

## 专题策略报告

# 通缩 30 年！中国可以摸着日本过河吗？

## ——“新扩表黎明”系列报告（一）

方正证券研究所证券研究报告

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

### 相关研究

《中报预告：如何寻找“盈利优势”？——A股 23 年中报预告分析》2023.07.15

《边界计划：AI 涌现的系统论视角——“大安全当立”系列报告（三）》2023.07.10

### 报告摘要：

- **经济数据下的中国：资产负债表收缩的特征和 90 年代的日本很类似。**资产负债表收缩之后，可能是“衰退”也可能是“再扩表”。当前中国资产负债表收缩和 90 年代的日本很类似：居民/企业部门杠杆率高位、人口老龄化、生育意愿低、经济增速放缓、政府债务高企、国际上同时面临美国制裁和亚洲国家竞争。不过我们认为：资产负债表收缩迹象类似，并不意味着中国一定会重蹈日本资产负债表衰退的覆辙。
- **历史长河里的中国：中日“民族性”不一样，中国不会重蹈日本覆辙。**中日“民族性”主要有两点不同：（1）日本“慕强”而中国信奉“王侯将相宁有种乎”：90 年代美国挤压日本半导体产业，日本俯首称臣，错失新经济增长点；但中国是不会屈服于外部压力的，新能源车链为代表的**高端制造转型升级**，将引领中国经济增长新动能；（2）日本“好赌”而中国“居安思危”：广场协议后日本货币政策“大宽松-大收紧”导致股市/楼市泡沫相继破灭，居民/企业资产负债表崩溃；但中国股市已经完成“挤泡沫”，楼市从 16 年开始提“房住不炒”，18 年开始土地价格已进入下行通道。
- **全球价值链上的中国：日本可以“躺平”，中国只能“硬顶上”。**（1）90 年代的日本已占据全球价值链上游地位，具备技术护城河，即便汇率和半导体产业俯首称臣，也仍有退路可言，况且日本庞大的海外资产也能反哺国内经济。（2）但中国目前的工业化水平不及日本 90 年代，制造业仍处于全球产业价值链中下游，中国没有退路可言，只能“硬顶上”**高端制造转型升级**，反而能够开启“新一轮扩表周期”！
- **中国不是资产负债表衰退，而是新一轮“扩表”早周期！**（1）2010 年以来的 3 轮盈利回升周期中，A 股资产负债表持续“出清”：13 年盈利回升周期，A 股“被动出清”；16 年盈利回升周期，A 股“以扩表之名，行出清之实”；20 年盈利回升周期，A 股结构性“扩产”，但仍未实质性“扩表”。（2）十年磨一剑，新扩表黎明：以新能源车链为代表的高端制造转型升级方向，已经实现“结构性”扩表，我们判断：23 年即将开始的新一轮 A 股盈利回升中期中，高端制造“新动能”有望开启 A 股扩表“新周期”！
- **中国“新扩表黎明”三大方向：新能源车链/AI 算力基建/央企重估。**（1）新能源车链：中美缓和和小周期，新能源车海外需求旺盛，同时中国新能源车链供给品质进阶，新能源车出海有望迎来需求端和供给端共振。（2）数字经济 AI “算力基建”：为防止出现中美底层经济效率代差，中国需要紧跟全球科技发展大方向（尤其是 AI），“算力基建”有望成为下半年投资主线。（3）“中特估-央企重估”：财政收入降速，供给出清，价格体系重塑带来估值体系重估，下半年并购重组政策有望成为“中特估-央企重估”新一轮行情的发令枪。
- **风险提示：**宏观经济加速下行；产业格局恶化；政策出现重大变化等。

## 正文目录

1 经济数据下的中国：资产负债表收缩的特征和 90 年代的日本很类似	4
1.1 资产负债表收缩：当前中国居民/企业部门的杠杆率高位	4
1.2 人口结构老龄化：当前中国的生育意愿也明显回落	4
1.3 经济增速放缓，政府债务高企	5
1.4 国际上，同样面临美国制裁和亚洲竞争	5
2 历史长河里的中国：中日民族性不一样，中国不会重蹈日本覆辙	6
2.1 对外：日本“慕强” vs 中国“王侯将相宁有种乎”	6
2.2 对内：日本孤注一掷，重押货币政策 vs 中国居安思危，提前“挤泡沫”	7
3 全球价值链上的中国：日本可以“躺平”，中国只能“硬顶上”。	11
3.1 我国现代工业化水平不及日本 90 年代	11
3.2 中国制造业处于全球价值链较低位置	12
4 中国不是资产负债表衰退，而是新一轮“扩表”早周期！	13
4.1 过去 10 年，A 股以“扩表”之名，行“出清”之实	13
4.2 十年磨一剑：23 年盈利回升周期，A 股有望同时迎来“扩产+扩表”！	14
4.3 经济驱动力转向，带动“扩产+扩表”新方向	15
5 中国“新扩表黎明”三大方向：新能车链/AI 算力基建/央国企重估	17
5.1 新能源车链：中美缓和周期，新能车链再出发	17
5.2 AI“算力基建”：AI 也是“大安全”，美国投多少算力，中国也一定会投多少算力！	18
5.3 央国企“价值回归”：财政收入降速，供给出清，价格 & 估值体系重塑	20

图表目录

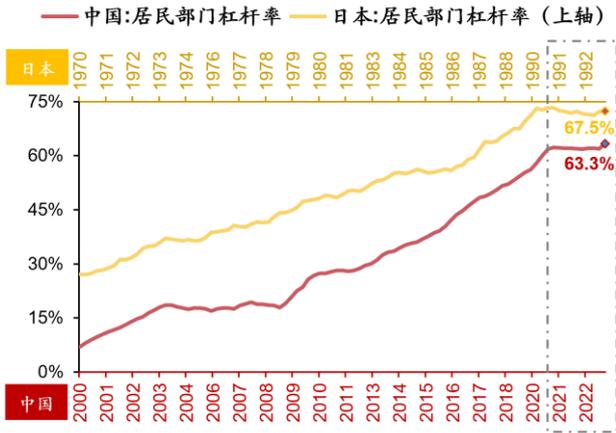
图表 1: 居民杠杆率达到历史高位, 逼近日本 90 年代.....	4
图表 2: 非金融企业杠杆率历史高位, 已超日本 90 年代.....	4
图表 3: 出生率持续走低, 生育意愿极低.....	4
图表 4: 人口老龄化趋势明显 .....	4
图表 5: GDP 增速放缓.....	5
图表 6: 债务率攀升 .....	5
图表 7: 90 年代日本面临美国制裁及中国出口替代, 目前中国面临美国制裁及东南亚出口替代 .....	5
图表 8: 日本经济对欧美依赖性更强 .....	6
图表 9: 日本军事没有独立自主性 .....	6
图表 10: 中美关系紧张/缓和反复, 同时全力扶持卡脖子行业突破技术瓶颈.....	7
图表 11: 激进抛售美元, 导致日元进入持续升值通道.....	7
图表 12: 激进的利率调整政策 .....	7
图表 13: 激进的货币政策催化经济资产价格泡沫破裂.....	8
图表 14: 我国工业企业已经历降杠杆周期.....	8
图表 15: A 股尚未回到近 10 年历史高位 .....	8
图表 16: 日本土地价格是由货币政策驱动的经济泡沫.....	9
图表 17: 中国城镇化率推动土地价格上涨.....	9
图表 18: 中国土地价格处于下行通道.....	9
图表 19: 中国式现代化总思想, 兼顾安全和发展.....	10
图表 20: 我国服务业在经济中比重仍然较低.....	11
图表 21: 我国现代化工业化水平仅相当于日本 80 年代中期.....	11
图表 22: 我国基础工业增加值占比仅 6.19%.....	11
图表 23: 中国基础产业明显落后于其他发达国家.....	11
图表 24: 制造业国际分工梯度格局.....	12
图表 25: 中国制造业全球 GVC 价值链地位仍处低位.....	12
图表 26: A 股的盈利回升周期, 一般都会伴随着“扩产+扩表”周期, 但过去 10 年是例外 .....	13
图表 27: 20 年以来的资本开支扩张周期中, 资源、必需消费和地产链均未“扩产” .....	14
图表 28: 20-21 年盈利回升周期中, A 股仅中游制造、可选消费和中游材料“扩产” .....	14
图表 29: 20-21 年盈利回升周期中, A 股新能源车链实现了“结构性”资本开支扩张.....	15
图表 30: 中国的经济增长动能经历周转率→杠杆率→利润率驱动的切换过程.....	15
图表 31: 经济驱动力转换, 催化“扩产+扩表”三大方向.....	16
图表 32: 新能源车出口占比及对出口的拉动攀升.....	17
图表 33: 新能源车分项出口金额当月同比.....	17
图表 34: 新能源车分项出口金额当月同比.....	18
图表 35: 新能源车链的估值和基金持仓多处低位(赔率), 中上游盈利能力相对韧劲(胜率) .....	18
图表 36: 1980 年后美国 R&D 占 GDP 比重快速增加 .....	19
图表 37: 80 年代美国半导体投资快速增加, 同时半导体需求大幅扩张 .....	19
图表 38: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算.....	19
图表 50: “报价者”出清是本轮央国企“供给出清”的方式.....	22

## 1 经济数据下的中国：资产负债表收缩的特征和 90 年代的日本很类似

### 1.1 资产负债表收缩：当前中国居民/企业部门的杠杆率高位

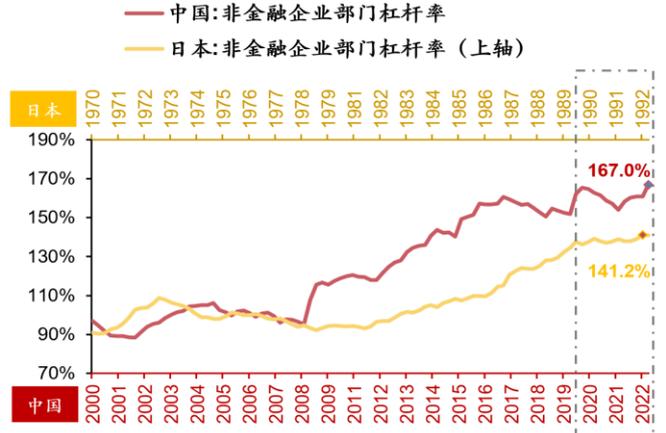
当前中国和 90 年代的日本同处于资产负债表收缩期，居民部门杠杆率攀升，非金融企业杠杆率达历史高位。从数据上来看，日本在 1990 年-1992 年居民杠杆率和非金融企业杠杆率增速放缓，但绝对数值已达历史高位，居民杠杆率达 67.5%，非金融企业杠杆率达 141.2%；中国近年来资产负债表收缩趋势放缓，但绝对数值亦达历史高位，2022 年居民杠杆率达 63.3%，非金融企业部门杠杆率达 167.0%。

图表1:居民杠杆率达到历史高位，逼近日本 90 年代



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表2:非金融企业杠杆率历史高位，已超日本 90 年代

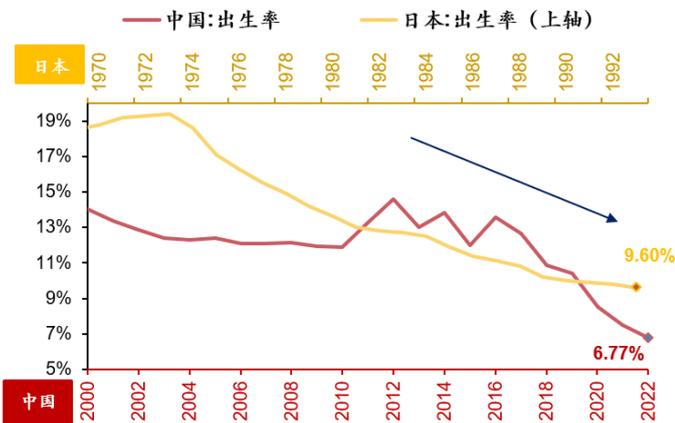


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.2 人口结构老龄化：当前中国的生育意愿也明显回落

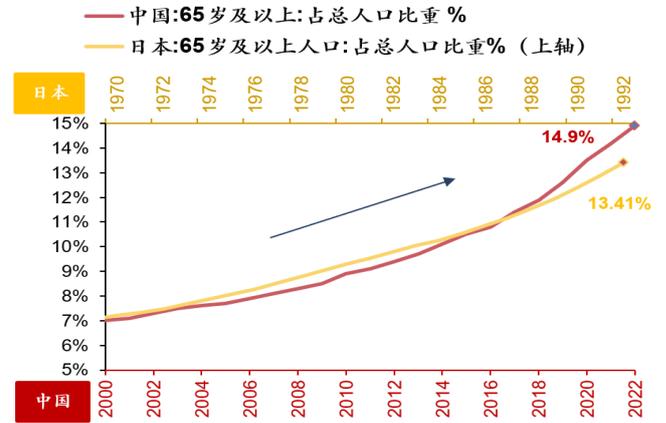
人口结构相似，老龄化严重，且适龄青年生育意愿低。日本出生率自 1974 年开始进入下行通道，人口老龄化进入上行区间，1992 年出生率为 9.6%，65 岁及以上人口占比达 13.41%；中国人口出生率自 2012 年起进入下行区间，2022 年出生率仅为 6.77%，甚至低于日本 90 年代，而老龄化人口比例达 14.9%，较日本 90 年代更高。

图表3:出生率持续走低，生育意愿极低



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4:人口老龄化趋势明显

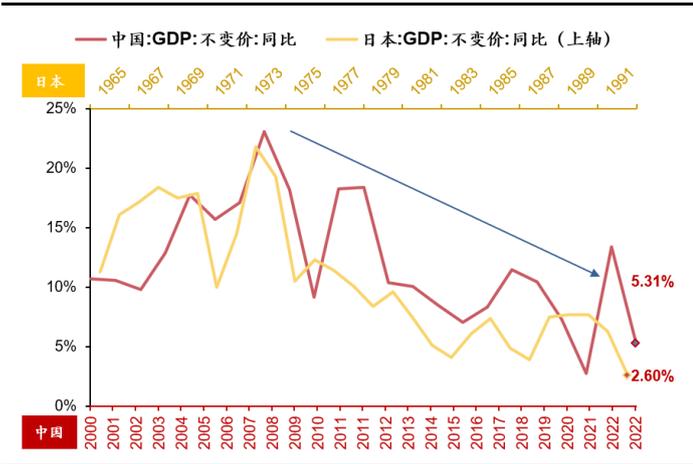


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.3 经济增速放缓，政府债务高企

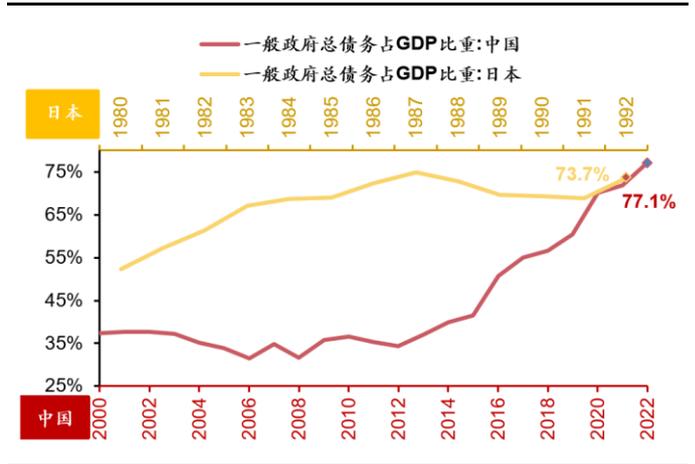
中日均在经历了经济高速发展后，出现经济增速放缓趋势，且政府债务处于高位。中国 2008 年后 GDP 增速放缓，而日本 1973 年后 GDP 增速震荡下行。日本 90 年代一般政府总债务占 GDP 比重始终处于高位，而中国自 2008 年起，政府债务率进入上行通道，2022 年一般政府总债务占 GDP 比重达 77.1%，处于历史高位，政府债务率高企。

图表5: GDP 增速放缓



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: 债务率攀升

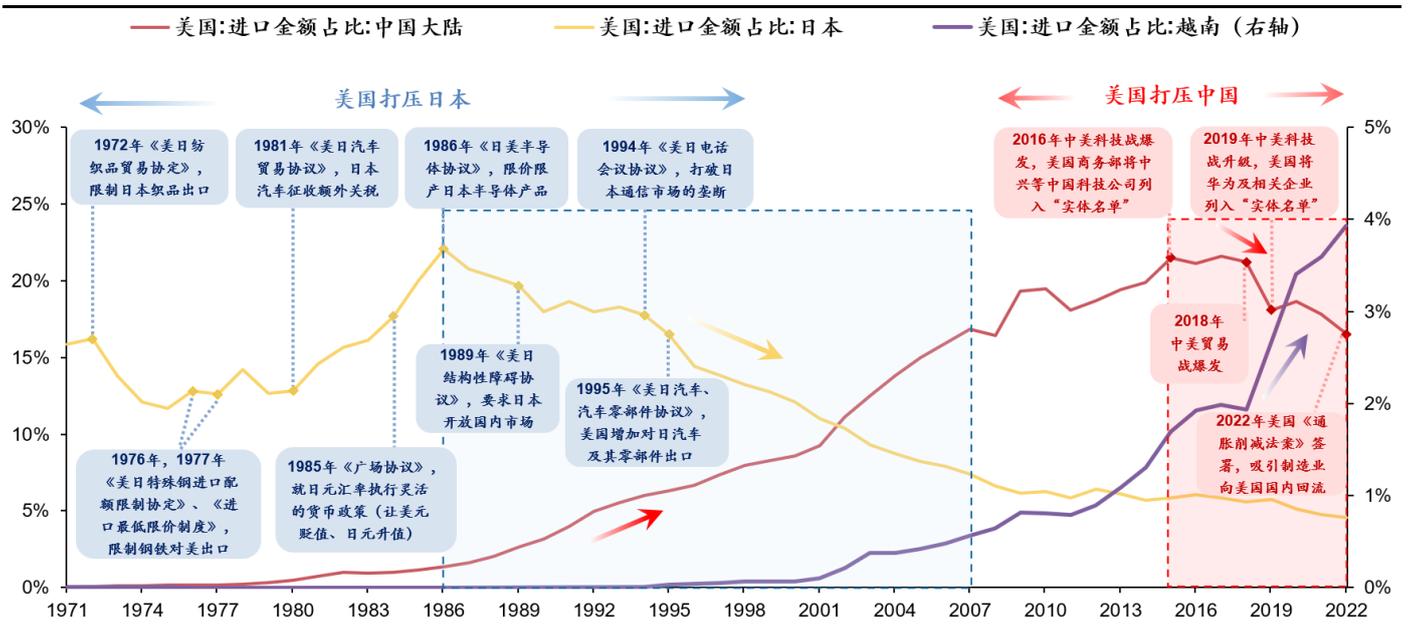


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.4 国际上，同样面临美国制裁和亚洲竞争

中国目前和日本 90 年代同样面临“前有狼，后有虎”的竞争局面。日本自 70 年代经济高速发展后，美国持续出台贸易、产业制裁政策，先后签订了“广场协议”、“日美半导体协议”等限制日本制造业发展和出口。同时，日本也面临着来自中国、韩国的追赶。反观目前的中国，自 2016 年起中美陆续爆发科技战、贸易战等，美国陆续出台制裁法案，限制中国科技和贸易发展。同时，中国目前也面临着东南亚等国的替代竞争。

图表7: 90 年代日本面临美国制裁及中国出口替代，目前中国面临美国制裁及东南亚出口替代



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2 历史长河里的中国：中日民族性不一样，中国不会重蹈日本覆辙

### 2.1 对外：日本“慕强”vs 中国“王侯将相宁有种乎”

日本根源性的“慕强”，使得日本民族容易对目前强大的美国俯首称臣，失去主权完整，也错失半导体产业链的“新经济增长点”。日本没有完整主权，国土面积小，资源匮乏，对外贸易和投资是日本经济的重要一环，经济高度依赖于欧美，且在二战后日本军事和国防均不独立。(1) 从日本对外直接投资可以看出，日本对欧美地区直接投资占比高达 60%-80%，经济高度依赖欧美地区；(2) 从军事角度来看，日本的国防和军队并不完全受自己掌控，美国在日本有大量驻军和军事基地，且日本没有战时指挥权。

图表8: 日本经济对欧美依赖性更强

年份	日本:国内对国外直接投资至各州权重					对应占比
	北美	欧洲	亚洲	中美洲和南美洲	其他	
2000年	45%	35%	7%	13%	0%	
2001年	20%	47%	20%	11%	1%	
2002年	27%	31%	26%	12%	5%	
2003年	38%	29%	17%	11%	4%	
2004年	25%	24%	34%	10%	7%	
2005年	29%	18%	36%	14%	3%	
2006年	20%	37%	34%	5%	4%	
2007年	24%	29%	26%	13%	9%	
2008年	35%	18%	18%	23%	7%	
2009年	15%	24%	28%	23%	11%	
2010年	16%	26%	39%	9%	10%	
2011年	14%	37%	36%	10%	3%	
2012年	29%	25%	27%	9%	10%	
2013年	34%	24%	30%	8%	4%	
2014年	37%	21%	31%	5%	6%	
2015年	37%	26%	25%	5%	6%	
2016年	30%	41%	8%	16%	4%	
2017年	28%	35%	24%	7%	5%	
2018年	13%	34%	34%	16%	3%	
2019年	21%	47%	21%	7%	4%	
2020年	46%	15%	25%	9%	6%	
2021年	40%	20%	30%	5%	5%	
2022年	36%	24%	24%	8%	8%	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9: 日本军事没有独立自主性

时间	基地/军事合作	相关内容
1978年	《日美防卫合作指针》	规定了日本遭受入侵时日美军事合作的方针、原则和具体步骤
1981年	美日首脑会晤	美日首脑会晤，首次明确双方是同盟关系，并频频举行美日军事演习
1997年	《日美防卫合作指针》	日美军事合作扩大到与朝鲜半岛局势等相关的“周边事态”
2010年	美日联合军演	美国和日本在日本大分县训练场展开大型联合军演
2014年	《日美防卫合作指针》	扩大日本自卫队对美军的支援范围和力度，强化日美军力的一体化
2021年	美军F-22在日本岩国基地行动	数架F-22A“猛禽”战斗机降落日本岩国基地，美军解释该行动为“动态武力运用”
2022年	日本深度推进日美军事合作	日本以装备更新、指挥协同、联合演训等为依托，持续加强与美国军事互动
2023年	美日“2+2”会谈和领导人会晤	美国在日本增加反航导弹的数量

资料来源: Wind, 方正证券研究所

中国文化底蕴中就有“王侯将相宁有种乎”的精神，已经培育出新能源车链为代表的“新经济增长点”。中国地大物博，人口众多，本身就是个巨大的统一的市场，自身韧性强，回旋余地大。且中国内政外交政策高度独立，在与美国科技战、贸易战中，从未签署任何放弃主权独立性文件，军事、经济、政治均始终保持独立自主性。(1) 1953年就提出了和平共处五项原则——互相尊重主权和领土完整、互不侵犯、互不干涉内政、平等互惠和和平共处，奠定了中国的外交主张，是中国独立自主和平外交政策的基石；(2) 中美关系自2016年科技战开始进入中美紧张-缓和-紧张的循环中，我国一方面维系与美关系，一方面坚守不放弃产业/贸易自主权的底线不动摇，同时全力扶持卡脖子行业，以“补齐短板”。

图表10:中美关系紧张/缓和反复,同时全力扶持卡脖子行业突破技术瓶颈

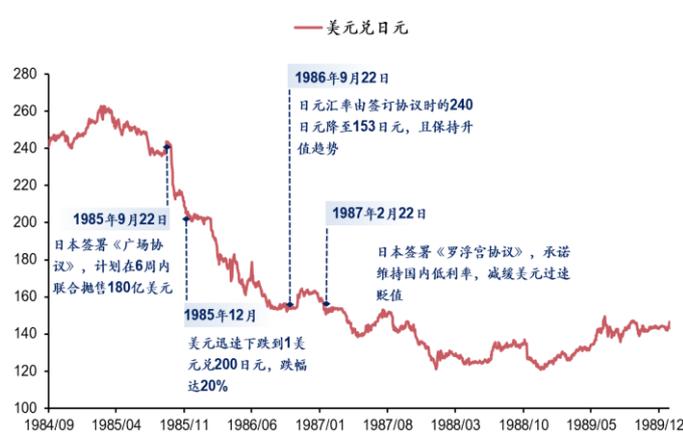
对外 坚守不放弃产业/贸易自主权的底线				全力扶持卡脖子行业		对内	
中美关系	时间	事件要点	核心内容	核心内容	时间		
紧张	2019-05-15	美国打压中国企业	美国对华为及相关企业实行出口管制	十九届四中全会: 强化国家战略科技力量	2019/10/31		
	2019-06-29	中美元首会晤	重启经贸磋商, 美方不加征新关税, 美金可向华为供货	十九届五中全会: 健全新型举国体制, 打好关键核心技术攻坚战	2020/10/29		
	2019-07-09	取消加征中国商品关税	美国对加征25%关税的110种中国商品取消关税	自由贸易试验区扩展区域方案: 打造先进制造业集聚区	2020/9/21		
缓和	2019-12-13	中美达成经贸协议	美国将对约1200亿美元中国商品加征关税下调至7.5%	全面深化改革委员会: 加快攻克重要领域“卡脖子”技术	2021/2/19		
	2020-01-14	取消指责中方汇率操纵	美国将中国移出汇率操纵国名单	专利助力中小企业创新通知: 开展关键核心技术知识产权推广应用	2021/3/19		
	2020-02-06	中国下调对美加征税率	下调对美部分商品加征税率由10%、和5%改为5%、2.5%	第十四个五年规划: 提升产业链供应链现代化水平	2021/3/19		
	2020-07-21	美国打压中国企业	美国商务部在“实体清单”中增加11家中国企业	加快农业全产业链发展意见: 开展农业全产业链“链长”制试点	2021/5/26		
紧张	2020-09-18	美国打压中国企业	在美国境内禁止与WeChat和TikTok有关交易	第三十四次集体学习: 提高数字技术基础研发能力	2021/10/18		
	2020-12-18	美国打压中国企业	77个“实体清单”, 绝大多数为中国公司、高校或个人	2022年政府工作报告: 开展重点产业强链补链行动	2022/3/5		
	2021-01-06	美国打压中国企业	禁止与支付宝、微信支付等8个中国软件相关的交易	中央深改委第二十七次会议: 重点研发关键技术和引领发展的前沿技术	2022/9/6		
缓和	2021-02-11	中美元首通话	两国元首都认为通话将向世界释放积极信号	中央企业产业链建设推进会: 提升了产业基础能力和产业链现代化水平	2022/5/19		
	2021-03-18	中美高层战略对话	美方重申在台湾问题上坚持一个中国	二十大: 健全新型举国体制, 强化国家战略科技力量	2022/10/16		
紧张	2021-04-08	美国打压中国企业	将中国国家超级计算中心等7家中国实体列入“实体清单”				
	2021-07-26	中美外交会谈	中美关系紧张, 原因是美国一些人把中国当作“假想敌”				
缓和	2021-10-05	美国对中国关税豁免	美国将重新恢复豁免549项中国进口商品的关税				
	2022-05-13	美国打压中国企业	美国将隆基绿能、天合光能等8家企业当反规避调查重点				
紧张	2022-07-30	美国打压中国企业	美国上市公司“预摘牌”名单, 蔚来、理想、小鹏被列入				
	2022-08-09	美国打压中国企业	《芯片和科学法案》使半导体企业放弃在中国建厂或撤资				
	2022-08-31	美国打压中国企业	美国要求英伟达及超威公司停止对中国出口高端GPU芯片				
	2022-12-23	中美高层通话	布林肯愿与中国开展合作, 继续奉行一个中国政策				
缓和	2023-06-19	中美高层会晤	美方期待同中方加强沟通, 与中国开展合作				
	2023-06-19	中美高层会晤	美方表示无意同中国发生冲突				

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2.2 对内: 日本孤注一掷, 重押货币政策 vs 中国居安思危, 提前“挤泡沫”

日本由于长期受美国掣肘, 签订“广场协议”, 导致日元升值和制造业大萧条后, 只能孤注一掷的重押货币政策以试图挽救产业和经济。(1) 签订“广场协议”后, 日本政府激进的抛售美元, 短短7个月, 日元兑美元汇率就从 1:237 升到了 1:168, 日元升值了 30%。引发制造业大萧条。(2) 日本政府在生产过剩、资本过剩的状况下, 仍然做出了降低利率, 疯狂放水的激进举动, 从 1986 年 1 月至 1987 年 2 月, 一年间日本连续 5 次降息, 贴现率从 5% 降到了 2.5%, 以刺激民众增加消费, 这也直接引发了后续的经济泡沫化。

图表11:激进抛售美元, 导致日元进入持续升值通道



资料来源: Wind, 方正证券研究所

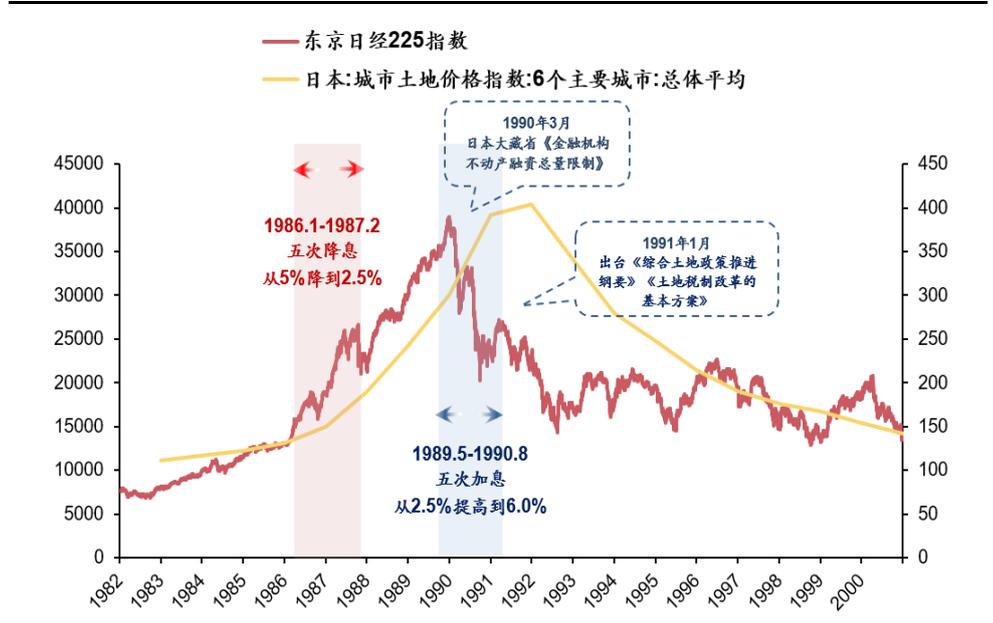
图表12:激进的利率调整政策



资料来源: Wind, 方正证券研究所

(3) 面对股市和房地产的泡沫，日本政府在1989年5月-1990年，将基准利率从2.5%拉到6%，同时限制银行对房地产的贷款，无视激进的加息政策可能引发的经济崩盘。

图13: 激进的货币政策催化经济资产价格泡沫破裂



资料来源: Wind, 方正证券研究所

中国居安思危，早在2016年起开启政策组合拳“去杠杆”，股市已完成“挤泡沫”，楼市也能够“托底”，在经济增速缓慢的情况下仍兼顾安全与发展。(1) 中国国企的杠杆率在15-16年达到相对高点，同期A股在2015年也达到历史高点，16-17年“供给侧改革”以后杠杆率开始明显回落，目前国企工业企业杠杆率维持低位，且中国A股近10年一直处于震荡区间，未出现泡沫化现象。

图14: 我国工业企业已经历降杠杆周期



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图15: A股尚未回到近10年历史高位

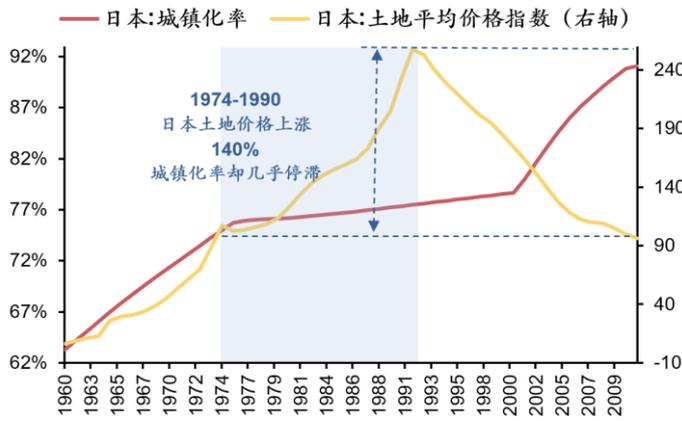


资料来源: Wind, 方正证券研究所

(2) 土地价格方面，我国土地价格有支撑，且处于下行通道，和日本90年代土地资产泡沫化有明显的区别。我国土地价格的上行是由城镇化进程推动的，具有非泡沫化的支撑作用，且2018年后土地价格已进入下行通道；而日本土地价格

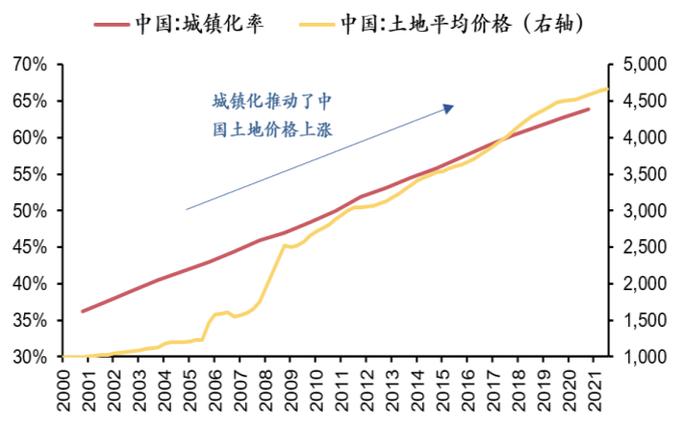
的急速上行区间，城镇化几乎停滞，完全是由货币政策驱动，因此导致了土地资产的泡沫化。

图表16: 日本土地价格是由货币政策驱动的经济泡沫



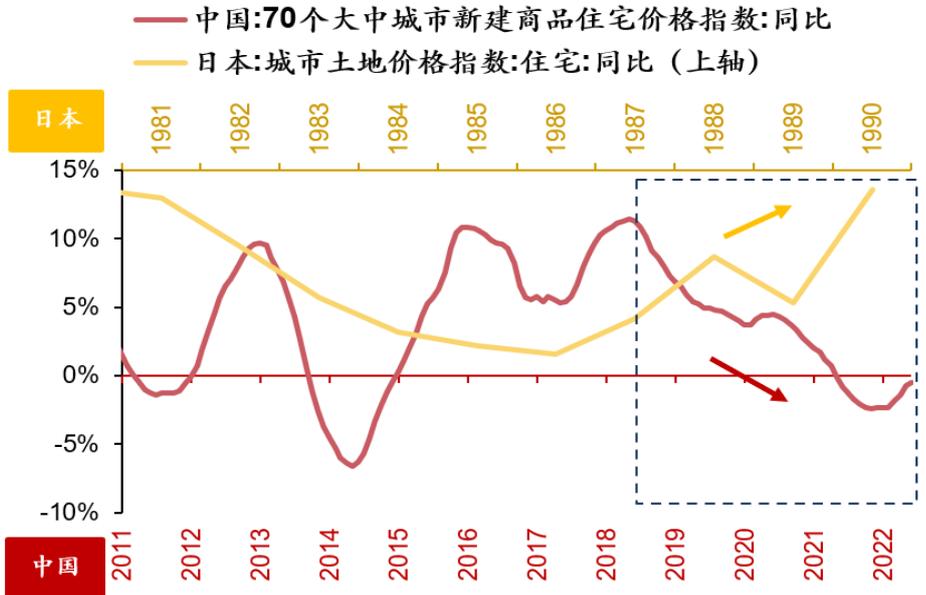
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表17: 中国城镇化率推动土地价格上涨



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18: 中国土地价格处于下行通道



资料来源: Wind, 方正证券研究所

(3) 现阶段，中国经济增速放缓，不过，政策兼顾安全和发展，既能“托底”地产链，也能培养“新动能”。自习主席在2020年提出“安全是发展的前提，发展是安全的保障”后，“安全”的重要性逐渐增强。从“总体国家安全观”到二十大“坚持党中央对国家安全工作的集中统一领导”，相关政策均明确提出“统筹安全和发展”。

图表19: 中国式现代化总思想, 兼顾安全和发展

领域	时间	政策/会议	会议要点
国家安全	20/11/3	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	我们越来越深刻地认识到, <b>安全是发展的前提, 发展是安全的保障</b> 。当前和今后一个时期是我国各类矛盾和风险易发期, 各种可以预见和难以预见的风险因素明显增多, <b>我们必须坚持统筹发展和安全</b>
科技安全	21/10/26	《加快建设科技强国 实现高水平科技自立自强》	第一, 加强原创性、引领性科技攻关, <b>坚决打赢关键核心技术攻坚战</b> 。第二, 强化国家战略科技力量, 提升国家创新体系整体效能。第三, 推进科技体制改革, 形成支持全面创新的基础制度
资源安全	22/12/14	《扩大内需战略规划纲要》	<b>安全保障能力是内需发展基础</b> : 要强化数据安全保障能力, 保障粮食安全, 加强种子安全保障, 强化能源资源安全保障
科技安全	23/1/31	加快构建新发展格局第二次集体学习会议	<b>持续推动科技创新、制度创新, 突破供给约束堵点、卡点、脆弱点, 增强产业链供应链的竞争力和安全性</b> , 以自主可控、高质量的供给适应满足现有需求, 创造引领新的需求。 <b>要加快科技自立自强步伐, 解决外国“卡脖子”问题</b>
国家安全	23/2/28	二十届二中全会	当前, 世界百年未有之大变局加速演进, 必须准备经受 <b>风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验</b> 。 <b>要更好统筹发展和安全, 坚决维护国家和社会稳定</b>

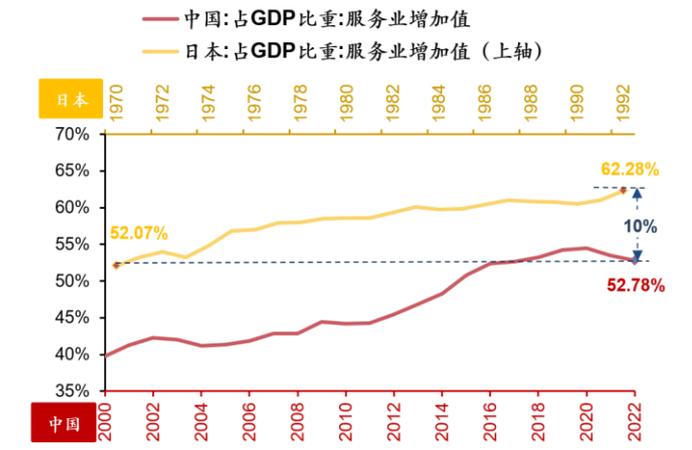
资料来源: 中国政府网, 方正证券研究所

### 3 全球价值链上的中国：日本可以“躺平”，中国只能“硬顶上”。

#### 3.1 我国现代工业化水平不及日本 90 年代

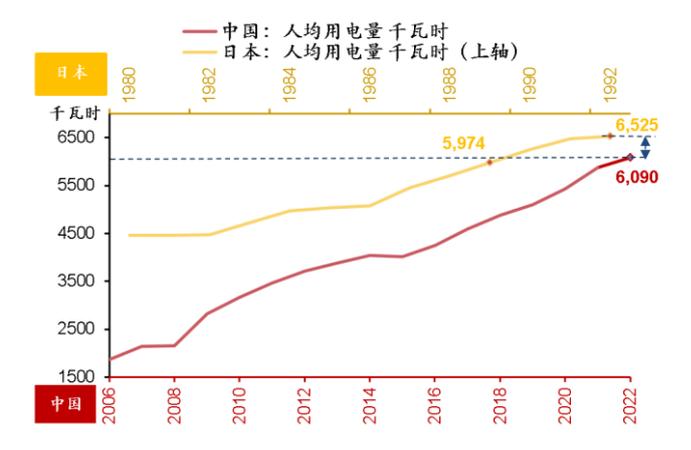
我国服务业目前在经济中的比重仍然较低，且现代工业化水平也不及日本 90 年代水平。2022 年我国服务业占 GDP 比重约在 53%，仅相当于日本上世纪 70 年代初的水平；我国现代工业化水平虽然迅速发展，但仍只接近日本 20 世纪 80 年代中期的水平，还没有达到日本泡沫破灭前的电力消耗程度。

图表20: 我国服务业在经济中比重仍然较低



资料来源: Wind, 方正证券研究所

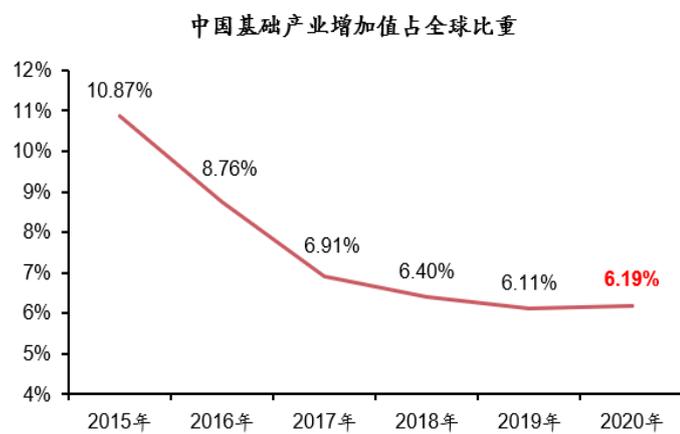
图表21: 我国现代工业化水平仅相当于日本 80 年代中期



资料来源: Wind, 方正证券研究所

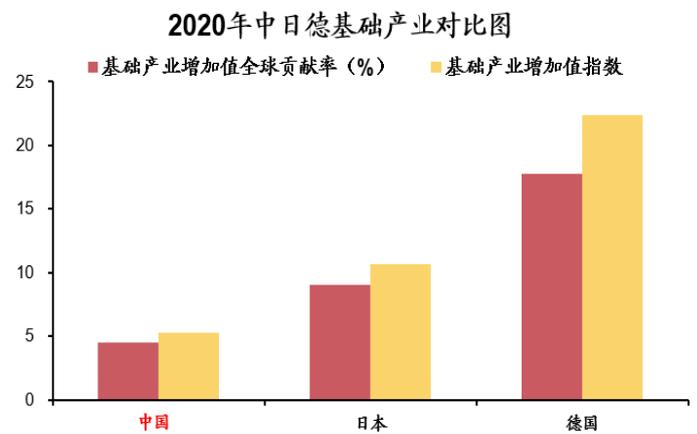
我们基础工业增加值的全球占比明显偏低，约束我们工业体系的“内循环”安全。根据中国工程院《2021 中国制造强国发展指数报告》：中国“基础产业增加值占全球基础产业增加值比重”指标自 2015 年起连续四年下降。2020 年回升至 6.19%，仍不足美国、德国等发达国家同期水平的二分之一，年均降幅甚至高于后发制造大国。

图表22: 我国基础工业增加值占比仅 6.19%



资料来源: 《中国制造强国发展指数报告(2021)》，方正证券研究所

图表23: 中国基础产业明显落后于其他发达国家

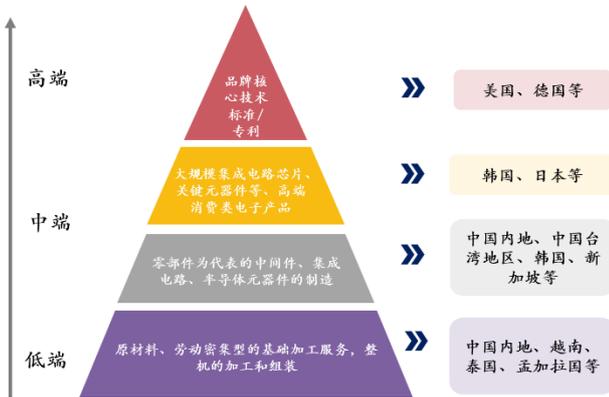


资料来源: 《中国制造强国发展指数报告(2021)》，方正证券研究所

### 3.2 中国制造业处于全球价值链较低位置

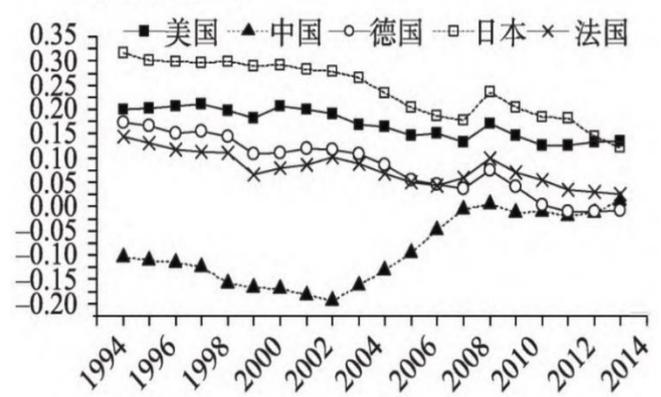
中国制造业“大而不强”，仍处全球价值链较低位置。在全球产业链分工格局中，中国的制造业主要提供零部件为代表的中间体、集成电路和半导体元器件的中低端制造。与美德相比，中国尚缺乏强有力的技术支撑，与东南亚国家相比，中国基本丧失了低廉劳动力成本优势。

图表24: 制造业国际分工梯度格局



资料来源：方正证券研究所

图表25: 中国制造业全球 GVC 价值链地位仍处低位



资料来源：《世界主要国家及地区制造业 GVC 地位时空格局演化——基于 TiVA 数据库的研究》，方正证券研究所

#### 4 中国不是资产负债表衰退，而是新一轮“扩表”早周期！

十年磨一剑，重塑资产负债表。08年“四万亿”投资推动传统行业产能大幅扩张，而12年至今，传统行业经历十年的产能收缩与资产负债率降低的双重出清。腾笼换鸟：20-21年盈利回升周期，A股中游制造+可选消费结构性“扩产”。我们判断：23年A股盈利回升周期中，“中特估-央国企重估”、数字经济AI和新能源车链，有望开启“主动扩表”新周期！

##### 4.1 过去10年，A股以“扩表”之名，行“出清”之实

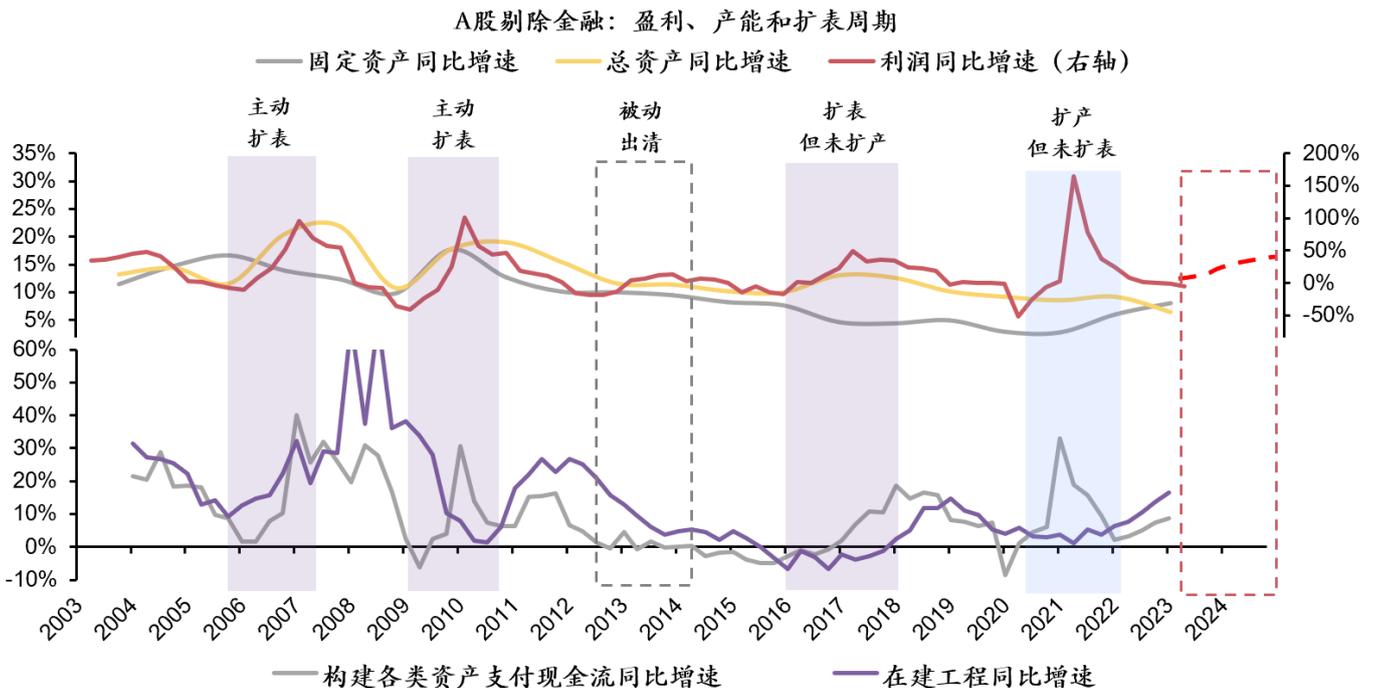
A股盈利回升周期一般都会伴随“扩产+扩表”周期，但2012年以来的3轮盈利回升周期，事实上并未“扩表”，反而实质性“出清”。08年金融危机后的“4万亿”投资导致传统周期行业产能严重过剩，为了解决这一问题，A股从2012年以来开启了长达10年的实质性“出清”周期，横跨3轮盈利回升周期——

(1) 13年盈利回升周期，A股“被动出清”。严重的产能过剩导致13年A股盈利“弱回升”，过剩产能和资产负债表都“被动出清”；

(2) 16年盈利回升周期，A股“以扩表之名，行出清之实”。虽然“棚改货币化安置”政策导致资产负债表名义“扩表”，但“供给侧改革”驱动A股产能持续收缩；

(3) 20年盈利回升周期，A股结构性“扩产”，但仍未实质性“扩表”。代表转型升级新方向的中游制造和下游可选消费结构性“扩产”（固定资产同比增速抬升），但资产负债表并未实质“扩表”（总资产同比增速未见明显抬升）。

图表26:A股的盈利回升周期，一般都会伴随着“扩产+扩表”周期，但过去10年是例外



资料来源：Wind，方正证券研究所

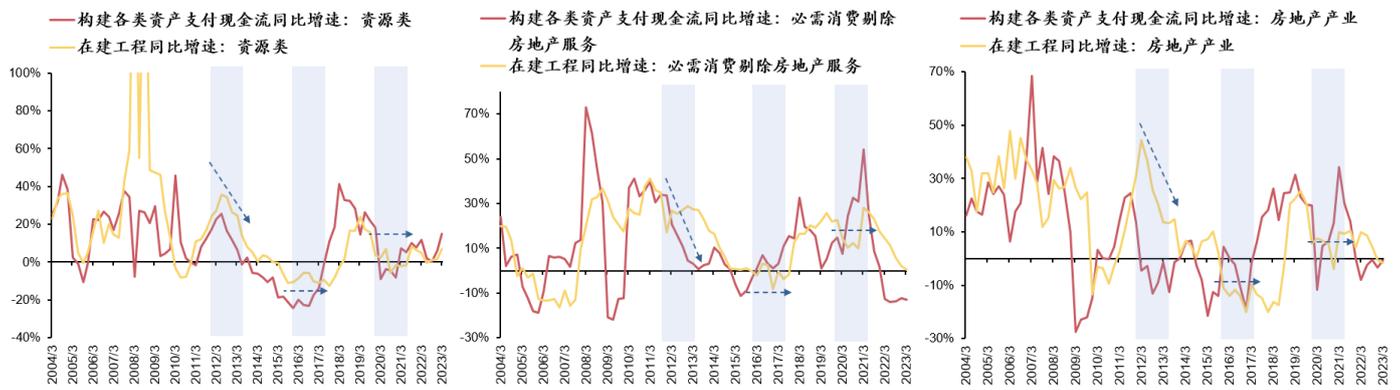
#### 4.2 十年磨一剑：23 年盈利回升周期，A 股有望同时迎来“扩产+扩表”！

供给出清：过去 10 年的 3 轮盈利回升周期中，A 股“出清”资源、必需消费和地产链的过剩产能——

- (1) 12-13 年的盈利回升周期中，资源、必需消费和地产链的产能（构建资产支付现金流同比增速&在建工程同比增速）都持续收敛；
- (2) 16-17 年的盈利回升周期中，资源、必需消费和地产链的资本开始扩产（构建资产支付现金流同比增速抬升），但产能并未增加（在建工程同比增速持续低位），新增产能大部分用于“置换”老旧产能，总产能并未扩张；
- (3) 20-21 年盈利回升周期中，资源、必需消费和地产链的产能也未明显扩张。

可以看到，13 年“产能过剩”、16 年“供给侧改革”以及 18 年“供给出清常态化”政策以来，A 股过剩产能已基本出清。

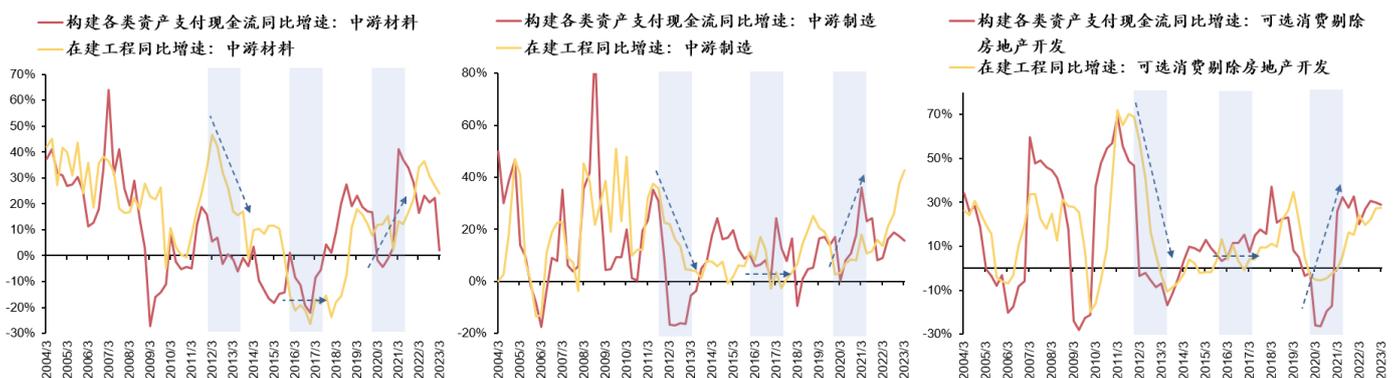
图表27:20 年以来的资本开支扩张周期中，资源、必需消费和地产链均未“扩产”



资料来源：Wind，方正证券研究所

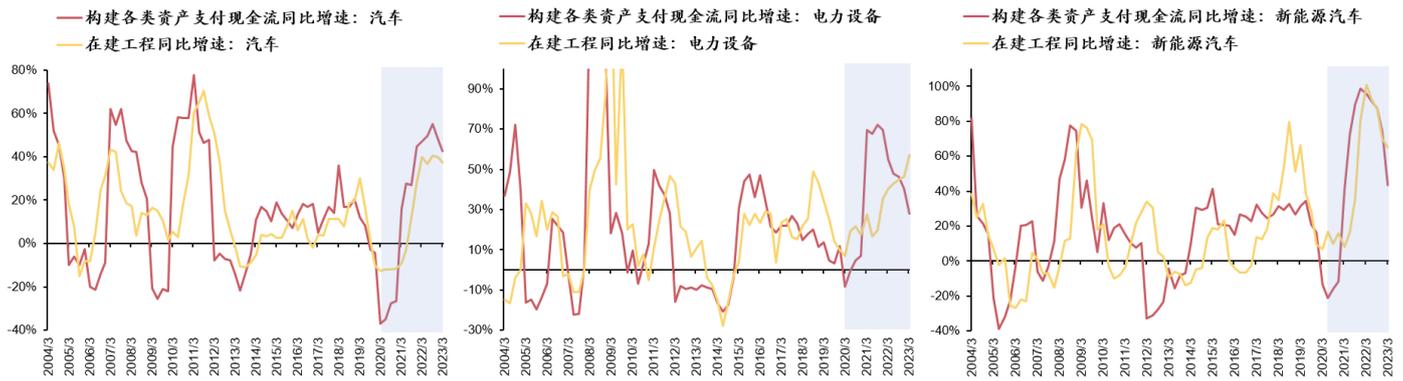
腾笼换鸟：20-21 年盈利回升周期，A 股中游制造+可选消费结构性“扩产”。经历了 10 年左右的“过剩产能”供给出清，20-21 年的 A 股盈利回升周期中，以中游制造和可选消费（新能源车链）为代表的 A 股“转型升级”新方向，正在逐步开启新一轮“结构性”产能扩张周期。23 年的盈利回升周期中，A 股有望开启新一轮“扩产+扩表”新周期！

图表28:20-21 年盈利回升周期中，A 股仅中游制造、可选消费和中游材料“扩产”



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表29:20-21年盈利回升周期中，A股新能源车链实现了“结构性”资本开支扩张

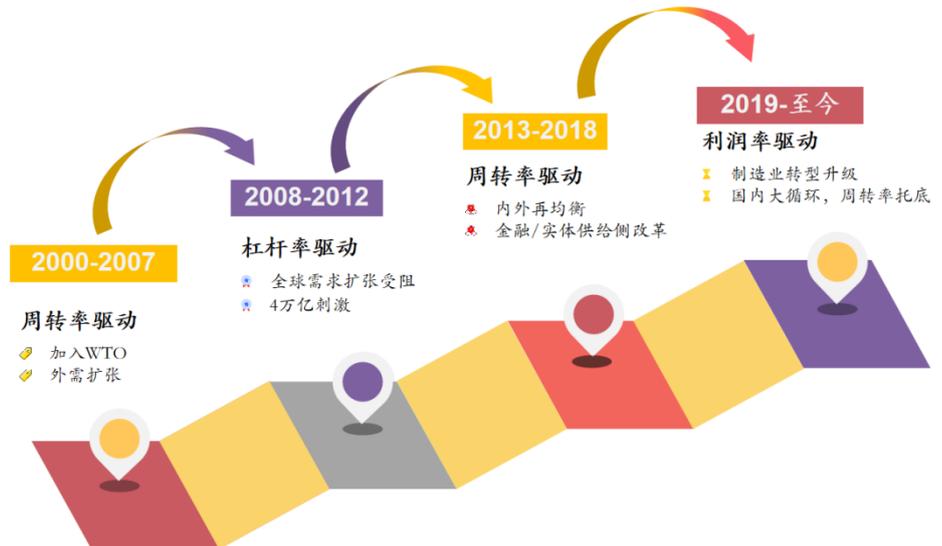


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 4.3 经济驱动力转向，带动“扩产+扩表”新方向

2000年以来，中国的经济增长动能不断切换，先后经历周转率→杠杆率→利润率驱动的逐步切换过程。自2000年以来A股上市公司盈利能力首先由周转率驱动（加入WTO融入“外循环”）转向杠杆率驱动（08年金融危机——“4万亿”刺激基建），13年回到周转率驱动（金融/实体供给侧改革“内外再均衡”）。而19年后，民企纾困+高质量发展主线带来的科技制造业的利润率抬升，中国制造业转型升级：由中低端向中高端跨越，从周转率和杠杆率驱动，转向利润率驱动。

图表30:中国的经济增长动能经历周转率→杠杆率→利润率驱动的切换过程



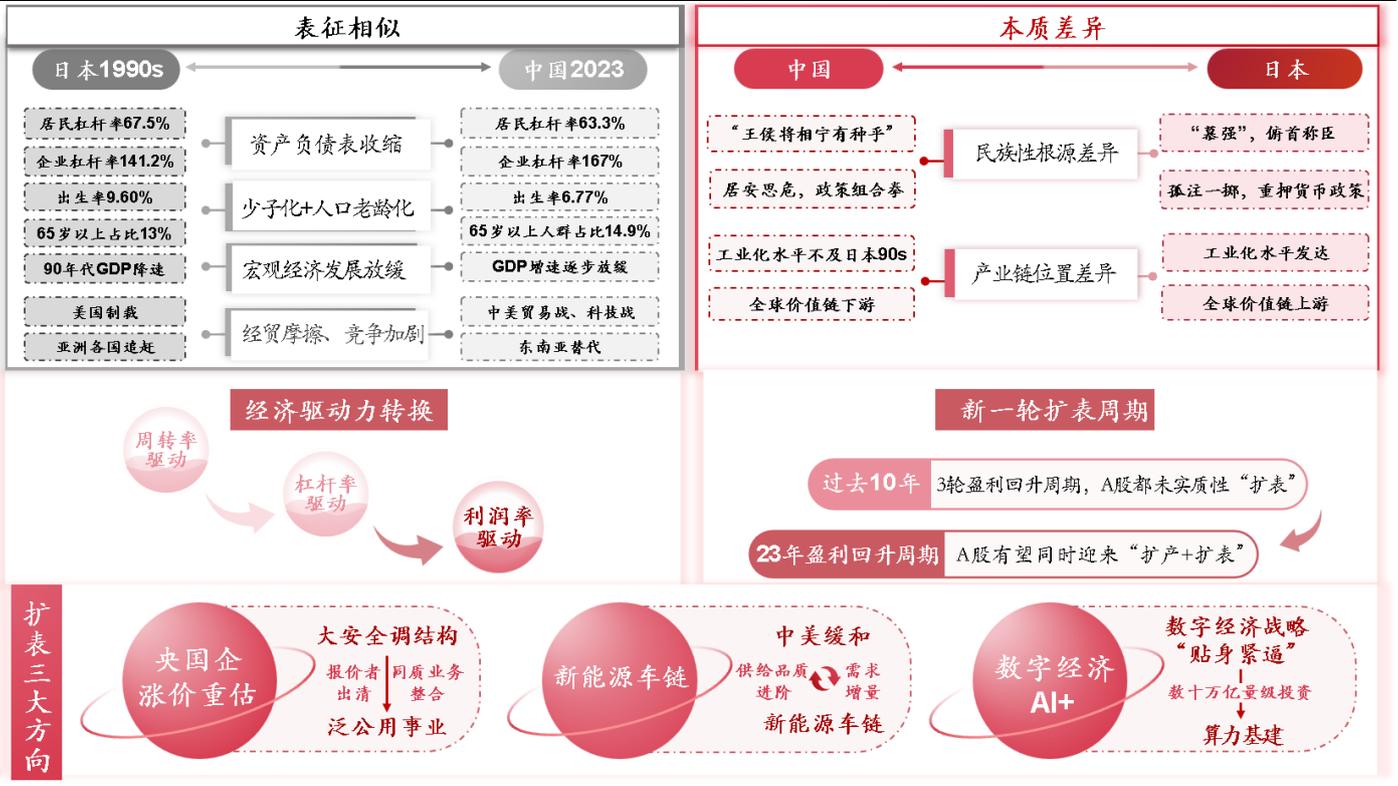
资料来源: 方正证券研究所

“扩表”新方向：新能源车链/数字经济AI/“中特估-央企国企重估”。我们判断，新一轮“扩产+扩表”周期将聚焦三大方向——

- (1) 新能源车链出海进阶：中美缓和+小周期，新能源汽车的海外需求旺盛；同时，中国新能源车链供给品质进阶，新能源车出海有望迎来需求端和供给端共振。
- (2) 数字经济AI“算力基建”：为防止出现中美底层经济效率代差，中国需要紧跟全球科技发展大方向（如数字经济AI+），“算力基建”有望成为下半年国家重点投资方向。

(3) “中特估-央国企重估”：央国企“报价者出清”后“价值回归”，有望成为新时代的“盐铁”，带来央国企“价格修复→估值修复”的主线行情，并购重组政策有望成为“中特估-央国企重估”新一轮行情的发令枪。

图表31:经济驱动力转换，催化“扩产+扩表”三大方向



资料来源：Wind，方正证券研究所

## 5 中国“新扩表黎明”三大方向：新能源车链/AI 算力基建/央国企重估

### 5.1 新能源车链：中美缓和周期，新能源车链再出发

新能源整车是“诗和远方”，零部件（包括动力电池）将迎来估值底部修复。我们有个新兴产业的独特视角：凡是“中国人刚开始卷外国人”的行业，一般会有大贝塔的投资机会，而当这个行业“中国人开始卷中国人”的时候，则只剩下阿尔法的投资机会了。

以动力电池为例：20 年中国动力电池的全球占有率在 30%左右，“中国人刚开始卷外国人”的时候，宁德时代 PE（TTM）一度大涨到 180 多倍；而当前中国动力电池的全球占有率接近 70%，“中国人开始卷中国人”的时候，宁德时代的估值又回落到了 20 多倍。

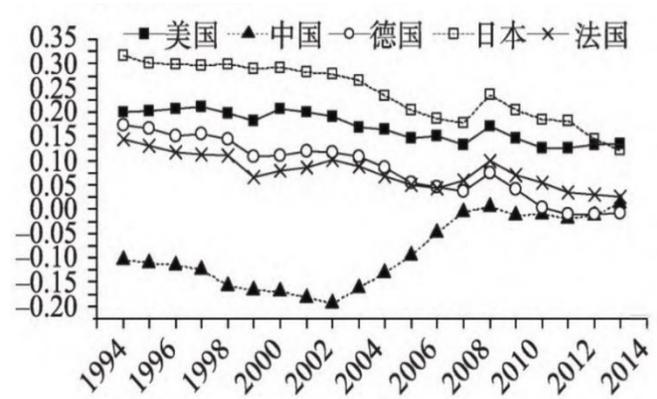
新能源车出口韧劲凸显，在外需转弱格局下拉动率显著提升。5 月国内出口同比增速-0.79%，而新能源车出口金额逆势增长，占比 13.89%，拉动出口金额增速 0.93%。

图表32:新能源车出口占比及对出口的拉动攀升



资料来源：Wind，方正证券研究所

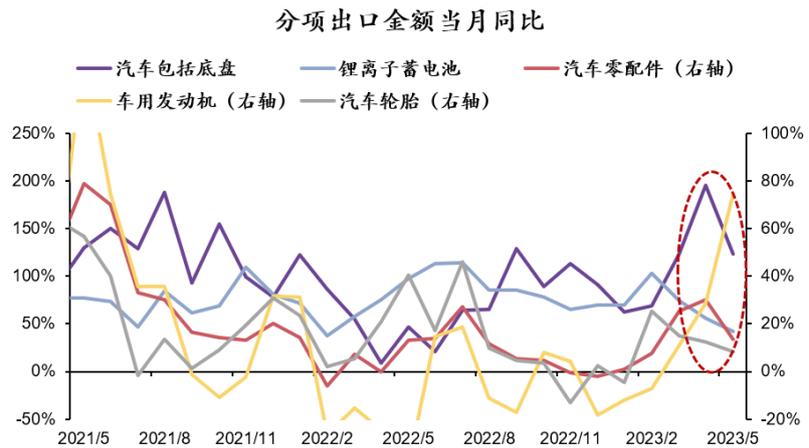
图表33:新能源车分项出口金额当月同比



资料来源：Wind，方正证券研究所

新能源出口“量价齐升”，带动产业链向“高端化”转型。近年来，新能源车出口“量价齐升”，逐步从“高性价比”标签转向“高端化”标签——新能源车出口数量和金额同比增速维持高位，单车价值量攀升。而新能源车链中，发动机出口增速显著抬升，底盘、锂电池出口增速长期维持相对高位，产业链壁垒带来的出口韧劲愈发凸显。

图表34:新能源车分项出口金额当月同比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

我们判断:中美“缓和小周期”将改善新能源车“全球渗透率提升”的逻辑,需求有望进一步抬升。同时,包括动力电池在内的汽车零部件的赔率(估值和基金超配低位)已非常合适,胜率逻辑边际改善也能够带来至少是中等级别的反弹行情。

图表35:新能源车链的估值和基金持仓多处低位(赔率),中上游盈利能力相对韧劲(胜率)

板块		赔率				胜率			
产业链位置	行业	PE (TTM)	PE(TTM)分位数	动态PE	基金超配比例	ROE (TTM)	毛利率 (TTM)	资产周转率 (TTM)	预期净利润增速 (23年)
上游	矿产资源	10.0	10.5%	10.0	-0.1%	26.9%	29.7%	72.0%	-12.4%
中游	动力电池	31.8	18.5%	23.9	2.7%	14.5%	18.5%	66.1%	60.2%
	隔膜	26.2	11.1%	17.7	0.2%	15.5%	43.3%	31.9%	39.5%
	负极材料	26.2	12.3%	19.1	0.2%	16.7%	29.0%	44.7%	29.5%
	电解液	19.0	8.7%	19.1	0.4%	26.4%	29.1%	79.5%	-17.2%
	正极材料	21.0	5.6%	14.2	-0.1%	10.7%	13.3%	86.3%	8.1%
	电机	50.3	69.8%	40.8	-0.1%	6.7%	22.8%	65.3%	34.3%
下游	车联网技术	44.1	30.7%	26.2	-2.0%	5.9%	19.1%	74.3%	57.0%
	汽车芯片	69.3	37.3%	34.7	-1.7%	10.1%	29.7%	50.1%	33.7%
	无人驾驶	40.9	13.7%	22.2	-3.4%	6.3%	16.1%	72.8%	27.8%
	电池回收	17.8	21.8%	15.1	-3.0%	13.4%	17.1%	65.4%	6.7%
	充电桩	33.8	22.8%	25.6	-0.7%	7.9%	23.6%	68.3%	28.8%
	整车	19.1	69.1%	13.0	-0.1%	5.2%	11.1%	47.3%	24.5%

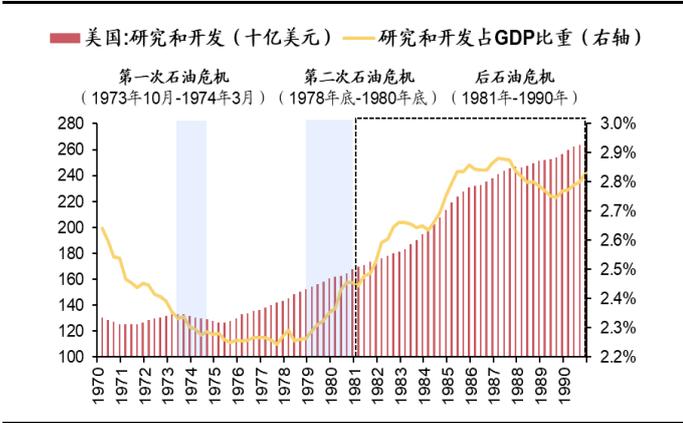
资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 5.2 AI“算力基建”: AI也是“大安全”,美国投多少算力,中国也一定会投多少算力!

借鉴苏联经验:前沿科技的探索对国家安全同样重要。上世纪70年代“苏攻美守”,但80年代美苏攻守之势异也,经济崩溃拖垮了苏联。背后的原因在于:上世纪80年代美国以半导体为代表的科技革命,导致美苏经济底层效率的代差,而里根政府敏锐地捕捉并放大了这种代差,最终在财政上拖垮了苏联。

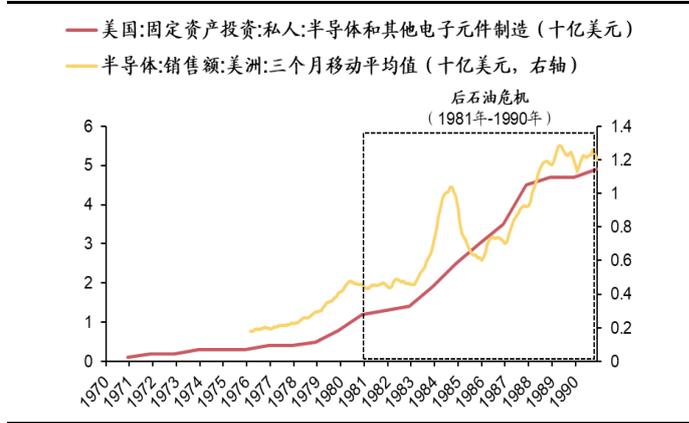
我们判断：数字经济 AI 也有可能带来经济底层效率代差，中国对于数字经济的战略一定是对美国“贴身紧逼”：美国投资多少算力，中国也需要投资多少算力；美国开发大模型，中国也需要开发类似功能的大模型。

图表36:1980年后美国 R&D 占 GDP 比重快速增加



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表37:80年代美国半导体投资快速增加,同时半导体需求大幅扩张

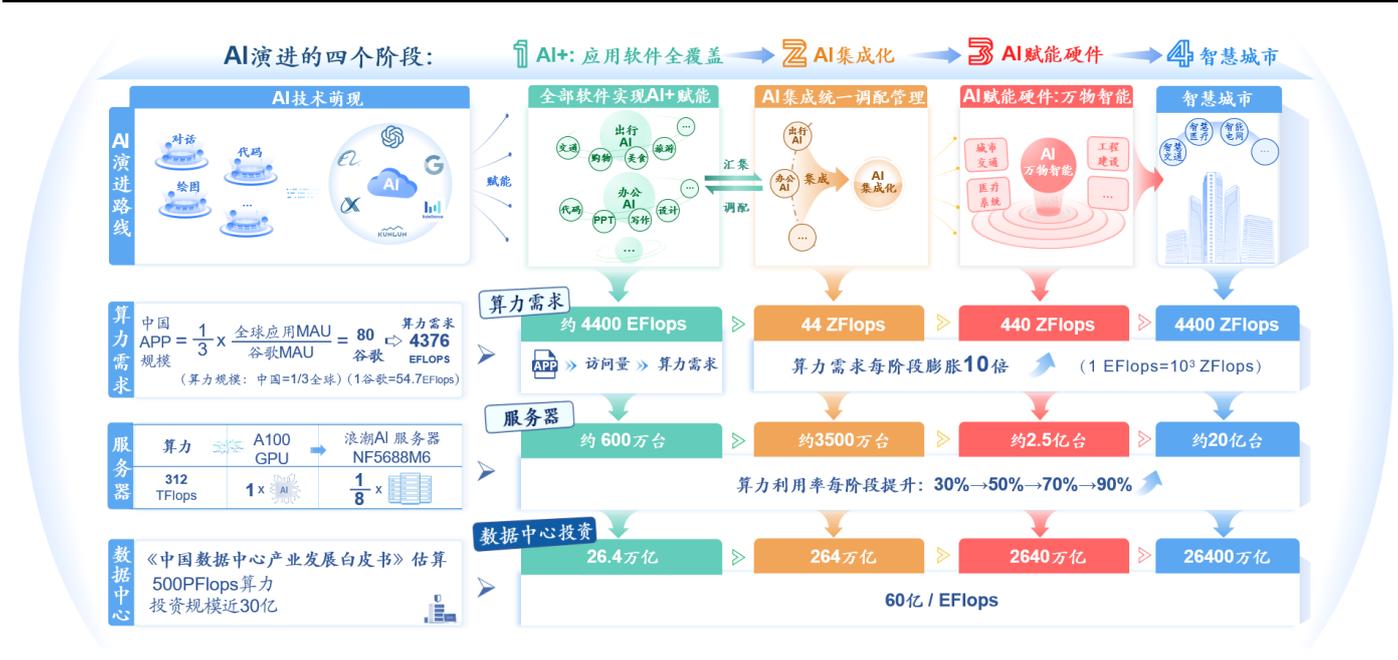


资料来源: Wind, 方正证券研究所

预计 23H2 大规模算力基建将出现“实质性落地细则”，会驱动“算力基建”的结构性行情。23H1 数字经济 AI 主要体现在“政策/产业预期”驱动的 AI+主题行情领跑。我们在 7.1 发布的中期策略展望《顺风，转舵》中提示：AI 的发展所需投资量级巨大，如需实现 AI 的大规模软件端覆盖，需要数十万亿量级的“算力基建”投资。

测算过程如下图所示，结果显示仅实现 AI 在软件端的覆盖，就需要至少 20 万亿级别的投资规模。（测算具体方式和假设参考 7.1 《顺风，转舵》）

图表38:数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算

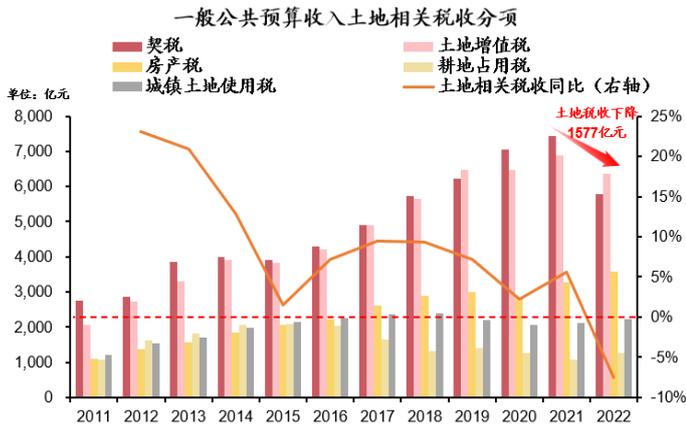


资料来源: 方正证券研究所

### 5.3 央国企“价值回归”：财政收入降速，供给出清，价格 & 估值体系重塑

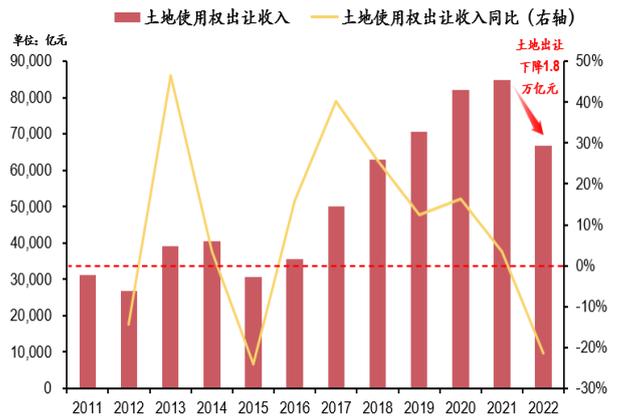
“央国企重估”的核心逻辑：财政补贴降速，供给出清，价值回归。从经济学原理来看，22年房地产“硬着陆”，土地财政收入降速，将直接带来部分长期依赖政府补贴的“低效”部门无法获得足够的财政补贴，从而面临供给端出清，供给曲线左移，形成新的价格均衡，也就是生产要素价格的结构性涨价！并带来央国企的“价格修复→估值修复”的主线行情！

图表39:22年土地相关税收下降1577亿元



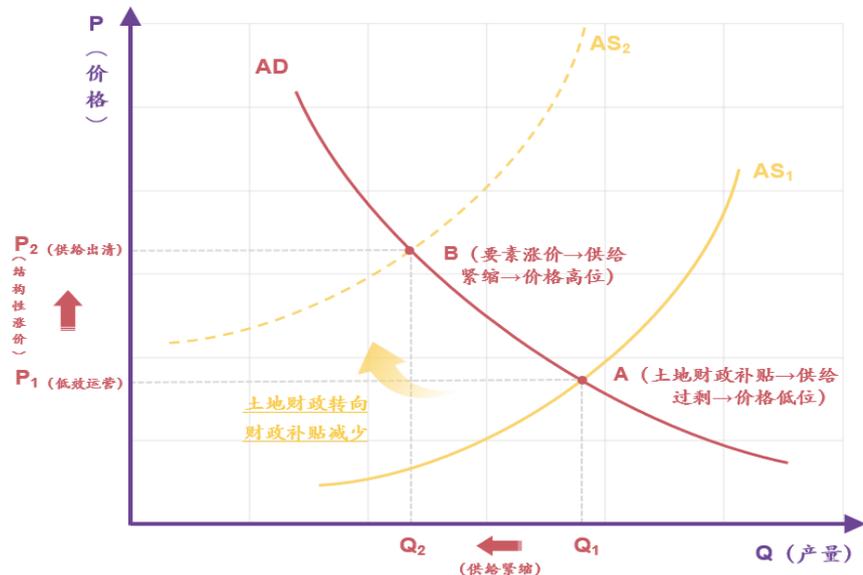
资料来源：国家统计局，财政部，Wind，方正证券研究所

图表40:22年土地出让权收入下降1.8万亿元



资料来源：国家统计局，财政部，Wind，方正证券研究所

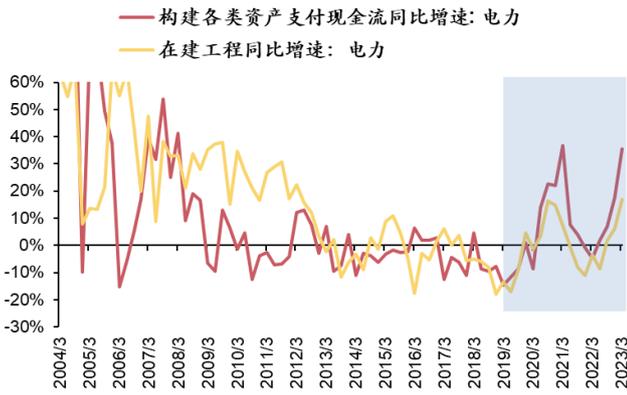
图表41：“垄断低价”到价格回归，本质上是供给侧出清后的必然结果



资料来源：方正证券研究所

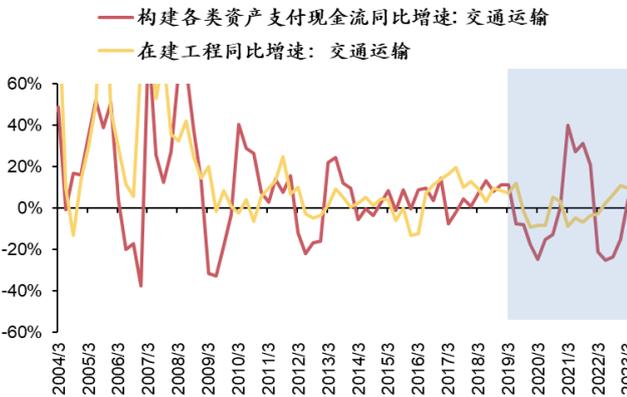
不过事实上我们可以看到：除了通信行业外，电力、交运以及建筑等行业的资本开支非但没有减少，反而逆势增加。根据经典的经济学原理，财政补贴下滑会导致依赖补贴的部门最终走向“供给出清”。不过 23Q1 财报数据显示：依赖财政补贴才能维持“垄断低价”的泛公用事业部门（电力、交运和建筑，通信例外）的供给端，非但没有产能出清的迹象，反而出现产能扩张的迹象（构建资产支付现金流同比增速和在建工程同比增速都有所抬升）。

图表42:资本开支：电力



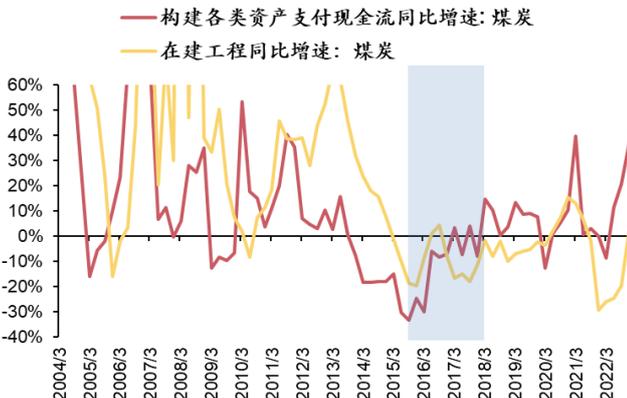
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表44:资本开支：交运



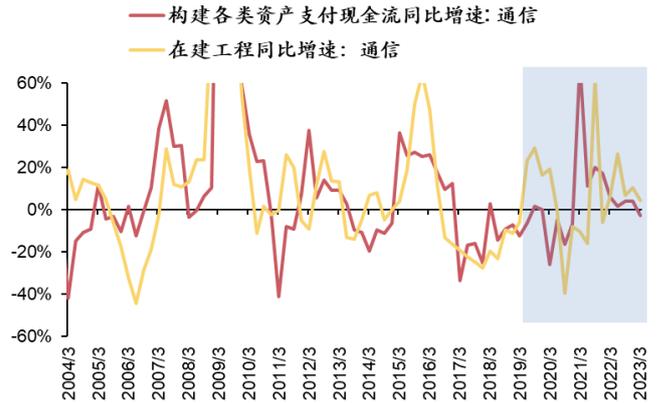
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表46:资本开支：煤炭



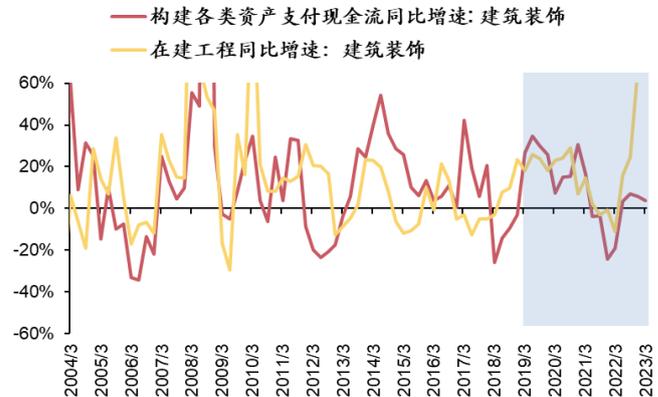
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表43:资本开支：通信



资料来源: Wind, 方正证券研究所

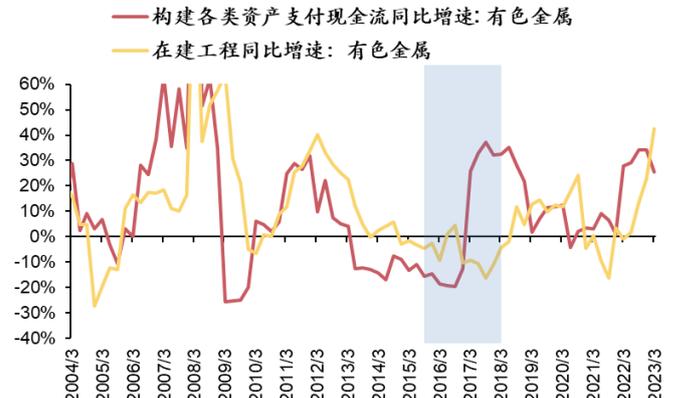
图表45:资本开支：建筑



资料来源: Wind, 方正证券研究所

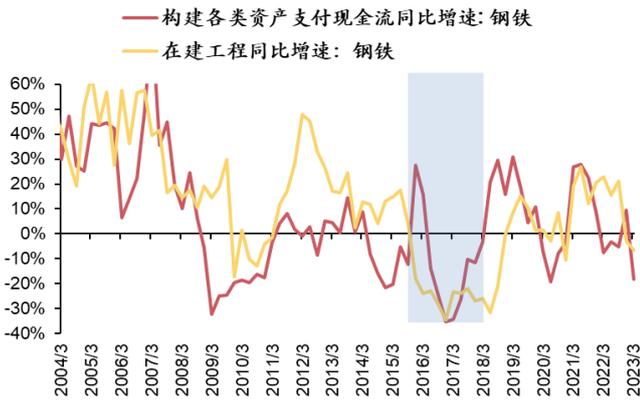
类似现象其实在16-17年“供给侧改革”时期也同样出现过：传统周期行业的资本开支非但没有减少，反而逆势增加。16-17年“供给侧改革”并不必然伴随着煤炭、有色、化工等行业的资本开支收敛，事实上，除了钢铁行业外，其他“供给侧改革”受益行业在16-17年均出现过资本开支扩张的迹象。当然，在建工程最终并未转化成固定资产，产能并未新增，而是“置换”。

图表47:资本开支：有色



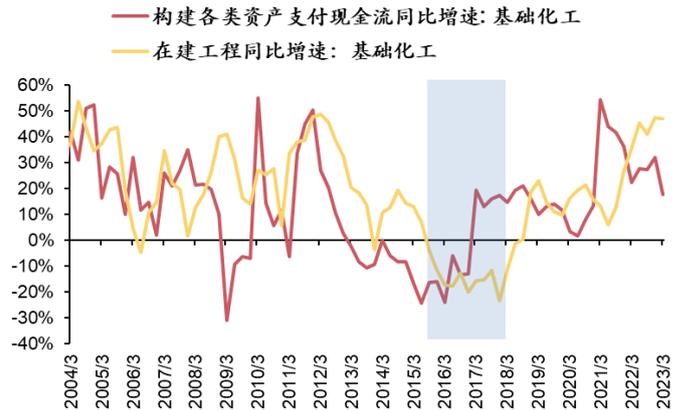
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表48:资本开支：钢铁



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表49:资本开支：化工

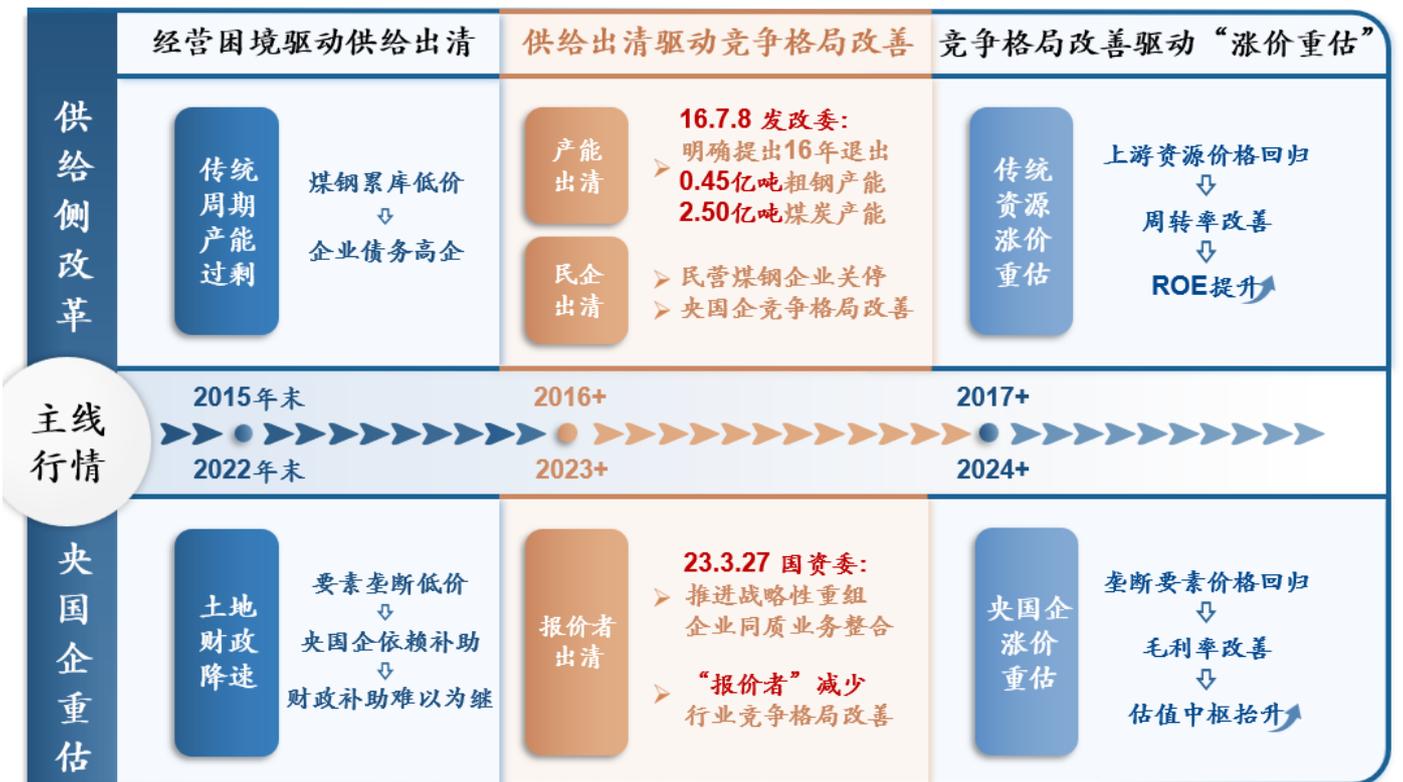


资料来源: Wind, 方正证券研究所

“报价者出清”将是本轮央国企泛公用事业部门实现“供给出清”的重要方式。我们认为，所谓“报价者出清”是：原来泛公用事业领域存在多个央国企供应商，供应商之间互相压价导致事实上的“垄断低价”。央国企实现同质业务整合后，供应商（也就是报价者）数量减少，实现某种意义上的供给出清，这种出清和产能出清类似，也能够带来相关领域的“价值回归”。

并购重组专题会，有望成为“中特估-央国企重估”新一轮行情的发令枪。3月27日国资委“加快（央国企）同质业务整合”的表述，指明了实现“供给出清-报价者出清”的重要方向；而6月14日国资委“央企并购重组”专题会，则明确了实现“供给出清-报价者出清”的具体路径。

图表50：“报价者”出清是本轮央国企“供给出清”的方式



资料来源: 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)