

宏观研究/深度研究

2018年01月29日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 021-28972070
联系人 chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《如果特朗普当选，市场将会怎样？》
2016.11
- 2 《四季度汇率会怎么走》2016.10
- 3 《美元周期与大国博弈（二）》2016.10

崛起中的粤港澳大湾区

——区域经济研究之十一

核心观点

2018年1月26日，广东省十三届人大一次会议首场记者会举行，省发改委主任何宁卡表示：“粤港澳大湾区的发展规划纲要已经顺利完成，预计国务院会在近期批准实施。”我们认为，区域投资主题近期会有所升温。主要投资方向有四个，第一大投资方向是基建，围绕粤港澳联通以及广东境内区域建设；第二大投资方向是广东域内龙头企业，在进一步开放和国家鼓励建设的情况下，会强者恒强。第三大投资方向是贸易与港口领域，往往是湾区建设较先受益的领域。第四大投资方向是要素资源加速流转。

有望在世界三大湾区中占据一席之地

世界著名的湾区经济有纽约湾区、东京湾区、旧金山湾区、伦敦港、悉尼湾区。其中名列“世界三大湾区”的是经济实力较强的东京湾区、纽约湾区和旧金山湾区。在国家政策着力打造粤港澳大湾区的努力下，其有望跃居世界前三大湾区之一。目前，粤港澳大湾区在占地面积、人口方面有较大优势、港口和机场吞吐量在四大湾区中名列第一，且领先优势明显。粤港澳大湾区研究院报告指出，粤港澳大湾区是四大湾区中最有发展潜力的湾区，在“一带一路”背景下，有着独特的地位和优势。按目前趋势发展，只需6年即可大概率超越东京湾区成为全球经济总量最大的湾区。

雄安 VS 粤港澳

2017年上半年，国家应当前社会经济发展要求，相继提出了建设雄安新区和开发粤港澳大湾区的经济发展规划，这两种发展模式背后基于两地不一样的经济发展基础与条件，归根结底可以理解：是政府主导还是市场主导的问题。雄安背后是京津冀地区北京成为资源黑洞，河北在发展与污染之间难以权衡，为此必须以政府为主导，更多使用行政手段，以设立雄安新区为抓手，疏解非首都功能。而大湾区背后是珠三角地区经济体系日益成熟，外向程度高，在改革开放40周年之际，这一改革开放的排头兵可以借势而上，更上一级，更好发挥市场机制的决定作用，成为拉动中国经济增长的新火车头。

粤港澳大湾区正在崛起

广东有得天独厚的区位优势，此外具有高开放程度、包容性的人文环境以及良好的营商环境。历史上，广东就是商业氛围极其浓厚的地区，粤商与徽商、晋商、浙商、苏商一道曾经被称为五大商帮；而在清朝严格的闭关锁国政策下，广州十三行是全国唯一通商的口岸；在新中国广东又走在了改革开放的最前列，第一批开放的四个经济特区有深圳、珠海、厦门、汕头，其中三个都位于广东省。珠三角城市群产业耦合度较高，制造业和服务业良性互动。国家进一步扩大金融和制造业开放，粤港澳大湾区有望成为中国经济火车头。

9+2城市的定位与发展方向，A型格局

从经济总量、金融发展、科技水平、创新动力等多方面因素考量，我们认为在粤港澳大湾区的9+2城市群中，香港是龙头，广州和深圳同属第二梯队，接下来澳门、珠海以及其他6个城市，形成A字型的湾区龙头城市格局。香港仍然是金融中心和贸易中心。我们预计深圳凭借着金融中心和创新中心的双优势，发展会逐渐超过广州。深圳的创新优势应该予以高度重视，这也和这个城市包容性强，注重创新资源集聚有关。以广州—深港—珠澳三点为核心支撑形成了A字型的湾区龙头城市格局，促进大湾区整体经济协调快速发展，并向泛珠三角区域乃至内地辐射带动全国经济发展。

风险提示：全球经济复苏不及预期、粤港澳大湾区政策落地不及预期。

正文目录

有望在世界三大湾区中占据一席之地	4
雄安 VS 粤港澳	7
雄安的本质是为了疏解非首都功能，控制人口和治理环境	7
粤港澳是顺应国家改革开放大局的内在需求，是经济转型升级的标杆	8
粤港澳大湾区正在崛起	10
使市场在资源配置中起决定性作用	10
基于优越的地理位置和包容性的文化环境，广东具有改革的优良基因	10
珠三角城市群产业耦合度较高，制造业和服务业良性互动	10
国家进一步扩大金融和制造业开放，粤港澳大湾区有望成为驱动中国经济的火车头	11
9+2 城市的定位与发展方向	13
香港是龙头，仍然是金融中心和贸易中心	13
广州和深圳同属第二梯队，深圳具备金融中心和创新中心的双优势	13
A字型的湾区龙头城市格局形成	14
政策落地加速与投资机会	14
规划近期有望批准实施，区域主题预期升温	14
第一大投资方向是基建，围绕粤港澳联通以及广东境内区域建设	15
第二大投资方向是广东域内龙头企业，在进一步开放和国家鼓励建设的情况下，会强者恒强	16
第三大投资方向是贸易与港口领域，往往是湾区建设较先受益的领域	16
第四大投资方向是要素资源加速流转。	16

图表目录

图表 1: 粤港澳大湾区与世界三大湾区的比较	4
图表 2: 粤港澳湾区与世界三大湾区 GDP 比较	5
图表 3: 粤港澳湾区与世界三大湾区人均 GDP 比较	5
图表 4: 粤港澳湾区与世界三大湾区港口集装箱吞吐量比较	6
图表 5: 粤港澳湾区与世界三大湾区机场旅客吞吐量比较	6
图表 8: 粤港澳大湾区主要优势	9
图表 9: A 股广东省上市公司分行业统计	11
图表 10: 深圳金融机构数、网点从业人数与资产总额快速增长	11
图表 11: 深圳金融业占自身 GDP 比重逐年上升, 与香港差距缩小	11
图表 12: 广东省三大产业增加值	12
图表 13: 广东省三大产业占比情况	12
图表 14: 通信设备、计算机及其他电子设备制造业: 广东省企业单位数与利润总额全国占比约 1/3	12
图表 15: 粤港澳大湾区 11 个城市中, 香港、广州、深圳 GDP 遥遥领先	13
图表 16: 国内专利申请授权年度状况: 深圳遥遥领先于广州、香港与澳门	14
图表 17: 广东两会期间透露的粤港澳大湾区发展进展	15
图表 18: 广东各市 2016 年 GDP 及人均 GDP 情况	15
图表 19: 香港贸易额总量较大	16

有望在世界三大湾区中占据一席之地

湾区经济是以海港为依托、以湾区自然地理条件为基础，发展形成的一种区域经济形态，具有开放的经济结构、高效的资源配置能力、强大的集聚外溢功能和发达的国际交往网络等突出优点。世界银行数据显示，全球 60% 的经济总量集中在港口海湾地带及其直接腹地，世界上 75% 的大城市、70% 的工业资本和人口集中在距海岸 100 公里的海岸带地区。

国家高端智库中国（深圳）综合开发研究院提出，全球湾区经济大多具有四大特征，**高度开放、创新引领、区域融合、宜居宜业**。（1）高度开放，湾区海运发达，港口城市成为交通枢纽与对外开放的门户，国际投资、贸易便利，经济开放性较强。同时湾区吸引大量外来人口，形成开放包容的移民文化。（2）创新引领，由于湾区经济的高度开放，更容易汇集全球资金、人才与信息，催生创新成果，推动新产业衍生与集聚，成为湾区经济发展的根本动力。（3）区域融合，湾区核心城市与周边城市形成良好的职能分工协作，各城市在高端服务、教育科研、生产制造、生态旅游上各具特色，要素流动畅通。（4）宜居宜业，湾区城市大多自然环境优美，依山临海适宜居住，环境优势加上文化氛围开放，易于吸引投资和新兴产业发展。

世界著名的湾区经济有纽约湾区、东京湾区、旧金山湾区、伦敦港、悉尼湾区。其中名列“世界三大湾区”的是经济实力最强的东京湾区、纽约湾区和旧金山湾区。它们具有经济集聚功能强大、服务业高度发达、全球重要金融中心、创新能力领先、交通枢纽位置凸出的显著特征。

图表1：粤港澳大湾区与世界三大湾区的比较

指标	东京湾区	旧金山湾区	纽约湾区	粤港澳大湾区
人口（万人）	4383	760	2020	6672
GDP（万亿美元）	1.8	0.76	1.4	1.36
人口占全国比例	28%	2%	7%	5%
GDP占全国比例	40%	4%	9%	12%
人均GDP（美元）	41070	99802	69307	20371
占地面积（平方公里）	36800	17900	17405	56000
港口集装箱吞吐量（万TEU）	766	227	465	6520
机场旅客吞吐量（亿人次）	1.12	0.71	1.3	1.75
世界100强大学数量	2	3	2	4
世界500强企业总部数	60	28	22	16
第三产业比重	82.3	82.8	89.4	62.2
R&D占GDP的比重	3.70%	2.80%	2.80%	2.10%
全球金融中心指数（GFCI）	东京（5）	旧金山（6）	纽约（2）	香港、深圳、广州（4、22、37）
代表产业	装备制造、钢铁、化工和物流	电子、互联网和生物	金融、航运和计算机	金融、航运、电子和互联网
起家产业	制造业创新	贸易、科技创新	港口贸易	对外贸易
发展方向	日本核心临港工业带	全球高新科技研发中心	世界金融核心中枢	全球创新发展高地

资料来源：Wind, NBS, CEIC, CDI, GFCI 21, 广东省统计局, 华泰证券研究所。所有数据均为 2015 年, GDP 为 2016 年。

作为 GDP 规模最大的世界湾区，东京湾区是世界上第一个主要依靠人工规划而缔造的湾区，其成长既有日本政府的规划引导，更有产业和市场的自然发展。湾区拥有滨海城市发展的优势，此外东京在内的城市群具有早期制造业的基础，后来发展为高科技产业区。再加上港口条件优良，东京湾区发展迅速。如今，东京湾区以 28% 的人口比重创造了占日本 40% 的经济总量，代表产业包括装备制造、钢铁、化工和物流等，是日本最大的工业城市群和国际金融中心、交通中心、商贸中心和消费中心，包括三菱、丰田、索尼等众多世界五百强企业总部均位于此。

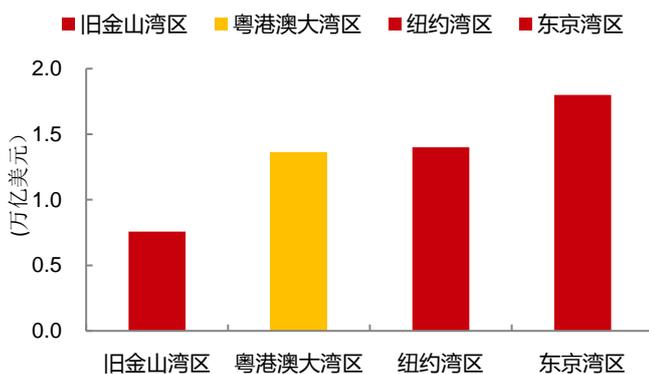
纽约湾区，又称为纽约大都市区。由纽约州、康涅狄格州、新泽西州的 31 个县联合组成，从 19 世纪 80 年代开始逐步发展。纽约湾区的代表产业包括金融、航运和计算机等。如今，其以发达的金融和制造业、便利的交通、极高的教育水平和环境水平吸引了全美 7% 的人口，已经是美国甚至全球最有吸引力的地区之一。作为高水平的城市集群，纽约湾区是金融湾区，承载着世界金融的核心中枢，是美国的经济和文化中心。湾区第三产业占比接近 90%，人均 GDP 高达 7 万美元。

旧金山湾区包括旧金山、奥克兰以及南部的圣荷西等多个城市，是美国加利福尼亚州北部的一个大都会区，总人口约有 760 万。旧金山湾区是依托高端科技发展起来的世界级湾区，是世界上最重要的高科技研发中心之一，世界著名高科技研发基地“硅谷”即位于湾区南部，谷歌、苹果、Facebook 以及特斯拉等企业全球总部均位于此。旧金山湾区名校林立，包括加州大学伯克利分校、斯坦福大学、加州大学旧金山分校等，吸引大批顶级人才聚集。旧金山湾区的代表产业主要包括电子、互联网和生物，人均 GDP 接近 10 万美元。

相比之下，粤港澳大湾区依托我国相对全球其他经济体的较高增速快速发展，在经济体量、产业发展等方面显示出一定的优势。此前，由于资本主义制度和社会主义制度两种制度的原因，经济交往的耦合性没有得到进一步发挥，预计未来在粤港澳大湾区规划落地实施后，两种制度之间求同存异、相互融合，粤港澳大湾区有望加速发展。

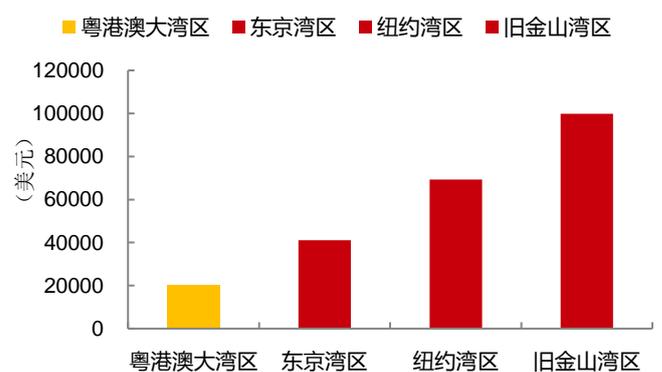
与东京湾区、纽约湾区、旧金山湾区三大世界湾区相比，粤港澳大湾区在占地面积、人口方面有较大优势、港口和机场吞吐量在四大湾区中名列第一，且领先优势明显。人均 GDP、产业结构、创新实力等处于追赶过程中，有较大提升空间。如今，面积仅占全国 1% 左右，人口比例仅占全国 5% 左右的粤港澳大湾区，贡献了全国 GDP 的 12%。2016 年，粤港澳地区的 GDP 总计达到 1.36 万亿美元，近乎一个澳大利亚的 GDP。就土地面积、人口规模以及相应的人口密度和生产率而言，已经超过了旧金山、纽约和东京三个世界著名湾区经济带。粤港澳大湾区占地面积 56000 平方公里，人口达到 6672 万，几乎是东京、纽约和旧金山湾区的总和。

图表2：粤港澳大湾区与世界三大湾区 GDP 比较



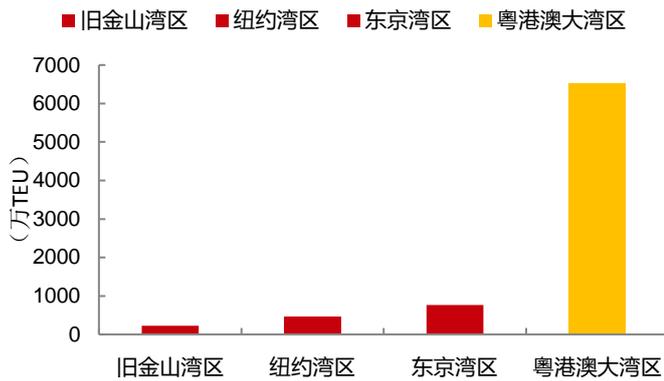
资料来源：Wind, NBS, CEIC, CDI, 广东省统计局, 华泰证券研究所

图表3：粤港澳大湾区与世界三大湾区人均 GDP 比较



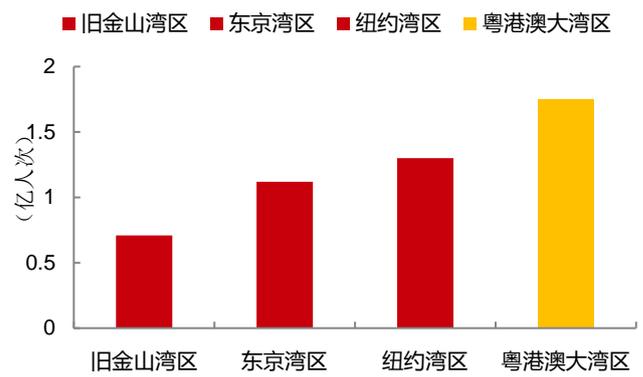
资料来源：Wind, NBS, CEIC, CDI, 广东省统计局, 华泰证券研究所

图4：粤港澳大湾区与世界三大湾区港口集装箱吞吐量比较



资料来源：Wind, NBS, CEIC, CDI, 广东省统计局, 华泰证券研究所

图5：粤港澳大湾区与世界三大湾区机场旅客吞吐量比较



资料来源：Wind, NBS, CEIC, CDI, 广东省统计局, 华泰证券研究所

我们认为,在国家政策着力打造粤港澳大湾区的努力下,其有望跃居世界前三大湾区之一。随着湾区基础设施的建设,互联互通程度的提升,对外开放型经济结构的优化和高效型资源配置体系的完善,粤港澳大湾区有望形成强大的要素资源集聚能力、强劲的对外开放功能和全覆盖、发达的国际网络,在全球经济和国家发展中的地位有望明显提升,综合实力有望不逊于世界一流湾区。粤港澳大湾区研究院报告指出,粤港澳大湾区与东京、旧金山、纽约湾区相比是最有发展潜力的湾区,在“一带一路”背景下,有着独特的地位和优势。按目前趋势发展,只需6年即可大概率超越东京湾区成为全球经济总量最大的湾区。

雄安 VS 粤港澳

2017年上半年，国家应当前社会经济发展要求，相继提出了建设雄安新区和开发粤港澳大湾区的经济发展规划，基于两地不一样的经济发展基础与条件，两种发展模式存在一定差异。这种差异归根结底可以理解为：是政府主导还是市场主导的问题。雄安背后是京津冀地区北京成为资源黑洞，河北在发展与污染之间难以权衡，为此必须以政府为主导，更多使用行政手段，以设立雄安新区为抓手，疏解非首都功能。而大湾区背后是珠三角地区经济体系日益成熟，外向程度高，在改革开放40周年之际，这一改革开放的排头兵可以借势而上，更上一级，更好发挥市场机制的决定作用，成为拉动中国经济增长的新火车头。

雄安的本质是为了疏解非首都功能，控制人口和治理环境

雄安新区设立的主要目的是考虑疏解北京非首都功能，缓解北京作为首都来自各方面的压力，特别是资源环境约束方面过大的压力。由于北京人口过于集中，各种非首都功能也集中在此，造成了可持续发展的一个困境。在这种困境的情况下，必须要找到一个发展出路。雄安新区的设立就正好是一个极具经济意义的发展规划及战略。

新华社通稿中明确了雄安新区要作为北京非首都功能疏解的集中承载地。关于非首都功能，在顶层设计文件《京津冀协同发展规划纲要》中曾经做出了明确规定。即（1）一般性制造业、（2）区域性物流基地和区域性批发市场、（3）部分教育医疗等公共服务功能、（4）部分行政性、事业性服务机构。

绿色发展是雄安新区建设的牛鼻子。京津冀一体化中河北一号任务是绿色发展，核心是治理雾霾。河北的困局在于：“去产能治理雾霾”与“稳增长保就业”之间的权衡取舍。我们认为中央真正的战略考虑是：解决河北问题，必须通过建立一个现代产业新城，给河北一个转型升级的窗口，让其在GDP、就业等问题上有所支撑，才能更好地去通过关停并转的方式去产能、治环境。

因此，首都相关职能的转移，可以为河北解决经济增长和就业的问题，促使其更坚决的去产能，去雾霾，给北京建设和谐宜居之都创造更好的环境。设立雄安新区要放在京津冀这一大框架来思考问题。雄安新区的重要作用，是建设绿色智慧新城，建成国际一流、绿色、现代、智慧城市。并起到示范作用，带动河北省甚至华北地区其他城市成功转型，摆脱原有的依靠传统制造业的产业困局，解决当前雾霾及环境治理的重要难题，从而为全国经济寻找动能转换的突破口。

图表6：雄安新区建设的七项重点任务和可能带动的产业

七项重点任务	带动产业
建设绿色智慧新城，建成国际一流、绿色、现代、智慧城市	环保行业、智慧城市、物联网行业
打造优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市	水务投资
发展高端高新产业，积极吸纳和集聚创新要素资源，培育新动能	高端制造业
提供优质公共服务，建设优质公共设施，创建城市管理新样板	教育、医疗产业
构建快捷高效交通网，打造绿色交通体系	交通、基建行业
推进体制机制改革，发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用，激发市场活力	
扩大全方位对外开放，打造扩大开放新高地和对外合作新平台	航空物流业

资料来源：新华社，华泰证券研究所

雄安是自上而下的逻辑，是政府主导。人事安排可以佐证我们的观点。深圳原市委书记许勤、贵阳原市委书记陈刚、天津原滨海新区书记袁桐利，先后到任河北，显示出中央对这项工作的重视。在京津冀层面，蔡奇、李鸿忠等也都是执行力较强的领导。雄安新区的发展规划，不仅编制主体是在张高丽副总理领导下的京津冀协同发展领导小组，而且总书记还要亲自部署、亲自指示。在疏解北京非首都功能上，仅靠经济手段远远不够，目前已形成行政手段、法律手段、经济手段共用协同的格局。

粤港澳是顺应国家改革开放大局的内在需求，是经济转型升级的标杆

与雄安新区的建设初衷相对比，粤港澳大湾区没有北京那么大的资源环境压力，因此它的发展更多是经济发展本身的一种内在需求。深化粤港澳合作，是中央坚定不移推动“一国两制”伟大事业继续前进，保持香港和澳门长期繁荣稳定的重要举措，也是中央赋予广东的重要任务。站在新的历史起点上，粤港澳合作正面临新的重要机遇，2017年的广东省《政府工作报告》明确提出，要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。

图表7：粤港澳大湾区的国家定位及作用

定位	作用
国家区域发展战略的新布局	“一带一路”、亚投行、京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区整体布局。探索构建高标准贸易投资规则，建立与国际接轨的开放型经济新体制，为一带一路、双向开放和参与全球治理提供支撑。有利于形成北有京津冀一体化、中有长江经济带、南有粤港澳大湾区的区域经济发展新格局，为打造中国经济升级版提供有力支撑。
国家整体转型发展的新动力	随着技术模仿空间缩小和改革红利逐渐减弱，近年来中国全要素生产率增速持续下降，亟需探索通过科技创新、产业升级，向国际价值链高端攀升培育新经济动能。湾区可成为 推进中国制造2025，成为培育国家整体转型新动力的范本，构建开放型经济新体制，“21世纪海上丝绸之路”的重要支撑区域。 强化全球资源配置能力，成为新经济发展策源地，为全国推进供给侧结构性改革提供支撑。
国家对外开放的新门户	中国入世之后，通过大规模“引进来”，参与全球价值链分工，成为全球化的最大受益者。目前中间品、知识、技术、资本、人员、服务等在全球范围内的流动和优化组合，对市场规则的一致性以及国际标准的兼容性提出了更高要求。 进一步提高对外开放水平，成为国家推动经济全球化的中坚力量。
世界级城市群和经济增长新引擎	充分发挥湾区在经济、人口、科技、产业等领域的集聚优势， 对标以纽约、伦敦、东京为中心的世界级城市群，探索新型城镇化机制，带动区域协同发展，成为全球区域竞争的重要支点。
“一国两制”成功实践的新动力	近年来香港经济增长放缓，贫富差距拉大、阶层流动性趋弱等社会问题有所加剧，影响到香港社会稳定和人心回归的大局，将香港自由经济和法治社会的制度优势转化为竞争优势。探索 “一国两制”框架下区域合作新机制，充分发挥港澳独特优势，促进内地与港澳深度合作，拓展港澳发展新空间。

资料来源：粤港澳大湾区研究院，华泰证券研究所

在“一带一路”、亚投行等战略背景下，粤港澳大湾区在国家战略布局中具有独特的地位和优势，是国家区域发展战略新布局的重要组成部分。依托区位、经济、制度等优势，粤港澳大湾区有望充分发挥其集聚效应，推动国家整体转型发展，培育经济新动能，进一步提高国家对外开放水平，成为中国引领新一轮经济全球化格局的中坚力量。目前，我国以“一带一路”和亚投行等战略已经开启了引领新一轮经济全球化的格局，此时点所提出的粤港澳大湾区规划，目标就是要对标世界三大一流湾区，努力将其打造成世界级城市群和能够引领世界引擎的经济核心地带。我们认为，在经济全球化的新格局中，中国有望将粤港澳大湾区与“一带一路”和亚投行这等重大战略举措一同纳入长远考虑和布局。

粤港澳是自下而上的逻辑，是市场主导。我们认为，粤港澳大湾区本身便具有多方面的优势和良好的基础，对标世界三大湾区是顺水推舟，自然而然的战略目标。粤港澳大湾区地理位置优越，拥有世界上最大的海港群和空港群。经济活力强，2016年GDP约1.36万亿美元，占全国比重的12%。对外开放程度高，9个内地城市利用外资额占全国总额的20%。此外，创新能力是能否成为顶级湾区经济体的关键，粤港澳大湾区创新能力突出，在《2017全球创新指数报告》中，深圳-香港作为“创新集群”排名世界第二，科技创新领军企业众多，包括华为、腾讯、中兴、万科、格力、顺丰、大疆等。在这种基础上，国家再赋予其一定的改革探索空间，鼓励区域经济一体化，就可以更好地发挥区域优势，市场力量主导，行政力量其次。

图表8：粤港澳大湾区主要优势

优势	具体表现
区位优势	拥有世界上最大的海港群、空港群以及高速、轨道系统等快速交通网络，有泛珠三角区域作为粤港澳大湾区的重要腹地，是世界物流量最大区域。是太平洋和印度洋航运要冲，是东南亚乃至世界的重要交通枢纽，是丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的交汇点，是我国与海丝沿线国家海上往来距离最近的经济发达区域。
产业优势	航运业发达，拥有全球最繁忙的港口群和机场群，客货运量都位居全球前列，是国家开放格局中的重要门户。大湾区产业结构以先进制造业和现代服务业为主。港澳地区现代服务业占主导，内地 9 市产业体系比较完备，制造业基础雄厚，是“世界工厂”，且正在向先进制造业升级，产品科技含量不断提升，高端服务业发展较快，已形成先进制造业和现代服务业双轮驱动的产业体系。
国际化	拥有具世界竞争力的生产要素和产业集群，已经发展成为具有全球影响力的商品和服务供应链。既有中低端生产要素、基于全球分工、支持跨国公司运营的加工贸易基地，又有高端生产要素、基于自主创新的全国科技产业创新与技术研发平台；是世界闻名的产品供应基地，也是亚太区首屈一指的现代服务业中心，具有相当的国际竞争力。
市场化	珠三角 9 市一直是全国市场导向改革的先行者和试验田，是内地市场意识相对较强和市场体系较完备的地区，而港澳两个特别行政区则是世界公认的市场经济制度和自由经济体，因此粤港澳大湾区的市场化水平在国内是相对较高的。
开放经济	2016 年粤港澳大湾区出口占 GDP 比重高达 75%，是全国平均水平的 3.8 倍，进出口贸易总额高达 1.89 万亿美元，在全球湾区中独占鳌头。广东外向型经济特征突出，2016 年进出口总额和实际利用外资分别占全国的 26% 和 21%，港澳则是开放经济体。此外，香港吸引了大量全球跨国公司区域总部及海外金融机构，使得粤港澳大湾区形成了开放型国际网络。
制度优势	粤港澳大湾区目前是“一国、两制、三关税区”的多元制度格局。“一国两制”是粤港澳大湾区发展的最大制度优势。只要国家在政策层面进行适度调整，双重优势便可极大地促进粤港澳大湾区发展。
创新能力	国家级高新技术企业总数超过 1.89 万家，居全国第一位，PCT 国际专利申请量占全国 56%，深圳市 R&D 比重超过 4%，有华为、腾讯等世界级创新企业。

资料来源：粤港澳大湾区研究院，华泰证券研究所

粤港澳大湾区正在崛起

使市场在资源配置中起决定性作用

十四大报告指出“使市场在社会主义国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”，而十八届三中全会公报中指出，“经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用。”市场作用的定位由“基础性”变为“决定性”，这一重大转变凸显了市场地位的提升，是对社会主义市场经济体制的进一步健全和完善。

基于优越的地理位置和包容性的文化环境，广东具有改革的优良基因

首先，广东有着得天独厚的区位优势，毗邻港澳，临近台湾；海岸线漫长，港口众多，交通发达。临近港澳台外加开放型港口的特征，为其带来了大量的华人华侨投资和外商投资，而投资带来的不仅是资金，更伴随着优秀的人才、先进的管理经验和技术、多元的文化等全方位的革新。其次，广东具有高开放程度、包容性的人文环境以及良好的营商环境。在历史上，广东就是商业氛围极其浓厚的地区，粤商与徽商、晋商、浙商、苏商一道曾经被称为五大商帮；而在清朝严格的闭关锁国政策下，广州十三行是全国唯一通商的口岸；在新中国广东又走在了改革开放的最前列，第一批开放的四个经济特区有深圳、珠海、厦门、汕头，其中三个都位于广东省。

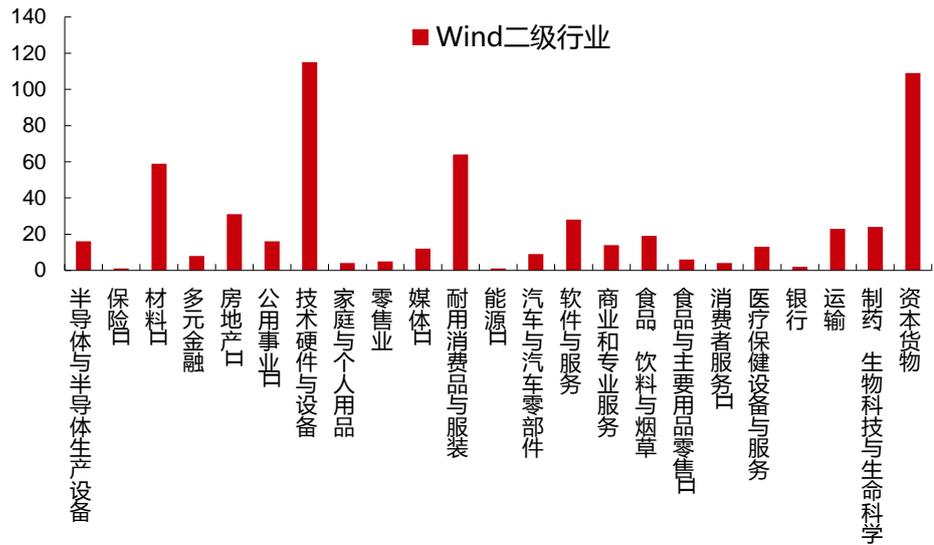
地理历史因素塑造了广东具有开放性、包容性的文化，营造了良好的营商环境，这使得广东先天具有改革的基因，在改革开放进程中常常作为先行者。

珠三角城市群产业耦合度较高，制造业和服务业良性互动

在学术界已有诸多实证研究表明，珠三角城市群产业耦合协调度较高，体现制造业与生产性服务形成良性互动发展，进一步发展高端制造业和生产性服务有望促进二者优质耦合互动；而广东其他地区耦合协调度较低，应加强制造业集聚发展，以促进生产性服务发展，同时生产性服务业发展有望推动制造业集聚。另外，珠三角地区凭借优越的地理优势易于学习国际经验，促进制造业与服务业联动发展。

广东GDP总量连续28年位居全国第一，根据《2017年广东省政府工作报告》，2016年全省生产总值7.95万亿元，比上年增长7.5%。根据《广东省十三五规划》，2016-2020年，地区生产总值计划年均增长7%。根据《广东省十三五规划》内容，广东省形成了以战略性新兴产业为先导、先进制造业和现代服务业为主体的产业结构。从广东的上市公司结构来看，不仅数量较多，在沪深股市上市公司数量多达583家，另外还有100多家在港股上市，而且分布行业也并不集中单一，资本市场行业、外贸出口行业还与香港、澳门相互影响、互补支撑。

图表9: A股广东省上市公司分行业统计



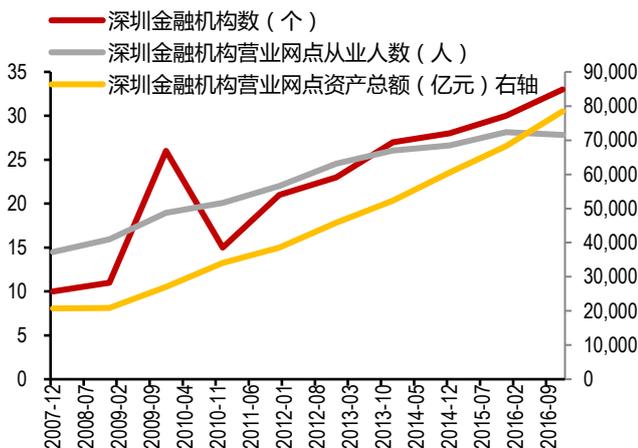
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国家进一步扩大金融和制造业开放, 粤港澳大湾区有望成为驱动中国经济的火车头

据新华社报道, 1月23日, 中共中央政治局委员、中央财经领导小组办公室副主任刘鹤会见瑞士官员时表示, “中国正在按照中共十九大作出的战略部署全面深化改革、扩大对外开放”并“将在金融和制造业领域进一步扩大开放”。在国家进一步扩大开放金融和制造业的背景下, 粤港澳大湾区有望成为驱动中国经济的火车头。

众所周知, 香港是全球性的金融中心, 同时深圳金融业发展也相当迅速, 二者都有世界级的股票交易所, 其总市值、流通市值、上市公司数量均位居世界前列。深圳金融业占自身GDP的比重近年来呈上升趋势, 从2007年的11.4%上升至2016年的14.8%, 渐渐缩小与香港的差距。在金融方面, 由香港领头, 我国有望通过粤港澳大湾区构建世界一流的金融中心。

图表10: 深圳金融机构数、网点从业人数与资产总额快速增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 深圳金融业占自身GDP比重逐年上升, 与香港差距缩小

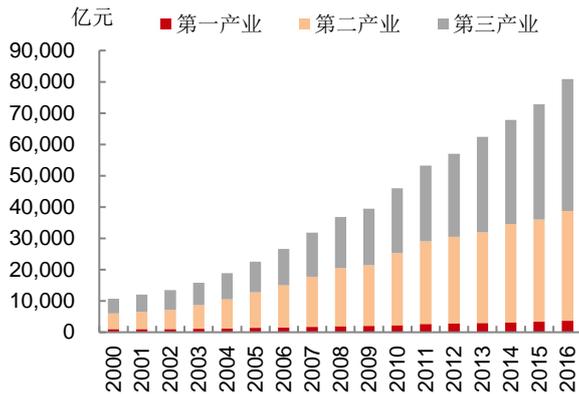


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在制造业方面, 广东省制造业比较发达, 产业链逐渐向高附加值端升级。2016年广东省第二产业比重为43.2%, 高于全国平均水平4.5个百分点; 而在制造业中计算机、通信和其他电子设备占据龙头地位, 近年来占全省工业增加值比重为20%以上, 企业单位数与利

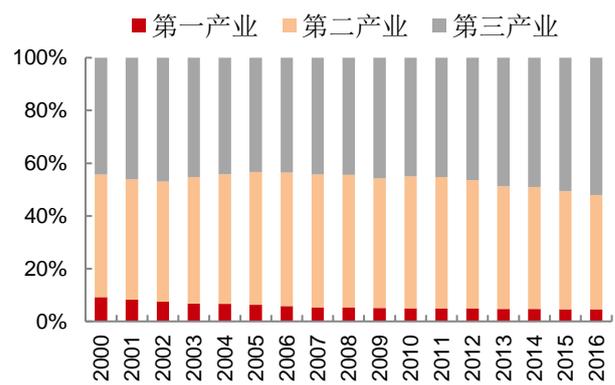
润总额占全国的比重约 1/3 左右。广东省优势产业集中在先进制造业、互联网等现代服务业以及部分传统优势制造业上，尤其是深圳企业为代表的科技与互联网公司已经走在全国前列。其中，以华为为代表的科技企业已经在国际市场占据一席之地并不断扩张，同时将制造业产业链向高附加值端延伸。另外，近年来广东不断提升先进制造业，鼓励创新创业。2016 年珠江西岸先进装备制造产业带新引进投资亿元以上项目 219 个、总投资 1876.2 亿元，装备制造业增加值增长 12%。先进制造业增加值、高技术制造业增加值占规模以上工业比重分别提高到 49.3%、27.6%。总之，在金融业与制造业发展上，粤港澳地区已处于全国领先水平，未来优势地位依旧突出。

图表12：广东省三大产业增加值



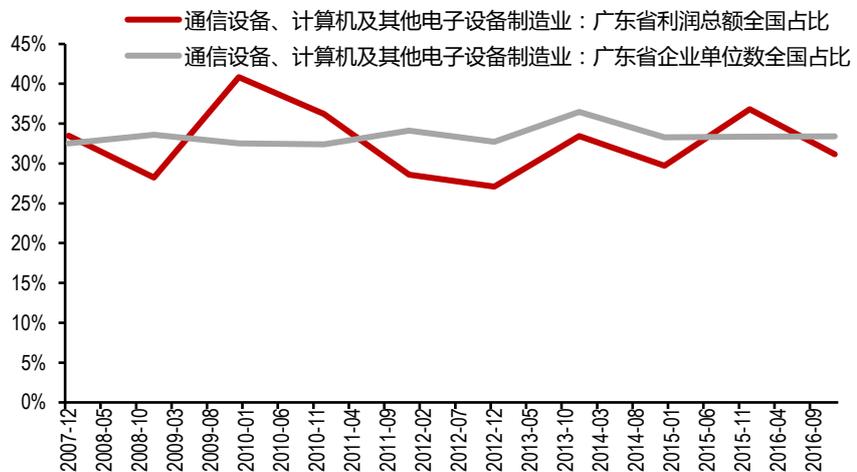
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：广东省三大产业占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：通信设备、计算机及其他电子设备制造业：广东省企业单位数与利润总额全国占比约 1/3



资料来源：Wind，华泰证券研究所

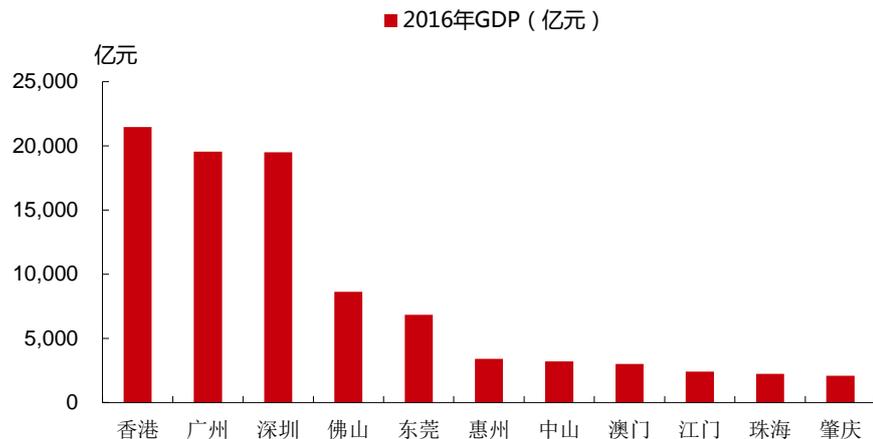
9+2 城市的定位与发展方向

从经济总量、金融发展、科技水平、创新动力等多方面因素考量，我们认为在粤港澳大湾区的 9+2 城市群中，香港是龙头，广州和深圳同属第二梯队，接下来澳门、珠海以及其他 6 个城市，形成 A 字型的湾区龙头城市格局。

香港是龙头，仍然是金融中心和贸易中心

从粤港澳大湾区 11 个城市的 GDP 总量来看，三大一线城市香港、广州、深圳遥遥领先。而基于香港经济金融发展水平和国际地位，香港的龙头地位毋庸置疑。在粤港澳大湾区 9+2 城市群中，香港仍然是金融中心和贸易中心。

图表15： 粤港澳大湾区 11 个城市中，香港、广州、深圳 GDP 遥遥领先

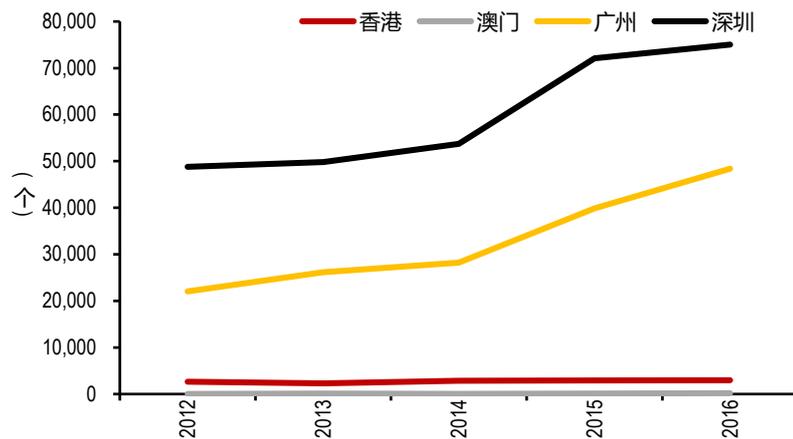


资料来源：Wind，华泰证券研究所，按照 2016 年平均汇率折算为人民币

广州和深圳同属第二梯队，深圳具备金融中心和创新中心的双优势

广州、深圳紧随香港之后属于第二梯队，我们预计深圳凭借着金融中心和创新中心的双优势，发展会逐渐超过广州。如前所述，深圳金融业发展迅速，而其创新中心的地位也愈加凸显。粤港澳地区凭借其在开放性、创新性和国际化等方面的优势，成为全国重要的创新增长极，其中深圳尤其是重要的创新动力源。近年来粤港澳大湾区创新产出高速增长，根据国家知识产权局规划发展司公布的数据，2017 年前三季度粤港澳大湾区专利申请量为 41.2 万件，同比增速高达 35.7%，是全国（含港澳台）平均增速的 4.5 倍。而在 9+2 城市群中，深圳知识产权产出在数量和质量上表现尤为突出，曾实现多个全国第一。根据深圳市发布的 2016 年知识产权发展状况白皮书，深圳 2016 年每万人口发明专利拥有量 80.09 件，居全国各大城市第一名，是全国平均水平（7.98 件）的 10 倍，达欧美日韩发达国家水平。PCT 国际专利申请量达 19648 件，申请量占广东省申请总量的 83.35%，占全国申请总量的 46.59%（不含国外企业和个人在中国的申请），连续 13 年居全国各大城市第一名。

深圳创新中心的地位愈加凸显，由多方面原因促成。首先，深圳诸多的科技和互联网企业使其走在创新前沿，例如以华为为代表的科技企业已经走向国门，并通过创新不断提高国际竞争力；其次，教育资源改善，人才资源丰富，为深圳创新发展提供坚实基础。随着清华大学和北京大学先后在深圳设立研究生院，深圳吸引了大批优秀学子，外加各项人才政策优惠，深圳人才资源日渐丰富。总之，凭借着金融中心和创新中心的双优势，我们预计深圳的发展会逐渐超过广州。

图表16：国内专利申请授权年度状况：深圳遥遥领先于广州、香港与澳门


资料来源：国家知识产权局，华泰证券研究所

A字型的湾区龙头城市格局形成

综合发展水平较高、发展能力较强的为右下角“香港+深圳”，其次为顶端的广州，再次是左下角的“珠海+澳门”。“香港+深圳”以金融和创新为驱动，成为大湾区发展的龙头和动力；广州作为广东省会依托大腹地发展产业链完整的高端制造业，“珠海+澳门”则作为大湾区的第三梯队，凭借早期开放优势、地理位置优势，共同带领大湾区其余城市经济发展。以三点为核心支撑形成了A字型的湾区龙头城市格局，促进大湾区整体经济协调快速发展，并向泛珠三角区域乃至内地辐射带动全国经济发展。

政策落地加速与投资机会

规划近期有望批准实施，区域主题预期升温

2018年1月26日，广东省十三届人大一次会议首场记者会举行，省发改委主任何宁卡表示：“粤港澳大湾区是我国综合实力最强、开放程度最高、经济最具活力的区域，完全有条件建成新的国际一流湾区和世界级的城市群。广东省委、省政府高度重视粤港澳大湾区的建设，把它作为一项重大的战略性工程来系统谋划、统筹推进。粤港澳大湾区的发展规划纲要已经顺利完成，预计国务院会在近期批准实施。广东省主动作为，与国家发改委和香港、澳门充分对接，梳理形成了推进粤港澳大湾区建设100项先导合作事项平台和项目，目前都在积极推进当中。”

我们认为，粤港澳大湾区从2017年两会时开始，到2017年4月11日，国务院总理李克强向林郑月娥颁发任命状时明确表示，“今年中央政府要研究制定粤港澳大湾区发展规划，推出内地和香港之间的“债券通”，进一步密切内地与香港的交流合作。”目前规划编制基本完成，经过近1年左右的酝酿，已经进入政策落地期。全国两会在即，我们预计近期正式出台规划批复的可能性较高。从广东省两会期间政府新闻发布会透露的信息表明，未来在基础设施互联互通、扩大开放、增加区域内各项事业融合的思路比较明确。

图表17: 广东两会期间透露的粤港澳大湾区发展进展

港珠澳大桥	港珠澳大桥主体工程和三地的连接线工程已经全部完工,正在进行口岸连接设施的安装和调试,以及大桥正式通关通行之前的各项准备工作。
广深港高铁	预计也在2018年全线通车,“一地两检”的通关模式已经经过全国人大批准。
湾区路网	启动了粤港澳大湾区城际铁路建设规划的编制工作,推进珠三角城际铁路网的建设,完善环大湾区的城际轨道网。同时,加强珠三角东西岸主要城市轨道交通线网的规划、建设和统筹,重点推进赣深、广汕、深茂高铁的建设,包括加快广湛、深汕、江肇铁路的前期建设工作,加强珠三角跟粤东西北中心城市和泛珠周围省的紧密联系。
科技创新	粤港澳三地将携手打造国际科技创新中心。目前正在配合国家发展改革委组织编制粤港澳大湾区国际科技创新中心实施方案。广深科技创新走廊将作为粤港澳大湾区国际科技创新中心的主要承载区。
生活服务	广东正在探索港澳在粤工作和生活人员享有与内地居民在教育、医疗、养老、住房、交通等民生方面的同等待遇,为港澳青年就业提供更多的机遇。目前也在研究促进粤港澳三地交通物流发展的车辆通行政策和配套的交通管理措施。
教育医疗	将发挥粤港澳高校联盟的作用,鼓励三地高校开展合作交流,探索相互承认特定课程学分,实施更灵活的交换生安排、科研成果分享转化机制等。
对外贸易	商务部门将聚焦开放型体制机制创新,研究出台广东省加快构建开放型经济新体制的行动方案。将争取广东自由贸易试验区深化改革方案,也就是广东自由贸易试验区2.0版的改革方案尽快获批和落地实施,我们也在探索广东自由贸易港。
金融开放	重点推进“NRA+”账户体系的创新,进一步促进跨境双向投融资的便利化。同时,在自由贸易试验区逐步搭建金融资产、航运、保险、外汇等重大交易平台。

资料来源:广东省政府,华泰证券研究所

第一大投资方向是基建,围绕粤港澳联通以及广东境内区域建设

我们认为,粤港澳大湾区规划建设的推进,比较明确的投资方向是基建投资,一方面是关于广东和香港与澳门的联通,包括港珠澳大桥、广深港高铁的建设落地,以及其他基础设施等。另一方面是广东境内的区域建设,广东虽然是我国第一大经济省,但区域内发展不平衡问题比较严重,广州、深圳、佛山、东莞不管是GDP总量还是人均GDP都是处于发达地区行列,但广东省内差距很大,例如云浮、汕尾、河源等城市GDP总量,尤其是人均GDP远落后于全国平均水平。在新时代主要矛盾改变为人民对美好生活的向往同发展不充分不平衡的矛盾以后,以广州——深港——珠澳A型区域带动辐射,促进广东境内其他地区的发展,也是一个确定性较高的方向。

图表18: 广东各市2016年GDP及人均GDP情况

市名	GDP(亿元)	人均GDP(万元)
广州	19,547.44	141,933.00
深圳	19,492.60	167,411.15
佛山	8,630.00	115,891.04
东莞	6,827.69	82,682.17
惠州	3,412.17	71,605.21
中山	3,202.78	99,471.33
茂名	2,636.74	43,211.14
湛江	2,584.43	35,611.98
江门	2,418.78	53,374.10
珠海	2,226.37	134,548.30
肇庆	2,084.02	51,177.99
汕头	2,080.97	37,389.58
揭阳	2,006.90	33,027.49
清远	1,387.71	36,135.94
阳江	1,270.76	50,430.84
韶关	1,218.39	41,388.41
梅州	1,045.57	24,031.60
潮州	976.83	36,955.65
河源	898.72	29,205.17
汕尾	828.49	27,350.97
云浮	778.31	31,502.04

资料来源:Wind,华泰证券研究所

第二大投资方向是广东域内龙头企业，在进一步开放和国家鼓励建设的情况下，会强者恒强

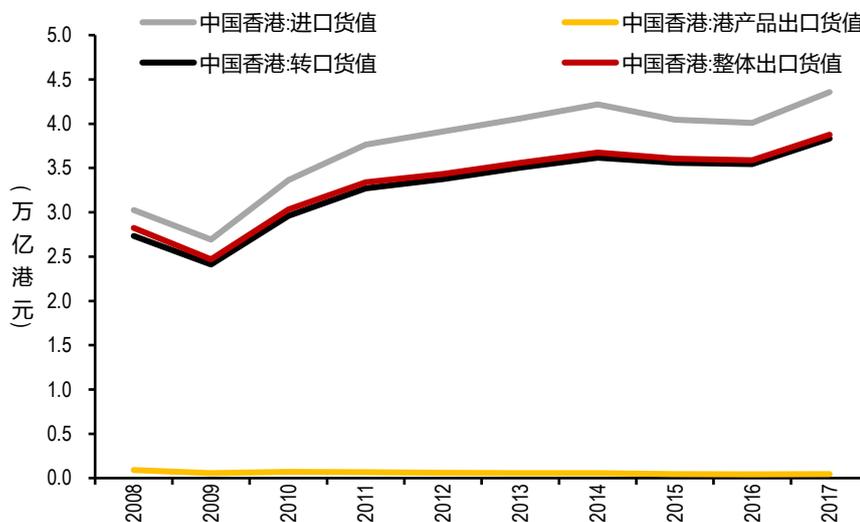
粤港澳大湾区境内龙头企业很多，在2017年公布的“财富世界500强”名单里，深圳汇聚了7个世界500强总部（平安、华为、招行、万科、恒大、正威、腾讯），香港汇聚了6个（华润、联想、来宝、友邦、怡和、长和），广州2个（广州汽车、南方电网），佛山2个（碧桂园、美的）。

我们认为，当前美元周期已经边际转弱，在全球经济复苏的大背景下，资本会重新回流至新兴市场国家，中国由于独特的竞争力仍然会是资本追逐的重要目的地，我国境内的龙头企业或许会有新一轮价值重估的过程。广东境内的龙头企业本身就比较能代表我国新经济的前进方向，有引领大金融企业平安、招行等，有代表制造业前进方向的华为、美的等，有代表移动互联网方向的腾讯，有代表地产行业标杆的恒大、碧桂园等。在粤港澳大湾区规划建设的过程中，我国社会主义的独特优势进一步与开放发达的资本主义制度的香港、澳门相互融合，制度优势融合叠加资本回流，龙头企业会强者恒强。

第三大投资方向是贸易与港口领域，往往是湾区建设较先受益的领域

湾区经济一般进出口贸易量比较大，根据海关总署广东分署数据，2016年广东省全年实现货物贸易进出口总值6.3万亿元人民币，占同期全国进出口总值的25.9%。2017年，广东省外贸进出口稳中向好，质量效益不断提升。全年实现货物贸易进出口总值6.82万亿元人民币，占全国比重为24.5%，基本稳定在1/4左右的水平。如果再算上香港贸易中心每年8万亿左右的进出口（含转口）贸易额，大湾区有望成为我国最大的进出口贸易基地，相关贸易港口领域受益。特别是伴随着全球经济复苏以及粤港澳经济一体化的刺激，受益趋势大概率将更加明显。

图表19：香港贸易额总量较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四大投资方向是要素资源加速流转。

根据新古典经济学的索罗模型，经济增长的动力源泉可以分为资本、劳动以及全要素生产率，粤港澳在资本与劳动上由于市场的持续关注以及城市群建设、重点城市包容性方面已经走在前列。我们认为在十九大以后高速度增长转向高质量增长以后，提高全要素生产率粤港澳大湾区也会走在前列。提高全要素生产率的关键在于构建一个更符合更有助于生产要素自由流动的体制机制，广东由于文化基因也具有显著优势，特别是土地要素的盘活利用这一方面。

十九大报告提出“保持土地承包关系稳定并长久不变，第二轮土地承包到期后再延长三十年”，延长土地承包期有利于土地经营权流转的持续性和三权分置的稳定运行。再次提出“深化农村土地制度改革，完善承包地‘三权’分置制度”。从当前实际出发，实施“三权分置”的重点是放活经营权，“三权分置”与此前的“1亿非户籍人口城市落户”、“加快美丽特色小（城）镇建设”等措施，都旨在通过土地改革、推进新型城镇化，提高土地的综合利用效率。我们认为广东在这一方面也有望走在前列，相关领域投资机会值得关注。

风险提示：全球经济复苏不及预期、粤港澳大湾区政策落地不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com