

2017年11月09日

证券研究报告·宏观报告

大国崛起专题之宏观篇



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

大国崛起：行百里半九十

摘要

- **我国经济快速发展奠定了全球经济大国地位。**经过改革开放以来近四十年的高速发展，我国已经成为全球第二大经济体，全球第一大经济增量贡献国，并深度参与全球经贸体系，我国经济对全球经济影响日益提升。特别是在部分行业，我国基本占据主导地位。我国是全球最大工业国，工业增加值占全球三成，增量贡献比在六成以上，钢铁、铜、铝等大宗商品消费量占据全球半壁江山。如果未来经济走势与近几年一致，预计中国将在2028年左右超越美国成为全球第一大经济体。总量成为最大经济体的同时，人均产出依然显著低于美国，因而依然具有保持高于发达国家经济增速的潜力，在增量上将产生更大影响。在经济层面的大国崛起势不可挡。
- **但行百里半九十，如习近平总书记十九大报告中指出的，我们的发展进入新的时代，面临着新的主要矛盾。因而保持经济平稳发展需要解决新的矛盾。从需求结构层面，需要完成经济结构转型。**在需求层面，我国经济桎梏在于高储蓄和低消费，这导致我国经济高度依赖投资，并随着中国经济体量增加，可能导致全球范围投资占比上升。而我国高储蓄的根本原因在于收入分配结构，非居民储蓄在总储蓄中占比近半，是储蓄率高企的主要原因。降低储蓄率，完成经济向消费驱动转型，需要从改革收入分配结构入手。
- **而从供给层面，产业升级迫在眉睫。**随着我国劳动力成本的快速提升，我国低劳动力成本比较优势快速丧失，特别是对于越南、印尼等新兴市场国家。而环保成本的上升意味着高污染重工业比较优势下降。随着各项成本快速上升，我国迫切需要产业升级提高劳动生产率。相对来说，虽然我国劳动力比较优势在丧失，但我们逐步积累了资本存量优势，相对较好的基础设施、产业配套等决定了我国具有产业升级的条件和能力。
- **我国消费升级的方向在于医疗保健和教育文娱。**如果收入分配改革有效推进，消费能力得到提升，参照国际经验，未来我国消费升级的主要方向在于医疗保健和教育文娱。美国和日本经验显示，随着收入增加，食品、衣着等消费需求将逐步下降，而医疗保健和教育文娱在居民消费中占比则持续提升。目前我国居民消费结构中这两类消费占比显著低于美日等发达国家，未来具有较大提升空间。而教育医疗由于行政管制，目前供给显著不足，体现为快速上升的价格。未来需要改革教育医疗体制，释放供给能力。
- **从产业升级方向来看，计算机电子和高端装备制造可能是未来产业升级的主要方向。**参照与我国经济结构和文化背景较为相似的日韩发展经验，在工业化后期，普遍经历了劳动密集型产业和重工业退出，而电子计算机、各类设备制造在经济中占比持续提升的过程，特别是韩国，制造业支柱产业完成了由纺织服装向电子计算机和运输设备转型的产业升级，其发展经验对我国有重要借鉴意义。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：杨丹
电话：010-57758572
邮箱：yd@swsc.com.cn

相关研究

1. 外需疲弱内需放缓，经济下行态势持续 (2017-11-08)
2. 明年通胀小幅回升，但总体压力有限 (2017-11-06)
3. 经济持续放缓，需求将逐步占据主导地位 (2017-11-02)
4. 企业景气度再度下降，经济下行趋势延续 (2017-10-31)
5. 企业盈利非典型回升，未来面临持续放缓压力 (2017-10-29)
6. 房地产投资增速或稳步放缓 (2017-10-22)
7. 经济增速如期回落，下行趋势将延续 (2017-10-20)
8. 通胀继续弱势平稳，工业品价格快速上行 (2017-10-16)
9. 出口增速弱平稳，国内外价差拉大推升进口 (2017-10-15)
10. 中采财新PMI再度背离，经济基本面并不强劲 (2017-10-08)

目 录

1 大国崛起进行时	1
1.1 经济大国，增量执牛耳者.....	1
1.2 全球工业主导国.....	1
1.3 可能在未来十年左右成长为全球最大经济体.....	3
2 大国崛起：行百里半九十	4
2.1 经济结构转型的困难.....	4
2.2 产业升级的压力.....	5
3 消费升级与产业升级方向	7
3.1 消费升级的方向.....	7
3.2 产业升级的方向.....	7
4 结论	10

图 目 录

图 1: 各主要经济体 GDP 占全球比例	1
图 2: 中国对全球增量贡献情况	1
图 3: 各主要经济体制造业增加值占全球比例	2
图 4: 中国对全球制造业增加值增量贡献情况	2
图 5: 中国各主要资源品消费量占全球比例	3
图 6: 部分国家计算机、通信和其它电子设备制造业工业增加值	3
图 7: 各主要经济体储蓄占全球储蓄比例	5
图 8: 居民储蓄和非居民储蓄占 GDP 比例	5
图 9: 中美工资水平比较	6
图 10: 我国在劳动力比较优势减弱的同时, 积累了资本比较优势	6
图 11: 各类环保投资额	6
图 12: 美国各部分消费占总消费支出比例	7
图 13: 中国各部分消费占总消费支出比例	7
图 14: 日本产业结构变化	8
图 15: 日本高附加值产业在制造业中占比持续提升	8
图 16: 日本产业结构变化	9
图 17: 日本高附加值产业在制造业中占比持续提升	9
图 18: 部分行业上市企业工资	9
图 19: 我国部分行业上市企业平均工资 (2016)	9

表 目 录

表 1: 中国对美国经济追赶情况	4
表 2: 中国营商环境各项指标排名及变化	6

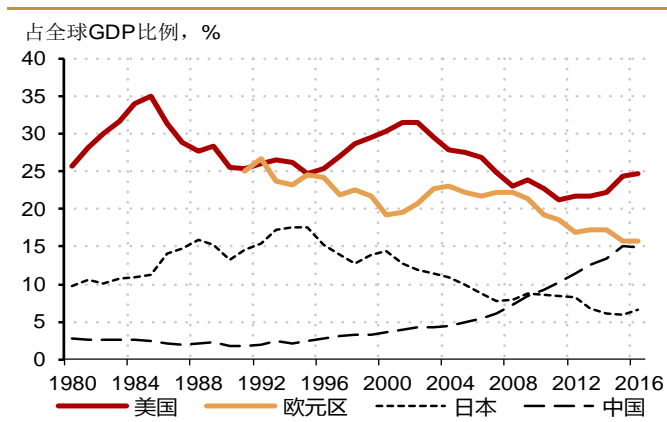
1 大国崛起进行时

1.1 经济大国，增量执牛耳者

改革开放以来近四十年就是一个经济大国崛起历程。改革开放以来，我国经济获得持续快速发展，1978-2016年，我国经济年均增速高达9.6%，经济规模显著增长。我国经济在全球经济中的占比从1980年的2.7%攀升至2016年14.9%的水平，已经成长成为全球第二大经济体。与全球最大经济体美国的差距也在不断缩小，1980年我们经济规模仅相当于其10.7%，而2016年我国经济规模已经达到美国的60.3%。我国经济快速发展推动了经济规模显著扩张，使得在全球经济中，我国地位日益提升。中国深度参与全球经贸关系，成为全球经济重要支柱，对地区和全球发挥越来越大的影响力。

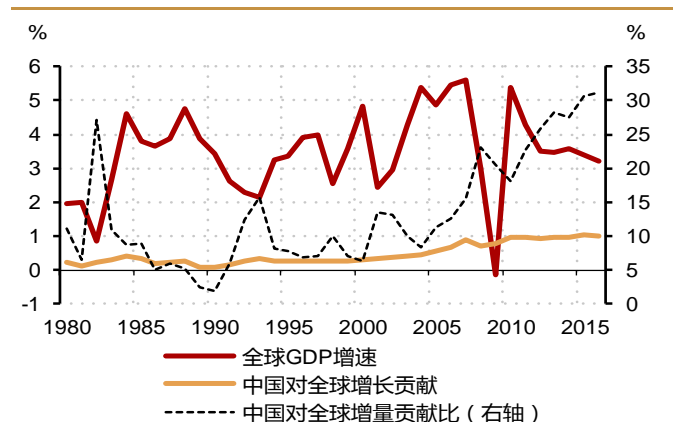
中国已经成为最大增量国，是全球经济增长最主要的动力来源。虽然我国依然是全球第二大经济体，但由于经济增速名列世界前茅，我国已经多年成为全球经济增长最大贡献国，是全球经济增长最主要的动力来源。我国对全球经济增长贡献从1980年的0.2个百分点持续攀升至2016年的1.0个百分点，目前对全球经济增量贡献比已经达到30%以上，是全球最大的增量贡献国，对全球经济增长贡献是美国的3倍左右。占据3成以上的全球经济来源，意味着我国经济波动对全球经济有决定性影响，这种影响远大于美国。因而从实体经济层面来看，我国经济波动对世界各国经济走势有着重要影响，因而我国经济政策的变化也将受到全球广泛关注。

图1：各主要经济体 GDP 占全球比例



数据来源：IMF，西南证券整理

图2：中国对全球增量贡献情况

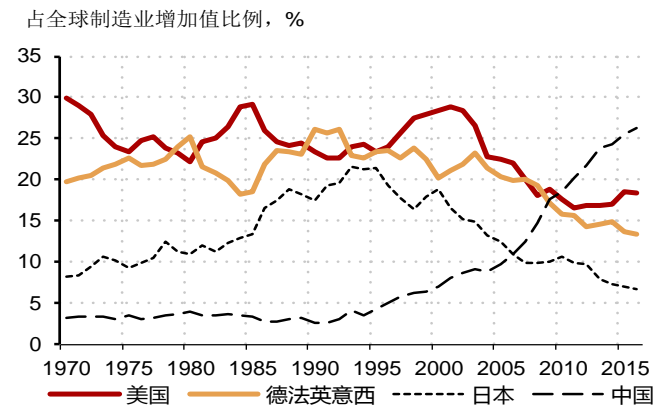


数据来源：IMF，西南证券整理

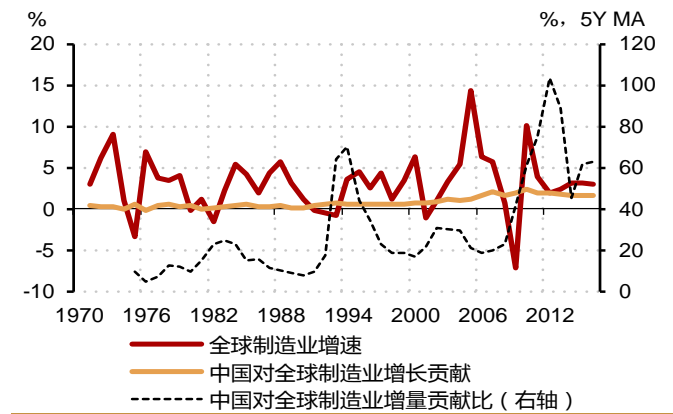
1.2 全球工业主导国

我国已经成为全球最大工业国，在全球制造业领域主导地位明显。经济规模的扩张在部分产业体现的更为明显。由于我国经济结构中制造业占比较高，因而在经济总规模成长为全球第二大的过程中，我国制造业增加值占全球比例早在2010年就成长为全球第一。我国制造业增加值占全球比例从1978年的3.5%持续攀升至2010年的18.5%，而后继续上升至2016年的26.3%，占全球制造业增加值比例高出第二大制造业国家美国8.0个百分点。已经成为全球制造业体量上的霸主。而从增量上看，我国更是主导了全球制造业的变化。过去十年，我国对全球制造业增量贡献超过六成，尤其是在金融危机后四万亿计划刺激之下，我

国对全球制造业增长的贡献甚至超过 100%。无论是从总量还是增量层面，中国都主导了全球制造业走势。因而在判断全球制造业变化趋势，预测工业品价格走势中，分析中国经济都是其中最为关键的部分。

图 3：各主要经济体制造业增加值占全球比例


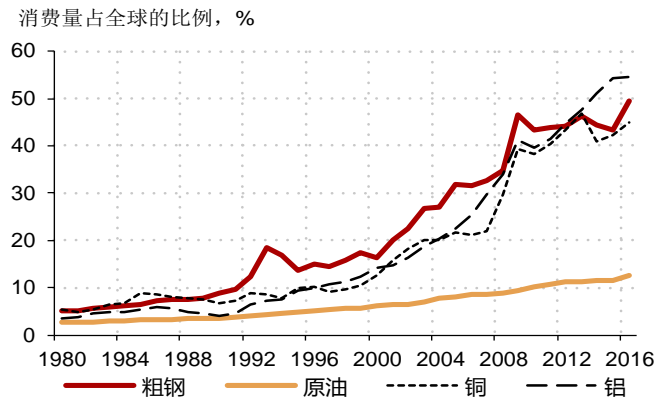
数据来源：UN，西南证券整理

图 4：中国对全球制造业增加值增量贡献情况


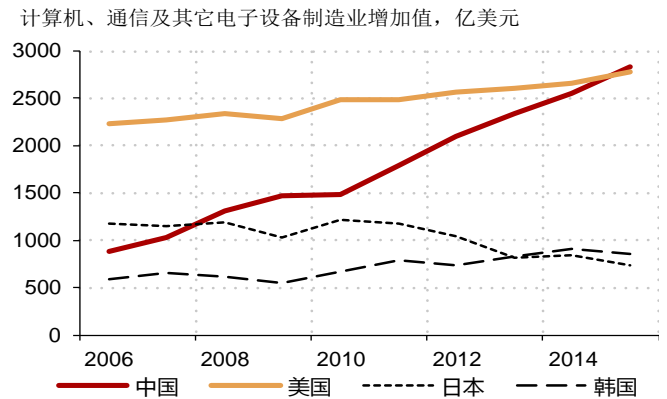
数据来源：UN，西南证券整理

新世纪以来基建、房地产等传统行业快速发展，我国成为全球大宗商品的**最大需求国**，基础工业品需求占全球比例近半，我国重工业同样占据全球半壁江山。新世纪以来我国进入快速城市化时期，基建和房地产投资成为需求侧的两大主动力，而这导致我国对大宗商品需求大幅增长。我国粗钢、铜、铝的表观消费量占全球比例分别从 2000 年的 16.4%、12.7% 和 14.1% 攀升至 2015 年的 43.3%、42.3% 和 54.2%。而同期原油消费量也从 6.2% 上升至 11.6%。伴随着基础工业品消费的增加，我国重工业快速发展，基础工业品大部分自给自足，钢铁、铝等产品甚至大量出口。这形成我国经济高成本、高污染、高耗能、资源型的“三高一资”属性，不是可持续发展模式。

我国经济正在逐步转型，通过产业升级向更为健康的发展模式迈进。认识到“三高一资”发展模式不可持续，在政策推动下，我国经济逐步转型。特别是近几年随着经济增速的放缓和供给侧改革的推进，重工业产出增速显著放缓，在经济中占比不断下降。而高附加值行业增速显著加快，在经济中占比不断提升。以较为典型的两个行业钢铁，计算机、通信和其它电子设备制造业为例，2017 年前 9 个月钢铁业工业增加值同比增速仅为 0.6%，而计算机、通信和其它电子设备制造业工业增加值同比增长 13.9%。后者的快速增长推动计算机、通信和其它电子设备制造业在全球占比不断提升，2006 年，该行业增加值仅为 884 亿美元，低于美国、日本，但在多年快速发展滞后，2015 年，计算机、通信和其它电子设备制造业增加值达 2832 亿美元，超过美国 2777 亿美元，成为全球最高。而参照基础工业品发展历程，中国该行业工业增加值占全球比例依然存在很大上涨空间。

图 5：中国各主要资源品消费量占全球比例


数据来源：UN，西南证券整理

图 6：部分国家计算机、通信和其它电子设备制造业工业增加值


数据来源：UN，西南证券整理

1.3 可能在未来十年左右成长为全球最大经济体

如果未来经济保持平稳发展，我国可能在 2028 年左右成为全球第一大经济体。十九大规划了未来三十年的经济发展蓝图。如果我国经济保持平稳发展，我国对全球最大发展国家美国的追赶将持续。按 2017 年实际 GDP 增速 6.8%，名义 GDP 增速 11.4% 估算，当年我国 GDP 规模将达到 82.9 万亿元，以人民币兑美元汇率 6.7 估算，当年以美元计价的我国 GDP 为 12.4 万亿美元，这个量占当年美国 GDP 的 63.9%。而我们假定 2020 年建成小康社会之前我国 GDP 实际增速年均 6.5%，GDP 平减指数年均 2.5%，2020 年之后考虑到经济潜在增速进一步下滑，假定 2020-2035 年期间经济增速年均放缓 0.2 个百分点，则 2020-2035 年年均 GDP 增速为 5.0%，2035 年增速将放缓至 3.5% 水平。同时假定期间 GDP 平减指数年均增长 2.5%，则 2035 年名义 GDP 将达到 324.7 万亿元，如果汇率保持 6.7% 不变的话，则当年美元价 GDP 为 48.5 万亿美元。如果美国 GDP 增速年均保持 2.0%，平减指数保持 2.0%，则 2035 年美国 GDP 为 39.5 万亿美元。中国将超过美国成为全球第一大经济体，超过时间大致在 2028 年左右。如果 2035-2050 年我国经济平均增速进一步放缓至 3.0%，在假定汇率不变的情况下，我国经济规模将达到美国的 1.5 倍，将成为全球经济的绝对主导力量。

经济规模达到全球第一并非意味着人民生活水平达到高度发达国家水平，而人均 GDP 的差距也意味着经济增速高于发达国家是可能的。2017 年我国人均 GDP 大致为 8948 美元，仅为当年美国人均 GDP 的 15.0%。如果我国经济发展速度符合上文预测，则 2020 年我国人均 GDP 将达到 1.16 万美元，2035 年进一步提升至 3.59 万美元，但考虑到美国经济同样在发展，2020 年我国人均 GDP 占美国比例仅为 17.7%，2035 年进一步提升至 33.2%，与当前发达国家中较为落后的希腊等国人均 GDP 占美国比例相当，届时我国经济将达到初级发达国家水平。而 2050 年我国人均 GDP 可能提升至美国 44.0% 的水平，届时我国将进入中等发达国家水平。

表 1：中国对美国经济追赶情况

时间	1980-2000	2000-2010	2010-2017	2017-2020	2020-2035	2035-2050
中国						
期间GDP平均实际增速（%）	9.8	10.6	7.6	6.5	5.0	3.0
期间GDP平减指数平均水平（%）	6.3	4.2	2.7	2.5	2.5	2.5
期末名义GDP（万亿人民币）	10.0	41.3	82.9	107.8	324.7	732.6
人民币兑美元汇率年均升值幅度（%）	-8.2	1.9	0.2	0.0	0.0	0.0
期末人民币兑美元汇率	8.25	6.81	6.70	6.70	6.70	6.70
期末名义GDP（万亿美元）	1.2	6.1	12.4	16.1	48.5	109.3
期末人均GDP（美元/人）	959	4524	8948	11640	35897	80999
美国						
期间GDP平均实际增速（%）	3.4	1.7	2.1	2.0	2.0	2.0
期间GDP平减指数平均水平（%）	3.1	2.1	1.6	2.0	2.0	2.0
期末名义GDP（十亿美元）	10.3	15.0	19.4	21.8	39.5	71.5
期末人均GDP（美元/人）	36433	48310	59495	65896	108130	183977
中国GDP/美国GDP	11.8	40.5	63.9	73.8	122.7	152.8
中国人均GDP/美国人均GDP	2.6	9.4	15.0	17.7	33.2	44.0

数据来源：wind，西南证券整理

2 大国崛起：行百里半九十

虽然改革开放以来我国经济建设成绩斐然，但正如习近平总书记在十九大报告中所说，行百里半九十，中华民族伟大复兴，绝不是轻轻松松、敲锣打鼓就能实现的。我国经济发展已经进入新阶段，经济发展面临新问题。新的主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。需要克服不平衡不充分的发展，着力改善收入分配，推动产业升级，培育新的强劲增长动力，实现转型升级。其中需求端的结构转型和生产端的产业升级是经济获得新的增长动力的关键。

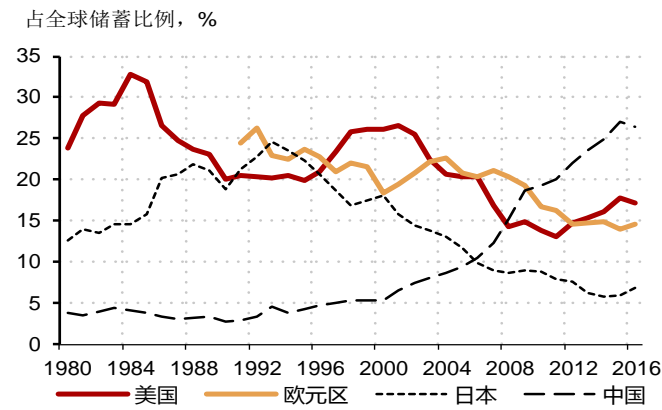
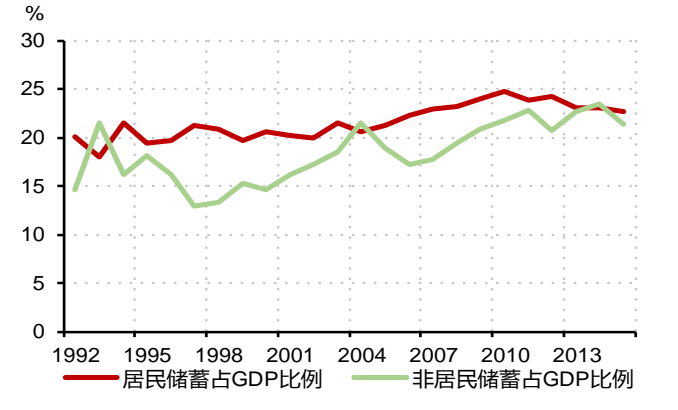
2.1 经济结构转型的困难

高储蓄是我国经济结构失衡的集中表现和直接原因。宏观经济中储蓄等于投资和净出口之和，这实际上是说我们将当年产出储存起来有两种方式，一种是储蓄在国内形成投资，一种是储蓄在国外形成净出口。而我国高储蓄意味着我国必定形成高投资或者高净出口的经济结构。金融危机后随着全球经济进入再平衡进程，我国对外顺差显著收窄。因而储蓄更多以转化为投资的形式，这进一步加剧了我国经济对投资的依赖，导致经济结构难以向消费主导型转型。

如果我国高储蓄率持续高企，可能导致全球范围的投资过剩，并压低全球资产回报率。我国早已成为全球最大储蓄国，2010年我国储蓄占全球比例超过欧元区，达到19.3%，成为全球最大储蓄经济体，2016年，我国储蓄占全球比例高达26.5%。随着中国经济体量在全球比重的提升，中国的高储蓄率将进一步推升全球储蓄水平，导致全球经济中投资占比上升和消费占比下降，形成产能相对过剩格局，这在部分中国投资集中行业将体现的更为明显。而持续大量投资将推高资本存量，压低资产回报率，导致全球资本回报率下降。

我国储蓄率偏高的根本原因在收入分配。我国经济中储蓄率较高并非由于居民储蓄意愿偏强。相反，我国目前居民储蓄率符合国际经验，2015年居民储蓄占GDP比例为22.7%，与日韩等国家相当。但我国整体国民储蓄率高达44.2%，显著高于日韩峰值时期水平，主要由于相对较高的非居民储蓄率，其中主要是企业储蓄率较高。因而降低储蓄率，完成经济由

投资向消费驱动转型，需要改革收入分配体制。推动企业混合所有制改革，加大居民财产收入力度，这样才能有效降低企业储蓄，进而降低整体经济储蓄水平，提升整体经济中消费占比。

图 7：各主要经济体储蓄占全球储蓄比例

图 8：居民储蓄和非居民储蓄占 GDP 比例


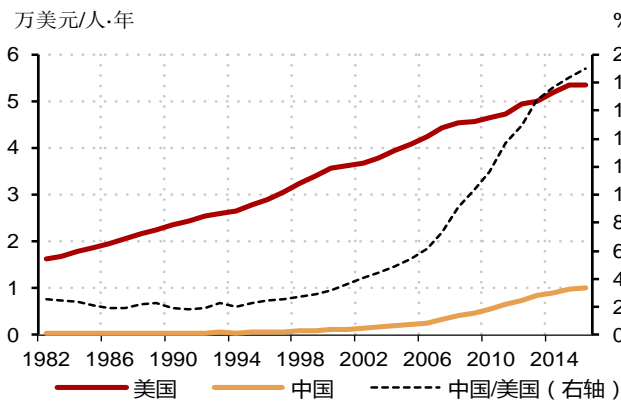
2.2 产业升级的压力

从生产层面，劳动力成本的不断提升也迫使我国不得不进行产业升级。近几年我国工资水平快速攀升，导致我国低劳动力成本比较优势减弱。虽然我国劳动力成本依然低于发达国家，2015 年我国 9869 美元的人均年工资依然显著低于美国 4.1 万美元、日本 3.8 万美元和英国 3.5 万美元的人均工资，但相对于新兴市场国家，我国劳动力成本显著提升。越南和印尼 2015 年劳动力平均年工资仅为 2496 美元和 2128 美元，不到我国的 1/4。相对于这些国家，我们的劳动力成本比较优势丧失意味着劳动密集型产业我国已不再具有比较优势，需要向更高端产业升级。

我国劳动力成本的快速上升使得我国产业升级显得尤为迫切。随着我国劳动力供给增速下降，近几年我国工资保持快速上涨态势。虽然绝对工资水平相对于发达国家依然有较大距离，但我国工资增长很快，意味着与发达国家工资差距在快速收缩。2010-2015 年我国以美元衡量的平均工资同比增速为 12.8%，高出同期美国工资平均增速 10.5 个百分点。虽然目前美国工资是我们的四倍有余，但如果保持这个追赶速度，我们的工资水平可能在 15-20 年内就将赶上美国。工资的快速上涨意味着我们相对于发达国家的劳动力比较优势在快速丧失，因而产业升级显得尤为迫切。

虽然劳动力成本的比较优势在减弱，但综合比较优势应该同时观察资本和劳动，我国资本积累增加决定着我国可以利用资本存量优势。虽然我国劳动力成本显著高于越南、印尼等新兴市场国家，但我国资本存量显著高于这些国家，2015 年我们估算的我国人均资本存量大致相当于印尼的三倍以上，越南的四倍以上。这具体体现为基础设施、产业配套设施相较于这些国家更为完善，这将显著降低企业经营成本。因而我国产业升级需要向相对于新兴市场国家更需要资本，相对于发达国家更需要劳动力的方向升级。而这种升级需要考虑到环保等多方面要求，因而重工业不是可选的方向，高端制造等高附加值行业将是产业升级的主要方向。

图 9：中美工资水平比较

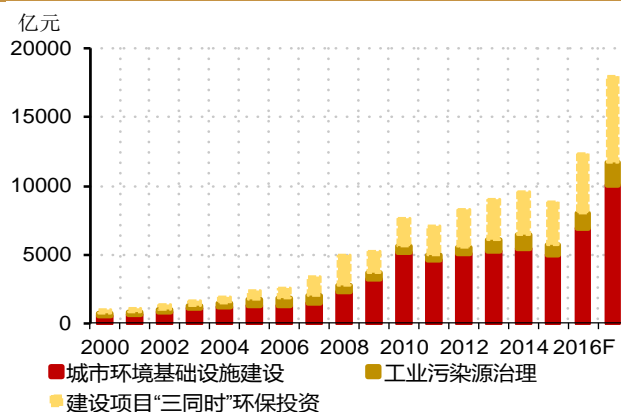


数据来源：Wind，西南证券整理

现有产业结构也不符合美丽中国的发展方向。现有经济结构过于重化，大量重工业的发展对环境造成难以恢复的破坏。随着环保要求增强和环保设施投入增加，特别是供给侧改革以来环保要求大幅提升，重工业生产成本显著上升，未来发展将受到明显限制。在建设美丽中国要求之下，当前环境承载力不足意味着经济需要向更为环保的行业转型。因而传统重工业在经济中占比需要持续下降，而环境友好型行业需要成为新的经济增长动力。

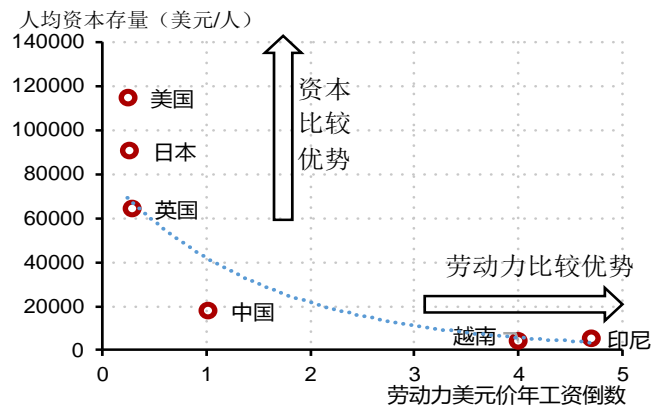
另外，目前企业经营环境依然对企业发展形成制约，需要进一步改善。推动产业升级需要为企业提供良好的营商环境，需要继续做好制度建设，进一步降低企业各项运行成本。根据世界银行发布的《2017 年营商环境报告》，在全球 189 个经济体中，中国的营商环境居第 78 位，较 2016 年上升 6 位。但相比于发达国家，中国营商环境仍有较大改善空间。在纳税、办理施工许可、开办企业、保护中小投资者方面，改进空间尤为巨大。需要政府进一步简政放权，减少各类收费，降低企业运行成本，提升企业经营环境。

图 11：各类环保投资额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：我国在劳动力比较优势减弱的同时，积累了资本比较优势



数据来源：IMF，西南证券整理

表 2：中国营商环境各项指标排名及变化

指标	2017年排名	2016年排名	较2016年排名变化
开办企业	127	136	提升9位
办理施工许可	177	176	下降1位
获得电力	97	92	下降5位
登记财产	42	43	提升1位
获得信贷	62	79	提升17位
保护中小投资者	123	134	提升11位
纳税	131	132	提升1位
跨境贸易	96	96	无变化
执行合同	5	7	提升2位
解决破产	53	55	提升2位

数据来源：WB，西南证券整理

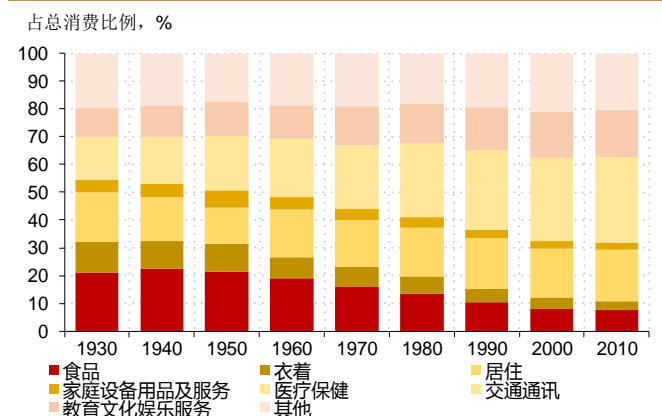
3 消费升级与产业升级方向

3.1 消费升级的方向

发达国家经验显示，我国经济转型后消费升级的主要方向是**医疗保健和教育文娱**。如果我国经济转型成功，那么消费将获得长足的发展。而居民收入提升带来的消费升级将带动相应行业出现快速发展。参照发达国家经验，依据我国目前消费结构，未来消费升级将继续推动**医疗保健和教育文娱**出现快速发展。2016年我国医疗保健占居民消费支出比例为7.6%，而美国医疗保健占居民消费支出比例高达19.5%，消费升级之下，医疗保健将获得显著高出消费的增速，我国医疗保健具有非常广阔的增长空间。而教育文娱在我国居民当前消费支出中占比也较为有限，2016年仅占11.2%，低于美国16.8%和日本14.9%的水平，同样是未来消费升级的方向。随着医疗保健和教育文娱在消费占比的提升，食品、衣着、居住等在居民消费支出中占比将持续下降，消费结构的调整将促成消费升级。

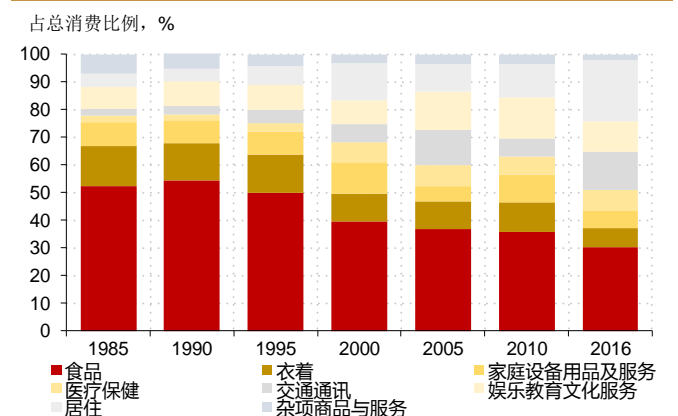
与消费升级需求不匹配的是，我国**医疗保健和教育文娱供给有限，在相应产品价格方面表现的非常明显**。与消费结构向医疗保健和教育文娱升级的需求不同，我国相应产品的供给非常有限。2016年美国医疗保健行业增加值占GDP比例分别为7.2%和2.1%，显著高于我国2015年2.2%的水平。显示我国医疗保健供给不足。而医疗保健和教育文娱供给不足的结果是，随着消费需求升级，这些行业价格会显著上升。即使从CPI统计来看，2017年9月医疗保健和教育文娱类CPI分别上涨7.6%和2.3%，显著高于总体CPI同比1.6%的增速。考虑到通过其他方式，体现在房价等方面的教育和医疗价格，供不应求在医疗保健和教育文娱方面的价格体现更为明显。因而加快教育、医疗方面改革，释放这些行业的供给活力，随着消费升级持续进行，已经是迫在眉睫的事情了。

图 12: 美国各部分消费占总消费支出比例



数据来源: BEA, 西南证券整理

图 13: 中国各部分消费占总消费支出比例

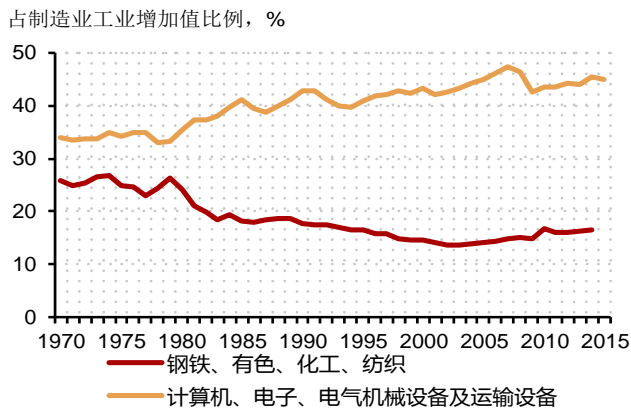


数据来源: 日本统计局, 西南证券整理

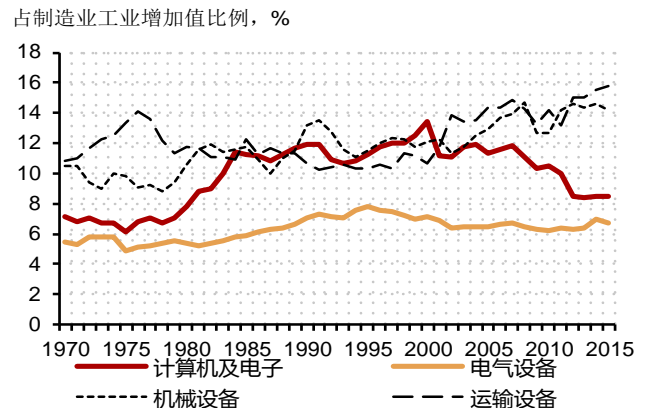
3.2 产业升级的方向

国际经验显示，比较优势变化将驱动行业逐步升级，而**计算机、电子、高端装备制造将是产业升级主要方向**。战后成功完成经济追赶，跻身发达国家行业的典型国家是德日和东亚四小龙，我们选取经济体量、经济结构、文化背景等和我国较为接近的日本和韩国作为参照对象，通过对比它们的产业升级过程，来为我国产业升级寻找可能的方向。

上世纪 70 年代到 90 年代是日本产业升级最为迅速的时期。70 年代以来，日本开始持续淘汰重工业和劳动密集型产业，经济结构更多的向高附加值行业升级。纺织服装增加值在日本制造业增加值中占比从 1970 年的 7.8% 下降至 1990 年的 4.6%，同期钢铁、有色、化工在制造业增加值中占比分别从 8.6%、2.6% 和 6.8% 下降至 5.6%、2.1% 和 5.4%。1970-1990 年，钢铁、有色、化工和纺织服装在制造业增加值中占比合计下降 8.1 个百分点。重工业和劳动密集型工业退出的同时，电子计算机、高端装备制造等行业在经济中占比快速上升。计算机电子设备制造业、电气设备制造业、机械设备制造业和运输设备制造业在制造业增加值中占比分别从 1970 年的 7.2%、5.5%、10.5% 和 10.5% 提升至 11.9%、7.1%、13.2% 和 10.6%，四者合计提升 8.8 个百分点。日本经济呈现出明显的产业升级态势。1990 年前后资产泡沫破裂导致的经济失速并未改变产业升级进程，1990 年以来产业升级持续进行，这些高端产业在制造业中占比继续保持攀升态势。

图 14：日本产业结构变化


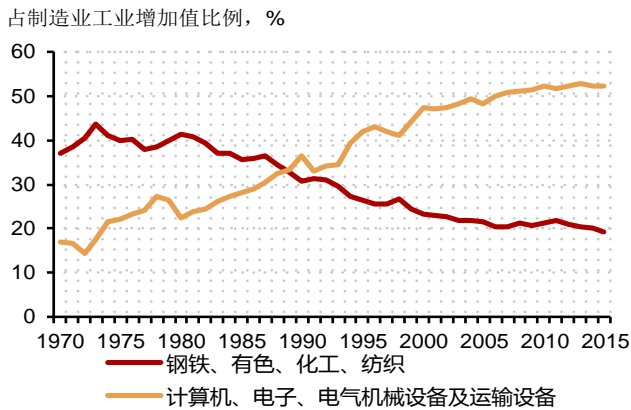
数据来源：OECD，西南证券整理

图 15：日本高附加值产业在制造业中占比持续提升


数据来源：OECD，西南证券整理

韩国在产业升级方面表现的更为明显，升级幅度也更为剧烈。具体表现为前期作为制造业支柱的纺织服装在制造业增加值中占比持续下降，从 1973 年最高的 32.4% 快速放缓至 2000 年的 7.9%，到 2015 年进一步下降至 4.8%。而在工业化早期，钢铁、有色、化工等行业在制造业增加值中占比不断提升，上世纪 90 年代，这些行业在制造业增加值中占比最高达到 9.0%、1.5% 和 10.0%，而后开始持续下降，到 2015 年已经下降至 5.5%、1.5% 和 7.5%。随着劳动密集型和重化工业在经济中占比下降，退出支出产业，新的以电子计算机和高端装备制造、运输设备制造为代表的支出产业成型。特别是计算机、电子设备制造业和运输设备制造业，已经发展成为韩国制造业的支柱产业。计算机、电子设备制造业在制造业增加值中占比从 1970 年的 4.9% 快速提升至 1990 年的 15.3%，而后经过短暂放缓后再度加速，2015 年占制造业增加值比例已经提升至 22.5%。而运输设备增加值占制造业增加值比例同样从 1970 年的 8.5% 持续提升至 2015 年的 15.5%。韩国计算机电子、电气设备、机械设备和运输设备制造业占总制造业增加值的比例在 2015 年已经高达 52.2%，占据韩国制造业江山半壁以上。而这个比例在 1970 年仅为 16.9%。韩国产业升级幅度巨大，产业升级趋势明显，是值得我国借鉴的产业升级典范。

图 16: 日本产业结构变化

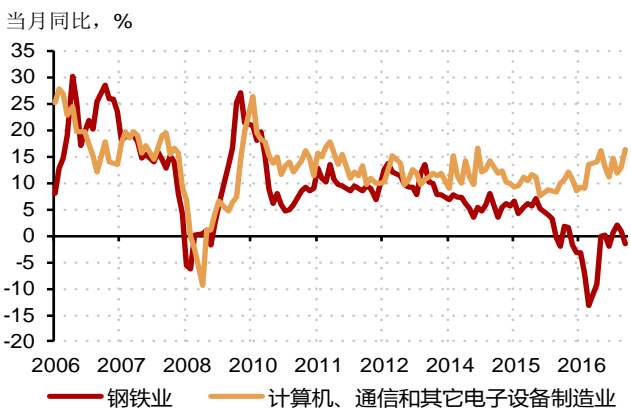


数据来源: OECD, 西南证券整理

而从我国自身情况来看, 劳动力成本已经从人力资本的侧面显示了产业升级方向。从劳动力成本角度可以看到, 设备制造, 计算机、通信和其它电子设备制造业对人力资本需求较高, 是未来产业升级方向。从上市企业工资水平可以看到, 计算机、通信和其它电子设备制造业, 高端装备制造, 生物医药都是人均工资较高的行业, 显示这些行业对人力资本需求高, 是高附加值行业。从产业升级角度, 这些行业将是未来产业升级的方向, 是发挥我国新的比较优势的领域。

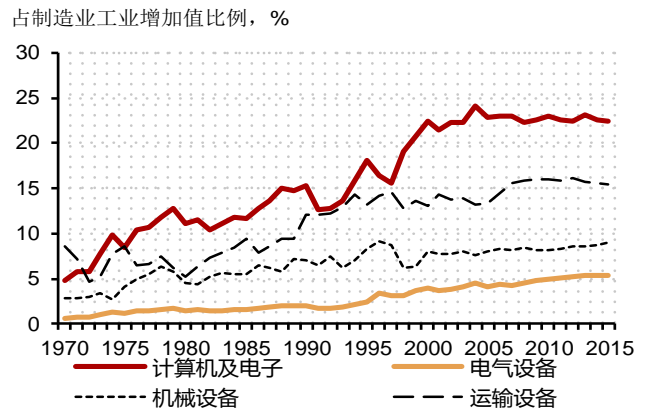
目前我国高端产业在经济中占比依然较为有限, 未来产业升级空间广阔。目前我国高端产业在经济中占比依然有限, 2016 年计算机、通信及其它电子设备制造业增加值占制造业增加值比例仅为 8.9%, 显著低于韩国同期 22.5% 的水平, 而 10.3% 的运输设备占比同样低于韩国和日本同期 15.5% 和 15.7% 的水平。相应的我国劳动密集型和重工业在经济中占比依然显著高于日韩。这意味着我国未来产业升级需求迫切, 而且未来空间依然广阔。

图 18: 部分行业上市企业工资



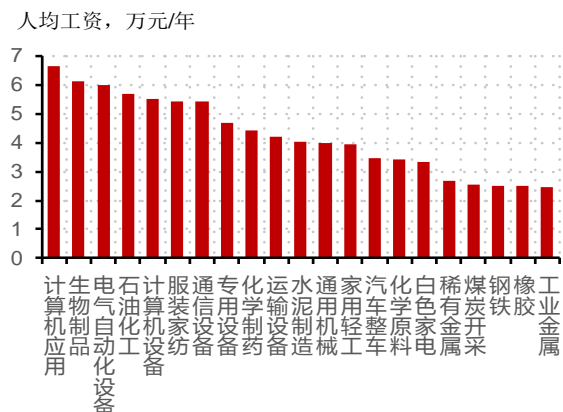
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 日本高附加值产业在制造业中占比持续提升



数据来源: OECD, 西南证券整理

图 19: 我国部分行业上市企业平均工资 (2016)



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 结论

我国经济快速发展奠定了全球经济大国地位。经过改革开放以来近四十年的高速发展，我国已经成为全球第二大经济体，全球第一大经济增量贡献国，并深度参与全球经贸体系，我国经济对全球经济影响日益提升。特别是在部分行业，我国基本占据主导地位。我国是全球最大工业国，工业增加值占全球三成，增量贡献比在六成以上，钢铁、铜、铝等大宗商品消费量占据全球半壁江山。如果未来经济走势与近几年一致，预计中国将在 2028 年左右超越美国成为全球第一大经济体。总量成为最大经济体的同时，人均产出依然显著低于美国，因而依然具有保持高于发达国家经济增速的潜力，在增量上将对全球产生更大影响。在经济层面的大国崛起势不可挡。

但行百里半九十，如习近平总书记在十九大报告中指出的，我们的发展进入新的时代，面临着新的主要矛盾。因而保持经济平稳发展需要解决新的矛盾。**从需求结构层面，需要完成经济结构转型。**在需求层面，我国经济桎梏在于高储蓄和低消费，这导致我国经济高度依赖投资，并随着中国经济体量增加，可能导致全球范围投资占比上升。而我国高储蓄的根本原因在于收入分配结构，非居民储蓄在总储蓄中占比近半，是储蓄率高企的主要原因。降低储蓄率，完成经济向消费驱动转型，需要从改革收入分配结构入手。

而从供给层面，产业升级迫在眉睫。随着我国劳动力成本的快速提升，我国低劳动力成本比较优势快速丧失，特别是对于越南、印尼等新兴市场国家。而环保成本的上升意味着高污染重工业比较优势下降。随着各项成本快速上升，我国迫切需要产业升级提高劳动生产率。相对来说，虽然我国劳动力比较优势在丧失，但我们逐步积累了资本存量优势，相对较好的基础设施、产业配套等决定了我国具有产业升级的条件和能力。

我国消费升级的方向在于医疗保健和教育文娱。如果收入分配改革有效推进，消费能力得到提升，参照国际经验，未来我国消费升级的主要方向在于医疗保健和教育文娱。美国和日本经验显示，随着收入增加，食品、衣着等消费需求将逐步下降，而医疗保健和教育文娱在居民消费中占比则持续提升。目前我国居民消费结构中这两类消费占比显著低于美日等发达国家，未来具有较大提升空间。而教育医疗由于行政管制，目前供给显著不足，体现为快速上升的价格。未来需要改革教育医疗体制，释放供给能力。

从产业升级方向来看，计算机电子和高端装备制造可能是未来产业升级的主要方向。参照与我国经济结构和文化背景较为相似的日韩发展经验，在工业化后期，普遍经历了劳动密集型产业和重工业退出，而电子计算机、各类设备制造在经济中占比持续提升的过程，特别是韩国，制造业支柱产业完成了由纺织服装向电子计算机和运输设备转型的产业升级，其发展经验对我国有重要借鉴意义。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn