

中信证券研究部

核心观点



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



联系人：徐广鸿



联系人：周家禾



联系人：王一涵

疫情后宽松的流动性环境下，制造业设备更新换代需求强劲，全球有望开启新一轮朱格拉周期。我们复盘 20 世纪 80 年代的一轮全球朱格拉周期，日本制造业脱颖而出。对比当前中国所处的时代背景，尽管经济增长、人口、城镇化率、对外贸易以及外部环境均较为相似，但相较彼时的日本，中国坐拥庞大的人口基数和丰沛的区位优势，城镇化率和人均 GDP 仍有较大的提升空间，我们持续看好中国高端制造业在“外需稳定，内需强劲”背景下的长期业绩成长能力。国产化是中国不同于日本的另一驱动，中国制造迈向“中国智造”。受益此轮全球朱格拉周期下中国企业的 CAPEX 周期，中国高端制造已在多个品类竞争优势持续提升，我们看好国产替代逻辑下的半导体设备、光伏与新能源设备、工业机器人、医疗器械以及全球出口份额持续提升的消费电子、化工新材料以及小家电等。

■ 从日本“产业升级”看中国制造：“日本制造”在 20 世纪 80 年代前后，异军突起，其背景是两次石油危机带来的“滞胀”后，全球迎来一轮近十年的朱格拉周期，在此轮全球产业链和贸易重构的周期里，日本跃升为全球第二大经济体。二战后的日本百废待兴，“国民收入倍增”计划造就了彼时日本经济的黄金年代，其中钢铁、汽车、造船和家电成为日本四大支柱产业。落后产能去化目标在此阶段得以实现后，日本经济增长从高速发展进入稳定期，同时制造业产业逐渐向高附加值产业转型，以出口导向型为基石的经济发展模式推动日本出口份额在 80 年代中期超越美国，半导体、精密仪器、电子计算机等产品远销海外。日本制造的快速崛起撼动了美国彼时的霸主地位，美、日间摩擦逐渐从贸易战转向金融战，1985 年“广场协议”后，宽松的货币政策使得日本的资产、房地产泡沫化加剧，最终在央行加息后快速破裂，在随后的三十年时间里日本经济经历了“失去的三十年”。

■ 疫情后，在宽松的流动性环境下，制造业设备更新换代需求强劲，中国出口份额进一步抬升。我们认为，在新一轮全球化的朱格拉周期下，中国当前面临与 80 年代日本相似的宏观、人口、政策、发展模式和外贸地位，但我们认为中国并不会经历“失去的三十年”：（1）长期经济增速中枢下移，但中国人均 GDP/美国人均 GDP 远低于 80 年代日本人均 GDP/美国人均 GDP，国民收入仍有较大的提升空间；（2）从单独二胎到全面二胎，再到放开三胎，庞大的人口基数和丰沛的本土资源优势，终端需求呈现出更加多元化，有望实现真正意义上的“内循环”；（3）城镇化率较彼时的日本仍有 10 个百分点的提升空间，工业化进程和制造业转型升级远未结束；（4）对外贸易依存度持续下滑，2021 年前 5 个月对美国出口金额占比仅 16.7%（1985 年日本出口美国金额占比超过 35%），在面对摩擦时中国具有一定的话语权。

■ 国产化是中国不同于日本的另一驱动，中国制造迈向“中国智造”，高端制造全球竞争力稳步提升，长期成长空间广阔。外需：后疫情时代，新一轮朱格拉周期启动有望带动欧美等发达经济体设备更新换代需求持续增长。中国近年来产业转型升级初见成效，科技创新赋能，中国制造企业研发支出占比稳中有升，工程师红利并未完全退潮的同时，单位产值已逐渐逼近欧美发达经济体水平。从全球范围来看，充分竞争的朝阳产业（包括半导体设备、集成电路、面板、储能器、自动化设备等高端制造品类）的全球出口份额持续提升，竞争力逐渐显现。内需：2021 年作为“十四五”的开局之年，在“大循环”的新格局下，国民经济建设将在扩大内需、产业链优化升级和新型城镇化建设等方面展开，在“锻长补短”的产业升级框架下为我国战略性新兴产业的优化升级保驾护航，在关系到国家安全的领域做到核心基数的安全、自主、可靠。

■ 历史上补库周期与朱格拉周期的开启存在一定的关联性，而资本开支增速向上

则为未来盈利的成长性提供了较强的支撑。以史为鉴，具有稳定盈利能力的高端制造业通过持续的资本开支有能力穿越周期，在资本市场同样表现优异。2020 年 MSCI China 成份股剔除金融和石油石化后整体 CAPEX 增速达到 8.3%，其中光伏及锂电设备、动力电池、医疗器械、半导体、化工新材料等高端制造业 CAPEX 明显提速，龙头公司未来 3-5 年中长期盈利成长性料将得到进一步验证。同时疫情加速了中国制造业部分过剩产能的快速出清，行业规模持续增长下，龙头集聚效应明显，中长期盈利能力持续改善。因此在充分考虑到估值和业绩的匹配合理性，我们看好“十四五”框架下国民收入提升，“内需强劲，外需稳定”的高端制造赛道，包括半导体、光伏及锂电设备、医疗器械、动力电池、军工、化工新材料以及小家电板块的长期成长能力。

■ **风险因素：**中美摩擦激化；国内信用环境恶化；新兴市场风险失控，出现大幅资金流出。

目录

从“国民收入倍增”计划到日本高端制造的崛起	2
阶段Ⅱ：国民收入倍增计划推动日本经济复苏，出口导向型经济助力快速崛起	2
阶段Ⅲ：“里根经济学”与日本“外向型经济”	3
阶段Ⅳ：贸易战加剧，“广场协议”后日本经济“失去的三十年”	7
以史为鉴，求同存异	9
宏观：人口红利拐点出现，城镇化率仍有提升空间	9
经济发展模式：从外需主导向内需主导的过程，中国话语权更强	11
政策：稳健的货币政策下资产泡沫化程度较低	13
从中国制造的全球竞争力看“中国智造”的长期成长	14
外需：后疫情时代，中国优秀制造业加速出口替代	15
内需：“十四五”开局之年，国民经济建设聚焦“扩大内需”	20
挖掘穿越周期的“中国智造”	23
穿越周期，日股 50 年“十倍股”的特点	23
从本轮 CAPEX 周期挖掘中国成长制造的优质资产	28
风险因素	31

插图目录

图 1：全球新一轮朱格拉周期有望开启（设备投资同比增速（%））	1
图 2：日本城镇人口数量和城镇化率	3
图 3：日本各产业产值占 GDP 的比重（%）	3
图 4：日本长期经济增速中枢在 70 年代出现明显下移	4
图 5：美国进口原油价格（美元/桶）	4
图 6：美国、日本 CPI 在上世纪 70 年代波动较大（%）	4
图 7：日本央行贴现率（%）	5
图 8：日本与美国汽车产量（万辆）	5
图 9：日本分产业产值增速（%）	6
图 10：日本进出口情况	6
图 11：日本 GDP 与贸易差值	6
图 12：日本出口产业景气度指数	6
图 13：日本出口分地区占比（%）	7
图 14：日本出口分产品占比（%）	7
图 15：美国 20 世纪贸易差额情况（十亿美元）	7
图 16：美国 20 世纪财政盈余情况（十亿美元）	7
图 17：二战后美日贸易摩擦细则	8
图 18：美元兑日元汇率	9
图 19：日股在 90 年代大幅跑赢美股	9
图 20：中、美、日三国 GDP	10
图 21：中、美、日三国人均 GDP	10
图 22：中国、日本劳动力人口占比（%）	10

图 23: 中国、日本人口老龄化情况	10
图 24: 中国城镇化率与发达国家相比仍有较大的提升空间	11
图 25: 中国出口全球主要国家占比 (%)	12
图 26: 全球主要国家货物出口占比 (%)	12
图 27: 日本对外直接投资规模 (百万美元)	12
图 28: 美国联邦财政盈余 (十亿美元)	13
图 29: 美国贸易差额 (十亿美元)	13
图 30: 美元兑人民币	14
图 31: 美元指数	14
图 32: 新兴市场国家制造业 PMI	15
图 33: 发达国家制造业 PMI	15
图 34: 不同类型行业价值分类	16
图 35: 2017 年全球产业价值链资本化支出占比 (%)	17
图 36: MSCI China 二级行业无形资产占营收比重 (截至 2020 年年报)	17
图 37: 全球主要贸易品类出口集中度和增速	19
图 38: 2016-2020 年中国在全球出口份额变化和出口产值增速	19
图 39: 中国 2020 年出口品类全球份额排名分布	20
图 40: 美国 2020 年出口品类全球份额排名分布	20
图 41: 全球主要经济体贸易依存度变化	21
图 42: 全球主要经济体国民总储蓄率 (%) 变化	22
图 43: 中国城镇居民人均可支配收入和消费性支出 (元)	22
图 44: 经济高速增长期日本重工业股价表现较好	23
图 45: 产业转型期日本科技和高端制造股价表现较好	23
图 46: 穿越周期下的日本行业股价表现	24
图 47: 1973-2021 年日经 225 成份股“十倍股”分布	24
图 48: 日本部分龙头公司股价表现 (%)	24
图 49: 日本部分龙头公司 ROIC (%)	25
图 50: 涨幅靠前的日股整体毛利率水平	25
图 51: 中国集成电路进出口情况 (亿美元)	26
图 52: 中国半导体设备进出口情况 (亿美元)	26
图 53: 2019 年全球机器人安装量 (分市场, 千台)	27
图 54: 2010-2019 年机器人销量情况 (分市场, 千台)	27
图 55: 2019 年全球主要国家制造业机器人密度 (台/万人)	27
图 56: MXCN 整体 CAPEX 与净利润增速 (%)	28
图 57: MXCN 整体 ROE 与 ROIC	28
图 58: MSCI China 各细分赛道 CAPEX 与净利润未来三年复合增速	29
图 59: MSCI China 各细分赛道 ROE 与营收未来三年复合增速	29
图 60: 电子板块资本开支和盈利增速预测	30
图 61: 光伏、新能源板块资本开支和盈利增速预测	30
图 62: 化工新材料、建材板块资本开支和盈利增速预测	30
图 63: 通信设备、军工板块资本开支和盈利增速预测	30

表格目录

表 1: 战后日本经历的四个发展阶段	2
--------------------------	---

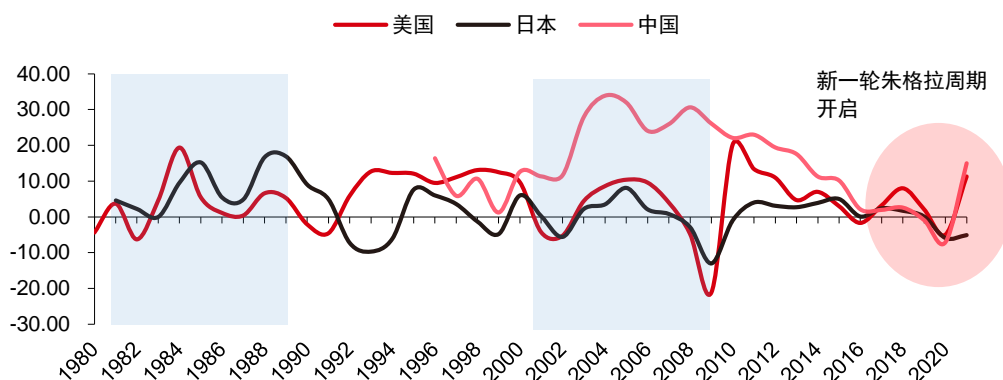
表 2：日本国民收入倍增计划.....	2
表 3：2021 年全球主要经济体工业增加值（预测）	15
表 4：单位劳动力产值（美元/人）	18
表 5：“十四五”期间有望推出的相关政策.....	21
表 6：碳达峰、碳中和发展路径.....	22
表 7：日本与中国半导体产业发展对比	25
表 8：公司筛选结果	30

后疫情时代，全球经济重启有望造就新一轮朱格拉中周期，受疫情影响，欧、美、日等发达国家在 2020 年经历了长时间的停工停产，全球制造业快速清除过剩产能，叠加海外主要发达国家仍较为宽松的货币政策和拜登提出的“四万亿”基建计划，制造业企业迎来设备购置和全球供应链再布局的黄金时期。在疫情的冲击之下，全球产业链竞争进一步加剧，尤其是近年来新一轮信息技术革命更加速了主要国家对全球供应和贸易的重构。

朱格拉周期是法国经济学家朱格拉于 1862 年提出，旨在描绘一个 8-10 年的由设备更替和资本投资驱动的经济周期。具体来说，当某一时期工业企业开始集中进行设备的更新换代（表现为私人企业设备投资增大）时，全社会固定资产投资加速，推动整体经济景气度持续上行。

设备投资增速往往作为判定朱格拉周期开启的标志。后疫情时代，全球范围基建投资加速了企业对设备更新换代的需求，2021 年一季度，中国、美国设备投资增速同比均呈现双位数增长。但从历史上来看，相较美、德、日等国家，中国在过去 20 年并没有出现典型德朱格拉周期，人口红利、贸易红利、金融周期等更强的因素掩盖了设备更替的周期。

图 1：全球新一轮朱格拉周期有望开启（设备投资同比增速（%））



资料来源：Wind，中信证券研究部

二战后，全球经历了比较明显的几轮的朱格拉周期，其中上世纪 70 年代的两次石油危机使得全球经济陷入“滞胀”，时任美国总统里根奉行的“双赤字”战略推动 80 年代初全球迎来了朱格拉周期，而在此轮全球产业链和贸易重构的十年周期里，日本制造业的崛起无疑是最为亮眼的。日本先后实现了从低附加值产业向高附加值产业的快速转型，同时立足出口的发展战略也使得日本迅速在 70-80 年代抢占了全球制造业价值链的中高端环节。

改革开放以来，中国同样采取以出口为导向的“外向型经济”，进入到 21 世纪，工业化进程加速使得城镇化率快速提升。但金融危机后，长期宏观经济增速中枢下移，劳动力人口占比出现拐点，人口红利消失，老龄化加剧。在这样的背景下，中国同样迎来以高附加值的精密仪器、设备等为主的产业升级，尤其是近年来中美贸易摩擦加剧，在以内循环为主的环境下，“十四五”规划也首次提出强化国家战略力量在科技创新过程中扮演的角色。我们认为金融危机后的中国，无论从 GDP、工业化和城镇化发展、对外贸易、人口等多种指标都与彼时的日本相类似，因此我们在本文中，借由上世纪 60 年代实行“国民收入倍增”计划后的日本，对比当前中国经济发展的异同点，寻找在此轮全球性朱格拉周

期下中国制造的长期成长亮点。

■ 从“国民收入倍增”计划到日本高端制造的崛起

二战后的日本，产业迎来快速转型。其中上世纪 50 年代至 90 年代的日本是经济高速成长的时期。50 年代日本重建的工业体系支撑了后续 20 年工业化的推进，告别战争，日本经济经历了四个发展阶段。

表 1：战后日本经历的四个发展阶段

时间	发展阶段	主要产业
阶段 I（二战后-1957 年）	经济恢复	轻工纺织
阶段 II（1958-1970 年）	高速增长，重工业蓬勃发展	钢铁、汽车、家电、造船
阶段 III（1971-1990 年）	低速稳定增长，产业结构重构	精密仪器、半导体、电子计算机
阶段 IV（1991 年至今）	经济泡沫破裂，陷入衰退	消费、医疗保健

资料来源：日本财务省，中信证券研究部

阶段 II：国民收入倍增计划推动日本经济复苏，出口导向型经济助力快速崛起

20 世纪 60 年代，日本政府制定了长达十年的“国民收入倍增计划”，以推动 1961-1970 年的经济发展。该计划始于 1957-1958 年的经济萧条，其中经济增长存在的各种问题尤其是制造业产能过剩等问题被集中暴露出来。

按照计划要求，十年间日本国民生产总值和人均国民收入都要实现翻倍增长，即年均增长率应达到 7.2%，而最终目的则是提高日本国民的生活水平，实现国民经济发展与居民生活进步的协同并举。从结果的角度来看，在此计划实施期间，日本主要经济指标均实现了计划制定的目标，可以说国民收入倍增计划在一定程度上造就了彼时日本经济的黄金年代。

表 2：日本国民收入倍增计划

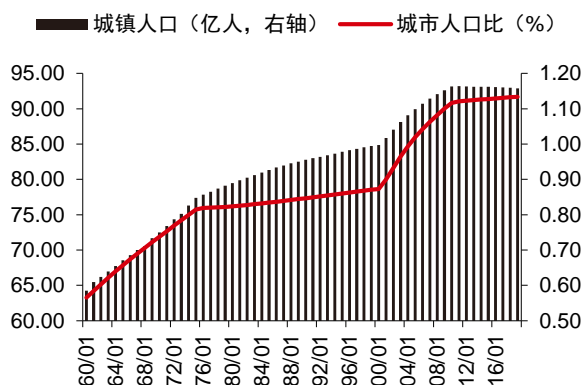
	国民收入倍增计划		实际结果	
	目标水平	年增长率 (%)	实际水平	年增长率 (%)
总人口 (万人)	10222	0.9	10372	1.0
就业人口 (万人)	4689	1.2	5094	1.5
国民生产总值 (1958 年度价格, 亿日元)	260000	7.8	405812	11.6
国民收入 (同上)	213232	7.8	328516	11.5
人均国民收入 (1958 年度价格, 日元)	208601	6.9	317678	10.4
人均个人消费 (同上)	151166	7.6	204079	9.4
第一产业	10.1%	/	7.4%	/
第二产业	38.6%	/	38.5%	/
第三产业	51.3%	/	54.1%	/
出口额 (通关, 亿美元)	93.2	10.0	202.5	16.8
进口额 (同上)	98.9	9.3	195.3	15.5

资料来源：《日本通商产业政策史》（日本通商产业省），中信证券研究部

在国民收入倍增计划的刺激下，日本实现了落后产能去化的目标。二战后，日本的城镇化经历了从快速发展到调整、再到稳定的不同阶段。从城市化的角度来看，在国民收入倍增计划实施期间，日本的城镇人口数量由 1960 年的 5900 万提升至 1970 年的 7500 万人，同时城镇化率也由 63.3% 提升至 71.9%。而其中工业化的快速发展则是城市化高速增长的核心驱动力。

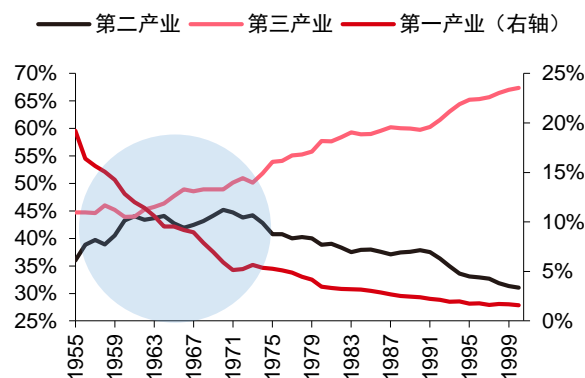
1955-1975 年间，日本制造业和工业增加值均以 10% 以上的年复合增速实现快速发展，同时明显高于这二十年时间里实际 GDP 增速（7% 左右）。快速工业化创造了大量劳动力需求，城市劳动力市场偏紧，工资水平提高，推动农村人口涌向城市。日本 1955-1975 年间工业就业人数累计增幅接近 90%，而同期农业的就业人数累计减少超过 50%。工业就业人数的增加体现到人均收入的提升，刺激内需的同时，也促进了消费产业的发展，日本在 60 年代末成为资本主义世界仅次于美国的第二大经济体，其中钢铁、汽车、造船和家电成为日本的四大支柱产业。

图 2：日本城镇人口数量和城镇化率



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 3：日本各产业产值占 GDP 的比重（%）

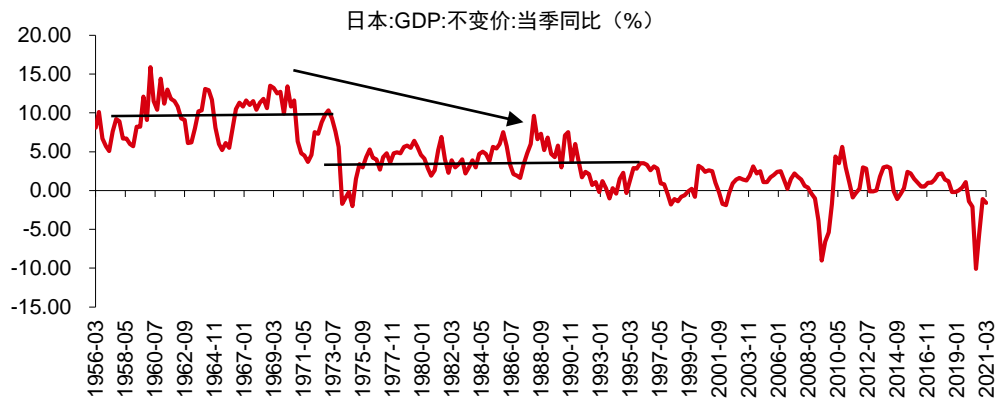


资料来源：CEIC，中信证券研究部

阶段 III：“里根经济学”与日本“外向型经济”

进入 70 年代，日本经济迎来转型的关键时期，长期宏观经济增速下移。70 年代初和中后期的两次国际性质的石油危机使得全球主要国家通胀水平快速上行，同时日本出现了二战以来的首次 GDP 负增长，长期宏观经济增速中枢从 6% 下滑至 2% 左右。

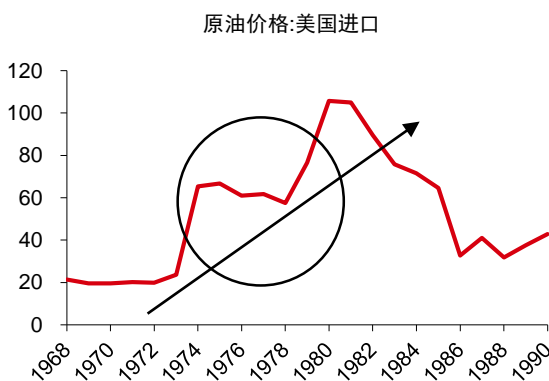
图 4：日本长期经济增速中枢在 70 年代出现明显下移



资料来源：Wind，中信证券研究部

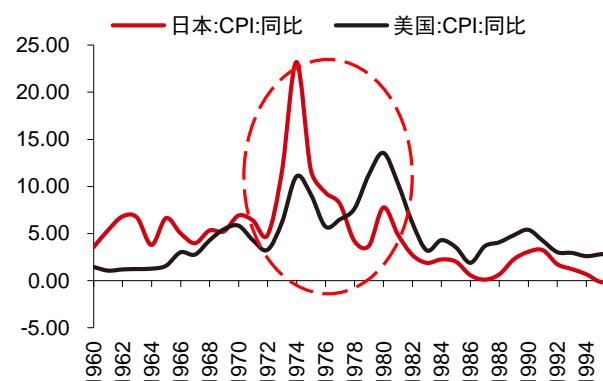
彼时世界两大经济体美国和日本的 CPI 分别在 1974 年和 1980 年先后冲高，其中日本 CPI 同比增速更是在 1974 年同比突破 20%。1973 年 10 月，石油输出国组织宣布石油禁运，暂停出口，70 年代两次石油危机分别导致美国进口原油实际均价从 1973 年的 23.65 美元/桶提升至 1974 年的 65.35 美元/桶。受石油价格的快速上涨影响，居民消费支出也受到了一定程度的拖累，美国、日本等发达国家经济快速下滑。

图 5：美国进口原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：美国、日本 CPI 在上世纪 70 年代波动较大（%）



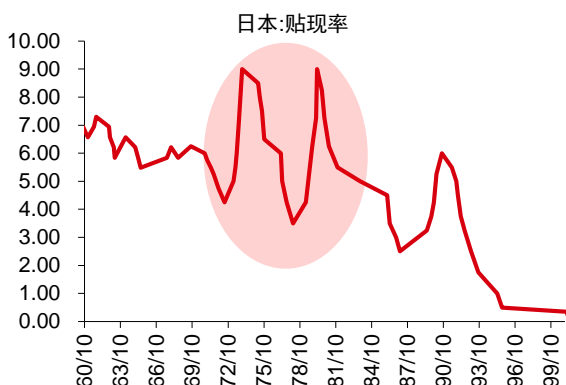
资料来源：CEIC，中信证券研究部

70 年代初期，为了应对石油价格快速上行带来的通胀压力，日本政府采取紧缩的货币政策。日本央行在 1973 年内先后多次上调贴现率从 4.25% 至 9.0%，同时期美联储同样通过加息的方式来应对快速上行的通胀压力。到了 70 年代中后期，美联储新任主席保罗沃克尔不仅通过价格调控，同时推出了信贷管控的措施，1977 年美联储通过法案并提出保持货币和信贷总量的长期增长，使其与增加的经济长期潜力相称。而我们判断这与后疫情时代中国央行在 2021 年工作会议中提出的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”基本一致。

另一方面，国际能源价格在一定程度上给日本此前的钢铁、石油化工等支柱产业造成

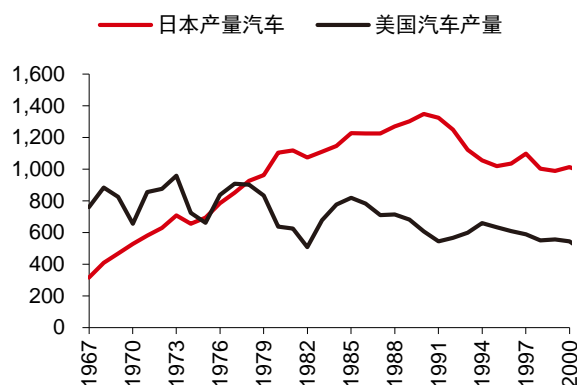
了较大的成本压力，70 年代中后期，日本政府逐渐开始产业结构的调整，将产业重心由资本和能源密集型产业转向能耗较少的技术密集型产业。半导体、科技电子、计算机等高新技术产业在彼时的美、日均迎来蓬勃发展。不仅如此，日本汽车等制造业在 70 年代中期把握红利，通过生产小型节能型汽车快速抢占全球市场份额，在 1979 年前后便超过美国成为全球第一大汽车生产国，其中 1978、79 年日本汽车产量分别达到 927 和 964 万辆（BEA 估算，同时期美国汽车产量分别为 903 和 832 万辆）。

图 7：日本央行贴现率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：日本与美国汽车产量（万辆）

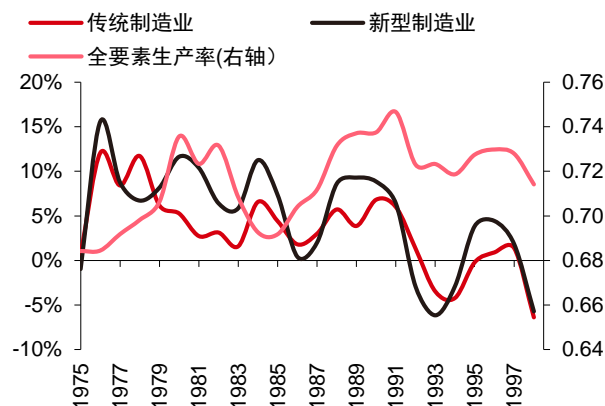


资料来源：Wind，BEA，中信证券研究部

尽管宏观经济长期增长中枢在 70 年代的日本开始逐渐下移，但彼时的日本推行“出口导向型”经济，重点发展煤炭、钢铁、造船、汽车等产业，劳动密集型产品大量出口。在这样的背景下，日本成为世界上最主要的贸易顺差国。同时由于成本端优势，日本制造业相对全球的竞争优势也在 70 年代中后期得到不断加强，逐渐形成以“传统制造+新型成长制造”双轮驱动的发展模式。在制造业产业结构跃迁的同时，技术进步使得不同生产要素在产业之间形成再配置，新型制造业的快速发展带动全要素生产率（TFP）增速逐渐上升。

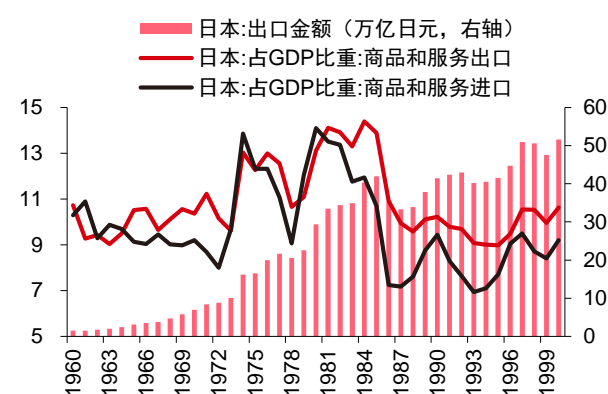
从结果来看，“出口导向型”政策在上世纪 70-80 年代的日本取得重大成功，外贸规模持续增长，1985 年日本全年出口金额达到 41.95 万亿日元，创造了二战以来的最高纪录。同时出口占比也从 1960 年的 10.7% 提升 3.7pcts 至 14.4%（1984 年），贸易顺差则在 70 年代中后期不断扩大并始终维持在 10 万亿日元左右。

图 9：日本分产业产值增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

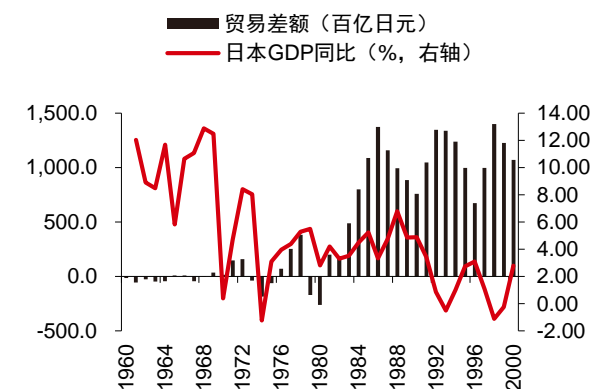
图 10：日本进出口情况



资料来源：CEIC，中信证券研究部

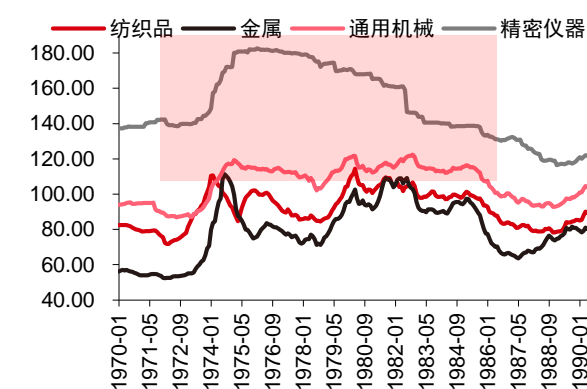
构成日本在彼时经济腾飞和产业转型的背后原因，一方面是日本在 60 年代推出的“国民收入倍增计划”，在清除了部分过剩产能的同时也加快了本国工业化进程。人口红利迎来拐点，产业政策不断出台，1980 年日本政府提出“科技立国”对工业结构进行全面调整，资本密集型的传统产业部门完全让位于技术密集型新兴们。逐渐形成从以纺织服装、钢铁、石油石化等为主的传统制造业转向以精密仪器、通用机械、电子计算机等为主的新型制造业出口。尤其是以通用机械、精密仪器为代表的高端制造业景气度持续上行。

图 11：日本 GDP 与贸易差值



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：日本出口产业景气度指数



资料来源：CEIC，中信证券研究部

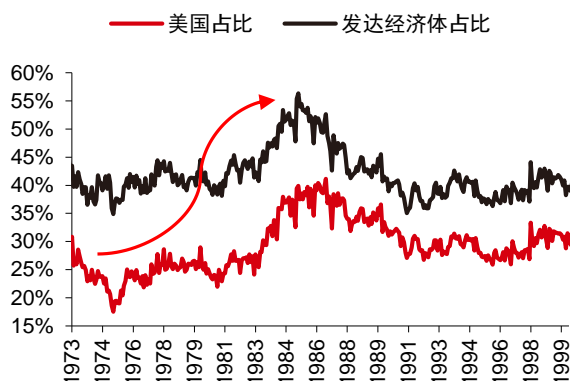
另一方面，日本在 80 年代中期前与美国形成的贸易盟友关系也促进了日本高端制造全球贸易份额的飙升。详细来说，80 年代前，日本依托外循环的经济发展模式带动经济大幅增长，GDP 总量在 20 世纪 60 年代末就已跃居资本主义国家第二，仅次于美国。同时尽管此后一段时间日本同样面临全球性的“滞胀”危机，但低廉的成本优势和较大的出口份额使得日本在 1975 年-1980 年期间 GDP 复合增速仍显著高于西方美国、德国、英国等国家。

“里根经济学”所推行的“双赤字”方案被当时的全球经济发展视为具有开拓性质的尝试，在放松政府对企业的限制和干预的同时，通过刺激供给、自由竞争使得美国经济复

苏。具体包括：（1）减税，将个人所得税率每年降低 10%；（2）削减联邦政府开支，减少财政赤字；（3）控制货币供应量则更年长速度，实行稳定的货币政策；（4）放宽政府对企业经营干预。而这四条内容被理解为通过减税降费或增加政府开支来刺激需求，如若国内供给无法满足需求，便加大对其他国家的进口。这样的政策框架直接导致日本作为彼时美国最大的供给国，其出口占比进一步抬升。

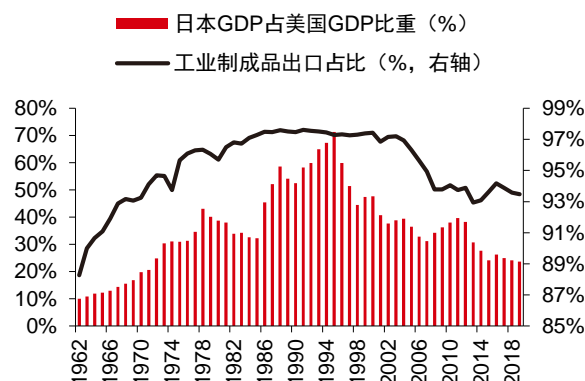
1985 年初，日本出口商品和服务中有接近 40% 的出口向美国，达到阶段性历史高位，同时出口额中发达经济体占比达到 55%。而这其中有接近 97% 的商品出口来自于工业制成品。此外，日本 GDP 自 70 年代起占美国 GDP 比重持续上行，其中在 90 年代前后甚至一度达到了 67%，出口的高景气为美国在 70-90 年代针对日本进行一系列贸易打击埋下了伏笔。

图 13：日本出口分地区占比（%）



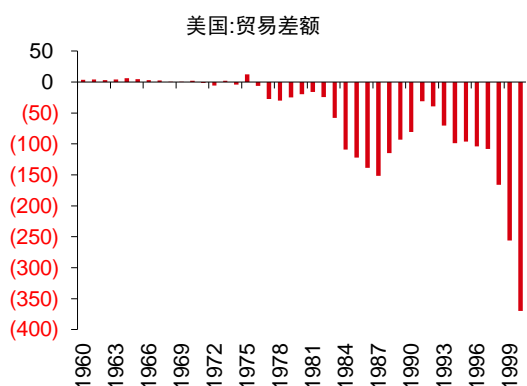
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 14：日本出口分产品占比（%）



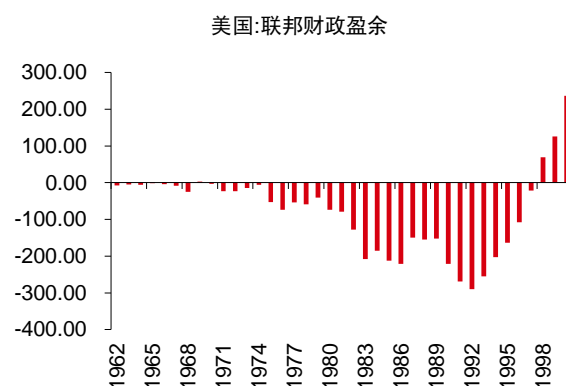
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 15：美国 20 世纪贸易差额情况（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：美国 20 世纪财政盈余情况（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

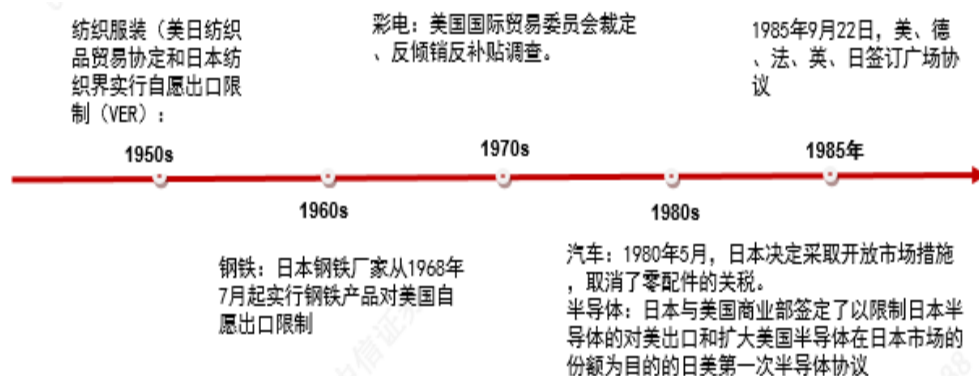
阶段Ⅳ：贸易战加剧，“广场协议”后日本经济“失去的三十年”

80 年代初期，日本制造在全球的竞争力不断提升，与德国制造并驾齐驱，反观美国出口货物在全球的份额持续下降，在一定程度上霸主地位遭到了挑战。在这样的背景下，美、

日间的贸易摩擦自上世纪 70 年代开始逐渐升级。

美国对于日本先后在 20 世纪 50 年代后的 40 年时间里进行贸易制裁，其中包括纺织品、钢铁、汽车、半导体、家电以及电信等多个行业。但行业间的贸易制裁并未对日本制造业出口份额有过大的打击，在此期间仍保持稳定的对外贸易。到了 80 年代，美国的对外贸易差额快速扩大，且由于日本是美国对外贸易逆差的主要对象国，经济的表现明显优于其他发达国家，因此对于美国的威胁最大。

图 17：二战后美日贸易摩擦细则



资料来源：Wind，中信证券研究部

广场协议签订，美日间摩擦由贸易战转向汇率战。进入到 80 年代中期，美国依托其政治地位，对日本进行超出贸易层面的打击，而其背后的原因则是 80 年代初期，日元快速贬值，资本过快流入美国市场，使得美国本土制造业面临更严重的压力。美国通过广场协议、卢浮宫协议等，将贸易制裁手段升级，从贸易战转向汇率战，逼迫日元快速升值，以此对日本制造业进行打击。

从汇率的角度来看，在“广场协议”之后的几年时间里，日本对美国的贸易顺差非但没有缩小，反而进一步扩大。同时贸易顺差的扩大使得日元继续升值，为了抵制汇率升值带来的成本压力，日本迅速进行制造产能转移和宽松的货币政策，从产业端除了高精尖的新型制造产能仍在日本本土外，其他制造业逐步转向东南亚等国家。在货币政策方面，为了应对货币升值的影响，日本央行推出货币宽松政策，其中在 1986 年一年时间内连续四次降息，然而较低的利率环境对冲了本国货币的升值压力，因此彼时日本的通胀水平相对较低，但零利率政策为日本的股市和房地产注入了较多的资金，在这段时间内日经 225 指数累计上涨超过 10 倍，大幅跑赢同时期的美股。

图 18: 美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 日股在 90 年代大幅跑赢美股



资料来源: Wind, 中信证券研究部

泡沫化的经济始终难以持续,在日本政府意识到资产价格的过度膨胀后,央行开始收缩货币政策,自 1989 年 5 月至 1990 年 8 月,日本央行先后 5 次上调基准利率,从 2.5% 提升至 6.0%。叠加 1990 年海湾战争的爆发,给日本经济造成巨大恐慌,直接导致日本长达 20 年的股市牛就此终结。

分析二战后的日本经济发展,我们认为需从辩证的角度看待,首先战后日本通过推动一系列国民收入刺激计划实现以出口为导向的外向型经济,经济高速发展,助力彼时日本逐渐成为全球第二大经济体和制造业出口大国,其次在面临 70 年代中期两次石油危机对于成本的压制,日本实现了制造业内部从低技术附加值向高技术附加值的升级换代,以半导体、电子计算机、精密仪器等为代表的高新技术产业在日本快速发展,诞生了一大批具有长期竞争优势的优秀制造业企业。

尽管日本政府在 1986 年制定了《前川报告》,旨在扩大内需、调整产业结构(淘汰落后产能)、促进进口、对外直接投资,但问题在于日本政府面对美国的贸易制裁时,日本再度参考了 70 年代紧财政、宽货币的应对方式,过于宽松的流动性使得资产泡沫化进一步加重。

■ 以史为鉴,求同存异

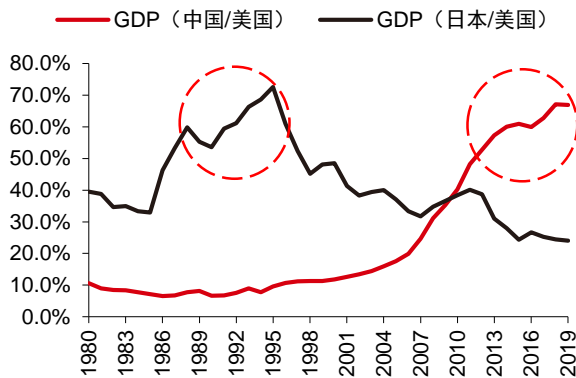
当前中国同样正经历人口红利逐渐消失、工业化进程趋于成熟,长期宏观经济增速下移的大环境下,对比 70-90 年代的日本,我们认为尽管内部和外部环境较为相似,但中国更加稳健的货币政策、坚实的制造业发展、相对较低的城镇化率以及更加强劲的本土需求,使得中国很难出现与日本“失去的三十年”相似的情况。

宏观: 人口红利拐点出现,城镇化率仍有提升空间

中国经济快速增长,已成为全球第二大经济体,中国 GDP 近年来已超过美国 GDP 的 65%,上世纪 90 年代前后,日本 GDP 占美国 GDP 的 65%以上。但不同的是,尽管中国目前已跃居世界第二,但当前的人均 GDP 仍显著低于发达国家,2019 年中国人均 GDP

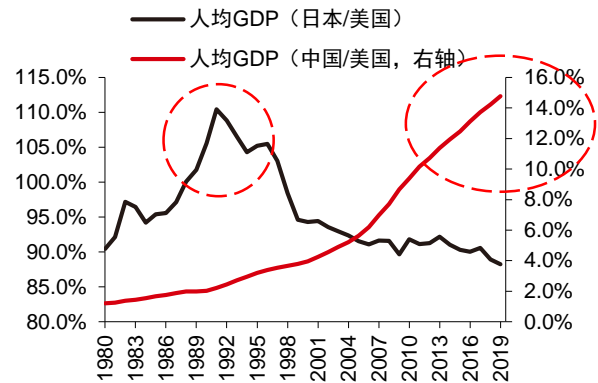
仅为同时期美国人均 GDP 的 14.8%，反观日本在上世纪 80 年代中期人均 GDP 已与美国旗鼓相当，由于消费遵循收入效应边际递减规律，彼时日本通过内需拉动经济同时对冲外需的能力明显不足。因此我们认为未来中国经济仍将保持高质量发展，人均 GDP 较发达国家有明显的提升空间。

图 20：中、美、日三国 GDP



资料来源：Wind，中信证券研究部

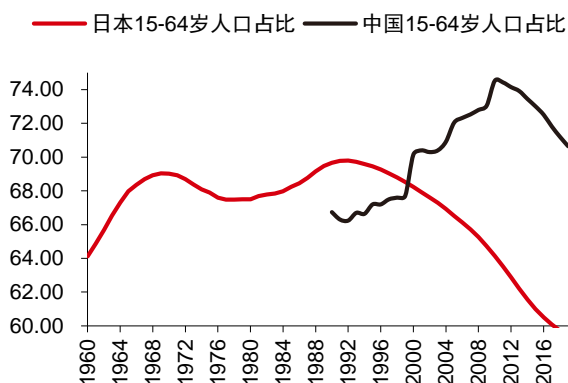
图 21：中、美、日三国人均 GDP



资料来源：Wind，中信证券研究部

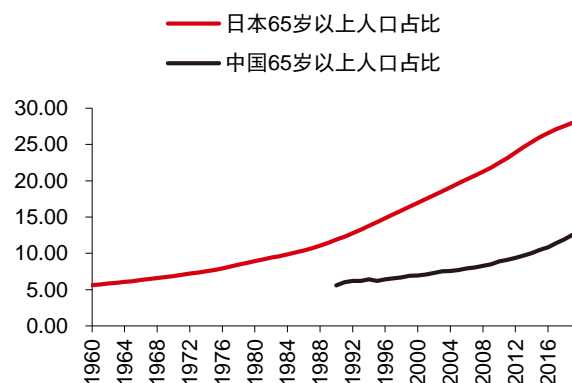
人口红利逐渐消失，老龄化加剧的中国，长期 GDP 增速中枢下移已成不争的事实。从劳动力人口占比和老龄化程度来看，当前中国的发展水平与 80-90 年代的日本相近，中国的人口红利在 2011 年出现拐点后，劳动力人口占比逐渐下滑，同时劳动力薪酬的提升也为新型制造业转型奠定了基础。

图 22：中国、日本劳动力人口占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：中国、日本人口老龄化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

长期 GDP 增速中枢下移的环境下，依靠投资端和消费端对于 GDP 的拉动也在逐渐趋于缓和，与 80 年代的日本较为相似。从总量角度来看，日本人口结构变化导致内需不足和汇率大幅波动对于出口型制造业造成的压制是 90 年代后日本制造业转型升级速度进一步放缓的主要原因。

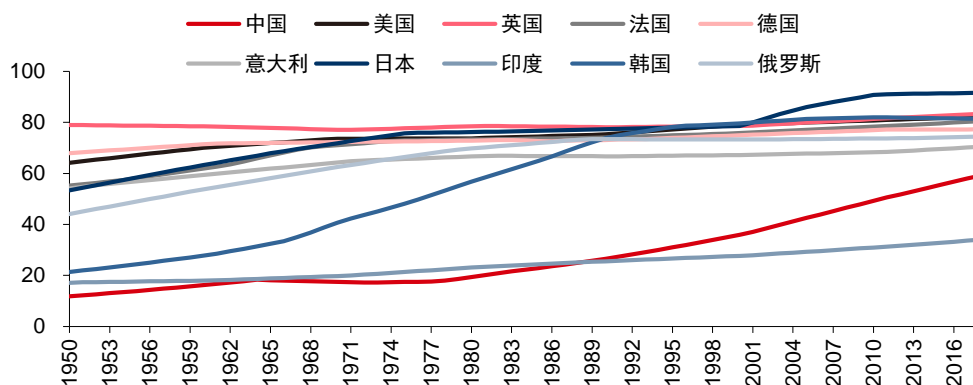
相较而言，尽管当前的中国同样面临劳动力人口占比逐渐下滑的压力，但从绝对量上仍明显高于日本劳动力人口占比的峰值（69%）。此外，从单独二胎到全面二胎，再到放

开三胎，近年来国内鼓励生育相关政策不断加码，也将有助于保持劳动力人口占比的稳定。进一步来看，中国内需市场依旧充满潜力，与彼时的日本不同，中国的人口基数庞大，区位优势明显，终端需求呈现出更加多元化，相比较来说，70-80 年代的日本终端需求较为单一。

同时正如上文中分析到的，中国当前人均 GDP 较 80 年代的日本仍明显落后，仅占同时期美国人均 GDP 的 15%，国民收入提升空间巨大，需求端仍有望持续向好。

除了宏观和人口，我国工业化进程和制造业转型升级远未结束，城镇化率仍有一定的提升空间。与转型时期的日本不同，当前中国城镇化率仍处于较低水平，根据联合国最新发布的数据显示，包括美、日、英、法、德在内的发达国家城镇化率水平平均高于 75%。尽管自改革开放以来我国城镇化率显著提升，但与发达国家相比仍有差距。对比而言，目前我国城镇化率刚超过 60%，而 1975 年日本的城市化率便已达到 76%。

图 24：中国城镇化率与发达国家相比仍有较大的提升空间



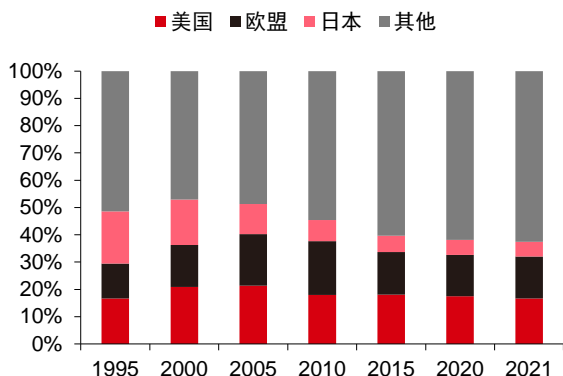
资料来源：Wind，中信证券研究部

经济发展模式：从外需主导向内需主导的过程，中国话语权更强

从经济发展模式上来看，发展初期的中国和日本均采取以外需主导型经济发展模式，中国近年来跃居全球货物出口份额位居第一，本土制造加速发展。2008 年金融危机后，全球主要发达国家纷纷采取极其宽松的货币政策，但由于本国制造业产能难以支撑流动性宽松下的强劲需求，便加大对于制造端的进口，而此时中国顺势而为，“四万亿”刺激政策下推动国内产能扩张，在这样的背景下，我国工业化加速发展，货物出口占比在 2009 年便跃居世界首位，截至 2020 年，中国货物全球出口占比达到 14.7%，而巅峰时的日本在 80-90 年代时也仅有 9.3%（1993 年）。

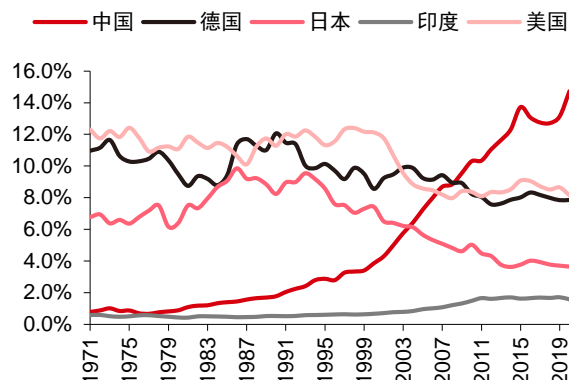
从对外贸易的依存度来看，无论是从供给端对于资源的依附程度，还是从生产端的本土产能供给，日本在 70-90 年代都始终无法摆脱对外的经济依附度。在上文中我们提到，彼时日本与美国的贸易盟友关系使得日本出口美国货物产值占日本总体出口的 35% 以上，反观自改革开放以来，尽管中国在此前一直奉行出口导向的经济发展模式，但对主要发达经济的贸易依存度不高，2021 年前 5 个月累计对美国、日本、欧盟的出口金额占比仅为 16.7%、15.4%、5.4%。因此即使在面对与美国的贸易摩擦时，依旧有一定的话语权。

图 25：中国出口全球主要国家占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

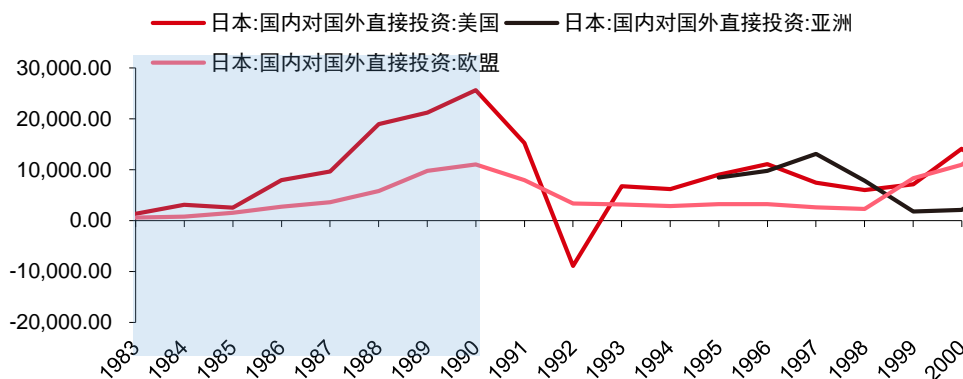
图 26：全球主要国家货物出口占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

中国对外直接投资并不高。上世纪 80 年代起的日本，由于本国资源匮乏，尽管着力于经济转型，但直接对外投资依然是主要的对外政策。从 FDI 流量来看，1983-1990 年，日本对美国直接投资复合增速达到 52.6%，总量上 1990 年当年对美直接投资接近 300 亿美元。反观中国坐拥庞大的人口基数和消费市场，尤其是在与美国的贸易摩擦中，近年来对美直接投资金额大幅下滑，2019 年全年仅 38 亿美元，远低于彼时日本的对外投资规模。因而从供给双方而言，我国均具备比 80 年代日本更加得天独厚的优势和发展国内循环的基础要素。

图 27：日本对外直接投资规模（百万美元）



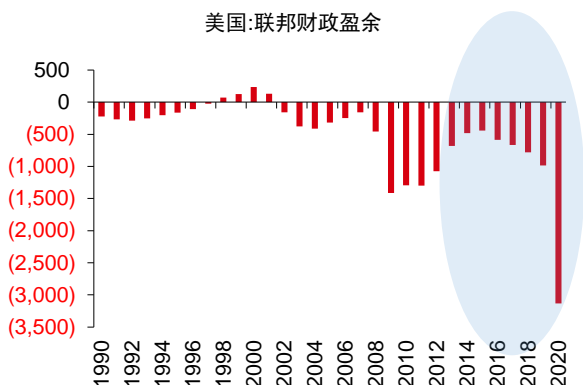
资料来源：Wind，中信证券研究部

外部环境：贸易摩擦加剧，内循环势在必行

当前中国同样面临贸易层面上较为激烈的竞争环境，尤其是 2017 年以来中美贸易摩擦不断加剧，中国与美国的贸易差额近年来亦有所扩大。2017 年特朗普政府上台后，其政策主张效仿上世纪 80 年代的“里根经济学”，无论是从减税还是放松对于企业的干预，均参考了较多彼时“里根经济学”的内容。特朗普政府同样奉行“双赤字”的财政和贸易政策，疫情以来，美国财政赤字和贸易赤字进一步扩大。但与此同时，宽松的货币政策下中国对美国的贸易差额却并没有明显拉大，我们认为相较 80 年代，里根政府为了走出“滞

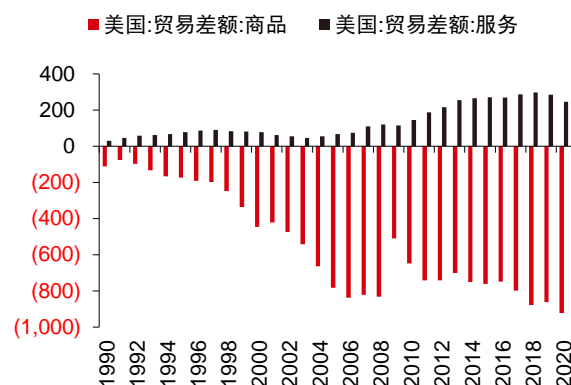
胀”所主张的转移产能扩张到其余新兴市场国家的政策，疫情之下特朗普和拜登政府先后推出的财政刺激计划并未带来明显的全球化工业、制造业产能扩张。

图 28：美国联邦财政盈余（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：美国贸易差额（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2018 年美国时任总统特朗普对中国开启贸易摩擦，同年 6 月 15 日，美国率先宣布对中国开征关税，对来自中国价值 500 亿美元包含重大工业技术的产品执行征收 25% 关税的措施，9 月 18 日，美方进一步宣布对从中国进口的价值 2000 亿美元的商品加征关税，并于 2019 年 1 月 1 日对 2000 亿清单的商品加征关税提高到 25%。

从商品种类数量的行业分布来说，美国对中国商品征税的清单主要集中在科技含量相对较高的行业，并且有意避开了对中国进口依赖度较大的行业如家具、玩具、鞋靴等。因此也可以看出美方打击中国科技含量较高的产业发展的意图明确。

当美国霸权地位再次被动摇后，中美贸易摩擦逐渐升级至其他领域。上世纪 80 年代的日本动摇了二战后美国的全球霸主地位，美国通过产业层面的贸易打击，金融战、汇率战等其他领域的降维打击使得日本经济经历了“失去的三十年”。对比当前的中美关系，短期摩擦不断，长期竞争加剧已然成为主旋律，但正如我们上文所述的，目前中国对美贸易依存度不高，直接投资金额较少，同时近年来中国逐渐实现对美国部分领域的弯道超车，但科技层面的发展仍相对落后，针对部分“卡脖子”领域的创新与发展能力成为中国未来对美话语权提升的主要驱动力。

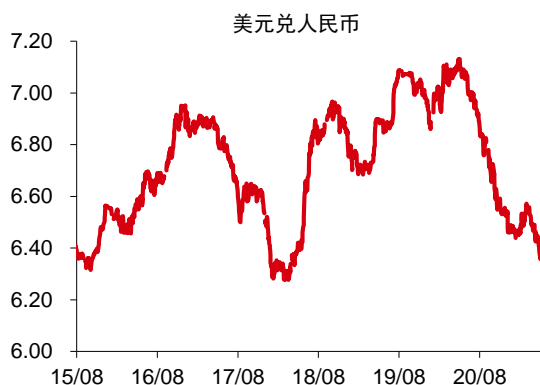
政策：稳健的货币政策下资产泡沫化程度较低

“广场协议”后，日本采取过去宽松的货币政策，不合理的政策使得日元在随后几年时间里飞速升值，给本土制造业出海业务造成明显压力。尽管在此后几年日本出口份额不降反升，但前期释放的流动性涌入资本市场和房地产行业，造成了资产的严重泡沫化，以至于在日本央行释放收缩货币政策后泡沫快速破裂，并最终导致日本“失去的三十年”。

当前中国央行稳健的货币政策能够有效防止经济脱实向虚。近期美元指数相对地位运行，而如此同时中美贸易谈判负责人首次通话所释放的良好信号、中国经济稳步复苏的经济基本面等均支撑了人民币在现阶段维持较强的水平。

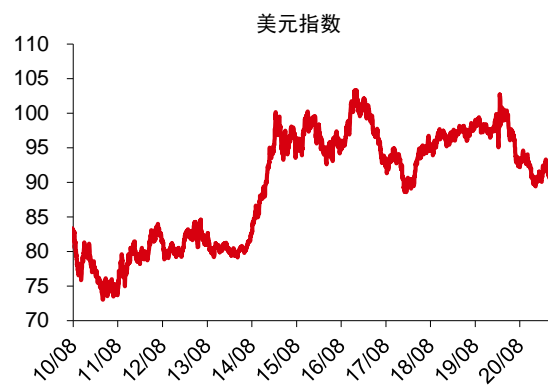
弱美元周期下，2021 年 5 月 31 日，为加强金融机构外汇流动性管理，央行决定自 6 月 15 日起上调金融机会外汇存款准备金率 2 个百分点，这是自 2007 年以来央行首次调整该政策利率。因此我们认为当前央行的政策操作更多是希望维持人民币汇率的基本稳定，以及缓解市场对人民币单边升值的过高预期，加强金融机构外汇流动性管理。

图 30：美元兑人民币



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：美元指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

央行近年来货币政策整体以稳为主，并不会过度释放宏观流动性，也就导致了整体人民币汇率避免了单边升值的风险，因而汇率问题对本土制造企业的出海业务不会造成过多冲击。

综上所述，我们认为当前中国处于的宏观经济、人口、城镇化发展、对外贸易等环境均与上世纪 70-90 年代的日本相似，但不同的地方使得中国有能力在逐渐加剧竞争的中美关系里拥有较强的话语权。（1）相较彼时日本，当前中国人均 GDP 明显偏低，国民收入提升空间较大，国内需求端有望持续向好；（2）城镇化率较 80 年代的日本仍有 10 个百分点的差距，新型城镇化建设仍处于上行阶段，工业化进程稳定，制造业转型升级延续；（3）对外贸易依存度逐渐下滑，其中对美的出口占比相对较低；（4）从单独二胎到全面二胎，再到放开三胎，人口红利消失风险相对可控；（5）应对美国可能的本币贬值战略，人民币升值压力相对可控，货币政策稳健。

■ 从中国制造的全球竞争力看“中国智造”的长期成长

对比上世纪 70-90 年代的日本，我们认为中美贸易摩擦与美日摩擦进程极为类似，与转型时期的日本不同，当前中国城镇化率仍处于较低水平，未来提升空间巨大。

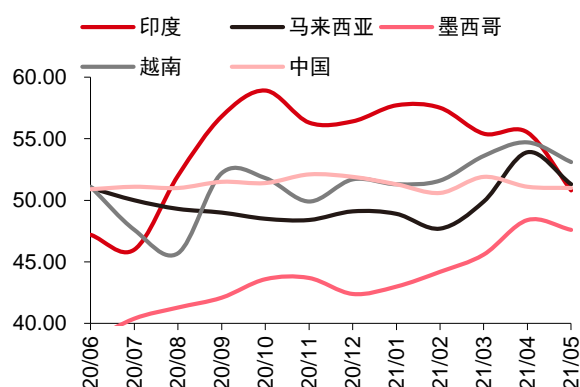
以史为鉴，我们复盘了上世纪 70-90 年代日本工业化加速，产业转型下部分板块龙头公司全球竞争力持续提升，对比当前中国制造业 CPAEX 周期下的转型升级，带动长期盈利中枢上移，我们看好部分子板块穿越周期，依托工程师红利，在未来数十年时间里盈利能力改善，逐渐成为全球制造业龙头。长期来看，城镇化提升下的内需增长仍是推动本土企业扩大投资的主要驱动力，但加大研发投入和规模化优势则是公司能否屹立不倒的根本因素。

疫情之下，全球主要发达国家由于前期对疫情的管控不力，导致本国制造企业面临长期的停工停产，而中国制造业在国内优秀的疫情防控下领先全球复苏，全球出口份额稳步提升，产业链竞争优势进一步凸显。同时在此轮全球通胀上行的过程中，中游制造企业的毛利率并未受到明显压制，在国内下游需求旺盛，全球经济复苏、基建加速的背景下，中国优秀的制造业企业有望在新一轮全球产业转型的洪流中把握内需+外需的两条主线，不断提高其全球竞争优势。

外需：后疫情时代，中国优秀制造业加速出口替代

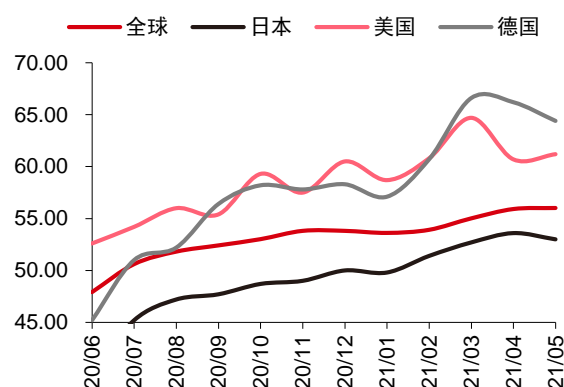
正如我们在上文中所述的，贸易摩擦并未对中国制造出口造成冲击，相反中国货物出口份额在 2018 年以来进一步抬升。2021 年以来，全球疫苗接种进程的加快推动全球经济复苏，包括美国在内的海外主要经济体对基建的投入加大，后疫情时代，海外供需缺口下半年料将持续，在地产和基建投资端的拉动下，主要经济体 PMI 自 2020Q4 持续上行，但反观美国整体失业率指标仍略低于市场预期，海外发达国家供给端仍面临一定压力，有望持续带动中国制造的出口业务。根据 UNIDO 的预测，2021 年中国工业增加值有望同比增长 9%，在全球主要经济体中位居前列。

图 32：新兴市场国家制造业 PMI



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：发达国家制造业 PMI



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：2021 年全球主要经济体工业增加值（预测）

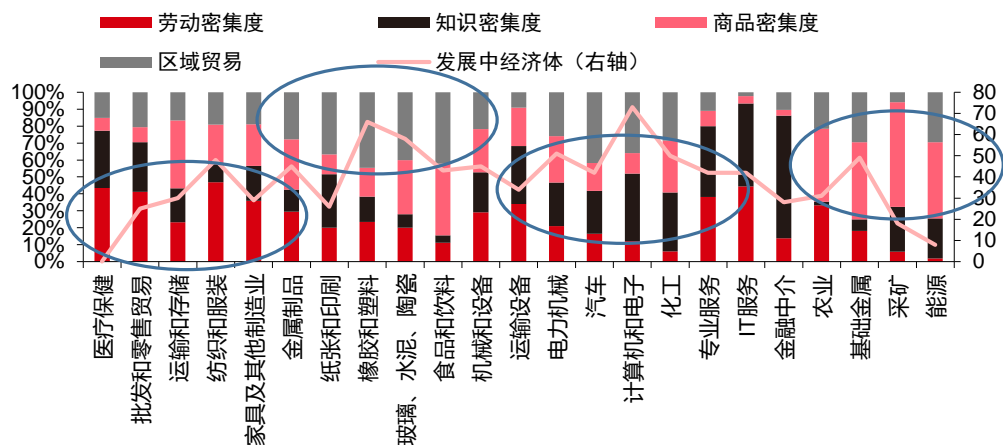
	2020 年的增长率	2021 年的预测增长率
全球	-6.8	7.6
按发展程度划分		
工业化经济体	-10.4	7.2
东亚	-8.5	6.2
欧洲	-11.6	5.7
北美	-10.4	10.3
中国	-0.7	9
发展中国家（中国除外）	-6.2	5.9
非洲	-1.9	2.6
亚太区	-4.6	7.3
欧洲	-6.7	5.3
拉丁美洲	-11.7	4.2

	2020 年的增长率	2021 年的预测增长率
新兴工业经济体	-7.2	6.8
最不发达的经济体	1.9	0.6
其他发展中经济体	-3.1	2.2
按区域划分		
非洲	-1.9	2.6
亚太地区	-3.6	7.9
欧洲	-11.4	5.7
拉丁美洲	-11.3	4.1
北美洲	-10.4	10.3

资料来源：UNIDO（含预测），中信证券研究部

上一轮全球化的订单转移下，以纺织服装、家具制造等劳动力密集型产业链逐渐流向新兴市场国家，而以计算机、电子、高端机械设备等知识和技术密集型产业链则主要集中在发达国家，中国近年来产业转型初见成效，技术优势积累下高端制造业全球份额稳步抬升。根据麦肯锡在 2019 年发布的报告，我们依照其对于全球行业价值链分为四大生产类和两大服务类。其中生产类包括：（1）全球创新，主要包括汽车、计算机、电子以及机械等整体知识密集度（高技能劳动力占比）和贸易强度（全球总出口/总产出>30%）均较高；（2）劳动密集型，主要包括医疗保健、纺织服装、家具制造等贸易强度较大同时劳动密集度（劳动报酬/总附加值）较高；（3）商品密集型，主要包括农业、金属、采矿业、能源等年产值较高，但对于自然资源较为依赖的产业；（4）区域生产型，主要包括橡胶塑料、水泥玻璃、食品饮料等生产分散在世界各地，同时全球各国均参与其中。

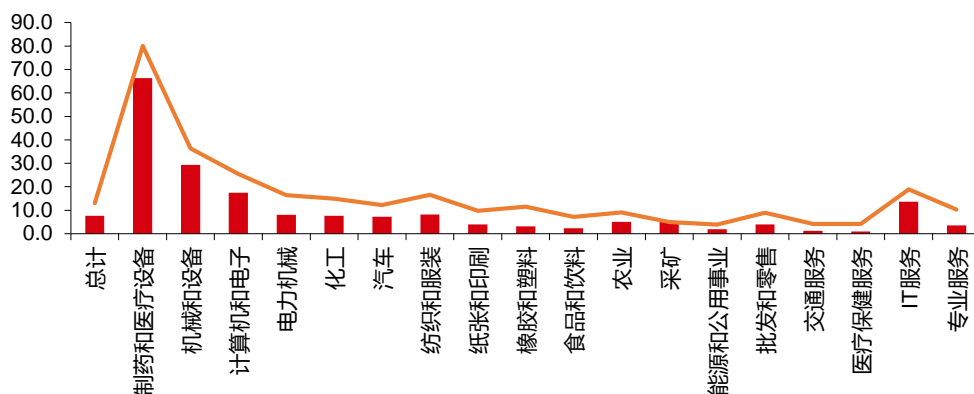
图 34：不同类型行业价值分类



资料来源：麦肯锡，中信证券研究部

进一步来看，过去数十年时间里，随着新技术的影响力与日俱增，全球价值链技术密度不断增强，低技能劳动的重要性逐渐降低。其中制药和医疗设备、机械和设备以及计算机和电子三个产业的资产资本化支出占总营收的比重分别达到 80.0%、36.4%和 25.4%。因此我们认为在科技技术不断迭代的当今，具备较强科技创新能力和研发能力的企业将在全球化的竞争中脱颖而出。

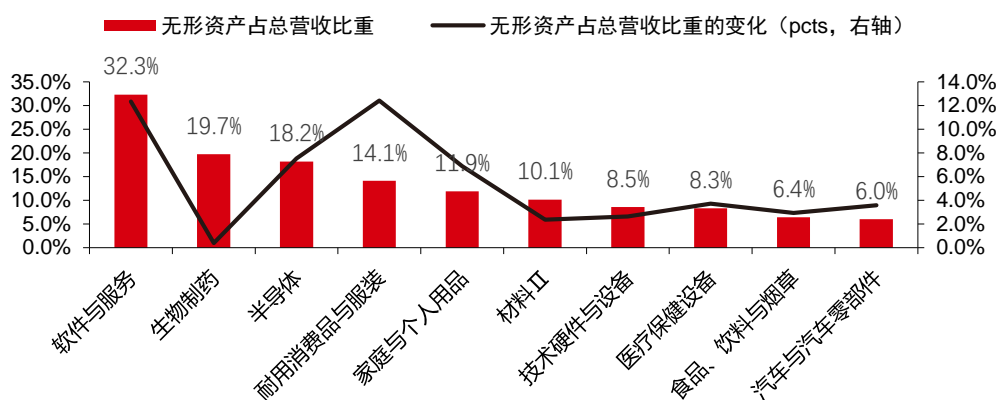
图 35：2017 年全球产业价值链资本化支出占比（%）



资料来源：麦肯锡，中信证券研究部

新技术赋能，中国企业近年来研发支出占比稳中有升，其中软件与服务、半导体、纺织服装、汽车与零部件、技术硬件与设备等长期成长性的制造板块的研发支出占比已达到或超过全球整体水平。自 2015 年以来，上述板块无形资产占总营收比重分别累计提升 12.3/7.5/12.4/3.6/8.5pcts。展望未来，我们认为当前中国企业全球创新价值链上的部分环节已具备一定的竞争优势，随着资本开支和研发投入的持续深入，有望进一步提升产业链地位。

图 36：MSCI China 二级行业无形资产占营收比重（截至 2020 年年报）



资料来源：Wind，中信证券研究部

除了研发技术的不断投入外，“工程师红利”同样助推中国优质企业依托成本优势加速海外业务扩张。值得一提的是，近年来东南亚地区由于更加低廉的劳动力成本，成为劳动力密集型产业订单转移的主要目的地，在这样的背景下，我们不难看到一些本土优质的制造业龙头也开始将产能逐渐转向印度、越南、菲律宾、马来西亚等地，但传统制造业的出口份额仍保持在较高水平。而这背后的原因，我们判断中国当前“工程师红利”的护城河优势依然十分稳固，尽管近年来中国单位劳动力成本较马来西亚、菲律宾、越南等地明显走阔，但相较于美、德、日等制造强国仍有较大的成本优势，另一方面，相对劳动力成本的提升速度，中国单位劳动力产值增速十分显著，其中在基本金属、金属制品、纺织、电气设备等板块的单位劳动力产值已明显可以比肩发达经济体的水平。

表 4：单位劳动力产值（美元/人）

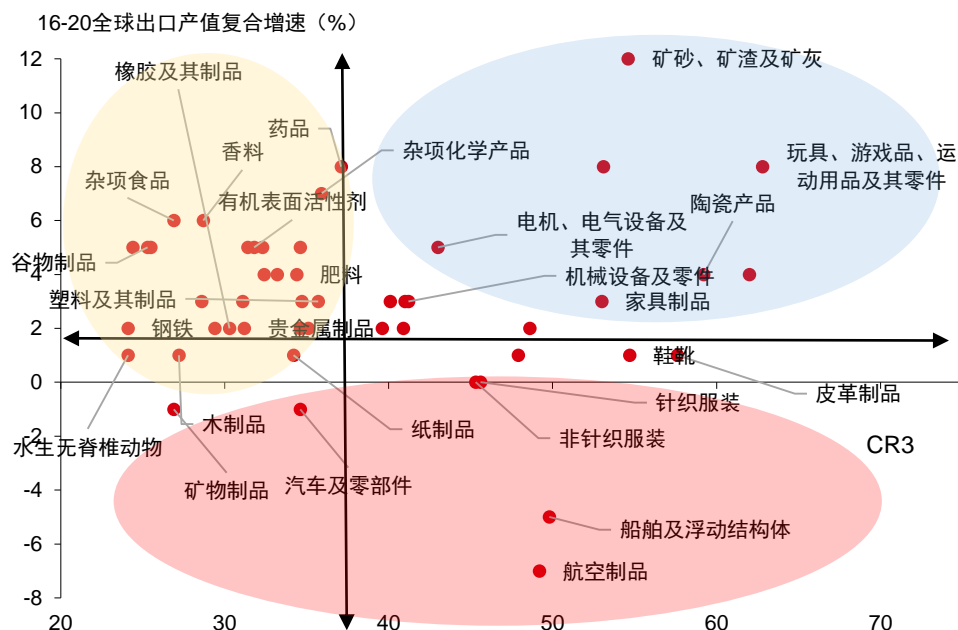
产值	日本	美国	德国	中国	墨西哥	菲律宾	泰国	马来西亚	印度
基本金属	639099	624239	466365	455665	344002	248342	194927	148403	133709
化工品	699267	990990	448395	253834	292943	130842	181650	242158	91582
石油石化	4169849	5197864	4147147	880986	1171169	4047070	565546	2734435	893141
电气设备	N/A	363442	234231	178626	67892	73244	115789	102683	81206
金属制品	223510	257664	184559	152548	62640	38555	66770	94853	45561
食品饮料	284811	538959	250125	198784	111837	118503	94876	202244	93604
家具	216113	256322	175092	102362	28930	27074	43611	44631	82876
皮革制品	149794	189131	337822	85679	39758	27708	34708	46746	23086
机械设备	296118	357194	264941	148964	85004	51707	127713	65252	64248
汽车与零部件	566096	710820	473971	274667	162719	109504	198571	183816	89643
非金属制品	277821	333709	242954	164497	134953	149541	84836	111834	37195
办公设备	340387	386250	294775	186094	29867	64204	151410	205285	115688
其他交通设备		540436	408980	150562	73965	250497	139692	152210	79821
纸制品	358990	564139	318922	199438	149115	81273	104695	88405	61501
印刷	180364	194464	162993	115752	58988	36746	47572	47273	38399
橡胶和塑料制品	254608	321100	219046	133263	78339	49355	96725	72076	59100
纺织	135417	261818	189901	126929	54594	19599	43954	70167	39705
烟草		3679360	1474874	976446	1200480	307519	321851	953207	14841
整体制造业	366689	495282	302879	197808	118943	87614	104755	146705	75906
服装		125234	214497	78447	26657	12366	42887	40169	17781
木制品	268327	278405	236887	137563	57871	69589	34137	62854	40933

资料来源：UNIDO，中信证券研究部

为了分析当前中国产业的竞争优势，我们采用与国际贸易有关各方共同使用的商品分类编码体系，选取 99 个章节中 2020 年出口产值前 50 的品类进行分析，计算 2020 年各章节出口份额 CR3 占比（出口份额前三国家合计占全球总出口额比重）以及 2016-2020 年出口产值的复合增速。据此我们将全球主要贸易品类分为三大类别：

- 完全垄断的成熟产业：这类产业主要体现为 CR3 占比较高（大于 50%），同时过去五年全球出口产值复合增速大于 2%。
- 充分竞争的朝阳产业：这类产业主要体现为 CR3 占比低于 50%，但近年来集聚效应明显，同时出口产值近年来维持高速增长。
- 转型基本完成的竞争产业：这类产业竞争格局基本尘埃落定，同时近年来出口产值增速不高甚至出现一定程度的负增长，产业中的出口国份额提升空间有限。

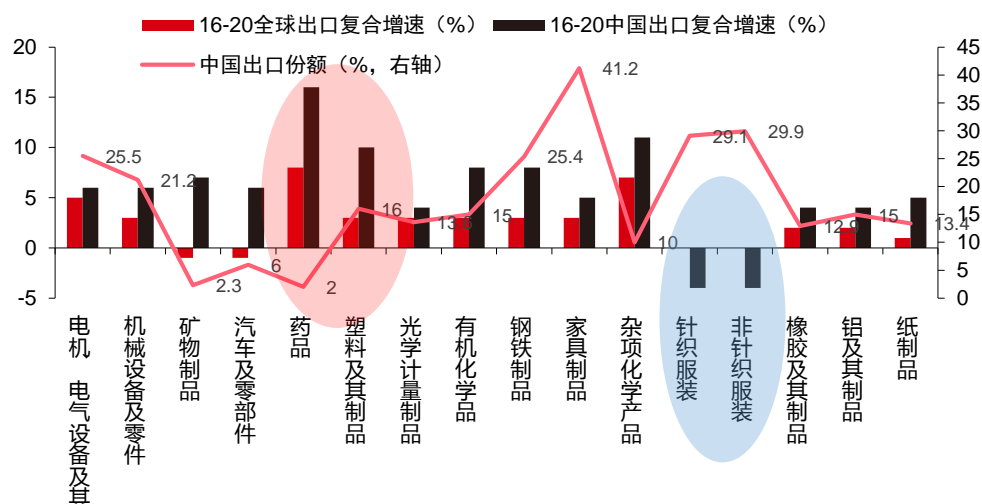
图 37：全球主要贸易品类出口集中度和增速



资料来源：Trademap，中信证券研究部

从中国制造的角度来看，疫情进一步加速了中国企业的出口业务，全球主要出口品类竞争优势明显提升，2016-2020 年全球出口产值前 20 的品类中，中国在除纺织服装外的其余各项品类均保持高于全球整体的出口增速，药品出口过去五年的复合增速达到 16%。此外，中国在电气设备、机械设备这两大全球创新价值链中更是以 25.5%和 21.2%的出口份额傲视群雄，产业竞争优势显著。

图 38：2016-2020 年中国在全球出口份额变化和出口产值增速

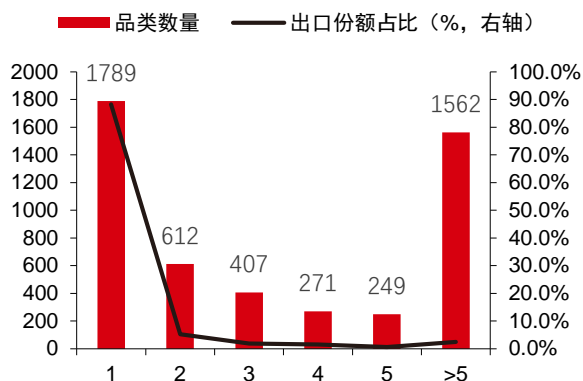


资料来源：Trademap，中信证券研究部

横向来看，中国在全球 4890 个细分品类中的 1789 个出口份额占比位居全球第一，贡献了中国出口产值的近 90%，反观美国出口份额排名第一的品类仅有 472 个，占全部

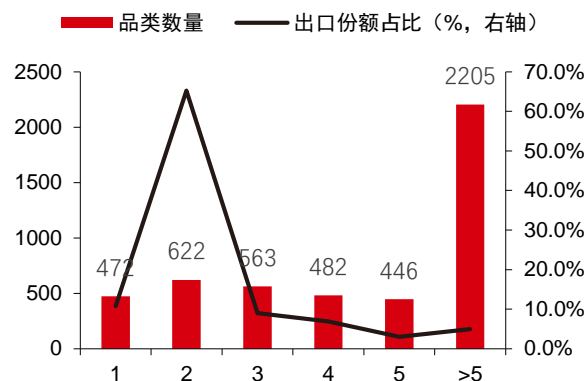
美国出口产值的 10%，换句话说，截至 2020 年，中国在产值较大的主要出口品类中份额均保持全球第一，在部分细分品类中的出口占比与美国进一步拉大。

图 39：中国 2020 年出口品类全球份额排名分布



资料来源：Trademap，中信证券研究部

图 40：美国 2020 年出口品类全球份额排名分布



资料来源：Trademap，中信证券研究部

结合当前全球各品类的进出口贸易现状和中国的优势产业，我们认为未来数年时间里全球进出口贸易格局仍将进一步完善，从两条主线判断中国制造在全球贸易中的未来发展方向：

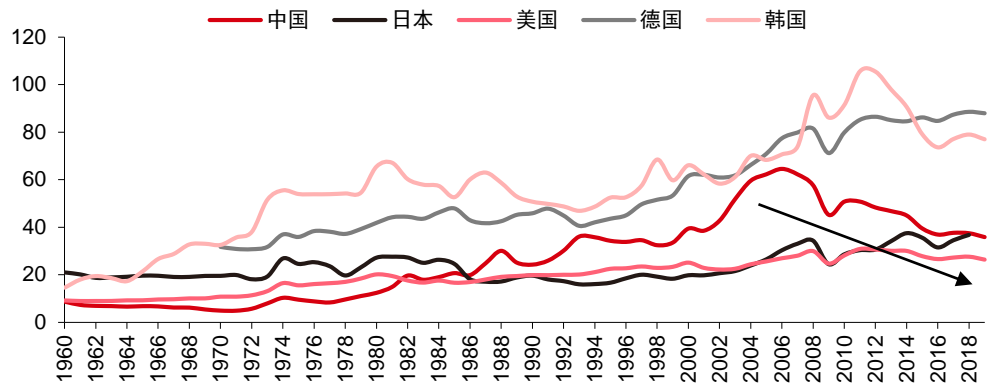
（1）对于充分竞争的朝阳产业，自 2016 年以来中国在**集成电路（18% vs 10%）、半导体设备（9% vs 2%）、面板（7% vs 2%）、储能器、电气设备**等高端制造业的出口产值复合增速均明显高于全球其他经济体，未来份额有望进一步提升。此外，在传统制造端，中国近年来在**家电、自动化设备、汽车与零部件**等品类的全球出口份额持续提升，高增长的趋势下竞争优势料将持续强化。

（2）对于中国本身竞争优势较大的成熟产业，主要包括玩具、家具、纺织服装等，近年来出口仍保持稳定增长，并未出现明显的下滑和订单外流。

内需：“十四五”开局之年，国民经济建设聚焦“扩大内需”

改革开放以来，与二战后的日本类似，在出口导向型的外贸战略和加工贸易为主的发展方式的推动下，我国对外贸易依存度始终处于较高水平。金融危机后，中国产业结构迎来快速转型，在城镇率快速提升的背景下，工业化逐渐趋于成熟的同时国民可支配收入的增长刺激内需，我国逐渐从出口导向型经济转向以“内需+外需”相结合的发展模式，对外贸易依存度（进口和出口总额占 GDP 比重）在过去 10 年时间里累计下滑近 10 个百分点。

图 41：全球主要经济体贸易依存度变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

我国人均 GDP 和城镇化率仍有较大的提升空间。2021 年作为“十四五”的开局之年，在“大循环”的新格局下，国民经济建设将在扩大内需、产业链优化升级和新型城镇化建设等方面展开。而“十四五”期间预计也将有更多相关政策出台，在“锻长板”与“补短板”的产业升级框架下为我国战略性新兴产业的优化升级保驾护航。资本市场的主观能动性有望获得进一步的施展空间，直接融资占社会融资的比重将随着未来主板注册制的推出获得更大的提升，科研成果的转化效果以及民用化的加快也将是产业升级的推动器。

表 5：“十四五”期间有望推出的相关政策

重大专项	《国家科技中长期规划（2021-2035）》正在制定中，或将滚动实施新一批国家重大科技专项，如集成电路 01 专项和 02 专项
税收优惠	鼓励企业增加研发支出，优化优化研发费用加计扣除和固定资产加速折旧政策；在软件和集成电路等关键行业实施特殊的税收优惠
金融支持	继续提升制造业贷款比例；扩大政府产业基金规模，重点投向初创企业，并引导行业整合；优先支持核心关键领域企业上市融资
政府采购	修订政府采购法和招标法，强化对创新产品的首购订购支持，允许为自主创新的产品支付溢价
首套政策	从单纯的保费补贴，向政府购买、财政奖励和金融支持等一揽子支持政策扩展，鼓励创新产品使用
科研成果转化	建立以事前知识产权所有权激励为核心的职位科技成果权属制度，破解科研成果转化难题

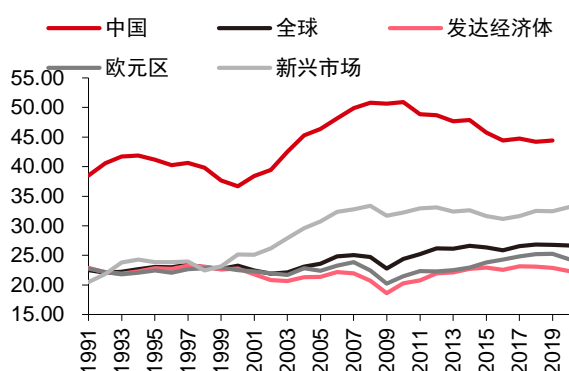
资料来源：中信证券研究部预测

供给端：产业链升级注重“锻长补短”与科技自强。补短板：从“国产替代”到“产业安全”，产业优化升级进程中，首先要解决的是在关系国家安全的领域做到核心技术的安全、自主、可靠。在当前逆全球化思潮抬头，中美博弈成为长期态势的背景下，在关键技术领域拥有完整的产业链条实现安全自主；在产业链分工层面，循序渐进地逐步完善“国产替代”链条也将帮助我们在关键时刻不受制于人的前提下，获取产业链利润分配的有利位置。具体涉及产业包括半导体、新材料等领域。**重点短板产业预计将在“十四五”期间获得支持，包括研发投入、财税补偿等方面。**我们预计“十四五”期间，我国将大幅增加研发支出，并向重点支持产业倾斜。财税方面，有望落实好高新技术企业所得税优惠、研发费用加计扣除、固定资产加速折旧等税收优惠政策，扩大“首台套”保费补贴目录。金融层面，预计政府产业基金也将加大对重点产业环节的投资力度，并充分发挥资本市场

的直接融资作用，推动商业银行提高制造业中长期贷款比例。在新技术领域，中国在 5G、新能源以及卫星导航系统等方面近年取得的“超越式”发展也有望帮助我们在整体上增强核心竞争力。

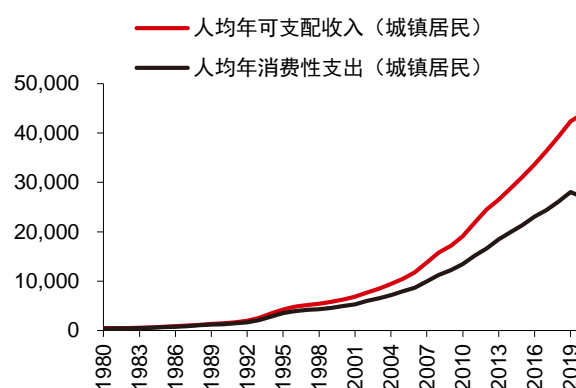
需求端：国民储蓄率有望进一步下滑，居民可支配收入增长料将从根本刺激消费性支出占比。在上文中，我们分析到，尽管中国目前 GDP 已经达到美国 GDP 的 65% 以上，但人均 GDP 仅是同时期美国的 15% 不到。因此我们认为居民收入的提升是刺激内需的根本，相较于发达经济体，我国目前居民储蓄率仍处于较高水平，近年来略有下滑。对比二战后的日本，“国民收入倍增”计划在很大程度上大幅增加了居民可支配收入，从源头刺激需求，造就了 70-80 年代日本消费的高景气度。

图 42：全球主要经济体国民总储蓄率（%）变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：中国城镇居民人均可支配收入和消费性支出（元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

多地碳中和、碳达峰政策陆续出台，光伏新能源设备内需强劲。“十四五规划”中，除了聚焦科技的自主创新外，碳中和、碳达峰进程同样被列入规划和 2035 年的发展愿景规划之中。当然我们认为碳中和的路径发展必然需要依托科技进步和创新。

从碳中和目标的实施阶段来看，中国需要统筹规划，从“十四五”规划开始布局，逐步引导投资转向零碳和负碳领域，在接下来的各个五年规划中制定明确的减排目标，并配以相应的减排政策支持。整体来看，中国的碳中和路径大致可以分为三个阶段。

表 6：碳达峰、碳中和发展路径

阶段	时间	目标	主要内容
阶段 I	2021-2030 年	碳排放达峰	提高能源使用效率，逐步替代发电和工业端的煤炭消费，控制煤炭消费总量，大力发展可再生能源，推进新能源汽车对传统燃油汽车的替代，引导消费者向低碳生活方式转型。非化石能源的消费比重 2030 年要达到 25% 左右。
阶段 II	2031-2045 年	快速降低碳排放	主要减排途径转向可再生能源。 (1) “可再生能源+储能”将逐步实现平价上网，实现对化石能源的有效替代； (2) “电动汽车+交通基础设施”的组合将有效替代传统燃油汽车。
阶段 III	2045-2060 年	深度脱碳，完成碳中和目标	工业、发电端、交通和居民端的清洁能源利用基本完成。以碳捕集、利用与封存等兼顾经济发展与环境问题的负排放为主。

资料来源：中国能源政策研究院预测，中信证券研究部

2021 年以来，全国多地地方政府先后出台支出碳中和、碳达峰的政策方针，光伏、光+储能、水风光、光热等新能源被多个省份列入“十四五”规划。其中，江苏、西藏、四川、甘肃酒泉、陕西等 6 个省份明确了累计 120GW 新能源装机规划，河北计划新增光伏规模超 22GW。仅四川、山西、广东三省计划新能源产业收入总额已达到 9230 亿元，甘肃酒泉计划建成千亿级规模清洁能源产业链、陕西着力构建万亿级能源化工产业集群。

在政策的支持下，光伏装机国内外需求维持稳定。“十四五”开局之年，五大发电集团规划的新能源装机目标超过 350GW，根据国家能源局和市场预测，预计 2021 年国内新增装机 60GW，海外 160GW，进一步推动光伏产业链景气度持续向上。

■ 挖掘穿越周期的“中国智造”

穿越周期，日股 50 年“十倍股”的特点

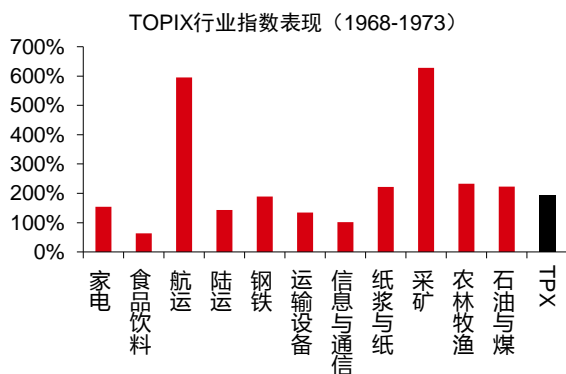
从股市的表现来看，二战后的日本经历了三个不同的发展阶段：

(1) 1960-1973 年，国民收入倍增计划助力日本经济高速增长，而这其中大力发展重工业成为彼时的主旋律。从行业的表现来看，1968 至 1973 年石油危机前，采矿业、航运、石油石化、钢铁、有色金属等传统工业明显跑赢 TOPIX 指数。

(2) 稳定增长和泡沫化阶段（1974-1990 年），两次石油危机使得重工业面临严重的成本压力，日本产业转向高端制造业，在此阶段消费、科技和带有消费属性的高端制造表现较好，信息与通信、精密仪器、家电、消费者服务以及食品饮料等板块普遍跑赢市场。

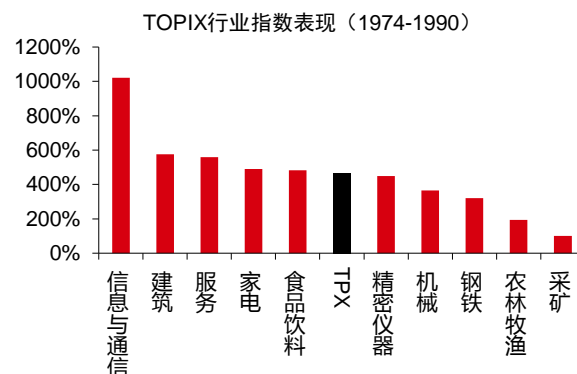
(3) 泡沫破裂后，日本进入修复阶段（1991 年至今），其中在估值几乎没有变化的背景下，此轮市场的股价表现主要由盈利驱动，从 1990 年底至今，TOPIX 和日经 225 指数 30 年仅上涨 14.2% 和 39.1%，石油石化、钢铁、采矿、有色金属等传统工业股价至今仍未回到 1990 年泡沫破裂前水平，反观以高端制造业为主的机械、运输设备、家电、精密仪器当前股价已超过上世纪 90 年代水平，消费端食品饮料、消费者服务同样在盈利的支撑下表现较好。

图 44：经济高速增长期日本重工业股价表现较好



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

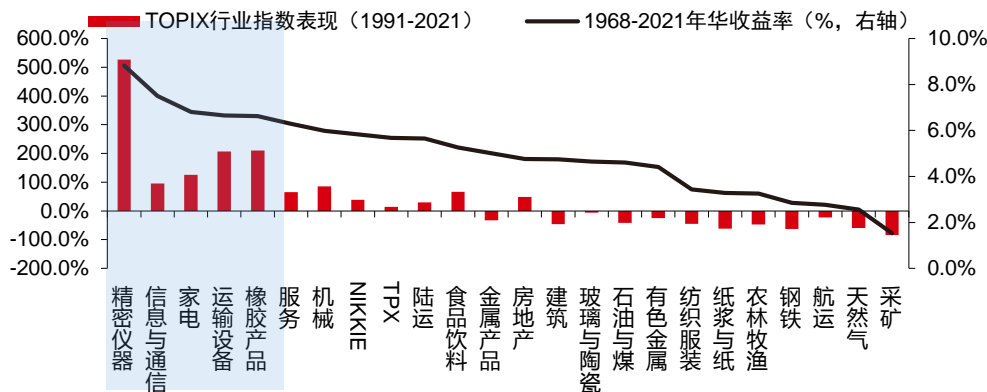
图 45：产业转型期日本科技和高端制造股价表现较好



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

纵观 50 年来日本股市的变迁，尽管经历了不同产业和周期的更替，但具有长期稳定盈利能力的科技、消费、高端制造等依旧能够穿越周期，股价稳定上涨。其中过去 50 年日股年化收益率最高的板块分别是精密仪器(+8.8%)、信息与通信(+7.5%)、家电(+6.8%)以及运输设备(+6.7%)。

图 46：穿越周期下的日本行业股价表现

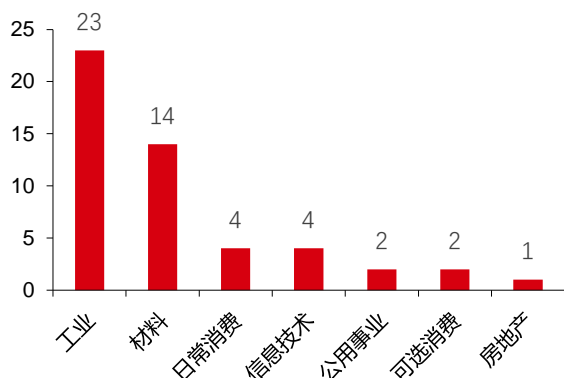


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部，截至 2021 年 6 月 21 日

从个股的角度来看，我们以日经 225 成份股作为样本，在过去 50 年时间里，共有 49 只股票实现股价的 10 倍涨幅。其中年化收益率最高的个股集中在工业（包括机械设备、运输设备、电气设备、半导体设备、家电等）、材料（包括半导体材料、新材料等）两个板块。由于日本较多企业多为综合性工业，因此我们根据其主营业务对其进行二次分类，选择上述 50 只个股中具有较强代表性的龙头企业，包括大金工业（家电）、日本运通（运输）、信越化学工业（半导体材料）、东京电子（半导体）、富士电机株式会社（电气设备）、日本电工公司（新材料）等。

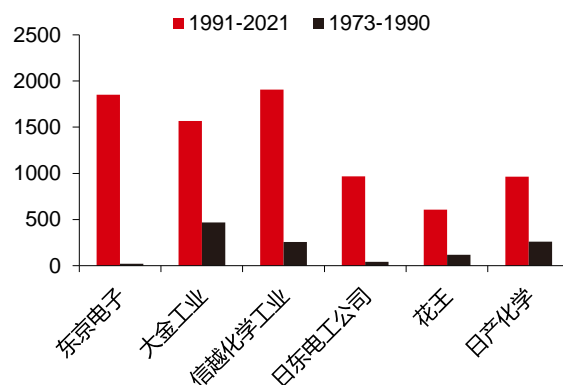
不难看出，对于这些公司而言，稳定的营收增速和盈利能力是其能够穿越周期，保持较高回报率的关键因素，我们用整体法对上述公司进行分析，可以明显看到毛利率、ROE、ROIC 均处于稳定上升的过程。

图 47：1973-2021 年日经 225 成份股“十倍股”分布



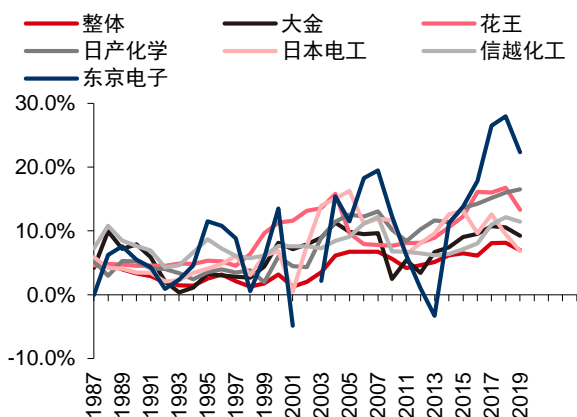
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 48：日本部分龙头公司股价表现（%）



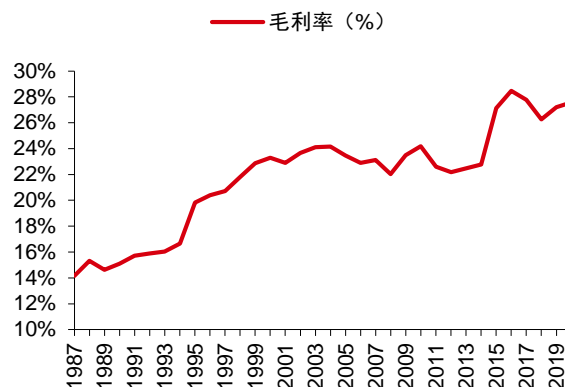
资料来源：CRSP，中信证券研究部

图 49：日本部分龙头公司 ROIC（%）



资料来源：CRSP，中信证券研究部

图 50：涨幅靠前的日股整体毛利率水平



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

那么“国民收入倍增”计划后的日本产业转型对于当前的中国部分高景气的细分产业投资有什么借鉴意义呢？我们将在下文进一步分析具有成长性的制造业（工业自动化、半导体和电子、家电、工业机器人等）和碳中和（碳达峰）背景下长期产业格局优化的传统工业的投资机会。

国产替代下的半导体板块

上世纪 70 年代，日本推行产业转型，消除过剩产能，生产更高附加值的高科技高精尖产品，在此期间，日本经济主角从钢铁、造船等重工业逐渐转向半导体、电子等高科技产业，重点表现为钢铁、原油等进口量的减少，而对半导体集成电路需求的增加。1978 年，日本在全球半导体总收入中占比达到 46%，而同时期美国半导体占比仅为 30%，到了 1985 年，日本的半导体产业的全球份额已超过 50%。中国半导体产业发展始于 21 世纪初期，截至 2020 年底，中国集成电路产业销售额达到 8848 亿元，自 2002 年以来复合增速达到 20.2%。

对比 2010 年以来中国电子行业的政策扶持，外部环境和产业发展，我们认为相较 70 年代的日本存在较多的相似性。

表 7：日本与中国半导体产业发展对比

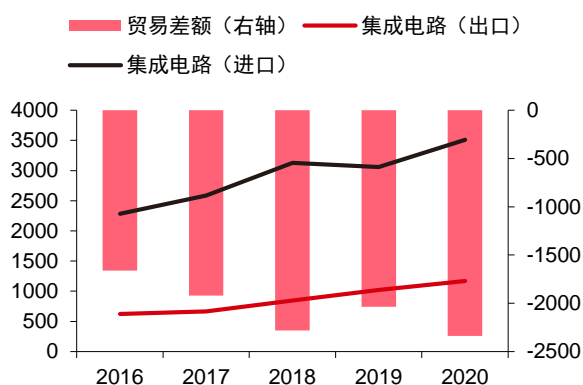
	日本	中国
产业政策	1976 年日本开始实行“DRAM 制法革新”国家项目，筹资 720 亿日元，并设立超大规模集成电路的共同组合技术创新行动项目（VLSI），帮助日本企业打造 DRAM 集成电路产业群。	（1）中国政府于 2014 年 9 月成立了中国集成电路产业投资基金（CICIIF），以服务于半导体行业投资和并购。 （2）2020 年 8 月国务院发布《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》对集成电路产业发展进行支持。
外部环境	1970-1985 年，日本电子产业产值增长 5 倍，出口增加 11 倍。20 世纪 80 年代末，美国对日本半导体产业采取知识产权委员会限制技术外流、协定美国在日本半导体市场占有率大于 20%，加征关税等。	2018 年特朗普宣布对从中国进口的商品征收关税，其中包括电容电阻、PCB、半导体设备等关键组件
主要上市公司	NEC（日本电气）、SONY（索尼）	

资料来源：《日美半导体保障协定》，《日本电子产业兴衰录》，中信证券研究部

当前中国电子行业全球竞争力不足彼时的日本，龙头企业全球市占率较低，但增长空间较大。1985 年全球前十大半导体企业中包括五家日本企业，其中 NEC、日立、东芝、富士康和三菱机电整体营收排名世界前列。反观 2019 年前十大公司集中在欧美、韩国和中国台湾等国家和地区，本土制造龙头华为、中芯国际等与国际龙头仍有较大差距。

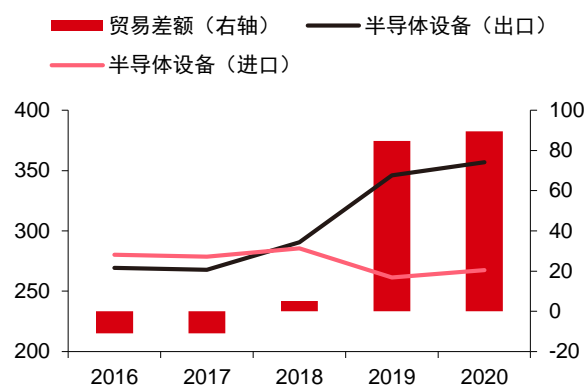
与日本过于依赖出口不同，近年来中国集成电路出口占比出现小幅回落，本土需求旺盛成为促进产业发展的主要动能。反观中国电子制造业自金融危机后，电子制造业整体出口金额复合增速明显低于总产值增速。

图 51：中国集成电路进出口情况（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 52：中国半导体设备进出口情况（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

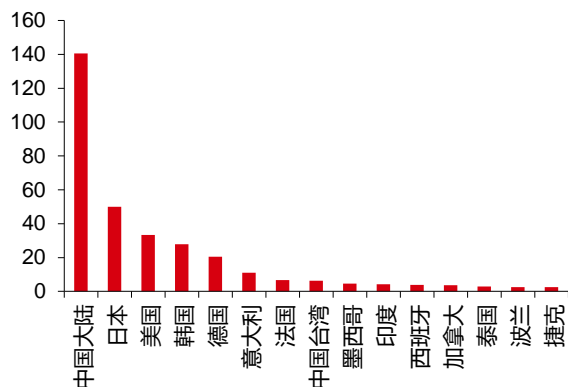
工程机械：国内工业机器人行业有望迎来黄金时期

在经历了工业化成熟后期的产业转型，日本的工程机械在上世纪 80 年代到 21 世纪初始终保持着世界第一的地位。

就工业机器人而言，目前日本已成为世界最大的工业机器人制造国和消费国。从其发展历程来看，上世纪 80 年代“国民收入倍增”计划导致劳动力成本上升、劳动力资源匮乏，在日本政府的扶持和引导下，日本的工业机器人产业迎来了 20 余年的黄金发展期。

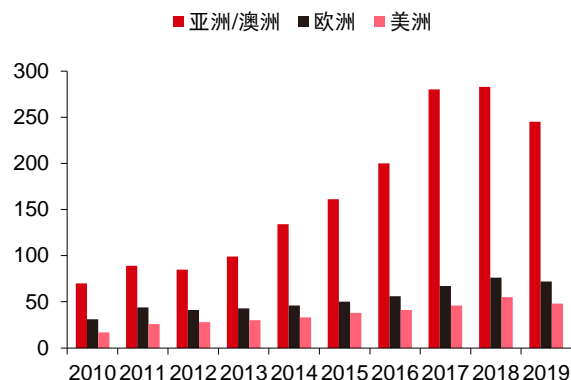
中国工业机器人产业自 21 世纪初起步以来先后经历起步初期、高速发展和景气度回落三个阶段。根据 IFR（国际机器人联合会）发布的最新数据显示，2019 年全球新安装机器人销量仍维持较高水平，全年发货量达到 37.3 万台，在智能生产的自动化改造的不断推动下，全球工业均迎来自动化替代的黄金时期，其中 2014-2019 年全球机器人装机量增长约 85%。自 2013 年以来，中国就跃居全球工业机器人市场首位，2017、2018 年安装量均占到全球 38% 的体量。

图 53: 2019 年全球机器人安装量 (分市场, 千台)



资料来源：IFR，中信证券研究部

图 54: 2010-2019 年机器人销量情况 (分市场, 千台)

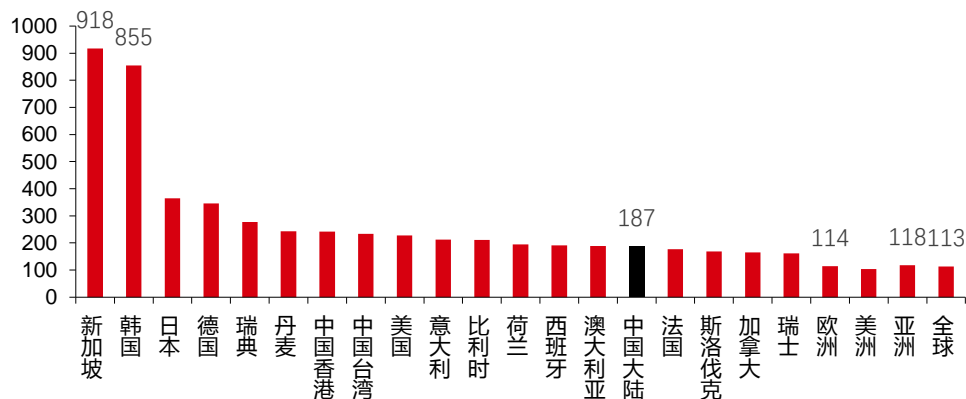


资料来源：IFR，中信证券研究部

复盘上世纪 80 年代日本工业机器人的繁荣阶段，我们认为中国工业机器人产业在未来几年同样有望迎来高速发展的黄金时期，其中内需的拉动料将成为主要增长动力。从宏观的角度来看，构成上世纪日本产业发展的主要因素在于宏观经济增速放缓（由 60-70 年代的 6%GDP 增速下滑至 80 年代的 2%左右）、人口红利迎来拐点（上世纪 70 年代初日本劳动力人口占比便已出现见顶回落的趋势）、国民收入大幅增长后劳动力成本抬升。对比当前中国的经济增长、产业结构转型、制造业薪酬上升、人口红利出现拐点，我们判断与彼时高速发展期的日本较为相似，本次产业触底之后，在下游需求增长的刺激下，也会快速步入成熟稳定阶段，保持平稳增长。

当前中国制造业机器人使用密度较低，仅为 187 台/万人，考虑到中国目前的制造业产值位居全球首位，工业机器人使用密度仍有较大的提升空间，有望带动本土制造企业未来业绩增长稳定且强劲。政策管控下，低端低质低价的产能逐渐得以出清，行业正朝更为良性的方向发展。部分龙头企业受益于制造业智能升级，有望实现国产替代。近年来随着行业快速发展，诞生了一批有较强竞争力的本土企业，包括全产业链布局，具有核心零部件制造优势的埃斯顿以及战略布局机器人赛道的工控龙头汇川技术等。

图 55: 2019 年全球主要国家制造业机器人密度 (台/万人)



资料来源：IFR，中信证券研究部

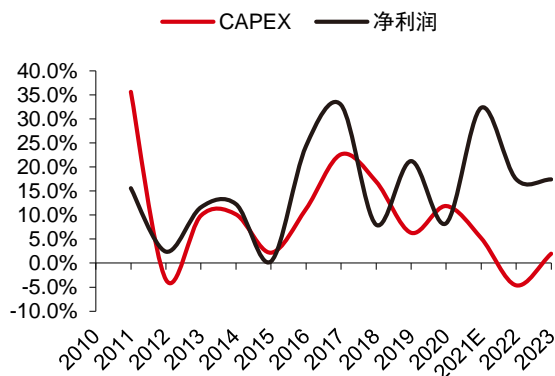
从本轮 CAPEX 周期挖掘中国成长制造的优质资产

历史上来看，补库周期与朱格拉周期的开启存在一定的关联性，往往是周期开启的先行指标，而资本开支增速向上则为未来盈利的成长性提供了较强的支撑。

CAPEX 周期较盈利周期有明显的相关性，往往企业稳定的盈利能力带动 CAPEX 提速，进而反哺企业的营收和盈利能力上来。历史上，我们以 MSCI China 成份股为基准，在剔除了石油石化、金融以及两地上市公司中的 A 股后，从整体的角度来看，2020 年资本开支增速达到 8.3%，疫情之下中国企业的产能扩张脚步加快，由于中国率先于 2020 年下半年复苏，基建投资下上市公司下半年 CAPEX 支出明显提速，预计将在未来 3-5 年时间里反映在上市公司的盈利层面。

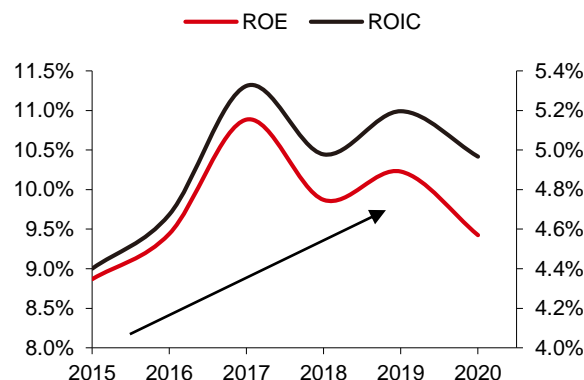
CAPEX 反映了行业中长期的景气度变化，盈利能力的改善和资本投入的转换则是上市公司持续扩张的基础。忽略 2020 年疫情对企业盈利能力的严重冲击，自 2015 年以来中国资产整体 ROE 和 ROIC 均处于波动上升阶段，后疫情时代，企业盈利能力料将进一步改善。

图 56: MXCN 整体 CAPEX 与净利润增速 (%)



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

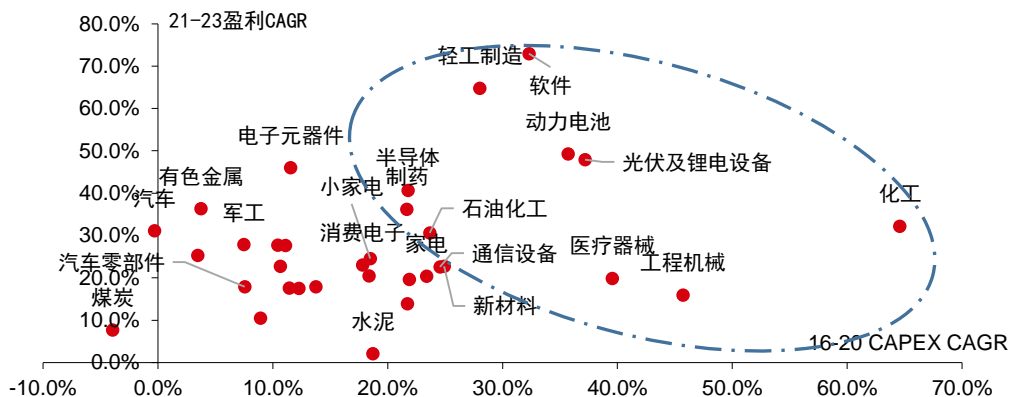
图 57: MXCN 整体 ROE 与 ROIC



资料来源: Wind, 中信证券研究部

行业景气度向上，板块具有较强的成长性。正如我们上文分析的，CAPEX 周期下企业盈利能力得到一定程度的支撑。近年来我国高端制造 CAPEX 支出明显加大，其中包括机械板块中的光伏及锂电设备、工程机械，新能源板块中的动力电池，医药赛道中的医疗器械、制药，科技板块中的半导体以及化工、新材料等。在 CAPEX 支撑下行业景气度上行，细分赛道龙头公司盈利成长性得到进一步验证。结合 Bloomberg 一致预期，我们看好半导体及设备、光伏及锂电设备、动力电池产业链、化工新材料等细分赛道的长期成长能力。

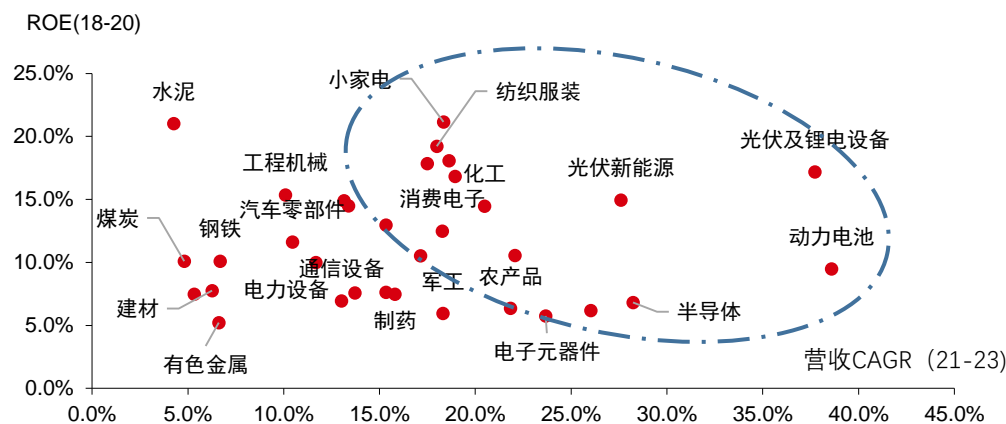
图 58: MSCI China 各细分赛道 CAPEX 与净利润未来三年复合增速



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

行业规模快速提升, 企业盈利能力逐渐改善。疫情加速了中国制造业的过剩产能出清, 细分赛道龙头集聚效应进一步显现, 在营收规模保持稳定增长的同时, 行业上市公司盈利能力改善。其中市场预计光伏及锂电设备、半导体及设备、光伏新能源、小家电、消费电子、军工、化工、纺织服装等细分板块未来 3 年营收复合增速在 15% 以上, 行业规模快速成长, 结合过去三年板块 ROE 水平, 看好上述板块的未来表现。

图 59: MSCI China 各细分赛道 ROE 与营收未来三年复合增速



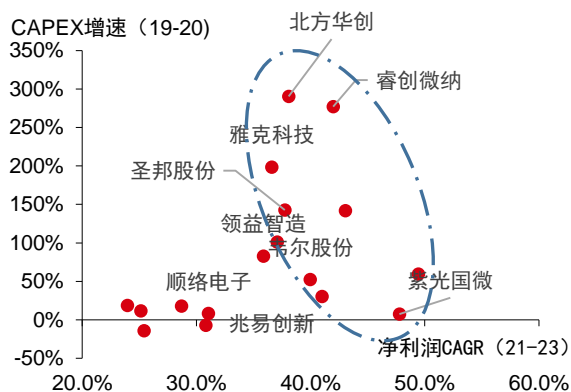
资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

最后我们结合上文对于中国制造的内需和外需景气度分析, 考虑到不同细分赛道的资本开支、净利润、营业收入、毛利率、ROE、ROIC 等代表企业长期成长能力和盈利能力的财务指标, 建议从两条路线进行配置:

- (1) 全球出口份额持续提升, 竞争优势明显且景气度向上, 具备长期成长能力的电子元器件、消费电子、动力电池、化工新材料、纺织服装、小家电等;
- (2) 有望突破海外发达国家技术限制实现国产替代和自主可控的高端制造, 包括光伏新能源产业链的光伏设备、锂电设备, 半导体产业链的封测、设备以及医药产业中的医疗器械等。

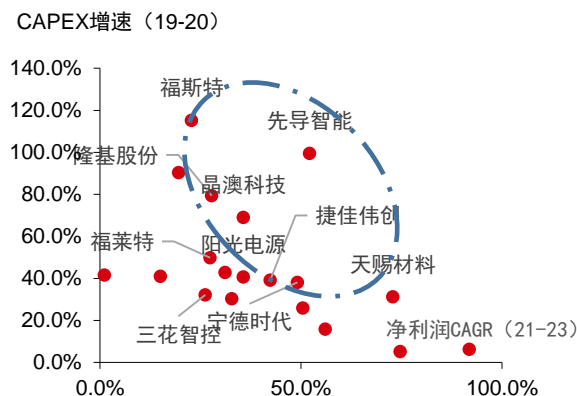
(3) “十四五”框架下，围绕五大安全：国防安全、粮食安全、生态安全、能源安全和产业安全进行配置，看好高端军备制造中的优质龙头公司订单充裕，盈利能力稳中有升，长期成长价值凸显。

图 60：电子板块资本开支和盈利增速预测



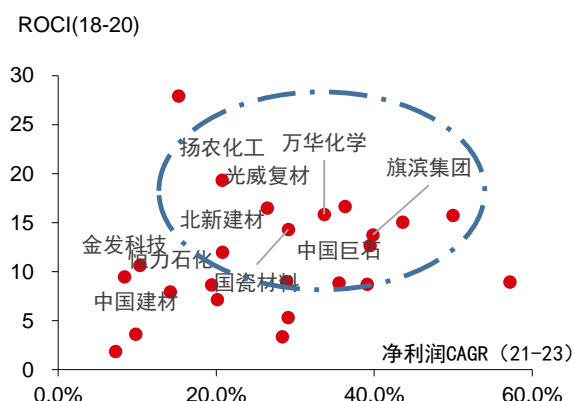
资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

图 61：光伏、新能源板块资本开支和盈利增速预测



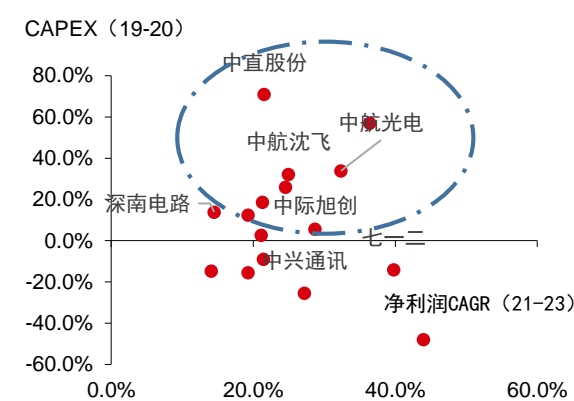
资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

图 62：化工新材料、建材板块资本开支和盈利增速预测



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

图 63：通信设备、军工板块资本开支和盈利增速预测



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

在充分考虑估值与成长能力的匹配程度的背景下，基于提到的三条配置主线，我们结合未来成长性、盈利能力等指标进行量化选股，看好中国“智造”的长期成长能力。

表 8：公司筛选结果

公司代码	股票简称	细分赛道	PE (21E)	21-23E 净利润复合增速	19-20 CAPEX 增长	毛利率 (18-20, %)	ROIC (18-20, %)
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	67.8	22.30%	52.20%	65.6	26.1%
300003.SZ	乐普医疗	医疗器械	23.1	23.5%	6.6%	70.7	19.1%
603658.SH	安图生物	医疗器械	36.9	38.0%	46.4%	64.2	23.1%
002475.SZ	立讯精密	消费电子	33.1	28.0%	17.9%	19.7	20.5%
00425.HK	敏实集团	汽车零部件	18.6	27.8%	41.0%	31.4	11.0%
002179.SZ	中航光电	军工	38.5	32.3%	33.9%	33.8	13.5%
002372.SZ	伟星新材	建材	23.1	15.2%	27.5%	45.6	26.5%
601636.SH	旗滨集团	建材	12.6	39.8%	58.9%	31.8	17.1%

公司代码	股票简称	细分赛道	PE (21E)	21-23E 净利润复合增速	19-20 CAPEX 增长	毛利率 (18-20, %)	ROIC (18-20, %)
600309.SH	万华化学	化工	16.4	33.7%	30.4%	29.5	27.3%
600486.SH	扬农化工	化工	21.8	20.7%	48.7%	28.3	20.7%
601058.SH	赛轮轮胎	化工	14.5	28.9%	25.0%	24.3	14.5%
601012.SH	隆基股份	光伏新能源	39.5	27.8%	79.5%	25.3	19.3%
600438.SH	通威股份	光伏新能源	32.7	32.8%	30.4%	18.2	13.1%
002459.SZ	晶澳科技	光伏新能源	39.3	35.6%	69.1%	18.9	12.7%
06865.HK	福莱特	光伏新能源	25.3	27.3%	49.8%	34.4	16.5%
300724.SZ	捷佳伟创	光伏及锂电设备	40.4	42.30%	39.20%	32.9	15.3%
300207.SZ	欣旺达	动力电池	37.9	45.8%	9.1%	15.0	12.3%
300408.SZ	三环集团	电子元器件	34.3	37.1%	101.2%	51.5	14.6%
600183.SH	生益科技	电子元器件	21.8	25.1%	11.4%	25.2	15.3%
002138.SZ	顺络电子	电子元器件	36.3	31.0%	8.2%	35.0	10.6%
603267.SH	鸿远电子	电子元器件	33.0	45.7%	138.7%	49.5	17.3%
300124.SZ	汇川技术	电力设备	66.9	31.10%	42.80%	39.5	15.9%
603501.SH	韦尔股份	半导体	61.1	40.00%	52.50%	26.9	10.4%
01347.HK	华虹半导体	半导体	44.9	28.70%	17.70%	29.4	5.0%
300308.SZ	中际旭创	5G 设备	24.3	24.6%	25.9%	26.6	10.4%

资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部, 注: 截至 2021 年 7 月 2 日

■ 风险因素

中美摩擦激化; 国内信用环境恶化; 新兴市场风险失控, 出现大幅资金流出。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。