

2023 年 12 月 24 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 对印度和日本产业链变化的一些关注与思考

—深度报告

## 投资要点

分析师：潘捷 S1050523050001  
panjie@cfsc.com.cn  
分析师：黄海澜 S1050523050002  
huanghl@cfsc.com.cn

### 对印度和日本产业链变化的一些关注与思考

人口红利是印度经济增长的重要动力。印度人口结构较为年轻，2020 年人口年龄中位数在 28.4 岁左右，相当于日本 1970 年和韩国 1990 年左右水平。

2014 年莫迪上台以后印度整体呈现中央集权趋势，改革进度加快。总的来看，印度基建水平和城市化率水平仍有较大提升空间，财政常年赤字推动基础设施及产业发展。

由于劳动力成本较低，在全球产业链变化下，印度成为了全球近年来产业链流入的热点地区之一。

莫迪之前提出“印度制造”（Made in India）计划，至 2025 年要将制造业占 GDP 的比重从 15% 提升至 25%。

2020 年后，莫迪政府配合“印度制造”，出台了“自力更生”计划，用以刺激市场需求，促进基建、电子制造业等产业的发展，并持续推进自 2014 年上台以来便展开的土地、劳动法、税收、外资管理改革。

自 2014 年莫迪提出“印度制造”计划以来，印度营商环境有所改善，在世界银行营商便利度排名中，印度快速上升至第 63 位（2019 年）。

从制造业表现来看，2023 年三季度印度制造业 GDP 占比接近 2018 年高点附近。

日本产业链变化情况或许同样值得关注。日本对外直接投资的兴起开始于 1986 年“广场协议”前后，包括 1986-1990 年、2005-2008 年以及 2011-2019 年三个快速增长期。2022 年日本 OFDI 规模小幅修复但仍低于 2019 年水平，与此同时 FDI 规模升至历史最高水平，反映日本直接投资流动的方向出现了一定变化。

近几年，日本逐步将一部分产业链转回日本，促进关键产业的本土化，同时，增加供应链的多元化布局。

综上，印度和日本产业链的变化情况不小，或值得关注。

另外，从海外情况看，经生产率调整后的制造业成本，供应链安全性，国际贸易关系变化以及需求端是否稳定可能都会对后续产业链变化产生影响。

### 风险提示

海外人工成本大幅变化，海外货币政策超预期调整。

## 相关研究

## 正文目录

1、 印度经济的一些概况.....	4
2、 印度近年来产业链转入的主要特征.....	7
3、 日本产业链的转出与回流.....	11
4、 风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1: 印度实际 GDP 增速 (% , 2023 年为前三季度累计增速) .....	4
图表 2: 印度 2022 年人均 GDP 相当于日本 1971 年、韩国 1984 年左右水平 (美元) .....	4
图表 3: 印度总人口走势 (万人, 2022 年开始为预测数) .....	5
图表 4: 印度分年龄段人口走势 (万人, 2022 年开始为预测数) .....	5
图表 5: 韩印越高等教育毛入学率 (%) .....	5
图表 6: 日韩印越人口年龄中位数对比 (岁) .....	5
图表 7: 印日韩城镇化率对比 (%) .....	5
图表 8: 印度劳动参与率 (%) .....	5
图表 9: 印度识字率 (%) .....	6
图表 10: 一些经济体人均小时工资 (美元) .....	6
图表 11: 印度人均基础设施投资额仍处较低水平 (美元) .....	7
图表 12: 印度财政收支及赤字占 GDP 比重 (%) .....	7
图表 13: 2023 年主要国家财政收入占 GDP 比重 (%) .....	7
图表 14: 2023 年主要国家财政支出占 GDP 比重 (%) .....	7
图表 15: 印度制造业 PMI 持续高位 .....	9
图表 16: 印度固定资产投资同比及占 GDP 比重 (%) .....	9
图表 17: 印度制造业 GDP 占比 (%) .....	9
图表 18: 印度工业生产指数同比和产能利用率 (%) .....	9
图表 19: 印度历年 FDI 流入规模 (亿美元) .....	10
图表 20: 印度主要行业 FDI 存量占比 (%) .....	10
图表 21: 2000 年 4 月至今的印度 FDI 流入一些国家占比 (%) .....	10
图表 22: 2000 年 4 月至今的印度 FDI 流入一些国家规模 (亿美元) .....	10
图表 23: 印度电子产品出口快速增长 (%) .....	11
图表 24: 印度向全球出口各类商品占比 (%) .....	11
图表 25: 日本对外直接投资和吸收外商投资规模变化 (亿美元) .....	12
图表 26: 日本对外直接投资和占 GDP 比重 (%) .....	12
图表 27: 日本对外直接投资的地域构成 (%) .....	12

图表 28: 日本 OFDI 及占 GDP 比重变化 (亿美元, %)	12
图表 29: 美国从日本进口额及日企在美国销售额对比 (十亿美元, 1991-2020, 红色为从日本进口额, 绿色为日企在美国销售额)	13
图表 30: 日本对亚洲直接投资分行业构成 (亿日元)	13
图表 31: 1996 年以来日本对外直接投资分区域占比 (%)	14
图表 32: 2012 年和 2019 年日本对外直接投资分地区 (%)	14
图表 33: 日本对外直接投资与日元汇率走势 (亿日元, %)	14

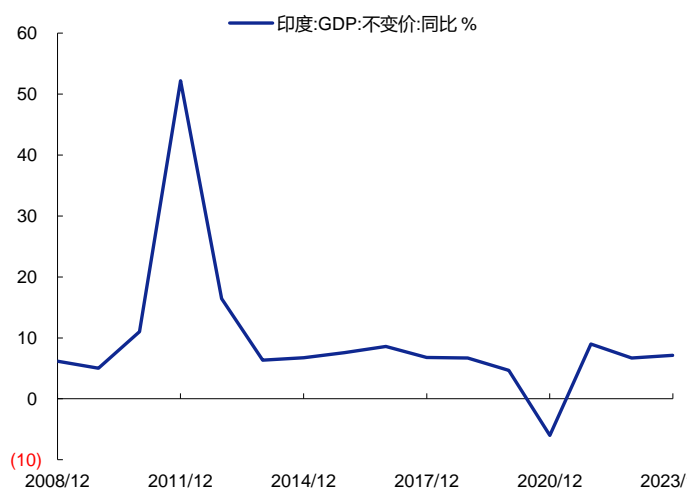
## 1、印度经济的一些概况

印度是近年来市场关注度较高的国家之一。近十余年来印度始终保持着每年 6% 以上的实际 GDP 增速，截至 2022 年以美元现价衡量的印度人均 GDP 在 2411 美元左右，接近日本 1971 年和韩国 1984 年。

人口红利是印度经济增长的重要动力。印度人口结构较为年轻，2020 年人口年龄中位数在 28.4 岁左右，相当于日本 1970 年和韩国 1990 年左右水平。往后来看，根据联合国人口展望，2024-2028 年印度总人口年化增速在 0.87%，其中 20-59 岁人口年化增速在 1.2%。印度人口整体受教育水平有待提升，教育水平分化程度较高。一方面近年来印度高等教育毛入学率持续上升，截至 2020 年毛入学率已经升至 29.4%，根据 15-19 岁人口数据来估算，2020 年高等教育入学人数在 760 万人附近。考虑到印度人口结构较为年轻，如果高等教育入学率继续上升，至 2035 年高等教育入学人数或升至 1000 万人附近。但另一方面 15 岁以上人口识字率仍然不高，2022 年印度 15 岁以上成人识字率仅有 76.32%，相较于日本 1970 年识字率 99% 以及韩国 1995 年识字率 98% 左右，印度识字率不算高。

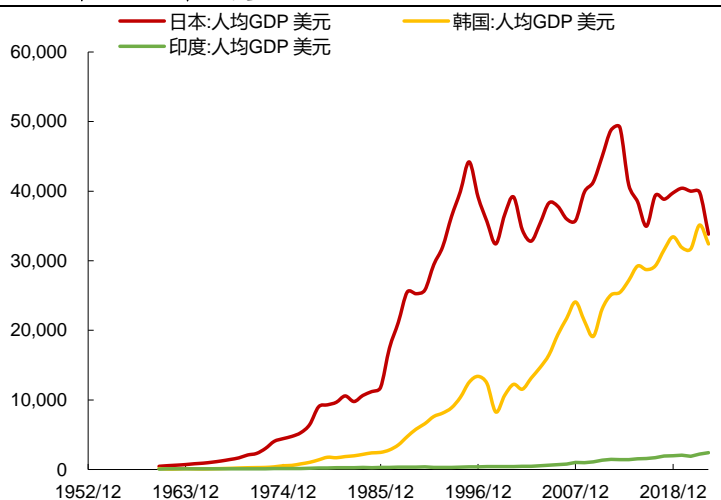
虽然人口总量及高等教育人数持续增长，但印度经济对劳动力的吸纳情况相对有限，截至 2022 年，印度城市化率在 35.9%，相当于类似韩国 1967 年左右水平；截至 2022 年，印度 15 岁以上劳动参与率在 49.5%，自 1980 年有数据以来参与率持续回落，且 2022 年 15 岁以上女性劳动参与率仅有 24% 左右；失业率方面，2011-2017 年印度失业率中枢在 8% 附近，2018 年后未找到失业率数据。薪资方面，2022 年印度人均小时工资在 1 美元附近，劳动力成本偏低。

图表 1：印度实际 GDP 增速（%，2023 年为前三季度累计增速）



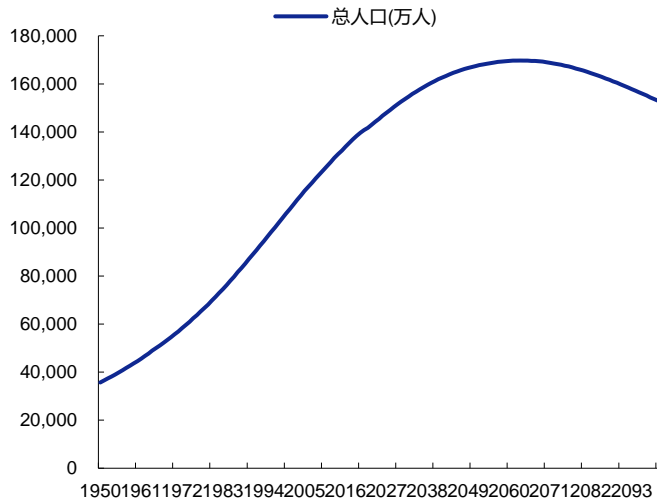
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：印度 2022 年人均 GDP 相当于日本 1971 年、韩国 1984 年左右水平（美元）



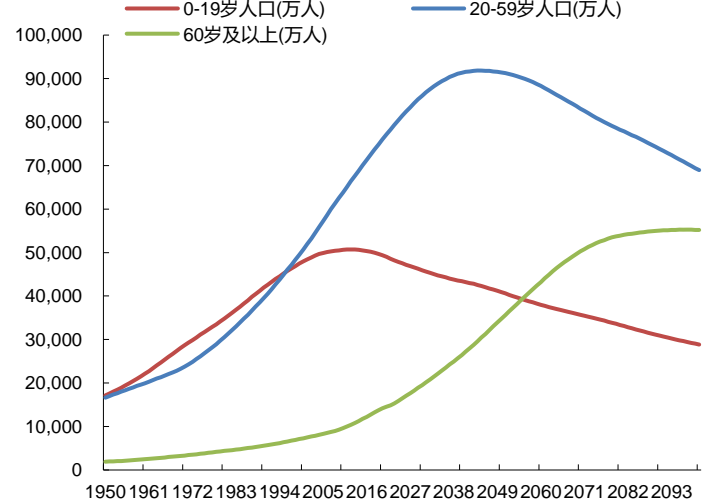
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3: 印度总人口走势 (万人, 2022 年开始为预测数)



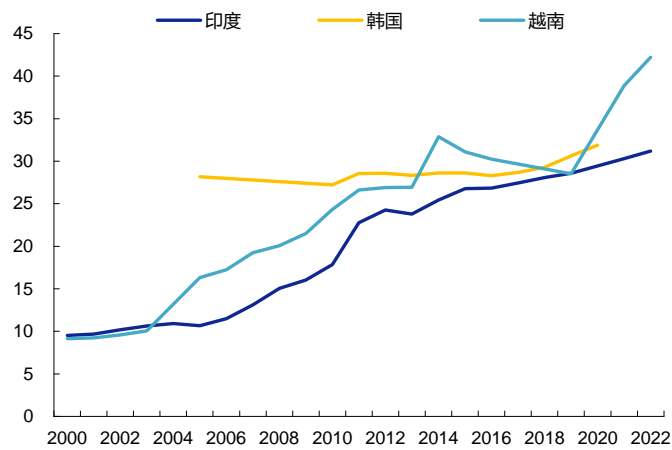
资料来源: UN, 华鑫证券研究

图表 4: 印度分年龄段人口走势 (万人, 2022 年开始为预测数)



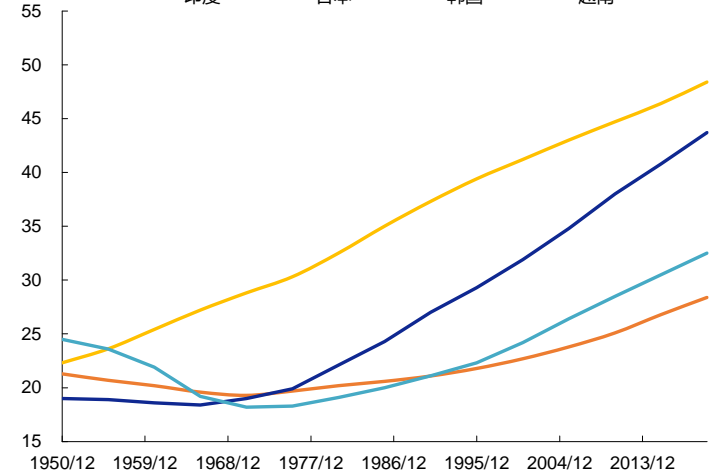
资料来源: UN, 华鑫证券研究

图表 5: 韩印越高等教育毛入学率 (%)



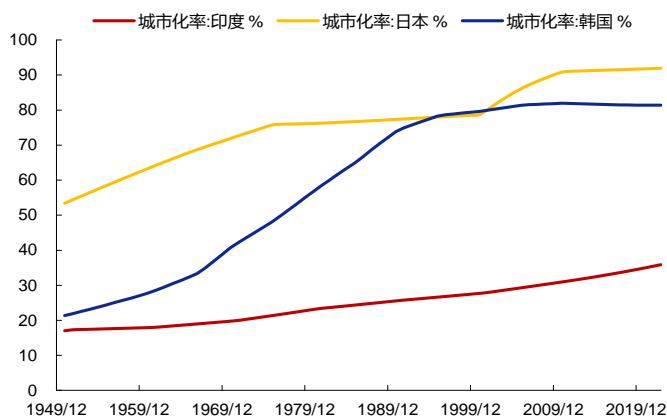
资料来源: 联合国教科文组织, Wind, 华鑫证券研究

图表 6: 日韩印越人口年龄中位数对比 (岁)



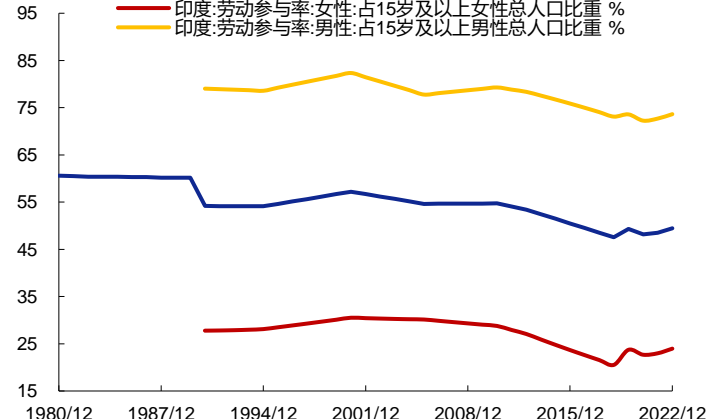
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 7: 印日韩城镇化率对比 (%)



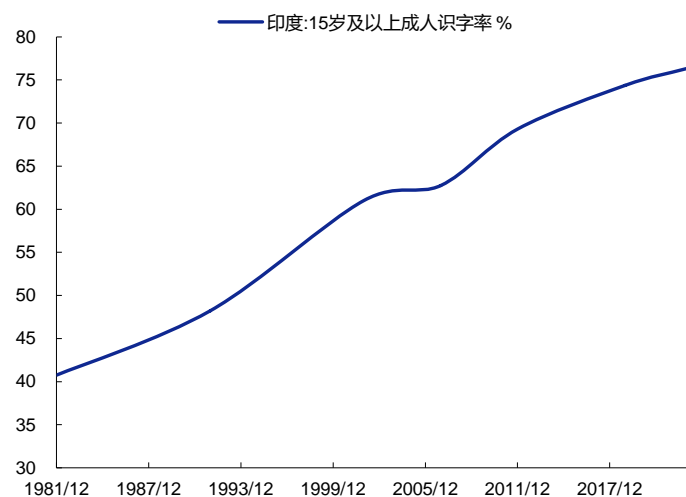
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 8: 印度劳动参与率 (%)



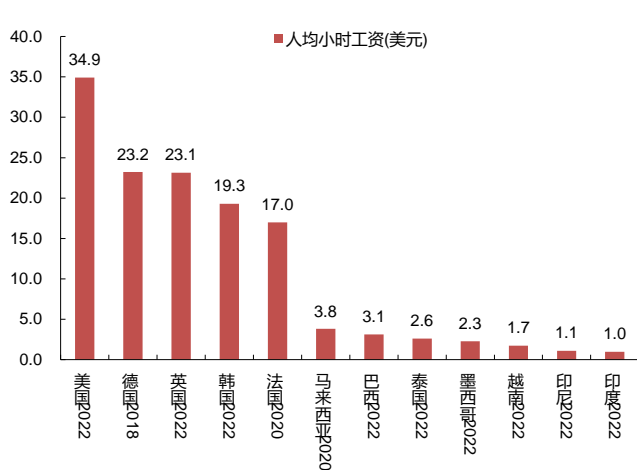
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 9: 印度识字率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 10: 一些经济体人均小时工资 (美元)



资料来源: Wind, 国际劳工组织, 华鑫证券研究

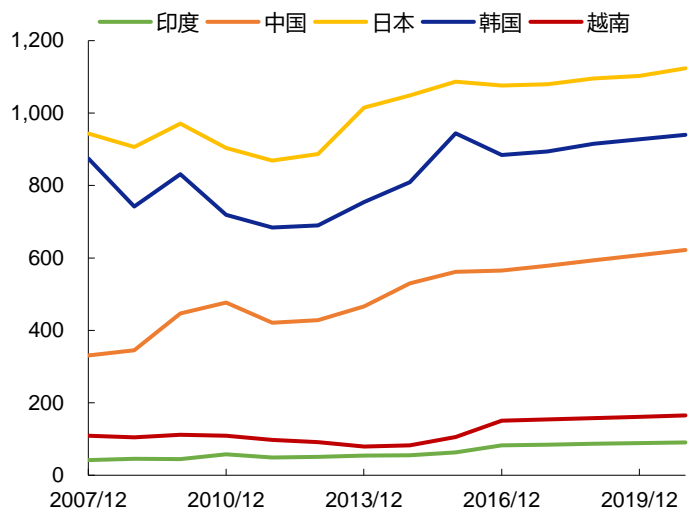
2014 年莫迪上台以后印度整体呈现中央集权趋势, 改革进度加快。参考论文《莫迪执政后印度央地关系发展趋势探析基于制度空间的分析视角》, 莫迪率领的印度人民党以压倒性优势赢得 2014 年和 2019 年大选, 一举改变了印度自 20 世纪 80 年代末以来联邦中央由多政党联合执政的局面。莫迪政府正式开启联邦集权进程, 扭转了近 20 年来印度央地分权的趋势。

经济方面, 莫迪政府的经济政策侧重于经济自由化。削减了用于社会福利措施的资金, 让雇主更容易招聘和解雇, 改革税制等。

印度基建水平较低, 也是阻碍经济发展的因素之一。截至 2022 年, 印度人均基础设施投资额为 90.6 美元, 远低于部分发达国家, 也低于越南。铁路里程数和人均服务器个数增长偏慢, 由于城市化率偏低, 乡村公路占比高, 国道及城市道路占比则相对较低。近年来财政赤字维持高位, 政府推动基建水平有所提升, 但从人均基础设施投资额增长速率来看, 基建增长并不算快。

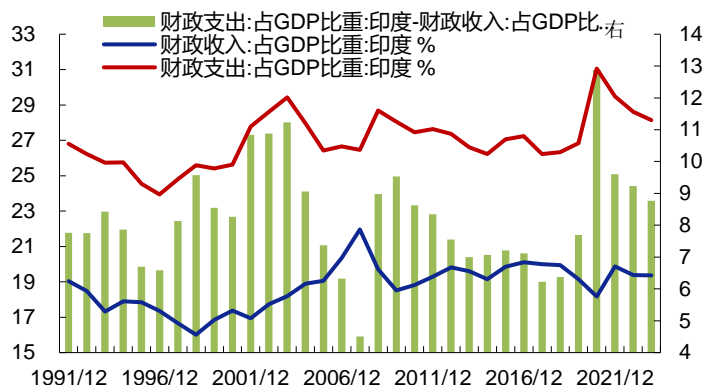
总的来看, 印度基建水平和城市化率水平仍有较大提升空间, 财政常年赤字推动基础设施及产业发展。但人口受教育水平分化较大, 15 岁以上成人识字率较部分发达国家经济腾飞早期仍有较大差距, 男女劳动参与率仍然存在巨大差异。

图表 11: 印度人均基础设施投资额仍处较低水平 (美元)



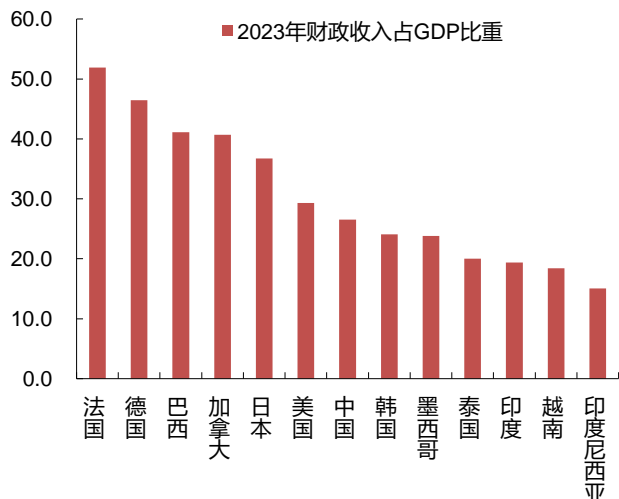
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 12: 印度财政收支及赤字占 GDP 比重 (%)



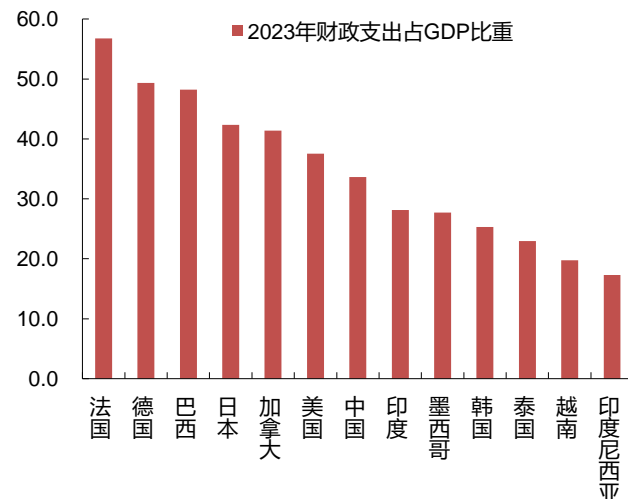
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 13: 2023 年主要国家财政收入占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 14: 2023 年主要国家财政支出占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 2、印度近年来产业链转入的主要特征

由于劳动力成本较低, 在全球产业链变化下, 印度成为了全球近年来产业链流入的热点地区之一。

莫迪之前提出“印度制造”(Made in India)计划, 至 2025 年要将制造业占 GDP 的比重从 15%提升至 25%。2019 年, 莫迪第二次就任总理后, 提出“印度制造 2.0”计划, 重点发展高级化学电池、机电产品、汽车、制药、电信网络、纺织产品和技术、食品制造、太阳能技术、白色家电及特种钢等十大制造业。

此后, 印度国内主要经济改革都围绕“印度制造”展开。政策层面, 参考《莫迪经济改革评析》, 致力于推进税收、征地和劳工制度改革, 降低制造业企业投资设厂门槛, 改善营商环境, 缩短商标和专利的审批时间, 加强产权保护, 相继放开建筑、医药、保险、畜牧、通讯、采煤等行业, 提高私人投资和外资的持股比例上限, 倾力打造向大企业、大

资本、大项目倾斜的“商业友好型经济”。基建层面，提出了庞大规模的基础建设计划，将铁路、港口、工业走廊等基础设施建设提到优先议程，优先保障这些方向的财政支出，致力于改变印度基础设施陈旧、落后的局面，同时刺激印度的经济增长。同时，还推出“数字印度”，倡议加快数字基础设施的建设。外交层面，2022年5月，印度以创始成员的身份加入了美国主导的“印太经济框架”（IPEF）。

2020年后，莫迪政府配合“印度制造”，出台了“自力更生”计划，用以刺激市场需求，促进基建、电子制造业等产业的发展，并持续推进自2014年上台以来便展开的土地、劳动法、税收、外资管理改革。

参考《全球产业链重构背景下印度制造业优势及其对我国的影响》，2020年3月起印度推出了生产挂钩激励计划（PLI），该计划旨在支持汽车零部件、汽车等14个行业，目前仍在持续。其主要措施有：一是提供财政和税收激励。2021-2022年国家预算安排1.97万亿卢比（264.8亿美元）用于上述13个部门。从该年度4月1日开始，用4-6年时间为符合条件的制造企业提供毛利4-6%的财政和税收激励，包括资本补贴、利息补贴、税收优惠等以降低制造企业的生产成本，提高投资回报率，吸引更多外资和本土企业参与制造业。二是激励高附加值制造业。重点激励电子设备（79亿美元）、汽车零部件（35亿美元）、制药和医疗设备（20亿美元）等高附加值制造业。这些产业是印度未来增长的关键领域和优势产业。三是提高产能和生产效率。PLI计划要求参与企业提高产能和生产效率，降低生产成本，提高质量和效率。这有助于提高印度制造业的竞争力。四是加强技术创新和人力资源培养。PLI计划鼓励企业加强技术创新，提高技术水平和生产效率，同时加强人力资源培养，提高技术和管理能力。

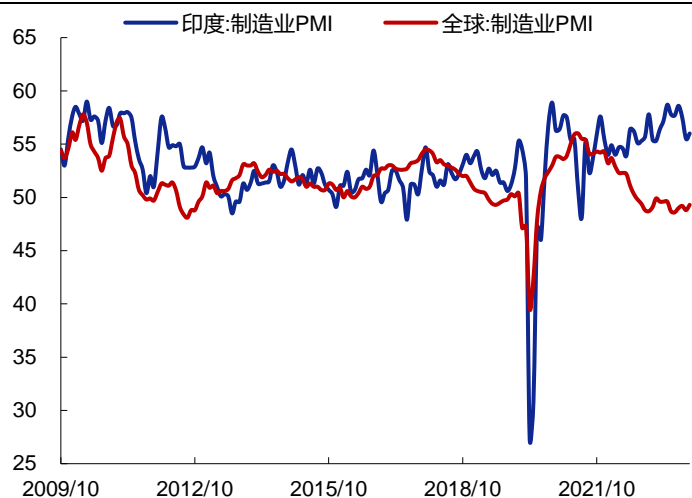
此外，2021年，莫迪在独立日庆祝活动上讲话称，印度将启动规模达100万亿卢比（约合1.35万亿美元）的基建计划，从而创造就业机会并提振经济，提高印度工业的全球竞争力。为了在2025年实现5万亿美元的GDP目标，印度需要在基础设施建设领域进行大规模投资。据华尔街见闻，在2023-2024财年的预算中，印度政府连续第三年增加了资本投资支出，较上年大幅增长33%，达到10万亿卢比（约合1200亿美元）。

自2014年莫迪提出“印度制造”计划以来，印度营商环境有所改善，在世界银行营商环境便利度排名中，印度快速上升至第63位（2019年）。

从制造业表现来看，2023年三季度印度制造业GDP占比接近2018年高点附近。2020年下半年以来印度制造业PMI持续处于荣枯线以上，今年以来全球制造业PMI持续低位，与印度制造业PMI之间走势背离，印度工业产出指数同比以及产能利用率也处于较高水平。从投资情况来看，2022年以来印度固定资产投资实际增速基本保持在5%附近及以上，固定资本形成总额占GDP比重在疫情以来也呈现趋势性上行。

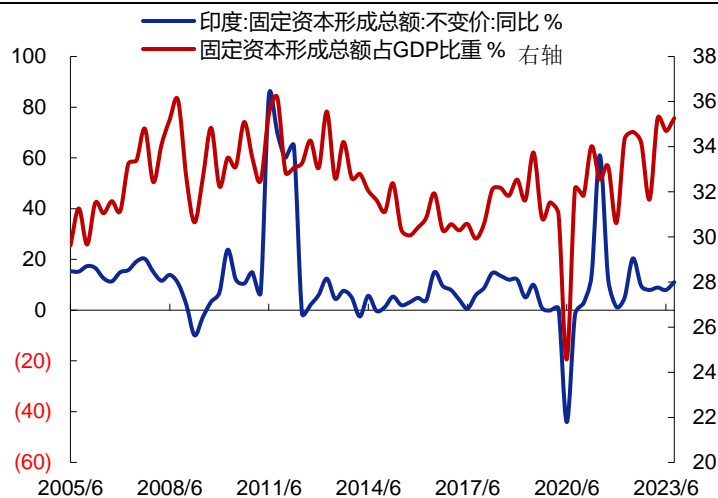


图表 15: 印度制造业 PMI 持续高位



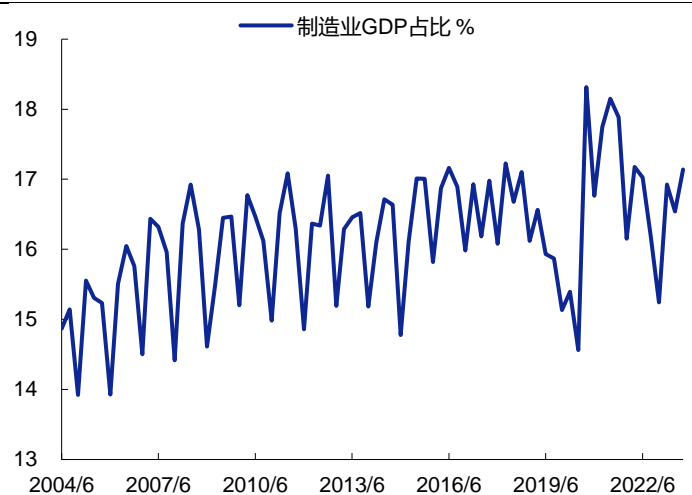
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 印度固定资产投资同比及占 GDP 比重 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 印度制造业 GDP 占比 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

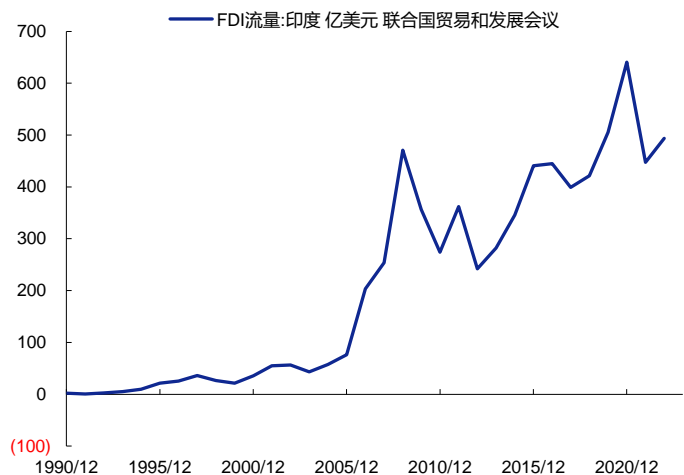
图表 18: 印度工业生产指数同比和产能利用率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

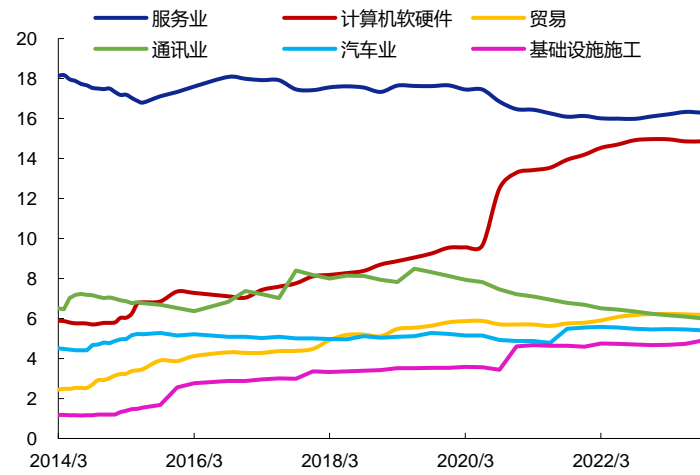
近几年, 从印度 FDI 流入加快。从主要行业 FDI 存量占比情况来看, 服务业始终是占比最高的 FDI 流入行业, 计算机软硬件、贸易和基础设施等行业占比提升较快。

图表 19: 印度历年 FDI 流入规模 (亿美元)



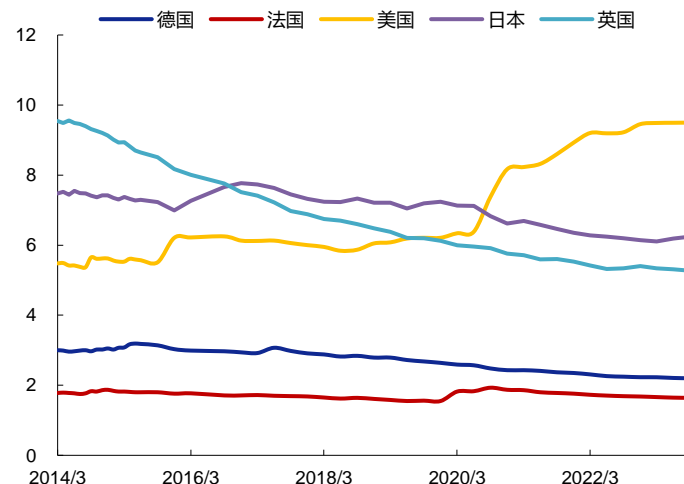
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 20: 印度主要行业 FDI 存量占比 (%)



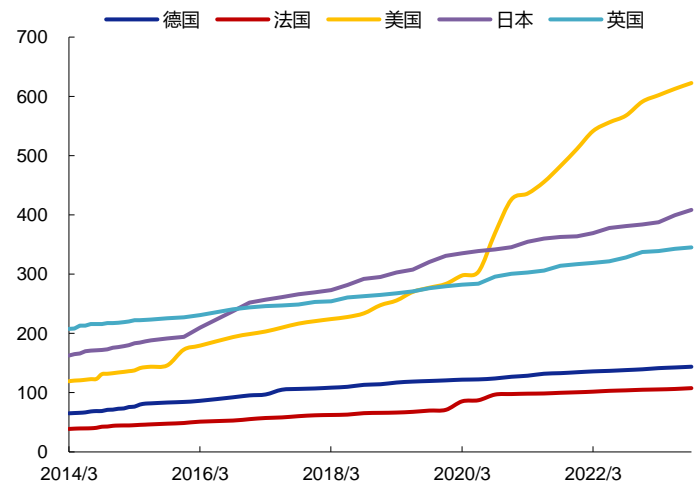
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 21: 2000 年 4 月至今的印度 FDI 流入一些国家占比 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 22: 2000 年 4 月至今的印度 FDI 流入一些国家规模 (亿美元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

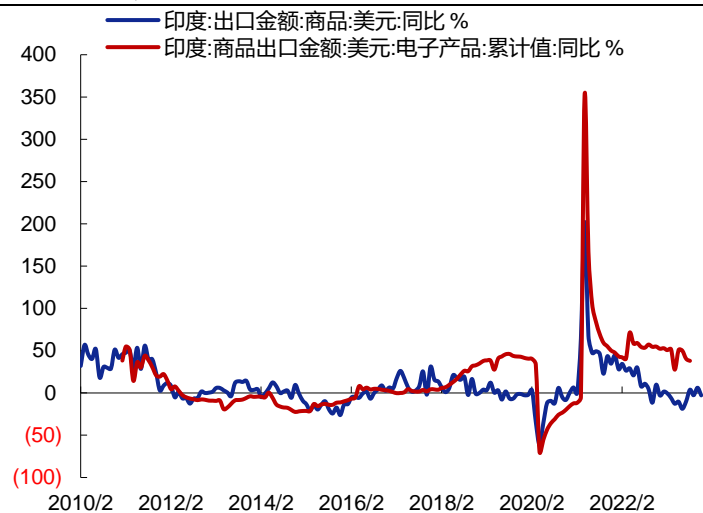
电子行业是“印度制造”重点扶持的行业之一。参考《莫迪经济改革评析》，莫迪政府借“进入印度市场”为筹码，推出“阶段制造业促进项目”（PMP）以及配套的“生产关联奖励计划”（PLI）、“电子元件和半导体制造业促进计划”（SPECS）和“改进型电子制造业集群计划”（EMC 2.0）一系列激励投资措施。其中，PMP 以渐进性差额关税来推动手机及配件厂商在印投资生产。根据此政策，不愿在印度投资建厂的手机品牌只能缴纳超额关税作为进场费；同时，PLI 对实行本土化生产、提升印度产能的企业提供 4%~6% 的奖励措施，SPECS 为已确定的电子商品清单（包括电子元件、半导体/显示器制造单元等产品和用于制造上述产品的资本货物）提供 25% 的资本支出财政奖励，EMC 2.0 计划则为创建高质量的基础设施和通用设施的电子制造商提供财务激励。莫迪政府奖惩结合，推动外资在印度投资建厂，打通手机制造上下游产业，在短期内培育出完整的产业链。

据华尔街见闻，“近年来，苹果一直试图将部分供应链转移至东南亚和南亚地区。因苹果在生产方面面临着基础设施不稳定、限制性劳动规则、工会影响力较大等挑战，因此开始逐渐加大对印度供应链的依赖。”，“印度供应链的特点在哪里？供应链高管向媒体表示，目前印度的时薪明显低于其他国家，不足之处在于运输等其他成本仍然较高，而且

工会有时会抵制制造商寻求的规则改变（比如延长工作时间至 12 小时）。另外，印度本土市场也潜力十足。今年，苹果在印度开设了第一家零售店，尽管当地售价高出美国售价 700 美元，根据 TechInsights 驻印度分析师 Abhilash Kumar 的说法，顶配版 iPhone 15 Pro Max 在印度的销量也称得上“不错”。

又比如，修订版的印度半导体计划目标是发展印度的半导体和显示器制造生态系统，并为项目成本提供支持。该计划还为在印度建立复合半导体（compound semiconductor）、半导体的组装-测试-标记-封装生产（ATMP）以及半导体的封装及测试外包工作（OSAT）设施提供支持。

图表 23：印度电子产品出口快速增长（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：印度向全球出口各类商品占比（%）

	2022印度全球出口各类商品占比(%)	2021印度全球出口各类商品占比(%)	2020印度全球出口各类商品占比(%)	2019印度全球出口各类商品占比(%)
矿物产品	21.8	14.3	10.0	13.8
贵金属及制品	8.7	9.7	8.9	11.4
机械器具	6.1	6.1	6.5	6.6
电气设备	5.9	4.8	4.9	4.6
有机化学品	4.8	5.4	6.3	5.6
车辆及零部件	4.7	4.8	4.7	5.4
药品	4.4	4.9	6.7	5.0
钢铁	3.4	5.4	3.9	3.0
谷物	3.1	3.1	3.1	2.2
钢铁制品	2.2	2.1	2.3	2.2
其他	35.1	39.5	42.7	40.1

资料来源：UNCOMTRADE，华鑫证券研究

显示性比较优势指数是用来衡量一国出口商品综合竞争力强弱的指标，旨在定量地描述一个国家内各个产业相对的出口表现。它表示一国（地区）的某种商品出口额占其全部商品出口额比重与世界该类商品出口额占世界全部商品出口额比重的比值。计算公式：

$$RCA_{ij} = (X_{ij}/X_i) / (W_j/W)$$

$RCA_{ij}$  代表  $i$  国（地区） $j$  产品的显示性比较优势指数， $X_{ij}$  代表  $i$  国（地区）对世界市场出口  $j$  产品的出口额， $X_i$  代表  $i$  国（地区）对世界市场的总出口额， $W_j$  代表世界市场  $j$  产品的出口额， $W$  代表世界市场产品的总出口额。如果  $RCA$  指数大于 1，表示该类产品具有比较优势，国际竞争力较强，且  $RCA$  值越大，比较优势越大；反之，则表示该类产品不具有比较优势，国际竞争力相对较弱。（参考《印度货物贸易现状、国际竞争力及发展趋势》）

根据联合国贸发委 2022 年的数据，印度在国际市场上具有竞争优势的商品主要有食品及活畜（SITC0）、除燃料外的不可食用的原材料（SITC2）、化学制品类（SITC5）、按原材料分类的制成品（SITC6）、机械及运输设备类（SITC7），其中 SITC6 的竞争优势最大。

### 3、日本产业链的转出与回流

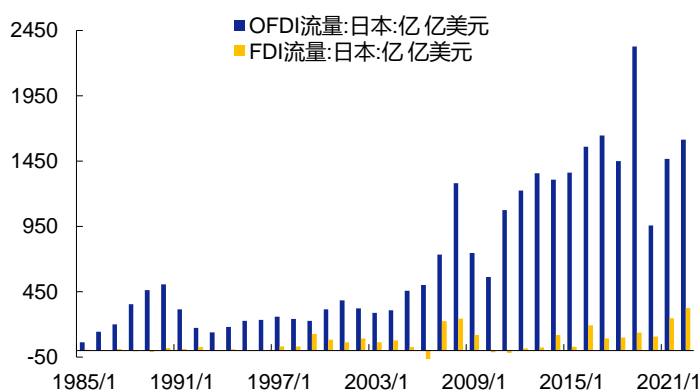
日本产业链变化情况或许同样值得关注。

日本对外直接投资的兴起开始于 1986 年“广场协议”前后，包括 1986-1990 年、2005-2008 年以及 2011-2019 年三个快速增长期。2022 年日本 OFDI 规模小幅修复但仍低于 2019 年水平，与此同时 FDI 规模升至历史最高水平，反映日本直接投资流动的方向出现了一定变化。

具体来看，1986-1990 年是日本对外直接投资的第一轮快速增长期。70 年代之前日本实行较为严格的企业资本管制，叠加国内投资需求高涨，日本对外直接投资规模持续处于低位。70 年代-80 年代，随着美国贸易赤字不断上升，对美国贸易保护主义的担忧日益加剧，日本企业开始在美国建厂以绕开针对日本制造商品的潜在进口壁垒。同样，1975 年针对 NEC 的反垄断案件（尽管后来被驳回）震动了半导体行业，导致 NEC 于 1978 年收购了其第一家美国公司。（参考论文《Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”》）1985 年“广场协议”带来的日美贸易关系变化以及日元升值，导致日本出现了第一轮对外直接投资热潮。80 年代汽车行业的生产转移较为典型，日本汽车制造商对美国保护主义威胁的回应是“自愿”限制对美国的出口，将面向美国市场的生产转移到美国工厂并相应升级产品。这一时期对北美直接投资基本占到日本对外直接投资的一半左右。

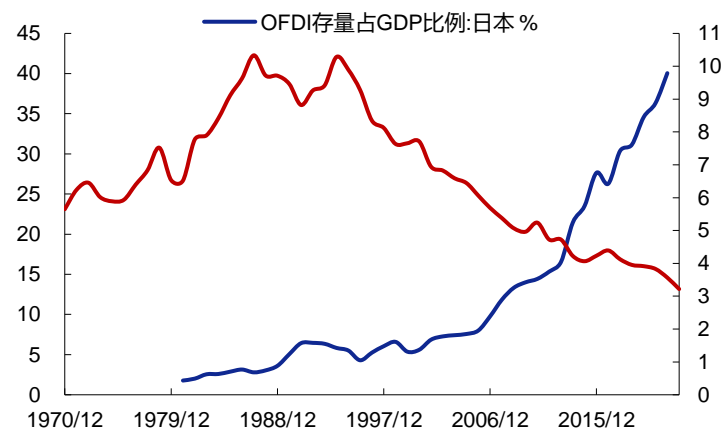
90 年代日本泡沫经济破裂后，日本对外直接投资进程有所放缓。但从结构上来看，国内投资停滞以及亚洲 FDI 规模的快速上升使得日本对亚洲直接投资占比显著提升，根据论文《日本对外直接投资的发展与结构变化研究》，从 1990 年到 1996 年，日本对外直接投资存量中亚洲占比自 12% 升至 24.2%，对美国投资占比小幅下降，而对欧洲投资占比显著下滑。在行业分布上，日本对东亚直接投资的重点主要是在制造业，其中对电机和一般、精密机械的投资比重较大。这些产业的技术在日本国内已经失去了先进性，其大规模生产据点向东亚转移，有助于降低生产成本和国内产业的更新换代。（参考论文《日本对东亚的直接投资：态势、动因、效果与前景》）

图表 25：日本对外直接投资和吸收外商投资规模变化（亿美元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 26：日本对外直接投资和占 GDP 比重（%）



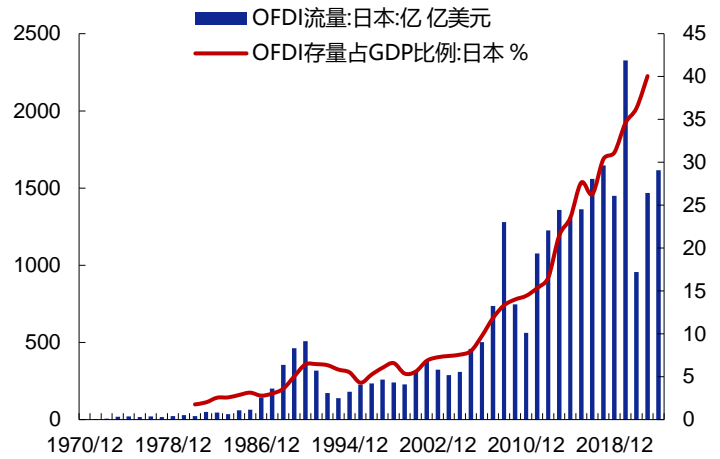
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 27：日本对外直接投资的地域构成（%）

图表 28：日本 OFDI 及占 GDP 比重变化（亿美元，%）

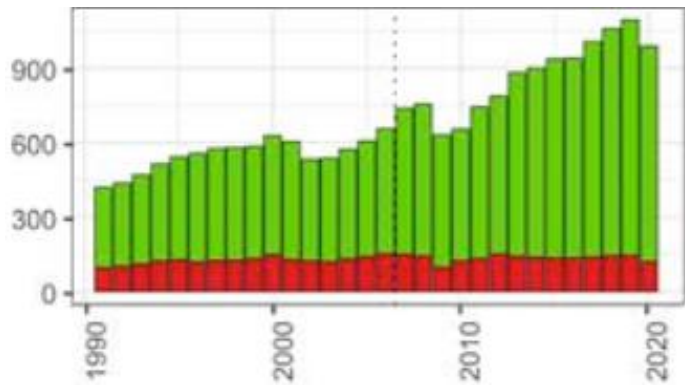
年	北美	亚洲	欧洲	中南美	中近东	非洲	大洋洲
1951-87	37.9	19.1	15.1	18.1	2.2	2.8	4.8
1987	46.0	14.6	19.7	14.4	0.2	0.8	4.2
1989	50.2	12.2	21.9	7.8	0.1	1.0	6.8
1990	48.0	12.0	25.1	6.4	0.0	1.0	7.3
1994	43.3	23.6	15.2	12.8	0.7	0.9	3.5
1995	45.2	24.0	16.7	7.5	0.3	0.7	5.5
1996	47.9	24.2	15.3	9.3	0.5	0.9	1.9
1997	39.6	22.6	20.8	11.7	0.9	0.6	3.8
1998	26.9	16.0	34.4	15.9	0.4	1.1	5.4

资料来源：论文《日本对外直接投资的发展与结构变化研究》，华鑫证券研究



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 29：美国从日本进口额及日企在美国销售额对比（十亿美元，1991-2020，红色为从日本进口额，绿色为日企在美国销售额）



资料来源：论文《Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”》，华鑫证券研究

图表 30：日本对亚洲直接投资分行业构成（亿日元）

	对亚洲直接投资						
	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
食品	257	270	314	215	161	323	99
纺织	519	728	403	520	285	251	154
木材、纸浆	65	101	258	162	171	48	26
化学	963	615	1004	1619	759	743	455
铁非铁金属	510	918	1068	965	704	775	486
机械	410	771	625	647	363	367	235
电气设备	1439	2388	2059	2226	852	1047	1572
运输设备	416	822	897	1047	1,021	679	635
其他	817	1201	839	1577	415	679	635
制造业	5396	7814	7466	8978	4732	4892	4048
农林业	19	47	9	6	4	5	1
水产业	168	30	93	117	5	14	2
矿业	187	257	522	1,270	375	135	2
建筑业	176	160	174	267	170	56	31
商业	630	787	894	957	1452	1008	875
金融保险	1211	738	891	706	548	863	502
服务业	1132	585	862	676	487	288	633
运输业	340	314	302	486	267	476	166
房地产业	526	656	1007	1089	169	128	45
其他	-	-	-	65	9	9	-
非制造业	4,390	3,574	4,755	5,640	3,484	2,983	2,257
分公司	298	533	862	330	141	113	250
合计	10,084	11,921	13,083	14,948	8,357	7,988	6,555

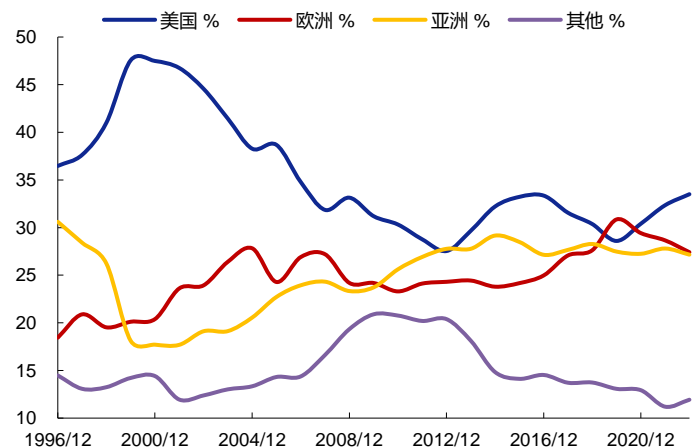
资料来源：论文《日本对东亚的直接投资：态势、动因、效果与前景》，华鑫证券研究

2005-2008 年日本对外直接投资经历了一轮快速增长，部分是由于对中国投资的增长。亚洲金融危机期间，日本对亚洲直接投资存量占比自 1996 年的 30.6% 附近下降至 1999 年的 18.1% 附近，存量规模也自 792 亿美元左右下降至 451 亿美元左右。2000 年以来，随着日本对中国投资规模的快速增长，日本对外直接投资体量再度回升，在 2005-2008 年伴随着中日经济景气度双双回升，日本对外直接投资体量迎来了一轮快速增长。从行业分布来看，2005-2008 年制造业中化工、运输设备和电气轻工投资占比较高，除此之外，非制造业中商

贸零售和金融业对外投资占比也较高。

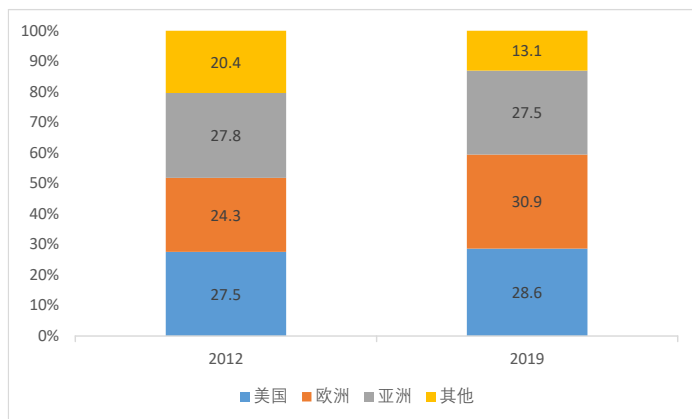
次贷危机期间日本对外投资规模出现了短暂回落，2011-2019 年日本对外投资规模再度增长，但这一时期投资目的地构成出现了较大变化。结构上来看，日本对外投资逐步扩散至欧亚其他经济体，2020 年后对美国投资占比也出现了一定程度回升。

图表 31：1996 年以来日本对外直接投资分区域占比 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：2012 年和 2019 年日本对外直接投资分地区 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：日本对外直接投资与日元汇率走势 (亿日元, %)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

近几年，日本逐步将一部分产业链转回日本，促进关键产业的本土化，同时，增加供应链的多元化布局。

出于对降低生产成本、拓展市场、分散风险和海外其他国家的优惠政策的多重考虑，在日本产业政策的支持和引导下，日本企业进行了生产的多元化布局，将生产基地一部分转移至东盟、北美和印度等国家和地区。

从日本海外子公司的分布情况看，在东盟国家的日本海外子公司数量所占比重持续增长。此外，在东盟、北美和欧洲的海外子公司的雇员人数同比增加。

值得注意的是，日本制造业出现了回归本土的趋势，包括企业的生产基地迁回日本国内和其国内的资本支出回升。

例如，日本实施半导体振兴战略，推动半导体产业回流本土。“日本经济产业省”发布日本半导体振兴战略，意图重新提升日本半导体产业在全球市场地位，并在 2021 年 6 月发布半导体和数字产业发展战略，确立了扩大国内生产能力的目标。从行业来看，半导体等相关行业计划在未来增加国内产能的倾向更明显。随着自动化生产的发展，国内与海外的生产成本差距逐渐缩小，日本的半导体大厂罗姆已计划将部分产能转移回日本。同时，考虑到日本对产业回迁的补贴支持，以及疫情冲击后供应链重构的需要，液晶面板大厂 Japan Display Inc (JDI) 也开始评估将部分工程迁回日本的事项。

汽车零部件等产业的生产厂商开始将业务转移回国内。在海外人工成本日益上升、地缘政治风险加剧的背景下，为维持稳定供应，日本许多大型汽车零部件企业开始将生产和设计等业务转移回日本。比如，日本汽车座椅大厂 TACHI-S 宣布将座椅材料生产的部分业务从中国移回日本，日本本土生产比例预计在 2023 年增加 5%至 35%；液压设备制造大厂 KYB 将减少在北美对行驶系统零部件的生产，将部分产能转移回日本；车载仪表生产厂商日本精机公司开始将部分设计业务迁回本土。

综上，印度和日本产业链的变化情况不小，或值得关注。

另外，从海外情况看，经生产率调整后的制造业成本，供应链安全性，国际贸易关系变化以及需求端是否稳定可能都会对后续产业链变化产生影响。

## 4、风险提示

海外人工成本大幅变化，海外货币政策超预期调整。

## ■ 固定收益组介绍

**潘捷：**所长助理、固定收益和大类资产配置首席分析师，2023年5月加入华鑫证券研究所。

**黄海澜：**6年固定收益研究经验，从事固定收益和大类资产配置研究，2023年5月加入华鑫证券研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公



司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。