

建银国际证券 | 研究部

宏观视野

升级中的复苏

疫情后经济升级将是带动经济复苏的持续动力：与过往金融周期和建筑行业带动的经济复苏不同，疫情后高科技和服务等新经济产业投资复苏较快，成为带动经济复苏的主要力量。未来消费升级，数字化，进口替代以及环保等需求将上升，加速这一转型。全球的半导体周期上行也将继续利好中国的高科技和贸易走势。“旧经济”仍面临整合压力，固定资本支出不振，但传统行业研发支出加速。疫情催生旧经济与互联网平台的融合，有助支持行业营收。

经济效率和资本回报有望回升：宏观层面经济效率下降（而非人口增速等因素）是过往10年经济疲软的主要原因。产业周期的提速伴随投资结构从重工业转向轻资产（例如软件、服务等），研发支出上升，传统行业资产周转率改善等，有利提升效率，并提升资本回报。

市场影响：持续复苏叠加温和再通胀将支持国内无风险利率继续回升。积极财政和货币收紧的政策取态也将延续这一趋势。比起金融周期下的短周期，产业周期推动的经济复苏和利率上行将更为持续，并在全球低增长和低利率环境下支持资金流入和人民币汇率。风险是全球疫情和地缘政治局势的大幅恶化。

崔历

(852) 3911 8274
cui.li@ccbintl.com

中国经济在二季度解除疫情防控封锁后稳步复苏。八月份数据进一步超预期反弹，消费、投资和工业生产继续修复。与近年来经济复苏往往由建筑活动驱动相比，疫情后的增长复苏受高科技、汽车、设备、医疗和IT服务等行业带动较多，体现疫情带来的新需求。全球环境也是一个因素：虽然发达国家经济受疫情影响服务业持续疲软，但制造业和产业链受影响相对较小。而如年初所预测，全球半导体行业周期处于上行期，受疫情干扰有限，利好中国制造业和贸易表现。

升级中的复苏

几方面迹象表明，疫情后产业升级已在提速，成为推动经济复苏的持续力量。

首先，“**新经济**”的投资加速，与旧经济分化加大。根据产业周期的不同阶段将行业进行分类：国内的技术密集型产业，如软件、汽车和大多数服务产业，近年来处于成长扩张期；而房地产、重工业、资本货物、日用消费品等“旧经济”则进入成熟或衰退期，投资下行。面临整合压力，行业集中度上升。（详见：建银国际宏观视野，“强者恒强将走多远”，2017年9月）。

产业投资的分化今年格外明显。采矿金属、纺织服装等行业投资同比继续下降，经济解封后好转有限。而高科技和服务部门的投资仅略有下降，且在封锁解除后迅速复苏（图1）。新兴产业与夕阳产业之间的投资增速差距扩大至五年来的最高水平（图2）。究其原因，短期的疫情并未改变经济的长期格局。例如，即使政府加大政策支持，基建、地产等建筑活动有所复苏，重工业行业仍受长期的产能过剩影响，固定资本支出不振。

进口替代是刺激行业扩张的因素之一：贸易战增加了跨国供给的不确定性和跨国生产分工的成本。特别是由于中间产品贸易可能一次甚至跨境，关税带来的成本压力通过产业链扩大。因此关税下产业链将趋于集中。由于中国内部市场大，行业布局较为完善，劳动力素质相对较高，仍是企业投资的重要目的地。相应刺激本国进口替代行业的发展（详见：建银国际宏观视野，“贸易战阴影下，中国顺差为何不降反升？”，2019年9月）。过去两年至今年上半年，进口替代需求较高的化工、集成电路、印刷电路板等行业，资本支出均明显上升（图3）。

从结构上来看，成长行业已占FAI的30%以上（六年前还不到四分之一），已经大幅超过约占FAI比重不到20%的衰退行业。新的增长点为制造业经济企稳回升创造了条件。

图 1: 疫情下新经济投资提速

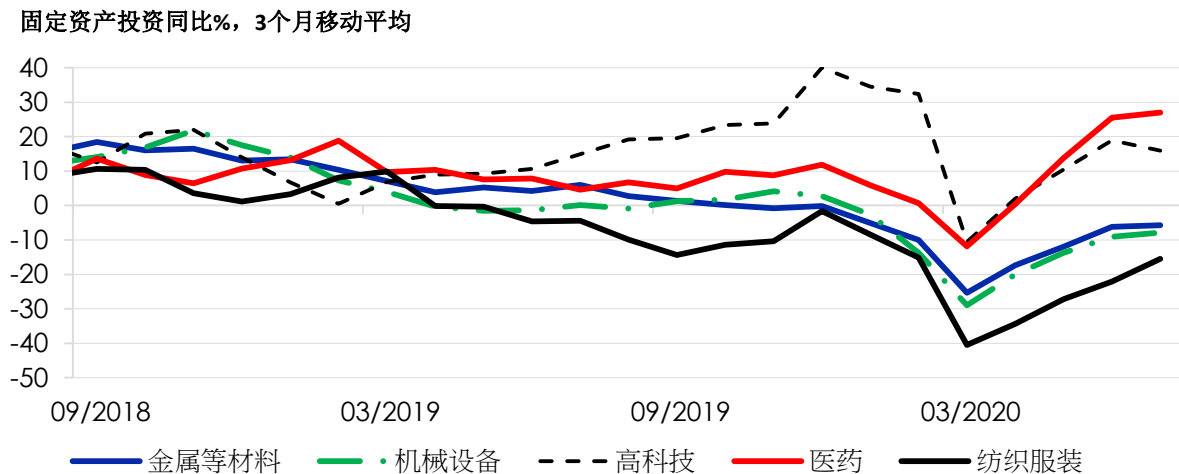


图 2: 新旧经济行业扩张速度差别拉大

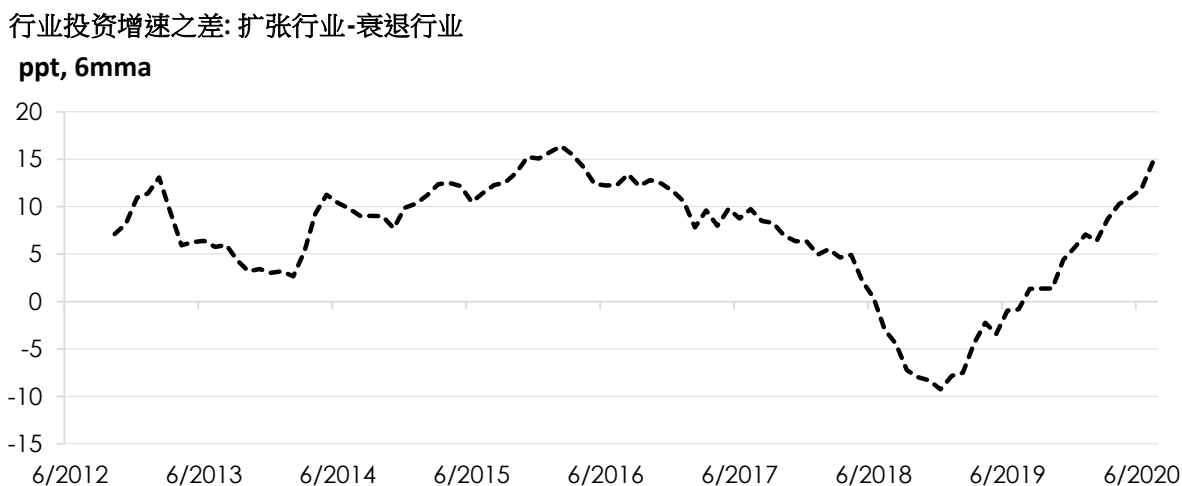
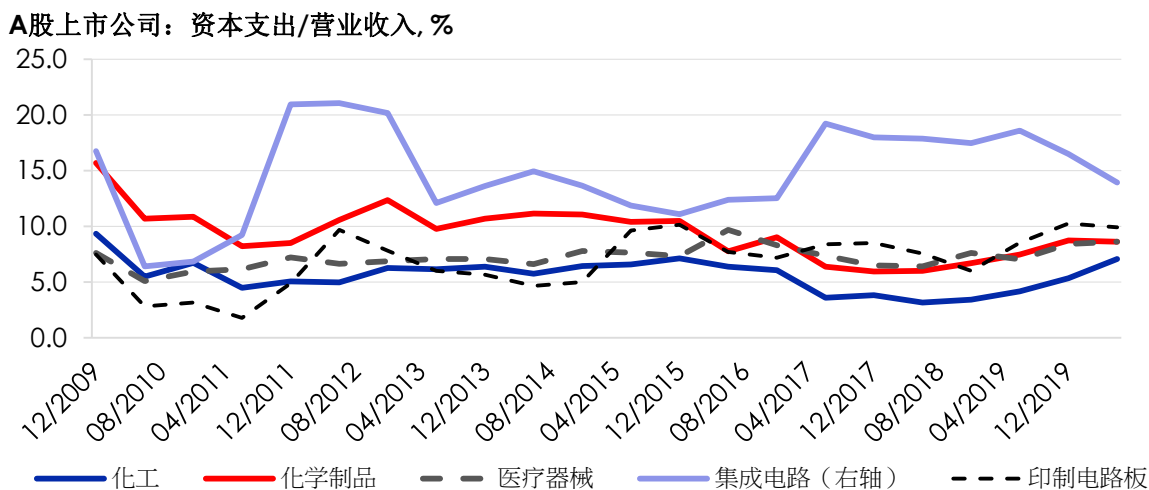


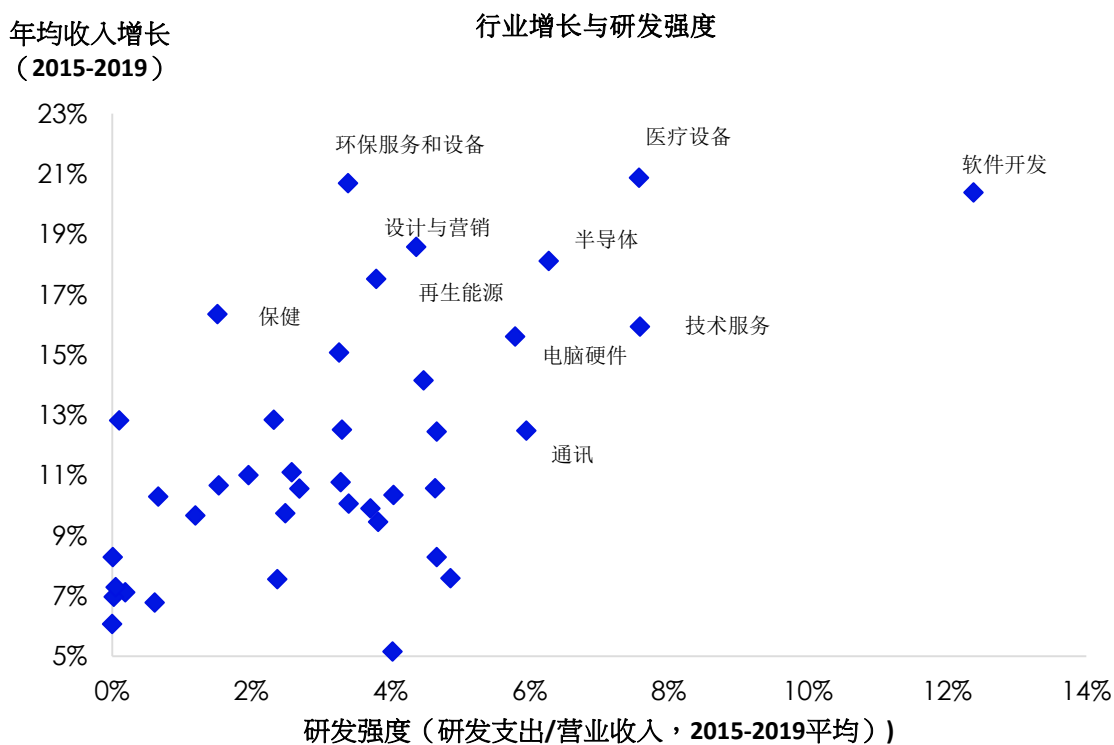
图 3: 进口替代行业投资加速上升



其二，研发支出普遍上升，支持企业效率的提升。过往三年，国内总研发支出年均增长 16%，比之前三年的平均增长将近翻倍，并远超固定资产投资约 6%的年均增长。后者受整合压力，以及土地和楼宇投资下行拖累而持续放缓。跨行业来看，尽管新旧行业的固定资本周期分化，但各行业的研发支出都在提速（图 4）。另外，与传统的重工业和消费行业相比，技术和服务业研发强度更高（图 5），而资本强度相对较低，特别是互联网经济多依赖网络效应和社群互动而非资本投资作为增长的来源，也进一步降低了对固定资本支出的需求。

无论是在宏观层面，还是在公司个体层面，研发支出均与未来效率的提升高度相关。例如，DeLong and Summers（1991）利用跨国数据发现，设备制造、机械及研发对生产率增长的作用比对土地、楼宇的投资更大。¹

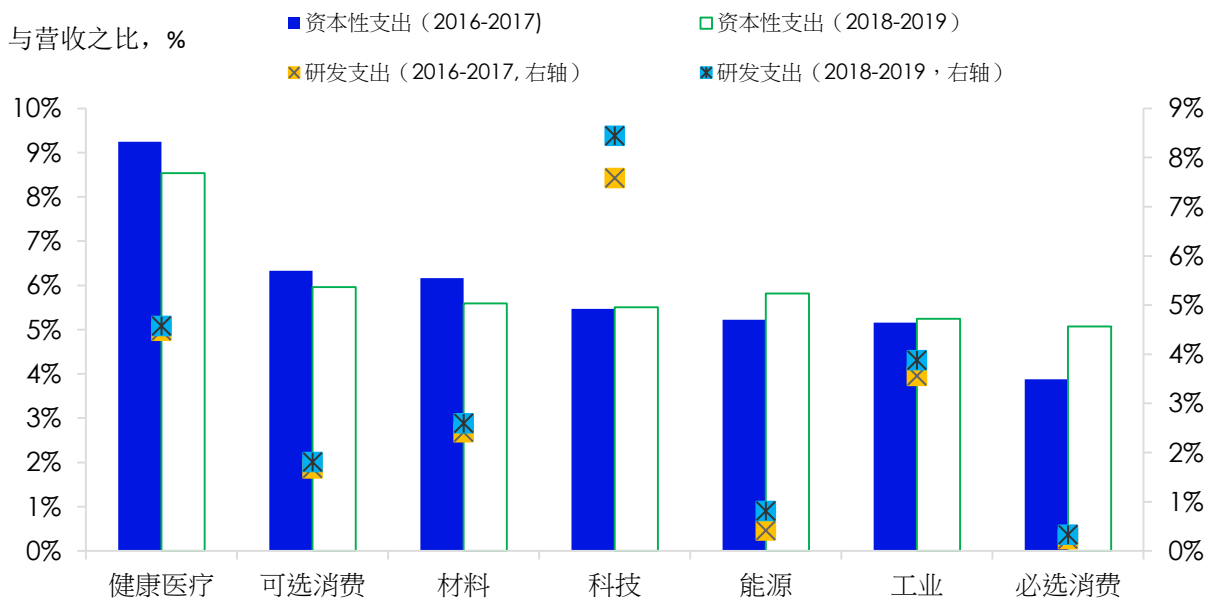
图 4: 新经济行业增长较快或研发支出较高



来源: 彭博, 建银国际证券

¹ 例如，Bravo-Ortega 和 Garcia (2008)发现，一国平均每人的研发支出每上升 10%，对长期劳动生产率的提升贡献可在 1.2-2 个百分点左右，对中等收入国家影响更为明显。

图 5: 跨行业有形资本周期不同, 但研发支出均有上升



来源: 彭博, 建银国际证券

传统产业: 缓慢增长下的整合与升级

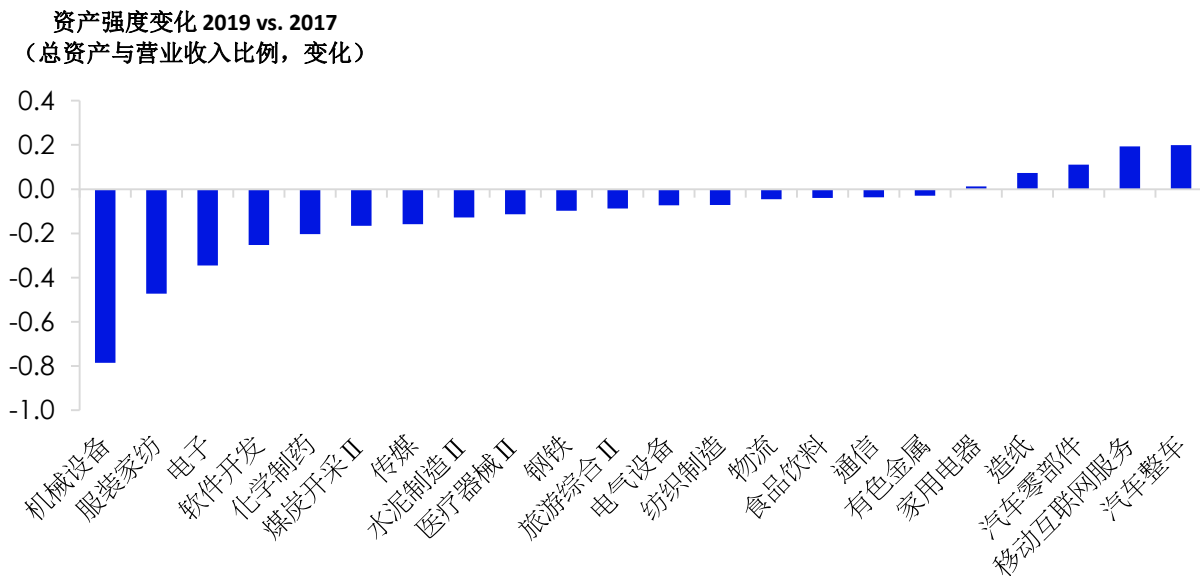
其三, 传统产业受整合和技术促进, 效率提升, 有利 ROA: 对于许多“旧经济”部门来说, 固定资本投资的总体趋势仍然疲软, 但效率有所提升。以资产周转率的变化衡量, 过去两年多除汽车行业外, 旧经济行业资产周转率普遍提升 (图 6)。

资产效率的提升一方面得益于行业整合: 过去五年, 近一半的工业和服务业行业投资下行, 整合速度加快, 其中上游重工业和传统轻工业影响最大。从并购交易看, 消费和工业行业的并购占有非金融并购交易的近 70%。去年消费行业更超过工业行业成为最大的收购方 (图 7)。对于成熟和衰退行业, 产业横向整合可提升行业的集中度和盈利能力, 纵向和跨产业并购则有利于控制成本、扩大业务协同作用。

资产效率提升的另一个有利因素是技术和互联网平台。例如, 在线服装平台通过设计师、购物者和制造商之间的互动, 帮助公司加大产品差异化和市场份额, 并更好地管理成本。疫情后大型科技公司增加了对目前主要依赖线下门店的零售、药房、美妆和餐饮等行业的战略投资, 为这些传统行业提升在线流量, 增加营收铺平了道路。

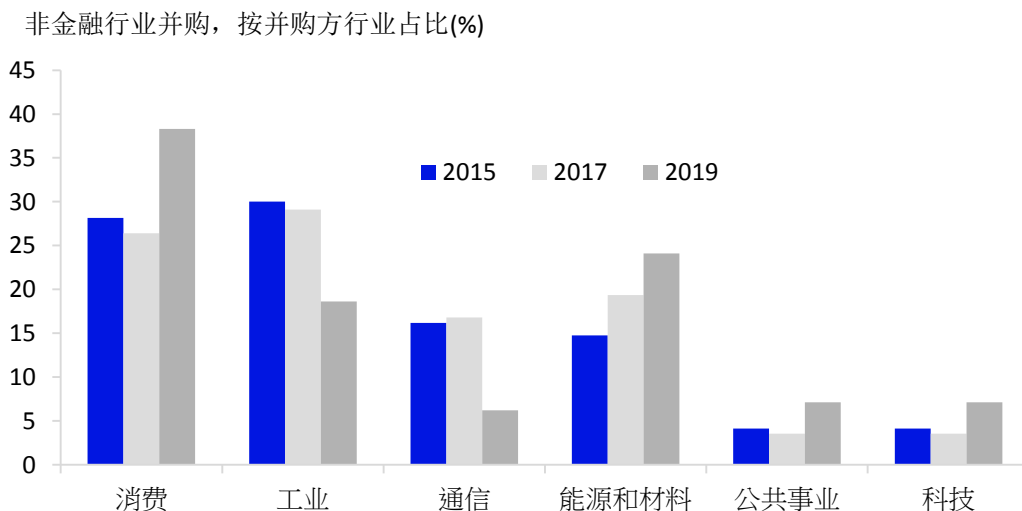
综合过去几年的发展, 产业整合的影响在深化当中: 2015-2017 年间产业集中度上升快, 利润提升较为明显, 特别是食品、家电等行业, 对龙头企业的利好尤为突出。资产效率 (以资产周转率衡量) 的提升则相对有限。过去两年, 如上所述, 资产周转率普遍提升, 效率提升有所显现。但由于 2018 年后宏观环境趋弱, 利润率下滑, 对 ROA 有负面影响。未来 ROA 的上升仍需要新增长动能的集聚和需求环境的进一步支持。四月以来工业企业利润和利润率均迅速反弹, 是一个正面的迹象。

图 6: 传统行业资产效率有所上升



来源: 万得, 建银国际证券

图 7: 消费和工业是近年来并购的主要战场

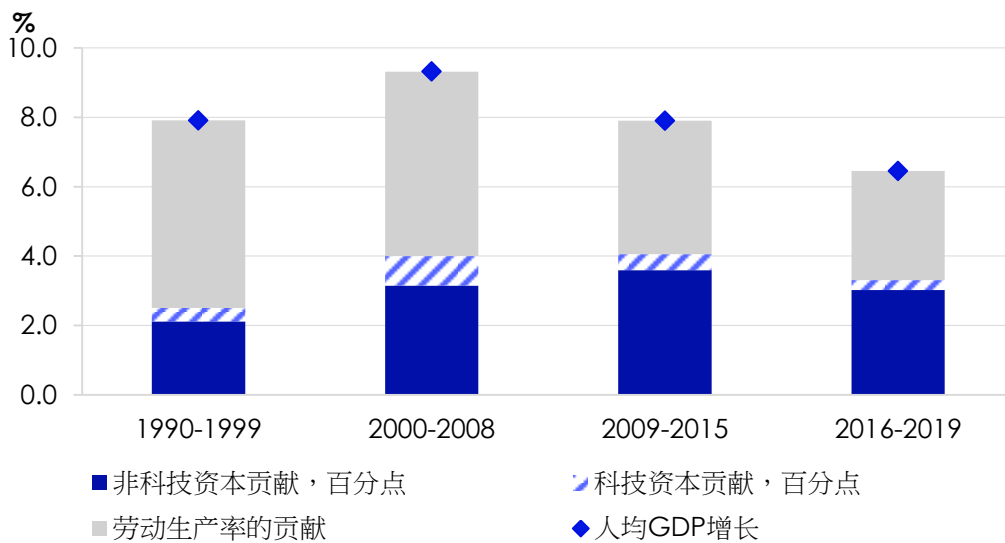


来源: 彭博, 建银国际证券

经济转型有利推升要素效率

以上变化意味着宏观经济效率有望提升。后者对中国经济的持续复苏必不可少。全要素生产率的下降占 2008 年以来人均 GDP 放缓的近 80%，是经济走弱的主因。另外，资本贡献中信息技术等科技资本的成分占比也相对较低（图 8）。目前中国经济的设备土地等非科技资本密集度已经较高，增长空间受融资和债务周期等条件约束，未来提高全要素生产率和科技投资是实现可持续发展的必然途径。前述供给侧变化 - 包括经济结构向轻资产技术和和服务部门转型，传统部门提高资产效率等 - 均与这个方向一致。

图 8: 人均 GDP 增长放慢, 源于科技资本的有限贡献和效率提升放缓



来源: Conference Board, 建银国际证券

后疫情时期的需求增长将延续升级和复苏

技术（软件、硬件和半导体）、商业和消费者服务（设计、教育、技术服务和商业服务）、汽车和设备、医疗保健和制药以及可再生能源和环境保护已是增长最快的领域（图 4）。

后疫情时代几方面需求有望提速：一是经济活动和服务的数字化：数字技术已经在改变商业的许多方面。今年在线消费急剧增加。电商在第二季度零售额占比升至 26%，大幅高于疫情前的 20%。截至 2020 年 6 月的 12 个月中，中国最大的电商阿里巴巴的活跃客户数量达到 7.42 亿。社交媒体如微信也在进入电子商务领域，有助中小企业增加获客渠道。另外在线服务如线上教育和娱乐需求上升。未来共享经济，个性化媒体和娱乐，智能金融服务等都可能得到迅猛发展。

二是消费的扩大和升级：消费近年来提速，居民消费已占中国增长的 60%。其结构则从食品等必需消费转向保健、教育与娱乐、通讯和住宅方面的可选消费，体现收入增长下的消费转型。居民收入的进一步增长，和趋于下降的储蓄率是支持消费的宏观因素。疫情增加对健康、在线教育等服务行业的需求，出行、体验消费、娱乐等方式则可能有所改变。

三是进口替代需求。供应链脱钩的威胁持续，进口替代行业，包括信通技术产品、化学材料和高端设备零件领域迎来机遇。信通技术产品的进口占中国进口的 25%（其中 15% 是半导体），潜在需求巨大。当然，进口替代的速度仍受到国内技术能力的限制，但贸易战阴影下境内采购需求大增，中等技术要求领域的行业替代有望加快。

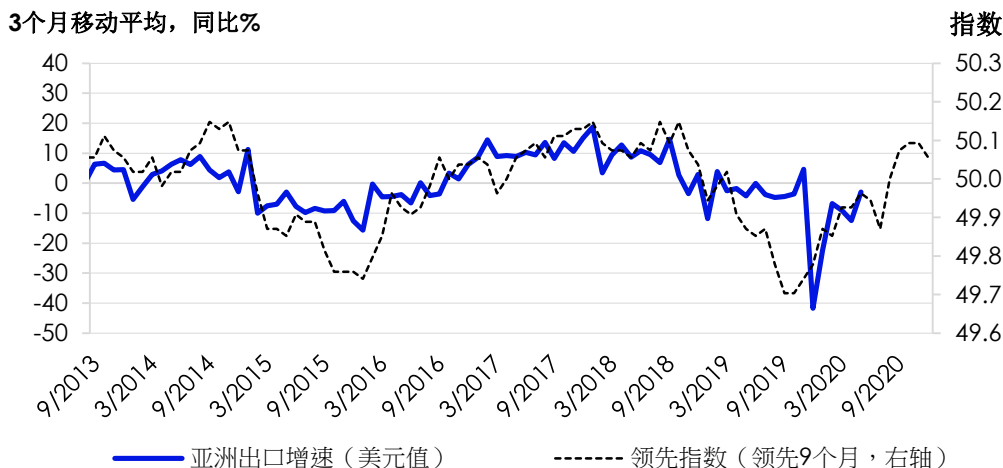
四是可持续发展和环境保护：过去五年中，生态环保相关的投资支出的年均增长率超过 20%。疫情下的封锁增加了对环境可持续性和城市韧性的需求，和对物流、环保、再生能源等方面的投入。中国政府最近推出的经济刺激计划中，生态环保是重点支持领域。未来 REITS 的发展也有助于改善融资瓶颈，刺激增长。

宏观和市场影响

消费和行业升级将是带动复苏的主要力量：虽然短期金融周期和政府传统基建上行，推升行业再通胀趋势。但中期消费和行业升级仍是带动复苏的主要力量。预计未来 1-3 年新经济将保持快速增长，支持经济从过去几年的减法进入加法。发达国家经济在疫情下的低迷主要源于服务业，对全球产业链影响不大。尽管存在贸易保护主义威胁，但至少在目前供应链仍具粘性。全球半导体技术周期将继续推动全球高技术行业和贸易。我们预计中国的出口和高科技行业将因此继续受益（图 9）。

升级促进生产效率和资本回报的提升：由于旧经济部门持续整合、宏观层面保持抑制房地产和土地市场的政策，以及经济结构向低资本密集型的技术和服务等部门的转型，传统的需求侧指标如 FAI 等可能会保持疲软。但资产效率的提升有助支持旧经济的 ROA 随需求环境的进一步好转而上升。

图 9: 全球科技周期为贸易和科技行业形成周期性利好



来源: 彭博, 建银国际证券

基本面和政策组合将支持国内无风险利率：产业周期的提速，使政府不再需要大幅放松银根，压低利率，推升金融周期来支撑经济。近几个月来，政府逐步收紧了金融政策。由于经济增长仍偏疲软，疫情影响和技术变革也对就业带来冲击，积极财政预计维持。

经济效率的提升，和货币、财政政策的组合意味着国内无风险利率将继续保持坚挺，并继续上升。在全球低利率环境下，继续吸引全球资金流入，利好人民币汇率（[宏观视野：全球宏观政策变局及对中国的影响](#)）。主要风险是全球疫情和地缘政治局势的大幅恶化。

经济和利率双回升的基本面更多利好价值股表现。此外，国际经验表明，产业周期的加速期往往伴随金融泡沫。例如，美国互联网革命在 2000 年代初带来劳动生产率的提升，而 2001 年也是科技网泡沫爆破之时。正好发生在生产率上升之前。Pastor 和 Veronesi (2008) 将这种模式归因于与技术进步及其经济影响相关的不确定性。在此期间，旧经济股票波动相对较小，并在泡沫破灭后仍可持续受益于技术应用的普及和效率的提升。

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏

感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2020。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097