

2021年10月25日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com实习生杨起帆、邵一彬对本报告亦有  
贡献

# 若美加息提前，2022 年会重现 2016 年吗？

## ——国际收支分析与展望（2020-2022）

### 主要内容：

- **国际收支与经济结构的三层次对应框架。**国际收支是一国居民、企业和银行部门与海外主体之间进行的经常项目和资本项目资金往来，往往从资金跨境流动的侧面体现一个国家经济发展的结构性特征、以及宏观经济政策的选择。1) 结构性流动：体现中国制造业全球竞争力、以及投资环境的变化。2) 周期性流动：主要由国内外货币政策分化所驱动。3) 投机性流动：短期可逆性高，汇率波动的“放大器”。
- **中国经济转型与国际收支变化的五大阶段。**在过去二十多年间，我国国际收支总量、结构，随着经济发展模式的根本性转型、以及人民币汇率形成机制的历次改革，大体可分为五个大的发展阶段：1、外需拉动初期工业化阶段（94-08Q3）；2、基建地产投资内需拉动阶段（08Q4-14Q2）；3、人民币贬值压力的集中释放（14Q3-16Q4）；4、双循环、去杠杆与新一轮制造业高级化阶段（17Q1-19Q4）；5、疫情以来全球工业产业链重构、货币政策分化加剧的新阶段（20Q1 至今）。
- **疫后我国制造业全球率先恢复，结构性流入增加。**“结构性流动”凸显本国制造业产业链在全球的相对竞争力，疫情以来中国制造业与全球率先恢复，结构性流入时隔数年再度明显增加。海外疫情的持续蔓延和复杂化，令我国出境旅游人数断崖式下滑，尽管投机性购汇有所增加，仍不改服务贸易逆差大幅收窄的趋势。随着海外商品需求的降温以及生产的恢复，我国货物贸易顺差预计有所收窄，但我国制造业高级化趋势仍有望支撑结构性流入整体稳定。
- **疫情以来的周期性流动与中外货币政策的差异化应对。**1) 外债类资金往往构成人民币汇率中期方向变化的主要驱动因素：其背后的逻辑就是国内外货币环境的分化。而国内货币政策相对克制，疫后持续流入。2) 企业“走出去”稍有加速：对外提供贷款流出大幅扩张，一定程度上可能与我国企业在海外分支结构的生产经营活动在海外疫情的持续影响下亟需国内资金予以支持。3) 藏汇于民流出增加：出口商越来越多地选择将外汇留在境外观望人民币汇率走势，从而构成了“藏汇于民”流出往往与经常账户顺差增加同步的现象。
- **投机性流动与人民币汇率的全球市场预期模式变化。**1) 投机性个人购汇：汇率展望稳定，流出规模较小。如果市场预期人民币汇率长期中枢稳定，则个人购汇的方向与即期汇率变化方向相反。2) 借道贸易项下的热钱相关流出仍呈收窄趋势。经常项下结售汇差额与国际收支差额之间的背离一定程度上体现借道贸易渠道的热钱流动，外汇管理执行力度强化对抑制借道经常项目的热钱流动具有显著作用。3) 证券投资流入：疫情以来，我国债券市场收益率维持较高水平，吸引外资大规模进入我国债券市场，证券投资流入明显增加。
- **至 2022 年我国国际收支的潜在变化与政策应对。**1) 三大宏观变化影响，预计 2022 年国际收支小幅恶化。外需过热拉动下我国出口的高增是不可持续的。与此同时，美国政府对华贸易政策实际上试图重建有利于美国产业链的规则，而并非简单的贸易摩擦缓和，这意味着结构性流入可能在 2022 年有所减少；海外货币政策进入正常化初始阶段，我国尽管正常化过程已经完成，但若 2022 年面临一定的经济下行压力，选择过度放松货币，可能导致周期性流出大幅增加。如何稳定趋势已经明显偏弱的国内消费需求？政策选择也将直接对国际收支和汇率产生影响。2) 从国际收支结构到宏观经济稳定性：政策建议。货币政策对地产基建产业链的呵护不可超出稳定中性的程度；地产调控政策仍需同时强调稳房价和保刚需；增加国内制成品需求：主要通过财政政策，特别是税制改革的方式推进；通过财政体制改革，推动全国制造业企业要素一体化市场化改革。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1.国际收支与经济结构的三层次对应框架 .....</b>	<b>4</b>
1.1 结构性流动：体现中国制造业全球竞争力、以及投资环境的变化..	4
1.2 周期性流动：主要由国内外货币政策分化所驱动 .....	5
1.3 投机性流动：短期可逆性高，汇率波动的“放大器” .....	6
<b>2.中国经济转型与国际收支变化的五大阶段.....</b>	<b>6</b>
<b>3.疫后我国制造业全球率先恢复，结构性流入增加 .....</b>	<b>9</b>
3.1 中国制造业率先恢复，货物贸易顺差支撑资金流入 .....	10
3.2 中国工业链条韧性凸显，对 FDI 吸引力明显增强.....	11
3.3 境外旅游大幅减少，服务贸易逆差收窄 .....	12
3.4 小结：货物贸易顺差趋于收窄，结构性流入整体稳定 .....	12
<b>4.疫情以来的周期性流动与中外货币政策的差异化应对 ....</b>	<b>13</b>
4.1 外债类流动：国内货币政策相对克制，疫后持续流入 .....	14
4.2 企业“走出去”稍有加速，ODI 和贷款流出上升 .....	15
4.3 “藏汇于民”流出增加，更多出口商选择将顺差留在境外观望 ...	16
4.4 小结：货币应对克制带来流入，疫情应急类流出也趋于减少 .....	16
<b>5.投机性流动与人民币汇率的全球市场预期模式变化 .....</b>	<b>17</b>
5.1 投机性个人购汇：汇率展望稳定，流出规模较小 .....	18
5.2 借道贸易项下的热钱相关流出仍呈收窄趋势 .....	19
5.3 证券投资流入：债市较高的收益率吸引流入增加 .....	20
5.4 小结：2022 年投机性流入或再转为小额流出 .....	21
<b>6. 至 2022 年我国国际收支的潜在变化与政策应对 .....</b>	<b>22</b>
6.1 三大宏观变化影响，预计 2022 年国际收支小幅恶化 .....	22
6.2 从国际收支结构到宏观经济稳定性：政策建议 .....	23

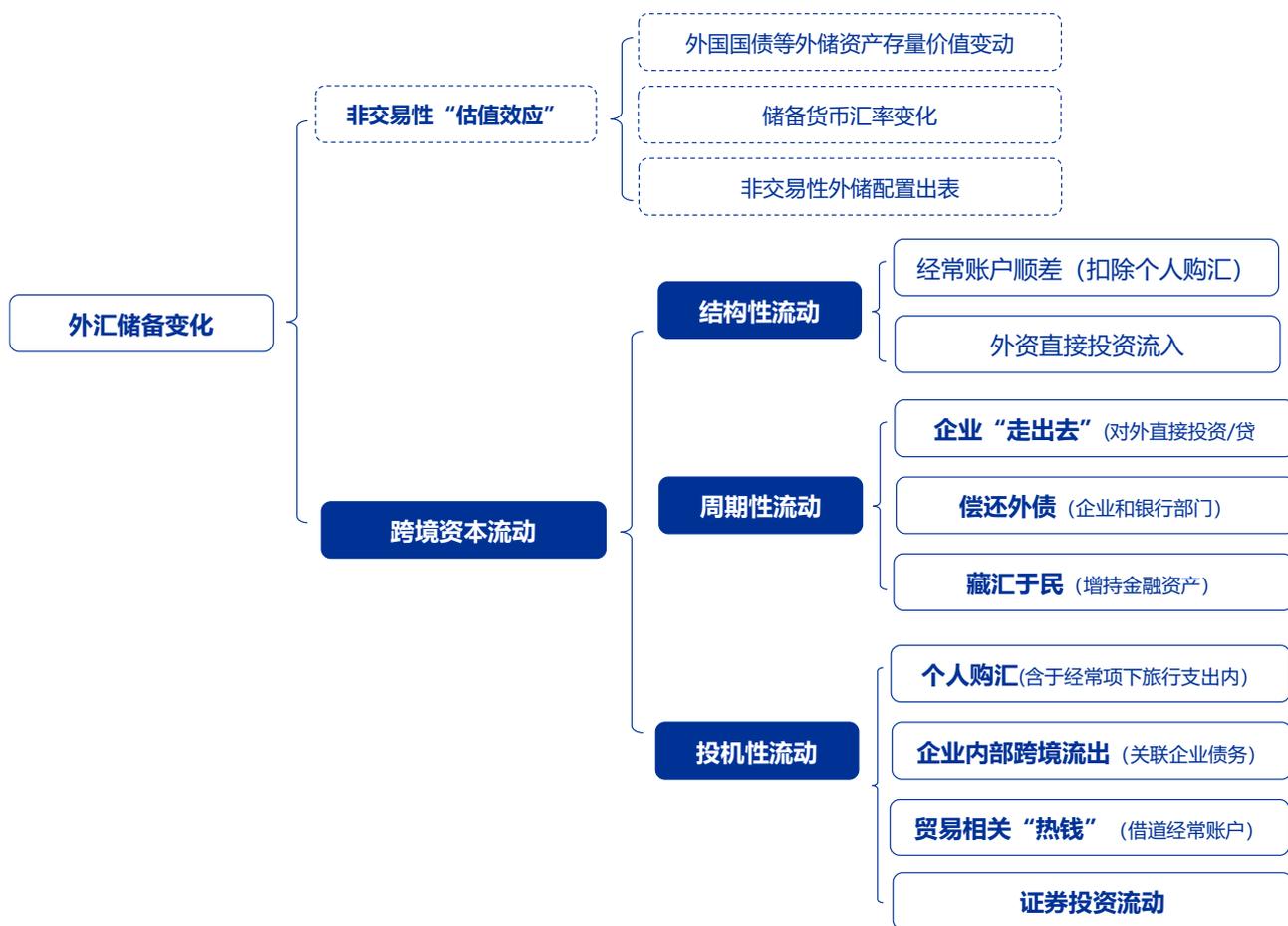
## 图表目录

图 1: 国际收支的三层次分析框架 .....	4
图 2: 结构性流动的组成部分和驱动因素.....	5
图 3: 人民币汇率与国际收支分析框架 .....	6
图 4: 中国国际收支的五大阶段: 具体结构拆分 (/GDP, %, 4QMA) .....	8
图 5: 中国国际收支与人民币汇率的五大阶段.....	9
图 6: 结构性流动及其内部结构分解 (USD mn) .....	10
图 7: 我国出口商品结构: 从内到外依次为 2017-2019-2020 年 .....	11
图 8: 工业生产两年平均增速: 差距扩大后收敛 (%) .....	11
图 9: 进出口同步高增, 贸易顺差较 20Q4 收窄.....	11
图 10: FDI 流入和投资收益走高.....	12
图 11: 人民币稳定升值, 助推 FDI 流入 .....	12
图 12: 旅行项下支出迅速减少 (USD mn) .....	12
图 13: 旅行支出中包含的投机性购汇规模有所增加.....	12
图 14: 周期性流动主要由货币政策分化、外部环境不确定性驱动 (USD mn) ..	14
图 15: 外债资金随国内外货币政策分化周期性波动.....	14
图 16: 国际投资头寸表相关负债增加(USD mn).....	14
图 17: 疫情以来, 对外贷款驱动企业“走出去”流出增加 (USD mn) .....	15
图 18: “藏汇于民”流出与经常账户顺差流入趋势接近 (USD mn) .....	16
图 19: 我国货币政策率先实现正常化, 宏观杠杆率趋于稳定.....	17
图 20: 经常账户余额与服务贸易余额 (USD mn) .....	19
图 21: 个人购汇与汇率变化 .....	19
图 22: 经常项下银行结售汇差额与国际收支余额显著收敛 (4QMA, 亿美元) ..	20
图 23: 证券投资流入: 20 年下半年债市吸引大规模流入 (USD mn) .....	21
图 24: 疫情以来, 投机性流动转为净流入 (USD mn) .....	21
图 25: 国际收支结构及预测 (2020-2022) (USD mn) .....	23

# 1. 国际收支与经济结构的三层次对应框架

国际收支是一国居民、企业和银行部门与海外主体之间进行的经常项目和资本项目资金往来，往往从资金跨境流动的侧面体现一个国家经济发展的结构性特征、以及宏观经济政策的选择。国际收支平衡表（Balance of Payments, BoP）是一个经济体资金跨境流动的最为完整、详细的统计数据框架。我们从资金跨境流动的驱动因素属性、跨境流动与汇率之间的关系、短期可逆性等角度进行综合，将资金跨境流动分为三个层次。

图 1：国际收支的三层次分析框架



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.1 结构性流动：体现中国制造业全球竞争力、以及投资环境的变化

我们把国际收支中主要体现一个国家制造业长期竞争力和投资环境吸引力的项目总结起来，称之为“结构性流动”。因制造业竞争力问题具备更明显的长期性、结构性特征，“结构性流动”往往具备长期趋势性，因而成为人民币汇率中长期趋势的决定因素，与短期汇率波动相关性低。

结构性流动主要包括 3 类资金流动：货物贸易差额、服务贸易差额（剔除个人购汇）、股权类直接投资流入。

1) **货物贸易差额**：外需、汇率环境、制造业长期竞争力是影响货物贸易差额的关键因素；2) **服务贸易差额（剔除个人购汇）**：由于我国个人额度内购汇仅能用于经常项下支出，且在实践中多直接归类于“服务——旅行”项下支出，但考虑到该项流动金融属性较强，我们在分析时将其从结构性流动中扣除。3) **股权类直接投资流入**：由外部环境友好程度、汇率环境、国内产品市场规模、国内要素市场发展程度决定。

图 2：结构性流动的组成部分和驱动因素



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 1.2 周期性流动：主要由国内外货币政策分化所驱动

我们将国际收支中，更多体现全球宏观经济政策周期分化大背景下，企业投融资活动的趋势性变化特征的项目，概括称之为“周期性流动”。周期性流动的短期可逆性较低、并非主要由短期汇率波动所驱动，而是一定程度上提前于汇率的中期波动方向。主要包括三类：外债类流动、企业“走出去”、“藏汇于民”。

1) **外债类流动**：国内货币偏紧而国外货币宽松时，国内企业会从境外借入债务类资金，以利用境外较低的利率成本；反之则集中偿还外债，以国内信用扩张为主，其背后的逻辑是国内外货币环境的分化；2) **企业“走出去”**：包含直接投资项下股权资产增加以及其他投资项下贷款资产增加，因部分实际目的为证券投资的资金流出试图借道该途径，因此该类流出一定程度上受外汇管理政策执行力度的影响；3) **“藏汇于民”**：包括海外证券资产、以及货币和存款等流动性金融资产的增加对应的资金流出。该项流出一定程度上受汇率的短期波动影响，但与投机性流出相比可逆性仍然较弱，并且具有一定的长期配置特征，因而归类为非投机性流出。

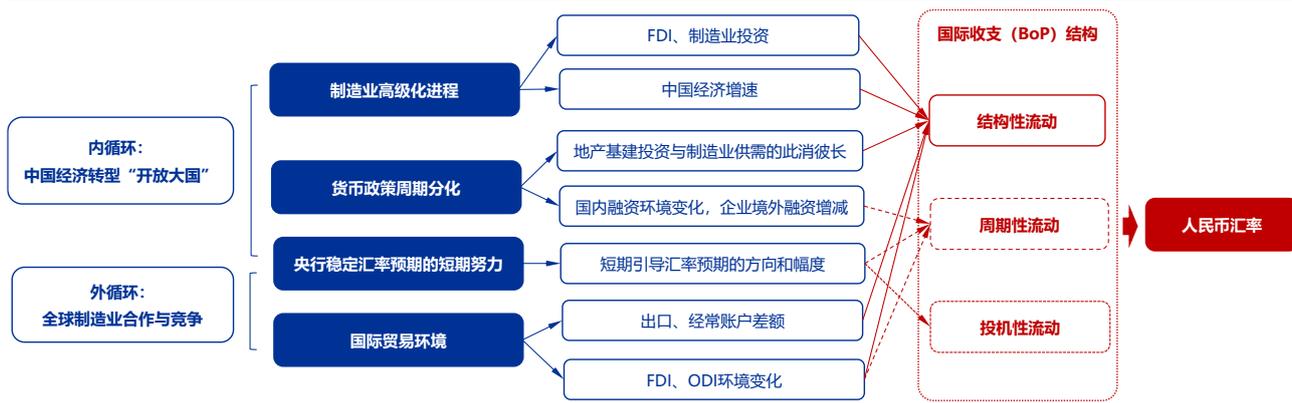
### 1.3 投机性流动：短期可逆性高，汇率波动的“放大器”

投机性流动主要由短期汇率波动所驱动，短期可逆性较高，是国际收支中稳定性最低的部分，往往在周期性流动驱动汇率单边变化时，起到汇率波动“放大器”的作用。投机性流出主要由 4 部分构成：个人购汇、关联企业贷款、与贸易相关的热钱流动、证券投资流入。

1) **个人购汇**。实际操作中，个人额度内购汇往往以旅行支出目的申报国际收支，从而包含于“经常账户—服务贸易—旅行”项下支出中。而实际上更多由汇率投机活动所驱动，资金短期可逆性较强，属于投机性流动范畴。2) **关联企业贷款**。该项流动显示跨国企业集团内部基于人民币汇率预期变动，以内部贷款等形式进行一定的跨境资金套利和投机活动。3) **与贸易相关的热钱流动**，主要包括两项：其一，14 年下半年以来经常项下结售汇差额与国际收支差额之间的背离一定程度上体现借道贸易渠道灰色地带的热钱流动；其二，16 年部分外商企业通过贸易信贷渠道实现投机性热钱流动。4) **证券投资流入**。考虑到证券投资流入的短期直接可逆性，将证券投资流入（包括股票和债券）也列入投机性流动大类。

人民币的“四因素”驱动分析框架，与国际收支的“三部分”结构分析框架。两者之间通过中长期驱动因素的传导机制，可以嵌套为同一个体系。由于我国资本项目并未完全开放，国际收支或者说资金的跨境流动并非完全由利率/汇率变化所驱动，利差和汇率的关系不显著，因而国际收支的结构性变化也通过外汇交易的方向和规模对人民币汇率造成非对称性的影响：国际收支的结构性流出时期，人民币贬值幅度将大于主要货币汇率变动的对应水平，反之，国际收支结构性的改善，也将带来人民币较之美元指数更大幅度的升值。

图 3：人民币汇率与国际收支分析框架



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2. 中国经济转型与国际收支变化的五大阶段

在过去二十多年间，我国国际收支总量、结构，随着经济发展模式的根本性转型、以及人民币汇率形成机制的历次改革，大体可分为五个大的发展阶段：

**1、外需拉动初期工业化阶段 (94-08Q3)：**1994 年人民币汇率“双轨合一轨”官方汇率一次性贬值到位，加之对 FDI 的大范围开放，我国经济开启外需拉动初期工业化的一轮高速增长期，2001 年底加入 WTO 之后，外需拉动工业化格局进一步强化，经常账户、资本账户“双顺差”同步快速增加，外汇储备迅速积累；期间人民币汇率在经历 10 年内接近固定于美元汇率的时期之后，自 2005 年实施人民币汇率形成制度改革，人民币此后一度连续稳定升值，直至 2008 年 3 季度全球金融危机爆发，外需拉动工业化的发展模式戛然而止。

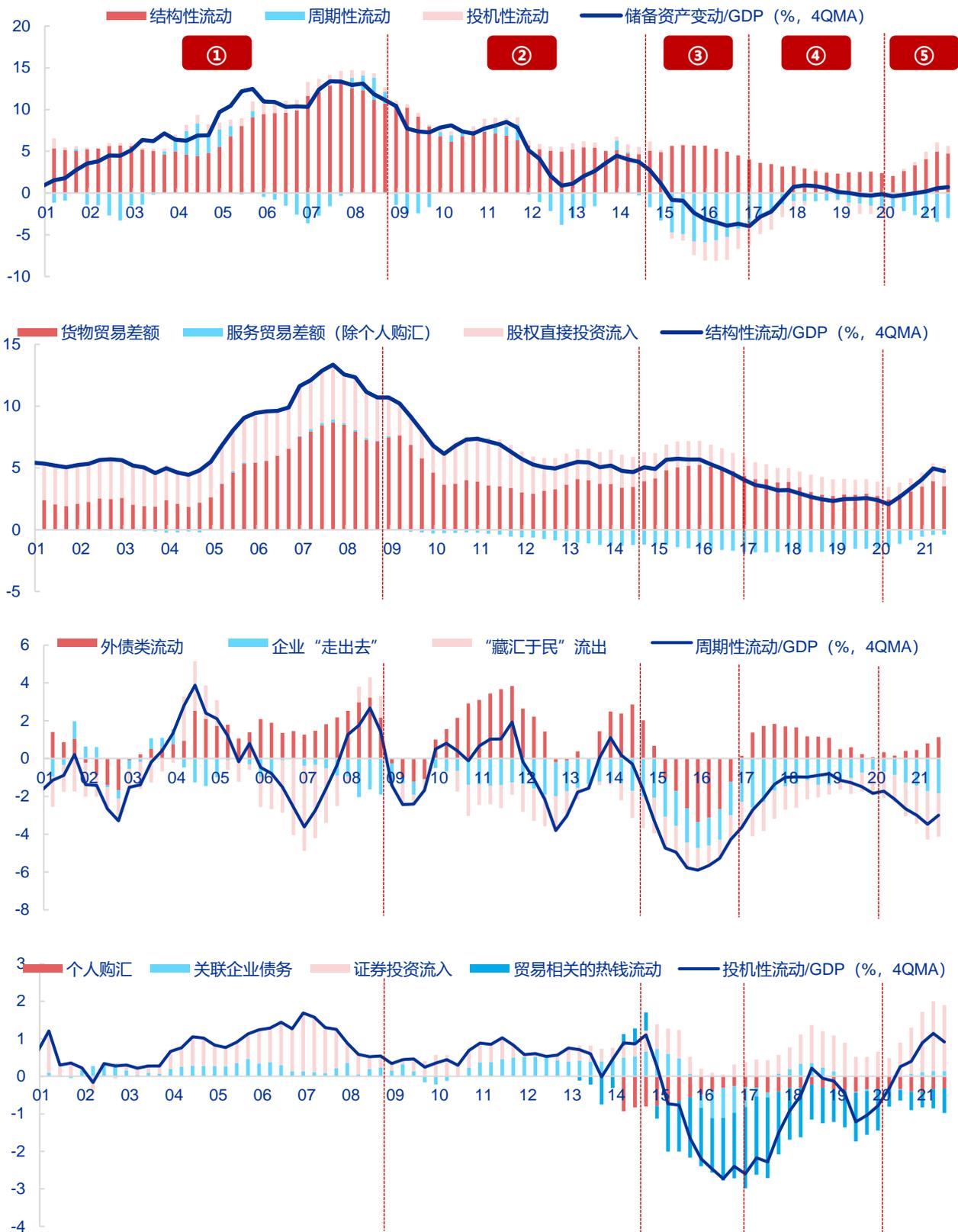
**2、基建地产投资内需拉动阶段 (08Q4-14Q2)：**全球金融危机后外需迅速收缩，我国以“四万亿”政策为代表性事件，迅速转型进入基建地产投资拉动经济增长的模式，工业化升级过程停滞，此前积累的人民币大幅升值压力实际上在逐步减少，与此同时 2005 年汇改后的人民币逐步升值过程仍在持续，令这一时期人民币汇率逐步向合理水平收敛，甚至开始积累一定的贬值压力，其背后的宏观经济逻辑就是地产基建内需拉动增长的模式下，宏观杠杆率的不断快速上行所体现的宏观金融风险不断累积、人民币积累贬值压力的过程，这一过程中跨境资金流入持续增加的动能趋于弱化。

**3、人民币贬值压力的集中释放 (14Q3-16Q4)：**全球金融危机之后我国经济发展过度依赖非贸易部门内需，升值压力开始转为贬值压力，加之 14Q3 开始，美元指数连续一年大幅上扬，我国国际收支恶化、人民币贬值压力显性化。随着 2015 年 8·11 汇改进一步放大人民币汇率波动区间，贬值压力和国际收支流出压力同时集中释放。这一阶段经常账户——旅行项下逆差因投机性购汇的增长而大幅扩大，同时，由于美联储于 2014 年开启货币政策正常化，以外债类资金为主的周期性流动、以贸易相关热钱为主的投机性资金加速流出，人民币汇率遭遇 94 年以来最大程度的贬值。

**4、双循环、去杠杆与新一轮制造业高级化阶段 (17Q1-19Q4)：**2017 年起我国主动调整内需结构，压降经济增长对基建地产投资的过度依赖，宏观杠杆率由持续飙升转为中期稳定，制造业升级进程重启，同时货币政策趋于中性，前期跨境资金大规模流出的趋势得到遏制。2018-2019 年，尽管中美贸易摩擦持续升级，外部环境趋于恶化，但我国货物贸易顺差和出境旅游逆差同步收窄，跨境资金流动整体仍较为平稳，人民币汇率也从此前阶段的连续贬值转为双向波动。

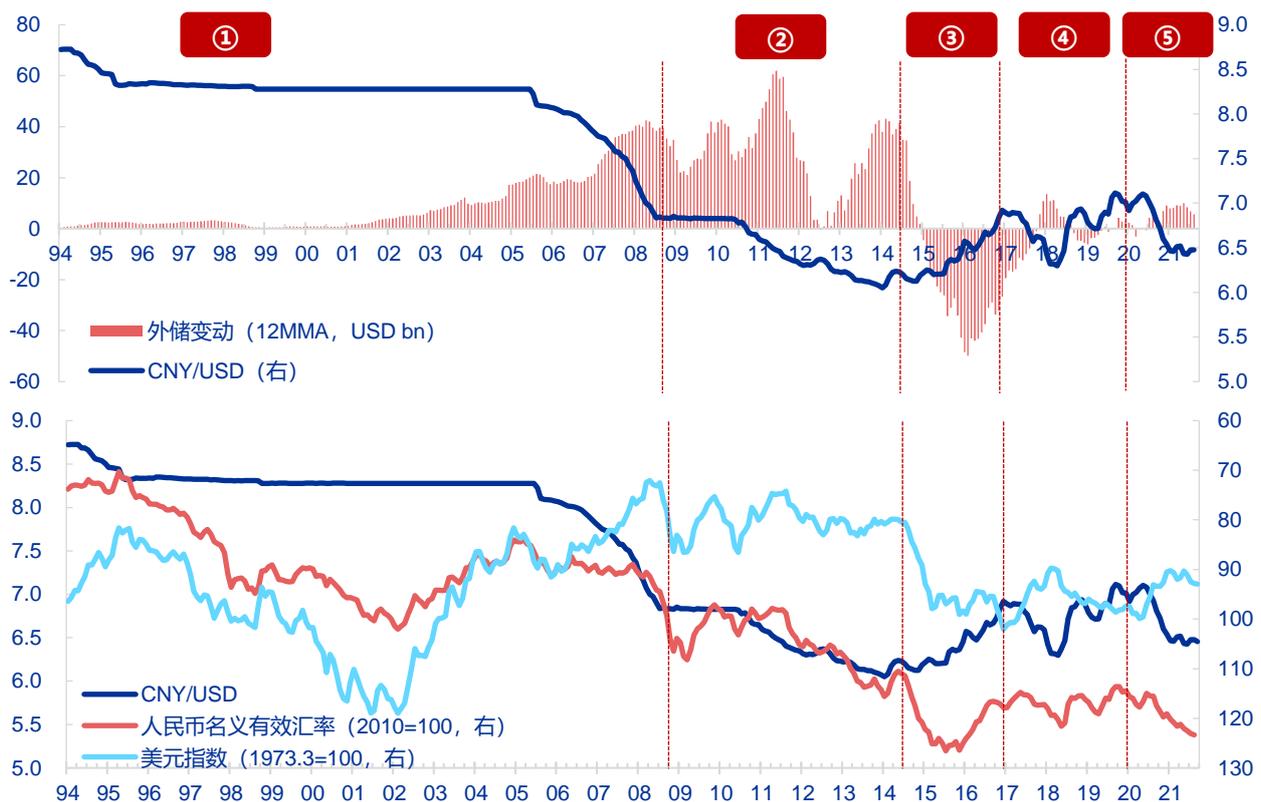
**5、疫情以来全球工业产业链重构、货币政策分化加剧的新阶段 (20Q1 至今)：**2020 年疫情冲击全球经济，我国制造业率先恢复，海外消费品供需缺口骤然拉大，同时出境旅游迅速降温，经常账户顺差重新支撑我国国际收支再度趋于改善，加之中国货币政策应对力度克制，货币政策正常化早于发达国家两年以上，支撑人民币稳定升值。但展望后续，我国经济恢复也并非一帆风顺，货币政策恪守中性的同时可能边际刺激投资需求，国际收支仍存变动可能，经济发展模式的选择依然关键。

图 4：中国国际收支的五大阶段：具体结构拆分 (/GDP, %, 4QMA)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：中国国际收支与人民币汇率的五大阶段



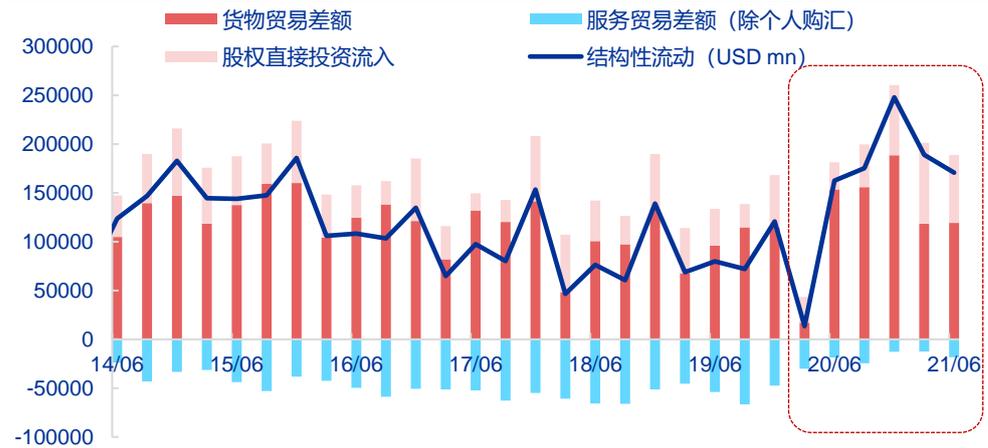
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3. 疫后我国制造业全球率先恢复，结构性流入增加

“结构性流动”凸显本国制造业产业链在全球的相对竞争力，疫情以来中国制造业与全球率先恢复，结构性流入时隔数年再度明显增加。“结构性流动”主要体现我国制造业供给能力、以及本国居民境外旅游等服务需求的此消彼长，同时也显示我国产业链对于外国直接投资的吸引力。汇率等短期波动因素对“结构性流动”的影响非常微弱。换个角度，也就意味着结构性流动的变化，往往具备最长期的结构性特征，短期内难以根本性逆转；也因此对汇率变化的方向具备结构性的影响力。

2020年疫情冲击后中国工业生产率先恢复，美国等主要发达国家则在商品消费需求大幅增长的同时遭遇供给瓶颈，我国出口持续高增，出现了出口产品结构的主动升级，结构性流入扭转为改善。2021年随着海外经济体生产逐步恢复，结构性流入小幅降温但仍处高位。2021年上半年结构性流入3598.5亿美元，较20H2减少634亿美元，但仍明显高于19H1和20H1，整体流入依然处于较高水平。其中，货物贸易顺差2381.7亿美元，FDI流入1522.1亿美元，也达到14年以来最强水平，服务贸易差额（剔除个人购汇）仍受疫情影响大幅收窄，仅-305.5亿美元。

图 6：结构性流动及其内部结构分解 (USD mn)



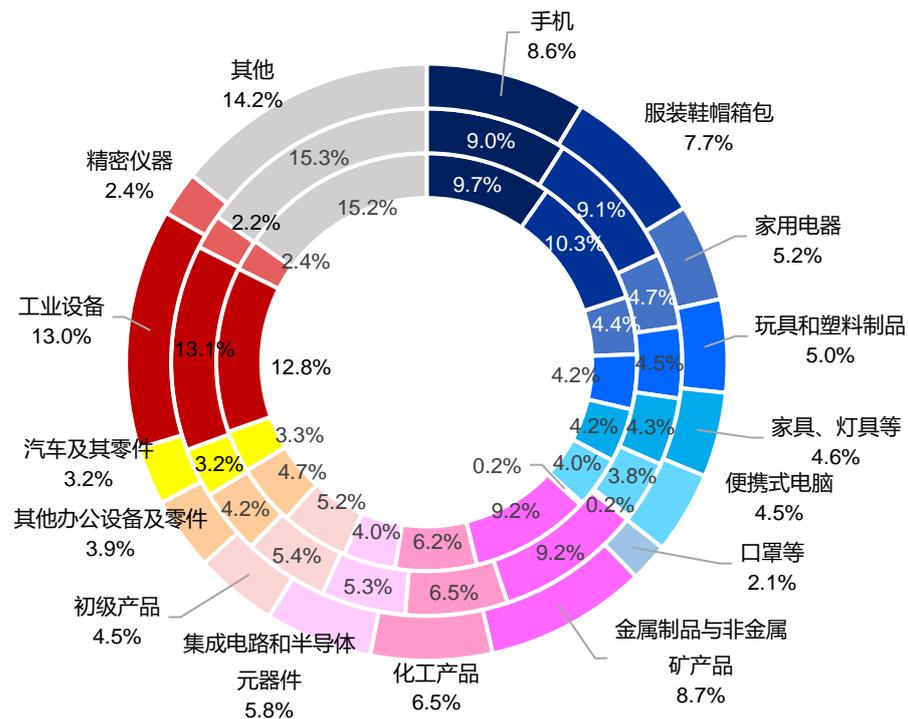
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3.1 中国制造业率先恢复，货物贸易顺差支撑资金流入

2020 年初疫情冲击后我国制造业率先恢复，主动迎接新一轮产业结构升级，货物贸易顺差高增，支撑跨境资金趋于流入。2018 年之后由于中美贸易摩擦升级，货物贸易差额/GDP 下降至 3% 左右，而 2020 年疫情在全球的蔓延改变了中国货物贸易顺差受抑制的格局。由于我国严格防控迅速见效，加之财政货币刺激政策审慎，令我国在本轮剧变之中成为全球工业生产率先恢复的国家，得以较为主动地迎接新一轮的产业结构升级的可能性。而美国等发达经济体所实施的大规模财政直接补贴，导致发达国家居民商品消费需求过热，同时挤出相对低薪的工业生产，导致发达国家商品供需缺口骤然拉大，对我国出口形成直接拉动作用；而其他新兴经济体仍在从疫情冲击中艰难走出，我国对其出口实现了短期供给替代，2020 年我国出口实现高增，且出口商品结构向手机、电脑、集成电路、精密仪器等高附加值品类集中，成功实现了一轮产业结构升级，货物贸易顺差显著增加。

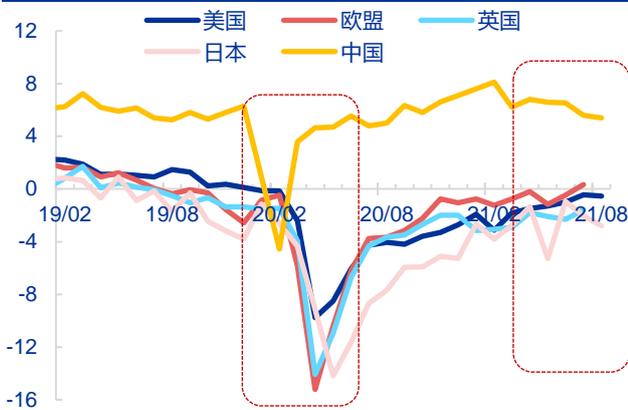
21H1 受到进口大宗商品价格飙升的影响，货物贸易顺差小幅下降。预计后续随着海外过度补贴政策的退出，全球供需缺口收窄，商品出口持续高位的可能性不大。2021 年上半年，尽管我国出口增速在美国财政补贴退出缓慢、全球疫情反复的影响下持续走高，但大宗商品价格上涨持续推升进口金额，货物贸易顺差/GDP 已经连续两个季度有所降温。后续随着美国财政补贴的退坡，海外商品需求预计趋于回落，加之海外工业生产仍趋于缓慢恢复，我们预计货物贸易顺差将有所收窄。

图 7：我国出口商品结构：从内到外依次为 2017-2019-2020 年



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：工业生产两年平均增速：差距扩大后收敛 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：进出口同步高增，贸易顺差较 20Q4 收窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3.2 中国工业链条韧性凸显，对 FDI 吸引力明显增强

20H2 以来中国工业生产率先恢复，加之人民币升值趋势较为稳定，对 FDI 吸引力增强。FDI 规模由外部环境友好程度、汇率环境、国内产品市场规模、国内要素市场发展程度共同决定。在国际化加深的阶段，我国 FDI 持续高速增长，国内产业链深度参与全球分工；2017 年之后外部环境紧张导致 FDI 增速放缓、波动加大。疫情冲击扭转了这一局面，由于我国制造业生产恢复好于海外，同时工业产业链完整性强，产业集群完备，加之国内防控政策严格，疫情无大幅反弹之虞，产业链韧性在疫后恢

复期大大凸显出来，令 FDI 投资国内的意愿大幅提升，FDI 股权流入规模较前期明显增加，20H2 以来稳定升值的汇率环境也对 FDI 流入起到了助推作用。

图 10: FDI 流入和投资收益走高



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 11: 人民币稳定升值, 助推 FDI 流入

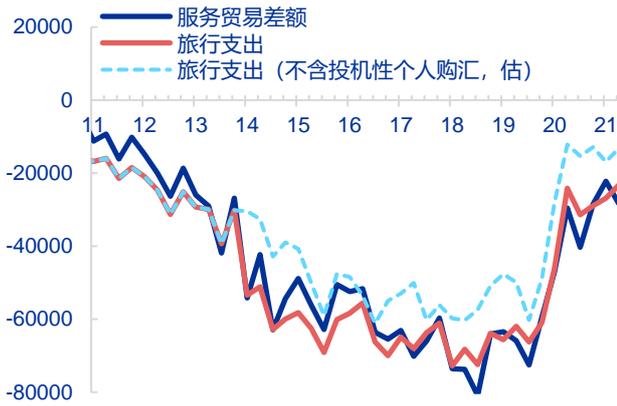


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

### 3.3 境外旅游大幅减少, 服务贸易逆差收窄

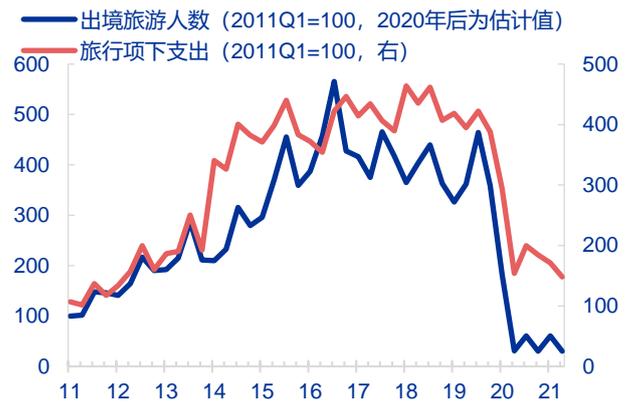
海外疫情的持续蔓延和复杂化, 令我国出境旅游人数断崖式下滑, 尽管投机性购汇有所增加, 仍不改服务贸易逆差大幅收窄的趋势。我国服务贸易差额主要由旅行项下支出所驱动, 其中 14 年以后包含部分投机属性的个人购汇。18 年以来, 出境旅游热潮减退, 2020 年疫情冲击之后更是断崖式下滑, 真实旅行支出大幅减少。尽管疫情冲击放大汇率波动, 导致投机性购汇有所增加, 但依然不改服务贸易逆差大幅收窄的趋势。即使未来疫情消退, 由于外部环境仍趋紧张, 我们预计服务贸易逆差增速相较疫情前依然趋于放缓, 有望边际缓解经常账户顺差收窄之压力。

图 12: 旅行项下支出迅速减少 (USD mn)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 13: 旅行支出中包含的投机性购汇规模有所增加



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

### 3.4 小结: 货物贸易顺差趋于收窄, 结构性流入整体稳定

随着海外商品需求的降温以及生产的恢复, 我国货物贸易顺差预计有所收窄, 但我国制造业高级化趋势仍有望支撑结构性流入整体稳定。总结 2020 年以来结构性流

入的变化，由于我国制造业率先恢复、货物贸易顺差和 FDI 流入走高，加之出境旅游受阻、服务贸易逆差显著收窄，结构性流入有明显增加，成为支撑我国跨境资金流入的主要部分。展望后续，货物贸易顺差将趋于收窄，但本轮制造业高级化趋势延续，FDI 流入趋于稳定；同时海外疫情蔓延的大背景下出境旅游和留学所带来的服务贸易逆差预计有所扩大但不会大幅增加，预计整体结构性流入较为稳定，2020-2022 年结构性流入（预计）分别为 5060 亿，4600 亿（E）和 3700 亿（E）左右。

## 4. 疫情以来的周期性流动与中外货币政策的差异化应对

“周期性流动”主要由货币政策周期、外汇管理政策框架等持续时间较强、并呈现周期性特征的因素所驱动。与“结构性流入”不同，“周期性流动”是双向的；同时与“投机性流动”的根本区别在于，“周期性流动”很大程度上是驱动汇率变化的原因，而“投机性流动”更多是短期汇率波动的结果和“放大器”。

“周期性流动”主要包括三部分：

1) **广义企业部门的外债类资金流动**：往往由国内外货币政策周期分化、经济基本面所决定的汇率中长期变化趋势等所驱动。企业偿还外债资金是合法的跨境流出，外汇监管当局并不能直接施加约束，因而在外债到期相对集中的阶段，货币政策的分化和经济基本面的变化就有可能带动外债类资金大幅流出，从而驱动汇率发生方向性变化。

2) **企业主动对外股权和债权投资，即企业“走出去”**：构成主要的主动类流出渠道，该类投资如规模过大，会对由经常账户顺差结汇累积而形成的外汇储备造成不可逆的损耗。该类流出本应由国内外实体投资收益的对比所驱动，但一度形成资金跨境流出的灰色地带，因而近年来相关的外汇管理政策执行力度有所强化。

3) **企业和银行增持海外货币与存款类流动性较强的金融资产，即“藏汇于民”**：该类资金流出很大程度上反应我国贸易企业的外汇收入未在国内结汇而滞留海外的部分。该部分的特点是，其并不直接形成实际的跨境外汇流出，而较大程度上构成经常账户顺差的一个抵扣因素，从而成为潜在的结汇资金的“离岸资金池”。一旦该项流出逆转为流入，将对人民币汇率形成重要支撑。

图 14：周期性流动主要由货币政策分化、外部环境不确定性驱动 (USD mn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 4.1 外债类流动：国内货币政策相对克制，疫后持续流入

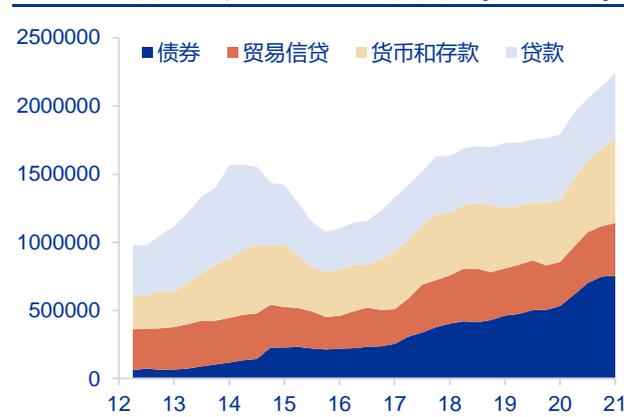
外债类资金波动规模极大，往往构成人民币汇率中期方向变化的主要驱动因素，其背后的逻辑就是国内外货币环境的分化。国内货币政策相对克制而国外货币宽松时，国内企业会从境外借入更多债务类资金，以利用境外较低的利率成本；反之则集中偿还外债，以国内信用扩张为主。2020 年国内货币政策应对较为克制，我国 M2、社融增速分别为 10.1%、13.3%，仅小幅高于正常年份，同时 5Y LPR 仅下调 15BP，并未大幅降息，整体应对力度相当克制，而海外以美联储为代表的发达国家央行普遍再度实施零利率和 QE 政策，国内货币环境相对海外略显偏紧，从而有利于外债类资金流入增加。21 年上半年外债类资金流入共计达 1387 亿美元，结构上看，货币和存款、贸易信贷和贷款均呈现流入，而境外债券净融资小幅减少 144 亿美元。事实上，自疫情全球爆发之后，自 20 年开始我国外债都重新转为较为明显的净流入趋势，企业和银行借入更多外债。21 年上半年外债类资金流入由 20 年下半年的 486 亿美元再度显著增长至 1387 亿美元，对外储和人民币汇率形成周期性支撑作用。

图 15：外债资金随国内外货币政策分化周期性波动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：国际投资头寸表相关负债增加(USD mn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

当前国内货币政策已经正常化之后，可能实施中性略偏松操作，以支持基建地产投资稳定增长，而海外刚刚进入货币政策边际紧缩的初期阶段，整体仍较国内信用环

境更为宽松，预计今年下半年外债类流入仍然规模可观，但明年开始随着美联储预计进入逐步加息通道，外债类流入规模或明显缩窄。我们预计 2021 年、2022 年外债类资金净流入分别达 2000 亿美元、1000 亿美元左右。

## 4.2 企业“走出去”稍有加速，ODI 和贷款流出上升

17 年以来，企业“走出去”流出的减少，主要原因是对外股权投资管理执行力度加强，对外股权投资中的部分资产转移属性的资金流出得到有效遏制。16 年企业“走出去”流出创历史新高，为当年最大的流出项。但部分对外投资带有一定的资产转移属性，资金流出后并未完全流向实体经济领域，受到监管政策的高度重视。17 年以来，外汇管理政策方面，对于企业对外股权直接投资的流向领域的管理执行力度有所强化，非理性的、投机属性较强的部分对外投资得到有效遏制。

疫情冲击全球经济，股权类对外直接投资并未增加甚至进一步有所收窄，但同时对外提供贷款流出大幅扩张，一定程度上可能与我国企业在海外分支结构的生产经营活动在海外疫情的持续影响下亟需国内资金予以支持。21 年上半年企业对外投资流出整体明显增加。今年上半年对外提供贷款导致流出 1385 亿美元，股权对外直接投资流出 432 亿美元，合计流出 1817 亿美元。自疫情以来，我国对外提供贷款流出明显大幅增加，我们猜测很大程度上反映出我国企业在海外分支机构的生产经营活动在疫情影响下亟需国内资金予以支持。展望 21 年全年，预计对外股权投资仍将维持相对谨慎的趋势，而对外贷款提供尽管可能较疫情以来的趋势有所收窄，但预计仍高于常年。预计企业“走出去”流出规模 2021 年全年约 2500 亿美元，该项预计 2022 年有望随着疫情的改善而收窄至流出约 1800 亿美元左右。

图 17：疫情以来，对外贷款驱动企业“走出去”流出增加 (USD mn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 4.3 “藏汇于民”流出增加，更多出口商选择将顺差留在境外观望

居民和银行增持海外金融资产，即“藏汇于民”，该项目实际上很大程度上对应2017年以后的一个新的现象——经常账户顺差的增加无法大比例转化为外储增加，主要原因即是出口商越来越多地选择将外汇留在境外观望人民币汇率走势，从而构成了“藏汇于民”流出往往与经常账户顺差增加同步的现象。18年，“藏汇于民”流出合计685亿美元，同比流出减少55%，改善主要源于证券投资流出的大幅减少，货币和存款流出则有所增加；19年外部环境不确定性加剧背景下，证券投资流出再度扩张。疫情以来，随着货物贸易出口走强，经常账户顺差迎来再度大幅改善，但与之伴随的是“藏汇于民”流出的大幅增加，从而更多的出口商仍是延续了17年以来的新模式——将更多的出口创汇通过各种方式留在海外，以观望人民币汇率的变化，在未来做出与自身进出口头寸相适应的结汇决策，甚至有出口商以此对赌人民币汇率变化的方向。2019-2020年，“藏汇于民”流出随经常账户顺差出现大幅增加的情况，全年流出规模分别达到-1912亿美元、-2977亿美元，至2021年上半年流出进一步扩大至-1885亿美元，但随着下半年至明年预计经常账户顺差有所收窄，预计“藏汇于民”项2021-2022年流出规模分别约为-3000亿美元、-2300亿美元左右。

图 18：“藏汇于民”流出与经常账户顺差流入趋势接近 (USD mn)



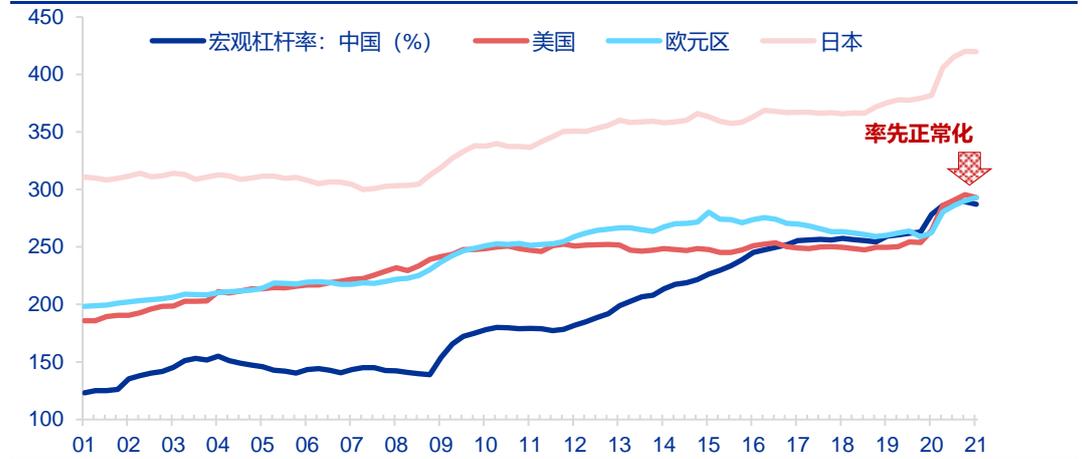
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 4.4 小结：货币应对克制带来流入，疫情应急类流出也趋于减少

由于疫情期间我国货币政策应对力度较之海外发达国家明显克制，传统的周期性流动中波动最大的单项——外债类流动，自疫情以来逆转为重新流入，预计将持续至2022年，但届时随着美国重新进入加息周期，流入规模可能不及今年。而与疫情期间中资企业境外分支机构经营直接相关的“走出去”类流出、以及与经常账户顺差

增加同步的“藏汇于民”流出，则预计随着疫情和出口逻辑的相对逆转而呈现收窄趋势。综合来看，我们预计 2021 年、2022 年全年周期性流出规模合计分别为-3500 亿美元、-3100 亿美元左右，较 2020 年的流出-4430 亿美元有所改善。

图 19：我国货币政策率先实现正常化，宏观杠杆率趋于稳定



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 5. 投机性流动与人民币汇率的全球市场预期模式变化

投机性流动主要由短期汇率波动所驱动，短期可逆性较高，是国际收支中稳定性最低的部分，往往在周期性流动驱动汇率单边变化时，起到汇率波动“放大器”的作用。

投机性流出主要由 4 部分构成，除个人购汇、关联企业贷款、以及与贸易相关的热钱流动等流动之外，考虑到证券投资流入的短期直接可逆性，我们将证券投资流入（包括股票和债券）也列入投机性流动大类。

1) 个人购汇。实际操作中，个人额度内购汇往往以旅行支出目的申报国际收支，从而包含于“经常账户—服务贸易—旅行”项下支出中。而实际上更多由汇率投机活动所驱动。

2) 关联企业贷款。该项流动显示跨国企业集团内部基于人民币汇率预期变动，以内部贷款等形式进行一定的跨境资金套利和投机活动。

3) 与贸易相关的热钱流动，主要包括两项：其一，14 年下半年以来经常项下结售汇差额与国际收支差额之间的背离一定程度上体现借道贸易渠道灰色地带的热钱流动；其二，16 年部分外商企业通过贸易信贷渠道实现投机性热钱流动。

4) 证券投资流入。近年来随着我国证券市场对外开放程度的提升，一些全球股票市场和债券市场指数以各种方式扩大中国股市、债市的纳入程度，从而很大程度上可能带来被动进行全球资产配置金融产品按比例将部分资金投入中国证券市场。但

该项流入更多呈现短期属性，在一定时间之后，即将随我国金融市场价格波动和人民币汇率波动而呈现较强的短期可逆性，我们将证券投资流入资金计入“投机性流动”大类。

## 5.1 投机性个人购汇：汇率展望稳定，流出规模较小

自14年实施额度内个人购汇管理放松政策以来，每当出现汇率的短期大幅波动，个人购汇规模、及其与汇率的因果关系，就成为市场非常关心的焦点问题之一。而国际收支平衡表为我们提供了一种分析个人购汇问题的可能性。

因外汇管理政策的要求与实践中的惯例，额度内个人购汇，在国际收支平衡表中，与真实的旅行项下支出杂糅混合，基本全部被计入经常账户——服务——旅行项下支出之内。从外汇管理政策要求上来说，居民年度5万美元额度内购汇，仅可用于经常项下支出而非资本与金融项目，因而在实践中，商业银行往往将其按照“旅行”目的用途申报国际收支统计系统，从而个人购汇实际上隐含于“经常账户——服务——旅行支出”中。而该项目中所记载的金额，大部分又是实际上确用于境外旅行支付的金额，与投机性的个人购汇形成杂糅。而在2013年之前，旅行项下支出金额整体与出境旅游人数类的诸多统计数据呈现相当强的相关关系，因而我们基于出境旅游人数的变化趋势，从国际收支平衡表的旅行项下支出中，分离出真实用于旅游支出的金额部分，并以此反推投机性个人购汇的规模。

17年之后，出境旅游人数类统计数据不再连续，为估算季度的个人购汇规模增加了不少难度，但基于年度的全国出境旅游人数，仍可大致估算出，14-18年，年度的个人购汇规模均基本落在400亿美元至800亿美元之间。相比本文第二部分所阐述的“周期性流动”，个人购汇在流出峰值水平和波动性方面均大大弱于前者，我们认为，投机性的个人购汇，尚未能构成15年下半年以来人民币汇率经历多轮大幅波动的驱动因素。

当市场预期人民币汇率会出现方向性变化时，投机性个人购汇流出往往与人民币汇率变化方向一致，比如市场预期人民币持续升值，那么在出现升值时，投机性流入会大幅增加。但如果市场预期人民币汇率长期中枢稳定，则个人购汇的方向与即期汇率变化方向相反，例如在市场预期人民币汇率中枢稳定，但短线出现贬值时，投机性个人购汇流出反而可能减少，因市场预期人民币汇率很快会向稳定中枢恢复。因而我们从投机性个人购汇的变化方向中，很大程度上可以观察市场对人民币汇率的中期预期模式。

2014年-2016年，市场预期人民币汇率中枢持续下移，从而每当出现贬值时，投机性个人购汇会明显增加；而2017年人民币的较大幅度升值过后，市场实际上转为预期人民币中枢相对稳定，从而人民币升值时反而出现投机性个人购汇增加的情况。2019年中美贸易摩擦阴霾笼罩下，人民币大幅贬值，但当年投机性个人购汇规模估算仅流出480亿美元，而到了2020年，我国出口大幅走强的同时人民币汇率受带

动升值幅度较大，但估算的投机性个人购汇流出规模达到-620 亿美元左右。至 2021 年，人民币汇率总体保持稳定，并未出现趋势性的升值，个人购汇流出亦相对较小，上半年估算仅流出-200 亿美元左右。考虑到四季度美元或进一步走强，人民币短期有小幅贬值压力，个人购汇流出预计规模仍然较小，预计 2021 年、2022 年投机性个人购汇流出规模分别为-350 亿美元、-300 亿美元。

**图 20：经常账户余额与服务贸易余额 (USD mn)**

资料来源：CEIC，申万宏源研究

**图 21：个人购汇与汇率变化**

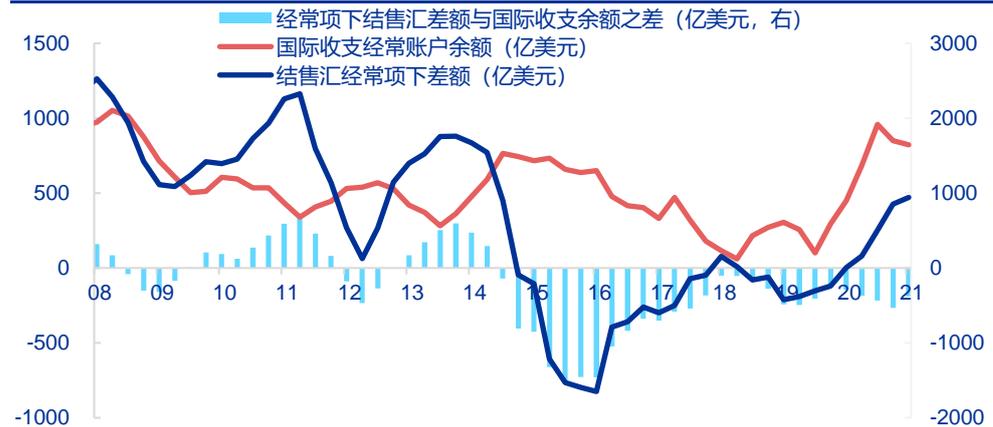
资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 5.2 借道贸易项下的热钱相关流出仍呈收窄趋势

与贸易相关的热钱流动主要包括 2 项：1) 14 年下半年以来经常项下结售汇差额与国际收支差额之间的背离一定程度上体现借道贸易渠道灰色地带的热钱流动；2) 16 年 2-3 季度，部分外商企业通过贸易信贷渠道实现投机性热钱流动。考虑到后者在央行高度关注之后数据上未再出现明显异常，我们的分析以第一部分为主。

经常项下结售汇差额与国际收支差额之间的背离一定程度上体现借道贸易渠道的热钱流动，16 年下半年以来流出趋势有所改善，显示外汇管理执行力度强化对抑制借道经常项目的热钱流动具有显著作用。由于国际收支口径的储备资产变化（理论上）与商业银行结售汇总差额之间应保持基本一致，同时在操作中，资本项下外汇流动管理又较为严格，因此“热钱”流动在数据上，突出表现为经常项下结售汇差额与国际收支口径差额之间趋势性的背离。14-16 年，两者之间差异持续扩大；16 年下半年以来，流出趋势有所改善。17 年之后，货币当局对贸易领域的违法违规外汇交易活动保持较高的打击压力，至 18 年 1 季度热钱流出一度非常接近零的水平。而随着 18Q2-19Q4 中美贸易摩擦一度愈演愈烈，部分贸易商再度借道经常账户形成“热钱”流出。而疫情发生之后，适逢中美第一阶段协议签署，市场对人民币汇率、中国出口大幅下滑的担忧迅速改观，借道“热钱”流出又再度明显收窄，直至今年上半年。我们测算的结果显示，2019-2020 年，预计借道经常项下的“热钱”流出规模分别约为-1550 亿美元、-700 亿美元，至 21H1，预计该项流出仅为约-250 亿美元。考虑到全球疫情影响下我国出口高增阶段行将结束，预计 2021-2022 年，借道贸易项下的“热钱”流出规模或分别为-600 亿美元、-1000 亿美元左右。

图 22：经常项下银行结售汇差额与国际收支余额显著收敛（4QMA，亿美元）



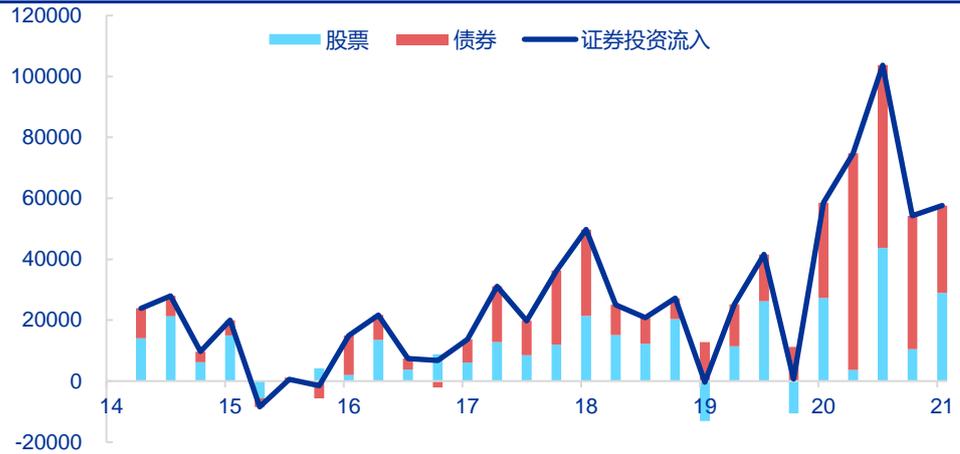
资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 5.3 证券投资流入：债市较高的收益率吸引流入增加

证券投资流动的特点是，初始的流入往往伴随着一国证券市场对外开放程度加深的整个过程，而在此之后即可能因全球货币政策周期分化等原因，引发更大幅度的波动风险。我们将两类资金跨境流动划分为证券投资流入，其一是外资进入境内股票市场增持股票，其二是境外金融产品直接进入境内债市在二级市场增持债券。其中因央行按月公布债市持有人结构数据，因而我们得以直接分离出通过二级市场增持债券的外资规模。而在国际收支平衡表中，金融账户——证券投资——负债端的债券，减去外资通过二级市场增持的境内债券规模的剩余部分，我们作为企业在境外融入的债务类资金，已经计入“周期性流动”的外债类之中。也就是说，我们在投机性流动中所包含的证券投资流动，往往会随着证券市场开放程度的加深，呈现持续的流入过程，而在净流入基本结束、形成较为稳定的外资持有存量之后，一旦全球市场发生诸如区域性或全球性金融危机、或发达经济体和我国货币政策产生明显分化的时期，我们或将发现证券投资的存量头寸可能会引发短期内非常集中的流出过程，从而引发更大的波动风险。

疫情以来，我国债券市场收益率维持较高水平，与实施量化宽松的美国相比，利差再度明显扩大，吸引外资大规模进入我国债券市场，证券投资流入明显增加。2019、2020 年和 21H1，我国证券投资流入规模分别为 936 亿美元、2377 亿美元、1118 亿美元。展望今年全年，我国债券收益率仍整体维持相当强的相对吸引力，预计全年证券投资流入或达 2000 亿美元左右，而 2022 年随着美国可能于上半年结束 Taper、下半年启动加息，中美利差预计趋于收窄，债市吸引资金流入可能有所下降，预计 2022 年证券投资流入规模约 1200 亿美元左右。

图 23：证券投资流入：20 年下半年债市吸引大规模流入 (USD mn)

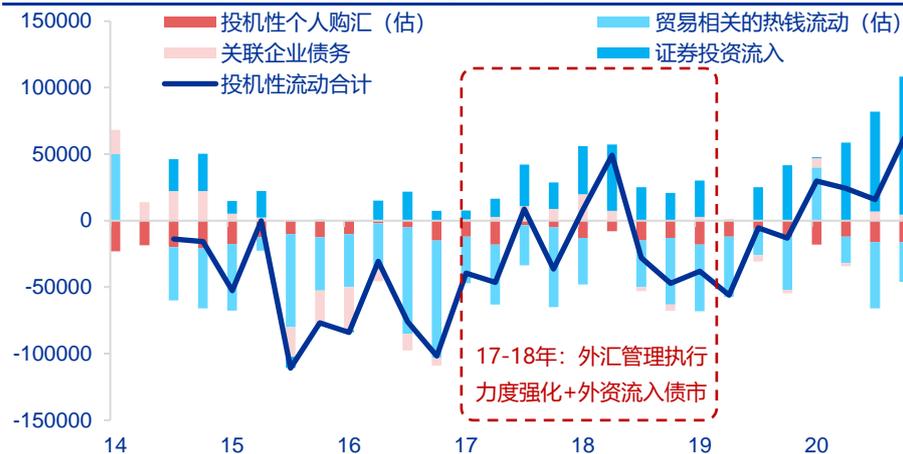


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 5.4 小结：2022 年投机性流入或再转为小额流出

投机性个人购汇市场对人民币汇率的预期呈现中枢稳定特征，由于我们展望今年四季度至明年人民币或面临小幅贬值压力，投机性个人购汇预计规模不大。中美贸易关系再度走上十字路口，借道经常账户的“热钱”流出预计 2022 年可能再度有所扩大。债券市场当前中外利差较大，对外资流入吸引力较强，但 2022 年下半年美联储可能启动加息进程，从而内外利差收窄，外资流入格局预计也有一定程度的偏冷可能性。总体而言，我们预计投机性流动在 2020 年殊为不易地扭转为净增 1219 亿美元之后，2021 年有望再度保持约 1150 亿美元的流入，但 2022 年或将重新转为流出 -100 亿美元左右。

图 24：疫情以来，投机性流动转为净流入 (USD mn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 6. 至 2022 年我国国际收支的潜在变化与政策应对

### 6.1 三大宏观变化影响, 预计 2022 年国际收支小幅恶化

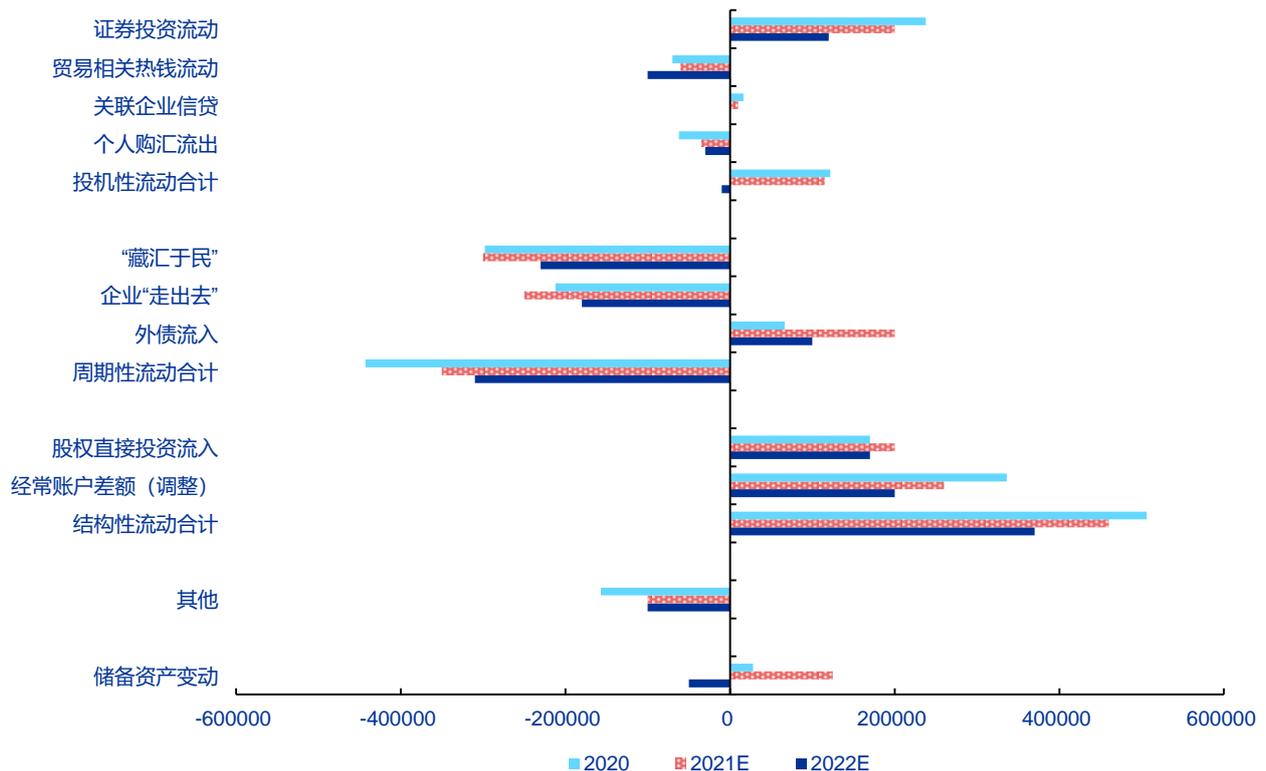
一、美国告别疫情之后实施的过度补贴政策, 意味着外需过热拉动下我国出口的高增是不可持续的。与此同时, 美国政府对华贸易政策实际上试图重建有利于美国产业链的规则, 而并非简单的贸易摩擦缓和, 这意味着结构性流入可能在 2022 年有所减少。拜登加税——基建计划对美国经济的影响是双面的, 加税可能不利于美本土制造业投资增加, 基建项目则可能边际降低美国制造业的长期成本。相比之下, 对我国结构性流动影响更大的是两个方面的外部变化: 其一是美国已经退出了疫情以来的大规模财政补贴计划, 而正是这一计划造成了去年下半年至今年上半年美国居民商品消费需求过热、工业生产恢复缓慢的供需缺口问题, 进而拉动了我国消费品出口, 从而我们预计出口高增不可持续; 其二是拜登政府对华贸易战略强调竞争的同时增加接触, 试图在补贴、倾销、知识产权等领域重建有利于美国的中美经贸规则, 而并不可一厢情愿地认为拜登政府有意单边削减此前特朗普政府时期加征的对华进口关税, 拜登政府的中美经贸策略或更侧重于竞争中国本土需求, 未来的中美经贸磋商中, 不排除美国可能要求我国增加自美进口制成品作为潜在的下调关税的条件, 并且可能强化与欧洲的供需合作。总体来说, 海外经济政策的走向可能意味着我国 FDI 流入大体维持当前水平, 但货物贸易净出口顺差预计将有所收窄。需关注全球贸易框架再度紊乱的可能性。

二、海外货币政策进入正常化初始阶段, 我国尽管正常化过程已经完成, 但若 2022 年面临一定的经济下行压力, 选择过度放松货币, 可能导致周期性流出大幅增加。美联储当前逐步接受长期潜在产出路径下移的事实, 这意味着不但年底前启动 QE Taper 已是板上钉钉, 而且未来的加息进程的启动时点甚至可能比 2022 年下半年还要早。欧元区也已经事实上开始 Taper, 个别发达国家已经开始加息。总体来看, 发达经济体再次启动了一轮缓慢但持续较久的逐步紧缩通道。而我国货币政策在今年上半年已经正常化之后, 已经于今年三季度开始迅速转向应对基建地产领域投资需求不足的问题, 因而在货币操作方面恪守中性即会令市场形成偏松的感受。展望 2022 年, 我国经济可能在出口增速有所回落之后, 进一步面临来自国内消费需求、地产产业链增速等方面的下行压力, 若在这一时期 10Y 美债收益率较快地回到 2% 附近 (如在 2022 年 6 月左右), 不排除明年下半年周期性流入明显减少。美元指数能否重回 97 以上也是一个重要的判断标准。若我国再度为放松地产而实施明显的货币宽松, 则周期性流出增加的概率将大幅提升。

三、如何稳定趋势已经明显偏弱的国内消费需求? 政策选择也将直接对国际收支和汇率产生影响。我国资本项目有限开放的背景下, 汇率预期主要基于美元指数和我国制造业竞争力的变化。若美元指数持续上行、我国制造业增加值增长趋势回落的组

合超过一年，人民币汇率预期可能再度转贬，投机性流出或再度增加，形成预期自我实现循环。明年制造业增加值能否再度趋势性改善，关键变量来自国内消费需求，特别是今年以来受工业品通胀传导形成“需求抑制效应”的大宗可选商品消费。如果财政政策在 2022 年精准发力，以个税减税等促进中等收入群体收入改善，并辅之以具有相当长期政策定力的地产稳房价、稳预期类的长效机制措施，相信国内商品消费需求趋势有望再度扭转走强，从而带动汇率预期稳定，作为汇率预期放大器的投机性流动亦很大程度上不会形成超速流出，国际收支有望保持大方向上的整体稳定。

图 25：国际收支结构及预测 (2020-2022) (USD mn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 6.2 从国际收支结构到宏观经济稳定性：政策建议

### 一、货币政策对地产基建产业链的呵护不可超出稳定中性的程度

为了应对经济下行风险，我国货币政策应保持合理充裕的流动性，合理呵护地产基建产业链。在“双循环”新发展格局下，我国货币政策的战略目标可以落实为两个方面：其一是恪守货币中性维持内部均衡（维持宏观杠杆率基本稳定、M2 社融增速与潜在名义 GDP 增速基本匹配），其二是避免国内资产泡沫与汇率直接联系、维持外部均衡。因此，货币政策对地产基建产业链的呵护不可超出稳定中性的程度，必须坚持资管新规以来辛苦建立起的宏观杠杆率保持稳定，加之 M2 社融增速和名义 GDP 增幅基本匹配的中性框架，若货币政策过松导致流动性过度充裕，则会扰乱跨境资本流动，引发汇率和金融市场动荡。

## 二、地产调控政策仍需同时强调稳房价和保刚需

“双循环”新发展格局下，房地产行业牵一发而动全身，以稳为第一要务，宏观政策不会为稳增长而放松地产长效调控，以避免宏观金融风险的再度积累。“双循环”新发展格局的中长期转型发展战略之中，地产处于微妙的枢纽位置，地产再度过热势必削弱居民消费能力，制造业高级化缺乏需求拉动；而地产泡沫一旦刺破又直接导致居民财富收缩，同样不是政策选项；地产稳定合理增长、拉动下游可选商品消费升级才是唯一可行解，这意味着即使经济有一定下行压力，仍不可低估地产长效调控机制的长期决心。因此，地产调控政策在强调稳房价同时也需要保刚需，投机性需求仍需严格收紧，不可全面放松地产，更不可轻易下调 LPR。

## 三、增加国内制成品需求：主要通过财政政策，特别是税制改革的方式推进。

稳定国际收支和汇率的根本支撑是国内的制造业高级化，最终是依靠需求拉动而非货币政策，保障居民劳动所得、保持地产产业链稳定而不过热，是商品需求释放的两大关键因素。中等收入群体（缴纳个税的收入前 10%的居民）是驱动可选商品消费的主要人群，这部分人群的劳动所得应强化巩固，针对其降低个税税率或增加抵免，限制高端耐用消费品的行政约束也需撤销，以期待对可选商品消费形成有效拉动。另一方面，可以适度增加资产税征收，对前 1%甚至 0.1%的高收入群体的不规范资本收入应强化课税；房地产税试点可以在一线城市推开范围，但应循序渐进，在房地产市场冰火两重天尚未解决、城镇化尚不平衡之前不可贸然向全国推广，以避免影响房地产市场平稳运行，造成居民财富收缩反而对商品需求释放不利。

## 四、通过财政体制改革，推动全国制造业企业要素一体化市场化改革。

“以国内大循环为主体”的核心要求是首先在国内构建起完整的“大循环”，从而增强各种要素的流动性，减少企业 and 人力资源在全国配置的成本，而核心就是通过财政体制改革。未来需通过地方政府财税体制改革和国企改革，增加中央转移支付的比例，弱化地方政府对税收的执念，强化地方政府在企业经营利润中股东分配的身份，把地方政府从一个“经营短期区域经济”的主体，转变成一个“经营长期公共服务”的主体。并且通过公共服务的均等化来实现要素市场的全国一体化。通过这样的方式，能够进一步的提升我们国内企业，特别是工商企业，在国内一个相对比较统一的市场上的资源配置效率；通过这样的方式，以一个中国企业的身份能够更好的、以更低成本更低风险的形式，去参与到全球的供给端的竞争中去。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。