

全球产业大转移， 国际银行新机遇

核心观点

当前面向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场的产业大转移，既将深刻改变全球产业布局，也将推动大量企业资金账户和金融服务需求趋向此类市场。以汇丰控股和渣打集团为代表的具备全球本地化服务能力的国际银行，在这些市场具备悠久经营历史和深入业务布局，将极大受益于伴随产业转移而来的巨大业务增量，有望实现穿越利率周期的业绩和分红稳健性。

摘要

第五次全球产业转移已经开启：受中国企业出海和全球产业链“中国+1”重构趋势的共同影响，以东南亚、中东、墨西哥等新兴市场为目的地的产业转移已经开启。

产业转移将带动资金账户转移：此前“两头在外”的加工贸易格局下，企业主体、生产和产业链都在中国内地，资金账户也在中国内地，国际银行相较本地中资银行没有优势。随着产业转移，企业主体或二级主体、生产甚至配套产业链均外迁，贸易流和资金流更多在海外流动，而非必然回流中国内地，因此企业资金账户亦将跟随外迁，为国际银行带来巨大业务机会。

具备全球本地化服务能力的国际性银行最为受益：在当前面向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场的产业转移大趋势中，在这些市场有悠久经营历史和深入业务布局，同时也是中国内地最大外资银行的汇丰控股、渣打集团是最核心的受益银行。

产业转移将为国际银行带来显著业务增量，有效平滑利率周期：产业转移将为汇丰、渣打的交易银行和金融市场业务带来显著增量，有效平滑未来利率周期波动，推动实现持续向上的业绩趋势和更加稳健、可预期的分红回报。在欧美即将进入降息周期的背景下，我们针对产业转移贡献业务量级的情景分析表明：乐观情景下，两家银行新业务收入在完全对冲降息负面影响后，还能贡献较为明显的营收向上弹性；中性情景下，两家银行新业务收入增量能基本对冲降息负面影响；即便在悲观情景下，产业转移带来的收入增量也能大幅抵消降息影响，使整体营收波动性明显小于2019-2023年这类无产业转移红利时期。

财富管理新机遇：亚洲富裕客户的全球资产配置需求：全球财富持续增长，未来增长点主要集中于亚洲新兴经济体，此类客户对于跨境理财和全球资产配置的需求正日益提升。对于在亚洲拥有庞大富裕客群基础的汇丰和渣打而言，这一财富管理新机遇亦是未来持续增长和回报的重要支撑。

银行

维持

强于大市

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

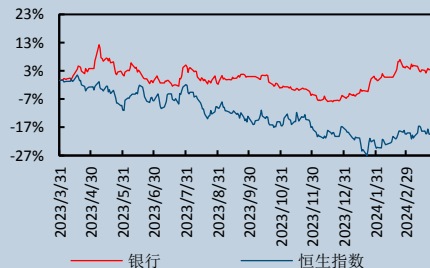
lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期： 2024年03月31日

市场表现



相关研究报告

目录

一、全球产业转移趋势再启，国际性银行受益	1
1.1 历史回顾：全球四次重大产业转移	1
1.2 第五次产业转移：由中国内地向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场	1
1.3 全球产业转移将带动资金账户的转移，具备全球本地化服务能力的国际性银行更受益	7
二、产业转移将为国际性银行提供显著业务增量，有效平滑利率周期	8
（一）汇丰控股：	8
1、交易银行收入规模和利率驱动归因：	8
2、交易银行收入弹性有望平滑利率周期影响：	9
（二）渣打集团：	12
1、交易银行收入由规模、利率共同驱动：	12
2、金融市场业务：信用市场业务受规模、利率共同影响，宏观市场业务与汇率波动性相关性更强	12
3、交易银行收入及金融市场业务收入双管齐下，平滑利率周期	13
（三）结论：产业转移将为国际银行带来显著业务增量，有效平滑利率周期	15
三、财富管理新机遇：亚洲富裕客户的全球资产配置需求	15
（一）全球财富持续增长，未来增长点集中在亚洲新兴经济体	15
（二）跨境理财需求日盛，具备全球资产配置能力的银行更具优势	17
四、投资建议：	18
五、风险分析	19

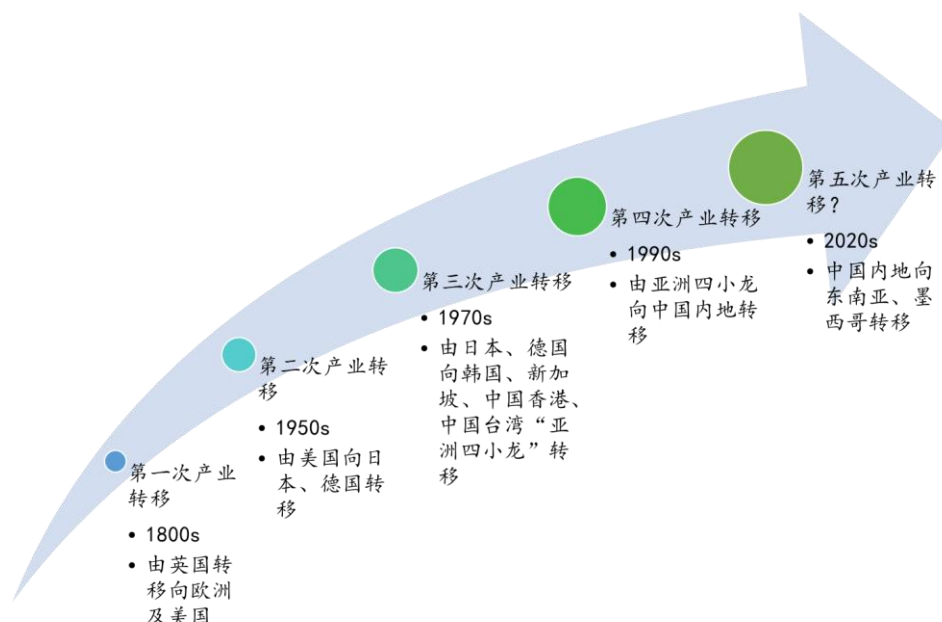
一、全球产业转移趋势再启，国际性银行受益

1.1 历史回顾：全球四次重大产业转移

第一次产业转移发生于 19 世纪，率先完成工业革命的英国向欧洲大陆和美国输出产能，并促成第二次工业革命。第二次产业转移发生于二战后，美国通过马歇尔计划将钢铁、纺织等产业向日本、德国转移。第三次产业转移始于 20 世纪 70 年代，日本、德国向“亚洲四小龙”（中国香港、中国台湾、新加坡、韩国）和部分拉美国家转移劳动密集型产业。第四次转移始于 20 世纪 90 年代，欧美日等发达国家和“亚洲四小龙”等新兴经济体将劳动密集型产业和低技术高能耗产业向发展中国家转移，特别是中国于 2001 年加入 WTO 后，承接了大量上述产业，逐步发展为“世界工厂”，构建了门类齐全的现代产业体系。

总体来看，产业和技术优势是产业转移的内在基础，市场需求和不同区域生产要素成本差距是产业转移的主要驱动力。伴随着中国经济的快速发展，在制造业、新能源、汽车等领域的技术积累和突破，产业优势这一转移基础条件已经成熟。同时，生活水平不断提升，人工成本逐步提高，中国本土的成本优势开始下降。在技术优势和成本考量的共同驱动下，中国产业出海是近年来的显著趋势。此外，受中美贸易摩擦影响，为确保供应链安全稳定，大量欧美跨国企业也在寻求中国之外的产业链备份，即所谓“中国+1”。中国产业出海和“中国+1”的主要目的地是东南亚、中东和墨西哥等新兴市场。

图 1：工业革命至今，全球已发生了四次较大规模的产业转移，第五次产业转移正在开启



数据来源：中国世界贸易组织研究院，中信建投证券

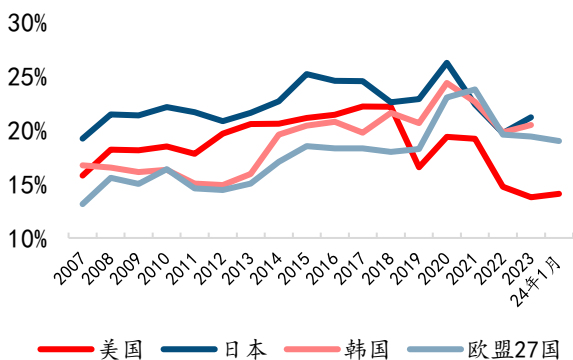
1.2 第五次产业转移：由中国内地向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场

产业出海和“中国+1”是当前世界产业格局中的一大新趋势。在商品贸易层面，发达经济体来自中国的直接进口额呈下降趋势，2023 年，中国在美国、欧盟 27 国进口额占比在 2022 年低点上进一步下降至 13.8%、19.4%，

在日本、韩国进口额占比于 2022 年分别下降至 19.7%、19.8%，2023 年小幅恢复至 21.2%、20.5%。进一步看美国进口结构，中国占比持续下降，墨西哥、东盟、中东占比提升，2023 年分别同比上升 0.5pct、0.5pct、0.2pct 至 14.8%、9.6%、2%，对中国进出口替代效应较为明显。从 2024 年 1 月的趋势来看，美国在中国的进口额基本保持在当前低位水平，同时在东盟、墨西哥、印度、中东地区的进口额占比继续上升。

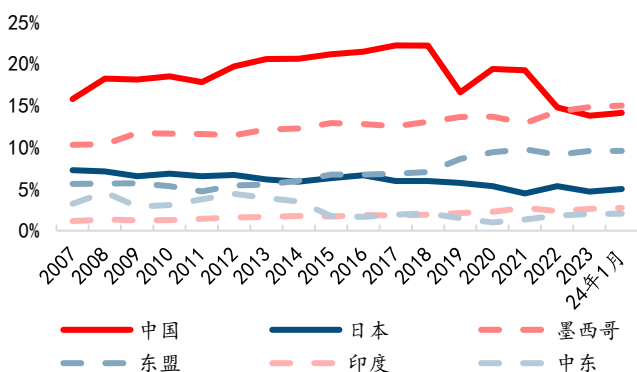
这两个地区也是中国企业出海的主要方向，其中东盟的替代效应、或中转站效应尤为显著，贸易链由过去的“中国—美国”向“中国—东盟—美国”演变。2023 年对比 2021 年，中国出口总额中美国占比下降 2.4pct 至 14.8%，对东盟占比则由 14.4% 上升至 15.5%。2024 年前两月来看，东盟的中转站效应仍在继续提升。

图 2: 发达经济体来自中国的进口额占比



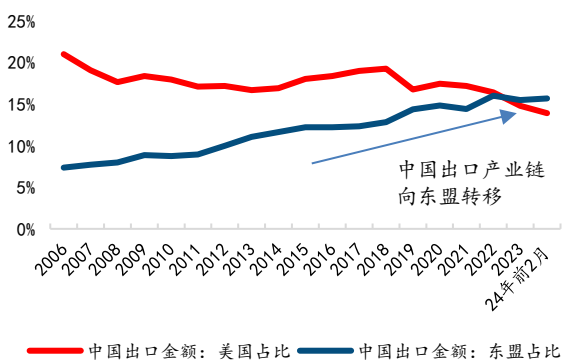
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 3: 美国进口额占比: 中国下降, 墨西哥、东盟、中东等上升



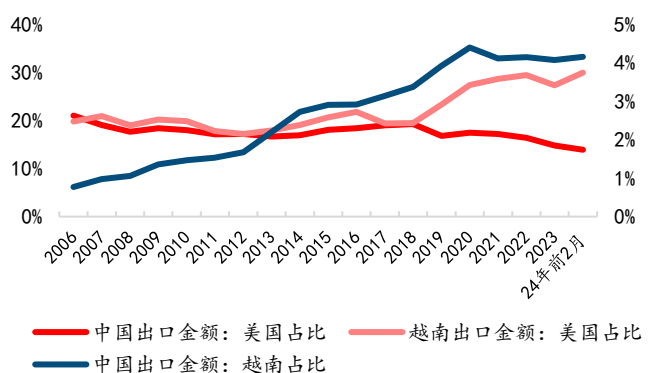
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4: 中国出口额占比: 美国 vs 东盟



数据来源: Wind, 中信建投证券

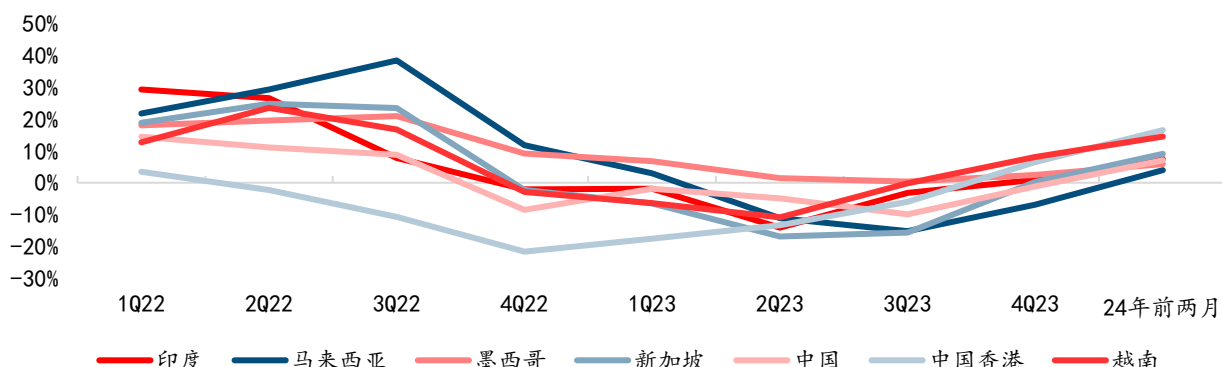
图 5: 东盟对中国出口的中转站效应显著



数据来源: Wind, 中信建投证券

从近几个月的情况来看，东南亚、墨西哥等地的出口情况“热度不减”，出口额同比仍然保持较优的增长趋势。其中印度、马来西亚、新加坡、越南等东南亚国家 2024 年前两月出口额累计同比分别为 8%、4%、9%、15%，均较 2023 年的情况有所回暖，重回 2022 年的较快增速。此外，墨西哥 2022 年以来始终保持出口规模的正向增长，2024 年前两个月出口额累计同比达 9%。中国、中国香港的出口情况也明显好于 2023 年，2024 年前两个月出口额累计同比达 17%、15%。总体来看，第五次产业转移的趋势十分明显。

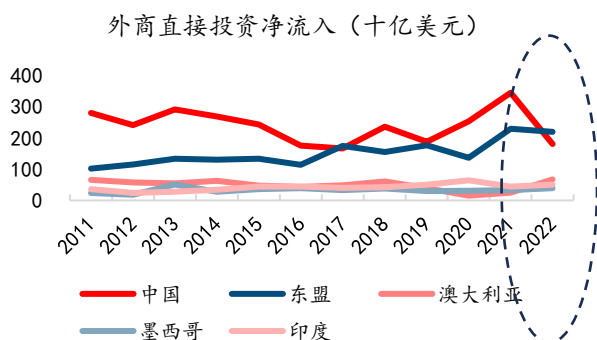
图 6: 从近两个月出口数据来看, 东南亚、墨西哥等地的出口额同比仍然保持较优的增长趋势



数据来源: Wind, 中信建投证券

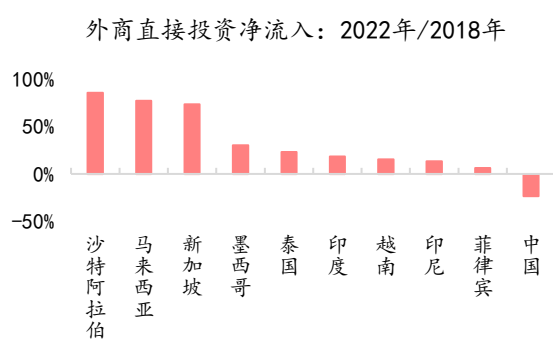
在投资层面, 受中美贸易摩擦影响, 外商对中国的直接投资 (FDI) 净流入下降, 2022 年较 2018 年减少 23% 至 1800 亿美元, 而沙特阿拉伯、马来西亚、新加坡、墨西哥则分别同比增长 86%、77%、74%、30%, 东盟 2022 年外商直接投资净流入已增长至 2190 亿元, 超过中国同期水平, 2018-2022 年 CAGR 为 9.2%。绿地投资 (即新增海外直接投资) 方面, 2022 年中国绿地投资规模较 2021 年下降幅度与东南亚国家上涨幅度基本一致, 替代效应明显。

图 7: FDI 净流入



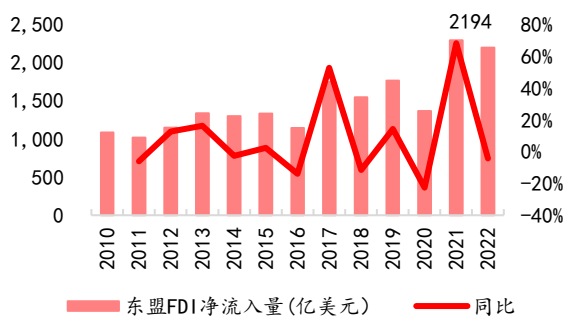
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: FDI 净流入: 2022 vs 2018



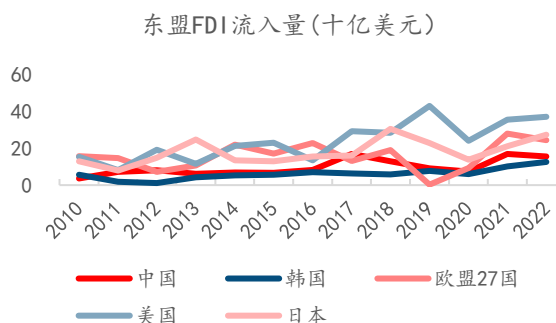
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 9: 东盟 FDI 净流入量及同比增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

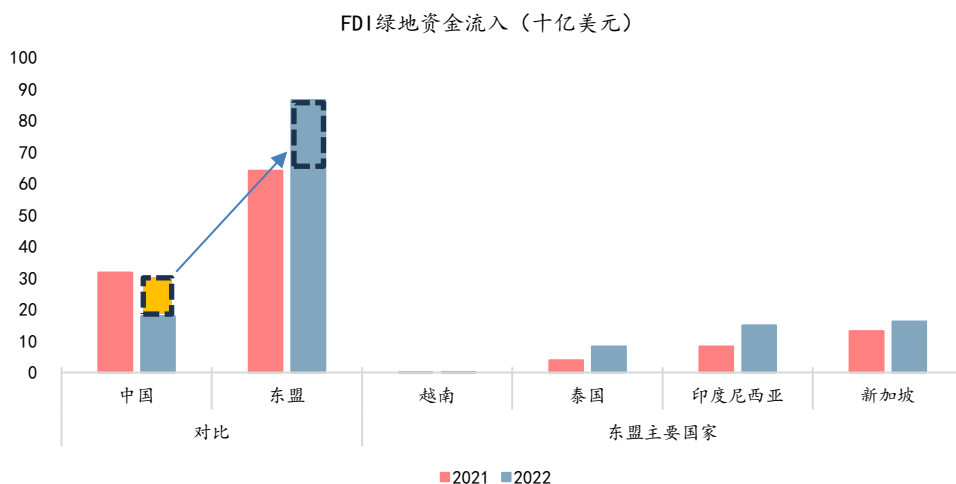
图 10: 东盟 FDI 来源地结构



数据来源: Wind, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

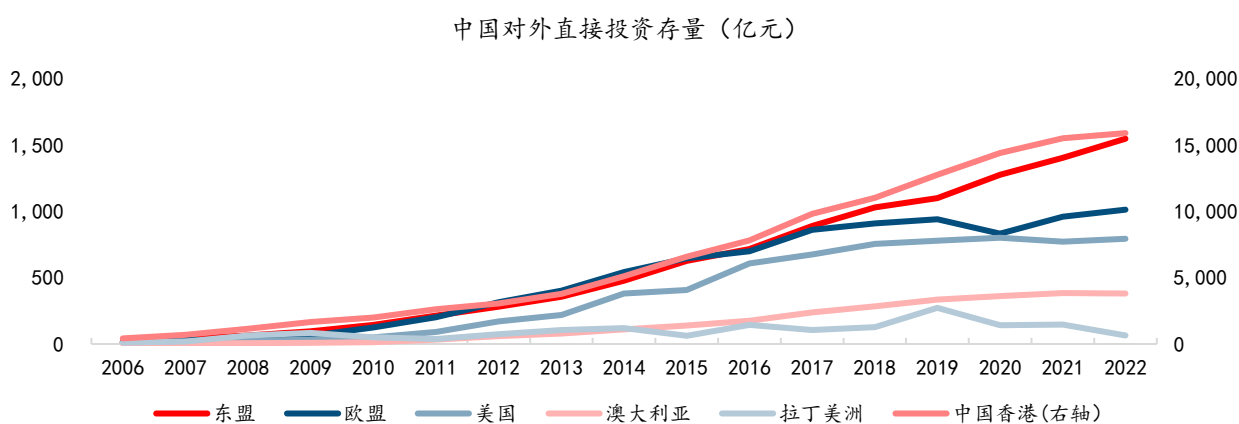
图 11: 绿地投资（新增海外直接投资）：东盟对中国的替代效应



数据来源: Wind, 中信建投证券

具体来看，我们以中国企业出海为例来看第五次产业转移。从总量上看，截至 2023 年，中国对外直接投资存量已增长至 2.9 万亿元，2014-2023 年复合增长率为 14.1%。从体量上看，中国内地对外投资最大是香港，截至 2022 年累计对中国香港投资规模达 1.59 万亿元。而东盟则是中国对外投资增长最快的地区，2014-2022 年复合增长率为 15.9%，显著高于其他地区。

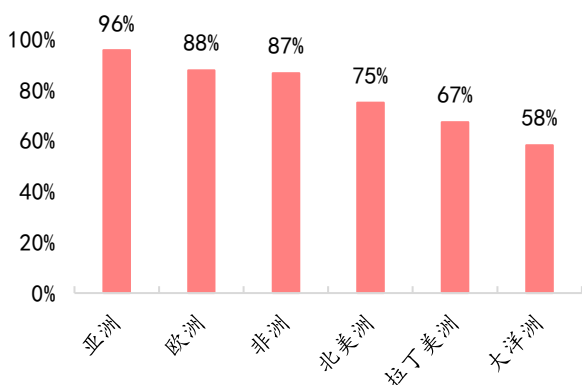
图 12: 中国直接对外投资：香港最大，东盟最快



数据来源: Wind, 中信建投证券

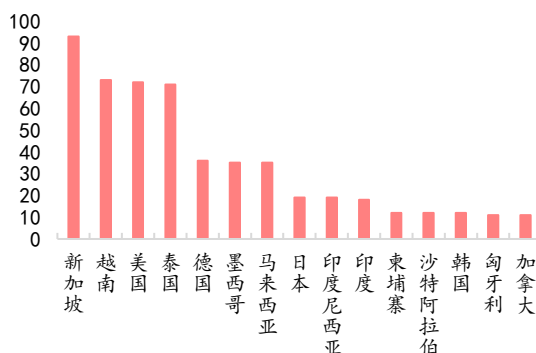
从中国企业出海覆盖面看，越来越多企业设立境外子公司，中国企业在亚洲、欧洲、非洲、北美洲、拉丁美洲、大洋洲各市场覆盖比例分别为 96%、88%、87%、75%、67%、58%。

图 13: 中国境外企业在各州覆盖比例



数据来源: Wind, 中信建投证券

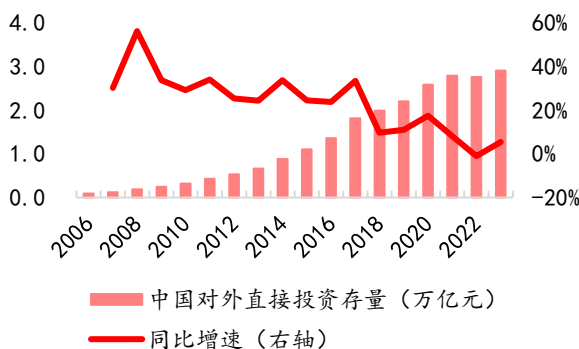
图 14: 中国上市公司成立境外子公司个数



数据来源: Wind, 中信建投证券

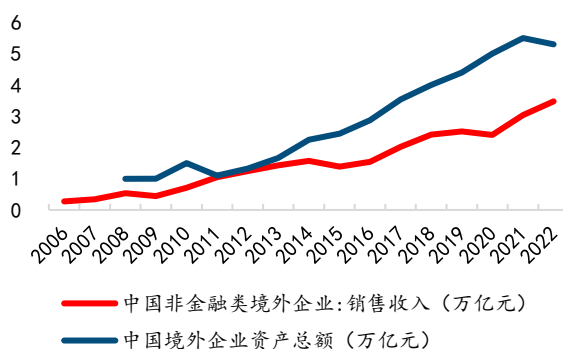
从收入贡献上看, 中国企业境外营收规模逐步提升。截至 2022 年, 中国非金融类境外企业销售收入已增长至 3.47 万亿元, 2014-2022 年复合增长率为 10.4%, 2022 年中国境外企业资产总额已增长至 5.3 万亿元, 2014-2022 年复合增长率为 11.3%, 中国企业“走出去”步伐不断加快。

图 15: 2023 年中国对外直接投资存量同比增长 5%



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 16: 22 年中国境外企业实现销售收入 3.47 万亿元



数据来源: Wind, 中信建投证券

2020 年以来, 以产业爆发式出海为代表的新能源车/光伏/AI 等产业链引起市场对出海的广泛关注, 其中汽车零部件墨西哥建厂热、光伏设备东南亚/欧洲本地化运营较为突出; 此外 PCB、金属制品/工控设备、化学制品、创新药、游戏、电商等深耕细作式出海也层出不穷。

表 1: 中国上市企业资金主要投资国家及细分方向

一级行业	2020	2021	2022	2023	趋势	2020年来主要投资国家	2020年来主要投资区域	生产基地	2023年资金投向细分方向
电子	7	6	18	39	✓	泰国 (19) 越南 (10) 新加坡 (10)	东南亚 (43) 东亚 (10) 北美 (7)	35	半导体、印制电路板、消费电子零部件等
电力设备	15	10	19	34	✓	美国 (10) 新加坡 (10) 德国 (7)	东南亚 (32) 西欧 (17) 北美 (11)	33	锂电池、电网设备、光伏设备
机械设备	14	3	13	34	✓	新加坡 (12) 泰国 (9) 德国 (9)	东南亚 (27) 一带一路沿线 (不含东南亚) (10) 西欧 (9)	20	金属制品、工控设备等
汽车	9	6	9	25	✓	墨西哥 (10) 泰国 (7) 新加坡 (6)	东南亚 (19) 拉美 (11) 西欧 (9)	29	汽车零部件等
基础化工	7	5	10	16	✓	泰国 (7) 越南 (6) 新加坡 (5)	东南亚 (26) 一带一路沿线 (不含东南亚) (6) 北美 (5)	20	化学制品等
有色金属	3	4	6	11	✓	加拿大 (4) 泰国 (4)	东南亚 (13) 非洲 (6) 北美 (4)	19	工业金属等
轻工制造	9	9	4	8	✓	越南 (8) 美国 (6) 泰国 (5)	东南亚 (22) 北美 (6) 拉美 (4)	19	家居用品等
医药生物	10	8	4	6	✓	美国 (12) 新加坡 (7)	北美 (13) 东南亚 (8) 西欧 (4)	1	化学制药、CXO等
食品饮料	0	7	2	6	✓	新加坡 (3) 德国 (2)	东南亚 (7) 中东 (3) 西欧 (3)	1	饮料乳品等
建筑装饰	4	1	2	6	✓	新加坡 (6) 孟加拉国 (1)	东南亚 (7) 一带一路沿线 (不含东南亚) (4) 中东 (3)	3	
计算机	1	0	6	5	✓	马来西亚 (3) 新加坡 (3) 沙特阿拉伯 (1)	东南亚 (8) 一带一路沿线 (不含东南亚) (2)	2	计算机设备等
通信	4	1	2	5	✓	泰国 (4) 新加坡 (2)	东南亚 (9) 一带一路沿线 (不含东南亚) (1)	6	通信设备
纺织服装	0	2	1	4	✓	越南 (4) 法国 (1)	东南亚 (5) 西欧 (1)	3	
农林牧渔	0	1	0	4	✓	马来西亚 (1)	东南亚 (3) 北美 (1)	2	宠物
建筑材料	1	3	2	3	✓	泰国 (2) 马来西亚 (2)	东南亚 (6) 金砖国家 (1)	5	
交通运输	2	0	5	2	✓	新加坡 (4) 泰国 (1)	东南亚 (5) 北美 (2)	0	
公用事业	0	3	1	2	✓	沙特阿拉伯 (2)	一带一路沿线 (不含东南亚) (3) 东南亚 (3) 中东 (2)	2	
家用电器	0	1	5	2	✓	越南 (2)	东南亚 (4) 北美 (2)	7	家电零部件、清洁小家电等

资料来源: 中信建投证券

表 3: 中国厂区外移或新建: 中国企业出海和跨国产业链“中国+1”

	产业链核心公司名称	所属国家/地区	中国厂区外移或新建厂区
电子	苹果	美国	新加坡、越南、马来西亚、泰国
	戴尔	美国	越南
	西门子	德国	越南、印尼、泰国
	三星	韩国	新加坡、越南、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾
	富士康	中国台湾	越南、印度
	和硕	中国台湾	印度
	英业达	中国台湾	越南
	纬创	中国台湾	马来西亚
	广达	中国台湾	越南、泰国
	索尼、松下、东芝	日本	泰国、越南
	闻泰科技	中国	马来西亚、印尼、印度、菲律宾
	金晶科技	中国	马来西亚
	通富微电	中国	马来西亚
	苏州固得	中国	马来西亚
	汽车及相关组件	特斯拉	美国
福特		美国	泰国、柬埔寨、缅甸
德尔福、固特异、杜邦		美国	泰国
马自达		日本	越南、泰国
本田、丰田、日产		日本	泰国、缅甸
五十铃		日本	泰国、缅甸、柬埔寨
奔驰、宝马、博世		德国	泰国、缅甸
法雷奥		法国	泰国
现代汽车		韩国	印尼
比亚迪		中国	泰国、印尼

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	嵘泰股份 均胜电子 拓普集团 福耀玻璃 玲珑轮胎	中国 中国 中国 中国 中国	墨西哥 墨西哥 墨西哥 墨西哥 墨西哥
服装	GAP 迅销（优衣库） ZARA 百隆东方 天虹纺织 申洲国际	美国 日本 西班牙 中国 中国 中国	越南、柬埔寨 越南、柬埔寨 越南、柬埔寨 越南 越南 越南
家电	索尼、松下、东芝 美的、海尔 海尔	日本 中国 中国	泰国、越南 越南、泰国、印尼 泰国、印度

资料来源: Wind, 中信建投证券

1.3 全球产业转移将带动资金账户的转移, 具备全球本地化服务能力的国际性银行更受益

产业转移如何带动资金账户转移? 我们以中国、东南亚、美国之间的贸易及资金路线为例:

- 过去企业主体、产业链和主要生产环节都在中国内地, 贸易流中生产销售环节的关键节点在中国内地叠加, 资金账户也在中国内地, 国际性银行相较本地中资银行没有优势, 甚至在长期客户关系上存在劣势: 在过去 20 多年原材料和商品销售“两头在外”的加工贸易格局下, 原材料由东南亚等地流入中国内地, 在中国内地进行生产后出口美国, 资金回流中国内地。很明显, 向原材料产地付款和向商品销售地收款的资金账户, 跟随企业主体和生产销售环节, 基本都在中国内地。
- 产业转移后, 部分企业主体或二级主体、生产环节甚至产业链都向海外迁移, 贸易流中生产、销售、收付款的关键节点开始散布于全球各地, 资金账户跟随几大关键节点外迁, 国际性银行的全球本地化服务能力开始发挥优势: 以产业出海东南亚为例, 原材料采购和生产环节均在东南亚本地进行, 出口美国后资金跟随贸易链回流东南亚, 资金是否由中资出海企业的东南亚二级主体回流中国内地母公司, 取决于企业内部安排, 并非必然回流, 若配套产业链同步外迁, 将进一步强化资金在海外的流动, 而非回流中国内地。因此, 对海外资金账户的需求将明显提升, 具备全球化布局、深耕海外重点市场多年、同时在中国内地也有长期经营的国际性银行将更为受益, 对于产业转移浪潮中的企业而言, 在多个海外重点市场具备“主场优势”是对银行的最大需求, 即银行的全球本地化服务能力。

图 17: 产业转移前后的贸易流和资金流: 资金流在海外形成闭环, 产业转移带动资金账户转移



数据来源: 中信建投证券

数据来源: 中信建投证券

二、产业转移将为国际性银行提供显著业务增量, 有效平滑利率周期

很显然, 在当前面向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场的产业转移大趋势中, 在这些市场有悠久经营历史和深入业务布局, 同时也是中国内地最大外资银行的汇丰控股、渣打集团是最直接的核心受益银行。

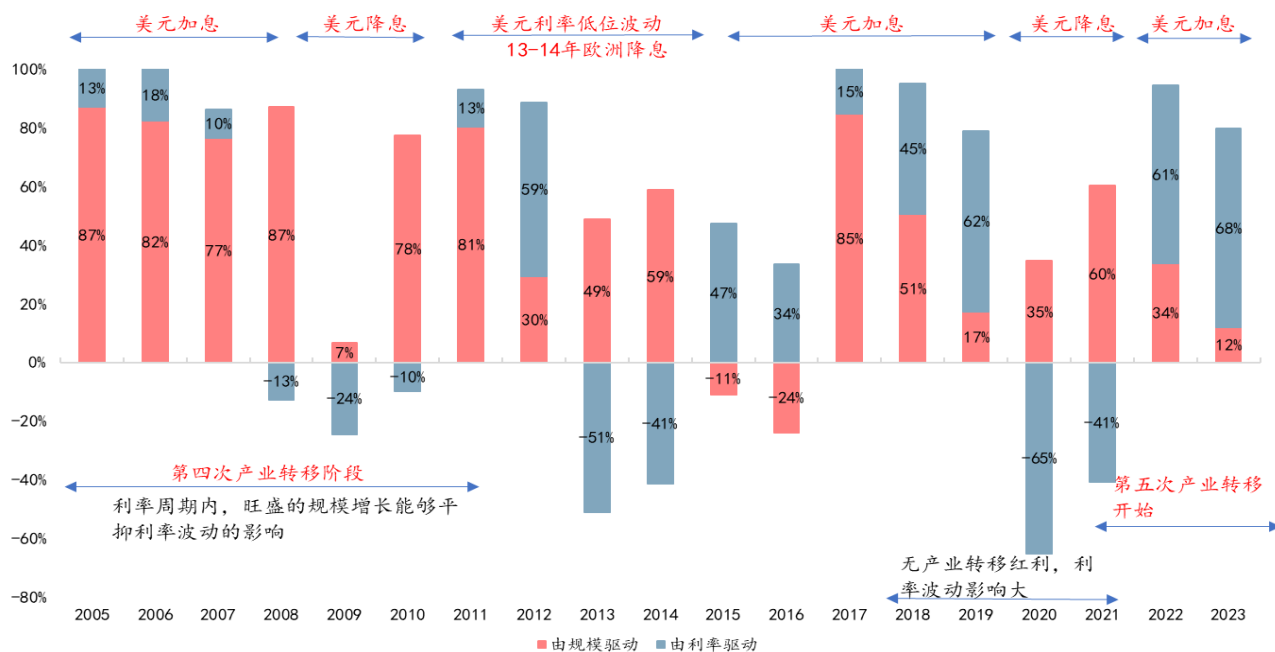
本部分详细内容, 请参考 3 月 31 日发布的汇丰控股个股深度报告《全球产业转移核心受益者, 优质红利属性穿越周期》和渣打集团个股深度报告《交易银行+金融市场穿越周期, 成长+红利提升估值》。

(一) 汇丰控股:

1、交易银行收入规模和利率驱动归因:

我们对交易银行四大业务进行了细致的归因分析, 将其收入增长分拆为由贸易量和 FDI 驱动的规模因素和由利率驱动的利率因素, 结果显示: 贸易金融业务收入由规模因素主导, 规模与利率因素影响约 2.2: 1。支付及现金管理业务由规模和利率共同驱动, 规模与利率因素影响约 0.7: 1。外汇业务主要由规模驱动, 与汇率波动率相关, 与利率和汇率的绝对值关系不大。证券服务业务规模影响略大, 规模与利率影响约 1.3: 1。各项按收入贡献加权后, 交易银行收入受规模和利率影响长周期均值约 1.4: 1, 持续提升的贸易和投资规模能有效对冲利率波动。

图 18: 交易银行整体驱动因素复盘: 交易银行收入受规模和利率影响长周期均值约 1.4: 1, 持续提升的贸易和投资规模能有效对冲利率波动。



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

2、交易银行收入弹性有望平滑利率周期影响:

基于交易银行收入的规模和利率弹性, 我们进一步对未来三年营收进行情景分析。由于我们已知交易银行收入规模贡献和利率贡献的比例, 同时根据美联储点阵图, 我们可以大致预测未来三年联邦基金利率的情况和降幅。由此就可以以美联储利率降幅作为利率贡献因子, 通过四项业务收入规模贡献与利率贡献的比例, 预测出未来三年四项业务的增速情况。合计加总后, 我们即可得出交易银行整体的收入弹性以及对汇丰控股整体营收的贡献, 观察其是否有望平衡利率周期影响。

具体假设如下: 1) 利率降幅方面, 根据美联储最新披露的点阵图, 2024 年联邦目标基准利率为 4.5%, 预计 2024 年降息三次, 每次 25bps。则按照 6 月、8 月、11 月降息的方式加权平均计算, 2024 年的平均联邦基金利率为 4.63%, 利率降幅为 12%。2025 年、2016 年预计联邦目标基准利率为 3.25%、2.75%, 预计对应利率降幅为 14%、8%。

表 2: 根据美联储点阵图, 预测未来三年美国联邦基金利率降幅

	2023	2024E	2025E	2026E
目标联邦基金利率	5.25%	4.50%	3.25%	2.75%
平均联邦基金利率	5.25%	4.63%	3.88%	3.00%
年度平均联邦基金利率较年初降幅		-12%	-14%	-8%

资料来源: 美联储, 中信建投证券 (注: 2024 年预计降息 3 次, 联邦基金利率按照 6 月、8 月、11 月降息的方式加权平均)

2) 四种业务的规模因素与利率因素影响比例:

①乐观假设下, 若未来三年产业出海和“中国+1”的产业转移进程加快, 贸易量和投资规模持续提升, 则

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/137133106062006063>