

两个太阳：被重塑的全球化

2025年03月27日

➤ **全球化正在如何被重塑？**通常意义的全球化指的是，从生产到最终使用的全过程只涉及到国内的占比下降，而需要涉及到跨国的占比上升。过去的全球化主要以出口最终产品的形式，但随着中美贸易摩擦+公共卫生事件的影响，这种旧全球化被打破。**2021年之后，伴随西方世界的“重建产能”与中国的出海破圈，看似指标意义上的全球化呈现了截然不同的特征：**(1) 全球贸易不再以直接出口最终产品的形式，而是以出口中间品的形式经过多次跨国或跨部门的复杂生产才最终流向使用者。在这一过程中，**各国基于内生条件也选择了差异化路径：**对于中国而言，中国的外需对经济增长仍很重要，中国正通过更复杂的全球价值链的形式参与到新全球化之中；对于美国而言，2018年以来，美国生产活动明显回流，国内生产活动为美国经济带来了更多增长；东南亚则正摆脱低附加值的全球加工厂模式，不断向服务本土内需转型；欧洲经济则在多重因素下更受全球贸易的影响。(2) 全球化的范围不再是一个整体，而是以中美各自为中心，全球形成了**两个贸易核心圈**。具体来说，两个贸易圈的交集主要在：**日韩、墨西哥和印度**。而欧洲和加拿大与美国更紧密，东南亚、俄罗斯和澳大利亚则与中国更紧密。在新的贸易圈下，中国也形成了自己的**优势部门：基础金属和金属制品、机械设备、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、非金属矿物、零售贸易、运输设备**。

➤ **中国外需：破局增量，再造存量。**在全球化的重塑下，**中国的外需也迎来了新变化：**(1) 中国已从传统的美国、日韩等贸易伙伴逐渐转向新的贸易伙伴，**墨西哥、印度以及东南亚等国家不再是简单的充当中国转口贸易国的身份，而是中国通过投资等方式带动了这些国家的本土需求**。根据我们测算，**2025年墨西哥+印度+东南亚或能拉动我国总增加值增长0.5%**。(2) 美国为满足自身需求对外依赖度整体较高，美国在实施关税政策时或存在诸多顾虑。具体而言，美国在**非金属矿物、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、木材及软木制品、电气和光学设备、机械设备等众多部门**对中国依赖度均较高，若贸然实施关税政策或使得美国本土需求得不到满足从而通胀进一步抬升+部分依赖进口中间产品的产业链断裂；与此同时，相比于其他国，中国可以在关键部门对美国实施反制措施。(3) 欧美贸易摩擦若进一步加剧，**欧洲或被推向中国**。从增加值来看，**中国在欧洲取代美国的份额大约相当于中美贸易的19%**；而参考特朗普第一任期的关税影响，**2018年中美贸易受损16.8%**，因此欧洲可以很大程度上弥补中国在美国失去的份额。

➤ **贸易链重构的结构影响：产业链延长+运输距离变远。**全球贸易格局的变化同样会影响产业链的发展，产业链的延长意味着更多的生产环节和更高的附加值能力。2015年以前，全球化+互联网推动了全球各产业链均呈现延长趋势；但随着贸易保护+公共卫生事件等影响，这一过程中断；2021年以来全球化开始重构，各类产业链开始以新的方式延长，值得注意的是，中国的制造业的产业链长度未见修复，而非中国地区的制造业产业链开始延长。与此同时，制造格局和贸易格局的变化对船运有着更直接的影响。经我们测算，在新的贸易关系下将会带来全球船运距离的逐步增加；相比之下，船运的整体供给依旧存在明显不足，船运的长期价值值得关注。

➤ **两个太阳，三种机遇。**当下，全球化正在以一种全新的形式经历重塑。中国在内需企稳回升的同时，外需仍很重要。中国的外需需要关注以下三点：(1) **墨西哥、印度和东南亚等国为中国带来新的增长；(2) 美国实施关税政策可能并不会一帆风顺；(3) 新一轮贸易格局下，中欧贸易关系有修复的空间和基础**。与此同时，**船运距离有望再次抬升**。如果对应到股票行业分类，受正面影响的行业分布在：**金属（有色、钢铁）、船运、设备类（机械设备、电气设备、通信设备）、消费（纺服、商贸零售、旅游）等领域**。

➤ **风险提示：**1) 国内经济不及预期；2) 海外经济大幅下行；3) 测算误差。


分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

研究助理 季宏坤

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

1. 资金跟踪系列之一百六十一：个人活跃度有所回落，ETF与北上均不同程度撤离-2025/03/24
2. A股策略周报 20250323：转换仍在继续-2025/03/23
3. 市场温度计系列之二十四：机构情绪明显下行驱动市场回调-2025/03/22
4. 策略专题研究：从投资到民生，从过剩到新生-2025/03/18
5. 资金跟踪系列之一百六十：个人投资者内部分化，ETF与北上呈现脉冲式回流-2025/03/17

目录

1 全球化正在如何被重塑?	3
1.1 特征一：由最终产品贸易向复杂加工贸易转变	3
1.2 特征二：范围由一个整体变为两个核心	6
2 中国外需：破局增量，再造存量	10
2.1 中国寻找新外需：墨西哥、印度和东南亚	10
2.2 美国对外高依赖下的贸易博弈	12
2.3 欧美贸易摩擦背后：欧洲或被推向中国	16
3 贸易链重构的结构影响：产业链延长+运输距离变远	19
4 重塑的全球化下的机遇	21
5 风险提示	22
插图目录	23

1 全球化正在如何被重塑？

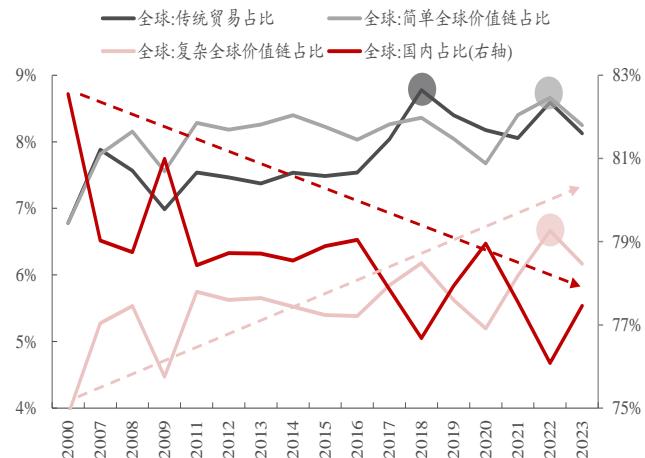
我们参考 Wang 等(2017a)¹，全球化一般指的是国内生产（整个生产到最终使用的过程都在国内完成）占比下降，而传统贸易（最终产品贸易）+简单全球价值链（一次跨境加工贸易）+复杂全球价值链（多次跨境加工贸易）的占比上升。过去的全球化主要表现为传统贸易占比的上升，然而随着 2018 年中美贸易摩擦，全球的传统贸易占比见顶，过去的全球化被打破。与之替代的是，简单+复杂全球价值链占比的抬升，同时，贸易伙伴国之间的关系也变得更加集群化。这种新特征下的全球化是本篇报告所定义的重塑后的全球化。

1.1 特征一：由最终产品贸易向复杂加工贸易转变

随着中美贸易摩擦，过去由最终产品驱动的传统贸易被打破，与之替代的是全球的生产过程越来越深化和复杂，中间品贸易驱动了新的全球化出现。本文参考 Wang 等(2017a)的方法，将一个国家/部门的生产活动分解成四部分：(1) 国内生产活动（不涉及全球贸易）；(2) 传统贸易（不涉及中间品贸易）；(3) 简单的全球价值链活动（一次跨境加工贸易）；(4) 复杂的全球价值链活动（多次跨境加工贸易）。与内需相关的是国内生产活动，与全球化（外需）相关的是**传统贸易+全球价值链（简单+复杂）部分**。其中，**传统贸易类似于直接出口**，但与出口的差别在于剔除了重复计算的部分，并且最终使用要发生在直接进口国；而**全球价值链部分相当于穿透整个产业链**，只要某一进口国的最终使用包含了这个国家/部门的增加值就会被计入进口国的进口，而不一定由这个国家/部门自己出口，**类似于间接出口**。从 2000-2023 年来看，全球的生产活动中国内占比波动下降，表明**全球化的趋势并未逆转**。但这一过程中也存在波折，以及全球化形式的转变：(1) 金融危机（2008-2009）、特朗普第一任期上台+公共卫生事件（2019-2020）都使得全球化在一定程度上受损。(2) 2021 年之后全球化重启，但**传统贸易的比重已在 2018 年见顶，新一轮的全球化在全球价值链贸易的兴起下被重塑**。

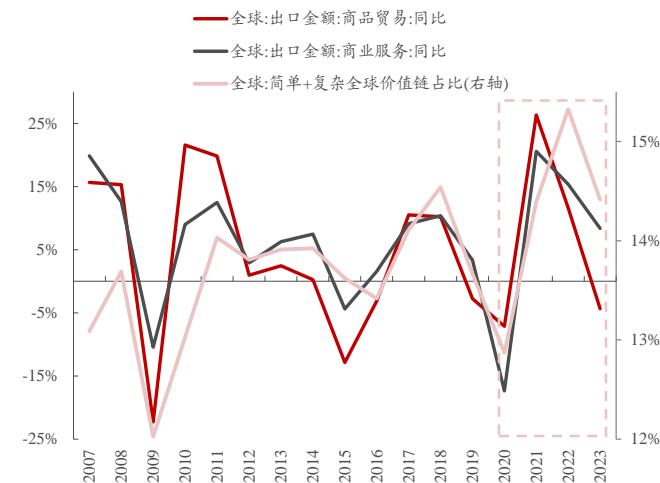
¹ WANG Z, WEI S-J, YU X, et al. Measures of participation in global value chains and global business cycles [R]: National Bureau of Economic Research, 2017a.

图1：2000-2023年，全球的生产活动中国内占比波动下降，表明全球化趋势并未逆转；但全球化的形式发生了明显变化，2018年传统贸易占比见顶，与之替代的是简单+复杂全球价值链占比的抬升，全球化正在被重塑



资料来源：ADB, 民生证券研究院

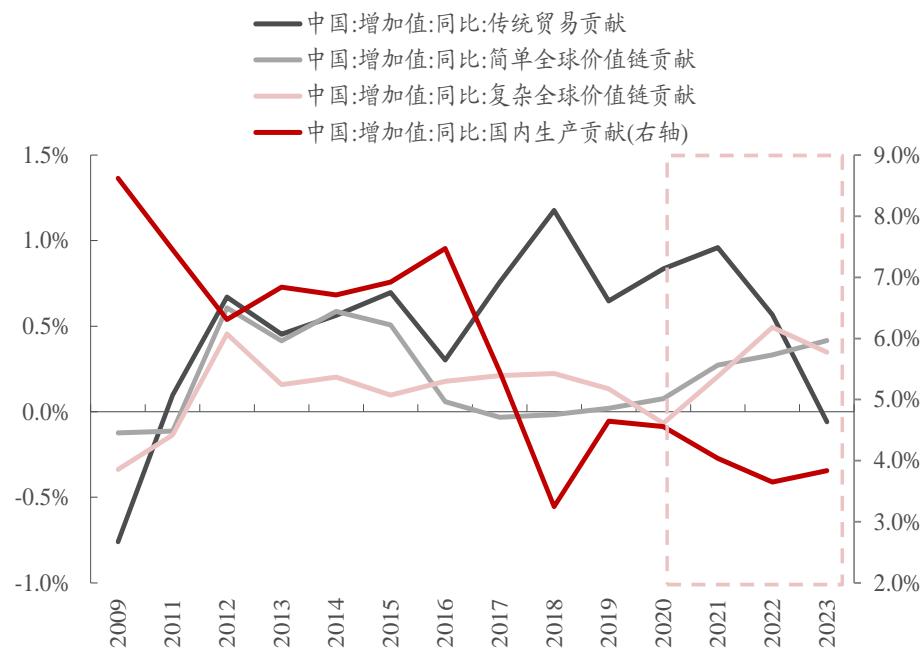
图2：金融危机（2008-2009）、特朗普第一任期上台+公共卫生事件（2019-2020）全球出口均出现了明显萎缩；2021年之后，全球出口逐渐恢复但是以新的全球价值链贸易的形式恢复



资料来源：wind, ADB, 民生证券研究院

当然，在复杂的全球贸易变局中，该如何参与全球贸易各国或地区也有各自的选择。**对于中国来说，中国经济增长经历了多轮内外需驱动的转变：2009-2012年，金融危机后，全球贸易逐渐恢复，外需对中国经济增长的拉动也逐渐修复；2013-2016年，在基建+地产的驱动下，中国内需增长稳步抬升；2017-2018年随着供给侧改革+抢出口效应，中国经济增长的动力再度由内需转向外需；2019-2020年，随着中美贸易摩擦加剧+公共卫生事件影响，中国通过出口最终产品（传统贸易）参与全球化的模式被改变；2021年以来，随着全球贸易的恢复，外需对于中国经济增长的影响进一步抬升。但与此前不同的是，中国参与全球化的方式发生了转变，即从最终产品贸易到复杂加工贸易的转变。总的来说，中国经济若想平稳增长，内需稳定固然重要；但由于国内较难恢复至由过去基建+地产驱动下内需高增长的模式，因此只依赖内需还不够，外需同样重要。**

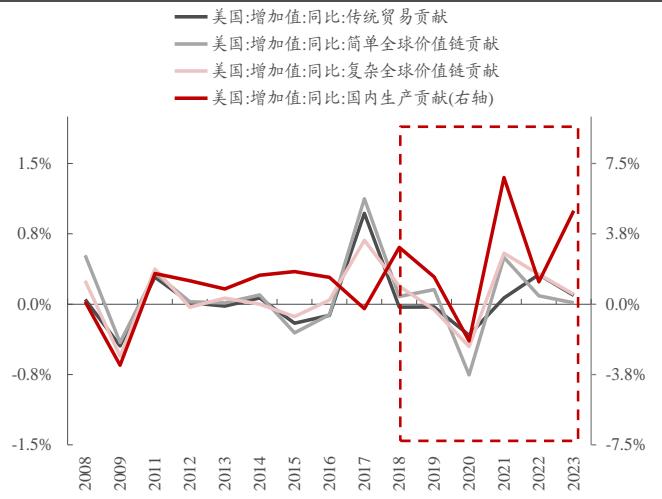
图3：2009-2012年金融危机后，全球贸易逐渐恢复，外需对中国经济增长拉动更明显；2013-2016年在基建+地产的驱动下，中国内需增长稳步抬升；2017-2018年随着供给侧改革+抢出口，内需贡献下降，而外需贡献再度提升；但随着中美贸易摩擦加剧+公共卫生事件影响，中国通过传统贸易参与全球化的模式被改变；2021年以来，中国正在以全球价值链贸易的模式参与到新的全球化之中



资料来源：ADB，民生证券研究院

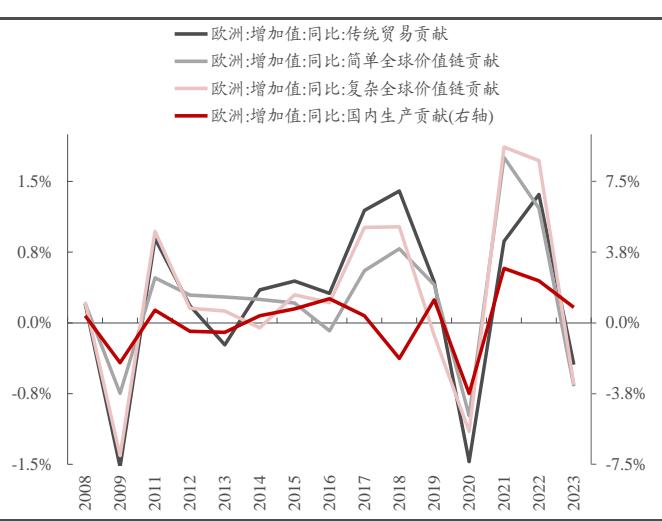
对于美国来说，2018年中美贸易摩擦后，美国的生产活动出现明显回流；相比于参与全球生产活动，美国国内的生产活动为美国经济带来了更多增长，美国开始考量供应链安全和重塑产业竞争力的深层战略。对于东南亚来说，东南亚已不再简单的是全球加工厂，而是参与全球生产活动的同时，很好的带动了本土需求的增长，更加注重内需服务的转型。对于欧洲来说，欧洲则更多的参与到了全球贸易中，欧洲的经济增长受全球贸易部分的影响更大。欧洲这一表现或是多重因素交织的结果：一方面，欧洲拥有雄厚的技术实力和完善的产业基础，这使得其在全球市场上能够发挥引领作用；另一方面，由于欧洲内部市场增长潜力有限，人口老龄化等结构性问题，国内需求不足以单独支撑经济的扩张，促使欧洲不得不依赖外部市场来寻找需求。

图4：2018年中美贸易摩擦后，美国的生产活动出现明显回流；相比于参与全球生产活动，美国国内的生产活动为美国经济带来了更多增长



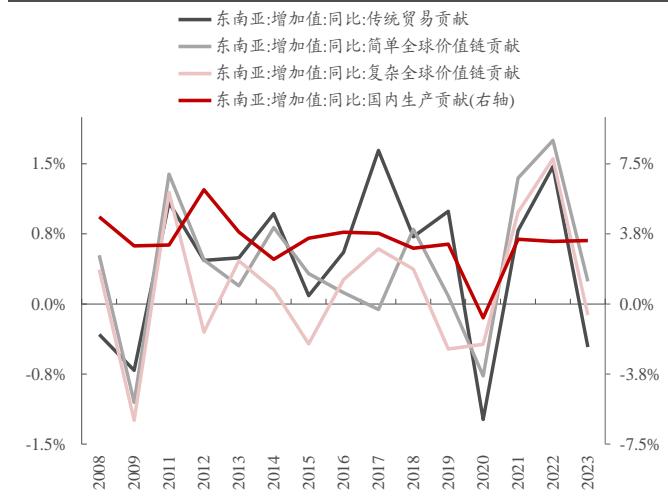
资料来源：ADB，民生证券研究院

图6：欧洲经济增长受全球贸易部分的影响更大



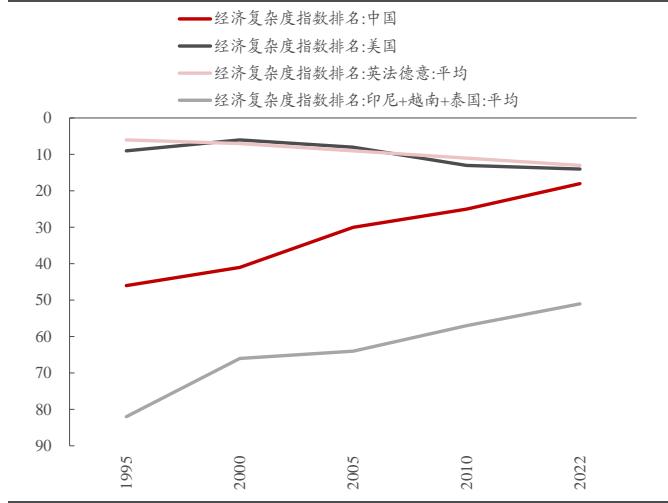
资料来源：ADB，民生证券研究院。欧洲选取的代表国家有：英国、法国、德国、意大利、西班牙、比利时、瑞典、瑞士、荷兰和爱尔兰。

图5：东南亚参与全球生产活动的同时，很好的带动了本土的需求增长，这体现在东南亚国内生产一直提供了较高且稳定的增长



资料来源：ADB，民生证券研究院。东南亚选取的代表国家有：印度尼西亚、越南、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、柬埔寨、老挝、文莱。

图7：欧洲的产业链相对更加完备，体现在欧洲贸易品的多元性和复杂性



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：经济复杂度指数排名越高代表该国家产业链越完备。

1.2 特征二：范围由一个整体变为两个核心

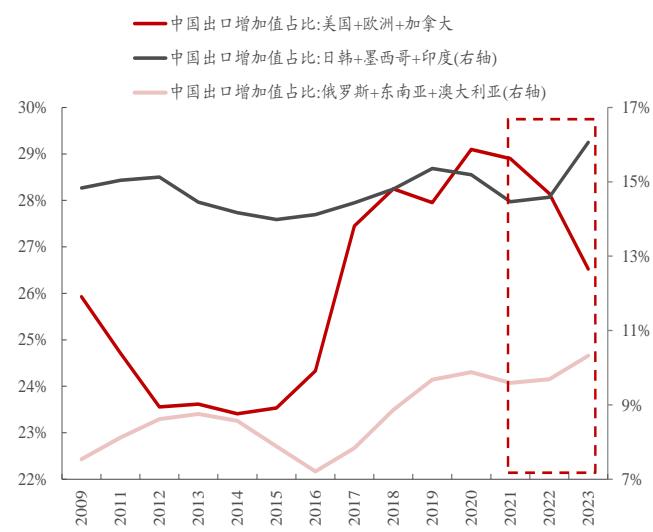
过去的全球化表现为全球主要国家贸易联系均变得更加紧密，但重塑后的全球化则表现出以中美为核心形成了各自的贸易圈，在同一个圈内的国家贸易联系更加紧密。本文参考 Wang 等(2017a)²的方法，将一个国家/部门参与全球生产活动的方式分为两大类：(1) 前向参与，即一个国家/部门创造的增加值流向别的国

² WANG Z, WEI S-J, YU X, et al. Measures of participation in global value chains and global business cycles [R]: National Bureau of Economic Research, 2017a.

家/部门的最终使用，可以理解为别的国家/部门的需求对于自己国家/部门增加值的贡献；(2) **后向参与**，即一个国家/部门为满足自身的最终需求而吸纳别的国家/部门的增加值，可以理解为为了满足自己国家/部门的最终需求对于别的国家/部门的依赖度，同时也可刻画别的国家/部门在自己国家/部门总需求中所占的份额。

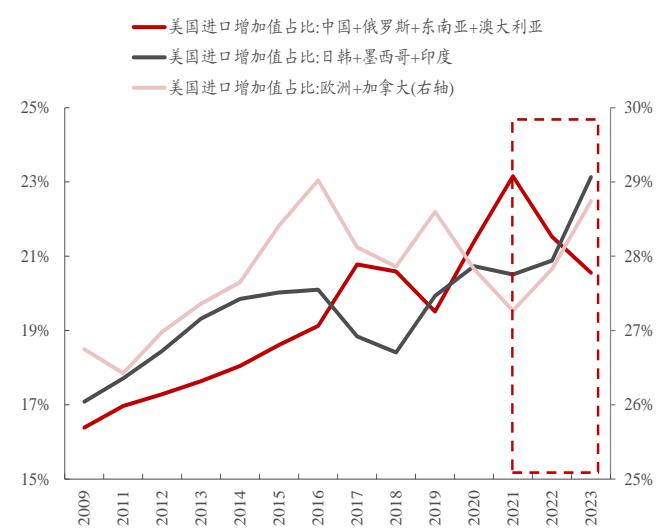
2021年以来，中国作为主要的出口国，从增加值流向的主要国家来看，美国+欧洲+加拿大占比下降，而日韩+墨西哥+印度、俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比上升；而美国作为主要进口国，从增加值来源的主要国家来看，中国+俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比下降，而日韩+墨西哥+印度、欧洲+加拿大占比上升。目前来看，**中美贸易核心圈的交集主要在：日韩、墨西哥和印度。而欧洲、加拿大与美国更紧密，东南亚、俄罗斯、澳大利亚与中国更紧密**。值得注意的是，随着特朗普第二任期上台，中国仍是美国关税政策的主要针对国之一。因此，从贸易核心圈来看，美国除直接对中国加征关税外，同时有可能让日韩、墨西哥和印度对中国加征关税。此外，相对来说，美国若让欧洲、加拿大对中国加征关税对中国影响较小；而东南亚、俄罗斯、澳大利亚由于与中国更加紧密，因此不太可能对中国加征关税。

图8：2021年以来，中国主要增加值出口国中，美国+欧洲+加拿大占比下降，而日韩+墨西哥+印度、俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比上升



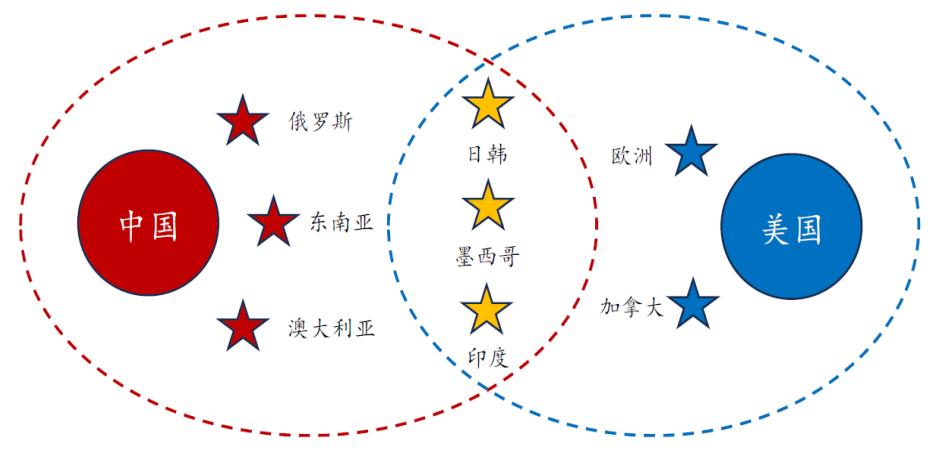
资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该占比的计算方法为中国通过全球贸易流向某一国家的增加值/中国通过全球贸易流出的总增加值。

图9：2021年以来，美国主要增加值进口国中，中国+俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比下降，而日韩+墨西哥+印度、欧洲+加拿大占比上升



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该占比的计算方法为美国通过全球贸易吸纳某一国家的增加值/美国通过全球贸易吸纳的总增加值。

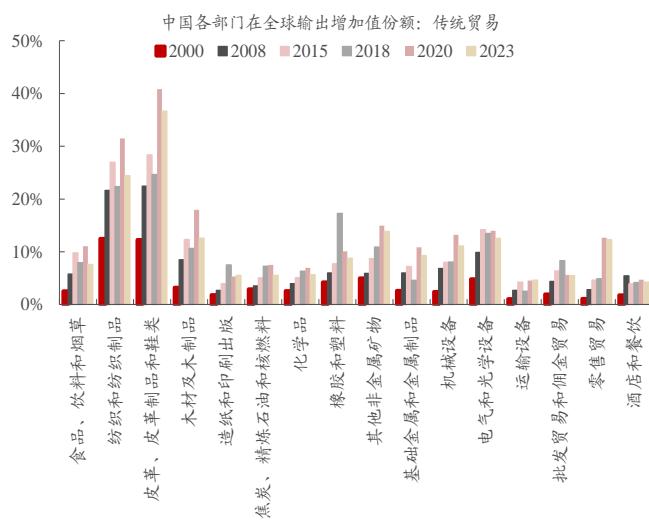
图10：以中美为主的全球两大贸易核心圈



资料来源：民生证券研究院绘制

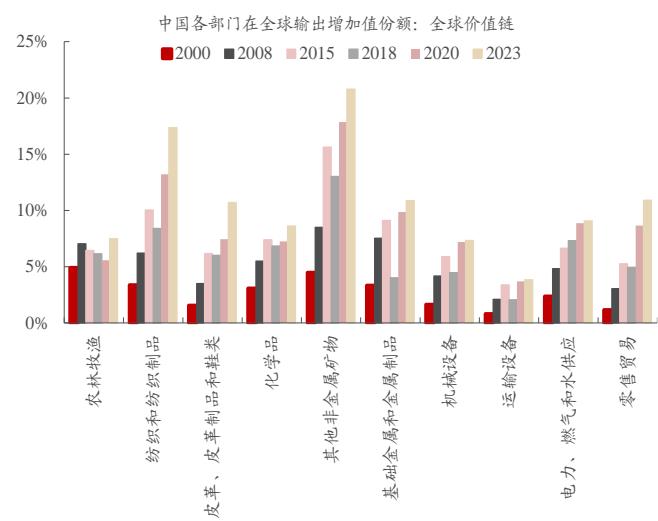
从不同国家同一部门在全球贸易中输出的增加值份额来看，中国除运输设备外，**多数部门在全球通过传统贸易直接出口的份额在 2020 年见顶、随后回落。但这并不意味着中国的出口失去了竞争力**，具体来说，中国的农林牧渔、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、化学品、非金属矿物、基础金属和金属制品、机械设备、运输设备、电气燃气和水供应、零售贸易通过全球价值链部分**实现间接出口的占比在明显抬升**，这表明中国的这些部门从原来的直接出口最终产品转向了间接出口中间产品。从传统贸易+全球价值链综合来说，我们划分了中国的优势部门：(1) 中国在全球具有高份额的部门：**皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、机械设备**；(2) 2023 年中国在全球份额创新高的部门：**非金属矿物、零售贸易、运输设备**。

图11：除运输设备外，中国多数部门在全球通过传统贸易输出增加值份额在2020年见顶



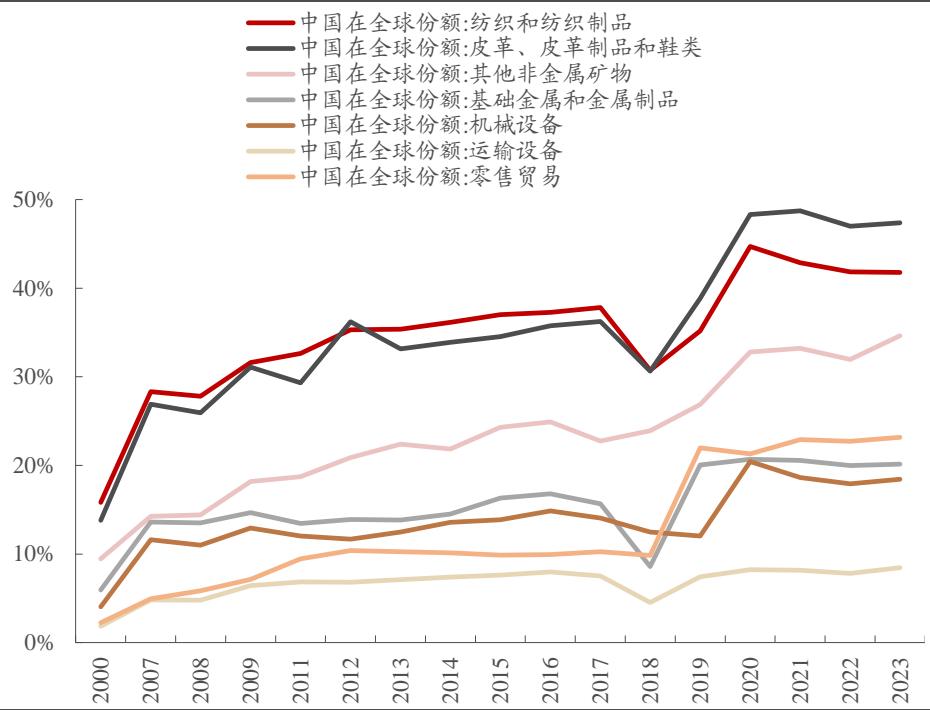
资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该份额的计算方法为在全球贸易中中国该部门输出的增加值/全球所有国家同一部门输出的总增加值，下同。

图12：但这并不意味着中国的出口失去了竞争力，具体来说，中国的农林牧渔、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、化学品、非金属矿物、基础金属和金属制品、机械设备、运输设备、电气燃气和水供应、零售贸易通过全球价值链部分实现间接出口的份额在明显抬升



资料来源：ADB，民生证券研究院

图13：从传统贸易+全球价值链综合来说，中国在全球具有高份额的部门：皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、机械设备；中国在全球份额创新高的部门：非金属矿物、零售贸易、运输设备；这些部门成为了中国的优势部门



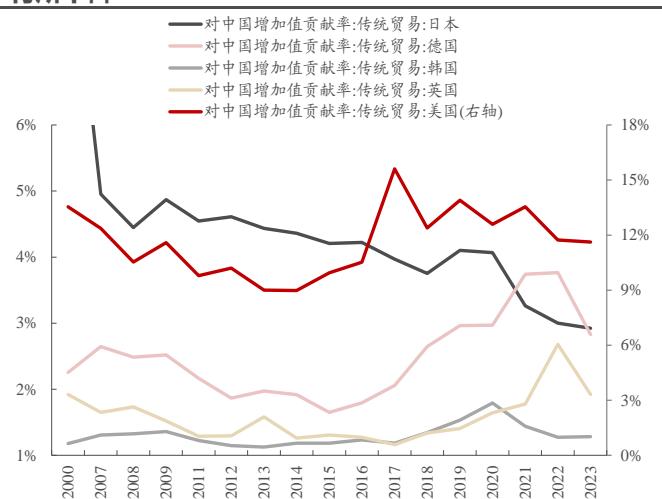
资料来源：ADB，民生证券研究院

2 中国外需：破局增量，再造存量

2.1 中国寻找新外需：墨西哥、印度和东南亚

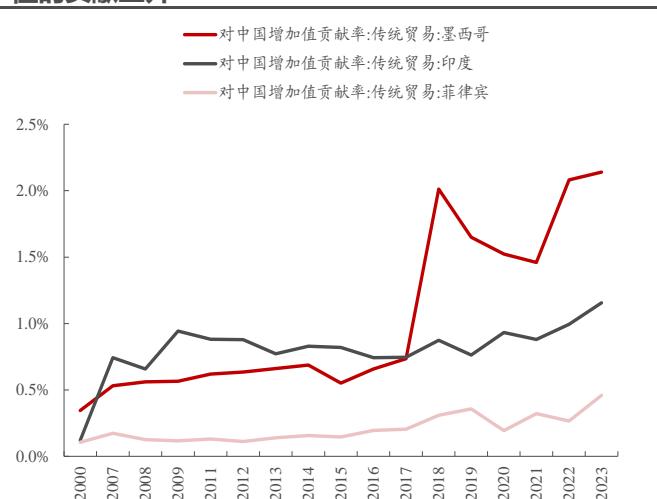
前文提到，由于 2021 年以来，中国从出口最终产品的传统贸易逐渐转向复杂加工的全球价值链贸易，因此多数国家通过**传统贸易**的形式对于中国增加值的贡献均有所下降，仅**墨西哥、印度和菲律宾等国有所上升**。但从出口数据来看，**中国的出口并没有明显走弱，这背后的原因或是中国通过第三方国家转口贸易增多，从而实现了间接出口**。根据海关总署公布的中国出口数据显示，2018 年以来，中国向美国出口占比明显下降，与之对应的是向墨西哥、印度、越南、印尼、泰国等国的占比明显抬升。而本文定义的传统贸易与出口类似，差别在于传统贸易要求最终使用是直接发生在进口国。因此，我们通过出口数据剔除掉传统贸易部分后估算了中国出口中在这些国家发生的转口贸易占比：2023 年，中国出口的 0.36% 在墨西哥发生转口贸易，印度 2.34%、越南 3.77%、印尼 1.27%、泰国 1.48%。值得注意的是，**2018 年以来，中国在越南、印尼、泰国等东南亚国家的转口贸易提升明显**。

图14：2021 年以来，美国、日韩、德国、英国等过去中国的主要贸易国通过传统贸易对于中国增加值的贡献均有所下降



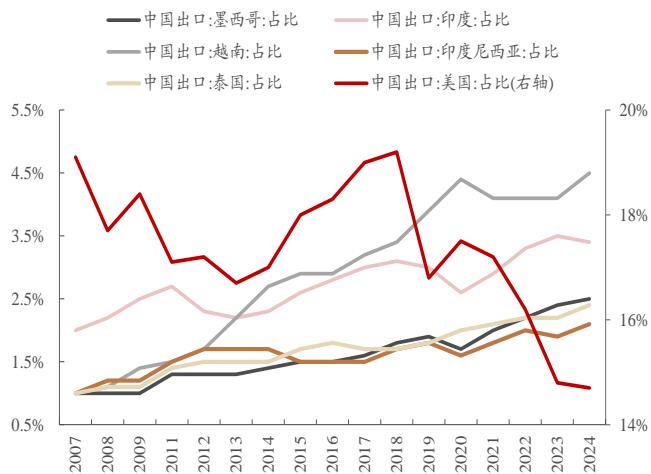
资料来源：ADB，民生证券研究院。注：贡献率的计算方法为某一国家通过全球贸易吸纳的中国增加值/所有国家通过全球贸易吸纳的中国总增加值，下同。

图15：由于中国从传统贸易向全球价值链贸易转型，仅墨西哥、印度和菲律宾等国通过传统贸易对于中国增加值的贡献上升



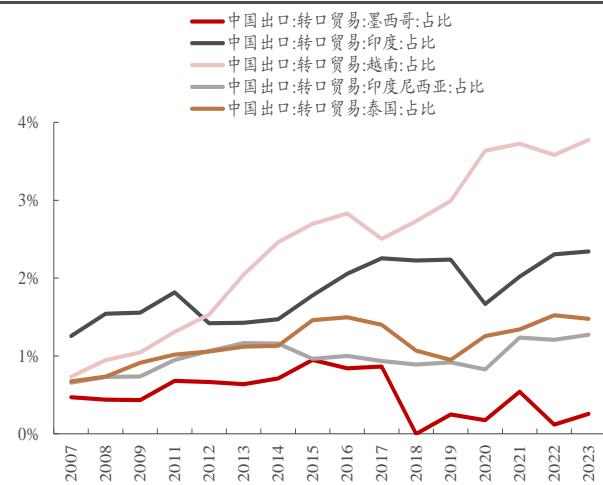
资料来源：ADB，民生证券研究院

图16：从出口数据来看，2018年以来中国向美国出口占比明显下降，与之对应的是向墨西哥、印度、越南、印尼、泰国等国的占比明显抬升



资料来源：wind, ADB, 民生证券研究院

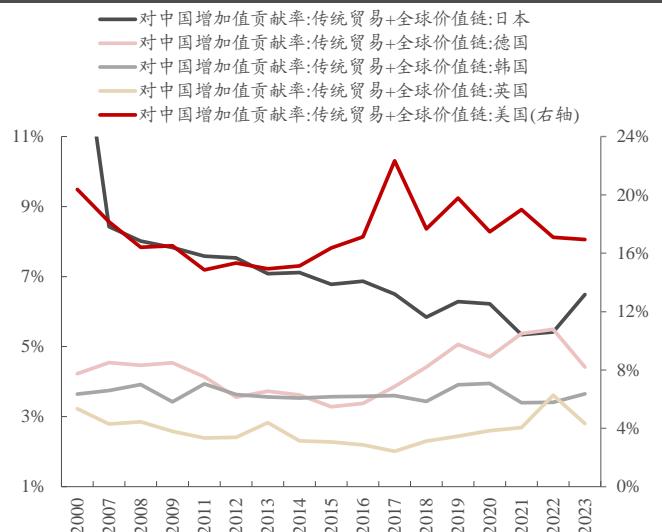
图17：2018年以来，中国在越南、印尼、泰国等东南亚国家的转口贸易提升明显



资料来源：wind, ADB, 民生证券研究院

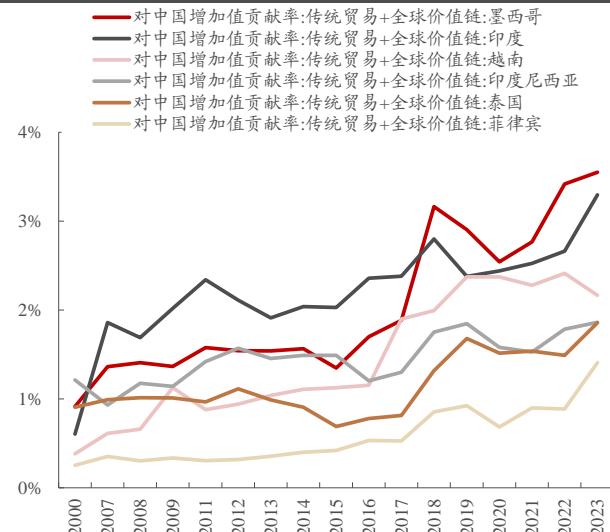
但墨西哥、印度和东南亚等国并不是简单的充当中国转口贸易国的身份。从传统贸易+全球价值链综合来看，美国、日本、德国、韩国仍是中国总增加值的主要贡献国，但是这些国家对于中国增加值的贡献率在逐渐下降。尤其是2018年中美贸易摩擦后，美国对中国增加值的贡献率开始震荡回落，即中国越来越不依靠美国的最终需求。相应替代传统欧美和日韩的是，墨西哥、印度、越南、印尼、泰国、菲律宾等国的自身需求对中国增加值的贡献率提升明显。与此同时，2016年以来，中国向墨西哥以及主要东南亚国家的投资占比明显提升，这或刺激了这些国家本土的最终需求。因此，墨西哥、印度和东南亚等国家不再只是中国实现向美国间接出口的中间国，而是同时为中国创造了新的外需。根据我们测算，按照现在墨西哥+印度+东南亚拉动我国总增加值增长推算，2025年墨西哥+印度+东南亚或能拉动我国总增加值增长0.5%。

图18：美国、日本、德国、韩国、英国等仍是中国增加值的主要贡献国，但是贡献率在逐渐下降



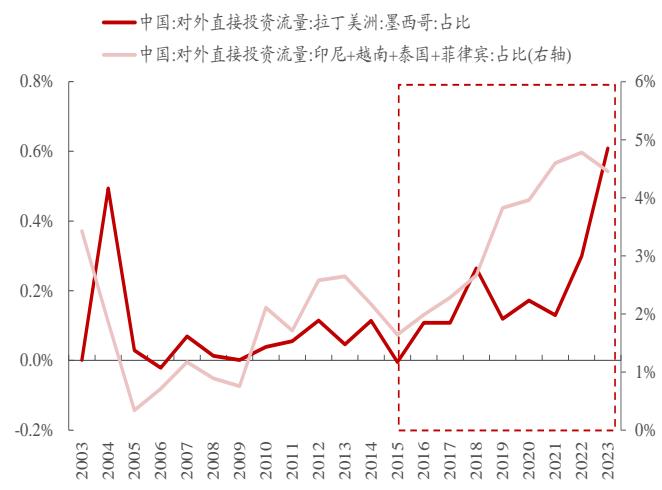
资料来源：ADB，民生证券研究院

图19：墨西哥、印度、越南、印尼、泰国、菲律宾等国的自身需求对中国增加值的贡献率提升明显



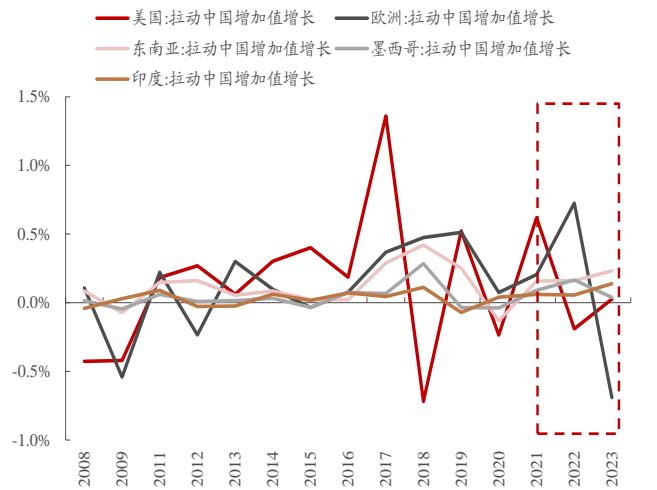
资料来源：ADB，民生证券研究院

图20：2016年以来，中国向墨西哥和主要东南亚国家的投资占比明显提升，这或刺激了这些国家的最终需求



资料来源：ADB，民生证券研究院

图21：2016年以来墨西哥、印度和东南亚拉动中国增加值的增长明显抬升，2021年以来再度抬升



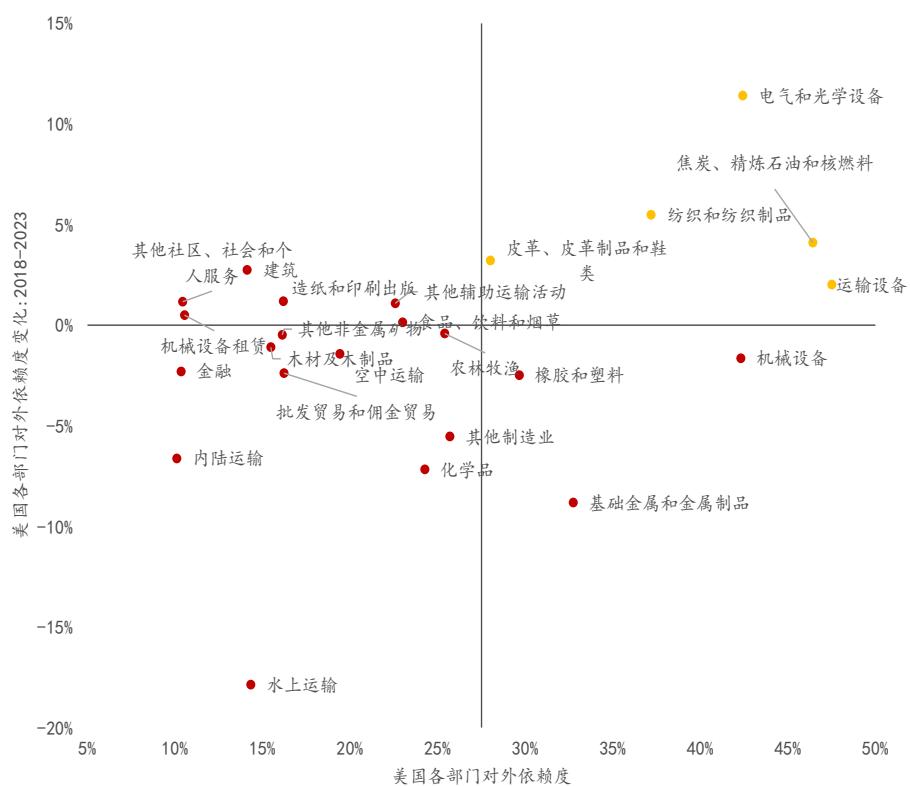
资料来源：ADB，民生证券研究院

2.2 美国对外高依赖下的贸易博弈

随着特朗普的上台，美国的关税政策成为全球的焦点。但是，我们认为无论是美国整体还是美国在一些关键部门都存在对外的明显依赖，短期内实现自给自足可能性不大，美国在实施关税政策时可能存在诸多顾虑。从细分部门来看，美国在运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等部门对外的依赖度较高且仍在上升。若美国在与这些部门有关的进口中无差别加征关税，我们认为可能有两点影响：(1) 美国本土的需求得不到很好的满足，或促使美国国内通胀进一步抬升；(2) 美国那些依赖大量进口中间产品的产业

链断裂，影响美国经济。从美国对外依赖的细分国家来看，对于中国而言，美国在非金属矿物、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、木材及软木制品、电气和光学设备、机械设备等众多部门对中国依赖度均较高。

图22：美国的运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等部门对外依赖度较高且仍在上升



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该依赖度的计算方法为体现在美国最终使用中其他所有国家的总增加值/体现在美国最终使用中美国+其他所有国家的增加值。

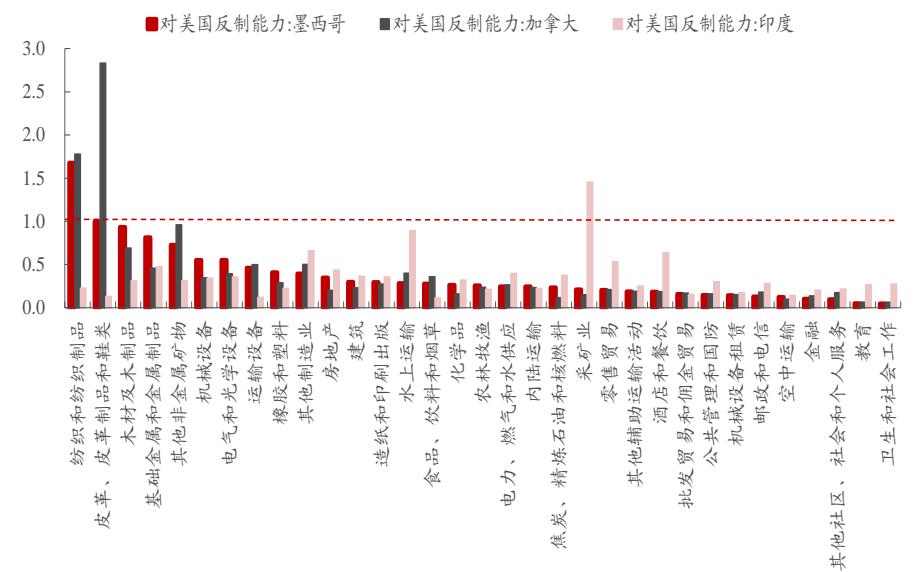
图23：美国对中国在非金属矿物、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、木材及木制品、电气和光学设备、机械设备等部门依赖度均较大

美国：部门	美国各部門在全球貿易中对主要国家依赖度(%)											
	中国	加拿大	日本	墨西哥	德国	英国	印度	法国	韩国	意大利	印度尼西亚	越南
农林牧渔	2.67	9.19	1.79	47.01	1.51	1.63	4.64	0.63	0.78	0.59	0.98	0.97
采矿业	8.00	19.21	8.26	4.87	5.51	4.36	4.01	2.43	2.88	1.93	0.64	0.37
食品、饮料和烟草	6.92	18.13	4.29	10.27	3.67	2.90	4.58	3.03	1.61	3.78	2.41	0.87
纺织和纺织制品	41.61	1.31	0.54	7.48	0.39	0.53	16.29	0.76	0.99	2.70	2.53	4.93
皮革、皮革制品和鞋类	53.31	0.94	0.37	3.29	0.61	0.36	6.13	2.03	0.50	8.11	3.81	11.56
木材及木制品	36.13	10.67	2.51	2.91	2.50	1.30	16.85	1.13	1.12	1.18	2.69	1.17
造纸和印刷出版	19.67	11.09	6.02	5.54	4.95	5.85	3.66	2.11	3.01	1.67	1.09	0.64
焦炭、精炼石油和核燃料	3.13	36.27	2.94	3.21	2.17	1.88	3.12	1.25	4.27	1.07	0.31	0.11
化学品	11.43	9.81	7.24	8.19	6.19	5.36	4.64	5.67	5.39	3.19	0.93	0.25
橡胶和塑料	19.24	10.04	5.96	10.37	4.97	2.79	5.21	1.52	2.38	1.41	1.35	0.69
其他非金属矿物	70.93	2.37	2.30	3.57	2.19	1.12	1.40	1.02	0.92	1.68	0.64	0.52
基础金属和金属制品	45.28	5.25	6.32	9.11	3.01	1.19	4.03	1.11	2.62	2.10	0.33	0.32
机械设备	26.17	8.23	15.77	6.46	8.65	2.78	1.74	1.53	3.99	3.85	0.35	0.44
电气和光学设备	35.06	2.81	13.64	9.54	4.12	1.66	1.45	0.78	4.38	0.92	0.50	2.08
运输设备	7.14	10.41	18.11	20.34	8.56	2.45	1.90	1.87	5.63	2.35	0.37	0.32
其他制造业	52.13	5.87	8.26	6.15	1.90	2.40	1.75	0.81	0.60	2.22	0.88	2.07
电力、燃气和水供应	6.80	20.58	8.31	4.06	5.04	4.92	4.22	2.89	4.19	1.38	0.64	0.66
建筑	10.81	13.45	9.02	6.54	5.36	3.49	4.14	2.26	3.75	2.12	0.91	0.76
汽车和摩托车的销售、维修和保养	6.35	18.25	8.18	4.57	10.55	6.88	4.18	4.78	2.89	1.40	0.53	0.29
批发贸易和佣金贸易	6.39	9.19	17.06	2.25	11.79	6.09	2.77	7.75	1.62	0.82	0.34	0.16
零售贸易	12.32	7.94	7.47	4.95	5.69	6.45	8.33	3.69	2.80	1.47	0.71	0.36
酒店和餐饮	7.75	12.40	6.57	4.72	6.29	5.58	4.71	2.74	2.72	1.50	2.39	0.40
内陆运输	8.79	20.70	7.14	3.45	4.21	3.36	2.59	10.04	1.57	1.07	0.48	0.30
水上运输	5.21	4.08	6.12	0.72	11.20	3.98	1.18	23.04	7.28	0.61	0.48	0.16
空中运输	6.68	17.58	5.28	4.21	4.15	5.45	3.33	3.84	4.11	1.14	0.63	0.20
其他辅助运输活动	4.22	15.59	3.69	1.33	9.62	6.58	1.92	8.62	1.15	1.97	0.48	0.09
邮政和电信	8.15	10.83	9.09	2.95	5.51	8.93	7.02	3.58	3.73	1.86	0.71	0.55
金融	3.11	8.08	3.17	1.14	7.18	23.54	5.27	3.58	1.57	0.94	0.53	0.18
房地产	6.77	10.89	6.21	3.49	6.41	10.61	5.83	3.26	2.72	1.53	0.81	0.43
机械设备租赁	5.57	7.30	5.03	2.20	7.62	10.90	13.70	4.99	2.73	1.18	0.65	0.28
公共管理和国防	8.44	13.37	8.75	5.12	5.83	5.16	4.58	2.81	3.78	1.67	0.89	0.38
教育	4.53	8.23	6.25	2.19	8.93	10.72	2.80	1.95	3.32	1.10	0.90	0.55
卫生和社会工作	8.15	8.47	7.82	4.17	6.79	7.19	6.26	3.28	3.09	1.77	0.97	0.53
其他社区、社会和个人服务	6.95	8.82	6.40	2.79	6.31	14.00	7.74	4.52	2.75	1.58	1.80	0.35

资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该占比的计算方法为体现在美国同一部门某一国家的增加值/体现在美国同一部门所有国家的增加值。

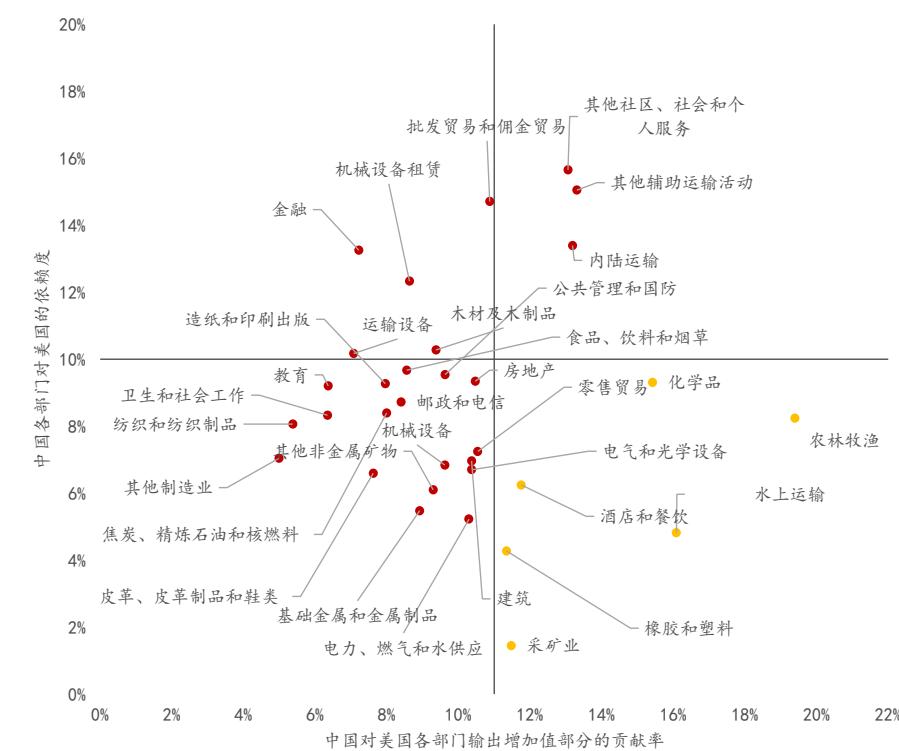
当然，若美国实施不合理的关税政策，中国也可以针对性的对美国进行反制，即对美国施加关税。我们通过两个指标来刻画一国对美国的反制：一方面，该国对美国的某一部门的增加值贡献较大，若实施反制可以很大程度上影响美国的增加值输出；另一方面，该国的这一部门对于美国的依赖度较小，对美国实施反制后对自己本国的最终需求影响不大。从墨加和印度来看，这些国家对美国的反制能力较弱，主要原因在于这些国家非常依赖对于美国的进口，若对美施加关税则对本国的最终需求影响较大。而中国则有所不同，**中国可以在众多部门对美国实施反制，例如农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料等部门，这些部门均体现出中国对美国的增加值贡献非常大，但是对美国的依赖度较小。**

图24：若美国对墨加、印度等国加征关税，他们对美国的反制能力较弱，主要原因在于对于美国有较高的依赖度



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：反制能力的计算方法为各国对美国该部门输出增加增值部分的贡献率/各国该部门对美国依赖度。

图25：而中国在农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料等众多部门都可以对美国进行反制

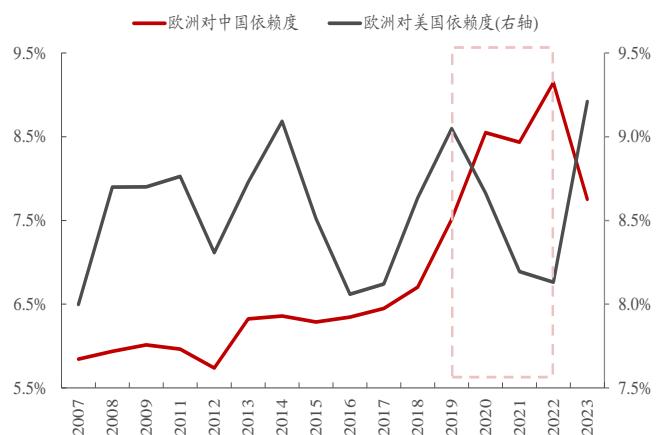


资料来源：ADB，民生证券研究院

2.3 欧美贸易摩擦背后：欧洲或被推向中国

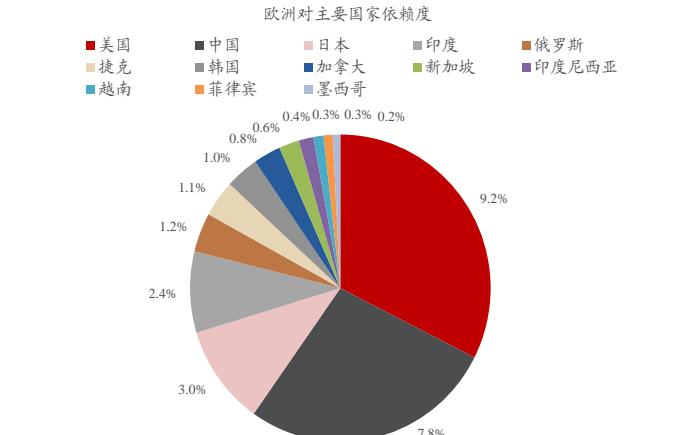
回顾特朗普第一任期，特朗普对欧洲采取了较强硬的贸易政策，促使欧洲对美国的依赖度明显下降，同时推使欧洲对中国的依赖度明显上升。随着拜登上台，欧美关系有所缓和后，这一趋势才有所逆转。回到当下，**除美国以外中国是欧洲的第一大依赖国。若欧美摩擦进一步升级，中国或是欧洲的第一选择，从而重新抬升中国在欧洲市场的份额。**从细分部门来看，拜登上任后，美国取代了中国的**机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备**等部门在欧洲的份额，随着特朗普第二任期上台，中国的这些部门有望在欧洲拿回自己的份额。

图26：特朗普第一任期对欧洲采取了较强硬的贸易政策，促使欧洲对美国依赖度明显下降而对中国依赖度进一步提升；拜登上台后美国与欧洲关系有所缓和



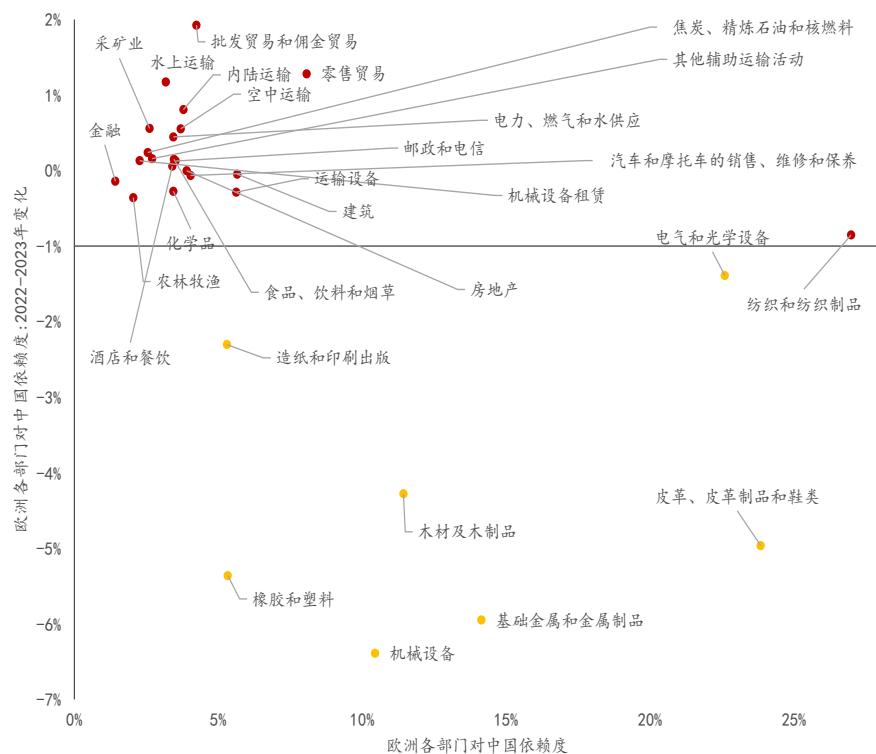
资料来源：ADB，民生证券研究院

图27：除美国以外，中国是欧洲的第一大依赖国；随着特朗普上台，若欧美摩擦进一步加剧，或将重新抬升欧洲对中国的依赖度



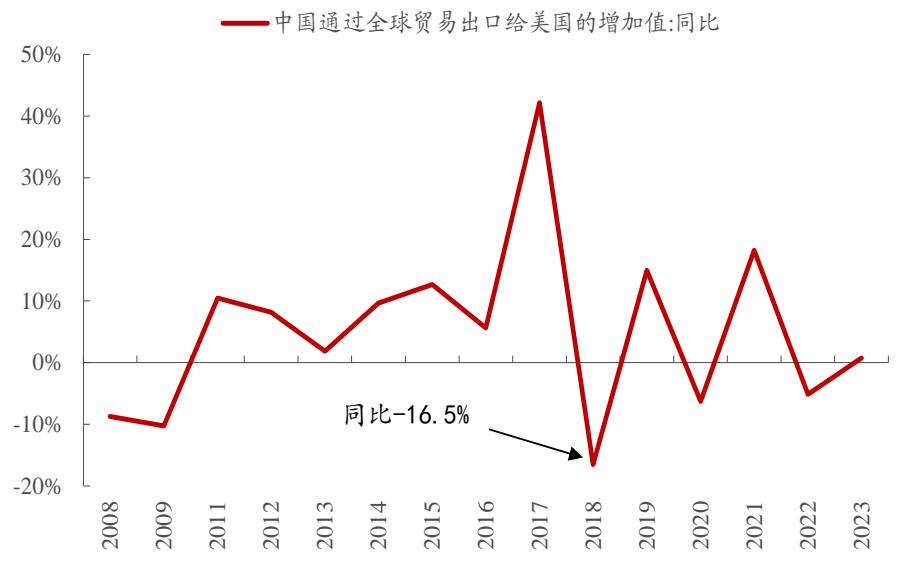
资料来源：ADB，民生证券研究院

图28：拜登上任后，中国的机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备等部门在欧洲的份额明显被美国取代走，随着特朗普第二任期上台，若欧美贸易摩擦加剧，中国有望在这些部门拿回自己的份额



资料来源：ADB，民生证券研究院

此外, 我们估算了欧洲被推向中国后可能对中国带来的增长。假设因贸易摩擦使得美国在欧洲的份额回到拜登上任前, 并且美国失去的份额有 50% 被中国取代, 则中国或在欧洲的份额提升约为 0.54%, 通过换算这一部分贡献的中国增加值占中国总增加值约为 0.64%, 而 2023 年中国向美国出口贡献的中国增加值占中国总增加值约为 3.28%。因此, 原本美国在欧洲失去的份额若一半被中国取代则约可抵消中国向美国出口增加值的 19%。参考特朗普第一任期上任后, 2018 年中国向美国出口的增加值同比下降 16.8%, 因此, 中国在欧洲取代的美国份额在很大程度上可以弥补中国在美国失去的份额, 在这一情景下, 中国出口美国的减少对中国的整体外需影响较小。

图29：特朗普第一任期上台后，2018 年中国通过全球贸易出口给美国的增加值同比负增长 16.5%


资料来源：ADB，民生证券研究院

图30：中国总增加值来源全拆解

中国: 部门	中国内部	主要国家或地区在全球贸易各环节中对中国总增加值的贡献率(%)																			
		美国				欧洲				东南亚				日本				新加坡			
		传统贸易	简单全球价值链	复杂全球价值链	传统贸易	简单贸易	复杂全球价值链	传统贸易	简单全球价值链	复杂全球价值链	传统贸易	简单贸易	复杂全球价值链	传统贸易	简单全球价值链	复杂全球价值链	传统贸易	简单全球价值链	复杂全球价值链	传统贸易	
农林牧渔	6.25	0.10	0.02	0.01	0.08	0.02	0.03	0.04	0.04	0.03	0.06	0.04	0.01	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01
采矿业	2.80	0.09	0.03	0.03	0.07	0.02	0.04	0.02	0.06	0.04	0.03	0.06	0.03	0.03	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.01
食品、饮料和烟草	4.55	0.05	0.01	0.01	0.05	0.01	0.02	0.02	0.03	0.02	0.05	0.03	0.01	0.02	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
纺织和纺织制品	0.69	0.13	0.01	0.01	0.11	0.01	0.03	0.02	0.03	0.03	0.08	0.02	0.01	0.03	0.01	0.01	0.02	0.00	0.00	0.01	0.01
皮革、皮革制品和鞋类	0.24	0.04	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
木材及木制品	0.37	0.03	0.01	0.00	0.02	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
造纸和印刷出版	0.66	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
焦炭、精炼石油和核燃料	1.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
化学品	3.00	0.11	0.05	0.03	0.07	0.03	0.05	0.02	0.06	0.04	0.04	0.06	0.03	0.03	0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.04
橡胶和塑料	0.80	0.04	0.02	0.01	0.03	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
其他非金属矿物	2.46	0.04	0.02	0.01	0.03	0.02	0.02	0.01	0.03	0.01	0.01	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
基础金属和金属制品	3.52	0.17	0.06	0.05	0.13	0.04	0.07	0.04	0.09	0.05	0.04	0.07	0.05	0.05	0.01	0.03	0.03	0.02	0.00	0.02	0.03
机械设备	1.95	0.13	0.04	0.02	0.09	0.02	0.04	0.05	0.04	0.02	0.04	0.04	0.02	0.05	0.01	0.01	0.03	0.01	0.00	0.03	0.02
电气和光学设备	2.02	0.29	0.06	0.05	0.22	0.06	0.09	0.06	0.06	0.08	0.09	0.06	0.05	0.07	0.01	0.03	0.05	0.01	0.00	0.04	0.03
运输设备	2.35	0.03	0.03	0.01	0.04	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.02	0.00	0.01	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
其他制造业	0.70	0.29	0.04	0.01	0.16	0.01	0.02	0.06	0.03	0.01	0.08	0.03	0.01	0.07	0.01	0.01	0.02	0.00	0.02	0.00	0.00
电力、燃气和水供应	2.73	0.07	0.02	0.02	0.06	0.02	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
建筑	4.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
批发贸易和佣金贸易	4.73	0.14	0.04	0.03	0.13	0.04	0.05	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01
零售贸易	3.60	0.11	0.03	0.02	0.11	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.02	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01
酒店和餐饮	1.36	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
内陆运输	2.18	0.05	0.02	0.01	0.04	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
水上运输	0.19	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
空中运输	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他辅助运输活动	0.56	0.02	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
邮政和电信	2.21	0.02	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融	5.49	0.11	0.03	0.02	0.08	0.03	0.04	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04	0.02	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	0.01
房地产	4.61	0.02	0.01	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
机械设备租赁	3.19	0.06	0.03	0.01	0.06	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.01	0.02	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
公共管理和社会组织	4.37	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
教育	3.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
卫生和社会工作	1.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他社区、社会和个人服务	1.78	0.02	0.01	0.00	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总计	80.63	2.25	0.63	0.40	1.73	0.46	0.72	0.58	0.74	0.57	0.81	0.75	0.40	0.64	0.15	0.24	0.35	0.16	0.04	0.22	0.29

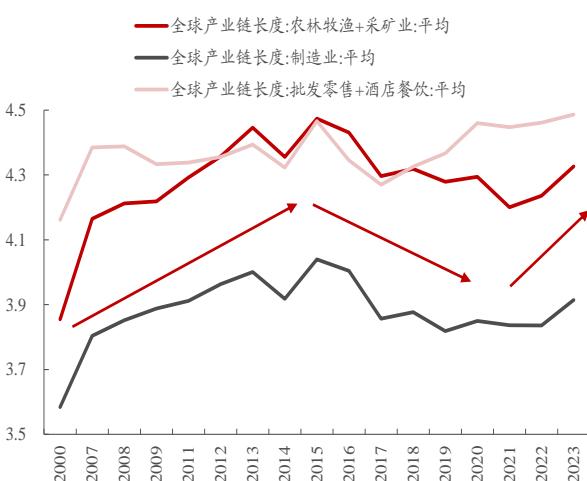
资料来源：ADB，民生证券研究院

3 贸易链重构的结构影响：产业链延长+运输距离

变远

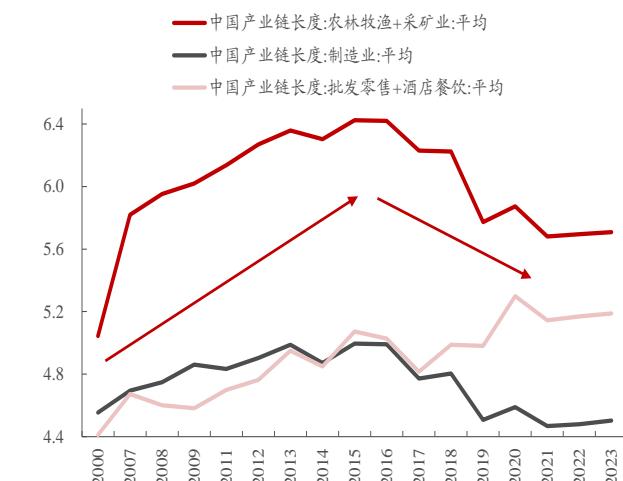
习总书记多次强调“延链”的重要性，产业链的延长意味着产业链向上下游延伸，生产环节增多，更有利于整个产业链获取更多的增加值。我们参考 Wang 等 (2017b)³对于生产长度的定义，测算了主要产业链的生产长度。我们发现，全球贸易格局的变化会影响产业链的发展。从全球整体和中国来看，均经历了相似的过程：2015 年及以前随着全球化+互联网的发展，全球上游（农林牧渔+采矿业）、中游（制造业）、下游（批发零售+酒店餐饮）均迎来了产业链的延长；随着贸易保护和公共卫生事件的影响，全球上游和中游产业链受损较明显。但是下游因电商、跨境物流等兴起生产长度进一步延伸。2021 年以来全球贸易开始重构，全球各环节生产长度均再度抬升。不过中国的制造业产业链长度并未重新恢复。

图31：随着 2021 年以来全球贸易重构，上游（农林牧渔+采矿业）、中游制造和下游（批发零售+酒店餐饮）都迎来了生产长度的进一步抬升



资料来源：ADB，民生证券研究院测算。注：制造业指 ADB 划分的部门中属于《国民经济行业分类》中制造业的部门集合，下同。

图32：中国也有与全球类似的过程，中国的生产链长度相比于全球来说均普遍更长，不过制造业产业链长度未有在 2021 年后恢复

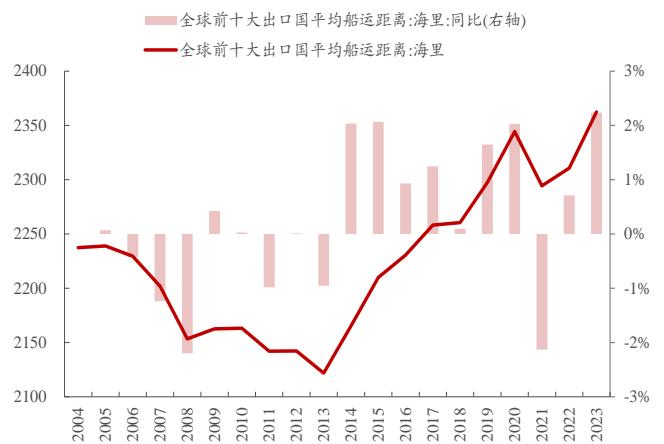


资料来源：ADB，民生证券研究院测算

值得注意的是，制造格局和贸易格局的变化对船运有着更直接的影响。随着 2016 年以来，原本的贸易格局瓦解，全球的主要贸易国开始寻找更多的贸易伙伴，越来越多的新制造国加入全球贸易中，并在 2021 年之后，新的贸易格局开始形成。经我们测算，在新的贸易关系下将会带来全球船运距离的逐步增加；相比之下，船运的整体供给依旧存在明显不足。因此，船运的长期价值可能会进一步凸显。

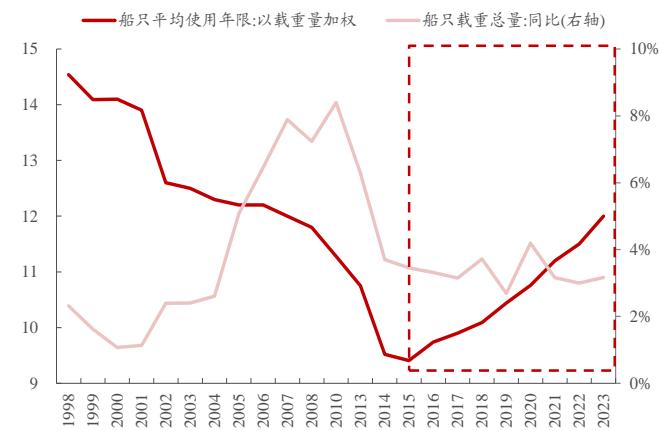
³ WANG Z, WEI S-J, YU X, et al. Characterizing global value chains: production length and upstreamness [R]: National Bureau of Economic Research, 2017b.

图33: 2015年以来, 全球平均船运距离明显上升



资料来源: Sea-distances, Trade Map, 民生证券研究院

图34: 2015年以来, 船只载重总量同比增速明显放缓, 而船只平均使用年限持续上升, 船运供给或不足



资料来源: UNCTAD, 民生证券研究院

4 重塑的全球化下的机遇

当下，全球贸易格局正迎来重塑，具体表现在：(1) **全球贸易由最终产品贸易转向中间品加工贸易**；(2) **全球化的范围由整体变为以中美各自为核心的贸易圈**。对于中国而言，由于中国较难恢复至由过去基建+地产驱动下内需高增长的模式，因此在稳定内需的同时，**外需仍很重要。对于中国的外需而言，或迎来三点新变化**：

(1) 中国已找到新的外需增长点。墨西哥、印度和东南亚等国家已不再是简单的担任中国与美国的中间国角色，而是中国通过投资等方式刺激了这些国家的本土需求，进一步拉动中国总增加值的增长。**(2) 美国实施关税政策可能并不会一帆风顺，美国实则存在诸多顾虑。**由于美国在许多关键部门对外依赖度较高，贸然实施关税政策或使得美国通胀进一步上行+部分产业链断裂，中国也可在诸多关键部门有针对性地对美国进行反制措施。**(3) 欧洲或被进一步推向中国。**随着欧美贸易摩擦加剧，欧洲可能会与中国建立更密切的贸易往来，中国可以在欧洲取代部分原本属于美国的份额，从而有效抵消因关税等政策导致中美贸易受损的部分。与此同时，贸易链重构下**产业链的延长以及运输距离的变远**所带来的机会同样值得关注。基于以上推演，中国的不同部门或受到不同的利好因素驱动：

(1) 中国出口优势：基础金属和金属制品、机械设备、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、非金属矿物、零售贸易、运输设备；

(2) 美国加征关税可能性较小：非金属矿物、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、木材及木制品、电气和光学设备、机械设备；

(3) 中国反制美国：农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料；

(4) 中国取代美国在欧洲份额：机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备；

(5) 运输距离变远与行业供给增长缓慢的矛盾：船运。

综合来看，上述部门对应的股票行业可能迎来新的投资机会：**金属（有色、钢铁）、设备类（机械设备、电气设备、通信设备）、消费类（纺服、商贸零售、旅游）、船运。**

5 风险提示

- 1) **国内经济不及预期。**如果后续国内经济数据继续不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。
- 2) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。
- 3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1：2000-2023 年，全球的生产活动中国内占比波动下降，表明全球化趋势并未逆转；但全球化的形式发生了明显变化，2018 年传统贸易占比见顶，与之替代的是简单+复杂全球价值链占比的抬升，全球化正在被重塑	4
图 2：金融危机 (2008-2009)、特朗普第一任期上台+公共卫生事件 (2019-2020) 全球出口均出现了明显萎缩；2021 年之后，全球出口逐渐恢复但是以新的全球价值链贸易的形式恢复	4
图 3：2009-2012 年金融危机后，全球贸易逐渐恢复，外需对中国经济增长拉动更明显；2013-2016 年在基建+地产的驱动下，中国内需增长稳步抬升；2017-2018 年随着供给侧改革+抢出口，内需贡献下降，而外需贡献再度提升；但随着中美贸易摩擦加剧+公共卫生事件影响，中国通过传统贸易参与全球化的模式被改变；2021 年以来，中国正在以全球价值链贸易的模式参与到新的全球化之中	5
图 4：2018 年中美贸易摩擦后，美国的生产活动出现明显回流；相比于参与全球生产活动，美国国内的生产活动为美国经济带来了更多增长	6
图 5：东南亚参与全球生产活动的同时，很好的带动了本土的需求增长，这体现在东南亚国内生产一直提供了较高且稳定的增长	6
图 6：欧洲经济增长受全球贸易部分的影响更大	6
图 7：欧洲的产业链相对更加完备，体现在欧洲贸易品的多元性和复杂性	6
图 8：2021 年以来，中国主要增加值出口国中，美国+欧洲+加拿大占比下降，而日韩+墨西哥+印度、俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比上升	7
图 9：2021 年以来，美国主要增加值进口国中，中国+俄罗斯+东南亚+澳大利亚占比下降，而日韩+墨西哥+印度、欧洲+加拿大占比上升	7
图 10：以中美为主的全球两大贸易核心圈	8
图 11：除运输设备外，中国多数部门在全球通过传统贸易输出增加值份额在 2020 年见顶	9
图 12：但这并不意味着中国的出口失去了竞争力，具体来说，中国的农林牧渔、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类、化学品、非金属矿物、基础金属和金属制品、机械设备、运输设备、电气燃气和水供应、零售贸易通过全球价值链部分实现间接出口的份额在明显抬升	9
图 13：从传统贸易+全球价值链综合来说，中国在全球具有高份额的部门：皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、机械设备；中国在全球份额创新高的部门：非金属矿物、零售贸易、运输设备；这些部门成为了中国的优势部门	9
图 14：2021 年以来，美国、日韩、德国、英国等过去中国的主要贸易国通过传统贸易对于中国增加值的贡献均有所下降	10
图 15：由于中国从传统贸易向全球价值链贸易转型，仅墨西哥、印度和菲律宾等国通过传统贸易对于中国增加值的贡献上升	10
图 16：从出口数据来看，2018 年以来中国向美国出口占比明显下降，与之对应的是向墨西哥、印度、越南、印尼、泰国等国的占比明显抬升	11
图 17：2018 年以来，中国在越南、印尼、泰国等东南亚国家的转口贸易提升明显	11
图 18：美国、日本、德国、韩国、英国等仍是中国增加值的主要贡献国，但是贡献率在逐渐下降	12
图 19：墨西哥、印度、越南、印尼、泰国、菲律宾等国的自身需求对中国增加值的贡献率提升明显	12
图 20：2016 年以来，中国向墨西哥和主要东南亚国家的投资占比明显提升，这或刺激了这些国家的最终需求	12
图 21：2016 年以来墨西哥、印度和东南亚拉动中国增加值的增长明显抬升，2021 年以来再度抬升	12
图 22：美国的运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等部门对外依赖度较高且仍在上升	13
图 23：美国对中国在非金属矿物、皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、基础金属和金属制品、木材及木制品、电气和光学设备、机械设备等部门依赖度均较大	14
图 24：若美国对墨加、印度等国加征关税，他们对美国的反制能力较弱，主要原因在于对于美国有较高的依赖度	15
图 25：而中国在农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料等众多部门都可以对美国进行反制	15
图 26：特朗普第一任期对欧洲采取了较强硬的贸易政策，促使欧洲对美国依赖度明显下降而对中国依赖度进一步提升；拜登上台后美国与欧洲关系有所缓和	16
图 27：除美国以外，中国是欧洲的第一大依赖国；随着特朗普上台，若欧美摩擦进一步加剧，或将重新抬升欧洲对中国的依赖度	16
图 28：拜登上任后，中国的机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备等部门在欧洲的份额明显被美国取代走，随着特朗普第二任期上台，若欧美贸易摩擦加剧，中国有望在这些部门拿回自己的份额	17
图 29：特朗普第一任期上台后，2018 年中国通过全球贸易出口给美国的增加值同比负增长 16.5%	18
图 30：中国总增加值来源全拆解	18
图 31：随着 2021 年以来全球贸易重构，上游（农林牧渔+采矿业）、中游制造和下游（批发零售+酒店餐饮）都迎来了	18

生产长度的进一步抬升	19
图 32：中国也有与全球类似的过程，中国的生产链长度相比于全球来说均普遍更长，不过制造业产业链长度未有在 2021 年后恢复	19
图 33：2015 年以来，全球平均船运距离明显上升	20
图 34：2015 年以来，船只载重总量同比增速明显放缓，而船只平均使用年限持续上升，船运供给或不足	20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048