

商品和资本流动下，全球产业链重构解构

摘要

- 商品流动：从对外贸易的角度。**如果用进出口总额占GDP的比重来衡量一国经济对外贸易依存度，近30年不同收入水平的国家和地区的外贸依存度变化差别较大。全球外贸占GDP的比重在2009年后逐渐下行，高收入水平国家或地区，1970年后外贸依存度基本处于波动上行趋势，中等收入水平国家和中等和低收入国家在2008年之后，外贸依存度呈现不同趋势变化，另外在中等收入国家中，越南、墨西哥在2010年后，外贸总额占GDP的比重呈现与其他主要新兴市场国家不同的上行趋势。2010年后我国与美国、欧洲等主要出口目的地的贸易份额有所下降，而东盟、俄罗斯以及非洲的占比逐渐上升；美国进口贸易友岸化和近岸化特点逐渐突出；越南向美国、中国和欧盟出口量最多。产品方面，2020年后，我国进口机电产品占比持续回落，上游商品进口回升，新三样的出口占比提升，机电产品出口占比较稳定。
- 资本流动：宏观及微观视角。**从FDI来看，全球FDI占GDP的比重自2007年之后波动下滑，整体与全球贸易的趋势一致，主要由发达国家引领。近年，FDI流入发展中国家的分布明显不均。疫情前，全球外商投资占比的下行，已成为既定趋势，主导因素除了自动化程度的提高、技术进步之后，逆全球化趋势、地缘政治局势的因素影响更重要，这也就使得外商直接投资的碎片化和局部化程度更高。从战略FDI看，2019年开始，流向亚洲国家的战略FDI下降，2021年后略有回升，但幅度较小，相比之下，流向美国和欧洲的战略投资更具弹性。从跨国公司看，自动化和数字技术应用推动的生产本地化促使全球价值链演进的动力机制由成本驱动转向知识和创新驱动，使得全球生产和贸易趋向集中，产业链供应链更短以及地域分布更加集中，大多跨国公司调整其产业链布局，东南亚和南美是转移重点。
- 产业链变化之对于通胀和方向。**疫情后产业链供应链阻塞可以解释约一半的通胀上行，数字技术开启了新一轮科技革命，并走向大规模商业化应用，对全球产业链带来越来越重要的影响。全球产业链正在塑造新的格局，在此背景下，未来有三方面的趋势：区域化趋势愈发加强；数字技术在重塑全球产业链的参与程度明显提高；通胀在全球产业链重构的过程中或发生结构性变化。
- 风险提示：**地缘政治风险超预期，全球经济增长低于预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

- 周期之下的波动与回归——从财政政策的角度 (2024-01-12)
- 又是一轮“虚幻的黎明”？——关于日本疫后物价上行持续性的探究 (2024-01-04)
- 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
- 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
- 风已起，全球基建轮动 (2023-10-25)
- 从消费信贷看美国家庭资产负债表 (2023-09-30)

目 录

1 商品流动：从对外贸易的角度	1
2 资本流动：宏观及微观视角	5
2.1 从 FDI 来看，更加局部化和碎片化.....	5
2.2 从跨国公司看：多元化和短链化.....	7
3 产业链变化之对于通胀和方向	9

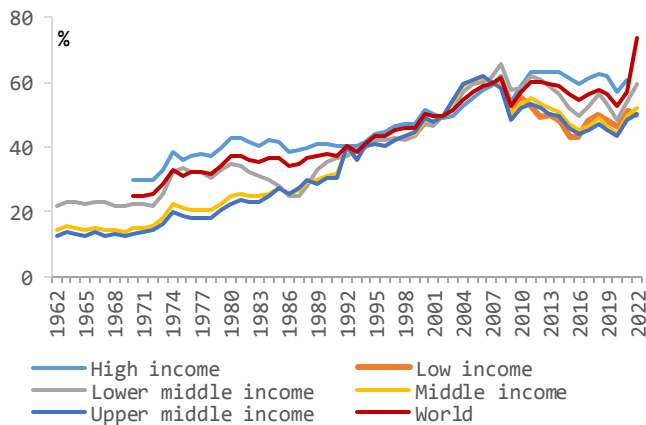
图 目 录

图 1: 全球不同收入国家外贸占 GDP 的比重	2
图 2: 我国进出口和出口占 GDP 比重变化	2
图 3: 我国与主要贸易伙伴进出口金额占比变化	3
图 4: 我国向主要贸易伙伴出口占比变化	3
图 5: 美国向主要贸易伙伴出口占比变化	3
图 6: 美国从主要贸易伙伴进口占比变化	3
图 7: 越南对主要贸易伙伴出口金额变化	4
图 8: 越南从主要贸易伙伴进口额变化	4
图 9: 主要进口商品占比及增速变化	5
图 10: 主要商品的出口占比变化	5
图 11: 美国不同商品对中国进口的依赖程度	5
图 12: 2023 与 2017 年, 美国从中国进口商品对比	5
图 13: 全球贸易和 FDI 占 GDP 比重变化	6
图 14: 世界主要地区 FDI 流量变动	6
图 15: 战略 FDI 的投资变动近年分化	6
图 16: 半导体领域 FDI 变动情况	6
图 17: 我国制造业对外直接投资变化	7
图 18: 2023 年国家产业链韧性评分	7
图 19: 不同行业跨国公司占比情况 (2008-2016 年均值)	8
图 20: 对比 2015Q1-2020Q1, 2020Q2-2022Q4 全球 FDI 在不同地域之间的变化情况	8

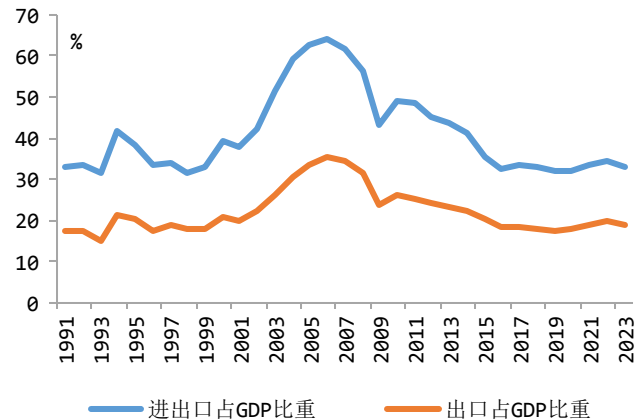
形成全球价值链是全球分工的必然趋势，是跨国制造业企业在全世界范围内优化资源配置的结果。我们在专题《身在其中：从产业角度看全球和我国》中，梳理过历史上四次完整的产业链转移，并指出“每一次大规模的产业转移基本都有一个较清晰的‘主题’，科技创新或产业结构调整为条件，由一个或几个相关产业牵动”，“疫情后，目前世界或正在经历第 5.5 次产业转移，方向在于气候变化和数字化”，在《波动与趋势，如何看大宗商品的超级周期？》中，我们更是将产业链转移与大宗商品超级周期相联系，探求两者之间关系。本篇专题，我们依然从本轮全球产业链重构入手，但更关注产业链自身的变化，落脚于全球通胀并展望未来产业链变化。

1 商品流动：从对外贸易的角度

中国对外贸易依存度自 2006 年之后波动下行，与中等收入国家的整体趋势一致。如果用进出口总额占 GDP 的比重来衡量一国经济对外贸易依存度，近 30 年，不同收入水平的国家和地区的外贸依存度变化差别较大。根据世界银行的数据，全球外贸占 GDP 的比重在 1970 年至 2008 年间，从 24.98% 增长至 61.08%，而后受到全球金融危机的影响，在 2009 年降至 52.57%，2010-2011 年间在经济恢复下明显反弹，之后至 2020 年，都维持在 52% 以上的较稳定的水平，疫情之后在 2021 年和 2022 年该比例因为供应链受阻等因素影响又有明显升高。分收入水平看，高收入水平国家或地区，1970 年后外贸依存度基本处于波动上行趋势，1970 至 2008 年间的上行态势更加明显，外贸总额占 GDP 的比重从 29.71% 上升至 61.77%，而后除了 2009 年外，稳定在 60% 左右的水平，2021 年该比例为 60.69%；中低收入水平国家和地区，1986 年至 2008 年（外贸占 GDP 的比重为 65.66%），外贸依存度持续上升，但之后波动下行至 2020 年的 48.08%，2021 年和 2022 年有所回升，中高收入的国家和地区也基本呈同样趋势；低收入水平国家自 2008 年起，外贸依存度整体波动下行，从 59.94% 下滑至 2020 年的 46.24%，在 2021 和 2022 年略有回升。整体看，高收入国家与中等和低收入国家在 2008 年之后，外贸依存度呈现不同趋势变化，中等收入国家和低收入国家都有所下滑，这或许与逆全球化趋势有关。就我国而言，1990 年后，我国对外贸易依存程度逐渐升高，以人民币来衡量，进出口总额占 GDP 的比例从 1990 年的 29.46%（其中出口占 15.82%），升至 2006 年的 64.24%（其中出口占比为 35.36%），之后逐渐波动下行，2006-2014 年间，进出口总额占 GDP 的比重超过 40%，其中，2009 至 2010 年间小幅反弹，2015 年之后，外贸占比在 33% 至 36% 之间，2023 年，我国进出口总额占 GDP 的比重为 33.12%（其中出口占比为 18.86%）。可见，我国外贸依存度在 1990 年至 2006 年间逐渐升高，但之后明显回落。另外值得注意的是，在中等收入国家中，不同国家的外贸依存变化分化情况较大，越南、墨西哥在 2010 年后，外贸总额占 GDP 的比重呈现与其他主要新兴市场国家不同的上行趋势。自 2008 年全球金融危机以来，包括贸易、资本和人员自由流动在内的全球化进程基本停滞，取而代之的是逆全球化的整体趋势，但同时伴随着产业链重构和科技进步。

图 1：全球不同收入国家外贸占 GDP 的比重


数据来源：世界银行，西南证券整理

图 2：我国进出口和出口占 GDP 比重变化


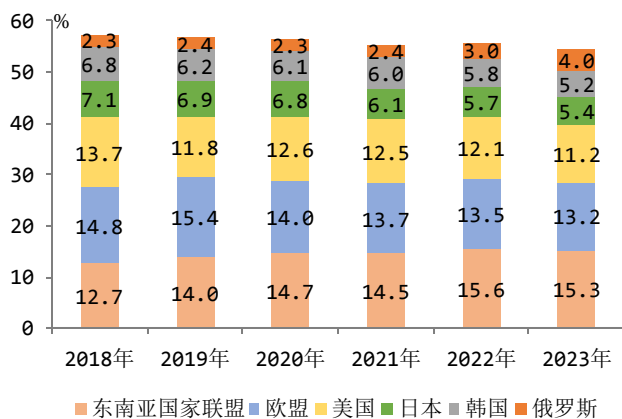
数据来源：Wind，西南证券整理

从主要贸易伙伴的角度，我国、美国及其他主要地区在近 15 年都有较明显的趋势变化。

总的来看，2010 年后我国与美国、欧洲等主要出口目的地的贸易份额有所下降，而东盟、俄罗斯以及非洲的占比逐渐上升。中国方面，2023 年，东盟为我国第一大贸易伙伴，我国与东盟贸易总值为 9117.18 亿美元，较 2022 年同期下降 4.9%，占我国外贸总值的 15.36%，其中对东盟出口 5236.74 亿美元，同比降低 5%，自东盟进口 3880.44 亿美元，较 2022 年降低 4.8%。从我国与东盟进出口占外贸总额的情况看，疫情之后，占比明显提高，自 2022 年 6 月后，稳定在 15% 以上水平，而 2010 年，我国对东盟进出口占比为 9.84%；欧盟自 2020 年 2 月开始为我国第二大贸易伙伴，此前为我国第一大贸易伙伴，2023 年我国与欧盟贸易总值为 7829.87 亿美元，下降 7.1%，其中对欧盟出口 5012.33 亿美元，下降 10.2%，自欧盟进口 2817.53 亿美元，下降 0.9%。从我国对欧盟进出口占外贸比重看，2010 年为 16.13%，逐渐降至 2013 年 13.44%，之后波动上行至 2016 年 14.82%，2016-2019 年间，占比稳定在 15% 左右水平，但之后明显回落，到 2023 年，我国与欧盟进出口占比为 13.19%；美国为我国第三大贸易伙伴，2023 年，我国与美国出口金额同比下降 13.1%，进口同比下降 6.8%，从外贸占比看，2010 年后中美贸易大致可以分为三个阶段：2010-2014 年间，中美贸易较稳定，中国对美进出口总额占对外贸易总额比重在 12% 左右，2015 年-2018 年间，中美贸易往来更加频繁，占比升至 14% 左右，2018 年之后，占比波动较大，2019 年回落后，全球供应链阻塞影响，2021 和 2022 年占比回升，但 2023 年占比再次明显回落；日本为我国第四大贸易伙伴，但从占比趋势看，我国对日本贸易占比在 2013 年之后一直呈波动下行趋势，2023 年我国对日进出口占外贸总额的比例为 5.36%，较 2010 年的 10% 明显下滑。另外，2007 年后，越南逐渐成为我国重要的出口贸易伙伴之一。2023 年，我国对共建“一带一路”国家进出口占比提升至 46.6%，对拉美地区、非洲地区进出口分别增长 6.8% 和 7.1%。高标准自贸区网络持续扩大，2023 年，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）对 15 个成员国全面生效，我国还与厄瓜多尔、尼加拉瓜、塞尔维亚、新加坡等多国新签或升级了自贸协定，自贸伙伴已增至 29 个，与自贸伙伴贸易额占外贸总额比重超过 1/3。美国方面，加拿大、墨西哥以及中国是其的最主要贸易伙伴，2000-2017 年间，美国出口到墨西哥和中国占美国总出口的比例明显提高，另外出口到越南、印度也有趋势性升高，但到欧元区下滑明显；2000-2017 年间，美国从中国、墨西哥和越南进口占比持续提升，但从日本、加拿大的进口占比回落，尤其日本占比回落更加明显。2009 年亚太主要经济体对美出口占美国当年进口的 36.2%，到 2022 年上升至 39.6%。与 2009 年相比，2022 年中国的份额下降了 2.76%，

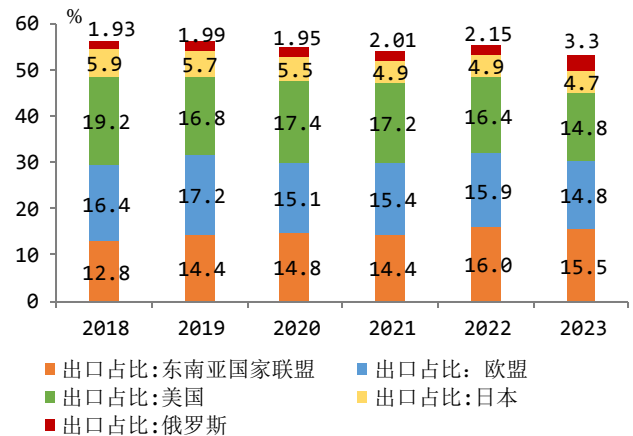
日本份额下降了 1.53%;越南的份额则增长了 3.12%,印度、韩国、泰国也分别增长了 1.2%、1.1%和 0.6%。美国进口贸易友岸化和近岸化特点逐渐突出。越南方面,向美国、中国和欧盟出口量最多,且对美出口在 2018 年之后增速明显加快,对中国出口在 2016 年增速最高,之后表现较平稳;越南从中国和韩国进口量最多,从中国进口在 2016-2020 年都维持在高位,从韩国进口在 2020 年之后又明显开始增长。越南出口的主要产品包括电子产品(手机及配件、计算机)、机械设备、纺织服装、鞋类、木材和木制品、车辆及零配件、海鲜及渔业产品、钢铁等。

图 3: 我国与主要贸易伙伴进出口金额占比变化



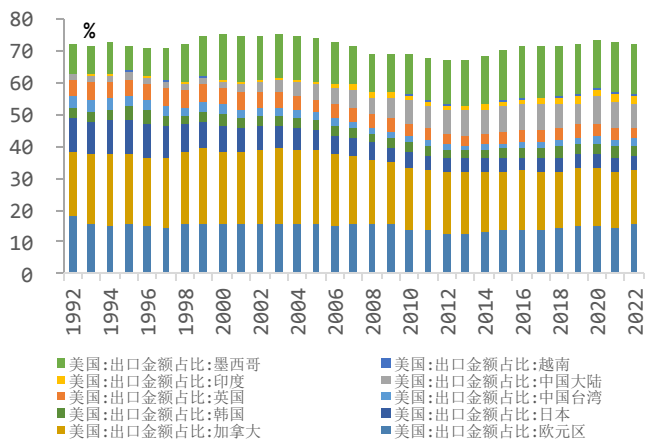
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 我国向主要贸易伙伴出口占比变化



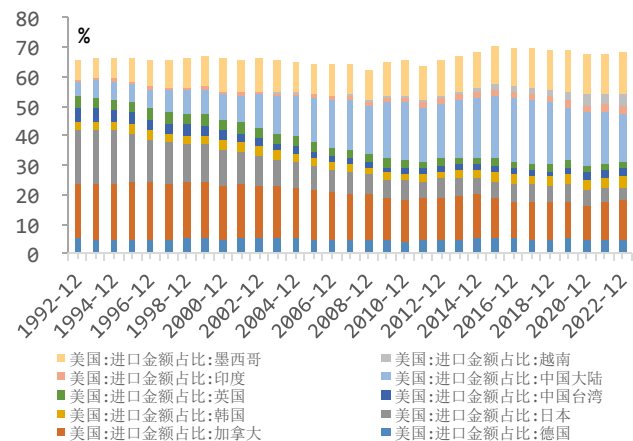
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 美国向主要贸易伙伴出口占比变化

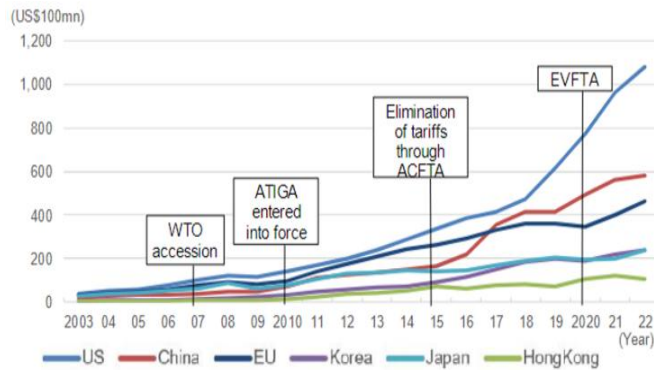


数据来源: Wind, 西南证券整理

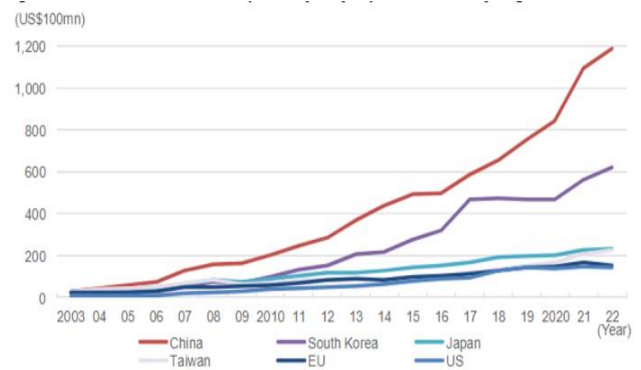
图 6: 美国从主要贸易伙伴进口占比变化



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7：越南对主要贸易伙伴出口金额变化


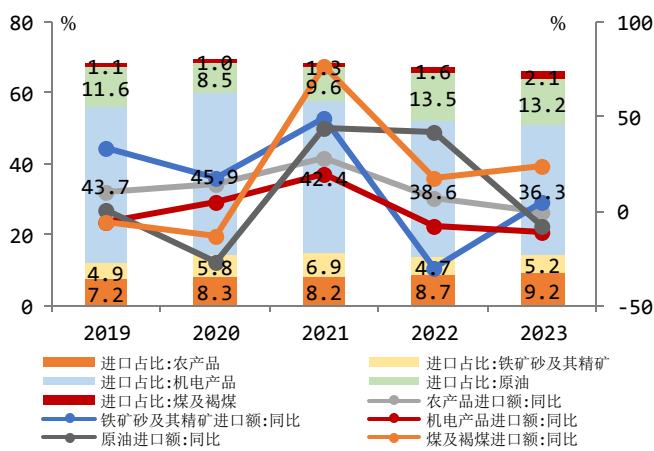
数据来源：IMF、西南证券整理

图 8：越南从主要贸易伙伴进口额变化


数据来源：IMF、西南证券整理

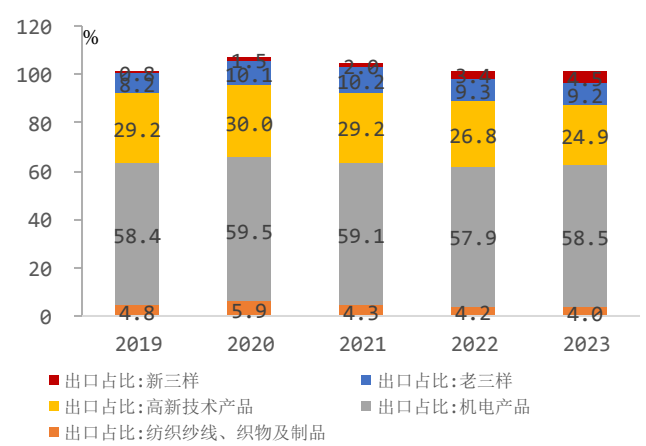
产品方面，2020年后，我国进口机电产品占比持续回落，上游商品进口回升，新三样的出口占比提升，机电产品出口占比较稳定。中国方面，根据IMF的数据，1991-1995年间，低附加值商品出口占比46.43%，中低附加值商品出口占比10.07%，中高附加值商品出口占比为15.6%，高附加值商品出口占比仅为10.48%。但2000年后，低附加值商品出口占比明显回落，高附加值商品出口占比回升，2006-2011年间，低附加值、中低附加值、中高附加值以及高附加值商品的出口占比分别为21.82%、14.25%、26.71%和28.53%。这主要由于国内大量的资本品投资、海外外国直接投资的流入，再加上技术升级改变了出口结构。从趋势上看，近20年，劳动密集型消费品（主要包括服装和玩具）的出口占比回落，资本品和零件（如机电产品）的出口占比显著增长。2019年后，“新三样”（电动载人汽车、锂电池、太阳能电池）的出口占比逐年提升，“老三样”（服装、家具、家电）的出口占比总体回落，2023年，新三样出口占比为4.5%，较2020年提升3个百分点，老三样出口占比为9.2%，较2020年回落0.9个百分点。进口商品方面，最明显的趋势在于，2020年后，机电产品占比持续回落，而上游商品进口回升，2023年，机电产品进口占比为36.3%，较2020年明显回落9.6个百分点，2023年农产品、原油、煤及褐煤进口占比分别为9.2%、13.2%和2.1%，分别较2020年回升0.9、4.7和1.1个百分点。2023年中国出口中间品11.24万亿元，占中国出口总值的47.3%，其中，机电类中间品6.37万亿元，同比增长1.9%；从具体市场来看，中国对日本、墨西哥出口汽车零部件类中间品，对美国、德国出口锂电池类中间品，对越南、印度尼西亚出口平板显示模组类中间品，实现了两位数的增长。同期，中国出口了超1万亿元的纺织类和塑料类中间品，主要为东盟、非洲等地区产业发展提供助力。2023年中国进口中间品14.29万亿元，占进口总值的79.4%，其中，进口机电类中间品4.41万亿元、能源产品3.2万亿元、金属矿砂1.67万亿元。

图 9：主要进口商品占比及增速变化



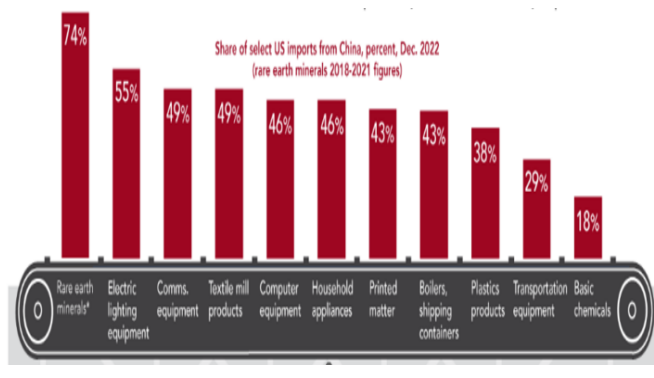
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：主要商品的出口占比变化



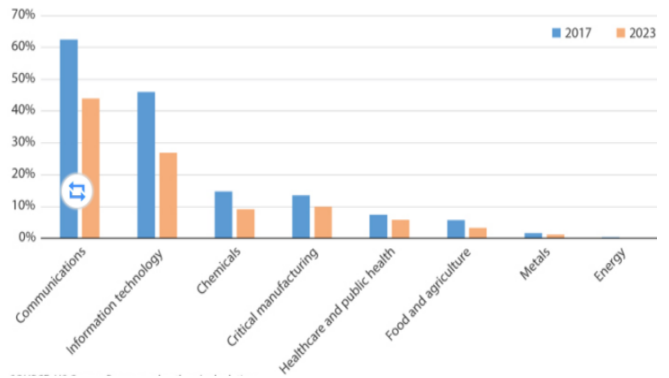
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：美国不同商品对中国进口的依赖程度



数据来源：美国商务部, 西南证券整理

图 12：2023 与 2017 年，美国从中国进口商品对比



数据来源：美国商务部, 西南证券整理

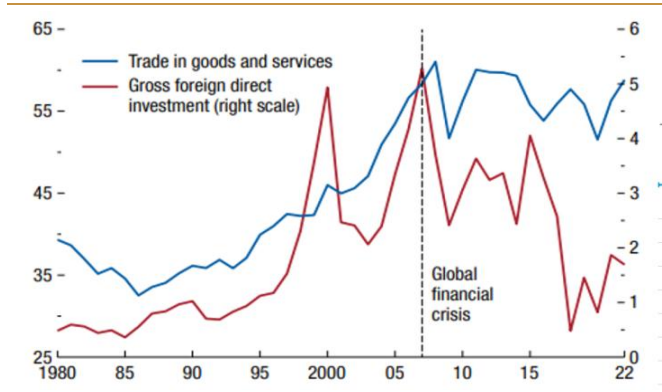
2 资本流动：宏观及微观视角

2.1 从 FDI 来看，更加局部化和碎片化

全球 FDI 占 GDP 的比重自 2007 年之后波动下滑，整体与全球贸易的趋势一致。根据世界银行的数据，外国直接投资在 2007 年达到顶峰，占全球 GDP 的 5.3%，到 2020 年下滑至 1.3%，2021 年上行后，2022 年又进入到下行区间。全球 FDI 的变动主要由发达国家引领，变化趋势基本一致。从流入看，2022 年，全球 FDI 流量下降 12.4% 至 1.3 万亿美元，其中发达国家 FDI 下降了 36.7% 至 3780 亿美元，同时流入发展中经济体的增加了 4% 至 9160 亿美元。值得注意的是，FDI 流入发展中国家的分布明显不均，非洲 FDI 流入量在 2021 年创纪录的达到 800 亿美元之后，2022 年下降了 43.5% 至 450 亿美元，亚洲和大洋洲发展中国家的 FDI 流入基本保持不变，为 6630 亿美元，而流向南美洲发展中国家的 FDI 大幅增加，增幅达到 51.2% 至 2080 亿美元，欠发达国家的 FDI 下降了 16.5% 至 220 亿美元。2022 年，美国仍然是外商直接投资最大的流入国（或地区），紧随其后的是中国、新加坡、中国香港和巴西，前 20 位中有 9 个是发展中经济体。从流出看，2022 年，发达经济体的 FDI 流出

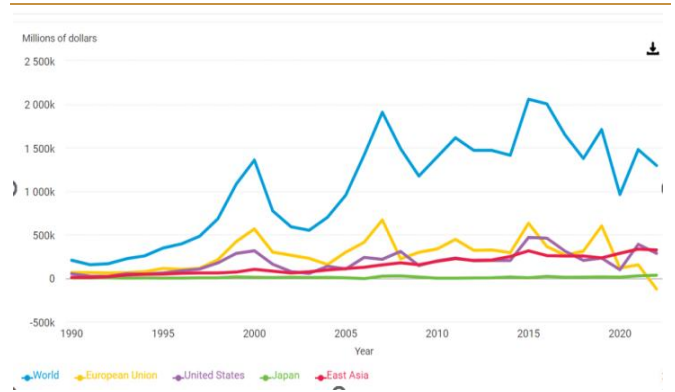
减少 17.1%至 1 万亿美元，发展中经济体 FDI 流出减少了 5.4%至 4590 亿美元，其中来自亚洲和大洋洲发展中国家的 FDI 减少了 11.2%。2022 年 FDI 流出最多的经济体是美国，其次是日本、中国、德国和英国。总体而言，疫情之前，全球外商投资占比的下行，已经成为既定趋势，与外贸一致，主导因素除了自动化程度的提高、技术进步之后，逆全球化趋势、地缘政治局势的因素影响更重要，这也就使得外商直接投资的碎片化和局部化程度更高。从战略 FDI 看，2019 年开始，流向亚洲国家的战略 FDI 下降，2021 年后略有回升，但幅度较小，相比之下，流向美国和欧洲的战略投资更具弹性。到 2022 年第四季度，流向这些地区的新投资之间出现了显著差距，流向欧洲的战略 FDI 大约是流向亚洲国家的两倍。FDI 流动也在经历重新分配过程。

图 13：全球贸易和 FDI 占 GDP 比重变化



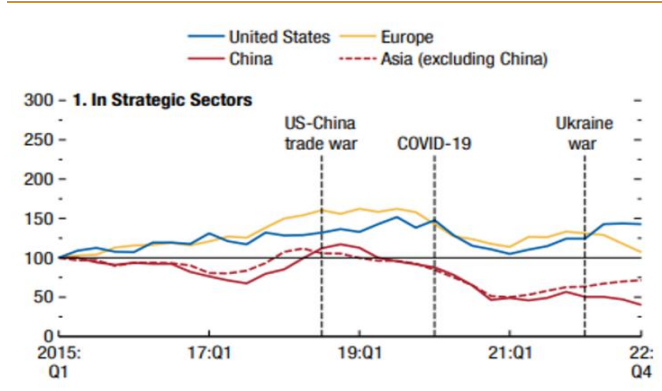
数据来源：UNCTAD，西南证券整理

图 14：世界主要地区 FDI 流量变动



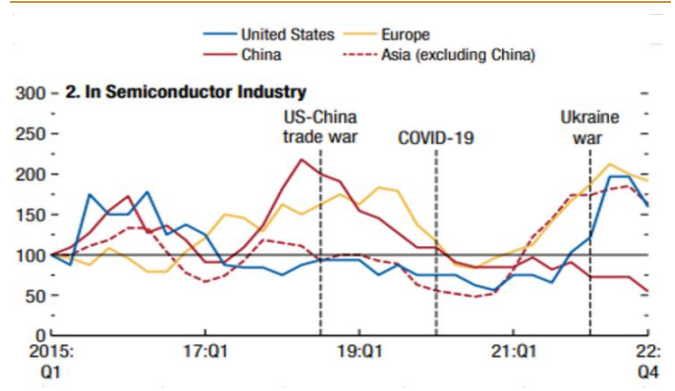
数据来源：UNCTAD，西南证券整理

图 15：战略 FDI 的投资变动近年分化



数据来源：UNCTAD，西南证券整理

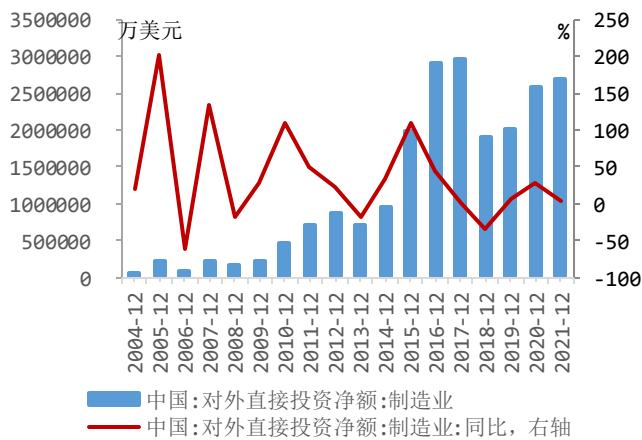
图 16：半导体领域 FDI 变动情况



数据来源：UNCTAD，西南证券整理

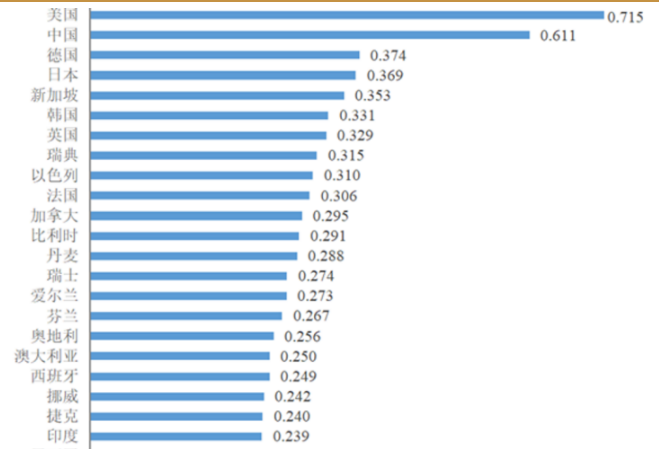
从我国来看，2023 年，我国全行业对外直接投资 10418.5 亿元人民币，比上年增长 5.7%（以美元计为 1478.5 亿美元，增长 0.9%），2023 年，全国新设立外商投资企业 53766 家，同比增长 39.7%；实际使用外资金额 11339.1 亿元，同比下降 8.0%。从墨西哥来自中国的 FDI 来看，特朗普时代中国对墨西哥直接投资开始快速增长，疫情期间再一次高增，2021 年达到了 3.86 亿美元，2022 年下滑至 2.82 亿美元。虽然目前中国对墨西哥的直接投资体量仍然远小于欧美，但近几年的增幅较大，是墨西哥增长最快的外商直接投资来源国。以汽车行业投资活跃的墨西哥新莱昂州为例，2021 年中国企业已经贡献了新莱昂州 FDI 的 30%，仅次于美国的 47%。

图 17：我国制造业对外直接投资变化



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 18：2023 年国家产业链韧性评分



数据来源：人才、创新与产业链韧性报告 2023, 西南证券整理

根据联合国贸易和发展会议发布最新的《全球投资趋势监测》，估计 2023 年全球 FDI 总流量为 1.365 万亿美元，较 2022 年小幅增长 3%，但 2023 年全球 FDI 流量的增长有相当部分来自卢森堡和荷兰的大幅波动，排除这一影响，全球 FDI 流量较 2022 年下降 18%。总体而言，2023 年地缘政治问题、经济不确定性以及融资成本上升对全球 FDI 造成了较大的负面影响。发达经济体 FDI 流量为 0.524 万亿美元，较 2022 年增长 29%，排除卢森堡和荷兰，较 2022 年下降 28%；发展中经济体，FDI 流量为 0.84 万亿美元，较 2022 年下降 9%，仅有中美洲、西亚和撒哈拉以南非洲地区实现了正增长。此外，2023 年亚洲发展中经济体 FDI 流量下降了 12%，其中南亚降幅最大达 43%，主要受印度下降 47% 的影响；东南亚降幅 16%。从分类看，2023 年全球绿地项目融资（主要是工业）、国际项目融资（主要是基础设施）和跨境并购均增长，项目数量分别为 16944、2207、6488 项，较 2022 年分别减少 6%、21% 和 16%。绿地项目融资中，产值排名前五的行业分别是电力和燃气供应、电子和电器设备、信息和通信、汽车、金属和金属制品；国际项目融资中，按产值排名前五的行业分别是可再生能源、工业地产、电力、油气、电信；跨境并购项目中，按产值排名前五的行业分别是信息和通信、采掘业、药品、化学品、汽车。

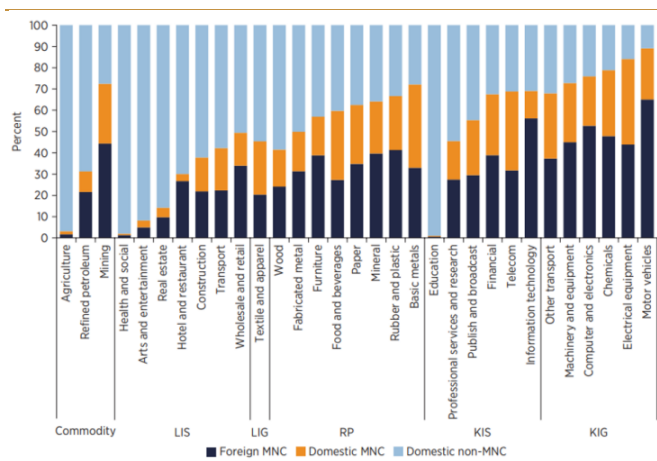
2.2 从跨国公司看：多元化和短链化

全球价值链呈现出短链化和地域集中化。根据《人才、创新与产业链韧性报告(2023)》，世界主要国家产业链韧性主要分为五个梯队，第一梯队是排名前十的国家，美国大幅度领先，中国、德国、日本、新加坡分列第二至第五，中美与之后排名国家有明显差距，第六至第十名的国家分别为韩国、英国、瑞典、以色列、法国。前十名中，欧美国家 5 个，亚洲国家 5 个；第二梯队为加拿大、比利时、丹麦、瑞士、爱尔兰、芬兰、奥地利等 7 个欧美国家；澳大利亚、西班牙、挪威、捷克、印度、墨西哥、葡萄牙等 7 国处于第三梯队；马来西亚、波兰、俄罗斯、意大利、沙特阿拉伯、荷兰等 6 国处于第四梯队；之后，土耳其、巴西、新西兰、希腊、南非、印度尼西亚、阿根廷、智利为后 8 名，第五梯队。排名首位的美国的产业链韧性指数是排在末位的智利的 5.4 倍。具体看，中国在制造业表现、产业总体情况、企业活力表现方面优势明显，但人才资本方面暂处弱势，创新投入仍需持续加强。从趋势上看，自动化和数字技术应用推动的生产本地化促使全球价值链演进的动力机制由成本驱动转向知识和创新驱动，使得全球生产和贸易趋向集中，表现为中间品和工业制成品的市场集中度

(HHI) 呈现出上升的趋势, 分别由 1993 年的 8.13% 和 9.12% 升至 2018 年的 9.64% 和 11.06%, 这代表着产业链供应链更短以及地域分布更加集中, 主要贸易大国全球价值链参与度下降。根据世界银行的数据测算, 2020 年, 美国和德国的全球价值链 (GVC) 参与度分别由 2010 年的 62.0 和 108.8 降至 2020 年的 52.3 和 94.0, 中国 GVC 参与度也由 2013 年高点的 38.9 回落到 2019 年的 34.1。

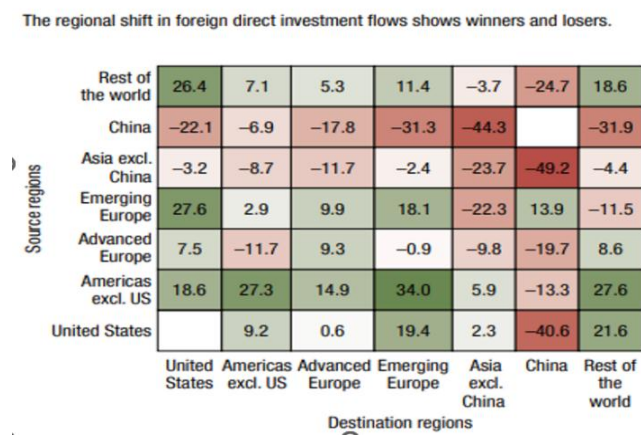
大多跨国公司调整其产业链布局, 东南亚和南美是转移重点。从全球重点产业链的不同环节看, 关键核心技术自主创新能力越发演变成成为决定性因素, 而核心资源控制能力在全球产业链供应链体系之中的影响力上升, 其中跨国公司和国际大买家的话语权较高。自 20 世纪 70 年代以来, 跨国公司激增。根据 OECD 和贸发会议的数据, 1970 年大约有 7000 家跨国公司母公司, 到 2000 年, 这一数字跃升至 3.8 万, 2011 年估计超过 10 万, 这些跨国公司在其海外总共有近 90 万家子公司。根据经合组织数据, 2016 年, 跨国公司及其附属公司占全球产出的 36%, 其中包括全球约三分之二的出口和一半以上的进口, 在知识密集型以及区域加工部门的贡献尤其显著。从行业层面看, 汽车制造业是国际化程度最高的行业, 全球出口中的 90% 由跨国公司生产。疫情后, 世界各国进一步意识到产业链、供应链布局对国家经济安全的重要性, 尤其发达国家试图对本国产业链供应链进行就近化、多元化和属地化的布局调整, 根据 CSIS, 超过 83% 的北美企业和约 90% 的欧洲企业宣布了实现全球供应链多元化的计划。从流向看, 跨国公司向东南亚转移持续多年, 疫情之前已经较为明显, 而近年, 跨国公司向南美洲国家迁移的势头也较足。具体案例方面, 其一, 根据越南媒体报道, 2024 年韩国三星计划在越南追加 12 亿美元投资, 以支持越南产业持续完善壮大, 三星在越南投资了超过 180 亿美元, 拥有 6 家工厂, 其中 2 家专注于智能手机的制造, 产品用于供应北美和欧洲市场。2021 年, 越南产的三星手机占该公司总产能 60%, 最近十多年来, 三星在东南亚投资比重最多的两个国家是印度和越南。其二, 苹果公司于 2020 年将部分 AirPods 的生产线迁移至越南, 2022 年 6 月将 iPad 生产线转移到越南。其三, 2023 年, 索尼将大部分相机产线迁至泰国。2022 年, 越南批准了《2021-2030 年外国投资合作国家战略》, 增加外国投资资本份额提出了“发展配套产业”等九项具体解决方案。2022 年 4 月, 美国众议院推出《西半球近岸外包法案》, 其中墨西哥是近岸外包的最大受益者, 从产品类型来看, 汽车、计算机和电子产品的份额较大, 此外医疗器械、航空航天、家具等行业都呈现高速增长。

图 19: 不同行业跨国公司占比情况 (2008-2016 年均值)



数据来源: 世界银行, 西南证券整理

图 20: 对比 2015Q1-2020Q1, 2020Q2-2022Q4 全球 FDI 在不同地域之间的变化情况



数据来源: 世界银行, 西南证券整理

3 产业链变化之对于通胀和方向

疫情后产业链供应链阻塞可以解释约一半的通胀上行。首先,在商品通胀的带动下,2021年消费者价格通胀大幅上升,美国CPI同比从2021年的约2%上升到2022年初的6%,但这主要由商品价格带动,服务价格影响偏弱,商品价格在2021年从接近零上升到10%,然后在2022年下半年暴跌。其次,从进口价格看,2021年美国进口投入品价格大幅上涨,但进口消费品价格变化不大。进口工业材料价格在2021年大幅上升,同比增速峰值达到50%,石油和衍生燃料的价格翻了一番,不包括燃料的工业原料价格也上涨了30%以上,然而进口消费品(除汽车)的通胀受到抑制。美国的商品生产严重依赖进口材料,相对于服务类,实物商品的价格更易受到供应链或进出口因素的影响,进口材料价格的大幅上涨可以一定程度上解释商品通胀的飙升。另外,美国消费者支出在2021年底恢复到疫情之前水平,且消费者从服务转向商品的趋势未变,消费支出的结构发生较大变化,到2023年实物商品在消费支出中的份额相较疫情之前仍然更高。然而从美国生产端看,商品生产在2021年后维持在相对稳定的水平,但至2023年仍未恢复到疫情之前,与服务生产形成鲜明对比,服务产出在2021年已恢复到疫情之前水平且仍以较高增速增长。两者的差异也指向了供给侧约束。面对国内旺盛的商品需求,商品生产却停滞不前,一方面,进口材料的有限供应可能限制了生产,另一方面原产地的约束性限制在减少生产的同时也间接抑制了对进口投入的需求。通过估计,供应链阻塞的约束大约可以解释了2021-2022年通胀增长的一半。

数字技术开启了新一轮科技革命,并走向大规模商业化应用,对全球产业链带来越来越重要的影响。在专题《身在其中:从产业角度看全球和我国》中,我们曾指出,目前世界或正在经历第5.5次产业转移,主题方向关注气候变化和数字化两块。而在《全球齿轮转动,数字经济机会详解》中,我们深度剖析了数字经济的发展方向和空间。从产业链的角度,数字技术使得知识垄断对于供应链的影响更加关键,处于顶端的知识垄断企业具有加价定价权和高集中度。知识垄断对全球产业链的影响不同于在微笑曲线的中间部分进一步施加向下的压力,而是指向曲线两端的上升压力。在全球产业链重构中,一方面促使发达国家在国际贸易协定中越来越强调知识产权监管,另一方面促使新兴国家持续强化原始创新,以突破发达国家知识垄断。根据联合国贸易和发展会议发布的数据,在世界前100个数字平台中,虽然美国仍遥遥领先,但亚太地区(主要是中国)也拥有45个平台。随着数字技术商业化应用不断向其他更多行业扩展,以及越来越多新兴国家加入知识垄断的竞争,全球产业链正在塑造新的格局。在此背景下,对于未来,有三方面的趋势:区域化趋势愈发加强;数字技术在重塑全球产业链的参与程度明显提高;通胀在全球产业链重构的过程中或发生结构性变化。

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
