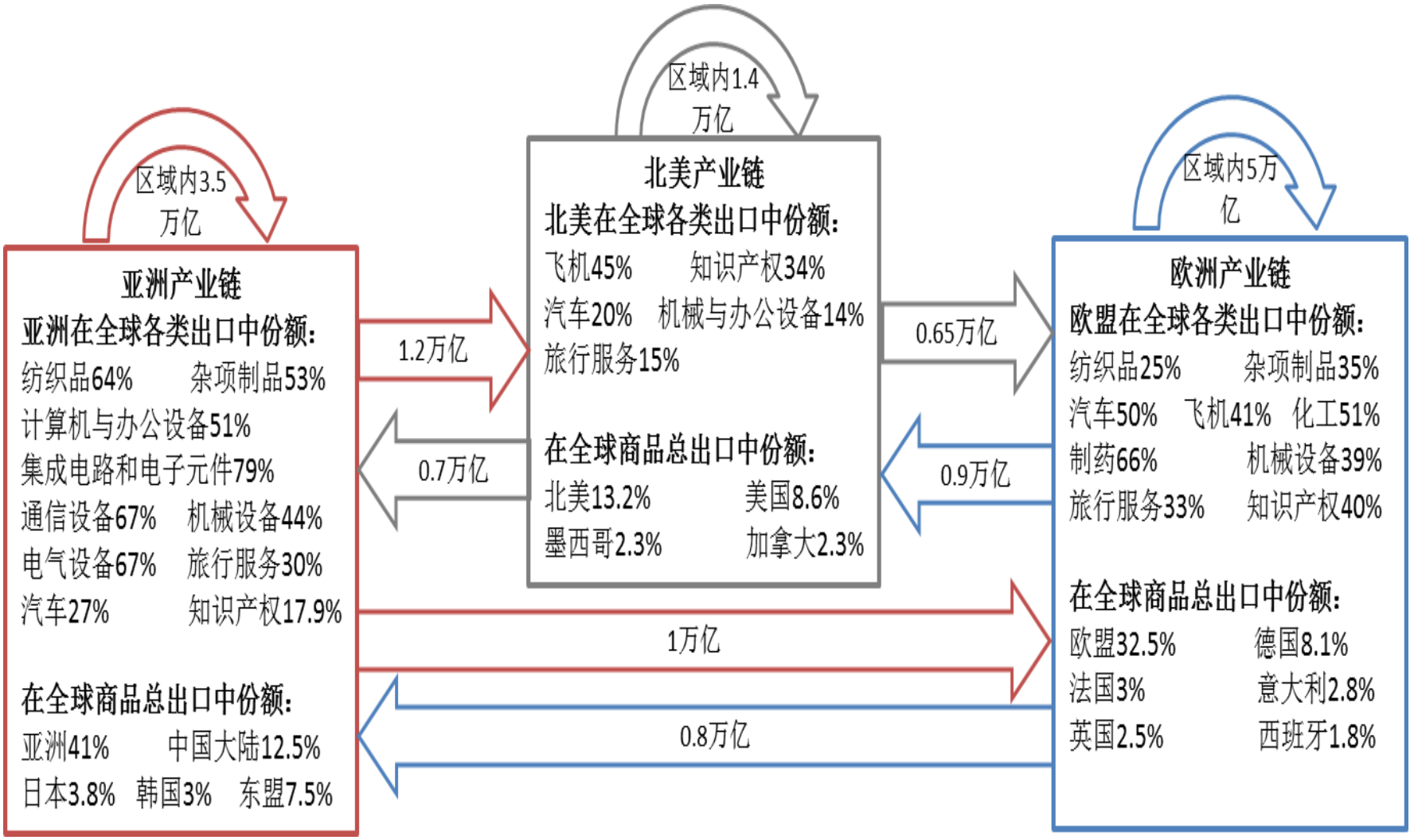
加速开放扩大共同利益

- RCEP协议将建立一个世界上人口最多、经贸规模最大和最具发展潜力的自由贸易区
- 它将消除贸易和投资壁垒，统一区域市场，整合区域供应链并促进生产要素自由流动
- 中国将从扩大区域市场、提高供应链效率和减少地缘政治风险中受益

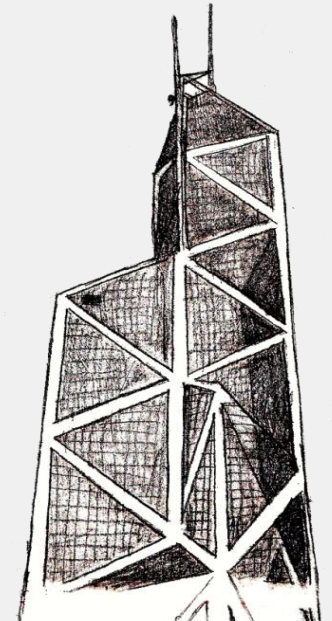
中国与东盟贸易关系上升

	对东盟出口/中国出口				自中国进口/东盟进口			
(%)	2017	2018	2019	2017-2019变化百分点	2017	2018	2019	2017-2019变化百分点
全部产品	**12.4**	**12.9**	**14.4**	**2.0**	**20.2**	**20.5**	**24.0**	**3.8**
农产品、食品饮料	21.0	21.5	23.7	2.7	9.6	9.9	14.3	4.7
能源矿石	34.4	33.5	36.1	1.7	5.8	5.8	9.4	3.6
化学产品	15.6	14.8	15.5	(0.1)	19.0	19.4	19.8	0.8
塑料和橡胶制品	12.7	13.3	15.7	3.0	18.1	18.7	21.7	3.6
皮毛羽绒木纸制品	11.6	11.9	13.9	2.3	20.6	20.8	26.3	5.7
纺织	28.0	28.3	29.2	1.2	42.5	44.6	52.5	10.0
衣鞋帽饰	7.9	8.5	9.5	1.6	17.1	18.0	26.3	9.2
金属及其制品	18.6	20.2	20.6	2.0	29.2	30.0	31.8	2.6
机械设备	9.9	10.3	11.9	2.0	27.5	28.4	29.1	1.5
电气和视听设备	10.6	11.2	13.0	2.4	26.1	26.8	29.2	3.1
汽车	11.2	9.8	11.4	0.2	12.4	11.7	15.2	2.8
其他交运设备	14.0	13.5	17.2	3.2	7.0	6.8	6.9	(0.1)
光摄测医等仪器	10.1	10.5	11.4	1.3	14.4	15.2	19.2	4.8
家具、玩具等杂项制品	7.8	7.6	10.1	2.2	50.5	52.7	61.9	11.5

全球产业链分布


区域内3.5万亿
亚洲产业链
亚洲在全球各类出口中份额：
纺织品64% 杂项制品53%
计算机与办公设备51%
集成电路和电子元件79%
通信设备67% 机械设备44%
电气设备67% 旅行服务30%
汽车27% 知识产权17.9%
在全球商品总出口中份额：
亚洲41% 中国大陆12.5%
日本3.8% 韩国3% 东盟7.5%
区域内1.4万亿
北美产业链
北美在全球各类出口中份额：
飞机45% 知识产权34%
汽车20% 机械与办公设备14%
旅行服务15%
在全球商品总出口中份额：
北美13.2% 美国8.6%
墨西哥2.3% 加拿大2.3%
区域内5万亿
欧洲产业链
欧盟在全球各类出口中份额：
纺织品25% 杂项制品35%
汽车50% 飞机41% 化工51%
制药66% 机械设备39%
旅行服务33% 知识产权40%
在全球商品总出口中份额：
欧盟32.5% 德国8.1%
法国3% 意大利2.8%
英国2.5% 西班牙1.8%
1.2万亿
0.7万亿
0.65万亿
0.9万亿
1万亿
0.8万亿

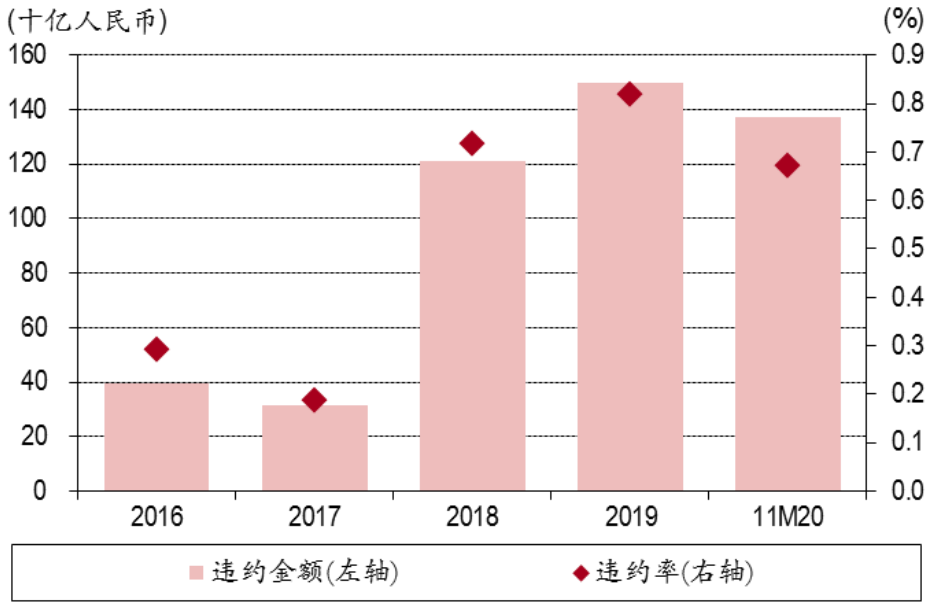
(III)风险与挑战



中国宽松政策退坡速度

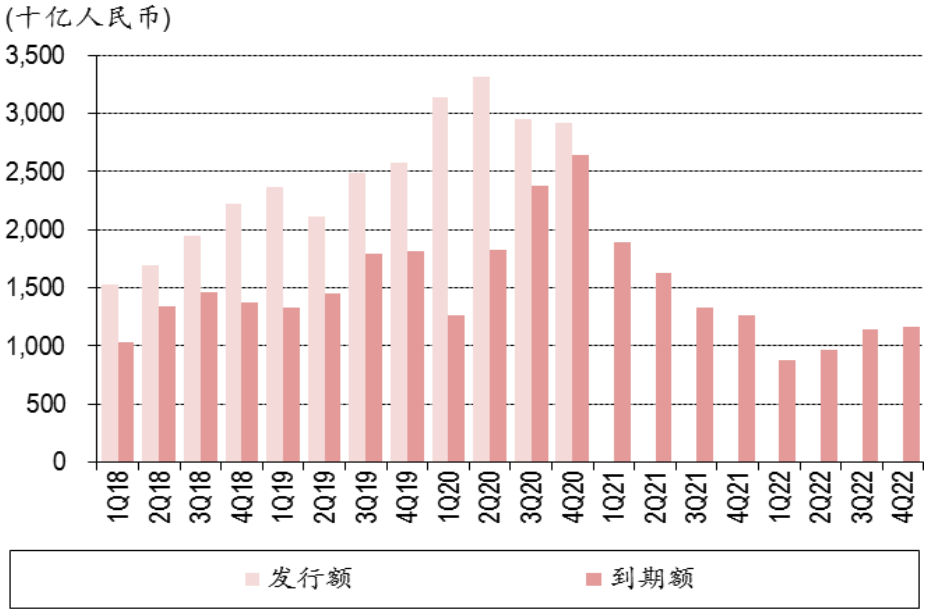
- 近期债市违约事件表明：宽松政策退出并不容易，决策层需要平滑政策调整过程

中国债市违约情况



数据来源: WHO，中银国际研究

企业债券发行与到期

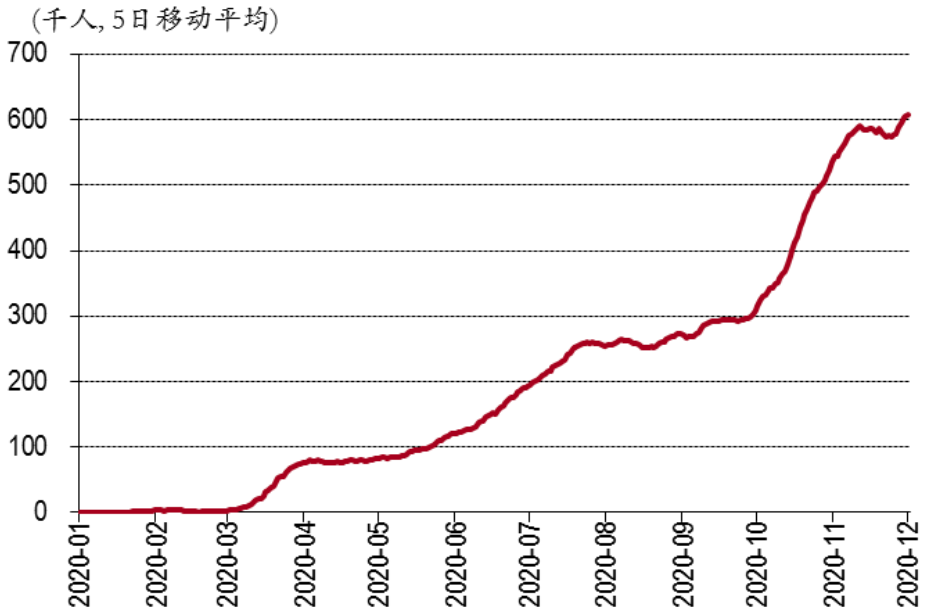


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

全球疫情、疫苗研发与经济复苏情况

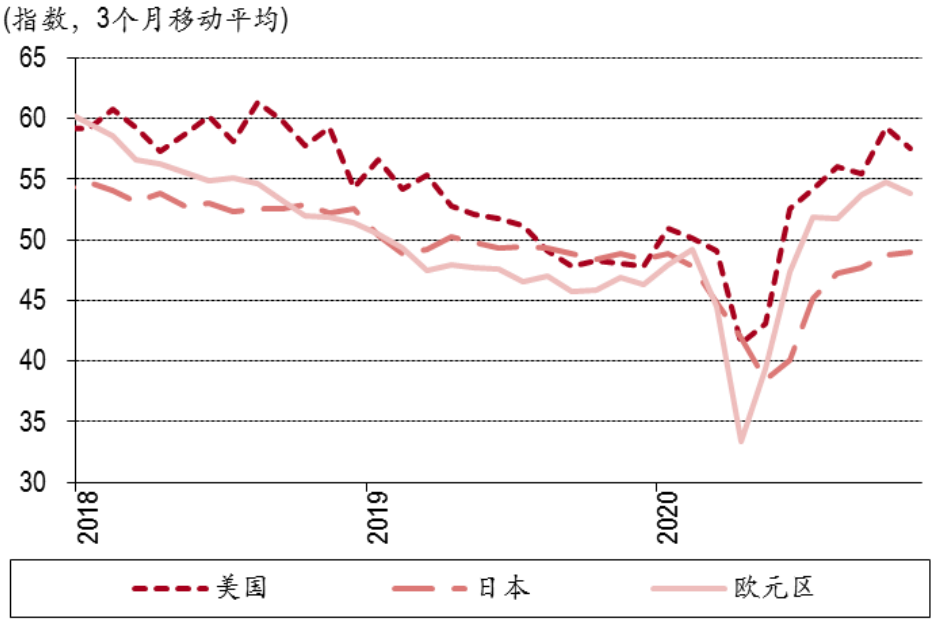
- 全球疫情演进、疫苗研发进度和全球复苏状况仍存在较大不确定性，是影响2021年中国经济前景的重要因素

全球新冠肺炎新增病例



数据来源: WHO，中银国际研究

制造业PMI

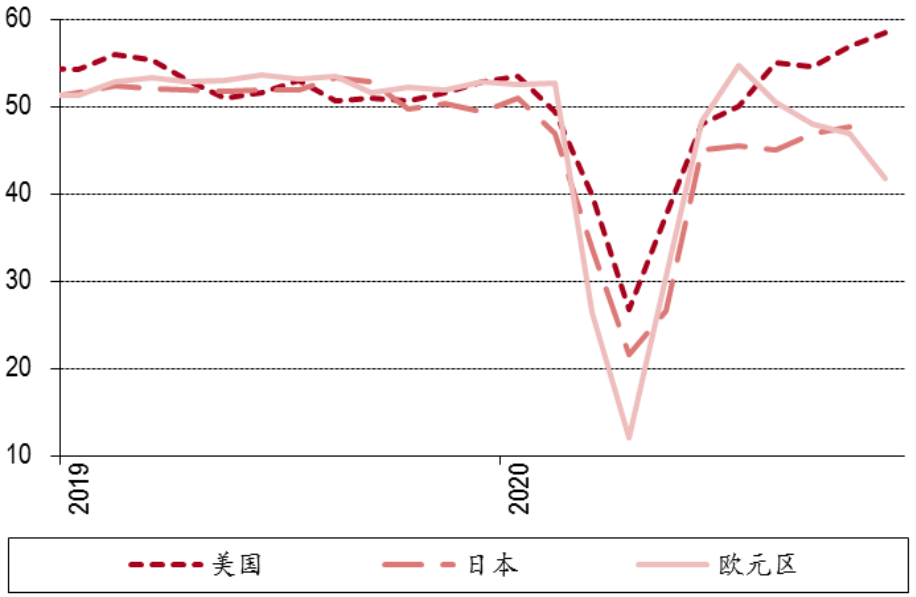


数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

全球疫情、疫苗研发与经济复苏情况

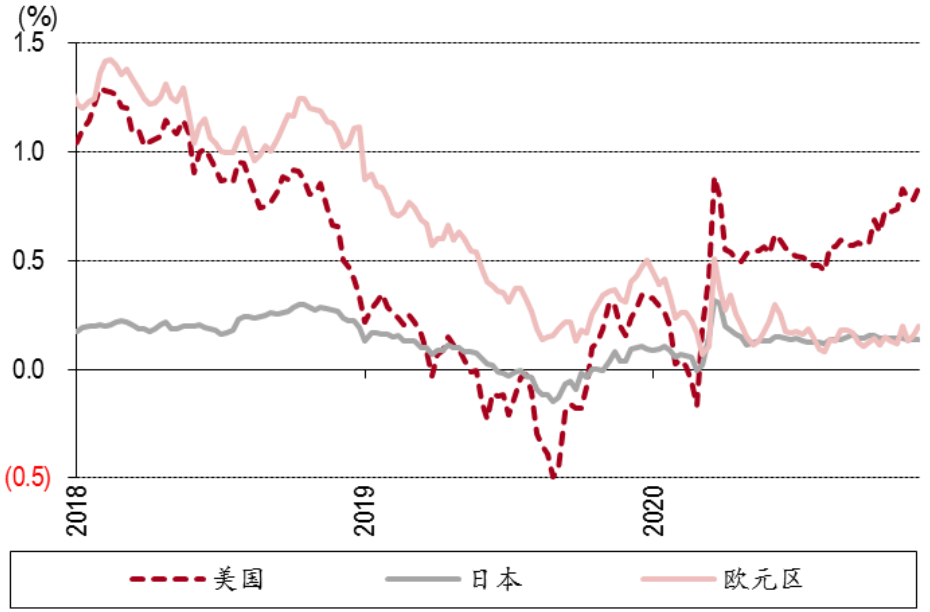
- 疫情恶化已导致部分经济体复苏再度放缓

服务业PMI



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

10年-3个月国债期限利差



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

全球疫情、疫苗研发与经济复苏情况

- 在基准假设下，2021年世界经济将进入较强反弹，全球GDP可能增长4%以上

美国周经济增速



数据来源: 纽联储, 中银国际研究

美国周汽油产量



数据来源: 万得资讯, 中银国际研究

中美关系变化

- 中美关系对中国经济具有重要影响：一方面影响贸易往来、资本流动和私人部门信心，另一方面影响国内政治和经济政策。
- 中美关系在特朗普时代下降至冰点，拜登接任美国总统后，中美关系会有什么变化呢?
- 中国方面希望中美关系从一种无序冲突的不稳定状态回到一种战略合作和有序竞争的稳定状态。
- 美国新任总统团队对中美关系定位为竞争与合作，承认既有竞争又有合作，但把战略竞争作为前提。
- 拜登上台后面临的首要问题是团结民主党和共和党力量，控制疫情并恢复经济，对外则会加强全球合作，短期内对华关系不会提上日程，中美关系短期可能迎来一段稳定期。
- 美国专家普遍认为，拜登会摒弃美国优先政策，加强全球合作尤其是与盟友合作，重新加入WTO和WHO，逐步恢复伊朗核协议，美国对外可能转向一种基于价值观的政策，强化美国领导地位，人权会是外交关注重点之一。
- 拜登对华战略仍受制于美国国内政治。在中国不断谋求发展而美国将其视为威胁的情况下，中美战略竞争不可避免。
- 但中美经济利益联系广泛，在许多议题上也有合作空间。拜登能够更加理性对待中国，中美关系的不稳定性总体可能有所下降，在应对疫情、提振经济和气候变化等议题上不排除两国合作有所加强。

分析员声明及重要信息披露

本文件中所表述的所有观点均为该分析员对文件内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本文件中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

除本文另有披露外：（i）每一位分析员声明不论他/她或其有联系人皆不拥有与该分析员在本文件内所评论的发行人的任何财务权益；及（ii）每一位分析员声明不论他/她或其有联系人都没有担任该分析员在本文件内所评论的发行人的高级人员。在本声明中，术语“联系人”包含了美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority，簡稱FINRA)所界定的分析员的家庭成员。

因此，本文件涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及联属公司（以下统称“中银国际集团”）提供与本文件有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆：

(i) 未持有相等于或高于本文件内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的1%的财务权益；

(ii) 不涉及为本文件所评论的有关发行人的证券进行庄家活动；

(iii) 未有任何中银国际集团的雇员或与其有联系的个人担任本文件所评论的发行人的高级人员；

(iv) 在过去十二个月内，未有经办或联席经办本文件所评论的发行人的公开发售活动；

(v) 在过去十二个月内，未有向本文件所评论的发行人就提供投资银行服务收取或打算收取任何报酬或接受委托；

(vi) 在未来三个月内，未有就提供投资银行服务预期接受或打算向本文件所评论的发行人收取任何报酬。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照2020年1月9日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司（“中国银行集团”）在本文件可能潜在的利益。

风险提示及免责声明

本研究文件由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立，并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本文件仅意在按保密基準向专业投资者、合资格投资者及机构投资者客户发送，供一般流通之用，仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和联属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意，不得出于任何目的而发表本文件或其内容或其任何副本，无论是整体还是部分，或不得直接或间接地对本文件或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本文件中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本文件可能会受到当地法律法规的限制。本文件并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际研究或中银国际集团须要受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下，向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本文件的人士必须知悉并遵守该等限制。

本文件中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求，不构成投资、法律、会计或税务建议，也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本文件中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分，也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约，且不得用于构成任何合同或承诺的基础，也不得单纯加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本文件中所述的证券适合于任何特定投资者，且中银国际集团不会因收件人收到本文件而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时，投资者应做出自身的独立判断，或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本文件中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源，除非法律或规则规定要求之外，中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本文件中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证，且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本文件当日作出的判断，并可能基于一些无法证明其有效性的假设，且可能随时更改。相应地，除非法律或规则规定必须承担的责任外，对于因使用本文件或本文件之内容或其他原因而导致的损失，中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此，本文件所表述的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供，对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外，中银国际集团可能曾发布其他与本文件中所列结论或意见不一致或得出不同结论或意见的文件。为免生疑问，本文件中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份文件反映了撰写该文件的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视作未来表现的指示或保证，且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌，且可能无法立即变现。此外，获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本文件可能附载其它网站的地址或超链接。对于本文件可能涉及到超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接，中银国际集团未有审查该等网页，且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考，且所链接网站的内容不会以任何方式构成本文件的任何部分。在访问该等网站时，阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级，投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险，汇率变动风险可能导致本金损失，且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。

在法律法规所允许的范围内，中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本文件中所述的证券相关的融资交易，为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务，及或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内，中银国际集团的一个或多个成员可能在文件发表之前根据本文件中所列的信息或意见或本文件所基于的研究或分析行动，或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内，中银国际集团的一个或多个成员及撰写本文件的分析员(分别简称为“分析员”，并统称为“各分析员”)可能在本文件中所列的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”，并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析员声明及重要信息披露。

本文件在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司 (BOCI Securities Limited)发送；在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore)Pte Ltd.,“中银国际新加坡”)发送；在美国由中银国际（美国）有限公司(BOC International (USA) Inc.“中银国际美国”)发送；在英国由中银国际(英国)有限公司 (Bank of China International (UK) Limited,“中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第110章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)（簡稱 “FAA”）之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations) (簡稱 “FAR”)之条例2定义下的 “合格投资人”或“专业投资人”，中银国际新加坡仍将：(1)因为FAR之条例34而获豁免按FAA第27条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为FAR之条例35而获豁免按FAA第36条之强制规定披露其在本文件中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。本文件的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本文件时，本文件仅可提供给依据1934年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则15a-6号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本文件涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准，证券委员会或监管机构也并未对本文件的准确性和恰当性做出判断。本文件涉及任何证券目前尚未且预期不会按1933年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本文件涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第144A条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本文件且基于本文件中所提供的信息，有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986) 之定义）仅应直接向中银国际美国提出，且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下，收到本文件且构成美国人士的人士均不得通过，除中银国际美国之外，中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或联属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国，依据《2000年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第21条，本文件不构成招募说明书，且未获得批准。本文件仅可向依据《2000年金融服务与市场法（金融推广）2005年指令》(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005) 之规定向位于英国境内外的人士发送，具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本文件的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本文件中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2019© 版权所有 中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和联属公司