

# 宏观点评

## 中国“双循环”战略：从盖房到造芯

目标明确，落地执行面临挑战

证券研究报告

2020年10月29日

分析师

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号: S1720519120006

(报告内容主要翻译自野村国际(香港)中国区  
首席经济学家陆挺博士的宏观经济报告)

- “双循环”发展战略旨在减少中国对部分关键高科技产品的进口依赖，并降低经济可持续发展对外需的依赖度。“双循环”既是应对疫情冲击的短期策略，也是推动经济可持续发展的长期战略。
- 要打造“双循环”新发展格局，行动比想法更重要。我们认为，“双循环”战略有三大实现路径：加大对高端制造业的资金投入、降低对食品和能源的进口依赖、减缓对海外贷款和投资。
- “双循环”战略可能是当前中国抗击疫情冲击的可行之策，长远来看也有望提振生产率并提升增长潜力。然而，“双循环”也会带来一定风险，包括过度偏向国内市场、不良贷款上升、以及可能的房地产市场回调。
- 短期来看，中国“双循环”战略会对亚洲其他地区带来一定冲击，但从长远来看，“双循环”在实现全球价值链多元化方面或将利好部分经济体。此外，该战略应该会支撑国内债券收益率曲线陡峭化。

本篇报告《“巨龙”转型对亚洲的影响》章节翻译自野村亚洲经济研究团队 Sonal Varma、Euben Paracuelles、Jeong Woo Park 和 Rebecca Wang 的宏观经济报告；《利率：“双循环”战略将支持短端收益率维持稳定且收益率曲线陡峭化》章节翻译自野村亚洲利率策略团队 Albert Leung 的利率策略报告。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 目录

概要.....	3
“双循环”发展战略.....	5
“双循环”新发展格局“新”在哪里?.....	5
“双循环”的主要经济和市场影响.....	9
为高科技制造企业提供融资便利.....	10
房地产融资端收紧.....	13
保护耕地、减少食品进口依赖.....	17
降低能源进口依赖.....	19
弱化“一带一路”倡议.....	20
“巨龙”转型对亚洲的影响.....	22
中国在全球价值链中的作用将弱化.....	22
部分亚洲商品的对华出口量或下降.....	23
中国成为第三市场的竞争者.....	25
中国弱化“一带一路”倡议对经济和地缘政治的影响.....	25
利率：“双循环”战略将支持短端收益率维持稳定且收益率曲线陡峭化.....	26
专栏 1：中国努力推进芯片制造.....	28
专栏 2：评估房企债务余额水平.....	30
专栏 3：具有系统重要性的房产市场.....	32

# 概要

今年5月国家主席习近平首次提出要构建“双循环”新发展格局，当时海外各国正忙于抗击疫情，中美关系紧张局势也进一步加剧。“双循环”包含进口替代和扩大内需。作为世界第二大经济体和全球人口最多的国家，中国却仍属中等收入国家，“双循环”战略是顺应经济发展规律的必经之路。在我们看来，“双循环”既是应对疫情冲击的短期策略，也是旨在减少中国对部分关键高科技产品的进口依赖、降低外需依赖度以实现经济可持续发展的长期战略。我们认为，“双循环”战略将对房地产市场、利率、货币、城市化、食品和能源政策、“一带一路”倡议和中央对高端制造业的投资力度等诸多方面产生重大影响。

## 打造“双循环”新发展格局，行动比想法更重要

中国虽是一个实力雄厚的大国，但其政治制度和价值观却与大多数发达经济体迥异。中央认识到过度依赖全球供应链会给中国带来风险，因此提出了“双循环”概念。启动“双循环”战略标志着中国放慢甚至弱化“一带一路”倡议等部分全球性发展计划，但并不意味着摒弃对外开放。事实上，内外双循环并不是一个全新的概念，关键在于行动而非想法。我们认为，“双循环”战略有三大实现路径：加大对高端制造业的资金投入、降低对食品和能源的进口依赖、减缓（甚至减少）对海外贷款和投资。

## 实现“双循环”的关键路径：加大对高端制造业的资金投入

为发展包括芯片制造在内的高端制造业，中央正着力构建一套旨在加大该领域投资力度的方针政策，包括推动股票市场改革以推动资金流向高端制造业；限制房地产市场融资（一定程度上也是限制地方政府融资）；以及直接加大中央财政补贴力度。中央也有意控制市场利率水平来扶持制造业。

## 中央力图降低对食品和能源的进口依赖

中国进口食品占整体食品消费比重达到近20%。为减少对食品的进口依赖，中国需要强化耕地保护，因此在制定城市化战略时或倾向于发展人口密集的大城市。这一战略可能会对人口流动、基建投资、房地产开发和农业产生重大影响。为削减能源进口，作为全球最大的能源进口国，未来几年中国有望进一步加强在可再生能源领域的领先地位。中央有意抑制利率并减少进口，或会削弱人民币的升值空间。

## “双循环”或意味着减少对海外的贷款和投资

尽管高层领导人多次强调“双循环”并不是闭关锁国，但中央或将逐渐弱化“一带一路”倡议等全球性发展计划。“一带一路”倡议此前被认为可以化解国内部分行业产能过剩的局面，并扩大高铁等领域的优势。弱化“一带一路”倡议一方面可以留存资金加大高端制造业投资，另一方面也可以缓和与主要发达经济体之间的紧张关系。

## “双循环”的优势、挑战与风险

资金从房地产市场流向高端制造业可以提振生产率、优化长期资本回报率并提高增长潜力。中国拥有14亿人口的庞大内需市场，许多产品都可以实现规模经济和范围经济。因此，强调自给自足的“双循环”战略能有效帮助中国应对疫情冲击，但也会带来一定风险。尽管中央多次澄清“双循环”并非闭关锁

国，但我们仍担心过度偏向国内市场的风险可能会攀升。限制房地产市场融资或会引发房地产市场风险，而政府对芯片制造的大规模补贴和投资则可能会使得私营部门、国有企业和地方政府借机寻租，导致无效投资和不良贷款攀升。

#### 对其他亚太经济体和利率的影响

- **亚洲方面：**中国“双循环”战略或对亚洲高端制成品、食品、能源和其他产品的出口造成冲击，但由于跨国公司要寻找继中国之后的下一个制造中心，东盟和印度可能会成为潜在赢家。芯片方面，由于中美技术争端仍未解决，占据市场主导地位的韩国和中国台湾短期内仍将继续受益，但受益程度将随着中国半导体国产替代浪潮的推进而降低。中国弱化“一带一路”倡议或对东盟经济和地缘政治造成多重影响。
- **利率方面：**“双循环”战略意味着积极的财政政策和稳健的货币政策相结合，以扩大内需并促进投资。从中期来看，我们认为该战略将导致国内债券收益率曲线陡峭化，特别是短期债券将表现突出。

# “双循环”发展战略

今年5月国家主席习近平首次提出要构建“双循环”新发展格局，并在7月底召开的中共中央政治局会议上正式作为国家战略提出（参见《[年中政治局会议要点解读](#)》，2020年7月31日）。“双循环”战略的推出如一石激起千层浪，许多经济学家和中国观察人士纷纷对此做出解读。我们认为，“双循环”旨在减少中国对芯片等部分关键高科技产品的进口依赖、减少对低端制成品的外需依赖，从而降低经济脆弱性并促进经济可持续发展。作为世界第二大经济体和全球人口最多的国家，中国却仍属中等收入国家，“双循环”战略或是顺应经济发展规律的必经之路。

## “双循环”新发展格局“新”在哪里？

供给和需求是所有经济体的基石，两者在正常情况下通常保持平衡。在最简单的形式中，“内循环”指的是国内供给满足国内需求，“外循环”则意指国际贸易和跨境投资。当前政府尚未给出“双循环”的官方定义，但中央高层表示，“双循环”战略应以内循环为主。

自上世纪70年代末中国对外开放以来，国内供求关系已通过内外双循环达到平衡，因此“双循环”这个词本身并无新意。不过，基于对过去几年中央政策思路演变分析，我们认为从广义上来说，“双循环”指进口替代和扩大内需相结合。具体来看，“双循环”战略蕴含两大要点。

- 首先，“双循环”是应对外部环境的战略抉择。当前外部环境快速恶化，中国日渐被视作美国和西方经济体系面临的一大挑战；短期来看，“双循环”也是应对疫情冲击的一项举措。
- 其次，尽管中央无意封闭经济，但仍会竭力降低对芯片等高科技产品的进口依赖，以及对低端制成品的的外需依赖。

### “双循环”的想法并不新鲜

十多年来中国一直强调要扩大内需、减少对外需的依赖。中国也从未掩饰要攀登制造业和服务业价值高地的雄心，希望最终实现大多数进口高科技产品的国产替代。2015年国务院宣布《中国制造2025》国家战略规划，提出建设制造强国、减少进口依赖的发展蓝图。

自20世纪90年代后期亚洲金融危机以来，中央为减少外需依赖进行了多番尝试，2008年底全球金融危机期间这也是中央政策的一个着力点。经过多年努力，中国在减少外需依赖方面取得了重大进展，2019年商品出口占GDP比重从2007年的34.7%降至17.4%（图表1）。唯一的问题是，目前国内需求主要偏向房地产和基建投资，尤其是考虑到小城市和偏远地区的大量低回报项目。

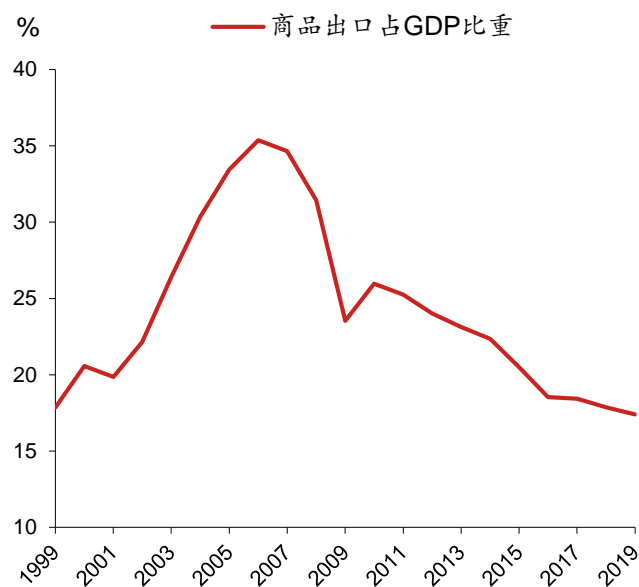
### 打造“双循环”，行动比想法更重要

“双循环”新发展格局“新”在行动，而非想法。最初的起因是2018年春季中美两国发生贸易争端，疫情期间双方摩擦加剧，导致中国与美国及部分发达国家的关系进一步恶化，去全球化浪潮也由此兴起。中国虽是一个实力雄厚的大国，但其政治制度和价值观却与西方国家迥异，中央逐渐认识到过度依赖

全球供应链会让中国面临较大风险。此外，中央也发现“一带一路”倡议等全球性发展计划存在一些问题。我们认为，“双循环”战略有三大可行路径，但可行并不代表一定能实现。

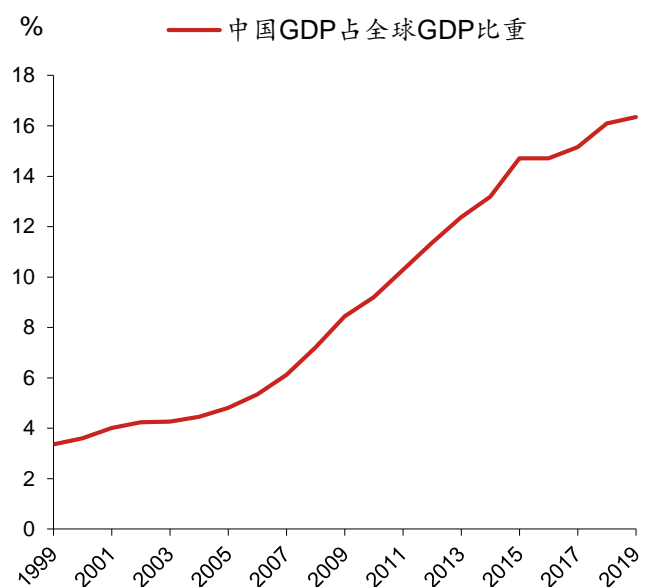
- 为发展包括芯片制造在内的高端制造业，中央正着力构建一套旨在加大该领域投资力度的方针政策，包括推动股票市场改革以推动资金流向高端制造业；限制房地产市场融资（一定程度上也是限制地方政府融资）；以及直接加大中央财政补贴力度。中央也愿意控制市场利率水平来扶持制造业。
- 中央或将降低食品和能源的进口依赖作为一项长期战略。食品和能源是除芯片等关键高科技组件外最具战略意义的两大商品。
- 中国或将放慢并逐渐弱化“一带一路”倡议等全球性投资计划。“一带一路”倡议此前被认为可以化解国内部分行业产能过剩的局面，并扩大高铁等领域的优势。弱化“一带一路”倡议一方面可以留存资金加大高端制造业投资，另一方面也可以缓和与主要发达经济体之间的紧张关系。

图表 1：中国商品贸易占 GDP 比重



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 2：中国 GDP 占全球 GDP 比重



资料来源：世界银行、野村全球经济、野村东方国际证券

### “双循环”是顺应经济发展规律的自然选择

我们认为“双循环”或是经济发展的自然进程，特别是作为全球人口最多的第二大经济体，中国已进入需要将需求端重点从出口转向扩大内需、供给端重点放在攀登价值链高点的阶段。此外，“双循环”本身可助力中国在避开所谓“中等收入陷阱”的同时从中等收入国家迈向发达经济体。

### “双循环”经济学：中国的规模经济和范围经济

并非所有国家都能加大依靠“内循环”，因为有些国家并不具备规模经济和范围经济。规模经济是指，特定产品的平均成本会随着产量增加到一定阈值后下降。范围经济则是指，同时生产两种产品的费用低于分别生产每种产品。简单地说，规模经济和范围经济意味着经济体的体量至关重要。

中国拥有 14 亿人口的庞大市场，许多产品可以实现规模经济和范围经济，因而能够做到自给自足。实际上，历史上中国曾在数百年时间里与世界其他地区相对隔离，但 19 世纪前这种相对隔离的状态并未妨碍中国成为当时世界上最



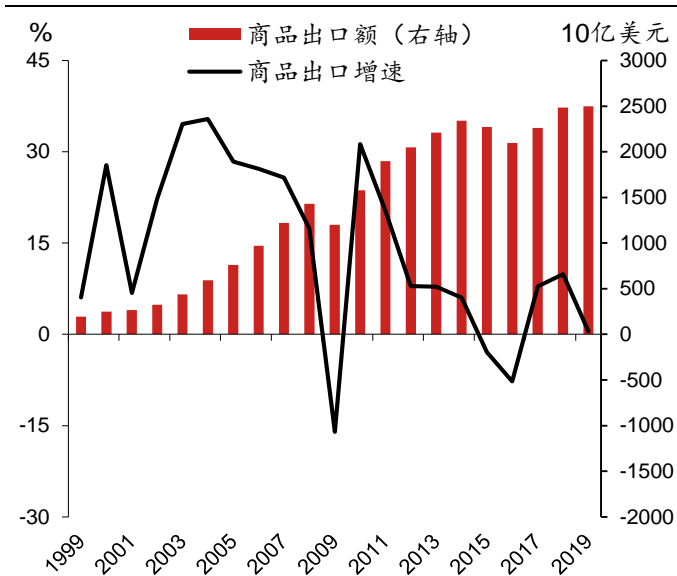
大的经济体。现如今，电子商务就是应用规模经济和范围经济的典型案例。阿里巴巴、腾讯和京东等中国公司虽然全球化程度不及亚马逊和脸书等海外同业，但已成为全球电商巨头。

得益于庞大的市场规模和强大的社会管控力，中国在此次疫情期间表现优异。高储蓄率为国内市场的投资需求提供了充足的资金来源。由于疫情长期存在，中国也（相对）受益，因为在某种程度上凭借规模经济和范围经济，中国可以更多依靠“内循环”。同时，强大的社会管控力让中国能够采取有力措施成功遏制疫情，并成为海外个人防护设备和居家办公产品需求的主要供应商（参见《出口表现强劲的原因及未来展望》，2020年9月17日）。

#### “双循环”的需求端

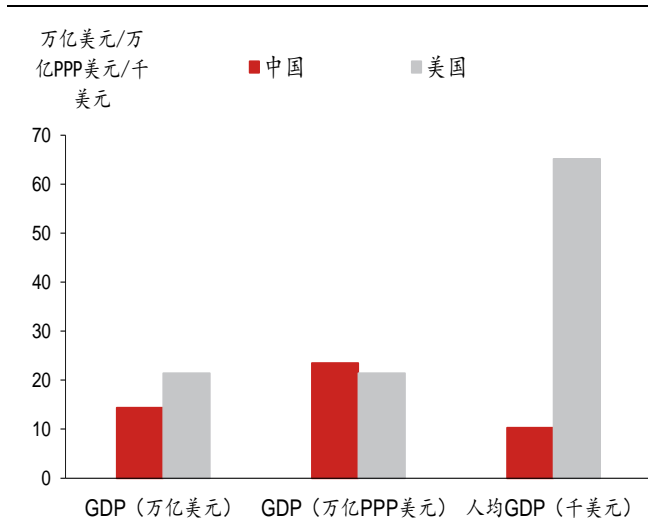
需求端方面，鉴于2019年中国GDP占全球比重从2000年的3.6%跃升至16.4%（图表2），未来中国出口持续高增长的空间有限。2001年中国正式加入世界贸易组织（WTO）后，凭借廉价的劳动力和市场体制改革得以迅速提高在全球市场的份额。经过多年的开拓，且随着剩余劳动力减少、人口结构老龄化等问题导致国内工资水平稳步提高，中国想进一步提升全球市场份额的难度与日俱增。据我们估计，2002-10年期间中国商品出口年均增速为21.9%（图表3），远高于中国以外地区的GDP增速（7.2%）。相比之下，2011-19年期间中国商品出口年均增速降至5.2%，仅比中国以外地区GDP增速（2.2%）高出3个百分点。

图表3：中国商品出口增速



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表4：2019年中美GDP和人均GDP比较



资料来源：世界银行、野村全球经济、野村东方国际证券

#### 价格和生产力方面：巴萨效应

外需重要性下降、内需作用增强也可以从另一个角度来解释。巴拉萨—萨缪尔森效应（巴萨效应）表明，新兴经济体可贸易商品部门工资上涨也将导致该经济体的不可贸易（服务）部门工资上涨。由于可贸易商品部门的生产效率提高更快，不可贸易商品部门占名义GDP比重自然会上升。

最终结果是，即使在“双循环”正式宣布之前，2019年中国商品出口占名义GDP比重已从2006年的35.2%降至17.4%。剔除进口原材料和零部件后，2019年商品出口增加值占GDP比重也已从2006年的近18.0%降至12.0%附

近。概括来讲，过去 15 年间中国对外需的依赖度已在稳步降低。

#### 供给端方面：攀登价值链阶梯

尽管经历了多年的快速增长，中国仍然是人均 GDP 刚刚突破 1 万美元大关的中等收入国家。除了要避免“中等收入陷阱”外，中国领导人还认识到不能再依靠增加要素投入（人口结构老龄化、劳动力持续萎缩）和债务，而必须着力攀登价值链阶梯以提高全要素生产率。

攀登价值阶梯于中国而言可能并非易事。按当前汇率计算，中国已经是世界第二大经济体（2019 年 GDP 比美国低约 33%）；按购买力平价计算，中国已是世界第一大经济体（图表 4）。但由于人口众多（14 亿），2019 年中国人均 GDP 为 10,262 美元，仅有美国的 15.8%。中国 GDP 增速已大大超过美国，但两国文化、意识形态、机构和政府组织却大不相同。受此影响，许多中国民众对美国的霸权地位持负面看法，而许多美国公众则认为中国对其经济、军事和软实力构成威胁。

中美摩擦升级以及美国的对华举措坚定了中央通过技术创新加快经济发展、提高生产力的决心，同时也推动了国内的经济民族主义情绪，努力提高自然资源的自给自足并减少对外国技术的依赖。

#### “双循环”的挑战和风险

尽管“双循环”是顺应趋势的必然之举，但也是一项折中之策，因为疫情背景下中国与美国等大国的关系日益紧张。尽管中央多次澄清“双循环”并非闭关锁国，但我们仍担心过度偏向国内市场的风险可能会攀升。中国现阶段的发展成果很大程度上要归功于上世纪 70 年代后期的经济开放，但尚有一段距离要追赶；闭关锁国与改革开放的方向相悖，因为闭关锁国正是 19 世纪中国开始落后于西方国家的一大主要原因。

“双循环”战略面临的中短期风险：限制房地产市场融资可能会引发房地产市场风险，而政府对芯片制造的大规模补贴和投资则可能会使得私营部门、国有企业和地方政府借机寻租，导致无效投资和不良贷款攀升。

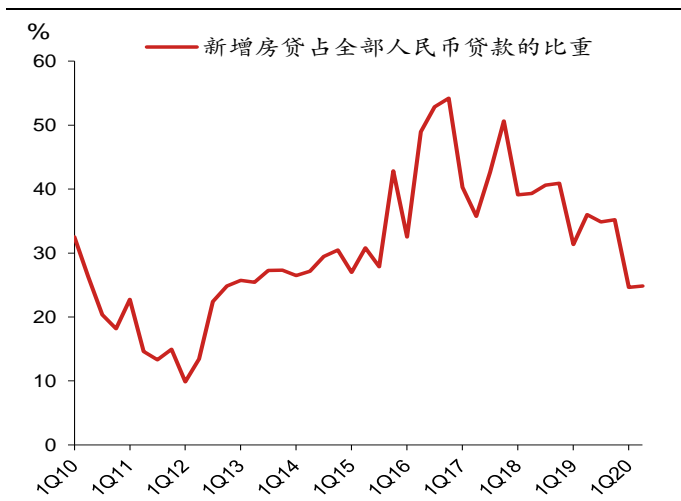


# “双循环”的主要经济和市场影响

不管如何命名，中央的新思路势必将对各大行业和资产价格产生影响。

- 中央推动科创板、创业板等改革举措的决心比以往任何时候都更加坚定，以期为高科技企业上市融资提供便利。
- 在以往的宽松周期中，房地产融资几乎占据全部新增信贷的半壁江山（图表 5），但在本次及未来的宽松周期中这一趋势可能将被显著遏制。我们预计，未来几年大多数房地产开发商将大幅削减杠杆，地方政府（特别是欠发达地区的小城市政府）在一定程度上也将面临更多融资限制。
- 中国进口食品占整体食品消费比重达到近 20%。为减少对食品的进口依赖，中央在制定城市化战略时或更倾向于发展人口密集的大城市。这一战略可能会对城市化定位、基建投资、房地产开发和农业产生重大影响。
- 中国已成为全球最大的太阳能电池板、风力涡轮机、电池和电动汽车的生产国和安装国。为减少能源进口，未来几年中国有望进一步**加强其在可再生能源领域的领先地位**。
- 中央有意降低融资成本以支持高端制造业融资，因此银行利润率可能会受到一定影响。融资成本和债券收益率降低意味着人民币升值空间缩小（图表 6）。为降低食品和能源进口并提振国内供给，中央或有意**避免人民币过度升值**。
- 中央或**放慢推广“一带一路”倡议**。该倡议始于 2013 年，曾被市场比作中国的“马歇尔计划”。“双循环”背景下“一带一路”倡议的存在感将被弱化，一大原因是因为中央财政不如以往宽裕了。
- 我们将在下文探讨“双循环”的主要策略和影响，包括各项策略的实施背景、潜在成果和风险。尤其是，我们认为“双循环”或使中央有意限制房地产融资，但也相信政府会有计划让对国民经济至关重要的房地产市场能实现软着陆。此外，我们认为大力发展芯片制造可能会造成资源配置不当、资本回报率下滑的副作用。中国虽有**能力聚集大量资源投资半导体制造，但耐力仍是成事的关键**。

图表 5：房地产贷款占新增贷款总额比重



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 6：10 年期国债收益率、3 年期企业债收益率、美元兑人民币汇率



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

# 为高科技制造企业提供融资便利

自 2001 年加入世界贸易组织以来，中国快速成为“世界工厂”。2019 年中国占全球制造业产出的比重从 21 世纪初的不到 10% 激增至 28.2%，跃升为全球第一（图表 7）。多年来中国致力于攀登价值高地（参见专栏 1：《中国努力推进芯片制造》），2015 年国务院宣布《中国制造 2025》国家战略规划，提出发展高端制造业和服务业的宏伟蓝图。然而，中国建设制造强国的进程也面临一些阻力：国内方面，股市准入限制及信贷市场高昂的融资成本构成阻力；国外方面，美国仍不断施加新的出口禁令。

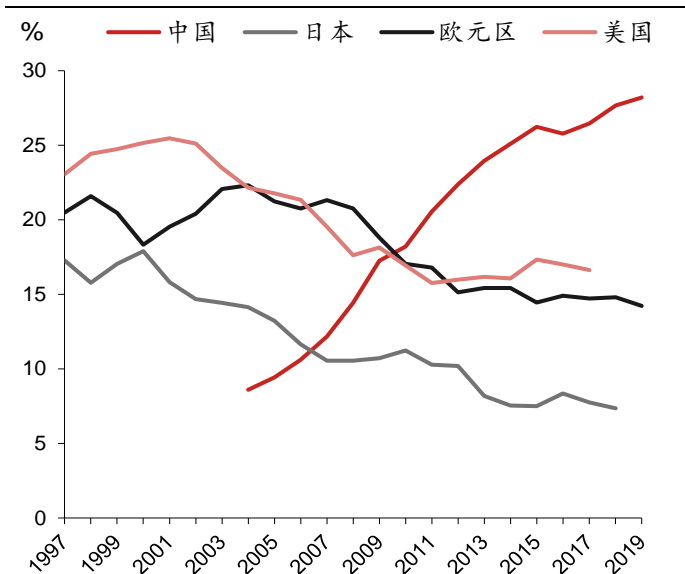
然而，美国对中兴通讯、华为、海康威视、中芯国际、字节跳动（TikTok）和腾讯（微信）等中国高科技制造企业实施制裁，相当于给中国敲响了警钟，坚定了其大力扶持本国高端制造业、保障国内供应链的决心。今年，中央进一步加大对高科技制造业（特别是半导体和芯片制造相关领域）股权和债权融资的支持力度。具体支持举措包括：

- 在上交所设立科创板并试点注册制；
- 对深交所创业板改革并试点注册制，以完善上市规则、提高创业公司上市融资的便利性；
- 鼓励未上市和在美上市的中国科技企业回港上市。

## 中央新政重点放在高端制造业投资

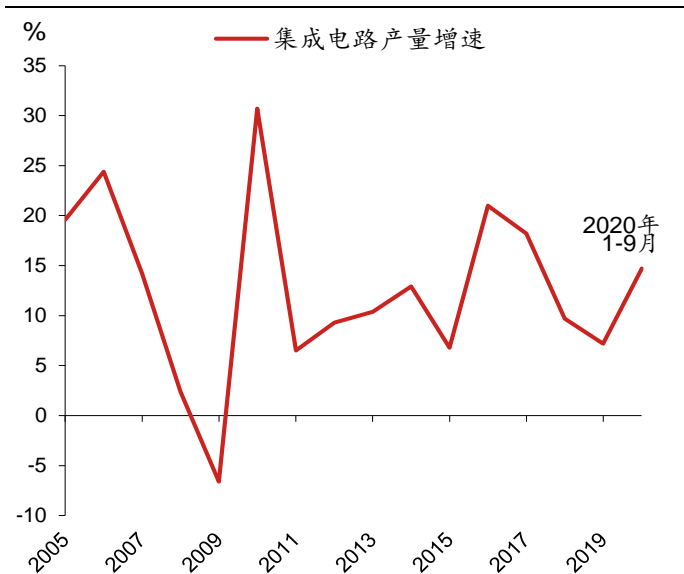
近几个季度中央显著加大了对芯片制造和其他高端制造业的政策支持和直接投资力度。据市场研究公司 IT 桔子的数据，二季度中国对芯片制造行业的投资同比增长近 10 倍，环比增长 65%。天眼查的数据显示，二季度中国成立超 17 万家集成电路相关的创业公司，同比增长 30%。8 月 4 日国务院公布了更多扶持政策，从财政、金融、贸易和技术等多方面为集成电路和软件产业提供大力支持，并承诺到 2025 年中国芯片自给率从 2019 年的 30% 提升至 70%。值得注意的是，尽管受疫情打击较大，今年前 9 个月中国集成电路产量同比增速仍从 2019 年的 7.2% 升至 14.7%（图表 8）。

图表 7：主要经济体制造业产出占全球比重



资料来源：世界银行、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 8：集成电路产量增速



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

除芯片外，中国还加大了对其他高端制造业的投资和政策支持力度，其中多数属于“新基建”领域，包括 5G 基站、大数据中心、人工智能、工业互联网和新能源汽车充电桩等。

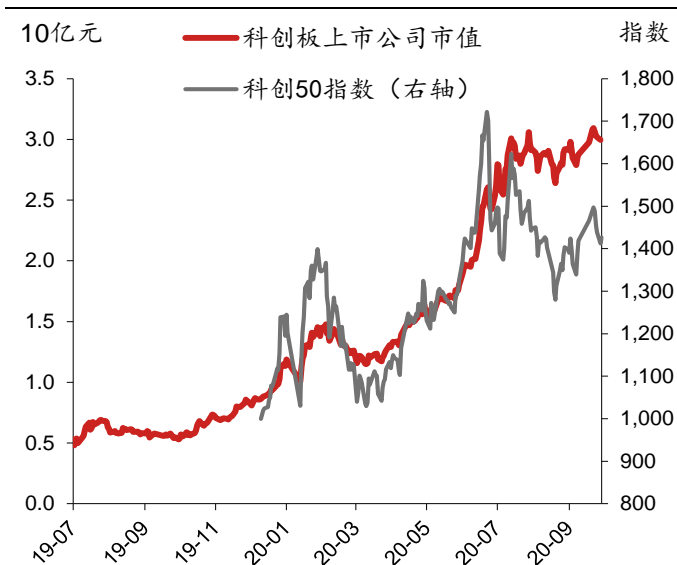
### 上交所科创板启动、深交所创业板改革

2018 年 11 月习近平主席宣布在上交所设立科创板，并试点注册制 IPO 系统。2019 年 7 月科创板正式启动，旨在支持高科技公司上市，被视作中国的“纳斯达克”。为吸引创业公司，科创板试点注册制发行上市系统，上市门槛较主板的核准制有所降低。例如，科创板允许多种股票类别，且对公司盈利无硬性要求。此外，中国证监会不对科创板 IPO 定价进行干预，上市后前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制，5 个交易日后涨跌幅限制为 20%（主板：10%）。

上交所数据显示，截至 2020 年 10 月 19 日，已有 185 家中国公司在科创板上市，总市值达到 3 万亿元（图表 9）。上证科创板 50 指数是首个科创板指数，由科创板市值最大的 50 只股票组成。10 月 19 日该指数从 2019 年 12 月 31 日首次发布时的 1000 点升至 1412 点，在前期牛市行情中（7 月 13 日）甚至创下 1722 点的历史高点。

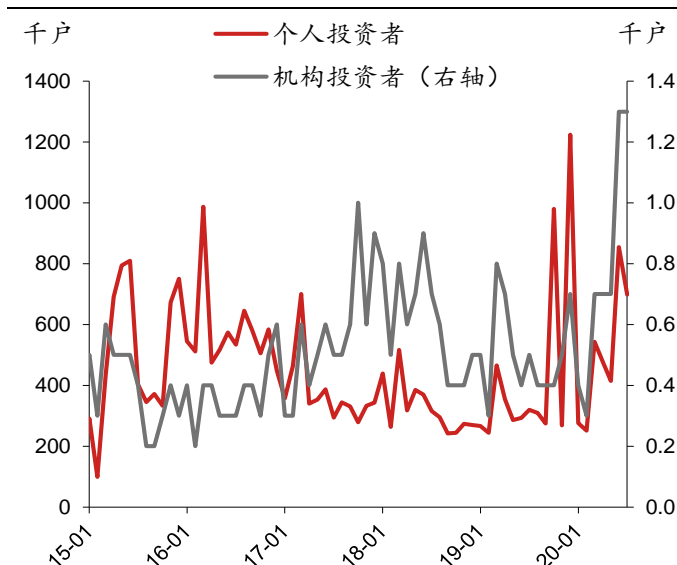
今年 6 月 12 日，深交所创业板借鉴了科创板的上市规则和涨跌幅限制。创业板改革完成后，8 月 24 日首批 18 家公司正式上市。

图表 9：科创板（上市公司市值和科创 50 指数）



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 10：月度开户增量（个人投资者 vs 机构投资者）



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

### 中概股科技公司赴港二次上市

香港股票市场也为中国科技公司提供了 IPO 或二次上市机会，协助这些公司上市筹资。今年阿里巴巴、京东和网易等在美国上市的中国科技巨头陆续回港二次上市，预计未来几年回流中概股还会增多。蚂蚁金服等未上市的科技巨头也将很快在科创板和香港同步上市。

### 市场对金融市场改革反应积极

虽然面临疫情和中美关系紧张加剧等多方面压力，市场依然对“双循环”相关的金融市场改革做出了积极反应。据中国证券业协会数据，6 月个人投资者新增股票开户数从 5 月的 41.5 万户增至 85.5 万户，7 月依然高达 69.8 万户（最新可用数据；图表 10）；7 月日均成交额从 5 月的 6250 亿元和 6 月的

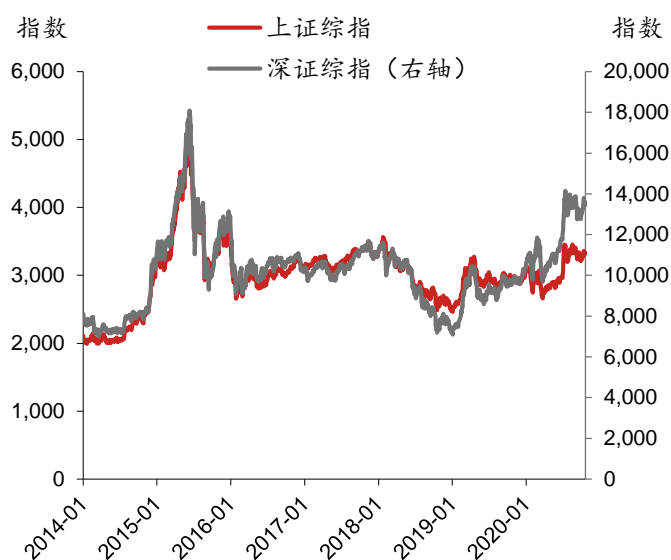
7260 亿元升至 1.313 万亿元。保证金余额可作为衡量股市情绪的可靠指标，10 月迄今该指标从 4 月低点（1 万亿元）升至 1.4 万亿元（图表 11）。相应的，6-8 月上证综指和深证综指均出现上涨（6 月：+4.6%/+11.6%；7 月：+10.9%/+13.7%；8 月：+2.6%/+0.9%），虽然 9 月分别小幅回调-5.2%和-6.2%（图表 12）。

图表 11: A 股保证金余额规模



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 12: 上证综指 vs 深证综指



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

# 房地产融资端收紧

尽管疫情给经济造成较大冲击，中央相应出台大规模的宽松政策和刺激措施，但由于市场对房地产泡沫和金融风险的担忧日益加剧，中央对楼市的监管依然趋严。具体来看，监管层持续收紧开发商债券融资渠道，且或将设置“三道红线”来控制房地产开发商的债务增长。尽管上述新规尚未正式发布，但据悉大多数重点房企已收到中央指示。我们估计近 60% 的房地产开发商或直接受到新规影响。

## 中央正制定房企金融管控相关新规

8 月 20 日央行和住房城乡建设部联合召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，加强重点房企融资管理。据一财和 21 世纪经济报道两家媒体的报道，旨在控制高负债房企融资的“三道红线”有望自 2021 年 1 月 1 日起生效。“三道红线”具体为：1) 剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；2) 净负债率不得大于 100%；3) 现金短债比不得小于 1 倍。房企违反红线的次数越多，随后几年融资面临的监管将越严格。

据新华社《经济参考报》8 月 28 日报道，央行要求碧桂园、恒大、万科、融创等 12 家重点房企在 9 月底前上交降负债方案，包括如何在三年内全面完成符合“三道红线”的调整。若未达标，监管层将要求金融机构对相应房企的全口径债务进行限制。

## 新规或直接影响近 57% 的房企

截至 2019 年底的财务数据显示，在 115 家 A 股上市房地产开发商中，65 家企业至少有一道红线未达标，33 家企业两道红线未达标，25 家企业三道红线均未达标（图表 13）。红线 3 未达标企业达 52 家（占总数的 45.2%），红线 1 和红线 2 未达标企业则分别为 39 家（33.9%）和 32 家（27.8%）。由此来看，“三道红线”政策一旦落地，未来几年或对开发商融资产生重大影响。我们估计，有近 57%（=65/115）的房地产开发商将直接受到不同程度的影响。目前通过三道红线测试的房企也需谨慎行事，以免日后受到影响。

图表 13：三道红线未达标的上市房企数量

红线	限制标准	115家上市房企三道红线未达标占比 (%)					
		x0	x1	x2			x3
				#1 & #2	#2 & #3	#1 & #3	
#1	剔除预收款后的资产负债率不得大于70%	43.5	33.9	27.0		22.6	21.7
#2	净负债率不得大于100%		27.8		22.6		
#3	现金短债比不得小于1倍		45.2			22.6	

注：我们的估计基于截至 2019 年底 A 股上市房地产开发商的财务数据。

资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券



## 房地产开发商债券融资监管趋严

事实上，监管机构已经收紧了开发商的债券融资渠道。21 世纪经济报道 8 月 13 日报道称，中国银行间市场交易商协会（央行主管的银行间市场监督机构）发布最新准则，要求地产债发行根据存量债务控制发行规模，其中银行间市场上借新还旧发债的额度按照 70-90% 实行。此前，房地产开发商可以使用债券发行募集的资金偿还所有到期债务或用于其他目的。

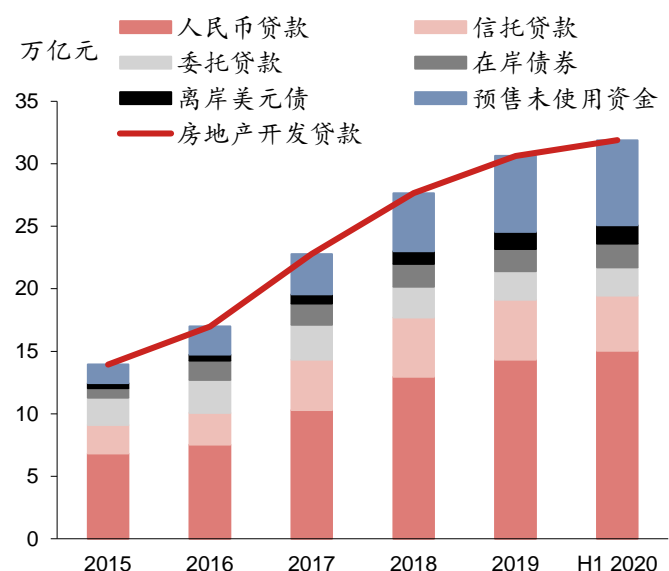
## 银行房贷规模或下降

此外，《证券时报》援引大型银行人士的话报道称，部分大型银行近期新增涉房贷款额度有压缩。近期也有媒体报道称，金融监管机构已要求大行控制新增房企贷款、个人房贷等房地产贷款的规模（未经官方证实），一些城市则因担心房地产泡沫而加大调控以抑制房价过快上涨。由于融资端趋紧，我们认为开发商或不得不加快房地产销售以改善流动性、降低杠杆率。

## 为何限制房地产融资？

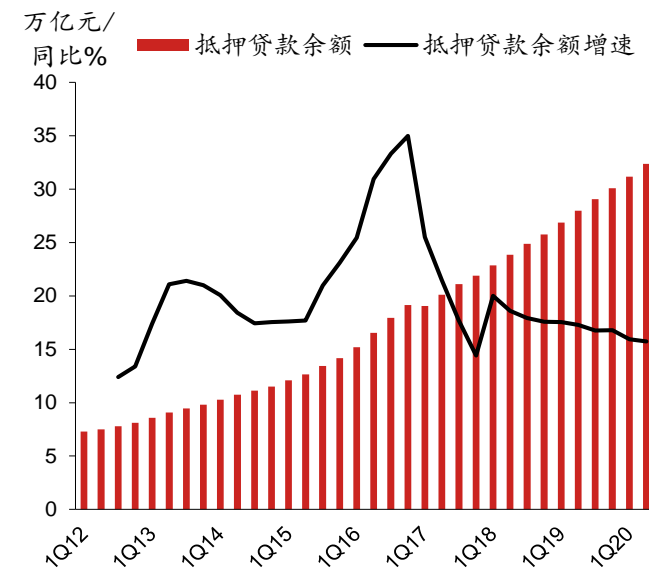
中国房地产市场的快速发展主要依靠信贷融资。据我们的估算（参见专栏 2：《评估房企债务余额水平》），截至 2020 年 6 月底，中国房地产开发商的债务总额约为 31.9 万亿元，较 2019 年 6 月底的 30 万亿元同比增长 6.2%（图表 14）。2020 年 6 月底，中国家庭的房贷总额达 32.4 万亿元，较 2019 年 6 月底的 28 万亿元同比增长 15.7%（图表 15）。而 2019 年中国名义 GDP 为 99.1 万亿元；2020 年 6 月底金融机构各项贷款余额为 165.2 万亿元，社融存量为 271.8 万亿元。经过多年借贷扩张，许多开发商的财务状况十分紧张。以 155 家国内上市房企为样本，我们的估算显示其 2017 年加权平均净负债率（净负债/净资产）从 2010 年的 57.4% 几乎翻倍至 113.5%，2019 年也仍保持在 103.5% 的高位（图表 16）。

图表 14：中国房地产开发商债务明细（按资金来源划分）



资料来源：Wind、中国人民银行、中国信托业协会、彭博社、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 15：抵押贷款余额规模及增速

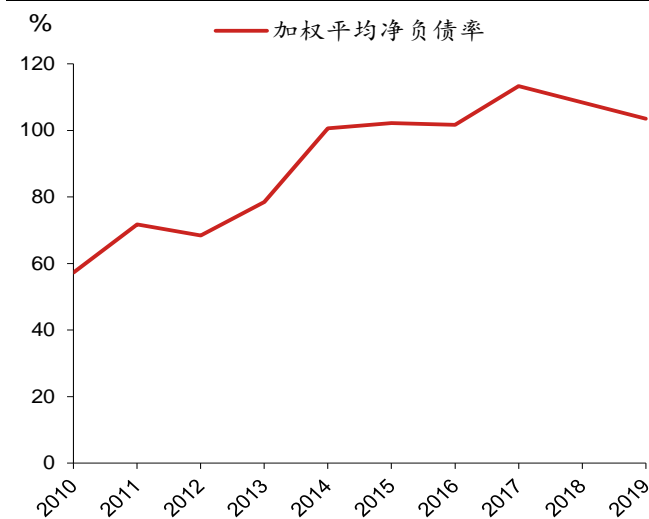


资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

中央一直对快速增长的房地产市场债务水平颇为担忧，主要有两方面原因：1) 一旦房价持续下跌，家庭和开发商房地产相关债务快速累积或引发系统性金融危机；2) 房地产行业债务的快速累积挤占了高端制造业投资和家庭消费的资金，导致经济增长缺乏可持续性。

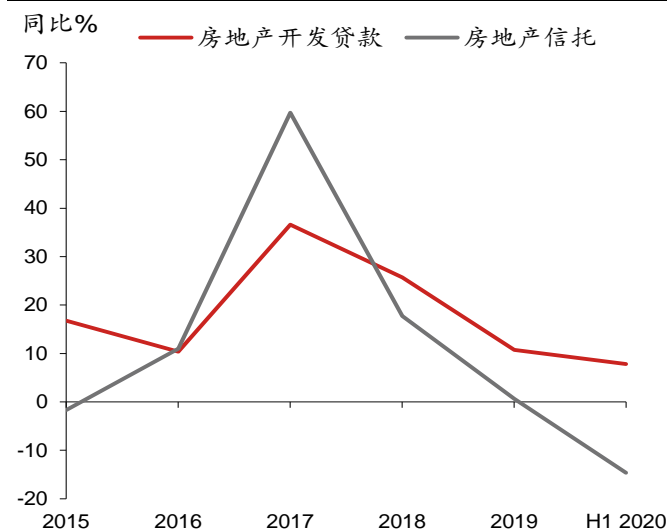
在本轮宽松周期中，中央已收紧房地产相关融资政策。疫情爆发以来，信贷总量虽加快增长，但 2020 年 6 月底房地产开发贷款余额和房地产信托规模的同比增速却分别从 2019 年的 10.7% 和 0.6% 放缓至 7.8% 和 -14.6%（图表 17）。而在 2017 年的上一轮宽松周期中，这两项信贷的最大增速分别高达 36.6% 和 59.7%。尽管如此，抵押贷款余额的同比增速（15.7%）依然快于社融资存量的增速水平（约 13.0%）。

图表 16：中国上市房企的加权平均净负债率



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 17：房地产开发贷款及房地产信托增速

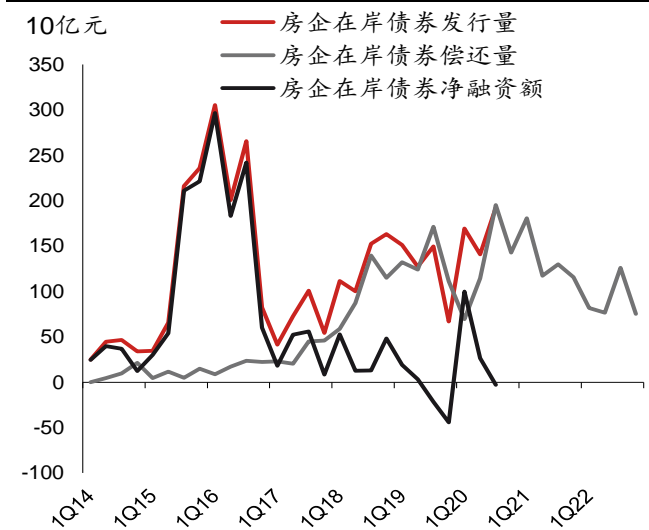


资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

今年一季度房地产开发商在国内债券市场的融资规模增长强劲，但二、三季度增速明显放缓（图表 18）。相比之下，部分受人民币升值和国内经济复苏推动，三季度离岸债券融资规模却环比反弹（图表 19）。鉴于中央监管趋严且未来几个季度还款压力上升，预计开发商债券净融资将延续低迷状态。基于债券发行数据，我们预计明年房地产开发商将步入集中还款期，在岸债券和离岸美元债到期规模分别为 5430 亿元和 560 亿美元，超过今年的到期量（5220 亿元和 430 亿美元）。

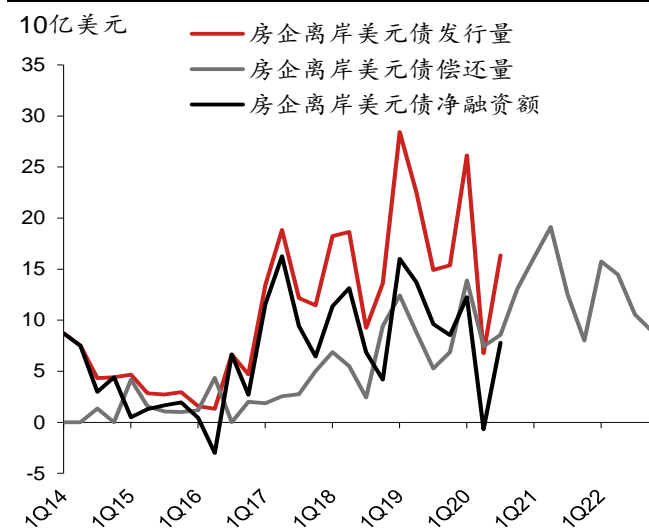
我们认为，收紧房企融资渠道、引导资金从房地产市场流向高端制造业可以提振生产率、优化长期资本回报率并提高增长潜力。

图表 18：房企在岸债券（发行量、偿还量和净融资额）



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 19：房企离岸美元债（发行量、偿还量和净融资额）



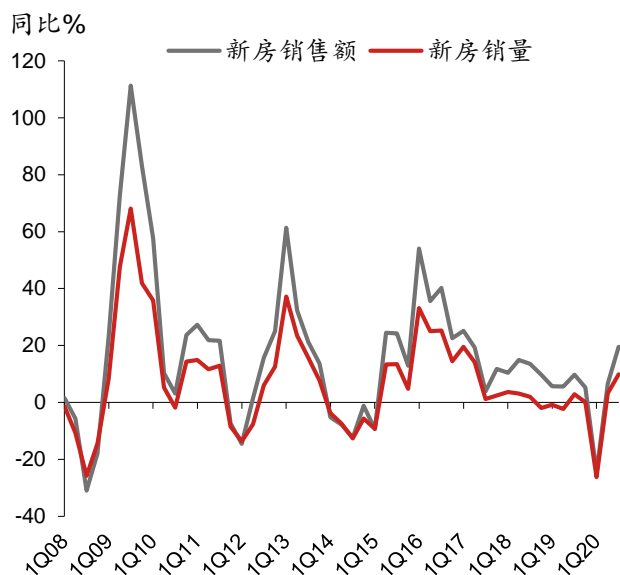
资料来源：彭博社、野村全球经济、野村东方国际证券

## 中国经济无法承受房地产“硬着陆”

尽管中央对房地产市场融资监管趋严，但我们认为政府不会允许房地产硬着陆，因为这可能会导致经济大幅萎缩、资产价格急剧调整，甚至引发系统性金融风险。

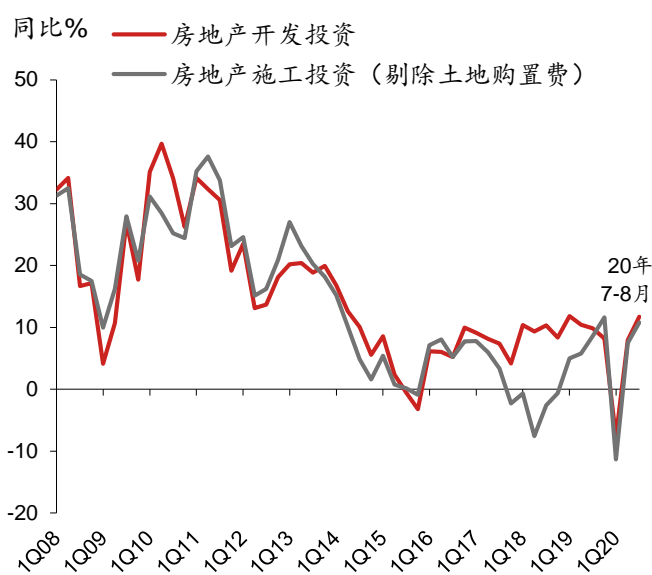
- 由于此前几轮的房地产繁荣周期，房地产已迅速发展成为中国最具系统重要性的行业之一，其占整体 GDP 和税收收入比重分别达到 16.2% 和 23.7%。
- 如前所述，由于开发商的杠杆水平高企、债务负担沉重，房地产行业融资规模骤减或会引发系统性金融危机。
- 地方政府负债水平较高，而且地方财政高度依赖房地产。2019 年土地出让金收入直接为地方政府财政收入贡献了 7.3 万亿元（占总收入的 27.4%）。
- 海外疫情仍在肆虐，而房地产市场依然是疫情后拉动经济复苏的重要引擎。当住宿和酒店业等领域持续受到疫情影响时，中国经济无法再承受失去房地产这一重要引擎。得益于国内经济重启后受抑制购房需求的大规模释放，二季度新屋销售额和销量均实现强劲反弹，同比增速分别从一季度的-24.7%和-26.3%改善至 6.6% 和 3.2%，三季度进一步升至 19.5% 和 9.9%，远高于疫情前水平（2019 年：6.5% 和 -0.1%；图表 20）。二季度房地产开发投资同比增速从一季度的-7.7% 跃升至 8.0%，7-8 月进一步改善至 11.7%；剔除土地购置费后，同期房地产施工投资同比增速也从-11.3% 反弹至 7.5% 和 10.8%（最新可用数据；图表 21）。房地产市场也带动了土地市场的复苏，从而对政府主导投资（尤其是基建投资）形成支撑。

图表 20：新房销售额 vs 新房销量



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 21：房地产开发投资及房地产施工投资



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

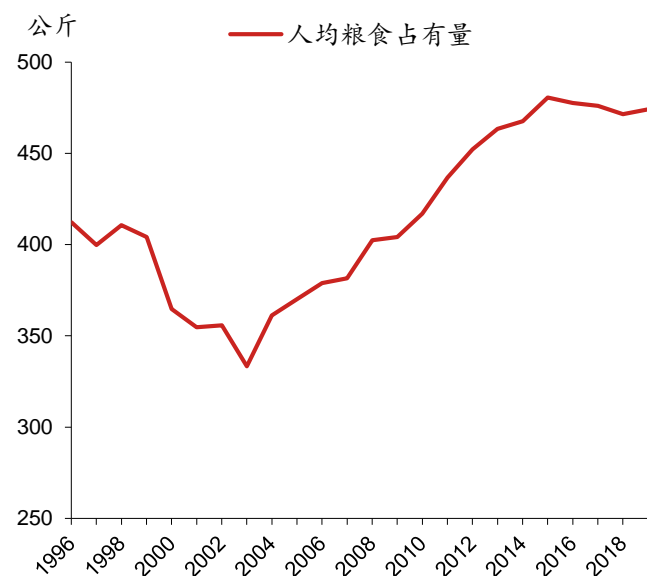
# 保护耕地、减少食品进口依赖

中国占世界人口的五分之一。近几十年来，中国在扩大粮食产量方面取得了长足进步，2018 年人均粮食占有量从 1996 年的 414 公斤增至 470 公斤（图表 22），远高于世界平均水平（2018 年：340 公斤；最新可用数据）。然而，食品安全问题仍值得关注。2018 年中国粮食生产、出口和进口总量分别达到 6.6 亿吨、370 万吨和 1.155 亿吨，粮食净进口依存比为 14.5%。在新冠疫情持续蔓延、部分国家实施食品出口禁令、长江沿岸遭遇数十年来最严重的洪灾、国际贸易关系紧张加剧等多重因素的叠加影响下，中央对国内粮食安全的担忧加重。8 月初习近平主席对制止餐饮浪费行为作出了重要指示，表示“对粮食安全还是始终要有危机意识，今年全球新冠肺炎疫情所带来的影响更是给我们敲响了警钟。”

## 中国对谷物的进口依赖度也不低

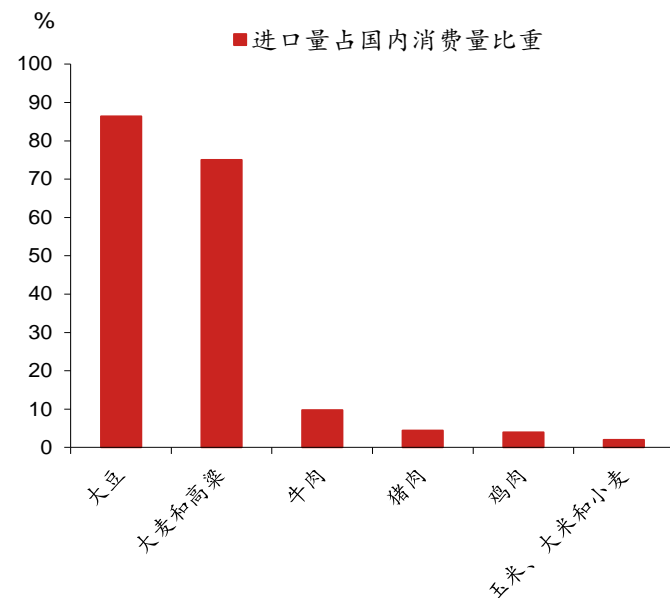
在中美贸易摩擦爆发前一年的 2017 年，中国谷物（包括大米、玉米、小麦、大豆、大麦和高粱）消费量约达 7.13 亿吨，其中进口谷物约占 17%（约 1.18 亿吨）。其中，玉米、大米和小麦三大主粮自给率较高，进口仅占国内消费量的 2%（=1200 万吨/5.87 亿吨）。但另一方面，中国大豆、大麦和高粱的对外依存度高，2017 年其进口量共计 1.06 亿吨，约占国内消费量的 84%。其中，大豆进口量约占国内消费量的 86%（=9500 万吨/1.1 亿吨；图表 23）；大麦和高粱进口量占比则分别达到 85% 和 65%。

图表 22：中国人均粮食占有量



资料来源：国家统计局、Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 23：2017 年主要农产品对外依存度



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

## 对城市化的相关影响

中央需全局统筹来降低粮食的进口依赖。我们认为，中央或更倾向于建设特大城市，在增加城市人口密度的同时提高城市土地利用效率。需注意，过去十年中国城镇化率和户籍城镇化率升幅均在 10 个百分点以上，2019 年中国城镇化率和户籍城镇化率分别从 2009 年的 48.3% 和 33.8% 升至 60.6% 和 44.4%（图表 24）。为推动建设用地资源向中心城市和重点城市群倾斜，4 月初发改委

印发《2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，着力推进土地要素市场化改革，包括建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制，并推出了农村集体经营性建设用地直接入市等举措。

这些改革措施一旦落地，我们认为将有望改善中国的城市化水平、提高城市基建投资效率，同时还有助于保留耕地资源以控制（甚至减少）中国对粮食的进口依赖。着力发展大城市的城市化战略将对中国房地产市场产生重大影响。但由此带来的消极影响是，随着资源逐渐向大城市倾斜，小中城市（尤其是贫困偏远地区）的地方政府或因缺乏愿意高价买地的开发商而面临越来越大的财政压力。这些地方债务水平在过去十年左右的时间里迅速攀升，或为日后埋下隐患。

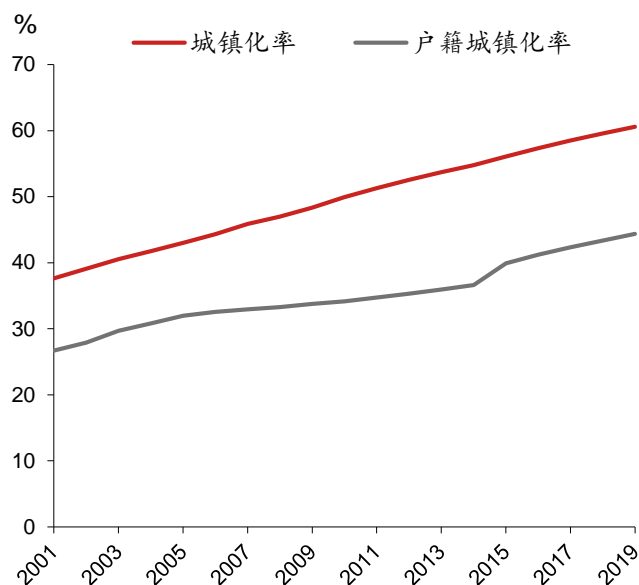
### 国内养猪业高度依赖进口大豆

大豆是猪饲料的主要成分之一，占比基本稳定在 25%（玉米：65%；麦麸：10%）。猪饲料中的大豆蛋白替代品较少，如果大豆比例不足，可能会导致猪的生长速度减慢、养猪周期变长，从而提高猪肉生产成本。据我们估算，国内大豆消费约有 85% 用于制作饲料，其中猪饲料占比最大。

2018 年 8 月非洲猪瘟给中国养猪业造成重创。2019 年 10 月生猪存栏量较非洲猪瘟爆发前水平骤降 41% 至近期低点，同期猪肉价格飙涨 263%（图表 25）。中央加大了政策支持力度，通过向养猪户提供财政补贴、增加大豆和猪肉进口、增加储备猪肉投放等举措来应对生猪产能明显下降的问题。2019 年底生猪和能繁母猪存栏量开始反弹，但仍比 2020 年 8 月非洲猪瘟爆发前的水平低 15-20%。

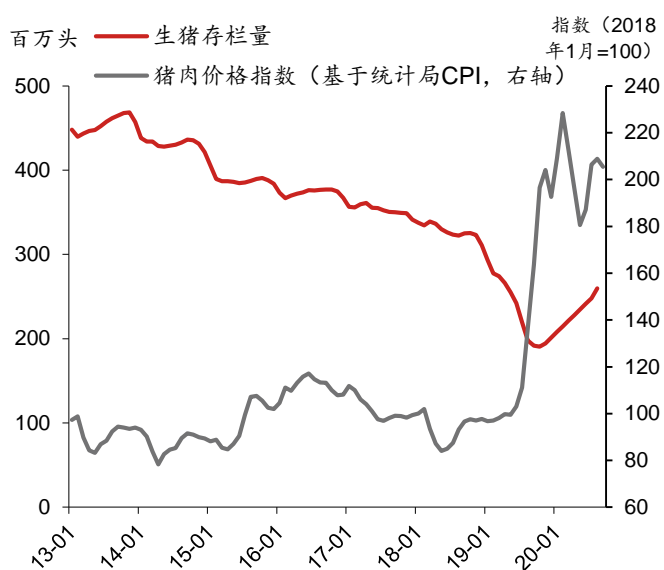
虽然中短期见效较慢，但中国或可采取以下方法来降低大豆进口依赖：1) 提升农业机械化水平来提高耕种效率；2) 增加大豆种植的补贴和支持力度；3) 改进畜牧技术、适度减少大豆需求；4) 加强农产品（特别是大豆和猪肉）的战略储备体系；以及 5) 减少食物浪费。

图表 24：城镇化率 vs 户籍城镇化率



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 25：生猪存栏量及猪肉价格



注：由于农业农村部尚未发布 2019 年 12 月至 2020 年 6 月期间生猪存栏量月度数据，我们用线性插值法补齐缺失数据。

资料来源：Wind、农业农村部、野村全球经济、野村东方国际证券



# 降低能源进口依赖

得益于经济的迅猛发展和城市化进程的快速推进，中国的能源需求在过去40年间激增。全球商品贸易巨头英国石油公司的数据显示，2019年中国原油和天然气年消费量分别从2001年的2.29亿吨和280亿立方米跃升至6.5亿吨和3070亿立方米（图表26）。相比之下，由于自然储量相对有限，2019年中国原油和天然气年产量仅分别从2001年的1.65亿吨和310亿立方米增至1.91亿吨和1780亿立方米。因此，中国的能源对外依存度不断上升。据我们估计，2019年原油和天然气进口量占中国国内消费量的比重分别从2001年的24.2%和-11.2%（负值是指该产品的出口量大于进口量）跳升至72.6%和42.9%（图表27）。

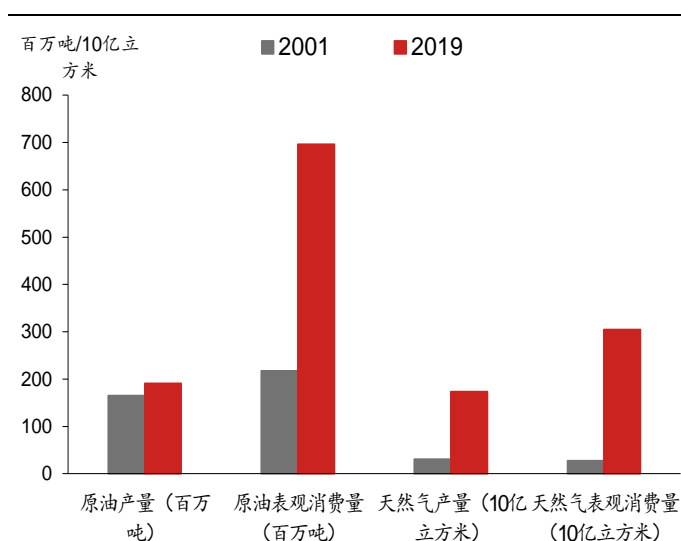
当然，实际情况并没有以上数字显示的那么糟糕。中国煤炭资源丰富，且煤炭消费量仍占全国能源消费总量的60%左右。过去二十年来，中国一直是世界第一大煤炭生产国和消费国。2017年中国占全球煤炭生产和消费总量的比重分别从2001年的30.3%和29.5%升至46.5%和50.2%。2017年中国的煤炭对外依存度仅为6.9%。

## 降低能源进口依赖的可行之策

如前所述，“双循环”背景下中国或将致力于降低能源的进口依赖。我们认为有以下几种可行之策：1) 提高国内原油和天然气的开采能力；2) 增强能源（特别是原油）战略储备能力，因此在低油价时期可以增加能源进口量；3) 加大对风能、太阳能、核能和水电等清洁能源的投资；4) 推动电动汽车等节能环保设备的使用。

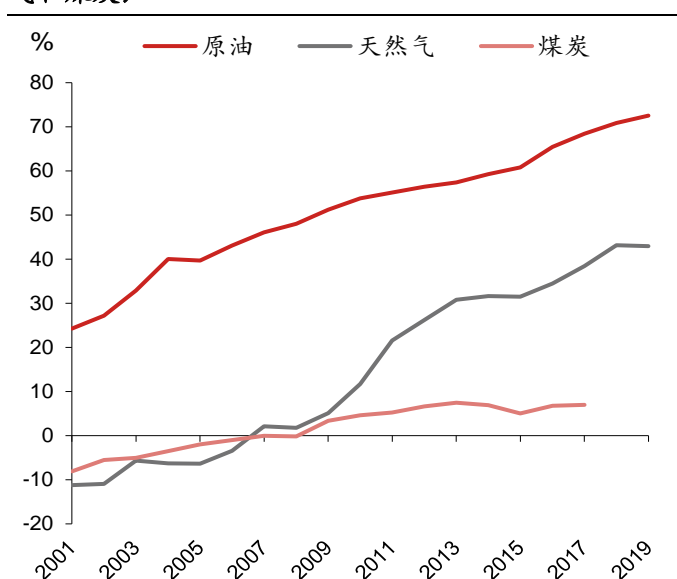
9月18日彭博社报道称，中国原计划到2030年将非化石能源占一次能源消费比重提高至20%，但现下正考虑将这一目标提前至2025年实现。此外，中国也在考虑到今年年底前将能源生产中的煤炭比重降至57.5%，并于2025年进一步降至52%。

图表 26：原油和天然气产量和表观消费量



注：原油产量和表观消费量为百万吨，天然气为10亿立方米。  
资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 27：进口能源占国内表观消费量比重（原油、天然气和煤炭）



注：国内表观消费量=国内产量+净进口量。  
资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

# 弱化“一带一路”倡议

“一带一路”倡议于2013年发起，曾被比作中国的“马歇尔计划”。该倡议旨在提升中国的国际地位、扩大自身经济实力，并通过出口化解国内产能过剩问题。虽然无法统计出确切数字，但“一带一路”倡议导致对外贷款迅速增加。2018年以来，中央开始明显弱化“一带一路”倡议，主要有三方面原因：1) 由于2015-16年间资本大量外流，中央财政不如以往宽裕了，外汇储备也从2014年年中的峰值缩水了将近8000亿美元；2) 中美关系紧张加剧，中央在扩大全球影响力时更为谨慎；3) 部分“一带一路”项目的投资回报水平未达预期。

在“双循环”背景下，我们预计中央将进一步弱化“一带一路”倡议，并加大对西藏、内蒙古等部分欠发达地区的基建投资支出。2019年之前，历年政治局会议均曾多次提及“一带一路”倡议，但今年举行的年中政治局会议上却并未提及该倡议（参见《[年中政治局会议要点解读](#)》，2020年7月31日）。

## “一带一路”倡议的简介

“一带一路”分别指“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”。2013年底习近平主席提出“一带一路”倡议，2015年3月国家发改委等三部委联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，制定了全局性的战略规划。《愿景》的发表表达了中国推动“一带一路”倡议的坚定信念。据商务部统计，截至2020年5月，已有138个国家和30个国际组织加入“一带一路”倡议。“一带一路”倡议旨在加强中国与“一带一路”沿线国家的联系与合作。

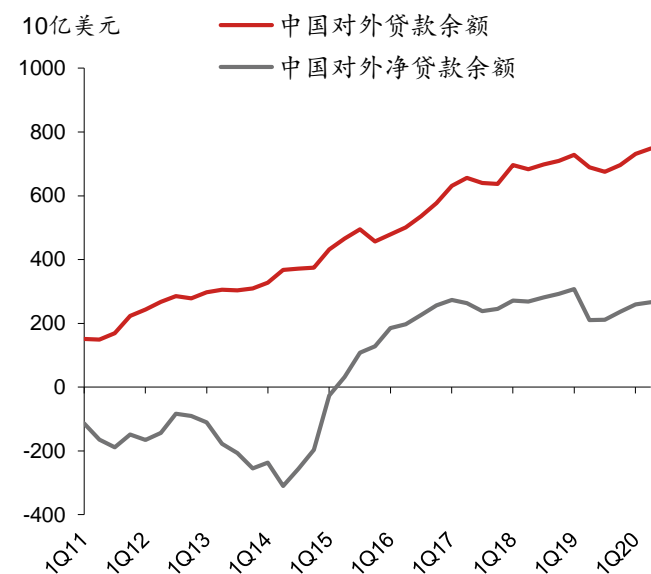
## 财政状况紧张

虽然无法统计出确切数字，但“一带一路”倡议启动以来中国海外贷款激增。根据经济研究学者Horn、Reinhart和Trebesch的最新研究，1949年至2017年期间中国共向152个新兴/发展中国家提供了1974笔贷款和2947笔赠款，总额达5200亿美元。截至2017年底，中国海外贷款余额约为4000亿美元。根据外汇管理局发布的国际投资头寸表，2020年二季度末中国对外贷款余额从2014年的3750亿美元和2017年的6370亿美元增至7490亿美元；剔除对外负债后，2020年二季度末中国海外净贷款余额达2660亿美元，高于2017年的2450亿美元和2014年的-1970亿美元（图表28）。

2020年二季度末中国外债已迅速增至约2.1万亿美元，官方外汇储备则从2014年年中峰值（4万亿美元）收窄至3.1万亿美元左右（图表29）。我们认为官方外债数据或低估了中国实际外债水平（尤其是企业离岸美元债水平），叠加经常账户盈余下降、资本回报率降低等因素，当前中央政策空间比以往更为有限。

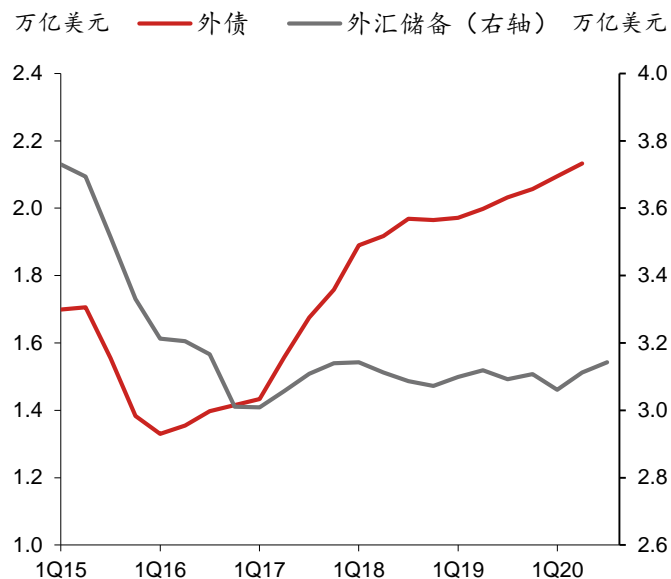
2018年初以来中美关系紧张加剧，双边摩擦蔓延至贸易以外的领域，严重抑制了国内出口和制造业投资。

图表 28: 中国对外(净)贷款余额



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 29: 外债和外汇储备



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

# “巨龙”转型对亚洲的影响

在我们研究的日本以外亚洲 9 个经济体中，2019 年中国已经成为除了印度、菲律宾和泰国以外其他 6 个经济体的最大出口市场。作为世界工厂，中国从亚洲进口中间产品，经过加工/组装后再将产品出口至最终目的地。过去十多年间，中国作为亚洲最终消费者的地位也变得愈加重要。有鉴于此，旨在实现进口替代和自给自足的中国“双循环”战略可能会对亚洲高端制成品、食品、能源和其他产品的出口造成较大冲击，但由于跨国公司要寻找继中国之后的下一个制造中心，部分经济体可能会因此受益。芯片方面，由于中美技术争端仍未解决，占据市场主导地位的韩国和中国台湾短期内仍将继续受益。中国弱化“一带一路”倡议将给亚洲地区带来多重影响，但来自其他发达经济体的投资增加或一定程度上降低中国投资减少的影响。

## 中国在全球价值链中的作用将弱化

### 中国降低对高端中间产品的进口依赖

国务院计划到 2025 年将中国芯片自给率从 2019 年的 30% 提升至 70%，而其他高端制成品也将采用进口替代战略。随着国内高端制造业产量增加且对外依存度降低，那些向中国供应中间商品的经济体或面临一定冲击。为评估这些经济体的受影响程度，我们基于经合组织/世贸组织联合发布的贸易增加值数据库来估算中国总出口中的国外增加值占各来源国/地区 GDP 的比重（图表 30）。具体来看，台湾（2019 年其在中国总出口中的增加值占自身 GDP 比重达 6.9%）、马来西亚（3.2%）、韩国（2.6%）和新加坡（2.2%）可能受冲击最大，而计算机与电子产品、机械与设备则是主要受影响行业。

图表 30：2019 年中国总出口中的国外增加值占各来源国/地区 GDP 比重

	中国香港	印度	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	韩国	中国台湾	泰国
农渔食品业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
纺织服装与皮革业	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2
矿石、煤炭与石油开采和提炼业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
木材、橡胶与塑料制品业	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
基本金属与材料业	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
金属制品业	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
化工业	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
机械设备业	0.1	0.1	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.8	0.2
计算机与电子业	0.2	0.1	0.2	2.0	1.5	1.4	1.6	5.0	0.9
汽车及设备业	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
其他制造业	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
总计	0.6	0.3	0.9	3.2	2.1	2.2	2.6	6.9	1.7

注：为得出 2019 年数据，我们假设 2019 年中国总出口中国外增加值占比与 2015 年（最新可用数据）相同，并基于 2019 年总出口计算出按美元计增加值数额。  
资料来源：OECD-WTO 贸易增加值数据库、联合国商品贸易统计数据库、国际货币基金组织、野村全球经济、野村东方国际证券

### 中美贸易紧张局势或使韩国和台湾短期受益

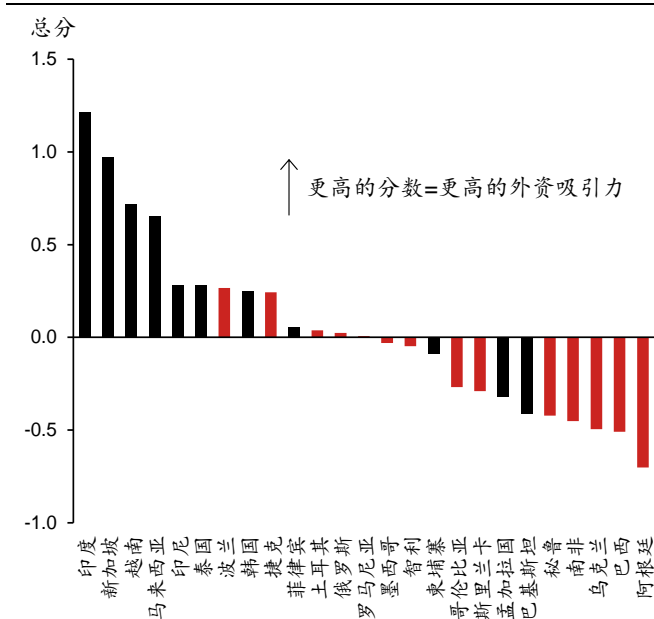
相比于低端产品，要实现高科技产品的进口替代难度更大。韩国和台湾均在大数据中心、云计算和 5G 等市场占主导地位。美国不断对中国科技公司施加限制，导致中国技术追赶难度加大、耗时更久。有鉴于此，我们预计短期内韩国和台湾将继续受益于芯片行业的增长。此外，如果出于隐私和国家安全考量，美国及其盟国仍可能会对使用中国芯片的产品设限，因此提升国产高科技产品的海外需求亦并非易事。

## 东盟、印度或受益于全球价值链的多元化发展

最初由于中国劳动力成本上升，在中国以外地区进行全球价值链多元化发展的浪潮开始涌现。由于中美贸易紧张局势升级和新冠疫情影响，跨国公司采用“中国+1”的战略来降低经营风险，多元化趋势开始加快。中国“双循环”战略的部分原因是应对这些趋势的应对，但由于中国以内循环发展为主，全球价值链或加快向亚洲其他地区或更接近发达经济体的最终消费者转移。由此来看，虽然短期内亚洲对中国的中间产品出口可能会减少，但随着时间推移，全球贸易或向有望成为下一个加工/装配中心的新兴经济体转移。

为找出可以从中国以外多元化经营趋势中受益的经济体，我们构建了一个计分表来评估各经济体的吸引力。计分表包含七个指标：市场规模、市场潜力、经营便利度、贸易开放度、经济政治稳定度、劳动力成本、以及各经济体与中国之间的距离（图表 31）。结果表明，新兴市场经济体中亚洲或受益最大，印度、新加坡、越南、马来西亚和印度尼西亚位居前五名。生产转移相关投资也将可能为亚洲资本品出口企业创造机遇。

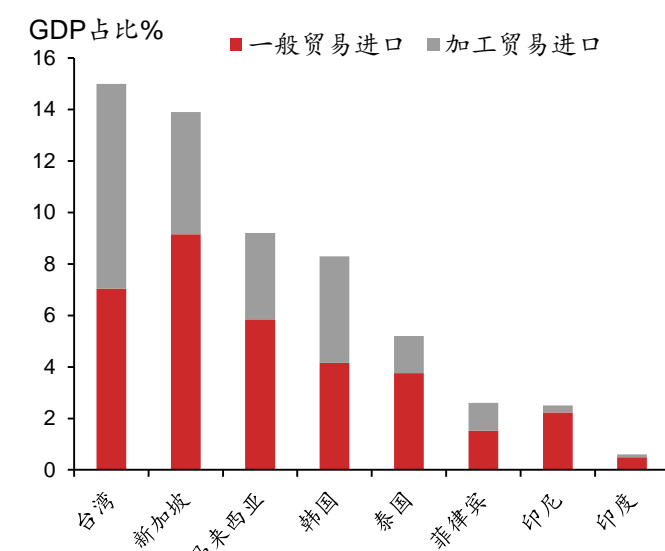
图表 31：外商直接投资吸引力计分表



注：总分是各构成因素 Z 得分的加权平均值，包括市场规模（21.5%权重）、市场潜力（21.5%）、经营便利度（19%）、贸易开放度（11.4%）、经济政治稳定度（8.9%）、劳动力成本（8.9%）和与中国的距离（8.9%），均值为零。分数越高表明对外商直接投资的吸引力越大。获取更多内容请参见 2020 年 7 月 28 日发布的专题报告《疫情后的世界》。

资料来源：国际货币基金组织、世界银行、日本贸易振兴机构、欧洲统计局、美国谘商会、国际劳工组织、CEIC、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 32：2019 年中国合作伙伴加工贸易和一般进口额占来源国 GDP 比重



注：海关总署将进口划分为一般贸易进口和加工贸易进口（保税贸易区/自由贸易区）。我们将其他类别数据平均归入一般进口和加工进口。

资料来源：海关总署、野村全球经济、野村东方国际证券

## 部分亚洲商品的对华出口量或下降

对于亚洲而言，中国不仅在加工贸易中扮演关键角色，同时也是重要的最终消费者。中国半导体消费量占全球比重达 60%、大豆消费量占 30%、煤炭消费量占 53%、钢铁消费量占 48%，此外还有很多商品的全球消费占比也不小。由于中国消费需求的迅猛增长，亚洲在向中国出口商品和服务的过程中受益颇多，而且随着国内收入水平的不断提升，中国仍将是亚洲商品和服务的主要需



求国。截至 2020 年 9 月，中国一般进口（用于满足最终需求）占总进口比重已从 2005 年的 42% 升至 60% 以上。然而，“双循环”中的“内循环”更强调自给自足，或削弱部分亚洲商品的出口需求。

基于我们对中国自亚洲进口（一般进口和来料加工装配进口）的估计（图表 32），如果中国从进口贸易转向自给自足（即一般进口下降），那么受冲击最大的经济体可能是新加坡、台湾和马来西亚。我们在图表 33 详细列出了各类亚洲商品对华出口的比例，以找出可能会受到中国进口替代战略影响的行业。

- **能源：**中国着力发展可再生能源和电动汽车、减少化石燃料进口，或给印尼和马来西亚带来冲击。2019 年中国占印尼煤炭总出口的 16.6%，占马来西亚液化天然气总出口的 24.0%。如果中国需求减少导致大宗商品价格疲软，两国市场将受到来自价量的双重打击。相比之下，全球推崇清洁能源或将有利于亚洲的石油进口国（例如泰国、印度和菲律宾）。
- **粮食：**如果中国主要致力于降低对大豆、大麦和高粱的进口依赖，那么就不会对亚洲产生实质性影响。不过，2019 年中国占泰国大米总出口的 7.2%，因此泰国大米出口或受冲击。
- **医疗产品：**疫情再次凸显了实现医疗及相关产品自给自足的重要性。如果中国实现医疗产品的进口替代，那么新加坡将受到冲击。
- **汽车：**如果中国从进口汽车和零部件转向国产电动汽车，则可能对泰国汽车制造商不利。
- **科技：**由于中美技术争端尚未解决，韩国和台湾短期内仍将继续受益于国内市场需求，但受益程度将随着中国半导体国产替代浪潮的推进而降低。中国减少电子和元器件进口则将给新加坡、台湾、马来西亚和韩国带来冲击。
- **钢铁：**中国将投资重点从房地产市场转移，将相应削弱国内的钢铁需求，从而使台湾和韩国承压。按来源国划分，2019 年来自日本的钢铁商品占中国钢铁进口的比重最大（34%；520 万吨），其次是韩国（25%；390 万吨）和台湾（8%；130 万吨）。

图表 33：2019 年亚洲各商品对华出口额占来源国 GDP 比重（%）

	印度	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	韩国	台湾	泰国
农渔食品业	0.1	0.5	0.7	0.3	0.2	0.1	0.2	1.0
石油、天然气、煤炭	0.1	0.7	1.3	0.1	1.1	0.5	0.1	0.2
化工、制药和医疗产品	0.1	0.2	0.7	0.1	2.1	1.2	1.4	0.4
服装纺织、鞋类及配件	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1
金属和矿物制品	0.1	0.6	1.0	0.4	1.6	0.6	1.1	0.2
电子产品	0.0	0.0	3.0	1.0	4.1	2.9	7.7	0.4
机械设备	0.0	0.0	0.7	0.6	1.9	1.4	1.4	0.7
汽车及零件	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
火车、轮船和飞机	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
其他	0.0	0.4	1.6	0.2	2.6	1.3	2.8	1.9
总计	0.6	2.5	9.2	2.6	13.9	8.3	15.0	5.2

资料来源：联合国商品贸易统计数据库、CEIC、野村全球经济、野村东方国际证券

## 中国成为第三市场的竞争者

在“双循环”背景下，中国不仅计划加大芯片投资力度，还将增加对其他高端制造产品的投资，包括5G、大数据中心、人工智能和新能源汽车充电桩。对于目前在这些领域占据主导地位的亚洲经济体（韩国、台湾和新加坡）而言，中国这一强大竞争对手的崛起或将侵占这些经济体的出口份额。

## 中国弱化“一带一路”倡议对经济和地缘政治的影响

中国“一带一路”倡议在亚洲的投资项目主要集中于东盟和南亚的部分地区。东盟方面包括马来西亚（东海岸铁路和马中关丹产业园项目）、菲律宾（菲律宾国家铁路南线项目）和泰国（泰中高铁项目）；南亚方面，中国一直是巴基斯坦的重要投资来源国（中巴经济走廊项目），其投资项目也涉及斯里兰卡和孟加拉国。

对于受援国而言，“一带一路”倡议背景下基建融资增加、与中国的双边贸易也随之加强，但代价是负债水平不断攀升。由于使用外国劳工（马来西亚）、缺乏透明度、项目进展缓慢（印尼和菲律宾）以及对中国开展战略项目的担忧，“一带一路”倡议在受援国的国内也引起争议。因此，中国弱化“一带一路”倡议对亚洲的影响可能有好有坏。一方面，中国流入东盟和南亚的贸易和投资资金可能会减少；但另一方面，鉴于受援国对这些项目的担忧，弱化“一带一路”倡议也将在一定程度上减少中国与亚洲经济体的经济摩擦。此外，发达经济体（如美国、欧洲和日本）对亚洲投资的增加或可以抵消中国投资减少带来的冲击。

虽然难以预测，但中国弱化“一带一路”倡议给亚洲带来的地缘政治影响可能远超过对经济的影响。尽管存在南海领土争端，但部分由于贸易和投资关系加深导致中国经济的重要性与日俱增，东盟与中国的双边关系在过去几年来变得更加牢固。现在亚洲各国不得不在中美之间维持一种微妙的平衡，但如果中国弱化“一带一路”倡议并持续推行进口替代战略，且如果拜登赢得美国总统大选并将外交重心转向亚太地区，那么亚洲各国的外交政策将可能发生改变。

# 利率：“双循环”战略将支持短端收益率维持稳定且收益率曲线陡峭化

虽然我们将“双循环”视为一项中期战略，不太会影响短期利率市场，但预计该战略将逐渐成为制定货币和财政政策时需要考量的重要因素。货币政策方面，央行将采取中性至温和的政策立场来扶持在“双循环”战略中发挥重要作用的制造业，这一点将越来越多地反映在利率价格上。考虑到中国的利率水平已恢复至疫情前水平，我们认为除非经济出现明显的过热迹象，否则央行不太可能进一步收紧政策力度。在我们看来，考虑到市场价格已反映的期限溢价规模，短期掉期利率和债券收益率的上升空间有限。

“双循环”战略还可能通过债券供应量变化来影响国内利率水平。总体而言，相比于其他政策，“双循环”由于侧重进口替代，且投资和消费端需要政府支持，可能导致财政赤字略微更高。财政方面，2020年为应对疫情冲击财政赤字大幅提高，预计2021年将出现小幅回落，但财政赤字水平和高等级债券市场供应量（国债+地方政府债）仍将高于疫情前的2019年水平。这反过来可能使债券收益率长端承压，导致长期收益率表现不及短期。

## 货币市场利率稳定或支撑内需

货币政策和货币市场利率前景方面，在3-6月市场对疫情的担忧达到顶峰时，货币市场利率（以7天期回购利率为代表）曾跌入超低利率区间，但目前央行已引导货币市场利率稳定在利率走廊区间内（图表34）。

过去一个月央行多次释放信号，表明会积极维持稳定的货币市场利率。例如，央行连续两个月开展了两次大规模的中期借贷便利（MLF）操作（分别为6000亿元和5000亿元），推动7天期回购定盘利率（月均值）小幅回落。虽然这只是央行近期的举措，但中期来看，我们认为央行或有意将货币市场利率基本稳定在7天公开市场操作利率的水平附近。

## “双循环”战略下财政政策或继续较为积极

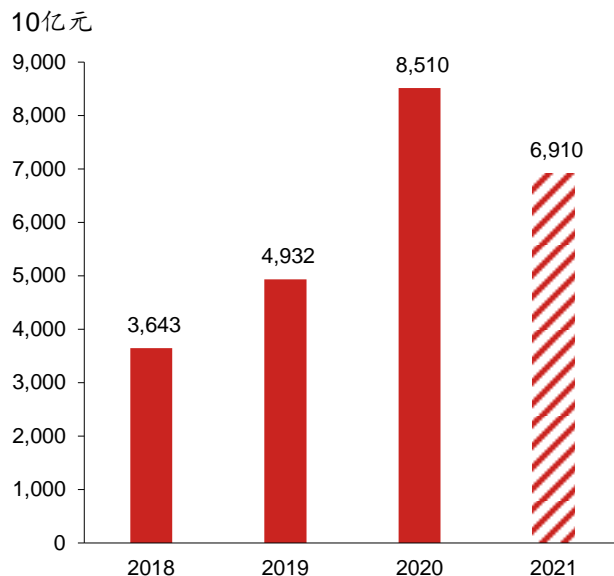
此外，还可通过财政政策来评估“双循环”对利率的潜在影响。目前我们的宏观经济团队预计2021年广义财政赤字占GDP比重将达到8.0%，低于2020年13.1%的预期值。这是因为今年相对特殊，市场普遍认为包括中国在内的各国政府都必须大幅增加财政刺激力度以应对疫情冲击。尽管如此，2021年8.0%的财政赤字率仍较2019年（7.1%）有所上升。根据名义GDP增速进行调整后，我们初步预计2021年国债和地方政府债净发行量共计6.91万亿元（2019年：4.93万亿元；2020年：8.51万亿元；图表35）。由此来看，如果宏观经济前景保持稳定，那么长期利率/债券收益率将继续承压。

图表 34: 中国掉期利率、7 天回购定盘利率和利率走廊



资料来源: 彭博社、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 35: 2018-21 年债券净发行量 (实际值和预计值)

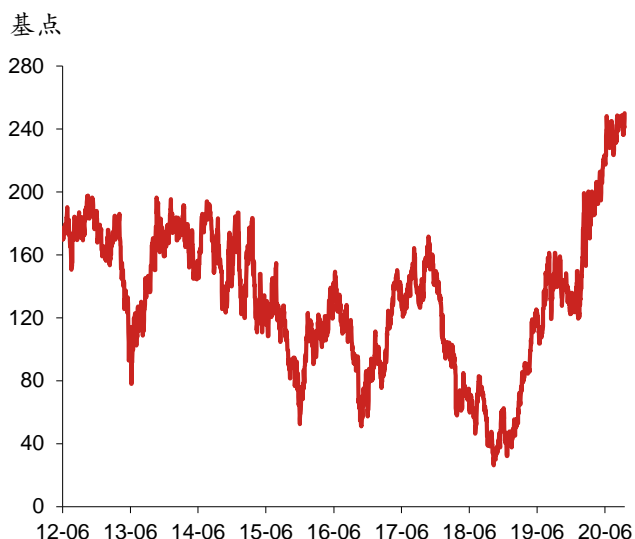


资料来源: 财政部、Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

### 中长期来看, 外资持续流入将为国债提供支撑

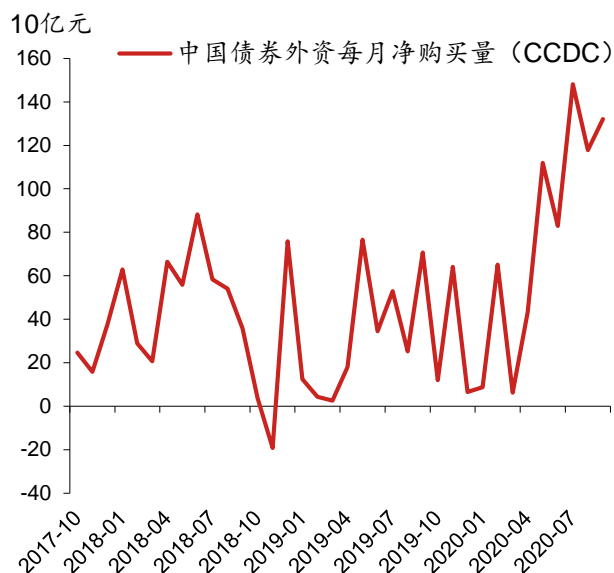
如前所述, 尽管国内市场面临债券供应量过大的风险, 但我们不认为中国债券收益率会较当前水平大幅走高。鉴于全球三大债券指数 (彭博巴克莱债券指数、摩根大通全球新兴市场多元化债券指数和富时罗素指数) 均已计划纳入中国债券, 预计流入中国债市的境外资金有望增加, 特别是考虑到当前中美 10 年期国债利差创下近十年高点 (约 250 个基点; 图表 36)。事实上, 近几个月来外资已加快购买中国债券 (图表 37), 预计未来几个月这一趋势将延续。

图表 36: 中美 10 年期国债利差



资料来源: 彭博社、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 37: 中国债券外资每月净购买量 (CCDC)



资料来源: 中央国债登记结算有限责任公司 (CCDC)、野村全球经济、野村东方国际证券

# 专栏 1：中国努力推进芯片制造

半导体属于知识密集型和资金密集型行业。多年来，美国、欧洲、日本等发达经济体在快速发展的半导体领域积累了相当大的技术优势，给中国等作为后来者的新兴市场构成了较高的进入壁垒，赶超难度很大。受此影响，中国对芯片（特别是高端芯片）的进口依赖程度较高。2019 年中国集成电路的生产、出口和进口数量分别达到 2020 亿块、2190 亿块和 4450 亿块，进口总额达 3060 亿美元，远超排名第二的原油进口额（2019 年：2410 亿美元；图表 38）。剔除用于加工贸易的部分，我们估计 2019 年中国集成电路市场的进口依赖度约为 40%（图表 39）。

## 发展本土集成电路产业已成为政策重点

在中美紧张局势升级的背景下，中央愈发意识到降低集成电路进口依赖性的紧迫性。对于中央高层领导人来说，中美贸易摩擦更多集中于技术而非贸易。由于 9 月中旬起美国制裁正式生效，代表中国科技实力的华为遭受芯片断供危机。9 月底，美国政府也对中国最大的芯片制造商中芯国际实施了制裁，声称向中芯国际出口可能会导致用于“军事用途”的“不可接受风险”。

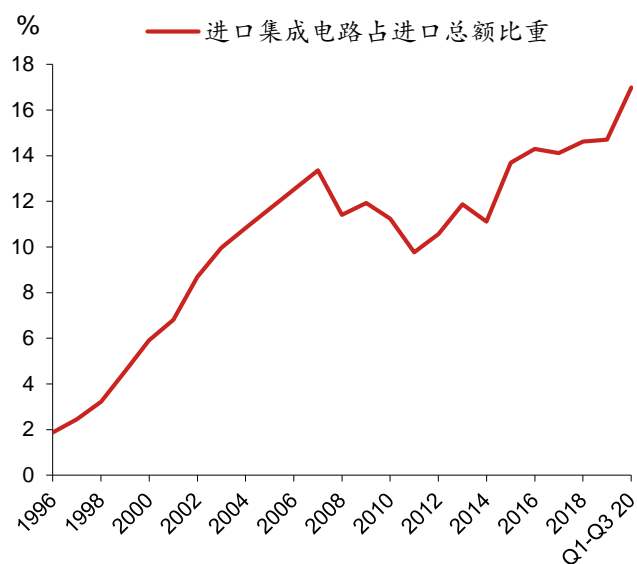
其实，早在中美贸易争端爆发前中央就已开始部署芯片制造投资。过去十年间，中国出台了一系列信贷和税收优惠政策来推动国内集成电路产业的发展。例如，为加大对芯片制造领域的信贷投放力度，2014 年 9 月国家集成电路产业投资基金（亦称“大基金”）正式成立，首期募集总规模达 1380 亿元，募集资金来自财政部、国家开发银行及部分国有企业。2019 年 10 月国家大基金完成二期募资，规模达 2040 亿元。今年 8 月初，国务院出台新一轮税收优惠政策来提振国内半导体产业，具体包括集成电路线宽小于 28 纳米（含）且经营期在 15 年以上的集成电路生产企业或项目第一年至第十年免征企业所得税。

## 发展“中国芯”面临的挑战

中国主张“凝聚国家力量、攻克严峻挑战”，并以此来推动国内集成电路产业的发展。事实上，中央对集成电路产业的一系列政策支持已在全国范围内掀起“芯片热”。中国企业信息搜索平台启信宝数据显示，2020 年前 8 个月中国有近万家企业转投半导体制造业，同比增长 121%。然而，在推出国家发展战略的大背景下，也有部分半导体项目出现问题。例如，今年 9 月武汉弘芯半导体制造项目在运行仅三年后就宣布停摆。据悉，弘芯公司最大的股东方北京光量蓝图科技有限公司此前没有半导体相关行业经验，实缴资本为零。

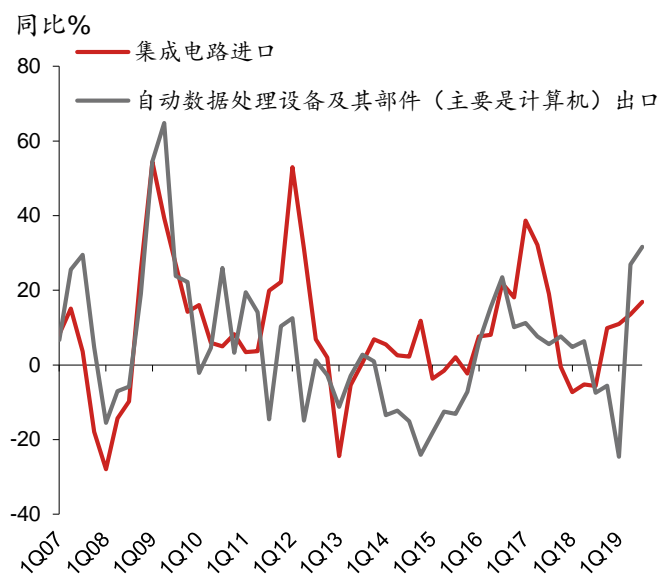


图表 38: 进口集成电路占进口总额比重



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 39: 集成电路和计算机的加工贸易



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

## 专栏 2：评估房企债务余额水平

借助所有可用渠道，我们对房地产开发商截至 2020 年 6 月底的债务估算数据进行了更新。最新估算数据显示，截至 2020 年 6 月底，中国房地产开发商的债务总额约为 31.9 万亿元，其中人民币贷款 15 万亿元、信托产品 4.4 万亿元、委托贷款 2.2 万亿元、在岸债券 1.9 万亿元、离岸美元债 1.5 万亿元、新房预售未使用资金 6.8 万亿元（图表 40）。2020 年 6 月底房地产开发商负债同比增速从 2019 年的 10.7% 骤降至 6.2%（近期高点是 2017 年的 34.0%），主要是由于中央收紧了房地产融资渠道（特别是信托和离岸美元债）。2019 年中国名义 GDP 为 99.1 万亿元；2020 年 6 月底金融机构各项贷款余额为 165.2 万亿元，社融存量为 271.8 万亿元。

- 人民币贷款：15 万亿元。据央行数据，截至 2020 年 6 月底，国内房地产开发商银行贷款共计 15 万亿元。然而，2020 年 6 月底人民币房地产开发贷款余额（不包括抵押贷款）增速从 2017 年 36.3% 的近期峰值快速回落至 7.9%。
- 信托贷款：4.4 万亿元。中国信托业协会官方统计数据显示，截至 2020 年 6 月底，房地产信托余额达 2.5 万亿元，占信托资产总规模（17.7 万亿元）的 14.2%。然而，由于部分信托产品在资金使用方面缺乏透明度，这一数字可能被低估了。我们估计，截至 2020 年 6 月底，房地产信托实际贷款可能约为 4.4 万亿元，占比约达 25%。
- 委托贷款：2.2 万亿元。据我们保守估计，房地产委托贷款约占委托贷款余额（11.2 万亿元）的 20% 左右。
- 债券：3.4 万亿元（在岸 1.9 万亿元，离岸 1.5 万亿元）。截至 2020 年 6 月底，房地产开发商债券余额达 3.4 万亿元，其中在岸债券 1.9 万亿元，离岸美元债 2080 亿美元（折合人民币 1.5 万亿元）。
- 新房预售未使用资金：6.8 万亿元。除上述种种债务外，我们认为还有一类高额隐性债务。2000 年 1 月至 2020 年 6 月期间，中国房地产开发商销售面积达 193 亿平方米，但施工面积仅为 148 亿平方米。假设这些未交付房屋均完成 50% 的施工面积，且每平方的施工成本约为 3000 元，我们估计国内房企需花费约 6.8 万亿元对已出售但尚未完工的房屋进行施工，几乎较 2016 年翻了三倍（2.3 万亿元）。这 6.8 万亿元未使用资金可视为预售机制下房地产开发商的中短期流动性融资。

图表 40：房地产开发商各项债务余额

融资渠道	单位	房企债务（期末水平）					
		2020年6月	2019	2018	2017	2016	2015
人民币贷款	万亿元	15.0	14.3	13.0	10.3	7.5	6.8
	同比%	7.8	10.7	25.7	36.6	10.4	16.8
信托贷款	万亿元	4.4	4.8	4.7	4.0	2.5	2.3
	同比%	-14.6	0.6	17.7	59.7	11.0	-1.7
委托贷款	万亿元	2.2	2.3	2.5	2.8	2.6	2.2
	同比%	-5.6	-7.6	-11.5	6.0	20.7	17.2
在岸债券	万亿元	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	0.8
	同比%	3.9	-1.8	7.2	8.8	102.9	205.8
离岸美元债	万亿元	1.5	1.4	1.0	0.7	0.5	0.4
	同比%	20.1	34.3	38.9	53.2	18.8	14.6
房屋预售未使用资金	万亿元	6.8	6.1	4.6	3.2	2.3	1.5
	同比%	24.9	30.7	43.9	43.4	51.3	25.9
合计	万亿元	31.9	30.6	27.7	22.8	17.0	13.9
	同比%	6.2	10.8	21.4	34.1	21.8	18.1

资料来源：Wind、中国人民银行、中国信托业协会、彭博社、野村全球经济、野村东方国际证券

## 专栏 3：具有系统重要性的房地产市场

### 中国房地产占 GDP 比重达 16.2%

根据国家统计局数据，2019 年房地产行业的名义 GDP 为 7 万亿元，约占整体 GDP 的 7.0%（=7 万亿元/99.1 万亿元）。房地产名义 GDP 数据仅反映开发商和其他房地产相关服务提供者创造的增加值部分，但事实上房地产与建筑、原材料生产、零售和金融服务均密切相关，对国民经济的实际贡献可能更大。因此，我们分别从狭义和广义角度来计算国内房地产增加值：

- 狭义指标：房地产增加值+房地产相关建筑业增加值。
- 广义指标：除房地产净投资和销售数据外，我们的广义指标还纳入房地产相关行业的增加值，包括建筑材料、家具和家用电器的产销数据，以及房地产贷款（例如抵押贷款和房地产开发贷款）相关的金融服务增加值。

### 狭义指标表明房地产业占 GDP 比重达 12.1%

2019 年数据显示，建筑业增加值达 7.1 万亿元（占名义 GDP 的 7.2%），其中约 70%源自于房地产相关建筑、安装和装修活动。请注意，我们对房地产相关建筑业占整体建筑业比重的估算是基于行业产出数据。除房地产相关建筑业以外，道路、铁路、采矿、管道等基建相关建筑业也包括在内。从狭义指标来看，房地产占整体名义 GDP 的 12.1%，其中房地产相关服务业占 7.0%、房地产相关建筑业占 5.0%（=7.2%\*70%）。我们对 2019 年房地产占 GDP 比重的估算（12.1%）要高于此前对 2017 年 11.2%的占比估算。

### 广义指标显示房地产业占 GDP 比重达 16.2%

2019 年数据显示，与房地产密切相关的三个行业（家用电器、家具和建筑装饰材料）分别占限额以上企业零售总额的 6.6%、1.4%和 1.5%。保守假设这三个行业有 50%的零售额由房屋销售推动，我们估计房地产对整体消费的贡献可达 4.8%。鉴于 2019 年私人消费占 GDP 比重达 39%，预计房地产以及上下游行业（即家用电器、家具以及建筑装饰材料）对中国整体 GDP 的贡献达 1.9%（=4.8%\*39%）。

房地产相关金融服务方面，基于房地产贷款（包括抵押贷款和房地产开发贷款）余额占比，我们假设 2019 年房地产对金融服务业增加值的贡献达 29%。鉴于 2019 年金融服务业占名义 GDP 的 7.8%，我们估计 2019 年房地产相关金融服务业对 GDP 的贡献为 2.3%（=7.8%\*29%）。

从广义指标来看，房地产占 GDP 比重达 16.2%，其中房地产相关服务业占 7.0%、房地产相关建筑业占 5.0%、上下游行业占 1.9%、房地产相关金融服务业占 2.3%。根据我们的估算，2019 年房地产对 GDP 的贡献（16.2%）高于 2017 年（15.5%）。

### 房地产对税收的贡献达 23.7%

为评估房地产对税收收入的贡献，我们首先选择 9 种房地产相关税，并依据税收是否主要由房地产相关实体（房地产开发商、所有者和购买者）缴纳，将其分为房地产专项税和一般税两大类。

具体来看，房地产专项税的税种包括土地增值税、耕地占用税、城镇土地使用税、房产税和契税，我们假设这类税收均由房地产相关实体缴纳。一般税

则是指适用于所有部门的税收种类，包括企业所得税、个人所得税、增值税和印花税。此外，我们还假设房地产业对上述税种的贡献与对整体 GDP 的贡献成正比（广义贡献达 16.2%）。我们估计，2019 年房地产相关税收占税收总额比重达 23.7%（图表 41），高于 2017 年的 22.4%。

图表 41：房地产对税收的贡献

税收分类	税种	2019年税收收入 (10亿元)	房地产对各税种收入 的贡献率 (%)	房地产业贡献 的税收 (10亿元)	房地产对整体税收 的贡献率 (%)
房地产专项税	土地增值税	646.5	100.0	646.5	4.1
	耕地占用税	139.0	100.0	139.0	0.9
	城镇土地使用税	219.5	100.0	219.5	1.4
	房产税	298.8	100.0	298.8	1.9
	契税	621.3	100.0	621.3	3.9
一般税	企业所得税	3730.0	16.2	604.3	3.8
	个人所得税	1038.8	16.2	168.3	1.1
	增值税	6234.6	16.2	1010.0	6.4
	印花税	246.3	16.2	39.9	0.3
总计				3747.6	23.7

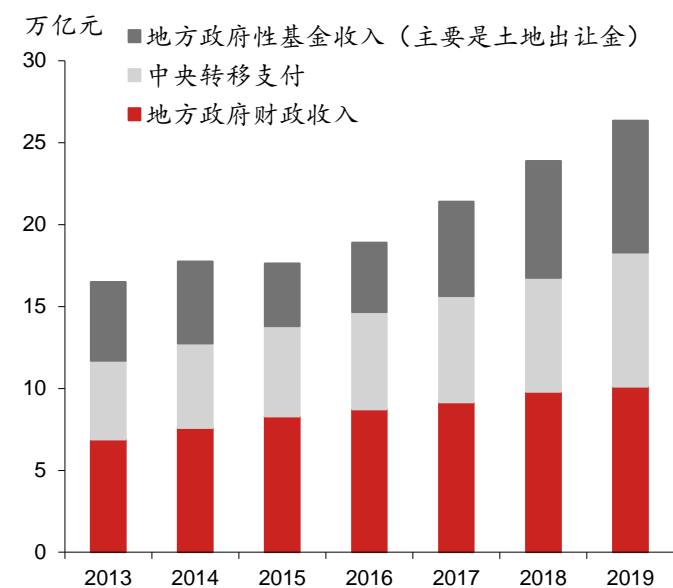
资料来源：Wind、财政部、野村全球经济、野村东方国际证券

### 土地出让金是地方政府的主要资金来源之一

2019 年土地出让金收入达 7.3 万亿元，占地方政府收入的 28%。我们估计 2019 年地方政府收入共计 26.4 万亿元，其中财政收入 10.1 万亿元、中央税收返还和转移支付约为 8.2 万亿元，剩下的 8 万亿元则来自政府性基金收入（其中土地出让金收入达 7.3 万亿元；图表 42）。本轮房地产景气周期始于 2015 年，当时央行创设了抵押补充贷款（PSL）来支持货币化棚户区改造，极大推动了近年来土地出让金收入的增长。值得注意的是，2016-19 年间土地出让金收入的复合年均增长率（CAGR）达 22.2%，远高于同期财政收入的复合增长率（5.8%）和名义 GDP 的复合增长率（9.5%；图表 43）。今年疫情虽给经济带来冲击，但土地出让金收入仍表现出强劲韧性，二季度同比增速从一季度的-7.9%强劲反弹至 16.0%，7-8 月进一步升至 17.6%，带动今年前 8 个月土地出让金收入增速达到 9.0%，与 2019 年增速水平（11.4%）相差不远。

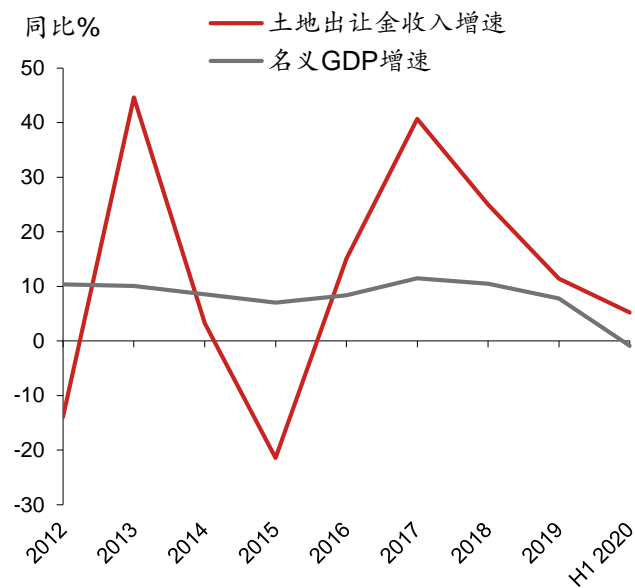


图表 42: 地方政府主要资金来源明细



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 43: 土地出让金收入增速 vs 名义 GDP 增速



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

## 附录

## 相关研究

《9 月工业企业利润增速回落》	2020.10.27
《9 月财政收支增速双双下行》	2020.10.22
《从供需两端解读三季度 GDP 数据》	2020.10.21
《9 月房地产价格环比涨幅回落》	2020.10.20
《10 月 EPMI 上行表明官方制造业 PMI 将表现稳固》	2020.10.20

## 联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	梅煜晖 +86 21 66199041 yuhui.mei@nomuraoi-sec.com	王文凯 +86 21 66199115 wenkai.wang@nomuraoi-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com	王威 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com
沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraoi-sec.com		
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际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。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使

用，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。