下载日志已记录，仅供内部参考

东方证券 ORIENT SECURITIES

证券研究报告
宏观经济|策略报告

势蓄东方启新程
东方证券2026中期投资策略会

K型经济：分化与收敛之辩
——2026年中国宏观中期展望

姓　　名	黄汝南（证券分析师）
邮　　箱	huangrunan@orientsec.com.cn
电　　话	010-66210535
执业证书编号	S0860525120004

姓　　名	孙金霞（证券分析师）
邮　　箱	sunjinxia@orientsec.com.cn
电　　话	021-63326320
执业证书编号	S0860515070001

姓　　名	陈至奕（证券分析师）
邮　　箱	chenzhiyi@orientsec.com.cn
电　　话	021-63326320
执业证书编号	S0860519090001

姓　　名	孙国翔（证券分析师）
邮　　箱	sunguoxiang@orientsec.com.cn
电　　话	021-63326320
执业证书编号	S0860523080009

姓　　名	刘姜枫（证券分析师）
邮　　箱	liujiangfeng@orientsec.com.cn
电　　话	021-63326320
执业证书编号	S0860526010002

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论

1、美伊冲突后K型分化加剧正成为世界经济新常态，有AI（日韩等）、有资源（巴西等）或两者兼有（美国、中国等）的国家表现出了很强的韧性，两者都没有（德国、越南、印度等）的国家表现一般，这将对资产价格带来两个变化：

1）全球流动性正经历从极度宽松向中性偏紧的拐点，K型经济下全球“抢资源、抢设备”，作为可贸易部门的制造业资本开支扩张带来全球通胀易上难下，发达国家央行加息已超过降息，后续新兴市场出于抗通胀和稳汇率的考虑预计也会跟进；

2）从宏观叙事来看，去年是“非美好于美国”，今年可能是“中美（及美国产业链）好于其他”，今年美元走强、人民币相对美元更强，即体现了这一叙事。

2、K型上一脚——新经济景气度平稳，持续跑赢旧经济。今年以来中国新旧经济的分化也在加大，成为全球K型分化的一个缩影：

1）用投入产出表测算，2025年中国新质生产力拉动的经济链条已超越了传统地产基建链条，经济转型已初见成效，这是科技叙事能被广为接受的重要原因之一；

2）高油价对产业链的冲击强化了中国中间品资本品出口份额提升的逻辑，预计中国在电力机械设备、光伏、化工等领域的出口都将有不错的表现。

3、K型下一脚——旧经济延续温和复苏态势。年内实际GDP增速的高点大概率在一季度，名义GDP增速的高点大概率在二季度：

1）2024年9•24政策转向以来，财政的持续发力所形成的脉冲接近尾声，在新一轮增量政策出台之前，年内经济预期继续上修的概率不大；

2）部分一线城市房地产成交火热的背后是低总价房源的支撑，目前尚未完全传导至高总价房源，紧盯居民信贷的变化；

3）油价上涨对部分传统行业造成成本压力，石油炼化、生活燃气、化工、交运四个行业造成的成本压力最大。

4、K型经济何时收敛？需看到“工资-通胀”螺旋：

1）**经济转型带来的就业缺口仍待弥补，**尽管从GDP角度中国新经济规模已超过旧经济，但考虑到新经济就业吸纳能力较低，GDP缺口的弥补不代表就业缺口的弥补；

2）通胀数据盯住两个结构：一是PPI与CPI剪刀差（反映物价的传导），二是CPI中服务价格与商品价格之比（反映“人”的要素是否变贵）；

3）历史上“机器换人”的影响是非常结构性的，短期内无需多度担忧，机器换人集中在劳动密集型行业，但并非只替代低端劳动力，而在机器换人人的高峰期，存量工人的福利反而有所改善，被淘汰的工人被迫进入低技能服务业福利则会变差，关键是技术进步需要催生新的需求。

5、风险提示：1）政策面临长期与短期的权衡取舍；2）大国博弈的过程、节奏与结果具有高度不确定性，短期对资产价格造成扰动；3）假设条件变化影响测算结果。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、K型分化加剧：全球经济新常态

二、K型上一脚：科技制造延续高景气

三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战

四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件

五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

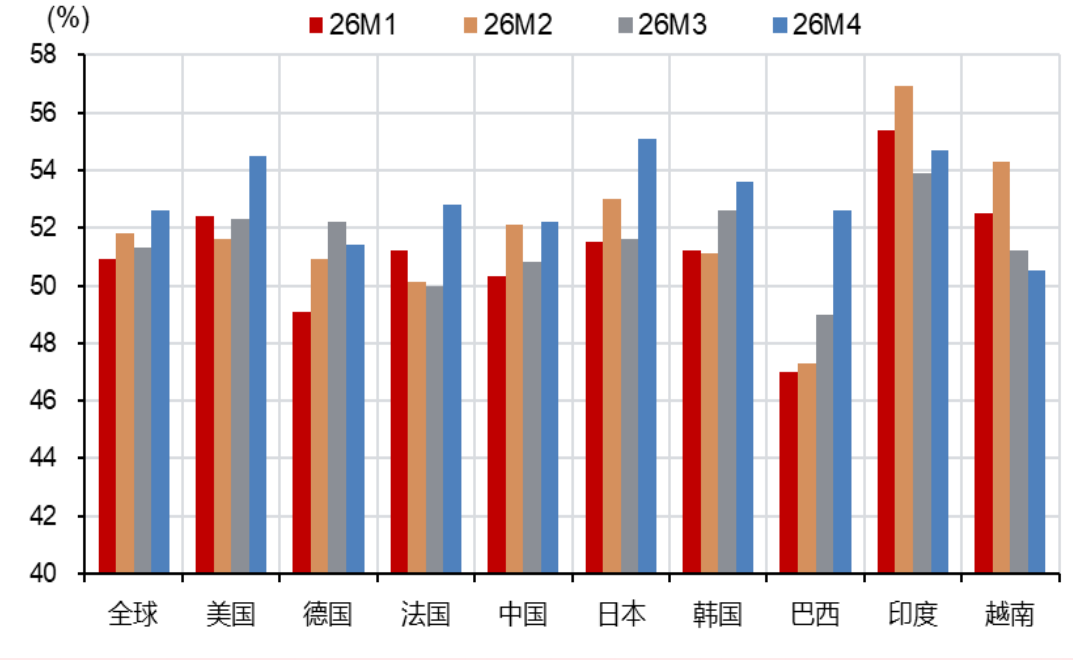
一、K型分化加剧：全球经济新常态
二、K型上一脚：科技制造延续高景气
三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战
四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件
五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

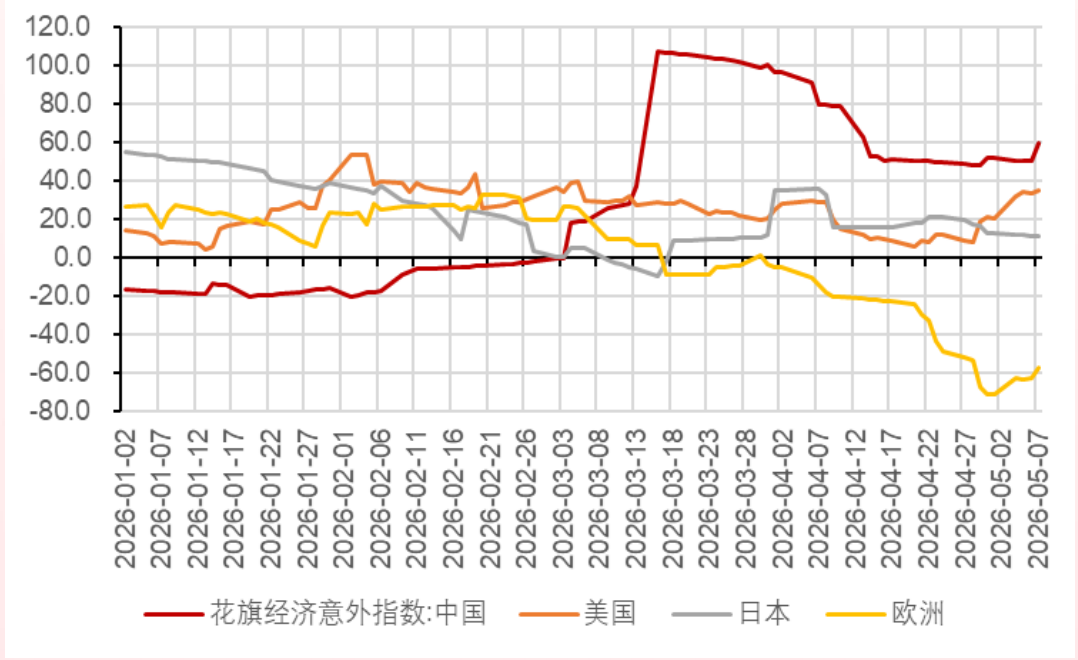
1.1 K型分化的第一层理解：AI v.s. 非AI，资源 v.s.非资源

- 美伊冲突强化了这样一个事实：经济韧性要么靠资源，要么靠AI。
- 有AI（以日韩为代表）、有资源（以巴西为代表）或两者兼有（以中美为代表）的经济体表现明显好于两者都没有的经济体（以欧洲和东南亚国家为代表）。

4月美国、日本、韩国、巴西制造业PMI在动荡中走高



经济超预期改善排序：中国、美国、日本、欧洲



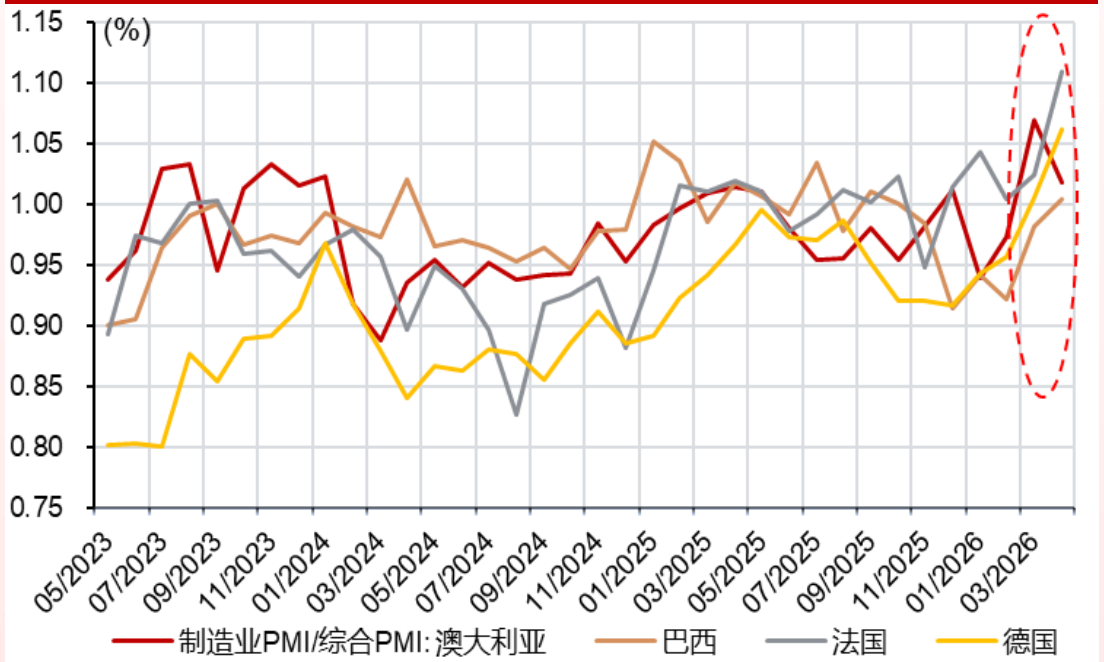
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

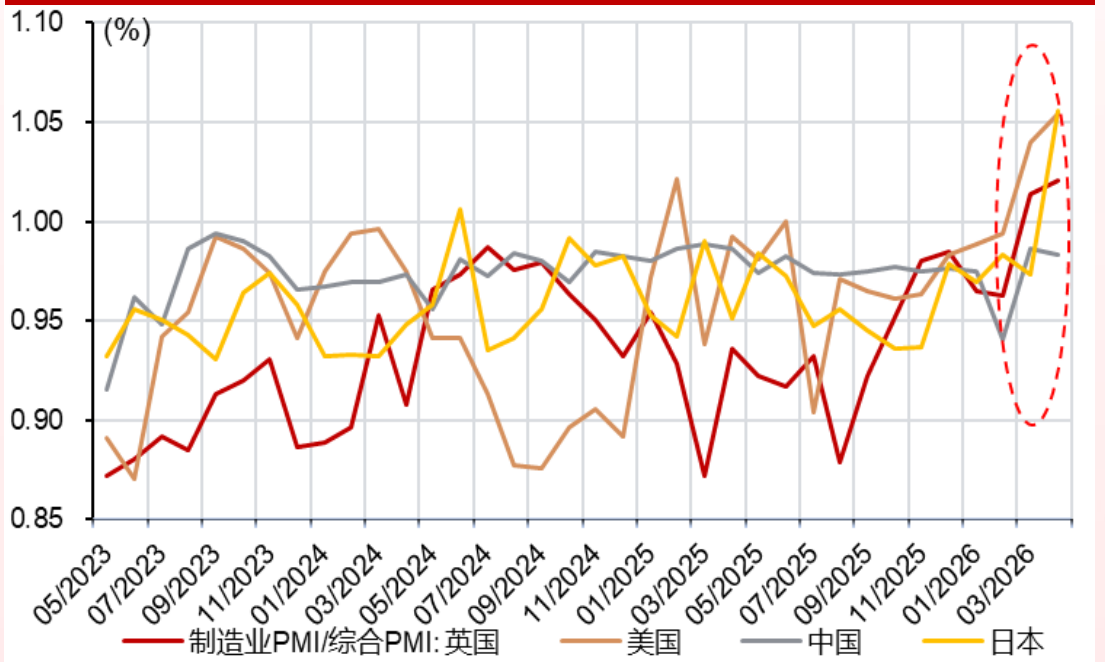
1.1 K型分化的第二层理解：制造业 v.s. 非制造业

- 无论美伊冲突后各国制造业表现如何，内部分化特征都非常一致：制造业好于非制造业。

全球主要经济体制造业相对非制造业普遍走高（1）



全球主要经济体制造业相对非制造业普遍走高（2）



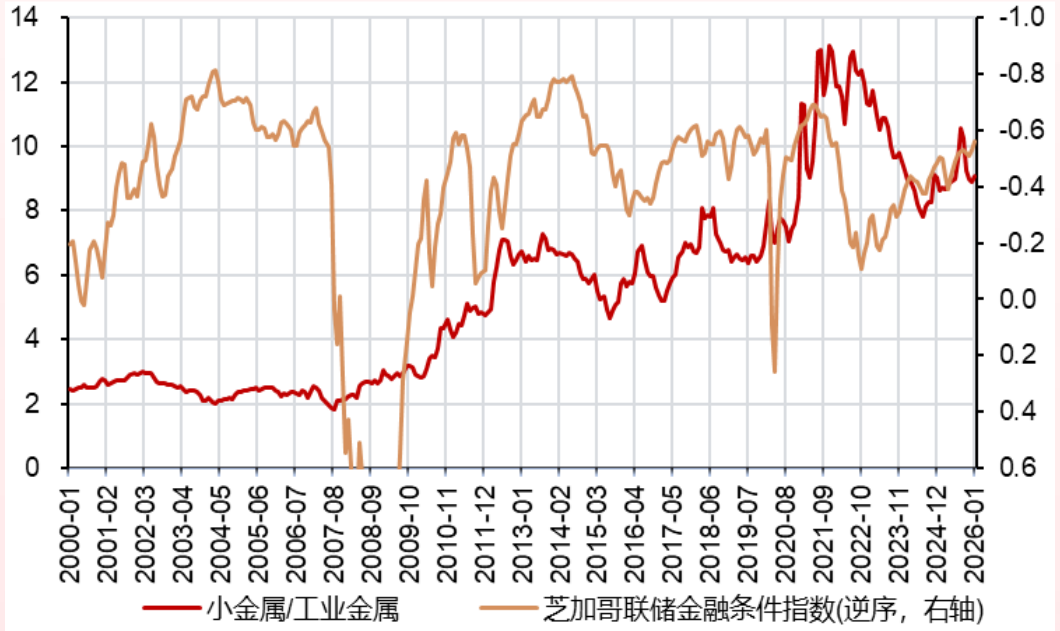
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

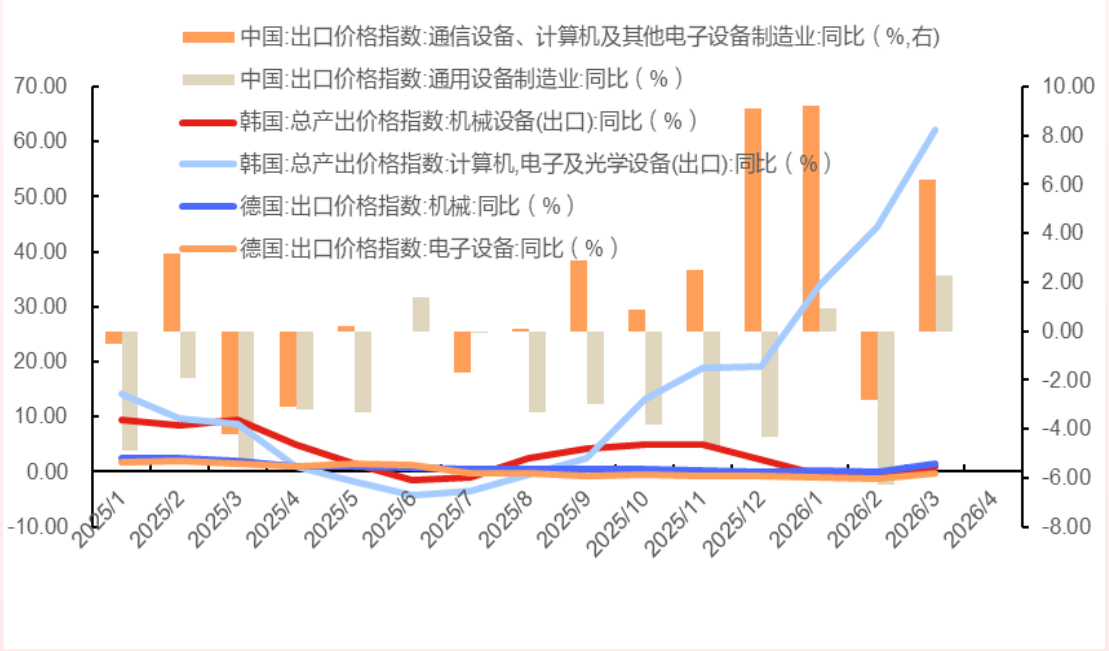
1.2 K型分化下的经济行为：“抢资源”“抢设备”

- **K型分化下各国加速进行的两类行为，一是抢资源，二是抢设备。**
- **与大国博弈、资源民族主义等叙事相关的小金属表现优于与经济周期相关的基本金属，**且这种差异与金融条件无关。
- **全球设备价格都在快速上涨，与之相对的传统经济价格疲弱。**中日韩计算机、通信、电子设备出口价格指数也在大幅飙升，而AI含量较低的德国设备出口价格指数表现疲弱。

小金属涨幅远高于工业金属



中日韩设备出口价格大幅飙升



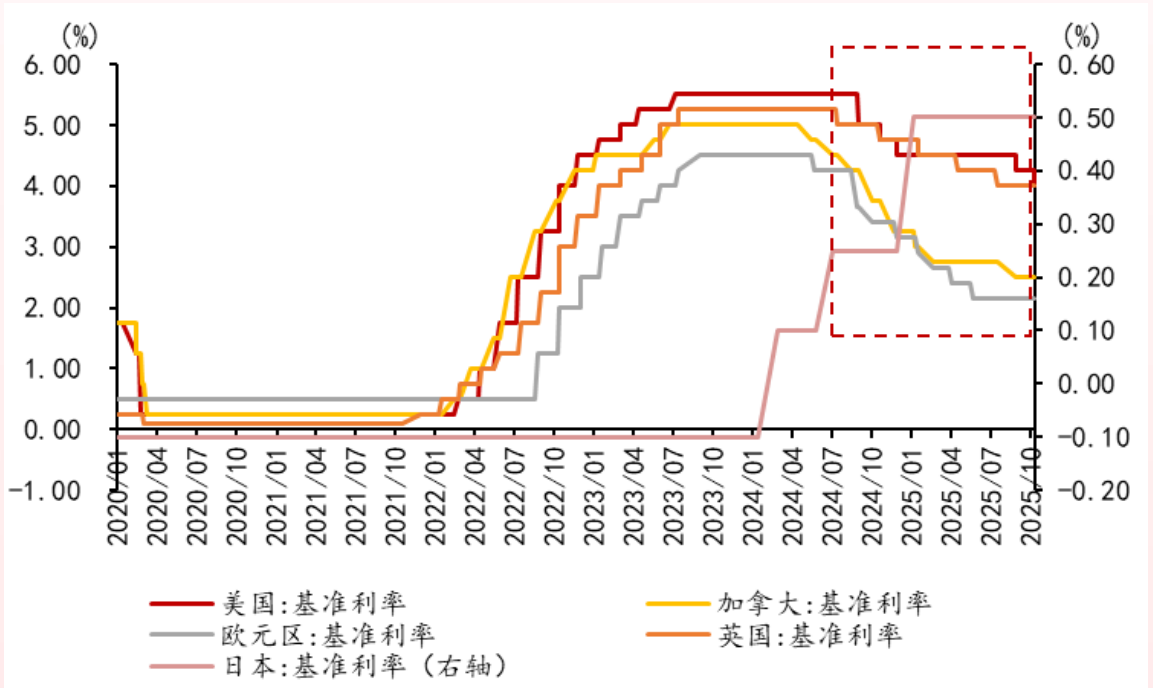
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

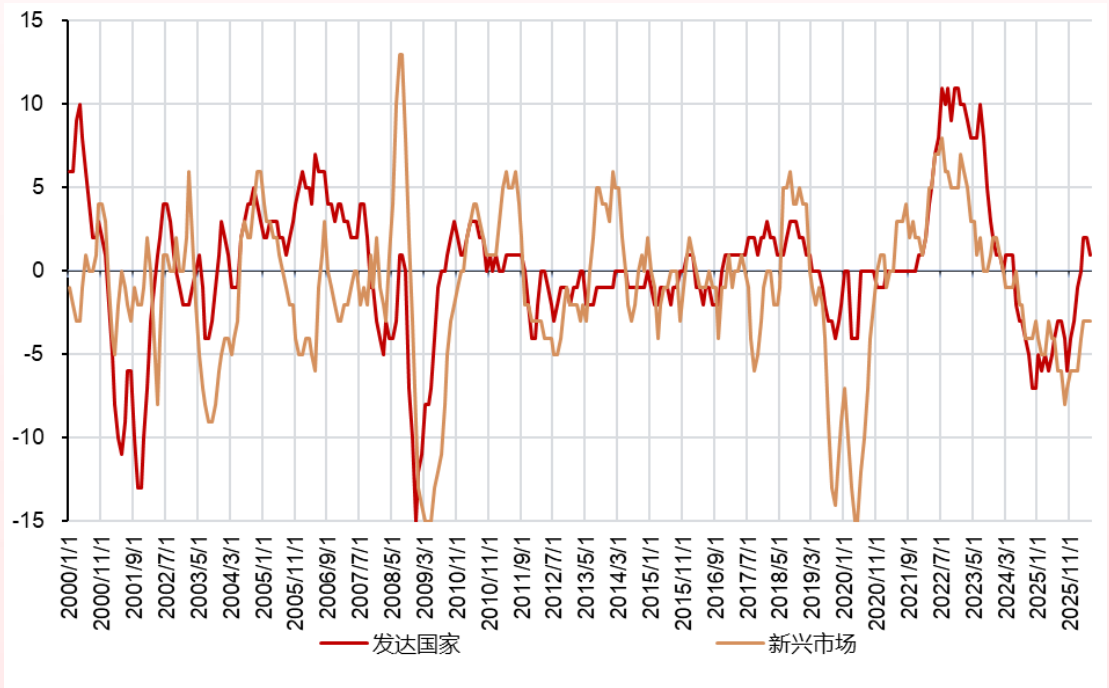
1.3 可贸易部门通胀加剧，全球流动性拐点或已出现

- 可贸易部门（制造业）的扩张将使得高通胀成为全球共同面临的难题。
- 流动性最宽松的时候可能已经过去，今年以来发达国家央行加息次数已超过降息次数，预计后续新兴市场也会跟进。

全球主要经济体降息接近尾声



发达国家央行降息次数已经超过加息次数



资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

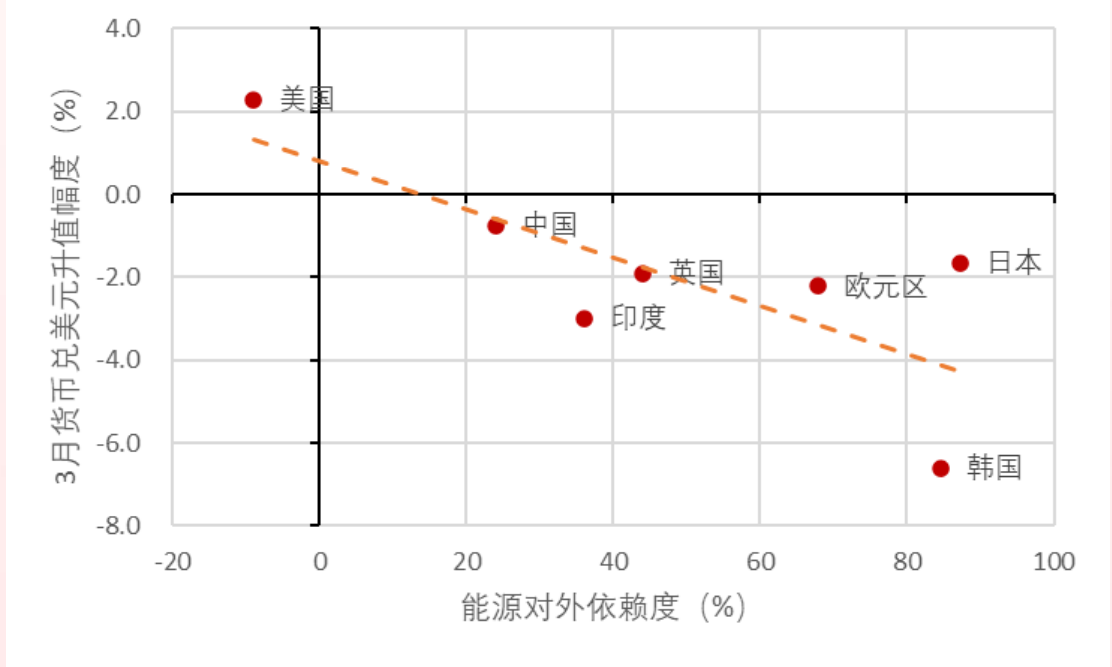
1.4 叙事转向：从“非美好于美国”到“中美好于其他”

- **去年的宏观叙事是“非美好于美国”，今年可能是“中美好于其他”。年初以来汇率表现可以反映这一点。**
- 不同于去年，今年以来人民币兑美元汇率走出了独立升值行情。汇率代表对各国综合国力的评价，冲突期间汇率的表现与能源依赖度保持了较强的负相关关系，即能源对外依赖度越低，汇率越强。

2026年至今美元走强，人民币更强



美伊冲突期间，能源对外依赖度越低，汇率表现越坚挺



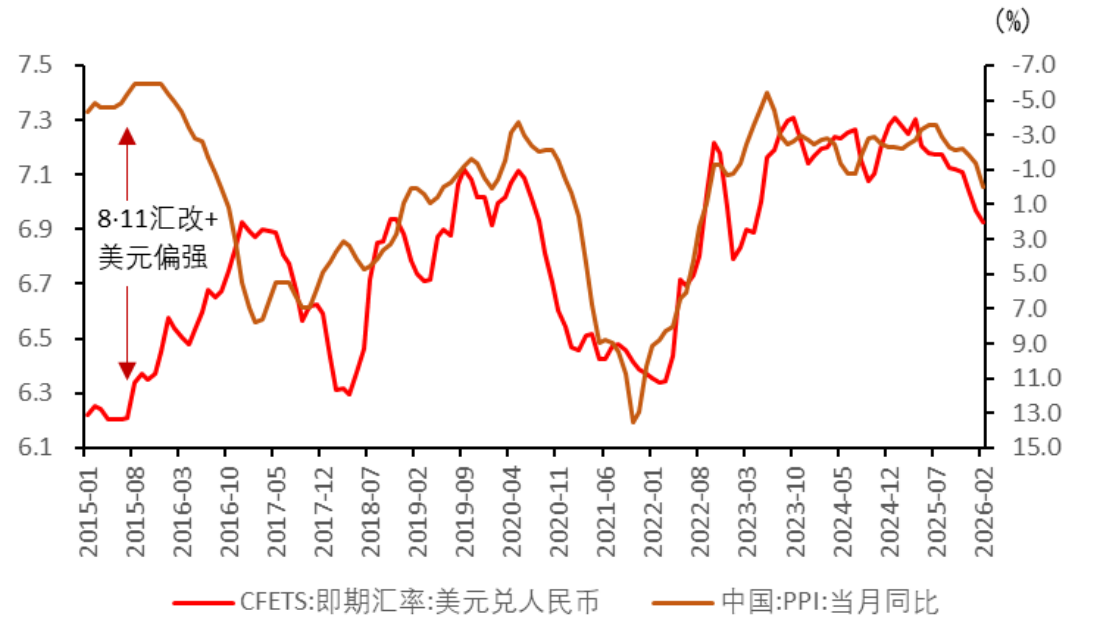
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

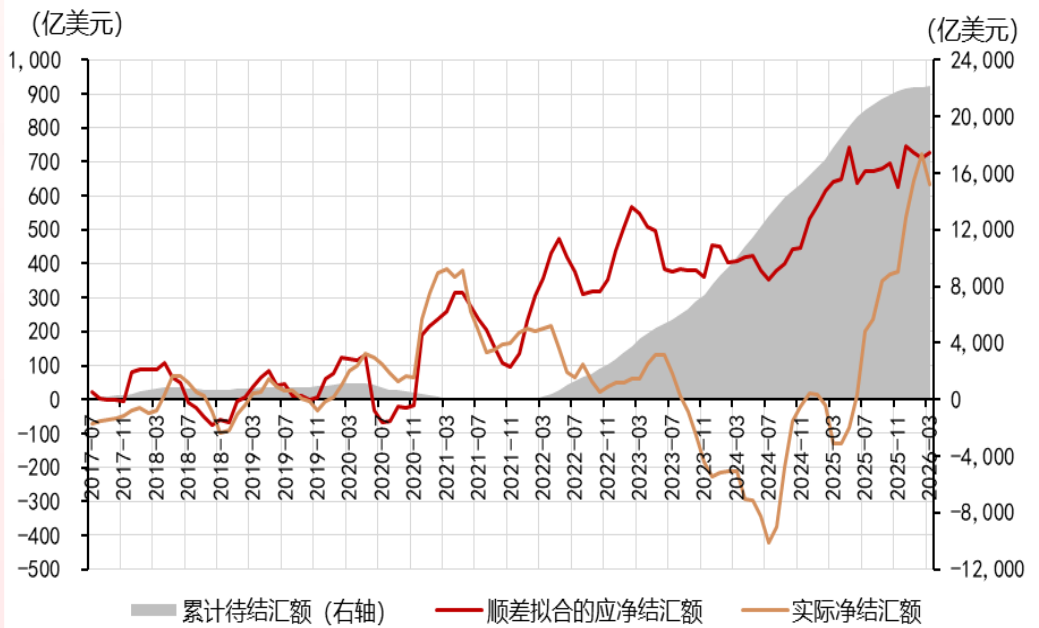
1.4 叙事转向：从“非美好于美国”到“中美好于其他”

- **人民币汇率有望超预期上行，人民币兑美元有望升至6.7。**
- **从底层逻辑来看，本轮人民币升值反应了PPI的回升，从具体行为来看，则主要是触发了结汇与汇率的正反馈。**这些结汇资金除资本开支需求之外，可能还会有财富管理需求，从而为后续国内市场提供流动性增量。

2017年之后人民币兑美元汇率与国内PPI正相关



出口商未结汇额超过2万亿美元



数据来源：Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、K型分化加剧：全球经济新常态

二、K型上一脚：资源与科技制造仍最具确定性

三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战

四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件

五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

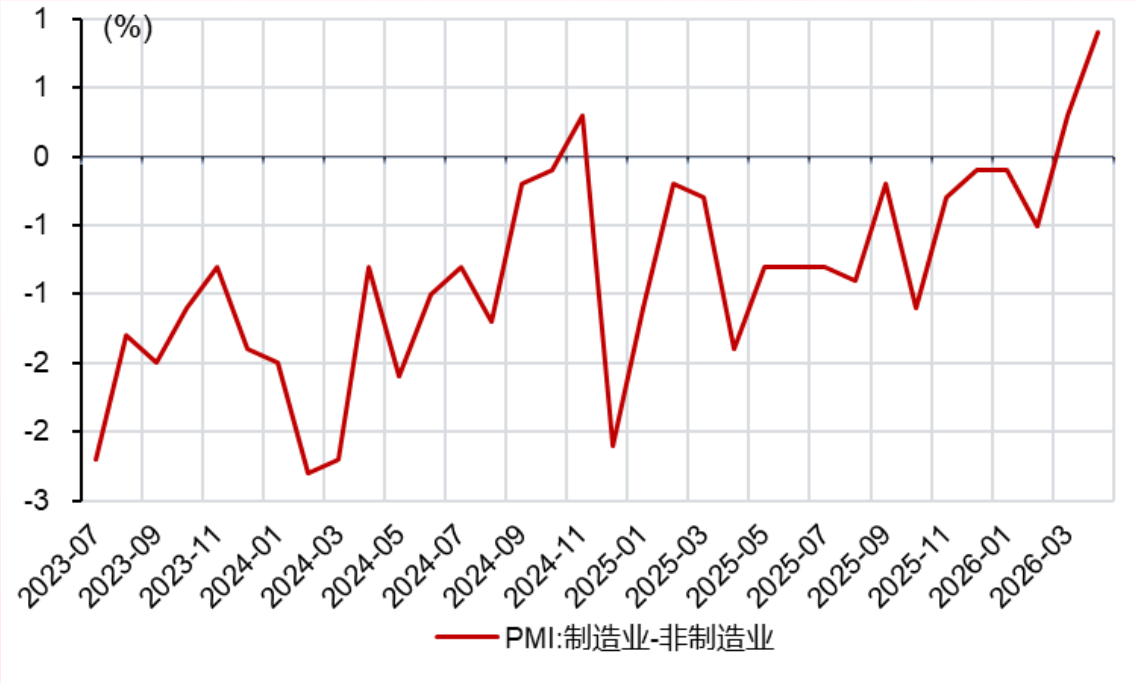
2.1 今年以来中国新旧经济分化也在加大

- **年初以来中国 PMI呈现出显著的结构分化。**一是新出口订单与新订单之差创下2023年以来的次高；二是制造业与非制造业之差创下2023年以来新高。

PMI新出口订单与新订单之差达到23年以来次高



PMI制造业与非制造业之差达到23年以来新高



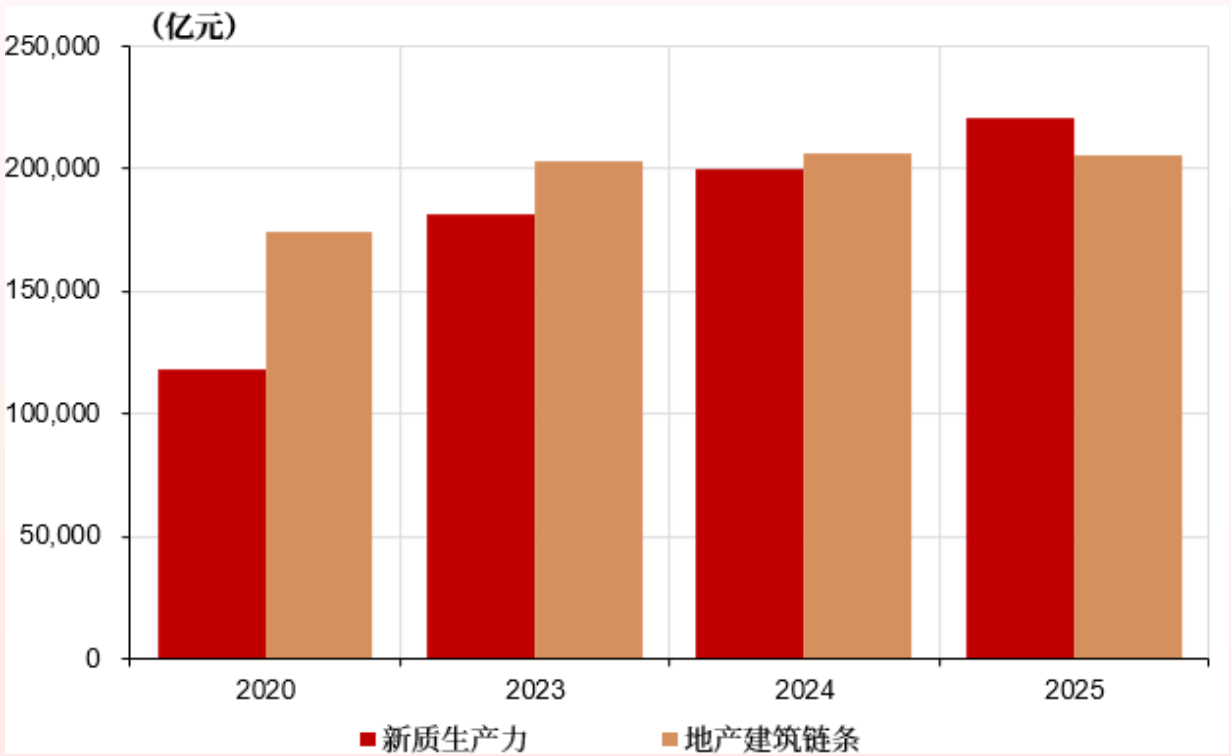
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 历史性转折：2025年新质生产力链条超过地产建筑链条

- 中国经济转型已初见成效。2025年新质生产力拉动的经济总量已经超过了传统地产建筑链条拉动的经济总量。

2025年新质生产力链条超过地产建筑链条



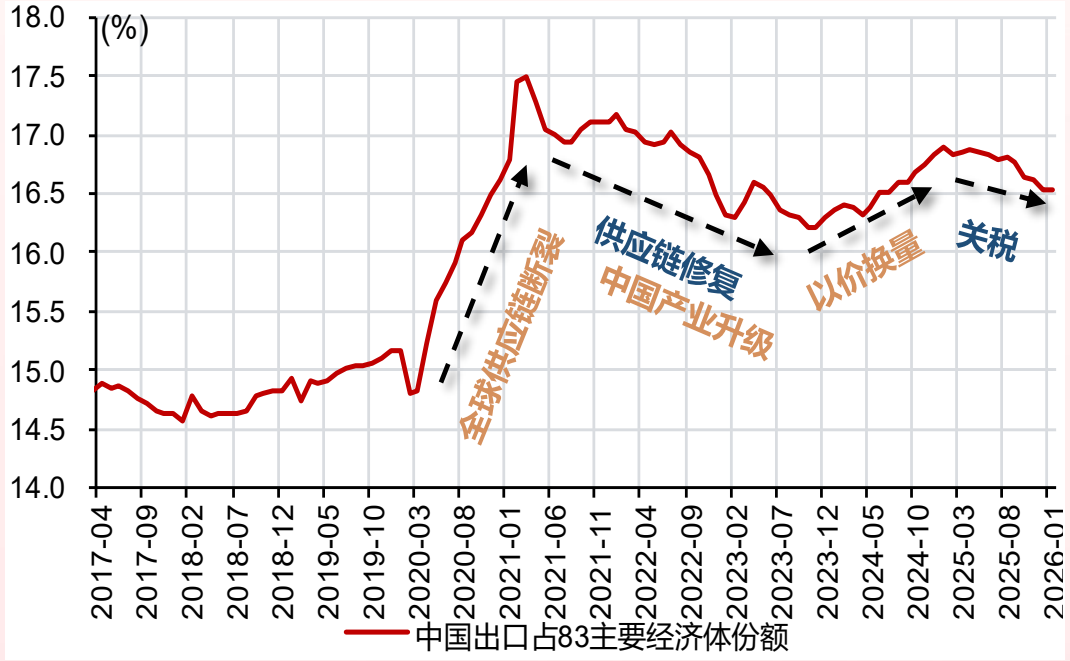
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

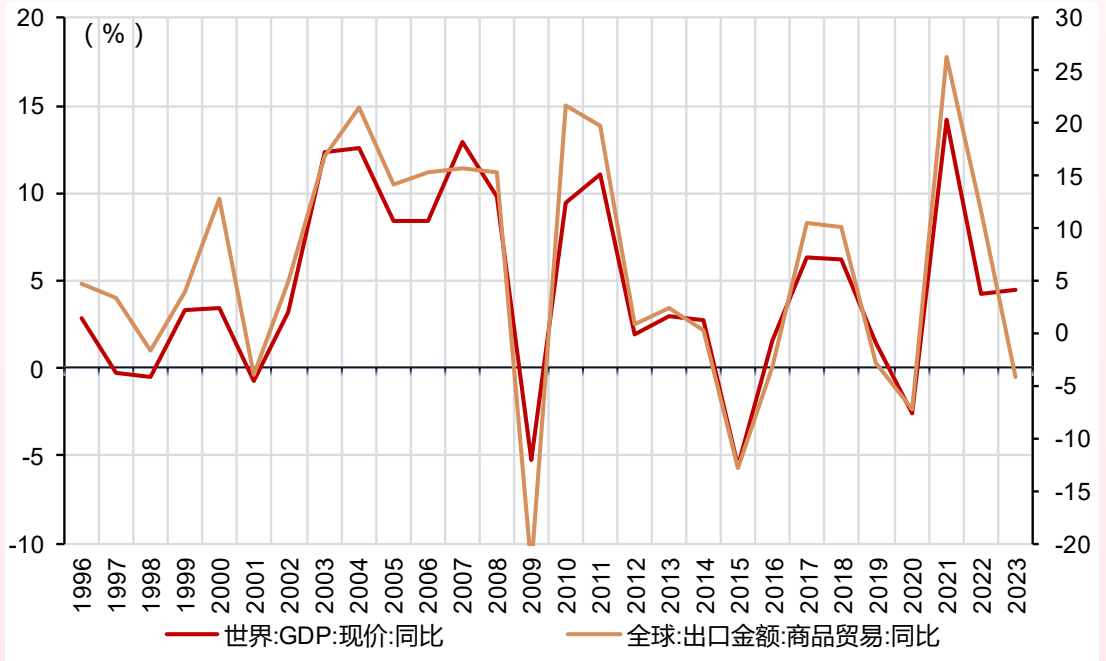
2.3 美伊冲突进一步提升了中国出口份额：高油价净冲击为正

- **其他亚太地区制造业成本中枢抬升，中国的订单份额提升几何？**——相似的历史案例是2023-2024年中国以价换量，份额提升0.6%，全球总需求不变则出口提升3.6%。
- **制造业成本中枢抬升，全球需求收缩多少？**——油价涨10%，全球经济实际增长萎缩0.1%-0.2%，全球实际贸易量萎缩0.15-0.35%。
- 综合来算，**油价上涨对中国出口的影响为正**：（1+0.6%/16.5%）*（1-3.5%）-1≥0。

中国出口的全球份额变化



全球贸易增速与GDP增速弹性关系约为5：3



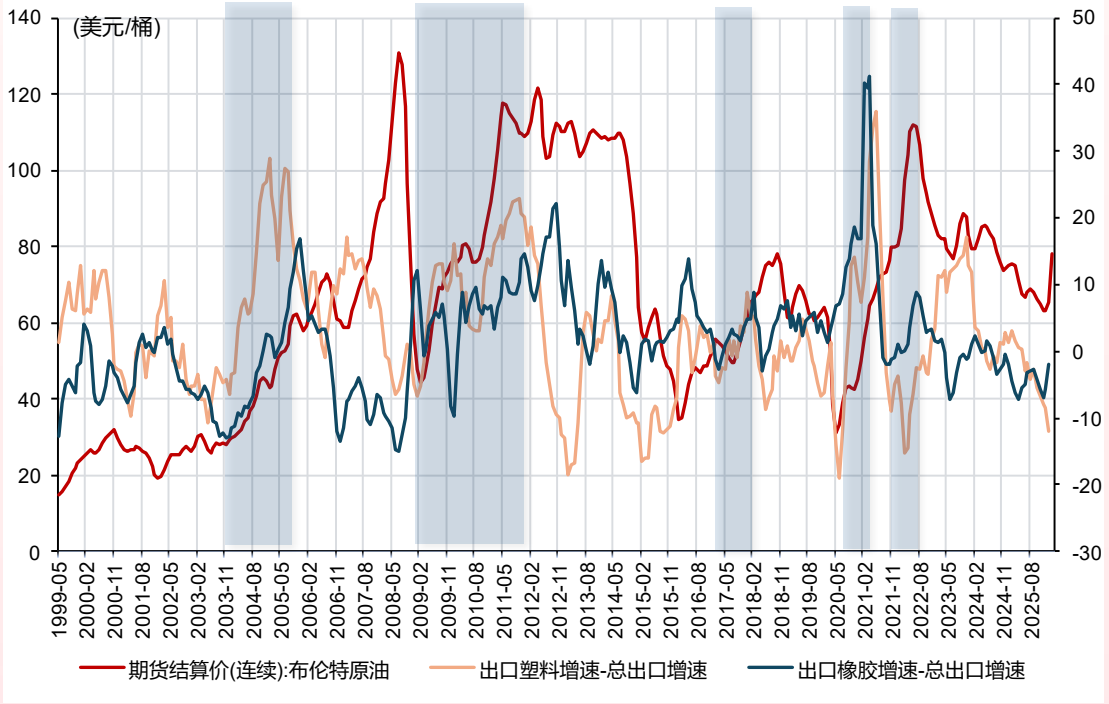
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 美伊冲突进一步提升了中国出口份额：化工品

- **油作为基础工业品的角度：短期对日韩出口油化工产品增加。**
- 油化工品种（有机化工品、塑料、橡胶）占出口总额的7%，对日韩出口的占中国出口总额比重0.53%。

典型的油价上涨期间塑料和橡胶出口增速提升



化工品、塑料、橡胶的出口结构

	基础化工品	塑料	橡胶
东盟	16%	21%	14%
欧盟	17%	11%	14%
美国	7%	14%	5%
中国香港	0%	2%	0%
中东17国	7%	8%	11%
日本	5%	4%	3%
韩国	8%	3%	2%
印度	12%	5%	1%
俄罗斯	4%	3%	5%
澳新	2%	2%	3%
墨西哥	2%	2%	4%
英国	1%	2%	3%
中国台湾	2%	2%	1%
中亚5国	0%	2%	3%
加拿大	1%	2%	2%
拉美6国	7%	5%	8%
非洲8国	2%	4%	6%
其他	6%	8%	13%

资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 美伊冲突进一步提升了中国出口份额：光伏

- **油作为能源的角度：短期对亚洲出口发电设备（风电光伏）和电力设备（储能+输配电）可能增加。**
- 日韩和东盟都缺能源，但无论是发电还是储能、输配电设备，日韩对中国出口的拉动量都极低，东盟是关键拉动。

日韩和东盟的能源短缺压力较大（2024年）

经济体	油占一次能源比重	石油对外依存度	霍尔木兹来源占石油进口比重	霍尔木兹油运占一次能源比重
中国	18.3%	68.1%	38.0%	4.7%
日本	38.0%	99.0%	68.6%	25.8%
韩国	42.0%	99.0%	57.7%	24.0%
东盟	31.7%	66.0%	40.5%	8.5%
欧盟	34.0%	96.0%	14.6%	4.8%
美国	37.5%	32.1%	6.7%	0.8%

电力设备、光伏的出口结构（2025年2月-2026年1月）

2502-2601	中国电力设备出口			中国光伏出口		
	占比	增速	拉动	占比	增速	拉动
东盟	16.2%	29.4%	4.8%	14.7%	96.9%	14.2%
欧盟	25.0%	28.3%	7.1%	31.7%	-17.3%	-5.5%
美国	11.2%	-15.6%	-1.7%	0.8%	64.2%	0.5%
中国香港	6.0%	33.6%	2.0%	0.2%	75.4%	0.2%
中东17国	6.8%	32.2%	2.2%	11.8%	-7.9%	-0.9%
日本	3.5%	5.4%	0.2%	2.1%	-25.7%	-0.5%
韩国	3.2%	1.1%	0.0%	1.7%	11.5%	0.2%
印度	4.0%	35.4%	1.4%	9.3%	-13.2%	-1.2%
俄罗斯	1.7%	7.6%	0.1%	0.1%	-60.2%	0.0%
澳新	3.1%	57.1%	1.8%	2.5%	-9.1%	-0.2%
墨西哥	2.3%	10.8%	0.3%	0.8%	-8.2%	-0.1%
英国	2.0%	4.3%	0.1%	1.4%	1.0%	0.0%
中国台湾	1.9%	26.8%	0.5%	0.0%	-11.7%	0.0%
中亚5国	1.2%	40.3%	0.5%	1.3%	34.6%	0.5%
加拿大	1.1%	24.5%	0.3%	0.0%	-38.0%	0.0%
拉美6国	3.4%	23.5%	0.8%	6.6%	-40.3%	-2.7%
非洲8国	2.3%	26.1%	0.6%	3.6%	9.8%	0.3%
其他	5.0%	29.9%	1.5%	11.4%	-4.5%	-0.5%

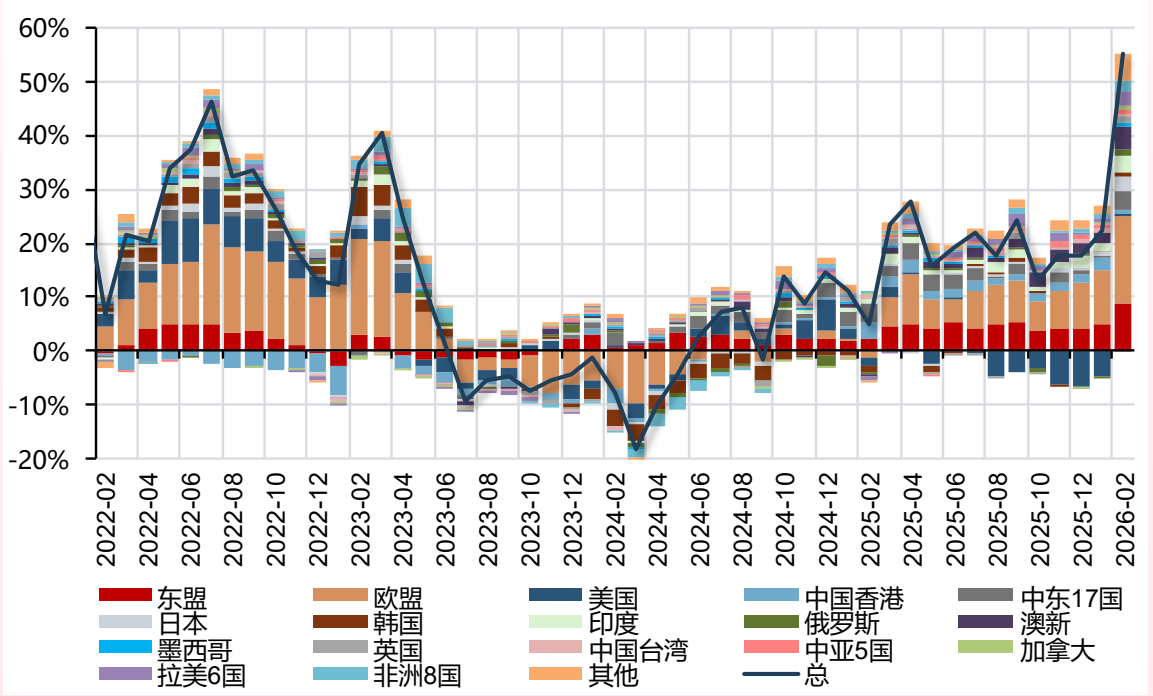
资料来源: IEA，Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

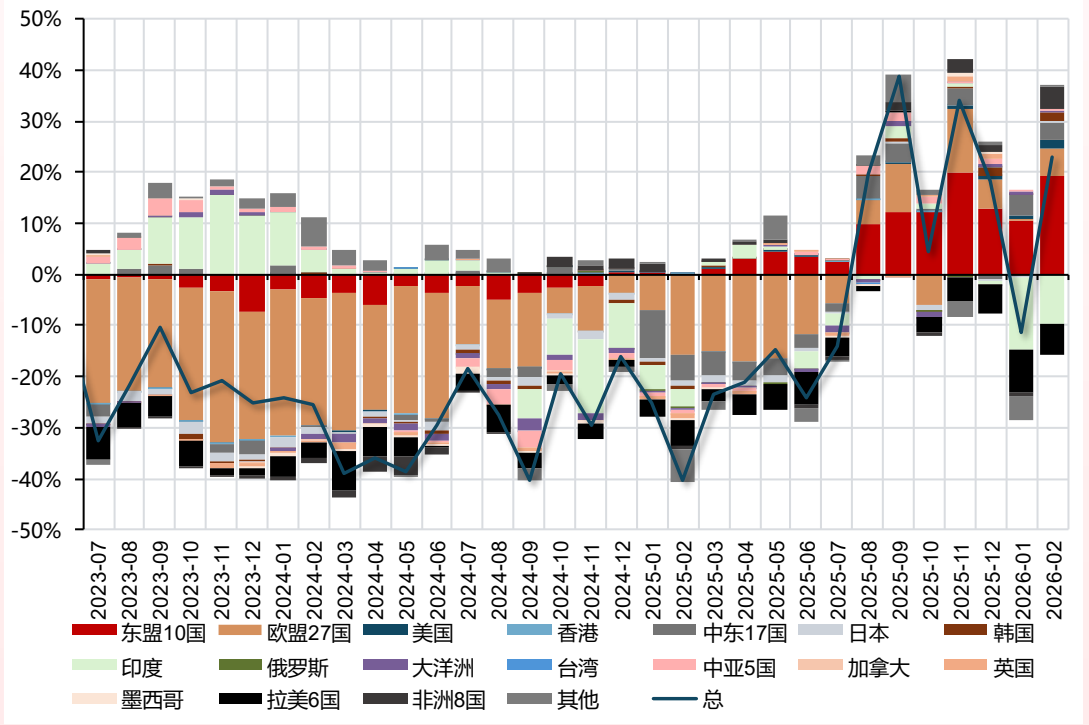
2.3 美伊冲突进一步提升了中国出口份额：光伏

- **油作为能源的角度：短期对亚洲出口发电设备（风电光伏）和电力设备（储能+输配电）可能增加。**
- 日韩和东盟都缺能源，但无论是发电还是储能、输配电设备，日韩对中国出口的拉动量都极低，东盟是关键拉动。

中国电池电网出口结构：欧盟、东盟是主要增量



中国光伏出口结构：东盟、非洲、中东是主要增量



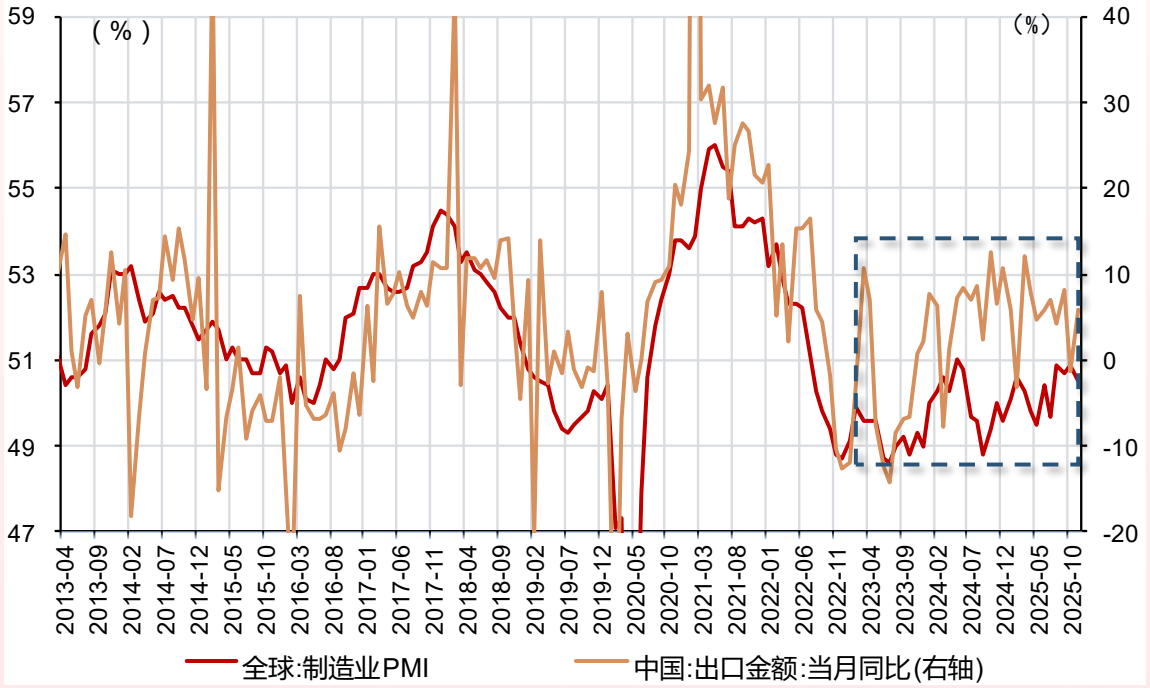
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

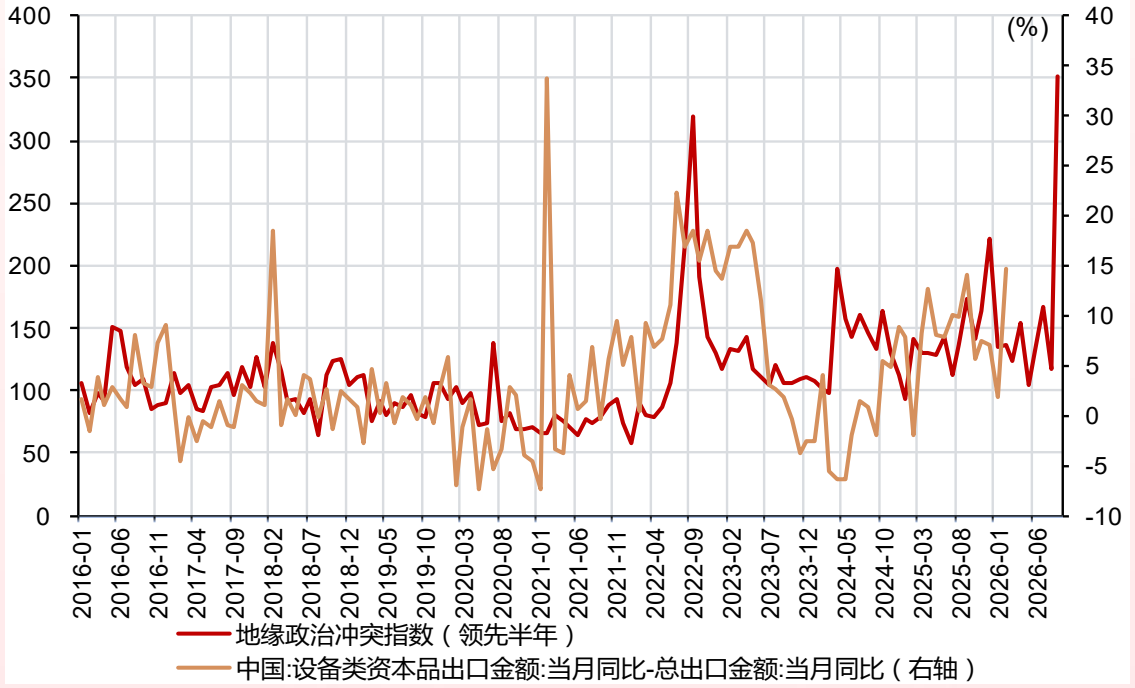
2.3 美伊冲突进一步提升了中国出口份额：电力机械设备

- **油作为能源的角度：中长期利好中国资本品出口。**
- 2022年俄乌冲突以后，①全球地缘冲突烈度提升；②全球产业投资增速中枢提升；③中国资本品出口增速提升。
- 市场过去以为，逆全球化不利于作为世界工厂的中国出口；但中国已经成为世界工厂的工厂，逆全球化利好电力+机械设备出口。

2022年以后中国出口与全球经济脱钩



2022年以后地缘冲突加剧，强化资本品 “安全-发展” 属性



资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、K型分化加剧：全球经济新常态

二、K型上一脚：科技制造延续高景气

三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战

四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件

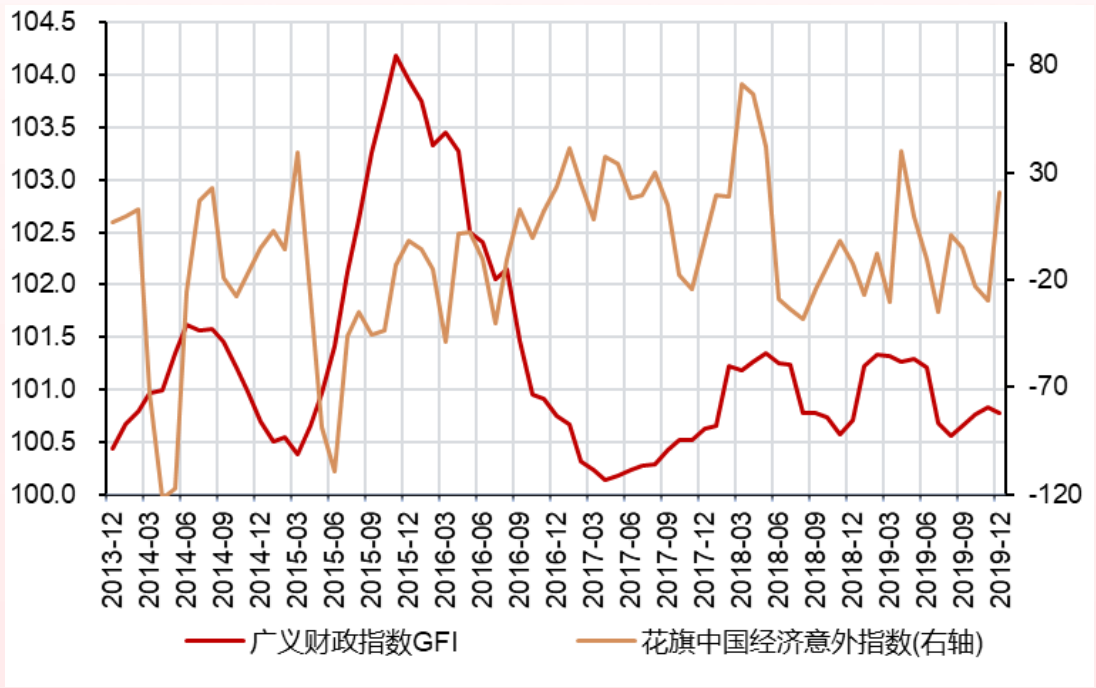
五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

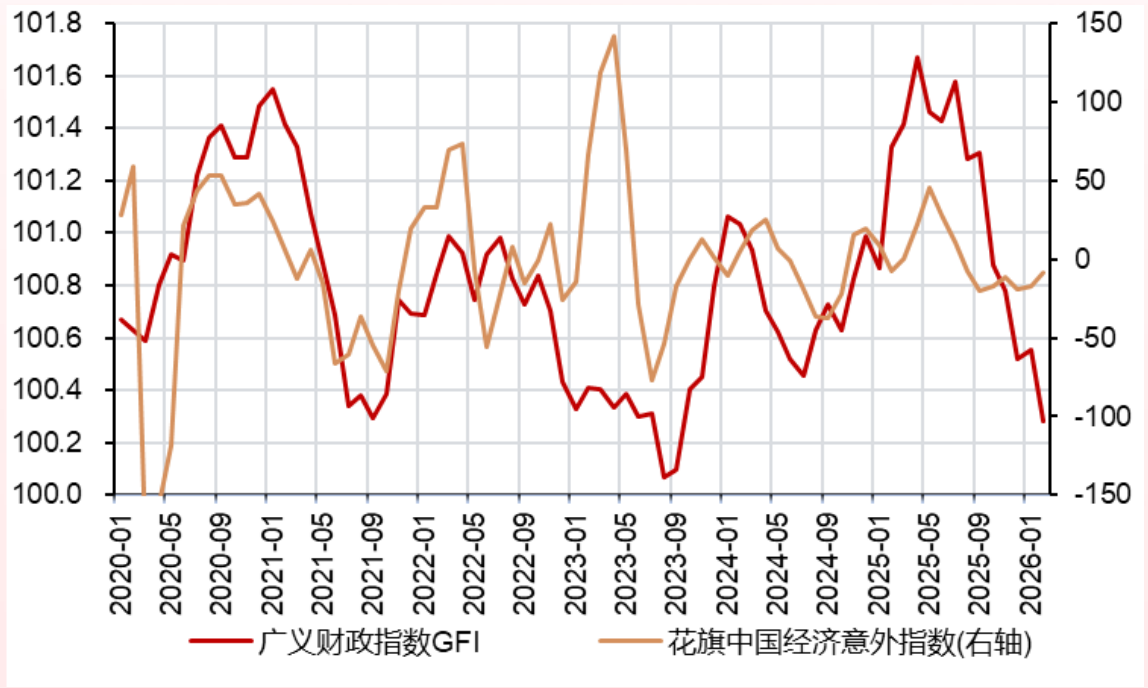
3.1 传统经济温和修复态势未改：财政视角

- **2020年之前，财政政策没有那么重要，因为经济内生动能较强；但2020年后，财政力度与经济表现的相关度显著增强。**
- 今年财政预算内赤字率与去年持平，广义赤字率略有下降，财政仍维持一定强度但边际上没有进一步走强。

2020年之前，广义财政指数与花旗中国经济意外指数相关度较低



2020年之后，广义财政指数与花旗中国经济意外指数相关度较高



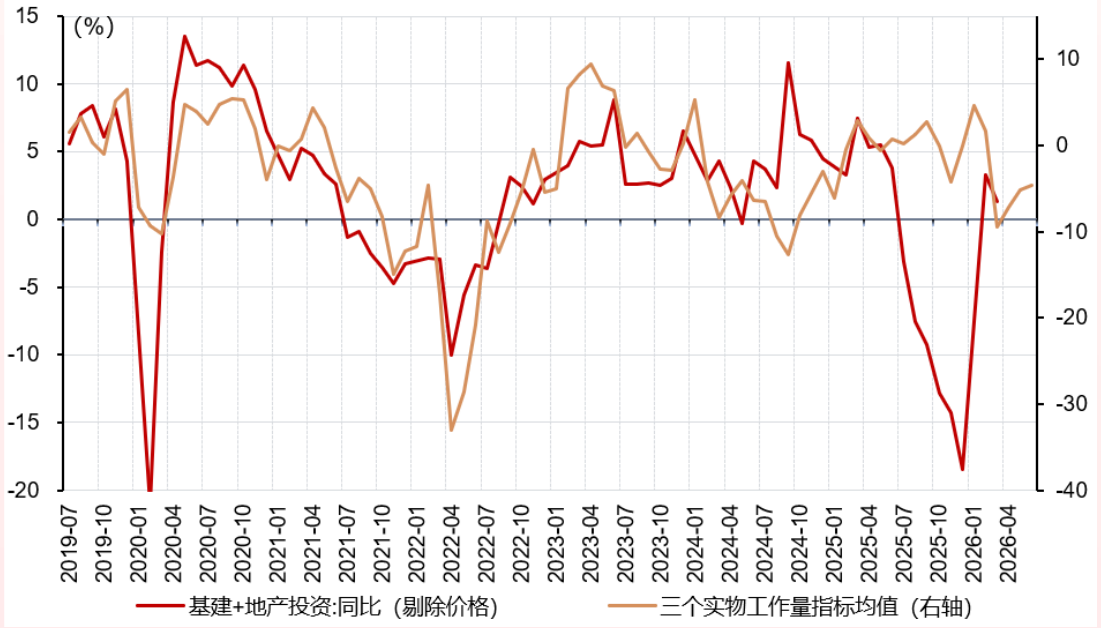
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

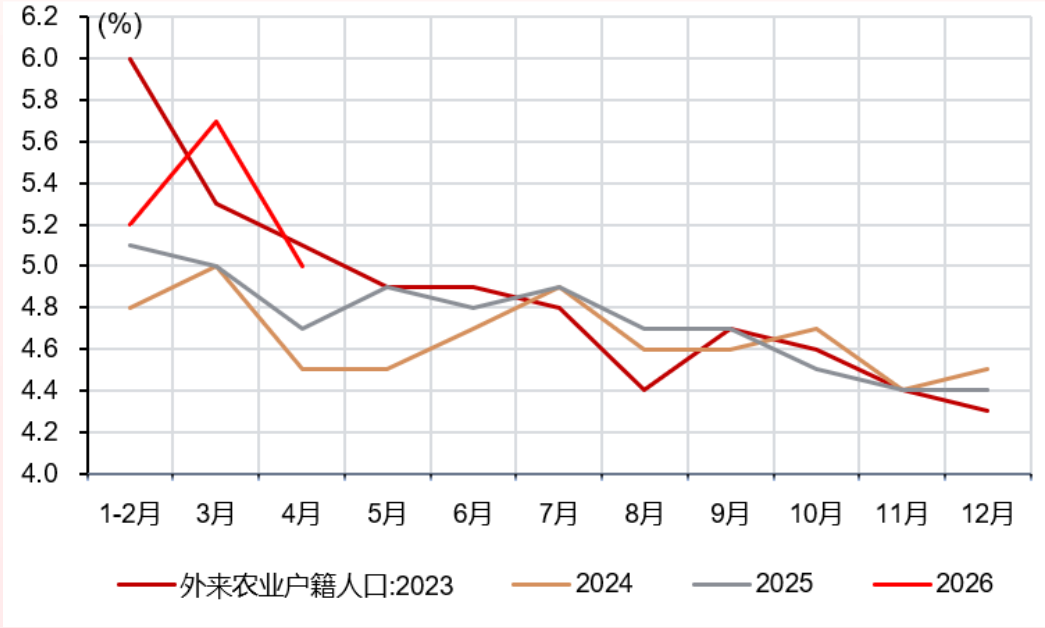
3.2 传统经济温和修复态势未改：实物量视角

- **2024年以来固投数据和实物工作量数据有所背离。**原因是固投的统计方法是财务支出法，与实物工作量并非完全对应，后续主要关注实物工作量的进展。
- **年初以来农民工群体失业率有所走高。**农民工群体所从事的工作岗位集中在服务业和建筑业，这也与PMI的结构分化相吻合。

2024年之后固投数据与实物工作量有所背离



年初以来农民工群体失业率走高



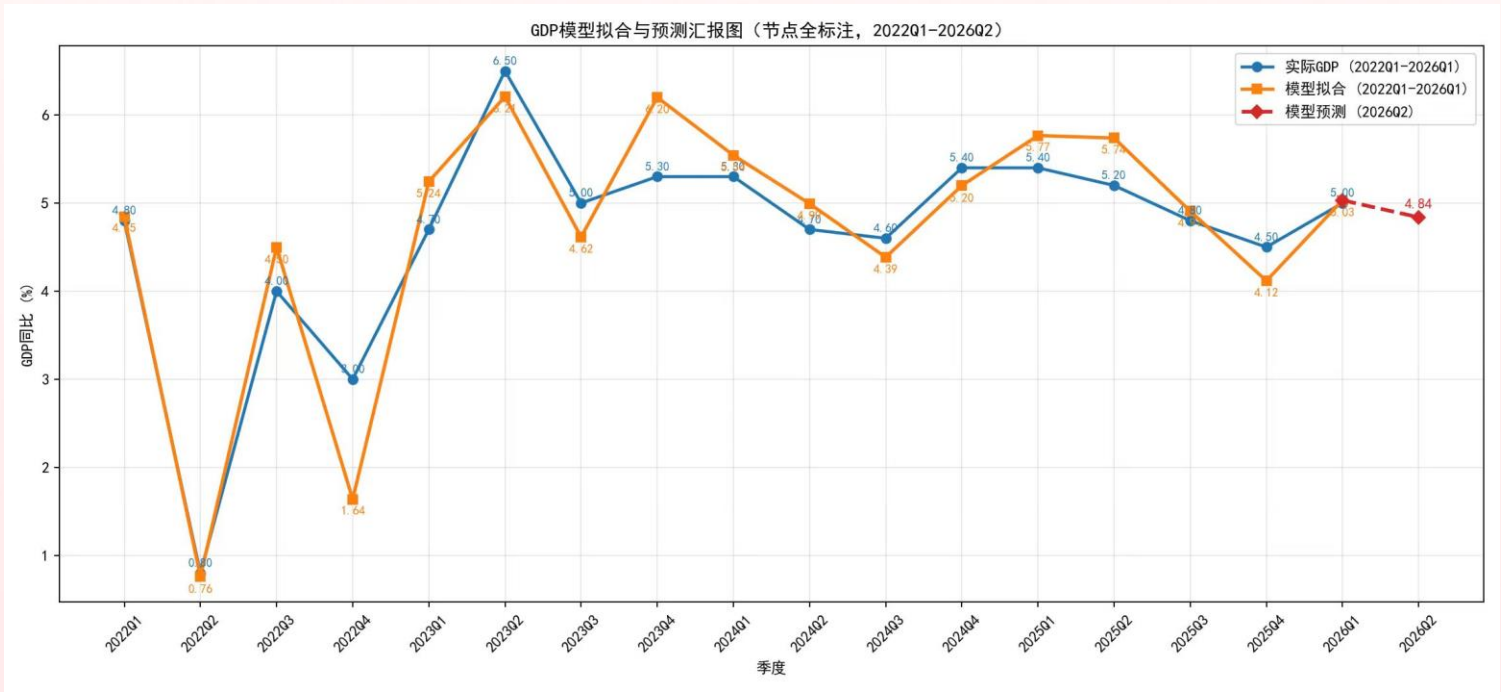
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 传统经济温和修复态势未改：量化模型视角

- 从我们GDP nowcasting模型来看，二季度经济动能较一季度小幅走弱。

周频GDP显示二季度经济动能小幅走弱



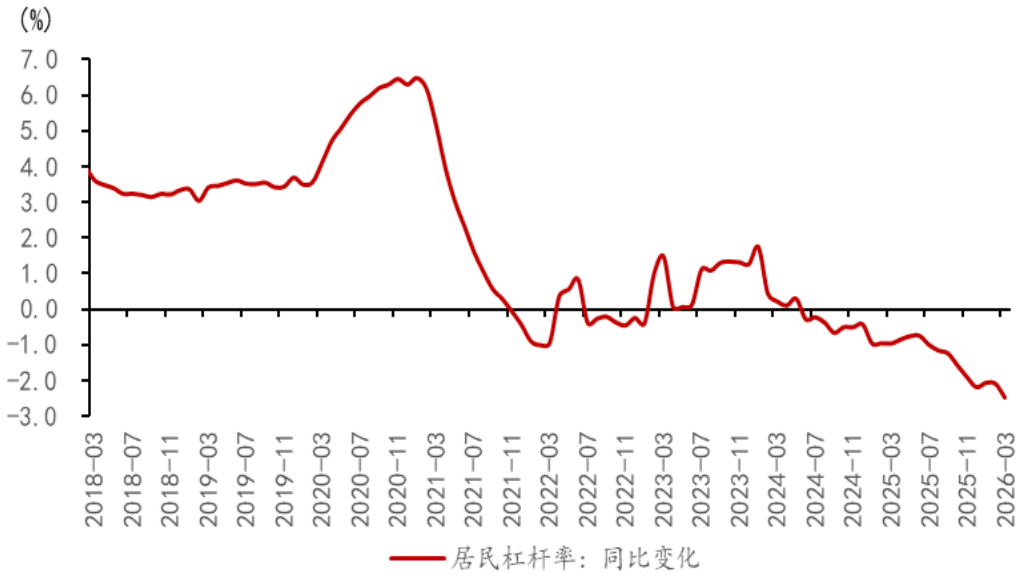
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

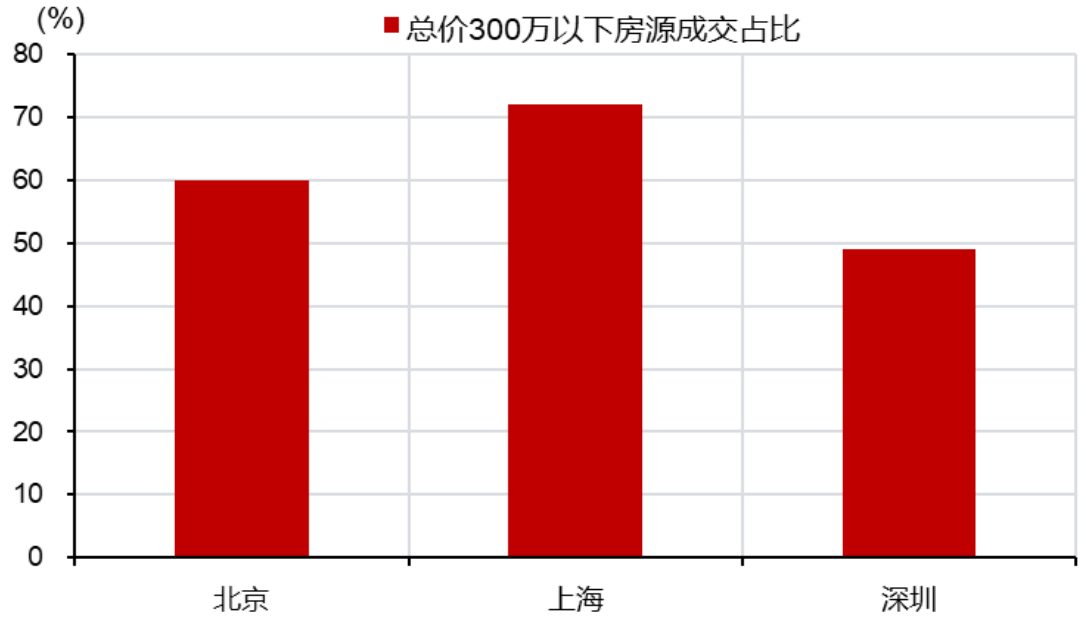
3.4 房地产“小阳春”背后的结构分化

- **房地产“小阳春”成交火热，表明房企可能已度过最困难的阶段，但低总价的刚需盘占比高。**根据中国房地产业协会官方网站“中房网”的数据，北京、上海、深圳300万以内成交占比分别达到60%、72%和49%，背后体现了居民加杠杆意愿仍然薄弱。

居民部门杠杆率同比仍处于下降通道



总价300万以下房源成交占比较高（2026年3月）



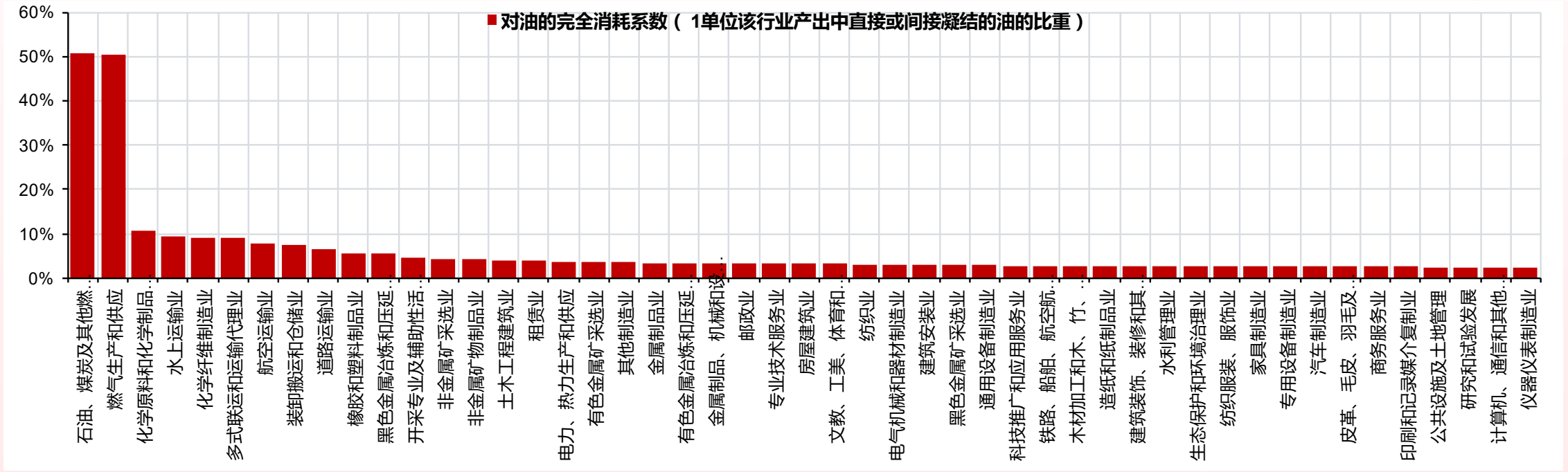
资料来源: 中房网，Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 油价上涨带来各行业的成本压力

- 以各类产品的“含油量”来看，石油炼化和燃气供应是成本压力最大的行业，其次是化工和交运。

石油炼化、生活燃气、化工、交运 是四个成本压力最大的行业



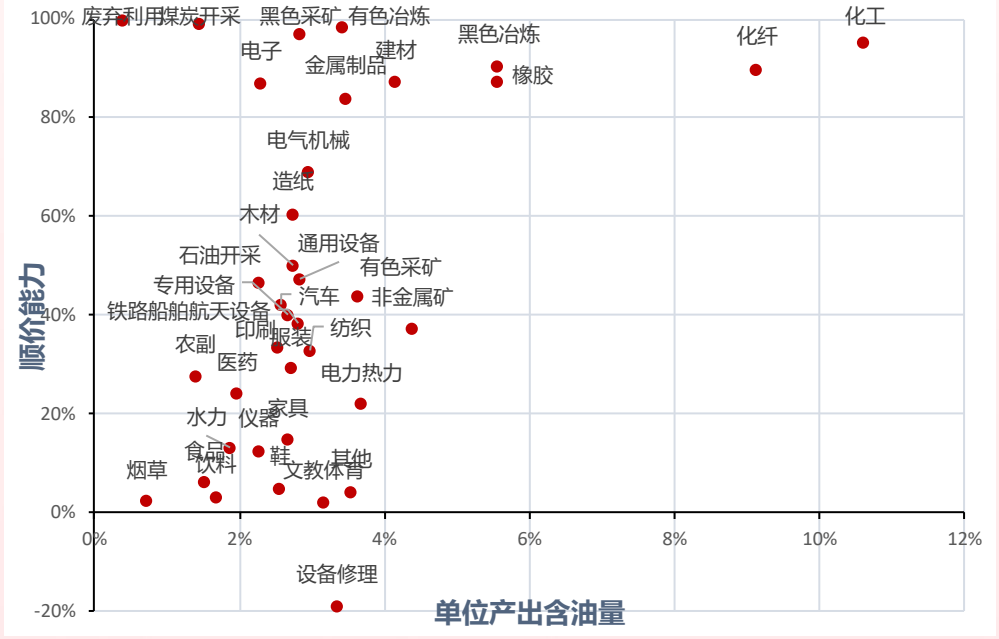
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

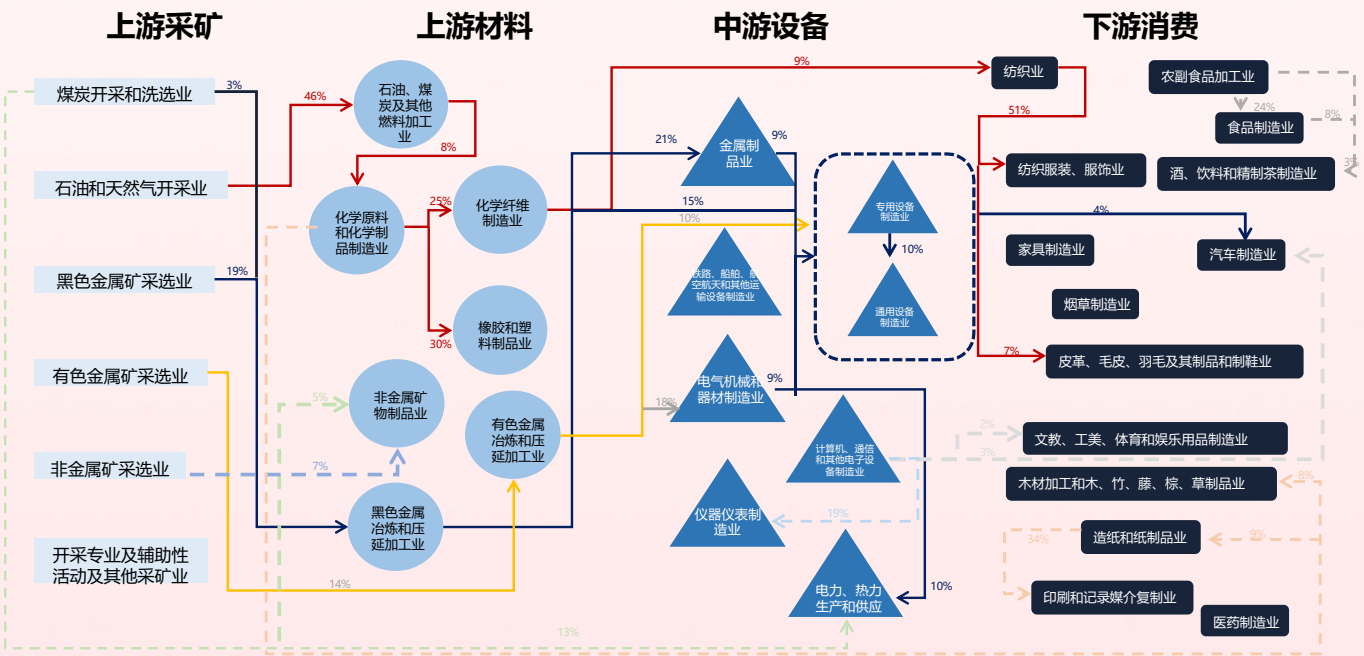
3.5 油价上涨带来各行业的成本压力

- **结合成本压力（对油的完全消耗系数）和顺价能力（成本价与产品价的相关系数）来看：**
- ① **燃气供应业**成本压力极大同时顺价能力较弱，需要依赖政府补贴；
- ② **上游采矿业**：能源开采营业收入和利润率均有提升；
- ③ **上游材料制造业**：石油冶炼和化工行业虽然成本压力较大，但是价格传导能力极强，利润率不受影响，营业收入被价格提振；
- ④ **下游消费品**和**中游资本品**成本压力几乎相同、也都直接受上游材料行业价格传导，但**顺价能力方面：中游>下游。**

成本压力 vs 顺价能力（剔除燃气供应业）



产业链结构看油价的传导模式：油→化工→①中游、②下游



资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

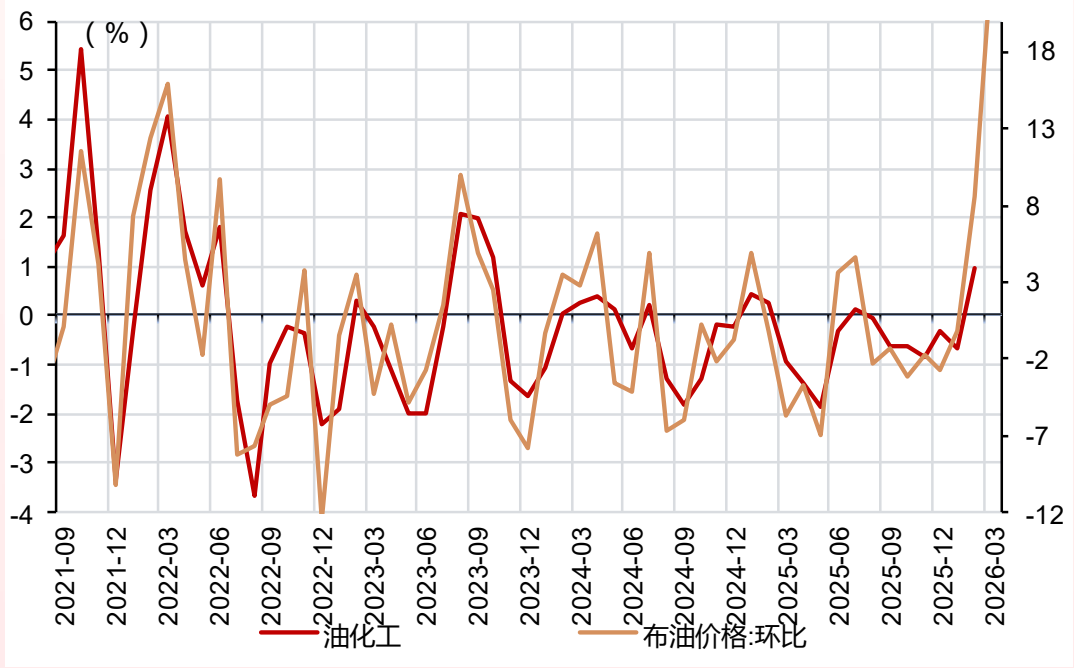
3.6 物价的总体预测：PPI

- **总体来看，油价上涨对价格影响的基本结论：**

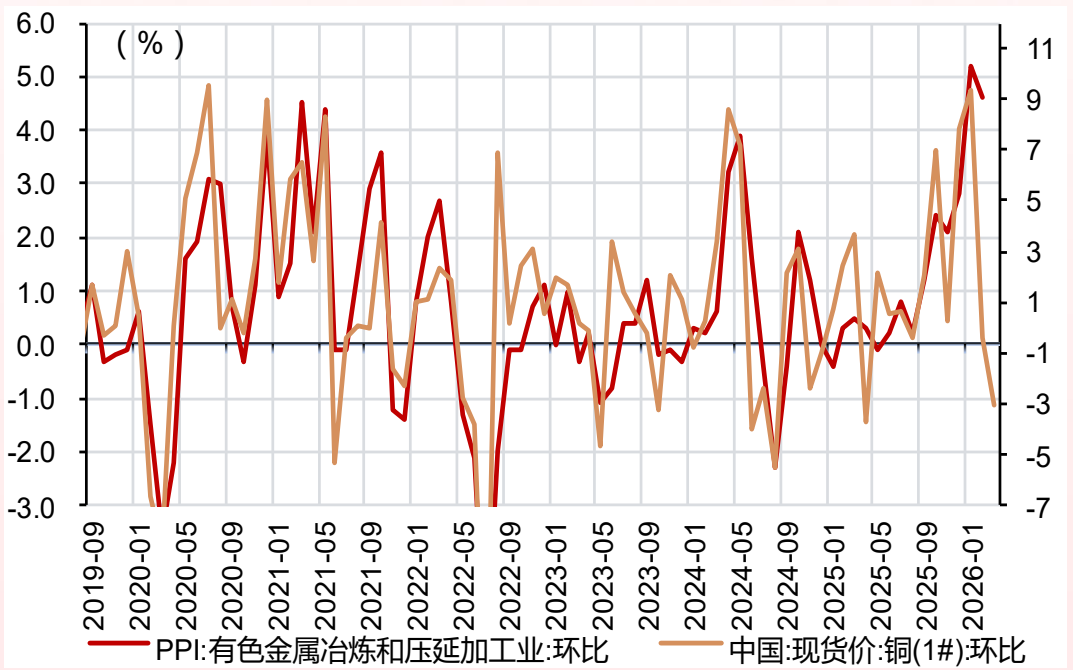
✓ 布油通过影响油化工和煤化工版块价格来带动PPI，同时考虑铜价下跌拖累一定的PPI；通过影响CPI的水电燃气和交通能源来影响CPI

✓ 布油每涨10%，PPI涨0.31%；CPI涨0.14%。

油→PPI:油化工板块→PPI



油→PPI:有色链条→PPI



资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

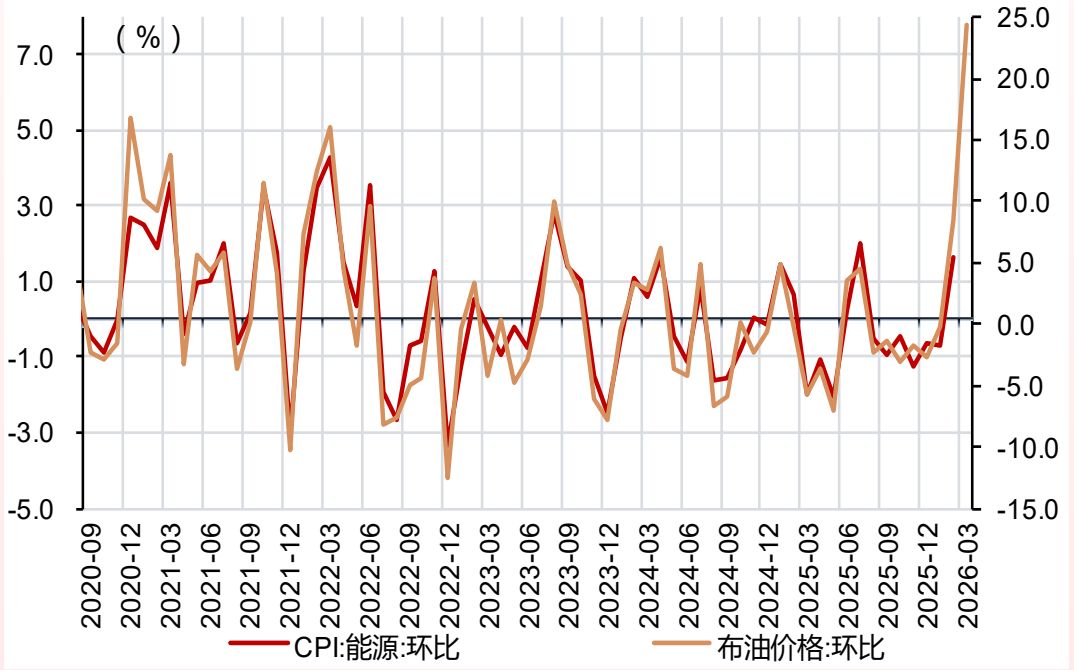
3.6 物价的总体预测：PPI向CPI的传导

- **总体来看，油价上涨对价格影响的基本结论：**

✓ 布油通过影响油化工和煤化工版块价格来带动PPI，同时考虑铜价下跌拖累一定的PPI；通过影响CPI的水电燃气和交通能源来影响CPI

✓ 布油每涨10%，PPI涨0.31%；CPI涨0.14%。

油→CPI:能源板块→CPI



油价上涨10%对PPI和CPI的影响

价格指数	输入变量	机制	拉动系数	占比	拉动
PPI	油价+10%	油化工	0.25	12.6%	0.32%
		煤化工	0.14	3.6%	0.05%
	铜价-2.5%	有色采矿	0.17	0.3%	0.00%
		有色冶炼	0.33	7.0%	-0.06%
		合计		16.2%	***0.31%***
CPI	油价+10%	水电燃料	0.14	9.64%	***0.14%***
		交通能源			

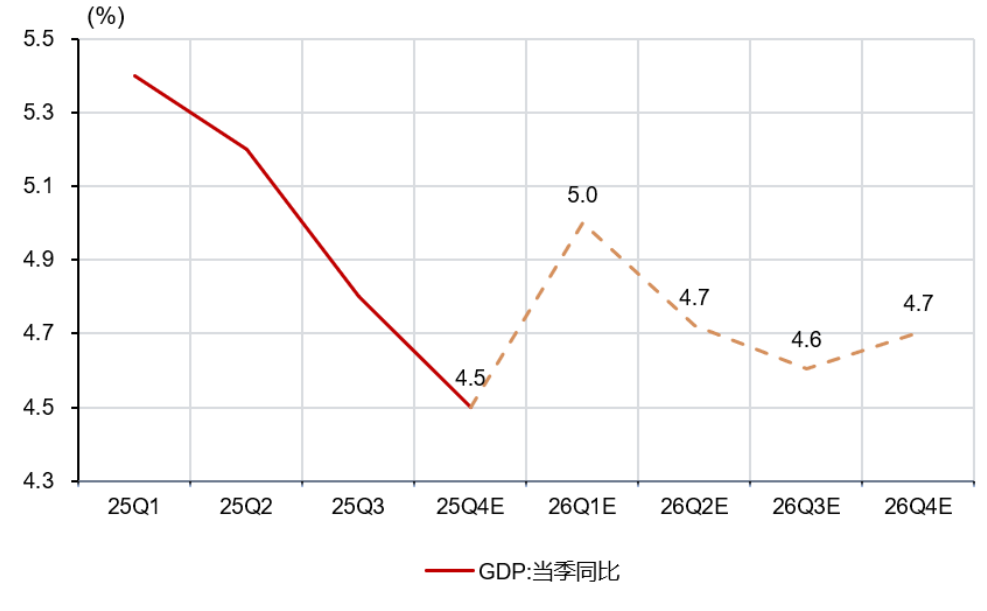
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

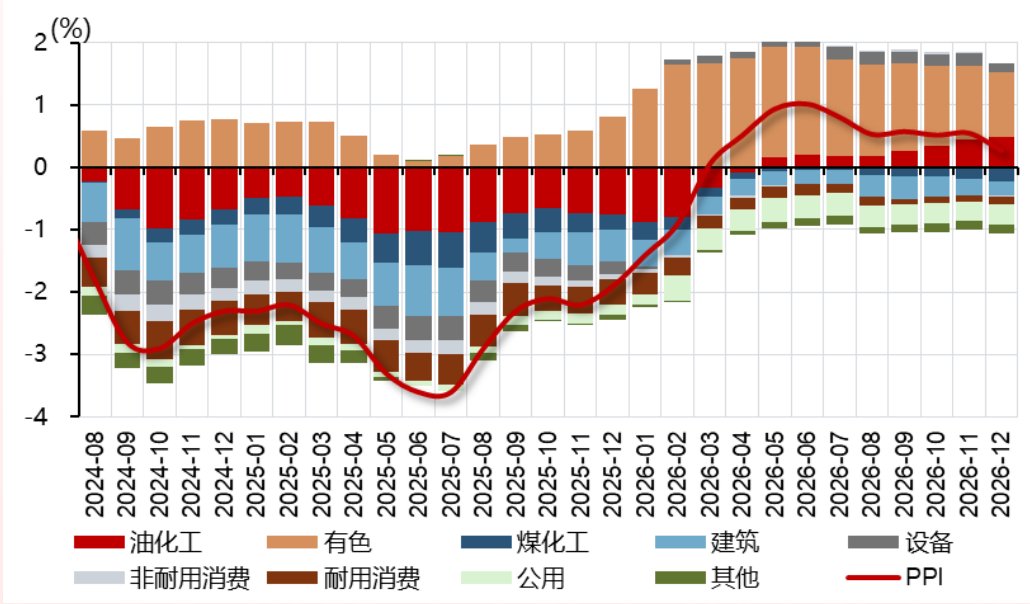
3.7 预计Q2将是全年名义增速高点

- Q1GDP同比增速实现区间目标的上沿，基本可以确认全年高点已出现。
- 预计Q2GDP平减指数转正，名义GDP将出现全年高点。

预计GDP全年运行在区间目标上沿



预计今年PPI高点将在5-6月出现



资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、K型分化加剧：全球经济新常态

二、K型上一脚：科技制造延续高景气

三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战

四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件

五、风险提示

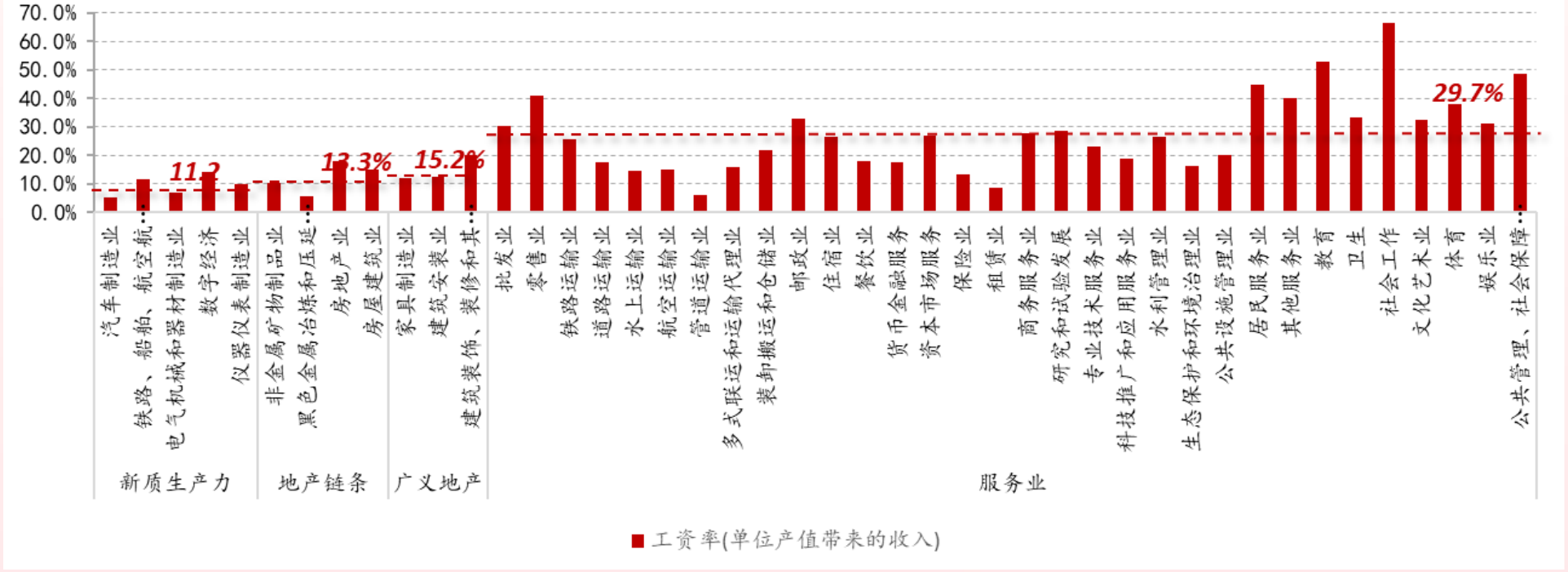
下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 内生动能修复了吗？就业与收入视角

年初以来，企业整体盈利改善和通胀温和回升，带来市场对内生动能是否企稳的讨论。如果只做简单的历史复盘，结论很难令人信服。关键需要穿透数据表象看到本质，**即居民就业和收入是否提升。**

从GDP的角度来说，中国经济转型已经成功——新质生产力超过传统经济；但从就业角度，经济转型带来的就业缺口仍待弥补。

服务业的工资率整体上高于制造业



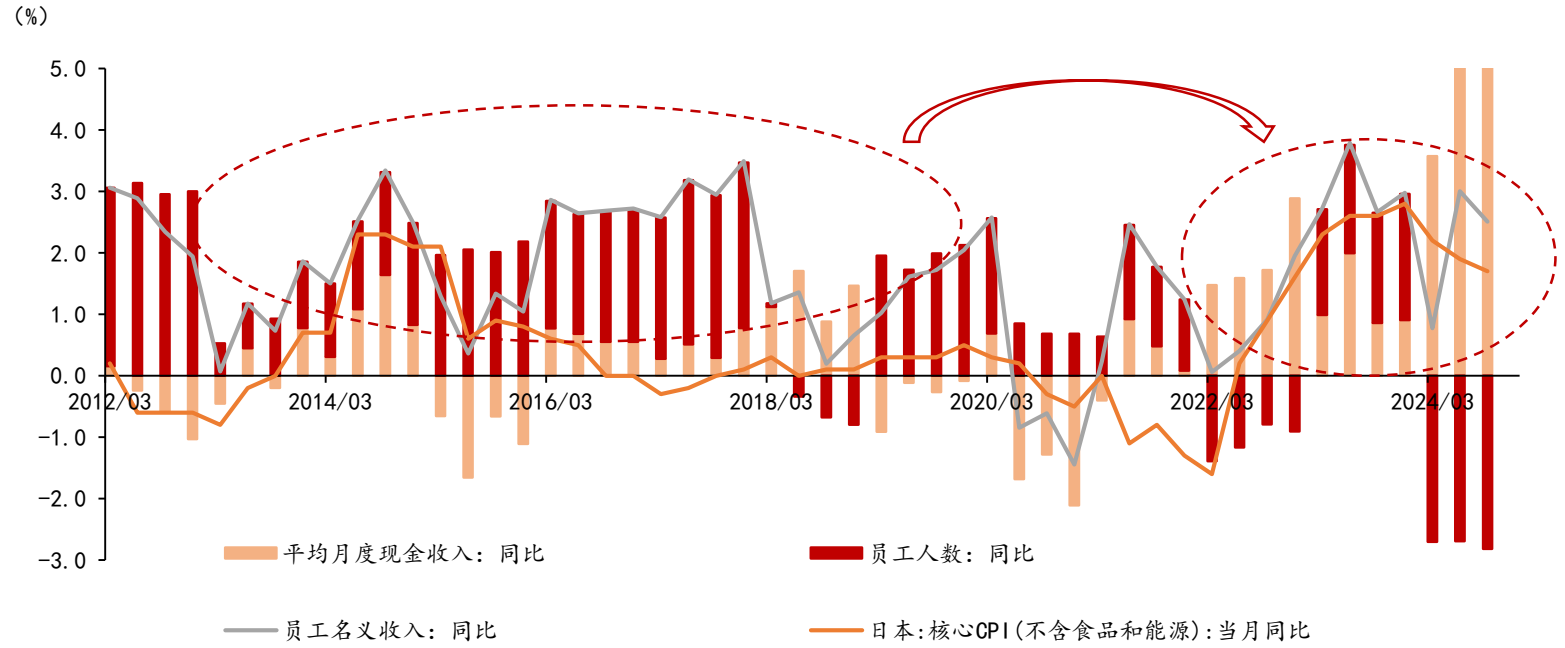
数据来源：Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 如何看待输入性通胀的影响？

- **如何看待输入性通胀的传导？**一种观点认为“下游没有需求承接”（占多数）；也有观点认为供给侧和需求侧通胀难以严格区分，存在“名义增长幻觉”，微观主体会因为上游物价上涨去做投资和消费。日本2022年之后的输入性通胀带来“工资-通胀螺旋”似乎可以印证这一点。
- **但需要看到，日本输入性通胀像国内工资的传导具有非常严格的前提条件，即婴儿潮一代永久退出劳动力市场。**

日本居民收入由劳动参与提升驱动向名义工资驱动转变



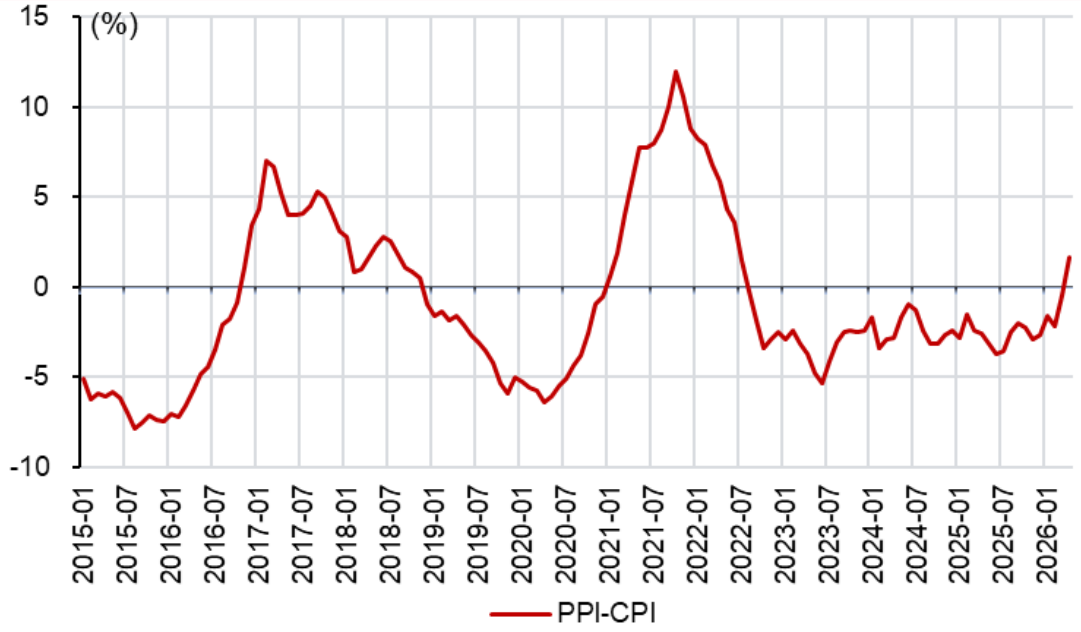
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

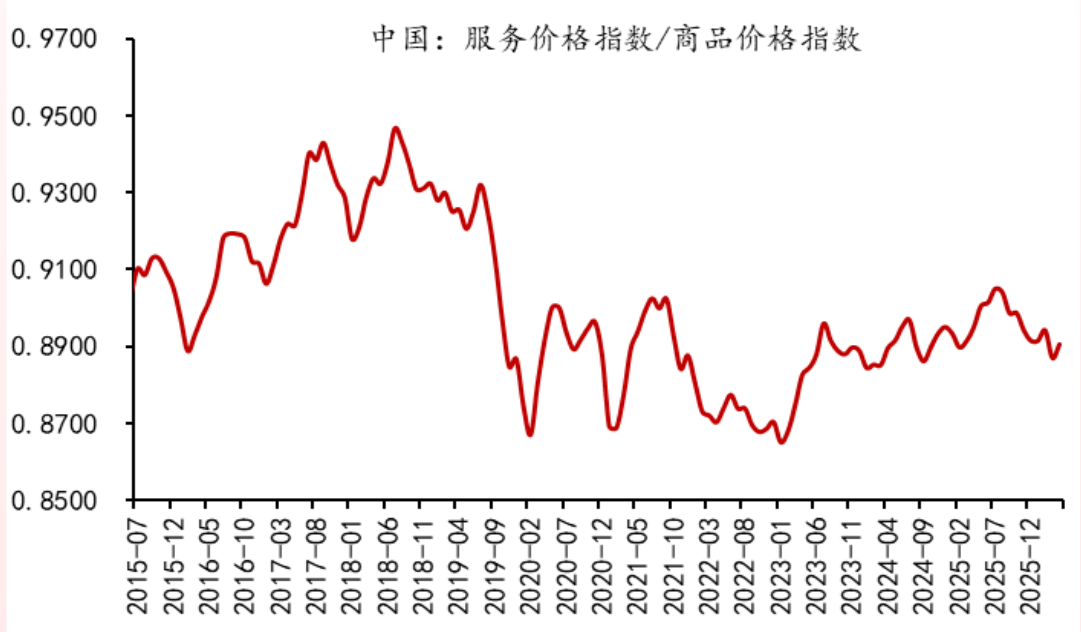
4.2 如何看待输入性通胀的影响？

- 通胀数据盯住两个结构：一是PPI与CPI剪刀差（反映物价的传导），二是CPI中服务价格与商品价格之比（反映“人”的要素是否变贵）。

今年以来PPI-CPI剪刀差走扩



服务价格/商品价格



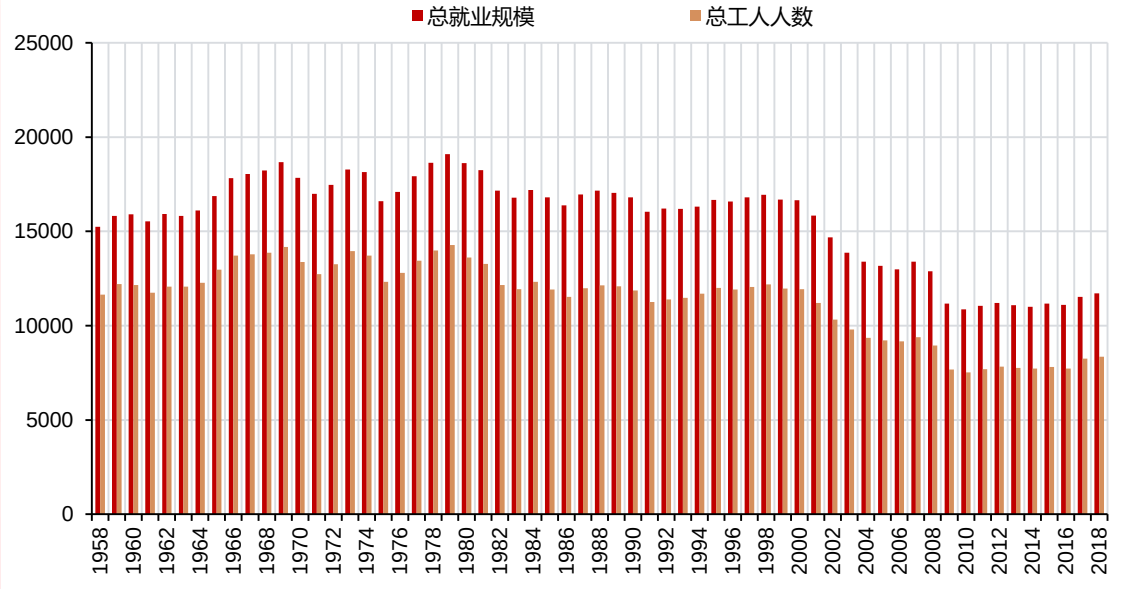
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

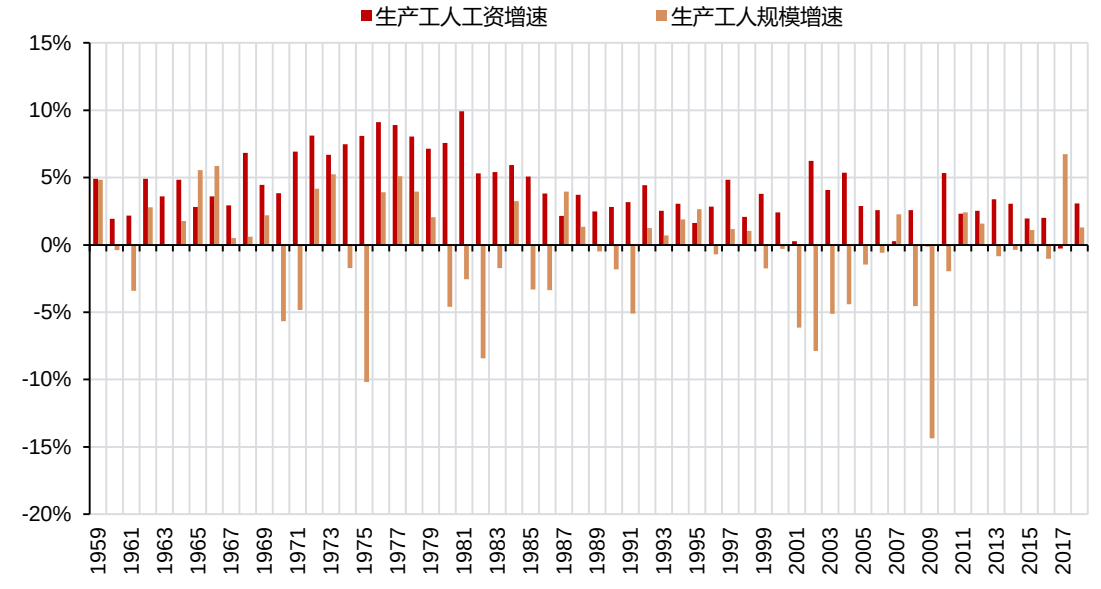
4.3 AI替代就业的反直觉结论：历史上“机器换人”高峰期，工人整体福利改善

- **“机器换人”高峰期，工人反而改善：**1960-1970年间，美国制造业总设备与人均设备提升（分别为55%、39%），就业整体增长（就业与生产工人分别增长12%、10%），薪酬上涨（就业与生产工人分别增长63%、49%）
- **直到四小龙+中国崛起。美国才真正“去工业化”。**

美国“机器换人”对工人人数影响不大，但全球化分工影响巨大（千人）



整体来看美国工人工资在“机器换人”之后有了更快增长



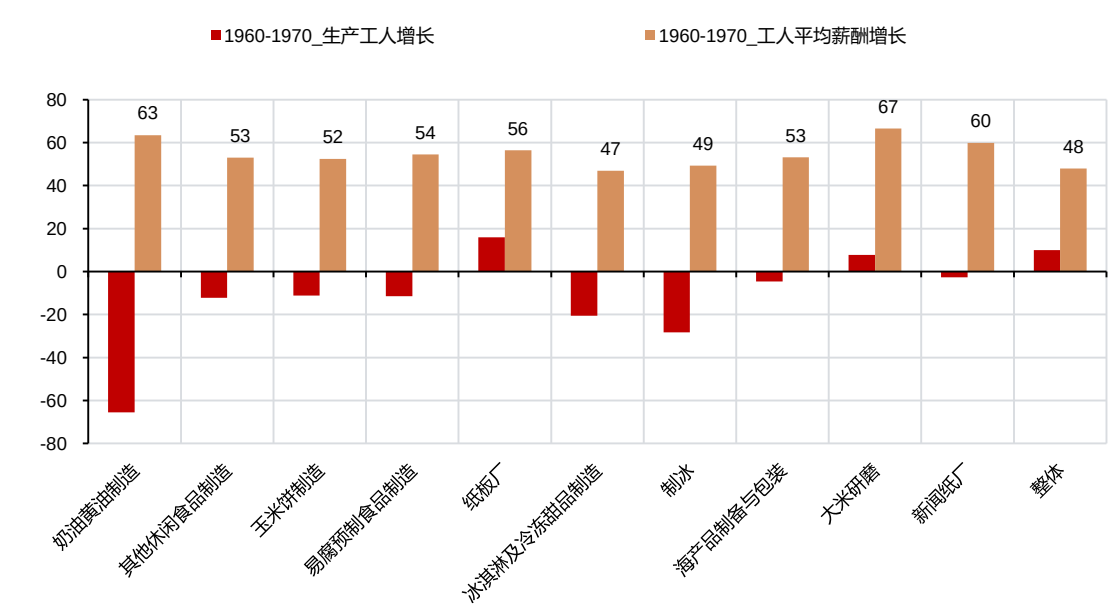
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

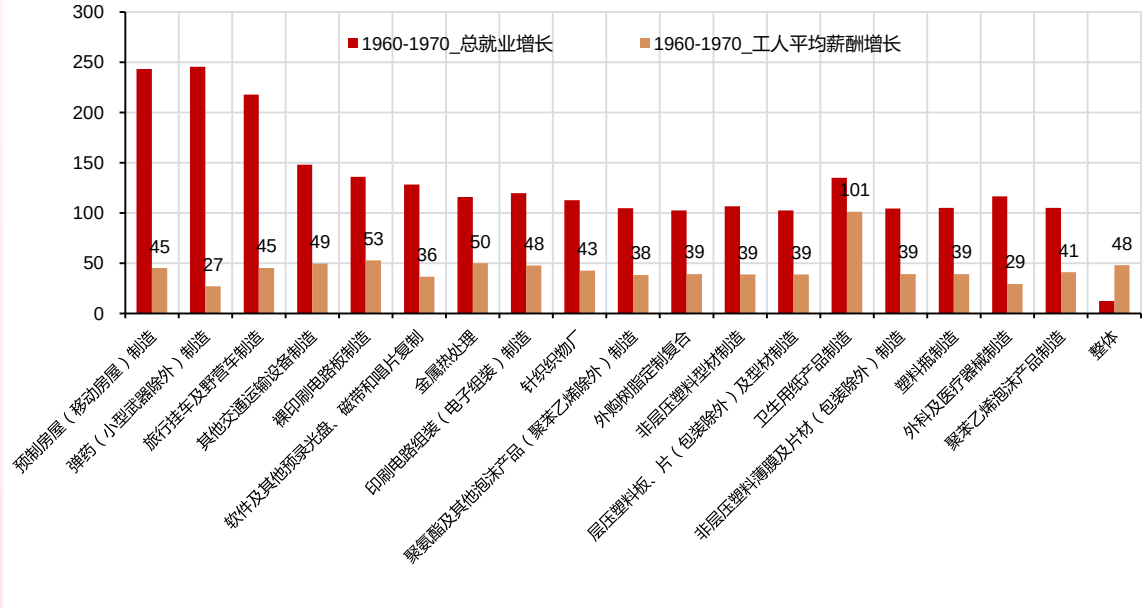
4.3 AI替代就业的反直觉结论：“机器换人”的影响非常结构性

- **哪些行业正在扩张？**集中在房、车（通胀推高了传统住房成本，使中等收入群体难以负担传统住宅，预制房屋开始盛行，拖车也演变为活动房屋）、计算机、军工（越南战争升级带来的军事开支扩张），以及相应的中间品，但这些行业薪酬增速未必更高。
- **两个因素实现对冲，最终结果是正向的。**

相对整体制造业，美国前十大扩张行业（以总就业人数衡变化排序）数据显示，薪酬没有一定规律，多数情况下跑输整体（单位：%）



相对整体制造业，美国前十大扩张行业（以总就业人数衡变化排序）数据显示，薪酬没有一定规律，多数情况下跑输整体（单位：%）



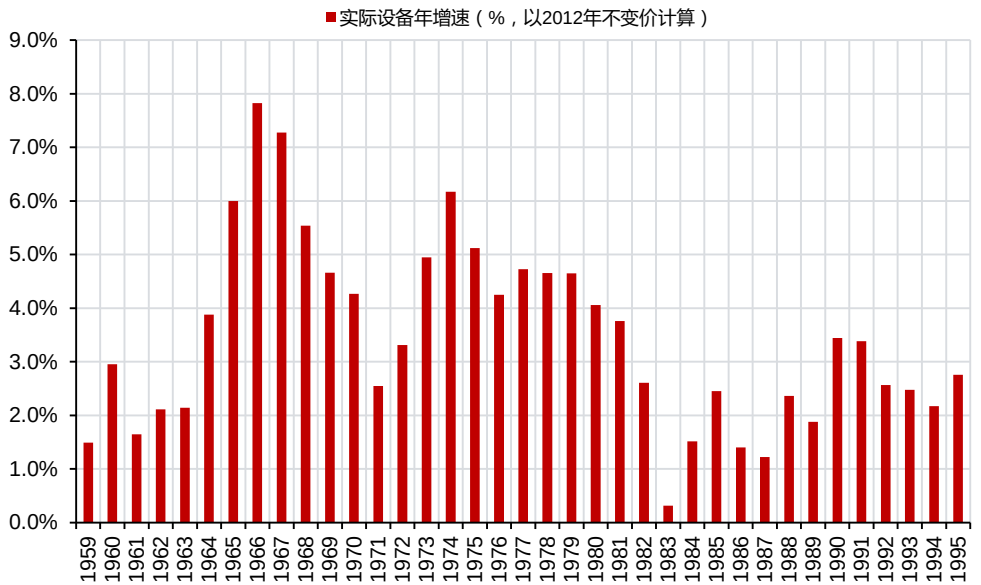
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

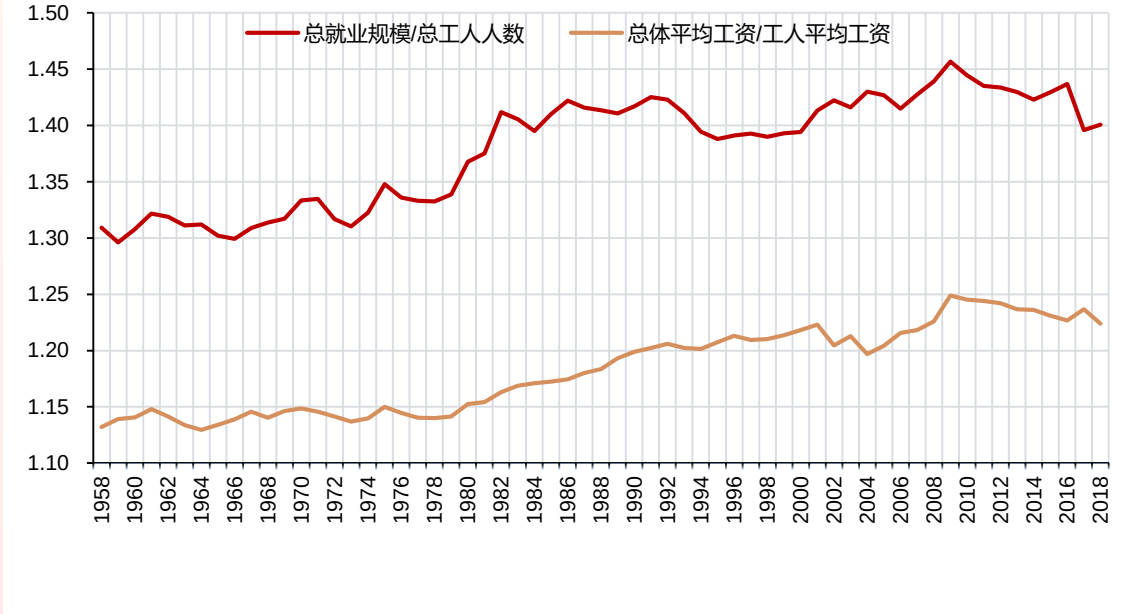
4.3 AI替代就业的反直觉结论：机器并非只替代低技能劳动力

- **与新技术实现互补而非替代至关重要（不是单纯的技能高/低）。**
- 案例研究发现，机器操作岗位的技能要求出现提高，主要体现为数学和视觉技能的提升，维护岗位的技能要求则无系统性变化，这意味着不满足新要求的产线工人比维护、管理岗位更可能被替代。
- 也有企业（根据BLS对一家石油炼油厂的调研）根据资历进行裁员，欠缺经验的员工优先解雇。

60-80年美国制造业设备增速明显偏高



70年代之后，美国非生产工人相比生产工人的人数与薪酬优势都有提升



资料来源: Wind，东方证券研究所

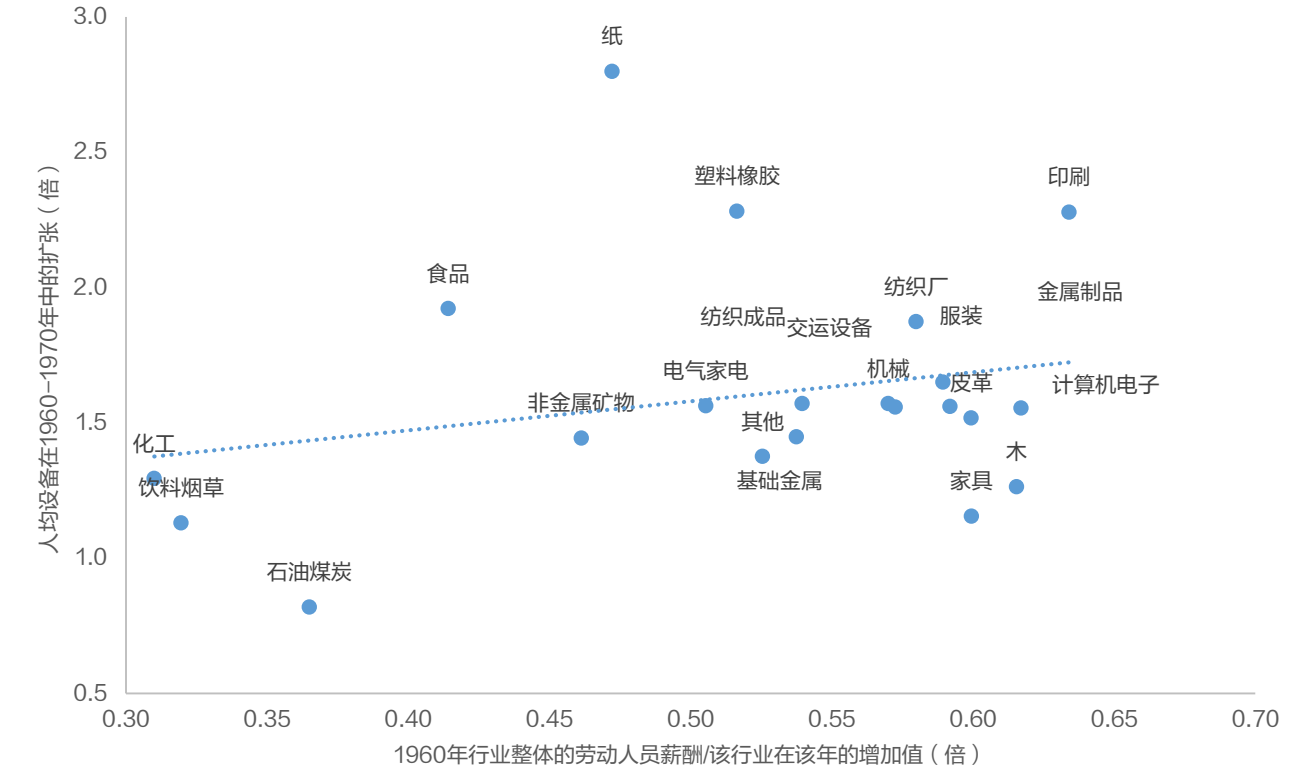
下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 AI替代就业的反直觉结论：机器换人集中在劳动密集型行业

- **以人均设备衡量，“机器换人”烈度最靠前的行业集中在规模大、人工支出多、降本诉求高的消费品制造**，原因在于美国进入大众消费时代，相关市场快速扩张，同时亚洲制造开始显现，日本工厂在这些行业上同样有优势。

- **资方谋求提高控制权，这影响了技术路线。**60年代还有其他技术路线如“记录回放控制”（由机器记录熟练工人的手工轨迹并进行复现，密码需要由机师提供），但绕过机师、直接对话机器的数控技术与工厂管理层的需求更加契合，被替代的不乏熟练机师。

美国消费品制造业“机器换人”烈度比较靠前



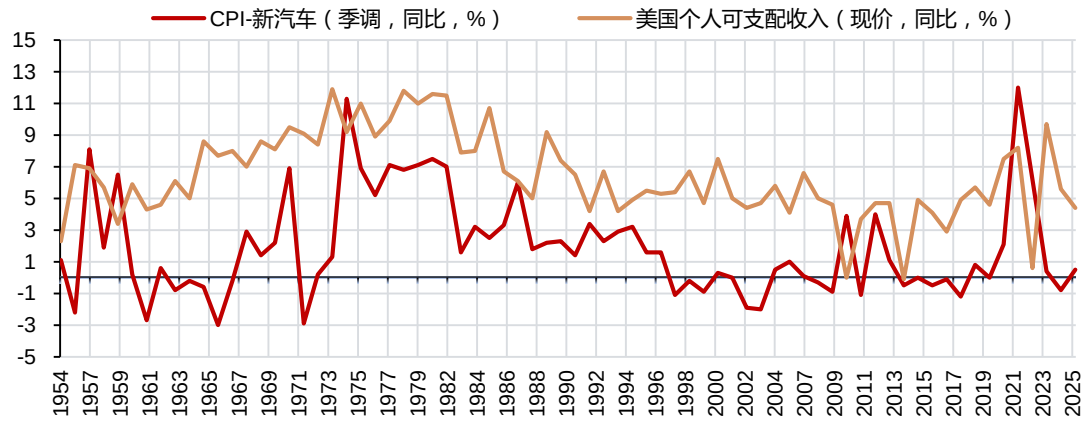
资料来源: Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

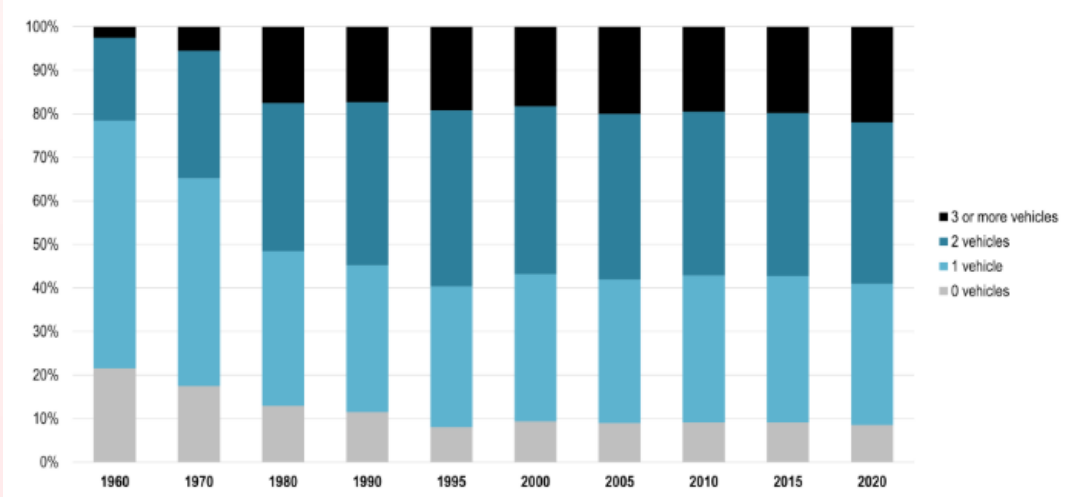
4.3 AI替代就业的反直觉结论：被迫转向低技能服务业≠产业升级

- **根据上世纪60年代美国的经验，再就业难有更高薪酬：**83%被裁工人重新就业，但五分之四时薪低于原岗位，约三分之一降幅达20%以上
- **何时能有新赛道？技术推动降价：**
- 1）自动化产线与工厂使原本昂贵的汽车等耐用品降价，美国汽车价格涨幅明显低于居民收入增速
- 2）互联网扩大需求的关键也是中间商的削弱+消费品价格的降低
- 3）移动应用的发展来自通信、设备价格的降低
- 4）除了成本降低之外，处于效率提升行业的工人工资增长也是购买力扩大的来源

美国收入增速明显跑赢汽车价格涨幅，尤其是"机器换人"阶段



1960年美国无车家庭就仅为22%



资料来源: transportgeography网站，Wind，东方证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、K型分化加剧：全球经济新常态

二、K型上一脚：科技制造延续高景气

三、K型下一脚：传统经济持续修复面临挑战

四、何时收敛：通胀-工资螺旋的必要条件

五、风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

- 1）政策面临长期与短期的权衡取舍：短期政策效果有边际递减的风险，长期政策可能无法立即见效。
- 2）大国博弈的过程、节奏与结果具有高度不确定性，短期对资产价格造成扰动。
- 3）假设条件变化影响测算结果。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。