

核心要点:

出口链既是国内经济的重要支柱，也是A股的主线行情，关注度极高。当前国内和90年代日本相似，都具备内需不足+成本上行+贸易摩擦+全球补库的宏观驱动组合，出口区域和行业变迁也有一定的可比性。日本经历了出口起步—出口扩张&出海起步—出口走低&出海扩张三阶段，出海板块在日股盈利和收益中有直观体现。当前中国类似日本90年代，逐步进入产品出口增速放缓&产业出海高速起步的阶段。贸易壁垒加剧、新兴市场承接的劳动力资源密集型、具有出口传统优势的技术密集型、出口转型升级等四类行业出海提速；重点关注纺服、家电、轻工、交运、机械、电力设备、电子等。

出口链重要性：经济拉动&主线行情

- 1 经济层面：出口链是重要支柱，对Q1GDP的拉动为0.77个百分点。船舶、汽车、集成电路、家具家电、通用设备、塑料制品出口持续高增。
- 2 A股层面：出口链有主线行情，随着近年来出口链企业数量、收入规模的显著提升，出海指数有较为明显的超额收益，多个出口行业涨幅居前。

中日出海异同：当前国内 VS 90年代日本

- 1 相似性：内需不足+成本上行+贸易摩擦+全球补库的宏观驱动组合。
- 2 差异性：贸易摩擦升级+出口增量有限+未富先老+工业类目全面，企业从出口到出海的动力和能力更强。
- 3 可比性：结构变迁节奏类似，日本出海经验具有一定参考性。

行业变迁线索：日本复盘&国内展望

- 1日本复盘：经历出口起步—出口扩张&出海起步—出口走低&出海扩张三个阶段，地域上出口转向亚洲，出海主投欧美但加大对亚洲投资，结构上转向技术密集型制造业、高附加值产业。从出口到出海的演变过程中，主导模式切换及结构转型打开日本经济增长空间，也在日股盈利和收益中有直观体现。
- 2 国内展望：当前中国类似日本90年代，预计将迎来产品出口增速放缓&产业出海高速起步的阶段。加速贸易壁垒加剧、新兴市场承接的劳动力资源密集型、具有出口传统优势的技术密集型、出口转型升级行业出海；重点关注纺织服饰（长丝、织物、皮革羽毛）、家用电器（白色家电、小家电）、轻工制造（家具、玩具）、交通运输（新能源车、铁路车辆、船舶）、机械设备（工程机械、离心机）、电力设备（光伏、锂电）、电子（集成电路、半导体器件）。

风险提示:

- （1）美国对华产业政策升级；
- （2）全球经济景气度下行；
- （3）地缘政治局势紧张

目录

CONTENTS

- 1、出口链重要性：经济拉动&主线行情
- 2、中日出海异同：当前国内 VS 90年代日本
- 3、行业变迁线索：日本复盘&国内展望

01.出口链重要性：经济拉动&主线行情

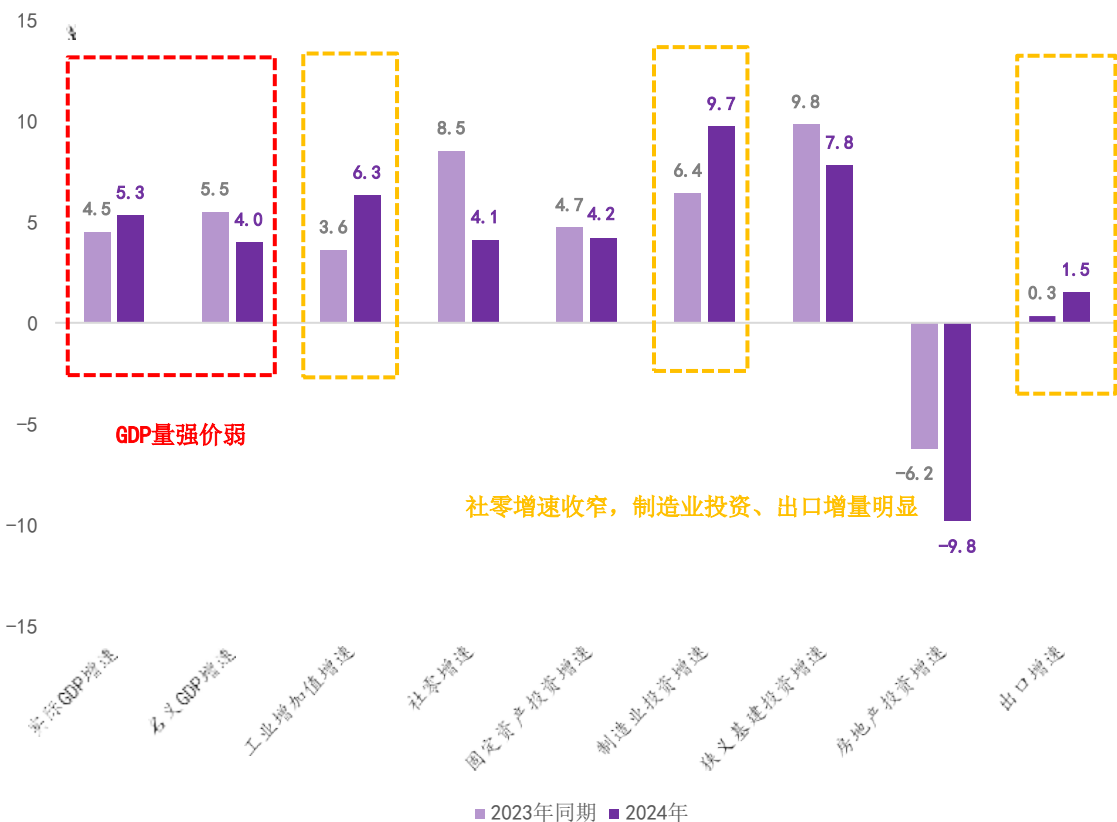
- 经济层面：出口链是重要支柱
- A股层面：出口链有主线行情

研究创造价值

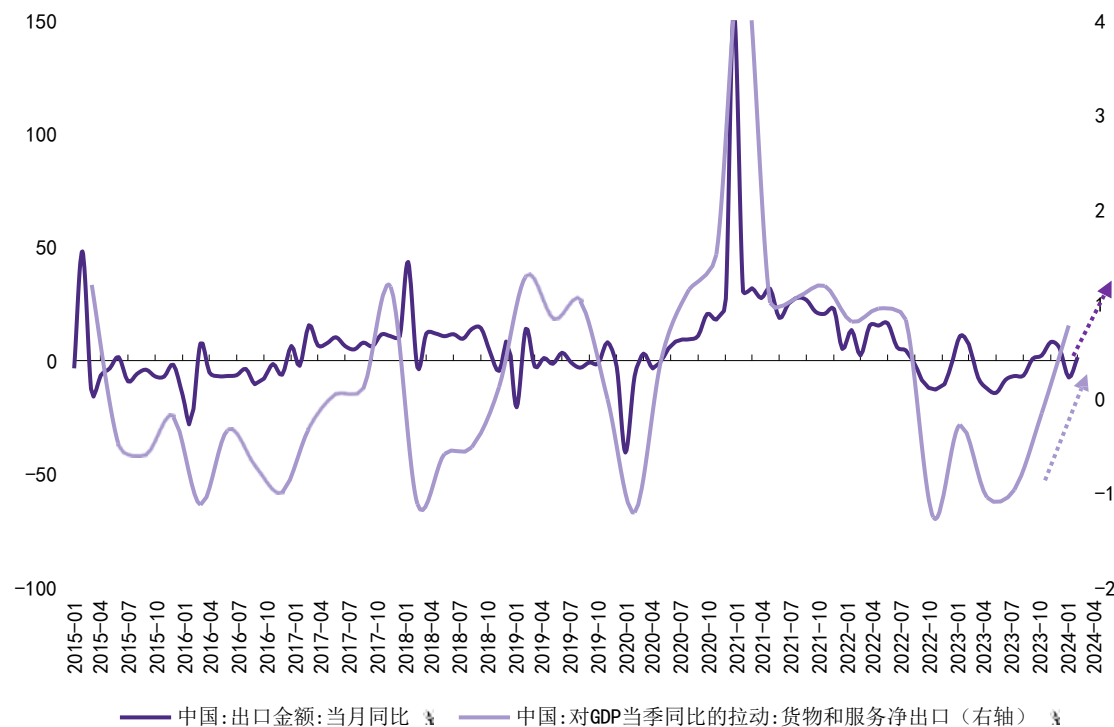
1、出口链是经济的重要支柱

- ◆国内经济“量”强“价”弱：外需好于内需，是Q1经济超预期的主要支撑。
- ◆贡献度拆解：海外需求韧性对出口的支撑较为明确，Q1出口拉动GDP上行0.77个百分点。

当前国内经济量强价弱，社零增速收窄，制造业投资高增、出口回正



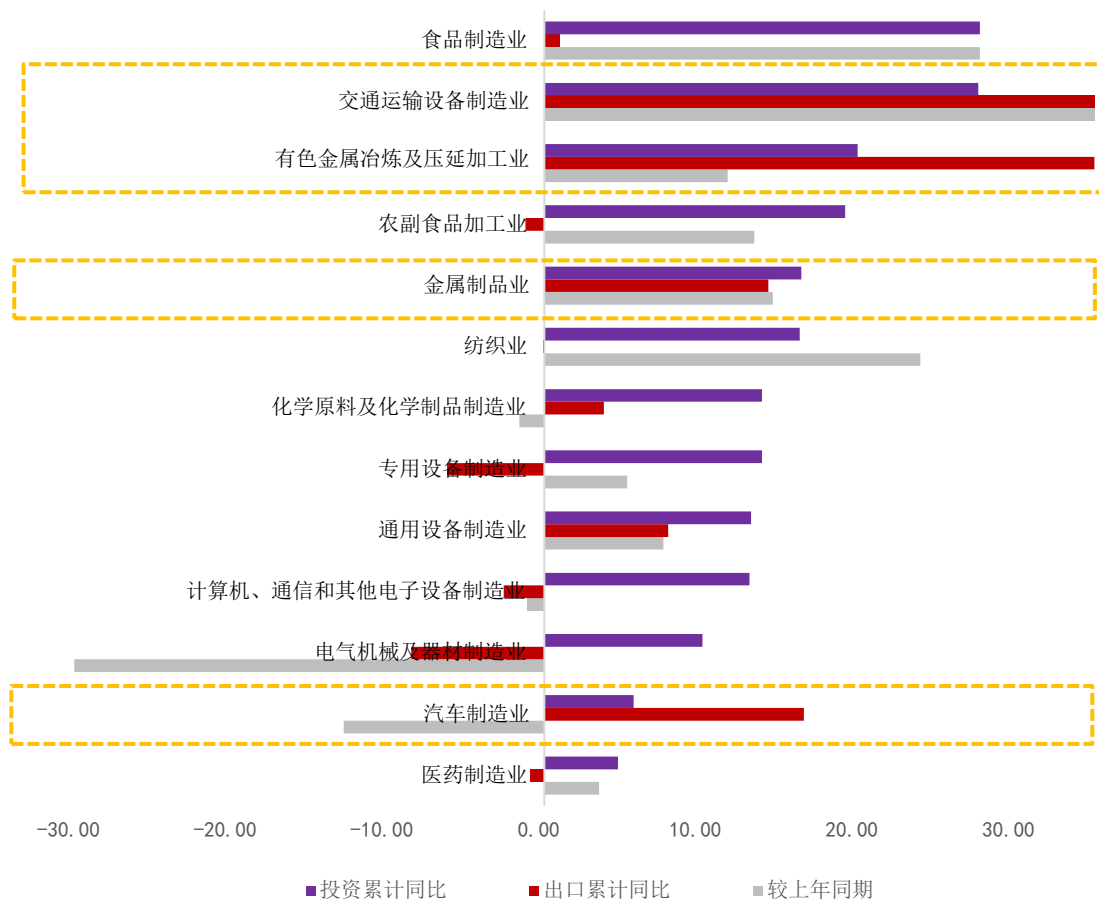
出口增速上行拉动GDP上行0.77%



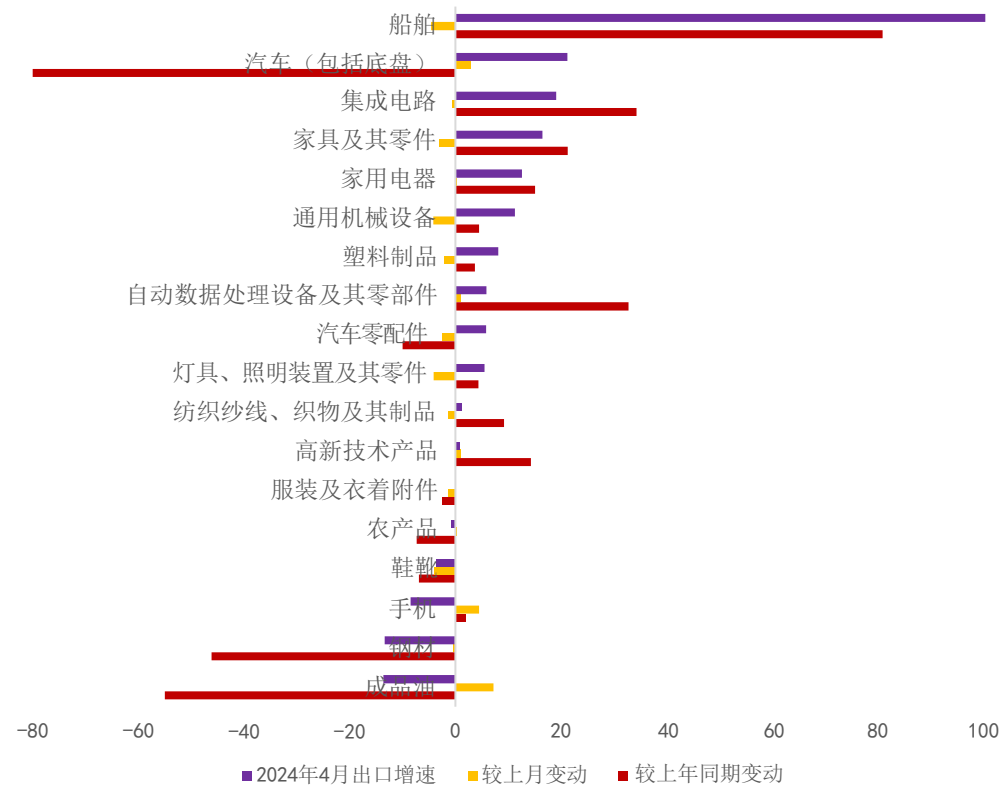
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究, GDP数据为1季度数据

- 交运设备、有色冶炼加工、金属制品、汽车制造等出口链带动4月制造业投资高增。
- 拆解出口结构：船舶、汽车、集成电路、家具家电、通用设备、塑料制品等为出口增长主要支撑。

交运设备、有色冶炼、金属制品、汽车制造等出口带动制造业投资回暖



船舶、汽车、集成电路、家具家电、通用设备、塑料制品出口增速靠前

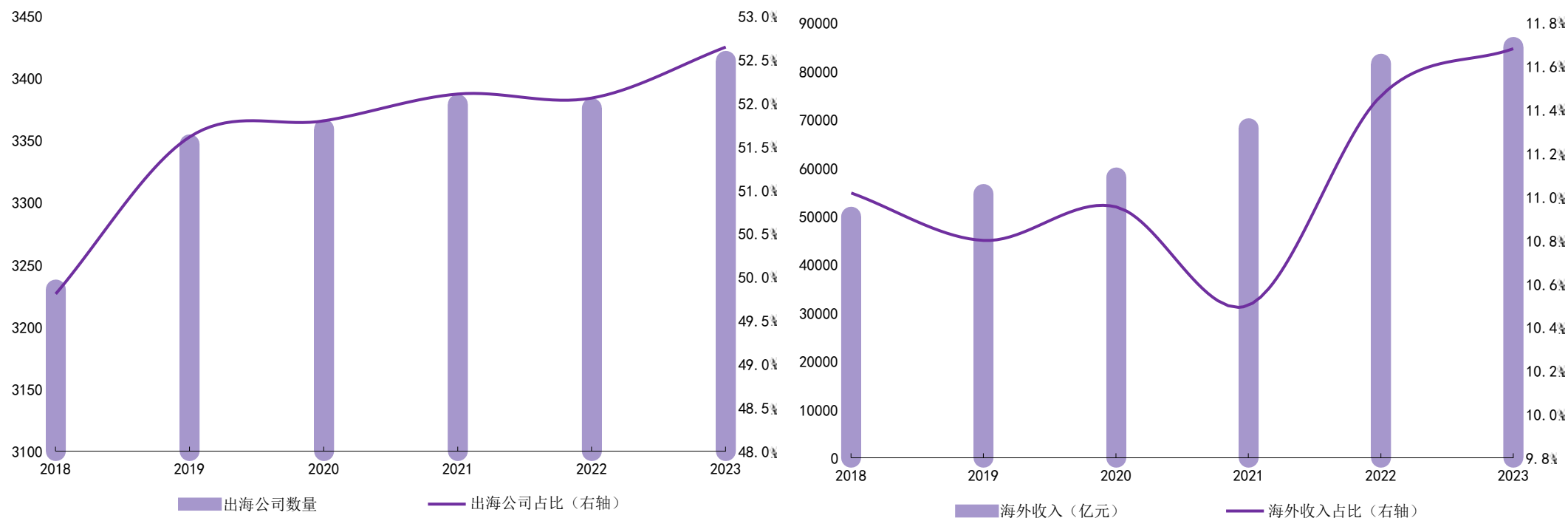


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2、出口链在A股有主线行情

► 近年来我国出口链企业数量、收入规模均有显著的提升。我国上市公司出海数量在2023年显著上升了1.1%，达到3414家，占全体上升公司比重达52.6%；上市公司海外业务收入占总营收比例自2021年以来也有明显的提升，至2023年底占比提升了1.2%至11.7%。

近年来我国出口链企业、收入规模均有显著的提升



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

◆ 出口链映射了2024年A股行业主线。对2024年A股行业涨跌幅走势进行归因分析，今年A股轮动速度较快，但出海指数有较为明显的超额收益，出口链产业（家用电器、交通运输、通信、汽车等）涨幅居前且在轮动过程中持续保持结构性优势，出口链在今年股市呈现主线机会。

2024年出海指数相对全A有一定的超额收益



2024年出口链产业涨幅居前且在轮动过程中持续保持优势

行业	指数涨跌幅							年度涨幅靠前的行业			股价上涨归	
	因 2024 年	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	TOP1行业	涨跌幅	TOP2行业		涨跌幅
煤炭	18.6	0.1	6.3	0.9	-3.7	7.6	6.4	煤炭开采	22.4	焦炭II	-21.0	高股息
银行	18.3	-0.9	3.0	4.9	-0.2	4.4	2.0	城商行II	23.5	农商行II	19.4	高股息
家用电器	16.1	1.1	-4.0	8.5	2.4	9.9	-2.9	白色家电	27.4	小家电	21.1	出口链
公用事业	11.3	0.3	3.1	1.3	3.6	3.5	3.5	电力	13.0	燃气II	-4.3	高股息、涨价
石油石化	9.0	-1.0	-1.3	0.9	6.0	5.6	-2.3	油服工程	8.4	炼化及贸易	7.5	高股息
有色金属	8.5	-2.1	-0.3	2.4	12.5	10.0	-2.4	贵金属	26.2	工业金属	23.7	涨价
交通运输	8.0	-0.1	2.4	2.4	1.0	5.0	2.3	航运港口	25.1	航空机场	5.7	新质生产力、出口链
通信	1.9	1.2	-6.1	1.5	4.2	19.5	-5.0	通信设备	6.8	通信服务	-6.6	新质生产力
汽车	-0.7	-0.2	-3.5	2.6	4.6	13.6	-3.7	摩托车及其他	12.8	摩托车及其他	12.8	出口链、更新换代
农林牧渔	-2.5	0.1	4.3	-0.8	2.6	5.6	4.5	养殖业	7.0	饲料	-4.3	猪涨价
钢铁	-3.2	-2.4	-2.2	1.9	0.1	6.7	-4.5	普钢	-0.2	特钢II	-7.9	涨价
非银金融	-3.4	-0.7	-1.4	2.3	-6.2	6.5	-2.2	保险II	8.7	多元金融	-7.6	高股息
食品饮料	-4.1	-0.3	-3.7	0.8	1.6	8.6	-4.0	饮料乳品	3.5	非白酒	-3.8	
建筑装饰	-4.2	-0.8	-0.1	-2.2	1.1	1.4	-0.9	房屋建设II	6.4	基础建设	-0.9	地产链
基础化工	-5.0	-1.6	-1.5	4.5	2.3	9.2	-3.1	化学原料	-2.4	农化制品	-1.8	涨价
电力设备	-5.8	-0.2	-0.6	-0.8	3.7	10.2	-0.8	电网设备	5.4	电池	-2.1	出口链、更新换代、涨价、出口链
建筑材料	-6.1	-1.1	0.3	1.0	-1.7	4.4	-0.8	装修建材	-5.7	玻璃纤维	-2.9	
				-0.2	-1.2				-5.3			
美容护理	-7.1	-1.3	-3.7	-2.0		14.4	-4.9	化妆品		个护用品	-10.0	
国防军工	-7.2	-0.7	1.8	-1.4	4.4	12.9	1.1	航空装备II	11.9	航空装备II	-4.2	出口链
纺织服装	-7.5	-1.7	-1.6	-0.6	5.0	2.7	-3.3	饰品	-3.8	纺织制造	-9.4	出口链
机械设备	-7.8	-1.3	-2.2	1.0	3.6	13.0	-3.4	工程机械	15.5	轨交设备II	8.5	出口链、更新换代
					4.9		-3.1					
环保	-9.5	-1.6				1.2		环境治理	-7.3	环保设备II	-13.9	更新换代
房地产		-1.9	6.1	-4.3	-3.8	2.3	4.4	房地产服务	-7.9	房地产开发	-9.8	地产链
轻工制造	-10.8	1.2	-2.3	-0.9	3.9	5.2	-4.2	造纸	-3.6	家居用品	-5.9	出口链
电子	-10.8	-1.0	-1.2	-0.4	1.1	16.4	-0.1	元件	0.9	消费电子	-7.7	
医药生物	-14.5	-0.9	-4.2	2.6	-2.3	10.5	-5.2	医药商业	-3.3	中药II	-4.6	涨价
传媒	-14.7	-1.9	-7.8	-5.2	1.5	14.8	-8.6	出版	-3.0	影视院线	-9.1	
社会服务	-14.8	-1.5	-4.0	-2.3	2.1	6.4	-5.9	旅游及景区	-1.2	酒店餐饮	-16.2	假日旅游
商贸零售	-15.3	-1.1	-4.6	-3.4	0.4	4.3	-6.1	专业连锁II	-12.3	贸易II	-13.5	
计算机	-20.4	-3.2	-7.0	-3.4	-0.5	17.8	-8.0	计算机设备	-10.6	软件开发	-24.6	
综合	-24.3		-4.7	-8.6	5.5	0.1	-7.7	综合II	-24.3			

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

华鑫出海50指数成分股构成（基于上市公司2023年海外业务收入绝对值排名前50构建）

排名	代码	名称	一级行业	二级行业	2023年海外收入 (亿元)	2024年股价 涨跌幅 (%)	排名	代码	名称	一级行业	二级行业	2023年海外 收入(亿 元)	2024年股价 涨跌幅 (%)
1	002475.SZ	立讯精密	电子	消费电子	2067.6	-5.63	26	603296.SH	华勤技术	电子	消费电子	562.9	5.38
2	002594.SZ	比亚迪	汽车	乘用车	1602.2	19.75	27	601868.SH	中国能源	建筑装饰	基础建设	561.2	2.86
3	600938.SH	中国海洋	石油石化	油气开采II	1598.3	43.06	28	000100.SZ	TCL科技	电子	光学光电子	544.3	0.70
4	603993.SH	洛阳栾川	有色金属	小金属	1534.0	57.12	29	601633.SH	长城汽车	汽车	乘用车	531.1	3.01
5	000333.SZ	美的集团	家用电器	白色家电	1509.1	24.25	30	600710.SH	苏美达	商贸零售	贸易II	526.8	16.78
6	600690.SH	海尔智家	家用电器	白色家电	1356.8	45.14	31	000703.SZ	恒逸石化	石油石化	炼化及贸易	512.0	5.06
7	601988.SH	中国银行	银行	国有大型银行II	1342.7	11.28	32	600019.SH	宝山钢铁	钢铁	普钢	490.6	17.20
8	300750.SZ	宁德时代	电力设备	电池	1309.9	27.07	33	002493.SZ	荣盛石化	石油石化	炼化及贸易	488.8	-4.15
9	600153.SH	厦门建发	交通运输	物流	1297.0	4.74	34	601012.SH	隆基绿能	电力设备	光伏设备	485.4	-19.13
10	601800.SH	中国交建	建筑装饰	基础建设	1162.1	16.97	35	688599.SH	天合光能	电力设备	光伏设备	468.8	-23.27
11	601668.SH	中国建筑	建筑装饰	房屋建设II	1157.6	16.22	36	002459.SZ	晶澳太阳	电力设备	光伏设备	444.3	-23.80
12	000338.SZ	潍柴动力	汽车	汽车零部件	1137.5	14.07	37	600057.SH	厦门象屿	交通运输	物流	441.6	10.88
13	600104.SH	上海汽车	汽车	乘用车	1120.4	6.43	38	600031.SH	三一重工	机械设备	工程机械	435.6	15.54
14	601398.SH	中国工商	银行	国有大型银行II	1007.3	13.81	39	600699.SH	宁波均胜	汽车	汽车零部件	425.0	-12.86
15	000725.SZ	京东方科	电子	光学光电子	940.0	4.87	40	000727.SZ	冠捷电子	电子	光学光电子	418.4	-20.52
16	002241.SZ	歌尔股份	电子	消费电子	913.9	-16.79	41	600188.SH	兖矿能源	煤炭	煤炭开采	412.7	25.74
17	601899.SH	紫金矿业	有色金属	工业金属	891.7	39.09	42	600745.SH	闻泰科技	电子	半导体	407.1	-28.81
18	600704.SH	物产中大	交通运输	物流	882.5	7.45	43	600150.SH	中国船舶	国防军工	航海装备II	398.7	28.40
19	601669.SH	中国电力	建筑装饰	基础建设	813.3	8.59	44	000063.SZ	中兴通讯	通信	通信设备	377.7	2.83
20	600309.SH	万华化学	基础化工	化学制品	792.1	15.70	45	000425.SZ	徐工集团	机械设备	工程机械	372.2	31.87
21	600755.SH	厦门国贸	交通运输	物流	657.4	14.35	46	603799.SH	浙江华友	有色金属	能源金属	371.6	-14.88
22	601390.SH	中国中铁	建筑装饰	基础建设	622.6	16.37	47	600029.SH	中国南方	交通运输	航空机场	370.0	1.22
23	688036.SH	深圳传音	电子	消费电子	613.2	-6.12	48	300433.SZ	蓝思科技	电子	消费电子	368.1	17.58
24	601186.SH	中国铁建	建筑装饰	基础建设	603.1	13.93	49	601117.SH	中国化学	建筑装饰	专业工程	355.3	31.45
25	600362.SH	江西铜业	有色金属	工业金属	585.7	40.93	50	688472.SH	阿特斯	电力设备	光伏设备	353.9	-2.45

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

02. 中日出海异同：当前国内 VS 90年代日本

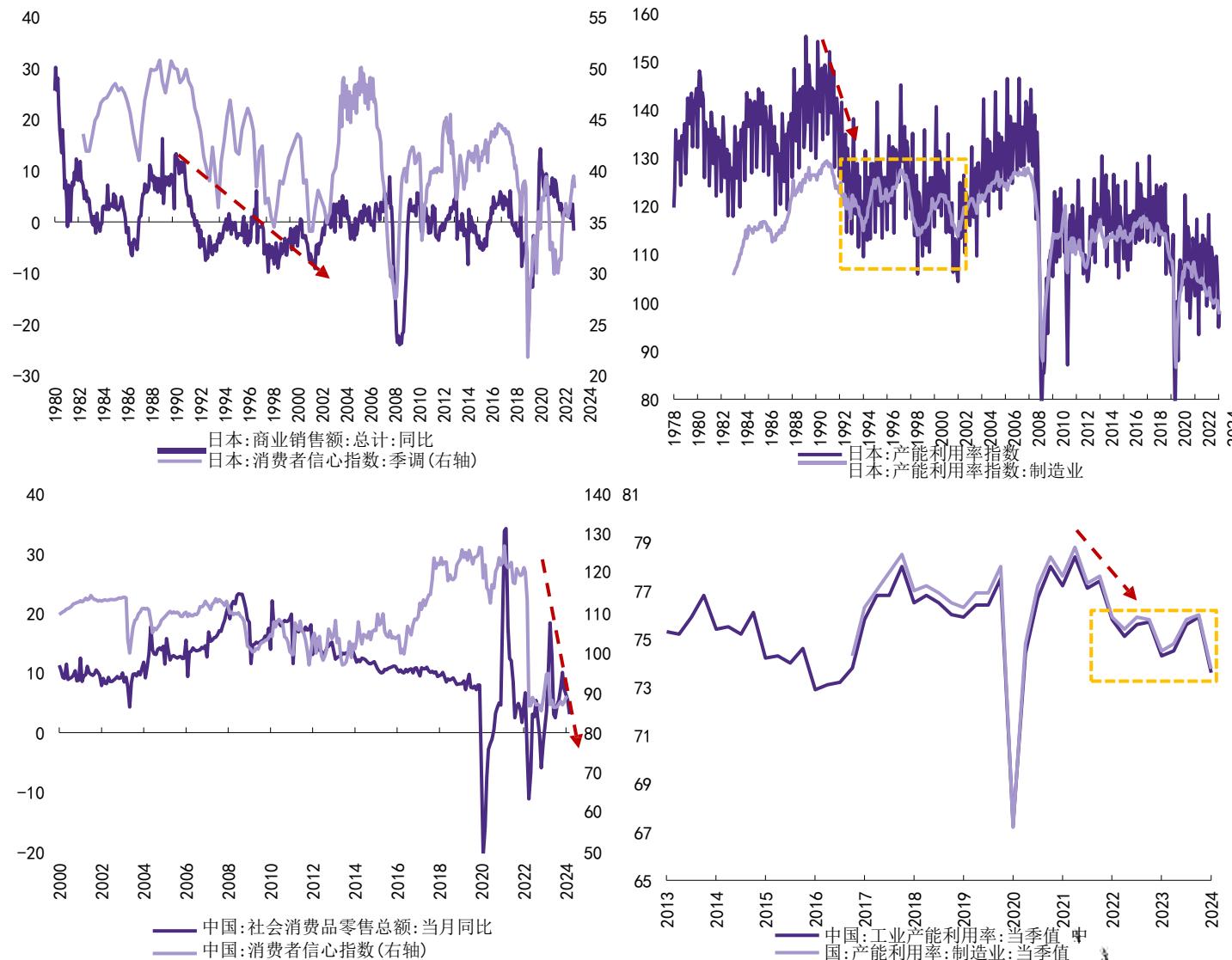
- 相似性：内需不足+成本上行+贸易摩擦+全球补库的宏观驱动组合
- 差异性：贸易摩擦升级+出口增量有限+未富先老+工业类目全面，出海动力、能力更强
- 可比性：结构变迁节奏类似，日本出海经验具有一定参考性

研究创造价值

中国当前与日本九十年代类似，均处于内需不足、产能过剩阶段

◆从宏观背景来看，当前中国与日本九十年代类似，均处于内需不足++劳动成本上行+贸易壁垒升级+全球库存周期重启的阶段，企业从出口到出海的催化因素正在兑现：

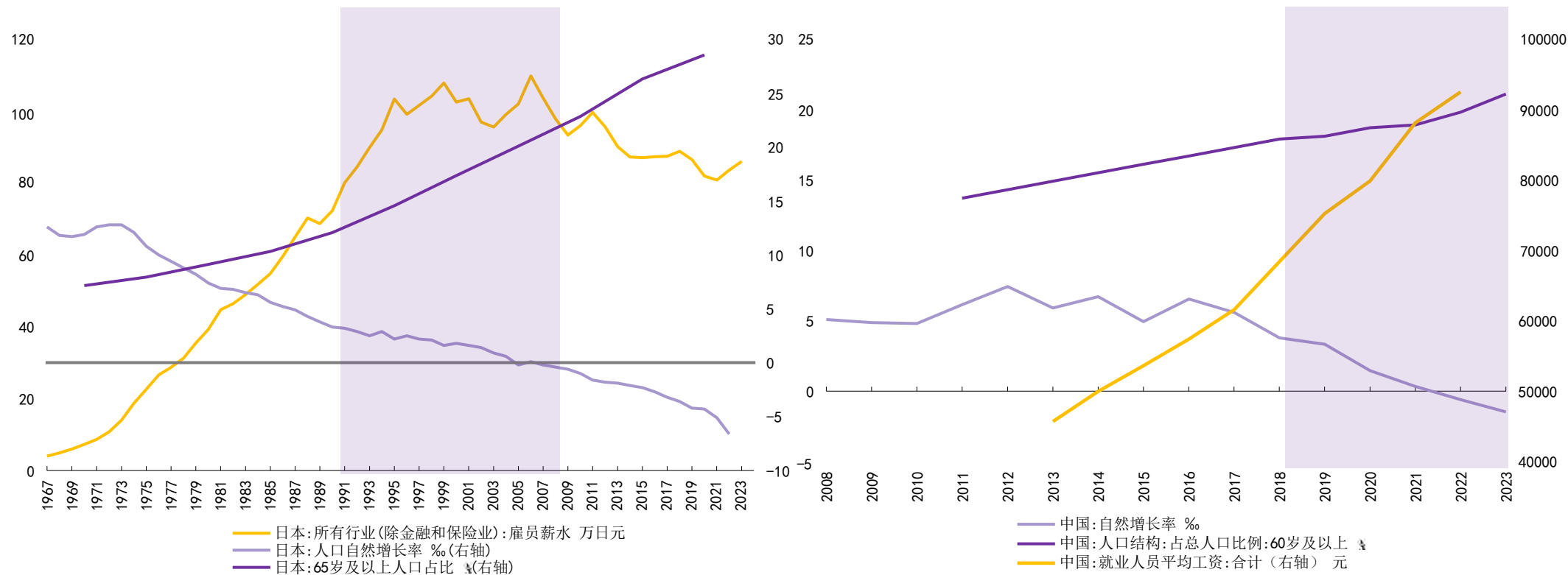
- 内需不足：产品出口、企业出海寻求更大市场的迫切性大幅提升。受地产周期下行、疫情疤痕效应等因素影响，近些年国内企业面临着内需不足、产能过剩的挑战，迫使企业主动出海寻找更大的市场空间。



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **成本高企：企业出海降低生产成本、提高盈利空间的重要性持续上行。**类似日本阶段二期间，中国目前老龄少子化形势严峻，劳动成本不断企高，迫使企业主动出海降低成本以提升盈利能力。

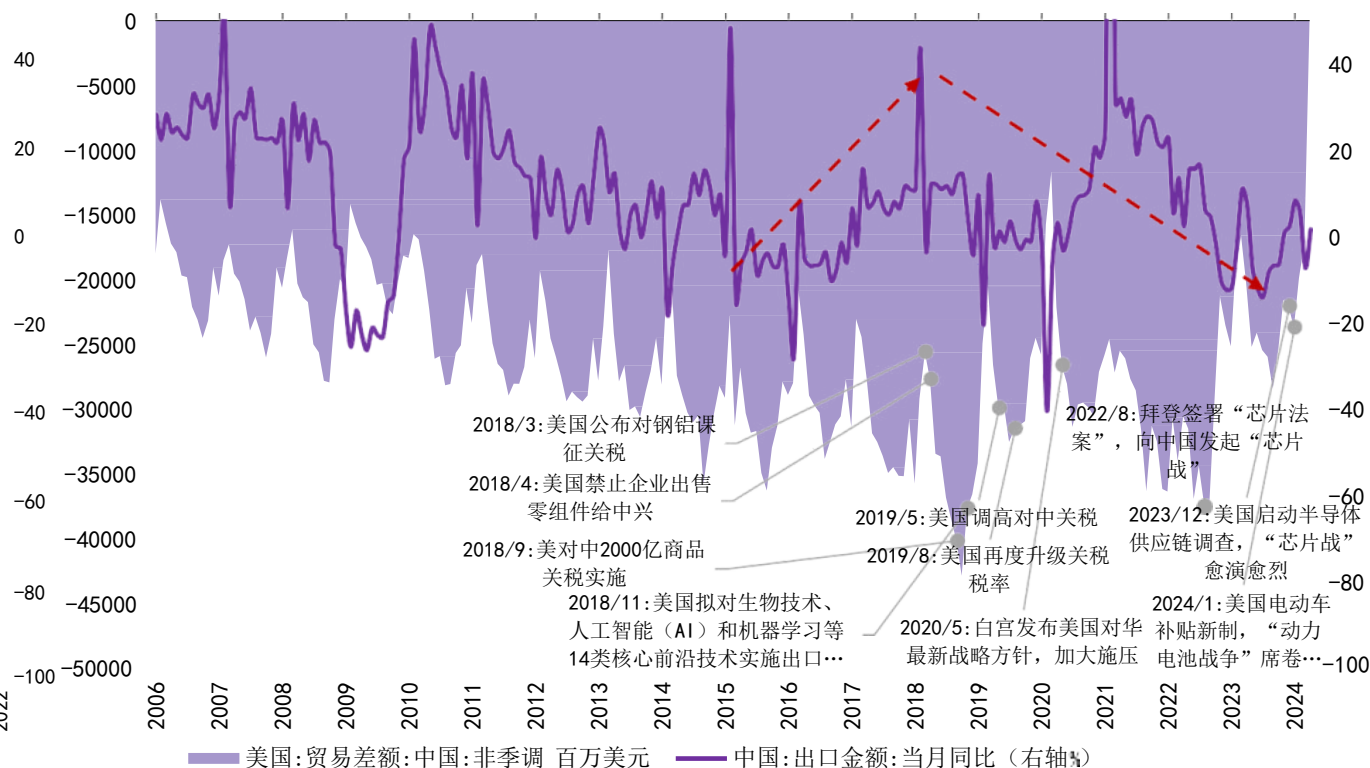
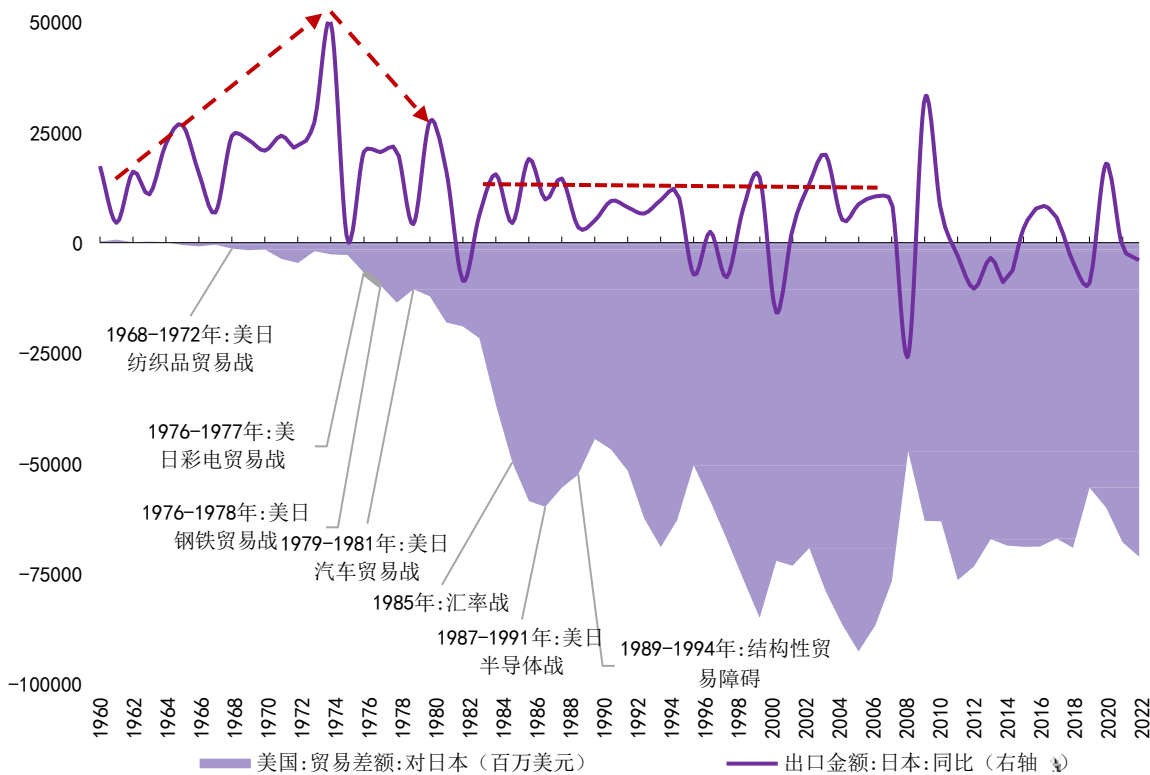
类似日本阶段二期间，中国目前老龄少子化形势严峻，劳动成本不断高企



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- **贸易摩擦：**均处于美国贸易战持续演绎阶段，出口发展不稳定性增加，迫使企业出海规避贸易摩擦。
- **日本：**自七十年代起美日贸易失衡持续加剧引发了美国的贸易打压，伴随着日本的产业升级，美国对日贸易打压范围由最初的纺织品、钢铁等“资源、劳动密集型产品”转移至家电、汽车、芯片等“技术密集型产品”，最后在1985年签订广场协议后日元快速升值，日本出口产品竞争优势大幅降低，日本开始寻求企业出海以规避贸易壁垒、追求更廉价的劳动力成本、抵消日元升值带来的价格效应劣势；
- **中国：**自2018年起不断升级贸易摩擦范围和手段，美国打压范围从最初的钢铝等资源品向航空、通信、医药、半导体芯片、新能源汽车、锂电等高端制造和高新技术产品蔓延。

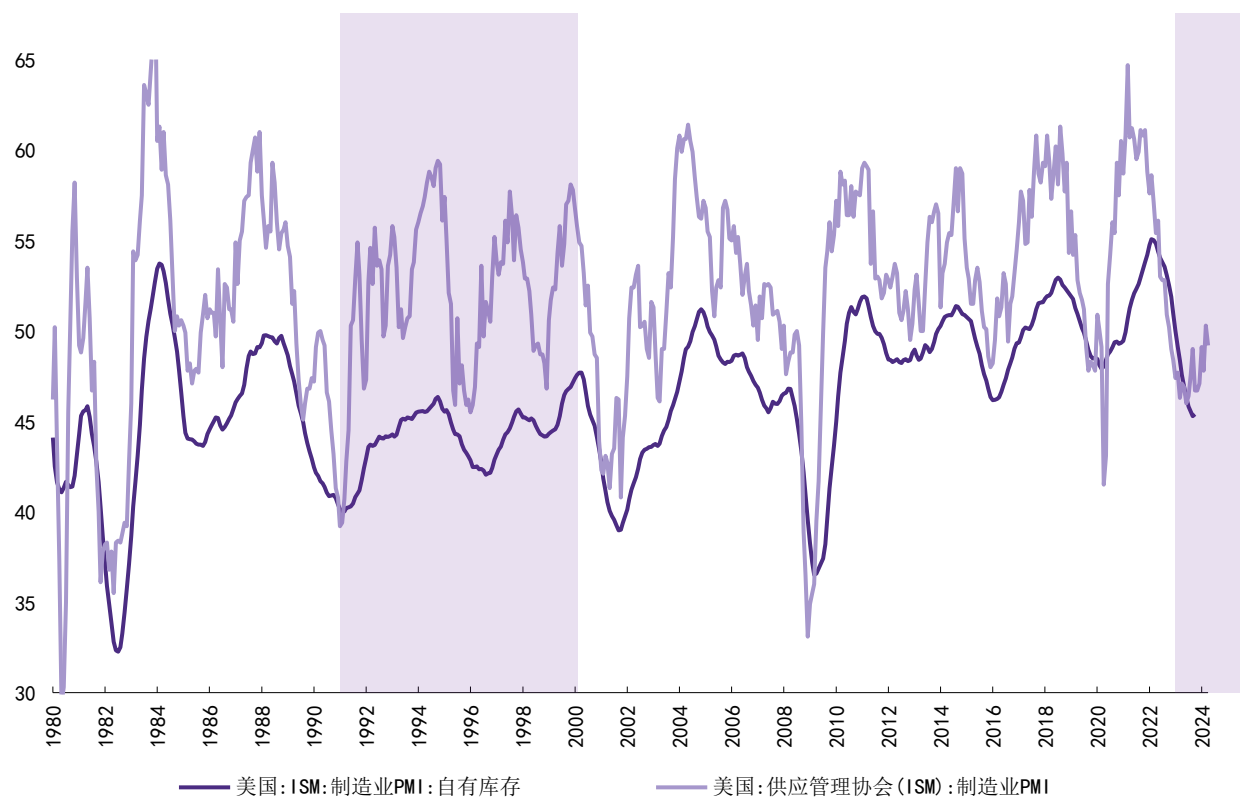
中国当前与日本九十年代类似，均处于美国贸易战持续升级阶段



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 全球补库：当前正处于美国库存周期重新开启的长周期，产品出口、企业出海需求均受到提振。今年以来的国内出口超预期，主要由欧美补库催化。

当前与九十年代类似，美国库存周期重新开启，出口、出海需求受提振



2.2、差异性：摩擦升级+增量有限+未富先老+工业类目全面，出海动力、能力更强

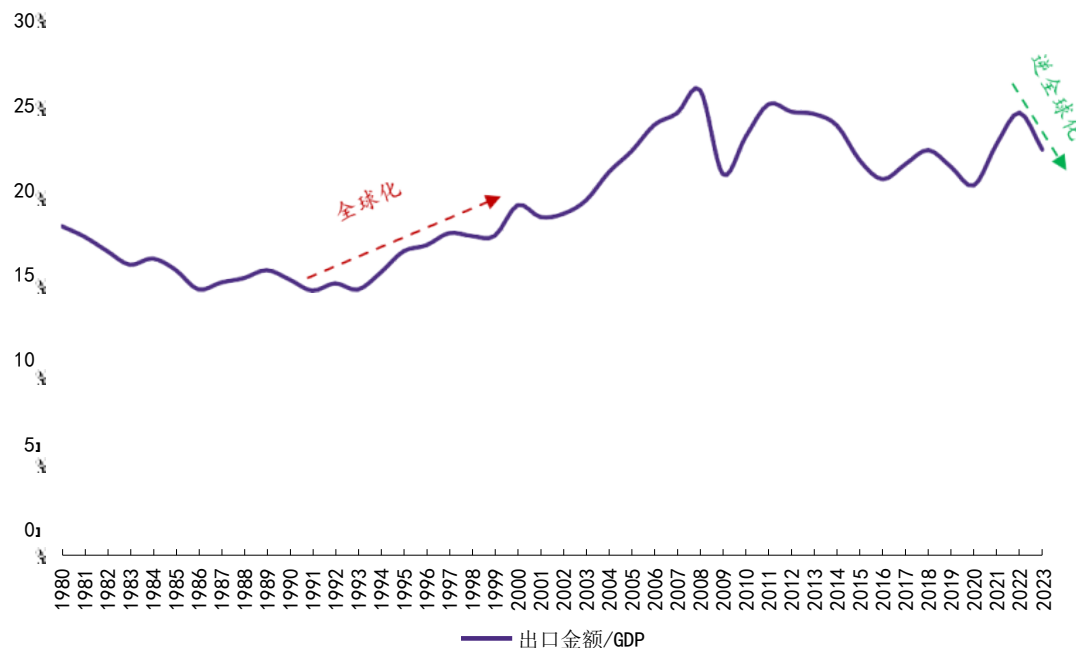
◆ 相比于日本九十年代，中国当前出口贸易环境更加恶劣、新兴市场增量空间有限、未富先老问题严重、美国产业链去中国化更强势，且工业类目更全面，我国企业从出口到出海的动力和能力更强。

➤ 1) 当前我国贸易环境较之日本九十年代更为恶劣：中美贸易摩擦制裁范围更广、制裁措施更严厉、制裁目的更复杂，逆全球化和贸易主义抬头问题更为严峻。

中美贸易摩擦制裁范围更广、制裁措施更严厉、制裁目的更复杂

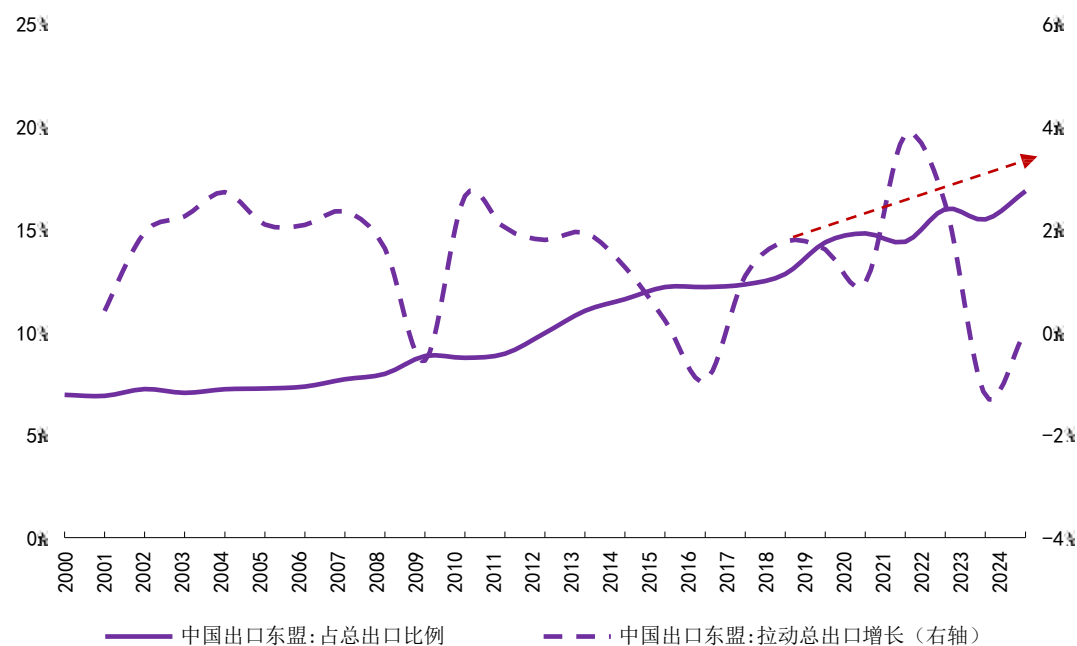
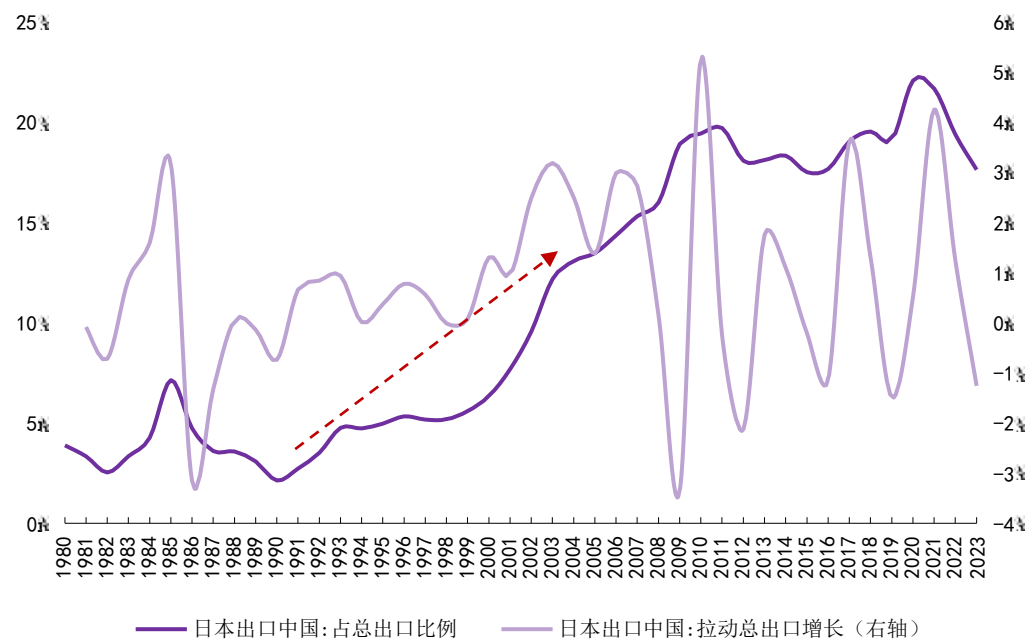
	美日贸易摩擦	美中贸易摩擦
制裁背景	经济全球化	逆全球化
制裁范围	集中在具体的日本出口优势产业，包括纺织品、彩电、钢铁、数控机床、汽车、半导体等	集中在中国出口优势产业和转型升级产业（钢铁、电气设备、光伏能源、生物医药、高性能医疗设备、工业机器人、新材料、新能源汽车等），还涉及了知识产权、技术转移、网络安全、国家补贴等多个方面，范围更为广泛
制裁措施	主要包括提高关税，经济制裁，以及要求日本自主限制出口、加大对外投资和开放国内市场	采取了更多样化的制裁手段，如大幅提高关税、实施投资限制、对重点企业和个人实施制裁、通过长臂管辖拉拢盟友制裁中国
制裁目的	解决贸易不平衡问题，减少美国对日本的贸易逆差	除了缩减中美贸易逆差外，更多的是为了遏制中国崛起、维护美国霸权

逆全球化和贸易主义抬头问题更为严峻



➤ 2) 当前我国出口的新兴市场增量空间更为有限：对比当年中国对日本的外需增量，当前东南亚等新兴经济体对当前国内的外需增量有所不及。

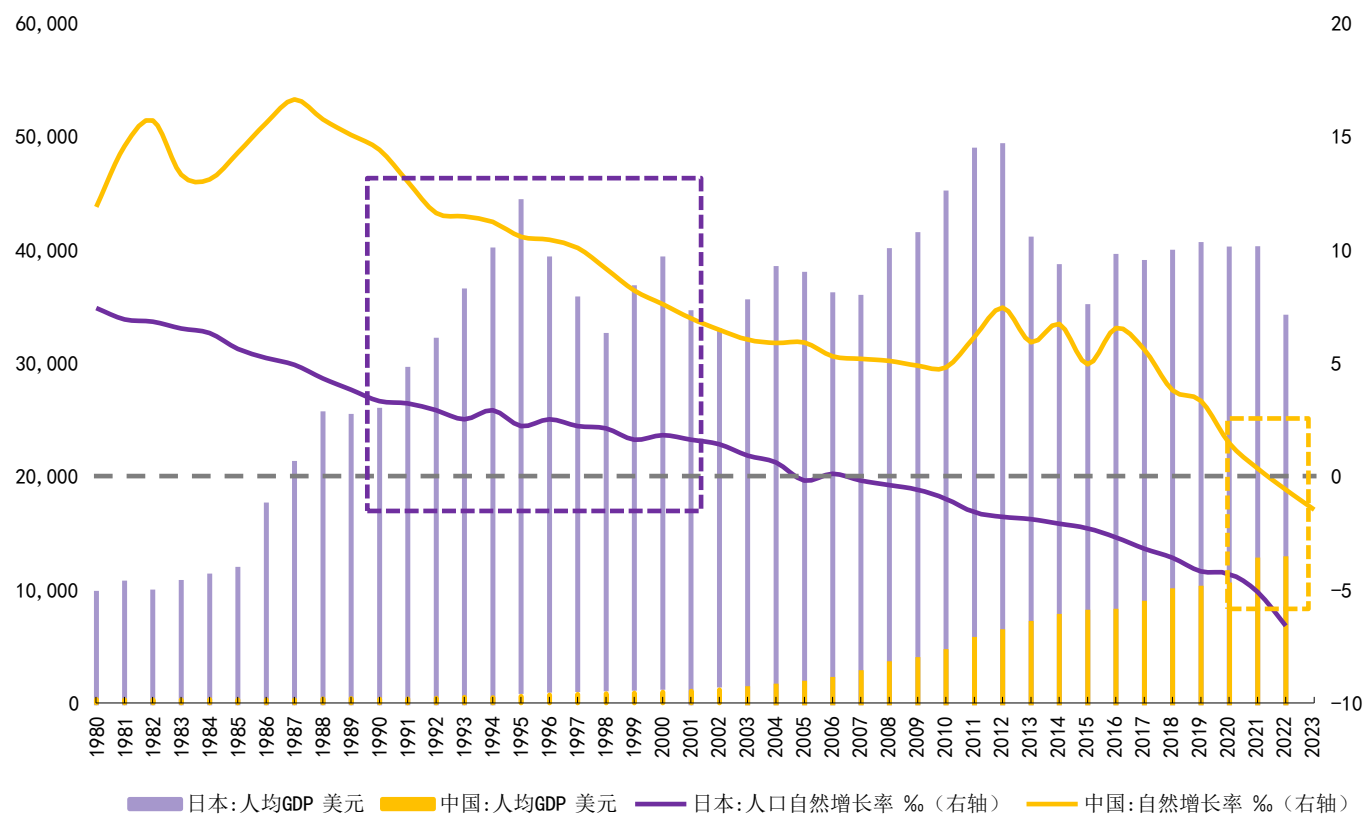
对比日本，当前新兴市场外需增量拉动我国出口增长更为有限



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

➤ 3) 对比日本九十年代，当前我国未富先老问题更为严峻。劳动成本高企、内需增长空间受制，倒逼企业从出口转向出海。

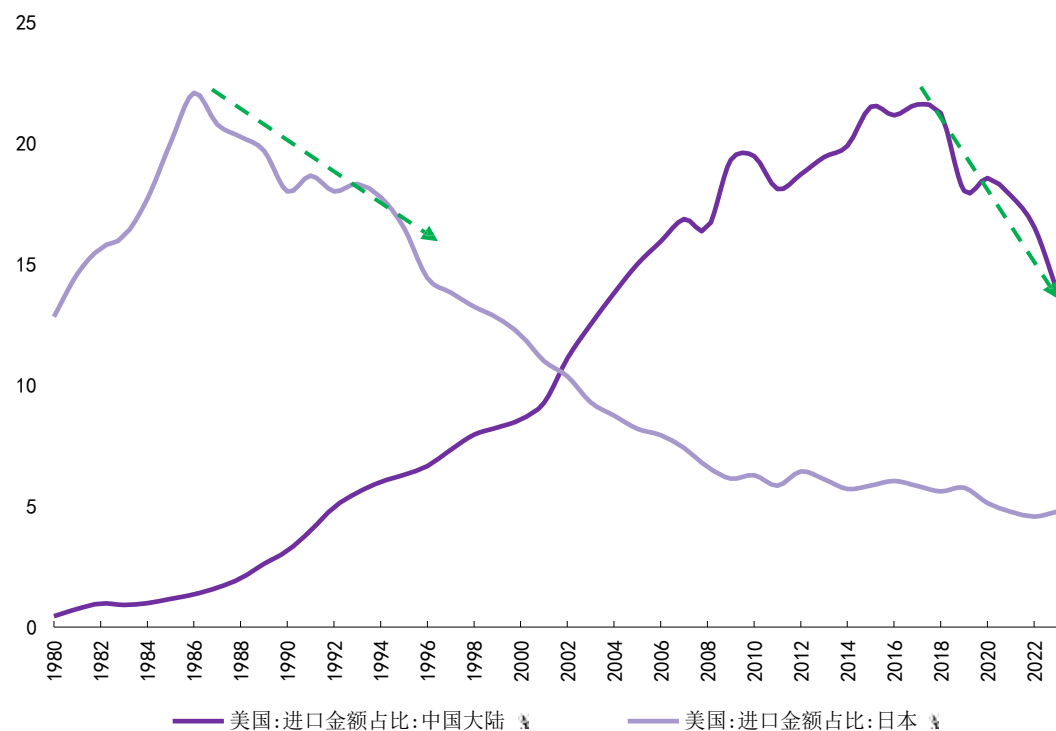
对比日本九十年代，当前我国未富先老问题更为严峻



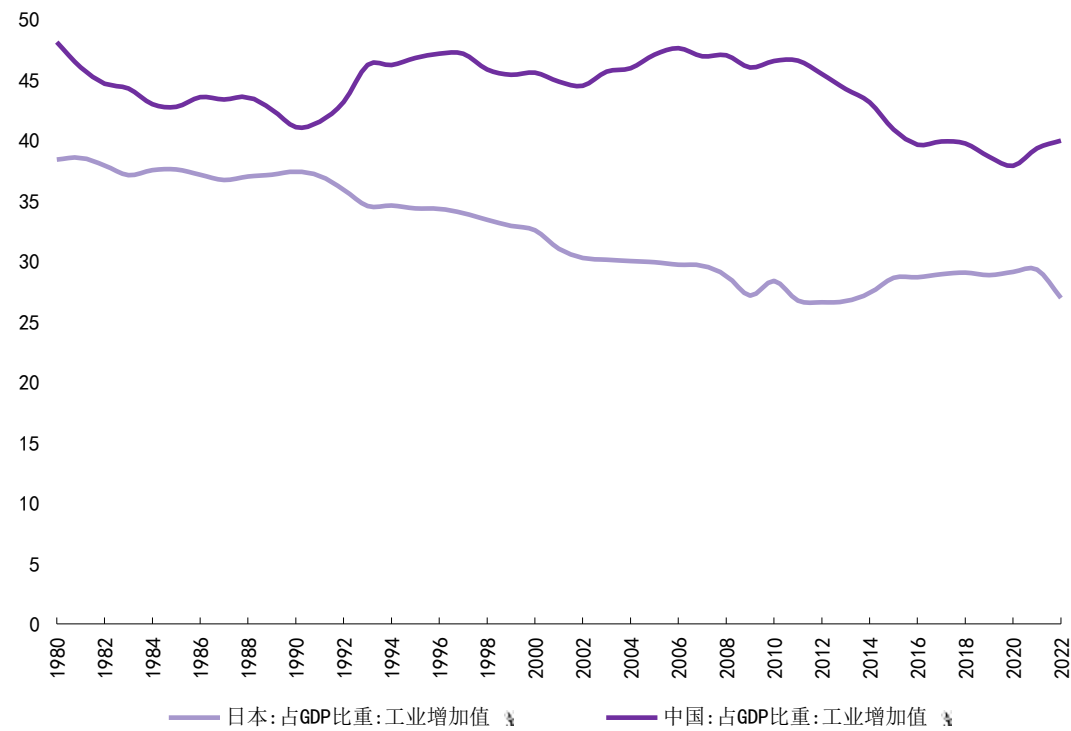
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

➤ 4) 对比日本九十年代，当前美国供应链去中国化趋势更陡峭，且我国拥有更全面的工业类目，我国从出口到出海的动力和能力更强。

对比日本九十年代，当前美国供应链去中国化趋势更陡峭，
我国出海驱动力更强



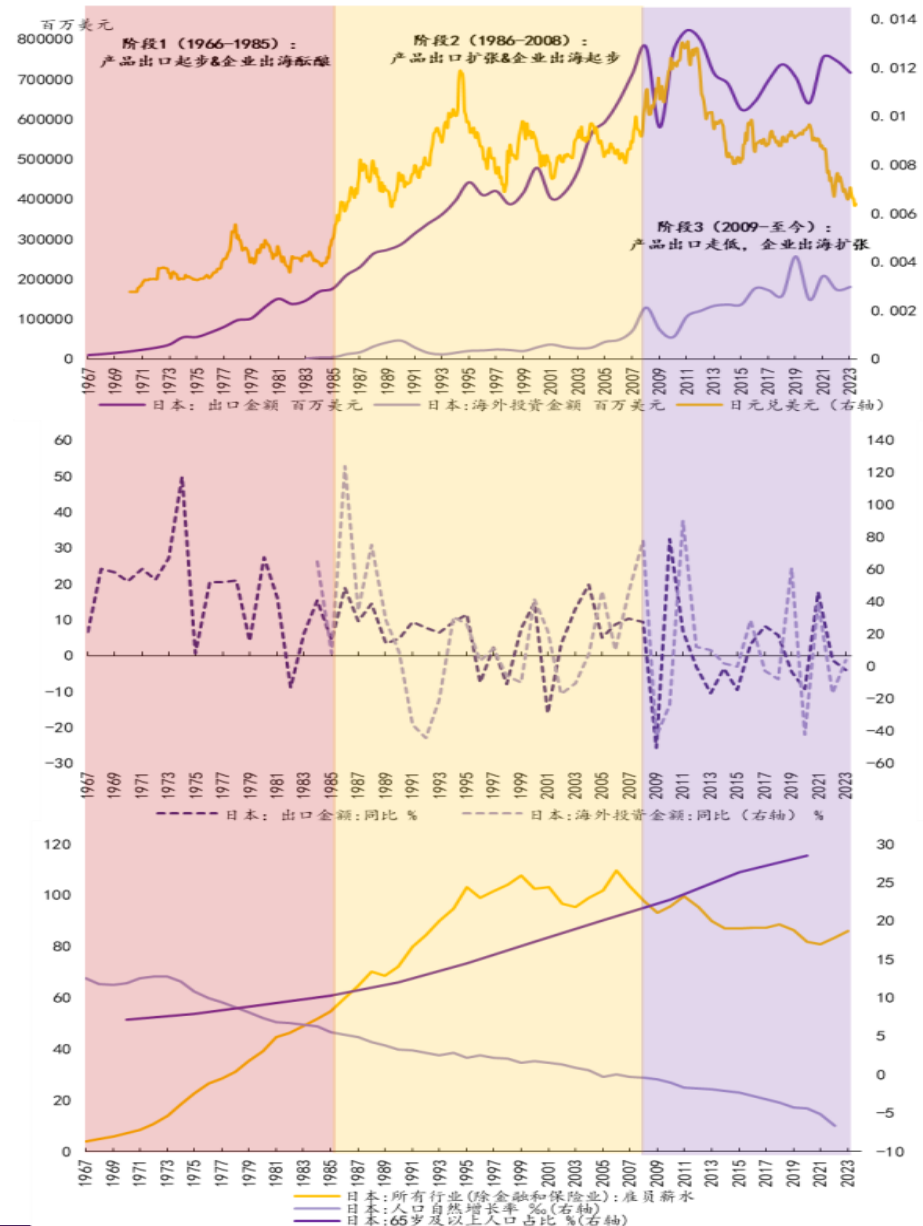
对比日本，当前我国拥有更全面的工业类目，出海能力更强



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

◆日本从产品出口到企业出海经历了三个阶段：产品出口起步&企业出海酝酿——产品出口持续扩张&企业出海起步——产品出口走低&企业出海扩张，从出口到出海的主要驱动力在美日贸易摩擦升级、日元升值、劳动成本上升。

- ▶ **阶段1（1966-1985）：产品出口高速起步&企业出海酝酿。**在此阶段日本出海模式以产品出口为主，年度出口金额从1965年底的84.5亿美元快速增长至1985年的1771.6亿美元，期间年度出口金额增长了近20倍。而日企出海也在此阶段开始酝酿起步，在美日贸易摩擦升级、以及“广场协议”签订使得日本贸易环境大受打击的背景下，日本政府提出从“贸易立国”转向“海外投资立国”，自此日企开启大规模海外投资新阶段。
- ▶ **阶段2（1986-2008）：产品出口扩张&企业出海起步。**在此期间，日本出口先是在90年代受益于美国库存周期重启、后是自21世纪起受益于东亚经济体崛起和中国加入WTO，其顺周期制造业出口仍旧处于高速发展阶段，年度出口金额增长至2008年的7814亿美元，增速为241%；与此同时，日企出海也处于起步稳定增长阶段，日本年度对外直接投资金额在2008年底到达了1308亿美元，较1985年增长了18.3倍，其中可以明显看到美日贸易摩擦、日元升值产品价格优势下降、日本劳动成本上升对于日企出海有较为明显的推动作用。
- ▶ **阶段3（2009-至今）：产品出口走低&企业出海扩张。**自2008年金融危机后日本产品出口规模在劳动成本持续高企的背景下开始震荡走低。主要增长点转向为企业出海，海外劳动力充足、劳动成本低廉也是日企出海的主要推动力之一。年度出口金额在此期间下降了108%至2023年的7173亿美元，对外直接投资金额则自走出金融危机后由2010年的572亿美元提升至2023年的1820.8亿美元，涨幅高达118%。

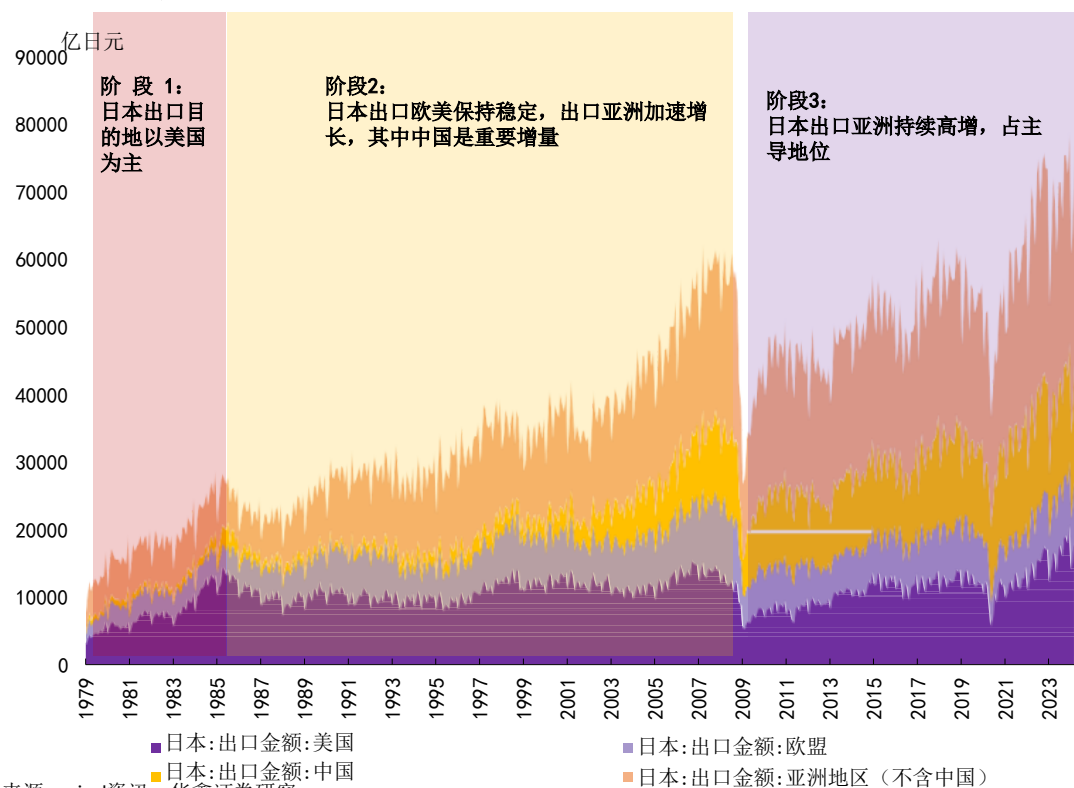


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

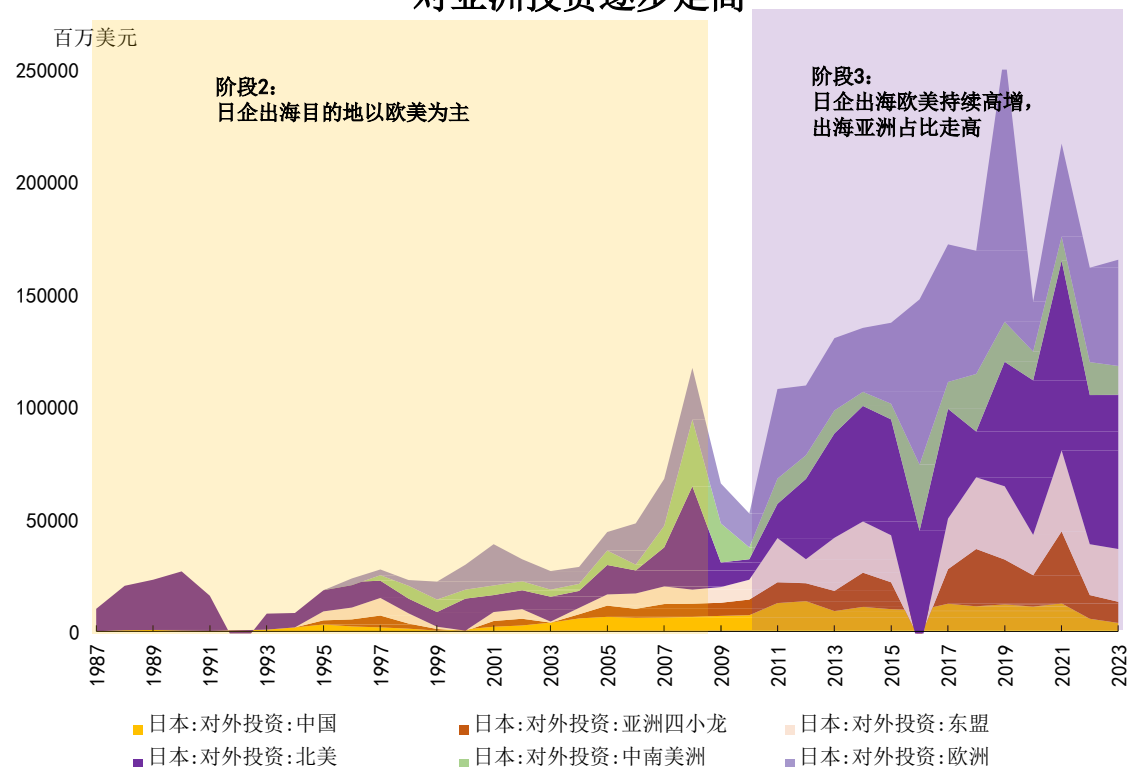
2.3.1、日本地域结构变迁：出口转向亚洲，出海主投欧美

- ▶ 日本产品出口主要地区更多受需求驱动，由欧美向逐渐亚洲转移。目前亚洲是日本产品出口的主要地区，其中中国是主要增量，这主要是因为亚洲特别是中国经济体的崛起，市场需求逐渐扩大。其目的地的变迁也驱动日本出口产业结构的调整，特别是在高新技术产业领域，如信息技术、生物技术、化工和消费等领域的产业转型升级。这也反映了日本产品出口的主要推动力包括全球库存周期重启、新兴经济体崛起带来的需求提振，日元贬值带来的价格优势，产业结构不断升级带来的产品优势；
- ▶ 日本企业出海主要地区更加受成本驱动（贸易壁垒、劳动成本），其主投地区一直以欧美为主，亚洲占比逐渐走高。日本对外投资在起步阶段基本以美国为主投地区，且在后续的海出进程中一直加大在欧美地区的投资力度，这更多的是为了规避欧美国家的贸易壁垒成本。自21世纪起其开始加大对亚洲地区的投资，一方面是为了贴近当地日益扩张的市场需求，更主要的是为了减少直接成本（劳动成本、原材料）和间接成本（产业链成本）。近两年日本明显的放缓了对中国的投资转而加大了对劳动力更为低廉、贸易壁垒受限制更少的东盟国家的海外投资，也印证了成本驱动海外投资影响力的上升。

日本产品出口主要地区受需求驱动，由欧美向亚洲转移



日企出海主要地区开始倾向于受成本驱动，欧美持续保持优势地位，对亚洲投资逐步走高



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/708036016134006103>