



宏观研究

## 中国台湾经济 2022：形势与问题

2022 年 08 月 04 日

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：方堃**

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

**研究助理：徐凯舟**

电话：  
邮箱：

**研究助理：原野**

电话：  
邮箱：

**近期报告**

《【粤开宏观】持续推进更高水平对外开放，应对世界经济百年大变局》  
2022-07-26

《促进 ESG 发展的体制机制改革》  
2022-07-27

《【粤开宏观】75bp 的鹰派顶点：7 月美联储议息会议点评》2022-07-28

《【粤开宏观】逐句解读 728 中央政治局会议》2022-07-28

《【粤开宏观】从美国政治经济形势看佩洛西“窜访”》2022-08-02

**摘要**

台湾问题因民族弱乱而产生，必将随着民族复兴而解决。这是中华民族历史演进大势所决定的，更是全体中华儿女的共同意志。近期，美国国会众议长窜访，台海和平稳定遭到严重破坏。2021 年 10 月国务院台办副主任刘军川指出，统一后台湾的经济发展将得到充分增进，台湾的财政收入尽可用于改善民生。当前有必要加深对中国台湾的理解，尤其是对台湾地区经济财政的理解。本文重点解答以下问题：**中国台湾地区经济总体情况如何？产业发展如何？居民就业及生活处于何种水平？台湾地区财政税收和金融市场分别有哪些特征？**

**1、从经济总量看**，2021 年中国台湾地区生产总值达到 5.0 万亿元人民币，接近湖北、福建，位居我国 34 个省级行政区划中的第八位。台湾地区人均 GDP 达到高收入经济体水平，为 21.3 万元人民币，位列全国第三，居于港澳之后。

**2、从产业结构看**，台湾地区的产业体系以“一家独大”的电子工业为特色，与深圳的产业结构颇为相似。上世纪 80 年代以来，台湾地区把握全球半导体产能转移机遇，90 年代中期电子工业增加值占制造业比重跃居各行业首位，而后这一比重从 20%左右进一步提升至超过 50%。目前，台湾地区半导体产业产值位居世界第二。

**3、从产业区域分布看**，电子信息等高增长的高科技产业集聚在北部的台北、新竹等地，机电和冶金企业多分布在中部，石化、食品产业则集中在南部。产业分布“北强南弱”，吸引更多人口向北迁移。

**4、从对外依赖度看**，台湾地区 2021 年出口额 4464 亿美元，略低于江苏省，进口额 3815 亿美元，接近于上海市。外贸依存度则达到 106.8%的较高水平。外贸货物体现了电子工业“两头在外”、出口导向的特征，出口品中电子产品占 38.5%、通信设备占 13.7%，进口品中原材料比重达到 69.4%。

**5、从人口情况看**，2020 年台湾地区常住人口 2383.4 万人，与吉林省较为接近。台湾地区人口已进入负增长，预计未来出生率将继续下降，少子化或导致劳动力供给下降，制约经济和创新。但是，即使在人口红利消退的情况下，工资仍然增长缓慢。

**6、从居民生活看**，近期台湾地区通胀水平和居民生活成本走高，原因包括俄乌局势、全球疫情推高电价、油价、食品价格，叠加台湾当局强推电力转型等。在中低收入群体受到物价上涨冲击的同时，高收入群体通过股市、房市上涨积累财富，一定程度上加剧了贫富分化问题。

**7、从房价看**，疫情后台湾房价持续上涨。房价最高的台北市，2022 年二季度成交均价为 66.75 万元新台币/坪（约人民币 5 万元/平米），与北京商品房住宅成交均价相差不大。



**8、从财政看**，台湾地区公共财政收入达 3.3 万亿元新台币，接近上海市一般公共预算收入。整体来看，台湾地区公共财政收支高度集中，台湾当局本级（相当于省以下财政体制的省本级）占全部财政收入的七成、支出的六成。结构上，收入方面税收收入比重超八成，其中以所得税、营业税、证券交易税为多，支出方面则是教育、一般政务、社会保险、军费支出较多。

**9、从资本市场看**，台交所 2021 年上市公司总市值达 56.28 万亿元新台币，约人民币 12.95 万亿元，与创业板相近（14 万亿元）。台湾地区资本市场表现良好，如股价、市值、交易量连创历史新高，股利收益率较好。从上市企业看，市值、成交排名居前的企业多属于电子行业，股价强势背后与电子信息产业的繁荣密切相关。

10、应当认识到，台湾地区经济中还有着一些深层次的长期性、结构性、体制性问题。

**第一，电子工业“一业独大”，产业单一化。**台湾地区经济体规模有限，必然决定其难以自行建成完整的产业体系，而产业单一化的经济体容易在全球周期的波动中一荣俱荣、一损俱损。例如，高度依赖旅游业的斯里兰卡等地受到疫情带来的严重影响。对台湾地区而言，一旦出现电子产业增长失速或超预期产业外迁等问题，难有替代性产业及时补上经济缺口。

**第二，要素稀缺阻碍产业发展。**台湾地区面临“五缺”（缺水、缺电、缺地、缺工、缺人才），原因是出口导向型经济高度依赖于劳动力、资源能源、土地等，要素供给的缺乏势必制约产业发展。

**第三，经济发展均衡性不足，如区域间不均衡、劳动者与资本回报不均衡等。**一方面，“北强南弱”愈演愈烈，中南部面临“人口空心化”“产业空心化”风险，另一方面，市场规模有限、接近理论天花板，产业缺乏进一步增长的空间和想象力，或导致企业不愿提升劳动报酬水平。这两方面的短板，都有望通过建设更大范围的一体化市场来弥补。

任何人都不要低估中国人民捍卫国家主权和领土完整的坚强决心、坚定意志、强大能力！祖国完全统一的历史任务一定要实现，也一定能够实现！

**风险提示：**台湾地区政局变化；全球产业格局超预期变化



## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 一、台湾地区经济概览：总量位居我国 34 个省级行政区划中的第八位 ..... | 5  |
| 二、产业结构：电子工业稳居产业结构的主导地位 .....            | 7  |
| 三、对外贸易：进口以原材料为主，出口集中在电子与通信产品 .....      | 12 |
| 四、人口与就业：人口负增长，但工资仍然增长缓慢 .....           | 19 |
| 五、居民生活：能源粮食供应有缺口，通胀冲击居民生活水平 .....       | 22 |
| 六、财政税收：财政收支高度集中于当局本级，市县级收支占比低 .....     | 25 |
| 七、资本市场：受益于电子产业发展和宽松政策，近年来股市表现较好 .....   | 30 |
| 1、市场结构 .....                            | 30 |
| 2、市场表现 .....                            | 30 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：中国台湾地区的地域划分与常住人口概况 .....            | 5  |
| 图表 2：34 个省级行政区划中，中国台湾地区生产总值位居第八 .....    | 5  |
| 图表 3：34 个省级行政区划中，中国台湾地区人均 GDP 位居第三 ..... | 6  |
| 图表 4：台湾地区 GDP 增速 .....                   | 6  |
| 图表 5：台湾地区第二产业、制造业比重先降后增 .....            | 7  |
| 图表 6：台湾地区各行业增加值占比（2021） .....            | 7  |
| 图表 7：台湾地区制造业产业结构现状（2020） .....           | 8  |
| 图表 8：台湾地区纺织、电子、石化三大产业变迁 .....            | 9  |
| 图表 9：台湾地区制造业企业具有明显的区域集聚现象 .....          | 9  |
| 图表 10：台湾地区制造业在固定资产投资中几乎占据一半比重 .....      | 9  |
| 图表 11：台湾地区制造业 R&D 强度持续提升 .....           | 10 |
| 图表 12：台湾地区制造业研发经费近八成投向电子工业 .....         | 11 |
| 图表 13：中国台湾地区的电子工业薪酬水平连年上升 .....          | 11 |
| 图表 14：台湾地区六大核心战略产业示意图 .....              | 12 |
| 图表 15：中国台湾地区外贸依存度 .....                  | 13 |
| 图表 16：中国台湾地区货物贸易连续 45 年顺差 .....          | 13 |
| 图表 17：台湾地区净出口占最终需求的比重达到 15% .....        | 14 |
| 图表 18：中国台湾地区货物出口金额分目的地结构 .....           | 15 |
| 图表 19：中国台湾地区货物出口金额分目的地结构 .....           | 15 |
| 图表 20：中国大陆是中国台湾农产品出口的主要市场 .....          | 16 |
| 图表 21：中国台湾进口商品中农工原材料占比近七成 .....          | 16 |
| 图表 22：中国台湾出口商品中约一半都集中在电子、通信产品 .....      | 17 |
| 图表 23：中国台湾地区能源进口规模变化 .....               | 17 |
| 图表 24：中国台湾石油进口来源地结构 .....                | 18 |
| 图表 25：中国台湾地区粮食进口量变化 .....                | 18 |



|   |    |
|---|----|
| 图表 26：中国台湾地区人口 2020 年度首现负增长 .....         | 19 |
| 图表 27：中国台湾 18 个县市老年人口高于幼年人口 .....         | 20 |
| 图表 28：中国台湾第二产业、第三产业雇员人数 .....             | 20 |
| 图表 29：中国台湾平均月工资增速低迷 .....                 | 21 |
| 图表 30：中国台湾地区失业率恢复至疫情前水平 .....             | 21 |
| 图表 31：中国台湾地区分行业工时与工资情况 .....              | 22 |
| 图表 32：CPI 持续走高，食品类价格涨幅大 .....             | 23 |
| 图表 33：油料费、运输费定基指数（2016 为基期） .....         | 23 |
| 图表 34：各都会区标准房价变化（单位：万元新台币/坪） .....        | 24 |
| 图表 35：信义房价指数/大台北月指数历年走势图 .....            | 24 |
| 图表 36：台湾贫富差距达到 2013 年来最高水平 .....          | 25 |
| 图表 37：中国台湾地区公共财政收支情况 .....                | 26 |
| 图表 38：中国台湾地区公共财政收支占 GDP 比重呈现下降态势 .....    | 26 |
| 图表 39：台湾地区公共财政一般分为四个级次 .....              | 27 |
| 图表 40：中国台湾地区财政分级收支情况 .....                | 27 |
| 图表 41：中国台湾地区税收收入占财政收入比重明显上升 .....         | 28 |
| 图表 42：中国台湾地区税收收入比重远高于其他类型收入 .....         | 28 |
| 图表 43：中国台湾地区财政支出构成（按大类划分） .....           | 29 |
| 图表 44：教育、一般政务、社会保险、军费是台湾地区财政支出前四大用途 ..... | 29 |
| 图表 45：台湾多层次资本市场基本结构 .....                 | 30 |
| 图表 46：2021 年台交所、柜买中心基本情况 .....            | 31 |
| 图表 47：2021 年台交所上市公司市值、成交持续走高 .....        | 31 |
| 图表 48：TAIEX、柜买指数屡创新高 .....                | 32 |
| 图表 49：台湾加权指数与费城半导体指数走势高度趋同（周频数据） .....    | 33 |
| 图表 50：2021 年台交所成交最活跃的股票多集中在电子信息行业 .....   | 33 |



台湾岛地处中国大陆的东南缘，是中国第一大岛，同大陆是不可分割的整体。台湾自古即属于中国，抗日战争胜利后中国政府重新恢复了台湾省的行政管理机构。惟国民党集团的一部分军政人员退据台湾，造成了台湾海峡两岸隔绝的状态。

——节选自国务院台湾事务办公室《台湾问题与中国的统一》白皮书

## 一、台湾地区经济概览：总量位居我国 34 个省级行政区划中的第八位

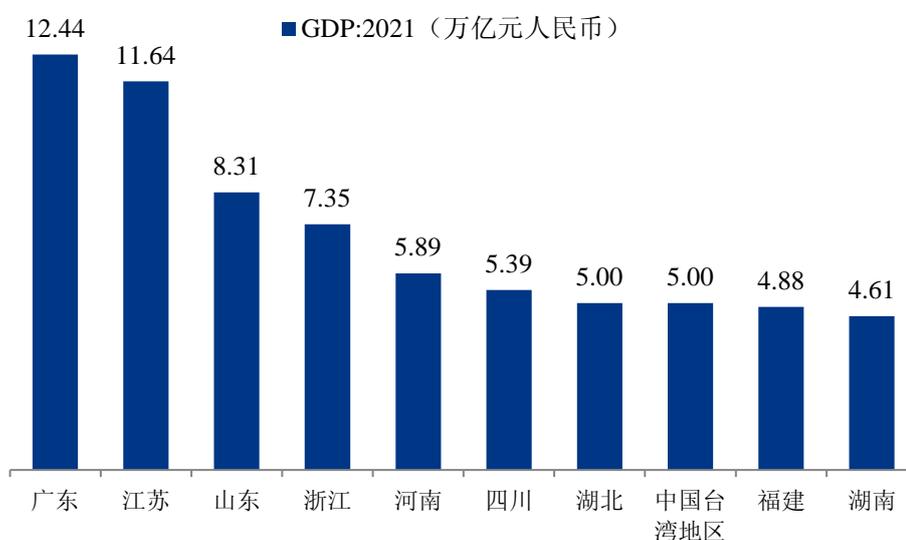
中国台湾地区 GDP 总量接近湖北、福建水平。“中国台湾地区”这一概念一般包括我国的台湾省、福建金马地区以及部分南海岛礁。在两岸隔绝的七十年间，中国台湾地区 GDP 从 1951 年的 12.0 亿美元增长到 2021 年的 7749 亿美元，按不变价格计算年均增长 7.3%。按平均汇率折算，2021 年中国台湾地区 GDP 为 5.0 万亿元人民币，相当于全国（含港澳台）的 4.1%，介于湖北与福建之间。人均 GDP 为 21.3 万元人民币，在 34 个省级行政区划中位列第三，居于港澳之后。

图表1：中国台湾地区的地域划分与常住人口概况

| 区域                 | 地点  | 人口<br>(万人) | 区域                | 地点  | 人口<br>(万人) | 区域                | 地点          | 人口<br>(万人) | 区域           | 地点 | 人口<br>(万人) |
|--------------------|-----|------------|-------------------|-----|------------|-------------------|-------------|------------|--------------|----|------------|
| 北部<br>(1134<br>万人) | 新北  | 436        | (北部)              | 新竹县 | 63         | 南部<br>(616<br>万人) | 台南          | 187        | 东部<br>(49万人) | 台东 | 19         |
|                    | 台北  | 260        |                   | 台中  | 303        |                   | 高雄          | 273        |              | 花莲 | 30         |
|                    | 桃园  | 244        | 中部<br>(576万<br>人) | 苗栗  | 52         |                   | 金马<br>(8万人) | 嘉义市        | 25           | 金门 | 7          |
|                    | 基隆  | 37         |                   | 彰化  | 119        |                   |             | 嘉义县        | 46           | 马祖 | 1          |
|                    | 新竹市 | 50         |                   | 南投  | 43         |                   | 屏东          | 75         |              |    |            |
|                    | 宜兰  | 43         |                   | 云林  | 59         |                   | 澎湖          | 8          |              |    |            |

资料来源：2020 年《人口及住宅普查初步统计结果提要分析》、粤开证券研究院整理，注：“六都”（本文称为六大都市）地位与其他县市有所不同，以下划线标出

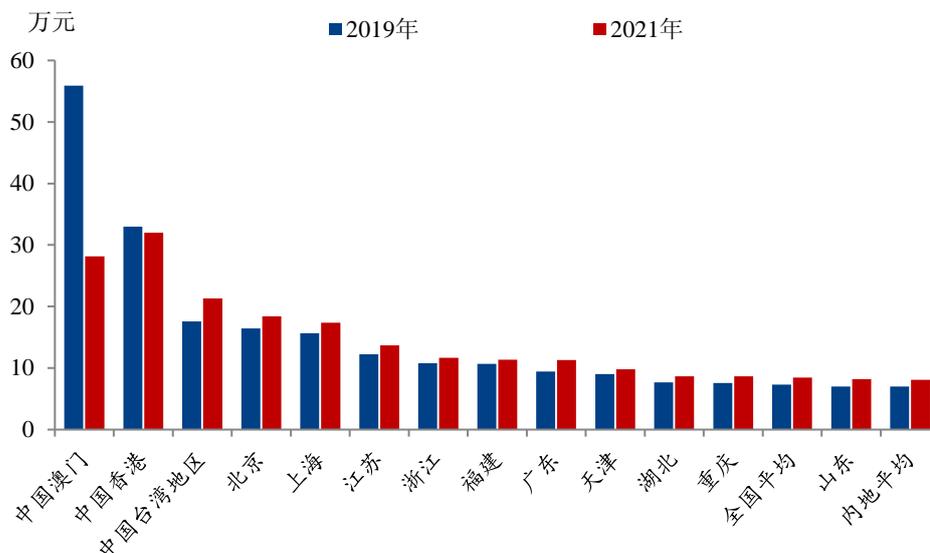
图表2：34 个省级行政区划中，中国台湾地区生产总值位居第八



资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院，注：图中列出排名前 10 的省级行政区划



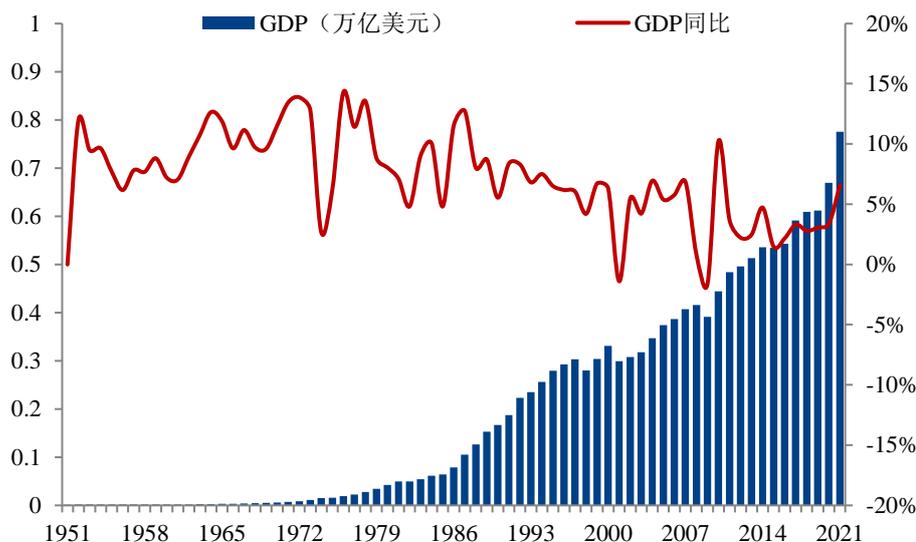
图表3：34个省级行政区划中，中国台湾地区人均GDP位居第三



资料来源：国家统计局、wind、粤开证券研究院，注：本图中内地指31个省（自治区、直辖市），仅列出高于内地平均的省级行政区划

2000年以来，台湾地区驶入半导体产业发展快车道，GDP增速虽然较上世纪末有所下降，但实际增速中枢保持在3.6%左右，疫情期间短暂受冲击后快速复苏，2020年、2021年实现同比增长3.4%、6.6%，增速位居高收入经济体乃至全球前列。不过，根据2021年5月发布的台湾地区《第18期中期计画》，2021—2024年台湾地区GDP年化增速目标为3.3%至3.7%。

图表4：台湾地区GDP增速



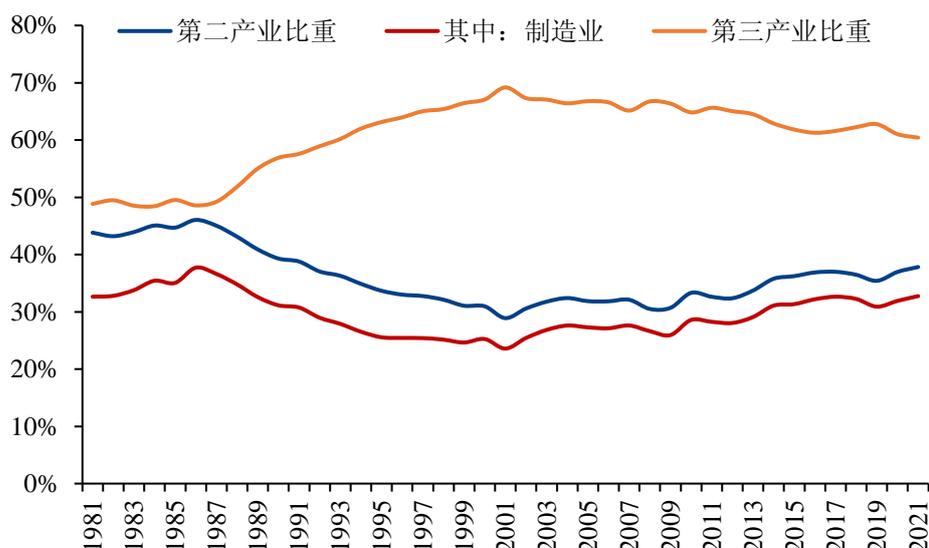
资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院



## 二、产业结构：电子工业稳居产业结构的主导地位

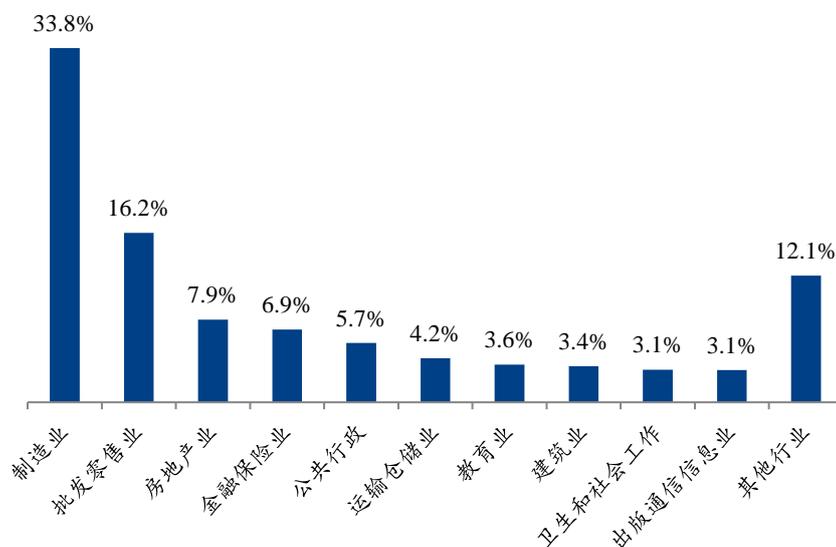
制造业是台湾地区经济的重要基础。从三次产业比重来看，第一产业从 80 年代初的 7.7% 一路下滑到本世纪初的 2% 左右，后保持持平。第二、第三产业则此消彼长，第二产业比重、制造业比重于 2001 年降至 28.9%、24.3% 的低位，目前已重回 37.8%、33.8% 的较高水平，且变化轨迹与贸易依存度的变化大致同步。2021 年，台湾地区的五大行业分别是制造业、批发零售业、房地产业、金融保险业、公共行政，分别占 GDP 的 33.8%、16.2%、7.9%、6.9%、5.7%。2021 年，台湾制造业增加值为 7.1 万亿元新台币（约合人民币 1.6 万亿元），相当于全国（含港澳台）的二十分之一，高于 GDP 比重。

图表5：台湾地区第二产业、制造业比重先降后增



资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

图表6：台湾地区各行业增加值占比（2021）

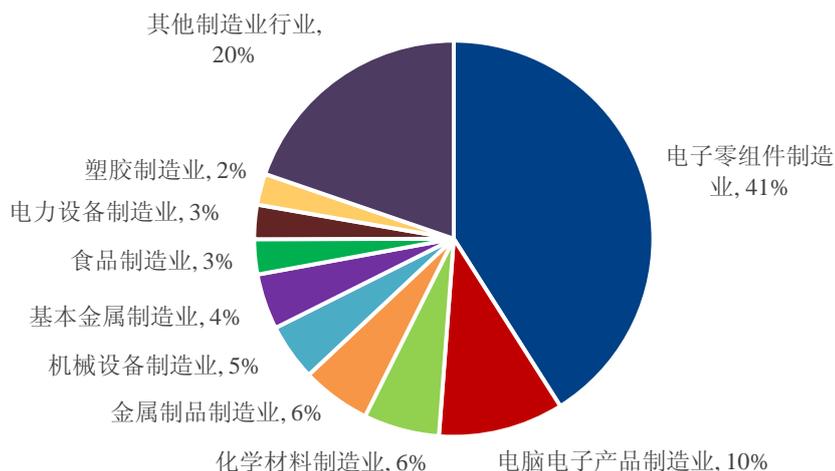


资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院



台湾地区的产业体系以电子工业为特色，具有突出的出口导向特征。目前，电子产业占台湾地区制造业增加值的比重超过一半。台湾地区电子产业（含电子零部件、电脑和电子产品）全球领先，增加值达到 3.24 万亿元新台币（折合 7549 亿元人民币）。据披露，台湾地区半导体产业产值达到 4.1 万亿元新台币，位居世界第二。除此之外，台湾地区化工、冶金、机电等行业也具有一定规模。

图表7：台湾地区制造业产业结构现状（2020）

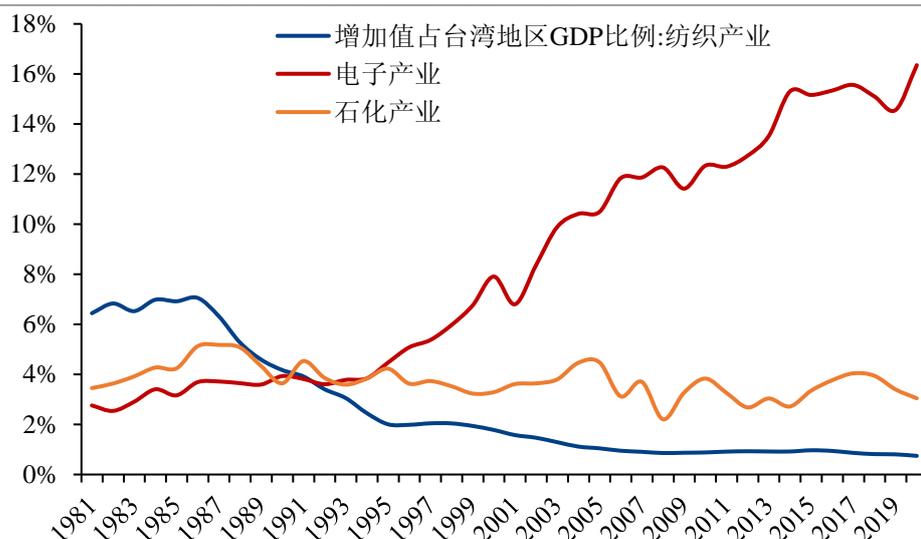


资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

纵观历史，台湾地区在 90 年代中期确立了电子产业在产业结构中的主导地位，迄今已历近 30 年。1985 年，美日贸易争端加剧，美国针对日本半导体产业发起第一次 301 调查，而日本原先颇具优势的半导体产业不得不寻找新的生产基地，这标志着新一轮产业布局调整的启动。彼时，台湾地区纺织服装业还处于鼎盛时期，电子工业的增加值尚不足前者的一半。从另一个角度看，台湾地区正是凭借一批劳动密集型产业实现了财富积累，取得了进军先进科技领域的能力与市场条件。1986 年，张忠谋赴台创立台积电，带动了台湾地区投资集成电路产业的热潮。此后，台湾地区芯片代工行业迅速发展壮大，至 90 年代初时电子、纺织、石化已成为三驾马车之势。1996 年，台湾地区电子工业占制造业增加值、地区生产总值的比重上升到 20%、5.1%，远远抛下其余行业，奠定了自身在经济中的关键地位。受益于台积电、联电等世界知名企业的产能和技术优势，台湾地区电子工业取得并保持强大竞争力，在地区生产总值的比重持续上升，以电子为特色的产业结构也一直保持至今。



图表8：台湾地区纺织、电子、石化三大产业变迁



资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

分区域看，台湾地区高科技产业集聚北部，机电和冶金企业多分布在中部，石化、食品产业则集中在南部。台湾地区电子信息企业主要分布在台北—新北—基隆区域（占全台湾地区的40.8%）和桃园—新竹—苗栗区域（34.6%）。与1997年相比，“桃竹苗”区域企业占比提升7.6个百分点，一大原因是新竹科学园区形成的虹吸效应。相比之下，传统产业大多分布在中南部。

图表9：台湾地区制造业企业具有明显的区域集聚现象

| 企业比重 (%) | 台北、新北、基隆<br>区域 (北部) | 桃园、新竹、苗栗<br>区域 (北部) | 台中、彰化、南投<br>区域 (中部) | 云林、嘉义区域(南<br>部) | 台南、高雄、屏东<br>区域 (南部) | 产业集聚区域 |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------|---------------------|--------|
| 制造业      | 21.6                | 17.9                | 33.8                | 4.5             | 20.2                | /      |
| 电子信息     | 40.8                | 34.6                | 10.3                | 0.8             | 12.8                | 北部     |
| 冶金       | 19.1                | 13.3                | 41.3                | 3.8             | 21.5                | 中部     |
| 机械       | 16.1                | 19.7                | 44.0                | 3.1             | 16.0                | 中部     |
| 石化       | 5.6                 | 25.5                | 24.6                | 10.7            | 30.2                | 南部     |
| 食品       | 20.1                | 14.7                | 19.6                | 13.0            | 27.8                | 南部     |

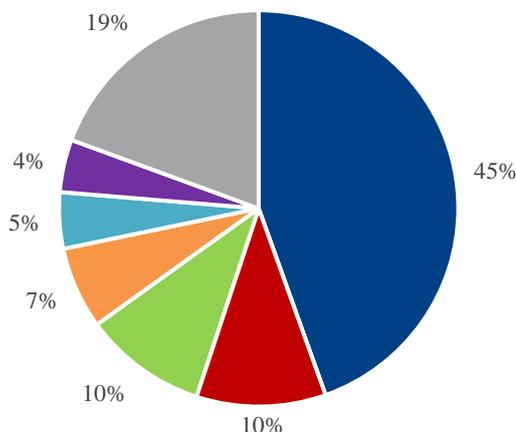
资料来源：《当前经济情势概况》（2022年1月28日刊），粤开证券研究院，注：表格中未包括东部、金马地区，因此上述比重加总并非100%

台湾地区制造业固定资产投资规模高。2020年，台湾地区制造业固定资产投资达到2.1万亿元新台币，占固定资产投资的比重接近50%，远高于房地产、公共行政等领域。

图表10：台湾地区制造业在固定资产投资中几乎占据一半比重



■ 制造业 ■ 房地产 ■ 公共行政 ■ 电力燃气 ■ 批发零售 ■ 金融保险 ■ 其他



资料来源：台湾地区《当前经济情势概况》（2022年3月29日刊）、粤开证券研究院

**台湾地区向电子工业投入大量研发经费。**研发活动是提升产业竞争力的重要手段。台湾地区企业研发经费占 GDP 比重达到 2.8%，较中国大陆高出 1.1 个百分点（OECD 数据）。从研发投入领域来看，制造业研发投入中近八成用于电子工业（含电子零组件和电脑、电子及光学制品）。除了本地化研发以外，台湾地区制造业企业还积极开展技术进口，美国、日本为前两大来源地，台湾地区本地仅位列第三。据《当前经济情势概况》（2021年8月27日刊）披露，在 2019 年台湾地区 633 亿元新台币的技术购买总额中，从美国、日本进口的比重分别为 37.6%、25.5%，二者合计接近三分之二。

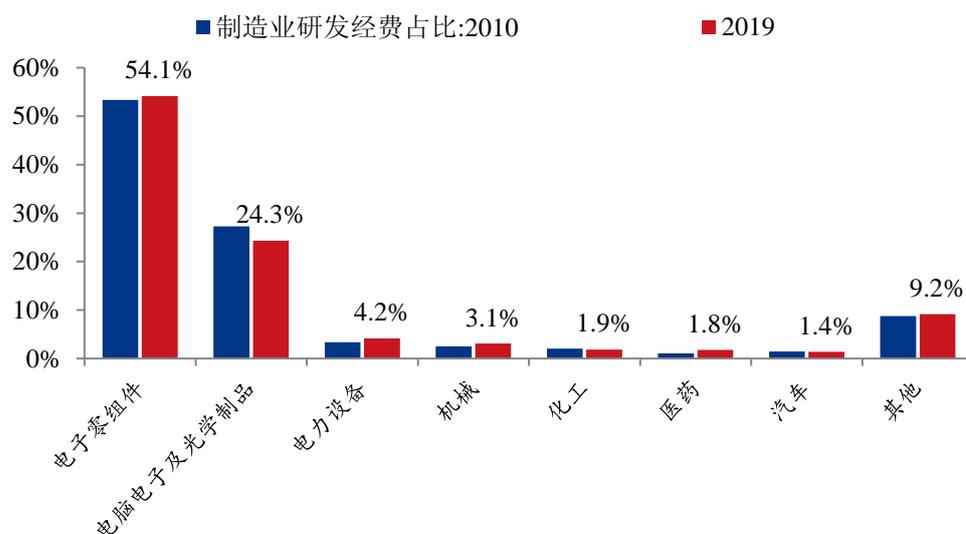
图表11：台湾地区制造业 R&D 强度持续提升



资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院



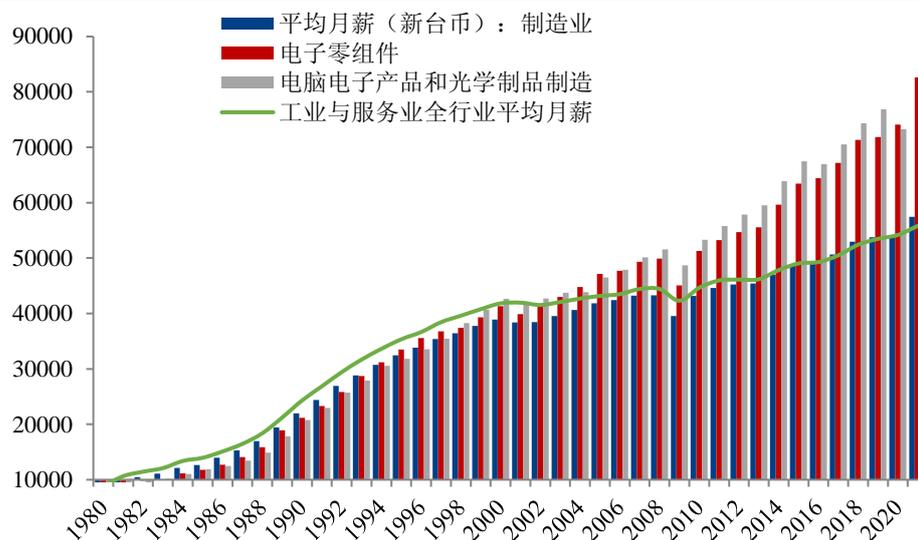
图表12：台湾地区制造业研发经费近八成投向电子工业



资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

台湾地区电子工业发展还伴随着薪酬水平的提升。本世纪以来，台湾地区电子零组件、电脑电子产品和光学制品制造业平均薪酬与全部工业服务业平均薪酬之比明显上升，为吸引更多人才进入行业创造条件。

图表13：中国台湾地区的电子工业薪酬水平连年上升



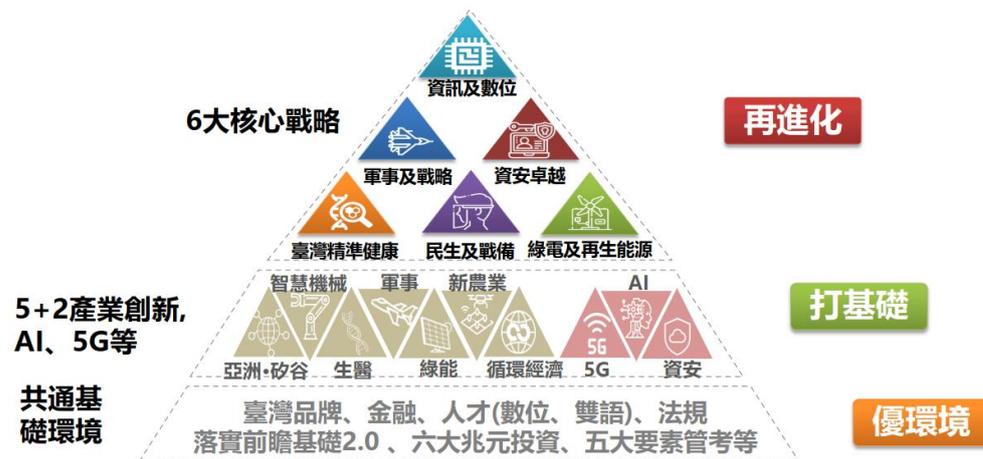
资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

台湾地区意图着力推动数字信息、新能源、医疗健康等行业的发展。2020年，台湾地



区发布《六大核心战略产业推动方案》，涵盖数字信息、资安卓越（内涵类似于“信创”产业）、健康、绿电及再生能源、军工（航空、舰船、太空）、民生战备（能源、粮食、医药、重要原材料等）六大行业。该方案的意图是，使台湾地区掌握全球供应链重构的先机，维持先进技术优势，扩大在全球经济中的参与度。台湾地区作为中型体量的发达经济体，并不具备构建完整产业体系的基础条件，围绕若干特定行业制订产业政策是必然之举。

图表14：台湾地区六大核心战略产业示意图



资料来源：六大核心战略产业推动方案、粤开证券研究院

### 三、对外贸易：进口以原材料为主，出口集中在电子与通信产品

中国台湾地区经济的出口导向特征明显，外贸依存度高达 106.8%。2021 年，受益于全球经济复苏、本土疫情防控有效、地区供应链稳定，台湾地区外贸出现历史罕见的高增长。全年出口金额 4464 亿美元，较 2019 年增长 35.6%，占全球出口份额 2.0%，较疫情前提升 0.3 个百分点。全年进口金额 3815 亿美元，较 2019 年增长 33.6%，占全球进口份额 1.7%，较疫情前提升 0.2 个百分点。

2021 年，台湾地区最终需求中，消费、资本形成、净出口分别占到 58.2%、26.9%、14.8%。进口和出口分别占 66.3%、51.5%，进出口合计占到支出法 GDP 的 1.18 倍。上世纪 80 年代中期以来，台湾地区净出口占支出法 GDP 比重从 1986 年的 18.5%降至 1998 年的 0.8%，再提升到 2021 年的 14.8%，走出“V”型走势，外贸出口也经历了先抑后扬的过程。

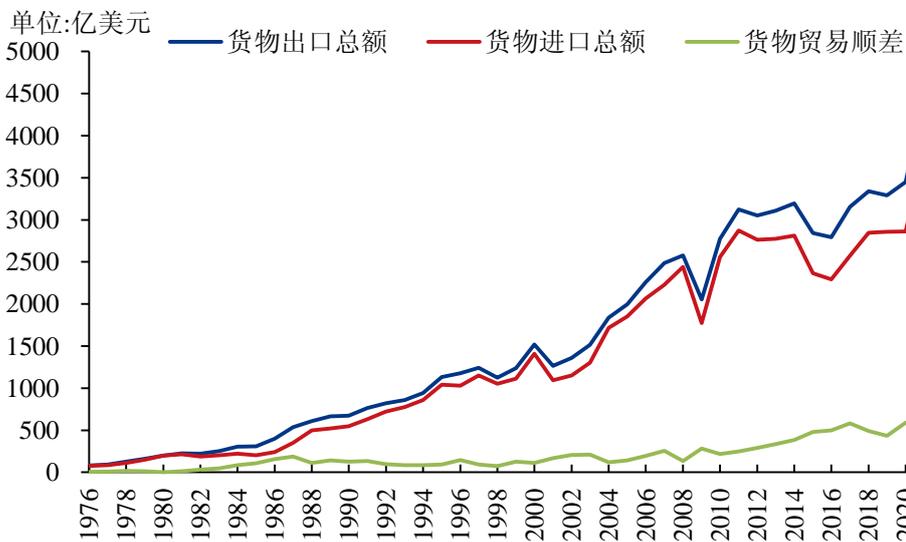


图表15：中国台湾地区外贸依存度



资料来源：wind、粤开证券研究院

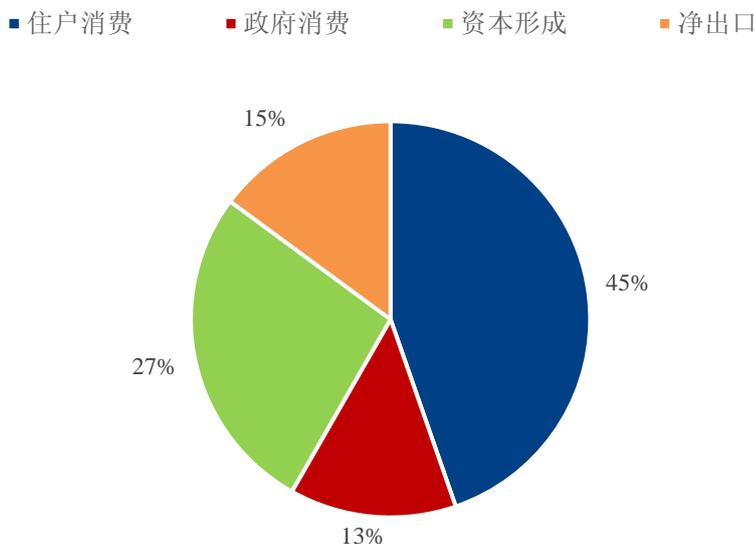
图表16：中国台湾地区货物贸易连续 45 年顺差



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表17：台湾地区净出口占最终需求的比重达到 15%



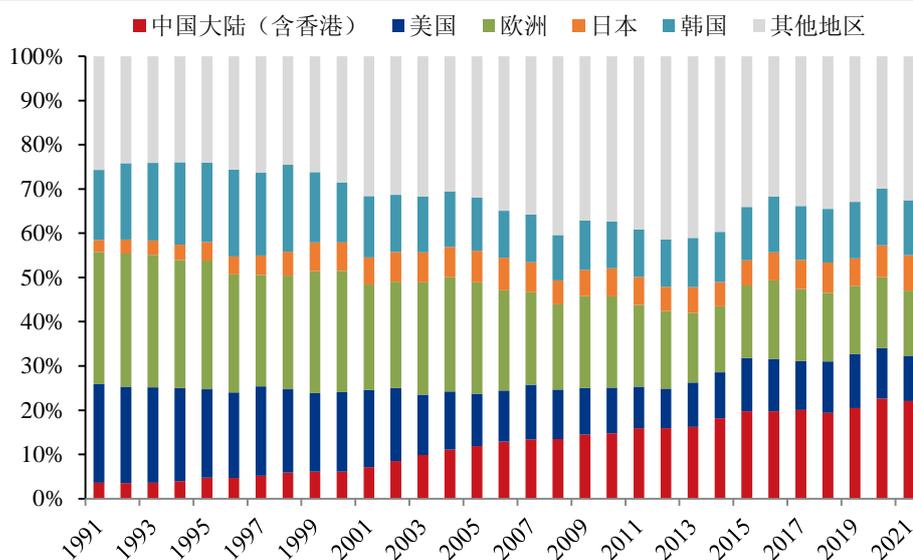
资料来源：台湾地区统计资讯网站、粤开证券研究院

**加工贸易和代工出口是台湾地区对外贸易的主要方式。**自上世纪 60 年代开始，中国台湾地区就开启出口导向的经济发展模式，最早于 1965 年在高雄设立首个出口加工区，大力发展加工贸易。台湾地区自 1976 年开始持续保持货物贸易顺差，并积累超 5400 亿美元国际储备。早期发展劳动密集型制造业，发挥内部剩余劳动力优势，打造产业基础，再引进外资，持续扩大深加工制造。1990 年代以后经济全球化趋势加快，由于台湾地区要素成本提升导致出口竞争力下降，外贸增速放缓，产业开始向外转移。而后中国大陆迅速融入国际化分工，台湾地区发展“以大陆为工厂”的代工出口模式。然而，2008 年金融危机之后，代工出口受全球供应链调整的冲击，而台湾地区本土技术进步缓慢，制造业景气度下行，外贸增速放缓甚至陷入停滞，进而拖累整体经济增长。

**目前中国台湾地区最大的贸易伙伴是中国大陆。**从进口来看，五大进口市场占比接近，中国大陆（含香港）、欧洲、韩国、美国、日本占比分别为 22.1%、14.7%、12.4%、10.2%、8.0%。自 1990 年代以来，台商企业赴中国大陆建厂，开办合作企业，从事代工出口，台湾地区从中国大陆的进口份额持续扩大。从出口来看，中国大陆（含香港）是第一大出口市场，近年来出口份额基本稳定在 40% 左右。中国大陆是台湾地区农产品出口的主要市场，特别是水果、奶制品、水产品的市场份额很多都超过 50%。值得一提的是，自 2018 年中美贸易摩擦以来，美国市场占中国台湾地区出口份额从 2018 年 11.8% 提升至 2021 年的 14.7%，或体现了中国大陆对美出口订单转移效应。

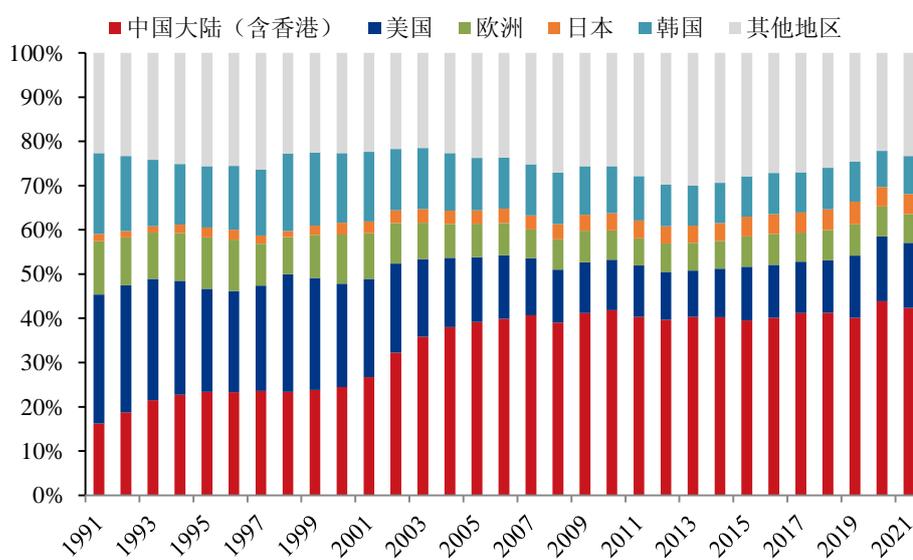


图表18：中国台湾地区货物出口金额分目的地结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

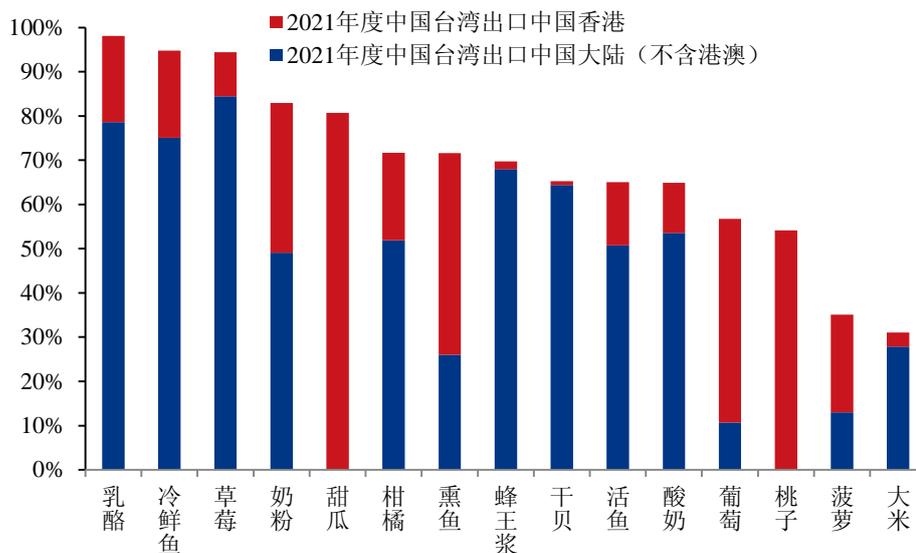
图表19：中国台湾地区货物出口金额分目的地结构



资料来源：wind、粤开证券研究院



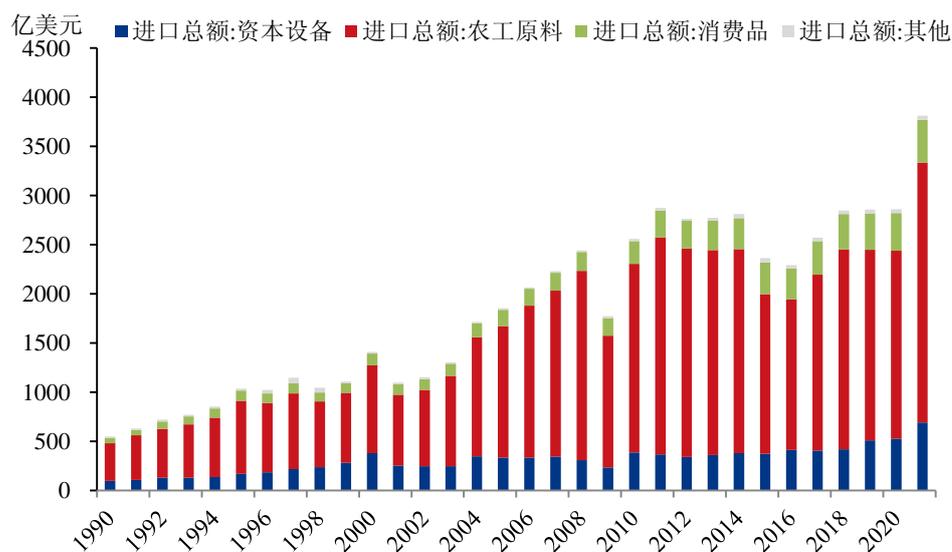
图表20：中国大陆是中国台湾农产品出口的主要市场



资料来源：wind、粤开证券研究院

中国台湾进口以原材料为主，出口集中在电子与通信产品。所谓加工贸易，是进口全部或者部分原材料、零部件、元器件，经加工或装配后，再将制成品再进行出口的活动。中国台湾的进出口商品结构也反映了加工贸易的特征，2021 年度进口多为原材料、资本设备，占比分别为 69.4%、18.1%；而出口以中间品为主，占比超 77%。从产品来看，目前中国台湾出口的比较优势集中在电子与通信。2021 年度中国台湾出口电子产品超 1720 亿美元，占全部出口的 38.5%；出口通信设备 613 亿美元，占全部出口的 13.7%，这也与中国台湾的产业特征一致。

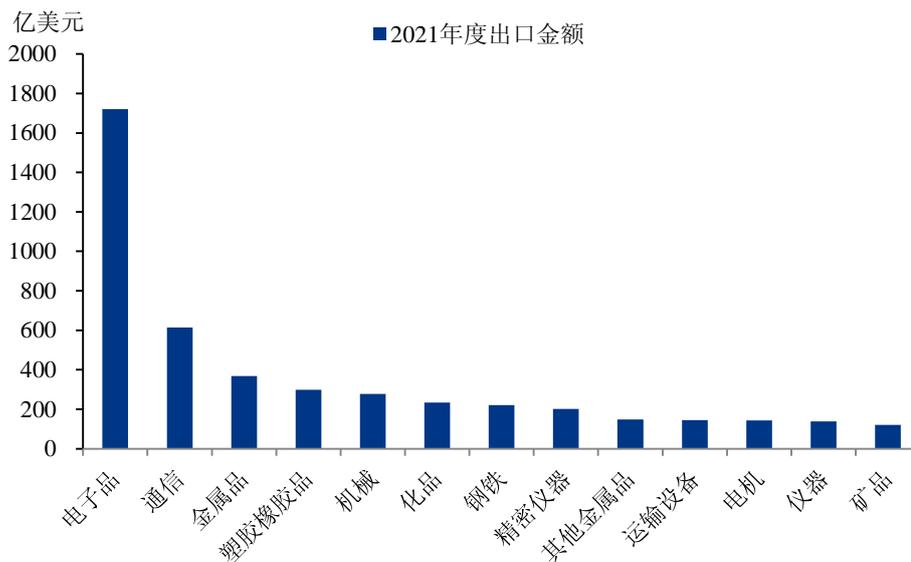
图表21：中国台湾进口商品中农工原材料占比近七成



资料来源：wind、粤开证券研究院



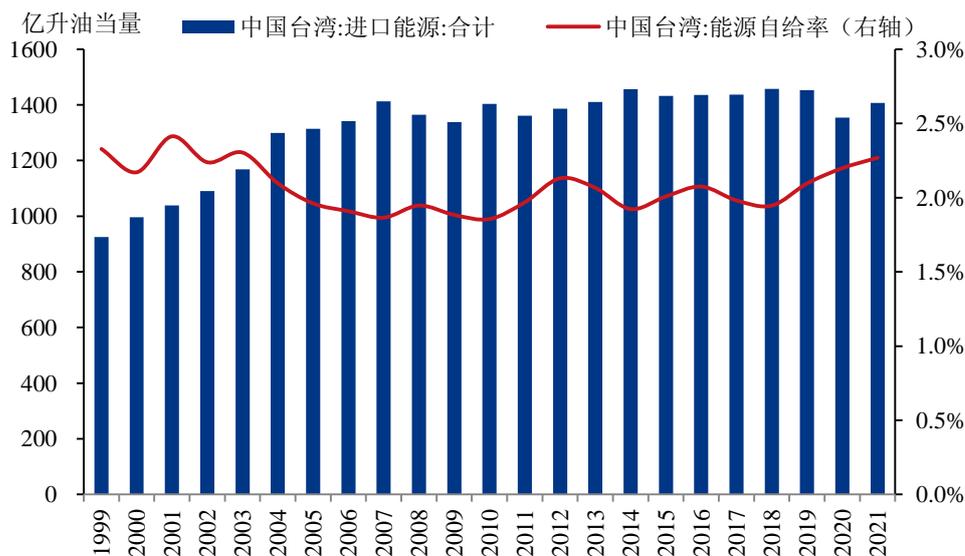
图表22：中国台湾出口商品中约一半都集中在电子、通信产品



资料来源：wind、粤开证券研究院

中国台湾的能源自给率极低，天然气几乎完全依赖进口。中国台湾由于产业耗能较高，而本土油气资源匮乏，致使能源对外依赖度较高。总口径上，据统计，2021年度，中国台湾能源总供给1439.7亿升油当量，其中进口能源达1407.0亿升油当量，能源自给率仅有2.3%。石油方面，进口来源主要是沙特、科威特、美国、阿联酋；天然气方面，进口来源主要是澳大利亚、美国、卡塔尔、俄罗斯；煤方面，进口来源主要有澳大利亚、印尼、俄罗斯。近二十年以来，台当局倡导清洁能源转型，进口液化天然气需求持续飙升，1999年至2021年间进口量累计增长近400%，而自产天然气规模大幅萎缩，天然自给率不足0.4%。根据台湾当局的要求，石油储备安全储备为30日，天然气储备只有13天，天然气接收站的储存容量、运输能力不足，加剧了天然气供应风险。

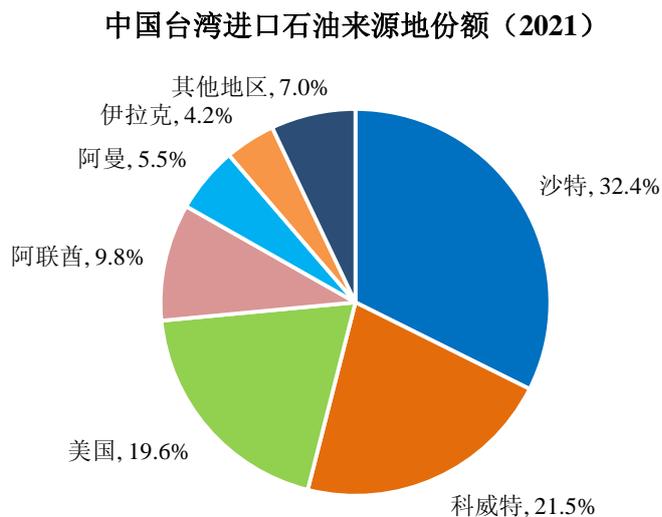
图表23：中国台湾地区能源进口规模变化



资料来源：wind、粤开证券研究院



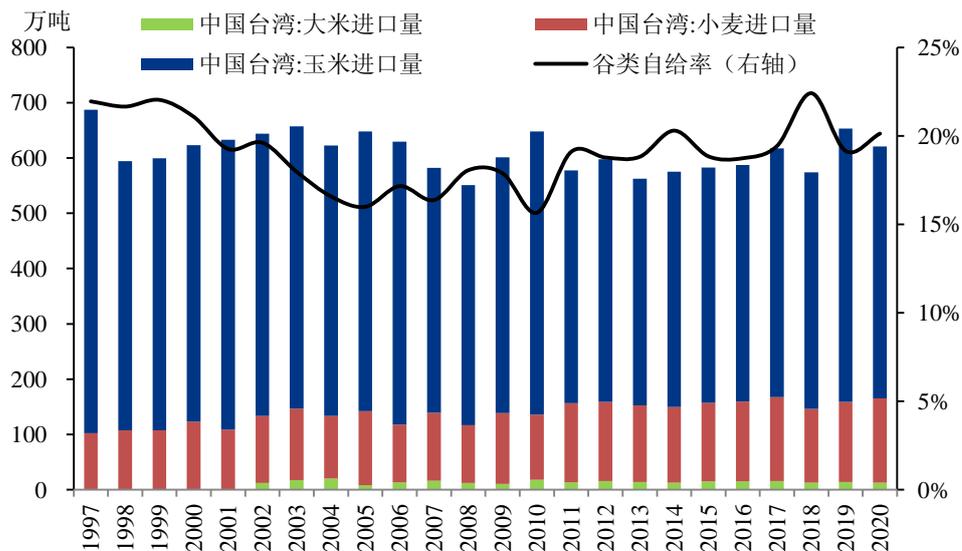
图表24：中国台湾石油进口来源地结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

**中国台湾的粮食自给率低，粮食安全面临挑战。**受地理气候因素所限，中国台湾地区小麦、玉米种植面积和产量较小，适宜种植的谷物主要是稻米。而居民主食逐渐由大米转向面食，面粉加工需求增加，推动小麦的进口量较快增长。2020年度中国台湾进口玉米、小麦、大米分别为455.9、152.4、12.8万吨。据统计，台湾地区本土谷类产量维持在150万吨左右，谷物自给率不足20%，远远低于联合国粮农组织确定的95%粮食安全警戒线。

图表25：中国台湾地区粮食进口量变化



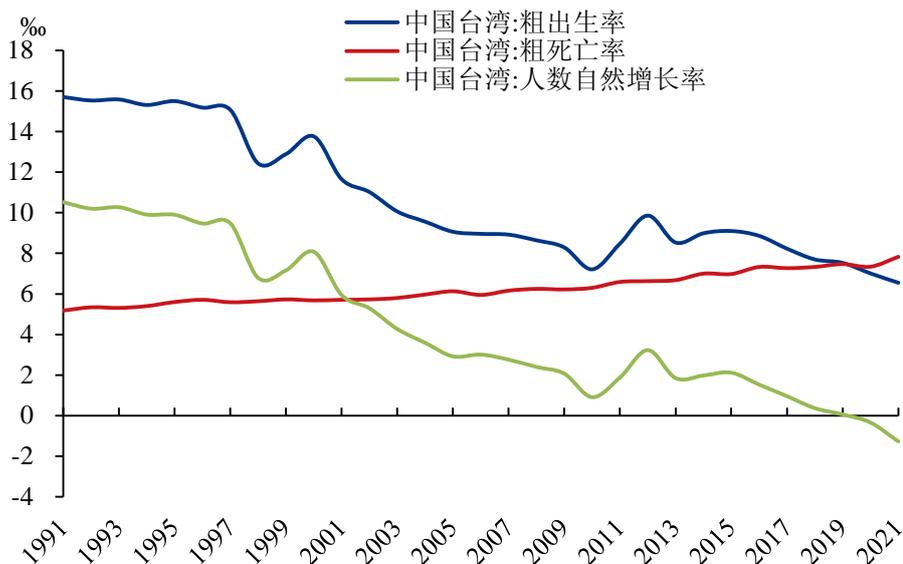
资料来源：wind、粤开证券研究院



## 四、人口与就业：人口负增长，但工资仍然增长缓慢

中国台湾地区人口进入负增长，人口红利消退。根据台湾地区最新一次人口及住宅普查结果，2020年台湾地区常住人口2383.4万人，与吉林省较为接近。近10年，台湾地区人口平均年增长率降至0.3‰。2020年台湾地区出生人口首次低于死亡人口，人口自然增长率首次为负值。2020年，常住人口中15至64岁劳动力人口占比为71.5%，较2010年减少1个百分点，为历次普查首次负增长，意味着人口红利消退。而2021年出生率下行至6.55‰，死亡率上行至7.83‰，人口自然增长率跌至-1.3‰。

图表26：中国台湾地区人口2020年度首现负增长

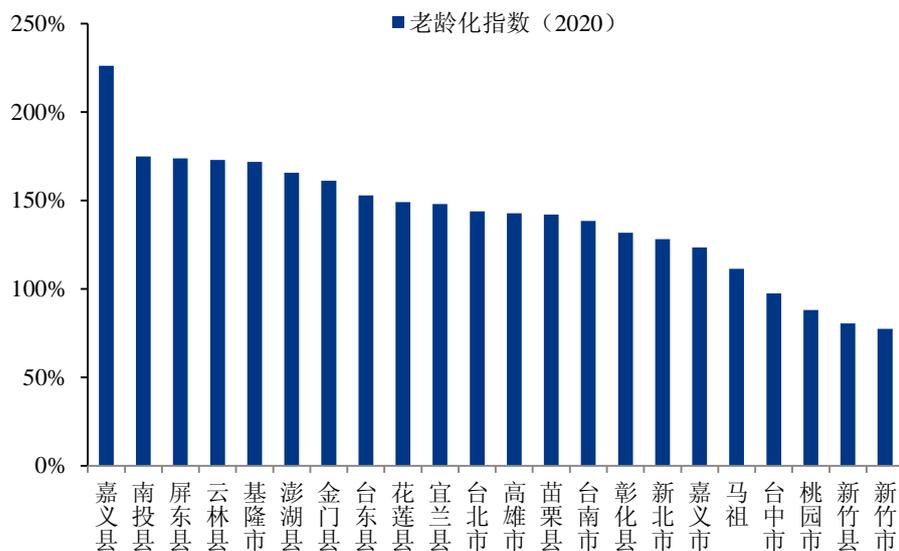


资料来源：wind、粤开证券研究院

中国台湾地区人口老龄化、少子化趋势明显。2017年2月，台湾地区老年人口（65岁及以上）首度超过幼年人口（0-14岁），二者之比即人口老龄化指数首次超过100%。台湾岛北部常住人口多，产业多元吸引更多年轻人北上就业，而南部人口少于北部，且人口更趋于老龄化。台湾地区22个县市，共有18个县市老龄化指数超过100%，南部嘉义县老龄化指数高达226%，指数越高说明老龄化程度越深。台湾地区老龄人口数增长快，地域差异大，养老压力加剧或导致社会储蓄率下降，制约总需求。2021年，台湾地区出生人口数15.38万人，创历史新低。预计未来出生率还将快速下降，少子化或将导致未来劳动力供给下降，制约经济和创新。



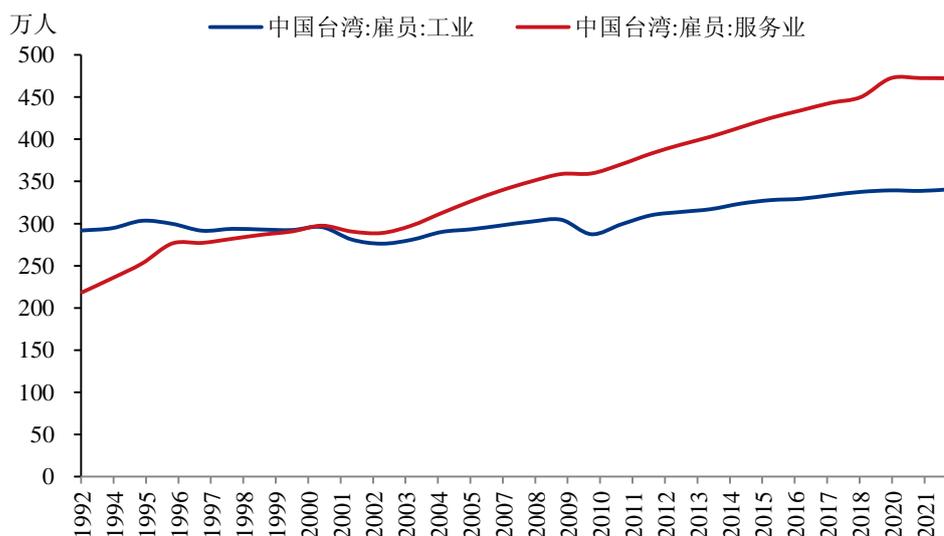
图表27：中国台湾 18 个县市老年人口高于幼年人口



资料来源：wind、粤开证券研究院

**中国台湾地区制造业和服务业工资增长缓慢。**台湾地区第二、第三产业就业数量大约四六开，制造业就业增长平稳，服务业就业增长较快，批发零售服务业、电子零件制造业是吸纳就业的前两大行业。近十年来，台湾经济增速趋缓，而工资收入增长更是陷入停滞，甚至跑输通胀。从原因看，一是制造业的代工模式面临外部竞争，东南亚等地的成本优势导致台湾地区本土代工企业盈利空间收缩，雇主为控制成本也不愿意给员工加薪，二是服务业劳动力供过于求，由于高等教育覆盖面扩大，大专以上学历人口规模快速扩张，服务业劳动力供给大幅增加，反而招致了服务业薪资低迷。

图表28：中国台湾第二产业、第三产业雇员人数



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表29：中国台湾平均月工资增速低迷

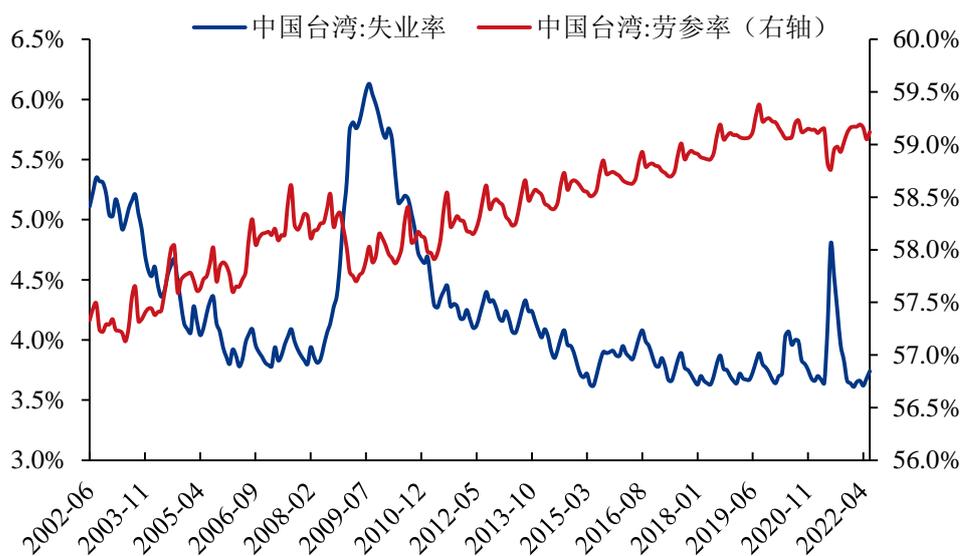


资料来源：wind、粤开证券研究院

**疫情冲击下加剧行业间的工资收入分化。**2020年疫情爆发，企业多以无薪假形式应对经济冲击，因而失业率未有大幅提升，但雇员工资则出现负增长。2021年疫情对就业市场冲击扩大，失业率最高于6月上行至4.8%，随后逐步回落至年底的3.6%，劳动力参与率59.2%，基本恢复至疫情前的水平。

疫情之下，行业间的分化程度远远大于整体性影响。住宿餐饮、休闲娱乐、批发零售等接触性服务业就业和工资受冲击明显；影响相对不明显的主要是电力、石油等垄断性行业，雇员工资依然维持较高水平；金融行业受到资本市场走强影响，雇员工资收入提高；电子行业受益于出口需求而增加工时，雇员工资水平也在提升。

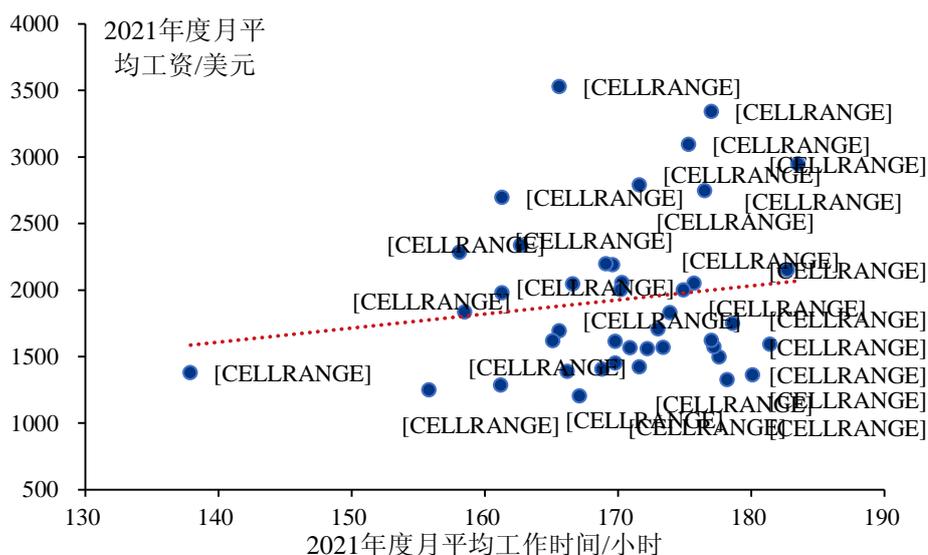
图表30：中国台湾地区失业率恢复至疫情前水平



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表31：中国台湾地区分行业工时与工资情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 五、居民生活：能源粮食供应有缺口，通胀冲击居民生活水平

供给冲击下台湾物价持续走高，电价、油价、食品价格高企成为居民通胀痛感的主要来源。台湾地区是具有海岛特色的外向型经济体，“两头在外”的特征导致其受外部能源资源供应与市场需求变化影响巨大。在石油、天然气、煤炭等初级石化能源90%以上依赖进口的基础上，近期的俄乌冲突、岛内能源转型及“非核家园”政策、疫情扰动等因素均加剧了通胀冲击。2021年，台湾地区全年CPI上涨1.96%，年内7度突破2%警戒线。2022年通胀进一步抬升，6月CPI同比增速达到3.59%，是2009年来最大涨幅，连续4个月在3%以上。

微观体感上，三个方面表现突出：其一，能源转型、废核政策加大电力缺口。缺电一直是限制台湾经济发展“五缺”因素之一，民进党当局执意推动能源转型政策，废除电价最便宜、最洁净的核电，但再生能源发展滞后，导致基载电力长期不足，备用容量率长期保持较低水平。2021年5月两次全台大停电引发民众强烈不满。加上今年俄乌冲突导致能源价格上涨，进一步加剧台湾缺电问题。其二，油价攀升推高运输成本。西方经济体对俄罗斯制裁，其他产油国不愿意贸然增产，促使油价上涨，叠加疫情对运输物流的扰动，共同抬高运输成本并对各类消费品产生影响。其三，食品价格涨幅大，主因为国际环境影响。台湾地区大宗谷物严重依赖进口，年进口量在1000万吨左右，约是岛内主粮稻米生产量的10倍左右，俄乌冲突显著影响小麦与饲料的全球供给，导致蛋类、肉类价格飞涨。2022年6月，台湾地区食物类价格维持最大涨幅，同比上涨7.27%，其中蛋类和肉类因饲养成本提高，价格分别上涨29.11%和6.78%。

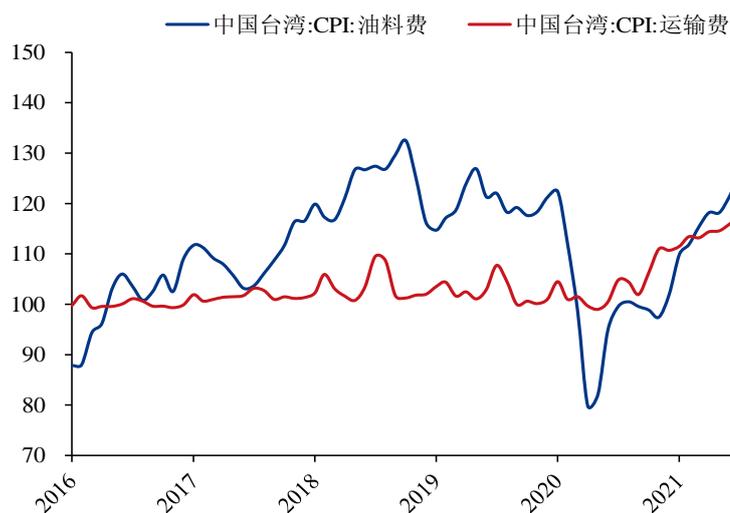


图表32：CPI持续走高，食品类价格涨幅大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表33：油料费、运输费定基指数（2016为基期）



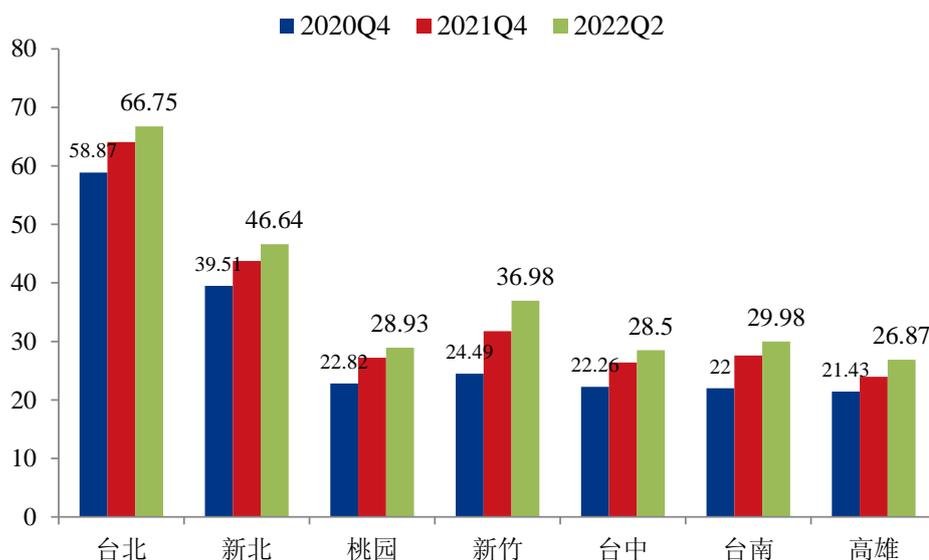
资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

此外，疫情后低利率环境推动台湾房价持续上涨。台湾房市自2020年下半年开始升温，炒房现象严重，与大陆房地产市场的“资金空转”现象具有相似的逻辑。2020年相关普查数据显示，台湾地区空置房已超过166.4万间，空置率18.5%，其中13.1%尚没



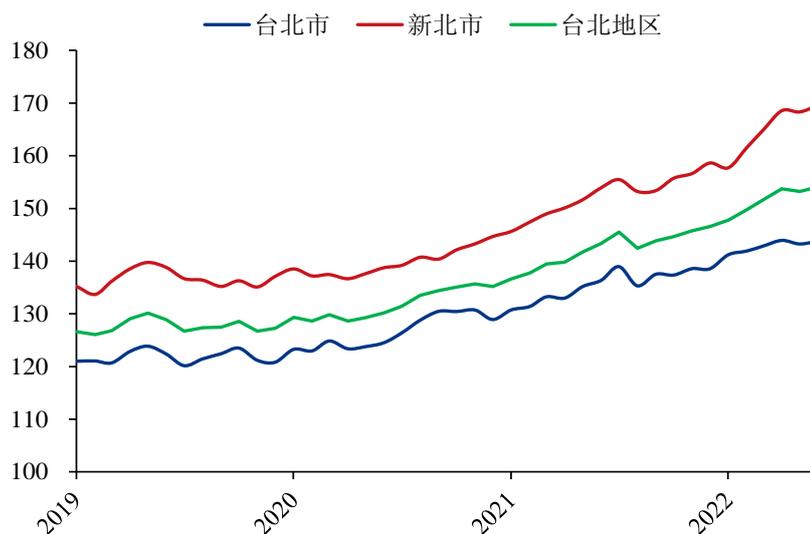
有使用，5.4%是偶尔自住，而欧美发达经济体空置率普遍在 10%以下。房价收入比从 2004 年的 6.4 急剧上升至 2020 年的 15.8，高于伦敦(8.6)、纽约(5.9)等。2021 年后货币政策逐渐回归，但通胀预期发酵诱使资金仍大量流入房市，房价持续走高。根据信义房屋公布的各都会区标准房价变化，台北从 2020 年四季度的 58.90 万元新台币/坪涨到 2021 年四季度的 64.06 万元新台币/坪，2022 年二季度达到 66.75 万元新台币/坪(约人民币 5 万元/平米)，新北、桃园、新竹、台中、台南的房价亦持续上涨。

图表34：各都会区标准房价变化(单位：万元新台币/坪)



资料来源：信义房屋、粤开证券研究院整理

图表35：信义房价指数/大台北月指数历年走势图



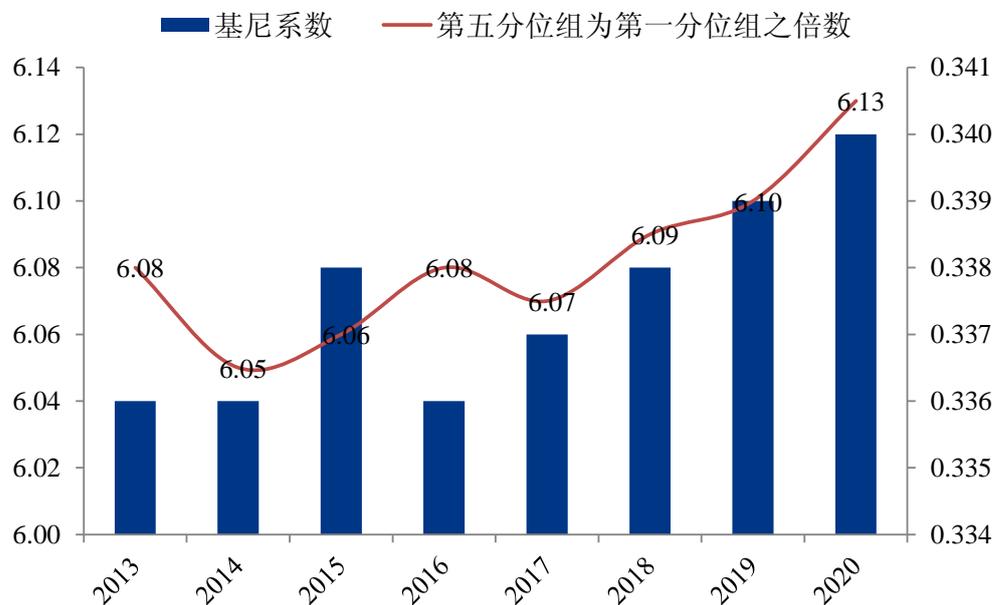
资料来源：信义房屋、粤开证券研究院整理

**高通胀、高房价叠加疫情不对称复苏，加剧岛内贫富分化。**一方面，工资增速不及物价变化，导致以工资为主要收入来源的中低收入群体消费开支加大、财务负担加剧。另一方面，高收入群体拥有更多元化投资渠道，在股市、房市上涨中，获得更多财富增



值。此外，疫后台湾经济呈“K型”复苏态势，农业、服务业复苏缓慢，拉大了不同行业间的收入差异。2020年“家庭收支调查”显示，平均每户可支配收入107.96万元新台币（约25万元人民币），而前20%收入最高家庭所得是最低20%家庭的6.13倍，基尼系数0.340，贫富差距为2013年以来新高。

图表36：台湾贫富差距达到2013年来最高水平



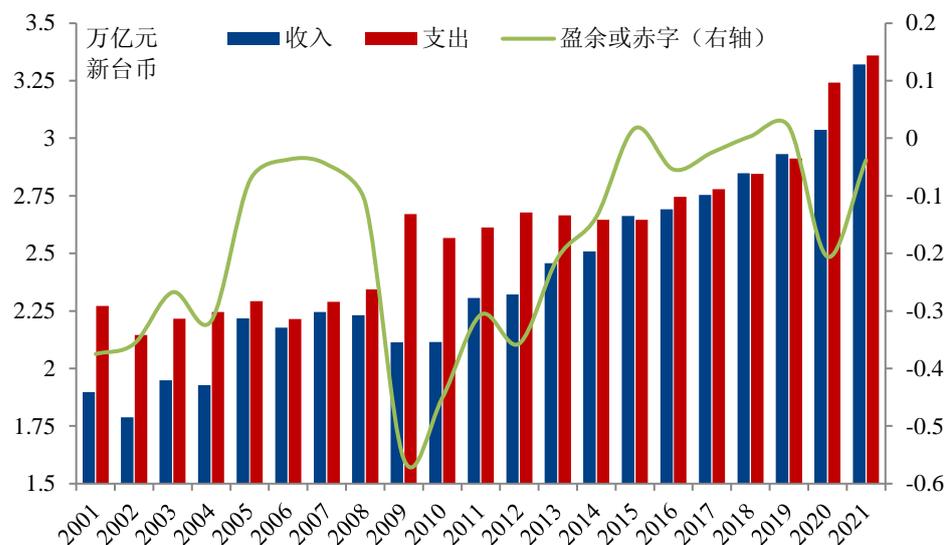
资料来源：台湾当局统计部门、粤开证券研究院整理

## 六、财政税收：财政收支高度集中于当局本级，市县级收支占比低

近年来，中国台湾地区公共财政多见赤字，鲜有盈余。2001年以来，中国台湾地区公共财政在21年中仅有2015、2018、2019三年实现少量盈余，其余年份均为赤字。2009年赤字达5573亿元新台币（下文简称为NT），为赤字最多的一年。2021年，中国台湾地区各级公共财政收入合计NT 3.32万亿元，支出合计NT 3.36万亿元。收支相抵计为赤字NT 383亿元，相当于全年财政收入的1.2%。

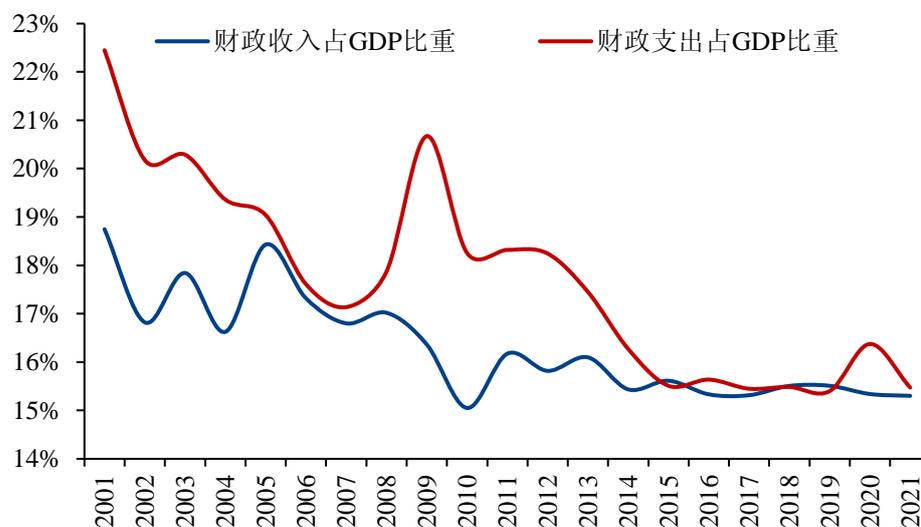


图表37：中国台湾地区公共财政收支情况



资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：数据为历年决算数

图表38：中国台湾地区公共财政收支占GDP比重呈现下降态势



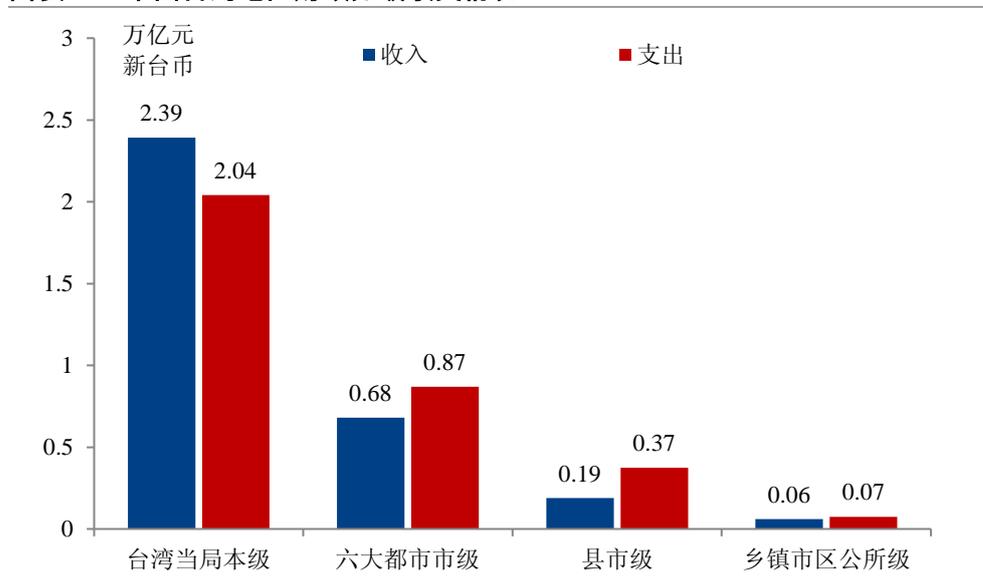
资料来源：台湾地区统计资讯网站、台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：基于历年决算数

台湾当局本级占台湾地区全部财政收入的七成、支出的六成。习惯上，可将台湾地区公共财政划分为四个级次。从收入看，台湾当局本级收入 NT 2.39 万亿元、占全部财政收入的比重为 72%；六大都市（即台北、新北、高雄、台中、台南、桃园）市级收入 NT 0.68 万亿元、占比 20.5%；县市级收入 NT 0.19 万亿元、占比 5.7%；乡镇市区公所级收入 NT 0.06 万亿元、占比 1.8%。从支出看，台湾当局本级支出 NT 2.04 万亿元、占比 60.7%；六大都市支出 NT 0.87 万亿元、占比 25.9%；县市级收入 NT 0.37 万亿元、占比 11.2%；乡镇市区公所级收入 NT 0.07 万亿元、占比 2.2%。


**图表39：台湾地区公共财政一般分为四个级次**

| 级次          | 内容                          |              |                     |
|-------------|-----------------------------|--------------|---------------------|
| 1 台湾当局本级财政  | 台湾当局本级<br>(台湾当局)            |              |                     |
| 2 六大都市市级财政  | 六大都市<br>(新北、台北、桃园、台中、台南、高雄) | -(本级次已废除)    |                     |
| 3 县市级财政     | -(不适用)                      | 县级<br>(13个县) | 市级<br>(基隆市、新竹市、嘉义市) |
| 4 乡镇市区公所级财政 | 山地原住民区公所级 (仅部分地区)           | 乡(镇、县辖市)级    | -(不适用)              |

资料来源：粤开证券研究院整理，注：本文相关概念与表中内容保持一致

**图表40：中国台湾地区财政分级收支情况**


资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：2021年决算数

收入方面，税收收入占台湾地区财政收入的比重达八成以上。税收收入是最主要和具有稳定性的财政收入，能够为行政管理、经济发展提供有效支持。近年来，税收收入占财政收入的比重逐年升高，从本世纪初的65%左右上升至2021年的82.6%。

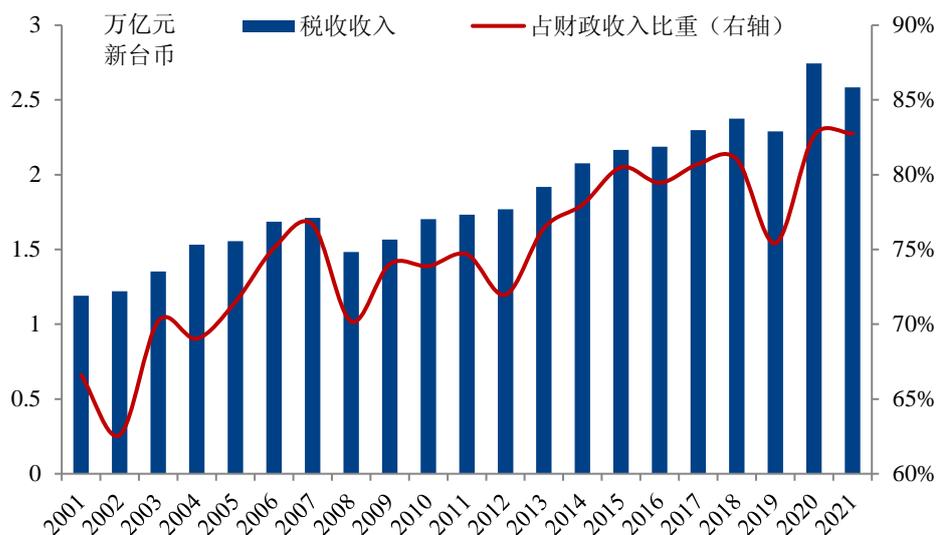
从税种来看，税收中规模较大的税种包括营利事业所得税、综合所得税、营业税、证券交易税，上述四个税种2021年实征额合计达到NT 2.0万亿元。

从不同财政级次看，台湾当局本级收入中税收收入占比为84%，市县级以下(含六大都市)收入中税收收入占比为79%，比重基本相当。

除税收收入外，营业盈余及事业收入为第二大财政收入来源，占财政收入的8.6%，第三至第五位为规费收入、罚款和赔偿收入、财产出售及投资收回收入，分别占2.9%、1.6%、1.5%。

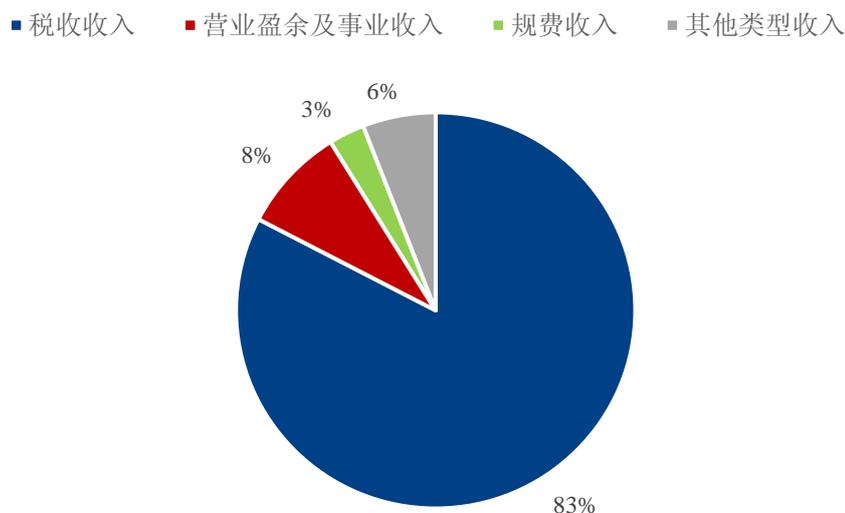


图表41：中国台湾地区税收收入占财政收入比重明显上升



资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：数据为历年决算数

图表42：中国台湾地区税收收入比重远高于其他类型收入

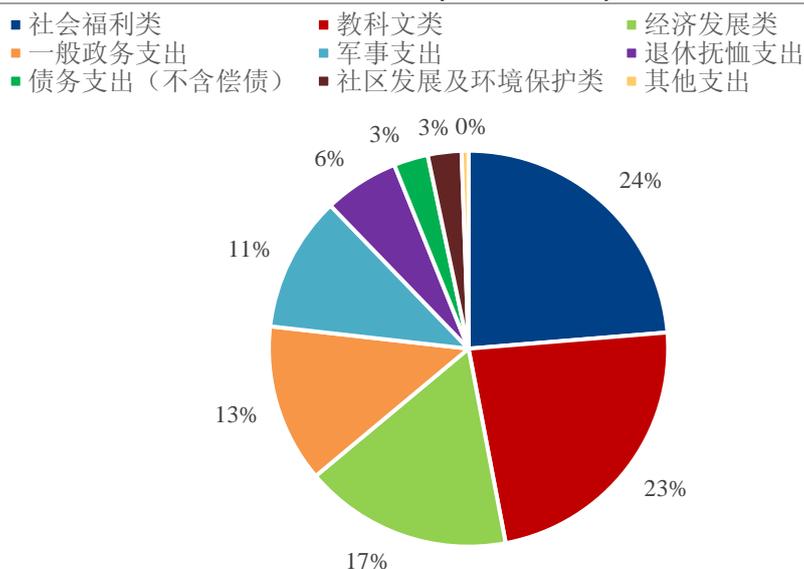


资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：数据为2021年决算数；其他类型收入包含罚款和赔偿、财产出售及投资收回、财产孳息及废旧物资出售、捐赠及赠与收入等

支出方面，军费支出在台湾地区财政支出中位列第四位，仅次于教育、一般政务、社会保险支出。2021年公共财政支出中，教育、一般政务、社会保险、军费、福利服务支出规模分别达到NT 5880亿元、4343亿元、4086亿元、3712亿元、2231亿元，占财政支出的17.5%、12.9%、12.2%、11%、6.6%。如按支出大类划分，社会福利类、教科文类、经济发展类分别占支出的23.7%、23.3%、16.9%。

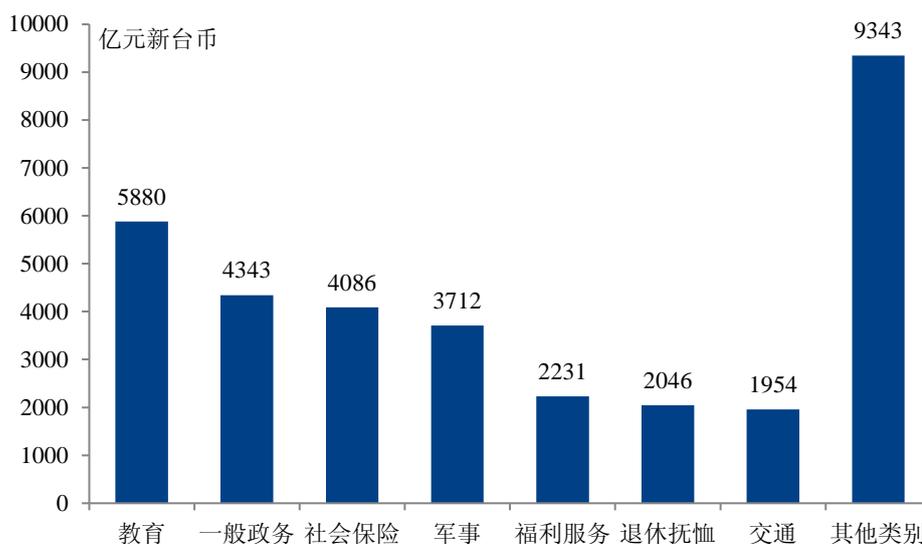


图表43：中国台湾地区财政支出构成（按大类划分）



资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：2021年决算数

图表44：教育、一般政务、社会保险、军费是台湾地区财政支出前四大用途



资料来源：台湾地区2021年《财政统计年报》、粤开证券研究院，注：2021年决算数

台湾地区公共财政虽然常年赤字，但债务负担并没有加剧，而是随着经济的发展而缓解。2021年，台湾公共财政债务未偿余额为 NT 6.5 万亿元，占当年 GDP 的 30.2%。虽然余额同比增长 2.4%，但占 GDP 比重反而下降 2.1 个百分点。



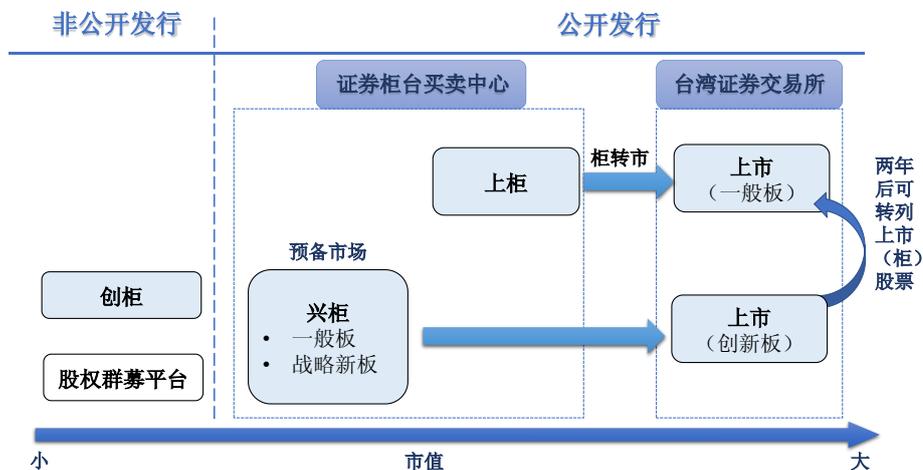
## 七、资本市场：受益于电子产业发展和宽松政策，近年来股市表现较好

台湾地区现有台湾证券交易所（简称：台交所）和证券柜台买卖中心（简称：柜买中心）两个重要的基础设施平台，较早形成了多层次多品种的资本市场体系，为电子信息产业发展繁荣提供了重要条件。

### 1、市场结构

台湾地区的资本市场具有定位鲜明、功能互补的层次结构。从1962年台交所成立，到1988年设立柜买中心上柜市场，再到2002年、2014年先后在柜买中心划分出兴柜市场、创柜市场两个新的层级，台湾地区基本形成了由“台交所主板上市市场—柜买中心上柜市场—柜买中心兴柜市场、创柜市场”构成的多层次资本市场体系。对标A股，可以简单理解为主板—创业板—新三板<sup>1</sup>。2020年起台湾地区推行资本市场蓝图计划，在台交所和柜买中心原有层级基础上又增设了台湾创新板和战略新板两个新板块，以此对标A股的科创板 and 北交所。创新板和战略新板主要服务于六大核心战略产业（类似于大陆的战略新兴产业），上市条件中未设盈利标准。其中创新板以市值为核心，辅以营业收入等量化指标，有市值15/30/40亿元新台币三套标准，约人民币4/7/9亿元，与北交所标准市值要求相似；战略新板上市条件更宽松，仅须经2家以上辅导证券商书面推荐，并指定其中1家证券商为主办券商。截止2021年底，台交所上市公司959家，上柜公司788家，兴柜公司296家，创柜公司91家，合计2134家企业。

图表45：台湾多层次资本市场基本结构



资料来源：台湾证券交易所、粤开证券研究院整理

### 2、市场表现

其一，股价、市值、交易量连创历史新高。2021年底，台交所上市公司总市值达56.28万亿元新台币，约人民币12.95万亿元，与创业板量级相近（同期14万亿元），较2020年上涨25.34%。成交值达95.52万亿元新台币，全球交易所排名第8，上市股票平均日成交值3782.38亿元，同比增加102.98%，属于高流动性市场，换手率提高至

<sup>1</sup> 这里为了方便理解采用简单对标，实际上创柜市场针对非上市公众公司，不可以进行公开发，更贴近目前的新三板创新层和基础层，而兴柜市场是一个预备板，针对的是要登录台交所/上柜市场的上市公众公司，可以进行公开发，更类似曾经新三板的精选层。



176.61%，为十二年来新高。上柜股票总市值 5.78 万亿元，日均成交金额 830.98 亿元，创历史新高。

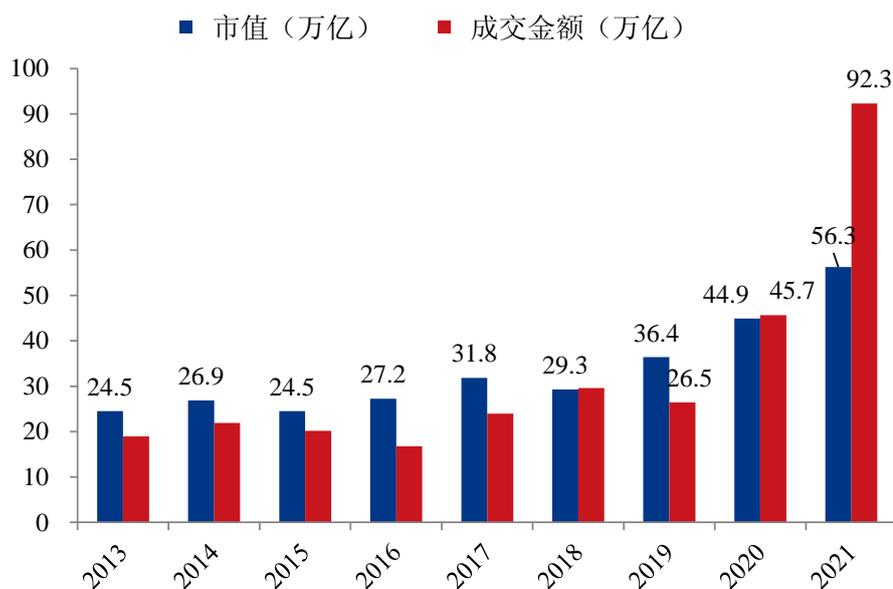
2021 年，台股加权指数从 14000 点左右突破 18000 点，年底报收 18218.84 点，全年涨幅 23.66%，已连续三年涨幅超过 2 成，累积涨幅 87.29%；柜买指数全年上涨幅度达 29.03%，创下近 21 年来的新高点。

图表46：2021 年台交所、柜买中心基本情况

| 交易所  | 指标                | 2021 年  | 2020 年  | 变动      |
|------|-------------------|---------|---------|---------|
| 台交所  | 上市公司数量（含创业板）      | 959     | 948     | 1.16%   |
|      | 上市公司市值（万亿元新台币）    | 56.28   | 44.90   | 25.34%  |
| 柜买中心 | 上市公司日均成交金额（亿元新台币） | 3782.38 | 1863.44 | 102.98% |
|      | 上柜企业数量            | 788     | 782     | 0.77%   |
|      | 兴柜企业数量（含战略新三板）    | 296     | 253     | 17%     |
|      | 创柜企业数量            | 91      | 87      | 4.60%   |
|      | 上柜市值（万亿元新台币）      | 5.78    | 4.35    | 32.86%  |
|      | 兴柜市值（万亿元新台币）      | 1.12    | 0.75    | 49.94%  |
|      | 上柜日均成交金额（亿元新台币）   | 830.98  | 493.35  | 68.44%  |
|      | 兴柜日均成交金额（亿元新台币）   | 52.49   | 20.65   | 154.19% |

资料来源：台交所、柜买中心、粤开证券研究院整理

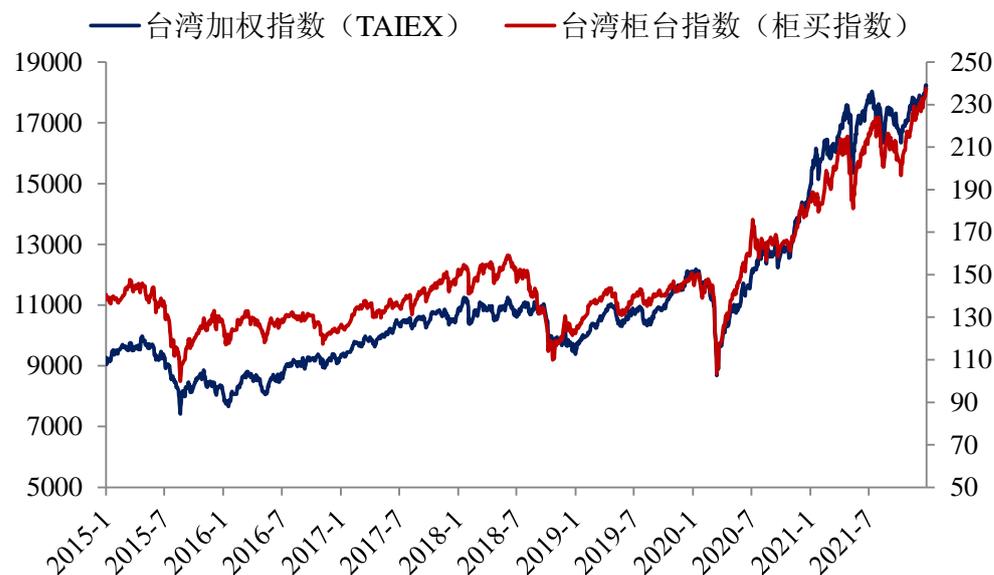
图表47：2021 年台交所上市公司市值、成交持续走高



资料来源：台湾证券交易所、粤开证券研究院整理，注：单位为新台币



图表48：TAIEX、柜买指数屡创新高



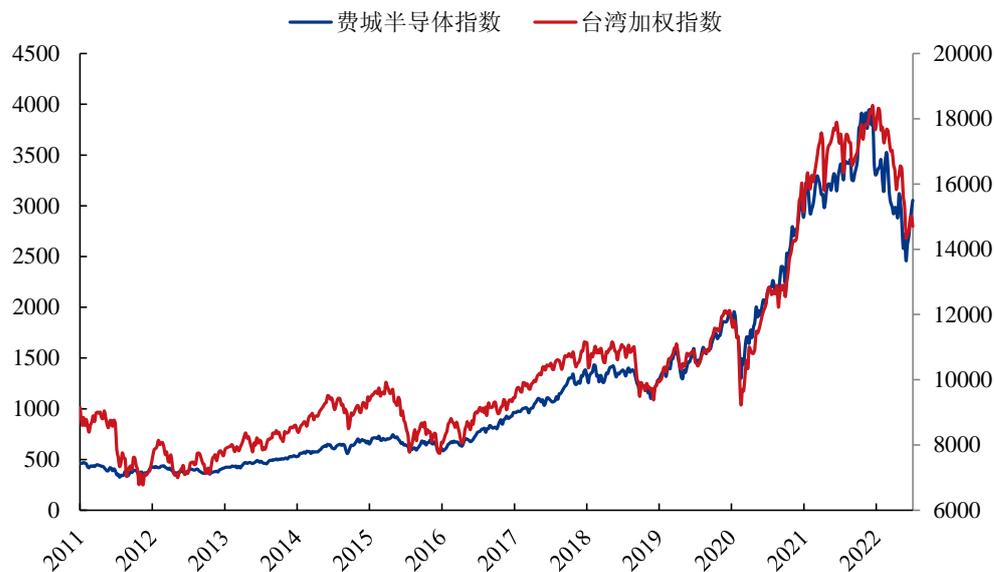
资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

**其二，股利收益率较好，市盈率偏低。**2021 年台股现金股利收益率为 2.56%，显著高于上海、纽约、香港等市场，属于全球范围内投资报酬率较高的市场。市盈率 14.94 倍，而同期韩国、新加坡、伦敦等平均市盈率约为 12.72~14.29 倍，香港、上海、日本、纽约、纳斯达克、深圳为 15.06~33.03 倍。

**其三，股价强势背后是近年来电子信息产业的红利。**1990 年台交所 199 家上市公司市值 2.7 万亿元新台币，传统产业与金融占比超 9 成，伴随着台湾电子厂商崛起并跻身全球供应链，2000 年电子产业市值占比达到 55%，目前已超过 60%。**粗略的看，当前台股市场非常接近一个大号的苹果公司影子股，台湾加权指数与费城半导体指数高度相关。**疫情后，台湾经济表现出较强韧性，电子、半导体等优势产业得到充分展现，叠加相对宽松的利率环境，带动股市上行，市值、成交排名居前的企业多数属于相关行业。其中不乏全球第一大晶圆制造厂台积电（占全球芯片代工量近 60%）、全球第一大电子工厂鸿海、全球第一大手机晶片商联发科、全球第一大 IC 载板厂欣兴等。整体看，台股上市公司 2021 年全年营收达 38.24 万亿元新台币，较 2020 年增加 15.60%，获利连续两年大幅成长，2021 年税前净利突破 5 万亿元新台币，创历史新高。



图表49：台湾加权指数与费城半导体指数走势高度趋同（周频数据）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表50：2021年台交所成交最活跃的股票多集中在电子信息行业

| 排名 | 2021年台股成交前10股票 |      |             |            |       |       | 2021年A股成交前10股票 |            |
|----|----------------|------|-------------|------------|-------|-------|----------------|------------|
|    | 股票代码           | 股票名称 | Wind 二级行业   | 成交额（亿元新台币） | 折人民币  | 占比    | 股票名称           | 成交额（亿元人民币） |
| 1  | 2603           | 长荣海运 | 运输          | 70450      | 16220 | 7.63% | 贵州茅台           | 19842      |
| 2  | 2330           | 台积电  | 半导体与半导体生产设备 | 54708      | 12596 | 5.93% | 隆基绿能           | 18241      |
| 3  | 2609           | 阳明海运 | 运输          | 53836      | 12395 | 5.83% | 比亚迪            | 17877      |
| 4  | 2615           | 万海   | 运输          | 33536      | 7721  | 3.63% | 东方财富           | 17746      |
| 5  | 2303           | 联电   | 半导体与半导体生产设备 | 28180      | 6488  | 3.05% | 宁德时代           | 16704      |
| 6  | 2454           | 联发科  | 半导体与半导体生产设备 | 18484      | 4256  | 2.00% | 五粮液            | 15599      |
| 7  | 3481           | 群创光电 | 技术硬件与设备     | 14755      | 3397  | 1.60% | 天齐锂业           | 15088      |
| 8  | 2317           | 鸿海   | 技术硬件与设备     | 13753      | 3166  | 1.49% | 北方稀土           | 13929      |
| 9  | 3037           | 欣兴电子 | 技术硬件与设备     | 12987      | 2990  | 1.41% | 中国平安           | 12084      |
| 10 | 3545           | 敦泰   | 半导体与半导体生产设备 | 12214      | 2812  | 1.32% | 赣锋锂业           | 11885      |

资料来源：台交所、Wind、粤开证券研究院整理



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,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或期权交易,也可能为这些公司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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)