



宏观研究

# 【粤开宏观】美国制造业回流：效果和展望

2025年02月09日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：马家进**

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

**分析师：邓洪波**

执业编号：S0300524070001  
电话：18612595900  
邮箱：denghongbo@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】2025 年地方政府怎么干？

目标与抓手》2025-02-04

《【粤开宏观】特朗普打响“加征关税 2.0”

第一枪：原因、影响、推演及应对》

2025-02-02  
《【粤开证券】“特朗普 2.0”对华加征关税

在不同情景下的影响测算》2025-01-23  
《【粤开宏观】《关于推动中长期资金入市

工作的实施方案》有哪些看点？哪些期待？》2025-01-23  
《【粤开宏观】复盘 2024 年中国经济，力

争 2025 年一季度“开门红”》2025-01-19

## 摘要

2008 年国际金融危机后，奥巴马、特朗普和拜登政府相继出台各类政策，谋求制造业回流美国。特朗普在 2024 年竞选总统时，再次提到推动制造业回流是其重要的施政目标。随着特朗普 2.0 时代正式开启，美国未来的制造业回流政策也愈发受到公众关注。

美国为什么要大力推动制造业回流？为此采用了哪些政策工具？制造业回流总体效果如何，其中哪些产业较好，哪些产业较差？特朗普 2.0 时代，美国制造业回流政策将发生什么变化，中国又应如何应对？本文主要研究和讨论以上问题。

## 一、美国推动制造业回流的动因和政策工具

**1、推动制造业回流已成为美国两党为数不多的共识，其动因主要包括减少贸易逆差、增加制造业就业岗位、缩小贫富差距、提升供应链韧性与安全水平等。**

由于贸易逆差不断扩大等问题短期内无法改变，因此美国制造业回流政策具有长期性，难以因执政党更迭而变化。

**2、美国吸引制造业回流采取了对内吸引力政策和对外限制性政策。**

对内吸引力政策包括通过减税、财政补贴等激励和优惠手段，吸引人才、资金等参与产业投资或创新活动，主要面向需鼓励发展的高技术产业。

对外限制性政策包括通过加征关税、限制采购等，提高贸易成本从而引导企业在本土投资，该政策适用范围广泛，涵盖大部分进口产业。

## 二、美国制造业回流政策的成效与不足

**1、制造业回流政策在就业、投资和增加值方面取得一定成效。**

一是美国制造业就业人数实现了显著的“V”形反转，从总体下降转为上升，2023 年较 2010 年增加 136 万人，而同期英国、日本分别减少 21 万、5 万人。

二是美国制造业固定资产投资显著增加，2023 年（7434 亿美元）较 2010 年（3650 亿美元）增长了一倍多。

三是美国制造业增加值大幅增长，2023 年美国制造业增加值较 2010 年增长了 59%，而德、英、法分别增长 24%、19%和 9%。

**2、但也存在一些不足和问题。**

一是投资进度滞后，部分投资出现项目延期和暂停的问题。据英国《金融时



报》2024年8月的报道，在《通胀削减法案》和《芯片法案》2022年实施一年内公布的约2279亿美元投资项目中，累计有近40%、价值达840亿美元的制造业投资项目已延期或暂停。

二是贸易逆差仍在扩大，从2010年的0.65万亿美元扩大到2023年的1.06万亿美元。

三是制造业增加值占GDP的比重还在下降，从2010年的11.9%降至2023年的10.2%。

### 三、企业回流的驱动因素和制约因素

#### 1、驱动企业回流的因素主要有：

一是美国加征关税提高了进口产品成本，导致美国生产的成本与进口产品价格差距缩小，如光伏、家具产业。

二是美国联邦政府和州政府对回流制造业进行大量补贴和政府采购，降低了商品在美国生产的综合成本，如初级金属产品产业。

三是自动化和人工智能技术降低了制造业对劳动力的依赖，如机械产业。

四是新冠疫情和地缘政治影响下，企业更多考虑降低供应链风险和靠近市场，如半导体产业。

#### 2、但美国制造业回流依然面临一些制约因素：

一是劳动力成本较高。长期来看，自动化技术的应用可以降低对劳动力的依赖，但自动化设备的研发、维护和升级需要更多高技能劳动力。

二是产业配套和技术工人不能完全匹配需求。长期来看随着制造业逐渐回流这一问题会有所改善，但短期内要实现供应链和技术人员的本土化需要额外的投资和技术人员培训。

三是环保成本较高。长期来看未来降低环保要求的可能性较低，为满足环保要求而采用新技术和新材料需要高投入。

### 四、细分产业回流情况

本文讨论的美国制造业回流，主要涵义为制造业的生产活动迁回美国本土，其形式既包括美国企业将在美国之外投资或外包的环节转移回美国（狭义的回流，也称在岸外包），也包括美国企业将未来要在他国的投资转为在美国投资、以及他国企业增加在美国的投资和扩大在美国的生产（即FDI）。

#### （一）不同回流效果的产业

在中低端产业中，机械、初级金属产品、家具及相关产品、纺织服装、塑料和橡胶产品等产业回流效果较好，这几个产业的内流企业在2010-2023年累计新增岗位数分别达17.1万、9.2万、9.0万、6.4万、5.7万，共47.4万。经测算，美国对中国等国家加征关税，对家具、玩具、纺织服装等劳动密集型商品以及机械设备等商品影响较大。另外，美国根据《国防生产法》《基建法案》《通胀削减法案》等，为机械和初级金属产品产业提供了财政补贴、税收优惠和政府采购等支持举措，如《基建法案》总支出1.2万亿美元，该法案的



资金用于道路、桥梁、铁路、宽带、电力设施等基础设施领域投资，从而拉动了机械行业的设备需求。

在其他中低端产业中，**金属制品、非金属矿物产品、能源石油和煤炭产品、木材和纸制品、食品和饮料回流效果不明显**。**成本和供应链**这两个因素对金属制品和非金属矿物产品产业的布局非常重要，美国这两个产业的企业在过去几十年内大量外迁，形成了稳定的海外供应链；制造业回流政策难以弥补美国企业在成本和供应链上的劣势，企业回流意愿较低。能源石油和煤炭产品、木材和纸制品、食品饮料等产业的生产布局主要受**资源、市场**等因素影响，受回流政策影响也较小，且过去只有部分产业转移到他国，因此回流效果不明显。

在高端产业中，**运输设备、计算机和电子产品、电气设备电器和组件、医疗设备和用品、化学药品等回流效果都较好**，这几个产业的企业在**2010-2023年累计新增岗位数分别达42.6万、35.5万、31.8万、15.7万和10.8万，共136.4万**。由于地缘政治对供应链的干扰，同时由于美国高技术人才众多、前沿技术发达、应用市场广阔等因素，他国企业增加对美国的投资；美国企业出于补贴等因素也将原本对外的投资转回本土，如特斯拉将在德国的动力电池投资计划改为在美国生产。

## （二）美国制造业产业回流有两大特征

**一是回流产业广泛，既有高技术产业，也有传统产业，且传统产业占较大比例**。据非营利组织回流倡议（Reshoring Initiative），2010年到2021年回流美国的所有制造业企业中，中低技术和低技术产业的企业共占回流企业总数的49%。

**二是回流产业新增的就业岗位以高技术为主**。据 Reshoring Initiative，2023年回流制造业企业带来的新增就业中，高技术和中高技术企业的就业岗位占比达87%。这主要因为高技术制造业投资和生产规模更大，新增就业岗位更多；而低技术产业由于自动化技术的采用，新增就业岗位较少。

## 五、回流主要来源地及目的地

**回流美国的制造业主要来自中国、日本、德国和韩国**，这四国分别占2010-2023年间回流企业数量的24.6%、12.2%、12.8%、6.0%，占回流新增岗位数量的19.7%、14.6%、12.7%、10.5%。除补贴等共同要素外，来自中国的制造业回流受关税、制裁影响大，而来自日、韩、德的制造业回流更多是因为美国的市场规模大和技术实力强，德国等还受到了俄乌冲突等地缘因素的影响。

**中国是美国制造业回流的第一来源国**，据 Reshoring Initiative，2010-2023年间从中国回流美国的企业共1425家、回流的就业岗位共21万个；来自中国的回流企业主要分布在计算机及电子产品、电气设备电器和组件、运输设备、纺织服装、化学品等产业中。

**回流美国的制造业主要落地在美国中西部和南部**，这些地区劳动力、能源等成本以及税负相对较低，部分地区具备较好的产业基础也吸引了特定制造业如纺织服装业的回流。如2013年浙江棉纺企业科尔选择在美国南卡罗来纳州投资建厂，因为南卡罗来纳州的兰卡斯特县曾是美国纺织业重镇，具有良好的纺织业基础。



## 六、特朗普 2.0 政府制造业回流政策展望及中国应如何应对

展望未来，特朗普政府在政策工具上或仍以关税和补贴为主，在产业方向上可能加大对人工智能和自动化的支持力度。

在政策工具上，过去的关税政策在促使纺织服装、家具等产业回流方面发挥了一定作用，美国未来或继续提高关税和扩大关税适用范围；补贴政策也将持续，但补贴方向可能调整，清洁能源和新能源汽车的补贴可能取消，半导体产业的补贴将持续甚至加码。在产业方向上，美国将在科技领域，尤其是在人工智能、自动化等方面加大支持力度。

对中国而言，面对美国的关税、产业补贴政策对全球制造业格局的冲击，要高度重视美国制造业回流政策的长期性，制定针对美国制造业回流政策的长期策略，可从供给和需求两大方面进行应对：

一是加快建设现代化产业体系，支持产业链国内有序转移，推动区域协调发展；同时大力发展先进制造业和新质生产力，尤其是支持人工智能发展。二是积极扩大内需、拉动消费，加快建设全国统一大市场，打破地方保护和市场分割；同时财政发力，提高居民收入和增强收入预期。

**风险提示：**美国对华政策超预期、国际经济政治局势变化超预期



## 目 录

一、美国推动制造业回流的动因和政策工具.....	7
（一）动因：减少贸易逆差、增加就业岗位、缩小贫富差距、提升供应链韧性水平.....	7
（二）政策工具：对内吸引力政策和对外限制性政策.....	8
二、美国制造业回流政策的整体成效与存在不足.....	9
（一）取得一定成效：制造业就业人数、固定资产投资显著增加.....	9
（二）存在一些不足：部分项目延期，贸易逆差仍在扩大.....	10
三、企业回流的驱动因素及制约因素.....	11
（一）驱动因素：关税、补贴、自动化、市场.....	11
（二）制约因素：劳动力成本高、产业链配套不足、环保成本高.....	12
四、细分产业回流情况.....	13
（一）不同回流效果的产业.....	13
（二）制造业回流的两大特征.....	14
五、回流主要来源地及目的地.....	15
（一）来源地主要是中、日、德和韩等国，中国是第一来源国.....	15
（二）目的地主要是美国中西部和南部，劳动力、能源等成本较低是主因.....	16
六、特朗普 2.0 政府制造业回流政策展望及中国如何应对.....	18
（一）特朗普 2.0 政府制造业回流政策：关税和补贴仍是主力.....	18
（二）中国如何应对.....	18

## 图表目录

图表 1： 美国货物贸易差额.....	8
图表 2： 美国制造业就业人数.....	8
图表 3： 美国和日本、英国制造业就业人数.....	9
图表 4： 美国制造业占非农就业人数的比重.....	9
图表 5： 美国私人部门制造业固定资产投资.....	10
图表 6： 美、英、法、德制造业增加值变化（2002=100）.....	10
图表 7： 美、英、法、德制造业增加值占全球制造业增加值比重.....	10
图表 8： 《金融时报》跟踪的 2022 年以来投资规模超 1 亿美元的美国新投资项目进展.....	11
图表 9： 2010-2023 年不同产业回流的新增岗位数量及企业数量.....	13
图表 10： 不同技术类别的产业回流企业数量占比.....	14
图表 11： 2010-2023 年累计新增岗位的制造业行业分布.....	15
图表 12： 不同产业平均一个企业新增的就业岗位（2023）.....	15
图表 13： 2010-2023 年累计新增就业岗位和企业数量的国家分布.....	16
图表 14： 美国四大区域划分.....	16
图表 15： 美国新增就业岗位和新投资企业的地区分布.....	16
图表 16： 美国各州的时薪（2024 年 11 月）.....	17



图表 17: 美国各州联邦和州企业所得税 (2022 年 9 月) .....	17
图表 18: 美国不同地区工业部门平均电价 (2011-2024) .....	17



## 一、美国推动制造业回流的动因和政策工具

推动制造业回流（reshoring）已成为美国两党为数不多的共识，这一共识根植于美国经济的几大问题：贸易逆差不断增加、制造业就业减少、贫富差距日趋扩大、供应链安全与韧性存在风险等。这些问题短期无法改变，也意味着制造业回流政策具有长期性，难以因执政党更迭而变化。

美国吸引制造业回流采取了对内吸引力政策和对外限制性政策。前者包括通过减税、财政补贴等激励和优惠手段，吸引人才、资金等参与产业投资或创新活动，主要面向需鼓励发展的高技术产业。后者包括通过加征关税、限制进口等设置门槛和限制条件的手段，提高贸易成本，该政策适用范围广泛，涵盖大部分进口产业。

### （一）动因：减少贸易逆差、增加就业岗位、缩小贫富差距、提升供应链韧性水平

本文讨论的美国制造业回流，主要涵义为制造业的生产活动迁回美国本土，其形式既包括美国企业将在美国之外投资或外包的环节转移回美国（狭义的回流，也称在岸外包），也包括美国企业将未来要在他国的投资转为在美国投资、以及他国企业增加在美国的投资和扩大在美国的生产（即 FDI）。美国深知无法实现所有制造业的回流，因此近年来美国推动重塑全球产业链时，除了最重要的制造业回流政策外，还积极实施友岸外包（friendshoring）和近岸外包（nearshoring）策略。其中，友岸外包是要求企业撤离跟美国有地缘冲突的国家，并转移至美国盟国或与美国价值观相近的国家或地区；而近岸外包是将供应链相关环节外包至美国周边国家。

自奥巴马政府以来，美国不遗余力地推动制造业回流，其动因主要包括减少贸易逆差、增加制造业就业岗位、缩小贫富差距、提升供应链韧性与安全水平。奥巴马政府在国际金融危机后，面对日益空心化的制造业和不断扩大的贸易逆差，于 2009 年通过《美国制造业振兴框架》，提出“再工业化”战略，试图鼓励创新、培育发展未来产业。特朗普 1.0 政府面对持续扩大的贸易逆差和就业岗位大幅减少的制造业，提出“制造业回流”战略，试图缩小贸易逆差和增加制造业就业。后来拜登政府也提出“供应链弹性”战略，试图提高美国制造业的供应链韧性和安全水平，尤其是在关键矿物和原材料方面。具体而言，美国推动制造业回流的动因体现在：

**第一，减少贸易逆差。**20 世纪 50 年代初期，美国是世界头号制造业强国，其制造业增加值占全球的比重高达 40%，因此直到 20 世纪 70 年代在内的大部分时间美国都是贸易顺差。但随着经济全球化发展和制造业向国外转移，美国制造业增加值占全球的比重到 2010 年已降为 16.9%；美国的贸易逆差自 1997 年以来明显扩大，2008 年已达到 8000 亿美元，而同年美国出口仅 13000 亿美元。

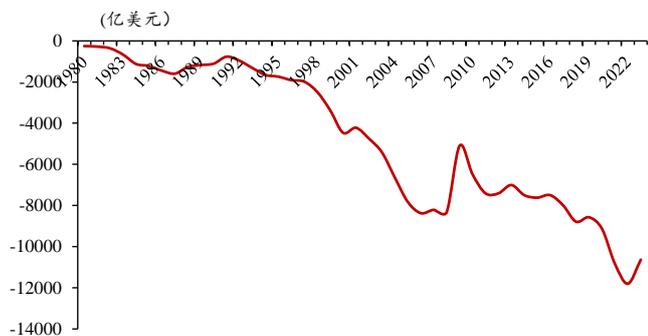
**第二，增加制造业就业岗位。**美国制造业向国外转移后，制造业就业人数从 2000 年的 1718 万人下降到 2009 年的 1148 万人，减少了 33.2%，制造业岗位的减少引发了产业工人的不满。

**第三，缩小贫富差距。**美国的企业主将制造业转移到成本更低的地区，并从企业的效率提升中获益；但劳动者在制造业转移后工作岗位更少，整体利益受损。据米拉诺维奇的《全球不平等：全球化时代的一种新方式》中的估计，1980 年代到 2010 年，美国的基尼系数从 0.3 上升到了 0.4，劳资差距不断扩大。据美国人口普查局发布的《美国 2010 年的收入、贫困与医疗保险情况》，美国人群中最富有的 1% 拥有总收入的约 20%，然而同时美国贫困率为 15.1%，贫困人口达到 4620 万人，为 52 年来最高。



**第四，提升供应链韧性与安全水平。**美国在关键矿物、信息与通信技术、清洁能源等多个行业和技术领域对外依赖度较高，供应链安全可能受公共卫生事件和地缘政治影响。如美国内政部在 2018 年公布了《关键矿物清单》（草案），该清单列举了美国对外依存度高且对美经济发展和国家安全至关重要的 35 种关键矿产清单，如稀土、钨、锑和锆；其中，有 31 种依赖进口（进口占年消费的 50% 以上），14 种关键矿物完全依赖进口。

图表1：美国货物贸易差额



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：负值表示贸易逆差

图表2：美国制造业就业人数



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）政策工具：对内吸引力政策和对外限制性政策

**对内吸引力政策**包括通过激励和优惠手段，吸引人才、资金等在美国开展产业投资或创新活动，具体包括补贴、减税、保护知识产权等。其一，补贴包括对投资、研发活动、人才培养等进行财政补贴。拜登政府 2021 到 2022 年间先后通过的《基建法案》、《芯片法案》、《通胀缩减法案》的补贴政策最具代表性，这三大法案支出总规模达 2.2 万亿美元，重点对清洁能源、半导体、基础设施等在美国生产或使用美国生产的零部件进行补贴。其中《通胀削减法案》规定汽车企业必须使用至少 50% 在北美制造或组装的零部件才能获得 3750 美元的补贴；如果想要获得另外 3750 美元补贴，则超过 40% 的电池核心矿物必须来自美国或与美国签署自由贸易协定的国家。其二，减税包括普遍的税收抵免、对特定主体如小企业减税等。特朗普政府在 2017 年通过《减税和就业法案》最具代表性，该法案将联邦企业所得税税率从 35% 降低至 21%，以吸引企业扩张建厂和研发。另外，为了促进技术的发展，奥巴马政府还成立了多个制造业创新机构（比如美国制造业设计中心），以促进研究、开发和商业化新技术。

**对外限制性政策**包括通过设置门槛和限制条件等手段，提高贸易成本，从而迫使跨国企业在美国进行投资，具体包括加征关税、限制采购等。其一，关税方面，特朗普政府 2018 到 2019 年先后四轮对从中国进口的产品加征关税，美国对华进口平均关税税率从 2018 年初的 3.1% 最高涨至 2019 年底的 21%，加征关税的商品占 2018 年美国自中国进口金额的 68.7%。其二，限制采购方面，奥巴马政府《美国复兴和再投资法》中插入了“购买美国货”条款，要求任何由该法案资助的公共基础设施或公共工程项目只能使用美国国内生产的钢铁和其他制成品。

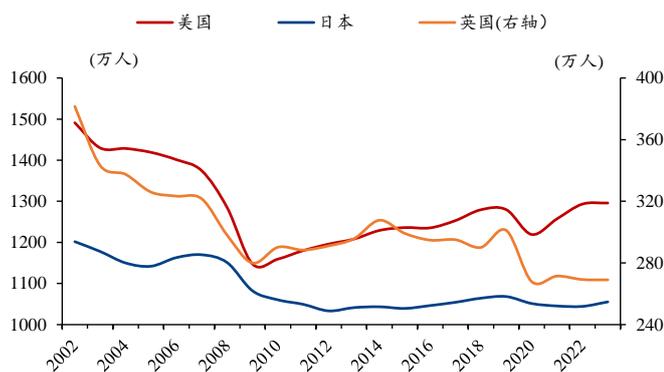


## 二、美国制造业回流政策的整体成效与存在不足

### （一）取得一定成效：制造业就业人数、固定资产投资显著增加

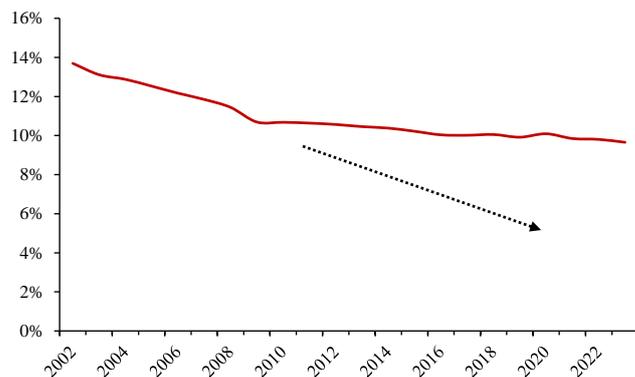
第一，制造业就业人数 2002 年后不断下降，而 2023 年比 2010 年增长了 136 万。其一，美国制造业就业人数实现了显著的“V”形反转，2010 年之前制造业就业人数不断减少，而 2010 年后持续增长，2010 年（1160 万人）到 2023 年（1296 万人）就业岗位增长约 136 万，新增就业人数占 2023 年制造业就业人数的 10.6%。据跟踪企业回流趋势的非营利组织回流倡议（Reshoring Initiative）的统计，2010 年至 2023 年美国制造业通过回流企业累计新增工作岗位达 190 万个。美国制造业就业人数的增加并非只是金融危机后经济复苏的结果，因为美国制造业就业人数的增长幅度大于英国、日本，而同期英、美人口增长比例接近，可见美国的制造业回流政策确有效果。其二，除了就业人数增加，制造业就业人数占非农就业人数的比重在 2010 年后下降速度也有所放缓。美国制造业就业人数占比从 2022 年的 13.7% 持续下降到 2010 年的 10.7%，年均下降 0.4 个百分点；之后下降速度放缓，2010-2023 年平均下降 0.1 个百分点。

图表3：美国和日本、英国制造业就业人数



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：美国制造业占非农就业人数的比重



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，制造业固定资产投资显著增加，2023 年（7434 亿美元）的制造业固定资产投资是 2010 年（3650 亿美元）的 2.0 倍，也大幅高于 2002-2007 年间（均低于 4000 亿美元）。《金融时报》2024 年 8 月的报告显示，仅在《通胀削减法案》和《芯片法案》实施的第一年内，《金融时报》统计了 114 个投资过亿美元的清洁能源和半导体大型项目，其总投资就达 2279 亿美元。



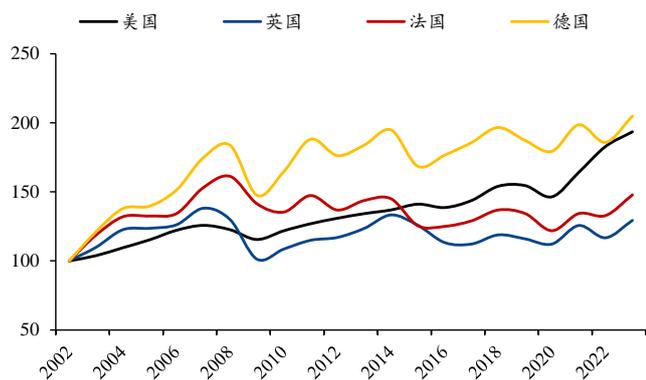
图表5：美国私人部门制造业固定资产投资



资料来源：Wind、粤开证券研究院

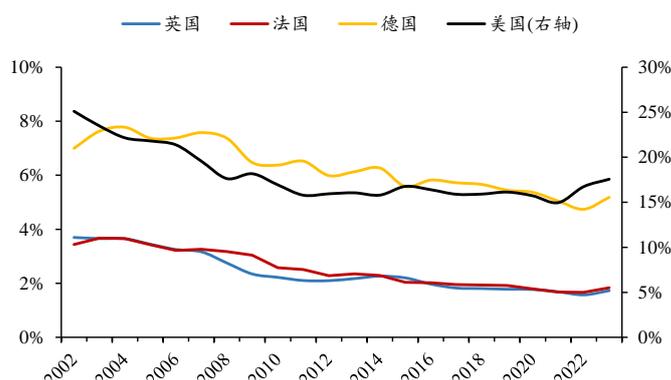
第三，制造业增加值大幅增长，增长幅度大于英法德等国，2023 年较 2010 年，美国制造业增加值增长 59%，而德、英、法分别增长 24%、19%和 9%。2010 年之前，美国的制造业增加值发展速度和英法德等发达国家相当，但 2010 年后，美国增速显著快于英法德等国家。另外，美国制造业增加值占全球制造业的比重在 2010 年后趋于稳定，2020 年以来还略有提升，2010 年这一比重为 16.9%，而 2023 年达 17.6%，而同时期的英法德等发达国家的制造业增加值占全球制造业增加值的比重仍在下降。

图表6：美、英、法、德制造业增加值变化（2002=100）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：美、英、法、德制造业增加值占全球制造业增加值比重



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）存在一些不足：部分项目延期，贸易逆差仍在扩大

第一，部分投资出现项目延期和暂停的问题。英国《金融时报》2024 年 8 月发布的报告显示，在《通胀削减法案》和《芯片法案》实施的第一年内，《金融时报》跟踪的

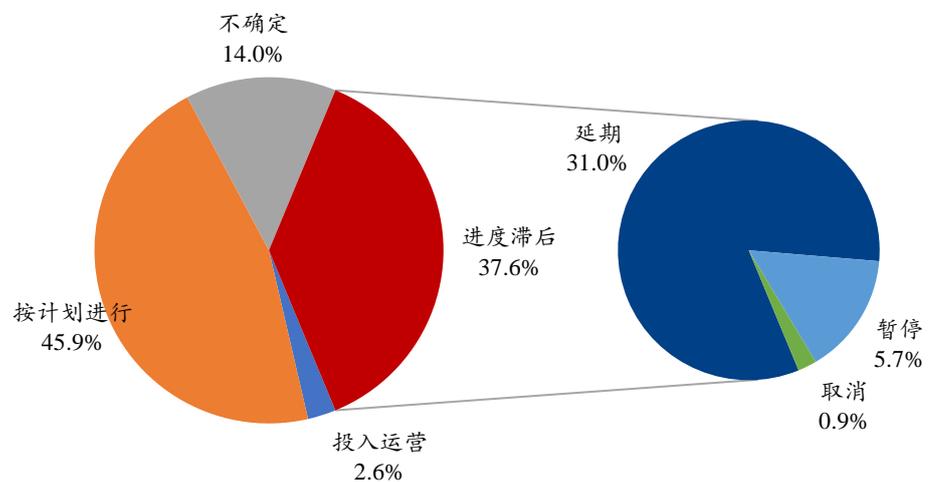


2279 亿美元制造业投资中，累计有近 40%、价值高达 840 亿美元的大型制造业投资项目已延期或暂停，有些重大项目遭遇了两个月到数年不等的延期。以台积电为例，其在亚利桑那州建设的第一座芯片代工厂计划在 2024 年量产，但目前量产时间已推迟到 2025 年上半年；而台积电在该州建设的第二座代工厂计划在 2026 年量产，但最新披露的量产时间较原计划也推迟近两年。企业推迟了项目进度，主要是因为补贴规则模糊、市场环境恶化、需求放缓，以及美国大选年政策存在不确定性。

**第二，贸易逆差仍在扩大。**与美国旺盛的需求相比，有限的制造业回流未能有效缩小贸易逆差；2010 年美国货物贸易逆差为 0.65 万亿美元，随后贸易逆差继续扩大，2023 年时贸易逆差扩大到 1.06 万亿美元。

**第三，美国制造业增加值占 GDP 的比重还在下降。**美国制造业增加值虽不断增长，但增速低于 GDP 增速，占 GDP 的比重也从 2010 年的 11.9% 降至 2023 年的 10.2%。

图表8：《金融时报》跟踪的 2022 年以来投资规模超 1 亿美元的美国新投资项目进展



资料来源：FT Research、粤开证券研究院

### 三、企业回流的驱动因素及制约因素

#### （一）驱动因素：关税、补贴、自动化、市场

美国制造业成本上升和要素全球范围配置是上一轮美国去工业化的主要动因，而近年来美国劳动力、环境等成本仍较高，制造业回流却依旧取得一定效果。其原因主要是高关税、美国政府补贴、地缘政治影响、美国巨大的消费市场吸引和自动化技术采用等因素。

**第一，关税提高了进口产品成本，美国生产的成本与进口产品价格差距缩小。**特朗普政府上台后对大量的进口产品加征关税，如对中国的几轮加征关税影响了机械设备、汽车、钢铁、塑料制品等中间品和资本品，家具、纺织服装、玩具等消费品。据美国服装鞋类协会统计，加征关税后美国服装进口成本平均上升了 10%-15%，许多服装品牌商不得不提高产品售价以应对成本上升，因此高关税提高了在美国生产商品竞争力。



**第二，美国联邦政府和州政府对回流制造业进行大量补贴，降低了商品在美国生产的综合成本。**在联邦政府层面，拜登政府自 2020 年以来，先后通过了《基建法案》、《芯片法案》以及《通胀削减法案》，三大法案涉及的财税资金分别为 1.2 万亿美元、2800 亿美元和 4370 亿美元，合计规模超 2.2 万亿美元。这些资金主要通过财政补贴和税收减免支持芯片和清洁能源相关的产业，政策力度大且政策导向明确，部分企业为了补贴而选择在美国投资。在州政府层面，部分州对制造业回流给予较大力度的补贴，如佐治亚州向现代电动汽车工厂提供价值 18 亿美元的补贴，包括收购土地、土地整备、建设基础设施和工人培训等方面。据智库 Good Jobs First 统计，2022 年共有 51 项州级电动汽车补贴方案，是该机构自 1980 年有记录以来规模最大的补贴潮。

**第三，自动化和人工智能技术降低了制造业对劳动力的依赖。**美国近年来提高了自动化技术和人工智能在制造业领域的应用，部分因劳动力成本高而转移出去的行业，在面临中国等国家劳动力成本上涨压力的同时，开始逐渐增加在美国的投资和生产规模。如近年来中国等国家的纺服企业在美国投资建厂增加，美国纺服产业的投资和增加值在 2010 年后明显提升。

**第四，新冠疫情和地缘政治影响下，与美国市场深度绑定的跨国企业考虑降低供应链风险和靠近市场，从而在美国投资建厂。**新冠疫情后，跨国企业愈发认识靠近市场和客户有利于降低成本；而近年来地缘政治摩擦也让跨国企业出于降低关税风险和供应链扰动风险的考虑，从而重构产业布局。如台积电在拜登政府出台《芯片法案》之前的 2020 年就宣布在美国建厂，主要是因为美国是其最大的海外市场，美国诸多大企业如苹果、英伟达、AMD 等皆是其客户，台积电在美建厂可缩短供应链长度，快速响应客户需求，并降低运输风险与成本。

## （二）制约因素：劳动力成本高、产业链配套不足、环保成本高

但是还有一些产业的回流效果欠佳，其原因主要包括劳动力成本较高，短期内产业配套和技术工人不能完全匹配需求，环保成本高等。

**第一，劳动力成本较高。**长期来看，自动化技术的应用可以降低对劳动力的依赖，但自动化设备的研发、维护和升级同样需要大量高素质的技术工人。

**第二，短期内产业配套和技术工人不能完全匹配需求。**产业配套方面，美国部分制造业供应链依赖全球市场，尤其是中、韩、日的原材料和零部件供应，要实现供应链的本土化，需重构美国产业链条，既要额外的投资和技术转移。技术工人方面，美国缺乏一些产业的熟练工人尤其是技术工人。例如，台积电在美国亚利桑那州的芯片代工厂面临的一个重要问题就是缺乏相应的熟练工人，为保证项目运转，台积电从中国台湾派遣了 1000 多名技术工人到美国工作，这占到了该项目目前 2200 名员工的近 50%。

**第三，环保成本较高，为满足环保要求，需要高投入，采用新技术和新材料，这增加了制造业运营成本。**据测算，美国制造企业为遵守联邦法规（包括但不限于环保标准）需要支付的总成本在 2023 年达到了 3.1 万亿美元。化工等行业为了满足环保标准需采用新技术和新材料，而投入过高抑制了部分企业回流。



## 四、细分产业回流情况

### （一）不同回流效果的产业

经济规律比政策强，主观意愿要受到客观规律的制约，美国制造业全面回流是不切实际的，但重点领域重点行业的回流趋势非常值得关注。

第一，在中低端产业中，机械、初级金属产品、家具及相关产品、纺织服装、塑料和橡胶产品等产业回流效果较好，这几个产业的回流企业在 2010-2023 年累计新增岗位数分别达 17.1 万、9.2 万、9.0 万、6.4 万、5.7 万，共 47.4 万。其一，关税方面，根据我们在《特朗普打响“加征关税 2.0”第一枪：原因、影响、推演及应对》中的测算，美国对中国等国家加征关税，对家具、玩具、纺织服装等劳动密集型商品以及机械设备等商品影响较大。其二，在财税补贴和采购方面，美国根据《国防生产法》《基建法案》《通胀削减法案》等，为机械和初级金属产品产业提供了财政补贴、税收优惠和政府采购等支持举措，如《基建法案》总支出 1.2 万亿美元，该法案的资金主要用于道路、桥梁、铁路、宽带、电力设施等基础设施领域投资，从而拉动了机械行业的设备需求；又如美国在 2021 年和 2022 年分别投入超过 6000 万美元支持稀土开采和加工，2022 年又依据《通胀削减法案》提供 5 亿美元用于支持关键矿产开发。其三，在自动化技术应用方面，由于一些行业海外的劳动力成本上升，如纺织服装业因为中国等国劳动力成本上升、美国自动化技术的应用降低了对劳动力的依赖，近年来来自中国等国家的纺织服装企业在美国的投资建厂增加。

第二，在中低端产业中，金属制品、非金属矿物产品、能源石油和煤炭产品、木材和纸制品、食品和饮料回流效果不明显。其一，金属制品和非金属矿物产品产业方面，美国的企业在过去几十年大量外迁，形成了稳定的海外供应链，美国制造业回流政策难以弥补国内劣势，企业回流意愿较低。其二，能源石油和煤炭产品、木材和纸制品、食品饮料等产业的布局主要受资源、市场等因素影响，过去只有部分产业转移到他国，一般较难回流，如石油和煤炭产业 2010 年后由于产能过剩，投资和增加值增速不及之前。

第三，在高端产业中，运输设备、计算机和电子产品、电气设备电器和组件、医疗设备和用品、化学药品等，这几个产业的回流企业在 2010-2023 年累计新增岗位数分别达 42.6 万、35.5 万、31.8 万、15.7 万和 10.8 万，共 136.4 万。他国企业由于美国政府禁令、地缘政治对供应链的干扰，美国高技术人才众多、前沿技术发达、应用市场广阔等因素，增加对美国的投资；美国企业也出于补贴等因素将原本对外的投资转回本土，如特斯拉将在德国的动力电池投资计划改为在美国生产。

图表9：2010-2023 年不同产业回流的新增岗位数量及企业数量

回流效果类型	产业类型	产业	新增岗位数量	企业数量
回流效果较好	中低端产业	机械	171276	1093
回流效果较好	中低端产业	初级金属产品	92136	614
回流效果较好	中低端产业	家具及相关产品	90109	740
回流效果较好	中低端产业	服装和纺织品	63727	1065
回流效果较好	中低端产业	塑料和橡胶产品	56588	269
回流效果较好	高端产业	运输设备	425827	1581
回流效果较好	高端产业	计算机和电子产品	355091	1470
回流效果较好	高端产业	电气设备、电器和组件	317896	1303
回流效果较好	高端产业	医疗设备和用品	156943	1378
回流效果较好	高端产业	化学药品	107779	1150



回流效果类型	产业类型	产业	新增岗位数量	企业数量
回流效果有限	中低端产业	金属制品	45725	359
回流效果较好	中低端产业	非金属矿物产品	36417	300
回流效果较好	中低端产业	能源、石油和煤炭产品	26146	303
回流效果较好	中低端产业	木材和纸制品	19108	187
回流效果较好	中低端产业	食品和饮料	9843	87

资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

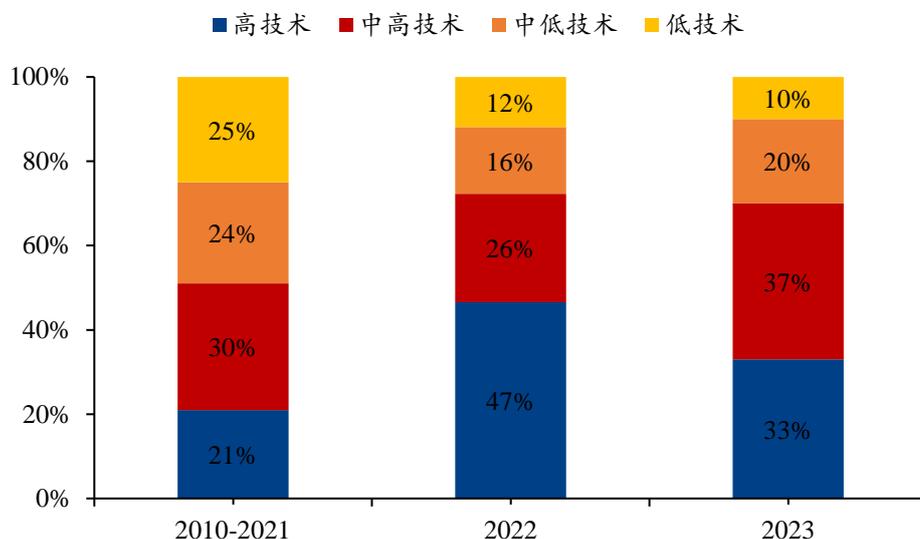
注: 表中不含不便分类的杂项

## (二) 制造业回流的两大特征

综合美国制造业不同回流效果的产业，可以发现两大特征。

第一，回流产业广泛，既有高技术产业也有传统产业。Reshoring Initiative 依据 OECD 对制造业的分类，将回流的制造业企业的产业类型分为四类，分别为高技术、中高技术、中低技术和低技术。据 Reshoring Initiative，2010 年到 2021 年回流的所有企业中，中低技术和低技术产业的企业数量共占回流企业的 49%；这一比重在 2022 和 2023 年尽管略有下降，但也接近 30%。

图表10: 不同技术类别的产业回流企业数量占比



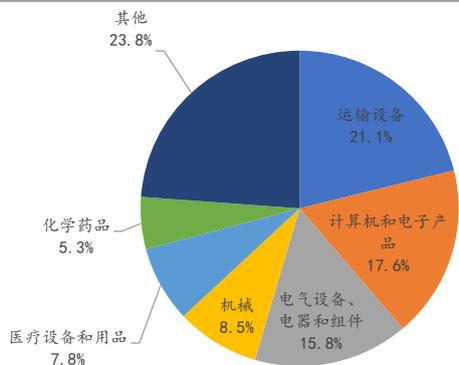
资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

第二，回流产业新增的就业岗位以高技术为主。据 Reshoring Initiative，在制造业回流企业创造的就业岗位中，2010-2021 年来自高技术企业和中高技术企业的占比共为 67%，而 2022 年和 2023 年这一比重增长为 86%和 87%，新增的岗位中高技术的比重越来越高。从产业来看，也可以发现，2010 年到 2023 年，新增岗位中，运输设备、计算机和电子产品、电气设备电器和组件三个产业新增的岗位占比就达到 54.5%。目前回流的高技术制造业尤其是半导体和新能源汽车，都需要大量投资和雇工，如 2023 年电气设备、电器和组件行业平均一个企业新增 339 个就业岗位；而回流的低技术企业，多为可领取补贴、



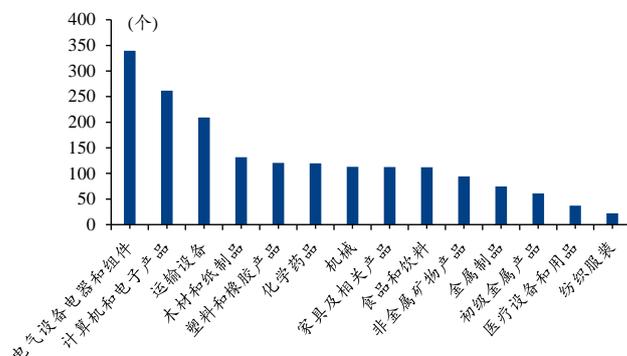
规模较大、技术较先进的企业，这些企业回流美国时往往增加了自动化技术的采用，因此新增就业岗位较少，如纺织服装业平均一个企业仅新增 22 个就业岗位。

图表11: 2010-2023 年累计新增岗位的制造业行业分布



资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

图表12: 不同产业平均一个企业新增的就业岗位 (2023)



资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

## 五、回流主要来源地及目的地

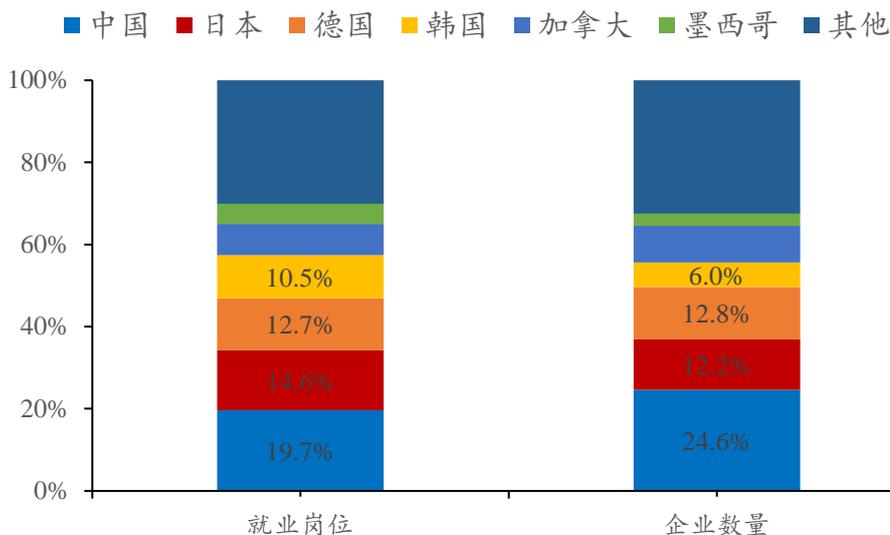
### (一) 来源地主要是中、日、德和韩等国，中国是第一来源国

回流的制造业，主要来自中国、日本、德国和韩国。这四国占 2010-2023 年间美国回流企业数量的 24.6%、12.2%、12.8%、6.0%，占新增回流岗位数量的 19.7%、14.6%、12.7%、10.5%。除补贴等共同要素外，来自中国的制造业回流受关税、制裁影响大，而来自日、韩、德的制造业回流更多是因为美国的市场规模大和技术实力强，德国等还受到了俄乌冲突等地缘因素的影响。

中国是美国制造业回流第一来源国，据 Reshoring Initiative，2010-2023 年间从中国回流美国的企业共 1425 家、新增就业岗位 21.0 万个。来自中国的回流企业主要分布在计算机及电子产品、电气设备电器和组件、运输设备、纺织服装、化学品等产业中。如在光伏设备方面，2023 年晶澳科技和浙江昊能分别宣布将在美国投资 6000 万美元和 3300 万美元建设新工厂；而隆基绿能则宣布与美国可再生和清洁能源开发商 Invenergy 合作，通过新的合资企业 Illuminate USA 投资 6 亿多美元，在美国的俄亥俄州建设光伏组件厂。



图表13：2010-2023 年累计新增就业岗位和企业数量的国家分布

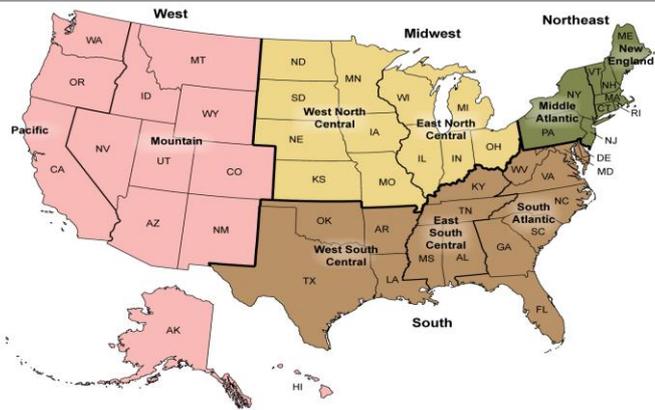


资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

## (二) 目的地主要是美国中西部和南部，劳动力、能源等成本较低是主因

美国制造业本土回流主要流向美国中西部和南部，2010-2023 年，回流这两个地区的企业合计超过 7000 家，创造就业岗位超过 132 万个，占回流企业数量的 66.5%和新增就业岗位的 76.3%。

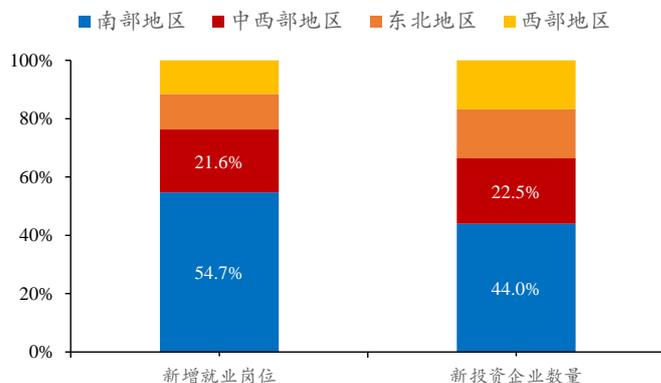
图表14：美国四大区域划分



资料来源: 美国国家卫生统计中心、美国人口普查局、粤开证券研究院

注: 美国人口普查局根据位置将美国分为四个大地区和九个小分区: 东北部地区, 包括新英格兰区与中大西洋区; 南部地区: 包括南大西洋区、中部东南区与中部西南区; 中西部地区, 包括中部东北区与中部西北区; 西部地区, 包括山地区与太平洋地区。

图表15：美国新增就业岗位和新投资企业的地区分布



资料来源: Reshoring Initiative、粤开证券研究院

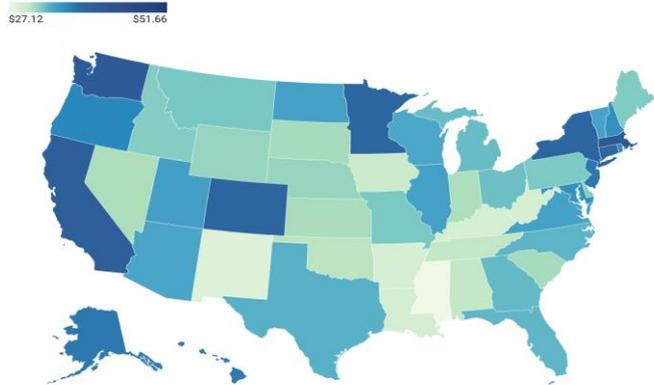
这两个地区成为主要回流地，主要由于劳动力、能源等成本相对较低，税负较低，具备较好的产业基础。



第一，中西部是传统工业基地，产业工人多，而南部由于移民工人较多，低工资水平的劳动力供给相对充足，这两个地区的多个州时薪低于 30 美元。2024 年 11 月，全美时薪最低的四个州全在中西部和南部，如密西西比州（27.12 美元）、新墨西哥（28.49 美元）、阿肯色州（29.03 美元）、西弗吉尼亚州（29.15 美元）和肯塔基州（29.15 美元），远低于东北部地区和太平洋地区的哥伦比亚特区（51.66 美元）、马萨诸塞州（41.92 美元）和华盛顿州（41.42 美元）。

第二，中西部和南部地区的企业所得税和个人所得税较低。一般而言，美国企业需要缴纳联邦和州企业所得税，但一些中西部及南部州，如俄亥俄州、南达科他州、德克萨斯州不征收州企业所得税，企业只需承担 21% 的联邦企业所得税。

图表16: 美国各州的时薪 (2024 年 11 月)



资料来源: Sage、粤开证券研究院

图表17: 美国各州联邦和州企业所得税 (2022 年 9 月)



资料来源: TAX FOUNDATION、粤开证券研究院

第三，中西部和南部地区的能源和土地价格较低。以电价为例，美国能源信息署 2024 年 10 月数据显示，美国中西南部和中东南部地区的工业部门平均电价在美国所有地区中最低，仅 6.01 和 6.83 美分/千瓦时；整个美国中西部和南部地区的电价基本都低于美国平均工业部门电价（8.21 美分/千瓦时，更远低于太平洋海岸地区（16.42 美分/千瓦时）和新英格兰地区（16.42 美分/千瓦时）。

图表18: 美国不同地区工业部门平均电价 (2011-2024)

电价 (美分/千瓦时)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中西南部地区	5.55	5.40	5.73	6.03	5.18	5.42	5.35	5.10	4.97	4.93	5.88	7.29	5.90	6.01
中东南部地区	6.06	5.96	5.78	5.53	5.63	6.12	5.85	5.87	5.43	5.41	5.95	7.31	6.60	6.83
洛矶山脉地区	5.53	5.73	6.09	6.11	5.76	6.04	5.93	5.97	5.78	5.84	6.41	8.57	7.11	7.35
中西北部地区	5.75	6.00	6.24	6.27	6.33	6.73	6.73	6.74	6.64	6.41	6.94	7.45	7.15	7.52
南大西洋地区	6.46	6.43	6.49	6.40	6.21	6.44	6.33	6.34	6.14	6.37	6.87	8.15	7.56	7.73
中东北部地区	6.45	6.56	6.40	6.92	6.69	6.93	6.90	7.24	6.61	6.76	7.54	8.25	7.84	8.22
中大西洋地区	7.58	7.31	7.09	7.14	6.86	6.88	6.86	6.78	6.44	6.34	7.18	8.74	7.82	8.45
新英格兰地区	12.45	11.77	12.52	11.76	11.93	12.30	12.64	13.60	13.06	12.72	14.25	16.01	16.19	16.42
太平洋海岸地区	6.98	7.17	7.49	8.04	8.06	8.13	8.51	8.61	8.76	9.39	10.13	12.37	12.36	16.42
太平洋非邻接地区	25.60	25.74	26.22	24.20	19.15	20.08	22.58	25.10	23.34	20.78	26.62	33.47	31.03	28.52
美国平均	6.51	6.52	6.62	6.7	6.42	6.67	6.63	6.67	6.38	6.41	7.16	8.5	7.66	8.21

资料来源: Wind、粤开证券研究院



注：太平洋地区则包括太平洋海岸地区（加利福尼亚州、俄勒冈州和华盛顿州）和太平洋非邻接地区（阿拉斯加州和夏威夷州）。2024年的数据时间为2024年10月，其余年份的数据时间为当年12月

第四，部分州在特定产业上具备良好的基础设施，如美国东南部具备良好的纺织业基础设施（高度自动化且环保的生产设施），因此部分纺织服装企业回流至这些地区。如2013年浙江棉纺织龙头企业科尔集团宣布在美国南卡罗来纳州投资2.18亿美元开设其第一家海外工厂，而美国南卡罗来纳州兰卡斯特县曾是美国有名的纺织业重镇，纺纱是当地的传统行业，具有良好的纺织业基础。

## 六、特朗普 2.0 政府制造业回流政策展望及中国如何应对

### （一）特朗普 2.0 政府制造业回流政策：关税和补贴仍是主力

特朗普在2024年竞选总统时承诺将重振经济并创造就业机会，并将“停止外包，让美国成为制造业超级大国”作为其竞选纲领之一。而从特朗普和其他内阁成员宣传的政策主张中，我们可推测特朗普 2.0 政府将通过关税、减税等政策措施，继续促进制造业回流美国。

第一，关税仍是特朗普 2.0 政府促进制造业回流的重要工具，尤其是以往的关税政策在促使纺织服装、家具等产业回流方面发挥了一定作用，因此未来特朗普政府会继续甚至加大关税的实施力度和实施范围。从政策力度看，特朗普曾在竞选时宣称中国、墨西哥和欧盟让美国贸易受损，并提出可能对所有出口至美国商品无差别征收10%的基准关税，对中国加征60%或更高关税，对产自墨西哥的中国汽车加征100%关税。而目前特朗普已开始陆续出台关税政策，当地时间2月1日，特朗普签署行政令对来自加拿大和墨西哥进口商品征收25%的关税，对来自中国的商品征收10%的关税。

第二，补贴政策会持续，但补贴的方向可能调整。特朗普1月20日上任首日即签署行政令，宣布退出《巴黎协定》，尽管其尚未废除《通胀削减法案》，但其重视传统能源，反对发展新能源的方向没有变化。未来新能源方向的补贴应会取消，对动力电池、新能源汽车和光伏产业的回流可能影响，但《芯片法案》可能继续发挥作用。

在产业方向上，特朗普 2.0 政府可能加大对人工智能、自动化的支持力度。当地时间1月21日，特朗普宣布甲骨文公司、软银和OpenAI将投资一个名为“星际之门”的项目，投资金额达5000亿美元，用于美国的人工智能基础设施建设。当前美国在人工智能上保持领先，而特朗普对人工智能等方面的积极态度，可能有助于进一步降低美国制造业对劳动力的依赖。

### （二）中国如何应对

随着全球地缘政治的不稳定性增加、人工智能和自动化技术的发展，美国的制造业回流政策可能取得更好的效果，对我国的影响可能更为深远，因此我国的应对需更具前瞻性和战略性。制造业回流是美国政坛共识，难以因政党更迭或者国际关系变化而改变，要重视美国制造业回流政策的长期性，制定长期策略。面临美国的关税、产业补贴政策 and 人工智能对制造业布局的冲击，中国可从供给和需求两大方面进行应对。

第一，加快建设现代化产业体系，无论美国政策如何变化，要始终以我为主、立足长远，持续提高制造业的全要素生产率，增强制造业竞争力和比较优势。

一是加快传统产业转型升级，提高智能化、自动化水平。其一，加大技改补贴力度和实施范围，鼓励传统企业与人工智能龙头企业开展战略合作，推动企业的智能化、自



动化和数字化改造。其二，积极推动并购重组，通过企业整合、横向一体化，提高传统企业竞争力。其三，深化供给侧改革，积极转型升级，推动产业向产业链附加值更高的环节转移。

**二是产业链国内有序转移，推动区域协调发展。**其一，优化产业链国内布局，打造以链主企业加配套企业形成的产业链集群，加强产业链集聚优势。其二，降低物流成本，提高铁水联运效率。其三，建设承接平台，支持各地以现有园区为基础，打造承接产业转移的主平台，完善基础设施和公共服务配套，可以考虑产业转移地区和承接地区共建产业专业工业园区。其四，优化欠发达地区营商环境，提高行政审批效率，尤其是涉及企业用地等行政审批事项；同时加快建设公平准入、公平竞争、开放包容的市场经济体制，积极完善知识产权保护机制。

**三是大力发展先进制造业和新质生产力，尤其是支持发展人工智能。**其一，加大对人工智能等领域的研发和财税补贴支持力度。其二，对新兴产业营造适度宽松的监管环境。其三，扶持培育中小企业，对未来产业领域，通过优化环境、引进领军人才吸引企业集聚，推动产业规模逐步壮大；同时积极推动中小企业和新兴企业的孵化和培育工作，通过创业补贴、租金补贴、创业贴息支持等，降低初创企业运营成本。其四，加大人才培养和培训，提高技能型人才的数量和能力。

**四是重视保障产业链供应链安全，强化自主可控能力。**发挥新型举国体制的作用，加强关键技术攻关，聚焦集成电路、工业母机、基础软件等关键领域，加快技术攻关和成果应用，提升产业链供应链的自主可控能力。

**第二，积极扩大内需，拉动消费。**美国推动制造业回流的优势在于美国巨大的消费市场，为了充分发挥我国超大规模市场优势、增强中国对于制造业的吸引力，要坚定不移地扩内需促消费。

**一是加快建设全国统一大市场，打破地方保护和市场分割，打通制约经济循环的关键堵点，**促进商品要素资源在更大范围内畅通流动，完善公平竞争审查制度，废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法。

**二是提高居民收入和增强收入预期。**提高消费要解决居民消费能力的问题，最重要的是提高收入和增强收入预期。要进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。并且加大对特定群体的补助和支持，以提高其抗风险能力并提振消费，包括对失业大学生的补助、对农村老人群体的补贴、对于二孩以上家庭的特定补贴等。详见《罗志恒：财政如何提振消费》。

**三是改善消费场景，尤其是服务业的消费场景。**其一是坚决打击诈骗、假冒伪劣产品和不安全食品等，稳定消费者信心。其二是优化消费政策和制度环境，完善消费者权益保护机制，优化市场秩序规范市场行为，加强对市场的综合监管。其三是提升消费便利度和满意度。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

邓洪波，经济学博士，2024年6月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524070001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)