

如何看待美国海外配套产能的落地节奏？

报告发布日期

2023 年 12 月 22 日

研究结论

- 近年来美国频频加强对华技术封锁，同时还加大本土制造业投资，向“友好国家”抛出橄榄枝，旨在推动中国与其他发展中国家在生产制造以及国际贸易上的替代关系。在上一篇《美国再工业化如何影响中国外贸？》中我们探讨了美国本土政策推动“再工业化”对产业迁移和出口端的影响，本文旨在进一步探讨发展中国家投资落地的节奏及其对出口端的影响。
- 要了解各国投资落地到产能释放所需的时间，首先需要探讨不同跟踪指标的作用以及优劣：（1）一国的出口份额变化可以较好地跟踪该国制造业的发展以及承接产业的情况，特别是对一些出口导向型经济体。值得注意的是，越接近产业链末端的国家或地区的生产环节，由于包含之前所有生产环节的增加值，出口金额和份额上更有优势，用增加值口径可以更直观看到具体产能的分布情况从而避免这种误差，但是即使出口份额口径存在缺陷，对跟踪部分产业趋势也依然有效（特别是劳动密集型产业下游环节）。（2）一般来说工业化程度高的国家会将资本品以 FDI 的形式投入到其他欠发达地区，因此 FDI 的走势能够反映产业迁移的方向。近年全球 FDI 整体走弱，分地域结构来看，近年来 FDI（流入）主要流向美国、东盟、印度和日韩，部分流向墨西哥，说明美国的“再工业化”和“近岸化友岸化”策略确实正在发挥作用。值得注意的是，如果从绿地投资金额或数量占比来看结果则截然不同，这主要和以欧盟地区为主的部分发达国家的能源转型计划有关（特别是 2022 年）。
- FDI、绿地投资数据等是否能够作为出口份额的前瞻指标？从各国 FDI 流入和绿地投资占全球比重和出口份额的变化率来看（均为 5 年移动平均），**FDI 占比和出口份额之间有一定相关性**。值得注意的是对“雁阵模式”下的产业转移预测前瞻性较强（主要是发展中国家），此外如果聚焦于绿地投资，用项目数量占比跟踪出口份额可能更有效，而非金额占比：（1）对部分较小，且出口投资对 FDI 依赖更强的工业制成品为主的经济体来说，FDI（绿地投资）对当地产业投资的影响更大，对出口走势的影响更加显著，但传导周期较长，FDI 领先出口份额 4-5 年。如果观察绿地投资项目，两者依然相关，但走势一般较为同步。此外，对于一些大宗出口比例更高的国家，往往会出现出口份额先于或同步于 FDI 走势的情况。（2）**发展程度更高的国家 FDI 领先于出口份额的时间明显更短（约 1-2 年）**。一方面，如果不是在“雁阵模式”的外生推动下，一个国家或地区（特别是工业化水平已经更高的国家）的经济发展前景（或需求增长）、FDI 和出口份额之间的内生性较强，这一情形一般发生在较大或发展水平较高的经济体中，另一方面传导时间长短可能和发达国家基建等与制造业发展高度相关的配套设施更完善有关。
- 综合来看，考虑到如今部分发展中国家（特别是新兴国家）的基建水平已显著提升，投资传导到出口的时间或介于发达国家 2 年和发展中国家 4 年之间。基于此，我们预计 2024 下半年美国在强政策支持下本土产能逐渐开始释放，但其对应的海外配套产能的落地节奏及其对出口份额的影响可能延续长期以来较为平缓的节奏。**
- 如何从企业层面数据看待产业迁移情况？近几年的《中国商务环境调查报告》显示中国仍是全球最重要的市场之一，而其中迁移企业主要选择回流欧美，少量选择其他亚洲发展中国家，墨西哥+加拿大减少，说明不仅是生产成本这单一因素在起作用。此外，如何从基本面理解报告显示外资对中国劳动力成本压力的担忧有所减弱？经过测算，我们发现如果仅从制造业来看，与其他新兴发展中国家相比，中国单位产出所需的劳动力成本劣势并不大。**形成印证的是该报告显示，迁移企业主要选择回流欧美，少量选择其他亚洲发展中国家，墨西哥+加拿大减少。**

风险提示

- 数据可得性限制带来的风险；统计样本与实际情况或存在误差；地缘政治的不确定性和经济环境差异使得历史经验和当下情况无法完全匹配的风险。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080009

相关报告

重估增长动力——2024 年宏观展望	2023-11-21
近期出口份额为何承压？	2023-11-18
美国再工业化如何影响中国外贸？	2023-10-10

目 录

出口份额是出口型经济体承接产业的重要观察指标	4
出口份额和制造业发展和承接情况高度相关	4
即使出口份额口径存在缺陷，对跟踪部分产业趋势也依然有效	4
FDI 传导至发展中国家出口的时间更长	6
FDI 呈现出回流且更加碎片化的态势	6
FDI 及绿地投资项目数量占比对出口份额有一定前瞻性	7
如何从企业层面看待产业迁移情况？	10
企业层面调查显示中国仍是全球最重要的市场之一	10
如何理解外资对中国劳动力成本压力的担忧减弱？	11
风险提示	13
附录	14

图表目录

图 1：中国纺织服装和纺织品出口份额（%）	4
图 2：早些年前美国出口份额（%）	4
图 3：韩国电子设备及其分项出口份额走势（%）	6
图 4：东盟部分占全球国家工业增加值的比例（%）	6
图 5：FDI 规模及 FDI/GDP	7
图 6：各地区 FDI 占比（%）	7
图 7：绿地投资金额占比（%）	7
图 8：绿地投资项目数量占比（%）	7
图 9：菲律宾出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	8
图 10：越南出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	8
图 11：新加坡出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	8
图 12：印尼出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	8
图 13：墨西哥出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	9
图 14：韩国出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	10
图 15：美国出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）	10
图 16：韩国 FDI 及本土设备投资总指数增速（%）	10
图 17：美国 FDI 及本土设备投资总指数增速（%）	10
图 18：中国在近期全球投资计划中的重要性（%）	11
图 19：样本企业的目标迁移地	11
图 20：测算 2020 年部分国家制造业单位劳动力成本	12
图 21：测算 2020 年部分国家机械设备制造业单位劳动力成本	12
图 22：测算 2020 年部分国家电子设备制造业单位劳动力成本	12
图 23：测算 2020 年部分国家纺织品制造业单位劳动力成本	12
图 24：菲律宾绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 25：越南绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 26：新加坡绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 27：印尼绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 28：墨西哥绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 29：韩国绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	14
图 30：美国绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）	15
表 1：测算中国不同地区单位劳动力成本	13

随着经济发展水平与科技水平不断变化，一国在国际价值链上所处的地位以及对应的不同要素价格都会改变，如果按照比较优势理论，该国商品的竞争力也会相应变化，不难发现近年来中国上至汽车等新兴行业，下至纺织等传统行业都在积极出海设厂。同时近年来美国也频频加强对华技术封锁，加大本土制造业投资（主要是半导体中高端环节），同时还向“友好国家”抛出橄榄枝（如美印“关键和新兴技术”倡议等），旨在推动中国与其他发展中国家在生产制造以及国际贸易上的替代关系。不过需要强调的是，考虑到其生产环节短期内未必和中国形成直接竞争（中短期更多是台积电、三星等受到影响），相比美国本土的产能来说，在其他发展中国家推动的“配套产能”的落地节奏反而更值得关注，《供应链攻防战：从企业到国家的实力之争》一书中的调研数据也显示，“中国制造业所发生的迁移与流失，并不直接对应美国‘再工业化’的雄心。中国供应链所要面对的，是‘近岸制造’和‘友岸制造’的争抢。”。在上一篇《美国再工业化如何影响中国外贸？》中我们探讨了美国本土政策推动“再工业化”对产业迁移的影响，本文继而探讨发展中国家投资落地的节奏及其对出口端的影响。

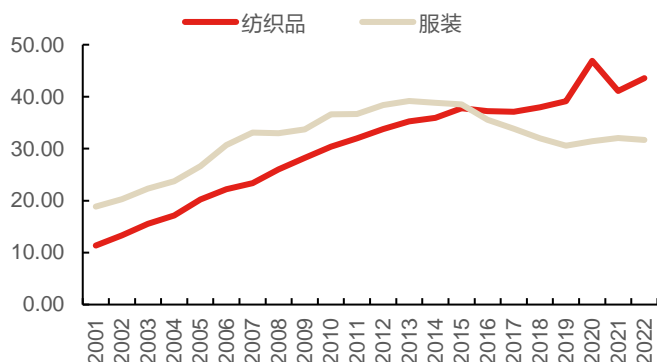
出口份额是出口型经济体承接产业的重要观察指标

要了解各国投资落地到产能释放所需的时间，首先需要探讨不同跟踪指标的作用及其优劣。

出口份额和制造业发展和承接情况高度相关

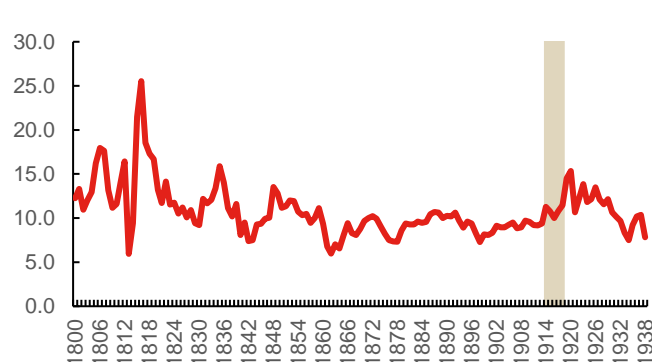
一国的出口份额变化和一国制造业的发展以及承接产业的情况高度相关，特别是对一些出口导向型的经济体。如 2001-2008 年间，随着中国给海外巨头代工的规模不断增长，中国电子设备出口份额（WTO 年频口径下还可细分集成电路、自动数据处理设备和通讯器材三类）从 6.2% 快速增长至 24.4%，相较之下，同期的日本、东盟、美国则分别下降 3.3、1.6、6.3 个百分点；还有一个典型的例子是，近年来中国部分鞋靴、纺织服装生产线迁移到越南等东盟国家，相应地中国纺织服装和纺织品的出口份额涨跌互现，2013 至 2018 年间，中国纺织品和服装出口份额分别变化了 2.7、-7.2 个百分点（2019 年中美贸易摩擦加剧后这一进程有所加快）。此外，美国一战后的本土制造业扩张（接替了老牌欧洲工业国的地位）也显著带动了贸易增长，出口份额在 20 世纪达到高位。

图 1：中国纺织服装和纺织品出口份额（%）



数据来源：WTO，东方证券研究所

图 2：早些年前美国出口份额（%）



数据来源：www.cambridge.org，东方证券研究所 备注：浅色区域代表第一次世界大战时间点

即使出口份额口径存在缺陷，对跟踪部分产业趋势也依然有效

需要注意的是，出口份额不一定能准确度量产业承接的规模，但用于跟踪趋势仍然有效：

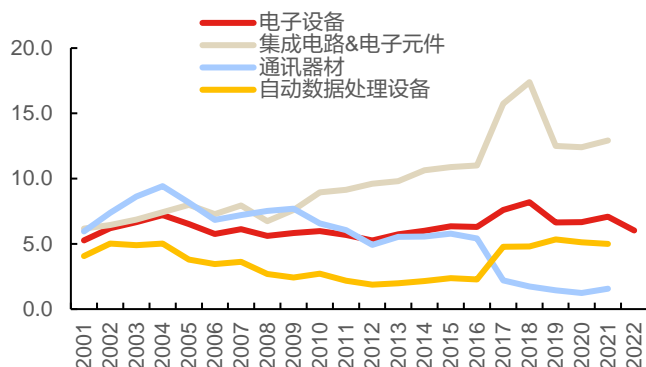
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- 进、出口份额可以有效衡量一国参与国际分工的程度，不过随着国际分工不断细化，中间产品在国际贸易中的重要性不断提升，而这一口径会重复核算中间品价值，因此问题愈发明显。从数据来看，**越接近产业链末端的国家或地区的生产环节（一般是代工等低附加值环节，对应承接产业），由于累加了前面所有的增加值，出口金额和份额上更有优势**。举例来说，21 世纪初是韩国电子设备制造业高速发展的时期，但 2001-2007 年韩国办公和通讯设备出口份额仅从 5.3% 上升到 6.1%，增幅远低于中国，主要是因为期间韩国相关产业迅速转向附加值更高的环节（有部分是中间品），据联合国工业署（UNIDO），2001-2007 年间，韩国本土生产的增加值用于出口的比例从 5.3% 上升至 7.7%，其中流向中国的比例也从 12.8% 大幅上升至 40.1%。从商品端来看，同期韩国集成电路及电子元件的出口份额从 6.2% 上升至 7.9%，而通讯器材（手机等）从 5.9% 上升至 7.2%，前者涨幅更大，不过需注意韩国依然很注重终端商品的出口，通讯器材占其总出口的比重从 2001 年 10.6% 小幅上升至 10.8%，在电子设备出口中的重要性同样很高。
- **用各国的生产增加值可以更直观地解释出口份额所导致的误差**。参考 UNIDO 的数据（剔除了部分经济体的数据如泰国数据有缺失，部分如巴拿马等小型经济体则忽略其数据缺失造成的误差，2022 年巴拿马占全球 GDP 的 0.03%），2011-2021 年越南、新加坡、印尼、马来西亚、菲律宾合计制造业增加值占全球的比重从 3.4% 上升至 5.1%，增幅十分显著。其中，越南 2011-2021 年间增长了 0.5 个百分点，分行业来看纺织服装、电子设备占比分别增长了 4.5、2.4 个百分点，机械设备为 0.1 个百分点。需要注意的是，不同行业之间的差异（如产业链长短）或导致工业增加值的变化幅度和出口份额之间有一定差异，仍以越南为例，WTO 年频口径下 2011-2021 年间纺织服装、电子设备、机械交运出口份额分别增长了 2.6、4.7、1.9 个百分点，虽然均有较大增长，但在排序上和增加值所展示的有所不同（出口份额口径服装>电子>>机械交运；增加值口径电子>服装>机械，差距或也有部分源于统计口径）。此外如果产能更多用于满足内需则也会导致两者之间的差异，如印尼作为东南亚人口最多的国家（占东盟的 40% 左右，东盟截至 2023 年成员国共 10 个），2011-2021 年增加值占比提高了 0.8 个百分点，而出口份额反而下降了 0.1 个百分点；分行业看纺织服装、基础金属增加值占比分别大幅上升了 6.1 和 1.8 个百分点，而纺织服装和钢铁的出口份额则分别变化 -0.2 和 3.2 个百分点，其中纺织服装出口表现明显更弱，或与产出主要用于满足内需有关，用 WTO 的出口数据和 UNIDO 的产出数据推算（实际统计口径或有差异），2011-2021 年印尼纺织品出口占产出的比例下降了 15.2 个百分点，纺织服装则下降 67 个百分点，从宏观的角度可以看到同期出口占 GDP 的比重下降了 4.1 个百分点。
- **不过出口份额这一指标的缺陷不一定影响其跟踪产业承接趋势的能力**。出口份额仍适用于跟踪中下游环节的承接情况，尤其是对于一些产业链相对没那么复杂的国家（地区），原因在于承接产业转移的国家经济发展水平和产业规模一般都较小，产业结构上也较为简单，出口份额增长已经能够有效反映该国（地区）参与国际分工的程度，且统计上的特点（增加值的重复计算）恰好使得这些地区这一指标的变化更突出，如入世后的中国，反而可能有利于观测其承接产业的大致情况。

此外需要注意的是，部分生产环节正在转出的国家出口份额未必会下降，一方面是前文提到的韩国部分生产环节迁移对本土产业转型升级起到了重要的促进作用，在同一行业大类内部结构此消彼长的情况下，整体上电子设备领域竞争能力和出口份额不降反增，**另一方面是产业转出的国家可能涉及更多产业链环节，特别是大国**，如中国不仅拥有联合国产业分类中的所有工业门类，而

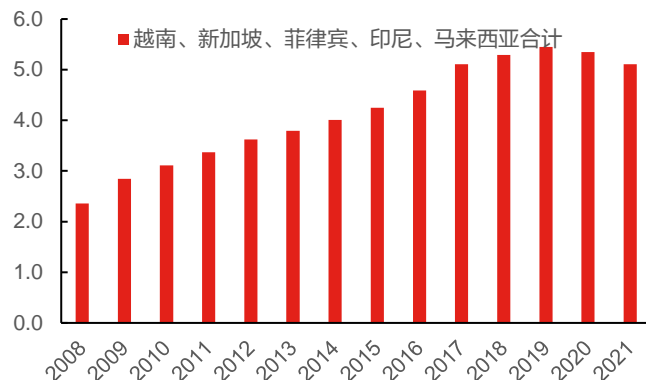
且还同时是产业的承接和输出国，因此仅用宽口径的出口份额可能不足以衡量产业变迁的情况，即便是在一个行业之中，也可能因为不同环节的同时出入而形成对冲。

图 3：韩国电子设备及其分项出口份额走势（%）



数据来源：WTO，东方证券研究所

图 4：东盟部分占全球国家工业增加值的比例（%）



数据来源：UNIDO，东方证券研究所 备注：东盟样本包含越南、新加坡、印尼、马来西亚、菲律宾

FDI 传导至发展中国家出口的时间更长

一般来说工业化程度高的国家会将资本品以 FDI 的形式投入到其他欠发达地区（如日本“雁阵模式”推进亚洲范围内的产业迁移），因此 FDI 的走势一定程度上能够反映产业迁移的方向。

FDI 呈现出回流且更加碎片化的态势

近年全球 FDI 整体走弱。后文 FDI 流入主要参考世界银行数据，绿地投资相关参考联合国贸易和发展会议（UNCTAD），其中 UNCTAD 的绿地投资数据源于 fDi Markets。2016 年以来 FDI 规模整体上走弱，一方面是客观上全球经济增长放缓的背景下不利于投资，另一方面是贸易保护主义抬头叠加发达国家产业有回流趋势，“FDI 流入/名义 GDP”整体上有所回落，而且随着供应链安全和弹性的重要性不断提升，2020 年以来还在加速下降。

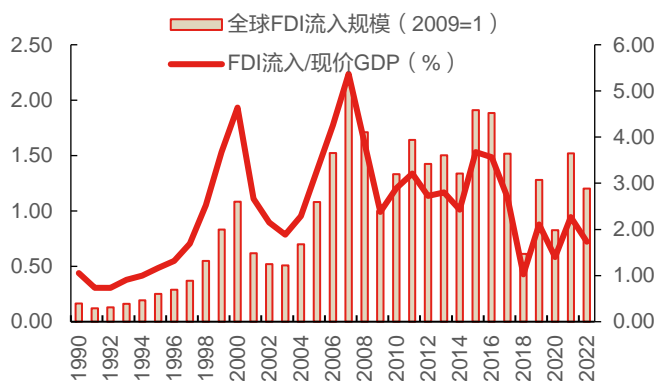
分地域来看，近年来 FDI（流入）主要流向美国、东盟、印度和日韩，部分流向墨西哥，说明美国的“再工业化”和“近岸化友岸化”策略确实正在起作用：

- 2022 年中国 FDI 占全球的比重基本回落至 2015-2019 年均值水平；欧盟显著下降；东盟、印度升幅较大；美国、日韩处在近年来较高水平。2020 年以来中国占全球 FDI 的比重冲高后逐年下降，2022 年回到 2019 年水平（2022 年为 10.4%；2019 年为 10.1%；2015-2019 年平均为 11.9%）；欧盟则落入历史低位 5.4%（2015-2019 年均 19.7%）；2021-2022 年美国维持在 22.3-22.4%，处在历史较高水平（2015-2019 年均 18.9%）；ASEAN-6（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南，口径参考新加坡星展银行；去掉越南后即为亚开行所指的 ASEAN-5）2022 年达到 12.3%，高于 2015-2019 年平均 3.9 个百分点；日本、韩国、印度和墨西哥也均较 2015-2019 年均值有不同程度的上升。
- 从微观上来看也有一些迹象，如据黄先海（浙江大学副校长）在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 74 期）上的发言，肯德基和麦当劳明确要求浙江一家生产快餐包装盒的企业到东盟投资；还有一家苹果供应链上的企业，也被明确要求分步骤进行海外布局。
- 值得注意的是，如果从绿地投资金额或数量占比来看结果则截然不同，这主要和以欧盟地区为主的部分发达国家的能源转型计划有关。据 2023 联合国全球投资报告，虽然 2022 年发

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

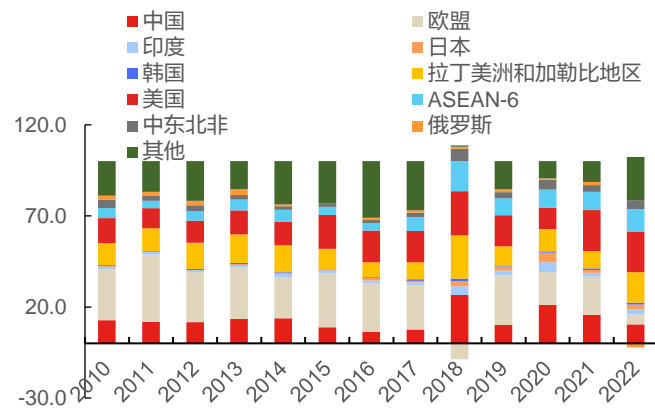
达国家制造业和服务业绿地投资分别增长 39%和 35%（其中台积电在美资本开支影响较大），但增量更大的是能源领域，如发达国家电力和天然气供应项目的价值增加了一倍多，达到 1960 亿美元；电子和电气设备投资也达到历史高位 1180 亿美元。因此我们如果从绿地投资的角度可以发现 2022 年欧盟占比回落但仍显著高于疫情前。美国、印度均提升，占比也都高于 2015-2019 年平均；中国、东盟、日本等国家（地区）绿地投资占比均下降。

图 5：FDI 规模及 FDI/GDP



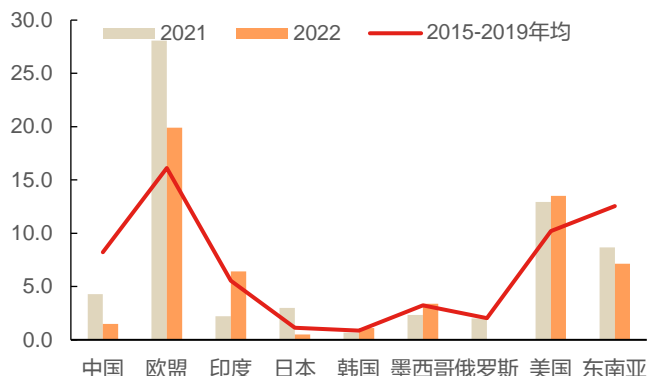
数据来源：世界银行，同花顺，UNCTAD，东方证券研究所

图 6：各地区 FDI 占比（%）



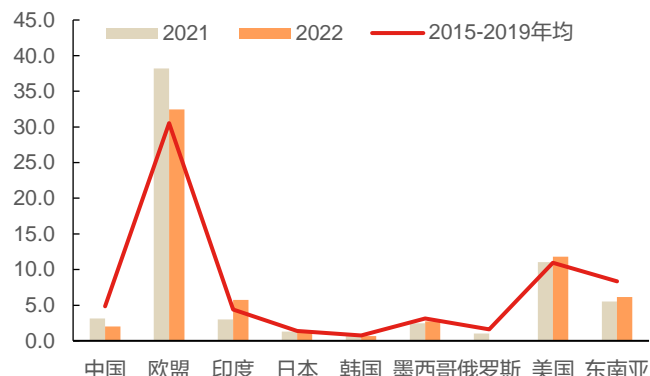
数据来源：UNCTAD，东方证券研究所

图 7：绿地投资金额占比（%）



数据来源：UNCTAD，东方证券研究所

图 8：绿地投资项目数量占比（%）



数据来源：UNCTAD，东方证券研究所

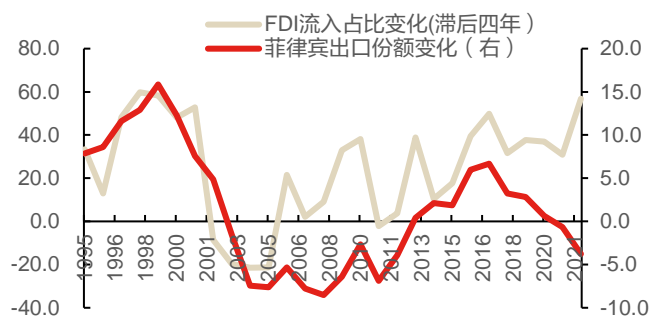
FDI 及绿地投资项目数量占比对出口份额有一定前瞻性

从 FDI 流入以及绿地投资占全球比重和出口份额的变化率（均为 5 年移动平均）来看，**FDI 占比和出口份额之间有一定相关性，特别是对“雁阵模式”下的产业转移预测前瞻性较强（主要是发展中国家），此外需要注意的是，如果聚焦于绿地投资，用项目数量占比跟踪出口份额一般更有效，而非金额占比：**

- 对部分较小且投资对 FDI 依赖更强的工业制成品出口经济体来说，FDI（绿地投资）对当地产业投资的影响更大，对出口走势的影响确实更加显著，但传导周期较长，FDI 领先出口份额 4-5 年，且如果聚焦于绿地投资项目趋势依然相关，但走势一般较为同步。以部分东盟国家为例，如菲律宾 1990-2021 年 FDI 年均占资本形成 7.8%左右，FDI 占比大致领先出口份额 4 年。从和制造业发展更直接的绿地投资（直接涉及建厂、产业重组等）方面来看领先关

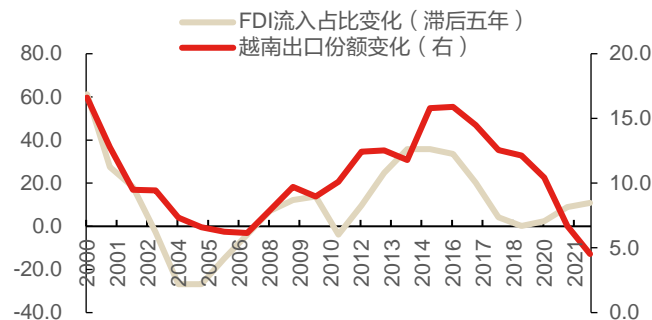
系反而不稳定，如绿地投资金额占比方面走势甚至可能滞后于出口份额；数量占比方面也不一定具有前瞻性。越南也是如此，1995-2021 年 FDI 年均占资本形成 20.1% 左右，FDI 占比变化也大致领先出口份额变化 4-5 年左右。而从绿地投资金额、数量和出口份额的走势来看，绿地投资和出口份额的走势较为一致（或和直接对应到产能有关，同时这些地区产能又偏向于末端加工组装环节，投资周期短），其中绿地投资数量走势的相关性更强一些。（绿地投资相关图表均在附录中，后同）。

图 9：菲律宾出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）



数据来源：UNCTAD，WTO，世界银行，东方证券研究所

图 10：越南出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）

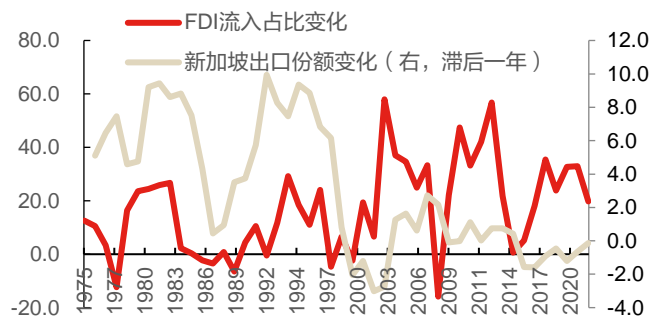


数据来源：UNCTAD，WTO，世界银行，东方证券研究所

但对于一些大宗出口比例更高的国家，往往会出现出口份额先于或同步于 FDI 走势的情况。

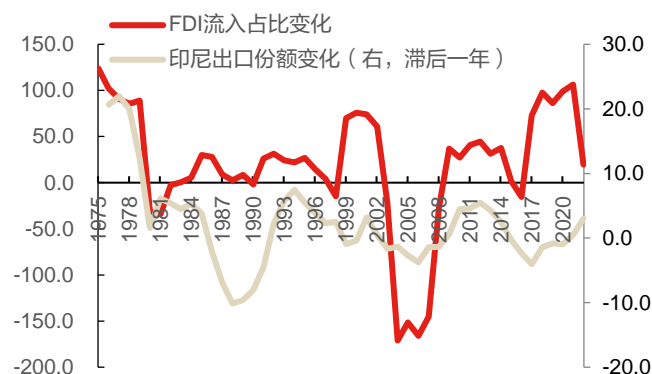
WTO 年频口径下，2012-2021 年工业制成品（与之对应的是农产品，能源和矿物）出口占其总出口比例的算数平均值从高到低排序分别为菲律宾（81.1%）、越南（80.5%）、新加坡（74%）、泰国（73.1%）、马来西亚（66.7%）、印度尼西亚（42.7%）。以第三高的新加坡为例，1990-2021 年新加坡 FDI 年均占资本形成 62.9%，在全球范围内都相当高（同期东南亚平均为 16.9%），FDI 和出口走势的相关性强，绿地投资更是如此。但需要注意的是对于新加坡来说 FDI 未必是出口份额的因，以 2003-2006 年间为例，原油价格快速上涨（伊拉克战争等地缘冲突所致），带动了石油化工大国新加坡的经济增长，吸引了更多外商投资；而在 2010-2015 年间，如果从绿地投资和出口的走势来看可以更清晰地看到是出口份额走势先于绿地投资（也和当时全球整体上石油供给是受限的有关，如当时 OPEC 达成数次减产协议控制供需平衡、“阿拉伯之春”爆发，等等）。而泰国、印尼等国家，出口份额也是同步甚至领先于 FDI，绿地投资数量占比同理（对印尼绿地投资金额的相关性较弱）。

图 11：新加坡出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）



数据来源：UNCTAD，WTO，世界银行，东方证券研究所

图 12：印尼出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）

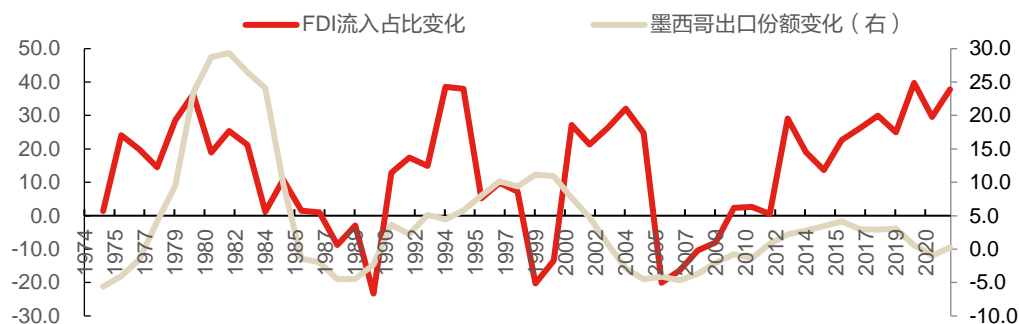


数据来源：UNCTAD，WTO，世界银行，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

如果不局限于东盟，墨西哥作为一个从出口工业制成品变为出口资源品的国家，FDI 传导到出口端的时间长度变化可以有效验证前文关于大宗出口国和工业制成品出口国的论述，作为一个 FDI 占资本形成比例长期较高的国家（1990-2021 年为 11.9%），一方面是 20 世纪后半叶 FDI 流入显著带动了当地制造业发展，提振了工业制成品的出口份额，这一时期 FDI 和出口份额的领先-滞后关系与越南、菲律宾等工业制成品出口国更为相近，但由于工业化不彻底也不均衡，经济运行愈发依赖进口资本品和中间品，同时大量出口资源用于偿还外债，相应地 21 世纪初出口份额反而同步甚至领先于 FDI，即这一时期其领先-滞后关系可能和印尼、新加坡等大宗出口规模较大的国家更接近。

图 13：墨西哥出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）



数据来源：UNCTAD, WTO, 世界银行, 东方证券研究所

- 发展程度更高的国家 FDI 领先于出口份额的时间明显更短（约 1-2 年）。**如韩国（2021 年成为发达国家），可以看到 FDI 流入占比和出口份额走势基本同步，其绿地投资数量占比也是如此，一方面对于工业水平更高的国家来说当地市场需求和经济增长可能是 FDI 流入更重要的原因，韩国资本形成对 FDI 的依赖水平较低（1990-2021 年均均为 2.8%），且韩国至少在 21 世纪以来本土设备投资本就领先 FDI 1-2 年，说明韩国本土投资（或经济发展状况）领先于出口和 FDI。类似的还有美国，对美国而言 FDI 领先出口 1-2 年左右的时间和我们在《美国再工业化：对中国贸易的影响如何？》中提到的美国设备投资传导到出口所需的时间是相近的，一方面是客观上 FDI 是投资的一部分，但另一方面即便美国是发达国家中 FDI 占资本形成比例较高的国家（1990-2021 年均 6.2%），其比例也显著低于许多发展中国家，这种情况下美国 FDI 和私人设备投资走势依然高度相关，同样印证了如果不是在“雁阵模式”的外生推动下，FDI 和一个国家或地区（特别是工业化水平已经更高的国家）的经济发展前景（或需求增长）、FDI 和出口份额之间的内生性较强。此外，德国、日本等发达国家 FDI 领先于出口份额的时间也都更短。

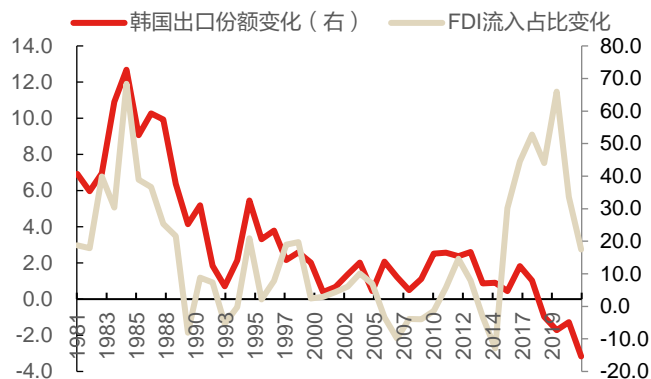
值得注意的是，传导时间长短可能和发达国家基建等与制造业发展高度相关的配套设施更完善有关，根据世界银行，韩国 2007 年交运贸易相关基建质量指数（1 最差，5 最好，发达国家普遍在 4 左右）为 3.44，在发展中国家中遥遥领先（当时仍是发展中国家），而在这方面可能可以形成印证的是中国，1995-2010 年间中国 FDI 占资本形成的比例为 9.4%（相较之下 2010-2021 仅 2.9%），高于同时期韩国 5.8 个百分点，FDI 和出口份额之间的走势也较为同步（中国也不是大宗出口国），2007 年交运贸易相关基建质量指数已经达到 3.2，同样高于多数发展中国家（同年墨西哥、菲律宾、越南分别为 2.68、2.26、2.5），同时中国绿地投资项目数占比也大约只领先中国的出口份额 1 年左右。此外，前文所提到的新加坡 FDI 传导至出口较快或也和基建水平有关。

综合来看，考虑到如今部分发展中国家（特别是新兴国家）的基建水平已显著提升，投资传

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

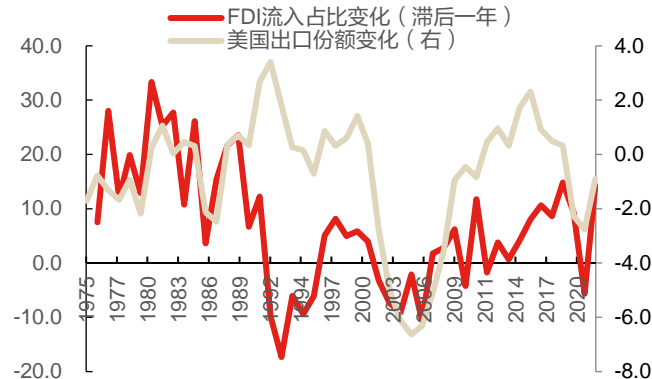
导到出口的时间或介于发达国家 2 年和发展中国家 4 年之间。基于此，我们预计 2024 下半年美国在强政策支持下本土产能逐渐开始释放，但其对应的海外配套产能的落地节奏及其对出口份额的影响可能延续长期以来较为平缓的节奏。

图 14：韩国出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）



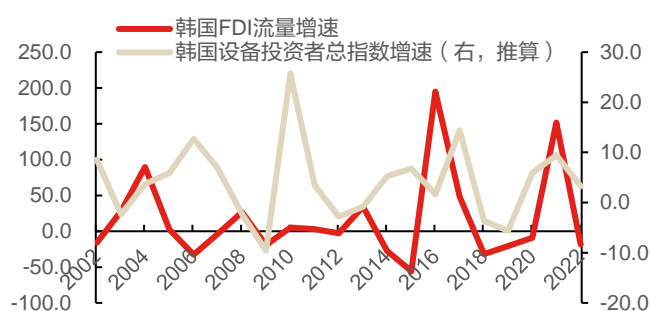
数据来源：UNCTAD, WTO, 世界银行, 东方证券研究所

图 15：美国出口份额变化及其 FDI 占比变化情况（%）



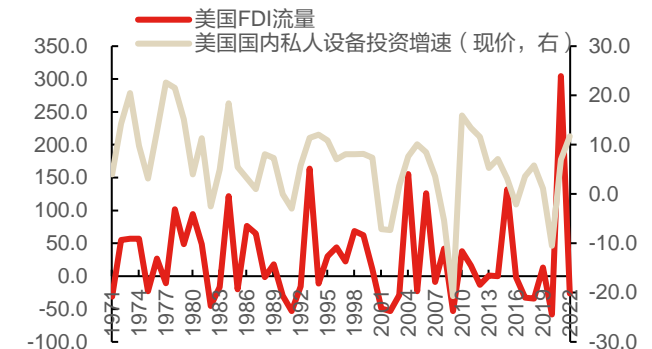
数据来源：UNCTAD, WTO, 世界银行, 东方证券研究所

图 16：韩国 FDI 及本土设备投资总指数增速（%）



数据来源：Wind, 东方证券研究所 备注：设备投资增速为月频数据，年频估算方法为算术平均

图 17：美国 FDI 及本土设备投资总指数增速（%）



数据来源：Wind, 东方证券研究所 备注：私人设备投资增速为 GDP 中的一个分项

如何从企业层面数据看待产业迁移情况？

企业层面调查显示中国仍是全球最重要的市场之一

根据 2023 年的《中国营商环境调查报告》（后均简称《报告》，源于中国美国商会，是获得中国政府官方认证、代表美国企业在华的商会，2023 年报告含 319 个样本，包含技术和研发、工业和资源、消费、服务等行业），受访企业中 2022 年将中国作为首要或前三大投资目的地的比例有所回落，但仍处在较高水平。迁移企业主要选择回流欧美，少量选择其他亚洲发展中国家，墨西哥&加拿大减少。考虑将产能迁移至中国境外的样本企业占 24% 左右，从目的地来看，前往亚洲其他发展中国家的比例上升 1 个百分点，随着更多发展中国家崛起，外商投资的选择自然会更加多样；亚洲发达地区、香港、墨西哥&加拿大占比分别下降 2、3、5 个百分点；然而升幅最大的是美国和欧盟，分别为 6、3 个百分点。2023 年 4 月 IMF 的《世界经济展望》中也提及类似的现象，2015 年以来在战略部门的外国直接投资早已呈现碎片化且更加倾向于回到欧美发达国家，

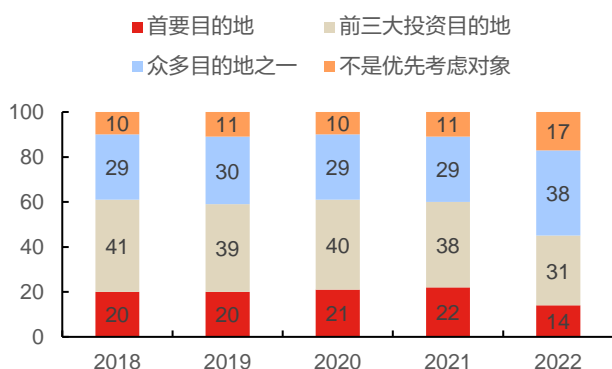
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

其中半导体同时还倾向于流向中国以外的亚洲国家。

关于 IMF 展望中“战略部门”的定义，根据其在线附注 4.1 筛选过程如下：（1）参考大西洋理事会认定的战略部门，如半导体、通讯、5G、新能源、关键矿物、基础化工、肥料、电池、通用机械、汽车、非金属矿物、有色金属开采等等。（2）其中的制造业和采矿业，再根据 2017-2022 年各公司财报电话会议的内容中提及回流相关术语的前 30% 的行业将被保留（原文中并未提及具体评估是根据频率还是公司占比等），其余剔除（纺织业被剔除在外）。

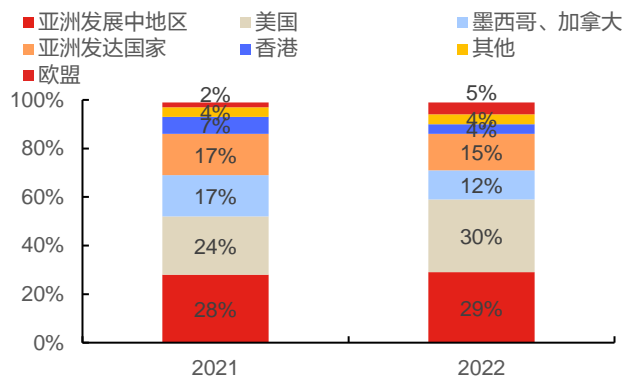
值得注意的是，部分亚洲发展中国家外商投资或或多或少也都存在一些瑕疵。虽然今年截至 11 月越南外商直接投资注册金额累计同比高达 42.4%（美元计价），但是来自部分发达国家的规模大幅下降，如美国、日本累计同比分别为 -76.6%、-80.2%（两年复合增速分别为 -47.1% 和 -48.5%），相较之下中国增幅形成很大程度上的对冲，累计同比高达 138%（两年复合增速 39.9%）；马来西亚也有类似的迹象，2023 年 Q3 外商直接投资资金流入（DIA，马来西亚林吉特计价）累计同比为 -37.5%（两年复合增速 9.4%，2022 年基数高），其中北美、欧洲地区都在 -30% 以下，中国为 -2.8%。需要注意的是马来西亚的优势产业之一电子设备制造业或有较大增幅，Q3 从台湾的 DIA 累计同比增幅高达 774.5%（两年复合增速为 41.4%），同期信息与通讯行业的 DIA 同比增幅为 1443%（两年复合增速 8.4%）。此外，2023 年美国加息操作也不利于外商在其他国家加大投资。

图 18：中国在近期全球投资计划中的重要性（%）



数据来源：《中国营商环境调查报告》，东方证券研究所

图 19：样本企业的目标迁移地



数据来源：《中国营商环境调查报告》，东方证券研究所

如何理解外资对中国劳动力成本压力的担忧减弱？

值得注意的是，《报告》显示企业对劳动力等成本的关注逐渐淡化，或说明因为当下美国的制造业回流，“近岸化”和“友岸化”主要是出于供应链安全而非效率，而该小节我们也暂时回归经济学本源，以“单位劳动力成本/制造业单位产出”（后文称为单位劳动力成本）粗略测算中国单位劳动力成本的产出是否还具有竞争力，其中分子统一为美元口径，而分母则统一为购买力平价口径，该指标参考美国劳工部对单位劳动力成本的定义（Unit Labor Costs），同时也是学术研究中常见的口径。国际对比时数据来源主要参考联合国工业署的数据库（UNIDO），分子和分母分别使用“总薪资（Wages and salaries）”和“增加值（Value added）”计算；而国内各省份之间的对比，分子分母则以制造业年均年薪（根据各省份城镇私营和非私营制造业平均公司加权估算）和第二产业 GDP（与制造业之间口径上有差异）计算。

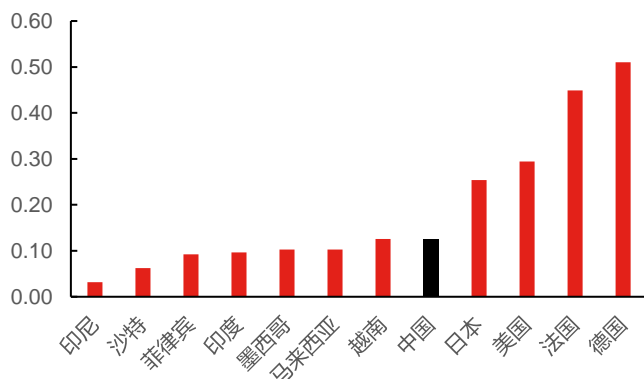
需注意从 GDP 的收入法公式来看，增加值 = 劳动者报酬 + 生产税净额 + 固定资产折旧 + 营业盈余，劳动成本仅为增加值的一部分，该指标旨在反映劳动力成本与劳动生产率的相对变动情况，而非直接对应到企业利润。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

如果仅从制造业来看，与其他新兴发展中国家相比，中国单位产出所需的劳动力成本劣势并不大：

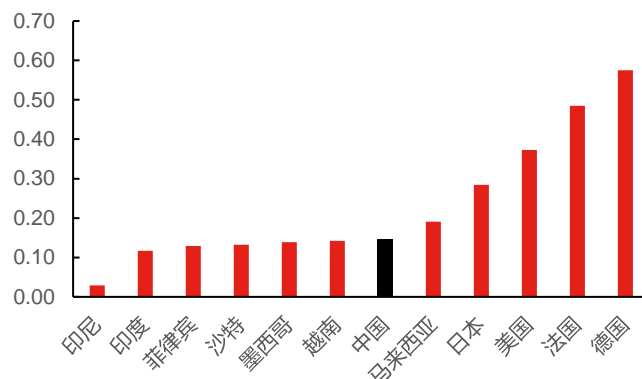
- 若采用 UNIDO 的数据推算单位劳动力成本可以发现，中国在和墨西哥、菲律宾、印度、越南等发展中国家对比中劣势并不大，如 2020 年中国、墨西哥、菲律宾、印度、越南单位劳动力成本分别为 0.13、0.09、0.09、0.1、0.13，相较之下美国、日本、德国、法国等发达国家为 0.29、0.25、0.51、0.45。需注意虽然东盟中印尼该比值很低，仅 0.03，但可能和其出口大量能源有关，沙特也明显偏低，为 0.06。
- 在机械设备、运输设备、电子设备等关键出口领域也都能维持较低的单位劳动力成本，如 2020 年中国机械设备单位劳动力成本为 0.15，低于马来西亚，与越南和墨西哥基本持平，高于印度。电子设备制造业方面，中国 2013 年前后数据有明显波动，或与口径变化有关，假设 2013 年与 2012 年单位劳动力成本一致，且后续变化率和 UNIDO 提供的数据的变化率一致的情况下，单位劳动力成本高于越南、墨西哥，与印度持平，低于菲律宾。
- 在纺织品等部分更传统的产业上，中国单位劳动力成本相较于越南等部分国家甚至具有一定优势。

图 20：测算 2020 年部分国家制造业单位劳动力成本



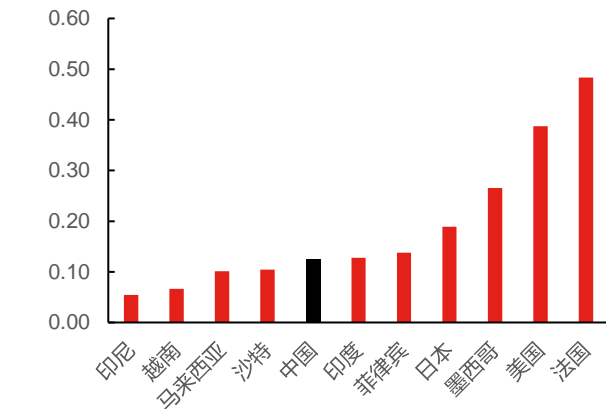
数据来源：UNIDO，东方证券研究所

图 21：测算 2020 年部分国家机械设备制造业单位劳动力成本



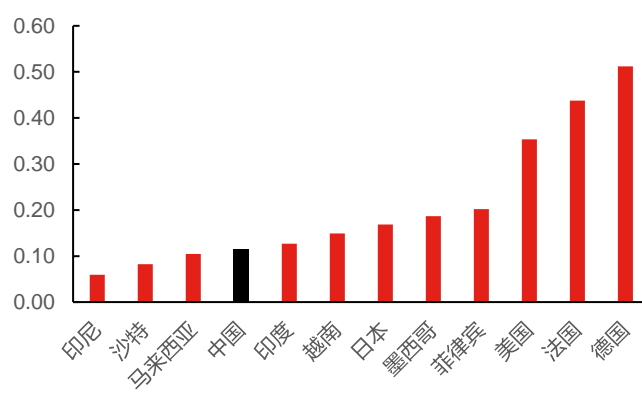
数据来源：UNIDO，东方证券研究所

图 22：测算 2020 年部分国家电子设备制造业单位劳动力成本



数据来源：UNIDO，东方证券研究所

图 23：测算 2020 年部分国家纺织品制造业单位劳动力成本



数据来源：UNIDO，东方证券研究所

其实类似的结论在国内也可以找到印证，东部省份单位产出所需的劳动力成本未必更高：

- 根据联合国工业署的数据，2018-2020 年间中国整体制造业单位劳动力成本不升反降，从 0.133 下降至 0.126，说明即便中国居民工资水平持续增长（或劳动力成本不断上升），但

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

劳动生产率上升的幅度也较为可观。如果以“制造业劳均年薪/第二产业人均 GDP”来粗略估计不同省份相对劳动力生产成本（需注意制造业和第二产业口径不完全一致，会产生一定误差），从中国各地区的情况来看（地区分类参考统计局标准，由于数据可得性问题东部剔除天津），下降一方面源于中西部地区第二产业 GDP 占比上升，另一方面源于中部或东北地区单位劳动力成本下降。

- 东部地区单位劳动力成本整体确实要更高，但其中也有大量例外，如广东、福建和广西 2022 年相对劳动力生产成本分别为 0.259、0.142 和 0.285；江苏和安徽分别为 0.193、0.242，东部地区中北京和上海则明显更高，分别为 0.286 和 0.34。
- 即便是传统产业，东部省份单位劳动力投入的产出也可能更高。考虑到该比值和行业结构也有关，我们选出江苏和陕西纺织品和纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品两个行业进行对比，陕西作为服装制造业快速增长的省份之一（陕西省规模以上工业企业 2023 年 1-6 月同比增速较同期全国高 40.7 个百分点），根据 2017 年的投入产出表，纺织品和纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品两个行业（总产出/劳动报酬投入）的比例分别为 7.4 和 9.4，而江苏为 11.9 和 7.9，说明在资本要素的支撑下，即便是较为传统的产业，各类纺织品在东部地区生产仍具有一定竞争力。此外，考虑到人口的分布，沿海地区的劳动力要素也确实更丰富，也有文献表明与中西部相比，东部地区在劳动力的禀赋和对应成本上未必有劣势，“雁阵模型”在国际间产业转移可能有一定借鉴意义，但在一国之内不同地区之间劳动力要素流动的摩擦和国际之间有明显差异，会削弱该模型对大国内部产业转移的解释力度。

表 1：测算中国不同地区单位劳动力成本

年份	东部	中部	西部	东北
2016	0.22	0.22	0.17	0.17
2017	0.23	0.21	0.18	0.18
2018	0.24	0.23	0.20	0.23
2019	0.23	0.21	0.20	——
2020	0.25	0.22	0.23	0.21
2021	0.26	0.23	0.23	0.21
2022	0.25	0.20	0.19	0.18

数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2019 年辽宁数据有缺失因此不做加总计算；以“制造业劳均年薪/第二产业人均 GDP”估算

风险提示

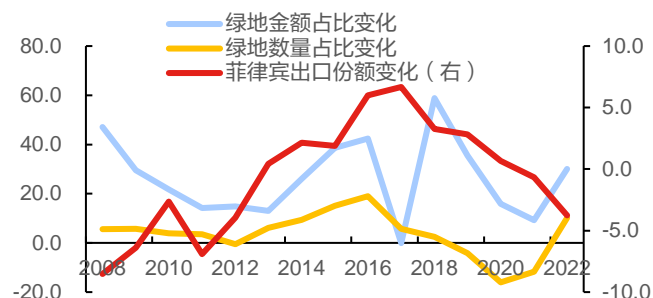
数据可得性限制。如文中对单位劳动力成本等指标的测算或因各国之间统计口径的差异产生误差。

统计样本与实际情况或存在误差。如《中国商务环境调查报告》中的统计样本实际情况或与总体有一定差距。

地缘政治的不确定性和经济环境差异使得历史经验和当下情况或无法完全匹配。本文基于历史数据总结的各国 FDI 等投资途径落地到出口端的时间长短，或因各国产业政策及其力度（特别是在地缘政治作用下）以及当下经济环境（如基建水平）的变化而产生误差。

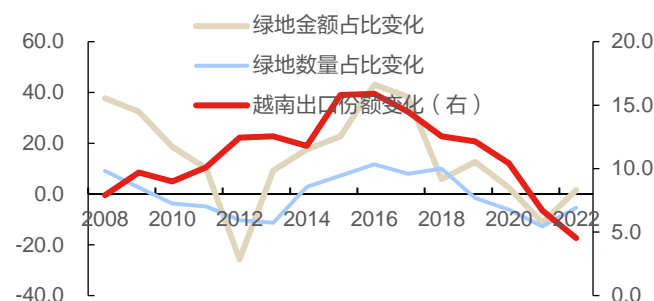
附录

图 24：菲律宾绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



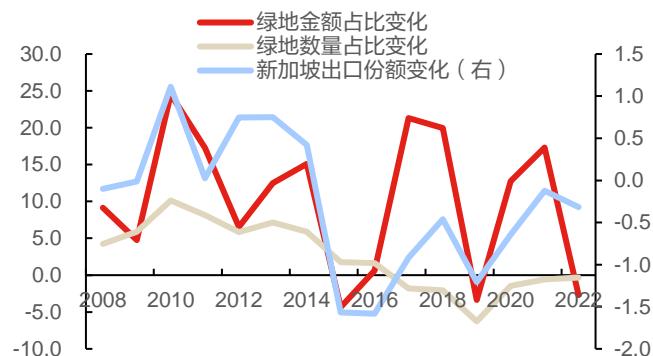
数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

图 25：越南绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



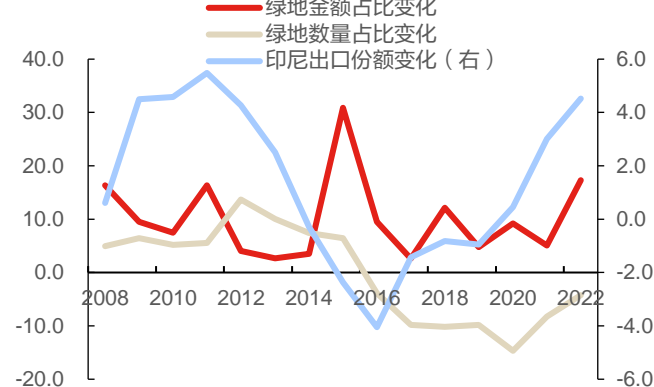
数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

图 26：新加坡绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

图 27：印尼绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



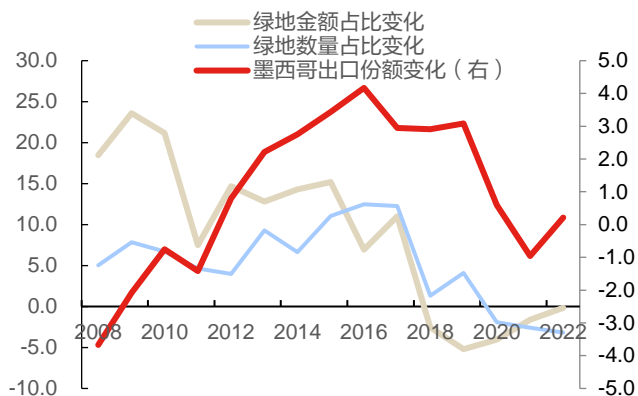
数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

图 28：墨西哥绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）

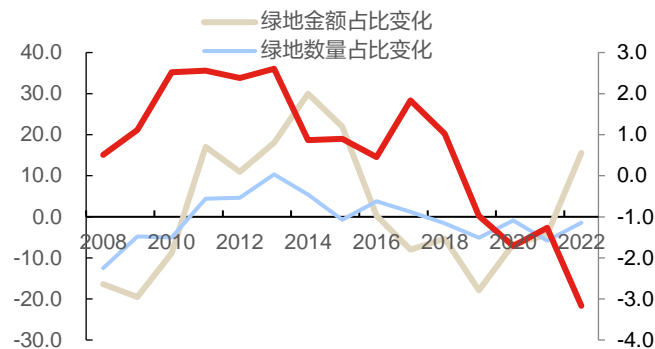


图 29：韩国绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



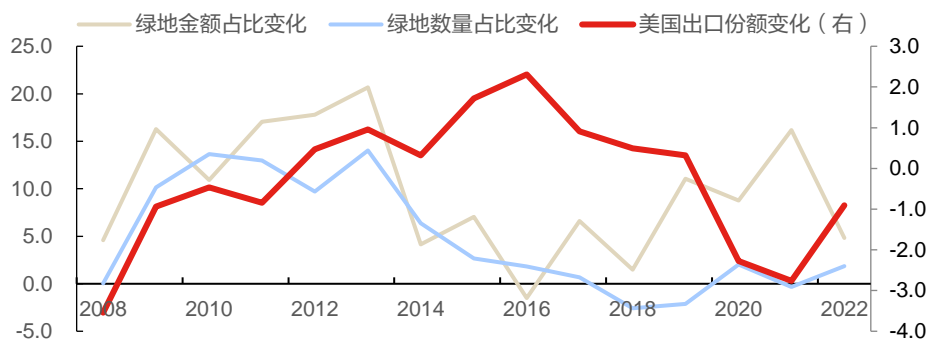


数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所



数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

图 30：美国绿地投资数量、金额占比及出口份额（%）



数据来源：UNTCAD, WTO, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。